

金科—正在崛起的蓝筹地产

报告要点

■ 我们为何看好重庆地区

重庆集无数个“城市利好”于一身：“城乡统筹”、“保税港区”、“西部金融中心”、“两江新区”、“宜居重庆建设”等，而近年来重庆房价增速一直低于 GDP 增速。从横向比较来看重庆市场潜在购买力大于一线城市，且受政策调控影响较小。

■ 我们为什么看好金科

第一，其在重庆市场份额仅次于龙湖；第二，公司创新能力，体现在产品设计、园林设计、物业服务以及融资渠道方面；第三，公司具有很强的成本控制能力体现在高周转率以及上下游成本控制，此外公司独特的拿地模式；第四，公司高素质人才培养计划；第五，公司股权激励已经完成。

■ 公司全国化扩张战略思路

公司战略是“依托大重庆，挺进长三角，拓展环渤海，扩大中西部，发展中等城市”。目前重庆市场份额第二；公司布局全国的战略已在无锡市场取得成功，我们认为此成功方式可以复制至其他二三线城市。

■ 对于市场担心问题的解答

公司较高的资产负债率在公司成功上市具备再融资能力后将得到解决，而金科良好的成本控制能力以及布局全国、进军一线城市的战略将会抵消重庆市场低利润率的影响。

■ 盈利预测与投资评级

我们预计公司 09 至 11 年 EPS 分别为 0.49、0.83、1.18 元，对应目前的股价 PE 分别为 25.82、15.24、10.72 倍，首次给予“推荐”评级。

主要财务指标

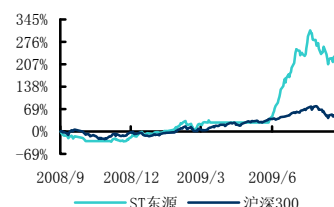
	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	3242.64	4126.71	6609.66	7726.18
增长率 (%)	43.20%	27.26%	60.17%	16.89%
归属母公司所有者净利润 (百万元)	511.63	570.29	968.28	1369.10
增长率 (%)	229.13%	11.46%	69.79%	41.39%
每股收益 (元)	0.44	0.49	0.83	1.18

当前股价: 14.35
 地产行业评级: 看好

公司基本数据 2009.9.4

总股本 (万股)	25004
流通 A 股/B 股 (万股)	17543/0
资产负债率	4.23%
每股净资产 (元)	1.69
市盈率 (当前)	322.08
市净率 (当前)	8.62
12 个月内最高/最低价	17.78/2.79

市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源: Wind 资讯

行业内跟踪公司比较

保利地产	08A	09E	10E
PE	37.56	27.64	16.18
PB	4.16	2.37	2.98
EV/EBITDA	25.36	15.22	11.21
万科 A	08A	09E	10E
PE	30.45	21.59	15.46
PB	3.85	3.34	2.82
EV/EBITDA	19.08	12.23	9.16

相关研究

《从趋势到价值—房地产月报 (09 年 8 月)》
 2009-9-3
 《政策微调不会重复昨天的故事—房地产月报 (09 年 7 月)》 2009-8-5
 《关注成长和区域机会—房地产月报 (09 年 6 月)》 2009-7-9

分析师:

苏雪晶
 (8621)68751692
 suxj@cjsc.com.cn

联系人:

乐加栋
 (8621) 68751692
 lejd@cjsc.com.cn

正文目录

故事出自山城—重庆.....	5
为什么我们选择金科.....	8
金科是谁	8
迅速成长的区域龙头	10
金科有什么—核心竞争力	12
金科资产分析	19
依托大重庆.....	20
布局全国—复制无锡市场	22
对于市场担心问题的解答	25
较高的资产负债率	25
重庆市场的低毛利	25
盈利预测与估值.....	26
EPS 预测.....	26
PE 估值	28
NAV 估值.....	30
安全边际	32
投资建议.....	33
风险提示.....	33
附录：在售项目介绍.....	33

图表目录

图 1: 各地 GDP 累计同比增长率.....	5
图 2: 三地住宅均价增长率.....	5
图 3: 城镇居民可支配收入比住宅价格.....	6
图 4: 人均住宅建筑面积.....	6
图 5: 近期广州、深圳、重庆住宅均价对比.....	6
图 6: 金科集团的股权结构及控制关系.....	8
图 7: 本次合并前 ST 东源股权结构.....	9
图 8: 本次合并后 ST 东源股权结构.....	9
图 9: 金科集团的控股、参股公司架构图.....	9
图 10: 金科集团近年资产规模（亿）.....	10
图 11: 金科集团近年营业收入（亿）.....	10
图 12: 重庆东方王榭实景图 1.....	13
图 13: 重庆东方王榭实景图 2.....	13
图 14: 存货周转率比较.....	16
图 15: 期间费用率比较.....	16
图 16: 广宇发展与金科毛利率（%）比较.....	18
图 17: 公司购置土地时间（按面积）.....	20
图 18: 重庆、北京近年土地成交均价.....	20
图 19: 金科集团未售项目分布图（按权益未售建筑面积）.....	20
图 20: 金科在重庆的市场占有率（按预售额）.....	21
图 21: 2009 年上半年重庆主要地产商销售额（亿）.....	21
图 22: 金科在重庆的销售均价.....	21
图 23: 金科在重庆拿地地价.....	21
图 24: 重庆住宅周成交量（万平米）.....	22
图 25: 重庆住宅周成交均价（元/平米）.....	22
图 26: 2007 年底金科的土地储备分布（建面）.....	22
图 27: 2009 年 6 月底金科的土地储备分布.....	22
图 28: 金科除重庆之外的土地储备（建筑面积）.....	23
图 29: 金科预售收入（亿元）.....	23
图 30: 金科无锡市场占有率.....	24
图 31: 金科成都市场占有率.....	24
图 32: 金科集团资产负债率比较.....	25
图 33: 流动比率与速动比率.....	25
图 34: 保利地产上市后资产结构与偿债能力变化.....	25
图 35: 荣盛发展上市后资产结构与偿债能力变化.....	25
图 36: 住宅价格与招拍挂出让地价比.....	26
图 37: 近三年主要地产公司毛利率比较.....	26
图 38: A 股 PE 与房地产板块 PE 比较.....	28
图 39: 廊桥水岸外景图.....	33
图 40: 廊桥水岸交通图.....	33

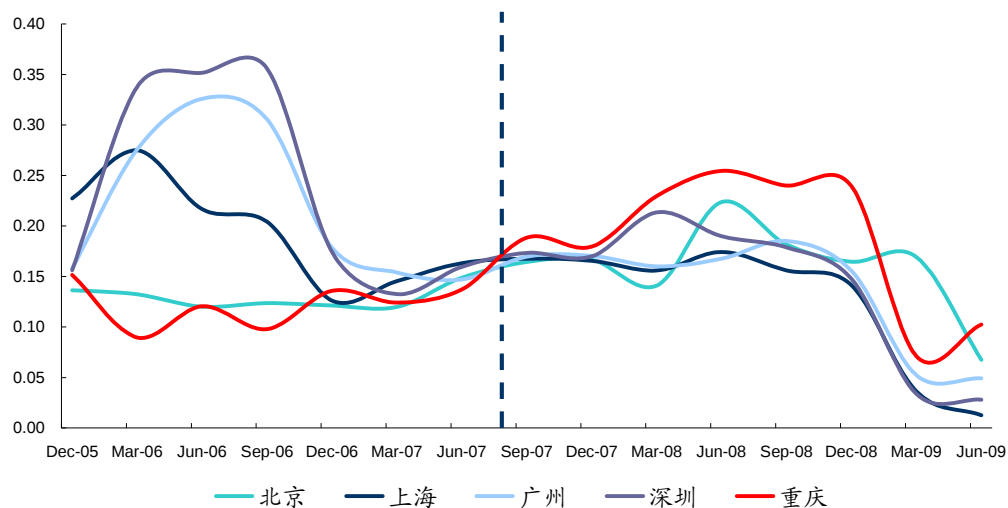
图 41: 东方雅郡外景图.....	34
图 42: 东方雅郡区位图.....	34
图 43: 云湖天都外景图.....	35
图 44: 云湖天都区位图.....	35
图 45: 十年城外景图	35
图 46: 十年城区位图	35
图 47: 小城故事外景图.....	36
图 48: 小城故事区位图.....	36
图 49: 西城大院外景图.....	36
图 50: 西城大院区位图.....	36
图 51: 阳光小镇外景图.....	37
图 52: 阳光小镇区位图.....	37
图 53: 无锡观天下外景图	37
图 54: 无锡观天下区位图	37
图 55: 无锡东方王榭外景图	38
图 56: 无锡东方王榭区位图	38
图 57: 北京帕提欧庄园外景图.....	38
图 58: 北京帕提欧庄园效果图.....	38

表 1: 二套房政策执行力度加大以来周成交情况（万平米）	7
表 2: 近期万科保利在重庆拿地情况	7
表 3: 公司全国扩张之路	11
表 4: 重庆主要地产企业简介	11
表 5: 金科地产与国内上市房地产开发企业规模比较	11
表 6: 金科七代花园洋房特点	12
表 7: 金科创新产品获奖情况	14
表 8: 公司 PE 增资进入情况	15
表 9: 金科 09 年 ROE 敏感性分析	17
表 10: 员工持股表	19
表 11: 金科集团地产项目表（万平米）	19
表 12: 金科集团在重庆的主要竞争对手	22
表 13: 金科集团在无锡、成都的主要竞争对手	24
表 14: 金科集团项目结算进度预测表	26
表 15: 金科集团合并利润表预测（万）	27
表 16: 主要房地产开发公司市盈率水平（09 月 07 日）	29
表 17: 公司 NAV 计算（万平米，亿元）	30
表 18: 跟踪公司 NAV 平均溢价率（09 月 07 日）	31
表 19: 借壳上市公司承诺业绩	32
表 20: 不同估值下的公司每股价值	33
附表 1: 金科集团历史增资扩股	40
附表 2: 金科集团荣誉	42

故事出自山城—重庆

我们在今年 3 月份的深度报告《大都市区范本——重庆市场一瞥》较为详细的阐述了我们相对看好重庆市场的理由。本文作为公司的深度报告，我们将根据最新数据站在公司的角度简要阐述我们看好重庆房地产市场的理由。

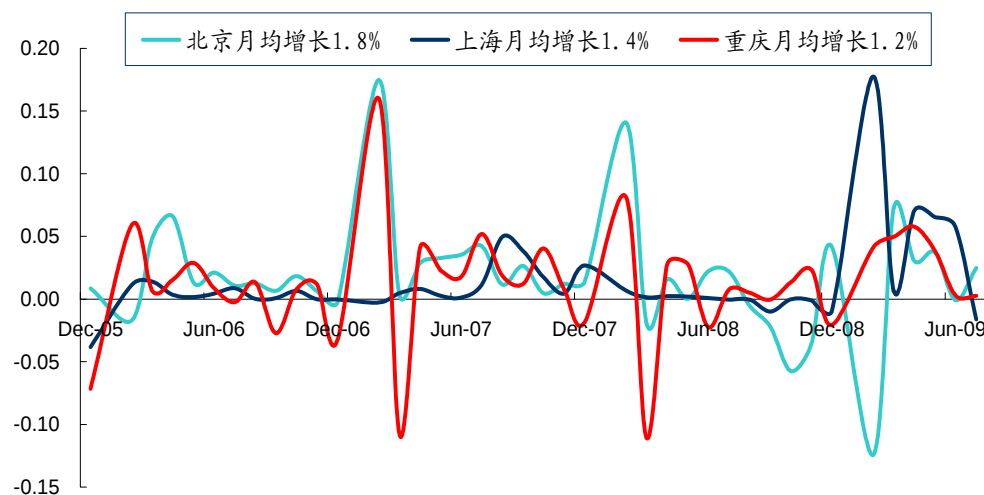
图 1：各地 GDP 累计同比增长率



资料来源：《中国统计年鉴》，长江证券研究部

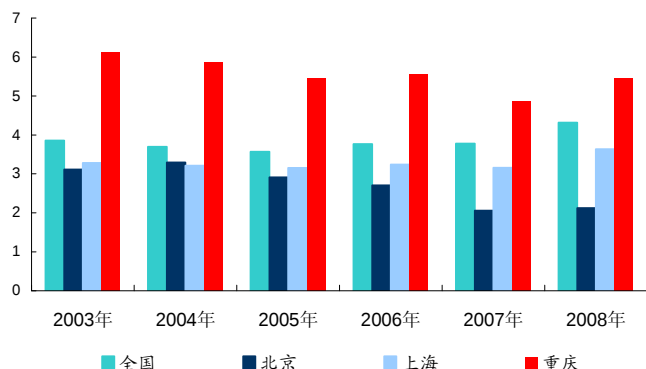
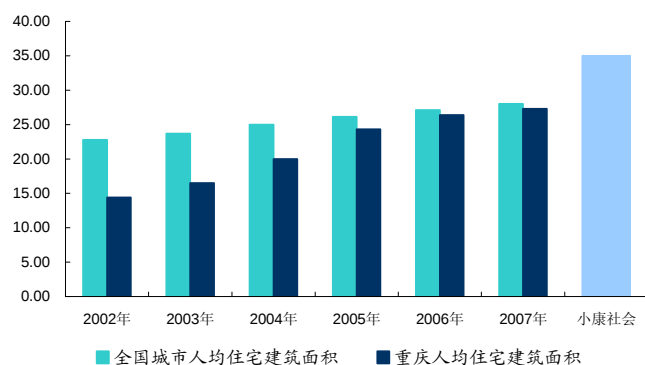
自 07 年下半年以来，重庆地区的 GDP 增长率已经开始超过了北京、上海、广州、深圳四大城市。原因可能有三点，第一是东部一线城市受金融危机影响大一些；第二是产业转移形成的后发优势；第三是国家对于中西部地区的政策转移。

图 2：三地住宅均价增长率



资料来源：《中国统计年鉴》，长江证券研究部

我们通过图 2 可以看到的是，05 年以来重庆地区的住宅均价增长率一直低于北京和上海的增长率。我们通过图 1 和图 2 比较可以知道近年来重庆 GDP 增长率已经超过一线城市，而住宅价格增长率仍然低于一线城市，由此我们认为重庆房价上涨的空间相对较大。

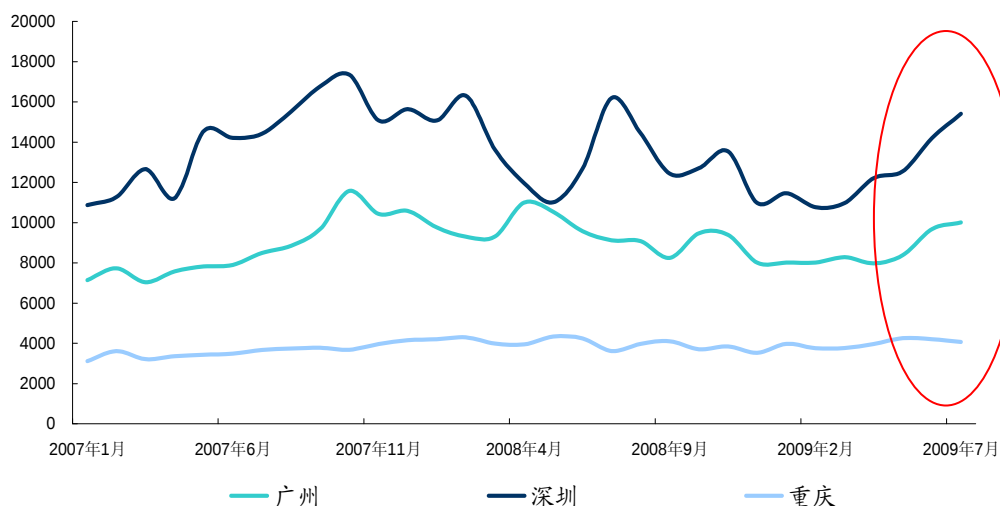
图 3：城镇居民可支配收入比住宅价格

图 4：人均住宅建筑面积


资料来源：《中国统计年鉴》，长江证券研究部

资料来源：《中国统计年鉴》，长江证券研究部

我们简单的用城镇居民可支配收入与住宅均价之比来说明各个地区住宅购买力，通过图三可以看出重庆地区的购买力要高过北京、上海以及全国。当然这里要指出的是北京、上海作为国际化大都市有为外资提供住所的要求，但我们认为重庆地区高于全国的水平仍足以说明重庆地区较强的潜在购买力。

