

金科股份 (000656.SZ) 综合类行业

评级：买入 首次评级

公司研究

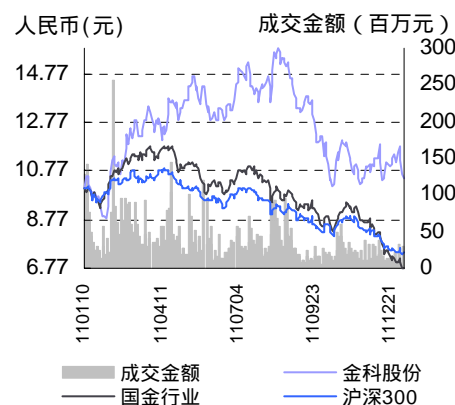
市价 (人民币) : 11.33 元

品牌 潜力 新利润增长点

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	216.48
总市值 (百万元)	12,176.26
年内股价最高最低 (元)	15.84/8.85
沪深 300 指数	2901.22
深证成指	11568.17



公司基本情况 (人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益 (元)	0.066	0.095	0.944	1.262	1.609
每股净资产 (元)	1.76	1.85	6.22	11.94	19.27
每股经营性现金流 (元)	-0.08	0.02	1.03	-0.52	14.77
市盈率 (倍)	237.60	96.98	11.49	8.59	6.74
行业优化市盈率 (倍)	54.05	51.14	51.04	51.04	51.04
净利润增长率 (%)	69.31%	43.43%	4483.70%	33.74%	27.52%
净资产收益率 (%)	3.79%	5.15%	70.26%	48.97%	38.70%
总股本 (百万股)	250.04	250.04	1,158.54	1,158.54	1,158.54

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **引入现代企业制度，先行激励完善治理结构：**公司是起步于重庆的民营地产公司代表，也是最有潜力的二线地产公司之一。在引入现代企业制度后，解决了管理者能力有限与企业规模扩张之间的矛盾。并且公司在上市前即完成了管理层股权激励，完善了公司治理结构，为公司长足发展打下基础。
- **注重产品创新，经营策略能够与时俱进：**公司的产品创新能力为市场所认可，被誉为“洋房专家”，好的产品为公司树立了好的品牌。随着市场发展和政策导向转变，公司调整产品结构提高刚需型产品比例到 70%，与市场需求相符合的产品结构有助公司未来销量保持稳定。
- **发展战略回归中西部：**在公司新的区域战略中，重庆为中心的中西部投入比重提高到 60%，长三角和环渤海地区分别占 20%。我们测算中西部房价收入比在 5.5 左右，而东部地区为 8；00-10 年间东、中、西部人均住宅增量为 8.9、6 和 7.8 平米，即中西部在房价水平和居住条件改善方面的潜力都高于东部。另一方面，中西部地区发展提速，11 年 GDP 名义增速、工业增加值、固定资产投资和商品房销售额增速均高于东部地区，此时将开发重心转向中西部也是比较好的实际。
- **积极培育新利润增长点。**公司园林业务有望于 12 年获得一级资质，不仅可扩大公司项目承接规模，还能够使公司园林业务能够实现从住宅绿地向市政绿地的转变，这将明显提升公司园林业务的盈利水平，因为一般市政园林业务的毛利率为地产园林的两倍左右，届时这部分业务规模的增长不但成为公司新利润增长点，也将明显提升公司整体估值水平。

投资建议

- 预计公司 11-13 年每股收益 0.94、1.26 和 1.61 元，市盈率分别为 11.49、8.59 和 6.74 倍。我们看好公司未来跻身一线地产公司的潜力，给予 12 年 11-12 倍市盈率，目标价格 13.38-15.12 元，建议买入。

风险

- 需求萎缩超出预期，销售不达目标。

曹旭特 分析师 SAC 执业编号：S1130511030006
(8610)66211658
caoxt@gjzq.com.cn

张慧 联系人
(8610)66216760
zhang_hui@gjzq.com.cn

内容目录

14 年发展之路	4
理念先进的民营地产商	5
家族企业控制权明晰	5
推行现代企业制度	5
股权激励完善治理结构	6
考核明晰经营高效	6
坚持创新与时俱进	7
产品重研发重品质	7
与时俱进调整产品结构	8
进军园林寻求新的增长点	8
回归中西部 发展大重庆	9
“622” 的全国布局和 “1030” 大重庆战略	9
中西部发展大有潜力	10
深耕重庆大有可为	11
大重庆有大市场	12
经济加速发展	13
民生共富 发展模式自下而上	13
盈利预测与估值	14
风险提示	14
附录：三张报表预测摘要	16

图表目录

图表 1：公司发展历程	4
图表 2：地产销售情况（单位：万平米、亿元）	5
图表 3：各年新增项目（单位：万平米）	5
图表 4：公司股权结构	5
图表 5：公司股权结构	6
图表 6：可售储备获取年度分布	7
图表 7：销售额存货周转率比较	7
图表 8：九代洋房	7
图表 9：07 年以来新增项目容积率分布	8
图表 10：东方园林市政与地产园林毛利率	9
图表 11：东方园林市政与地产园林毛利率	9
图表 12：公司区域分布	10
图表 13：东中西部房价收入比频次分布	10

图表 14：东中西部人均住宅面积增量	11
图表 15：东中西部 11 年主要经济指标增速	11
图表 16：重庆各区县城镇居民人均住宅面积.....	12
图表 17：各区县房价收入比.....	12
图表 18：重庆十二五实现共富具体目标及 11 年完成情况.....	14
图表 19：开发项目盈利预测.....	15

14 年发展之路

- 自 98 年公司前身浩源物业成立至今已有 14 年历史，同年公司进军房地产业。07 年公司迈出异地扩张第一步，并引入战略投资者，完成股权激励，公司发展提速。11 年实现借壳上市，进入发展新阶段。
- 公司的历史可以追溯到 1993 年。93 年黄红云先生进入涪陵乡镇企业局直属的一家建筑公司担任总经理，之后经过股份改造成为该公司董事长。
- 98 年，公司进入重庆市场，成立浩源物业，同年更名金科达物业，进入房地产开发领域。2000 年，公司更名为金科集团。
- 07 年，公司迈出异地扩张第一步，进入无锡市场；同年引入战略投资者红星家具。08 年再引战略投资，同时对管理层完成股权激励，公司走上快速发展阶段。
- 09 年，奇峰集团和宏信置业将持有的 ST 东源合计 13.42% 的股权转让给金科投资，金科投资成为 ST 东源第二大股东；11 年，公司实现借壳上市。

