

金科股份

公司仍在快速成长，上调评级至“买入”

估值水平创历史最低水平，已反映过度悲观预期

金科股份股价已从 2013 年初高点回调 43%，当前股价对应 12 个月动态市盈率和市净率分别仅为 4.9x/1.0x，较历史均值低约 2.0x/0.9x 标准差。我们认为市场对房地产行业及公司增长前景、公司财务健康、少数股东减持的过度担忧，是导致公司估值大幅回调的主要原因。

2014/15 年销售额料将实现 29%/24% 的快速增长

我们因公司 2013 年积极的土地购置和新开工策略，将 2013 年新开工面积预测从 365 万平米上调至 390 万平米，同时新增 2014 年新开工预测 547 万平米，同比分别增长 53%/40%。我们预计公司业务所在城市在 2014/15 年面临较小的房地产政策风险，住房需求也将保持温和增长，公司可售项目面临较好的销售环境。我们因此将公司 2014 年签约销售额从 237 亿元上调至 255 亿元，并新增 2015 年预测值 317 亿元，同比分别增长 29%/24%。

扩张策略使净负债率偏高，但财务风险处于可控状态

金科股份积极的购地和开发策略，使公司财务杠杆快速上升，Q313 净负债率达到了 126%。但我们预计良好的销售回笼将使公司 2013/14 年末净负债率降至 96%/23%。同时，公司短期借款占有息负债的比例仅 27%，并且大幅低于货币资金余额，所以公司短期偿债风险也不大。

估值：将评级从“中性”上调至“买入”，目标价 12.60 元

我们将公司 2014/15 年 EPS 从 1.78/2.17 元上调至 1.80/2.26 元，并在维持 2014 年 7x 目标市盈率不变的基础上，将目标价从 12.50 元上调至 12.60 元，该目标价较公司 2014 年末每股 NAV 有 36% 折价。

Equities

中国

房地产业

12 个月评级 **买入**

之前: 中性

12 个月目标价 **Rmb12.60**

之前: Rmb12.50

股价 **Rmb8.78**

路透代码: 000656.SZ 彭博代码 000656 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围 Rmb15.33-8.65

市值 Rmb10.2 十亿/US\$1.68 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) 5,773

日均成交额(Rmb 百万) Rmb58.2

普通股股东权益 (12/13E) Rmb8.47 十亿

市净率 (UBS, 12/13E) 1.2x

净债务 / EBITDA 4.2x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	%	市场预测
12/13E	1.42	1.42	-0.27	1.42
12/14E	1.78	1.80	1.22	1.83
12/15E	2.17	2.26	4.14	2.35

市场一致预期数据来源: IBES/Bloomberg 估算。有关 UBS 每股收益计算方法的解释, 见本文件封底。

李宗彬

分析师

S1460512110002

michael-z.li@ubssecurities.com

+86-105-832 8664

重要数据(Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	1	9,866	10,349	14,854	21,984	28,064	34,627	33,285
息税前利润(UBS)	(7)	1,258	1,582	2,300	3,043	3,945	4,531	4,239
净利润(UBS)	9	988	1,216	1,644	2,086	2,619	3,071	2,897
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.04	0.85	1.05	1.42	1.80	2.26	2.65	2.50
每股股息(Rmb)	0.00	0.10	0.10	0.13	0.16	0.20	0.24	0.23
净债务/(现金)	227	(5,418)	(8,269)	(9,991)	(2,952)	7,171	18,305	25,610
盈利能力和估值	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
息税前利润率(%)	<-500	12.8	15.3	15.5	13.8	14.1	13.1	12.7
ROIC (EBIT) (%)	(4.5)	23.1	11.8	12.7	17.3	33.9	104.9	(293.7)
EV/EBITDA(core)x	<-100	8.0	14.2	9.6	7.0	3.4	0.8	-1.2
市盈率(UBS, 稀释后) (x)	NM	14.6	11.2	6.2	4.9	3.9	3.3	3.5
权益自由现金流(UBS) 收益率 %	0.2	(48.5)	(3.2)	(5.9)	94.0	121.1	128.0	88.8
净股息收益率(%)	0.0	0.8	0.9	1.5	1.8	2.3	2.7	2.6

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 12 月 13 日 17 时 56 分的股价(Rmb8.78)得出;

投资主题

金科股份

投资理由

金科股份正处在快速扩张的阶段，以销售额超过 500 亿元为中期目标。公司在拓展新市场、增加土地储备、提高新开工方面都采取了积极的行动。我们预计公司 2014/15 年将取得 29%/24% 的销售额增速。金科股份 2012 年以来采取的积极扩张策略，使公司的净负债率高于可比公司。但公司通过提高财务杠杆而获得的资金，主要投向了政策和市场风险较小的城市，料能实现顺畅的现金回笼。同时，公司有息负债以长期借款为主，短期财务压力较小。我们认为公司目前 4.9x 2014 市盈率的估值水平，并未充分反映公司的增长前景和财务健康水平。

乐观情景

如重庆、成都等大城市的销售好于我们的预期，或是公司业务所在三线城市的住房需求强于我们的预期，公司 2014 年销售额或可达到 280 亿元，EPS 可达 1.82 元，市盈率可能提升至 8.0x，对应每股估值 14.56 元。

悲观情景

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负面影响，公司 2014 年的销售额可能仅达到 230 亿元，EPS 可能下降至 1.75 元，市盈率或将下跌至 4.5x，每股估值将下降至 7.88 元。

近期催化剂

可能的股价催化剂包括：

- 1) 2014 年上半年的住房信贷投放好于市场预期；
- 2) 政府采取降低企业融资成本的措施；
- 3) 重点城市周度成交额走势好于市场预期；
- 4) 公司在重庆、成都、济南等重点城市项目的月度销售好于市场预期；
- 5) 公司增发方案如果获得监管机构批准，可小幅降低财务杠杆，减轻财务压力。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb12.60

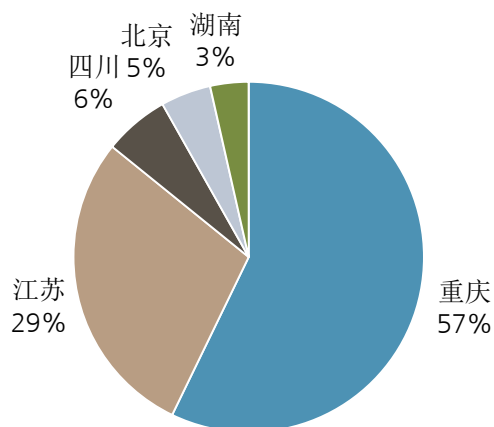
公司简介

金科股份专注于商品住宅的开发和销售，是重庆市最大的开发商之一，2012 年签约销售金额达到 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、济南等城市。除房地产业务外，公司还涉足物业管理、酒店经营和园林景观设计等领域。

行业展望

三四线城市未来将受益于政府推动城镇化建设的政策，住房需求或可保持稳定增长。这些城市目前并未成为大型开发商的投资重点，使中小型开发商获得了拓展业务的空间，可以成为当地龙头企业。我们认为兼具品牌优势和成本控制能力的中小开发商，有望通过深耕三四线城市而保持快速增长。

收入按地区分布，2012 (%)



各类产品的 EBIT，百万元

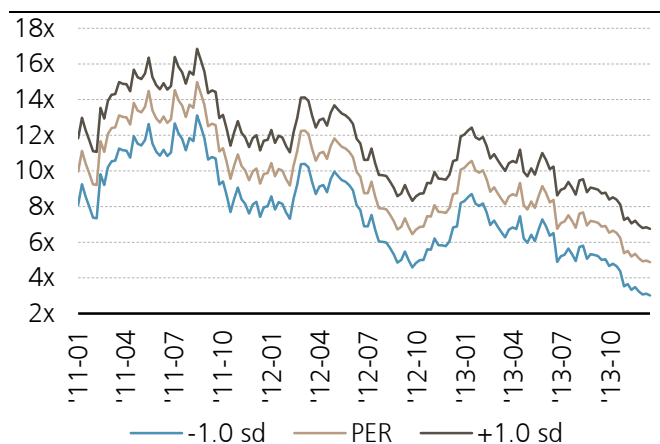
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
房地产开发	1,151	1,446	2,153	2,898	3,796
物业管理	9	16	19	20	22
酒店经营	52	56	58	57	59
园林及其他	46	64	70	68	69
合计	1,258	1,582	2,300	3,043	3,945

公司仍在快速成长，上调评级至“买入”

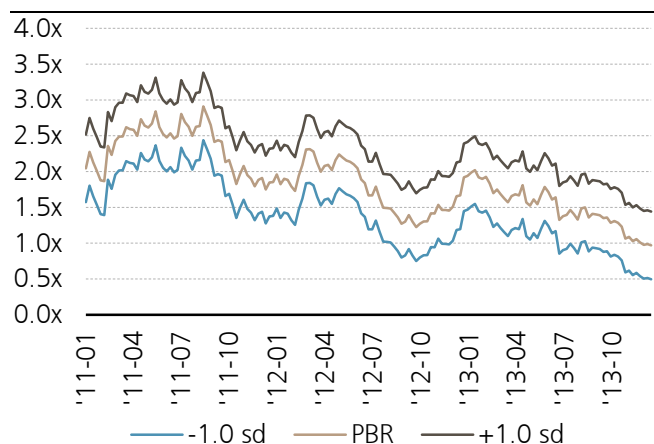
股价已包含悲观预期

股价大幅回调，估值跌至历史低点。金科股份股价自 2013 年初以来已回调 43%，公司当前股价对应 12 个月动态市盈率/市净率分别为 4.9x/1.0x。公司过去 36/24 个月平均动态市盈率分别为 9.6x/8.5x，动态市净率为 1.9x/1.6x。公司当前股价对应的估值水平为公司在 A 股上市以来的最低值。

图片 1: 公司动态市盈率趋势



图片 2: 公司动态市净率趋势



…反映市场对公司增长前景预期较悲观。我们认为公司股价大幅回调除反映 2013 年销售额不达预期外，还反映市场对公司以下担忧：1) 如果中国商品住宅成交增速放缓，公司签约销售额增速低可能大幅下降；2) 公司财务杠杆较高，可能受到利率市场化及流动性偏紧的冲击；3) 政策不确定性可能制约公司股票估值水平。此外，市场对小股东减持的担忧也压制着公司股价。

