

## 核心观点

### ❖ 雄踞西南，发展急速扩张

金科地产集团股份有限公司成立于1998年，集团总部位于西南重镇重庆。2004年公司首次进入中国地产百强。2011年，公司借壳ST东源正式登陆A股市场，上市后公司借助资本市场优势快速增长。

### ❖ 深耕重庆，享川渝城市群红利

公司深耕于西南各大城市，利用区位及经验优势深耕重庆市场。2017年公司在重庆市签约销售面积为450.05万平方米，同比增长62.40%；签约销售金额达到304.29亿元，同比增长107.20%；市场份额由2016年的4.43%上升到2017年的6.71%。目前重庆地区仍未推出限购和限价政策，调控较为温和，目前重庆市场仍处在供不应求的状态中，进入2018年后重庆市商品房成交均价增长明显，且成交较为活跃，市场去化率依然保持高位。

### ❖ 布局全国，打造“八大城市群”

2017年公司新进杭州、南京等15个核心城市，累计进驻全国22个省（市），“八大城市群（成渝、中原、长江中游、长三角、粤港澳、京津冀、北部湾、山东半岛）”战略布局基本完成。目前公司拥有土地储备量约3300万平方米，预售货值约为1200亿，存货货值约为300亿。此外，公司共有80个项目实施了跟投机制，其中合并报表范围内跟投项目56个，涉及总跟投资金2.92亿元。2018年一季度金科股份销售金额、面积均实现同比翻倍，其中销售金额约241亿元，同比增长约142%，公司有较大实力和可行性达到全年1200亿销售目标。

### ❖ 首次覆盖给予“增持”评级

首次覆盖给予金科股份“增持”评级。我们预计2018-2020年公司实现营业收入412.35、546.80和684.43亿元，归属母公司净利润有望达到22.26、29.65和37.38亿元，EPS分别为0.42、0.56和0.70元/股，对应PE分别为11.08、8.32和6.60倍，公司未来几年业绩有望保持高增长，有持续看点。

### ❖ 风险提示：销售不及预期风险；融资成本上升风险；扩张不及预期风险

#### 盈利预测与估值

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	34758	41235	54680	68443
+/-%	8%	19%	33%	25%
净利润(百万)	2005	2226	2965	3738
+/-%	44%	11%	33%	26%
EPS(元)	0.38	0.42	0.56	0.70
PE	12.31	11.08	8.32	6.60

资料来源：公司公告、川财证券研究所

## ④ 证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司深度
所属行业	金融地产/地产
报告时间	2018/7/23
前收盘价	4.91 元
公司评级	增持

## ④ 分析师

### 孙灿

证书编号：S1100517100001  
021-68595107  
suncan@cczq.com

## ④ 联系人

### 徐伟平

证书编号：S1100117100001  
010-66495956  
xuweiping@cczq.com

## ④ 川财研究所

北京 西城区平安里西大街28号  
中海国际中心15楼，  
100034

上海 陆家嘴环路1000号恒生大  
厦11楼，200120

深圳 福田区福华一路6号免税商  
务大厦21层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验  
区成都市高新区交子大道  
177号中海国际中心B座17  
楼，610041

## 正文目录

一、雄踞西南，发展急速扩张.....	5
二、地产深耕重庆，尽享发展红利 .....	7
1、核心主业，核心增长.....	7
2、深耕重庆，迎来川渝城市群发展良机 .....	8
三、布局全国，战略布局逐渐延伸 .....	13
1、围绕“三圈一带”，打造“八大城市群”.....	13
2、“一快二低三高”打造地产核心竞争力 .....	14
四、新服务+新能源：两翼助推公司业绩增长.....	19
1、社区综合服务业绩稳步提升 .....	20
2、新能源开拓公司发展新板块 .....	22
五、跟投优势逐渐显现，2018年1200亿销售目标可期 .....	23
给予“增持”评级.....	24
风险提示 .....	25

## 图表目录

图 1:	营业总收入变化情况 (亿元) .....	5
图 2:	归属母公司股东净利润变化情况 (亿元) .....	5
图 3:	总资产变化情况 (亿元) .....	6
图 4:	净资产变化情况 (亿元) .....	6
图 5:	金科股份股权结构.....	6
图 6:	金科股份控股股东.....	6
图 7:	金科股份主要业务分布.....	7
图 8:	金科股份发展历程.....	7
图 9:	房地产销售额变化情况 (亿元) .....	8
图 10:	房地产销售面积变化情况 (亿元) .....	8
图 11:	房地产业务收入变化情况 (亿元) .....	8
图 12:	房地产业务毛利润变化情况 (亿元) .....	8
图 13:	成渝城市群带动西部发展.....	9
图 14:	川渝城市群整体规划.....	9
图 15:	重庆市户籍人口数 (万人) .....	9
图 16:	各区域人口流动情况 (2006-2016) (万人) .....	9
图 17:	重庆市商品房供给情况 (万 M <sup>2</sup> ) .....	10
图 18:	重庆市商品房成交情况 (万 M <sup>2</sup> ) .....	10
图 19:	重庆市房地产市场商品房供给交易情况 (万 M <sup>2</sup> ) .....	11
图 20:	公司销售地区分布情况.....	13
图 21:	2017 年公司新增权益土地储备分布情况.....	13
图 22:	金科布局八大城市群迈向全国.....	14
图 23:	从拿地到开盘的流程.....	15
图 24:	主要地产公司从拿地到开盘需要时间情况.....	16
图 25:	金科股份速动比率位于行业前列.....	17
图 26:	扣除预收账款负债率处于较低水平.....	17
图 27:	2017 年金科股份拿地城市分布情况.....	18
图 28:	2017 年金科股份在建计容面积分布 (万 M <sup>2</sup> ) .....	19
图 29:	我国物业管理收入规模变化情况 (亿元) .....	20
图 30:	我国物业管理固定资产投资额 (亿元) .....	20
图 31:	社区综合服务收入变化情况 (亿元) .....	21
图 32:	社区综合服务营业利润变化情况 (亿元) .....	21
图 33:	金科物业管理服务荣誉.....	21
图 34:	社区综合服务升级方向.....	22
图 35:	金科股份跟投人员及范围.....	23
表格 1.	重庆市房地产市场调控政策梳理.....	11
表格 2.	公司在各地市场份额变化情况.....	14
表格 3.	主要地产公司资产周转率.....	16
表格 4.	金科股份历年平均楼板价及销售均价.....	17

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

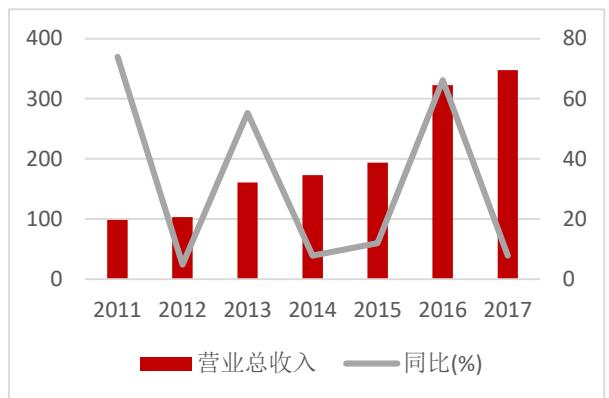
---

表格 5. 2017 年金科股份拿地城市情况.....	18
表格 6. 公司新能源项目发展情况.....	23

## 一、雄踞西南，发展急速扩张

金科地产集团股份有限公司成立于 1998 年，集团总部位于西南重镇重庆。1999 年公司第一个项目“金科花园”推出，经过 5 年深耕，2004 年公司首次进入中国地产百强。2011 年，公司借壳 ST 东源正式登陆 A 股市场，上市后公司借助资本市场优势快速增长。2017 年，公司实现营业收入 347.58 亿元，同比增长 7.82%，归属母公司股东净利润 20.05 亿元，同比增长 43.67%，公司盈利能力进一步提升。

图 1：营业收入变化情况（亿元）



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 2：归属母公司股东净利润变化情况（亿元）

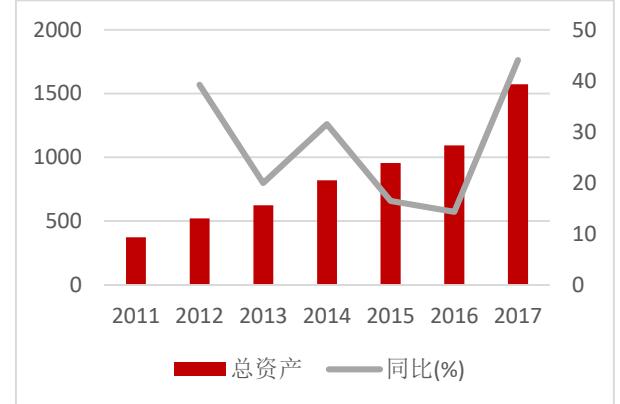


资料来源：Wind，川财证券研究所

公司实际控制权较为稳定，截止 2018 年第一季度，黄红云、陶虹遐夫妇直接或间接持有金科股份共计 26.34%，其中黄红云与陶虹遐夫妇 100% 控股持有重庆市金科投资控股（集团）有限责任公司。另外，天津聚金物业管理有限公司、天津润鼎物业管理有限公司及天津润泽物业管理有限公司为融创中国控股有限公司控制的子公司，合计持有金科股份 26.25% 股权。不过 2017 年 5 月 24 日，在第十届董事会选举中，融创方面在九名董事会成员中拥有两席，剩余七席由黄红云方面牢牢掌控，由黄红云提名的蒋思海连任金科股份董事长，实际控制人黄红云控制权较为稳定。

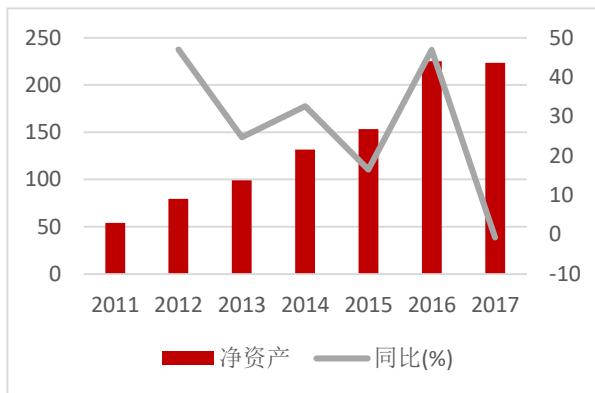
公司在 2011 年上市之初总资产不到 400 亿元，上市后公司借助资本市场得以快速增长。2017 年公司总资产为 1573.64 亿元，平均年化增长率为 21.47%；净资产 223.66 亿元，平均年化增长率达到 20.96%，整体实力不断上升。

图 3：总资产变化情况（亿元）



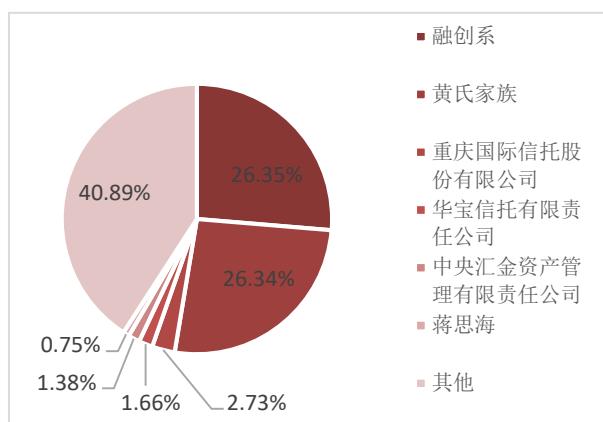
资料来源：Wind, 川财证券研究所

图 4：净资产变化情况（亿元）



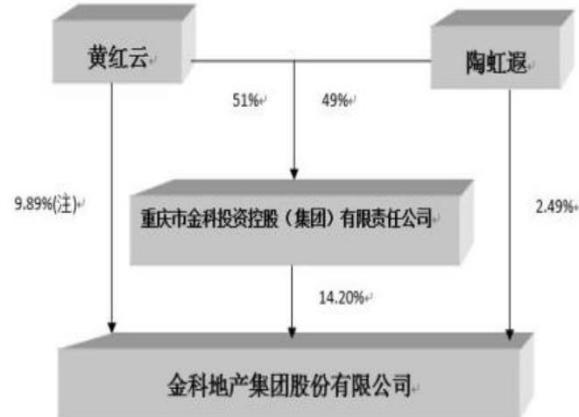
资料来源：Wind, 川财证券研究所

图 5：金科股份股权结构



资料来源：公司公告, 川财证券研究所

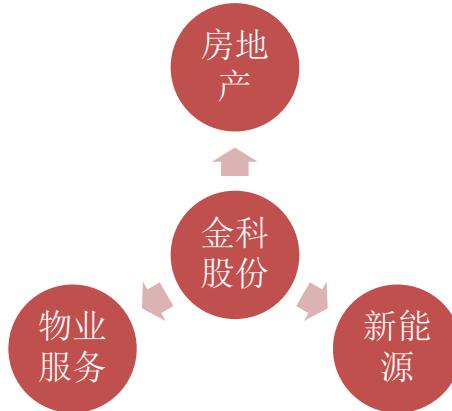
图 6：金科股份控股股东



资料来源：公司公告, 川财证券研究所

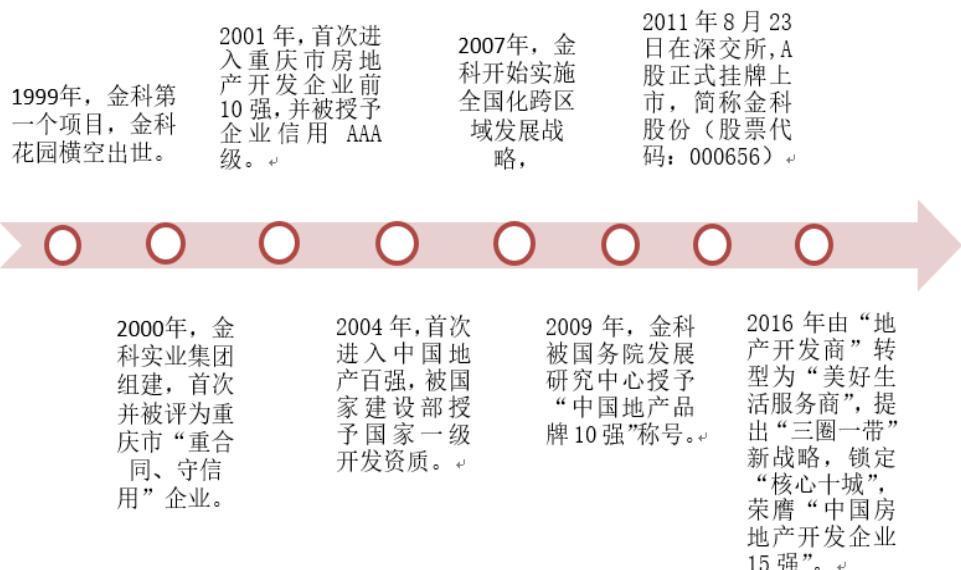
公司在发展中不断进取，经过二十年的发展积淀，公司已形成以房地产开发为主，社区生活服务、酒店经营管理、园林、装饰和新能源发电等相关多元化产业经营为辅的大型企业集团。公司拥有房地产开发壹级资质，下属公司具有物业管理壹级资质、园林景观规划设计甲级资质、建筑装修装饰工程专业承包壹级资质，成为实力雄厚、专业化强的大型综合房地产开发服务公司。

图 7：金科股份主要业务分布



资料来源：公司官网，川财证券研究所

图 8：金科股份发展历程



资料来源：公司官网，川财证券研究所

## 二、深耕重庆，享川渝城市群红利

### 2.1、销售实现跨越式增长

房地产板块是公司的核心业务，收入贡献率一直维持在90%以上。2017年是一、二线城市严调控政策出台十分密集的一年，公司抓住区位优势深耕三四线城市，迎来了销售业绩的快速攀升。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2017年公司房地产签约销售额达到630亿元，同比增长97.49%，实现签约销售面积约843万平方米，同比增长68.94%，房地产板块发展势头良好。房地产板块开发销售的快速增长带动公司收入和利润的急速扩增，2017年公司房地产板块全年实现营业收入达到328.50亿元，同比增长6.63%，占总收入比重为94.51%，实现毛利润67.39亿元，同比增长16.37%，毛利率保持在20.51%。

