



谨慎买入

19% ↑

目标价格：人民币 9.80

原评级：买入 原目标价格：人民币 14.10

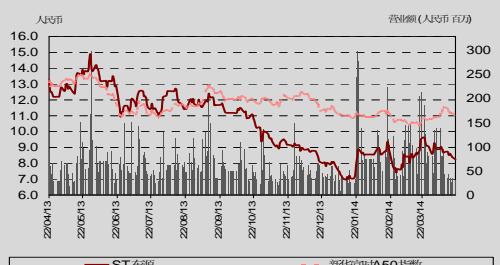
000656.CH

价格：人民币 8.24

目标价格基础：净资产值折让 50%

板块评级：中立

股价表现



	今年 (%)	1 月 (%)	3 月 (%)	12 月 (%)
绝对	2.0	(13.3)	14.4	(41.9)
相对新华富时 A50 指数	7.4	(15.2)	14.3	(24.1)
发行股数(百万)	1,159			
流通股(%)	36.02			
流通股市值(人民币 百万)	3,438			
3 个月日均交易额(人民币 百万)	100			
14 年末净负债率(%)	117			
14 年末每股重估净资产值(人民币)	19.6			
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2014年4月21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

14年有望从利润率低谷中回升

金科股份 2013 年实现营业收入 160.7 亿元，净利润 9.84 亿元，同比分别增长 55.28% 和下降 23.08%，每股收益 0.85 元，同比下降 22.73%。分红预案为 10 派 1.2 元。公司利润率大幅下滑超过预期，经营性现金净流出 45.18 亿元。由于开发毛利率下滑 10 个百分点至 25% 大幅侵蚀利润，公司业绩远未达到预期，14 年预计回升至 30% 左右。我们大幅下调 14-15 盈利预测至 1.34 和 1.74 元，下调目标价至 9.80 元，相当于 50%NAV 折价和 7.3 倍动态市盈率，下调评级至谨慎买入。

支撑评级的要点

- 利润率超预期下滑，14 年预计回升。公司 13 年毛利率和净利润率分别为 15.9% 和 6.1%，较 12 年分别下降 9 个百分点和 6 个百分点。主要是结算项目以 2011 年下半年降价促销项目为主，且重庆主城区高毛利项目结算量减少，另外公司土地增值税项目因清算是原因仍然高企。14 年下半年结算价格回升，预计全年净利润率有望回升至 8% 左右。
- 全年销售 225 亿元，同比增长 29%，14 年计划销售增长 24%。公司全年实现销售额约 225 亿元，同比增长约 29%；其中，房地产实现签约销售金额约 208 亿元，同比增长约 27%，实现签约销售面积约 263 万平方米，同比增长约 16.5%。销售金额符合我们年中预期，期末预收帐款 187 亿元，锁定 14 年的 100%。公司 2014 年预计销售 280 亿元，同比增长 24%，全年可售金额约 500 亿元，同比增长约 30%。
- 拿地依然以三四线为主，新增土储占签约金额 45%。公司全年新增土地计容可建面积约 879 万 m²，同比增长 20%，楼面均价约 1,073 元 /m²，同比降低 14.8%；总投资约 94.3 亿元，占当年地产销售签约金额的 45%。新进入西安、青岛等 6 个城市，新增地块主要分布于三四线城市，重庆依然是重要拓展区域，发挥公司在三四线城市长年耕作较为了解的优势。年末在建及未开工项目建筑总面积约 2,700 万平方米。
- 负债率偏高，亟待再融资输血。年末，公司资产负债率 84%，与上年持平，净负债率 161%，较上年大幅提高了 51 个百分点，在行业中属于偏高位置，每股经营性净现金流出为 3.9 元，财务状况较为紧张。为解决资金问题，公司先后公布了 43 亿元的非公开增发方案和 38 亿元的债券发行预案，但目前拟增发底价 10.81 元与现价倒挂程度较大，发行存有一定困难。
- 战略转型规划中，五年目标销售千亿。公司除了坚持既定的 622 战略，也开始对地产业务进行转型规划，计划向养老产业、文化旅游产业进军，并订立五年内销售规模超 1,000 亿的战略目标，即 5 年复合平均增速达到 35%。

评级面临的主要风险

- 三四线城市供应量较大导致销售去化不及预期。

估值

- 公司盈利能力的下滑超出预期，基于对三四线城市去化的担心，我们下调 2014-15 年每股收益预测 26% 和 22% 至 1.34 和 1.74 元，根据 7.3 倍 14 年市盈率和每股 NAV19.60 元的 50% 折价，我们将公司目标价由 14.10 元调低至 9.80 元，下调至谨慎买入评级。

投资摘要

年结日：12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	10,349	16,070	19,569	24,185	33,333
变动(%)	5	55	22	24	38
净利润(人民币 百万)	1,248	946	1,608	2,037	2,626
全面摊薄每股收益(人民币)	1.10	0.85	1.34	1.74	2.23
变动(%)	19.7	(23.1)	57.7	30.0	28.3
核心每股收益(人民币)	1.00	0.83	1.31	1.71	2.17
变动(%)		(16.1)	57.3	30.1	27.1
先前预测每股收益(人民币)			1.82	2.24	
调整幅度(%)			(26.4)	(22.3)	
全面摊薄市盈率(倍)	7.5	9.7	6.2	4.7	3.7
核心市盈率(倍)	8.3	9.9	6.3	4.8	3.8
每股现金流量(人民币)	(0.3)	(3.9)	2.6	0.4	(1.5)
价格/每股现金流量(倍)	(30.5)	(2.1)	3.2	18.5	(5.4)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.7	11.6	6.7	5.2	4.6
每股股息(人民币)	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
股息率(%)	1.2	1.5	1.6	2.1	2.7

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

图表 1.2013 年业绩摘要

(人民币, 百万)	2012 年	2013 年	同比变动(%)
营业收入	10,349	16,070	55
营业成本	(6,636)	(11,886)	79
营业税	(1,109)	(1,625)	47
毛利润	2,603	2,558	(2)
其他收入	(6)	(25)	322
销售费用	(519)	(646)	24
管理费用	(502)	(636)	27
营业利润	1,576	1,251	(21)
投资收益	73	41	(43)
财务费用	(32)	(85)	167
营业外收支	42	59	42
税前利润	1,659	1,267	(24)
所得税	(411)	(321)	(22)
少数股东权益	31	38	20
归属上市公司股东净利润	1,279	984	(23)
主要比率(%)			
毛利率	25.2	15.9	(9)
经营利润率	15.2	7.8	(7)
净利率	12.4	6.1	(6)

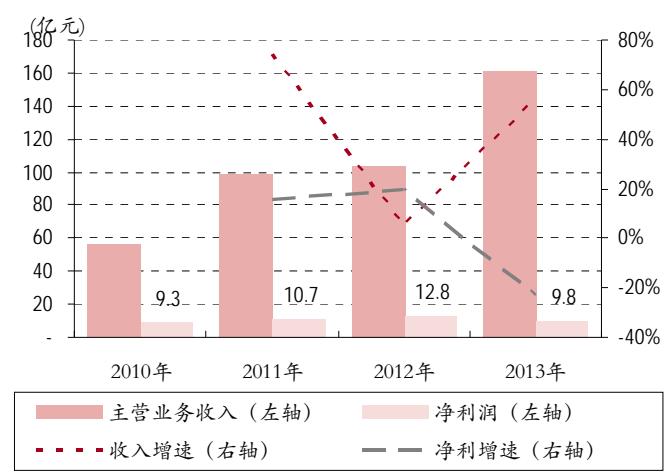
资料来源：公司数据，中银国际研究

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	153.84	59.4	25.2	(10.0)
物业管理	3.08	45.0	17.9	0.6
酒店经营	1.54	(20.3)	72.7	4.3
园林及其他	0.87	(39.0)	17.9	(9.9)

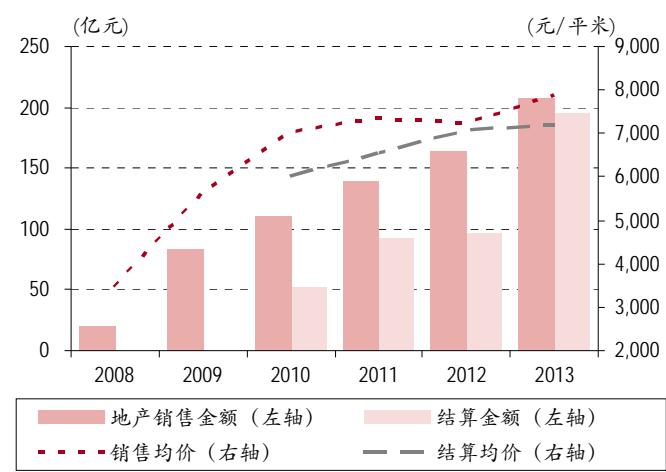
资料来源：公司数据和中银国际研究

图表 3. 收入、净利润及增速



资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 4：销售、结算收入和均价



资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 5. 毛利率和净利率



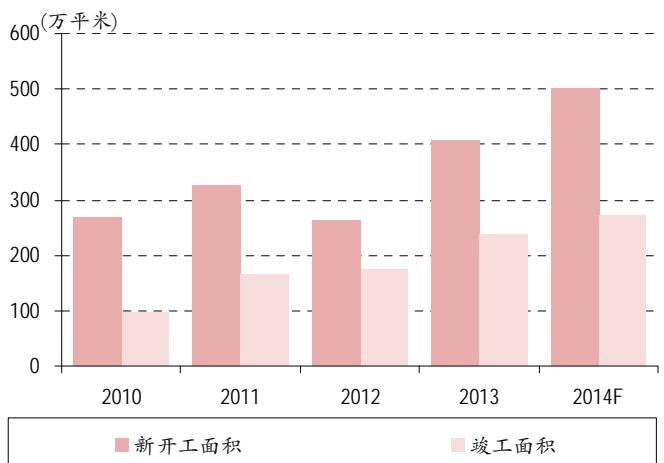
资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 6. 资产负债率和净负债率



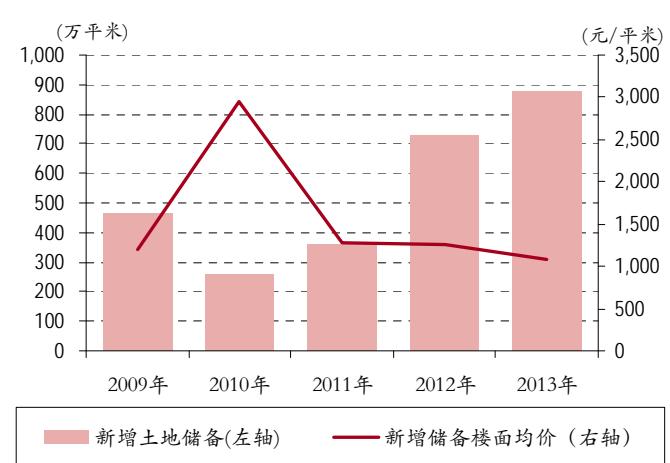
资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 7：开竣工面积及计划



资料来源：公司公告，中银国际研究

图表 8：拿地面积和金额



资料来源：公司公告，中银国际研究

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	10,349	16,070	19,569	24,185	33,333
销售成本	(7,745)	(13,512)	(15,609)	(19,191)	(26,780)
经营费用	(981)	(1,233)	(1,640)	(2,111)	(2,944)
息税折旧前利润	1,623	1,325	2,320	2,883	3,609
折旧及摊销	(41)	(49)	(121)	(90)	(90)
经营利润(息税前利润)	1,582	1,276	2,199	2,793	3,520
净利润收入/(费用)	(111)	(85)	(121)	(154)	(145)
其他收益/(损失)	109	76	67	78	126
税前利润	1,580	1,267	2,144	2,717	3,501
所得税	(411)	(321)	(536)	(679)	(875)
少数股东权益	31	38	(56)	(20)	(37)
净利润	1,200	984	1,608	2,037	2,626
核心净利润	1,153	967	1,521	1,978	2,513
每股收益(人民币)	1.036	0.849	1.339	1.741	2.235
核心每股收益(人民币)	0.995	0.835	1.313	1.707	2.169
每股股息(人民币)	0.1	0.120	0.134	0.174	0.223
收入增长(%)	n.a.	55	22	24	38
息税前利润增长(%)	n.a.	(19)	72	27	26
息税折旧前利润增长(%)	n.a.	(18)	75	24	25
每股收益增长(%)	n.a.	(18)	58	30	28
核心每股收益增长(%)	n.a.	(16)	57	30	27

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	1,580	1,267	2,144	2,717	3,501
折旧与摊销	41	49	121	90	90
净利息费用	111	85	121	154	145
运营资本变动	(1,480)	(5,391)	1,190	(1,713)	(4,543)
税金	(411)	(321)	(536)	(679)	(875)
其他经营现金流	(153)	(207)	(42)	(53)	(101)
经营活动产生的现金流	(313)	(4518)	2,999	516	(1,784)
购买固定资产净值	62	(593)	44	30	42
投资减少/增加	12	12	0	0	0
其他投资现金流	(52)	(172)	(1,578)	440	284
投资活动产生的现金流	22	(753)	(1,534)	470	326
净增权益	824	930	0	0	0
净增债务	6,424	6,977	10,710	(6,570)	6,091
支付股息	0	116	(139)	(155)	(202)
其他融资现金流	(4,175)	(4,529)	(789)	220	142
融资活动产生的现金流	3,073	3,494	9,782	(6,505)	6,032
现金变动	2,783	(1,777)	11,248	(5,520)	4,574
期初现金	5,456	9,191	6,365	17,612	12,093
公司自由现金流	(290)	(5,271)	1,466	986	(1,458)
权益自由现金流	4,538	(299)	12,176	(5,584)	4,633

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	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	9,191	6,365	17,612	12,093	16,667
应收帐款	1,149	2,035	2,153	2,660	3,667
库存	33,495	45,996	52,837	64,091	81,666
其他流动资产	4,130	2,774	3,271	3,553	4,595
流动资产总计	47,965	57,170	75,873	82,397	106,595
固定资产	477	547	682	595	507
无形资产	50	56	54	51	49
其他长期资产	3,523	4,622	6,071	6,165	6,553
长期资产总计	4,050	5,226	6,807	6,811	7,110
总资产	52,015	62,395	82,680	89,207	113,704
应付帐款	7,308	9,907	11,462	14,140	19,620
短期债务	8,271	7,654	18,364	11,794	17,885
其他流动负债	18,292	19,683	25,353	32,984	42,120
流动负债总计	33,871	37,244	55,178	58,918	79,625
长期借款	9,189	12,661	13,161	13,661	14,161
其他长期负债	997	2,563	2,438	2,890	3,814
股本	1159	1159	1159	1159	1159
储备	5,787	6,694	8,618	10,436	12,769
股东权益	6,946	7,852	9,776	11,594	13,927
少数股东权益	1013	2075	2126	2144	2177
总负债及权益	52,015	62,395	82,680	89,207	113,704
每股帐面价值(人民币)	6.00	6.78	8.44	10.01	12.02
每股有形资产(人民币)	5.95	6.73	8.39	9.96	11.98
每股净负债/(现金)(人民币)	7.14	12.04	12.01	11.53	13.27

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	2012	2013	2012E	2013E	2014E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	15.7	8.2	11.9	11.9	10.8
息税前利润率 (%)	15.3	7.9	11.2	11.5	10.6
税前利润率 (%)	15.3	7.9	11.0	11.2	10.5
净利率 (%)	11.6	6.1	7.9	8.3	7.8
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.5	1.4	1.4	1.3
利息覆盖率(倍)	13	9	13	15	19
净权益负债率(%)	104	141	117	97	95
速动比率(倍)	0.4	0.3	0.4	0.3	0.3
估值					
市盈率(倍)	7.5	9.7	6.2	4.7	3.7
核心业务市盈率(倍)	8.3	9.9	6.3	4.8	3.8
目标价对应核心业务市盈率(倍)	8.9	11.5	7.3	5.6	4.4
盈率(倍)					
市净率(倍)	1.2	1.0	0.8	0.7	0.6
价格/现金流(倍)	(30.5)	(2.1)	3.2	18.5	(5.4)
企业价值/息税折旧前利润率(倍)	5.7	11.6	6.7	5.2	4.6
润(倍)					
周转率					
存货周转天数	1,578	1,074	1,156	1,112	993
应收帐款周转天数	41	36	39	36	35
应付帐款周转天数	258	196	199	193	185
回报率					
股息支付率 (%)	10	14	10	10	10
净资产收益率 (%)	17	13	18	19	20
资产收益率 (%)	2.2	1.7	2.3	2.4	2.6
已运用资本收益率 (%)	6.3	4.8	6.1	6.8	8.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；

谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；

持有：预计该公司股价在未来 12 月内在上下 10%区间内波动；

卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；

未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；

中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；

减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都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，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员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，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

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。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，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投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。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) 3988 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) 3988 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 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 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