

异地扩张势破竹，美好生活战略起

——金科股份首次覆盖报告

首次覆盖给予“买入”评级，目标价9.18元。预测公司2019-2021年EPS分别为人民币0.99元、1.29元、1.63元，同比增长30.9%、31.0%、26.1%。考虑到全国化布局后进一步的增长空间充足，预计毛利率维持约30%，公司发展潜力充足，给予NAV折让35%，对应2019年9.3倍PE，目标价人民币9.18元，较现价空间达21.9%。

深耕重庆突破全国，美好生活助力发展。市场对公司走向全国化后能否维持增速持一定担忧，站在目前时点，我们认为金科股份的业绩将稳健增长，核心逻辑在于：1) 公司凭借强劲的外拓能力，已基本完成围绕八大城市群的全国化布局，2018年重庆贡献的营收约占62.6%，销售金额约占39.1%，2018年至2019Q3新增土储计容建面仅21.5%位于重庆；2) 公司以“美好你的生活”为使命，产品系列持续创新迭代，金科服务市占率连续三年中西部第一，管理五年以上项目满意度达95%，位居全国前列。随着重庆区域的优质资源逐渐释放，外拓能力及产品力推动区域布局快速铺开，公司有望维持稳健增长。

重庆龙头地位稳固，异地扩张多元拓储。2019年及2018年公司分别在大重庆实现销售金额501.5亿元和471.6亿元，均位列大重庆第一名，2018年公司在重庆区域市场份额达8.79%，龙头地位稳固。重庆市场近年来成交活跃，全年商品住宅成交量达5000万平方米以上；销售价格上涨迅速，商品住宅成交均价由2015年末的约7000元/平上涨至2019年末的约13000元/平，价格提升将对公司利润率提供支持；土地市场成交价格和溢价率亦快速上升，公司位于重庆的大量优质土储有望迎来价值重估。重庆市场的积极表现将持续推动公司业绩增长。**立足八大城市群，多渠道发力拿地。**公司布局已围绕“三圈一带、八大城市群、核心25城”展开，2017年起，公司土地拓展方式向收并购、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，2019年7月，公司以平价收购新城控制的8家房地产项目公司股权，同时获得深入了解当地市场的项目团队，助力公司快速扩张，收并购能力优秀。

融资畅通支持业绩高增，激励充分实现健康发展。公司规模增长迅速，2019年前三季度，公司实现销售金额1255亿元(+45%)，营业收入432.0亿元(+61%)，归母净利润39.8亿元(+82%)。融资方面，证监会2019年12月核准公司发行面值不超过50亿元的公司债券，有效保障了公司融资的畅通。激励方面，公司2019年12月实施规模25亿元的员工持股计划，涉及标的股票约占公司现有股本总额的6.77%，参与计划总人数预计不超过2500人，截至目前该持股计划已以均价6.58元/股累计买入0.96%公司股票，激励规模较大且正稳步推进。我们看好畅通的融资渠道和充分的激励带来的增长潜力提升，公司有望实现持续的健康发展。

金科股份
000656.SZ

买入

(首次)

微信公众号



申思聪

分析师

+852 3958 4600

shensicong@cwghl.com

SFC CE Ref: BNF 348

蔡鸿飞

联系人

+852 3958 4600

caihongfei@cwghl.com

诸葛莲昕

联系人

+852 3958 4600

zhugelianxin@cwghl.com

财务摘要(百万人民币)	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	32,235	34,758	41,234	56,206	73,686	92,254
(+/-)%	66%	8%	19%	36%	31%	25%
毛利	6,686	7,409	11,781	17,036	22,393	28,128
归母净利润	1,362	1,695	4,019	5,261	6,894	8,693
(+/-)%	10%	25%	137%	31%	31%	26%
PE	28.82	20.06	10.35	7.64	5.83	4.63
PB	2.01	2.03	1.73	1.59	1.25	0.98



目录

1. 投资逻辑	5
2. 聚焦住宅主业，立足成渝布局全国	7
3. 销售增长土储丰厚，美好生活战略启航	9
3.1 销售高速增长，规模快速扩张	9
3.2 成渝出发全国落子，土储优质发展稳健	9
3.3 创新产品优质物业，打造美好生活服务商	13
4. 区域发展加速，龙头地位稳固	15
4.1 成渝区域定位提升，经济增长人口流入	15
4.2 市场热度持续，龙头地位稳固	17
5. 业绩增长显著，融资渠道畅通	19
5.1 经营业绩增长显著，多元布局顺利推进	19
5.2 融资渠道畅通，财务状况稳健	21
6. 激励充分管控提升，志存高远增长可期	23
7. 估值与投资建议	24
8. 风险提示	25

图表目录

图 1：公司作为重庆龙头享受区域发展红利，优秀的产品力及丰富高效的拿地渠道助力公司中长期增长	5
图 2：公司股权结构：黄红云为实际控制人	7
图 3：房地产销售为公司主要业务	8
图 4：公司 2018 年销售金额首次突破千亿规模，2019 前三季度销售金额已达 1255 亿元	9
图 5：公司销售面积持续增长	9
图 6：重庆贡献营业收入约占 6 成，全国化布局成效初显	10
图 7：公司城市布局契合我国城市群发展战略	12
图 8：公司 2018 年及 2019 年前三季度新增土储按建面 47.7% 位于一二线城市	12



图 9: 公司新增土储建面迅速增长	13
图 10: 拿地强度保持高位, 奠定销售基础.....	13
图 11: 金科·九曲河项目, 公司产品力持续提升	14
图 12: 西部陆海新通道地理位置示意图, 支持重庆建设内陆口岸高地.....	16
图 13: 重庆 GDP 近年增速位列西部省会城市前列.....	16
图 14: 重庆市近年城镇人口快速增加	17
图 15: 重庆位居中国城市人口吸引力第五名.....	17
图 16: 重庆市场近年成交较为活跃	17
图 17: 重庆市场销售持续火热, 销售面积维持高位.....	17
图 18: 重庆商品住宅成交均价近年上涨较快.....	18
图 19: 2019 年公司销售金额位列大重庆第一名.....	18
图 20: 公司营收增速较快	19
图 21: 公司 2018 年归母净利润大幅增长.....	19
图 22: 预收账款快速提升, 保障后续结算.....	19
图 23: 重视股东回报, 近年股利支付率大幅提升.....	19
图 24: 毛利率稳中有升, 盈利能力良好.....	20
图 25: 近年核心利润率提升较大	20
图 26: 社区生活服务营收稳步增长	20
图 27: 回款持续增长且增速加快, 维持公司稳步发展.....	22
图 28: 公司近年货币资金有效覆盖短期有息负债.....	22
图 29: 2018 年剔除预收账款后的资产负债率较 2017 年降低 7.99pct	22
图 30: 公司净负债率近年有所优化	22
表 1: 重庆约贡献 2018 年销售金额的 39.1%, 全国布局逐渐均衡.....	10
表 2: 根据市场情况调节发展战略, 稳步实现全国布局.....	11
表 3: 公司于核心城市新增大量土储, 实现“核心 25 城”战略	12
表 4: 《全国主体功能区规划》指明成渝都市圈和重庆经济区的重要定位.....	15
表 5: 积极拓展多元融资渠道, 保障资金情况安全可控.....	21



表 6: 公司融资成本保持在合理区间	21
表 7: 财务状况稳健, 评级表现良好	22
表 8: 金科股份 NAV 14.12 元/股	24

1. 投资逻辑

图 1：公司作为重庆龙头享受区域发展红利，优秀的产品力及丰富高效的拿地渠道助力公司中长期增长



数据来源：中达证券研究

重庆龙头突破全国，构筑美好生活版图。站在目前时点，我们认为金科股份的业绩将稳健增长，核心逻辑在于：1) 公司凭借强劲的外拓能力，已基本完成围绕八大城市群的全国化布局，2018年重庆贡献的营收约占62.6%，销售金额约占39.1%，2018年至2019Q3新增土储计容建面仅21.5%位于重庆；2) 公司以“美好你的生活”为使命，产品系列持续创新迭代，金科服务市占率连续三年中西部第一，管理五年以上项目满意度达95%，位居全国前列。随着重庆区域的优质资源逐渐释放，外拓能力及产品力推动区域布局快速铺开，公司有望维持稳健增长。

重庆市场持续火热，优质资源亟待释放。2019年及2018年公司分别在大重庆实现销售金额501.5亿元和471.6亿元，均位列大重庆第一名，2018年公司在重庆区域市场份额达8.79%，龙头地位稳固。重庆市场近年来成交活跃，每年商品住宅成交量达5000万平方米以上；销售价格上涨迅速，商品住宅成交均价由2015年末的约7000元/平上涨至2019年末的约13000元/平，价格提升将对公司利润率提供支持；土地市场成交价格和溢价率亦快速上升，公司位于重庆的大量优质土地储备有望迎来价值重估。重庆市场的积极表现将持续推动公司业绩增长。



立足成渝拓展全国，城市群布局基本完成。公司坚持聚焦深耕，围绕“三圈一带、八大城市群、核心25城”展开，逐渐加大其他区域投资，实现全国均衡布局，于合肥、郑州、南宁、无锡等重点城市的市场占有率同比增长超100%。全国化优质资源的释放将提高公司增长空间，保障公司业绩的增长性和稳定性。

产品升级物业优质，坚持“美好你的生活”。公司重视产品能力，持续创新升级，拥有多个实用新型专利和外观设计专利。同时，金科服务持续为客户提供优质的服务，业主满意度连续多年超过90%，市场占有率连续三年中西部第一，管理五年以上项目满意度达95%，位居全国前列，为公司住宅项目带来溢价，同时使公司业务版图更为充实。

积极拓展土地储备，拿地强度保持高位。公司近年拿地强度较大，扩张态势迅猛，公司过去五年新增土地储备计容建面与当期销售面积之比均大于100%，且2015年以后呈现不断增高的趋势，2017年和2018年分别达148%和153%。截至2019年中，公司总可售面积达5600万平方米，拿地的高强度使公司土地储备迅速扩张，为后续销售及业绩释放奠定了坚实基础。

多点发力拿地，低价高效拓储。2017年起，公司土地拓展方式向收并购、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。2019年7月，公司以平价收购新城控股控制的8家房地产项目公司股权，同时获得深入了解当地市场的项目团队，助力公司快速扩张，收并购能力优秀。

业绩增长迅猛，融资保持顺畅。2019年前三季度，公司实现销售金额1255亿元(+45%)，营业收入432.0亿元(+60.7%)，归母净利润39.8亿元(+82%)，规模增长迅速。融资方面，证监会2019年12月核准公司发行面值不超过50亿元的公司债券，有效保障了公司融资的畅通。

激励充分，共同发展。2019年12月，公司实施规模25亿元的员工持股计划，涉及标的股票约占公司现有股本总额的6.77%，参与计划总人数预计不超过2500人，截至目前该持股计划已以均价6.58元/股累计买入0.96%公司股票。大规模的员工持股计划将进一步调动全体员工的积极性和创造性，实现公司持续健康发展。

首次覆盖给予“买入”评级，目标价9.18元。预测公司2019-2021年EPS分别为人民币0.99元、1.29元、1.63元，同比增长30.9%、31.0%、26.1%。考虑到全国化布局后进一步的增长空间充足，预计毛利率维持约30%，公司发展潜力充足，给予NAV折让35%，对应2019年9.3倍PE，目标价人民币9.18元，较现价空间达21.9%。

风险提示：重庆地产市场供需改善或存反复；融资收紧影响公司财务状况。

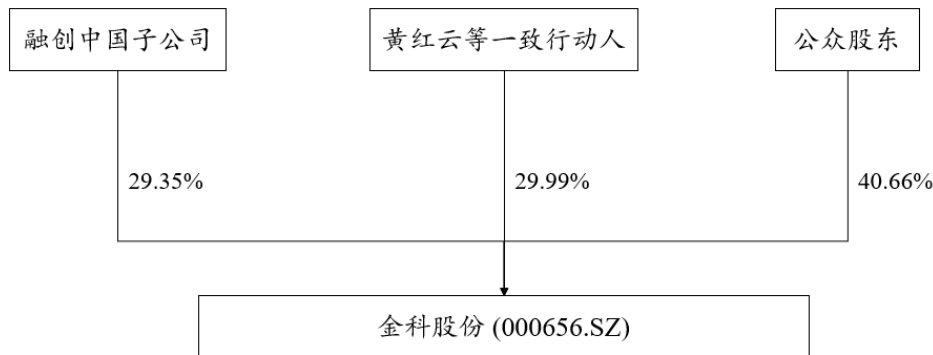


2. 聚焦住宅主业，立足成渝布局全国

金科股份成立于1998年，已形成以民生地产开发、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大型企业集团，发展迅速稳健。2019年三季度末公司资产总额2912.3亿元，较2018年末增长26.2%。2018年公司实现销售金额1188亿元（+81%），首次突破千亿规模；2019年前三季度公司实现销售金额1255亿元（+45%），继续高速增长。

截至2019年第三季度，黄红云为公司实际控制人，相关一致行动人共持有公司约29.9925%的股权，融创中国旗下子公司合计持有公司约29.35%的股权，其余公众股东合共持有公司约40.66%的股权。

图2：公司股权结构：黄红云为实际控制人



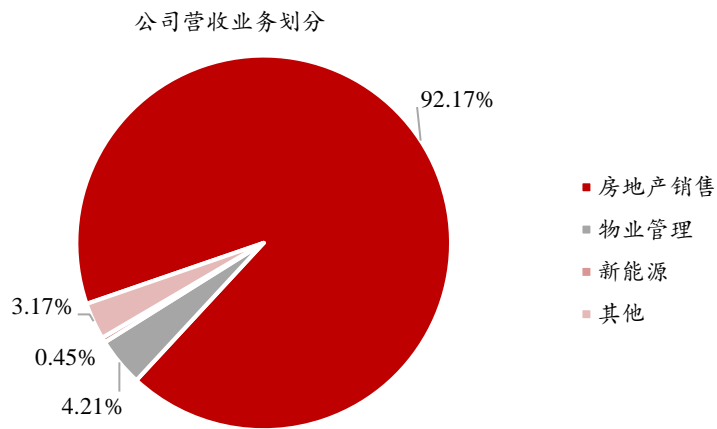
数据来源：公司公告，中达证券研究；注：2019年三季度数据

深耕重点城市群，实现全国化布局。公司扎根重庆，近年来加大了其他区域的投资，实现全国均衡布局。公司的房地产开发业务聚焦“三圈一带”、“八大城市群”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，投资结构持续优化，有望支撑业绩再创新高。

聚焦住宅主业，业务版图多元。房地产销售为公司营收主要来源，2018年地产结算收入达412.34亿元，占比达92.17%。社区生活服务亦为公司重要业务，提供多元化的专业服务，包括物业管理服务、园区经营服务、咨询服务、科技服务等主要业务类型，覆盖全国24个省、直辖市、自治区，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，公司业务版图较为丰富。



图 3：房地产销售为公司主要业务



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：2018 年末数据

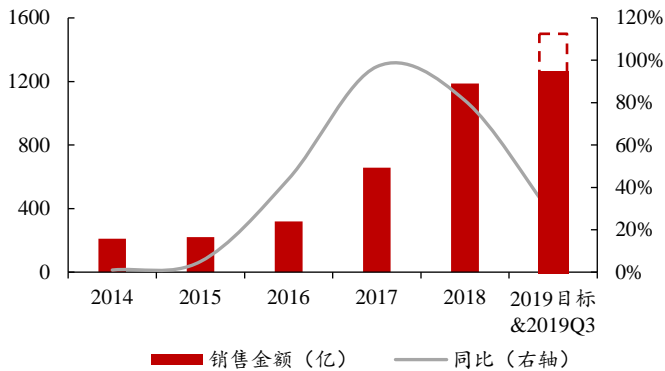


3. 销售增长土储丰厚，美好生活战略启航

3.1 销售高速增长，规模快速扩张

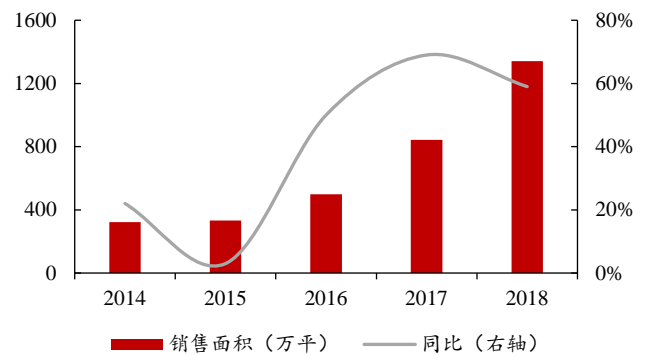
销售金额快速增长，规模扩张态势迅猛。2018年，公司实现销售金额1188亿元，同比增长约81%，首次突破千亿规模；销售面积1342万平方米，同比增长59%。2019年公司销售目标1500亿元，前三季度已实现销售金额约1255亿元，同比增长约45%；销售面积1248万平方米，同比增长约29%。公司销售规模呈现快速扩张态势。

