

奧園 (3883 HK)

異軍突起

- ❖ **增長最快內房之一。**中國奧園地產集團(奧園)是市場上增長最快的內房之一。2018年,奧園實現合同銷售額913億元(人民幣·下同),完成730億元銷售目標的125%,在克而瑞2018年房企銷售百強中排名38。我們認為,奧園向全國開發商的蛻變,將成為其長期股價催化劑。此外,與其他快速增長的企業相比,奧園在高速增長同時維持健康的財務狀況。2018年,奧園實現合同銷售增長100%,我們估計奧園2018年的淨負債比率穩為72%。
- ❖ **定位具競爭力。**截止2018年上半年,奧園在60個在海內外城市共有164個項目,總建築面積3,001萬平方米(權益面積81%),總可銷售資源3,275億元。奧園總部位於廣州,背靠大灣區,其32%的總貨值(1,048億元)集中在大灣區,公司未來的投資重心也將繼續圍繞大灣區。我們看好奧園以大灣區為核心的定位,我們看好大灣區的長期開發價值,并期待即將推出的大灣區規劃將進一步刺激當地經濟,從而支持當地房地產市場。我們認為,奧園在大灣區的土儲、開發能力以及知名度,都是其核心競爭優勢。
- ❖ **預計2017-20年盈利複合年增長率36%。**我們預計奧園2018-2020年的收入分別為315億、402億和509億元,複合年增長率39%,主要的驅動因素包括合同銷售額的結轉(2018年上半年已售未結為767億元)以及優質土地儲備。2018-2020年核心淨利潤預計分別為24億、31億和40億元,相當於2017-2020年複合年增長率36%。
- ❖ **首次覆蓋,給予買入評級。**我們覆蓋的內房同業平均交易價格為4.8 / 4.0x FY18 / 19E市盈率,或淨資產值折讓57.8%。我們估計奧園2019年的每股淨資產值為15.20港元。基於50%折扣,我們得出目標價7.60港元,意味著32.4%的上行空間。首次覆蓋,給予買入評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	11,827	19,115	31,521	40,187	50,881
淨利潤(百萬人民幣)	881	1,640	2,572	3,074	4,025
每股收益(人民幣)	0.32	0.61	0.96	1.15	1.50
每股收益變動(%)	0.3	89.9	56.6	19.5	30.9
市盈率(x)	15.6	8.2	5.3	4.4	3.4
市帳率(x)	1.5	1.4	1.2	1.0	0.9
股息率(%)	3.0	4.9	7.2	9.1	11.9
權益收益率(%)	9.9	16.1	21.9	22.6	25.1
淨財務杠杆率(%)	50.7	51.0	71.9	73.3	73.2

資料來源:公司及招銀國際預測

買入(首次覆蓋)

目標價	HK\$7.60
潛在升幅	+32.4%
當前股價	HK\$5.74

黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: huangchengyu@cmbi.com.hk

文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: samsonman@cmbi.com.hk

中國房地產行業

市值(百萬港元)	15,371
3月平均流通量(百萬港元)	37.2
52周內股價高/低(港元)	7.90/4.09
總股本(百萬)	2,677

資料來源: 彭博

股東結構

郭祥文	55.3%
自由流通	44.7%

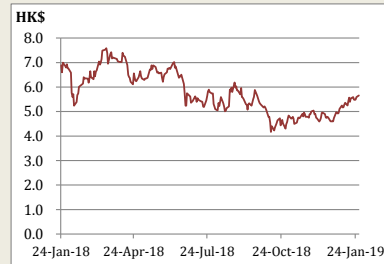
資料來源: 彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	18.2%	9.3%
3-月	30.0%	17.0%
6-月	-3.6%	0.7%

資料來源: 彭博

股價表現



資料來源: 彭博

審計師: Deloitte Touche Tohmatsu

公司網站: www.aoyuan.com.cn

財務報表

利潤表

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	11,827	19,115	31,521	40,187	50,881
物業開發	11,240	17,960	29,842	38,195	48,607
租金收入	73	119	125	127	130
酒店、物業管理服務收入及銷售貨物	514	1,036	1,554	1,864	2,144
銷售成本	(8,550)	(14,004)	(22,791)	(28,943)	(36,624)
毛利	3,277	5,111	8,730	11,244	14,257
其他收入	87	133	403	323	343
銷售費用	(592)	(926)	(1,639)	(2,130)	(2,697)
行政費用	(489)	(800)	(1,324)	(1,728)	(2,188)
其他費用	-	-	-	-	-
息稅前收益	2,283	3,518	6,170	7,709	9,716
應占聯營和合營公司收益	(32)	(116)	121	191	304
財務費用	(157)	(268)	(370)	(489)	(528)
特殊收入	(8)	492	279	-	-
稅前利潤	2,085	3,626	6,200	7,411	9,492
所得稅	(1,078)	(1,674)	(2,985)	(3,569)	(4,461)
非控制股東權益	(126)	(312)	(643)	(768)	(1,006)
歸屬股東淨利潤	881	1,640	2,572	3,074	4,025
歸屬股東淨利潤	1,083	1,587	2,405	3,074	4,025

來源：公司，招銀國際預測

資產負債表

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
流動資產	59,830	116,110	157,591	173,507	192,267
存貨	43,487	77,069	110,197	122,647	136,329
貿易及其他應收賬款	3,604	7,407	11,258	13,396	16,960
合同資產	-	-	-	-	-
應收關聯方款項	849	2,594	5,497	5,497	5,497
現金及現金等价物	10,471	24,769	25,911	27,238	28,751
其他	1,418	4,271	4,729	4,729	4,729
非流動資產	6,589	9,696	15,786	16,840	18,074
物業、厂房及設備	506	719	1,283	1,419	1,548
投資型房地產	5,425	6,360	7,277	8,005	8,805
聯營及合營公司的權益	164	214	1,540	1,731	2,034
聯營及合營公司的權益	152	244	152	152	152
其他	342	2,158	5,534	5,534	5,534
總資產	66,418	125,806	173,377	190,347	210,341
流動負債	36,143	75,573	117,455	129,448	143,418
貿易及其他應付賬款	6,795	14,579	22,791	28,943	36,624
合同負債	20,524	34,760	59,332	63,863	68,775
銀行借款	4,506	20,490	26,222	27,533	28,910
應付關聯方款項	296	1,469	4,339	4,339	4,339
其他	4,022	4,275	4,770	4,770	4,770
非流動負債	15,645	23,106	25,958	28,323	30,925
銀行借款	13,875	19,880	23,649	26,013	28,615
其他	1,770	3,226	2,310	2,310	2,310
總負債	51,787	98,680	143,413	157,771	174,343
非控股權益	5,713	16,971	18,214	18,983	19,989
總淨資產	8,918	10,155	11,750	13,594	16,009
歸屬母公司股東權益	8,918	10,155	11,750	13,594	16,009

來源：公司，招銀國際預測

现金流量表

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	2,283	3,518	6,170	7,709	9,716
折旧和摊销	42	54	36	64	71
营运资金变动	6,092	(6,926)	(4,157)	(3,906)	(4,653)
税务开支	(880)	(1,313)	(2,985)	(3,569)	(4,461)
其他	(1,592)	(2,096)	(3,783)	(489)	(528)
经营活动所得现金净额	5,945	(6,763)	(4,719)	(191)	145
购置固定资产	(703)	(1,032)	(1,517)	(928)	(1,000)
联营公司	(6,207)	(3,329)	(1,205)	-	-
其他	2,841	(5,583)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(4,069)	(9,944)	(2,722)	(928)	(1,000)
股份发行	(153)	-	-	-	-
净银行借贷	22,957	2,905	9,559	3,676	3,978
股息	(812)	(572)	(977)	(1,229)	(1,610)
其他	(21,185)	28,713	-	-	-
融资活动所得现金净额	808	31,046	8,582	2,447	2,368
现金增加净额	2,683	14,339	1,141	1,328	1,513
年初现金及现金等价物	7,769	10,471	24,769	25,911	27,238
汇兑	18	(41)	-	-	-
年末现金及现金等价物	10,471	24,769	25,911	27,238	28,751
资产负债表中的现金及现金等价物	10,471	24,769	25,911	27,238	28,751

来源:公司,招银国际预测

主要比率

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
物业开发	95.0%	94.0%	94.7%	95.0%	95.5%
租金收入	0.6%	0.6%	0.4%	0.3%	0.3%
酒店、物业管理服务收入及销售货物	4.3%	5.4%	4.9%	4.6%	4.2%
总额	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率 (%)					
毛利率	27.7	26.7	27.7	28.0	28.0
息税前利润率	19.3	18.4	19.6	19.2	19.1
税前利润率	17.6	19.0	19.7	18.4	18.7
净利润率	7.4	8.6	8.2	7.6	7.9
核心净利润率	9.2	8.3	7.6	7.6	7.9
有效税率	51.7	46.2	48.1	48.2	47.0
增长 (%)					
收入	23.6	61.6	64.9	27.5	26.6
毛利	23.8	56.0	70.8	28.8	26.8
息税前利润	20.0	54.1	75.4	25.0	26.0
净利润	8.5	86.2	56.8	19.5	30.9
核心利润	38.6	46.5	51.5	27.8	30.9
流动比率 (x)					
资产负债比率	1.7	1.5	1.3	1.3	1.3
平均存货周转天数	1,856	2,009	1,765	1,547	1,359
平均应收账款周转天数	111	141	130	122	122
平均应付账款周转天数	290	380	365	365	365
净负债/总权益比率 (%)	50.7	51.0	71.9	73.3	73.2
回报率 (%)					
资本回报率	9.9	16.1	21.9	22.6	25.1
资产回报率	1.5	1.6	1.9	2.0	2.4
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.32	0.61	0.96	1.15	1.50
每股股息(人民币)	0.15	0.25	0.37	0.46	0.60
每股账面值(人民币)	3.28	3.70	4.33	5.02	5.92

来源:公司,招银国际预测

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并無直接或間接關係。

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	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

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。報告所載數據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，并可能會受目標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，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。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信息，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士。