图9：房地产销售额变化情况（亿元）



资料来源：Wind, 川财证券研究所

图10：房地产销售面积变化情况（亿元）



资料来源：Wind, 川财证券研究所

图11：房地产业务收入变化情况（亿元）



资料来源：Wind, 川财证券研究所

图12：房地产业务毛利润变化情况（亿元）



资料来源：Wind, 川财证券研究所

## 2.2、深耕重庆，迎来川渝城市群发展良机

公司房地产业务起源于西南重镇重庆，重庆是我国四大直辖市中辖区面积最广、人口最多的城市。伴随着国家经济的迅猛发展，重庆作为长江上游地区的经济中心和金融中心机遇空前，房地产市场得到长足发展。2016年3月30日，召开国务院常务会议，会议强调要以强化重庆、成都辐射带动作用为基础，以创新驱动、保护生态环境和夯实产业基础为支撑，建设引领西部开发开放的城市群，形成大中小城市和小城镇协同发展格局。房地产市场也显著受益于川渝城市群的发展。

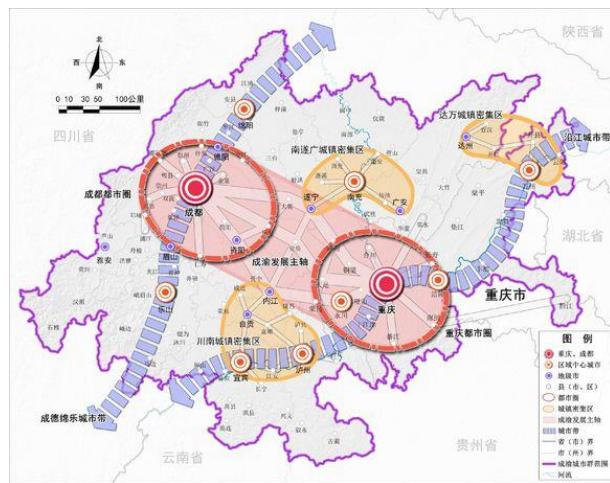
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 13: 成渝城市群带动西部发展



资料来源：公司官网，川财证券研究所

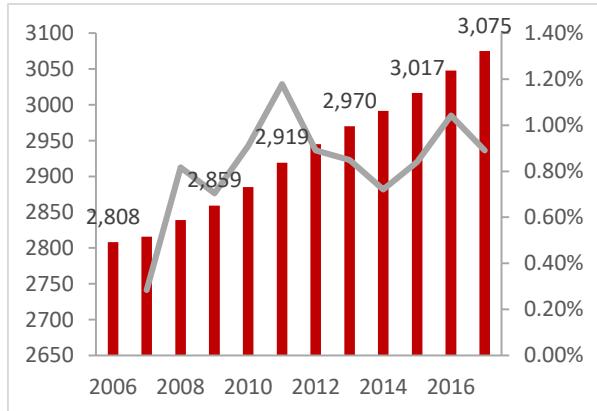
图 14：川渝城市群整体规划



资料来源：公司官网，川财证券研究所

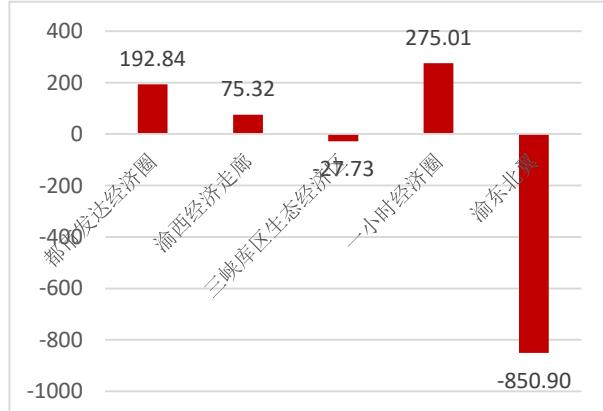
人口稳步上升，人口集中化助力重庆地产市场。2006年11月，重庆市提出了“一圈两翼”发展战略，即以主城区为核心、以大约1小时通勤距离为半径范围的城市经济区（“一圈”），建设以万州为中心的三峡库区城镇群（渝东北翼）和以黔江为中心的渝东南城镇群（渝东南翼）。随着重庆市区重点发展区域的制定，重庆各区域人口流动出现明显分化。2006年至2016年间，重庆地区户籍人口处于稳定增长状态。2006年后的人口流动分化主要体现在：在2006-2016年的十年间，位于核心城区的“一小时经济圈”、“都市发达经济圈”和“渝西经济走廊”都出现人口流入，其中包含重庆核心九区的“一小时经济圈”净流入人口达到275.01万人；而离重庆市主城区较远的“三峡库区生态经济区”和“渝东北翼”则出现人口净流出现象，“渝东北翼”地区人口流出量更是达到850.90万人。重庆地区呈现出人口向核心主城区逐渐集中的态势。

图 15: 重庆市户籍人口数 (万人)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 16: 各区域人口流动情况 (2006-2016) (万人)



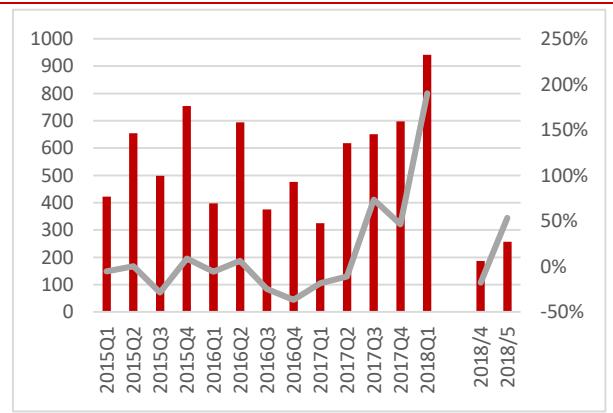
资料来源: Wind, 川财证券研究所

注：1 小时经济圈包括主城区，以及永川区、江津区、合川区、南川区、涪陵区、长寿区、潼南县、铜梁县、大足区、荣昌县、璧山县、綦江区（共 21 个区县）。重庆市目前共有 38 个区县，主城区分别是渝中区、江北区、沙坪坝区、九龙坡区、大渡口区、南岸区、巴南区、渝北区、北碚区。渝东北翼包括：万州区、城口县、巫溪县、巫山县、开州、云阳县、奉节县、梁平县、忠县、垫江县、丰都县（共 11 个区县）。渝东南翼包括：黔江区、秀山县、酉阳县、石柱县、彭水县、武隆县（共 6 个区县）

**重庆房地产市场供求缺口巨大。**在川渝发展迎来历史性机遇的同时，房地产市场供求不匹配问题开始显现出来。2017 年重庆市商品房成交面积为 3581 万平方米，同比增长 32.43%，商品房供给面积为 2290 万平方米，同比增长 17.80%，商品房供给增长明显弱于交易需求，交易缺口达到 1291 万平方米。巨大的房地产供给缺口推升重庆市商品房价开始出现上涨，2017 年重庆市商品房均价逼近 9000 元/平方米，达到 8824 元/平方米，同比增长 22.91%。

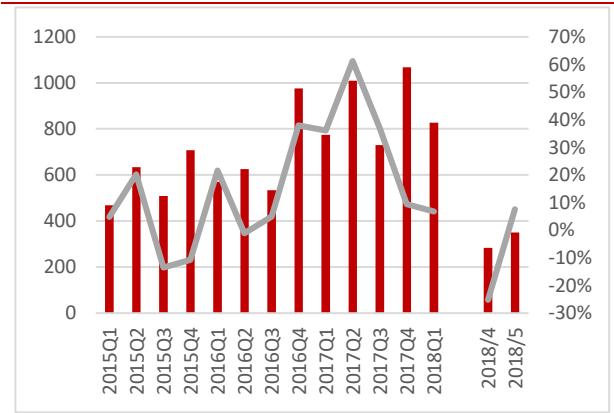
严重的供需不平衡导致房价的进一步上升，进入 2018 年后重庆市商品房成交均价增长明显，5 月份商品房成交均价达到 10550 元/平方米，较 2017 年全年均价增长 19.56%，较 2016 年全年均价增长 46.96%。与此同时，重庆市房地产市场成交表现依然活跃。2018 年重庆地区房企纷纷开始加大商品房供给量，一季度重庆市商品房供给量达到 941.34 万平方米，同比增长 190.17%。快速推盘节奏叠加春节假期，1 月和 2 月重庆地区出现了短暂的商品房供给大于成交量的现象，但 3 月份后重庆地区商品房交易随即出现反弹，全市场仍处于快速去化阶段。

图 17：重庆市商品房供给情况（万 m<sup>2</sup>）

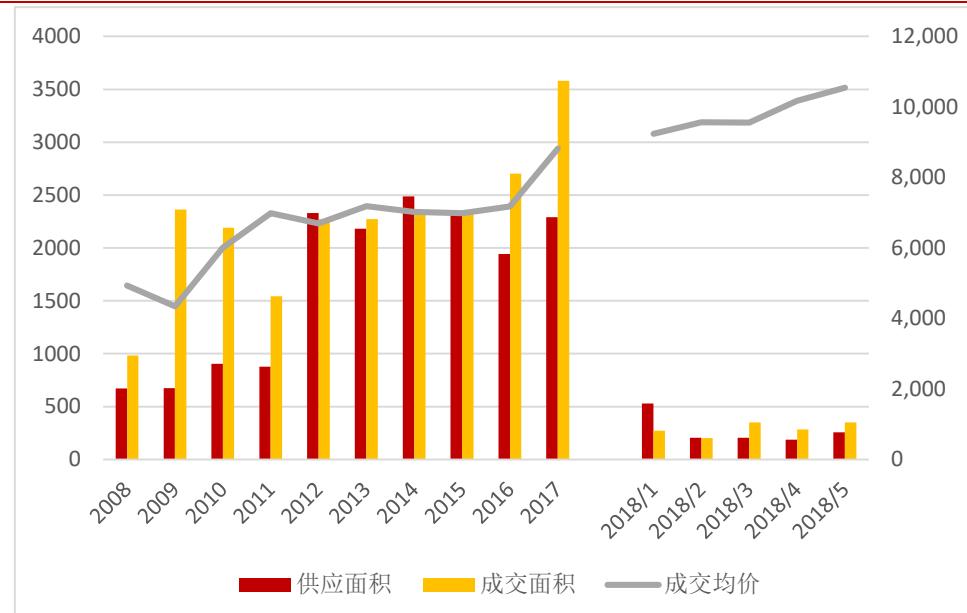


资料来源：克尔瑞，川财证券研究所

图 18：重庆市商品房成交情况（万 m<sup>2</sup>）



资料来源：克尔瑞，川财证券研究所

图 19：重庆市房地产市场商品房供给交易情况 (万 m<sup>2</sup>)

资料来源：克尔瑞，川财证券研究所

调控力度相对温和，重庆房地产市场保持健康发展。2017年9月22日重庆市国土房管局发布限售令，自9月23日起，在重庆主城区新购新建商品住房和二手住房须取得《不动产权证》满两年后才能再过户交易。限售令的出台将一定程度上限制炒房集团炒房行为。

根据重庆市人口流动特点，即户籍人口今年仍保持低速稳定增长，核心主城区的商品房交易需求很大程度上源于城镇人口向核心城区流动带来的刚性需求。重庆地区目前仍未推出限购和限价政策，城镇人口的持续流入将为重庆房地产市场带来的大量的商品房住宅的需求。

表格 1. 重庆市房地产市场调控政策梳理

	日期	文件	主要内容
2014	2月10日	《关于实行住房公积金个人住房贷款差别化管理有关事宜的通知》	公积金贷款的首付额度将不再是原来“一刀切”的三成，而是会根据购买面积的大小进行区分，并且双职工使用公积金的单笔上限降低了20万。 从2014年5月1日起，重庆市农村居民以及“农转城”人员在购买建筑面积90平方米以下普通住房（属于家庭唯一住房）时，可享受的免征契税的优惠政策将停止执行。
	5月30日	《重庆市地方税务局关于契税若干政策执行问题的公告》	
2015	5月20日	《关于做好住房金融服务工作的通知》	暂时取消非市户籍居民家庭在办理住房贷款时提交缴纳社会保险、个人所得税纳税证明的有关要求。
	10月14日	《进一步促进房地产	房企可调整闲置土地的开工竣工时间、未预售商品住

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

		市场平稳发展的通知》	房项目商住比例、调整未预售商品住房的户型结构；加快建设照母山、蔡家、空港等北区新兴区域的市政配套；以及再次强调首套房首付比例降至 25%、公积金贷款首付比例调至 20%等。
2016	1月 20 日	《关于进一步落实涉企政策促进经济平稳发展的意见》	对房地产企业所得税预售收入的计税毛利率由 20%调整为 15%，非普通住宅、商业、车库的土地增值税预征率由 3.5%调整为 2%，普通住宅土地增值税预征率执行 1%。对房地产企业经批准建设且建成后无偿移交政府部门的学校用地，暂不征收城镇土地使用税。未中标的土地竞拍保证金返还时间由 3 个工作日缩短为 1 个工作日。通过合并、分立、出售、置换等方式将全部或部分实物资产及其相关联债权、债务等一并转让的行为，不属于营业税征收范围，其中涉及的不动产、土地使用权转让不征收营业税。在企业落实债权债务责任和风险可控的基础上，对被兼并企业逾期、到期的银行贷款给予展期或转贷，对兼并重组后的企业综合授信给予并购贷款支持。
2017	1月 18 日	《关于加强“三无人员”个人住房房产税征管工作的通知》	加强在重庆市同时无户籍、无企业、无工作的“三无”个人，在渝中区、大渡口区、江北区、沙坪坝区、九龙坡区、南岸区、北碚区、渝北区、巴南区、两江新区范围内购买首套及以上普通住房个人住房房产税征管。
	1月 22 日	《关于进一步规范商品房预售许可审批和在建建筑物抵押登记的通知》	预售商品房不得抵押，抵押商品房不得出售。
	4月 20 日	《重庆市人民政府办公厅关于促进全市商业商务房地产市场平稳健康发展的意见》	力争“十三五”末重庆全市商业商务房地产库存去化周期控制在合理范围，其中重庆主城区商业商务房地产库存去化周期控制在 12 个月内。明确表示在《意见》印发前取得土地使用权的符合条件的商业商务项目可以按批准要求调整项目用地用途和规划条件，鼓励“商改住”。
	5月 5 日	《重庆市整顿规范房地产开发销售中介行为专项工作方案》	重庆开展为期 6 个月的整顿规范房地产开发销售中介行为专项工作，重点查处房地产开发企业的 12 类违法违规行为和房地产中介机构的 13 类违法违规行为。
	5月 9 日	《关于优先保障职工家庭首套住房公积金贷款需求的通知》	即日起优先保障职工家庭首套住房公积金贷款需求，暂停受理主城区范围内非首套住房公积金贷款申请。
	9月 22 日	《重庆市国土房管局关于加强主城区新购住房再交易管理的通知》	凡在主城区范围内（渝中区、江北区、沙坪坝区、九龙坡区、大渡口区、南岸区、北碚区、渝北区、巴南区、两江新区）新购买的新建商品住房和二手住房，须取得《不动产权证》满两年后才能上市交易；新购买新建商品住房的认定时间以商品房买卖合同网签时

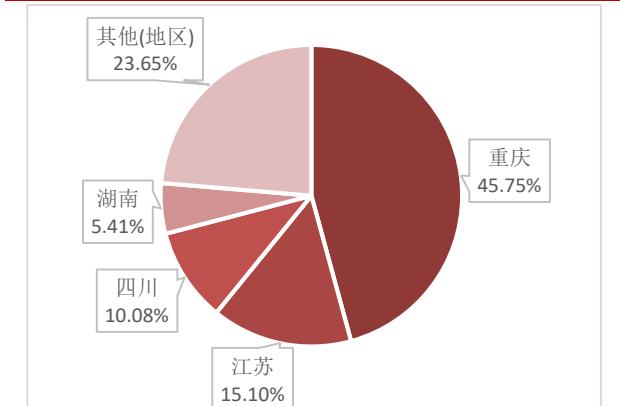
		间为准，新购买二手住房的认定时间以取得产权登记受理通知书时间为准。
9月29日	《关于调整个人住房贷款政策有关问题的通知》	自10月1日开始，重庆市主城区居民，购买二套房但未结清贷款或者以上房屋，且结清贷款的居民，首付提高到40%。

资料来源：重庆市政府网站，川财证券研究所

公司深植于西南各大城市，利用区位及经验优势深耕重庆市场。2017年公司在重庆市签约销售面积为450.05万平方米，同比增长62.40%；签约销售金额达到304.29亿元，同比增长107.20%；市场份额由2016年的4.43%上升到2017年的6.71%。2017年公司在重庆地区营业收入占比达到45.75%，远高于其他地区收入贡献比。

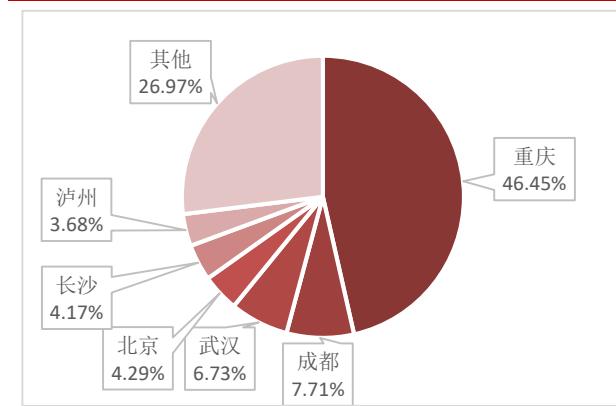
同时公司仍积极加速重庆地区战略布局，据克尔瑞数据显示，2017年全年公司在重庆地区拿地20宗，已公告部分权益土地建筑面积为440.10万平方米，在全国新增权益建筑面积中占46.45%，重庆地区土地储备较为丰富。

图 20：公司销售地区分布情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 21：2017年公司新增权益土地储备分布情况



资料来源：克尔瑞，川财证券研究所

### 三、布局全国，打造“八大城市群”

#### 3.1、围绕“三圈一带”，打造“八大城市群”

在地产业务区域战略布局上，公司坚持以国家城市群发展战略为导向，围绕“三圈一带（长三角、珠三角、京津冀、长江经济带）”的布局，重点布局上海、天津、北京、南京、合肥、郑州、武汉等核心十城，不断贯彻“做强重庆，做大华东，增量华北，稳定中西部”的区域发展策略，逐渐调整公司业务布局。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2017年，公司新进杭州、南京、南昌、福州、石家庄等15个核心城市，累计进驻全国22个省（市），“八大城市群（成渝、中原、长江中游、长三角、粤港澳、京津冀、北部湾、山东半岛）”战略布局基本完成。截止2017年末，公司已累计开发项目147个，开发面积超4500万平方米。公司成熟的研发能力为公司可持续健康发展奠定了坚实基础。未来，金科股份将我国八大核心城市群作为主战场，从区域地产商向全国性地产商迈进。

表格 2. 公司在各地市场份额变化情况

	重庆	成都	长沙	济南	合肥	苏州
2016	4.43%	0.48%	0.65%	1.28%	0.25%	0.53%
2017	6.71%	1.18%	2.17%	2.00%	1.22%	1.26%
增长幅度	2.28%	0.70%	1.52%	0.72%	0.97%	0.73%

资料来源：公司公告，川财证券研究所

图 22: 金科布局八大城市群迈向全国

## 金科在中国

20年23省(市) 150多个项目



资料来源：公司官网，川财证券研究所

### 3.2、“一快二低三高” 打造地产核心竞争力

2017年7月21日，金科股份召开跨越式大发展誓师暨企业文化发布仪式，在这次会议里，金科股份提出要打造“一二三”发展新模式，“一快、二低、三高”的新型业务模式成为锻造公司核心竞争力的主要手段。

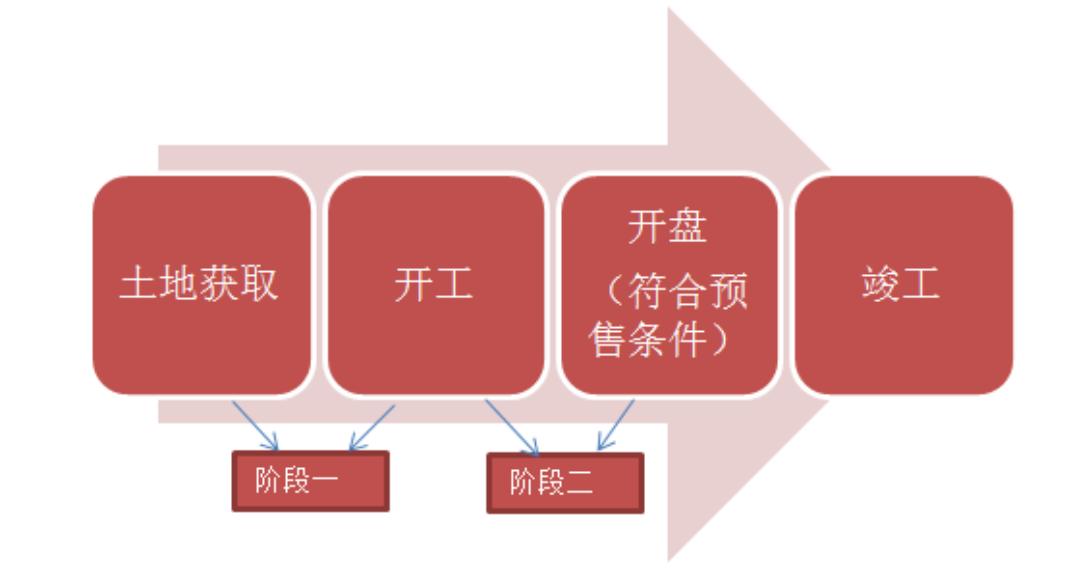
“一快”，快周转。房地产企业是典型的高杠杆企业，企业利润增长主要由利

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

润率和周转率决定。随着金融去杠杆的不断深入和房地产市场监管的逐渐趋严，房地产市场销售和拿地集中度进一步提升，房地产企业融资成本台阶式上升，企业利润率增长放缓。

国内从拿地到开盘的流程大致可以分为两个阶段，阶段一主要工作是方案的论证、确定和设计。如万科、碧桂园等大房企已经有自己的产品开发体系，拿到施工许可证就可以开工，这一阶段完成速度比较快。阶段二主要工作是按照设计成功进行施工直到达到预售条件，这个阶段的主要差异是各地预售条件的限制，不同城市间的差异可能会超过 6 个月。

图 23：从拿地到开盘的流程



资料来源：公司公告，川财证券研究所

房地产行业内部差异较大，万科、保利、恒大等龙头房企拿地到开盘时间大体可以维持在 8-10 个月。碧桂园拿地到开盘速度较快，可以将时间缩短至 5.7 个月左右。

图 24：主要地产公司从拿地到开盘需要时间情况



资料来源：公司公告，川财证券研究所

金科明确了以快周转为导向的经营战略，拿地后 6 个月内开盘，开盘后 6 个月内开工，大幅缩短开工、去化、回款、交房、结算周期。2017 年公司总资产周转率为 0.25 次，在所有上市房企中位列第三。

表格 3. 主要地产公司资产周转率

	2015	2016	2017
绿地控股	0.65	0.35	0.36
新城控股	0.36	0.31	0.26
<b>金科股份</b>	<b>0.20</b>	<b>0.30</b>	<b>0.25</b>
万科 A	0.33	0.32	0.24
招商蛇口	0.23	0.25	0.24
保利地产	0.29	0.32	0.23
荣盛发展	0.24	0.23	0.22
金地集团	0.23	0.34	0.19
华夏幸福	0.25	0.24	0.17

资料来源：Wind，川财证券研究所

“二低”，即低成本、低负债。公司成本优势明显。在融资渠道方面多管齐下，先后获得银行间市场债务融资工具 90 亿元的注册额度、深交所关于公司非公开发行债券 60 亿元符合转让条件的无异议函、证监会核准公开发行公司债券 55 亿元的批复，金融机构整体授信金额约 1560 亿元。目前金科的资信情况良好，获主流评级机构 AA+的主体信用评级，为其未来的高速发展获得了良好的保障。同时，公司流动比率长期保持在 1.7 以上，偿债能力维持较强水平。

2017 年公司平均楼板价 3383 元/平方米，销售均价为 7473 元/平方米。2017 年以前，公司销售均价处于较为稳定水平，但平均楼板价呈现稳定增长趋势。2017 年公司的平均楼板价与销售均价的比值为 45.27%，较 2012 年已有了较大幅度提升，但总体来看公司依然保持较低的拿地成本。

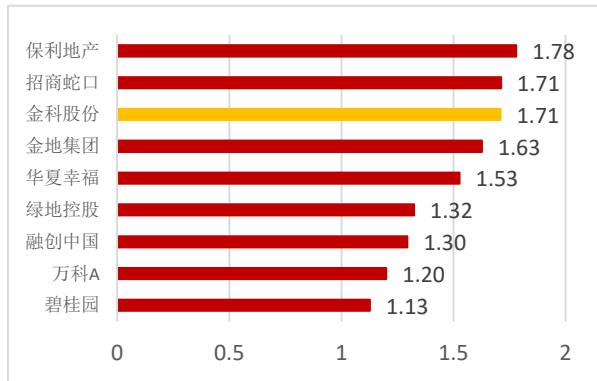
表格 4. 金科股份历年平均楼板价及销售均价

年份	平均楼板价（元/平方米）	销售均价（元/平方米）	楼板价/销售均价
2012	989	7257	13.63%
2013	1260	7909	15.93%
2014	1271	6522	19.49%
2015	1719	6657	25.82%
2016	2286	6393	35.76%
2017	3383	7473	45.27%

资料来源：Wind, 川财证券研究所

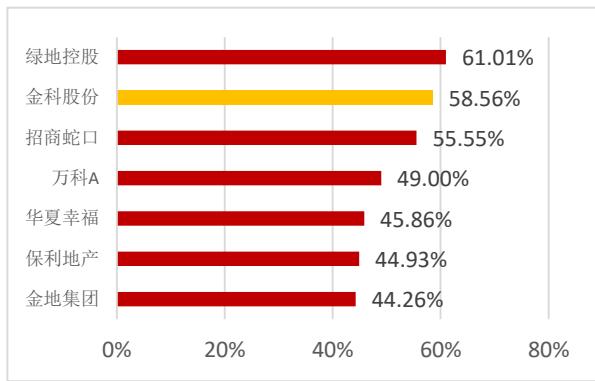
公司拥有较强的偿债能力，负债水平处于安全边际以内。截至 2017 年年末，公司速动比率为 1.71，位于行业内前列，现金余额可完全覆盖一年内到期债务。2017 年，公司扣除预收账款负债率为 58.56%，位于对比标的公司中前列。2014-2017 年间，公司扣除预收账款负债率分别为 56.62%、56.13%、55.33% 和 58.56%，处于较为稳定状态。公司整体债务水平处于安全边际以内。

图 25：金科股份速动比率位于行业前列



资料来源：Wind, 川财证券研究所

图 26：扣除预收账款负债率处于较低水平



资料来源：Wind, 川财证券研究所

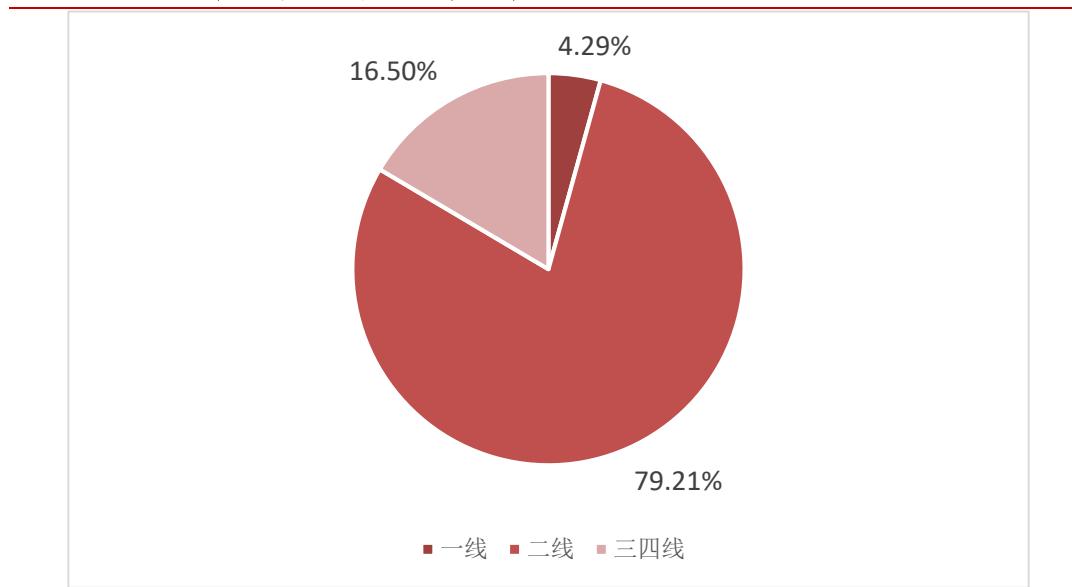
**“三高”，高质量、高效率、高增长。**公司坚持高质量拿地。在战略不断扩张的同时，公司拥有丰富的土地储备。目前公司拥有土地储备量约 3300 万平方米，预售货值约为 1200 亿左右，存货货值约为 300 亿左右，去化率争取达到 80%。2018 年公司预计新增拿地金额不低于销售额的 60%，拿地金额达到 600

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

多个亿左右，预计全年拿地金额占销售额不低于 60%。

公司土地储备分布于西南、华东、华北、中原等地区，公司坚持内生式增长与外延式发展并重，土地拓展方式由招拍挂方式向收并购、城中村改造、城市更新、合作开发等多点发力方式转变。目前，公司 80% 左右土地通过非招拍挂方式取得。2016 年公司非招拍挂拿地金额为 66 亿元，2017 年非招拍挂拿地额增长 104%，达到 135 亿元左右。2017 年全年新项目土地总投资额约 460 亿元，同比增长约 120%，共计获取 79 宗土地，计容面积约 1245 万平方米，同比增长约 103%。以重庆为主体的二线城市土地储备占总新增土地储备的 79.21%。报告期末，公司土地储备丰富，可售面积约为 3300 万平方米。重庆地区土地储备占总土储的比重占到 37% 左右，其他土储的分布主要围绕“三圈一带”核心 25 城。

图 27：2017 年金科股份拿地城市分布情况



资料来源：克尔瑞，川财证券研究所

表格 5. 2017 年金科股份拿地城市情况

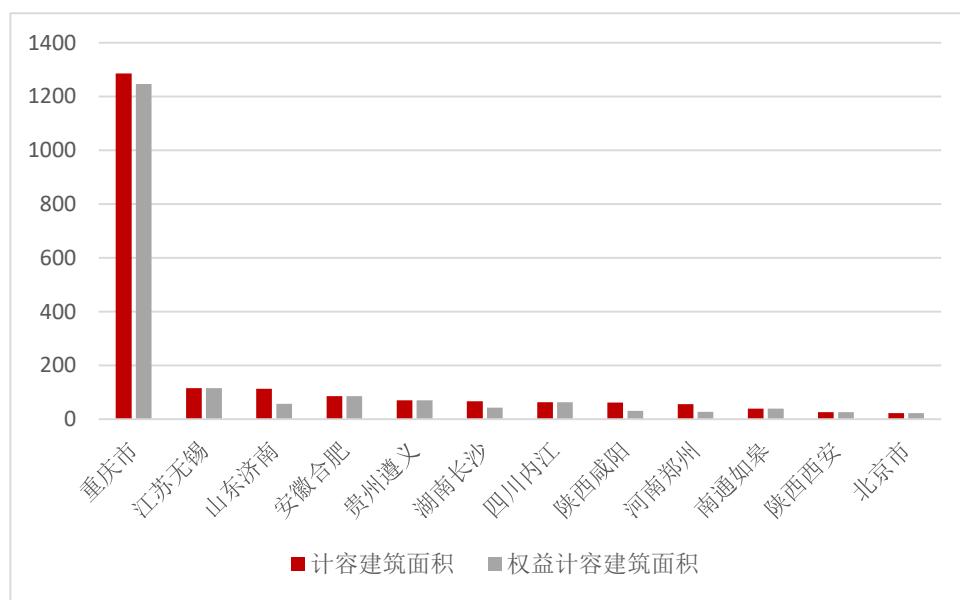
城市	城市能级	权益建筑面积 (万平米)	总价 (亿元)
北京	一线	40.69	35.46
成都	二线	73.04	19.86
贵阳	二线	11.60	1.52
杭州	二线	14.79	27.97
济南	二线	22.03	28.00
昆明	二线	14.21	6.00

南京	二线	6.00	8.10
沈阳	二线	13.35	4.39
石家庄	二线	17.68	13.31
苏州	二线	13.82	8.88
天津	二线	20.58	24.70
武汉	二线	63.73	44.61
长沙	二线	39.53	39.53
重庆	二线	440.10	182.95
常州	三四线	27.43	17.40
佛山	三四线	14.11	15.89
嘉兴	三四线	22.42	14.23
柳州	三四线	8.15	3.58
泸州	三四线	34.85	11.90
无锡	三四线	23.03	23.00
张家港	三四线	4.32	1.83
遵义	三四线	21.98	3.07

资料来源：克而瑞，川财证券研究所

截止 2017 年年末，公司在建项目共计 32 个，总计容建筑面积 2008.83 万平方米，权益计容建筑面积 1831.51 万平方米。其中，重庆地区权益计容面积为 1246.49 万平方米，占总量的 68.06%。公司拥有丰富的待结转项目，有较强的实力支撑未来收入业绩增长。

图 28：2017 年金科股份在建计容面积分布（万 m<sup>2</sup>）



## 四、新服务+新能源：两翼助推公司业绩增长

### 4.1、社区综合服务业绩稳步提升

我国物业管理最早可追溯到二十世纪八十年代初，由香港传入内地。虽然已发展了近四十年，但目前我国现代物业管理服务仍处于初级阶段，市场混沌无序，质量参差不齐，市场仍处于无序竞争阶段。据公开资料显示，截至到2016年，全国物业管理面积约为185.1亿平方米，近5年管理面积增速平均为6.7%，按此增速预计2020年全国物业管理面积可达240亿平方米，增量55亿平方米。2016年全国物业管理房地产业中介总收入金额为7083.35亿元，较2015年增加47.95亿元；物业管理固定资产投资额为512.31亿元，同比增长15.67%。物业市场呈现稳健增长趋势。

图 29：我国物业管理收入规模变化情况（亿元）



资料来源：Wind, 川财证券研究所

图 30：我国物业管理固定资产投资额（亿元）



资料来源：Wind, 川财证券研究所

经过2016年行业兼并合作的浪潮后，我国物业服务行业得到快速发展，行业集中度也快速提高，规模经营优势逐渐显现。中指院数据显示，2017年，全国百强物业服务企业营业收入均值达74209.92万元，同比增幅18.20%，净利润均值为5733.65万元，同比增长25.22%，总体呈上升趋势。TOP10、TOP11-30企业优化重点区域战略布局，加速拓展管理规模，同时突破传统物业管理的服务范畴，各业务板块全面发力带动营收强势增长，营业收入均值分别为43.20亿元和13.25亿元，同比增速分别为37.60%和27.67%，强者恒强局面进一步加强；TOP31-50、TOP51-100企业的营业收入均值分别为4.75亿元和2.77亿元，同比增速为18.99%和12.42%，增长相对平缓。

物业管理服务为公司重要业务。2018年6月1日，中国指数研究院和中国房

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

地产 TOP10 研究组联合发布《2018 中国物业服务百强企业》名单，金科物业服务集团有限公司位列全国百强物业服务企业第十名。2017 年公司社区综合服务收入达到 12.27 亿元，同比增长 26.17%，营业利润达到 2.92 亿元，同比增长 34.56%。公司物业管理业务营收保持高速增长态势，市场份额不断提升。

图 31：社区综合服务收入变化情况（亿元）



资料来源：Wind, 川财证券研究所

图 32：社区综合服务营业利润变化情况（亿元）



资料来源：Wind, 川财证券研究所

截至 2017 年，公司物业管理业务平台“金科服务”进入中国城市已达 110 个，管理规模超过 2.2 亿平方米，管理项目 591 个，服务业主超过 300 万人。其管理业态涵盖住宅、商业中心、写字楼、高校、政府、酒店会所等多种类型。凭借企业综合管理实力和领先的品牌优势荣获多项荣誉，第三方调查业主满意度连续七年超过 90%，管理 5 年以上项目满意度超过 95%。截至 2017 年 9 月，金科服务品牌价值达 27.68 亿元。

图 33：金科物业管理服务荣誉



资料来源：克尔瑞，川财证券研究所

公司致力于打造一流物业服务商，将传统的物业管理升级为“社区生活服务商”，通过打造智慧生活社区，为公司业主提供全方位的人性化服务，收入来源包括基本物业费和其他增值服务收入。业务覆盖重庆、北京、四川、江苏、湖南、陕西、山东等 24 个省(市)。公司一方面有质量地快速拓展物业服务管理面积，构建系统技术平台，实现用户大数据分析能力的跃升。另一方面加强增值服务的发展，引入高质量的合作方共建社区服务生态圈，并在社区教育、社区健康、社区金融等部分领域进行重度垂直发展，进一步服务好用户，提升收益能力。

图 34：社区综合服务升级方向



资料来源：克尔瑞，川财证券研究所

2018 年，金科服务继续坚持“以业主满意为核心”，全面启动“美好家园”和“生活方式”两大升级计划，打造人、云、端的智慧社区生态。从邻里文化到社区志愿者体系建设，从传统园区服务到业主“医、食、住、行”的生活全方位服务，从天启大数据到人工智能客服、AI 家，金科服务用温暖的心做有温度的服务，为业主实现资产增值保值。

#### 4.2、新能源开拓公司发展新板块

随着经济结构转型的不断加速，“创新、协调、绿色、开放、共享”的发展理念不断向纵深推入，我国出台了一系列政策措施明确进一步大力发展战略性新兴产业。国家《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》多次明确提到推动新能源行业发展。《可再生能源“十三五”规划》中明确提出到 2020 年，非化石能源在一次能源消费总量中占 15%，其中风电装机达到 2.1 亿千瓦以上，到 2030 年实现非化石能源占一次能源消费比重 20%。

尽管国家陆续出台一系列的鼓励和刺激政策，但是部分地区仍然出现的不同程度限电情况，行业发展受到较大制约。据国家能源局公布的数据显示，风

力资源较好的甘肃、新疆，2016年弃风率分别为43%、38%。整个行业弃风限电问题仍然较为严重，预计短时期内难以好转。

新能源方面，公司将持续跟踪行业发展变化，密切关注弃风限电的客观问题，根据市场情况、行业现状以及结合公司情况，适时调整新能源发展战略，审慎拓展新增新能源项目。

表格 6. 公司新能源项目发展情况

时间	内容
2014	公司通过收购新疆华冉东方新能源有限公司正式进入新能源风力发电行业。
2015	华冉东方烟墩风电项目二期10万千瓦、三期5万千瓦风电机组分别于2015年4月和10月顺利并网发电。 华冉东方全资子公司哈密华冉东方景峡风力发电有限公司申报的景峡风电项目获得新疆发改委核准，该项目总装机规模为20万千瓦，项目总投资15.65亿元。金科新能源公司申报的山东五莲中至金科地产集团股份有限公司2015年年度报告全文21光伏发电项目，获得山东日照市发改委登记备案，该项目总装机容量为2万千瓦，项目总投资1.53亿元。

资料来源：公司公告，川财证券研究所

## 五、跟投优势逐渐显现，2018年1200亿销售目标可期

公司2015年首次制定公司跟投制度，后经2016年和2017年两次修改，形成较为完备的跟投制度。根据最新规定，公司项目跟投人员包括集团总部、区域公司、城市公司和项目公司负责人及以上员工的必须跟投人和包含与项目经营直接相关的员工的自愿跟投人，且每个跟投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%。

图 35：金科股份跟投人员及范围

### 必须跟投人

集团总部：关键职能部门负责人及以上员工，必须跟投全集团范围内符合本办法规定的所有跟投项目。

区域公司：关键部门负责人及以上员工，必须跟投区域公司管辖范围内符合本办法规定的所有跟投项目。

城市公司：关键部门负责人及以上员工，必须跟投城市公司管辖范围内符合本办法规定的所有跟投项目。

项目公司：项目公司总经理必须跟投项目公司管辖范围内符合本办法规定的所有跟投项目。

### 自愿跟投人

与项目经营直接相关的员工，可自愿参与项目跟投。

资料来源：公司公告，川财证券研究所

截止 2017 年 12 月 31 日，公司共有 80 个项目实施了跟投机制，其中合并报表范围内跟投项目 56 个，涉及总跟投资金 2.92 亿元。截止报告期末，所有项目未进行收益分配及出现退出情形。公司监事未参与员工跟投。

公司强有力的激励机制也进一步促进公司业绩增长。2017 年公司目标销售额为 500 亿，实际实现销售额 660 亿，主要源于公司“尖叫奖励”激励机制，即超出目标部分将为管理层及员工带来额外的绩效奖励。2018 年，公司调整激励机制，上半年销售的激励程度大于下半年，由此激发公司上半年销售业绩，公司上半年预期销售额将达到全年 50% 左右。

公司经营战略目标清晰，2018 年 6 月 14 日，公司发布《发展战略规划纲要（2017-2020）》明确提出，在 2017 年至 2020 年期间，公司计划各年度力争实现签约销售金额分别约 500 亿元、800 亿元、1100 亿元、1500 亿元，并力争向 2020 年冲击 2000 亿元目标奋斗。2018 年一季度金科股份销售金额、面积均实现同比翻倍，其中销售金额约 241 亿元，同比增长约 142%，地产板块实现签约销售金额约 236 亿元，同比增长约 148%，签约销售面积约 304 万平方米，同比增长约 100%，有较大实力和可行性达到 1200 亿销售目标。

## 给予“增持”评级

假设公司 2018-2020 年销售额增速保持在 60% 左右（2016 年销售额增速为 43.28%，2017 年销售额增速为 92.96%），应收结算比为 80% 左右。

假设公司 2018-2020 年销售净利润率分别为在 6.41%、5.93% 和 5.99%。

假设公司 2018-2020 年总体成本率保持稳定，销售费用率、管理费用率和财务费用率合计为 9% 左右，融资成本率为 7% 左右。

首次覆盖予以“增持”评级。公司 2017 年实现营业收入 347.58 亿元，同比增长 7.82%；实现归属于上市公司股东净利润为 20.05 亿元，同比增长 43.67%，基本每股收益为 0.38 元。首次覆盖给予金科股份“增持”评级。我们预计 2018-2020 年公司实现营业收入 412.35、546.80 和 684.43 亿元，归属母公司净利润有望达到 22.26、29.65 和 37.38 亿元，EPS 分别为 0.42、0.56 和 0.70 元/股，对应 PE 分别为 11.08、8.32 和 6.60 倍，公司未来几年业绩有望保持高增长，有持续看点。

## 风险提示

### 销售不及预期风险

随着政府房地产市场调控力度继续加强，国内多个城市限购、限售、限价政策力度不断加码，公司面临销售不及预期风险。

### 融资成本上升风险

随着房地产资金市场逐渐趋于紧张加上部分企业违约风险不断上升，房地产企业市场融资成本出现上行趋势，公司面临融资成本上升，进而有可能影响利润率的风险。

### 扩张不及预期风险

公司今年加速全国性布局，存在扩张不及预期风险。

## 盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	144188	169622	216241	261758	<b>营业收入</b>	34758	41235	54680	68443
现金	18627	18627	18627	18627	营业成本	27348	32675	43338	54243
应收账款	1495	1767	2343	2934	营业税金及附加	1130	1443	1914	2396
其他应收款	9111	10688	14226	17785	营业费用	1808	1657	2219	2812
预付账款	4107	4901	6501	8136	管理费用	1512	1753	2330	2914
存货	107221	130014	170916	210645	财务费用	472	528	610	670
其他流动资产	3626	3624	3628	3631	资产减值损失	-56	0	0	0
<b>非流动资产</b>	13176	11348	11455	11306	公允价值变动益	-15	0	0	0
长期投资	4427	2541	2877	3023	投资净收益	258	257	257	257
固定资产	2442	2842	2924	2846	<b>营业利润</b>	3036	3384	4520	5655
无形资产	62	54	46	38	营业外收入	42	67	62	60
其他非流动资产	6246	5911	5608	5400	营业外支出	135	116	123	122
<b>资产总计</b>	157364	180970	227697	273064	<b>利润总额</b>	2943	3335	4459	5593
<b>流动负债</b>	84294	99477	134447	167132	所得税	657	764	990	1256
短期借款	6420	19926	32598	46139	<b>净利润</b>	2285	2571	3470	4337
应付账款	11462	13252	16978	21747	少数股东损益	281	346	504	598
	66412	66299	84871	99246	<b>归属母公司净利润</b>	2005	2226	2965	3738
其他流动负债					<b>EBITDA</b>	3720	4115	5362	6572
<b>非流动负债</b>	50704	56279	65197	74343	EPS (元)	0.38	0.42	0.56	0.70
长期借款	37244	44662	52681	61240					
其他非流动负债	13460	11617	12516	13102					
<b>负债合计</b>	134998	155756	199645	241475					
少数股东权益	2597	2943	3447	4046					
股本	5340	5340	5340	5340					
资本公积	4070	4070	4070	4070					
留存收益	8318	12861	15195	18134					
归属母公司股东权益	19769	22271	24605	27544					
<b>负债和股东权益</b>	157364	180970	227697	273064					
现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	-8486	-18662	-21001	-21105	<b>成长能力</b>				
净利润	2285	2571	3470	4337	营业收入	7.8%	18.6%	32.6%	25.2%
折旧摊销	212	203	232	247	营业利润	34.3%	11.5%	33.5%	25.1%
财务费用	472	528	610	670	归属于母公司净利润	43.7%	11.0%	33.2%	26.1%
投资损失	-258	-257	-257	-257	<b>盈利能力</b>				
营运资金变动	-11081	-22692	-25166	-26447	毛利率(%)	21.3%	20.8%	20.7%	20.7%
其他经营现金流	-116	985	110	345	净利率(%)	4.6%	5.8%	5.4%	5.4%
<b>投资活动现金流</b>	-9902	2158	-105	96	ROE(%)	10.1%	10.0%	12.1%	13.6%
资本支出	530	0	0	0	ROIC(%)	4.3%	3.5%	3.6%	3.6%
长期投资	3740	-1919	347	146	<b>偿债能力</b>				
其他投资现流	-5633	239	242	242	资产负债率(%)	85.8%	86.1%	87.7%	88.4%
	19310	16504	21106	21009	净负债比率(%)	40.84%	47.50%	47.77%	48.55%
<b>筹资活动现金流</b>	4894	13506	12672	13541	流动比率	1.71	1.71	1.61	1.57
短期借款	18737	7417	8019	8559	速动比率	0.44	0.39	0.33	0.30
长期借款					<b>营运能力</b>				
普通股增加	-4	0	0	0	总资产周转率	0.26	0.24	0.27	0.27
资本公积增加	37	0	0	0	应收账款周转率	28	24	25	25
其他筹资现流	-4354	-4420	415	-1091	应付账款周转率	2.88	2.64	2.87	2.80
<b>现金净增加额</b>	922	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.38	0.42	0.56	0.70
					每股经营现金流(最新摊薄)	-1.59	-3.49	-3.93	-3.95
					每股净资产(最新摊薄)	3.70	4.17	4.61	5.16
					<b>估值比率</b>				
					P/E	12.31	11.08	8.32	6.60
					P/B	1.25	1.11	1.00	0.90
					EV/EBITDA	18	17	13	10

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，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，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：0000000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0003