



变中求生 多点开花

——金科股份（000656）2015年半年报点评

2015年08月30日

强烈推荐/维持

金科股份

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com 010-66554031	
杨骞	分析师	执业证书编号: S1480514060001
	yangqian@dxzq.net.cn 021-65465582	
梁小翠	分析师	执业证书编号: S1480115080094
	liangxc@dxzq.net.cn 010-66554023	

事件:

公司8月29日公布2015年半年报。报告期内，公司实现营业收入65.61亿元，同比增长50.55%，实现净利润5.00亿元，同比增长1.53%，归属于母公司所有者的净利润4.69亿元，同比增长3.78%（扣除无固定期限委托贷款影响后，归属于上市公司股东的净利润4.07亿元，同比降低9.89%），截止报告期末，公司资产总额946.72亿元，同比增长15.36%；归属于母公司股东所有者权益121.34亿元，同比增长15.24%（扣除无固定期限委托贷款影响后，归属于上市公司股东的净资产107.3亿元，同比增长1.9%）。

公司分季度财务指标

指标	2013Q4	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2
营业收入（百万元）	7271.97	1748.98	2608.94	5718.20	7247.38	1509.31	5051.43
增长率（%）	72.09%	-44.79%	-41.71%	395.36%	-0.34%	-13.70%	93.62%
毛利率（%）	20.25%	40.86%	23.57%	18.01%	22.45%	29.70%	24.73%
期间费用率（%）	9.40%	14.74%	9.38%	6.93%	8.58%	17.92%	7.32%
营业利润率（%）	1.04%	16.93%	7.70%	4.09%	-2.42%	6.33%	9.95%
净利润（百万元）	47.11	251.70	241.24	196.84	173.25	94.85	405.63
增长率（%）	-86%	-31%	-40%	53.51%	267.76%	-62.32%	68.14%
每股盈利（季度，元）	0.045	0.178	0.212	0.185	0.176	0.086	0.085
资产负债率（%）	84.09%	85.16%	86.87%	86.83%	83.96%	83.40%	84.35%
净资产收益率（%）	0.47%	2.43%	2.35%	1.84%	1.32%	0.64%	2.74%
总资产收益率（%）	0.08%	0.36%	0.31%	0.24%	0.21%	0.11%	0.43%

观点:

➤ **营业收入大幅增长但净利润大幅降低。**报告期内公司实现营业收入65.61亿元，同比增长50.55%，实现净利润5.00亿元，同比增长1.53%，净利润涨幅不及营业收入涨幅主要是受毛利率较高的项目占比较低和营业外收入大幅降低影响。从期间费用率角度来看，销售费用、管理费用和财务费用无一例外都呈现快速增长的态势，一方面反映了企业应对市场行情回暖而加大了促销力度，另一方面也反映了企业

竣工项目较多从而无法再将利息支出资本化的重大压力，不过虽然费用总额大比例提升，但是占营业收入的比例却大比例下降，并未拖累净利润的增长。

表 1：公司核心财务指标、变动情况及原因分析

(单位：亿元、百分比)

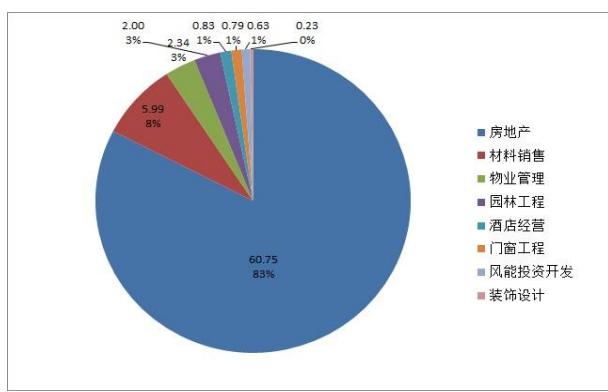
项目	2015 上半年	2014 上半年	变动比率	原因分析
毛利率 (%)	25.87%	30.51%	-15.21%	本期毛利率高的项目占比较低
净利率 (%)	7.63%	11.31%	-32.54%	营业外收入大幅降低
资产负债率 (%)	84.35%	86.87%	-2.90%	所有者权益大幅增长
费用比率 (%)	9.76%	11.53%	-15.35%	销售力度加大+项目竣工后利息费用化金额增加
加权 ROE (%)	3.81%	5.61%	-1.80%	净利润大幅降低
总资产	946.72	820.65	15.36%	资产总额大幅增长
货币资金	130.26	75.27	73.05%	销售回款增加+购地金额减少
预收账款	273.17	244.45	11.75%	上半年预收账款大幅增长
一年内到期非流动负债	146.08	88.31	65.41%	长期债务集中到期
经营活动净现金流	-1.84	-53.45	-96.56%	销售回款增加+土地款支出规模减少
稀释 EPS	0.10	0.12	-16.67%	受净利润总额大幅降低影响