图表1：公司发展历程



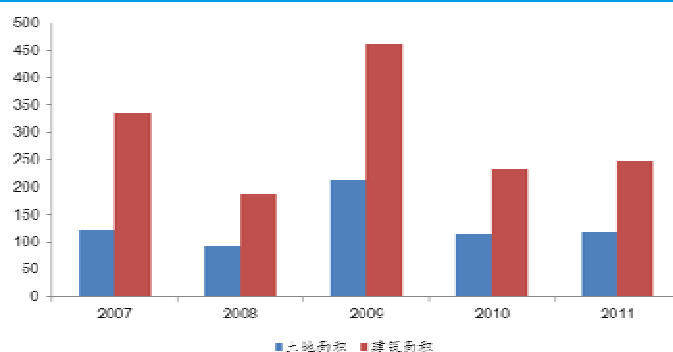
来源：国金证券研究所，公司公告，公司网站

- 经过 14 年的发展，公司目前房地产业务已经遍布北京、重庆、成都、江阴、无锡等 14 个城市，储备规模达到 1200 万平米。11 年公司销售规模约达 140 亿元和 181 万平米，销售金额和面积分别位列全国房企销售排行榜第 25 和 19 位。

图表2：地产销售情况（单位：万平米、亿元）



图表3：各年新增项目（单位：万平米）



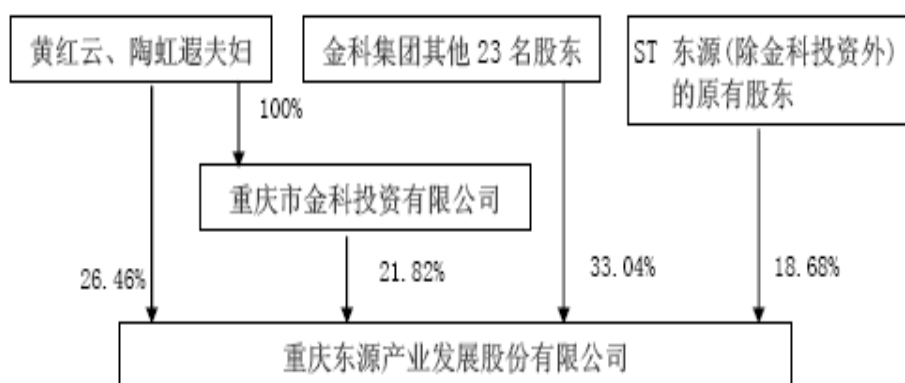
来源：国金证券研究所，公司公告

理念先进的民营地产业商

家族企业控制权明晰

- 从股权结构上看，公司属于家族式企业，这使得公司控制权明晰，能够在管理和经营上落实先进的理念。
 - 公司创始之初仅有黄红云、黄一峰两位股东；08 年以前除红星家具外全部由黄氏家族成员持股；08 年股权激励以及再引战略投资者后，公司的股东主要有三类，黄氏家族成员、公司高管和战略投资者；重组后公司股东增加一类，即 ST 东源原有股东。
 - 公司实际控制人黄红云和陶虹霞夫妇合计控股公司 48.28%，黄氏家族合计持股达 58.9%，管理层及管理层控股公司持股 5.18%，战略投资者持股 17.23%，ST 东源原有股东持股 18.68%。公司股权结构简单，控制权明晰，这为公司落实先进的管理和经营理念提供可能。

图表4：公司股权结构



来源：国金证券研究所，公司公告，公司网站

推行现代企业制度

- 作为民企，公司在资源上相对国企处于弱势，但在管理模式和激励方式的选择上较国企却更为灵活。如果管理理念先进，就能够通过更好的治理管理提升企业竞争力。
- 参照现代企业制度，所有权、经营权分离。现代企业的一大特点就是所有权与经营权的分离，这能够使企业发展不受所有人能力和精力的制约。而

早在 07 年，公司就开始启动职业经理人制度建设，为公司长期发展打下基础。

- 尽管在股权结构上黄氏家族绝对控股，但在管理结构上家族成员对公司经营参与不多，所以公司不存在家族企业“任人唯亲”导致管理经营水平不高的风险。而作为家族绝对控股的民营企业，能够采取两权分离的治理结构，也反映了所有者的远见和魄力。
- 在公司发展初期，公司主要以“空降”方式招揽人才，这也符合当时公司市场追逐者的地位。而随着企业的发展，公司已经建立了较为成熟内部培养和提拔机制，缓解了公司在成长中可能遇到的人才缺乏问题。

股权激励完善治理结构

- 在现代企业中，所有权经营权分离能够带来“分工效果”和“规模经济”，但随之而来也会产生代理问题，而公司早在 08 年即完成股权激励，解决了代理问题。
- 在公司治理中，代理问题主要是指公司所有者和经营者利益不一致而产生的问题。代理问题一般通过激励、约束和监督等机制解决，而公司家族绝对控股的股权结构使其在监督和约束机制上具有天然优势。
- 而在激励机制方面，公司已经先行一步，通过员工持股完成股权激励。08 年公司股东会决议按 10.5 元/每股出资额的价格转让股权给公司核心管理层成员和由公司员工出资成立的成长投资和展宏投资。
- 目前，公司员工直接间接持股比例达到 5.18%。激励范围不仅覆盖 9 名核心管理层成员，还通过成长投资和展宏投资覆盖中层和业务骨干 96 人。通过让员工分享公司成长收益，提升了员工积极性以及企业忠诚度，更有利于公司稳定快速的发展。

图表5：公司股权结构

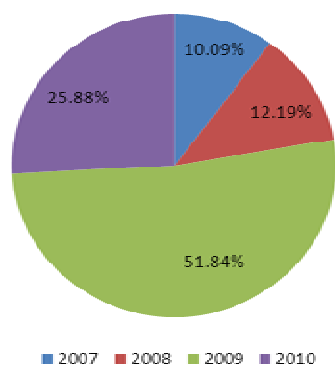
股东名称	持股比例
金科投资	21.82%
黄红云夫妇	26.46%
黄氏家族	10.50%
9 名核心高管	1.40%
47 名骨干员工出资的展宏投资	2.92%
49 名骨干员工出资成立的成长投资	0.92%
平安资本	6.79%
君丰渝地	5.18%
红星家具	4.54%
无锡润泰	0.79%
ST 东源原股东	18.68%

来源：国金证券研究所，公司公告，公司网站

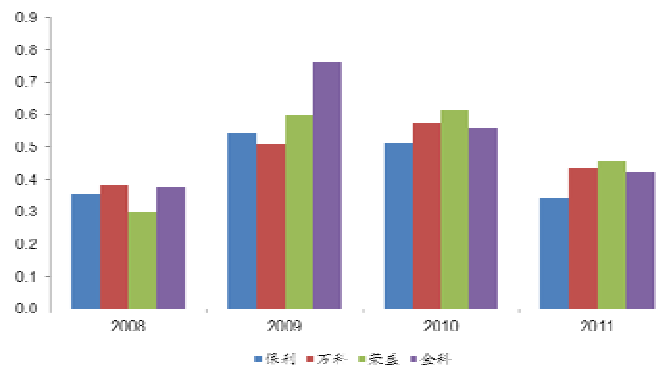
考核明晰经营高效

- 除了在公司治理上，公司积极推行现代企业制度，在经营上，公司也与时俱进，在保持项目高效周转的同时，不断进行产品研发和产品、业务结构的调整 and 改革。
- **明晰考核指标，提高周转水平。** 市场对公司较高的周转水平已经达成共识，这主要是由于公司对项目的周转率设定了清晰的考核指标，一般要求拿地后 6 个月达到可售状态。截止 10 年底，公司可售储备中 07、08 年项目仅占比 10%和 12%；周转率与其他公司相比也处于较高水平。

图表6：可售储备获取年度分布



图表7：销售额存货周转率比较



来源：国金证券研究所，公司公告（销售额存货周转率=销售额*（1-毛利率）/平均存货余额，其中11年存货余额以年初和三季度余额平均计算）

坚持创新与时俱进

产品重研发重品质

- 注重产品创新和注重产品质量是公司一直强调的成功之道。在产品创新上公司目前有四项产品专利，而在产品质量上，公司一直秉承着“建筑人居梦想”的使命和“做好每个细节”的理念。
- 以花园洋房为例，从第一个洋房产品“天籁城”开始，公司以“开发一代、研究一代”的模式打造了9代洋房，并获得“空中院馆”、“X+1夹层住宅”、“别墅级洋房”三项实用新型专利和“原创中国洋房”外观设计专利。
- 在注重研发的同时，公司也十分注重产品质量。在公司内部有项目产品点评机制，完工后公司会组织规划设计、工程施工等各个部门进行点评，不合格即返工。此外，公司产业链中的物业和园林业务，也将提升产品的整体品质。

图表8：九代洋房

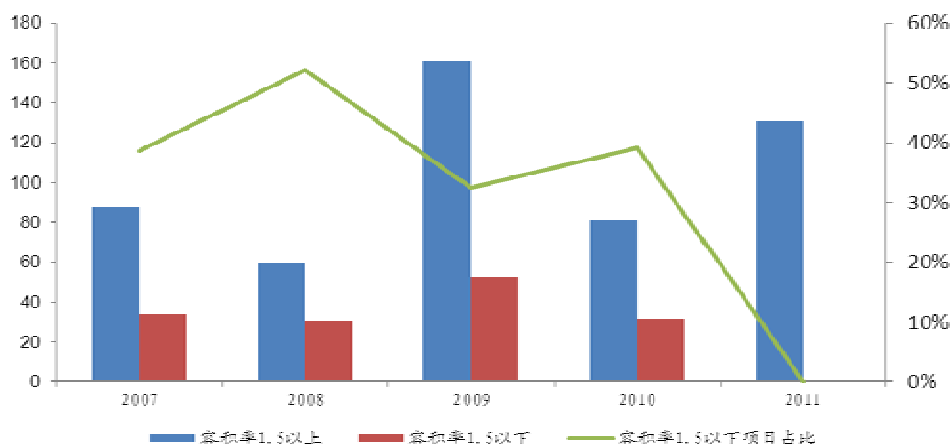
名称	年份	代表项目	产品特点
第一代	2003	天籁城·美社	院落式规划打造洋房产品，首次采用退（退台设计）、错（空间交错）、露（高层露台）、院（底层庭院）四度空间手法。
第二代	2004	天籁城·紫园	提出“更宽、更大、更健康”的理念，使得每一座退台式花园洋房都有露台、生活阳台、一步台和凸窗，延伸生活空间；将跃层主卧斜屋处层高提至2.2米以上，客厅层高提至接近4米。
第三代	2005	天湖美镇	进一步创新，人性化结合生活习惯，洁污空间、动静空间和园艺空间的布局更为合理。
第四代	2006	廊桥水岸、十年城	高层住宅采用空中院馆设计，错落分布使得层高由3米提高到6米，使得每户均有18-20平米的空中花园；洋房创意X+1设计，一层、二层设置下沉式底层庭院，三层、四层设有露台、阳台，五层、六层利用屋顶设置花园，前庭后院双向进户。
第五代	2007	东方王榭	首创中式花园洋房产品，社区规划体现徽州村落特点，白墙青瓦，明朗雅素。
第六代	2008	小城故事	利用建筑的相互错位，形成多层次庭院合围的空间。将入户花园、露台、阳台的面积进一步扩大，并提高赠送面积比重。
第七代	2009	阳光小镇	规划上强调多功能、小尺度的开放过渡空间，以休闲建筑为特点，户型采用全明设计；户型采用了一种业主自由度大的设计，使得业主可以根据自己的喜好对房间进行改造。
第八代	2010	公园王府	层高设定为3.2米，充分考虑装修后的空间，保证居住的舒适度；引入智能电梯召唤、普罗巴克电子指纹密码锁等现代科技。
第九代	2011	成都天籁城	楼下设私家大院和私家花园入户；在园林景观设置五重植物体系以构成缓坡式园林庭院，以草坪、地被、灌木、小乔木、大乔木的层次过渡来形成一步一景、浑然天成的视觉体验。

