

## 金科股份 (000656.SZ) 跨越发展，全国布局，四位一体多元业务协同并进

2020年07月24日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

齐东（分析师）

陈鹏（联系人）

qidong@kysec.cn

chenpeng@kysec.cn

证书编号：S0790520060001

证书编号：S0790120060038

日期	2020/7/23
当前股价(元)	9.30
一年最高最低(元)	9.99/5.56
总市值(亿元)	496.59
流通市值(亿元)	487.86
总股本(亿股)	53.40
流通股本(亿股)	52.46
近3个月换手率(%)	53.06

### ● 深耕川渝，布局全国，高成长优质标的，首次覆盖给予买入评级

金科股份以国家城市群发展战略为导向，紧密围绕“三圈一带”，即京津冀经济圈、长三角经济圈、珠三角经济圈和长江经济带，进行战略布局。公司土地储备充沛，低成本拿地优势显著。近年来公司销售提速，业绩增长有保障。股票激励计划和同舟共赢等多种激励方式共同提升员工积极性。我们预计2020-2022年公司归母净利润71、87、104亿元，同比增速分别为25.2%、22.9%、18.6%；EPS分别为1.33、1.64、1.94元，当前股价对应PE为7.0、5.7、4.8倍。首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 销售规模高速增长，拿地态度更加积极

2019年，金科股份实现签约销售金额约1860亿元，同比增长57%。2015年后公司销售规模迎来爆发式增长，过往4年复合增速达67%。公司一手抓城市深耕，一手抓全国化布局扩张。2020年公司提出冲击2200亿元销售规模，同比仍有18%增长。公司从2015年开始不断加大拿地力度，2016-2018年拿地金额占销售金额的比重为61%，2019年回落到45%，投资力度持续保持在较高水平。

### ● “四位一体”战略下多元业态协同发展，物业分拆上市进程中

公司在2019年提出“四位一体”战略，即形成以民生地产开发、生活服务、科技产业（园区）投资运营、文化旅游康养等多元化产业协同发展。1）2020年6月29日，控股子公司金科智慧服务已向香港联交所递交了IPO申请资料。金科智慧服务2019年实现营收23.3亿元，归母净利润3.66亿元，同比增速分别为53%、127%。我们认为金科智慧服务上市后，预计将对金科股份估值起到一定提振作用。2）科技产业打造大批标杆项目。2019年，金科产业实现营业收入约31亿元，净利润约5亿元。3）积极尝试布局文旅康养产业（酒店+园林），助力公司成为美好生活服务商。

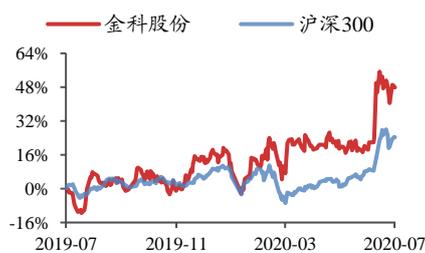
● **风险提示：**行业销售波动；政策调整导致经营风险；融资环境变动；企业运营风险；棚改货币化不达预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	41,234	67,773	85,041	104,664	125,644
YOY(%)	18.6	64.4	25.5	23.1	20.0
归母净利润(百万元)	3,886	5,676	7,107	8,732	10,360
YOY(%)	93.8	46.1	25.2	22.9	18.6
毛利率(%)	28.6	28.8	28.7	28.7	28.7
净利率(%)	9.4	8.4	8.4	8.3	8.2
ROE(%)	10.6	12.2	13.8	14.9	15.4
EPS(摊薄/元)	0.73	1.06	1.33	1.64	1.94
P/E(倍)	12.8	8.7	7.0	5.7	4.8
P/B(倍)	2.3	1.9	1.6	1.3	1.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源：贝格数据

## 目 录

1、 始于重庆，深耕川渝，逐步走向全国 .....	4
2、 销售规模高速增长，拿地态度更加积极.....	5
3、 多元业态协同发展，实现资源整合 .....	7
3.1、 金科智慧服务：优质龙头物管，品牌、规模双引擎.....	7
3.2、 科技产业打造大批标杆项目 .....	9
3.3、 文旅康养持续完善产业链 .....	10
4、 多激励方式提升员工积极性 .....	11
4.1、 股权激励计划覆盖面广 .....	11
4.2、 同舟共赢计划助力项目提效增速 .....	12
5、 经营数据稳健，短期偿债压力小 .....	12
6、 盈利预测与投资建议 .....	14
6.1、 盈利预测 .....	14
6.2、 投资建议 .....	15
7、 风险提示 .....	16
附： 财务预测摘要 .....	17

## 图表目录

图 1： 金科股份成立至今逾二十载 .....	4
图 2： 金科股份盈利能力维持稳定 .....	5
图 3： 金科股份营收主要来自房地产及物管业务.....	5
图 4： 金科股份 2019 年销售金额同比增速 57% .....	5
图 5： 金科股份 2019 年销售面积同比增速 42% .....	5
图 6： 金科股份 2017 年后销售排名持续提升.....	6
图 7： 金科股份 2019 年拿地金额同比增长 18% .....	6
图 8： 金科股份 2019 年拿地面积同比增长 62% .....	6
图 9： 金科股份拿地力度自 2016 年开始维持高位.....	7
图 10： 金科股份地货比充分保障未来盈利能力.....	7
图 11： 金科股份 2019 年土地储备可售面积达 6700 万平米.....	7
图 12： 金科股份物业管理收入快速提升 .....	8
图 13： 金科股份物管业务毛利率持续修复.....	8
图 14： 金科智慧服务 2019 年营收超 60%来自物管服务 .....	8
图 15： 金科智慧服务 2019 年归母净利润达 3.66 亿元.....	8
图 16： 金科智慧服务各业务毛利率维持稳定.....	9
图 17： 金科智慧服务 2019 年合约管理面积近 2.5 亿平米.....	9
图 18： 金科智慧服务合约面积中 35%来自金科股份 .....	9
图 19： 金科股份住宅物管费维持稳定 .....	9
图 20： 金科产业智慧园区体验新颖 .....	10
图 21： 金科股份部分酒店运营稳健 .....	10
图 22： 金科股份园林设计焕然一新 .....	11
图 23： 金科股份 2019 年净利润目标值已达成.....	12
图 24： 金科股份预收账款（合同负债）保障业绩增速.....	13

---

图 25: 金科股份销售流入现金流状况良好.....	13
图 26: 金科股份杠杆水平持续稳健 .....	13
图 27: 金科股份有息负债增长稳健 .....	14
图 28: 金科股份 2019 年短期负债占比仅三成.....	14
表 1: 金科股份 2019 年颁布新的跟投管理办法.....	12
表 2: 金科股份 2020 年来发债规模可观, 利率可控.....	14
表 3: 对应当前股价, 可比主流房企 2020/2021 年 PE 均值在 5.2、4.3 倍 .....	15
表 4: 对应当前股价, 可比主流房企 2020/2021 年 PB 估值均值在 1.04、0.86 倍 .....	15

## 1、始于重庆，深耕川渝，逐步走向全国

金科地产股份有限公司（以下简称“金科股份”或公司）成立于1998年5月，总部位于重庆，成立之初持续深耕川渝地区，2007年提出全国化跨区域布局战略，2011年8月公司在深交所上市。

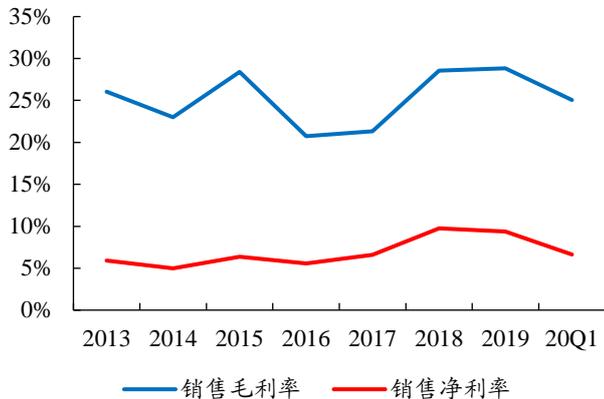
2016年公司开始由“地产开发商”向“美好生活服务商”转型，提出“三圈一带”新战略，锁定“核心十城”。目前公司业务主要涵盖房地产开发、物业管理、酒店经营、园林、门窗、教育等领域。2019年，公司地产板块实现签约销售金额1860亿元，同比大幅增长57%。根据CRIC发布的2019年百强房企销售排行榜，公司位列第17位。

图1：金科股份成立至今逾二十载

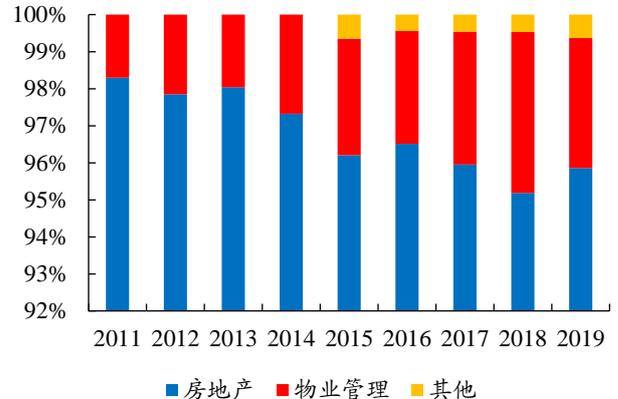


资料来源：公司官网、开源证券研究所

业绩持续强劲，利润水平高。2019年公司实现营业收入678亿元，同比增长64%，继续维持营收高位；实现归母净利润57亿元，同比增长46%，公司毛利率达29%，持续高位。公司主营业务为住宅地产开发、物业管理业务，从收入构成看，公司房地产和物业管理收入是主要来源，分别占比93.1%和3.4%。

**图2: 金科股份盈利能力维持稳定**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

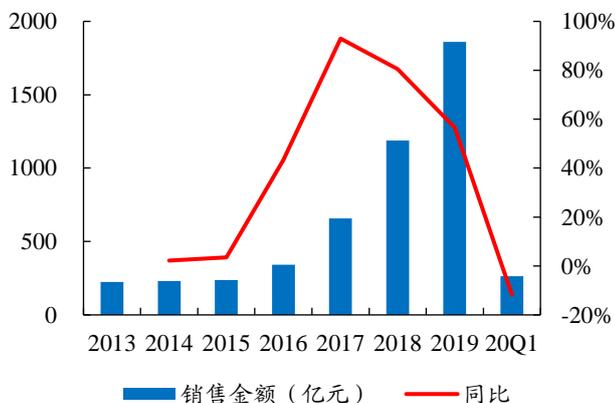
**图3: 金科股份营收主要来自房地产及物管业务**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

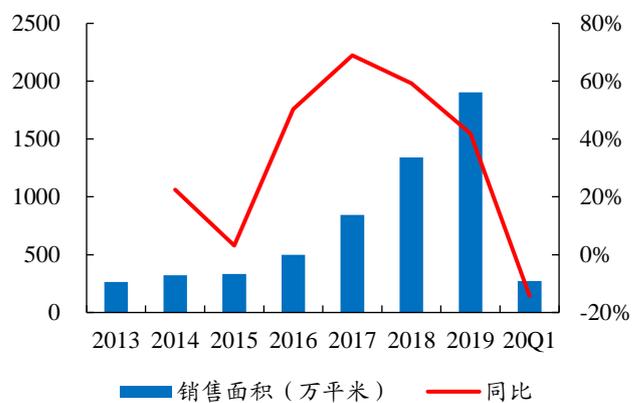
## 2、销售规模高速增长，拿地态度更加积极

**销售规模持续高增长，业绩增长可观有保障。**2019年，金科股份实现签约销售金额约1860亿元，同比增长57%；销售面积约1905万平方米，同比增长42%，排名第17位。2015年后公司销售规模迎来爆发式增长，4年复合增速达67%。公司在深耕战略效果明显的同时，全国化版图全面展开，公司重庆市场占有率达到11.66%，同比增长2个百分点；除重庆以外市场增长势头强劲，销售金额同比增长达到82%，合肥、苏州、南宁、成都等重点城市的市场占有率同比增长均超50%以上。2020年公司提出冲击2200亿元销售规模，同比仍有18%增长。

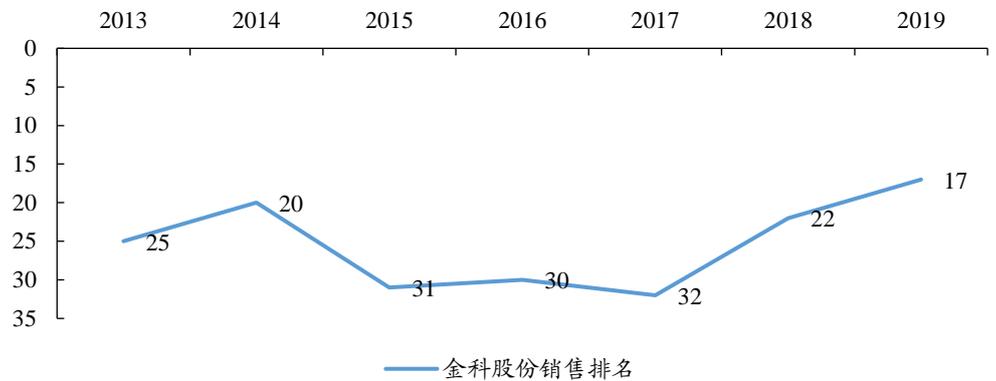
根据CRIC公布的百强房企销售排行榜，2020年上半年公司实现销售金额830亿元，同比增长5%；其中6月单月销售额232亿元，同比增长74%，疫情后公司销售表现持续复苏，预计大概率完成全年销售目标。

**图4: 金科股份2019年销售金额同比增速57%**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

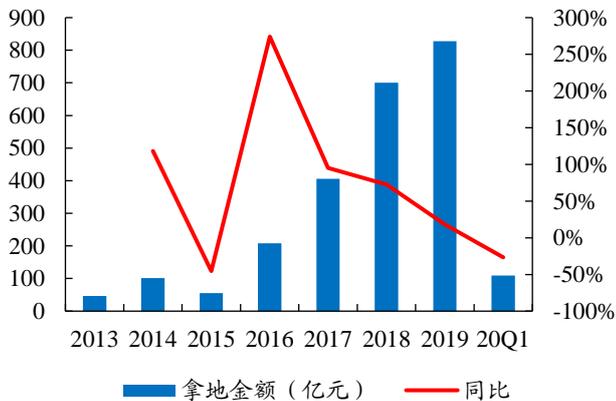
**图5: 金科股份2019年销售面积同比增速42%**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图6: 金科股份 2017 年后销售排名持续提升**


数据来源: CRIC、公司公告、开源证券研究所

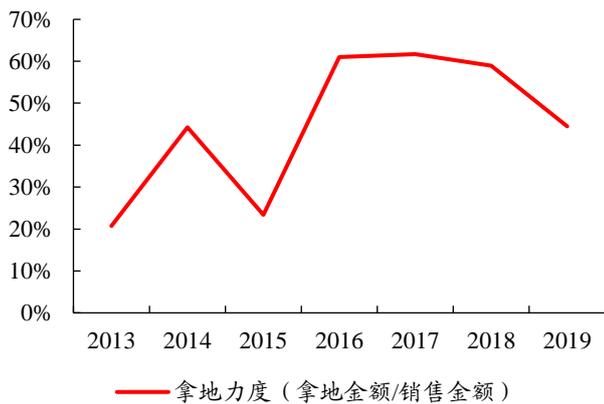
在销售持续增长的情况下,拿地更为积极。公司从 2015 年开始不断加大拿地力度,以重庆为中心辐射周边城市群,2019 年通过招拍挂和收购方式合计获取土地 192 幅地,总建筑面积达 3323 万平方米,同比增长 62%,4 年复合增速为 77%;拿地金额 828 亿元,同比增长 18%,4 年复合增速为 96%。用拿地金额/销售金额衡量公司拿地力度,我们看到 2016-2018 年这一指标均值为 61%,公司自 2015 年后扩大销售规模的同时积极补土储,2019 年该指标回落到 45%,但仍高于行业平均水平。

**图7: 金科股份 2019 年拿地金额同比增长 18%**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图8: 金科股份 2019 年拿地面积同比增长 62%**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

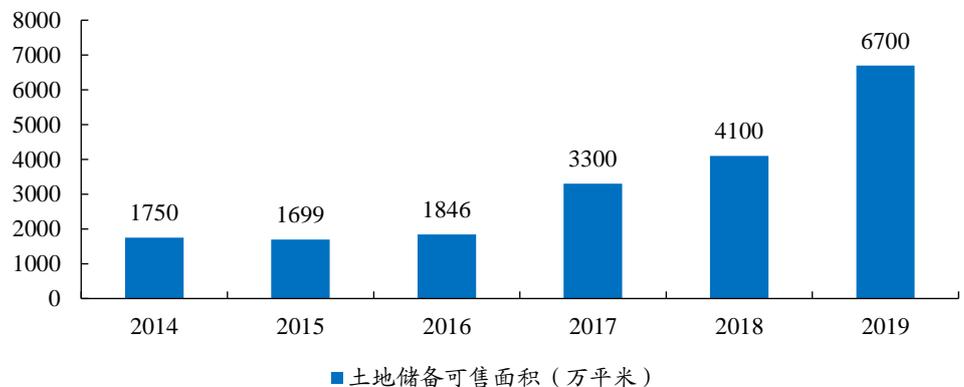
**图9: 金科股份拿地力度自 2016 年开始维持高位**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图10: 金科股份地货比充分保障未来盈利能力**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

目前公司土储仍然较为充沛。截至 2019 年末, 公司土地储备可售面积达 6700 万平方米, 同比增长 63%。从区域布局看, 公司可售资源仍然重点布局在大本营重庆, 土储占比 29%; 同时华东、西南 (除重庆)、华中资源均衡, 分别占比 22%、18%、16%, 全国化布局进程显著。

**图11: 金科股份 2019 年土地储备可售面积达 6700 万平米**


数据来源: CRIC、公司公告、开源证券研究所

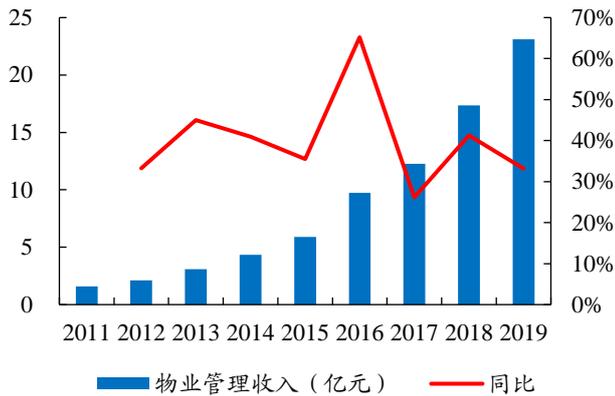
### 3、多元业态协同发展, 实现资源整合

2018 年公司提出“四位一体”战略, 即形成以民生地产开发、生活服务、科技产业 (园区) 投资运营、文化旅游康养等相关多元化产业协同发展的战略格局。

#### 3.1、金科智慧服务: 优质龙头物管, 品牌、规模双引擎

管理规模持续扩张, 利润率不断提升。公司旗下物业管理业务主要由控股子公司金科服务进行运营, 2019 年公司物业管理服务营业收入约 23.10 亿元, 同比增长 33%; 销售毛利率约 25.83%, 同比提升 7.07 个百分点。

图12: 金科股份物业管理收入快速提升



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

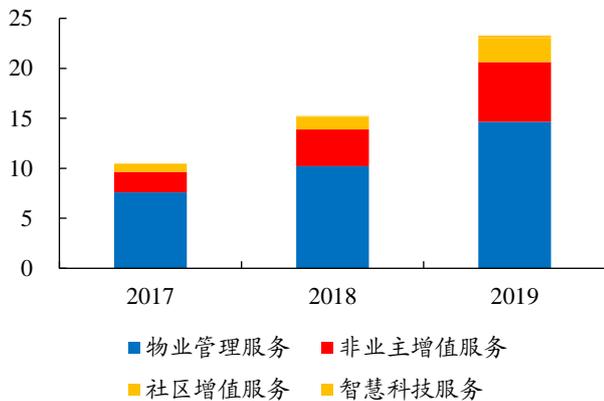
图13: 金科股份物管业务毛利率持续修复



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

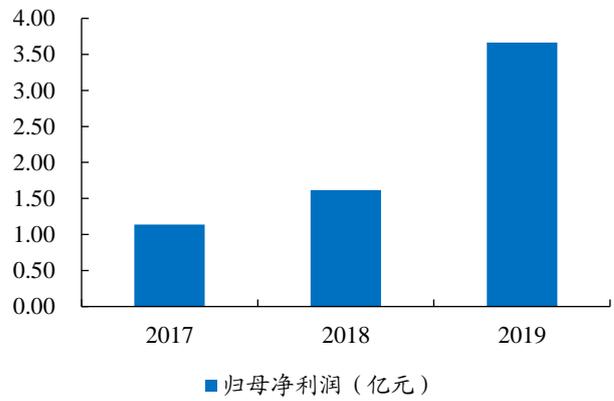
2020年6月30日, 控股子公司金科智慧服务(原名金科服务)已向香港联交所递交了IPO申请资料。根据IPO申请资料, 金科智慧服务2019年实现营收23.3亿元, 归母净利润3.66亿元, 同比增速分别为53%、127%。从业务构成看, 2019年公司物业管理、非业主增值服务、社区增值服务、智慧科技服务收入分别占比63%、26%、10%、1%; 盈利能力持续可观, 各业务毛利率分别达21.7%、32.5%、46.1%、48.3%。

图14: 金科智慧服务2019年营收超60%来自物管服务



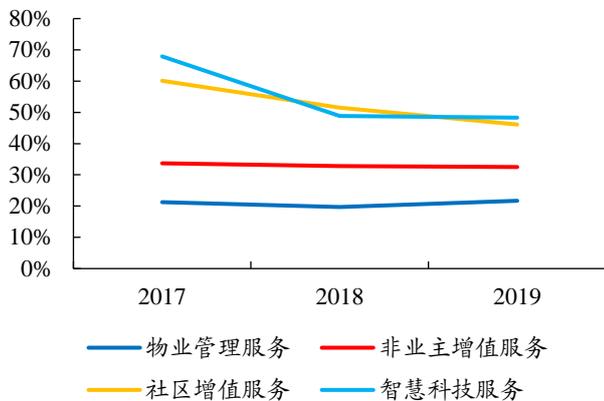
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图15: 金科智慧服务2019年归母净利润达3.66亿元

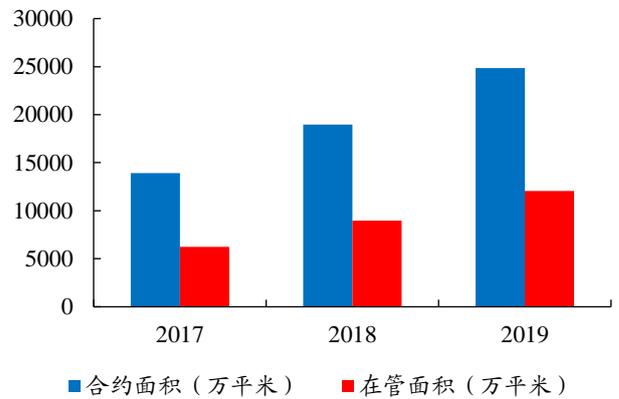


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

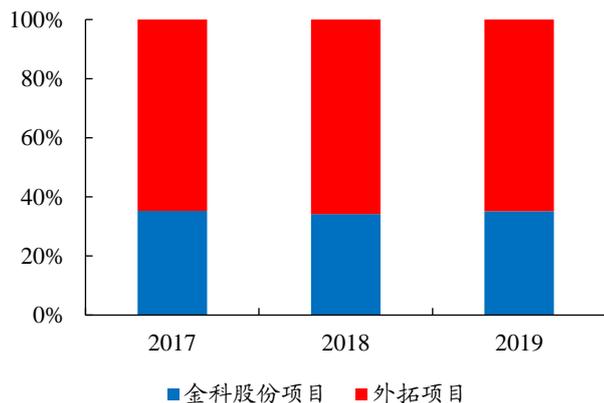
**合约管理面积有效保障未来业绩增长。**2019年公司签约项目数754个, 合约管理面积达2.49亿平方米, 同比增长31%, 其中金科股份、外拓项目分别占比35%、65%; 在管面积1.21亿平方米, 同比增长34%, 其中金科股份、外拓项目分别占比47%、53%。公司外拓能力可观, 未来上市后在手资金更为充沛, 品牌效应更强, 规模增长有望继续提速。由于物业管理行业赛道优越, 现金流充沛永续、轻资产、高ROE等特点推动物管板块估值持续创新高, 未来金科智慧服务上市后, 预计将对金科股份估值起到一定提振作用。

**图16: 金科智慧服务各业务毛利率维持稳定**


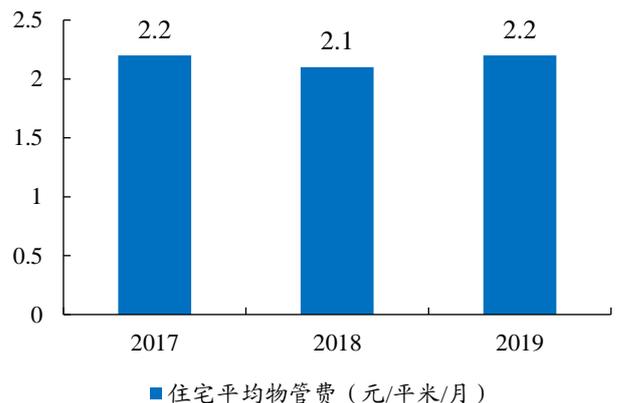
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图17: 金科智慧服务 2019 年合约管理面积近 2.5 亿平米**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图18: 金科智慧服务合约面积中 35%来自金科股份**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图19: 金科股份住宅物管费维持稳定**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 3.2、科技产业打造大批标杆项目

金科产业于 2014 年成立, 总部位于北京, 是金科股份的全资子公司, 目前已成为中国领先的科技产业综合运营商。目前已进入重庆、四川、湖南、山东、山西、陕西等 8 省份 11 个城市, 其中 2019 年新进驻城市 6 个, 累计开发运营管理项目 19 个, 面积超 900 万平米, 投资撬动效应较为明显, 可持续发展后劲充足。2019 年, 金科产业实现营业收入约 31 亿元, 净利润约 5 亿元。

图20: 金科产业智慧园区体验新颖



资料来源: 公司官网、开源证券研究所

目前公司已成功打造了以重庆两江健康科技城、成都青羊总部基地、山西智慧科技城、长沙科技新城等为代表的一大批标杆项目。

### 3.3、文旅康养持续完善产业链

此外，公司积极尝试布局文旅康养产业（酒店+园林），引进、嫁接国际国内具有独特优势的顶尖 IP 资源，因地制宜、灵活搭配，助力公司成为美好生活服务商。

目前公司投资酒店分别位于重庆、涪陵、开县、苏州，开业运营城市精品中端酒店 2 家，位于无锡、成都，筹备 6 家，分别位于成都、重庆、苏州、长沙、西安、德宏。

图21: 金科股份部分酒店运营稳健



涪陵金科大酒店



无锡金科大酒店



苏州金科大酒店



开县金科大酒店

资料来源: 公司官网

园林方面，重庆凯尔辛基园林有限公司，金科集团旗下的全资子公司，创始于 2005 年 8 月，现业务足迹遍布全国 50 多座城市，累计完成 1500 多项作品，获得荣誉 50 多项。

**图22: 金科股份园林设计焕然一新**


资料来源: 公司官网

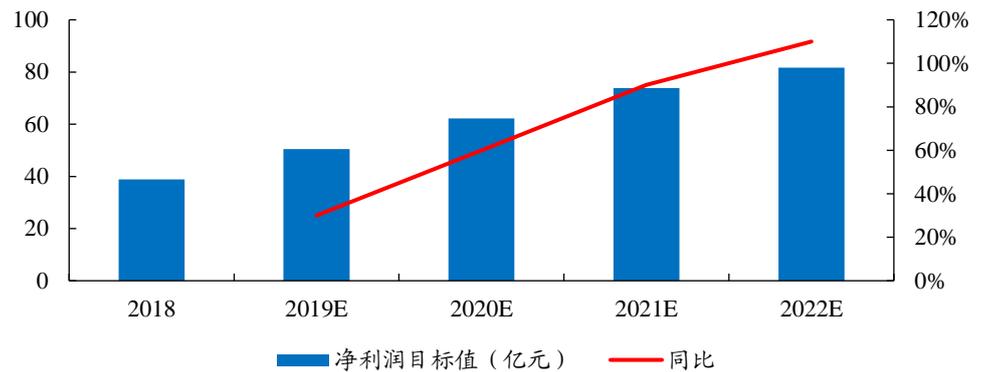
## 4、多激励方式提升员工积极性

### 4.1、股权激励计划覆盖面广

金科股份早在 2015 年末就发布了股权激励计划，向公司董事、高管、中层管理人员和核心业务人员授予 1.91 亿股公司股份，占当时公司总股本的 4.6%；2019 年 6 月，公司进一步推出卓越共赢计划暨 2019-2023 年员工持股计划，计划存续期 7 年，滚动实施五期。

公司第一期募集资金总规模预计不超过 25 亿元，其中员工自筹金额和融资金额均不超过 12.5 亿元，参与员工人数不超过 2500 人，其中涉及 11 名董事、监事及高管。

公司提出的业绩考核：若 2019-2022 年归母净利润较 2018 年增长率分别不低于 30%、60%、90%、110%，则按该考核年度净利润的 3.5% 提取专项基金。全部有效的员工持股计划总股数不得超过总股本的 10%，单个参与人不得超过总股本总额的 1%。2019 年公司归母净利润为 56.76 亿元，同比增长 46%，达到年度业绩考核目标，提取 1.99 亿元专项基金作为本期计划资金来源，并拟通过融资融券等法律法规允许的方式实现融资资金与专项基金的比例不超过 1:1，加杠杆后对应二期计划购买金额不超过 3.97 亿元。

**图23: 金科股份 2019 年净利润目标值已达成**


数据来源：公司公告、开源证券研究所（备注：图中 2019 年数值为计划值，最终顺利达成）

#### 4.2、同舟共赢计划助力项目提效增速

2015 年 6 月公司通过《金科地产集团股份有限公司员工跟投房地产项目公司管理办法》，办法规定跟投项目的跟投比例不超过项目公司股权的 10%，2016 年 9 月公司跟投比例修改为 5%，2017 年 7 月跟投比例增至项目公司股权的 8%。2019 年 2 月出台《员工跟投房地产项目公司管理办法》，截止 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。

**表1: 金科股份 2019 年颁布新的跟投管理办法**

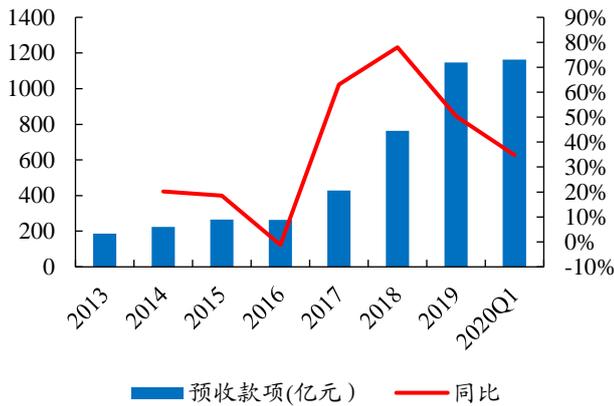
时间	2019 年 2 月
名称	《员工跟投房地产项目公司管理办法》
跟投主体	跟投员工分为必须跟投人和自愿跟投人： 必须跟投人：集团总部关键职能部门负责人及以上员工、区域公司关键部门负责人及以上员工、城市公司关键部门负责人及以上员工、项目公司总经理等 自愿跟投人：与项目经营直接相关的员工
跟投比例	不超过跟投前公司持股比例的 8%
利润分配时点	项目公司累计净现金流量为正数并保证项目运营所需 3 个月资金后，项目公司可向所有股东包括跟投资企业分配利润。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 5、经营数据稳健，短期偿债压力小

预收账款充分保障未来业绩增速。2019 年，截至 2020 年一季度，公司预收账款 1162.98 亿元，同比增长 34.9%，是 2019 年营收的 1.72 倍。未来随着已售未结算项目逐渐进入交付期，未来公司业绩增长有保障。

图24: 金科股份预收账款(合同负债)保障业绩增速



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图25: 金科股份销售流入现金流状况良好

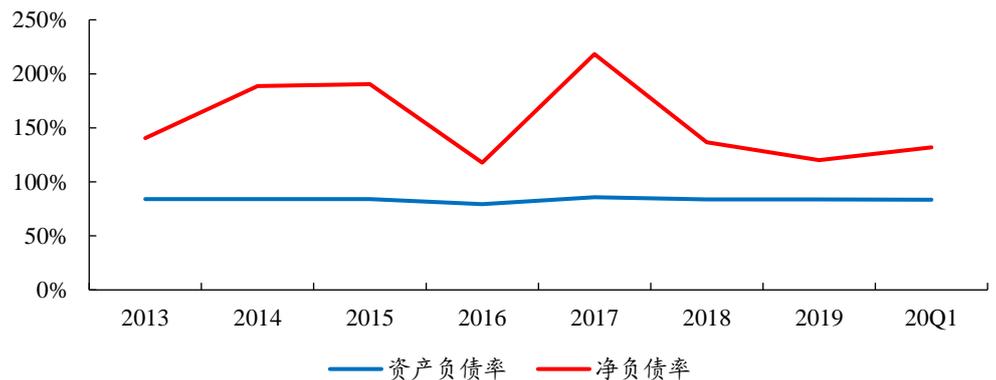


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

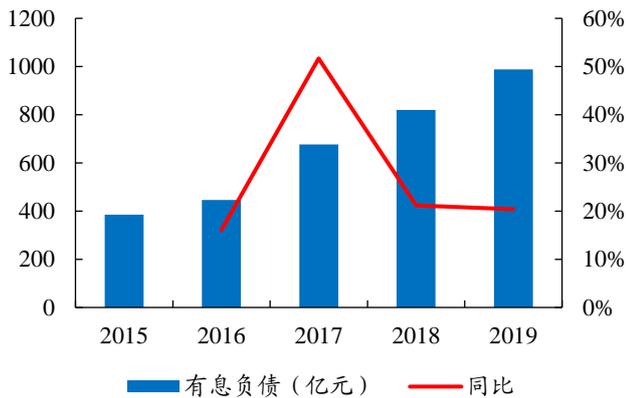
**杠杆水平可控, 在手现金完全覆盖短期负债。**2020年一季度, 公司资产负债率83.37%, 同比下降0.5个百分点; 扣除预收款项后的资产负债率47.83%, 同比下降1.2个百分点; 净负债率131.82%, 同比下降22.9个百分点。从有息负债来看, 公司2019年末有息负债988亿元, 同比增长20%, 在销售持续高增、拿地依然积极的背景下公司负债规模得到有效控制。从负债结构看, 公司短期负债占比33%, 公司在手资金充沛, 货币资金余额近360亿元, 完全覆盖短期负债。

2020年上半年, 公司发行1笔8亿元的超短融, 票面利率5.3%; 4笔公司债, 发行规模40亿元, 加权票面利率5.67%; 1笔6000万元的ABS产品。

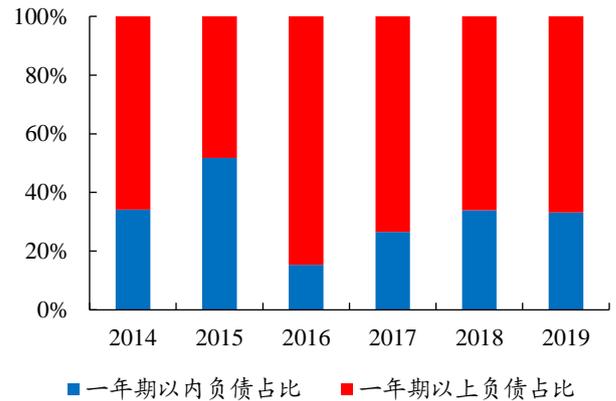
图26: 金科股份杠杆水平持续稳健



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图27: 金科股份有息负债增长稳健**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图28: 金科股份 2019 年短期负债占比仅三成**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**表2: 金科股份 2020 年来发债规模可观, 利率可控**

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
012000077.IB	20 金科地产 SCP001	超短融	2020-01-09	2020-10-05	8	5.30%
149038.SZ	20 金科 02	公司债	2020-02-20	2025-02-20	4	6.30%
149037.SZ	20 金科 01	公司债	2020-02-20	2023-02-20	19	6.00%
138681.SZ	20 金科次	证监会主管 ABS	2020-04-28	2022-04-28	0.6	次级
138680.SZ	20 金科优	证监会主管 ABS	2020-04-28	2022-04-28	10	5.86%
149130.SZ	20 金科 04	公司债	2020-05-28	2025-05-28	4.5	5.60%
149129.SZ	20 金科 03	公司债	2020-05-28	2024-05-28	12.5	5.00%

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

## 6、盈利预测与投资建议

### 6.1、盈利预测

金科股份销售规模增长迅猛, 2019 年实现销售金额 1860 亿元, 同比增长 57%, 4 年复合增速达 67%; 销售端高速提升推动公司已售未结资源较为充沛。根据公司过往年份销售和结算的期限递延, 我们使用 T 期地产开发业务收入 / (T 期及 T-1 期销售金额均值) 来衡量结算节奏。预计未来 2020-2022 年该指标为 52%、48%、50%, 则地产开发业务收入增速为 26%、23%、20%;

物管业务递交 IPO 材料, 2019 年物管业务收入增速达 33%, 预计未来 3 年该业务收入依然可维持 30% 复合增速; 新能源业务逐步走上正轨, 预计复合增速可达 35%。

最终我们预计 2020-2022 年公司归母净利润 71、87、104 亿元, 同比增速分别为 25.2%、22.9%、18.6%; EPS 分别为 1.33、1.64、1.94 元, 当前股价对应 PE 为 7.0、5.7、4.8 倍。与主流可比公司相比, 公司估值高于平均水平, 但考虑到公司过往 4 年销售增速远高于行业增速, 优于行业平均水平。我们认为, 更高的销售增速, 以及更为确定的业绩成长性均使得公司估值有较明显的溢价空间, 当前估值较为合理。

**表3: 对应当前股价, 可比主流房企 2020/2021 年 PE 均值在 5.2、4.3 倍**

上市公司	代码	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE 估值				
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
万科 A	000002.SZ	3116	389	454	530	605	8.02	6.86	5.88	5.15	
中南建设	000961.SZ	381	42	71	90	107	9.16	5.38	4.21	3.55	
阳光城	000671.SZ	289	40	54	69	81	7.19	5.31	4.16	3.55	
蓝光发展	600466.SH	169	35	50	61	70	4.89	3.37	2.78	2.43	
荣盛发展	002146.SZ	367	91	113	133	152	4.03	3.24	2.76	2.41	
绿地控股	600606.SH	936	147	175	204	235	6.35	5.35	4.58	3.99	
金地集团	600383.SH	649	101	116	133	153	6.44	5.60	4.88	4.25	
保利地产	600048.SH	1939	280	330	390	459	6.94	5.87	4.98	4.22	
<b>可比公司均值</b>								<b>5.12</b>	<b>4.28</b>	<b>3.69</b>	
<b>金科股份</b>	<b>000656.SZ</b>	<b>497</b>	<b>57</b>	<b>71</b>	<b>87</b>	<b>104</b>	<b>8.75</b>	<b>6.99</b>	<b>5.69</b>	<b>4.79</b>	

数据来源: 上市公司公告、Wind、开源证券研究所 (除保利地产、金地集团外, 其余为 Wind 一致预期)

从市净率角度看, 公司 2020/2021 年市净率分别为 1.59、1.30 倍, 主流房企 PB 均值分别为 1.04、0.86 倍, 公司 PB 估值有一定溢价, 与龙头公司万科、中南建设较为接近。

**表4: 对应当前股价, 可比主流房企 2020/2021 年 PB 估值均值在 1.04、0.86 倍**

上市公司	代码	收盘价 (元)	每股净资产(元)				PB 估值				
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
万科 A	000002.SZ	27.52	16.64	19.56	23.27	27.42	1.65	1.41	1.18	1.00	
中南建设	000961.SZ	10.13	5.71	7.31	9.39	11.88	1.78	1.39	1.08	0.85	
阳光城	000671.SZ	7.06	5.33	7.79	9.22	10.95	1.33	0.91	0.77	0.64	
蓝光发展	600466.SH	5.57	5.06	8.65	10.37	11.79	1.10	0.64	0.54	0.47	
荣盛发展	002146.SZ	8.45	9.40	11.41	13.84	16.70	0.90	0.74	0.61	0.51	
绿地控股	600606.SH	7.69	6.32	7.72	9.12	10.75	1.22	1.00	0.84	0.72	
金地集团	600383.SH	14.38	11.96	13.86	16.18	18.96	1.20	1.04	0.89	0.76	
保利地产	600048.SH	16.25	11.76	13.71	16.47	19.76	1.38	1.19	0.99	0.82	
<b>可比公司均值</b>								<b>1.04</b>	<b>0.86</b>	<b>0.72</b>	
<b>金科股份</b>	<b>000656.SZ</b>	<b>9.30</b>	<b>4.98</b>	<b>5.86</b>	<b>7.18</b>	<b>8.77</b>	<b>1.87</b>	<b>1.59</b>	<b>1.30</b>	<b>1.06</b>	

数据来源: 上市公司公告、Wind、开源证券研究所 (除保利地产、金地集团外, 其余为 Wind 一致预期)

## 6.2、投资建议

金科股份是重庆地区的地产开发龙头企业, 是重庆自贸区政策红利的核心受益者。公司土地储备充沛, 低成本拿地具备先发优势。近年来公司销售提速, 业绩增长有保障。股票激励计划和同舟共赢等多种激励方式共同提升员工积极性。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润 71、87、104 亿元, 同比增速分别为 25.2%、22.9%、18.6%; EPS 分别为 1.33、1.64、1.94 元, 当前股价对应 PE 为 7.0、5.7、4.8 倍。首

次覆盖给予“买入”评级。

## 7、风险提示

- 1) 行业销售规模波动较大: 行业销售规模整体下滑, 房企销售回款将产生困难。
- 2) 政策调整导致经营风险: 按揭贷款利率大幅上行, 购房者购房按揭还款金额将明显上升; 税收政策持续收紧, 房地产销售将承压, 带来销售规模下滑。
- 3) 融资环境全面收紧: 银行贷款额度紧张, 债券发行利率上行, 加剧企业流动性压力。
- 4) 企业运营风险: 企业高管及核心业务骨干人员变动, 施工进度变缓, 拿地力度过于激进暴露资金短缺风险。
- 5) 棚改货币化不达预期: 棚改货币化比例大幅下降, 三四线城市地产销售全面承压。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	213341	291229	317515	360888	390032
现金	29852	35986	37811	46201	59274
应收票据及应收账款	1589	2280	2575	3400	3773
其他应收款	13023	22498	24100	28232	31598
预付账款	3392	9187	9711	10225	11071
存货	160835	214241	234875	262698	272157
其他流动资产	4650	7037	8444	10133	12159
<b>非流动资产</b>	17357	30376	35480	40889	46395
长期投资	7368	13622	15700	17782	19868
固定资产	2374	4378	5480	6876	8438
无形资产	64	76	66	56	45
其他非流动资产	7552	12301	14234	16175	18045
<b>资产总计</b>	230699	321605	352995	401777	436426
<b>流动负债</b>	137626	200965	221953	260034	287366
短期借款	3196	3060	3128	3094	3111
应付票据及应付账款	16341	31051	36317	42247	49638
其他流动负债	118088	166854	182508	214692	234617
<b>非流动负债</b>	55307	68488	73334	75937	73487
长期借款	53771	65917	71057	73513	71136
其他非流动负债	1536	2572	2277	2424	2351
<b>负债合计</b>	192932	269454	295287	335971	360853
少数股东权益	14586	24784	25637	26685	27928
股本	5340	5340	5340	5340	5340
资本公积	4100	4507	4507	4507	4507
留存收益	10768	14449	17732	22203	27865
<b>归属母公司股东权益</b>	23181	27367	32071	39121	47645
负债和股东权益	230699	321605	352995	401777	436426

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	1329	2239	16964	8924	18916
净利润	4021	6357	7960	9780	11603
折旧摊销	238	345	369	392	500
财务费用	50	629	779	976	1169
投资损失	186	-186	1	-43	-27
营运资金变动	-3107	-5963	8403	-1923	6134
其他经营现金流	-58	1056	-547	-259	-463
<b>投资活动现金流</b>	-8001	-11989	-5148	-5389	-5571
资本支出	277	932	2321	2194	2343
长期投资	-3701	-4792	-2078	-2000	-2086
其他投资现金流	-11425	-15849	-4904	-5195	-5314
<b>筹资活动现金流</b>	17975	15154	-9992	4856	-272
短期借款	-3224	-136	68	-34	17
长期借款	4228	12146	5140	2456	-2377
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	30	407	0	0	0
其他筹资现金流	16941	2736	-15200	2434	2088
<b>现金净增加额</b>	11303	5403	1824	8390	13073

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	41234	67773	85041	104664	125644
营业成本	29453	48230	60631	74636	89588
营业税金及附加	1407	2707	3396	4180	5018
营业费用	2562	4215	5286	6507	7811
管理费用	2340	2689	3750	4291	5528
研发费用	3	41	29	50	51
财务费用	50	629	779	976	1169
资产减值损失	35	981	652	1159	1177
其他收益	73	154	184	203	223
公允价值变动收益	66	96	81	89	85
投资净收益	-186	186	-1	43	27
资产处置收益	0	2	1	1	1
<b>营业利润</b>	5339	8622	10783	13201	15637
营业外收入	87	96	75	86	86
营业外支出	215	383	421	463	510
<b>利润总额</b>	5210	8335	10436	12823	15214
所得税	1190	1978	2477	3043	3610
<b>净利润</b>	4021	6357	7960	9780	11603
少数股东损益	135	681	853	1048	1243
<b>归母净利润</b>	3886	5676	7107	8732	10360
EBITDA	8404	12264	13200	15657	17887
EPS(元)	0.73	1.06	1.33	1.64	1.94

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	18.6	64.4	25.5	23.1	20.0
营业利润(%)	75.9	61.5	25.1	22.4	18.5
归属于母公司净利润(%)	93.8	46.1	25.2	22.9	18.6
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	28.6	28.8	28.7	28.7	28.7
净利率(%)	9.4	8.4	8.4	8.3	8.2
ROE(%)	10.6	12.2	13.8	14.9	15.4
ROIC(%)	6.0	7.1	7.8	8.3	8.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	83.6	83.8	83.7	83.6	82.7
净负债比率(%)	139.3	123.4	96.6	83.4	58.9
流动比率	1.6	1.4	1.4	1.4	1.4
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	26.7	35.0	35.0	35.0	35.0
应付账款周转率	2.1	2.0	1.8	1.9	1.9
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.73	1.06	1.33	1.64	1.94
每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	0.42	3.18	1.67	3.54
每股净资产(最新摊薄)	4.02	4.98	5.86	7.18	8.77
<b>估值比率</b>					
P/E	12.8	8.7	7.0	5.7	4.8
P/B	2.3	1.9	1.6	1.3	1.1
EV/EBITDA	13.9	11.3	9.9	8.4	6.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方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。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn