



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产：房地产开发

田世欣*

证券投资咨询业务证书编号：S1300512080002
(8621)20328519
shixin.tian@bocichina.com

*卢晓峰为本报告重要贡献者

金科股份调研纪要

调研要点：

- 1、销售去年同比略增，重庆占比近一半。**金科股份(600656.CH/人民币 4.52,持有)2015 年实现房地产销售额接近年初 280 亿目标，较 2014 年 230 亿元的销售额有所增长，其中大重庆区域占比近一半，重庆主城区占比将继续上升。目前，公司已拿预售证的可售货值约 230 亿元，今年计划拿地投资额约 100 亿元，同比略增。
- 2、投资聚焦二线城市，改善性住宅和产业地产力度加大。**区域结构方面，公司坚持“以二线城市为主、一三线城市为辅”和“以西中部地区为主、其他地区作为有效补充”的战略思路，重点关注武汉、南京、合肥等区域机会；产品结构方面，住宅仍是重点而改善性项目比重会提高，商业项目会围绕社区商业等小型项目选择性进入，产业地产力度将加大并寻找合作伙伴进行招商运营。
- 3、今年重点推进向服务商转型，谨慎扩张关注垂直类 O2O。**公司目前合同物业在管面积 7,000-8,000 万平米，去年新增收购 1,000 万平米物业面积，预计年收入达到约 6-7 亿，商业模式以包干制为主。未来公司定位计划从开发商向服务商转变，正在积极研究相关战略，但物管面积拓展会严格挑选标的，不会盲目扩展面积。社区 O2O 方面，公司重点关注教育、医疗、金融等垂直领域，充分挖掘大数据价值。
- 4、新能源因限电项目运营低于预期，调整策略成立 4 亿基金。**公司已获得累计 40 万千瓦风电项目及 2 万千瓦光伏项目，2015 年公司新能源业务发展低于预期主要由于：1) 经济差用电需求下降，2015 年新疆限电率高达 40%；2) 全疆环网建设，电力输送受到测试等影响。公司主动调整策略：1) 取消招商昆仑对华冉东方的业绩承诺，调减收购价；2) 共同投资设立 4 亿元新能源产业基金，并购和孵化新能源领域优质项目，通过优先购买权的方式锁定。
- 5、我们的观点：**金科股份是重庆地区龙头房地产开发公司，目前较高的存货水平将受益于“去库存”战略和中西部地区城市群政策扶植；而公司也是川渝地区的龙头物业公司，在管物业面积近 8,000 万平米，今年计划重点向房地产服务商转型，将对中小物管公司进行有效整合，并关注教育、医疗、金融等 O2O 垂直领域，潜在发展空间巨大。新能源业务方面，虽然去年风电站运营低于预期，主要受制于限电影响，但随着雾霾爆发、环境治理成为重要议题，新能源行业长期成长空间巨大，未来公司将通过新能源基金的方式孵化优质项目，并通过优先购买权的方式锁定，降低直接收购的风险。我们认为公司今年在地产开发、社区服务和新能源等各项业务领域均有积极推进，目前股价较最新定增方案底价 5.82 元折价比例较高，建议关注。

房地产业务

销售方面，公司2015年年初销售额目标为280亿元，实际完成情况接近目标，较2014年230亿元的销售额有所增长。公司的销售策略从年中调整为保利润、稳规模，没有刻意冲量，主要由于地价仍在高位。储备方面，公司目前已拿预售证的可售货值约230亿元。公司去年年初计划推货300多亿元，但成都等3-4个项目没有按计划推盘，预计未来项目毛利率仍将保持现有水平，随着资金成本下降，未来下降空间不大。

区域结构方面，今年接近50%的销售额来自大重庆区域（重庆主城上升至60%，未来会越来越多，区县），其次贡献自江苏，剩下的包括北京、四川等。公司目前成立了四大片区公司，包括：重庆、中部（湖南、四川、陕西）、华东（江苏、山东、郑州、合肥）、华北（北京、河北、天津）。投资方面，公司坚持“以二线城市为主、一三线城市为辅”（四线去化完毕后，基本回避）和“以西部地区为主、其他地区作为有效补充”的战略思路，新增项目重点集中在二线，主要是中部的区域，目前研究武汉、南京、合肥等区域机会。未来公司也在考虑收购方式拿地，主要由集团牵头，但基本以项目而不是公司兼并为主，今年计划拿地规模约100亿元，同比略增。

产品结构方面：1) 住宅在相当时间内还是主要板块，过去以刚需盘为主，未来改善性项目比重会提高（去年已开始调整）；2) 商业方面，未来大的商业综合体项目不会拿，可能围绕社区商业等小型项目会适当做；3) 产业地产目前投资力度相对较大，首个科技产业园地产项目在长沙成功落地，目前进度较快的可能还有安徽、合肥等项目；未来产业地产项目会找合作伙伴负责招商和运营，例如和亿达集团合作（最成功的案例是大连软件园区），而公司主要负责房地产开发，主要考虑到产业地产拿地方面与政府的议价能力相对住宅较高，未来将以销售为主，部分出租；4) 旅游地产和养老地产目前来看的难度较大，未来选择上会更谨慎。

资金成本方面，2015年公司获得了68.5亿元的直接融资（20亿公开发行公司债+15亿物业ABS+21亿中票+12.5亿非公开发行公司债），有效降低了公司整体资金成本。公司2014年的资金成本约8%，2015年已降至约7%，随着高息信托负债逐渐被替换，未来成本有望进一步下降。

物业和社区服务

公司社区综合服务方面是有自身先天优势的，目前也计划重点发展，目前金科物业布局全国51个城市，254个项目，35万户、百万业主。

公司目前合同物业在管面积7,000-8,000万平米，重庆占比约60%，去年新增收购房1,000万平米物业面积，年收入达到约6-7亿，商业模式以包干制为主。未来公司定位计划从开发商向服务商转变，正在积极研究相关战略。公司在物管面积上拓展会比较严格的挑选标的，不会盲目扩展面积（例如旧楼小区很难产生收益，主要由于设施陈旧和遗留问题），物业收购时以“零对价”为主，主要由于大部分开发商做物业管理是亏损的并希望剥离，因此拓展成本很低。

O2O方面，公司也尝试开通了金科大社区公众号、上线了金科云APP、整合了金科社区商业打造了金科生活馆品平台等。公司也将积极挖掘线上流量和大数据的价值，未来教育、医疗、金融等垂直零点是重点关注，例如金融领域可以介入征信业务并挖掘交易价值，也可以嫁接集团的金融资源，包括房地产基金等；而教育、医疗等资源可以辐射至小区外的客源。

新能源业务

目前公司已获得累计 40 万千瓦风电项目及 2 万千瓦光伏项目，完成并网发电 20 万千瓦（今年下半年新的 20 万千瓦电站有望建设完毕），投资额近 20 亿元。目前电价是 0.57 元每千瓦时，正常电价 0.32 元每千瓦时，补贴 0.25 元每千瓦时。截至 2015 年 11 月 30 日，华冉东方本年度累计上网电量为 24,289.65 万度，累计限电损失电量为 21,842.89 万度，累计限电损失比率为 47.35%，2015 年 1-11 月净利润为 1,647.83 万元，而模拟计算的净利润为 4,450.40 万元。

2015 年公司新能源业务进度低于预期主要由于：1) 经济形势不好，用电需求下降，2014 年全新疆限电率 15%（公司项目的限电率为 2.83%，按此测算的净利润为 1.5 亿元），而 2015 年限电率达到 40%；2) 2015 年新疆电网因疆电东送需求，大力建设外送通道及全疆环网建设，全网的电力输送受到测试等影响，未来可能还要建 1100KV 的输变电线。

公司也进行了行业的重新研究和再论证，主动调整策略：1) 取消招商昆仑对华冉东方的业绩承诺，直接调减股权收购价款 10,000 万元；2) 共同投资设立新能源产业基金，采取双 GP 的方式设立，认缴出资总额 4 亿元，金科新能源出资 2 亿元，招商昆仑作为有限合伙人之一出资 15,000 万元，并引入石河子市（招商昆仑一致行动人）和创股权投资合伙企业作为有限合伙人出资 5,000 万元，金科和招商昆仑共同作为 GP，后者负责项目管理。

公司未来风电、光伏项目将着重于选址，页岩气项目可行度较低，正研究光热发电（较光伏站可以储能），并主要以新能源基金的形式进行：新能源产业基金投资项目退出时金科新能源享有优先购买权，运营较好的项目将会置入上市公司体内运营，而较差的项目则会在选址和获得路条后就迅速转让出去，回笼现金寻找新的项目。新能源基金不仅能够保证公司自身利益得到充分保障，而且还能依托招商昆仑的资源优势和行业经验投资、孵化新能源领域优质项目，并通过优先购买权的方式锁定，以助推做大做强公司新能源产业。

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 个月内上下 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
西单北大街 110 号 7 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