

中奥到家(1538 HK, HK\$1.30, 目标价: HK\$2.16, 买入) — 中国物业服务行业的领先角色

- ❖ **首次覆盖「买入」评级。**中奥到家(简称中奥)是一家中国的领先独立物业管理公司。我们预期其2016年纯利为9,820万元(人民币·下同),我们选了9家上市的物业服务公司作同业比较,它们平均的2016年市盈率为14.9倍。以14.9倍的2016年市盈率计算,目标价为2.16港元,上升空间为66.2%。首次评级为「买入」。
- ❖ **优质的物业管理公司。**中奥为物业开发商及业主提供广泛的服务。于2015年8月,公司在国内28个城市管理164个物业项目,总合同面积为3,370万平方米,其中1,420万平方米为计算收益建筑面积。中奥自2007年起已在中国提供优质的管家服务,于2015年5月,中奥的管家总数为760名。此外,公司为物业发展商于销售楼盘时提供协销业务,在2015年1-8月,中奥为70个项目提供协销业务。
- ❖ **O2O业务前景亮丽。**中奥正在发展O2O平台,希望将住户连接至管家,并可通过O2O平台购买服务及产品,中奥的O2O平台优势在于「最后一公里」。中奥发展的O2O平台为「爱到家」,于2015年12月,爱到家覆盖1,111个于杭州的屋苑,同期的注册用户总数为179,500名。爱到家计划在2016年3月将服务伸展至广州、南京、苏州及宁波,及在2016年中目标的注册用户总数增至1百万名
- ❖ **收购在进行中。**在2015年12月23日,中奥公布了一个收购建议的谅解备忘录,公司计划买入一家在上海的物业管理公司的70%权益,该物业管理公司正在管理11个项目,建筑面积达100万平方米。我们相信这是公司上市后收购行动的第一步,在未来日子,更多的收购计划将会公开。
- ❖ **快速的盈利增长。**我们预计2015-17年的营业额分别为4.26亿元、6.28亿元及8.78亿元,同期的年复合增长率为37.3%,内生增长及收购兼并带动中奥的营业额高速增长。我们估计2015-17年的纯利分别为3,200万元、9,820万元及1.45亿元;扣除非经常项目,我们预期2015年的经常性纯利为7,820万元。

中奥到家 (1538 HK)

评级	买入
收市价	HK\$1.30
目标价	HK\$2.16
市值(港币百万)	1,040
过去1月平均交易(港币百万)	3.02
52周高/低(港币)	2.1/1.15
发行股数(百万)	800
主要股东	刘建(54.2%)

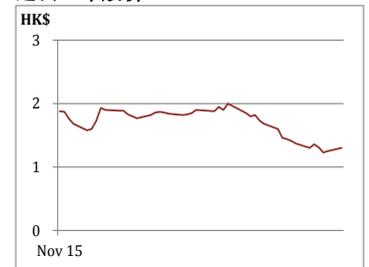
来源:彭博

股价表现

	绝对	相对
1月	-34.2%	-23.7%
3月	不适用	不适用
6月	不适用	不适用

来源:彭博

过去一年股价



来源:彭博

财务资料

(截至12月31日)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
营业额(百万元人民币)	290	361	426	628	878
净利润(百万元人民币)	33	56	32	98	145
每股收益(人民币)	0.073	0.123	0.054	0.123	0.182
每股收益变动(%)	158.4	69.4	(56.4)	128.8	48.0
市盈率(x)	17.9	10.6	24.2	10.6	7.2
市帐率(x)	15.0	8.2	2.1	1.8	1.5
股息率(%)	0.0	0.0	0.8	1.4	1.9
权益收益率(%)	63.6	58.7	6.6	16.9	20.4
净财务杠杆率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

来源:公司、招银国际证券预测

利潤表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
收入	290	361	426	628	878
物業發展	239	293	358	529	754
物業投資	52	68	68	92	108
物業管理	-	-	0	7	15
銷售成本	(212)	(240)	(279)	(423)	(591)
毛利	78	121	147	205	287
銷售費用	(3)	(4)	(6)	(13)	(18)
行政費用	(20)	(21)	(43)	(47)	(57)
其他收益	(9)	(16)	(15)	(16)	(21)
息稅前收益	45	79	84	129	191
融資成本	-	(0)	(7)	(1)	(1)
聯營公司	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
特殊收入	-	-	-	-	-
稅前利潤	45	78	76	128	189
所得稅	(13)	(22)	(20)	(33)	(48)
非控制股東權益	-	0	0	1	1
淨利潤	32	57	56	96	142
核心淨利潤	33	60	78	98	145

来源: 公司、招銀國際證券預測

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
非流動資產	30	73	110	316	374
物業、廠房及設備	16	21	72	105	120
投資物業	-	-	-	-	-
聯營公司	10	1	1	1	1
可供出售投資	-	44	-	-	-
無形資產	0	0	30	200	240
其他	4	7	7	10	13
流動資產	168	206	577	592	765
現金及現金等價物	45	66	475	427	573
應收貿易款項	68	79	102	165	192
關連款項	-	-	-	-	-
存貨	-	-	-	-	-
其他	55	61	-	-	-
流動負債	145	174	193	313	411
借債	-	2	3	5	6
應付貿易賬款	129	149	160	270	360
應付稅項	14	22	30	38	45
關連款項	2	0	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	-	10	10	12	14
借債	-	10	10	12	14
遞延稅項	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
少數股東權益	1	0	0	1	1
淨資產總值	52	96	484	582	713
股東權益	52	96	484	582	713

来源: 公司、招銀國際證券預測

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬元人民幣)	FY13A	FY14E	FY15E	FY16E	FY17E
息稅前收益	47	78	60	132	195
折舊和攤銷	2	5	6	7	11
營運資金變動	7	(5)	(12)	47	63
稅務開支	(3)	(17)	(12)	(25)	(41)
其他	8	14	16	69	29
經營活動所得現金淨額	60	75	58	231	257
購置固定資產	(6)	(10)	(57)	(280)	(96)
聯營公司	(10)	5	(0)	(0)	(0)
其他	(6)	(47)	0	(3)	(3)
投資活動所得現金淨額	(23)	(52)	(57)	(284)	(99)
股份發行	1	-	441	-	-
淨銀行借貸	-	12	1	4	3
股息	-	(13)	(34)	-	(14)
其他	(0)	(1)	(0)	-	-
融資活動所得現金淨額	1	(2)	409	4	(11)
現金增加淨額	39	21	410	(49)	146
年初現金及現金等價物	6	45	66	475	427
匯兌	-	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	45	66	475	427	573
抵押現金	-	-	-	-	-
年末資產負債表現金及現金等價物	45	66	475	427	573

來源: 公司、招銀國際證券預測

主要比率

年結: 12月31日	FY13A	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
銷售組合 (%)					
物業發展	82.2	81.1	84.1	84.3	85.9
物業投資	17.8	18.9	15.8	14.6	12.3
物業管理	-	-	0.1	1.1	1.8
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	26.8	33.4	34.5	32.6	32.7
稅前利率	16.0	21.5	12.1	20.7	22.0
淨利潤率	11.4	15.5	7.5	15.6	16.6
核心淨利潤率	11.4	16.6	18.4	15.6	16.6
有效稅率	28.6	27.9	38.1	25.0	25.0
增長 (%)					
收入	47.0	24.4	18.0	47.4	39.8
毛利	107.4	54.9	21.7	39.4	40.1
淨利潤率	144.7	67.5	(24.0)	122.0	47.5
淨利潤	158.4	69.4	(42.9)	206.6	48.0
核心淨利潤	158.4	81.5	30.3	25.5	48.0
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.2	1.2	3.0	1.9	1.9
平均應收賬款周轉天數	53.3	56.3	54.8	45.0	39.5
平均應付賬款周轉天數	33.9	35.6	33.4	26.7	22.9
平均存貨周轉天數	-	-	-	-	-
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	63.6	58.7	6.6	16.9	20.4
資產回報率	16.7	20.1	4.7	10.8	12.8
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	0.07	0.12	0.05	0.12	0.18
每股股息 (人民幣)	-	-	0.01	0.02	0.03
每股賬面值 (人民幣)	0.09	0.16	0.61	0.73	0.89

來源: 公司、招銀國際證券預測

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: 香港中环夏慤道 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上责任。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。

本公司的关联机构在过去 12 个月内与报告中提到的公司有投资银行业务的关系。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士。