

中国奥园 (3883 HK)

强劲销售支持业绩增长

概要。奥园在上半年录得75%核心盈利增长至20.3亿元(人民币,下同)。今年首七个月,公司实现合同销售额603亿元,同比增长30%,达到销售目标1,141亿元的53%。我们将目标价从13.00港元上调至14.30港元。维持买入。

- **上半年核心盈利增长75%。**奥园分别于2017年和2018年实现78%和100%的合同销售增长。受益于之前快速增长的合同销售额于2019上半年逐步结转,房地产开发收入增长73%至224亿元。与2018上半年相比,毛利率略微上升1.2个百分点至29.8%,但低于2018财年的31.1%。核心净利润增长75%至20.3亿元,核心净利润率为8.6%。
- **今年首七个月达成率53%。**2019上半年,公司合同销售额达到536亿元,销售面积532万平,分别同比增长33%和35%,对应平均售价10,080元/平。华南地区仍是奥园的核心市场,上半年贡献228亿元,占总销售额42%。今年首七个月,奥园实现合同销售额603亿元,完成全年目标销售额1,141亿元的53%。此外,截至2019年7月,预售但尚未入账的物业达到1,457亿元,其中约250-300亿元将于2019下半年结转。
- **土储具备竞争优势。**上半年奥园增加了726万平新土储,其中72%来自收并购。截至2019年6月30日,奥园在国内外75个城市共拥有230个项目。土储面积达到4,012万平(应占面积:81%),总值4,255亿元(预期平均售价为10,606元/平),其中27%来自大湾区项目。由于公司采取积极的收并购策略,平均土地成本维持在2,321元/平,占上半年平均售价的23%。公司同时专注于城市更新业务,其潜在可售资源达2,197亿元。不论在成本或定位方面,我们相信奥园在大湾区的土储较其他中型开发商具备竞争优势。
- **上调目标价至14.30港元,维持买入评级。**我们将2019/20年的盈利预测调高10.9%/6.3%至44.48/61.23亿元,并将2019年末净资产值预测从26.00港元上调至28.60港元。基于50%折让,我们将目标价从13.00港元上调至14.30港元。在8月16日,恒生指数公司宣布奥园将纳入恒生综合大中型股指数(HSLMI)。在合同销售额达1,000亿元人民币的中型开发商中,我们看好奥园,因其土储十分具吸引力,而强劲的销售增长亦反映高盈利能见度。

财务资料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万美元)	19,115	31,006	52,243	80,157	92,825
净利润(百万美元)	61.6	62.2	68.5	53.4	15.8
调整后净利润(百万美元)	1,640	2,409	4,448	6,123	7,275
调整后每股盈利(美元)	0.61	0.90	1.66	2.29	2.72
同比增长(%)	89.9	46.6	84.8	37.7	18.8
市盈率(倍)	14.7	10.0	5.4	3.9	3.3
市净率(倍)	2.4	2.0	1.7	1.3	1.1
股息率(%)	2.8	4.0	7.4	10.2	12.1
股本回报率(%)	16.1	20.3	30.6	33.6	32.2
净负债率(%)	51.0	58.9	74.5	72.3	66.4

资料来源:公司及招银国际证券预测

敬请参阅尾页之免责声明

招银国际研究报告之彭博搜索代码: CMBR

本报告摘要自英文版本,如欲进一步了解,敬请参阅英文报告。

买入(维持)

目标价	HK\$14.30
(此前目标价)	HK\$13.00
潜在升幅	+37.5%
当前股价	HK\$10.40

中国房地产行业

黄程宇

(852) 3761 8773
huangchengyu@cmbi.com.hk

文千森, CFA

(852) 3900 0853
samsonman@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	27,980
3月平均流通量(百万港元)	125
52周内股价高/低(港元)	12.14/4.09
总股本(百万)	2,690

资料来源:彭博

股东结构

郭梓文	55.2%
自由流通	44.8%

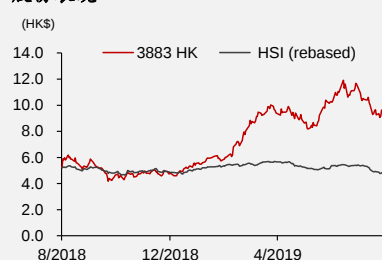
资料来源:港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-18.1%	-9.4%
3-月	6.6%	15.8%
6-月	62.4%	78.9%
12-月	84.8%	95.4%

资料来源:彭博

股份表现



资料来源:彭博

审计师:德勤

财务报表

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	19,115	31,006	52,243	80,157	92,825
物业销售	17,960	29,740	50,850	78,625	91,140
投资物业	119	186	204	225	247
其他	1,036	1,080	1,188	1,307	1,438
销售成本	(14,004)	(21,372)	(36,882)	(57,117)	(66,172)
毛利	5,111	9,634	15,361	23,040	26,653
其他收入	133	350	320	389	434
销售费用	(926)	(1,432)	(2,142)	(3,286)	(3,713)
行政费用	(800)	(1,736)	(2,821)	(4,248)	(4,734)
息税前收益	3,518	6,816	10,718	15,894	18,640
应占联营和合营公司收益	(116)	35	60	104	154
财务费用	(268)	(411)	(695)	(873)	(962)
特殊收入	492	514	524	-	-
税前利润	3,626	6,954	10,607	15,125	17,831
所得税	(1,674)	(4,015)	(5,046)	(7,471)	(8,737)
年度利润	1,952	2,939	5,561	7,655	9,094
非控制股东权益	(312)	(531)	(1,112)	(1,531)	(1,819)
归属母公司股东净利润	1,640	2,409	4,449	6,124	7,275
归属母公司股东核心净利润	1,613	2,574	4,134	6,124	7,275

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
流动资产	116,110	171,808	258,049	303,854	353,334
可供销售物业	77,069	114,894	178,876	205,620	244,838
贸易及其他应收账款	7,407	12,274	20,897	32,063	37,130
应收关联方款项	2,594	2,267	2,982	2,982	2,982
现金及现金等价物	24,769	36,012	44,518	52,414	57,609
其他	4,271	6,360	10,775	10,775	10,775
非流动资产	9,696	17,051	23,087	23,610	24,084
物业、厂房及设备	719	2,057	2,177	2,297	2,417
投资型房地产	6,360	8,833	9,857	10,157	10,357
联营及合营公司的权益	214	1,939	5,559	5,663	5,817
其他	2,403	4,221	5,493	5,493	5,492
总资产	125,806	188,858	281,135	327,465	377,419
流动负债	75,573	121,033	192,935	229,321	270,862
贸易及其他应付账款	14,579	25,565	36,882	57,117	66,172
合同负责	34,760	59,966	109,430	119,535	147,510
应付关联方款项	837	4,755	5,303	5,303	5,303
短期借款	20,490	23,732	33,415	39,461	43,971
其他	4,907	7,015	7,905	7,905	7,905
非流动负债	23,106	37,092	49,685	54,425	56,654
长期借款	19,880	33,990	46,774	51,514	53,742
其他	3,226	3,102	2,911	2,911	2,911
总负债	98,680	158,124	242,621	283,745	327,515
总净资产	27,126	30,734	38,515	43,719	49,903
归属母公司股东权益	10,155	11,872	14,541	18,215	22,580
非控股权益	16,971	18,862	23,974	25,504	27,323

资料来源: 公司及招银国际证券预测

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
税后利润	3,626	6,954	10,606	15,125	17,831
折旧、摊销及资产减值损失	54	144	80	80	80
营运资金变动	(6,926)	7,829	(11,824)	(7,570)	(7,254)
其他	(3,517)	(6,340)	(11,085)	(7,575)	(8,891)
经营活动所得现金净额	(6,763)	8,588	(12,223)	61	1,766
购置固定资产及投资	(889)	(713)	(700)	(500)	(400)
联营及合营公司	(7,863)	(11,564)	(3,260)	-	-
其他	(1,192)	(4,686)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(9,944)	(16,963)	(3,960)	(500)	(400)
注资	7,903	(291)	4,000	-	-
净银行借贷	22,005	17,439	22,468	10,785	6,739
其他	1,139	(777)	(1,779)	(2,449)	(2,910)
融资活动所得现金净额	31,046	16,370	24,689	8,335	3,829
现金增加净额	14,339	7,995	8,506	7,896	5,195
年初货币资金及等价物	10,471	24,769	36,012	44,518	52,414
汇兑	(41)	173	-	-	-
年末货币资金	24,769	32,937	44,518	52,414	57,609

主要比率

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
物业销售	94.0	95.9	97.3	98.1	98.2
投资物业	0.6	0.6	0.4	0.3	0.3
其他	5.4	3.5	2.3	1.6	1.5
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率 (%)					
毛利率	26.7	31.1	29.4	28.7	28.7
息税前利润率	18.4	22.0	20.5	19.8	20.1
净利润率	8.6	7.8	8.5	7.6	7.8
有效税率	46.2	57.7	47.6	49.4	49.0
增长 (%)					
收入	61.6	62.2	68.5	53.4	15.8
毛利	56.0	88.5	59.4	50.0	15.7
息税前利润	54.1	93.7	57.2	48.3	17.3
净利润	86.2	46.9	84.7	37.7	18.8
资产负债比率					
流动比率 (X)	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3
平均应收账款周转天数	141	144	146	146	146
平均应付账款周转天数	380	437	365	365	365
平均存货周转天数	2,009	1,962	1,770	1,314	1,351
净负债/总权益 (%)	51.0	58.9	74.5	72.3	66.4
回报率 (%)					
资本回报率	16.1	20.3	30.6	33.6	32.2
资产回报率	1.6	1.6	2.0	2.3	2.4
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.61	0.90	1.66	2.29	2.72
每股股息(人民币)	0.25	0.36	0.66	0.91	1.09
每股账面值(人民币)	3.78	4.43	5.43	6.80	8.43

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。