在需求潜力方面，目前重庆的人均住宅建筑面积还低于全国平均水平。离小康社会目标人均住宅建筑面积 35 平米还有很大的距离，潜在需求非常大。此外，目前重庆市的城市化率在 48%，略高于全国 45% 的水平，但是距北京、上海 85% 以上的水平差距还很大，未来城市化带来的住房需求空间比较大。

图 5：近期广州、深圳、重庆住宅均价对比


资料来源：网上房地产，长江证券研究部

今年年初以来房地产市场回暖使得一线城市住宅均价发生了较大幅度的上涨，广州自年初以来住宅均价上涨了 25%，深圳上涨了 31%，北京上涨了 24%，而重庆同期上涨幅度仅为 11%。我们认为自年初以来一线城市价格的上涨幅度大大透支了刚性需求，虽然五六月份投资性需求释放使得成交量维持高位，但是毕竟这种需求受政策调控的影响大些，特别是近期二套房政策执行力度加大使得一线城市成交下滑较大。相反二线城市价格上涨幅度较为温和使得成交量相对较为稳定，这可以在近期成交中得到佐证。

表 1：二套房政策执行力度加大以来周成交情况（万平米）

日期	北京	环比	上海	环比	深圳	环比	重庆	环比
23-May-09	55	27%	65	7%	15	-18%	34	25%
30-May-09	38	-30%	57	-12%	16	9%	31	-9%
6-Jun-09	55	42%	68	19%	17	8%	42	36%
13-Jun-09	41	-25%	61	-11%	16	-9%	49	18%
20-Jun-09	47	14%	62	2%	15	-7%	41	-18%
27-Jun-09	58	23%	66	7%	15	-1%	45	10%
4-Jul-09	45	-22%	75	14%	14	-4%	52	16%
11-Jul-09	46	1%	61	-19%	17	21%	46	-11%
18-Jul-09	46	0%	59	-4%	15	-14%	43	-7%
25-Jul-09	47	4%	57	-4%	9	-41%	56	30%
1-Aug-09	48	2%	57	1%	8	-7%	41	-27%
8-Aug-09	33	-31%	52	-9%	8	5%	41	0%
15-Aug-09	40	19%	60	15%	10	16%	45	12%
22-Aug-09	33	-18%	54	-10%	11	10%	40	-11%
29-Aug-09	31	-6%	55	2%	7	-36%	36	-10%
与三个月前成交相比	-44%		-15%		-53%		6%	

资料来源：各地网上房地产，长江证券研究部

由表 1 可以看出，一线城市由于涨价幅度较大受二套房政策调控明显，而重庆地区受影响并不显著，总体上维持在每周 40 万平方米以上。从价的角度来说，重庆市场相对于一线城市有较大的空间，从量的角度说重庆目前还低于全国人均住宅平均水平，同时购买力也高于全国平均水平，因此未来成交量可期。

当下的重庆，已经集无数个“城市利好”于一身：“城乡统筹”、“保税港区”、“西部金融中心”、“两江新区”、“宜居重庆建设”等，而目前重庆的房价还并不是很高，我们认为重庆房价未来的空间相对比较大。从最近的万科、保利频频在重庆拿地的动作也可以看出目前大地产商已经注意到这个市场的潜力，他们的进入势必会给重庆住宅带来更多的品质，也有助于重庆地区房价的上涨。

表 2：近期万科保利在重庆拿地情况

时间	项目	占地面积(万 m ²)	建筑面积(万 m ²)	地价(亿元)	楼面地价
2009 年 6 月	重庆北部新区高新园 I 分区项目	13.80	37.70	6.60	1750.66
2009 年 6 月	重庆北部新区高新园 H 分区项目	4.10	14.50	2.92	2013.79
2009 年 6 月	重庆渝中区河运校地块	10.50	53.30	11.12	2086.30
2009 年 6 月	重庆市江北区大石坝组团	59.65	125.31	38.10	3040.46
2008 年 12 月	重庆市沙坪坝二棉项目	2.92	16.80	1.24	741.03
2008 年 8 月	重庆市九龙坡区艺校项目	5.72	21.98	1.58	716.66

资料来源：公司公告，长江证券研究部

为什么我们选择金科

金科是谁

金科地产（集团）股份有限公司成立于 1998 年 5 月，是一家以房地产开发为主业，以酒店、现代农业、基建、物业管理等为辅业的大型企业集团，具有国家一级房地产开发资质。

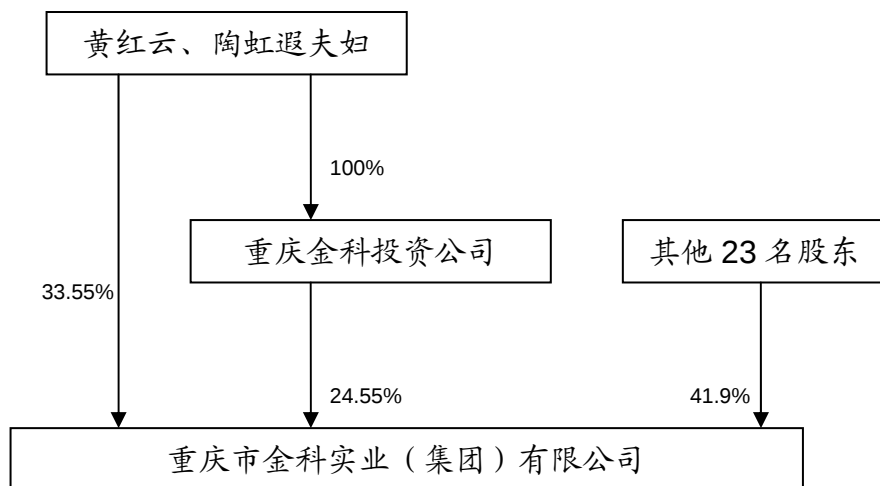
2009 年 6 月 4 日，ST 东源（000656）发布董事会决议，公司拟向重庆市金科实业集团有限公司全体股东新增股份（以每股 5.18 元发行 9.21 亿股）的方式吸收合并金科集团，金科集团全体股东以其所持金科集团 100% 的权益折为公司股份，成为公司股东。

ST 东源 2004、2005 年连续 2 年亏损，近五年来公司一直没有明晰的主业，业务发展缓慢。本次新增股份吸收合并完成后，公司的主营业务将变更为以普通商品房住宅开发为重点的房地产开发业务，从而彻底改变公司无主业的经营状况，为公司的可持续发展奠定坚实的基础。

金科集团股权结构

公司在经过四次增资扩股与六次股权转让（具体见附图）后黄红云、陶虹遐夫妇分别持有重庆市金科投资有限公司 60% 和 40% 的股权，合计持有其 100% 的股权。金科投资持有金科集团 24.55% 的股权，另外，黄红云、陶虹遐合计直接持有金科集团 33.55% 的股权，因此，黄红云、陶虹遐夫妇直接和间接持有金科集团 58.1% 的股权，是金科集团的实际控制人。

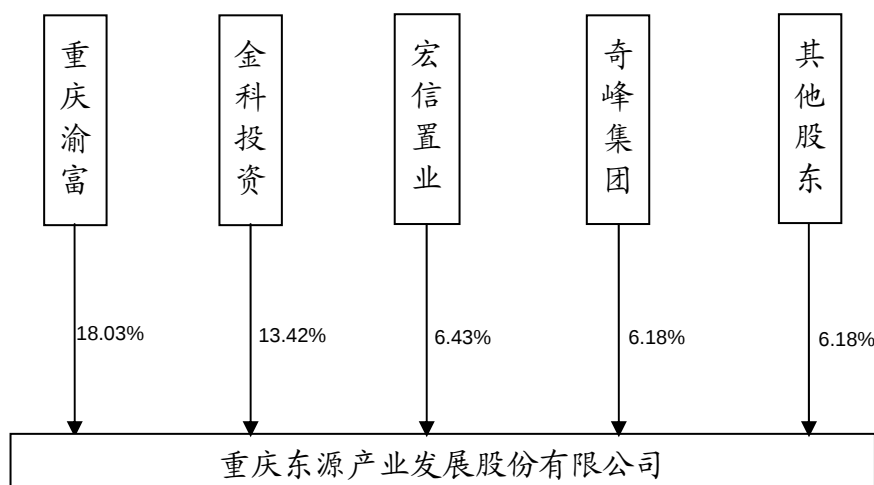
图 6：金科集团的股权结构及控制关系



资料来源：公司公告，长江证券研究部

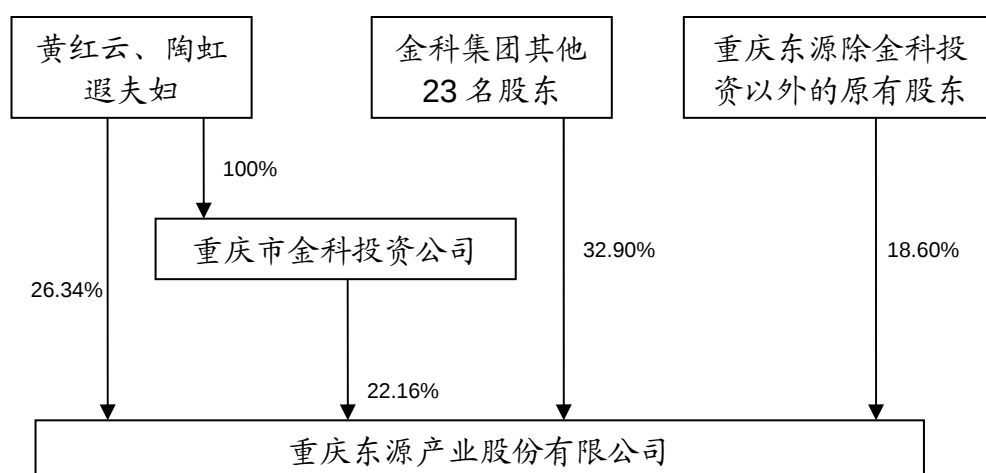
ST 东源自 2007 年 8 月以来，公司控股股东为四川奇峰实业和四川宏信置业发展有限公司，奇峰集团和宏信置业为一致行动人。2009 年 3 月 23 日和 2009 年 3 月 29 日，奇峰集团和宏信置业将其合计持有的公司股份 3356 万股（占公司总股本的 13.42%）转让给金科投资。目前，奇峰集团和宏信置业仍合计持有公司的股份 3153 万股，占公司总股本的 12.61%，为公司第三大股东。由于公司的股东奇峰集团和宏信置业通过在上市公司董事会中拥有多数董事席位，因此奇峰集团和宏信置业是公司的实际控制人。

图 7：本次合并前 ST 东源股权结构



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 8：本次合并后 ST 东源股权结构

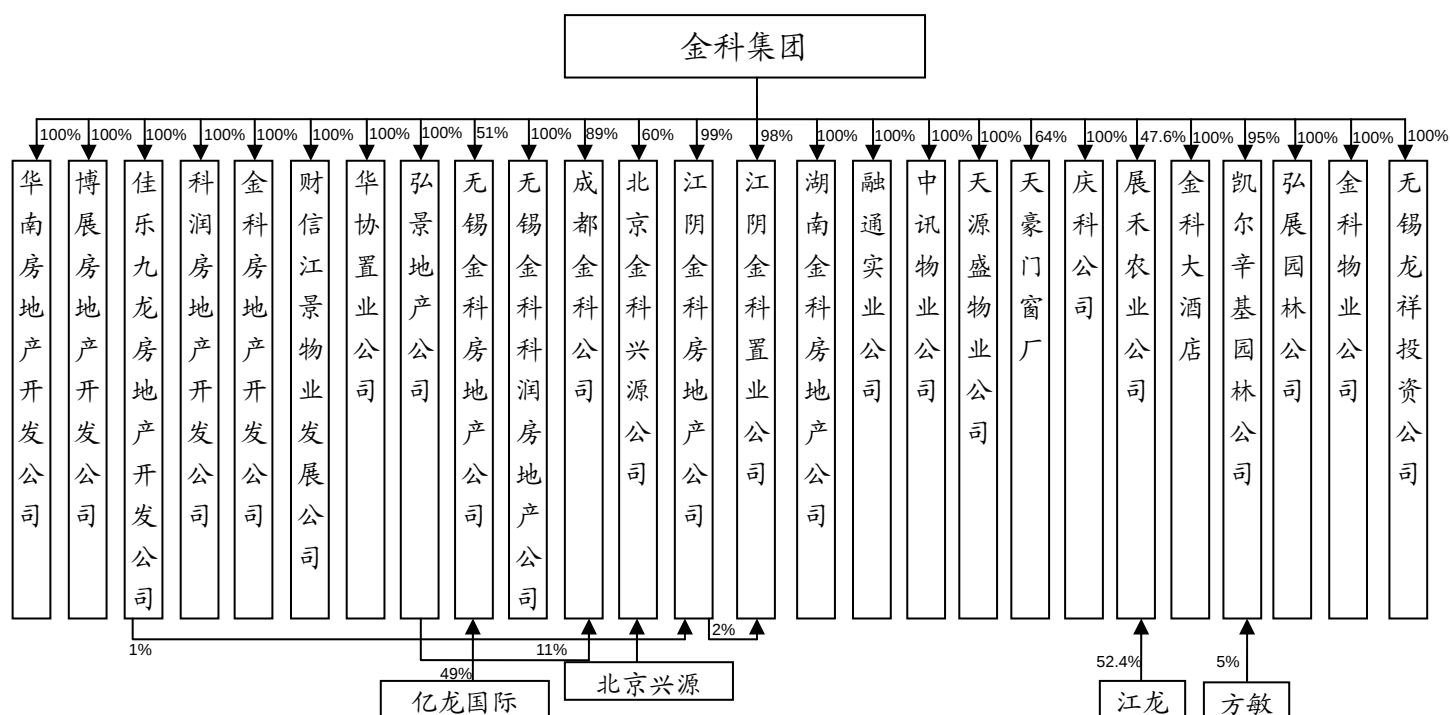


资料来源：公司公告，长江证券研究部

本次吸收合并前，公司的总股本为 2.5 亿股，金科投资持有公司 3356 万股股份，占公司总股本的 13.42%，为公司第二大股东。本次吸收合并完成后，金科投资将持有公司 25729 万股股份，占吸收合并后公司总股本的 22.16%，成为公司第一大股东，黄红云、陶虹遐夫妇及金科投资合计持有的股份占公司总股本的 48.50%，本次吸收合并将导致公司控制权发生变化，黄红云、陶虹遐夫妇将成为公司的实际控制人。

金科集团控股、参股公司

图 9：金科集团的控股、参股公司架构图

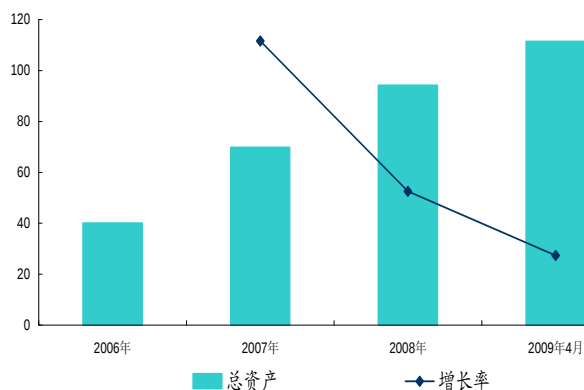


资料来源：公司公告，长江证券研究部

迅速成长的区域龙头

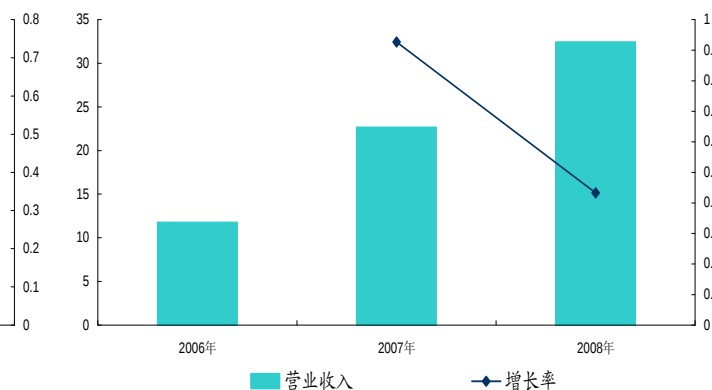
自金科进入房地产开发业务以来，公司成长速度非常迅速，公司总资产由 2006 年的 40 亿增长到目前的 111 亿，按原始股本每股净资产也相应的由 2 元增长到 13 元。2006 年到 2009 年 4 月资产总额年复合增长率超过 55%，这样的增速在未上市的地产公司中也是少有的。在营业收入方面，06 年到 08 年期间增长了两倍多，年复合增长率超过 66%。截止目前最新的销售额显示公司在全国市场占有率为 0.23%，相对于 2007 年提高了一倍。