图4：公司2018年销售金额首次突破千亿规模，2019前三季度销售金额已达1255亿元



数据来源：公司公告，中达证券研究

图5：公司销售面积持续增长



数据来源：公司公告，中达证券研究

3.2 成渝出发全国落子，土储优质发展稳健

立足成渝拓展全国，城市群布局基本完成。公司坚持聚焦深耕，围绕“三圈一带、八大城市群、核心25城”展开，在持续巩固成渝地区市场优势地位的同时，逐渐加大其他区域投资，实现全国均衡布局。截至2019年中，公司已布局长三角、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，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、南宁等主要一二线城市，新进上海、广州、宁波等城市，已基本完成“核心25城”的战略布局。

公司坚持聚焦深耕战略效果明显，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%。全国化优质资源的释放将提高公司增长空间，保障公司业绩的增长性和稳定性。

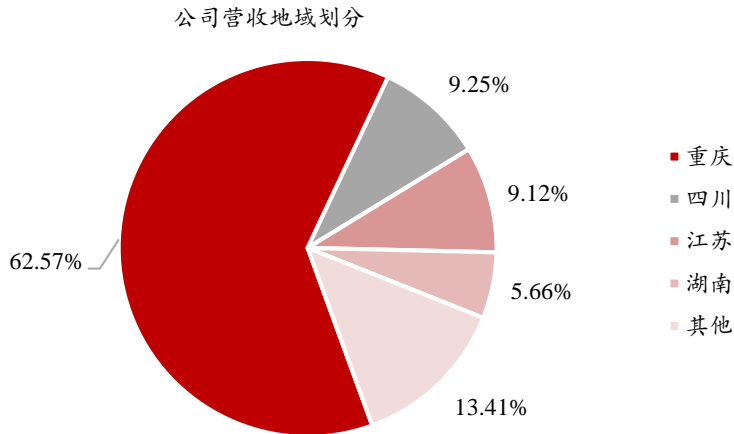


表 1: 重庆约贡献 2018 年销售金额的 39.1%，全国布局逐渐均衡

城市	销售金额 (亿元)			销售面积 (万平)			市场份额		
	2018	2017	同比	2018	2017	同比	2018	2017	同比
重庆	464	304	52%	628	450	40%	8.79%	6.71%	31%
武汉	44	-	-	23	-	-	0.92%	-	-
合肥	43	23	91%	28	16	78%	2.55%	1.22%	109%
郑州	50	18	184%	57	12	372%	1.60%	0.66%	142%
南宁	36	10	276%	52	10	431%	2.68%	0.80%	233%
无锡	34	13	162%	32	22	47%	2.17%	1.05%	107%

数据来源: 公司公告, 中达证券研究; 数据截至 2018 年末

图 6: 重庆贡献营业收入约占 6 成, 全国化布局成效初显



数据来源: 公司公告, 中达证券研究; 数据截至 2018 年末

投资结构持续优化, 实现全国均衡布局。公司过去在西部三四线城市及重庆下辖的主城九区外县域城市有较多布局。2017 年上半年, 公司制定了《发展战略规划纲要 (2017-2020) 》, 明确了深耕城市群、广泛开展外延式发展的城市核心策略, “一快二低三高”经营发展模式。2018 年公司进一步提出“四位一体, 协同发展”的战略发展方向, 站上了千亿新起点。在投资布局方面, 公司坚持聚焦深耕, 围绕“三圈一带、八大城市群、核心 25 城”展开, 大幅提升投拓能力, 加大其他区域投资, 实现全国均衡布局。



表 2：根据市场情况调节发展战略，稳步实现全国布局

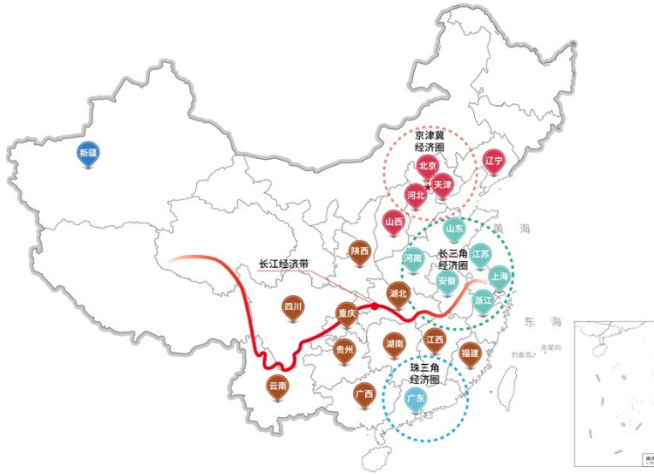
时间	地产业务区域布局战略
2013	实施“622”全国化发展战略，坚持深耕已进城市群，着力推进西中部地区“1060”城市群战略布局，即用 10 年时间进入西中部地区的 60 个城市，项目获取以二三线城市为主、一四线城市为辅，侧重现金流量好的项目，强化合资合作。
2014	在“622”发展战略原则下，坚持“以二线城市为主、一三线城市为辅”、坚持“以西中部地区为主、其他地区为辅”的战略思路，逐步向省会城市和二三线区域中心城市回归，向有效益的现金流项目回归。
2015	城市布局以“二线热点城市为主，一线和中心三线城市为辅，逐步退出四线城市”，重点布局“核心十城”，做大做强重庆、苏州、北京、成都、合肥市场的基础上，力争进入上海、天津、郑州、南京、武汉核心城市。以国家城市群发展战略为导向调整布局，确立了“三圈一带”的城市群区域战略布局。2015 年已进入全国 12 个省（直辖市）。
2016	坚持以国家城市群发展战略为导向，围绕“三圈一带”的布局（长三角经济圈、京津冀经济圈、成渝经济圈和长江经济带），重点布局上海、天津、北京、南京、合肥、郑州、武汉等核心十城，不断贯彻“做强重庆，做大华东，增量华北，稳定中西部”的区域发展战略，逐渐调整公司业务布局。2016 年已进入全国 14 个省（直辖市）。
2017	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。未来，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。2017 年已进入全国 22 个省（直辖市）。
2018	公司坚持“三圈一带、八大城市群、核心 25 城”的战略布局，持续优化投资结构，新进上海、广州、宁波等城市，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、青岛等主要一二线城市。2018 年“核心 25 城”布局基本完成。

数据来源：公司公告，中达证券研究

布局核心都市圈，受惠于城市群发展规律。我国城市化处于人口由中小城市向大城市聚集的阶段，而一线城市周边卫星城将逐步得到发展。随着发改委逐步开放放宽大城市落户门槛，人口将持续向核心二线城市及一线城市周边卫星城聚集，上述城市投资价值日益凸显。公司 2018 年及 2019 年前三季度获取的共 4500 万平土储中 0.9%位于一线城市，46.8%位于各都市圈核心二线城市（重庆、武汉、郑州、成都、苏州、合肥等），优质土地储备充足。公司同时兼顾强三线城市与部分四线城市，充分履行以二线和强三线城市为主，一线、四线城市为辅的围绕“三圈一带、八大城市群、核心 25 城”的战略，将持续受益于城市群的发展。