数据来源：公司公告，东兴证券研究所

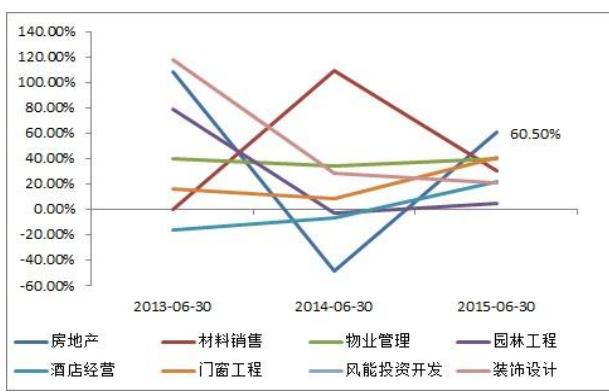
从主营业务收入构成方面来看，公司最大的收入贡献业务仍然是房地产，占比超过80%，第二大业务为材料销售，作为另一主营业务打造的风能投资开发也开始贡献营收，虽然占比仅为1%，但受益于行业拐点来临和公司投资规模的增长，预期未来这一业务营收占比也将越来越大；除房地产、酒店经营和园林工程三大业务外，其他业务在近三年均保持了正增长的趋势，同时，所有主营业务收入均在报告期内实现了正增长，房地产业务增速最快，高达60.50%。

图 1：各主营业务营收及占比

单位（亿元、百分比）


图 2：各主营业务同比增速

单位（百分比）



资料来源：公司历年半年报、东兴证券研究所

资料来源：公司历年半年报、东兴证券研究所

- **房地产业务稳定发展。**上半年公司实现销售金额约110亿元，同比下降约1%，实现签约销售面积约146万平方米，同比下降约1%，预收款273.17亿元，同比增长11.75%，总体来看，公司上半年销售情况并不乐观，尤其是考虑到当前市场回暖已经经历了三个季度，公司的销售却没有明显的好转，预期下半年公司将进一步加大促销力度，抓住“金九银十”的这一波行情来锁定未来收益；报告期内新开工面积约150

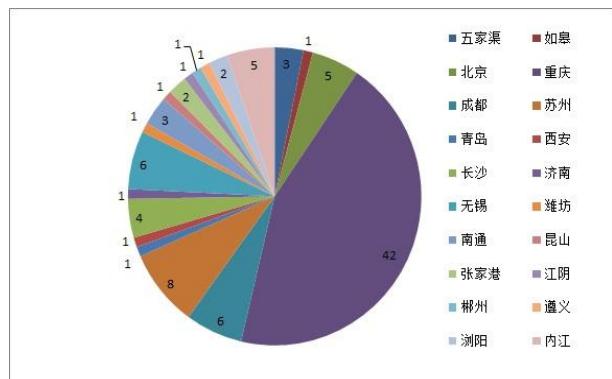
万平方米，竣工面积约118万平方米，期末公司在建面积约1114万平方米，为未来销售的可持续增长提供良好的保障。公司坚持“以二线城市为主，一三线城市为辅”和“以西部地区为主、其他地区作为有效补充”的战略思想，预期受益于项目布局城市优化，公司未来销售金额和净利润稳定增长为大概率事件。

