



## 业绩高增财务优化，发力拓储增长可期

### ——金科股份 2019 年报点评

**事件：**金科股份发布 2019 年报，实现营业收入 677.7 亿元（增长+64.4%），归母净利润 56.8 亿元（增长+46.1%）。

**营收快速增长，盈利能力相对平稳。**公司 2019 年实现营业收入 677.7 亿元（增长+64.4%），归母净利润 56.8 亿元（增长+46.1%）。营收大幅增长主要来源于前期销售增长，2017-2019 年销售额增速分别达 97.5%、88.6%及 56.6%。盈利水平方面，公司 2019 年毛利率达 28.8%，较去年略有提升（2018 年：28.6%）；归母净利率达 8.4%，较去年有所下降（2018 年：9.4%），主要由于存货跌价损失大幅上升及结算项目权益比例略有下降，资产减值损失占营收比例提升至 1.4%（2018 年：0.1%），少数股东权益的营收占比提升至 1.0%（2018 年：0.3%）。

**区域布局更趋平衡，拿地强度保持高位。**公司土地储备充足，截至 2019 年末总可售面积近 6700 万平方米，其中重庆占比降至 29%，区域布局更趋平衡；同时，公司 2018 及 2019 年新购地权益比例分别为 63.9%及 63.3%，2019 年河南、华北等公司布局较少的地区新增低权益项目较多，以合作方式拿地有利于公司全国化布局的推进。公司 2019 年拿地强度进一步提升，全年新拿地面积达 3323 万平方米，与销售面积之比达 174.4%（2018 年：153.1%），将对后续销售高速增长提供保障。2019 年新拿地成本 2672 元/平，占销售均价的 27.4%（2018 年：38.5%），利润空间更加充足。

**流动性改善，杠杆水平优化。**随着销售金额快速增长，2019 年末公司预收款项达 1147 亿元（增长+50.4%），充分保障后续业绩释放。同时，公司流动性明显改善，2019 年销售回款达 1610 亿元（增长+53%），经营性现金流净额达 22.4 亿元（增长+68%），货币资金 360 亿元，有效覆盖短期负债，现金短债比达 1.10 倍（2018 年：1.08 倍）。公司杠杆水平随利润结转有所优化，2019 年净负债率较 2018 年下降 16.3pct 至 120.2%。**公司在快速扩张的同时财务指标不断优化，流动性的改善及杠杆水平的优化将助力公司持续健康发展。**

**维持“买入”评级，目标价人民币 10.7 元。**预测公司 2020-2021 年 EPS 分别为人民币 1.34 元/1.68 元，归母净利润同比增长 26.5%/25.1%。考虑到公司维持较高的拿地强度，土地资源更为丰沛，预测公司 NAV 提升 8.1%至人民币 814.7 亿元。考虑到公司充分的激励及高效的运营，我们将 NAV 折让由 35%下调至 30%，目标价由人民币 9.18 元上调 16.3%至人民币 10.7 元，对应 2020 年 8.0 倍 PE，较现价空间达 51.1%。（最新股价为 2020 年 3 月 23 日收盘价）

金科股份  
000656.SZ

**买入**  
(维持)

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

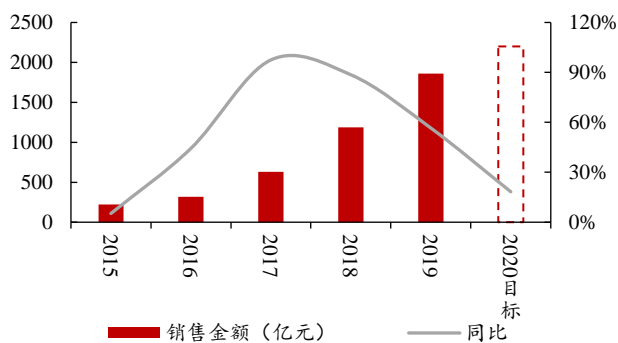
zhugelianxin@cwghl.com

财务摘要(百万人民币)	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	34,758	41,234	67,773	85,144	105,663	131,023
(+/-)%	8%	19%	64%	26%	24%	24%
毛利	7,409	11,781	19,543	24,956	31,054	38,639
归母净利润	2,005	3,886	5,676	7,178	8,979	11,225
(+/-)%	44%	94%	46%	26%	25%	25%
PE	18.83	9.72	6.65	5.26	4.20	3.36
PB	1.91	1.63	1.38	1.17	0.91	0.72



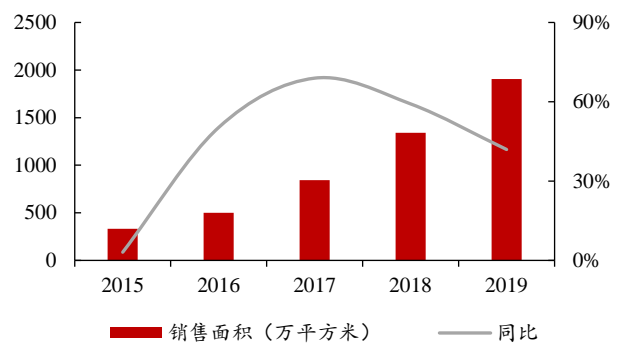
营收快速增长，盈利能力相对平稳。公司2019年实现营业收入677.7亿元（增长+64.4%），归母净利润56.8亿元（增长+46.1%）。营收大幅增长主要来源于前期销售增长，2017-2019年销售额增速分别达97.5%、88.6%及56.6%。盈利水平方面，公司2019年毛利率达28.8%，较去年略有提升（2018年：28.6%）；归母净利率达8.4%，较去年有所下降（2018年：9.4%），主要由于存货跌价损失大幅上升及结算项目权益比例略有下降，资产减值损失占营收比例提升至1.4%（2018年：0.1%），少数股东权益的营收占比提升至1.0%（2018年：0.3%）。

