

深耕川渝，布局全国，激励多管齐下 增持（首次）

2018年07月23日

证券分析师 齐东

执业证号：S0600517110004

021-60199775

qid@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	34,758	40,818	52,746	66,185
同比(%)	7.8%	17.4%	29.2%	25.5%
净利润(百万元)	2,005	2,474	3,115	3,750
同比(%)	43.7%	23.4%	25.9%	20.4%
每股收益(元/股)	0.35	0.46	0.58	0.70
P/E(倍)	12.87	10.43	8.28	6.88

投资要点

- **销售规模快速增长，业绩增长确定性强。**金科股份深耕川渝，逐渐布局全国。2017年金科股份地产板块实现销售金额约630亿元，同比增长约97%；销售面积约843万平方米，同比增长约69%。公司销售布局“三圈一带”核心地区，固有优势城市销售规模提升迅猛，其中成渝区域占比达到54%以上。
- **深耕川渝，逐步走向全国，拿地更为积极。**公司近年不断加大拿地力度，以重庆为中心辐射周边城市群，2017年通过招拍挂和收购方式合计获取土地79幅地，总建筑面积达1245万平方米，同比增长103%。2017年拿地面积与销售面积之比达147.72%。截至2017年底，公司累计开发项目147个，开发面积超4500万平方米，持有规划计容建筑可售面积3300万平米，同比增长78.8%。按照2017年新开工面积1096万平方米测算，可支撑公司未来3-4年的开发计划。
- **围绕“服务+产业”战略，实现资源整合。**(1)公司社区生活服务业务营业收入约12.27亿元，同比增长26.1%；毛利率约23.83%。2017年公司新增合同管理面积约7560万平方米，新进驻城市40个，目前管理规模超过2.2亿平方米，服务业主超过300万人。(2)跨界联合，共同开发实现资源互补。公司目前与亿达集团联合开发了两个产业项目：长沙科技新城和重庆健康科技城。
- **股票激励计划、跟投机制充分激活员工的主动性和创造性。**2015年12月，公司向高管及中层管理人员等147人首次授予限制性股票1.91亿股，占公司股本的4.63%。同时公司实施了“同舟共赢”跟投机制，在保障收益的同时注重项目的周转速度。截至2017年末公司共有80个项目实施了跟投，其中合并报表范围内跟投项目56个，涉及总跟投资金2.92亿元。
- **盈利预测与投资评级：**金科股份是成渝地区的地产开发龙头企业，公司土地储备充沛，低成本拿地具备先发优势。近年来公司销售提速，业绩增长有保障。股票激励计划和同舟共赢等多种激励方式共同提升员工积极性。我们预计2018-2020年公司EPS分别为0.46、0.58、0.70元人民币，对应PE分别为10.4、8.3、6.9倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**行业销售波动；政策调整导致经营风险（棚改、调控、税收政策等）；融资环境变动（按揭、开发贷、利率调整等）；企业运营风险（人员变动、股东变动、施工、拿地等）；汇率波动风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	4.83
一年最低/最高价	4.26/5.61
市净率(倍)	1.42
流通A股市值(百万元)	25193.85

基础数据

每股净资产(元)	3.41
资产负债率(%)	86.22
总股本(百万股)	5339.72
流通A股(百万股)	5216.12

相关研究

内容目录

1. 创立于重庆，深耕川渝，逐步走向全国	4
2. 销售规模高速增长，拿地态度更加积极	6
2.1. 布局核心城市，销售规模持续扩张	6
2.2. 土地储备丰富，前瞻布局八大城市群	7
2.2.1. 拿地节奏加快，土地储备价值可观	7
2.2.2. 重仓二线城市，前瞻布局三圈一带、八大城市群	8
3. 重点布局重庆，未来可期	10
3.1. 政策红利下，交通、人口等因素助力区域升值	10
3.1.1. 自贸区推动两江新区迎发展新机遇	10
3.1.2. 交通是打开城市的第一把钥匙	11
3.1.3. 人口净流入效应，保障城市住房需求	12
3.2. 重庆龙头，先发优势确保高占有率	13
4. 多激励方式提升员工积极性	15
4.1. 股票激励计划	15
4.2. 同舟共赢计划助力项目提效增速	16
5. 围绕“服务+产业”战略，实现资源整合	18
5.1. 科技与文化交融，提升业主满意度	18
5.2. 产业综合运营，跨界联合	19
6. 盈利预测与估值	21
6.1. 核心假设	21
6.2. 盈利预测	21
6.3. 估值	22
6.4. 投资建议	22
7. 风险提示	23