2014/15 年仍可实现快速增长

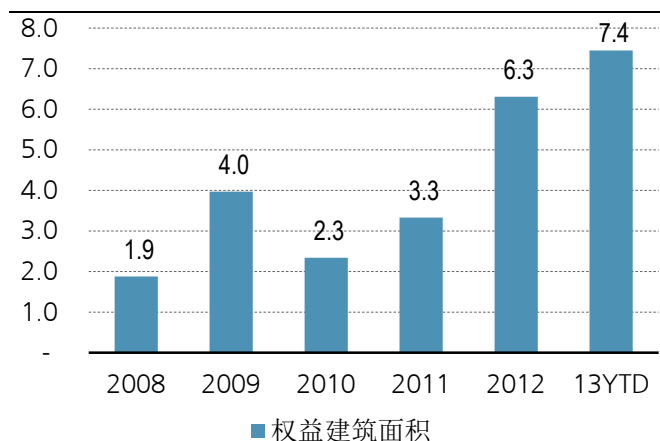
公司为保持快速增长，已在 2012/13 年大规模增加土地储备。金科股份自 2012 年 2 季度开始积极扩张土地储备，当年斥资 93 亿元购入 863 万平米新增项目，同比分别增长 101%/141%。按公司权益计算，则新增项目对应地价和建筑面积分别为 68 亿元和 631 万平米，同比分别增长 90%/83%。

公司在 2012 年已大规模购置土地储备的基础上，在 2013 年继续保持积极的土地购置策略，年初至今已累积购入 796 万平米新项目，对应地价 79 亿元。按公司权益计算，则新增项目对应地价和建筑面积分别为 72 亿元和 745 万平米，已较 2012 年全年水平分别高出 18%/6%。

新增项目主要位于公司具有竞争优势的二三线城市。公司 2013 年新增土地储备中，有 44%的面积位于重庆下辖区县，11%位于重庆主城区。在重庆之外，公司在二线城市中仅在西安新增有土地储备，占比仅 4%。除此之外，公司新增土地储备全部位于郴州、内江、张家港、遵义、如皋、五家渠等三线城市。公司在重庆及其下辖区县极具品牌优势，而在重庆之外的三线城市也可凭借产品竞争力打开销路。

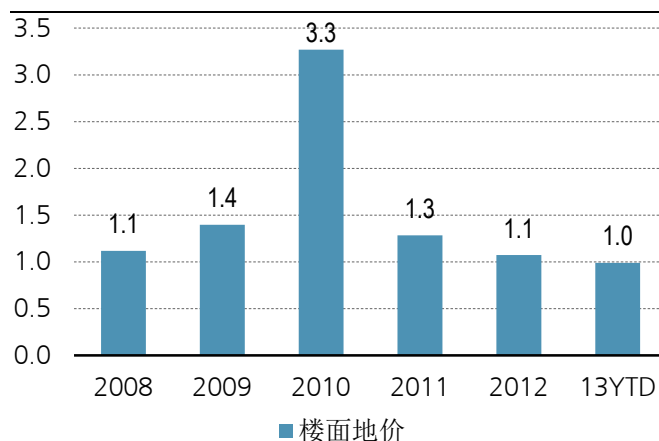
尽管 2013 年土地市场偏热，公司仍然保持着较好的土地成本控制。除西安新增项目楼面地价超过 2,000 元/平方米外，公司在其他各城市新增项目的楼面地价均低于 2,000 元/平方米。公司 2013 年新增项目整体楼面均价仅约 1,000 元/平方米，较 2012 年下降约 8%。我们认为公司在控制土地成本上的出色表现，为公司开发项目实现高性价比奠定了基础，对 2014/15 年的销售有促进作用。

图片 3: 公司新增权益土地储备，百万平方米



来源: 金科股份, 瑞银证券估算

图片 4: 公司新增土地储备楼面地价，千元/平方米



来源: 金科股份, 瑞银证券估算

图片 5: 公司土地开支主要投向重庆地区及渝外三线城市

	规划建筑面积 千平方米	权益面积 千平方米	权益面积占比 %	地价 百万元	权益地价 百万元	权益地价占比 %	楼面均价 元/平方米
重庆市区	754	754	10%	1,387	1,387	19%	1,841
重庆区县	3,597	3,084	41%	3,534	2,868	40%	983
郴州	409	409	5%	235	235	3%	575
浏阳	359	359	5%	79	79	1%	221
内江	611	611	8%	932	932	13%	1,524
如皋	447	447	6%	519	519	7%	1,162
五家渠	397	397	5%	68	68	1%	171
西安	248	248	3%	540	540	7%	2,175
张家港	139	139	2%	273	273	4%	1,969
遵义	1,001	1,001	13%	310	310	4%	310
合计	7,962	7,449	100%	7,878	7,211	100%	989

来源: 金科股份, 瑞银证券估算

公司新开工规模已经回升，预计 2014/15 年增速将达到 53%/40%。我们此前预计金科股份 2013 年新开工面积将为 365 万平方米，考虑到公司 2013 年新增的部分项目将在当年开工，我们将预测值上调至 390 万平方米，同比增长 53%。同时，公司 2013 年积极购置土地的行动，也将提升 2014 年的新开工面积。我们预计公司 2014 年可实现新开工 547 万平方米，同比增长 40%。

