

**买入****20% ↑**目标价格: 人民币 14.10  
原目标价格: 人民币 15.30

000656.CH

价格: 人民币 11.73

目标价格基础: 净资产值折让 35%

板块评级: 中立

**股价表现**

	今年 至今	(%)		
		1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(19)	1	(14)	-
相对新华富时 A50 指数	(6)	(5)	(2)	-
发行股数(百万)	1,159			
流通股(%)	35			
流通股市值(人民币 百万)	12,234			
3个月日均交易额(人民币 百万)	59			
13年末净负债率(%)	89			
13年末每股重估净资产值(人民币)	21.8			
主要股东(%)				
重庆金科投资有限公司	21.8			

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以2013年8月19日收市价为标准
**中银国际证券有限责任公司**  
**具备证券投资咨询业务资格**
**地产: 开发商****田世欣**

(8621) 2032 8519

shixin.tian@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512080002

**金科股份****利润率进入低谷, 推盘和销售有所放缓**

金科股份 2013年上半年实现营业收入 76.4 亿元, 净利润 7.9 亿元, 同比分别增长 104% 和 22%, 每股收益 0.68 元。公司利润率下滑速度略超预期, 而上半年销售去化也不尽如人意, 我们调低全年房地产销售预测至 210 亿元。但总体而言公司可结算资源较为充足, 今年以来, 公司加大了项目公司管理力度, 采用利润倒逼机制以期提高回报, 明年有望从利润率谷底回升。我们维持买入评级, 但下调盈利预测, 并下调目标价格至 14.10 元, 相当于 10 倍 13 年市盈率。

**支撑评级的要点**

- 利润率大幅下滑, 前期降价压力显现。金科股份今年上半年净利润率 10.3%, 较去年同期和 12 年全年分别下降 7 个百分点和 2 个百分点。由于今年结算以 2011 年下半年降价促销项目为主, 公司利润率压力较大, 预计下半年将维持较低利润率水平。
- 销售去化低于预期, 下调全年销售计划至 220 亿元。上半年公司销售总金额约 91 亿元, 其中房地产签约销售金额约 85 亿元。上半年推盘约 90 亿元, 总可售金额约 215 亿, 去化率 40%, 均低于预期。公司中期下调 13 年全年综合销售额计划从 235 亿元至 220 亿元, 同比增长 25%, 我们亦下调公司全年房地产销售额预期从 230 亿元至 210 亿元。期末预收帐款 181.9 亿元, 锁定期率为 13 年的 100% 和 14 年的 66%。
- 拿地依然积极, 迄今新增土储 46.9 亿元。公司自 5 月份以来加快了土地获取步伐, 土地收购总建筑面积 528 万平米, 土地总价款约 52.8 亿元, 公司拿地区域专注重庆区县及三四五线城市, 新进入了重庆北碚、江苏如皋、新疆五家渠、遵义等地市, 同时通过收购进入西安。迄今拿地楼面均价约 1,000 元/平米。开工方面, 公司上半年新开工约 190 万方, 达成全年计划的 52%, 基本按照计划进行。
- 追求利润, 加强管理, 放缓周转。对于金科而言, 利润率偏低一直是个问题, 今年公司在管理方面有所加强, 对项目公司采取利润倒逼机制, 要求自公司控制成本、提高回报; 而由于转向追求利润, 公司的项目定价政策也有所调整, 周转去化速度有所放慢。
- 待再融资解决负债率偏高问题。2013 年 6 月末, 公司资产负债率 84%, 与 12 年末持平, 净负债率略上升 4 个百分点至 114%, 现金短债比提高至 1.68, 短期偿债无虞。公司已于 8 月 13 日推出再融资方案, 拟非公开发行不超过 4 亿股, 发行价不低于 10.81 元, 募集总金额不超过 43.24 亿元, 用于西安、重庆的三个项目, 公司高负债状况亟待再融资化解。

**评级面临的主要风险**

- 三四线城市供应量较大, 部分项目销售去化不及预期。

**估值**

- 我们下调了 2013-15 年公司的利润率预期, 我们预计 13-15 年公司净利润率分别为 10.7%、12.0% 和 12.1%, 下调公司 2013-14 年每股收益预测至 1.41 和 1.82 元, 根据 10 倍 13 年市盈率和每股 NAV21.98 元 35% 折价, 我们将公司目标价由 15.30 元调低至 14.10 元, 维持买入评级。

**投资摘要**

年结日: 12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入(人民币 百万)	9,866	10,349	15,258	17,521	21,504
变动(%)	74	5	47	15	23
净利润(人民币 百万)	1,069	1,279	1,637	2,103	2,591
全面摊薄每股收益(人民币)	0.92	1.10	1.41	1.82	2.24
变动(%)	15.5	19.7	28.0	28.4	23.2
核心每股收益(人民币)	0.86	1.06	1.36	1.75	2.17
变动(%)	24.1	27.9	29.0	23.8	
先前预测每股收益(人民币)			1.46	1.95	2.34
调整幅度(%)			(3.2)	(6.9)	(4.4)
全面摊薄市盈率(倍)	12.7	10.6	8.3	6.5	5.2
核心市盈率(倍)	13.7	11.0	8.6	6.7	5.4
每股现金流量(人民币)	(2.9)	(0.3)	0.6	2.1	1.6
价格/每股现金流量(倍)	(4.1)	(43.5)	19.7	5.6	7.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	10.5	8.0	6.2	4.0	2.9
每股股息(人民币)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
股息率(%)	0.9	0.9	1.2	1.5	1.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

图表 1.2012 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2012年上半年	2013年上半年	同比变动(%)
营业收入	3,750	7,643	104
营业成本	(2,195)	(5,343)	143
营业税	(375)	(807)	115
毛利润	1,181	1,493	26
其他收入	(5)	(16)	218
销售费用	(173)	(220)	28
管理费用	(187)	(235)	26
营业利润	816	1,022	25
投资收益	2	(4)	(362)
财务费用	(9)	(16)	73
营业外收支	20	20	1
税前利润	829	1,022	23
所得税	(185)	(251)	36
少数股东权益	4	19	409
归属上市公司股东净利润	647	790	22
主要比率(%)			
毛利率	31	20	
经营利润率	22	13	
净利率	17	10	

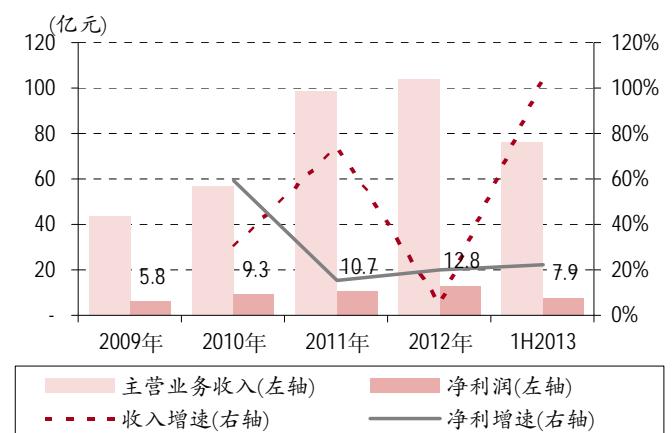
资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 2. 分行业收入及毛利率情况

	营业收入(亿元)	同比(%)	毛利率(%)	比上年同期增减(百分点)
房地产销售	73.5	108.6	29.1	(12.3)
物业管理	1.2	39.4	13.4	(2.1)
酒店经营	0.7	(16.8)	71.8	2.7
园林及其他	4.8	199.7	6.9	(5.0)

