

## 销售高增，投资积极，业绩迎来快速释放期 增持（维持）

2019年03月28日

证券分析师 齐东

执业证号：S0600517110004

021-60199775

qid@dwzq.com.cn

研究助理 陈鹏

chenp@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	41,234	51,563	66,531	83,184
同比（%）	18.6%	25.1%	29.0%	25.0%
归母净利润（百万元）	3,886	4,887	5,935	7,181
同比（%）	93.8%	25.8%	21.4%	21.0%
每股收益（元/股）	0.72	0.92	1.11	1.34
P/E（倍）	9.74	7.66	6.31	5.21

### 事件

■ **金科股份发布2018年年报**：2018年公司实现营业收入412.34亿元，同比增长19%；实现归母净利润38.86亿元，同比增长94%，基本每股收益0.72元。

### 点评

■ **结转提速，盈利持续改善，业绩迎来高速增长阶段**。金科股份2018年实现营业收入412.34亿元，同比增长19%；归母净利润38.86亿元，同比增长94%。公司业绩增速大幅高于营收增速，主要由于结转项目毛利率较高，2018年公司毛利率达28.57%，较去年同期提升7.25个百分点；净利率9.75%，较去年同期提升3.18个百分点。截至2018年末，公司预收款项达762.76亿元，同比增长77.99%，未来业绩锁定性好。

■ **销售维持高增长，投资保持积极**。公司2018年实现销售金额约1188亿元，同比增长81%，顺利完成2018年设定的1000亿元销售目标；销售面积1342万平方米，同比增长59%。深耕战略效果明显，重庆市场占有率高达8.79%，同比增长31%；合肥、郑州、南宁、无锡等重点城市的市场占有率同比增长超100%。公司拿地积极，年初以来累计新增土地项目110个，新增拿地建筑面积2054万平方米，同比增长65%，完成土地投资700亿元，新增项目中一二线货值占比超过75%。截至2018年末，公司可售面积超4100万平方米，保证未来持续发展。

■ **回款加速，杠杆下降**。截至2018年末，公司实现销售回款1051亿元，同比增长84%，回款率高达88%。公司杠杆水平保持下降趋势，2018年资产负债率83.6%，较2017年下降2.16个百分点；扣除预收账款后资产负债率降至50.57%，较2017年下降7.99个百分点。

■ **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2019-2021年公司EPS分别为0.92、1.11、1.34元人民币，对应PE分别为7.7、6.3、5.2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)	7.01
一年最低/最高价	4.28/7.30
市净率(倍)	1.74
流通A股市值(百万元)	36747.45

### 基础数据

每股净资产(元)	4.02
资产负债率(%)	83.63
总股本(百万股)	5339.72
流通A股(百万股)	5242.15

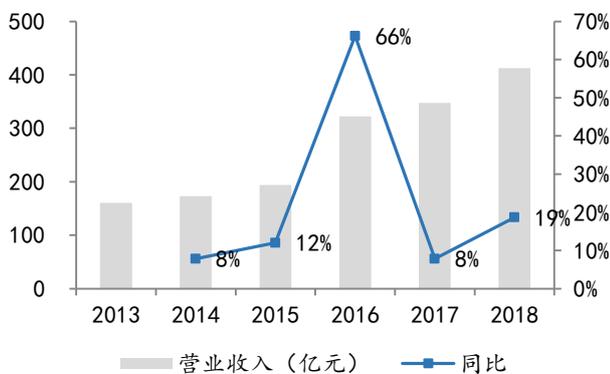
### 相关研究

- 1、《金科股份(000656)：销售高增，结转提速，盈利能力持续改善》2018-10-22
- 2、《金科股份(000656)：销售放量，结转提速，业绩快速释放》2018-08-24
- 3、《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，盈利持续改善，业绩迎来高速增长阶段