**图1：公司2019年实现销售金额1860亿元，同比增长56.6%**



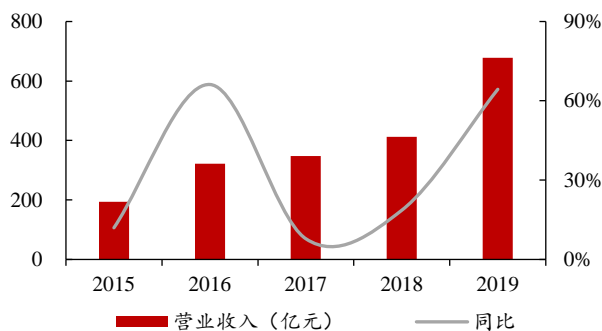
数据来源：公司公告，中达证券研究

**图2：公司2019年实现销售面积1905万平方米，同比增长42.0%**



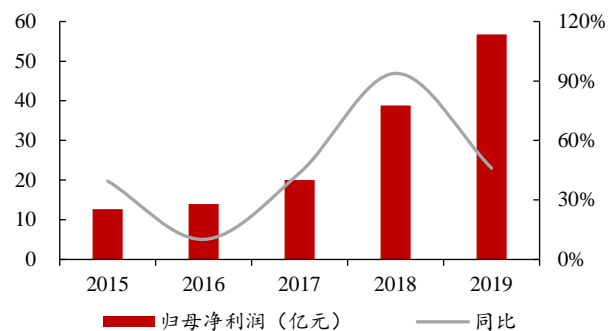
数据来源：公司公告，中达证券研究

**图3：公司2019年营业收入677.7亿元，同比增长64.4%**



数据来源：公司公告，中达证券研究

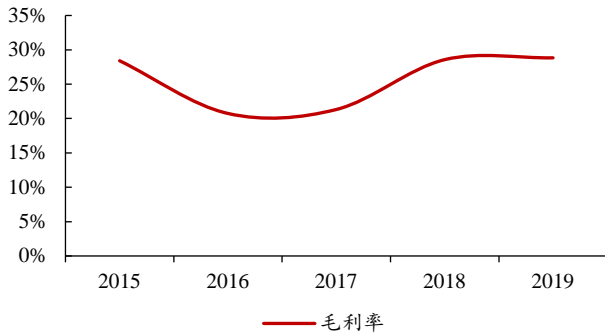
**图4：公司2019年实现归母净利润56.8亿元，同比增长46.1%**



数据来源：公司公告，中达证券研究

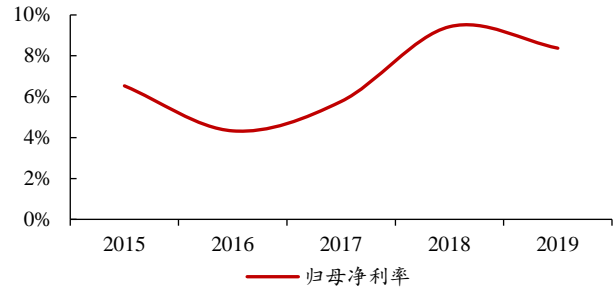


图 5：公司毛利率保持稳定



数据来源：公司公告，中达证券研究

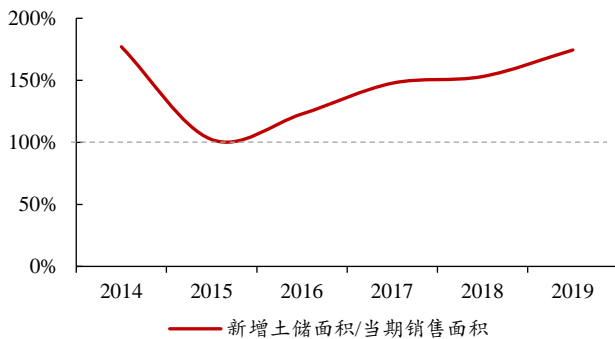
图 6：受资产减值损失及结算项目权益比例下降影响，归母净利率有所下降



数据来源：公司公告，中达证券研究

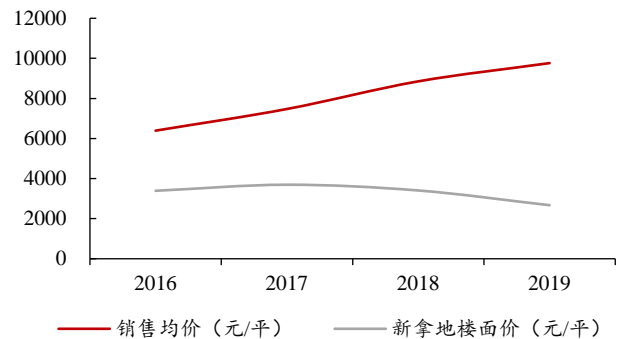
**区域布局更趋平衡，拿地强度保持高位。**公司土地储备充足，截至 2019 年末总可售面积近 6700 万平方米，其中重庆占比降至 29%，区域布局更趋平衡；同时，公司 2018 及 2019 年新购地权益比例分别为 63.9% 及 63.3%，2019 年河南、华北等公司布局较少的地区新增低权益项目较多，以合作方式拿地有利于公司全国化布局的推进。公司 2019 年拿地强度进一步提升，全年新拿地面积达 3323 万平方米，与销售面积之比达 174.4%（2018 年：153.1%），将对后续销售高速增长提供保障。2019 年新拿地成本 2672 元/平，占销售均价的 27.4%（2018 年：38.5%），利润空间更加充足。

图 7：公司拿地强度保持高位并进一步提升



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 8：2019 年新拿地楼面价仅占全年销售均价的 27.4%，利润空间充足

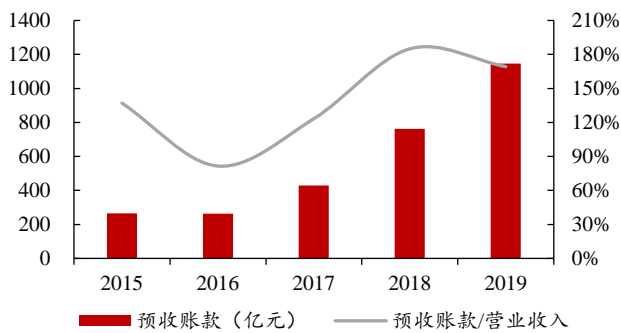


数据来源：公司公告，中达证券研究



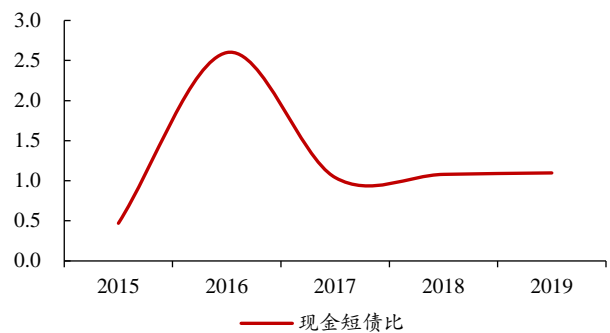
流动性改善，杠杆水平优化。随着销售金额快速增长，2019 年末公司预收款项达 1147 亿元（增长+50.4%），充分保障后续业绩释放。同时，公司流动性明显改善，2019 年销售回款达 1610 亿元（增长+53%），经营性现金流净额达 22.4 亿元（增长+68%），货币资金 360 亿元，有效覆盖短期负债，现金短债比达 1.10 倍（2018 年：1.08 倍）。公司杠杆水平随利润结转有所优化，2019 年净负债率较 2018 年下降 16.3pct 至 120.2%。公司在快速扩张的同时财务指标不断优化，流动性的改善及杠杆水平的优化将助力公司持续健康发展。

图 9：2019 年预收账款达 1147 亿元，充分保障业绩释放



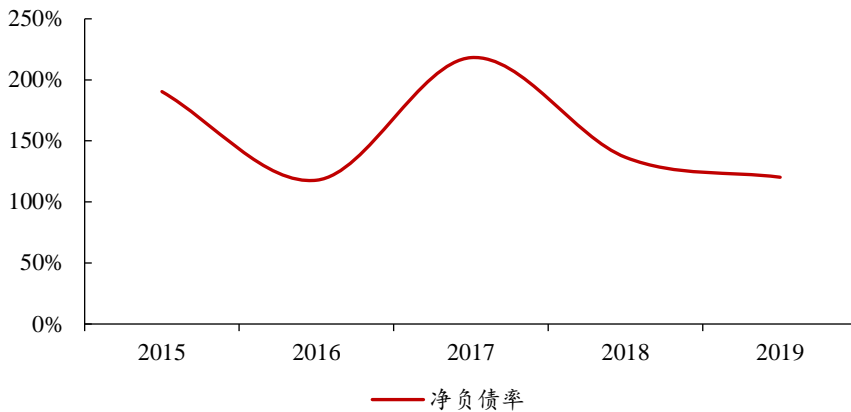
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 10：现金短债比有所提升，2019 年达 1.10 倍



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 11：净负债率稳步下行，杠杆水平优化



数据来源：公司公告，中达证券研究



维持“买入”评级，目标价人民币 10.7 元。预测公司 2020-2021 年 EPS 分别为人民币 1.34 元/1.68 元，归母净利润同比增长 26.5%/25.1%。考虑到公司维持较高的拿地强度，土地资源更为丰沛，预测公司 NAV 提升 8.1% 至人民币 814.7 亿元。考虑到公司充分的激励及高效的运营，我们将 NAV 折让由 35% 下调至 30%，目标价由人民币 9.18 元上调 16.3% 至人民币 10.7 元，对应 2020 年 8.0 倍 PE，较现价空间达 51.1%。（最新股价为 2020 年 3 月 23 日收盘价）

**表 1：金科股份 NAV 约人民币 15.26 元/股**

NAV 估值（人民币亿元）	2020
NAV 增厚	541.03
归母净权益（2019 年末）	273.67
NAV 合计	814.70
总股本（亿股，2019 年末）	53.40
每股 NAV（人民币元/股）	15.26
3 月 23 日股价（人民币元/股）	7.07
NAV 折让	53.66%

数据来源：中达证券研究

**风险提示：**

调控政策存在一定不确定性；公司销售结算或存一定不确定性。



**损益表**

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	41,234	67,773	85,144	105,663	131,023
营业成本	-29,453	-48,230	-60,188	-74,609	-92,384
毛利润	11,781	19,543	24,956	31,054	38,639
销售费用	-2,562	-4,215	-5,705	-6,868	-8,254
管理费用	-2,340	-2,689	-4,853	-5,706	-7,075
EBIT	5,469	9,891	11,247	14,465	17,937
利息支出	-543	-966	-1,215	-1,673	-1,746
利息收入	537	184	494	477	445
投资收益	-186	186	253	347	460
其他收入	73	154	28	98	88
税前利润	5,210	8,335	10,818	13,659	17,162
所得税	1,190	1,978	2,510	3,183	4,033
少数股东损益	135	681	1,130	1,498	1,904
归母净利润	3,886	5,676	7,178	8,979	11,225
股权数	5,340	5,340	5,340	5,340	5,340
每股收益	0.73	1.06	1.34	1.68	2.10

**资产负债表**

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
投资物业	3,615	8,324	12,159	14,170	16,584
其他非流动资产	6,375	8,430	9,959	9,549	9,955
长期股权投资	7,368	13,622	16,322	20,212	24,446
非流动资产合计	17,357	30,376	38,440	43,930	50,985
存货	160,835	214,241	263,838	321,329	384,722
应收账款	1,589	2,280	3,616	3,908	4,487
现金	29,852	35,986	40,014	43,015	46,011
其他流动资产	21,065	38,722	45,938	49,516	56,162
总资产	230,699	321,605	391,845	461,699	542,367
流动负债合计	137,626	200,965	250,051	299,155	360,490
长期借款	47,370	52,382	61,169	67,181	70,681
应付债券	6,400	13,535	20,035	24,035	26,535
其他非流动负债	1,536	2,572	2,324	2,584	2,789
非流动负债合计	55,307	68,488	83,527	93,800	100,004
少数股东权益	14,586	24,784	25,914	27,412	29,316
归属母公司股东权益	23,181	27,367	32,353	41,332	52,557
总负债和权益合计	230,699	321,605	391,845	461,699	542,367

**现金流量表**

人民币百万	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
税前利润	5,210	8,335	10,818	13,659	17,162
营运资本变动	-3,107	-5,963	-4,758	-6,650	-8,092
其他	-774	-133	-1,645	-1,849	-2,715
经营性现金流合计	1,329	2,239	4,415	5,161	6,355
投资支出	-4,464	-5,714	-6,535	-5,901	-6,648
其他	-3,538	-6,275	-1,392	694	-25
投资性现金流合计	-8,001	-11,989	-7,927	-5,207	-6,673
自由现金流	-6,672	-9,750	-3,513	-46	-317
每股自由现金流	-1.25	-1.83	-0.66	-0.01	-0.06
权益融资	9,370	8,956	0	0	0
债权融资	15,753	17,815	11,024	4,707	5,055
其他	-7,148	-11,617	-3,484	-1,660	-1,742
融资性现金流合计	17,975	15,154	7,541	3,047	3,313
现金变动合计	11,303	5,403	4,028	3,001	2,996
期初现金	18,181	29,484	35,986	40,014	43,015
期末现金	29,484	34,887	40,014	43,015	46,011

**财务分析 (%)**

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利润率	28.6%	28.8%	29.3%	29.4%	29.5%
经营利润率	13.3%	14.6%	13.2%	13.7%	13.7%
净利润率	9.4%	8.4%	8.4%	8.5%	8.6%
营收增长率	18.6%	64.4%	25.6%	24.1%	24.0%
EBIT 增长率	84.8%	80.9%	13.7%	28.6%	24.0%
归母净利润增长率	93.8%	46.1%	26.5%	25.1%	25.0%
EPS 增长率	93.8%	46.1%	26.5%	25.1%	25.0%
每股净资产	4.34	5.13	6.06	7.74	9.84
利息覆盖倍数	10.07	10.24	9.26	8.65	10.27
净负债资本率	55.4%	52.0%	49.2%	43.8%	40.2%
净负债率	136.5%	120.2%	119.7%	103.6%	89.3%
总资产周转率	21.3%	24.5%	23.9%	24.8%	26.1%
资产权益比	995.2%	1175.2%	1211.2%	1117.1%	1032.0%
ROA	1.8%	1.9%	2.0%	2.2%	2.3%
ROE (平均)	18.1%	22.5%	24.0%	24.4%	23.9%
ROCE	4.7%	5.3%	5.5%	5.9%	6.5%





### 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。投资者在作出投资决策时，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。在签订任何投资合同之前，个人应在必要时作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。