

评级：强烈推荐

房地产

公司深度报告

第一创业研究所

分析师 王皓宇 S1080510120005
 联系人 侯丽科 S1080111060021
 电话: 0755-82480722
 邮件: houlike@fcsc.cn

交易数据

52周内股价区间(元): 8.1-15.94

总市值(百万元): 12,338.45

流通股本(百万股): 216.48

流通股比率(%): 18.7%

资产负债表摘要

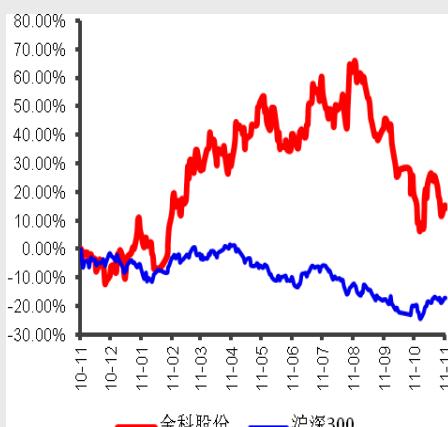
股东权益(百万元): 4,067.55

每股净资产: 3.51

市净率: 3.03

资产负债率: 88.2%

股价与沪深300指数比较



金科股份 (000656)

——“大重庆”孕育“小万科”

报告要点:

- **实施“大重庆”战略** 公司战略目标是成为重庆房地产市场的领跑者(2014年争取市场占有率达到10%)，中国西部地区的地产龙头企业(2014年争取区域规模第一、综合盈利能力第一)；巩固、扩大长三角、华北、湖南区域的竞争优势；争取成为全国10强地产企业。
- **产业链一体化初具规模** 金科旗下的业务包括园林施工、苗圃以及酒店业务等。公司园林施工2010年的收入规模约为4亿左右，2011年计划做到7亿，同时为了进一步提高利润水平，计划进军市政园林。目前公司已经聘请资深人士担纲公司副总裁，专门负责市政园林业务的拓展。
- **土地储备价格低廉** 目前储备中76.8%为2009年及之前获得，楼面地价不超过1200元/平米。而重庆区域为927元/平米；地价最低的浏阳项目仅146元/平米；北京区域最高为8340元/平米。
- **奉行“高周转”策略** 公司实行精细的进度管理，公司年存货周转率达0.42次，超过行业龙头万科0.15次，超越保利地产0.14次，甚至超越了被誉为“高周转二三线龙头”的荣盛发展0.03次。
- **重庆周边布局，三四线城市开发正当时** 1998-2010年，重庆市资本形成总额、最终消费和净流出对经济增长的年平均贡献率分别为69.8%、41.4%和-11.2%。投资对重庆经济增长的贡献率最大，在经济增长过程中起到了非常重要的作用。重庆市商品房市场保持快速增长势头，前三季度，重庆市施工面积为1.85亿平米，同比增加26.5%；住宅施工同比增加24%，销售面积为2918万方，同比增加11.6%，其中住宅销售面积为2682万方，同比增加9.1%，销售额为1412.58亿元，同比增加36.2%，其中住宅销售额为1237.69亿元，同比增加30.8%。目前公司已获取项目的开县、巫山、荣昌、永川、涪陵、璧山的房地产投资同比增速分别为72.8%、83.6%、24.6%、25.1%、26.6%和75.5%，增速远远高于全国平均水平。二三线城市城市化进程要远滞后于一线城市，商品房发展的历程较短，人们对住房需求较为强烈，这也为公司业务的拓展和销售业绩的提升奠定了刚性基础。
- **股价催化剂-市政园林业务有望取得突破性进展** 目前公司的两家全资控股子公司展弘园林、凯尔辛基园合计拥有苗圃面积约30000亩，年销售



苗圃收入约为四千万左右，将为公司进军市政园林打下坚实的基础。

- **2011-2013 年，EPS 分别为 0.99 元、1.41 元和 1.71 元** 基于本文结算假设，我们预测公司 2011-2013 年营业收入(考虑园林业务部分的收入)分别为 82.67 亿元、114.7 亿元和 149.2 亿元，净利润水平分别为 11.5 亿元、16.3 亿元和 19.8 亿元，EPS 分别为 0.99 元、1.41 元和 1.71 元，对应 PE 水平为 10.7 倍、7.6 倍和 6.2 倍。
- 维持“强烈推荐”评级 按重组后 11.58 亿股本和较为保守的均价测算，金科股份 RNAV16 元，其中开发类 RNAV15.5 元、出租类(金科大酒店等) 0.45 元，目前市价约折价 32% 左右。维持“强烈推荐”评级。



目录

一、公司篇.....	4
1. 金科股份发展历程:	4
2. 借壳 ST 东源，金蝉脱壳	4
3. 公司发展战略.....	5
4. 公司核心竞争能力分析	5
5. 公司盈利能力分析	7
6、项目储备.....	7
7. 开发品质独领行业风骚	10
8. 建安控制能力优良	12
二、大重庆篇.....	12
1. 固定资产投资拉动经济增长趋势明显.....	12
2. 房地产市场发展势头迅猛.....	13
3. 商品房成交并未严重萎缩:	13
4. 三线城市房地产投资正当时	14
三、估值篇.....	15
1. 重估净资产 (RNAV) 估值分析	15
2. 股价催化剂-市政园林业务有望取得突破性进展.....	16
3. 大重庆战略使公司业绩于未来三年步入快车道	16

一、公司篇

1. 金科股份发展历程：

金科集团是一家以房地产开发为主业，以五星级酒店、园林、门窗及物业管理等为辅业的大型企业集团，具有国家一级房地产开发资质。

成立初期，公司深耕重庆，2008 年开始，金科再次明确了“依托大重庆，挺进长三角，拓展环渤海，扩大中西部、发展中等城市”的全国化扩张战略思路，成功进入北京、重庆、四川、湖南、江苏等省（市）的 9 大城市进行项目开发，全国化扩张步伐稳步推进。

金科集团拥有 10 年的房地产开发经验，从 1999 年开发第一个房地产项目金科花园起，陆续开发了香江家园、天籁城·美社、中华坊·紫园、金砂水岸、天湖美镇、桦林景苑、蚂蚁 SOHO、重庆东方王榭等 17 个房地产项目，获得了消费者和业界的普遍好评，目前正在开发的房地产项目为 23 个。

金科的生产通过规范的招投标程序，将规划设计、施工、监理、营销策划、销售等各个环节全部或部分发包给专业公司实施，同时金科集团设计、工程管理、营销策划等部门同步跟进，并承担组织、实施、协调、控制等功能；资金、财务部门通过银行、各类基金等渠道融资获得建设资金；各项目公司负责整合资源和协调各方面关系，按照投资拿地 - 设计 - 融资 - 工程施工 - 工程预售 - 回笼资金 - 资金循环使用 - 交房等流程进行项目开发。

