

# 强激励铸金鼎，破千亿再攀登

## 金科股份(000656)：深度报告

### ► 销售高增，土储充沛，千亿之后再起航

2019年1-9月，公司实现销售金额1255亿元，同比增长45%，销售面积1248万平方米，同比增长29%。公司2016年以来积极拿地，合理布局“三圈一带，核心25城”，在好产品、快周转和强激励的促进下实现跨越式发展。2019H1公司新开工面积1156万平方米，可售面积约5600万平方米，未来发展值得期待。

### ► 物业管理成长可期，多元化业务量质齐升

物业管理行业处于高速发展的龙头形成时期，行业集中度持续上升。2019H1金科物业合约管理面积达2.39亿平方米，规模处于领先地位，并远大于公司开发面积，彰显公司物业服务强大的外拓能力，可保障公司物业管理面积的持续增长。物业管理业务2019H1净利润增长260%。此外，公司非地产业务也量质齐升，新能源业务2019H1营业收入增长89%，净利润增长62%。

### ► 盈利质量改善，负债率处于行业低位

公司2019Q3实现营收432.03亿元，同比增长60.7%；归母净利润为39.81亿元，同比增长81.6%。公司重点布局的川渝区域及其他核心城市的市场发展态势良好，毛利率和净利率自2016年的20.7%和5.6%提升至2019Q3的30.1%和10.8%，盈利质量显著改善。同时，公司2019Q3扣除预收账款的资产负债率为48.0%，较2018年末降低2.6个百分点。与其他重点房企相比，公司扣除预收账款的资产负债率处于较低水平。

### 风险提示

房地产调控政策持续收紧，销售不及预期。

### 盈利预测与投资建议

在好产品高周转强激励的促进下，金科股份自16年开始实现跨越式发展，18年销售规模成功突破千亿。公司土储充沛，“三圈一带，核心25城”布局合理，融资渠道多样，成本较低。因此我们将公司19-21年EPS由1.02/1.32/1.57元上调至1.07/1.36/1.62元，对应PE为6.4/5.1/4.3倍，评级由“增持”上调至“买入”，目标价为8.89元/股。

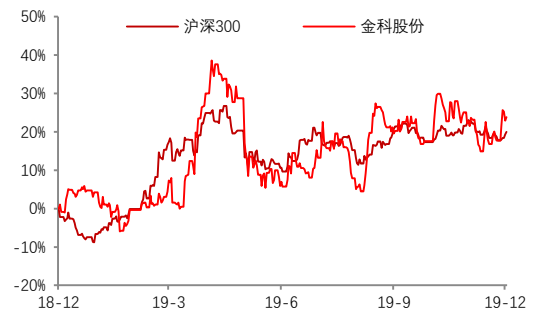
### 盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	34758	41234	57026	75218	96128
YoY (%)	7.82%	18.63%	38.30%	31.90%	27.80%
归母净利润(百万元)	2005	3886	5735	7256	8656
YoY (%)	43.67%	93.85%	47.58%	26.53%	19.29%
毛利率 (%)	21.32%	28.57%	28.80%	29.20%	29.30%
每股收益(元)	0.38	0.73	1.07	1.36	1.62
ROE	10.14%	16.76%	22.49%	23.98%	24.10%
市盈率	18.41	9.50	6.43	5.08	4.26

### 评级及分析师信息

评级：买入  
上次评级：增持  
目标价格：8.89  
最新收盘价：6.86

股票代码：000656  
52周最高价/最低价：8.19/5.56  
总市值(亿)：366.30  
自由流通市值(亿)：359.96  
自由流通股数(百万)：5,247.24



分析师：由子沛

邮箱：youzp@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100005

联系电话：

### 相关研究

1. 业绩持续高增，销售表现靓丽

2019.10.30

## 正文目录

1. 起征重庆, 走向全国的“洋房之父” .....	4
1.1. 老牌渝派房企, 品牌实力强劲 .....	4
1.2. 股权相对分散, 管理层较稳 .....	5
2. 房地产主业: 全国化扩张见效, 千亿之后再起航 .....	5
2.1. 销售: 外扩三圈一带, 实现跨越发展 .....	5
2.2. 土储: 可售面积充裕, 三线占比提升 .....	13
2.3. 融资: 融资渠道多元, 成本保持可控 .....	15
3. 多元化业务: 物业管理高速增长, 新能源盈利向好 .....	17
3.1. 物业管理: 行业高速发展, 物业前景可期 .....	17
3.2. 新能源: 盈利量质齐升, 发展态势良好 .....	21
4. 财务分析 .....	22
5. 盈利预测和投资建议 .....	26
6. 风险提示 .....	26

## 图表目录

图 1: 金科股份发展历程 .....	4
图 2: 2019Q3 金科股份股权结构 .....	5
图 3: 金科股份战略布局 .....	6
图 4: 公司历年销售金额 (亿元) 及增速 .....	6
图 5: 公司历年销售面积 (万平) 及增速 .....	6
图 6: 公司历年新开工面积 (万平) 及增速 .....	7
图 7: 公司历年房地产业务毛利率 .....	7
图 8: 公司历年销售均价 (元/平) .....	7
图 9: 公司历年销售费用率及管理费用率 (销售口径) .....	8
图 10: 金科股份品牌价值 (亿元) .....	9
图 11: 2019Q3 重点上市房企 (A 股) 总资产周转率对比 .....	10
图 12: 2019Q3 重点上市房企 (A 股) 存货周转率对比 .....	10
图 13: 公司历年可售面积 (万平) 及增速 .....	13
图 14: 公司历年拿地金额 (亿元) 及增速 .....	13
图 15: 公司历年拿地面积 (万平) 及增速 .....	13
图 16: 公司历年拿地金额/销售金额 .....	14
图 17: 公司历年新增土储楼面价 (元/平) .....	14
图 18: 公司 2018 新增土储城市能级分布 .....	14
图 19: 公司 2019Q3 新增土储城市能级分布 .....	14
图 20: 公司 2018 年新增土储区域分布 .....	15
图 21: 公司 2019Q3 新增土储区域分布 .....	15
图 22: 公司新增土储权益比例 (面积口径) .....	15
图 23: 公司历年融资结构 .....	16
图 24: 我国物业管理总面积 (亿平) 及增速 .....	18
图 25: 我国商品房销售面积 (亿平) 及增速 .....	18
图 26: 我国商品房竣工面积 (亿平) 及增速 .....	18
图 27: 我国物业管理公司 TOP10 及 TOP100 市占率 .....	19
图 28: 金科物业发展历程 .....	20
图 29: 公司物业管理业务营收 (亿元) 及增速 .....	21
图 30: 公司物业管理业务历年毛利率 .....	21
图 31: 2019H1 公司及上市物业管理公司合约管理面积对比 .....	21
图 32: 公司新能源业务历年营收 (亿元) 及增速 .....	22
图 33: 公司新能源业务历年毛利率及净利率 .....	22
图 34: 公司新能源业务历年上网电量 (亿度) 和限电损失比率 .....	22

图 35: 公司历年营收 (亿元) 及增速.....	23
图 36: 公司历年预收账款 (亿元) 及增速.....	23
图 37: 公司历年营收结构 .....	23
图 38: 公司历年归母净利润 (亿元) 及增速.....	24
图 39: 公司理念毛利率及净利率 .....	24
图 40: 公司历年 ROE (摊薄) .....	24
图 41: 公司历年销售及管理费用率 (营收口径) .....	24
图 42: 公司历年销售及管理费用率 (销售口径) .....	24
图 43: 公司历年资产负债率 .....	25
图 44: 公司历年扣除预收账款的资产负债率.....	25
图 45: 2019Q3 重点上市房企 (A 股) 扣除预收账款的资产负债率对比 .....	25
表 1: 公司“琼华”、“博翠”、“集美”三大系列产品概况 .....	9
表 2: 公司 2015 年限制性股票激励计划解锁情况.....	11
表 3: 公司 2015 年限制性股票激励计划人员及获授总额.....	11
表 4: 公司员工跟投房地产项目管理办法 (2019 年 2 月修订版) .....	12
表 5: 公司第一期卓越共赢计划员工自筹金额安排.....	12
表 6: 公司 2019H1 融资情况表 .....	16
表 7: 公司上市以来债券发行情况.....	16
表 8: 公司主体长期信用等级 .....	17
表 9: 上市物业管理公司及风电公司市值及 PE (2019 年 12 月 9 日) .....	26

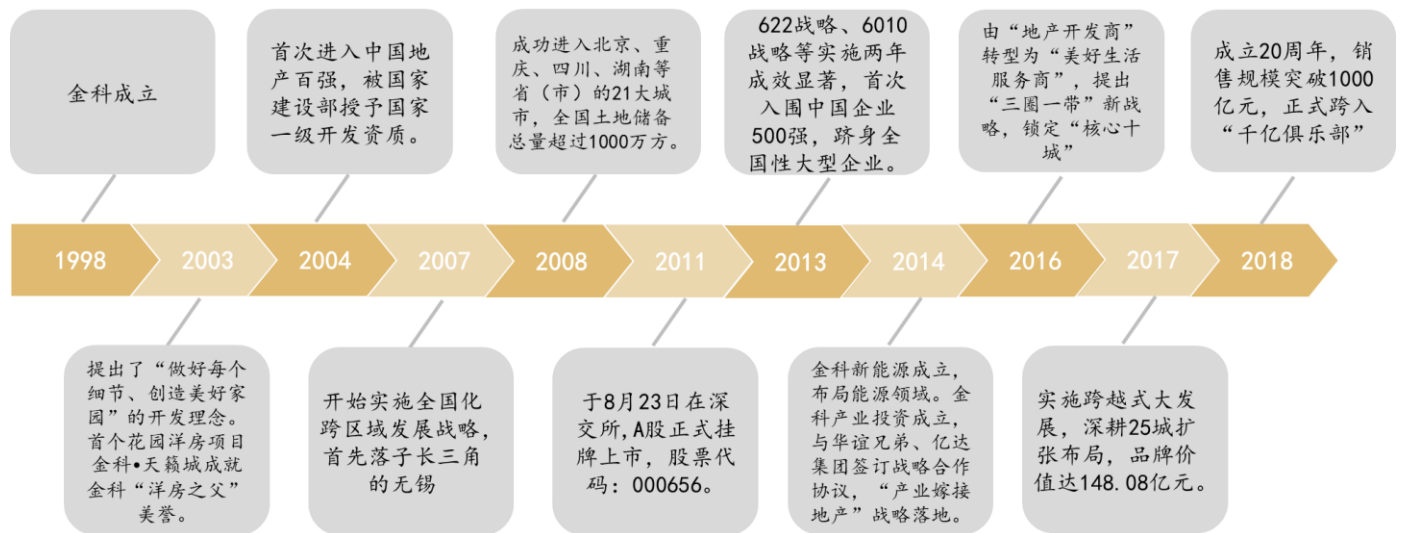
## 1. 起征重庆，走向全国的“洋房之父”

### 1.1. 老牌渝派房企，品牌实力强劲

金科股份成立于1998年5月，成立之初深耕重庆及四川区域，以“做好每个细节，创造美好家园”为开发理念，并享有“洋房之父”的美誉。2007年公司开始进行全国化扩张，于2008年成功进入北京、重庆、四川、湖南、江苏等省（市）的21大城市，跨区域发展战略成功实行，并于2011年上市。2014年，公司通过“产业嫁接地产”进行产业升级，进行多元化业务扩张。公司在住宅开发的基础上进行产业升级，成立了以科技产业园地产、文化旅游地产、健康产业地产为投资方向的投资公司。通过与华谊兄弟、亿达集团签订战略合作协议，公司首个科技产业园地产项目在长沙成功落地。此外，公司通过收购成立新能源公司，布局了非地产相关业务。2016年由“地产开发商”向“美好生活服务商”转型，明确布局“三圈一带”，锁定“核心十城”的发展战略，并将社区生活服务业务为业务升级转型的重点发展方向。2017年布局城市扩张为25城，并于2018年销售规模突破1000亿元。2019年金科地产以358亿元的品牌价值位列中国房地产公司品牌价值TOP10第三名。

公司作为渝派房企的代表，在立足重庆、走向全国的过程中，练就了卓越的设计能力、扎实的成本控制能力、强大的开发管控能力及出色的营销能力。当前公司已进驻重庆、四川、北京、上海、天津、江苏、浙江、广东、山东等23个省、直辖市、自治区，开发项目主要分布在重庆、北京、广州、成都、苏州、南京、合肥、郑州、武汉、济南等一二线城市。截止2019年上半年，公司累计开发面积超8,200万平方米。卓越成熟的开发能力为公司可持续健康发展奠定了坚实基础。

图1：金科股份发展历程



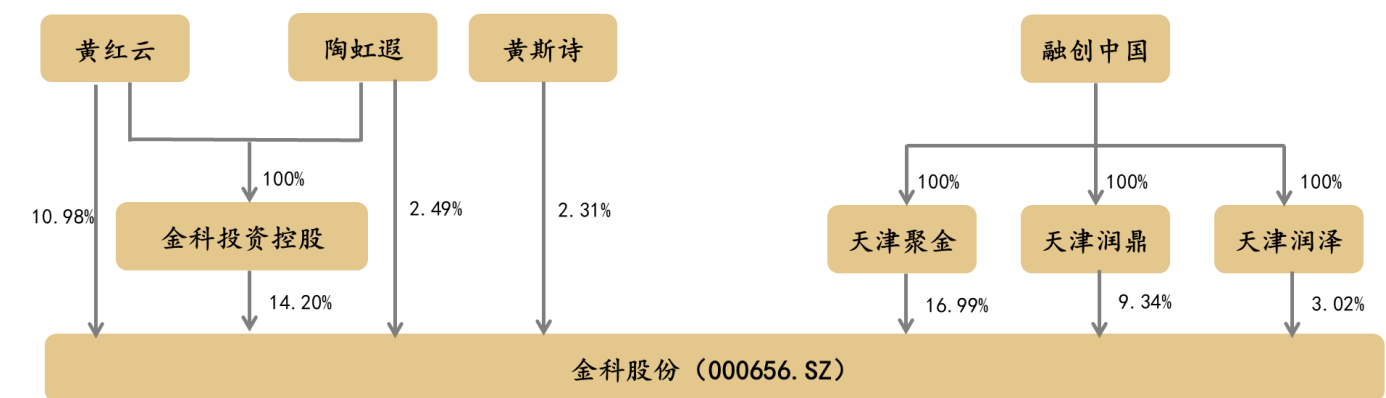
资料来源：公司官网、华西证券研究所

## 1.2. 股权相对分散，管理层较稳

截至2019年9月31日，公司创始人黄红云及其一致行动人为目前公司的第一大股东，合计持股29.98%（黄红云持股10.98%，一致行动人陶虹遐持股2.49%，并且黄红云和陶虹遐共同持股的金科投资控股持股14.20%，及黄红云之女黄斯诗持股2.31%）。2016年11月3日，融创中国通过全资子公司天津聚金增持公司非公开发行股份约0.91亿股，占当时总股本的16.96%。此后融创中国数次增持，截止2019年9月31日，其通过子公司天津聚金、天津润鼎和天津润泽合计持有公司股份29.35%，为第二大股东。

公司于2017年5月24日完成第十届董事会的换届选举，9名董事会成员中5名由黄红云提名，2名由融创中国提名，及2名职工董事。在下次董事会换届选举之前，黄红云系董事数量占据绝对优势，保证了公司决议的顺利进行。2019年6月，金科进一步推出员工持股计划，一期投资金额不超过32亿元。黄红云系公司管理层将通过员工持股计划进一步提升持股比例，从而保障公司管理层的稳定性。

图2：2019Q3 金科股份股权结构



资料来源：WIND、华西证券研究所

## 2. 房地产主业：全国化扩张见效，千亿之后再起航

### 2.1. 销售：外扩三圈一带，实现跨越发展

金科股份起源于重庆，至今发展二十余年，在23个省及直辖市完成了300多个项目，明确“三圈一带，核心25城”战略，全国化扩张卓有成效，实现跨越式发展。2018年销售金额为1188亿元，同比增长89%，首次达到千亿规模，销售面积1342万平方米，同比增长59%；2014-2018年公司销售金额年复合增长率为41%，销售面积年复合增长率为33%。2019年1-9月，公司实现销售金额1255亿元，同比增长45%，销售面积1248万平方米，同比增长29%。

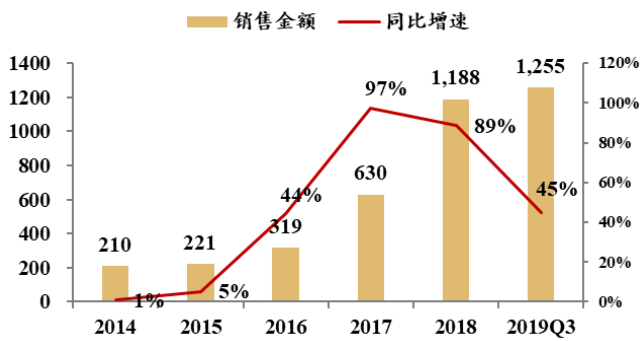
2018年公司新开工面积2700万平方米，同比增长146%，2019年上半年新开工面积1156万平方米，同比增长10%，大体量的新开工可充实公司未来1-2年的可售货值。

图 3：金科股份战略布局



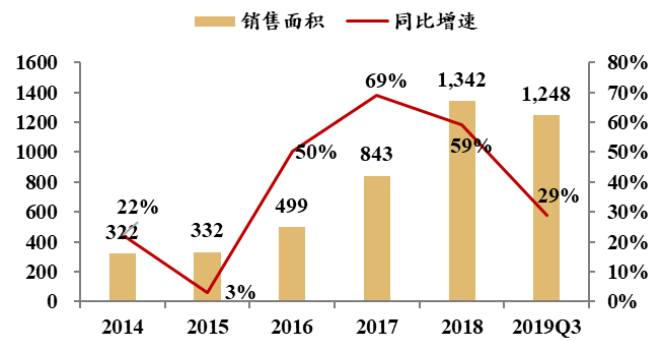
资料来源：公司官网、华西证券研究所

图 4：公司历年销售金额(亿元)及增速



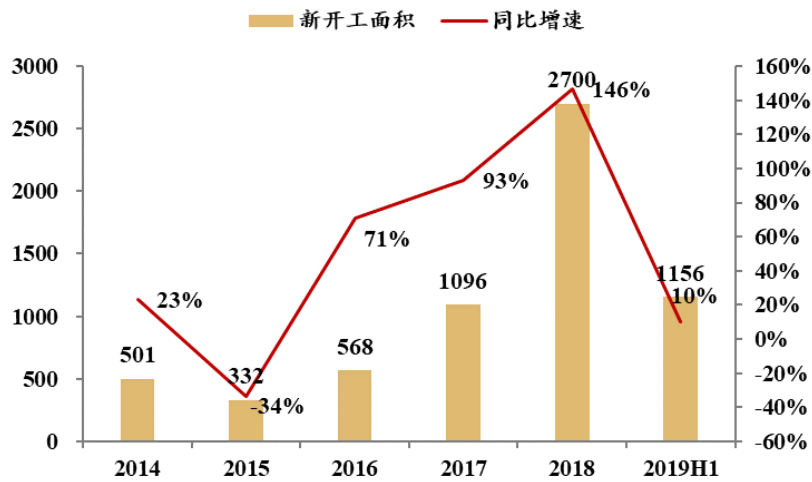
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 5：公司历年销售面积(万平)及增速



资料来源：公司公告、华西证券研究所

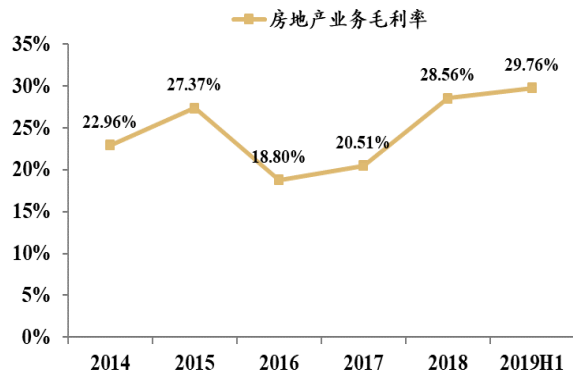
图 6：公司历年新开工面积（万平）及增速



资料来源：公司公告、华西证券研究所

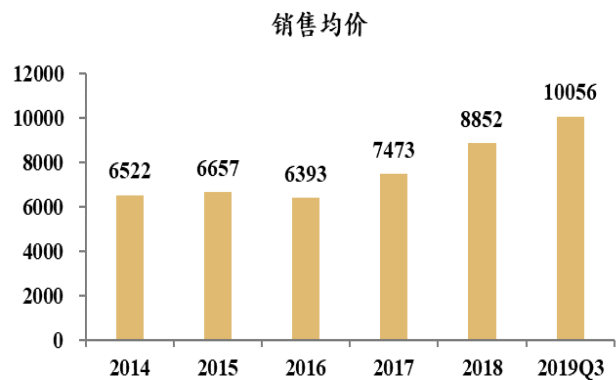
公司房地产业务盈利质量也持续向好，毛利率从 16 年的 18.80% 上升至 2019H1 的 29.76%。一方面公司“三圈一带，核心 25 城”战略布局合理，销售均价从 16 年的 6393 元/平上升至 2019Q3 的 10056 元/平，有效扩大了公司盈利空间。另一方面公司加强成本管控，销售口径的销售费用率和管理费用率也从 16 年的 3.07% 和 3.91% 持续下降至 2019Q3 的 1.63% 和 1.45%，成本降低卓有成效。

