



股权转让迈入新篇章，战投协同助力高增长

——金科股份股权出让点评

事件：融创中国子公司聚金物业向红星家具集团子公司广东弘敏转让金科股份11%股权，总价款46.99亿元。

融创中国自2016年来持续收购金科股份。融创中国于2016年9月认购金科股份非公开发行股份9.07亿股，2016年11月至2019年第一季度，融创中国陆续于公开市场收购6.60亿股金科股份。截至2020年4月14日，融创中国共持有金科股份15.67亿股，占当前总股本的29.35%，总成本约75.53亿元。本次股份出让涉及金科股份11%股权，出让总价款46.99亿元，出让后融创中国共持有9.80亿股金科股份，占当前总股本的18.35%。

战略意义凸显，协同合作共赢。红星家具集团1994年成立于江苏，主营家具制造销售及建材等产品销售。红星家具集团为金科股份最早的战略投资者之一，在金科上市前拥有其约6%股权。此次收购后，我们认为金科股份与红星家具集团可能存在三方面的协同。产业链方面，红星家具集团在家居方面的产业资源可能使金科精装修产品成本及建筑成本有所降低。运营方面，红星家具集团旗下红星美凯龙专注商业地产发展，红星美凯龙旗下爱琴海商业集团对购物中心进行筹建、招商及运营管理，提供全流程的商业不动产服务；红星家具集团在商业运营方面的经验可能对金科的运营能力带来一定提升。拿地方面，2017年起，金科土地拓展方式由招拍挂向收并购、城市更新、合作开发等方向转变，公司2018、2019年新拿地面积与销售面积之比分别达153.1%和174.4%，拿地强度维持高位，全国化拓展迅速；后续公司可能与红星家具集团的商业板块产生协同，探索新的土地拓展方式。

股权结构更趋稳定，激励充分管控提升。本次股权出让后，公司实际控制人仍为黄红云，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18.35%的股权，红星集团持有公司约11.04%的股权，其余公众股东合共持有公司约40.62%的股权，股权结构及公司经营更趋稳定。另一方面，公司激励较为充分，2019年12月实施规模25亿元的一期员工持股计划，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；2020年4月继续推出规模约4亿元的二期员工持股计划，涉及标的股票约占现有股本总额的0.94%，参与人数预计不超过2100人。公司激励规模较大且正稳步推进，稳定的经营和充分的激励有望使公司实现持续的健康发展。

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%。考虑到公司土地资源充沛，股份出让后有望与红星集团产生多方面协同，持续增长可期，维持NAV折让30%，目标价人民币10.7元，对应2020年8.0倍PE，较现价空间达29.3%。（最新股价为2020年4月14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 4699

shensicong@cwghl.com

SFC CE Ref: BNF 348

蔡鸿飞
分析师

+852 3958 4629

caihongfei@cwghl.com

SFC CE Ref: BPK 909

诸葛莲昕
分析师

+852 3700 7094

zhugelianxin@cwghl.com

SFC CE Ref: BPK 789

| 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% |
| 毛利润 | 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 |



融创中国自 2016 年来持续收购金科股份。融创中国于 2016 年 9 月认购金科股份非公开发行股份 9.07 亿股，2016 年 11 月至 2017 年 1 月于公开市场收购合计 3.30 亿股金科股份，2017 年 4 月于公开市场收购合计 0.99 亿股金科股份，2017 年 10 月至 2018 年 10 月于公开市场收购 1.42 亿股金科股份，2018 年 10 月至 2019 年第一季度陆续于公开市场收购 0.89 亿股金科股份。截至 2020 年 4 月 14 日，融创中国共持有 15.67 亿股金科股份，占当前总股本 29.35%，总成本约 75.53 亿元。本次股权转让涉及金科股份 11% 股权，总价款 46.99 亿元，出让后融创中国共持有 9.80 亿股金科股份，占当前总股本的 18.35%。

表 1：股份出让后融创中国持股比例下降至 18.35%

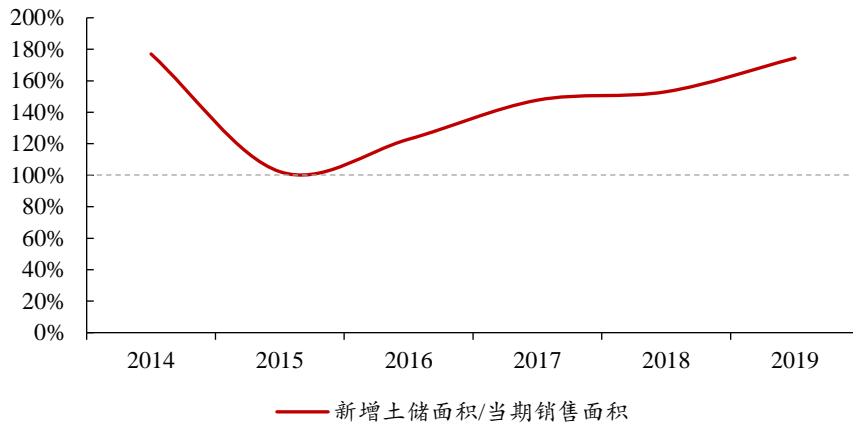
| 日期 | 获取方式 | 股份数变动（亿股） |
|-----------------------|--------|---------------|
| 2016/9/21 | 非公开发行 | 9.07 |
| 2016/11/11-2017/1/24 | 公开市场收购 | 3.30 |
| 2017/4/24-2017/4/28 | 公开市场收购 | 0.99 |
| 2017/10/20-2018/10/25 | 公开市场收购 | 1.42 |
| 2018/10/26-2018/12/31 | 公开市场收购 | 0.84 |
| 2019/1/1-2019/3/31 | 公开市场收购 | 0.05 |
| 2020/4/14 | 股份出让 | (5.87) |
| 融创中国持有股份数（亿股） | | 9.80 |
| 融创中国持股比例 | | 18.35% |

数据来源：公司公告，中达证券研究

战略意义凸显，协同合作共赢。红星家具集团 1994 年成立于江苏，主营家具制造销售及建材等产品销售。红星家具集团为金科股份最早的战略投资者之一，在金科上市前拥有其约 6% 股权。此次收购后，我们认为金科股份与红星家具集团可能存在三方面的协同。产业链方面，红星家具集团在家居方面的产业资源可能使金科精装修产品成本及建筑成本有所降低。运营方面，红星家具集团旗下红星美凯龙专注商业地产发展，截至 2019 年末，其经营的 87 家自营商场总面积达 773.7 万平方米，平均出租率 93.4%；红星美凯龙旗下爱琴海商业集团对购物中心进行筹建、招商及运营管理，提供全流程的商业不动产服务；红星家具集团在商业运营方面的经验可能对金科的运营能力带来一定提升。拿地方面，2017 年起，金科土地拓展方式由招拍挂向收并购、城市更新、合作开发等多点发力方向转变，公司 2018、2019 年新拿地面积与销售面积之比分别达 153.1% 和 174.4%，拿地强度维持高位，全国化拓展迅速；后续公司可能与红星家具集团的商业地产板块产生协同，探索新的土地拓展方式。



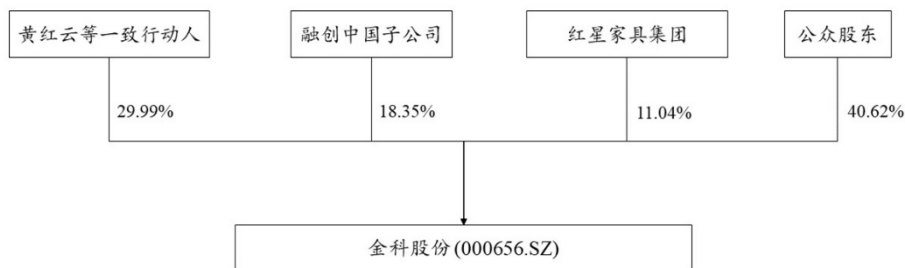
图 1：拿地强度保持高位并进一步提升



数据来源：公司公告, 中达证券研究

股权结构更趋稳定，激励充分管控提升。本次股权转让后，公司实际控制人仍为黄红云，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 18.35%的股权，红星集团持有公司约 11.04%的股权，其余公众股东合共持有公司约 40.62%的股权，股权结构及公司经营更趋稳定。另一方面，公司激励较为充分，2019 年 12 月实施规模 25 亿元的一期员工持股计划，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；2020 年 4 月继续推出规模约 4 亿元的二期员工持股计划，涉及标的股票约占现有股本总额的 0.94%，参与人数预计不超过 2100 人。公司激励规模较大且正稳步推进，稳定的经营和充分的激励有望使公司实现持续的健康发展。

图 2：公司股权结构更趋稳定



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%。考虑到公司土地资源充沛，股份出让后有望与红星集团开展战略合作，从而进一步拓宽拿地渠道，维持 NAV 30%，目标价人民币 10.7 元，对应 2020 年 8.0 倍 PE，较现价空间达 29.3%。

（最新股价为 2020 年 4 月 14 日收盘价）

表 2: 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 (亿元, 2019 年末) | 273.67 |
| NAV 合计 (亿元) | 814.70 |
| 总股本 (亿股, 2019 年末) | 53.40 |
| 每股 NAV (元/股) | 15.26 |
| 4 月 14 日股价 (元) | 8.26 |
| NAV 折让 | 45.86% |

数据来源：公司公告, 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。