

金科股份 (000656)

强烈推荐

行业：房地产开发

融创持续增持，若借道回归 A 股对标金地

投资要点：

- ✧ **融创持续增持，不排除继续增持成为第一大股东。**截至 2017 年 1 月 24 日融创中国通过二级市场新增持公司 1.68 亿股，占比 3.14%，合计持股达 23.15%。实际控制人陶红霞女士 2017 年 1 月 4 日完成增持计划，新增持 0.42 亿股，合计持股占比 26.24%。2016 年 9 月公司定增完成后，融创态度积极、公司控制人偏中性，未来不排除融创继续增持成为第一大股东。
- ✧ **若融创回归 A 股，对标金地（市值 569 亿元），估值有较大的提升空间。**
- ✧ **深耕成渝城市群，大重庆龙头，2016 年业绩再创新高。**克尔瑞研究中心数据显示 2016 年公司销售面积 694.9 万方，同比+52.46%，排名行业第 11 位；销售额 455.2 亿元，同比+55.36%，排名行业第 30 位。销售均价 6550.6 元/方，较 2015 年基本持平。
- ✧ **加大拿地力度，土地储备充足。**2016 年末公司耗资 122.7 亿元在重庆、合肥、天津、济南等地集中拿地，计容建面合计 247 万方，整体楼面价约 5000 元/方，项目大多具备盈利空间、去化无忧。2016 年全年新增土地计容建面近 550 万方，大幅超过 350 万方的计划值，现有在建、储备项目计容建面约 2000 万方，可供未来 3-4 年开发，以 6500 元/方计，货值达 1300 亿元。
- ✧ **融创中国入股、多次增持彰显看好公司，持有公司成本为 4.63 元/股。若融创增持目标为借道回归 A 股，有望对标金地市值（569 亿元）。此外，金科自身 RNAV5.96 元（相当于公司价值 318 亿元），预计金科 16-18 年 EPS0.41、0.50、0.54 元。当前股价具备有多重安全边际，且上有融创增持强强联合助力主业发展，或有持续增持预期。提升目标价至 8 元，对应 17 年 PE16 倍，自 8 月首次覆盖以来股价最新涨幅近 49%，再次“强烈推荐”。**
- ✧ **风险提示：**2017 年销售不及预期；新业务开展及外拓布局项目获取受阻。

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	19399	28121	34100	39664
收入同比(%)	12%	45%	21%	16%
归属母公司净利润	1267	2289	2810	2988
净利润同比(%)	40%	81%	23%	6%
毛利率(%)	28.4%	27.7%	27.7%	26.7%
ROE(%)	9.9%	11.3%	12.5%	12.0%
每股收益(元)	0.23	0.41	0.50	0.54
P/E	23.55	13.04	10.62	9.99
P/B	2.32	1.48	1.32	1.19
EV/EBITDA	26	16	13	13

资料来源：中国中投证券研究总部

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： 8

当前股价： 6.10

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	5,343
流通股本(百万股)	3,660
总市值(亿元)	326
流通市值(亿元)	223
成交量(百万股)	242.41
成交额(百万元)	1,468.02

股价表现



相关报告

《金科股份-融创增持至 20%，合作开发正式启程》2016-12-01

《金科股份-恒大系退出前十，定增顺利财务重回稳健》2016-10-30

《金科股份-融创入股成二股东，强强联合，销售将大超预期》2016-09-22

一、融创持续增持，若借道 A 股上市，可对标金地集团

1. 融创再增持积极入驻，或控股回归

截至 2017 年 1 月 24 日，融创中国新增持 1.68 亿股，最新持股成本 5.33 元/股，合计持股比例已达 23.15%。2016 年 9 月完成定增后，融创方面持续增持至 23.15%，并于 2016 年 12 月派代表进入公司董事会；公司方面两实际控制人先后完成增持计划，持股达 26.24%，设立职工代表董事作为护城河，但同时也同意与融创合作开发南宁安吉南项目以及同意融创代表入驻董事会。综合来看融创态度积极、金科现控制人偏中性，考虑 2017 年 5 月董事会即将换届，未来大概率双方不再增持共同合作或者融创继续增持借道回归 A 股。

2. 若融创借道回归 A 股，可对标金地公司估值，未来公司估值可期

若融创中国借道金科回归 A 股，与融创中国相当的资产、盈利、销售、储备等相当的公司 A 股地产上市公司金地集团可作为其对标公司。两家公司总资产规模相似、预收款均基本锁定未来 1 年、销售业绩均超 1000 亿元（行业第一阵营）、净利率相似、归母净利润接近、土地储备接近。

下表可见，A 股市场估值远高于港股市场，从 2017 年 2 月 8 日两公司的 P/E、市值可见，当前金地集团的市值是融创中国的 2.29 倍，若融创中国回归 A 股可获得更好的估值。

