

金科股份 (000656)

强烈推荐

行业：房地产开发

## 成渝城市群龙头，加速内修外拓及转型

### 投资要点：

- ◇ **房地产主业持续走强，全年实现 16 年 280 亿元(+27%)销售目标无忧，超预期概率大。** 16H1 营收 131.4 亿元(+100.27%)，归母净利润 5.8 亿元(同比+43.2%)，扣非归母净利润 5.8 亿元(同比+43.2%)，延续一季度超额增长态势，签约销售面积 206 万方(+41%)，销售金额 134 亿元(+22%)；亿翰智库数据显示，1-8 月累计销售金额 252.6 亿元，销售面积 388.6 万方，实现全年 280 亿元销售目标的 90.21%。
- ◇ **多种方式加大对“核心十城”拿地，把握有效盈利水平。** 上半年投资 49 亿元新获取 10 个项目，新增计容面积约 249 万方，同比+102.4%，通过竞拍、项目收购、合资合作获取“核心十城”优质项目 8 个，计容面积 206.8 万方，占比 83%。未来项目集中布局核心十城，以期形成规模效应，提升盈利水平。在重庆土储近 900 万方，占其全部土地储备的一半，充足的土地储备有利于公司后续集中进行项目开发，规模效应初显，未来待其余核心城市渐成规模，盈利水平有望进一步提升。
- ◇ **多元融资，显著降低融资成本。** 信用等级提升为 AA+，债务融资成本 6.39%较 15 年 7.92%大幅降低，7 月定增 45 亿元股票获证监会核准。若发行顺利将有效降低当前 206%的净负债率（较去年同期+45 个 pc）。在手货币资金 97.85 亿元，1 年以内到期金融负债 265.62 亿元，缺口 167.77 亿元，短期偿债压力较大。
- ◇ **重庆楼市回暖可期，“核心十城”需求稳定增长。** 重庆住宅需求 16 年首次超过相应土地供给，供需关系逆转房价上涨可期，预计至 2020 年重庆全市年均 4200 万方住房需求；将持续受益于重庆楼市回暖和政策支持以及“核心十城”旺盛需求。
- ◇ **转型“地产+社区综合服务”，加速产业升级。** 分别出资 10 亿元成立社综服务集团和教育投资管理公司，大力布局社综服务和社区教育产业。管理物业面积超过 1 亿余方，是 2016 年物业服务百强榜单 10 强，预计 2016 年新增管理面积 2000-3000 万方，社综服务营收增速有望继续超 30%。进军社综以及幼教产业将给公司注入新动力，提高地产附加值，符合“美好生活服务商”的目标。
- ◇ **员工持股及跟投制度调动管理层及员工积极性，实现共赢。** 相继完成近 2 亿股的一期员工持股计划和项目跟投机制，绑定管理层及项目下属各团队利益。
- ◇ **深耕成渝城市群核心城市龙头，加速拓展“核心十城”，** 公司大本营重庆九城区去库存情况良好，房价平稳，持续受去化政策支持，不存在政策收紧可能，城镇化背景下，人口和经济集中度持续上升，楼市回暖可期；新进入“核心十城”长期有需求，潜力可期。升级社综服务和教育产业，与主业协同培育新增长点。员工持股计划年底首次解锁，年内拟定增融资 45 亿，发行价 3.63 元，盈利有望加速释放。实际控制人增持至 31%，并承诺继续在股价 10 元以下继续增持。恒大人寿和前海开源资管计划新入持股 1.77%和 2.31%，合计 4.08%，值得关注各方未来持股行为或存股权之争。房地产 RNAV5.83 元/股，16-18 年 EPS0.35、0.45、0.50 元，三年复合增长 29.5%，对应 PE11.7、9.2、8.2 倍。公司股价下有估值保底，上有实际控制人增持提振以及楼市经营转型持续向好。自 8 月我们首次覆盖以来股价最高涨幅 15%，提升投资评级至“强烈推荐”，6-12 月目标价 6 元。

### 作者

署名：李少明

S0960511080001

010-63222931

lishaoming@china-invs.cn

参与人：谢余胤

S0960116060041

0755-88320824

xieyuyin@china-invs.cn

6-12 个月目标价： 6

当前股价： 4.38

评级调整： 上调

### 基本资料

总股本(百万股)	4,326
流通股本(百万股)	3,774
总市值(亿元)	189
流通市值(亿元)	165
成交量(百万股)	114.86
成交额(百万元)	495.53

### 股价表现



### 相关报告

《金科股份-房地产平稳增长，升级社综服务和教育行业》2016-08-14

- ◇ **风险提示**：公司下半年销售低于预期；短期偿债压力较大；产业升级效果尚待时间检验；外拓布局持续获取项目可能受阻。

### 主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	19399	24473	30404	36818
收入同比(%)	12%	26%	24%	21%
归属母公司净利润	1267	1957	2491	2788
净利润同比(%)	40%	54%	27%	12%
毛利率(%)	28.4%	27.8%	27.7%	26.7%
ROE(%)	9.9%	11.9%	13.4%	13.4%
每股收益(元)	0.23	0.35	0.45	0.50
P/E	18.01	11.66	9.16	8.19
P/B	1.78	1.39	1.23	1.10
EV/EBITDA	21	15	12	11

资料来源：中国中投证券研究总部

## 目 录

<b>一、公司简介</b>	<b>6</b>
<b>二、上半年业绩持续稳定增长</b>	<b>6</b>
1. 一季度已超预期，半年度业绩持续强劲	6
2. 上半年完成全年近半销售目标，加大拿地力度土地储备充足	8
3. 多途径融资降低融资成本	10
<b>三、内修重庆大本营，外拓布局“核心十城”</b>	<b>11</b>
1. 重庆渐成中心城市，公司加力集中抢占主城区	11
2. 拓展布局“核心十城”顺利，主攻热点二线城市	18
<b>四、产业升级涉足社综服务、学前教育，多元化服务业务协同发展</b>	<b>22</b>
<b>五、多途径激励绑定管理层利益，董事长辞职专心产业拓展</b>	<b>25</b>
1. 员工持股计划绑定高管及骨干利益，公司后续发展有动力	25
2. 房地产项目跟投机制调动项目经营团队积极性，项目风险收益比更优	26
3. 董事长辞职专心产业拓展，总裁接棒上市公司成熟业务	27
4. 实际控制人增持看好未来发展，恒大系入股或存股权之争	28
<b>六、盈利预测</b>	<b>29</b>
1. 盈利预测	29
2. 风险提示	30

## 图目录

图 1 公司最新股权结构（截至 9.13）	6
图 2 公司发展历程	6
图 3 16H1 业绩猛增	7
图 4 EPS 和 ROE	7
图 5 各业务营业收入历年变化	7
图 6 各业务营业成本历年变化	7
图 7 各业务占比变化	8
图 8 各业务毛利率变化	8
图 9 三费水平同比下降	8
图 10 16H1 综合毛利率和净利率小幅降低	8
图 11 季度销售面积、销售金额与销售均价	9
图 12 2015 年主要城市销售面积情况	9
图 13 2015 年主要城市销售金额情况	9
图 14 历年土地储备、新增计容面积（万方）	10
图 15 16 年至今新增计容面积分布（万方）	10
图 16 货币资金和短期负债	11
图 17 16H1 资产负债率 84%、净负债率 206%	11

图 18 重庆历年 GDP 及增幅 .....	11
图 19 重庆为成渝城市群核心之一 .....	12
图 20 成渝地区城际轨道大幅增加 .....	12
图 21 重庆将成西南地区交通枢纽 .....	12
图 22 重庆轨道交通远期将达 820 公里 .....	12
图 23 重庆地区历年城镇、农村人口 .....	13
图 24 重庆 38 个区县住宅销售面积 2016M1-7 首超成交计容建面 .....	14
图 25 重庆主城 9 区 2016M1-7 住宅销售面积大幅高于成交计容建面 .....	15
图 26 部分二线城市 6 月房价/2015 年城镇人均可支配收入 ( 均值 0.287 ) .....	15
图 27 礼嘉组团 4 宗地块示意图 .....	17
图 28 水土组团地块示意图 .....	17
图 29 苏州住宅类土地成交建面、销售面积 .....	19
图 30 南京住宅类土地成交建面、销售面积 .....	19
图 31 合肥住宅类土地成交建面、销售面积 .....	20
图 32 郑州住宅类土地成交建面、销售面积 .....	20
图 33 核心十城 6 月存销比 .....	20
图 34 核心十城 1-7 月房价上涨幅度 .....	20
图 35 苏州甬直东方水榭项目区位图 .....	21
图 36 南京宝华山项目区位图 .....	21
图 37 合肥半岛 1 号项目区位图 .....	22
图 38 郑州瓦屋李项目区位图 .....	22
图 39 物业管理业务收入 .....	23
图 40 物业管理业务毛利润 .....	23
图 41 我国学前教育现状 .....	24
图 42 学前教育毛入园率逐步提升 .....	24
图 43 我国人口出生率未来或达 14‰ .....	24
图 44 幼儿园增长率不及在园儿童增长率 .....	24
图 45 民办幼儿园市场规模 .....	24
图 46 2014 年民办幼儿园占比 66.36% .....	24

## 表目录

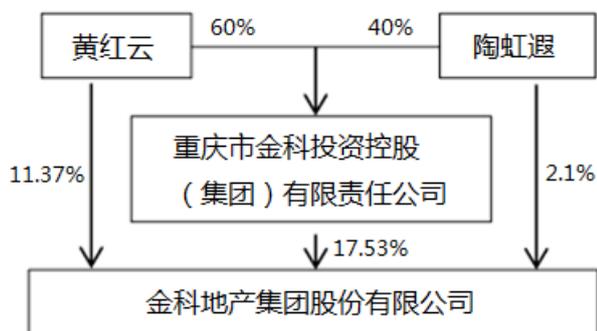
表 1 非公开发行资金投放情况 .....	10
表 2 2013-2020 年重庆全市住房净增需求平均约 4200 万方/年 .....	13
表 3 重庆全市住宅销售面积 ( 万方 ) .....	13
表 4 重庆 38 区县 2010-2016M7 住宅销售面积、成交土地建面 .....	14
表 5 2010-2016M7 重庆 38 区县未售土地建面消化时间 44.83 个月 .....	14
表 6 重庆主城 9 区 2010-2016M7 住宅销售面积、成交土地建面 .....	15
表 7 2010-2016M7 重庆主城 9 区未售土地建面消化时间 17.86 个月 .....	15

表 8 历年公司重庆地区房地产市场份额 .....	16
表 9 2015 年公司重庆地区部分房地产项目盈利情况.....	16
表 10 2016 年至今重庆地区公司新拿地情况 .....	17
表 11 礼嘉组团 4 宗地块竞拍详情 .....	17
表 12 水土组团 3 宗 E 分区地块竞拍详情.....	18
表 13 2016 年上半年其余地区公司新拿地情况.....	18
表 14 公司多途径拿地成本比较 .....	21
表 15 学前教育事业发展主目标.....	24
表 16 股权激励计划首次授予分配情况 .....	26
表 17 股权激励计划解锁安排表 .....	26
表 18 项目跟投情况.....	27
表 19 实际控制人黄红云、陶虹遐股票增持情况.....	28
表 20 恒大人寿、前海开源资管计划持股情况（16 中报） .....	28
表 21 公司各业务盈利预测 .....	30

## 一、公司简介

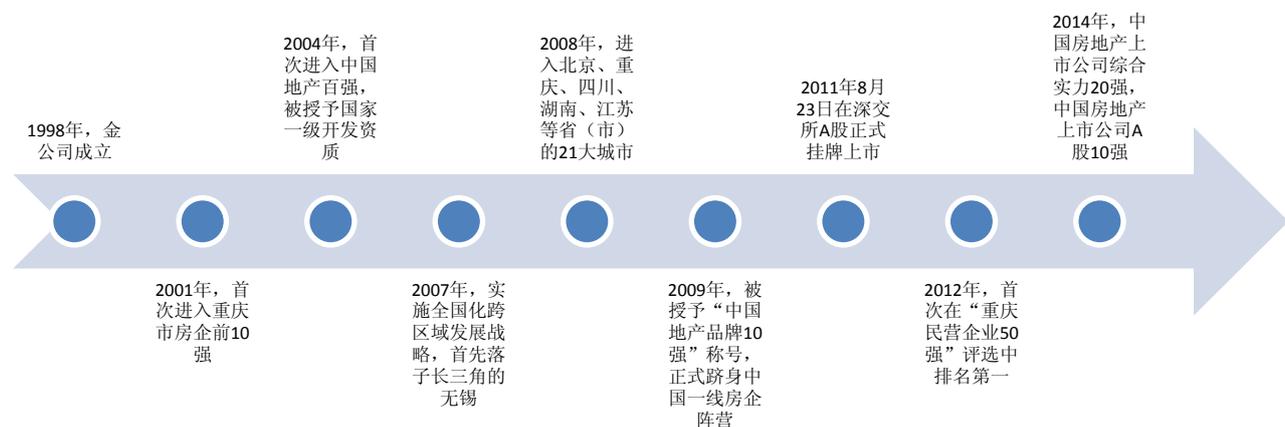
公司成立于1998年，是一家以房地产开发为主业，以产业综合运营、社区综合服务、酒店园林、门窗装饰等为辅业的大型企业集团，具有国家一级房地产开发资质。公司处于中国房地产企业第一阵营，现名列中国企业500强、财富中国企业500强、中国民营企业500强，综合实力排名中国房地产百强企业第15位，中国房地产上市公司A股10强。2009年至今，公司连续六年被中国房地产TOP10研究组评选为“中国地产品牌10强”，连续七届获评“中国蓝筹地产企业”，2015年排名中国房地产行业综合实力第15位，荣获稳健性TOP10，排名“中国房地产500强”前20强。

