

# 中奧到家 (1538 HK)

## 最差的時期已經過去

- ❖ **020 業務虧損已最小化。**中奧在過去累計投資 5,820 萬元(人民幣·下同)打造其 020 平臺，但由於 020 業務並沒有達到預期，020 公司 CEO 羅濤於今年 4 月提出辭呈。此後，為節約維護及運營成本，公司與羅濤、創年網絡科技簽訂服務協議，每月支付 10 萬元人民幣作為愛到家 020 平臺的維護及運營服務費用。公司相信 020 業務的虧損已經控制在最小範圍內。我們預計 020 業務在 2017 年和 2018 年的虧損將控制在 1,000 萬元和 500 萬元。
- ❖ **專注收購後的業務整合。**在 2016 年收購 2 家物業管理公司後，中奧將專注整合所收購的業務。根據公司 2017 年 6 月 30 日的公告，被收購公司永誠物業在 2016 年的淨利潤達 3,220 萬元，2016 年底永誠物業在管面積為 2,160 萬平方米，佔中奧總管理面積的 36%。因此，中奧根據之前協定新增 2,250 萬元的投資，收購其 7.5% 的股權。收購完成後，中奧將持有永誠物業 77.5% 的股權。在未來，中奧將持續整合所收購 2 家公司的業務，根據收購協議增加持股比例。
- ❖ **努力提高市場份額。**相比通過收購獲取新業務，中奧在未來將更加專注業務的內生發展。中奧的新增項目主要來自開發商(新建住宅)和小區業主(已落成住宅)。公司將積極爭取任何有利潤，收費在 1.5 元每平米每月左右的已落成住宅項目，努力提高市場份額。截至 2016 年底，公司管理園區達 445 個，管理面積約 6,000 萬平方米，其中 4,460 萬平方米已交付在管物業，另外 1,540 萬平方米的物業將在 2017 年或以後交付。
- ❖ **2017 年扭虧為盈。**在公司控制住 020 業務虧損後，我們相信中奧將在 2017 年扭虧為盈。儘管我們調整了公司盈利預測，但我們相信向上的盈利風險依然存在。此外，公司 2016 年底現金和總借款分別為 4.42 億元和 1.29 億元，相當於每股淨現金 0.394 元或 0.45 港元。公司目前估值為 2017 年的 7.4 倍或 2018 年 5.6 倍預測市盈率，低於同期同業平均水平的 16.6 倍/12.8 倍。基於 10 倍 2017 年預測市盈率，我們下調原有目標價 1.33 港元至 1.13 港元。潛在升幅為 36.1%，評級由「持有」上調至「買入」。
- ❖ **主要風險：**(1)股票交易不活躍；(2)物業管理行業競爭激烈導致利潤下降。

### 財務資料

| (截至 12 月 31 日) | FY15A | FY16A  | FY17E | FY18E | FY19E |
|----------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 營業額 (百萬人民幣)    | 420   | 635    | 948   | 1,101 | 1,235 |
| 淨利潤 (百萬人民幣)    | 11    | -6     | 78    | 103   | 118   |
| EPS (人民幣)      | 0.019 | -0.008 | 0.098 | 0.130 | 0.149 |
| EPS 變動 (%)     | -84.6 | N.A.   | N.A.  | 32.5  | 14.6  |
| 市盈率 (x)        | 38.3  | N.A.   | 7.4   | 5.6   | 4.8   |
| 市帳率 (x)        | 1.2   | 1.5    | 1.2   | 1.1   | 0.9   |
| 股息率 (%)        | 5.2   | 0.0    | 4.2   | 5.5   | 6.1   |
| 權益收益率 (%)      | 2.2   | N.A.   | 16.8  | 19.0  | 18.8  |
| 淨財務杠杆率 (%)     | 淨現金   | 淨現金    | 淨現金   | 淨現金   | 淨現金   |

資料來源：公司及招銀國際研究

### 買入(上調)

|          |           |
|----------|-----------|
| 目標價      | HK\$1.13  |
| (上一次目標價) | HK\$1.33) |
| 潛在升幅     | +36.1%    |
| 當前股價     | HK\$0.83  |

### 文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: [samsonman@cmbi.com.hk](mailto:samsonman@cmbi.com.hk)

### 黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: [huangchengyu@cmbi.com.hk](mailto:huangchengyu@cmbi.com.hk)

### 房地產行服務業

|                 |           |
|-----------------|-----------|
| 市值(百萬港元)        | 659       |
| 3 月平均流通量 (百萬港元) | 0.63      |
| 5 周內股價高/低 (港元)  | 1.35/0.51 |
| 總股本 (百萬)        | 794.2     |

資料來源：彭博

### 股東結構

|                   |        |
|-------------------|--------|
| 劉建                | 55.08% |
| 衛哲                | 13.88% |
| Briarwood Capital | 8.04%  |
| 上海恒璣              | 6.75%  |

資料來源：彭博

### 股價表現

|     | 絕對回報   | 相對回報   |
|-----|--------|--------|
| 1-月 | 33.3%  | 34.2%  |
| 3-月 | -18.4% | -23.1% |
| 6-月 | -29.2% | -39.5% |

資料來源：彭博

### 股價表現



資料來源：彭博

### 審計師: 安永

公司網站: [www.gdzawzy.com](http://www.gdzawzy.com)

**利潤表**

| 年結:12月31日 (百萬元人民幣) | FY15A        | FY16A        | FY17E        | FY18E          | FY19E          |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|----------------|----------------|
| <b>收入</b>          | <b>420.2</b> | <b>635.1</b> | <b>947.9</b> | <b>1,100.7</b> | <b>1,235.2</b> |
| 物業管理               | 351.7        | 559.4        | 862.4        | 1,008.0        | 1,141.1        |
| 協銷業務               | 66.1         | 55.7         | 68.4         | 77.3           | 77.3           |
| 其他                 | 2.3          | 20.0         | 17.1         | 15.4           | 16.8           |
| 銷售成本               | (280.1)      | (478.4)      | (697.6)      | (809.2)        | (910.6)        |
| <b>毛利</b>          | <b>140.1</b> | <b>156.7</b> | <b>250.3</b> | <b>291.5</b>   | <b>324.6</b>   |
| 銷售費用               | (7.6)        | (29.5)       | (23.7)       | (26.4)         | (28.4)         |
| 行政費用               | (57.3)       | (99.7)       | (94.8)       | (105.7)        | (116.1)        |
| 其他收益               | (2.6)        | (4.1)        | (2.3)        | (2.1)          | (2.7)          |
| 上市費用               | (35.9)       | -            | -            | -              | -              |
| <b>息稅前收益</b>       | <b>36.7</b>  | <b>23.5</b>  | <b>129.5</b> | <b>157.3</b>   | <b>177.4</b>   |
| 融資成本               | (1.6)        | (4.7)        | (5.2)        | (5.4)          | (5.2)          |
| 聯營公司               | 0.2          | 2.1          | 2.4          | 2.8            | 3.0            |
| 特殊收入               | -            | 3.3          | -            | -              | -              |
| <b>稅前利潤</b>        | <b>35.4</b>  | <b>24.3</b>  | <b>126.7</b> | <b>154.7</b>   | <b>175.2</b>   |
| 所得稅                | (24.8)       | (27.6)       | (40.4)       | (43.7)         | (48.8)         |
| 非控制股東權益            | 0.3          | (3.0)        | (8.3)        | (7.8)          | (8.0)          |
| <b>淨利潤</b>         | <b>10.9</b>  | <b>(6.4)</b> | <b>78.0</b>  | <b>103.3</b>   | <b>118.4</b>   |
| <b>調整後淨利潤</b>      | <b>72.7</b>  | <b>(9.7)</b> | <b>78.0</b>  | <b>103.3</b>   | <b>118.4</b>   |