图 10：金科集团近年资产规模（亿）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 11：金科集团近年营业收入（亿）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司在 2007 年之前主要开发项目在重庆，公司在 06 年后已开始了全国扩张战略，07 年后公司开始向重庆以外地区拿地。公司近三年扩张的速度很快，2007 年公司进入成都与无锡市场，2008 年公司进入北京、长沙和江阴市场，2009 年进入浏阳。目前公司从项目储备来

说，除重庆外的其他地区已经占了 41%的比重。

表 3：公司全国扩张之路

年份	公司新增项目地区	公司开发项目地区
2006 年前	重庆	重庆
2007 年	成都、无锡	重庆、成都、无锡
2008 年	北京、长沙、江阴	重庆、成都、无锡、北京、长沙、江阴
2009 年	浏阳	重庆、成都、无锡、北京、长沙、江阴、浏阳

资料来源：公司公告，长江证券研究部

在重庆市场中，目前的市场份额占据第一位的是龙湖地产。金科地产从无到有，一步一个脚印，根据 2009 年评选出来的第六届重庆地产企业 50 强，金科集团已经取代了华宇集团在重庆市场占据第二的位置。根据 2009 年上半年的销售显示，龙湖仍然占据重庆市场老大的位置，金科已处于第二的位置。

表 4：重庆主要地产企业简介

排名	地产公司	简介
1	龙湖地产	龙湖，创建于 1995 年。龙湖集团总部设在北京，目前下辖重庆、成都、北京、上海和西安五个地区公司，业务领域涉及地产开发、商业运营和物业服务三大板块，现有员工 3000 多人。2006 年，龙湖被建设部和中国房地产业协会评为“中国房地产百强开发企业”。2007-2008 年，龙湖地产销售连续两年超过 100 亿元人民币。
2	金科集团	金科地产集团成立于 1998 年 5 月，是一家以房地产开发为主业，以酒店、现代农业、基建、物业管理等为辅业的大型企业集团，具有国家一级房地产开发资质，总资产约 110 亿元，固定员工约 5000 人。2009 年综合实力名列第 23 位，稳健性居前 3 名。
3	华宇集团	华宇作为中国城市运营商 30 强、中国开发企业 100 强企业，是重庆唯一一家连续四年荣获全市开发企业 50 强第一名、连续六届蝉联中国房地产品牌的企业，连续四年跻身重庆大型综合企业集团前 20 强、连续两年进入中国企业千强重庆上榜企业中的开发企业。与此同时，华宇集团还荣获 2006 年度中国房地产诚信企业，2007 年中国优秀诚信企业，2007 年度中国房地产 200 强前十强、2006 年度中国企业效益 200 佳等殊荣。
4	隆鑫地产	2002 年隆鑫正式进军地产业。仅用 5 年不到的时间，隆鑫地产年开发竣工能力即突破 100 万平方米，拥有国家一级房地产开发企业资质和国家一级物业管理企业资质，在重庆开发企业 50 强中名列第 4。2009 年 3 月，公司被国务院发展研究中心等联合评定为中国房地产百强企业，稳健性名列全国前十，成长性名列西南地区第一。
5	光华地产	光华地产从 1998 年成立至今，光华公司已发展成为市级优秀民营企业，完成开发面积达八十万平方米，实现销售 15 亿元，年开发能力 30 万平方米，跻身重庆市房地产业前列。光华地产在第四届 50 强评选活动中的排名为第 15 位，第五届挺进前十，排在第八位，而今年的评选结果显示，光华跃居到了第五名。
6	协信控股	重庆协信控股（集团）有限公司创办于 1994 年 6 月，是一家以房地产开发为主导产业的大型企业集团。注册资本为 1.5 亿元人民币，总资产规模 40 多亿元人民币，净资产规模 30 亿元人民币，现有员工 1200 余人，十年来累计上缴税额达 6 亿多元。经过十年的努力，累计开发量逾 200 万平方米。

资料来源：重庆房地产开发企业 50 强，长江证券研究部

截止 2009 年 4 月 30 日公司总资产达到 111 亿元，净资产达到 23.3 亿元。我们与已经上市的开发类房地产公司比较可以看到按总资产（09 年一季报）规模排名，公司可以排在第 10 位；按 08 年营业收入排名也可以排到 10 位。2008 年金科十年新闻发布会上提出了在未来 10 年内达到 1000 亿的总资产的大型全国性开发企业。

表 5：金科地产与国内上市房地产开发企业规模比较

按总资产排名	证券简称	总资产 (2009Q1 亿元)	按营业收入排名	证券简称	营业收入 (2008 年 亿元)
--------	------	--------------------	---------	------	---------------------

1	万科 A	1248.34	1	万科 A	409.92
2	保利地产	557.72	2	保利地产	155.20
3	招商地产	385.99	3	金地集团	97.62
4	金地集团	359.80	4	金融街	55.95
5	金融街	294.22	5	万通地产	48.41
6	泛海建设	201.90	6	中华企业	36.12
7	滨江集团	153.45	7	招商地产	35.73
8	华发股份	142.53	8	华发股份	34.79
9	上实发展	113.62	9	浙江广厦	33.94
10	金科地产	111.38	10	金科地产	32.43
11	信达地产	110.56	11	荣丰控股	28.51
12	北京城建	103.42	12	信达地产	27.54
13	天房发展	95.20	13	北京城建	24.40
14	中华企业	94.91	14	滨江集团	23.26
15	浙江广厦	93.22	15	苏宁环球	22.86

资料来源：公司公告，长江证券研究部

金科有什么一核心竞争力

我们选择金科的原因首先在于看好二线城市特别是川渝地区的潜力，其次是金科在重庆市场的份额以及金科自身的核心竞争力。我们拟从以下几个方面来阐述金科集团有别于其他地产商的核心竞争力。

创新能力

花园洋房专家：

金科的创新精神要从其花园洋房专家说起，从 2003 年金科推出天籁城开始，到目前正在推出的金科阳光小镇，金科集团通过“生产一代、开发一代、研究一代”模式，用 9 年时间打造了七代花园洋房。从第一代洋房起，金科洋房标准就超过了全国的洋房标准，首次提出“院”、“错”、“退”、“露”的四度空间特色建筑艺术手法。

从第一个做花园洋房、第一个做原创中国洋房、第一个做空中院馆到第一个拥有住宅产品设计专利的重庆企业，再到住宅产品专业第一，金科品牌目前已从“重庆洋房专家”升级为“中国住宅产品专家”。

表 6：金科七代花园洋房特点

名称	代表项目	产品特点
第一代花园洋房 (2003 年)	天籁城·美社	低密度“3+1”，“4+1”形态； 首次采用“退、错、露、院”四度空间； 每单元 6—8 户低密度设置； 一梯两户，坐北朝南。
第二代花园洋房	天籁城·紫园	在继承美社四度空间基础上，提出“更宽、更大、更健康的”理念：

(2004 年)	退台式花园洋房都有露台、生活阳台、一步阳台及凸窗，延伸了生活空间；将客厅、卧室加宽 30cm，将跃层主卧斜屋处的空高提至 2.2 米以上，客厅层高近 4 米；采用人车分流的双背向设计，加宽了楼间距，弱化对视，增大了园林景观绿化面积。
第三代花园洋房 (2005)	金科·天湖美镇 在保证追求前两代花园洋房空间特点的同时，进一步创新： 户型设计在“院、错、退、露”空间特征基础上，洁污空间、动静空间、园艺空间主次领域更加合理明显； 每层户型均为错层或跃层设计，均有花园或大露台； “一步阳台”的设计，景观面更大。底层花园面积更大。
第四代花园洋房 (2006)	金科廊桥水岸 金科 10 年城 云湖天都 在第三代花园洋房特征基础，近一步创新、超越： 高层住宅中采用“空中院馆”设计，每户室内有一个 18—20 平米的空中花园，将客厅、书房、卧室或餐厅围绕“空中院馆”来设置； 大窗户设计，采用独创的端头柱设计，一改以往的窗户不能大面积开窗的弊病； 创意“X+1”设计，74—89 平米，买两房得一房，三层空间构造，3.9 米客厅跳高； 一层、二层设置下沉式底层庭院，做为私家会所；三层、四层每户均有露台、阳台；五层、六层利用屋顶做私家花园，增加其使用价值，创新型的前庭后院双向进户。
第五代花园洋房 (2007)	东方王榭 它以“原创中国洋房”独特的设计理念和产品形态震惊业界。传承中国传统建筑精粹的内涵，村落围合式的社区规划，素净明朗的建筑色彩，引用现代创新手法的外在表现，利落硬朗的外立面线条，延展室内空间的飘窗和大量露台。2006 年国家知识产权局正式批准金科原创中国洋房专利申请。
第六代花园洋房 (2008)	小城故事 在第五代的基础上提出向“生活主义”优雅转身。将入户花园、露台、阳台的面积进一步扩大。同时，将 2、3、4 楼的户型设计为三房可变四房户型，在不改变总面积的前提下，增加以赠送半面积为计算标准的露台、阳台、花园，同时，功能房间、地下私家会所的配置，更能满足客户的功能需求，享受更多的实惠。
第七代花园洋房 (2009)	阳光小镇 该项目在原有花园洋房产品的基础上，进行了更进一步的升级和改进。 在产品设计上，阳光小镇采用了一种业主自由度更大的设计，即业主可以根据自己的喜好对房间进行改造；比如该项目的楼间距是金科花园洋房产品里最大的。阳光小镇的规划容积率是 2.5，但是为了给业主以充分的生活空间，金科实际的容积率仅仅只有 1.74，使得阳光小镇的“阳光”更有穿透力。

资料来源：长江证券研究部整理

值得提出的是金科同时有着很好的学习再创新的能力，金科东方王榭就是个很好的例子。该项目以“原创中国洋房”独特的设计理念和产品形态震惊业界。2006 年，国家知识产权局批准金科原创中国洋房专利申请，东方王榭成为花园洋房的经典之作被永远定格。

图 12：重庆东方王榭实景图 1



资料来源：公司网站，长江证券研究部

图 13：重庆东方王榭实景图 2



资料来源：公司网站，长江证券研究部

目前金科花园洋房已成为整个洋房的标准,在掌握了花园洋房的话语权地位的同时也就掌握了花园洋房的定价权和推广权,这使得其在销售进度和销售业绩上就有了保障。2007 年金科布局全国市场后,在保证花园洋房升级研发的前提下, **别墅产品的研发已成为金科地产下一阶段的工作重点**。特别是北京的别墅项目帕提欧是公司竭力打造的别墅项目,目前该项目已经开盘,首次认购就超过 4 亿,具体的楼盘简介在项目介绍部分。

表 7: 金科创新产品获奖情况

年份	获奖情况
2004 年	金科从第六届 CIHAF 中国住交会捧回“中国名企、中国名盘、中国房地产十大新锐人物”三项大奖,成为西部唯一一家荣膺 CIHAF 三项桂冠的地产企业。
2007 年	金科获得“原创中国洋房”、“空中院馆”、“X+1 夹层住宅”国家三项专利。 亚洲博鳌论坛授予金科“中国地产 20 年最具影响力企业”、金科董事长黄红云“中国地产 20 年最具影响力人物”两项殊荣。 第九届 CIHAF 中国住交会,黄红云董事长获选“十大风云人物”,成重庆市惟一入选企业家;重庆金科•10 年城和无锡金科•东方王榭也双双获选“中国名盘”大奖。 “中国房地产 20 年•最佳产品创新研发模式”企业。
2008 年	金科•绿韵康城获得“中国广厦奖”,金科•天湖美镇获全国“詹天佑大奖”。 金科获中国房地产 TOP10 “住宅产品专业企业全国第一”。

资料来源:公司网站,长江证券研究部

独特的园林设计:

金科作为以创新著称的房地产企业,自然少不了园林的创新。其下属子公司有专门做园林设计的公司即弘展园林公司与凯尔辛基园林公司,在园林方面,金科始终坚持:园林是拿来用的,不是拿来看的。

金科在**重庆首创“葱茏野趣”派园林**。将草坪、树木、花草与休闲空间进行合理搭配运用,不仅让居住者时时处处可以享受到园林景观,更能与之产生互动,其代表作为西城大院。不过金科并没有停下其园林创新的步伐,其在最新推出的东方雅郡项目上让**“皇家园林”**迎来了社区时代。这些力作也使得金科有着**“居民文化旗手”**的美称。

为打造原汁原味的“皇家园林”,金科历时近 2 年,考察了中国历代皇家园林,并砸掉了已经耗资 1000 万修建好的东方园林,重新投入 4000 万规划建造“皇家园林”,力求打造出社区“皇家园林”典范。东方雅郡“皇家园林”既综合北方皇家园林的大气和庄严,也融入了苏杭园林的温婉与柔美。具体的项目详情请参考项目介绍。

目前金科旗下的凯尔新基园林设计不但为金科项目提供服务,也为国内众多知名开发商提供了园林设计,如保利地产重庆项目、龙湖地产北京项目等,金科园林设计目前已成为国内园林行业领跑者。

物业输出:

在金科的战略版图上,一级资质的物业管理已经被提升到与公司品牌、产品品质同等地位的“品牌金三角”的地位。金科物业管理以“安心、省心、放心、开心、舒心”的“五心服务”为宗旨,力求满足业主不断变化和增长的服务需求。努力成为业主的“好保姆、好管家、好朋友”。2008 年 11 月 28 日在北京举行的“中国物业管理百强排名发布会”上, **金科物业在 TOP10 “2008 中国物业住宅服务质量” 荣获中国领先殊荣**。

金科首倡地产服务“宽泛化”，将物业服务延伸至业主生活的各行各业，提供“家居/生活全面解决系统”。金科已经成功搭建起重庆楼市上最大的客户服务平台—金科会。这个面向金科地产社区业主和目标客户的非盈利性客户俱乐部，是金科集团斥资 500 万元跨行业携手家电、建材装饰和餐饮娱乐等联盟商家共同组建而成的。这意味着金科对业主提供的售后服务从物业管理一举延伸到消费价值服务领域。

目前金科的物业已经开始为业内其他的公司服务。2009 年 9 月 4 日金科与西安高新物业强强联手，签署西安高新物业顾问服务项目。西安高新物业是西北地区首个国家一级物业管理资质企业，拥有 9 个国家级优秀示范小区及大厦称号，300 多万平方米的管理面，是西安物业发展的代言人。金科物管成功签署该项目创造了两大之“最”，一是金科物管率先在西北地区独立开辟市场，挺进大西北；二是顾问服务费创历史新高。这标志着金科物业全国化品牌发展道路又向前迈进了一大步。

独特的融资渠道—中国 PE 借壳退出一案：

早在 2007 年 11 月，金科已打算在 A 股上市。与此同时，金科地产引进战略投资者的进程提速，短短 8 个月，金科集团三次增资扩股，且增资价格水涨船高。2007 年 12 月 20 日红星家具集团出资 2.53 亿元，其中 766 万元作为注册资本，2.45 亿元作为资本公积，取得了金科地产约 6% 的股权。

2008 年 6 月 25 日，金科集团再次扩股，深圳市君丰渝地投资合伙企业及深圳平安创新资本投资公司双双进入，前者斥资 1 亿元，其中 260.83 万元作为注册资本，其余 9739.17 万元作为资本公积；后者斥资 3 亿元，其中 782.50 万元作为注册资本，其余 2.9217 亿元作为资本公积。无锡润泰投资公司进入金科集团的时间稍晚，这同时也意味着价格更贵。去年 7 月 29 日，无锡润泰投资公司斥资 7750 万元认购，其中 139.4878 万元作为注册资本，其余 7610 万元作为资本公积。

三轮增资扩股后，金科集团注册资本达 1.3948 亿元，股权结构亦变更为：黄红云与其控股的重庆市金科投资公司并列第一大股东，陶虹遐位列二股东。无锡润泰、红星家具、平安资本、君丰渝地 4 家投资者合计以 8.93 亿元的资金，取得金科集团 21.98% 股权，所对应金科集团的平均估值为 40.61 亿元，而公司本次重大资产重组的估值为 47.7 亿元，因此溢价并不大。

