

中國奧園 (3883 HK)

強勁銷售支持業績增長

概要。奧園在上半年錄得 75% 核心盈利增長至 20.3 億元(人民幣,下同)。今年首七個月,公司實現合同銷售額 603 億元,同比增長 30%,達到銷售目標 1,141 億元的 53%。我們將目標價從 13.00 港元上調至 14.30 港元。維持買入。

- **上半年核心盈利增長 75%。**奧園分別於 2017 年和 2018 年實現 78% 和 100% 的合同銷售增長。受益於之前快速增長的合同銷售額於 2019 上半年逐步結轉,房地產開發收入增長 73% 至 224 億元。與 2018 上半年相比,毛利率略微上升 1.2 個百分點至 29.8%,但低於 2018 財年的 31.1%。核心淨利潤增長 75% 至 20.3 億元,核心淨利潤率為 8.6%。
- **今年首七個月達成率 53%。**2019 上半年,公司合同銷售額達到 536 億元,銷售面積 532 萬平,分別同比增長 33% 和 35%,對應平均售價 10,080 元/平。華南地區仍是奧園的核心市場,上半年貢獻 228 億元,占總銷售額 42%。今年首七個月,奧園實現合同銷售額 603 億元,完成全年目標銷售額 1,141 億元的 53%。此外,截至 2019 年 7 月,預售但尚未入帳的物業達到 1,457 億元,其中約 250-300 億元將於 2019 下半年結轉。
- **土儲具備競爭優勢。**上半年奧園增加了 726 萬平新土儲,其中 72% 來自收併購。截至 2019 年 6 月 30 日,奧園在國內外 75 個城市共擁有 230 個項目。土儲面積達到 4,012 萬平(應占面積: 81%),總值 4,255 億元(預期平均售價為 10,606 元/平),其中 27% 來自大灣區項目。由於公司採取積極的收併購策略,平均土地成本維持在 2,321 元/平,占上半年平均售價的 23%。公司同時專注於城市更新業務,其潛在可售資源達 2,197 億元。不論在成本或定位方面,我們相信奧園在大灣區的土儲較其他中型開發商具備競爭優勢。
- **上調目標價至 14.30 港元,維持買入評級。**我們將 2019/20 年的盈利預測調高 10.9% / 6.3% 至 44.48 / 61.23 億元,併將 2019 年末淨資產值預測從 26.00 港元上調至 28.60 港元。基於 50% 折讓,我們將目標價從 13.00 港元上調至 14.30 港元。在 8 月 16 日,恒生指數公司宣布奧園將納入恒生綜合大中型股指數(HSLMI)。在合同銷售額達 1,000 億元人民幣的中型開發商中,我們看好奧園,因其土儲十分具吸引力,而強勁的銷售增長亦反映高盈利能見度。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬美元)	19,115	31,006	52,243	80,157	92,825
淨利潤(百萬美元)	61.6	62.2	68.5	53.4	15.8
調整後淨利潤(百萬美元)	1,640	2,409	4,448	6,123	7,275
調整後每股盈利(美元)	0.61	0.90	1.66	2.29	2.72
同比增長(%)	89.9	46.6	84.8	37.7	18.8
市盈率(倍)	14.7	10.0	5.4	3.9	3.3
市淨率(倍)	2.4	2.0	1.7	1.3	1.1
股息率(%)	2.8	4.0	7.4	10.2	12.1
股本回報率(%)	16.1	20.3	30.6	33.6	32.2
淨負債率(%)	51.0	58.9	74.5	72.3	66.4

資料來源:公司及招銀國際證券預測

敬請參閱尾頁之免責聲明

招銀國際研究報告之彭博搜索代碼: CMBR

本報告摘要自英文版本,如欲進一步瞭解,敬請參閱英文報告。

買入(維持)

目標價	HK\$14.30
(此前目標價)	HK\$13.00
潛在升幅	+37.5%
當前股價	HK\$10.40

中國房地產行業

黃程宇

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

文幹森, CFA

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

公司數據

市值(百萬港元)	27,980
3 月平均流通量(百萬港元)	125
52 周內股價高/低(港元)	12.14/4.09
總股本(百萬)	2,690

資料來源: 彭博

股東結構

郭梓文	55.2%
自由流通	44.8%

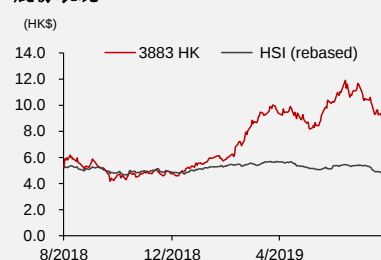
資料來源: 港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-18.1%	-9.4%
3-月	6.6%	15.8%
6-月	62.4%	78.9%
12-月	84.8%	95.4%

資料來源: 彭博

股份表現



資料來源: 彭博

審計師: 德勤

財務報表

利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	19,115	31,006	52,243	80,157	92,825
物業銷售	17,960	29,740	50,850	78,625	91,140
投資物業	119	186	204	225	247
其他	1,036	1,080	1,188	1,307	1,438
銷售成本	(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
銷售費用	(926)	(1,432)	(2,142)	(3,286)	(3,713)
行政費用	(800)	(1,736)	(2,821)	(4,248)	(4,734)
息稅前收益	3,518	6,816	10,718	15,894	18,640
應占聯營及合營公司收益	(116)	35	60	104	154
財務費用	(268)	(411)	(695)	(873)	(962)
特殊收入	492	514	524	-	-
稅前利潤	3,626	6,954	10,607	15,125	17,831
所得稅	(1,674)	(4,015)	(5,046)	(7,471)	(8,737)
年度利潤	1,952	2,939	5,561	7,655	9,094
非控制股東權益	(312)	(531)	(1,112)	(1,531)	(1,819)
歸屬母公司股東淨利潤	1,640	2,409	4,449	6,124	7,275
歸屬母公司股東核心淨利潤	1,613	2,574	4,134	6,124	7,275

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
流動資產	116,110	171,808	258,049	303,854	353,334
可供銷售物業	77,069	114,894	178,876	205,620	244,838
貿易及其他應收賬款	7,407	12,274	20,897	32,063	37,130
應收關聯方款項	2,594	2,267	2,982	2,982	2,982
現金及現金等價物	24,769	36,012	44,518	52,414	57,609
其他	4,271	6,360	10,775	10,775	10,775
非流動資產	9,696	17,051	23,087	23,610	24,084
物業、廠房及設備	719	2,057	2,177	2,297	2,417
投資型房地產	6,360	8,833	9,857	10,157	10,357
聯營及合營公司的權益	214	1,939	5,559	5,663	5,817
其他	2,403	4,221	5,493	5,493	5,492
總資產	125,806	188,858	281,135	327,465	377,419
流動負債	75,573	121,033	192,935	229,321	270,862
貿易及其他應付帳款	14,579	25,565	36,882	57,117	66,172
合同負債	34,760	59,966	109,430	119,535	147,510
應付關聯方款項	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
非流動負債	23,106	37,092	49,685	54,425	56,654
長期借款	19,880	33,990	46,774	51,514	53,742
其他	3,226	3,102	2,911	2,911	2,911
總負債	98,680	158,124	242,621	283,745	327,515
總淨資產	27,126	30,734	38,515	43,719	49,903
歸屬母公司股東權益	10,155	11,872	14,541	18,215	22,580
非控股權益	16,971	18,862	23,974	25,504	27,323

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
稅後利潤	3,626	6,954	10,606	15,125	17,831
折舊、攤銷及資產減值損失	54	144	80	80	80
營運資金變動	(6,926)	7,829	(11,824)	(7,570)	(7,254)
其他	(3,517)	(6,340)	(11,085)	(7,575)	(8,891)
經營活動所得現金淨額	(6,763)	8,588	(12,223)	61	1,766
購置固定資產及投資	(889)	(713)	(700)	(500)	(400)
聯營及合營公司	(7,863)	(11,564)	(3,260)	-	-
其他	(1,192)	(4,686)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(9,944)	(16,963)	(3,960)	(500)	(400)
注資	7,903	(291)	4,000	-	-
淨銀行借貸	22,005	17,439	22,468	10,785	6,739
其他	1,139	(777)	(1,779)	(2,449)	(2,910)
融資活動所得現金淨額	31,046	16,370	24,689	8,335	3,829
現金增加淨額	14,339	7,995	8,506	7,896	5,195
年初貨幣資金及等價物	10,471	24,769	36,012	44,518	52,414
匯兌	(41)	173	-	-	-
年末貨幣資金	24,769	32,937	44,518	52,414	57,609

主要比率

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合 (%)					
物業銷售	94.0	95.9	97.3	98.1	98.2
投資物業	0.6	0.6	0.4	0.3	0.3
其他	5.4	3.5	2.3	1.6	1.5
合計	100	100	100	100	100
盈利能力比率 (%)					
毛利率	26.7	31.1	29.4	28.7	28.7
息稅前利潤率	18.4	22.0	20.5	19.8	20.1
淨利潤率	8.6	7.8	8.5	7.6	7.8
有效稅率	46.2	57.7	47.6	49.4	49.0
增長 (%)					
收入	61.6	62.2	68.5	53.4	15.8
毛利	56.0	88.5	59.4	50.0	15.7
息稅前利潤	54.1	93.7	57.2	48.3	17.3
淨利潤	86.2	46.9	84.7	37.7	18.8
資產負債比率					
流動比率 (X)	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3
平均應收賬款周轉天數	141	144	146	146	146
平均應付帳款周轉天數	380	437	365	365	365
平均存貨周轉天數	2,009	1,962	1,770	1,314	1,351
淨負債/總權益 (%)	51.0	58.9	74.5	72.3	66.4
回報率 (%)					
資本回報率	16.1	20.3	30.6	33.6	32.2
資產回報率	1.6	1.6	2.0	2.3	2.4
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.61	0.90	1.66	2.29	2.72
每股股息(人民幣)	0.25	0.36	0.66	0.91	1.09
每股賬面值(人民幣)	3.78	4.43	5.43	6.80	8.43

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併無直接或間接關係。

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。

招銀國際證券投資評級

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

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

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，併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，併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併不時自行及/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。接收本報告之行爲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。