金科的销售由金科集团营销中心统筹，以区域公司为执行单位；以项目现场销售为主，异地营销推广为辅。金科物业作为金科集团的全资子公司，为金科集团所有开发的项目提供全方位的高品质服务，同时进一步提升了产品的完整价值。

2010 年，金科成功跻身百亿销售房企行列，全年实现销售面积 165 万平方米，为《2010 年度中国房地产企业销售排行榜》住宅销售金额第 22 名；实现销售金额 132 亿元，为《2010 年度中国房地产企业销售排行榜》住宅销售面积第 18 名，同比增长 46.7%；销售均价约为 8000 元/平米。截至 2011 年 9 月，金科总资产为 360 亿元，正处于快速成长阶段。

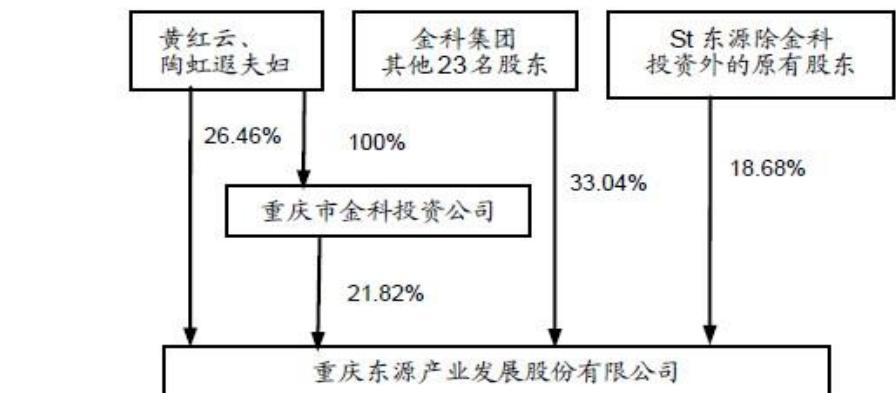
2. 借壳 ST 东源，金蝉脱壳

金科与 ST 东源的资产重组在 2009 年 3 月份启动，ST 东源拟以 5.18 元/股的价格新增 90850 万股吸收合并金科集团，虽然重组计划已于 2009 年 11 月底获得证监会有条件通过，但受房地产宏观调控影响，一直未拿到正式批文。2011 年 5 月 27 日，ST 东源终于拿到正式核准文件，标志着重组又向前迈出了关键的一步。本次新增股份吸收合并完成后，金科地产将实现其借壳上市计划正式登陆 A 股市场，其后其资本运作将更方便，



而不局限于银行贷款。金科的此次借壳是在监管层对房地产企业资本市场关闭的情况下实现的，体现了金科的不俗实力。公司的实际控制人为黄红云、陶虹遐夫妇。其共同持有上市公司大股东金科投资 100% 股权，黄红云为金科集团董事长。重组完成后，收购人金科投资、黄红云、陶虹遐及其他收购一致行动人合计持有的股份占上市公司总股本的 58.8%。

图 1：借壳后公司股权结构



资料来源：公司公告，第一创业证券研究所

3. 公司发展战略

公司对于其中期发展规划（2011-2014 年）为：以优化客户体验来提升产品溢价能力，通过产品标准化、优化流程来提高开发效率，从而综合提高产品竞争力。把握市场调整机会，完善战略布局：①实施“大重庆”战略，成为重庆房地产市场的领跑者（2014 年争取市场占有率超过 10%），中国西部地区的地产龙头企业（2014 年争取区域规模第一、综合盈利能力第一）；②巩固、扩大长三角、华北、湖南区域的竞争优势；③争取成为全国 10 强地产企业。

4. 公司核心竞争能力分析

4.1 纵向一体化，控制成本

为了更好实现成本控制以及保证品质，金科在发展的初期就实现了纵向一体化。公司不仅有自己的花卉园林基地，自己的设计公司、物业公司，还有门窗公司。此外，公司还与 200 多家供应商达成战略合作，通过材料批量采购、土建施工长期战略合作等方式控制成本。

金科旗下的业务包括园林施工、苗圃以及酒店业务等。公司园林施工 2010 年的收入规模约为 4 亿左右，2011 年计划做到 7 亿，同时为了进一步提高利润水平，计划进军市政园林。在苗圃业务方面，公司在涪陵区域拥有约为 3 万亩的苗木联营公司展弘农业，目前处于培育期。公司酒店业务经营状况也相当良好。目前重庆在经营酒店一个，未来江阴、苏州、涪陵在建 3 家酒店。10 年重庆酒店收入约 1.6 亿元，净利润达 3000 多万，客饭入住率达到 85%。房费收入与其他收入达到惊人的 1:2，餐饮收入做到突破 1 亿元。这些业务的发展，从长期来看，为公司有效突破发展的瓶颈奠定了良好的条件。



4.2 廉价土地获取成本，拿地方式多样化

地价低廉，目前储备中 76.8% 为 2009 年及之前获得，楼面地价不超过 1200 元/平米。而重庆区域为 927 元/平米；地价最低的浏阳项目仅 146 元/平米；北京区域最高为 8340 元/平米。

当利用传统“招拍挂”模式下，公司尽量避开房价高、竞争激烈的核心区域，而更加关注城市周边价格较为低廉，成熟度较低但潜力较大的区域；土地整治的一、二级联动也是公司获取大盘开发土地储备的另一手段，浏阳仙人湖项目正属于此类拿地模式；通过股权收购模式获取低价土地，如重庆小城故事、成都牧马山项目。

图 2：公司历年获取土地楼面价展示

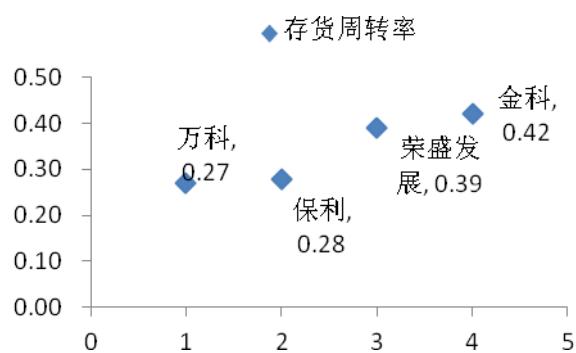


资料来源：公司公告，第一创业证券研究所

4.3 奉行高周转策略

公司实行精细的进度管理，公司年存货周转率达 0.42 次，超过行业龙头万科 0.15 次，超越保利地产 0.14 次，甚至超越了被市场誉为“高周转二三线龙头”的荣盛发展 0.03 次。

图 3：金科股份高周转对比



资料来源：公司公告，第一创业证券研究所



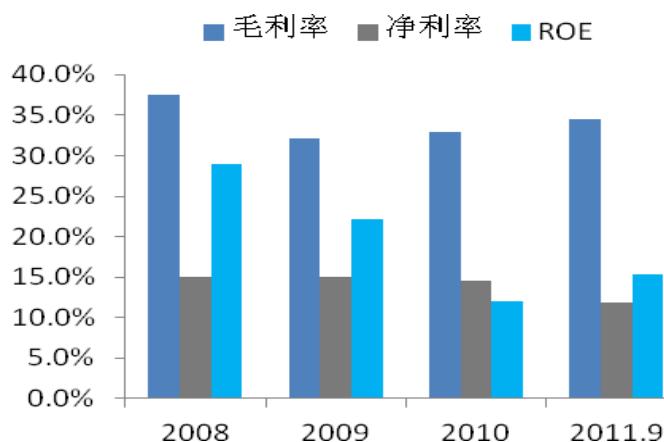
5. 公司盈利能力分析

公司毛利率基本上维持在 36%左右，净利率保持在 15%左右，处于行业较好水平，这得益于公司奉行的高周转、低成本策略。

公司 2010 年实现销售金额 132 亿元，2011 年前三季度实现销售额 98 亿元，目前销售额大约为 110 亿元，预收款合计金额达 150 亿元，若按 15% 的净利润率水平估算，锁定 EPS 为 2.05 元。已全部锁定 2012 年业绩。

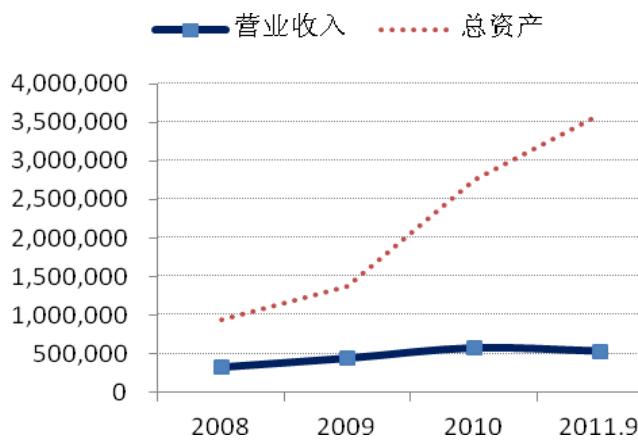
营业收入由 2008 年至 2010 年，复合增长率为 30%，总资产的复合增长率接近 70%。主要是由于公司的快速扩张，项目储备的不断增多，使总资产规模累计变大。

图 4：公司近年盈利能力分析



资料来源：公司公告，第一创业证券研究所

图 5：公司经营规模变化情况



资料来源：公司公告，第一创业证券研究所

6、项目储备

截至 2011 年 9 月底，金科的土地储备合计约 1129 万平米，至少满足



公司未来 3 年的开发需求。初步形成五大区域的布局，分别为大本营重庆区域（大重庆）、成都大区、长沙大区、华东大区（主要以江苏为主）、环渤海大区（以北京为主，预计今年进入天津）。

但根据 ST 东源吸收合并金科实业时安信证券提供的财务顾问报告，截至 2010 年 12 月 31 日，金科集团及其子公司的房地产项目未开发建筑面积为 671.67 万平方米。另外，自 2011 年 1 月 1 日到 2011 年 9 月底，金科集团新增加 7 个土地储备项目，规划建筑面积为 249 万平方米。从金科在建和待建项目的区域分布看，重庆只占 52%，另外占比比较大的是无锡，区域风险得到很好的分散。

截至 2010 年 12 月底，金科集团已累计实现开工面积 800.26 万平方米，竣工面积 464.96 万平方米，累计实现预售面积 572.32 万平方米，实现预售收入 298.37 亿元，均价 5213 元/平米。从以下两张表中可以看出，金科的项目一般都不大，都在 50 万平方米以下，以 30 万平方米以下的居多。已完工项目基本都集中在重庆，走出重庆后的项目目前还基本处于建设中的状态。

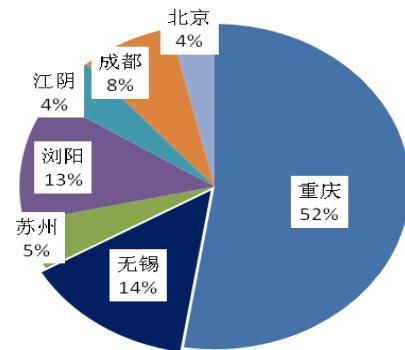
金科在全国的土地储备分布于 8 个城市，其中一线城市北京，二线城市重庆、成都、三线城市长沙，无锡，四线城市浏阳、涪陵、江阴。在无锡、成都、重庆的先后动作，进一步稳固了金科在这些城市的地位。如此布局一方面能够减少政策调控对公司经营产生的影响，另一方面，二、三、四线城市的潜在市场容量也为公司未来的高成长提供了充分的发展空间。金科的区域布局很好的体现了其——“依托大重庆，挺进长三角，拓展环渤海，扩大中西部、发展中等城市”的全国化扩张战略思路。

近年来，金科集团及其子公司共完成房地产开发项目 17 个（其中 2 个为自有物业），现有项目（包括在建、在售、待建）约 38 个，具体情况如下：

图 6：公司目前项目分布城市



图 7：公司部分项目储备分布



资料来源：第一创业证券研究所

表 1：公司历次获取项目用地盘点

项目	城市	获取	合同金额	占地面	占地面	建筑规模	楼面地价	销售均价
		时间	(万元)	积(亩)	(万m ²)	(万m ²)	(元/平米)	
2007 年及更早期间取得土地情况								
重庆·十年城	重庆		36,985	368.65	25	69.26	534	6,000