图1 公司最新股权结构（截至9.13）



资料来源：公开资料、中国中投证券研究总部

图2 公司发展历程



资料来源：公开资料、中国中投证券研究总部

## 二、上半年业绩持续稳定增长

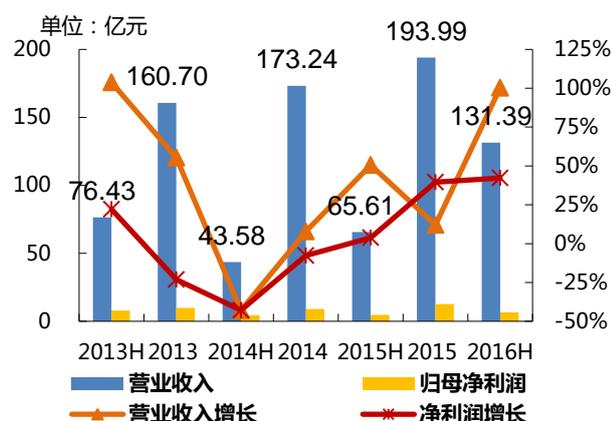
### 1. 一季度已超预期，半年度业绩持续强劲

2015年实现营业收入193.99亿元(+11.98%)，归母净利润(扣除永续债)11.23

亿元(+23.74%)。受益于高毛利率项目结转,公司综合毛利率 28.4%、净利率 6.5%,分别比上年提高 5.4、1.3 个百分点;公司三费占比提升近 1.2 个百分点至 9.7%,主要由管理费用(+0.6%)、财务费用(+0.5%)占比提升所致。

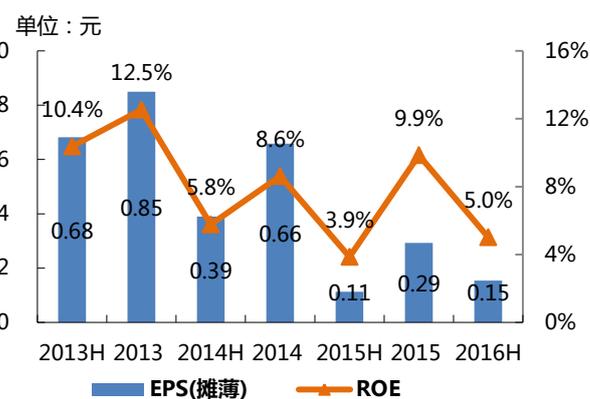
公司 2016 年上半年营业收入 131.39 亿元,同比+100.27%,毛利率 23.2%,同比下降 2.7 个百分点;归母净利润 5.83 亿元,同比+43.19%;净利率 5.1%,同比减少 2 个百分点,上半年公司三费率 7.4%(销售费率 2.9%、管理费率 2.9%、财务费率 1.6%),较去年同期下降 2.4 个百分点。上半年末预收账款 268.6 亿元基本锁定 16 年及 17 年上半年业绩。

**图 3 16H1 业绩猛增**



资料来源: WIND、中国中投证券研究总部

**图 4 EPS 和 ROE**



资料来源: WIND、中国中投证券研究总部

**图 5 各业务营业收入历年变化**



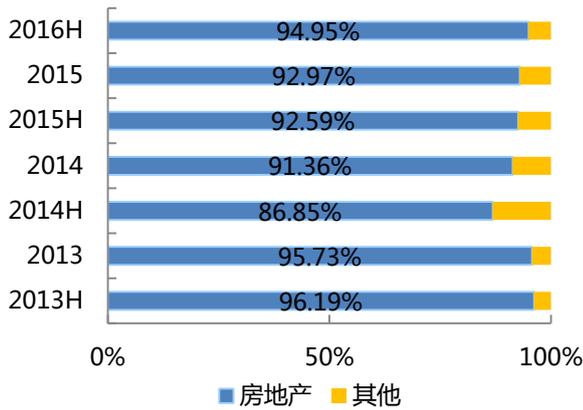
资料来源: WIND、中国中投证券研究总部

**图 6 各业务营业成本历年变化**



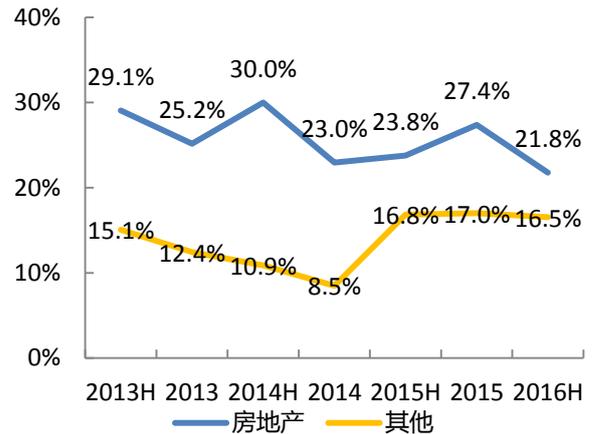
资料来源: WIND、中国中投证券研究总部

图 7 各业务占比变化



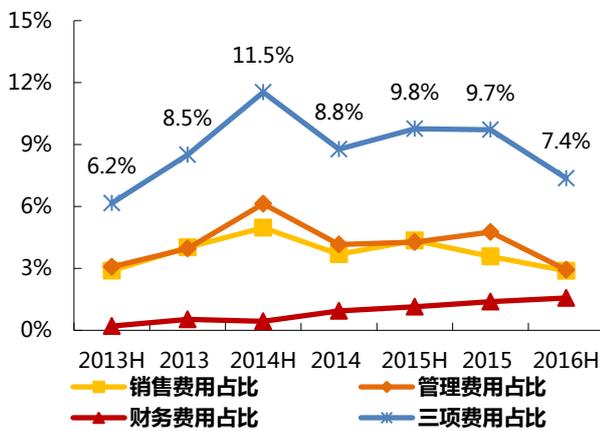
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 8 各业务毛利率变化



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 9 三费水平同比下降



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 10 16H1 综合毛利率和净利率小幅降低



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

## 2. 上半年完成全年近半销售目标，加大拿地力度土地储备充足

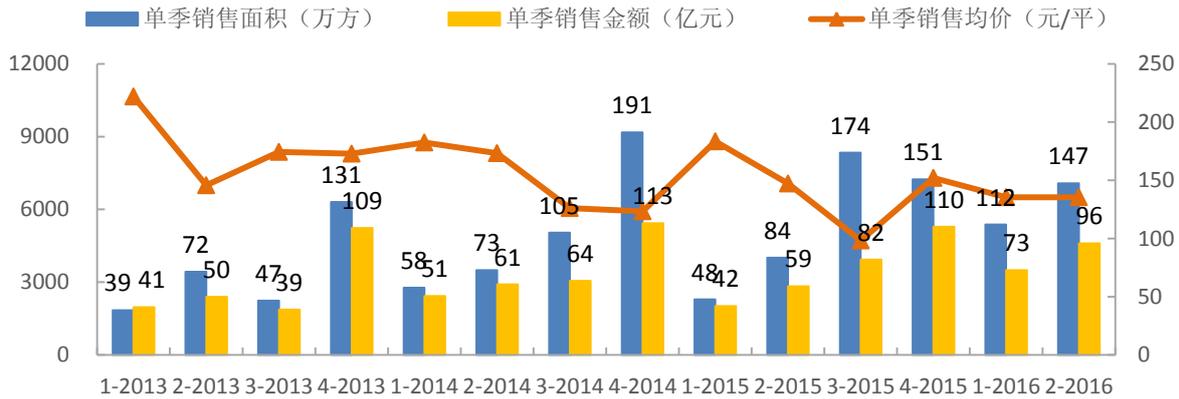
公司 2015 年全年实现销售金额约 221 亿元，同比增长约 5%，实现签约销售面积约 332 万方，同比增长约 3%。公司房地产签约销售主要来自于重庆、北京、苏州、青岛四个城市。公司 2016 年上半年实现销售金额 134 亿元（+22%），其中地产板块实现销售金额约 125 亿元（+29%），签约销售面积约 206 万方（+41%），均价 6000 元/方，各项纵向指标已经打破了公司历史预计全年实现 280 亿元的销售目标概率较大。

公司截至 2015 年末土储建面为 1699 万方，2016 年计划投资约 100 亿元，新增土储计容建面约 350 万方。2016H1 已投资 49 亿元新获取 10 个项目，新增计容面积约 249 万方，同比+102.4%，拿地力度大增，其中通过项目收购、合资合作模式获取位于“核心十城”的优质项目 8 个，计容面积约 206.8 万方，占比 83%。综合 15 年末土储 1699 万方、16 年至今新增土储 249 万方以及 16 年 H1 销售均价 6000 元/方，预计现有储备项目货值近 1200 亿元，可供未来 3-4 年开发。

公司一方面依托在重庆地区的龙头地位集中在主城区拿地，另一方面通过项目收购、

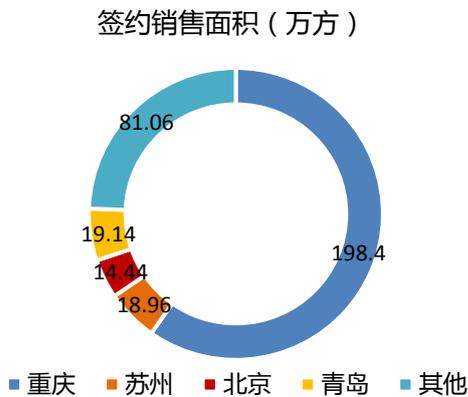
合资合作等方式进入合肥、南京等二线热点城市。重庆地区项目将受益于重庆被拔擢为中心城市，未来将被打造为西南交通枢纽，吸引人口回归，同时政府有计划的逐年减少土地供应，重庆楼市的逐渐转为供不应求，加之政府力求在每年减少 10%土地供应面积的同时维持土地财政收入不减少，单位土地成本势必逐年上升，供求关系与土地成本共同主推房价上涨；合肥、南京等外拓项目也将受益于上半年以来火爆的行情在一段时间内的持续

**图 11 季度销售面积、销售金额与销售均价**



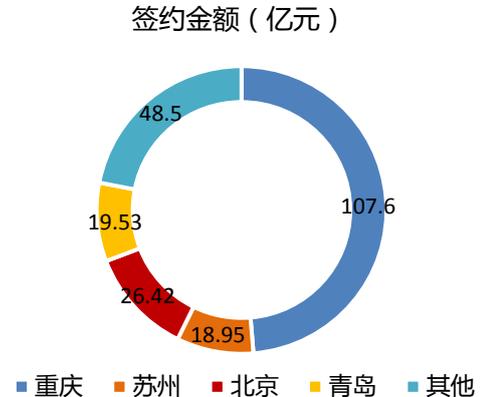
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

**图 12 2015 年主要城市销售面积情况**



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

**图 13 2015 年主要城市销售金额情况**



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 14 历年土地储备、新增计容面积 (万方)

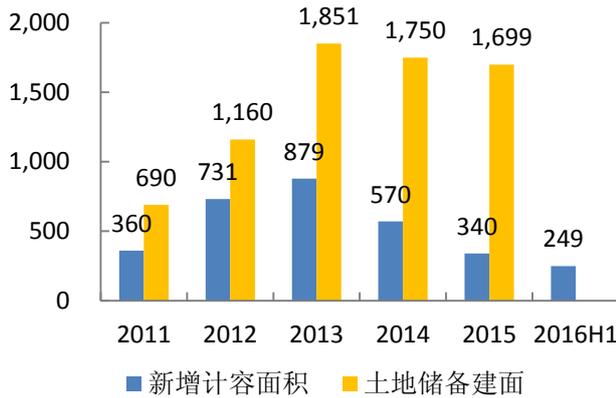
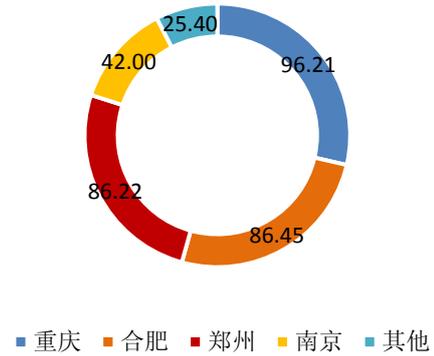


图 15 16 年至今新增计容面积分布 (万方)



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

### 3. 多途径融资降低融资成本

16 年 H1 末公司资产负债率 84%，扣除预收帐款后的负债率 57% 维持不变；现金储备 97.85 亿元，1 年以内到期金融负债 265.62 亿元，现金与短债存缺口 196.71 亿元，短期偿债压力较大；净负债率继续上升至 206%，在行业中处于较高水平。上半年债务融资加权平均成本 6.39% 较 15 年 7.92% 大幅降低。

公司试点创新性资产证券化融资方式，2015 年率先发行物业收入资产证券化项目，融资 15 亿元，2016 年再次推出房屋尾款证券化产品，募集资金 20 亿元。公司资产证券化产品依托优质的现金流，融资成本 5.5% 左右，财务费用显著降低，资金到位后也能够有效降低公司资产负债率。

2016 年 7 月，公司非公开发行 123967 万股获中国证监会核准批复，发行价格 3.68 元/股，募集资金总额 45 亿元。本次股权融资除补充流动资金外，还将用于企业重庆、遵义地产项目开发和景峡第二风电场 C 区 20 万千瓦风电项目开发。若定增融资成功，将进一步增加股东权益、降低资产负债率，释放更多杠杆空间。

表 1 非公开发行资金投放情况

项目	总投资额 (亿元)	拟投入募集额 (亿元)	预计收入 (亿元)	净利润 (万元)	投资收益率
重庆·南川金科世界城一期项目	14.83	4	19.33	2.18	14.67%
遵义·金科中央公园城一期项目	25.67	11	32.41	3.27	12.72%
重庆·万州金科观澜项目	36.07	15	45.82	5.35	14.83%
景峡第二风电场 C 区 20 万千瓦风电项目	15.65	6	2.87	1.89	12.10%
偿还金融机构借款	9.00	9			
合计	101.22	45			

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

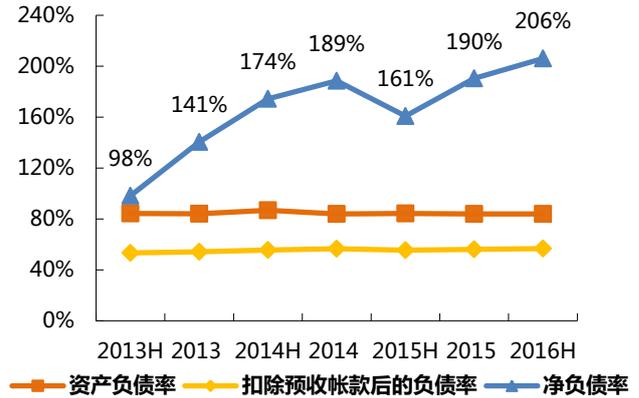
公司 16 年融资额度大幅提高，融资成本下降明显。积极推进大额度低成本融资为公司做强房地产主业、加力业务升级提供充足的资金支持，同时能优化公司的资产负债结构，增强公司的融资能力和抗风险能力。

图 16 货币资金和短期负债



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 17 16H1 资产负债率 84%、净负债率 206%



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

### 三、内修重庆大本营，外拓布局“核心十城”

#### 1. 重庆渐成中心城市，公司加力集中抢占主城区

**国家政策扶持，重庆经济强劲发展。**重庆作为国家最年轻的直辖市，“十二五”以来，重庆一直受到国家政策倾斜，升格为直辖市、规划成国家五大中心城市之一。重庆市的发展也不负众望：GDP 增幅持续高于 10%、连续十个季度领跑全国，产业结构进一步优化，制造业、服务业布局发展抢眼，对亚欧外贸异军突起，已成国家“一带一路”、长江经济带两大发展战略中西部地区当仁不让的龙头城市。

图 18 重庆历年 GDP 及增幅



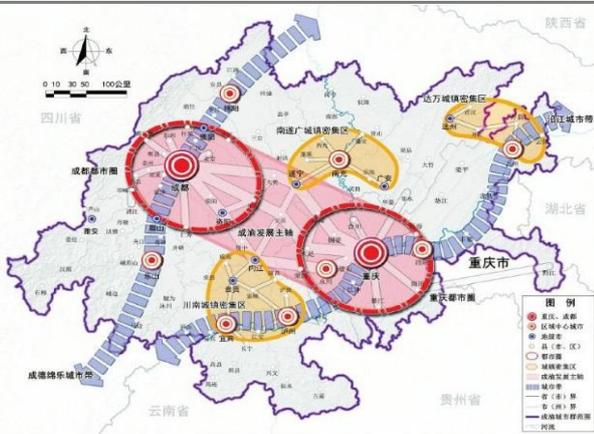
资料来源：国家统计局、中国中投证券研究总部

**确立为全国中心，交通枢纽地位更盛。**在 2016 年 5 月初正式公布的《成渝城市群发展规划》中，重庆被确立为成渝城市群两大核心之一。规划重点强调了重庆西部开发开放战略支撑和长江经济带西部中心枢纽载体的功能，被确立成为国家中心城市、长江上游地区经济中心、金融中心、商贸物流中心、科技创新中心、航运中心。

规划以多方面助推培育成渝城市群的发展，具体以轨道交通为例，在 5 年内计划建设 8 个城际轨道项目，总里程 1008 公里；普铁规划建成 9 条铁路，实施 3 项铁路扩能改造工程；高铁“八横八纵”规划中，京昆高铁、包海高铁、兰广高铁、沿江高铁、渝厦高铁等 5 条高速铁路穿过成渝地区，计划重点建设 9 座铁路综合交通枢纽，确保成渝城市群纵横两个方向成为西南地区的交通枢纽。

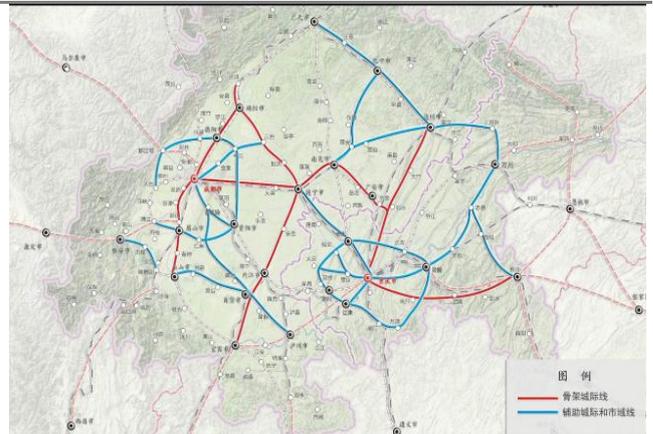
在重庆“十三五”规划中，交通建设仍然成为重点，将建设成为西南地区铁路综合交通枢纽，5 年内新增铁路 1000 公里，总里程超过 2500 公里，建成“米”字形高铁网；5 年内新增城市轨道交通运营里程 200 公里，总里程达到 415 公里，建成“一环八线”交通网，远期规划“1 环线+17 条射线”，总长约 820 公里，其中主城约 780 公里，重庆主城轨道线网密度将达到 0.69 公里/平方公里；计划新增高速公路 1000 公里，总里程超过 3500 公里，形成“三环十二射多联线”网络；建成巫山、武隆机场，改扩建万州、黔江机场，江北机场投用使用第三跑道，形成“一大四小”体系。

图 19 重庆为成渝城市群核心之一



资料来源：公开资料、中国中投证券研究总部

图 20 成渝地区城际轨道大幅增加



资料来源：公开资料、中国中投证券研究总部

图 21 重庆将成西南地区交通枢纽



资料来源：公开资料、中国中投证券研究总部

图 22 重庆轨道交通远期将达 820 公里

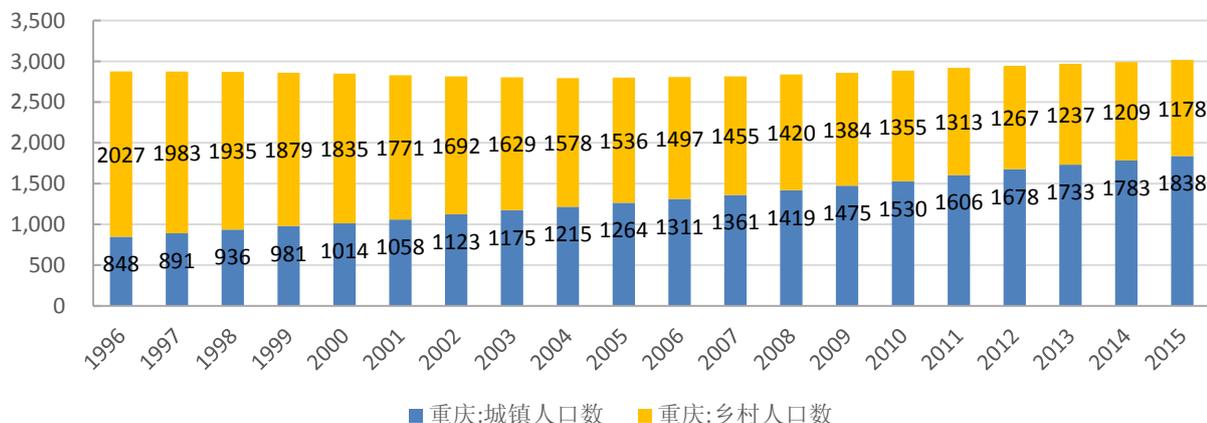


资料来源：公开资料、中国中投证券研究总部

**人口持续向城区聚拢，全市需求有望持续稳定在 4200 万方/年。**2015 年重庆市常住人口 3016.55 万人，较 2014 年增加 25.15 万人，自 2008 年以来持续保持 25 万人以上的净增长，其中重庆市城镇人口 1,838.41 万人，较 2014 年增加 55.54 万人，自

2008 年以来持续保持 50 万人以上的净增长，同时城镇人口比重持续快速上升，2015 年首超 60%。人口持续稳定的增长确保重庆地区对住房的需求，人口从农村向城镇转移集中的趋势预期将助推对重庆主城区住房更大幅度的需求。

**图 23 重庆地区历年城镇、农村人口**



资料来源：国家统计局、中国中投证券研究总部

《重庆市社会事业发展状况分析》显示，重庆市 2013 年城镇居民人均住房建面 33.59 方、农村居民人均住房建面 41.55 方，2014 年农村居民人均住房建面 54.13 方。另外，重庆市五大功能区规划中提出至 2020 年重庆市常住人口 3330 余万人；2020 年重庆市城镇化建设目标常住人口城镇化率 65%以上、城市人均住房面积达 35 平方米左右。依据以上数据，结合 2013 年重庆城镇人口 1732.7 万人、农村人口 1237.3 万人，假设 2020 年农村居民人均住房建面维持 2014 年 54.13 方的水平，我们估计至 2020 年，重庆市城镇人口约 2166.7 万人、农村人口 1166.7 万人，重庆全直辖市净增住房面积约 2.94 亿方，平均约 4200 万方/年。横向比较 2010 年以来 4000-4500 万方的住宅销售面积，我们认为重庆市房地产市场未来能维持稳定。

**表 2 2013-2020 年重庆全市住房净增需求平均约 4200 万方/年**

时间	城镇人口	农村人口	城镇人均住房面积	农村人均住房面积	城镇总住房面积	农村总住房面积	城镇净增住房面积	农村净增住房面积	合计净增住房面积	年均净增住房面积
2013	1732.7	1237.3	33.59	41.55	58201.3	51409.9				
2020	2166.7	1166.7	35	54.13	75834.5	63153.5	17633.2	11743.6	29376.8	4196.7

资料来源：国家统计局、中国中投证券研究总部

**表 3 重庆全市住宅销售面积 (万方)**

项目	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016M7
销售面积	2669.93	3771.22	3986.31	4063.42	4105.11	4359.19	4423.68	4477.71	2667.71

