招銀國際證券 | 睿智投資 | 公司研究

招銀国际 CMB INTERNATIONAL
招商银行全资附属机构
A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

# 中國奧園（3883 HK）

## 力爭在 2020 年躋身 20 強

奧園上週出席了我們公司舉辦的地產企業日。奧園在 2019 年首 10 個月錄得合約銷售 886 億元（人民幣，下同），同比增長 31%，達到 1,141 億元銷售目標的 78%。公司擁有 6,450 億元可售資源，力爭在 2020 年躋身 20 強開發商之列。我們維持目標價 14.3 港元，盈利預測維持不變。重申買入評級。

- **首 10 個月合約銷售增長 31%。**奧園公布，2019 年 10 月合約銷售額同比增長 55%至 100 億元。2019 年 1 至 10 月的累計合約銷售額為 886 億元，同比增長 31%。公司完成全年銷售目標 1,141 億元的 78%。根據 CEIC 的數據，以 2019 年首 10 個月的銷售總額計算，奧園在國內開發商中排名第 27 位。雖然奧園未有透露其 2020 年的銷售計劃，但暗示希望在 2020 年躋身 20 強。
- **城市更新項目可帶來 2,200 億元可售資源。**奧園積極參與城市更新項目的發展，手上有 30 個相關項目，總建築面積 1,604 萬平方米，預計這 30 個項目將帶來約 2,197 億元的可售資源。公司最近接手珠海翠微村的舊改更新項目，可售面積及可售資源分別為 57 萬平方米和 200 億元。結合現有土儲，奧園的可售資源總額達到 6,452 億元，為公司的未來發展提供充足的支持。
- **收購百年人壽 13.86%權益尚待審批。**今年 7 月，奧園宣布以 32.6 億元收購百年人壽 13.86%權益，目前項目正在等待審批，結果將在明年 1 月公布。百年人壽已覆蓋國內 20 個省市，並在 2018 年錄得利潤 6.97 億元，收入來源穩定，亦補足了奧園於 2019 年 3 月分拆上市的奧園健康生活（3662 HK，未評級）的業務發展。
- **維持目標價和盈利預測不變。重申買入評級。**我們維持目標價及盈利預測不變。截至 2019 年 6 月，奧園預售及未入帳物業總額達到 1,390 億元，足以支撐未來兩年的盈利可見度。奧園在大灣區擁有土儲 756 萬平方米，儲備貨值相等於 1,100 億元，將繼續受惠於大灣區的強勁發展趨勢。

**財務資料**

| (截至 12 月 31 日) | FY17A | FY18A | FY19E | FY20E | FY21E |
|---|---|---|---|---|---|
| 營業收入 (百萬人民幣) | 19,115 | 31,006 | 52,243 | 80,157 | 92,825 |
| 同比增長 (%) | 61.6 | 62.2 | 68.5 | 53.4 | 15.8 |
| 淨利潤 (百萬人民幣) | 1,640 | 2,409 | 4,448 | 6,123 | 7,275 |
| 每股盈利 (人民幣) | 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) | 15.7 | 10.6 | 5.8 | 4.2 | 3.5 |
| 市帳率 (倍) | 2.5 | 2.2 | 1.8 | 1.4 | 1.1 |
| 股息率 (%) | 2.6 | 3.8 | 6.9 | 9.5 | 11.4 |
| 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

**買入（維持）**

| | |
|---|---|
| 目標價 | HK$14.30 |
| (此前目標價 | HK$14.30) |
| 潛在升幅 | +34.1% |
| 當前股價 | HK$10.66 |

**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) | 28,679 |
| 3 月平均流通量 (百萬港元) | 95 |
| 52 周內股價高/低 (港元) | 12.14/4.51 |
| 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% |

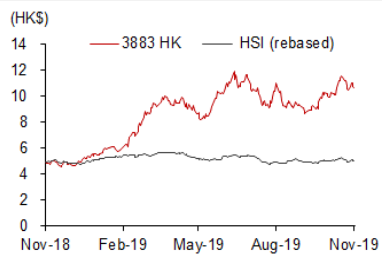
資料來源：港交所

**股價表現**

| | 絕對回報 | 相對回報 |
|---|---|---|
| 1-月 | 4.9% | 5.9% |
| 3-月 | -1.5% | -2.2% |
| 6-月 | 23.5% | 29.1% |
| 12-月 | 116.1% | 112.1% |

資料來源：彭博

**股份表現**




資料來源：彭博

**審計師：德勤**

**相關報告**

1. 中國奧園（3883 HK）– 强勁銷售支持業績增長 – 2019 年 8 月 21 日
2. 中國奧園（3883 HK）– 再多一家千億元銷售的內房 – 2019 年 3 月 19 日

# 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 | 319 | 388 | 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** | **10,717** | **15,894** | **18,640** |
| 應佔聯營和合營公司收益 | (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 | 10,606 | 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** | **5,560** | **7,654** | **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** | **4,448** | **6,123** | **7,275** |
| **歸屬母公司股東核心淨利潤** | **1,613** | **2,574** | **4,134** | **6,123** | **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 |
| 合同負責 | 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 |

## 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 |

資料來源：公司及招銀國際證券預測

# 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並無直接或間接關係。

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** ：招銀國際證券並未給予投資評級

## 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("招銀國際證券")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。招銀國際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。而過去的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，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並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國際證券編寫，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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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。招銀國際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並不時自行及/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投資銀行相關業務聯繫。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)不時修訂之英國 2000 年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，未經招銀國際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。

對於在新加坡的收件人

本報告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited （CMBISG）（公司註冊號 201731928D）在新加坡分發。CMBISG 是在《財務顧問法案》（新加坡法例第 110 章）下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。 CMBISG 可根據《財務顧問條例》第 32C 條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構篇制的報告。 如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》（新加坡法例第 289 章）所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則 CMBISG 僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。 新加坡的收件人應致電（+65 6350 4400）聯繫 CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。