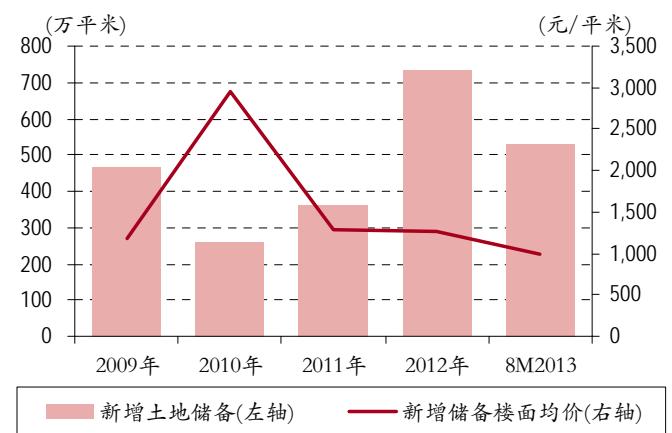
资料来源：公司数据和中银国际研究

图表 4. 收入、净利润及增速



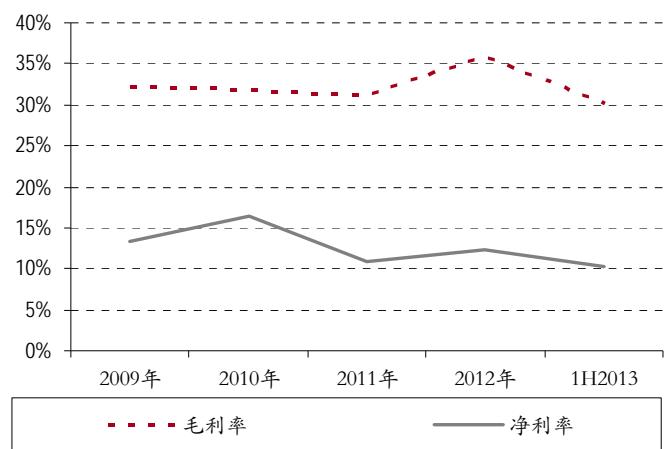
资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 5. 拿地面积和金额



资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 7. 毛利率和净利率变化



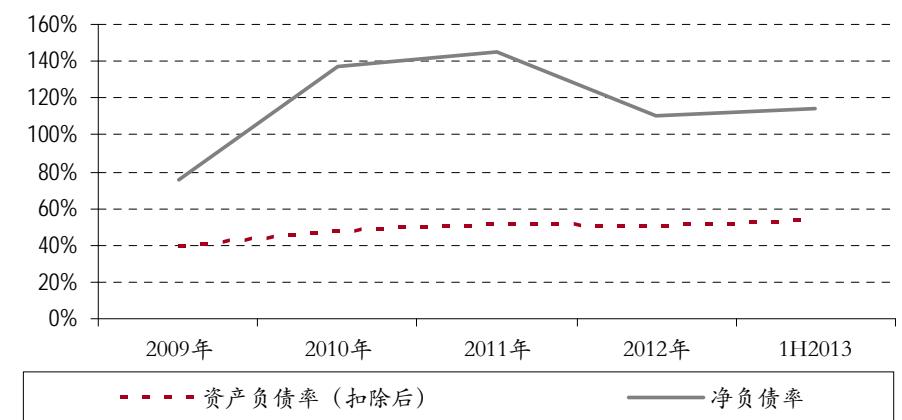
资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 8. 期间费用率变化



资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 9. 资产负债率（扣除预收帐款后）和净负债率



资料来源：公司数据，中银国际研究

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	9,866	10,349	15,258	17,521	21,504
销售成本	(7,757)	(7,745)	(11,728)	(13,071)	(16,062)
经营费用	(818)	(981)	(1,263)	(1,486)	(1,849)
息税折旧前利润	1,291	1,623	2,267	2,964	3,593
折旧及摊销	(33)	(41)	(110)	(108)	(108)
经营利润(息税前利润)	1,258	1,582	2,157	2,856	3,485
净利润收入/(费用)	(40)	(32)	(70)	(110)	(105)
其他收益/(损失)	147	109	109	121	126
税前利润	1,379	1,659	2,196	2,866	3,506
所得税	(317)	(411)	(549)	(717)	(877)
少数股东权益	7	31	(10)	(47)	(39)
净利润	1,069	1,279	1,637	2,103	2,591
核心净利润	993	1,231	1,575	2,031	2,515
每股收益(人民币)	0.911	1.104	1.413	1.815	2.236
核心每股收益(人民币)	0.857	1.063	1.359	1.753	2.170
每股股息(人民币)	0.1	0.100	0.141	0.182	0.224
收入增长(%)	n.a.	5	47	15	23
息税前利润增长(%)	n.a.	26	36	32	22
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	26	40	31	21
每股收益增长(%)	n.a.	21	28	28	23
核心每股收益增长(%)	n.a.	24	28	29	24

