

金科股份 (000656)

证券研究报告
2020年01月13日

西南王谋局全国、高成长价值低估

从成渝向全国扩张、布局二三线为主：1) 公司全国战略布局初步完成：公司1998年成立于重庆，持续深耕川渝市场，2016年开始公司转变经营策略，开始积极扩张，提出“三圈一带”新战略，锁定“核心十城”，截至2018年，公司已完成“三圈一带、八大城市群、核心25城”战略布局；**2) 公司主力布局二三线、土储超5600万方：**公司定位布局二三线为主，二三线城市占比80%以上。截止2019中报，公司在手土储可售建面约5600万方，对应货值约为5433亿元，足够未来2-3年销售。分地区来看，公司拿地结构出现调整，重庆下滑，长三角、湖南湖北、山东为重点新增区域。在2019H1新增土储面积中重庆+四川占比仅为27%，其中重庆占比从35%下降至12%，三大区总计占比仍为19%，但长三角占比升至16%。而山东、河南、湖南、湖北、云南等省市新增土储面积占比有所上升。

销售增速引领行业、结算盈利稳步提升：1) 预计2020年销售将超2000亿元：公司于2017、2018年的销售金额同比增速分别为97.49%与88.57%，2019H1销售金额同比增长40.10%，销售面积增速20.37%。2019年公司实现销售金额1803亿元，同比增速40%，超额现全年销售目标且增速行业领先。我们预计公司2020年销售额有望突破2000亿元。**2) 结算毛利率稳步提升、净负债率稳步下降：**销售利润率上涨驱动的ROE提升显著，19H1归母净利润同比+289%，地产结算进入丰收期、预收款覆盖率进一步走高。公司毛利率和归母销售净利率分别为30.3%和12.13%，较2018年分别提升1.74pct和2.38pct；三费率为10.2%，同比下降2.7pct，其中销售费用和财务费用率分别下降1.5pct和1.0pct。报告期末，公司资产负债率和净负债率分别为83.9%、147.5%，分别同比-0.9pct、-11.9%。公司归母净利润增速大幅高于营收增速，主要源于17年高毛利项目进入结算丰收期，毛利率大幅提升。

物业服务行业前十、股权价值被低估：1) 物业合同面积2.4亿平、行业前十：2019年金科物业服务位于百强排名第10名，合同管理面积约为2.39亿平，外拓竞争力极强，总市值逾百亿。2019H1物业营收规模达到12.03亿元，yoy84%，净利润达到1.59亿元，yoy260%。同时公司盈利能力持续提升，2019H1毛利率、净利率分别为23.6%、13.2%，利润水平可观。公司项目除了来自自身项目竣工交盘，在三方拓展方面也具备很强的竞争力。2016-2018公司进入城市数量从60+升至149+，超过地产项目布局的100城，在管项目数量从60上升至149个，平均每个城市在管项目数在5个左右，基本稳定，表明公司在三方拓展方面竞争力强。**2) 预计物业估值近百亿、市场未充分发现、不排除拆分上市可能：**目前行业第11、12名分别为港股上市公司中海物业、蓝光嘉宝物业，当前(2020年1月10日)市值分别为170亿港元、87.63亿港元，公司物业板块总市值逾百亿，归母市值约为76亿，不排除公司拆分上市可能。

优质成长和高分红吸引长期投资、股权结构稳定：公司实际控制人为创始人黄红云，及其一致行动人合计持股30%左右，第二大股东融创系持股(不足30%要约收购红线)，2019Q3前海人寿新进前十大股东，公司高分红、高股息，作为财务投资对象吸引力强。公司2019年6月通过了员工持股激励计划，并规定当2019-2022年公司净利润相较于2018年的增长达到30%、60%、90%、110%时，2018年公司分红比例48%、股息率5.82%，我们预计在分红可观的情况下，现有股权结构有望保持稳定。

投资建议：公司从区域向全国布局战略成果显著，定位二三线为主，我们预计销售有望突破2000亿，增速引领行业，公司物管业务被低估，我们预计公司归母净利润分别为54.08亿元、68.27亿元、82.87亿元，其中地产板块19年归母净利润为50.52亿元，参考可比公司2019年一致性预期PE9倍，对应市值为454.71亿元，预计物业板块2019年归母净利润2.92亿元，我们给予公司物管业务2019年一致性预期PE26倍，对应市值为76.07亿，合理市值应为530.77亿元。对应目标价9.94元，首次覆盖给予“买入”评级。**风险提示：**政策变化不及预期、项目开发不及预期、融资成本控制不及预期

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	34,757.62	41,233.68	56,000.22	73,618.10	92,497.26
增长率(%)	7.82	18.63	35.81	31.46	25.64
EBITDA(百万元)	3,456.18	5,528.42	8,503.18	10,837.96	13,104.68
净利润(百万元)	2,004.61	3,885.92	5,408.26	6,827.35	8,287.80
增长率(%)	43.67	93.85	39.18	26.24	21.39
EPS(元/股)	0.38	0.73	1.01	1.28	1.55
市盈率(P/E)	20.19	10.42	7.48	5.93	4.88
市净率(P/B)	2.05	1.75	1.69	1.41	1.17
市销率(P/S)	1.16	0.98	0.72	0.55	0.44
EV/EBITDA	21.19	16.93	11.30	9.55	5.32

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	房地产/房地产开发
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	7.59元
目标价格	9.94元

基本数据

A股总股本(百万股)	5,339.72
流通A股股本(百万股)	5,247.24
A股总市值(百万元)	40,528.44
流通A股市值(百万元)	39,826.54
每股净资产(元)	4.61
资产负债率(%)	83.85
一年内最高/最低(元)	8.55/5.42

作者

陈天诚 分析师
SAC执业证书编号：S1110517110001
chentiancheng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

本报告的不同之处:

1、考虑到市场对于公司在三四线大规模新增土储的担忧，我们仔细拆分公司 2017-2019Q3 新增地块，发现公司在重庆及二三线城市的下沉并非市场预期的那么悲观：

1) 公司在 2018、2019 年拿地特点为大量+下沉，但结构进行了明显调整，降低了重庆和西南区域的占比，而长三角、湖南湖北、山东为重点新增区域。

2) **对于重庆的市场不需过渡担忧**，公司 2018 年新增地块主要集中渝西经济走廊（璧山、铜梁、荣昌等）和重庆县级城市第一的万州区，人均 GDP 与主城区部分区县（北培、大渡口、巴南等）接近甚至更高，拿地成本反而更低，且渝西经济走廊增长潜力较高，2019 年公司在重庆新增地块大幅减少，且回归主城区两江新区（定位类比浦东新区、滨海新区），增长潜力较高。

3) **重庆之外公司重点布局了川贵云、华东（江苏、山东）、中部区域（河南、湖南）**。在川贵云地区公司下沉至非热点地县级市、县城，在云南昭通、贵州仁怀遵义、河南许昌等县级区域拿地均价不足千元，而本地开发商新盘销售均价在 3-4k，通常品牌开发商楼盘进入后能带动当地楼盘大幅上涨，为公司带来巨大的利润空间。

4) **就公司的拿地结构来看，公司定位为二三线为主，二三线城市土储占比持续在 80%以上，2019 年新增土储中，四线城市面积占比 18.8%，金额占比 15.7%。**

从拿地均价来看，2019 年公司一、二、三、四线城市拿地均价分别为 2w\3641\2213\2141 元/平，与 2018 年相比相对持平，拿地均价与阳光城同能级城市均价差距较大，表明公司布局于竞争相对温和的区域，对公司仔细甄别城市+项目选址的能力形成更高的考验。

5) **公司的拿地模式和阳光城更类似，高低价地块搭配，但是总体而言，不论高价地或是低价地，公司要更为下沉**。经历了从二线核心区域为主向二线周边、三线城市及县城下沉的过程，但下沉是精挑细选的（房地比在 30%以下，城市限制性名单，筛选了产业、人口经济等多项指标），影响公司的周转速度略有放缓。公司的地售比下调，预计为后续结算提供更高的利润空间。

2、融创股权之争问题，我们认为后续融创若继续增持至 30%以上，将触发要约收购，导致融创的收购成本大幅提升，因此继续增持的概率较小。同时考虑到公司的高分红、高股息率的特点，具备很强的投资属性，我们预计公司整体股东架构保持平稳、各方利益会达到相对均衡。

2019 年 Q3 前海人寿新进前十大股东，持股比例为 1.97%，大概率出于财务投资目的。

作为财务投资，公司具备高分红率（2016-2018 年分红比例分别为 60%、58%、48%）、高股息率（2016-2018 年公司股息率 3.82%、5.05%、5.82%）的特点，结合公司销售规模、结算业绩处于快速增长的阶段，对长期投资者有着较强的吸引力。

3、市场普遍低估公司物业管理板块的市值，保守估计物业总市值逾百亿，归母市值达 76 亿。2019 年中报公司合约面积为 2.4 亿平、在管面积为 1.2 亿平，位于行业第 10 名，目前行业第 11、12 名分别为港股上市公司中海物业、蓝光嘉宝物业，当前（2020 年 1 月 10 日）市值分别为 170 亿港元、87.63 亿港元。公司在管面积与中海物业接近，我们预计公司物业板块 2019 年净利润为 3.9 亿，归母权益占比 75%，归母净利润为 2.8 亿，参考中海物业、蓝光嘉宝给予 20-25 倍估值，物业总体市值为 101.42 亿元，对应归母市值 76 亿。

4、我们预计公司合计总市值为 530.77 亿元、市场低估明显。

我们将公司地产业务、物业板块拆分开来看。随 2017、2018 年公司销售项目（销售增速分别为 97.5%、88.6%）逐渐步入结算高峰期，预计公司地产开发业务结算项目将大幅增长，预计 2019、2020 年结算增速分别为 40.9%、32%，结算毛利率有望保持稳定，对应归母净利润分别有望达到 50.52 亿元、64.13 亿元。参考阳光城、中南建设 2019 年一致性预期 PE 均值 9，我们给予公司地产业务 2019 年一致性预期 PE 9 倍，对应市值为 454.71 亿元。

公司物业板块快速扩张，年均新增在管面积约为 5000-5500 万方，在管理均价保持平稳的假设下，预计 2019、2020 年营业收入分别为 21.62 亿元、25.58 亿元，对应归母净利润分别为 2.92、3.32 亿元。参考可比公司中海物业、蓝光嘉宝服务 2019 年一致性预期 PE 均值为 26 倍，我们给予公司地产业务 2019 年一致性预期 PE26 倍，对应市值为 76.07 亿元。地产+物业板块合计总市值为 530.77 亿元，相比当前市值 405 亿元明显低估。

若参考 2020 年盈利预测及可比公司的一致性预期 PE，我们测算公司 2020 年目标市值约为 517.05-532.01 亿元。

内容目录

1. 二十载步步为营，立足川渝、放眼全国	6
1.1. 25 城深耕，全国化扩张与多元化业务共筑“千亿级”房企	6
1.2. 股权结构稳定，多方合作共赢	6
1.3. 新推员工持股计划覆盖核心管理层及骨干员工	8
2. 业绩快速释放，毛利率、净利率分别升至 30%、12%	8
3. 房地产业务：土地结构调整、销售增速可期	10
3.1. 结算高峰期，结算规模+利润高增长	11
3.2. 全力成长正当时，2020 年预计超 2000 亿	12
4. 拿地温和二三线为主、考验城市+项目甄别能力	14
4.1. 2016 年开始拿地积极性大幅提升，区域、能级结构均出现大幅调整	14
4.2. 2019 年公司拿地特点：大量+下沉	15
4.3. 公司的战略问题：深耕川渝，大都市圈布局	15
4.3.1. 重庆地区主城区、渝西经济走廊最为看好	15
4.3.2. 及时调整储备，2019 年重庆拿地向主城区倾斜，拿地均价提升 56%	18
4.4. 定位二三线：重庆之外下沉明显，逆市深耕	19
4.4.1. 项目分布情况详细观察	19
4.4.2. 综合地价行业比较：二三四线成本变化不大、选址城市竞争更温和	23
4.5. 拿地权益问题，拿地权益占比稳定，胜在总量	24
5. 物业板块：行业 TOP10、规模快速扩张	25
6. 风电板块向好：行业景气度提升，叠加新产能释放	27
7. 财务情况：杠杆水平下降，融资成本边际下降	28
7.1. 业绩实现能力较强，业绩锁定率达历史高位	28
7.2. 负债状况改善，偿债能力提升	29
7.3. 融资结构均衡，融资成本有效控制	30
8. 盈利预测与估值	31
9. 投资建议	32
10. 风险提示	32
财务预测摘要	33

图表目录

图 1：公司股权结构	7
图 2：2016-2018 年公司维持高分红比例	8
图 3：公司股息率 2018 年达到 5.82%	8
图 4：营收大增速大幅提升，2019Q1-Q3 已超过 2018 全年	9
图 5：公司归母净利润增长强劲，增速加快	9
图 6：公司毛利率、净利率情况	9
图 7：净资产收益率稳定在 10%	9

图 8: 公司营业收入分布情况	9
图 9: 公司毛利分布情况	9
图 10: 公司房地产业务全国分布	10
图 11: 2018 年公司进一步提出“四位一体、协同发展”战略发展方向	10
图 12: 房地产业务营收及同比增长	11
图 13: 公司营收中房地产业务、物管业务营收所占比例	11
图 14: 公司毛利中房地产业务所占比例	11
图 15: 综合毛利率及房地产业务毛利率、净利率	11
图 16: 新开工面积及增速	12
图 17: 竣工面积及增速	12
图 18: 商品房销售金额及 YoY	12
图 19: 商品房销售面积及 YoY	12
图 20: 商品房销售均价及 YoY	13
图 21: 公司持续加大区域深耕力度, 进一步提高区域市场占有率	13
图 22: 五城全城商品房销售面积增速与公司销售面积增速对比	13
图 23: 五城全城商品房销售金额增速与公司销售金额增速对比	13
图 24: 新增土储数量及 YoY	14
图 25: 新增土储面积及 YoY	14
图 26: 2018 年新增土储面积分布	14
图 27: 2019H1 年新增土储面积分布	14
图 28: 2018 及 2019H1 权益投资金额分布	15
图 29: 大重庆行政区划图	16
图 30: 主城区之外, 开发商进入情况	17
图 31: 2017-2019M3 公司在重庆拿地结构调整(万方)	18
图 32: 2017-2019M3 公司在重庆拿地均价情况(元/平)	18
图 33: 2017-2019M9 公司在重庆拿地分布情况	19
图 34: 2019M9 拿地均价下降明显, 除重庆、天津、上海均价明显上升, 成交均价普遍下跌	20
图 35: 2019 年阳光城上至北上, 下至县域均有覆盖	21
图 36: 2019 年中南坚持深耕策略, 在广东城市群下沉, 在山东、西安、福建等地坚持核心布局	21
图 37: 公司及可比公司总资产周转率在 2017、2018 年变慢	22
图 38: 公司存货周转率在 2017、2018 年下降	22
图 39: 公司地售比下降至 27%	22
图 40: 公司利润率水平持续提升	22
图 41: 金科新增权益计容建面按能级分布	23
图 42: 金科新增权益土储投资额按能级分布	23
图 43: 阳光城 2019 新增权益计容建面按能级分布	23
图 44: 中南建设 2019 新增权益计容建面按能级分布	23
图 45: 金科股份拿地均价情况(元/平)	23
图 46: 阳光城拿地均价情况(元/平)	23
图 47: 金科股份拿地权益计容建面增长迅速	24
图 48: 金科股份拿地权益比例逐年下滑	24
图 49: 金科 2019 权益销售金额达 1494 亿元	25

图 50: 金科权益销售比例逐年上升	25
图 51: 公司物业为 2019 百强企业第 10 名	25
图 52: 公司物管业务营收及 YOY	26
图 53: 公司物管业务业绩快速释放	26
图 54: 公司物管业务毛利率、净利率较高且在提升	26
图 55: 公司在管面积及新增管理面积情况	26
图 56: 公司平均城市项目数 (个)	26
图 57: 公司新能源业务营收 (万元)	27
图 58: 公司净利润、yoy 及净利润率	27
图 59: 公司弃风限电率逐年下降	27
图 60: 全国弃风限电率逐年下降	27
图 61: 业绩锁定度及营收增速	28
图 62: 2019 半年报披露的 114 个楼盘中有 63 个预售比例超过 90.83%, 107 个项目预售比例在 54%以上	28
图 63: 扣预资产负债率与净负债率均处于历年较低水平	29
图 64: 有息负债及增速	29
图 65: 有息负债结构	29
图 66: 现金/短债覆盖倍数稳定于 1.0 左右	29
图 67: 金科净负债率同业对比长期较低	29
图 68: 现金/短债覆盖倍数同业对比	29
图 69: 金科资产负债率同业对比处于较低水平	30
图 70: 公司融资结构趋于均衡, 债券类占比有所增加	30
图 71: 公司总体融资成本预计得到控制	30
表 1: 公司发展历程	6
表 2: 2019Q3 金科股份前十大持股股东变动	7
表 3: 卓越共赢计划专项基金划拨要求	8
表 4: 公司历年新增土储建面中川渝地区占比	15
表 5: 重庆四大圈层划分	16
表 6: 重庆主城区好于渝西经济走廊、东北部少数区域较好	17
表 7: 2019 年公司在重庆布局增加主城区、缩减渝西经济走廊比重	18
表 8: 2019 年公司在重庆外布局主要集中在四川、山东、贵州、江苏、湖南、河南, 此外皖赣桂粤近年新增绝对量较多	19
表 9: 公司市值预计	27
表 10: 公司债发行情况	31
表 11: 公司各类借款融资成本有所上升	31
表 12: 可比公司一致性预期 PE	31
表 13: 物业可比公司一致性预期 PE	32
表 14: 公司目标市值测算	32

1. 二十载步步为营，立足川渝、放眼全国

1.1. 25 城深耕，全国化扩张与多元化业务共筑“千亿级”房企

金科地产集团股份有限公司（以下简称“公司”）1998 年发轫于重庆。成立之初，公司深耕川渝市场，多次荣获重庆市“重合同、守信用”企业，在川渝市场打下坚实根基。

2007 年，公司启动全国扩张战略。翌年即成功打开北京、重庆、四川、湖南、江苏等省（市）21 个主要城市市场，跨区域发展稳扎稳打，并成功于 2011 年登陆深交所。

2014 年，公司启动多元化业务扩张战略。金科新能源有限公司、金科产业投资发展（集团）有限公司等子公司相继脱胎。

2016 年以来，在连续 11 年雄踞中国房地产百强企业的基础上，公司提出由“地产开发商”到“美好生活服务商”的转型愿景，提出“三圈一带”新战略，锁定“核心十城”，以国家城市群发展战略为导向，紧密围绕京津冀经济圈、长三角经济圈、珠三角经济圈和长江经济带，进行区域战略布局。2017 年，公司深耕范围进一步扩展为 25 个大中型城市，进一步完善了“三圈一带、八大城市群、核心 25 城”战略布局。

成立 20 周年，销售规模跨入“千亿俱乐部”，公司总资产超过 2000 亿元，品牌价值位列 TOP10 第三位，开启全新征程。

表 1：公司发展历程

年份	公司发展历程
2018	成立 20 周年，销售规模跨入“千亿俱乐部”，公司总资产超过 2000 亿元，品牌价值位列 TOP10 第三位，开启全新征程。
2017	实施跨越式大发展，深耕 25 城扩张布局。品牌价值达 148.08 亿。
2016	由“地产开发商”转型为“美好生活服务商”，提出“三圈一带”新战略，锁定“核心十城”。
2015	连续 11 年成为中国房地产百强企业。
2014	新能源有限公司正式成立，布局能源领域，重点投资风能、光伏和页岩气等能源产业。 产业投资发展（集团）有限公司成立，专注于都市工业地产、文化旅游地产、健康产业地产项目的投资和综合开发运营。与华谊兄弟、亿达集团签订战略合作协议，“产业嫁接地产”重大战略正式落地。
2013	622 战略、6010 战略等实施两年成效显著，首次入围中国企业 500 强，跻身全国性大型企业。
2011	8 月 23 日在深交所 A 股正式挂牌上市，更名为金科地产集团股份有限公司。
2010	1030 战略全面启动，苏州公司、永川公司相继成立。
2008	成功进入北京、重庆、四川、湖南、江苏等省（市）的 21 大城市进行项目开发，全国化扩张步伐稳步向前。全国土地储备总量超过 1000 万平方米。
2007	开始实施全国化跨区域发展战略，首先落子长三角的无锡，全国化战略由此开启。
2006	五星级超豪华酒店“大酒店”盛世登场。重庆红星美凯龙世博家居生活广场的隆重开业。多元化战略开启。
2004	首次进入中国地产百强，被国家建设部授予国家一级开发资质。首个民居项目金科·中华坊出世。
2003	首个滨江项目金科·金沙水岸荣获中国十大水景名盘。首个花园洋房项目金科·天籁城成就“洋房之父”美誉。
2001	通过 ISO9001:2000 国际质量认证，在管理上与国际接轨。
2000	实业集团组建。
1999	第一个项目，金科花园横空出世。
1998	金科创立。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 股权结构稳定，多方合作共赢

公司股权结构较为稳定，创始人及其一致行动人为实际控制人。截至 2019 年 Q3，公司创始人黄红云及其一致行动人合计持股 29.98%（黄红云持股 10.98%，一致行动人陶虹遐持股 2.49%，并且黄红云和陶虹遐共同持股的金科投资控股持股 14.20%，及黄红云之女黄斯诗持股 2.31%），为公司实际控制人。

从 2016 年 11 月 3 日融创中国先后通过全资子公司数次增持金科股份，到 2019 年 9 月 31 日，天津聚金、天津润鼎和天津润泽合计持有公司股份 29.35%，为第二大股东。

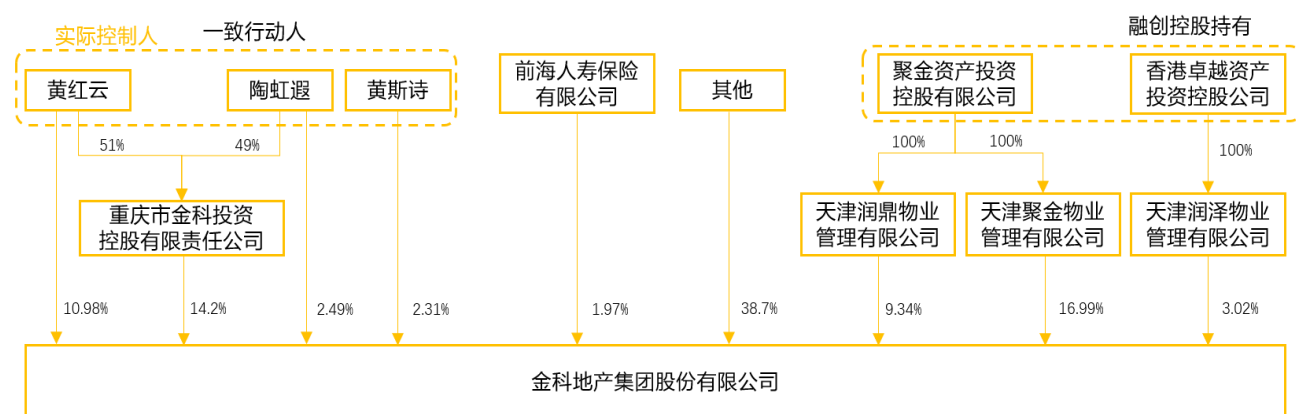
公司董事会构成保证了相对分散的股权下公司决议的顺利进行。公司于 2017 年 5 月 24 日完成第十届董事会的换届选举，9 名董事会成员中 5 名由黄红云提名，2 名由融创中国提名，另设职工董事 2 名。在下一轮董事会换届选举之前，黄红云系董事数量占据绝对优势，保证了公司决议的顺利进行。

表 2：2019Q3 金科股份前十大持股股东变动

股东名称	股东性质	持股数量 (股)	持股比例 (%)	较上期持股 变动数(股)	持股比例变 动(%)	股本性质
天津聚金物业管理有限公司	其它	907,029,478	16.99	不变	0	流通 A 股
重庆市金科投资控股(集团)有 限责任公司	投资公司	758,506,065	14.2	不变	0	流通 A 股
黄红云	个人	586,487,279	10.98	不变	0	流通 A 股
天津润鼎物业管理有限公司	其它	498,914,414	9.34	不变	0	流通 A 股
天津润泽物业管理有限公司信公 限	其它	161,295,827	3.02	不变	0	流通 A 股
重庆国际信托股份有限公司创赢 投资 4 号集合资金信托计划	信托计划	145,941,327	2.73	不变	0	流通 A 股
陶虹遐	个人	132,936,714	2.49	不变	0	流通 A 股
黄斯诗	个人	123,585,610	2.31	不变	0	流通 A 股
前海人寿保险股份有限公司	保险公司	105,365,633	1.97	新进		流通 A 股
香港中央结算有限公司	其它	92,718,468	1.74	-124,604,59 ↓	0.23 ↓	流通 A 股
合计		3,512,780,815	65.77			

资料来源：2019 三季报，天风证券研究所

图 1：公司股权结构



资料来源：公司官网，天风证券研究所

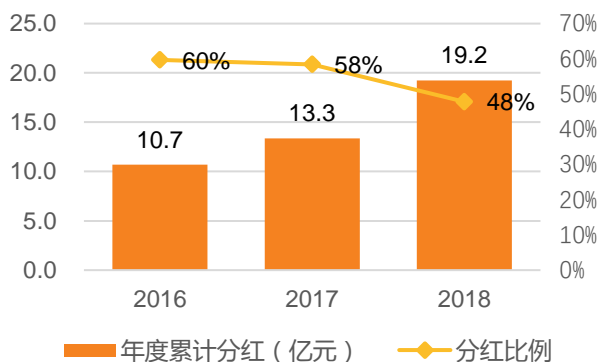
我们预计融创持股比例保持稳定。截至 2019Q3 融创持股总比例达 29.35%，低于实控人黄红云及其一致行动人的持股比例，融创如若继续增持至 30% 以上，根据《证券法》将触发要约收购，主动要约收购需要向全体股东发出要约，要约收购价格为前六个月收购人买入的最高价格或前 30 个交易日的加权平均价格的算术平均值的百分之九十中较高者，对于融创而言，收购成本将大幅上升，因此我们判断，融创进一步收购比例达到 30% 以上的概率较小，对于公司而言，实控人和经营占率战略预计保持稳定。

2019Q3，前海人寿新进前十大股东。2019 年 Q3 前海人寿保险有限公司买入 105,365,633 股，超越香港中央结算有限公司，成为新进的第九大持股股东，持股比例 1.97%。香港中

央结算有限公司持股比例因此下降了 0.23%，减少到 1.74%，退居前十大持股股东的末位。

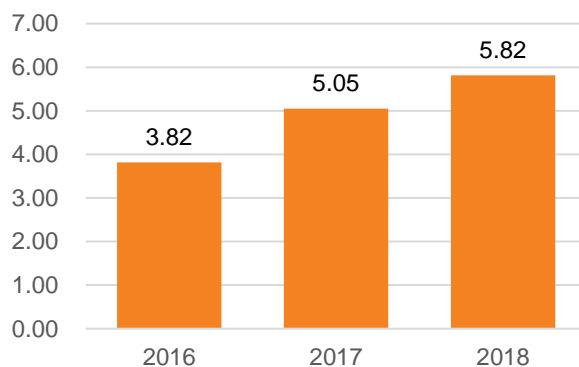
作为财务投资对象，公司高分红比例与高股息率具备较强吸引力。2016-2019 年公司分红金额分别高达 10.7 亿元、13.3 亿元、19.2 亿元，对应当年净利润维持了较高分红比例，分别为 60%、58%、48%。2018 年公司股息率高达 5.82%，公司的高分红比例、高股息率为投资者带来了较强的吸引力，作为财务投资对象持股的动力较强。

图 2：2016-2018 年公司维持高分红比例



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：公司股息率 2018 年达到 5.82%



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 新推员工持股计划覆盖核心管理层及骨干员工

公司 2019 年 6 月 6 日第四次临时股东大会通过“卓越共赢计划暨 2019 至 2023 年员工持股计划”和“卓越共赢计划暨 2019 至 2023 年员工持股计划之一期持股计划”。本次持股计划资金来源为员工合法薪酬、自筹资金、本计划通过融资方式筹集的资金以及公司计提的专项基金等。该计划规定，当 2019-2022 年公司净利润相较于 2018 年净利润 38.86 亿元的增长率不低于 30%、60%、90%、110%时，划拨年度净利润的 3.5%为计划专项基金。一期持股计划资金总额不超过 25 亿元（其中员工自筹资金不超过 12.5 亿元，融资金额不超过 12.5 亿元），拟覆盖公司核心管理层和不超过 2489 名骨干员工，实际控制人黄红云先生将以现金方式保证员工自筹资金的年化收益率为 6%。以 2019 年 12 月 13 日收盘价 7.6 元/股测算，本期计划涉及公司股票数量约 3.3 亿股，约占公司现有股本总额的 6%。

表 3：卓越共赢计划专项基金划拨要求

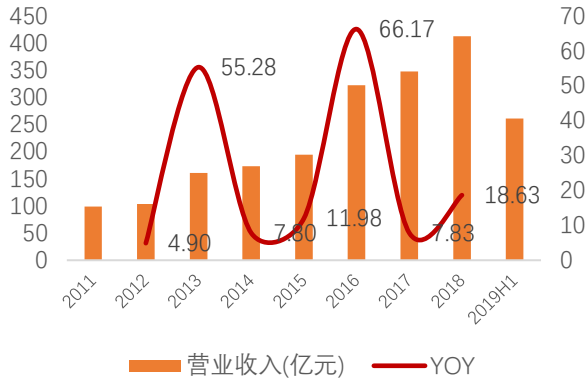
年度	净利润 (亿元)	增长要求	YoY
2018	38.86		
2019	50.518	30.00%	30.00%
2020	62.176	60.00%	23.08%
2021	73.834	90.00%	18.75%
2022	81.606	110.00%	10.53%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 业绩快速释放，毛利率、净利率分别升至 30%、12%

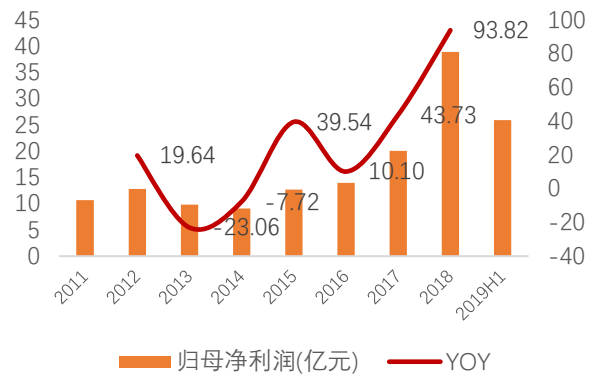
公司多年来的深耕战略布局收效赫然。2019 年上半年，公司实现营业收入 261.05 亿元，同比增长 68%；实现净利润 31.67 亿元，同比增长近 300%，其中归属于上市公司股东的净利润 25.90 亿元，同比增长 289%。每股收益 0.48 元，同比增长 336%。盈利能力进一步提升：实现毛利率 30.31%，较上年同期提升 7.76 个百分点，实现净利率 12.13%，加权净资产收益率 11.00%，较上年同期亦明显改善。

图 4：营收大增速大幅提升，2019Q1-Q3 已超过 2018 全年



资料来源：Wind，天风证券研究所

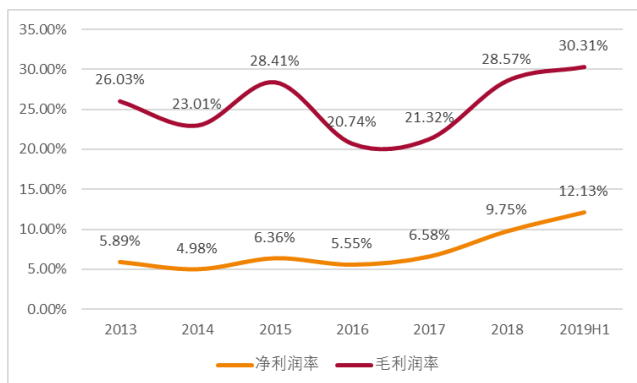
图 5：公司归母净利润增长强劲，增速加快



资料来源：Wind，天风证券研究所

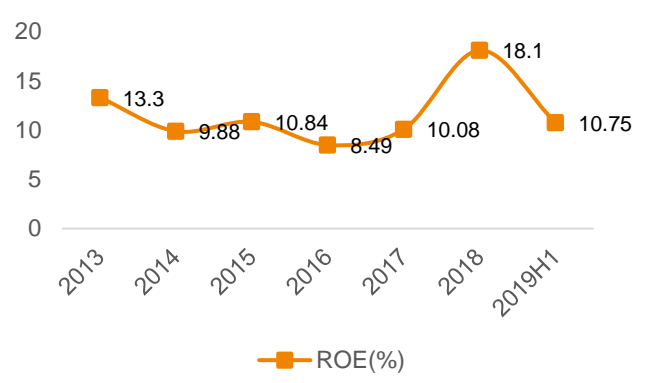
销售利润率上涨驱动的 ROE 提升显著。19H1 业绩同比+289%，地产结算进入丰收期、预收款覆盖率进一步走高 19H1，公司实现营业收入 261.1 亿元，同比+67.9%；归母净利润 25.9 亿元，同比+288.5%，贴近此前业绩预告上限；基本每股收益 0.48 元，同比+336.4%；毛利率和归母销售净利率分别为 30.3%和 12.13%，较 2018 年分别提升 1.74pct 和 2.38pct；三费费率为 10.2%，同比下降 2.7pct，其中销售费率和财务费率分别下降 1.5pct 和 1.0pct。报告期末，公司资产负债率和净负债率分别为 83.9%、147.5%，分别同比-0.9pct、-11.9%。公司业绩增速大幅高于营收增速源于 17 年高毛利项目进入结算丰收期致毛利率大幅提升。

图 6：公司毛利率、净利率情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：净资产收益率稳定在 10%



资料来源：Wind，天风证券研究所

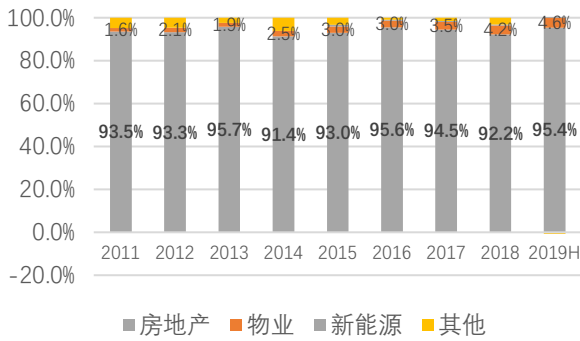
公司业务主要分为房地产开发、物业管理、新能源业务三块，其中房地产业务为公司支柱产业。从公司营业收入分布结构来看，地产业务营收占比持续在 90%以上，2019H 上升至 95。

受益于地产业务的日渐铺开，公司物业业务持续快速壮大（来自自身竣工及三方拓展），2019H1 实现营业收入 12.02 亿元，同比增速 84%，占总营收比重 4.6%，共实现净利润 1.59 亿元，同比增速 260%。

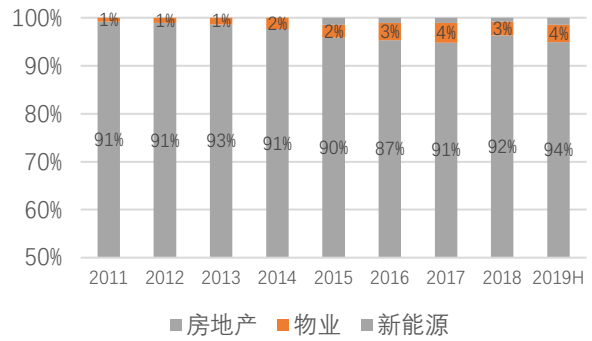
此外公司新能源业务营收占比较低，长期约为 0.5%，毛利占比 1%左右，2019H1 实现营业收入 1.7 亿元，同比增长约 90%，净利润约 6,538 万元，同比增长约 165%。随公司景峡 20 万千瓦电厂成功并网发电，预计盈利将稳步向好。

图 8：公司营业收入分布情况

图 9：公司毛利分布情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

3. 房地产业务：土地结构调整、销售增速可期

公司房地产开发业务板块主要为住宅地产开发，辅以商业地产开发、产业地产开发与运营，发展模式以内生增长与外延式增长并重。公司营销以自有销售团队为主。公司的房地产开发业务聚焦“三圈一带”、“八大城市群”等重点城市进行深耕发展，目前已经布局长三角、京津冀、粤港澳大湾区、成渝、中原、长江中游、北部湾、山东半岛等城市群，已进驻全国 23 个省、直辖市、自治区，开发项目主要分布在重庆、北京、广州、成都、苏州、南京、合肥、郑州、武汉、天津、济南、南宁等一二线城市。

图 10：公司地产业务全国分布



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

作为一家战略驱动型上市企业，公司拥有明确清晰的战略目标，并根据外部环境变化进行动态调整。2017 年上半年，公司制定了《发展战略规划纲要（2017-2020）》，明确了 2017 至 2020 年各年度战略目标，制定了详细的战略实施路径。2018 年公司进一步提出“四位一体、协同发展”的战略发展方向。在投资布局方面，公司坚持围绕三圈一带、八大城市群深耕发展，大幅提升投拓能力，在持续巩固成渝地区市场优势地位的同时，加大其他区域投资，实现全国均衡布局。

图 11：2018 年公司进一步提出“四位一体、协同发展”战略发展方向

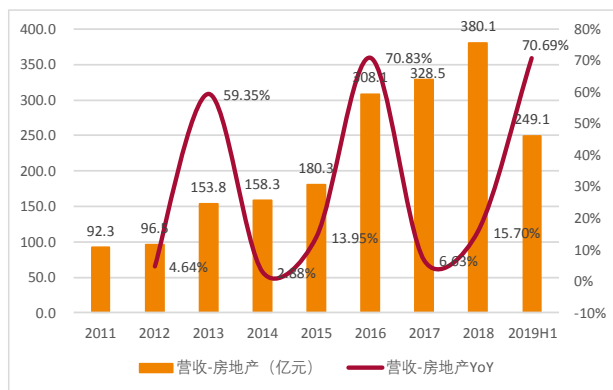


资料来源：公司官网，天风证券研究所

在公司的新战略驱动下，金科集团的地产业务近年来发展迅猛。2017 年公司营收增长率仅为 6.63%，2018 年回升至 15.70%，而在 2019H1 则进一步升至 70.69%，实现营收 145.94 亿元，主要是 2019H1 结转营收加快所致。公司营收中，房地产业务营收所占比例常年高于 90%，2019H1 进一步回升至占比 95.42%，为公司的主要营收来源。

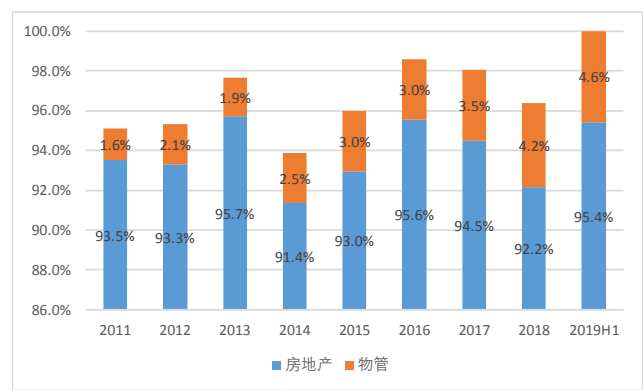
3.1. 结算高峰期，结算规模+利润高增长

图 12：房地产业务营收及同比增长



资料来源：Wind，天风证券研究所

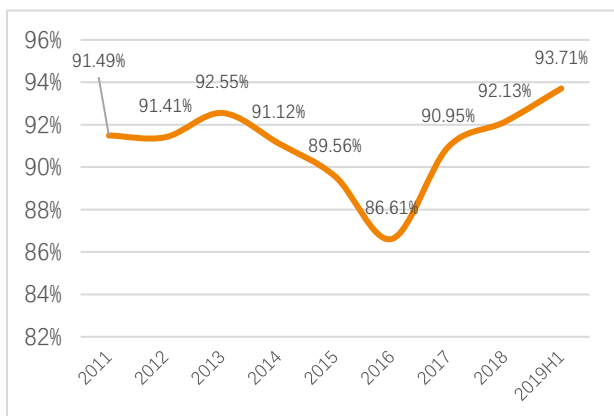
图 13：公司营收中房地产业务、物管业务营收所占比例



资料来源：Wind，天风证券研究所

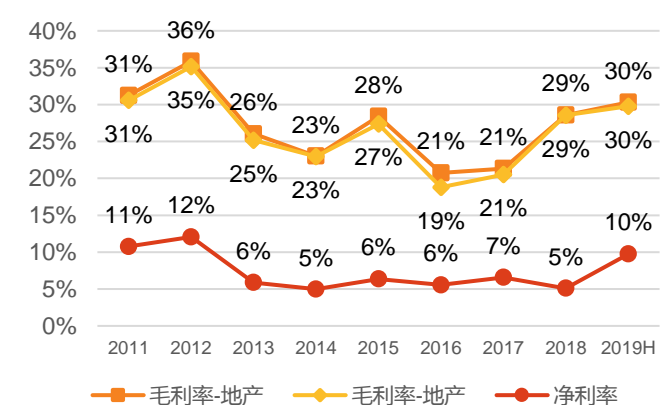
公司地产业务毛利率则从 2016 年的 18.80%逐年上升至 2019H1 的 29.76%，显示公司盈利能力的持续改善。2015、2016 年公司地产业务结算毛利率有所下滑，主要由于公司在 2014 年销售规模、销售均价的下滑导致，主要受市场低迷影响，此后逐渐恢复，房地产业务的毛利占比自 2016 年来亦逐年提升，2019H1 达到近十年来的最高水平 93.71%。

图 14：公司毛利中房地产业务所占比例



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：综合毛利率及房地产业务毛利率、净利率

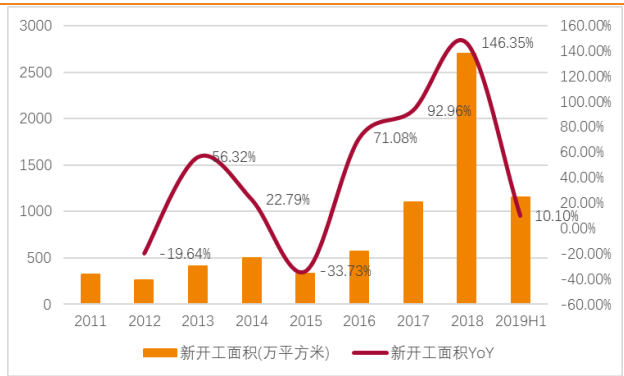


资料来源：Wind，天风证券研究所

2019H1 公司竣工面积 425 万平方米，同比增长 66.02%，新开工面积 1156 万平方米，同比

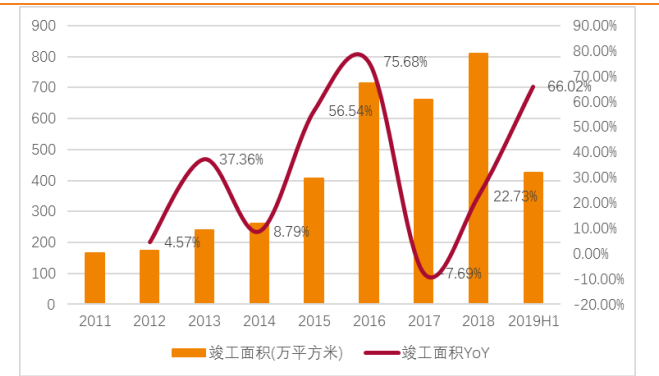
增长 10.10%，主要受 2018 年新开工面积 2700 万平方米的高基数影响。新开工及竣工面积维持高位增长，将有助于公司持续发展房地产业务。据公司 2019 半年报披露，公司 2019 年下半年预期将有总投资额 1704 亿元的 80 个项目竣工。

图 16：新开工面积及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 17：竣工面积及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 全力成长正当时，2020 年预计超 2000 亿

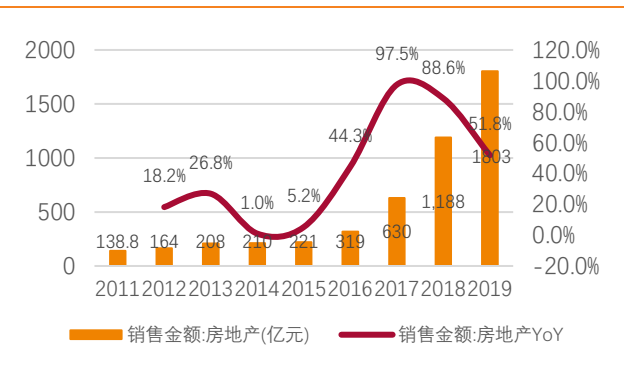
2016 年开始公司销售步入快车轨道，2019 年提前完成 1500 亿目标，2020 年冲刺 2000 亿。

公司上市以后，2015 年及之前以“稳健”发展为主导，2011-2015 年间，4 年销售额增速年均复合增长率 14.8%，2015 年销售额为 221 亿元。2016 年开始，公司意识到“长大”的重要性，开始奋起成长，2017 年迈入 500 亿大军，2018 年加入“千亿”销售额俱乐部，2016、2017、2018 年的销售金额同比增速分别为 44.34%、97.49%与 88.57%，根据克尔瑞销售数据，2019 年公司提前完成 1500 亿销售目标，全年实现销售金额为 1803 亿元，同比增长 55.1%，百强排名第 17，权益销售金额 1493.9 亿元，百强排名升至第 13 名。

2020 年，在公司快速成长内生动力加持下，我们预计公司将轻松进入 2000 亿销售梯队（对应增速 10%）。

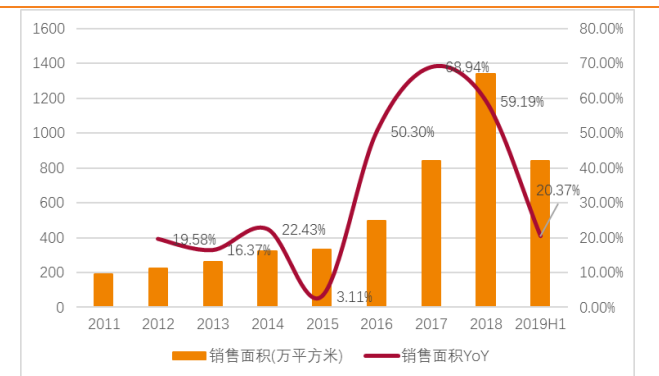
公司房地产销售均价在 2011-2014 年有所下滑，主要由于当时公司销售项目中重庆郊区项目较多，彼时市场相对冷清。2016 年开始，公司拿地、销售同时开始积极推进，随三四线城市大规模收益棚改货币化房价上涨，公司销售均价逐渐回升，2019H1 销售均价为 9702.03 元/平方米，对公司未来营收增长有一定支撑作用。

图 18：商品房销售金额及 YoY



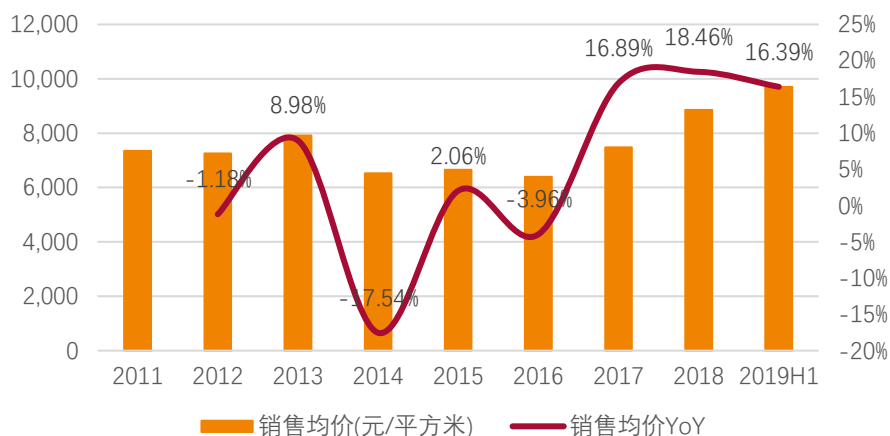
资料来源：Wind，CRIC，天风证券研究所

图 19：商品房销售面积及 YoY



资料来源：Wind，天风证券研究所

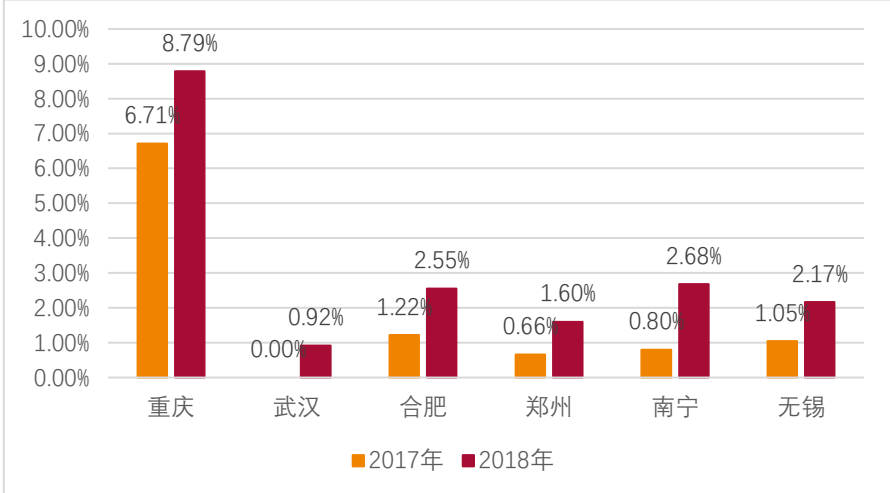
图 20: 商品房销售均价及 YoY



资料来源: Wind, 天风证券研究所

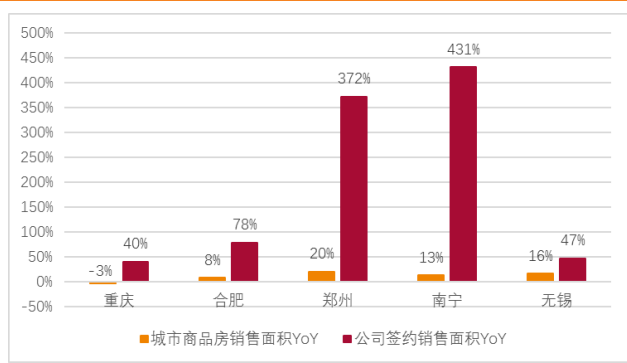
公司在持续巩固成渝地区市场优势地位的同时, 加大其他区域投资, 实现全国均衡布局。2018 年, 公司持续加大区域深耕力度, 进一步提高区域市场占有率。2018 年房地产签约销售金额主要来自于重庆、武汉、合肥、郑州、南宁、无锡等重点城市, 在这些城市中公司的市场占有率持续上升, 签约销售面积与金额增速明显高于所在城市相应增速。

图 21: 公司持续加大区域深耕力度, 进一步提高区域市场占有率



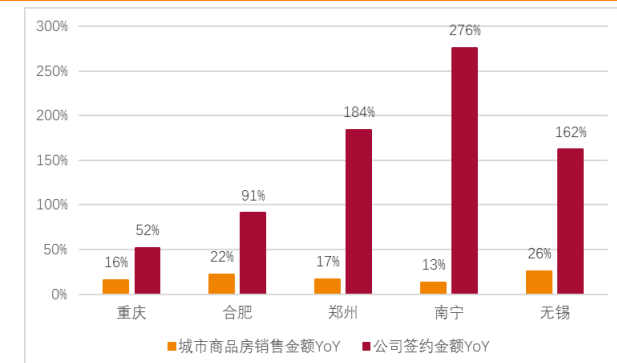
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 22: 五城全城商品房销售面积增速与公司销售面积增速对比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 23: 五城全城商品房销售金额增速与公司销售金额增速对比



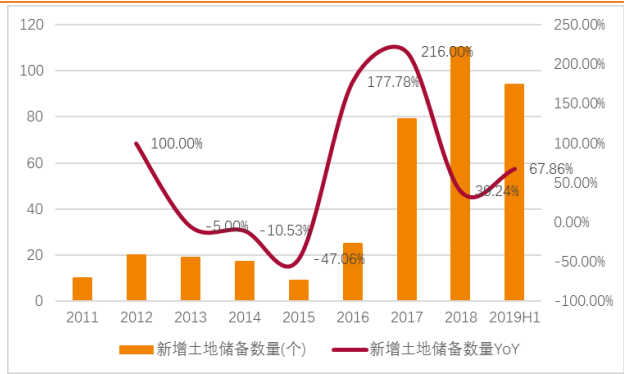
资料来源: Wind, 天风证券研究所

4. 拿地温和二三线为主、考验城市+项目甄别能力

4.1. 2016 年开始拿地积极性大幅提升，区域、能级结构均出现大幅调整

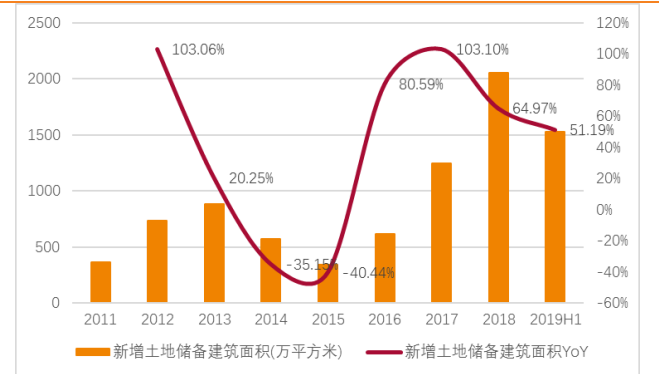
公司拿地积极，高土储有效保证未来持续发展。2019H1 公司新增土地投资项目 94 个，计容建筑面积 1,530 万平方米，同比分别增长 67.86%和 51.19%，合同投资金额 423 亿元。较高的土储规模将有助于公司未来持续发展。

图 24：新增土储数量及 YoY



资料来源：Wind，天风证券研究所

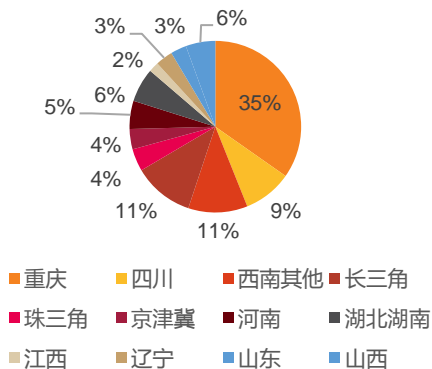
图 25：新增土储面积及 YoY



资料来源：Wind，天风证券研究所

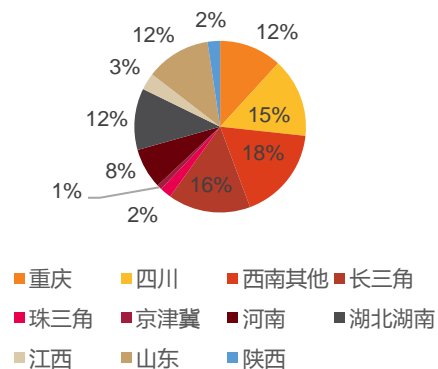
分地区来看，公司拿地结构出现调整，重庆下滑，长三角、湖南湖北、山东为重点新增区域。2018 年新增土储建面中，重庆市+四川 2018 新增土储面积占比为 42%，长三角、珠三角、京津冀三大区占比分别为 11%、4%、4%，但在 2019H1 新增土储面积中重庆+四川占比仅为 27%，其中重庆占比从 35%下降至 12%，三大区总计占比仍为 19%，但长三角占比升至 16%。而山东、河南、湖南、湖北、云南等省市新增土储面积占比有所上升，显示公司在持续巩固成渝地区市场优势地位的同时，加大其他区域投资，实现全国均衡布局的战略。而从权益投资金额来看，山东、河南、云南等地权益投资金额占比大幅上升。

图 26：2018 年新增土储面积分布



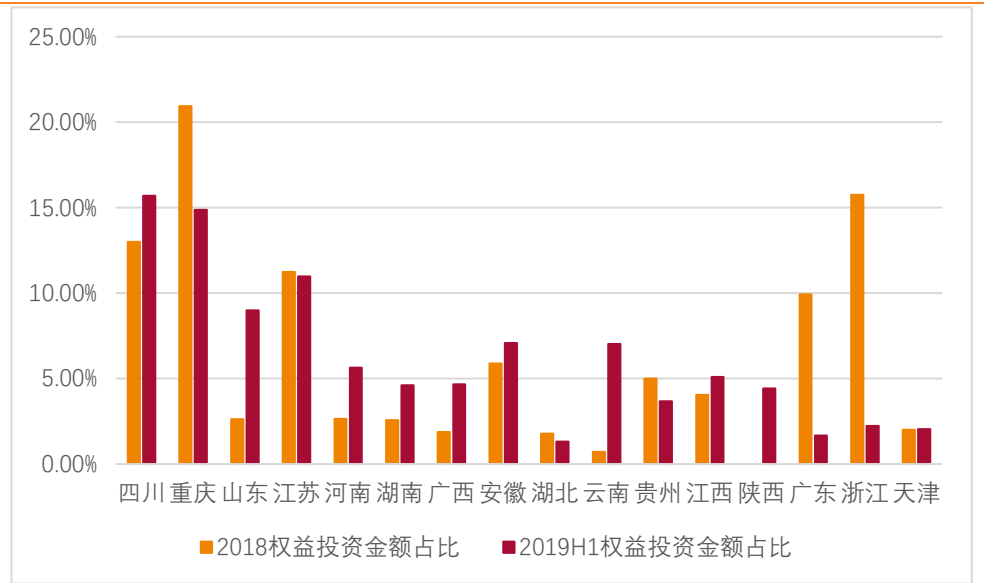
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：2019H1 年新增土储面积分布



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 28：2018 及 2019H1 权益投资金额分布



资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 2019 年公司拿地特点：大量+下沉

15 年及之前，公司发展战略在于“稳健”，2016 年开始，公司寻求销售规模的快速增长，与之匹配的拿地储备也全面加速。2016-2019M9 不足四年间，总新增建面从 613 万方上升至 2446 万方，CAGR 达 65%，新增权益建面从 518 万方上升至 1560 万方，CAGR 达 49%。公司 20 综合拿地均价由 2018 年的 3421 元/平，下降 2509 元/平。

4.3. 公司的战略问题：深耕川渝，大都市圈布局

2019 年新增土储中，川渝占比从 45% 下降到 20%。一直以来，公司在重庆新增建面占比较高，2019 年以来下降趋势明显。2018 年公司新增权益土储中，重庆占比为 32%，2019M9 该比例下降到 9%，四川占比基本保持稳定。考虑到公司 2020 年销售情况中重庆地区占比预计仍然较高，所以我们对重庆市场进行重点分析。

表 4：公司历年新增土储建面中川渝地区占比

	2015	2016	2017	2018	2019M9
重庆	211	184	359	419	146
四川		23	130	175	162
其他地区	128	311	403	721	1253
权益新增建面	339	518	892	1316	1560
重庆占比	62%	35%	40%	32%	9%
川渝占比	62%	40%	55%	45%	20%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.3.1. 重庆地区主城区、渝西经济走廊最为看好

大重庆土地及住宅市场大致可以划分为四部分：主城 9 区、环绕主城的“一小时经济圈”（渝西经济走廊）、东北部地区、东南部地区（少数民族自治区为主）。其中东北、东南也为三峡库生态区。

图 29：大重庆行政区划图



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 5：重庆四大圈层划分

主城区	渝西经济走廊	东北部地区	东南部地区
北培区	涪陵区	万州区	黔江区
渝北区	江津区	开县	秀山区
渝中区	合川区	垫江区	酉阳县
江北区	永川区	丰都县	石柱县
南岸区	长寿区	忠县	彭水县
沙坪坝区	綦江区	云阳县	武隆县
大渡口区	大足区	奉节区	
九龙坡区	潼南区	梁平区	
巴南区	荣昌区	巫山县	
	铜梁区	巫溪县	
	璧山区	城口县	
	南川市		
	万盛区		
	双桥区		

资料来源：，Wind，天风证券研究所

- ◆ **主城区——大体量、高增长**：1) 人口净流入状态，城镇化率高达 90.5% 2) 经济水平处于大重庆领先，且经济增长较快。

2018 年常住人口为 875 万人，常住人口城镇化率高达 90.5%，户籍人口为 687 万人，户籍人口城镇化率为 82%。

2018 年人均 GDP 为 8.6 万元，人均可支配收入为 3.4 万元，人均 GDP、人均支配收入三年 CAGR 分别为 7.6%、9.7%。

- ◆ **渝西经济走廊——人口净流出，经济潜力强**：1) 人口净流出状态但趋势放缓，城镇化率 63.7% 2) 经济水平受主城区拉动明显，领先于大重庆平均水平，人均 GDP 与主城九区接近。

2018 年人均 GDP 为 7.3 万元，人均可支配收入为 2.5 万元，三年 CAGR 分别为 6.6%、7.9%。该区域的人均 GDP 接近主城区，但人均可支配收入较低，或主要在于基建先行，未来转化为收入的潜力较高。我们认为该区域为环重庆主城区“一小时”通勤距离，且其中涪陵、长寿、璧山等区域，人均 GDP 达 7w 以上，超过主城部分行政区，铜梁等区域，与四川接壤，构成川渝城市群中间走廊，有多条高铁、高速通道贯通，是未来城市发展的重要片区，具备较强的经济增长潜力。

- ◆ **东北部分——人口较多，净流出 25%、经济实力较弱、但万州区为主城之外区县之首：**
1) 人口净流出状态，常住人口数量低于户籍人口，缺口约为 277 万人，占户籍人口的 25%。2) 经济水平

2018 年户籍人口、常住人口分别为 1096 万人、819 万人，常住人口数量低于户籍人口，缺口约为 277 万人，占户籍人口的 25%，户籍人口、常住人口城镇化率分别为 35%、49.1%。

2018 年人均 GDP、人均可支配收入分别为 4.3 万元、2.2 万元，低于大重庆范围的平均水平。

但其中万州区，处于三峡库区核心，也是渝东北、川东、鄂西、陕南、黔东、湘西的物资集散地，具有片区核心枢纽城市的重要功能，也是重庆区县经济首位，也是金科、万科、恒大等多家房企的竞争区域

- ◆ **东南部分——人口稀疏且流出严重、经济实力最弱：**1) 少数民族为主的区域，该片区人口总量较少，2018 年人口净流出 101 万人，占区域户籍人口的 27%，且流出在加速中；2) 经济水平也为重庆最弱，2018 年人均 GDP、人均可支配收入分别为 4.1 万元、1.9 万元。

图 30：主城区之外，开发商进入情况



资料来源：中国指数研究院，天风证券研究所

表 6：重庆主城区好于渝西经济走廊、东北部少数民族区域较好

	主城 9 区		渝西经济走廊		东北部地区		东南部地区		大重庆平均	
	2015	2018	2015	2018	2015	2018	2015	2018	2015	2018
户籍非农人口 (万人)	503	565	460	602	323	387	121	120	1391	-
户籍人口 (万人)	652	687	1273	1273	1101	1096	372	374	3372	3390
户籍人口城市化率	77%	82%	36%	47%	29%	35%	33%	32%	41%	

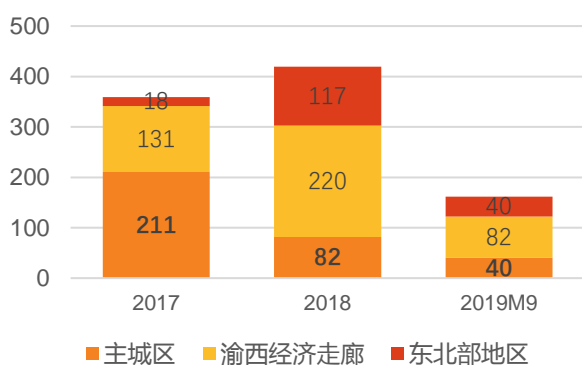
常住非农人口 (万人)	740	792	635	723	361	402	102	114	1838	2032
常住人口 (万人)	835	875	1096	1135	811	819	275	273	3017	3102
常住人口城镇化率	88.6%	90.5%	58.0%	63.7%	44.5%	49.1%	37.2%	41.7%	60.9%	65.5%
人均 GDP (元)	69368	86313	59931	72618	31967	43196	30287	41024	52321	65933
人均可支配收入 (元)	25557	33709	20183	25348	16438	22332	14116	19393	20110	26386
人均 gdp3 年复合增长率		7.56%		6.61%		10.55%		10.64%		8.01%
人均可支配收入 3 年复合增长率		9.67%		7.89%		10.75%		11.17%		9.48%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

4.3.2. 及时调整储备, 2019 年重庆拿地向主城区倾斜, 拿地均价提升 56%

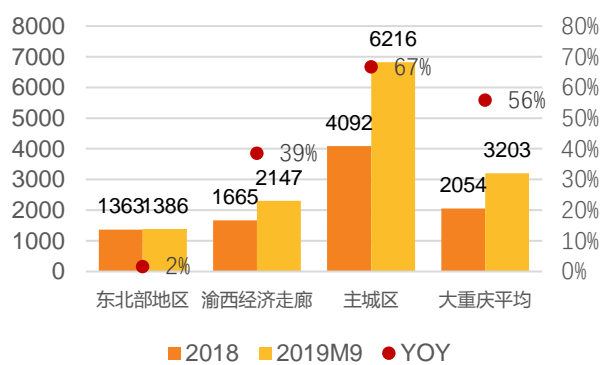
仔细拆分新增土储中, 我们发现公司 2018、2019M9 进行了明显调整。2018 年公司在主城区拿地占比由 59% 下降至 20%, 在渝西经济走廊拿地占比升至 53%, 在东北部地区拿地占比由 5% 升至 28%。2018 年公司在重庆平均拿地均价 2054 元/平, 2019 年 M9 重庆拿地均价 3203 元/平, 同比提升 56%, 主要受主城区地价大幅提升影响, 均价从 4092 元/平, 提升至 6216 元/平, 同比提升 67%, 在主城区新获的 8 个项目中, 有 4 个来自两江新区, 合计建面 42.5 万方, 权益建面合计 22.2 万方, 占主城区 (40.1 万方权益新增) 比重超过 50%。

图 31: 2017-2019M3 公司在重庆拿地结构调整 (万方)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 32: 2017-2019M3 公司在重庆拿地均价情况 (元/平)



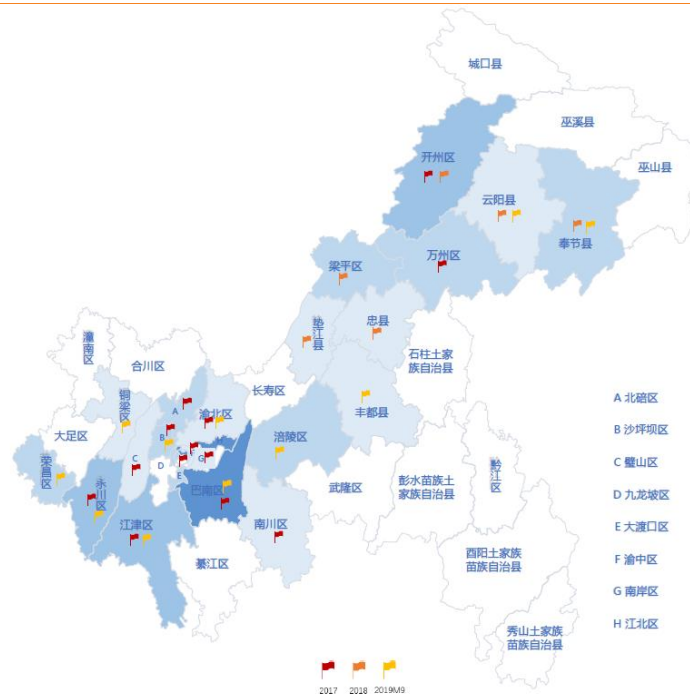
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

表 7: 2019 年公司在重庆布局增加主城区、缩减渝西经济走廊比重

	2017	2018	2019M9
主城区	59%	20%	25%
渝西经济走廊	36%	53%	51%
东北部地区	5%	28%	24%
总计	100%	100%	100%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 33：2017-2019M9 公司在重庆拿地分布情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.4. 定位二三线：重庆之外下沉明显，逆市深耕

4.4.1. 项目分布情况详细观察

2017-2019 年，公司新增土地储备中，重庆外主要集中在西南区域的四川、贵州等地，以及华东区域山东、江苏和中部区域的湖南、河南几大省份，此外安徽、江西、湖北、广东也有。

表 8：2019 年公司在重庆外布局主要集中在四川、山东、贵州、江苏、湖南、河南，此外皖赣桂粤近年新增绝对量较多

	2017	权益计容建面 (m ²)	2018	权益计容建面 (m ²)	2019	权益计容建面 (m ²)
1	重庆	3590921	重庆	4194407	四川	2859791
2	四川	1302980	四川	1751950	重庆	1618870
3	湖北	635733	山西	1030992	山东	1456919
4	江苏	588509	贵州	819849	贵州	1405566
5	湖南	393897	广东	688009	湖南	1328141
6	河南	297950	湖南	511465	河南	1213300
7	山东	237688	江苏	503685	江苏	1200219
8	贵州	236675	河南	489692	云南	862223
9	浙江	235784	山东	459167	广西	802692
10	河北	234499	辽宁	440351	安徽	671885
11			安徽	402264	陕西	572786
12			浙江	338287	江西	503131
13			江西	332908	湖北	405580
14					浙江	295427
15					广东	206946

资料来源：Wind，天风证券研究所

2017 年之前，公司主要以一二线城市为主，但从 2018、2019 年开始逐渐向三四线及县城下沉，2019 年下沉尤其明显。2019 年公司大幅缩减在重庆的拿地规模，重庆占比从 35% 下降至 12%。从范围上，公司继续大举向川渝之外的西南（广西、云南、贵州）地区布局，另一方面首次进入广东、安徽浙江、陕西、江西等区域，且拿地规模不小。从能级上，公司也大幅下沉：

1) 西南地区中，四川：2018 年以成都、遂宁为主，2019 年成都仅新增 1 个项目，其余为遂宁、南充、雅安等地，且商住地块较多。

贵州：2018 年主要在贵阳、遵义占比较高，楼面均价超过 2000 元/平，2019 年拿地在仁怀、遵义、安顺为主，且主要为商住地块，拿地均价不足 1000 元/平。

广西：2018 年主要为南宁、柳州等地，均价分别在 2-3k 左右，2019 年下沉至玉林、桂林等地，均价为几百到不足两千，稀释南宁楼面价格上涨（5000 元/平+）。

新进入云南：主要在昭通、玉溪，昭通楼面均价 904 元/平，玉溪楼面均价 3000-4000 元/平。

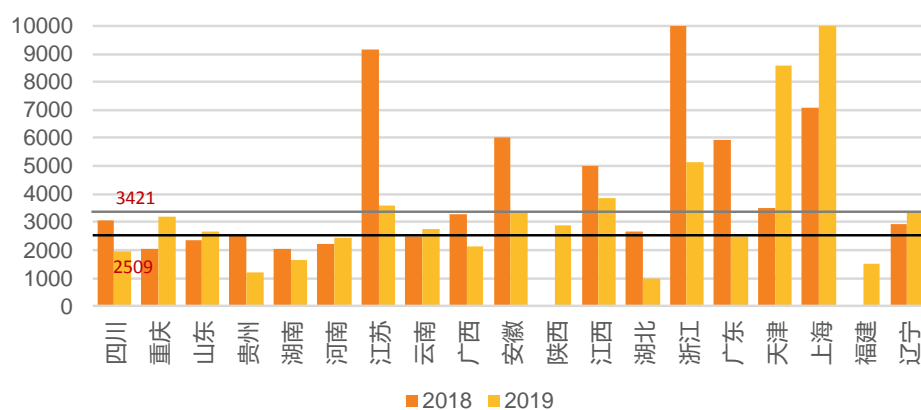
2) 中部地区中，湖南：2018 年主要布局在岳阳，2019 年全面进入湖南中部各个城市，长沙经开区、常德、益阳、株洲等郊区，拿地均价在 2-3000 元/平左右；河南：2018 年主要位于洛阳、许昌等地，均价在 391-3000 元/平左右，2019 年全面进入驻马店、周口等城市市区，均价 2000-3000 元/平；

3) 华东地区中，江苏：2018 年新增苏州、镇江等市区地块，楼面均价超过 9000 元/平，2019 年大规模下沉至宿迁、盐城、常州等下辖县城，楼面均价 1800-3000 元/平左右；

安徽：2018 年拿地集中在合肥，均价在 6000+元/平，2019 年进入合肥郊县、及阜阳的区县，均价将至 1000-3000 元/平；

此外拿地规模较高的山东：2018 年主要在烟台、淄博市，2019 年大举进入青岛下县级市、邯郸、聊城、枣庄等地，均价小幅提升。

图 34：2019M9 拿地均价下降明显，除重庆、天津、上海均价明显上升，成交均价普遍下跌



资料来源：Wind，天风证券研究所

对比阳光城拿地情况，我们发现阳光城在 17 年拿地以一二线核心区域为主，彼时地价相对平稳，而 18 年向三四线城市下沉明显，2019 年的公司拿地策略为高低价项目搭配，下沉和核心聚拢的趋势都非常明显，围绕部分热点城市（珠三角、福建厦门、西安、郑州）周边下沉明显，在昆明、沈阳、南京、杭州区域则向核心区域聚拢。因此反应在拿地均价上，累计均价在 2019 年大幅提升 46%。

图 35：2019 年阳光城上至北上，下至县城均有覆盖

2018	阳光城权益建 筑面积（万方）	均价（元 /平）	2019	阳光城权益建 筑面积（万方）	拿地均价（元/平）	
重庆	229	2614	广东	111	2622	18 年珠三角为主、19 年汕尾、肇庆拿地较多
广东	76	3827	广西	94	3831	17 年南宁为主、溢价率不高，18 年南宁郊区，19 年回归主城区
新疆	61	3602	贵州	82	458	19 年遵义大举拿地，以及毕节、同仁
江西	53	2800	云南	57	1763	18、19 深耕昆明
陕西	49	1499	福建	56	8442	18 年在厦门郊区、19 年福州城区
福建	44	2758	湖北	48	4297	19 年进入宜昌、荆州
浙江	43	10659	辽宁	39	6482	沈阳核心区
四川	28	4524	安徽	37	5627	19 年合肥郊区、蚌埠核心区域
河南	27	1642	陕西	33	1387	17 年西安核心区，18 年安康、延安，19 年西咸、安康、榆林
江苏	23	5013	江苏	31	14117	17 年在无锡、18 年苏州为主、19 年南京为主
广西	19	2656	上海	20	15230	上海近郊区
云南	14	2140	河南	20	1286	17 年在郑州、新郑、18、19 年集中在许昌
辽宁	14	5755	天津	16	9569	
山东	13	1480	北京	15	12353	北京近郊区
湖南	11	5130	重庆	14	9148	
河北	6	2650	江西	13	6613	
			山西	11	840	
			山东	11	11895	19 年在济南、泰安核心区域
			浙江	10	17732	19 年进入杭州核心区域
总计	709	3446	总计	717	5023	

资料来源：Wind，天风证券研究所

中南建设的拿地特点在于集聚度较高，除了在多年深耕区域南通下沉明显，在其余地区小幅下沉或者向核心区域靠拢。在多年深耕区域的江苏（南通、徐州），19 年进一步下沉到县级市、县级，但在西安、山东多地、南充等城市，18、19 年仍然大部分集中在核心市区，在福建、浙江区域则向重点核心城市靠拢。此外公司首次进入广东地区，主要为揭阳、湛江等能级偏低的区域。

图 36：2019 年中南坚持深耕策略，在广东城市群下沉，在山东、西安、福建等地坚持核心布局

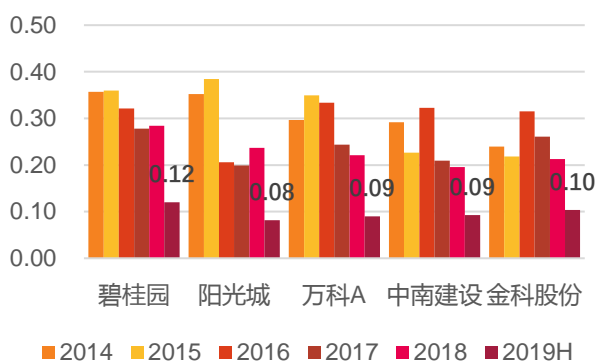
2018	中南权益建 筑面积（万 方）	拿地均价 （元/平）	2019	中南权益建 筑面积（万 方）	拿地均价（元/平）	
江苏	126.3	5351	江苏	193.3	5208.2	17 年为南通市区、徐州、张家港等重点城市，18 年南通、徐州等核心区域深耕，19 年周边下沉
山东	119.6	2933	浙江	91.8	11757	17、18 年为平湖余姚等低能级区域，19 年杭州、嘉兴区域拿地较多
浙江	101.7	6415	陕西	73.0	5364	18、19 均在西安及西咸新区，但地价上涨
陕西	47.8	2473	山东	72.5	3641	17 多为淄博烟台等市区，18、19 略有下沉
重庆	43.1	4746	广东	33.9	3611	19 年新进入揭阳、湛江、惠州
云南	31.7	3027	贵州	32.0	3963	18、19 年在贵阳市区

广西	29.7	3127	福建	22.7	9635	18年在泉州、福州, 19年厦门、泉州核心区拿地
四川	28.5	2840	四川	16.0	2525	18、19年眉山、南充市区
湖南	26.5	17617	湖北	15.6	1305	
广东	25.6	2070	广西	14.9	4997	
安徽	25.6	9408	安徽	14.1	1034	
福建	24.8	5091	重庆	11.6	5502	
贵州	19.4	5037	云南	6.4	8031	
河北	18.7	1712	辽宁	6.0	857	
河南	14.2	2793				
辽宁	1.7	10000				
总计	684.9	4883	总计	603.7	5763	

资料来源: Wind, 天风证券研究所

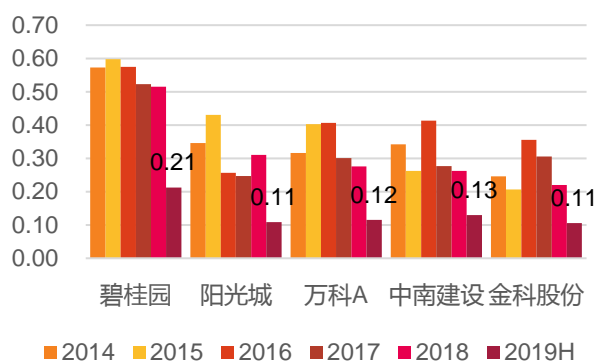
公司的拿地模式和阳光城更类似, 高低价地块搭配, 但是总体而言, 不论高价地或是低价地, 公司要更为下沉。经历了从二线核心区域为主向县域下沉的过程, 影响公司的周转速度略有放缓。

图 37: 公司及可比公司总资产周转率在 2017、2018 年变慢



资料来源: Wind, 天风证券研究所

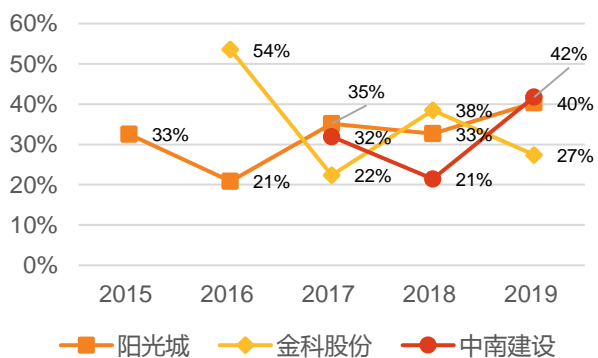
图 38: 公司存货周转率在 2017、2018 年下降



资料来源: Wind, 天风证券研究所

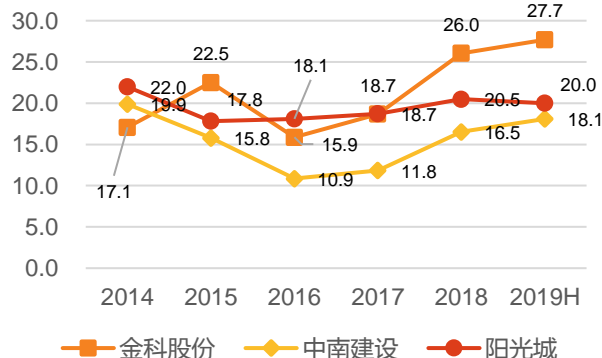
公司拿地房地比由 2018 年的 38% 大幅下降至 27%, 而可比公司中南建设、阳光城均出现上升, 因此我们预计公司地售比的下调预计为后续结转毛利率提供空间。

图 39: 公司地售比下降至 27%



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 40: 公司利润率水平持续提升



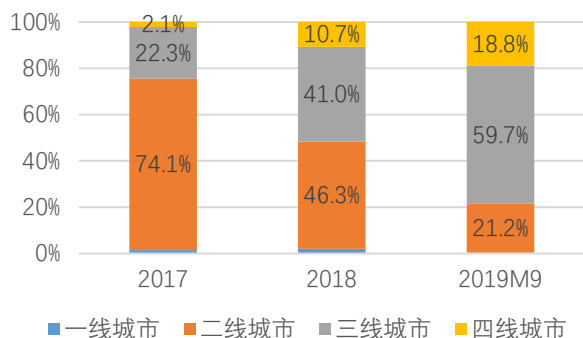
资料来源: Wind, 天风证券研究所

4.4.2. 综合地价行业比较：二三四线成本变化不大、选址城市竞争更温和

从公司的拿地结构来看，公司定位为二三线为主，二三线城市土储占比持续在 80%以上，2019 年新增土储中，四线城市面积占比 18.8%，金额占比 15.7%。

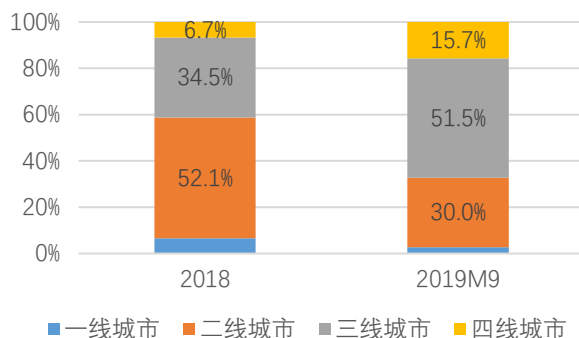
从拿地均价来看，2019 年公司一、二、三、四线城市拿地均价分别为 2w\3641\2213\2141 元/平，与 2018 年相比相对持平，拿地均价与阳光城同能级城市均价差距较大，表明公司布局于竞争相对温和的区域，对公司仔细甄别城市+项目选址的能力形成跟高考验。

图 41：金科新增权益计容建面按能级分布



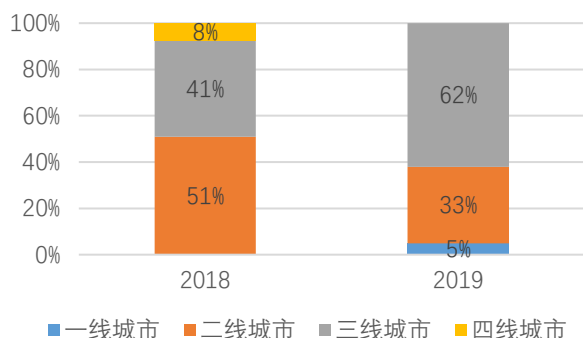
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 42：金科新增权益土储投资额按能级分布



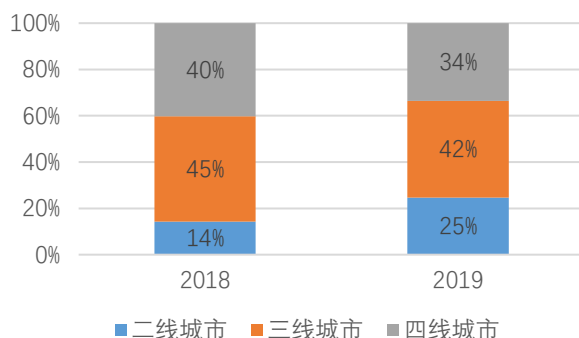
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 43：阳光城 2019 新增权益计容建面按能级分布



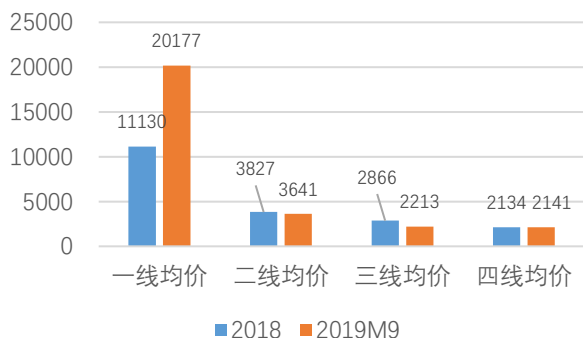
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 44：中南建设 2019 新增权益计容建面按能级分布



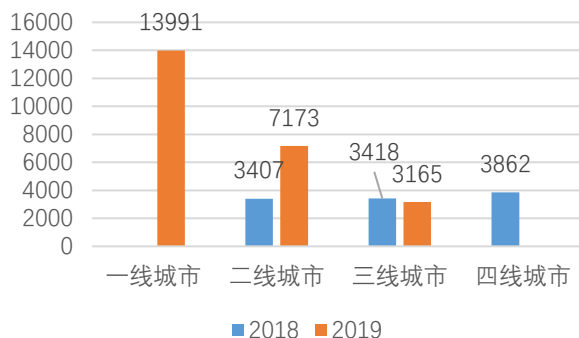
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 45：金科股份拿地均价情况（元/平）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 46：阳光城拿地均价情况（元/平）

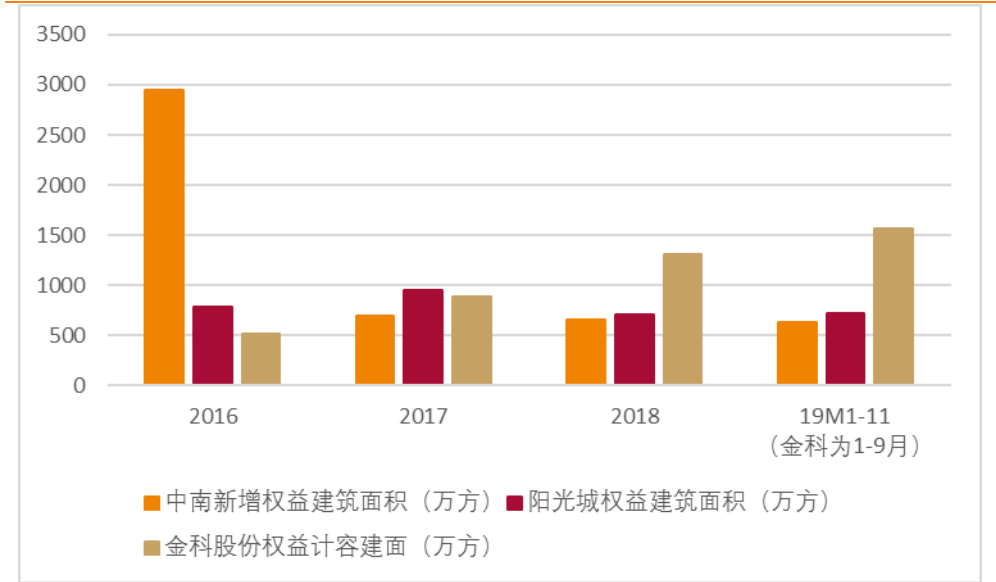


资料来源：Wind，天风证券研究所

4.5. 拿地权益问题，拿地权益占比稳定，胜在总量

金科股份权益拿地面积三年平均复合增长率为 44.40%，增长迅速，并在与中南建设、阳光城的对比中由 2016 年的最后一位反超为 2018 年的第一位，2019 年仅前 9 月披露拿地权益计容建面就远超其余两个公司前 11 个月的权益计容建面。

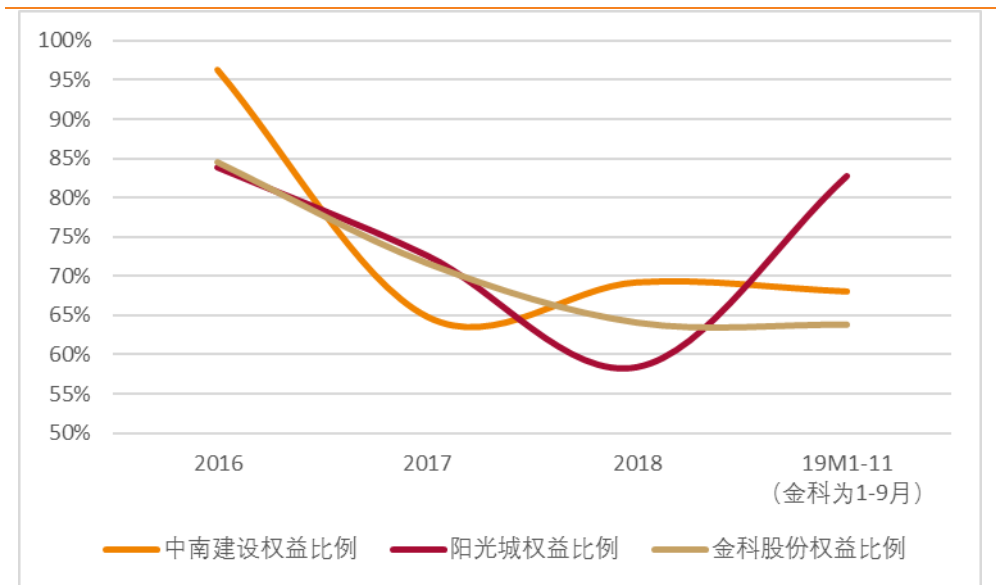
图 47：金科股份拿地权益计容建面增长迅速



资料来源：Wind，天风证券研究所

金科拿地权益比例逐年下滑，体现公司在全国迅速扩张的过程中大量采用合作拿地的方式，低权益比例的拿地方式有助公司的全国性扩张。

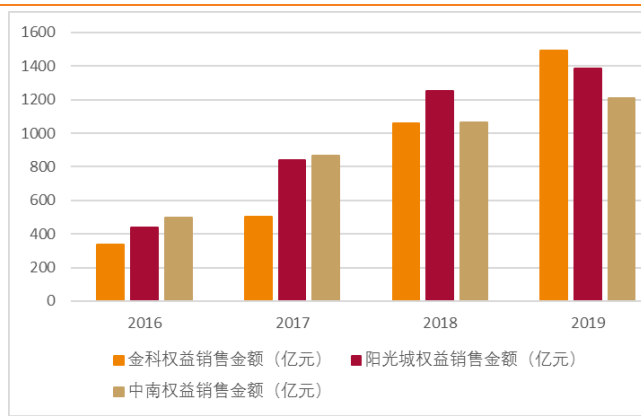
图 48：金科股份拿地权益比例逐年下滑



资料来源：Wind，天风证券研究所

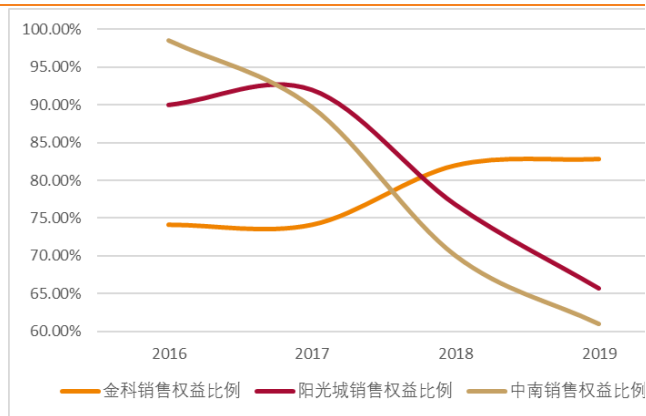
从销售来看，金科发展速度亦高于阳光城及中南建设。金科 2019 权益销售金额达 1494 亿元，三年平均复合增长率高达 64.22%，同时权益销售比例亦逐年上升，2019 年为 82.8%。

图 49：金科 2019 权益销售金额达 1494 亿元



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 50：金科权益销售比例逐年上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 物业板块：行业 TOP10、规模快速扩张

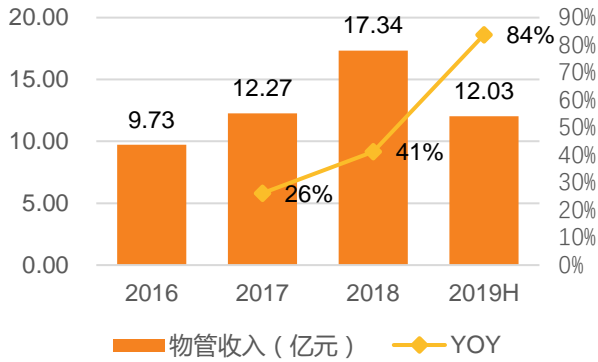
受益于公司地产业务的全国化布局，公司物管规模快速扩张，2019 年获全国物业百强排名第 10 名。截至 2019 年上半年，在管面积达到 2.39 亿平，新增在管面积 3500 万方。规模快速的扩张伴随公司物管收入、业绩的大幅放量，2019H1 营收规模达到 12.03 亿元，yoy84%，净利润达到 1.59 亿元，yoy260%。同时公司盈利能力持续提升，2019H1 毛利率、净利率分别为 23.6%、13.2%，利润水平可观。

图 51：公司物业为 2019 百强企业第 10 名

1	万科物业发展股份有限公司
2	绿城物业服务集团有限公司
3	广东碧桂园物业服务股份有限公司
4	长城物业集团股份有限公司
5	保利物业发展股份有限公司
6	彩生活服务集团有限公司
7	恒大物业（金碧物业有限公司）
8	金地物业管理集团公司
9	龙湖物业服务集团有限公司
10	金科物业服务集团有限公司

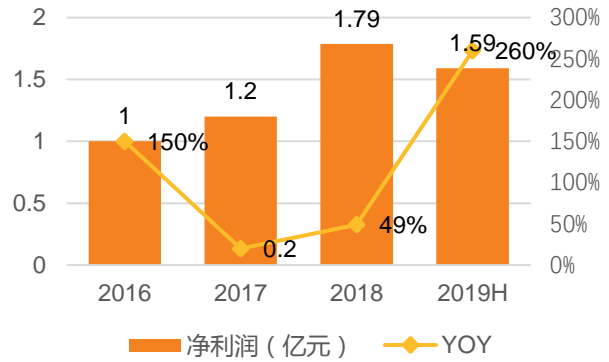
资料来源：中指院，天风证券研究所

图 52: 公司物管业务营收及 YOY



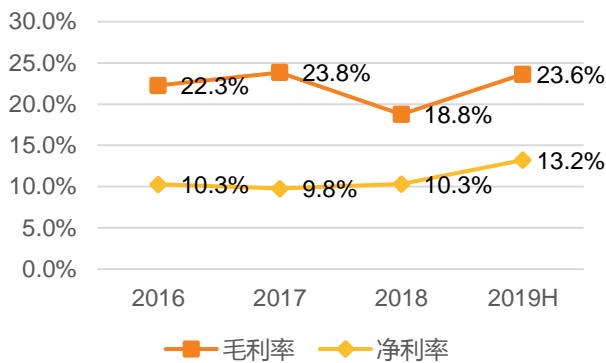
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 53: 公司物管业务业绩快速释放



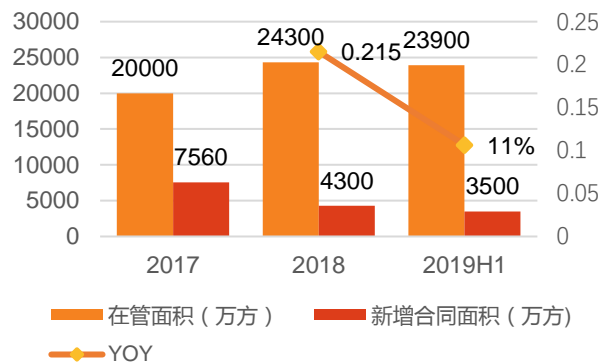
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 54: 公司物管业务毛利率、净利率较高且在提升



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

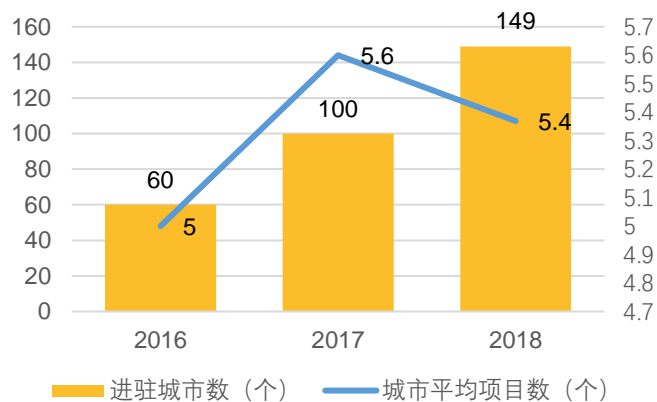
图 55: 公司在管面积及新增管理面积情况



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

公司项目主要来自自身项目竣工交盘, 在三方拓展方面也具备很强的能力。2016-2018 公司进入城市数量从 60+ 升至 149+, 在管项目数量从 60 上升至 149 个, 平均每个城市在管项目数在 5 个左右, 基本稳定, 表明公司在新进入城市开发拓展方面进展积极, 在当地具备较强的竞争力。

图 56: 公司平均城市项目数 (个)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

目前行业第 11、12 名分别为港股上市公司中海物业、蓝光嘉宝物业, 当前 (2020 年 1 月 10 日) 市值分别为 170 亿港元、87.63 亿港元。

我们预计公司物业板块 2019 年净利润为 3.9 亿, 归母权益占比 75%, 归母净利润为 2.92

亿，参考中海物业、蓝光嘉宝 2019 年一致性预期 PE，给予 26 倍估值，对应人民币市值为 76 亿。

表 9：公司市值预计

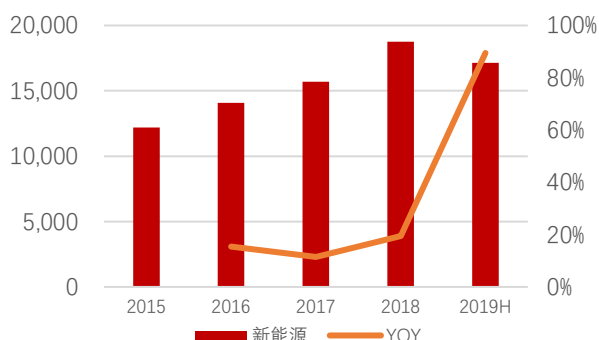
	在管面积 (亿平)	管理均价 (HKD/ 平/月)	营业收入 (亿 HKD)	毛利率	综合净利 率	归母净利 润(亿 HKD)	2019 归 母净利润	市值(亿 HKD)	2019PE
金科物业板块	1.2		12.0	23.62%	13.2%	1.11	2.8	56-70	20-25
中海物业	1.42	2.27	24.0	20%	10.4%	2.19	5.11	170	33.3
蓝光嘉宝	0.61-0.8	2	9.3	33.9%	20.0%	2.13	4.67	88	18.8

资料来源：各家公司公告，天风证券研究所（金科物业板块数据单位均为人民币）

6. 风电板块向好：行业景气度提升，叠加新产能释放

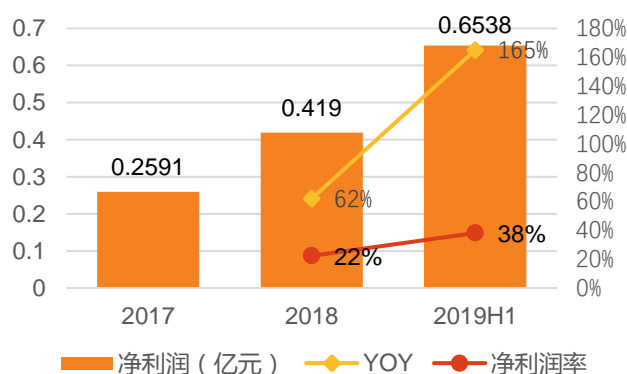
公司新能源业务持续向好，一方面随行业限电率持续下降，行业景气度上行，公司项目限电率下降至 12%，公司净利润率水平从 22% 上升至 38%，另一方面公司 20w 千万景峡项目于 2019 年上半年成功并网发电，总产能大幅提升，带动公司风电业务净利润大幅上涨，2019H1 达到 6538 万元，同比大幅增长 165%。

图 57：公司新能源业务营收（万元）



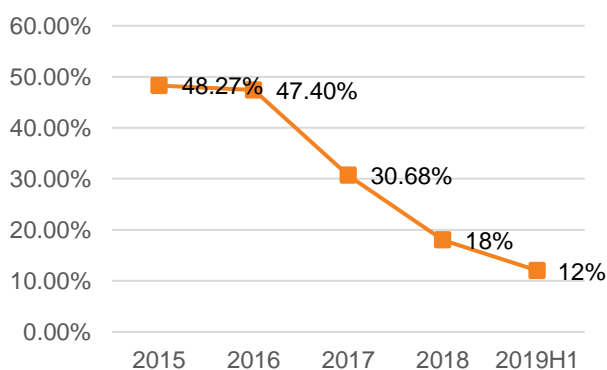
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 58：公司净利润、yoy 及净利润率



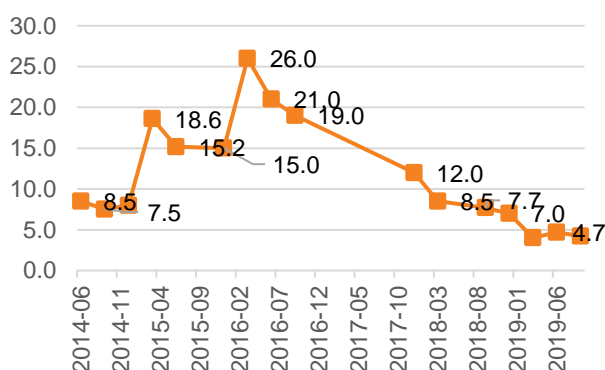
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 59：公司弃风限电率逐年下降



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 60：全国弃风限电率逐年下降



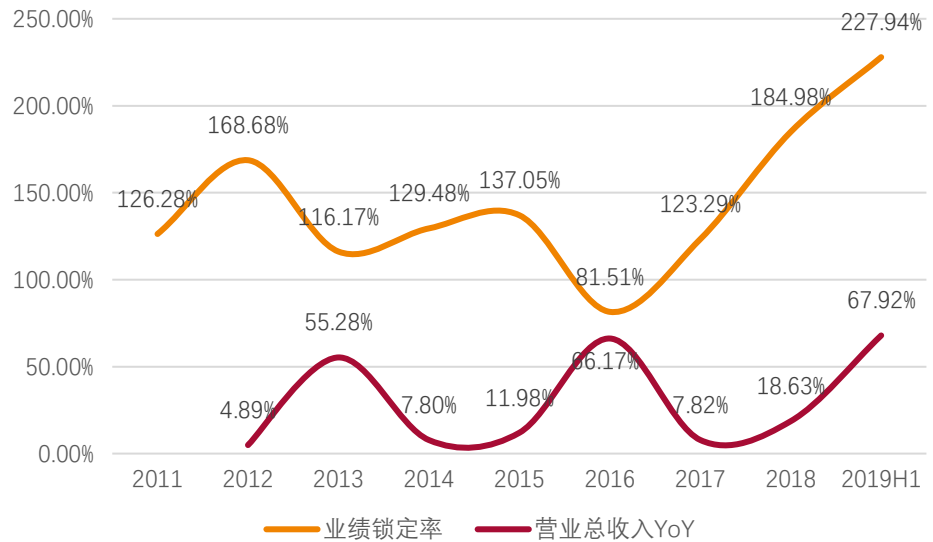
资料来源：Wind，天风证券研究所

7. 财务情况：杠杆水平下降，融资成本边际下降

7.1. 业绩实现能力较强，业绩锁定率达历史高位

我们发现公司业绩锁定率一般会领先于地产业务结转收入的波动，较高的业绩锁定率一般表现出公司具有较强的结转收入控制力，反映了公司扎实的业务水平与管理能力。2018年和2019H1公司业绩锁定率大幅上涨，分别为184.98%及227.94%，远高于同业水平，我们预计公司能够在短期内进行快速的业务提升。

图 61：业绩锁定度及营收增速

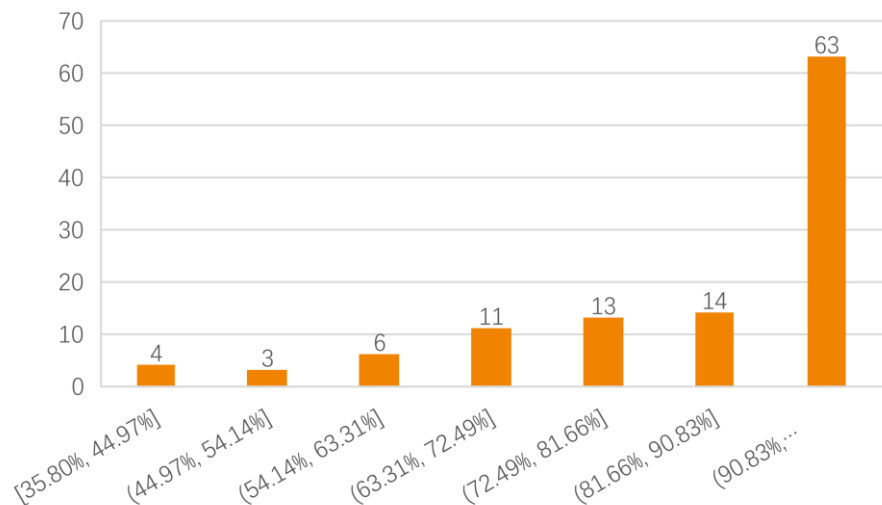


资料来源：Wind，天风证券研究所

2019H1公司预售楼盘中整体预售实现比例高达81.15%，其中在2019半年报披露的114个楼盘中有63个预售比例超过90.83%，体现了公司业务实现能力较强，营收有望持续稳定上升。

图 62：2019 半年报披露的 114 个楼盘中有 63 个预售比例超过 90.83%，107 个项目预售比例在 54%以上

预售比例分布图

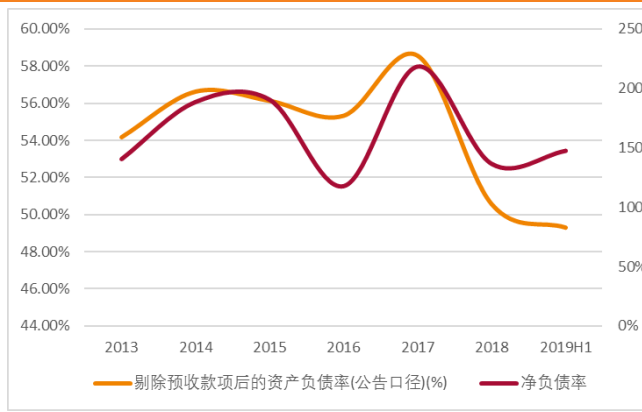


资料来源：公司 2019 半年报，天风证券研究所

7.2. 负债状况改善，偿债能力提升

从资产负债表（单季）来看，2018Q1 以来，公司资产负债率从 86.21% 降到 84% 以下。用带息债务与全部资本投入比衡量的杠杆率水平，2019Q2 比 Q1 有所回落，回到 2018Q1 以来的历史均位。同时，公司扣预资产负债率与净负债率均处于历年较低水平，有息负债增速维持稳定，现金/短债覆盖倍数长期稳定于 1.0 左右，表明公司实际负债情况改善，偿债能力提升。

图 63：扣预资产负债率与净负债率均处于历年较低水平



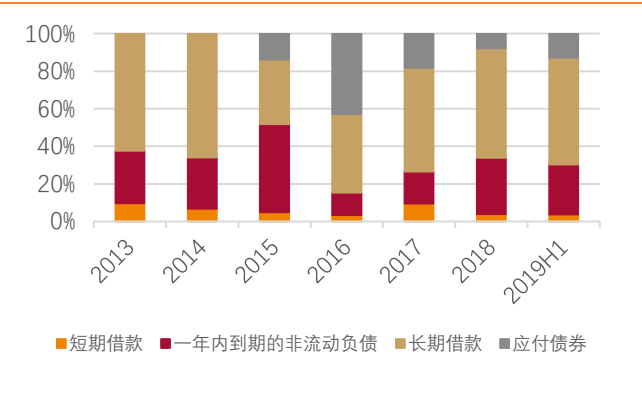
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 64：有息负债及增速



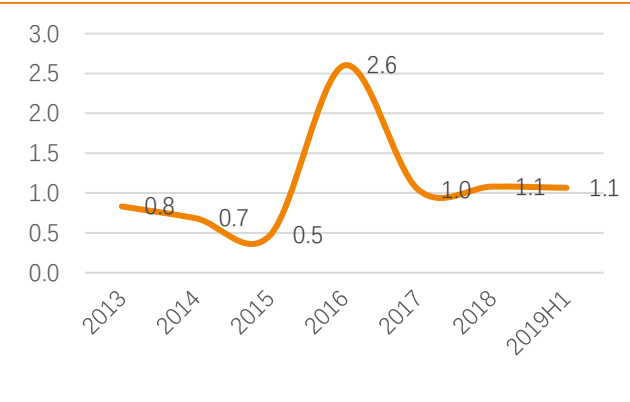
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 65：有息负债结构



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 66：现金/短债覆盖倍数稳定于 1.0 左右



资料来源：Wind，天风证券研究所

同业对比来看，金科多项偿债指标均处于行业较优水平，净负债率常年位于同业水平下方，资产负债率亦处于较低水平。公司实际负债情况良好，财务结构整体较为平衡。

图 67：金科净负债率同业对比长期较低

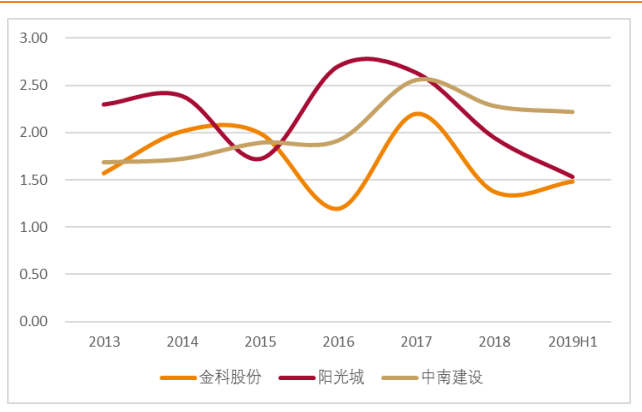
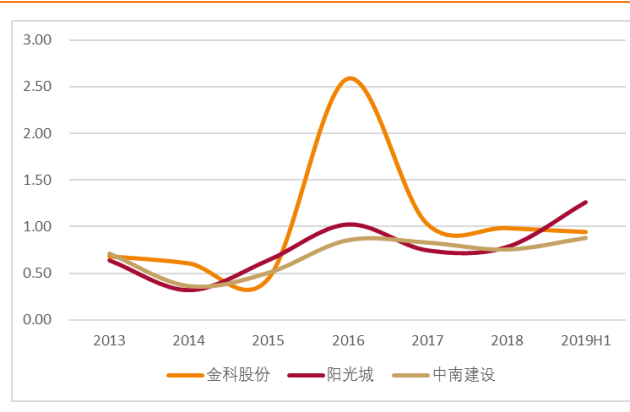


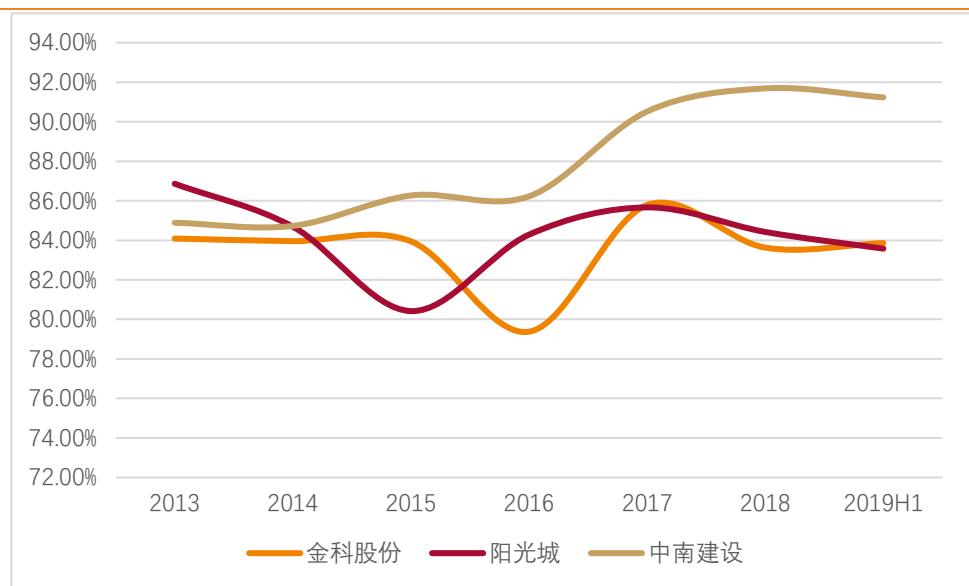
图 68：现金/短债覆盖倍数同业对比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 69: 金科资产负债率同业对比处于较低水平



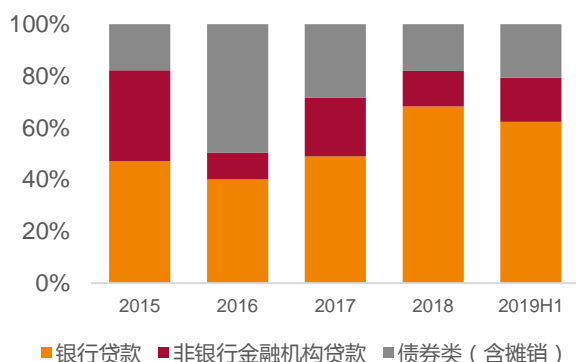
资料来源: 公司 2019 半年报, 天风证券研究所

7.3. 融资结构均衡, 融资成本有效控制

融资结构更加均衡, 债券融资有所增加。截至 2019H1, 公司融资结构中, 银行贷款/债券类(含摊销)/非银行金融机构贷款分别占 62.27%/20.66%/17.06%。相比上年的 68.24%/18.00%/13.76%, 银行贷款份额减少, 主要体现银行贷款成本提升所带来的挤出效应。

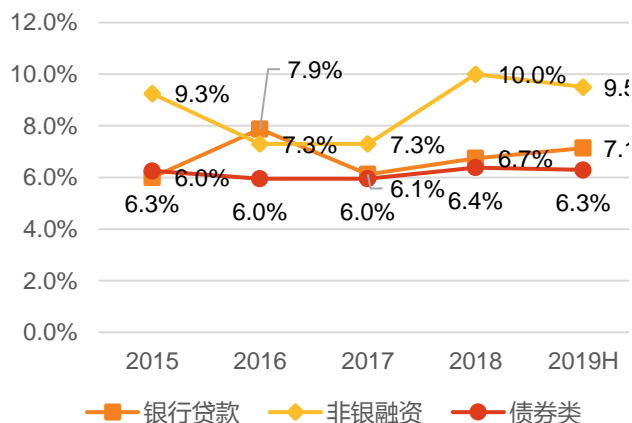
公司债券发行利率有降, 促进债券融资成本改善。公司综合融资成本逐年有所提升, 2019 年 H1 边际改善, 2019H1 银行贷款、债券、非银融资成本区间分别达到 4.28%-10%、7.5%-11.5%、4.7%-8.38%。下半年来, 公司在 2019 年 7 月 4 日公开发行的三年期公司债利率 6.50%, 相比 2018 年所发利率为 8.06%的非公开三年期公司债, 显著降低了融资成本。

图 70: 公司融资结构趋于均衡, 债券类占比有所增加



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 71: 公司总体融资成本预计得到控制



资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 10: 公司债发行情况

债券名称	债券简称	债券代码	发行日	到期日	余额(万元)	利率
2015 年公司债券 (第一期)	15 金科 01	12272	2015 年 8 月 28 日	2020 年 8 月 28 日	28,177.39	6.40%
2018 年公开公司债券 (第一期) (品种一)	18 金科 01	112650	2018 年 2 月 9 日	2022 年 2 月 9 日	197,000	7.20%
2018 年公开公司债券 (第一期) (品种二)	18 金科 02	112651	2018 年 2 月 9 日	2023 年 2 月 9 日	161,000	7.50%
2018 年非公开公司债券 (第一期)	18 金科 04	114319	2018 年 4 月 3 日	2021 年 4 月 3 日	60,000	7.90%
2018 年非公开发行人公司债券 (第二期)	18 金科 06	114344	2018 年 9 月 5 日	2021 年 9 月 5 日	150,000	8.06%
2019 年公开发行人公司债券 (第一期)	19 金科 01	12866	2019 年 3 月 7 日	2023 年 3 月 11 日	200,000	6.90%
2019 年公开发行人公司债券 (第二期)	19 金科 03	112924	2019 年 7 月 4 日	2022 年 7 月 8 日	158,000	6.50%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 11: 公司各类借款融资成本有所上升

	2015	2016	2017	2018	2019H
银行贷款	5%-7%	4.75%-11%	4.75%-7.5%	4.28%-9.2%	4.28%-10%
债券	7%-11.5%	6.1%-8.5%	6.1%-8.5%	7.5%-12.5%	7.5%-11.5%
非银融资	5.5%-7%	4.7%-7.2%	4.7%-7.2%	4.7%-8.06%	4.7%-8.38%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

8. 盈利预测与估值

我们将公司地产业务、物业板块拆分来看。随 2017、2018 年公司销售项目 (销售增速分别为 97.5%、88.6%) 逐渐步入结算高峰期, 预计公司地产开发业务结算项目将大幅增长, 预计 2019、2020 年结算增速分别为 40.9%、32%, 结算毛利率有望保持稳定。对应归母净利润分别有望达到 50.52 亿元、64.13 亿元。参考阳光城、中南建设 2019 年一致性预期 PE 均值 9, 我们给予公司地产业务 2019 年一致性预期 PE9 倍, 对应市值为 454.71 亿元。

公司物业板块快速扩张, 年均新增在管面积约为 5000-5500 万方, 在管理均价保持平稳的假设下, 预计 2019、2020 年营业收入分别为 21.62 亿元、25.58 亿元, 对应归母净利润分别为 2.92、3.32 亿元。参考可比公司中海物业、蓝光嘉宝服务 2019 年一致性预期 PE 均值为 26 倍, 我们给予公司地产业务 2019 年一致性预期 PE26 倍, 对应市值为 76.07 亿元。

合计总市值为 530.77 亿元, 当前市值 405 亿元明显低估。

若参考 2020 年盈利预测及可比公司的一致性预期 PE, 我们测算公司 2020 年目标市值约为 517.05-532.01 亿元, 当前市值存在明显低估。

表 12: 可比公司一致性预期 PE

	2019E	2020E	2021E
中南建设	9.69	5.62	4.41
阳光城	8.3	6.14	4.65
均值	9.0	5.9	4.5

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 13: 物业可比公司一致性预期 PE

	2019E	2020E	2021E
中海物业	33.33	26.67	21.75
蓝光嘉宝服务	18.74	14.33	11.36
均值	26.0	20.5	16.6

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 14: 公司目标市值测算

	根据 2019 年利润	根据 2020 年利润
地产板块	454.71	448.89
物业板块	76.07	68.15-83.11
总市值	530.77	517.05-532.01

资料来源: Wind, 天风证券研究所

9. 投资建议

公司从区域向全国布局战略成果显著, 定位二三线为主, 我们预计销售有望突破 2000 亿, 增速引领行业, 公司物管业务被低估, 我们预计公司归母净利润分别为 54.08 亿元、68.27 亿元、82.87 亿元, 其中地产板块 19 年归母净利润为 50.52 亿元, 参考可比公司 2019 年一致性预期 PE 9 倍, 对应市值为 454.71 亿元, 预计物业板块 2019 年归母净利润 2.92 亿元, 我们给予公司物管业务 2019 年一致性预期 PE26 倍, 对应市值为 76.07 亿, 合理市值应为 530.77 亿元。对应目标价 9.94 元, 首次覆盖给予“买入”评级。

10. 风险提示

政策变化不及预期

房地产作为国家支柱产业之一, 是国家政策调控的重点关注领域。国家层面 2018 年年底召开的中央经济工作会议明确要构建房地产市场健康发展长效机制, 坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位同时各地方政府时常出台“限购、限贷、限售、限价”相关调控政策。如果公司不能适应政府调控政策的变化, 则有可能对公司的经营和发展造成不利影响。

项目开发进度不及预期

尽管公司具备丰富的房地产开发经验和较强的项目开发能力, 但是近年国家陆续出台了更为严格的审批要求, 可能导致公司房地产开发及销售周期延长, 进而增加开发成本和开发风险, 并对公司经营业绩产生负面影响。

融资成本控制不及预期

在公司发展过程中, 需投入大量的资金用于土地获取、项目开发以保持和提升公司竞争力。公司开发资金来源除自有资金外, 还需要通过银行借款、发行有价证券等方式进行融资。若国家宏观经济形势、信贷政策和资本市场发生重大变化, 可能导致公司融资受限或融资成本上升, 从而对生产经营产生不利影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com