

# 金科股份 (000656.SZ)

## 金城深耕二十载，千亿之上再出发

金城深耕二十载，千亿之上再出发，首次覆盖给予“买入”评级。我们预计公司2019年至2021年营业收入为538亿元/676亿元/817亿元，归母净利润为53亿元/67亿元/79亿元，EPS为0.99元/1.26元/1.47元，首次覆盖目标价**8.9元**（对应**19年9倍PE**），给予“买入”评级。

**更大的成长空间，更丰富的全能级开发经验。**公司2018年销售额首破千亿，相当于碧桂园/恒大/万科的20.1%/25.8%/26.3%，当前布局47个城市，相当于碧桂园/恒大/万科的22.7%/24.2%/50%，成长空间仍大。同时，公司长期深耕内部发展程度差异很大的重庆，产品系列能够满足各能级城市的需求，管理机制能够适应不同能级城市的开发需求。

**千亿之上销售延续高增，拿地积极奠定未来增长基础。**截至2019年11月，公司实现销售额1513亿元，同比增长40.7%，提前完成年度任务，增速在TOP20房企中位列第2。上半年末可售面积约5600万平方米，相当于本年预计销售面积的2.8倍，在手土储资源丰富。与此同时拿地积极，土储面积延续超额补充态势，拿地金额在销售额中的比例高于多数主流房企，奠定未来增长基础，预计2020年有望实现销售额约2000亿元。

**待结算资源量足、质佳、成熟度高，业绩锁定性强。**数量方面，公司2019Q3预收账款余额为1043亿元，对上年营业收入的覆盖率为253%，处于近7年最高水平，明显高于当前板块平均水平153%。质量方面，公司未来1到2年的毛利率水平有望维持相对高位，少数股东损益占比料将提升至20%，对冲之下，未结算资源的盈利能力将保持稳定。成熟度方面，2020年和2021年营收增速仍然会处于相对较高的水平。

**估值低位股息率高，员工持股计划进一步提升管理能力。**公司当前估值处于近5年PE分位水平为5.2%，当前股息率为4.74%，高于A股主流房企平均水平3.64%。新推员工持股计划拟覆盖公司核心管理层和不超过2489名骨干员工，体现了公司一直以来的高激励传统，有望进一步提升公司管理能力。

**风险提示：**项目竣工及结算进度不达预期，结算毛利率不达预期，融资超预期收紧。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	34,758	41,234	53,789	67,556	81,701
增长率 yoy (%)	7.8	18.6	30.4	25.6	20.9
归母净利润(百万元)	2,005	3,886	5,292	6,743	7,855
增长率 yoy (%)	43.7	93.8	36.2	27.4	16.5
EPS 最新摊薄(元/股)	0.38	0.73	0.99	1.26	1.47
净资产收益率(%)	10.2	10.6	14.8	17.1	17.0
P/E(倍)	20.2	10.4	7.7	6.0	5.2
P/B(倍)	2.2	1.9	1.6	1.3	1.1

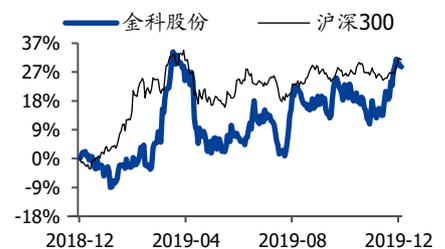
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 买入（首次）

#### 股票信息

行业	房地产开发
最新收盘价	7.46
总市值(百万元)	39,834.28
总股本(百万股)	5,339.72
其中自由流通股(%)	98.27
30日日均成交量(百万股)	16.89

#### 股价走势



#### 作者

分析师 任鹤

执业证书编号：S0680519060001

邮箱：renhe@gszq.com

研究助理 杨倩雯

邮箱：yangqianwen@gszq.com



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	144,188	213,341	214,543	243,926	279,165
现金	18,627	29,852	21,511	30,092	32,709
应收账款	1,495	1,584	1,857	2,321	3,112
其他应收款	9,111	13,023	15,851	20,413	23,444
预付账款	4,107	3,392	6,391	5,896	8,964
存货	107,221	160,835	165,103	181,135	206,838
其他流动资产	3,626	4,656	3,829	4,069	4,098
<b>非流动资产</b>	13,176	17,357	23,297	30,367	38,049
长期投资	4,427	7,368	9,175	12,219	16,350
固定资产投资	2,442	2,374	3,701	5,222	6,525
无形资产	62	64	60	54	48
其他非流动资产	6,246	7,552	10,361	12,871	15,126
<b>资产总计</b>	157,364	230,699	237,840	274,293	317,213
<b>流动负债</b>	84,294	137,626	138,417	166,344	199,367
短期借款	6,420	3,196	3,039	3,835	4,603
应付账款	11,462	13,681	5,060	14,776	6,386
其他流动负债	66,412	120,748	130,317	147,732	188,379
<b>非流动负债</b>	50,704	55,307	57,352	58,598	60,044
长期借款	49,543	53,771	55,816	57,062	58,508
其他非流动负债	1,162	1,536	1,536	1,536	1,536
<b>负债合计</b>	<b>134,998</b>	<b>192,932</b>	<b>195,769</b>	<b>224,942</b>	<b>259,411</b>
少数股东权益	2,597	14,586	15,520	17,205	19,169
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
留存收益	8,318	10,768	13,730	16,994	21,173
归属母公司股东收益	19,769	23,181	26,551	32,145	38,633
<b>负债和股东权益</b>	157,364	230,699	237,840	274,293	317,213

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动净现金流</b>	-8,486	1,329	9,246	11,808	5,536
净利润	2,285	4,021	6,226	8,428	9,819
折旧摊销	212	238	689	1,102	1,633
财务费用	472	50	513	626	737
投资损失	-258	186	-78	-874	-1,490
营运资金变动	-11,081	-3,107	1,896	2,527	-5,164
其他经营现金流	-116	-58	0	0	0
<b>投资活动净现金流</b>	-9,902	-8,001	-6,551	-7,297	-7,825
资本支出	530	277	3,652	3,482	2,935
长期投资	-3,740	-3,701	-1,808	-2,378	-4,131
其他投资现金流	-13,113	-11,425	-4,707	-6,193	-9,021
<b>筹资活动净现金流</b>	19,310	17,975	-11,035	4,069	4,907
短期借款	4,894	-3,224	-157	796	767
长期借款	12,143	4,228	2,046	1,246	1,446
普通股增加	-4	0	0	0	0
资本公积增加	37	30	0	0	0
其他筹资现金流	2,239	16,941	-12,924	2,026	2,694
<b>现金净增加额</b>	922	11,303	-8,340	8,580	2,618

**利润表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	34,758	41,234	53,789	67,556	81,701
营业成本	27,348	29,453	37,483	47,608	58,196
营业税金及附加	1,130	1,407	2,699	2,949	3,278
营业费用	1,808	2,562	2,425	3,203	4,221
管理费用	1,512	2,340	2,508	3,134	3,947
财务费用	472	50	513	626	737
资产减值损失	-56	35	0	0	0
公允价值变动收益	-15	66	0	0	0
投资净收益	258	-186	78	874	1,490
<b>营业利润</b>	3,036	5,339	8,239	10,911	12,812
营业外收入	42	87	80	75	71
营业外支出	135	215	131	150	158
<b>利润总额</b>	2,943	5,210	8,188	10,837	12,726
所得税	657	1,190	1,961	2,408	2,906
<b>净利润</b>	2,285	4,021	6,226	8,428	9,819
少数股东收益	281	135	934	1,686	1,964
<b>归属母公司净利润</b>	2,005	3,886	5,292	6,743	7,855
EBITDA	9,649	12,071	12,348	15,604	18,201
EPS (元/股)	0.38	0.73	0.99	1.26	1.47

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	7.8	18.6	30.4	25.6	20.9
营业利润 (%)	34.5	75.9	54.3	32.4	17.4
归属母公司净利润 (%)	43.7	93.8	36.2	27.4	16.5
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	21.3	28.6	30.3	29.5	28.8
净利率 (%)	5.8	9.4	9.8	10.0	9.6
ROE (%)	10.2	10.6	14.8	17.1	17.0
ROIC (%)	8.3	8.6	8.8	10.1	10.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	85.8	83.6	82.3	82.0	81.8
净负债比率 (%)	218.2	136.5	121.9	98.4	91.6
流动比率	1.7	1.6	1.5	1.5	1.4
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.26	0.21	0.23	0.26	0.28
应收账款周转率	29.9	26.8	31.3	32.3	30.1
应付账款周转率	2.9	2.3	4.0	4.8	5.5
<b>每股指标 (元/股)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.38	0.73	0.99	1.26	1.47
每股经营现金流 (最新摊薄)	-2.87	-1.93	1.73	2.21	1.04
每股净资产 (最新摊薄)	3.38	4.02	4.65	5.70	6.92
<b>估值指标 (倍)</b>					
P/E	20.2	10.4	7.7	6.0	5.2
P/B	2.2	1.9	1.6	1.3	1.1
EV/EBITDA	9.6	8.9	8.8	6.9	6.3

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

1. 金城深耕二十载，千亿之上再登科 .....	6
1.1 起于重庆布局全国，千亿之后延续高增 .....	6
1.2 股权：实际控制人为黄红云，一致行动人合计持股 29.98% .....	6
1.3 业务：房地产开发为主，物业服务和新能源业务为辅 .....	7
1.4 布局：深耕重庆，立足西南，布局全国 .....	8
2. 行业：短周期需求下行，中周期库存积累 .....	9
2.1 短周期需求下行明确，19 年供需关系已见逆转 .....	9
2.2 中周期加库存过程，供给驱动成交将继续演绎 .....	10
2.3 销售缓慢下降，政策小幅松动可期 .....	12
2.4 集中度持续提升，大中型房企市占率提升值得期待 .....	13
2.5. 自上而下看金科：更大的成长空间，更丰富的全能级经验 .....	14
2.5.1 体量适中，成长空间更大 .....	14
2.5.2 深耕重庆多年，具备一二三四线全能级经验 .....	15
3. 销售延续高增，拿地积极，业绩锁定性高 .....	16
3.1 销售：千亿之上延续高增，可售资源奠定高增基础 .....	16
3.2 拿地：上半年拿地积极，均价有所下降，权益比例上升 .....	17
3.3 业绩：预收账款的数量、质量与成熟度 .....	19
3.3.1 预收账款覆盖率高，业绩锁定性强 .....	19
3.3.2 毛利率有望高位，少数股东损益占比将提升 .....	20
3.3.3 预计 20 年/21 年结算仍处较高水平 .....	21
4. 杠杆有所下行，债务结构稳健 .....	21
4.1 杠杆高位下行，净负债率接近 6 年低点 .....	21
4.2 短期偿债能力较好，融资结构改善 .....	22
5. 生活服务+新能源，多元业务快速发展 .....	23
5.1 物业管理综合实力强，发展空间广阔 .....	23
5.2 新能源业务顺利推进 .....	25
6. 估值低位，股息率高，员工持股计划提升管理能力 .....	25
6.1 估值低位，股息率高，现金分红比例高于行业平均 .....	25
6.2 新推员工持股计划，覆盖核心管理层 .....	26
7. 盈利预测与估值 .....	27
7.1 业绩预测 .....	27
7.2 估值 .....	28
8. 投资建议 .....	29
风险提示 .....	30

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程 .....	6
图表 2: 公司历年营收表现 .....	6
图表 3: 公司历年归母净利润表现 .....	6
图表 4: 公司股权结构 (2019.9.30) .....	7
图表 5: 公司各项业务营收占比 单位: 亿元 .....	7
图表 6: 公司各项业务毛利占比 单位: 亿元 .....	7

