

中奧到家(1538 HK, HK\$1.14, 目標價: HK\$1.10, 持有) — 因 O2O 業務而產生未能預料的虧損

- ❖ **欠佳的中期業績。**因為計算收益建築面積增加至 1,711 萬平方米，中奧 2016 上半年營業額上升 32.6% 至 2.61 億元(人民幣·下同)，不過 O2O 業務的急進推廣令成本上揚，所以 2016 上半年稅前利潤下挫 67.1% 至 769 萬元。但是，O2O 業務的虧損及股份付款開支未能抵銷稅務認可支出，故期內稅款支出增加 11.7% 至 1,364 萬元，因此中奧 2016 上半年錄得虧損 600 萬元。
- ❖ **原本業務在預期中。**因為中奧在 2016 年 2 月成功收購東方海港(管理 11 處共 100 萬平方米的上海物業)的 70% 權益，截至 2016 年 6 月的計算收益建築面積同比增加 23.8% 至 1,711 萬平方米，所以 2016 上半年來自物業管理業務的營業額同比上揚 35.7% 至 2.25 億元。除了東方海港外，中奧在 2016 年 7 月與永成物業訂立協議，收購永成物業(管理 234 處共 1,800 萬平方米的物業)的 70% 權益，此項收購的步伐可能較我們預期慢，但我們相信仍可在今年內完成，收購永成物業可使中奧的計算收益建築面積翻倍至 3,510 萬平方米。
- ❖ **收緊 O2O 營運的控制。**經過 1 年的營運，愛到家於 2016 年 6 月已開拓至 4,600 個小區，註冊用戶達 46.5 萬名，O2O 吸引用戶的快速擴張令開支大增，所以我們察覺 O2O 業務在 2016 上半年的毛利率為虧損 140%，而且經營開支及股份付款開支令 O2O 業務在 2016 上半年出現虧損 3,690 萬元。中奧在 2016 下半年專注 O2O 業務的收益產生模式及限制在 O2O 業務在 2016 下半年的投資為 1,500 萬元，我們並不期望愛到家在下半年能轉虧為盈，但希望虧損收窄。
- ❖ **O2O 業務的不確定性。**2016 年對中奧是一個充滿不確定的一年。雖然我們估計中奧 2016 年將錄取盈利 1,300 萬元，但盈利存在著下行的風險。我們更將 2017 及 2018 年的盈利預測分別下調 3.0% 至 9,400 萬元及 5.6% 至 1.10 億元。我們相信物業管理業務是亮麗及為中奧提供穩定的現金流。我們以 2017 年 8 倍市盈率來估值，目標價由 2.02 元下降至 1.10 港元，下降空間料達 3.5%，評級下降至「持有」。

中奧到家 (1538 HK)

評級	持有
收市價	HK\$1.14
目標價	HK\$1.10
市值 (港幣百萬)	912
過去 1 月平均交易 (港幣百萬)	1.05
52 周高/低 (港幣)	2.068/0.91
發行股數 (百萬)	800
主要股東	劉建(54.7%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-5.7%	-9.1%
3 月	-15.3%	-24.3%
6 月	-9.4%	-23.8%

來源: 彭博

過去一年股價



來源: 彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
營業額 (百萬元人民幣)	361	420	599	1,014	1,201
淨利潤 (百萬元人民幣)	56	11	13	94	110
每股收益 (人民幣)	0.123	0.019	0.016	0.118	0.137
每股收益變動 (%)	69.4	(84.6)	(14.2)	626.2	16.6
市盈率(x)	8.0	52.0	60.6	8.3	7.2
市帳率(x)	6.2	1.6	1.6	1.6	1.4
股息率 (%)	0.0	3.9	0.4	2.8	3.3
權益收益率 (%)	58.7	2.2	2.7	19.1	19.4
淨財務槓杆率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

來源: 公司、招銀國際證券預測

利潤表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
收入	361.2	420.2	599.4	1,013.7	1,200.9
物業發展	292.9	352.0	517.8	929.9	1,087.6
物業投資	68.3	66.1	61.6	68.4	77.3
物業管理	-	2.0	20.0	15.4	36.0
銷售成本	(240.5)	(280.1)	(431.2)	(706.9)	(850.5)
毛利	120.7	140.1	168.2	306.8	350.3
銷售費用	(3.8)	(7.6)	(32.4)	(48.7)	(56.4)
行政費用	(21.5)	(57.3)	(95.9)	(101.4)	(120.1)
其他收益	(13.2)	(2.6)	1.4	(7.3)	(9.2)
上市費用	(4.0)	(35.9)	-	-	-
息稅前收益	78.3	36.7	41.4	149.4	164.6
融資成本	(0.0)	(1.6)	(2.3)	(2.5)	(2.6)
聯營公司	(0.8)	0.2	2.0	2.4	2.8
特殊收入	-	-	0.5	-	-
稅前利潤	77.5	35.4	41.6	149.4	164.9
所得稅	(21.7)	(24.8)	(29.2)	(56.1)	(56.2)
非控制股東權益	0.1	0.3	0.5	0.8	1.0
淨利潤	56.0	10.9	13.0	94.1	109.6

來源: 公司、招銀國際證券預測

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
非流動資產	73.4	92.6	470.5	534.0	589.5
物業、廠房及設備	21.1	22.0	305.0	350.0	380.0
投資物業	-	-	46.0	48.0	50.0
聯營公司	0.8	1.0	2.5	3.0	3.5
可供出售投資	44.0	59.5	-	-	-
無形資產	0.2	0.1	106.0	120.0	140.0
其他	7.3	9.9	11.0	13.0	16.0
流動資產	205.7	618.3	383.2	417.4	494.4
現金及現金等價物	65.6	511.9	231.7	203.6	242.4
應收貿易款項	79.2	106.1	150.0	212.0	250.0
關連款項	-	-	-	-	-
存貨	-	-	1.5	1.8	2.0
其他	60.8	0.2	-	-	-
流動負債	173.8	196.5	285.0	389.0	467.0
借債	2.4	22.4	35.0	36.0	38.0
應付貿易賬款	149.2	154.7	225.0	325.0	395.0
應付稅項	22.1	19.5	25.0	28.0	34.0
關連款項	0.1	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	9.6	12.6	16.5	16.5	16.5
借債	9.6	7.3	6.0	6.0	6.0
遞延稅項	-	-	-	-	-
其他	-	5.3	10.5	10.5	10.5
少數股東權益	0.1	0.2	70.0	54.0	36.0
淨資產總值	95.5	501.5	482.2	491.9	564.4
股東權益	95.5	501.5	482.2	491.9	564.4

來源: 公司、招銀國際證券預測

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY14E	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
息稅前收益	78.3	36.7	41.4	149.4	164.6
折舊和攤銷	4.6	5.2	5.5	30.5	35.0
營運資金變動	(5.1)	(42.0)	24.9	37.7	31.8
稅務開支	(16.8)	(30.0)	(23.6)	(53.1)	(50.2)
其他	14.0	29.2	103.6	(83.2)	(25.3)
經營活動所得現金淨額	75.0	(0.9)	151.8	81.4	155.9
購置固定資產	(9.9)	(14.7)	(348.5)	(105.5)	(95.0)
聯營公司	4.5	-	(0.8)	0.3	0.4
其他	(47.0)	(65.0)	(1.1)	(2.0)	(3.0)
投資活動所得現金淨額	(52.4)	(79.7)	(350.4)	(107.2)	(97.6)
股份發行	-	471.3	-	-	-
淨銀行借貸	12.0	17.6	11.4	1.0	2.0
股息	(12.5)	(33.5)	(30.2)	(3.2)	(21.6)
其他	(1.3)	(0.5)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(1.8)	455.0	(18.9)	(2.2)	(19.6)
現金增加淨額	20.9	374.3	(217.4)	(28.0)	38.8
年初現金及現金等價物	44.7	65.6	449.1	231.7	203.6
匯兌	-	9.2	-	-	-
年末現金及現金等價物	65.6	449.1	231.7	203.6	242.4
抵押現金	-	-	(62.8)	-	-
年末資產負債表現金及現金等價物	65.6	449.1	294.5	203.6	242.4

來源: 公司、招銀國際證券預測

主要比率

年結: 12月31日	FY14A	FY15A	FY16E	FY17E	FY18E
銷售組合 (%)					
物業發展	81.1	83.8	86.4	91.7	90.6
物業投資	18.9	15.7	10.3	6.7	6.4
物業管理	-	0.5	3.3	1.6	3.0
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

盈利能力比率 (%)

毛利率	33.4	33.3	28.1	30.3	29.2
稅前利率	21.5	8.4	6.9	14.7	13.7
息稅前收益	15.5	2.6	2.2	9.3	9.1
核心淨利潤率	16.6	17.3	2.1	9.3	9.1
有效稅率	27.9	70.0	70.1	37.6	34.1

增長 (%)

收入	24.4	16.3	42.7	69.1	18.5
毛利	54.9	16.1	20.1	82.3	14.2
淨利潤率	67.5	(53.1)	12.9	260.8	10.2
淨利潤	69.4	(80.5)	18.7	626.2	16.6
核心淨利潤	81.5	21.1	(82.8)	654.2	16.6

資產負債比率

流動比率 (x)	1.2	3.1	1.3	1.1	1.1
平均應收款周轉天數	56.3	55.6	47.2	34.2	31.9
平均應付帳款周轉天數	35.6	33.3	26.2	19.1	17.2
平均存貨周轉天數	-	-	1.3	0.9	0.9
淨負債/ 總權益比率 (%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

回報率 (%)

資本回報率	58.7	2.2	2.7	19.1	19.4
資產回報率	20.1	1.5	1.5	9.9	10.1

每股數據

每股盈利 (人民幣)	0.12	0.02	0.02	0.12	0.14
每股股息 (人民幣)	-	0.04	0.00	0.03	0.03
每股賬面值 (人民幣)	0.16	0.63	0.60	0.61	0.71

來源: 公司、招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司的關聯機構在過去 12 個月內與報告中提到的公司有投資銀行業務的關係。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。