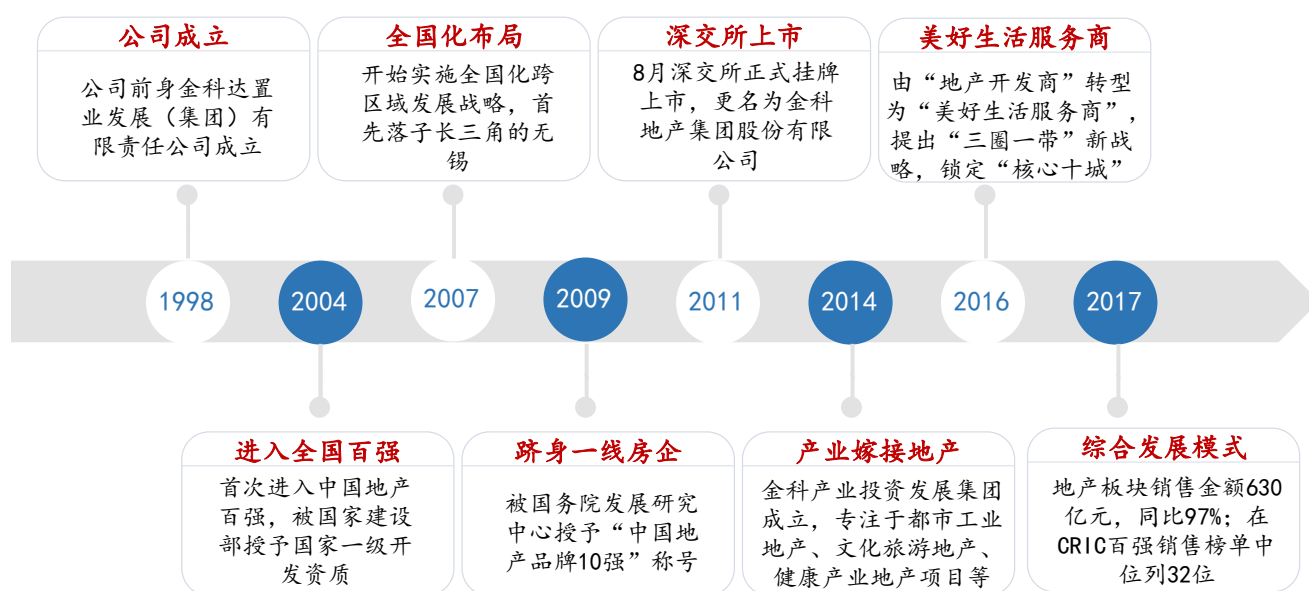
图表目录

图 1: 金地股份发展历程	4
图 2: 2011 年以来公司营业收入及增速情况	5
图 3: 2011 年以来公司归母净利润及增速情况	5
图 4: 2013 年以来公司各业态营业收入占比情况	5
图 5: 2011 年以来公司房地产销售金额及增速情况	6
图 6: 2011 年以来公司房地产销售面积及增速情况	6
图 7: 2011 年以来公司销售均价及增速情况	6
图 8: 2017 年公司主要城市销售金额占比	7
图 9: 2017 年公司主要城市销售金额 (亿元) 及增速	7
图 10: 2011 年以来公司新增土储建筑面积及增速	7
图 11: 2011 年以来公司新增拿地项目个数	7
图 12: 公司土地储备建筑面积 (万平方米) 及增速	8
图 13: 2017 年公司各线城市新增土储建面占比	8
图 14: 2017 年公司新增土储建面区域分布	8
图 15: 2008 年以来重庆 GDP (亿元) 及增速	10
图 16: 重庆市两江新区“八城”规划示意图	11
图 17: 重庆市两江新区“八园”规划示意图	11
图 18: 重庆交通近期建设规划	11
图 19: 重庆米字型高速铁路网示意图	12
图 20: 2011 年以来重庆常住人口数量及增速	13
图 21: 2011 年以来重庆城镇人口数量及增速	13
图 22: 2015 年以来年公司重庆市场占有率	13
图 23: 2017 年公司重庆各地区销售金额占比	13
图 24: 2017 年公司重庆各区土地储备项目个数	14
图 25: 2017 年公司重庆各区土地储备面积占比	14
图 26: 2011 年以来金科股份物业管理收入及增速	18
图 27: 2011 年以来金科股份物业管理毛利及增速	18
图 28: 金科股份升级为“社区生活服务商”	19
图 29: 长沙科技新城园区	19
图 30: 重庆健康科技城	20
表 1: 2013 年以来公司新进入城市情况	9
表 2: 2016 年以来公司各城市新增拿地情况	9
表 3: 2015 年公司限制性股票激励计划解锁安排	15
表 4: 2015 年公司限制性股票激励计划激励情况	15
表 5: 2017 年金科股份《员工跟投房地产项目公司管理办法》	16
表 6: 2017 年公司部分主要项目员工跟投情况	16
表 7: 2017 年公司董事、高管跟投部分项目情况	17
表 8: 公司 2018-2020 年营业收入拆分预测	21
表 9: 公司 2018-2020 年盈利预测	21
表 10: 可比公司估值	22

1. 创立于重庆，深耕川渝，逐步走向全国

金科地产股份有限公司（以下简称“金科股份”或公司）成立于1998年5月，总部位于重庆。1998年公司开始积极深耕川渝地区，2007年提出全国化跨区域布局战略，2011年8月公司在深交所上市，2016年由“地产开发商”向“美好生活服务商”转型，提出“三圈一带”新战略，锁定“核心十城”。目前公司业务主要涵盖房地产开发、物业管理、酒店经营、园林、门窗、教育等领域。公司房地产业务已完成长三角、京津冀、珠三角、成渝等八大城市群的布局。2017年，公司地产板块实现销售金额630亿元，同比增长约97%。根据CRIC发布的《2017年度中国房地产企业销售TOP200》，公司位列榜单第32位。

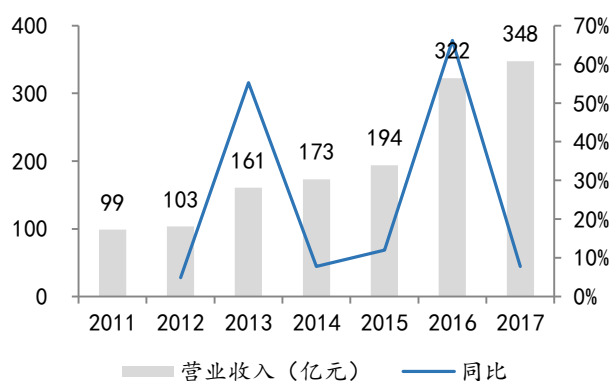
图1：金地股份发展历程



数据来源：公司官网，公司公告，CRIC，东吴证券研究所

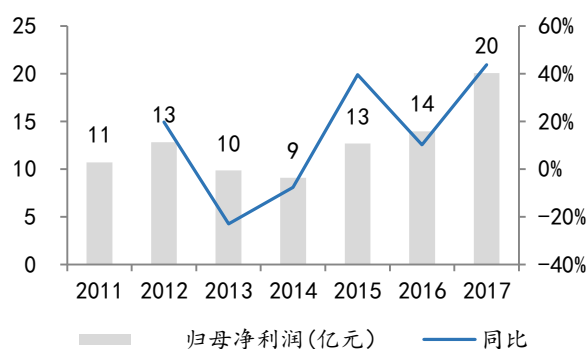
业绩持续强劲，利润回报丰厚。2017年公司实现营业收入347.58亿元，同比增长7.82%，继续维持营收高位；实现归母净利润20.05亿元，同比增长43.67%，公司毛利率达21%。从收入构成看，公司房地产和物业管理收入是主要来源，分别占比94.5%和3.5%。

图 2：2011 年以来公司营业收入及增速情况



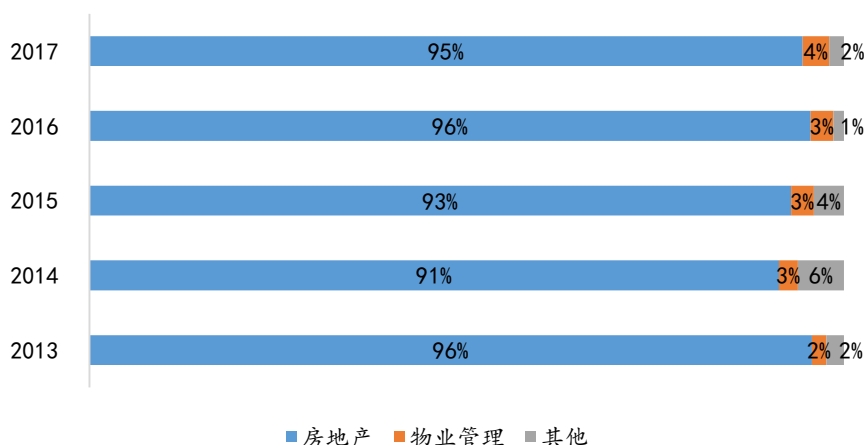
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：2011 年以来公司归母净利润及增速情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：2013 年以来公司各业态营业收入占比情况



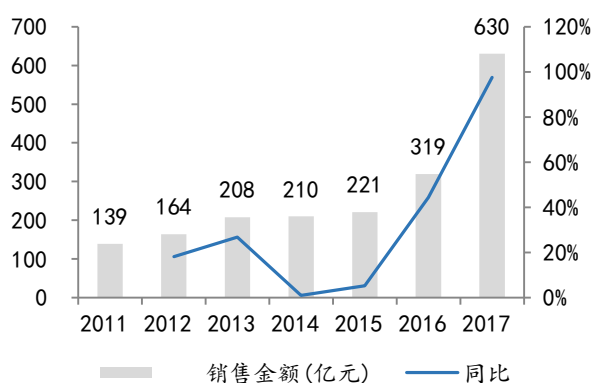
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 销售规模高速增长，拿地态度更加积极

