

2014年10月30日

金科股份 (000656)

——地产销售超预期、期待新能源之风

报告原因：有信息公布需要点评

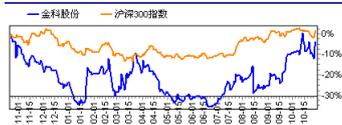
买入

维持

市场数据： 2014年10月29日	
收盘价(元)	11.66
一年内最高/最低(元)	12.54/6.46
上证指数/深证成指	2373/8091
市净率	1.7
息率(分红/股价)	1.03
流通A股市值(百万元)	5460
注：“息率”以最近一年已公布分红计算	

基础数据： 2014年09月30日	
每股净资产(元)	6.93
资产负债率%	86.83
总股本/流通A股(百万)	1159/468
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《金科股份(000656)深度报告——进军新能源、跨界转型第一步超预期》 2014/10/15

证券分析师

韩思怡 A0230513060002
hansy@swsresearch.com

研究支持
陈天诚 A0230113080001
chentc@swsresearch.com

联系人

齐东
(8621)23297818x7260
qidong@swsresearch.com

地址：上海市南京东路99号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	16,070	55	984	-23	0.85	26.0	12.5	14	15
14Q1-Q3	10,076	15	666	-29	0.58	26.3	8.4		
2014E	20,408	27	1,093	11	0.94	24.9	13.8	12	
2015E	24,898	22	1,301	19	1.12	25.5	15.3	10	
2016E	29,722	19	1,518	17	1.31	24.8	16.2	9	

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

投资要点：

公司公布三季报，三季度单季度实现营收 57.2 亿元，同比增长 395.4%，净利润 2.1 亿，同比增长 51%；1-9 月累计实现营收 100.8 亿元，同比增长 14.5%，净利润 6.7 亿，同比减少 28.6%。业绩符合预期。

● **地产销售略超预期，上调全年预测为 280 亿，业绩锁定度 93%**。在 14 年地产行业降温的情况下，公司积极营销、加速去化，销售略超预期，前三季度实现 175 亿销售额（地产业务约 150 亿），且从 10 月认购情况来看好于预期，上调全年 265 亿销售目标至 280 亿（含非地产业务 20 亿）。公司三季度末实现预收账款 232 亿元，比年初增长 24%，15 年业绩锁定度达 93%。

● **单季毛利下滑，四季度及明年将持续回升，全年毛利预计 25%**。公司前三季度实现销售公司三季度结算大幅增长，主要结算是的 12 年销售的一些低毛利项目，因此单季度毛利较低，仅为 18%，随着该批项目的结束，预计四季度将明显回升，全年毛利率约为 25%，而 15 年仍将进一步上升至 26%。

● **限售股实质上全解禁，股东不减持坚定看好转型**。公司总股本 11.6 亿，目前仍有限售股 6.9 亿，全为公司实际控制人黄红云及其家人持有，且均在 2014 年 8 月 23 日达到解禁条件而未办理解禁手续，证明了之前判断解除一致行动人也是因为业务发展需要而非减持目的之判断，显示公司在转型关键时期，股东及管理层对公司发展的坚定信心。

● **风电将成能源消费主体，转型打开成长空间**。公司确定转型方向之后，我们从培育的难易程度判断，风电和光伏将是最快转型的方向，国家能源局表示风电将从替代能源地位变为能源消费主体地位，未来我预计如果先转型风电无论政策支持、市场空间及利润体现都会优于其余行业；当然，鉴于公司在重庆涪陵区域的资源优势，页岩气的开发也将是公司潜在空间所在。

投资建议：公司地产销售超预期，毛利率四季度后将持续回升，在政策支持、市场空间及利润体现方面新能源都是正确选择，将打开公司成长空间，股东不减持坚定看好转型，上调公司销售额预测至 280 亿，目前股价对应地产 RNAV 折价 37%，维持盈利预测和买入评级。公司地产销售超预期，转型方向正确而坚定，我们上调 265 亿销售额预测至 280 亿，维持 14-16 年 EPS 为 0.94、1.12 和 1.31 的判断，目前股价对应 PE 为 12X、10X 和 9X，对应每股 18.5 元的地产 RNAV 折价 37%，维持“买入”评级，维持目标价 17.6 元。

