

千亿亦是起点，成长快马加鞭

——金科股份（000656）



核心观点

❖ 销售高增、拿地积极，破千亿再启程、规模提升可期

销售方面：公司 2019Q3 实现销售金额 1255 亿元，同比增长 45%，全年大概率超额完成 1500 亿元的销售目标。2015-2018 年，销售金额、销售面积复合增速分别达 75%、59%，位居行业前列。**拿地方面：**2015-2018 年公司新增土储建面复合增速达 82%。2019H1，新增土储计容建面 1530 万方，同比增加 51%；合同投资金额 423 亿元，同比增加 57%。跨周期式拿地节奏，与销量高增形成正反馈。**土储方面：**截至 2019H1，公司土储规模达 5600 万方，充裕的土地储备保证公司未来发展的持续性。

❖ 多元业务纵向延伸，强主业“众星捧月”

公司已形成多元化产业协同发展战略格局。**金科服务：**截至 2019 年中期末，累计合同管理面积达 2.39 亿平方米，增厚主业附加值。**金科产业：**聚焦智慧科技、文化旅游、大健康三大核心产业，完成“八城十二园”的投资布局。**金科新能源：**2019 上半年，景峡 20 万千瓦风场成功并网发电。新能源项目上网电量约 5.35 亿度，开始尝试轻资产运营战略。

❖ 债务优化、杠杆可控，盈利向好

受益于销售回款能力提升及多元化融资渠道的积极拓宽。截至 2019Q3 净负债率为 144.3%，较 2017 年大幅下行 73.8 个百分点。公司 2018 年全年实现销售回款 1051 亿元，同比增长 84%，回款率达 88%。充裕的资金为公司由外源融资式的规模扩张向内源资金支撑持续发展的转变提供保障。

❖ 强激励机制，提升执行力、增强凝聚力、塑造竞争力

公司于 2015 年设立股权激励计划，强激励调动全员积极性，业绩实现大幅提升，激励效果到位。同年实施项目跟投，将项目盈利与员工收益充分绑定，确保获取项目质量优越。2019 年设立员工持股计划，让员工充分享受公司成长带来的红利。“三位一体”的激励机制，塑造“以人为本、卓越共赢”的竞争力。

❖ 我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.98、1.26、1.53 元/股，相对当前股价 PE 为 6.7、5.3、4.3 倍，予以“增持”评级。

❖ **风险提示：**资金端超预期收紧，销售不达预期，杠杆水平提升等。

盈利预测与估值

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	41234	56004	73113	91391
+/-%	19%	36%	31%	25%
净利润(百万)	3886	5247	6705	8186
+/-%	94%	35%	28%	22%
EPS(元)	0.73	0.98	1.26	1.53
PE	9.1	6.7	5.3	4.3

资料来源：公司 2019 年三季度报告，盈利预测时间为 2020 年 2 月 4 日，川财证券研究所

证券研究报告

所属部门	行业公司部
报告类别	公司深度
所属行业	房地产
报告时间	2020/2/4
前收盘价	6.63 元
公司评级	增持评级

分析师

陈雳

证书编号：S1100517060001
010-66495901
chenli@cczq.com

联系人

王洪岩

证书编号：S1100119110001
wanghongyan@cczq.com

川财研究所

北京	西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034
上海	陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120
深圳	福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000
成都	中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、发迹山城，布局全国，致力成为“美好生活服务商”.....	5
1. 发展历程.....	5
2. 股权结构.....	6
3. 多元业务.....	6
二、越过千亿之巅，地产主业再攀新高.....	7
1. 销售：规模迅速提升的“后起之秀”.....	7
2. 土储：拿地无谓周期，稳根抵外拓展.....	11
三、多元化纵向延伸，强主业“众星捧月”.....	17
1. 金科服务：规模稳步扩张，实现有质量的增长.....	17
2. 金科产业：嫁接地产、产城融合.....	21
3. 金科新能源：产业升级转型初见成效，尝试轻资产运营战略.....	21
四、负债优化，杠杆可控，盈利水平向好.....	22
1. 净负债率下行，货币资金充裕.....	22
2. 提效降本，业绩提升.....	25
五、以人为本，强激励铸新生核心竞争力.....	27
1. 同舟共济，股权激励提升执行力.....	27
2. 卓越共赢，员工持股增强凝聚力.....	28
3. 利益共享，项目跟投确保项目质量.....	29
六、估值与盈利预测.....	30
1. 相对估值.....	30
2. 盈利预测.....	31
风险提示.....	31
盈利预测.....	32

图表目录

图 1:	金科发展历程大事记.....	5
图 2:	公司股权结构 (截至 2019Q3 末)	6
图 3:	金科“四位一体”业务布局	7
图 4:	营业收入构成 (按业务)	7
图 5:	销售金额及其同比	8
图 6:	销售面积及其同比	8
图 7:	主流房企 2015-2018 销售金额复合增速	8
图 8:	2017-2018 销售额贡献情况	9
图 9:	2017-2018 主要贡献城市市占率水平.....	9
图 10:	2018 销售金额构成.....	9
图 11:	2018 销售面积构成.....	9
图 12:	销售均价.....	10
图 13:	主要贡献城市销售均价.....	10
图 14:	新开工面积	11
图 15:	实际新开工完成率.....	11
图 16:	土地储备规模及其同比 (右轴)	12
图 17:	在建项目未竣工构成 (2018)	12
图 18:	新增土储总地价及其同比	12
图 19:	新增土储建筑面积及其同比.....	12
图 20:	2011-2019H1 公司拿地力度.....	13
图 21:	金科拿地力度居行业前列 (2018)	13
图 22:	金科房地产项目布局	14
图 23:	历年新增布局情况.....	15
图 24:	新增土储构成 (按城市能级)	16
图 25:	新增土储构成 (按城市群)	16
图 26:	拿地均价及其占销售均价比例	16
图 27:	主流房企地价售价比 (2018)	16
图 28:	新增土储权益建面及其同比.....	17
图 29:	新增土储权益比 (建面口径)	17
图 30:	金科服务发展历程.....	18
图 31:	金科服务业务布局.....	18
图 32:	物业管理营业收入及同比	19
图 33:	物业管理毛利率水平	19
图 34:	物业管理净利润及其同比	19
图 35:	物业管理净利率水平	19
图 36:	金科服务科技生活	20
图 37:	金科服务产品服务.....	21
图 38:	新能源板块营收及其同比	22
图 39:	新能源板块毛利率水平.....	22
图 40:	净负债率.....	22
图 41:	资产负债率及扣除预收账款后的负债率.....	22
图 42:	货币资金及其对短债覆盖倍数	23

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 43:	销售回款规模及其同比.....	23
图 44:	有息负债余额.....	24
图 45:	有息负债构成（按融资类型）.....	24
图 46:	营业收入及其同比.....	25
图 47:	归母净利润及其同比.....	25
图 48:	房地产销售营业收入及其同比.....	25
图 49:	房地产销售毛利率水平.....	25
图 50:	三费构成及占成本比重.....	26
图 51:	销售管理费用率（销售金额口径）.....	26
图 52:	预收账款及其同比.....	26
图 53:	预收账款覆盖营收倍数.....	26
表格 1.	公司布局战略的变化.....	14
表格 2.	金科物业稳居物管行业 TOP10.....	19
表格 3.	公司 2018 至今发债明细.....	24
表格 4.	限制性股权激励计划（调整后）.....	27
表格 5.	2019-2023 年员工持股计划梳理（2019 年 6 月）.....	28
表格 6.	员工持股计划一期草案（2019 年 12 月）.....	29
表格 7.	公司主要跟投项目明细.....	29
表格 8.	可比公司估值表.....	30

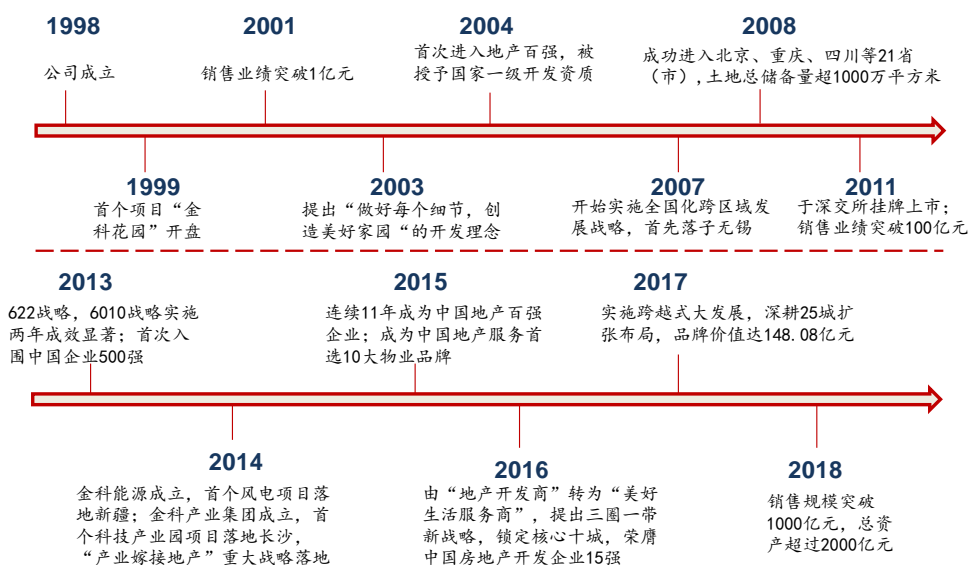
一、发迹山城，布局全国，致力成为“美好生活服务商”

1. 发展历程

金科地产集团股份有限公司（后简称金科股份或公司）成立于1998年。经过20余年创新发展，已形成民生地产开发、科技产业投资运营、生活服务、文化旅游康养等相关多元化产业四位一体协同发展的业务布局。

成立伊始，公司业务集中在中西部区域。2008年开启全国化布局，同年成功进入北京、重庆、四川、海南、江苏等省（市）的21个城市，土储总量超1000万方。2011年成功在深交所上市，股票代码000656.SZ。2014年，金科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。同年首个风电项目落地新疆，标志着公司发展进入新阶段。2016年公司由“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”。2017年，公司结合宏观经济形势和房地产行业发展趋势制定了《发展战略规划纲要（2017-2020）》，确立了深耕城市群、广泛开展外延式发展的城市核心战略，“一快二低三高”的经营发展模式，累计进驻全国22个省（市），“八大城市群”战略布局基本完成。2018年，销售金额达1188亿元，跨入“千亿俱乐部”，并进一步明确2019年将全面贯彻落实“四位一体”的协同发展战略布局。根据克而瑞数据，金科股份2019年全年实现销售金额1803亿元，超额完成初设定的销售目标。