2.1. 布局核心城市，销售规模持续扩张

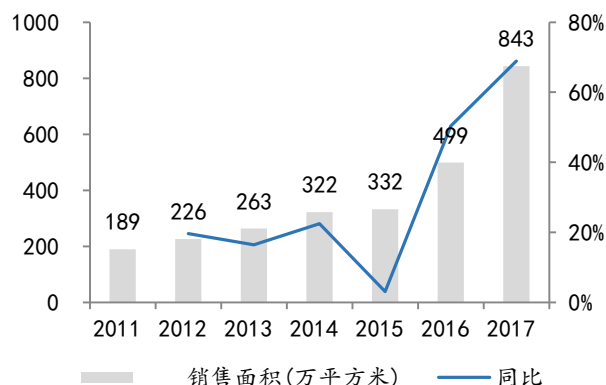
销售规模翻番，业绩增长可观有保障。2017 年金科股份地产板块实现签约销售金额约 630 亿元，同比增长约 97%，2011-2017 年年均复合增速 28.7%；销售面积约 843 万平方米，同比增长约 69%，2011-2017 年年均复合增速 28.3%。根据 CRIC 发布的 2017 年中国房地产企业销售排行榜，公司排名第 32 位。

图 5：2011 年以来公司房地产销售金额及增速情况



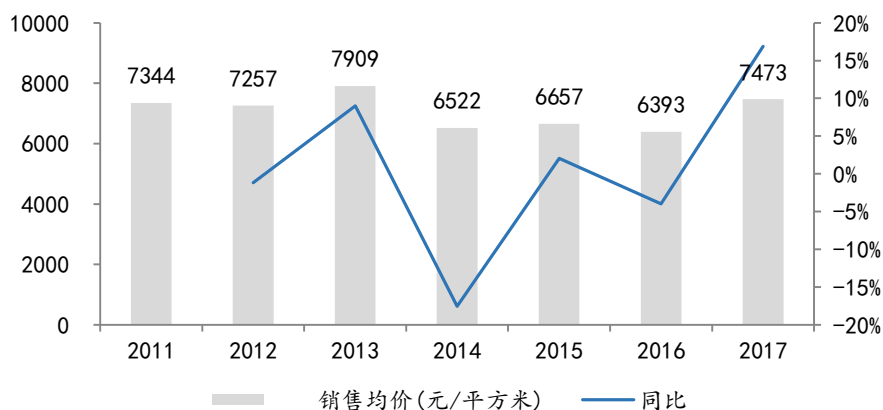
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：2011 年以来公司房地产销售面积及增速情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 7：2011 年以来公司销售均价及增速情况

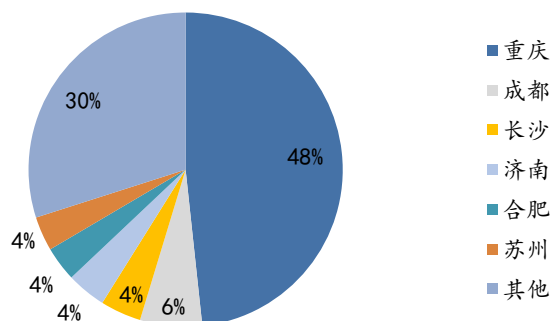


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

布局三圈一带核心地区，固有优势城市销售规模提升迅猛。公司销售集中在成渝区域，占比达到 54% 以上，主要销售贡献城市为重庆、成都、长沙、济南、合肥等城市，

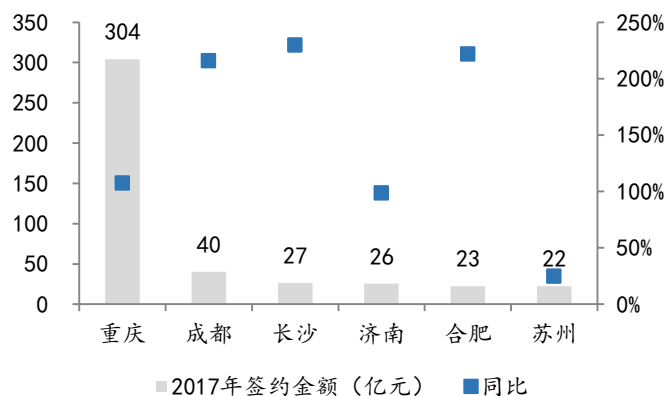
分别占全年销售额的 48.3%、6.4%、4.2%、4.1%和 3.6%，同比增长分别达 107%、216%、230%、98%、222%。

图 8：2017 年公司主要城市销售金额占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 9：2017 年公司主要城市销售金额（亿元）及增速



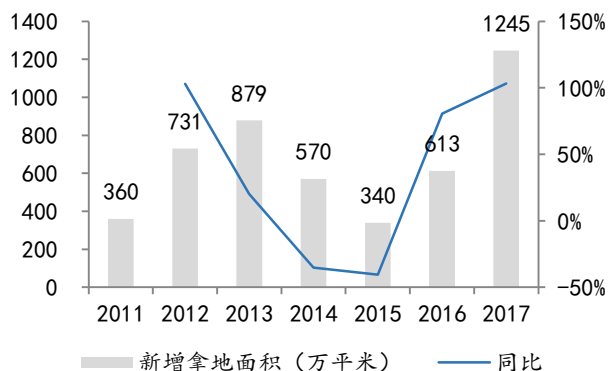
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 土地储备丰富，前瞻布局八大城市群

2.2.1. 拿地节奏加快，土地储备价值可观

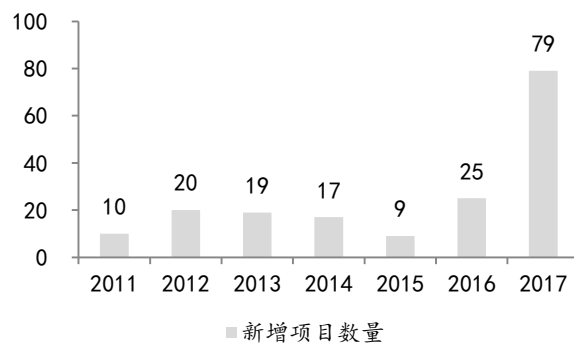
在销售持续增长的情况下，拿地更为积极。公司近年不断加大拿地力度，以重庆为中心辐射周边城市群，2017 年通过招拍挂和收购方式合计获取土地 79 幅地，总建筑面积达 1245 万平方米，同比增长 103.10%，2011-2017 年年均复合增长 22.98%。2017 年拿地面积与销售面积之比达 147.72%，连续 7 年超过 100%。截至 2017 年底，公司累计开发项目 147 个，开发面积超 4500 万平方米，持有规划计容建筑可售面积 3300 万平米，同比增长 78.8%。按照 2017 年新开工面积 1096 万平方米测算，可支撑公司未来 3-4 年的开发计划。