公司 2014/15 年销售项目面临较小的政策风险，市场环境较好。我们预计公司 2014/15 年的新开工项目主要位于重庆及其下辖区县。重庆地区房价水平低，涨幅较为温和，因此一直未执行限购政策。此外，该市已经实施房产税试点。由于重庆正处在经济快速增长的阶段，我们相信该市的住房需求在 2014/15 年仍可保持正增长。公司在重庆之外新开工项目的区域分布较为均衡，并且除北京之外，均不属于房价热点城市。因此，我们认为公司 2014/15 年销售的项目面临较小的政策风险。

图片 6: 公司在主要城市的新开工面积分布, 千平方米

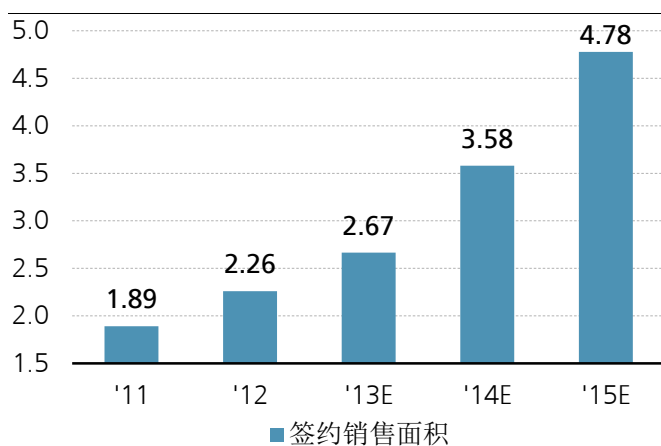
	11A	12A	13E	14E
大重庆地区	2,091	1,555	1,887	3,039
长沙	43	10	326	250
无锡	213	14	318	386
成都	260	280	181	0
济南	0	0	150	186
北京	189	0	140	0
张家港	0	270	130	139
内江	0	140	130	342
西安	0	0	124	124
吴江	113	20	90	72
南通	0	120	90	75
五家渠	0	0	72	325
遵义	0	0	0	100
郴州	0	30	50	144
其他	336	120	215	293
合计	3,246	2,559	3,903	5,474

来源: 金科股份, 瑞银证券估算

我们认为中央政府的政策导向已经从调控短期需求, 转变为增加住房供应以满足不同层次的需求。我们认为 2014/15 年住房需求因为政策收紧而显著下滑的风险较低。因此, 我们认为公司在 2014/15 年将面临较好的销售环境。

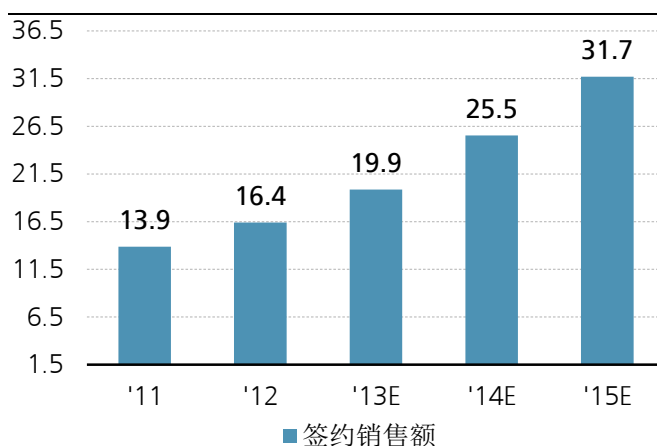
我们预计公司 2014/15 年签约销售金额将同比增长 29%/24%。我们维持对公司 2013 年 199 亿元签约销售预测不变。但公司新开工面积的快速增长, 将使公司 2014/15 年可受资源快速增长, 并进而推动销售额快速增长。我们因此将 2014 年签约销售面积从 326 万平米上调至 358 万平米、金额从 237 亿元上调至 255 亿元, 同比增长 34%/29%。此外, 我们预计公司 2015 年将实现签约销售面积 478 万平方米、金额 317 亿元, 同比增长 33%/24%。我们的对大部分项目的销售额预测, 采用了 60%的去化率假设, 对部分热销和小面积项目采用 70%的假设, 而对高价项目则采用了 30%-50%的假设。我们估计公司 2013 年主要项目的去化率约 60%, 与 2012 年下半年持平。

图片 7: 公司签约销售面积预测, 百万平米



来源: 金科股份, 瑞银证券估算

图片 8: 公司签约销售额预测, 十亿元



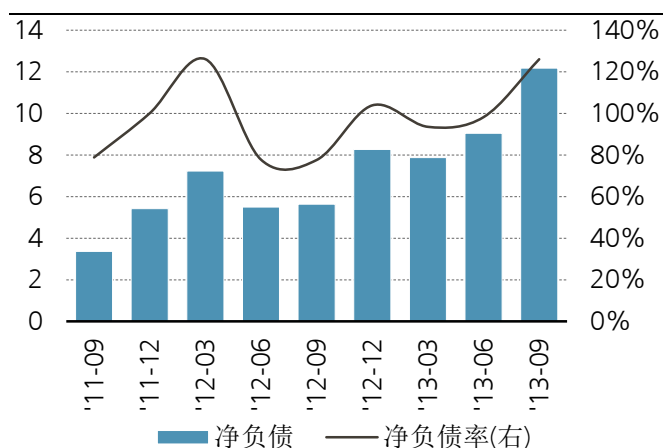
来源: 金科股份, 瑞银证券估算

上调 2014/15 年每股收益预测至 1.80/2.26 元。我们预计金科股份 2013 年将结算房地产收入 141 亿元，公司前 3 季度已结算约 85 亿元。2013 年 3 季末，公司预收账款达到 211 亿元，全年收入和利润料能达到我们的预测。因此，我们维持对公司 2013 年净利润 16 亿元和每股收益 1.42 元不变。我们根据最新的 2014/15 年签约销售额预测，将当年营业收入从 200/260 亿元上调至 220/281 亿元。在此基础上，我们将公司 2014/15 年净利润从 20.6/25.1 亿元上调至 20.9/26.2 亿元，对应每股收益从 1.78/2.17 元上调至 1.80/2.26 元。调整后，公司 2013/14/15 年净利润增速分别为 28.5%/26.9%/25.5%。

财务风险处于可控范围水平

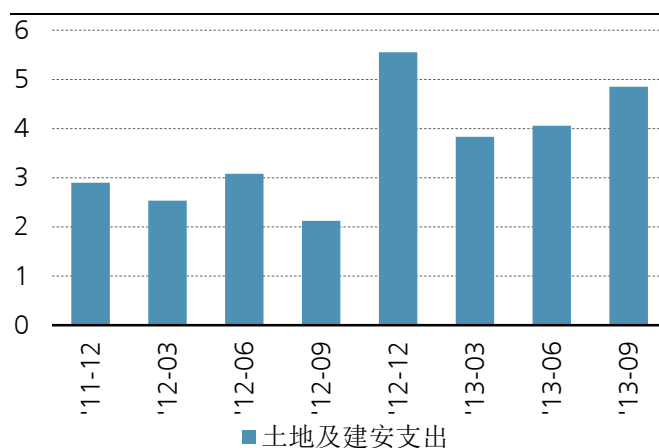
扩张策略使公司财务杠杆上升。金科股份由于采取积极的扩张策略，2012/3Q13 前三季度用于支付地价和建筑工程的现金流出达到 133/127 亿元。公司有息负债规模因此持续扩张，从 Q311 的 83 亿元上升至 Q313 的 213 亿元。公司净负债水平在 Q313 攀升至 122 亿元，净负债率上升到 126%。但我们认为公司的投资意在提升销售额，增加未来现金流入，公司负债率应能随着销售现金回笼而下降。我们预计公司在不新增土地开支的情况下，2013/14 年末净负债率将下降至 96%/23%。

图片 9: 公司财务杠杆上升…



来源: Wind

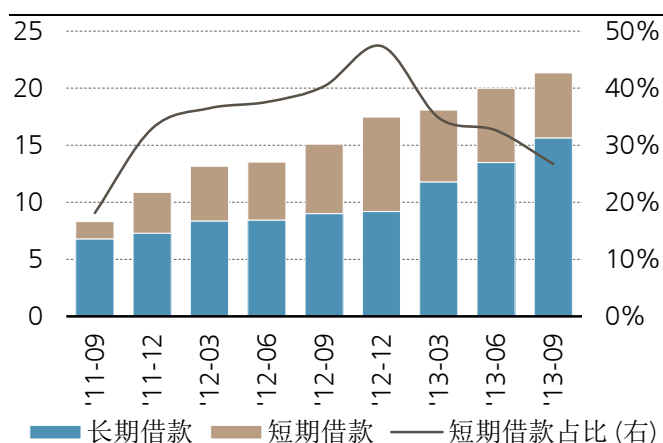
图片 10: …主要是由于采取了积极的扩张策略，十亿元



来源: Wind

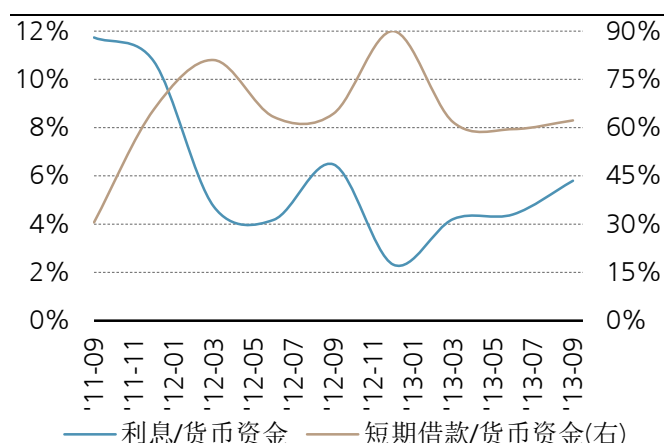
短期财务风险处于可控范围。金科股份的有息负债中，短期借款比重得到较好控制，已经从年初的 47% 下降至 Q313 的 27%。同时，公司过去 4 个季度末的货币资金余额均在 90 亿元以上，能够很好地覆盖短期借款和利息支出。此外，我们认为公司通过增加财务杠杆获得的资金，并未投向高风险项目，所以现金流急剧收紧的可能性较小。因此，我们认为公司的财务风险处于可控范围内。

图片 11: 公司短期有息负债占比持续下降，十亿元



来源: Wind

图片 12: 公司货币资金能够覆盖短期借款及利息支出



来源: Wind

上调公司评级至“买入”

目标价从 12.50 元上调至 12.60 元。我们在上调 2014 年 EPS 至 1.80 元的基础上，保持 7.0x 目标市盈率不变，将公司目标价从 12.50 元上调至 12.60 元。公司近 36/24 个月平均动态市盈率分别为 9.6x/8.5x。A 股中等市值开发商当前股价对应 2014 年市盈率平均值为 8.2x。我们给予公司的目标市盈率较公司近 36/24 个月平均历史动态市盈率低 1.1x/0.8x 标准差，也低于 A 股中等市值开发商的平均市盈率水平。此外，我们对覆盖下的 A 股开发商给予的目标市盈率在 6.0x-10.0x 之间。

我们的目标价较公司 2014 年末每股 NAV 有 36% 折价。我们假设无风险收益率为 4.0%、市场风险溢价为 5.0%，公司 Beta 为 1.5，边际债务融资成本为 13%，公司 WACC 为 10.2%，在此基础上估算出公司 2014 年末每股 NAV 为 19.6 元。

评级从“中性”上调至“买入”。公司股价自 2013 年初以来回调幅度已达到 43%，12 个月动态市盈率/市净率下降至 4.9x/1.0x，已达到公司在 A 股上市以来的最低水平。我们为公司当前估值水平反映了市场对公司销售增速的悲观预期，以及对公司高财务杠杆的担心。但我们基于前述分析，认为公司将在 2014/15 年保持销售额和净利润的快速增长，并且公司的财务风险也处于可控范围内。因此，我们将公司评级从“中性”上调至“买入”。

乐观/悲观情景假设分析

■ 乐观情景-每股估值 14.56 元

如果 2014 年住房信贷环境较为宽松，或者公司项目所在城市采取更为温和的调控措施，公司销售额可较我们的基准情景高出 10%，公司 2014 年每股收益可能上升至 1.82 元，而市盈率则可能上升至 8.0x，对应每股估值 14.56 元。

■ 悲观情景-每股估值 7.88 元

如果住房信贷环境持续收紧，或者政府收紧调控政策，公司的销售额可较我们的基准情景低 10%，公司 2014 年每股收益可能下降至 1.75 元，而市盈率则可能下降至 4.5x，对应每股估值 7.88 元。

金科股份 (000656.SZ)

损益表(Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	1	9,866	10,349	14,854	43.5	21,984	48.0	28,064	34,627	33,285
毛利	0	2,109	2,603	3,766	44.7	5,213	38.4	6,715	7,949	7,524
息税折旧摊销前利润(UBS)	(7)	1,382	1,612	2,363	46.6	3,106	31.4	4,008	4,594	4,302
折旧和摊销	0	(124)	(30)	(63)	112.1	(63)	0.0	(63)	(63)	(63)
息税前利润(UBS)	(7)	1,258	1,582	2,300	45.4	3,043	32.3	3,945	4,531	4,239
联营及投资收益	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	18	66	45	42	-7.7	42	0.0	42	42	42
净利息	6	(26)	(32)	(151)	-376.3	(153)	-1.4	(73)	4	70
例外项目 (包括商誉)	14	81	64	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	32	1,379	1,659	2,191	32.1	2,932	33.8	3,914	4,577	4,351
税项	(8)	(317)	(411)	(548)	-33.2	(733)	-33.8	(979)	(1,144)	(1,088)
税后利润	24	1,062	1,248	1,643	31.7	2,199	33.8	2,936	3,433	3,263
优先股股息及少数股权	0	7	31	0	-99.4	(112)	-	(317)	(362)	(366)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润 (本地 GAAP)	24	1,069	1,279	1,644	28.5	2,086	26.9	2,619	3,071	2,897
净利润 (UBS)	9	988	1,216	1,644	35.2	2,086	26.9	2,619	3,071	2,897
税率(%)	24.8	23.0	24.8	25.0	0.8	25.0	0.0	25.0	25.0	25.0
每股(Rmb)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
每股收益(UBS 稀释后)	0.04	0.85	1.05	1.42	35.2	1.80	26.9	2.26	2.65	2.50
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.10	0.92	1.10	1.42	28.5	1.80	26.9	2.26	2.65	2.50
EPS (UBS, 基本)	0.04	0.85	1.05	1.42	35.2	1.80	26.9	2.26	2.65	2.50
每股股息净值(Rmb)	0.00	0.10	0.10	0.13	27.7	0.16	26.9	0.20	0.24	0.23
每股账面价值	1.85	4.48	6.00	7.31	22.0	8.99	22.9	11.09	13.53	15.80
平均股数(稀释后)	250.04	1,158.54	1,158.54	1,158.54	0.0	1,158.54	0.0	1,158.54	1,158.54	1,158.54
资产负债表(Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
现金和现金等价物	227	5,456	9,191	12,170	32.4	22,750	86.9	31,443	40,261	47,962
其他流动资产	4	29,713	38,774	49,652	28.1	47,804	-3.7	43,759	33,099	19,669
流动资产总额	231	35,169	47,965	61,822	28.9	70,554	14.1	75,202	73,360	67,631
有形固定资产净值	16	1,486	3,112	3,051	-2.0	2,989	-2.0	2,928	2,866	2,805
无形固定资产净值	0	17	42	41	-3.8	39	-3.9	37	36	34
投资/其他资产	224	681	895	1,395	55.8	1,595	14.3	1,835	2,124	2,469
总资产	471	37,353	52,015	66,308	27.5	75,177	13.4	80,002	78,386	72,939
应付账款和其他短期负债	8	18,386	25,600	30,820	20.4	33,985	10.3	37,175	34,314	25,120
短期债务	0	3,582	8,271	5,729	-30.74	11,026	92.46	12,272	9,956	10,352
流动负债总额	8	21,967	33,871	36,549	7.9	45,011	23.2	49,447	44,271	35,472
长期债务	0	7,292	9,189	16,432	78.8	14,675	-10.7	12,000	12,000	12,000
其它长期负债	0	2,681	997	2,882	189.2	2,882	0.0	2,882	2,882	2,882
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	8	31,940	44,056	55,863	26.8	62,568	12.0	64,328	59,152	50,353
普通股股东权益	463	5,196	6,946	8,474	22.0	10,412	22.9	12,843	15,678	18,300
少数股东权益	0	217	1,013	1,972	94.7	2,197	11.4	2,831	3,555	4,286
负债和权益总计	471	37,353	52,015	66,308	27.5	75,177	13.4	80,002	78,386	72,939
现金流量表(Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
净利润(支付优先股股息前)	24	1,069	1,279	1,644	28.5	2,086	26.9	2,619	3,071	2,897
折旧和摊销	0	124	30	63	112.1	63	0.0	63	63	63
营运资本变动净值	123	(11,331)	(1,847)	(5,658)	-206.3	5,013	-	7,234	7,799	4,236
其他营业性现金流	(142)	6,783	225	3,647	1519.6	2,398	-34.2	2,402	2,090	1,831
经营性现金流	5	(3,355)	(313)	(303)	2.9	9,561	-	12,318	13,024	9,028
有形资本支出	0	(46)	(119)	(300)	-152.9	0	-	0	0	0
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	3	(28)	141	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	3	(74)	22	(300)	-	0	-	0	0	0
已付股息	0	0	(116)	(116)	0.0	(148)	-27.7	(188)	(236)	(276)
股份发行/回购	0	215	824	959	16.3	112	-88.3	317	362	366
其他融资性现金流	0	(9,095)	(4,222)	(1,963)	53.51	(2,486)	-26.66	(2,325)	(2,016)	(1,811)
债务及优先股变化	0	10,873	6,586	4,701	-28.62	3,541	-24.69	(1,430)	(2,316)	396
融资性现金流	0	1,993	3,073	3,582	16.5	1,019	-71.5	(3,626)	(4,206)	(1,327)
现金流量中现金的增加/(减少)	9	(1,436)	2,783	2,979	7.0	10,580	255.2	8,693	8,818	7,701
外汇/非现金项目	0	6,665	952	0	-100.0	0	-81.0	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	9	5,229	3,735	2,979	-20.3	10,580	255.2	8,693	8,818	7,701

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。

金科股份 (000656.SZ)

估值(x)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	NM	13.5	10.6	6.2	4.9	3.9	3.3	3.5
市盈率 (UBS, 稀释后)	NM	14.6	11.2	6.2	4.9	3.9	3.3	3.5
股价/每股现金收益	NM	13.0	10.9	6.0	4.7	3.8	3.2	3.4
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	0.2	(48.5)	(3.2)	(5.9)	94.0	121.1	128.0	88.8
净股息收益率(%)	0.0	0.8	0.9	1.5	1.8	2.3	2.7	2.6
市净率	5.8	2.8	2.0	1.2	1.0	0.8	0.6	0.6
企业价值/营业收入(核心)	NM	1.1	2.2	1.5	1.0	0.5	0.1	NM
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	<-100	8.0	14.2	9.6	7.0	3.4	0.8	-1.2
企业价值/息税前利润(核心)	NM	8.8	14.4	9.9	7.1	3.4	0.8	NM
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	8.1	14.2	9.6	7.0	3.4	0.8	NM
企业价值/运营投入资本	NM	2.0	1.7	1.3	1.2	1.2	0.8	3.5
企业价值 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
市值	2,670	7,011	13,556	10,172	10,172	10,172	10,172	10,172
净债务 (现金)	(223)	2,595	6,843	9,130	6,472	(2,110)	(12,738)	(21,958)
少数股东权益	0	109	615	1,493	2,085	2,514	3,193	3,921
养老金拨备/其他	0	1,340	1,839	1,939	2,882	2,882	2,882	2,882
企业价值总额	2,447	11,055	22,853	22,734	21,610	13,458	3,509	(4,983)
- 非核心资产	0	0	0	0	0	0	0	0
核心企业价值	2,447	11,055	22,853	22,734	21,610	13,458	3,509	(4,983)
增长率(%)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	-8.4	NM	4.9	43.5	48.0	27.7	23.4	-3.9
息税折旧摊销前利润(UBS)	22.8	-	16.6	46.6	31.4	29.1	14.6	-6.4
息税前利润(UBS)	22.8	-	25.7	45.4	32.3	29.7	14.8	-6.4
每股收益(UBS 稀释后)	-71.9	NM	23.0	35.2	26.9	25.5	17.3	-5.7
每股股息净值	-	-	0.0	27.7	26.9	25.5	17.3	-5.7
利润率与盈利能力(%)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
毛利率	57.9	21.4	25.2	25.4	23.7	23.9	23.0	22.6
息税折旧摊销前利润率	NM	14.0	15.6	15.9	14.1	14.3	13.3	12.9
息税前利润率	<-500	12.8	15.3	15.5	13.8	14.1	13.1	12.7
净利率 (UBS) 率	NM	10.0	11.7	11.1	9.5	9.3	8.9	8.7
ROIC (EBIT)	(4.5)	23.1	11.8	12.7	17.3	33.9	104.9	(293.7)
税后投资资本回报率	NM	17.5	8.7	9.5	13.0	25.4	NM	NM
净股东权益回报率(UBS)	2.1	34.9	20.0	21.3	22.1	22.5	21.5	17.1
资本结构与覆盖率	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
净债务/息税折旧摊销前利润	NM	3.9	5.1	4.2	1.0	NM	NM	NM
净债务/总权益	(49.0)	NM	NM	95.6	23.4	(45.7)	(95.2)	NM
净债务/(净债务 + 权益)	(96.3)	50.0	51.0	48.9	19.0	(84.3)	NM	NM
净债务/企业价值	(9.3)	49.0	36.2	43.9	13.7	(53.3)	NM	NM
资本支出 / 折旧 %	-	38.3	NM	NM	0.0	0.0	0.0	0.0
资本支出/营业收入(%)	2.9	0.5	1.1	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0
息税前利润/净利息	1.2	48.7	50.0	15.3	19.9	54.2	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	-	8.5	10.5	11.1	11.1	11.1	11.1	11.1
股息支付率 (UBS) %	-	11.7	9.5	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
分部门收入 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
其他	1	9,866	10,349	14,854	21,984	28,064	34,627	33,285
总计	1	9,866	10,349	14,854	21,984	28,064	34,627	33,285
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
其他	(7)	1,258	1,582	2,300	3,043	3,945	4,531	4,239
总计	(7)	1,258	1,582	2,300	3,043	3,945	4,531	4,239

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。

预测回报率

预测股价涨幅	+43.5%
预测股息收益率	1.8%
预测股票回报率	+45.3%
市场回报率假设	9.3%
预测超额回报率	+36.0%

瑞银每股收益预期和市场每股收益一致预期。

瑞银每股收益预测是一个调整后的摊薄每股收益指标。该指标采用瑞银分析师所认为的适合用于估值用途的盈利除以摊薄后股票数量计算得出。其计算方法可能不同于市场每股收益一致预期所采用的计算方法。

风险声明

我们认为公司面临的主要风险包括：1）中国商品住宅销售价格如果出现快速上升，中央政府可能推出更为严厉的调控政策；2）公司在北京、苏州、成都等限购城市的项目销售情况可能低于市场预期；3）公司可能将面临较大的资金压力，并可能进一步影响公司的增长速度。

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。

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。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	44%	32%
中性	股票预期回报在市场回报预期 \pm 6% 范围内。	46%	32%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	10%	19%
瑞银短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
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 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
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 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2013 年 09 月 30 日。

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服务的公司占全部公司的比例。

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（ \pm 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

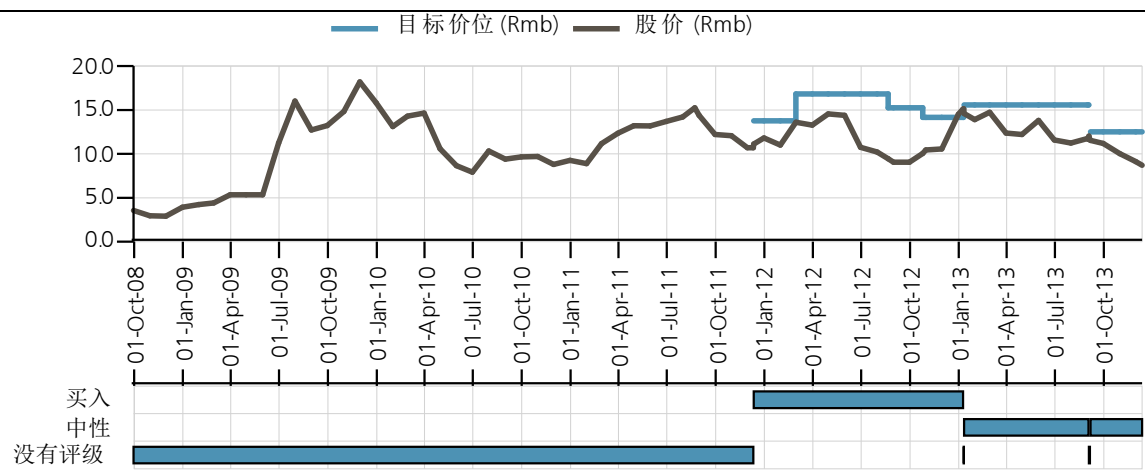
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
金科股份	000656.SZ	中性	不适用	Rmb8.71	2013 年 12 月 12 日

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 12 月 12 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下述情形之任何地区、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:在该等司法管辖区内,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取回已投资的金额。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(ACPR)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人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 (spółka 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:** 本文件由UBS Limited分发,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。UBS Securities Ltd是由以色列证券监管局(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 und 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) 107/09/2013 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系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(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需要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.首尔分行於韩国分发。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)於马来西亚分发。**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主体或元素。© 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。