来源：国金证券研究所

与时俱进调整产品结构

- **从洋房专家到“7030”战略，与时俱进调整产品结构。**公司在洋房产品上的研发创新一直为市场津津乐道，公司也因此被誉为“洋房专家”。但随着政策和市场环境的变化，公司也在积极完善产品线，提高中小户型和高层住宅比例。目前公司的产品战略可以概括为“7030”战略，即70%的民生产品和30%的改善型需求产品。
 - 近年来公司拿地也更加侧重普通住宅，09-11年容积率在1.5以下的项目仅占比22%，较07、08年的44%下降了22个百分点。公司并没有固守优势，坚持开发洋房产品，而是根据市场变化，改变产品结构策略，提升中小户型占比，面向刚性需求。积极转变策略，与时俱进的态度有利于公司长期发展。

图表9：07年以来新增项目容积率分布



来源：国金证券研究所

进军园林寻求新的增长点

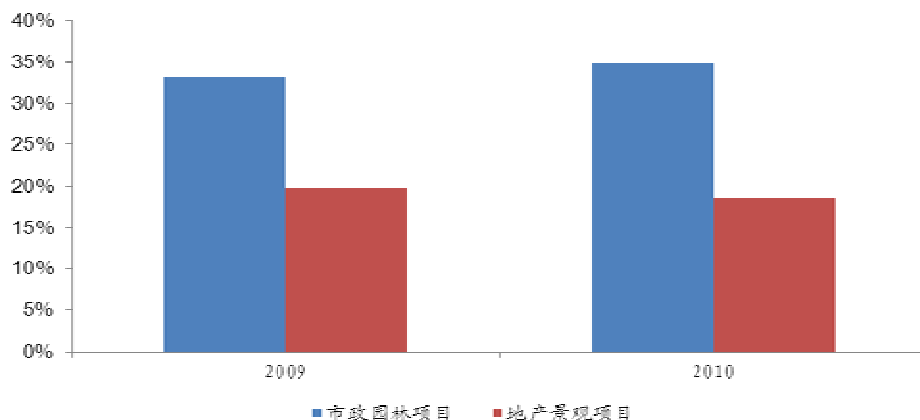
- 06年公司成立展宏园林，07年成立凯尔辛基园林，在辅助公司做好项目园林配套提升项目品质的同时，也培育了新的利润增长点，未来更有望形成新的开发模式。
 - 公司园林业务有望于12年获得一级资质，届时将有资格承揽各种规模及类型的园林绿化工程，包括综合性公园、植物园、动物园、主题公园、单位附属绿地、居住区绿地、道路绿地、广场绿地、风景林地等各类绿地和公园。
 - 对于公司而言，不仅可扩大公司项目承接规模，还能够使公司园林业务能够实现从住宅绿地向市政绿地的转变。而从东方园林09和10年的数据看，市政园林的毛利率平均在34%，而地产园林仅在18%。园林业务有望成为公司新的利润增长点。
 - 有望开创园林加地产新模式。对于园林行业来说，资金周转是行业比较关心的问题，因为一般一个项目的回款周期要在2~3年，而公司的地产业务能够为园林业务提供资金支持。此外园林与地产结合还为政府以土地抵园林工程款提供可能，有望开创园林联动拿地新模式。
 - 我们预计公司11年园林业务收入能够达到4亿元，参考棕榈园林和东方园林估值水平，能够为公司贡献13.2亿元的市值，即园林业务可贡献每股估值1.14元。

图表10：东方园林市政与地产园林毛利率

	营业收入 2011E	净利润 2011E	当前市值
棕榈园林	2457	288	8540
东方园林	2907	511	11654
金科园林公司	400	60	1320

来源：国金证券研究所

图表11：东方园林市政与地产园林毛利率



来源：国金证券研究所

回归中西部 发展大重庆

“622”的全国布局和“1030”大重庆战略

- 对于公司的区域战略，可以用两个数字来概括，就是“622 战略”和“1030 战略”，前者描述的是金科在全国的布局比重，后者描述的是金科在重庆的布局战略。
 - “622 战略”，是指金科在以重庆为中心的中西部的投入比重提高到 60%，长三角和环渤海地区分别占 20%。与此前“4321”的全国战略布局相比，即与原来重庆、长三角、环渤海和中部分别占 40%、30%、20%和 10%相比，中西部比重有所提升。
 - 公司在重庆地区的战略布局可称之为“1030 战略”，也就是用 10 年时间，进入重庆辖区的 30 个城市。目前，公司已进入涪陵、永川、荣昌、开县等 6 个区县，未来公司即将进入万州、合川、长寿等 30 个区县。
 - 对于城市级别的定位，公司坚持“一线城市做品牌，二线城市做利润，三线城市做规模”，力求一、二、三线城市协调发展、均衡布局。

