

评级：强烈推荐（维持）

房地产

公司深度报告

证券研究报告

分析师 王皓宇 S1080510120005
 研究助理 胡华如 S1080112060029
 电话：0755-82480722
 邮件：huhuaru@fcsc.cn

金科股份(000656)——中西部地产龙头蓄势待发

预测价格区间(元) 12.21 ~ 13.32

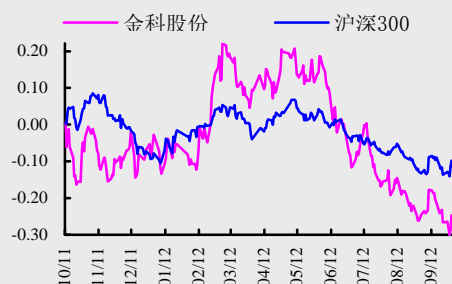
交易数据

上一日交易日股价(元) 9.04
 总市值(百万元) 10,473
 流通股本(百万股) 365
 流通股比率(%) 31.46

资产负债表摘要(06/12)

股东权益(百万元) 6,369
 每股净资产(元) 5.50
 市净率(倍) 1.64
 资产负债率(%) 83.91

公司与沪深 300 指数比较



相关报告

投资要点：

- ◆ 调控背景下高成长性凸显：**过去几年，在面临严厉的调控背景下，金科依然保持了高速成长的态势，各项经营指标持续增长，行业地位稳健提升。2006 年金科的房地产销售额仅为 15 亿元，到 2011 年则为 139 亿元，增速惊人；金科近三年的销售面积复合增速为 48.26%，远高于一线行业龙头“万保招金”；行业地位方面也由 2005 年的地产百强 45 名持续提升至 2012 年的 16 名；各类指标表明金科的成长性突出，业绩增长弹性较大。
- ◆ 布局战略调整强化地缘优势：**从宏观层面来看，我国中西部地区从开发投资增速、销售面积增速等方面表现均好于东部地区，在房地产持续调控的大背景下，中西部市场绝对风险较小。为强化地缘优势，公司今年的项目布局实现了从之前的“4321”调整为“622”（即未来大重庆区域占 60%，长三角 20%，环渤海 20%）和“1030”（未来 10 年时间深耕重庆 30 个区县），公司的战略调整不仅能有效降低调控背景下的市场风险，也能进一步巩固本土化优势、提高项目结算质量和产品溢价空间。
- ◆ 进度成本控制突出、辅业取得重大突破：**公司的全产业链覆盖为进度控制提供了很大空间，公司目前在大重庆区域从拿地到开盘销售的标准为 6 个月，不仅能大大增加周转速度，而且给销售提供了更有利的时点控制。公司也非常注重成本控制，今年 1-9 月份拿地的平均楼面地价相比去年同期下降 33.6%。此外，公司已与贵州遵义、四川内江等地政府部门签署协议，承包指定区域的市政园林工程，园林工程业务今年已经实现了突破性的进展。
- ◆ 业绩增长无悬念、下半年销售正提速：**上半年公司营收同比增长 41%，净利润同比增长 83%，结合下半年项目结算的情况，今年业绩增长无悬念。公司上半年房地产销售 53 亿元，而前三季度销售认购近 105 亿元，三季度提升明显，即便四季度略下降，全年也能实现 150 亿的销售目标。
- ◆ 维持“强烈推荐”评级：**保守预计公司 2012-2014 净利润分别为 12.74、18.23 和 24.55 亿元，EPS 分别为 1.11、1.58 和 2.13 元；此外，根据较低的销售均价测算，金科 RNAV 为 14.11 元，目前股价折让 35.9%，维持公司“强烈推荐”评级，目标价为 12.21-13.32 元。



内容目录

1	公司核心竞争力突出	4
1.1	行业地位持续提升	4
1.2	借壳上市拓展舞台	5
1.3	股权激励提高效率	6
1.4	产品创新赢得市场	7
1.5	全产业链价值凸显	8
1.5.1	产业链覆盖全面	9
1.5.2	辅业增长空间大	9
1.6	成本进度控制卓越	10
1.6.1	拿地成本控制有方	10
1.6.2	开发成本信息化管理	11
1.6.3	进度控制水平优异	11
1.7	产品品质认可度高	11
2	地缘优势有助应对调控	12
2.1	项目布局适度调整	12
2.2	西部市场增长潜力大	13
2.3	主要经营指标表现优异	14
2.4	项目储备充足	16
2.5	下半年销售正在提速	17
3	盈利预测与估值分析	17
3.1	房地产项目结算预测	17
3.2	重估净资产测算	19
3.3	投资建议	19
4	风险提示	20



图表目录

图 1 中国房地产百强排名：公司名次稳健上升.....	5
图 2 资产重组前后上市公司股权控制关系示意图.....	6
图 3 水乡系实例：成都.廊桥水乡.....	8
图 4 王府系实例：苏州.金科王府.....	8
图 5 水岸系实例：苏州.廊桥水岸.....	8
图 6 天籁系实例：成都.天籁城.....	8
图 7 世界城系实例：重庆.茶园世界城.....	8
图 8 小镇系实例：重庆.阳光小镇.....	8
图 9 近三年各项辅业收入持续增长（万元）.....	10
图 10 辅业营收占比有所下降.....	10
图 11 现有项目储备平均楼面地价：近两年持续走低（元每平方米）.....	10
图 12 公司项目布局示意图：大重庆区域占 2/3.....	13
图 13 全国住宅开发投资额增速：西部地区近两年明显好于中部和东部地区（%）.....	13
图 14 全国商品房销售面积增速：中部、西部地区近两年明显好于东部地区（%）.....	14
图 15 新建商品住宅销售均价：重庆波动幅度和绝对值大大低于一线城市（元每平方米）.....	14
图 16 近三年销售面积增速：公司明显高于一线龙头公司.....	15
图 17 近几年房地产销售面积和销售额：持续迅速增长.....	15
图 18 近几年营收和净利润：持续增长（百万元）.....	15
表 1 原金科集团所有股东情况：经营管理层合计持股 6.77%.....	6
表 2 公司历年所获奖项及荣誉.....	11
表 3 截至 2012 年 9 月公司的项目储备情况（万平米）.....	16
表 4 房地产项目结算收入预测.....	18
表 5 公司净资产重估：股价折让 35.9%.....	19



1 公司核心竞争力突出

1.1 行业地位持续提升

金科地产集团股份有限公司（以下简称“金科”或“公司”）成立于 1998 年，历经 15 年发展，已成为一家以房地产开发为主业，以酒店、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。

起步阶段，公司采取“深耕重庆”策略，最早在重庆江北区进行物业开发，然后发展到其他主城区，再走进重庆区县；2008 年左右，公司明确了“依托大重庆，挺进长三角，拓展环渤海，扩大中西部”的扩张战略，开始成功挺进江苏、四川、北京、湖南等区域进行项目开发。公司在重庆区域具备很高的市场占有率，在重庆市以外区域的品牌影响力也日渐增强，公司的全国化扩张步伐较为稳健，即便在行业调控严峻、市场波动加剧的近几年，公司依然保持了极好的成长性，主要指标均呈现持续增长的态势。

公司拥有十多年房地产开发经验，从 1999 年首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、东方王榭等项目，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 41 个。

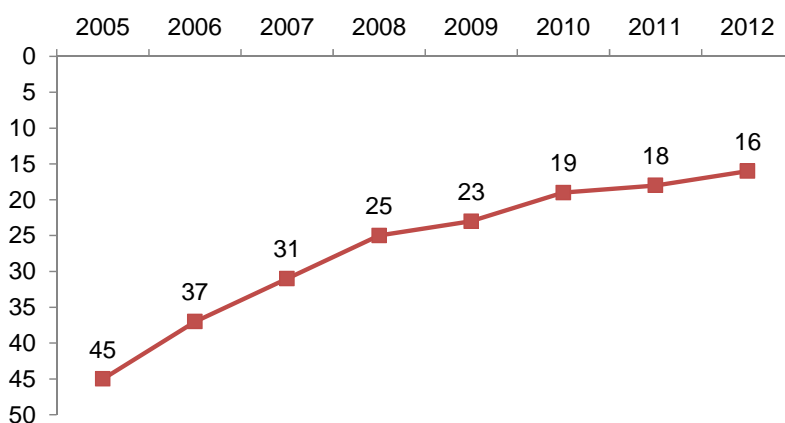
公司实行“集体总部——区域中心——项目”三级管控架构，各类项目实行矩阵管理模式，集团总部设有研发定位中心、设计中心、产业中心、运营管理中心等 20 多个部门，在规划、设计、营销业务等方面偏重集团垂直管理、在项目开发报建、工程管理等方

面偏重项目直接管理。公司的核心业务是房地产开发，最早业务是住宅开发，在发展过程中逐渐拓展到园林工程、门窗工程、装饰设计、酒店经营、物业管理等领域。近年来，公司的辅业逐渐发力，特别是园林工程，已经实质性进入城市的市政园林领域，发展前景值得关注。公司的物业管理也非常突出，是全国少有的物业管理能实现盈利的典范。

公司的行业地位随着业务的迅速发展一路向前，2005 年金科首次进入中国房地产百强企业，当年位居第 45 位，2012 年则为 16 位，2012 年中国房地产上市公司 TOP10 研究结果也显示，金科在所有沪深上市房地产公司中投资价值排名第 7 位。截至 2012 年 6 月，金科总资产为 439 亿元，依然处于快速成长阶段。



图 1 中国房地产百强排名：公司名次稳健上升



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

1.2 借壳上市拓展舞台

为促进公司主营业务做强做大，拓宽公司融资渠道，公司采取借壳上市的方式，总体而言分两步：首先是入股 ST 东源（重庆东源产业发展股份有限公司），其次是进行资产重组，但在行业调控的大背景下，借壳上市的过程较为波折。

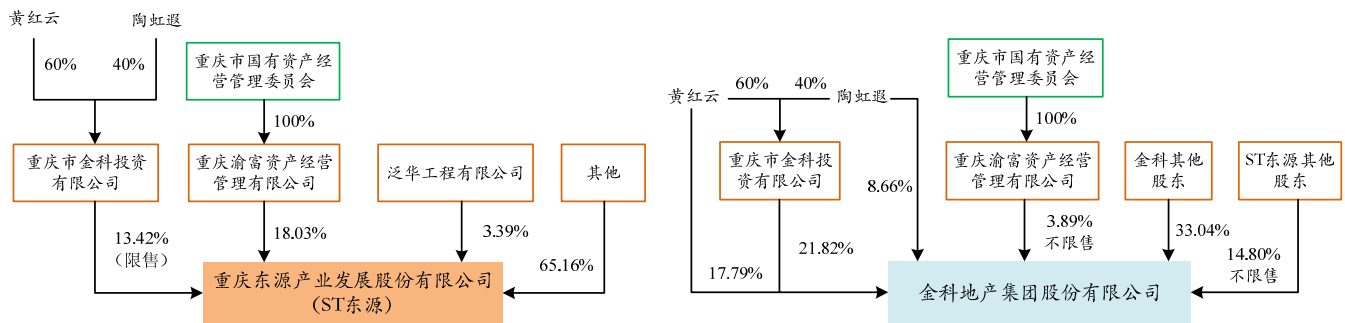
2009 年 3 月，公司的控股股东（重庆市金科投资有限公司，以下简称“金科投资”）与 ST 东源的控股股东签订股权转让协议，金科投资受让 ST 东源 33,564,314 股（合计 13.42%）的股份，成为 ST 东源第二大股东。之后进行资产重组，ST 东源拟以 5.18 元每股的价格新增 908,498,204 股吸收合并重庆市金科实业集团有限公司。重组最早于 2009 年 3 月启动，重组计划也于 2009 年 11 月获得证监会有条件通过，但受制于政策面的影响，直到 2011 年 5 月，ST 东源才拿到正式核准文件。2011 年 6 月，重庆市东源产业发展股份有限公司变更为金科地产集团股份有限公司，2011 年 8 月完成重组实施工作，新增股份上市。

新增股份吸收合并完成后，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 48.27% 的股权，他们与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 58.52%。

上市公司在资产重组前后的股权控制关系如下图所示。



图 2 资产重组前后上市公司股权控制关系示意图



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

1.3 股权激励提高效率

公司在借壳上市前，进行了大规模的股权激励，公司核心管理层和业务骨干能直接或间接持有公司股份，保证了决策层和经营层利益的高度统一，这一举措能有效提高经营管理层的工作积极性和公司的经营效率，也能预防公司寻租空间的滋生和损害股东利益行为的发生。

2008年6月6日，重庆展宏投资有限公司（以下简称“展宏投资”）和重庆成长投资有限公司（以下简称“成长投资”）同时成立，展宏投资由金科集团48名骨干员工出资设立，法定代表人廖云。展宏投资注册资本2,600万元，由全体股东按照各自所认缴比例以现金出资，分二次缴纳，其中首次出资2,220.7566万元。成长投资由金科集团49名骨干员工出资设立，法定代表人罗亮。展宏投资注册资本800万元，由全体股东按照各自所认缴比例以现金出资，分二次缴纳，其中首次出资690.7028万元。

2008年6月9日，金科进行第三次股权转让，公司股东会决议首次同意金科集团控股股东及其一致行动人按出资额以1:10.5的价格转让部分股权给公司核心管理层成员（蒋思海等11名自然人）、成长投资和展宏投资。2009年4月24日，金科进行第六次股权转让，部分高管、成长投资和展宏投资的持股比例又有所提高。在重组上市前，金科经营管理层持股情况如下表所示。

表 1 原金科集团所有股东情况：经营管理层合计持股 6.77%

股东名称	出资额（万元）	出资比例（%）	关联关系情况
金科投资	3,424.86	24.553	
黄红云	3,147.33	22.5635	金科集团实际控制人
陶虹遐	1,532.15	10.9841	黄红云之配偶
平安资本	1,200.97	8.6098	
君丰渝地	920.1657	6.5967	
红星家具	804.9948	5.7711	
黄一峰	721.3422	5.1714	黄红云之弟



重庆展宏投资有限公司	519.0013	3.7207	金科集团管理层公司
王小琴	408.6978	2.93	黄一峰之配偶
黄斯诗	400	2.8676	黄红云之女
黄星顺	169.506	1.2152	王天碧之子
重庆成长投资有限公司	161.5623	1.1583	金科集团管理层公司
无锡润泰投资有限公司	139.4878	1	
王天碧	45.2016	0.3241	黄红云之大嫂
黄晴	45.2016	0.3241	王天碧之女
黄净	45.2016	0.3241	王天碧之女
蒋思海	40	0.2868	副总经理
宗书声	35	0.2509	副总经理
夏雪	30	0.2151	管理人员
聂铭	25.1508	0.1803	管理人员
傅孝文	25	0.1792	董事
李战洪	23.8155	0.1707	副总经理
罗利成	23	0.1649	常务副总经理
陶建	23	0.1649	管理人员，陶虹遐之弟
陈昌凤	22.1508	0.1588	总工程师
陈红	16	0.1147	管理人员
合计	13,948.78	100	

数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

1.4 产品创新赢得市场

金科素以产品创新著称，目前公司获得国家知识产权局授予的“原创中国洋房”、“空中院馆”、“X+1 夹层住宅”、“别墅级洋房”四项专利，此外公司还拥有“花园洋房之父”、“中国民居文化旗手”、“中国住宅产品专家”的业界美誉。卓越的产品创新能力是公司核心竞争力的重要组成部分。

金科集团总部下设研发定位中心，主要负责产品的市场定位和研发设计，中心要求各类产品每年都需要创新升级（比如公司的洋房已发展到第九代），并以此作为重要的绩效考核依据，这使得研发定位中心始终能站在产品创新的前沿，保证了公司产品在户型、设计特点、楼盘风格、房屋造型等方面的领先优势。

目前金科的住宅产品按照从高端到普通可分为别墅、洋房、高层物业，别墅代表是水乡系列、王府系列；洋房代表是天籁系列；高层物业代表是水岸系列、小镇系列；偏重商业的产品代表是世界城系列，下图为公司部分系列的产品示意图。值得说明的是，公司的绝大部分项目都会采取“别墅+洋房”，或者“洋房+高层”混搭的方式进行规划，一是充分利用土地景观资源，二是更为符合市场需求，所以具体项目的产品归类要具体分析。



图3 水乡系实例：成都.廊桥水乡



数据来源：公司网站、第一创业证券研究所

图4 王府系实例：苏州.金科王府



图5 水岸系实例：苏州.廊桥水岸



数据来源：公司网站、第一创业证券研究所

图6 天籁系实例：成都.天籁城



图7 世界城系实例：重庆.茶园世界城



数据来源：公司网站、第一创业证券研究所

图8 小镇系实例：重庆.阳光小镇



1.5 全产业链价值凸显

房地产项目开发周期较长，涉及环节较多，一般来讲，采用纵



向一体化的开发商存在较为明显的优势，不仅体现在交易成本低，更表现在对进度、成本、质量和资源的有效控制等方面，金科在产业链的覆盖和业务比例方面具备显著优势。

1.5.1 产业链覆盖全面

金科在房地产开发方面涵盖了规划设计、建筑设计、市场营销、部分建筑材料供应、房屋销售、园林工程、装饰设计等方面，其联营企业或其他股东方控制的公司主营业务还包括花卉园林、家居销售、建筑工程承包等。

截至 2012 年 9 月，公司当前控股 56 家子公司，其中有 42 家房地产开发公司、5 家酒店管理公司（无锡金科大酒店、重庆金科大酒店、重庆金科两江大酒店、苏州金科大酒店、浏阳金科大酒店）、2 家园林绿化公司（凯尔辛基、展弘园林）、2 家装饰公司（新起点装饰、成都尚品）、1 家门窗工程承包公司（天豪门窗）、1 家商贸公司（庆科商贸）和 3 家商管物管公司（金科科鹏、庆科商业、金科物业）。此外，公司联营企业金科展禾农业（金科占 47.62% 股权）经营花卉苗木种植及销售、公司控股股东一致行动人控制的中科集团、江龙建设和神龙建设从事建筑承包，公司股东红星家居的子公司红星美凯龙销售家具、建筑装饰材料。

产业链的全覆盖给公司在进度控制、成本控制和维持高周转率方面提供了很大的空间，公司在拿地初期的洽谈阶段，规划和建筑设计就能开始介入，这样在拿地之后能迅速启动开发报建工作，大大节省拿地到预售的时间差，从而提高存货周转率。在成本方面，全产业链覆盖不仅给予公司更多的话语权和选择能力，而且在外部合约单位违约的情况下，公司内部相应单位还可迅速救急，大大缓解合约风险，从而节约开发成本。

1.5.2 辅业增长空间大

公司目前的主营业务除去房地产销售外，还包括园林工程、酒店经营、物业管理、门窗工程和装饰设计。其中，园林工程是表现最为突出的辅业。从近两年的收入情况来看，公司辅业绝对收入保持持续增长态势，但是由于房地产结算面积和项目溢价水平的上升，房地产营收增长迅速，因而从营收占比上看，辅业收入所占比反而有所下降，下图清晰地反应了这两点。

值得说明的是，公司的园林工程业务构成方面主要是地产园林，今年上半年受地产调控影响园林工程收入贡献低于预期，但是园林工程在市政园林方面已取得重大突破，公司已与贵州遵义、四川内江等地政府部门签署大金额协议，拟承建指定区域的市政园林工程，所以长期来看园林工程业务的增长空间很大。9 月 25 日，金科又与遵义新蒲新区就城市综合开发项目签署相关合作协议。我们认为随着市政园林的突破和调控政策的趋稳，园林工程业务不仅有望实现突破性的增长，也会降低公司在该区域拿地的成本。



图 9 近三年各项辅业收入持续增长（万元）

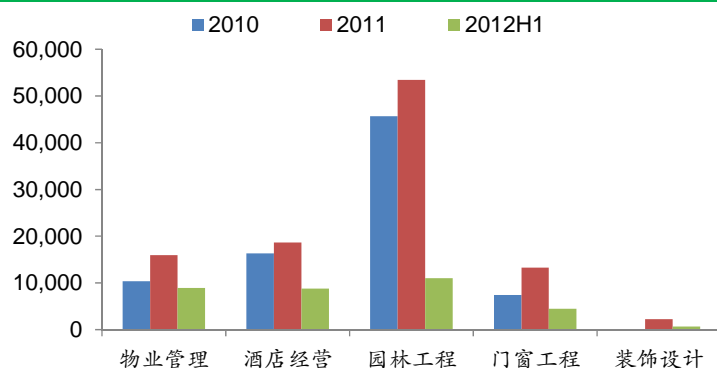
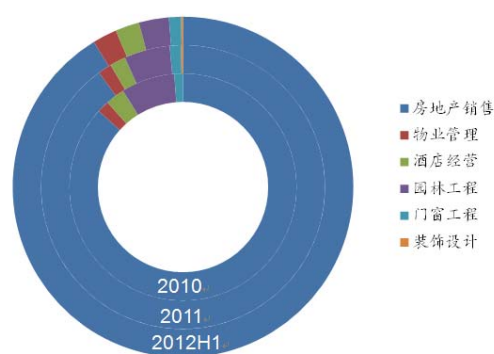


图 10 辅业营收占比有所下降



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

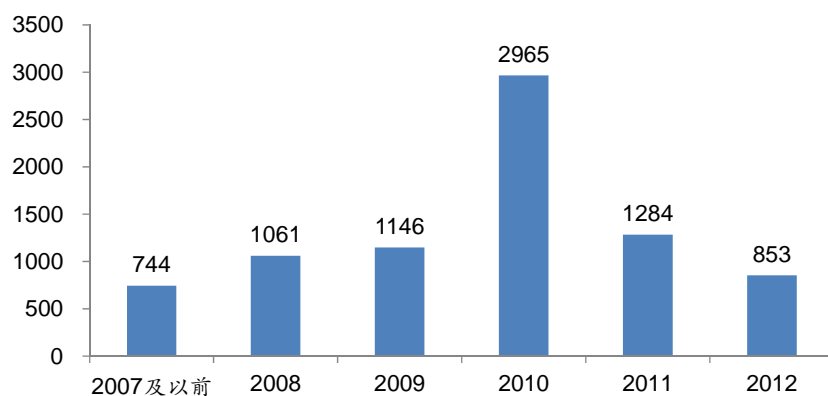
在酒店经营方面，公司目前正常营业的只有重庆金科大酒店，该酒店从 08 年开始营业就能实现盈利，近两年更是持续保持 90% 以上的入住率，该酒店 2011 年贡献净利润 3730.36 万元，相对于 2007 年的 855.80 万元，年复合增长率为 44.5%，说明公司酒店经营能力卓越，公司品牌影响力优异。此外，公司已经开投资建设重庆金科两江大酒店、苏州金科大酒店、无锡金科大酒店和浏阳金科大酒店，我们认为随着其他酒店的陆续竣工和投入运营，酒店经营业务的净利润将会大幅度持续增长，稳定的现金流收益也会平滑公司整体现金流风险，为房地产开发奠定良好基础。

1.6 成本进度控制卓越

1.6.1 拿地成本控制有方

一直以来，公司都很重视控制拿地成本，因为地价直接制约项目的盈利空间，而且是刚性的，一旦确立很难通过其他方式降低。在 2010 年，由于公司进军北京打响品牌的意愿强烈，使得北京两个项目（北京·金科王府和北京·廊桥水岸）的楼面地价过高，近两年，公司获取地块的平均楼面地价持续降低，恢复到较低水平。

图 11 现有项目储备平均楼面地价：近两年持续走低（元每平米）



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所



在拿地流程上，公司有一个完整严谨的业务流程和审批流程，对地块的投资可行性有一套严格的计算标准，最终由公司投资决策委员会记名投票是否获取。

在拿地方式上，公司主要是以挂牌为主，地块的地价、面积和范围等重要条款会在之前洽谈确定。为争取更好更廉价的地块，公司还能通过地块一二级联动开发、地块规划中拟建酒店、先与地方政府取得合作关系再获取地块等方式进行。

公司在 2012 年 1-9 月份拿地金额超过 23 亿元，平均楼面地价相比去年下降 33.6%，公司全年拿地金额可能会超过 60 亿元。

1.6.2 开发成本信息化管理

公司为了更好地控制项目开发过程中的成本，采用了专业软件公司设计的 ERP 系统，对项目拿地到交楼过程中涉及的土地款、设计费用、工程进度款、营销费用等通过 ERP 系统进行管理，使得成本在各项目和各科目的分解和控制成为可能，大大提高了成本管控的效率。

此外，在具体业务上，公司与重要的施工总承包、材料供应商等合作单位签订战略合作协议，最大可能确保较低的交易成本。在未来合作可期的情况下，除了能降低当前的合同造价，也为工程施工的质量提供了一定程度的保障。

1.6.3 进度控制水平优异

众所周知，金科也是能维持存货高周转的公司，我们认为保持高周转的秘诀之一就是公司优异的项目进度控制水平。公司管理层明确要求，在大重庆地区的各项目从拿地到开盘期限为 6 个月，江苏地区为 7 个月，其他地区为 8 个月。对于逾期未达到目标的，公司实行按天罚款制度。从根本上分析，我们认为公司在拿地之前研发定位中心和设计中心的介入、公司成熟的规划体系和产品套图、与主要合作单位的战略合作关系、公司熟练的开发报建和工程管理能力是重要因素。

1.7 产品品质认可度高

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。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重要原因。

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
重庆·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

数据来源：公司网站、第一创业证券研究所

2 地缘优势有助应对调控

2.1 项目布局适度调整

公司每年会定期检讨公司的拿地策略，根据市场环境和政策预期调整项目的布局，以便更好地应对相关风险。公司在2011年之前的项目布局策略是“4321”，即重庆占40%，长三角30%，环



渤海是 20%，中部是 10%；2012 变成“622”，即中西部（大重庆区域，包括湖南）是 60%，长三角是 20%，环渤海是 20%；调整的原因主要是考虑地区调控对项目经营影响的差异性，进一步增到了大重庆区域的比重，下图是公司当前的项目布局示意图。

图 12 公司项目布局示意图：大重庆区域占 2/3

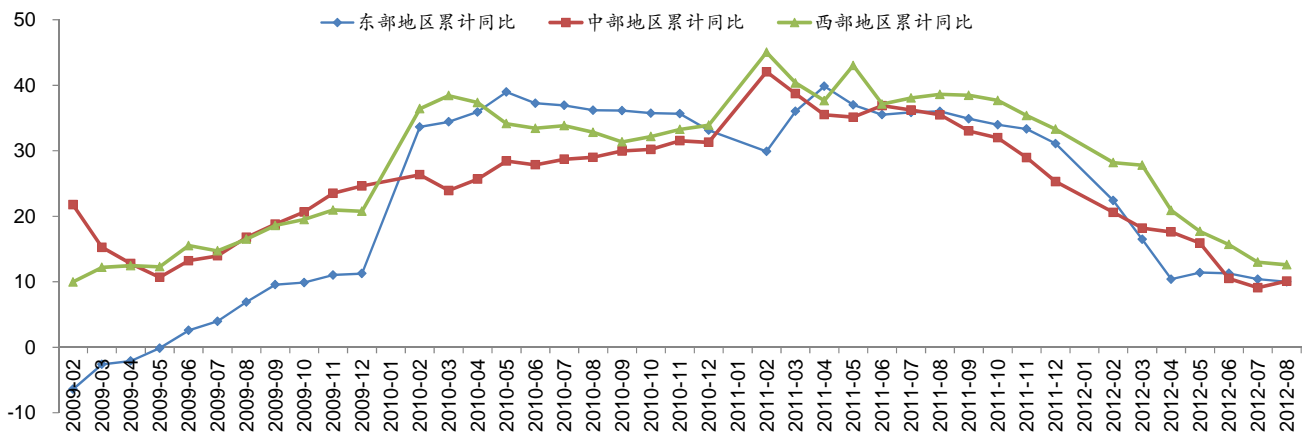


数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

2.2 西部市场增长潜力大

近一年，从全国住宅开发投资累计同比前段指标看来，西部市场的增速明显好于东部市场和中部市场，具体如下图所示。

图 13 全国住宅开发投资额增速：西部地区近两年明显好于中部和东部地区（%）

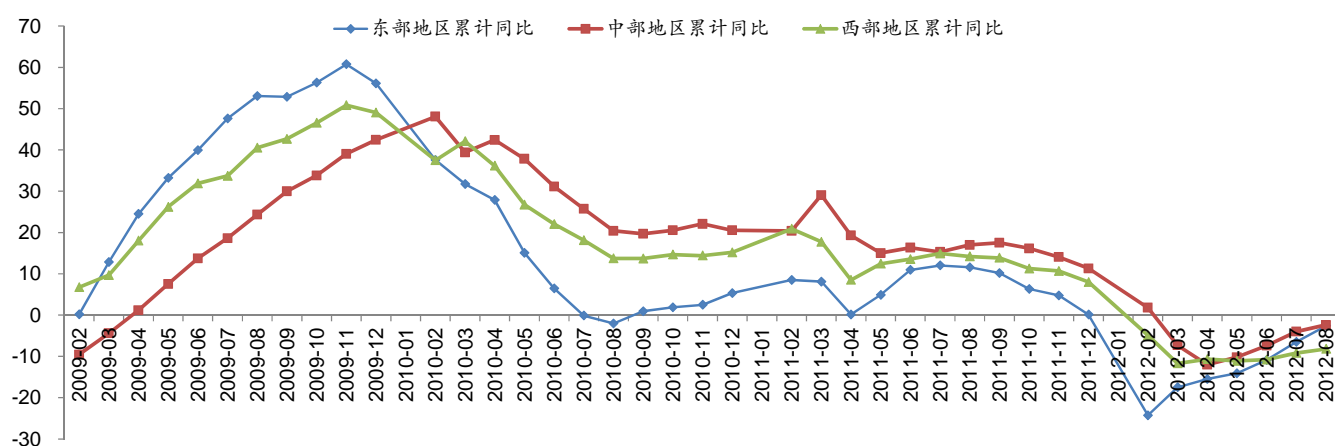


数据来源：国家统计局、第一创业证券研究所

从终端数据商品房销售面积增速来看，中部地区好于西部地区，但差异并不明显，而西部地区明显好于东部地区。我们认为金科调整后的战略布局更为符合中国房地产市场的发展趋势，前端指标的变化传导到后端指标需要一段时间，我们认为将来西部地区的销售面积增速表现有望好于中部和东部地区。



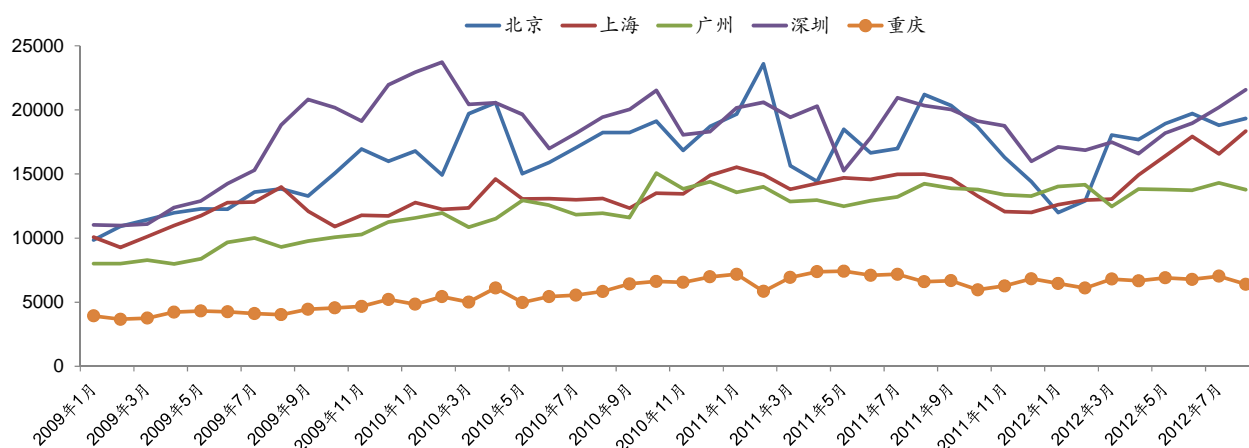
图 14 全国商品房销售面积增速：中部、西部地区近两年明显好于东部地区（%）



数据来源：国家统计局、第一创业证券研究所

从房价、房价收入比等绝对指标来看，西部地区房价明显低于东部和中部地区，我们认为即便在行业加重调控力度的情况下，西部城市去泡沫化导致的市场波动情况会大大小于东部城市。下图为近三年重庆房价走势对比图。

图 15 新建商品住宅销售均价：重庆波动幅度和绝对值大大低于一线城市（元每平米）



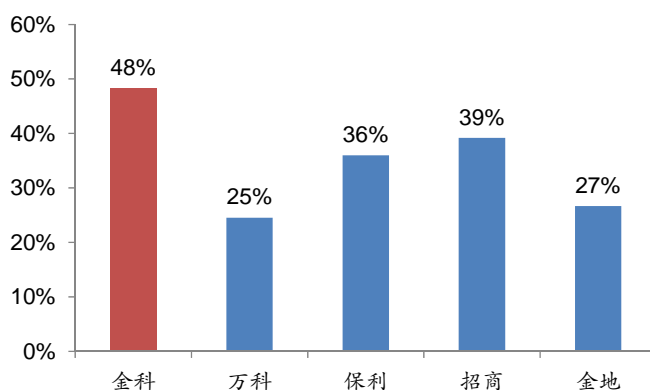
数据来源：中指数据、第一创业证券研究所

2.3 主要经营指标表现优异

公司近几年各项经营指标表现优异，在行业调控加剧的背景依然能表现稳健。公司近三年销售面积复合增速为 48.26%，远高于行业以下龙头万科、保利、招商和金地，具体如下图所示。



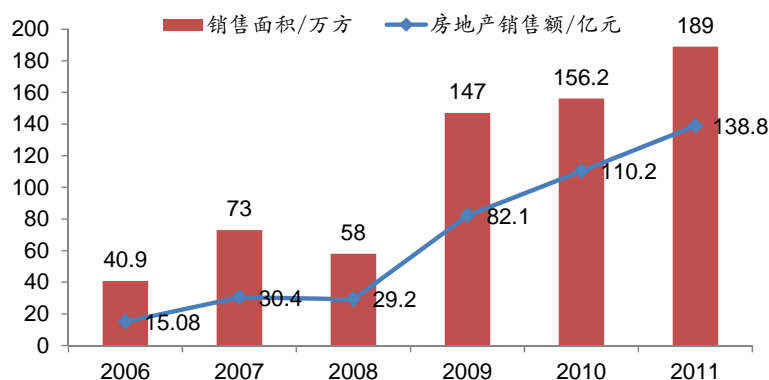
图 16 近三年销售面积增速：公司明显高于一线龙头公司



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

随着销售面积的高速增长，公司房地产销售额也相应快速上升，下图为金科的销售面积和销售额的增长情况。

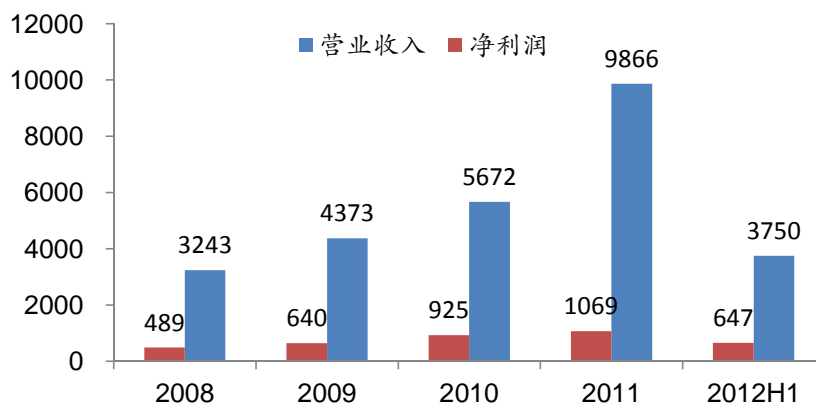
图 17 近几年房地产销售面积和销售额：持续迅速增长



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

公司的营收和净利润也保持持续增长态势，今年上半年公司净利率到达历史较高水平。

图 18 近几年营收和净利润：持续增长（百万元）



数据来源：公司公告、第一创业证券研究所



2.4 项目储备充足

2012年1-9月,金科新获取土地项目9个,土地总价款30.61亿元,项目可建面积为303.2万平方米。截至到2012年9月,公司在建及未开工建筑面积为1524万平方米,至少能满足公司未来3年的开发需求,公司已经进入重庆、成都、长沙、北京、苏州、无锡、江阴、浏阳、内江、郴州、南通等城市,具体项目储备情况如下表所示。

表3 截至2012年9月公司的项目储备情况(万平方米)

序号	项目名称	所属区域	土地面积	规划建面	未结面积	权益比例	权益建面
2007年及更早							
1	重庆.十年城	重庆市江北区	24.58	69.26	19.66	100%	19.66
2	重庆.西城大院	重庆九龙坡区	12.26	47.50	15.13	100%	15.13
3	成都.金科一城	成都市动物园	9.30	47.32	18.65	100%	18.65
4	无锡.观天下	无锡市崇安新区	9.20	31.56	5.59	100%	5.59
5	无锡.东方王榭	无锡市崇安新区	9.24	26.67	10.21	100%	10.21
6	重庆.太阳海岸	重庆市江北区	33.86	31.16	22.05	100%	22.05
7	江阴.锦绣天城	江阴市申港镇	8.64	13.45	13.45	100%	13.45
2008年新增							
8	重庆.阳光小镇	重庆九龙坡区	26.24	68.99	40.52	100%	40.52
9	无锡.万博商业广场	无锡市广益路	5.70	15.74	15.74	100%	15.74
10	北京.帕提欧	北京市小汤山	8.40	17.13	3.94	100%	3.94
11	重庆.VISAR 国际	重庆市九龙坡区	2.61	9.23	9.23	100%	9.23
12	江阴.东方大院	江阴市敔山湾	12.67	26.99	7.23	100%	7.23
13	长沙.东方大院	湖南省长沙市	31.00	39.71	16.95	100%	16.95
2009年新增							
14	重庆.廊桥水乡	重庆沙坪坝区	68.16	176.02	176.02	100%	176.02
15	重庆.涪陵世界走廊A区	重庆市涪陵区	2.33	12.29	12.29	100%	12.29
16	重庆.涪陵世界走廊B区	重庆市涪陵区	3.41	8.16	8.16	100%	8.16
17	重庆.涪陵天湖小镇	重庆市涪陵区	20.16	27.55	18.06	100%	18.06
18	重庆.涪陵黄金海岸	重庆市涪陵区	7.41	29.49	10.57	100%	10.57
19	浏阳.天湖新城	浏阳市	37.53	93.83	93.83	100%	93.83
20	无锡.世界城	无锡市南长区	20.65	64.81	64.81	100%	64.81
21	无锡.米兰米兰	无锡市新区	14.27	46.48	46.48	100%	46.48
22	江阴.东方王府	江阴市敔山湾	15.51	32.33	32.33	100%	32.33
23	成都.廊桥水乡	成都市新津县	37.08	34.54	34.54	100%	34.54
2010年新增							
24	重庆.公园王府	重庆龙头寺	6.72	19.49	19.49	100%	19.49
25	重庆.茶园世界城	重庆茶园新区	11.94	27.81	27.81	100%	27.81
26	重庆.永川中央公园城	重庆市永川新城	14.66	45.03	45.03	100%	45.03
27	重庆.永川阳光小镇	重庆市永川新城	16.53	41.32	41.32	100%	41.32
28	重庆.永川金科世界城	重庆市永川新城	——	34.22	34.22	100%	34.22
29	重庆.涪陵中央公园城	重庆市涪陵区	8.46	12.69	12.69	100%	12.69



30	苏州.金科王府	苏州市高新区	17.63	34.47	34.47	100%	34.47
31	北京.金科王府	北京市昌平区	15.23	17.57	17.57	100%	17.57
32	北京.廊桥水岸	北京市	11.37	13.64	13.64	100%	13.64
33	成都.天籁城	成都市	4.93	14.79	14.79	100%	14.79
2011 年新增							
34	重庆.茶园雷家桥 77 亩	重庆南岸	5.14	9.10	9.10	100%	9.10
35	重庆.茶园雷家桥 268 亩	重庆南岸	17.88	32.16	32.16	100%	32.16
36	苏州.廊桥水岸	苏州市吴江区	19.65	29.47	29.47	50%	14.74
37	重庆.荣昌世界城	重庆荣昌	33.35	83.38	83.38	100%	83.38
38	重庆.中央公园城	重庆璧山	12.32	32.15	32.15	100%	32.15
39	重庆.开州城	重庆开县	6.06	19.92	19.92	100%	19.92
40	重庆.合川世界城	重庆合川	7.64	22.93	22.93	100%	22.93
41	南通.金科城/科技园项目	江苏南通	18.29	35.92	35.92	100%	35.92
2012 年新增							
42	重庆.蔡家项目一期	重庆北碚	19.47	36.95	36.95	100%	36.95
43	重庆.桃花新城	重庆长寿	13.30	33.24	33.24	100%	33.24
44	重庆.西部新城 2 批次	重庆开县	15.06	52.71	52.71	100%	52.71
45	苏州.金港镇滨江新城	苏州张家港	14.14	37.77	37.77	70%	26.44
46	重庆.东部新城酒店及配套用地	重庆开县	9.33	21.00	21.00	100%	21.00
47	内江.中区乐贤半岛项目	四川内江	13.60	40.79	40.79	80%	32.63
48	郴州.南岭生态城	湖南郴州	16.21	16.37	16.37	60%	9.82
49	重庆.大足区棠香红星社区地块	重庆大足	10.88	34.80	34.80	100%	34.80
50	无锡.2012-52 地块	江苏无锡	10.57	29.60	29.60	100%	29.60
合计			770.534	1799.49	1524.72	48.6	1483.95

数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

2.5 下半年销售正在提速

公司 2012 年 1-6 月，金科销售 57.3 亿，销售情况低于预期，主要原因在于行业调控、公司小户型产品占比较高导致。为更好促进销售，公司上半年针对市场需求，采取了调结构、调定位、调产品的“三调”策略，对重庆廊桥水乡二组团等多个项目进行了增加商业体量等定位性调整，对 10 余个项目的产品户型进行了优化调整，创新研发 7 种新产品并推广运用，加大了适销对路产品的建设和推盘速度，通过加大去库存等多项举措，这些措施在下半年正在显现效果。此外，下半年公司推盘量是上半年的两倍多，小户型产品占比更为合理，公司截止到 9 月销售认购金额近 105 亿元，我们保守预计公司全年销售额 140 亿元左右。

3 盈利预测与估值分析

3.1 房地产项目结算预测

根据公司的项目信息和开发情况，我们预计公司房地产项目在未来三年的结算收入如下表所示：



表 4 房地产项目结算收入预测

项目名称	规划建面	2011 年底 未结面积	权益 比例	2011 年权益 未结建面	预计结算收入（百万元）		
					2012	2013	2014
重庆.十年城	69.26	19.66	100%	19.66	532	152	76
重庆.西城大院	47.50	15.13	100%	15.13	585	0	0
成都.金科一城	47.32	18.65	100%	18.65	504	216	0
无锡.观天下	31.56	5.59	100%	5.59	220	220	0
无锡.东方王榭	26.67	10.21	100%	10.21	625	250	125
重庆.太阳海岸	31.16	22.05	100%	22.05	880	330	220
江阴.锦绣天城	13.45	13.45	100%	13.45	330	198	0
重庆.阳光小镇	68.99	40.52	100%	40.52	1035	414	0
无锡.万博商业广场	15.74	15.74	100%	15.74	465	651	93
北京.帕提欧	17.13	3.94	100%	3.94	260	130	117
重庆.VISAR 国际	9.23	9.23	100%	9.23	450	270	108
江阴.东方大院	26.99	7.23	100%	7.23	360	180	90
长沙.东方大院	39.71	16.95	100%	16.95	192	704	320
重庆.廊桥水乡	176.02	176.02	100%	176.02	650	780	650
重庆.涪陵世界走廊 A 区	12.29	12.29	100%	12.29	0	510	340
重庆.涪陵世界走廊 B 区	8.16	8.16	100%	8.16	85	255	0
重庆.涪陵天湖小镇	27.55	18.06	100%	18.06	180	480	0
重庆.涪陵黄金海岸	29.49	10.57	100%	10.57	244	122	61
浏阳.天湖新城	93.83	93.83	100%	93.83	0	0	900
无锡.世界城	64.81	64.81	100%	64.81	1040	1040	1300
无锡.米兰米兰	46.48	46.48	100%	46.48	390	624	780
江阴.东方王府	32.33	32.33	100%	32.33	240	720	1200
成都.廊桥水乡	34.54	34.54	100%	34.54	176	352	176
重庆.公园王府	19.49	19.49	100%	19.49	0	196	588
重庆.茶园世界城	27.81	27.81	100%	27.81	0	400	640
重庆.永川中央公园城	45.03	45.03	100%	45.03	0	165	275
重庆.永川阳光小镇	41.32	41.32	100%	41.32	742	318	212
重庆.永川金科世界城	34.22	34.22	100%	34.22	0	0	0
重庆.涪陵中央公园城	12.69	12.69	100%	12.69	92	230	276
苏州.金科王府	34.47	34.47	100%	34.47	0	960	800
北京.金科王府	17.57	17.57	100%	17.57	0	0	0
北京.廊桥水岸	13.64	13.64	100%	13.64	0	630	1050
成都.天籁城	14.79	14.79	100%	14.79	0	0	575
重庆.茶园雷家桥 77 亩	9.10	9.10	100%	9.10	0	243	405
重庆.茶园雷家桥 268 亩	32.16	32.16	100%	32.16	0	0	0
苏州.廊桥水岸	29.47	29.47	50%	14.74	0	0	0
重庆.荣昌世界城	83.38	83.38	100%	83.38	0	0	550
重庆.中央公园城	32.15	32.15	100%	32.15	0	0	340
重庆.开州城	19.92	19.92	100%	19.92	0	288	240
重庆.合川世界城	22.93	22.93	100%	22.93	0	0	245
南通.金科城	35.92	35.92	100%	35.92	0	0	252
重庆.蔡家项目一期	36.95	36.95	100%	36.95	0	0	120



重庆.桃花新城	33.24	33.24	100%	33.24	0	0	100
重庆.西部新城	52.71	52.71	100%	52.71	0	0	0
苏州.金港镇滨江新城	37.77	37.77	70%	26.44	0	0	0
重庆.东部新城酒店及配套用地	21.00	21.00	100%	21.00	0	0	0
内江.中区乐贤半岛项目	40.79	40.79	80%	32.63	0	0	0
郴州.南岭生态城	16.37	16.37	60%	9.82	0	0	0
重庆.大足区棠香红星社区地块	34.80	34.80	100%	34.80	0	0	25
无锡.2012-52 地块	29.60	29.60	100%	29.60	0	0	0
合计	1799.49	1524.72	——	1483.95	10277	12028	13249

数据来源：公司公告、第一创业证券研究所

根据以上预测结果，再估算辅业收入情况，我们预计公司 2012-2014 营业收入分别为 121.35 亿元、151.69 亿元和 182.02 亿元，净利润水平分别为 12.74 亿元、18.23 亿元和 24.55 亿元，EPS 分别为 1.11 元、1.58 元和 2.13 元，对应 PE 水平为 8.18 倍、5.72 倍和 4.25 倍。

3.2 重估净资产测算

根据十分保守的销售均价测算，金科 RNAV14.11 元，公司当前价格 9.04，折让 35.9%，股价低估明显，具体情况如下表所示。

表 5 公司净资产重估：股价折让 35.9%

项目	估值/百万元
房地产开发评估增值	9,746.13
出租经营物业评估增值	226.57
公司净资产	6,369.29
重估净资产	16,341.99
总股本/百万股	1,158.54
RNAV	14.11
当前股价	9.04
折价	35.9%

资料来源：公司公告、第一创业证券研究所

3.3 投资建议

作为中西部地区的房地产开发龙头，金科的地域优势非常显著，在中西部地区其产品和品牌影响深远。在行业持续调控的背景下，我们认为公司的“622”战略符合市场的变化趋势，此外公司的全产业链、丰富的产品线以及高周转能力，都大大增强了公司抵御风险的能力。公司近两年竣工面积大幅增长，销售波动性也不大，业绩释放的弹性空间已然显现，我们看好公司的成长。

公司股价的催发剂包括：销售明显提升、项目结算质量进一步提高、市政园林工程规模扩大、新酒店投入经营、中西部扶持政策进一步扩大等等。



我们预计公司 2012 年的 EPS 为 1.11 元，公司股价 9.04 元，相对于 RNAV 估值折让 35.9%，维持公司“强烈推荐评级”，目标价为 12.21-13.32 元。

4 风险提示

我们认为公司的发展和业绩兑现面临以下风险：

- 1) 房地产市场出现较大变化，严重影响房地产销售；
- 2) 房价下跌导致销售均价下滑和购房违约频发，从而严重影响项目结算质量；
- 3) 公司辅业发展不及预期等。

金科股份主要财务指标（百万元）

主要财务指标	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	9866	12135	15169	18202
收入同比	74%	23%	25%	20%
归属母公司净利润	1069	1281	1830	2463
净利润同比	16%	20%	43%	35%
毛利率	31.2%	36.6%	37.0%	37.0%
ROE	20.6%	20.1%	22.3%	23.1%
每股收益(元)	0.92	1.11	1.58	2.13
P/E	9.80	8.18	5.72	4.25
P/B	2.02	1.65	1.28	0.98
EV/EBITDA	11	7	5	4

数据来源：公司公告、第一创业证券研究所



盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	35169	40334	43706	50851	营业收入	9866	12135	15169	18202
现金	5456	8020	9860	14904	营业成本	6784	7688	9556	11468
应收账款	127	156	195	235	营业税金及附加	973	1197	1496	1795
其他应收款	703	801	1028	1223	营业费用	478	546	683	819
预付账款	361	788	823	1050	管理费用	372	461	607	728
存货	27317	29067	30520	32046	财务费用	26	643	519	270
其他流动资产	1205	1502	1281	1394	资产减值损失	-3	0	0	0
非流动资产	2184	3538	3534	3530	公允价值变动收益	78	0	0	0
长期投资	104	98	98	98	投资净收益	10	0	0	0
固定资产	164	157	150	142	营业利润	1324	1600	2308	3123
无形资产	17	17	17	17	营业外收入	73	67	67	67
其他非流动资产	1900	3266	3270	3273	营业外支出	18	27	27	27
资产总计	37353	43872	47240	54381	利润总额	1379	1640	2348	3162
流动负债	21967	28445	29350	34355	所得税	317	367	525	707
短期借款	874	2849	0	0	净利润	1062	1274	1823	2455
应付账款	1866	1094	1360	1632	少数股东损益	-7	-8	-7	-7
其他流动负债	19228	24501	27990	32723	归属母公司净利润	1069	1281	1830	2463
非流动负债	9972	8857	9497	9177	EBITDA	1383	2254	2838	3403
长期借款	7292	7292	7292	7292	EPS (元)	0.92	1.11	1.58	2.13
其他非流动负债	2681	1565	2205	1885					
负债合计	31940	37302	38847	43532	主要财务比率				
少数股东权益	217	210	202	195	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	1159	1159	1159	1159	成长能力				
资本公积	110	110	110	110	营业收入	73.9%	23.0%	25.0%	20.0%
留存收益	3927	5092	6922	9385	营业利润	20.3%	20.9%	44.2%	35.3%
归属母公司股东权益	5196	6361	8191	10654	归属于母公司净利润	15.5%	19.8%	42.9%	34.6%
负债和股东权益	37353	43872	47240	54381	获利能力				
					毛利率(%)	31.2%	36.6%	37.0%	37.0%
现金流量表					净利率(%)	10.8%	10.6%	12.1%	13.5%
单位:百万元					ROE(%)	20.6%	20.1%	22.3%	23.1%
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	ROIC(%)	9.0%	16.0%	25.4%	45.8%
经营活动现金流	-3355	1379	5210	5317	偿债能力				
净利润	1062	1274	1823	2455	资产负债率(%)	85.5%	85.0%	82.2%	80.0%
折旧摊销	33	10	10	10	净负债比率(%)	34.04%	37.20%	28.39%	25.33%
财务费用	26	643	519	270	流动比率	1.60	1.42	1.49	1.48
投资损失	-10	0	0	0	速动比率	0.36	0.40	0.45	0.55
营运资金变动	-4184	674	2207	2891	营运能力				
其他经营现金流	-282	-1222	651	-310	总资产周转率	0.30	0.30	0.33	0.36
投资活动现金流	-74	-1098	-2	-2	应收账款周转率	77	83	83	82
资本支出	46	0	0	0	应付账款周转率	4.18	5.20	7.79	7.67
长期投资	-55	1247	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-83	148	-2	-2	每股收益(最新摊薄)	0.92	1.11	1.58	2.13
筹资活动现金流	1993	2283	-3369	-270	每股经营现金流(最新摊薄)	-2.90	1.19	4.50	4.59
短期借款	14	1975	-2849	0	每股净资产(最新摊薄)	4.48	5.49	7.07	9.20
长期借款	696	0	0	0	估值比率				
普通股增加	908	0	0	0	P/E	9.80	8.18	5.72	4.25
资本公积增加	-827	0	0	0	P/B	2.02	1.65	1.28	0.98
其他筹资现金流	1201	308	-519	-270	EV/EBITDA	11	7	5	4
现金净增加额	-1436	2564	1840	5044					

数据来源:公司公告、第一创业证券研究所



免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料，本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。

本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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

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

第一创业证券股份有限公司

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

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135