

公司研究/中报点评

2019年08月14日

房地产/房地产开发 II

投资评级: 买入 (调高评级)

当前价格(元): 6.09  
合理价格区间(元): 7.68~8.64

**陈慎** 执业证书编号: S0570519010002  
研究员 chenshen@htsc.com

**刘璐** 执业证书编号: S0570519070001  
研究员 liulu015507@htsc.com

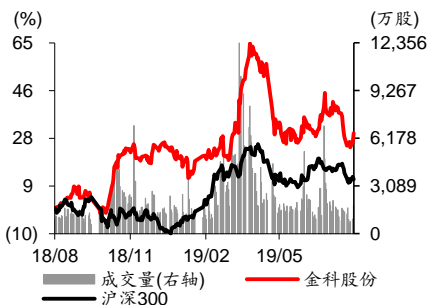
**韩笑** 执业证书编号: S0570518010002  
研究员 hanxiao012792@htsc.com

**林正衡** 021-28972087  
联系人 linzhengheng@htsc.com

相关研究

- 1《金科股份(000656,增持): 加快高质发展步伐, 完善长效激励机制》2019.07
- 2《金科股份(000656,增持): 根基扎实, 行稳致远》2019.03
- 3《金科股份(000656,增持): 盈利质量修复, 千亿目标可期》2018.10

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 均衡布局见成效, 长效激励护成长

## 金科股份(000656)

**核心观点**

8月12日半年报显示,2019上半年公司实现营收261.1亿元,同比+67.9%;实现归母净利25.9亿元,同比+288.5%;实现扣非后归母净利25.8亿元,同比+330.6%;加权平均ROE同比+7.6pct至11.0%。公司上半年净利增速贴近业绩预告上沿,总体业绩符合预期。维持2019-2021年EPS 0.96、1.27、1.64元的盈利预测,考虑到公司高成长预期,上调至“买入”评级。

**毛利率创近5年新高, 充裕货值奠定高增长基础**

上半年业绩释放提速主要源于:1、2017、2018年销售高增长(金额同比+93%和+81%)带动2019上半年营收同比+68%;2、高毛利项目集中步入结转周期,上半年毛利率同比跳升7.8个百分点至30.3%,创2015年以来新高;3、激励优化带动期间费用率同比降低2.6pct。2019上半年公司实现签约销售金额约814亿元,同比+36%;签约销售面积约839万平,同比+20%。报告期末总可售面积5600万平,可售资源较为充裕,全年预计向1500亿销售目标迈进,全年结转收入有望超过570亿。西南市场的高景气度叠加核心二三线城市的精准布局为业绩延续高质量增长奠定基础。

**巩固成渝深耕优势, 加速全国均衡布局**

2019上半年公司新增土储建面1530万平,同比+51%;新增土地投资金额423亿元,同比+57%。公司拿地强度维持高位,继续拓展核心25城,加速全国均衡布局。全年计划新增可售货值3200亿元,预计下半年拿地力度不减。受益于销售回款的顺畅以及净资产的增厚,报告期末净负债率同比-23.9pct至156.0%,为后续投资拓展释放杠杆空间。此外,报告期末公司物业管理面积2.4亿平,收入、净利增速分别达84%和260%,开发业务的高质量结转有望延续物业管理的强势表现。

**完善长效激励机制, 稳定中期发展预期**

6月公司公告2019-2023年员工持股计划,参与对象为董监高在内的公司员工;计划累计持股占比不超10%;一期资金规模不超32亿(员工自筹和融资金额均不超16亿);二至五期根据2019-2022年业绩完成情况(归母净利同比增速不低于30%、23%、19%、11%),按照当年归母净利的3.5%提取专项基金,作为后续计划的资金来源。公司员工持股计划一方面接力2015年限制性股票激励的解锁退出;另一方面面向全体员工、引入专项基金的长期激励有望进一步完善长效激励机制,稳定公司发展预期。

**深耕西南+全国布局, 上调至“买入”评级**

公司近12个月股息率6.1%,2019预测股息率高达8.0%(假设分红率不变)。维持2019-2021年EPS为0.96、1.27、1.64元的盈利预测。参考可比公司2019年6.4倍的PE估值,考虑到公司高成长预期,给予公司2019 8-9倍PE估值,维持目标价7.68-8.64元。公司对区域行情的把握为新一轮全国扩张奠定基础,扎实的开发运营能力和长期激励有望加速优质资源的周转兑现,近期板块估值下调凸显公司配置价值,上调至“买入”评级。

风险提示:受西南区域市场影响;当前股权结构相对分散;行业政策风险。

公司基本资料

总股本(百万股)	5,340
流通A股(百万股)	5,247
52周内股价区间(元)	4.74-8.19
总市值(百万元)	32,519
总资产(百万元)	272,013
每股净资产(元)	4.68

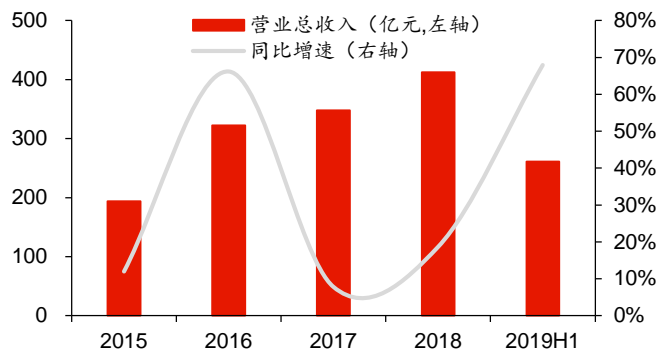
资料来源:公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	34,758	41,234	57,109	77,782	104,617
+/-%	7.82	18.63	38.50	36.20	34.50
归属母公司净利润(百万元)	2,005	3,886	5,140	6,768	8,757
+/-%	43.67	93.85	32.28	31.67	29.38
EPS(元,最新摊薄)	0.38	0.73	0.96	1.27	1.64
PE(倍)	16.22	8.37	6.33	4.80	3.71

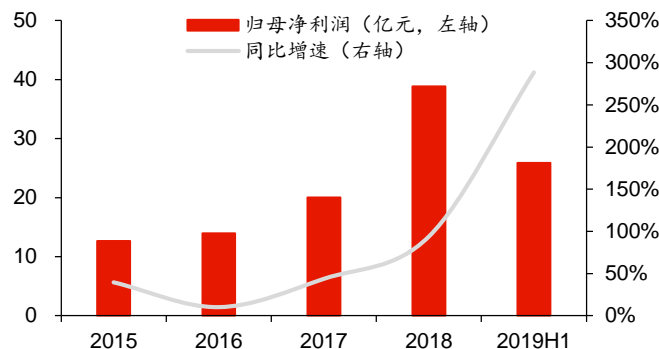
资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

图表1: 2015-2019H1 年公司营业收入



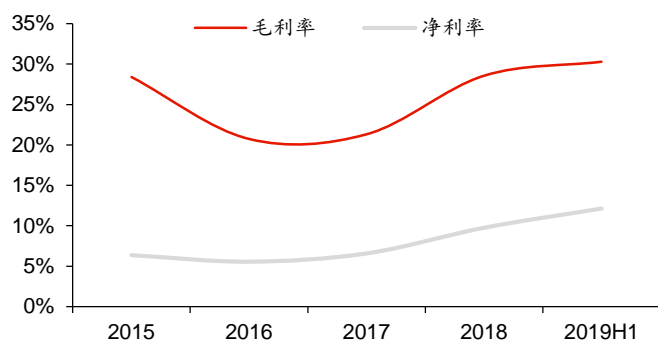
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 2015-2019H1 年公司归母净利润



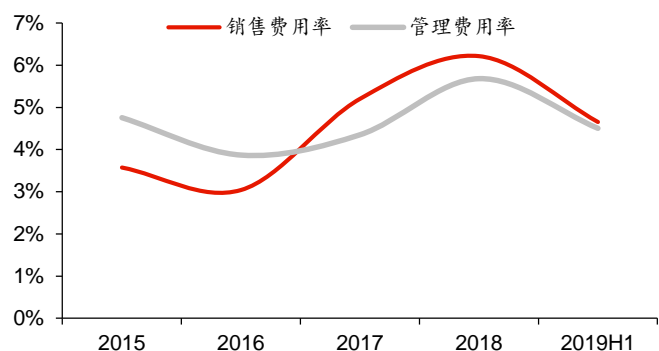
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 2015-2019H1 年公司毛利率、净利率



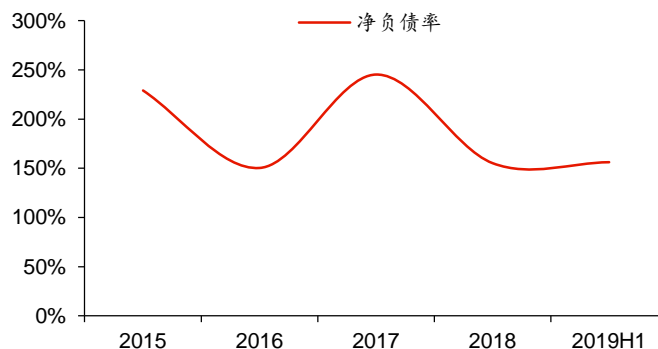
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表4: 2015-2019H1 年公司销售、管理费用率



