

奥园 (3883 HK)

再多一家千亿元销售的内房

❖ **2019年销售增长目标为25%。**中国奥园2018年合同销售金额及面积分别上升100%至913亿元(人民币·下同)及98%至886万平,期内的销售均价为10,298元/平,权益销售比为85%。随着公司全国化发展,来自华南地区的销售贡献由2017年的71%下降至2018年的49%,我们相信对于一家全国但在粤港澳大湾区高渗透的房地产公司是合适。基于2019年可售资源达1,900亿元,奥园的2019年销售目标达1,148亿元,较2018年的销售金额增长25%。在2019年首两个月,公司的合同销售金额同比增长39%至112亿元。

❖ **2018年盈利较我们预期低6%。**2018年的营业额增长62%至310亿元,毛利率由2017年的26.7%扩大至2018年的31.1%,归属股东利润上升65%至24亿元,不过因为有效税率由2017年的46.2%上升至2018年的57.7%,归属股东利润较我们预期少6%。

❖ **健康的资产负债表。**截至2018年末,公司的总借贷金额为577亿元,手持现金396亿元,足可应付短期债务238亿元。2018年末的净负债比率为58.9%,比2017年末的51.0%高,但仍在安全水平。平均借贷利率由2017年的7.2%略为上升至2018年的7.4%。

❖ **庞大的土地储备。**在2018年内,奥园买入64个项目共1,258万平方米(应占权益为82%)的土地储备,期间新增加的可售货值达1,646亿元。截至2018年末,奥园的土地储备共有3,410万平方米(应占权益为80%),估计的可售货值达3,650亿元。身为大湾区的发展商,奥园持有740万平方米的土地储备,相对的货值为1,110万元。此外,奥园在大湾区积极参与旧改项目,预计在2019年可将9个旧改项目完成改造,可售货值达660亿元。

❖ **维持买入评级。**因为新增加了土地储备及预计更多物业在2019年交付,我们调高2019年盈利预测24%至38.0亿元及2020年盈利预测27%至51.1亿元。此外,我们上调奥园2019年的每股净资产值预测由15.20港元至19.21港元。基于50%折扣,我们得出目标价9.60港元,维持买入评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业额(百万人民币)	19,115	31,006	50,229	64,410	74,077
净利润(百万人民币)	1,640	2,409	3,799	5,106	5,898
每股收益(人民币)	0.61	0.90	1.42	1.91	2.20
每股收益变动(%)	89.9	46.6	57.8	34.4	15.5
市盈率(x)	11.8	8.1	5.1	3.8	3.3
市帐率(x)	1.9	1.6	1.4	1.1	0.9
股息率(%)	3.4	5.0	7.8	10.5	12.1
权益收益率(%)	16.1	20.3	26.8	29.7	28.4
净财务杠杆率(%)	51.0	58.9	65.2	68.6	67.4

资料来源:公司及招银国际预测

买入(维持)

目标价	HK\$9.60
(前目标价)	HK\$7.60)
潜在升幅	+13.7%
当前股价	HK\$8.44

黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

文千森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: samsonman@cmbi.com.hk

中国房地产行业

市值(百万港元)	22,601
3月平均流通量(百万港元)	63.9
52周内股价高/低(港元)	8.50/4.09
总股本(百万)	2,678

资料来源:彭博

股东结构

郭祥文	55.3%
自由流通	44.7%

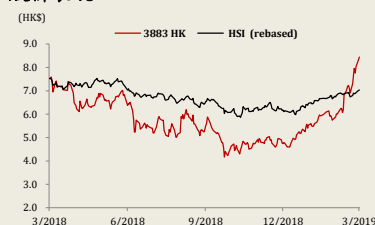
资料来源:彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	42.6%	37.4%
3-月	75.2%	53.8%
6-月	55.6%	43.3%

资料来源:彭博

股价表现



资料来源:彭博

审计师: Deloitte Touche Tohmatsu

公司网站: www.aoyuan.com.cn

财务报表

利润表

年结:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	19,115	31,006	50,229	64,410	74,077
物业开发	17,960	29,740	48,837	62,878	72,392
租金收入	119	186	204	225	247
酒店、物业管理服务收入及销售货物	1,036	1,080	1,188	1,307	1,438
销售成本	(14,004)	(21,372)	(36,093)	(45,926)	(52,817)
毛利	5,111	9,634	14,136	18,483	21,260
其他收入	133	350	280	320	380
销售费用	(926)	(1,432)	(2,260)	(2,898)	(3,333)
行政费用	(800)	(1,736)	(2,511)	(3,220)	(3,704)
其他费用	-	-	-	-	-
息税前收益	3,518	6,816	9,644	12,685	14,603
应占联营和合营公司收益	(116)	35	163	210	241
财务费用	(268)	(411)	(451)	(489)	(528)
特殊收入	492	514	-	-	-
税前利润	3,626	6,954	9,356	12,405	14,316
所得税	(1,674)	(4,015)	(4,724)	(6,179)	(7,123)
非控制股东权益	(312)	(531)	(834)	(1,121)	(1,295)
归属股东净利润	1,640	2,409	3,799	5,106	5,898
归属股东净利润	1,587	2,519	3,799	5,106	5,898