图 1： 金科发展历程大事记



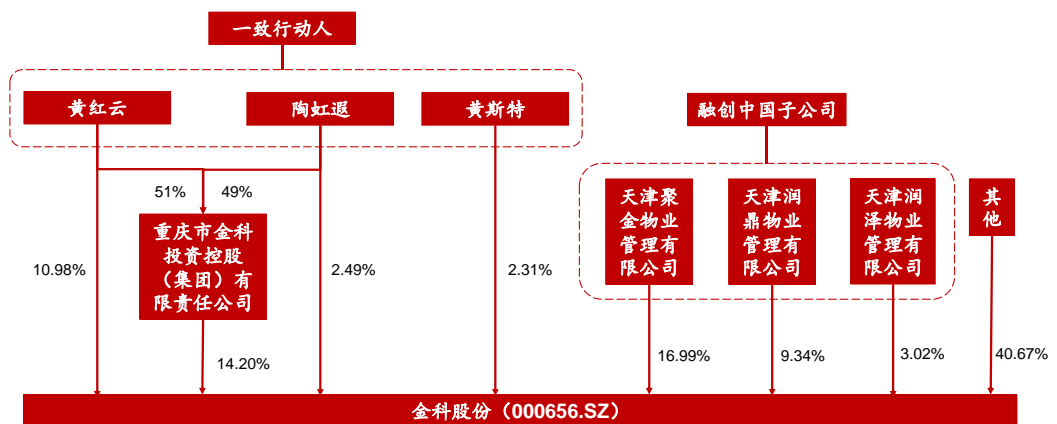
资料来源：公司官网，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2. 股权结构

截至 2019Q3 末，黄红云先生作为公司实际控制人，与其一致行动人（陶虹遐女士、黄斯诗女士）合计持有公司 29.98% 股份。融创中国通过其子公司天津聚金物业管理有限公司、天津润鼎物业管理有限公司和天津润泽物业管理有限公司，间接持有金科股份 29.35%，为公司第二大股东。

图 2： 公司股权结构（截至 2019Q3 末）

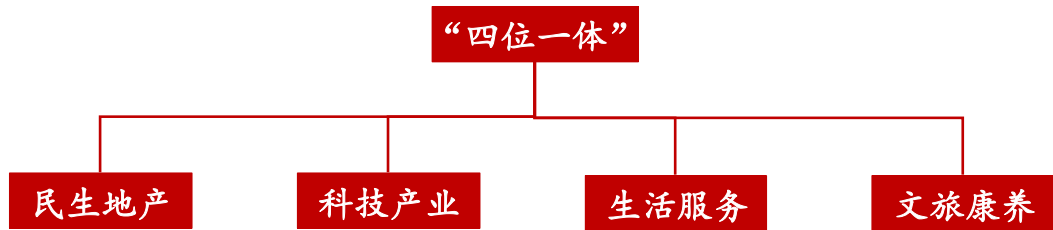


资料来源：公司公告，wind，川财证券研究所

3. 多元业务

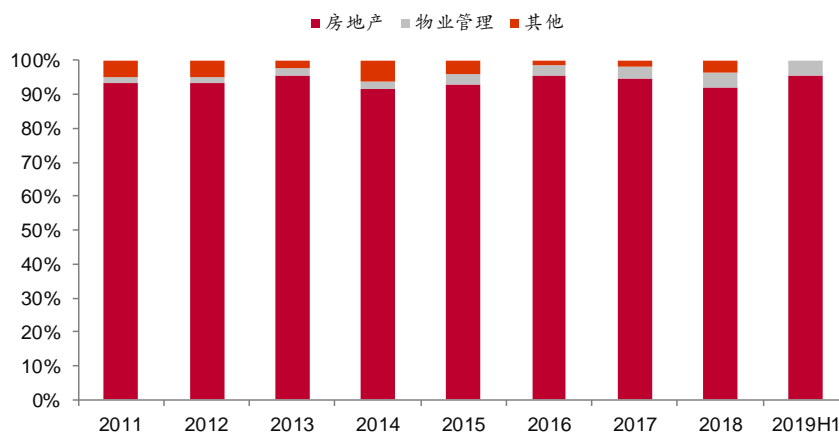
金科在夯实主业的基础上，加快完成由传统开发商向新型服务商的转型。“地产+服务”双轮驱动下，实现“四位一体”协同发展。在地产业务方面，充分发挥民生地产开发的引领作用，推进科技产业投资运营发展，稳步开展文化旅游康养业务；在社区综合服务方面，推动服务集团跨业态发展；在多元化板块方面，围绕地产主业，进一步构建和完善设计、建设、园林、贸易等相关产业链业务体系，实现协同优势，助推主业发展。

图 3：金科“四位一体”业务布局



资料来源：公司公告，公司官网，川财证券研究所

图 4：营业收入构成（按业务）



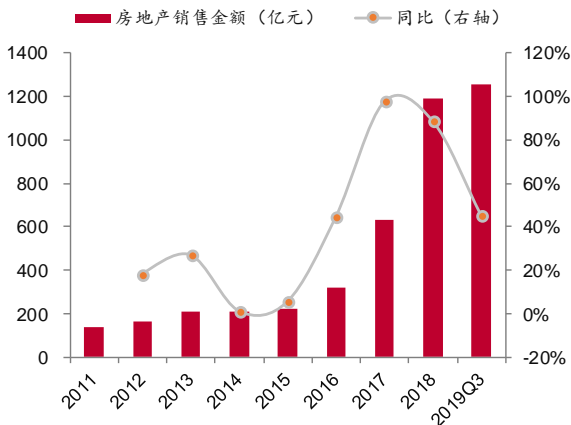
资料来源：公司公告，wind，川财证券研究所

二、越过千亿之巅，地产主业再攀新高

1. 销售：规模迅速提升的“后起之秀”

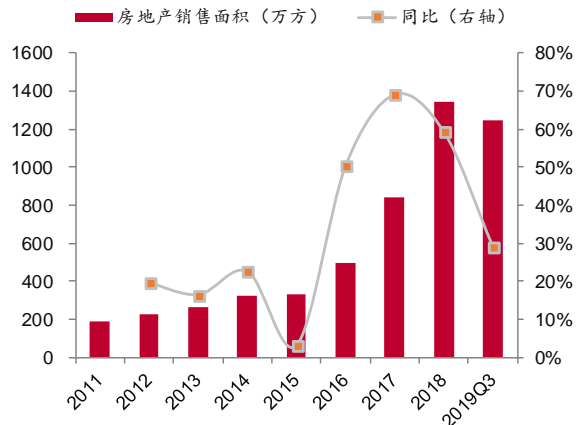
金科销售自 2016 年开启高增态势，当年销售金额、销售面积同比增长分别达 44%、50%。2018 年销售额首破千亿，达 1188 亿元，成功跨入“千亿房企俱乐部”。2019Q3，实现销售金额 1255 亿元，超 2018 年全年水平，完成 2019 年销售目标 1500 亿元的 84%。根据克而瑞数据，金科股份 2019 年全年实现销售金额 1803 亿元，超额完成年初设定的销售目标，位列排行榜（全口径金额）第 17 位。2015-2018 年，销售金额、销售面积复合增速分别达 75%、59%，成长速度位居主流房企前列。

图 5： 销售金额及其同比



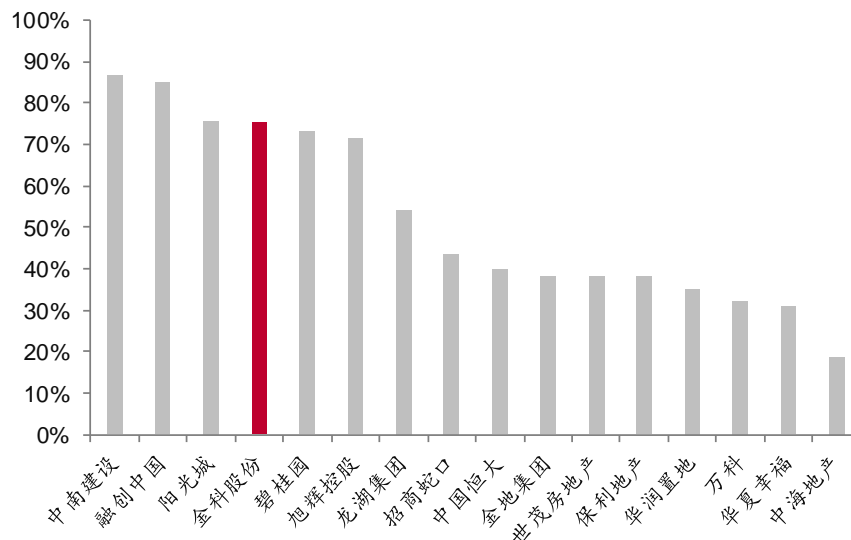
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 6： 销售面积及其同比



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 7： 主流房企 2015-2018 销售金额复合增速



资料来源：公司公告，wind，川财证券研究所

我们认为公司销售高增主要受益于“四大助推剂”：

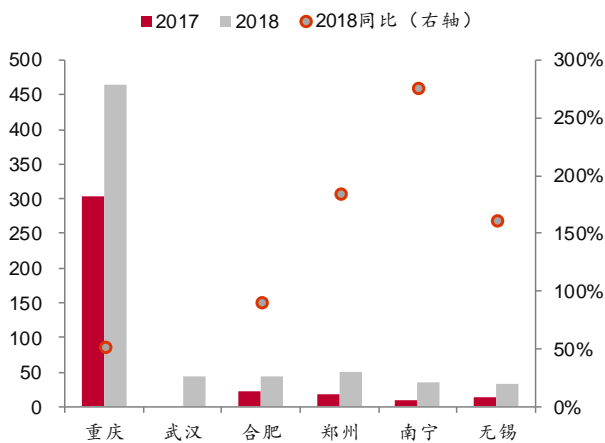
(1) 公司 2012 年首提“不囤地、不捂盘”原则，保持快进快出的高周转速度。要求重庆区域项目从拿地到开盘不超过 6 个月，外地项目不超过 8 个月。2017 年建立 以高周转为导向的运营管理机制，大幅缩短从拿地到定位、到方案、到开工时间。2018 年进一步构建 低成本、高周转的运营管理模式。

(2) 立足重庆、走向全国，深耕大本营、丰富销售区域。(a) 从 2018 销售明细中的具体城市贡献来看，重庆大本营贡献签约金额 464 亿元，同比增长 52%；武汉首次入榜，实现 44 亿元的销售金额；合肥、郑州、南宁、无锡分

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

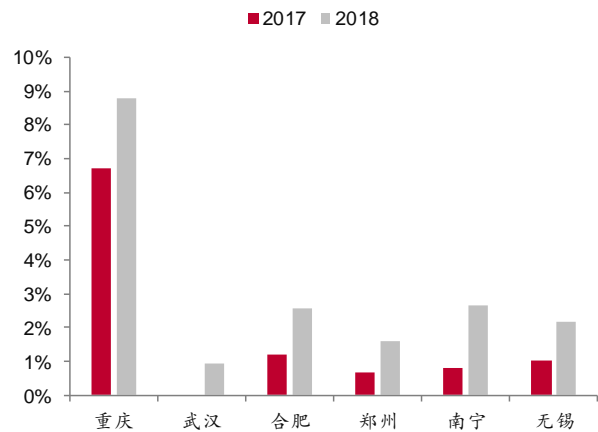
别贡献 43 亿元、50 亿元、36 亿元、34 亿元，同比分别增长 91%、184%、276%和 162%。(b) 从 2018 具体城市市占率来看，重庆较 2017 提升 2.08 个百分点至 8.79%；武汉首次产生贡献，市占率为 1%；合肥、南京市占率超 2.5%；无锡 2.17%、郑州 1.6%。(c) 从销售金额构成中各城市占比来看，重庆占比 39.1%，较 2017 年下降 9.2 个百分点；武汉占比 3.7%，合肥与去年持平，郑州、南宁、无锡占比均有所提升。近几年，公司 50%以上的销售贡献来自于 6 座城市左右。我们认为，销量大增源于大本营的巩固及重点布局城市的持续发力。

图 8: 2017-2018 销售额贡献情况



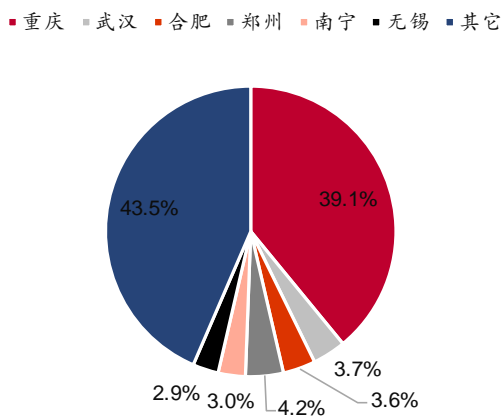
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 9: 2017-2018 主要贡献城市市占率水平



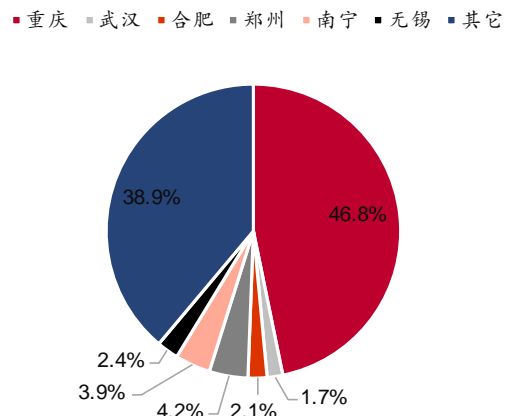
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 10: 2018 销售金额构成



资料来源：公司公告，川财证券研究所

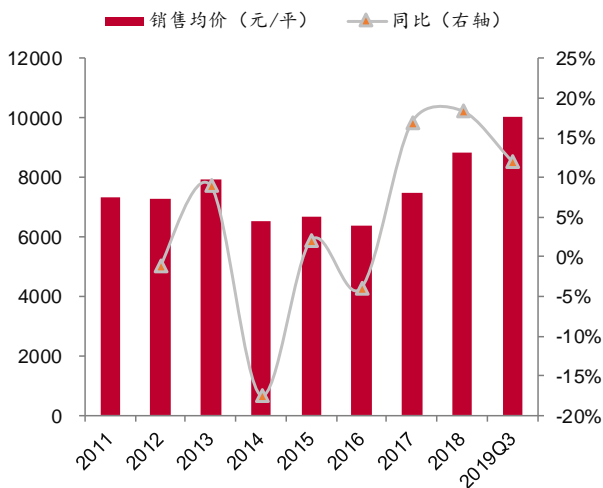
图 11: 2018 销售面积构成



资料来源：公司公告，川财证券研究所

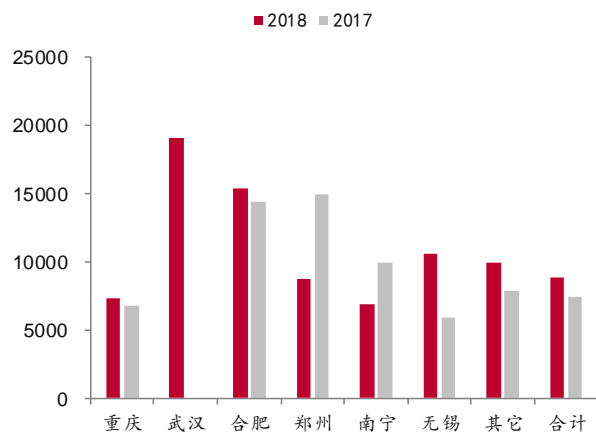
公司 2018 年销售均价较 2017 年提升 18.5% 至 8852 元/平，2019Q3 进一步提升至 10056 元/平。我们认为公司销售均价的大幅提升主要受益于销售贡献城市及贡献占比的调整：(a) 首次贡献的武汉销售均价为 19130 元/平，位列主要贡献城市销售均价首位；(b) 作为贡献比最大的重庆大本营，价格由 2017 年的 6756 元/平提升至 2018 年的 7389 元/平；(c) 无锡 2018 年销售均价同比增长约 80%。在根植大本营的基础上，随着对西南地区以外具备升值潜力的区域由进驻到深耕，公司销售均价有望继续提升。

图 12: 销售均价



资料来源：公司公告，川财证券研究所

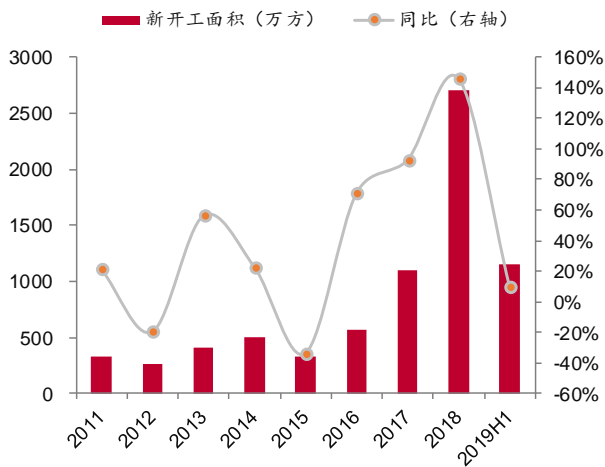
图 13: 主要贡献城市销售均价



资料来源：公司公告，川财证券研究所

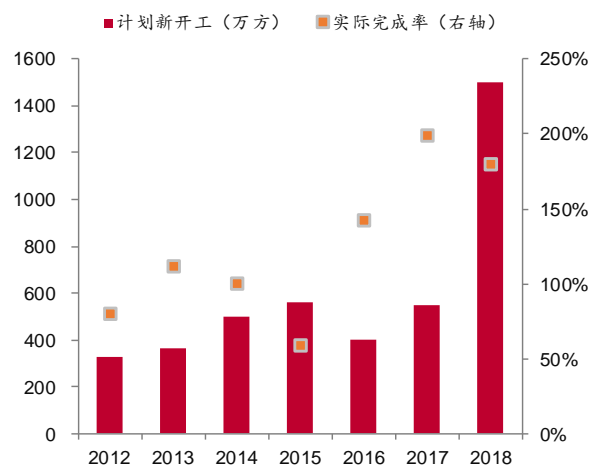
(3) 加大开工力度，增加货值供给。从房地产开发链条来看，一般从拿地到开工再到销售存在一定的时滞效应。因此，新开工的大幅走强是销售规模提升不可或缺的一环。2018 年，公司新开工面积达 2700 万方，同比增长 146%。2015-2018 年新开工复合增速达 101%，相较当年计划开工面积完成率分别达 142%、199%和 180%。

图 14: 新开工面积



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 15: 实际新开工完成率



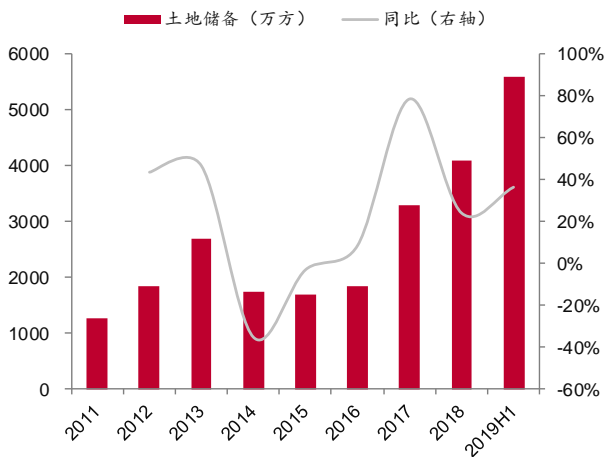
资料来源：公司公告，川财证券研究所

(4) 产品适销对路，品牌价值提升。公司在 2015 年对产品战略进行升级，由过往的“7030”调整为以首置首改为主的“541”，即 50%刚需首置、40%品质改善、10%高端再改。同时，公司拥有“原创中国洋房”、“空中院馆”、“X+1 夹层住宅”和“别墅级洋房”等使用新型专利及外观设计专利。第三代产品基于用户需求，从成长、健康、便利、居家、邻里五个方面升级“三系一核”产品战略，即“东方人居”为核，构建“琼华”、“博翠”和“集美”三大系列产品品牌。2018 年品牌价值 197 亿元，先后荣膺多项荣誉，业主满意度超 90%。品牌效应作为“软实力”将有效增强客户粘性，推进公司持续健康发展。

2. 土储：拿地无谓周期，稳根抵外拓展

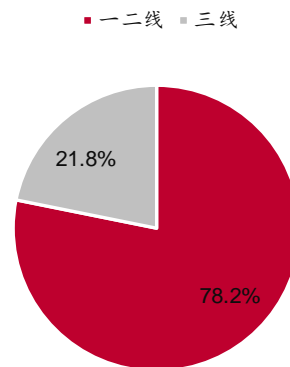
随着 2017 年拿地力度大幅提升，当年土地储备规模达 3300 万方，同比增加 78.8%。截至 2018 年末，公司可售面积超 4100 万方，覆盖当年销售面积约 3 倍。主要在建项目未完工面积中一二线占比近八成。进入 2019 年，公司拿地维持积极态势。截至 2019 年中期末，公司土储规模达 5600 万方，充裕的土地储备是销售高增的基础，保证公司未来发展的持续性。

图 16: 土地储备规模及其同比 (右轴)



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

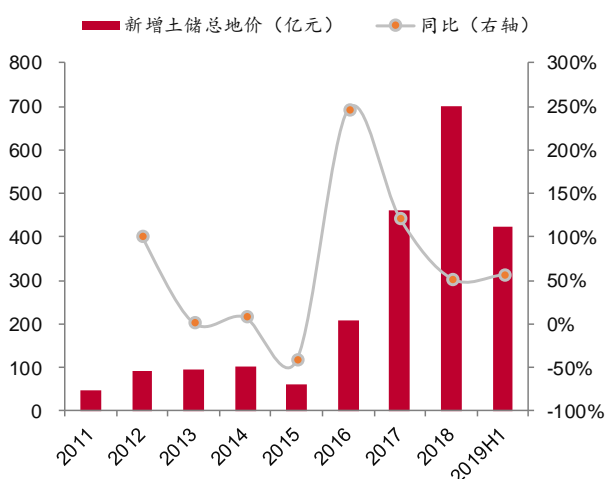
图 17: 在建项目未竣工构成 (2018)



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

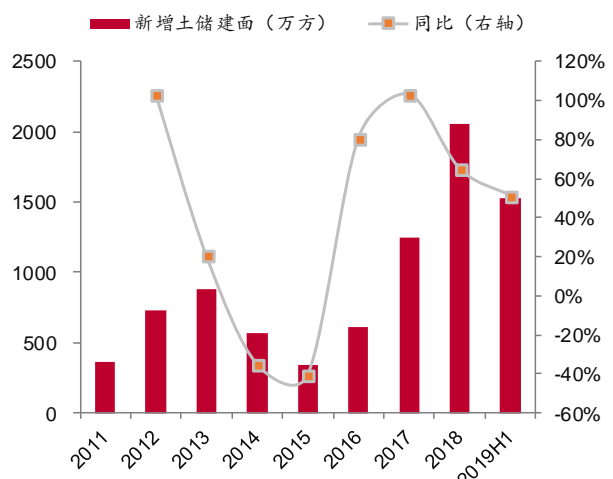
2016 年, 公司借助行业上升期, 加大土地投资力度。2017 新增土储建面同比增加 103%。近两年行业销量增速承压下行, 公司逆势拿地无谓周期。2018、2019H1 新增土储建面占比同期销售面积分别为 153%、182%。2015-2018 新增土储建面复合增速达 82%。2019 上半年, 公司新增土地投资项目 94 个, 计容建筑面积 1530 万方, 同比增加 51%; 合同投资金额 423 亿元, 同比增加 57%。跨周期式拿地节奏, 与销售形成正反馈, 为销量继续高增巩固基石。

图 18: 新增土储总地价及其同比



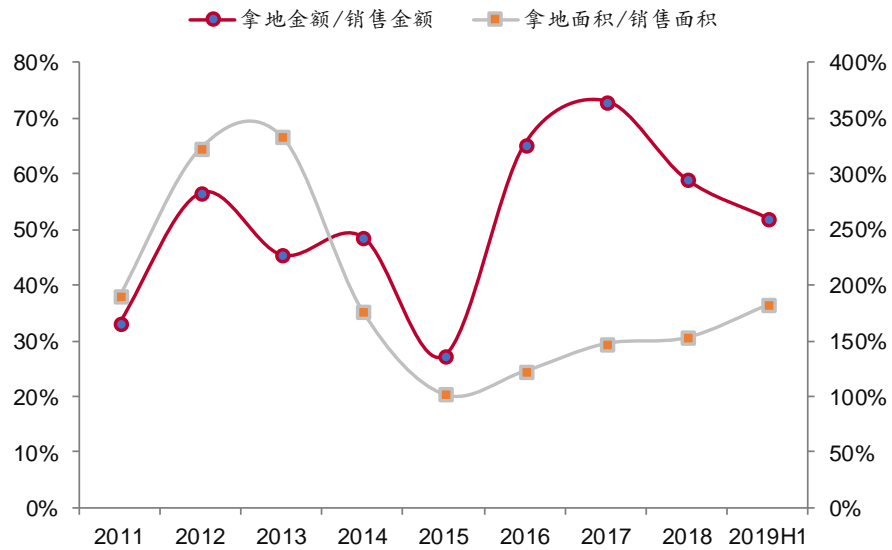
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 19: 新增土储建筑面积及其同比



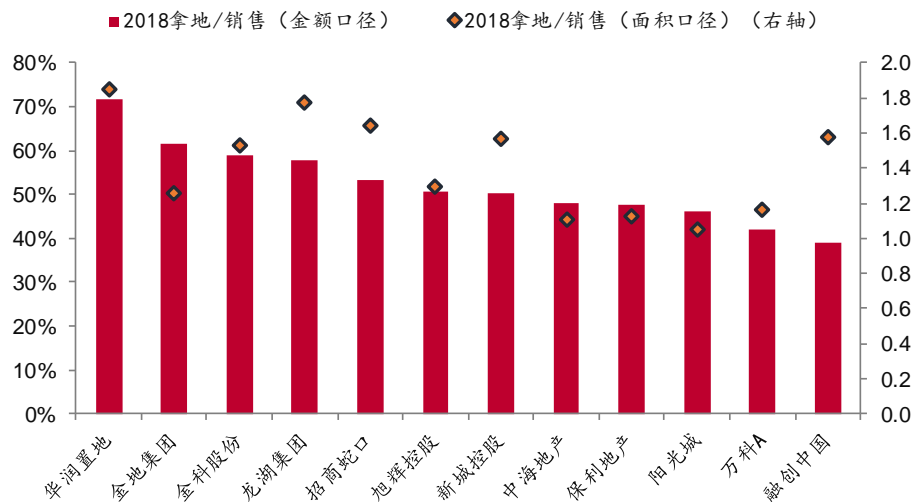
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 20: 2011-2019H1 公司拿地力度



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 21: 金科拿地力度居行业前列 (2018)



资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

公司土地投资战略由早期的“622 布局”、中西部“1060”城市群战略, 到“三圈一带”的城市群区域战略布局, 加入“核心十城”, 再到如今的“三圈一带、八大城市群、核心 25 城”战略布局, 在巩固成渝区域市场优势的同时, 逐渐向外拓展, 实现全国化均衡布局。截至 2019 年中期末, 公司已进驻全国 23 个省、直辖市、自治区, 项目主要分布于重庆、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。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 22: 金科房地产项目布局



资料来源: 公司官网, 川财证券研究所

表格 1. 公司布局战略的变化

时间	布局战略	主要内容
2011	“622”战略布局	重庆为中心的中西部发展规模占比约 60%、长三角和环渤海分别各占比约 20%，坚持深耕重庆，突出中西部和三四线城市两条投资主线。
2013	坚持“622”，推进西中部“1060”城市群战略布局	用 10 年时间进入西中部地区的 60 个城市，项目获取以二三线城市为主、一四线城市为辅，侧重现金流好的项目，强化合资合作，快速落地并实施养老产业、文化旅游产业
2015	“三圈一带”的城市群区域战略布局	以国家城市群发展战略为导向调整布局，确立了“三圈一带”（长三角经济圈、京津冀经济圈、成渝经济圈和长江经济带）的城市群区域战略布局
2016	三圈一带的“核心十城”布局基本完成	逐步实现公司“二线热点城市为主，一线和中心三线城市为辅，逐步退出四线城市”的发展思路
2017	“八大城市群”战略布局	大力发展以重庆为核心的成渝城市群、以郑州为核心的中原城市群和以武汉为核心的长江中游城市群；重点发展以上海为核心的长三角城市群、以广深为核心的珠三角城市群和以北京为核心的京津冀城市群；积极发展山东半岛城市群、北部湾城市群等。主要以城市群内的中心城市为主，区域副中心城市和节点型城市为辅的实施策略，在战略规划指引下，公司已基本完成 8 大城市群的战略布局。
2018	“三圈一带、八大城市群、核心	在持续巩固成渝地区市场优势地位的同时，逐渐加大其他区域

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

25 城” 投资，实现全国均衡布局。

资料来源：公司公告，川财证券研究所

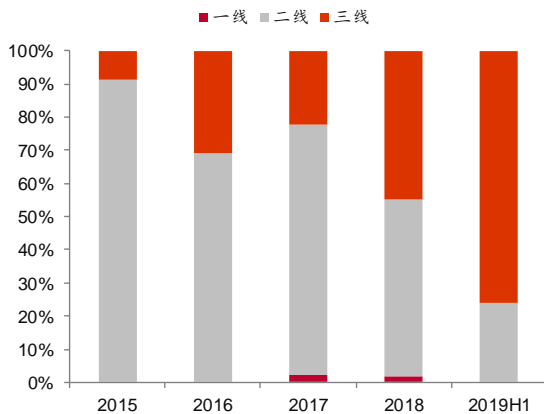
图 23： 历年新增布局情况



资料来源：公司公告，川财证券研究所

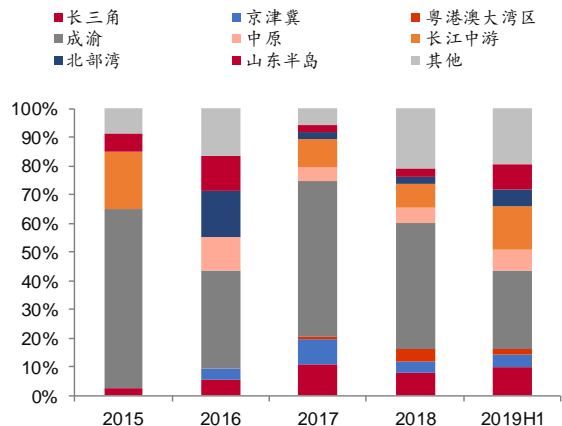
从新增土储的构成来看：(a) 2017 年及以前新增土储集中在二线，2018 年三线占比明显提升，2019H1 三线占比达历史高点 76.1%。我们认为主要与公司在这一阶段加快全国化布局有关，核心都市圈内一线及热点二线的竞争较为激烈，对于金科而言在重点都市圈的三线进行落子更符合公司发展及深耕布局的策略；(b) 从布局区域来看，2017 年后，成渝都市圈占比开始下降。2019H1 新增土储中成渝占比 27.2%，长江中游占比 14.7%，长三角、山东半岛、北部湾、中原区域占比超 5%，八大城市群均衡布局有助于避免土储集中而带来的区域性风险。值得注意的是，2018 年成渝新增土储建面达 902 万方，较 2017 年同比增加 33.7%。成渝占比的下降并非公司“忘记初心”，而是在巩固大本营的前提下实现的布局拓展。

图 24: 新增土储构成 (按城市能级)



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

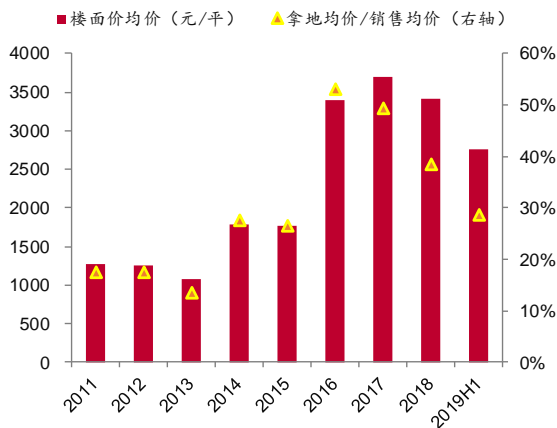
图 25: 新增土储构成 (按城市群)



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

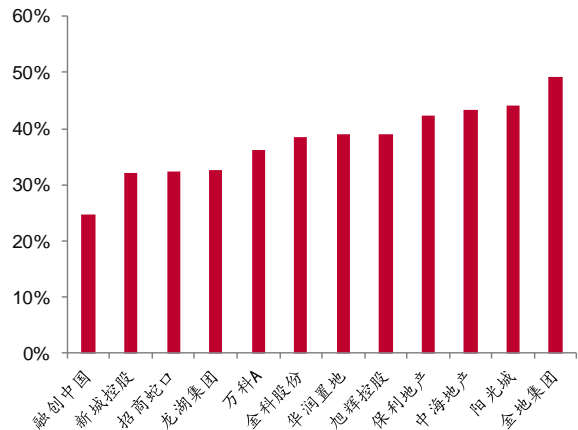
公司 2017 年新增土储二线占比达 75.7% 致当年拿地楼面价升至 3695 元/平。近两年随着全国化布局的拓展, 三线占比的提升带动成本下行。2018 年拿地平均楼面价降至 3408 元/平, 2019H1 进一步下行至 2765 元/平, 分别占当期销售均价的 38.5%、28.5%, 潜在利润水平可控。

图 26: 拿地均价及其占销售均价比例



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 27: 主流房企地价售价比 (2018)



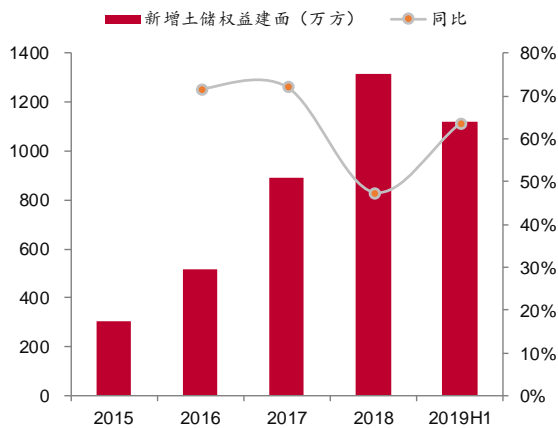
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

公司自 2012 年就已经在招拍挂的基础上, 增加了收购方式进行土地项目的获取。2017 年, 公司将内生性增长与外延式发展并重, 土地拓展方式由招拍挂向收并购、城中村改造、城市更新、合作开发等多点发力方式转变, 非招拍挂项目比例大幅提升, 并与碧桂园、旭辉控股集团、红星美凯龙等企业形成战略合作伙伴关系, 保持与保利、中海、龙湖、新城控股、金辉等大型企业的互动合作。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

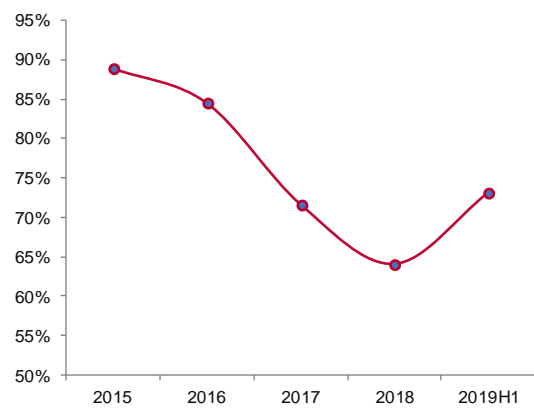
多元化拿地确保土储规模提升、成本可控、资源共享、风险共担的同时，也带来权益比的波动。新增土储权益比（建面口径）由 2015 年的 88.9% 一路回落至 2018 年的 64.0%，但 2019 上半年新增土储权益建面达 1117.9 万方，权益比回升至 73.1%。

图 28: 新增土储权益建面及其同比



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 29: 新增土储权益比（建面口径）



资料来源：公司公告，川财证券研究所

三、多元化纵向延伸，强主业“众星捧月”

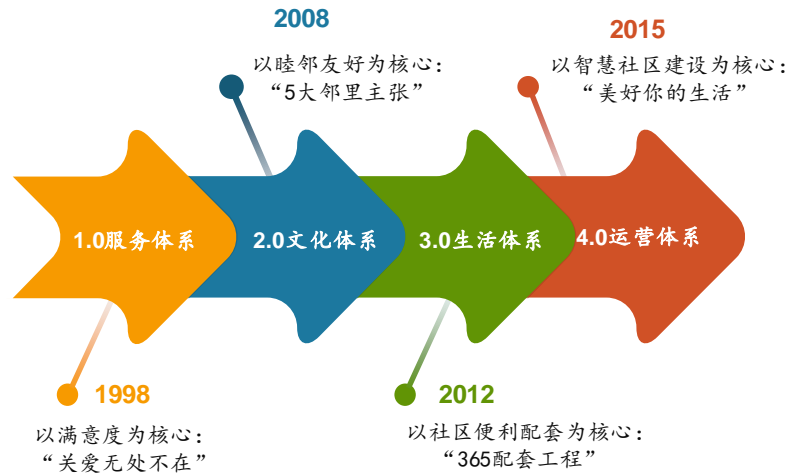
公司于 2014 年大力实施模式创新，从开发商纵向延伸至服务商、运营商，开始实施“社区综合服务战略”，将住宅和社区商业开发，结合物业管理，延伸为“社区综合服务”；实施“产业综合运营战略”，将产业地产开发结合产业地产运营，延伸为“产业综合运营”，实现产城融合的开发运营模式。2015 年，公司积极进行产业升级实现多业态扩张。在清洁能源、科技园区等领域提前布局，实现“地产+社区综合服务”的业务模式。经过多年的发展，公司在寻找新的业绩增长点的同时，已形成以民生地产开发、科技产业投资运营、社区综合服务、文化旅游康养等相关多元化产业“四位一体”协同发展战略格局。

1. 金科服务：规模稳步扩张，实现有质量的增长

金科服务成立于 1998 年，经过 20 余年的发展，业务体系已由“以满意度为核心的 1.0 服务体系”升级为“以智慧社区建设为核心的 4.0 运营体系”。公司凭借优质的服务、高效的管控和领先的品牌优势，被多次授予“中国物业服务百强企业”、“中国物业服务百强企业成长型 TOP10”、“中国社区服务商 TOP10”等荣誉。业主满意度连续多年超 90%，管理五年以上项目满意度达 95%。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 30: 金科服务发展历程



资料来源：公司官网，川财证券研究所

金科服务围绕以客户满意为核心，保持有质量的增长。2018 年新增项目 227 个，新进驻城市 23 个，合计布局 149 个城市。截至 2019 年中期末，累计合同管理面积达 2.39 亿平方米，服务业态涵盖居民住宅、政府公共建设、商业写字楼、城市综合体等。2019 年上半年新增合同管理面积 3500 万方，远超同期金科股份销售面积，证明公司在内生性继承集团“输血”的同时，外生性第三方拓展表现同样出色，在“内外兼修”的促进下，未来管理规模提升可期。

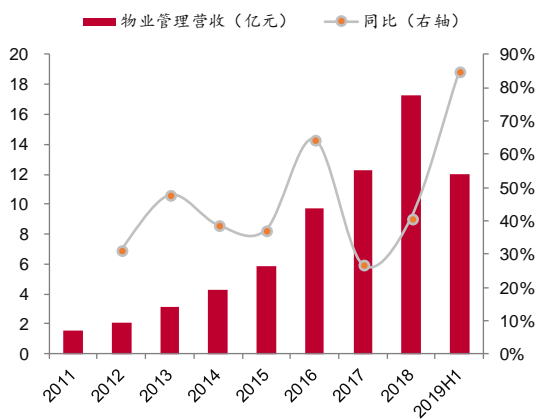
图 31: 金科服务业务布局



资料来源：公司官网，川财证券研究所

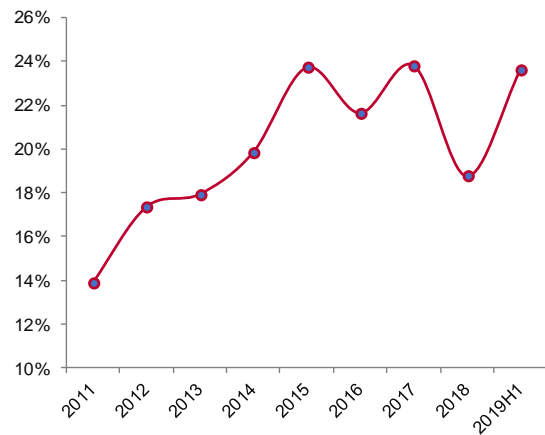
2019年上半年，金科服务实现营业收入12.02亿元，同比增长约84%，占营业收入的4.6%；实现净利润1.59亿元，同比增长约260%。2019年上半年物业管理服务毛利率达23.6%，较2018年提升4.8个百分点。我们认为公司物业管理板块带来增益主要体现在：(a) 优质的物业服务有助于提升公司产品整体价值；(b) 物业市场处于扩张期，金科服务凭借内生增长及外延扩张，规模提升的同时有望乘风增加业绩贡献；(c) 存在增厚集团市值的潜在红利。

图 32: 物业管理营业收入及同比



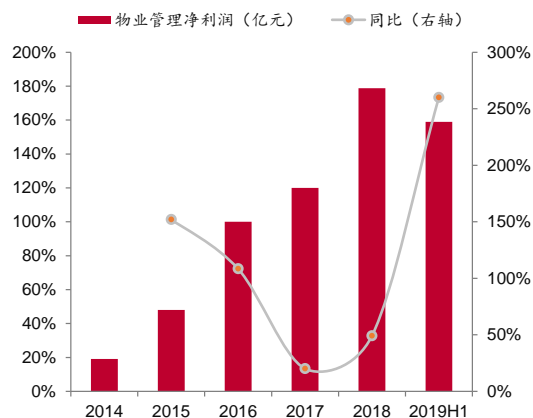
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 33: 物业管理毛利率水平



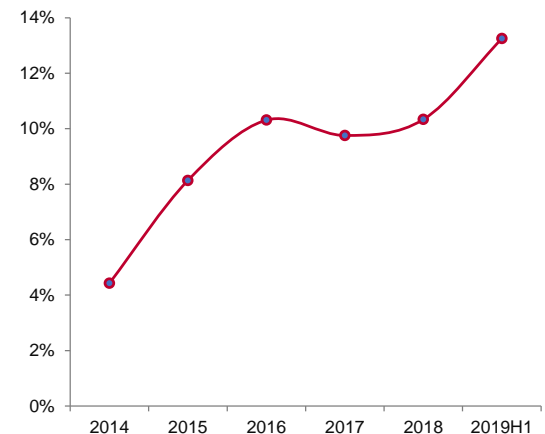
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 34: 物业管理净利润及其同比



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 35: 物业管理净利率水平



资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 2. 金科物业稳居物管行业 TOP10

排名	公司名称	是否上市	市值 (亿元)	估值 PE	开发商
1	万科物业	否	-	-	万科
2	绿城物业	是	218.7	44.1	绿城中国

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

3	碧桂园服务	是	685.2	53.2	碧桂园
4	保利物业	是	247.7	55.3	保利地产
5	长城物业	否	-	-	-
6	恒大金碧物业	否	-	-	中国恒大
7	雅生活服务	是	367.9	35.9	雅居乐
8	金地物业	否	-	-	金地集团
9	龙湖物业	否	-	-	龙湖集团
10	金科物业	否	-	-	金科股份
11	华润物业	否	-	-	华润置地
11	中海物业	是	152.1	39.6	中国海外发展
11	蓝光嘉宝	是	78.3	20.2	蓝光发展

资料来源：2019 中国物业服务百强企业研究报告，川财证券研究所

注：华润物业、中海物业、蓝光嘉宝为并列第 11 名；市值及估值均来自于 wind2020 年 1 月 12 日数据

金科服务以“智能家居服务、家庭环境服务、汽车后服务、不动产管理服务、生活配送服务、旅游出行服务”作为六大业务板块，丰富社区配套服务，并致力于通过“大数据分析、云计算、智能化、机电设备工程、应用软件、解决方案”等业务全力打造“人+云+端”的智慧生活社区。

图 36：金科服务科技生活



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 37: 金科服务产品服务



资料来源：公司官网，川财证券研究所

2. 金科产业：嫁接地产、产城融合

金科产业集团成立于 2014 年，以科技产业园地产、文化旅游地产、健康产业地产为投资方向，与华谊兄弟、亿达集团签订战略合作协议，首个科技产业园地产项目在长沙成功落地。

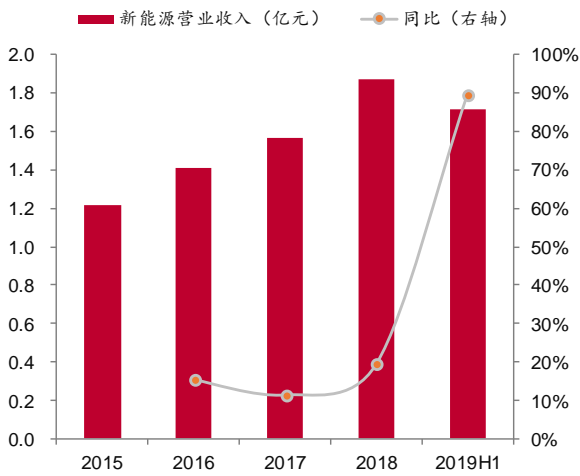
经过多年探索实践和创新发展的，聚焦智慧科技、文化旅游、大健康三大核心产业，布局重点区域，携手国内外知名行业合作伙伴，形成了“产业发展、投资、运营”三位一体的业务模式。目前，金科产业已进入重庆、山西、成都、长沙、济南等 8 个省市，完成了“八城十二园”的投资布局。

3. 金科新能源：产业升级转型初见成效，尝试轻资产运营战略

金科新能源有限公司成立于 2014 年，是金科集团专业从事风电、光伏、光热、生物质等清洁可再生能源领域的投资、开发、运营、技术服务和金融服务的全资子公司。成立当年，公司通过并购方式成功获得首个新能源项目——新疆哈密风力发电项目，该风力发电项目年发电小时能达 2900 多小时，远超同行业平均水平。

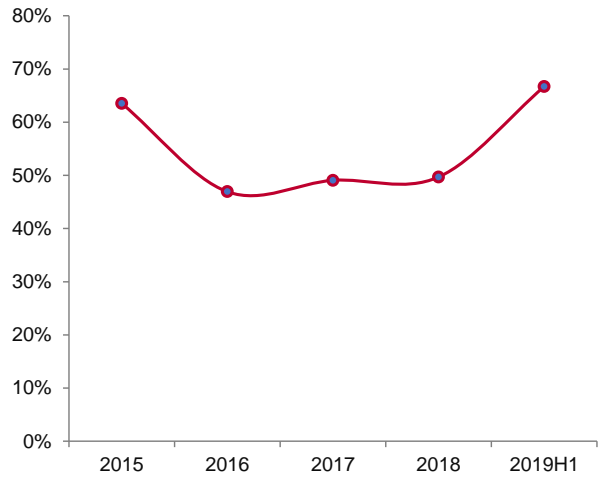
2019 年上半年，公司新能源业务经营质效大幅提升。景峡 20 万千瓦风场成功并网发电。新能源项目上网电量约 5.35 亿度，同比增长约 143%，限电损失比率约 14%，同比下降 4 个百分点；实现营业收入约 1.70 亿元，同比增长约 90%，净利润约 6,538 万元，同比增长约 165%。新能源公司尝试轻资产运营战略，推进总承包业务拓展。

图 38: 新能源板块营收及其同比



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 39: 新能源板块毛利率水平



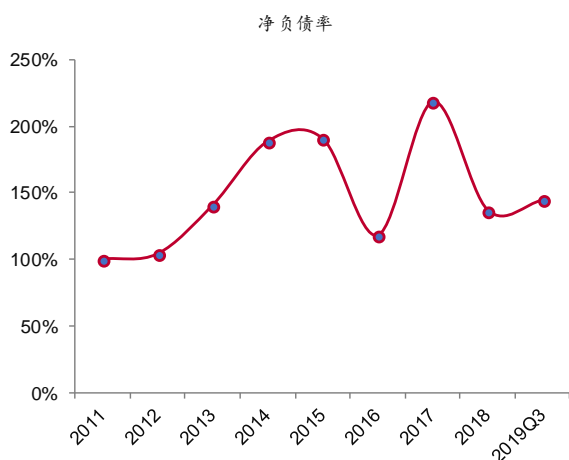
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

四、负债优化，杠杆可控，盈利水平向好

1. 净负债率下行，货币资金充裕

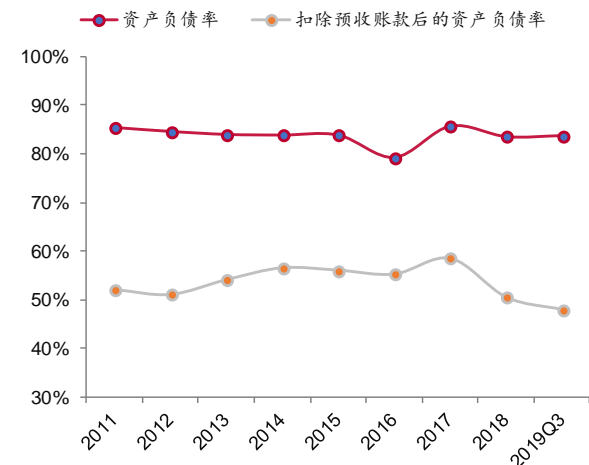
随着公司拿地力度的提升,2017年净负债率达218.1%。2018年大幅下行81.6个百分点至136.5%,2019Q3末小幅回升至144.3%。近几年,总资产负债率维持在80%-85%左右,扣除预收账款后的资产负债率由2017年的58.6%降至2018年的50.6%,2019Q3进一步降至48%。

图 40: 净负债率



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

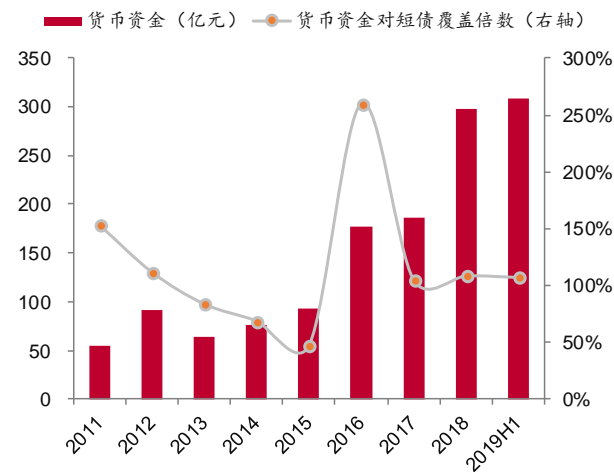
图 41: 资产负债率及扣除预收账款后的负债率



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

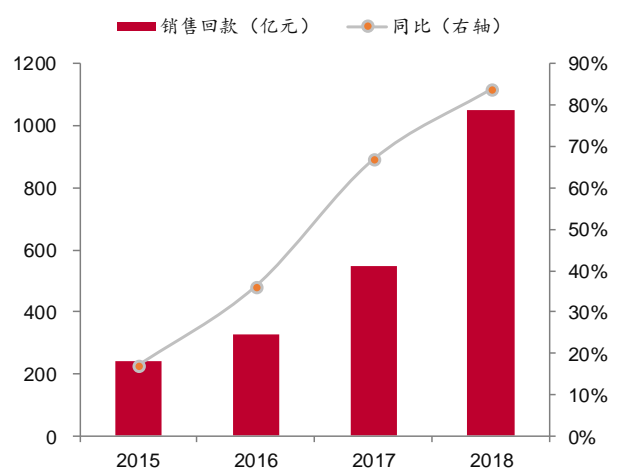
我们认为公司净负债率下行主要在于：(1) 强化销售回款，货币资金规模大幅提升。公司 2018 年全年实现销售回款 1051 亿元，同比增长 84%，回款率达 88%。同期货币资金 298.5 亿元，同比增长 60.2%。充裕的资金为公司由外源融资式的规模扩张向内源资金支撑持续发展的转变提供保障。

图 42: 货币资金及其对短债覆盖倍数



资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 43: 销售回款规模及其同比



资料来源：公司公告，川财证券研究所

截至 2019Q3，公司货币资金对短期负债覆盖倍数为 1.07 倍。2019 年 5 月，中诚信证券评估有限公司对公司及公司债券“16 金科 07”的信用状况进行跟踪评级，并出具《金科地产集团股份有限公司 2016 非公开发行公司债券(第三期)跟踪评级报告(2019)》(信评委函字(2019)跟踪 151 号)，确定公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望维持稳定。

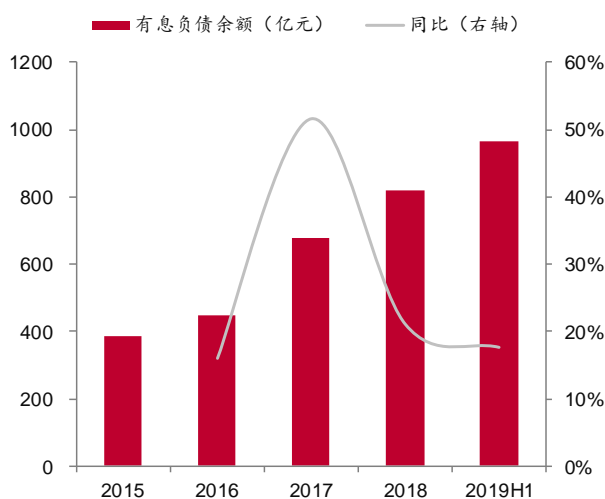
(2) 加大多元化融资力度，强化资金的合理配置。公司自上市以来，积极拓宽融资渠道，在行业内率先发行物业收入和购房尾款资产证券化产品，创新使用物业资产支持票据。截至 2019 年中期末，公司累计实现非公开发行股票 2 次，公开发行公司债券 3 期，非公开发行公司债券 6 期，中期票据 4 期，美元债 1 期，短期融资券 2 期，超短期融资券 3 期等融资。融资余额 965.54 亿元，其中银行贷款 601.28 亿元，非银行金融机构贷款 164.75 亿元，债券类(含摊销) 199.51 亿元。

表格 3. 公司 2018 至今发债明细

债券简称	债券类型	起息日	发行规模	币种	利率类型	票面利率 (当期%)
19 金科地产 SCP003	超短期融资债券	2019-12-18	12.00	CNY	固定利率	5.89
19 金科 03	一般公司债	2019-07-08	15.80	CNY	累进利率	6.50
金科股份 8.375% N2021	企业债	2019-06-20	3.00	USD	固定利率	8.38
19 金科地产 SCP002	超短期融资债券	2019-04-26	8.00	CNY	固定利率	5.86
19 金科地产 MTN002	一般中期票据	2019-04-16	13.00	CNY	固定利率	6.58
19 金科 01	一般公司债	2019-03-11	20.00	CNY	累进利率	6.90
19 金科地产 SCP001	超短期融资债券	2019-01-22	7.00	CNY	固定利率	5.87
19 金科地产 MTN001	一般中期票据	2019-01-15	10.00	CNY	固定利率	7.00
19 金科地产 CP001	一般短期融资券	2019-01-08	12.00	CNY	固定利率	6.50
18 金科 06	私募债	2018-09-05	15.00	CNY	累进利率	8.06
18 金科地产 CP001	一般短期融资券	2018-08-03	10.00	CNY	固定利率	6.90
18 金科地产 SCP001	超短期融资债券	2018-06-26	8.00	CNY	固定利率	6.70
18 金科地产 ABN001 优先	交易商协会 ABN	2018-06-05	15.00	CNY	固定利率	7.00
18 金科地产 ABN001 次	交易商协会 ABN	2018-06-05	1.00	CNY	固定利率	0.00
18 金科 04	私募债	2018-04-03	6.00	CNY	累进利率	7.90
18 金科 02	一般公司债	2018-02-09	16.10	CNY	累进利率	7.50
18 金科 01	一般公司债	2018-02-09	19.70	CNY	累进利率	7.20

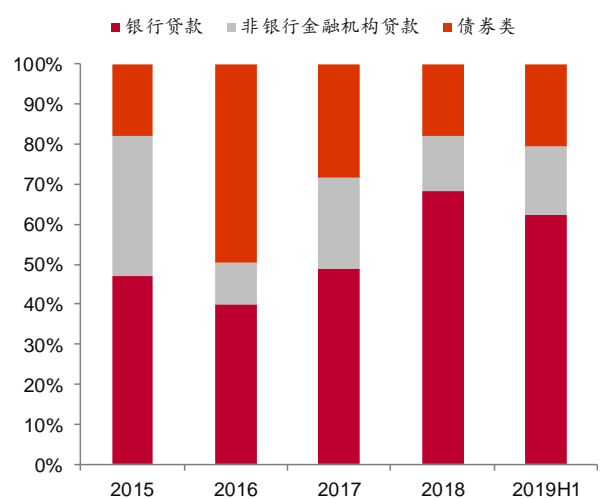
资料来源: wind, 川财证券研究所

图 44: 有息负债余额



资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

图 45: 有息负债构成 (按融资类型)

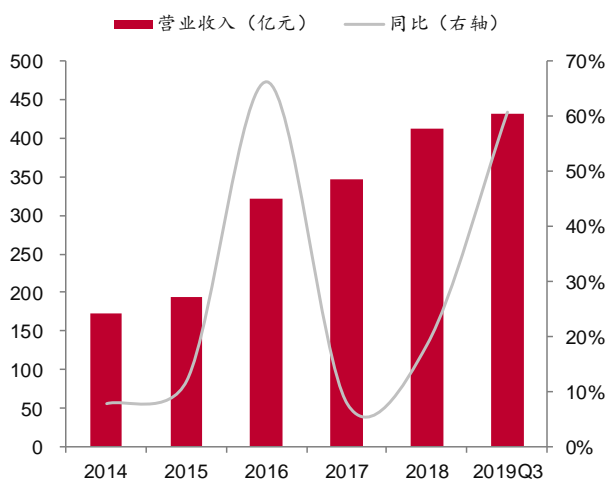


资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

2. 提质增效，业绩提升

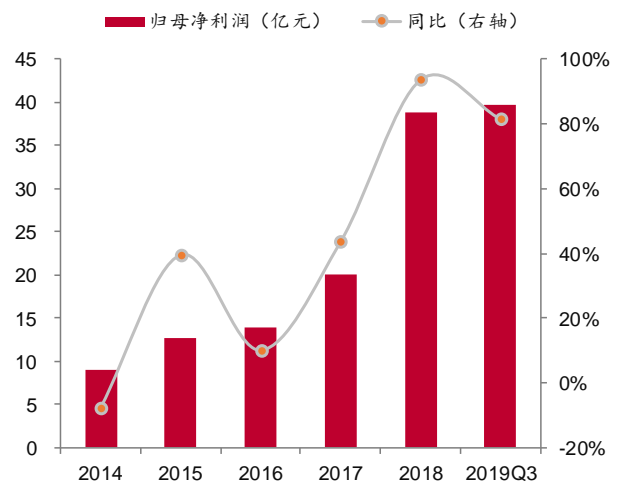
公司 2019Q3 实现营业收入 432 亿元，同比增长 60.65%；实现归母净利润 39.8 亿元，同比增长 81.65%，扣非后归母净利润同比增长 92.14%。我们认为公司利润水平增速高于营收主要是因为：(1) 主营业务房地产销售的毛利率在 2016 年触底后逐步修复，2019H1 达 29.76%，带动公司整体毛利率提升。

图 46: 营业收入及其同比



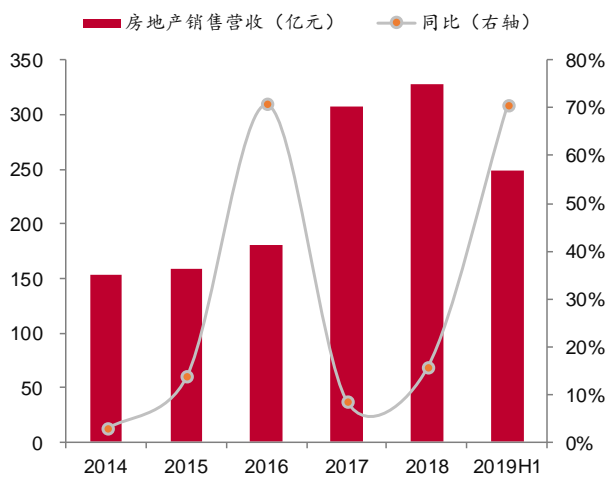
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 47: 归母净利润及其同比



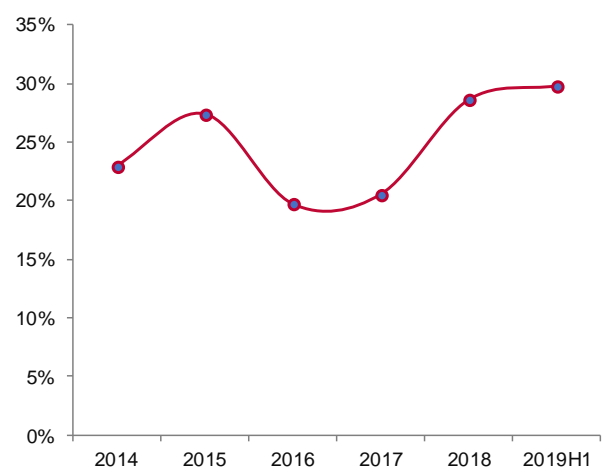
资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 48: 房地产销售营业收入及其同比



资料来源：公司公告，wind，川财证券研究所

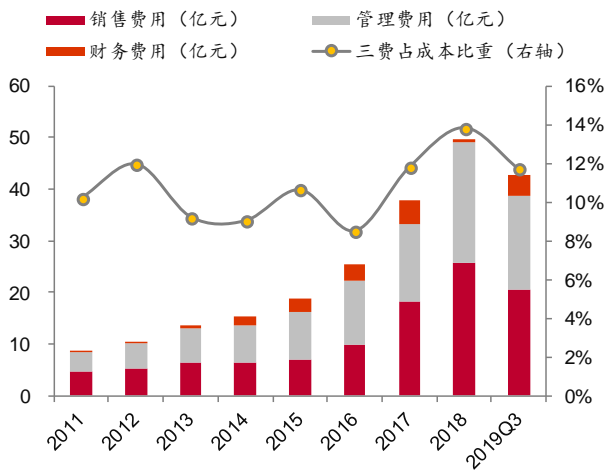
图 49: 房地产销售毛利率水平



资料来源：公司公告，wind，川财证券研究所

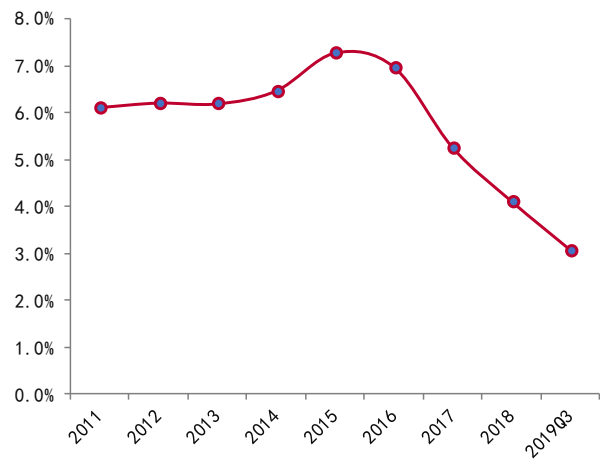
(2) 费用管控能力不断提升。从销售金额口径来看，2019Q3 公司的销售管理费用率（销售额口径）降至 3.1%，较 2015 年的 7.3% 下降 4.2 个百分点，充分体现公司成本管控能力的提升。

图 50: 三费构成及占成本比重



资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

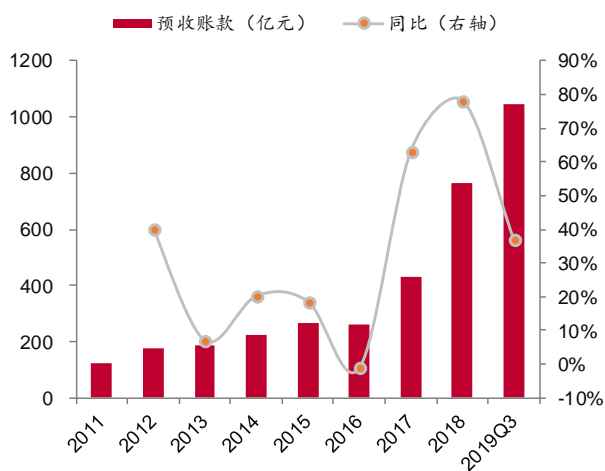
图 51: 销售管理费用率 (销售金额口径)



资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

随着公司房地产销售的高增，预收款项自 2017 年大幅增长 63.1% 至 428.5 亿元。截至 2019Q3，公司预收账款达 1043.2 亿元，覆盖 2018 年营收 2.53 倍，未来业绩释放有保障。

图 52: 预收账款及其同比



资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

图 53: 预收账款覆盖营收倍数



资料来源: 公司公告, wind, 川财证券研究所

注: 2019Q3 覆盖倍数=2019Q3 预收款项/近一年营业收入

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

五、以人为本，强激励铸新生核心竞争力

1. 同舟共济，股权激励提升执行力

公司于2015年11月20日发布金科地产集团股份有限公司限制性股票激励计划（草案），拟向激励对象授予的标的股票为20678万股金科股份股票，约占本计划签署时公司股本总额413562万股的5%。其中首次授予不超过19644万股，约占本计划签署时公司股本总额413562万股的4.75%；预留不超过1034万股，占本计划拟授予限制性股票总数的5%，占本计划签署时公司股本总额的0.25%。

首次授予限制性股票的解锁条件为：锁定期内归属于上市公司股东的净利润及归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润均不得低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负；对应的各年业绩考核以2014年为基础，2015-2018年净利润增速分别不低于33%、48%、63%和78%。

表格 4. 限制性股权激励计划（调整后）

项目	内容
股权激励总数（万股/万份）	20178
激励总数占当时总股本比例（%）	4.8791
期权初始行权价格（股票转让价格）	3.23
有效期（年）	6
预案公告日	2015-11-20
股东大会公告日	2015-12-08
首次实施公告日	2015-12-10
解锁条件	<p>首次授予：锁定期内归属于上市公司股东的净利润及归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润均不得低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负；相比2014年，2015-2018年净利润增长率分别不低于33%、48%、63%和78%。</p> <p>预留部分：以2014年净利润为固定基数，2016-2019年净利润增长率分别不低于48%、63%、78%和93%。</p>

资料来源：wind，川财证券研究所

目前公司已完成限制性股票激励计划首次授予部分第三期及预留部分第二期

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

解锁上市流通。第四期锁定期内，归母净利润及扣非后的归母净利润均不低于授予日前最近三个会计年度的平均水平，且为正。相比 2014 年，公司 2018 年净利润增长 367%，归母净利润增长 327%，扣非后归母净利润增长 478%，满足第四期解锁条件。

2. 卓越共赢，员工持股增强凝聚力

公司 2019 年 6 月 7 日发布《金科地产集团股份有限公司卓越共赢计划暨 2019 至 2023 年员工持股计划》。从计划规模来看：本次员工持股计划所持有的股票总数累计不得超过公司股本总额的 10%，单个参与人不得超过 1%。从参与对象来看，在各期持股计划中确定。根据公司 2019 年 12 月发布的一期草案，一期持有人范围包含公司董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员及公司员工。总人数预计不超过 2500 人。从资金来源看，本计划的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法律、行政法规允许的其他资金来源途径。其中，考核年度的下一年度按考核年度净利润的 3.5% 提取专项基金，按 2018 年归母净利润 38.86 亿元为基础，2019-2022 年增长目标值分别为 30%、60%、90% 和 110%。相当于 2019-2022 年归母净利润增速为 30.0%、23.1%、18.8 和 10.5%，对应值为 50.5 亿元、62.2 亿元、73.8 亿元和 81.6 亿元。员工持股计划的设立将公司成长带来的红利与职工利益实现同享共赢，有效提升公司的凝聚力和向心力。

表格 5. 2019-2023 年员工持股计划梳理（2019 年 6 月）

项目	内容
计划规模	全部有效的员工持股计划所持有的股票总数累计不得超过公司股本总额的 10%，单个参与人所获股份权益对应的股票总数累计不得超过公司股本总额的 1%
资金来源	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法律、行政法规允许的其他资金来源途径
专项基金考核条件	若 2019 年、2020 年、2021 年、2022 年中任一年度（以下简称“考核年度”）公司经审计的归属于母公司的净利润（以下简称“净利润”）较 2018 年净利润 38.86 亿元的增长率不少于 30%、60%、90% 和 110%，则该考核年度的下一年度按该考核年度净利润的 3.5% 提取专项基金。
存续期	存续期为 7 年，预计滚动实施 5 期
管理模式	各期持股计划由董事会决定公司自行管理或委托专业资产管理机构（包括但不限于信托公司、保险资产管理公司、证券公司及其资产管理子公司、基金管理公司等）管理

资料来源：公司公告，川财证券研究所

表格 6. 员工持股计划一期草案 (2019 年 12 月)

项目	内容
持有人范围	包含公司董事 (不含独立董事)、监事、高级管理人员及公司员工。
持有人总数	总人数预计不超过 2500 人。
资金总额	本期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; 拟通过融资融券等法律法规允许的方式实现融资资金与自筹资金的比例不超过 1:1, 即融资金额不超过 12.5 亿元。
存续期	自股东大会审议通过之日起 36 个月
锁定期	24 个月

资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

3. 利益共享, 项目跟投确保项目质量

金科自 2015 年首次通过员工跟投房地产项目公司管理办法, 规定跟投项目为 2015 年 6 月 30 日后首次开盘销售的项目。针对跟投上限, 分别在 2016、2017 年进行更新, 由 2015 年每个跟投项目跟投人员合计持有比例不超过 10%, 调至 2016 年的 5% 后, 又调至 2017 年规定的 8%。截至 2019 年中期末, 公司已累计实施员工跟投项目共计 191 个, 跟投金额实际投入共计 11.9 亿元, 其中合并报表范围内的跟投项目 136 个, 跟投金额为 9.84 亿元, 其中权益资金投入 3.18 元, 债权资金投入 6.66 亿元。将项目经营效益与员工个人收益直接挂钩, 实现收益共享、风险共担, 提升项目执行效率的同时, 有效的保障项目的质量水平。

表格 7. 公司主要跟投项目明细

序号	项目名称	地区	项目投入峰值 (万元)	员工跟投投入金额 (万元)	权益占比
1	金科·观岭家园	北京市	99,049.96	915.5	0.92%
2	天津·观澜	天津市	107,847.00	1,148.00	1.06%
3	金科·半岛壹号	安徽合肥市	109,063.00	863	0.79%
4	合肥·都荟大观	安徽合肥市	140,110.00	814	0.58%
5	金科·悦湖名门	重庆市	24,944.00	1,625.96	6.52%
6	金科·集美江畔	重庆市	48,521.00	1,309.60	2.70%
7	金科·涪陵集美郡	重庆市	32,313.00	1,275.00	3.95%
8	金科·天元道	重庆市	104,505.00	1,240.50	1.19%
9	金科·集美锦湾	重庆市	43,771.00	1,163.75	2.66%
10	金科·博翠江岸	重庆市	28,501.00	1,120.00	3.93%
11	金科·两江健康科技城	重庆市	42,086.04	1,053.50	2.50%
12	金科·江津集美郡	重庆市	40,041.93	1,026.00	2.56%
13	金科·云阳世界城	重庆市	45,488.00	1,020.00	2.24%

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

14	金科·天悦府	重庆市	22,172.00	901.78	4.07%
15	金科·云玺台	重庆市	36,086.00	847	2.35%
16	金科·黛山悦府	重庆市	54,535.00	841	1.54%
17	金科·集美东方	重庆市	53,068.00	836.45	1.58%
18	重庆·朗廷雅筑	重庆市	186,205.00	801	0.43%
19	金科·博翠山	广西南宁市	37,500.00	776.5	2.07%
20	金科·长沙科技新城	湖南长沙市	17,967.62	983	5.47%
21	金科·集美壹品	江苏无锡市	41,553.00	887	2.14%
22	金科·四季春晓	江苏苏州市	129,748.00	819.8	0.63%
23	金科·集美郡	辽宁大连市	47,898.00	1,636.85	3.42%
24	金科·集美天宸	四川遂宁市	27,989.00	1,148.15	4.10%
25	仁怀·鹿鸣东方	贵州仁怀市	26,953.00	955	3.54%
26	金科·集美雅郡	湖南株洲市	48,513.00	933	1.92%
27	金科·集美郡	河北唐山市	32,643.00	877.5	2.69%
28	金科·集美天宸	四川内江市	92,554.00	810	0.88%
29	金科·天宸	广西柳州市	95,157.00	774.5	0.81%
30	金科·集美嘉悦	山东淄博市	53,835.00	771.5	1.43%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

六、估值与盈利预测

1. 相对估值

我们将金科股份的发展特点进行归纳总结，并在行业内寻找可比公司进行比较：1、公司深耕中西部，区域属性较为明显，但近两年逐步向外扩张初见成效；2、项目执行力强，近两年销售规模大幅提升；3、土储布局以城市群为主。我们选取阳光城、中南建设、蓝光发展作为可比公司进行相对估值。

表格 8. 可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价	市值	EPS (元/股)			PE		
				2019	2020	2021	2019	2020	2021
000656	金科股份	6.63	354.02	0.98	1.26	1.53	6.8	5.3	4.3
000961	中南建设	9.06	337.72	1.1	1.88	2.41	8.2	4.8	3.8
000671	阳光城	6.74	275.18	1.02	1.38	1.81	6.6	4.9	3.7
600466	蓝光发展	6.15	185.27	1.13	1.69	2.15	5.4	3.6	2.9

资料来源：wind，数据更新至 2020 年 2 月 4 日收盘，川财证券研究所

2. 盈利预测

公司在 2018 年销售金额突破千亿大关后，2019 年延续高增长势头。逆势拿地力度不减、丰厚土储持续释放、强激励提效降本，未来销量规模再上新台阶可期。公司在夯实主业的同时，积极进行物业管理、科技产业、新能源等多元化业务的拓展，与主营业务形成协同效应。通过销售回款能力的提升及多元化融资渠道的拓宽，净负债率较 2017 年大幅下行，有望实现外源融资式的规模扩张向内源资金支撑持续发展的转换。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.98、1.26、1.53 元/股，相对当前股价 PE 为 6.7、5.3、4.3 倍。首次覆盖予以“增持”评级。

风险提示

重点布局城市调控政策收紧带来的风险

房地产的销售情况受政策影响较大，若公司重点布局城市调控政策超预期收紧，则存在销量不及预期及回款水平波动等风险。

行业资金面超预期收紧

公司目前净负债率较 2017 年已明显下行，但相较行业内头部房企依然存在改善空间。若行业融资端进一步收紧，可能带来融资成本提升影响利润水平及阻碍或获取新项目的风险。

疫情影响对销售及开工带来的影响

2020 年初，新型冠状病毒肺炎疫情的发展，牵动着全国人民的心，同时对房地产行业带来了明显的影响。在 1、2 月传统销售淡季的基础上，销量下行。疫情延续时间带来的不确定性，存在短期内销售及开工不及预期的可能性。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	213341	223265	294460	364858	营业收入	41234	56004	73113	91391
现金	29852	37591	46655	51844	营业成本	29453	35638	47576	60422
应收账款	1584	2118	2842	3513	营业税金及附加	1407	2102	2600	3288
其他应收款	13023	14643	20443	25548	销售费用	2562	2995	4103	5140
预付账款	3392	4680	6142	7705	管理费用	2340	2762	3716	4689
存货	160835	160406	214303	272154	财务费用	50	4972	5629	6296
其他流动资产	4656	3828	4075	4094	资产减值损失	35	-2	2	6
非流动资产	17357	18249	19471	22349	公允价值变动收益	66	39	39	44
长期投资	7368	8809	10250	13325	投资净收益	-186	-24	-31	-54
固定资产	2374	2914	3055	2995	营业利润	5339	7552	9496	11540
无形资产	64	57	49	41	营业外收入	87	72	72	74
其他非流动资产	7552	6469	6118	5988	营业外支出	215	172	180	183
资产总计	230699	241514	313931	387207	利润总额	5210	7452	9388	11431
流动负债	137626	128335	185003	241288	所得税	1190	1651	2104	2560
短期借款	3196	3992	4132	3929	净利润	4021	5801	7283	8871
应付账款	13681	15012	20711	26313	少数股东损益	135	553	579	684
其他流动负债	120748	109330	160161	211046	归属母公司净利润	3886	5247	6705	8186
非流动负债	55307	71358	82917	94844	EBITDA	5626	12740	15378	18108
长期借款	47370	59547	72134	84174	EPS (元)	0.73	0.98	1.26	1.53
其他非流动负债	7936	11810	10782	10670					
负债合计	192932	199692	267920	336132	主要财务比率				
少数股东权益	14586	15139	15718	16402	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	5340	5340	5340	5340	成长能力				
资本公积	4100	4100	4100	4100	营业收入	18.6%	35.8%	30.6%	25.0%
留存收益	10768	17204	20776	25111	营业利润	75.9%	41.5%	25.7%	21.5%
归属母公司股东权益	23181	26682	30294	34673	归属于母公司净利润	93.8%	35.0%	27.8%	22.1%
负债和股东权益	230699	241514	313931	387207	获利能力				
					毛利率(%)	28.6%	36.4%	34.9%	33.9%
					净利率(%)	9.4%	9.4%	9.2%	9.0%
					ROE(%)	16.8%	19.7%	22.1%	23.6%
					ROIC(%)	5.3%	11.8%	13.1%	14.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	83.6%	82.7%	85.3%	86.8%
					净负债比率(%)	38.88%	40.29%	35.38%	31.86%
					流动比率	1.55	1.74	1.59	1.51
					速动比率	0.38	0.49	0.43	0.38
					营运能力				
					总资产周转率	0.21	0.24	0.26	0.26
					应收账款周转率	25	29	28	27
					应付账款周转率	2.34	2.48	2.66	2.57
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.73	0.98	1.26	1.53
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	1.14	1.14	1.20
					每股净资产(最新摊薄)	4.34	5.00	5.67	6.49
					估值比率				
					P/E	9.11	6.75	5.28	4.32
					EV/EBITDA	16	7	6	5

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1329	6102	6102	6382
净利润	4021	5801	7283	8871
折旧摊销	238	216	253	273
财务费用	543	4972	5629	6296
投资损失	186	24	31	54
营运资金变动	-3107	-5340	-7300	-9459
其他经营现金流	-551	429	205	348
投资活动现金流	-8001	-1058	-1568	-3189
资本支出	277	0	0	0
长期投资	3701	1008	1515	3110
其他投资现金流	-4023	-50	-53	-78
筹资活动现金流	17975	2696	4530	1995
短期借款	3196	3992	4132	3929
长期借款	47370	12177	12587	12040
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	30	0	0	0
现金净增加额	11303	7739	9064	5189

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004