图3：历年签约金额及签约面积 单位（亿元、万平方米）



资料来源：公司年报、东兴证券研究所

图4：项目区域分布

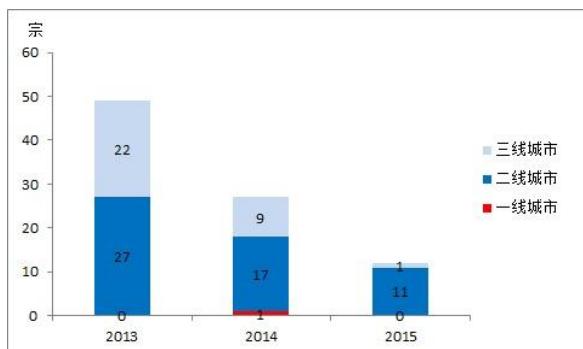


资料来源：CREIS、东兴证券研究所

- **土地储备态度更加积极。**2015年上半年，公司购地6块，规模建筑面积135.87万平方米，7月1日至8月27日间公司加快购地进程，2月内购地6块，规划建筑面积181.24平方米，很大程度上反映了公司已经抛弃了去年拿地谨慎的态度，而是更积极的进行规模扩张，同时从土地储备的城市布局可以看出，公司仍然以重庆为最大市场，同时项目布局向二线城市回归的策略。

图5：购地城市分布

(单位：宗)



资料来源：CREIS、东兴证券研究所

- **债权融资计划有序实施。**2015年8月6日，公司公开发行38亿元10年期公司债券的计划获得证监会核准批复，金科地产集团20亿元公司债为分期，票面利率6.40%；公司第五次临时股东大会通过了非公开发行38亿公司债的议案，8月5日获得深交所转让条件的无异议函。总额为76亿元的公司债发行将替换利率较高的银行贷款，显著降低公司的财务费用压力，同时，公司报告期流动比率1.45，随着公司促销力度加强和销售情况的好转，销售回款有望快速增长，预期未来公司偿债无明显压力。

➤ **多点开花快速推进。**公司“房地产+新能源”双主营战略已经开始稳步推进，2014年底设立金科新能源（金科新能源有限公司），后成功全资收购新疆哈密华冉（哈密华冉东方景峡风力发电有限公司），并通过约定业绩补偿方法实现收购项目未来业绩锁定，报告期内，哈密华冉和金科新能源分别获得20万千瓦风电项目核准及2万千瓦光伏项目准予登记备案。按照其对于新业务领域的长远规划，公司未来还可能进入光伏和页岩气等新能源产业，从而实现在新能源产业的重点布局。

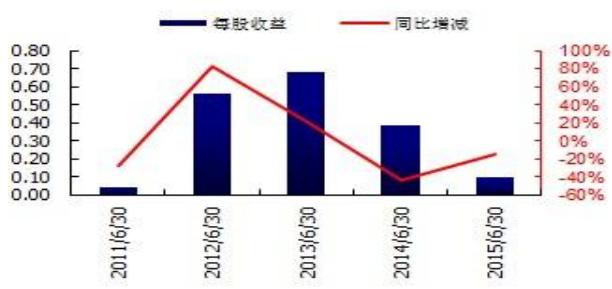
除了在新能源领域的大动作以外，公司于2014年底与华谊兄弟签订了实景娱乐项目的战略合作协议，还有金科长沙科技新城项目也已经成功落地，这两大事件切实体现了公司文化旅游地产和产业地产进军的意图，在传统地产业务优势的基础上，附加上新元素的地产业态将有望成为公司房地产业务的新利润增长点。

图 6：营业收入情况



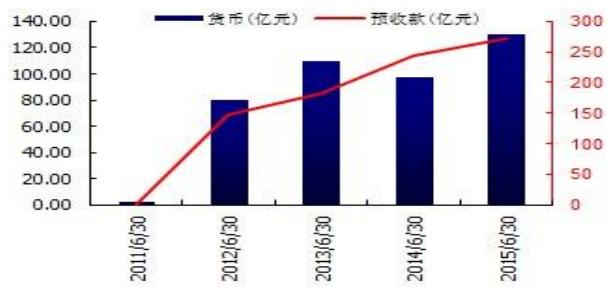
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 7：每股收益情况



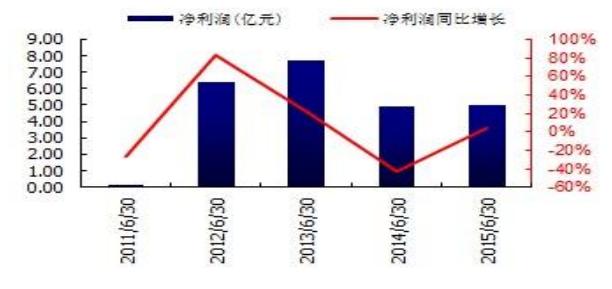
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 8：货币和预收款情况

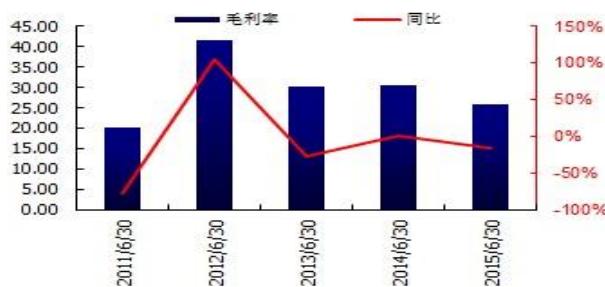


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

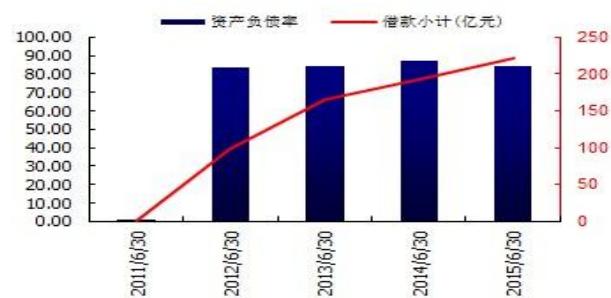
图 9：净利润情况



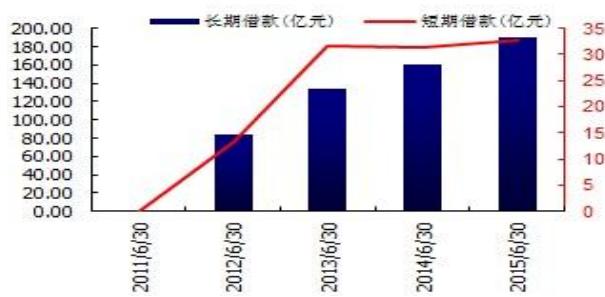
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 10: 销售毛利率情况


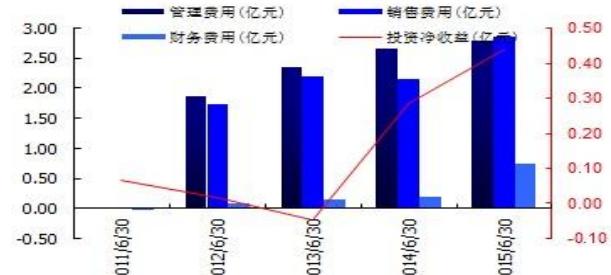
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 11: 资产负债率情况


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 12: 贷款情况


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 13: 销售费用、管理费用和财务费用情况


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

结论：

公司在房地产业务保持高速增长的基础上，跨界进军新能源行业，同时还依托传统地产业务优势，积极发展文化旅游地产和产业地产，公司业务多元化战略正在稳步推进。通过去年底的定增和今年预计发行的 76 亿元公司债融资，公司资金压力将得到显著缓解，为地产业务规模扩张和新业务领域的发展提供充裕资金。我们预计公司 2015 年-2017 年营业收入分别为 216.2 亿元、284.8 亿元和 363.2 亿元，每股收益分别为 0.72 元、0.94 元和 1.22 元，对应 PE 分别为 7.76、6.00 和 4.61，维持“强烈推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
流动资产合计	57170	75185	73229	86601	105669	营业收入	16070	17324	21616	28484	36316
货币资金	6365	7527	18340	12166	9442	营业成本	11886	13337	14483	19369	24695
应收账款	211	709	178	234	298	营业税金及附加	1625	1241	1664	2136	2615
其他应收款	1823	1737	2168	2856	3641	营业费用	646	638	454	598	763
预付款项	1192	797	2535	4859	7822	管理费用	636	719	666	877	1119
存货	45996	62263	47615	63680	81188	财务费用	85	163	96	78	147
其他流动资产	1580	2137	2395	2807	3276	资产减值损失	24.80	769.50	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	5226	6881	5875	5795	5656	公允价值变动收益	47.74	54.31	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	805	337	337	337	337	投资净收益	-6.27	44.75	0.00	0.00	0.00
固定资产	542.94	1132.93	1846.09	1771.96	1638.83	营业利润	1208	556	4253	5425	6978
无形资产	49	61	54	48	42	营业外收入	103.14	237.59	55.00	55.00	55.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	43.67	39.66	33.00	33.00	33.00
资产总计	62395	82066	79104	92397	111325	利润总额	1267	753	4275	5447	7000
流动负债合计	37244	45709	35697	44333	57217	所得税	321	-110	1069	1362	1750
短期借款	1980	2207	0	0	2312	净利润	946	863	3206	4085	5250
应付账款	4676	7175	6190	8278	10554	少数股东损益	-38	-45	210	210	210
预收款项	18668	22431	27186	33453	41442	归属母公司净利润	984	908	2996	3875	5040
一年内到期的非流	5674	8831	0	0	0	EBITDA	1380	835	4605	5783	7414
非流动负债合计	15224	23190	24624	25738	27238	BPS (元)	0.85	0.78	0.72	0.94	1.22
长期借款	12661	21311	22811	24311	25811	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
负债合计	52468	68900	60321	70071	84455	成长能力					
少数股东权益	2075	2636	2846	3056	3266	营业收入增长	55.28%	7.80%	24.78%	31.77%	27.49%
实收资本(或股本)	1159	1379	4136	4136	4136	营业利润增长	-25.33%	-54.01	665.62%	27.55%	28.63%
资本公积	735	2102	2102	2102	2102	归属于母公司净利润	230.03%	29.33%	230.03%	29.33%	30.06%
未分配利润	5658	6293	7911	10003	12725	获利能力					
归属母公司股东权	7852	10530	15269	18602	22936	毛利率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权	62395	82066	78437	91729	110658	净利率 (%)	5.89%	4.98%	14.83%	14.34%	14.46%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润 (%)	1.58%	1.11%	3.79%	4.19%	4.53%
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	ROE (%)	12.53%	8.62%	19.62%	20.83%	21.97%
经营活动现金流	-4518	-8385	18784	-6853	-5533	偿债能力					
净利润	946	863	3206	4085	5250	资产负债率 (%)	84%	84%	77%	76%	76%
折旧摊销	87.85	116.93	0.00	280.18	289.18	流动比率	1.53	1.64	2.05	1.95	1.85
财务费用	85	163	96	78	147	速动比率	0.30	0.28	0.72	0.52	0.43
应收账款减少	0	0	531	-56	-64	营运能力					
预收帐款增加	0	0	4756	6267	7989	总资产周转率	0.28	0.24	0.27	0.33	0.36
投资活动现金流	-753	-681	-310	-200	-150	应收账款周转率	78	38	49	138	136
公允价值变动收益	48	54	0	0	0	应付账款周转率	4.71	2.92	3.23	3.94	3.86
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
投资收益	-6	45	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.85	0.78	0.72	0.94	1.22
筹资活动现金流	3494	10158	-7661	879	2959	每股净现金流(最新)	-1.53	0.79	2.61	-1.49	-0.66
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	6.78	7.64	3.69	4.50	5.55
长期借款增加	0	0	1500	1500	1500	估值比率					
普通股增加	0	220	2757	0	0	P/E	6.61	7.21	7.76	6.00	4.61
资本公积增加	38	1367	0	0	0	P/B	0.83	0.74	1.52	1.25	1.01
现金净增加额	-1777	1092	10812	-6174	-2724	EV/EBITDA	14.82	38.99	6.02	6.12	5.65

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员(D)，基础产业小组组长。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师(第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强(第七名)。朝阳永继2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强(第八名)。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯2014年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

杨骞

理学硕士，毕业于北京大学城市与区域规划专业。4年证券行业相关研究经验。2014年初加盟东兴证券研究所，从事房地产行业研究工作。擅长从区域经济的角度来挖掘房地产上市公司，对房地产公司的发展与成长有较好的理解和解析。

梁小翠

重庆大学金融学学士和产业经济学硕士，中国社会科学院研究生院在读博士。2015年6月加入东兴证券，从事房地产行业研究，重点关注房地产行业转型和房地产金融等方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率5%以上。