图表 7: 公司各项业务毛利率 单位: %.....	8
图表 8: 公司“三圈一带”区域布局.....	8
图表 9: 公司重庆市场份额迅速提升.....	9
图表 10: 重庆销售占比开始下降.....	9
图表 11: 公司在重庆拿地面积逐渐下降.....	9
图表 12: 本轮下行周期中, 房价增速经历了“降低-提高-降低”的过程 单位: %.....	10
图表 13: 2018 年至今, 开工增速与销售增速发生逆转 单位: %.....	10
图表 14: 待开发土地面积仍然充裕.....	10
图表 15: 新开工去化率仍处相对高位, 短期内下降幅度有限.....	11
图表 16: 当前库存去化周期 8.6 个月, 处于历史平均水平 单位: 月.....	11
图表 17: 19 年二三季度开发商融资全面收紧.....	12
图表 18: 2019 年直接与新房市场相关的政策情况.....	13
图表 19: 各类型房企销售增速.....	13
图表 20: 主流房企销售增速逐渐接近全国平均.....	13
图表 21: 大中型房企市占率继续提升.....	14
图表 22: 大中型房企销售均价增速修复.....	14
图表 23: 公司布局城市低于多数主流房企 单位: 个.....	14
图表 24: TOP10-20 房企销售增速明显高于龙头房企.....	15
图表 25: 重庆内均 GDP 差异大, 相当于一个小型“省份” 单位: 元.....	16
图表 26: 公司销售额增速维持较高增速.....	17
图表 27: 公司销售额面积速维持较高增速.....	17
图表 28: 公司新开工面积有所下降.....	17
图表 29: 公司可售面积充沛.....	17
图表 30: 公司拿地延续积极.....	18
图表 31: 公司拿地均价有所下降.....	18
图表 32: 19H1 拿地面积达到销售面积的 182%.....	18
图表 33: 9H1 拿地金额达到销售面积的 52%.....	18
图表 34: 19H 低地价区域占比提升.....	19
图表 35: 公司预收账款充足, 业绩锁定性强.....	20
图表 36: 公司预收账款覆盖率处于主流房企较高水平.....	20
图表 37: 公司毛利率略低于行业平均水平 单位: %.....	20
图表 38: 17 年以来地货比有所下降.....	20
图表 39: 公司拿地权益占比开始提升.....	21
图表 40 公司少数股东损益占比料将提升至 20%左右.....	21
图表 41: 销售面积与竣工面积剪刀差仍处高位.....	21
图表 42: 公司资产股债率处主流房企平均水平 单位: %.....	22
图表 43: 公司剔除预收账款资产股债率处主流房企平均水平 单位: %.....	22
图表 44: 公司净股债率高于行业平均, 近年有所下降 单位: %.....	22
图表 45: 公司货币资金/短期债务覆盖率处于历史平均水平.....	23
图表 46: 公司货币资金/短期债务覆盖率较高.....	23
图表 47: 公司融资结构趋于改善 单位: 亿元.....	23
图表 48: 金科物业服务体系不断进化.....	24
图表 49: 金科物业历年营收表现.....	24
图表 50: 金科物业历年毛利表现.....	24
图表 51: 金科物业毛利率低于主流物管公司.....	25
图表 52: 金科物业合同管理面积达 2.4 亿平方米, 处于行业前列.....	25
图表 53: 金科新能源历年营收表现.....	25

图表 54: 金科新能源上网电量及限电率 .....	25
图表 55: 公司估值处历史低位.....	26
图表 56: 公司股息率高于多数 A 股主流房企 (TTM) 单位: %.....	26
图表 57: 专项基金计提的业绩条件 .....	26
图表 58: 一期此股计划参与人员名单.....	27
图表 59: 公司各项业务营收预测 .....	28
图表 60: 可比公司估值情况 .....	29

## 1. 金城深耕二十载，千亿之上再登科

### 1.1 起于重庆布局全国，千亿之后延续高增

金科地产集团股份有限公司（以下简称金科股份或公司）成立于1998年，经21年创新发展，形成了以地产开发为主，生活服务、新能源、旅游康养为辅的大型企业集团。公司作为渝派房企的代表之一，在立足重庆、走向全国的过程中，练就了扎实的综合实力。截至2019H1，公司已进驻重庆、四川、北京等23个省、直辖市、自治区，“三圈一带、八大城市群、核心25城”的全国布局已具规模。

2018年，公司实现销售额1188亿元，同比增长81%，首次迈入千亿阵营，位列百强房企第22位。公司2019年销售目标为1500亿元，同比增长50%，销售延续高增速。据克而瑞数据，截至2019年11月，公司实现销售额1513亿元，同比增长40.7%，提前完成年度任务，位列百强房企第17位，排名提升5名。

图表1: 公司发展历程



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表2: 公司历年营收表现



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表3: 公司历年归母净利润表现



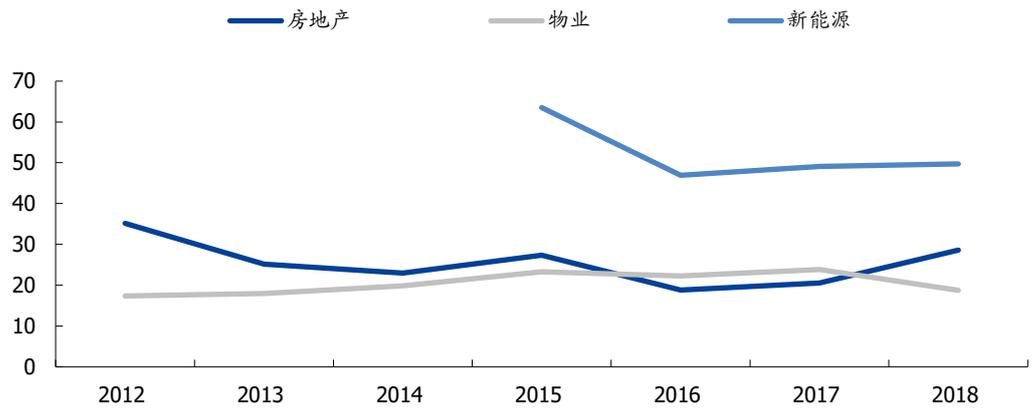
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 1.2 股权: 实际控制人为黄红云，一致行动人合计持股 29.98%

截至2019年9月30日，公司实际控制人为黄红云先生。黄红云先生及其一致行动人（陶虹遐、黄思诗）合计持有公司股权 29.98%。融创中国通过三家子公司天津聚金、天津润鼎和天津润泽合计持有公司股权 29.35%，6名非独立董事中，融创占据一席。此外，前海人寿持有公司股权 1.97%，其他股东合计持有公司股权 38.7%。



图表7: 公司各项业务毛利率 单位: %



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

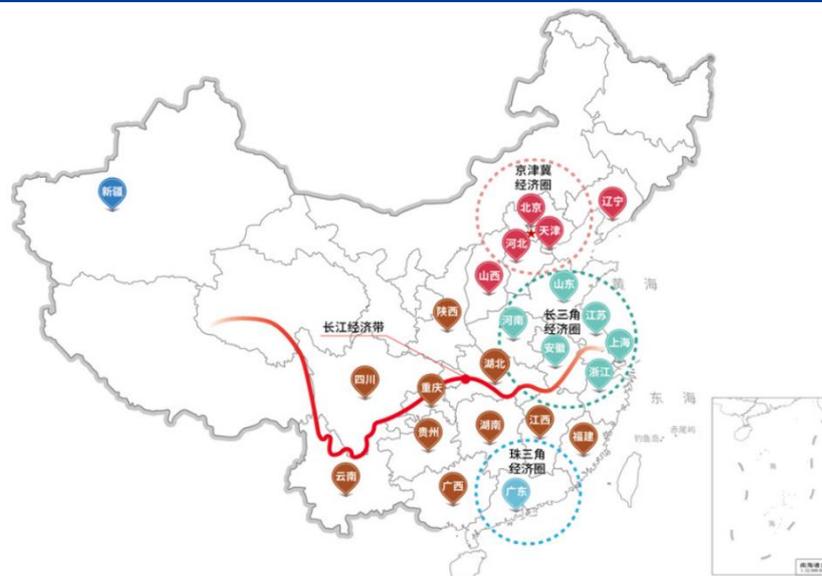
### 1.4 布局: 深耕重庆, 立足西南, 布局全国

**渝派龙头, 深耕重庆。**公司作为渝派龙头房企, 重庆一直是公司重镇。业绩方面, 2018年重庆贡献营收258亿元, 占比62.6%, 贡献毛利83亿元, 占比70.9%; 销售方面, 2018年重庆实现销售额464亿元, 占比39.1%。2018年公司在重庆的市场份额达到8.8%, 相对2017年提升2.1pct, 位列第二, 区域优势明显。

**立足重庆, 重仓西南。**公司在持续深耕重庆大本营的同时, 积极拓展西南区域, 2016年至2019H1, 公司西南区域(云南、贵州、四川、广西, 不含重庆)拿地面积比例从19.3%上升至32.5%, 目前已接近重庆拿地面积。随着这些土地进入市场并转化为业绩, 西南区域在公司未来营收中的占比将稳步提升。

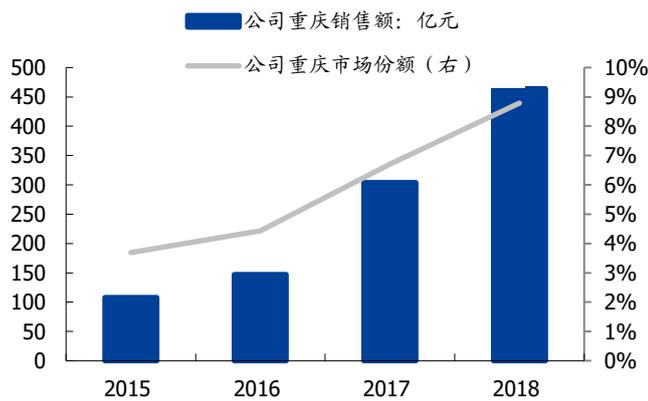
**三圈一带, 布局全国。**公司从2007年即开始全国布局, 2008年已进入北京、四川、江苏等地的21座城市, 但从业务占比上看, 彼时西南以外区域占比并不高。2017年开始, 公司提出“三圈一带、八大城市群、核心25城”的新战略布局, 全国扩张步入快车道。

图表8: 公司“三圈一带”区域布局



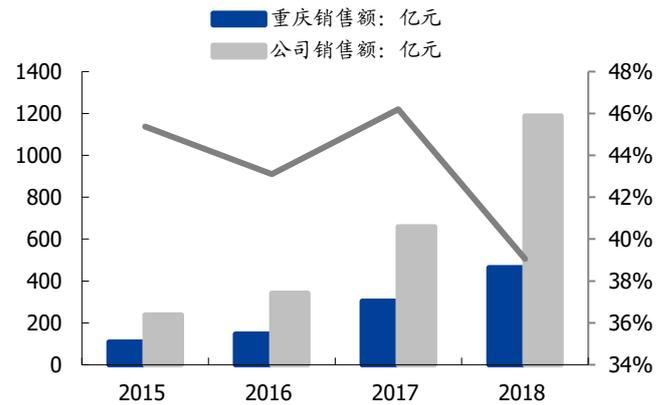
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 9: 公司重庆市场份额迅速提升



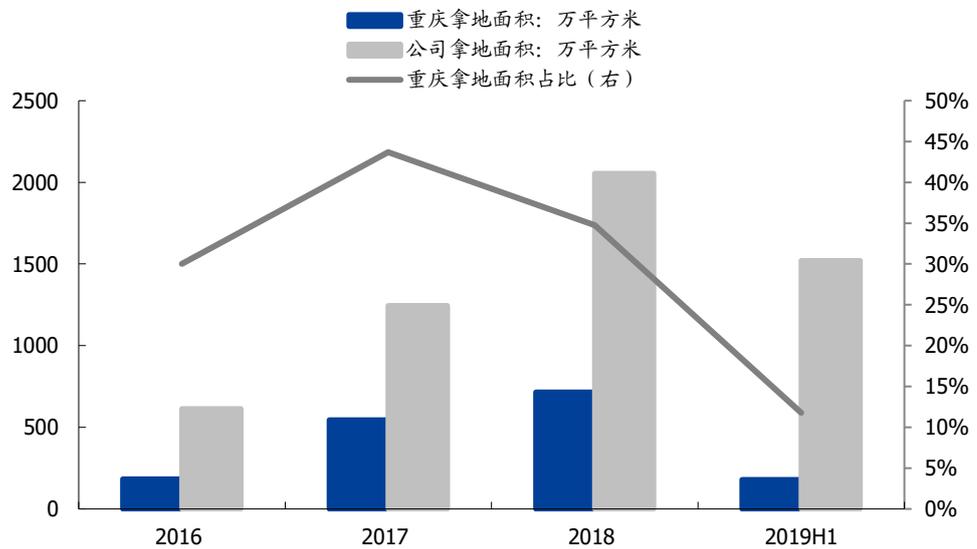
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 重庆销售占比开始下降



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 公司在重庆拿地面积逐渐下降



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 2. 行业: 短周期需求下行, 中周期库存积累

### 2.1 短周期需求下行明确, 19 年供需关系已见逆转

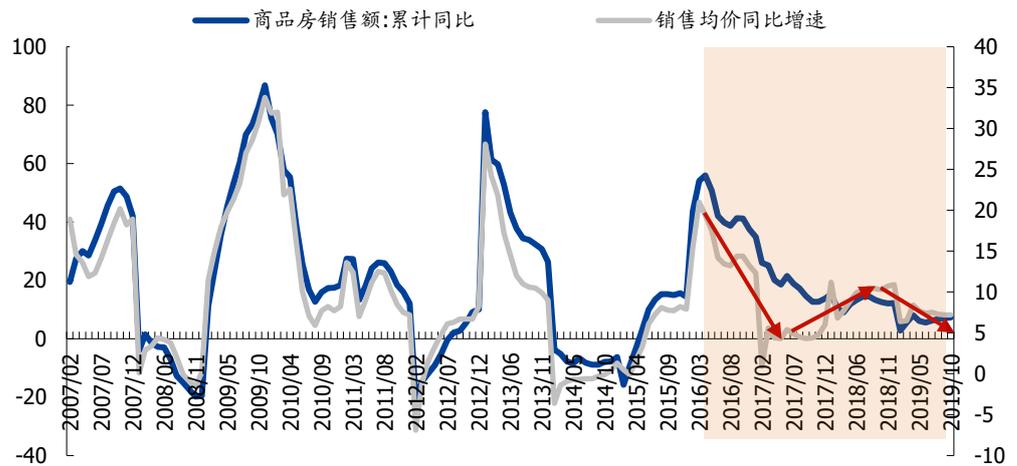
本年前 10 个月地产销售额 12.4 万亿元, 同比增长 7.3%, 销售面积 13.3 亿平方米, 同比增长 0.1%, 整体呈现前低后高, 好于年初市场预期。一二线城市边际复苏、部分城市因城施策式放松、棚改退坡影响尚未完全显现等需求层面的因素当然起到了一定作用, 但我们认为, 供给对销售的支撑, 才是本年销售超预期的主要力量:

- ◆ 销售均价同比增速持续回落, 对应供需关系逆转。销售额增速与销售面积增速的差值代表销售均价增速, 可以看出, 16 年 5 月至今的销售增速下行周期中, 房价增速经历了“降低-提高-降低”的过程。17 年 2 月至 18 年 12 月, 房价增速由 0.9% 提高至 10.9%, 对应需求旺盛, 而 19 年 2 月开始, 房价增速由 10.9% 下降至 19 年 10 月的 7.2%, 对应供给推动销售, 供需关系发生逆转。也就是说, 站在短周期视

角，虽然16年6月开始销售增速即开始下行，但17年主要是供不应求，18年供需两旺，而19年开始，则主要是供大于求。

- ◆ **供给强劲的原因：客观上土储充足，主观上谨慎避险。**本年供给强劲的原因有两点：一是18年土地市场活跃，以土地购置费倒算房企拿地面积，18年同比大幅增长52%，18年年末待开发土地面积达4.7亿平方米，同比增长28%，因此19年房企土储相对充裕，二是开发商普遍对市场持相对谨慎的态度，主观上希望尽快将土储变现，以便调整土储结构，应对可能的下行风险（特别是无产业和人口支撑的三四线城市）。此外，我们不认同以销售下行和融资收紧来推断新开和推盘下行的观点，因为对开发商而言，在当前的去化水平下，加快推盘回款才是应对融资收紧的正确做法。

图表12：本轮下行周期中，房价增速经历了“降低-提高-降低”的过程 单位：%



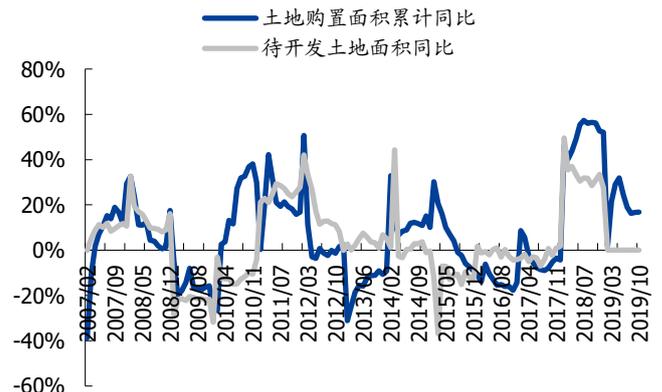
资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

图表13：2018年至今，开工增速与销售增速发生逆转 单位：%



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

图表14：待开发土地面积仍然充裕



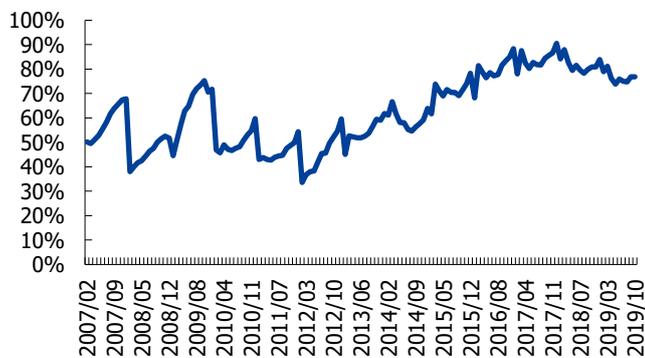
资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

## 2.2 中周期加库存过程，供给驱动成交将继续演绎

短周期看，2019年是供需关系逆转的一年，而如果将视角放在稍长的周期上，2019年则是去库存过程结束后，库存重新积累的起点：

- ◆ 当前已开工未售面积仅相当于2012年水平，考虑到行业规模相对2012年明显增加（销售面积同比增长57%），可以合理推测当前库存水平低于合意库存，这也是为什么销售增速下行几成一致预期的情况下，开发商拿地和开工仍然相对积极；
- ◆ 从新开工与销售的关系看，从18年4月开始，新开工面积增速持续高于销售面积增速，这种情况在12年6月至18年3月接近6年的时间里几乎没有出现过，此外，以新开工和销售计算新开工去化率，可以看出18年开始新开工去化率开始走低，19M10仅77%，相对17年高点下降14pct，同时已开工未售面积增速于19年4月转正，整体去化走低，库存再次开始累积。
- ◆ 受融资收紧影响，库存重积累节奏缓慢。我们认为本年的一系列融资收紧政策，本意或在降低低库存背景下开发商的加库存意愿，一定程度上减缓加库存过程。尽管如此，加库存的方向是确定的。——在此大背景下，开发商的拿地与推盘，对销售下行的敏感程度降低，加之当前未开发土地仍然相对充足（我们计算得出，19年末待开发土地面积将达到5.3亿平方米，相对18年末增长16.3%），因此供给驱动成交仍将继续演绎，销售下降节奏不会太快。

图表 15: 新开工去化率仍处相对高位，短期内下降幅度有限



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

图表 16: 当前库存去化周期8.6个月，处于历史平均水平 单位：月



资料来源：国家统计局，国盛证券研究所

图表 17: 19 年二三季度开发商融资全面收紧

日期	融资渠道	融资监管相关政策
5月18日		银保监会发文，明确了整治违规向房企“输血”的乱象。
6月15日		银保监会主席郭树清表示“我国一些城市的住户部门杠杆率急速攀升，相当大比例的居民家庭负债率达到难以持续的水平。房地产业过度融资，不仅挤占其他产业信贷资源，也容易助长房地产的投资投机行为”。
7月6日	信托	据《观点地产网》报道，针对近期部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司，银保监会近日开展了约谈警示，要求这些信托公司增强大局意识，严格落实“房住不炒”的总要求，严格执行房地产市场调控政策和现行房地产信托监管要求。
7月12日	境外债	国家发改委发布通知明确房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务。
7月29日		人民银行在北京召开座谈会表示要加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管。
7月31日	银行	人民银行在银行业金融机构信贷结构调整优化座谈会上表示“房地产行业占用信贷资源依然较多，对小微企业、先进制造业、科技创新企业、现代服务业、乡村振兴、精准扶贫等领域支持力度仍有待加强”。
8月7日	信托	据《证券日报》报道，银保监会日前向各银保监局信托监管处室（辽宁、广西、海南、宁夏除外）下发《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》，要求按月监测房地产信托业务变化情况，及时采取监管约谈、现场检查、暂停部分或全部业务、撤销高管任职资格等多种措施，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头。
8月8日	银行	银保监会发布《中国银保监会办公厅关于开展 2019 年银行机构房地产业务专项检查的通知》，决定在 32 个城市展开银行房地产业务专项检查工作。
8月29日	银行	据《腾讯新闻》报道，多家银行收到窗口指导，自即日起收紧房地产开发贷额度，规模或不得超过 3 月底额度。

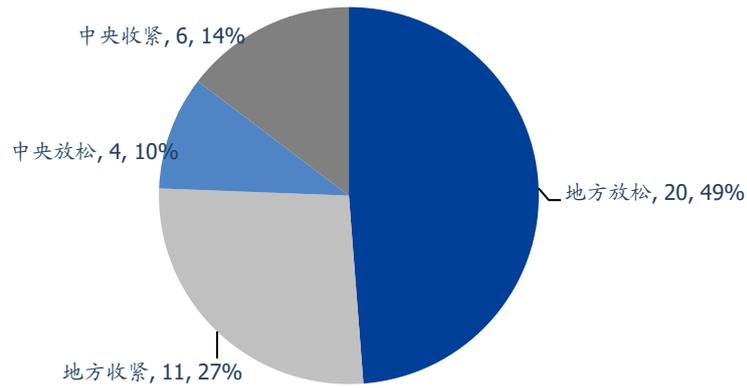
资料来源：相关政府网站，国盛证券研究所整理

### 2.3 销售缓慢下降，政策小幅松动可期

我们预计明年新开工面积增速为 **5%**，对应新开工面积为 **24.1 亿平方米**，新开工去化率为 **60%**，对应期房销售面积为 **14.5 亿平方米**，假设期房销售占比为 87%，则销售面积为 16.6 亿平方米，同比增速为 -2.1%（预计本年销售面积为 17 亿平方米）。由于短期内供需关系难以扭转，房价上涨动力较弱，预计保持稳定，则对应销售额为 15.6 亿元，同比增长 -2.1%（预计本年销售面积为 15.9 亿元）。

在此基础上，若地产调控不发生转向性的变化，则“稳”仍是政策核心诉求，**政策就仍然是基本面的因变量**。由于短周期整体下行趋势明确，有望看到“一城一策”框架内需求端的小幅放松。同时，而中周期低库存背景下的补库存需求，依然是政策控制的对象，因此供给端政策（主要是融资政策）预计难以看到明显松动。整体上，2020 年的政策环境大体上是 2019 年的“怀旧服”，即需求端因城施策式放松，供给端整体维持偏紧。

图表 18: 2019 年直接与新房市场相关的政策情况



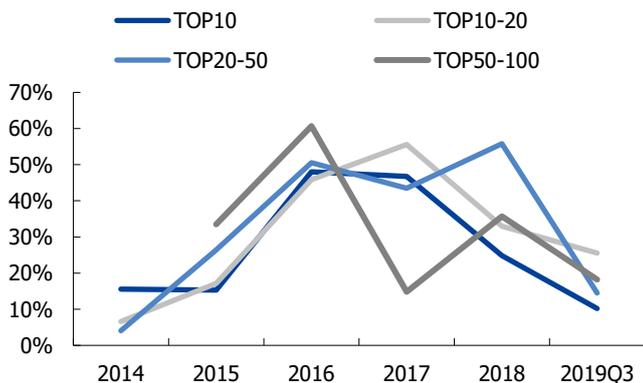
资料来源: 相关政府网站, 国盛证券研究所整理

## 2.4 集中度持续提升, 大中型房企市占率提升值得期待

本年前三季度 TOP10/50/100 房企市占率分别达到 29%/60%/72%, 相对上年分别提升 2.5pct/4.8pct/5.5pct, 集中度提升持续演绎。龙头房企 (TOP10) 凭借自身融资、投资、运营、品牌、成本等方面的全方位优势, 市占率由上年的 26.9% 提升至本年前三季度的 29.4%, 大型房企 (TOP10-20) 也具备一定的综合优势, 市占率由上年的 10.6%, 提升至 12%, 但市占率提升幅度小于龙头房企。TOP20-50 房企和 TOP50-100 房企市占率提升 0.8pct, 提升幅度更低。

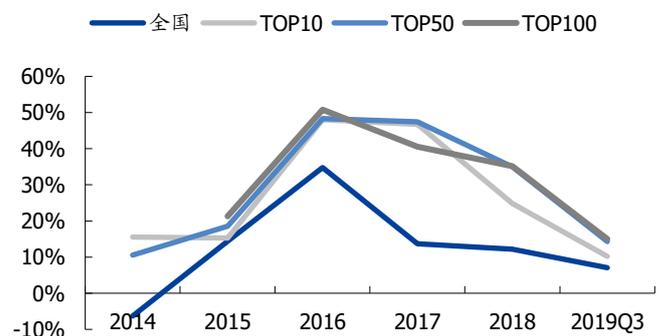
规模越大的房企市占率提升越快, 本身就是行业集中度提升的表现。我们认为虽然房地产行业本身并不具有明显的规模经济效应, 但随着行业增速中枢下降, 融资持续收紧, 资金和人才会进一步集中于龙头房企和大中型房企, 行业集中度还会进一步提升。同时, 随着龙头房企布局区域和销售规模的持续增加, 管理难度快速上升, 加之全国布局已经完成, “新大陆” 相对变少, 龙头房企市占率提升的速度可能会有所放缓, 而大中型房企一方面具备与龙头房企相近的人才、融资、品牌、管理等综合实力, 另一方面布局城市较少, 市占率提升的空间和速度有望超出市场预期。

图表 19: 各类型房企销售增速



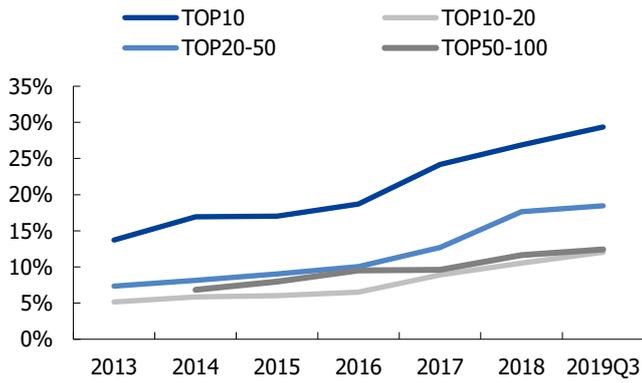
资料来源: 克而瑞, 国盛证券研究所

图表 20: 主流房企销售增速逐渐接近全国平均



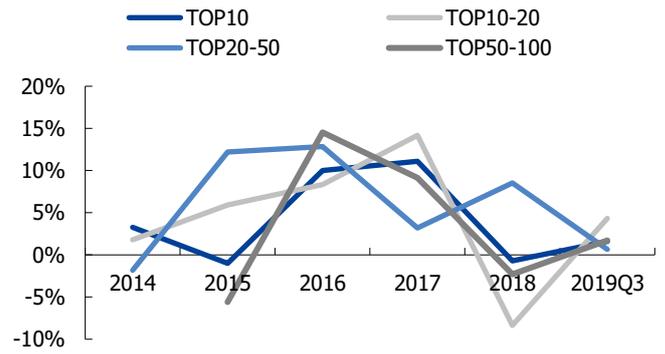
资料来源: 克而瑞, 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 21: 大中型房企市占率继续提升



资料来源: 克而瑞, 国盛证券研究所

图表 22: 大中型房企销售均价增速修复



资料来源: 克而瑞, 国盛证券研究所

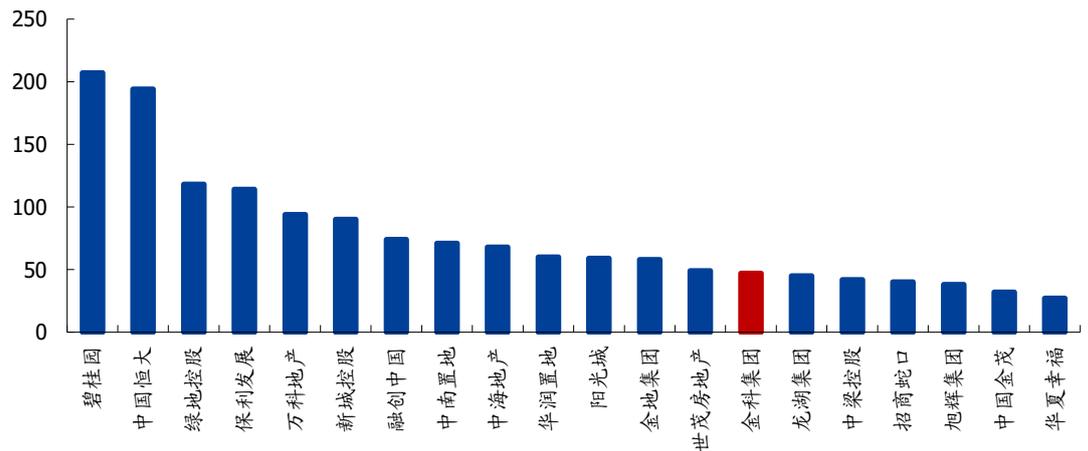
## 2.5. 自上而下看金科: 更大的成长空间, 更丰富的全能级经验

### 2.5.1 体量适中, 成长空间更大

如前所述, 由于大中型房企相对小型房企具备更强的综合实力和更丰富的资源, 相对龙头房企则具备更多的未布局区域和优化空间, 我们认为未来一段时间内, 大中型房企, 特别是经历过几轮周期、具备周期应对经验的大中型房企, 市占率提升的速度有可能超过龙头房企。

公司体量适中, 成长空间更大。公司 2018 年销售额首破千亿, 排名百强房企第 22 位, 本年销售目标 1500 亿元, 11 月已基本完成年度目标, 排名第 17 位, 相当于碧桂园/恒大/万科的 20.1%/25.8%/26.3%。同时, 公司当前布局 47 个城市(有项目在售), 相当于碧桂园/恒大/万科的 22.7%/24.2%/50%。

图表 23: 公司布局城市低于多数主流房企 单位: 个



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 24: TOP10-20 房企销售增速明显高于龙头房企

企业简称	1-11月销售金额(亿元)	上年同期	M11 累计同比
碧桂园	7515.4	6645.5	13.1%
中国恒大	5854.8	5391.4	8.6%
万科地产	5743.1	5422.3	5.9%
融创中国	5004.3	4163.1	20.2%
保利发展	4203.0	3688.4	14.0%
中海地产	3050.5	2403.4	26.9%
绿地控股	3015.5	3245.4	-7.1%
新城控股	2460.4	1985.7	23.9%
世茂房地产	2277.3	1551.3	46.8%
华润置地	2261.0	1950.2	15.9%
龙湖集团	2227.2	1821.2	22.3%
招商蛇口	1972.0	1482.2	33.0%
阳光城	1819.0	1328.9	36.9%
旭辉集团	1778.0	1308.7	35.9%
金地集团	1752.2	1328.1	31.9%
中南置地	1702.2	1256.0	35.5%
<b>金科集团</b>	<b>1513.2</b>	<b>1075.1</b>	<b>40.7%</b>
中国金茂	1482.2	1107.5	33.8%
华夏幸福	1351.0	1270.5	6.3%
中梁控股	1310.0	1073.2	22.1%

资料来源: 克而瑞, 国盛证券研究所

### 2.5.2 深耕重庆多年, 具备一二三四线全能级经验

公司于重庆起家, 深耕重庆楼市多年, 当前重庆销售占公司销售仍占到 40%左右。与其他城市不同, 重庆辖区面积较大, 而且内部经济发展水平差别较大。截至 2017 年 12 月 31 日, 重庆辖 26 个区、8 个县、4 个自治县, 辖区面积 82403 平方公里, 面积是北京的大约 5 倍, 接近浙江省和江苏省。从人均 GDP 来看, 内部差异很大, 2018 年人均 GDP 最高的渝中区人均 GDP 为 18.3 万元, 超过四大一线城市平均值 15.5 万元, 而人均 GDP 最低的酉阳自治县人均 GDP 为 2.7 万元, 仅为全国平均水平的 44%。从地产开发的角度, 重庆基本可以看作是一个具备一二三四线城市的小型“省份”。

在 2015 年之前, 除了少数龙头房企外, 多数房企在能级分布上存在一定的天然壁垒, 例如招保万金长期深耕一二线城市, 对三四线城市投入很少, 而碧桂园恒大等房企, 则长期活跃于三四线城市。由于高能级城市与低能级城市在开发节奏、成本构成、产品定位等方面存在很大的差别, 因此多数房企并不完全具备全能级开发经验。2015 年之后随着房企布局更趋广阔, 多数龙头房企已逐渐具备全能级开发能力, 但多数的非龙头房企在城市能级选择上仍有较大的倾向性, 尚未完全具备全能级开发经验。

公司长期深耕重庆, 在重庆各区县均有项目分布, 能够在重庆成长起来并稳居前三, 不仅要求公司的产品系列能够满足各能级城市的需求, 能够提供不同定位、不同价位和不同档次的产品, 更要求公司的管理机制能够适应不同能级城市的开发需求, 而这一点在多数非龙头房企中非常可贵。

在未来以都市圈为主线的人口和产业重分布中, 公司以全能级开发能力为依托, 有望更大程度分享都市圈中各能级城市共同发展。同时, 由于不同能级城市土地市场和销售情况分化加深, 全能级经验能够使公司更好地抓住不同能级的投资机会, 实现规模和效

