睿智投资

中奥到家 (1538 HK)

最差的时期已经过去

- **O2O 业务亏损已最小化。**中奥在过去累计投资 5,820 万元(人民币，下同)打造其 O2O 平台，但由于 O2O 业务并没有达到预期，O2O 公司 CEO 罗涛于今年 4 月提出辞呈。此后，为节约维护及运营成本，公司与罗涛、创年网络科技签订服务协议，每月支付 10 万元人民币作为爱到家 O2O 平台的维护及运营服务费用。公司相信 O2O 业务的亏损已经控制在最小范围内。我们预计 O2O 业务在 2017 年和 2018 年的亏损将控制在 1,000 万元和 500 万元。
- **专注收购后的业务整合。**在 2016 年收购 2 家物业管理公司后，中奥将专注整合所收购的业务。根据公司 2017 年 6 月 30 日的公告，被收购公司永诚物业在 2016 年的净利润达 3,220 万元，2016 年底永诚物业在管面积为 2,160 万平方米，占中奥总管理面积的 36%。因此，中奥根据之前协定新增 2,250 万元的投资，收购其 7.5%的股权。收购完成后，中奥将持有永诚物业 77.5%的股权。在未来，中奥将持续整合所收购 2 家公司的业务，根据收购协议增加持股比例。
- **努力提高市场份额。**相比通过收购获取新业务，中奥在未来将更加专注业务的内生发展。中奥的新增项目主要来自开发商(新建住宅)和小区业主(已落成住宅)。公司将积极争取任何有利润，收费在 1.5 元每平米每月左右的已落成住宅项目，努力提高市场份额。截至 2016 年底，公司管理园区达 445 个，管理面积约 6,000 万平方米，其中 4,460 万平方米已交付在管物业，另外 1,540 万平方米的物业将在 2017 年或以后交付。
- **2017 年扭亏为盈。**在公司控制住 O2O 业务亏损后，我们相信中奥将在 2017 年扭亏为盈。尽管我们调整了公司盈利预测，但我们相信向上的盈利风险依然存在。此外，公司 2016 年底现金和总借款分别为 4.42 亿元和 1.29 亿元，相当于每股净现金 0.394 元或 0.45 港元。公司目前估值为 2017 年的 7.4 倍或 2018 年 5.6 倍预测市盈率，低于同期同业平均水平的 16.6 倍/12.8 倍。基于 10 倍 2017 年预测市盈率，我们下调原有目标价 1.33 港元至 1.13 港元。潜在升幅为 36.1%，评级由「持有」上调至「**买入**」。
- **主要风险：**(1)股票交易不活跃；(2)物业管理行业竞争激烈导致利润下降。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额(百万人民币)	420	635	948	1,101	1,235
净利润(百万人民币)	11	-6	78	103	118
EPS(人民币)	0.019	-0.008	0.098	0.130	0.149
EPS 变动(%)	-84.6	N.A.	N.A.	32.5	14.6
市盈率(x)	38.3	N.A.	7.4	5.6	4.8
市帐率(x)	1.2	1.5	1.2	1.1	0.9
股息率(%)	5.2	0.0	4.2	5.5	6.1
权益收益率（%）	2.2	N.A.	16.8	19.0	18.8
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司及招银国际研究

买入(上调)

目标价	HK$1.13
(上一次目标价	HK$1.33)
潜在升幅	+36.1%
当前股价	HK$0.83

文千森, CFA
电话: (852) 3900 0853
邮件: samsonman@cmbi.com.hk

黄程宇
电话: (852) 3761 8773
邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

房地产行服务业

市值(百万港元)	659
3 月平均流通量(百万港元)	0.63
5 周内股价高/低(港元)	1.35/0.51
总股本(百万)	794.2

资料来源: 彭博

股东结构

刘建	55.08%
卫哲	13.88%
Briarwood Capital	8.04%
上海恒玑	6.75%

资料来源: 彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	33.3%	34.2%
3-月	-18.4%	-23.1%
6-月	-29.2%	-39.5%

资料来源：彭博

股价表现

资料来源：彭博

审计师: 安永

公司网站: www.gdzawy.com

利润表

年结:12月31日 (百万元人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	**420.2**	**635.1**	**947.9**	**1,100.7**	**1,235.2**
物业发展	351.7	559.4	862.4	1,008.0	1,141.1
物业投资	66.1	55.7	68.4	77.3	77.3
物业管理	2.3	20.0	17.1	15.4	16.8
销售成本	(280.1)	(478.4)	(697.6)	(809.2)	(910.6)
毛利	**140.1**	**156.7**	**250.3**	**291.5**	**324.6**
销售费用	(7.6)	(29.5)	(23.7)	(26.4)	(28.4)
行政费用	(57.3)	(99.7)	(94.8)	(105.7)	(116.1)
其他收益	(2.6)	(4.1)	(2.3)	(2.1)	(2.7)
上市费用	(35.9)	-	-	-	-
息税前收益	**36.7**	**23.5**	**129.5**	**157.3**	**177.4**
融资成本	(1.6)	(4.7)	(5.2)	(5.4)	(5.2)
联营公司	0.2	2.1	2.4	2.8	3.0
特殊收入	-	3.3	-	-	-
税前利润	**35.4**	**24.3**	**126.7**	**154.7**	**175.2**
所得税	(24.8)	(27.6)	(40.4)	(43.7)	(48.8)
非控制股东权益	0.3	(3.0)	(8.3)	(7.8)	(8.0)
净利润	**10.9**	**(6.4)**	**78.0**	**103.3**	**118.4**
调整后净利润	**72.7**	**(9.7)**	**78.0**	**103.3**	**118.4**

来源: 公司及招银国际研究部预测

资产负债表

年结:12月31日 (百万元人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	**92.6**	**422.5**	**336.0**	**309.5**	**311.5**
物业、厂房及设备	22.0	38.2	45.0	50.0	60.0
投资物业	-	139.7	128.0	110.0	120.0
联营公司	1.0	4.4	3.0	3.5	3.5
可供出售投资	59.5	28.0	-	-	-
无形资产	0.1	195.5	145.0	130.0	110.0
其他	9.9	16.9	15.0	16.0	18.0
流动资产	**618.3**	**678.7**	**752.8**	**835.7**	**903.3**
现金及现金等价物	511.9	442.5	530.3	583.1	620.5
应收贸易款项	106.1	232.2	220.0	250.0	280.0
关连款项	-	2.6	2.0	2.0	2.0
存货	-	0.7	0.5	0.6	0.8
其他	0.2	0.7	-	-	-
流动负债	**196.5**	**466.3**	**450.0**	**471.0**	**489.0**
借债	22.4	45.5	48.0	38.0	35.0
应付贸易账款	154.7	368.8	350.0	380.0	400.0
应付税项	19.5	51.8	52.0	53.0	54.0
关连款项	-	0.2	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	**12.6**	**184.8**	**135.0**	**95.0**	**68.0**
借债	7.3	83.4	85.0	70.0	65.0
递延税项	-	29.3	-	-	-
其他	5.3	72.0	50.0	25.0	3.0
少数股东权益	**0.2**	**64.3**	**40.0**	**36.0**	**28.0**
净资产总值	**501.5**	**385.8**	**463.8**	**543.2**	**629.8**
股东权益	**501.5**	**385.8**	**463.8**	**543.2**	**629.8**

来源: 公司及招银国际研究部预测

现金流量表

年结:12月31日 (百万元人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息税前收益	36.7	23.5	129.5	157.3	177.4
折旧和摊销	5.2	10.0	17.8	17.3	16.0
营运资金变动	(42.0)	42.2	(6.4)	(0.1)	(10.2)
税务开支	(30.0)	(16.8)	(69.6)	(42.7)	(47.8)
其他	29.2	13.8	62.6	22.7	(1.2)
经营活动所得现金净额	**(0.9)**	**72.8**	**133.9**	**154.5**	**134.2**
购置固定资产	(14.7)	(198.8)	(54.6)	(52.3)	(56.0)
联营公司	-	-	2.2	0.4	1.0
其他	(65.0)	81.4	1.9	(1.0)	(2.0)
投资活动所得现金净额	**(79.7)**	**(117.3)**	**(50.6)**	**(52.9)**	**(57.0)**
股份发行	471.3	(6.0)	-	-	-
净银行借贷	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	-	-
融资活动所得现金净额	**455.0**	**19.5**	**4.4**	**(48.8)**	**(39.8)**
现金增加净额	**374.3**	**(25.0)**	**87.8**	**52.8**	**37.4**
年初现金及现金等价物	65.6	449.1	442.5	530.3	583.1
汇兑	9.2	18.4	-	-	-
年末现金及现金等价物	449.1	442.5	530.3	583.1	620.5
抵押现金	-	(62.8)	-	-	-
年末资产负债表现金及现金等价物	**449.1**	**505.3**	**530.3**	**583.1**	**620.5**

来源: 公司及招银国际研究部预测

主要比率

年结:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)					
物业发展	83.7	88.1	91.0	91.6	92.4
物业投资	15.7	8.8	7.2	7.0	6.3
物业管理	0.6	3.1	1.8	1.4	1.3
总额	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
盈利能力比率 (%)					
毛利率	33.3	24.7	26.4	26.5	26.3
税前利率	8.4	3.8	13.4	14.1	14.2
息税前收益	2.6	(1.0)	8.2	9.4	9.6
核心净利润率	17.3	(1.5)	8.2	9.4	9.6
有效税率	70.0	113.8	31.9	28.2	27.9
增长 (%)					
收入	16.3	51.2	49.2	16.1	12.2
毛利	16.1	11.9	59.7	16.4	11.4
净利润率	(53.1)	(36.0)	451.8	21.5	12.7
净利润	(80.5)	N.A.	N.A.	32.5	14.6
核心净利润	21.1	N.A.	N.A.	32.5	14.6
资产负债比率					
流动比率 (x)	3.1	1.5	1.7	1.8	1.8
平均应收账款周转天数	55.6	44.5	36.6	34.8	31.0
平均应付帐款周转天数	33.3	23.7	19.4	18.0	16.0
平均存货周转天数	-	0.6	0.3	0.3	0.3
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	2.2	-1.7	16.8	19.0	18.8
资产回报率	1.5	-0.6	7.2	9.0	9.7
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.02	(0.01)	0.10	0.13	0.15
每股股息(人民币)	0.04	-	0.03	0.04	0.05
每股账面值(人民币)	0.63	0.49	0.58	0.68	0.79

来源: 公司及招银国际研究部预测

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之分析员，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有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: 香港中环夏悫道 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责任。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。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。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，请与我们联络。

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。