

中奥到家(1538 HK, HK\$1.33 目标价: HK\$2.02, 买入) — 等待重估

❖ **O2O 业务扩张迅速。**中奥公布爱到家(O2O 平台)于截至 2016 年 3 月的经营数据, 爱到家服务的小区由 2015 年 12 月底的 1,111 个上升至 2016 年 3 月底的 2,870 个, 而注册用户人数由 2015 年 12 月底的 17.95 万名上升至 2016 年 3 月底的 29.5 万名, 服务小区及用户的增加主要是爱到家于 2016 年第 1 季服务开始进入广州、苏州、宁波、佛山及绍兴。此外, 每张订单平均价格(不包括推广优惠订单)由 2015 年 12 月份的 12.8 元人民币增加至 2016 年 3 月份的 26.1 元人民币。

❖ **爱到家拟发行可换股债券。**中奥的 O2O 业务是一把双刃剑, 从我们基础分析的投资者来看, 因为我们料爱到家未来数年将会录得亏损, 爱到家是损害股东利益。另一方面, 一些创投专家认为爱到家的商业模式吸引, 可以获取较高的价值。爱到家计划向 Central Oscar 发行值 500 万美元的可换股债券, Central Oscar 由卫哲及 Zhu Daming 共同拥有, 发行可换股债券的目的不单是引入更多资金来开拓爱到家的业务, 更会为爱到家引入天使投资者。根据爱到家发行可换股债券的条款, 换股价是以下一轮的股本集资计算后的对爱到家估值折让 30%。因为是项是一个关连交易, 交易落实须待除 Central Oscar 的独立股东在股东特别大会通过。

❖ **并购加快公司壮大。**中奥在 2016 年 3 月公布了一个谅解备忘录, 内容是关于收购一家在浙江省的物业管理公司 257 个项目共 1,916 万平方米的物业管理面积。收购完成后, 计算收益建筑面积会大幅增加。由并购及内生增长一同带动, 我们预计计算收益建筑面积将由 2015 年末的 1,555 万平方米增加至 2016 年末的 3,710 万平方米, 按年上升 138.6%。

❖ **寻找天使投资者后估值可改善。**我国对 O2O 业务取向审慎, 目前我们以 3 倍的 2016 年市销比来为爱到家作估值, 得到的估值为 2,070 万元人民币。如果 Central Oscar 能为爱到家找到天使投资者, 爱到家的估值将大幅改善, 并可推高中奥的估值。目前, 我们维持盈利预测及目标价不变, 目标价为 2.02 港元, 上升空间料达 51.9%, 维持「买入」评级。

中奥到家 (1538 HK)

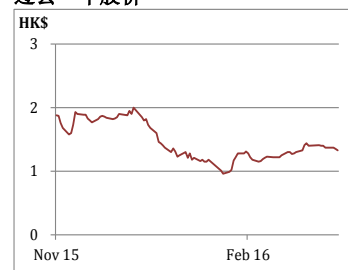
评级	买入
收市价	HK\$1.33
目标价	HK\$2.02
市值(港币百万)	1,064
过去 1 月平均交易(港币百万)	1.55
52 周高/低(港币)	2.1/0.92
发行股数(百万)	800
主要股东	刘建(54.5%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	10.7%	10.4%
3 月	-22.0%	-21.5%
6 月	不适用	不适用

来源: 彭博

过去一年股价


来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
营业额(百万元人民币)	361	420	710	1,059	1,265
净利润(百万元人民币)	56	11	48	97	116
每股收益(人民币)	0.123	0.019	0.060	0.121	0.145
每股收益变动(%)	69.4	(84.6)	217.4	102.5	19.8
市盈率(x)	10.8	70.5	22.2	11.0	9.2
市帐率(x)	8.4	2.1	2.5	2.1	1.8
股息率(%)	0.0	2.8	1.1	2.0	2.4
权益收益率(%)	58.7	2.2	11.3	19.1	19.3
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源: 公司、招银国际证券预测

利润表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	361.2	420.2	710.0	1,059.0	1,265.3
物业发展	292.9	352.0	624.9	953.7	1,125.8
物业投资	68.3	66.1	78.2	90.0	103.5
物业管理	-	2.0	6.9	15.4	36.0
销售成本	(240.5)	(280.1)	(488.0)	(735.2)	(891.3)
毛利	120.7	140.1	222.0	323.9	374.0
销售费用	(3.8)	(7.6)	(38.3)	(50.8)	(59.5)
行政费用	(21.5)	(57.3)	(85.2)	(105.9)	(126.5)
其他收益	(13.2)	(2.6)	(8.2)	(12.0)	(12.2)
上市费用	(4.0)	(35.9)	-	-	-
息税前收益	78.3	36.7	90.2	155.1	175.7
融资成本	(0.0)	(1.6)	(1.5)	(1.1)	(1.2)
联营公司	(0.8)	0.2	(0.5)	(0.8)	(1.0)
特殊收入	-	-	-	-	-
税前利润	77.5	35.4	88.2	153.2	173.5
所得税	(21.7)	(24.8)	(40.8)	(57.1)	(58.4)
非控制股东权益	0.1	0.3	0.5	0.8	1.0
净利润	56.0	10.9	47.9	97.0	116.1
调整后净利润	60.0	72.7	47.9	97.0	116.1

来源: 公司、招银国际证券预测

资产负债表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流动资产	73.4	92.6	421.8	483.8	536.8
物业、厂房及设备	21.1	22.0	305.0	350.0	380.0
投资物业	-	-	-	-	-
联营公司	0.8	1.0	0.8	0.8	0.8
可供出售投资	44.0	59.5	-	-	-
无形资产	0.2	0.1	106.0	120.0	140.0
其他	7.3	9.9	10.0	13.0	16.0
流动资产	205.7	618.3	342.6	455.5	556.1
现金及现金等价物	65.6	511.9	192.6	243.5	306.1
应收贸易款项	79.2	106.1	150.0	212.0	250.0
关连款项	-	-	-	-	-
存货	-	-	-	-	-
其他	60.8	0.2	-	-	-
流动负债	173.8	196.5	255.0	359.0	435.0
借债	2.4	22.4	5.0	6.0	6.0
应付贸易账款	149.2	154.7	225.0	325.0	395.0
应付税项	22.1	19.5	25.0	28.0	34.0
关连款项	0.1	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	9.6	12.6	17.3	19.3	20.3
借债	9.6	7.3	12.0	14.0	15.0
递延税项	-	-	-	-	-
其他	-	5.3	5.3	5.3	5.3
少数股东权益	0.1	0.2	70.0	54.0	36.0
净资产总值	95.5	501.5	422.1	507.0	601.6
股东权益	95.5	501.5	422.1	507.0	601.6

来源: 公司、招银国际证券预测

现金流量表

年结: 12月31日 (百万元人民币)	FY14E	FY15E	FY16E	FY17E	FY18E
息税前收益	78.3	36.7	90.2	155.1	175.7
折旧和摊销	4.6	5.2	5.5	30.5	35.0
营运资金变动	(5.1)	(21.4)	26.4	38.0	32.0
税务开支	(16.8)	(27.4)	(35.3)	(54.1)	(52.4)
其他	14.0	6.0	48.0	(0.8)	(8.9)
经营活动所得现金净额	75.0	(0.9)	134.9	168.7	181.5
购置固定资产	(9.9)	(76.9)	(348.5)	(105.5)	(95.0)
联营公司	4.5	(0.2)	0.1	(0.3)	(0.3)
其他	(47.0)	(2.6)	(0.1)	(3.0)	(3.0)
投资活动所得现金净额	(52.4)	(79.7)	(348.5)	(108.8)	(98.3)
股份发行	-	441.2	-	-	-
净银行借贷	12.0	17.6	(12.6)	3.0	1.0
股息	(12.5)	(33.5)	(30.2)	(12.0)	(21.6)
其他	(1.3)	29.6	-	-	-
融资活动所得现金净额	(1.8)	455.0	(42.9)	(9.0)	(20.6)
现金增加净额	20.9	374.3	(256.5)	51.0	62.5
年初现金及现金等价物	44.7	65.6	449.1	192.6	243.5
汇兑	-	9.2	-	-	-
年末现金及现金等价物	65.6	449.1	192.6	243.5	306.1
抵押现金	-	-	(62.8)	-	-
年末资产负债表现金及现金等价物	65.6	449.1	255.4	243.5	306.1

来源: 公司、招银国际证券预测

主要比率

年结: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
销售组合 (%)					
物业发展	81.1	83.8	88.0	90.1	89.0
物业投资	18.9	15.7	11.0	8.5	8.2
物业管理	-	0.5	1.0	1.4	2.8
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	33.4	33.3	31.3	30.6	29.6
税前利率	21.5	8.4	12.4	14.5	13.7
息税前收益	15.5	2.6	6.7	9.2	9.2
核心净利润率	16.6	17.3	6.7	9.2	9.2
有效税率	27.9	70.0	46.3	37.2	33.6
增长 (%)					
收入	24.4	16.3	69.0	49.2	19.5
毛利	54.9	16.1	58.5	45.9	15.5
净利润率	67.5	(53.1)	145.8	72.0	13.3
净利润	69.4	(80.5)	338.9	102.5	19.8
核心净利润	81.5	21.1	(34.1)	102.5	19.8
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.2	3.1	1.3	1.3	1.3
平均应收账款周转天数	56.3	55.6	39.8	32.7	30.3
平均应付帐款周转天数	35.6	33.3	23.2	18.4	16.4
平均存货周转天数	-	-	-	-	-
净负债/ 总权益比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)					
资本回报率	58.7	2.2	11.3	19.1	19.3
资产回报率	20.1	1.5	6.3	10.3	10.6
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.12	0.02	0.06	0.12	0.15
每股股息(人民币)	-	0.04	0.02	0.03	0.03
每股账面值(人民币)	0.16	0.63	0.53	0.63	0.75

来源: 公司、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

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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。

本公司的关联机构在过去 12 个月内与报告中提到的公司有投资银行业务的关系。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士。