

运筹帷幄，品质取胜

投资要点：

- **重庆孕育的西南地产领军者，向一线阵营进发。**2011年8月，公司历经波折正式借壳“ST东源”上市，更名“金科股份”。公司总资产从2006年的40亿元增长到2011年末的373亿元，复合增长率高达56%；同时，归属母公司股东的净资产复合增长率高达85%；归属母公司股东的净利润复合增长率为63%。短短五年时间，金科股份从一个区域地产公司快速扩张，逐步辐射长三角地区和环渤海区。
- **三大核心竞争力构筑公司内生增长基础：**产品设计、园林景观和物业服务是金科股份具有的最核心的三大竞争力。公司规模化的扩张和增长都以这三大核心竞争力为基础，进行横向扩展和延伸。
- **未来布局以大重庆为主，辐射东部和环渤海：**未来战略发展的重点仍在大西南地区，包括大重庆、大四川、云贵地区等等，向西部拓展。未来预期的区位比例，中西部地区占比60%，东部地区20%，环渤海地区20%。在调控环境中，该战略布局一方面可以巩固公司大后方，夯实基础，另一方面大西南也是未来地产增长的重点区域。
- **给予“推荐”评级。**预计公司2012、2013、2014年为119亿、159亿和203亿元；对应的每股收益为1.21、1.57、2.25元。拆分地产和园林等业务综合测算得到的公司的合理估值在13.2到16.7元之间。公司RNAV为18.49元，当前A股价格相对RNAV折价49%，考虑到公司属于快速成长型地产公司，随着异地扩张项目的逐渐回款和大重庆新布局项目由点到面的不断增加，我们看好公司未来的成长，给予“推荐”投资评级。
- **主要风险因素：房地产行业风险**

主要财务指标

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	9,866	11,907	15,866	20,311
收入增长率%	-	20.7%	33.2%	28.0%
EBITDA(百万元)	1260	1614	2161	3210
净利润(百万元)	1069	1405	1819	2604
摊薄EPS(元)	0.92	1.21	1.57	2.25
EBIT Margin	12.5%	13.4%	13.5%	15.7%
ROE	20.6%	21.7%	22.3%	24.6%
市盈率(PE)	10.1	7.7	6.0	4.2
EV/EBITDA	11.5	7.8	6.5	3.5

资料来源：中国银河证券研究部

金科股份(000656.SZ)

推荐 首次评级

合理估值区间 13.2~16.7 元

分析师

赵强 房地产行业首席分析师

☎：(8621) 2025 2661

✉：zhaoqiang_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0260511020001

潘玮 房地产行业分析师

☎：(8610) 6656 8212

✉：panwei@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511070002

徐军平 房地产行业分析师

☎：(8621) 2025 2601

✉：xujunping@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130512050001

市场数据 时间 2012.08.20

A股收盘价(元)	9.36
A股一年内最高价(元)	15.15
A股一年内最低价(元)	9.18
上证指数	2106
市净率	2.01
总股本(万股)	1159
实际流通A股(万股)	216
限售的流通A股(万股)	942
流通A股市值(亿元)	20.26

相对上证综指表现图



资料来源：中国银河证券研究部

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

1、金科股份规模扩张和业绩增长的驱动因素

一个公司的核心竞争力是其他竞争对手较难以复制或短期内较难超越的能力,我们认为,产品设计、园林景观和物业服务是金科股份具有的最核心的三大竞争力。公司规模化的扩张和增长都以这三大核心竞争力为基础,进行横向扩展和延伸。

2、未来几年公司保持 30%以上复合增长率的驱动因素与关键假设及主要预测

公司“依托大重庆,挺进长三角,开拓环渤海,发展中等城市”的战略指导思想;秉承一线城市做品牌、二线城市做利润、三线城市做规模的发展原则,并客观分析未来宏观环境,能够保证年复合增长率在 30%以上。

我们与市场不同的观点:

市场普遍认为,公司 09 年之后的异地扩张因为受到调控影响不是很顺利,影响了公司的成长性,我们认为,无锡、北京等地区的项目,虽然一时受限购影响了回款速度,但是从打造品牌的角度来讲,都在当地树立了良好的口碑和形象,这是公司的一笔无形的财富,投资者不应过于纠结一时的回款速度问题, 我们的研究结论和实地考察显示:公司异地扩张的产品复制情况良好,都能够在当地做出特色和品牌,树立金科自己的形象;对于金科这样有着自己独特的竞争优势的公司,投资者应该坚信公司的长期投资价值,并相信公司在新一轮城镇化进程中能够把握机会,成为新一代的地产弄潮儿。

估值与投资建议:

根据我们的研究,预计公司 2012、2013、2014 年为 119 亿、159 亿和 203 亿元;对应的每股收益为 1.21、1.57、2.25 元。拆分地产和园林等业务综合测算得到的公司的合理估值在 13.2 到 16.7 元之间。公司 RNAV 为 18.49 元,当前 A 股价格相对 RNAV 折价 49%,考虑到公司属于快速成长型地产公司,随着异地扩张项目的逐渐回款和大重庆新布局项目由点到面的不断增加,我们看好公司未来的成长,给予“推荐”投资评级。

股价表现的催化剂:

- 1、公司销售不断提速,盈利能力提高。
- 3、地产股再融资的放开以促进公司外延式扩张。

主要风险因素:

房地产行业的整体风险。

目 录

一、重庆孕育的西南地产领军者，向一线地产进发.....	1
二、三大核心竞争力：产品、园林景观、物业服务.....	2
（一）产品秉承“做好每个细节”理念，不断创新进取.....	2
（二）地产园林+市政园林：双管齐下，培育利润新看点.....	3
（三）金科物业：已成功打造成业内知名品牌.....	3
三、公司土地储备战略布局和资产分析.....	5
（一）区域配比：目标大重庆 60%，长三角 20%，环渤海 20%.....	5
（二）经营策略：一线做品牌，二线做利润，三线做规模.....	8
四、苦练成本控制内功，现代企业制度逐步建立.....	10
（一）重庆地区大环境练就成本控制内功.....	10
（二）精准的开发节点把控实现资产高速周转.....	10
（三）建立现代企业的管理制度，实施大规模股权激励.....	10
五、战略重归大重庆：调控形势下保增长的重要手段.....	11
（一）重庆是西部崛起的桥头堡，且不受限购影响.....	11
（二）重庆商品房成交量已基本回到 2010 年水平.....	11
（三）深耕大重庆区域，为全国扩张打下坚实基础.....	12
六、金科股份财务状况分析.....	15
（一）近 5 年总资产复合增长率达 56%.....	15
（二）对比同业，ROE、周转率位居前列，净利率稍低.....	15
七、公司盈利预测与估值分析.....	18
（一）地产业务合理估值为 12~15 元.....	18
（二）园林业务合理估值为 1.25~1.72 元.....	20
（三）给予公司“推荐”评级.....	20
附录：金科股份各地区项目实地考察纪实.....	22

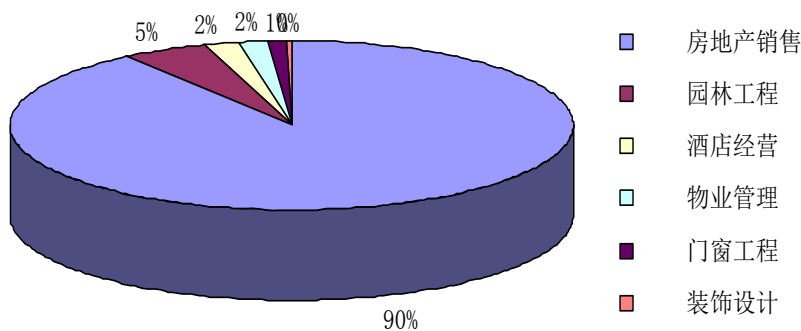
一、重庆孕育的西南地产领军者，向一线地产进发

金科集团成立于 1998 年，是一家以房地产开发、园林为主业，以五星级酒店、物业管理、门窗、装饰等为辅业的大型企业集团。经过 15 年的开拓进取，公司立足重庆，并向其他经济发达区域拓展，目前已在重庆、成都、北京、无锡、江阴、长沙等多个城市进行房地产开发。

公司董事长黄红云先生今年 40 岁，涪陵区义和镇人。在建筑工地当过学徒，做过乡镇企业总经理，1998 年，黄红云先生带领公司从涪陵进入重庆主城区，成功实现“农村包围城市”，也造就了未来的金科神话。

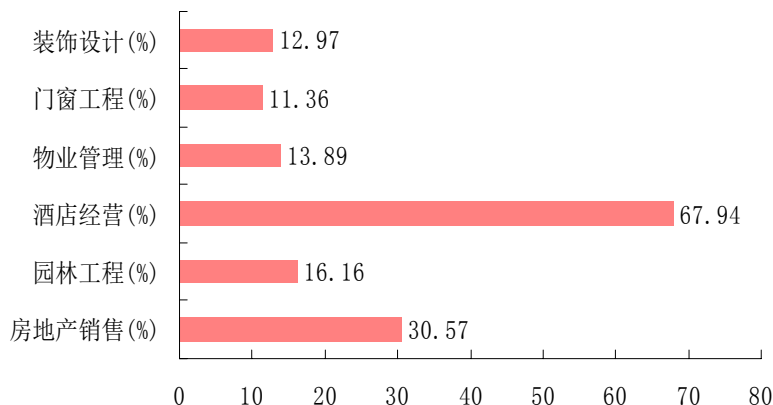
2011 年 8 月，公司历经波折正式借壳“ST 东源”上市，更名“金科股份”。公司总资产从 2006 年的 40 亿元增长到 2011 年末的 373 亿元，复合增长率高达 56%；同时，归属母公司股东的净资产复合增长率高达 85%；归属母公司股东的净利润复合增长率为 63%。短短五年时间，金科股份从一个区域地产公司快速扩张，并从大西南地区开始逐步向长三角和环渤海地区辐射。

图 1：金科股份主营业务构成及占比



资料来源：中国银河证券研究部

图 2：公司各项业务的毛利率水平(%)



资料来源：中国银河证券研究部

二、三大核心竞争力：产品、园林景观、物业服务

一个公司的核心竞争力是其他竞争对手较难以复制或者短期内较难超越的能力，我们认为，产品设计、园林景观和物业服务是金科股份具有的最核心的三大竞争力。公司规模化的扩张和增长都以这三大核心竞争力为基础，进行横向扩展和延伸。

（一）产品秉承“做好每个细节”理念，不断创新进取

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。

金科集团的标准化产品线现状处于着手构建的起步阶段，重点集中在对固有经典项目的沉淀复制，以应对目前集团急剧扩张的现实需要，其本质是以产品为中心的。而针对的客户群尚未完全清晰化，各实际运用中的产品线正在梳理规划之中，产品线正在逐步完善中，以应对更多变的客户需求。

表 1：金科股份历年设计的产品代表作及其特点

设计年份	代表作	户型特点
第一代（2003 年）	天籁城美社	特点是 3+1/4+1 形态，每单元 6-8 户低密度设置；一梯两户，坐北朝南。首次采用“退、错、露、院”四度空间。 继承“美社”四度空间基础上，提出“更宽、更大、更健康”的理念。退台式花园洋房都有露台、生活阳台、一步台以及凸窗，延伸了生活空间。将客厅、卧室加宽 30 厘米，将跃层主卧斜屋处的层高提至 2.2 米以上，客厅层高近 4 米。采用人车分流的双背向设计，加宽楼间距，弱化对视，增大园林景观绿化面积。
第二代（2004 年）	天籁城紫园	保证前两代花园洋房空间特点的同时，进一步创新。户型设计在洁污空间、动静空间、园艺空间主次领域更加合理明显。每层户型均为错层或跃层设计，均有花园或大露台；一步台的设计，景观面更大；底层花园面积更大。
第三代（2005 年）	天湖美镇	在第三代花园洋房特征基础上进一步创新、超越。高层住宅采用“空中院馆”设计，每户室内有一个 18-20 平米的空中花园、将客厅、书房、卧室或餐厅围绕“空中院馆”布置。大窗户设计，采用独创的端头柱设计，一改以往的窗户不能大面积开窗的弊病。创意“X+1”设计，74-89 平米，买两房得一房，三层空间构造，3.9 米客厅挑高。一层、二层设置下沉式底层庭院，作为私家会所；三层、四层每户均有露台、阳台；五层、六层利用屋顶做私家花园，增加其使用价值，创新的前庭后院双向进户。
第四代（2006 年）	廊桥水岸、十年城、云湖天都	以“原创中国洋房”独特的设计理念和产品形态震惊业界。传承中国传统建筑精粹的内涵，村落围合式的社区规划，素净明朗的建筑色彩，引用现代创新手法的外在表现，利落硬朗的外立面线条，延展室内空间的飘窗和大面积露台。2006 年国家知识产权局正式批准
第五代（2007 年）	东方王榭	

第六代（2008 年）	小城故事	金科的原创中国洋房专利申请。 在第五代的基础上向“生活主义”优雅转身。将入户花园、露台、阳台的面积进一步扩大。同时，将 2、3、4 层的户型设计为三房可变四房户型，在不改变总面积的前提下，增加以赠送半面积为计算标准的露台、阳台、花园。功能房间、地下私家会所的配置，更能满足客户的功能需求，享受更多的实惠。
第七代（2009 年）	阳光小镇	在第五代的基础上向“生活主义”优雅转身。将入户花园、露台、阳台的面积进一步扩大。同时，将 2、3、4 层的户型设计为三房可变四房户型，在不改变总面积的前提下，增加以赠送半面积为计算标准的露台、阳台、花园。功能房间、地下私家会所的配置，更能满足客户的功能需求，享受更多的实惠。
第八代（2010 年）	金科廊桥水乡	金科集团 2010 年战略发展的恢弘巨作、同时也是金科 10 多年重庆开发历史上规模最大的项目——金科廊桥水乡，在世界不动产联盟大会上摘取了“国际标准示范楼盘”大奖。

资料来源：中国银河证券研究部

（二）地产园林+市政园林：双管齐下，培育利润新看点

园林业务是金科延伸地产产业链的成功尝试，业务范围涵盖园林施工、苗木业务。 园林行业属于朝阳行业，市场集中化程度很低，未来发展空间较大。

公司现有展宏园林和凯尔辛基园林两家园林子公司。园林项目营业收入当前为 6 亿元。公司园林业务一直是房地产园林为主，未来向市政园林拓展，培育新的利润增长点。金科股份的园林设计长处在于擅长园林景观设计。一般而言，市政园林的劣势在于回款较慢，占压资金多，政府有时以地块做抵押来付款，金科在这方面反而能够发挥自己的优势，通过配套的市政园林打包低价拿地，消化土地，既降低了拿地成本，也能够创造新的市政园林利润增长点，一举两得。

园林收入预测：预计 2012 年达到 8 亿元，毛利率 11%，净利 8% 左右；园林部分的增速预期在每年 30-50%，高于房地产主业的增速。公司园林部分与万科、保利、恒大地产等公司都有合作。

（三）金科物业：已成功打造成业内知名品牌

重庆金科物业管理有限公司系重庆金科集团下属子公司，公司成立于 2000 年 7 月，是一家专业从事物业管理、有独立法人资格、具备国家一级资质的物业管理企业。公司注册资本 510 万元，现有员工 1500 余人，公司管理规模已超过 620 万平方米，顾问项目管理面积近 100 万平方米，管理物业形态已涵盖住宅、写字楼、商业、酒店会所、高校、政府部门办公楼等诸多物业类型。物业管理公司 2011 年收入为 1.6 亿元。

除此之外，公司还有酒店业务，金科大酒店在重庆享有极高的知名度和美誉；公司现在共有四家金科酒店，分别位于重庆、无锡、江阴和苏州。作为地产业务的有益补充，公司的酒店业务经营状况良好。金科大酒店从 2007 年营业到现在，是全市为数不多的每天爆满的五星

级豪华酒店，营业额多年名列重庆第一。2011 年公司全部酒店收入 1.8 亿元，毛利率 68%，为地产业务锦上添花，也同时反应了公司的综合能力。

除了深耕住宅地产之外，金科产业链上的多元化战略也正在启动，并尝试在全国范围内搭建商业地产的框架，走以住宅为主，商业、旅游、文化地产相结合的发展模式。

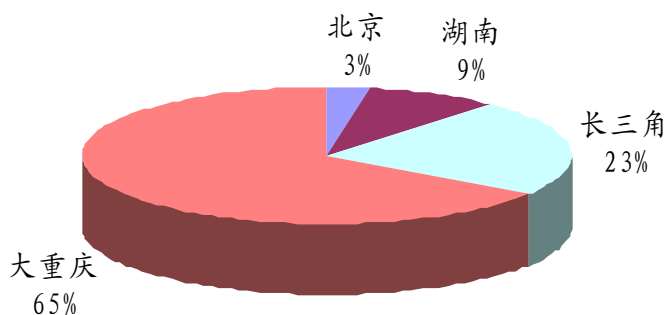
三、公司土地储备战略布局和资产分析

(一) 区域配比：目标大重庆 60%，长三角 20%，环渤海 20%

公司“依托大重庆，挺进长三角，开拓环渤海，发展中等城市”的战略指导思想，已进入北京、大重庆、四川、苏州、无锡、江阴、湖南等省（市）的 20 个城市进行房地产开发（截止 2012 年 6 月）。截止到 2012 年 6 月，公司在大重庆区域土地储备占比 65%，长三角占比 23%，湖南地区占比 9%，北京地区占比 3%。

截止 2012 年 6 月，公司共拥有在建和未开工建筑面积 1460 万平米。其中，大重庆区域占比 65%，长三角地区占比 23%，其他地区占比 12%。

图 3：金科股份在各地区获取的土地储备的比例分布



资料来源：中国银河证券研究部

图 4: 金科股份项目布局图



资料来源: 中国银河证券研究部

表 2: 公司土地储备信息一览

年代	项目	区域	权益(%)	占地 (万 M2)	容积率面积 (万平方米)	楼面地价 (元/平米)
2008 年以前	重庆.十年城	重庆	100%	24.59	69.26	534
	重庆.西城大院	重庆	100%	12.26	47.50	370
	成都.金科一城	成都	100%	9.30	47.00	1225
	无锡.观天下	无锡	100%	9.20	31.56	1039
	无锡.东方王榭	无锡	100%	9.24	26.67	1014
2008 年	重庆.小城故事	重庆	100%	3.71	10.16	
	重庆.阳光小镇	重庆	100%	26.24	68.99	509
	无锡.万博商业广场	无锡	100%	5.70	15.74	1601
	北京.帕提欧庄园	北京	100%	8.40	17.13	2884
	重庆.VISAR 国际	重庆	100%	2.61	9.23	1046
	江阴.东方大院	江阴	100%	12.67	26.99	984
	长沙.东方大院	湖南	100%	31.00	39.71	1074
2009 年	重庆.廊桥水乡	重庆	100%	68.16	176.02	690
	涪陵.两江广场项目	涪陵	100%	2.33	12.29	387

2010 年	涪陵.天湖小镇项目	涪陵	100%	20.16	27.55	461
	涪陵.南门山项目	涪陵	100%	3.41	8.16	2205
	浏阳.仙人湖项目一期	浏阳	100%	36.34	65.40	146
	无锡.罗氏中亚项目	无锡	100%	20.75	64.81	3456
	无锡.新区项目	无锡	100%	14.27	46.48	1484
	江阴.金科王府	江阴	100%	15.51	32.33	1596
	成都.牧马山一期	成都	100%	12.55	12.21	1316
	成都.牧马山二期	成都	100%	19.47	16.97	1316
	重庆.龙头寺项目	重庆	100%	6.72	19.49	3592
	重庆.茶园新区项目	重庆	100%	11.94	27.81	2949
	重庆.天豪两路用地	重庆	100%	1.84	1.84	406
	永川.中央公园城项目	永川	100%	14.66	45.03	576
	永川.兴龙湖二期项目	永川	100%	16.53	41.32	720
	涪陵.李渡项目	涪陵	100%	8.46	12.69	800
	苏州.金科王府	苏州	100%	17.63	34.47	3808
2011 年	北京.金科王府	北京	100%	15.23	17.57	13087
	北京.南邵项目	北京	100%	11.37	13.64	9073
	成都.牧马山三期	成都	100%	5.06	5.36	2337
	成都.成华龙潭立交	成都	100%	4.93	14.79	3300
	重庆.茶园雷家桥 77 亩	重庆	100%	5.16	9.10	2109
	重庆.茶园雷家桥 268 亩	重庆	100%	17.87	32.16	2985
	苏州.吴江项目	苏州	100%	19.65	29.47	5200
	浏阳仙人湖项目一期	浏阳	100%	37.51	98.51	100
	浏阳二期用地	湖南	100%	37.53	94.77	100
	荣昌北部新区项目 1 期	荣昌	100%	13.69	34.22	756
	璧山秀湖公园项目	璧山	100%	12.32	30.56	1306
	开县西部新城 1 批次	开县	100%	6.25	21.89	707
	合川南津街项目	合川	100%	7.67	22.93	1090
	荣昌北部新区项目 2 期	荣昌	100%	19.66	49.16	756
	南通苏通科技园项目 1 期	南通	100%	18.29	35.92	999
2012 年	北碚蔡家项目 1 期	重庆	100%	19.47	36.95	1265
	长寿桃花新城项目	长寿	100%	13.30	33.24	1080
	开县西部新城 2 批次	开县	100%	15.06	52.71	707
	张家港金港镇滨江新城项目	苏州	100%	14.14	37.77	1146
	开县东部新城酒店配套用地	开县	100%	9.33	21.00	267
	内江市中区乐贤半岛项目	内江	100%	13.60	40.79	724
	郴州南岭生态城项目	郴州	100%	16.21	16.37	647
总计				778.95	1803.69	

资料来源：中国银河证券研究部

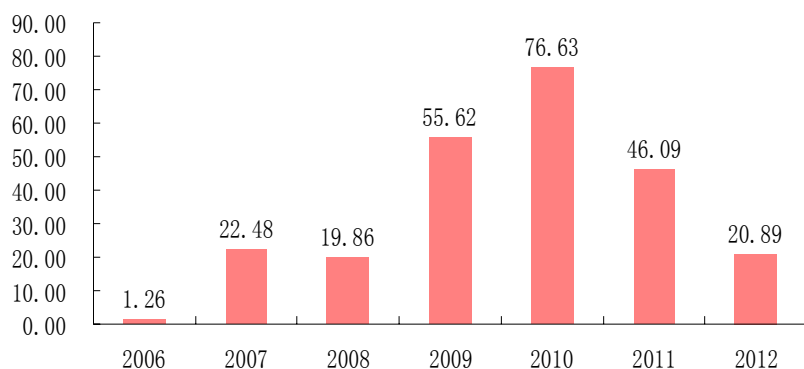
（二）经营策略：一线做品牌，二线做利润，三线做规模

金科在 98 年之前做建筑施工工程，98 年之后，公司进入重庆做了第一个项目金科花园，之后的中华坊项目作为一个代表作打出了品牌美誉度，2004、2005 年金科大酒店开工；2008 年公司重新又回到涪陵开始进行新一轮扩张；

2007 年开始，公司走出重庆地区开始进行异地扩张，首先进入无锡，2009 年后逐步扩展到北京、长沙等地区。公司秉承一线城市做品牌、二线城市做利润、三线城市做规模的发展原则。

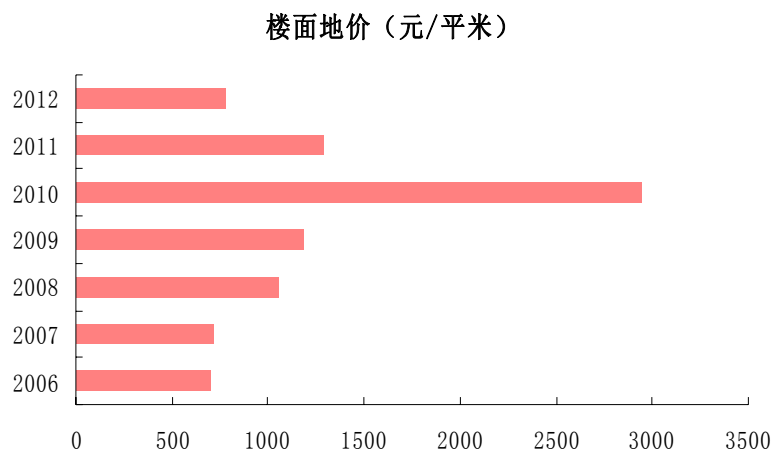
从历年拿地的平均地价来看，除了 2010 年拿地成本接近 3000 元较高之外，其余年份的平均楼面地价都比较低，在 700-1200 元之间。金科一般避开竞争过于激烈的区域，选择进入未来即将成熟的市场，慢慢培育，先做品牌，然后深耕。从土地储备来看，公司位于江阴、无锡新区、湖南浏阳、成都等地的大部分项目都具备这个特点，位于城市新区，品牌开发商进驻较少，金科用产品征服市场，实现快速销售周转回款，并在一个区域内创造领导者地位。

图 5：金科股份历年获取土地储备的合同金额（亿元）



资料来源：中国银河证券研究部

图 6：金科股份历年获取土地的平均楼面地价（元/平方米）



资料来源：中国银河证券研究部

图 7: 金科股份历年拿地的规划建筑面积 (2012 年为截止到 6 月份, 万平米)



资料来源: 中国银河证券研究部

四、苦练成本控制内功，现代企业制度逐步建立

（一）重庆地区大环境练就成本控制内功

重庆独特的地理特点（山城）造就了金科精细化成本控制的能力，对开发节点的精准把握和严格要求，为公司资金的高速运转创作了前提，实现土地、资金的高速滚动运作，实现扩大规模，深化品牌价值的目的。

重庆长期的低房价练就了渝派地产的成本控制能力，2011 年重庆全市住宅建筑面积均价 5163 元每平米，主城区建面均价 6390 元每平米，重庆主城区的房价在全国 35 个重点城市中始终能够保持中低价位。金科的平均建安成本在 2000-2500 元每平米。重庆特殊的供地制度导致土地长期政府控制，地价不低，房价不高，一直以来没有什么价格泡沫，这种市场正好锻炼了开发商极高的成本控制能力。

（二）精准的开发节点把控实现资产高速周转

从拿地开始，到后续的一系列工作，公司都严格规定了时间节点，比如，在重庆区域，从拿地到预售要求在 6 个月（180 天）之内，节点把控严格并落实到人头，保证严格按照时间完成任务。外地（无锡、苏州、江阴、北京等地区）也可以做到从拿地到预售 7 个月之内。

（三）建立现代企业的管理制度，实施大规模股权激励

从 7 年前开始，金科就已经开始全面启动职业经理人制度。同时，公司内部实行标准化模块作业，提升企业的运营效率。家族成员、高管团队在上市前已完成股权激励。金科集团核心管理层员工蒋思海、宗书声、李战洪、罗利成、傅孝文、聂铭、夏雪、陈红、陈昌凤等 9 名自然人直接持有金科集团的股权。由金科集团及其子公司的业务骨干（共计 96 名）出资组建的展宏投资、成长投资也分别持有金科集团的股权，合计占上市公司总股本的 3.8%。

五、战略重归大重庆：调控形势下保增长的重要手段

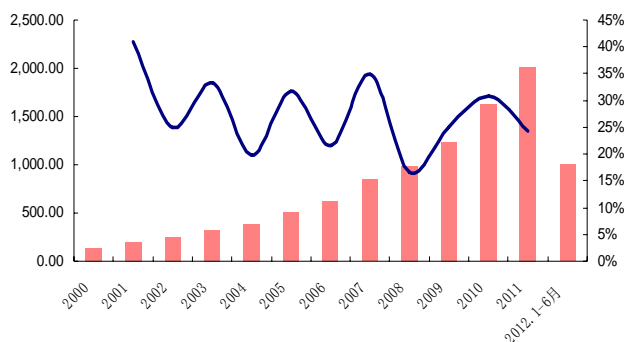
当前调控形势下,公司的异地拓展速度没有预期的快,资本市场的融资功能暂时又未放开,在此情形下,作为一家已经上市的公众公司,金科做出了重回大重庆区域的战略,以期一方面实现对投资者承诺的稳定高增长;另一方面,未来西部地区仍是中国住宅产业发展的蓝海,公司在大重庆区域发展具有先天优势和经验,是回避调控的明智之举。

(一) 重庆是西部崛起的桥头堡,且不受限购影响

重庆区域房地产开发投资连年高速增长,近 10 年平均增速 27%;商品房销售额近三年平均增速 40%;2011 年重庆市商品房销售额 2146 亿元,金科股份 2011 年全部销售额 138 亿元,大重庆区域为 89 亿元,占全市商品房销售额的比例是 4.1%。

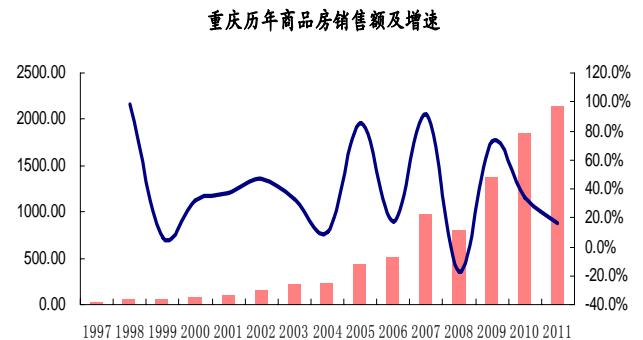
作为唯一不限购的直辖市,重庆房地产整体发展环境良好。房产税针对于高端商品房,影响范围小。公司在重庆地区仍有广阔的发展空间。

图 8: 重庆市历年房地产开发投资及同比增速 (亿元, %)



资料来源: 中国银河证券研究部

图 9: 重庆历年商品房销售额及增速 (亿元, %)



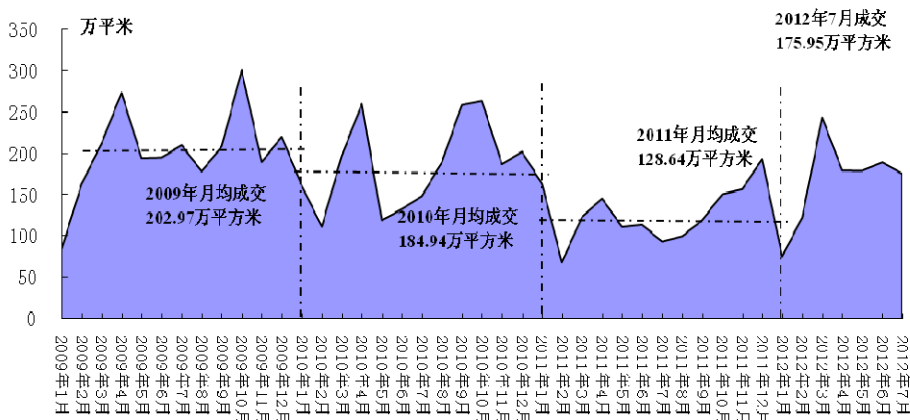
资料来源: 中国银河证券研究部

(二) 重庆商品房成交量已基本回到 2010 年水平

2012 年 7 月重庆市商品房成交 18471 套,成交面积 175.95 万平方米,环比下降 7.31%。

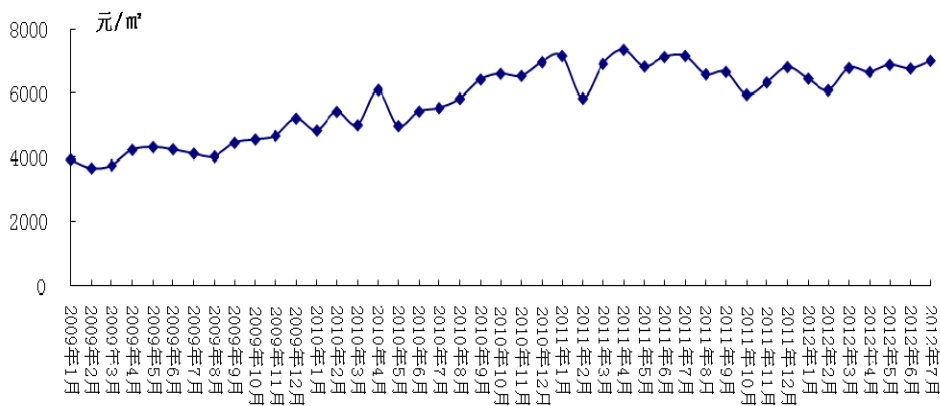
2012 年 1 月进入春节传统淡季,成交量同比环比均大跌。2 月虽然较 1 月环比大幅上涨,但仍不及去年年末成交水平。3 月开始供应量加大、价格维持低位,刚需集中释放,致使成交环比上涨近一倍。由于 3 月成交大幅上扬,4 月成交虽有较大幅度回落,仍高于上年月均水平。5 月成交平稳,与 4 月成交水平相当。6 月由于市场依然实行“以价换量”,加上高供应刺激,刚需和非刚需都有一定程度释放,致成交微升,维持高位。7 月重庆楼市均价重回 7000 元/平米,成交量小幅下降。

图 10: 重庆商品房成交面积走势图



资料来源: 中国银河证券研究部

图 11: 重庆商品房成交价格走势图



资料来源: 中国银河证券研究部

（三）深耕大重庆区域，为全国扩张打下坚实基础

大重庆孕育了金科,公司在大重庆区经过多年的深耕,已经建立了坚实的发展基础和口碑,重庆片区市场始终是公司稳定增长和异地扩张的有利后盾。

1、大重庆一圈两翼经济发展增速不断提升:

2006年11月,重庆市提出了“一圈两翼”发展战略,即以主城为核心、以大约1小时通勤距离为半径范围的城市经济区(“一圈”),建设以万州为中心的三峡库区城镇群(渝东北翼)和以黔江为中心的渝东南城镇群(渝东南翼)。

1小时经济圈包括主城九区,以及永川区、江津区、合川区、南川区、涪陵区、长寿区、潼南县、铜梁县、大足区、荣昌县、璧山县、綦江区(共21个区县);

渝东北翼包括:万州区、城口县、巫溪县、巫山县、开县、云阳县、奉节县、梁平县、忠县、垫江县、丰都县(共11个区县);

渝东南翼包括：黔江区、秀山县、酉阳县、石柱县、彭水县、武隆县（共6个区县）。

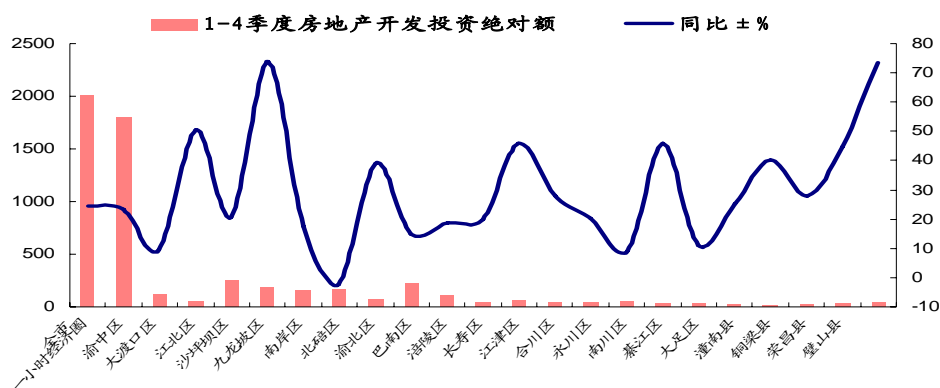
截止到2012年6月，公司在大重庆区域的布局为：重庆市区、永川、长寿、涪陵、合川、璧山、开县、内江、荣昌。公司在整个大重庆区域已经布局超过1000万平方米的土地储备，结合本地15年以上的发展经验和快速周转的能力，我们对公司未来在重庆地区的资金周转速度和销售情况持乐观态度。

图 12: 大重庆一圈两翼



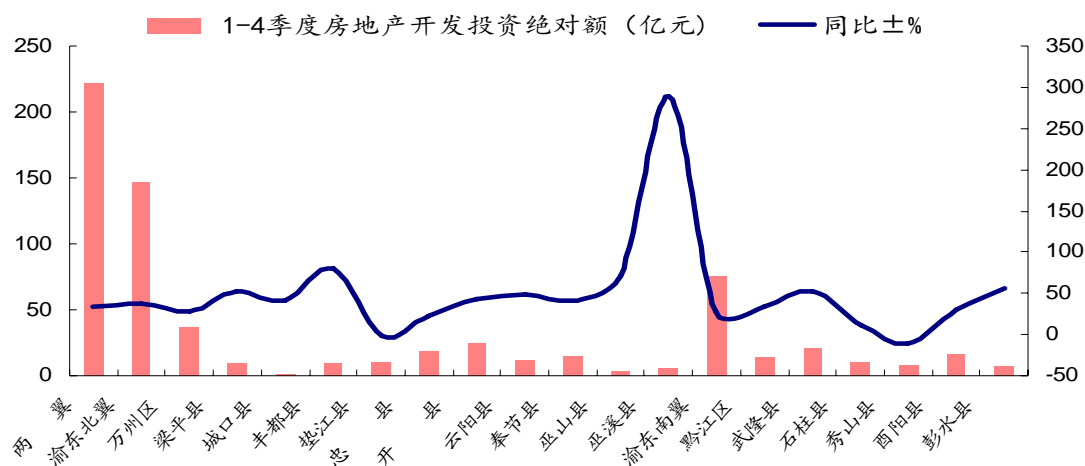
资料来源：中国银河证券研究部

图 13: 2001 年 1-4 季度全市一小时经济圈房地产开发投资绝对额（亿元）及同比增速（%）



资料来源：中国银河证券研究部

图 14: 2011 年 1-4 季度大重庆两翼地区房地产开发投资绝对额（亿元）及同比增速（%）



资料来源：中国银河证券研究部

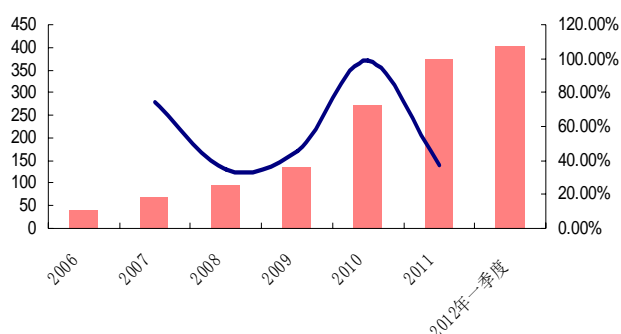
2011 年 1-4 季度，重庆全市的房地产开发投资额为 2015 亿元，同比增速 24%；一小时经济圈的投资额为 1792 亿元，同比增速为 23%；两翼房地产开发投资额为 222.4 亿元，同比增速 34%；从数字来看，两翼地区虽然面积广阔，但是受制于基础经济薄弱，农业为主的发展历史，发展速度较慢。但区县的好处在于拿地价格低廉，公司资金周转快，占用成本低，并且大重庆区域无限购制约，公司能够把控可实现的增长速度，承诺对投资者的增长要求，也带有在调控形势下打防守战的意味。

六、金科股份财务状况分析

(一) 近5年总资产复合增长率达56%

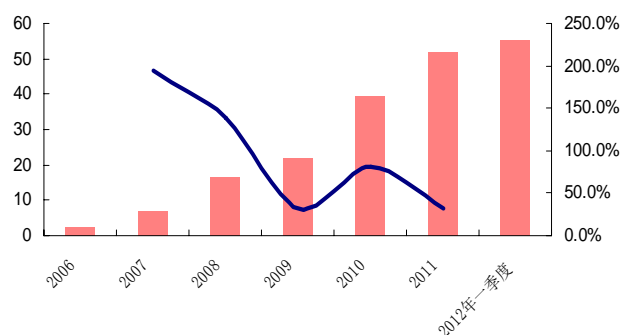
近五年，公司总资产从2006年的40亿元增长到2011年末的373亿元，复合增长率高达56%；同时，归属母公司股东的净资产复合增长率高达85%；归属母公司股东的净利润复合增长率为63%。短短五年时间，金科股份从一个区域地产公司快速扩张，跻身地产公司第一阵营。

图 15: 金科股份历年总资产规模及同比增速



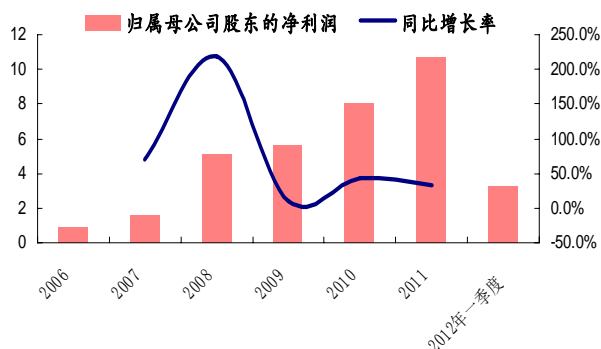
资料来源：中国银河证券研究部

图 16: 金科股份历年归属母公司股东的净资产



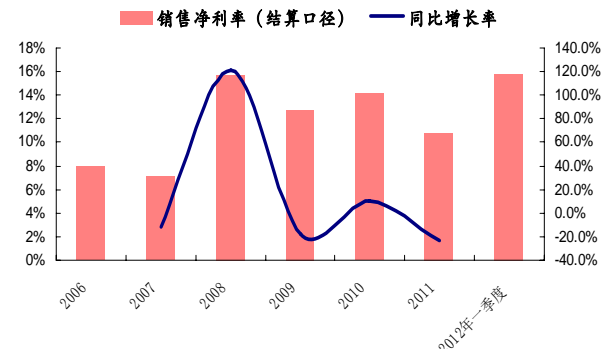
资料来源：中国银河证券研究部

图 17: 金科股份归属母公司股东的净利润及同比增长率



资料来源：中国银河证券研究部

图 18: 金科股份销售净利率（结算口径）同比增长率

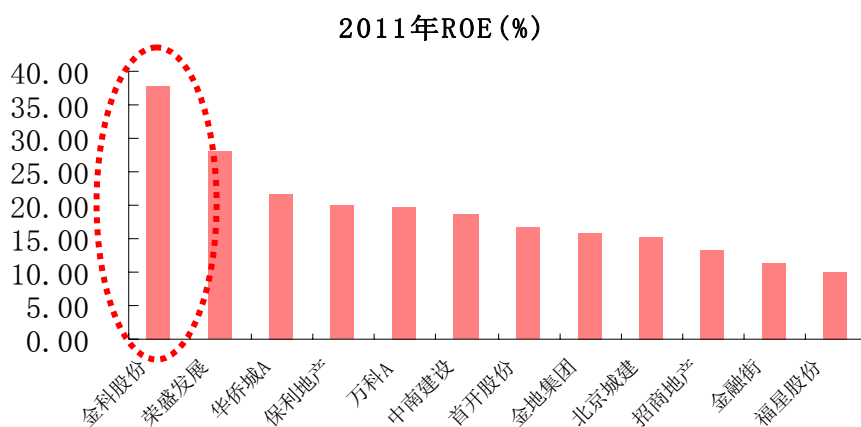


资料来源：中国银河证券研究部

(二) 对比同业，ROE、周转率位居前列，净利率稍低

1、ROE2011年高达38%，位列A股地产股前列

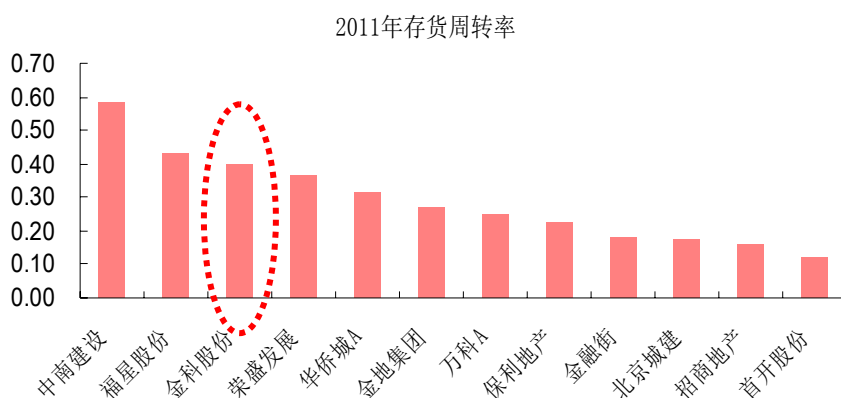
图 19: 2011 年重点地产公司 ROE 水平



资料来源: 中国银河证券研究部

2、高周转模式的典范，存货周转率名列同业前茅

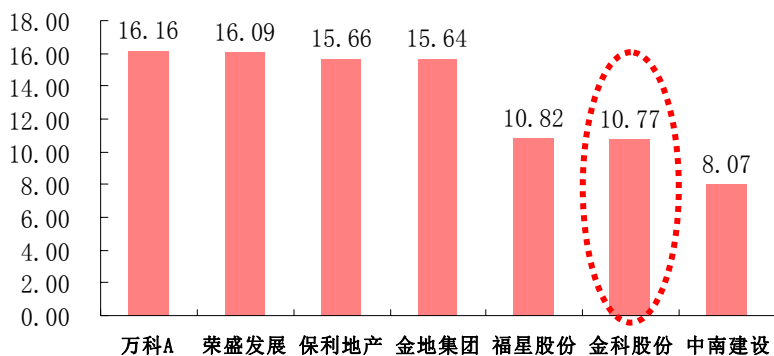
图 20: 2011 年重点地产公司的存货周转率



资料来源: 中国银河证券研究部

3、2011 年结算的净利率与同业相比稍低

图 21: 2011 年同业公司净利率对比 (单位: %)



资料来源: 中国银河证券研究部

从 2011 年的静态结算净利率来看，金科股份在高周转型的同业对手中的净利率为 10.77%，处于相对较低水平，与去年公司的结算项目有关。

七、公司盈利预测与估值分析

(一) 地产业务合理估值为 12~15 元

关键假设:

(1) 假设公司项目所在地未来每年房价上涨幅度为 5%;

(2) 预计 2012 年重点结算项目有:

重庆: 十年城、visar 国际、廊桥水乡、太阳海岸、阳光小镇、西城大院;

涪陵: 天湖小镇;

永川: 中央公园城;

无锡: 观天下、东方王榭、万博广场;

江阴: 锦绣天城、东方大院;

湖南: 东方大院;

成都: 金科一城;

北京: 帕提欧等。

表 3: 金科股份 RNAV 测算

A 股价格 (8 月 20 日收盘价)	9.36
NAV 估值	单位: 百万元
在建项目预期收益的净增值	14687
出租物业评估净增值	1,550
年底帐面净资产	5,196
小计	21,433
股本	1,159
每股净资产值 (元)	18.49
A 股价格相对于估值折价%	49%

资料来源: 中国银河证券研究部

根据我们的测算, 预计公司 2012、2013、2014 年主营收入为 119 亿、158 亿和 203 亿元; 对应的每股收益为 1.21、1.57、2.25 元。公司属于快速成长型企业, 在上市之后未能融资的情况下, 尚能实现快速周转, 我们认为, 给予公司 10-12 倍市盈率是合理的, 对应的估值为 12-15 元。

表 4: 金科股份权益净利润折现测算表

年代	项目	区域	权益 (%)	占地 万 M2	容积率 面积 M2	2012 预 计 结 算 面积	2013 预 计 结 算 面积	2014 预 计 结 算 面积	权益净 利润 折现值	权益净利润 折现占比
2008 年以前	重庆.十年城	重庆	100%	24.59	69.26	10.00	6.00	11.00	395	2.59%
	重庆.西城大院	重庆	100%	12.26	47.50	5.00	8.00	4.5	110	0.72%
	成都.金科一城	成都	89%	9.30	47.00	8.00	10.00	4.00	225	1.48%
	无锡.观天下	无锡	100%	9.20	31.56	5.00	1.56	0.00	65	0.42%
	无锡.东方王榭	无锡	100%	9.24	26.67	8.00	8.00	0.67	303	1.99%
2008 年	重庆.小城故事	重庆	100%	3.71	10.16	1.16			12	0.08%
	重庆.阳光小镇	重庆	100%	26.24	68.99	15.00	10.00	6.00	326	2.14%
	无锡.万博商业广场	无锡	100%	5.70	15.74	10.24	5.50		241	1.58%
	北京.帕提欧庄园	北京	100%	8.40	17.13	2.00			22	0.14%
	重庆.VISAR 国际	重庆	100%	2.61	9.23	9.23	0.00		71	0.46%
	江阴.东方大院	江阴	100%	12.67	26.99	5.00	5	0	205	1.35%
	长沙.东方大院	湖南	100%	31.00	39.71	8.00	12.00	4.71	159	1.04%
2009 年	重庆.廊桥水乡	重庆	100%	68.16	176.02	15.00	16.00	35	1667	10.93%
	涪陵.两江广场项目	涪陵	100%	2.33	12.29		5.00	7.29	61	0.40%
	涪陵.天湖小镇项目	涪陵	100%	20.16	27.55	10.00	10		176	1.15%
	涪陵.南门山项目	涪陵	100%	3.41	8.16			4	107	0.70%
	浏阳.仙人湖项目一期	浏阳	100%	36.34	65.40		5.00	6.00	630	4.13%
	无锡.罗氏中亚项目	无锡	100%	20.75	64.81	5.00	8	15	84	0.55%
	无锡.新区项目	无锡	100%	14.27	46.48	12.00	6.00	5	378	2.48%
	江阴.金科王府	江阴	100%	15.51	32.33		10.00	5.00	653	4.28%
	成都.牧马山一期	成都	100%	12.55	12.21		3	6.21	148	0.97%
	成都.牧马山二期	成都	100%	19.47	16.97		5	7	204	1.34%
2010 年	重庆.龙头寺项目	重庆	100%	6.72	19.49		6.00	8.00	307	2.02%
	重庆.茶园新区项目	重庆	100%	11.94	27.81		5	10	470	3.08%
	重庆.天豪两路用地	重庆	100%	1.84	1.84				24	0.16%
	永川.中央公园城项目	永川	100%	14.66	45.03	20.00	5.00	0.00	287	1.88%
	永川.兴龙湖二期项目	永川	100%	16.53	41.32	2.00	5.00	6.00	258	1.69%
	涪陵.李渡项目	涪陵	100%	8.46	12.69		6.00	6.69	117	0.77%
	苏州.金科王府	苏州	100%	17.63	34.47		0.00	5.00	723	4.74%
	北京.金科王府	北京	100%	15.23	17.57		3.00	3.00	765	5.02%
	北京.南邵项目	北京	100%	11.37	13.64		3.00	3.00	78	0.51%
	成都.牧马山三期	成都	100%	5.06	5.36		3.00	2.36	103	0.67%
2011 年	成都.成华龙潭立交	成都	100%	4.93	14.79		0.00	4.00	186	1.22%
	重庆.茶园雷家桥 77 亩	重庆	100%	5.16	9.10			3.00	62	0.40%
	重庆.茶园雷家桥 268 亩	重庆	100%	17.87	32.16			0.00	193	1.26%
	苏州.吴江项目	苏州	100%	19.65	29.47			5.00	223	1.46%

2012 年	浏阳仙人湖项目一期	浏阳	100%	37.51	98.51		5	613	4.02%	
	浏阳二期用地	湖南	100%	37.53	94.77		2.00	764	5.01%	
	荣昌北部新区项目 1 期	荣昌	100%	13.69	34.22		2.00	243	1.59%	
	璧山秀湖公园项目	璧山	100%	12.32	30.56		5.00	123	0.81%	
	开县西部新城 1 批次	开县	100%	6.25	21.89		1.00	127	0.83%	
	合川南津街项目	合川	100%	7.67	22.93		5.00	189	1.24%	
	荣昌北部新区项目 2 期	荣昌	100%	19.66	49.16		1.00	450	2.95%	
	南通苏通科技园项目 1 期	南通	100%	18.29	35.92		2.00	424	2.78%	
	北碚蔡家项目 1 期	重庆	100%	19.47	36.95		1.00	247	1.62%	
	长寿桃花新城项目	长寿	100%	13.30	33.24		2.00	260	1.71%	
	开县西部新城 2 批次	开县	100%	15.06	52.71		3.00	401	2.63%	
	张家港金港镇滨江新城项目	苏州	100%	14.14	37.77		1.00	179	1.18%	
	开县东部新城酒店配套用地	开县	100%	9.33	21.00		1.00	194	1.27%	
	内江市中区乐贤半岛项目	内江	100%	13.60	40.79		2.00	307	2.02%	
	郴州南岭生态城项目	郴州	100%	16.21	16.37		0.00	127	0.83%	
总计				778.95	1803.69	150.63	170.06	210.43	14687	100.00%

资料来源：中国银河证券研究部

（二）园林业务合理估值为 1.25~1.72 元

园林业务收入预计 2012 年达 8 亿元，净利 8% 左右；园林部分的增速预期在每年 30-50%，高于房地产主业的增速。公司园林部分与大部分地产企业都有合作。预计园林业务部分 2012、2013 年对应的净利润为 0.6 亿元，0.8 亿元，EPS 为 0.05 元和 0.069 元。总股本 11.59 亿股。我们按照 2012 年 25 倍给予公司园林业务估值，合理的价值是 1.25~1.72 元之间。

表 5：A 股园林代表公司市盈率水平

	2011	2012E	2013E	2014E
东方园林	36.88	22.15	14.80	10.32
棕榈园林	31.53	20.64	14.41	10.49
铁汉生态	46.07	26.47	17.68	12.62
平均	38.16	23.08	15.63	11.14

资料来源：中国银河证券研究部

综合考察公司的业务，我们认为，公司的合理估值在 13.2~16.7 元之间。

（三）给予公司“推荐”评级

根据我们的研究，预计公司 2012、2013、2014 年销售收入为 119 亿、158 亿和 203 亿元；对应的每股收益为 1.21、1.57、2.25 元。拆分地产和园林等业务综合测算得到的公司的合理估值在 13.2 到 16.7 元之间。公司 RNAV 为 18.49 元，当前 A 股价格相对 RNAV 折价 49%，考虑到公司属于快速成长型地产公司，随着异地扩张项目的逐渐回款和大重庆新布局项目由点到面的不断增加，我们看好公司未来的成长，给予“推荐”投资评级。

表 6: 公司财务报表预测

利润表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	9866	11907	15866	20311	现金及现金等价物	5456	8300	8300	8300
营业成本	5840	6817	9072	11169	应收款项	836	1009	1344	1721
营业税金及附加	973	1271	1693	2167	存货净额	27317	30976	41233	51084
销售费用	478	554	739	946	其他流动资产	1404	3572	4760	6093
管理费用	372	393	524	670	流动资产合计	35169	44024	55804	67365
财务费用	26	(83)	(100)	(100)	固定资产	167	293	420	544
投资收益	10	20	20	20	无形资产及其他	17	16	16	15
资产减值及公允价值变动	81	92	92	92	投资性房地产	1897	1897	1897	1897
其他收入	(944)	(1271)	(1693)	(2167)	长期股权投资	104	154	204	254
营业利润	1324	1796	2357	3403	资产总计	37353	46384	58341	70075
营业外净收支	55	53	53	53	短期借款及交易性金融负债	3582	15631	23315	30175
利润总额	1379	1849	2410	3456	应付款项	3017	3592	4781	5923
所得税费用	317	466	608	872	其他流动负债	15369	13535	18018	22401
少数股东损益	(7)	(23)	(17)	(20)	流动负债合计	21967	32758	46114	58499
归属于母公司净利润	1069	1405	1819	2604	长期借款及应付债券	7292	7292	7292	7292
发行在外股份数量(百万股)	1159	1159	1159	1159	其他长期负债	2681	(519)	(3719)	(6919)
关键财务与估值指标	2011	2012E	2013E	2014E	长期负债合计	9972	6772	3572	372
每股收益	0.92	1.21	1.57	2.25	负债合计	31940	39530	49686	58872
每股红利	0.07	0.10	0.11	0.16	少数股东权益	217	369	481	613
每股净资产	4.48	5.60	7.05	9.14	股东权益	5196	6485	8173	10590
ROIC	21%	9%	8%	9%	负债和股东权益总计	37353	46384	58341	70075
ROE	21%	22%	22%	25%	现金流量表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E
ROA	2.9%	3.0%	3.1%	3.7%	净利润	1069	1405	1819	2604
毛利率	31%	32%	32%	34%	资产减值准备	11	3	0	0
净利率	11%	12%	11%	13%	折旧摊销	31	13	16	19
EBIT Margin	12%	13%	14%	16%	公允价值变动损失	(81)	(92)	(92)	(92)
EBITDA Margin	13%	14%	14%	16%	财务费用	26	(83)	(100)	(100)
收入增长	-	21%	33%	28%	营运资本变动	(10224)	(10456)	(9307)	(9236)
净利润增长率	4383%	31%	29%	43%	其它	(17)	149	112	132
资产负债率	86%	86%	86%	85%	经营活动现金流	(9211)	(8978)	(7452)	(6573)
流动比率	1.6	1.3	1.2	1.2	资本开支	(277)	(50)	(50)	(50)
速动比率	0.4	0.4	0.3	0.3	其它投资现金流	(156)	(11)	0	0
资产负债率	86%	85%	85%	84%	投资活动现金流	(465)	(111)	(100)	(100)
利息覆盖倍数	85	-35	-39	-54	权益性融资	215	0	0	0
应收账款周转率	11.80	11.80	11.80	11.80	负债净变化	7292	0	0	0
存货周转率	0.21	0.22	0.22	0.22	支付股利、利息	(81)	(116)	(131)	(188)
应付账款周转率	1.94	1.90	1.90	1.89	其它融资现金流	269	12050	7683	6861
固定资产周转率	59.19	40.58	37.73	37.32	融资活动现金流	14905	11934	7552	6673

资料来源: 中国银河证券研究部

附录：金科股份各地区项目实地考察纪实

永川：金科 中央公园城&阳光小镇

该区域两个项目的土地均为 2010 年拿到，中央公园城楼面价 576 元，阳光小镇楼面价 720 元。中央公园城楼盘位置：永川红河大道与兴龙大道交界处(兴龙湖公园旁)

阳光小镇位置：永川新城区（兴龙湖 CBD 旁）

永川地区区位优势：2014 年，成渝高铁将通车，永川位于该路段的倒数第二段，将带动当地经济腾飞。旅游资源丰富，有国家级森林公园茶山竹海、AAAA 景区重庆野生动物世界、全国农业旅游观光示范区中华梨村等景区，是全国优秀旅游城市。

金科永川项目分为两个组团，一组团为中央公园城，为托斯卡纳风格；占地 220 亩，建筑面积 45 万平米；项目即将有 6000 平米永辉超市入驻。此外，还有德克士、保利国际影城、KK 便利超市、两岸咖啡、渝风堂、巴菲盛宴环球美食等意向入驻商家。中央公园城项目 2012 年至今已售 4.5 亿元，全年计划销售额为 11 亿元。下半年还将加推车库和商业部分。

二组团是阳光小镇，占地面积 248 亩，建筑面积 41 万平米。

永川两个项目合计剩余未售面积为 50 万平方米左右，货值 20 亿元。当地房地产开发商竞争格局：金科占有率第一，第二第三名分别为当地的两个小开发商。

图 1：永川 金科中央公园城



资料来源：中国银河证券研究部

图 2：永川 金科中央公园城



资料来源：中国银河证券研究部

图 3: 永川 金科中央公园城



资料来源: 中国银河证券研究部

图 4: 永川 金科中央公园城



资料来源: 中国银河证券研究部

涪陵项目考察纪要:

在售的项目有三个: 中央公园城(李渡项目)、天湖小镇、世界走廊(涪陵 CBD 中央商务区综合体)。

世界走廊项目:

以内地首邑姿态登上直辖市行列的重庆, 历经 10 余年快速崛起, 成为中国五大中心城市, 而作为重庆重要产业城市之一的涪陵, 崛起于川东地区, 9 大上市公司, 数十位亿万富豪, 3000 余位千万级富豪, 金科全力打造的商业 CBD 综合体金科世界走廊, 将成为涪陵未来商业核心区。

2009 年拿地, “金科世界走廊”项目位于涪陵南门山商圈核心。项目占地 57340 m², 建筑面积约 234990 m², 包含国际商业步行街、五星级酒店、5A 国标写字楼、新古典商业街等综合业态。“金科世界走廊”定位为超大型“城市综合体”, 涪陵未来中心商务区, 重庆市区区域性商务商业中心之一。

整个项目规划建筑面积共 24 万平米。包括金科大酒店(4 万平米)、地标性商务写字楼(铂金中心, 5 万平米)、美食中心(1 万平米)、步行街购物中心(共 11 万平米)、休闲中心、大型超市、娱乐中心等等。

酒店部分: 金科大酒店, 在建。

写字楼: 计划 2013 年 10 月份完工, 共 34 层。1、4 层作为零售和商业出售; 2、3 层跟酒店在谈, 酒店有意作为其娱乐配套。5 层是一个美容美体中心, 已经预定。6、7 层将作为金科涪陵分公司的办公场所。8-27 层共 20 层将由涪陵市政府回购作为办公场所。28-34 层的写字间, 将用来销售。投资客户相对较少, 购买的客户以自用为主。主要是船舶、煤炭、汽车销售等公司的客户购买。并且已经大部分签订了认购合同。还有部分商户在谈判中。

步行街购物中心: 主力店已经签约了三家。分别是: (1) 华润万家超市: 3 万方, 租给华润。

(2) 横店电影院: 7000-8000 平米 (3) 银乐迪量贩式 KTV。三家店预计年底都可以开

业。

步行街的商业中心由公司成立的商业运营部门统一负责。

涪陵人口：老城区加上李渡新工业区共 100 万人。当地有太极集团、中南铝业、电力、烟草等公司，当地人口平均收入较高。购房主体以政府公务员、事业单位员工和私营企业老板为主。

图 5：涪陵 世界走廊 金科大酒店部分（基本成形）



资料来源：中国银河证券研究部

图 6：涪陵 中央商务区（世界走廊）沙盘



资料来源：中国银河证券研究部

图 7：涪陵 中央商务区（世界走廊）沙盘



资料来源：中国银河证券研究部

图 8：步行街部分



资料来源：中国银河证券研究部

金科 天湖小镇项目

天湖小镇：规划建筑面积 27 万平米。容积率 0.38，以花园洋房产品为主。销售均价 6500 元。该项目住宅部分 2010 年开始销售，截止到 2012 年 6 月 30 日，住宅部分售完。当前在售的为 2000 平米左右的社区商业部分。销售均价在 15000-17000 元每平方米。该项目位置相对较偏，故打造成低密度花园洋房，产品设计和社区环境在涪陵地区首屈一指。

图 9: 金科涪陵 天湖小镇



资料来源: 中国银河证券研究部

图 10: 金科涪陵 天湖小镇



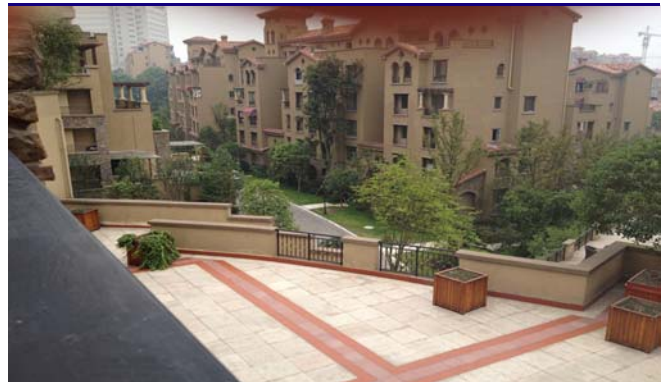
资料来源: 中国银河证券研究部

图 11: 金科涪陵 天湖小镇



资料来源: 中国银河证券研究部

图 12: 金科涪陵 天湖小镇



资料来源: 中国银河证券研究部

金科: 中央公园城 (李渡项目)

李渡新城作为涪陵“城市西进、承接重庆”战略中的关键区域,在新时期城市二次创业阶段中扮演着至关重要的角色,这里山环水抱、风景优美,建设条件良好,未来将成为涪陵新兴产业布局的主要区域。

该地块一期为三栋高层住宅,在建设过程中,后面两期还未动工,因为土地等问题,预计年底可以动工。规划户型等也尚未确定。

该项目总的占地面积为 977 亩,总规划建筑面积 78 万平米。分为三期开发。

一期建筑面积 9 万平米,为三栋高层住宅,已售三分之二,均价 4200 元每平米(建筑面积),预计一期项目 2013 年 12 月交房。户型以两居和三居为主。

当前到访量,平时一天 3-4 组客户,周末平均 10 组客户。李渡区属于涪陵的新区,离主城区有 20 多公里,现在还属于发展的前期,未来,随着李渡区未来承接更多的城市新兴产业职能,更多政府部门入驻,预计该地区未来的购买力有望提升。金科后期在该地区的土地有望

产生更大的价值。

图 13: 金科 涪陵李渡 中央公园城



资料来源: 中国银河证券研究部

图 14: 金科 涪陵李渡 中央公园城



资料来源: 中国银河证券研究部

图 15: 金科 涪陵李渡 中央公园城



资料来源: 中国银河证券研究部

图 16: 金科 涪陵李渡 中央公园城



资料来源: 中国银河证券研究部

图 17: 金科 涪陵李渡 中央公园城



资料来源: 中国银河证券研究部

图 18: 金科 涪陵李渡 中央公园城



资料来源: 中国银河证券研究部

无锡：金科 世界城（罗氏中亚地块）

位于无锡主城区之一南长区，紧邻古运河。2009 年取得，楼面地价 5398 元。项目总占地 20 万平米，规划建筑面积 60 万平米。项目 2010 年开盘。分为一、二、三期进行开发。一、二期为住宅，以花园洋房为主。

一期：花园洋房为主，规划建筑面积 4 万平米，2011 年开盘，销售均价 1.3 万-1.4 万元每平方米，2013 年 6 月交房。二期：花园洋房有 4 万平米，均价 1.3 万元。高层住宅有 3 万平米，均价 8000-9000 元每平方米。三期：占地 3 万平米，均价 8000-8800 元每平方米，已经开了两栋高层，以小户型刚需盘为主。商业部分：原计划 10 万平米，但是政府规定该地块商业面积不低于 30%，故后续还会有更多商业的规划。还有在建的裙楼商业街有 5 万平米。

商业部分分为 A、B、C、D 四个地块。其中，A、B 地块正在开发，规划建筑面积 5 万平米，主要是沿街三层商业楼，在建和在卖的有 3 万平米，余下部分下半年拆迁之后可以开始建。三层高商业楼的价格，一楼三万元每平方米，二楼两万元每平方米，三层均价 1.5-1.6 万元。一共 300 多套，其中一楼比较好卖，已售 100 多套。C、D 地块将做成商业综合体，包括会所，文化地产等，因为靠近古运河，希望能够改造成古运河文化区，类似酒吧街等等。

图 19：无锡 金科世界城



资料来源：中国银河证券研究部

图 20：无锡 金科世界城



资料来源：中国银河证券研究部

图 21：无锡 金科世界城沙盘



资料来源：中国银河证券研究部

图 22：无锡 金科世界城



资料来源：中国银河证券研究部

无锡 金科·米兰米兰

无锡米兰米兰：位于无锡市新区。占地面积 14 万平米，建筑面积 48 万平米。无锡新区是无锡除了主城区之外的一个重要经济增长极，产业布局多元，外来人口也比较多。2010 年开盘销售。整个项目有 18 栋洋房，一栋有 12-14 套，每平米均价 6000、8000、9000 不等。项目还有 9 栋高层。户型在 93 到 119 平米。每平米均价 7500 元每平米。高层已经开盘了 7 栋，还有 2 栋未开盘。除此之外还有 3 栋酒店式公寓，户型在 40-50 平米，属于商业性质，不限购。

一期：洋房+一栋高层，基本售完，今年全部交付，7-8 万平米的建面、二期：洋房和小高层为主，还有酒店式公寓，明年底交房。二期是 2011 年底开盘，有部分今年要交付。银行贷款利率方面：有少数银行可以做到 85 折优惠。

项目到访量趋势：

该项目定位为刚需盘，最近市场的回暖使得到访客户明显增加。调研当天陆续有人看房和签约，反应市场刚需的释放还是比较活跃。该项目到访量：平时一天有十几组，周末是 30-40 组，价格有所上涨。去年户均均价 6500 元左右，今年在 7000 元左右。6 月份，高层卖了 140 套。

该项目的竞争优势：在无锡新区，这个盘的销售可以排第一名。周边的配套在逐渐完善，来买房的外地人也不少。现在无锡的七个区里面，比较火和卖的比较好的区域是滨湖区，原因是滨湖区工业产业较少，可以打造高端住宅区，新的市政府办公地点会搬过去，并且风景也比较好，吸引了华润、保利、万科、龙湖、路劲地产等等一线实力品牌开发商的进入，竞争比较激烈，地价也很高，金科暂时未进入滨湖区。

图 23：无锡 金科米兰米兰



资料来源：中国银河证券研究部

图 24：无锡 金科米兰米兰



资料来源：中国银河证券研究部

江阴 金科 东方王府

位于江阴市云亭镇，占地 240 亩，分为东西两个地块。紧邻金科东方大院（已售罄），两块土地是同时拿到。楼面地价 1664 元。

东方王府西区以别墅和高层为主，东区布局也类似。

该项目定位在江阴属于高端楼盘，以别墅+高层建筑为主。

西区别墅分为联排和类独栋两种类型。联排别墅户型在 290 平米到 400 平米，均价 2 万元每平米。2013 年 5 月份交房。类独栋面积在 500 平米左右，均价 2 万元。别墅项目一房一价，均价 600 万元。西区别墅一共 80 多套，已经全部售完。购房主体以本地私营企业老板。

东区：二期别墅在售，40 套左右，已经卖了一半。三期别墅 50 套左右，未开盘。

除了别墅，项目还有 10 栋高层住宅。

西区有五栋高层在售，2013 年 6 月份交房。户型为 92 到 174 平米，均价 7200-7300 元每平米。2011 年 10 月开盘，去化率 70%。当时开盘价 7500 元，2011 年底市场情况不好，推出一批特价房 6400 元每平米，现在价格已经回到 7200 元左右。在售五栋高层共 700 多套房子，套均价小户型 80 万，大户型 100 万。

东区的五栋高层还在打地基，销售时间待定。

除了住宅，东方王府还有 1 万多平米的商业物业出售，均价 15000 每平米。

市场趋势：项目卖的最好的是 2010 年和 2011 年上半年，一天一个销售可以签约十几套高层。最差的是 2011 年底，一个月整个项目去化个位数。2012 年 6 月份，项目去化 100 多套，回暖趋势较明显。

竞争格局：在城西有万达综合体项目比较有知名度，6 月份金科王府在江阴住宅销售排第一名。金科东方王府所在地区现在也吸引了很多开发商互相竞争，周边聚集了 8 家开发商，有的项目均价才 6000 元，有一定的价格优势。江阴地区民间资本丰厚，以纺织业、餐饮、钢铁等企业主为代表的群体具有较高的购买力。

项目旁边已售罄的东方大院项目，是以徽派建筑为主的洋房+高层，在江阴曾引发热潮，共 1500 多套，高层住宅在 2010 年高峰期曾卖到 8500 元每平米的均价。

东方大院的交付情况：2012 年 1 到 7 月份交付了三栋高层，7-12 月份预计继续交付三栋高层。洋房在 2011 年已经全部交付。**东方大院也将是 2012 年金科股份的重点结算项目之一。**

总体感受：金科的产品设计令人赏心悦目，东方王府的别墅内部构造实用大气，细节精雕细琢，不留痕迹，让人印象深刻。园林景观等也充分反应出金科在园林方面独具一格的优势。该项目所在位置新楼盘供应量较大，也属于江阴未来的一个发展新区，具有较大的可塑性，公司的产品也比较独特，以别墅为主，辅以部分高层住宅，满足部分小户型需求。

图 25: 江阴金科东方王府



资料来源: 中国银河证券研究部

图 26: 江阴金科东方王府



资料来源: 中国银河证券研究部

图 27: 江阴金科东方王府外景



资料来源: 中国银河证券研究部

图 28: 江阴金科东方王府外景



资料来源: 中国银河证券研究部

图 29: 江阴金科东方王府别墅样板间



资料来源: 中国银河证券研究部

图 30: 江阴金科东方王府别墅样板间



资料来源: 中国银河证券研究部

图 31: 江阴金科东方王府别墅样板间



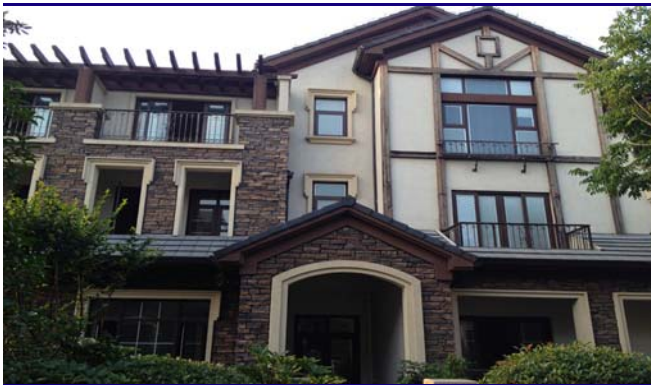
资料来源: 中国银河证券研究部

图 32: 江阴金科东方王府别墅样板间



资料来源: 中国银河证券研究部

图 33: 江阴金科东方王府别墅外观



资料来源: 中国银河证券研究部

图 34: 江阴金科东方王府 商业街部分



资料来源: 中国银河证券研究部

苏州: 吴江 金科廊桥水岸

吴江金科廊桥水岸项目位于吴江的城南新区,隶属于吴江市松陵镇。项目对面是吴江最好的中学震泽中心,新的政府办公地址已经搬到离项目 3 公里的地方。未来该区域也是吴江重点发展的区域。该项目是金科股份和扬子置业合作开发的项目,各占 50% 的权益,金科全权负责开发和经营管理。

该项目占地 300 亩,总用地面积 19 万平米,总建筑面积 45 万平米,产品是花园洋房+别墅。

项目预计分三期开发:去年底第一次认购。

项目一期正式开盘时间是 2012 年 4 月份,在售的为 2-11 号别墅和 200 多套花园洋房,别墅类型为三联或者四联别墅,户型在 400-700 万平米。每套价格在 500-1000 万元。已经卖了 4 套。花园洋房已经销售了 60 套左右。

该项目原先定位于高端,大面积改善型需求盘。项目是与项目价格较高。从一期的销售情况来看,该项目的销售情况并不乐观,原因在于:(1)周边竞争产品较多,项目周边 3 公里范围内聚集了 8 个项目。江阴市场容量有限,这几年江阴从一个钱多地少,知名开发企业都没

有进驻，缺乏有竞争力的楼盘的情况下，变成了一个多家品质开发商+本地开发商竞争的情况。

(2) 房子定位和价位在当前吴江市场偏高，房价总价较高，别墅的地下面积很多，700 多平米的面积也有点大，有些客户不是很认可，并且一套价格 500-1000 万，市场上还有 300-400 万的别墅产品与之竞争，虽然产品品质上不如金科，但是因为总价低，位置更靠近市区，走量也不错。都对该项目产生一定的影响。

竞争格局：现在吴江地区汇聚了中南建设、绿地的楼盘、还有本地开发商打造的丽湾城、长安府等高端项目，都对公司的项目销售构成了一定的竞争。并且，以中南、绿地为代表的开发商开发的楼盘体量较大，并且中南建设产品还有赠送面积等隐性优惠，促进销售。金科楼盘总量在 40 万方，绿地总量为 150 万方，吴江地区当前楼盘存货较多，松陵镇人口只有 40 多万，吴江全部人口加起来 140 万左右。买该楼盘的人还是以松陵镇人为主。金科该项目现在唯一的优势仍然在园林和物业上。

盈利情况：当时金科拿下这块地的成本很高，是当时吴江地价最高的，楼面价达 5200 元每平方米，对项目盈利构成一定的影响。后续二、三期，预计会调整定位和规划，做一些更高端的独栋别墅，加一些低端一些的刚需小户型，满足两种不同的需求，方案已经基本确定。虽然现在看销售情况不太乐观，但项目位置未来升值潜力大，并且还有 3 年的开发周期，在正确的市场定位下，有望扭转当前的不利局面，加快销售回款。

图 35: 吴江 金科 廊桥水岸



资料来源：中国银河证券研究部

图 36: 吴江 金科 廊桥水岸



资料来源：中国银河证券研究部

图 37: 吴江 金科 廊桥水岸



资料来源：中国银河证券研究部

图 38: 吴江 金科 廊桥水岸



资料来源：中国银河证券研究部

图 39: 吴江 金科 廊桥水岸



资料来源: 中国银河证券研究部

图 40: 吴江 金科 廊桥水岸



资料来源: 中国银河证券研究部

苏州 金科王府

苏州金科王府位于苏州新区，寒山寺景区旁边。苏州新区是 80 年代开始逐渐形成的苏州新城区，人为规划的因素较少，发展的比较自然。

苏州金科王府项目是金科进入苏州的第一个项目，也是高端产品系列里面的里程碑作品。该项目因为卓越的设计和中式园林景观，成为大部分同行领导来苏州考察学习的必选项目，也极大的提升了苏州新区的居住品质。

金科集团引进其旗下独家经营的金科大酒店，于金科王府落子；苏州首家国际级影院——香奈儿旗下卢米埃国际顶级影城，也因金科王府而来。高端商业街更将配置顶级私人会所，餐饮、休闲、娱乐场所。

项目占地 300 亩，总建筑面积 20 万平米，共 796 户。2011 年 5 月正式开盘。项目分为东西两个区。

西区是一期，有 10 栋洋房和十一栋独栋别墅构成，2012 年交房。洋房户型面积 135 平米起，标准配置装修均价是 1.4 万元每平米；豪华配置装修均价是 1.6 万元每平米。一期现在还剩几栋别墅和一小部分洋房。

东区为二期，2011 年 10 月份开盘，有独栋别墅 70 多套，每套面积 455-50 平米，套价格 1000-1500 万之间，现在还剩余 10 套；叠拼别墅 56 套，每套面积 220 到 330 平米，套价格 400-600 万之间，目前还剩一半左右。

东区和西区中间是三期项目，也是位置最好的一块地，现在暂时还没有推盘计划。三期的规划也是以别墅为主。

项目价格走势：2011 年 5 月开盘时，项目价格在 1.8-2.2 万元每平米。2011 年底降到了均价 1.6 万元，现在基本还是这个价格水平。

除了别墅和洋房，该项目东部还有金科大酒店、卢米埃电影城，以及 1.5 万平米左右的商铺作为配套，商铺将打造成为顶级会所等设施。

该项目总销售额已经超过 10 亿，2012 年上半年销售了 4 个多亿，下半年预计销售额会超过上半年。下半年主推两栋洋房和 30 多套别墅。

项目销售趋势：当前一周到访量在 40-50 组客户。苏州限购也限贷，有部分看上房子的客户以子女或者配偶的名义购买。大银行今年可以做到 85 折优惠利率。

项目盈利情况：楼面价 6400 元，标准配置装修洋房的成本价在 1.3 万元左右，售价均价 1.5-1.6 万元，盈利空间并不大。别墅小户型也在 570 平米以上，1500 万起价，1000 平米的户型别墅有 8 套，每套 5000 万起价。项目总投资 50 亿元，

市场竞争格局：狮山路有中海地产的姑苏公馆，共 300-400 户，小高层，有 16 层的大户型平层产品以及部分别墅，房子做精装修，200 平米的户型售价 300 多万，对金科的产品构成一定的价格竞争。

图 41： 苏州 金科王府



资料来源：中国银河证券研究部

图 42： 苏州 金科王府



资料来源：中国银河证券研究部

图 43： 苏州 金科王府



资料来源：中国银河证券研究部

图 44： 苏州 金科王府



资料来源：中国银河证券研究部

图 45: 苏州 金科王府 园林景观



资料来源: 中国银河证券研究部

图 46: 苏州 金科王府 类似北京恭王府的拱形门



资料来源: 中国银河证券研究部

图 47: 苏州 金科王府 园林石墙景观



资料来源: 中国银河证券研究部

图 48: 苏州 金科王府 园林景观



资料来源: 中国银河证券研究部

插图目录

图 1: 金科股份主营业务构成及占比	1
图 2: 公司各项业务的毛利率水平(%)	1
图 3: 金科股份在各地区获取的土地储备的比例分布	5
图 4: 金科股份项目布局图	6
图 5: 金科股份历年获取土地储备的合同金额(亿元)	8
图 6: 金科股份历年获取土地的平均楼面地价(元/平米)	8
图 7: 金科股份历年拿地的规划建筑面积(2012 年为截止到 6 月份, 万平米)	9
图 8: 重庆市历年房地产开发投资及同比增速(亿元, %)	11
图 9: 重庆历年商品房销售额及增速(亿元, %)	11
图 10: 重庆商品房成交面积走势图	12
图 11: 重庆商品房成交价格走势图	12
图 12: 大重庆一圈两翼	13
图 13: 2001 年 1-4 季度全市一小时经济圈房地产开发投资绝对额(亿元)及同比增速(%)	13
图 14: 2011 年 1-4 季度大重庆两翼地区房地产开发投资绝对额(亿元)及同比增速(%)	14
图 15: 金科股份历年总资产规模及同比增速	15
图 16: 金科股份历年归属母公司股东的净资产	15
图 17: 金科股份归属母公司股东的净利润及同比增长率	15
图 18: 金科股份销售净利率(结算口径)同比增长率	15
图 19: 2011 年重点地产公司 ROE 水平	16
图 20: 2011 年重点地产公司的存货周转率	16
图 21: 2011 年同业公司净利率对比(单位: %)	16

表格目录

表 1: 金科股份历年设计的产品代表作及其特点	2
表 2: 公司土地储备信息一览	6
表 3: 金科股份 RNAV 测算	18
表 4: 金科股份权益净利润折现测算表	19
表 5: A 股园林代表公司市盈率水平	20
表 6: 公司财务报表预测	21

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

赵强、潘玮、徐军平，房地产行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn