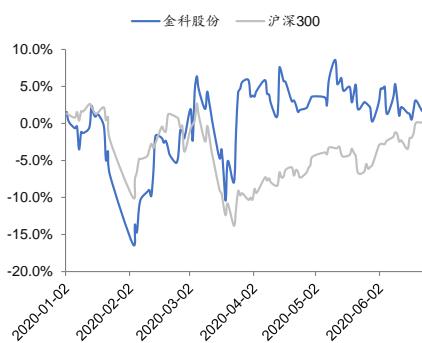


# 成长提速与质量兼顾，夯实主业携多元齐航

**投资评级：增持（首次）**

报告日期：	2020-06-24
收盘价（元）	7.80
近12个月最高/最低（元）	8.34/5.83
总股本（百万股）	5339.72
流通股本（百万股）	2792.56
流通股比例（%）	52.30
总市值（亿元）	416
流通市值（亿元）	218

公司价格与沪深300走势比较



**分析师：邹坤**

执业证书号：S0010520040001

邮箱：zoukun@hazq.com

**研究助理：王洪岩**

执业证书号：S0010120060026

邮箱：wanghy@hazq.com

## 主要观点：

### 销售逆势高增，业绩步入释放期

2019年，公司实现销售金额1860亿元、销售面积1905万平方米，同比分别增长57%、42%，位居克而瑞销售排行榜（全口径销售金额）第17位。2015-2019年，销售金额、销售面积复合增速分别达70%、55%，位居行业前列。2019年，公司实现营业收入678亿元，同比增长64%；实现归母净利润56.8亿元，同比增长46%。截至2019年末，公司预收账款达1147亿元，覆盖近一年营业收入约1.7倍，未来业绩逐步释放可期。

### 土储丰厚，深根固柢与跨区布局兼程

2016年起，公司拿地态度由保守转向积极。2015-2019年土地投资额及新增土储建面复合增速分别达96%和77%。截至2019年末，公司总可售面积近6700万平方米，对应当前销售均价估算，可覆盖2020年销售目标（2200亿元）近3倍，为销售规模稳步提升保驾护航。公司的土储布局调整与时俱进，目前已实现“三圈一带、八大城市群”等重点城市的深耕发展。可售面积中重庆占比降至29%，华东、西南（不含重庆）、华中、华南、华北占比分别达到22%、18%、16%、7%、5%，布局结构更趋均衡。

### “四位一体”协同发展，物业板块拟分拆上市

公司在夯实主业的同时，业务布局多维延伸。**金科服务**：截至2019年末，在管面积约2.55亿平方米，集团输送与外部拓展并行，规模稳步提升。金科股份4月发布关于分拆金科服务到境外上市的公告，若成功上市将进一步释放物业板块独立经营能力，同时有望增厚集团整体市值带动估值修复。**金科产业**：围绕智能制造、数字科技、健康科技、智慧建造等产业方向，构建产业综合运营服务体系，推动区域产业结构升级。**金科新能源**：截至2019年末，景峽、烟墩风电场全部实现并网发电，总装机容量达到40万千瓦，两个风电场全年上网电量共计103,076万千瓦时。

### “三维”激励机制，以人为本、提效降本

公司于2015年推出员工跟投与股票激励计划，将企业发展与员工收益充分绑定，有效调动全员积极性，确保新增项目质量优越、周转提速。目前已完成四期股票激励计划设立的业绩解锁条件，激励效果到位。2019年，公司推出员工持股计划，进一步拓宽员工分享企业成长红利的途径。多维度立体的激励机制，有效提升员工执行力、增强凝聚力、巩固向心力。

### 负债结构优化，慷慨分红提升投资吸引力

截至2019年末，公司净负债率降至120%，杠杆可控。积极拓宽融资渠道助力成本下行。2017-2019年现金分红比例分别为67%、49%、42%。2017、2018年股息率分别达5.18%和5.58%，高股息率或进

一步提升公司价值投资吸引力。

**投资建议：**公司 2018 年销售金额突破千亿关口，2019 年以 1860 亿元延续逆势高增。2016 年拿地态度转向积极后，土储规模稳步提升，跨区域布局持续推进。公司陆续实施“股权激励+跟投机制+员工持股”的综合激励机制，调动员工积极性，增强企业凝聚力、向心力，不断为公司精进赋能。通过强化销售回款及拓宽融资渠道优化负债结构实现杠杆可控，有望由融资催化规模提升向内源支撑持续发展转变。慷慨分红、高股息率或成企业价值投资另一亮点。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.32、1.62、1.96 元/股，相对当前股价 PE 为 5.92、4.81、3.98 倍。首次覆盖予以“增持”评级。

**风险提示：**销量不及预期，行业调控政策趋严，资金面超预期收紧等。

主要财务指标	单位:百万元			
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	67773	85645	106697	129946
收入同比(%)	64%	26%	25%	22%
归属母公司净利润	5676	7032	8665	10471
净利润同比(%)	46%	24%	23%	21%
毛利率(%)	28.84%	27.97%	27.73%	27.61%
ROE(%)	21%	22%	24%	24%
每股收益(元)	1.06	1.32	1.62	1.96
P/E	7.23	5.92	4.81	3.98
P/B	1.50	1.33	1.14	0.97

资料来源：wind，华安证券研究所

## 正文目录

1 公司概况：转型“美好生活服务商” .....	6
1.1 业务与布局双线拓展的渝派房企.....	6
1.2 股权之争落幕，结构清晰向稳.....	7
1.3 “四位一体”协同发展战略布局 .....	8
2 销售逆势高增，跨越千亿的后起之秀.....	10
2.1 高周转：行业发展模式切换，唯快不破.....	11
2.2 深耕与广拓并举，成渝大本营持续发力.....	11
2.3 强化开发前端：开工弹性调整，适时适量补货加推.....	13
2.4 产品创新能力：多品类覆盖，构建“东方人居”理念 .....	13
3 “内外兼修”拿地积极，土储布局持续优化 .....	15
3.1 逆势拿地力度不减，助力销售规模再提升.....	15
3.2 布局策略与时俱进，能级下沉外拓得力.....	17
3.3 多渠道拿地，成本管控得当、权益比企稳.....	20
3.4 土储丰厚待释放，布局更趋均衡.....	21
4 多元业务拓展，“四位一体”协同发展.....	22
4.1 金科服务：抢跑黄金赛道，规模稳步提升.....	22
4.2 金科新能源：产业升级转型，专业技术与金融服务结合 .....	25
4.3 金科产业：以产促城，以城兴产 .....	26
5 负债结构持续优化，业绩步入释放期.....	27
5.1 净负债率稳中有降，货币资金充裕.....	27
5.2 提效降本，业绩锁定性强 .....	29
5.3 盈利向好，高分红提升吸引力 .....	31
6 多维激励，铸就以人为核心竞争力 .....	32
6.1 股权激励：同创共赢，人才价值市场化.....	32
6.2 跟投机制：同舟共赢，项目维持高质量 .....	33
6.3 员工持股：卓越共赢，员工与企业并行 .....	34
风险提示 .....	36
财务报表与盈利预测 .....	37

## 图表目录

图表 1 公司发展历程大事记.....	7
图表 2 公司股权结构图（融创系减持前，2019 年末）.....	7
图表 3 公司股权结构（融创系减持后，截至 2020.5.21）.....	8
图表 4 公司业务构成.....	9
图表 5 公司营业收入构成（按业务类型）.....	9
图表 6 公司各业务毛利率水平（2019）.....	9
图表 7 金科股份销售金额及其同比.....	10
图表 8 金科股份销售面积及其同比.....	10
图表 9 主流房企 2015-2019 年销售金额复合增速.....	10
图表 10 公司主要房地产项目所在城市市场情况.....	11
图表 11 我国城镇化率.....	11
图表 12 公司主要布局城市销售金额及其同比.....	12
图表 13 公司主要布局城市市占率提升.....	12
图表 14 公司 2019 年销售金额构成（分城市）.....	12
图表 15 公司 2019 年销售面积构成（分城市）.....	12
图表 16 公司整体销售均价及其同比.....	13
图表 17 公司主要布局城市销售均价情况.....	13
图表 18 公司实际新开工情况.....	13
图表 19 公司计划新开工情况及完成率.....	13
图表 20 金科三大产品线简介.....	14
图表 21 公司产品模块标准化.....	15
图表 22 公司新增土储价款及其同比.....	16
图表 23 公司新增土储建面及其同比.....	16
图表 24 公司拿地力度逆势不减.....	16
图表 25 主流房企 2019 年拿地力度一览.....	17
图表 26 公司历年布局策略梳理.....	17
图表 27 公司房地产业务布局.....	18
图表 28 公司新增土储构成（按城市能级）.....	19
图表 29 公司新增土储构成（按经济区域）.....	19
图表 30 公司在成渝区域新增土储建面及其同比.....	19
图表 31 公司 2019 年一二线新增土储逾六成来自成渝.....	19
图表 32 公司历年新增布局城市情况.....	20
图表 33 公司拿地平均楼面价及地价售价比.....	20
图表 34 主流房企 2019 年楼面均价/销售均价.....	20
图表 35 公司新增权益建面及其同比.....	21
图表 36 公司新增土储权益比.....	21
图表 37 公司土地储备规模及其同比.....	21
图表 38 截至 2019 年末公司可售面积构成（按区域）.....	21
图表 39 2019 主要销售项目剩余可售面积（按城市能级）.....	22
图表 40 2019 主要销售项目剩余可售面积（按区域）.....	22
图表 41 2019 期末主要项目在建面积构成（按城市能级）.....	22

图表 42 2019 期末主要项目在建面积构成 (按区域) .....	22
图表 43 金科服务发展阶段一览.....	23
图表 44 2020 中国物业服务百强企业名单 TOP10 .....	23
图表 45 公司物管业务营业收入及其同比.....	24
图表 46 公司物管业务毛利率水平.....	24
图表 47 可比公司物业管理毛利率水平 (2019 年) .....	24
图表 48 物管上市公司募集资金规划用途.....	25
图表 49 可比物管上市公司估值表.....	25
图表 50 新能源板块营业收入及其同比.....	26
图表 51 公司新能源业务毛利率水平.....	26
图表 52 金科产业“360 度”服务平台 .....	27
图表 53 公司净负债率稳中有降 .....	28
图表 54 资产负债率及扣除预收账款后的负债率水平.....	28
图表 55 货币资金规模及其对短债覆盖倍数.....	28
图表 56 销售回款规模及其同比 .....	28
图表 57 公司 2019 年至今发债明细 .....	29
图表 58 公司有息负债余额及其同比.....	29
图表 59 公司有息负债余额构成 .....	29
图表 60 公司营业收入及其同比 .....	30
图表 61 公司归母净利润及其同比.....	30
图表 62 房地产销售收入及其同比.....	30
图表 63 房地产销售毛利率水平 .....	30
图表 64 销售管理费用率 (销售金额口径) .....	31
图表 65 三费及其占比总成本 .....	31
图表 66 预收账款及其同比 .....	31
图表 67 预收账款覆盖营收倍数 .....	31
图表 68 公司加权 ROE 水平 .....	32
图表 69 公司现金分红比例 .....	32
图表 70 首次授予的限制性股权解锁安排.....	32
图表 71 公司员工跟投房地产项目公司管理办法 (2019 年 2 月) .....	33
图表 72 公司部分主要跟投项目情况表.....	33
图表 73 员工持股计划梳理 (2019 年 6 月) .....	35
图表 74 员工持股计划一期内容梳理.....	35

# 1 公司概况：转型“美好生活服务商”

## 1.1 业务与布局双线拓展的渝派房企

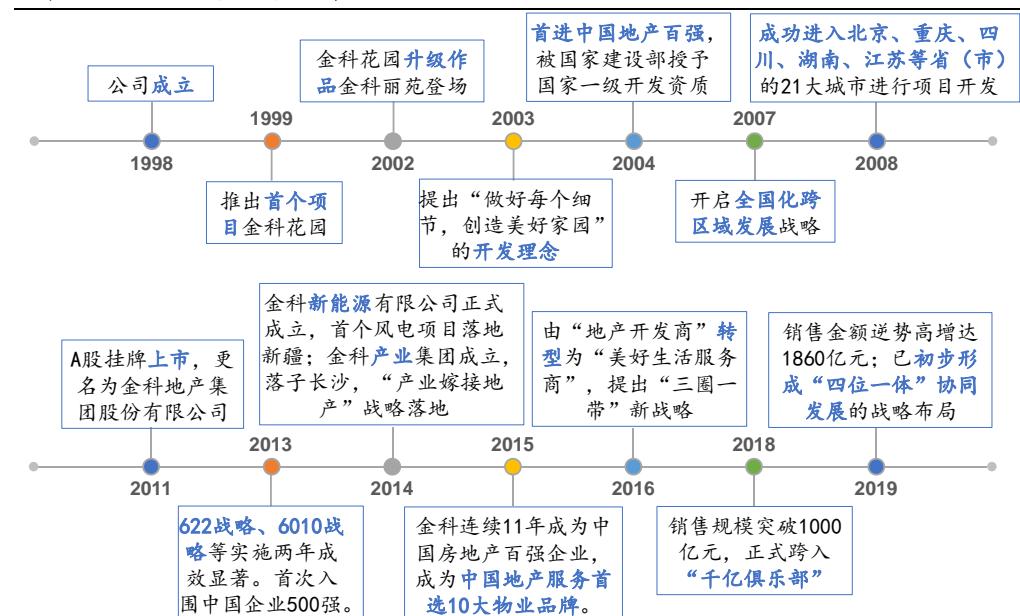
金科股份 (000656.SZ) 成立于 1998 年，经过 20 余年的发展，已形成以民生地产开发、科技产业投资运营、生活服务、文化旅游康养等相关多元化产业四位一体协同发展的业务格局。公司致力成为城市发展进程中领先的“美好生活服务商”。

**业务探索期 (1998-2006)：**公司于 1998 年成立后，次年推出第一个开发项目——金科花园，2000 年成立金科实业集团，并于 2001 年首进重庆市房地产开发企业 10 强。2002 年，公司将金科花园产品升级为金科丽苑，又于 2003 年推出首个花园洋房项目金科·天籁城。2004 年，公司首进中国地产百强，被国家建设部授予国家一级开发资质。同年，首个民居项目金科·中华坊推向市场。2006 年，公司五星级酒店“金科大酒店”登场，至此金科多元化战略展露雏形。这一阶段，公司在项目品类及产品定位上进行打磨，探索兼顾市场需求与公司规划并举的发展路径。公司成立之初，业务集中在中西部区域，为早期夯实主业提供大本营基础。

**布局拓展期 (2007-2015)：**2007 年，金科开始实施全国化跨区域发展战略，并于同年落子长三角的无锡。截至 2008 年底，公司成功进入北京、重庆、四川、湖南、江苏等省（市）的 21 个城市，全国土地储备总量超过 1000 万平方米。2011 年 8 月 23 日，公司成功登陆深交所，更名为金科地产集团股份有限公司，简称金科股份（股票代码：000656）。公司在投资战略方面，坚持“622”布局，即以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%。2013 年，公司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。为适应市场环境的变化，公司于 2015 年以后开始以“三圈一带”为城市群区域战略布局为导向，房地产业务主要布局“中西部、长三角、环渤海”三大区域，已进入全国 12 个省（市）进行房地产开发，开发项目主要集中于重庆、北京、苏州、青岛、成都等城市。这一阶段，公司借力资本市场推动跨区域布局提速，并灵活调整产品结构以实现稳步增长。

**转型提速期 (2016-至今)：**公司依托地产和服务，于 2016 年加快转型升级，以“地产+社区综合服务”连接用户，致力成为“美好生活服务商”，并计划在产品层面、用户层面及企业层面进行战略转变。如，企业层面从地产开发商逐渐转型为社区生活服务提供商，实现从重资产投资向轻资产运营的转变等。截至 2019 年末，公司的房地产业务板块已形成以住宅开发为主，辅以商业地产开发与运营、商业地产开发，发展模式以内生式增长与外延式增长并重。这一阶段，公司积极进行战略转型，夯实主业的同时，业务版图迎来拓展，构建“四位一体”协同发展格局。

图表 1 公司发展历程大事记

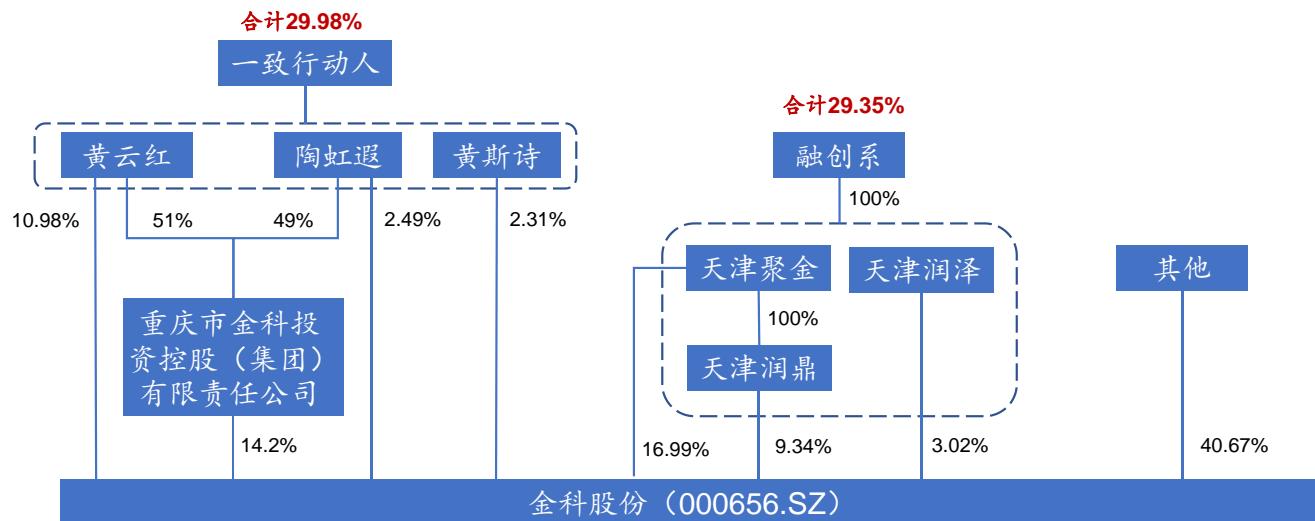


资料来源：公司官网，公司年报，华安证券研究所

## 1.2 股权之争落幕，结构清晰向稳

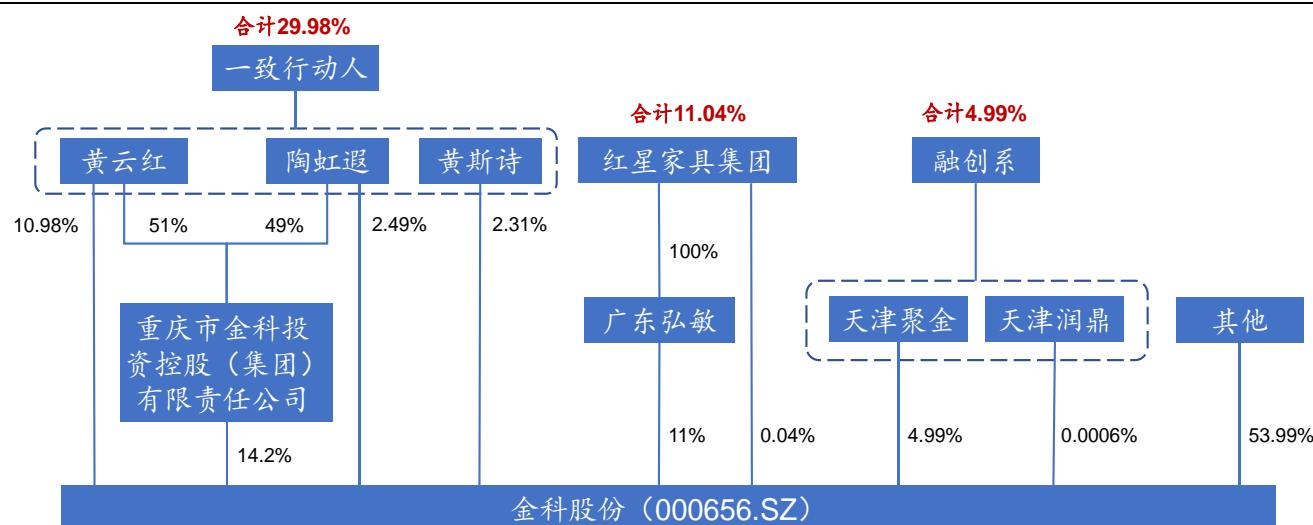
2015年8月，公司发布非公开发行A股股票预案，拟发行募集资金总额不超过45亿元，扣除发行费用后用于重庆·南川金科世界城一期等4个项目及偿还金融机构借款。2016年2月，公司发布预案修订稿。2016年11月，融创子公司天津聚金物业管理有限公司以4.41元/股的价格认购9.07亿股，占发售后总股本的16.96%，限售期12个月。此后，融创系（天津聚金、天津润鼎、天津润泽）陆续增持公司股票至2019年末的29.35%。融创入股一方面表明融创系看好公司未来发展；另一方面也带来控制权存在易主风险的预期。因此，市场对公司存在股权之争的担忧对前期股价产生了一定的压制。

图表 2 公司股权结构图（融创系减持前，2019年末）



自 2020 年 4 月起，融创系通过大宗交易的方式陆续减持公司股份，持股占比由高峰期的 29.35% 降至约 4.99%。公司 4 月 14 日公告显示，红星家具集团控股子公司广东弘敏通过协议转让方式受让天津聚金持有的公司的 5.87 亿股股份，占公司总股本的 11%，成为公司新股东。截至 2020 年 5 月 21 日，黄红云及其一致行动人以合计 29.98% 的持股比例为公司的实际控制人，广东弘敏（红星集团）以 11% 作为第二大股东，而融创系持股比例降至 5% 以下。股权之争的落幕有望缓解此前市场担忧对公司股价带来的抑制压力，稳定的股权结构或进一步释放公司成长动能。

图表 3 公司股权结构（融创系减持后，截至 2020.5.21）

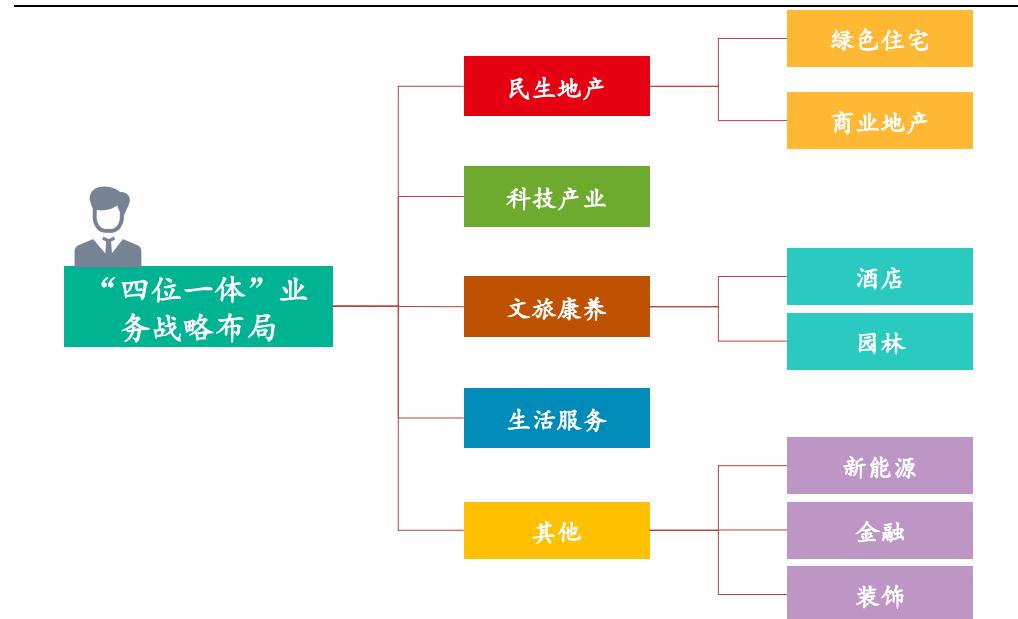


资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

### 1.3 “四位一体” 协同发展战略布局

公司未来将延续“四位一体”协同发展战略：(1) 民生地产：坚持“美好生活服务商”的战略定位，以“地产+服务”连接用户，构建“三圈一带、聚焦八大城市群”的区域战略；(2) 生活服务：巩固现有传统物业服务，开拓增值服务、智慧科技服务等增量业务的新空间；(3) 科技产业（园区）投资运营：秉承“以产促城、以城兴产，产城融合”的发展理念，围绕智能制造、数字科技、健康科技、智慧建造等产业方向，构建产业综合运营服务体系，推动区域产业结构升级，与国内外优质资源强强联合，实现入驻企业、政府平台与公司的共赢共利；(4) 文旅康养：尝试布局文旅康养产业，引进、嫁接国际国内具有独特优势的顶尖 IP 资源，打造城市新高度的文化旅游及康养品牌。公司通过多元化板块的配合，有望实现集团内部产业链生态闭环的构建。

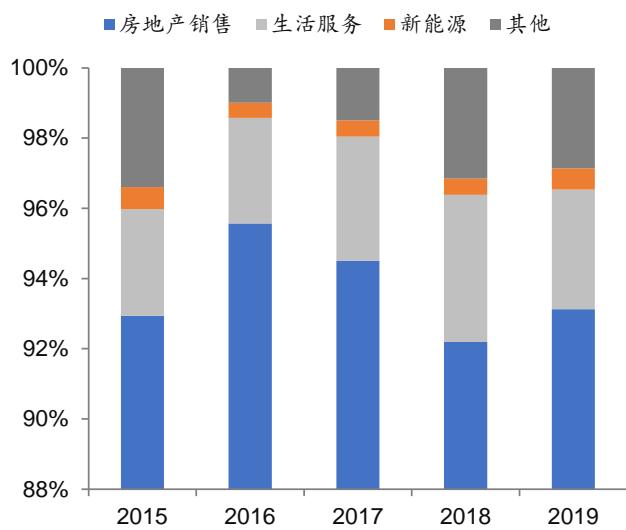
图表 4 公司业务构成



资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

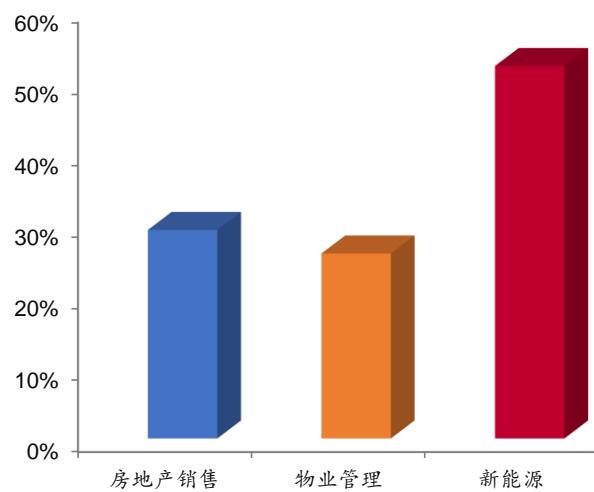
**(1) 各业务 2019 年营收贡献比：**(a) 房地产销售贡献 631.1 亿元，占比 93.12%，同比增长 66.05%；(b) 生活服务实现营收 23.10 亿元，占比 3.41%，同比增长 33.21%；(c) 新能源产业实现营收 4.15 亿元，占比仅 0.61%，但同比增长 121.02%。**(2) 各业务盈利能力：**2019 年房地产销售、生活服务、新能源板块毛利率分别为 29.12%、25.83% 和 52.01%，较上年同期分别增长 0.56、7.07 和 2.33 个百分点。房地产开发在业绩贡献方面依然处于首位，而生活服务管理规模的稳步提升与新能源产业的高毛利水平有望提升其对公司业绩的贡献。

图表 5 公司营业收入构成（按业务类型）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 6 公司各业务毛利率水平（2019）

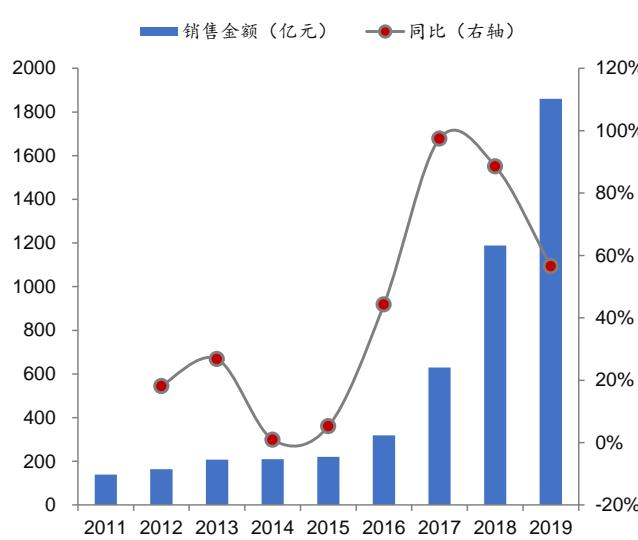


资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 2 销售逆势高增，跨越千亿的后起之秀

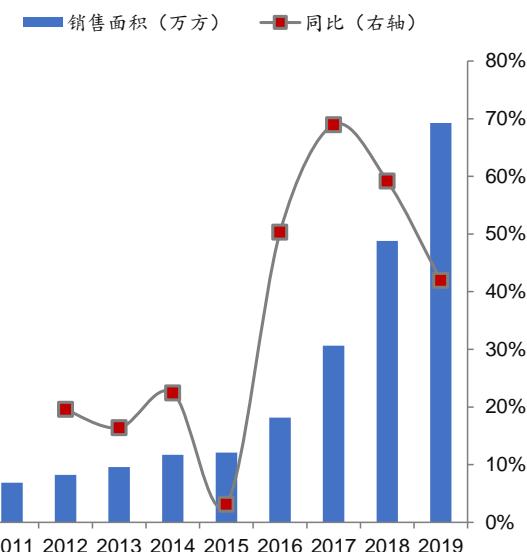
公司销售涨势起于 2016 年，并于 2018 年以 1188 亿元的销售金额成功跨入房企“千亿俱乐部”。2019 年，在行业销售整体偏弱的压力下，公司实现销售金额 1860 亿元、销售面积 1905 万平方米，同比分别增长 57%、42%，位居克而瑞销售排行榜（全口径销售金额）第 17 位，表现亮眼。2015-2019 年，公司销售金额、销售面积复合增速分别达 70%、55%，位居行业前列。

图表 7 金科股份销售金额及其同比



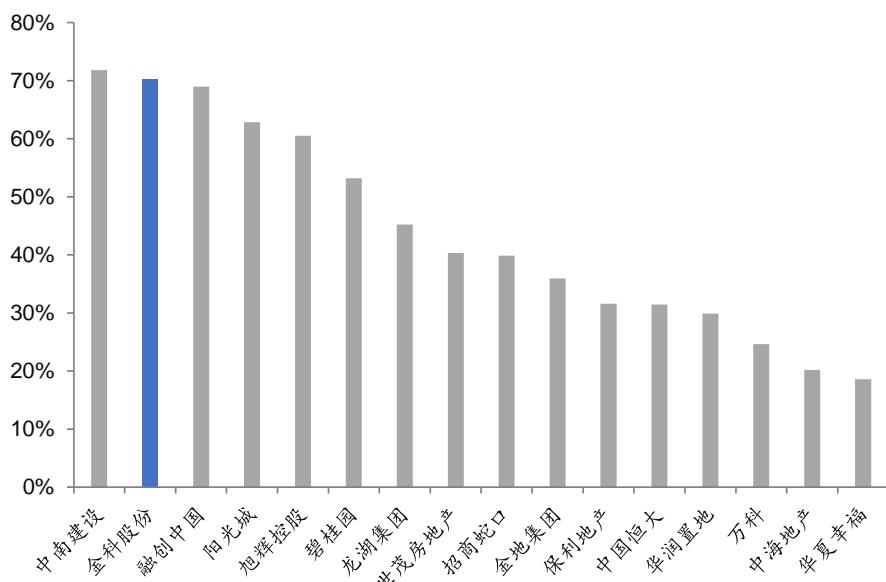
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 8 金科股份销售面积及其同比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 9 主流房企 2015-2019 年销售金额复合增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

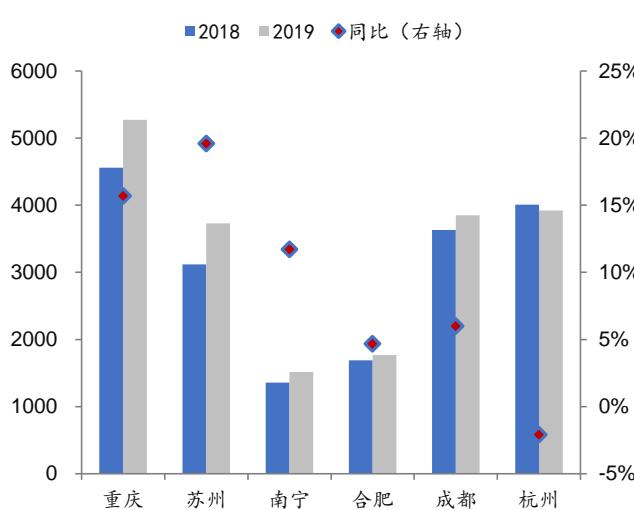
## 2.1 高周转：行业发展模式切换，唯快不破

2012年，公司首提“不屯地、不捂盘”原则，保持快进快出的高周转风格，要求重庆区域项目从拿地到首期开盘原则上不超过6个月，外地项目不得超过8个月。公司在2015年经营计划中强调“主动适应经济发展、行业发展新常态。加大去库存力度、提高周转速度、降低开发成本”。2016年，公司建立健全了以高周转为导向的运营管理机制，确立管理标准和产品标准，加快项目进度建设，从拿地到定位、到方案、再到开工时间均大幅缩短，交房周期全面提速。2018年，公司秉承“做好每个细节，创造美好家园”的发展理念，构建了低成本、高周转的运营管理模式。伴随着增量向存量过渡，行业整体销售将呈现逐步回归合理中枢的趋势。融资端未见明显放松的情况下，通过提高项目周转速度不仅可以缓解企业资金面的紧张，也有利于项目滚动开发的连续性运作。因此，高周转是金科实现销售逆势高增的重要原因之一。

## 2.2 深耕与广拓并举，成渝大本营持续发力

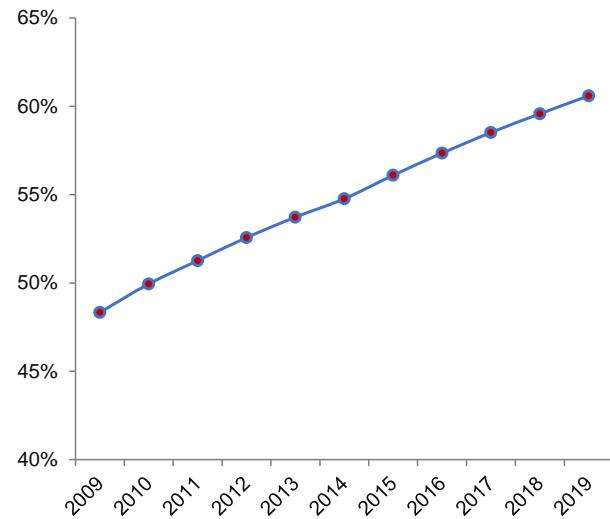
深耕西南、布局全国，落子优质城市、抢占市占率。 (a) 公司主要房地产项目所在城市自身市场发展情况：2019年，公司房地产签约销售金额主要来自于重庆、苏州、南宁、合肥、成都和杭州等重点城市。以城市2019年商品房销售金额口径计算，重庆、苏州、南宁同比增速超10%，分别达16%、20%和12%。合肥、成都实现正增长。杭州略有下降，但全市商品房销售额依然实现3924亿元的较高体量。截至2019年末，我国城镇化水平约60.6%，与美国、日本、英国等国相比依然存在较大的提升空间。考虑到我国城市发展过程中，单核城市发展带动区域经济崛起的都市圈进程或进一步提速。重庆、苏州、合肥、成都等城市的吸引力及商品房需求有望获得进一步释放。

图表10 公司主要房地产项目所在城市市场情况



资料来源：中国指数研究院，公司公告，华安证券研究所

图表11 我国城镇化率

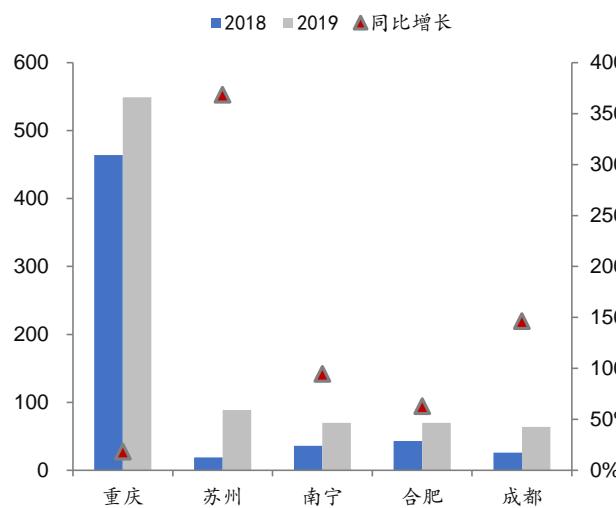


资料来源：wind，华安证券研究所

(b) 公司在主要布局城市的销售表现：大本营持续发力，市占率稳步提升：成渝都市圈作为公司的大本营表现不俗。其中，重庆：贡献签约金额549亿元，同比增长18%，市占率提升2.05个百分点至11.66%，重庆单城销售金额贡献占比约29.5%；成都：签约金额同比增长146%至64亿元，市占率提升0.87个百分点至1.47%。主要布局的非成渝区域中，苏州：实现89亿元的销售金额，同比大幅增长368%，市占率提升至2.25%；南宁：实现70亿元的销售金额，市占率提升1.73个百分点至4.71%；合

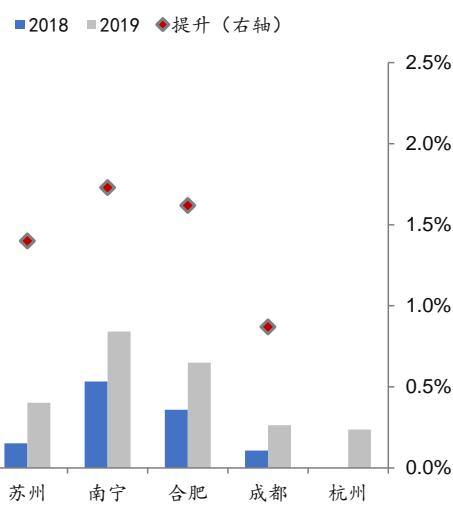
肥: 贡献 70 亿元的销售金额, 市占率提升至 3.63%。近几年, 公司在巩固大本营深耕优势的同时, 积极外拓初见成效。

图表 12 公司主要布局城市销售金额及其同比



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

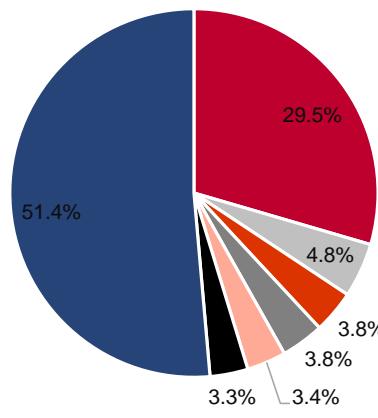
图表 13 公司主要布局城市市占率提升



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 14 公司 2019 年销售金额构成 (分城市)

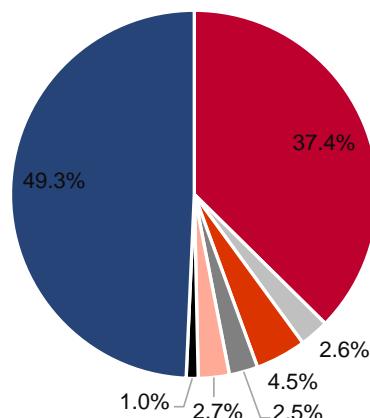
■ 重庆 ■ 苏州 ■ 南宁 ■ 合肥 ■ 成都 ■ 杭州 ■ 其他



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 15 公司 2019 年销售面积构成 (分城市)

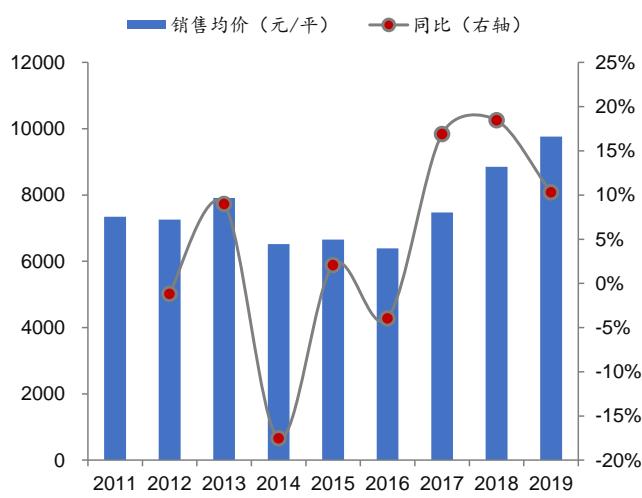
■ 重庆 ■ 苏州 ■ 南宁 ■ 合肥 ■ 成都 ■ 杭州 ■ 其他



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

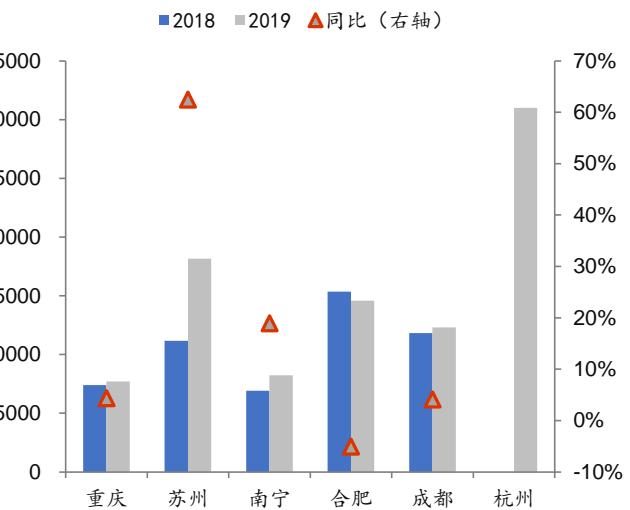
2019 年, 金科股份房地产项目销售均价达 9764 元/平方米, 同比增长 10.3%。其中, 贡献比居首位的重庆销售均价同比增长 4% 至 7711 元/平方米。苏州均价由 2018 年的 11176 元/平方米大幅提升至 18163 元/平方米, 同比增长 63%。此外, 南宁、成都的销售均价分别实现 19% 和 4% 的正增长。首次进入公司主要贡献城市的杭州以 31000 元/平方米的售价位列第一。房地产的销售均价是一个多因素综合作用的结果, 除开发前端土地价格波动带来的影响外, 与地方对价格的指导政策以及公司自身产品的溢价密切相关。我们认为公司销售均价稳步提升主要受益于销售结构区域性调整与大本营的巩固。随着公司跨区域布局的持续推进, 未来销售贡献有望更趋均衡, 助力销售均价稳中有升。

图表 16 公司整体销售均价及其同比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 17 公司主要布局城市销售均价情况

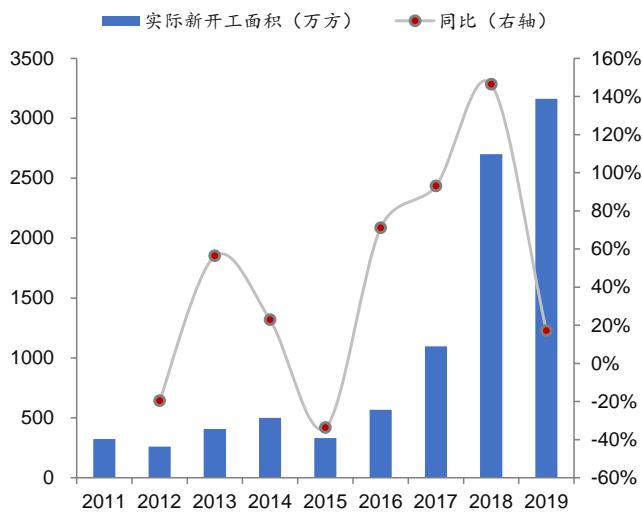


资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 2.3 强化开发前端：开工弹性调整，适时适量补货加推

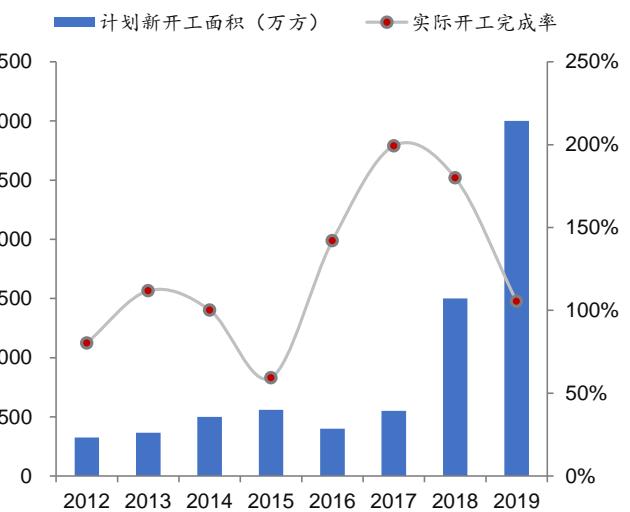
强开工、补库存，弹性调整、适时适量加推货值。公司 2015 年及以前年度实际开工完成率在 60%-110% 左右，持平或略低于上一年的计划目标。自 2016 年起，公司开始加大开工力度，2015-2019 年公司实际新开工面积复合增速达 75.7%。其中，2017 年完成率达到峰值 199%，2019 年降至 105%。公司计划 2020 年新开工面积 3600 万平方米，较上年实际完成量同比增长 13.8%。拿地到开工作为销售的前端对项目开发周期（尤其是销售端）有较大的影响。公司弹性的开工调整有助于缩短销售前端时间占用，可以在短时间补充货值以适应市场及自身发展的需要。

图表 18 公司实际新开工情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 19 公司计划新开工情况及完成率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 2.4 产品创新能力：多品类覆盖，构建“东方人居”理念

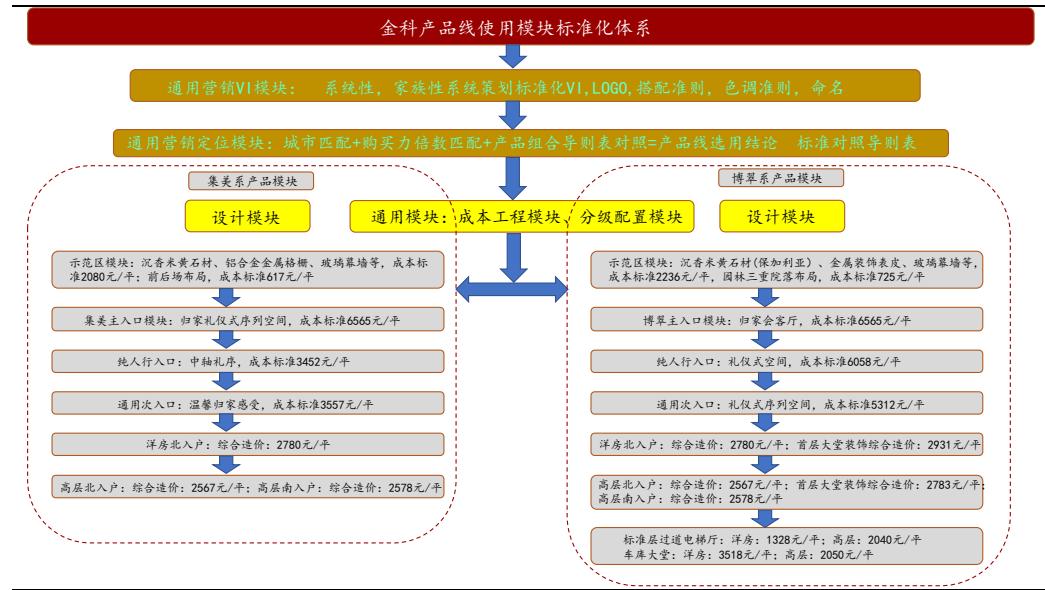
公司在发展过程中进行多次产品升级,如2002年将首个项目金科花园产品升级为金科丽苑;2003年提出“做好每个细节”的开发理念,并于同年推出首个花园洋房金科·天籁城,使得金科获得“洋房之父”的美誉。2018年,公司全面升级“三系一核”的产品战略,构建全新“琼华”、“博翠”、“集美”三大系列产品线。公司丰富产品线以便更好地应对市场需求的变化,如2015年公司由以往刚需为主的“7030”战略(即70%刚需 30%改善),调整为“541”战略(即50%刚需首置 40%品质改善 10%高端再改)。“因地制宜”的产品品类及战略调整,避免产品单一受制于市场需求结构变化导致销售受阻,灵活配置为未来销售稳步增长开拓空间。

**图表 20 金科三大产品线简介**

系列名称	产品定位	客户定位	城市定位	项目展示图
琼华	代言东方的传世 大宅	城市住宅均价 2.0 倍以上 购买力的人群	一二线城市	
博翠	萃选东方的人文 华宅	城市住宅均价 1.2-1.5 倍 购买力的人群	一二线城市	
集美	品味东方的都市 美宅	城市住宅均价 0.8-1.2 倍 购买力的人群	一二线及高房价三四线 城市	

资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

公司根据产品线价值点的特性分布,设立配置模块、营销模块、设计模块和工程成本模块四个大方向的标准化规范。在营销模块设定通用标准和公式对应匹配营销策略;将工程成本模块和分级配置模块设为通用模块应用于各系列产品线生产;此外在产品模块中针对各个细节设计确定了相应的设计模块。通过标准化规范的合理配置,提高跨部门、跨集团区域的统一配置,提高产品线推行效率从而有效降低项目生产成本,带动项目开发速度,合理缩短项目工期。

**图表 21 公司产品模块标准化**


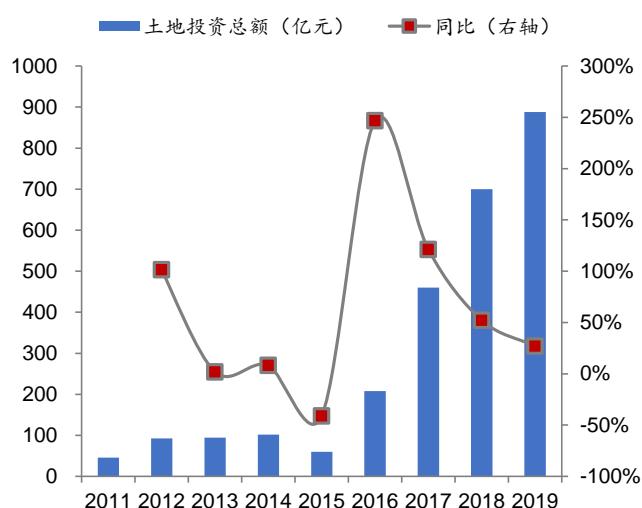
资料来源：wind, 公司公告, 华安证券研究所

### 3 “内外兼修”拿地积极，土储布局持续优化

#### 3.1 逆势拿地力度不减，助力销售规模再提升

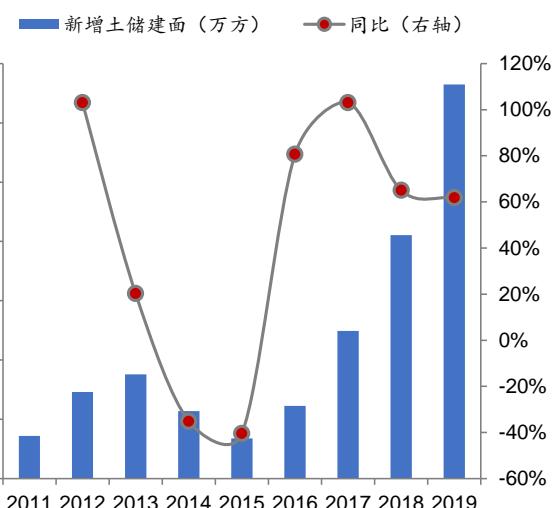
公司2016年以前的拿地策略偏保守，而且自2012年起拿地/销售呈逐年递减的趋势，2015年新增土储地价/销售金额仅为27%，同年新增土储建面/销售面积降至1.0左右，为近五年最低点。2016年起，公司拿地态度转向积极，当年新增土储价款、建面同比分别增长247%、81%，占同期销售比例分别为65%、123%，较前值分别提升38和21个百分点。受政策及库存等因素的影响，过往“三年一周期”的房地产波动正在拉长。公司逆势拿地力度不减，2015-2019年，土地投资总额及新增土储建面复合增长率分别达96%和77%。2019年，在行业整体销售下行预期浓重的情况下，公司抓住土地市场窗口期积极补货，土地价款/销售金额和新增土储建面/销售面积分别达62%和174%，为公司未来在行业“马太效应”的影响下进一步巩固成长优势准备充足“弹药”。

图表 22 公司新增土储价款及其同比



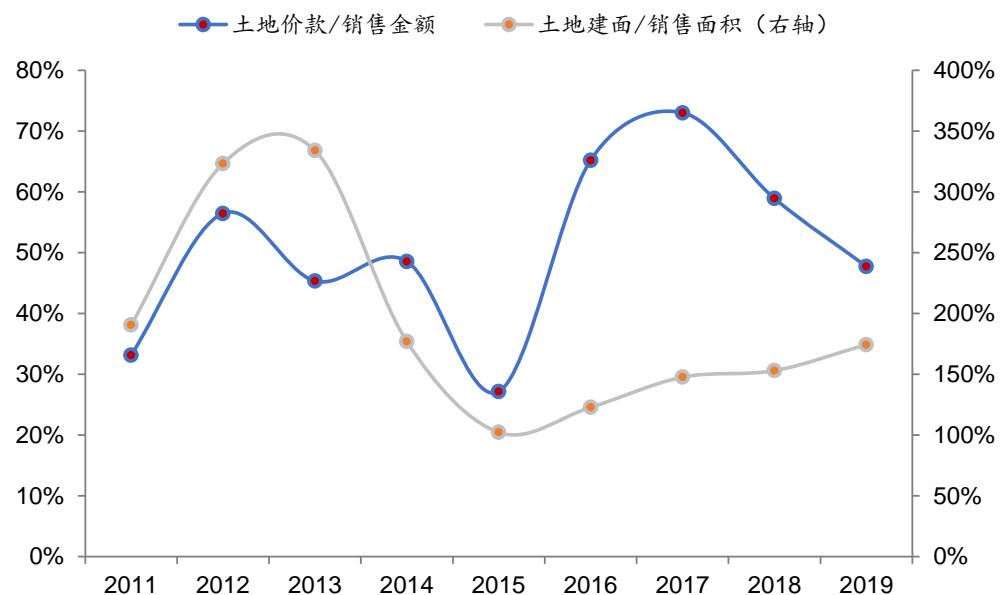
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 23 公司新增土储建面及其同比



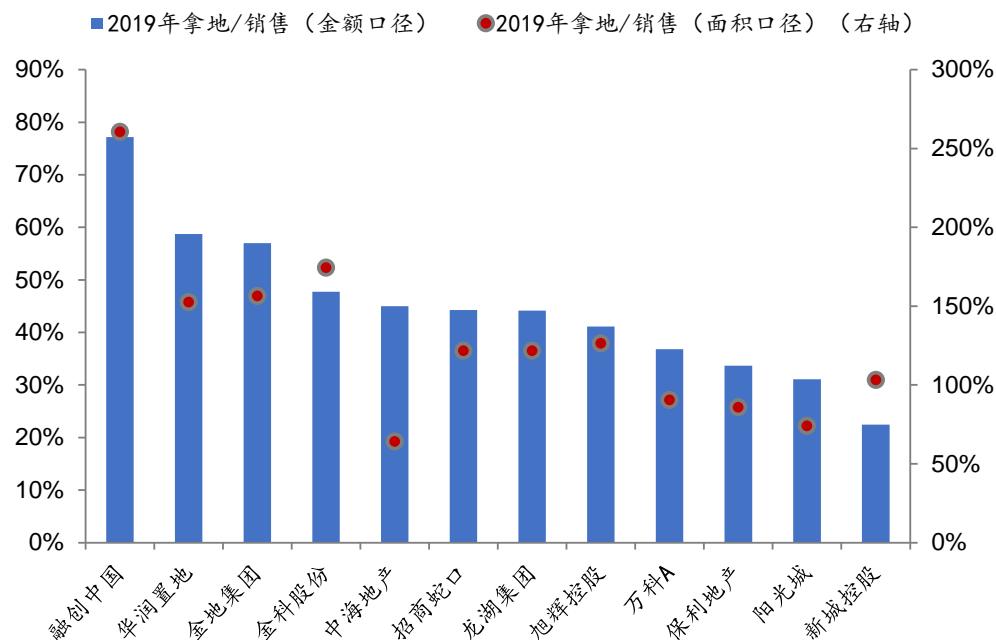
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 24 公司拿地力度逆势不减



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 25 主流房企 2019 年拿地力度一览



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

### 3.2 布局策略与时俱进，能级下沉外拓得力

公司根据市场变化对土地投资策略进行多次调整。2011年，公司以“622”为战略布局，意在中西部发展规模占比近六成。2013年，公司在坚持深耕已进城市的基础上，着力推进西中部地区“1060”城市群战略布局。进入2015年以后，公司为适应市场外部变化，确立“三圈一带”的城市群区域战略布局。2016年加入“核心十城”的定位以实现“做强重庆，做大华东，增量华北，稳定中西部”的区域发展策略。截至2019年末，公司围绕“三圈一带、八大城市群”深耕发展，已形成“以二三线城市为主，一四线城市为辅”的全国化均衡布局。

图表 26 公司历年布局策略梳理

时间	布局策略	内容
2011	“622”战略布局	以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	“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
2015	“三圈一带”城市群区域战略布局	房地产业务主要布局长三角经济圈、京津冀经济圈、成渝经济圈和长江经济带的“三圈一带”
2016	“三圈一带”+核心十城	围绕“三圈一带”的布局，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”的区域发展策略
2017	“八大城市群”战略	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

2018 “三圈一带、八大城市群、核心 25 城”

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。持续优化投资结构，新进上海、广州、宁波等城市，核心 25 城布局基本完成

资料来源：公司公告，华安证券研究所

截至 2019 年末，公司房地产开发业务已经布局长三角、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，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、南京、合肥、郑州、武汉、天津、济南、南宁、苏州等主要城市。

图表 27 公司房地产业务布局

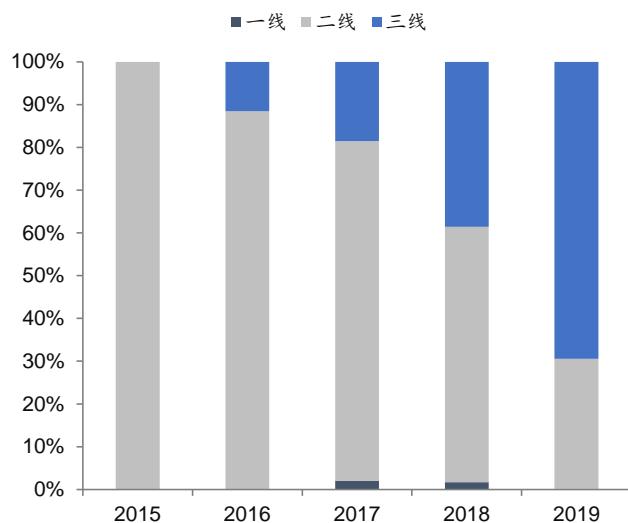


资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司布局战略的调整最先体现在拿地端新增土储的结构上：(a) 从城市能级来看：自 2016 年起，新增土储中三线占比有所提升。2019 年，新增土储中（按建面计算）三线城市占比达 69%。我们认为公司城市能级下沉的主要原因在于 2016 年后公司以“三圈一带”、“八大城市群”为布局战略，川渝大本营以外的一、二线城市竞争较为激烈。公司选择强三线城市作为外拓落子的着力点，一方面可以避免热点城市激烈的市场竞争，另一方面都市圈内的强三线市场基础良好适合深耕；(b) 从布局区域来看：成渝都市圈的占比逐年下降，长三角、长江中游、中原区域及其他具备发展潜力的区域占比有所提升。值得注意的是虽然成渝都市圈相较非大本营区域新增土储占比有所下行，但公司近五年在成渝的土储增量依然维持正增长，即稳固大本营与跨区

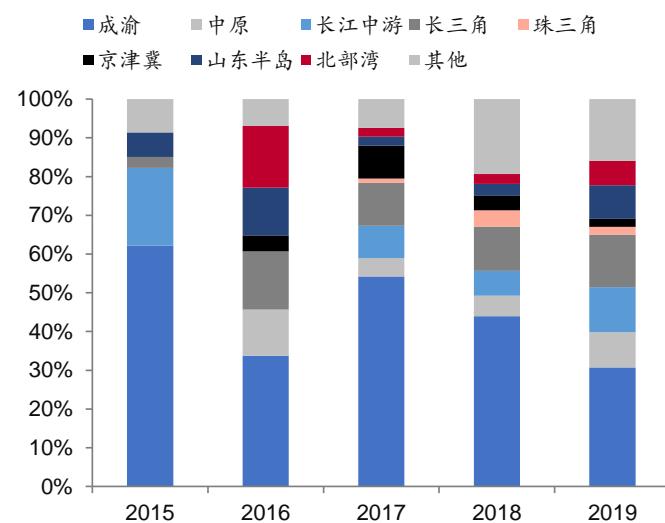
域布局兼程。

图表 28 公司新增土储构成 (按城市能级)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 29 公司新增土储构成 (按经济区域)



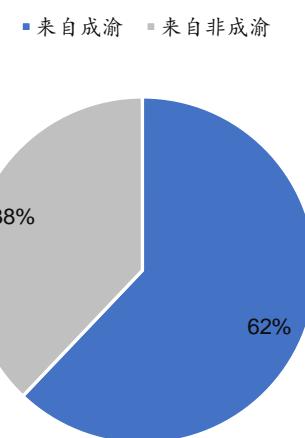
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 30 公司在成渝区域新增土储建面及其同比

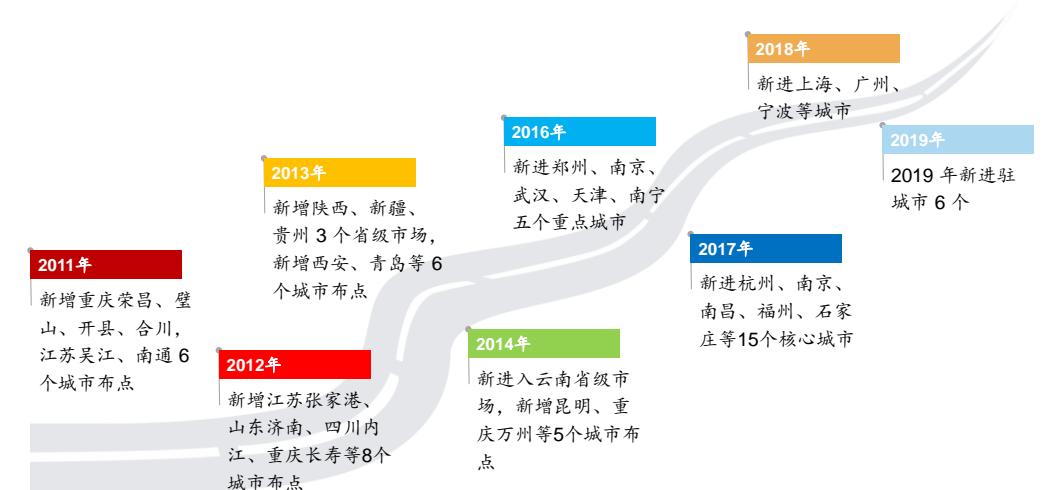


资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 31 公司 2019 年一二线新增土储逾六成来自成渝



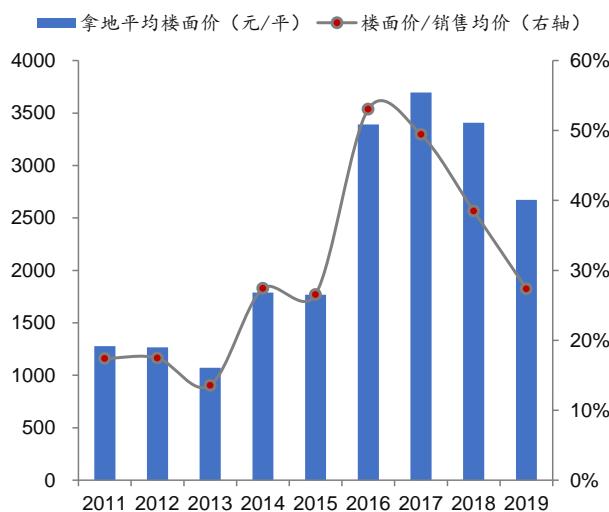
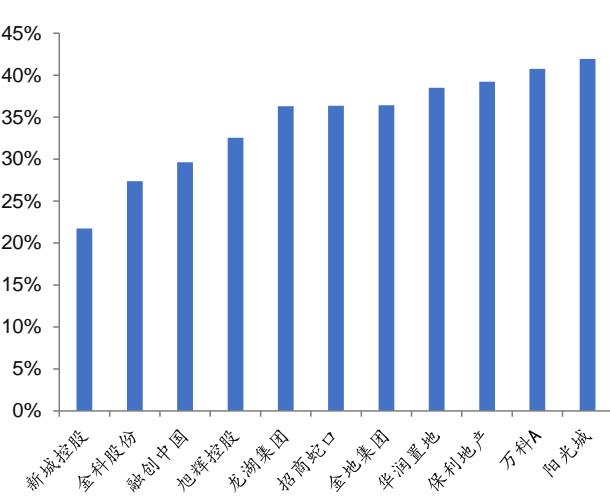
资料来源：公司公告，华安证券研究所

**图表 32 公司历年新增布局城市情况**


资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 3.3 多渠道拿地，成本管控得当、权益比企稳

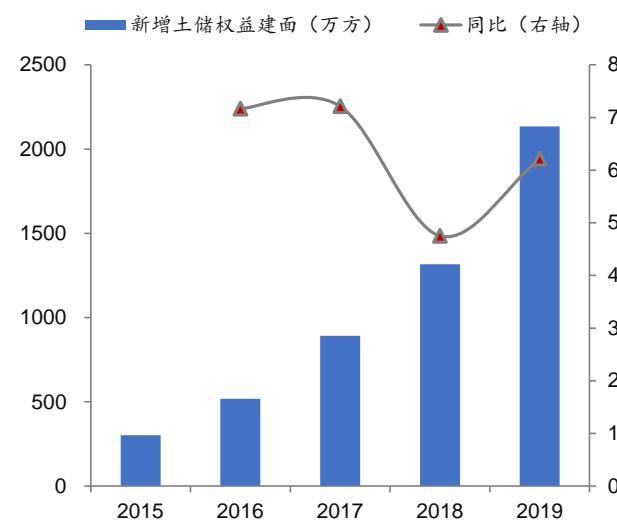
公司早在 2012 年就开始采取招拍挂与收并购相结合的方式进行土地获取。近几年，公司秉持内生式增长与外延式发展并重的理念，土地拓展方式进一步向收并购、城中村改造、城市更新、合作开发等多点发力方式转变。并与碧桂园、旭辉控股集团、红星美凯龙等企业形成战略伙伴关系，保持与保利、中海、龙湖、新城控股、金辉等大型企业的互动合作。多渠道补充土储的方式具有双刃剑效应：一方面，合作开发、收并购等方式可以缓解企业资金压力、保障项目开发的连续性，实现风险共担、成本可控；另一方面，过多的依赖于多元化拿地会对公司的项目权益比带来一定的影响。结合内外部环境的变化，公司于 2019 年对拿地方式进行了一定的调整，按建面计算收并购占比 25%、招拍挂占比 75%，2019 年权益比企稳在 64% 左右。2019 年新增土储平均楼面价约 2672 元/平方米，仅占当期销售均价的 27%，潜在利润水平可控。

**图表 33 公司拿地平均楼面价及地价售价比**

**图表 34 主流房企 2019 年楼面均价/销售均价**


资料来源：公司公告，华安证券研究所

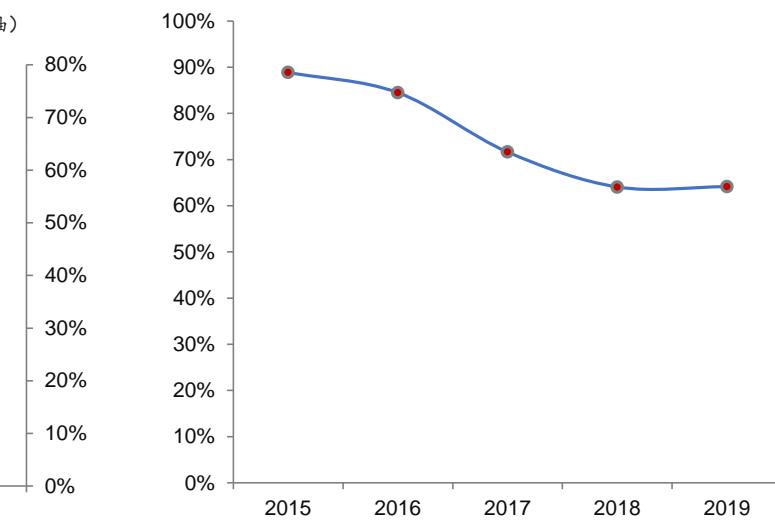
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 35 公司新增权益建面及其同比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 36 公司新增土储权益比

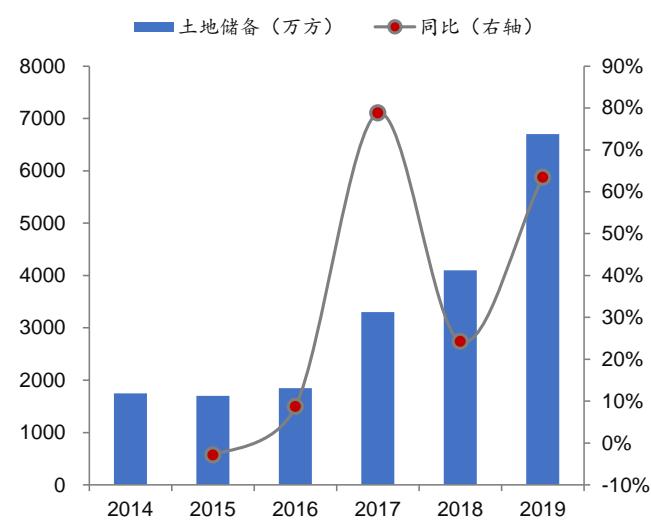


资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 3.4 土储丰厚待释放，布局更趋均衡

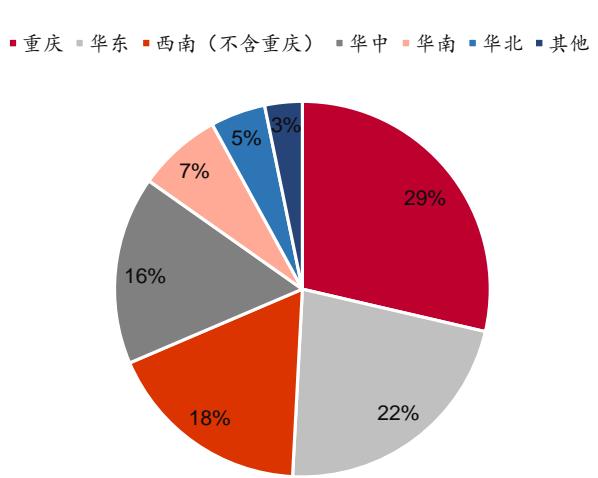
截至 2019 年末，公司总可售面积近 6700 万平方米，对应当前销售均价估算，可售货值覆盖 2020 年销售目标（2200 亿元）约 3 倍，持续发展有保障。其中，重庆占比降至 29%，华东、西南（不含重庆）、华中、华南、华北占比分别达到 22%、18%、16%、7%、5%，布局结构更趋均衡。

图表 37 公司土地储备规模及其同比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

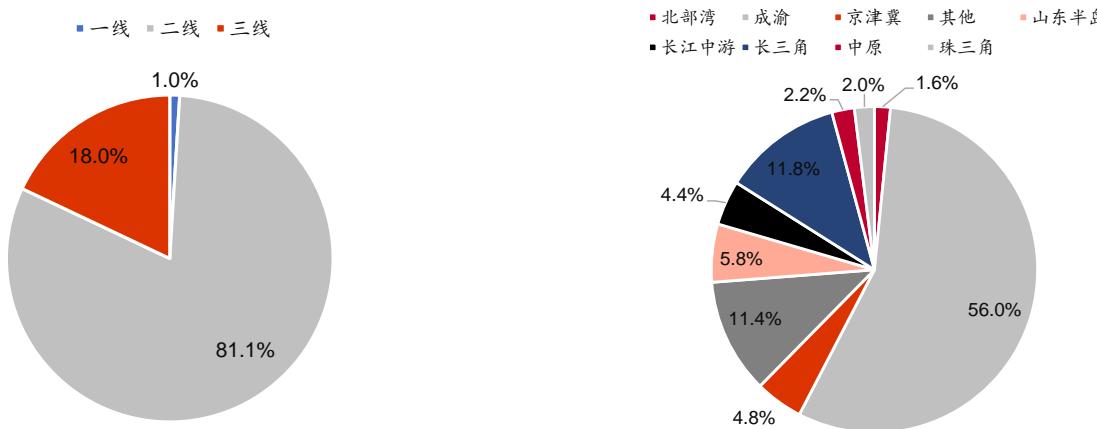
图表 38 截至 2019 年末公司可售面积构成（按区域）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

从公司 2019 年末主要房地产项目销售情况来看，在建或完工的可售面积中一、二线占比约 82%，成渝区域占比超五成达 56%。截至 2019 年末，公司在建面积约 5776 万平方米，其中主要项目一二线占比约 70%，成渝区域占比近五成。一二线及成渝区域依然是短期推货的主力军，市场需求韧性保障项目去化水平。

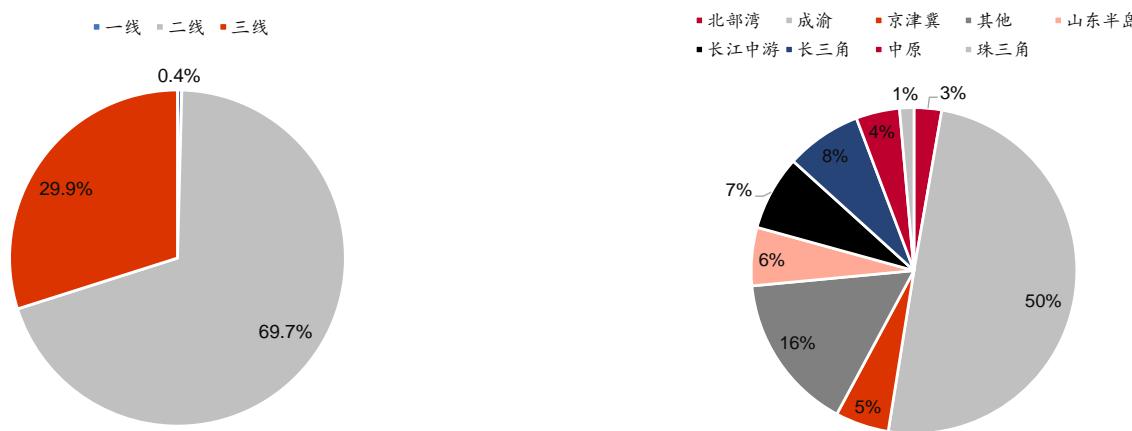
图表 39 2019 主要销售项目剩余可售面积 (按城市能级) 图表 40 2019 主要销售项目剩余可售面积 (按区域)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 41 2019 期末主要项目在建面积构成 (按城市能级) 图表 42 2019 期末主要项目在建面积构成 (按区域)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 4 多元业务拓展，“四位一体”协同发展

### 4.1 金科服务：抢跑黄金赛道，规模稳步提升

1998 年，金科物业管理部成立。经过 20 年的发展，已建成“中高端住宅服务、城市企业服务、生活增值服务、智慧科技服务”四大业务板块。目前，公司布局北京、重庆、天津、武汉、南京、成都、沈阳、郑州、长沙等 221 座城市，进驻近 1000 个项目。截至 2019 年末，公司物业管理在管面积约 2.55 亿平方米，管理规模稳步提升。金科服务已连续 5 年蝉联中国物业服务企业综合实力十强，连续 6 年保持中西部市场占有第一，连续多年位列重庆、无锡等城市物业服务企业综合实力第一，业主满意度连续 9 年超过 90%。

**图表 43 金科服务发展阶段一览**


资料来源：公司官网，华安证券研究所

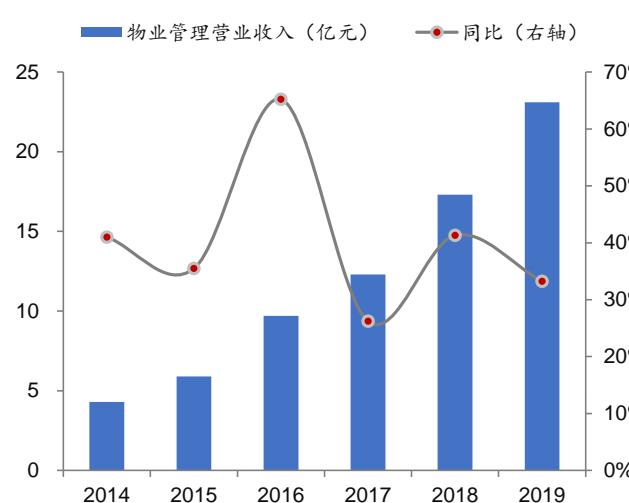
**图表 44 2020 中国物业服务百强企业名单 TOP10**

排名	公司名称
1	碧桂园服务控股有限公司
2	绿城物业服务集团有限公司
3	保利物业发展股份有限公司
4	雅居乐雅生活服务股份有限公司
5	恒大金碧物业
6	彩生活集团
7	龙湖物业服务集团有限公司
8	深圳市金地物业管理有限公司
9	招商局积余产业运营服务股份有限公司
10	金科物业服务集团有限公司

资料来源：中指研究院，华安证券研究所

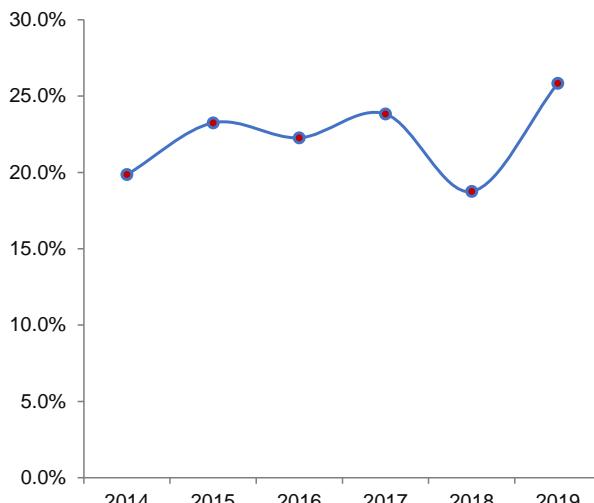
2019年，公司物业管理业务实现营业收入23.10亿元，占比总营收的3.41%，同比上升33.22%；毛利率达25.83%，较前值提升7.07个百分点，处于行业中等水平，尚存提升空间。虽然物业管理板块贡献的营收规模低于住宅开发，但受益于竣工修复，对应2017-2019年房地产销量，未来物管行业市场规模增长可期。同时，物管业务的发展对于提升住宅开发项目整体价值起到了辅助作用。随着行业由增量向存量发展过渡，物管业务的价值将进一步凸显。

图表 45 公司物管业务营业收入及其同比



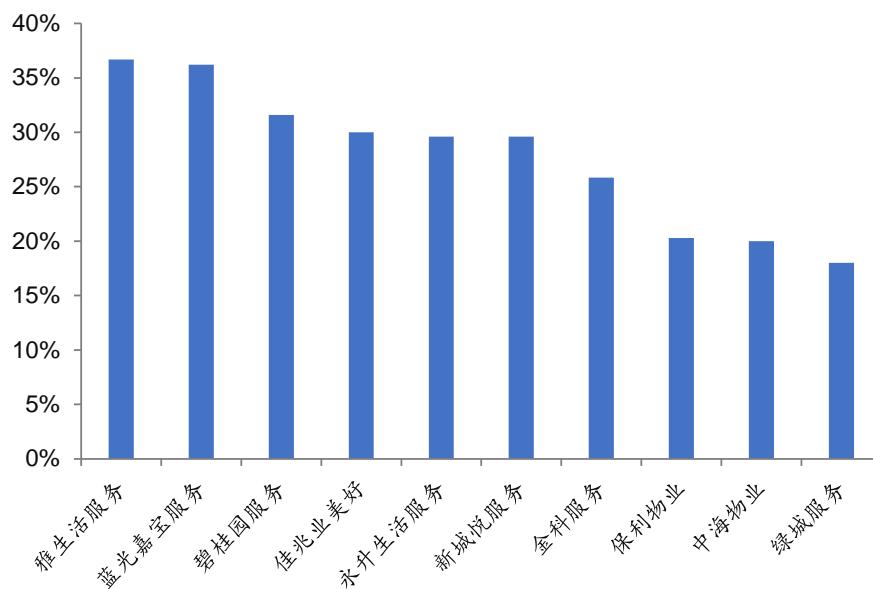
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 46 公司物管业务毛利率水平



资料来源：公司公告，华安证券研究所

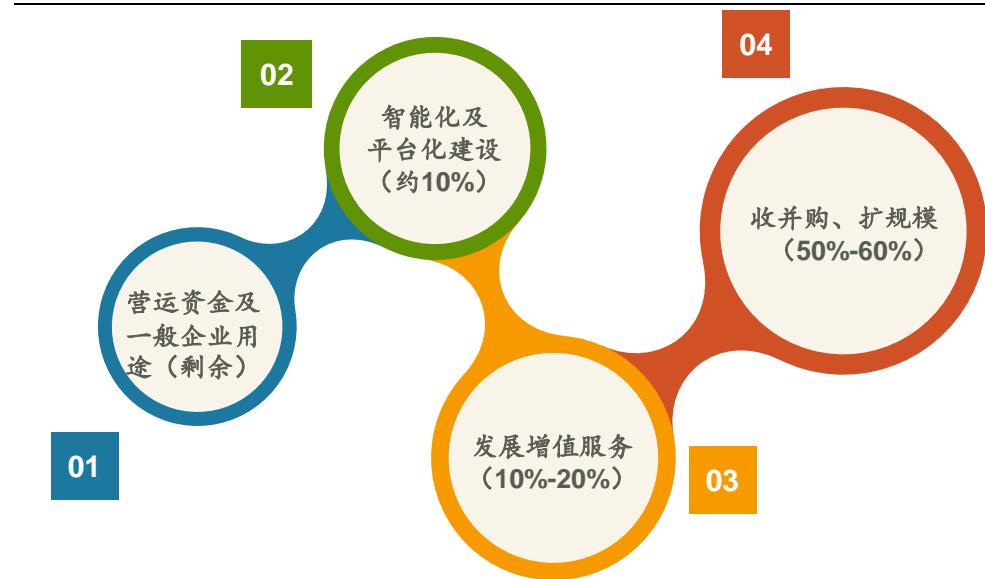
图表 47 可比公司物业管理毛利率水平（2019年）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

金科股份4月29日发布《关于分拆所属企业到境外上市的公告》，称“公司会议通过了关于公司拟分拆所属金科物业服务有限公司到境外上市的相关议案”，“募集的资金将用于扩大公司物业管理业务规模，收购兼并其他物业公司或者专业化服务公司，发展公司增值服务业务等”。近两年物管行业头部公司掀起上市潮，资金规划用途以收并购、扩规模为主。分拆上市将有效释放物业板块独立经营能力，助力公司继承集团输送项目的同时，增强外部资源拓展实力。

图表 48 物管上市公司募集资金规划用途



资料来源：2019 中国物业服务百强企业研究报告，华安证券研究所

考虑到：(1) 金科服务的资源获取方式为承接集团开发项目与外部拓展相结合；(2) 巩固传统基础服务的同时，积极拓展增值服务；(3) 服务业态涵盖高端住宅、产业园区、政府公建、轨道交通等。因此，我们选取碧桂园服务、保利物业、中海物业、永升生活服务、新城悦服务作为对比公司。若金科服务顺利上市，保守给予 30 倍 PE 的估值水平，公司 2019 年实现净利润 4.06 亿元，根据金科股份 2017-2018 年销售增速及第三方拓展能力，给予 55% 增速，则公司上市预期市值或达 189 亿元，目前金科股份持有金科服务 75% 股份，结合“本次金科服务本次新发行的 H 股股数拟不超过发行后金科服务股份总数的 25%”。若物业板块成功上市，有望增厚集团市值近百亿元。

图表 49 可比物管上市公司估值表

股票代码	公司简称	上市时间	估值 PE (2020E)
2669.HK	中海物业	2015-10-23	36.1
6098.HK	碧桂园服务	2018-06-19	38.8
1755.HK	新城悦服务	2018-11-06	34.9
1995.HK	永升生活服务	2018-12-17	42.0
6049.HK	保利物业	2019-12-19	55.1

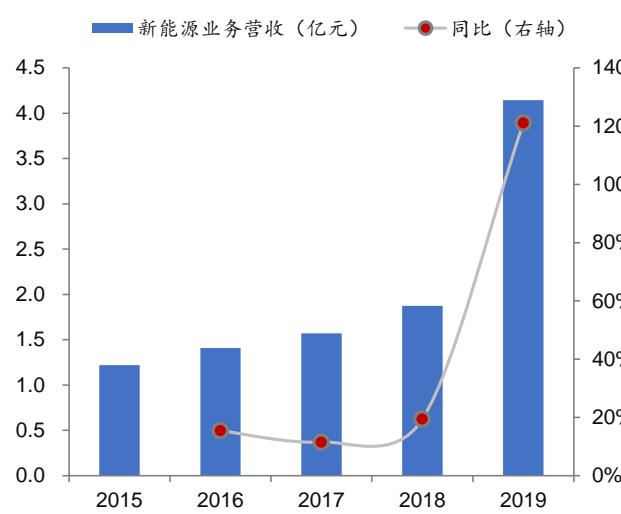
资料来源：wind，华安证券研究所

注：估值 PE 对应时间为 2020 年 6 月 16 日

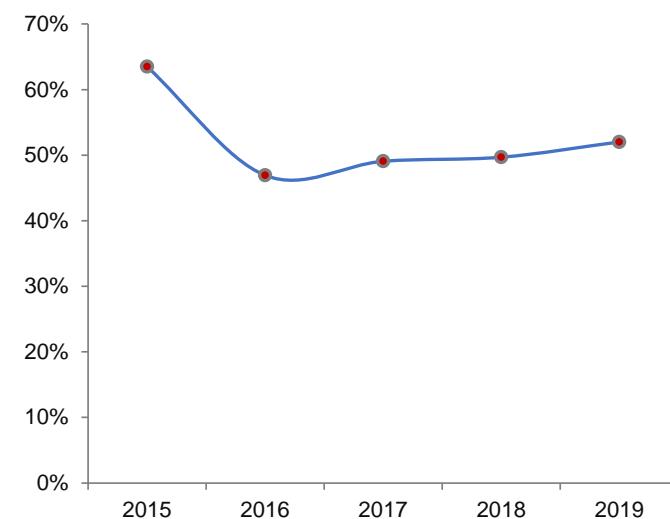
## 4.2 金科新能源：产业升级转型，专业技术与金融服务结合

金科新能源有限公司成立于 2014 年 10 月，是金科集团全资子公司，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。目前已经在新疆、山东、江苏、浙江、山西、江西等地积极开展风电和光伏项目开发与工程建设。截至 2019 年末，公司景峡、烟墩风电场全部实现并网发电，总装机容量达到 40 万千瓦，两个风电场全年上网电量共计 103,076 万千瓦时。

2019 年，新能源业务实现营业收入 41491 万元，同比增长约 121%；实现净利润 12583 万元，同比增长超 200%。与房地产开发及物业管理板块相比，新能源的业绩贡献占比较低，但作为“四位一体”相关产业链业务的一环，新能源板块的毛利率水平较高、增速快，未来有望成为公司新的业绩增长点。

**图表 50 新能源板块营业收入及其同比**


资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

**图表 51 公司新能源业务毛利率水平**


资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 4.3 金科产业：以产促城，以城兴产

金科产业投资发展集团有限公司于 2014 年成立，属金科集团全资子公司。公司围绕智能制造、数字科技、健康科技、智慧建造等产业方向，构建产业综合运营服务体系，推动区域产业结构升级。目前，公司已形成东部、中部、西部全国化布局，进入重庆、湖南、山西、四川、山东、辽宁、陕西、河南等省市，先后打造了以重庆两江健康科技城、长沙科技新城、山西智慧科技城、临沂智能制造科技城、潍坊智慧科技城等为代表的一批示范性产业园区。金科产业凭借在招商、运营及规划定位等方面的优势，被国务院发展研究中心评选为“中国产业园区运营 20 强”，工信部权威机构评选的“最具潜力产业新城运营商 10 强”。

图表 52 金科产业“360 度”服务平台



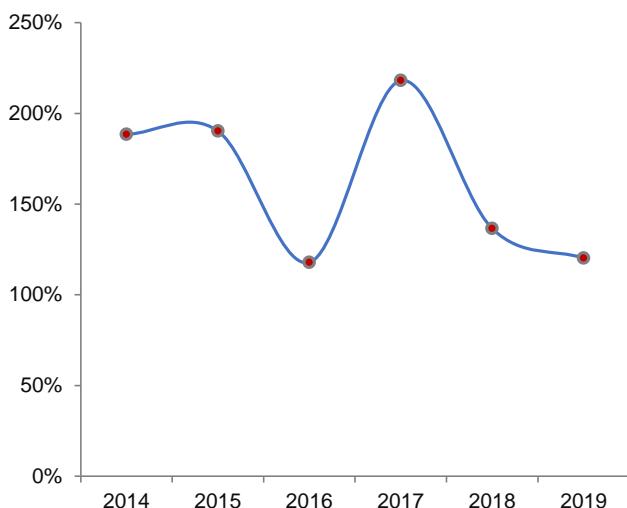
资料来源：公司官网，华安证券研究所

## 5 负债结构持续优化，业绩步入释放期

### 5.1 净负债率稳中有降，货币资金充裕

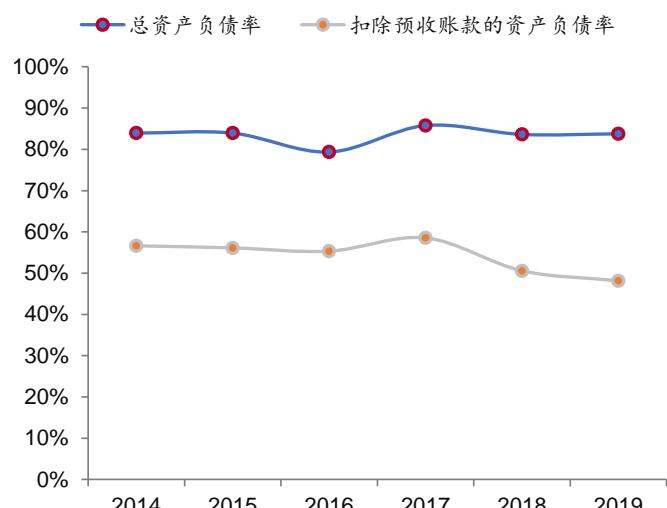
伴随公司拿地力度提升，大量补充土储资源的同时，杠杆水平也随之增长。2017年净负债率达到近几年峰值 218%。随着全国化布局的基本完成，公司开始由短期加杠杆催化规模提升转为财务端控杠杆、调结构，以实现内生融资支撑持续发展。2019年末，公司的净负债率降至 120%，较前值下行 17 个百分点；扣除预收账款后资产负债率降至 48%。

图表 53 公司净负债率稳中有降



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

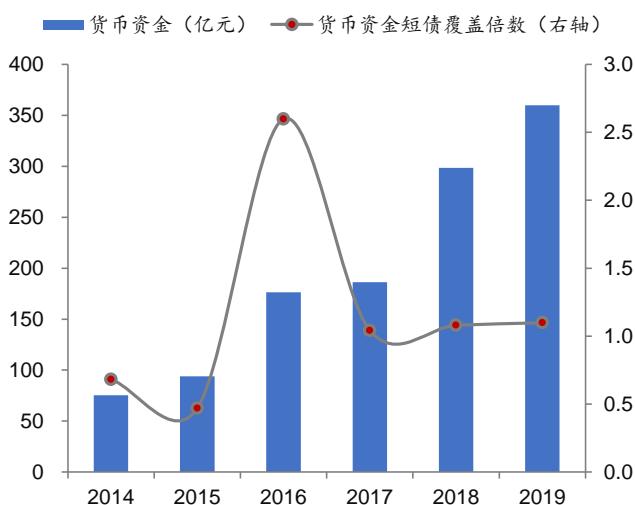
图表 54 资产负债率及扣除预收账款后的负债率水平



资料来源：公司公告，华安证券研究所

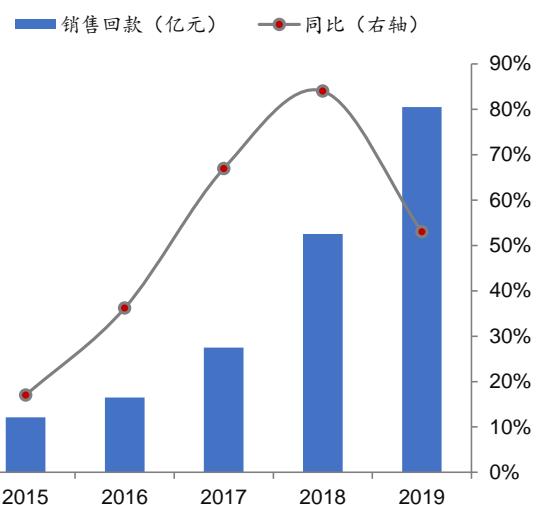
公司净负债率下行的原因在于：(1) 强化销售回款，货币资金规模大幅提升。2019 年，公司实现销售回款 1610 亿元，同比增长 53%，回款率达 87%。截至 2019 年末，公司货币资金约 360 亿元，同比增长 21%。充裕的货币资金降低公司对外部融资的依赖程度，有助于强化内生“造血”促进项目开发的连续性。

图表 55 货币资金规模及其对短债覆盖倍数



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

图表 56 销售回款规模及其同比



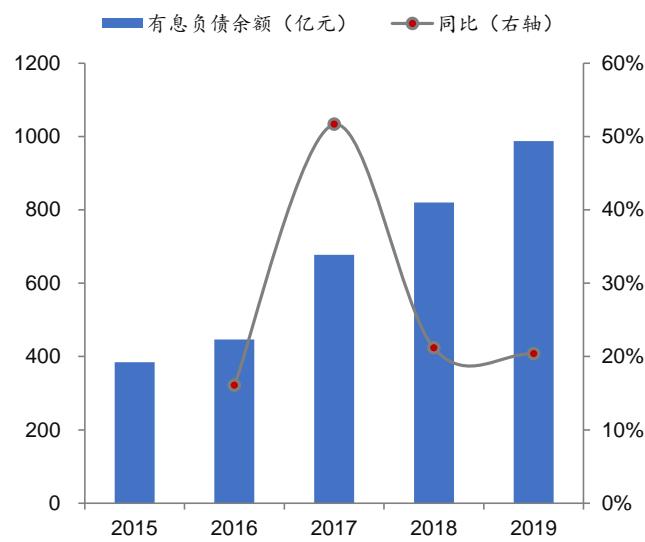
资料来源：公司公告，华安证券研究所

(2) 拓宽融资渠道，优化负债结构。公司不断提高自身的融资能力并积极使用创新金融工具。自上市以来，公司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，期间亦通过非公开发行股票、公开发行公司债、中期票据、短期融资券等方式进行融资。截至 2019 年末，公司融资余额约 987.6 亿元，其中银行贷款约 634.2 亿元、非银行金融机构贷款 167.0 亿元、债权类 186.4 亿元。

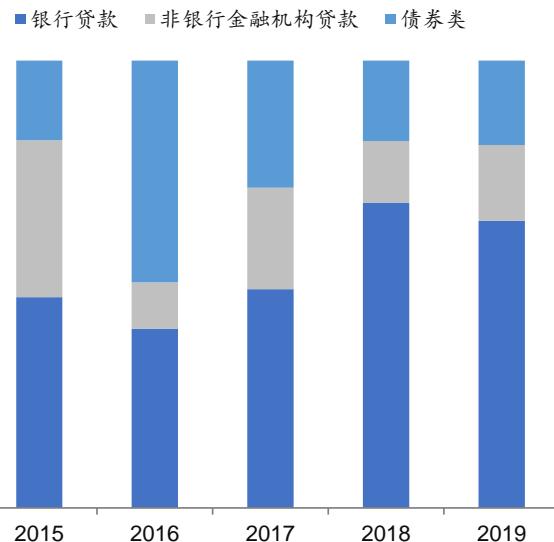
**图表 57 公司 2019 年至今发债明细**

债券代码	债券简称	债券类型	起息日	到期日	发行规模 (亿元)	票面利率 (当期) (%)
041900003. IB	19 金科地产 CP001	一般短期融资券	2019-01-08	2020-01-08	12.00	6.50
101900043. IB	19 金科地产 MTN001	一般中期票据	2019-01-15	2021-01-15	10.00	7.00
011900225. IB	19 金科地产 SCP001	超短期融资债券	2019-01-22	2019-07-21	7.00	5.87
112866. SZ	19 金科 01	一般公司债	2019-03-11	2023-03-11	20.00	6.90
101900536. IB	19 金科地产 MTN002	一般中期票据	2019-04-16	2021-04-16	13.00	6.58
011901031. IB	19 金科地产 SCP002	超短期融资债券	2019-04-26	2020-01-21	8.00	5.86
5292. HK	金科股份 8.375% N20210620	企业债	2019-06-20	2021-06-20	3.00	8.38
112924. SZ	19 金科 03	一般公司债	2019-07-08	2022-07-08	15.80	6.50
011903000. IB	19 金科地产 SCP003	超短期融资债券	2019-12-18	2020-09-13	12.00	5.89
012000077. IB	20 金科地产 SCP001	超短期融资债券	2020-01-09	2020-10-05	8.00	5.30
149038. SZ	20 金科 02	一般公司债	2020-02-20	2025-02-20	4.00	6.30
149037. SZ	20 金科 01	一般公司债	2020-02-20	2023-02-20	19.00	6.00
138680. SZ	20 金科优	证监会主管 ABS	2020-04-28	2022-04-28	10.00	5.86
149130. SZ	20 金科 04	一般公司债	2020-05-28	2025-05-28	4.50	5.60
149129. SZ	20 金科 03	一般公司债	2020-05-28	2024-05-28	12.50	5.00

资料来源：wind，华安证券研究所

**图表 58 公司有息负债余额及其同比**


资料来源：公司公告，华安证券研究所

**图表 59 公司有息负债余额构成**


资料来源：公司公告，华安证券研究所

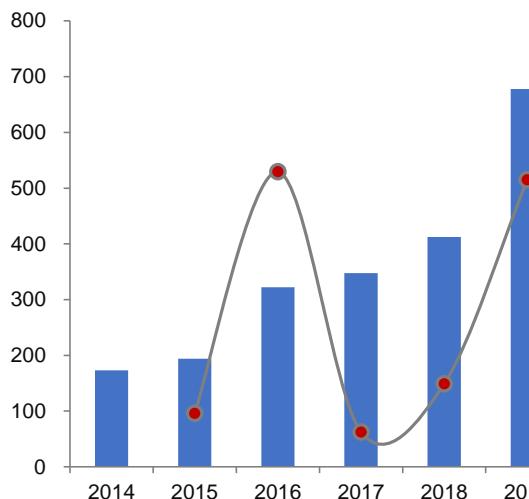
## 5.2 提效降本，业绩锁定性强

2019 年，公司实现营业收入 678 亿元，同比增长 64%；实现净利润 63.57 亿元，同比增长 58%，其中归属于上市公司股东的净利润 56.76 亿元，同比增长 46%。我们认为公司归母净利润增速低于营收的主要原因在于前期合作开发项目进入结算期，公司 2019 年少数股东损益占净利润比重约 10.7%，较前值提升 7.5 个百分点。随着公司低权益比项目陆续结算，新增土储权益比企稳，后续少数股东损益占比可控。公司 2019 年

整体毛利率达 28.84%，盈利能力保持较高水平。当前行业毛利率承压下行，公司有望凭借低成本的土地储备对未来 2-3 年的利润水平形成支撑。

图表 60 公司营业收入及其同比

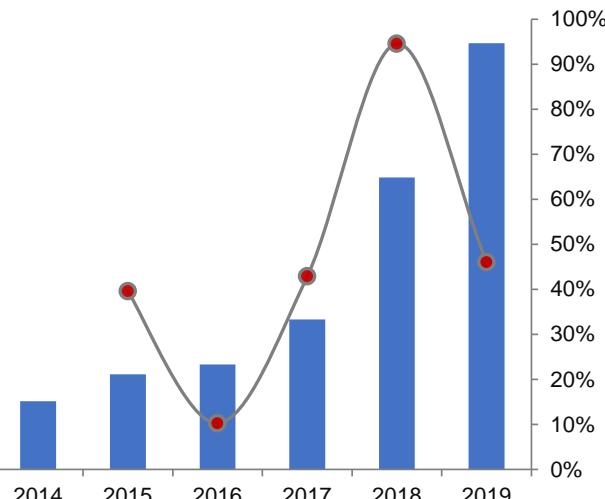
■ 营业收入（亿元） ● 同比（右轴）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 61 公司归母净利润及其同比

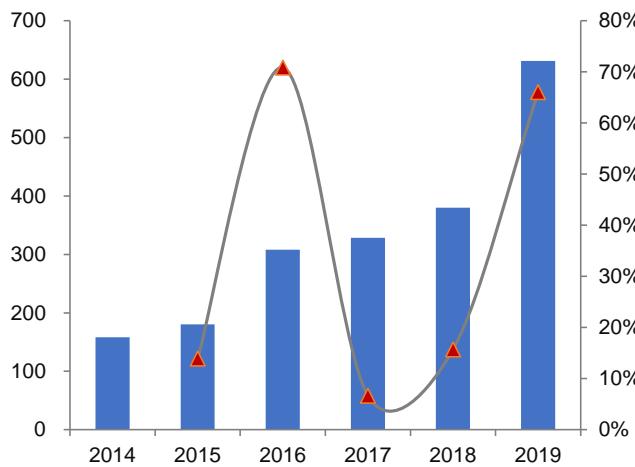
■ 归母净利润（亿元） ● 同比（右轴）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 62 房地产销售收入及其同比

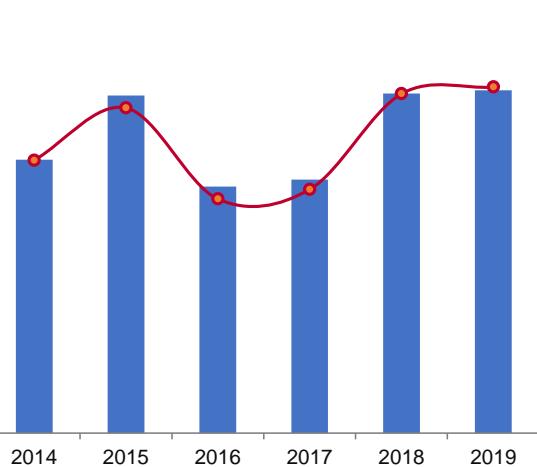
■ 房地产销售收入（亿元） ▲ 同比（右轴）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 63 房地产销售毛利率水平

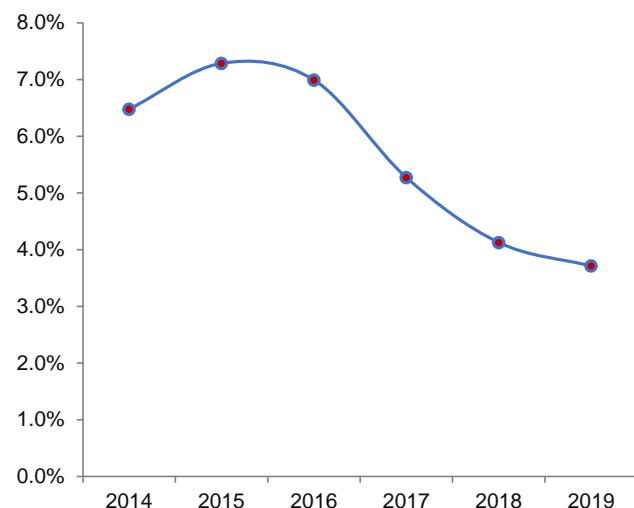
■ 整体毛利率 ■ 房地产销售毛利率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

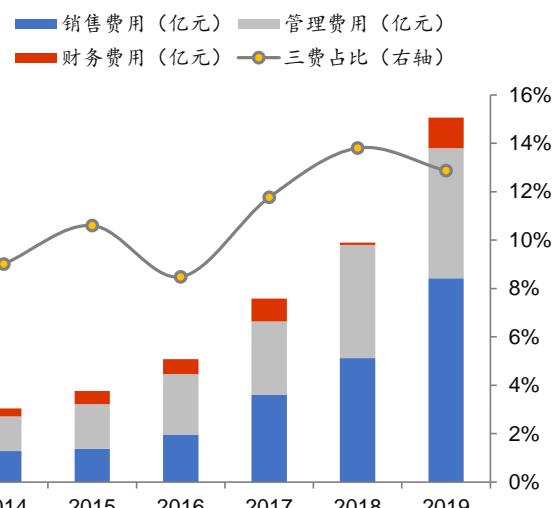
2019 年公司销售管理费用率（销售金额口径）约 3.7%，较 2018 年进一步下降 0.4 个百分点，呈连续四年下行趋势。三费合计占比总成本约 12.9%，较前值下降 0.9 个百分点。印证公司不断强化运营管理体系，成本管控能力持续提升。

图表 64 销售管理费用率 (销售金额口径)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

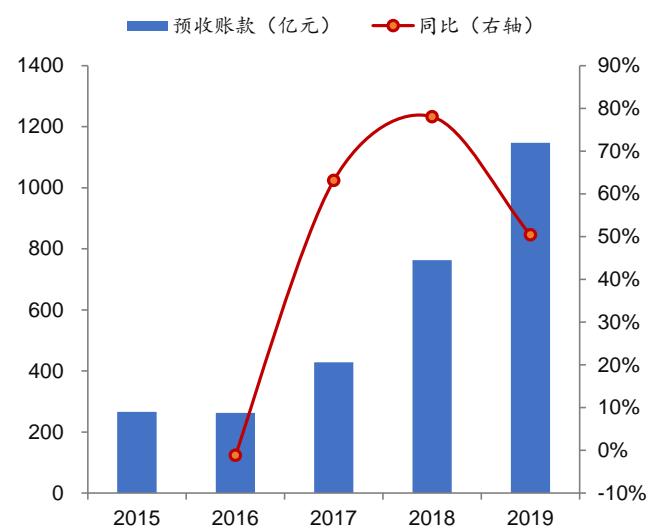
图表 65 三费及其占比总成本



资料来源：公司公告，华安证券研究所

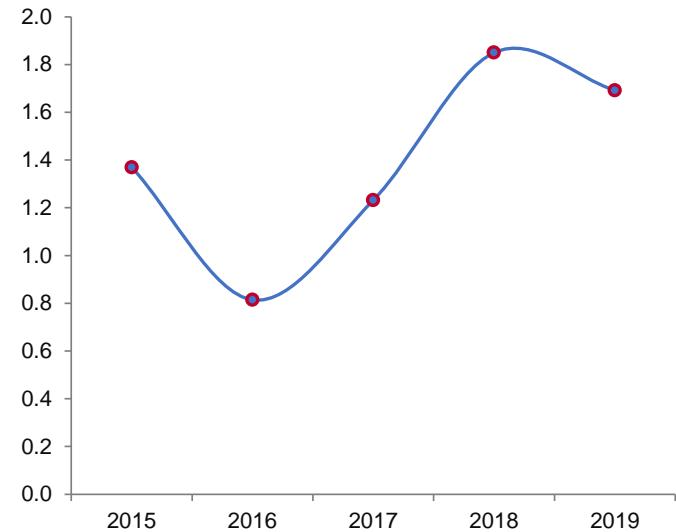
近几年，随着公司商品房销售高增，预售制带动公司预收账款大幅提升。截至 2019 年末，公司预收账款达 1147 亿元，同比增长约 50%，覆盖近一年营业收入约 1.7 倍，未来业绩逐步释放有保障。

图表 66 预收账款及其同比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 67 预收账款覆盖营收倍数

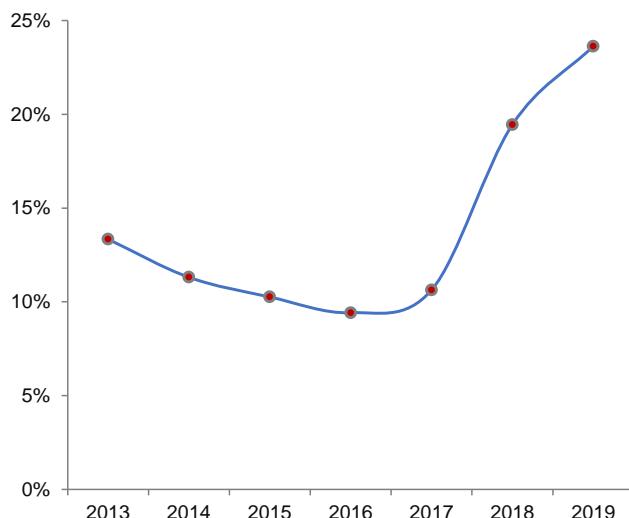


资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 5.3 盈利向好，高分红提升吸引力

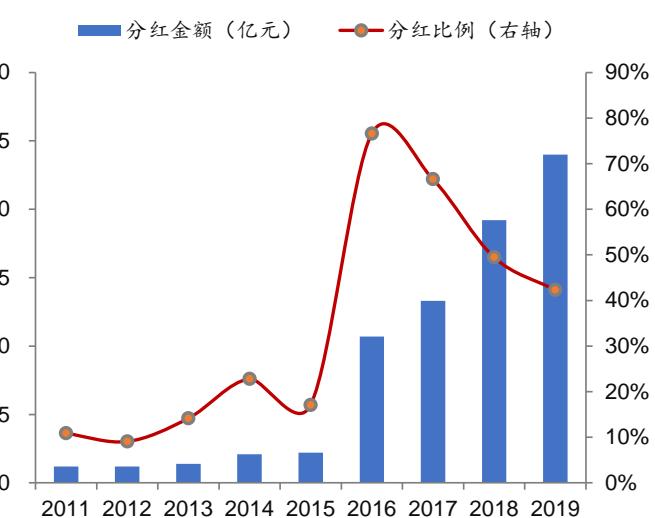
从公司上市后的投资收益率来看，2016 年加权 ROE 降至最低点 9.42%，2017-2019 年实现连续三年正增长。2019 年公司加权 ROE 达 23.63%，较前值提升 4.18 个百分点。公司发展提速的同时，对股东分红较为慷慨，2016-2019 年分红比例分别为 77%、67%、49%、42%。2017、2018 年股息率分别达 5.18% 和 5.58%，高股息率或进一步提升公司价值投资吸引力。

图表 68 公司加权 ROE 水平



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 69 公司现金分红比例



资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 6 多维激励，铸就以人核竞争力

### 6.1 股权激励：同创共赢，人才价值市场化

公司于 2015 年 11 月 19 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的 5%。激励对象涵盖公司董事、高管、中层管理人员、核心业务（技术）人员、公司董事会认为对公司有特殊贡献的其他人员（不包括独立董事、监事），预计首次授予涉及的激励对象共 157 人。

公司 2018 年年度利润分配方案实施后，尚未解锁首次授予的限制性股票的回购价格调整为 2.37 元/股，相较当前股价（2020 年 6 月 16 收盘价 7.78 元/股）折让 69.5%。计划授予的首次限制性股票解锁条件以 2014 年净利润为固定基数，2015-2018 年净利润增长分别不低于 33%、48%、63% 和 78%，预留部分最后一期解锁条件在此基础上添加 2019 年净利润增速不低于 93%。公司 2015-2019 年实际扣非归母净利润相较 2014 年基数分别增长 46.5%、72.5%、118.3%、478.3% 和 725.2%，超额完成解锁条件，较为市场化的股权激励效果显著。

图表 70 首次授予的限制性股权解锁安排

项目	第一期	第二期	第三期	第四期
解锁时间	自首次授予日起满 12 个月后的首个交易日至首次授予日起 24 个月内的最后一个交易日止	自首次授予日起满 24 个月后的首个交易日至首次授予日起 36 个月内的最后一个交易日止	自首次授予日起满 36 个月后的首个交易日至首次授予日起 48 个月内的最后一个交易日止	自首次授予日起满 48 个月后的首个交易日至首次授予日起 60 个月内的最后一个交易日止
解锁数量占比	25%	25%	25%	25%
解锁条件 (以 2014 年为基数)	2015 年扣非归母净利润增长率不低于 33%；	2016 年扣非归母净利润增长率不低于 48%；	2017 年扣非归母净利润增长率不低于 63%；	2018 年扣非归母净利润增长率不低于 78%；
业绩实际完成情况 (以 2014 年为基数)	2015 年扣非归母净利润增长率达 46.48%。	2016 年扣非归母净利润增长率达 72.48%；	2017 年扣非归母净利润增长率达 118.34 %；	2018 年扣非归母净利润增长率达 478.27%；
激励对象人数合计 (名)	135	133	124	-
可申请解锁的限制性	4383	4309	4078.5	-

股票数量  
(万股)

占股本总额的比例

0.82%

0.806%

0.76%

-

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 6.2 跟投机制：同舟共赢，项目维持高质量

为了充分调动项目经营团队的积极性，进一步提高项目经营质量和运营效率。公司于2015年推出房地产项目跟投制度，规定跟投项目为2015年6月30日后首次开盘的销售项目。跟投员工投资人通过有限合伙企业进行投资，一个有限合伙企业投资一个跟投项目。每个项目中的所有跟投员工投资人合计持有的项目公司股权比例不超过10%；每个跟投项目中的单个跟投员工投资人持有的项目公司股权比例原则上不超过1.5%。2016年将跟投上限调降至5%，2017年调整为8%。截至2019年末，公司共有243个项目实施了房地产项目跟投，涉及总跟投资金15.33亿元，巫山金科城、天元道等17个项目实现分红，累计涉及分红金额0.93亿元。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，有助于保证新增项目高质量，促进运营项目快周转。

图表 71 公司员工跟投房地产项目公司管理办法（2019年2月）

项目	内容
跟投项目	2015年6月30日后首次开盘销售的项目。
必须跟投人及跟投范围	集团总部：关键职能部门负责人及以上员工，必须跟投全集团范围内符合本办法规定的所有跟投项目。区域公司：关键部门负责人及以上员工，必须跟投区域公司管辖范围内符合本办法规定的所有跟投项目。城市公司：关键部门负责人及以上员工，必须跟投城市公司管辖范围内符合本办法规定的所有跟投项目。项目公司：项目公司总经理必须跟投项目公司管辖范围内符合本办法规定的所有跟投项目。
自愿跟投人及跟投范围	与项目经营直接相关的员工，可自愿参与项目跟投。
跟投上限	每个跟投项目中的所有跟投员工合计持有的项目公司股权比例不超过跟投前公司持股比例（公司及其控制的子公司通过直接和间接投资等方式合并计算后的持股比例）的8%。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 72 公司部分主要跟投项目情况表

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	山西智慧科技城	山西晋中市	129,163	3,500.34	2.710%
2	大连·集美郡	辽宁大连市	47,898	1,636.85	3.417%
3	金科·悦湖名门	重庆市	24,944	1,625.96	6.518%
4	江津·集美东方	重庆市	60,203	1,519.00	2.523%
5	金科·御景江湾	重庆市	28462	1,498.00	5.263%
6	铜梁·集美东方	重庆市	40,986	1,348.70	3.291%
7	荣昌·礼悦东方	重庆市	49,223	1,316.24	2.674%
8	奉节·集美江畔	重庆市	48521	1,309.60	2.699%
9	涪陵·集美郡	重庆市	32,313	1,275.00	3.946%
10	金科·天元道	重庆市	104,505	1,240.50	1.187%
11	巴南·集美锦湾	重庆市	43,771	1,163.75	2.659%
12	遂宁·集美天宸	四川遂宁市	27,989	1,148.15	4.102%
13	天津·万科观澜	天津市	107,847	1,148.00	1.064%
14	万州·博翠江岸	重庆市	28501	1,120.00	3.930%

15	重庆两江健康科技城	重庆市	42,086	1,053.50	2.503%
16	金科·博翠云邸	重庆市	51,070	1,049.10	2.054%
17	江津·集美郡	重庆市	40,042	1,026.00	2.562%
18	云阳·集美江悦	重庆市	45,488	1,020.00	2.242%
19	玉溪·桃李郡	云南玉溪市	24,674	995.16	4.033%
20	洛阳·金科天宸	河南洛阳市	138105	990.14	0.717%
21	长沙科技新城	湖南长沙市	17,968	983.00	5.471%
22	金科·集美牡丹湖	重庆市	36,031	964.00	2.675%
23	石家庄·翡翠郡	河北邯郸市	34,785	959.50	2.758%
24	仁怀·鹿鸣东方	贵州遵义市	26,953	955.00	3.543%
25	常州·衡麓世家	江苏常州市	115916	948.00	0.818%
26	金科·集美雅郡	湖南株洲市	48513	933.00	1.923%
27	玉溪·集美星辰	云南玉溪市	186,032	919.87	0.494%
28	北京·愉景公馆	北京市	99,050	915.50	0.924%
29	绍兴·杭越府	浙江绍兴市	82,397	901.80	1.094%
30	重庆·天悦府	重庆市	22,172	901.78	4.067%
31	无锡·集美壹品	江苏无锡市	41,553	887.00	2.135%
32	大足·集美江山	重庆市	22,169	883.00	3.983%
33	唐山·集美郡	河北唐山市	32,643	877.50	2.688%
34	金科·半岛壹号	安徽合肥市	109,063	863.00	0.791%
35	金科·雍景台	重庆市	70,357	861.00	1.224%
36	石家庄·集美郡	河北石家庄市	49,195	860.00	1.748%
37	金科·集美文苑	重庆市	38129	848.00	2.224%
38	金科·云玺台	重庆市	36,086	847.00	2.347%
39	资阳·集美东方	四川资阳市	11,768	846.65	7.195%
40	璧山·黛山悦府	重庆市	54,535	841.00	1.542%
41	遵义·集美东方	贵州遵义市	91,088	837.00	0.919%
42	梁平·集美东方	重庆市	53,068	836.45	1.576%
43	永川·湖山壹号	重庆市	38018	825.00	2.170%
44	烟台·博翠山	山东烟台市	50,440	824.36	1.634%
45	金科·四季春晓	江苏苏州市	129748	819.80	0.632%
46	合肥·都荟大观	安徽合肥市	140,110	814.00	0.581%
47	内江·集美天宸	四川内江市	92,554	810.00	0.875%
48	遂宁·集美嘉悦	四川遂宁市	75,559	808.30	1.070%
49	重庆·琅樾江山	重庆市	167,440	807.50	0.482%
50	金科·禹洲府	重庆市	186,205	801.00	0.430%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

### 6.3 员工持股：卓越共赢，员工与企业并行

2019年6月，公司发布《卓越共赢计划暨2019至2023年员工持股计划》，遵循自愿参加的原则，实现公司于员工收益共享、风险共担。本次计划所持有的股票总数累计不得超过公司股本总额的10%，单个参与人所获得股份权益对应的股权总数累计不得超过公司股本总额的1%。资金来源中对专项基金提取的业绩考核为，若2019-2022年的归母净利润相较2018年净利润38.86亿元的增长率不少于30%、60%、90%和110%，相当于分别不低于50.5亿元、62.2亿元、73.8亿元和81.6亿元，则该考核年度的下一年度按该考核年度净利润的3.5%提取转向基金。

图表 73 员工持股计划梳理 (2019 年 6 月)

项目	内容
计划规模	公司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	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。
专项基金提取条件	若 2019 年、2020 年、2021 年、2022 年中任一年度的归属于母公司的净利润较 2018 年净利润 38.86 亿元的增长率分别不少于 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。
股票来源	1、二级市场集中竞价交易；2、大宗交易；3、协议转让；4、融资融券；5、参与认购公司非公开发行的股份；6、参与认购公司配股；7、法律、行政法规允许的其他方式。
存续期	存续期为 7 年，预计滚动实施 5 期。
管理模式	下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，华安证券研究所

截至 2020 年 4 月 21 日，公司一期持股计划已通过“国信证券金科股份卓越共赢员工持股 1 号单一资产管理计划”在深圳证券交易所以集中竞价方式累计买入金科股份股票共计 5939.1 股，占公司总股本的 1.1123%，成交均价 6.7535 元/股。根据《一期持股计划（草案）》，按照融资金额：自筹金额不超过 1:1 来看，计划资金总额不超过 25 亿元，其中融资金额不超过 12.5 亿元。2019 年已顺利完成业绩考核，下一年度预计可提取专项基金约 1.99 亿元。员工有望通过持股计划进一步享受企业发展带来的红利，增强员工内部的凝聚力和向心力，是整体激励计划中提效降本的重要措施。

图表 74 员工持股计划一期内容梳理

项目	内容
持有人范围	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。
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，华安证券研究所

公司 2018 年销售金额突破千亿关口，2019 年以 1860 亿元延续逆势高增。2016 年拿地态度转向积极后，土储规模稳步提升，跨区域布局持续推进。公司陆续实施“股权激励+跟投机制+员工持股”的综合激励机制，调动员工积极性，增强企业凝聚力、向心力，不断为公司精进赋能。通过强化销售回款及拓宽融资渠道优化负债结构，杠杆可控，有望实现由融资催化规模提升向内源支撑持续发展转变。慷慨分红、高股息率或成企业价值投资另一亮点。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.32、1.62、1.96 元/股，相对当前股价 PE 为 5.92、4.81、3.98 倍。首次覆盖予以“增持”评级

## 风险提示

### 公司重点布局城市销量不及预期

公司全国化布局逐步推进，但短期在重点布局城市可推货值占比依然较高，受单一区域市场波动影响较大；

### 行业调控政策趋严

当前政策端维持“房住不炒”定调，若调控政策进一步收紧，行业基本面存在下行风险；

### 资金面超预期收紧

公司净负债率稳中有降，但依然处于行业较高水平，若资金面超预期收紧可能带来融资成本上升及融资渠道受阻等风险；

### 项目施工进度存在不确定性

新冠疫情对公司年初项目施工进度带来影响，存在因竣工规模调整而导致业绩不及预期。

**财务报表与盈利预测**
**利润表 (百万元)**

	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>67773</b>	<b>85645</b>	<b>106697</b>	<b>129946</b>
%同比增速	64%	26%	25%	22%
<b>营业成本</b>	<b>48230</b>	<b>61686</b>	<b>77108</b>	<b>94072</b>
<b>毛利</b>	<b>19543</b>	<b>23959</b>	<b>29589</b>	<b>35875</b>
%营业收入	29%	28%	28%	28%
<b>税金及附加</b>	<b>2707</b>	<b>3511</b>	<b>4375</b>	<b>5328</b>
%营业收入	4%	4%	4%	4%
<b>销售费用</b>	<b>4215</b>	<b>5610</b>	<b>6615</b>	<b>8446</b>
%营业收入	6%	7%	6%	7%
<b>管理费用</b>	<b>2689</b>	<b>3426</b>	<b>4161</b>	<b>5198</b>
%营业收入	4%	4%	4%	4%
<b>研发费用</b>	<b>41</b>	<b>51</b>	<b>32</b>	<b>39</b>
%营业收入	0%	0%	0%	0%
<b>财务费用</b>	<b>629</b>	<b>809</b>	<b>1526</b>	<b>1532</b>
%营业收入	1%	1%	1%	1%
<b>资产减值损失</b>	<b>-981</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
信用减值损失	-96	0	0	0
其他收益	154	86	160	195
投资收益	186	9	11	13
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	96	0	0	0
资产处置收益	2	1	1	2
<b>营业利润</b>	<b>8622</b>	<b>10647</b>	<b>13052</b>	<b>15541</b>
%营业收入	13%	12%	12%	12%
营业外收支	-287	-287	-287	-287
<b>利润总额</b>	<b>8335</b>	<b>10360</b>	<b>12766</b>	<b>15254</b>
%营业收入	12%	12%	12%	12%
所得税费用	1978	2459	3030	3620
净利润	6357	7901	9736	11634
%营业收入	9%	9%	9%	9%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>5676</b>	<b>7032</b>	<b>8665</b>	<b>10471</b>
%同比增速	46%	24%	23%	21%
少数股东损益	681	869	1071	1163
EPS (元/股)	1.06	1.32	1.62	1.96

**基本指标**

	2019A	2020E	2021E	2022E
EPS	1.06	1.32	1.62	1.96
BVPS	5.13	5.88	6.85	8.06
PE	7.23	5.92	4.81	3.98
PEG	0.16	0.25	0.21	0.19
PB	1.50	1.33	1.14	0.97
EV/EBITDA	10.13	9.10	7.26	6.24
ROE	21%	22%	24%	24%
ROIC	5%	6%	7%	8%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**资产负债表 (百万元)**

	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>货币资金</b>	<b>35986</b>	<b>34181</b>	<b>33774</b>	<b>33314</b>
<b>交易性金融资产</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应收账款及应收票据</b>	<b>2280</b>	<b>3093</b>	<b>3723</b>	<b>4612</b>
<b>存货</b>	<b>214241</b>	<b>258575</b>	<b>308431</b>	<b>360822</b>
<b>预付账款</b>	<b>9187</b>	<b>9253</b>	<b>11566</b>	<b>14111</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>29535</b>	<b>34010</b>	<b>41261</b>	<b>48709</b>
<b>流动资产合计</b>	<b>291229</b>	<b>339113</b>	<b>398756</b>	<b>461567</b>
<b>可供出售金融资产</b>				
<b>持有至到期投资</b>				
<b>长期股权投资</b>	<b>13622</b>	<b>13622</b>	<b>13622</b>	<b>13622</b>
<b>投资性房地产</b>	<b>8324</b>	<b>8324</b>	<b>8324</b>	<b>8324</b>
<b>固定资产合计</b>	<b>4378</b>	<b>5765</b>	<b>7115</b>	<b>8586</b>
<b>无形资产</b>	<b>76</b>	<b>93</b>	<b>105</b>	<b>119</b>
<b>商誉</b>	<b>488</b>	<b>488</b>	<b>488</b>	<b>488</b>
<b>递延所得税资产</b>	<b>1622</b>	<b>1622</b>	<b>1622</b>	<b>1622</b>
<b>其他非流动资产</b>	<b>1867</b>	<b>1431</b>	<b>778</b>	<b>64</b>
<b>资产总计</b>	<b>321605</b>	<b>370457</b>	<b>430810</b>	<b>494392</b>
<b>短期借款</b>	<b>3060</b>	<b>3060</b>	<b>3060</b>	<b>3060</b>
<b>应付票据及应付账款</b>	<b>31051</b>	<b>37370</b>	<b>46100</b>	<b>54987</b>
<b>预收账款</b>	<b>114694</b>	<b>142878</b>	<b>182082</b>	<b>219792</b>
<b>应付职工薪酬</b>	<b>677</b>	<b>866</b>	<b>1082</b>	<b>1321</b>
<b>应交税费</b>	<b>4342</b>	<b>5839</b>	<b>7318</b>	<b>8797</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>47141</b>	<b>54902</b>	<b>59389</b>	<b>67024</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>200965</b>	<b>244916</b>	<b>299033</b>	<b>354981</b>
<b>长期借款</b>	<b>52382</b>	<b>52382</b>	<b>52382</b>	<b>52382</b>
<b>应付债券</b>	<b>13535</b>	<b>13535</b>	<b>13535</b>	<b>13535</b>
<b>递延所得税负债</b>	<b>910</b>	<b>910</b>	<b>910</b>	<b>910</b>
<b>其他非流动负债</b>	<b>1661</b>	<b>1661</b>	<b>1661</b>	<b>1661</b>
<b>负债合计</b>	<b>269454</b>	<b>313404</b>	<b>367521</b>	<b>423469</b>
<b>归属于母公司的所有者权益</b>	<b>27367</b>	<b>31399</b>	<b>36564</b>	<b>43035</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>24784</b>	<b>25653</b>	<b>26724</b>	<b>27888</b>
<b>股东权益</b>	<b>52151</b>	<b>57053</b>	<b>63289</b>	<b>70923</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>321605</b>	<b>370457</b>	<b>430810</b>	<b>494392</b>

**现金流量表 (百万元)**

	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>2239</b>	<b>4098</b>	<b>6393</b>	<b>6908</b>
投资	-5714	0	0	0
资本性支出	-931	-1562	-1272	-1343
其他	-5344	9	11	13
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-11989</b>	<b>-1554</b>	<b>-1261</b>	<b>-1330</b>
债权融资	0	0	0	0
股权融资	8956	0	0	0
银行贷款增加(减少)	70033	0	0	0
筹资成本	-9873	-4349	-5539	-6039
其他	-53963	0	0	0
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>15154</b>	<b>-4349</b>	<b>-5539</b>	<b>-6039</b>
<b>现金净流量</b>	<b>5403</b>	<b>-1805</b>	<b>-407</b>	<b>-461</b>

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

### 公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。