

# 中国奥园 (3883 HK)

## 2022年销售目标 2,000 亿元人民币

早前我们与管理层会面，了解公司业务最新发展。我们认为奥园收购京汉股份有助加强土储，分拆中国文旅则可提高估值。四月份合约销售回升，我们相信奥园可在2020年达到其全年销售目标1,320亿元人民币（同比增长12%），以及在2022年达到2,000亿元（人民币，下同）的目标。我们维持盈利预测及目标价不变。重申买入评级，维持中国奥园为我们首选股份之一。

■ **持有京汉股份 (000615 CH) 29.3%股权。**奥园在四月份宣布其全资控股的奥园科星，与京汉实际控制人田汉签署协议，以11.6亿元收购京汉29.3%股权，成为京汉的控股股东。目前收购尚待当局审批。京汉股份专注于物业发展以及绿色生物基纤维材料和产品制造，其2019年的收入及净利润分别达到31.5亿及1,210万元。奥园看中京汉丰富的土储，该公司在北京、天津、重庆、成都、南京、太原、广东和河北等省市共持有18个项目，可售总建筑面积达124万平方米。

■ **分拆文化旅游物业业务。**奥园在2019年3月成功分拆奥园健康 (3662 HK, 未评级) 后，其联营公司 (持有28%股权) 中国文旅集团已向港交所申请上市。中国文旅在江门及广东省地区的文化旅游目的地从事度假物业开发。截至2020年2月，中国文旅持有项目土地面积为160万平方米。此外，2019年中国文旅的收入和净利润分别为7.36亿和1.04亿。

■ **4月合约销售同比下降9%。**受疫情影响，2020年首四个月公司的合约销售额下跌18%至230亿元，达成全年目标1,320亿人民币的17%。不过，4月份销售开始回升，达到87亿元（环比增长20%）。我们有信心奥园能够实现全年销售目标，而公司亦为2022年销售定下2,000亿元的目标。

■ **重申买入评级。**截至2019年末，预售和未入账项目合共1,705亿元，估计毛利率为26-28%。另外，旧改更新项目或带来部份收益。我们对奥园的盈利增长前景充满信心。我们维持2020年净利润预测增长51.5%至63.7亿元，以及2021年增长16.2%至74.0亿元，同时维持目标价15.48港币不变，相对2020年底预测资产净值折让50%（即每股30.95港元）。重申买入评级，维持中国奥园为我们首选股份之一。

### 财务资料

(截至12月31日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入(百万人民币)	31,006	50,531	82,856	96,702	117,850
同比增长(%)	62.2	63.0	64.0	16.7	21.9
净利润(百万人民币)	2,409	4,201	6,366	7,399	8,720
每股盈利(人民币)	0.90	1.56	2.37	2.75	3.24
同比增长(%)	46.6	74.0	51.2	16.2	17.9
市场预测每股盈利(人民币)	不适用	不适用	2.29	2.92	3.49
市盈率(倍)	8.2	4.7	3.1	2.7	2.3
市帐率(倍)	1.7	1.3	1.1	0.9	0.7
股息率(%)	4.9	7.5	12.8	14.9	17.6
股本回报率(%)	20.3	27.9	33.8	31.8	30.6
净负债比率(%)	58.9	74.9	65.1	70.9	66.1

数据源：公司、彭博及招银国际证券预测

### 买入 (维持)

目标价	HK\$15.48
(此前目标价)	HK\$15.48)
潜在升幅	+88.3%
当前股价	HK\$8.22

### 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)	22,218
3月平均流通量(百万港元)	98.47
52周内股价高/低(港元)	13.12/7.17
总股本(百万)	2,703

数据源：彭博

### 股东结构

郭祥文	55.2%
自由流通	44.8%

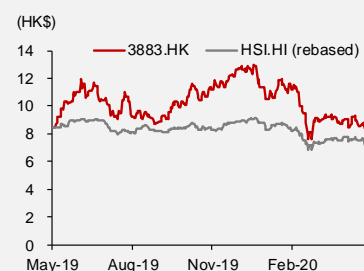
数据源：港交所

### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-9.5%	-2.8%
3-月	-26.7%	-16.6%
6-月	-26.6%	-15.8%

数据源：彭博

### 股份表现



数据源：彭博

### 审计师：德勤

请登录 2020 年亚洲货币券商投票网址，投下您对招银国际研究团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

敬请参阅尾页之免责声明

请到彭博 (搜索代码: CMBR) 或 <http://www.cmbi.com.hk> 下载更多招银国际证券研究报告

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。

## 财务报表

### 利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>收入</b>	<b>31,006</b>	<b>50,531</b>	<b>82,856</b>	<b>96,702</b>	<b>117,850</b>
物业销售	29,740	48,091	79,900	93,120	113,505
投资物业	186	273	355	461	600
其他	1,080	2,167	2,601	3,121	3,745
销售成本	(21,372)	(35,510)	(59,351)	(69,262)	(84,960)
<b>毛利</b>	<b>9,634</b>	<b>15,021</b>	<b>23,505</b>	<b>27,440</b>	<b>32,890</b>
其他收入	350	485	500	525	580
销售费用	(1,432)	(2,138)	(3,480)	(4,061)	(4,950)
行政费用	(1,736)	(2,435)	(4,143)	(4,835)	(5,892)
<b>息税前收益</b>	<b>6,816</b>	<b>10,933</b>	<b>16,382</b>	<b>19,069</b>	<b>22,628</b>
应占联营和合营公司收益	35	(51)	(60)	20	65
财务费用	(411)	(718)	(918)	(1,170)	(1,350)
特殊收入	514	425	-	-	-
<b>税前利润</b>	<b>6,954</b>	<b>10,589</b>	<b>15,404</b>	<b>17,919</b>	<b>21,343</b>
所得税	(4,015)	(5,368)	(7,446)	(8,670)	(10,444)
<b>年度利润</b>	<b>2,939</b>	<b>5,222</b>	<b>7,957</b>	<b>9,249</b>	<b>10,900</b>
非控制股东权益	(531)	(1,021)	(1,591)	(1,850)	(2,180)
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>2,409</b>	<b>4,201</b>	<b>6,366</b>	<b>7,399</b>	<b>8,720</b>
<b>归属母公司股东核心净利润</b>	<b>2,574</b>	<b>4,122</b>	<b>6,366</b>	<b>7,399</b>	<b>8,720</b>

### 资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>流动资产</b>	<b>171,808</b>	<b>262,458</b>	<b>282,213</b>	<b>303,152</b>	<b>324,637</b>
可供销售物业	114,894	158,931	180,132	195,698	205,043
贸易及其他应收账款	12,274	26,259	33,142	38,681	47,140
应收关联方款项	2,267	5,369	5,369	5,369	5,369
现金及现金等价物	36,012	58,043	49,713	49,549	53,229
其他	6,360	13,855	13,855	13,855	13,855
<b>非流动资产</b>	<b>17,051</b>	<b>27,423</b>	<b>30,283</b>	<b>33,122</b>	<b>37,007</b>
物业、厂房及设备	2,057	2,686	2,806	2,926	3,046
投资型房地产	8,833	10,072	10,372	10,572	10,772
联营及合营公司的权益	1,939	5,865	8,305	10,825	14,390
其他	4,221	8,799	8,799	8,799	8,798
<b>总资产</b>	<b>188,858</b>	<b>289,880</b>	<b>312,495</b>	<b>336,275</b>	<b>361,644</b>
<b>流动负债</b>	<b>121,033</b>	<b>196,847</b>	<b>216,428</b>	<b>231,690</b>	<b>271,784</b>
贸易及其他应付帐款	25,565	36,838	59,351	69,262	84,960
合同负责	59,966	86,056	85,536	86,376	82,407
应付关联方款项	4,755	22,822	22,822	22,822	22,822
短期借款	23,732	41,873	39,461	43,971	72,337
其他	7,015	9,258	9,258	9,258	9,258
<b>非流动负债</b>	<b>37,092</b>	<b>56,037</b>	<b>53,659</b>	<b>55,888</b>	<b>33,751</b>
长期借款	33,990	53,891	51,514	53,742	31,605
其他	3,102	2,146	2,146	2,146	2,146
<b>总负债</b>	<b>158,124</b>	<b>252,884</b>	<b>270,088</b>	<b>287,578</b>	<b>305,535</b>
<b>总净资产</b>	<b>30,734</b>	<b>36,997</b>	<b>42,408</b>	<b>48,697</b>	<b>56,108</b>
归属母公司股东权益	11,872	15,030	18,849	23,289	28,521
非控股权益	18,862	21,967	23,558	25,408	27,588

### 现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>税后利润</b>	<b>6,954</b>	<b>10,589</b>	<b>15,404</b>	<b>17,919</b>	<b>21,343</b>
折旧、摊销及资产减值损失	144	263	80	80	80
营运资金变动	7,829	(2,447)	(6,091)	(10,353)	(6,076)
其他	(6,340)	(10,231)	(7,386)	(8,690)	(10,509)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>8,588</b>	<b>(1,825)</b>	<b>2,007</b>	<b>(1,044)</b>	<b>4,839</b>
购置固定资产及投资	(713)	(20,626)	(500)	(400)	(400)
联营及合营公司	(11,564)	(11,259)	(2,500)	(2,500)	(3,500)
其他	(4,686)	444	-	-	-
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(16,963)</b>	<b>(31,442)</b>	<b>(3,000)</b>	<b>(2,900)</b>	<b>(3,900)</b>
注资	(291)	(281)	-	-	-
净银行借贷	17,439	44,184	10,785	6,739	6,229
其他	(777)	2,418	(2,546)	(2,960)	(3,488)
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>16,370</b>	<b>46,321</b>	<b>8,238</b>	<b>3,780</b>	<b>2,741</b>
现金增加净额	7,995	13,054	7,245	(165)	3,680
<b>年初货币资金及等价物</b>	<b>24,769</b>	<b>32,937</b>	<b>42,468</b>	<b>49,713</b>	<b>49,549</b>
汇兑	173	113	-	-	-
<b>年末货币资金</b>	<b>32,937</b>	<b>46,104</b>	<b>49,713</b>	<b>49,549</b>	<b>53,229</b>

### 主要比率

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>销售组合 (%)</b>					
物业销售	95.9	95.2	96.4	96.3	96.3
投资物业	0.6	0.5	0.4	0.5	0.5
其他	3.5	4.3	3.1	3.2	3.2
<b>合计</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	31.1	29.7	28.4	28.4	27.9
息税前利润率	22.0	21.6	19.8	19.7	19.2
净利润率	7.8	8.3	7.7	7.7	7.4
有效税率	57.7	50.7	48.3	48.4	48.9
<b>增长 (%)</b>					
收入	62.2	63.0	64.0	16.7	21.9
毛利	88.5	55.9	56.5	16.7	19.9
息税前利润	93.7	60.4	49.8	16.4	18.7
净利润	46.9	74.4	51.5	16.2	17.9
<b>资产负债比率</b>					
流动比率 (X)	1.4	1.3	1.3	1.3	1.2
平均应收账款周转天数	144	190	146	146	146
平均应付帐款周转天数	437	379	365	365	365
平均存货周转天数	1,962	1,634	1,108	1,031	881
净负债/总权益 (%)	58.9	74.9	73.7	78.3	72.5
<b>回报率 (%)</b>					
资本回报率	20.3	27.9	33.8	31.8	30.6
资产回报率	1.6	1.8	2.5	2.8	3.0
<b>每股数据</b>					
每股盈利(人民币)	0.90	1.56	2.37	2.75	3.24
每股股息(人民币)	0.36	0.55	0.95	1.10	1.30
每股账面值(人民币)	4.43	5.58	7.00	8.65	10.60

数据来源: 公司及招银国际证券预测

## 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	: 招银国际证券并未给予投资评级

### 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(“招银国际证券”)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。招银国际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。招银国际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国际证券编写，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法律责任。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。招银国际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投资银行相关业务联系。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)不时修订之英国2000年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，未经招银国际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士。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。