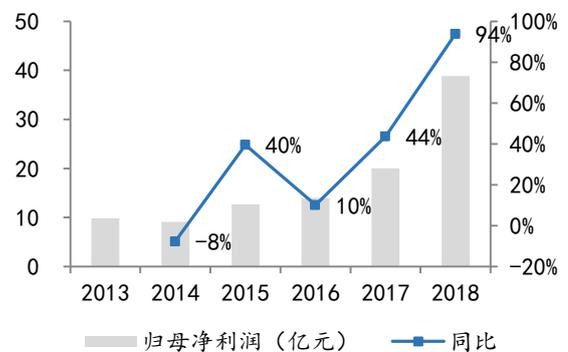
金科股份 2018 年实现营业收入 412.34 亿元，同比增长 19%；归母净利润 38.86 亿元，同比增长 94%。公司业绩增速大幅高于营收增速，主要由于结转项目毛利率较高，2018 年公司毛利率达 28.57%，较去年同期提升 7.25 个百分点；净利率 9.75%，较去年同期提升 3.18 个百分点。截至 2018 年末，公司预收款项达 762.76 亿元，同比增长 77.99%，未来业绩锁定性好。

图 1：金科股份营业收入（亿元）及增速



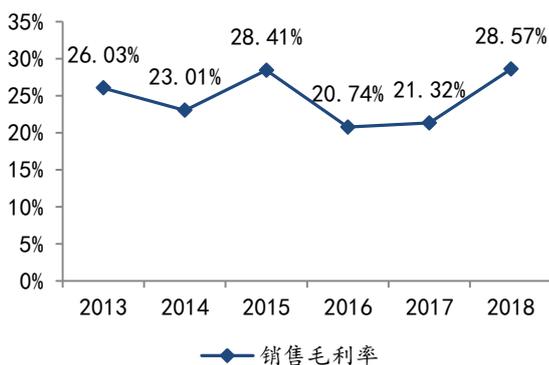
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：金科股份归母净利润（亿元）及增速



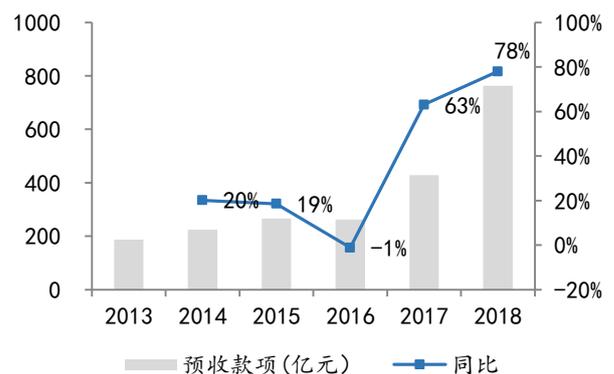
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

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

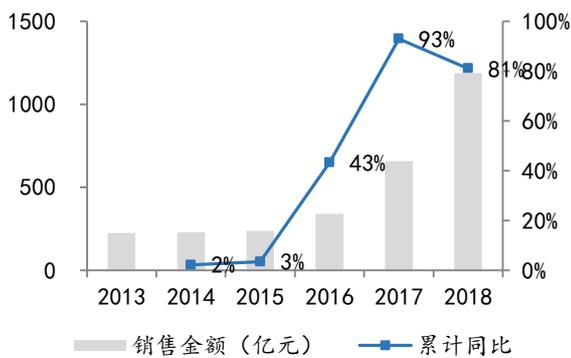


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 销售快速放量，投资积极

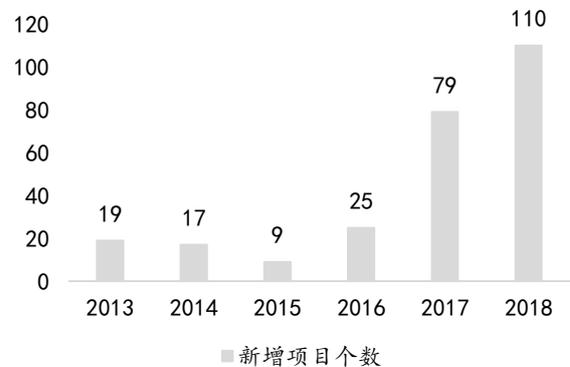
销售维持高增长，投资保持积极。公司 2018 年实现销售金额约 1188 亿元，同比增长 81%，顺利完成 2018 年设定的 1000 亿元销售目标；销售面积 1342 万平方米，同比增长 59%。深耕战略效果明显，重庆市场占有率高达 8.79%，同比增长 31%；合肥、郑州、南宁、无锡等重点城市的市场占有率同比增长超 100%。公司拿地积极，年初以来累计新增土地项目 110 个，新增拿地建筑面积 2054 万平方米，同比增长 65%，完成土地投资 700 亿元，新增项目中一二线货值占比超过 75%。截至 2018 年末，公司可售面积超 4100 万平方米，保证未来持续发展。

图 5：金科股份房地产销售金额（亿元）及增速



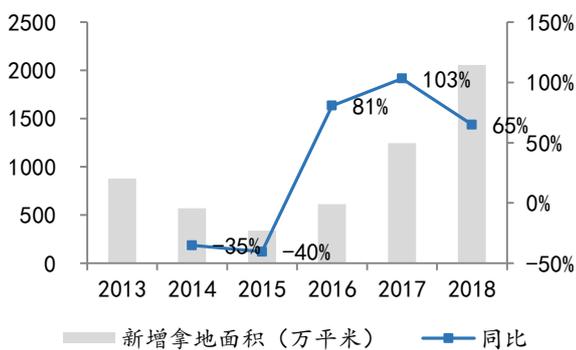
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 6：金科股份新增项目个数



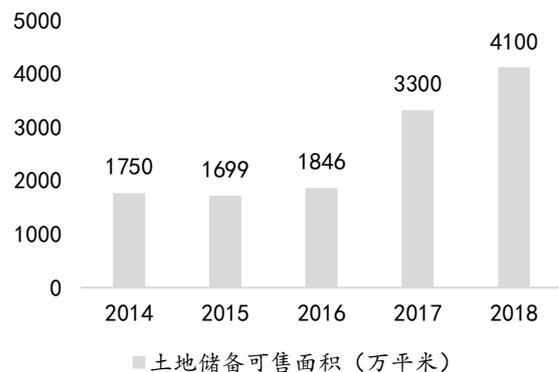
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

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：金科股份土地储备可售面积（万平方米）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3. 回款加速，杠杆水平有所下降

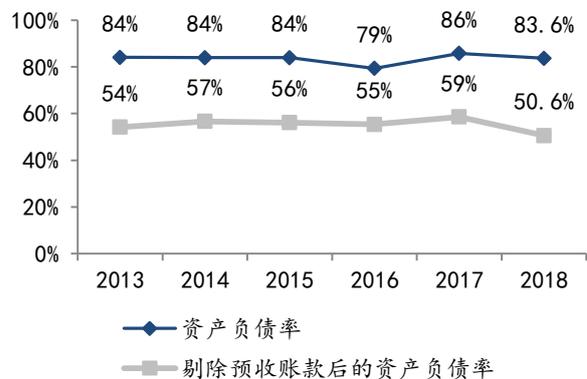
回款加速，杠杆水平有所下降。截至 2018 年末，公司实现销售回款 1051 亿元，同比增长 84%，回款率高达 88%。公司杠杆水平保持下降趋势，2018 年资产负债率 83.6%，较 2017 年下降 2.16 个百分点；扣除预收账款后资产负债率降至 50.57%，较 2017 年下降 7.99 个百分点。

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 2019-2021 年公司 EPS 分别为 0.92、1.11、1.34 元人民币，对应 PE 分别为 7.7、6.3、5.2 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)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>213,341</b>	<b>225,394</b>	<b>254,298</b>	<b>279,059</b>	<b>营业收入</b>	<b>41,234</b>	<b>51,563</b>	<b>66,531</b>	<b>83,184</b>
现金	29,852	40,810	50,111	54,277	减:营业成本	29,453	37,667	48,388	60,824
应收账款	1,584	2,266	2,701	3,509	营业税金及附加	1,407	1,718	2,243	2,788
存货	160,835	166,700	172,865	195,765	营业费用	2,562	2,943	3,965	4,853
其他流动资产	21,071	15,618	28,620	25,508	管理费用	2,340	2,584	3,555	4,307
<b>非流动资产</b>	<b>17,357</b>	<b>23,897</b>	<b>31,087</b>	<b>38,444</b>	财务费用	50	29	-120	-76
长期股权投资	7,368	10,613	13,693	16,855	资产减值损失	35	52	399	790
固定资产	2,374	3,500	5,205	7,199	加:投资净收益	-186	36	-75	-20
在建工程	1,453	3,044	4,808	6,261	其他收益	66	26	46	36
无形资产	64	58	50	43	<b>营业利润</b>	<b>5,339</b>	<b>6,633</b>	<b>8,072</b>	<b>9,714</b>
其他非流动资产	6,099	6,683	7,331	8,086	加:营业外净收支	-128	-101	-128	-109
<b>资产总计</b>	<b>230,699</b>	<b>249,291</b>	<b>285,384</b>	<b>317,503</b>	<b>利润总额</b>	<b>5,210</b>	<b>6,532</b>	<b>7,944</b>	<b>9,605</b>
<b>流动负债</b>	<b>137,626</b>	<b>138,341</b>	<b>167,686</b>	<b>196,742</b>	减:所得税费用	1,190	1,475	1,804	2,175
短期借款	3,196	3,356	3,524	3,700	少数股东损益	135	169	206	249
应付账款	13,681	15,293	19,270	18,745	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,886</b>	<b>4,887</b>	<b>5,935</b>	<b>7,181</b>
其他流动负债	120,748	119,692	144,892	174,296	EBIT	8,167	7,849	9,487	10,985
<b>非流动负债</b>	<b>55,307</b>	<b>70,049</b>	<b>72,286</b>	<b>69,695</b>	EBITDA	8,404	8,119	9,890	11,534
长期借款	53,771	68,569	70,778	68,201					
其他非流动负债	1,536	1,480	1,508	1,494	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>192,932</b>	<b>208,390</b>	<b>239,972</b>	<b>266,437</b>	每股收益(元)	0.72	0.92	1.11	1.34
少数股东权益	14,586	14,755	14,961	15,209	每股净资产(元)	4.02	4.58	5.38	6.40
归属母公司股东权益	23,181	26,146	30,451	35,857	发行在外股份(百万股)	5340	5340	5340	5340
<b>负债和股东权益</b>	<b>230,699</b>	<b>249,291</b>	<b>285,384</b>	<b>317,503</b>	ROIC(%)	6.0%	5.2%	5.7%	6.3%
					ROE(%)	10.6%	12.4%	13.5%	14.5%
					毛利率(%)	28.6%	27.0%	27.3%	26.9%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	销售净利率(%)	9.8%	9.5%	8.9%	8.6%
经营活动现金流	1,329	11,833	10,967	11,047	资产负债率(%)	83.6%	83.6%	84.1%	83.9%
投资活动现金流	-8,001	-6,546	-7,389	-7,624	收入增长率(%)	18.6%	25.1%	29.0%	25.0%
筹资活动现金流	17,975	5,671	5,724	742	净利润增长率(%)	93.8%	25.8%	21.4%	21.0%
现金净增加额	11,303	10,958	9,301	4,165	P/E	9.74	7.66	6.31	5.21
折旧和摊销	238	270	403	549	P/B	1.74	1.53	1.30	1.10
资本开支	277	2,747	3,408	3,456	EV/EBITDA	12.45	12.50	10.07	8.51
营运资本变动	-3,107	6,763	4,737	3,432					

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>