图表12：公司区域分布

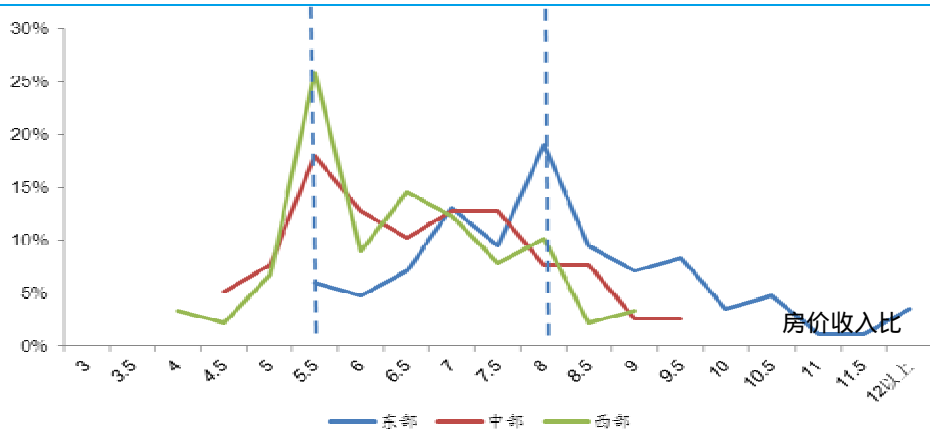


来源：国金证券研究所

中西部发展大有潜力

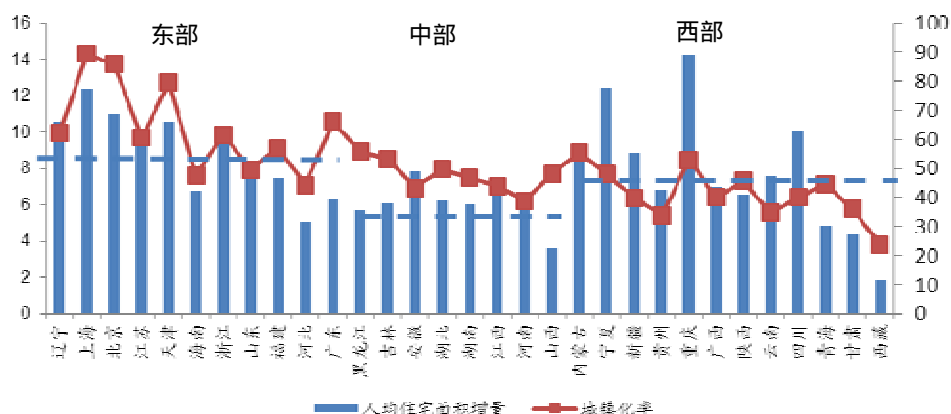
- 在公司新的区域战略中，将以重庆为中心的中西部的投入比重提高到60%，我们认为与东部相比，中西部的房地产行业具有更大的发展潜力，我们看好公司这一策略调整。
 - 从房价合理性的角度，中西部房价收入比主要集中在 5.5 左右，而东部地区主要集中在 8 左右。中西部的房价合理程度高于东部，未来随收入提高而增长的空间更大。
 - 从市场需求的满足程度看，中、西部人均住宅面积的提升水平要低于东部，市场需求提升空间也更大。我们测算了各省 00-10 年住宅销售总量，按 10 年城镇人口计算，东部、中部和西部人均住宅面积增量分别为 8.86、6 和 7.8 平米。

图表13：东中西部房价收入比频次分布



来源：国金证券研究所

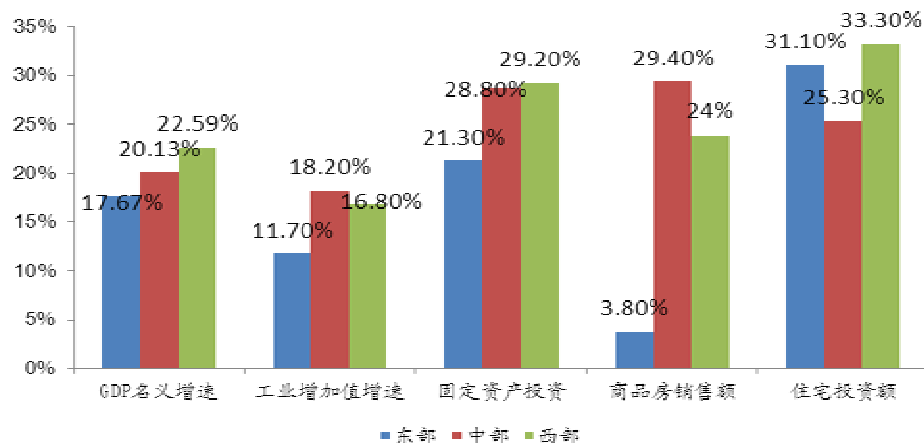
图表14：东中西部人均住宅面积增量



来源：国金证券研究所

- 另一方面，在城镇化进程加快以及国家区域开发总体战略的推动下，中西部地区经济发展明显提速。此时选择以中西部为开发重点，也是较好的时机。
 - 11 年东部地区 GDP 名义增速、工业增加值、固定资产投资和商品房销售额增速均低于中西部，住宅投资额增速低于西部地区。因为住宅投资额增速较高中含有保障房投资以及地价、建安成本相对较高等因素，总体上看，11 年中西部经济发展速度相对更高。
 - 在出口、居民收入方面，中西部省份增长也十分明显。11 年重庆、河南、贵州和江西等省市出口分别比上年增长 1.6 倍、82.7%、55.5%和 63.1%；陕西、甘肃、四川、新疆、湖北等省份居民收入增幅跑赢 GDP。

图表15：东中西部 11 年主要经济指标增速



来源：国金证券研究所（GDP 实际增速核算缺少山东、云南、海南数据）

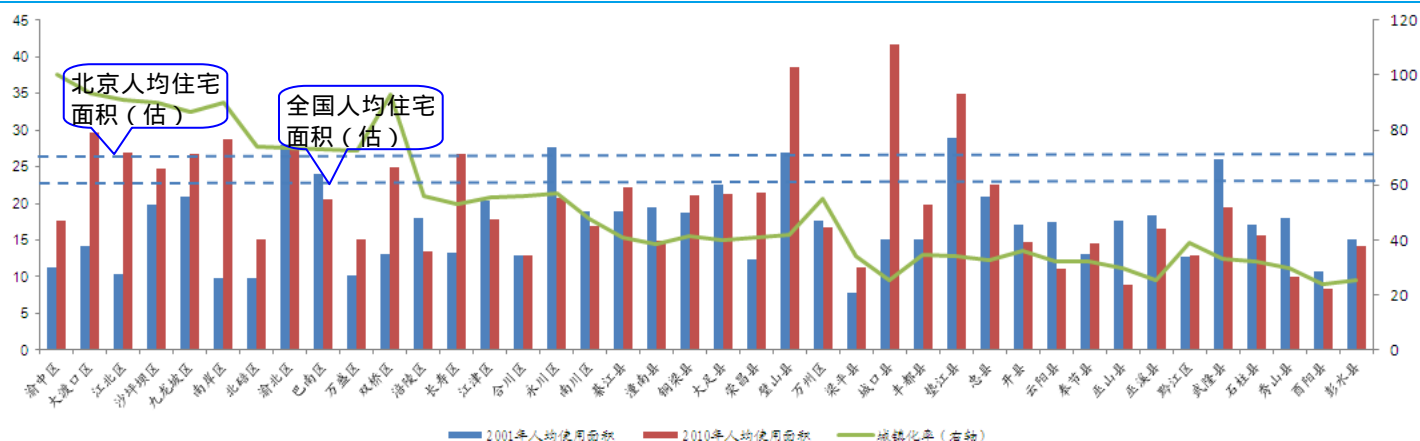
深耕重庆大有可为

- 在重庆地区，公司计划用 10 年时间，进入重庆辖区的 30 个城市。市场可能会担心重庆周边区县的市场容量和购买力能否支持公司这一策略，我们认为，这一担心是不必要的。因为重庆本身容量大，且政策上注重民生，能够形成自下而上的购买力。

大重庆有大市场

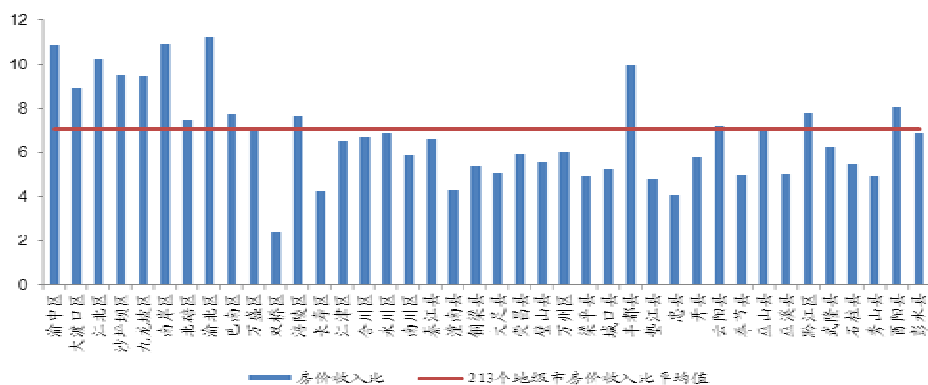
- 重庆市场供应量一直很大，市场可能会担心容量已经接近饱和。从我们测算的结果看，重庆市场还有很大的发展空间。
 - 与北京和上海不同，重庆在直辖过程中将很多地级市纳入进来，使得重庆具有“**市级行政，省级规模**”的特点。截止 10 年底，重庆市常住人口 2885 万人，与吉林省水平相当，是北京、上海和天津的 2.2、1.3 和 3.3 倍。重庆市面积 8.25 万平方公里，是宁夏省的 1.6 倍，接近江苏和浙江 10 万平方公里水平。
- 进一步分析各区县情况，重庆主城区外 31 个区县有 27 个人口超过 50 万，单个区县能够形成一定的市场需求。
 - 通过重庆统计局披露的 01 年各区县城镇人均住宅使用面积以及 02~10 年住宅销售面积测算，10 年区县平均人均住宅使用面积为 18.74 平米，有 26 个区县低于全国人均住宅面积（估）23 平米，即**大部分区县人均住宅水平低于全国平均水平，住宅需求远未饱和。**
 - 而从购买力的角度，31 个区县有 18 个人均可支配收入在 1.5 万元以上。以城镇居民可支配收入与房价作比，按人均 40 平米计算，各区县房价收入比平均为 5.96 年，25 个区县低于全国 213 个地级市房价收入比平均值 7.05。即，**重庆市场房价在全国属于较低水平，居民有能力将购房需要转化为住房需求。**

图表16：重庆各区县城镇居民人均住宅面积



来源：国金证券研究所

图表17：各区县房价收入比



来源：国金证券研究所（按人均 40 平米计算）

经济加速发展

- 从测算当前的房地产市场情况，我们认为重庆是有发展潜力的，而重庆本身经济发展也开始提速，发展潜力能够转换为发展趋势。
 - **2011 年重庆有四大经济指标增速位居全国第一：**地区生产总值 1 万亿元，同比增长 16%；工业增加值增长 23%；进出口总额增长 1.4 倍；实际利用外资同比增长 66%。十二五期间重庆计划 GDP 翻一番，年均增长 12.5%，达到上海目前的体量，人均 GDP 达到 8000 美元，相当于 2008 年北京的水平。
 - 10 年 6 月两江新区正式挂牌成立，成为继上海浦东和天津滨海的第三个副省级新区。11 年两江新区吸引 500 强企业落户超 110 家，预计到 13 年两江新区可完成产业布局，开始发挥对周边的辐射和带动作用，重庆西部经济中心的地位和作用将进一步增强。
- 此外重庆积极推动县域经济发展，更进一步提升了各区县的经济发展速度。
 - 重庆市财政坚持市与区县 25 75 的财力分配红线，市本级开支占全市一般支出的比例始终控制在 25%以内，75%用于基层和区县。
 - 十二五期间，重庆还计划加快建设万州、黔江、涪陵、江津、合川、永川等区域性中心城市。

民生共富 发展模式自下而上

- 在重视经济发展的同时，重庆也十分重视民生发展，居民生活和收入水平提高、实现共同富裕才能真正形成住宅市场的购买力。
 - 2011 年，重庆全年用于民生方面的支出达到 1350 亿元，较上年增长 46.6%，占到一般预算支出的 55%。到 2015 年，财政民生支出比重要达到 60%以上。
- **缩小差距，实现共富。**到 2015 年，重庆计划城乡居民收入差距由 3.15:1 缩小到 2.5 1 左右，“圈翼”发展差距由 2.17:1 缩小到 2 1 左右，基尼系数由 0.421 缩小到 0.35 左右，力争实现城镇居民人均可支配收入增长 75%，农村居民人均纯收入翻一番以上。
- **户籍改革加快城镇化进程。**除了提高人民收入，重庆还实施户籍改革，消除农民向城镇转移的体制性障碍。11 年重庆实现转户 322 万人，2015 年计划户籍人口城镇化率达到 50%。

