

新能源蓄势待发，地产经营突飞猛进

——金科股份（000656）2015 年年报点评

2016 年 03 月 29 日

强烈推荐

金科股份

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
梁小翠	分析师	执业证书编号：S1480115080094
	liangxc@dxzq.net.cn	010-66554023

事件：

公司日前发布 2015 年年报，报告期内，公司实现营业收入 193.99 亿元，同比增长 11.98%；实现净利润 12.34 亿元，同比增长 42.99%；归属于上市公司股东的净利润 11.23 亿元，同比增长 23.74%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 10.18 亿元，同比增长 46.48%。基本每股收益 0.27 元，同比增长 17.39%。截至 2015 年 12 月 31 日，公司总资产 955.53 亿元，归属于上市公司股东的净资产 114.54 亿元，分别比 2014 年底增长 16.43%和 8.78%。向全体股东每 10 股派发现金红利 0.5 元（含税）。

公司分季度财务指标

指标	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
营业收入（百万元）	2608.94	5718.2	7247.38	1509.31	5051.43	4541.23	8296.6
增长率（%）	-41.71%	395.36%	-0.34%	-13.70%	93.62%	-20.58%	14.48%
毛利率（%）	23.57%	18.01%	22.45%	29.70%	24.73%	25.60%	31.96%
期间费用率（%）	9.38%	6.93%	8.58%	17.92%	7.32%	9.03%	10.05%
营业利润率（%）	7.70%	4.09%	-2.42%	6.33%	9.95%	9.28%	8.73%
净利润（百万元）	241.24	196.84	173.25	94.85	405.63	328.47	404.69
增长率（%）	-40.29%	53.50%	267.78%	-62.32%	68.14%	66.87%	133.59%
每股盈利（季度，元）	0.21	0.18	0.18	0.09	0.08	0.08	0.11
资产负债率（%）	86.87%	86.83%	83.96%	83.40%	84.35%	84.13%	83.95%
净资产收益率（%）	2.35%	1.84%	1.32%	0.64%	2.74%	2.15%	2.64%
总资产收益率（%）	0.31%	0.24%	0.21%	0.11%	0.43%	0.34%	0.42%

观点：

- 公司盈利增长明显，净利润大幅上升。**2015 年公司实现营业收入 193.99 亿元，同比增长 11.98%，净利润 12.34 亿元，同比增长 42.99%，其中：归属于上市公司股东的净利润为 11.23 亿元（扣除永续债的影响后），同比增长 23.74%。本期业绩增加较大，主要系本期结转的项目毛利率较高所致。从期间费用率来看，销售费用、管理费用和财务费用出现大幅上涨。具体来看，销售费用比去年同比增加 8.69%；管理费用比去年同比增加 28.26%，主要是本期开发项目增加，职工薪酬和管理成本提高；财务费用比去年同比增加 64.59%，主要是本期项目竣工后利息费用化金额增加所致。费用率的增加反映出企业应对市场回

暖加大了促销力度, 但是费用总额的大幅度上升, 但是除了管理费用外, 销售费用和财务费用占营业收入的比例却大幅度下降, 并未拖累净利润的增长。

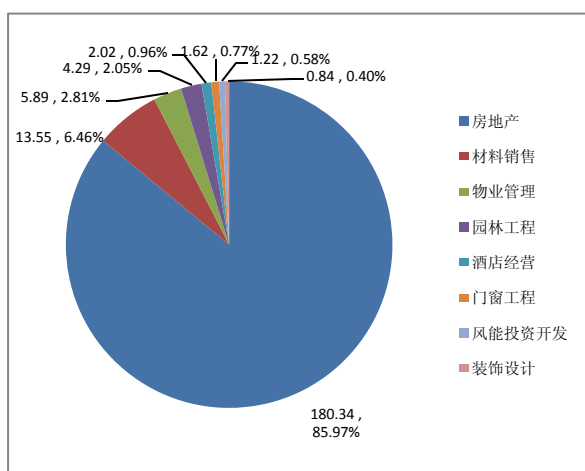
表 1: 公司核心财务指标、变动情况及原因分析

(单位: 亿元、百分比)

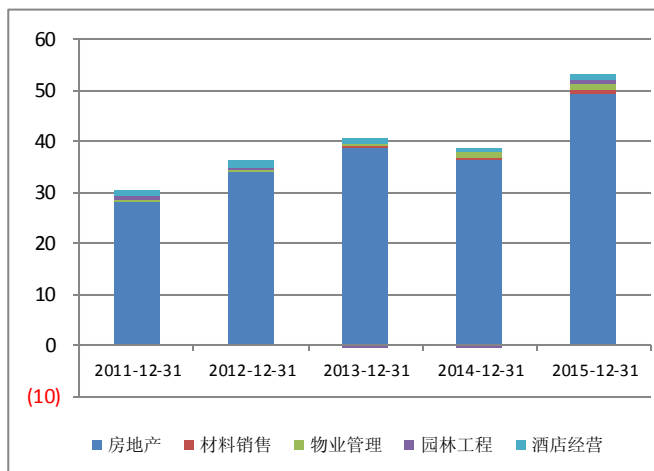
项目	2015 年	2014 年	变动比率	原因分析
毛利率 (%)	28.41%	23.01%	5.4%	商业地产销售毛利率上升
净利率 (%)	6.36%	4.98%	1.38%	变化幅度较小
资产负债率 (%)	83.95%	83.96%	-0.01%	基本没有变化
费用比率 (%)	9.71%	8.78%	0.93%	基本没有变化
加权 ROE (%)	10.26%	11.31%	-1.05%	变化幅度较小
总资产	955.52	820.66	10.95%	本期公司资产规模保持净增长
货币资金	93.89	75.27	27.82%	主要系销售回款及发行专项计划资产支持融资券所致
应收账款	72.90	70.90	2.82%	变化幅度较小
一年内到期非流动 负债	180.99	88.31	104.95%	主要系年初长期借款将于一年到期调整计入所致。
经营活动净现金流	4.12	-83.85	104.92%	主要系报告期内销售回款增加, 土地支出规模减少。
稀释 EPS	0.27	0.23	17.39%	净利润增加

数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司营业收入主要来源于房地产销售, 占比仍然超过90%以上, 呈现出逐年增加的趋势, 但同比增加比率逐年降低, 考虑到公司业务多元化发展的战略, 可期房地产业务收入占比将持续降低; 公司物业管理呈现快速增长的态势, 预计未来收入会持续增加; 2015年公司进入新能源行业, 由于新能源行业发展空间巨大, 预计以后规模会越来越大。

图 1: 2015 年各业务营收总额及占比 (单位: 亿元, 百分比)


资料来源: 公司 2015 年年报, 东兴证券研究所

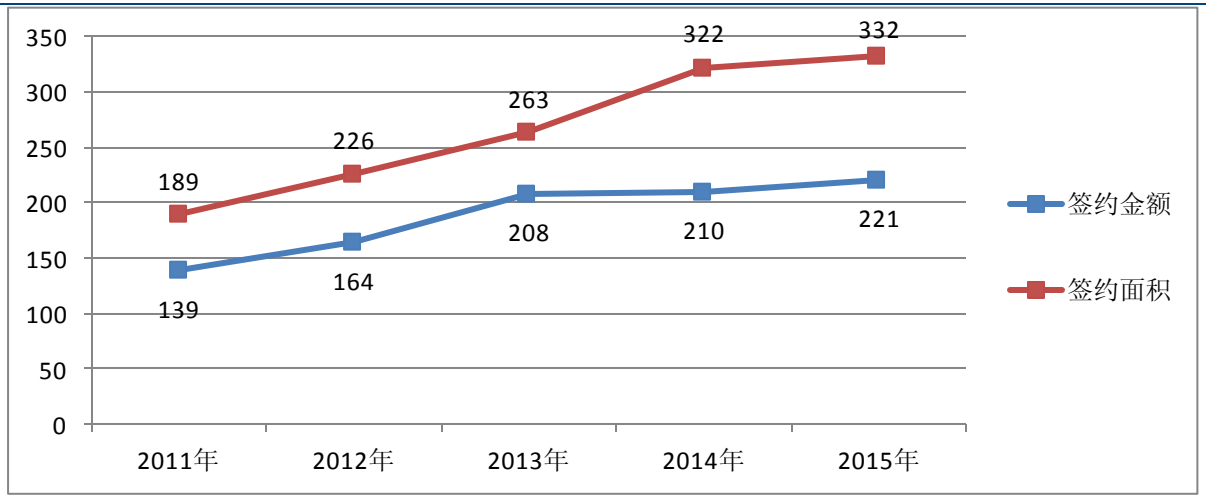
图 2: 历年毛利润总额及各业务贡献度 (单位: 亿元)