表 8：公司 PE 增资进入情况

时间	增资公司	出资额 (亿)	计入注册 资本(万)	溢价(倍)	股权转让过程	目前总 出资额 (亿)	目前 股权	重组后 股权	重组后每 股成本
30-Dec-07	红星家具	2.53	766	32	2008 年 6 月以 469 万转让 0.35% 股权。2009 年 4 月 24 日无偿受让 0.6% 股权。	2.48	5.77%	4.54%	4.70
25-Jun-08	君丰渝地	1	260.83	37	2009 年 4 月 24 日无偿受让 1.1268% 股权，受让 3.6% 股权。	1	6.60%	5.19%	1.66
25-Jun-08	平安资本	3	782.5	37	2009 年 4 月 24 日无偿受让 3% 股权	3	8.61%	6.77%	3.81
09-Jun-08	无锡润泰	0.775	127.66	60	2008 年 10 月 28 日以 7750 万元将 0.9152% 的股权转让给黄红云。	0.775	1%	0.79%	8.43
20-Jul-08	无锡润泰	0.775	139.49	55					

资料来源：公司公告，长江证券研究部整理

从上表来看，4 个战略投资者的每股成本与公司增发价格相比并不是很低，而无锡润泰由于进入较晚每股成本更是超过了公司的增发价格。

平安资本、君丰渝地、红星家具、无锡润泰以其拥有的金科集团权益折为的公司本次新增股份的限售期如下：若本次新增股份在证券登记结算公司完成登记时，其持续拥有金科集团权益的时间不足 12 个月的，自本次新增股份发行结束之日起 36 个月内不得转让；若本次新增股份在证券登记结算公司完成登记时，其持续拥有金科集团权益的时间已满 12 个月的，自本次新增股份发行结束之日起 12 个月内不得转让。

从目前来看，这四个公司持有金科集团权益均已超过 12 个月，因此其自本次新增股份发行结束之日起 12 个月后即可转让。从这个角度上考虑，这四个公司很可能在 10 年后退出，这种潜在需求将很大可能使得公司 10 年业绩高增长。

作为国内 PE 借壳上市的第一个案例也充分说明了公司的多元化融资渠道，公司在未来很可能采取房地产信托方式以及与外资合作方式引进资金。

优秀的成本控制能力

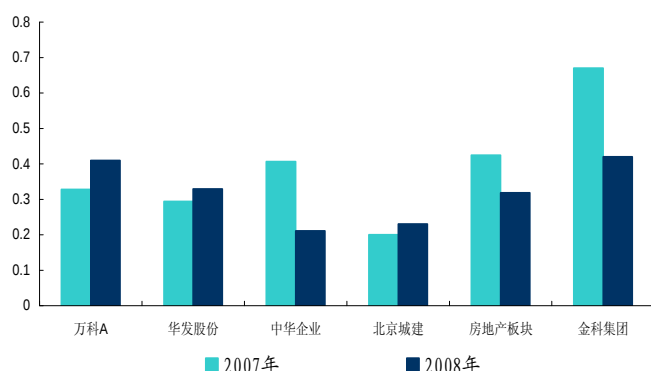
高周转带来高 ROE:

从公司已开发的楼盘上看，金科并不是一家做大盘的公司。从这一特点也能看出公司是“快速开发、快速销售”类型的，这从公司历史财务指标也可以得到印证。

我们都知道房地产企业的主要资产就是存货，存货周转率的高低直接关系到公司的营运效率。从近两年的比较来看，金科集团在这方面比在市场上率先喊出“快速开发、快速周转”的万科做的还好。**金科集团的存货周转率大大高于市场同等规模的上市企业，也大于房地产板块整体水平。**

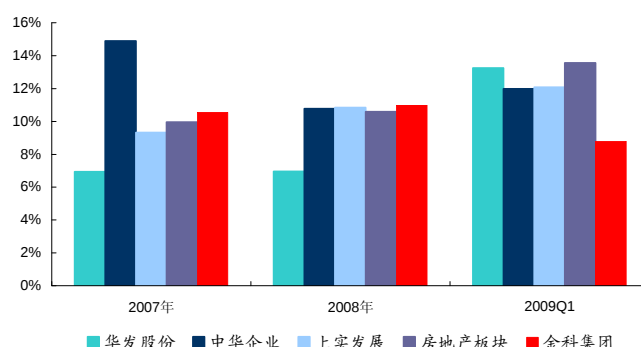
从期间费用率比较来看，与中华企业、上实发展、华发股份比较从整体上来看金科集团的期间费用率并不高。三年来期间费用率均值最低的是华发 9.05%，金科均值为 10.12%，低于房地产板块整体的期间费用率。

图 14: 存货周转率比较



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 15: 期间费用率比较



资料来源：公司公告，长江证券研究部

我们知道各个房地产公司采取的财务模式差异并不大，所以权益乘数相对固定。这样我们假定权益乘数不变，对指标销售净利率和总资产周转率与净资产收益率做敏感性分析。

表 9：金科 09 年 ROE 敏感性分析

净资产收益率 ROE		销售利润率（归属母公司）								
		80%	85%	90%	95%	100%	105%	110%	115%	120%
总资产 周转率	80%	13.43%	14.27%	15.11%	15.95%	16.79%	17.63%	18.47%	19.30%	20.14%
	85%	14.27%	15.16%	16.05%	16.94%	17.84%	18.73%	19.62%	20.51%	21.40%
	90%	15.11%	16.05%	17.00%	17.94%	18.88%	19.83%	20.77%	21.72%	22.66%
	95%	15.95%	16.94%	17.94%	18.94%	19.93%	20.93%	21.93%	22.92%	23.92%
	100%	16.79%	17.84%	18.88%	19.93%	20.98%	22.03%	23.08%	24.13%	25.18%
	105%	17.63%	18.73%	19.83%	20.93%	22.03%	23.13%	24.24%	25.34%	26.44%
	110%	18.47%	19.62%	20.77%	21.93%	23.08%	24.24%	25.39%	26.54%	27.70%
	115%	19.30%	20.51%	21.72%	22.92%	24.13%	25.34%	26.54%	27.75%	28.96%
	120%	20.14%	21.40%	22.66%	23.92%	25.18%	26.44%	27.70%	28.96%	30.22%

资料来源：长江证券研究部

以上我们假定了金科在 09 年中权益乘数维持 08 年的水平即 4.05 不变的情况下做出的敏感性分析，可以看出即使是公司 09 年经营管理不善使得销售利润率与总资产周转率都下降 20%，公司仍然可以取得 13.43% 的净资产收益率，这个水平仍然高于我们房地产这个版块的平均水平。

上下游的成本控制：

公司除了在周转速度上控制成本外，金科目前的战略合作供应商就有 200 多家，金公用材料批量采购、土建施工采取长期战略合作等方式，多方面控制成本。这方面为公司提前锁定了开发成本，从而避免了材料市场的大幅波动。

公司与涪陵区政府签订共建金科现代农业园战略框架协议后，金科现代农业园建设全面提速。将用三年时间在义和的金科现代农业园建设 1.5 万亩花卉苗木基地，成为全市森林城市建设的苗木供应基地。金科现代农业园目前已经建立梅园、园林树木观赏区和花卉苗木生产繁育区 1500 多亩，培育了香樟、银杏、桂花、广玉兰等 70 多个品种。目前苗木基地建设发展将提速，由 1500 亩增加到 5000 亩，其中新发展生态苗木基地 1000 亩。按照计划，金科现代农业园在 2009 年将新发展苗木基地 5000 亩，其中生态苗木基地 2000 亩；2010 年新发展苗木基地 5000 亩；力争在 3 年内建设发展成为 1.5 万亩的花卉苗木种植基地。

这样，公司在开发的楼盘社区上就可以采用自己培育的花卉苗木作为社区园林建设。这方面也将使得公司的成本大为降低。此外公司还有自己的门窗公司，这也使得公司的成本得到降低。总之公司通过与上游企业签订战略合作协议，而下游的配套大部分自己经营，这样公司在极大限度的控制了成本。

人弃我取，人取我予：

在市场疯狂的 2007 年，金科并没有争先当地王，而是在 2008 年全国房地产行业大调整之时，金科高调出击，在全国频频拿地，逆势签下一系列重大开发项目。金科集团目前在北京、重庆、涪陵、成都、江苏无锡、江阴、长沙、浏阳等城市都已有项目，并即将进入上海、天津等城市。

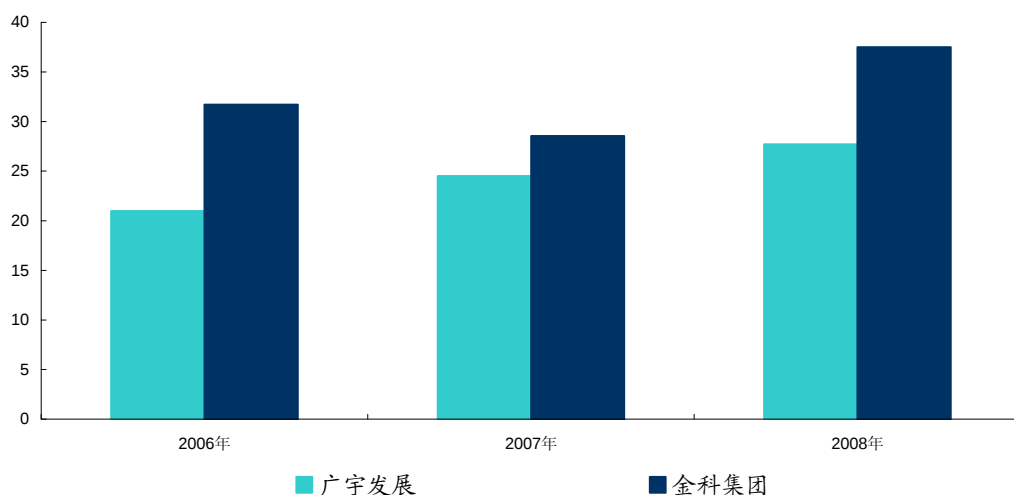
金科集团副总裁李战洪在 09 年博鳌房地产论坛上提出金科的营业模式，那就是结合五星级酒店的形式，共同发展。目前金科在重庆已经有一家五星级酒店一金科大酒店，未来金科将打造更多的酒店。金科目前在二三四线城市拿的土地较多，在这些地区，金科一般极少参与招拍挂，而是用其他方式拿地，例如与地方府签署协议拿地。金科选择在这些二三线城市建

设酒店，能更容易地与地方府达成协议，所以金科有可能用“酒店置换土地”的方式跟地方府合作，从而在获取土地资源方面有着相对优势。

这里值得一提的是**金科大酒店**的情况，金科大酒店位于重庆最重要的行政管理区，是中国生态花园酒店结合最完美的五星级商务酒店。酒店占地面积 6000 平米，建筑面积 38000 平米，扼守北部新区门户，地理优势得天独厚：距机场 15 分钟车程、距龙头寺火车站 7 分钟车程、距市区 15 分钟车程、距朝天门码头 20 分钟车程、距中央商务区 5 分钟车程，出行极为便利。毗邻北部新区高新园，坐拥上千家世界 500 强高新企业，是商务公司首选之地。同时酒店周围环境优雅，紧邻重庆主要顶级花园洋房别墅区与城市森林公园重庆照母山植物园仅数米之遥。金科大酒店 2008 年营业收入 1.27 亿元，实现净利润 2076 万元。金科大酒店的成功也为公司“酒店置换土地”经营方式提供了基础。

此外，**重庆渝富公司**是重庆当地四家有资格进行土地储备和土地整治职能的公司，作为 ST 东源的第一大股东，若金科集团借壳上市成功，且重庆渝富公司在新的上市公司平台中还占有一部分股权，金科无疑傍上了重庆的大地主，在日后发展中将会获得重庆渝富公司大量的资源倾斜，拿地过程中将会有更明显的优势，拿地成本将会相应降低。

图 16：广宇发展与金科毛利率（%）比较



资料来源：公司公告，长江证券研究部

我们将金科 06 年以来的毛利率与同在重庆开发的广宇发展比较可以看出金科的毛利率要高于广宇发展。这充分说明了公司优秀的产品溢价能力以及成本控制能力。

高素质人才再培训

为了与企业的全国扩张战略相匹配，金科在三年前就制定了“131 工程”。即 2004 年—2007 年培养 10 个项目公司总经理、30 个总监、100 个经理。同时，金科为了解决公司高端人才的理念和实际运营能力问题，12 位高管分批次去读清华大学和北京大学的 EMBA 和总裁学习班。

在内部培训方面，金科成立了一个金科培训学校，只要到金科的员工，都要参加在企业内部的培训，培训之后才能上岗。目前金科大酒店是金科集团管理人才的培训基地。

股权激励已经完成

与许多已经上市的房地产企业不同的是公司在上市之前已经把股权激励做完了。公司自2008年起开始实施了大规模的股权激励计划。分别于2008年6月9日与2008年9月19日两次股权转让就基本完成了公司的股权激励计划。目前公司中高级别的管理层均持有公司的股权。在限售承诺方面，黄氏家族人员均在本次新增股份发行结束之日起36个月内不得转让。而其他公司管理人员则在本次新增股份发行结束之日起24个月内不得转让。

表 10：员工持股表

权益方名称	所占权益	备注
展宏投资	3.13%	展宏投资成立于2008年6月6日，由金科集团48名骨干员工出资设立。
成长投资	1.03%	成长投资成立于2008年6月6日，由金科集团49名骨干员工出资设立。
蒋思海等11名自然人	2.10%	2008年9月19日，股东胡明中将其持有金科集团0.17%的股权转让给李战洪，转让价款为253万。

资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司在上市之前做完股权激励计划对提高公司员工的积极性很有帮助，同时也为上市成功后的业绩释放扫除障碍。

金科资产分析

根据《重庆东源产业发展股份有限公司新增股份吸收合并重庆市金科实业（集团）有限公司暨关联交易预案》披露本次吸收合并注入的地产资产有如下：

表 11：金科集团地产项目表（万平米）

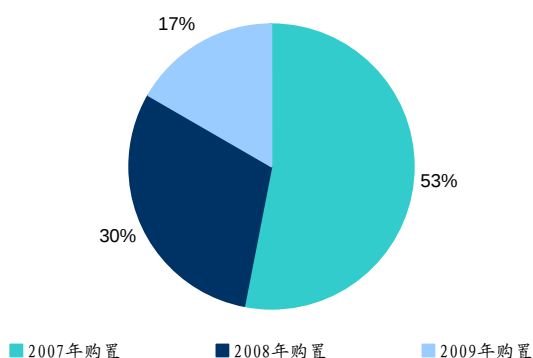
项目名称	区域	开发单位	权益	开发时间	土地面积 (亩)	总开发建 筑面积	未开发面积 (0906)	权益未售面积 (0904)
廊桥水岸	重庆江北区	财信江景	100%	2005-目前	210	37.49	0.00	5.35
东方雅郡	重庆北部新区	金科集团	100%	2007-目前	97	19.54	0.00	5.36
云湖天都	重庆九龙坡区	佳乐九龙	100%	2006-目前	276	42.77	0.00	19.08
十年城	重庆北部新区	弘景地产	100%	2007-目前	369	71.44	46.34	62.79
小城故事	重庆渝北区	通融实业	100%	2008-目前	56	10.16	0.00	1.63
西城大院	重庆九龙坡区	天源盛	100%	2008-目前	184	47.50	30.07	46.51
无锡观天下	无锡崇安区	无锡金科	51%	2007-目前	138	32.31	14.19	10.60
无锡东方王榭	无锡崇安区	无锡金科	51%	2007-目前	139	27.16	8.56	8.97
成都金科一城	成都成华区	成都金科	100%	2007-目前	139	47.77	29.25	38.49
涪陵廊桥水岸	重庆涪陵区	金科科润	100%	2007-目前	48	14.93	0.00	1.05
涪陵黄金海岸	重庆涪陵区	金科科润	100%	2008-目前	111	33.02	23.02	33.02
江阴东方大院	江阴市骥山湾	江阴金科置业	100%	2008-目前	183	30.61	20.29	24.31
阳光小镇	重庆九龙坡区	金科集团	100%	2009-目前	394	62.64	55.13	60.33
湖南东方大院	长沙市尖山地区	湖南金科	100%	2008-目前	465	41.34	35.93	41.34
北京帕提欧庄园	北京小汤山片区	北京金科	60%	2008-目前	126	17.07	11.29	10.24
重庆.太阳海岸	重庆江北区	金科集团	100%	未定	508	38.03	38.03	38.03
重庆.观澜	重庆渝中区	金科集团	100%	未定	39	9.38	9.38	9.38
无锡.崇安新城 21 号项目	无锡崇安区	无锡金科	51%	未定	86	14.62	14.62	7.46
无锡.崇安新城 28 号	无锡崇安区	无锡金科	51%	未定	60	15.99	15.99	8.16