重庆.西城大院	重庆		17,576	184	12	48	370	6,700
成都.金科一城	成都		57,575		9	47	1,225	6,000
无锡.观天下	无锡	2007	32,791		9	32	1,039	7,200
无锡.东方王榭	无锡	2007	27,043		9	27	1,014	8,000
小计			171,969	552	65	222	775	
2008 年取得土地情况								
重庆.阳光小镇	重庆	2008.01	35,100	394	26	69	509	6,000
无锡.万博商业广场	无锡	2008.01	25,200	86	6	16	1,601	9,000
北京.帕提欧庄园	北京	2008.02	49,400	126	8	17	2,884	14,517
重庆.VISAR 国际	重庆	2008.05	9,650	39	3	9	1,046	6,400
江阴.东方大院	江阴	2008.05	26,550	190	13	27	984	7,475
长沙.东方大院	湖南	2008.04	42,658	465	31	40	1,074	5,392
小计			188,558	1,299	87	178	1,061	
2009 年取得土地情况								
重庆.廊桥水乡	重庆	2009.12	121,500	1,022	68	176	690	8,001
涪陵.两江广场项目	涪陵	2009.06	4,760	35	2	12	387	5,500
涪陵.天湖小镇项目	涪陵	2009.06	12,700	302	20	28	461	5,400
涪陵.南门山项目	涪陵	2009.11	18,000	51	3	8	2,205	8,000
浏阳.仙人湖项目一期	浏阳	2009.06	9,540	545	36	65	146	5,000
无锡.城南世家	无锡	2009.1	224,000	311	21	65	3,456	12,000
无锡.新区项目	无锡	2009.1	69,000	214	14	46	1,484	8,442
江阴.东方王府	江阴	2009.11	51,600	233	16	32	1,596	12,000
成都.廊桥水乡	成都	2009.2	45,455		37	35	1,316	21,000
小计			556,555	2,714	218	468	1,190	
2010 年取得土地情况								
重庆.龙头寺项目	重庆	2010.1	70,000	101	7	19	3,592	15,500
重庆.茶园新区项目	重庆	2010.12	82,000	179	12	28	2,949	9,000
重庆.天豪两路用地	重庆	2010.06	747	28	2	2	406	7,000
永川.中央公园城项目	永川	2010.03	25,946	220	15	45	576	4,200
永川.兴龙湖二期项目	永川	2010.09	29,752	248	17	41	720	5,500
涪陵.李渡项目	涪陵	2010.12	10,150	127	8	13	800	5,500
苏州.金科王府	苏州	2010.06	131,250	264	18	34	3,808	23,000
北京.金科王府	北京	2010.03	230,000	228	15	18	13,087	45,948
北京.南部项目	北京	2010.12	123,800	171	11	14	9,073	9,000
成都.牧马山三期	成都	2010.1	12,535	76	5	5	2,337	18,000
成都.成华龙潭立交	成都	2010.12	48,816	74	5	15	3,300	9,500
小计			764,996	1,716	114	234	3,269	
2011 年至目前取得土地情况								
重庆.茶园雷家桥 77 亩	重庆	2011.01	19,200	77	5	9	2,109	8,000
重庆.茶园雷家桥 268 亩	重庆	2011.01	96,000	268	18	32	2,985	9,000
苏州.吴江项目	苏州	2011.01	153,259	295	20	29	5,200	13,000
浏阳仙人湖项目二期	浏阳	2011.02	9,818	563	38	99	100	5,000
重庆荣昌	荣昌	2011.04	20,000	205	14	30	667	5,000
重庆璧山	璧山	2011.04	40,000	180	12	30	1,333	5,000



重庆开县	开县	2011.06	15,000	90	6	20	750	5,000
小计			353,277	1,678	112	249	1,417	
合计			1,863,385	7,407	531	1,129		

资料来源：公司公告

金科在 2008-2010 这 3 年内花在新增土地上的金额逐年上升，从 20 亿到 56 亿到 76 亿，可以说一直在为上市做准备。金科的拿地基本采用挂牌的方式，近 3 年内只有 2 次股权收购，1 次招标、1 次拍卖，都是北京的地。金科在二三四线城市拿地较多，在这些地区，金科特殊的拿地方式是与地方政府签署拿地协议，建设星级酒店。金科用这种“酒店置换土地”的方式跟地方政府合作，从而在获取土地资源方面有着相对优势。

09 年公司拿了 462 万平米的地，均价仅为 1200 元/平米。10 年公司拿地的均价升高至 3270 元/平米，主要是由于北京的两块地均价超过 10000 元/平米，但这相比于 09 年时的“地王价”已经低多了。金科拿地的策略和对时点的把握还是比较好的，这也帮助公司加强了对成本的控制。

2008 年，继龙湖地产转战北京、上海谋求全国扩张之后，耕耘重庆市场十年的金科集团亦开始了由重庆向外辐射的全国攻势。进京是金科打开北方区域市场的第一步，战略地位很重要。同时，为其今后进军上海等一线城市奠定了基础。北京是全国房企的战略高地，任何一家异地房企，必须攻下北京市场方敢称为全国性企业。此外，北京的项目能更快的帮助其推广品牌，扩大影响力。因此尽管京城的地价高出其他地块价格的几倍，金科还是在 2010 年以高价购置了北京的两块地。

纵观国内开发商的拿地模式，无外乎有两种，一种是以高价于城市中心区域拿地，一种是以相对低位的价格在那些目前尚不成熟但发展潜力看好的区域拿地。金科的拿地模式，恰恰就属于后一种，这种拿地方式的好处是投资少，风险小，回报高，难点在于对开发商的品牌影响力和项目运营能力要求较高。地段差还想要房子卖得好，就必须产品好、服务好，这也倒逼金科在产品和服务方面做得更好。近两年，随着企业实力的增强，金科也开始尝试在黄金地段拿业界公认的优质地块。

7. 开发品质独领行业风骚

金科在房地产开发中始终秉承“做好每个细节”的经营理念，注重个性和产品创新，从 2002 年开始，金科每年至少有一到两种新产品处在成熟期，同时亦源源不断地推出新产品，并用新产品去创造市场，用老产品去巩固市场。

品质和创新使金科的产品得到市场的认同，成为公司一直以来的市场核心竞争力，这也是公司在过去几年得以从一个销售规模仅二三十亿的地方性房地产开发公司，顺利快速成长为跻身百亿销售规模的区域龙头的核心原因。

金科集团的产品以设计新颖、质量优良、物业管理服务贴心而著称，所开发的项目获得国家知识产权局授予的“带空中院馆的住宅”、“夹层住宅”、“楼房（原创中国）”、“别墅级洋房”等四项专利，拥有“花园洋房之父”、“民居文化旗手”、“中国住宅产品专家”的业界美誉。



