

分析师： 苏雪晶 (8621)68751692 suxj@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

金科来了

事件描述

ST 东源今日发布公告，其主内容为：

经中国证券监督管理委员会上市公司并购重组审核委员会审核，本公司新增股份吸收合并重庆市金科实业（集团）有限公司暨重大资产重组事宜获得有条件审核通过。

新增股份吸收合并的利润预测补偿协议之补充协议：为进一步保障甲（重庆东源产业发展股份有限公司）乙（重庆市金科投资有限公司、黄红云及陶虹遐）双方于 2009 年 7 月 13 日签署的《新增股份吸收合并的利润预测补偿协议》得以切实执行，甲乙双方经友好协商，就如出现《新增股份吸收合并的利润预测补偿协议》约定的需由乙方补足利润差额的情形时，乙方将按照如下方式共同履行补偿义务：

1、补偿方式

乙方同意由甲方以人民币 1.00 元总价回购本次吸收合并中的乙方持有的部分新增股份并予以注销。

2、补偿股份数量

补偿股份数量的上限为本次吸收合并中乙方持有的金科集团股权折为的甲方股份总量，即 530,764,955 股。每年具体补偿股份数量按以下公式计算确定：当年补偿股份数量=（当年预测净利润数-当年实际净利润数）÷补偿期限内各年净利润承诺数总和×本次标的资产的交易价格÷本次新增股份的发行价格与回购决议前 20 日均价孰低。

事件评论

第一，土地储备增长快速

进入 3 季度以来，公司在无锡、江阴连续出手拿地。无锡方面，由于金科在无锡市场中的两个项目取得成功，近期继续在无锡拿地。10 月 20 日，无锡金科地产以高于起拍价近 10 亿的价格 22.4 亿竞得该地块。该地块位于中南路与金城路交叉口东北侧，土地面积 207489.6 平米，规划建面 49.98 万平米，主要用于居住、商业。随后金科地产又将目光瞄准发展潜力巨大的新区，以 69000 万的成交价拿下 24 号和 32 号两个地块，分别用作居住、商业、办公和居住、商业，建筑面积接近 20 万平米。

江阴方面，在 11 月 10 日土地拍卖会上，金科拿下了分别位于散山湾西渠路东、环湾北路南、湖西路西、北引河北侧以及散山湾滨港路东、西渠路西、定山路北侧的两块地，合计面积 232.62 亩，此两块用地皆为商住两用地，建筑面积达到 31 万平米。经测算，公司近期较合适价格拿地将增厚公司每股 NAV 达 1.12 元。

另外公司近期与盛世集团签订战略合作协议，拟成立注册资金 1 亿元的苏州金科盛世房地产开发有限公司，参与盛泽新城建设。这是公司进一步布局长三角的又一战略进展。

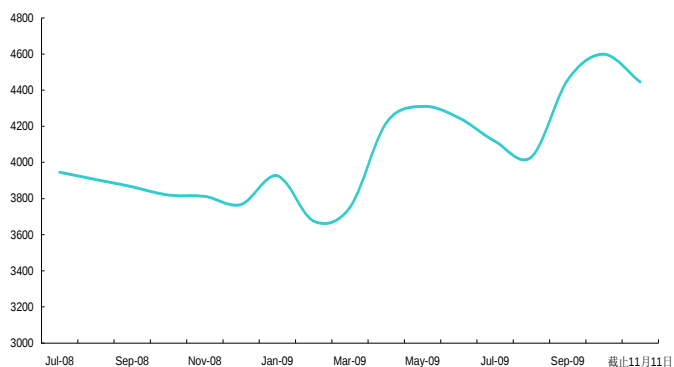
表 1: 金科无锡、江阴拿地情况

编号	地块名称	土地位置	建筑面积	成交价（万元）	楼面价
锡国土 2009-38	XDG-2009-55 地块	中南路与金城路交叉口东北侧	497975	224000	4498
锡国土 2009-58	XDG (XQ) -2009-24	新区规划道路西侧、江溪路北侧、 锡士路东侧、金城东路南侧	200000	69000	3450
	XDG (XQ) -2009-32	新区锡兴路西侧、江溪路北侧、 规划道路东侧、金城东路南侧			
江阴散山湾		散山湾西渠路东、环湾北路南、湖 西路西、北引河路北侧以及散山湾 滨港路东、西渠路西、定山路北侧 的两块地	310162	51600	1664

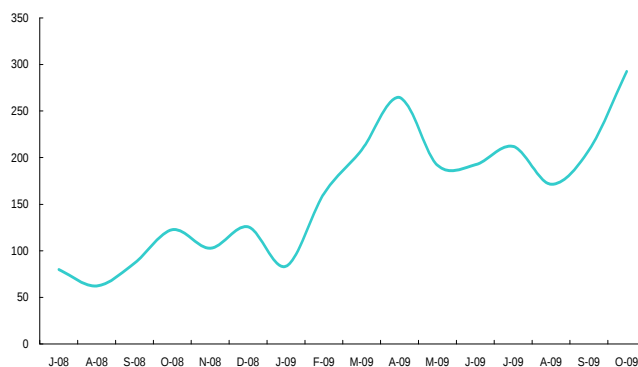
资料来源：无锡国土资源局，长江证券研究部

第二，业绩提升幅度较大

根据我们最新统计的销售情况来判断，公司今年的销售额已超过 85 亿元。随着年底成都金科开展的“倒计时”营销、重庆“多重优惠”销售活动等，我们判断今年金科销售额甚至有可能超过 100 亿。

图 1: 重庆住宅销售均价（元/平方米）


资料来源：重庆网上房地产，长江证券研究部

图 2: 重庆住宅成交量（万平方米）


资料来源：重庆网上房地产，长江证券研究部

表 2: 金科在售楼盘情况

项目名称	区域	权益	未结算面积	销售均价	项目涨价幅度
东方雅郡	重庆北部新区	100%	143659	5500	20%
云湖天都	重庆九龙坡区	100%	134121	商铺 13500	-
十年城	重庆北部新区	100%	615109	5850	17%
小城故事	重庆渝北区	100%	64266	8000	31%
西城大院	重庆九龙坡区	100%	456346	6500	11%
无锡观天下	无锡崇安区	51%	257883	8600	29%
无锡东方王榭	无锡崇安区	51%	219454	8700	32%

成都金科一城	成都成华区	100%	413241	5186	-
涪陵廊桥水岸	重庆涪陵区	100%	104093	4050	26%
涪陵黄金海岸	重庆涪陵区	100%	330249	5750	30%
江阴东方大院	江阴市散山湾	100%	285152	7000	13%
阳光小镇	重庆九龙坡区	100%	626354	6850	-
北京帕提欧庄园	北京小汤山片区	60%	170682	12000	-

资料来源：搜房网，长江证券研究部

第三， 布局全国策略，印证一线蓝筹判断

公司在完成重组后公司将继续加快布局全国的步伐，近期公司在成都、无锡、江阴拿地后，目前公司未结算建筑面积中重庆以外占比超过了 50%，由 6 月份的 59%下降到目前的 47%，总的未结算建筑面积由 582 万平米提高到目前 728 万平米。而根据报道，公司未来将土地重点放在重庆、成都、北京、天津和上海等地，到今年年底，公司有望达到 1000 万平米的建面储备。我们在过去深度报告中对公司一线蓝筹地产公司的判断，逐渐得到市场认同，但同时公司市值仍与一线企业有较大差距，重估空间巨大。

图 3：金科 6 月前未结算项目分布（建筑面积）

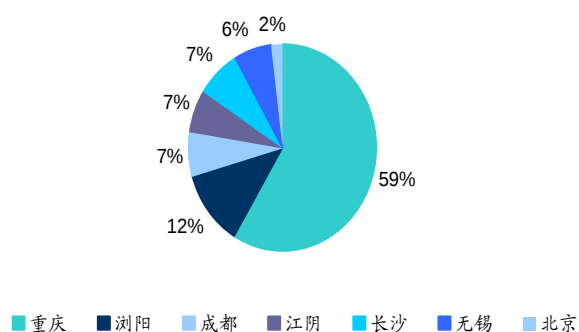
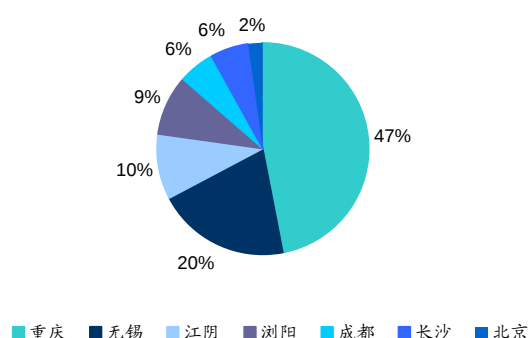