资料来源: 公司 2015 年年报, 东兴证券研究所

房地产业务稳定发展, 拿地规模明显缩减。公司各业务板块全年实现销售金额约238亿元, 销售同比增

长约4%，其中地产板块实现签约销售金额约221亿元，同比增长约5%，实现签约销售面积约332万平方米，同比增长约3%。房地产全年新开工面积约332万平方米，竣工面积约407万平方米，结算面积约286万平方米，年末在建项目75个，在建面积约1302万平方米，为未来的销售的可持续增长提供可靠保障。

图 3: 各年度房地产签约面积与签约金额 (单位: 亿元, 万平方米)



资料来源: 公司2015年年报, 东兴证券研究所

公司2015年全年通过招拍挂、股权收购等方式获得14宗土地，土地价款共计54亿元，同比去年的102亿元下降了47.06%；新增项目计容可建规模351.88万平方米，同比去年的570万平方米下降38.27%。从获得土地布局来看，公司依然以重庆为最大市场，今年在重庆拿地价款共计36.31亿元，占全年土地价款的67.24%，但同时也可看出项目布局向二线城市回归的策略。在房地产行业去库存的大背景下，公司没有盲目扩张土地储备，而是在保证未来可持续开发的基础上，有意识的扩张，并对产品结构、项目质量进行调整、提升。

表2: 2015年新增土地储备

城市	地块	规划建筑面积(万㎡)	总成交金额(亿元)	平均楼面价(元/㎡)	平均溢价率(%)
重庆	开县镇东街道办	19.57	2.21	1127	0.46
	北部新区	39.04	13.42	3437	0
	北部新区	36.29	10.9	3003	0
	巫山县新县城	20.84	1.39	665	0
	巫山县新县城	36.96	2.45	663	0
	巫山县新县城	38.57	2.56	662	0
长沙	望宏路	19.85	3.38	1702	0
	经开区	14.6	1.49	1019	0
青岛	经开区	53.53	2.04	381	0
	市北区	21.35	9.61	4499	17.8
乌鲁木齐	五家渠	14.38	0.37	254	1.33
昆明	官渡区	12.45	0.92	733	0
苏州	吴中区	9.53	2.57	2694	21.24
乌鲁木齐	头屯河区	14.92	0.69	465	0.58

资料来源: 公司2015年年报, 东兴证券研究所

- **融资渠道通畅, 财务成本有望进一步下降。**2014年以来, 公司融资渠道通畅, 截止到2015年底, 共获得68.5亿元的直接融资。在债券融资方面, 2015年公开发行公司债20亿元、中期票据21亿元, 非公开发行公司债12.5亿元, 合计53.5亿元; 在物业资产证券化方面, 共发行15亿元, 其中优先级规模14亿元, 分为5档, 次级规模1亿元, 无评级, 由金科物业全额认购。2016年3月份, 公司共融资36.5亿元, 资金主要用于归还涉及项目银行开发贷款, 从而进一步提高公司运营效率和经营水平, 改善资产负债结构, 随着高息信托负债逐渐被替换, 未来成本有望进一步下降。

表 3: 公司债券融资情况

时间 (起息日)	金额 (亿元)	期限 (年)	年利率	备注
2016.03.22	11	3	5.30%	金科股份 2016 年度第一期中期票据, 评级: AA
2016.03.17	12.5	3	6.80%	金科股份 2016 年非公开发行公司债券(第一期)(品种一)
2016.03.17	13	3	6.00%	金科股份 2016 年非公开发行公司债券(第一期)(品种二)
2015.12.16	12.5	3	7.00%	金科股份 2015 年非公开发行公司债券(第一期)
2015.11.24	21	3	5.50%	金科股份 2015 年度第一期中期票据, 评级: AA
2015.08.28	20	5	6.40%	金科股份 2015 年公司债券(第一期), 评级: AA
2015.11.05	1.8	1	5.00%	金科物业 ABS1 号 (金科物业 1), 评级: AA+
	2.4	2	5.60%	金科物业 ABS1 号 (金科物业 2), 评级: AA+
	3.0	3	5.80%	金科物业 ABS1 号 (金科物业 3), 评级: AA+
	3.3	4	6.00%	金科物业 ABS1 号 (金科物业 4), 评级: AA+
	3.5	5	6.20%	金科物业 ABS1 号 (金科物业 5), 评级: AA+
	1.0	5	—	金科物业 ABS1 号 (次级债)

数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

股权融资方面, 2016年2月, 公司以非公开发行的方式发行股权融资的方式已获得股东大会通过, 拟发行12.23亿股, 发行价格不低于3.68元/股, 募集资金45亿, 用于重庆·南川金科世界城一期项目、遵义·金科中央公园城一期项目、重庆·万州金科观澜项目、景峡第二风电场C区、20万千瓦风电项目、偿还金融机构借款, 若此次发行能获得证监会通过, 公司资产负债结构会获得进一步改善、并将进一步加强公司在商业地产领域和新能源领域的作业能力。

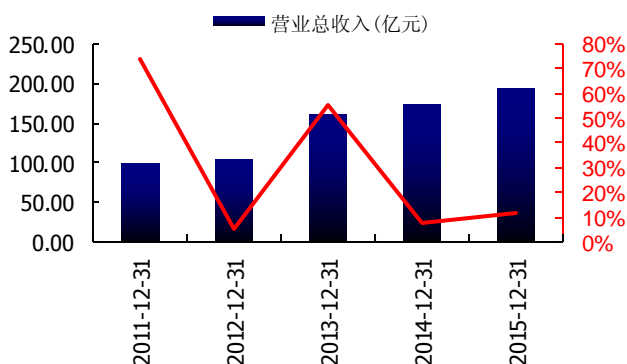
- **管理机制不断完善。**报告期内, 公司推出房地产项目跟投制度, 各区域核心管理人员成功实施跟投项目12个, 充分调动项目经营团队的积极性, 进一步提高项目经营质量和运营效率。公司推出限制性股票激励计划, 向147名激励对象授予限制性股票19,144万股, 有效地将股东利益、公司利益和员工利益结合。跟投制度和股权激励进一步完善了公司长效管理和激励机制, 为公司的长远发展奠定了基础。

- **转型升级步伐加快, 布局“地产+社区综合服务+新能源”模式。**中国房地产业已从增量物业时代逐步过渡到存量物业时代, 基于房地产后服务市场的“社区综合服务”机会日益显现。公司紧紧把握房地产行业现状, 大力发展社区综合服务, 2015年物业公司实现营业收入5.89亿元, 同比增长35.52%; 实现净利润0.48亿元, 同比增长152%, 预计未来几年物业收入会出现迅速增长。

公司2014年12月出资20亿元成立全资子公司金科新能源有限公司并承购收购新疆华冉东方新能源有限公司, 标志着公司正式进入新能源行业。截止报告期末, 华冉东方总资产为16.65亿元, 净资产为3.83亿元, 2015年营业收入为1.22亿元。报告期, 华冉东方发电4.79万度, 但由于2015年新疆电网大力建设外送通道及全疆环网建设, 全网的电力输送受到影响; 再加上国网新疆电力公司电力调度控制中心多次电力调试通知等公司不可抗力因素, 导致华冉东方在报期限电严重, 限电损失比率48.27%。

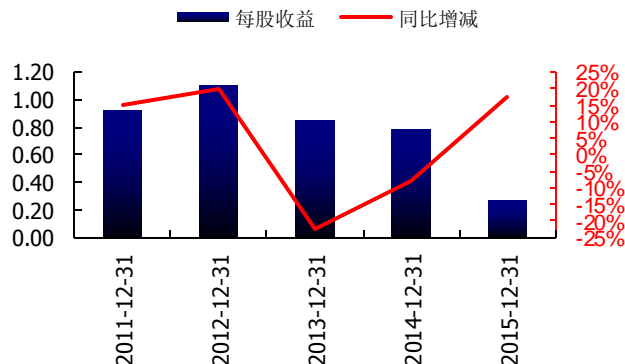
为应对上述有关情况, 主动调整战略, 包括调减原收购价款、原股东关联方增资、共同出资新能源产业基金、取消业绩承诺等一揽子交易等。随着新疆电网新的外送通道及全疆环网建设完成, 华冉东方限电情况将会得到明显改善。同时, 为了有效控制投资风险, 2015年12月, 公司与招商昆仑等合伙人共同投资设立金科新能源产业基金。通过设立产业基金的模式, 公司不仅能拓宽发展新能源的资金和项目渠道, 与公司现有新能源业务产生协同效应, 还能依托合伙人的资源优势 and 行业投资经验, 孵化新能源领域优质项目, 并通过优先购买权的方式予以锁定, 以助推公司做大做强新能源产业。

图 4: 营业收入情况



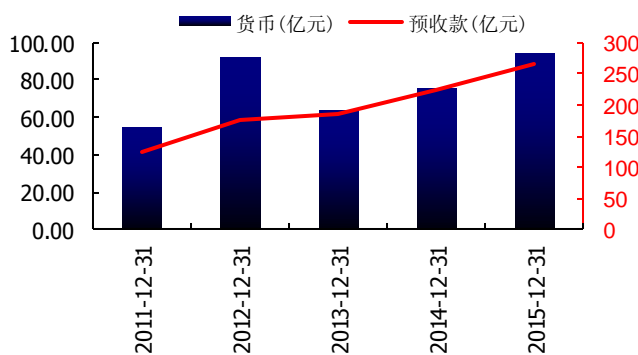
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 5: 每股收益情况



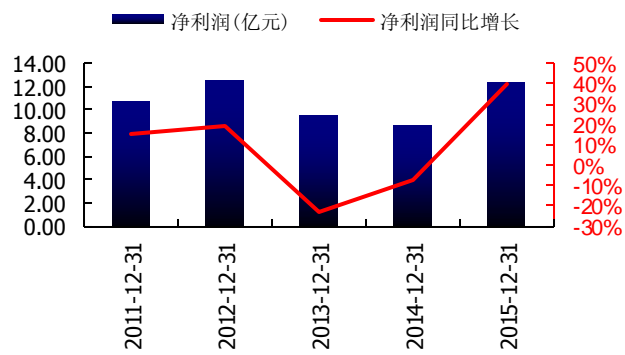
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 6: 货币和预收款情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

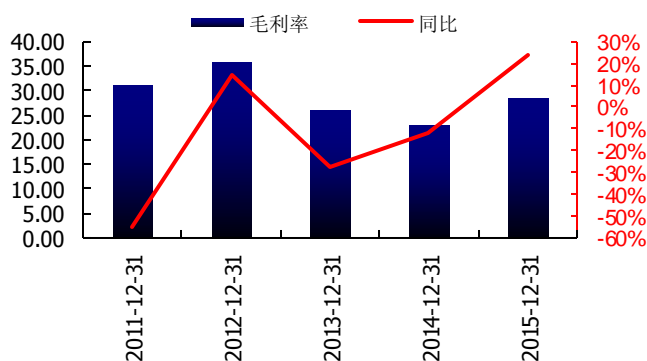
图 7: 净利润情况



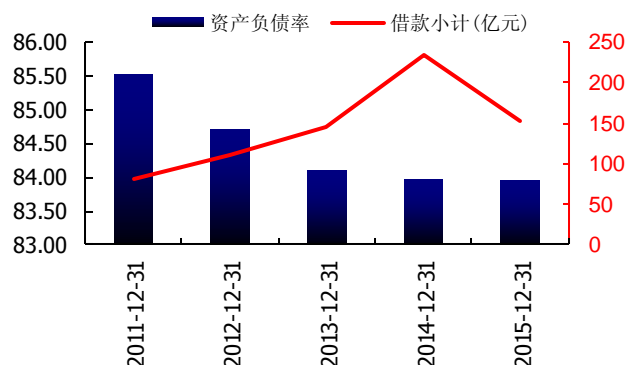
资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 8: 销售毛利率情况

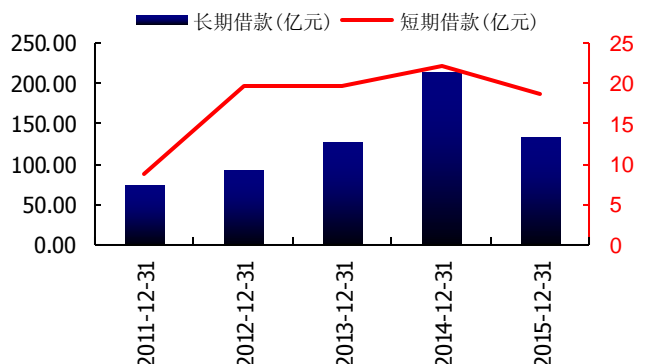
图 9: 资产负债率情况



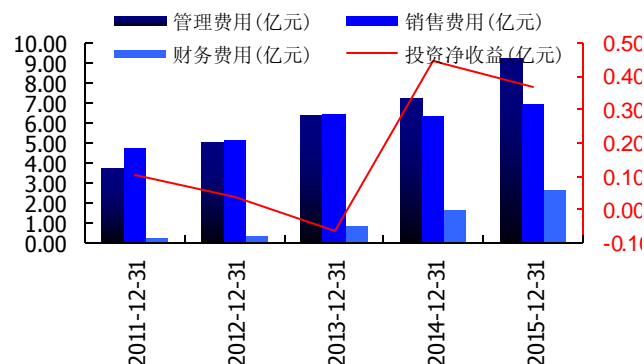
资料来源: 公司公告, 东兴证券



资料来源: 公司公告, 东兴证券

图 10: 贷款情况


资料来源: 公司公告, 东兴证券整理

图 11: 销售费用、管理费用和财务费用情况


资料来源: 公司公告, 东兴证券

结论:

金科股份是重庆地区龙头房地产开发公司, 目前较高的存货水平将受益于国家“去库存”战略的实施; 公司通过“地产+社区综合服务”连接用户, 不断提升运营效率和服务质量, 预计公司物业收入会迅速增长; 新能源行业长期成长空间巨大, 未来公司将通过新能源基金的方式孵化优质项目, 降低收购风险。公司 2015 年公司净利润大幅增加, 业绩表现突出。与此同时, 公司致力于多元化经营战略, 构建“地产+社区综合服务+新能源”模式, 力图转型升级。从中长期来看, 公司仍然是具有较强的可持续盈利能力。我们预计公司 2015-2017 年营业收入分别为 232.78 亿元、267.7 亿元和 307.86 亿元, 每股收益分别为 0.40 元、0.47 元和 0.55 元, 对应 PE 分别为 10.33、8.79 和 7.42, 维持“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表		单位:百万元						
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E					
流动资产合计	75185	87387	91278	106114	123175	营业收入	17324	19399	23278	26770	30786				
货币资金	7527	9389	11639	13385	15393	营业成本	13337	13887	16295	18739	21550				
应收账款	709	729	829	953	1096	营业税金及附加	1241	1480	1746	2008	2309				
其他应收款	1737	1483	1779	2046	2353	营业费用	638	694	931	1071	1231				
预付款项	797	1009	1824	2761	3838	管理费用	719	923	1117	1285	1478				
存货	62263	72164	71429	82144	94465	财务费用	163	268	133	209	265				
其他流动资产	2137	2613	3777	4825	6029	资产减值损失	769.50	480.66	800.00	800.00	800.00				
非流动资产合计	6881	8165	7555	7229	6904	公允价值变动收益	54.31	39.86	0.00	0.00	0.00				
长期股权投资	337	391	391	391	391	投资净收益	44.75	36.84	40.00	40.00	40.00				
固定资产	1133	2528	2367	2048	1729	营业利润	556	1743	2296	2699	3193				
无形资产	61	60	54	48	42	营业外收入	237.59	99.00	100.00	100.00	100.00				
其他非流动资产	0	70	0	0	0	营业外支出	39.66	57.76	80.00	80.00	80.00				
资产总计	82066	95553	98833	113343	130080	利润总额	753	1785	2316	2719	3213				
流动负债合计	45709	60515	67567	81400	97339	所得税	-110	551	579	680	803				
短期借款	2207	1882	13858	20629	28447	净利润	863	1234	1737	2039	2410				
应付账款	7175	8120	9375	10781	12399	少数股东损益	-45	-33	20	20	20				
预收款项	22431	26585	31241	36595	42752	归属母公司净利润	908	1267	1717	2019	2390				
一年内到期的非流	8831	18099	7000	7000	7000	EBITDA	835	2225	2754	3233	3783				
非流动负债合计	23190	19700	13816	13868	13929	BPS (元)	0.78	0.27	0.40	0.47	0.55				
长期借款	21311	13294	13294	13294	13294	主要财务比率									
应付债券	0	5313	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E				
负债合计	68900	80215	81383	95268	111268	成长能力									
少数股东权益	2636	2484	2504	2524	2544	营业收入增长	7.80%	11.98%	20.00%	15.00%	15.00%				
实收资本(或股本)	1379	4327	4327	4327	4327	营业利润增长	-54.01%	213.85	31.68%	17.54%	18.32%				
资本公积	2102	580	1458	1458	1458	归属于母公司净利润	35.51%	17.59%	35.51%	17.59%	18.37%				
未分配利润	6293	6234	5376	4366	3171	获利能力									
归属母公司股东权	10530	12854	12844	13450	14167	毛利率(%)	23.01%	28.41%	30.00%	30.00%	30.00%				
负债和所有者权	82066	95553	96732	111243	127979	净利率(%)	4.98%	6.36%	7.46%	7.62%	7.83%				
现金流量表						总资产净利润(%)	4.89%	1.11%	1.33%	1.74%	1.78%				
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE(%)	8.62%	9.86%	13.37%	15.01%	16.87%				
经营活动现金流	-8385	412	7369	-2695	-3173	偿债能力									
净利润	863	1234	1737	2039	2410	资产负债率(%)	84%	84%	84%	86%	87%				
折旧摊销	116.93	213.61	0.00	325.22	325.22	流动比率	1.64	1.44	1.35	1.30	1.27				
财务费用	163	268	133	209	265	速动比率	0.28	0.25	0.29	0.29	0.29				
应收账款减少	0	0	-100	-124	-143	营运能力									
预收帐款增加	0	0	4656	5354	6157	总资产周转率	0.24	0.22	0.24	0.26	0.26				
投资活动现金流	-681	-965	-475	-760	-760	应收账款周转率	38	27	30	30	30				
公允价值变动收益	54	40	0	0	0	应付账款周转率	2.92	2.54	2.66	2.66	2.66				
长期股权投资减少	0	0	215	0	0	每股指标(元)									
投资收益	45	37	40	40	40	每股收益(最新摊薄)	0.78	0.27	0.40	0.47	0.55				
筹资活动现金流	10158	2715	-4644	5201	5941	每股净现金流(最新)	0.79	0.50	0.52	0.40	0.46				
应付债券增加	0	0	-5313	0	0	每股净资产(最新摊)	7.64	2.97	2.97	3.11	3.27				
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率									
普通股增加	220	2949	0	0	0	P/E	5.26	15.19	10.33	8.79	7.42				
资本公积增加	1367	-1522	878	0	0	P/B	0.54	1.38	1.38	1.32	1.25				
现金净增加额	1092	2162	2250	1746	2008	EV/EBITDA	36.48	21.09	14.61	14.01	13.51				

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

梁小翠

重庆大学金融学学士和产业经济学硕士，中国社会科学院研究生院在读博士。2015 年加入东兴证券，从事房地产行业研究，重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

魏子森

就读于南开大学区域经济学硕士，现在东兴证券研究生房地产小组实习生。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。