



Research and  
Development Center

# 深耕大重庆，稳健求发展

—— 金科股份（000656.sz）深度报告

2012 年 09 月 14 日

崔娟

房地产行业分析师

## 证券研究报告

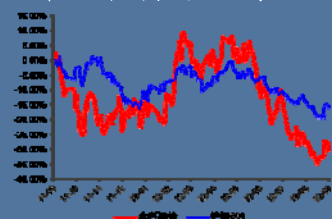
## 公司研究——调研报告

## 金科股份 (000656.sz)



首次评级

## 金科股份相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

## 公司主要数据 (2012.9.14)

收盘价 (元)	9.45
52 周内股价波动区间 (元)	8.73-15.15
最近一月涨跌幅 (%)	4.42
总股本 (亿股)	11.59
流通 A 股比例 (%)	31.46
总市值 (亿元)	109.48

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街 9 号院  
1 号楼 6 层研究开发中心

邮编：100031

崔娟 房地产行业分析师

执业编号：S1500512050002

联系电话：+86 10 63081103

邮箱：cuijuan1@cindasc.com

## 深耕大重庆，稳健求发展

## 金科股份深度报告

2012 年 09 月 14 日

## 本期内容提要：

- ◆ **深耕大重庆，成长性和安全性兼顾。**公司以深耕大重庆为主要发展战略，将充分受益于重庆的经济增长速度，同时重庆房地产市场较低的泡沫化水平也为公司未来发展提供了较高的安全边际。深耕大重庆的发展战略有利于公司的稳健发展，为未来的规模扩张奠定坚实基础。
- ◆ **项目品质深入人心，品牌效应凸显。**从 2003 年至今，金科花园洋房历经 7 代创新，成就了金科“花园洋房之父”的美誉。2008 年，中国房地产业界最高奖项——詹天佑大奖出炉，金科·天湖美镇项目荣获“詹天佑大奖·规划设计单项奖”，它意味着金科的规划水平已在业界堪称一流。
- ◆ **拿地方式灵活，抗风险能力较强。**稳健灵活的拿地方式使公司的土地成本具有明显优势。在房地产市场调控的大环境下，较低的土地成本使公司抗风险能力较强。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2012-2014 年每股收益分别为 1.21 元、1.52 元和 1.96 元，对应 PE 分别为 8 倍、6 倍和 5 倍。我们同时采用信达股权自由现金流 (FCFE) 模型得出公司内在价值为 15.88 元，首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- ◆ **股价催化剂：**公司销售业绩超预期；地产政策逐步回归常态；货币政策持续放松。
- ◆ **风险因素：**宏观经济增速持续下滑；房地产市场调控力度和持续时间超预期。

## 公司主要财务数据及预测

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	5,671.88	9,865.79	12,825.53	16,031.91	20,841.48
增长率 YoY %	29.67%	73.94%	30.00%	25.00%	30.00%
净利润(百万元)	925.46	1,069.08	1,404.77	1,759.29	2,267.20
增长率 YoY%	57.20%	15.52%	31.40%	25.24%	28.87%
毛利率%	31.83%	31.24%	31.24%	31.24%	31.24%
净资产收益率 ROE%	40.60%	22.95%	23.82%	23.52%	23.88%
每股收益 EPS(元)	--	1.52	1.21	1.52	1.96
市场一致预期 EPS(元)	--	--	1.21	1.55	1.95
市盈率 P/E(倍)	--	10	8	6	5
市净率 P/B(倍)	--	2.11	1.66	1.31	1.03

资料来源：wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2012 年 09 月 14 日收盘价

## 目 录

投资聚焦	1
估值与投资评级	2
区域龙头，源自山城	3
立足重庆，快速发展	3
成功借壳，亮相 A 股	4
深耕大重庆、稳健求发展	5
行业发展趋势分析	7
城镇化进程仍将带来巨大市场需求	7
区域经济一体化助推城镇化快速发展	8
调控政策逐步回归正常	10
房地产销售增速将见底回升	11
重庆新区：区位优势+产业升级，带来旺盛需求	11
区位优势无法取代	11
产业环境得天独厚	12
重庆房地产市场前景良好	12
核心竞争优势突出	13
花园洋房之父，品质铸就辉煌	13
土地成本较低，抗风险能力较强	19
物业管理水平全国领先，品牌价值持续提升	20
财务稳健，短期偿债压力较小	20
股权激励已完成	22
盈利预测及投资评级	23
盈利预测：公司未来 3 年净利润复合增长率 28.5%	23
首次覆盖，给予公司“买入”评级	23
风险因素	24

## 表 目 录

表 1：公司主要发展历程	3
表 2：公司主要项目一览	5
表 3：公司四项专利及项目案例	14
表 4：公司 7 代花园洋房简介	14
表 5：公司项目所获奖项一览	17
表 6：公司相关权益方持股一览	22
表 7：FCFE 估值法参数与估值结果	24
表 8：公司绝对估值表	24

## 图 目 录

图 1：公司已进入城市分布	3
图 2：公司储备项目城市分布	3
图 3：公司近三年销售金额复合增长率 68.31%	4
图 4：公司销售增速和其他公司对比	4
图 5：吸收合并前的公司股权结构图	5
图 6：吸收合并后的公司股权结构图	5
图 7：我国城市化率快速提高	8
图 8：我国依然处于城市化加速发展阶段	8
图 9：十大城市群分布图	8
图 10：商品房销售增速明显回落	10
图 11：房地产开发投资逐步下滑	10
图 12：房地产资金来源逐步回落	11
图 13：国房景气指数跌破前期低点	11
图 14：重庆人均 GDP 同比快速增长	13
图 15：重庆房价收入比明显偏低	13
图 16：金科廊桥系作品	15
图 17：北京金科王府效果图	16
图 18：苏州金科王府实景图	16
图 20：重庆东方王榭实景图	16
图 21：长沙东方大院实景图	17
图 22：江阴东方大院实景图	17
图 23：公司按城市划分平均楼面地价（2008 年-2011 年）	20
图 24：浏阳仙人湖	20
图 25：公司近三年总资产复合增长率 58.3%	21
图 26：公司近三年归属于母公司股东净资产复合增长率 46.5%	21
图 27：公司近三年营业收入复合增长率 44.9%	21
图 28：公司近三年归属于母公司股东净利润年均复合增长率 27.8%	21
图 29：公司近三年加权平均净资产收益率	22
图 30：公司 2011 年存货周转率对比	22
图 31：公司主营业务收入预测	23
图 32：公司净利润预测	23

## 投资聚焦

**重庆新区：区位优势+产业升级，带来旺盛需求。**重庆具有无法取代的区位优势和得天独厚的产业环境，为经济增长提供了强有力的引擎。和重庆目前的人均收入水平和经济增速相比，重庆的房价水平相对较低。重庆强有力的经济增长动力和较低的房价收入比为重庆的房地产市场提供了良好支撑，前景看好。

**花园洋房之父，品质铸就辉煌。**从 2003 年至今，金科花园洋房历经 7 代创新，成就了金科“花园洋房之父”的美誉。2008 年，中国房地产业界最高奖项——詹天佑大奖出炉，金科·天湖美镇项目荣获“詹天佑大奖·规划设计单项奖”，它意味着金科的规划水平已在业界堪称一流。

**土地成本较低，抗风险能力较强。**稳健灵活的拿地方式使公司的土地成本具有明显优势。2008 年至 2011 年公司每年取得土地的平均楼面地价为 1056 元/平米、1204 元/平米、3269 元/平米（扣除北京获取的 2 块地后楼面均价为 2028 元/平米）和 1284 元/平米，公司四年平均楼面地价为 1593 元/平米。在房地产市场调控的大环境下，较低的土地成本使公司抗风险能力较强。

**物业管理水平全国领先，品牌价值持续提升。**在金科的战略版图上，一级资质的物业管理已经被提升到与公司品牌、产品品质同等级别的“品牌金三角”的地位。金科物业管理以“安心、省心、放心、开心、舒心”的“五心服务”为宗旨，其首倡的地产服务“宽泛化”，更意味着金科对业主提供的售后服务，将从物业管理一举延伸到消费价值服务领域，从而使品牌价值得到持续提升。

**行业判断：**从长期看，城镇化和区域经济一体化将继续为房地产市场带来巨大需求，房地产行业发展的内在驱动并未消失，行业长期发展前景依然可以期待。稳增长始终是国家目前经济发展的首要任务，而新兴产业难以在短期贡献经济增量，房地产对经济的带动作用难以取代，行业调控政策将逐步由偏严回归正常。预计刚性需求和改善型需求未来存在进一步放宽的可能性。

**有别于市场的认识：**市场对公司是否能够实现大规模异地扩张，从而实现快速增长存在质疑。我们认为，公司以深耕大重庆为主要发展战略，将充分受益于重庆的经济增长速度，同时重庆房地产市场较低的泡沫化水平也为公司未来发展提供了较高的安全边际。深耕大重庆的发展战略有利于公司的稳健发展，为未来的规模扩张奠定坚实基础。