图 7：公司历年房地产业务毛利率



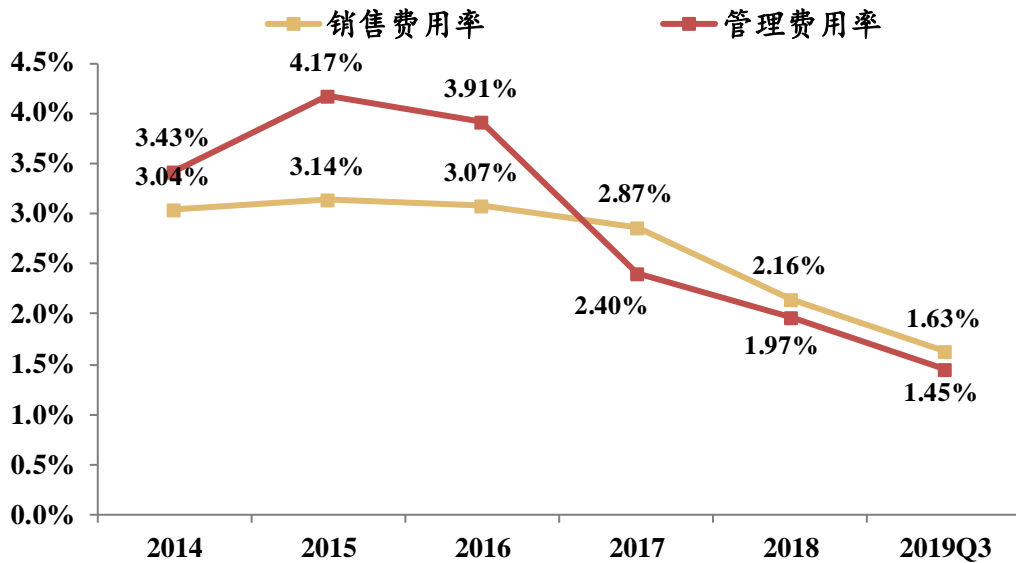
资料来源：WIND、华西证券研究所

图 8：公司历年销售均价（元/平）



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 9：公司历年销售费用率及管理费用率（销售口径）



资料来源：WIND、华西证券研究所

### 2.1.1. 东方人居为核，产品持续创新

公司全国化扩张的成功离不开公司卓越的产品力。公司 2003 年便在业内有花园洋房之父美誉，并秉承“以人为本”的产品设计理念不断进行产品创新升级，拥有“原创中国洋房”、“空中院馆”、“X+1 夹层住宅”、“别墅级洋房”等多个实用新型专利和外观设计专利。目前公司第三代产品拥有“五大产品主张”，构建“琼华”、“博翠”、“集美”三大系列，以“东方人居”为核的“三系一核”产品战略。并在此基础上，2019 年公司发布产品新内核——生命建筑，为金科的产品赋予“智慧体”、“有机体”、“基因体”三大属性，促进建筑迭代升级，让未来建筑更加优化空间、融合自然、贴近生命。

持续升级创新的产品使公司的品牌价值持续提升，有利于公司在新进城市开展业务。在由国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院组成的“中国房地产 TOP10 研究组”发布的 2019 年中国房地产品牌价值 TOP10 榜单中，金科集团以 358 亿元的品牌价值位列第 3 名。

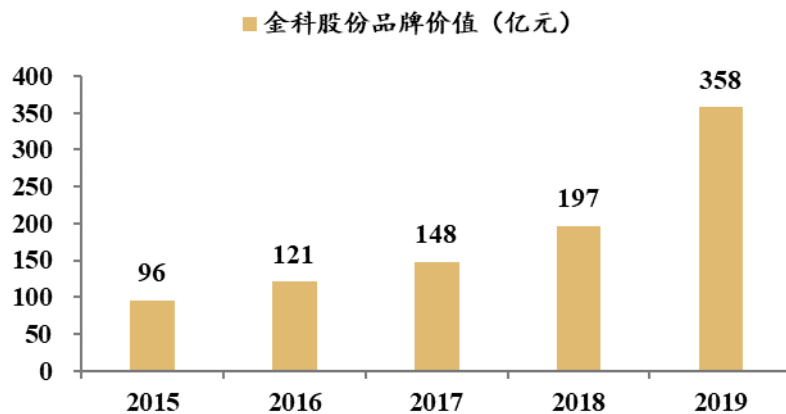


表 1：公司“琼华”、“博翠”、“集美”三大系列产品概况

产品系	定位	目标客户	典型区位	特点	示例
琼华系	城市级顶级豪宅	城市住宅均价 2.0 倍以上购买力人群	远郊&核心	隐富、阶层、东方神韵	
博翠系	中高端改善型大盘	1、2 线城市住宅均价 1.2-1.5 倍购买力人群	拓展近郊	资富、精致、文化融合	
集美系	首改型或刚需型项目	1-2 线及高房价 3、4 线城市住宅均价 0.8-1.2 倍购买力人群	近郊&核心资源型	小富、张扬、都市感	

资料来源：公司公告、公开资料整理、华西证券研究所

图 10：金科股份品牌价值（亿元）

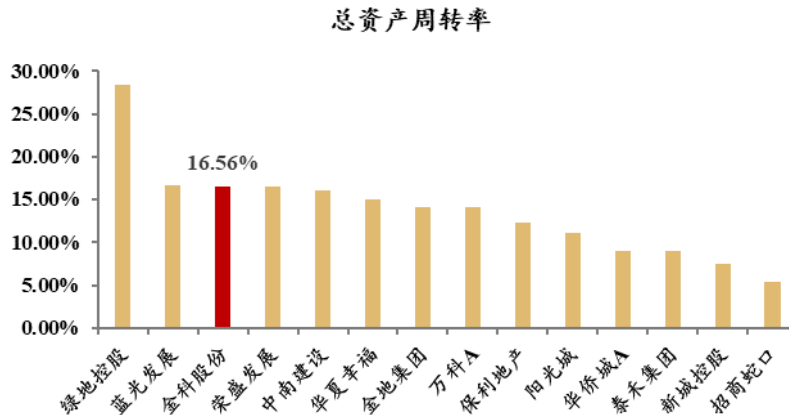


资料来源：中国 TOP10 房地产研究组、华西证券研究所

### 2.1.2. 两大抓手发力，资金高速周转

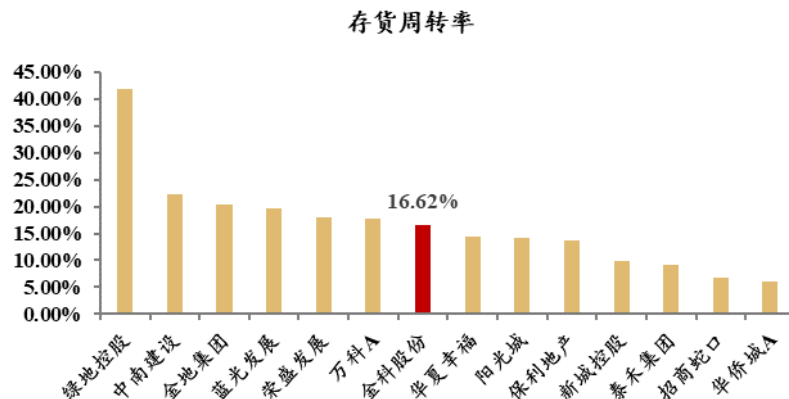
公司通过“强营销保回款”和“标准化保生产”两大抓手，实现拿地快、建设快、去化快的经营效果，加快资金的高周转。公司近年的销售高速增长离不开公司的快周转能力。公司 2019 年 Q3 总资产周转率为 16.56%，位列 14 家可比 A 股重点上市房企的第 3 名；存货周转率为 16.62%，位列 14 家可比 A 股重点上市房企的第 7 名。

图 11：2019Q3 重点上市房企（A 股）总资产周转率对比



资料来源：WIND、华西证券研究所

图 12：2019Q3 重点上市房企（A 股）存货周转率对比



资料来源：WIND、华西证券研究所

### 2.1.3. 激励机制丰富，打造专业团队

公司秉承“风险共担、利益共享、荣辱与共”的原则，实施丰富有效的激励机制，通过限制性股票激励计划、员工跟投制度和员工持股计划将公司员工利益和公司发展深度绑定，显著提升公司的员工积极性，打造了造高水平、高战斗力、高责任心的专业团队。

2015 年 12 月公司向公司董事、高管、中层管理人员和核心业务人员授予了 2.07 亿股公司股份，占当时公司总股本的 5%，价格为 3.23 元/股。公司 2015-2018 年净利润满足解锁条件。

**表 2：公司 2015 年限制性股票激励计划解锁情况**

解锁安排	解锁时间	解锁占比	解锁条件（以 2014 年净利润为固定基数）	实际净利润增速（以 2014 年为基准）
第一次解锁	首次授予日后 12-24 个月	25%	2015 年净利润增速不低于 33%	43%
第二次解锁	首次授予日后 24-36 个月	25%	2016 年净利润增速不低于 48%	107%
第三次解锁	首次授予日后 36-48 个月	25%	2017 年净利润增速不低于 63%	165%
第四次解锁	首次授予日后 48-60 个月	25%	2018 年净利润增速不低于 78%	366%

资料来源：公司公告、华西证券研究所

**表 3：公司 2015 年限制性股票激励计划人员及获授总额**

姓名	职务	获授限制性股票的总额（万股）	获授限制性股票占本次授出限制性股票的比例（%）	占目前总股本的比例（%）
蒋思海	董事会副主席、总裁	2500	12.09%	0.61%
罗利成	执行总裁	1000	4.84%	0.24%
李华	副总裁、财务负责人	900	4.35%	0.22%
张天诚	董事、副总裁	700	3.39%	0.17%
刘忠海	董事、董事会秘书	700	3.39%	0.17%
喻林强	副总裁	700	3.39%	0.17%
何立为	董事、副总裁	700	3.39%	0.17%
王洪飞	副总裁	1000	4.84%	0.24%
中层管理人员（共 149 人）		11444	55.34%	2.77%
预留		1034	5%	0.25%
合计		20678	100%	5%

资料来源：公司公告、华西证券研究所

公司 2015 年 6 月发布《员工跟投房地产项目管理办法》，将项目经营效益与员工个人收益直接挂钩，实现收益共享，风险共担，鼓励跟投人员为公司和股东创造更大的价值。2019 年 2 月公司对跟投管理办法进行了修订，修订后公司董事、高级管理人员不再跟投新增房地产项目，并且跟投比例不超过跟投前公司持股比例的 8%。截止 2018 年末，公司共有 159 个项目实施了房地产项目跟投，涉及总跟投金额 9.7 亿元，已分红金额为 0.66 亿元。

表 4: 公司员工跟投房地产项目管理办法 (2019 年 2 月修订版)

跟投项目范围	2015 年 6 月 30 日后首次开盘销售的项目
跟投人	必须跟投人 ( 优先 ) : 集团总部、区域公司、城市公司关键部门负责人及以上员工, 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	每个跟投项目中的所有跟投员工合计持有的项目公司股权比例不超过跟投前公司持股比例 ( 公司及其控制的子公司通过直接和间接投资等方式合并计算后的持股比例 ) 的 8%
债权资金归还时点	项目公司在累计净现金流量 ( 含与本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 个月资金及项目合作方 ( 如有 ) 同意后
分配利润时点	项目公司累计净现金流量为正数并保证项目运营所需 3 个月资金后, 根据《企业会计准则》规定核算并经会计师事务所审计的可供分配利润, 在符合《公司法》的规定且没有金融机构的利润分配限制时, 经项目公司股东会通过, 项目公司可向所有股东包括跟投资企业分配利润
跟投退出启动点	项目已销售建筑面积达到拟销售建筑面积的 90% ( 含 ) 的时点, 或按照《金科地产集团股份有限公司募集资金管理制度》决定将项目作为募集资金投资项目的时点, 为跟投资企业退出启动点。总裁会议有权决定推迟退出启动点, 但推迟时间最多不超过六个月

资料来源: 公司公告、华西证券研究所

2019 年 6 月, 金科进一步推出卓越共赢计划暨 2019-2023 年员工持股计划。计划存续期 7 年, 滚动实施五期。根据 2019 年 12 月 10 日公布的一期草案, 第一期拟募集资金总规模不超过 25 亿元, 其中员工自筹金额和融资金额均不超过 12.5 亿元, 参与员工人数不超过 2500 人, 其中涉及 11 名董事、监事及高管。员工持股计划能进一步调动全体员工的积极性和创造性, 吸引和保留优秀人才, 完善长效激励机制, 实现员工与公司价值共同成长。

表 5: 公司第一期卓越共赢计划员工自筹金额安排

持有人	姓名	职务	自筹金额 ( 万元 )	占本期计划自筹资金的比例 ( % )
	蒋思海	董事长	2,000	1.60%
	喻林强	董事、总裁	1,500	1.20%
	刘忠海	监事会主席	500	0.40%
	方明富	联席总裁	1,000	0.80%
	王洪飞	联席总裁	1,000	0.80%
董事、监事及高级管理人员	李 华	执行副总裁、财务负责人	800	0.64%
	罗 亮	董事	300	0.24%
	陈 刚	董事	200	0.16%
	韩 翀	监事	200	0.16%
	艾兆青	监事	200	0.16%
	徐国富	董事会秘书	200	0.16%
公司董事、监事及高级管理人员(11 人)			7,900	6.32%
其他员工(合计不超过 2489 人)			117,100	93.68%
总计(不超过 2500 人)			125,000	100.00%

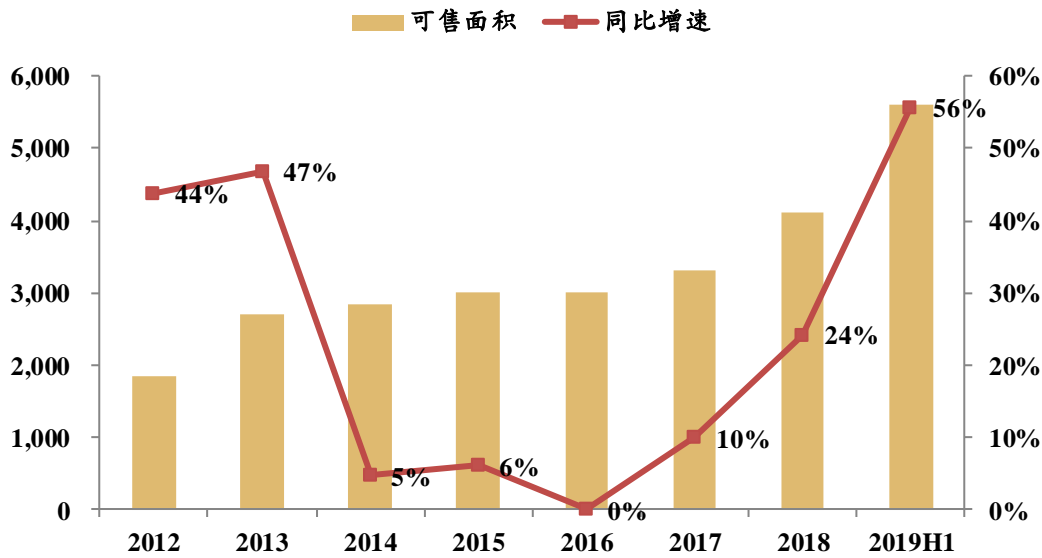
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

资料来源：公司公告、华西证券研究所

## 2.2. 土储：可售面积充裕，三线占比提升

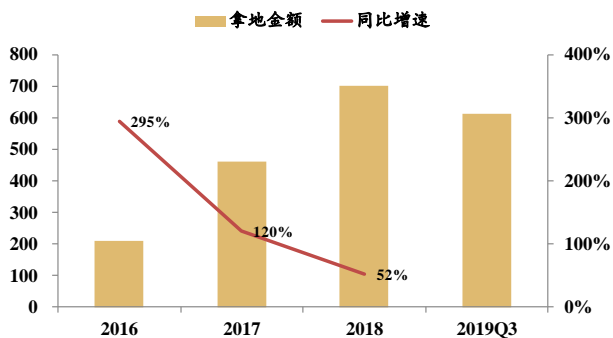
公司 2019H1 可售面积约为 5600 万方，同比增长 56%，是 2018 年销售面积的 4.2 倍，可保障公司未来 2-3 年的销售。同时，自 2016 年以来，公司拿地趋于积极，2016-2018 拿地金额增速为 295%、120%和 52%，拿地面积增速为 81%、103%和 38%。在当前房地产行业调控趋严的情况下，公司拿地金额/销售金额比例有所下滑，但 2019Q3 公司拿地金额/销售金额比例为 49%，拿地强度仍处于较高水平。

图 13：公司历年可售面积（万平）及增速



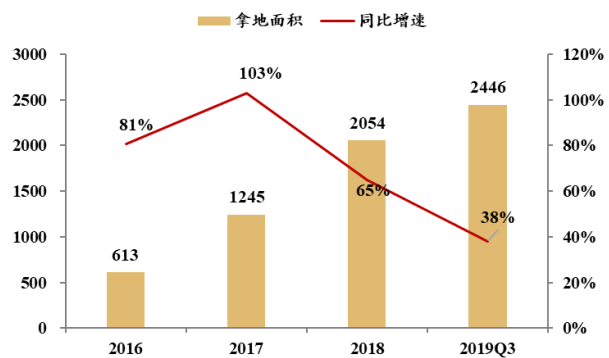
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 14：公司历年拿地金额（亿元）及增速



资料来源：公司公告、华西证券研究所

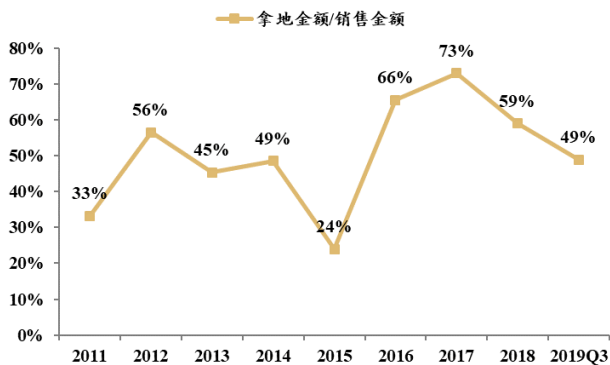
图 15：公司历年拿地面积（万平）及增速



资料来源：公司公告、华西证券研究所

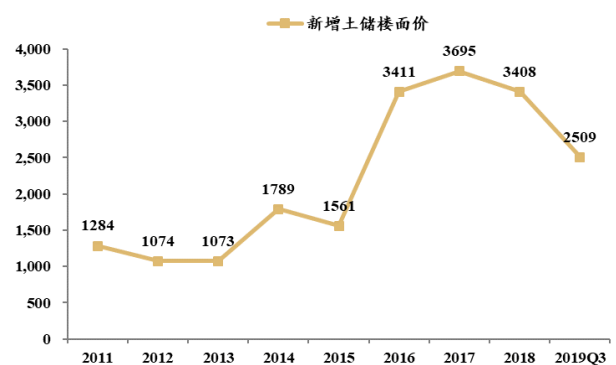
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 16: 公司历年拿地金额/销售金额



资料来源: 公司公告、华西证券研究所

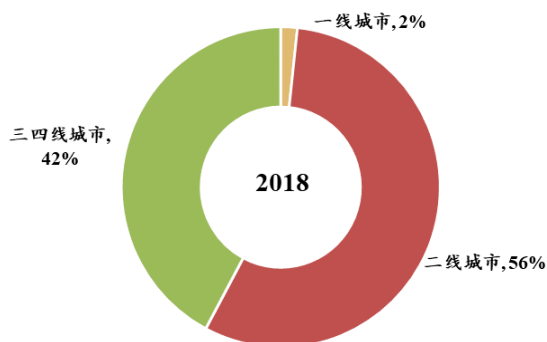
图 17: 公司历年新增土储楼面价 (元/平)



资料来源: 公司公告、华西证券研究所

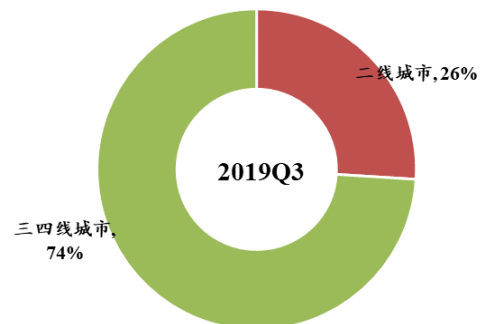
公司 2017 年开始新增土储楼面均价开始下降, 主要是由于公司进行全国化拓张过程中, 三四线城市拿地比例增加所致。从城市能级来看, 2018 年公司新增土储中三四线城市占比为 42%, 2019Q3 公司新增土储中三四线城市占比提升至 74%, 其中多数布局在三线城市。从区域分布上看, 公司在保持在以重庆核心的西南区域的优势地位的同时积极外扩, 2018 年新增土储中重庆和四川占比为 43.9%, 2019Q3 新增土储中重庆和四川占比下降至了 29.3%。

图 18: 公司 2018 新增土储城市能级分布



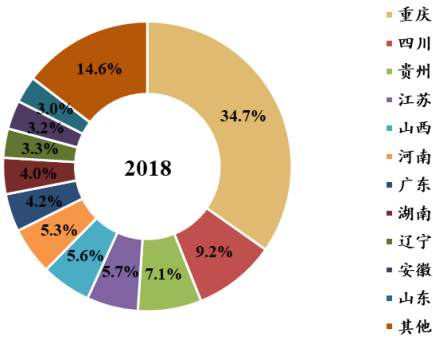
资料来源: 公司公告、华西证券研究所

图 19: 公司 2019Q3 新增土储城市能级分布



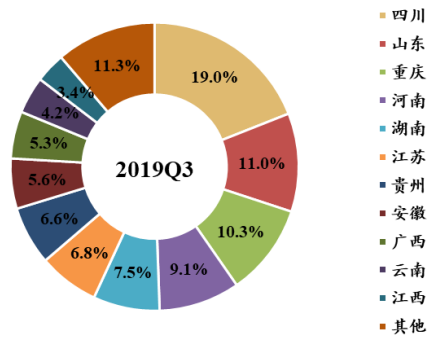
资料来源: 公司公告、华西证券研究所

图 20：公司 2018 年新增土储区域分布



资料来源：公司公告、华西证券研究所

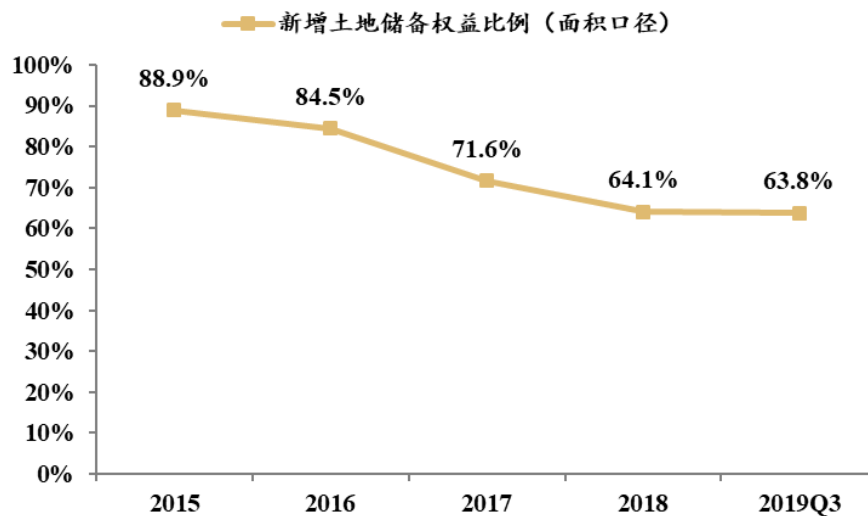
图 21：公司 2019Q3 新增土储区域分布



资料来源：公司公告、华西证券研究所

在拿地方式上，公司从过往的“侧重于内生式增长”向“内生式增长与外延式增长并重”的发展方式转变。公司通过收并购、合资合作、联合拿地等方式扩大项目获取的数量和渠道，加速城市进入并加大公司在城市的市场占有率，从而扩大公司的开发规模和品牌影响力。公司新增土地储备权益比例（面积口径）已经从 2015 年的 88.9% 下降至 2019Q3 的 63.8%，外延式增长的战略有序实行。

图 22：公司新增土储权益比例（面积口径）

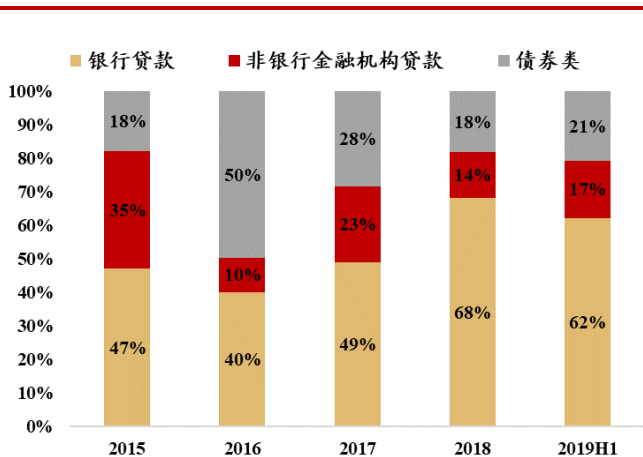


资料来源：公司公告、华西证券研究所

### 2.3. 融资：融资渠道多元，成本保持可控

公司自上市以来，充分使用各种市场融资工具，具有多元化的融资渠道。从有息负债结构上看，公司 2019H1 银行贷款为 601.28 亿元，占比 62%，非银行金融机构贷款 164.75 亿元，占比 17%，债券类 199.51 亿元，占比 21%。

图 23: 公司历年融资结构



资料来源: 公司公告、华西证券研究所

表 6: 公司 2019H1 融资情况表

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(含摊 销)	199.51	4.70%- 8.38%	0.5-6 年
	965.54	—	

资料来源: 公司公告、华西证券研究所

间接融资方面, 公司与中国工商银行、中国银行、民生银行、中信银行等各主要银行都保持长期稳定的合作关系。截止 2019H1, 公司共获得银行授信额度 1,757 亿元, 其中已用授信额度为 713 亿元, 剩余授信额度为 1,044 亿元, 剩余授信额度充裕。

直接融资方面, 公司自上市以来, 充分使用各种资本市场融资工具, 在行业内率先发行物业收入和购房尾款资产证券化产品, 创新使用物业资产支持票据, 累计实现非公开发行股票 2 次, 公开发行公司债券 2 期, 非公开发行公司债券 6 期, 中期票据 2 期, 短期融资券 1 期, 超短期融资券 1 期等融资。

表 7: 公司上市以来债券发行情况

债券简称	债券类型	起息日	到期日	发行规 模(亿元)	当前余 额(亿 元)	票面利率(当期)
19 金科 03	一般公司债	2019/7/8	2022/7/8	15.80	15.80	6.50
金科股份 8.375% N2021	企业债	2019/6/20	2021/6/20	3.00	3.00	8.38
19 金科地产 SCP002	超短期融资债券	2019/4/26	2020/1/21	8.00	8.00	5.86
19 金科地产 MTN002	一般中期票据	2019/4/16	2021/4/16	13.00	13.00	6.58
19 金科 01	一般公司债	2019/3/11	2023/3/11	20.00	20.00	6.90
19 金科地产 SCP001	超短期融资债券	2019/1/22	2019/7/21	7.00	0.00	5.87
19 金科地产 MTN001	一般中期票据	2019/1/15	2021/1/15	10.00	10.00	7.00
19 金科地产 CP001	一般短期融资券	2019/1/8	2020/1/8	12.00	12.00	6.50
18 金科 06	私募债	2018/9/5	2021/9/5	15.00	15.00	8.06
18 金科地产 CP001	一般短期融资券	2018/8/3	2019/8/3	10.00	0.00	6.90
18 金科地产 SCP001	超短期融资债券	2018/6/26	2018/12/23	8.00	0.00	6.70
18 金科地产 ABN001 优先	交易商协会 ABN	2018/6/5	2024/6/5	15.00	13.80	7.00
18 金科地产 ABN001 次	交易商协会 ABN	2018/6/5	2024/6/5	1.00	1.00	0.00
18 金科 04	私募债	2018/4/3	2021/4/3	6.00	6.00	7.90
18 金科 02	一般公司债	2018/2/9	2023/2/9	16.10	16.10	7.50
18 金科 01	一般公司债	2018/2/9	2022/2/9	19.70	19.70	7.20

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



金科 01	证监会主管 ABS	2016/12/2	2019/12/2	17.00	17.00	4.70
金科 02	证监会主管 ABS	2016/12/2	2019/12/2	1.00	1.00	0.00
16 金科 06	私募债	2016/7/26	2019/7/26	10.00	0.00	6.30
16 金科 07	私募债	2016/7/26	2019/7/26	36.00	0.00	6.40
16 金科 05	私募债	2016/5/3	2021/5/3	4.80	0.00	7.20
16 金科 03	私募债	2016/5/3	2019/5/3	5.20	0.00	6.00
16 金科 04	私募债	2016/5/3	2019/5/3	44.00	0.00	7.30
16 金科地产 MTN001	一般中期票据	2016/3/22	2019/3/22	11.00	0.00	5.30
16 金科 01	私募债	2016/3/16	2019/3/16	12.50	0.00	6.90
16 金科 02	私募债	2016/3/16	2019/3/16	13.00	0.00	6.20
15 金债 01	私募债	2015/12/16	2018/12/16	12.50	0.00	7.20
15 金科地产 MTN001	一般中期票据	2015/11/24	2018/11/24	21.00	0.00	5.50
金科优 5	证监会主管 ABS	2015/11/5	2020/11/5	3.50	3.50	6.20
金科次级	证监会主管 ABS	2015/11/5	2020/11/5	1.00	1.00	0.00
金科优 4	证监会主管 ABS	2015/11/5	2019/11/5	3.30	0.00	6.00
金科优 3	证监会主管 ABS	2015/11/5	2018/11/5	3.00	0.00	5.80
金科优 2	证监会主管 ABS	2015/11/5	2017/11/5	2.40	0.00	5.60
金科优 1	证监会主管 ABS	2015/11/5	2016/11/5	1.80	0.00	5.00
15 金科 01	一般公司债	2015/8/28	2020/8/28	20.00	2.82	6.40

资料来源：WIND、华西证券研究所

公司资信状况良好，获得主流评级机构 AAA 和 AA+信用等级。2019 年 3 月公司成功发行 20 亿元 4 年期公司债券，利率 6.9%，2019 年 7 月公司成功发行 15.8 亿元 3 年期公司债券，利率 6.5%，融资成本控制在合理的区间内。

表 8：公司主体长期信用等级

时间	信用评级公司	公司主体长期信用等级
2019 年 5 月 23 日	大公国际资信评估有限公司	AA+
2019 年 5 月 21 日	联合信用评级有限公司	AA+
2019 年 5 月 13 日	中诚信证券评估有限公司	AAA