益的平衡。以本年为例，上半年二线城市土地市场过热，公司加大了中西部三四线城市的拿地比重，并在本年实现销售，较好的兼顾了规模和效益。

图表 25: 重庆内人均 GDP 差异大，相当于一个小型“省份” 单位：元



资料来源: wind, 国盛证券研究所

### 3. 销售延续高增，拿地积极，业绩锁定性高

#### 3.1 销售：千亿之上延续高增，可售资源奠定高增基础

2018年，公司实现销售额1188亿元，同比增长81%，首次迈入千亿阵营，位列百强房企第22位。公司2019年销售目标为1500亿元，同比增长50%，销售延续高增速。据克而瑞数据，截至2019年11月，公司实现销售额1513亿元，同比增长40.7%，提前完成年度任务，位列百强房企第17位，排名提升5名，销售额同比增速在TOP20房企中位列第2。

结构上看，重庆仍是销售重镇，2018年重庆实现销售额464亿元，同比增长52%，占公司销售额的39%，销售面积628万平方米，同比增长40%，占公司销售面积的46.8%。除重庆外，武汉、合肥、郑州、南宁、无锡等城市也取得了较好的销售成绩。

公司本年销售在上年迈入千亿阵营之后延续高增长，主要原因在于可售货值较多。公司2018年新开工面积为2700万平方米，达到年初计划开工面积的180%，按照一般比例计算，对应可售面积约2025万平方米，远高于同期销售面积1342万平方米，使得公司年初已开工未售面积较多。展望明年，考虑到本年计划开工面积为3000万平方米，对应可售面积约2250万平方米，近两年新开可售面积共4275万平方米，同期销售面积约2991万平方，差值为1284万平方米。叠加本年拿地积极，年末可售面积预计达到6000万平方米，在去化率不发生大幅下降的情况下，仍有望实现稳健增长。

可售资源丰富，奠定未来高增基础。公司2019上半年末可售面积约5600万平方米，相对上年末增长37%，相当于上年销售面积的4.2倍，本年预计销售面积的2.8倍。公司当前在手土储资源丰富，为未来销售高增奠定坚实基础，预计2020年有望实现销售额约2000亿元。

图表 26: 公司销售额增速维持较高增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 27: 公司销售面积增速维持较高增速



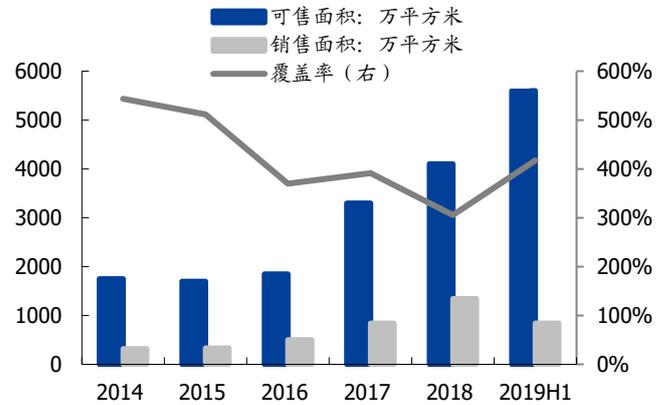
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 28: 公司新开工面积有所下降



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 29: 公司可售面积充沛



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.2 拿地: 上半年拿地积极, 均价有所下降, 权益比例上升

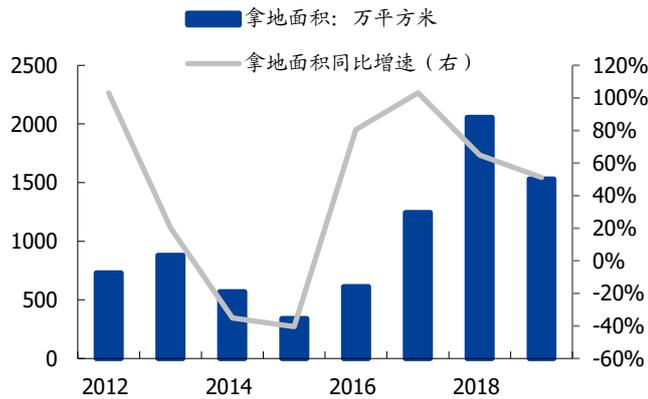
拿地总量方面, 公司上半年拿地相对积极。2019H1 公司拿地面积 (计容面积) 为 1530 万平方米, 达到销售面积的 182%, 相对上年提升 29pct, 拿地金额 423 亿元, 达到销售金额的 52%, 相对上年下降 7pct, 拿地均价 2765 元/平方米, 相对上年下降 643 元/平方米。整体上看, 公司土储面积延续超额补充态势, 拿地金额在销售额中的比例也高于多数主流房企, 上半年拿地相对积极。

19H1 拿地结构方面呈现两个特点: 一是重庆占比下降, 全国化布局更进一步。公司 2019H1 在重庆拿地金额为 68 亿元, 占比 16.3%, 相对上年下降 18.5pct, 拿地面积为 179 万平方米, 占比 11.8%, 相对上年下降 23pct, 重庆占比明显下降。二是拿地均价有所下降, 拿地均价与销售均价的比例由上年的 38% 下降至 19H1 的 28%, 主要原因是上半年二线城市土地市场火热, 公司为兼顾效益, 增加了三四线城市的拿地力度, 地价较低的广西、贵州和湖南占比提升, 这也是公司“三圈一带”战略的合理延伸。

拿地权益方面, 公司 2016 年之前拿地权益比例较高, 一般在 90% 以上, 17/18 两年拿地权益比例下降, 18 拿地权益占比为 67%, 拿地权益比例的下降意味着公司在市场景气时期, 较多引入合作杠杆, 将销售规模迅速做大, 当然, 这也将体现为未来 2 到 3 年

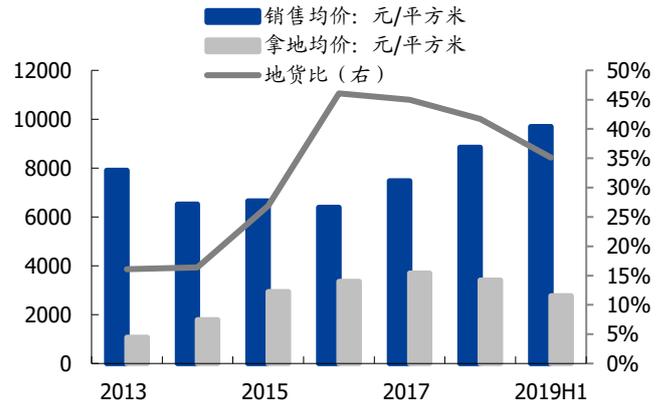
的少数股东损益。19H1 公司拿地权益占比上修至 77%，拿地权益比例提高。

图表 30: 公司拿地延续积极



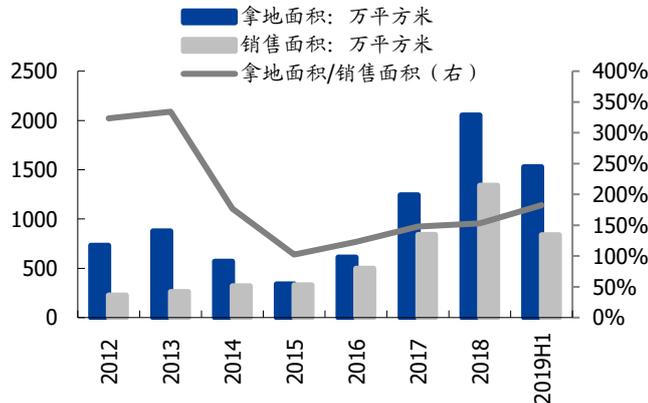
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 31: 公司拿地均价有所下降



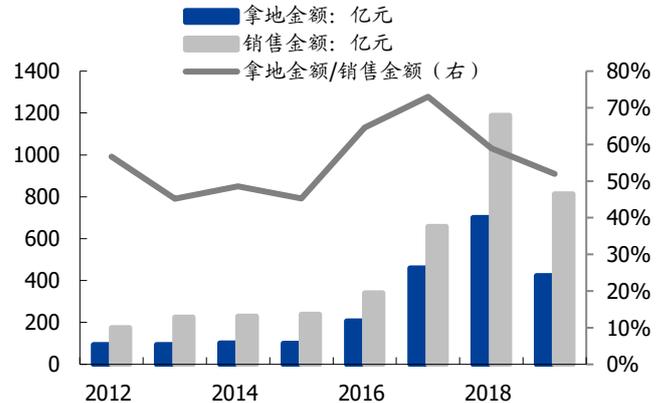
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 32: 19H1 拿地面积达到销售面积的 182%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 33: 9H1 拿地金额达到销售面积的 52%



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 34: 19H 低地价区域占比提升

省份	拿地面积 (平方米)	拿地金额 (万元)	均价 (元/平方米)	面积占比
安徽	878106	305862	3483	5.8%
广东	328756	96964	2949	2.2%
广西	945599	200553	2121	6.2%
贵州	1033443	124398	1204	6.8%
河南	1158011	296746	2563	7.6%
湖北	715916	58879	822	4.7%
湖南	1047610	152027	1451	6.9%
江苏	1281215	413313	3226	8.4%
江西	488029	201145	4122	3.2%
山东	1854366	496207	2676	12.2%
陕西	358342	136484	3809	2.4%
四川	2267391	575770	2539	14.9%
天津	143765	123500	8590	0.9%
云南	697583	228160	3271	4.6%
浙江	207390	88068	4246	1.4%
重庆	1791850	683105	3812	11.8%
合计	15197372	4181181	2751	100.0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

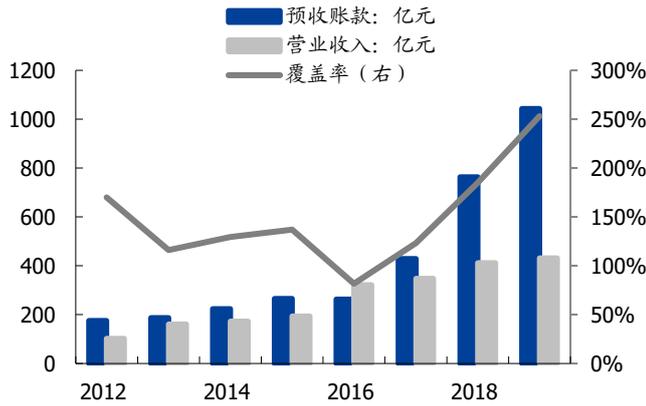
### 3.3 业绩: 预收账款的数量、质量与成熟度

受项目结算增加和毛利率提升影响, 公司 2018 年实现营业收入 412 亿元, 同比增长 18.6%, 实现归母净利润 39 亿元, 同比增长 93.9%。2019Q3 延续业绩较高增速, 实现营业收入 432 亿元, 同比增长 60.7%, 实现归母净利润 40 亿元, 同比增长 81.7%, 前三季度业绩已超过上年全年水平。展望未来业绩, 我们从预收账款的数量、质量和结算进度三个角度, 对公司未来业绩进行估测。

#### 3.3.1 预收账款覆盖率高, 业绩锁定性强

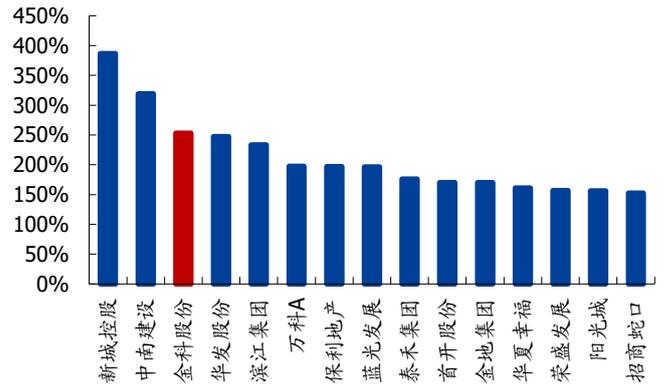
受益于过去 2 年亮眼销售, 公司 2019Q3 预收账款余额为 1043 亿元, 对上年营业收入的覆盖率为 253%, 处于近 7 年最高水平, 明显高于当前板块平均水平 153%, 也高于 A 股多数主流房企。公司充足的已售未结资源为未来 2 到 3 年的业绩释放奠定坚实基础。