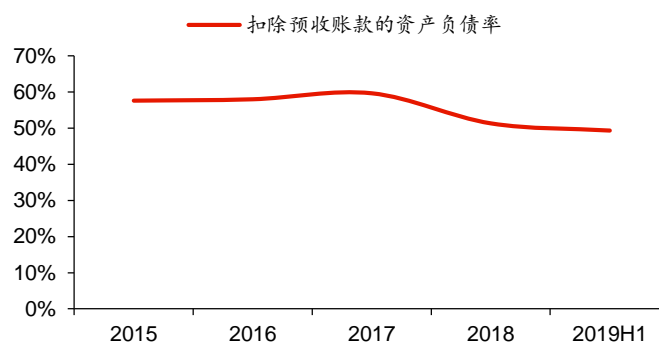
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表5: 2015-2019H1 年末公司净负债率



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表6: 2015-2019H1 年公司扣除预收款的资产负债率



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

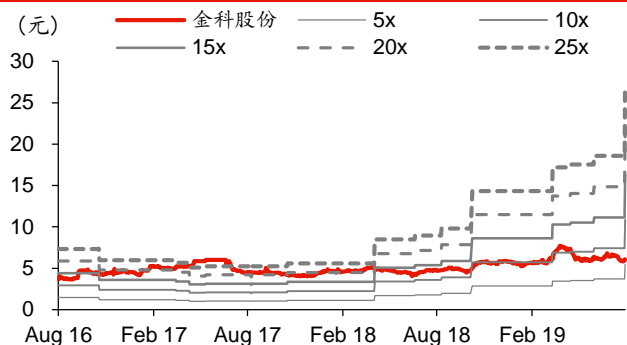
图表7: 可比公司估值表 (截至 2019 年 8 月 13 日, 盈利预测数据来自 Wind 一致预期)

股票名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS(元)				P/E			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
中南建设	290.11	7.82	0.59	1.09	1.89	2.44	13.23	7.17	4.15	3.21
阳光城	252.72	6.24	0.75	1.02	1.39	1.80	8.37	6.09	4.50	3.48
滨江集团	116.99	3.76	0.39	0.52	0.67	0.81	9.61	7.19	5.57	4.65
蓝光发展	169.20	5.67	0.75	1.12	1.70	2.11	7.61	5.06	3.34	2.69
平均							9.71	6.38	4.39	3.50

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

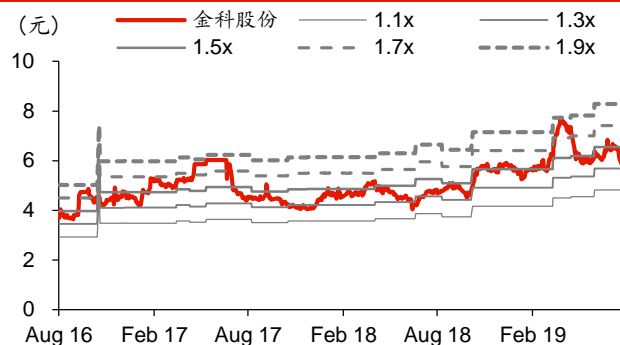
**PE/PB – Bands**

**图表8：金科股份历史 PE-Bands**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表9：金科股份历史 PB-Bands**



资料来源：Wind、华泰证券研究所

**风险提示**

- (1) 公司业务布局相对集中西南地区，未来受区域行情的影响较大。一旦区域调控政策进一步收紧，或者供需结构出现反转，公司业绩将承受一定影响。
- (2) 公司当前股权结构相对分散，中长期发展战略和业务稳定性存在一定的不确定性。
- (3) 融资政策收紧的节奏、范围、力度，“一城一策”落地的节奏、范围、力度，房地产税推进的节奏和力度存在不确定性。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	144,188	213,341	260,638	322,532	389,097
现金	18,627	29,852	34,265	46,669	62,770
应收账款	1,495	1,584	2,194	2,989	4,019
其他应收账款	9,111	13,023	14,858	21,619	29,022
预付账款	4,107	3,392	5,382	7,019	9,580
存货	107,221	160,835	199,278	239,570	279,037
其他流动资产	3,626	4,656	4,661	4,666	4,668
非流动资产	13,176	17,357	18,491	20,013	21,498
长期投资	4,427	7,368	8,000	9,000	10,000
固定投资	2,442	2,374	3,446	4,128	4,619
无形资产	61.82	64.17	56.35	48.43	40.43
其他非流动资产	6,246	7,552	6,989	6,836	6,839
资产总计	157,364	230,699	279,129	342,545	410,595
流动负债	84,294	137,626	168,457	217,065	267,942
短期借款	6,420	3,196	16,810	27,608	36,480
应付账款	11,629	16,341	19,916	28,175	38,019
其他流动负债	66,245	118,088	131,731	161,282	193,443
非流动负债	50,704	55,307	69,299	79,495	90,772
长期借款	37,244	47,370	57,282	68,554	79,935
其他非流动负债	13,460	7,936	12,016	10,942	10,837
负债合计	134,998	192,932	237,756	296,561	358,714
少数股东权益	2,597	14,586	14,797	15,171	15,656
股本	5,340	5,340	5,340	5,340	5,340
资本公积	4,070	4,100	4,100	4,100	4,100
留存公积	8,318	10,768	17,097	21,295	26,667
归属母公司股东权益	19,769	23,181	26,576	30,813	36,225
负债和股东权益	157,364	230,699	279,129	342,545	410,595

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	(8,486)	1,329	(15,173)	(5,137)	2,512
净利润	2,285	4,021	5,351	7,142	9,241
折旧摊销	211.77	237.73	234.14	310.69	372.32
财务费用	471.92	49.66	607.71	752.21	943.86
投资损失	(257.79)	186.23	(150.00)	(168.00)	(188.16)
营运资金变动	(11,174)	(3,107)	(22,848)	(13,098)	(8,706)
其他经营现金	(22.89)	(57.83)	1,632	(75.18)	849.15
投资活动现金	(9,902)	(8,001)	(1,239)	(1,621)	(1,696)
资本支出	529.71	277.15	550.00	600.00	650.00
长期投资	3,740	3,701	812.99	1,168	1,210
其他投资现金	(5,633)	(4,023)	124.13	146.81	164.58
筹资活动现金	19,310	17,975	20,826	19,162	15,284
短期借款	4,894	(3,224)	13,614	10,798	8,872
长期借款	18,737	10,126	9,912	11,271	11,381
普通股增加	(3.65)	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	37.05	29.54	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(4,354)	11,043	(2,701)	(2,908)	(4,969)
现金净增加额	921.90	11,303	4,413	12,404	16,101

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	34,758	41,234	57,109	77,782	104,617
营业成本	27,348	29,453	40,890	55,925	75,743
营业税金及附加	1,130	1,407	1,918	2,626	3,526
营业费用	1,808	2,562	3,548	4,833	6,500
管理费用	1,512	2,340	3,240	4,413	5,936
财务费用	471.92	49.66	607.71	752.21	943.86
资产减值损失	(55.53)	35.14	4.91	14.99	11.63
公允价值变动收益	(14.58)	66.43	39.87	39.19	39.26
投资净收益	257.79	(186.23)	150.00	168.00	188.16
营业利润	3,036	5,339	7,090	9,425	12,185
营业外收入	41.59	86.58	71.58	76.58	74.92
营业外支出	134.57	215.05	120.00	151.68	141.12
利润总额	2,943	5,210	7,041	9,350	12,118
所得税	657.46	1,190	1,690	2,208	2,877
净利润	2,285	4,021	5,351	7,142	9,241
少数股东损益	280.79	134.59	211.24	373.99	484.74
归属母公司净利润	2,005	3,886	5,140	6,768	8,757
EBITDA	3,720	5,626	7,932	10,488	13,501
EPS (元, 基本)	0.38	0.73	0.96	1.27	1.64

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	7.82	18.63	38.50	36.20	34.50
营业利润	34.32	75.85	32.80	32.93	29.28
归属母公司净利润	43.67	93.85	32.28	31.67	29.38
获利能力 (%)					
毛利率	21.32	28.57	28.40	28.10	27.60
净利率	5.77	9.42	9.00	8.70	8.37
ROE	10.14	16.76	19.34	21.96	24.17
ROIC	4.28	5.33	5.86	6.87	8.24
偿债能力					
资产负债率 (%)	85.79	83.63	85.18	86.58	87.36
净负债比率 (%)	40.84	38.88	39.63	39.70	38.33
流动比率	1.71	1.55	1.55	1.49	1.45
速动比率	0.44	0.38	0.36	0.38	0.41
营运能力					
总资产周转率	0.26	0.21	0.22	0.25	0.28
应收账款周转率	28.42	25.49	28.73	28.53	28.37
应付账款周转率	2.85	2.11	2.26	2.33	2.29
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.38	0.73	0.96	1.27	1.64
每股经营现金流(最新摊薄)	(1.59)	0.25	(2.84)	(0.96)	0.47
每股净资产(最新摊薄)	3.70	4.34	4.98	5.77	6.78
估值比率					
PE (倍)	16.22	8.37	6.33	4.80	3.71
PB (倍)	1.64	1.40	1.22	1.06	0.90
EV_EBITDA (倍)	23.41	15.48	10.98	8.30	6.45

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com