项目								
锦绣天成	江阴申港	江阴置业	100%	未定	130	13.72	13.72	13.72
湖南浏阳仙人湖项目一期	浏阳	湖南金科	100%	未定	545	65.40	65.40	65.40
涪陵两江广场项目	重庆涪陵区	金科科润	100%	未定	35	13.98	13.98	13.98
涪陵天湖小镇项目	重庆涪陵区	金科科润	100%	未定	312	27.02	27.02	27.02
小计					4649	733.89	472.20	552.21

资料来源：公司公告，长江证券研究部

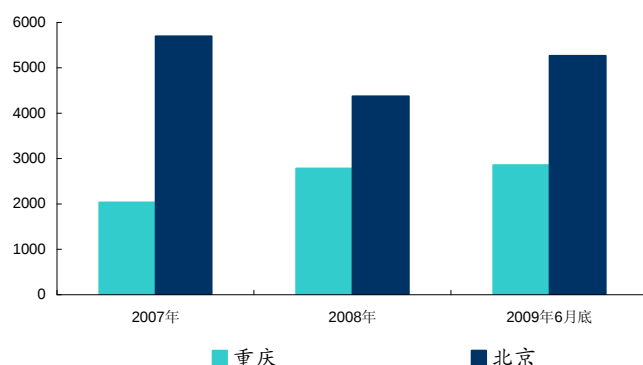
截止目前公司在建项目共有 15 个，总的土地面积达到四千多亩，可供开发建筑面积超过七百万平方米，截止 6 月 30 日未开发的储备建筑面积达到 472 万平米，截止到 4 月 30 日，公司未售权益面积达 552 万平米。以公司的开发速度，公司目前土地储备足够公司 3-5 年开发。

图 17：公司购置土地时间（按面积）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 18：重庆、北京近年土地成交均价

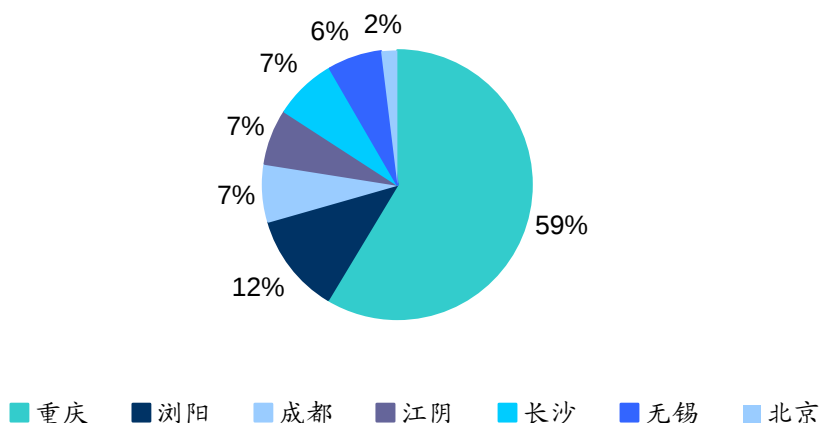


资料来源：长江证券研究部

公司在最近的三年中购置土地的支出分别为 24.65 亿、20.42 亿、2.74 亿（截止 09 年 6 月底），可见公司在 08 年市场调整时并没有放缓拿地的步伐，分别在北京、重庆、江阴、长沙取得 134 万平米建筑面积，占公司整体储备的 30%，这为公司未来持续开发奠定了基础。从图 14 中我们也可以看到，08 年的土地成交价格明显低于 09 年以来的成交价。

依托大重庆

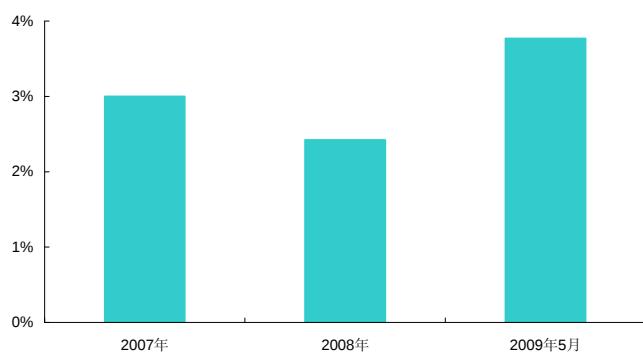
图 19：金科集团未售项目分布图（按权益未售建筑面积）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

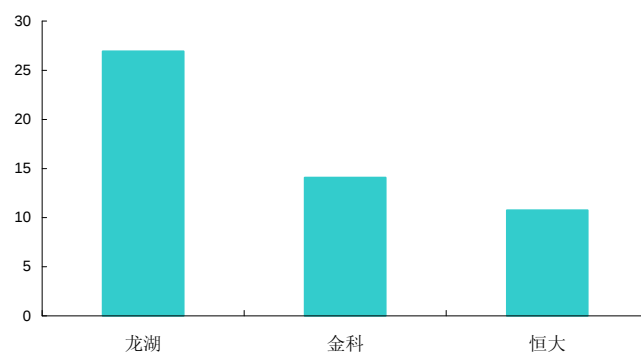
通过比较公司未售建筑面积可以发现公司的大部分土地储备集中在重庆地区，达到了 324 万平方米，占整体储备的 59%。公司未来在重庆将有可能进一步大面积拿地。

图 20：金科在重庆的市场占有率（按预售额）



资料来源：《重庆市国民经济和社会发展统计公报》，长江证券研究部

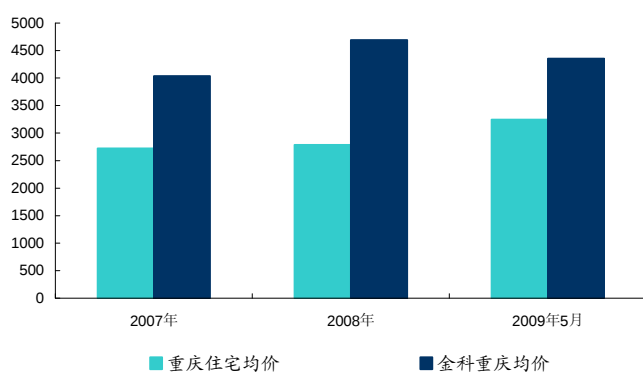
图 21：2009 年上半年重庆主要地产商销售额（亿）



资料来源：重庆日报，长江证券研究部

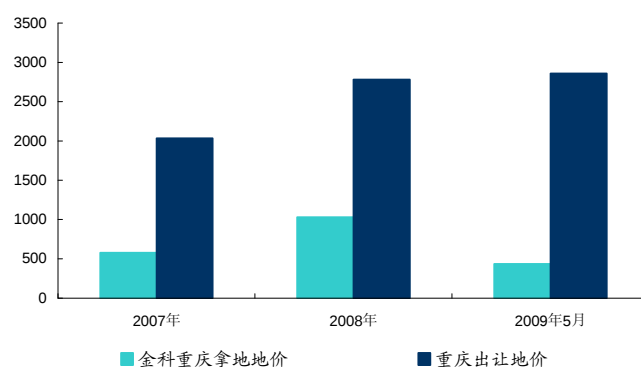
在重庆市场介绍当中我们已经了解到了目前公司在重庆市场占有率仅次于龙湖。从目前来看虽然金科在重庆市场的占有率提高到目前的 3.8%，但是要撼动龙湖的老大位置还有一定的困难。最新的统计显示 2009 年上半年龙湖上半年在重庆的销售金额为 26.93 亿元，金科 14.07 亿元，恒大 10.76 亿元。

图 22：金科在重庆的销售均价



资料来源：长江证券研究部

图 23：金科在重庆拿地地价

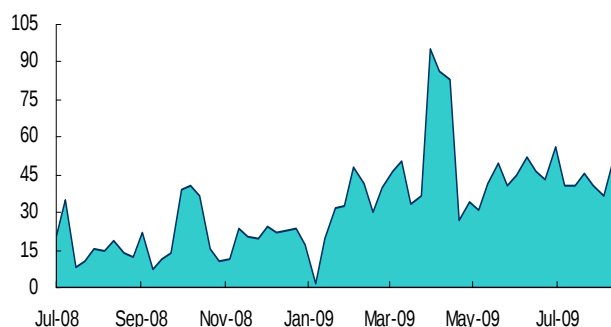


资料来源：长江证券研究部

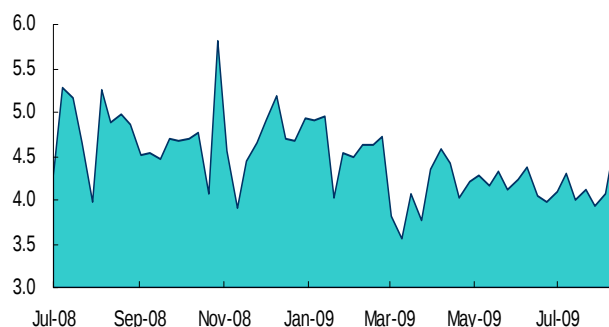
金科重庆项目目前的均价大约在 4000-5000 元/平米，远高于重庆市的平均水平。而公司在重庆的土地总平均楼面地价在 570 元/平米，平均地价 1365 元/平米，大部分都是购置 07 年，这个地价水平远低于重庆市 07 年、08 年和 09 年以来的土地出让地价。从这个层次上来说，公司在重庆地区的盈利能力远高于重庆市整体水平。

这里的数据也正好印证了我们前面所分析的金科具有独特的拿地模式，金科更多的是通过与当地政府的合作协议取得土地，通过招拍挂取得土地的项目较少。

根据我们跟踪的销售数据，重庆今年以来周平均成交 41 万平米，是去年的两倍；而价格方面今年以来成交均价有所下降，均价下降接近 10%；去库存化时间由年初的 70 周下降到目前的 27 周。

图 24: 重庆住宅周成交量 (万平米)


资料来源: 长江证券研究部

图 25: 重庆住宅周成交均价 (元/平米)


资料来源: 长江证券研究部

目前公司在重庆市场在售的主要有廊桥水岸、东方雅郡、云湖天都、十年城、小城故事、西城大院、涪陵廊桥水岸、阳光小镇，具体的项目在本文的后面部分将会详细介绍。

公司在发展中期规划（2009-2012）确定公司目标成为重庆房地产市场的领跑者（2012 年争取市场占有率超过 10%），中国西部地区的地产龙头企业（2012 年争取区域规模第一、综合盈利能力第一），争取成为全国 10 强地产企业，成为核心市场的领跑者。

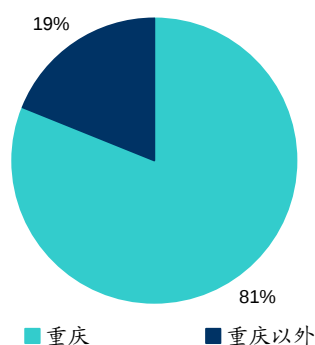
表 12: 金科集团在重庆的主要竞争对手

楼盘名	开发商	面积区间	物业形态	均价
天骄城	重庆协信控股（集团）有限公司	76-150	高层	5200
龙湖 MOCO	重庆龙湖地产发展有限公司	41-131	高层（跃层）	7000
鲁能星城	重庆鲁能开发（集团）有限公司	70-121	高层	5100
保利·高尔夫豪园	保利（重庆）投资实业有限公司	72-180	高层	4800
华宇春江花月	重庆华宇物业（集团）有限公司	59-103	高层	4700
信·城市国际	重庆信企业集团有限公司	44-112	高层	5500

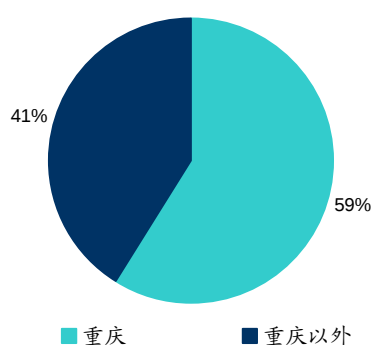
资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

布局全国—复制无锡市场

金科集团的全国化扩张战略思路是“依托大重庆，挺进长三角，拓展环渤海，扩大中西部，发展中等城市”。

图 26: 2007 年底金科的土地储备分布 (建面)


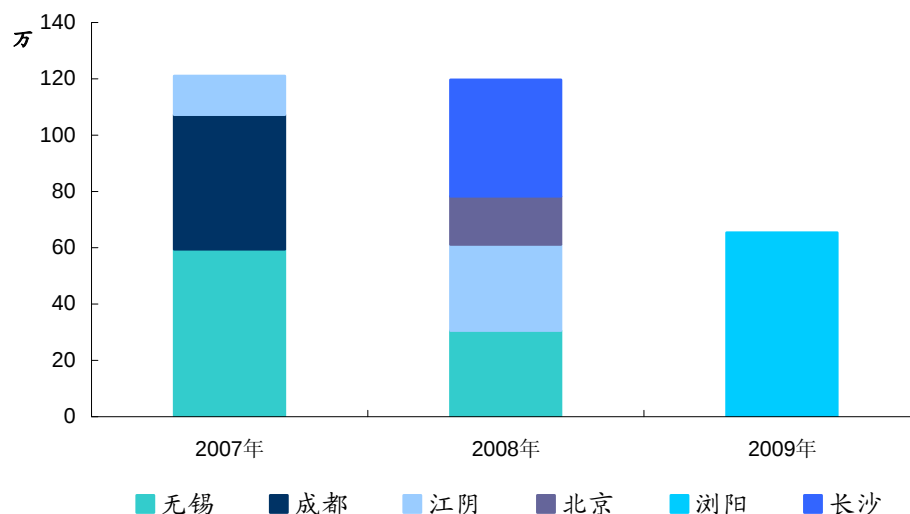
资料来源: 长江证券研究部

图 27: 2009 年 6 月底金科的土地储备分布


资料来源: 长江证券研究部

金科自 2007 年后才开始大规模的向重庆地区外的区域扩张，2007 年前公司只在重庆地区开发，至 2007 年底公司挺进无锡和湖南江阴后重庆的土地储备占公司 81%。在市场调整的 2008 年，公司并没有停止向外扩张的步伐，分布在长沙、北京、江阴和无锡继续拿地，截止目前为止公司在重庆地区外的土地储备占公司 41%。

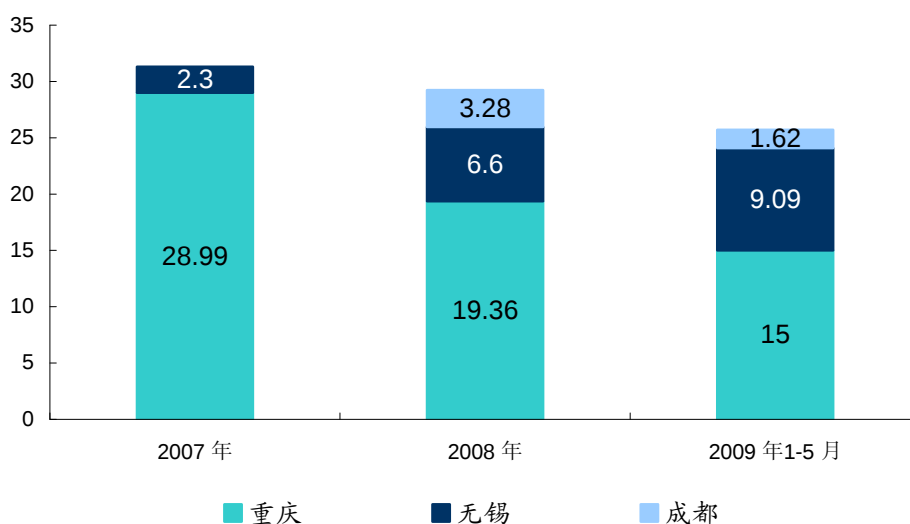
图 28：金科除重庆之外的土地储备（建筑面积）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

随着金科进入重庆区域外市场，07 年后金科预售收入明显上升，07 年重庆地区的预售收入占 93%，到 09 年 5 月份随着无锡与成都地区预售的增加，重庆地区外的预售收入占比提高到 42%。数据显示出金科的向外扩张卓有成效。