图表 35: 公司预收账款充足, 业绩锁定性强



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 36: 公司预收账款覆盖率处于主流房企较高水平



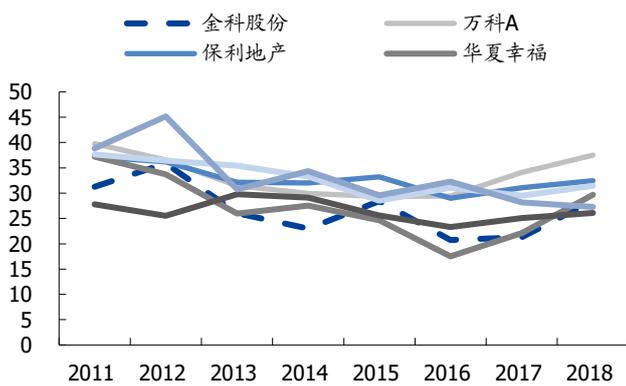
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.3.2 毛利率有望高位, 少数股东损益占比将提升

毛利率方面, 受结转结构变化影响, 公司 2018 年综合毛利率为 28.6%, 相对 2017 年大幅提升 7.3pct, 2019H1 继续提升至 30.3%的历史高位, 2019Q3 小幅下降至 30.1%。假设建安成本占比不变, 则毛利率大致由地价售价比决定, 按照一般开发流程, 我们以上年地价/当年售价来作为当年的地价售价比。公司地价售价比在 2016 年达到高位, 对应 2017 年较低的毛利率。考虑到公司 2017 年开始地价售价比逐步下降, 我们认为公司未来 1 到 2 年的毛利率水平有望维持相对高位。

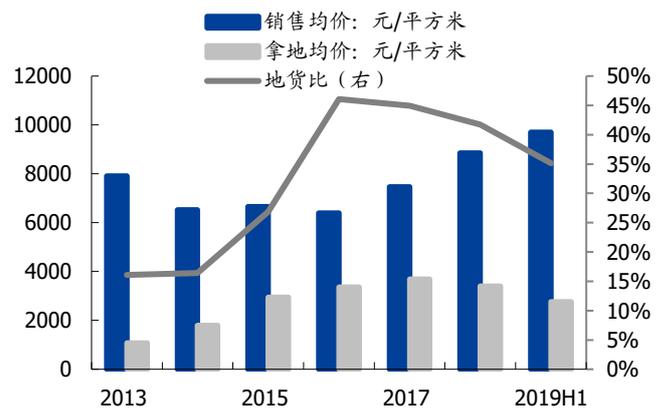
少数股东损益方面, 由于公司 2016 年之前权益占比都在 90%以上, 因此近年少数股东损益占比很低, 2018 年仅为 3%, 明显低于当前行业平均水平。按照我们的计算, 在权益占比高于 75%的情况下, 土地权益占比与结算后利润表中是少数股东损益占比, 呈现线性负相关性。考虑到公司 17/18 两年权益占比持续走低至 67%, 我们认为公司少数股东损益占比将提升至 20%左右的水平, 这将在一定程度上降低归母净利润表现。

图表 37: 公司毛利率略低于行业平均水平 单位: %



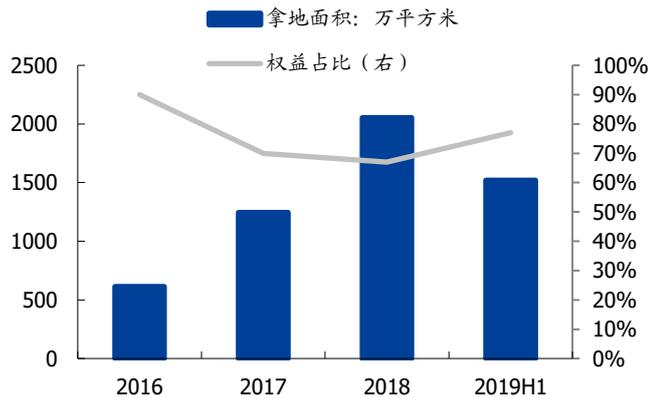
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 38: 17年以来地货比有所下降



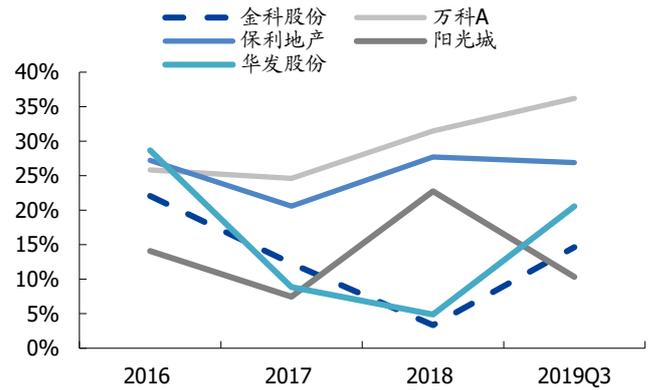
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 39: 公司拿地权益占比开始提升



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 40: 公司少数股东损益占比料将提升至 20%左右

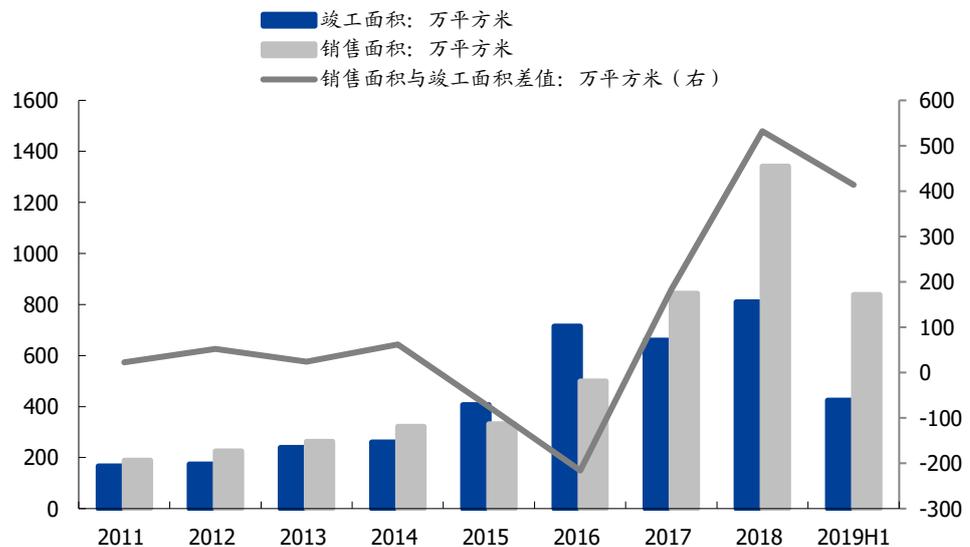


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.3.3 预计 20 年/21 年结算仍处较高水平

公司销售额增速高峰出现在 2017 年, 同比增速为 93%, 2018 年销售额增速略有下滑, 但仍维持在 80%以上。与此同时, 公司营收增速低于 20%, 呈现逐渐上修的趋势。按照一般的交房时间估算, 2017 年可以确认为公司近年营收增速低点, 而后近 2 年时间内延续上修, 至 2019Q3 营收增速达到 61%。展望未来, 我们认为 2020 年营收增速可能有所下滑, 但考虑到公司近年销售持续高增, 19M11 销售增速达到 40.7%, 因此 2020 年和 2021 年营收增速仍然会处于相对较高的水平。

图表 41: 销售面积与竣工面积剪刀差仍处高位



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 4. 杠杆有所下行, 债务结构稳健

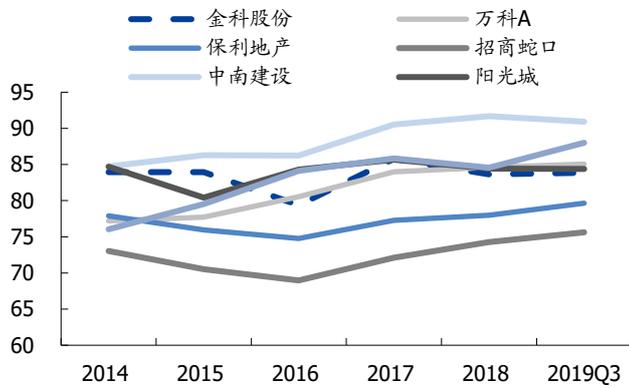
### 4.1 杠杆高位下行, 净负债率接近 6 年低点

公司 2019Q3 资产负债率为 83.8%, 剔除预收账款后的资产负债率为 74.8%, 净负债率为 155.7%, 资产负债率和净负债率相对 2018 年末小幅上升, 剔除预收账款后的资产负债率小幅下降。考虑到四季度结转较多, 将增加所有者权益并减少预收账款, 预计公司

2019年末杠杆将有所下行。

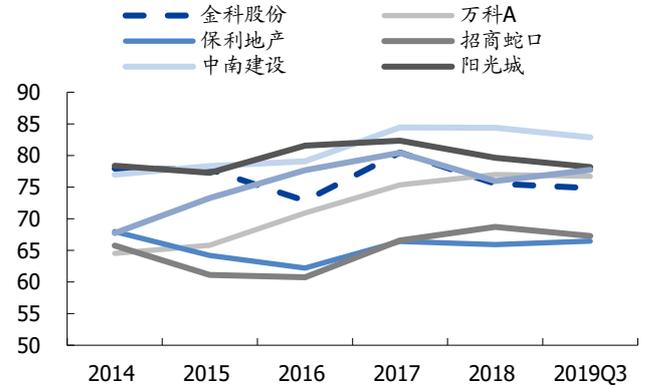
横向来看，公司资产负债率和剔除预收账款后的资产负债率接近主流房企平均水平，净负债率高于平均水平 40.3pct，总体上杠杆仍处高位。纵向来看，公司当前杠杆水平接近近 6 年低位。随着项目结转高峰延续，预计公司杠杆将进一步下降。

图表 42: 公司资产负债率处主流房企平均水平 单位: %



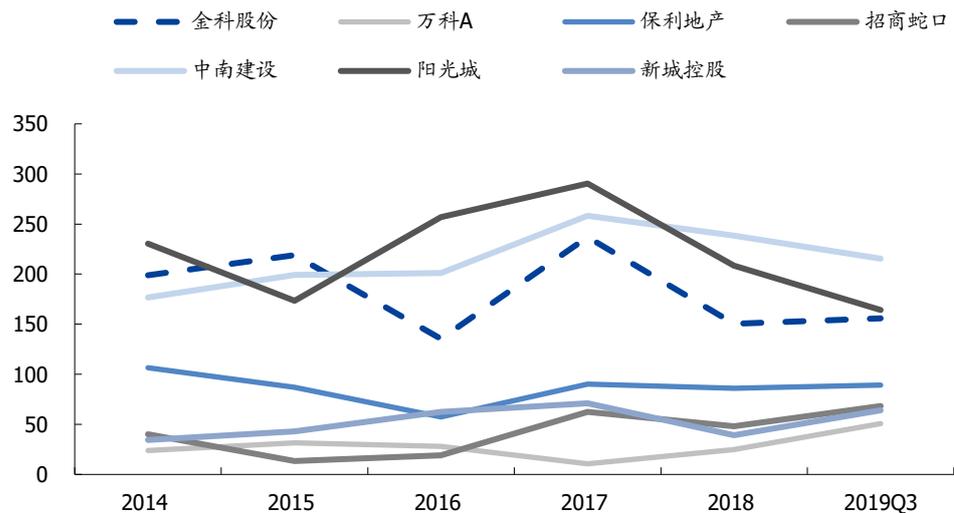
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 43: 公司剔除预收账款资产负债率处主流房企平均水平 单位: %



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 44: 公司净负债率高于行业平均, 近年有所下降 单位: %



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

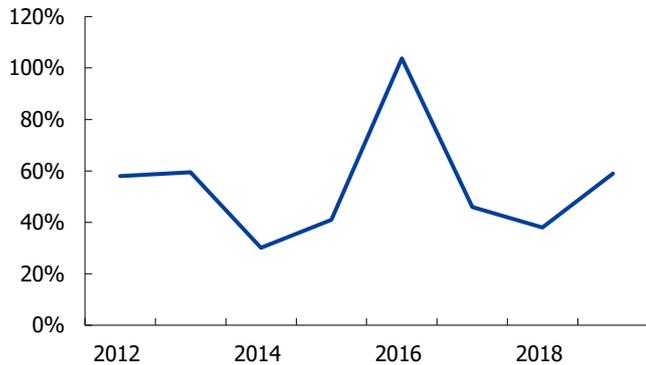
#### 4.2 短期偿债能力较好, 融资结构改善

我们以“流动负债-预收账款-其他应付款”（因为其他应付款多为合作开发产生，按照惯例，公司并不向合作方承担不对称的现金补偿义务）作为公司一年内需要偿还的债务，公司 2019Q3 一年内需要偿还的债务共计 499 亿元，公司账上货币资金为 310 亿元，现金对债务的覆盖率为 62%，高于主流房企平均值 57%，短期偿债能力处于主流房企较好水平。

融资结构方面，公司 2019Q3 有息负债余额为 966 亿元，相对 2018 年末增长 17.7%，其中银行贷款 601 亿元，占比 62%，相对 2018 年末下降 6pct，但仍处较高水平。从 2016 年开始，公司融资结构开始明显改善，银行贷款占比逐渐提升，非银贷款占比逐渐

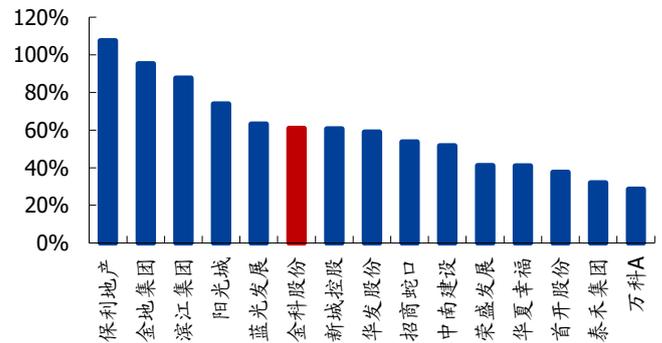
下降，债券融资占比则保持相对稳定。

图表 45: 公司货币资金/短期债务覆盖率处于历史平均水平



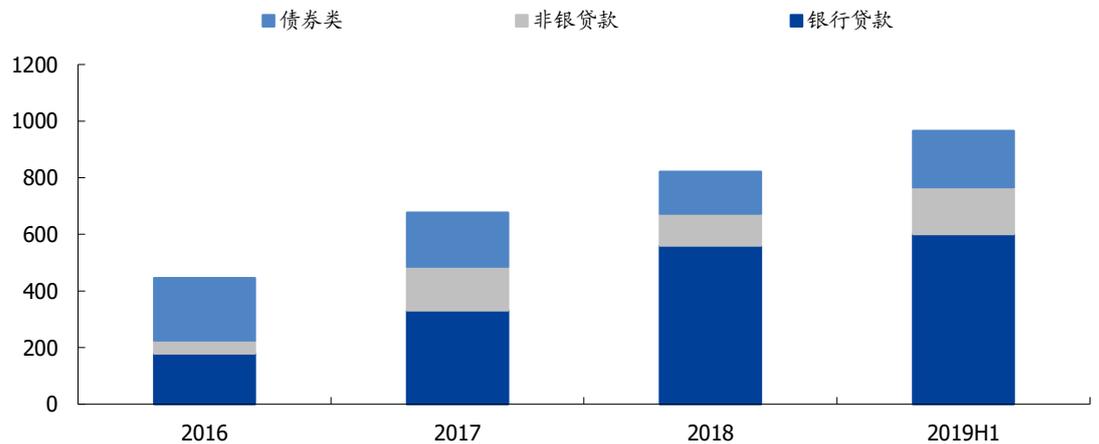
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 46: 公司货币资金/短期债务覆盖率较高



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 47: 公司融资结构趋于改善 单位: 亿元



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 5. 生活服务+新能源，多元业务快速发展

### 5.1 物业管理综合实力强，发展空间广阔

公司全资子公司金科物业服务集团有限公司（以下简称金科服务）为中国知名物业服务企业，荣膺中国指数研究院、中国房地产 TOP10 研究组等权威机构颁发的“2018 中国物业服务百强企业”（连续三年名列前十）、“2018 中国物业服务质量领先企业”等荣誉，第三方调查业主满意度连续七年超过 90%，管理 5 年以上项目满意度超过 95%。2019H1，公司物业服务业务实现营业收入 12 亿元，同比增长 84%，净利润 1.6 亿元，同比增长 260%。

目前，金科服务已覆盖北京、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，金科服务进入中国城市已达 135 个，管理规模约 2.4 亿平方米，管理项目 611 个。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，包括开发商服务、资产服务、楼宇服务以及生活服务，管理方式从最初的委托管理转型为“全委服务、咨询服务、股权合作、专项合作”为一

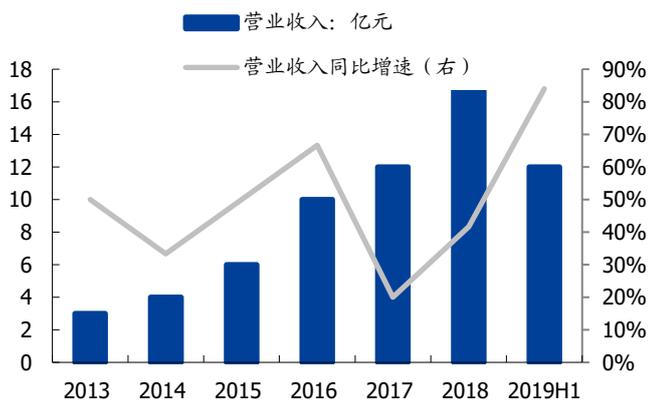
体的多样化发展。

图表 48: 金科物业服务体系不断进化



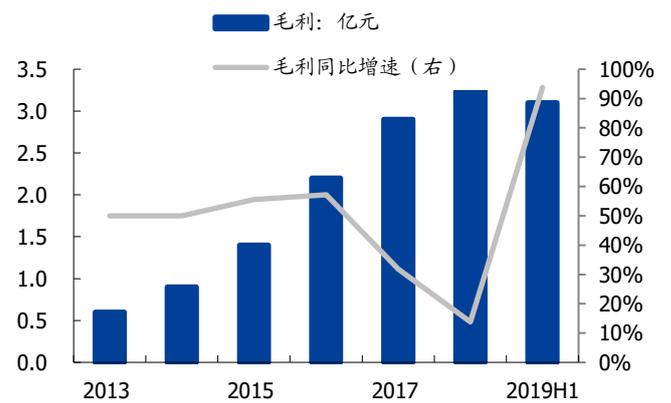
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表 49: 金科物业历年营收表现



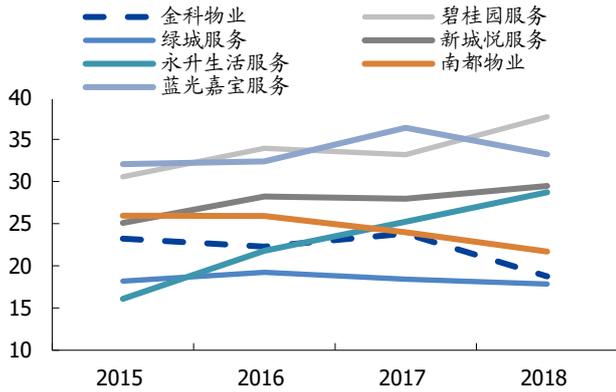
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 50: 金科物业历年毛利表现



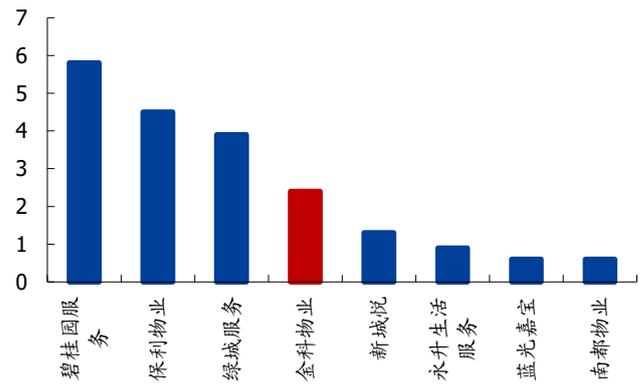
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 51: 金科物业毛利率低于主流物管公司 单位: %



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 52: 金科物业合同管理面积达 2.4 亿平方米, 处于行业前列

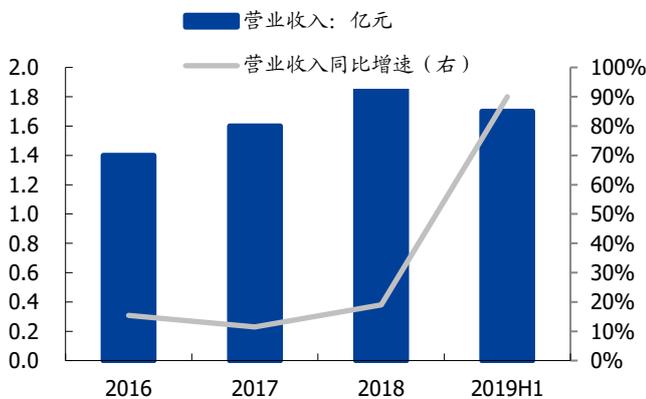


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 5.2 新能源业务顺利推进

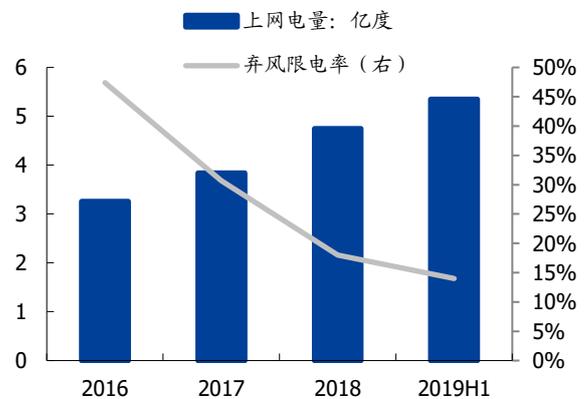
公司 2014 年通过并购进入新能源领域, 2019H1 新能源业务实现营收 1.7 亿元, 同比增长约 89%, 实现净利润 6538 万元, 同比增长约 165%。随着景峡 20 万千瓦风场成功并网, 上网电量达到 5.4 亿度, 超过上年全年, 弃风限电率仅 14%, 相对上年全年下降 4pct, 连续四年下降。公司在顺利推进已有新能源业务发展的同时, 将积极尝试轻资产运营战略, 推进承包业务拓展。

图表 53: 金科新能源历年营收表现



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 54: 金科新能源上网电量及限电率



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 6. 估值低位, 股息率高, 员工持股计划提升管理能力

### 6.1 估值低位, 股息率高, 现金分红比例高于行业平均

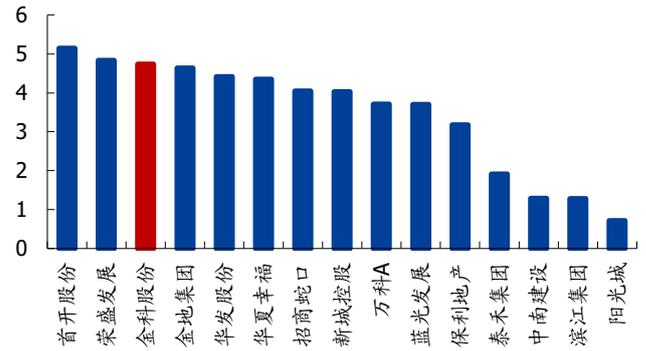
明显过低的估值水平, 高于行业的股息率和现金分红比例。公司当前 PE (TTM) 为 7.2 倍, 处于近 5 年 PE 分位水平为 5.2%, 考虑到公司未来相对确定的较高业绩增速, 我们认为公司当前明显被低估。同时, 公司当前股息率 (TTM) 为 4.74%, 高于 A 股主流房企平均水平 3.64%。公司从 2016 年开始现金分红比例大幅提升, 16-18 现金分红比例平均值为 64.2%, 在 A 股 16 家主流房企中排名第一。

图表 55: 公司估值处历史低位



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 56: 公司股息率高于多数 A 股主流房企 (TTM) 单位: %



资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 6.2 新推员工持股计划, 覆盖核心管理层

公司 2019 年 6 月 6 日第四次临时股东大会通过“卓越共赢计划暨 2019 至 2023 年员工持股计划”和“卓越共赢计划暨 2019 至 2023 年员工持股计划之一期持股计划”。本次员工持股计划存续期为 7 年, 预计滚动实施 5 期, 各期持股计划相互独立。资金来源为员工合法薪酬、自筹资金、本计划通过融资方式筹集的资金以及公司计提的专项基金等。其中, 专项基金的计提按照 ([i] 方式进行:

若 2019 年、2020 年、2021 年、2022 年中任一年度 (以下简称“考核年度”) 归母净利润较 2018 年归母净利润 39 亿元的增长率不少于该考核年度的“净利润增长目标值”, 则该考核年度的下一年度按该考核年度净利润的 3.5% 提取专项基金。

一期持股计划资金总额不超过 25 亿元, 其中员工自筹资金不超过 12.5 亿元, 融资金额不超过 12.5 亿元。以 2019 年 12 月 13 日收盘价 7.6 元/股测算, 本期计划涉及公司股票数量约 3.3 亿股, 约占公司现有股本总额的 6%。一期持股计划拟覆盖公司核心管理层和不超过 2489 名骨干员工, 实际控制人黄红云先生将以现金方式保证员工自筹资金的年化收益率为 6%。大力度的员工持股计划体现了公司一直以来的高激励传统, 将有力统一管理层和股东的核心利益, 推动公司综合管理水平的进一步提升。

图表 57: 专项基金计提的业绩条件

年度	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
净利润增长目标值	30%	60%	90%	110%
归母净利润: 亿元	50.5	62.2	73.8	81.6
归母净利润同比增速	30%	23%	19%	11%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 58: 一期比股计划参与人员名单

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 (%)
董事、监事及高级管理人员	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%
	李华	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%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 7. 盈利预测与估值

### 7.1 业绩预测

我们预计公司 2019 年至 2021 年营业收入为 538 亿元/676 亿元/817 亿元, 归母净利润为 53 亿元/67 亿元/79 亿元, EPS 为 0.99 元/1.26 元/1.47 元。主要预测项目如下:

- ◆ **营业收入:** 房地产业务方面, 我们预计 2019 至 2021 年收入为 494 亿元/618 亿元/741 亿元。物业管理业务方面, 我们预计 2019 至 2021 年收入为 23 亿元/30 亿元/39 亿元。新能源业务方面, 我们预计 2019 至 2021 年收入为 3 亿元/5 亿元/8 亿元。
- ◆ **毛利率:** 房地产开发方面, 考虑到公司 2017 年开始地价售价比逐步下降, 我们认为公司未来 1 到 2 年的毛利率水平有望维持相对高位, 预计 2019 至 2021 年房地产业务毛利率为 30%/29%/28%。物业管理业务方面, 随着竣工高峰到来, 物业费较高的新建小区增加, 预计公司物管业务毛利率将逐步修复, 预计 2019 至 2021 年物管业务毛利率为 21%/23%/25%。新能源业务和其他业务方面, 预计毛利率将保持稳定。
- ◆ **投资收益:** 来自联营和合营企业的投资收益主要来自非并表项目的结算, 考虑到 17/18 两年权益占比下降至 70%左右, 预计本年开始联合营企业投资收益将逐步增加。我们很难根据已有信息进行具体数额的计算, 参考少数股东损益占比与杠杆水平与公司接近的阳光城, 我们预计公司 2019 至 2021 年的联合营企业投资收益为 0.5 亿元/8.6 亿元/15 亿元。
- ◆ **少数股东损益:** 随着 17/18 两年低权益项目进入结算, 公司少数股东损益占比将逐步提升至 20%左右, 预计 2019 至 2021 年少数股东损益占比为 15%/20%/20%。
- ◆ **归母净利润:** 我们预计 2019 年至 2021 年公司归母净利润为 53 亿元/67 亿元/79 亿元。

元，EPS 为 0.99 元/1.26 元/1.47 元。

图表 59: 公司各项业务营收预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>房地产开发</b>						
营业收入 (亿元)	302.60	328.50	380.06	494.08	617.60	741.12
YoY	67.79%	8.56%	15.70%	30.00%	25.00%	20.00%
毛利率	0.17	0.21	0.29	0.30	0.29	0.28
<b>物业服务</b>						
营业收入 (亿元)	9.73	12.27	17.34	23.06	29.98	38.98
YoY	65.20%	26.17%	41.27%	33.00%	30.00%	30.00%
毛利率	0.22	0.24	0.19	0.21	0.23	0.25
<b>新能源</b>						
营业收入 (亿元)	1.41	1.57	1.88	3.38	5.40	7.56
YoY	15.45%	11.47%	19.48%	80.00%	60.00%	40.00%
毛利率	0.47	0.49	0.50	0.49	0.49	0.49
<b>合计</b>						
营业收入 (亿元)	322.35	347.58	412.34	537.89	675.56	817.01
YoY	66.17%	7.82%	18.63%	30.45%	25.60%	20.94%
毛利率	0.21	0.21	0.29	0.30	0.30	0.29

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 7.2 估值

我们按照相对估值法对公司进行估值。目前房地产板块平均市盈率 (TTM) 为 10.4X, 可比公司 2019 年动态市盈率平均值为 8.2X (中南建设 8.6X, 阳光城 7.6X, 滨江集团 8.5X)。考虑到公司短期内较好的业绩弹性和销售表现, 长期内具备更强的确定性、稳健性和相对更大的成长空间, 我们认为给与公司 9 倍估值较为合理。

图表 60: 可比公司估值情况

证券代码	证券简称	PE (LYR)	预测净利润增	
			长率: 2019 (%)	2019 动态 PE
<b>000656.SZ</b>	<b>金科股份</b>	<b>10.3</b>	<b>35.9</b>	<b>7.6</b>
000002.SZ	万科 A	9.9	22.3	8.1
600048.SH	保利地产	9.9	29.9	7.6
001979.SZ	招商蛇口	10.1	19.9	8.4
600340.SH	华夏幸福	7.1	27.7	5.6
601155.SH	新城控股	8.1	23.8	6.5
600383.SH	金地集团	7.2	21.7	5.9
002146.SZ	荣盛发展	5.3	26.5	4.2
000961.SZ	中南建设	15.9	85.0	8.6
000671.SZ	阳光城	10.5	38.2	7.6
600376.SH	首开股份	6.4	18.7	5.4
600466.SH	蓝光发展	9.5	52.5	6.2
000732.SZ	泰禾集团	5.9	21.4	4.8
600325.SH	华发股份	7.7	29.1	5.9
002244.SZ	滨江集团	11.8	38.5	8.5

资料来源: wind, 国盛证券研究所

## 8. 投资建议

金科地产集团股份有限公司（以下简称金科股份或公司）成立于 1998 年，经 21 年创新发展，形成了以地产开发为主，生活服务、新能源、旅游康养为辅的大型企业集团。公司作为渝派房企的代表之一，在立足重庆、走向全国的过程中，练就了扎实的综合实力。截至 2019H1，公司已进驻重庆、四川、北京等 23 个省、直辖市、自治区，“三圈一带、八大城市群、核心 25 城”的全国布局已具规模。当下时点，我们推荐公司的主要逻辑如下：

- ◆ **更大的成长空间，更丰富的全能级开发经验：**公司 2018 年销售额首破千亿，相当于碧桂园/恒大/万科的 20.1%/25.8%/26.3%，当前布局 47 个城市，相当于碧桂园/恒大/万科的 22.7%/24.2%/50%，成长空间仍大。公司长期深耕内部发展程度差异很大的重庆，产品系列能够满足各能级城市的需求，管理机制能够适应不同能级城市的开发需求。
- ◆ **千亿之上销售延续高增，拿地积极奠定未来增长基础：**截至 2019 年 11 月，公司实现销售额 1513 亿元，同比增长 40.7%，提前完成年度任务，增速在 TOP20 房企中位列第 2。上半年末可售面积约 5600 万平方米，相对上年末增长 37%，相当于本年预计销售面积的 2.8 倍，在手土储资源丰富。与此同时拿地积极，土储面积延续超额补充态势，拿地金额在销售额中的比例高于多数主流房企，奠定未来增长基础，预计 2020 年有望实现销售额约 2000 亿元。
- ◆ **待结算资源量足、质佳、成熟度高，业绩锁定性强：**数量方面，公司 2019Q3 预收账款余额为 1043 亿元，对上年营业收入的覆盖率为 253%，处于近 7 年最高水平，明显高于当前板块平均水平 153%。质量方面，公司未来 1 到 2 年的毛利率水平有

望维持相对高位，少数股东损益占比料将提升至 20%，对冲之下，未结算资源的盈利能力将保持稳定。成熟度方面，2020 年和 2021 年营收增速仍然会处于相对较高的水平。

- ◆ **估值低位股息率高，员工持股计划进一步提升管理能力：**公司当前 PE (TTM) 为 7.2 倍，处于近 5 年 PE 分位水平为 5.2%，当前股息率 (TTM) 为 4.74%，高于 A 股主流房企平均水平 3.64%。新推员工持股计划拟覆盖公司核心管理层和不超过 2489 名骨干员工，体现了公司一直以来的高激励传统，有望进一步提升公司管理能力。

我们预计公司 2019 年至 2021 年营业收入为 538 亿元/676 亿元/817 亿元，归母净利润为 53 亿元/67 亿元/79 亿元，EPS 为 0.99 元/1.26 元/1.47 元，首次覆盖目标价 **8.9 元** (对应 **19 年 9 倍 PE**)。

## 风险提示

**项目竣工及结算进度不达预期：**公司项目竣工和结算进度直接决定公司业绩，我们根据公司竣工计划和历年竣工完成率进行了合理估算，但公司竣工和结算进度有可能无法达到我们的预期。

**结算毛利率不达预期：**我们充分考虑了过去两年一二线城市限价带来的毛利率下降，我们认为对未来三年的毛利率水平的估算是合理的，但受结算项目结构改变影响，公司结算毛利率有可能达不到我们的预期。

**融资超预期收紧：**我们对公司业绩的预测基于目前的融资收紧不会对公司融资造成根本性的影响，考虑目前的融资政策和公司历来的融资优势，我们认为这一假设基本合理。但我们无法排除融资政策进一步超预期收紧的可能性。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com