

销售高增，结转提速，盈利能力持续改善
增持（维持）

2018年10月22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%
归母净利润（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）	0.38	0.46	0.58	0.70
P/E（倍）	15.17	11.46	9.10	7.56

事件

■ **金科股份发布 2018 年 3 季度报告**：2018 年 1-9 月公司实现营业收入 268.93 亿元，同比增长 48.79%；实现归母净利润 21.91 亿元，同比增长 131.26%，基本每股收益 0.40 元。

点评

■ **结转提速，毛利率持续改善，业绩迎来高速增长阶段**。金科股份 2018 年前 3 季度实现营业收入 268.93 亿元，同比增长 48.79%；归母净利润 21.91 亿元，同比增长 131.26%；其中三季度单季度公司营收和归母净利润增速分别为 48.15%、209.9%。公司结转提速，1-9 月毛利率达 25.95%，较 2017 年末提升 4.63 个百分点，业绩迎来快速释放期。截至 2018 年 9 月末，公司预收款项达 697.82 亿元，同比增长 62.84%，未来业绩锁定性好。公司预计 2018 年全年实现净利润达 30.07 亿元至 40.09 亿元，同比增长率达 50% 至 100%。

■ **销售快速放量，投资积极**。公司前 3 季度实现销售金额约 868 亿元，同比增长约 97%，预计公司大概率将超额完成全年 1000 亿元的销售目标。公司拿地积极，年初以来累计新增土地项目 92 个，新增拿地建筑面积 1771 万平米，同比增长 146%，面积口径权益比例为 69.27%。从城市能级分布看，公司仍然主要在二线城市以及热门三四线城市获取土地资源，在一线、二线、三四线城市拿地面积占比分别为 2%、60%、38%；公司始终坚持核心城市群深耕战略，其中在大本营重庆获取土地建筑面积占比高达 37%，丰富的土地储备保障公司可持续性发展。

■ **回款加速，杠杆下降**。2018 年前三季度，公司销售商品、提供劳务收到的现金是 634.02 亿元，同比增长 83.73%，经营活动现金流量净额持续为正。三季度末，公司资产负债率为 83.8%，较 2017 年末降低 2 个百分点，剔除预收账款后的资产负债率仅 50.3%，较 2017 年末降低 8.3 个百分点，公司杠杆水平有所下降。

■ **投资建议**：金科股份是成渝地区的地产开发龙头企业，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 11.46、9.10、7.56 倍，维持“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、施工、拿地等）；汇率波动风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	5.31
一年最低/最高价	4.26/5.61
市净率(倍)	1.32
流通 A 股市值(百万元)	27728.34

基础数据

每股净资产(元)	4.01
资产负债率(%)	83.83
总股本(百万股)	5339.72
流通 A 股(百万股)	5221.91

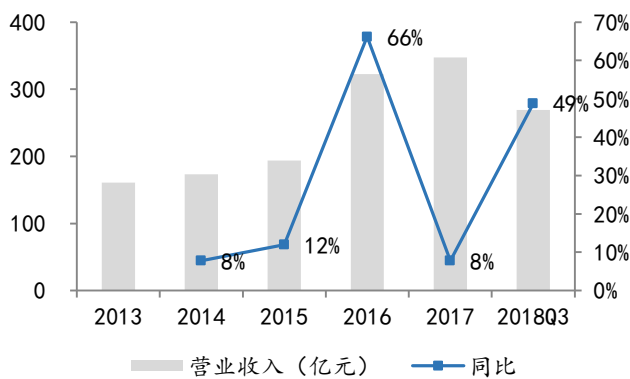
相关研究

- 1、《金科股份 (000656)：销售放量，结转提速，业绩快速释放》2018-08-24
- 2、《金科股份 (000656)：深耕川渝，布局全国，激励多管齐下》2018-07-26

1. 结转提速，业绩迎来高速增长阶段

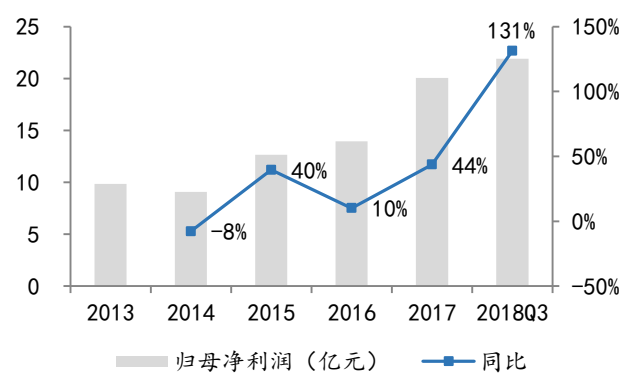
结转提速，毛利率持续改善，业绩迎来高速增长阶段。金科股份 2018 年前 3 季度实现营业收入增速 48.79%，归母净利润增速 131.26%，其中 7-9 月公司营收和归母净利润增速分别为 48.15%、209.9%。公司结转提速，1-9 月毛利率达 25.95%，较 2017 年末提升 4.63 个百分点，业绩迎来快速释放期。截至 2018 年 9 月末，公司预收款项达 697.82 亿元，同比增长 62.84%，未来业绩锁定性好。公司预计 2018 年全年实现净利润达 30.07 亿元至 40.09 亿元，同比增长达 50% 至 100%。

图 1：金科股份营业收入（亿元）及增速



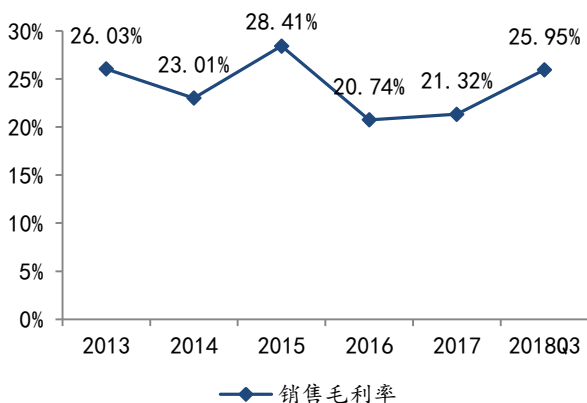
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：金科股份归母净利润（亿元）及增速



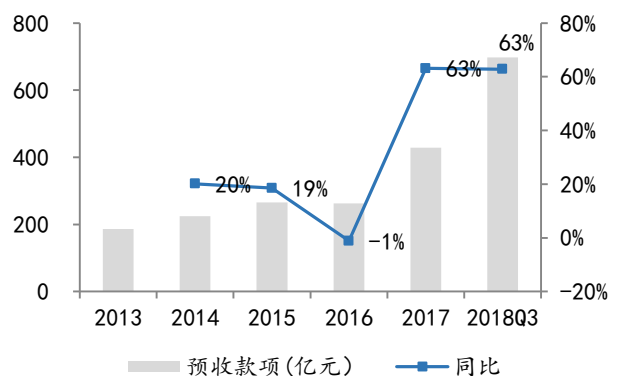
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 3：金科股份销售毛利率走势



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：金科股份预收账款（亿元）及增速

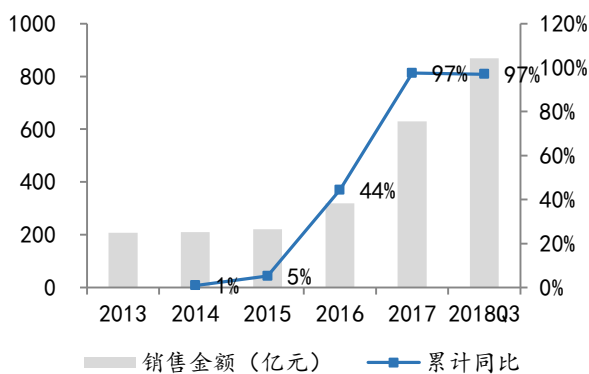


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 销售快速放量，投资积极

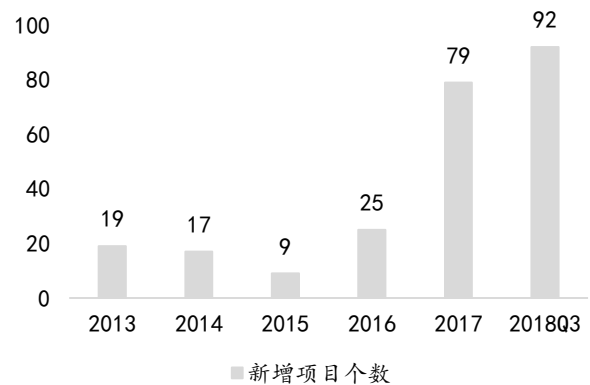
公司前3季度实现销售金额约868亿元，同比增长约97%，预计公司将大概率完成全年1000亿元的销售目标。公司拿地积极，年初以来累计新增土地项目92个，新增拿地建筑面积1771万平方米，同比增长146%，面积口径权益比例为69.27%。从城市能级分布看，公司仍然主要在二线城市以及热门三四线城市获取土地资源，在一线、二线、三四线城市拿地面积占比分别为2%、60%、38%；公司始终坚持核心城市群深耕战略，其中在大本营重庆获取土地建筑面积占比高达37%，丰富的土地储备保障公司可持续性发展。

图5：金科股份房地产销售金额（亿元）及增速



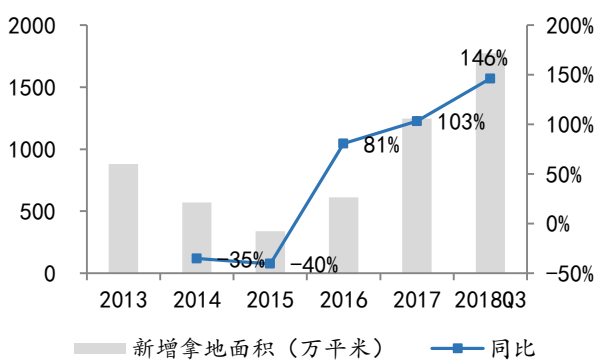
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：金科股份新增项目个数



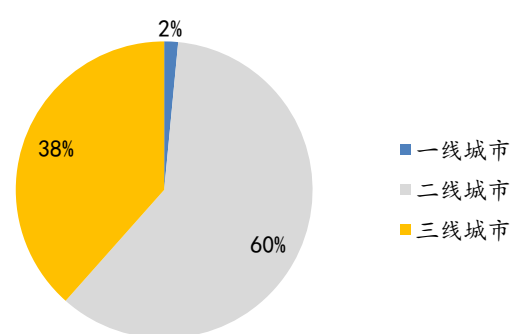
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7：金科股份新增项目建筑面积（万平）及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8：截至2018年9月末金科股份新增项目城市分布

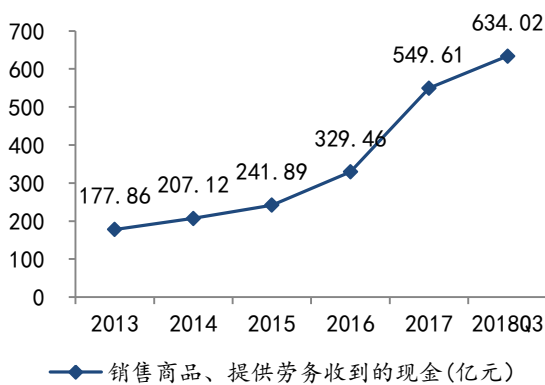


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 加快销售回款，有效控制杠杆水平。

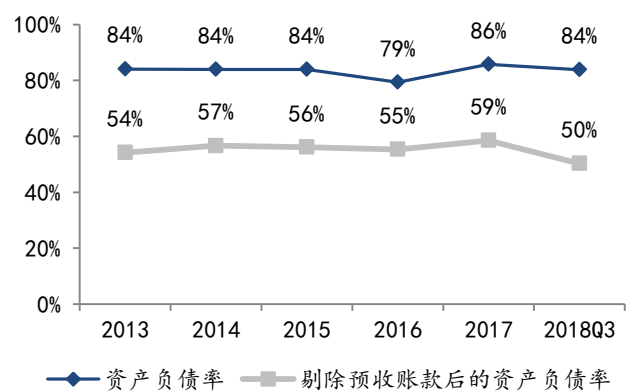
加快销售回款，有效控制杠杆水平。截至3季度末，公司销售商品、提供劳务收到的现金是634.02亿元，同比增长83.73%，经营活动现金流量净额持续为正。3季度末，公司资产负债率为83.8%，较2017年末降低2个百分点，剔除预收账款后的资产负债率仅50.3%，较2017年末降低8.3个百分点，公司杠杆水平得到有效控制。

图9：金科股份销售商品、提供劳务收到现金（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图10：金科股份资产负债率及剔除预收后资产负债率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 投资建议

金科股份是成渝地区的地产开发龙头企业，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 11.46、9.10、7.56 倍，维持“增持”评级。

5. 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	重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	134,998	150,671	173,399	181,651	每股收益(元)	0.35	0.46	0.58	0.70
少数股东权益	2,597	3,110	3,748	4,517	每股净资产(元)	3.38	3.60	4.02	4.55
归属母公司股东权益	19,769	20,908	23,155	26,021	发行在外股份(百万股)	5340	5340	5340	5340
负债和股东权益	157,364	174,689	200,303	212,189	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%
现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	销售净利率(%)	5.8%	6.1%	5.9%	5.7%
经营活动现金流	-8,486	-2,949	3,550	5,902	资产负债率(%)	85.8%	86.3%	86.6%	85.6%
投资活动现金流	-9,902	-4,599	-6,337	-6,183	收入增长率(%)	7.8%	17.4%	29.2%	25.5%
筹资活动现金流	19,310	11,747	6,695	3,167	净利润增长率(%)	43.7%	23.4%	25.9%	20.4%
现金净增加额	922	4,199	3,908	2,886	P/E	15.17	11.46	9.10	7.56
折旧和摊销	212	229	316	459	P/B	1.57	1.48	1.32	1.17
资本开支	530	2,033	3,099	3,032	EV/EBITDA	12.72	15.80	13.25	11.68
营运资本变动	-11,081	-5,906	124	1,948					

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>

