

成长之势，若马奔平川

结转提速，业绩亮眼。公司 2019 年上半年实现营业收入 261 亿元，同比增长 67.9%；实现归母净利润 25.9 亿元，同比增长 288.5%。归母净利润增速远高于营业收入增速的主要原因在于高毛利项目结转叠加费用管控改善。截至报告期末，公司房款预收账款中约 496 亿元对应项目预计于今年下半年竣工，为 18 年房地产结算收入的 1.3 倍，全年业绩锁定性强。

房地产主业当下可为，未来可期：1、销售提速增效，实现跨越式发展。2019 年上半年公司实现签约销售 814 亿元，同比增长 36%，已完成 2019 年 1500 亿目标的 54%。**2、拿地扩张积极，可售储备充沛。**2019 年上半年公司新增土地储备 1530 万平，拿地面积占销售面积的 182%。截至 6 月末累计可售面积超过 5600 万平方米，持续补充的优质土储为公司未来平稳发展提供坚实基础。**“地产+服务”双轮驱动：1、物业管理服务。**截至 6 月末，物业平台金科服务累计合同管理面积达 2.39 亿平方米，超过金科股份的开发面积，已具备相当的独立发展实力。**2、科技产业投资运营。**截至 2018 年底金科产业已完成了“八城十二园”的投资布局，2018 年实现签约收入约 100 亿元。

“股权激励+跟投机制+员工持股”并行，立体激励机制建立。公司以“高激励”为动力引擎，实施限制性股票激励计划，推出以员工跟投为核心的“同舟共赢计划”、以超额利润奖励为核心的“同创共赢”计划和以员工持股为核心的“卓越共赢计划”，完善短中长效激励机制，为 2000 亿目标的实现提供内部战略保障。

负债可控，盈利能力提升。2019 年 6 月末公司净负债率为 147.5%，短债压力为 0.94，与 17、18 年基本持平。融资成本已由 2015 年的 9.5% 下降至 2019 年上半年的 5.7%。2018 年，中诚信上调金科主体信用评级至 AAA，公司信用保持稳健。此外，公司 ROE 下滑趋势在 2017 年得到逆转，2018 年已升至 19.5%。

投资评级与风险提示：公司高成长叠加高分红属性，配置价值凸显。预计 2019-2020 年 EPS 分别为 1.01 元、1.32 元，对应 PE 分别为 6.1 倍、4.6 倍，给予“买入”评级。应考虑单一市场业务集中度过高、房地产行业持续调控以及业绩结转不达预期之风险。

预测和比率

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	41,234	58,737	77,774	93,290
净利润(百万)	3,886	5,373	7,057	8,427
净利润增长率	93.8%	38.3%	31.3%	19.4%
EPS	0.72	1.01	1.32	1.58
P/E	8.5	6.1	4.6	3.9

请参阅最后一页的重要声明

金科股份 (000656)

上调

买入

江宇辉

jiangyuhui@csc.com.cn

18621759430

执业证书编号：S1440517120002

研究助理：尹欢科

yinhuanke@csc.com.cn

发布日期：2019 年 08 月 14 日

当前股价：5.92 元

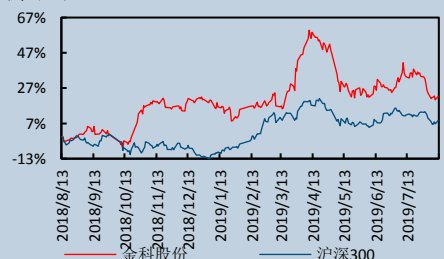
目标价格 6 个月：8.0 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-8.36/-5.48	-6.56/-5.72	23.67/15.03
12 月最高/最低价 (元)			8.55/4.71
总股本 (万股)			533,971.58
流通 A 股 (万股)			524,723.8
总市值 (亿元)			316.11
流通市值 (亿元)			310.64
近 3 月日均成交量 (万)			1,853.73
主要股东			
天津聚金物业管理有限公司			16.99%

股价表现



相关研究报告

目录

中报结转提速，业绩亮眼.....	1
结转提速，业绩释放.....	1
成本管控能力提升，利润率改善.....	1
渝派房企，千亿再启航.....	2
房地产主业：弱冠之年，当下可为，未来可期.....	3
销售：提速增效，实现跨越式发展.....	3
拿地：扩张积极，内生外延并重.....	4
土储：可售储备充沛，布局优化.....	6
产品：致敬东方美学，打造美好人居.....	7
多元化业务：“地产+服务”双轮驱动，四位一体协同发展.....	8
物业管理服务：隐形龙头，持续扩张.....	8
科技产业投资运营：产城融合，科技赋能.....	10
公司治理：立体激励机制建立.....	11
立体激励机制：“股权激励+跟投机制+员工持股”并行.....	11
财务分析：负债可控，盈利能力提升.....	16
现金充足，负债可控.....	16
融资结构优化，成本持续下降.....	17
盈利能力改善，分红慷慨.....	18

图表目录

图表 1：营业收入、净利润及增速.....	1
图表 2：营业收入结构.....	1
图表 3：总体、房地产开发毛利率.....	2
图表 4：三费率.....	2
图表 5：金科股份发展历程.....	2
图表 6：销售金额、销售面积及增速.....	3
图表 7：新开工面积及增速.....	3
图表 8：销售均价及增速.....	4
图表 9：重点城市销售均价及增速.....	4
图表 10：重点城市销售金额及占比.....	4
图表 11：重点城市市场占有率.....	4
图表 12：拿地面积及增速.....	5
图表 13：拿地金额及增速.....	5
图表 14：上市以来新进入城市.....	5
图表 15：拿地能级结构.....	5
图表 16：拿地区域结构.....	5
图表 17：新增土地储备楼面地价.....	6

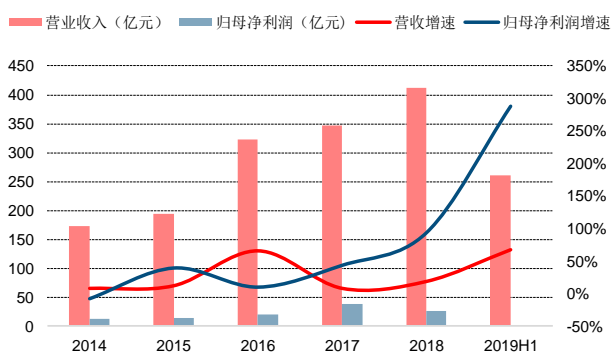
图表 18: 新增土地储备权益比例	6
图表 19: 土地储备面积及增速	6
图表 20: 截至 2018 年底在建项目剩余可售面积区域结构.....	6
图表 21: 金科股份房地产业务布局	7
图表 22: 住宅产品系	8
图表 23: 金科服务发展历程	9
图表 24: 物业管理收入及增速	9
图表 25: 物业管理毛利率	9
图表 26: 金科生活服务五大品牌主张	10
图表 27: 金科产业代表项目	10
图表 28: 金科产业八大运营服务体系	11
图表 29: 公司实际控制人、董事长、总裁个人简历	12
图表 30: 2015 年限制性股票激励计划解锁安排	12
图表 31: 2015 年限制性股票激励计划激励对象	13
图表 32: 公司部分主要跟投项目	14
图表 33: 《员工跟投房地产项目公司管理办法》细则.....	15
图表 34: 一期员工持股计划资金来源	15
图表 35: 销售回款率	16
图表 36: 货币资金及经营现金流量净额	16
图表 37: 资产负债率	16
图表 38: 净负债率、短债压力	16
图表 39: 综合融资成本	17
图表 40: 融资结构	17
图表 41: 2019 年 6 月末各融资渠道情况	17
图表 42: 上市以来发债情况	17
图表 43: 净资产收益率、资本回报率	19
图表 44: 股利支付率	19

中报结转提速，业绩亮眼

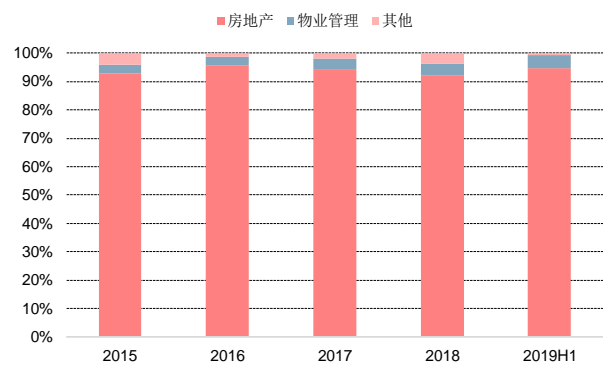
结转提速，业绩释放

公司 2019 年上半年实现营业收入 261 亿元，同比增长 67.9%；实现归母净利润 25.9 亿元，同比增长 288.5%。公司归母净利润增速远高于营业收入增速的主要原因在于：1、整体毛利率较去年同期提升约 7.8pct 至 30.3%，其中，受益于二季度高毛利项目结转，营收占比 95% 以上的房地产开发业务结算毛利率较去年同期提升约 7.5pct 至 29.8%，成为公司整体毛利率提升的主要原因；2、费用管控能力有所提升，三费率较去年同期下降约 2.6pct 至 10.3%，其中，销售费用率、管理费用率和财务费用率分别下降 1.5pct、0.16pct 和 1pct。尽管利润率提升带来税金及附加以及所得税的增加，但最终净利率仍较去年提升约 7pct 至 12.1%。截至报告期末，公司房款预收账款中约 496 亿元对应项目预计于今年下半年竣工，为 18 年房地产结算收入的 1.3 倍，全年业绩锁定性强。

