

## 厚积薄发稳步发展，指标亮眼未来可期

金科股份 (000656.SZ)

**推荐** 维持评级

### 核心观点:

- **房地产行业仍具有较大发展空间。**2019年，全国房地产开发投资完成额为13.2万亿元，同比增长10%，增速较2018年提高0.4个百分点；房屋新开工面积22.7亿平米，同比增长8.51%。为了促进行业平稳健康发展，国家近年来加大了房地产市场的调控力度，出台了一系列宏观政策，地产行业在整体保持快速增长的同时出现了阶段性的波动。但长期来看，随着城镇化率的进一步提高，我国人均居住水平的进一步提高，房地产行业仍具有较大发展空间。
- **城镇化及可支配收入的不断提高是行业主要增长动力，房企毛利率整体有降低压力。**土地出让金、建筑成本和人工成本的持续上升一定程度上影响了房地产发展运营，过去几年大部分主要上市房地产开发商的毛利率有一定程度的降低，整体而言，预期日后土地成本将持续攀升，对房企产生更大压力。目前融资成本处于历史相对低位，房企近年来资金压力整体有所减轻。
- **金科股份自2015年后进入高速增长期。**金科房地产销售额从2015年的238亿元增长至2019年的1860亿元，年均复合增长率约为67%，2019年的销售额增速为56.6%，较之前有所回落。房地产销售面积逐年上升，由2013年的236万平方米增至2019年的1905万平方米，年均复合增长率约为42%，2017年至2019年的销售面积增速分别为68.9%，59.2%和42%。
- **金科股份拿地积极，2014年以来的拿地面积均超过当年销售面积。**公司2019年拿地面积为当期销售面积的174.4%，极高的拿地速度为公司未来的进一步扩张和收入确认带来了有效保障。此外，公司拿地均价占销售均价的比例较为稳定且基本处于50%以下，公司2019年的拿地均价为销售均价的27.4%，保证了公司在进一步发展中的盈利性。
- **投资建议：**金科股份作为根植于中西部地区的龙头企业，在“三圈一带，八大城市群”的发展模式下，业务版图逐步稳扎稳打拓展到全国。在2018年销售金额突破千亿大关后，2019年更上一层楼，公司拿地积极，丰厚的土储为未来销售保驾护航。随着销售回款的加强以及融资结构优化，未来杠杆水平有望进一步下降，现金流连续两年为正，运营周转提速。同时，公司的物业管理板块位于行业第10位，有望成为新的业绩增长点并逐步体现在估值提升上。我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为70.73亿元、91.48亿元和108.70亿元，对应的每股收益分别为1.32元/股、1.71元/股、2.04元/股，以4月7日的收盘价8.13元计算，对应的市盈率分别为6.16倍、4.75倍、3.99倍，我们认为公司未来还有很大的发展空间，给予“推荐”评级。

### 分析师

潘玮 房地产行业分析师

☎: (8610) 6656 8212

✉: panwei@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511070002

特别鸣谢

王秋蒨

☎: (8610) 8357 4699

✉: wangqiuhen\_yj@chinastock.com.cn

### 相关研究

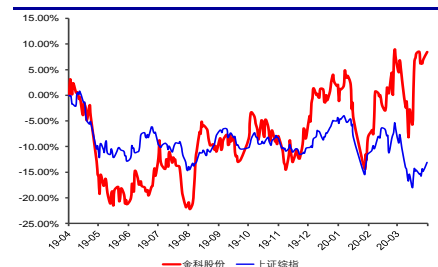
【银河地产潘玮团队】公司点评\_房地产行业\_金科股份(000656):土储充沛,营收高增,业绩进入释放期\_20200324

### 市场数据

时间 2020.4.07

A股收盘价(元)	8.13
A股一年内最高价(元)	8.47
A股一年内最低价(元)	6.30
上证指数	2820.76
总股本(百万股)	5339.72
实际流通A股(百万股)	5247.92
流通A股市值(亿元)	426.66

### 相对上证综指表现图



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 目 录

<b>一、行业情况：政策支持力度不减，板块配置价值凸显</b> .....	<b>2</b>
(一) 房地产行业现状及趋势：处在结构性转变关键时期.....	2
1、行业发展概况：我国地产业仍具有较大发展空间.....	2
2、行业主要增长动力：城镇化及可支配收入的不断提高是主要增长动力.....	2
3、国内房地产行业竞争形势：百花齐放，竞争激烈，集中度不断提高.....	3
4、房地产行业发展趋势：行业处于结构性转变的关键时期.....	4
(二) 国家及地区政策分析：总基调保持稳定，因城施策空间加大.....	5
1、“房住不炒”仍是主基调，政策大环境仍中性偏宽松.....	5
2、“因城施策”下，政策边际宽松弹性和空间加大.....	5
3、最新一期 LPR 保持不变，房贷利率有所下降.....	6
4、城镇化进程加速，户籍制度进一步改革促进购房需求释放.....	6
(三) 市场走向：疫情对行业冲击较大，供需正在恢复中.....	6
<b>二、金科股份：城市化进程中的“美好生活服务商”</b> .....	<b>7</b>
(一) 历史及行业地位：发于川渝，销售额跻身 TOP20，业绩攀升.....	7
(二) 业务布局：四位一体协同发展，未来成长空间广阔.....	7
1、地产主业：逐步扩展区域，增强竞争优势.....	8
2、物业管理：提供多元服务，建设智慧社区.....	8
3、科技业务：坚持产城融合，促进协同发展.....	8
4、酒店与园林：开展多元业态，延展产业布局.....	8
(三) 销售增长迅猛，拿地积极，土地储备充足.....	9
1、近年来销售面积年复合增长率高达 42%，销售回款充裕.....	9
2、拿地速度加快，土地储备充足，地价控制合理.....	9
(四) 财务分析：营收净利高涨，资本结构优化，ROE 创新高.....	11
1、营业收入高增长，盈利能力较强.....	11
2、债务结构优化，偿债能力增强.....	12
3、现金流回正，运营周转提速.....	14
4、杜邦分析：销售助力周转加快，ROE 持续提高.....	14
<b>三、盈利预测与投资建议</b> .....	<b>15</b>
(一) 盈利预测.....	15
(二) 投资建议.....	15
<b>四、风险提示</b> .....	<b>15</b>

## 一、行业情况：政策支持力度不减，板块配置价值凸显

### （一）房地产行业现状及趋势：处在结构性转变关键时期

#### 1、行业发展概况：我国地产业仍具有较大发展空间

从 20 世纪 90 年代以来，随着福利分房的退出和住房货币化的推广，中国深化城镇住房制度改革，我国房地产业也随着城镇化的加快发展得到了飞速发展。2019 年，全国房地产开发投资完成额为 13.2 万亿元，同比增长 10%，增速较 2018 年提高 0.4 个百分点；房屋新开工面积 22.7 亿平方米，同比增长 8.51%。为了促进行业平稳健康发展，国家近年来加大了房地产市场的调控力度，出台了一系列宏观政策，地产行业在整体保持快速增长的同时出现了阶段性的波动。长期来看，随着城镇化率的进一步提高，我国人均居住水平的进一步提高，房地产行业仍具有较大发展空间。

#### 2、行业主要增长动力：城镇化及可支配收入的不断提高是主要增长动力

##### （1）城镇化进程加快

受益于改革开放及经济的快速发展，20 世纪 90 年代以来国内的城镇化进程加快。截止 2019 年年底，国内的城镇化率由 2013 年的 53.7% 上升至 2019 年的 60.6%，城镇总人口由 2013 年的 7.31 亿增至 2019 年末的 8.48 亿。城镇人口的大幅增加也带来了城市住房需求的随之增长。

##### （2）可支配收入不断提高

随着中国经济快速增长，城镇家庭人均可支配收入稳步提高，由 2013 年的人民币 26955 元增至 2019 年的人民币 42359 元，以年复合增长率 7.8% 增长。随着购买力日益提高，中高端个人住房需求持续增长。

##### （3）其他影响行业的因素分析

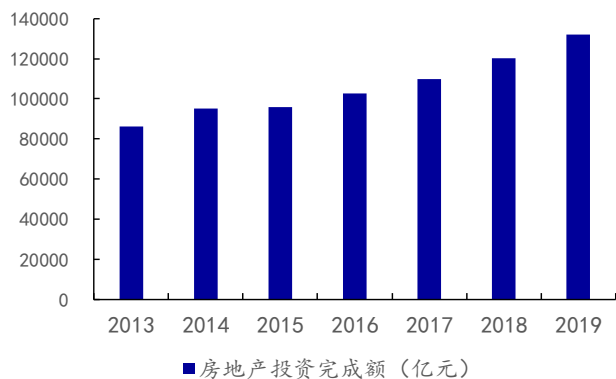
近年，房地产开发业务受土地出让金不断上升的影响较大，资金成本方面在 2014-2016 年由于央行的降息政策得到了有效的控制，但近两年国家又开始严控资金流入房地产，使得行业融资成本又呈现上升趋势。预计随着国内经济的不断发展和拆迁及安置成本的不断增加，土地出让金将继续攀升。土地出让金、建筑成本和人工成本的持续上升一定程度上影响了房地产发展运营，因此过去几年大部分主要上市房地产开发商的毛利率有一定程度的降低。

地价：2013 到 2019 年，全国土地购置面积由 38814 万平米下降至 25822 万平米，而土地成交价款却以年增长率 6.79% 的复合增长率上升，由 2013 年的 9918 亿元上升至 2019 年的 14709 亿元，平均楼面地价以 14.3% 的年复合增长率快速上升，由 2013 年的 2555 元/平米上升至 2019 年的 5696 元/平米，整体而言，预期日后土地成本将持续攀升，对房企产生更大压力。

资金成本（基准借款利率）：2008 年 12 月，基准借款利率创下历史新低，一至三年的贷款年利率为 5.4%。随着国内自 2010 年下半年开始采用紧缩货币政策，基准贷款利率开始上升，至 2012 年 7 月，一至三年的贷款年利率为 6.15%。2014 年 11 月起，基准利率开始逐步下降，2015 年 10 月，一至三年的贷款年利率为 4.75%。整体来看，目前融资成本处于历

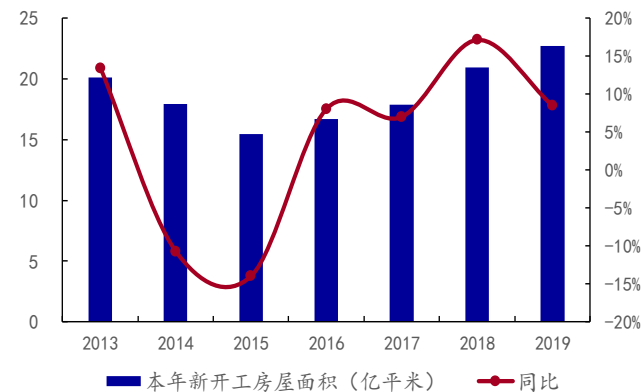
史相对低位，房企近年来资金压力整体有所减轻。

图 1: 2013-2019 年房地产投资完成额 (亿元)



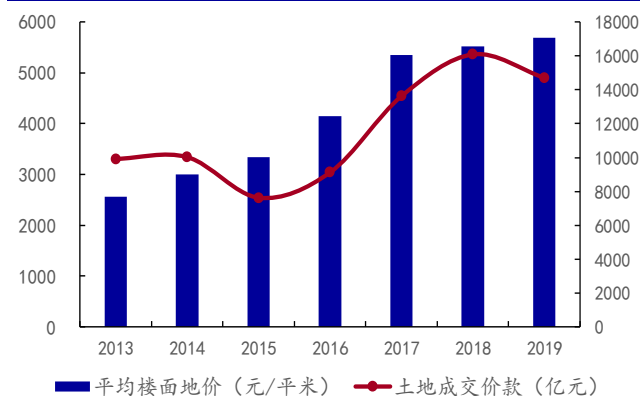
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 2: 2013-2019 年房屋新开工面积 (亿平方米) 及同比增速



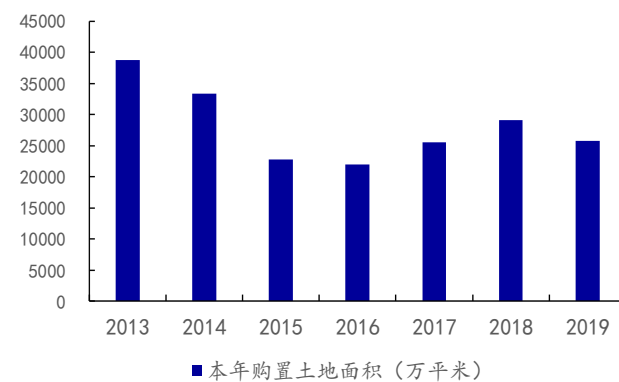
资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 3: 2013 至 2019 年平均楼面地价及土地成交价款



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

图 4: 2013-2019 年土地购置面积 (万平方米)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

### 3、国内房地产行业竞争形势: 百花齐放, 竞争激烈, 集中度不断提高

国内房企当前潜在的竞争对手主要为国内开发商, 其次为来自亚洲的国外开发商 (包括香港主要房地产开发商)。开发商在多个因素上开展竞争: 土地购置、品牌、财务资源、价格、产品品质、服务品质等。此外, 交通便利性、配套设施及品质声誉也是影响住宅项目吸引力的主要因素。房地产开发商必须具备的专业能力包括规划、设计能力、还需要具有深厚的知识和客户储备基础, 对房地产市场的政府政策和居民需求具有较强的前瞻性和洞察力。同时, 为了发展新项目储备, 开发商还必须与地方政府保持良好的合作关系。一个可以看到的现实是, 早期涉足房地产开发的大中型开发商已经在整个地区建立了先发优势, 更加有经验和市场品牌声誉, 比新进入者更有竞争优势。

我国房地产行业集中度逐步提高, 宏观调控加速了房地产企业的优胜劣汰。2009 年到 2019 年, 我国房地产销售排名前十企业的市场份额由 8% 提升到 26.28% (按销售金额计算),

市场份额更加集中于头部梯队企业。和香港、美国等发达地区及国家的房地产市场相比，我国房地产行业集中度仍有提升空间。以美国为例，进入 20 世纪 90 年代以来，美房企进过兼并、重组，行业集中度日益提高。以销售套数计算，排名前 5 位的房地产企业的市场份额从 1991 年的 3.8% 提升到 2009 年的超过 20%，我国当前时期前五大开发商市场占有率为 17.99%，参考成熟地产市场的历史经验，我国龙头企业仍有较大的成长空间。

#### 4、房地产业发展趋势：行业处于结构性转变的关键时期

当前地产行业处于结构性转变的关键时期。经过一系列的宏观调控，行业的供需矛盾从紧张趋于缓和。行业的重组案例、并购整合都越来越多，不适应的企业将会逐渐被淘汰，有实力的企业的资源和融资优势会越来越凸显，从而向海外开拓。并且随着地产金融的不断发展，轻资产运营模式逐渐成为一种领先的运营模式，促进行业的运营模式也得到不断创新。综合来看，房地产业发展趋势集中体现在以下几个方面：

##### （1）政策调控致使供需由紧张变平衡，行业利润空间回归理性

近年来，国家采取了很多卓然有效的措施，遏制房价过快上涨，房价上涨势头趋缓，同时，行业规模仍在稳定增长，通过国家的一系列调控措施，以及加上市场的自我调节，行业供需由紧张变平衡。同时，从开发成本端来分析，土地成本不断攀升，材料及人工成本也逐渐上升，地产开发成本上涨压力增加，综合来看，近年来房企的盈利水平逐步回归理性，行业利润水平趋于平稳。

##### （2）市场区域分化加剧，考验房企的区域布局能力

当前国内处于城镇化快速发展的阶段，重点一、二线城市和部分强三线城市是人口导入和净流入的重点区域，这些区域基础设施建设先进完整，且未来可预见的人口净流入也很可观，从而催生大量置业需求，随着政策的相对宽松和因城施策下地方政府的支持政策的不断出台，这些区域的房地产市场是会平稳健康增长的。与此同时，部分三、四线城市面临青壮年不断流出，人口结构老化加快、经济增速降低的风险，购房需求不足，存在市场规模下降的问题。这些市场分化因素的存在，也是考验房企区域布局能力的机会，在人口净流入较多的一二线和强三四线城市进行布局的战略是相对较优势的，也能从中分享人口红利的进一步释放。

