

## 金科股份 (000656)

## 规模跨越式增长，业绩释放正当时

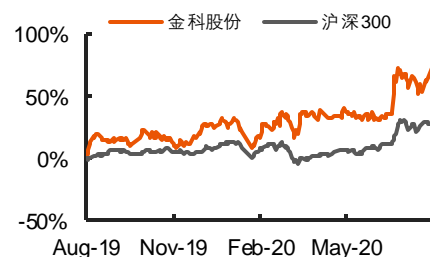
## 推荐 (首次)

现价: 9.74 元

## 主要数据

行业	地产
公司网址	www.jinke.com
大股东/持股	重庆市金科投资控股(集团)有限公司/14.2%
实际控制人	黄红云
总股本(百万股)	5,340
流通 A 股(百万股)	5,287
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	520.09
流通 A 股市值(亿元)	514.92
每股净资产(元)	5.36
资产负债率(%)	83.4

## 行情走势图



## 证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号  
S1060514080002  
0755-22621493  
YANGKAN034@PINGAN.COM.CN

## 研究助理

郑南宏 一般从业资格编号  
S1060120010016  
ZHENGNANHONG873@PINGAN.CO  
M.CN



## 平安观点:

- **天时地利人和，规模四年增七倍。**2015-2019 年公司销售额从 238 亿元增至 1860 亿元，行业排名升至第 17 位。我们认为公司规模持续高增为外因与内因共同作用的结果，从外因来看，公司深耕的中西部地区受棚改货币化等推动，2017 年以来楼市持续超预期；从内因来看，2015 年以来公司逐步加大区域扩张及下沉力度、加速周转提高资金利用效率、不断完善激励机制、叠加充足的人才储备，共同推动规模跨越式增长。
- **土储足而优，高质量增长依旧可期。**公司 2019 年末可售面积近 6700 万平，去化周期达 3.5 年，其中华东、华南与华北土储占比达 34%，全国化布局逐见成效，抗区域风险能力大幅提升。同时通过城市研判、淡化城市能级概念，把握城市轮动带来的投资机会；2019 年地价房价比仅 27%，保障后续盈利空间。公司 2020H1 销售均价仅 10079 元/平，处主流房企中低水平，未来仍有望通过加大核心城市布局、发力中高端产品市场提升销售均价，助力销售额的提升。
- **物管分拆提振估值，股权纷争走向尾声。**公司旗下金科智慧服务已向港交所提交招股书，其 2019 年末合约管理面积 2.49 亿平，净利润达 3.7 亿，在借助资本市场进一步扩大物管规模的同时，亦有望对公司估值形成提振。与此同时，随着融创持股比例降至 5% 以下，股权纷争亦走向尾声，未来发展将更具向心力。
- **债务持续优化，步入业绩释放期。**2015-2019 年公司归母净利润 CAGR 达 45.5%，2020Q1 预收账款为 2019 年营收 1.7 倍，业绩有望持续释放。2019 年净负债率同比降 18pct 至 120%，在手现金覆盖一年内到期负债的 110%，随着业绩逐步结转释放，未来杠杆或进一步下降。2020H1 获联合、大公上调至“AAA”评级，融资成本改善亦值得期待。

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	41234	67773	85438	103482	122593
YoY(%)	18.6	64.4	26.1	21.1	18.5
净利润(百万元)	3886	5676	7053	8580	10363
YoY(%)	93.8	46.1	24.3	21.6	20.8
毛利率(%)	28.6	28.8	28.3	27.8	27.8
净利率(%)	9.4	8.4	8.3	8.3	8.5
ROE(%)	10.6	12.2	13.9	15.0	15.7
EPS(摊薄/元)	0.73	1.06	1.32	1.61	1.94
P/E(倍)	13.4	9.2	7.4	6.1	5.0
P/B(倍)	2.4	2.0	1.7	1.4	1.1

- **投资建议：**得益于战略布局调整及时精准，周转提速与激励完善，公司充分把握住本轮楼市复苏周期，实现规模跨越式增长。站在目前时点，公司土储充足质优、且布局更加均衡合理，未来规模有望再上台阶；同时随着过往销售高增项目步入结转周期，未来业绩增速亦有望超越行业，并带动负债率持续改善。短期来看，公司与融创股权纠纷圆满解决，核心高管持续增持彰显信心，物管分拆上市亦有望提振估值，股息率亦具备吸引力，持续看好公司后续表现。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.32 元、1.61 元、1.94 元，当前股价对应 PE 分别为 7.4 倍、6.1 倍、5.0 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。
  
- **风险提示：**1) 公司中西部与三四线城市土储占比较高，若后续中西部、三四线城市景气度下行，或对公司销售造成负面影响；2) 公司净负债率仍处行业较高水平，若融资环境超预期收紧，或面临融资渠道受阻、成本上升风险；3) 若新型冠状病毒肺炎疫情持续时间超出预期，或导致公司销售承压，同时疫情影响下开工进一步延期，也将对后续可推货量、竣工节奏产生负面影响；4) 受疫情影响，若行业需求释放持续低于预期，房企普遍以价换量，可能带来公司项目减值风险。

# 正文目录

<b>前言：销售四年增七倍，金科成长有何秘诀？</b> .....	<b>6</b>
<b>一、 行业层面：中西部楼市持续超预期</b> .....	<b>7</b>
<b>二、 公司层面：战略调整及时精准、周转提速激励完善</b> .....	<b>9</b>
2.1 战略布局调整及时，兼具区域扩张与能级下沉 .....	9
2.2 项目开发周转提速，产品兼具竞争力 .....	10
2.3 激励机制持续完善，充分激发员工活力 .....	12
2.4 高管团队经验丰富，重视人才体系建设 .....	14
<b>三、 未来展望：高质量增长可期，业绩释放正当时</b> .....	<b>15</b>
3.1 土储充足质优，高质量增长可期 .....	15
3.2 物业拟分拆上市，与开发双轮驱动 .....	18
3.3 利润持续高增，业绩释放正当时 .....	19
3.4 债务持续优化，股息率具备吸引力 .....	21
3.5 股权纷争结束，发展更具向心力 .....	22
<b>四、 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>23</b>
<b>五、 风险提示</b> .....	<b>25</b>

## 图表目录

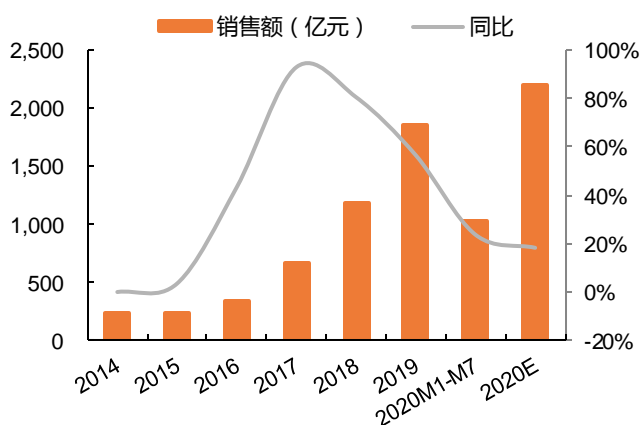
图表 1	公司历年销售金额及增速	6
图表 2	公司市占率及行业排名	6
图表 3	金科股份发展历程	7
图表 4	全国历年棚改情况	7
图表 5	中西部省份城镇化率多数低于全国	7
图表 6	中西部库存去化周期相对较低	8
图表 7	2017 年以来中西部整体销售表现优于全国	8
图表 8	2017 年以来中西部三四线整体销售表现优于其他区域	8
图表 9	2015 年公司销售金额区域分布	9
图表 10	公司历年新增建面及拿地销售面积比	9
图表 11	公司历年新增土储总价及拿地销售金额比	9
图表 12	公司历年新增建面区域分布	10
图表 13	公司房地产业务进驻省（市）数量	10
图表 14	公司拿地建面区域具体分布	10
图表 15	2017-2019 年公司主要城市拿地情况	10
图表 16	公司 2016 年以来拿地趋于小型化	11
图表 17	公司新增土储平均建面在主流房企中排名靠后	11
图表 18	主流房企高周转模式	11
图表 19	公司“九曲河”产品示例	12
图表 20	公司激励机制完善	12
图表 21	公司专项基金提取的业绩增长条件	13
图表 22	一期员工持股计划中董、监、高及其他员工计划出资情况	13
图表 23	公司跟投制度说明	13
图表 24	公司跟投项目数量及金额	14
图表 25	公司高管团队经验丰富	14
图表 26	各地三四线商品房库存去化月数对比	15
图表 27	2016 年以来各三四线城市去化率走势对比	15
图表 28	2019 年末公司可售面积分布	16
图表 29	50 家主流上市房企土储去化周期对比	16
图表 30	公司历年新增土储地价房价比	17
图表 31	公司历年销售均价	17
图表 32	主流房企销售均价对比	17
图表 33	金科股份历年竣工面积	18
图表 34	金科智慧服务管理面积中第三方拓展占比较高	18
图表 35	金科智慧服务历年管理面积	18
图表 36	主要物管企业管理面积对比	18

图表 37	金科智慧服务历年营收与净利润 .....	19
图表 38	金科智慧服务历年盈利及负债指标 .....	19
图表 39	主要上市物业公司估值情况（截至 2020/8/7） .....	19
图表 40	公司历年营收及增速 .....	20
图表 41	公司历年归母净利润及增速 .....	20
图表 42	公司历年摊薄 ROE .....	20
图表 43	公司 ROE 在主流房企中排名靠前 .....	20
图表 44	公司历年毛利率与净利率 .....	21
图表 45	公司预收账款及合同负债情况 .....	21
图表 46	2020 年以来公司融资成本显著下行 .....	21
图表 47	历年净负债率与剔除预收款负债率 .....	22
图表 48	公司现金覆盖一年内到期负债比率 .....	22
图表 49	公司历年分红比例 .....	22
图表 50	主流房企 2019 年股息率对比（截至 2020/8/7） .....	22
图表 51	公司股权结构（截至 2020/5/21） .....	23
图表 52	公司盈利预测 .....	23
图表 53	公司 RNAV 估值 .....	24

## 前言：销售四年增七倍，金科成长有何秘诀？

2015年以来，金科股份销售规模实现跨越式增长，从区域型房企跃居为全国TOP20强。2015-2019年销售额从238亿元增至1860亿元，年复合增速高达67%，远高于全国同期销售增速（16%），市占率从0.3%提升至1.2%，行业排名由第31位升至第17位。尽管受新冠疫情冲击，2020年前7月公司仍实现销售额1028亿元（克而瑞口径），同比增长23.7%，完成全年销售目标（2200亿，同比增18%）的46.7%，增速表现位居同类房企前列。

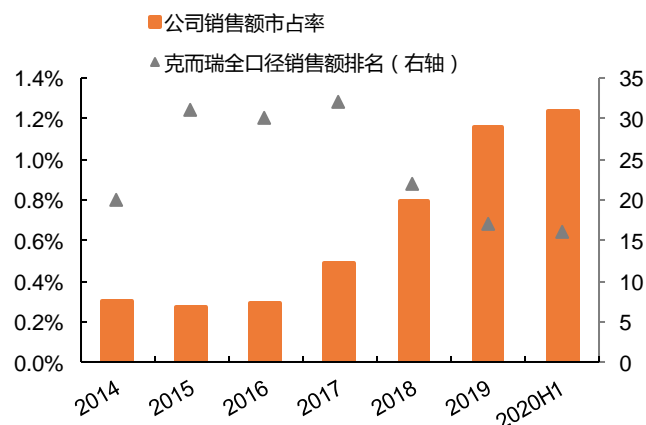
图表1 公司历年销售金额及增速



资料来源：公司公告，克而瑞，平安证券研究所

注：2020年前7月数据来自克而瑞，其余来自公司公告

图表2 公司市占率及行业排名



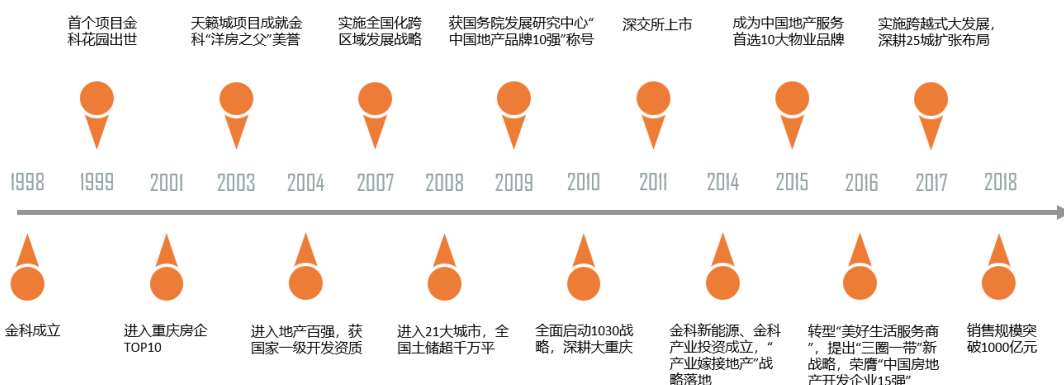
资料来源：公司公告，克而瑞，平安证券研究所

注：2020年上半年数据来自克而瑞，其余来自公司公告

不同于已有研究更多强调金科销售规模4年增长7倍的结果，本篇报告从行业发展、公司战略、开发运营、人才激励等维度出发，探究公司取得过往成绩的外因与内因，在此基础上，进一步探讨公司未来的成长性及新看点。

我们认为公司过往五年规模的高速增长，为外因与内因共同作用的结果。从外因来看，公司显著受益过去几年全国尤其是中西部楼市持续高景气；从内因来看，主要包括：**1) 战略布局调整及时到位**，在深耕中西部地区基础上，通过区域扩张与城市能级下沉打开成长空间，充分享受到全国特别是中西部发展红利；**2) 项目周转持续提速**，通过聚焦小型地块、压缩开盘与资金回笼周期等提高资金利用效率，且产品在全国尤其三四线市场具备较强竞争力；**3) 激励机制不断完善**，包括项目跟投、超额利润奖励、员工持股计划等，将员工利益与公司高度绑定；**4) 高管团队经验丰富，重视人才培养**，大量优秀人才为公司业务快速拓展提供强有力支持。

图表3 金科股份发展历程

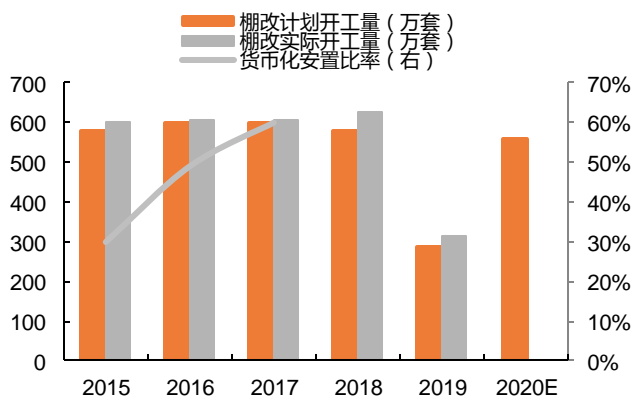


资料来源:公司官网, 平安证券研究所

## 一、行业层面：中西部楼市持续超预期

棚改货币化、低城镇化率、低库存、惯性置业等推动，2017年以来中西部楼市持续超预期。2016-2019年，中部、西部地区商品房销售金额CAGR分别为15.4%、19.8%，高于全国水平（10.7%）。2020年上半年，受新冠疫情冲击较大影响，中部地区商品房销售额同比下降14.4%，但西部地区销售表现（-4.6%）依旧好于全国（-5.4%）。

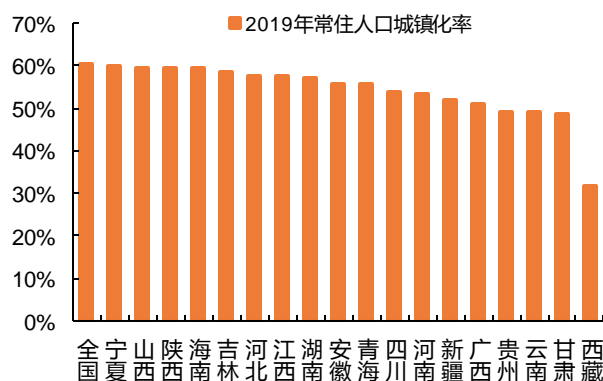
图表4 全国历年棚改情况



资料来源:中指院, Wind, 平安证券研究所

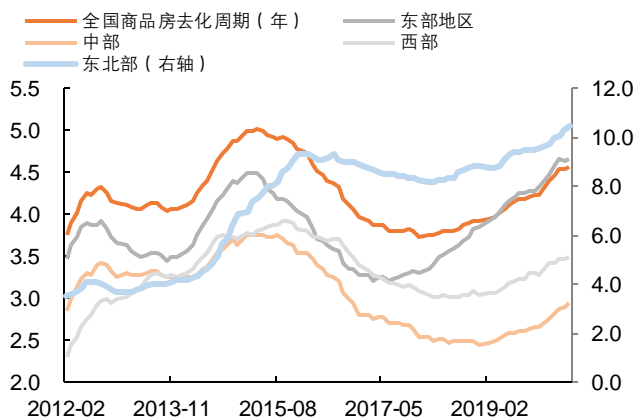
注: 2020年棚改计划根据国家2018-2020年合计棚改1500万套计划估算

图表5 中西部省份城镇化率多数低于全国



资料来源: 中商产业研究院, 平安证券研究所

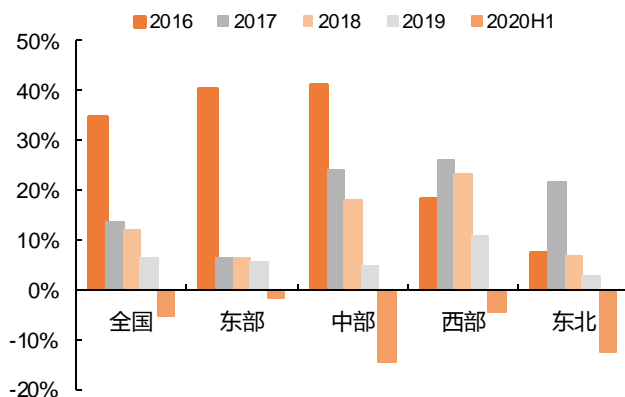
图表6 中西部库存去化周期相对较低



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 去化周期= (累积新开工-累计销售)/过去12个月销售

图表7 2017年以来中西部整体销售表现优于全国

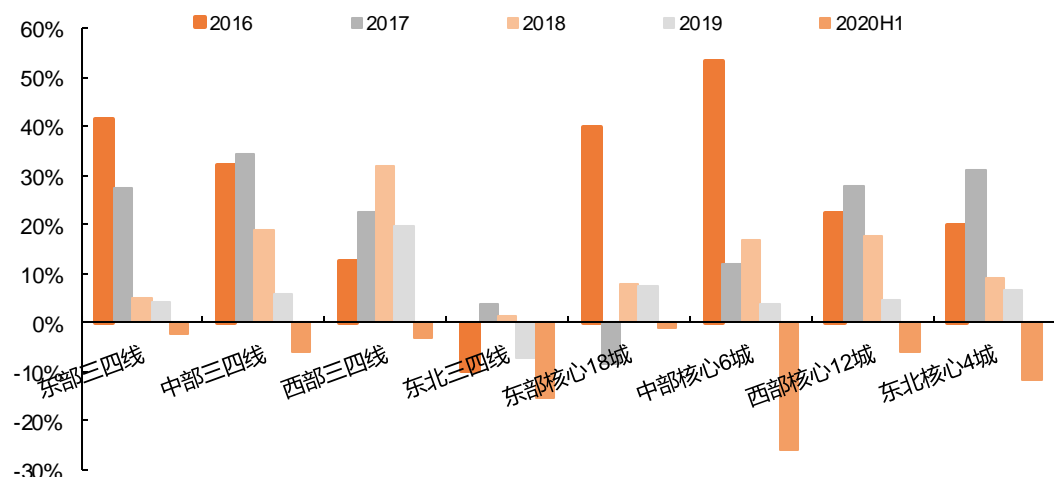


资料来源: Wind, 平安证券研究所

得益于政策相对友好、内生性需求为主、复苏相对滞后、低均价等，中西部三四线表现更佳。2016-2019年东部核心18城、中部核心6城、西部核心12城、东北核心4城、东部三四线、中部三四线、西部三四线、东部三四线的商品房销售金额CAGR分别为1.9%、10.8%、16.4%、15.2%、11.7%、19.2%、24.7%和-0.8%，中西部地区三四线表现明显好于其他区域。(三四线楼市分析详情请参考《地产数据深度观察系列之一：解惑三四线销售两大反差》)

公司作为发家于重庆的开发商，2015年重庆占公司总销售额的45%，中西部楼市持续超预期为公司规模扩张营造了较好的外部基础。

图表8 2017年以来中西部三四线整体销售表现优于其他区域



资料来源: 中指院, Wind, 平安证券研究所

注: 城市区域分类按照统计局标准, 下同

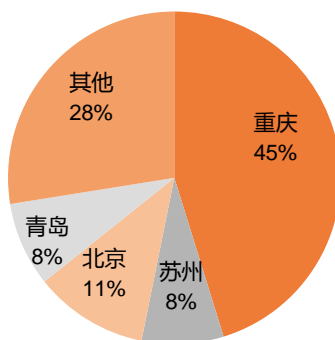


## 二、 公司层面：战略调整及时精准、周转提速激励完善

### 2.1 战略布局调整及时，兼具区域扩张与能级下沉

战略布局调整及时，充分享受全国及中西部楼市红利。2015 年公司销售相对较为集中，其中重庆、苏州、北京、青岛销售额合计占比 72%，由于过度依赖重庆等部分市场，区域竞争日趋激烈下成长面临瓶颈。公司在坚持中西部为主基础上，通过区域扩张与城市能级下沉，加大拿地力度，把握住了 2016 年以来全国尤其是中西部楼市发展红利，打开了规模向上空间。

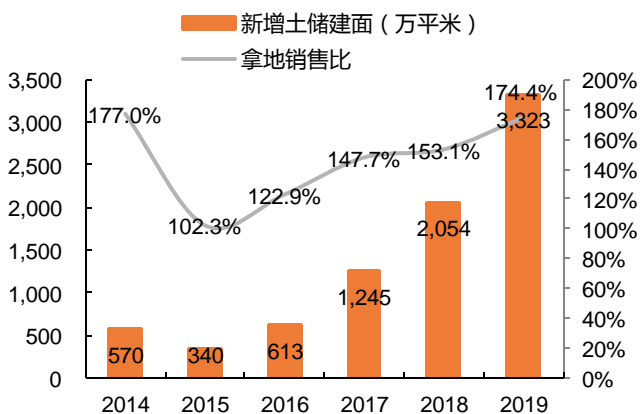
图表9 2015 年公司销售金额区域分布



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

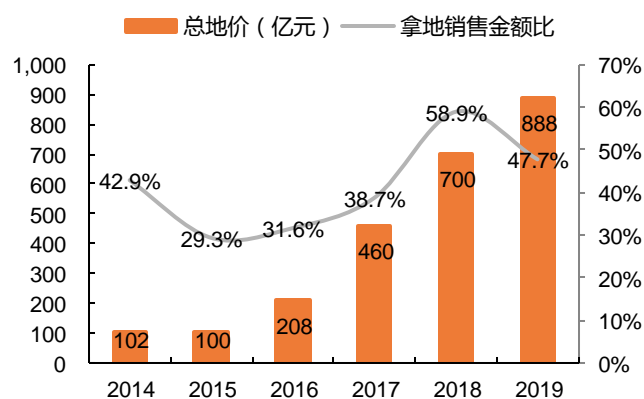
拿地力度持续加大，为销售快速增长奠定坚实基础。2015-2019 年，公司新增土储建面从 340 万平升至 3323 万平，拿地销售面积比从 102%提升至 174%，拿地销售金额比从 29%提升至 48%，拿地力度持续加码，为规模上台阶提供了保障。

图表10 公司历年新增建面及拿地销售面积比



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表11 公司历年新增土储总价及拿地销售金额比

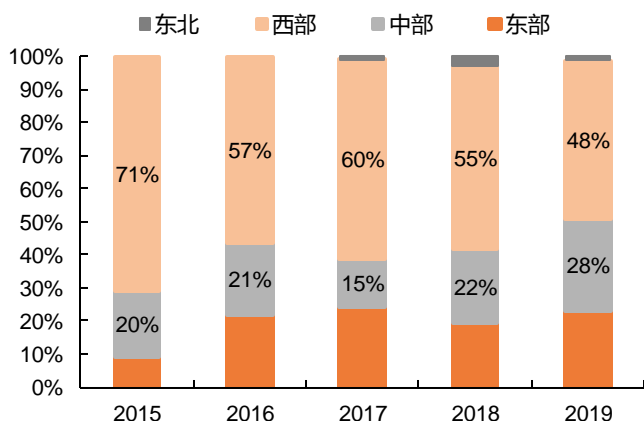


资料来源:公司公告, 平安证券研究所

深耕中西部区域，淡化三四线概念，挖掘城市轮动投资机会。从拿地布局来看，中西部仍为公司布局重心，2016-2019 年中西部新增土储占比保持在 75%以上，同时公司淡化传统城市能级概念，强调挖掘城市轮动带来的投资机会，通过旗下战略研究与投资部积极布局优质潜力城市，区域扩张与

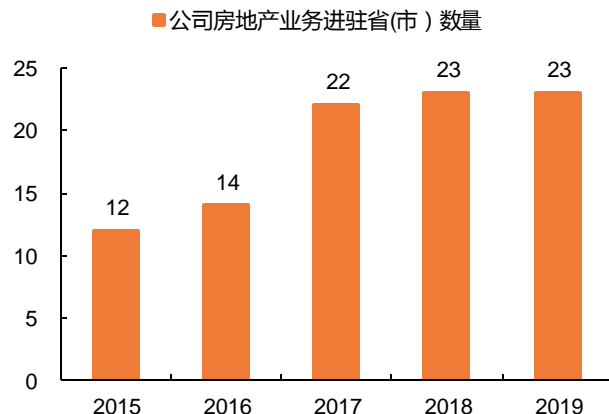
城市下沉力度明显加大。2016-2019年进驻省(市)数量从14个提升至23个,2019年中部三四线、西部三四线、东部三四线拿地占比分别提升至24%、25%、20%,充分享受到本轮三四线楼市红利。

图表12 公司历年新增建面区域分布



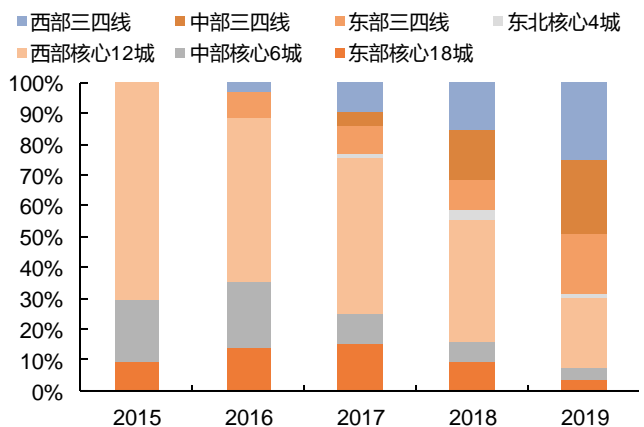
资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表13 公司房地产业务进驻省(市)数量



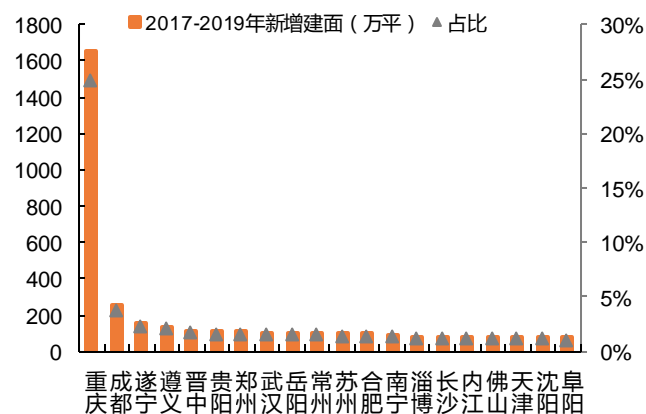
资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表14 公司拿地建面区域具体分布



资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表15 2017-2019年公司主要城市拿地情况



资料来源:公司公告,平安证券研究所

## 2.2 项目开发周转提速,产品兼具竞争力

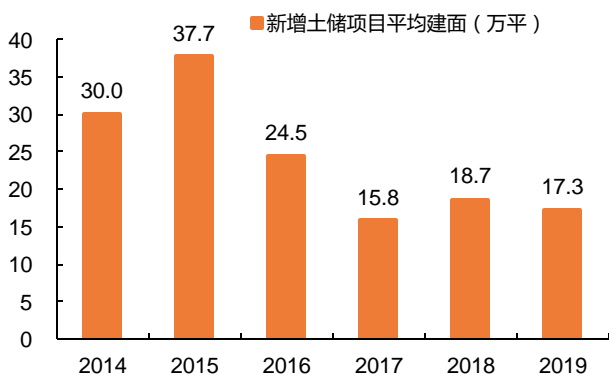
公司作为渝派房企的代表,在立足重庆、走向全国的过程中,重庆区域较低的房价、激烈的竞争环境练就公司较强的开发管控与优秀的产品设计能力。

### 1) 项目周转提速,资金利用高效

公司具备较强的开发管控能力，特别是 2017 年提出跨越式发展，明确以高周转为导向，确立管理标准和产品标准，加快项目进度建设，从拿地到定位、到方案、到开工时间均大幅缩短，交房周期全面提速，资金周转效率大幅提高。具体来看：

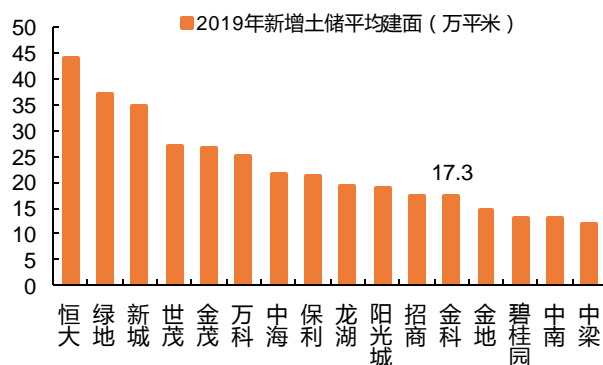
**专注获取小型地块，降低多期开发带来的资金占用。**2015-2019 年，公司新增土储项目平均建面从 37.7 万平米降至 17.3 万平米，在主流房企中排名靠后，远低于恒大（43.8 万平）、绿地（36.9 万平）等房企。

图表 16 公司 2016 年以来拿地趋于小型化



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表 17 公司新增土储平均建面在主流房企中排名靠后



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

**推行“1661”与“6789”模式，大幅缩短开盘与回款周期。**公司要求拿地 1 个月即开工、6 个月开盘、6 个月开发贷上账、1 年内现金流回正（即“1661”模式）；同时要求首开去化率 60%、年度去化率 70%、公司存销比 8 个月以内、竣工去化率 90%（即“6789”模式），持续加快周转提升现金流利用效率。

图表 18 主流房企高周转模式

房企	模式	高周转要求
金科	“1661”、“6789”	“1661”即拿地 1 个月开工、6 个月开盘、6 个月开发贷上账、1 年内现金流回正；“6789”即首开去化率 60%、年度去化率 70%、公司存销比 8 个月以内、竣工去化率 90%
碧桂园	“456”	三四线城市要求 4 个月开盘、5.5 个月资金回笼、6 个月资金再周转，一二线则要求 6 个月开盘、7 个月资金回笼、8 个月资金再周转；2018 年提出进一步压缩开盘周期，“开盘工期≤3 个月，奖励 20 万元；开盘工期在 3~4 个月，奖励 10 万元”
融创	“5-9-12-15-30”	拿地 5 个月开工、9 个月开盘、12 个月收回集团资金投入、实现 15%的净利率及 30%的内部收益率
保利	—	2018 年董事长提出，常规情况下项目争取一年内能够销售，有些项目特殊情况下五六个月也可以

资料来源:界面新闻, 房企业绩发布会等, 平安证券研究所

## 2) 产品不断升级创新，三四线竞争力十足

公司秉承“做好每个细节，创造美好家园”的开发理念，拥有“全国住宅产品专家”、“洋房之父”的美誉，先后获得“智慧服务平台”、“窗式健康防霾系统”、“九曲河独院别墅”、“东方现代风格大平层”等数十项实用新型和外观设计专利。新时期，公司构建以“东方人居”为产品理念、“生命建

筑”为产品内核，推出全新三大产品线——集美亲子、博翠健康、琼华科技，打造“能思考”、“会呼吸”、“有温度”的新一代产品，让公司产品在全国、尤其三四线城市具备较强的竞争力。

图表19 公司“九曲河”产品示例

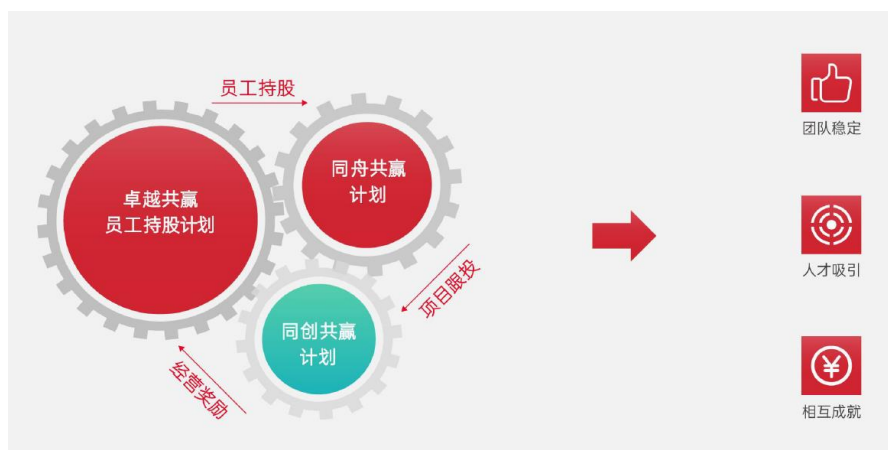


资料来源:公司官网, 平安证券研究所

### 2.3 激励机制持续完善，充分激发员工活力

公司自 2015 年以来持续完善激励机制，形成短中长期相结合的一整套激励制度，充分激发各层级员工积极性与创造性。公司秉承“风险共担、利益共享、荣辱与共”的原则，于 2015 年推出房地产项目跟投机制，调动项目经营团队积极性；同年推出限制性股票激励计划，向 147 名激励对象授予限制性股票 19144 万股，将股东利益、公司利益和员工利益相结合；2017 年又推出以超额利润奖励为核心的“同创共赢计划”，同时跟投机制升级为“同舟共赢计划”；2019 年进一步推出“卓越共赢员工持股计划”，从而建立起短中长期相结合的一整套激励机制。

图表20 公司激励机制完善



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

#### 1) 卓越共赢员工持股计划

2019年6月，公司发布《卓越共赢计划暨2019至2023年员工持股计划》，一期持股计划资金总额不超过32亿元，其中员工自筹资金不超过16亿元（公司实际控制人为参与一期持股计划的员工提供本金及收益保障，以现金方式保证员工自筹资金年化收益率6%）；二期至五期资金源于专项基金，若2019-2022年中任一年度归母净利润较2018年增速分别不低于30%、60%、90%、110%，则下一年度按该考核年度归母净利润的3.5%提取专项基金。

截至2020年6月19日，一期持股计划累计购买2.2亿股，占总股本4.1413%，交易均价7.6625元/股，实际成交金额16.9亿元。由于2019年业绩超额完成，二期计提专项基金1.99亿元。截至7月17日，二期持股计划累计买入1151万股，占总股本0.2156%，成交均价9.047元/股。

图表21 公司专项基金提取的业绩增长条件

年度	2019	2020	2021	2022
归母净利润目标增速，以2018年净利润为基数	30%	60%	90%	110%
归母净利润目标金额（亿元）	50.57	62.24	73.91	81.69
归母净利润目标增速，以2019年实际净利润(56.8亿元)为基数		10%	30%	44%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表22 一期员工持股计划中董、监、高及其他员工计划出资情况

姓名	职务	自筹金额（万元）	占一期计划自筹资金的比例（%）
蒋思海	董事长	2,000	1.60%
喻林强	董事、总裁	1,500	1.20%
刘忠海	监事会主席	500	0.40%
方明富	联席总裁	1,000	0.80%
王洪飞	联席总裁	1,000	0.80%
李华	执行副总裁、财务负责人	800	0.64%
罗亮	董事	300	0.24%
陈刚	董事	200	0.16%
韩翀	监事	200	0.16%
艾兆青	监事	200	0.16%
徐国富	原董事会秘书	200	0.16%
公司董事、监事及高级管理人员(11人)		7,900	6.32%
其他员工(合计不超过2489人)		117,100	93.68%
总计(不超过2500人)		125,000	100.00%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 2) 员工跟投制度

公司早在2015年推出员工跟投房地产项目制度，此后逐渐完善为“同舟共赢计划”。截止2019年末，公司共有243个项目实施房地产项目跟投，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。

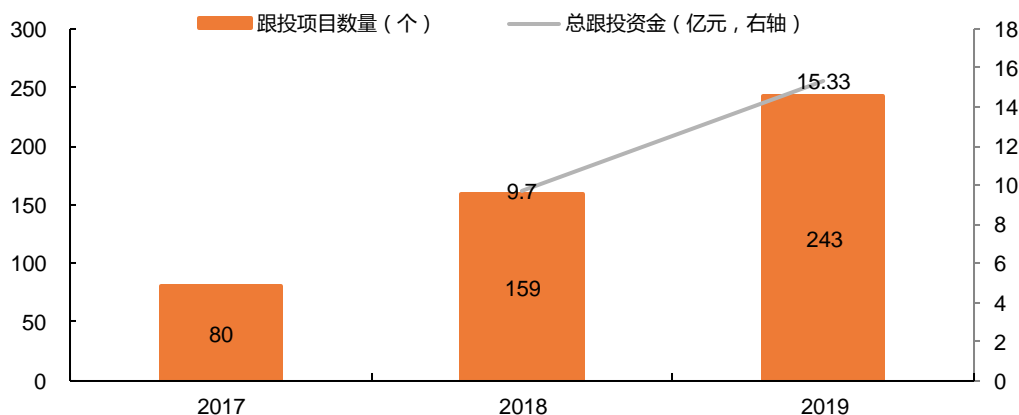
图表23 公司跟投制度说明

类型	说明
跟投项目	2015年6月30日后首次开盘销售的项目
必须跟投人	1) 集团总部：关键职能部门负责人及以上员工须跟投全集团范围内所有跟投项目； 2) 区域公司：关键部门负责人及以上员工须跟投区域公司管辖范围内所有跟投项目；

- 3) 城市公司: 关键部门负责人及以上员工须跟投城市公司管辖范围内所有跟投项目;
  - 4) 项目公司: 项目公司总经理须跟投项目公司管辖范围内所有跟投项目。
- 自愿跟投人 与项目经营直接相关的员工
- 跟投比例 每个跟投资项目中的所有跟投员工合计持有的项目公司股权比例不超过跟投前公司持股比例的 8%; 每个跟投资项目中的单个跟投员工持有的项目公司股权比例原则上不超过所有跟投员工合计持有项目公司股权比例的三分之一

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表24 公司跟投资项目数量及金额



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

## 2.4 高管团队经验丰富, 重视人才体系建设

高管团队经验丰富, 重视人才体系建设, 为业务快速拓展提供人才支持。公司坚持“团队职业化、管理专业化、经营规范化、竞争市场化”四大经营理念, 历经 20 年余的发展积淀, 已拥有一支成熟稳定、专业能力强悍、管理经验丰富的核心管理团队; 同时重视人才体系建设, 培养了一批敏锐执着、拼搏竞逐的年轻人才, 为业务快速拓展提供充足的人力资源支持。2018-2019 年, 公司分别输送 31、42 名中高层管理者与青年高潜人才赴清华、北大等知名院校持续深造; 2019 年地产板块硕士学历及以上人才占比 14.15%, 较上年提高 3.6 个百分点。

图表25 公司高管团队经验丰富

人员	职务	履历
蒋思海	董事长	1998-2011 年历任金科集团董事、副总经理、总经理等; 2011-2016 年历任公司董事、董事会副主席、重庆公司董事长兼总经理、公司总裁; 2016 年 8 月起至今任董事长
喻林强	董事、总裁	2008-2019 年历任重庆公司总经理、西南片区公司总经理、公司执行总裁、公司重庆区域公司董事长兼总经理; 2019 年 2 月起任公司董事、总裁
方明富	联席总裁	历任公司营销部主管、副经理、经理; 2007-2016 年历任无锡金科营销总监、副总经理、公司营销部总监、营销定位中心总经理, 2014-2018 年历任公司总裁助理、总裁特别助理、副总裁; 2018 年 3 月起任公司联席总裁
王洪飞	联席总裁、湖	曾任江苏南通市发改委科员、万业新鸿意地产公司总经理等, 2014-2018 年



北区域公司董事长	历任公司江苏分公司董事长兼总经理、公司副总裁、华东区域公司董事长兼总经理、公司联席总裁；2018-2019 年曾兼任山东区域公司董事长、华中区域公司董事长；2019 年 2 月起兼任湖北区域公司董事长
李华 执行副总裁兼财务负责人	曾任招商银行重庆分行渝中支行行长、中信银行重庆分行公司第五部总经理等；2011 年 1 月至今任公司财务负责人；2011-2018 年任公司副总裁；2018 年 3 月起任公司执行副总裁

资料来源：公司公告，平安证券研究所

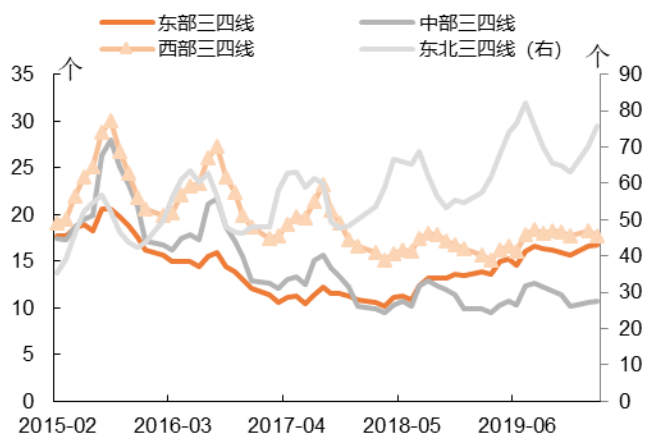
### 三、 未来展望：高质量增长可期，业绩释放正当时

#### 3.1 土储充足质优，高质量增长可期

##### ■ 行业层面：中西部楼市短期仍具韧性，外部环境亦相对友善

当前中西部地区仍为公司销售贡献主力，其中重庆 2019 年销售额占整体销售额的 30%。根据此前行业深度报告《地产数据深度观察系列之一：解惑三四线销售两大反差》，中西部三四线去化率仍处较高水平、去化周期亦处历史中低分位，短期销售有望维持韧性；而中西部核心城市兼具人口与产业支撑，需求相对平稳充足。整体而言，中西部楼市短期仍具韧性，为公司规模再上台阶提供相对较好的外部环境。

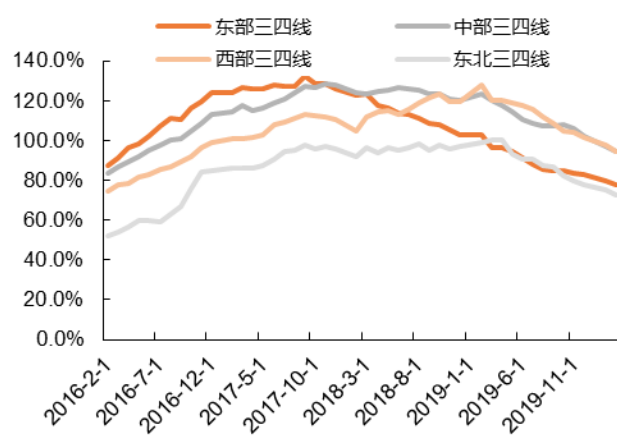
图表26 各地三四线商品房库存去化月数对比



资料来源：中指院，Wind，平安证券研究所

注：三四线指剔除 40 城后的其他城市；基于数据可得性，库存计算公式为 2010 年以来累计新开工面积\*90%可售率-累计销售面积，去化月数=商品房库存/过去六个月平均销售

图表27 2016 年以来各三四线城市去化率走势对比



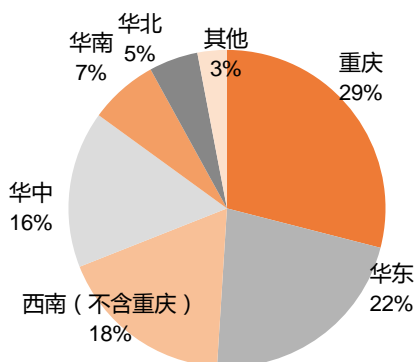
资料来源：中指院，Wind，平安证券研究所

注：按新开工到预售一年假设，去化率=过去 12 个月销售 / ((过去 12-24 个月累计新开工) \* 90% 的可售率)

##### ■ 公司层面：全国化布局逐见成效、土储充足质优

**全国化布局成效显著，抗区域风险能力显著提高。**公司近年重点拓展“三圈一带”（京津冀经济圈、长三角经济圈、珠三角经济圈和长江经济带），加大华东、华南等区域拿地力度。2019 年末公司总可售面积中，华东、华南与华北地区土储占比已达 34%。公司通过全国化布局，降低对个别区域市场的依赖度，平滑个别区域不景气给整体经营带来的影响，也为市场向好时规模快速扩张提供条件。

图表28 2019年末公司可售面积分布

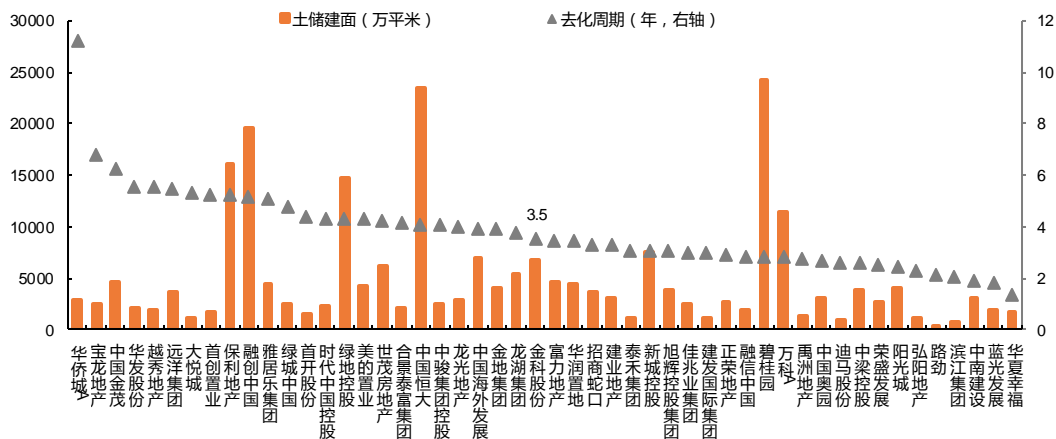


资料来源:公司公告, 平安证券研究所

注: 华东地区包括上海市、江苏省、浙江省、安徽省、江西省、山东省等; 西南地区包括四川省、贵州省、云南省; 华中地区包括河南省、湖北省、湖南省; 华南地区包括广东省、广西壮族自治区; 华北地区包括北京市、天津市、河北省、山西省; 其他地区包括陕西省、辽宁省等

**土储资源更加充裕, 为规模再上台阶奠定坚实基础。**受益拿地力度持续加大, 截至 2019 年末公司总可售面积 6691 万平方米, 按照 2019 年销售面积 1905 万平米计算, 土储去化周期达 3.5 年, 处于行业较高水平, 充足土储为公司规模再上台阶夯实了基础。

图表29 50家主流上市房企土储去化周期对比



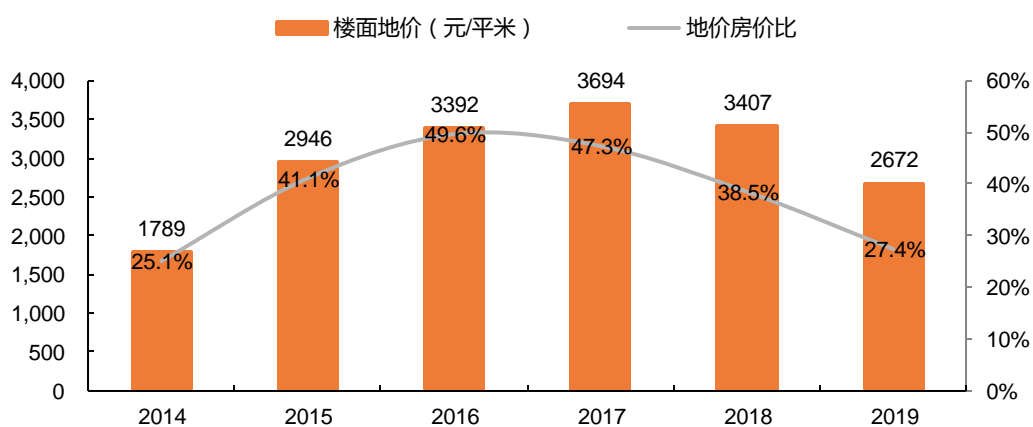
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

注: 金科数据来自公司公告, 华夏幸福、华侨城 A 土储建面由 2017-2019 年累计拿地面积估算, 其余为克而瑞数据, 其中中南建设、路劲根据公司公告情况有所调整

**获地成本相对低廉, 保障后续盈利空间。**受益于三四线下沉力度加大、拿地投资眼光精准等, 公司地价房价比连续三年下降, 2019 年仅 27.4%, 有效保障后续盈利空间。



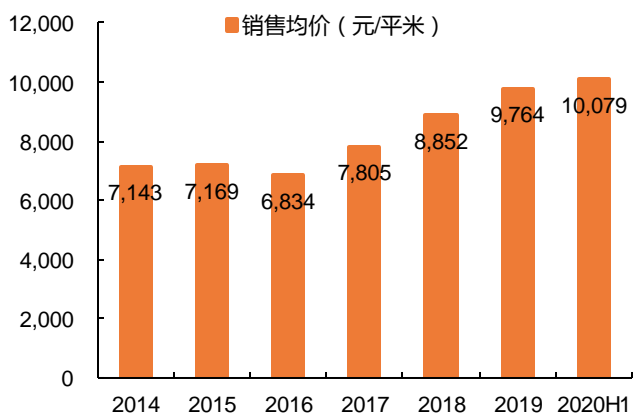
图表30 公司历年新增土储地价房价比



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

销售均价处于同类低位, 未来仍存提升空间。2020年上半年, 公司销售均价仅 10079 元/平, 在主流房企中处于较低水平。未来公司仍有望通过加大布局高均价的核心城市、拓展中高端产品市场以提升整体销售均价, 带动销售金额增长。

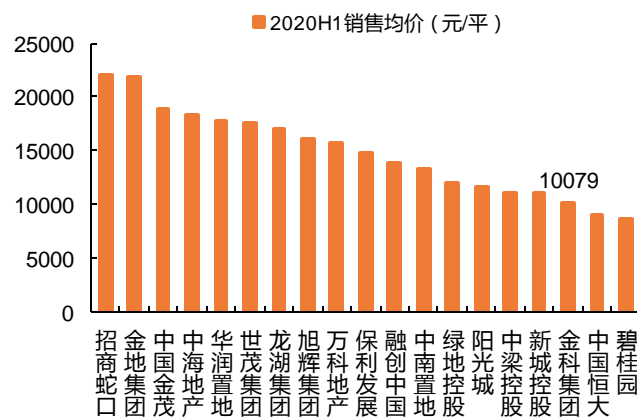
图表31 公司历年销售均价



资料来源:公司公告, 克而瑞, 平安证券研究所

注: 2020H1 数据来自克而瑞, 其余来自公司公告

图表32 主流房企销售均价对比



资料来源: 克而瑞, 平安证券研究所

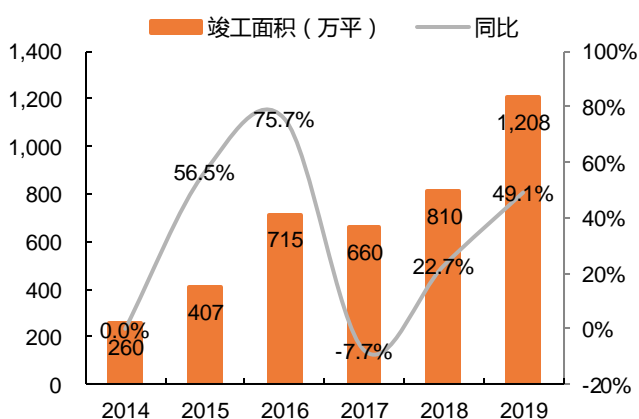
核心高管上半年陆续增持公司股票, 亦彰显对公司发展信心。5月30日, 公司发布公告称, 原董事会秘书徐国富先生尽管因工作安排原因辞去董事会秘书职务, 仍完成其股票增持计划, 累计增持 503.86 万元。6月24日, 公司发布公告称, 董事长蒋思海先生已通过深圳证券交易所证券交易系统以集中竞价方式增持公司股票, 累计增持 3001.86 万元, 完成其股票增持计划, 核心高管陆续增持公司股票, 亦彰显对公司中长期发展信心。

### 3.2 物业拟分拆上市，与开发双轮驱动

金科智慧服务为公司控股子公司，主要为全国住宅、商业楼宇、产业园区、政府公建等提供物业综合管理服务。6月29日，金科智慧服务向港交所递交招股书。

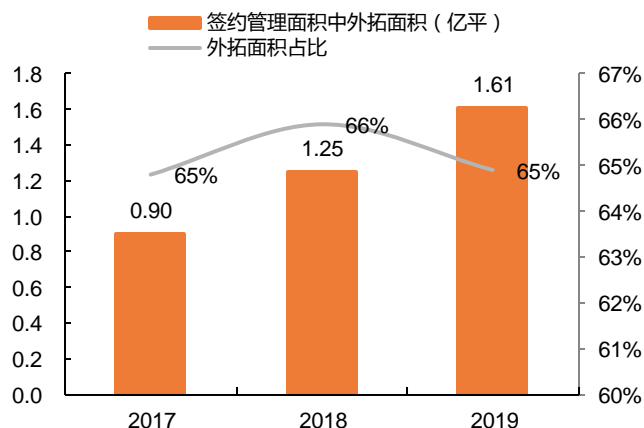
受益于积极外拓与母公司竣工加速，金科智慧服务物管规模处行业前列。截至2019年末，金科智慧服务物业签约管理总建面2.49亿平，其中在管建面1.21亿平，管理规模处于行业前列。2016-2020年连续五年被中指研究院评为中国物业服务企业综合实力前十名，2019年位居西南地区物业服务企业在管面积榜首。往后看，考虑母公司金科股份销售规模持续增长，且分拆上市后有望借助资本力量进一步发力收并购，金科智慧服务管理规模有望继续增长。

图表33 金科股份历年竣工面积



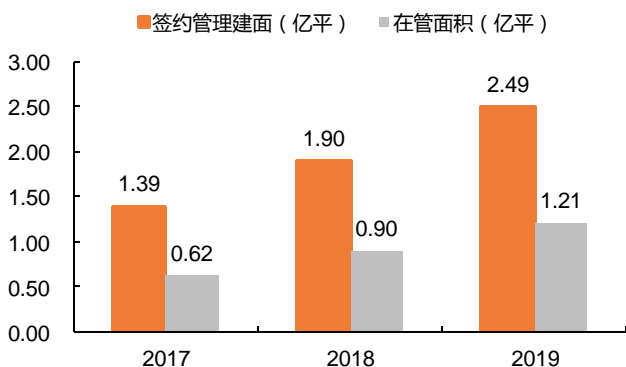
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表34 金科智慧服务管理面积中第三方拓展占比较高



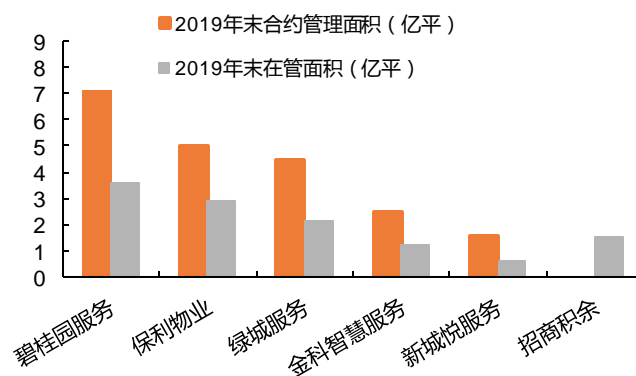
资料来源：金科智慧服务招股书，平安证券研究所

图表35 金科智慧服务历年管理面积



资料来源：金科智慧服务招股书，平安证券研究所

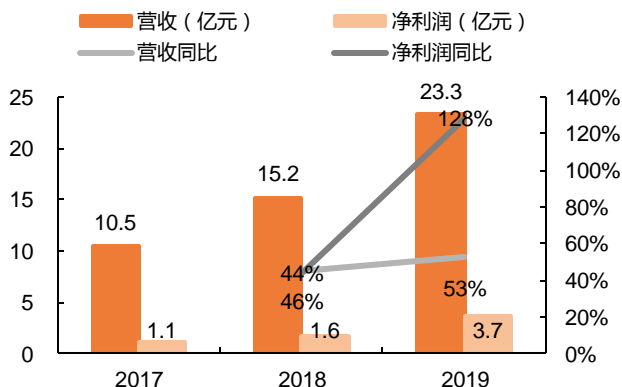
图表36 主要物管企业管理面积对比



资料来源：公司公告，金科智慧服务招股书，平安证券研究所

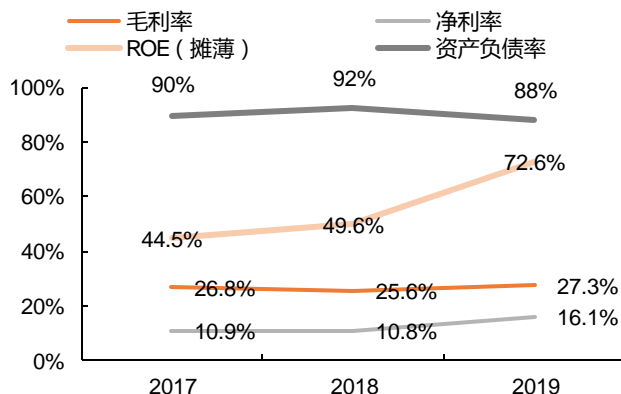
金科智慧服务业绩持续高增，短期向好趋势有望延续。2017-2019年，金科智慧服务营收从10.5亿元增至23.3亿元，年复合增速达49.1%，净利润从1.14亿元增至3.74亿元，年复合增速达81.1%。随着大量签约项目转为代管，叠加母公司交付高峰及外延扩张，预计短期业绩有望延续向好趋势。

图表37 金科智慧服务历年营收与净利润



资料来源：金科智慧服务招股书，平安证券研究所

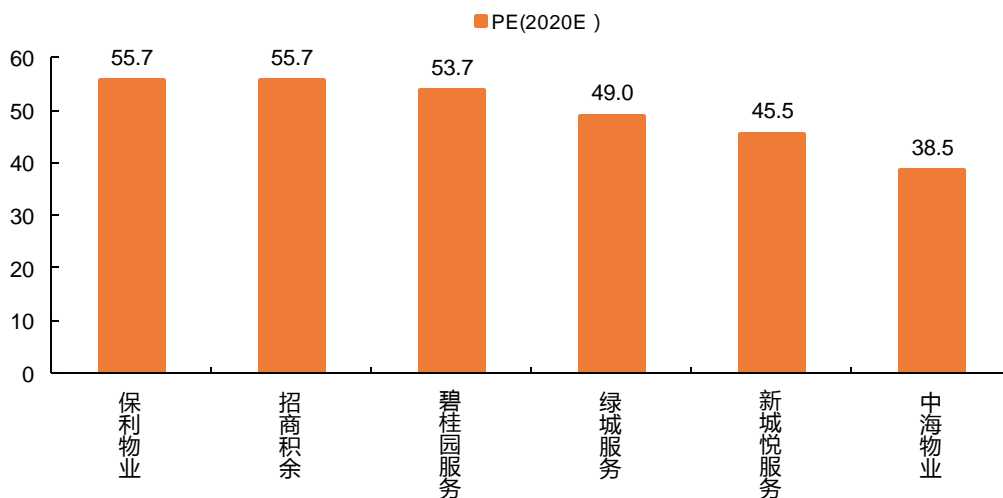
图表38 金科智慧服务历年盈利及负债指标



资料来源：金科智慧服务招股书，平安证券研究所

金科智慧服务分拆上市，有望提振公司估值。目前保利物业、招商积余等 6 家主流物业上市公司平均 PE(2020E) 为 50 倍，远高于开发型房企估值水平。考虑公司持有金科智慧服务 68.32% 的股权，若后者成功上市，在借助资本市场进一步扩大物管规模的同时，亦有望对公司估值形成提振。

图表39 主要上市物业公司估值情况 (截至 2020/8/7)

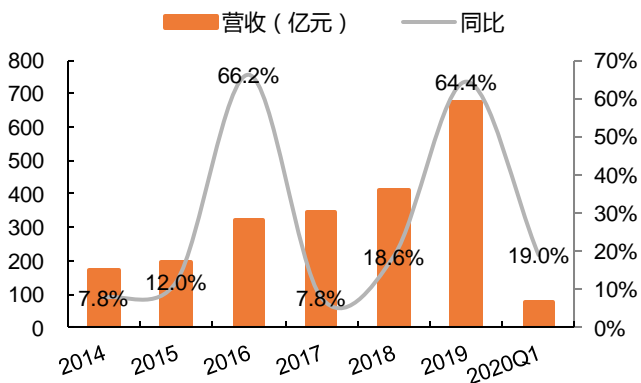


资料来源：2020 年采用 Wind 一致预期，公司公告，平安证券研究所

### 3.3 利润持续高增，业绩释放正当时

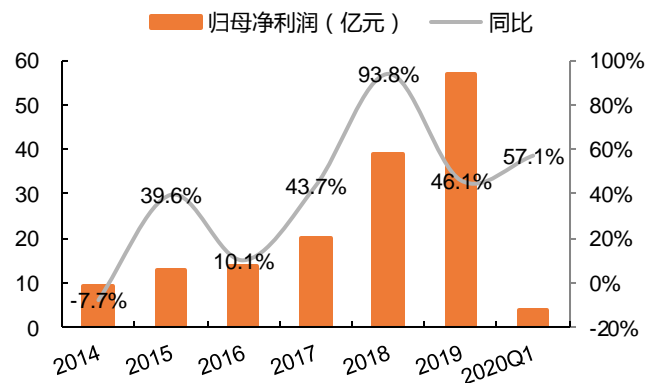
受益销售跨越式增长，业绩表现持续优异。2015-2019 年，公司营收、归母净利润年复合增速高达 36.7%、45.5%；其中 2019 年营收、归母净利润分别同比增长 64.4%、46.1%至 677.7 亿元、56.8 亿元。公司 ROE 连续三年上升，2019 年达 20.7%，处于主流房企中较高水平。

图表40 公司历年营收及增速



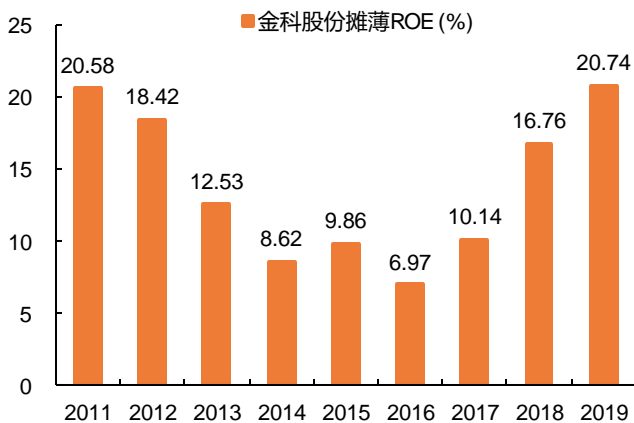
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表41 公司历年归母净利润及增速



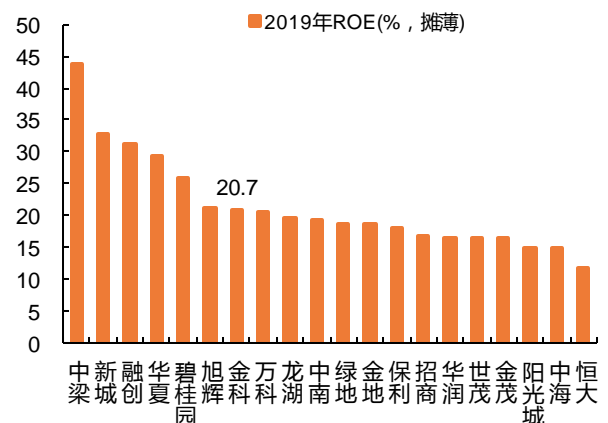
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表42 公司历年摊薄 ROE



资料来源：公司公告，平安证券研究所

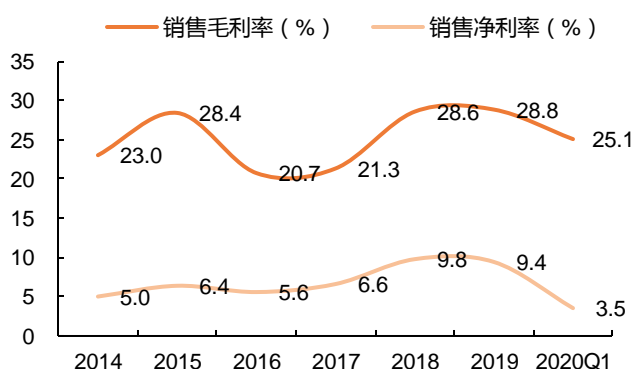
图表43 公司 ROE在主流房企中排名靠前



资料来源：公司公告，平安证券研究所

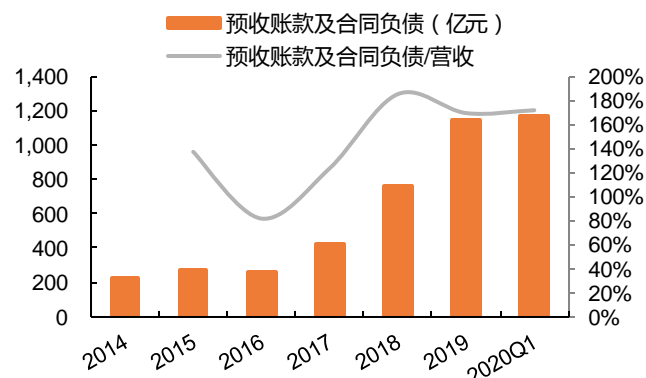
往后看，考虑销售至竣工一般耗时 2-3 年左右，2017-2019 年公司销售额从 658 亿元上升至 1860 亿元，年复合增速达 68.1%；2020Q1 末预收账款及合同负债合计 1163 亿元，为 2019 年营收 1.7 倍，叠加地价成本相对低廉，短期业绩有望保持较高增速。

图表44 公司历年毛利率与净利率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表45 公司预收账款及合同负债情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：2020Q1 预收账款及合同负债/营收计算中，采取2019年营收

**融资成本显著下降，助力盈利质量改善。**受益于大环境流动性持续宽松、市场认可度提升，2020年公司融资成本显著下行，可比债券发行利率较2018-2019年平均下降122BP，节约利息费用共5132万元，占2019年全年营收的0.1%。随着前期部分高息债务到期置换，公司在手有息负债平均融资成本有望进一步改善，助力盈利质量提升。

图表46 2020年以来公司融资成本显著下行

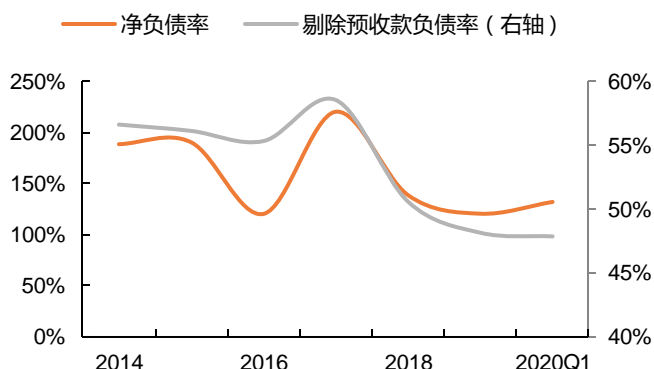
发行日期	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	债券类型	前次发行利率 (%)	前次发行时间	利率变化 (BP)	节约利息费用 (万元)
2020-05-26	12.5	4.0	5.00	公司债	6.90	2019-03-07	-190	2375
2020-05-26	4.5	5.0	5.60	公司债	7.50	2018-02-07	-190	855
2020-02-18	19.0	3.0	6.00	公司债	6.50	2019-07-04	-50	950
2020-02-18	4.0	5.0	6.30	公司债	7.50	2018-02-07	-120	480
2020-01-07	8.0	0.7377	5.30	短融	5.89	2019-12-16	-59	472
合计值	48.0							5132

资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 3.4 债务持续优化，股息率具备吸引力

**杠杆率持续改善，评级再获提升。**尽管公司过去几年拿地快速扩张，但随着项目结转逐步加速，2019年公司净负债率、剔除预收款后负债率分别较2018年下降18和2个百分点至120%和48%。随着前期销售高增项目步入竣工周期，业绩加速释放下杠杆水平或将进一步下降。2019年末在手现金360亿元，覆盖一年内到期负债比率达110%；2020年5月联合信评、大公国际陆续将公司主体信用等级提升至“AAA”。目前，公司已获国内三家评级机构（中诚信、大公国际、联合信评）“AAA”评级。

图表47 历年净负债率与剔除预收款负债率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

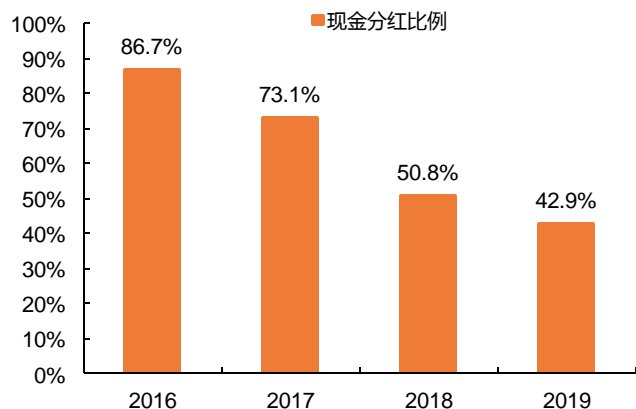
图表48 公司现金覆盖一年内到期负债比率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

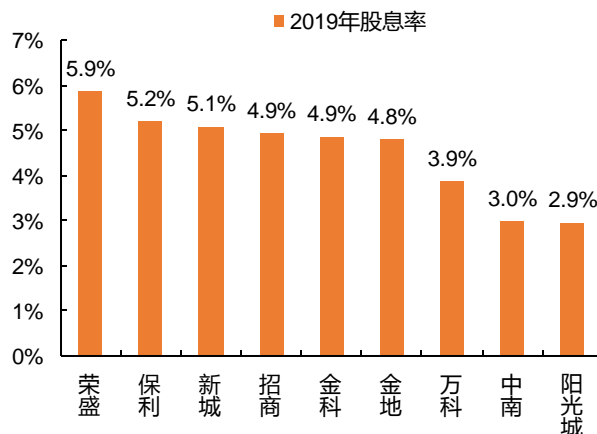
分红慷慨，高股息率吸引力十足。公司分红慷慨，2017-2019年现金分红比例分别高达73.1%、50.8%、42.9%。2019年股息率高达4.9%，在主流房企中处于较高水平。

图表49 公司历年分红比例



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表50 主流房企2019年股息率对比 (2020/8/7)



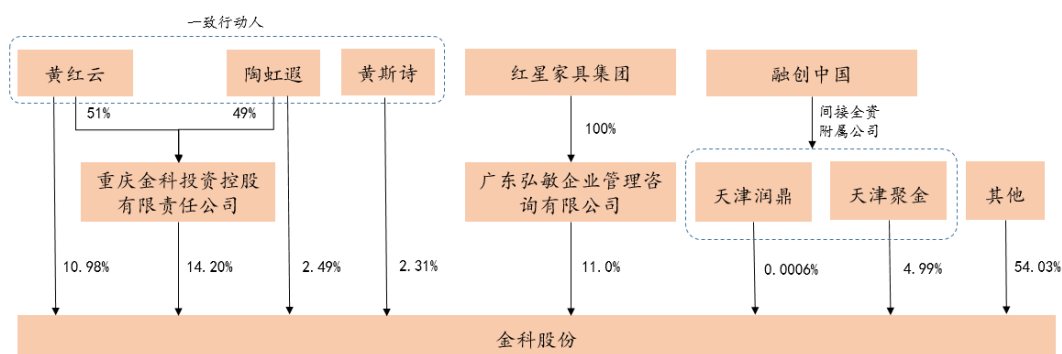
资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

### 3.5 股权纷争结束，发展更具向心力

2016年融创入股成为第二大股东，多次增持引发控制权纷争。基于对公司管理、业绩方面的认可，2016年9月，融创中国通过定增成为公司第二大股东，此后在二级市场持续增持公司股份，到2019年末，融创中国通过旗下附属公司天津聚金、天津润泽和天津润鼎合计持有公司29.35%股份，距实际控制人黄红云先生及其一致行动人合计持股比例(29.99%)仅有微弱差距，引发控制权纷争，叠加融创中国在公司经营理念上与管理层存在差异，对公司经营发展形成一定的负面影响。

股权纷争走向尾声，公司发展更具向心力，红星入股协同效应亦可期。2020年4月，融创中国将公司11%的股份转让给广东弘敏（红星家具集团全资子公司），此后在二级市场多次转让公司股份。截至5月21日，融创中国间接全资附属公司天津润鼎、天津聚金合计持有公司总股本的4.9906%，不再为持股5%以上股东。红星集团曾为公司早期战略投资者，且与公司在商业地产等领域有过深度合作，未来双方有望发挥优势互补，业务协同效应可期。

图表51 公司股权结构（截至2020/5/21）



资料来源:公司公告, Wind, 平安证券研究所

## 四、盈利预测与投资建议

关键盈利假设:

- 房地产业务:** 2017-2019年公司销售额从658亿元升至1860亿元,年复合增速达68.1%,2020Q1末预收账款及合同负债合计1163亿元,为2019年营收1.7倍,充足未结资源为后续收入增长奠定基础。毛利率方面,2017-2019年地价房价比从47%降至27%,但考虑城市能级有所下沉、中央坚持“稳地价、稳房价、稳预期”,预计后续毛利率平稳中略有下降。
- 物业管理业务:** 考虑金科股份步入竣工高峰,且积极外拓扩大物管规模,预计未来三年收入有望保持较快增长,毛利率假设维持2019年水平。
- 新能源及其他业务:** 预计发展或相对平稳,假设未来三年营收保持10%的小幅增长,毛利率基本维持2019年水平。

基于此,预计公司2020-2022年营业收入分别为854.3亿元、1034.8亿元、1225.9亿元,同比增长26.1%、21.1%、18.5%;归母净利润分别为70.5亿元、85.8亿元、103.6亿元,同比增长24.3%、21.6%、20.8%;EPS分别为1.32元、1.61元、1.94元。

图表52 公司盈利预测

业务	项目	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
房地产	营收(亿元)	380.1	631.1	798.3	968.6	1147.4
	同比	15.7%	66.0%	26.5%	21.3%	18.5%
	毛利率(%)	28.6	29.1	28.5	28.0	28.0
物业	营收(亿元)	17.3	23.1	30.2	37.8	47.2



	同比	40.7%	33.5%	30.8%	25.0%	25.0%
	毛利率(%)	18.8	25.8	25.8	25.8	25.8
新能源	营收(亿元)	1.9	4.1	4.5	5.0	5.5
	同比	18.8%	115.8%	10%	10%	10%
	毛利率(%)	49.7	52.0	50.0	50.0	50.0
其他	营收(亿元)	13.0	19.4	21.3	23.5	25.8
	同比	150.0%	49.2%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率(%)	38.9	18.4	18.0	18.0	18.0
整体	营收(亿元)	412.3	677.7	854.3	1034.8	1225.9
	同比	18.6%	64.4%	26.1%	21.1%	18.5%
	毛利率(%)	28.6	28.8	28.3	27.8	27.8
	归母净利润(亿元)	38.9	56.8	70.5	85.8	103.6
	同比	93.8	46.1	24.3	21.6	20.8
	EPS(元)	0.73	1.06	1.32	1.61	1.94

资料来源：公司公告，平安证券研究所

### 估值分析：

- 1) 房地产业务增值：**2019年末公司预收账款及合同负债1147亿元，按65%并表比例(2017-2019年累计拿地权益比65%)估算全口径已售未结货值1765亿元；2019年末总可售面积6691万平，考虑城市能级下沉，保守按销售均价9000元/平估算可售货值6022亿元，则合计未结算货值约7787亿元。2018-2019年剔除投资收益、公允价值变动、营业外收支等净利率为10.4%、10.1%，考虑毛利率或稳中有降，按未结算货值的净利率为9%、五年开发结算、贴现率7.9%(即2019年融资成本)、权益比例65%假设，估算地产权益折现净利润365亿元。
- 2) 物业业务预估市值：**结合物管营收及毛利率的判断，预计2020年金科智慧服务归母净利润同比增长25%，参考碧桂园服务、保利物业等可比公司估值，给予物业板块2020年业绩45倍估值，对应总市值206.1亿元，公司持股68.32%，对应持有市值141亿元。
- 3) 新能源等其他业务：**假设按1倍PB计算，体现在归母净资产。

由于物业板块采取相对估值法，剔除该部分后(金科智慧物业归母净资产4.8亿，公司持股68.32%)，公司归母净资产约270亿元，加上各业务板块的估值，测算公司整体NAV为776亿元，折合每股NAV为14.53元，按8月10日收盘价计算折价率33%。

图表53 公司RNAV估值

业务	项目	数量	
地产	总可售面积(万平)	6691	
	销售均价(元/平)	9000	
	已售未结货值(亿元)	1765	
	合计未结算货值(亿元)	7787	
	净利率	9%	
	权益占比	65%	
	折现率	80%	
	房地产净利润折现(亿元)	365	
	物业	金科智慧服务2020年净利润估计(亿元)	4.6
		PE(2020E)	45.0
总市值(亿元)		206.1	
公司持股比例		68.32%	



	公司持有市值 (亿元)	141
整体	剔除物业板块后归母净资产 (亿元)	270
	NAV (亿元)	776
	总股本 (亿股)	53
	每股 NAV (元)	14.53
	股价 (元)	9.74
	股价折价率	33%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

#### 投资建议：

得益于战略布局调整及时精准，周转提速与激励完善，公司充分把握住本轮楼市复苏周期，实现规模跨越式增长。站在目前时点，公司土储充足质优、且布局更加均衡合理，未来规模有望再上台阶；同时随着过往销售高增项目步入结转周期，未来业绩增速亦有望超越行业，并带动负债率持续改善。短期来看，公司与融创股权纠纷圆满解决，核心高管持续增持彰显信心，物管分拆上市亦有望提振估值，股息率亦具备吸引力，持续看好公司后续表现。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.32 元、1.61 元、1.94 元，当前股价对应 PE 分别为 7.4 倍、6.1 倍、5.0 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

## 五、 风险提示

- 1) 公司中西部与三四线城市土储占比较高，若后续中西部、三四线楼市景气度下行，或对公司销售造成负面影响。
- 2) 公司净负债率仍处行业较高水平，若融资环境超预期收紧，或面临融资渠道受阻、成本上升风险。
- 3) 若新型冠状病毒肺炎疫情持续时间超出预期，或导致公司销售承压，同时疫情影响下开工进一步延期，也将对后续可推货量、竣工节奏产生负面影响。
- 4) 受疫情影响，若行业需求释放持续低于预期，房企普遍以价换量，可能带来公司项目减值风险。

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	291229	307621	370828	403363
现金	35986	36738	38288	41682
应收票据及应收账款	2280	2598	3310	3689
其他应收款	22498	22281	31955	32297
预付账款	9187	7901	11298	11446
存货	214241	231067	278940	307213
其他流动资产	7037	7037	7037	7037
<b>非流动资产</b>	30376	38237	46944	55809
长期投资	13622	16928	20987	25167
固定资产	4378	6004	7826	9917
无形资产	76	69	63	56
其他非流动资产	12301	15235	18068	20669
<b>资产总计</b>	321605	345858	417772	459172
<b>流动负债</b>	200965	208971	270941	301548
短期借款	3060	3215	6284	7354
应付票据及应付账款	31051	31818	41433	45340
其他流动负债	166854	173939	223224	248853
<b>非流动负债</b>	68488	79123	80887	81536
长期借款	65917	76551	78316	78964
其他非流动负债	2572	2572	2572	2572
<b>负债合计</b>	269454	288094	351828	383084
少数股东权益	24784	25746	27028	28645
股本	5340	5340	5340	5340
资本公积	4507	4507	4507	4507
留存收益	14449	19258	25175	32363
<b>归属母公司股东权益</b>	27367	32017	38916	47443
<b>负债和股东权益</b>	321605	345858	417772	459172

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	2239	11748	3049	7648
净利润	6357	8015	9862	11980
折旧摊销	345	412	507	671
财务费用	629	630	786	951
投资损失	-186	-40	-74	-28
营运资金变动	-5963	2783	-7982	-5859
其他经营现金流	1056	-53	-50	-66
<b>投资活动现金流</b>	-11989	-8180	-9089	-9441
资本支出	932	3721	3733	3678
长期投资	-4792	-3306	-4496	-4179
其他投资现金流	-15849	-7765	-9853	-9942
<b>筹资活动现金流</b>	15154	-6030	4522	4116
短期借款	-136	-3060	0	0
长期借款	12146	10634	1765	649
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	407	0	0	0
其他筹资现金流	2736	-13604	2757	3467
<b>现金净增加额</b>	5403	-2463	-1519	2323

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	67773	85438	103482	122593
营业成本	48230	61297	74716	88509
营业税金及附加	2707	3511	3820	4661
营业费用	4215	5297	6312	7356
管理费用	2689	3418	4036	4781
研发费用	41	52	63	74
财务费用	629	630	786	951
资产减值损失	981	256	259	245
其他收益	154	119	149	124
公允价值变动收益	96	53	50	66
投资净收益	186	40	74	28
资产处置收益	2	0	0	0
<b>营业利润</b>	8622	11189	13763	16235
营业外收入	96	79	76	85
营业外支出	383	213	236	262
<b>利润总额</b>	8335	11055	13603	16057
所得税	1978	3040	3741	4077
<b>净利润</b>	6357	8015	9862	11980
少数股东损益	681	962	1282	1617
<b>归属母公司净利润</b>	5676	7053	8580	10363
EBITDA	12137	12917	15827	18537
EPS (元)	1.06	1.32	1.61	1.94

## 主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	64.4	26.1	21.1	18.5
营业利润(%)	61.5	29.8	23.0	18.0
归属于母公司净利润(%)	46.1	24.3	21.6	20.8
<b>获利能力</b>	-	-	-	-
毛利率(%)	28.8	28.3	27.8	27.8
净利率(%)	8.4	8.3	8.3	8.5
ROE(%)	12.2	13.9	15.0	15.7
ROIC(%)	7.0	6.8	7.4	8.0
<b>偿债能力</b>	-	-	-	-
资产负债率(%)	83.8	83.3	84.2	83.4
净负债比率(%)	123.4	110.5	109.7	101.1
流动比率	1.4	1.5	1.4	1.3
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>营运能力</b>	-	-	-	-
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	35.0	35.0	35.0	35.0
应付账款周转率	2.0	2.0	2.0	2.0
<b>每股指标(元)</b>	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	1.06	1.32	1.61	1.94
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.19	2.20	0.57	1.43
每股净资产(最新摊薄)	4.98	5.85	7.14	8.74
<b>估值比率</b>	-	-	-	-
P/E	9.2	7.4	6.1	5.0
P/B	2.0	1.7	1.4	1.1
EV/EBITDA	11.6	11.0	9.6	8.5

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）

弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编：100033