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	1,365	1,659	2,196	2,866	3,506
折旧与摊销	33	41	110	108	108
净利息费用	40	32	70	110	105
运营资本变动	(4,184)	(1,480)	(1,055)	158	(874)
税金	(317)	(411)	(549)	(717)	(877)
其他经营现金流	(292)	(153)	(82)	(96)	(101)
经营活动产生的现金流	(3,355)	(313)	689	2,430	1,867
购买固定资产净值	(95)	62	34	38	45
投资减少/增加	17	12	0	0	0
其他投资现金流	3	(52)	2,380	373	233
投资活动产生的现金流	(74)	22	2,414	411	278
净增权益	215	824	0	0	0
净增债务	1,278	6,424	364	(1,381)	789
支付股息	0	116	(116)	(164)	(210)
其他融资现金流	501	(4,290)	1,190	187	116
融资活动产生的现金流	1,993	3,073	1,438	(1,358)	695
现金变动	(1,436)	2,783	4,541	1,483	2,840
期初现金	5,434	5,456	9,191	13,732	15,215
公司自由现金流	(3,429)	(290)	3,104	2,842	2,145
权益自由现金流	(3,165)	4,422	3,467	1,460	2,934

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	5,456	9,191	13,732	15,215	18,056
应收帐款	836	1,149	1,678	1,927	2,365
库存	27,317	33,495	41,197	45,555	55,910
其他流动资产	1,561	4,130	2,556	2,831	3,445
流动资产总计	35,169	47,965	59,164	65,528	79,777
固定资产	167	477	623	517	411
无形资产	24	50	48	46	44
其他长期资产	1,993	3,523	4,929	4,873	4,930
长期资产总计	2,184	4,050	5,599	5,436	5,384
总资产	37,353	52,015	64,763	70,964	85,161
应付帐款	4,878	7,308	8,653	9,487	11,680
短期债务	3,582	8,271	8,635	7,254	8,043
其他流动负债	13,508	18,292	21,591	25,764	33,741
流动负债总计	21,967	33,871	38,879	42,504	53,464
长期借款	7,292	9,189	13,973	14,473	14,973
其他长期负债	2,681	997	1,944	2,085	2,455
股本	1159	1159	1159	1159	1159
储备	4,037	5,787	7,786	9,679	12,010
股东权益	5,196	6,946	8,945	10,837	13,169
少数股东权益	217	1013	1022	1064	1099
总负债及权益	37,353	52,015	64,763	70,964	85,161
每股帐面价值(人民币)	4.48	6.00	7.72	9.35	11.37
每股有形资产(人民币)	4.46	5.95	7.68	9.31	11.33
每股净负债/(现金)(人民币)	4.68	7.14	7.66	5.62	4.28

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	13.1	15.7	14.9	16.9	16.7
息税前利润率(%)	12.8	15.3	14.1	16.3	16.2
税前利润率(%)	13.8	16.0	14.4	16.4	16.3
净利率(%)	10.7	12.4	10.7	12.0	12.0
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.6	1.4	1.5	1.5	1.5
利息覆盖率(倍)	24	13	21	19	23
净权益负债率(%)	100	104	89	55	35
速动比率(倍)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	12.7	10.6	8.3	6.5	5.2
核心业务市盈率(倍)	13.7	11.0	8.6	6.7	5.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)	16.5	13.3	10.4	8.0	6.5
<b>周转率</b>					
存货周转天数	1,285	1,433	1,162	1,211	1,153
应收帐款周转天数	31	35	34	38	36
应付帐款周转天数	180	215	191	189	180
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	11	9	10	10	10
净资产收益率(%)	20	21	21	21	22
资产收益率(%)	2.6	2.7	2.8	3.2	3.3
已运用资本收益率(%)	7.8	8.0	7.6	8.7	10.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1% 的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv)他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## **免责声明**

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的邀請，亦並未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券适合个别投资者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司 (BOC International (Singapore) Pte. Ltd.) 在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

## **中银国际证券有限责任公司**

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## **相关关联机构：**

### **中银国际研究有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### **中银国际证券有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
传真:(852) 2147 9513

### **中银国际控股有限公司北京代表处**

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### **中银国际(英国)有限公司**

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### **中银国际(美国)有限公司**

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### **中银国际(新加坡)有限公司**

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371