资料来源：国家统计局，中国中投证券研究总部

**去库存政策初见成效，全市 16 年 1-7 月、核心主城 9 区上半年住宅销售面积首超土地成交计容建面。** 2010 至 2015 年，重庆全市住宅市场持续处于供过于求的状态，住宅供给严重过剩导致价格持续在 6000-8000 元低位震荡。16 年 3 月，重庆市政府出台《重庆市推进供给侧结构性改革工作方案》：两年内土地供应规模逐年减少 10%、在请务必阅读正文之后的免责条款部分

2-3年内完成1000万平方米去库存任务等。数据显示,16年以来重庆土地供应下降明显、住宅销量稳定增长,1-7月住宅销售面积首超土地成交计容建面,以成交土地建面与同期销售面积的差额定义未售土地建面,2012年以来累计的未售土地建面消化时间约36.9个月。预计16年全年住宅销售面积将超过土地成交计容建面,在未来2-3年去库存的大基调下,重庆全市住宅市场有望缓解自2010年以来供过于求的状态。

**表4 重庆38区县2010-2016M7住宅销售面积、成交土地建面**

项目	单位	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016M1-7
销售面积	万方	3986.3	4063.4	4105.1	4359.2	4423.7	4477.7	2667.7
成交土地建面	万方	5972.9	5109.8	6019.9	10232.1	7377.4	7854.6	2600.6

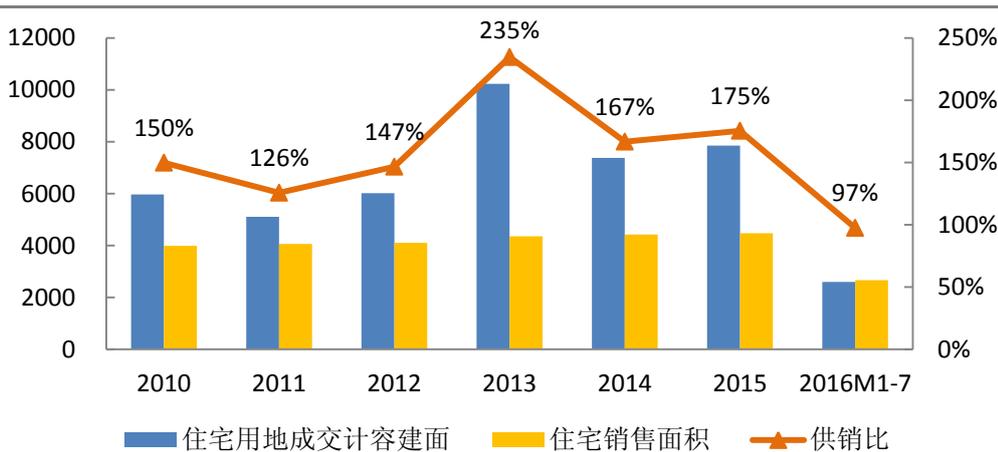
资料来源:国家统计局,中国土地市场网,中国中投证券研究总部

**表5 2010-2016M7重庆38区县未售土地建面消化时间44.83个月**

单位	2010-2016M7 累计未售土地建面	2016M1-7 销售面积	2016M1-7 月均销售面积	预计消化时间
万方	17084.1	2667.7	381.1	44.83

资料来源:国家统计局,中国土地市场网,中国中投证券研究总部

**图24 重庆38个区县住宅销售面积2016M1-7首超成交计容建面**



资料来源:国家统计局,中国土地市场网,中国中投证券研究总部

依据重庆市政府五大功能区规划,原主城9区全部纳入都市核心区以及都市功能拓展区,定位全市政治经济、金融创新、现代服务业中心以及科教中心、物流中心、综合枢纽和对外开放的重要门户,先进制造业集聚区以及未来新增城市人口的宜居区,是未来重庆全市人口、经济高增长的核心区域。

集中分析主城9区:2016H1土地成交计容建面为399.9万方,同比-53.8%,住宅销售面积1081.7万方,同比+32.4%;2012年以来累计未售土地建面消化时间仅19.1个月,明显低于同期全市38区县36.9个月的整体水平。未来受去库存政策影响,预期主城9区土地供应同样将在2-3年内持续下降,传导至住宅供应中短期持续下降,加之规划中提出主城9区人口将由2014年的约820万增至2020年的约1220万,增幅近50%,人口聚集助推住房需求稳定增长,核心区域经济增长集中提速,主城9区有望先于全市结束供过于求的状态,住宅资源逐渐稀缺,房价率先进入上升通道。

**表 6 重庆主城 9 区 2010-2016M7 住宅销售面积、成交土地建面**

项目	单位	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016M1-7
销售面积	万方	1590.3	1113.2	1407.9	2026.0	1847.1	1663.1	1383.0
成交土地建面	万方	2274.6	1385.7	2443.2	3162.5	1775.9	2524.3	993.6

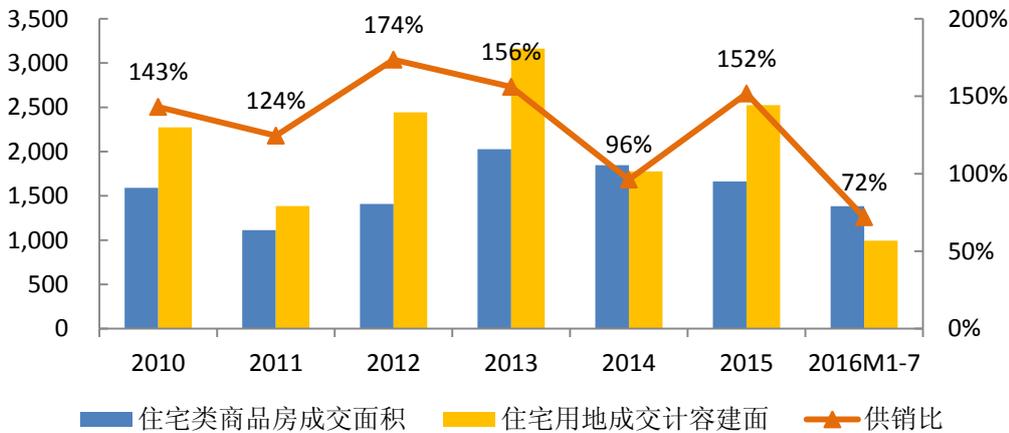
资料来源：重庆市房管局，中国土地市场网，中国中投证券研究总部

**表 7 2010-2016M7 重庆主城 9 区未售土地建面消化时间 17.86 个月**

单位	2010-2016M7 累计未售土地建面	2016M1-7 销售面积	月均销售面积	预计消化时间
万方	3529.05	1,383.04	197.58	17.86

资料来源：重庆市房管局，中国土地市场网，中国中投证券研究总部

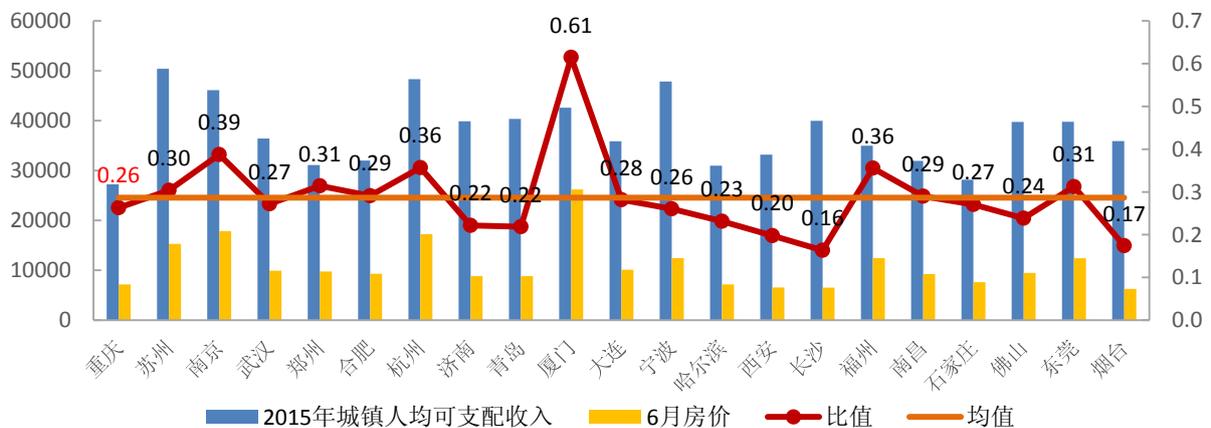
**图 25 重庆主城 9 区 2016M1-7 住宅销售面积大幅高于成交计容建面**



资料来源：重庆市房管局，中国土地市场网，中国中投证券研究总部

**房价处于二线城市倒数，居民支付能力支持房价上升。**重庆市 2015 年房价平均 6800 元/方，全年呈震荡下行的态势，16 年上半年房价转跌为升，快速恢复到 15 年年初水平，但在同类二线城市中仍排名倒数。重庆市每平方米房价与可支配收入的比值 0.26，横向比较同类二线城市稍低于平均水平，预期重庆未来房价还有一定的上涨空间。

**图 26 部分二线城市 6 月房价/2015 年城镇人均可支配收入 (均值 0.287)**



资料来源：搜房网、国家统计局、中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

**重庆龙头，市场占有率高。**公司是重庆地区最具代表性的房地产龙头，上市以来，房地产业务过半集中在重庆、成都及周边三四线城市。公司 2015 全年在重庆地区销售额近 108 亿元，在重庆地区的市场份额近 4.8%。公司 2016 年上半年在重庆区域的数据持续亮眼，在大重庆区域签约房屋约 14900 套，总建筑面积 133.52 万方，总签约金额 71.7 亿元，在重庆地区的市场份额近 6%，领跑重庆楼市。

**表 8 历年公司重庆地区房地产市场份额**

时间	公司重庆地区销售额 (亿元)	重庆地区总销售额 (亿元)	市场份额
2013 年	110	2,283.57	4.82%
2014 年	148	2,253.28	6.57%
2015 年	107.6	2,244.43	4.79%
2016 年上半年	71.7	1,197.22	5.99%

资料来源：公开资料，中国中投证券研究总部

**三四线郊县降价退出，未来利润率有上升空间。**公司在重庆三四线郊县城市以去库存为主要任务，坚持以价换量的定价思路，降价进行尾盘促销，部分项目毛利率已经为负值。未来郊县低利润项目完成结算之后，公司将以规模适度、利润最优、股东回报最大为主要导向为项目定价，利润率有望回升。

**表 9 2015 年公司重庆地区部分房地产项目盈利情况**

地区	项目	营业收入 (亿元)	营业成本 (亿元)	毛利率 (%)
重庆	璧山中央公园城	4.72	3.70	21.49
重庆	江津中央公园城	4.05	3.19	21.38
重庆	重庆廊桥水乡	19.93	12.42	37.69
重庆	涪陵天籁城	7.32	4.99	31.84
重庆	大足中央公园城	7.27	5.46	24.90
重庆	荣昌世界城	4.24	3.14	26.03
重庆	开州城	12.84	6.89	46.43
重庆	开州财富中心	14.05	7.10	49.43
重庆	长寿金科阳光小镇	6.48	4.96	23.39
重庆	永川金科阳光小镇	6.18	4.40	28.90
重庆	合川金科世界城	6.17	4.23	31.46
重庆	<b>茶园中央御院</b>	<b>11.00</b>	<b>11.33</b>	<b>-3.07</b>
重庆	金科江津世界城	5.80	3.67	36.76
重庆	金科时代中心	2.49	2.00	19.80

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

**重庆大本营土地储备丰富，拿地回归主城区，项目盈利有保证。**截至 2015 年末公司土地储备可建面积为 1699 万方，其中在重庆的土地储备约 900 万方，占公司全部储备面积的一半以上。16 年上半年公司在重庆地区新增计容建面 96.21 万方，其中斥巨资在主城区拍下优质地块：11.9 亿元拍下两江新区礼嘉组团 15.62 万方地块，楼面价 7618 元/方；3.46 亿元拍下两江新区水土组团 27.26 万方地块，楼面价 915 元/方。

**表 10 2016 年至今重庆地区公司新拿地情况**

地区	地块名称	拿地方式	占地面积 (万方)	计容建筑面积 (万方)	总地价 (亿元)	楼面价 (元/方)
重庆	开县 KX-1-236 号地	竞拍	3.97	11.11	1.72	1551
重庆	开县 KX-1-242 号地	竞拍	9.98	26.96	4.71	1745
重庆	开县 KX-1-196 号地	竞拍	2.44	4.71	1.07	2261
重庆	两江新区礼嘉组团地块	竞拍	15.62	15.62	11.9	7618
重庆	两江新区水土组团地块	竞拍	27.26	37.81	3.46	915
合计			59.27	96.21	22.86	

资料来源：公开资料，中国中投证券研究总部

礼嘉组团地块位于金通大道西北方向，西临嘉陵江，距九曲河轻轨站的直线距离约 100 米左右，周边已有融创玫瑰园、华宇御澜湾和江山樾等品牌房企项目，别墅均价 2 万元/方、洋房均价 1 万元/方。结合金科地块临江、低容积率的特点，预期未来开发成低密度住宅，均价有望在 2 万元/方左右，结合楼面成本、建筑成本、费用资本化等因素综合成本在 1.2 元/方以下，项目货值超过 30 亿元，毛利率 40%，盈利性有保证。

**表 11 礼嘉组团 4 宗地块竞拍详情**

地区	地块名称	竞得方	占地面积 (万方)	计容建筑面积 (万方)	总地价 (亿元)	楼面价 (元/方)
礼嘉组团	F 标准分区 F03-10/05、 F03-11-1/05 号宗地	金科地产	15.62	15.62	11.90	7618
礼嘉组团	F 标准分区 F05-8/05、 F05-16/03 号宗地	龙湖地产	14.77	29.54	12.00	4062
礼嘉组团	F 标准分区 F06-1/05、 F06-9/03、F06-12/04 号宗地	龙湖地产	14.49	28.97	14.90	5143
礼嘉组团	F 标准分区 F05-9/05 号宗地	远洋地产	12.46	24.93	8.80	3530

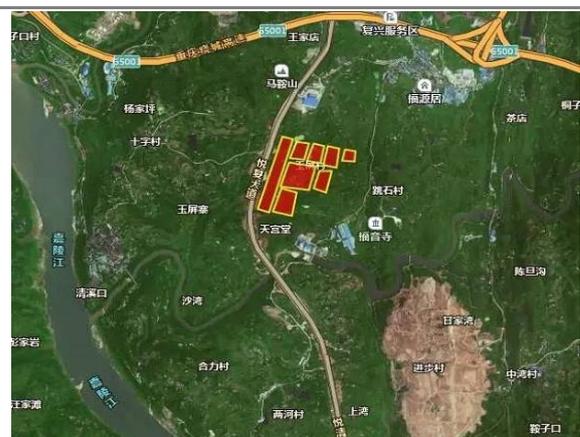
资料来源：公开资料，中国中投证券研究总部

**图 27 礼嘉组团 4 宗地块示意图**



资料来源：百度地图、中国中投证券研究总部

**图 28 水土组团地块示意图**



资料来源：新浪乐居、中国中投证券研究总部

水土组团地块，位于轻轨 6 号线支线二期悦来至沙河坝沿线，紧邻悦复大道和绕城高速，轻轨现已开工建设，预计 2020 年建成。对比近期相邻地块的成交价格，公司竞

得的地块楼面价仅 915 元/方，未来开发时更有价格优势。

**表 12 水土组团 3 宗 E 分区地块竞拍详情**

地区	地块名称	竞得方	占地面积 (万方)	计容建筑面积 (万方)	总地价 (亿元)	楼面价 (元/方)
水土组团	E 标准分区 E3-1/01、 E3-2/01、E4-1/01、E5-1/01、 E6-1/01、E7-1/01、E8-1/01、 E10-1/01 号宗地	金科地产	27.26	37.81	3.46	915
水土组团	E 标准分区 E37-1/01 号宗地	两江新区置业	12.79	13.43	1.61	1200
水土组团	E 标准分区 E1-1/01、 E2-1/01、E9-1/01、E11-1/01 号宗地	两江新区置业	9.00	13.49	1.37	1019

资料来源：公开资料，中国中投证券研究总部

公司 2015 年以来多次在开州区（开县）拿地，平均楼面价 2000 元/方以下。现公司在开州区（开县）已有楼盘开州城、开州财富中心在售，均价 5500 元/方，2015 年项目销售情况优异，单个楼盘销售额达到 10 亿元。开州区（开县）2016 年 6 月新房均价 5500 元/方。2015 年 5 月开州成为成渝城市群达万城镇密集区的一部分，6 月撤县设区，预期将刺激房价上涨。

## 2. 拓展布局“核心十城”顺利，主攻热点二线城市

**调整布局战略，集中进军“核心十城”。**公司针对房地产市场走向以及改善性需求发生的变化，提出以“二线热点城市为主，一线和中心三线城市为辅，逐步退出四线城市”的规划，重点布局“核心十城”，做大做强重庆、苏州、北京、成都、合肥市场的基础上，力争进入上海、天津、郑州、南京、武汉核心城市。公司计划 2016 年全年新增土地储备计容可建面积约 350 万方。2016 年上半年已通过多种途径累计新增计容建筑面积 249 万方，完成全年计划目标的 71%，其中在“核心十城”拿地约 206.8 万方，占比 83%。公司积极拿地，进度超前，为未来公司在“核心十城”扩张发展提供基础。

**表 13 2016 年上半年其余地区公司新拿地情况**

地区	地块名称	权益	占地面积 (万方)	计容建筑面积 (万方)
新疆乌鲁木齐	五家渠项目	51%	27.48	42.44
河南郑州	瓦屋李项目	50%	16.03	56.12
江苏南京	宝华山板块	100%	39.94	38.65
河南郑州	绿博项目	40%	6.66	16.64
安徽合肥	半岛 1 号项目	100%	28.80	23.03
四川成都	温江项目	100%	9.38	23.45
合计			128.29	200.33

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

**主要布局城市大多仍存需求缺口，房价上涨可期。**公司去年下半年改变项目布局战

略，选择集中在“核心十城”的主城区拿地，能确保公司集中资金深入开发每个项目。选择地价相对较低的项目，未来售价相较楼面价仍有较大的盈利空间；退出去库存压力大、收益差的城市，集中人力、资本等资源在热点“核心十城”进行成规模的项目开发，还能有效控制管理成本。公司上半年新进入南京、郑州、合肥等城市，在同类城市中销售去化情况良好、房价涨幅居前，结合下半年一城一策中热点二线城市供给端补充、需求端收紧的政策导向，预计未来上述三城楼市需求稳定，价格涨幅放缓。

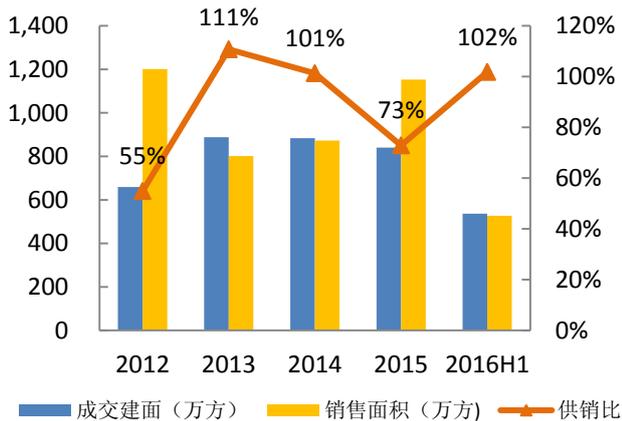
苏州7月房价15337元/方，1-7月房价累计上涨20.6%。2016年上半年商品住宅销售面积526.80万方（同比+18.4%），住宅类土地成交建面为536.20万方（同比+98.6%），土地成交面积仅为销售面积的102%，政府扩大土地供给，需求缺口较15年基本维持稳定，住宅供不应求预期刺激房价上涨。

南京7月房价18290元/方，1-7月房价累计上涨21.6%。2016年上半年商品住宅销售面积846.65万方（同比+106.1%），住宅类土地成交建面为470.06万方（同比+52.9%），土地成交面积仅为销售面积的56%，需求缺口较15年加速扩大，住宅供不应求预期刺激房价上涨。

合肥7月房价9698元/方，1-7月房价累计上涨20.8%。2016年上半年商品住宅销售面积852.96万方（同比+51.3%），住宅类土地成交建面为455.15万方（同比-8.6%），土地成交面积仅为销售面积的53%，需求缺口2012年以来持续增长，今年加速扩大，住宅供不应求预期刺激房价上涨。

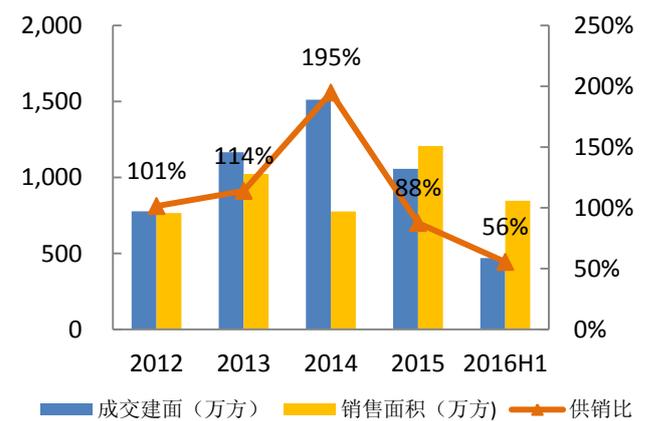
郑州7月房价9859元/方，1-7月房价累计上涨3.4%。2016年上半年商品住宅销售面积734.04万方（同比+56.7%），住宅类土地成交建面为949.71万方（同比+73.0%），土地成交面积为销售面积的129%，与15年持平，住宅供过于求的现象较2012-2014年有较大缓解，预期房价将逐步进入上升通道。

**图 29 苏州住宅类土地成交建面、销售面积**



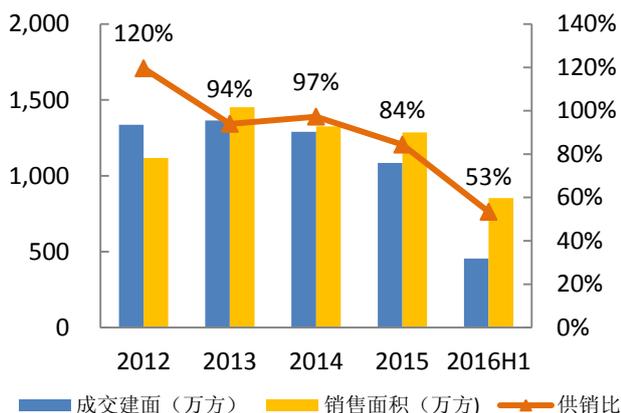
资料来源：苏州国土局、房管局、中国中投证券研究总部

**图 30 南京住宅类土地成交建面、销售面积**



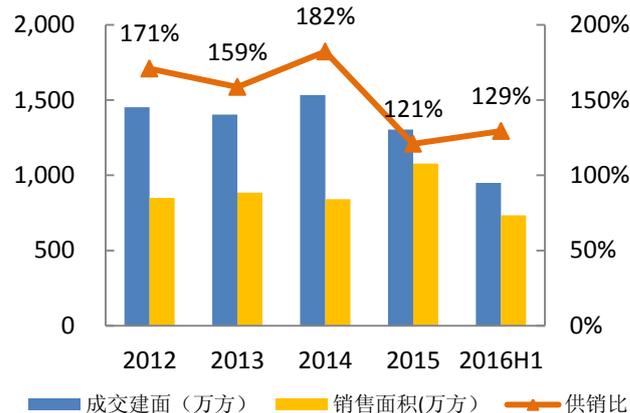
资料来源：南京国土局、房管局、中国中投证券研究总部

图 31 合肥住宅类土地成交建面、销售面积



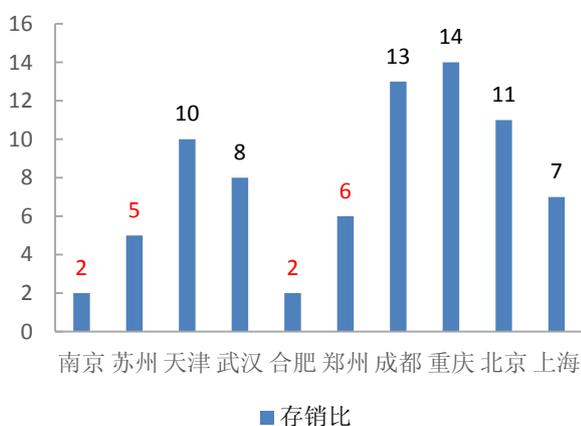
资料来源：合肥国土局、统计局、中国中投证券研究总部

图 32 郑州住宅类土地成交建面、销售面积



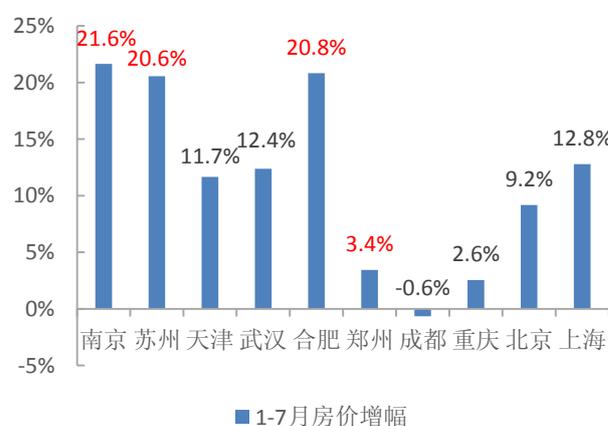
资料来源：郑州国土局、房管局、中国中投证券研究总部

图 33 核心十城 6 月存销比



资料来源：易居、中国中投证券研究总部

图 34 核心十城 1-7 月房价上涨幅度



资料来源：搜房网、中国中投证券研究总部

**多途径拿地成本低，项目获取持续性有待检验。**面对苏州、南京、合肥等一些城市火热的土地市场，公司坚持既定的“核心十城”布局战略，除了通过土地招拍挂方式在楼市火热前前瞻性拿地以外，公司还在拿地策略上采取其他方法降低拿地成本，如二手地股权收购以及与整治单位合作参与土地一级整治的方式获取土地，为未来项目的开发以及定价提供了更大的空间。

由于南京、合肥、郑州地价高企，公司 2016 年放弃招拍挂而选择以项目收购、合资合作、城中村改建非传统方式拿地进入三城。可以预期热点城市地价短期内将受房价增长以及的售火热等因素刺激持续上涨，公司未来将继续主要以非传统拿地方式在外拓核心城市拿地。

公司 2016 年二季度末公司在手货币资金 97.85 亿元，招拍挂获取地块，以南京为例，楼面价平均超过 1.7 万元/方，若选择拍地获得原有宝华山地块，成交总价将超过 65.7 亿元，公司现有在手资金暂不足以支持在热点城市直接高价拍地。参与竞拍土地整改工程，虽然地价大幅低于非整改项目，但项目前期包括拆迁土改等高费用工程，整体成本较土地成本高不少，公司是否有能力顺利控制前期整改工程成本，确保项目综合利润率，持续选择整改项目进行开发有待检验。

股权合作、项目转让等非传统拿地方式拿地效率不如招拍挂，谈判失败项目流产的风险性更大，公司作为重庆地区的龙头房企，在其余“核心十城”房地产市场仍只是新进入者，口碑声望等还待树立，能否持续寻得有意愿的优质合作方，在较短时间内达成合作开发共识有待检验。

综合考虑以上两类拿地方式，未来公司新进入“核心十城”可持续获得项目的风险性值得关注，预期各核心城市项目总量规模化周期偏长。

**表 14 公司多途径拿地成本比较**

地区	公司地块名称	拿地方式	单位成本 (元/方)	可比地块	单位成本 (元/方)
江苏苏州	甬直地区地块	竞拍	5500	苏地 2016-WG-7 号地块	17000
江苏南京	宝华山项目	项目转让	5350	仙林湖 G51 商住地块	24000
安徽合肥	半岛 1 号项目	股权收购	8300	庐阳 N1602 地块	11500
河南郑州	瓦屋李项目	竞拍	4150	郑政出[2016]73 号地块	5200

资料来源：公开资料，中国中投证券研究总部

**新进入地块区位较佳，盈利空间大**

苏州甬直东方水榭项目位于吴中区甬直镇，靠近甬直古镇风景点、镇政府、镇人民医院。周边有阳光城丽景湾等多家高档楼盘开发项目，均价 1.4 万元/方左右。项目为高端洋房，现已开盘销售，均价 1.6 万元/方，项目货值超过 15 亿元，结合 2700 元/方的楼面价，项目有较大的盈利空间。

南京宝华山地块位于镇江句容宝华山附近，接壤南京市栖霞区仙林地区，距离地铁 2 号线、建设中的 4 号线以及规划中的 15 号线较近，预期未来 3 年内地铁通达，附近宝华山国家森林公园、仙林大学城、栖霞山风景名胜公园并立，区位优势优异。周边有万科、保利、碧桂园、恒大等多家高档楼盘开发，项目均价 2 万元/方左右。项目综合容积率 1.05，低密度住宅，售价有望达到 2 万元/方，货值超过 75 亿元，结合 2000 元/方左右的楼面价，项目有较大的定价和盈利空间。

**图 35 苏州甬直东方水榭项目区位图**



资料来源：百度地图、中国中投证券研究总部

**图 36 南京宝华山项目区位图**



资料来源：百度地图、中国中投证券研究总部

合肥半岛 1 号项目位于距离主城区约 20 公里北郊长丰县的梅冲水库旁 环境优异，  
请务必阅读正文之后的免责条款部分

自配有小学，接壤合肥市区庐阳区，距离北城高铁站 10 公里，处于远期规划中预留的地铁 8 号线北延线，预计 2025 年后开始建设。项目附近有御景嘉苑、北城世纪城、新慧御湖城、京冠御园华府等楼盘，均价 9000 元/方，考虑项目占地面积达 97 万方，综合容积率不足 1，预计未来将打造成别墅+洋房+小高层项目，综合售价 1 在万元/方左右，货值 25 亿元左右，结合不足 1500 元/方的楼面价，项目有较大的定价和盈利空间。由于市政府现全力打造南部滨湖区为中心区，大力发展滨湖区道路交通以及轨道交通建设，项目吸引力将不及同处大巢湖周边政府主力发展且交通便利的楼盘，预期未来附近区域房价与主城区及滨湖区会有较大差距，短期内销售推盘有一定的阻力。

郑州瓦屋李城中村改造项目位于郑州中原区科学大道与瑞达路路口东南角，火车北站以西 2 公里处，处于高新区核心位置，未来地铁 8 号线、9 号线 2 期将通过项目附近，预计 5 年内建成通车，周边社区内配套有郑州中学附小、郑州中学、郑州大学等从幼儿园到小学到中学的全链条教育资源，高新区目前唯一一个商业娱乐中心丹尼斯在项目北 200 米左右。项目地处的高新区现为市区内房价洼地，均价 8600 元/方，成交量一直位居市区前三，附近周边有万科、保利、恒大等多家高档住宅开发项目，均价 1 万元/方以上。目前瓦屋李城中村改造工程的房屋拆迁、土地平整部分任务已基本完成，计划打造中高端改善项目郑州金科城，项目综合综合容积率 3.5 左右，预计未来以高层住宅和洋房为主，售价在 1 万元/方左右，货值超过 55 亿元，结合不足 2000 元/方的楼面价，项目同样有较大的定价和盈利空间。

图 37 合肥半岛 1 号项目区位图



资料来源：百度地图、中国中投证券研究总部

图 38 郑州瓦屋李项目区位图



资料来源：百度地图、中国中投证券研究总部

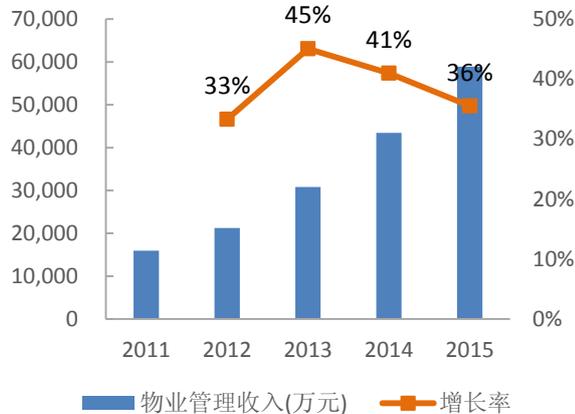
## 四、产业升级涉足社综服务、学前教育，多元化服务业务协同发展

公司以自有资金 10 亿元出资成立全资子公司金科社区综合服务集团有限责任公司，负责社区综合服务业务的投资和运营，以自有资金 10 亿元出资成立全资子公司金科教育投资管理有限责任公司，负责公司未来教育产业的投资和运营。

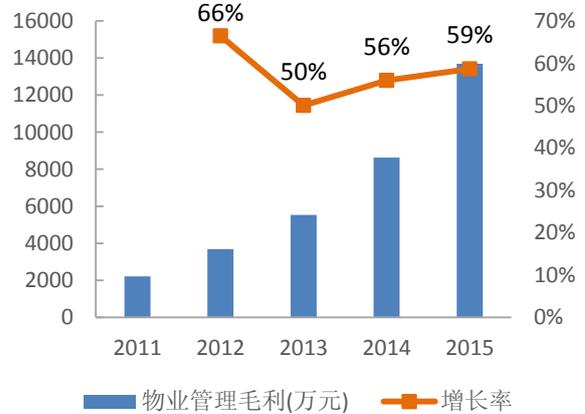
**开放合作与垂直发展并举，重点投资高收益学前教育业务。**公司现有物业管理业务 2015 年营业收入 5.89 亿元，自 2012 年以来平均保持 40% 的增速，毛利润 1.37 亿元，自 2012 年以来平均保持 60% 的增速，毛利率逐年提升达 23.24%，净利润 5000 万元

左右。公司已有物业管理面积 1 亿余方，未来公司将以现有的物业管理项目和传统物业管理服务模式为基础，通过委托管理、股权合作、并购等方式，快速拓展物业服务管理面积，2016 年预计新增 2000-3000 万方，营业收入 8-9 亿元，净利润接近 1 亿元。

**图 39 物业管理业务收入**



**图 40 物业管理业务毛利润**



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

在社区综合服务经营方面，公司规划一方面通过开放社区综合服务平台，引入高质量的外部服务商家共建社区服务生态圈，不断增强广大业主对社区综合服务平台的粘性，借力发展线上多种生活服务业务，通过收入分成等多种模式实现服务平台价值变现；另一方面重点投资发展社区线下核心业务，看好回报率较高的教育业务，在社区教育领域进行重度垂直发展，以学前教育为重点大力发展教育产业，既为社区提供高质量的教育服务，也为公司打造新的利润增长极。

**重点切入学前教育，地产资本争做教育龙头。**公司以规划通过包括但不限于并购整合优势教育品牌、与品牌教育资源合资合作、自建等多种方式，在整合公司社区现有教育资源的基础上，前期重点布局和发展学前教育，扩大社区教育机构布点，设立幼儿教育、早教、学前培训等服务机构，纵向延伸学前教育产业，为社区业主提供优质教育服务，壮大公司社区综合服务产业。未来稳步发展中小学基础教育等教育产业，与公司房地产主业形成协同效应。

2015 年，我国学前教育在园儿童 4265 万人、毛入园率 75%，对比《国家中长期教育改革与发展规划纲要（2010-2020）》中 2015 年在园人数 3400 万人、毛入园率 85% 的目标，15 年实际在园儿童人数较高是建立在高适龄儿童总人数基础上，毛入园率较低，学前教育需求的存量缺口仍然很大。

2015 年我国出生人口 1655 万人，出生率为 12.07‰，考虑“二孩政策”影响，2011 年底实施“双独二孩政策”、2013 年底实施“单独二孩政策”、2015 年底实施“全面二胎政策”，2011 年至 2015 年出生率基本维持在 12‰ 的水平不变，国家卫计委预计全面二孩政策每年将新增新生儿 250 万人，预计可使每年新生儿总数接近 2000 万人，出生率近 14‰，学前教育增量需求有保障。此外由于居民收入差距持续扩大，社会阶层迅速分化，教育需求也日益多样化，差异化教育需求日益增长，现有优质幼儿园难以满足需求，优质幼教资源出现供不应求。近十年来，我国幼儿园数量年均增速明显低于

在园幼儿人数的增速。可以预见在未来几年，随着儿童人数的加速增长，学前教育因需求增大而将首先受益，其投资发展的收益很有保障，产业前景十分广阔。

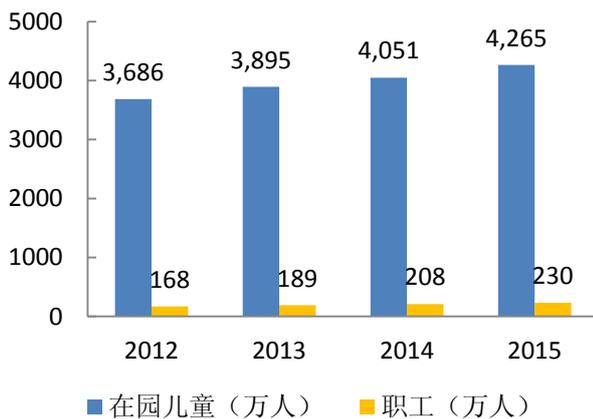
民办学前教育占比较高，民办幼儿园占比达 66.36%。政策层面，国家鼓励民办学前教育相继出台《中华人民共和国民办教育促进法》、《国家中长期教育改革和发展纲要（2010-2020）》、《国务院关于当前发展学前教育的若干意见》等一系列政策法规。国家大力支持民办教育，提倡普及学前教育、提高毛入园率，重视 0 至 3 岁婴幼儿教育，鼓励引进社会力量，支持民办幼儿园的发展，提高办园水平。

**表 15 学前教育事业发展主目标**

指标	2009 年	2015 年	2020 年
幼儿在园人数 (万人)	2658	3400	4000
学前一年毛入园率 (%)	74	85	95
学前两年毛入园率 (%)	65	70	80
学前三年毛入园率 (%)	50.9	60	70

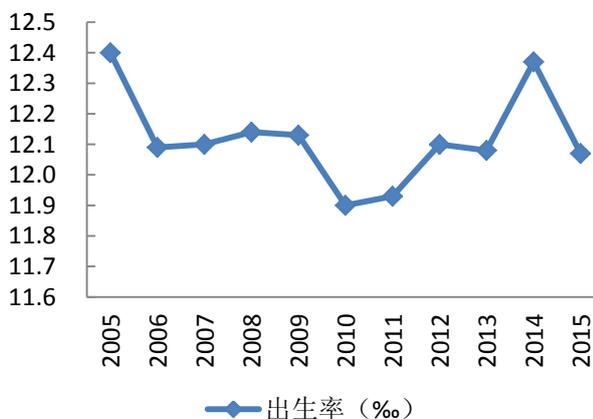
资料来源：《国家中长期教育改革与发展规划纲要（2010-2020）》，中国中投证券研究总部

**图 41 我国学前教育现状**



资料来源：教育部、中国中投证券研究总部

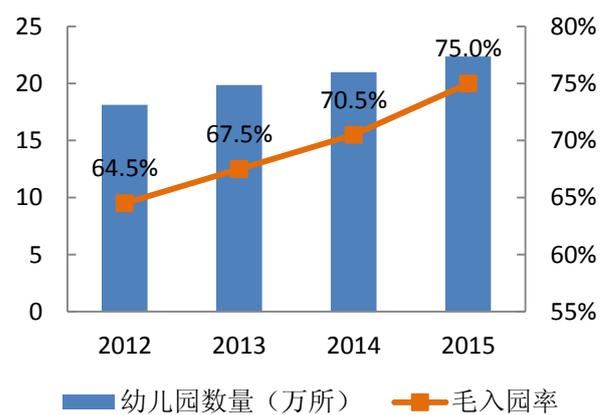
**图 43 我国人口出生率未来或达 14%。**



资料来源：国家统计局、中国中投证券研究总部

**图 45 民办幼儿园市场规模**

**图 42 学前教育毛入园率逐步提升**



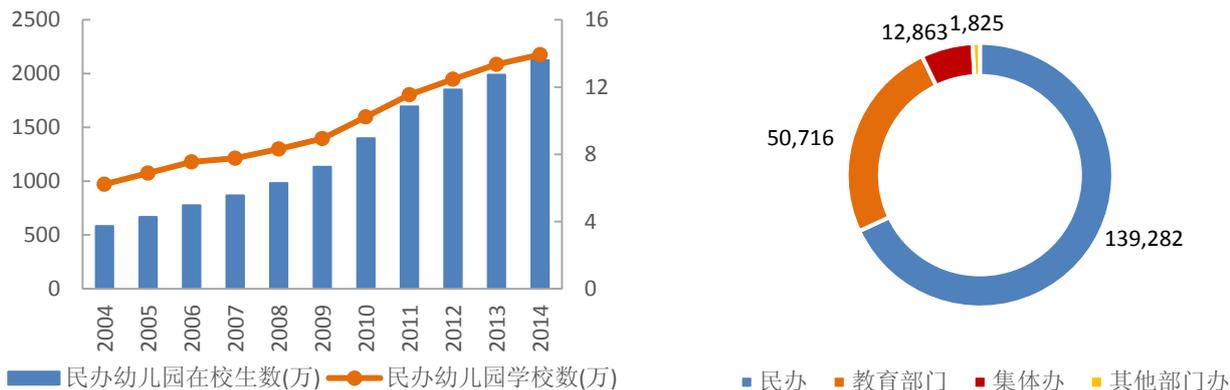
资料来源：教育部、中国中投证券研究总部

**图 44 幼儿园增长率不及在园儿童增长率**



资料来源：教育部、中国中投证券研究总部

**图 46 2014 年民办幼儿园占比 66.36%**



资料来源：教育部、中国中投证券研究总部

资料来源：教育部、中国中投证券研究总部

公司选择集中投资学前教育，优势在于公司拥有房地产项目中配套了大量社区教育物业资产和设施，因此公司具备直接从事学前教育经营的资产基础。通过并购整合、合资合作等方式，引进优质教育品牌资源，进一步整合已有项目的学前教育资源，可以形成较大的产业规模和品牌优势，进而做大做强教育产业。

**升级业务盈利周期偏长，成熟后利润率较高。**开放合作与垂直发展并举，盈利周期短期内核心业务处于发展期需要公司集中投入较多资金，平台搭建也难以形成成熟的盈利模式获得收益；长期来看，垂直发展能确保未来公司直接获益于高收益核心业务，平台搭建有利于公司以较低成本分享合作方收入。预期近两年公司升级社综服务整体利润为负值，未来社综业务盈利水平更多取决于教育业务效益，考虑公司先试点后推广的思路，业务需要相当长的周期扭亏为盈。

利润水平参考 2015 年年报数据，教育行业中以 K-12 产业而闻名的海亮教育净利率达 27.4%、内地国际教育龙头枫叶教育更是达到了 31.5%；社综服务产业中社区 O2O 业务旗帜彩生活 2015 年净利率也达到 22%，均超过金科现有的综合净利率水平。考虑公司现具有的较多房地产项目、社区和客户资源，旗下物业管理公司也具备相当的区域市场竞争力以及口碑，未来通过整合和优化已有产业资源，在自有社区内开展社综业务，待业务成熟时利润水平有望达到行业领先水平。

## 五、多途径激励绑定管理层利益，董事长辞职专心产业拓展

### 1. 员工持股计划绑定高管及骨干利益，公司后续发展有动力

为了进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司中高层管理人员及核心业务（技术）人员的积极性，有效地将股东利益、公司利益和经营者个人利益结合在一起，使各方共同关注公司的长远发展。2015 年 11 月，公司向董事、管理层、核心人员等推行股权激励计划，定向发行公司股票。12 月 9 日，公司已完成持股计划限制性股票授予登记工作。

本次计划标的股票 20178 万股，占计划签署时总股本 413562 万股的约 4.88%，

其中首次授予 19144 万股,占目前总股本 432626 万股的 4.425%,预留 1,034 万股,授予价格 3.23 元/股,锁定期 12 个月,有效期不超过 6 年。

依据激励计划解锁安排,16 年 12 月限制性股票即将首次解禁,占比 25%,对应解锁条件已经满足:净利润 15 年 12.34 亿元较 14 年 8.63 亿元增长 42.99%,归母净利润、归母扣非净利润均高于最近三个会计年度均值。随着解锁临近,同时为顺利完成定增,有望提速释放业绩和加快各项战略实施。此外,控制人持续通关过二级市场增持提振市场信心。

**表 16 股权激励计划首次授予分配情况**

姓名	职务	获授限制性股票的总额 (万股)	占本次授出限制性 股票的比例	占目前总股本 的比例
蒋思海	董事会副主席、总裁	2500	13.05%	0.605%
罗利成	执行总裁	1000	5.22%	0.242%
李华	副总裁、财务负责人	900	4.70%	0.218%
张天诚	董事、副总裁	700	3.66%	0.169%
刘忠海	董事、董事会秘书	700	3.66%	0.169%
喻林强	副总裁	700	3.66%	0.169%
何立为	董事、副总裁	300	1.57%	0.073%
王洪飞	副总裁	1000	5.22%	0.242%
	中层管理人员 (139 人)	11344	59.26%	2.743%
	合计	19144	100%	4.63%

资料来源:公司公告,中国中投证券研究总部

**表 17 股权激励计划解锁安排表**

解锁安排	解锁时间	可解锁数 量占比	解锁条件
第一次解锁	自首次授予日起满 12 个月后的首个交易日至首次授予日起 24 个月内的最后一个交易日止	25%	锁定期内归母净利润、归母扣非净利润不低于最近三个会计年度均值且不为负; 相比 2014 年,2015 年净利润增长率不低于 33%;
第二次解锁	自首次授予日起满 24 个月后的首个交易日至首次授予日起 36 个月内的最后一个交易日止	25%	相比 2014 年,2016 年净利润增长率不低于 48%;
第三次解锁	自首次授予日起满 36 个月后的首个交易日至首次授予日起 48 个月内的最后一个交易日止	25%	相比 2014 年,2017 年净利润增长率不低于 63%;
第四次解锁	自首次授予日起满 48 个月后的首个交易日至首次授予日起 60 个月内的最后一个交易日止	25%	相比 2014 年,2018 年净利润增长率不低于 78%;

资料来源:公司公告,中国中投证券研究总部

## 2. 房地产项目跟投机制调动经营团队积极性,项目风险收益比更优

为了进一步提升公司获取房地产项目的质量和项目运营效率,将项目经营效益与跟投员工个人收益直接挂钩,公司 2015 年推出房地产项目跟投制度。截止 15 年末,各区域核心管理人员成功实施跟投项目 12 个,跟投总额 8,000 万元。

依据公司制定跟投管理办法,区域公司经营班子、投资负责人、区域公司其他关键

人员必须跟投区域公司管辖范围内符合本规定的所有项目；城市公司经营班子、城市公司其他关键人员必须跟投城市公司管辖范围内符合本规定的所有项目；项目制负责人、项目其他关键人员必须跟投所管理的符合本规定的所有项目。强制跟投机制能有效将公司利益与项目经营团队捆绑，有效控制投资及经营风险，充分调动项目经营团队的积极性，进一步提高项目经营质量和运营效率。

**表 18 项目跟投情况**

姓名	有限合伙企业	跟投金额 (万元)	跟投项目公司	跟投房地产项目	跟投后合伙企业 占比
喻林强	金科中盛壹	300	重庆金科巫宸房地 产开发有限公司	重庆巫山白杨湾项目	4.37%
	金科中盛拾陆	150		重庆大渡口双山项目	4.43%
	金科中盛拾柒	300		重庆大竹林项目	1.08%
	金科中盛拾捌	150		重庆涪陵南湖项目	2.15%
	金科中盛拾玖	159		重庆开县大丘项目	7.22%
	金科中盛贰拾	300		重庆万州观音岩项目	2.48%
罗利成	金科中盛拾叁	300	成都金科骏丰房地 产开发有限公司	成都音凰项目	3.79%
王洪飞	金科中盛柒	300	金科集团苏州东峻 房地产开发有限公 司	苏州甬直项目	7.27%
陈昌凤	金科中盛壹	100	重庆金科巫宸房地 产开发有限公司	重庆巫山白杨湾项目	4.37%
	金科中盛拾陆	75		重庆大渡口双山项目	4.43%
	金科中盛拾柒	135		重庆大竹林项目	1.08%
	金科中盛拾捌	49		重庆涪陵南湖项目	2.15%
	金科中盛拾玖	65		重庆开县大丘项目	7.22%
	金科中盛贰拾	49		重庆万州观音岩项目	2.48%
公司董事、 监事、高管	拟设立的有限合伙企业	5612	公司控股子公司	公司房地产开发项目	
合计		8000			

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

### 3. 董事长辞职专心产业拓展，总裁接棒上市公司成熟业务

2016年8月11日，公司原董事长黄红云先生申请辞去公司董事会主席、董事及董事会专门委员会相关职务，董事会批准并选举公司董事、总裁蒋思海先生为公司董事会主席，黄红云先生仍为公司实际控制人。

黄红云先生辞去董事长职务，原因有以下三点：

1、上市公司房地产主业及配套业务已较为成熟，可以放手由原公司总裁蒋思海先生管理，而转型升级业务刚刚起步需要集团董事会的全力支持，辞去上市公司职务能专心支持公司的转型；

2、上市公司控股母公司金科投资控股有限责任公司正准备发展金融产业等产业，辞去上市公司职务方便回归控股母公司培育新产业，为支持公司做准备；

3、黄红云先生日前被选为重庆市工商联主席，未来在工商联岗位上履职尽责，工作繁忙，会占用一定的时间。

#### 4. 实际控制人增持看好未来发展，恒大系入股或存股权之争

9月13日公司实际控制人黄红云先生以集中竞价交易的方式增持公司股票687.21万股，占比0.16%，增持成本4.34元/股。自15年8月27日公司推出起实际控制人、部分董监高增持股票以维护股价稳定的方案以来，实际控制人黄红云、陶虹遐夫妇先后6次累计增持公司股份2791.31、2222.22万股，占比0.65%、0.54%，平均增持成本5.19元/股。截止9月12日，公司控股股东重庆市金科投资控股（集团）有限责任公司（17.21%）、实际控制人黄红云先生（11.53%）及陶虹遐女士（2.1%）合计持有公司股票占比达31.00%。

实际控制人在方案中承诺，在增持期间及增持计划完成后6个月内不减持股份，最高增持成本可达10元/股，增持空间较大。实际控制人在较低位增持公司股票，彰显了对公司未来发展以及股价提升的信心，无论是最近4.34元/股的成本还是平均5.08元/股的成本都较7月3.68元/股的拟定增价更高，更高的安全边际能更好的提振投资者信心，有益于公司正在进行以及未来各类融资活动的开展。

**表 19 实际控制人黄红云、陶虹遐股票增持情况**

日期	股数	占公司总股本	平均增持价格
2015年8月27日	1265.00 万股	0.29%	5.41 元
2015年8月28日	660.88 万股	0.15%	5.55 元
2015年8月31日	300.00 万股	0.07%	5.83 元
2015年9月2、7日	1246.34 万股	0.29%	5.31 元
2016年9月12日	854.10 万股	0.20%	4.20 元
2016年9月13日	687.21 万股	0.16%	4.34 元
<b>合计</b>	<b>5013.53 万股</b>	<b>1.16%</b>	<b>5.08 元</b>

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

中报显示恒大人寿上半年新入持股1.77%，同期前海开源资管计划新入持股2.31%，两者合计已达4.08%，保险资金新进入，加之近期实际控制人在二级市场大量买入流通股，不排除恒大因看好房地产同行的协同效应以及重庆地区丰富资源增持而发生股权之争。

**表 20 恒大人寿、前海开源资管计划持股情况（16中报）**

股东	股数	占公司总股本
恒大人寿保险有限公司-万能组合 B	7648.59 万股	1.77%
前海开源基金-浦发银行-前海开源乐晟资产管理计划	9989.65 万股	2.31%
<b>合计</b>	<b>17638.24 万股</b>	<b>4.08%</b>

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

## 六 盈利预测

### 1. 盈利预测

盈利预测主要基于以下假设：

1) **受益于成渝城市群核心确立、人口、土地等因素共同作用，重庆楼市有望升温，依托大本营重庆地区龙头业绩，公司房地产开发业务营业收入稳步增长，部分项目去库存压力仍存，新进入核心城市布局费用占比升高，毛利率小幅下滑。**预计 16-18 年房地产开发业务营业收入分别为 225.4、277.3、332.7 亿元，对应增长率为 25%、23%、20%，18 年毛利率 26%，较 15 年减少 1.3 个百分点。亿翰智库数据显示，16 年 1-8 月销售金额 252.6 亿元 销售面积 388.6 万方 实现全年 280 亿元销售目标的 90.21%，预期全年大概率实现 16 年 280 亿元的销售目标。

2) **涉足社综、教育业务，短期以资金投入为主，新业务转盈需耐心等待。**公司以原有物业管理公司为基础，通过并购整合等方式进军学前教育业务，前期投入较大，待后期成熟利润率可达到行业领先水平。综合公司先试点后推广的思路，预计 16-18 年大物业类业务营业收入增幅下降至 25%，分别为 7.36、9.20、11.50 亿元，**待公司试点运作社综、教育业务成熟，进行大规模推广后，增幅有望回升至 40%。**

3) **装饰设计、门窗工程、园林工程等配套业务收入随房地产开发主业稳定增长，酒店经营业务因高端定位收入增幅逐年缩窄。**预计 16-18 年配套业务合计收入 8.21、9.99、12.33 亿元，酒店经营业务收入 2.63、3.41、4.10 亿元。

4) **新能源业务，15 年后受弃风限电影响，毛利率大减，短期难有改善，公司选择轻资产模式有限度投资，通过成立新能源产业基金进行表外孵化，降低经营风险。**预计 16-18 年新能源业务营业收入增幅有限，分别为 1.59、2.06、2.58 亿元。

5) **成渝城市群获得批复，西南地区经济走强可期，重庆确立为中心城市，公司大本营位于重庆，项目受益于升值预期，未来收入稳定增长；集中布局“核心十城”，南京、合肥、郑州需求持续旺盛，已有项目成本低盈利空间较大。进军社综、学前教育业务，全行业市场广、集中度低，成熟可复制的盈利模式尚待开发。公司以开放社综平台引入服务合作方、并购整合方式集中优质教育团队，辅以项目已有配套设施，以社区业主为客户探索盈利模式。**

**最新房地产业务 RNAV5.83 元/股，预计 16-18 年营业收入为 245、304、368 亿元，同比增速分别为 26%、25%、21%，三年复合增速为 24%；16-18 年 EPS 为 0.35、0.45、0.50 元，三年复合增长 29.5%，对应当前股价 PE11.7、9.2、8.2 倍。**

**公司深耕成渝城市群核心城市重庆多年，意欲加速拓展“核心十城”，我们认为公司大本营重庆九城区去库存情况良好，房价平稳，持续受去化政策支持，不存在政策收紧可能，九城区库存适中，城镇化背景下，人口和经济集中度持续上升，楼市逐步回暖升温可期；新进入南京、合肥、武汉等“核心十城”，政策收紧背景下需求仍呈上升趋势，未来稳定增长收入可期。同时积极产业升级社综服务和教育行业，培育新利润增长**

点，与主业协同发展。员工持股计划 12 月底首次解锁，有望持续释放利好；实际控制人再次增持公司至 31%，并承诺将继续在股价不超过 10 元/股范围内通过券商、基金等理财通道及个人继续增持。半年报显示恒大人寿新入持股 1.77%，同期前海开源资管计划新入持股 2.31%，合计 4.08%，值得关注各股东未来增持行为或存股权之争。公司房地产业务 RNAV5.83 元/股，参考 A 股地产行业同收入水平上市公司 PE 值，当前公司 PE 不到 12 倍，公司股价下有估值保底，上有实际控制人增持提振以及经营转型持续向好，自 8 月我们首次覆盖以来股价最高涨幅 15%，提升投资评级至“强烈推荐”，6-12 月目标价 6 元。

**表 21 公司各业务盈利预测**

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	19398.57	24472.96	30404.45	36817.86
房地产开发	18033.96	22542.45	27727.21	33272.66
物业管理	588.93	736.16	920.20	1150.25
材料销售	1355.24	1626.29	1951.55	2341.86
园林工程	429.46	472.41	519.65	571.61
酒店经营	201.97	262.56	341.33	409.60
门窗工程	161.93	218.61	284.19	369.44
风能投资开发	121.97	158.56	206.13	257.66
装饰设计	83.81	129.91	194.86	292.29
内部抵销	-1805.96	-1950.44	-2106.47	-2274.99
毛利(百万元)	5511.57	6807.26	8439.92	9843.01
房地产开发	4936.42	6086.46	7486.35	8650.89
物业管理	136.88	147.23	184.04	230.05
材料销售	65.56	81.31	97.58	117.09
园林工程	53.75	47.24	51.96	57.16
酒店经营	138.95	183.79	238.93	286.72
门窗工程	2.22	6.56	8.53	18.47
风能投资开发	77.46	95.14	123.68	154.60
装饰设计	25.99	45.47	77.94	116.91
内部抵销	-94.00	-97.52	-105.32	-113.75

资料来源：中国中投证券研究总部

## 2. 风险提示

公司上半年确认的销售收入、营收大增，下半年销售收入、营收可能低于预期；中报净负债率偏高，短期偿债压力较大；“核心十城”非西南地区土地资源稀缺、拿地成本偏高，公司选择非传统方式拿地，持续获取项目可能受阻；公司初涉学前教

育业务，产业升级前期投入较大，相关经验仍需积累，效果尚待时间检验。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	87387	94321	101753	109199
现金	9389	17527	26576	33667
应收账款	729	952	1163	1420
其它应收款	1483	2109	2472	3083
预付账款	1009	1414	1759	1890
存货	72164	69706	67170	66525
其他	2613	2613	2613	2613
<b>非流动资产</b>	8165	7480	7288	7093
长期投资	391	391	391	391
固定资产	2528	2425	2278	2109
无形资产	60	60	60	60
其他	5186	4605	4559	4533
<b>资产总计</b>	95553	101802	109041	116291
<b>流动负债</b>	60515	65342	72523	79612
短期借款	1882	0	0	0
应付账款	8120	10337	12853	15784
其他	50513	55005	59670	63827
<b>非流动负债</b>	19700	17620	15671	13664
长期借款	13294	11294	9294	7294
其他	6406	6326	6377	6369
<b>负债合计</b>	80215	82962	88194	93275
少数股东权益	2484	2387	2295	2174
股本	4327	5567	5567	5567
资本公积	580	580	580	580
留存收益	6544	10306	12405	14695
归属母公司股东权益	12854	16453	18552	20842
<b>负债和股东权益</b>	95553	101802	109041	116291

**现金流量表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	412	10330	11825	9991
净利润	1234	1860	2399	2667
折旧摊销	172	194	199	201
财务费用	268	445	409	427
投资损失	-37	-37	-37	-37
营运资金变动	-1618	7912	8796	6679
其它	394	-45	59	54
<b>投资活动现金流</b>	-965	521	25	25
资本支出	327	0	0	0
长期投资	-240	0	0	0
其他	-879	521	25	25
<b>筹资活动现金流</b>	2715	-2713	-2801	-2925
短期借款	-325	-1882	0	0
长期借款	-8017	-2000	-2000	-2000
普通股增加	2949	1240	0	0
资本公积增加	-1522	0	0	0
其他	9631	-71	-801	-925
<b>现金净增加额</b>	2162	8138	9049	7091

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	19399	24473	30404	36818
营业成本	13887	17679	21982	26995
营业税金及附加	1480	1867	2319	2809
营业费用	694	875	1087	1316
管理费用	923	1164	1446	1751
财务费用	268	445	409	427
资产减值损失	481	0	0	0
公允价值变动收益	40	0	0	0
投资净收益	37	37	37	37
<b>营业利润</b>	1743	2480	3198	3556
营业外收入	99	0	0	0
营业外支出	58	0	0	0
<b>利润总额</b>	1785	2480	3198	3556
所得税	551	620	800	889
<b>净利润</b>	1234	1860	2399	2667
少数股东损益	-33	-97	-92	-121
<b>归属母公司净利润</b>	1267	1957	2491	2788
EBITDA	2183	3120	3806	4184
EPS (元)	0.29	0.35	0.45	0.50

**主要财务比率**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>				
营业收入	12.0%	26.2%	24.2%	21.1%
营业利润	213.8%	42.3%	28.9%	11.2%
归属于母公司净利润	39.6%	54.5%	27.3%	11.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率	28.4%	27.8%	27.7%	26.7%
净利率	6.5%	8.0%	8.2%	7.6%
ROE	9.9%	11.9%	13.4%	13.4%
ROIC	3.4%	6.7%	11.5%	17.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	83.9%	81.5%	80.9%	80.2%
净负债比率	41.48%	35.43%	31.06%	27.22%
流动比率	1.44	1.44	1.40	1.37
速动比率	0.23	0.36	0.46	0.52
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.22	0.25	0.29	0.33
应收账款周转率	26	28	27	27
应付账款周转率	1.82	1.92	1.90	1.89
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.35	0.45	0.50
每股经营现金流(最新摊薄)	0.07	1.86	2.12	1.79
每股净资产(最新摊薄)	2.31	2.96	3.33	3.74
<b>估值比率</b>				
P/E	18.01	11.66	9.16	8.19
P/B	1.78	1.39	1.23	1.10
EV/EBITDA	21	15	12	11

## 相关报告

报告日期	报告标题
2016-08-14	《金科股份-房地产平稳增长，升级社综服务和教育行业》

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

李少明,中国中投证券研究总部房地产行业首席分析师,工商管理硕士,20年证券研究从业经验。

主要覆盖公司:万科、保利地产、招商地产、华夏幸福、泛海控股、金融街、北京城建、首开股份、世联行、中航地产、荣盛发展、外高桥、陆家嘴、张江高科、上实发展、天健集团、城投控股、福星股份、中南建设、中国国贸、世茂股份、苏宁环球、滨江集团、华发股份等。

王修宝,中投证券房地产行业分析师,中国人民大学经济学硕士。

郭泰,中投证券房地产行业分析师,伦敦城市大学卡斯商学院理学硕士。

谢余胤,中投证券房地产行业分析师,香港科技大学商学院经济学学硕士。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434