



业绩持续高速增长，全国扩张稳步推进

——金科股份 2020 中报点评

营业收入稳步提升，归母净利同比增长近四成。金科股份 2020 年上半年实现营业收入 303.1 亿元（增长+16.1%），归母净利润 36.2 亿元（增长+39.6%）。归母净利润增速高于营收增速主要系：1）2020 年上半年销售费用率较去年同期下降约 2.2 个百分点至 2.4%；2）合联营项目的投资收益占营收比重由去年同期的-0.7%提升至 1.9%。公司近年畅旺的销售为收入增长提供了支撑，2020 年中期预收款项达 1394.2 亿元，2020 上半年公司销售金额亦有所增长，达 868 亿元，同比增长 6.6%；扩张过程中的合作开发项目亦在一定程度上增厚了公司利润，并有望持续助力公司业绩高增。

优质土储充足，全国化布局稳步推进。公司上半年拿地仍较为积极，2020 年中期总可售面积较 2019 年末增长约 10%至超 7400 万平方米；新增土地储备计容建面中，位于新一线及二三线城市的占比超过 85%。充足且优质的土地储备能够为公司持续的销售增长提供保障。在土地资源持续增长的同时，公司区域布局更趋均衡，土储可售面积中位于重庆的占比由 2019 年末的 29%继续下降至 2020 年中的 25%；位于华东的占比则由 2019 年末的 22%上升至 25%，为土储占比提升最大的区域。公司在华东区域的布局为上半年公司销售的回暖做出了重要贡献，2020 年上半年的销售金额中，来自华东地区的占比达 43%。更趋均衡的可售资源使公司能够更为从容地面对市场变化，稳步推进的全国化进程亦有望使公司未来发展空间更为广阔。

信用评级有所提升，股权结构稳定多元。公司在现金管控方面表现良好，2020 年上半年回款率达 97%，现金总额较 2019 年末增长 2.2%，达 367.6 亿元，能够实现对短期债务的完全覆盖；融资结构更为合理，银行融资占比达 64.8%。公司的财务表现亦使公司评级有所提升，中诚信、联合评级及大公国际均上调公司主体信用评级至 AAA，有望助力公司进一步降低融资成本。另一方面，公司当前股权结构更趋稳定，金科控股及其一致行动人持有公司约 29.99%股份，红星集团持有约 11.04%的股份，一期员工持股计划持有约 4.14%股份，公众股东合共持有约 46.62%的股份，更为稳定及多元的股权结构能够对公司的经营构成有力保障。

维持“买入”评级，目标价人民币 11.7 元。预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为人民币 1.34 元、1.68 元、2.10 元，归母净利润同比增长 26.5%、25.1%、25.0%。考虑到公司土地资源丰沛，股权结构更趋稳定，持续增长可期，上调 NAV 9.7%至 16.7 元/股，维持 NAV 折让 30%，目标价人民币 11.7 元，对应 2020 年 8.7 倍 PE，较现价空间达 12.5%。（最新股价为 2020 年 8 月 27 日收盘价）

风险提示：调控政策存在一定不确定性；公司销售结算或出现一定波动。

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

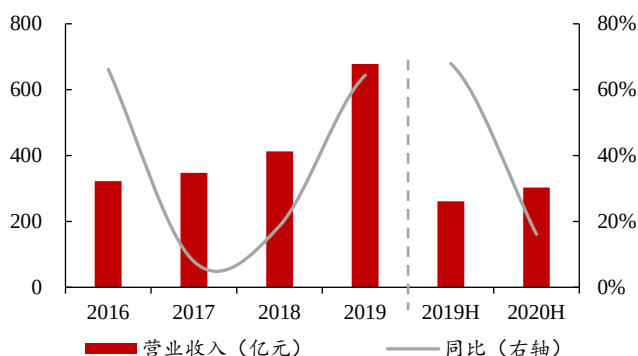
SFC CE Ref: BPK 789

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	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	27.73	14.30	9.79	7.74	6.19	4.95
PB	2.81	2.40	2.03	1.72	1.34	1.06



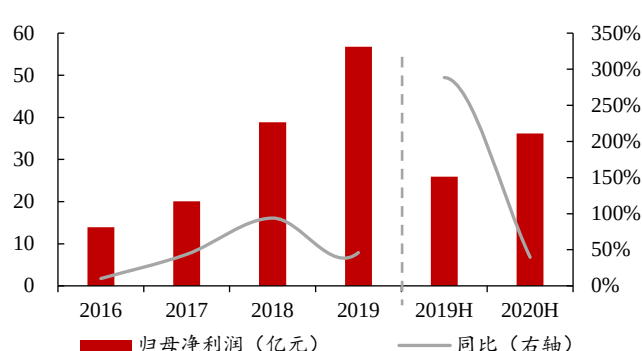
营业收入稳步提升，归母净利同比增长近四成。金科股份 2020 年上半年实现营业收入 303.1 亿元（增长+16.1%），归母净利润 36.2 亿元（增长+39.6%）。归母净利润增速高于营收增速主要系：1) 2020 年上半年销售费用率较去年同期下降约 2.2 个百分点至 2.4%；2) 合联营项目的投资收益占营收比重由去年同期的-0.7%提升至 1.9%。公司近年畅旺的销售为收入增长提供了支撑，2020 年中期预收款项达 1394.2 亿元，2020 上半年公司销售金额亦有所增长，达 868 亿元，同比增长 6.6%；扩张过程中的合作开发项目亦在一定程度上增厚了公司利润，并有望持续助力公司业绩高增。

图 1：公司营业收入有所增长



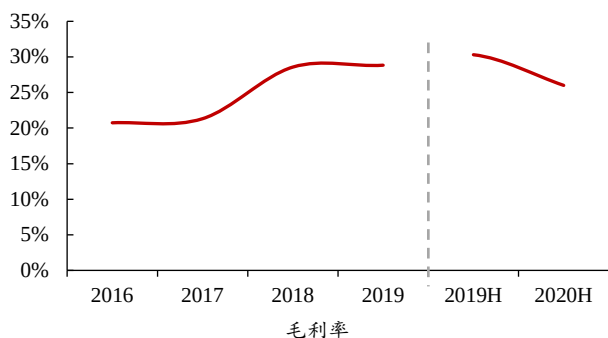
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 2：公司归母净利润有所增长



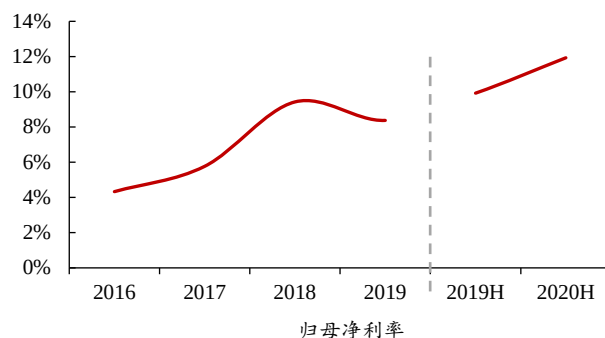
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 3：公司毛利率略有下降



数据来源：公司公告，中达证券研究

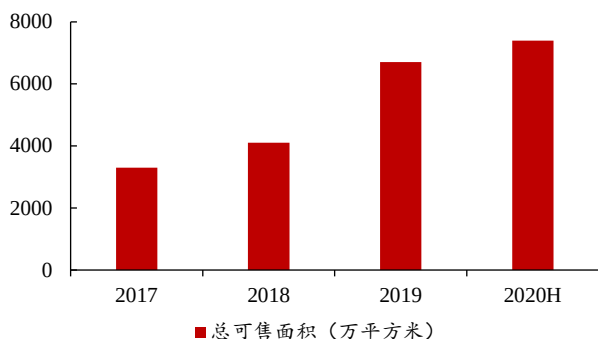
图 4：归母净利率有所提升



数据来源：公司公告，中达证券研究

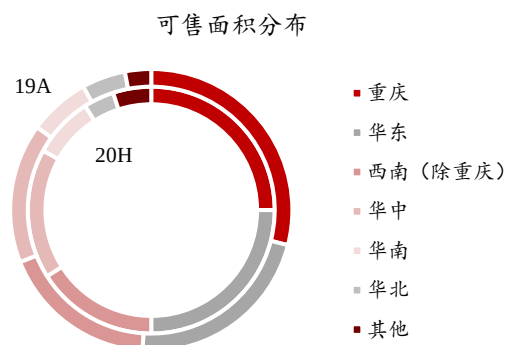
优质土储充足，全国化布局稳步推进。公司上半年拿地仍较为积极，2020 年中期总可售面积较 2019 年末增长约 10%至超 7400 万平方米；新增土地储备计容建面中，位于新一线及二三线城市的占比超过 85%。充足且优质的土地储备能够为公司持续的销售增长提供保障。在土地资源持续增长的同时，公司区域布局更趋均衡，土储可售面积中位于重庆的占比由 2019 年末的 29%继续下降至 2020 年中的 25%；位于华东的占比则由 2019 年末的 22%上升至 25%，为土储占比提升最大的区域。公司在华东区域的布局为上半年公司销售的回暖做出了重要贡献，2020 年上半年的销售金额中，来自华东地区的占比达 43%。更趋均衡的可售资源使公司能够更为从容地面对市场变化，稳步推进的全国化进程亦有望使公司未来发展空间更为广阔。

图 5：2020 年中公司土储可售面积超 7400 万平方米



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 6：位于华东的可售面积占比提升较大

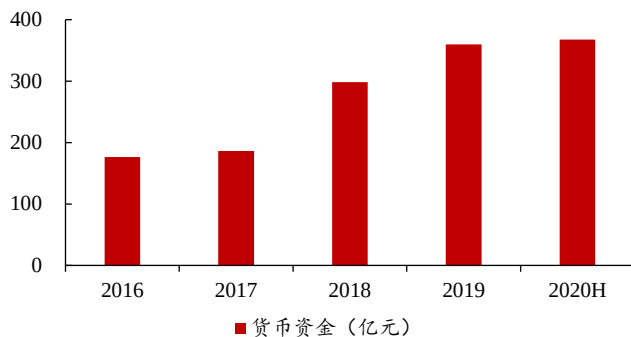


数据来源：公司公告，中达证券研究

信用评级有所提升，股权结构稳定多元。公司在现金管控方面表现良好，2020 年上半年回款率达 97%，现金总额较 2019 年末增长 2.2%，达 367.6 亿元，能够实现对短期债务的完全覆盖；融资结构更为合理，银行融资占比达 64.8%。公司的财务表现亦使公司评级有所提升，中诚信、联合评级及大公国际均上调公司主体信用评级至 AAA，有望助力公司进一步降低融资成本。另一方面，公司当前股权结构更趋稳定，金科控股及其一致行动人持有公司约 29.99%股份，红星集团持有约 11.04%的股份，一期员工持股计划持有约 4.14%股份，公众股东合共持有约 46.62%的股份，更为稳定及多元的股权结构能够对公司的经营构成有力保障。

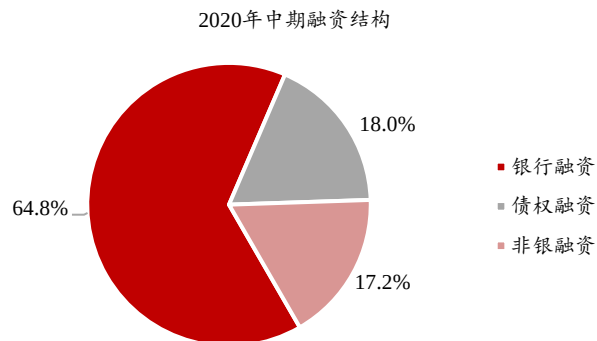


图 7：现金总额持续增长



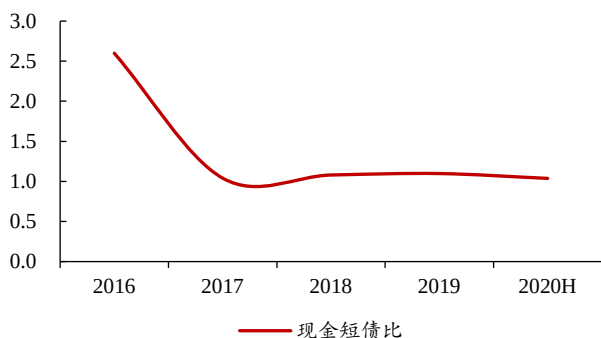
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 8：银行融资占比达 64.8%



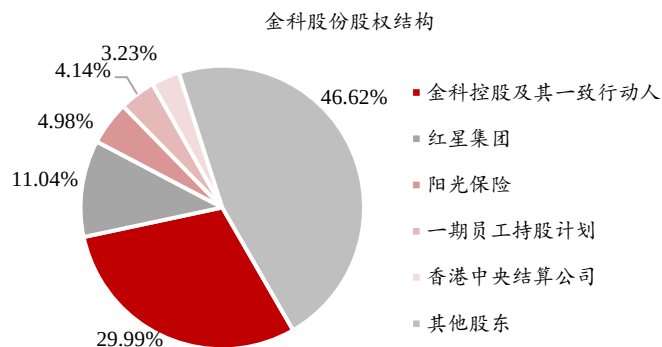
数据来源：公司公告，中达证券研究

图 9：公司在手现金能够完全覆盖短期债务



数据来源：公司公告，中达证券研究

图 10：公司股权结构更为稳定多元



数据来源：公司公告，中达证券研究；注：2020 中期数据

维持“买入”评级，目标价人民币 11.7 元。预测公司 2020-2022 年 EPS 分别为人民币 1.34 元、1.68 元、2.10 元，归母净利润同比增长 26.5%、25.1%、25.0%。考虑到公司土地资源丰沛，股权结构更趋稳定，持续增长可期，上调 NAV 9.7%至 16.7 元/股，维持 NAV 折让 30%，目标价人民币 11.7 元，对应 2020 年 8.7 倍 PE，较现价空间达 12.5%。（最新股价为 2020 年 8 月 27 日收盘价）

表 1: 金科股份 NAV 约人民币 16.7 元/股

NAV 估值 (人民币亿元)	2020
NAV 增厚	597.55
归母净权益 (亿元, 2020 年中)	295.98
NAV 合计 (亿元)	893.53
总股本 (亿股, 2020 年中)	53.40
每股 NAV (元/股)	16.73
8 月 27 日股价 (元)	10.41
NAV 折让	37.79%

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; 公司销售结算或出现一定波动。



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	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
资产权益比	10.0	11.8	12.1	11.2	10.3
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。