

房地产

2012年 年报点评

2013年4月11日

相关研究：

金科股份 (000656)

增持

竣工低于预期致结算收入下降

首次

公司研究/点评报告

投资要点：

● **结算收入增速放缓：**2012年公司实现营业收入103.49亿元，归属于母公司净利润12.79亿元，分别同比增长4.89%和19.67%；房地产业务结转收入96.54亿元，同比增长4.64%；房地产业务结算毛利率35.15%，同比上升4.58个百分点，每股收益1.1元，较2011年提升0.18元。2012年公司房地产结算收入放缓导致公司营业收入增速放缓。公司2012年利润分配预案为每10股派发现金红利1元（含税）。

● **期间费用略有上升：**2012年公司期间费用率为10.18%，同比上升1.29个百分点，主要为公司区域扩张和开发项目增加导致职工薪酬及管理成本增加导致管理费用率上升1.08个百分点所致。另外，公司2012年土地增值税达到5亿，同比增长23.36%，导致综合税率0.85个百分点。

● **短期偿债压力不大：**2012年末，公司资产负债率为84.7%，同比下降0.95个百分点，扣除预售款后负债率为51.14%，同比下降1.95个百分点，负债处于行业平均水平；偿债能力方面，有息负债率为219.37%，同比上升9.21个百分点，净负债率为103.89%，同比上升3.8个百分点；另外，期末公司拥有货币资金91.91亿，短期有息负债为82.71亿，短期偿债压力不大。

● **项目储备增长较多：**2012年公司新增项目储备20个，总建筑面积863万平方米，容积率面积731万平方米，权益容积率面积约540万平米，平均楼面地价1260元/平方米。2012年底公司项目储备达到1870万平方米，能够满足未来3年开发需求。另外公司2013年1月份新增项目1个，权益建筑面积45.33万平方米。

● **2013年开竣工或有大幅增长：**2012年公司实现开、竣工面积分别为261万平方米、174万平方米，分别同比下降19.64%和增长4.57%；较年初计划开竣工面积325万平方米和230万平方米有较大差距。主要原因因为2012年上半年房地产市场较为低迷，公司适当降低了开竣工进度。另外2012年有相当一部分土地在四季度获得，拿地较晚也影响了新开工进度。为达到公司2015年销售达到500亿元的目标，公司2013年肯定会加快开竣工进度，在加上公司2012年新增项目较多，有足够储备，我们认为公司2013年新开工面积365万平方米和竣工面积282万平方米的目标应该能够达到。

● **2013年业绩完全锁定：**2012年末公司预售款174.1亿元，根据我们测算已售未结算面积约为230万平方米，这些大部分将在2013年结算，锁定2013年业绩。

● **投资评级：**公司13-15年每股收益分别为1.40元、1.74元、2.44元，按2013年4月10日公司收盘价13.73元，公司13-15年PE分别为10x、8x、6x，估值低于行业平均水平。绝对估值方面，公司当前RNAV为14.38元/股，按4月10日股价折让4.77%，考虑到公司主要布局于重庆、苏州、无锡、江阴、济南等城镇化进程较快城市，80%产品针对自住需求和20%产品针对改善性需求，我们给予公司“增持”评级。

半年内股价走势



地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层

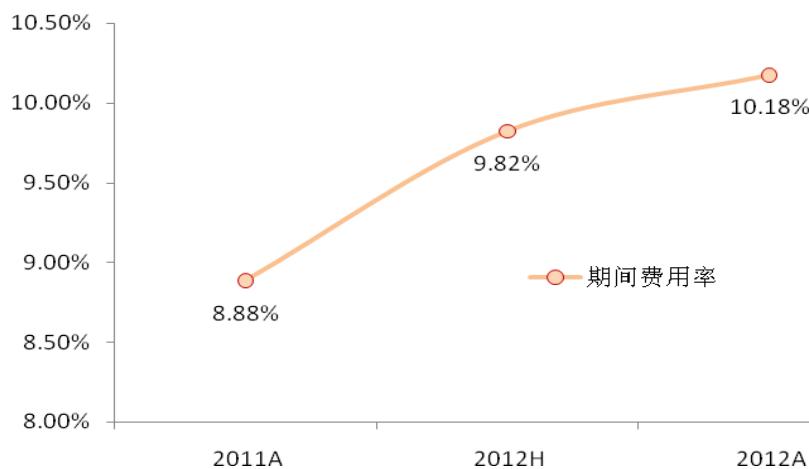
电话：0351-8686986

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>



图 1：公司期间费用率



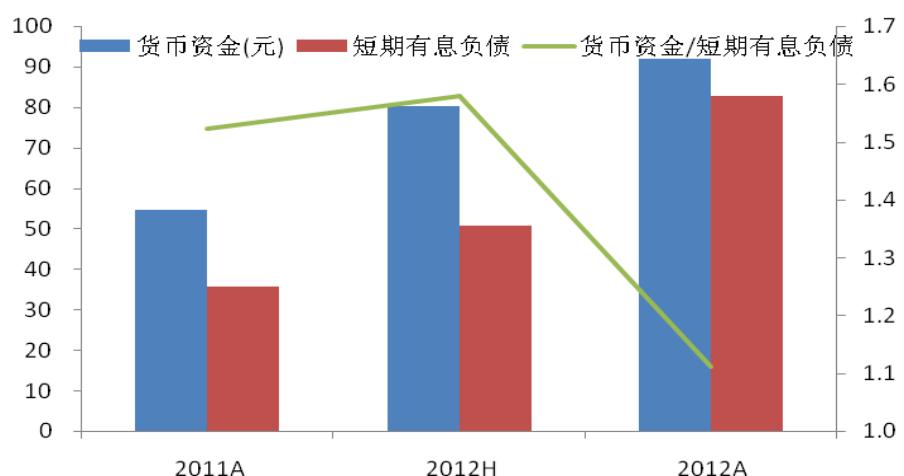
数据来源：公司公告，山西证券研究所

图 2：公司负债水平



数据来源：公司公告，山西证券研究所

图 3：公司短期偿债压力对比



数据来源：公司公告，山西证券研究所

表1：公司新增项目统计

2012	序号	项目名称	城市	项目权益	占地 面积 (万平)	总建 筑面积 (万平)	权益建 筑面积 (万平)	总地价 (亿元)	权益 地价 (亿元)	楼面 地价 (元/平)
4月	1	北碚蔡家项目1期	重庆	100%	19.47	48.23	48.23	4.67	4.67	1263
	2	开县西部新城2批次	唐山	56%	15.06	52.71	29.29	3.73	2.07	707
5月	3	长寿桃花新城	重庆 长寿	100%	13.30	39.52	39.52	3.59	3.59	1080
	4	张家港滨江新城项目	苏州	70%	14.14	45.80	32.06	4.33	3.03	1146
6月	5	新城酒店及配套用地	重庆 开县	56%	9.33	25.17	13.98	0.56	0.31	222
	6	内江市中区乐贤半岛	内江	80%	13.60	40.88	32.71	2.95	2.36	724
	7	郴州南岭生态城	郴州	60%	16.20	16.48	9.89	1.22	0.73	737
7月	8	成华区橡胶厂项目	成都	100%	3.90	22.92	22.92	2.97	2.97	1296
8月	9	长沙雷锋大道项目	长沙	80%	11.20	33.76	27.01	4.50	3.60	1333
9月	10	大足城南新区项目	重庆 大足	100%	10.88	41.00	41.00	2.45	2.45	703
	11	无锡汽车城项目	无锡	100%	10.57	34.98	34.98	7.27	7.27	2458
10月	12	璧山二期	重庆 璧山	56%	8.50	22.11	12.28	2.68	1.49	1212
11月	13	北部新区照母山项目	重庆	51%	15.09	64.09	32.68	10.90	5.56	2190
	14	开县新城二期	重庆 开县	56%	8.23	32.24	17.91	2.53	1.41	955
	15	济南西客站项目	济南	51%	27.00	135.00	68.85	18.65	9.51	1728
12月	16	江津农科院项目	重庆 江津	100%	15.86	46.00	46.00	3.05	3.05	803
	17	金科天籁城项目	重庆 涪陵	51%	13.04	47.62	24.29	3.34	1.70	854
	18	万盛黑山谷项目	重庆 万盛	51%	22.32	35.00	17.85	1.67	0.85	500
	19	长沙星沙项目	长沙	100%	9.41	49.00	49.00	5.26	5.26	1243
	20	苏州高新区项目	苏州	100%	11.17	30.61	30.61	6.25	6.25	2667
13年 1月		2012年合计			268.27	863.11	631.05	92.58	68.15	1239
	1	长寿区北部片区项目	重庆 长寿	51%	34.18	88.88	45.33	11.56	5.89	1300

数据来源：公司公告、山西证券研究所

表2：公司近两年项目开竣工情况

区域	项目名称	位置	2011		2012		2012年末 在建面积	项目 进度
			开工 面积	竣工 面积	开工 面积	竣工 面积		
重庆地区	合川世界城	合川区	19.93	0	19		19	在建
	10年城一三期	北部新区	4.14	18.13		9	4	在建
	茶园中央御园	南岸区			11		14	在建
	茶园世界城	南岸区			11		34	在建
	VISAR国际	渝中区				8		完工
	公园王府	渝北区	18.77	0	8		24	在建
	阳光小镇四-六期	九龙坡区	24.96	9.59		8	33	在建
	太阳海岸	江北区	11.45	9.11	0.5	7	9	在建
	西城大院五期	九龙坡区	0	15.3		9		完工
	璧山中央公园城	璧山县			22		29	在建
四川地区	廊桥水乡一二三组	沙坪坝区	52.48	4.18	19	19	71	在建
	永川中央公园城	永川区	14.01	5.44	13	13	27	在建
	永川阳光小镇(E7/E8)	永川区	14.65	0	7		24	在建
	荣昌世界城	荣昌县	16.2	0	10		29	在建
	李渡中央公园城	涪陵李渡	7.83	0			8	在建
	黄金海岸	涪陵区	0	10.21		14		完工
	天湖小镇	涪陵区	5.82	12.48		7	6	在建
	世界走廊A、B区	涪陵区				16	7	在建
	长寿阳光小镇	长寿区			12		12	在建
	开州城一二期	开县	18.88	0	26		45	在建
重庆小计					160	109	395	
江苏地区								
江苏地区	观天下	无锡崇安区	0	11.6			5	在建
	东方王榭	无锡崇安区	0	8.25			3	在建
	万博广场	无锡崇安区					13	在建
	米兰米兰	无锡新区	9.83	0	1.4	15	29	在建
	世界城	无锡新区	11.51	0		6	34	在建
	东方大院	江阴				11		完工
	锦绣天成	江阴	0	9.04		4		完工
	东方王府	江阴	8.98	0	3	3	26	在建
	张家港廊桥印象	张家港保税区			27		27	在建
	苏州王府	苏州新区	11.13	0	4	12	28	在建
四川地区	吴江廊桥	吴江	11.31	0	2		12	在建
	南通金科城	南通			12		12	在建
	江苏小计				50	50	190	
	四川地区							
四川地区	金科一城	成华区	3.9	21.44		2		完工
	天籁城	成华区	8.96	0	14		21	在建

廊桥水乡	新津县	13. 18	0	8	4	16	在建
橡胶厂项目	成华区			6		6	在建
内江中央公园城	内江市			14		14	在建
四川小计				42	6	57	
北京 地区							
金科王府	昌平区	9. 22	0			11	在建
廊桥水岸	昌平区	9. 68	0			10	在建
北京小计						21	
湖南 地区							
东方大院	岳麓区	4. 31	13. 08	1	9	5	在建
天湖新城一二期	浏阳市			5		8	在建
郴州小埠项目	郴州市			3		3	在建
湖南小计				9		16	
金科股份合计				261	174	680	

数据来源：公司公告、山西证券研究所

表 3：未来 3 年盈利预测

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	9,865.79	10,348.66	16,346.68	21,293.11	30,965.13
营业成本	6,783.59	6,636.41	10,764.32	14,133.72	20,714.68
营业税金及附加	973.18	1,108.97	1,716.40	2,235.78	3,251.34
销售费用	478.19	519.00	735.60	979.16	1,405.77
管理费用	372.46	502.36	789.89	1,032.72	1,501.81
财务费用	25.86	31.65	66.73	89.43	130.05
资产减值损失	-3.23	5.88	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	77.86	69.58	0.00	0.00	0.00
投资净收益	10.43	3.51	6.33	6.83	7.38
营业利润	1,324.04	1,617.48	2,280.07	2,829.14	3,968.86
加：营业外收入	73.46	67.33	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	18.01	25.47	0.00	0.00	0.00
利润总额	1,379.49	1,659.35	2,280.07	2,829.14	3,968.86
减：所得税	317.01	411.36	570.02	707.28	992.21
净利润	1,062.48	1,247.99	1,710.05	2,121.85	2,976.64
减：少数股东损益	-6.60	-31.39	85.50	106.09	148.83
归属于母公司净利润	1,069.08	1,279.38	1,624.55	2,015.76	2,827.81
总股本	1,158.54	1,158.54	1,158.54	1,158.54	1,158.54
每股收益(元)	0.92	1.10	1.40	1.74	2.44

数据来源：山西证券研究所

投资评级的说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于市场表现 20% 以上

增持: 相对强于市场表现 5~20%

中性: 相对市场表现在-5% ~+5% 之间波动

减持: 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越市场整体表现

中性: 行业与整体市场表现基本持平

看淡: 行业弱于整体市场表现

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险,投资需谨慎。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。在任何情况下,本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,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。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。