表 1 融创中国 VS 金地集团 经营业绩、储备与资产规模（单位：亿元人民币）

筛选项目	融创中国	金地集团	时间
总资产	1546.00	1503.65	2016H
净资产	266.00	473.54	2016H
预收款	201.00	348.90	2016H
销售业绩	1553.10	1006.30	2016
毛利率	12.42%	28.59%	2015
三费占比	13.48%	8.57%	2015
净利率	15.61%	14.80%	2015
营收	231.00	327.62	2015
净利	33.00	48.43	2015
归母净利	33.00	32.00	2015
土地储备	3775.59 万方	约 3500 万方	2016H
权益土地储备	2471.87 万方	约 2500 万方	2016H

资料来源：公司公告、克尔瑞研究中心、中国中投证券研究总部

表 2 市值：融创中国 VS 金地集团

请务必阅读正文之后的免责条款部分

	金地集团	融创中国（香港）
PE TTM	13.90X	9.90X
市值（HKD）		281.5 亿元
市值（RMB）	569 亿元	249 亿元

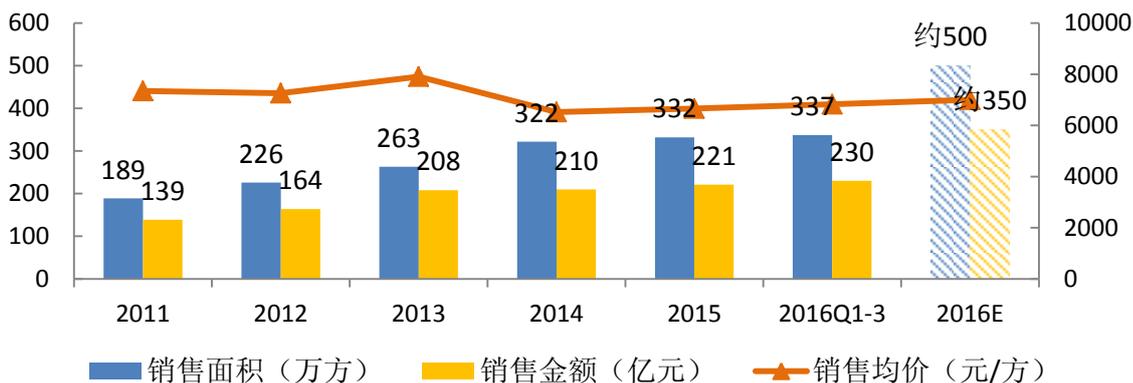
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

二、业绩再创新高，发展稳健资源充足

3. 2016 年业绩井喷，稳居行业第二阵营

克尔瑞研究中心《2016 年中国房地产企业销售 TOP200》显示：公司 2016 年全年销售面积 694.9 万方，同比+52.46%，上升 2 位排名全行业第 11 位；销售额 455.2 亿元，同比+55.36%，上升 1 位排名全行业第 30 位。销售均价 6550.6 元/方，较 2015 年基本持平。

图 1 2011-2016 年公司销售业绩



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

表 3 公司主要指标行业排名

指标	值	时间	行业排名
总资产	990 亿元	2016H	15
净资产	160 亿元	2016H	20
归母净资产	133 亿元	2016H	19
营业收入	131 亿元	2016H	8
净利润	9 亿元	2016H	15
销售金额	455.2 亿元	2016	30
销售面积	694.9 亿元	2016	11

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

4. 近期集中拿地，全年土地储备充足

请务必阅读正文之后的免责条款部分

2016年11、12月公司先后耗资122.7亿元通过招拍挂、并购等方式在重庆、合肥、天津、济南等地集中拿地，计容建面合计247万方，整体楼面价约5000元/方，项目大多具备盈利空间、去化无忧。

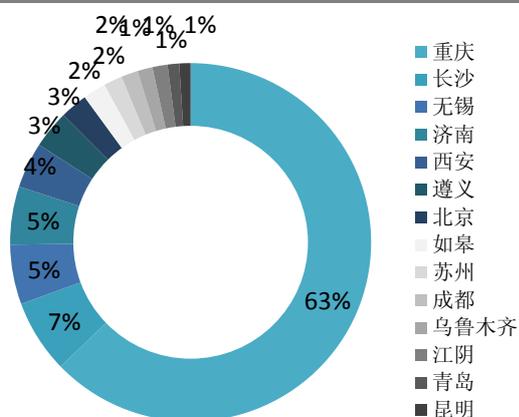
2015年末在建、储备项目计容建面2150余万方，2016年全年新增土地计容建面近550万方，大幅超过350万方的计划值，现有在建、储备项目计容建面约2000万方，可供未来3-4年开发，以6500元/方计，货值达1300亿元。

表 4 2016年11、12月公司新增土地储备

地区	地块名称	计容建筑面积 (万方)	土地出让价 (亿元)	土地成本 (元/方)	周边房价 (元/方)
重庆	北碚蔡家组团地块	40.37	5.90	1462.29	5500左右
重庆	北碚蔡家组团地块	24.66	5.82	2360.13	6500左右
合肥	包河区 S1605 号地块	21.38	26.73	12500.33	11000左右
合肥	瑶海区 E1609 号地块	14.22	12.23	8600.24	16000左右
合肥	庐阳区 N1608 号地块	3.87	5.37	13900.00	15000左右
天津	团泊新城三地块	20.93	13.62	6506.36	12000左右
南宁	GC2016-091	17.92	7.73	4312.50	7000左右
南宁	GC2016-092	17.45	7.73	4432.50	7000左右
柳州	P(2016)42 号	20.82	9.17	4404.14	8500左右
南宁	安吉南项目	8.27	4.90	5926.20	20000左右
济南	海尔·澜山公馆项目	35.59	10.82	3040.18	15000左右
青岛	罗兰公馆项目	4.19	2.32	5536.99	15000左右
泰安	桃花源项目	17.38	10.37	5966.63	12000左右
合计		247.04	122.71	4967.21	

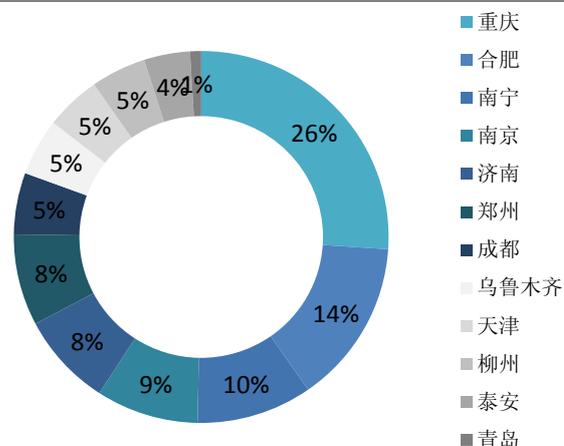
资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 2 2015 年底在建、储备项目分布



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 3 2016 年新增计容面积分布



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

5. 流动性转好，净负债率大降，融资渠道畅通

2016 年下半年公司通过定向增发、发行资产管理计划、银行借款等方式顺利进行融资，加之销售回款稳定增长，公司现在手资金充裕，短债缺口不存，净负债率由 2015 年末的 190% 大降至 2016 年 Q3 的 118%。

图 4 现金足够偿还短期负债（亿元）

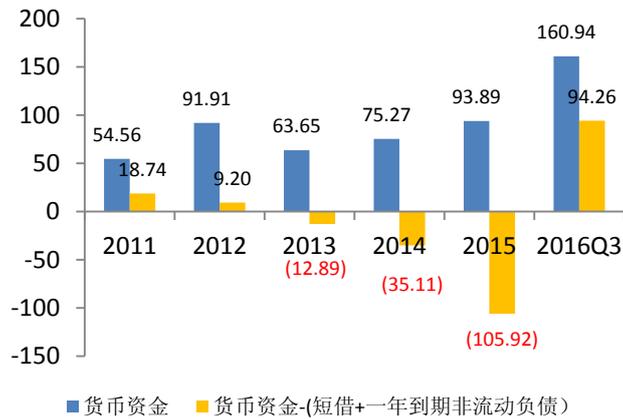
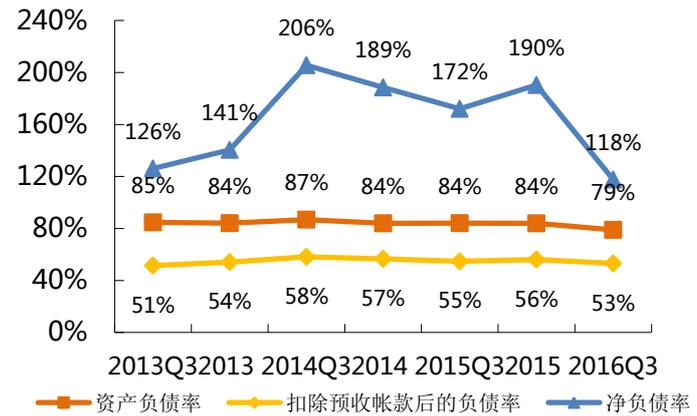


图 5 净负债率大降



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

表 3 公司近期融资顺利、渠道通畅

时间	事件
2017.1.11	与渤海银行新签署 400 亿元授信额度
2016.12.28	接受中信证券委托渤海银行成都分行贷款不超过 13.3 亿元，期限 3 年
2016.12.28	向工商银行郑州南阳路支行借款 11.8 亿元，期限 3 年
2016.12.23	向中国银行遂宁分行借款 3.5 亿元，期限 3 年
2016.12.23	向工商银行成都滨江支行借款 9 亿元，期限 3 年
2016.12.23	向东亚银行西安分行借款 3.8 亿元，期限 2 年
2016.12.23	向农业银行青岛城阳支行借款 3000 万元，期限 3 年
2016.12.23	向中国银行间市场交易商协会申请注册发行总额不超过 160 亿元债务融资工具
2016.12.5	成立招商创融-金科股份应收账款（一期）资产支持专项计划，募集资金 18 亿元，票面利率 4.70%
2016.12.2	接受中信证券委托中信银行南宁分行贷款不超过 12 亿元，期限 3 年
2016.11.18	向工商银行合肥包河支行借款 7.2 亿元，期限 3 年
2016.11.18	向工商银行重庆建新北路支行借款 6 亿元，期限 10 年
2016.11.18	接受江海证券委托彭州民生村镇银行无固定期限贷款 7 亿元，利率第一、二年为 6%，第三、四年及之后为 13%
合计	

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	87387	95556	99960	102172
现金	9389	14691	17169	15267
应收账款	729	1094	1304	1530
其它应收款	1483	2424	2773	3322
预付账款	1009	1626	1973	2036
存货	72164	73108	74129	77404
其他	2613	2613	2613	2613
非流动资产	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
资产总计	95553	103036	107248	109265
流动负债	60515	62840	66752	68480
短期借款	1882	0	0	0
应付账款	8120	10269	13380	15829
其他	50513	52571	53372	52652
非流动负债	19700	17620	15671	13664
长期借款	13294	11294	9294	7294
其他	6406	6326	6377	6369
负债合计	80215	80460	82423	82144
少数股东权益	2484	2371	2267	2137
股本	4327	5567	5567	5567
资本公积	580	4002	4002	4002
留存收益	6544	10637	12989	15416
归属母公司股东权益	12854	20206	22558	24984
负债和股东权益	95553	103036	107248	109265

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	412	4077	5341	1111
净利润	1234	2175	2706	2859
折旧摊销	172	194	199	201
财务费用	268	450	431	476
投资损失	-37	-37	-37	-37
营运资金变动	-1618	1254	1934	-2490
其它	394	41	109	103
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	2715	703	-2888	-3037
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	3422	0	0
其他	9631	-76	-888	-1037
现金净增加额	2162	5302	2478	-1902

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
营业收入	19399	28121	34100	39664
营业成本	13887	20320	24657	29083
营业税金及附加	1480	2145	2601	3026
营业费用	694	1005	1219	1418
管理费用	923	1337	1622	1886
财务费用	268	450	431	476
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
营业利润	1743	2900	3608	3812
营业外收入	99	0	0	0
营业外支出	58	0	0	0
利润总额	1785	2900	3608	3812
所得税	551	725	902	953
净利润	1234	2175	2706	2859
少数股东损益	-33	-113	-104	-130
归属母公司净利润	1267	2289	2810	2988
EBITDA	2183	3545	4237	4488
EPS (元)	0.29	0.41	0.50	0.54

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	12.0%	45.0%	21.3%	16.3%
营业利润	213.8%	66.3%	24.4%	5.7%
归属于母公司净利润	39.6%	80.6%	22.8%	6.3%
获利能力				
毛利率	28.4%	27.7%	27.7%	26.7%
净利率	6.5%	8.1%	8.2%	7.5%
ROE	9.9%	11.3%	12.5%	12.0%
ROIC	3.4%	6.4%	8.2%	8.2%
偿债能力				
资产负债率	83.9%	78.1%	76.9%	75.2%
净负债比率	41.48%	36.53%	33.23%	30.91%
流动比率	1.44	1.52	1.50	1.49
速动比率	0.23	0.34	0.37	0.35
营运能力				
总资产周转率	0.22	0.28	0.32	0.37
应收账款周转率	26	29	27	27
应付账款周转率	1.82	2.21	2.09	1.99
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.41	0.50	0.54
每股经营现金流(最新摊薄)	0.07	0.73	0.96	0.20
每股净资产(最新摊薄)	2.31	3.63	4.05	4.49
估值比率				
P/E	23.55	13.04	10.62	9.99
P/B	2.32	1.48	1.32	1.19
EV/EBITDA	26	16	13	13

相关报告

报告日期	报告标题
2016-12-01	《金科股份-融创增持至 20%，合作开发正式启程》
2016-10-30	《金科股份-恒大系退出前十，定增顺利财务重回稳健》
2016-09-22	《金科股份-融创入股成二股东，强强联合，销售将大超预期》
2016-09-14	《金科股份-成渝城市群龙头，加速内修外拓及转型》
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、嘉宝集团、世联行、上实发展、天健集团、陆家嘴、城投控股、福星股份、中航地产、新城控股、金科股份、荣盛发展、外高桥、张江高科、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