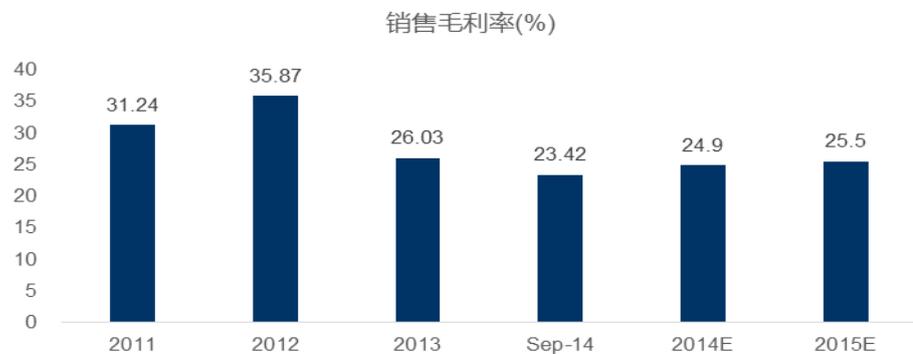
1、地产业务稳健发展

1.1 地产销售超预期、毛利率将逐步恢复

在14年地产行业降温的情况下，公司积极营销、加速去化，销售略超预期，前三季度实现175亿销售额（地产业务约150亿），且从10月认购情况来看好于预期，上调全年265亿销售目标至280亿（含非地产业务20亿）。公司三季度末实现预收款232亿元，比年初增长24%，15年业绩锁定度达93%。

公司前三季度实现销售公司三季度结算大幅增长，主要结算是的12年销售的一些低毛利项目，因此单季度毛利较低，仅为18%，随着该批项目的结束，预计四季度将明显回升，全年毛利率约为25%，而15年仍将进一步上升至26%。

图1：公司毛利率在四季度后逐渐恢复



资料来源：申万研究、公司公告

1.2 大股东不减持坚定看好公司发展

公司总股本11.6亿，目前仍有限售股6.9亿，全为公司实际控制人黄红云及其家人持有，且均在2014年8月23日达到解禁条件而未办理解禁手续，证明了之前判断解除一致行动人也是因为业务发展需要而非减持目的之判断，显示公司在转型关键时期，股东及管理层对公司发展的坚定信心。

表1、公司限售股实际上已经可以解禁

股东名称	关系	持股比例	持股数量	限售股数量	解禁日期
金科投资	企业法人控股	21.82%	252,835,355	252,835,355	2014/8/23
黄红云	企业法人	17.79%	206,123,213	206,123,213	2014/8/23
陶虹遐	黄红云之妻	8.66%	100,342,496	100,342,496	2014/8/23
黄一峰	黄红云之弟	4.60%	53,253,987	47,241,765	2014/8/23
王小琴	黄红云之弟妹	2.31%	26,766,222	26,766,222	2014/8/23
黄斯诗	黄红云侄女	2.26%	26,196,591	26,196,591	2014/8/23
		57.44%	665,517,864	659,505,642	

资料来源：申万研究、公司公告

2. 期待新能源之风

2.1 风电行业有望从替代能源成为主体供应能源

之前深度报告，我们已经讨论了公司转型光伏产业的市场空间，我们之前预测风电和光伏是公司第一步转型的方向，在和申万电力新能源团队一同对公司进行进一步研究之后，我们认为风电和光伏中间选一个的话，风电可能从政策支持、市场空间及利润体现都会优于其余行业。但同时，作为在重庆涪陵深耕多年的企业，页岩气仍旧是重要方向。

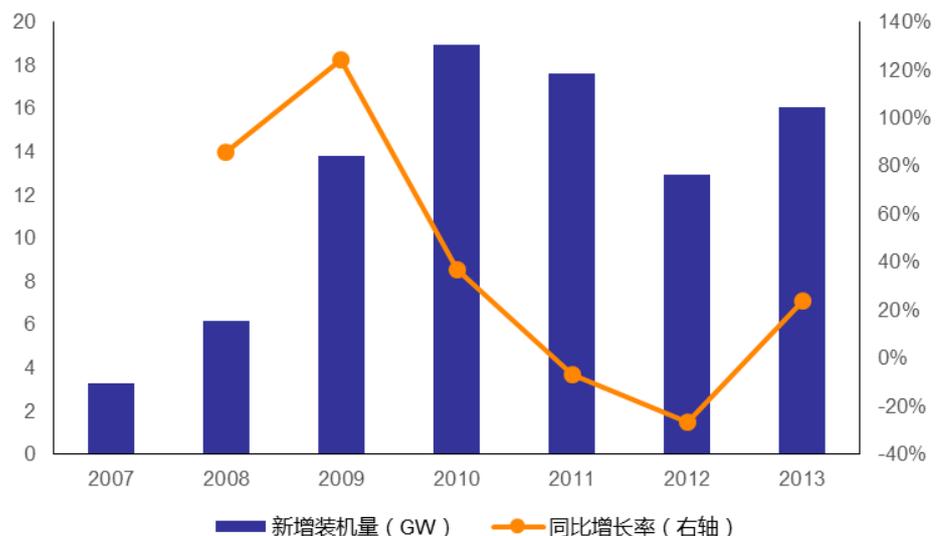
10月22日，国家能源局新能源与可再生能源司副司长朱明在2014北京国际风能大会上传递的信息，他同时表示，预计2014年底，中国风电装机量将超过1亿千瓦，提前完成“十二五”风电发展目标。“十三五”期间，风电有望改变“替补能源”的地位，成为我国的主体供应能源。

国家可再生能源中心副主任任东明在会上表示，理论上预计，到2020年，国内风电累积总装机可达3亿千瓦；到2050年，总装机规模将在此基础上增长9倍达到300亿千瓦，其所消费电量将占据国内能源总消费量的80%，成为名副其实的主体能源。

2.2 国内风电行业复苏趋势确定

截止2013年底，中国风电累计装机容量约为91.4GW，2013年全年新增装机容量16.1GW，虽然在经历了2010、2011的行业性高增速之后，近两年全国风电新增装机容量有所下滑，但是我们可以看到积极的方面是，2013年并网风电容量超过14GW，随着国家对“风电弃风”现象的日益重视，我们认为国内风电行业也将走上复苏的轨道。国家能源局1月份下发的《2014年能源工作指导意见的通知》中明确提出，2014年将新增风电装机18GW。

图2：国内风电新装机经历两年下滑之后于2013年重拾升势



资料来源：中国风能协会，申万研究

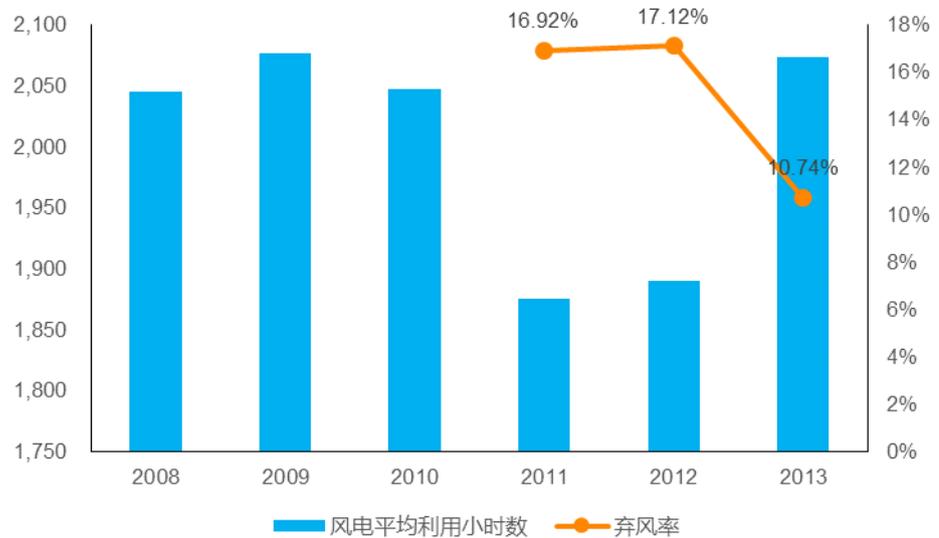
中国风电行业在经历了多年新装机复合100%增速的高速增长期后，于2010年前后迎来了行业阵痛期。大规模的风电建设并没有充分考虑电力消纳和并网输电方面的

困难，弃风限电情况严重；同时风机整机及零部件产能也呈现供过于求的状态。2011、2012 连续两年国内风电新装机量下滑，就是行业发展状况的真实写照。

主管部门对于弃风限电现象高度重视，出台了一系列措施力求改善现状。2013 年 2 月，国家能源局下发《关于做好 2013 年风电并网和消纳相关工作的通知》；2013 年 9 月，能源局通知将在全国 10 个省市全面启动针对风电和光伏发电的电网消纳情况及电费结算情况的市场监管。从 2013 年实际情况来看，相关政策取得了应有的效果，弃风率从 2012 年的 17% 大幅下降到 2013 年的 10.7%，平均利用小时数从 1890 提高到 2074 小时，风电行业迎来复苏。

今年弃风限电情况继续好转。2014 年初能源局再次下发《关于做好 2014 年风电并网消纳工作的通知》，重申将风电并网消纳放在重点位置。2014 年上半年，风电平均利用小时数 979 小时，同比下降 113 小时；全国平均弃风率 8.5%，同比下降 5.14 个百分点，弃风限电情况持续改善。

图 3：2013 年弃风限电情况明显改善



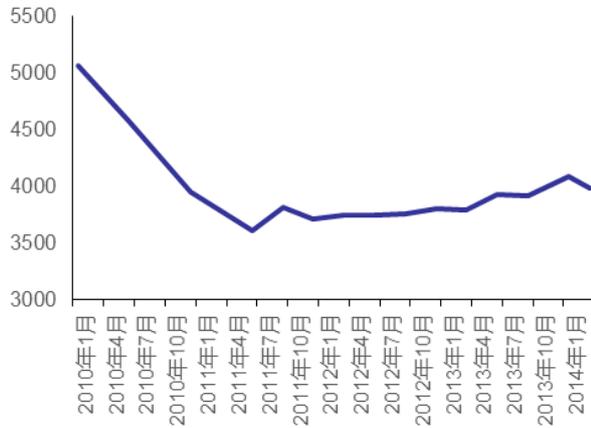
资料来源：国家能源局，申万研究

风机价格和风电项目季度招标量验证行业复苏判断。风机整机价格与风电行业景气度高度相关。2010-2012 年风机整机价格经历了一波从 5000 元/kw 到 3700 元/kw 的大跳水，随着行业复苏和部分产能、公司的退出，风机价格现已回到 3900-4000 元/kw 的水平。与风机整机价格趋势相似的还有风电项目的季度招标量，经历 2012 年全年 8.3GW 的低谷后，2013 年这一数据已呈逐步回暖的态势，2014 年的招标量已经超过 7GW。

风机价格和风电项目季度招标量验证行业复苏判断。风机整机价格与风电行业景气度高度相关。2010-2012 年风机整机价格经历了一波从 5000 元/kw 到 3700 元/kw 的大跳水，随着行业复苏和部分产能、公司的退出，风机价格现已回到 3900-4000 元/kw 的水平。与风机整机价格趋势相似的还有风电项目的季度招标量，经历 2012 年全年

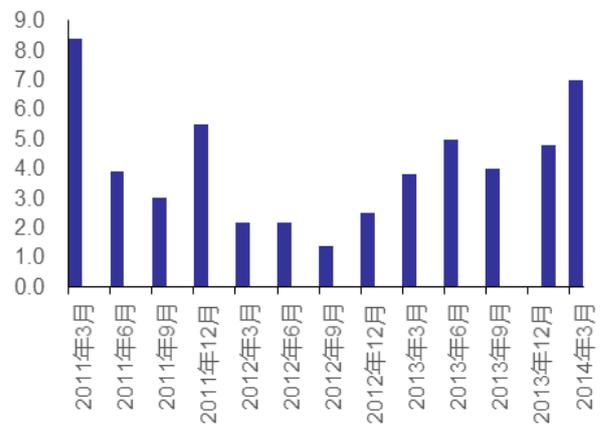
8.3GW 的低谷后，2013 年这一数据已呈逐步回暖的态势，2014 年的招标量已经超过 7GW。

图 4：风机招标价格自 2012 年以来逐级回升（元/KW）



资料来源：金风科技，申万研究

图 5：风电项目季度招标量经历 2012 年低点后大幅反弹（GW）

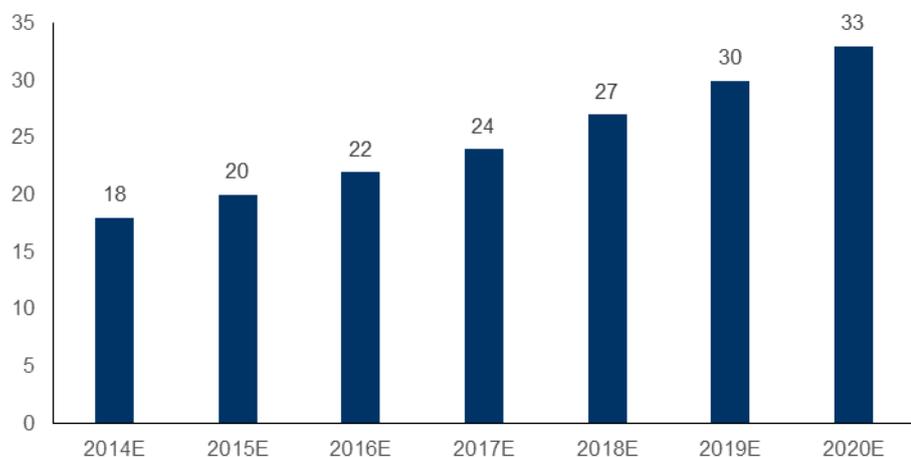


资料来源：金风科技，申万研究

根据风能协会预计，到 2020 年我国风电装机规模中性假设下能够达到 200GW 目标，乐观情况下可超过 300GW。风能协会分三种情景对 2020 年的风电发展规模进行预测。常规发展情况下，以每年新增装机量 18-20GW 左右的速度平均发展，则到 2020 年可以完成总装机量 200GW 的规划目标；由此预测到 2020 年，风电装机规模将有可能达到 250GW 以上；以完成煤炭消减为目标，争取到 2020 年非化石能源占一次能源消费比重达到 15%、到 2020 年单位国内生产总值 GDP 温室气体排放量比 2005 年减少 40%-45%，乐观预测届时风电装机将有可能达到 320GW 上下。

根据风能协会第二种情景假设，到 2020 年国内风电累计装机量达到 250GW 以上，设若装机量逐年线性增长，则到 2020 年每年并网新装机容量的复合增速约为 10%。

图 6：到 2020 年国内风电并网新装机量预测（GW）



资料来源：申万研究

3. 盈利预测

表 2、盈利预测表

	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	9,866	10,349	16,070	20,408	24,898	29,722
二、营业总成本	8,630	8,804	14,903	18,951	23,216	27,753
其中：营业成本	6,784	6,636	11,886	15,333	18,553	22,364
营业税金及附加	973	1,109	1,625	1,751	2,214	2,297
销售费用	478	519	646	839	1,032	1,238
管理费用	372	502	636	811	1,162	1,573
财务费用	26	32	85	148	187	213
资产减值损失	(3)	6	25	69	69	69
加：公允价值变动收益	78	70	48	0	0	0
投资收益	10	4	-6	0	0	0
三、营业利润	1,324	1,617	1,208	1,457	1,682	1,969
加：营业外收入	73	67	103	0	0	0
减：营业外支出	18	25	44	0	0	0
四、利润总额	1,379	1,659	1,267	1,457	1,682	1,969
减：所得税	317	411	321	364	420	492
五、净利润	1,062	1,248	946	1,093	1,261	1,476
少数股东损益	(7)	-31	-38	0	-40	-42
归属于母公司所有者的净利润	1,069	1,279	984	1,093	1,301	1,518
六、基本每股收益	0.92	1.10	0.85	0.94	1.12	1.31
全面摊薄每股收益	0.92	1.10	0.85	0.94	1.12	1.31

资料来源：申万研究

信息披露

证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。

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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。