图 10：2011 年以来公司新增土储建筑面积及增速



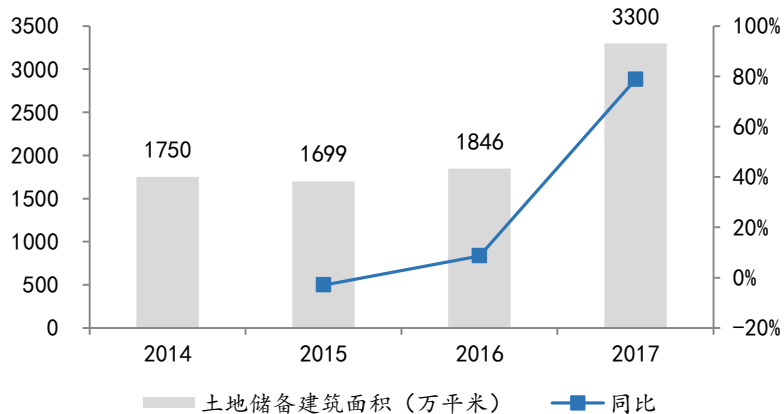
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 11：2011 年以来公司新增拿地项目个数



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 12: 公司土地储备建筑面积 (万平方米) 及增速

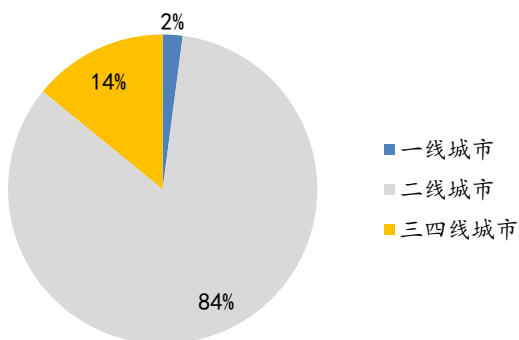


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.2.2. 重仓二线城市, 前瞻布局三圈一带、八大城市群

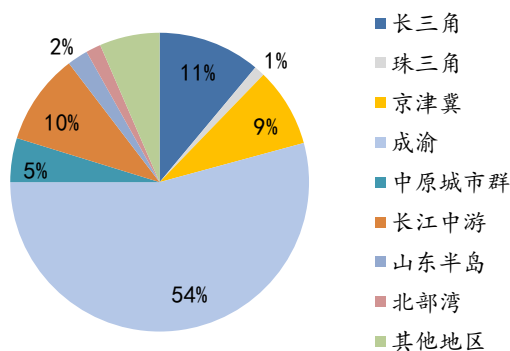
继续挖掘一二线市场空间, 前瞻布局八大城市群。从城市能级来看, 2017 年公司继续加强在二线城市的布局, 其中一线、二线、三线城市拿地占比分别为 2%、84%、14%。从区域布局来看, 公司始终坚持八大城市群战略, 其中在成渝、长三角以及京津冀区域占比达到 54%、11%、9%。从城市布局来看, 公司继续坚持在公司大本营所在地重庆拿地, 在重庆新增拿地面积达到 544.34 万平方米, 占总拿地面积的 44%, 同比增长 196%; 同时公司在武汉新增拿地面积达 63.73 万平方米, 是拿地第二高城市, 占总拿地面积的 5%; 此外, 公司也积极布局郑州、成都、长沙等二线城市。

图 13: 2017 年公司各线城市新增土储建面占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 14: 2017 年公司新增土储建面区域分布



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 1：2013 年以来公司新进入城市情况

年份	新进区域
2013	新增陕西、新疆、贵州 3 个省级市场，新增西安、青岛等 6 个城市布点。
2014	新进入云南市场，新增昆明、万州等 5 个城市布点
2015	新进陕西咸阳等城市
2016	新进郑州、南京、武汉、天津、南宁 5 个重点城市
2017	新进杭州、南昌、福州、石家庄等 15 个核心城市

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2：2016 年以来公司各城市新增拿地情况

地区	2017 年拿地建面 (万平方米)	占比	2016 年拿地建面 (万平方米)	同比
重庆	544.34	43.7%	184.00	195.8%
四川	130.88	10.5%	23.00	469.0%
江苏	90.80	7.3%	34.00	167.1%
湖北	63.73	5.1%	0.00	-
河南	59.33	4.8%	73.00	-18.7%
河北	53.65	4.3%	-	-
浙江	47.09	3.8%	-	-
湖南	39.54	3.2%	-	-
广西	28.37	2.3%	98.00	-71.0%
山东	27.97	2.2%	76.00	-63.2%
天津	26.94	2.2%	25.00	7.7%
贵州	25.87	2.1%	-	-
北京	25.83	2.1%	-	-
江西	19.42	1.6%	-	-
云南	17.77	1.4%	-	-
福建	15.95	1.3%	-	-
广东	14.45	1.2%	-	-
辽宁	13.35	1.1%	-	-
新疆	-	-	42.00	-100.0%
安徽	-	-	58.00	-100.0%
合计	1245.27	100.0%	613.00	103.1%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

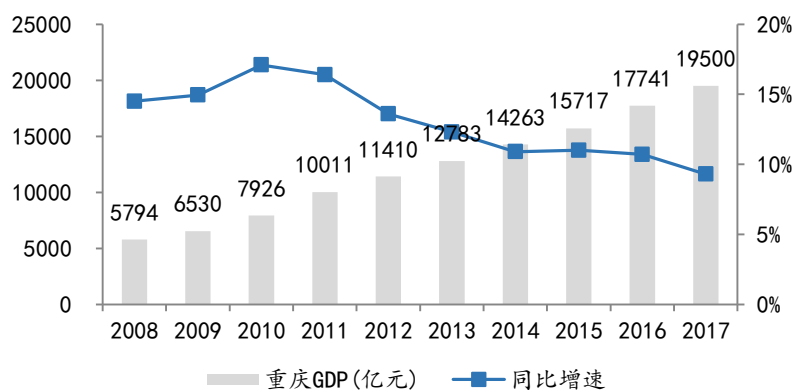
3. 重点布局重庆，未来可期

3.1. 政策红利下，交通、人口等因素助力区域升值

3.1.1. 自贸区推动两江新区迎发展新机遇

经济发展迅速，政策利好推动主城区价值提升。作为成渝地区的核心城市，重庆逐步成为长江上游地区的经济、金融、科技、商业物流中心，近几年经济发展表现亮眼，2017年重庆全年GDP达1.95万亿元，同比增长9.3%。

图 15：2008 年以来重庆 GDP（亿元）及增速



数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

政策红利持续提升重庆战略定位，两江新区发展潜力较大。2016年《长江经济带发展规划纲要》正式印发，规划确立了长江经济带“一轴、两翼、三极、多点”的发展新格局。其中“一轴”是指以长江黄金水道为依托，发挥上海、武汉、重庆的核心作用，“三极”指的是长江三角洲、长江中游和成渝三个城市群。在推动区域互动发展的同时，重庆中心城市的作用和国际化水平均在不断提高。2017年国务院批复同意设立中国重庆自由贸易试验区，重庆自贸区总规划面积约120平方公里，其中约86平方公里位于两江新区，占比达71.95%。“十三五”期间两江新区将重点构建“3311”产业体系，加快推进六大城市功能组团的开发建设。

图 16: 重庆市两江新区“八城”规划示意图



图 17: 重庆市两江新区“八园”规划示意图



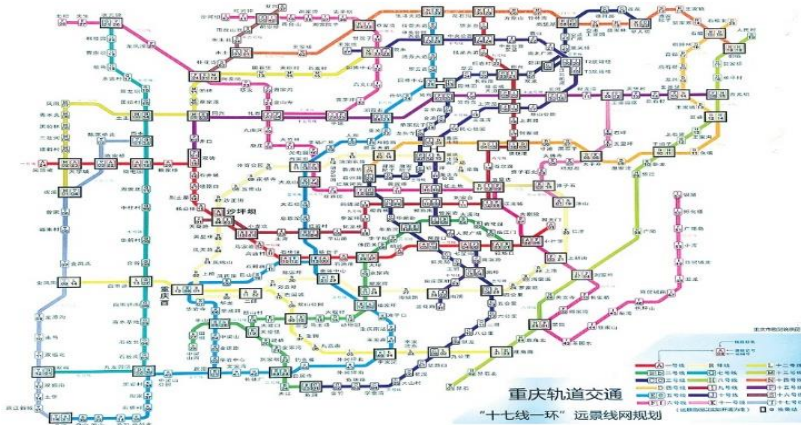
数据来源: 两江新区官网, 东吴证券研究所

数据来源: 两江新区官网, 东吴证券研究所

3.1.2. 交通是打开城市的第一把钥匙

交通便利, 核心区域未来价值不断攀升。根据《重庆市城市轨道交通近期建设规划(2012~2020年)》, 重庆市规划远景年城市轨道交通线网为“环+放射”的网络结构, 到2020年, 需形成9条运营线路、总长410.24公里的轨道交通基本网络。渝北区是重庆地势最平坦、面积最大的城区, 经济体量也一直保持全市第一名, 而照母山、悦来-中央公园是两江新区的核心地段最发达地区, 这些地区都将享受轨道交通带来的区域升值。

图 18: 重庆交通近期建设规划

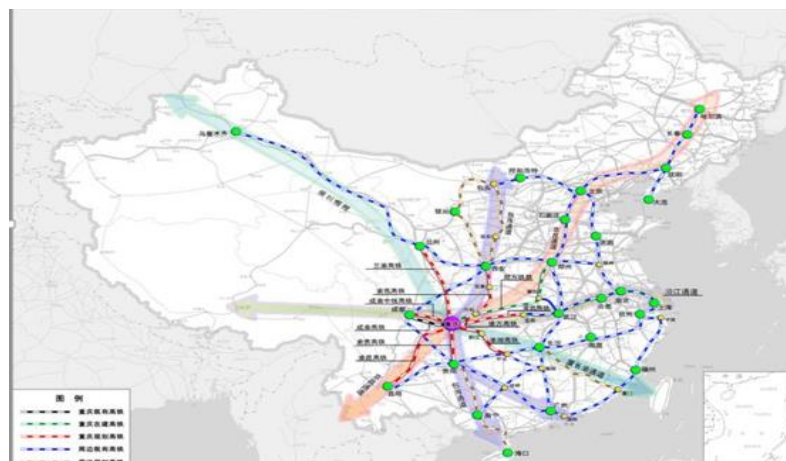


数据来源: 《重庆市城市轨道交通近期建设规划(2012~2020年)》, 东吴证券研究所

根据《重庆市长期铁路网规划(2016-2030)》, 到2030年, 全市路网总规模达到5805公里, 实现对外大通道复线率100%, 电气化率100%; 构建起连通欧亚、通达全国、畅

通周边的铁路战略通道；形成以重庆枢纽为中心，“米”字型高速铁路通道为骨架，这些基础交通设施的落成都将使重庆进一步加强其西部核心城市地位，对其连接长三角、珠三角、京津冀地区以及湘西、黔西和陕南等战略腹地具有重大意义，更为重庆未来对周边城市的人口虹吸创造充足条件。

图 19：重庆米字型高速铁路网示意图



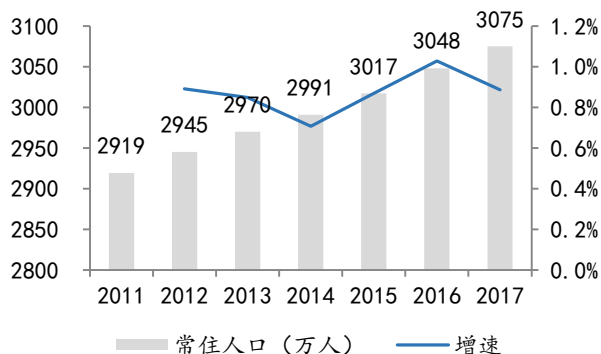
数据来源：《重庆市长期铁路网规划（2016-2030）》，东吴证券研究所

3.1.3. 人口净流入效应，保障城市住房需求

人口城镇化加速，住房需求提升。2017 年重庆市常住人口和城镇人口分别为 3075 万和 1971 万人口，较 2016 年分别增长了约 27 万和 63 万人口。人口持续稳定增长对重庆地区住房市场产生了稳定的正向效应，同时人口由农村向城镇转移将加大对重庆地区的住房需求。

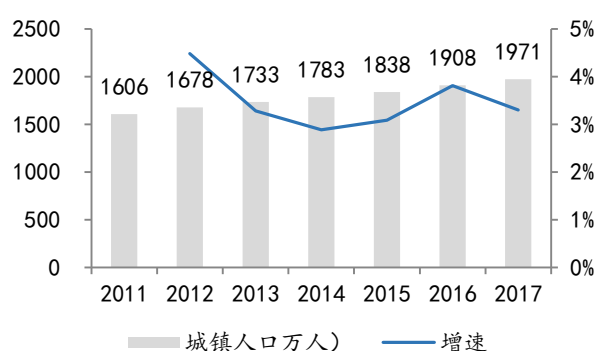
根据 Wind 资讯，重庆市 2017 年成交土地面积 3627.25 万平米，成交土地规划建筑面积 6126.48 万平米，成交楼面均价为 2293 元/平方米，同比增长 62.97%；其中住宅用地成交土地面积 1599.51 万平米，成交楼面均价 3637 元/平米，同比增长 46.30%。2015 年以来重庆市场开始升温，开发商对市场持续看好的预期使得土拍市场竞争更为激烈，楼面均价持续提升，未来土地端成本上行的压力或将进一步传导至消费环节。新进入重庆的开发商会面临更高的土地成本，金科股份的成本优势有望进一步凸显。

图 20：2011 年以来重庆常住人口数量及增速



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 21：2011 年以来重庆城镇人口数量及增速

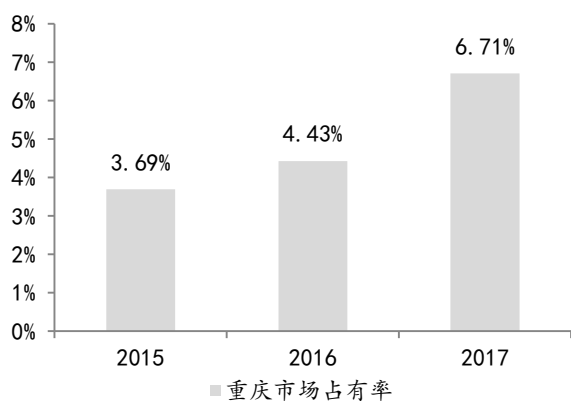


数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

3.2. 重庆龙头，先发优势确保高占有率

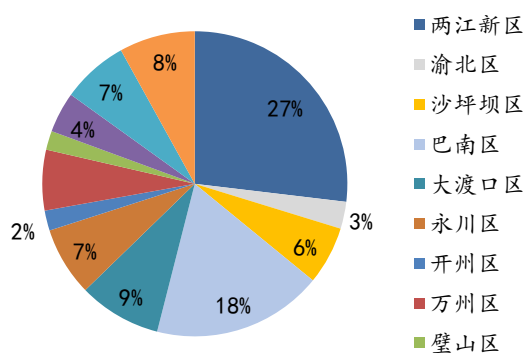
重庆地区销售亮眼，推动市场份额稳步扩大。金科股份是重庆地区房地产龙头企业，超过 50% 的房地产销售额均集中在以重庆为中心的周边辐射地带。2017 年金科股份在重庆地区销售额超过 304 亿元，市占率达到 6.7%，较 2016 年占有率继续提升 2.28 个百分点。

图 22：2015 年以来年公司重庆市场占有率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 23：2017 年公司重庆各地区销售金额占比

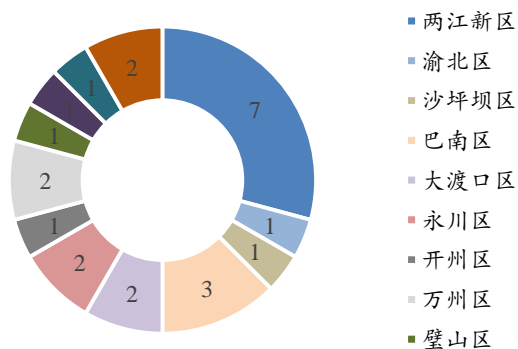


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

拿地回归主城区，热点区域升值可期。截至 2017 年年末金科新增土地储备可建面积为 1245 万平方米，其中重庆地区新增土地储备为 544 万，占新增土地储备可建面积的 40% 以上，同比增长 196%。其中近 30% 的新增土地储备位于两江新区，巴南区的新增土地储备也接近 20%。金科 2017 年通过招拍挂拿地方式共竞得两江新区 7 宗地块，

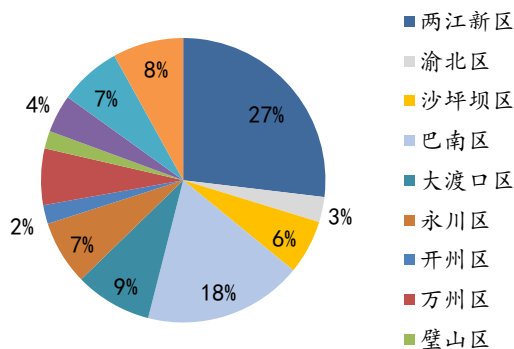
分布在蔡家组团、礼嘉组团和龙兴等地块。蔡家组团位于重庆主城区北部内，据房天下统计，5月份蔡家片区的均价约在9500元/平米；礼嘉组团地理位置优越，轨交6号线穿过其间，在礼嘉组团的两个地块面积都较小而地价高昂，金科采取与碧桂园和金茂合作竞得该地块，较好地减轻了融资压力，目前该板块在售均价在20000元/平米左右。

图 24：2017 年公司重庆各区土地储备项目个数



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 25：2017 年公司重庆各区土地储备面积占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 多激励方式提升员工积极性

金科股份通过限制性股票激励计划和同舟共赢计划（以员工跟投为核心的“同舟共赢计划”），充分激活了各层级员工的主动性和创造性，形成了以高激励为引擎的激励机制。

4.1. 股票激励计划

2015年12月，金科股份发布《关于公司限制性股票激励计划首次授予登记完成的公告》。在首次授予日起满1年内后，激励对象应在未来4年内分四次解锁，首次限制性股票的价格为3.23元/股，激励对象共147人，包括公司董事、高管、中层管理人员、核心业务、技术人员及对公司有特殊贡献的其他人员，首次授予的限制性股票数量为1.91亿股，占公司股本的4.63%。

表 3：2015 年公司限制性股票激励计划解锁安排

解锁安排	解锁时间	解锁条件（以 2014 年为基准）	可解锁占比
第一次解锁	首次授予日后 12-24 个月内	2015 年净利润增长率不低于 33%	25%
第二次解锁	首次授予日后 24-36 个月内	2016 年净利润增长率不低于 48%	25%
第三次解锁	首次授予日后 36-48 个月内	2017 年净利润增长率不低于 63%	25%
第四次解锁	首次授予日后 48-60 个月内	2018 年净利润增长率不低于 78%	25%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 4：2015 年公司限制性股票激励计划激励情况

姓名	职务	限制性股票总额 (万股)	占授股比例 (%)	占总股本比例 (%)
蒋思海	董事会副主席、总裁	2500	13.05%	0.61%
罗利成	执行总裁	1000	5.22%	0.24%
李华	副总裁、财务负责人	900	4.7%	0.22%
张天诚	董事、副总裁	700	3.66%	0.17%
刘忠海	董事、董事会秘书	700	3.66%	0.17%
喻林强	副总裁	700	3.66%	0.17%
何立为	董事、副总裁	300	1.57%	0.07%
王洪飞	副总裁	1000	5.22%	0.24%
中层管理人员（139人）		11344	59.26%	2.74%
合计（147人）		19144	100%	4.63%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.2. 同舟共赢计划助力项目提效增速

2015年6月公司通过《金科地产集团股份有限公司员工跟投房地产项目公司管理办法》，办法规定跟投项目的跟投比例不超过项目公司股权的10%，2016年9月公司跟投比例修改为5%，2017年7月跟投比例增至项目公司股权的8%。“同舟共赢”跟投机制在不断优化，除了跟投比例的调整以外，公司跟投员工范围不断扩大，集团总部可以参与跟投。通过跟投机制，在保障收益的同时注重项目的周转速度。截至2017年末公司共有80个项目实施了跟投机制，其中合并报表范围内跟投资项目56个，涉及总跟投资金2.92亿元。

表 5：2017 年金科股份《员工跟投房地产项目公司管理办法》

时间	2017年7月
名称	《员工跟投房地产项目公司管理办法》
跟投主体	跟投员工分为必须跟投人和自愿跟投人： 必须跟投人：集团总部关键职能部门负责人及以上员工、区域公司关键部门负责人及以上员工、城市公司关键部门负责人及以上员工、项目公司总经理等 自愿跟投人：与项目经营直接相关的员工
跟投比例	不超过跟投前公司持股比例的8%
利润分配时点	项目公司累计净现金流量为正数并保证项目运营所需3个月资金后，项目公司可向所有股东包括跟投资企业分配利润。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 6：2017 年公司部分主要项目员工跟投情况

项目名称	地区	项目投入峰值 (亿元)	员工跟投金额 (万元)	权益占比 (%)
金科罗兰公馆	青岛	1.01	702	6.94
长沙科技新城	长沙	1.80	983	5.47
金科博翠名邸	张家港	1.98	624	3.16
金科集美湖畔	重庆	2.58	766	2.97
金科集美阳光	贵阳	2.18	637	2.93
金科博翠天悦	重庆	2.75	723	2.63
健康科技新城	重庆	4.21	1053.5	2.50
金科云玺台	重庆	3.61	847	2.35
金科天湖印	重庆	3.55	624	1.76
金科集美天宸	贵州	3.71	604	1.63
金科天元道	重庆	10.45	1240.5	1.19

金科观天下	南京	6.52	736.5	1.13
金科江湖海	昆明	8.38	737	0.88
永丰花苑	嘉善	8.40	715	0.85
金科天宸	柳州	9.52	774.5	0.81
半岛壹号	合肥	10.91	863	0.79
金科南湖天宸	重庆	8.78	628	0.72
运河 R21-12	杭州	17.46	641	0.37
金科城	武汉	27.06	675	0.25
金科博翠湾	天津	26.68	596	0.22

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 7：2017 年公司董事、高管跟投部分项目情况

项目名称	地区	项目投入峰值 (亿元)	董事、高管跟投金 额 (万元)	权益占比 (%)
金科博翠名邸	张家港	1.98	60	0.30
金科集美阳光	贵阳	2.18	60	0.28
天悦府	重庆	2.22	60	0.27
金科集美湖畔	重庆	2.58	60	0.23
金科博翠天悦	重庆	2.75	60	0.22
金科集美天宸	贵州	3.71	60	0.16
博翠山	南宁	3.75	60	0.16
世界城三期	南川	4.16	60	0.14
金科博翠书院	郑州	4.69	60	0.13
博翠长江	重庆	6.67	60	0.09
金科永丰花苑	嘉善	8.40	60	0.07
燕子矶 G33	南京	8.40	60	0.07
金科博翠天宸	成都	9.06	60	0.07
悦麓山	重庆	8.99	60	0.07
金科集美阳光	南昌	10.47	60	0.06

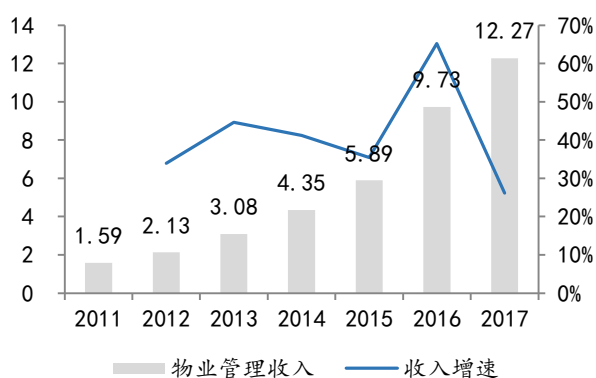
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

5. 围绕“服务+产业”战略，实现资源整合

5.1. 科技与文化交融，提升业主满意度

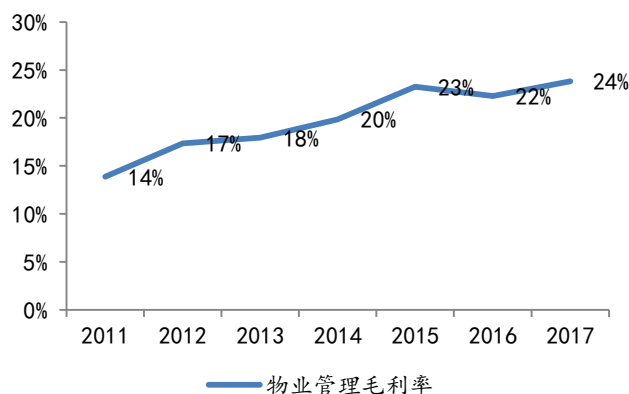
管理规模持续扩张，利润率不断提升。公司社区生活服务业务营业收入约 12.27 亿元，同比增长 26.1%，近 6 年复合增速为 40.51%；毛利率约 23.83%，继续提升 1.56 个百分点，创 2011 年以来最高水平。2017 年公司新增合同管理面积约 7560 万平方米，新进驻城市 40 个，目前管理规模超过 2.2 亿平方米，服务业主超过 300 万人。2017 年，金科物业获得中国物业服务百强企业综合实力 TOP10、中国物业服务百强企业规模 TOP10 等殊荣。

图 26：2011 年以来金科股份物业管理收入（亿元）及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 27：2011 年以来金科股份物业管理毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

坚持“以业主满意为核心”的服务理念，升级物业管理为“社区生活服务商”。一方面有质量地快速拓展物业服务管理面积，构建系统技术平台，实现用户大数据分析能力的跃升；另一方面加强增值服务的发展，引入高质量的合作方共建社区服务生态圈，并在社区教育、社区健康、社区金融、社区电商等部分领域进行重度垂直发展，进一步服务好用户提升收益。此外，公司于 2017 年 05 月 26 日新设了子公司金科金教育有限公司，整合优势教育品牌与品牌教育资源合资合作。

图 28：金科股份升级为“社区生活服务商”



早在2008年，金科便在全国率先倡导“中国邻里文化”的居住主张，历时多年，金科“邻里文化”已由最初的社区发展到城市，从重庆走向了全国。





引领行业转型升级大潮，金科物业将“邻里·安全·美善”的生活观念，通过金科大社区进行普及传播，重磅推出第一个以社区服务为核心的官方微信“金科大社区”。



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

5.2. 产业综合运营，跨界联合

跨界联合，共同开发实现资源互补。公司目前和亿达集团联合开发了两个产业项目：长沙科技新城和重庆健康科技城。

2014年，金科股份与亿达集团在长沙共同打造集科技、人文、生态、智慧及国际化为一体的产城融合标志性项目“长沙科技新城”。该项目产业占地面积500亩，规划建筑面积75万平方米，项目共分六期开发建设，建成后将聚焦软件、服务外包、移动互联网、中试研发、文化创意、电子商务等多种新型产业。2017年长沙科技新城的运营单位总资产253.7亿元，收入37.3亿元，累计开展服务活动8764场次，入驻企业户数为7841家。据省经信委发布的双创基地建设和运营情况通报，在产业建设规模、运营服务能力、创业氛围培育等多项指标中，长沙科技新城位列全省第五。

图 29：长沙科技新城园区



数据来源：长沙科技新城官网，东吴证券研究所

2016年2月25日，公司在重庆两江新区获取第一个产业地产项目—重庆健康科技城，地处两江新区水土高新园区悦复大道中段，紧邻重庆国际博览中心。项目总占地面积60万方，耗资3.46亿，由金科股份和亿达中国共同运营，将打造现代健康服务产业集群。借助与亿达的合作，金科将逐步实现产业嫁接地产战略，进一步强大丰富公司的产业链和产品链。

图 30：重庆健康科技城



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

6. 盈利预测与估值

6.1. 核心假设

我们对金科股份未来的盈利预测基于以下假设：

(1)2018-2019 年房地产市场销售整体稳定，销售规模不会大幅下降。2017 年 12 月 25 日全国住房城乡建设工作会议召开，会上提出“针对各类需求实行差异化调控政策，满足首套刚需、支持改善需求、遏制投机炒房”。我们预计 2018、2019 年房地产市场销售规模将呈现整体稳定、小幅波动的走势，销售规模不会大幅下降。

(2)公司在售及在建项目能够顺利竣工交付。一般房地产行业从预售到竣工入伙，周期在 1.5-2.5 年左右，金科股份 2016-2017 年房地产板块总预售额分别为 319、630 亿元，这些销售的产品将陆续在 2018-2019 年结算。

6.2. 盈利预测

我们预计 2018-2020 年公司 EPS 分别为 0.46、0.58、0.70 元人民币，对应 PE 分别为 10.4、8.3、6.9 倍。

表 8：公司 2018-2020 年营业收入拆分预测

单位：人民币百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	34757.62	40818.15	52745.82	66184.79
同比	7.82%	17.44%	29.22%	25.48%
房地产销售	32850.17	38434.70	49580.76	61975.95
物业管理	1227.47	1746.62	2524.77	3475.87
其他	679.98	636.83	640.28	732.96

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

表 9：公司 2018-2020 年盈利预测

单位：人民币	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	34757.62	40818.15	52745.82	66184.79
同比增速	7.82%	17.44%	29.22%	25.48%
归母净利润（百万元）	2004.61	2473.89	3115.08	3750.36
同比增速	43.67%	23.41%	25.92%	20.39%
EPS（元）	0.35	0.46	0.58	0.70

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

6.3. 估值

我们预计 2018-2020 年公司 EPS 分别为 0.46、0.58、0.70 元人民币，对应 PE 分别为 10.4、8.3、6.9 倍。

表 10：可比公司估值

代码	公司简称	股价	EPS			PE		
			2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
000002.SZ	万科 A	23.1	3.24	4.04	4.95	7.1	5.7	4.7
600048.SH	保利地产	11.0	1.69	2.11	2.66	6.5	5.2	4.1
600383.SH	金地集团	8.7	1.80	2.11	2.43	4.8	4.1	3.6
001979.SZ	招商蛇口	17.4	1.96	2.42	2.97	8.9	7.2	5.8
601155.SH	新城控股	27.3	3.85	5.12	6.62	7.1	5.3	4.1
2007.HK	碧桂园	12.7	1.55	2.05	2.29	8.2	6.2	5.5
1918.HK	融创中国	24.2	3.32	5.20	6.81	7.3	4.7	3.6
3333.HK	中国恒大	19.8	3.30	3.84	4.54	6.0	5.2	4.4
0960.HK	龙湖集团	20.6	2.37	2.98	3.85	8.7	6.9	5.3
0884.HK	旭辉控股集团	4.6	0.76	0.98	1.25	6.0	4.7	3.7

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所（备注：上述公司盈利预测 EPS 均使用 Wind 一致预期。A 股单位为人民币，港股单位为港币。股价数据截至 2018 年 7 月 22 日。）

6.4. 投资建议

金科股份是重庆地区的地产开发龙头企业，是重庆自贸区政策红利的核心受益者。公司土地储备充沛，低成本拿地具备先发优势。近年来公司销售提速，业绩增长有保障。股票激励计划和同舟共赢等多种激励方式共同提升员工积极性。我们预计 2018-2020 年公司 EPS 分别为 0.46、0.58、0.70 元人民币，对应 PE 分别为 10.4、8.3、6.9 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

7. 风险提示

- 1) 行业销售规模波动较大：行业销售规模整体下滑，房企销售回款将产生困难。
- 2) 政策调整导致经营风险：按揭贷款利率大幅上行，购房者购房按揭还款金额将明显上升；税收政策持续收紧，房地产销售将承压，带来销售规模下滑。
- 3) 融资环境全面收紧：银行贷款额度紧张，债券发行利率上行，加剧企业流动性压力。
- 4) 企业运营风险：企业高管及核心业务骨干人员变动，施工进度变缓，拿地力度过于激进暴露资金短缺风险。
- 5) 汇率波动风险：汇率波动超预期，企业面临汇率风险持续加大。
- 6) 棚改货币化不达预期：棚改货币化比例大幅下降，三四线城市地产销售全面承压。

金科股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	144,188	156,900	176,160	181,999	营业收入	34,758	40,818	52,746	66,185
现金	18,627	22,826	26,734	29,620	减:营业成本	27,348	31,674	41,334	51,699
应收账款	1,495	1,235	2,292	2,133	营业税金及附加	1,130	1,429	1,846	2,647
存货	107,221	119,025	124,115	128,075	营业费用	1,808	2,229	2,938	3,839
其他流动资产	16,845	13,814	23,019	22,171	管理费用	1,512	1,865	2,295	3,111
非流动资产	13,176	17,789	24,143	30,190	财务费用	472	-72	-282	-715
长期股权投资	4,427	6,363	9,120	11,467	资产减值损失	-56	-35	-65	-69
固定资产	2,442	3,286	4,818	6,629	加:投资净收益	258	80	169	124
在建工程	1,161	2,501	4,005	5,266	其他收益	-15	24	5	15
无形资产	62	58	54	48	营业利润	3,036	3,832	4,853	5,812
其他非流动资产	5,085	5,581	6,145	6,779	加:营业外净收支	-93	-48	-60	-65
资产总计	157,364	174,689	200,303	212,189	利润总额	2,943	3,784	4,793	5,747
流动负债	84,294	90,473	110,628	120,289	减:所得税费用	657	797	1,040	1,228
短期借款	6,420	6,741	7,078	7,432	少数股东损益	281	513	638	768
应付账款	11,462	10,563	18,179	17,770	归属母公司净利润	2,005	2,474	3,115	3,750
其他流动负债	66,412	73,170	85,372	95,087	EBIT	6,115	5,455	6,765	7,679
非流动负债	50,704	60,197	62,771	61,362	EBITDA	6,327	5,684	7,081	8,138
长期借款	49,543	58,899	61,541	60,098					
其他非流动负债	1,162	1,298	1,230	1,264					
负债合计	134,998	150,671	173,399	181,651	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	2,597	3,110	3,748	4,517	每股收益(元)	0.35	0.46	0.58	0.70
归属母公司股东权益	19,769	20,908	23,155	26,021	每股净资产(元)	3.38	3.60	4.02	4.55
负债和股东权益	157,364	174,689	200,303	212,189	发行在外股份(百万股)	5340	5340	5340	5340
					ROIC(%)	5.4%	4.2%	4.7%	5.1%
					ROE(%)	10.6%	12.4%	14.0%	14.8%
					毛利率(%)	21.3%	22.4%	21.6%	21.9%
					销售净利率(%)	5.8%	6.1%	5.9%	5.7%
					资产负债率(%)	85.8%	86.3%	86.6%	85.6%
					收入增长率(%)	7.8%	17.4%	29.2%	25.5%
					净利润增长率(%)	43.7%	23.4%	25.9%	20.4%
					P/E	13.80	10.43	8.28	6.88
					P/B	1.43	1.34	1.20	1.06
					EV/EBITDA	12.32	15.35	12.89	11.36

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