资料来源：公司公告、华西证券研究所

### 3. 多元化业务：物业管理高速增长，新能源盈利向好

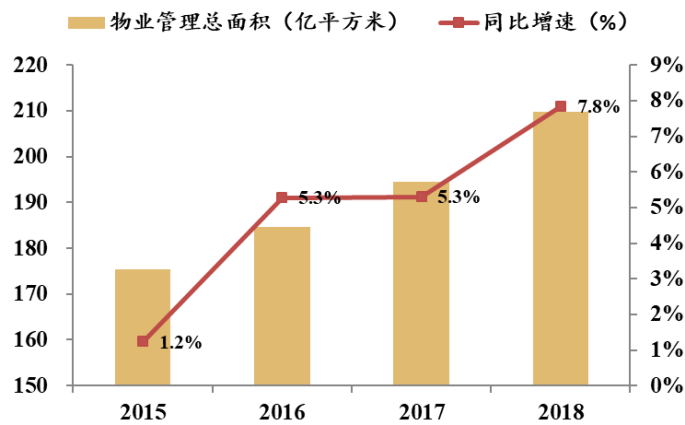
#### 3.1. 物业管理：行业高速发展，物业前景可期

##### 3.1.1. 物业管理行业处于高速发展的龙头形成时期

根据中指院数据，2018 年我国物业管理面积达到了 209.72 亿平方米，同比增长 7.83%，保持高速增长态势。物业管理面积主要的来源是新增的竣工商品房，由于预售制度竣工会滞后于商品房销售 1-2 年。2018 年我国商品房销售面积为 17.17 亿平方米，竣工面积为 9.36 亿平方米。未来 2-3 年由于过去销售的商品房逐步完成交付，

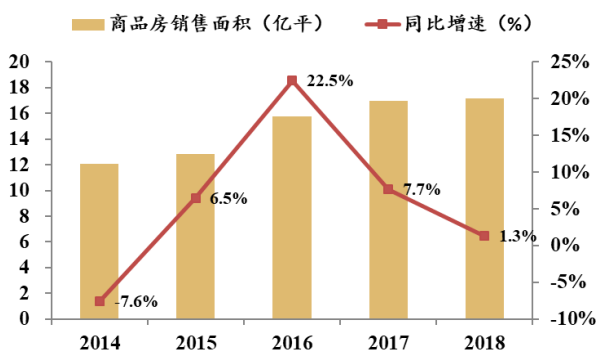
将为物业管理行业提供每年 10 亿平方米以上的新增面积，地产后周期的物业管理行业处于高速发展时期。

图 24：我国物业管理总面积（亿平）及增速



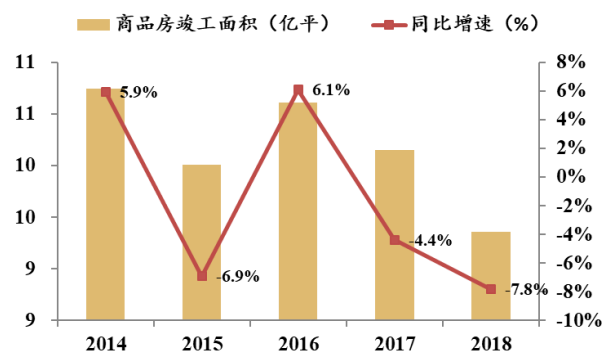
资料来源：中指院、华西证券研究所

图 25：我国商品房销售面积（亿平）及增速



资料来源：WIND、华西证券研究所

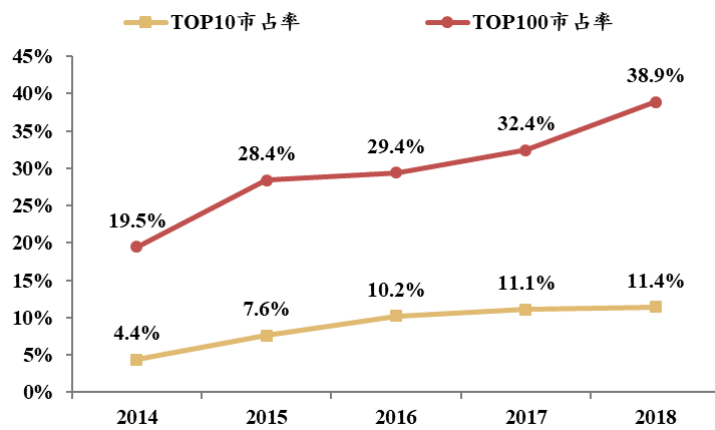
图 26：我国商品房竣工面积（亿平）及增速



资料来源：WIND、华西证券研究所

从行业集中度来看，2018 年 TOP100 物业管理企业市占率达到了 38.9%，较去年提升 6.5 个百分点，TOP10 物业管理企业市占率达到了 11.4%，较去年提升 0.3 个百分点。在房地产开发商企业销售集中度上升的背景之下，以承接开发商项目的龙头物业管理公司规模迅速扩张，与此同时，2018 年以来多家物业管理公司分拆上市，在资本市场的推动下行业整合也进一步加快，导致行业集中度持续上升，物业行业正处于龙头形成时期。

图 27：我国物业管理公司 TOP10 及 TOP100 市占率



资料来源：中指院、华西证券研究所

### 3.1.2. 升级美好生活服务商，物业板块前景可期

公司旗下金科物业服务成立于 1998 年，在二十余年的发展中，公司不断升级发展理念，由成立之初的第一代以满意度为核心的服务体系升级为第四代以智慧社区建设服务为核心的运营体系。目前金科物业已覆盖北京、重庆、四川、江苏、湖南、陕西、山东、贵州、新疆、云南、河南等 24 个省、自治区及直辖市，进入 135 个城市，服务 130 万余家庭。物业服务形态已涵盖住宅物业、商写物业、高校以及政府部门办公楼等诸多类型。2018 年，金科服务被中指院评为“2018 中国物业服务百强企业成长性 TOP10”和“2018 中国物业服务百强企业规模 TOP10”。

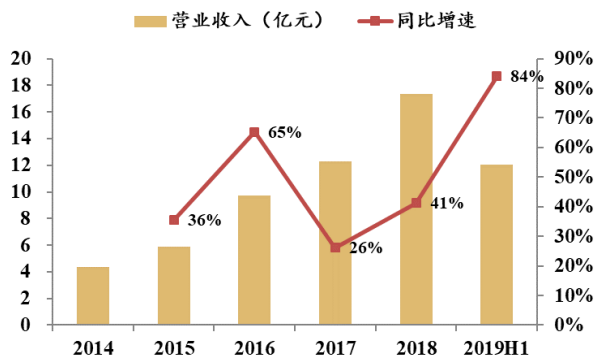
图 28：金科物业发展历程



资料来源：公司官网、华西证券研究所

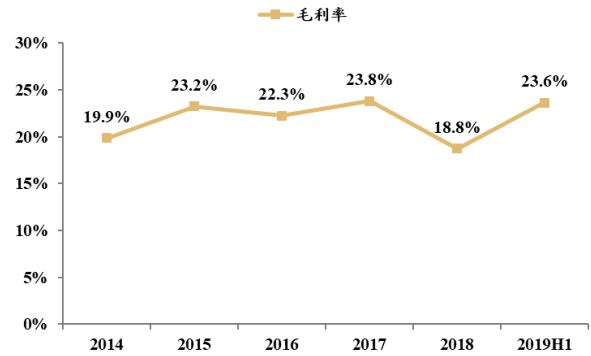
公司围绕业主需求将物业管理升级为“美好生活服务商”，优质的物业服务进一步加强了公司房地产主业的产品竞争力。与此同时，物业服务作为公司重点发展业务，发展迅速。2019H1 公司物业管理服务实现营业收入 12.03 亿元，同比增长 84%；净利润 1.59 亿元，同比增长 260%；毛利率达到了 23.6%，相较于 2018 年末提升 4.9 个百分点，盈利情况改善。目前公司的合同管理面积达到了 2.39 亿平方米，处于行业领先地位。截止 2018 年公司累计开发面积约 6800 万平方米，物业服务管理面积远大于公司开发面积，显示公司物业服务强大的外拓能力。

图 29：公司物业管理业务营收（亿元）及增速



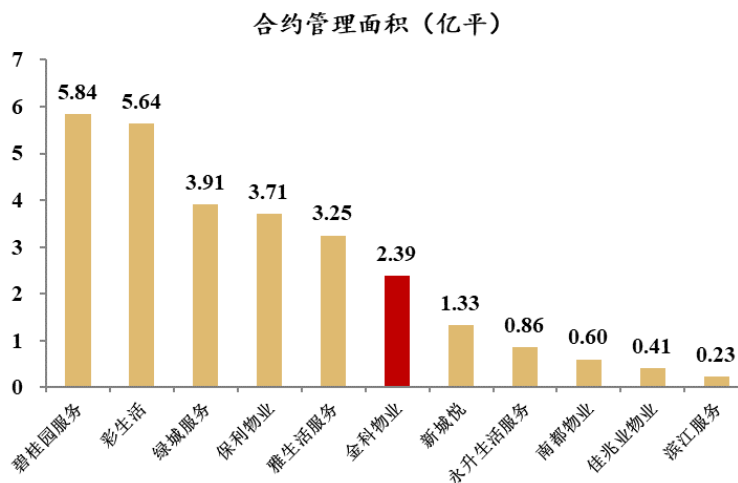
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 30：公司物业管理业务历年毛利率



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 31：2019H1 公司及上市物业管理公司合约管理面积对比



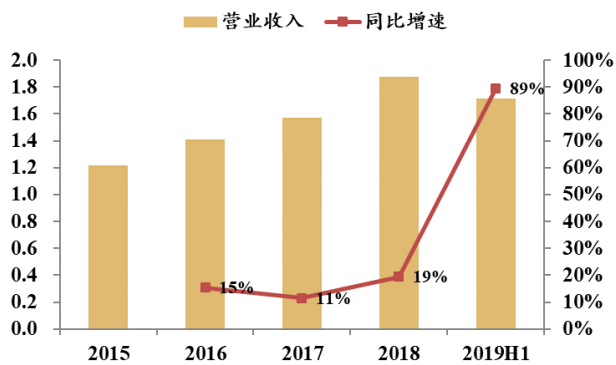
资料来源：公司公告、华西证券研究所

### 3.2. 新能源：盈利量质齐升，发展态势良好

公司 2014 年 12 月通过收购新疆华冉东方新能源有限公司正式进入新能源风力发电行业。截止 2015 年末，华冉东方 20 万千瓦风电机组全部并网发电，运行状态良好。公司 2019H1 新能源业务实现营收 1.71 亿元，同比增长 89%；净利润 4191 万元，同比增长 62%，净利润率由 2018 年末的 22.3% 上升至 2019H1 的 38.1%。上网电量约 5.35 亿度，同比增长 143%。

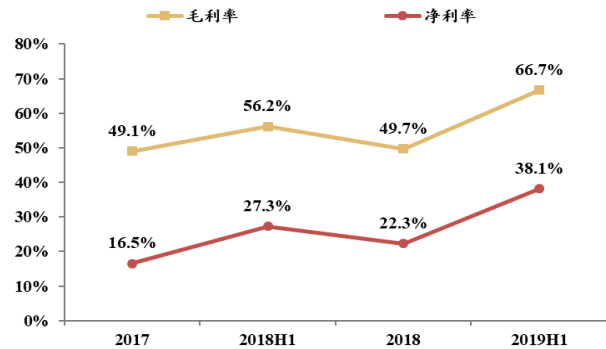
公司新能源业务实现规模快速增长，盈利情况大幅改善基于以下两点原因。第一，随着新疆电网新的外送通道及全疆环网建设完成，华冉东方限电损失比例持续下降，由 2015 年的 48% 下降至 2019H1 的 14%，公司上网电量也持续增长。第二，公司 2018 年上半年开始积极推进 20 万千瓦景峡项目并网发电工作，并于 2019 年上半年成功并网发电，显著提升了公司的发电能力，新能源业务发展态势良好。

图 32：公司新能源业务历年营收（亿元）及增速



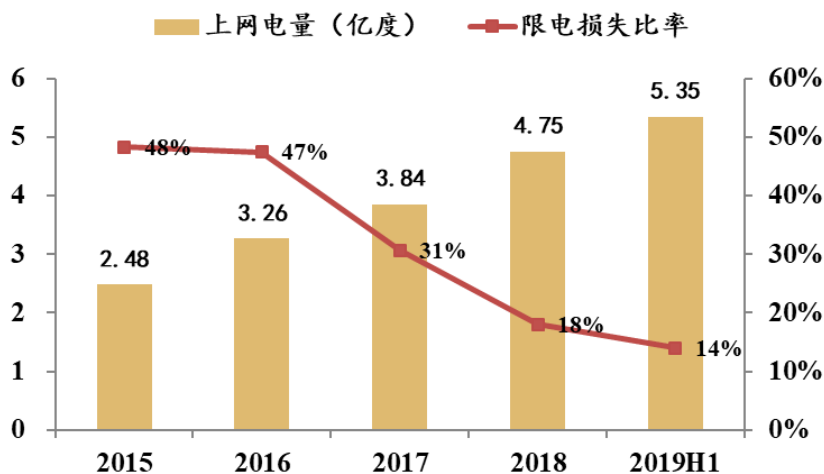
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 33：公司新能源业务历年毛利率及净利率



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 34：公司新能源业务历年上网电量（亿度）和限电损失比率

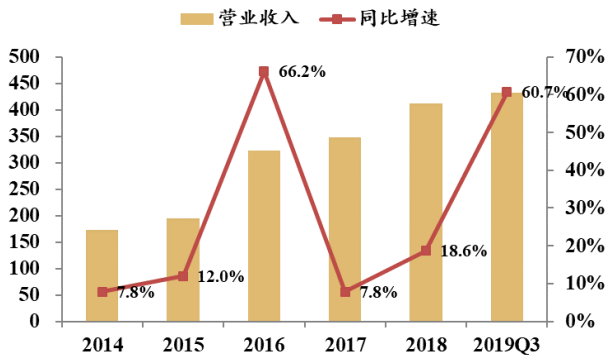


资料来源：公司公告、华西证券研究所

## 4. 财务分析

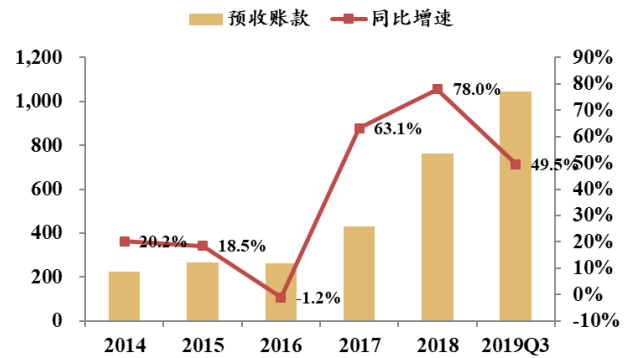
公司 2019Q3 实现营收 432.03 亿元，同比增长 60.7%；预收账款 1043.18 亿元，同比增长 49.5%。17 年以来高增速的预收账款将保障公司未来 2-3 年营收的持续高速增长。分业务来看，公司 2019H1 中房地产业务营收占比高达 95.5%，是公司的主要收入来源。与此同时，物业服务是公司重点发展的业务，其占比由 2014 年 2.5% 提升至 2019H1 的 4.6%，占比有望继续提升。

图 35：公司历年营收（亿元）及增速



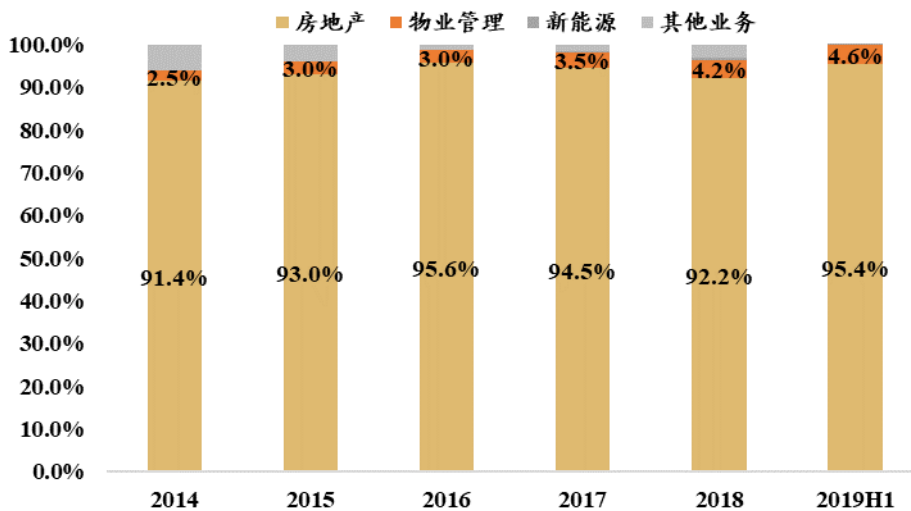
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 36：公司历年预收账款（亿元）及增速



资料来源：公司公告、华西证券研究所

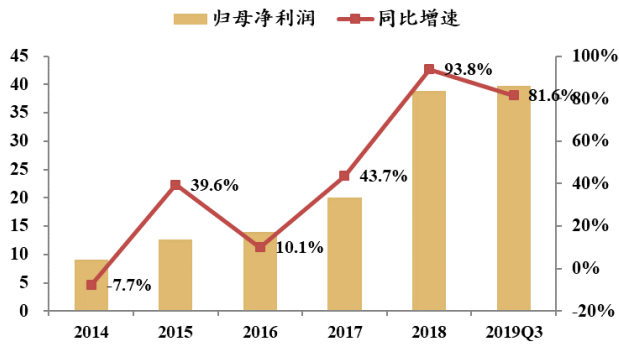
图 37：公司历年营收结构



资料来源：公司公告、华西证券研究所

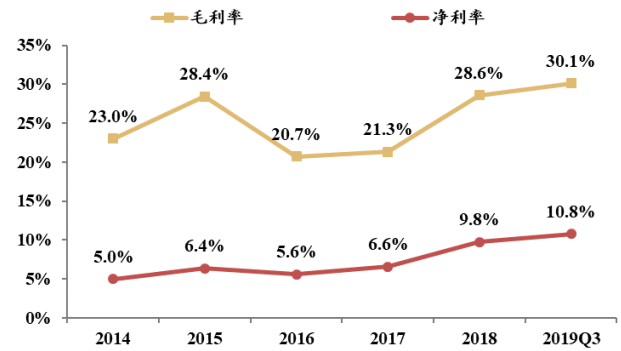
公司 2019Q3 归母净利润为 39.81 亿元，同比增长 81.6%。公司净利润的高速增长一方面得益于营收的高速增长，另一方面公司盈利质量也持续改善。公司毛利率和净利率自 2016 年的 20.7% 和 5.6% 提升至 2019Q3 的 30.1% 和 10.8%。2019Q3 公司 ROE（摊薄）为 16.19%，相较于去年同期提升 5.96 个百分点。利润率的持续提升主要是公司重点布局的川渝地区和其他核心城市房地产业务利润率较高。

图 38：公司历年归母净利润（亿元）及增速



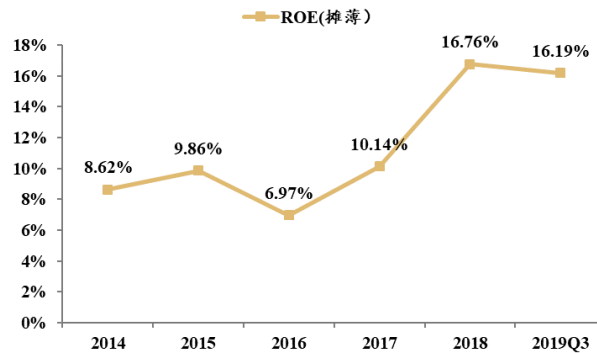
资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 39：公司历年毛利率及净利率



资料来源：公司公告、华西证券研究所

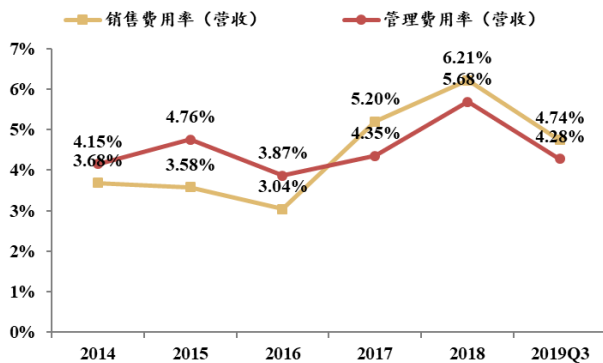
图 40：公司历年 ROE（摊薄）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

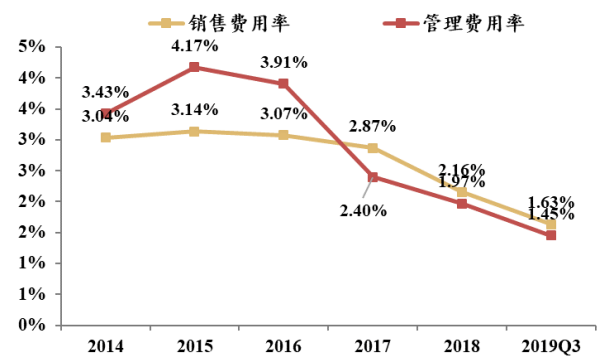
公司 2019Q3 营收口径销售费用率和管理费用率为 4.74%和 4.28%，相较于 2018 年末降低 1.47 和 1.40 个百分点。公司 2016-2018 年营收口径销售费用率和管理费用率提升主要由于公司销售规模大幅增加所致，从销售口径来看，公司销售费用率和管理费用率持续降低。

图 41：公司历年销售及费用率（营收口径）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 42：公司历年销售及费用率（销售口径）



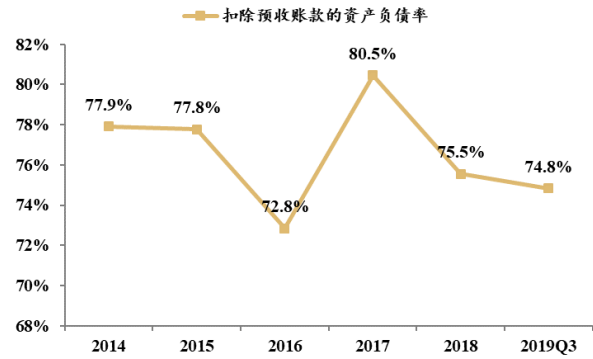
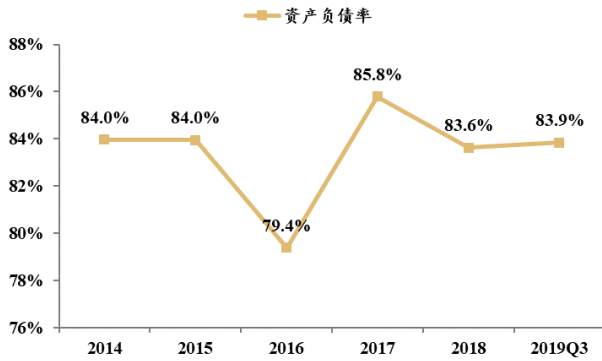
资料来源：公司公告、华西证券研究所



公司 2019Q3 资产负债率为 83.9%，较 2018 年末提升 0.3 个百分点，资产负债率整体稳定较为稳定。2019Q3 扣除预收账款的资产负债率为 74.8%，较 2018 年末降低 0.7 个百分点。与其他重点房企相比，公司扣除预收账款的资产负债率处于较低水平。

图 43：公司历年资产负债率

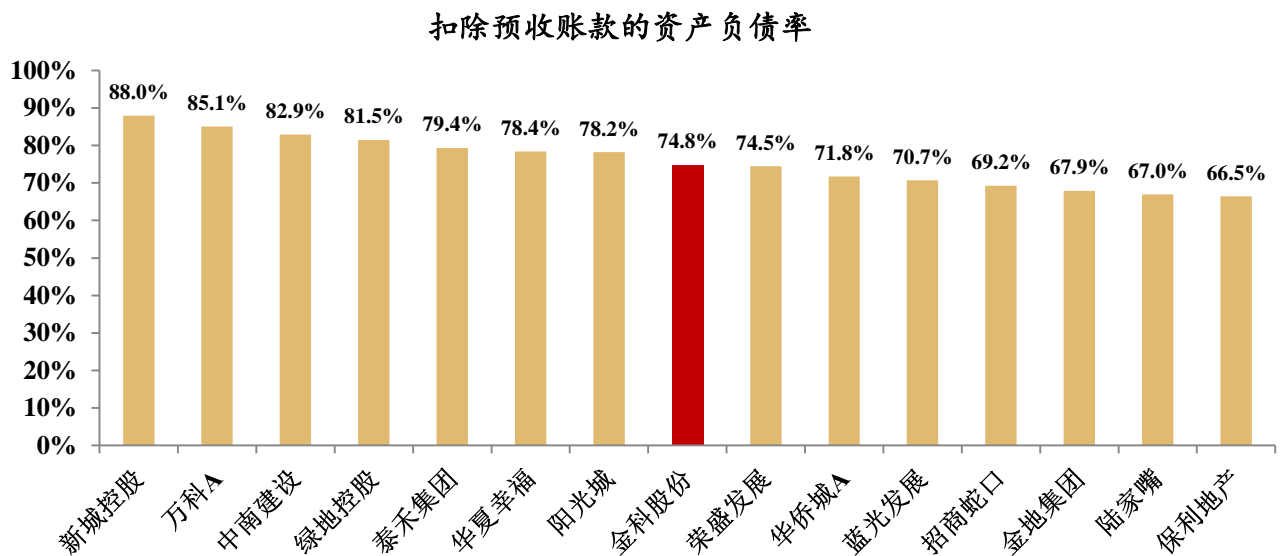
图 44：公司历年扣除预收账款的资产负债率



资料来源：WIND、华西证券研究所

资料来源：WIND、华西证券研究所

图 45：2019Q3 重点上市房企（A 股）扣除预收账款的资产负债率对比



资料来源：WIND、华西证券研究所

## 5. 盈利预测和投资建议

经过我们测算，金科股份房地产业务每股 NAV 为 12.69 元/股。该测算基于以下假设：

- (1) 项目基于公司 2018 年报，房价基于 2019 年 11 月水平。
- (2) 房地产项目未来三年结算完毕。

我们将公司的 NAV 分为三部分测算。公司房地产主业净权益增加值与 2018 年末净资产相加，得出公司的 NAV 为 678 亿元。同时，为了防止房价波动对公司 NAV 造成影响，我们谨慎给予 NAV 以 30% 的折价，得到房地产业务的 NAV 为 475 亿元，对应每股 NAV 为 8.89 元/股。

参考 2019 年行业可比公司，公司物业管理板块和新能源业务按照 25 倍和 20 倍 PE，其目标市值可达到 53 亿元。综合金科股份房地产业务、物业管理及新能源业务的估值，同时考虑到多元化业务可能给公司带来一定的估值折价，我们将整体目标市值折价 10% 得到合理市值为 475 亿元，对应股价为 8.89 元/股。

表 9：上市物业管理公司及风电公司市值及 PE（2019 年 12 月 9 日）

所属行业	股票代码	股票名称	总市值	EPS (TTM)	PE (TTM)
物业管理	2869.HK	绿城服务	239.3 亿港元	0.20 港元	43.1
物业管理	6098.HK	碧桂园服务	703.5 亿港元	0.53 港元	48.8
物业管理	603506.SH	南都物业	31.65 亿元	0.84 元	28.1
风电	002202.SZ	金风科技	468.5 亿元	0.57 元	21.0

资料来源：WIND、华西证券研究所

在好产品高周转强激励的促进下，金科股份自 2016 年开始实现跨越式发展，2018 年销售规模成功突破千亿。公司土储充沛，“三圈一带，核心 25 城”布局合理，融资渠道多样，成本较低。考虑到公司项目布局合理、销售高速增长，我们将公司 19-21 年营业收入增速由分别为 37.20%/31.60%/27.60% 上调至 38.30%/31.90%/27.80%，EPS 由分别为 1.02/1.32/1.57 元上调至 1.07/1.36/1.62 元，对应 PE 为 6.4/5.1/4.3 倍，评级由“增持”上调至“买入”，目标价为 8.89 元/股。

## 6. 风险提示

1. 房地产调控政策大幅收紧：房地产行业长期受政策调控所影响，政策收紧将对行业产生较大的负面影响。
2. 销售不及预期：公司销售金额未达到年初既定的目标。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	41234	57026	75218	96128	净利润	4021	6480	7966	9496
YoY (%)	18.63%	38.30%	31.90%	27.80%	折旧和摊销	238	205	300	403
营业成本	29453	40603	53254	67962	营运资金变动	-3107	12823	-18596	-19852
营业税金及附加	1407	2081	2686	3458	经营活动现金流	1329	20141	-8777	-7547
销售费用	2562	3351	4504	5720	资本开支	-276	-762	-2143	-2255
管理费用	2340	2812	3823	4932	投资	-4464	-6327	-5231	-4378
财务费用	50	2784	3275	3840	投资活动现金流	-8001	-3978	-4710	-4531
资产减值损失	35	58	66	98	股权募资	9370	0	0	0
投资收益	-186	-158	120	206	债务募资	15753	6771	3542	2698
营业利润	5339	8455	10279	12223	筹资活动现金流	17975	6805	-1570	-3473
营业外收支	-128	-75	30	30	现金净流量	11303	22968	-15056	-15550
利润总额	5210	8380	10309	12253	<b>主要财务指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
所得税	1190	1900	2343	2757	<b>成长能力</b>				
净利润	4021	6480	7966	9496	营业收入增长率	18.63%	38.30%	31.90%	27.80%
归属于母公司净利润	3886	5735	7256	8656	净利润增长率	93.85%	47.58%	26.53%	19.29%
YoY (%)	93.85%	47.58%	26.53%	19.29%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.73	1.07	1.36	1.62	毛利率	28.57%	28.80%	29.20%	29.30%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	净利率	9.75%	11.36%	10.59%	9.88%
货币资金	29852	52820	37764	22213	总资产收益率 ROA	1.68%	2.13%	2.21%	2.24%
预付款项	3392	5150	6548	8444	净资产收益率 ROE	16.76%	22.49%	23.98%	24.10%
存货	160835	167408	227161	286673	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	19262	19953	26242	32495	流动比率	1.55	1.57	1.45	1.38
流动资产合计	213341	245332	297715	349826	速动比率	0.36	0.47	0.31	0.22
长期股权投资	7368	10426	13113	15595	现金比率	0.22	0.34	0.18	0.09
固定资产	2374	3845	5378	6932	资产负债率	83.63%	84.84%	85.92%	86.36%
无形资产	64	64	64	64	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	17357	24108	31145	37307	总资产周转率	0.21	0.23	0.25	0.27
资产合计	230699	269440	328860	387133	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	3196	0	0	0	每股收益	0.73	1.07	1.36	1.62
应付账款及票据	16341	17609	23826	30096	每股净资产	4.34	4.78	5.67	6.73
其他流动负债	118088	138666	181291	222831	每股经营现金流	0.25	3.77	-1.64	-1.41
流动负债合计	137626	156274	205117	252927	每股股利	0.00	0.37	0.47	0.56
长期借款	47370	57337	60879	63577	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	7936	14992	16561	17830	PE	9.50	6.43	5.08	4.26
非流动负债合计	55307	72329	77440	81407	PB	1.43	1.45	1.22	1.03
负债合计	192932	228604	282557	334334					
股本	5340	5340	5340	5340					
少数股东权益	14586	15331	16041	16881					
股东权益合计	37767	40836	46302	52799					
负债和股东权益合计	230699	269440	328860	387133					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

由子沛：华西证券房地产行业首席分析师，同济大学及美国西北大学联合培养土木工程专业博士，获得三项国家发明专利，擅长房地产行业政策研究与数据分析，曾就职于民生证券研究院任房地产行业首席分析师；中国财富网“社区金融高峰论坛”特邀嘉宾，证券时报第二届中国证券分析师“金翼奖”房地产行业第三名。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。