来源：公司，招银国际预测

资产负债表

年结:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
流动资产	116,110	171,808	204,040	234,053	259,447
存货	77,069	114,894	138,821	162,859	182,129
贸易及其他应收账款	7,407	12,274	16,743	21,470	24,692
合同资产	-	-	-	-	-
应收关联方款项	2,594	2,267	2,267	2,267	2,267
现金及现金等价物	24,769	36,012	39,849	41,097	43,998
其他	4,271	6,360	6,360	6,360	6,360
非流动资产	9,696	17,051	17,711	17,992	18,302
物业、厂房及设备	719	2,057	2,554	2,627	2,695
投资型房地产	6,360	8,833	8,833	8,833	8,833
联营及合营公司的权益	214	1,939	2,101	2,311	2,552
应收关联方款项	244	1,119	1,119	1,119	1,119
其他	2,158	3,103	3,103	3,103	3,103
总资产	125,806	188,858	221,751	252,045	277,749
流动负债	75,573	121,033	145,675	167,846	184,384
贸易及其他应付账款	14,579	25,565	36,093	45,926	52,817
合同负债	34,760	59,966	71,703	82,734	91,007
短期借款	20,490	23,771	26,148	27,455	28,828
应付关联方款项	1,469	5,298	5,298	5,298	5,298
其他	4,275	6,433	6,433	6,433	6,433
非流动负债	23,106	37,092	42,229	46,168	50,501
长期借款	19,880	34,251	39,388	43,327	47,660
其他	3,226	2,841	2,841	2,841	2,841
总负债	98,680	158,124	187,904	214,014	234,884
非控股权益	16,971	18,862	19,695	20,816	22,111
总净资产	10,155	11,872	14,151	17,215	20,754
归属母公司股东权益	10,155	11,872	14,151	17,215	20,754

来源：公司，招银国际预测

现金流量表

年结:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	3,518	6,816	9,644	12,685	14,603
折旧和摊销	54	(36)	103	128	131
营运资金变动	(6,926)	(6,432)	(6,131)	(7,901)	(7,328)
税务开支	(1,313)	(4,724)	(4,724)	(6,179)	(7,123)
其他	(2,096)	1,187	(451)	(489)	(528)
经营活动所得现金净额	(6,763)	(3,189)	(1,558)	(1,757)	(245)
购置固定资产	(1,032)	(3,847)	(600)	(200)	(200)
联营公司	(3,329)	(1,690)	0	0	0
其他	(5,583)	-	-	-	-
投资活动所得现金净额	(9,944)	(5,538)	(600)	(200)	(200)
股份发行	-	-	-	-	-
净银行借贷	2,905	20,933	7,515	5,246	5,705
股息	(572)	(964)	(1,519)	(2,042)	(2,359)
其他	28,713	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	31,046	19,969	5,995	3,204	3,346
现金增加净额	14,339	11,243	3,837	1,247	2,901
年初现金及现金等价物	10,471	24,769	36,012	39,849	41,097
汇兑	(41)	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	24,769	36,012	39,849	41,097	43,998
资产负债表中的现金及现金等价物	24,769	36,012	39,849	41,097	43,998

来源：公司，招银国际预测

主要比率

年结:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
物业开发	94.0%	95.9%	97.2%	97.6%	97.7%
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	5.4%	3.5%	2.4%	2.0%	1.9%
总额	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	26.7	31.1	28.1	28.7	28.7
息税前利润率	18.4	22.0	19.2	19.7	19.7
税前利润率	19.0	22.4	18.6	19.3	19.3
净利润率	8.6	7.8	7.6	7.9	8.0
核心净利润率	8.3	8.1	7.6	7.9	8.0
有效税率	46.2	57.7	50.5	49.8	49.8
增长 (%)					
收入	61.6	62.2	62.0	28.2	15.0
毛利	56.0	88.5	46.7	30.8	15.0
息税前利润	54.1	93.7	41.5	31.5	15.1
净利润	86.2	46.9	57.7	34.4	15.5
核心利润	46.5	58.7	50.8	34.4	15.5
流动比率 (x)					
资产负债比率	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
平均存货周转天数	2,009	1,962	1,404	1,294	1,259
平均应收账款周转天数	141	144	122	122	122
平均应付账款周转天数	380	437	365	365	365
净负债/总权益比率 (%)	51.0	59.9	65.2	68.6	67.4
回报率 (%)					
资本回报率	16.1	20.3	26.8	29.7	28.4
资产回报率	1.6	1.6	2.1	2.5	2.6
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.61	0.90	1.42	1.91	2.20
每股股息(人民币)	0.25	0.36	0.57	0.76	0.88
每股账面值(人民币)	3.78	4.43	5.28	6.43	7.75

来源：公司，招银国际预测

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的分析员，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管理人员；（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: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

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，请与我们联系。

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士。