



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

## 用实力让情怀落地!

### ——金科股份（000656）大西南公司篇之二

2016年12月01日

强烈推荐/维持

金科股份 深度报告

#### 报告摘要:

**资产荒下的优质标的。**在目前各路资金面临资产配置压力的背景下，地产公司之间的股权重构将成为一种新的趋势，而这一趋势势必会带来更多的公司间合作方式。具体来看，我们认为融创入股公司，是看重公司近几年的高增长，良好的控成本能力以及深耕重庆市场的这一特质。华宝信托、恒大人寿和前海开源基金等入股公司也是对这一观点的佐证。

**主营业务增长迅速。**作为重庆本土龙头房企，公司享本土深耕优势。我们认为公司核心的优势在于：**公司深度布局于重庆市的主要区县，通过强大的控成本和过硬的产品质量优势实现了区域品牌的打造。**

- ◆ 上半年营业收入中重庆地区贡献占比 74.45%，以数据实证对重庆市场的深耕，预期公司将受益于本轮成渝区域房价的快速上升。
- ◆ 公司前三季度实现销售额 230 亿元，地产板块销售金额达 217 亿元，实现合同销售面积为 337 万平方米，同比均增长 49%，可以预计 2016 年全年业绩将实现再次较大幅度的增长，大概率实现地产业务多年连续稳定增长。
- ◆ 前三季度归属于上市公司股东净利润 8.89 亿元，同比增长 36.15%，实现大幅增长，同时报告期末预收款达到 265.95 亿元，基本锁定未来两年业绩。

**公司盈利预测及投资评级。**公司作为区域性的龙头企业，随着转型升级的战略部署完成，预期将顺利实现“地产+社区综合服务+教育”的这一发展模式。随着公司业务多元化的目的将达成，社区综合服务、教育等板块将与传统地产开发业务实现协同发展格局，从而带动整个公司的盈利链条稳定增长。我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 246 亿元、294 亿元和 343 亿元，EPS 分别为 0.33/0.40/0.48 元，对应 PE 分别为 15.74/12.93/10.81 倍，6 个月目标价 6 元，维持公司“强烈推荐”评级。  
**风险提示：**地产项目开发销售缓慢、社区综合服务与教育投资计划不确定性、政策变化等

#### 财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	17,323.5	19,398.5	24,573.4	29,412.5	34,344.8
增长率(%)	7.80%	11.98%	26.68%	19.69%	16.77%
净利润(百万元)	863.04	1,233.65	1,721.36	2,102.19	2,521.94
增长率(%)	-7.74%	39.55%	38.63%	21.68%	19.64%
净资产收益率(%)	8.62%	9.86%	10.79%	12.32%	13.72%
每股收益(元)	1.06	1.08	0.33	0.40	0.48
PE	10.05	9.92	15.74	12.93	10.81
PB	0.68	1.74	1.70	1.59	1.48

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

#### 分析师：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

#### 联系人：梁小翠

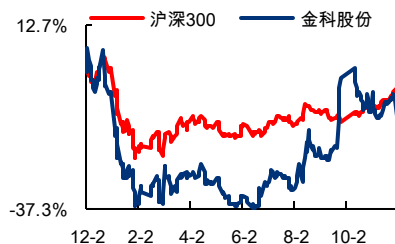
010-66554023

liangxc@dxzq.net.cn

#### 交易数据

52 周股价区间(元)	5.36-5.63
总市值(亿元)	286.58
流通市值(亿元)	194.25
总股本/流通 A 股(万股)	534667/362414
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	1.83

#### 52 周股价走势图



资料来源：WIND，东兴证券研究所

#### 相关研究报告

- 1、《金科股份(000656)2016年半年报点评：战略调整稳步推进，转型升级逐步落地》2016-09-05
- 2、《金科股份(000656)2016年半年报点评：战略调整稳步推进，转型升级逐步落地》2016-08-30
- 3、《金科股份(000656)：新能源蓄势待发，地产经营突飞猛进》2016-03-30
- 4、《金科股份(000656)：变中求生 多点开花》2015-08-31

## 目 录

<b>1. 过往成就现在</b> .....	<b>4</b>
1.1 主营业务增长迅速 .....	4
1.2 公司管控成本能力优秀 .....	5
1.3 大股东的“远大情怀” .....	7
1.4 “资产荒”时代下的优质标的 .....	9
<b>2. 未来增长看点</b> .....	<b>11</b>
2.1 重庆大本营潜力待放 .....	11
2.2 地产业务“升级换代” .....	16
2.3 产业链延伸——社区服务+金科教育 .....	19
<b>3. 盈利预测及估值</b> .....	<b>21</b>
3.1 公司各板块业务营收预测 .....	21
3.2 公司相对估值 .....	22
3.3 公司 NAV 估值 .....	22
3.4 投资建议与评级 .....	22
<b>4. 风险提示</b> .....	<b>23</b>

## 表格目录

表 1: 同类型上市公司市盈率比较表（截止 2016 年 11 月 30 日收盘） .....	22
表 2: 公司地产业务板块 NAV 测算 .....	22
表 3: 公司盈利预测表 .....	24

## 插图目录

图 1: 金科地产集团主营业务发展脉络 .....	4
图 2: 近几年公司房地产签约销售情况 .....	5
图 3: 近几年公司非地产业务营收情况 (单位: 亿元) .....	5
图 4: 近几年公司营收及毛利率情况 .....	6
图 5: 近几年三费率同其他知名房企对比 .....	6
图 6: 公司股权结构情况 .....	7
图 7: 公司大股东业务布局 .....	8
图 8: 定增完成后公司股权结构 .....	10
图 9: 2014 年以来重庆市及主要二线城市及全国季度 GDP 增速 (%) .....	11
图 10: 成渝城市群发展规划概要图 .....	12
图 11: 成渝一体化发展格局 .....	13
图 12: 未来国家城市群建设布局 .....	13
图 13: 2016 年几大主要二线城市商品住宅成交面积对比 .....	14
图 14: 重庆近 1 年商品住宅供销情况 .....	14
图 15: 重庆近 2 年商品住宅销售价格 .....	14
图 16: 2016 年几大主要二线城市商品住宅成交价格对比 .....	15
图 17: 重庆地区业务在公司总营收中情况 .....	16
图 18: 公司土地储备情况 .....	16
图 19: 2015 年公司土地储备分布情况 .....	17
图 20: 2016 年上半年公司土地储备分布情况 .....	17
图 21: 金科亿达长沙科技新城位置图 .....	17
图 22: 金科亿达长沙科技新城设计效果图 .....	17
图 23: 重庆健康科技新城位置图 .....	18
图 24: 重庆健康科技新城设计效果图 .....	18
图 25: 公司物业管理业务营收情况 .....	19
图 26: 公司物业管理业务毛利情况 .....	19
图 27: 近几年我国学前教育经费投入情况 .....	20
图 28: 近几年我国学前教育发展情况 .....	20

## 1. 过往成就现在

公司成立于 1998 年，1999 年开发第一个项目金科花园，2001 年被授予 AAA 级企业信用，2004 年取得国家一级开发资质，并于 2011 年实现借壳上市。

经过多年持续、稳健的发展，已形成了以**地产开发、社区综合服务**为龙头，产业综合运营、社区综合服务、酒店园林、门窗装饰等协调发展的多元化产业结构和业务格局，建立了良好的产业基础和市场优势，具备了强大的综合竞争力。

图 1：金科地产集团主营业务发展脉络



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

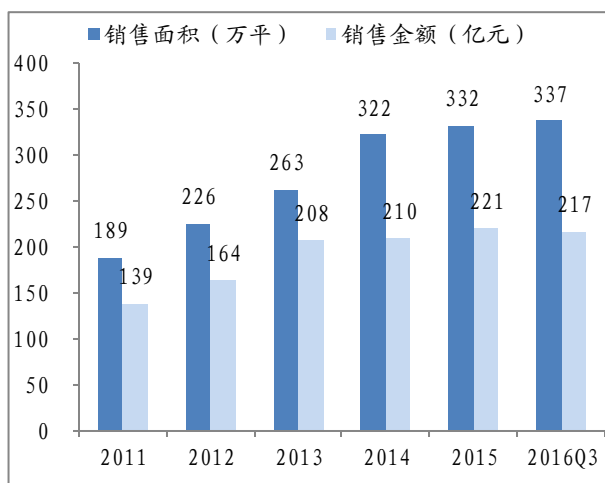
由国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所、中国指数研究院主办的“2016 中国房地产品牌价值研究成果发布会暨第十三届中国房地产品牌发展高峰论坛”上，金科品牌价值由 2015 年的 96.21 亿元飙升至 121.46 亿元，跻身“2016 中国房地产公司品牌价值 TOP10”，名列第七位，同时获得“2016 中国房地产服务优秀品牌企业”称号，金科服务也获得“2016 中国物业服务专业化运营领先品牌企业”的殊荣。

### 1.1 主营业务增长迅速

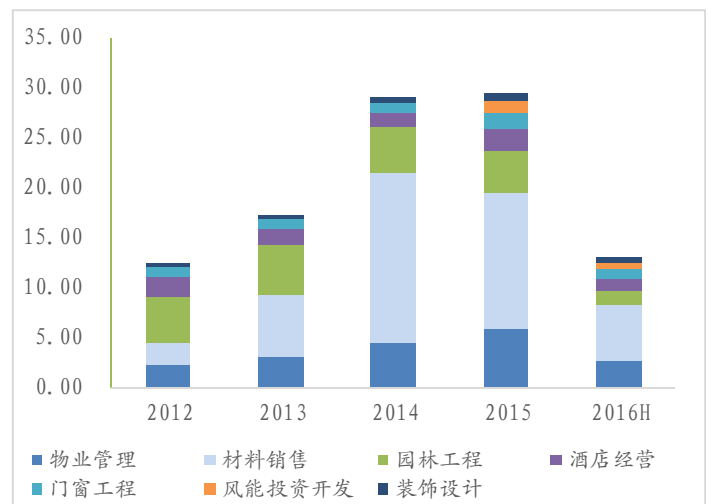
在去库存政策大背景下，重庆市是第一个推出去库存相关政策的地方政府，在金融、财税等各项政策的综合影响下，重庆市场整体呈现刚需为主、改善型需求明显增加的特点。数据表现来看，10月，全市商品房成交量为 580.71 万平方米，同比增加 58.4%，环比增加 46.5%；商品住宅成交量为 504.12 万平方米，同比增加 65.2%，环比增加 53.4%；商品住宅供应量为 382.99 万平方米，同比增加 17.6%，环比增加 19.0%。慢于一线和部分核线城市销售升温如火如荼的数据来看，但鉴于重庆未限购，在溢出效应的影响下，重庆市场有望保持较好的升温趋势。

作为重庆本土龙头房企，公司享本土深耕优势。我们认为公司核心的优势在于：公司深度布局于重庆市的主要区县，通过强大的控成本和过硬的产品质量优势实现了区域品牌的打造。

- ◆ 上半年营业收入中重庆地区贡献占比 74.45%，以数据实证对重庆市场的深耕，预期公司将受益于本轮成渝区域房价的快速上升。
- ◆ 公司前三季度实现销售额 230 亿元，地产板块销售金额达 217 亿元，实现合同销售面积为 337 万平方米，同比均增长 49%，可以预计 2016 年全年业绩将实现再次较高幅度的增长，大概率实现地产业务多年连续稳定增长。
- ◆ 前三季度归属于上市公司股东净利润 8.89 亿元，同比增长 36.15%，实现大幅增长，同时报告期末预收款达到 265.95 亿元，基本锁定未来两年业绩。

**图 2：近几年公司房地产签约销售情况**


资料来源：公司公告、东兴证券

**图 3：近几年公司非地产业务营收情况（单位：亿元）**


资料来源：公司公告、东兴证券

除地产业务以外，公司其他几项业务也取得较快的发展。其中物业管理业务营收稳步增长，2015 年公司年度收缴率达 98%，营收总额为 5.89 亿元，同比增长 35.4%，利润 1.37 亿元，同比增长 59.3%。2016 年上半年，物业管理实现营收 2.67 亿元，同比增长 14.1%。值得一提的是，公司经营的金科大酒店在重庆地区享有盛誉，也侧面体现了公司拥有提供高端物业服务的能力。

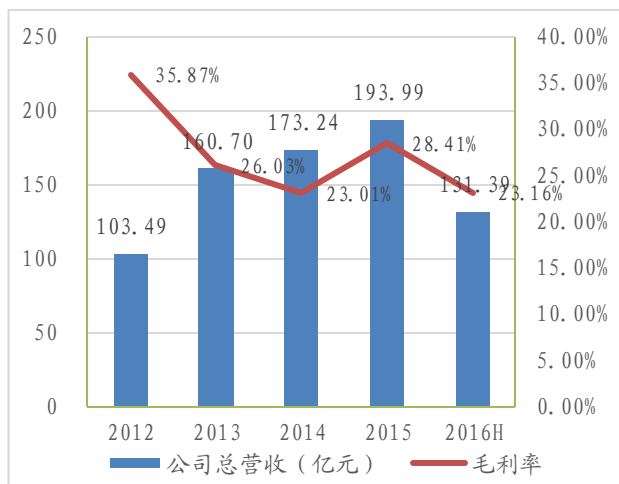
凭借广大的业主群体以及优良的物业服务，公司全资子公司金科物业服务集团在 2016 年中国物业服务百强企业排名中位居第九，彰显其提供优质物业管理的能力。同时海量的业主和雄厚的实力，为公司在物业管理方面延伸拓展提供了可能性。

## 1.2 公司管控成本能力优秀

作为地产行业第二梯队的民营企业，公司管控成本的能力超群，一方面得益于董事长具备的建筑行业背景，另一方面来源于公司良好的运营机制。

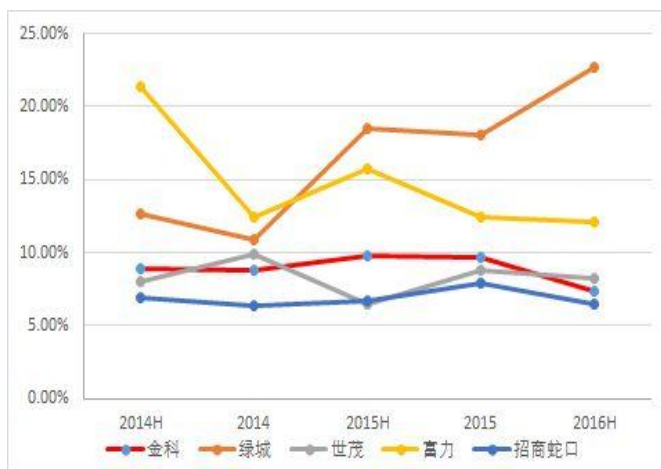
从成本控制能力方面来看，我们认为能够在重庆市场生存下来并做大做强，拥有超越行业平均水平的成本控制能力。2016 年前三季度公司实现利润 15.75 亿元，同比增长达到 53.15%，继 2015 年利润创下同比增速 136.87% 之后，再次实现了利润的较大规模增长，成为整个地产行业中的一颗耀眼明星。

图 4：近几年公司营收及毛利率情况



资料来源：公司公告，东兴证券

图 5：近几年三费率同其他知名房企对比



资料来源：公司公告，东兴证券

在财务成本控制方面，自 2015 年起，公司加大直接融资力度，借助资本市场窗口期，通过中期票据、私募债等方式实现融资多元化，公司融资成本持续降低且现金流状况持续改善。

- ◆ 公司债券评级方面，信用等级成功提升为 **AA+**，截止目前，公司在 2016 年度共计已成功发行各类公司债 136.5 亿元。

表 1：公司发行的各类公司债

债券简称	债券类型	起息日	期限	发行规模（亿元）	票面利率（当期）
16 金科 07	私募债	2016-07-22	2.90 年	36.00	6.40%
16 金科 06	私募债	2016-07-22	2.90 年	10.00	5.17%
16 金科 05	私募债	2016-05-03	4.68 年	4.80	7.20%
16 金科 04	私募债	2016-05-03	2.68 年	44.00	6.70%
16 金科 03	私募债	2016-05-03	2.68 年	5.20	6.00%
16 金科地产 MTN001	一般中期票据	2016-03-22	2.56 年	11.00	5.30%
16 金科 01	私募债	2016-03-16	2.55 年	12.50	6.80%
16 金科 02	私募债	2016-03-16	2.55 年	13.00	6.00%
15 金债 01	私募债	2015-12-16	2.30 年	12.50	7.00%

15 金科地产 MTN001	一般中期票据	2015-11-24	2.24 年	21.00	5.50%
15 金科 01	一般公司债	2015-08-28	4.00 年	20.00	6.40%

数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

- ◆ 定增助力项目融资。9月20日公司定增成功发行, 募资45亿元, 成功吸引融创入股, 将公司在区域甚至全国的影响力推或到新高度。
- ◆ 资产支持计划拓展融资新渠道。公司于2015年11月成功发起设立金科物业资产支持专项计划, 试水资产证券化, 在成功发行15亿物业支持证券后, 在7月5日再次审议通过了关于发行按揭购房款资产支持专项计划, 并通过专项计划发行资产支持证券进行融资。

**表 2: 公司物业资产支持计划详情**

证券类别	规模 (亿)	票面利率	预测到期日	还款付息方式	证券评级
金科物业 1	1.8	5.00%	2016 年 11 月	按季付息、第一年按季等额偿还本金	6.40%
金科物业 2	2.4	5.60%	2017 年 11 月	按季付息、第二年按季等额偿还本金	5.17%
金科物业 3	3.0	5.80%	2018 年 11 月	按季付息、第三年按季等额偿还本金	7.20%
金科物业 4	3.3	6.00%	2019 年 11 月	按季付息、第四年按季等额偿还本金	6.70%
金科物业 5	3.5	6.20%	2020 年 11 月	按季付息、第五年按季等额偿还本金	6.00%
次级	1.0	--	2020 年 11 月	按季分配剩余资产的 50%到期分配剩余	5.30%

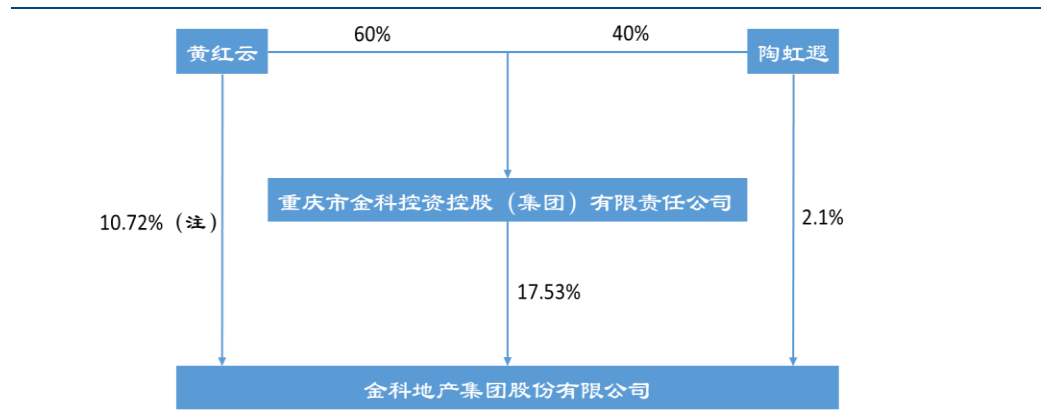
数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

### 1.3 大股东的“远大情怀”

公司大股东是重庆金科投资控股集团(以下简称“金科控股”), 总资产超过 1000 亿元, 中国企业 500 强。截止 2015 年底, 大股东实际持股 30.35%。

**图 6: 公司股权结构情况**





资料来源：公司公告，东兴证券研究所

在以“新地产+教育+社区综合服务”三驾马车推动公司转型升级的同时，集团公司以“一起成长的金融伙伴”为使命，斥资 100 亿全面布局大金融、大投资、大资管业务，聚焦互联网金融和资产管理。

**金科控股金融板块**通过互联网和大数据技术，依托地产上下游产业链和社区巨量业主，发展产业链金融、消费金融、投资理财、网络小额贷款、保理、融资租赁、担保、P2P、众筹等金融业态，打造互联网金融与普惠金融并行的全方位金融服务体系。

目前在金融体系建设方面已经取得一定的进展，其中：

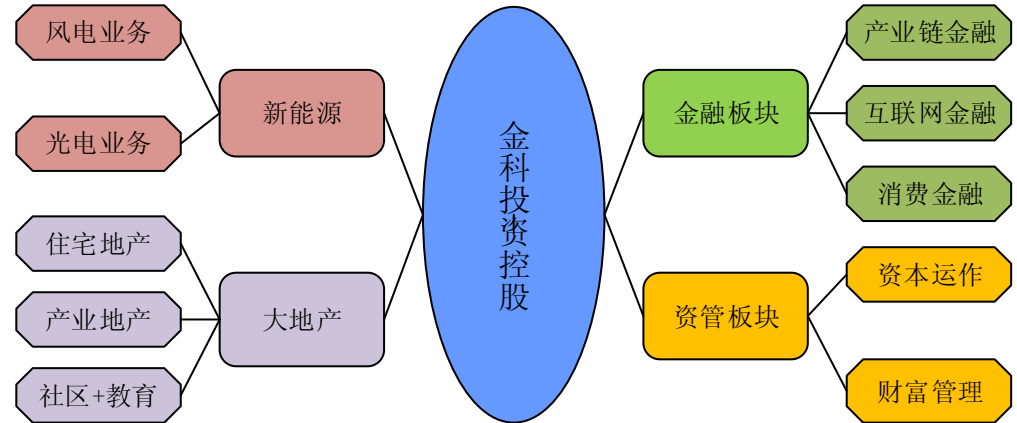
- ◆ 重庆两江新区科易小额贷款有限公司成立于 2014 年 3 月，注册资金 11 亿元，为金科控股金融板块的重点打造企业。
- ◆ 重庆市金科商业保理有限公司、重庆市金科金融保理有限公司也于 2015 年正式设立，注册资本金分别为 3 亿元人民币和 3.3 亿元人民币，是由金科控股发起设立并重点打造的“金融+商业双保理”公司。金科保理股东包括金科控股、太极集团、桐君阁股份等具有丰富产业链的大型企业集团或上市公司，具有较强的股东背景和资本实力。

**金科控股投资和资管板块**依托集团强大的资本和资源整合能力，通过股权投资、资产及基金管理等打造领先的创新资本运作平台，构建轻资产的财富管理新模式，塑造最值得信赖的大资产管理品牌之一。

重庆金科资产管理有限责任公司已于 2015 年 7 月正式设立，注册资金 20 亿元。公司采用“地产行业+资产管理、实体经济的资产管理+资产转让、财务顾问+项目投资、项目投资+股权转让、资产委托+财富增值、资管平台+交易平台”六大模式，重点是对接房地产基金、不良资产处置、直接投资、私募股权投资、产业投资基金和并购基金、受托资产管理、金融资产交易、资产证券化经营及财富管理等业务，发挥金融与行业相结合的优势，利用金融的杠杆作用整合行业资源，服务公司未来发展。

图 7：公司大股东业务布局





资料来源：公司公告，东兴证券研究所

大股东致力于成为领先的产融整合服务商，通过联动产业和金融，促使金融回归产业，产业成就金融。以“产业金融+普惠金融”双翼驱动，整合内外部资本资源，切入产业运行体系，打造互惠高效的产融生态链，为价值链上各环节设计并提供最适宜的金融组合。公司作为大股东的唯一上市公司，将成为未来一些列产业整合的运作平台，可以预计公司未来转型升级离不开大股东资源的全面支持。

#### 1.4 “资产荒”时代下的优质标的

从股东对于公司内在价值的认同角度来看，基于对公司业绩的信心，公司实际控制人黄红云、陶虹遐自 8 月末开始在二级市场增持公司股份，截止 9 月 26 日，黄红云先生累计增持 4672.22d 万股，占公司总股本的 1.08%；陶虹遐女士累计增持 2222.2 万股，占公司总股本的 0.51%。公司控股股东重庆市金科投资控股（集团）有限责任公司、实际控制人黄红云先生及陶虹遐女士合计持有公司股票 13.6 亿股（含资管计划），占公司总股本的 31.44%。

公司 22 日公告，于 9 月 20 日顺利定增 45 亿元，定增价 4.41 元，较拟定增价 3.63 元溢价 21.5%，其中融创中国（HK01918）通过旗下全资子公司天津聚金物业管理有限公司，耗资 40 亿元认购 9.07 亿股，占比此次定增总股数的 88.89%。此次定增完成后，融创中国共间接持有金科股份 16.96% 股份，成为公司实际第二大股东。宝钢集团旗下控股金融公司的天津华宝信托有限公司也参与此次定增，耗资 4.5 亿元，认购此次定增计划的约 10%，测算定增后持有公司股份占比达到 1.91%，成为公司实际第三大股东。同时第一大股东及其一致行动人股权将稀释至 25.44%。