##### （3）行业投融资模式更新换代，运营模式不断创新

随着融资模式的不断迭代创新，当前房企的融资并不仅仅局限于银行贷款、股权融资、债权融资等传统渠道，也逐渐发展了私募基金等新渠道。传统的房企运营模式是开发、建设再到销售获得盈利的模式，现在，逐渐转变为轻资产，重运营的模式。很多企业现在开始采取“小股操盘、合作开发”的模式，输出自身品牌和管理能力，获得相应收益，替代了需要投入大量资金获得收益的开发模式。同时，一些房企也从自身业务着手，从单纯的开发商转变为综合社区服务提供商，利用互联网+的概念，为住户提供综合社区服务。我们本篇报告所覆盖的金科股份，就是从 2016 年开始，就从战略方面开始进行转变：一是产品层面，从关注房子（居住）到关注社区（宜居），实现业务重心从 5 年短周期到 65 年长周期的转变；二是用户层面，从一次交易到持续消费，实现从客户到住户、到用户、到会员（粉丝）的转变；三是企业层面，从地产开发商逐渐转型为社区综合服务提供商，实现从重资产投资向轻资产运营的转变。

部分房企，还利用自身的优势，通过设立房地产投资基金，在资本市场上募资，对市场

的优质项目进行投资以获得投资收益。未来，随着行业与房地产金融的不断发展，企业投融资模式及运营模式将进一步多元化，与资本市场的结合也将更加紧密。

#### (4) 房企业务多元化将成为大趋势

随着中国房地产市场逐渐结束高速增长时代，领先地产企业纷纷启动了“房地产+”模式的创新与转型，比如商业地产、产业地产、养老地产、旅游地产等。企业之间的竞争已经不单单是土地的竞争，而是客户的竞争。新趋势下，房地产企业在做好主业的同时，适度拓宽相关产业链需求业务协同。从头部领先房企的布局方向来看，商业地产、产业地产、养老地产、物业等领域都是重点布局方向。产业升级和消费升级的大背景下，这些领域也都会产生新的发展机遇。

我们本篇报告覆盖的金科股份，除了地产产业链的业务之外，还布局了新能源产业。截至2019年末，公司景峡、烟墩风电场全部实现并网发电，总装机容量达到40万千瓦，两个风电场全年上网电量共计103,076万千瓦时，发电量在同区域风电场中持续保持领先水平，烟墩风电场全年弃风限电率为13.3%，同比下降4.7个百分点，景峡风电场全年弃风限电率为14.4%。公司充分发挥混凝土塔筒核心技术优势，实现EPC代建业务突破，全年顺利承建并完成9.9万千瓦装机项目。全年新能源业务实现营业收入41,491万元，同比增长约121%；实现净利润12,583万元，同比增长超200%。

## (二) 国家及地区政策分析：总基调保持稳定，因城施策空间加大

### 1、“房住不炒”仍是主基调，政策大环境仍中性偏宽松

房地产调控政策继续深化，“房住不炒”仍是主基调。今年以来政策调控趋势未变，始终围绕“房住不炒”展开，2020年2月19日晚，央行发布2019年四季度货币政策报告。《报告》延续了中央经济工作会议的说法，继续强调：房子是用来住的，不是用来炒的定位，按照“因城施策”的基本原则，加快建立房地产金融长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。其中再次提到“不将房地产作为短期刺激经济的手段”和三季度货币政策报告一致。3月27日中共中央召开政治局会议，会议提出要加大宏观政策调节和实施力度。要抓紧研究提出积极应对的一揽子宏观政策措施，适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模，引导贷款市场利率下行等。这次会议未提及房地产，从2019年12月、2020年2月政治局会议到本次，政治局会议已经连续三次未提及房地产。在海外疫情未见明显拐点以及内需下降的压力下，房地产对经济的重要作用凸显，我们认为未来一段时间内房地产政策环境仍中性偏宽松。

### 2、“因城施策”下，政策边际宽松弹性和空间加大

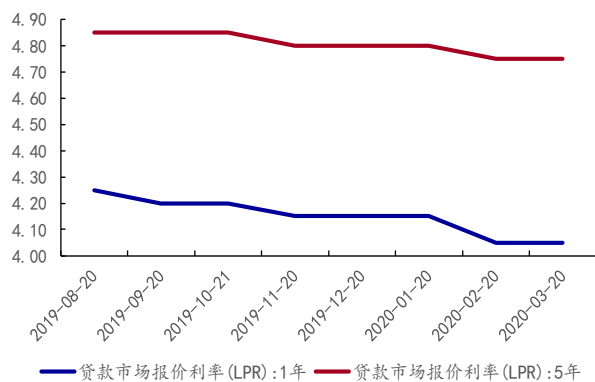
近期，部分城市出台了从行政审批、融资和土地供给层面给予房企多方位支持的政策。行政审批层面，各城市通过加强线上审批、加快运转效率等相关方式鼓励企业复工复产，维持稳定。融资层面，多地方政府要求银行不得盲目抽贷、断贷、压贷，有利于缓解房企资金面压力，不至于现金流出现较大危机。土地供给层面，上海、浙江、西安、无锡等地均提出土地出让金可以延期、分期缴纳，通过合理的土地市场政策调整，推动土地增量供应，盘活存量，有效缓解土地资源的空缺。因城施策下我们看到从供给端进行市场调整宽松的政策越发多样，未来预计调整政策仍以供给端为主。

### 3、最新一期 LPR 保持不变，房贷利率有所下降

3月20日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布贷款市场报价利率(LPR)为:1年期LPR为4.05%，5年期以上LPR为4.75%，相比上次均没有发生变化，整体而言目前我国货币政策依然保持定力。但我国2月一般贷款利率的降幅超过同期LPR的降幅，2月LPR的下降将体现于3月份贷款利率的较大概率会继续下降。

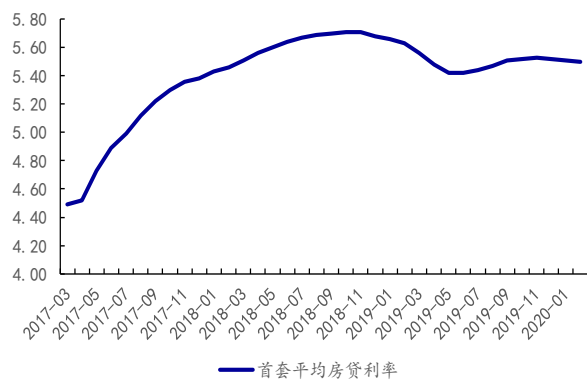
2020年以来我国首套房贷利率基本稳定，1月和2月分别为5.51%和5.5%。融360大数据研究院发布的中国房贷市场报告显示，2020年3月全国首套房贷款平均利率为5.45%，环比下降5个百分点。受2月20日5年期LPR报价下调的影响，30个城市首套房贷款利率环比有所下调，下调幅度基本与LPR水平保持一致。虽然3月首套房贷利率创下半年来最低值，但数值波动较小，整体基本稳定。

图 5：2019 年 8 月至今 LPR 报价情况 (%)



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

图 6：2017 年 3 月至今首套房平均房贷利率变化情况 (%)



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

### 4、城镇化进程加速，户籍制度改革促进购房需求释放

2019年12月25日，中共中央办公厅和国务院办公厅印发《关于促进劳动力和人才社会性流动体制机制改革的意见》，本次《意见》的内容跟2019年4月发改委发布的《2019年新型城镇化建设重点任务》关于户籍制度改革的内容基本一致，这些措施将增加城市吸引力，加速城镇化进程，并淡化了相关城市住房限购政策的约束。满足文件中城市类型的主要是一二线以及强三线城市，人口的聚集将带来相关城市房地产市场的需求增加，同时伴随着一二线城市景气度回升，长期来看预计未来房地产市场交易量将逐步增加，购房需求将释放。

#### (三) 市场走向：疫情对行业冲击较大，供需正在恢复中

从市场表现来看，市场2020年一季度受疫情冲击缩量明显，重点城市的成交规模缩量至近10年的最低水平，2月整月缩量近7成，3月份成交规模逐渐复苏，虽仍不及去年同期，但部分热点城市的成交恢复较快。价格整体维持平稳，土地市场呈现结构性变化，部分热点城市住宅用地成交楼面均价上涨较多，土地市场热度较高。

当前国内疫情已取得阶段性成效，但国外疫情仍在集中爆发并呈现蔓延趋势，我国经济面

临新的不确定性，可以期待的是，未来中国将持续加大逆周期调节力度，降息降准也是有可能出现的，房地产市场基本面虽面临一定的下行压力，但在中央和地方政府的政策支撑下，市场将逐渐复苏回稳。中央近期开始启动新一轮基建以扩大内需，在诸多利好政策的支持下，二季度我国消费和投资都将得到一定程度的提振。

房地产市场方面，由于政策环境相对偏宽松，房企融资端成本略有降低，但在中央强监管不放松的大背景下，房企融资成本改善空间有限。我们在去年底的 2020 年度策略报告中对房地产各运行指标的预测是：2020 年房地产投资增速 6-8%；销售面积增速 0~1.5%，销售金额增速 1~2%；新开工面积增速 3%左右；商品房销售价格稳中有升，其中，一二线城市涨 3.5%，三四线 0%；竣工面积增速 6~8%。现在，由于出现了新冠疫情的影响，对地产行业造成较大冲击，我们修改 2020 年各指标的预测如下：销售面积增速同比下降 7-9%；房价维持稳定；新开工全年降幅 3-5%；投资端，预计仍能维持较高水平。

## 二、金科股份：城市化进程中的“美好生活服务商”

### （一）历史及行业地位：发于川渝，销售额跻身 TOP20，业绩攀升

金科集团成立于 1998 年，于 2005 年在深交所 A 股正式挂牌上市（股票代码：000656），公司经过多年持续、稳健的发展，形成了以民生地产开发、科技产业运营、社区综合服务、文化旅游康养等相关多元化产业四位一体协同发展的大型企业集团，是城市发展进程中领先的“美好生活服务商”。公司以国家城市群发展战略为导向，紧密围绕“三圈一带”，即京津冀经济圈、长三角经济圈、珠三角经济圈和长江经济带，以及八大城市群，进行区域战略布局，事业遍布全国 23 个省、直辖市、自治区。

目前公司总资产 3000 多亿元，员工 2.5 万余人，2019 年销售金额突破 1800 亿元，年操盘面积超过 1700 万平方米（位列行业前十，克尔瑞研究中心），社区服务在管面积超过 2.48 亿平方米（位列全国前十）。从销售额角度看，公司近五年来排名不断攀升，并于 2019 年正式进入中国房地产企业销售排名前 20 名的行列，2019 年销售额为 1803.4 亿元，较前年有显著提高，按照公司目前的增长率计算，预计公司 2020 年行业排名将进一步上升。

表 1：金科股份克而瑞排名

时间	克而瑞排名	年度销售额(亿元)
2015	31	293.0
2016	30	455.2
2017	32	681.2
2018	22	1291.1
2019	17	1803.4

资料来源：克而瑞，公司公告，中国银河证券研究院

### （二）业务布局：四位一体协同发展，未来成长空间广阔

公司 2019 年实现收入 678 亿元人民币，其中房地产行业收入占比达 93.12%，为公司主营业务，除此之外，公司还涉足物业管理、新能源等行业，走以地产为中心的多元化发展道路。



**表 2: 金科股份营业收入构成**

	2019 年		2018 年		同比增减
	金额 (万元)	占营业收入比重	金额 (万元)	占营业收入比重	
营业收入合计	6777337.45	100%	4123367.64	100%	70.28%
房地产	6310961.03	93.12%	3800621.70	92.17%	0.95%
物业管理	230984.94	3.41%	173400.62	4.21%	-0.80%
新能源	41450.20	0.61%	18754.43	0.45%	0.16%
其他主营业务	193941.28	2.86%	130590.90	3.17%	-0.31%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

### 1、地产主业: 逐步扩展区域, 增强竞争优势

公司的房地产开发业务聚焦“三圈一带, 八大城市群”等重点区域进行深耕发展, 目前在长三角、京津冀、粤港澳大湾区、成渝、中原、长江中游、北部湾、山东半岛等城市群均有分布, 覆盖范围包括全国 23 个省、自治区、直辖市, 开发项目分布于北京、天津、广州、重庆、南京、武汉、济宁、成都、合肥、济南、南宁、苏州、郑州等主要城市。

金科商业整合地产、商业、物业三大业务板块资源, 联合招商资源和物业租售资源, 为购买金科商业物业的投资者实现投资保值增值。金科的社区商业全国发展战略现已布局“中西部、长三角、环渤海”三大区域, 在全国商业体量已达 642 万方, 拥有 162 个商业项目, 并持续保持着每年 5-8 个商业项目开业的速度稳步上升。

### 2、物业管理: 提供多元服务, 建设智慧社区

物业管理业务是公司的另一重要业务, 公司围绕业主需求将传统的物业管理升级为“美好生活服务商”, 积极发展三大核心业务: 物业服务、增值服务和智慧科技服务。目前业务已覆盖北京、四川、重庆、江苏、湖南、陕西、山东等 20 余个省、自治区和直辖市。金科服务荣膺 2019 中国物业服务十强企业(连续四年蝉联)、服务百强企业规模 TOP10、服务质量 TOP10、企业经营绩效 TOP10、中西部市场占有率第一、智慧科技物业、中国蓝筹物业企业(连续四年蝉联)等殊荣。

### 3、科技业务: 坚持产城融合, 促进协同发展

金科集团 2014 年建立全资子公司金科产业投资发展集团有限公司, 目前已发展成为中国领先的产业综合运营商, 公司成立 5 年来, 形成东部、中部、西部全国化布局, 进入重庆、湖南、山西、四川、山东、辽宁、陕西、河南等 8 省份 11 个城市, 其中 2019 年新进驻城市 6 个, 累计开发运营管理项目 19 个, 面积超过 900 万平方米, 先后打造了以重庆两江健康科技城、长沙科技新城、山西智慧科技城、临沂智能制造科技城、潍坊智慧科技城等为代表的一批示范性产业园区。此外, 公司还于 2014 年建立金科新能源有限公司, 并实施第一个风电项目目前公司新疆哈密烟墩 20 万千瓦项目已并网发电, 新疆哈密景峡 20 万千瓦项目仍在建设中。

### 4、酒店与园林: 开展多元业态, 延展产业布局

金科酒店管理公司通过酒店经营策划, 将“金科酒店”管理体系与品牌内涵全面导入所

管理酒店，推动酒店的稳步经营与持续发展。集团的园林业务包括以下四个方面的内容：景观设计、园林规划、生态城市、环保科技。

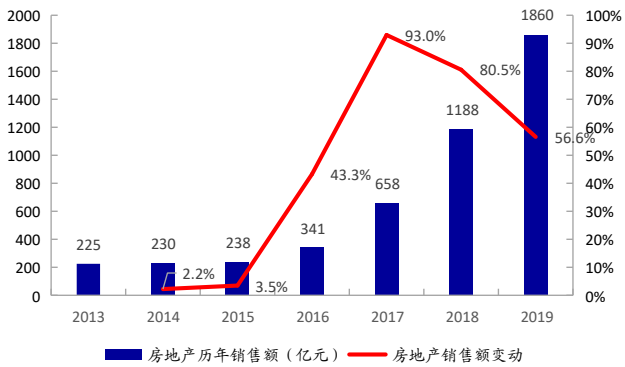
### （三）销售增长迅猛，拿地积极，土地储备充足

#### 1、近年来销售面积年复合增长率高达 42%，销售回款充裕

金科股份自 2015 年后进入高速增长期，房地产销售额从 2015 年的 238 亿元增长至 2019 年的 1860 亿元，年均复合增长率约为 67%，2019 年的销售额增速为 56.6%，较之前有所回落。房地产销售面积逐年上升，由 2013 年的 236 万平方米增至 2019 年的 1905 万平方米，年均复合增长率约为 42%，2017 年至 2019 年的销售面积增速分别为 68.9%，59.2% 和 42%。

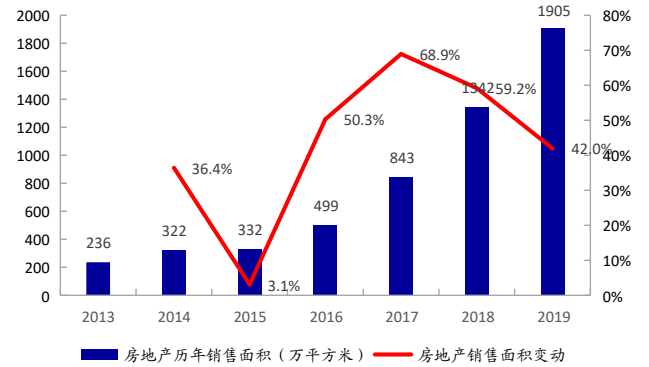
在销售回款方面，随着公司规模增大，表内的销售回款金额逐渐增多，将具有更加流畅的现金流周转，2019 年公司的销售回款约为 1610 亿元，较 2018 年增长 53%，并连续三年增速超过 50%，抵御流动性风险的能力进一步增强。

图 7：金科股份历年销售额



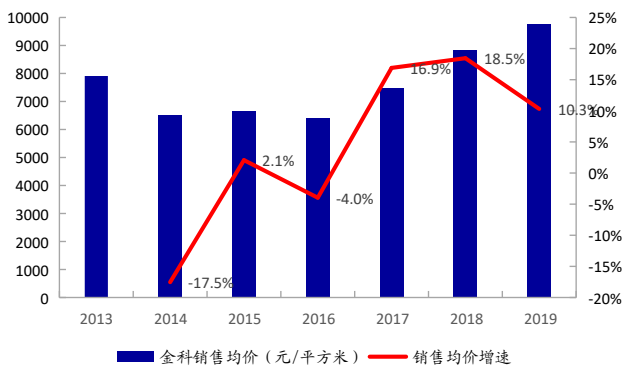
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 8：金科股份历年销售面积



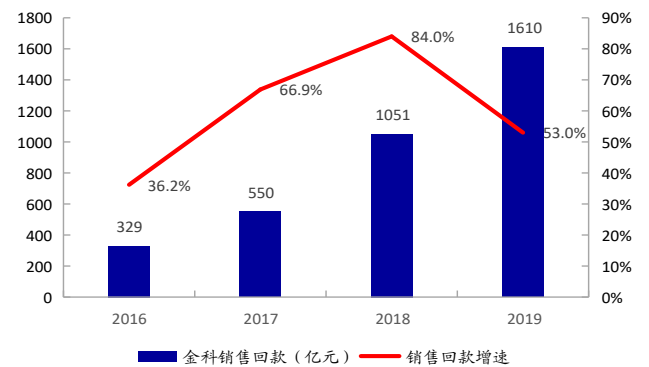
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 9：金科股份销售均价



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 10：金科股份销售回款



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

#### 2、拿地速度加快，土地储备充足，地价控制合理

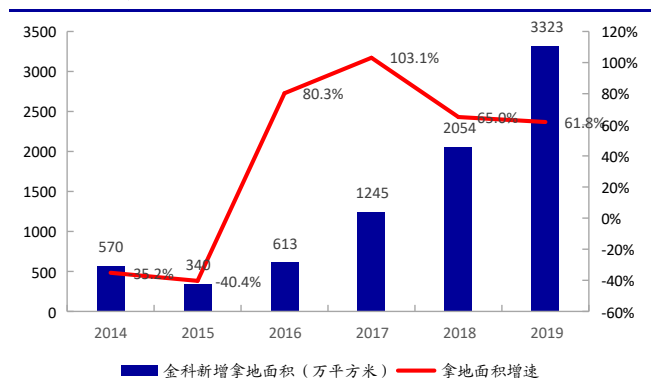
金科股份在扩展全国商业版图的过程中，拿地速度逐渐加快，规模逐渐加大。2017 年公司拿地面积超过 1000 万平方米，2019 年公司在拿地方面花费资金 888 亿元，较前期增长 61.8%。

2017-2019 年公司拿地项目分别为 79, 110 和 192 个, 体现较快扩张的趋势。从公司拿地城市的能级分布上来看, 公司主要从二三线城市拿地, 2019 年二线城市占比 29%, 三线城市占比 71%, 这使得公司的拿地均价相对处于较低水平。

从公司发展的角度看, 金科股份 2014 年以来的拿地面积均超过当年销售面积, 公司 2019 年拿地面积为当期销售面积的 174.4%, 极高的拿地速度为公司未来的进一步扩张和收入确认带来了有效保障。此外, 公司拿地均价占销售均价的比例较为稳定且基本处于 50% 以下, 公司 2019 年的拿地均价为销售均价的 27.4%, 保证了公司在进一步发展中的盈利性。

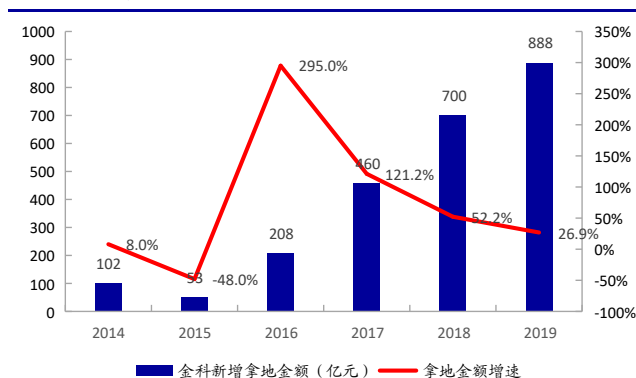
公司土地储备较为充足, 新增土储建筑面积逐年上升, 2019 年为 6700 万平方米, 增长 63.4%。新增土储楼面价有一定的波动, 2019 年为 2668 元/平, 较前期有所下降。公司的可售资源主要集中于重庆、华东和西南(非重庆)地区, 三者占总可售资源中的合计比例为 69%。

图 11: 金科股份历年拿地面积及增速



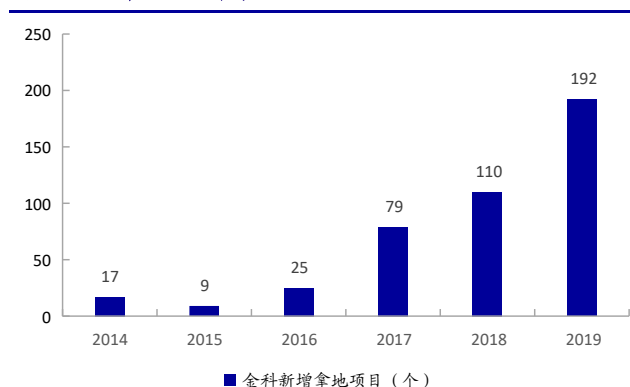
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 12: 金科股份历年拿地金额及增速



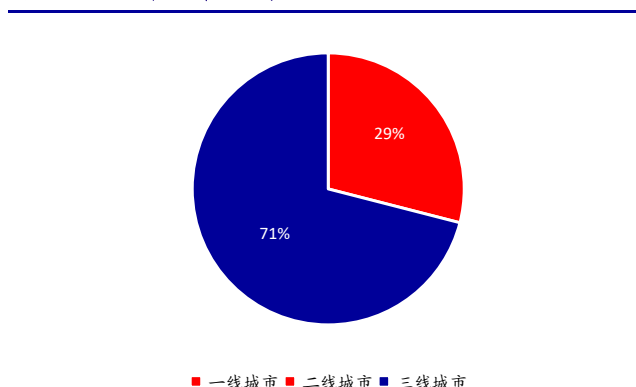
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 13: 金科股份历年拿地项目



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 14: 2019 年金科股份拿地能级结构



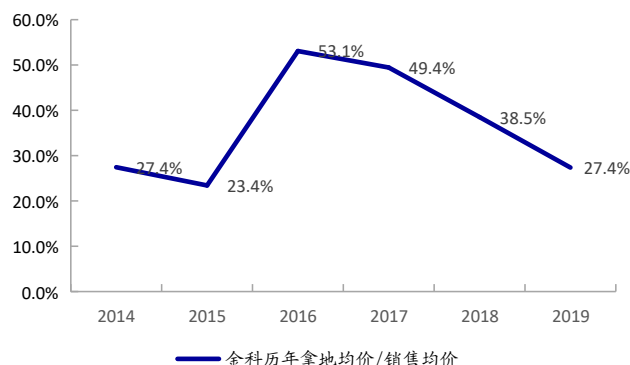
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 15: 金科股份拿地面积与销售面积之比



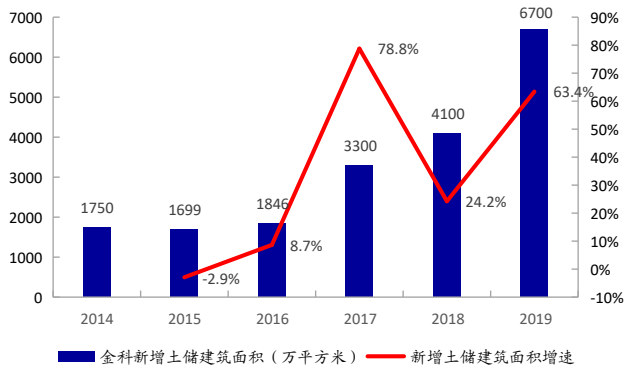
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 16: 金科股份拿地均价与销售均价之比



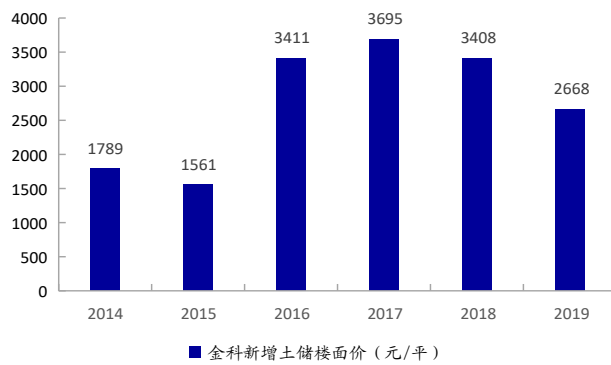
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 17: 金科股份新增土地储备建筑面积



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 18: 金科股份新增土地储备楼面价



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

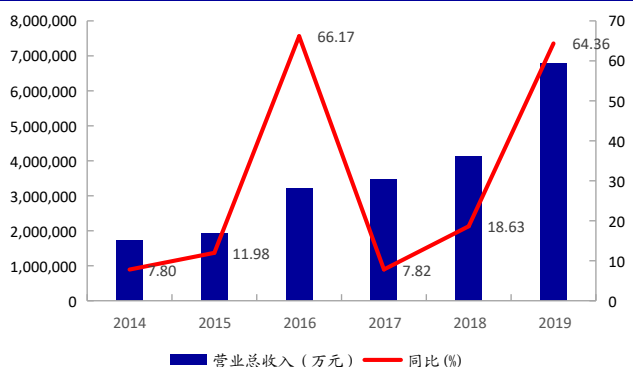
## (四) 财务分析: 营收净利高涨, 资本结构优化, ROE 创新高

### 1、营业收入高速增长, 盈利能力较强

**营业收入稳定高速增长。**金科股份的营业收入中有 93.12%来自于房地产行业, 2014 年以来, 公司的营业收入稳步增长, 并分别于 2016 年和 2019 年出现超过 60%的高增长率。2019 年公司的营业收入水平达到 677.73 亿元, 较前期具有明显的高涨。同时公司的净利润也同样维持着高速增长, 2019 年公司的归母净利润为 56.76 亿元, 较前期增长 46.06%。

**公司的盈利能力处于较高水平。**公司 2019 实现预收账款 1146.94 亿元, 较去年增长 50%, 覆盖当年营业收入 1.69 倍, 为公司未来业绩的增长提供有力保障。2019 年分别实现 28.84%的销售毛利率和 9.38%的销售净利率, 基本延续了前期的增长状态。但近年来的费用率具有上涨态势, 2019 年的销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 6.22%, 4.03%和 0.93%, 其中销售费用率连续三年高于 5%。2019 年少数股东损益极速增加至 6.8 亿元, 同比增长 406.1%, 这使得公司的归母净利润增速并未赶上营业收入增速, 主要原因是合作项目大幅增加。

图 19: 公司营业收入及其增速



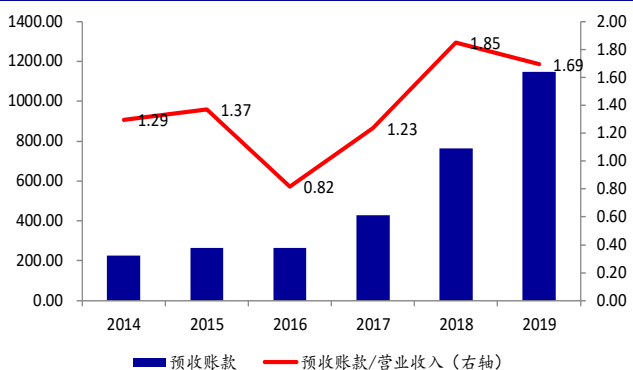
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 20: 公司归母净利润及其增速



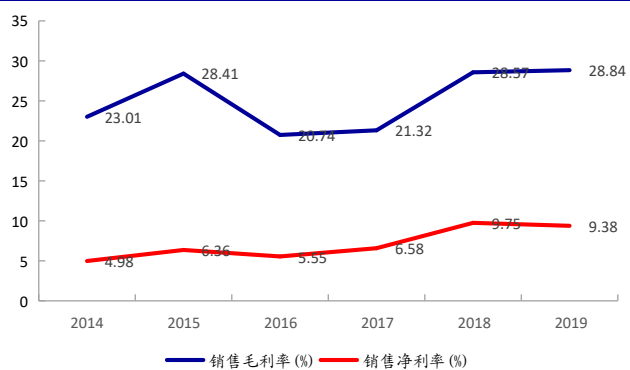
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 21: 公司预收账款 (亿元) 及预收账款覆盖率



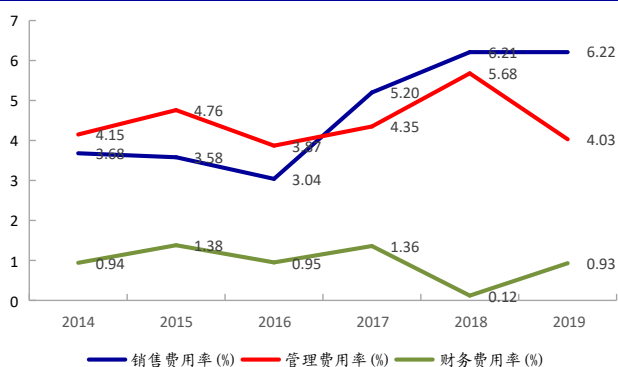
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 22: 公司历年销售毛利率、净利率水平



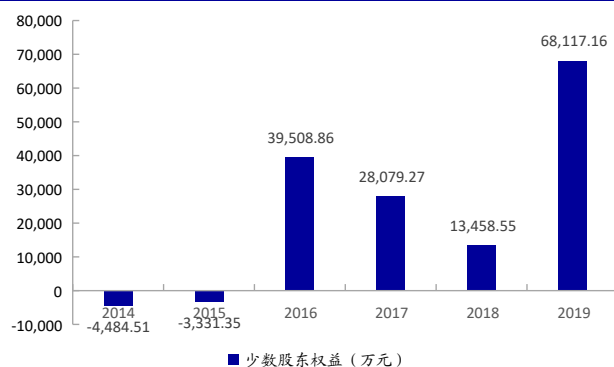
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 23: 公司历年费用率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 24: 公司少数股东损益变动情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

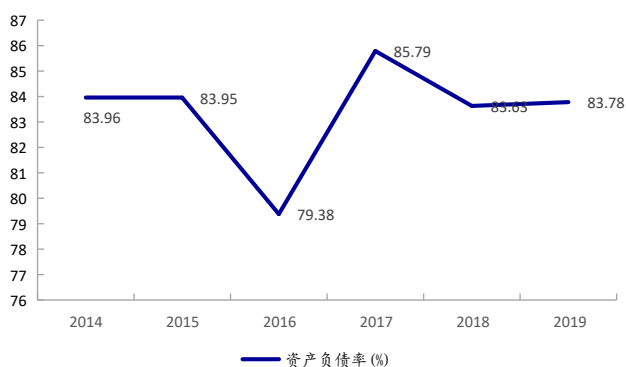
## 2、债务结构优化, 偿债能力增强

2019 年金科股份的净负债率则由 2018 年的 136.52% 下降至 120.23%，下降幅度较大，杠杆水平继续降低，我们认为主要由于公司销售回款的大幅增加带来货币资金增加，未来随着公司的业绩和回款能力的进一步提升，杠杆水平有望逐步下降。公司资产负债率由 2018 年的

83.63%小幅升至至 83.78%，长期负债占比为 24.46%，连续四年下降，债务继续结构优化。2019 年公司的融资结构中，银行贷款为 634.24 亿元，占比 64.2%；非银行金融机构贷款为 166.96 亿元，占比 16.9%；债券类（含摊销）为 186.42 亿元，占比 18.9%。

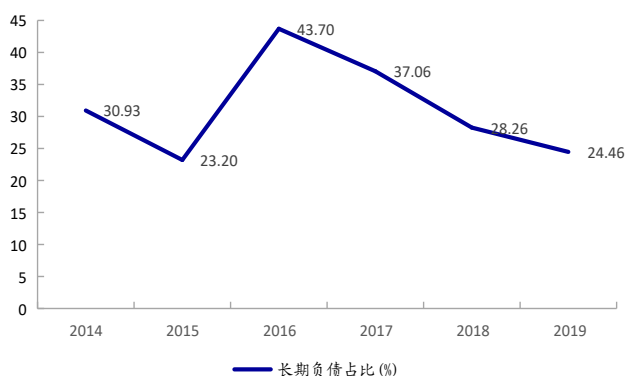
公司偿债能力逐渐增强，现金到期债务比小幅升高，2019 年的现金到期债务比为 5.56%，现金流量利息保障倍数为 2.32，延续了 2018 年的平稳状态。较高的偿债能力能够帮助公司有效降低流动性风险，平稳运转。

图 25: 金科股份资产负债率



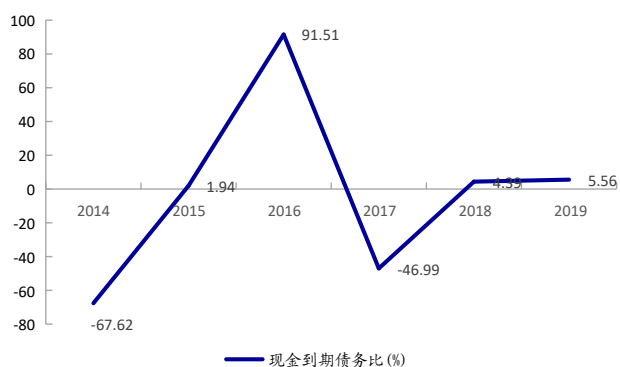
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 27: 金科股份长期负债占比



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 29: 金科股份现金到期债务比



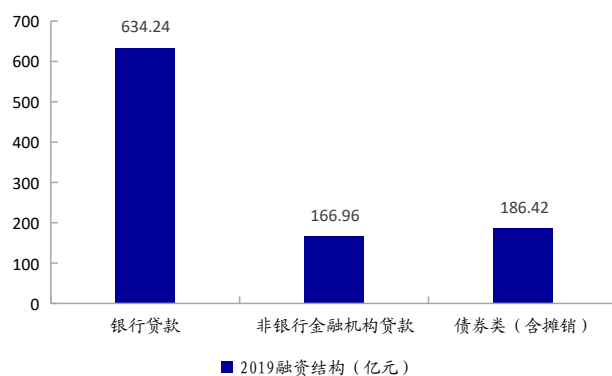
资料来源: Wind 数据库, 中国银河证券研究院

图 26: 金科股份净负债率



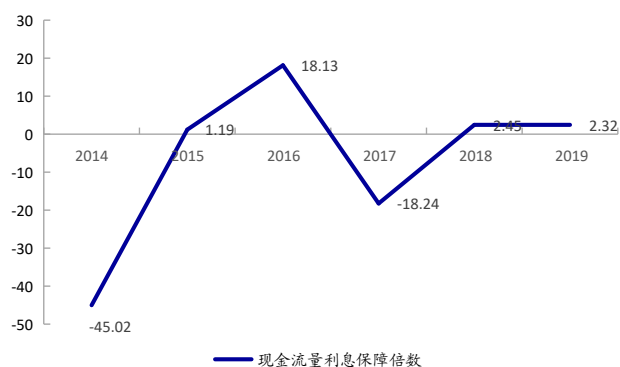
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 28: 金科股份 2019 年融资结构



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 30: 金科股份现金流量利息保障倍数



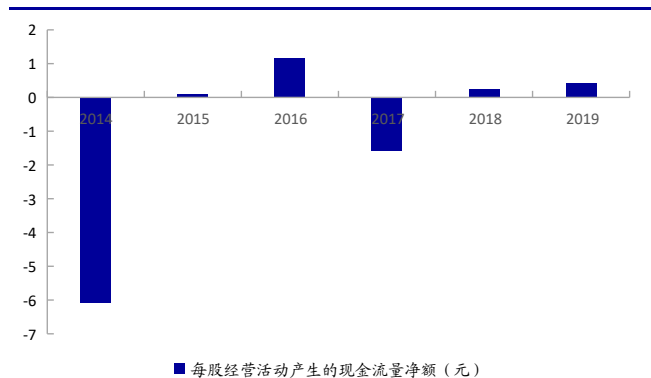
资料来源: Wind 数据库, 中国银河证券研究院

### 3、现金流回正，运营周转提速

金科股份的经营性现金流波动较大，2018 年公司经营性现金流量净额第一年回正，达到 13.291 亿元，由于销售回款的大幅上升 2019 年现金流量继续保持正值，达到 22.39 亿元。与此同时，公司的每股现金流量 2018 年为 0.25 元/股，2019 年为 0.42 元/股，经营情况逐渐好转。

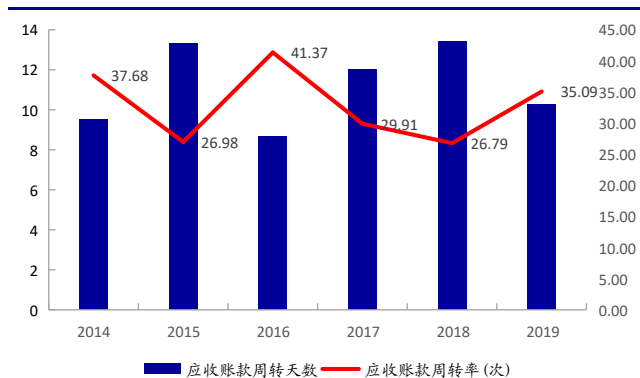
在快速扩张的过程中，公司的运营能力在 2019 年表现出一定的提高，2019 年公司的存货周转天数由 2018 年的 1639 天下降至 1400 天，存货周转率由 0.22 提高至 0.26；应收账款周转天数相比 2018 年的 13.44 天，下降至 2019 年的 10.26 天，应收账款周转率则由 26.79 提高至 35.09。

图 31：公司每股经营性现金流量净额



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 32：公司应收账款周转情况

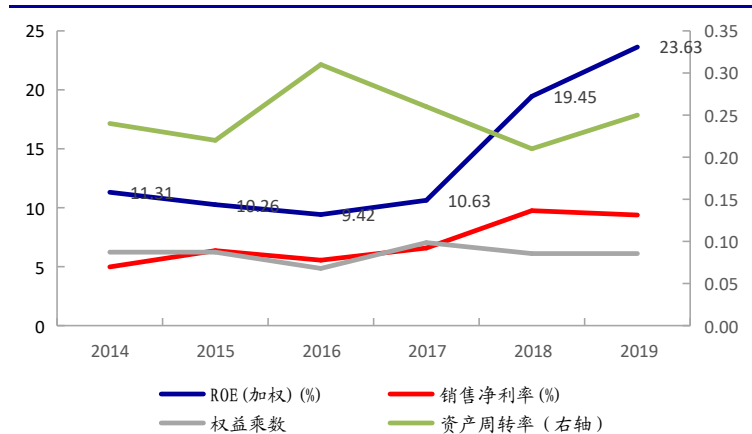


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### 4、杜邦分析：销售助力周转加快，ROE 持续提高

公司 ROE 从 2017 年起持续提高，由最低值 9.42% 提升至 2019 年的 23.63%，这一提升主要源于销售净利率的提升，公司销售净利率由 2016 年的 0.55 提升至 2019 年的 0.94；2019 年公司 ROE 的增加也与资产周转率的上升有密切联系。而公司的权益乘数大体稳定，因此总 ROE 的增加源于公司销售能力的提高以及运营能力的增强。

图 33：金科股份杜邦分析



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

### 三、盈利预测与投资建议

#### （一）盈利预测

基于对公司目前储备的房地产项目开发情况，及公司物业管理、新能源等其他业务发展情况，及公司入驻城市房地产销售价格的考虑，我们预计公司 2020-2022 年的每股收益分别为 1.32 元/股、1.71 元/股、2.04 元/股，以 4 月 7 日的收盘价 8.13 元计算，对应的市盈率分别为 6.16 倍、4.75 倍、3.99 倍，市净率则分别为 1.26 倍、0.99 倍、0.80 倍。我们综合公司的销售规模、增速、土储、业务分布等因素，选取新城控股、蓝光发展、中南建设和阳光城作为公司的可比公司，2020 年金科股份的市盈率为 6.16 倍，可比公司平均市盈率为 4.72。

#### （二）投资建议

房地产行业进入中速高质量发展期，疫情对行业造成了一定的冲击。在全球流动性宽松的大背景下，叠加国内因城施策的指导方针，我们认为行业投资环境逐渐向好，二三季度之后行业基本面将逐步恢复重回正向增长，当前政策加持下，板块估值较低，逐渐进入价值配置区间。

金科股份作为根植于中西部地区的龙头企业，在“三圈一带，八大城市群”的发展模式下，业务版图逐步稳扎稳打拓展到全国。在 2018 年销售金额突破千亿大关后，2019 年销售更上一层楼，公司拿地积极，丰厚的土储为未来销售保驾护航。财务数据上，随着销售回款的加强以及融资结构优化，未来杠杆水平有望进一步下降，公司的现金流连续两年为正，运营周转提速。同时，公司的物业管理板块位于行业第 10 位，在物管行业高速增长的背景下，物管业务有望成为新的业绩增长点，未来的估值也将逐步显现。总体来讲，公司目前正处于高速增长期，随着逐渐步入业绩释放期，业内排名有望进一步提升。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 70.73 亿元、91.48 亿元和 108.70 亿元，对应的每股收益分别为 1.32 元/股、1.71 元/股、2.04 元/股，以 4 月 7 日的收盘价 8.13 元计算，对应的市盈率分别为 6.16 倍、4.75 倍、3.99 倍，市净率则分别为 1.26 倍、0.99 倍、0.80 倍。我们认为公司未来还有很大的发展空间，给予“推荐”评级。

### 四、风险提示

房地产政策超预期收紧、房价大幅下跌等风险。



表 3: 公司财务报表预测表

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	67773	86965	108484	131826	现金及现金等价物	35986	91073	98331	107050
营业成本	45791	60816	75828	92110	应收款项	2280	2925	3649	4434
营业税金及附加	2707	3089	3853	4683	存货净额	214241	208850	260603	316735
销售费用	4215	5111	6376	7748	其他流动资产	38722	1739	2170	2637
管理费用	2689	3046	3582	4089	流动资产合计	291229	304587	364753	430856
财务费用	629	754	905	1086	固定资产	4378	5656	5821	5948
投资收益	186	0	0	0	无形资产及其他	76	73	71	68
资产减值及公允价值变动	1077	0	0	0	投资性房地产	12300	12300	12300	12300
其他收入	(4384)	(4032)	(4912)	(6536)	长期股权投资	13622	13622	13622	13622
营业利润	8622	10115	13027	15574	资产总计	321605	336239	396566	462795
营业外净收支	(287)	5	5	5	短期借款及交易性金融负债	32770	350	455	592
利润总额	8335	10120	13032	15579	应付款项	31051	40898	51032	62025
所得税费用	1978	2324	2993	3578	其他流动负债	137145	167277	208215	252443
少数股东损益	681	723	890	1130	流动负债合计	200965	208525	259702	315059
归属于母公司净利润	5676	7073	9148	10870	长期借款及应付债券	65917	65917	65917	65917
发行在外股份数量(百万股)	5340	5340	5340	5340	其他长期负债	2572	2573	2575	2576
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	长期负债合计	68488	68490	68491	68493
每股收益	1.06	1.32	1.71	2.04	负债合计	269454	277015	328194	383552
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	24784	24784	24784	24784
每股净资产	5.13	6.45	8.16	10.20	股东权益	27367	34440	43588	54459
ROIC	8%	12%	27%	27%	负债和股东权益总计	321605	336239	396566	462795
ROE	21%	21%	21%	20%	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
ROA	1.8%	2.1%	2.3%	2.3%	净利润	5676	7073	9148	10870
毛利率	28%	27%	27%	27%	资产减值准备	1043	(1078)	0	0
净利率	8%	8%	8%	8%	折旧摊销	280	383	417	455
EBIT Margin	14%	14%	14%	14%	公允价值变动损失	(1077)	0	0	0
EBITDA Margin	15%	14%	14%	14%	财务费用	629	754	905	1086
收入增长	64%	28%	25%	22%	营运资本变动	(17666)	80631	(1833)	(2163)
净利润增长率	46%	25%	29%	19%	其它	(362)	1078	0	0
资产负债率	91%	90%	89%	88%	经营活动现金流	(12106)	88086	7732	9162
流动比率	1.4	1.5	1.4	1.4	资本开支	(2940)	(580)	(580)	(580)
速动比率	0.4	0.5	0.4	0.4	其它投资现金流	0	0	0	0
资产负债率	84%	82%	83%	83%	投资活动现金流	(9194)	(580)	(580)	(580)
利息覆盖倍数	20	20	21	21	权益性融资	8956	0	0	0
应收账款周转率	29.73	29.73	29.73	29.73	负债净变化	5012	0	0	0
存货周转率	0.21	0.29	0.29	0.29	支付股利、利息	0	0	0	0
应付账款周转率	1.47	1.49	1.49	1.49	其它融资现金流	8455	(32420)	105	137
固定资产周转率	15.48	15.38	18.64	22.16	融资活动现金流	27435	(32420)	105	137
净资产周转率	2.48	2.53	2.49	2.42	现金净变动	6134	55087	7258	8719
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	29852	35986	91073	98331
P/E	7.55	6.05	4.68	3.94	货币资金的期末余额	35986	91073	98331	107050
P/B	1.56	1.24	0.98	0.79	企业自由现金流	(11047)	89534	9552	11973
EV/EBITDA	31.4	26.2	24.1	22.5	权益自由现金流	2420	55806	8144	9845

资料来源:wind, 中国银河证券研究院

## 插图目录

图 1: 2013-2019 年房地产投资完成额 (亿元)	3
图 2: 2013-2019 年房屋新开工面积 (亿平米) 及同比增速	3
图 3: 2013 至 2019 年平均楼面地价及土地成交价款	3
图 4: 2013-2019 年土地购置面积 (万平米)	3
图 5: 2019 年 8 月至今 LPR 报价情况 (%)	6
图 6: 2017 年 3 月至今首套房平均房贷利率变化情况 (%)	6
图 7: 金科股份历年销售额	9
图 8: 金科股份历年销售面积	9
图 9: 金科股份销售均价	9
图 10: 金科股份销售回款	9
图 11: 金科股份历年拿地面积及增速	10
图 12: 金科股份历年拿地金额及增速	10
图 13: 金科股份历年拿地项目	10
图 14: 2019 年金科股份拿地能级结构	10
图 15: 金科股份拿地面积与销售面积之比	11
图 16: 金科股份拿地均价与销售均价之比	11
图 17: 金科股份新增土地储备建筑面积	11
图 18: 金科股份新增土地储备楼面价	11
图 19: 公司营业收入及其增速	12
图 20: 公司归母净利润及其增速	12
图 21: 公司预收账款 (亿元) 及预收账款覆盖率	12
图 22: 公司历年销售毛利率、净利率水平	12
图 23: 公司历年费用率	12
图 24: 公司少数股东损益变动情况	12
图 25: 金科股份资产负债率	13
图 26: 金科股份净负债率	13
图 27: 金科股份长期负债占比	13
图 28: 金科股份 2019 年融资结构	13
图 29: 金科股份现金到期债务比	13
图 30: 金科股份现金流量利息保障倍数	13
图 31: 公司每股经营性现金流量净额	14
图 32: 公司应收账款周转情况	14
图 33: 金科股份杜邦分析	14

## 表格目录

表 1: 金科股份克而瑞排名	7
表 2: 金科股份营业收入构成	8
表 3: 公司财务报表预测表	16

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**潘玮，房地产行业证券分析师。**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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn  
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn