

UBS Investment Research

金科股份

下调盈利预测及目标价

■ 我们将公司2013年销售额下调4%至206亿元

尽管公司近期将2013年的销售目标下调至了220亿元，但我们担心H213行业销售增速放缓将制约公司销售增速。此外，公司2012年新开工及2013年计划开工面积中，三四线城市的占比或超过60%。公司在这些城市的销售可能受制于当地供给较大，难以快速增长。因此，我们将公司2013年的销售额从214亿元下调至了206亿元，同比增长18%，较公司销售目标低6%。

■ 中期销售目标较激进，或致利润率下降

公司以2015年销售额超500亿元为中期目标，并为此采取了不断进入新城市、扩大土地储备、增加新开工的扩张措施。我们认为公司在这一过程中将难以兼顾成本和费用控制。我们将公司2013/14/15年建安成本增速预测从2%上调至3%，毛利率预测因此从33.3%/32.7%/32.3%下降至33.2%/31.5%/30.9%。我们还将公司销售/管理费用预测从14.2/18.7/24.6亿元上调至14.9/19.3/26.0亿元。

■ 将2013-15年盈利预测下调2.2%/6.9%/5.1%

在上述调整基础上，我们将公司2013/14/15年的净利润预测从17.4/21.8/26.6亿元下调至17.0/20.3/25.2亿元，下调幅度分别为2.2%/6.9%/5.1%。

■ 估值：维持“中性”评级，下调目标价至12.50元

我们将公司2013/14/15年EPS预测从1.50/1.88/2.29元下调至1.47/1.75/2.18元，并基于2013年预测每股收益1.47元和8.5倍市盈率（较三年历史平均动态市盈率低0.7个标准差），将公司目标价从15.58元下调至12.50元，新目标价较公司2013年每股NAV17.8元有30%折价。

重要数据 (Rmb百万)	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	9,866	10,349	14,889	19,300	25,979
息税前利润 (UBS)	1,258	1,582	2,251	2,648	3,447
净利润 (UBS)	988	1,216	1,699	2,030	2,522
每股收益 (UBS, Rmb)	0.85	1.05	1.47	1.75	2.18
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.10	0.10	0.15	0.18	0.22
盈利能力与估值	五年历史均值	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润率 (%)	<-500	15.3	15.1	13.7	13.3
ROIC (EBIT) %	-	11.8	13.9	21.6	66.4
EV/EBITDA (core) x	13.6	14.2	9.9	6.4	2.3
市盈率 (UBS) (x)	>100	11.2	7.9	6.6	5.3
净股息收益率 (%)	0.3	0.9	1.3	1.5	1.9

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。

估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2013年09月05日16时04分的股价(Rmb11.61)得出；

李宗彬

分析师

S1460512110002

michael-z.li@ubssecurities.com

+86-105-832 8664

全球证券研究报告

中国

房地产业

12个月评级

中性

保持不变

12个月目标价

Rmb12.50/US\$2.04

之前： Rmb15.58/US\$2.55

股价

Rmb11.61/US\$1.90

路透代码: 000656.SZ 彭博代码000656 CH

2013年9月6日

交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围 Rmb15.33-8.40/US\$2.46-1.33

市值 Rmb13.5十亿/US\$2.20十亿

已发行股本 1,159百万 (ORDA)

流通股比例 19%

日均成交量 (千股) 5,352

日均成交额(Rmb 百万) Rmb64.4

资产负债表数据 12/13E

股东权益 Rmb8.53十亿

市净率 (UBS) 1.6x

净现金 (债务) (Rmb6.88十亿)

预测回报率

预测股价涨幅 +7.7%

预测股息收益率 1.3%

预测股票回报率 +9.0%

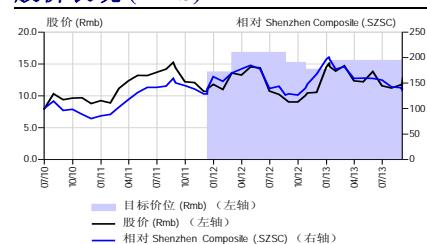
市场回报率假设 8.7%

预测超额回报率 +0.3%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/13E	12/12
从	到市场预测	实际
Q1	0.32	0.33
Q2	0.32	0.37
Q3E	0.34	0.31
Q4E	0.51	0.46
12/13E	1.50	1.47
12/14E	1.88	1.75

股价表现 (Rmb)



资料来源：UBS

www.ubssecurities.com

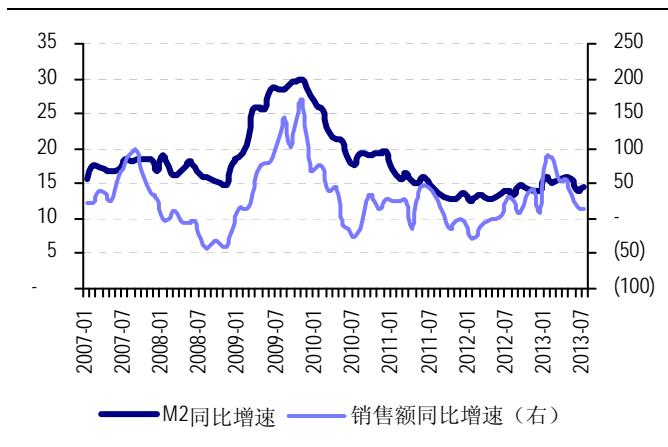
金科股份 2013年9月6日

2013年销售目标恐难实现，下调销售额预测至206亿元

公司2013年销售额目标为220亿元，同比增长26%。金科股份2013年初制定的全年销售目标为235亿元，而H113实际销售额为91亿元（其中房地产签约销售额85亿元），仅占全年目标的39%。公司为此在年中将销售目标下调6.4%至220亿元，同比增长26%。即使按下调后的销售目标，公司H113销售额也仅完成41%。公司H213销售额需要达到129亿元，才能实现全年目标。

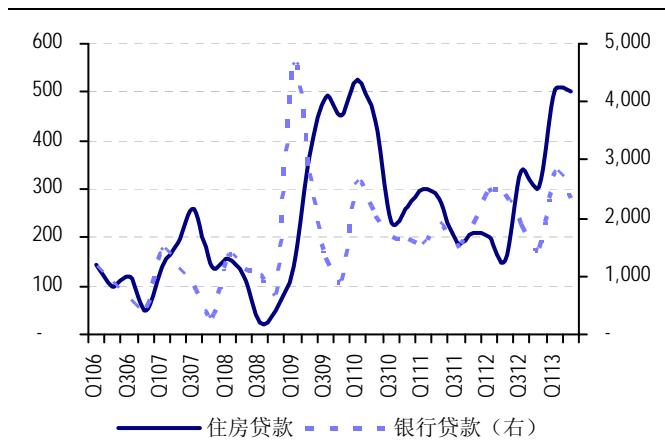
…但H213市场环境面临较大挑战。我们认为H213的流动性难以改善，M2同比增速或逐步放缓至13%。而住房信贷在经历了H113的大幅上升后，可能在H213随信贷总量的下降而回落。我们担心随着流动性收紧、住房信贷增量回落，房地产市场H213销售额可能回落，公司或将因此面临较大的销售挑战。

图1: H213流动性增长放缓可能制约住房销售额增速, %



数据来源：CEIC, 国家统计局

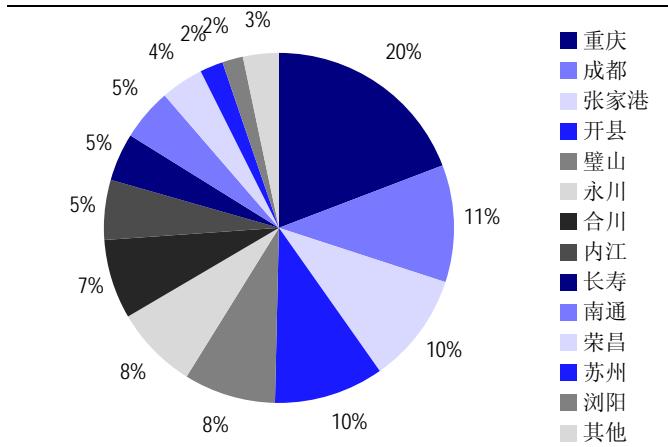
图2: H213住房信贷增量可能回落, (十亿元)



数据来源：CEIC, 国家统计局

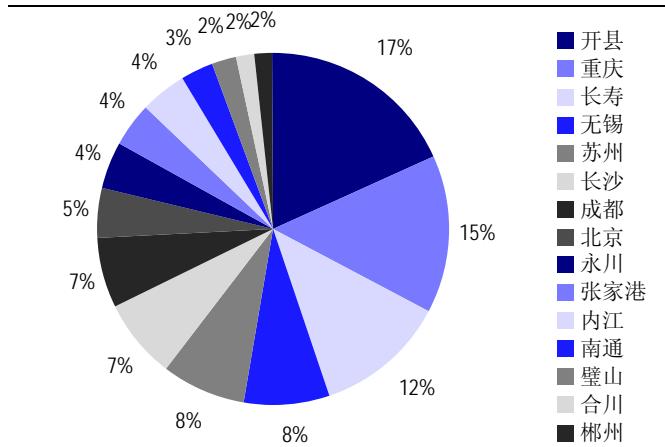
…公司恐难实现全年销售额目标。我们预计公司H213新增可售资源将达到150亿元，使总可售资源上升至300亿元。不过，公司2012年新开工面积中，重庆下辖区县、张家港、内江、南通、浏阳等三线城市的占比超过60%。这些城市的房地产市场规模较小，房价低，购房者对房价变动敏感。公司H213如果不在价格上作出一定牺牲，恐难实现快速销售。

图3: 公司2012年新开工面积的城市分布



数据来源：金科股份

图4: 公司2013年计划开工面积的城市分布



数据来源：金科股份、瑞银证券

金科股份 2013年9月6日

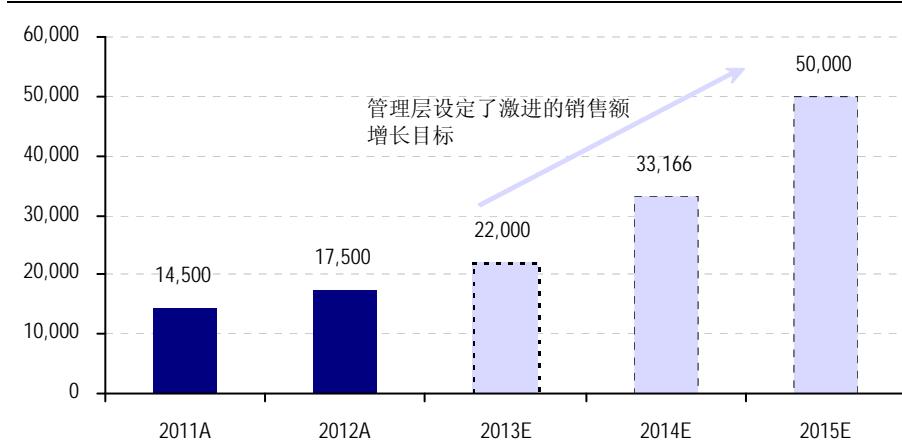
下调销售额及营业收入预测。我们此前预计公司2013房地产签约销售面积为290万平米，销售额为207亿元。我们现将签约销售面积下调3.5%至280万平米，并将签约销售额下调4.0%至199亿元。在此基础上，我们将公司整体的销售额从214亿元下调至了206亿元。

我们根据新的销售预测，将公司2013/14年的营业收入预测从149.2/196.6亿元下调至了148.9/193.0亿元，并将2015年的营业收入预测从258.7亿元上调至259.8亿元。

中期销售额目标较激进，或致利润率持续下降

2015年销售额欲超过500亿元，复合增速需达51%。金科股份将2015年销售额超过500亿元作为中期目标。根据我们的测算，即使公司2013年实现220亿元的销售目标，也需要在2014和2015年实现平均51%的销售额增速，才能实现2015年销售额达到500亿元。

图5: 公司中期销售额目标较激进，百万元



数据来源：金科股份，瑞银证券估算

公司为此采取了激进的扩张措施。金科股份为实现销售额的快速增长，采取了较为激进的扩张策略：

- **持续的地域扩张，将业务覆盖城市数量增加至27个。**公司2012年新进入张家港、内江、长寿等8个城市，2013年又进入江苏如皋、陕西西安、贵州遵义、新疆五家渠4个城市。公司目前已经在27个城市拥有开发项目。我们预计公司还将持续向中西部的小城市扩张。
- **高额的土地开支，占销售额的比重接近50%。**公司2012年新增土地储备835万平米，对应地价92.6亿元，占签约销售额的56%。我们预计公司2013年土地开支约100.0亿元，占目标签约销售额的48%。公司2013年初至今已累计购入541万平米项目，对应金额52.1亿元，占全年土地开支预测的52%。
- **大幅提升新开工面积。**公司2012年新开工面积为261万平米，而2013年计划开工面积大幅上升40%至365万平米。我们估计公司H113新开工已达197万平米，同比增长91%，占全年目标的54%。

金科股份 2013年9月6日

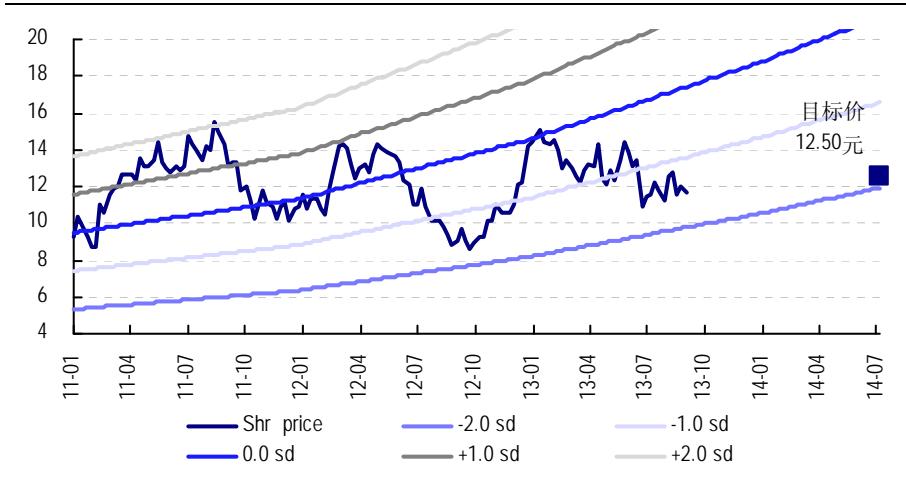
但快速扩张可能导致公司利润率持续下降。公司将注意力集中于进入新的市场、扩大土地储备、增加新开工规模，可能难以兼顾成本控制。因此，我们将公司2013年及以后的建安成本增速预测从2%上调至3%，并将公司2013/14/15年的毛利率预测从33.3%/32.7%/32.3%下调至33.2%/31.5%/30.9%。此外，我们认为公司为实现销售额快速扩张，会放松对销售费用和管理费用的控制。因此，我们将2013/14/15年的销售及管理费用预测从14.2/18.7/24.6亿元上调至14.9/19.3/26.0亿元。在上述调整基础上，我们将公司2013/14/15年的净利润预测从17.4/21.8/26.6亿元下调至17.0/20.3/25.2亿元，并将EPS预测从1.50/1.88/2.29元下调至1.47/1.75/2.18元。

下调PT至12.50元，维持“中性”评级

给予公司2013年8.5倍市盈率估值，下调目标价至12.50元。公司过去三年的平均动态市盈率为10.3倍，标准差为2.7倍。我们认为公司未来的估值将低于上述历史均值：1) 行业增速已经下降；2) 公司地域扩张的方向主要为中西部的小城市，公司产品品质优势难以发挥；3) 因业务布局向中小城市倾斜，公司可能面临房价回调的挑战；4) 快速扩张的过程中，公司面临成本、销售及管理费用上升的挑战。

因此，我们在历史均值的基础上下调0.7个标准差，给予公司2013年8.5倍市盈率，与中国A股主要上市房地产公司当前平均2013年市盈率（8.5倍）一致。我们根据2013年预测EPS1.47元和8.5倍目标市盈率，给予公司12.50元目标价。

图6: 金科股份市盈率区间



维持公司的“中性”评级。我们认为公司管理层虽然具有积极进取的精神，试图将公司打造成全国性的龙头房企，并因此采取了积极的扩张措施。但销售增速放缓的行业环境恐难支持公司销售额高速增长，公司2013年的短期销售目标和2015年的中期销售目标可能落空。此外，公司快速扩张带来的利润率下降也会制约公司估值提升。因此，虽然公司估值已显著低于历史均值，但我们依然维持对公司的“中性”评级。

乐观/悲观情景假设分析

- 乐观情况-每股估值15.0元

金科股份 2013年9月6日

如果公司在重庆、成都等大城市的销售情况好于我们的预期，或是其业务所在的三线城市住房需求强于我们的预期，公司2013年销售额或可达到220亿元，每股收益可达到1.50元，市盈率可能提升至10.0x，每股估值将达到15.0元。

■ 悲观情况-每股估值10.3元

如果流动性和住房信贷收紧的力度超出我们的预期，或是房产税试点城市扩容对成交量造成显著的负面影响，公司2013年的销售额可能低于我们的预期，公司2013年市盈率或将下跌至7.0x，每股估值将下降至10.3元。

表1: 中国A股主要地产公司平均2013年市盈率为8.5倍

股票 名称	市值 十亿元	股价 元	EPS (元)			PE (x)		
			2012A	2013E	2014E	2013E	2014E	2015E
万科A	102.32	9.29	1.14	1.42	1.75	2.09	6.6	5.3
保利地产	72.81	10.20	1.18	1.60	2.12	2.41	6.4	4.8
华侨城A	41.59	5.72	0.53	0.65	0.79	0.99	8.8	7.3
招商地产	48.43	28.20	1.93	2.55	3.24	4.05	11.1	8.7
金地集团	27.86	6.23	0.76	0.82	1.02	1.28	7.6	6.1
泛海建设	22.74	4.99	0.17	0.26	0.39	0.55	19.1	12.8
新湖中宝	19.90	3.18	0.37	0.48	0.59	0.74	6.7	5.4
荣盛发展	25.07	13.32	1.15	1.49	1.93	2.47	9.0	6.9
金融街	16.04	5.30	0.75	0.84	1.03	1.31	6.3	5.2
首开股份	12.26	5.47	1.08	0.82	1.07	1.33	6.7	5.1
金科股份	13.50	11.65	1.10	1.42	1.83	2.29	8.2	6.4
苏宁环球	11.58	5.67	0.42	0.58	0.80	1.04	9.8	7.1
中南建设	11.04	9.45	0.88	1.11	1.38	1.73	8.5	6.8
滨江集团	11.26	8.33	0.94	1.31	1.60	1.88	6.4	5.2
世茂股份	11.66	9.96	1.17	1.36	1.62	2.02	7.3	6.1
阳光城	12.63	12.40	1.04	0.72	1.07	1.41	17.2	11.6
北京城建	9.19	10.33	1.23	1.54	1.92	2.53	6.7	5.4
北辰实业	10.00	2.97	0.19	0.28	0.38	0.48	10.7	7.8
简单平均							9.1	6.9
加权平均							8.5	6.6
								5.3

数据来源：万得资讯，市值及股价为2013年9月2日收盘价，可比公司选取A股市值90亿元以上、主要从事商品房开发的上市房企，盈利预测采用市场一致预期。

金科股份

损益表 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业收入	1	9,866	10,349	14,889	43.9	19,300	29.6	25,979	34.6
营业费用 (不含折旧)	(8)	(8,483)	(8,737)	(12,575)	43.9	(16,589)	31.9	(22,469)	35.4
息税折旧摊销前利润 (UBS)	(7)	1,382	1,612	2,314	43.6	2,711	17.1	3,510	29.5
折旧	0	(124)	(30)	(63)	112.1	(63)	0.0	(63)	0.0
营业利润 (息税前利润, UBS)	(7)	1,258	1,582	2,251	42.3	2,648	17.6	3,447	30.2
其他盈利和联营公司盈利	18	66	45	42	-7.7	42	0.0	42	0.0
净利润	6	(26)	(32)	(125)	294.7	(76)	-39.2	5	-
非正常项目 (税前)	14	81	64	0	-	0	-	0	-
税前利润	32	1,379	1,659	2,168	30.7	2,614	20.6	3,494	33.6
税项	(8)	(317)	(411)	(542)	31.8	(654)	20.6	(873)	33.6
税后利润	24	1,062	1,248	1,626	30.3	1,961	20.6	2,620	33.6
非正常项目 (税后)	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	0	7	31	72	130.4	69	-4.1	(98)	-
净利润 (本地会计准则)	24	1,069	1,279	1,699	32.8	2,030	19.5	2,522	24.3
净利润 (UBS)	9	988	1,216	1,699	39.7	2,030	19.5	2,522	24.3
税率 (%)	25	23	25	25	0.8	25	0.0	25	0.0
不计非正常项目前税率 (%)	46	24	26	25	-3.0	25	0.0	25	0.0
每股 (Rmb)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
每股收益 (本地会计准则)	0.10	0.92	1.10	1.47	32.8	1.75	19.5	2.18	24.3
每股收益 (UBS)	0.04	0.85	1.05	1.47	39.7	1.75	19.5	2.18	24.3
每股股息净值	0.00	0.10	0.10	0.15	46.6	0.18	19.5	0.22	24.3
每股现金收益	0.04	0.96	1.08	1.52	41.4	1.81	18.8	2.23	23.5
每股账面净值	1.85	4.48	6.00	7.36	22.8	8.97	21.8	10.97	22.3
资产负债表 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
有形固定资产净值	16	1,486	3,112	3,051	-2.0	2,989	-2.0	2,928	-2.1
无形固定资产净值	0	17	42	41	-3.8	39	-3.9	37	-4.1
净营运资本 (包括其他资产)	149	11,905	13,975	14,159	1.3	6,230	-56.0	151	-97.6
其他负债	0	(2,681)	(997)	(997)	0.0	(997)	0.0	(997)	0.0
运营投入资本	165	10,727	16,133	16,254	0.8	8,262	-49.2	2,120	-74.3
投资	71	104	95	95	0.0	95	0.0	95	0.0
运用资本总额	236	10,831	16,228	16,349	0.7	8,357	-48.9	2,215	-73.5
股东权益	463	5,196	6,946	8,529	22.8	10,389	21.8	12,708	22.3
少数股东权益	0	217	1,013	941	-7.1	871	-7.4	969	11.2
总股东权益	463	5,413	7,959	9,469	19.0	11,260	18.9	13,677	21.5
净债务 / (现金)	(227)	5,418	8,269	6,880	-16.8	(2,903)	-	(11,462)	294.8
其他视同债务的减值准备	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	236	10,831	16,228	16,349	0.7	8,357	-48.9	2,215	-73.5
现金流量表 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	%
营业利润 (息税前利润, UBS)	(7)	1,258	1,582	2,251	42.3	2,648	17.6	3,447	30.2
折旧	0	124	30	63	112.1	63	0.0	63	0.0
营运资本变动净值	123	(11,331)	(1,847)	(184)	-90.0	7,929	-	6,079	-23.3
其他 (经营性)	(109)	6,937	366	1,970	438.8	2,048	4.0	2,009	-1.9
经营性现金流 (税前/息前)	7	(3,012)	130	4,100	3043.3	12,689	209.4	11,598	-8.6
收到/ (支付) 利息净值	6	(26)	(32)	(125)	294.7	(76)	-39.2	5	-
已付股息	0	0	(116)	(116)	0.00	(170)	46.61	(203)	19.51
已缴付税项	(8)	(317)	(411)	(542)	31.8	(654)	20.6	(873)	33.6
资本支出	0	(46)	(119)	0	-	0	-	0	-
并购/处置净值	0	0	0	0	-	0	-	0	-
其他	36	(8,970)	(3,940)	(1,814)	-54.0	(1,895)	4.5	(2,023)	6.7
股份发行	0	215	824	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流 (增加) / 减少	9	(12,310)	(3,803)	1,389	-	9,783	604.2	8,559	-12.5
外汇/非现金项目	0	6,665	952	0	-100.0	0	-	0	-
资产负债表净债务增加/减少	9	(5,645)	(2,851)	1,389	-	9,783	604.2	8,559	-12.5
核心息税折旧摊销前利润	(7)	1,382	1,612	2,314	43.6	2,711	17.1	3,510	29.5
维护资本支出	0	(12)	(3)	(6)	126.9	(6)	0.0	(6)	0.0
维护营运资本净支出	0	0	0	0	-	0	-	0	-
税前经营性自由现金流 (OpFCF)	(7)	1,370	1,609	2,308	43.5	2,705	17.2	3,504	29.5

资料来源：公司报表、UBS估算。(UBS) 估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。附注：对于部分公司而言，所提供的数据是该公司完整账户的摘录。

全球证券研究报告

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

中国

房地产业

12个月评级

中性

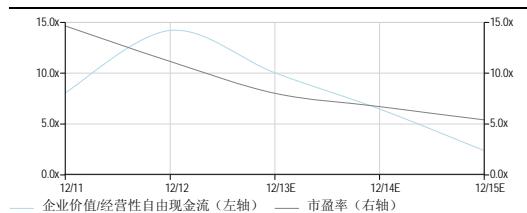
12个月目标价

Rmb12.50

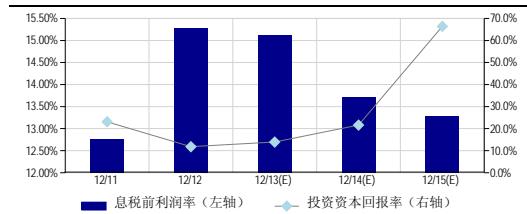
公司概况

金科股份由 ST 东源吸收合并金科集团形成。公司专注于商品住宅的开发和销售，是重庆市最大的房地产开发商之一，2012 年房地产业务销售额达到 164 亿元。公司项目主要位于重庆及周边区县，而在重庆之外则已经进入北京、苏州、无锡、成都等城市。公司 2012 年实现营业收入 103 亿元，归属母公司股东的净利润约 13 亿元。截至 2012 年 12 月 31 日，公司总资产达到 520 亿元，净资产约 80 亿元。

价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



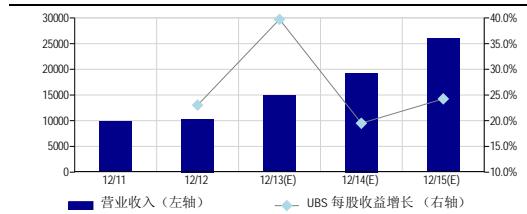
盈利能力



股东权益回报率与市净率



增长（UBS 每股收益）



估值 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
市盈率 (本地会计准则)	NM	13.5	10.6	7.9	6.6	5.3
市盈率 (UBS)	>100	14.6	11.2	7.9	6.6	5.3
股价/每股现金收益	NM	13.0	10.9	7.6	6.4	5.2
净股息收益率 (%)	0.3	0.8	0.9	1.3	1.5	1.9
市净率	4.1	2.8	2.0	1.6	1.3	1.1
企业价值/营业收入 (核心)	2.0	1.1	2.2	1.5	0.9	0.3
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	13.6	8.0	14.2	9.9	6.4	2.3
企业价值/息税前利润 (核心)	14.3	8.8	14.4	10.2	6.5	2.4
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	13.7	8.1	14.2	10.0	6.4	2.3
企业价值/运营投入资本	-	2.0	1.7	1.4	1.4	1.6
企业价值 (Rmb 百万)		12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
平均市值		7,011	13,556	13,451	13,451	13,451
+ 少数股东权益		109	615	977	906	920
+ 平均净债务 (现金)		2,595	6,843	7,574	1,988	(7,183)
+ 养老金义务及其他		1,340	1,839	997	997	997
- 非核心资产价值		0	0	0	0	0
核心企业价值		11,055	22,853	22,998	17,342	8,185
增长率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入	NM	NM	4.9	43.9	29.6	34.6
息税折旧摊销前利润 (UBS)	-	-	16.6	43.6	17.1	29.5
息税前利润 (UBS)	-	-	25.7	42.3	17.6	30.2
每股收益 (UBS)	113.8	NM	23.0	39.7	19.5	24.3
每股现金收益	115.1	NM	12.0	41.4	18.8	23.5
每股股息净值	-	-	0.0	46.6	19.5	24.3
每股账面净值	37.3	142.3	33.7	22.8	21.8	22.3
利润率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税折旧摊销前利润/营业收入	NM	14.0	15.6	15.5	14.0	13.5
息税前利润/营业收入	<500	12.8	15.3	15.1	13.7	13.3
净利润 (UBS) /营业收入	NM	10.0	11.7	11.4	10.5	9.7
资本回报率 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润的投资资本回报率 (UBS)	-	23.1	11.8	13.9	21.6	66.4
税后投资资本回报率	-	17.5	8.7	10.4	16.2	49.8
净股东权益回报率	-	34.9	20.0	22.0	21.5	21.8
偿付比率	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
息税前利润/净利润	-	NM	NM	18.0	NM	-
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	-	8.5	10.5	10.0	10.0	10.0
股息支付率 (%， UBS 每股收益)	-	11.7	9.5	10.0	10.0	10.0
净债务/息税折旧摊销前利润	4.4	3.9	5.1	3.0	NM	NM
效益比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
营业收入/运营投入资本	-	1.8	0.8	0.9	1.6	5.0
营业收入/固定资产	-	13.0	4.4	4.8	6.3	8.7
营业收入/净营运资本	-	1.7	0.8	1.1	2.1	10.9
投资比率 (x)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
经营性自由现金流/息税前利润	1.0	1.1	1.0	1.0	1.0	1.0
资本支出/营业收入 (%)	0.8	0.5	1.1	0.0	0.0	0.0
资本支出/折旧	1.1	0.4	4.0	0.0	0.0	0.0
资本结构 (%)	5Yr Avg	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E
净债务/总权益	98.1	NM	NM	80.7	(27.9)	(90.2)
净债务/(净债务 + 权益)	49.5	51.0	54.3	44.6	(38.8)	NM
净债务 (核心) /企业价值	22.4	23.5	29.9	32.9	11.5	(87.8)

资料来源：公司报表、UBS估算。（UBS）估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2013年09月05日16时04分的股价(Rmb11.61)得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

李宗彬

分析师

S1460512110002

michael-z.li@ubssecurities.com

+86-105-832 8664

金科股份 2013年9月6日

■ 金科股份

金科股份由ST东源吸收合并金科集团形成。公司专注于商品住宅的开发和销售，是重庆市最大的房地产开发商之一，2012年房地产业务销售金额达到164亿元。公司项目主要位于重庆及周边区县，而在重庆之外则已经进入北京、苏州、无锡、成都等城市。公司2012年实现营业收入103亿元，归属母公司股东的净利润约13亿元。截至2012年12月31日，公司总资产达到520亿元，净资产约80亿元。

■ 风险声明

金科股份在北京、苏州、成都等限购城市的项目销售情况可能低于市场预期，公司作为民营企业，融资渠道有限，主要依靠银行贷款和信托借款，如果公司销售情况低于公司计划的水平，而公司又不能通过银行或信托公司取得借款，那么公司资金状况将承受较大的压力，或将影响公司的增长速度，此外公司可能需要进一步补充土地储备以保证2013年以后的持续增长。

■ 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

金科股份 2013年9月6日

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。 瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构.

UBS(瑞银)投资研究：全球股票评级及分布

UBS(瑞银) 12个月评级	评级类别	所占比例 ¹	投行服务覆盖率 ²
买入	买入	46%	35%
中性	持有/中性	44%	37%
卖出	卖出	10%	21%
短期评级	评级类别	所占比例 ³	投行服务覆盖率 ⁴
买入	买入	低于1%	33%
卖出	卖出	低于1%	20%

1: 全球范围内，12个月评级类别中此类公司占全部公司的比例

2: 12个月评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例

4: 短期评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

来源：UBS(瑞银)。上述评级分布为截止至2013年06月30日。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银12个月评级	定义
买入	股票预期回报超出市场回报预期6%以上
中性	股票预期回报在市场回报预期的±6%的范围内
卖出	股票预期回报低于市场回报预期6%以上
瑞银短期评级	定义
买入	买入：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内上涨
卖出	卖出：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内下跌

金科股份 2013年9月6日

主要定义

预测股票收益率 (FSR) 指在未来的12个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率

市场收益率假设 (MRA) 指一年期当地利率加上5%（假定的并非预测的股票风险溢价）

处于观察期 (UR)：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应

短期评级 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变

股票目标价 的投资期限为未来12个月。

例外和特殊案例

英国和欧洲投资基金的评级和定义：买入：结构、管理、业绩、折扣等因素积极；中性：结构、管理、业绩、折扣等因素中性；减持：结构、管理、业绩、折扣等因素消极。

主要评级段例外 (CBE)：投资审查委员会 (IRC) 可能会批准标准区间 (+/-6%) 之例外。IRC所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由UBS Securities LLC任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会 (NASD) 和纽约证券交易所 (NYSE) 注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受NASD和NYSE有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中述及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：李宗彬.

涉及报告中提及的公司的披露

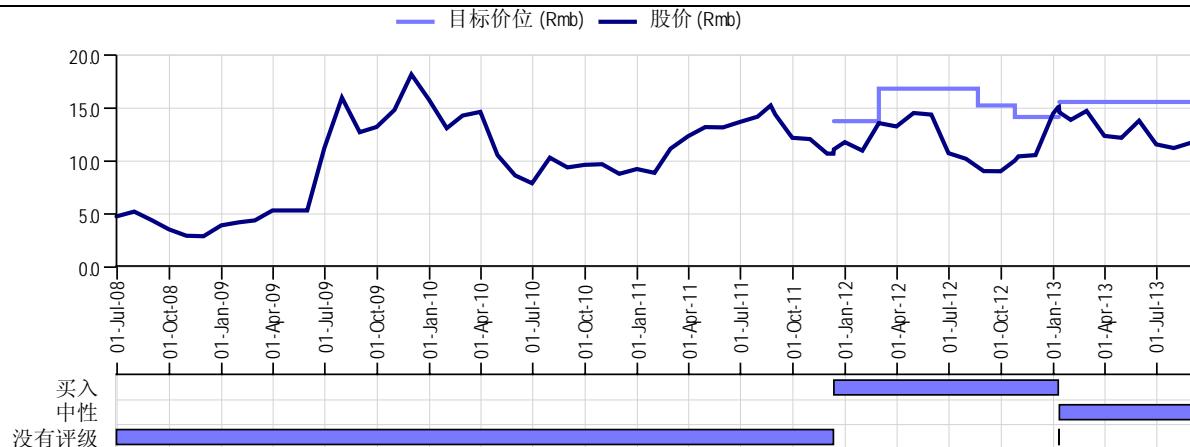
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
金科股份	000656.SZ	暂停评级	不适用	Rmb11.76	2013年09月04日

资料来源：UBS（瑞银）。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出，请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

金科股份 (Rmb)



资料来源：UBS(瑞银)；截止至2013年9月4日

金科股份 2013年9月6日

金科股份 2013年9月6日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用：在该等司法管辖区中，发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定，或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表；既不是广告，也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外，瑞银没有对本文件所含信息（“信息”）的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改，也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释，这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得，对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险，投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者，并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险，而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题，客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨，而投资者有可能无法全额收回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭受的损失（包括投资损失）或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值，亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值，以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域，部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层（不包括投行部）全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定，但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关；其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具：瑞银集团，其关联或下属机构（不包括瑞银证券有限责任公司（美国））担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者（按照英国对此类术语的解释）时，此类信息在本研究文件中另行披露，但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具：瑞银担任做市商时，此类信息在本文件中另行具体披露，但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸，或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品；此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区：除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：**由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：**由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：**由 UBS Limited (spolka z ograniczoną odpowiedzialnością) Oddział w Polsce 分发。**俄罗斯：**由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：**仅由 UBS AG 向机构投资者分发。意大利：由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：**由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：**UBS Securities Ltd 是以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的‘合格投资者’，任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：**本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel 和 Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：**由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（‘**非美国关联机构**’）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：**由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**香港：**由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡：**由 UBS Securities Pte. Ltd.[mica (p) 033/11/2012 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd.，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联繫。此文件之接收方声明并保證其为依据證券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：**由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布人。**澳大利亚：**由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）和/或 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。**新西兰：**由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：**由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：**由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：**本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：**Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437。

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2013 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。