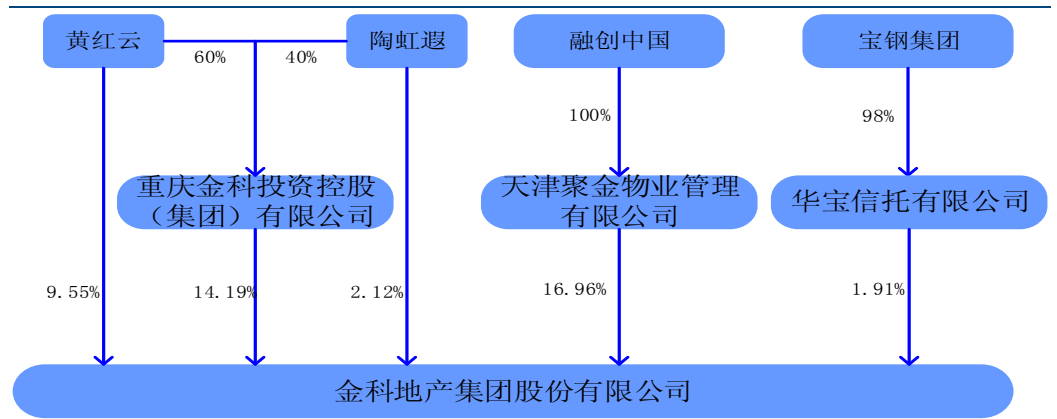
表 3：公司定增计划发行情况

获配对象名称	获配股数 (股)	获配金额(万元)	此次定增占比	定增完后占公司股份
天津聚金物业管理有限公司	907,029,478	400,000	88.89%	16.96%
华宝信托有限公司	102,040,816	450,00	10%	1.91%

重庆国际信托股份有限公司	11,337,869	5000	1.11%	0.21%
合计	1,020,408,163	450,000	100%	19.08%

数据来源：公司公告，东兴证券研究所

图 8：定增完成后公司股权结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

此次定增计划发行顺利，定增价格溢价达到 21.5%，在目前各路资金面临资产配置压力的背景下，地产公司之间的股权重构将成为一种新的趋势，而这一趋势势必会带来更多的公司间合作方式。具体来看，我们认为融创入股公司，是看重公司近几年的高增长，良好的控成本能力以及深耕重庆市场的这一特质。华宝信托、恒大人寿和前海开源基金等入股公司也是对这一观点的佐证。

我们认为此次融创入主对公司将形成多方利好：

- ◆ 一是产业资本对公司的战略入股将形成长期稳定的实力支撑，预期可显著增强公司资金实力，改善财务状况，助力公司继续高速扩张。有大股东的强力支持和融创的隐性背书，公司未来发展可期。
- ◆ 二是在目前一线城市和部分核心二线城市地王频出，中小型房企在拿地过程中举步维艰，融创中国今年上半年通过多种途径在全国范围内大量拿地，双方有望在战略和项目层面强强联合，共拓市场。同时值得注意的是融创在重庆市场的深耕，公司与融创的合作预期将产生巨大的规模效应，两者在重庆市场的份额均有望进一步提升。更进一步讲，我们认为当前的市场环境决定了，在战略合作协议之外，大比例持股将成为新的合作基础，抱团取暖这一行业发展趋势将进一步明确。
- ◆ 三是优势互补。在两者的合作过程中，融创最大的优势是全国布局，而公司的优势在于成本把控，在多年重庆市场份额的争夺战中，形成了对对方企业文化和经营思路的认同，形成了以优势互补为基础的合作框架。

根据公司 30 日披露的公告，融创系公司在 11 月 11 日至 28 日期间增持公司 1.62 亿股，占总股本 3.04%，加上定增持股，融创实际控制公司总股本 20%。同时值得注意的是，融创方面已经向公司推荐两名董事会候选人，并获得了董事会的同意，预期董事会力量的重新构建将更多的体现出融创系的力量，也将公司与其合作延伸至更深的层级。

## 2. 未来增长看点

我们从重庆市场未来行情为始点，以公司地产业务“升级换代”、社区服务、教育业务延伸持续看好三大角度为落脚点，分析公司未来值得关注的重点。

公司计划未来实现三个层面的战略转变：

- ◆ 一是产品层面，从关注房子（居住）到关注社区（宜居），实现业务重心从 5 年短周期到 65 年长周期的转变；
- ◆ 二是用户层面，从一次交易到持续消费，实现从客户到住户、到用户、到会员的转变；
- ◆ 三是企业层面，从地产开发商逐渐转型为社区综合服务提供商，实现从重资产投资向轻资产运营的转变。

### 2.1 重庆大本营潜力待放

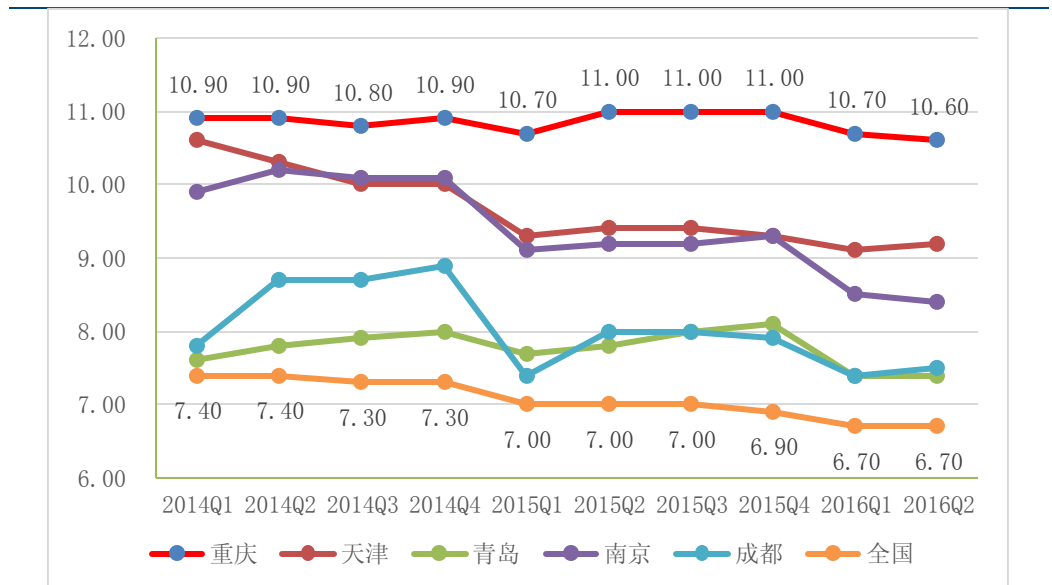
公司是重庆地区市场份额居前的本土开发商，自首个业务在重庆落地以来，深耕重庆地区 18 年，具有良好的品牌形象与口碑，公司地产业务的发展轨迹也是以重庆作为后方向全国进行拓展。

目前公司正谋求布局全国，但是在可预见到的两至三年内，重庆地区依然是公司的重心及核心所在，可以说在短期甚至中期内，重庆地区的市场行情及公司在重庆地区的业务表现将直接决定着公司的业绩。

#### 2.1.1 经济增速全国居首

从经济基本面情况分析来看，重庆在近年来一直是我国西南地区乃至整个内陆城市发展的一面旗帜，经济增长迅速、社会稳定、各项产业发展势头良好。2014 年以来重庆市 GDP 增速开始领跑全国主要二线城市，尽管全国经济步入新常态，各省市经济增长有所放缓，但是重庆却一直保持两位数的高位增长，其中工业经济发展迅速，规模以上工业总产值达到 21404.66 亿元。2016 年上半年重庆地区继续保持高速增长，GDP 增长速度达到了 10.6%，在全国省、自治区和直辖市中排名第一，高出全国平均水平 3.9 个百分点。

图 9: 2014 年以来重庆市及主要二线城市及全国季度 GDP 增速（%）



资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

### 2.1.2 城市发展空间巨大

不仅经济发展取得的成绩令人振奋，未来重庆城市和社会发展同样令人充满期待。

继 2015 年 11 月中新第三个政府间合作项目落地重庆后，2016 年国务院批准重庆高新技术产业开发区建设国家自主创新示范区，华谊电影小镇、深圳国际综合物流港、美国六旗主题乐园等重大项目先后落地重庆。

2016 年 5 月 4 日国务院同意印发发改委、住房城乡建设部联合发布的《成渝城市群发展规划》，对重庆发展定位为：全国重要的现代产业基地、西部创新驱动先导区、内陆开放型经济战略高地、统筹城乡发展示范区、美丽中国的先行区。

成渝城市群位于成渝地区，是西部大开发的重要平台，是长江经济带的战略支撑，也是国家推进新型城镇化的重要示范区。具体范围包括四川省的成都、自贡、泸州、德阳、绵阳、遂宁、内江、乐山、南充、眉山、宜宾、广安、达州、雅安、资阳等 15 个市，重庆市的渝中、万州、黔江、涪陵等 27 个区（县）以及开县、云阳的部分地区，总面积 18.5 万平方公里，地区生产总值 3.76 万亿元，分别占全国的 1.92%、5.49%。

图 10: 成渝城市群发展规划概要图



资料来源: 网上公开资料, 东兴证券研究所

《规划》提出, 构建“一轴两带、双核三区”的空间发展格局, 重点建设成渝发展主轴、沿长江和成德绵乐城市带, 促进川南城镇密集区、南遂广城镇密集区和达万城镇密集区加快发展, 进一步提高空间利用效率。到 2020 年, 成渝城市群将基本建成国家级城市群。到 2030 年, 成都、重庆等国家中心城市的辐射带动作用明显增强, 成渝城市群将实现由国家级城市群向世界级城市群的历史性跨越。

图 11: 成渝一体化发展格局



资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

图 12: 未来国家城市群建设布局



资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

成渝城市群是西部经济基础最好、经济实力最强的区域之一, 电子信息、装备制造和金融等产业实力较为雄厚, 具有较强的国际国内影响力。人力资源丰富、创新创业环境较好、统筹城乡综合配套等改革经验丰富, 开放型经济体系正在形成, 并且计划 2030 年实现由国家级城市群向世界级城市群的历史性跨越, 未来发展空间和潜力巨大。

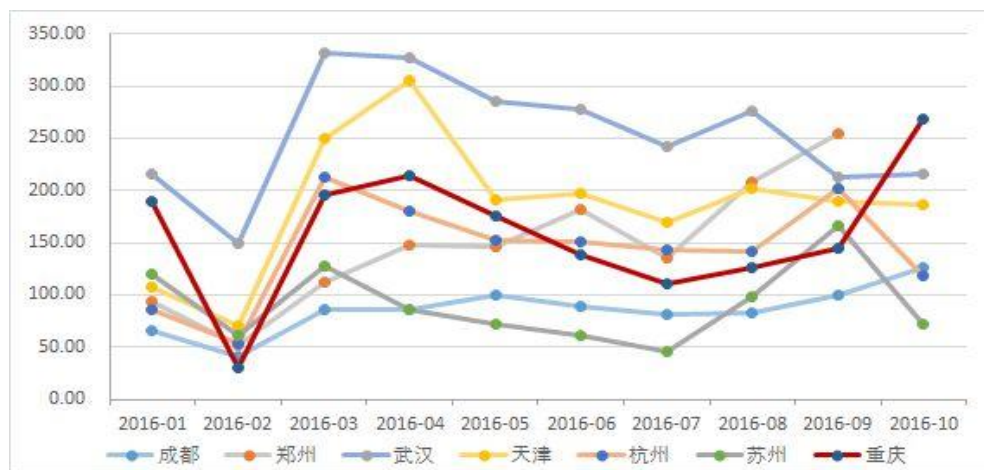


随着规划的逐步发展落实，重庆的区域核心引领作用将不断增强，形成较大的吸引力，周边城市产业、人才不断聚集，随即而来的巨大消费能力必将使得重庆市的，包括地产在内的各个行业迎来历史性的发展机遇。

### 2.1.3 市场升温已在路上

依当前销售形势，重庆的房价与其核心二线城市的地位并不相符，但其交易量却明确的对其核心城市地位进行了有力支撑。从近几年的销售情况来看，2012-2015年重庆商品住宅的销售面积均超过1500万平方米，重庆2012年、2013年两年占据了全国城市销售面积的榜首，自2014年略输于武汉排在第二位，2015年则更退一步输给上海和武汉两市，排在销售面积的第三位。房地产行业进入2016年以来，全国一线城市及主要二线城市均相继进入一轮上涨周期，交易量有所上升。

图 13: 2016 年几大主要二线城市商品住宅成交面积对比



资料来源：WIND，东兴证券研究所

在我国整个地产行业面临短期内的巨量库存问题时，重庆市首先出台政策打响去库存第一枪，以目前的情况来看，基本实现了预期的治理目标。从2015年9月至今重庆市商品房的供销情况来看，整个市场仍然处于较健康的水平，且自2015年9月以来，多数月份销售面积均大于供应面积，销供比基本上处于1上面小幅波动，值得关注的是，2016年2月和3月的销供比值较高。

从当前的趋势来看，成渝区域接力长三角和珠三角二线城市上涨的格局基本确定，尤其是两地房价仍然处于绝对的价值低谷位置，我们强烈看好成渝两地相关房企在接下来一个季度的销售，在此区域重点布局的房企有望业绩超预期。

图 14: 重庆近 1 年商品住宅供销情况

图 15: 重庆近 2 年商品住宅销售价格





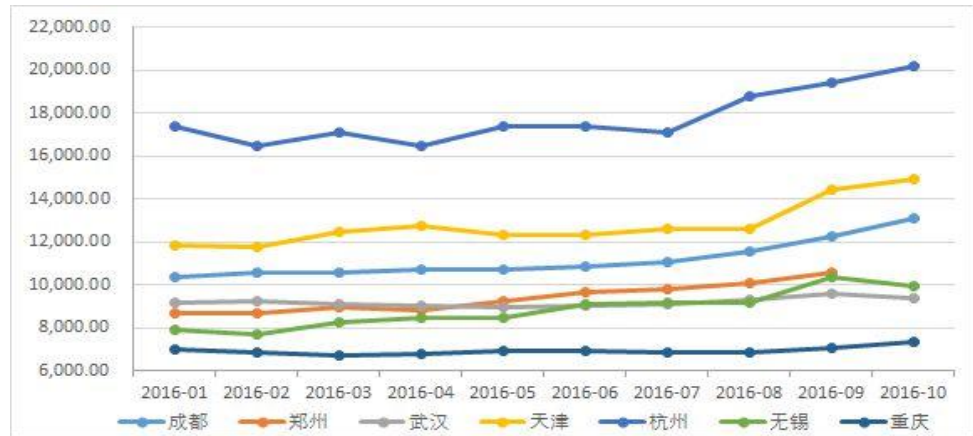
资料来源: WIND, 东兴证券研究所



资料来源: CREIS, 东兴证券研究所

从商品住宅的成交价格来看,与其他几个主要二线城市相比,重庆市有着与其城市定位不相符的表现。从2016年以来的一线城市和二线城市商品住宅价格同比增幅来看,不用说一线城市29.5%的增幅,甚至二线城市总体5.2%的增幅,重庆市的新建商品住宅同比增速也远未达到,基本上从2014年开始,重庆的新建商品住宅价格同比就表现为低于二线城市整体水平,在2015年这一趋势得到强化,从而表现为同比增速远低于二线城市总体水平,尤其在进入今年的这一轮上涨行情中,重庆市商品住宅成交价格和涨幅都远不如同体量的其他二线城市。

图 16: 2016 年几大主要二线城市商品住宅成交价格对比



资料来源: WIND, 东兴证券研究所

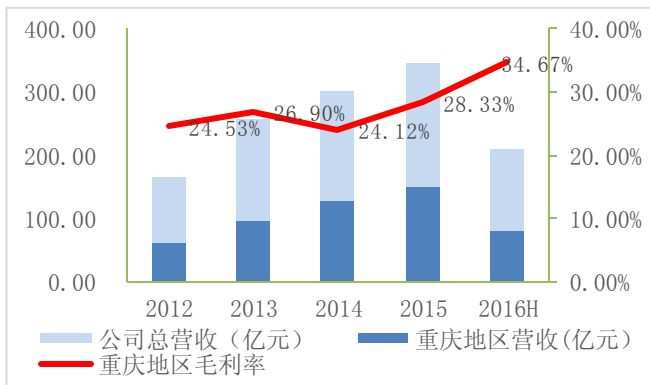
基于以上分析,我们认为:从交易量分析,重庆市与其余几个主要二线城市差距并不明显,但是从市场供求以及交易价格来看,重庆市与其内陆重要二线城市定位,以及其经济增长情况并不匹配,更是远低于同体量城市价格,“价值洼地”名副其实,尤其是当前长三角和珠三角核心二线城市房价上涨乏力的趋势已经显现,同时这些区域的市场风险已经累积到一定程度,资金不论是从逐利角度还是从避险需求角度都有向成渝区域流动的要求,我们认为短期内成渝两地房地产市场释放可期。

### 2.1.4 拥有大量优质土地储备

截止 2015 年底，公司全年新开工面积约 332 万平米，竣工面积约 407 万平米，结算面积约 286 万平米，年末在建项目 75 个，在建面积约 1302 万平米。

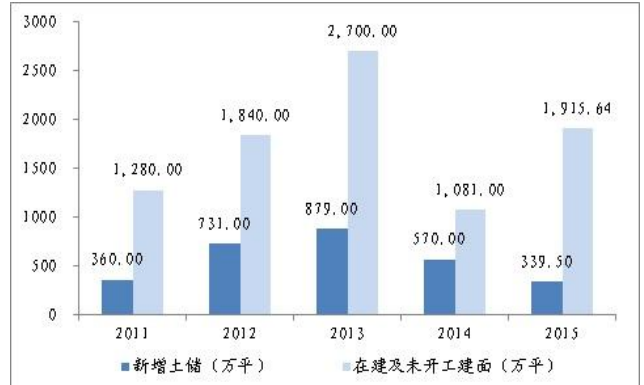
2016 年全年计划新增土地储备计容可建面积约 350 万平米，土地项目投资约 100 亿元；全年计划新开工面积约 400 万平米，竣工面积约 610 万平米，年末在建面积约 1100 万平米；全年预计实现签约销售金额约 280 亿元（含非地产板块）。

图 17：重庆地区业务在公司总营收中情况



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 18：公司土地储备情况



资料来源：WIND、东兴证券研究所

## 2.2 地产业务“升级换代”

公司地产业务的新面貌更多的体现在“城市布局更新”、“产业链延伸创新”再加上“业务种类增新”。

### 2.2.1 公司总体城市布局进一步优化

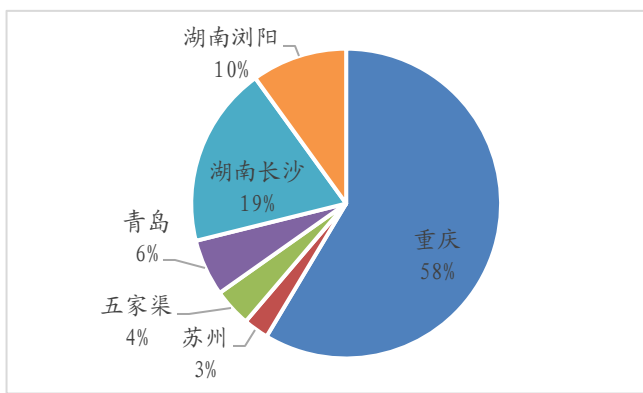
近两年，公司积极调整城市布局战略，2015 年的“二线城市为主，一线和中心三线城市为辅，逐步退出四线城市”，到最新提出的重点布局“核心十城”，在深耕重庆、苏州、北京、成都、合肥市场的基础上，逐步进军上海、天津、郑州、南京、武汉。

表 4：公司上半年新增土地储备项目（只包含已经摘牌 8 块）

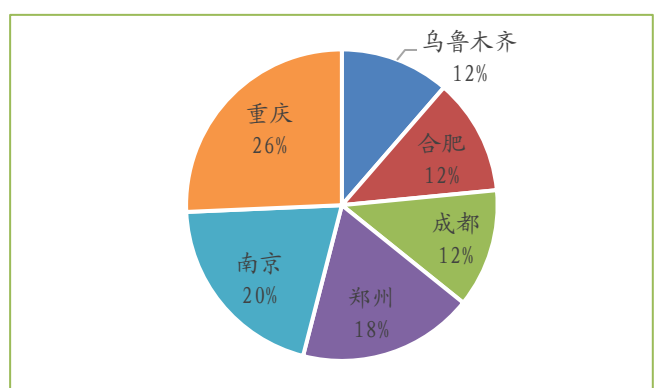
地块项目及地区	权益比重	占地面积（万方）	计容建筑面积（万方）	权益建面（万方）
乌鲁木齐五家渠项目	51%	27.48	42.44	21.64
郑州瓦屋里项目	50%	16.03	56.12	28.06
南京宝华山项目	100%	39.94	38.65	38.65
重庆两江新区产业项目	100%	27.26	37.81	37.81
郑州绿博项目	40%	6.66	16.64	6.66

合肥半岛一号项目	100%	28.8	23.03	23.03
成都市温江项目	100%	9.38	23.45	23.45
重庆开县寨子坪项目	100%	3.97	11.11	11.11
合计		159.52	249.25	190.41

数据来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**图 19: 2015 年公司土地储备分布情况**


资料来源: 公司 2015 年年报, 东兴证券研究所

**图 20: 2016 年上半年公司土地储备分布情况**


资料来源: 公司 2016 年半年报, 东兴证券研究所

- 随着公司的城市布局战略调整的逐步落实, 未来在其余几个四线及非核心二线城市, 公司将继续推广五家渠小股操盘的经验, 逐步实现城市布局优化, 轻装上阵, 集中力量向“核心十城”开拓。上半年公司共新增 10 个项目 (含已签署合作协议但未摘牌的武汉和郑州城中村项目), 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, 共完成土地项目投资 49 亿元, 新增计容可建面积约 249 万平方米。
- 上半年重庆地区营收占比 64%, 较 2015 年的 77.69% 进一步降低, 一定程度上体现出公司城市布局调整的效果。预期未来公司将继续加大其他城市项目布局数量, 多元化、均衡化城市布局。

### 2.2.2 产业地产项目加快发展

2014 年 6 月公司携手国内领先的产业地产运营商亿达中国, 签约共同开发运营长沙“十三五”重点规划项目“长沙科技新城”, 作为公司正式进军产业地产的标志。

项目位于经开区东六路与人民东路交汇处, 占地 500 余亩, 共计投资 300 亿元, 分 5 期开发, 一期投资 40 亿元, 并与近期长沙科技新城的招商中心和示范区将正式对外开放, 项目一期将于 2017 年下半年投入使用, 届时将有企业入驻园区。据公开报道, 目前长沙科技新城累积的意向客户已经有 40 多家。

**图 21: 金科亿达长沙科技新城位置图**
**图 22: 金科亿达长沙科技新城设计效果图**





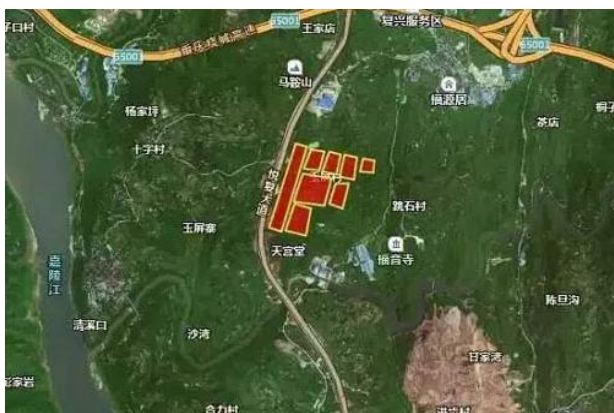
资料来源：wind、东兴证券研究所



资料来源：wind、东兴证券研究所

长沙科技新城是当前长沙体量最大的工业地产项目，项目包含各类标准厂房、独栋、高层办公楼等产品，主要以中小微群体的生产办公需求为导向，将覆盖服务外包、移动互联网、文化创意、电子商务等多种新型产业。“十三五”期间，长沙经开区迎来了产业转型升级和产城融合的阶段，长沙科技新城承担着经开区产城融合的责任和使命，除了引进传统行业之外，还将重点打造一些新兴行业，并有专业的运营团队为园区服务，此外，项目按安全生态链的概念来打造，在大体量的基础上满足企业员工生活、办公、娱乐休闲的需求，规划了超过 100 亩的商住配套，可容纳 1-1.5 万名员工就业，力争真正做到产城融合。

图 23：重庆健康科技新城位置图



资料来源：公开资料、东兴证券

图 24：重庆健康科技新城设计效果图



资料来源：公开资料、东兴证券

继长沙科技新城项目落地后，2015 年 11 月 6 号，作为“一带一路”国家发展战略的落地项目，中新两国政府间合作第三个项目落地重庆两江新区，取名“中新（重庆）战略性互联互通示范项目”，这一项目以“现代互联互通和现代服务经济”为主题，契合“一带一路”、西部大开发和长江经济带发展战略，预期可成为又一个高起点、高水平、创新型的示范性重点项目。

凭借长沙科技新城合作建设的经验，公司产业地产项目再落一子。公司敏锐地抓住时机积极布局该地区，短短三天后宣布再次携手亿达中国，在两江新区打造重庆首座“健康科技新城”。为落实这一计划，在 2016 年 2 月 25 号重庆市 2016 年第一轮土地拍

卖中,耗资 3.46 亿元,拿下两江新区一幅优质地块,占地 408 亩土地,总建面 38 万平方米,重庆首座健康科技新城项目正式落地。

我们认为,公司产业地产经验已经得到有效的积累,未来在重庆本土市场的优势资源支撑下,产业地产板块有望成为地产业务品质进一步提升的新增长极。

### 2.3 产业链延伸——社区服务+金科教育

当前中国房地产业正经历增量物业时期逐步过渡到存量物业时期的进程,基于房地产后服务市场的“社区综合服务”机会日益显现,针对外部环境变化和战略性商机的把握,公司于 7 月份先后分别斥资 10 亿元,设立金科社区综合服务公司及金科教育投资管理公司。我们认为,公司做出此投资是从两个维度来进行判断:

**一方面,人口结构决定了消费的主战场将向社区转移。**据不完全统计,截止 2016 年中国 80 后、90 后人口已达 3.9 亿,随着这部分人口进入生育高峰期,家庭成为主要活动载体,社区的入口优势显现,伴随老龄化逐年加速,至 2020 年中国 60 岁以上老人将超过 3 亿人,老年人对社区的依存度更高,可以预见未来消费将向更为便捷的社区周边消费快速转移。

**另一方面,物业服务市场规模庞大且有待整合。**据统计,2014 年全国住宅总量已达 165 亿平米。面对如此庞大的市场,国内物业服务行业却仍处在初级阶段,行业集中度较低,在目前 10 万余家物业管理公司中,品牌企业屈指可数,行业前 50 强的市场占有率仅 5.6%,与北美物管公司前 50 强的市场占有率接近 30%相比有较大差距。

#### 2.3.1 社区综合服务顺势而为

公司看准此机遇,在原有物业服务业务基础上,斥巨资打造社区综合服务板块。通过开放社区综合服务平台,引入高质量的外部服务商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。未来几年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,扩大服务业主数量,构建海量住户群。

图 25: 公司物业管理业务营收情况

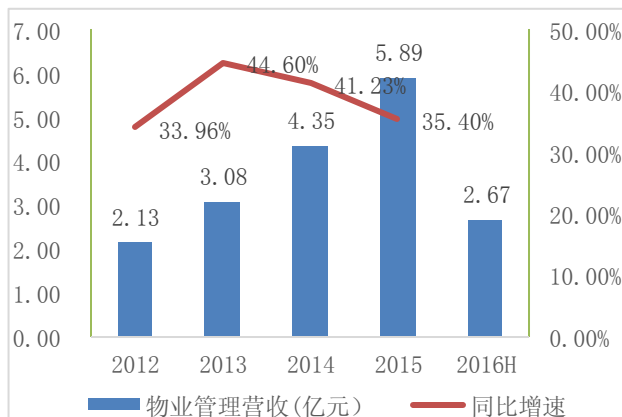
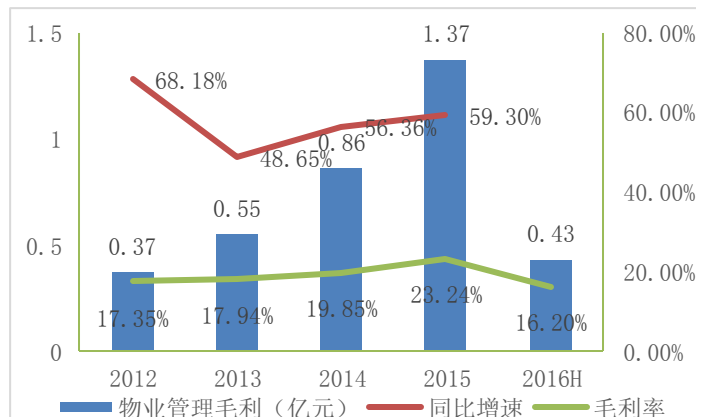


图 26: 公司物业管理业务毛利情况



资料来源: wind、东兴证券研究所

资料来源: wind、东兴证券研究所

8月29日,金科服务与微软(中国)在重庆签署战略合作协议,双方携手共建首个社区数据研究中心,可以看作是公司社服板块的里程碑事件。研究中心将深入分析研究未来金科社区里1000万级用户群的各项需求,同时发布了首个成果,“金科服务天启大数据信息系统”,该系统是双方在对金科社区里的各类数据进行了系统地规划、收集与梳理,通过双方的工程师和技术人员对于数据分析耗时173天建成。未来金科服务也将继续携手微软,通过更加科学与有效的方式,对社区的数据进行更加深入的开发与应用。

### 2.3.2 金科教育应势而为

公司的另一个投资重点是社区线下核心业务,即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。

教育板块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K12(中小学基础教育的统称)等教育产业,与公司房地产主业形成协同效应。

根据《国家中长期教育改革与发展规划纲要(2010-2020)》提出的目标,到2020年,学前教育毛入园率要达到95%,但教育部发布的2014年全国教育事业统计公报显示,2014年学前教育毛入园率仅达到70.5%。

根据2015年全国国民经济和社会发展统计公报,2015年全年出生人口1655万人,出生率为12.07%,加之我国已于2016年初全面实施“二胎政策”,据国家卫计委预计每年将新增新生儿保守估计约300万人。可以预见在未来几年,儿童人数会加速增长,教育行业将直接受益,学前教育市场首先收益。

图 27: 近几年我国学前教育经费投入情况

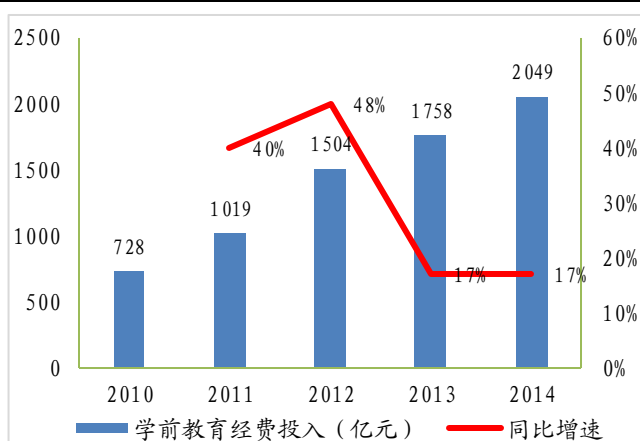
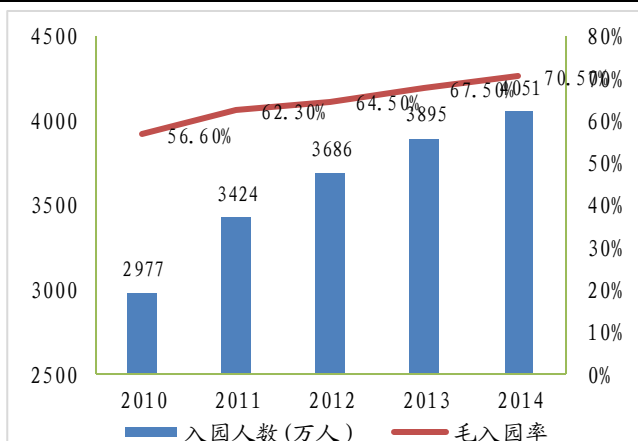


图 28: 近几年我国学前教育发展情况





资料来源: 教育部官网, 东兴证券

资料来源: 教育部官网, 东兴证券

无论是从人口需求还是教育投资, 学前教育前景广阔, 产业规模较大。我们认为公司发展学前教育具有物业和资金上的双重优势。

- ◆ 经过多年的发展, 公司所开发的大量房地产项目, 拥有优质的社区综合服务和配套设施, 尤其是拥有大量的社区教育物业资产和配套设施, 因此公司具备直接从事学前教育经营先天的资产基础。
- ◆ 随着民办教育政策的逐步放开、民办学校学生规模的稳步增长和民办学校收费标准的逐步提高, 民办教育市场规模必将迎来快速增长的黄金时期。公司未来或通过并购整合、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, 当前地产业务提供的大量、稳定现金流将成为这一业务的坚实基础, 助力公司做大做强教育产业。

### 3. 盈利预测及估值

#### 3.1 公司各板块业务营收预测

截止 2015 年底, 公司持有在建和待建的土地储备建面 1915.64 万平方米, 以国家城市群发展战略为导向调整布局, 确立了“三圈一带”的城市群区域战略布局, 预期未来公司地产业务盈利能力的稳定性仍然具有较好的保障。

表 7: 公司未来三年房地产业务板块盈利预测表

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
营收(亿元)	180.34	240.85	286.41	333.65
毛利率	27.37%	28.12%	28.08%	27.99%
毛利润(亿元)	49.36	67.73	80.42	93.39

资料来源: 东兴证券研究所

其他多元化投资保持稳定增长趋势, “社区综合服务+教育”有望成为与房地产板块并驾齐趋的新利润增长点, 其中景峡 20 万千瓦风电建设有望在 2016 年实现并网发电。

表 7: 公司未来三年非房地产业务板块盈利预测表

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
房地产	180.34	214.83	261.68	309.37
材料销售	13.55	14.23	14.94	15.69
物业管理	5.89	6.18	6.49	6.82
园林工程	4.29	4.51	4.74	4.97
酒店经营	2.02	2.12	2.23	2.34
门窗工程	1.62	1.7	1.79	1.87
风能投资开发	1.22	1.28	1.34	1.41
装饰设计	0.84	0.88	0.92	0.97
毛利润(总计)	54.37	63.8	0.75	0.9

总体毛利率（%）	28.4%	26.89%	26.58%	27.04%
----------	-------	--------	--------	--------

资料来源：东兴证券研究所

### 3.2 公司相对估值

公司已完成其多元化战略布局，可期“地产+社区综合服务”领域布局所带来的盈利能力增长。我们选取了4家房企转型公司进行比较，公司估值水平略低于行业均值水平，但考虑到公司基于地产业务升级而向下游拓展的“社区服务+教育”板块业务未来具有高成长性，我们认为可以给予公司较高的估值，2017年PE为15倍，相应的股价为6元。

表 1：同类型上市公司市盈率比较表（截止 2016 年 11 月 30 日收盘）

股票代码	股票名称	当前股价	2015EPS	2016EPS	2017EPS	2018EPS	2015PE	2016PE	2017PE	2018PE
600266.SH	北京城建	13.61	0.91	0.93	1.06	1.25	14.96	14.63	12.84	10.89
002146.SZ	荣盛发展	8.86	0.64	0.79	1.05	1.15	13.84	11.22	8.44	7.70
000671.SZ	阳光城	6.28	0.35	0.44	0.58	0.76	17.94	14.27	10.83	8.26
600565.SH	迪马股份	7.08	0.20	0.38	0.55	0.68	35.40	18.63	12.87	10.41
平均 PE							14.69			

资料来源：WIND、东兴证券研究所

### 3.3 公司 NAV 估值

根据当前土地储备情况进行 NAV 测算，相应的开发类房地产项目重估净资产值（NAV）约为 91.13 亿元，总体地产板块业务 NAV 估值为 307.47 亿元，RNAV 为 5.75 元，较当前股价 5.17 元折价 10%。

表 2：公司地产业务板块 NAV 测算

地产项目评估溢价（亿元）	
开发项目净利润折现（亿元）	91.13
账面净资产	216.34
地产 NAV+账面净资产	307.47
总股本（亿股）	53.47
RNAV	5.75

资料来源：东兴证券研究所

### 3.4 投资建议与评级

公司作为区域性的龙头企业，随着转型升级的战略部署完成，预期将顺利实现“地产+社区综合服务+教育”的这一发展模式。随着公司业务多元化的目的将达成，社区综

合服务、教育等板块将与传统地产开发业务实现协同发展格局，从而带动整个公司的盈利链条稳定增长。

我们预计公司 2016-2018 年营业收入分别为 245.73 亿元、294.13 亿元和 343.45 亿元，EPS 分别为 0.33/0.40/0.48 元，对应 PE 分别为 15.74/12.93/10.81 倍，6 个月目标价 6 元，维持公司“强烈推荐”评级。

#### **4. 风险提示**

地产项目开发销售缓慢、社区综合服务与教育投资计划不确定性、政策变化等。

表 3: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	75185	87387	79908	92466	107102	<b>营业收入</b>	17324	19399	24573	29413	34345
货币资金	7527	9389	13708	13236	15455	<b>营业成本</b>	13337	13887	17967	21594	25056
应收账款	709	729	875	1048	1223	营业税金及附加	1241	1480	1868	2235	2610
其他应收款	1737	1483	1878	2248	2625	营业费用	638	694	860	1029	1202
预付款项	797	1009	470	-178	-929	管理费用	719	923	1032	1235	1442
存货	62263	72164	59069	70995	82378	财务费用	163	268	423	350	466
其他流动资产	2137	2613	3907	5117	6350	资产减值损失	769.50	480.66	150.00	150.00	150.00
<b>非流动资产合计</b>	6881	8165	8915	8589	8264	公允价值变动收益	54.31	39.86	45.00	45.00	45.00
长期股权投资	337	391	391	391	391	投资净收益	44.75	36.84	40.00	40.00	40.00
固定资产	1133	2528	2367	2048	1729	<b>营业利润</b>	556	1743	2359	2903	3503
无形资产	61	60	54	48	42	营业外收入	237.59	99.00	150.00	150.00	150.00
其他非流动资产	0	70	1000	1000	1000	营业外支出	39.66	57.76	50.00	50.00	50.00
<b>资产总计</b>	82066	95553	88823	101055	115366	<b>利润总额</b>	753	1785	2459	3003	3603
<b>流动负债合计</b>	45709	60515	49748	60874	73905	所得税	-110	551	738	901	1081
短期借款	2207	1882	0	2365	5718	<b>净利润</b>	863	1234	1721	2102	2522
应付账款	7175	8120	9845	11833	13730	少数股东损益	-45	-33	-35	-35	-35
预收款项	22431	26585	31745	37922	45134	归属母公司净利润	908	1267	1756	2137	2557
一年内到期的非	8831	18099	1120	1120	1120	EBITDA	835	2225	3107	3578	4294
<b>非流动负债合计</b>	23190	19700	20297	20371	20407	<b>EPS (元)</b>	0.78	0.27	0.33	0.40	0.48
长期借款	21311	13294	15294	17294	19294	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	5313	6000	6000	6000		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>负债合计</b>	68900	80215	70046	81245	94312	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	2636	2528	2493	2458	2423	营业收入增长	7.80%	11.98%	26.68%	19.69%	16.77%
实收资本(或股	1379	4327	5347	5347	5347	营业利润增长	-54.01%	213.85%	35.31%	23.06%	20.66%
资本公积	2102	580	1458	1458	1458	归属于母公司净利	38.63%	21.68%	38.63%	21.68%	19.64%
未分配利润	6293	8291	7764	7123	6356	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	10530	12854	16284	17352	18631	毛利率(%)	20.80%	25.92%	26.89%	26.58%	27.04%
<b>负债和所有者权</b>	82066	95553	88823	101055	115366	净利率(%)	4.98%	6.36%	7.00%	7.15%	7.34%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润(%)	1.11%	1.33%	1.98%	2.11%	2.22%
						ROE(%)	8.62%	9.86%	10.79%	12.32%	13.72%
<b>经营活动现金流</b>	-8385	412	22906	-1427	640	<b>偿债能力</b>					
净利润	863	1234	1721	2102	2522	资产负债率(%)	84%	84%	79%	80%	
折旧摊销	116.93	213.61	0.00	325.22	325.22	流动比率	1.64	1.44	1.61	1.52	1.45
财务费用	163	268	423	350	466	速动比率	0.28	0.25	0.42	0.35	0.33
应收账款减少	0	0	-146	-172	-176	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	0	0	5160	6177	7212	总资产周转率	0.24	0.22	0.27	0.31	0.32
<b>投资活动现金流</b>	-681	-965	-1140	-65	-65	应收账款周转率	38	27	31	31	30
公允价值变动收	54	40	45	45	45	应付账款周转率	2.92	2.54	2.74	2.71	2.69
长期股权投资减	0	0	-145	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	45	37	40	40	40	每股收益(最新摊	0.78	0.27	0.33	0.40	0.48
<b>筹资活动现金流</b>	10158	2715	-17447	1020	1644	每股净现金流(最新	0.79	0.50	0.81	-0.09	0.42
应付债券增加	0	0	687	0	0	每股净资产(最新摊	7.64	2.97	3.05	3.25	3.48
长期借款增加	0	0	2000	2000	2000	<b>估值比率</b>					
普通股增加	220	2949	1020	0	0	P/E	6.63	19.15	15.74	12.93	10.81
资本公积增加	1367	-1522	878	0	0	P/B	0.68	1.74	1.70	1.59	1.48
<b>现金净增加额</b>	1092	2162	4319	-473	2220	EV/EBITDA	38.24	23.17	11.70	11.51	10.32

资料来源: 公司财报、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，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。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”。

## 联系人简介

### 梁小翠

中国社会科学院研究生院博士。2015 年加入东兴证券，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。