图表18：重庆十二五实现共富具体目标及 11 年完成情况

	实现共富具体目标	2011 年完成情况
主要目标	到 2015 年，全市经济总量与居民收入同步倍增，城镇居民人均可支配收入增长 75%，农村居民人均纯收入翻一番以上。城乡居民收入差距缩小到 2.5 左右，“圈翼”发展差距缩小到 2 左右，基尼系数缩小到 0.35 左右。	城乡居民收入分别增长 15.5%和 22%，达到 20250 元和 6438 元。城乡差距缩小到 3.15 左右，“圈翼”人均 GDP 差距缩小到 2.17 左右，全市基尼系数降至 0.421。
促进就业	新增 330 万个就业岗位，其中工业 150 个，服务业 180 个。发展微型企业 15 万个，个体工商户增加到 150 万个，有效增加普通劳动者收入。	实施培训、输送、回引工程，建立重点产业招工用工储备制度，城镇新增就业 55 万人。创办微型企业 5 万户，带动 40 万人就业
全面推进户籍制度改革	积极稳妥地实施户籍制度改革，户籍城镇化率达到 50%，形成转户人口 30%到主城、30%到区县城、40%到乡镇的分布。	以农民工为主体的户籍制度改革开全国先河，平稳有序转户 322 万人。
拓展农民融资渠道	发展农村新型股份合作社 2000 个，实现农村“三权”抵押融资 1000 亿元以上。	组建了 30 亿元资本金的兴农融资担保公司，“三权”抵押贷款达到 180 亿元。发展农村新型股份合作社 817 个，建立起农民按股份分享经营收益的体制机制。
提高农民财产性收入	建成 2500 个农民新村，利用“地票”交易制度等办法拓宽农民财产性收入渠道。	累计交易地票 8.9 万亩，农民直接获得增值收益 124 亿元。
缩小区域发展差距	2 年消除绝对贫困，3 年实现 2000 个贫困村整村脱贫，并实行动态扶贫开发机制。	在全国率先实施贫困区县脱贫摘帽计划，实现 450 个贫困村整村脱贫，减少贫困人口 29 万人。
	把 31 个远郊区县城打造成区域经济中心，建设 500 个现代化小城镇，加快缩小区域差距。	
合理调节收入分配	继续坚持“国进民也进”的原则，发挥公有制经济在促进共同富裕中的基础性作用，确保国有资本收益的 30%用于民生。	2011 年，重庆全年用于民生方面的支出达到 1350 亿元，较上年增长 46.6%，占到一般预算支出的 55%
	加强收入分配调节，将居民收入占国民收入比例由目前的 43%提高到 50%以上。完善公共财政体制，坚持把市级财政一般预算 50%以上用于民生、75%用于区县和基层。到 2015 年，财政民生支出比重达到 60%以上。	
完善住房保障制度	建成 4000 万平方米公租房，改善中低收入群体的住房条件，大幅减少住房支出。	累计开建公租房 2871 万平方米，配租 11 万套，规模、进度和配套水平全国领先。
完善城乡社会保障体系	最低生活保障标准与经济发展水平和物价上涨“双联动”，使全市 220 万困难群众生活随经济发展而提高，不因物价上涨而下降。	
	5 年投入 3000 亿元，促进公共服务均等化，实现人人享有基本社会保障。	
	实施两大“关爱行动”，使 130 万农村留守儿童健康成长，200 万空巢老人老有所养。	新建和改扩建农村寄宿制学校 370 所，留守儿童得到全面关爱和照顾

来源：国金证券研究所

盈利预测与估值

- 预计公司 11-13 年每股收益 0.94、1.26 和 1.61 元，市盈率分别为 11.49、8.59 和 6.74 倍。我们看好公司未来跻身一线地产公司的潜力，给予 12 年 11-12 倍市盈率，目标价格 13.38-15.12 元，建议买入。

风险提示

- 调控力度超出市场预期，公司项目存在销售不畅的风险。

图表19：开发项目盈利预测

	结算面积			结算均价			毛利率			公司权益	土地增值税		
	2011	2012	2013	2011	2012	2013	2011	2012	2013		2011	2012	2013
重庆.十年城	12.00	10.00	13.60	6212	7000	7000	44%	50%	50%	100%	54	69	93
重庆.西城大院	12.00	12.00	5.00	5464	7041	7041	36%	51%	51%	100%	0	85	35
重庆.阳光小镇	12.00	15.00	15.00	6069	6800	6800	46%	52%	52%	100%	60	110	110
重庆.太阳海岸		6.92	8.00	8826	11000	11000	36%	49%	49%	100%	0	70	81
重庆.VISAR 国际		2.48	6.50	6666	9000	9000		38%	38%	100%		0	0
重庆.廊桥水乡		3.00	8.00	8000	8000	8000		55%	55%	100%		31	82
涪陵.廊桥水岸	0.23			10304	7724	7724	74%			100%	6		
涪陵.黄金海岸	8.00	8.00	11.00	4353	5417	5417	32%	45%	45%	100%	0	34	47
涪陵.天湖小镇		9.37	9.00	5359	5400	5400		39%	39%	100%		26	25
永川.中央公园城		5.08	12.00	5426	4400	4400		22%	22%	100%		0	0
无锡.观天下	7.00	4.02	4.00	8905	10000	10000	54%	59%	59%	100%	77	62	61
无锡.东方王榭	4.60	4.59	4.00	8467	8936	8936	52%	54%	54%	100%	42	50	44
无锡.米兰米兰			8.00	10070	9000	9000		36%	36%	100%		0	0
无锡.城南世家		2.00	5.00	12751	12000	12000		21%	21%	100%		0	0
无锡.万博广场		3.47	8.00	9209	9209	9209		37%	37%	100%		0	0
江阴.东方大院	6.00	6.04	8.00	7555	7080	7080	36%	32%	32%	98%	0	0	0
江阴.锦绣天成	8.48	4.00		5512	5512	5512	33%	33%		99%	0	0	
江阴.东方王府	3.00	1.48	5.00	19034	19034	19034	66%	66%	66%	98%	112	55	187
苏州.廊桥水岸			8.00		13000	13000			22%	50%			0
成都.金科一城	15.00	12.57	6.00	5844	5844	5844	31%	31%	31%	89%	0	0	0
成都.廊桥水乡			8.00	9871	9871	9871		36%	36%	51%		0	0
湖南.东方大院	9.00	9.00	8.00	8306	8306	8306	50%	50%	50%	100%	73	73	65
北京.帕提欧庄园	3.00	4.70	2.00	14954	18000	18000	40%	50%	50%	51%	13	42	18
北京.金科王府	3.00	3.00	3.00	30000	30000	30000	14%	14%	14%	45%	0	0	0
合计	103.31	126.73	165.10	7723	8272	8768	40%	43%	40%		436	707	849

来源：国金证券研究所 公司数据

附录：三张报表预测摘要
损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	0	1	1	7,979	10,483	14,476
增长率		122.2%	-8.4%	#####	31.4%	38.1%
主营业务成本	-1	0	0	-4,800	-6,009	-8,641
% 销售收入	186.7%	58.4%	30.2%	60.2%	57.3%	59.7%
毛利	0	0	0	3,178	4,473	5,835
% 销售收入	n.a	41.6%	69.8%	39.8%	42.7%	40.3%
营业税金及附加	0	0	0	-875	-1,283	-1,645
% 销售收入	65.0%	23.5%	11.9%	11.0%	12.2%	11.4%
营业费用	0	0	0	-399	-524	-724
% 销售收入	106.4%	0.0%	0.0%	5.0%	5.0%	5.0%
管理费用	-4	-9	-7	-479	-629	-869
% 销售收入	1217.5%	1271.6%	1113.7%	6.0%	6.0%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	-5	-9	-7	1,426	2,037	2,598
% 销售收入	n.a	n.a	n.a	17.9%	19.4%	17.9%
财务费用	4	1	6	33	-18	18
% 销售收入	#####	-92.6%	-884.6%	-0.4%	0.2%	-0.1%
资产减值损失	-3	-17	14	-2	0	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	12	40	6	1	1	1
% 税前利润	143.0%	290.7%	17.8%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	8	15	19	1,457	2,019	2,615
营业利润率	2352.2%	2089.5%	2856.6%	18.3%	19.3%	18.1%
营业外收支	0	-1	13	0	0	0
税前利润	8	14	32	1,457	2,019	2,615
利润率	2484.9%	1919.4%	4784.3%	18.3%	19.3%	18.1%
所得税	0	3	-8	-364	-505	-654
所得税率	-1.7%	-19.8%	24.8%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	8	17	24	1,093	1,514	1,961
少数股东损益	-2	0	0	0	52	97
归属于母公司的净利润	10	17	24	1,093	1,462	1,864
净利率	3016.4%	2298.6%	3597.9%	13.7%	13.9%	12.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	8	17	24	1,093	1,514	1,961
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	5	19	-12	3	4	5
非经营收益	-15	-44	-18	15	22	22
营运资金变动	-24	-12	11	-852	-1,669	1,704
经营活动现金净流	-26	-21	5	259	-129	3,692
资本开支	-3	-1	19	-13	-9	-10
投资	6	168	-24	14	0	0
其他	10	36	9	1	1	1
投资活动现金净流	13	203	3	2	-9	-10
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	0	0	-1,048	1,701	-1,700
其他	4	0	0	-14	-22	-55
筹资活动现金净流	4	0	0	-1,062	1,679	-1,755
现金净流量	-9	183	9	-802	1,542	1,927

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	36	218	227	-575	967	2,894
应收款项	64	13	4	378	497	686
存货	0	0	0	19,728	24,695	28,409
其他流动资产	0	113	0	1,442	1,805	2,594
流动资产	99	344	231	20,974	27,964	34,583
% 总资产	22.5%	77.3%	72.1%	98.2%	98.6%	98.8%
长期投资	321	77	76	370	369	369
固定资产	18	18	11	12	11	10
% 总资产	4.1%	4.0%	3.6%	0.1%	0.0%	0.0%
无形资产	0	0	0	9	17	23
非流动资产	342	101	90	393	399	405
% 总资产	77.5%	22.7%	27.9%	1.8%	1.4%	1.2%
资产总计	441	445	321	21,367	28,363	34,988
短期借款	0	0	0	0	1,701	0
应付款项	1	2	2	12,208	15,885	22,115
其他流动负债	18	5	6	334	470	637
流动负债	19	6	8	12,542	18,056	22,752
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	19	6	8	12,542	18,056	22,753
普通股股东权益	422	439	463	1,556	2,985	4,817
少数股东权益	0	0	0	0	52	149
负债股东权益合计	441	445	471	14,098	21,094	27,719

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.039	0.066	0.095	0.944	1.262	1.609
每股净资产	1.689	1.755	1.851	6.223	11.940	19.266
每股经营现金净流	-0.104	-0.083	0.021	1.035	-0.516	14.766
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	2.33%	3.79%	5.15%	70.26%	48.97%	38.70%
总资产收益率	2.23%	3.73%	5.07%	7.75%	6.93%	6.73%
投入资本收益率	-1.16%	-2.47%	-1.14%	68.73%	32.24%	39.22%
增长率						
主营业务收入增长率	-95.70%	122.19%	-8.37%	#####	31.38%	38.09%
EBIT增长率	-6.32%	88.75%	-22.83%	#####	42.90%	27.51%
净利润增长率	-49.79%	69.31%	43.43%	#####	33.74%	27.52%
总资产增长率	-4.63%	1.00%	5.65%	#####	32.74%	23.36%
资产管理能力						
应收账款周转天数	361.5	#DIV/0!	#DIV/0!	7.0	7.0	7.0
存货周转天数	815.6	#DIV/0!	#DIV/0!	1,500.0	1,500.0	1,200.0
应付账款周转天数	125.9	#DIV/0!	#DIV/0!	102.0	102.0	102.0
固定资产周转天数	20,433.2	8,990.9	6,286.7	0.5	0.3	0.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-8.43%	-49.70%	-49.04%	36.94%	24.18%	-58.26%
EBIT利息保障倍数	1.3	13.5	1.2	-43.8	111.4	-147.6
资产负债率	4.23%	1.45%	1.65%	88.96%	85.60%	82.08%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	2	3	5	12
买入	0	0	0	1	2
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.09	1.12

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；

持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；

减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；

卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：(8621)-61356534

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：010-6621 6979

传真：010-6621 5599-8803

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：0755-33516015

传真：0755-33516020

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区福中三路
1006 号诺德金融中心 34B