**股价催化剂：**公司销售业绩超预期；地产政策逐步回归常态；货币政策持续放松。

**风险因素：**宏观经济增速持续下滑；房地产市场调控力度和持续时间超预期。

## 估值与投资评级

我们预计公司 2012-2014 年每股收益分别为 1.21 元、1.52 元和 1.96 元，对应 PE 分别为 8 倍、6 倍和 5 倍。房产板块 2012 年预测市盈率为 10 倍，但考虑到公司未来 3 年净利润复合增长率接近 30%，具有较高的成长性，我们认为给予公司 11-12 倍市盈率较合理，对应股价为 13.31-14.52 元。我们同时采用信达股权自由现金流（FCFE）模型，得出公司内在价值为 15.88 元。综合相对估值与绝对估值的结果，我们给予公司“买入”评级。

## 区域龙头，源自山城

### 立足重庆，快速发展

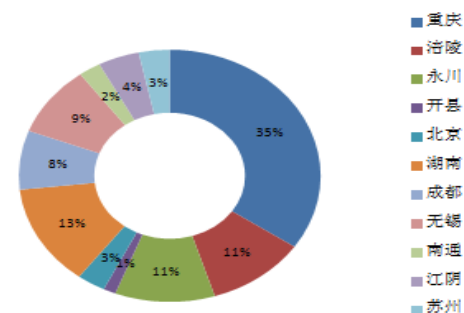
金科股份成立于 1998 年，是一家以房地产开发为主业，以五星级酒店、园林、门窗及物业管理等为辅业的大型企业集团，具有国家一级房地产开发资质。1999 年，公司开发第一个地产项目重庆金科花园，历经 15 年发展，公司的房地产业务已覆盖北京、四川、江苏、湖南等多个省市，目前在建项目超过 40 个，土地储备规划建筑面积超过 1500 万平米。

图 1：公司已进入城市分布



资料来源：公司网站，信达证券研发中心

图 2：公司储备项目城市分布



资料来源：公司资料，信达证券研发中心

表 1：公司主要发展历程

1998 年	金科达置业发展（集团）有限责任公司成立。
1999 年	首个地产项目重庆金科花园问世。
2000 年	金科实业集团组建。
2001 年	首次进入重庆市房地产开发企业前 10 强。
2004 年	首次进入中国地产百强，被国家建设部授予国家一级开发资质。
2007 年	实施全国化跨区域发展战略。
2008 年	全国化扩张步伐稳步向前，土地储备总量超过 1000 万平方米。
2009 年	金科被国务院发展研究中心授予“中国地产品牌 10 强”称号。
2009 年	金科被国家工商行政管理总局商标局认定为“中国驰名商标”。
2011 年	成功登陆 A 股。
2011 年	在“中国房地产 500 强”评选中获得 2011 中国房地产开发企业 20 强及“2011 中国房地产开发企业发展潜力十强”。



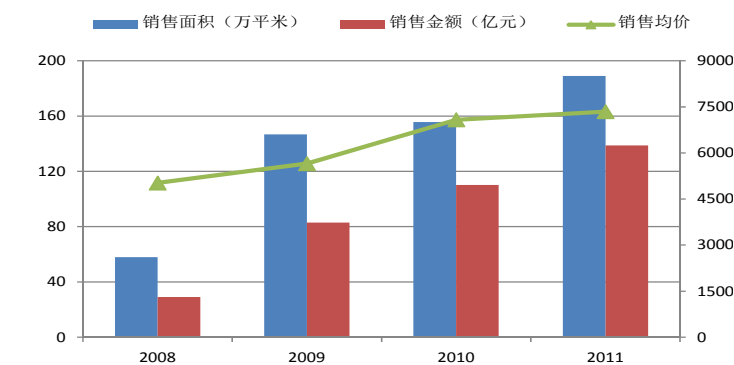
2011 年	在“2011 中国房地产百强企业”评选中名列第 18 名,并荣登“运营效率 TOP10”榜单第三名,以及“2010-2011 中国房地产年度社会责任感企业”榜。
2011 年	中国房地产 TOP10 研究组授予公司“2011 中国房地产公司品牌价值 TOP10”。
2011 年	获得第 13 届中国住交会 2011CIHAF 中国名企。
2012 年	金科股份首次在“重庆民营企业 50 强”评选中,排名第一。

资料来源:公司公告,信达证券研发中心

公司近三年销售业绩突飞猛进。2008 年至 2010 年,公司凭借对市场行情的敏锐捕捉以及对项目品质的严格把关,公司销售额由不足 30 亿元,迅速发展成销售突破百亿元的大型房企。2010 年,公司销售额首次突破百亿元,在中房信息集团公布的 2010 年全国房地产销售排行榜中位居第 22 位。

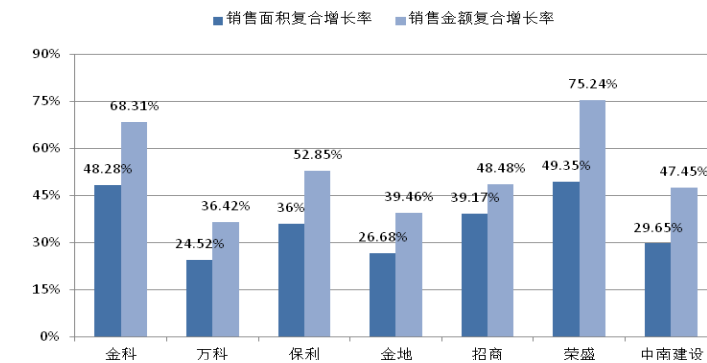
2008 年至 2011 年,公司销售面积由 58 万平米增长至 180 万平米,销售金额由 29 亿元增长至 139 亿元,销售面积和销售金额年均复合增长率分别为 48.28%和 68.31%,公司近三年销售额复合增长率明显超越一线龙头地产公司。

图 3: 公司近三年销售金额复合增长率 68.31%



资料来源:公司公告,信达证券研发中心

图 4: 公司销售增速和其他公司对比

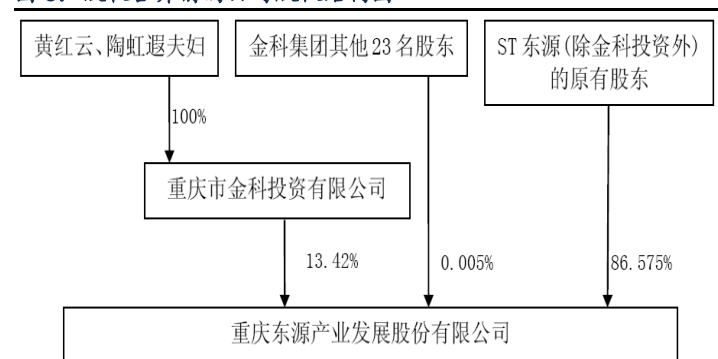


资料来源:各公司公告,信达证券研发中心

## 成功借壳、亮相 A 股

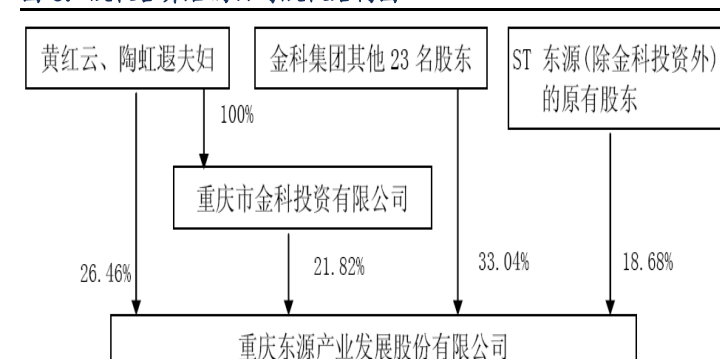
公司 2011 年成功借壳 ST 东源,正式登陆 A 股市场。ST 东源以新增股份吸收合并金科集团的方式向金科集团的 26 名股东发行 9.08 亿股股份,新增股份的价格为 5.18 元/股,金科集团的 26 名股东以其持有金科集团 100%的权益认购本次新增股份。本次吸收合并完成后,公司作为吸收方承接金科集团的全部资产、负债、业务和人员,金科集团的法人资格注销,金科集团实现整体上市。黄红云、陶虹遐及重庆市金科投资有限公司(以下简称“金科投资”)合计持有金科股份的股份比例为 48.28%,黄红云、陶虹遐夫妇成为金科股份的实际控制人。

图 5：吸收合并前的公司股权结构图



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 6：吸收合并后的公司股权结构图



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 深耕大重庆、稳健求发展

投资战略方面，公司坚持“622”战略布局，即以重庆为中心的中西部发展规模占比约 60%、长三角和环渤海分别各占比约 20%，坚持深耕重庆，突出中西部和三四线城市两条投资主线。项目投资上坚持“四个优先”，即优先满足已进入的城市，优先满足进入城市化率低、欠发达的城市，优先满足市场容量快速增长的城市，优先满足投资回报较高的城市。产品战略方面，实施“70/30 战略”，即开发 70% 的刚需型产品、30% 的改善型产品，坚持走民生地产之路。

表 2：公司主要项目一览

城市	项目名称	规划建筑面积（平米）	开发时间	预计竣工时间
重庆主城	阳光小镇	671530	2009 年 3 月	2012 年 7 月
	廊桥水乡	1491317	2010 年 7 月	2015 年 10 月
	公园王府	194866	2010 年 7 月	2013 年 6 月
	中央公园城	321450	2011 年 11 月	2014 年 3 月
	VISAR 国际	78363	2010 年 2 月	2012 年 9 月
	合川世界城	229332	2012 年 3 月	2014 年 3 月
	太阳海岸	518981	2009 年 11 月	2012 年 12 月
	世界城	278093	2011 年 11 月	2013 年 4 月
	雷家桥	412614	2011 年 4 月	2016 年 3 月
	西城大院	399438	2004 年 1 月	2012 年 3 月
	十年城	604235	2007 年 7 月	2013 年 11 月



涪陵	黄金海岸	313115	2008 年 8 月	2012 年 6 月
	天湖小镇	262064	2009 年 9 月	2013 年 9 月
	世界走廊 A	139800	2010 年 6 月	2013 年 3 月
	世界走廊 B	110853	2010 年 8 月	2012 年 9 月
	中央公园城	780000	2011 年 8 月	2013 年 12 月
永川	公园城	366465	2010 年 2 月	2014 年 1 月
	阳光小镇	413212	2010 年 12 月	2012 年 7 月
	世界城	833803	2011 年 6 月	2016 年 5 月
开县	开州城	199217	2011 年 8 月	2013 年 12 月
北京	帕提欧	171275	2008 年 7 月	2012 年 7 月
	金科王府	152307	2010 年 10 月	2015 年 6 月
	廊桥水岸	136449	2011 年 10 月	2013 年 5 月
湖南	东方大院	329190	2009 年 4 月	2013 年 12 月
	天湖新城	1626810	2011 年 3 月	2015 年 9 月
成都	金科一城	390460	2007 年 10 月	2012 年 12 月
	廊桥水乡	602752	2010 年 8 月	2014 年 11 月
	天籁城	147926	2011 年 8 月	2014 年 11 月
无锡	观天下	276077	2007 年 8 月	2012 年 12 月
	东方王榭	230936	2007 年 8 月	2012 年 12 月
	万博广场	125442	2010 年 7 月	2012 年 12 月
	米兰米兰	322122	2010 年 8 月	2012 年 8 月
	世界城	414979	2010 年 6 月	2013 年 11 月
南通	南通金科城	359219	2012 年 7 月	2014 年 4 月
江阴	东方王府	294662	2011 年 7 月	2014 年 3 月
	东方大院	240673	2010 年 8 月	2012 年 7 月
	锦绣天成	129621	2010 年 1 月	2012 年 7 月
苏州	金科王府	202749	2010 年 9 月	2013 年 5 月
	廊桥水岸	294729	2011 年 5 月	2016 年 3 月
合计	-	15067124	-	-

## 行业发展趋势分析

### 城镇化进程仍将带来巨大市场需求

城市地理学家雷·诺桑姆（Ray M Northam, 1975）用 S 形变动轨迹曲线将城市化率分为三个阶段。第一阶段为城市化初期，城市人口增长较为缓慢，超过 10% 以后逐渐加快。当城市人口比重超过 20% 时进入第二阶段，城市化进程出现加快的趋势，这种趋势一直持续到城市人口超过 70% 以后才有所减缓。第三阶段，城市化进程将出现停滞或略有下降的趋势。

另外一种观点认为，当城市化水平达到 30% 左右以后，开始进入城市化的第二阶段即加速发展阶段。直到城市化率达到 65% 时表明该地区进入后工业社会或信息社会的萌芽期，因为经济基础较大，所以发展速度开始放缓，城市化的速度也变缓。

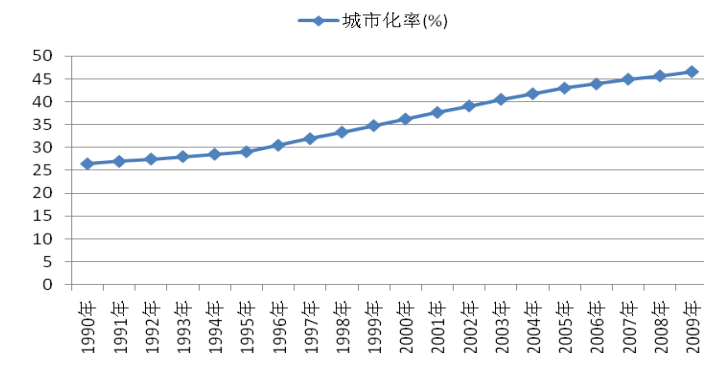
我国的城镇化进程充分符合上述两种观点。我国的城镇化率从 1952 年的 12.46% 提升至 1981 年的 20.16%，城镇化率年均提高 0.27 个百分点。城镇化率超过 20% 之后，城镇化进程加快。从 1981 年的 20.16% 提升至 1996 年的 30.48%，城镇化率年均提高 0.69 个百分点。城镇化率达到 30% 以后，城市化进入加速发展期。从 1996 年的 30.48% 提升至 2009 年的 46.6%，城镇化率年均提高 1.24 个百分点。

中国 GDP 在 1 万亿美元时，城市化水平为 36%，而日、美 GDP 在 1 万亿美元时，城市化率分别超过 65% 和 80%。另据世界银行统计，2002 年世界高收入国家城市化率平均为 75%，中等收入国家为 62%，低收入国家为 30%，而 2005 年中国城市化率为 43%，比 2002 年世界平均水平低 10 个百分点以上，比世界发达国家平均低 30 个百分点。

中国社科院 2010 年发布的城市蓝皮书称：1996 到 2005 年，中国每年新增城镇人口数量超过 2000 万人；2006 到 2009 年，每年新增的城镇人口数量大约为 1500 万人；今后一段时间，中国城镇化进程仍将处于一个快速推进的时期，到 2015 年城镇化率达到 52% 左右，到 2030 年达到 65% 左右。比照发达国家平均接近 80% 的城市化率及发展趋势，假设城镇化率每年增加一个百分点，则中国的城市化进程至少还有三十年的高速发展期。我国依然处于城镇化加速发展阶段。

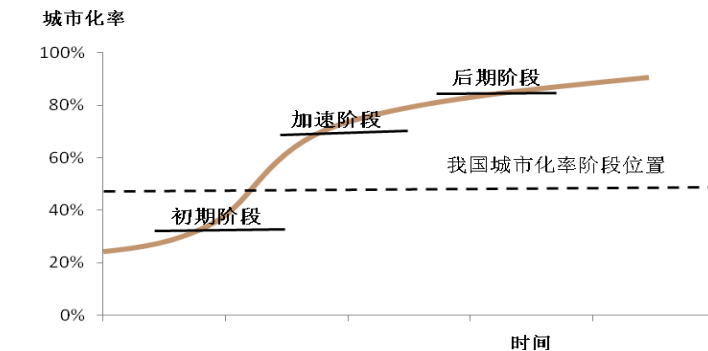
以 2009 年人口总数 13.35 亿为基数，人口年均复合增长率采用 2000 年至 2009 年人口年均复合增长率 0.52%，计算得出 2030 年人口总数为 14.88 亿。以城市人均居住面积按照建设部 06 年 7 月统计的 26 平米计算，从 2009 年至 2030 年，住宅总面积需求为 251.47 亿平米。年均需求面积为 11.98 亿平米。当然我们并未考虑存量房市场交易，但也从一个侧面说明了城镇化带来的巨大市场需求。

图 7：我国城市化率快速提高



资料来源：wind，信达证券研发中心

图 8：我国依然处于城市化加速发展阶段



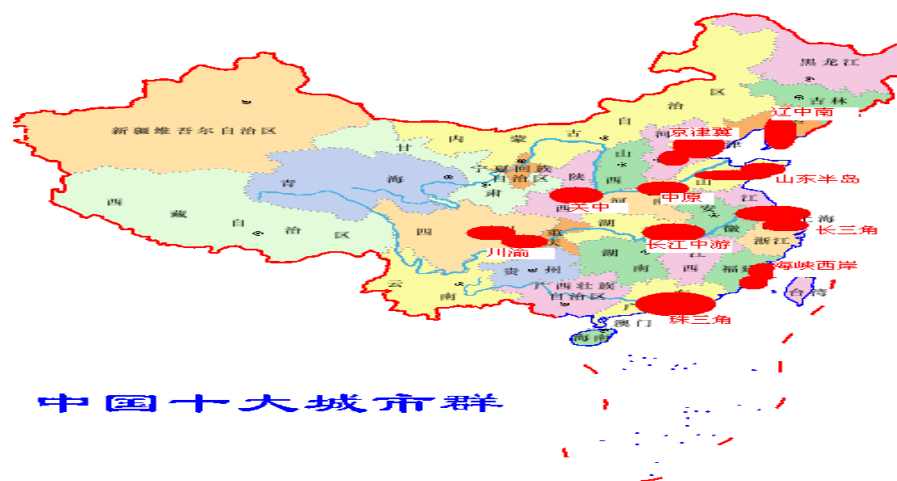
资料来源：信达证券研发中心

## 区域经济一体化助推城镇化快速发展

改革开放以来，随着中国社会经济的发展，尤其是 20 世纪 90 年代以后市场化改革的不断深化，中国区域经济一体化趋势越来越明显，区域合作的范围和领域不断拓展，合作规模不断增大，形成了像京津冀、长三角、珠三角等重要的经济区域。经济区域的形成，使城市群的数量和范围不断扩大，城市数量激增，推动城镇化快速发展。我国城市数量由 1978 年的 193 个增加至 2007 年的 655 个，城市增加个数 462 个，年均增加近 10 个城市。

国家在“十一五”规划里明确提出“要把城市群作为推进城镇化的主体形态”，而根据十一五规划，未来中国将形成十大城市群：京津冀、长三角、珠三角、山东半岛、辽中南、中原、长江中游、海峡西岸、川渝和关中城市群。国家已出台了一系列的区域发展规划来助推城市圈建设。

图 9：十大城市群分布图



资料来源：信达证券研发中心

我们认为，鉴于长江三角洲、珠江三角洲和京津冀三大城市群已经具备较好的基础，而且经济规模占全国的比重越来越高，成为中国经济发展的引擎（以占全国 3.25%即 31 余万 km<sup>2</sup> 的土地，容纳了全国 15.08%即 19198.62 万人口，提供了全国 41.49%的经济产出），伴随着新形势下区域规划优惠政策的进一步落实，它们仍将取得长足的发展，城镇化率将普遍提高到 75%，进入到高级阶段，主导中国经济的发展，如长三角的腹地将继续扩大，浙江大部、江苏大部、安徽一部分地区都将进入城市群的范围；珠三角地区将和香港、澳门实现区域经济一体化，其优势更大，辐射力更强；京津冀城市群中的各大城市特色和优势十分明显，互补作用强，北京具有政治、文化和高科技的优势、天津具有港口和制造业的优势，石家庄具有商贸业的优势。尤其是天津滨海新区的开发开放成为国家战略，对城市群发展的影响更大。它们一旦突破行政的藩篱，发展的潜力就会迅速释放出来。

与此同时，中西部地区发展相对滞后，政策扶持力度逐步加大使该区域具备较为广阔的发展空间。2008 年，东部地区城镇化率平均达到 56%，而中部、西部地区分别只有 41%、38%。2009 年初至今，国家先后发布《关于推进重庆市统筹城乡改革和发展的若干意见》、《关中-天水经济区发展规划》、《促进中部地区崛起规划》、《鄱阳湖生态经济区规划》、《皖江城市带承接产业转移示范区规划》以及《重庆两江新区发展规划》。十二五规划中明确提出实施区域发展总体战略：坚持把深入实施西部大开发战略放在区域发展总体战略优先位置，给予特殊政策支持，发挥资源优势和生态安全屏障作用，加强基础设施建设和生态环境保护，大力发展科技教育，支持特色优势产业发展。加大支持西藏、新疆和其他民族地区发展力度，扶持人口较少民族发展。

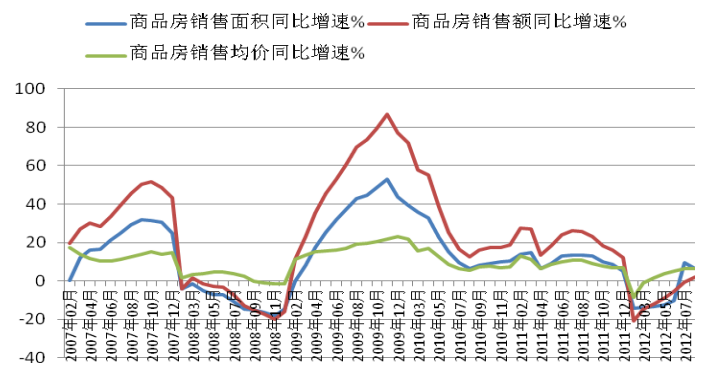
区域经济一体化将促进城镇化快速发展,助推区域经济的规模化和核心竞争力的提升,从而为房地产市场提供巨大市场需求。

### 调控政策逐步回归正常

房地产调控逐见成效。在一系列调控政策出台之后,全国商品房销售增速出现明显回落,房地产开发投资逐步下滑,国房景气指数临近前期低点。2012年1-8月份,全国商品房销售面积5.74亿平米,同比下滑4.1%;全国商品房销售额34011亿元,同比增长2.2%;全国房地产实际完成投资额43688亿元,同比增长15.6%,和1-2月份相比增速减少12.2个百分点;商品房新开工面积同比下滑6.8%,商品房施工面积和竣工面积同比分别增长15.6%和20.2%,新开工、施工和竣工面积和1-2月份相比分别下滑11.86、19.88和25个百分点。

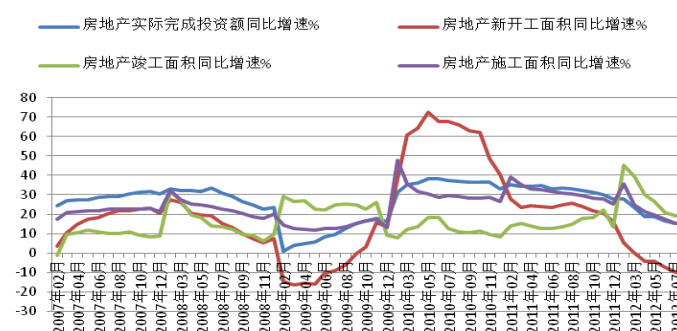
稳增长始终是国家目前经济发展的首要任务,而新兴产业难以在短期贡献经济增量,房地产对经济的带动作用难以取代,行业调控政策将逐步由偏严回归正常。预计刚性需求和改善型需求未来存在进一步放宽的可能性。

图 10: 商品房销售增速明显回落



资料来源: wind, 信达证券研发中心

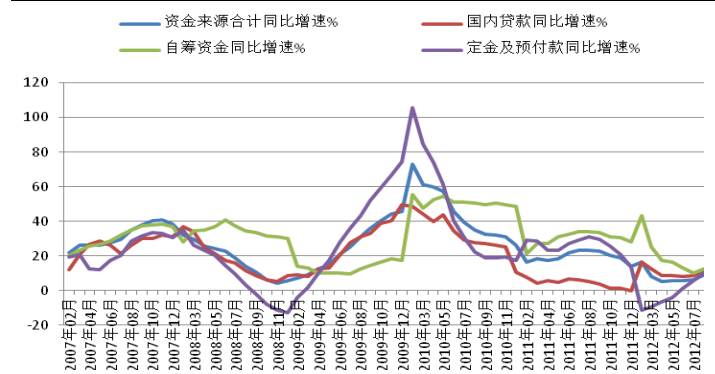
图 11: 房地产开发投资逐步下滑



资料来源: wind, 信达证券研发中心

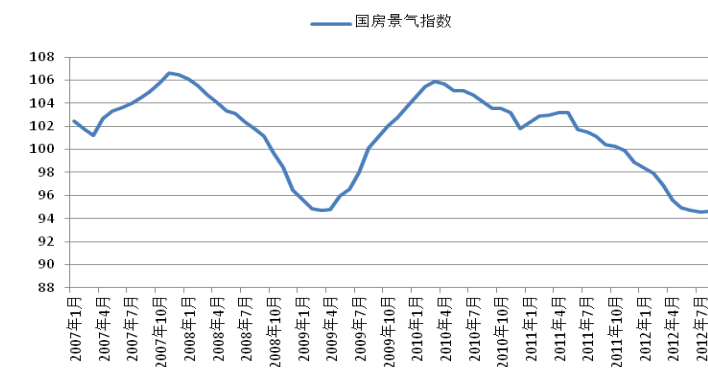


图 12: 房地产资金来源逐步回落



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 13: 国房景气指数跌破前期低点



资料来源: wind, 信达证券研发中心

## 房地产销售增速将见底回升

首先，宏观经济进入降息通道，地产属于资金密集型、高杠杆行业，降息有利于行业信贷环境和个人购房能力的改善。其次，刚需政策回暖，有利于销售见底回升。2011年11月份，住建部提出“支持居民的合理购房需求，优先保证首次购房家庭的贷款需求。”2012年2月份，央行1号文件提出“要加大金融服务，支持普通商品住房建设，满足首次购房家庭的贷款需求。”刚需政策的回暖推动刚需逐步入市，促进今年3月份以来的销售反弹。最后，去年下半年房地产销量快速萎缩，四季度降至冰点，今年下半年房地产销售在刚需政策回暖、开发商降价促销以及降息环境下，同比增速值得期待。