表 2：公司历年所获奖项及荣誉

项目名称	所获奖项	获奖时间
金科花园	获得重庆市政府颁发的第二届十佳住宅小区优秀设计奖	2000年09月
	被重庆市消费者权益保护委员会评为重庆市首届消费者满意楼盘	2001年07月
	获得中国·重庆名盘称号	2002年10月
	获得重庆市政府颁发的第三届十佳住宅小区称号	2002年11月
中华坊	获得中国住交会等评选的中国名盘称号	2003年11月
	率先通过重庆市建委AAA级住宅性能认定评审	2005年04月
金沙水岸	获得中国建筑文化中心颁发的中国十大水景名盘称号	2003年11月
	被评为中国十佳品牌楼盘	2004年03月
	被评为中国西部生态景观示范十大楼盘	2004年08月
天湖美镇	获得中国西部生态景观示范十大楼盘称号	2004年08月
	获得“2004年中国住宅十大名盘”荣誉称号	2004年08月
	获得2005重庆地产年度榜十大名盘荣誉称号	2006年01月
	获得“绿色生态住宅小区”称号	2006年10月
	被评选为重庆市十佳住宅小区	2006年11月
	荣获重庆城市开发协会颁发的重庆优秀住宅小区金奖	2008年4月
绿韵康城	获得中国西部生态景观示范十大楼盘称号	2004年08月
	通过重庆市建设技术发展中心AA级住宅性能认定预评审	2005年04月
	获得重庆市建设委员会举办的2006重庆十佳小区评选十优小区第一名	2006年11月
	获得中国房地产业协会等颁发的2007年度“广厦奖”（住宅类）	2008年03月
	房地产行业综合性大奖“中国广厦奖”	2008年03月
天籁城·美社	被评选为重庆市十佳住宅小区	2004年11月
	独家荣获重庆市建设委员颁发“绿色生态住宅小区”称号	2005年04月
重庆廊桥水岸	获得“CIHAF中国名盘”称号	2005年10月
	获得重庆广厦奖住宅类项目金奖	2007年03月
重庆·东方王榭	获得中国·住交会“中国名盘”称号	2006年11月
	被重庆日报评选为2007年建筑重庆之上人居榜样	2007年07月
	被重庆市建委评为重庆市绿色生态住宅小区	2008年12月
金科·10年城	获得第九届CIHAF中国住交会“中国名盘”大奖	2007年12月
无锡·东方王榭	获得第九届CIHAF中国住交会“中国名盘”大奖	2007年12月
天湖美镇	获得全国土木建筑土木工程颁发的2008詹天佑大奖住宅小区优秀环境奖	2008年10月
蚂蚁SOHO	获得最具投资价值楼盘称号	2007年06月
江阴·东方大院	获得第十届中国住交会“2008住交会中国名盘”称号	2008年12月
重庆·太阳海岸	第17届中华建筑金石奖	2009年9月
金科王府	2010中国房地产地方项目品牌价值TOP10	2010年9月
金科·廊桥水乡	2010中国房地产地方项目品牌价值TOP10	2010年9月



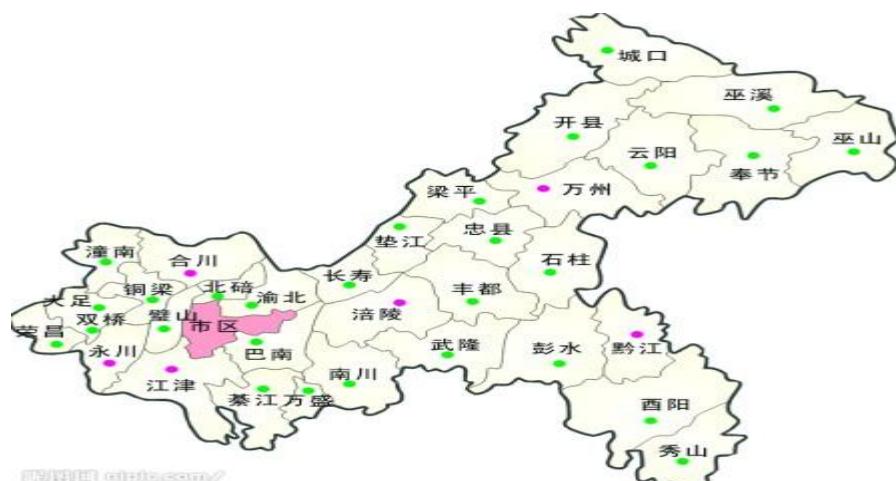
8. 建安控制能力优良

作为一家重庆发展起来的房地产企业，金科拥有良好的建安控制能力。重庆地势多山，前期的土地开发成本、建安成本等都高于平原地区，但重庆的房价很长时间都停滞在 3000-4000 元/平米。激励的市场竞争环境，塑造了公司建安控制及成本控制的能力。金科每平方米 2500 元的建安成本属于行业中中等偏低水平，如果考虑公司在园林设计绿化中的投入，实际的成本控制能力更强些。

二、大重庆篇

重庆幅员面积 8.24 万平方公里，南北长 450 公里，东西宽 470 公里。全市共辖 19 个区：万州区、涪陵区、渝中区、大渡口区、江北区、沙坪坝区、九龙坡区、南岸区、北碚区、万盛区、双桥区、渝北区、巴南区、黔江区、长寿区、江津区、合川区、永川区、南川区；21 个县（自治县）：綦江县、潼南县、铜梁县、大足县、荣昌县、璧山县、开县、忠县、梁平县、云阳县、奉节县、巫山县、巫溪县、城口县、垫江县、武隆县、丰都县、石柱县土家族自治县、彭水苗族土家族自治县、酉阳土家族苗族自治县、秀山土家族苗族自治县。

图 8：重庆市地图



资料来源： 第一创业证券研究所

1. 固定资产投资拉动经济增长趋势明显

从表 1 可以看出，1998-2010 年，资本形成总额、最终消费和净流出对重庆经济增长的年平均贡献率分别为 69.8%、41.4% 和 -11.2%。投资对重庆经济增长的贡献率最大，在经济增长过程中起到了非常重要的作用。“十一五”时期，314 总体部署、统筹城乡综合配套试验区、两江新区、国家中心城市等一系列区域开发政策，让重庆发展的国家战略地位进一步凸



显，伴随着工业化、城市化的高速推进，投资率延续上升走势（见图 1），但受适度从紧的宏观政策影响，“十一五”重庆市投资贡献率回落为 57.9%。

表 3：重庆市资本形成总额对 GDP 的贡献率

年份	GDP 年均增长率	资本形成总额	
		贡献率	拉动力
1998-2000	8.4	57.6	4.8
2001-2005	11.1	79.6	8.8
2006-2010	14.9	57.9	8.6
其中： 2006	12.4	58.6	7.3
2007	15.9	58.2	9.3
2008	14.5	56	8.1
2009	14.9	62.4	9.3
2010	17.1	55.4	9.5
1998-2010 年	11.9	69.8	4.9

数据来源：重庆市统计年鉴，第一创业研究所

2. 房地产市场发展势头迅猛

从上图可以看出：重庆市商品房市场保持快速增长势头，前三季度，重庆市施工面积为 1.85 亿平米，同比增加 26.5%；住宅施工同比增加 24%，销售面积为 2918 万方，同比增加 11.6%，其中住宅销售面积为 2682 万方，同比增加 9.1%，销售金额为 1412.58 亿元，同比增加 36.2%，其中住宅销售金额为 1237.69 亿元，同比增加 30.8%。

图 9：重庆与北京、上海房地产投资增速比较

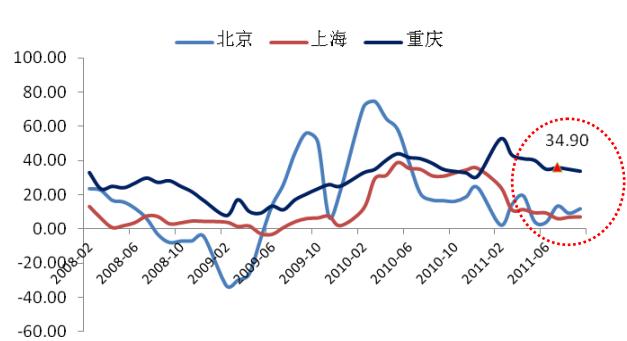
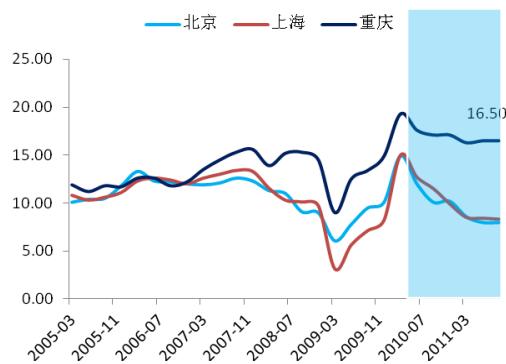


图 10：重庆与上海、北京 GDP 增速比较 单位：%



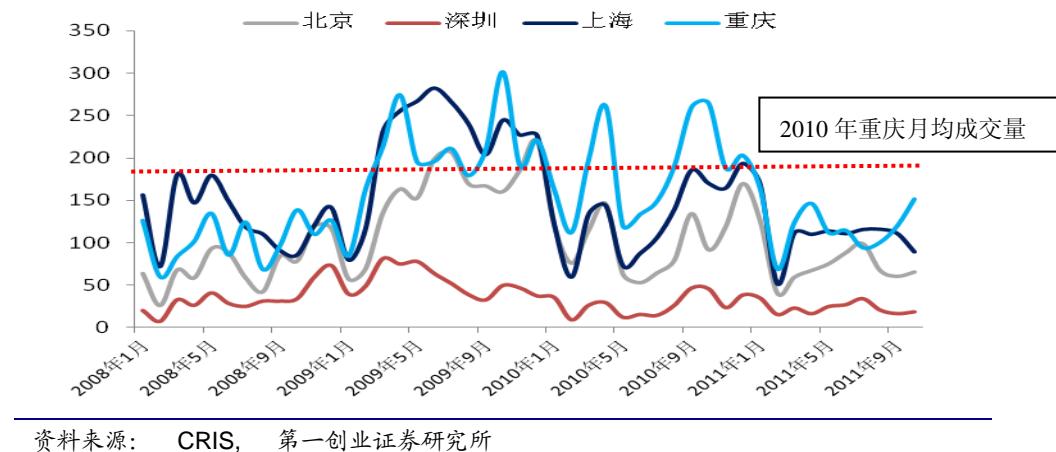
资料来源：第一创业证券研究所

3. 商品房成交并未严重萎缩：

重庆是目前唯一没有实施限购政策的直辖市，但由于受中央宏观调控政策预期影响，近几月商品房成交量也出现了一定程度下滑，但总体来看，情况要好于实施限购政策的城市。



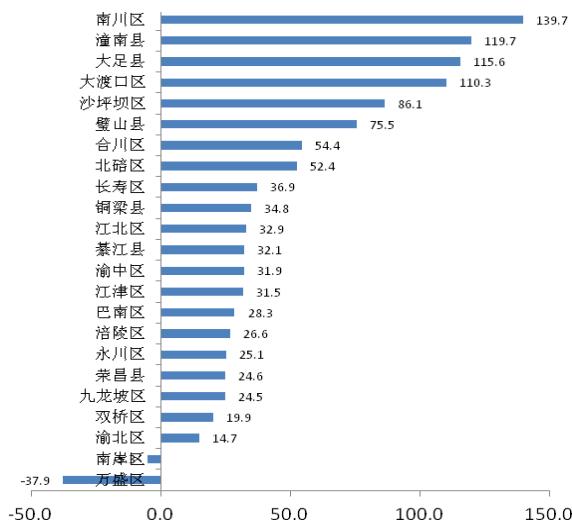
图 11：商品房成交量对比



资料来源：CRIS, 第一创业证券研究所

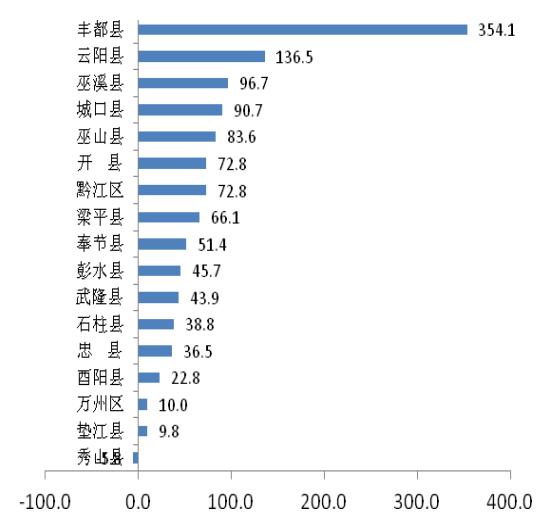
4. 三线城市房地产投资正当时

图 12：重庆 1 小时经济圈区域房地产投资增速同比



资料来源：重庆市 2010 统计年鉴，第一创业证券研究所

图 13：重庆两翼区域房地产投资增速同比



公司实施的大重庆战略，为公司启动快速发展和扩张引擎，公司意欲在未来 5 年布局于重庆周边县市，深耕大西南区域，“立足西南，拓展全国”，从图中可以看出，重庆辖区的县市房地产新增投资基本上都保持较快增长势头，目前公司以获取项目的开县、巫山、荣昌、永川、涪陵、璧山的房地产投资同比增速分别为 72.8%，83.6%，24.6%，25.1%、26.6% 和 75.5%，增速远远高于全国平均水平。二三线城市城市化进程要远滞后于一线城市，商品房发展的历程较短，人们对住房需求较为强烈，这也为公司业务的拓展和销售业绩的提升奠定了刚性基础。



三、估值篇

1. 重估净资产 (RNAV) 估值分析

表 4：公司 2011-2013 年结算预测及 RNAV 测算

项目	城市	获取时间	结算面积 (万方)			结算收入 (百万元)			RNAV(百万)
			2011	2012	2013	2011	2012	2013	
重庆.十年城	重庆		8	10	12	480	600	720	484
重庆.西城大院	重庆		6	8	14	360	480	840	458
成都.金科一城	成都		11	10	11	660	600	660	409
无锡.观天下	无锡	2007	10	3		600	180		177
无锡.东方玉榭	无锡	2007	5	2.52		300	151		90
重庆.阳光小镇	重庆	2008.01	12	12	12	720	720	720	764
无锡.万博商业广场	无锡	2008.01	2	6	6	120	360	360	180
北京.帕提欧庄园	北京	2008.02	6	5	6	360	300	360	63
重庆.VISAR 国际	重庆	2008.05		4	5	-	240	300	117
江阴.东方大院	江阴	2008.05	5			300			75
长沙.东方大院	湖南	2008.04	15	10	5	900	600	300	408
重庆.廊桥水乡	重庆	2009.12		20	30		1,200	1,800	3,458
涪陵.世界走廊	涪陵	2009.06		6	6		360	360	198
涪陵.天湖小镇项目	涪陵	2009.06		12	12		720	720	419
涪陵.南门山项目	涪陵	2009.11		4	4		240	240	56
浏阳.仙人湖项目一期	浏阳	2009.06							694
无锡.城南世家	无锡	2009.1	8	10	15	480	600	900	874
无锡.新区项目	无锡	2009.1		10	16		600	960	681
江阴.东方王府	江阴	2009.11	15	7	10	900	420	600	350
成都.廊桥水乡	成都	2009.2	4	8	10	240	480	600	1,227
重庆.龙头寺项目	重庆	2010.1		8	11		480	660	12
重庆.茶园新区项目	重庆	2010.12							445
重庆.天豪两路用地	重庆	2010.06			2			120	28
永川.中央公园城项目	永川	2010.03	10	15	20	600	900	1,200	705
永川.阳光小镇	永川	2010.09		10	15		600	900	526
涪陵.李渡项目	涪陵	2010.12							126
苏州.金科王府	苏州	2010.06							2,593
北京.金科王府	北京	2010.03							2,405
北京.廊桥水岸	北京	2010.12							158
成都.牧马山三期	成都	2010.1							318
成都.成华龙潭立交	成都	2010.12							246
重庆.茶园雷家桥 77 亩	重庆	2011.01							139
重庆.茶园雷家桥 268 亩	重庆	2011.01							510
苏州.吴江项目	苏州	2011.01							704
浏阳仙人湖项目二期	浏阳	2011.02							1,066
重庆荣昌	荣昌	2011.04							248



重庆璧山	璧山	2011.04		158
重庆开县	开县	2011.06		158
合计			7,620 10,831 13,320	21,412

资料来源：公司公告，第一创业证券研究所

基于上述结算假设，我们预测公司 2011-2013 年营业收入（考虑园林业务部分的收入）分别为 82.67 亿元、114.7 亿元和 149.2 亿元，净利润水平分别为 11.5 亿元、16.3 亿元和 19.8 亿元，EPS 分别为 0.99 元、1.41 元和 1.71 元，对应 PE 水平为 10.7 倍、7.6 倍和 6.2 倍。

按重组后 11.58 亿股本和较为保守的均价测算，金科股份 RNAV16 元，其中开发类 RNAV15.5 元、出租类（金科大酒店等）0.55 元。

表 5：公司 RNAV 估值（为贴现后数据）（单位：百万元）

RNAV(开发)	房地产开发	21,412
	净负债	3,370
	开发合计	18,042
RNAV(出租)	经营出租	600
RNAV 测算	开发出租合计	18,642
	总股本	1,159
	公司估值	16

来源：公司公告，第一创业研究所

2. 股价催化剂-市政园林业务有望取得突破性进展

公司旗下还全资控股两个园林公司，凯尔辛基园林和展弘园林：

展弘园林：金科集团旗下的全资子公司，成立于 2006 年，注册资本 4500 万元，总资产接近 4 亿元，公司具备城市园林绿化三级资质。自有重庆沙坪、重庆涪陵、成都观胜苗圃 15000 余亩，能够向社会提供各类花木、盆景、草坪等观赏植物 1000 余种，并生产经营多种新、奇、特苗木及花卉。

凯尔辛基园林：金科集团旗下的全资子公司，成立于 2005 年，注册资本 2208 万元，总资产约 4.3 亿元，公司具有园林施工贰级资质和设计乙级资质。现拥有景观设计师、结构工程师、造价师、园艺工程师及各类专业技术人员 260 人，并在涪陵区在建 15000 亩苗圃基地。

两家园林公司除负责金科集团旗下项目的小区设计和园林建设之外，还与国内知名开发商：万科、保利地产、恒大地产、华润置地等有项目合作。两家园林公司均有较强的经营资质和较独立的经营能力，控股两家苗圃子公司将为公司进军市政园林打下良好基础。

3. 大重庆战略使公司业绩于未来三年步入快车道

公司 2011 年前三季实现销售金额 98 亿元，目前预收款大约为 150 亿，若按 15.5% 的净利润水平估算，上述销售金额锁定 EPS 约 2.05 元，为未来业绩释放提供了坚实的保障

我们对 company 未来三年盈利预测关键假设如下：

- 1、未来三年房地产调控政策不会进一步趋紧或有放松之势；
- 2、假设公司房地产项目结算进度如表 4 进行；



3、由于报建、建筑设计以及与工程建设相关的推广工作的前期积累，
二、三期的营运能力越往后越快，导致存货周转较前期开发项目明显加快；
4、期间费用等占主营收入的比重维持在 2011 年水平，所得税率 25%，
营业税率 5%，土地增值税按照级差利率测算。

5、该预测以目前拥有的项目为基础，未考虑公司未来新增项目或收购
股权带来的盈利增长。

表 6：盈利预测简表

单位：万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	72	84	826,711	1,147,924	1,492,299
同比（%）	122.2%	16.1%	984417.6%	38.9%	30.0%
营业毛利	30	60	271,680	377,984	491,379
同比（%）	206.5%	98.1%	456094.0%	39.1%	30.0%
归属母公司净利润	1,663	2,397	115,009	163,168	198,270
同比（%）	69.3%	44.2%	4697.2%	41.9%	21.5%
总股本（万股）	115,854.0	115,854.0	115,854.0	115,854.0	115,854.0
每股收益（元）	0.01	0.02	0.99	1.41	1.71
ROE	3.8%	5.2%	25.1%	26.2%	24.2%
P/E（倍）	742.1	514.7	10.7	7.6	6.2

资料来源：公司公告，第一创业证券研究所

表 7：财务预测与估值



资产负债表

会计年度	单位: 百万元				利润表	单位: 百万元			
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	231.0	29,210.1	34,192.7	40,212.7	一、营业收入	0.8	8,267.1	11,479.2	14,923.0
货币资金	227.0	24,365.0	28,656.2	33,921.5	减： 营业成本	0.2	5,550.3	7,699.4	10,009.2
交易性金融资产	0.0	31.8	31.8	31.8	营业税金及附加	0.1	525.7	733.8	953.9
应收款项	0.0	110.3	148.2	192.7	销售费用	0.0	434.8	603.8	784.9
预付款项	0.0	1,583.5	2,111.4	2,744.9	管理费用	7.2	367.6	413.9	726.9
存货	0.0	122.0	247.6	324.3	财务费用	-5.9	58.2	132.9	132.8
其他流动资产	4.0	2,997.5	2,997.5	2,997.5	资产减值损失	-14.4	-120.6	0.7	0.9
非流动资产	239.6	931.3	919.4	907.6	加： 公允价值变动收益	0.0	-0.6	0.0	0.0
股权投资	71.2	106.1	106.1	106.1	投资收益	5.6	13.7	29.7	29.7
债权与公允价值资产	4.5	295.0	295.0	295.0	其中： 联营企业收益	0.0	3.4	29.7	29.7
固定资产	11.4	145.6	136.4	127.3	二、营业利润	19.1	1,464.1	1,924.4	2,344.1
在建工程	0.0	22.0	22.7	23.4	加： 营业外收入	12.8	43.8	45.1	46.4
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减： 营业外支出	0.0	29.6	64.7	72.9
无形及递延性资产	0.0	128.1	124.6	121.1	三、利润总额	31.9	1,478.3	1,904.7	2,317.7
其它非流动资产	152.5	234.6	234.6	234.6	减： 所得税费用	7.9	334.5	285.7	347.7
资产总计	470.5	30,141.5	35,112.1	41,120.2	四、净利润	24.0	1,143.8	1,619.0	1,970.0
流动负债	7.8	13,477.7	16,829.4	20,867.4	归属母公司净利润	24.0	1,150.1	1,631.7	1,982.7
短期借款	0.0	1,505.8	1,505.8	1,505.8	少数股东损益	0.0	-6.3	-12.7	-12.7
应付账款	0.0	1,658.9	2,212.0	2,875.6	五、总股本(百万股)	1,158.5	1,158.5	1,158.5	1,158.5
预收帐款	0.2	7,826.8	10,436.1	13,567.0	EPS (元)	0.02	0.99	1.41	1.71
其它流动负债	7.6	2,486.3	2,675.5	2,918.9					
非流动负债	0.0	11,873.7	11,873.7	11,873.7					
长期借款	0.0	6,796.4	6,796.4	6,796.4					
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它非流动负债	0.0	5,077.4	5,077.4	5,077.4					
负债合计	7.8	25,351.5	28,703.1	32,741.1					
少数股东权益	0.0	203.0	190.4	177.7					
股本	250.0	1,158.5	1,158.5	1,158.5					
资本公积与其它	142.2	146.6	146.6	146.6					
留存收益	70.5	3,281.9	4,913.6	6,896.3					
股东权益合计	462.8	4,587.0	6,218.7	8,201.4					
负债和股东权益	470.5	30,141.5	35,112.1	41,120.2					

现金流量表

会计年度	单位: 百万元				主要财务比率				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1.9	17,103.9	4,395.2	5,369.0	成长能力				
净利润	24.0	1,143.8	1,619.0	1,970.0	营业收入	16.1%	984417.6%	38.9%	30.0%
折旧摊销	-11.3	-117.2	13.3	13.5	营业毛利	98.1%	456094.0%	39.1%	30.0%
财务费用	-2.7	58.2	132.9	132.8	主业盈利	25.1%	20558.8%	46.1%	20.7%
投资损失	-5.6	-13.1	-29.7	-29.7	母公司净利	44.2%	4697.2%	41.9%	21.5%
营运资金变动	9.7	8,369.1	2,659.6	3,282.4	获利能力				
其它变动	-12.2	7,663.1	0.0	0.0	毛利率	70.9%	32.9%	32.9%	32.9%
投资活动现金流	3.5	-43.7	29.0	29.0	主业盈利/收入	-808.4%	16.8%	17.7%	16.4%
资本支出	18.9	-22.7	-0.7	-0.7	ROS	2855.1%	13.8%	14.1%	13.2%
长期投资	-16.0	-23.0	0.0	0.0	ROE	5.2%	25.1%	26.2%	24.2%
其它变动	0.6	1.9	29.7	29.7	ROIC	5.2%	8.9%	11.1%	11.9%
筹资活动现金流	0.0	2,909.3	-132.9	-132.8	偿债能力				
债务融资	0.0	3,230.0	0.0	0.0	资产负债率	1.7%	84.1%	81.7%	79.6%
权益融资	0.0	200.0	0.0	0.0	利息保障倍数	-4.1	19.6	12.2	14.8
其它变动	0.0	-520.7	-132.9	-132.8	速动比率	29.20	1.94	1.84	1.77
汇率变动影响	0.0	0.0	0.0	0.0	经营现金净额/当期债务	#DIV/0!	11.36	2.92	3.57
现金净增加额	5.3	19,969.4	4,291.2	5,265.2	营运能力				
					总资产周转率	0.00	0.27	0.33	0.36
					应收账款天数	#DIV/0!	4.80	4.65	4.65
					存货天数	#DIV/0!	7.92	11.58	11.66
					每股指标(元)				
					主业盈利/股本	-0.01	1.20	1.75	2.11
					每股经营现金流	0.00	14.76	3.79	4.63
					每股净资产	0.40	3.78	5.20	6.93
					估值比率				
					P/E	514.65	10.73	7.56	6.22
					P/B	26.66	2.81	2.05	1.54
					P/S	14693.68	1.49	1.07	0.83
					EV/EBITDA	-134.99	8.00	6.00	4.00

资料来源：公司公告，第一创业证券研究所

免责声明：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则后果自负。

投资评级：

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120