图 4：金科目前未结算项目分布（建筑面积）



资料来源：重庆网上房地产，长江证券研究部

资料来源：重庆网上房地产，长江证券研究部

表 3：公司未结项目

项目名称	区域	开发单位	权益	规划建筑面积	未结算面积
廊桥水岸	重庆江北区	财信江景	100%	374,872	56,232
东方雅郡	重庆北部新区	金科集团	100%	195,397	143,659
云湖天都	重庆九龙坡区	佳乐九龙	100%	427,670	134,121
十年城	重庆北部新区	弘景地产	100%	714,423	615,109
小城故事	重庆渝北区	通融实业	100%	101,641	64,266
西城大院	重庆九龙坡区	天源盛	100%	475,018	456,346
无锡观天下	无锡崇安区	无锡金科	100%	323,088	257,883
无锡东方王榭	无锡崇安区	无锡金科	100%	271,577	219,454

成都金科一城	成都成华区	成都金科	100%	477,705	413,241
涪陵廊桥水岸	重庆涪陵区	金科科润	100%	149,301	104,093
涪陵黄金海岸	重庆涪陵区	金科科润	100%	330,249	330,249
江阴东方大院	江阴市散山湾	江阴金科置业	100%	306,135	285,152
阳光小镇	重庆九龙坡区	金科集团	100%	626,354	626,354
湖南东方大院	长沙市尖山地区	湖南金科	100%	413,420	413,420
北京帕提欧庄园	北京小汤山片区	北京金科	100%	170,682	170,682
重庆.太阳海岸	重庆江北区	金科集团	100%	380,291	380,291
重庆.观澜	重庆渝中区	金科集团	100%	93,784	93,784
无锡.崇安新城 21 号项目	无锡崇安区	无锡金科	100%	146,200	146,200
无锡.崇安新城 28 号项目	无锡崇安区	无锡金科	100%	159,921	159,921
锦绣天成	江阴申港	江阴置业	100%	137,155	137,155
湖南.浏阳仙人湖项目一期	浏阳	湖南金科	100%	654,000	654,000
涪陵两江广场项目	重庆涪陵区	金科科润	100%	139,806	139,806
涪陵天湖小镇项目	重庆涪陵区	金科科润	100%	270,173	270,173
XDG-2009-55 地块	无锡南长区	无锡金科	100%	497,975	497,975
XDG (XQ) -2009-24/32	无锡南长区	无锡金科	100%	200,000	200,000
江阴散山湾西渠路	江阴市散山湾	江阴金科置业	100%	310,162	310,162
合计				8,347,000	7,279,728

资料来源：长江证券研究部，公司公告

第四， 管理提升源自人才储备先行一步

金科正稳步推进“依托大重庆，挺进长三角，开拓环渤海，扩大中西部，发展中等城市”的全国化发展战略和上市战略，同时公司内部也设定“中国房地产企业 10 强、中国综合企业 50 强”的宏伟目标，人才问题犹为关键。所以在今年 9 月，正式启动了“金科之星计划”，金科面向全国高等院校，选拔金科集团未来的优秀管理者的行动，已在 12 所高等学府进行宣讲，结合公司自身员工一系列培训计划，我们对其未来人才储备充满信心。

第五， 调高盈利预测，维持“推荐”

根据公司最新的变化以及销售情况，我们重新测算了公司的盈利情况。预计公司 09 至 11 年 EPS 分布为 0.46、1.11、1.61 元，NAV 为 14.76 元，维持“推荐”评级。

附表：损益表预测（万元）

项目	2008 年 A	2009 年 E	2010 年 E	2011 年 E
一、营业收入	3243	375354	668088	840577
减：营业成本	202704	239159	382171	454714
营业税金及附加	20896	24398	43426	54637
销售费用	19953	22521	40085	50435
管理费用	14170	15014	26724	33623
财务费用	1557	2252	4009	5043
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	71847	171303	242124
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	73110	171303	242124
减：所得税费用	17580	12429	41113	53267
四、净利润	48873	60681	130190	188856
归属于母公司所有者的净利润	51163	54399	130190	188856
少数股东损益	-2290	6282	0	0
股本（万股）	-	117104	117104	117104
EPS	-	0.46	1.11	1.61

资料来源：长江证券研究部

分析师介绍

苏雪晶，天津财经大学国际金融专业毕业，从事房地产行业研究，具有房地产企业管理经验。

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	13564079561wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经 理	(8621) 13817111316	68755178yimin@cjsc.com.c n
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844lijing2@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。