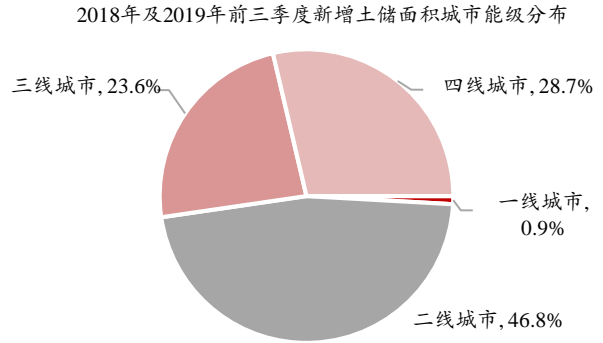


图 7：公司城市布局契合我国城市群发展战略



数据来源：公司网站，中达证券研究

图 8：公司 2018 年及 2019 年前三季度新增土储按建面 47.7%位于一二线城市



数据来源：公司公告，中达证券研究

表 3：公司于核心城市新增大量土储，实现“核心 25 城”战略

城市	新增计容建面 (万平)	占比
重庆	965.45	21.45%
成都	186.36	4.14%
合肥	88.74	1.97%
苏州	67.92	1.51%
南宁	54.89	1.22%
天津	54.65	1.21%
武汉	42.30	0.94%
郑州	21.31	0.47%
广州	19.15	0.43%
济南	15.25	0.34%
北京	12.37	0.27%
上海	8.28	0.18%
合计	1536.66	34.15%

数据来源：公司公告，中达证券研究；新增土储计容建面为 2018 全年至 2019 年三季度数据

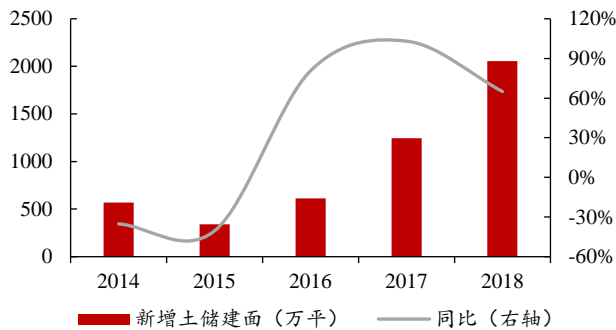
多点发力拿地，低价高效拓储。2017 年起，公司土地拓展方式由招拍挂向收并购、城中村改造、城市更新、合作开发等多点发力方式转变，非招拍挂项目比例大幅提升。2019 年 7 月，公司以平价收购新城控股控制的 8 家房地产项目公司股权，分别位于嘉兴、青岛、日照、上饶、宿州、郑州、商丘、宜兴，成交总额约 27.38 亿元，公司新增计容建筑面积约 121.93 万平方米，同时获得深入



了解当地市场的项目团队，助力公司快速扩张，收并购能力优秀。2017年新获土地楼面价约3695元/平，2018年新获土地楼面价约3408元/平，2019年前三季度进一步降至约2510元/平，布局持续优化，拿地成本持续下降。

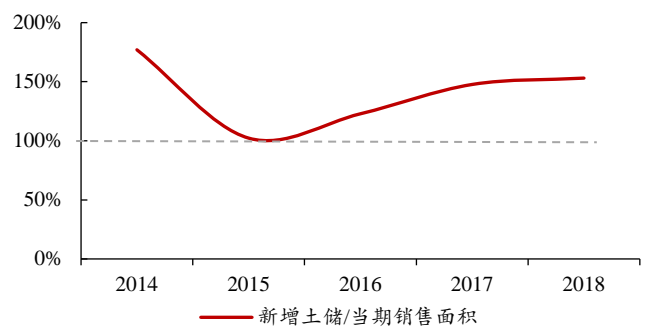
积极拓展土地储备，拿地强度保持高位。公司近年拿地强度较大，扩张态势迅猛，2018年全年及2019年前三季度分别新增土地储备计容建面约2054万平和2446万平，分别同比增长65%和38%。公司过去五年新增土地储备计容建面与当期销售面积之比均大于100%，且2015年以后呈现不断增高的趋势，2017年和2018年分别达148%和153%。截至2019年中，公司总可售面积达5600万平方米，拿地的高强度使公司土地储备迅速扩张，为后续销售及业绩释放奠定了坚实基础。

图9：公司新增土储建面迅速增长



数据来源：公司公告，中达证券研究

图10：拿地强度保持高位，奠定销售基础



数据来源：公司公告，中达证券研究

3.3 创新产品优质物业，打造美好生活服务商

构建美好生活，打造美好共同体。公司以“美好你的生活”为使命，以产品和服务为纽带，以金科服务为载体，成为坚定的“美好生活服务商”。2018年，公司推出中国首个美好生活读本《美邻》，回归纸质平台倡导和传播生活最初的美好。公司致力于为客户美好如初，围绕成长更好、居家更好、健康更好、便利更好和邻里更好构建的“五个美好”实现终身服务，提升客户满意度和粘性，打造美好共同体。

重视产品能力，持续创新升级。公司拥有“原创中国洋房”、“空中院馆”、“X+1 夹层住宅”、“别墅级洋房”等多个实用新型专利和外观设计专利，产品已迭代至拥有“五大产品主张”的第三代，构建“琼华”、“博翠”、“集美”三大系列，以“东方人居”为核的“三系一核”产品战略。在此基础上，2019年公司发布产品新内核——生命建筑，为金科的产品赋予“智慧体”、“有机体”、“基因体”三大属性，促进建筑迭代升级，让未来建筑更加优化



空间、融合自然、贴近生命。优秀且持续创新的产品将对公司销售和异地扩张提供有力支持。

图 11：金科·九曲河项目，公司产品力持续提升



数据来源：公司网站，中达证券研究

物业服务满意度高，助力地产品牌溢价，达成美好生活使命。金科服务持续为客户提供优质的服务，在全国树立了较强的品牌力。金科服务荣获“2018 中国物业服务百强企业规模 TOP10”、“2018 中国特色物业服务领先企业——智慧科技物业”等荣誉，业主满意度连续多年超过 90%，市场占有率连续三年中西部第一，管理五年以上项目满意度达 95%，位居全国前列。优秀的物业服务为公司住宅项目带来溢价，助力公司逐步达成“美好你的生活”使命，同时使公司业务版图更为充实。



4. 区域发展加速，龙头地位稳固

4.1 成渝区域定位提升，经济增长人口流入

成渝定位提升，区域发展提速。2011年6月，国务院印发了《全国主体功能区规划》。该文件是目前我国核心的国土空间开发的战略性、基础性和约束性规划。其中明确成渝都市圈和重庆经济区的定位。

表 4：《全国主体功能区规划》指明成渝都市圈和重庆经济区的重要定位

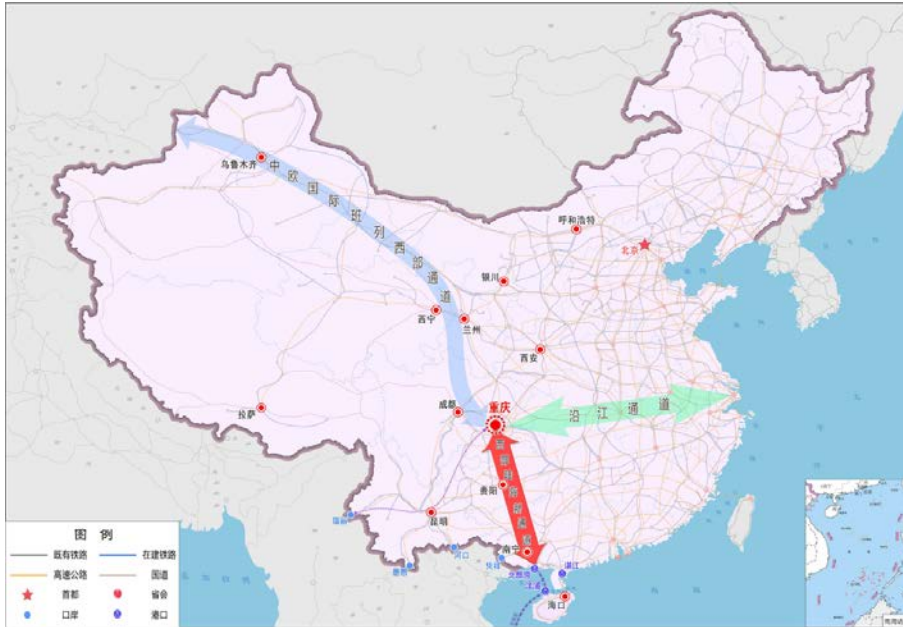
区域	定位
成渝都市圈	全国统筹城乡发展的示范区、全国重要的高新技术产业、先进制造业和现代服务业基地、科技教育、商贸物流、金融中心和综合交通枢纽，西南地区科技创新基地，西部地区重要的人口和经济密集区。
重庆经济区	西部地区重要的经济中心，全国重要的金融中心、商贸物流中心和综合交通枢纽，以及高新技术产业、汽车摩托车、石油天然气化工和装备制造基地，内陆开放高地和出口商品加工基地。

数据来源：《全国主体功能区规划》，中达证券研究

发挥重庆区位优势，引领对外开放新格局。2019年8月，国家发改委印发了《西部陆海新通道总体规划》，西部陆海新通道位于我国西部地区腹地，在区域协调发展格局中具有重要战略地位。《规划》提出，成都、重庆至北部湾将形成三条主通道，将打造重庆、成都出海大能力铁路运输通道，支持重庆发展现代制造业物流，重点建设重庆高新区、临空经济示范区，支持重庆牵头建立省际协商合作机制等，到2020年，重庆内陆国际物流分拨中心初步建成；到2025年，重庆内陆口岸高地基本建成，通关便利化水平和物流效率大幅提升，更好引领区域协调发展和对外开放新格局。



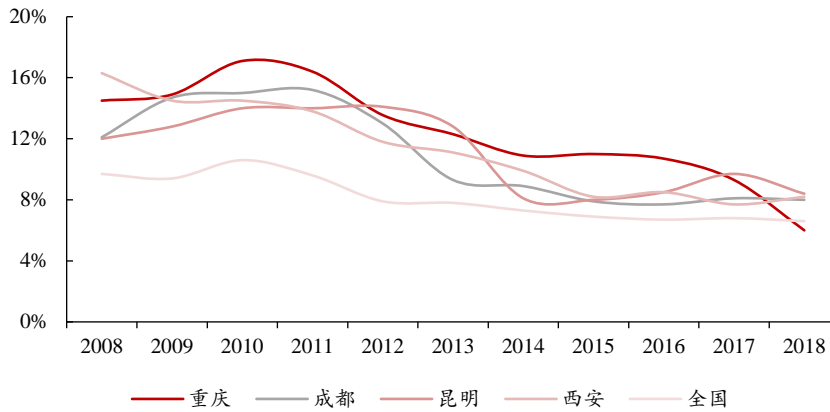
图 12: 西部陆海新通道地理位置示意图, 支持重庆建设内陆口岸高地



数据来源: 国家发改委, 中达证券研究

经济快速增长, 人口持续流入。重庆近四年 GDP 平均增速达 9.25%, 快于全国和部分西部核心省会。在人口方面, 重庆常住人口和城镇人口近十年持续增长, 分别由 2008 年的 2839 万人和 1419 万人稳步增长至 2018 年的 3102 万人和 2032 万人。根据百度地图发布的《2019 年 Q1 季度中国城市研究报告》, 重庆位居中国人口吸引力第五名。经济发展和人口流入有望对重庆区域的房地产需求提供支撑。

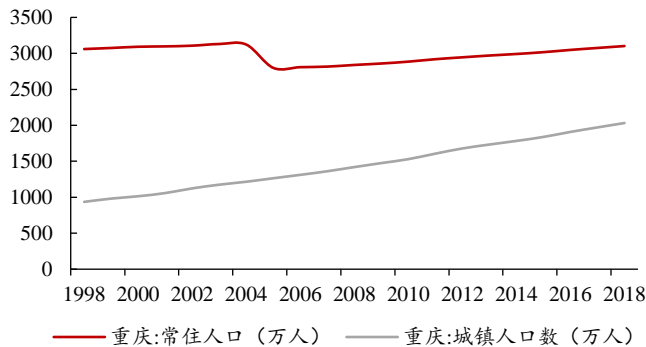
图 13: 重庆 GDP 近年增速位列西部省会城市前列



数据来源: 国家统计局, 中达证券研究



图 14: 重庆市近年城镇人口快速增加



数据来源: Wind, 中达证券研究

图 15: 重庆位居中国城市人口吸引力第五名

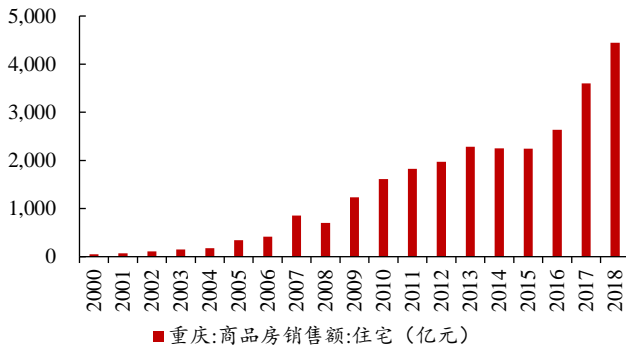


数据来源: 百度地图, 中达证券研究

4.2 市场热度持续, 龙头地位稳固

重庆市场持续火热, 优质资源亟待释放。受益于良好的产业和人口导入, 重庆市场近年来成交较为活跃, 商品住宅成交量达 5000 万平方米以上, 市场规模较大; 销售价格上涨迅速, 商品住宅成交均价由 2015 年末的约 7000 元/平上涨至 2019 年末的约 13000 元/平, 价格提升将对公司利润率提供支持; 土地市场成交价格和溢价率亦快速上升, 公司位于重庆的大量优质土地储备有望迎来价值重估。重庆市场的积极表现将持续推动公司销售及业绩增长。

图 16: 重庆市场近年成交较为活跃



数据来源: Wind, 国家统计局, 中达证券研究

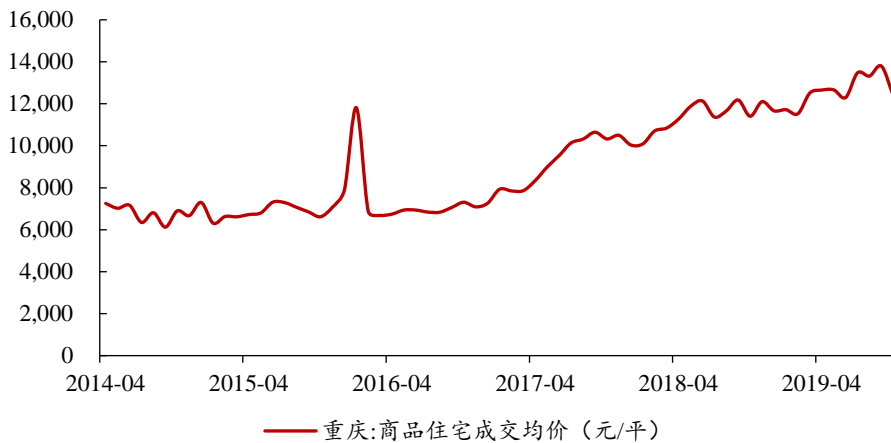
图 17: 重庆市场销售持续火热, 销售面积维持高位



数据来源: Wind, 国家统计局, 中达证券研究



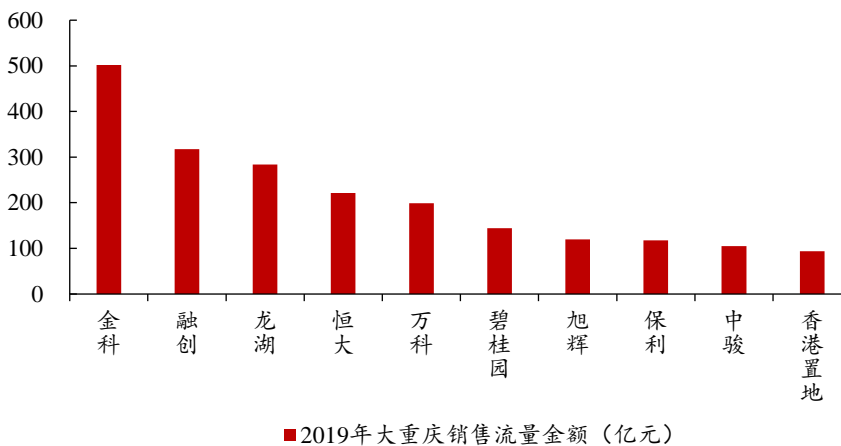
图 18: 重庆商品住宅成交均价近年上涨较快



数据来源: Wind, 中原地产, 中达证券研究

公司在重庆区域的市场占有率维持高位。根据克而瑞的数据, 2019年及2018年公司分别在大重庆实现销售金额 501.5 亿元和 471.6 亿元, 均位列大重庆第一名。根据公司公告, 2018 年全年公司在重庆区域市场份额达 8.79%, 同比增长 31%, 龙头地位稳固。

图 19: 2019 年公司销售金额位列大重庆第一名



数据来源: 克而瑞, 中达证券研究

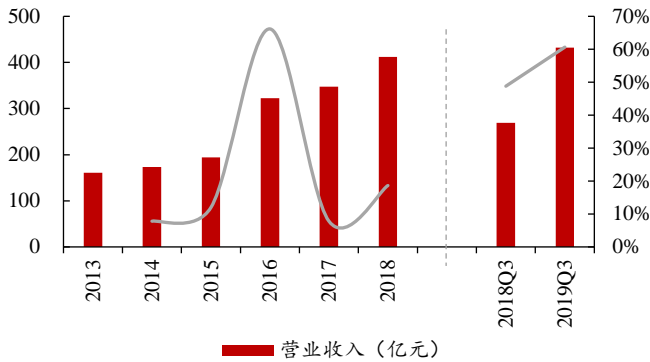


5. 业绩增长显著，融资渠道畅通

5.1 经营业绩增长显著，多元布局顺利推进

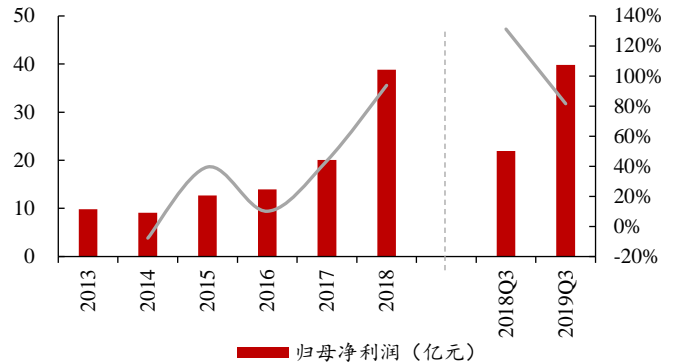
营收利润高增，盈利水平优化。公司 2018 年实现营业收入 412.3 亿元（+18.6%），自 2013 年起年复合增长率 20.7%；归母净利润 38.9 亿元，（+93.9%），自 2013 年起年复合增长率 31.6%。2019 年前三季度，公司实现销售金额 1255 亿元（+45%），营业收入 432.0 亿元（+60.7%），归母净利润 39.8 亿元（+81.7%），规模增长迅速。公司未结算资源丰富，2019 年前三季度实现预收账款 1043.2 亿元（+49.5%），后续业绩增长可期。公司自 2011 年上市以来累计实施 8 次现金分红，2016 年起股利支付率大幅上升，巩固股东基础。公司毛利率由 2016 年的 20.7% 稳步增长至 2019 年第三季度的 30.1%，核心利润率由 2016 年的 3.7% 快速增长至 2019 年第三季度的 9.4%，盈利水平稳步提升。

图 20：公司营收增速较快



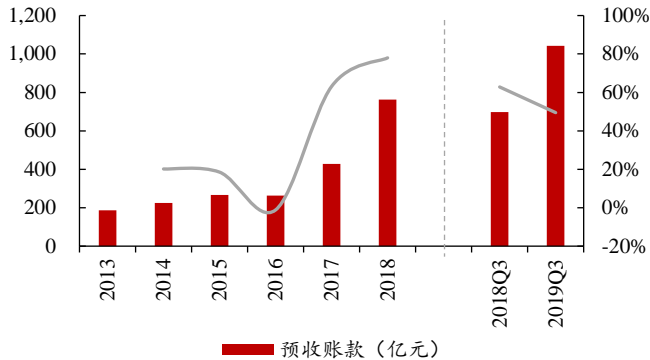
数据来源：Wind，中达证券研究

图 21：公司 2018 年归母净利润大幅增长



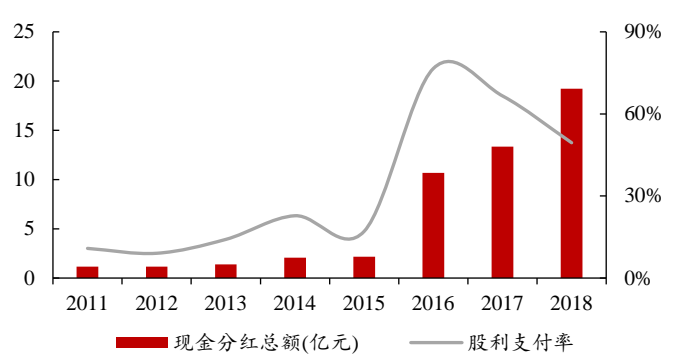
数据来源：Wind，中达证券研究

图 22：预收账款快速提升，保障后续结算



数据来源：Wind，中达证券研究

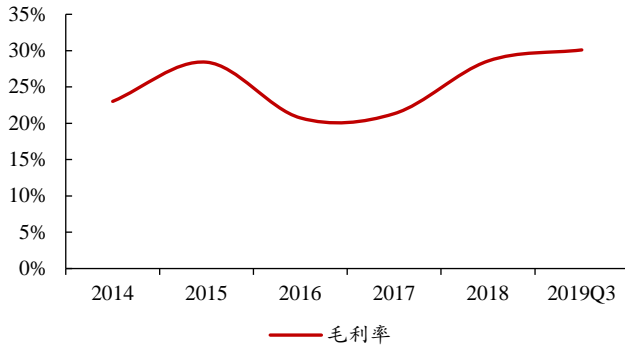
图 23：重视股东回报，近年股利支付率大幅提升



数据来源：Wind，中达证券研究

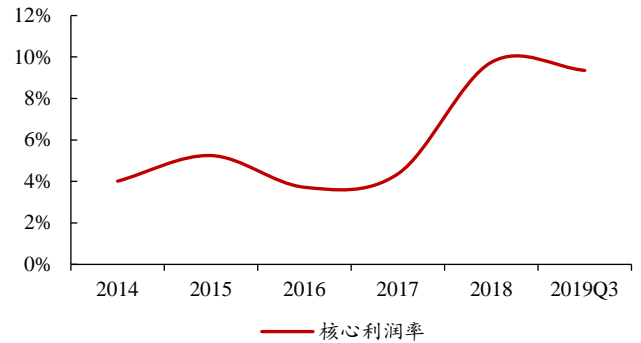


图 24: 毛利率稳中有升, 盈利能力良好



数据来源: Wind, 中达证券研究

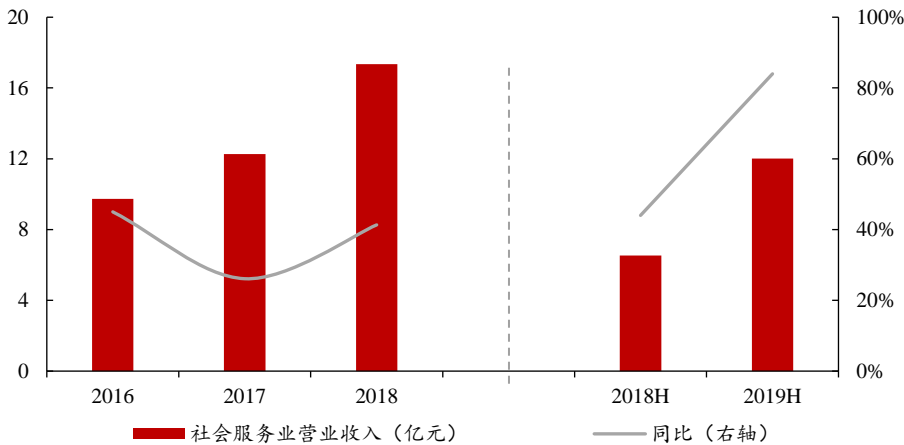
图 25: 近年核心利润率提升较大



数据来源: Wind, 中达证券研究

以“美好你的生活”为使命，社区生活服务稳步增长。公司结合业主需求将传统的物业管理升级为“美好生活服务商”，提供多元化的专业服务，包括物业管理服务、园区经营服务、咨询服务、科技服务等主要业务类型。业务覆盖全国24个省、直辖市、自治区。2019年上半年，公司社区生活服务业实现营业收入12.02亿元，同比增长约84%，实现净利润1.59亿元，同比增长约260%，新增合同管理面积3500万平，累计合同管理面积达2.39亿平，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。

图 26: 社区生活服务营收稳步增长



数据来源: Wind, 中达证券研究



5.2 融资渠道畅通，财务状况稳健

融资渠道多元，资金情况畅通。公司不断提高自身的融资能力并不断创新使用各种金融工具，充分使用各种资本市场融资工具，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，已具备较强的经验和能力。2019年12月，公司获证监会核准发行面值总额不超过50亿元的公司债券，融资渠道畅通。丰富多元的融资渠道能够保障公司资金安全，增强风险抵御能力。

表 5：积极拓展多元融资渠道，保障资金情况安全可控

起息日	债券类型	发行规模（亿元）	币种	期限	票面利率
2019-01-08	一般短期融资券	12.0	CNY	1年	6.50%
2019-01-15	一般中期票据	10.0	CNY	2年	7.00%
2019-01-22	超短期融资债券	7.0	CNY	180天	5.87%
2019-03-11	一般公司债	20.0	CNY	4年	6.90%
2019-04-16	一般中期票据	13.0	CNY	2年	6.58%
2019-04-26	超短期融资债券	8.0	CNY	270天	5.86%
2019-06-20	企业债	3.0	USD	2年	8.38%
2019-07-08	一般公司债	15.8	CNY	3年	6.50%
2019-12-18	超短期融资债券	12.0	CNY	270天	5.89%
2020-02-20	一般公司债	4.0	CNY	5年	6.30%
2020-02-20	一般公司债	19.0	CNY	3年	6.00%

数据来源：Wind，中达证券研究

表 6：公司融资成本保持在合理区间

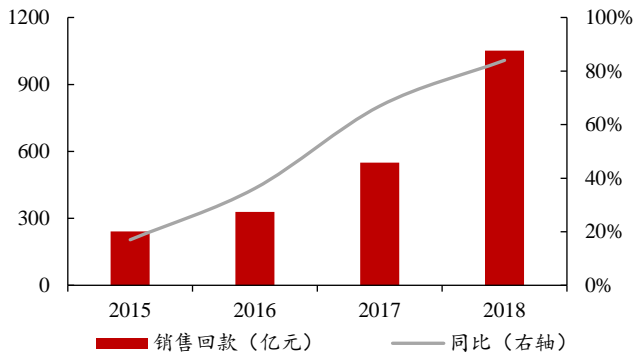
项目	期末余额（亿）	余额占比	融资成本区间	期限结构
银行贷款	601.28	62.27%	4.28%-10.00%	1-14年
非银行金融机构贷款	164.75	17.06%	7.50%-11.50%	1-2年
债券类	199.51	20.66%	4.70%-8.38%	0.5-6年
合计	965.54	100.00%		

数据来源：公司公告，中达证券研究；数据截至2019年中期

回款状况较好，财务日趋稳健。公司深入贯彻以财务指标为核心的经营管理理念，持续提高财务管理水平。公司2018年实现销售回款1051亿元，同比增长84%，回款率高达88%，保障公司现金情况维持健康。2018年末公司货币资金余额近300亿元，较上年底增长60.3%，有效覆盖短期负债。金融机构整体授信金额约1550亿元，财务状况健康稳健。扣除预收账款后资产负债率降至50.57%，较2017年降低7.99个百分点，净负债率亦有所下降。整体而言，公司财务状况日趋稳健，支持公司稳定发展。

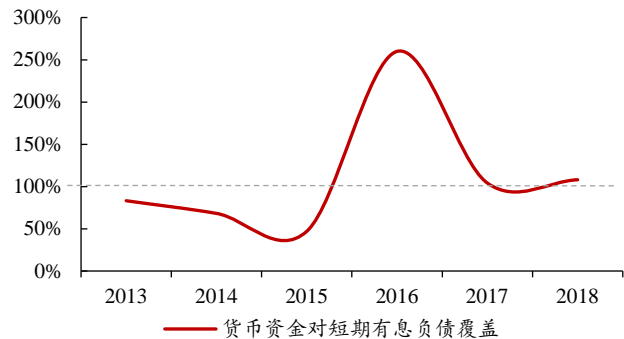


图 27: 回款持续增长且增速加快, 维持公司稳步发展



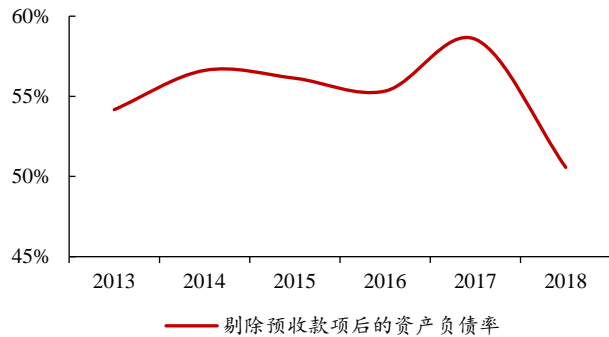
数据来源: 公司公告, 中达证券研究

图 28: 公司近年货币资金有效覆盖短期有息负债



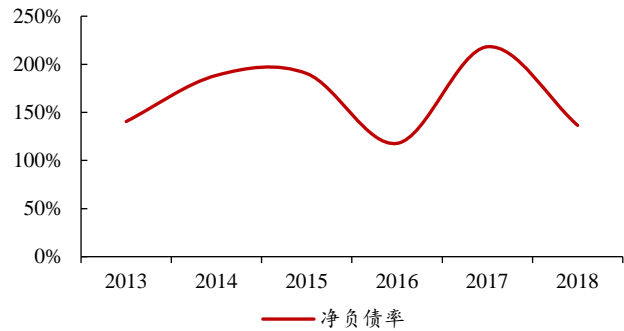
数据来源: 公司公告, 中达证券研究

图 29: 2018年剔除预收账款后的资产负债率较2017年降低7.99pct



数据来源: Wind, 中达证券研究

图 30: 公司净负债率近年有所优化



数据来源: Wind, 中达证券研究

表 7: 财务状况稳健, 评级表现良好

机构	评级	展望
穆迪	B1	稳定
标普	B+	稳定
中诚信	AAA	稳定
联合评级	AA+	稳定
大公国际	AA+	稳定

数据来源: Bloomberg, Wind, 中达证券研究



6. 激励充分管控提升，志存高远增长可期

员工持股调动积极性和创造性，实现员工与公司价值共成长。2019年12月，公司实施2019至2023年员工持股计划之一期持股计划，计划资金总额不超过25亿元，涉及的标的股票数量预估为3.62亿股，约占公司现有股本总额的6.77%。参与该计划的总人数预计不超过2500人，该计划拟向员工筹集资金总额不超过12.5亿元。截至2020年2月20日，一期持股计划已在深交所集中竞价方式累计买入公司股票共计515.2万股，占公司总股本的0.96%，成交均价6.58元/股（2月26日收盘价7.61元/股）。此次员工持股计划参与对象较多，涉及规模较大，将进一步调动全体员工的积极性和创造性，实现公司持续健康发展。

管控加强，效率提升。运营管控方面，公司按照专业集权的总体思路强化运营管理并优化授权体系，对地产项目进行动态管控，从而调整全集团项目的运营节奏，保持快进快出的高周转率。公司根据市场情况对部分适销项目的开发和销售节奏进行提速，并提供了充足的适销对路产品，有效提升了项目关键节点的按期达成率。另一方面，公司核心管理团队成熟稳定，同时拥有较强的专业能力和丰富的管理经验。

跨越千亿，志存高远。公司2018年销售目标为1000亿元，而2018年销售额为1188亿元，同比增长约81%，已达到千亿规模；而2019年公司设立的目标为冲击销售规模1500亿元，2019年1-9月，公司实现销售金额约1255亿元，同比增长约45%，已超1500亿元目标的八成。中期目标方面，公司确立了2020年冲击2000亿销售额的较高目标（包含所有业务板块）。公司目前战略定位清晰，在手资源优质丰富，同时激励机制充分、动力充足。在高远业绩目标的指引激励下，公司发展有望迎来新跨越。



7. 估值与投资建议

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 9.18 元。预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为人民币 0.99 元、1.29 元、1.63 元，同比增长 30.9%、31.0%、26.1%。考虑到全国化布局后进一步的增长空间充足，预计毛利率维持约 30%，公司发展潜力充足，给予 NAV 折让 35%，对应 2019 年 9.3 倍 PE，目标价人民币 9.18 元，较现价空间达 21.9%。（最新股价为 2020 年 2 月 28 日收盘价）

表 8：金科股份 NAV 14.12 元/股

NAV 增厚	504.00
归母净权益（亿元，2019 年中期）	249.95
NAV 合计（亿元）	753.95
总股本（亿股，2019 年中期）	53.40
每股 NAV（元/股）	14.12
2 月 28 日股价（元）	7.53
NAV 折让	46.67%

数据来源：中达证券研究



8. 风险提示

- 1) 重庆地产市场供需改善或存反复；
- 2) 融资收紧影响公司财务状况。



损益表

人民币百万	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	34,758	41,234	56,206	73,686	92,254
营业成本	-27,348	-29,453	-39,170	-51,293	-64,126
毛利润	7,409	11,781	17,036	22,393	28,128
销售费用	-1,808	-2,562	-3,260	-4,347	-5,628
管理费用	-1,512	-2,340	-3,204	-3,832	-4,456
EBIT	2,960	5,469	8,493	11,340	14,355
利息支出	-559	-543	-1,214	-1,444	-1,566
利息收入	123	537	420	430	428
投资收益	258	-186	-101	107	-143
其他收入	248	73	149	98	113
税前利润	2,943	5,210	7,695	10,377	13,058
所得税	657	1,190	1,708	2,408	3,069
少数股东损益	281	135	726	1,076	1,296
核心净利润	1,695	4,019	5,261	6,894	8,693
股权数	5,340	5,340	5,340	5,340	5,340
核心 EPS	0.32	0.75	0.99	1.29	1.63

资产负债表

人民币百万	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
投资物业	2,891	3,615	7,450	8,464	9,678
其他非流动资产	5,859	6,375	7,610	7,200	7,606
长期股权投资	4,427	7,368	10,968	14,468	17,889
非流动资产合计	13,176	17,357	26,028	30,132	35,173
存货	107,221	160,835	209,263	259,554	316,238
应收账款	1,504	1,589	2,387	2,725	3,159
现金	18,627	29,852	34,711	40,014	45,511
其他流动资产	16,835	21,065	29,675	33,237	36,675
总资产	157,364	230,699	302,064	365,662	436,756
流动负债合计	84,294	137,626	191,241	236,597	290,997
长期借款	37,244	47,370	55,157	61,169	65,669
其他非流动负债	0	0	0	0	0
递延所得税	1,162	1,536	2,324	2,584	2,789
非流动负债合计	50,704	55,307	70,181	80,453	87,158
少数股东权益	2,597	14,586	15,311	16,387	17,683
归属母公司股东权益	19,769	23,181	25,331	32,225	40,919
总负债和权益合计	157,364	230,699	302,064	365,662	436,756

现金流量表

人民币百万	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
税前利润	2,943	5,210	7,695	10,377	13,058
营运资本变动	-11,174	-3,107	-5,849	-6,334	-6,683
其他	-254	-774	-265	-965	-1,221
经营性现金流合计	-8,486	1,329	1,581	3,079	5,154
投资物业	-5,760	-4,464	-6,962	-4,514	-4,635
其他	-4,142	-3,538	-1,583	449	-652
投资性现金流合计	-9,902	-8,001	-8,544	-4,065	-5,287
自由现金流	-18,388	-6,672	-6,963	-986	-133
每股自由现金流	-3.44	-1.25	-1.30	-0.18	-0.02
权益融资	757	9,370	0	0	0
债权融资	25,654	15,753	16,078	7,720	7,192
其他	-7,101	-7,148	-4,255	-1,431	-1,562
融资性现金流合计	19,310	17,975	11,823	6,289	5,630
现金变动合计	922	11,303	4,859	5,303	5,497
期初现金	17,259	18,181	29,852	34,711	40,014
期末现金	18,181	29,484	34,711	40,014	45,511

财务分析 (%)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利润率	21.3%	28.6%	30.3%	30.4%	30.5%
经营利润率	8.5%	13.3%	15.1%	15.4%	15.6%
核心净利率	4.9%	9.7%	9.4%	9.4%	9.4%
营收增长率	7.8%	18.6%	36.3%	31.1%	25.2%
EBIT 增长率	14.1%	84.8%	55.3%	33.5%	26.6%
核心净利增长率	24.5%	137.0%	30.9%	31.0%	26.1%
核心 EPS 增长率	24.6%	137.0%	30.9%	31.0%	26.1%
每股净资产	3.70	4.34	4.74	6.04	7.66
利息覆盖倍数	5.30	10.07	6.99	7.85	9.16
净负债资本率	66.8%	55.4%	56.3%	50.0%	45.4%
净负债率	218.2%	136.5%	153.5%	132.9%	112.8%
总资产周转率	26.1%	21.3%	21.1%	22.1%	23.0%
资产权益比	796.0%	995.2%	1192.4%	1134.7%	1067.4%
ROA	1.1%	1.9%	1.8%	2.1%	2.2%
ROE (平均)	8.5%	18.7%	21.7%	24.0%	23.8%
ROCE	2.5%	4.8%	5.2%	5.7%	6.3%



分析师声明

申思聪，主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师，在此声明：

- (1) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了该分析师个人对标的公司及其股票的看法；
- (2) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点或我司投资银行部相联系；
- (3) 该分析师未直接或间接地受我司投资银行部授意或向我司投资银行部报告；
- (4) 标的公司不处于证监会操守准则16.5(g)定义的安静期内；
- (5) 该分析师未于本研究报告涉及的上市公司任高级职员；
- (6) 该分析师及/或其助理与本研究报告涉及的上市公司无利益关系。

评级说明

报告中涉及的评级以报告发布后12个月内市场表现为比较标准，A股市场以沪深300指数为基准，港股市场以恒生指数为基准。

1) 股票评级：

- 买入——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
- 增持——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间；
- 持有——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间；
- 卖出——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

2) 行业评级：

- 强于大市——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
- 中性——相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
- 弱于大市——相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明

中达证券投资有限公司与本报告所涵盖的公司或有业务往来。因此，投资者应该意识到公司可能存在利益冲突，这可能会影响报告的客观性。投资者在做出投资决策时，应仅将本报告视为参考因素之一。

本研究报告所提供的任何资料仅供参考，并不考虑任何特定接受者的投资目标、财务状况或风险承受能力，也不构成任何招标或买卖任何证券或任何其他金融工具的要约。本报告并未经香港证监会审核。投资有风险，在签订任何投资合同之前，个人应在必要时做出判断或寻求专业意见。

本报告所载资料来自中达证券投资有限公司认为可靠的来源，但在本报告所载材料的准确性、完整性或可靠性方面，中达证券投资有限公司不提供任何明示或暗示的表述或保证。所有与价格相关的信息均为指导性信息，本报告中提到的投资价值 and 来自这些信息的收入可能会波动。本报告所载资料随时可能有所改变，中达证券投资有限公司不承诺就该等更改发出通知。



过往业绩不能代表未来表现，未来回报不可保证，并可能发生本金的损失。中达证券投资有限公司及其附属公司、高级职员、董事和雇员可能不时买卖本报告中提到的证券、认股权证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具。

在任何情况下，本报告中的信息或意见均不构成对任何人的投资建议。中达证券投资有限公司或中达证券投资有限公司的任何其他成员在任何情况下均不对依赖本报告内容发生的任何第三方的作为或不作为造成的任何直接、间接、后果或附带损失承担责任。

本报告不会发送或打算发送给任何处于此种发送、公布、提供或使用将违反任何法律、条例、规则或其他登记或执照要求的任何地方、国家或其他管辖范围内的个人或实体使用。

本报告在香港只向专业投资者（定义见《证券及期货条例》（香港法律第571章）及在香港颁布的任何法规）以及不违反香港证券法的情况下分发。

未经中达证券投资有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、发送或出版本报告。中达证券保留所有权利。