## 重庆新区：区位优势+产业升级，带来旺盛需求

### 区位优势无法取代

重庆市地处中国西南部，处在中西部地区的结合部，承东启西，沟通南北，具有特殊的区位优势，是西南地区 and 长江上游的经济中心城市。重庆拥有面向国际、连接南北、辐射西部的密集立体交通网络，将形成中国第四大国际机场、内河航运最大港口和8条铁路汇集等三大交通枢纽。《国务院关于印发物流业调整和振兴规划的通知》将重庆定位为全国性物流枢纽城市、西南物流区域核心城市，布局有四条国家级物流通道。

在与西部大城市的比较发展中，重庆最得天独厚的突出优势就是交通便捷的黄金水道。重庆境内的长江沿线有近700公里长，横穿湖北直至上海出口，是我国西南地表水东泄入海的唯一通道，通过长江连接太平洋，从而成为我国既有的中西部内陆地区连接亚洲、欧洲、非洲、大洋洲、南美洲、北美洲的主要通道，加入全球供应网络。重庆已经成为了西部地区唯一拥有公、铁、水、空综合交通优势的特大城市，综合交通网平均密度及公路网、铁路网、内河航运密度均居西部第一。

目前以市场与资源为导向的工业“西移”趋势越来越明显，以市场与资源为导向工业正在逐步向具有港口优势、运输便捷、



水利资源丰富、销售顺畅的内陆地区转移，为重庆港口发展和相关产业集群的有机结合提供了发展条件与空间。

## 产业环境得天独厚

2009 年 2 月 5 日，国务院发布《关于推进重庆统筹城乡改革发展的若干意见》（以下简称《若干意见》），在国家战略层面正式研究设立“两江新区”。2010 年 6 月 18 日，两江新区正式挂牌成立，成为继上海浦东新区、天津滨海新区之后的第三个国家级新区。在产业布局上，两江新区将形成轨道交通、电力装备（含核电、风电等）、新能源汽车、电子信息、节能材料等五大战略性新兴产业，以及国家级研发总部、重大科研成果转化基地、数据中心等三大战略性新兴产业功能布局，并加快培育一批高成长性新兴产业集群，形成“5+3”的战略性布局。国家批准重庆设立两江新区，推动中西部的大开发大开放，标志着中国大开放进程从东到西的战略大转移。

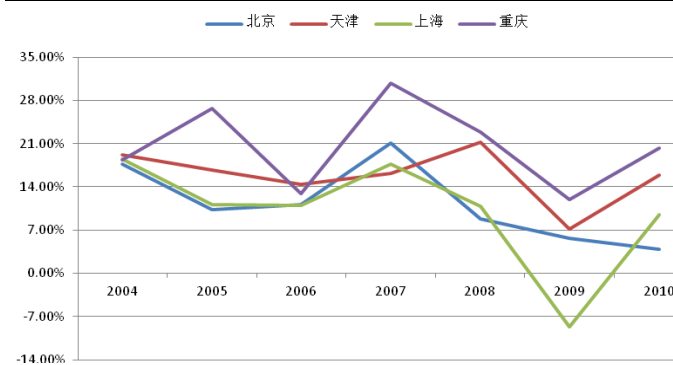
国务院给予两江新区前所未有的优惠政策，要求在现有政策范围内，加大对两江新区发展的支持力度，推动产业、资金和人才向两江新区集聚。西部大开发优惠政策、统筹城乡综合配套改革先行先试政策以及比照浦东新区和滨海新区的开发开放政策，这三大优惠政策的叠加，意味着两江新区成为始终保有国家内陆最优惠政策的区域。目前，两江新区已集中推出到 2020 年减按 15% 的税率征收企业所得税等诸多优惠政策，引起全球投资者广泛关注。

两江新区成立两周年，成绩斐然。2011 年，两江新区 GDP 达到了 1380 亿元，增长 23.6%。两江新区累计签约的正式合同项目已经达到了 665 个，总投资 3558 亿元。两江新区实际利用内资金额已超过浦东新区和滨海新区，实际利用外资规模达到浦东新区的四分之三，滨海新区的一半，而 2010 年时，还分别只是浦东新区的 41.2%，滨海新区的 22.6%。世界 500 强企业从新区成立之初的 54 家已经上升到了 108 家。来渝的世界 500 强企业，一半都在两江新区。重庆两路寸滩保税港区已累计完成投资约 200 亿元，建成各类笔电厂房及仓库 46.4 万平方米。入驻企业和项目累计达到 200 个，其中包括世界 500 强 12 家，中国 500 强 8 家。累计完成销售产值 117 亿元，实现营业收入 2139 亿元，创造关税外税收 46 亿元。

## 重庆房地产市场前景良好

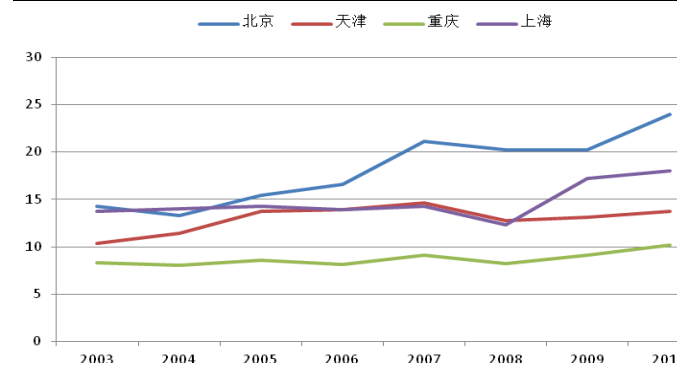
重庆的区位优势和产业环境为经济增长提供了强有力的引擎。2003 年至 2010 年，重庆人均 GDP 年均复合增长率为 20.37%，明显超过北京 11.07%、上海 9.65%、天津 15.76% 等大型城市。和重庆目前的人均收入水平和经济增速相比，重庆的房价水平相对较低。我们计算了北京、上海、天津和重庆的房价收入比，计算假设是双职工家庭购买一套 90 平米的住房所需年限，计算公式为：房价收入比=当地房屋销售均价\*90/当地人均收入/2。通过计算可以发现，重庆房价收入比远远低于北京和上海，也低于天津。重庆强有力的经济增长动力和较低的房价收入比为重庆的房地产市场提供了良好支撑，前景看好。

图 14: 重庆人均 GDP 同比快速增长



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 15: 重庆房价收入比明显偏低



资料来源: wind, 信达证券研发中心

## 核心竞争优势突出

### 花园洋房之父，品质铸就辉煌

从 2003 年至今，金科花园洋房历经 7 代创新，成就了金科“花园洋房之父”的美誉。2003 年，金科推出花园洋房天籁城，首次以“四度空间，五亲住宅”的具体内涵，清晰定义了花园洋房这一全新的物业形态。在规划上天籁城采用“院”、“错”、“露”、“退”等空间艺术手法，实现了人景交融、群体和私人空间的平衡。2004 年，“一城山色半城湖”的金科天湖美镇将花园洋房带入了一个新的境界。2008 年，中国房地产业界最高奖项——詹天佑大奖出炉，金科·天湖美镇项目荣获“詹天佑大奖·规划设计单项奖”，它意味着金科的规划水平已在业界堪称一流。

自 2008 年开始，金科开始在高端别墅上发力，其打造的长沙“东方大院”，以中式别墅豪宅风格，赢得了长沙“墅王”的赞誉，而北京的西班牙风格的“帕提欧”别墅、重庆的北美风格的“太阳海岸”也证明了金科积累的产品开发实力已经在别墅领域也具备大师级的专业水准。

2004 年至 2010 年，金科陆续开发了中华坊、天湖美镇、廊桥水岸、云湖天都、绿韵康城、东方王榭、10 年城等知名楼盘，获得国家知识产权局授予的“空中院馆”、“X+1 夹层住宅”、“原创中国洋房”、“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。

公司的园林景观亦处于行业领先地位。金科在房地产业界开创“情景式”园林，一改园林“只看不用”的功能误区。首创“葱茏野趣”派园林，将草坪、树木、花草与休闲空间进行合理搭配运用，不仅让居住者时时处处可以享受到园林景观，更能与之产生互动。重庆西城大院 4 万平米景观园林、北京廊桥水岸 8 万多平米私属金科廊桥河谷公园、以及北京金科王府法式宫廷庭园，一个个美轮美奂的园林作品已经使金科成为业内园林景观的专属名片。

我们从金科的发展历史就可以看出，金科一直在建筑形式上有着自己的理想主义色彩。它可以用十年的时间锲而不舍地开发一种产品“花园洋房”，并且把这种产品做到第七代，在西式、中式之中进行尝试，可以因这种产品而拥有4项国家专利。同时我们也看到金科在别墅上也可以厚积薄发，在中式大宅和西式别墅之间来去自如。

公司对项目品质的坚持使公司品牌深入人心。在重庆，金科旗下楼盘在别墅、洋房、高层、商业全方面开花，十年城、西城大院、阳光小镇等区域标志性大盘，多次出现加推即售罄的热卖的红火局面，代表重庆别墅最高端代表——金科·太阳海岸别墅还未推出就已呈现出三组客户抢一套房的热销场面。在北京，金科·帕提欧别墅开盘即热销，首日认购达3亿元，两个月销售金额突破8亿。在长沙，有着“墅王”之称的高端项目“金科东方大院”8月开盘当日认购超过1.5亿，首先推出的两批次近百套房源抢购一空，震惊星城。在长三角地区，金科凭借东方王榭和观天下项目，企业品牌和市场占有率跃居无锡、江阴等城市的第一名。金科的品牌效应已从重庆扩展至全国。

**表 3：公司四项专利及项目案例**

所获专利	项目案例
空中院馆	廊桥水岸：在室内创新性地设置 18-20 平方米的开敞空间，将客厅、餐厅、书房、卧室以院馆为核心进行设计，临院馆所有功能房的隔墙采用玻璃，从而使室内空间延展，达到“室外空间室内化、室内空间室外化”的目的。
X+1 夹层住宅	绿韵康城：通过室内空间竖向变化，而创造了可灵活变化的创意组合空间。
原创中国洋房	东方王榭：首先实现了中式花园洋房的打造，在建筑形式上继承了花园洋房院错落露的基本特征，同时在美学形式上传承了中国建筑的传统风格。
别墅级洋房	阳光小镇：通过创意的设计将别墅产品元素如私家会所，“前庭后院”等设计元素运用到洋房上，创造了别墅品质的低密度、高绿化率花园洋房。

资料来源：公司公告、信达证券研发中心

**表 4：公司 7 代花园洋房简介**

	代表项目	项目特点
1 代	天籁城·美社	首次以“四度空间，五亲住宅”的具体内涵，清晰定义了花园洋房这一全新的物业形态。在规划上它采用“院”、“错”、“露”、“退”等空间艺术手法，实现了人景交融、群体和私人空间的平衡。

2代	天籁城·紫园	朝向进行改进，在人性化和舒适度上也前进了一步，同时增加了“一步阳台”。
3代	金科·天湖美镇	增加了双流线设计，即入户以后，到客厅或是厨房都可以采用多处线路通过
4代	云湖天	纯粹的坡地花园洋房。
5代	东方王榭	首创了中式风格的花园洋房，在建筑形式上，继承了花园洋房院错落露的基本特征，同时在美学形式上，传承了中国建筑的传统风格，主要表现在建筑外观的本土化和园林环境的本土化上。
6代	10 年城	亮点是“亲地洋房”，通过退台、相互交错的阳台、镂空的采光井，一、二层均结合地形设置半地下室，作为私家会所；二至四层每户都设有露台、阳台，五层六层利用屋顶做花园，增加了户型的使用价值，使得居住空间更加亲近自然。
7代	阳光小镇	则采用了各种空间设计，使得花园洋房具备了别墅级的品质，不仅仅房子本身的升级，景观园林也一同升级。

资料来源：信达证券研发中心

图 16：金科廊桥系作品



资料来源：公司网站，信达证券研发中心



图 17: 北京金科王府效果图



资料来源: 搜房网, 信达证券研发中心

图 18: 苏州金科王府实景图



资料来源: 搜房网, 信达证券研发中心

图 19: 无锡东方王榭实景图



资料来源: 搜房网, 信达证券研发中心

图 20: 重庆东方王榭实景图



资料来源: 搜房网, 信达证券研发中心

图 21: 长沙东方大院实景图



资料来源: 搜房网, 信达证券研发中心

图 22: 江阴东方大院实景图



资料来源: 搜房网, 信达证券研发中心

表 5: 公司项目所获奖项一览

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 9 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 7 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 4 月
金砂水岸	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 3 月
	被评为中国西部生态景观示范十大楼盘	2004 年 8 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 8 月
	获得“2004 年中国住宅十大名盘”荣誉称号	2004 年 8 月
	获得 2005 重庆地产年度榜十大名盘荣誉称号	2006 年 1 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 8 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 4 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 3 月
	房地产行业综合性大奖“中国广厦奖”	2008 年 3 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 4 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 3 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 7 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“詹天佑大奖·规划设计单项奖”	2008 年 10 月
蚂蚁 SOHO	获得最具投资价值楼盘称号	2007 年 6 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
金科·新大陆	中国商业地产行业发展论坛 2011 年会“最具投资潜力项目”	2011 年 3 月
金科·世界城	中国商业地产行业发展论坛 2012 年会“最具投资潜力项目”	2011 年 3 月
金科王府	2011 中国房地产地方项目品牌价值 TOP10	2011 年 9 月
苏州金科王府	获得第十九届中华建筑金石奖	2011 年 9 月
无锡金科世界城		
重庆金科公园王府		
金科廊桥	获得第四届亚洲人居环境国际峰会	2011 年 12 月
开县金科开州城	获得第三届地产中国论坛“最具品质的典范大盘”	2011 年 12 月
荣昌金科世界	获得第三届地产中国论坛“2011 年度最具品质的渝西第一盘”	2011 年 12 月
金科世界城	获第 13 届 CIHAF 中国住交会 2011CIHAF 中国名盘	2011 年 12 月
涪陵金科中央公园城		

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 土地成本较低，抗风险能力较强

公司在近几年的发展过程中，主动避开风险较大的一线城市，以大重庆和三四线城市为主要扩展区域。相对于一线城市，大重庆和三四线城市的房价收入比偏低，在行业调控的大背景下，具备较强的抗风险能力。

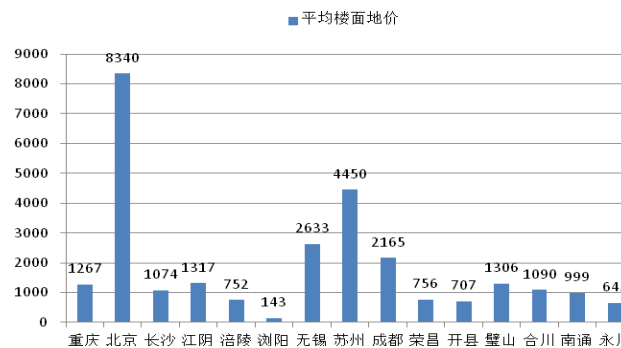
除了选择风险较小的区域进行招拍挂拿地外，公司亦通过股权合作模式以及协议拿地等方式获取土地。公司通过股权收购模式获取的项目主要有重庆小城故事、成都牧马山一期以及合川南津街项目。公司通过协议拿地方式获取的项目主要为浏阳仙人湖项目，公司和浏阳政府签订土地联合整治协议，从而提前锁定大量优质廉价土地资源。

2007年9月28日，浏阳市政府与重庆金科集团签订了仙人湖土地联合整治协议。按照协议，浏阳市与重庆金科集团联合对仙人湖范围内4000亩山地进行整体开发。仙人湖项目位于长株潭城市群“绿心”核心地区——浏阳市柏加镇，总占地约4000亩（含700亩仙人湖水面积）。柏加镇拥有“中国花卉苗木之乡”的美誉，离长沙35公里，离株洲、湘潭约40余公里，被誉为“中国最美丽的乡村河流”的浏阳河穿境而过，山环水绕，自然资源优势显著。

仙人湖项目定位为具有江南水乡特色、充满湖湘文化的生态旅游胜地和产业示范基地，将打造成一座具有生态性、景观性、示范性、展示性于一体的长株潭城市中心地带生态旅游新城。仙人湖项目已于2011年4月正式动工，将配备一个高端生态主题酒店、两个湿地公园、一个山体运动公园、5万平方米的教育中心、1.5万平方米的商业中心、0.5万平方米的运动中心等设施，欲打造成中部休闲度假第一居所。公司已于2009年6月和2011年2月通过挂牌方式取得项目1108亩土地的使用权，平均楼面地价143元/平米，顺利实现一二级联动开发。

稳健灵活的拿地方式使公司的土地成本具有明显优势。2008年至2011年公司每年取得土地的平均楼面地价为1056元/平米、1204元/平米、3269元/平米（扣除北京获取的2块地后楼面均价为2028元/平米）和1284元/平米，公司四年平均楼面地价为1593元/平米。在房地产市场调控的大环境下，较低的土地成本使公司抗风险能力较强。

图 23: 公司按城市划分平均楼面地价 (2008 年-2011 年)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 24: 浏阳仙人湖



资料来源: 信达证券研发中心

### 物业管理水平全国领先, 品牌价值持续提升

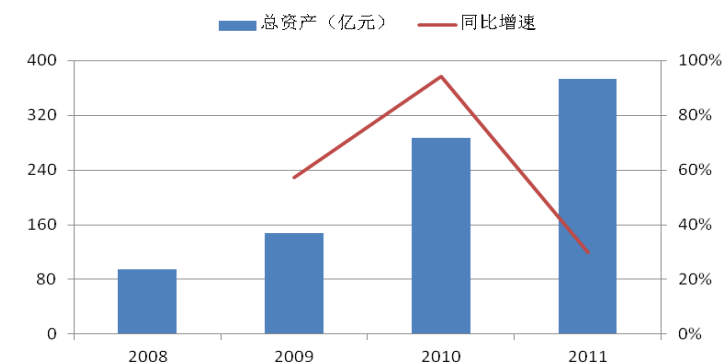
金科物业管理水平在重庆早已有口皆碑, 并已在全国范围内形成品牌效应。金科物业是重庆 10 大金牌物业之首, 重庆直辖市政府指定物业管理单位, 中国著名品牌物业管理单位前三甲。2008 年 11 月 29 日, 重庆金科物业管理有限公司被权威机构中国房地产 TOP10 研究组授予“中国物业服务百强企业”和“中国物业住宅服务质量领先企业”全国第一称号。2008 年金科同时获得了“中国物业服务质量全国第一”。

在金科的战略版图上, 一级资质的物业管理已经被提升到与公司品牌、产品品质同等地位的“品牌金三角”的地位。金科物业管理以“安心、省心、放心、开心、舒心”的“五心服务”为宗旨, 其首倡的地产服务“宽泛化”, 更意味着金科对业主提供的售后服务, 将从物业管理一举延伸到消费价值服务领域, 从而使品牌价值得到持续提升。

### 财务稳健, 短期偿债压力较小

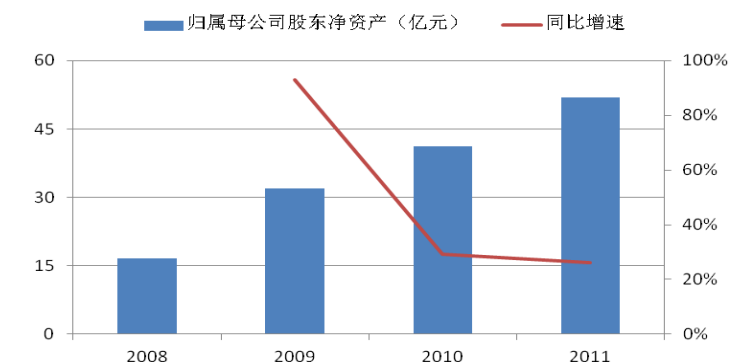
公司近年发展速度较快, 资产规模和盈利快速提升。2008 年至 2011 年, 公司总资产年均复合增长率为 58.3%; 归属母公司股东净资产年均复合增长率为 46.5%; 营业收入年均复合增长率为 44.9%; 归属于母公司股东净利润年均复合增长率为 27.8%。

图 25: 公司近三年总资产复合增长率 58.3%



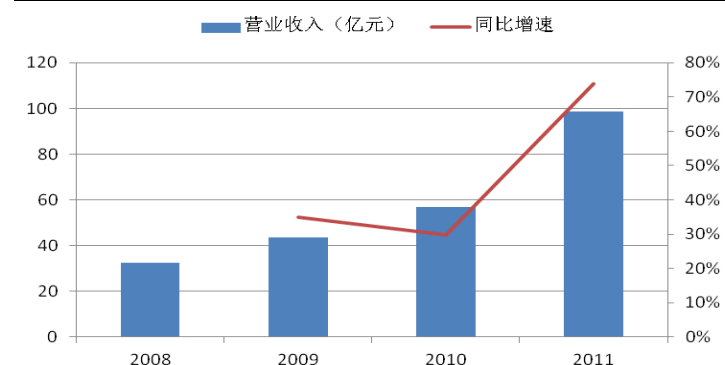
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 26: 公司近三年归属于母公司股东净资产复合增长率 46.5%



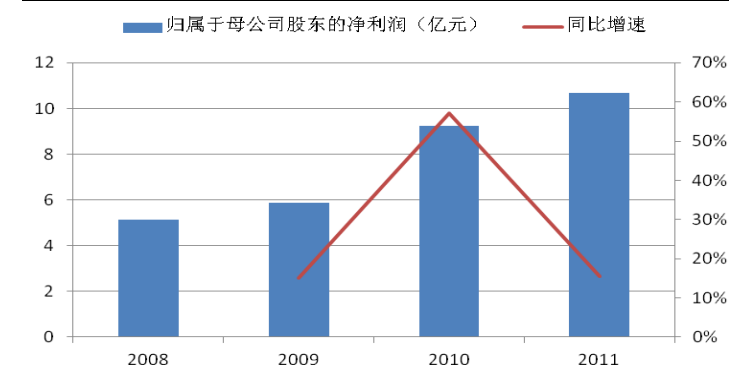
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 27: 公司近三年营业收入复合增长率 44.9%



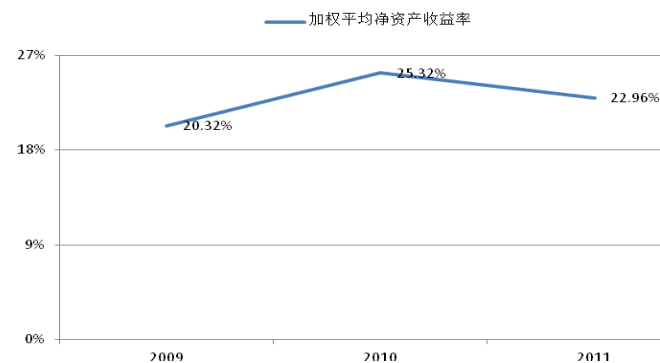
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 28: 公司近三年归属于母公司股东净利润年均复合增长率 27.8%



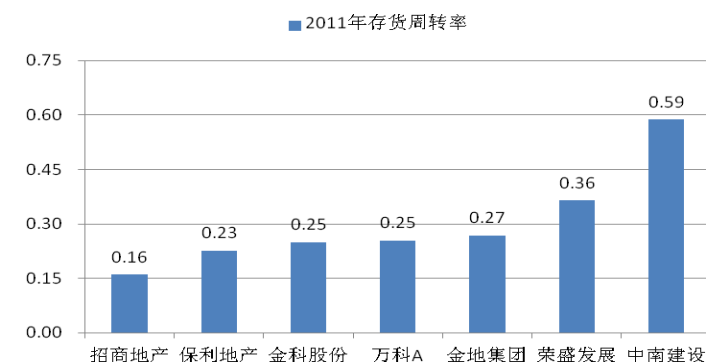
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 29: 公司近三年加权平均净资产收益率



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 30: 公司 2011 年存货周转率对比



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

公司业绩安全性较强, 短期现金压力较小。截至 2012 年上半年末, 公司资产负债率 83.9%, 公司扣除预收账款后的资产负债率为 50.5%; 公司货币资金 80.2 亿元, 货币资金占短期有息负债 (短期借款+一年以内到期的长期借款) 的比例为 157.9%, 短期现金压力较小; 公司预收账款 146.7 亿元, 占 2012 年预测收入的 114.4%, 业绩安全性较强。

### 股权激励已完成

2008 年 6 月, 公司组织实施了股权激励, 公司管理层及业务骨干共 105 人, 通过直接持股或通过展宏投资、成长投资间接持股方式, 合计持有原金科集团 6.6% 股权。公司吸收合并原金科集团后, 公司管理层及业务骨干直接或间接持有本公司共计 60,296,733 股股份, 占公司总股本的 5.2%, 其中, 公司核心管理层持股比例为 1.36%, 重庆展宏投资和成长投资分别持股 2.93% 和 0.91%。股权激励的完成有利于公司核心团队的稳定, 有利于公司的长期发展。

截至 2011 年末, 黄氏家族成员共持有公司股份比例为 36.96%, 黄氏家族、核心管理层及业务骨干合计持股 42.16%。

表 6: 公司相关权益方持股一览

权益方	持股总数	持股比例
黄氏家族	428,158,747	36.96%
公司核心管理层	15725618	1.36%
重庆展宏投资有限公司	33,990,161	2.93%
重庆成长投资有限公司	10,580,954	0.91%
合计	488,455,480	42.16%

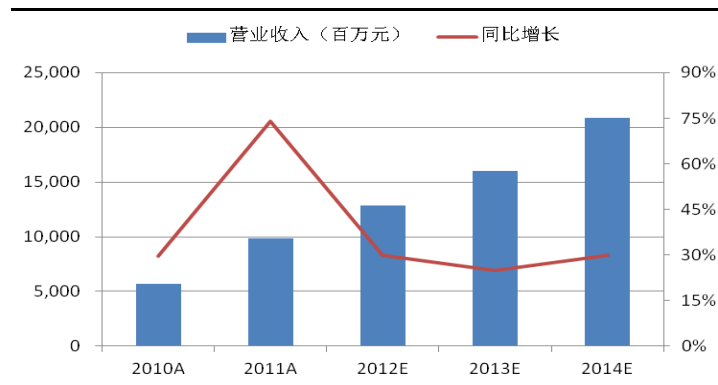
资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

## 盈利预测及投资评级

### 盈利预测：公司未来 3 年净利润复合增长率 28.5%

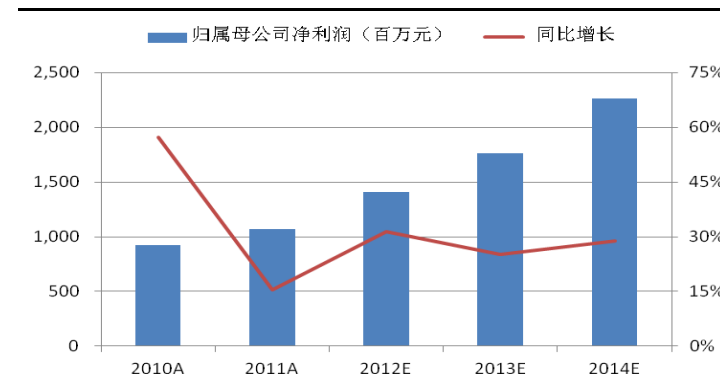
预计公司 2012 年主要结算项目为重庆阳光小镇、廊桥水乡、永川中央公园城、VISA 国际、无锡东方王榭和成都金科一城等项目。预计公司 2012 年至 2014 年归属于母公司股东的净利润分别为 14.05 亿元、17.59 亿元和 22.67 亿元，未来三年净利润复合增长率为 28.5%；对应 EPS 分别为 1.21 元、1.52 元和 1.96 元。

图 31：公司主营业务收入预测



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 32：公司净利润预测



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 首次覆盖，给予公司“买入”评级

我们预计公司 2012-2014 年每股收益分别为 1.21 元、1.52 元和 1.96 元，对应 PE 分别为 8 倍、6 倍和 5 倍。房产板块 2012 年预测市盈率为 10 倍，但考虑到公司未来 3 年净利润复合增长率接近 30%，具有较高的成长性，我们认为给予公司 11-12 倍市盈率较合理，对应股价为 13.31-14.52 元。我们同时采用信达股权自由现金流（FCFE）模型，基于前述分析和下表假设预测公司自由现金流，得出公司内在价值为 15.88 元。综合相对估值与绝对估值的结果，我们给予公司“买入”评级。



表 7: FCFE 估值法参数与估值结果

参数假设	估值
行业平均 Beta	0.93
股票 Beta	0.93
无风险利率	3.70%
市场收益率	10.70%
风险收益率	6.49%
永续增长率	2.00%
股权资本成本	10.19%

资料来源: 信达证券研发中心

表 8: 公司绝对估值表

项目	估值
研究期经营价值 (亿元)	48.17
TV (亿元)	95.12
其他价值(亿元)	40.64
合计 (亿元)	183.92
总股本 (亿股)	11.58
每股价值 (元/股)	15.88

资料来源: 信达证券研发中心

## 风险因素

**宏观经济增速持续下滑。**房地产销售和宏观经济增速密切相关。如果宏观经济持续低迷,公司销售将会受到一定影响。

**房地产市场调控力度和持续时间超预期,导致销售收入不能如期实现。**若未来三年房地产市场调控强度持续超出预期,公司的销售将受到影响,此外开发商融资难度也将加大,业绩预期将难以实现。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	26,752.02	35,168.93	45,382.29	53,368.09	64,968.50
现金	5,434.29	5,455.68	7,083.76	5,970.59	3,922.55
应收账款	0.40	5.46	4.00	5.00	6.51
其它应收款	123.37	127.12	222.11	277.64	360.93
预付账款	371.03	361.18	657.88	822.35	1,069.05
存货	18,989.36	27,316.83	35,511.87	44,389.84	57,706.80
其他	1,833.57	1,902.66	1,902.66	1,902.66	1,902.66
非流动资产	1,997.41	2,183.95	2,170.55	2,155.30	2,139.00
长期投资	110.18	103.58	103.58	103.58	103.58
固定资产	146.26	164.04	144.66	131.98	116.81
无形资产	16.56	16.72	16.97	17.08	17.06
其他	1,724.41	1,899.60	1,905.33	1,902.65	1,901.55
资产总计	28,749.43	37,352.88	47,552.84	55,523.39	67,107.50
流动负债	14,504.13	21,967.32	30,762.51	36,973.78	46,290.68
短期借款	860.00	874.00	874.00	874.00	874.00
应付账款	1,382.14	1,865.66	2,788.83	3,486.03	4,531.85
其他	12,261.99	19,227.66	27,099.68	32,613.74	40,884.84
非流动负债	10,115.57	9,972.41	9,972.41	9,972.41	9,972.41
长期借款	6,595.30	7,291.74	7,291.74	7,291.74	7,291.74
其他	3,520.27	2,680.67	2,680.67	2,680.67	2,680.67
负债合计	24,619.69	31,939.73	40,734.92	46,946.19	56,263.09
少数股东权益	9.18	217.28	217.28	217.28	217.28
归属母公司股东权益	4,120.56	5,195.87	6,600.64	8,359.92	10,627.13
负债和股东权益	28,749.43	37,352.88	47,552.84	55,523.39	67,107.50

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	5,671.88	9,865.79	12,825.53	16,031.91	20,841.48
同比	29.67%	73.94%	30.00%	25.00%	30.00%
归属母公司净利润	925.46	1,069.08	1,404.77	1,759.29	2,267.20
同比	57.20%	15.52%	31.40%	25.24%	28.87%
毛利率	31.83%	31.24%	31.24%	31.24%	31.24%
ROE	40.60%	22.95%	23.82%	23.52%	23.88%
每股收益(元)	--	1.52	1.21	1.52	1.96
P/E	--	10	8	6	5
P/B	--	2.11	1.66	1.31	1.03
EV/EBITDA	--	15.09	12.70	10.21	7.97

资料来源: 公司年报, 信达证券研发中心

利润表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	5,671.88	9,865.79	12,825.53	16,031.91	20,841.48
营业成本	3,866.59	6,783.59	8,818.67	11,023.34	14,330.34
营业税金及附加	387.15	973.18	1,265.13	1,581.41	2,055.84
营业费用	284.50	478.19	621.65	777.06	1,010.18
管理费用	280.22	372.46	484.19	605.24	786.82
财务费用	-13.18	25.86	21.45	17.99	34.18
资产减值损失	-7.46	-3.23	-5.64	-10.30	-10.58
公允价值变动收益	227.92	77.86	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-1.38	10.43	6.00	6.00	6.00
营业利润	1,100.61	1,324.04	1,626.08	2,043.16	2,640.71
营业外收入	49.03	73.46	40.83	40.83	40.83
营业外支出	24.72	18.01	14.25	14.25	14.25
利润总额	1,124.92	1,379.49	1,652.67	2,069.75	2,667.29
所得税	200.28	317.01	247.90	310.46	400.09
净利润	924.64	1,062.48	1,404.77	1,759.29	2,267.20
少数股东损益	-0.82	-6.60	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	925.46	1,069.08	1,404.77	1,759.29	2,267.20
EBITDA	1,155.10	1,446.08	1,718.81	2,137.99	2,738.15
EPS (摊薄)	3.70	1.52	1.21	1.52	1.96

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-3,273.65	-3,355.05	1,671.03	-1,069.25	-2,002.54
净利润	924.64	1,062.48	1,404.77	1,759.29	2,267.20
折旧摊销	28.50	33.01	37.22	39.33	41.94
财务费用	1.67	33.58	28.92	28.92	28.92
投资损失	0.00	1.38	-10.43	-6.00	-6.00
营运资金变动	-3,987.72	-4,183.95	215.56	-2,877.40	-4,320.97
其它	-242.12	-289.74	-9.43	-13.39	-13.63
投资活动现金流	-30.29	-73.94	-14.04	-15.00	-16.58
资本支出	-14.32	-40.04	-20.04	-21.00	-22.58
长期投资	885.07	21.62	6.00	6.00	6.00
其他	-901.04	-55.52	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	6,462.07	1,992.89	-28.92	-28.92	-28.92
短期借款	10.00	214.70	0.00	0.00	0.00
长期借款	3,790.30	1,277.64	0.00	0.00	0.00
其他	428.41	1,013.88	28.92	28.92	28.92
现金净增加额	3157.35	-1436.11	1628.08	-1113.17	-2048.04

## 分析师简介

崔娟，先后毕业于天津财经大学国际金融专业和加拿大曼尼托巴大学精算专业，7年证券从业经验，能够准确把握行业和公司的发展脉络，并具备一定的前瞻性。

## 房地产行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
万科 A	000002	滨江集团	002244	宁波富达	600724
保利地产	600048	首开股份	600376	张江高科	600895
招商地产	000024	苏宁环球	000718		
金地集团	600383	世联地产	002285		

## 机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上； <b>增持</b> ：股价相对强于基准 5% ~ 20%； <b>持有</b> ：股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间； <b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	<b>看好</b> ：行业指数超越基准； <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。