图 29：金科预售收入（亿元）



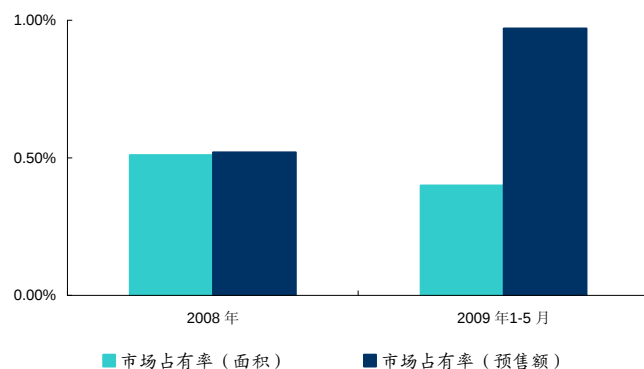
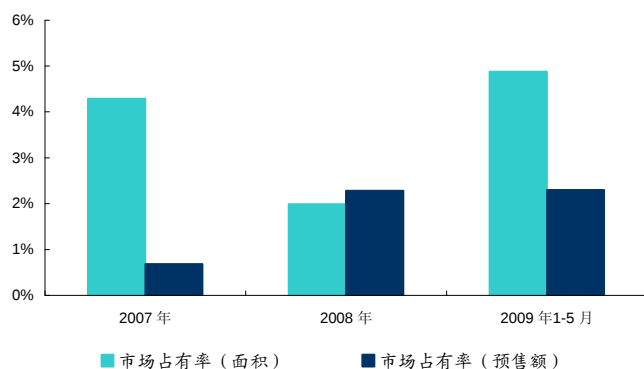
资料来源：公司公告，长江证券研究部

无锡作为金科集团全国战略布局的第一站，也是金科“挺进长三角”的首发阵地，目前所开发楼盘有金科·观天下、金科·东方王榭和金科·东方大院。自 2007 年 11 月 17 日金科·观

天下开盘以来即引起市场强烈关注并一路热销，观天下首次开盘当天即遭市场热捧，当天认购 300 余套、金额 2.8 亿！东方王榭于 2008 年 4 月首期开盘的“原创中国洋房”当天即销近 85%。目前按销售面积算的市场占有率达到了 4.9%。

图 30：金科无锡市场占有率

图 31：金科成都市场占有率



资料来源：长江证券研究部

资料来源：长江证券研究部

金科集团在无锡自 2007 年 11 月 17 日首个项目开盘至今从无到有，到 2009 年 1—4 月认购、签约、回款三项销售数据排名全无锡第一，仅用了一年零五个月！我们认为**无锡的成功是在其他国内二三线城市可以复制的**，首先在二三线城市中有品质花园洋房较少，地方政府有意引进这样的开发商以提高整个城市的品质，正如无锡市场，正是在 2005 年无锡市政府相关部门领导到金科·中华坊参观，被金科产品所吸引，当下就向金科集团发出邀请；其次对于已经掌握了花园洋房要领的金科而言，再因地制宜的复制出同样的产品时可能的；最后房价每平方米四五千在二三线城市的现代中式建筑中，定位是比较符合居住情趣的。

金科在成都的项目为金科一城，此项目取得时间为 2007 年，2008 年开始预售。目前按销售额算公司在成都的市场占有率达到了 1%。

表 13：金科集团在无锡、成都的主要竞争对手

楼盘名	开发商	面积区间	物业形态	均价
爱家金河湾	无锡爱家投资有限公司	90 左右	高层精装	6800
盛世新城	无锡新城万嘉置业有限公司	100-130	高层	6100
蓝光花满庭	四川蓝光实业集团有限公司	60-90	高层	4300

资料来源：公司公告，长江证券研究部

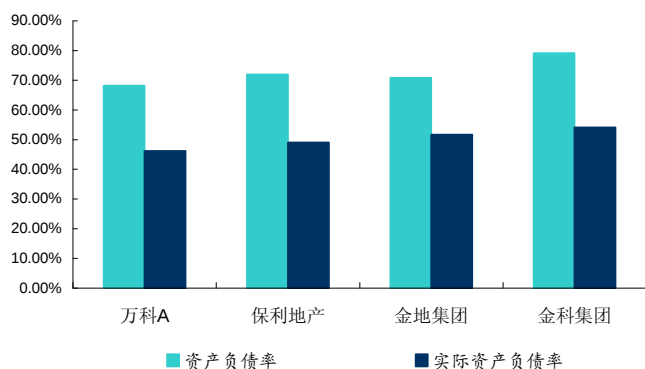
除此之外，公司在北京、长沙的项目也在稳步推进。金科集团在北京项目（帕提欧庄园）于 2009 年 6 月底开盘销售，6 月 21 日帕提欧首次认购逾 2 亿。截止 2009 年 6 月 30 日，开工面积为 60000 平方米。金科集团在长沙项目（湖南东方大院）尚未开盘销售，截止 2009 年 6 月 30 日，开工面积为 66000 平方米。随着这些地区步入销售，金科在重庆之外的市场将迅速加大，具体的项目信息在本文后面部分将有详细介绍。

在金科集团全国化扩张战略思路下，金科在无锡良好的销售业绩和极强的品牌影响力亦提速了金科在长三角区域的拓展步伐。除了即将于今年下半年开盘的无锡东方王榭项目南区和明年即将推出的 21#地块项目外，金科现正积极在无锡其他区域及苏州、常州等周边城市进行地块寻找，并将于近期内在上海设立办事处，将谋求战略性进入上海、南京等一线城市。至此，金科将强拓长三角战略版图，继续全国化步伐稳步向前。目前了解到公司可能在浏阳、江阴、成都牧马山等地区进一步大面积拿地。

对于市场担心问题的解答

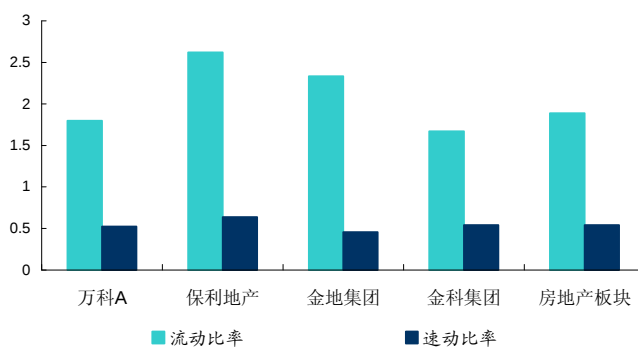
较高的资产负债率

图 32：金科集团资产负债率比较



资料来源：公司公告，长江证券研究部

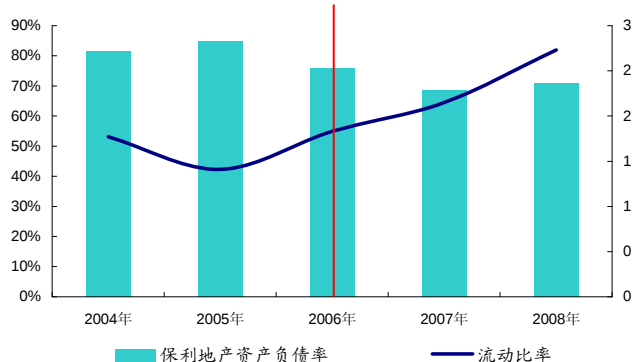
图 33：流动比率与速动比率



资料来源：公司公告，长江证券研究部

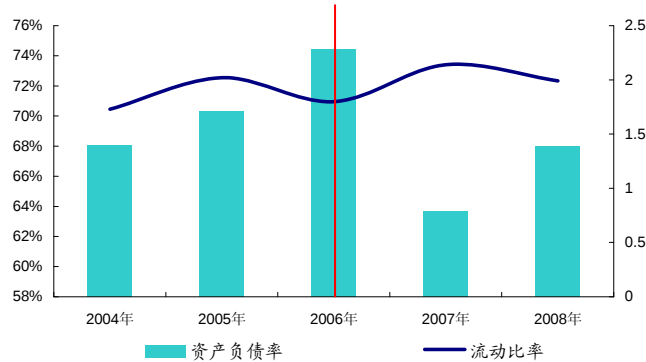
通过以上两图我们可以看出，金科无论在资产负债率还是扣除预收账款后的实际资产负债率都高于同行业万科、保利、金地；其次在偿债能力方面，金科集团流动比率与速动比例也低于行业内龙头公司，同时也低于房地产开发板块整体水平。究其原因主要是由于公司还未上市，不具备在资本市场融资的能力。

图 34：保利地产上市后资产结构与偿债能力变化



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 35：荣盛发展上市后资产结构与偿债能力变化

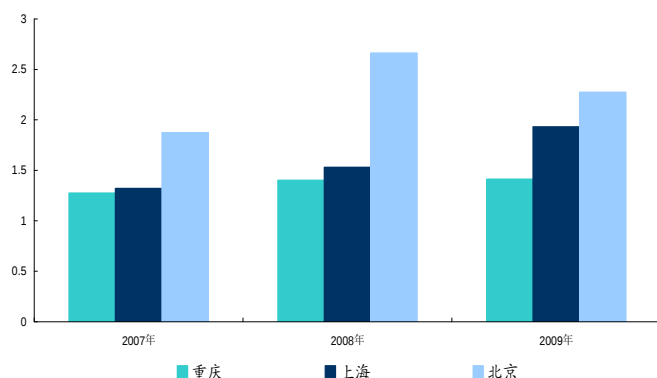


资料来源：公司公告，长江证券研究部

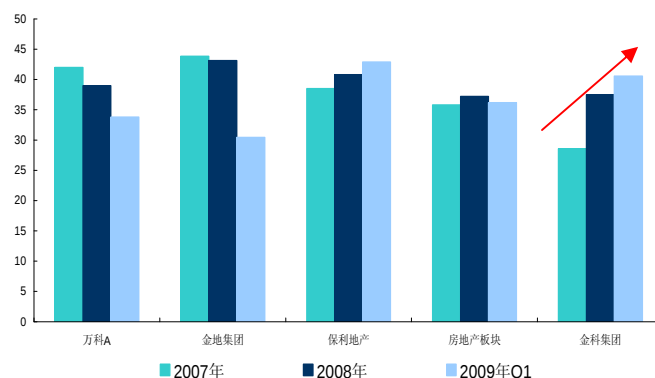
上图可以看出保利在 2006 年成功上市之后，资产负债率由 05 年的 81% 下降到 08 年底的 71%；相应的流动比率则由 1.41 增加到 2.73。同样的现象也发生在荣盛发展上。通过我们的调研了解，公司若成功吸收合并后，有可能在明年进行定向增发，届时将改善公司的资产负债结构。

重庆市场的低毛利

了解重庆市场的人都知道，由于重庆目前的房价相对于地价来说还并不高，因此开发商的盈利受到较大程度的影响，因此市场上很多人就认为重庆的房地产商更多的是薄利多销的方式生存下来的。

图 36：住宅价格与招拍挂出让地价比


资料来源：WIND，长江证券研究部

图 37：近三年主要地产公司毛利率比较


资料来源：公司公告，长江证券研究部

从数据上来说，住宅价格与招拍挂出让的地价相比，重庆市场的盈利空间要远远低于北京和上海市场，这也就是为什么川渝地产企业成本控制严格的问题所在，但这同时也说明重庆市场未来涨价的空间相对较大。

对于金科来说，除了 07 年较低于行业平均的毛利水平外，在 08 年和 09 年一季度以来公司的毛利率和其他公司相比已经不存在劣势了，超过了行业的平均水平。这与公司自身的成本控制有关，也与公司布局全国的战略有关，目前重庆外区域的销售基本上占据了公司销售的半壁江山，考虑到公司进一步布局全国、进军一线城市的战略以及成本控制的能力，我们认为公司未来毛利率不会低于行业的平均水平。公司未来很可能采取龙湖模式进入一线城市，即先以注重品质为主，在获得品质认可后注重品质与产品溢价。

盈利预测与估值

EPS 预测

表 14：金科集团项目结算进度预测表

项目名称	权益	规划建筑面积	结算面积(万平米)			权益结算收入(亿元)			权益结算成本(亿元)		
			2009	2010	2011	2009	2010	2011	2009	2010	2011
廊桥水岸	100%	37.49	5.62	0.00	0.00	2.56	0.00	0.00	1.70	0.00	0.00
东方雅郡	100%	19.54	8.37	6.00	0.00	4.02	2.88	0.00	2.51	1.80	0.00
云湖天都	100%	42.77	13.41	0.00	0.00	6.11	0.00	0.00	3.76	0.00	0.00
十年城	100%	71.44	7.26	9.86	10.60	4.45	6.05	6.50	2.44	3.32	3.57
小城故事	100%	10.16	6.43	0.00	0.00	3.96	0.00	0.00	2.61	0.00	0.00
西城大院	100%	47.50	0.00	7.68	9.35	0.00	4.66	5.68	0.00	2.31	2.82
无锡观天下	51%	32.31	6.50	9.90	6.39	2.21	3.37	2.17	1.36	2.07	1.34
无锡东方王榭	51%	27.16	5.30	11.80	4.85	1.79	3.99	1.64	1.14	2.53	1.04
成都金科一城	100%	47.77	6.80	12.38	9.70	3.53	6.42	5.03	2.61	4.75	3.72
涪陵廊桥水岸	100%	14.93	5.48	4.93	0.00	1.77	1.59	0.00	1.43	1.29	0.00
涪陵黄金海岸	100%	33.02	0.00	9.50	9.90	0.00	3.42	3.56	0.00	2.51	2.61
江阴东方大院	100%	30.61	4.85	8.75	9.87	3.02	5.45	6.15	1.96	3.53	3.98

阳光小镇	100%	62.64	0.00	4.80	10.90	0.00	3.12	7.09	0.00	1.72	3.90
湖南.东方大院	100%	41.34	0.00	7.80	10.40	0.00	4.91	6.55	0.00	2.98	3.97
帕提欧庄园	60%	17.07	0.00	6.00	6.50	0.00	5.26	5.69	0.00	2.93	3.18
重庆.太阳海岸	100%	38.03	0.00	0.00	3.00	0.00	0.00	1.50	0.00	0.00	0.88
重庆.观澜	100%	9.38	0.00	0.00	3.80	0.00	0.00	1.90	0.00	0.00	1.04
无锡.崇安新城 21 号项目	51%	14.62	0.00	0.00	5.31	0.00	0.00	1.76	0.00	0.00	1.01
无锡.崇安新城 28 号项目	51%	15.99	0.00	0.00	3.62	0.00	0.00	1.09	0.00	0.00	0.54
锦绣天成	100%	13.72	0.00	0.00	3.75	0.00	0.00	2.33	0.00	0.00	1.07
湖南.浏阳仙人湖项目一期	100%	65.40	0.00	0.00	3.00	0.00	0.00	0.90	0.00	0.00	0.51
涪陵两江广场项目	100%	13.98	0.00	0.00	3.98	0.00	0.00	1.39	0.00	0.00	0.73
涪陵天湖小镇项目	100%	27.02	0.00	0.00	3.70	0.00	0.00	1.30	0.00	0.00	0.73
投资性房地产及其他业务	100%					4.00	4.40	4.84	2.52	2.77	3.05
合计		734	70.02	99.40	118.61	37.42	55.52	67.07	24.04	34.50	39.68

资料来源：公司公告，长江证券研究部

根据公司销售及其竣工情况，2009 年的结算将主要集中在重庆和无锡地区，成都与江阴地区也有少量结算；进入 10 年后，长沙与北京项目也将进入结算。由于公司开发的部分项目是绿色生态小区具有所得税优惠，因此部分项目所得税比率要低于 25%，如云湖天都项目。此外公司还有投资性房地产以及其他业务收入，我们保守估计 09 年这部分收入为 4 亿元，未来每年增长 10%。

基于以上的结算进度与假设，我们预测公司 2009 年、2010 年和 2011 年的利润表。营业税金及其期间费用率我们以集团公司前三年平均水平为准。

表 15：金科集团合并利润表预测（万）

项目	2008 年 A	2009 年 E	2010 年 E	2011 年 E
一、营业收入	324264	412671	660966	772618
减：营业成本	202704	264359	408748	455626
营业税金及附加	20896	26824	42963	46357
销售费用	19953	24760	39658	46357
管理费用	14170	16507	26439	30905
财务费用	1557	2476	3966	4636
资产减值损失	1547	263	0	0
投资收益	0	157	-185	0
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0	-57	-185	0

二、营业利润	63437	77583	138822	188738
加：营业外收入	3991	1432	0	0
减：营业外支出	975	169	0	0
其中：非流动资产处置净损失	15	0	0	0
三、利润总额	66453	78846	138822	188738
减：所得税费用	17580	13404	34705	41522
四、净利润	48873	65442	104116	147215
归属于母公司所有者的净利润	51163	57029	96828	136910
少数股东损益	-2290	8414	7288	10305

资料来源：长江证券研究部

这样我们得到归属母公司净利润 2009 年、2010 年、2011 年分别为 5.70 亿元、9.68 亿元、13.69 亿元。在假设 ST 东源资产盈利为 0 的情况下得到 2009 年、2010 年、2011 年 EPS 分别为 0.49 元、0.83 元、1.18 元。

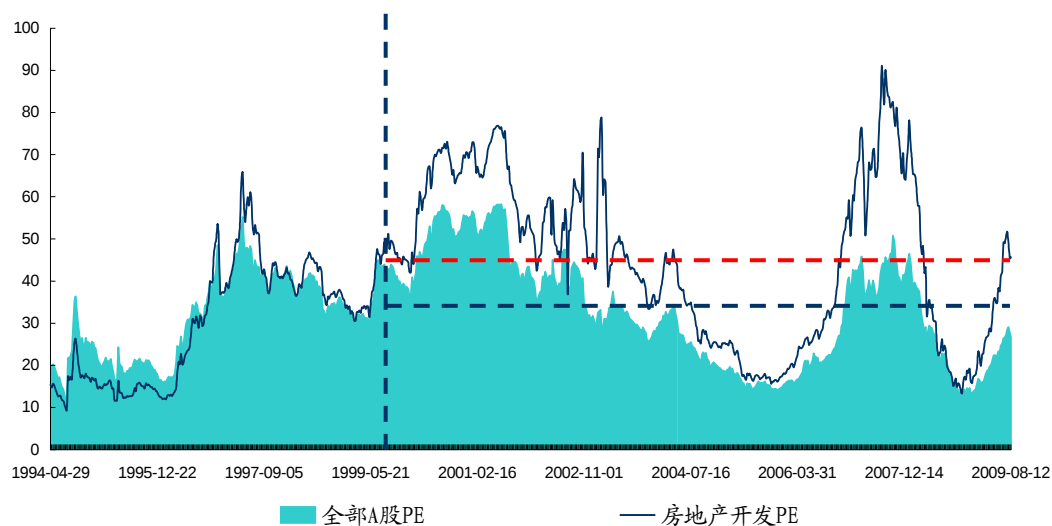
PE 估值

这里需要指出的是我们准备对金科进行 PB 估值，这主要是因为金科还未上市还不具备在资本市场融资的功能，因此在上市前 PB 较高是正常的。

中国住房货币化改革是始于 1998 年的 7 月。同样反映在资本市场的是在 1999 年后房地产板块的估值相对于大盘有明显的提升。在 1994 年到 1998 年期间 A 股平均 PE 为 29.94 倍，房地产板块平均 PE 为 29.92 倍，低于整个 A 股估值；1999 年后至今 A 股平均 PE 为 33 倍，房地产板块平均 PE 为 44.57 倍，估值比 A 股整体水平溢价 35%。

在 07 年房地产板块的平均 PE 估值是 A 股整体的 1.69 倍，最高的时候是 2 倍。目前房地产板块整体估值水平是 1.5 倍，我们认为今年以来的创纪录的销售量加上通胀的预期将会使得房地产板块的估值相对于 A 股整体水平的溢价继续上升。

图 38：A 股 PE 与房地产板块 PE 比较



资料来源：Wind，长江证券研究部

我们拟采用房地产板块主要公司目前 PE 做为估值的参照,以得出目前金科合理的股价水平。

表 16：主要房地产开发公司市盈率水平（09 月 07 日）

证券代码	证券简称	市盈率(2008 年报)	预测市盈率(未来 12 个月)
000002.SZ	万科 A	30.45	19.75
000024.SZ	招商地产	35.48	20.20
000402.SZ	金融街	28.19	19.65
000540.SZ	中天城投	45.86	16.79
000667.SZ	名流置业	32.43	21.57
000718.SZ	苏宁环球	38.87	17.33
002133.SZ	广宇集团	39.49	21.60
002146.SZ	荣盛发展	35.09	17.70
002244.SZ	滨江集团	30.59	19.88
600048.SH	保利地产	37.56	21.75
600240.SH	华业地产	47.47	18.37
600266.SH	北京城建	40.66	21.75
600322.SH	天房发展	56.38	31.40
600325.SH	华发股份	22.56	18.25
600383.SH	金地集团	41.24	23.91
600675.SH	中华企业	36.06	23.71

600684.SH	珠江实业	83.58	19.94
600743.SH	华远地产	19.62	20.65
600748.SH	上实发展	43.74	35.59
	均值	39.23	21.57
	标准差	13.80	4.69
	离异程度	0.35	0.22

资料来源: Wind, 长江证券研究部

我们可以看到预测未来 12 个月的市盈率均值水平为 21.57, 离异程度为 0.22, 这说明此值相对稳定, 用来估值更为稳健。

根据我们预测的金科在 2010 年的 EPS 为 0.83 元, 取 PE 为 21.57 倍, 合理价值应为每股 17.90 元。考虑到公司 09 至 11 年的高成长率 (09 至 11 年公司年复合增长率超过 50%), 我们认为这个估值仍显得保守, 公司的每股价值应该在 20 元以上。

NAV 估值

公司未结算的权益建筑面积达到了 582 万平米。我们通过把存货变现的方法来计算公司存货的权益净增加值。

表 17: 公司 NAV 计算 (万平米, 亿元)

项目名称	权益	未结算面积	净权益增加值
廊桥水岸	100%	5.62	0.75
东方雅郡	100%	14.37	2.26
云湖天都	100%	13.41	1.81
十年城	100%	61.51	14.73
小城故事	100%	6.43	1.06
西城大院	100%	45.63	12.05
无锡观天下	51%	25.79	2.93
无锡东方王榭	51%	21.95	2.17
成都金科一城	100%	41.32	4.89
涪陵廊桥水岸	100%	10.41	0.57
涪陵黄金海岸	100%	33.02	2.78
江阴东方大院	100%	28.52	5.44
阳光小镇	100%	62.64	15.85
湖南东方大院	100%	41.34	8.90

北京帕提欧庄园	60%	17.07	5.72
重庆.太阳海岸	100%	38.03	6.85
重庆.观澜	100%	9.38	1.84
无锡.崇安新城 21 号项目	51%	14.62	1.79
无锡.崇安新城 28 号项目	51%	15.99	2.10
锦绣天成	100%	13.72	3.95
湖南.浏阳仙人湖项目一期	100%	65.40	7.32
涪陵两江广场项目	100%	13.98	2.01
涪陵天湖小镇项目	100%	27.02	3.54
投资性房地产变现	100%	-	10.88
小计			122.19
公司净资产			27.55
NAV			149.74
总股本			11.64
每股 NAV			12.87

资料来源：长江证券研究部

表 18: 跟踪公司 NAV 平均溢价率（09 月 07 日）

公司代码	公司简称	报表日股价	NAV	溢价率
600048	保利地产	23.98	13.63	43.16%
000024	招商地产	25.24	18.54	26.55%
600383	金地集团	13.96	9.20	34.10%
600748	上实发展	14.52	9.15	36.98%
000718	苏宁环球	11.87	6.32	46.76%
002244	滨江集团	13.67	8.10	40.75%
600533	栖霞建设	6.18	4.94	20.06%
000616	亿城股份	5.89	3.63	38.37%
600325	华发股份	17.98	14.33	20.30%
000514	渝开发	12.65	6.66	47.35%
000667	名流置业	7.59	5.01	33.99%
均值				35.31%

资料来源：长江证券研究部

我们得出公司每股 NAV 的价值是 12.87 元。根据我们跟踪的公司 NAV 价值，目前平均溢价率为 35.31%，我们给予金科 NAV 平均的溢价水平，金科的合理股价应该为 17.41 元。目前公司正在积极扩充土地储备，未来 NAV 将得到提升。

安全边际

金科集团承诺未来三年（2009 年-2011 年）归属于母公司股东的净利润约为 5.3 亿元、6 亿元、6.7 亿元，三年平均净利润约为 6 亿元。这样实际上承诺了 2009 年至 2011 年 EPS 为 0.47 元、0.52 元、0.58 元。对于目前起伏较大的房地产市场，我们认为这个业绩承诺能给股价带来安全边际。

表 19：借壳上市公司承诺业绩

股票名称	注入资产	增发股数 (亿)	增发价格	股价	承诺业绩(EPS)			PE		
					09 年	10 年	11 年	09 年	10 年	11 年
ST 东源	金科集团	9.21	5.18	13.60	0.45	0.51	0.57	30.22	26.67	23.86
ST 兴业	大洲集团 港润房地产	1.86	6.98	6.30	0.01	0.26	0.56	63.00	24.23	11.25
	隆鑫地产 100%									
ST 得亨	鹏翔实业 67% 隆鑫花漾湖 40%	5.80	4.53	6.95	0.29	0.30	0.33	23.97	23.17	21.06
*ST 成功	荣安集团	8.28	2.92	停牌	0.28			-	-	-
*ST 方向	上海高远置业	6.65	3.09	停牌	0.20	0.25	0.32	-	-	-
*ST 九发	南山建设	5.28	2.21	6.24	0.26	0.30	0.32	24.00	20.80	19.50
*ST 科苑	中弘卓业	4.38	4.36	8.42	0.35	0.43	0.97	24.06	19.58	8.68
ST 万杰	鲁商集团	4.65	5.78	10.31	0.43	0.42		23.98	24.55	-
*ST 亚华	国大集团 浙商集团	11.71	3.90	14.59	0.89			16.39	-	-
*ST 雅砻	北方城投	3.47	2.92	7.94	0.12	0.61	0.61	66.17	13.02	13.02
ST 中润	惠邦投资 中润集团	4.75	3.52	7.61	0.30	0.35		25.37	21.74	-
地产板块 09 年 PE 预测值								26.85	20.25	16.56
地产板块未来 12 个月 PE 预测值								26		

资料来源：Wind，长江证券研究部

投资建议

我们从 PE 与 NAV 两个角度来考察公司的理论价值，考虑到 10 年无论是公司的股权激励还是 PE 的退出都需要公司在 10 年的高成长，而目前公司的销售也支持这样的高成长性。因此我们在根据前文估值的基础上给予公司 20 元的目标股价。给予公司“推荐”评级。

表 20：不同估值下的公司每股价值

估值方法	理论股价
市盈率估值	17.90
NAV 估值	17.41
目标股价	20

资料来源：长江证券研究部

风险提示

本次交易已通过股东大会批准但尚待获得证监会核准，本文的前提建立在获得证监会批准的基础上。此外，截止 09 年 4 月底，公司资产负债率 78.76% 处于较高的水平。

附录：在售项目介绍

金科集团目前在建项目共有 15 个，分布于重庆、成都、长沙、江阴、无锡、北京六个城市，以下我们介绍目前处于销售中的主要项目。根据我们调研了解到的信息，公司计划开工 150 万平米，计划年底增加至 200 万平米。

廊桥水岸

图 39：廊桥水岸外景图



资料来源：搜房网，长江证券研究部

图 40：廊桥水岸交通图



资料来源：搜房网，长江证券研究部

廊桥水岸由金科全资子公司财信江景负责开发。其位于重庆江北区五桂路新区政府旁，项目总占地面积 290 亩，规划总建筑面积超过 37 万平方米左右，整个社区由 22 栋 10-33 层板式及风车状的点式高层组成，建筑风格简洁、俊朗，现代感、时尚感强，是低容积率、低密度、高绿化率的高档江景社区。

廊桥水岸 2005 年起就已开盘销售，截止 2009 年 4 月已销售 33.5 万平米，未售面积 3.5 万平米，销售均价为 4560 元/平米。

东方雅郡

图 41：东方雅郡外景图



资料来源：重庆网上房地产，长江证券研究部

图 42：东方雅郡区位图



资料来源：搜房网，长江证券研究部

东方雅郡由金科实业集团负责开发，项目位于重庆市北部新区人和片区金开大道 3 号，占地面积 97.31 亩，总开发面积 188661 平方米，项目产品形态以高层小区住宅为主。项目南面为金科开发建造的高档文化社区健康社区-天湖美镇，北面环拥超大绿色氧吧照母山生态植物园，东面为金科开发的东方王榭社区，西面为约 1000 平米的市政绿化带，南面比邻 90 亩静湖公园和约 150 亩天湖公园。小区周围有协信 TOWN 城、棕榈泉国际花园、龙湖·蓝湖郡、中体奥林匹克花园等，西南面 1000 多米为金科天籁城及中华坊。

东方雅郡 2007 年起开始销售，截止 2009 年 4 月销售 13.86 万平米，未售面积只剩下 5 万平米，目前销售均价为 5500 元/平米。

云湖天都

图 43：云湖天都外景图



资料来源：搜房网，长江证券研究部

图 44：云湖天都区位图



资料来源：搜房网，长江证券研究部

云湖天都由佳乐九龙房地产开发有限公司负责开发。该项目位于重庆市九龙坡区九龙园区 A 区石坪桥陈度大桥南桥头，项目占地面积 266.36 亩，总开发面积 424454 平方米，项目产品形态以高层小区住宅和多层住宅为主。云湖天都毗邻 1400 亩生态公园和海拔约 368 米高的天都山。该楼盘拥有一山二湖三公园等丰富的自然资源，开发商将把社区打造为内外五重绿色生态体系，让绿色充满居住生活。

云湖天都 2007 年起开始确认收入，截止 2009 年 4 月销售 35.20 万平米，未售面积只剩下 7.25 万平米，目前销售均价为 4300 元/平米。

十年城

图 45：十年城外景图



资料来源：搜房网，长江证券研究部

图 46：十年城区位图



资料来源：搜房网，长江证券研究部

十年城由金科全资子公司弘景地产公司负责开发。该项目位于重庆市江北区石子山，项目占地面积 368.66 亩，总开发面积 696007 平方米，项目产品形态以多层住宅和高层小区住宅为主。项目南侧为 319 国道，项目北侧东西走向及中部南北走向的道路为城市主干道，西北地块中有 2000 平米的公交车始末站和 1000 亩生态公园总用地面积 240185 平米。

十年城 2008 年起开始确认收入，截止 2009 年 4 月销售 20.30 万平米，未售面积剩下 49.30 万平米，目前销售均价为 5950 元/平米。

小城故事

图 47：小城故事外景图



资料来源：搜房网，长江证券研究部

图 48：小城故事区位图



资料来源：搜房网，长江证券研究部

小城故事由金科全资子公司融通实业公司负责开发。该项目位于重庆市北部新区黄山大道，项目占地面积 56 亩，总开发面积 10.5 万平方米，项目产品形态以多层住宅和高层小区住宅为主。项目紧邻天籁城、金科中华坊和金科天湖美镇，地处北部新区金科洋房大社区中心地带，北临照母山植物园，西接北部新区科技孵化园，南靠新牌坊泛商圈，东依人和小镇。

小城故事2008年9月开始预售，至2009年4月尚未竣工交房，未达到结转收入的相关条件，截止2009年4月销售6.8万平米，未售面积剩下3.7万平米，目前销售均价为5900元/平米。

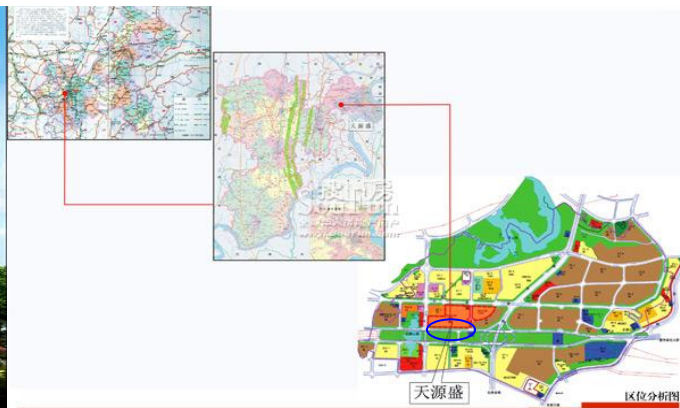
西城大院

图 49：西城大院外景图



资料来源：搜房网，长江证券研究部

图 50：西城大院区位图



资料来源：搜房网，长江证券研究部

西城大院由金科全资子公司天源盛置业负责开发。该项目位于重庆市九龙坡区九龙园区 A 区火炬大道 16 号，位于金科绿韵康城正对面，处重庆西城九龙园区核心地带，项目占地面积 180.86 亩，总开发面积 470,772 平方米，项目产品形态以高层小区住宅为主。项目北对金科绿韵康城，西接巴国城，南为规划的城市干道，东靠金科云湖天都、1400 亩彩云湖。

西城大院 2008 年开始预售，2009 年进入结算，截止 2009 年 4 月销售 5 万平米，未售面积还有 42 万平米，目前销售均价为 6000 元/平米。

阳光小镇

图 51：阳光小镇外景图



资料来源：搜房网，长江证券研究部

图 52：阳光小镇区位图



资料来源：搜房网，长江证券研究部

阳光小镇由金科实业（集团）负责开发。金科阳光小镇地块位于重庆市九龙坡区九龙工业园区的华岩新城内，紧邻华福大道。华岩新城位于西部新城和老城区——杨谢石黄片区（杨家坪、谢家湾、石坪桥、黄桷坪）之间，地处重庆主城核心区的西南侧边缘、中梁山麓，是内环高速公路上的重要节点，也是主城到西彭和江津的必经之路和交通要塞。项目占地面积 393.62 亩，总开发面积 671530 平方米，项目产品形态以多层住宅和高层小区住宅为主。阳光小镇 2008 年年底开始预售，截止 2009 年 4 月销售 1.65 万平米，未售面积还有 65.5 万平米，该项目尚未结算，目前销售均价为 6800 元/平米。

无锡观天下

图 53：无锡观天下外景图



资料来源：搜房网，长江证券研究部

图 54：无锡观天下区位图



资料来源：搜房网，长江证券研究部

无锡观天下由无锡金科房地产开发公司负责开发，公司占有 51% 的权益。该项目位于无锡市崇安新区广益路，项目占地面积 138.04 亩，总开发面积 323,756 平方米，项目产品形态以高层小区住宅为主。

无锡观天下 2007 年年底开始预售，截止 2009 年 4 月销售 9.17 万平米，未售面积还有 23.21 万平米，目前销售均价为 6900 元/平米。

无锡东方王榭

图 55: 无锡东方王榭外景图



资料来源：搜房网，长江证券研究部

图 56: 无锡东方王榭区位图



资料来源：搜房网，长江证券研究部

无锡东方王榭由无锡金科房地产开发公司负责开发，公司占有 51% 的权益。该项目位于无锡市崇安新区广益路，金科东方王榭延续金科“花园洋房专家”的洋房原创新理念，融合现代居住文明和中国民居建筑的精粹，是“新中式建筑”的典范之作。项目占地约 92374 平方米，建筑面积 266089 平方米。

无锡观天下 2007 年年底开始预售，截止 2009 年 4 月销售 8.34 万平米，未售面积还有 18.27 万平米，目前销售均价为 6700 元/平米。

北京帕提欧庄园

图 57: 北京帕提欧庄园外景图



资料来源：搜房网，长江证券研究部

图 58: 北京帕提欧庄园效果图



资料来源：搜房网，长江证券研究部

帕提欧庄园落座于昌平区小汤山温泉资源核心地带，紧邻龙脉温泉度假中心、小汤山疗养院，属于不可多得的天赐汤泉养生之地。项目交通条件十分便利，距六环路仅 2 公里之遥，更有顺沙路、立汤路、京承高速、京昌高速以及机场快速路等城市主脉环绕四周，快速抵达首都机场、亚运村、奥运村、中关村、望京等繁华区域。

金科·帕提欧以原汁原味的西班牙风情建筑为蓝本，融粹了地中海风格景观园林，并因地制宜地发挥了地块独有的汤泉资源优势。项目占地面积 10 万平米，总建筑面积 13 万余平米。

金科·帕提欧最低 465 万元一套，6 月 21 日开盘，首次认购逾 2 亿元。目前此项目二手房价格在 21000 元/平米。

江阴东方大院

金科·东方大院地处江阴亚洲人居示范区——散山湾新城，新城距离市中心仅 5 公里，占地面积为 5.17 平方公里，长山大道和芙蓉大道两条一级道路穿越区域，交通条件十分便捷。

项目总建筑面积 30.6 万平米，截止六月底已销售 6.3 万平米，未开发建筑面积 20.29 万平米。一期于 2008 年 1 月 28 日开盘，花园洋房 12#、15#、16#、17#、21#、22#、23#、24#、25 销售均价 6400 左右（其中一楼价格约为 8000 左右，二楼价格约为 7000 左右，三楼四楼价格为 5500 左右，五楼六楼为 6000 左右）二期于 2009 年 4 月 17 日开盘，花园洋房 2#、18#、19#、20#销售均价 7100 左右（其中一楼价格约为 9000 左右，二楼价格约为 8000 左右，三楼四楼价格为 6500 左右，五楼六楼为 7000 左右）。

此外江阴的锦绣天成于 6 月 10 日开始动工。

涪陵廊桥水

涪陵廊桥水岸由金科子公司金科科润负责开发。该项目位于重庆市涪陵区滨江路，项目占地面积 47.97 亩，总开发面积 149292 平方米，项目产品形态以高层小区住宅为主。

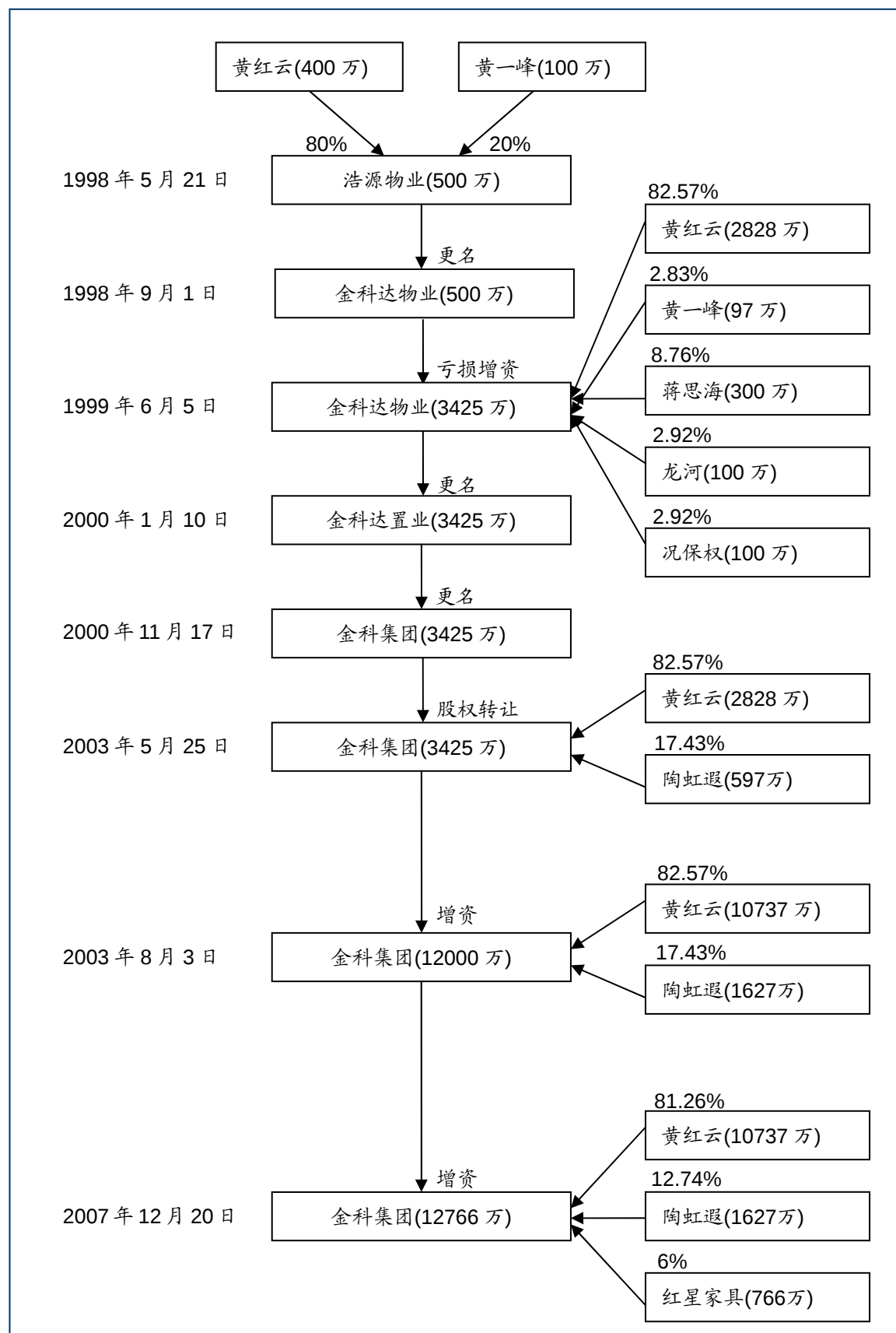
截止目前项目已销售 13.88 万平米，销售均价为 3027 元/平米。2008 年，涪陵金科廊桥水岸被评定为重庆市四星级住宅。

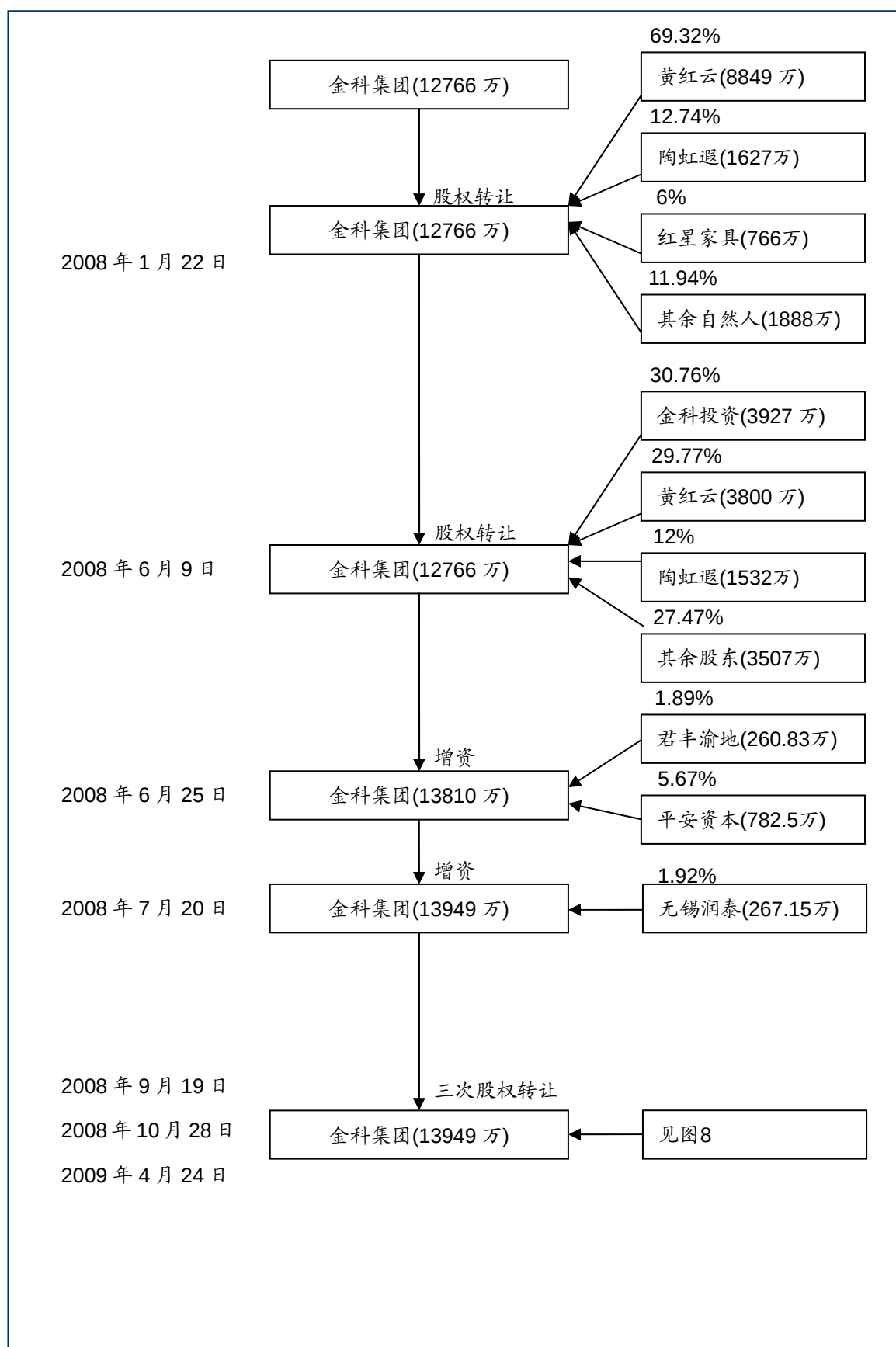
涪陵黄金海岸

该项目位于重庆市涪陵区滨江路，项目占地面积 111.23 亩，总开发面积 330249.45 平方米，项目产品形态以高层小区住宅为主。

6 月 20 日，涪陵金科·黄金海岸一期项目开盘。当日仅仅三个小时内，现场即签约认购 381 套房源，认购金额达 1.3 亿，并在一天半时间内完成签约 361 套，签约金额达 1.2 亿，签约率达 92%。

附表 1: 金科集团历史增资扩股





资料来源：公司公告，长江证券研究部

附表 2：金科集团荣誉

项目名称	所获奖项	获奖时间
金科花园	获得重庆市政府颁发的第二届十佳住宅小区优秀设计奖	2000 年 09 月
	被重庆市消费者权益保护委员会评为重庆市首届消费者满意楼盘	2001 年 07 月
	获得中国·重庆名盘称号	2002 年 10 月
	获得重庆市政府颁发的第三届十佳住宅小区称号	2002 年 11 月
中华坊	获得中国住交会等评选的中国名盘称号	2003 年 11 月
	率先通过重庆市建委 AAA 级住宅性能认定评审	2005 年 04 月
金砂水岸	获得中国建筑文化中心颁发的中国十大水景名盘称号	2003 年 11 月
	被评为中国十佳品牌楼盘	2004 年 03 月
	被评为中国西部生态景观示范十大楼盘	2004 年 08 月
天湖美镇	获得中国西部生态景观示范十大楼盘称号	2004 年 08 月
	获得“2004 年中国住宅十大名盘”荣誉称号	2004 年 08 月
	获得 2005 重庆地产年度榜十大名盘荣誉称号	2006 年 01 月
	获得“绿色生态住宅小区”称号	2006 年 10 月
	被评选为重庆市十佳住宅小区	2006 年 11 月
	荣获重庆城市开发协会颁发的重庆优秀住宅小区金奖	2008 年 4 月
绿韵康城	获得中国西部生态景观示范十大楼盘称号	2004 年 08 月
	通过重庆市建设技术发展中心 AA 级住宅性能认定预评审	2005 年 04 月
	获得重庆市建设委员会举办的 2006 重庆十佳小区评选十优小区第一名	2006 年 11 月
	获得中国房地产业协会等颁发的 2007 年度“广厦奖”（住宅类）	2008 年 03 月
天籁城·美社	房地产行业综合性大奖“中国广厦奖”	2008 年 03 月
	被评选为重庆市十佳住宅小区	2004 年 11 月
重庆廊桥水岸	独家荣获重庆市建设委员颁发“绿色生态住宅小区”称号	2005 年 04 月
	获得“CIHAF 中国名盘”称号	2005 年 10 月
重庆·东方王榭	获得重庆广厦奖住宅类项目金奖	2007 年 03 月
	获得中国·住交会“中国名盘”称号	2006 年 11 月
	被重庆日报评选为 2007 年建筑重庆之上人居榜样	2007 年 07 月
金科·10 年城	被重庆市建委评为重庆市绿色生态住宅小区	2008 年 12 月
	获得第九届 CIHAF 中国住交会“中国名盘”大奖	2007 年 12 月
无锡·东方王榭	获得第九届 CIHAF 中国住交会“中国名盘”大奖	2007 年 12 月
天湖美镇	获得全国土木建筑土木工程颁发的 2008 詹天佑大奖住宅小区优秀环境奖	2008 年 10 月
蚂蚁 SOHO	获得最具投资价值楼盘称号	2007 年 06 月
江阴·东方大院	获得第十届中国住交会“2008 住交会中国名盘”称号	2008 年 12 月

资料来源：公司网站，长江证券研究部整理

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 68753198	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。