公司 2014-2018 年营业收入年均复合增长 24%，结算平稳增长，归母净利润年均复合增长 44%，盈利能力持续提升。营业收入占比中，房地产开发与销售占比超过 90%，近年来随着物业服务规模的扩大，物业服务收入占营业收入的比重逐年升高，由 2014 年的 2.5% 增加至 2019 年上半年的 4.6%，未来物业服务板块资源进一步整合，规模持续扩张，将成公司新的利润增长点。

图表1：营业收入、净利润及增速


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

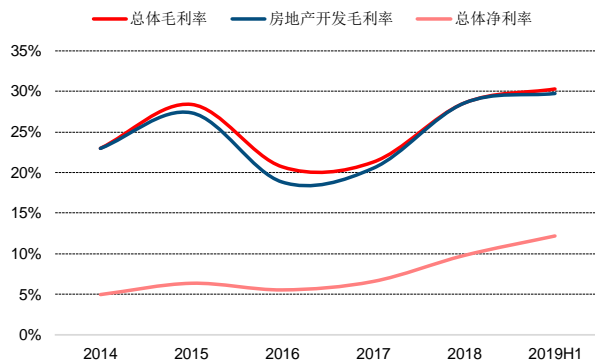
图表2：营业收入结构


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

成本管控能力提升，利润率改善

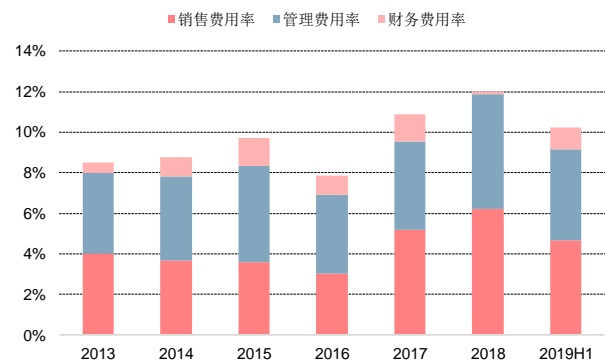
公司毛利率和净利率已连续多年保持上升趋势，由 2016 年的 20.7%、5.6% 提升至 19 年上半年的 30.3%、12.1%。2018 年和 2019 年上半年公司营业收入对应的房地产项目主要为 2016 年至 2017 年实现预售的房地产项目，2016 年至 2017 年受重庆、成都、无锡、苏州、合肥等城市整体市场上扬影响，预售收入整体较以前年度量价齐升，同时对应的土地成本相对较低以及公司成本管控水平的提升，使得销售毛利率和销售净利率从 2018 年三季度开始明显改善。

图表3： 总体、房地产开发毛利率



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表4： 三费率



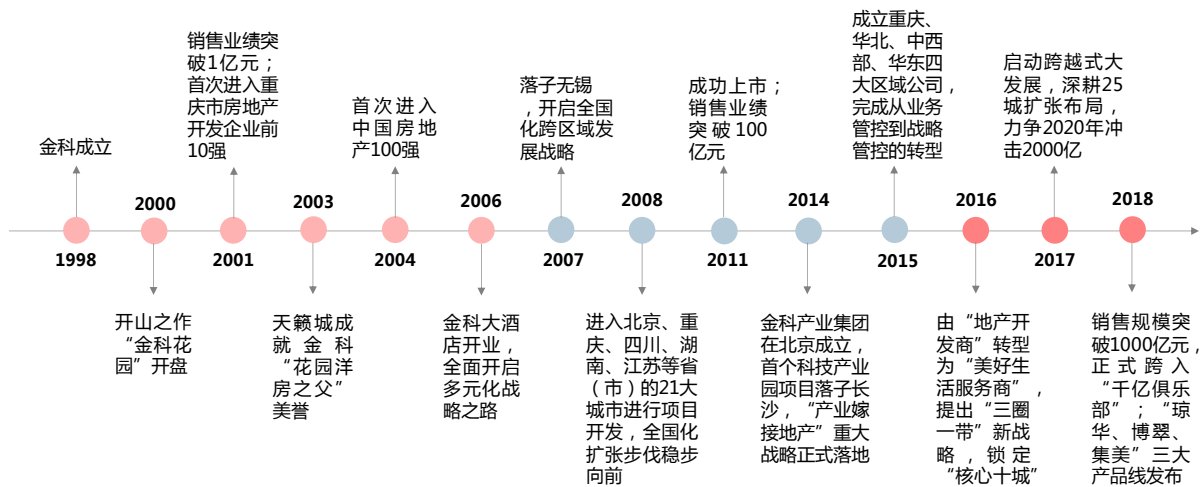
资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

渝派房企，千亿再启航

2016年金科开始实施战略转型，由“地产开发商”向“美好生活服务商”转变，提出“三圈一带”新战略，锁定“核心十城”。2017年，公司制定《发展战略规划纲要（2017-2020）》，提出加快升级转型步伐，积极发展现代服务业，以“地产+社区综合服务”连接用户，打造优质生活方式，做中国一流的“美好生活服务商”，并确立深耕城市群、广泛开展外延式发展的城市核心策略，实施跨越式大发展战略，深耕25城扩张布局。2018年公司进一步提出“四位一体、协同发展”的战略发展方向，销售规模突破1000亿元，正式跨入“千亿俱乐部”。

历经20年创新发展，金科已从西南一隅的区域性地产公司，发展成为全国性的地产集团公司，形成以民生地产开发、科技产业运营、生活服务、文化旅游康养等相关多元化产业四位一体协同发展的战略格局，具备强大的综合竞争力，是城市发展进程中领先的“美好生活服务商”。

图表5： 金科股份发展历程



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

房地产主业：弱冠之年，当下可为，未来可期

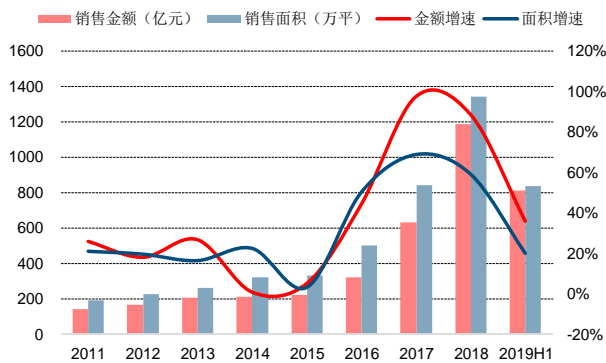
近年来，公司在向“美好生活服务商转型”、实践多元化发展的同时，始终坚持做好民生地产开发，肩负“建筑人居梦想”的使命，秉承“做好每个细节”的理念，经过 20 年持续、稳健发展，已进入中国房地产企业第一阵营。

销售：提速增效，实现跨越式发展

金科“三圈一带、八大城市群、核心 25 城”深耕发展战略布局迎来收获期，2019 年上半年公司实现签约销售 814 亿元，同比增长 36%，已完成 2019 年 1500 亿目标的 54%，签约销售面积 839 万平方米，同比增长 20%。公司 2018 年实现销售金额 1188 亿元，同比增长 80.6%，首次突破千亿门槛，实现跨越式发展，位列克尔瑞销售榜单第 22 位，2015-2018 年年均复合增速 75%，保持高速增长；实现销售面积 1324 万平方米，同比增长 59%。2015-2018 年年均复合增速 59%。2018 年超过 30 家房企销售规模突破千亿，行业 Top10、Top20 房企的市场份额分别为 29.2% 和 39.5%，同比增长 5.2 个和 7.1 个百分点，金科规模的快速扩张，使其能够分享行业集中度提升带来的红利。

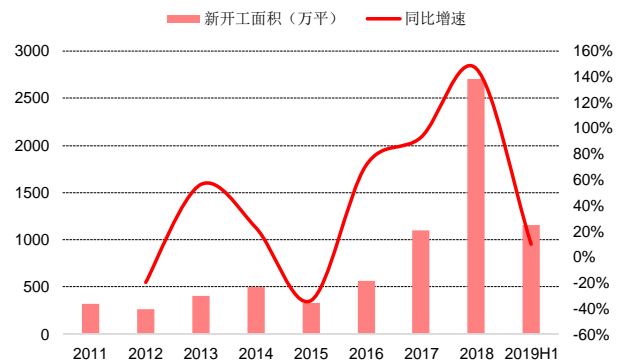
近年来，公司建立健全低成本、高周转的运营管理模式，加快推进项目建设，从拿地、定位、设计方案、到开工各环节全面提速，交房周期大幅缩短。自 2016 年起，公司不断加快开工节奏，2018 年全年新开工面积达到 2700 万平方米，同比增长 146%，2019 年上半年新开工 1156 万平方米，同比增长 10%，持续高涨的开工面积为销售业绩的提升提供了充足货值，叠加公司推盘速度和推盘数量均快速增长，2020 年 2000 亿元销售目标的实现指日可待。

图表6： 销售金额、销售面积及增速



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

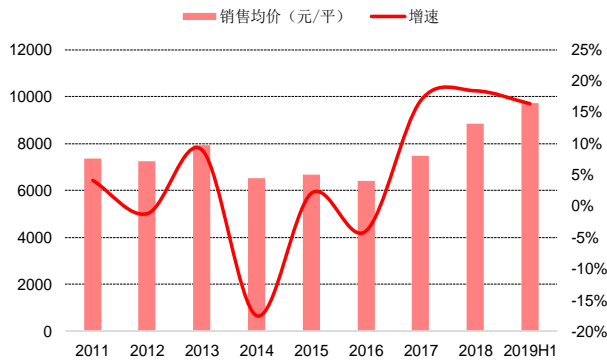
图表7： 新开工面积及增速



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

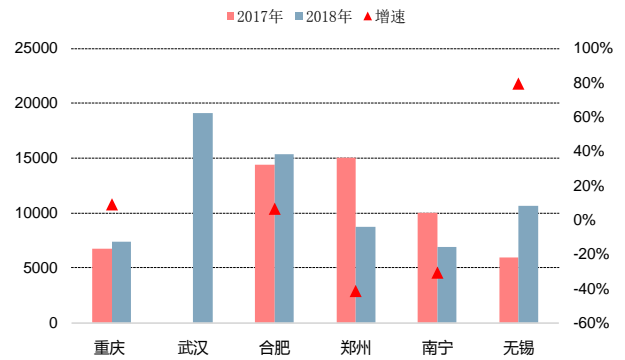
金科八大城市群战略布局得当，销售均价自 2016 年以来不断提升，2018 年实现销售均价 8852 元/平方米，同比增长 18.5%，2019 年上半年同比增长 16% 至 9702 元/平。从重点城市销售均价来看，总体销售均价的提升主要得益于无锡、重庆的销售均价有所提升，其中无锡最为显著，由 2017 年的 5909 元/平方米上升至 2018 年的 10625 元/平方米，实现翻倍增长。随着重庆房地产市场景气度不断提升，加之公司加大“三圈一带”、八大城市群、核心 25 城布局深耕，销售均价有望保持稳步提升。

图表8： 销售均价及增速



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表9： 重点城市销售均价及增速

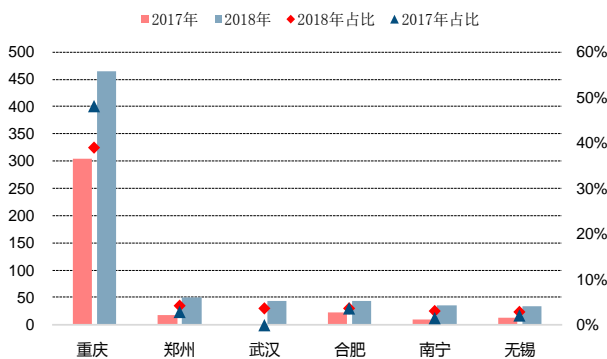


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

金科深耕重庆战略效果明显，2018年重庆市场占有率高达8.79%，同比增长31%，区域市场地位进一步巩固，将持续享受重庆市场红利。

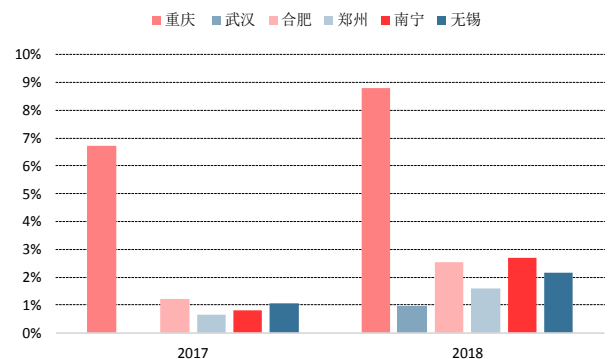
全国布局战略已初见成效。一方面，从销售金额占比来看，2018年金科在重庆的销售金额同比增长53%，市占率位居第一，但占总销售金额的比重却由2017年的48.3%下降至2018年的39.1%，公司对“大本营”重庆的依赖程度逐渐降低，规避了单一市场波动带来的风险。另一方面，金科深耕其他重点城市，2018年公司在郑州、合肥、南宁、无锡的销售业绩增速均超80%，市占率同比增长超100%。

图表10： 重点城市销售金额及占比



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表11： 重点城市市场占有率

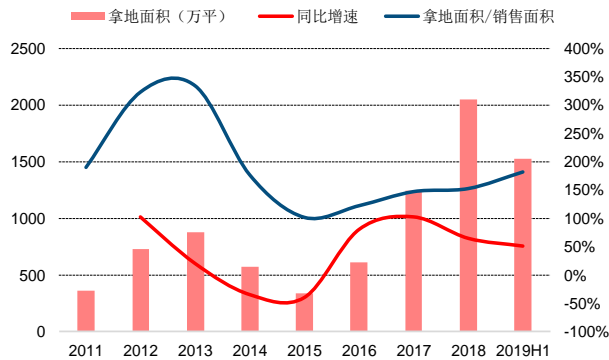


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

拿地：扩张积极，内生外延并重

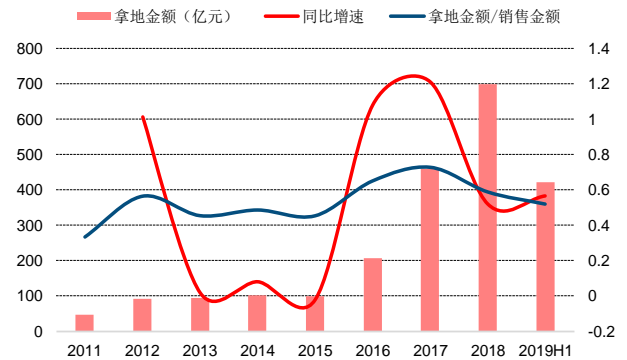
2016-2018年公司积极拿地，新增土地建筑面积均大幅超过当年销售面积，土地储备日益增厚。2018年公司新获取110个项目，新增土地储备2054万平方米，同比增长65%，2015-2018年复合增速达82%。2019年上半年公司新增土地储备1530万平方米，拿地面积占销售面积的182%，创2015年以来新高；公司2016年以来不断加大拿地资金的投入，2018年拿地总投资700亿元，同比增长52%，2019年上半年拿地投入423亿元，同比增长57%，2015-2018年复合增速达91%，拿地金额占销售金额的59%，持续处于扩张区间。2018年公司新进上海、广州、宁波等城市，基本完成核心25城布局，有效实现了金科战略版图的进一步优化和扩张，为未来的货量供给提供了保证。

图表12：拿地面积及增速



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表13：拿地金额及增速



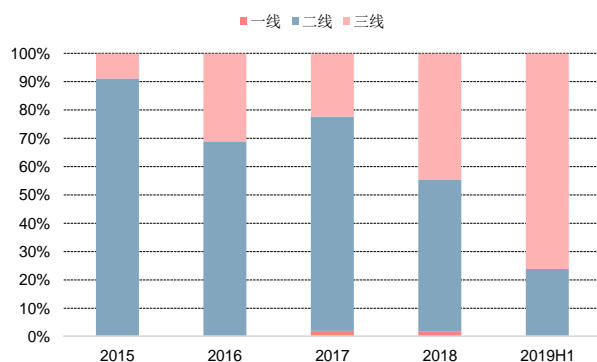
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表14：上市以来新进入城市

时间	新进入城市
2011	新增重庆荣昌、璧山、开县、合川，江苏吴江、南通 6 个城市布点
2012	新增江苏张家港、山东济南、四川内江、重庆长寿等 8 个城市布点。
2013	新增陕西、新疆、贵州 3 个省级市场，新增西安、青岛等 6 个城市布点。
2014	新进入云南市场，新增昆明、万州等 5 个城市布点
2015	-
2016	新进郑州、南京、武汉、天津、南宁五个重点城市，三圈一带的“核心十城”布局基本完成，逐步实现“二线热点城市为主，一线和中心三线城市为辅，逐步退出四线城市”的发展思路
2017	新进杭州、南昌、福州、石家庄等 15 个核心城市，“八大城市群”战略布局基本完成
2018	新进上海、广州、宁波等城市，核心 25 城布局基本完成

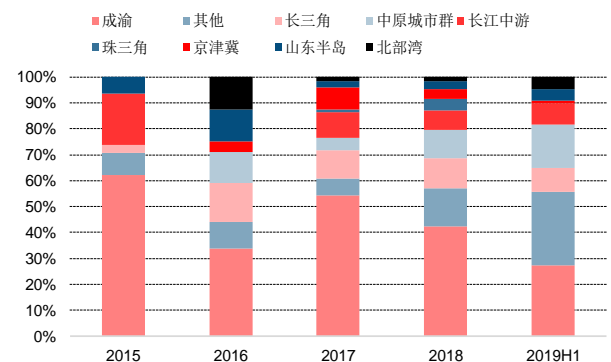
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表15：拿地能级结构



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表16：拿地区域结构



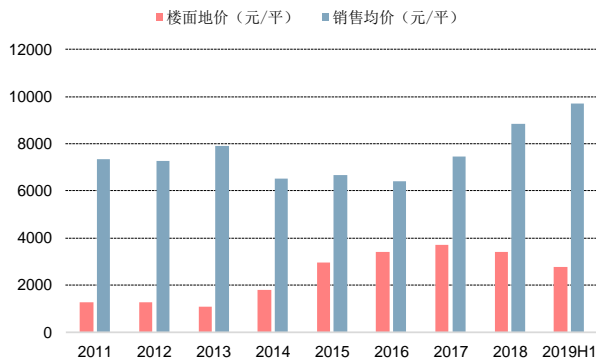
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

从新增土地布局来看，自 2015 年开始，公司在二线城市的拿地比例逐渐下降，由 2015 年的 91% 降至 2018 年的 54%，三线城市拿地占比提升至 45%，在 2019 年上半年拿地结构中体现更加明显，三线城市占比 76%，大幅反超二线城市的 24%，主要由于金科加快全国化均衡布局的脚步，增加成渝以外地区的拿地。2018 年成渝

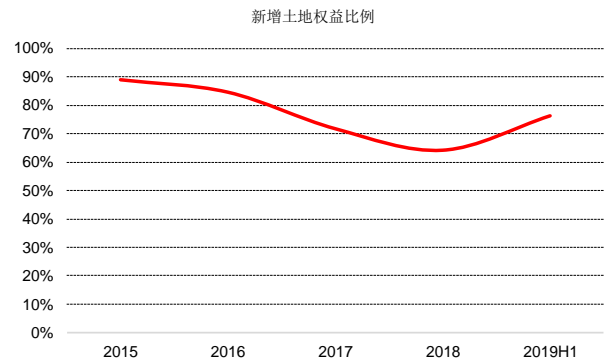
地区新增计容建面为 867 万平方米,占比由 2015 年的 62% 降至 2018 年的 42%,继续降至 2019 年上半年的 27%。

拿地成本方面,2018 年公司新增土地楼面均价为 3407 元/平方米,一改 2013 年以来的上升趋势,同比下降 33.7%,仅占销售均价的 38%,2019 年上半年降至 2765 元/平,主要由于公司在三线城市拿地比重不断上升,拿地成本较低所致。

公司不断创新拿地方式,从过去的侧重内生增长向内生外延增长并重转变,除了通过招拍挂获取土地外,还采用收并购、城中村改造、城市更新、合作开发等多元化方式拿地。公司与碧桂园、旭辉集团、红星美凯龙等企业建立战略伙伴关系,保持与保利、中海、龙湖、新城、金辉等大型企业的互动合作,新增土地权益比例自 2015 年的 89% 持续下降至 2018 年的 64%。在土地市场火热的大背景下,合作拿地不仅能够有效规避拿地的市场风险,合作双方也可以各取所长,资源互补,将各自具备的品牌影响力、开发能力、资金实力等优势相结合,增强竞争力。2019 年上半年所拿项目权益比例重新有所回升至 70% 以上。

图表17: 新增土地储备楼面地价


资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部

图表18: 新增土地储备权益比例


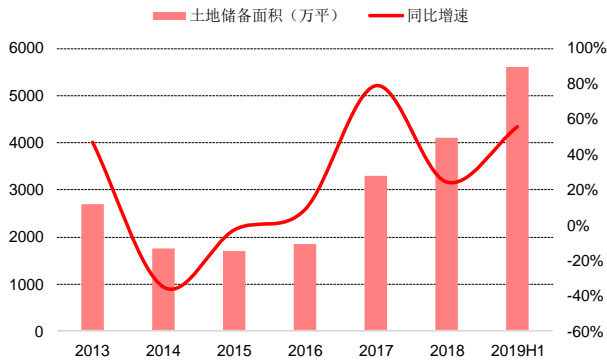
资料来源:公司公告,中信建投证券研究发展部

土储: 可售储备充沛, 布局优化

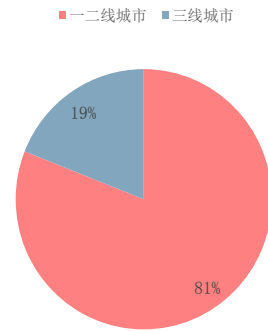
充沛的土地储备是金科销售业绩高速增长的有力保障,在土地储备上,公司以“二线热点城市为主,一线和中心三线城市为辅,逐步退出四线城市”为城市布局导向,聚焦深耕“三圈一带、八大城市群、核心 25 城”,在持续巩固成渝地区市场优势地位的基础上,逐渐加大其他区域投资,优化投资布局。目前,公司已进驻全国 23 个省、直辖市、自治区,八大城市群战略布局基本完成。

截至 2018 年底,公司储备项目剩余可售面积为 4100 万平方米,多布局于强二线城市,并逐渐向有优势的三线城市扩展,其中分布于重庆、长沙、济南、武汉、合肥等国内主要一二线城市项目的可售面积合计占比达到总储备的 81%。按照 2018 年 1188 万平方米的签约销售面积计算,公司土地储备可满足未来 3 年左右发展需求。2019 年 6 月末,累计可售面积已超过 5600 万平方米,持续补充的优质土储为公司未来平稳发展提供坚实基础。

图表19: 土地储备面积及增速
图表20: 截至 2018 年底在建项目剩余可售面积区域结构



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表21：金科股份房地产业务布局



资料来源：公司官网、中信建投证券研究发展部

产品：致敬东方美学，打造美好人居

从无锡的东方王榭、到长沙的东方大院，从“洋房之父”到“美好生活服务商”，金科从未停止对东方人居的探寻。创立 20 周年之际，金科应时代审美的市场需求，沉淀 20 年产品修为，全面升级“三系一核”产品战略，以东方人居为精神内核，打造琼华、博翠、集美三大产品线，不断探索东方精粹，塑造东方人居典范，回归现代生活初心。2019 年公司构建产品新内核，推出“生命建筑”体系，赋予金科产品“智慧体”、“有机体”、“基因体”三大属性，为建筑注入灵魂，将美好融入生命，促进建筑迭代升级。公司发展多层次产品线可以因

地制宜、因项目而异满足不同层次市场需求，从而推出适销对路的产品，减少市场波动对公司销售的影响。

图表22：住宅产品系

产品系	布局城市	产品类型	特质	目标群体	实景图
琼华系	一二线城市	城市级顶级豪宅，代言东方的传世大宅	隐富、阶层、东方神韵	城市住宅均价 2.0 倍以上购买力的人群	
博翠系	一二线城市	中高端改善型大盘，萃选东方的人文华宅。	资富、精致、文化融合	城市住宅均价 1.2-1.5 倍购买力的人群	
集美系	一二线及高房价三四线城市	首改型或刚需型项目，品味东方的都市美宅	小富、张扬、都市感	城市住宅均价 0.8-1.2 倍购买力的人群	

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

多元化业务：“地产+服务”双轮驱动，四位一体协同发展

金科在坚持专业化道路，深耕房地产主业的同时，另一方面开展“四位一体”相关多元化业务协同发展，充分利用主业的资源、平台和优势，积极寻求培育新的利润增长点，社区生活服务业务为公司房地产升级转型的重点发展方向。

物业管理服务：隐形龙头，持续扩张

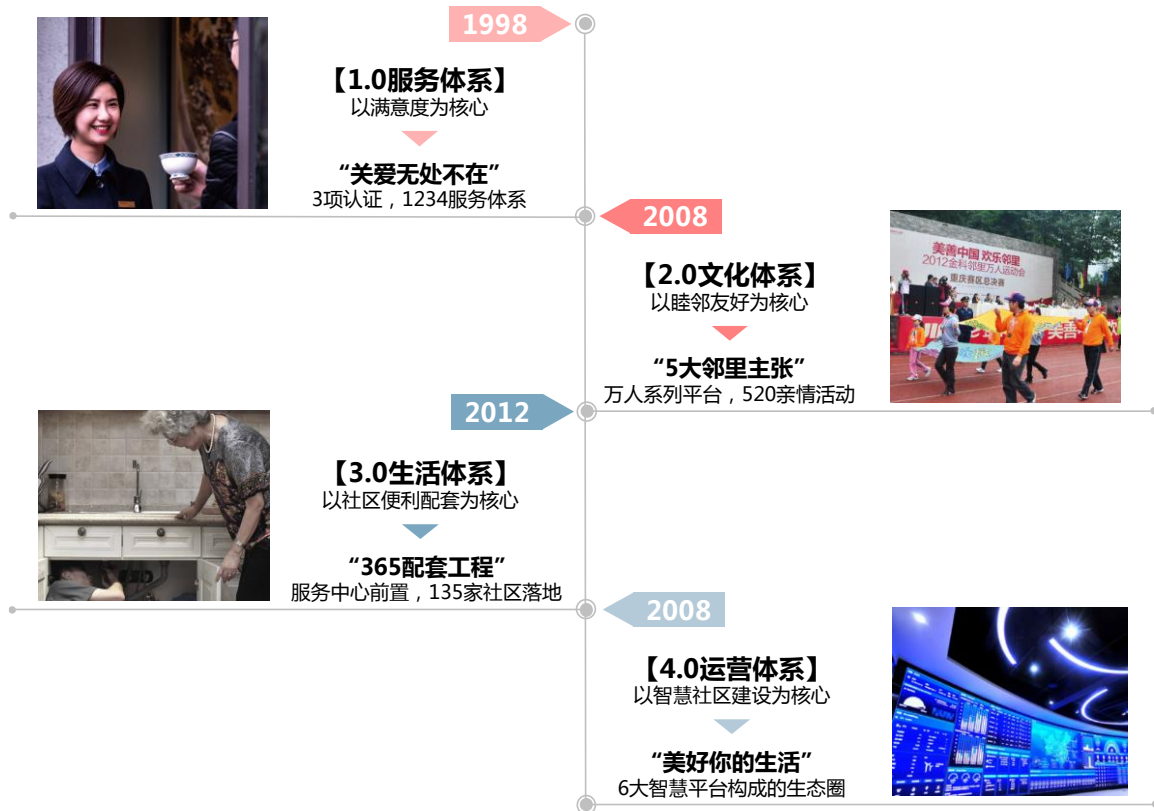
金科物业服务集团有限公司与母公司金科股份同年创立，经过 20 年的发展，以优质的物业服务质量占据行业领先地位，在保持服务质量提升的同时，金科服务紧紧围绕规模化、信息化等方面的发展战略，实现管理规模高质量增长。金科服务凭借企业综合管理实力和领先的 brand 优势，荣膺“2018 中国物业服务百强企业”、“2018 中国物业服务质量领先企业”等荣誉，强大的物业服务实力不仅服务于金科地产品牌影响力的扩张，更是为金科未来的新生业务保驾护航。

2018 年金科服务新增项目 227 个，新进驻城市 23 个，业务覆盖重庆、北京、四川、江苏、湖南、陕西、山东等 24 个省、直辖市，进驻城市 149 个，业主满意度连续多年超过 90%，管理 5 年以上项目满意度达 95%。截至 2019 年 6 月末，金科服务累计合同管理面积达 2.39 亿平方米，已经超过金科股份的开发面积，金科服务具备相当的独立发展实力。随着房企物业分拆上市成为一种趋势，在金科的物业管理已经达到了一定规模的背景下，长期位居中国物业公司 TOP10 的金科服务未来可考虑分拆上市。

优秀的服务质量和不断增长的服务面积助推营收持续增长。2018 年和 2019 年上半年公司分别实现物业服

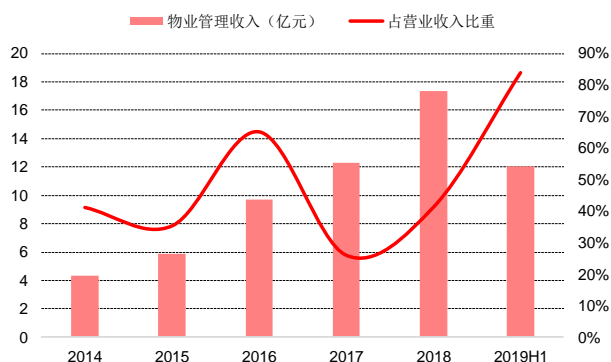
务收入 17.34 亿元和 12.02 亿元，同比增长 41% 和 84%，2015-2018 年复合增长率 43.3%，实现较快增长，随着公司资源整合与金科服务品牌持续输出，物业管理收入有望持续提升。2019 年上半年物业服务毛利率 23.6%，较 2018 年提升约 5 个百分点。

图表23： 金科服务发展历程



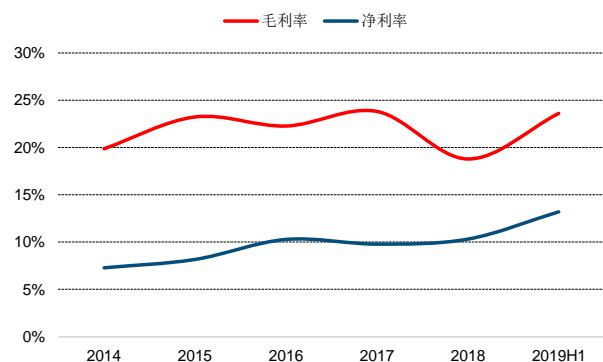
资料来源：公司官网、中信建投证券研究发展部

图表24： 物业管理收入及增速



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表25： 物业管理毛利率



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

在品牌主张方面，金科提出“健康更好、邻里更好、居家更好、成长更好、便利更好”，精益求精，打造美好社区生活：通过“金管家”“金悦家”“金慧家”三个子品牌，建设“人+云+端”的智慧生活社区；建立“天启大系统”，实现对社区生活服务需求的精准定位，全面提升客户体验，向卓越社区服务商的定位积极转型。

图表26：金科生活服务五大品牌主张



资料来源：公司公告、中信建投证券研究发展部

科技产业投资运营：产城融合，科技赋能

2014年，金科产业正式成立，以“产业综合运营”为战略导向，围绕战略性新兴产业，着力于打造完整产业链的综合园区，构建全新产业生态。推动中国主力产业升级发展，为社会大众创造更加美好的生活。

金科产业围绕智慧科技、大健康和文化旅游三大产业方向，截至2018年底已进入重庆、山西、成都、长沙、济南等8个省市，完成了“八城十二园”的投资布局，入园企业超过1000家，园区总产值超过500亿元。2018年金科产业实现签约收入约100亿元，由此跻身中国产业运营商TOP10。

图表27：金科产业代表项目



资料来源：公司官网，中信建投证券研究发展部

金科产业利用“天启大数据平台”建设智慧园区，打造智慧安防、智慧企服、智慧生活、智慧运营的4I体系，实现园区的智能化、精细化管理；依托强大的物业管理服务能力，移植传统的住宅物业部分服务内容如保洁、公共设施保养、智能化系统打造等，打造金科产业集团八大运营服务体系，为入园企业提供高质量有保障的配套服务，促进区域产业转型，实现科技赋能。

图表28： 金科产业八大运营服务体系

基础配套平台	通过精准的产业梳理和后期的产业运营和服务,将有价值的产业项目引入园区,同时提高园区的物业价值
物业管理平台	清洁卫生、秩序维护、公共设施保养维修、智能化系统(监控、车辆出入)消防系统
产业活动平台	企业沙龙、产业培训、行业考察、专业技能培训、园区运动会等
增值服务平台	工商财税、法律服务、人力资源、宣传物料,营销推广、知识产权、选址选装、IT服务等
金融服务平台	产业基金、银企对接、投融对接、产业投资
科技公共平台	公共研发平台,检测平台、技术交易平台、设备共享平台、科研中介平台、申请牌照认定
创业服务平台	众创空间、孵化器、创业社区活动、整合服务商资源
政策服务平台	财税引导政策,税收优惠政策、产业扶持政策、人才激励政策、产权证办理、入驻条件政策

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

公司治理：立体激励机制建立

立体激励机制：“股权激励+跟投机制+员工持股”并行

金科以“高激励”为组织动力引擎，实施限制性股票激励计划，充分调动中高层管理人员和核心业务人员的积极性；推出以员工跟投为核心的“同舟共赢计划”以及以超额利润奖励为核心的“同创共赢”计划，激活各级员工的主动性和创造性；创造性地提出以员工持股为核心的“卓越共赢计划”，将公司发展与管理层利益深度绑定，完善短中长效激励机制，逐步建立起系统而完善的多样化激励体系，为2000亿目标的实现提供内部战略保障。

总裁履新，管理层稳定

2013年2月，公司实控人之一黄红云辞去总裁职务，由副董事长蒋思海继任；2016年8月，黄红云再次辞去董事长之位，不再担任公司任何职务，总裁蒋思海兼任董事长；2017年，公司实控人黄红云和陶虹遇解除婚姻关系，实控人变为黄红云；2019年2月，蒋思海提名聘任重庆区域公司董事长喻林强接力公司第三任总裁。公司核心管理层保持相对稳定且拥有多年房地产行业从业经验，大部分高管任职时间与公司同龄，管理团队的延续性得以保持，有利于增强管理团队综合实力，稳定公司发展。

图表29： 公司实际控制人、董事长、总裁个人简历

姓名	现任职务	个人简历
黄红云	实际控制人	<p>1966年6月出生，本科学历，EMBA在读，高级工程师。现任金科投资董事局主席。自1998年5月起，曾任金科集团董事长兼总裁、重庆市金科大酒店有限公司董事、江阴金科房地产开发有限公司董事、金科股份总裁、渝商集团董事长等职。2009年8月至2016年8月，任金科股份董事会主席；2011年9月至2013年2月，兼任金科股份总裁；2007年12月起，任金科投资执行董事、经理；2013年2月起，任渝商投资集团股份有限公司董事。</p> <p>黄红云先生曾连续三届被评为中国房地产年度十大风云人物，以及先后荣获中国最具社会责任感企业家、中国慈善先进人物、重庆十大慈善人物、重庆五一劳动奖章、重庆市优秀社会主义事业建设者、优秀中国特色社会主义事业建设者等多项荣誉称号</p>
蒋思海	董事长	<p>1966年3月出生，中共党员，工商管理硕士。曾任重庆有机化工厂基建组长、重庆信诚房地产公司销售经理等职；1998年9月至2011年8月，历任金科集团董事、副总经理、总经理等职。2011年3月至今，任本公司董事；2011年9月至2016年8月，任本公司董事会副主席；2011年9月至2013年1月兼任本公司重庆公司董事长兼总经理；2013年2月至2019年1月，任本公司总裁；2016年8月起，任本公司董事长。</p>
喻林强	总裁	<p>1975年3月出生，硕士研究生。现任本公司董事兼总裁。曾任重庆市涪陵区江龙建筑安装工程有限公司项目经理、总经理；2002年3月至2010年12月历任重庆金科地产有限公司副总经理、总经理；2010年12月至2011年12月任发行人重庆公司总经理；2012年1月至2013年2月任本公司执行总裁；2013年3月至2019年1月任发行人重庆区域公司董事长兼总经理，其中2014年5月至2017年7月，任本公司副总裁。2019年2月起任本公司董事兼总裁。</p>

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

股权激励：激励效果较强，激发成长动能

公司于2015年12月公布了第一期限限制性股票激励计划，向公司董事、高管、中层管理人员、核心业务（技术）人员及公司董事会认为对公司有特殊贡献的其他人员授予限制性股票数量20678万股，占签署日公司股本的5%，其中首次授予不超过19644万股，占签署日公司股本的4.75%；预留不超过1034万股，占计划拟授予限制性股票总数的5%，占签署日公司股本的0.25%。

首次授予日2015年12月9日授予的限制性股票数量为19144万股，价格为3.23元/股，激励对象共计147人。公司2018年年度利润分配方案实施后，尚未解锁首次授予的限制性股票回购价格调整为2.37元/股，按2019年8月12日收盘价5.92元计算，当前股价较回购价格大幅上涨150%，限制性股票激励计划激励效果较强。

图表30： 2015年限制性股票激励计划解锁安排

解锁安排	解锁比例	解锁业绩条件	解锁时间	业绩结果	激励结果
第一次解锁	25%	锁定期内归属于上市公司股东的净利润及归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润均不得低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负； 相比2014年，2015年净利润增长率不低于33%；	自首次授予日起满12个月后的首个交易日 至首次授予日起24个月内的最后一个交易日止	锁定期内归属于上市公司股东的净利润及归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润均大于授予日前最近三个会计年度的平均水平且为正； 相比2014年，2015年扣除非经常性损益后归属于上市公司普通股股东的净利润增长率为46.48%，占公司解锁时股本总额高于33%，满足解锁条件。	第一个解锁期考核的激励对象人数合计为138名，最终本次符合解锁条件的激励对象共135名，所持第一期解锁限制性股票共计43,832,500股，占公司解锁时股本总额的0.82%。

解锁安排	解锁比例	解锁业绩条件	解锁时间	业绩结果	激励结果
第二次解锁	25%	相比 2014 年，2016 年净利润增长率不低于 48%；	自首次授予日起满 24 个月后的首个交易日至首次授予日起 36 个月内的最后一个交易日止	相比 2014 年，2016 年扣除非经常性损益后归属于上市公司普通股股东的净利润增长率为 72.48%，高于 48%，满足解锁条件；	第二个解锁期考核的激励对象人数合计为 133 名，最终本次符合解锁条件的激励对象共 133 名，所持第二期解锁限制性股票共计 4,309 万股，占公司解锁时股本总额的 0.806%。
第三次解锁	25%	相比 2014 年，2017 年净利润增长率不低于 63%；	自首次授予日起满 36 个月后的首个交易日至首次授予日起 48 个月内的最后一个交易日止	相比 2014 年，2017 年扣除非经常性损益后归属于上市公司普通股股东的净利润增长率为 118.34%，高于 63%，满足解锁条件。	第二个解锁期考核的激励对象人数合计为 125 名，最终本次符合解锁条件的激励对象共 124 名，所持第二期解锁限制性股票共计 4,078.5 万股，占公司解锁时股本总额的 0.6%。
第四次解锁	25%	相比 2014 年，2018 年净利润增长率不低于 78%	自首次授予日起满 48 个月后的首个交易日至首次授予日起 60 个月内的最后一个交易日止	非经常性损益的净利润均大于授予日前最近三个会计年度的平均水平且为正；相比 2014 年，2018 年扣除非经常性损益后归属于上市公司普通股股东的净利润增长率为 478.30%，高于 63%，满足解锁条件，但锁定期尚未届满。	

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表31： 2015 年限制性股票激励计划激励对象

姓名	职务	获授限制性股票数量（万股）	占首次授予总数比例（%）	占总股本比例（%）
蒋思海	董事会副主席、总裁	2500	13.05	0.605
罗利成	执行总裁	1000	5.22	0.242
李华	副总裁、财务负责人	900	4.70	0.218
张天诚	董事、副总裁	700	3.66	0.169
刘忠海	董事、董事会秘书	700	3.66	0.169
喻林强	副总裁	700	3.66	0.169
何立为	董事、副总裁	300	1.57	0.073
王洪飞	副总裁	1000	5.22	0.242
中层管理人员（139 人）		11344	59.26	2.743
合计（147 人）		19144	100	4.63

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

跟投机制：收益共享、风险共担

为了激发团队活力，提升项目运营效率，公司秉承“收益共享、分享共担”的原则，2015年6月发布《员工跟投房地产项目公司管理办法》，办法规定项目跟投比例不超过项目公司股权的10%；2016年9月跟投比例修改为5%；2017年7月跟投比例增加至8%，并将集团总部关键职能部门负责人及以上员工纳入必须跟投人范围；2019年2月以后，公司董事、高级管理人员不再跟投新增房地产项目。跟投机制在一定程度上将项目收益与员工个人收益相结合，还能为部分项目的开发提供资本金。

截至2018年底，公司共有159个项目实施了跟投机制，其中合并报表范围内跟投项目56个，涉及总跟投资金9.7亿元。金科·东方水榭、金科·天元道等项目实现分红，分红金额0.66亿元，其中金科·东方水榭已清算退出跟投。

图表32： 公司部分主要跟投项目

序号	项目名称	地区	投入峰值(万元)	员工跟投金额(万元)	权益占比	销售比例	2018年净利润
1	金科 观岭家园	北京市	99,050	916	0.92%	61%	-2,173.10
2	天津 观澜	天津市	107,847	1148	1.06%	13%	-1,443.96
3	金科 半岛壹号	安徽合肥市	109,063	863	0.79%	86%	35,023.91
4	合肥 都荟大观	安徽合肥市	140,110	814	0.58%	6%	-440.91
5	金科 悦湖名门	重庆市	24,944	1626	6.52%	0%	-532.21
6	金科 集美江畔	重庆市	48,521	1310	2.70%	0%	-365.34
7	金科 涪陵集美郡	重庆市	32,313	1275	3.95%	4%	-78.96
8	金科 天元道	重庆市	104,505	1241	1.19%	99%	55,583.67
9	金科 集美锦湾	重庆市	43,771	1164	2.66%	15%	-1,485.91
10	金科 博翠江岸	重庆市	28,501	1120	3.93%	18%	-1,279.21
11	金科 两江健康科技城	重庆市	42,086	1054	2.50%	47%	40,783.66
12	金科 江津集美郡	重庆市	40,042	1026	2.56%	56%	-6,879.91
13	金科 云阳世界城	重庆市	45,488	1020	2.24%	2%	-347.02
14	金科 天悦府	重庆市	22,172	902	4.07%	70%	-1,872.09
15	金科 云玺台	重庆市	36,086	847	2.35%	100%	17,465.74
16	金科 黛山悦府	重庆市	54,535	841	1.54%	4%	-419.11
17	金科 集美东方	重庆市	53,068	836	1.58%	0%	-87.14
18	重庆 朝廷雅筑	重庆市	186,205	801	0.43%	0%	-1,270.31
19	金科 博翠山	广西南宁市	37,500	777	2.07%	0%	-1,029.62
20	金科 长沙科技新城	湖南长沙市	17,968	983	5.47%	59%	8,002.84
21	金科 集美壹品	江苏无锡市	41,553	887	2.14%	0%	-90.58
22	金科 四季春晓	江苏苏州市	129,748	820	0.63%	0%	-63.54
23	金科 集美郡	辽宁大连市	47,898	1637	3.42%	0%	-1,391.60
24	金科 集美天宸	四川遂宁市	27,989	1148	4.10%	11%	-500.95
25	仁怀 鹿鸣东方	贵州仁怀市	26,953	955	3.54%	0%	-514.76
26	金科 集美雅郡	湖南株洲市	48,513	933	1.92%	2%	-735.63
27	金科 集美郡	河北唐山市	32,643	878	2.69%	22%	-2,510.21
28	金科 集美天宸	四川内江市	92,554	810	0.88%	5%	-911.07

序号	项目名称	地区	投入峰值(万元)	员工跟投金额(万元)	权益占比	销售比例	2018年净利润
29	金科·天宸	广西柳州市	95,157	775	0.81%	75%	-4,106.72
30	金科·集美嘉悦	山东淄博市	53,835	772	1.43%	96%	-3,290.17

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表33：《员工跟投房地产项目公司管理办法》细则

《员工跟投房地产项目公司管理办法》	
更新时间	2019年2月
项目范围	2015年6月30日后首次开盘销售的项目
跟投主体	必须跟投人：集团总部关键职能部门负责人及以上员工，区域公司关键部门负责人及以上员工，城市公司关键部门负责人及以上员工，项目公司项目公司总经理； 自愿跟投人：与项目经营直接相关的员工
跟投比例	不超过跟投前公司持股比例的8%
利润分配时点	累计净现金流量（含与项目直接相关的开发贷款融资及其他金融机构债务融资上账资金）为正数，并保证项目运营所需3个月资金及取得项目合作方同意（如有）
退出时点	项目已销售建筑面积达到拟销售建筑面积的90%（含），或决定将项目作为募集资金投资项目

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

员工持股：共享发展成果

2019年6月，金科推出2019-2023年员工持股计划，存续期7年，参与对象为包括董监高在内的公司员工，计划累计持股占比不超过10%，单个参与人不得超过1%。计划共分为5期，一期资金总规模不超过32亿元，其中员工自筹资金和融资金额均不超过16亿元，后续各期根据2019-2022年业绩完成情况提取当年归母净利润的3.5%作为专项基金，考核条件为2019-2022年归母净利润较2018年同比增长30%、60%、90%、110%。其中，一期参与员工不超过4000人，其中董监高出资比例为4.94%，其他员工出资95.06%。员工持股计划接替2015年限制性股票激励解锁退出的同时，将公司与员工利益深度捆绑，有利于员工与公司价值的共同成长，完善长效激励机制，实现可持续健康发展。

图表34：一期员工持股计划资金来源

持有人	姓名	职务	自筹金额(万元)	占本期计划自筹资金比例(%)
董事、监事及高级管理人员	蒋思海	董事长	2,000	1.25
	喻林强	董事、总裁	1,500	0.94
	刘忠海	监事会主席	500	0.31
	方明富	联席总裁	1,000	0.63
	王洪飞	联席总裁	1,000	0.63
	李华	执行副总裁、财务负责人	800	0.50
	罗亮	董事	300	0.19
	陈刚	董事	200	0.13
	韩翀	监事	200	0.13
	艾兆青	监事	200	0.13
	徐国富	董事会秘书	200	0.13
公司董事、监事及高级管理人员(11人)			7,900	4.94
其他员工(合计不超过3989人)			152,100	95.06

请参阅最后一页的重要声明

总计(不超过 4000 人)

160,000

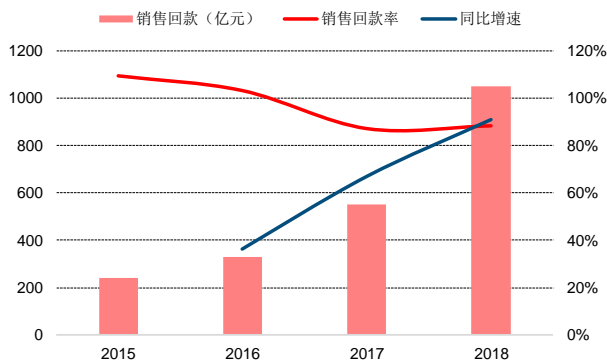
100

资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

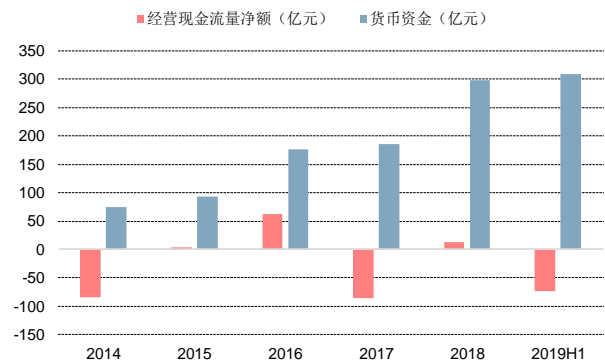
财务分析: 负债可控, 盈利能力提升

现金充足, 负债可控

2018 年, 金科全年实现销售回款 1051 亿, 同比增长 91%, 回款率稳定在 88%, 使得公司的经营性现金流大为好转, 由 2017 年底的-84.86 亿增加至 2018 年的 13.29 亿, 2019 年上半年由于拿地支出增加, 经营性现金流重新转负。此外, 公司货币资金也大幅增长, 截至 2018 年底, 公司货币资金 298.52 亿, 同比增加 60.3%, 基本能够覆盖短期有息负债余额 275.23 亿元。2018 年, 中诚信评估将金科的主体信用评级上调至 AAA, 公司偿债能力稳健。

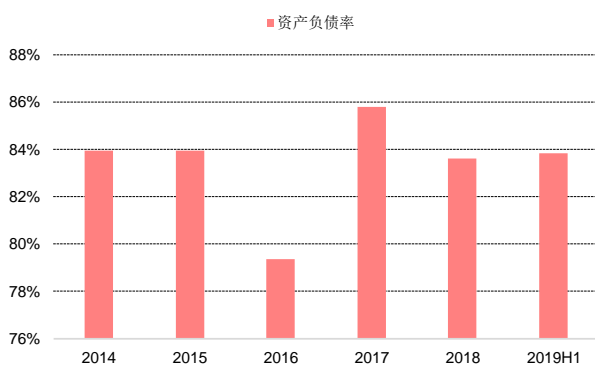
图表35: 销售回款率


资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

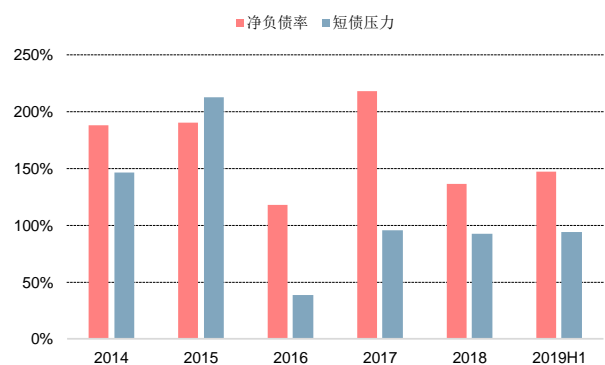
图表36: 货币资金及经营现金流量净额


资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

从资产负债率和净负债率来看, 2018 年金科资产负债率为 83.63%, 较 2017 年下降了 2.16 个百分点, 2019 年 6 月末与 2018 年基本持平。2018 年和 2019 年 6 月末金科净负债率不升, 反较 2017 年大幅下降 81 个百分点至 137%, 公司快扩张背景下仍实现负债水平的下降, 杠杆控制能力有所提升。

图表37: 资产负债率


资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图表38: 净负债率、短债压力


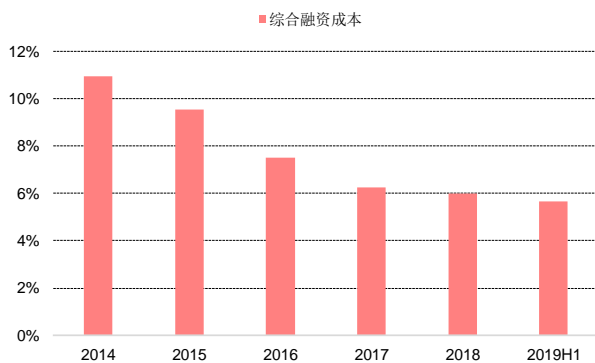
资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

融资结构优化，成本持续下降

在融资成本上，2015年以来，金科积极把握融资时间窗口，发行了较多公司债及中期票据，公司融资成本呈现下行趋势，由2015年的9.5%下降至2019年上半年的5.7%，一方面由于房地产市场集中度不断提高，品牌房企融资优势突出，融资渠道的拓宽一定程度降低融资成本；另一方面由于2015年公司债浪潮的延续效应，占目前企业偿还债务开支的比重较高，因而融资成本保持较低水平。

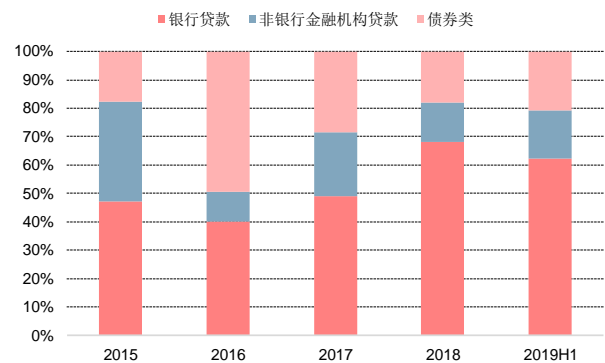
金科自2015年开始发行债券，由过去单一的银行和非金融机构贷款融资向多元化融资方式转变，2019年新发行境外优先票据，不断拓宽融资渠道，优化融资结构。从有息负债构成来看，2019年6月末银行贷款占比62%，非银行金融机构贷款17%，债券类产品占比21%，自2016年证监逐步提升发债门槛，公司债券类产品占比持续下降，上市以来截止目前，金科通过发行境内债券产品融资399.6亿元，发行境外优先票据融资3亿美元。

此外，公司与银行等金融机构长期保持良好的合作关系，银行授信敞口充裕。截至2019年6月末，金科股份获得银行机构授信额度为1757亿元，已使用额度713亿元，尚剩余授信额度1044亿元，公司间接融资渠道畅通。

图表39：综合融资成本


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

注：2019H1 数据已年化

图表40：融资结构


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表41：2019年6月末各融资渠道情况

项目	期末余额 (亿元)	融资成本区间	期限结构
银行贷款	601.28	4.28%-10.00%	1-14年
非银行金融机构贷款	164.75	7.50%-11.50%	1-2年
债券类	199.51	4.70%-8.38%	0.5-6年
合计	965.54		

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表42：上市以来发债情况

发行日期	债券类型	发行规模	发行期限	发行利率
2019年7月4日	一般公司债	15.8亿元	3年	6.5%
2019年6月20日	境外优先票据	3亿美元	2年	8.375%

发行日期	债券类型	发行规模	发行期限	发行利率
2019年4月24日	超短期融资债券	8亿元	270天	5.86%
2019年4月12日	一般中期票据	13亿元	2年	6.58%
2019年3月7日	一般公司债	20亿元	4年	6.9%
2019年1月18日	超短期融资债券	7亿元	180天	5.87%
2019年1月11日	一般中期票据	10亿元	2年	7%
2019年1月4日	一般短期融资券	12亿元	1年	6.5%
2018年9月5日	私募债	15亿元	3年	8.06%
2018年8月2日	一般短期融资券	10亿元	1年	6.9%
2018年6月22日	超短期融资债券	8亿元	180天	6.7%
2018年5月30日	交易商协会 ABN	1亿元	6年	-
2018年5月30日	交易商协会 ABN	15亿元	6年	7%
2018年3月30日	私募债	6亿元	3年	7.9%
2018年2月7日	一般公司债	19.7亿元	4年	7.2%
2018年2月7日	一般公司债	16.1亿元	5年	7.5%
2016年12月2日	证监会主管 ABS	17亿元	2.9918年	4.7%
2016年12月2日	证监会主管 ABS	1亿元	2.9918年	-
2016年7月26日	私募债	10亿元	3年	6.3%
2016年7月26日	私募债	36亿元	3年	6.4%
2016年5月3日	私募债	44亿元	3年	7.3%
2016年5月3日	私募债	5.2亿元	3年	6%
2016年5月3日	私募债	4.8亿元	5年	7.2%
2016年3月21日	一般中期票据	11亿元	3年	5.3%
2016年3月16日	私募债	13亿元	3年	6.2%
2016年3月16日	私募债	12.5亿元	3年	6.9%
2015年12月15日	私募债	12.5亿元	3年	7.2%
2015年11月20日	一般中期票据	21亿元	3年	5.5%
2015年11月5日	证监会主管 ABS	2.4亿元	2年	5.6%
2015年11月5日	证监会主管 ABS	1亿元	5年	-
2015年11月5日	证监会主管 ABS	3亿元	3年	5.8%
2015年11月5日	证监会主管 ABS	1.8亿元	1年	5%
2015年11月5日	证监会主管 ABS	3.3亿元	4年	6%
2015年11月5日	证监会主管 ABS	3.5亿元	5年	6.2%
2015年8月27日	一般公司债	20亿元	5年	6.4%

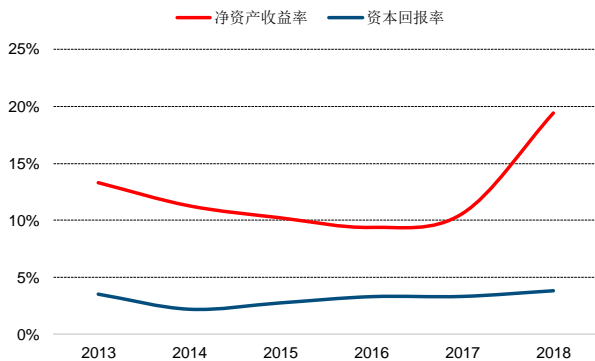
资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

盈利能力改善，分红慷慨

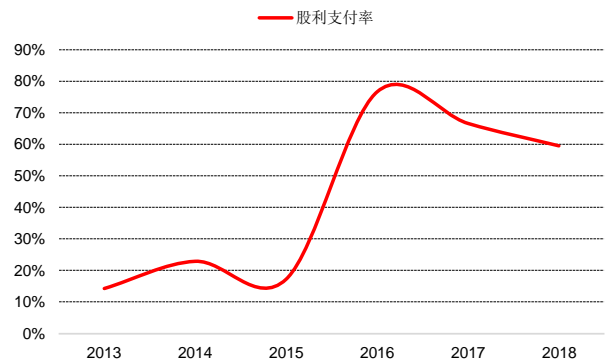
从投资回报来看，公司 ROE 自 2013 年以来持续下滑，但 2017 年受高净利率、高周转、高杠杆影响，ROE 开始触底反弹，2018 年达到 19.5%。但 ROIC 水平稍低，2014 年开始缓慢上行，2018 年为 3.9%，较 2017 年上

升 0.5 个百分点。

从分红情况来看，近三年公司采取高比例分红政策，股利支付率达 77%、67%、59%，公司在高速发展过程中依旧保持高分红水平，保证了股东收益与自身发展需求，也为公司带来了不俗的股息收益率，2018 年股息率已高达 5.58%，股息率角度配置价值凸显。

图表43：净资产收益率、资本回报率


资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表44：股利支付率


资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

公司立足重庆，向全国拓展，18 年销售突破千亿后继续高增长，拿地维持在扩张区间，重点布局二线和中心三线城市，目前已基本完成 25 个核心城市布局，布局持续优化，融资渠道多元且融资成本逐渐下降。此外，公司已建立起丰富立体的激励机制，股权激励、跟投机制和员工持股相继为公司发展提供动能。当下公司在千亿起点上继续成长步履不停，高分红属性和高股息率也正在不断凸显配置价值。

预计 2019-2020 年 EPS 分别为 1.01 元、1.32 元，对应 PE 分别为 6.1 倍、4.6 倍。随着四季度行业面临估值切换，公司未来业绩增长将进一步带动公司当前动态估值的下行，我们假设公司当前静态估值合理，那么按照 19 年 EPS 为 1.32 元，给予 6 倍 PE，公司股价将达到 8 元，给予“买入”评级。

风险提示：

- 1、公司单一区域可售货值占比较高，存在单一市场业务集中度过高的风险；
- 2、近期房地产行业调控再起，公司业务可能受到大环境不利影响；
- 3、开发业务开发进度存在不确定性，业绩结转亦可能不达预期；

财务报表及指标预测

利润表					资产负债表				
指标名称	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	41,234	58,737	77,774	93,290	货币资金	29,852	15,000	20,000	24,000
减:					预付账款	3,392	4,800	6,400	7,680
营业成本	29,453	41,987	56,082	67,931	存货	160,835	265,492	405,512	557,726
毛利率	28.6%	28.5%	27.9%	27.2%	其他流动资产	4,650	4,650	4,650	4,650
营业税金及附加	1,407	2,845	3,776	4,526	流动资产	213,341	291,648	438,464	596,193
营业费用	2,562	3,031	3,986	5,027	投资性房地产	3,615	3,630	3,650	3,674
营业费用率	6.2%	5.2%	5.1%	5.4%	递延所得税资产	1,343	1,343	1,343	1,343
管理费用	2,340	2,708	3,591	4,545	非流动资产	17,357	19,968	22,593	25,553
管理费用率	5.7%	4.6%	4.6%	4.9%	资产总计	230,699	335,549	503,021	683,597
财务费用	50	1,599	1,643	881	短期借款	3,196	6,503	12,717	9,735
财务费用率	0.1%	2.7%	2.1%	0.9%	应付账款	13,681	22,761	35,041	47,641
资产减值损失	35	-	4	5	预收款项	76,276	171,276	297,942	449,942
营业利润	5,202	7,303	9,559	11,396	应交税费	3,252	7,280	11,590	16,585
营业利润率	12.9%	12.4%	12.3%	12.2%	其他流动负债	41,221	42,126	40,616	45,511
营业外收入	87	-	-	-	流动负债	137,626	249,946	397,907	569,414
营业外支出	215	-	-	-	长期负债	47,370	43,596	55,832	56,214
利润总额	5,210	7,303	9,559	11,396	递延所得税负债	467	467	467	467
所得税费用	1,190	1,763	2,284	2,708	非流动性负债	55,307	45,132	57,368	57,750
所得税率	22.8%	24.1%	23.9%	23.8%	负债合计	192,932	295,079	455,275	627,164
净利润	4,021	5,539	7,275	8,688	股本	5,340	5,340	5,340	5,340
少数股东损益	135	166	218	261	少数股东权益	14,586	14,752	14,970	15,231
归属母公司股东的净利润	3,886	5,373	7,057	8,427	股东权益合计	37,767	40,470	47,746	56,434
					负债及股东权益总计	230,699	335,549	503,021	683,597
现金流量表					主要财务指标				
指标名称	2018	2019E	2020E	2021E	增长率 (%)	2018	2019E	2020E	2021E
销售商品、提供劳务	85,102	153,587	204,241	245,050	营业收入	18.6%	42.4%	32.4%	20.0%
购买商品、接受劳务	67,063	135,047	181,252	203,233	营业利润	75.9%	36.8%	30.9%	19.2%
职工支出	4,009	4,500	6,000	7,200	净利润	93.8%	38.3%	31.3%	19.4%
税费支出	7,075	16,482	21,866	25,050	利润率 (%)				
经营现金流	1,329	-2,442	(4,877)	9,567	毛利率	28.6%	28.5%	27.9%	27.2%
取得借款	57,641	21,678	42,392	32,449	EBIT Margin	13.2%	14.5%	13.8%	12.5%
偿还债务	0	0	0	0	ROE	17.3%	21.5%	22.2%	21.1%
融资现金流	41,888	27,640	25,451	30,156	ROA	1.7%	1.8%	1.6%	1.4%
现金及等价物增加额	17,975	(11,138)	11,478	(3,826)					

分析师介绍

江宇辉：中南财经政法大学管理学学士，上海财经大学金融硕士，2015 年加入中信建投房地产研究团队，曾获 2015 年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名，2016 年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名，2017 年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

研究助理 尹欢科：复旦大学金融学硕士，浙江大学经济学学士，2018 年加入中信建投房地产研究团队。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn
郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn
郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn
张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn
高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn
张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn
任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn
黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn
杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn
杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn
杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn
李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn
黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn
王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn
诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn
黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn
戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn
翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn
李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn
范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn
李绮绮 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn
薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn
王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn
XU SHUFENG 0755-23953843
xushufeng@csc.com.cn
程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn
曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn
廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn
陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859