來源: 公司及招銀國際研究部預測

**資產負債表**

| 年結:12月31日 (百萬元人民幣) | FY15A        | FY16A        | FY17E        | FY18E        | FY19E        |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>非流動資產</b>       | <b>92.6</b>  | <b>422.5</b> | <b>336.0</b> | <b>309.5</b> | <b>311.5</b> |
| 物業、廠房及設備           | 22.0         | 38.2         | 45.0         | 50.0         | 60.0         |
| 投資物業               | -            | 139.7        | 128.0        | 110.0        | 120.0        |
| 聯營公司               | 1.0          | 4.4          | 3.0          | 3.5          | 3.5          |
| 可供出售投資             | 59.5         | 28.0         | -            | -            | -            |
| 無形資產               | 0.1          | 195.5        | 145.0        | 130.0        | 110.0        |
| 其他                 | 9.9          | 16.9         | 15.0         | 16.0         | 18.0         |
| <b>流動資產</b>        | <b>618.3</b> | <b>678.7</b> | <b>752.8</b> | <b>835.7</b> | <b>903.3</b> |
| 現金及現金等價物           | 511.9        | 442.5        | 530.3        | 583.1        | 620.5        |
| 應收貿易款項             | 106.1        | 232.2        | 220.0        | 250.0        | 280.0        |
| 關連款項               | -            | 2.6          | 2.0          | 2.0          | 2.0          |
| 存貨                 | -            | 0.7          | 0.5          | 0.6          | 0.8          |
| 其他                 | 0.2          | 0.7          | -            | -            | -            |
| <b>流動負債</b>        | <b>196.5</b> | <b>466.3</b> | <b>450.0</b> | <b>471.0</b> | <b>489.0</b> |
| 借債                 | 22.4         | 45.5         | 48.0         | 38.0         | 35.0         |
| 應付貿易賬款             | 154.7        | 368.8        | 350.0        | 380.0        | 400.0        |
| 應付稅項               | 19.5         | 51.8         | 52.0         | 53.0         | 54.0         |
| 關連款項               | -            | 0.2          | -            | -            | -            |
| 其他                 | -            | -            | -            | -            | -            |
| <b>非流動負債</b>       | <b>12.6</b>  | <b>184.8</b> | <b>135.0</b> | <b>95.0</b>  | <b>68.0</b>  |
| 借債                 | 7.3          | 83.4         | 85.0         | 70.0         | 65.0         |
| 遞延稅項               | -            | 29.3         | -            | -            | -            |
| 其他                 | 5.3          | 72.0         | 50.0         | 25.0         | 3.0          |
| <b>少數股東權益</b>      | <b>0.2</b>   | <b>64.3</b>  | <b>40.0</b>  | <b>36.0</b>  | <b>28.0</b>  |
| <b>淨資產總值</b>       | <b>501.5</b> | <b>385.8</b> | <b>463.8</b> | <b>543.2</b> | <b>629.8</b> |
| <b>股東權益</b>        | <b>501.5</b> | <b>385.8</b> | <b>463.8</b> | <b>543.2</b> | <b>629.8</b> |

來源: 公司及招銀國際研究部預測

## 現金流量表

| 年結:12月31日 (百萬元人民幣)     | FY15A         | FY16A          | FY17E         | FY18E         | FY19E         |
|------------------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------|
| 息稅前收益                  | 36.7          | 23.5           | 129.5         | 157.3         | 177.4         |
| 折舊和攤銷                  | 5.2           | 10.0           | 17.8          | 17.3          | 16.0          |
| 營運資金變動                 | (42.0)        | 42.2           | (6.4)         | (0.1)         | (10.2)        |
| 稅務開支                   | (30.0)        | (16.8)         | (69.6)        | (42.7)        | (47.8)        |
| 其他                     | 29.2          | 13.8           | 62.6          | 22.7          | (1.2)         |
| <b>經營活動所得現金淨額</b>      | <b>(0.9)</b>  | <b>72.8</b>    | <b>133.9</b>  | <b>154.5</b>  | <b>134.2</b>  |
| 購置固定資產                 | (14.7)        | (198.8)        | (54.6)        | (52.3)        | (56.0)        |
| 聯營公司                   | -             | -              | 2.2           | 0.4           | 1.0           |
| 其他                     | (65.0)        | 81.4           | 1.9           | (1.0)         | (2.0)         |
| <b>投資活動所得現金淨額</b>      | <b>(79.7)</b> | <b>(117.3)</b> | <b>(50.6)</b> | <b>(52.9)</b> | <b>(57.0)</b> |
| 股份發行                   | 471.3         | (6.0)          | -             | -             | -             |
| 淨銀行借貸                  | 17.6          | 67.2           | 4.1           | (25.0)        | (8.0)         |
| 股息                     | (33.5)        | (31.1)         | -             | (23.8)        | (31.8)        |
| 其他                     | (0.5)         | (10.7)         | 0.4           | -             | -             |
| <b>融資活動所得現金淨額</b>      | <b>455.0</b>  | <b>19.5</b>    | <b>4.4</b>    | <b>(48.8)</b> | <b>(39.8)</b> |
| <b>現金增加淨額</b>          | <b>374.3</b>  | <b>(25.0)</b>  | <b>87.8</b>   | <b>52.8</b>   | <b>37.4</b>   |
| 年初現金及現金等價物             | 65.6          | 449.1          | 442.5         | 530.3         | 583.1         |
| 匯兌                     | 9.2           | 18.4           | -             | -             | -             |
| 年末現金及現金等價物             | 449.1         | 442.5          | 530.3         | 583.1         | 620.5         |
| 抵押現金                   | -             | (62.8)         | -             | -             | -             |
| <b>年末資產負債表現金及現金等價物</b> | <b>449.1</b>  | <b>505.3</b>   | <b>530.3</b>  | <b>583.1</b>  | <b>620.5</b>  |

來源: 公司及招銀國際研究部預測

## 主要比率

| 年結:12月31日       | FY15A        | FY16A        | FY17E        | FY18E        | FY19E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>銷售組合 (%)</b> |              |              |              |              |              |
| 物業管理            | 83.7         | 88.1         | 91.0         | 91.6         | 92.4         |
| 協銷業務            | 15.7         | 8.8          | 7.2          | 7.0          | 6.3          |
| 其他              | 0.6          | 3.1          | 1.8          | 1.4          | 1.3          |
| <b>總額</b>       | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> | <b>100.0</b> |

## 盈利能力比率 (%)

|        |      |       |      |      |      |
|--------|------|-------|------|------|------|
| 毛利率    | 33.3 | 24.7  | 26.4 | 26.5 | 26.3 |
| 稅前利率   | 8.4  | 3.8   | 13.4 | 14.1 | 14.2 |
| 息稅前收益  | 2.6  | (1.0) | 8.2  | 9.4  | 9.6  |
| 核心淨利潤率 | 17.3 | (1.5) | 8.2  | 9.4  | 9.6  |
| 有效稅率   | 70.0 | 113.8 | 31.9 | 28.2 | 27.9 |

## 增長 (%)

|       |        |        |       |      |      |
|-------|--------|--------|-------|------|------|
| 收入    | 16.3   | 51.2   | 49.2  | 16.1 | 12.2 |
| 毛利    | 16.1   | 11.9   | 59.7  | 16.4 | 11.4 |
| 淨利潤率  | (53.1) | (36.0) | 451.8 | 21.5 | 12.7 |
| 淨利潤   | (80.5) | N.A.   | N.A.  | 32.5 | 14.6 |
| 核心淨利潤 | 21.1   | N.A.   | N.A.  | 32.5 | 14.6 |

## 資產負債比率

|               |      |      |      |      |      |
|---------------|------|------|------|------|------|
| 流動比率 (x)      | 3.1  | 1.5  | 1.7  | 1.8  | 1.8  |
| 平均應收賬款周轉天數    | 55.6 | 44.5 | 36.6 | 34.8 | 31.0 |
| 平均應付帳款周轉天數    | 33.3 | 23.7 | 19.4 | 18.0 | 16.0 |
| 平均存貨周轉天數      | -    | 0.6  | 0.3  | 0.3  | 0.3  |
| 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 | 2.2 | -1.7 | 16.8 | 19.0 | 18.8 |
| 資產回報率 | 1.5 | -0.6 | 7.2  | 9.0  | 9.7  |

## 每股數據

|             |      |        |      |      |      |
|-------------|------|--------|------|------|------|
| 每股盈利 (人民幣)  | 0.02 | (0.01) | 0.10 | 0.13 | 0.15 |
| 每股股息 (人民幣)  | 0.04 | -      | 0.03 | 0.04 | 0.05 |
| 每股賬面值 (人民幣) | 0.63 | 0.49   | 0.58 | 0.68 | 0.79 |

來源: 公司及招銀國際研究部預測

## 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，任何機構或個人于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。