

中国奥园 (3883 HK)

首选之一

2020 上半年营业额及基本盈利分别上升 19%至 282 亿元(人民币·下同)及 21%至 24.5 亿元。重申买入评级,维持中国奥园为我们首选股份之一。2020 年 1-7 月份的销售金额达 604 亿元,相当于完成全年销售目标的 46%。公司以不同方法增加土地储备,截至 6 月末,总土地储备达 4,874 万平方米(权益比 78%)。维持目标价 15.48 港元不变,重申买入评级。

- **中期基本盈利升 21%。**奥园 2020 上半年营业额及纯利分别上升 19.3%至 282 亿元及 6.3%至 24.2 亿元,期内交付面积增加 39%至 288 万平方米,因而带动营业额上升,边际利润保持稳定,但 2020 上半年有效税率增加 5.1 个百分点至 53.6%。扣除汇兑损失及投资物业重估,2020 上半年基本盈利增加 21.0%至 24.5 亿元。
- **至 7 月末完成 46%的销售目标。**2020 年 1-7 月份,合同销售金额增加 0.2%至 604 亿元,截至 7 月末,奥园完成 2020 年销售目标 1,320 亿元的 46%。公司计划在 2020 年推出 2,200 亿元的物业供销售。在今年余下时间,公司会在华南地区加大销售力度,以完成全年销售计划。此外,今年收购京汉股份(000615 CH, 未评级)29.3%股权将可补充华北地区的销售力量。
- **多渠道补充土地储备。**奥园在 2020 上半年购入 44 个物业项目,总建筑面积为 695 万平方米(权益比 76%),截至 6 月末,总土地储备达 4,874 万平方米(权益比 78%),分布在国内及海外 90 个城市,平均土地成本为每平方米 2,727 元。除了利用基本土地拍卖外,公司还采取收购及旧改方法来增加土地储备。期内,公司收购京汉股份 29.3%股权,增加了在北京、天津、重庆、成都、南京、广东及河北的投资。此外,公司参加了超过 50 个城市更新项目,预期供销售的面积达 1,759 万平方米,其中 95%位于大湾区。
- **重申买入评级。**截至 2020 年中,预售和待入账的物业项目合共 1,800 亿元,为未来两年的收入提供可见性。于 2020 年,净负债比率为 79.8%,现金与短期负债为 1.5 倍,财政状况健康。因为投资物业重估,我们轻微调整盈利预测,我们预期 2020 年净利润增加 57%至 65.8 亿元,以及 2021 年净利润增加 13%至 74.0 亿元。同时维持目标价 15.48 港元不变,相对 2020 年底预测资产净值折让 50% (即每股 30.95 港元)。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入(百万人民币)	31,006	50,531	82,856	96,702	117,850
同比增长(%)	62.2	63.0	64.0	16.7	21.9
净利润(百万人民币)	2,409	4,201	6,577	7,399	8,720
每股盈利(人民币)	0.90	1.56	2.44	2.75	3.24
同比增长(%)	46.6	74.0	56.2	12.5	17.9
市场预测每股盈利(人民币)	不适用	不适用	2.33	3.02	3.69
市盈率(倍)	9.6	5.5	3.5	3.2	2.7
市帐率(倍)	2.0	1.6	1.2	1.0	0.8
股息率(%)	4.2	6.3	11.3	12.7	15.0
股本回报率(%)	20.3	27.9	34.7	31.6	30.4
净负债比率(%)	58.9	74.9	64.4	70.2	65.5

资料来源:公司、彭博及招银国际证券预测

敬请参阅尾页之免责声明

请到彭博(搜索代码: CMBR) 或 <http://www.cmbi.com.hk> 下载更多招银国际证券研究报告

本报告摘要自英文版本,如欲进一步了解,敬请参阅英文报告。

买入 (维持)

目标价	HK\$15.48
(此前目标价)	HK\$15.48)
潜在升幅	+60.2%
当前股价	HK\$9.66

中国房地产行业

文千森, CFA

(852) 3900 0853

samsonman@cmbi.com.hk

李博文

(852) 3657 6239

bowenli@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	26,110
3 月平均流通量(百万港元)	91.10
52 周内股价高/低(港元)	13.12/7.17
总股本(百万)	2,703

资料来源:彭博

股东结构

郭梓文	55.2%
自由流通	44.8%

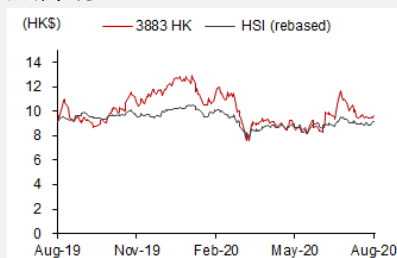
资料来源:港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-10.6%	-8.7%
3-月	6.6%	2.1%
6-月	-16.7%	-8.4%

资料来源:彭博

股份表现



资料来源:彭博

审计师:德勤

请登录 2020 年亚洲货币券商投票网址,投下您对招银国际研究团队信任的一票:

<https://euromoney.com/brokers>

财务报表

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
收入	31,006	50,531	82,856	96,702	117,850
物业销售	29,740	48,091	79,900	93,120	113,505
投资物业	186	273	355	461	600
其他	1,080	2,167	2,601	3,121	3,745
销售成本	(21,372)	(35,510)	(59,351)	(69,262)	(84,960)
毛利	9,634	15,021	23,505	27,440	32,890
其他收入	350	485	500	525	580
销售费用	(1,432)	(2,138)	(3,480)	(4,061)	(4,950)
行政费用	(1,736)	(2,435)	(4,143)	(4,835)	(5,892)
息税前收益	6,816	10,933	16,382	19,069	22,628
应占联营和合营公司收益	35	(51)	(60)	20	65
财务费用	(411)	(718)	(918)	(1,170)	(1,350)
特殊收入	514	425	352	-	-
税前利润	6,954	10,589	15,756	17,919	21,343
所得税	(4,015)	(5,368)	(7,535)	(8,670)	(10,444)
年度利润	2,939	5,222	8,222	9,249	10,900
非控制股东权益	(531)	(1,021)	(1,644)	(1,850)	(2,180)
归属母公司股东净利润	2,409	4,201	6,577	7,399	8,720
归属母公司股东核心净利润	2,574	4,122	6,295	7,399	8,720

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
流动资产	171,808	262,458	286,028	306,968	328,453
可供销售物业	114,894	158,931	180,132	195,698	205,043
贸易及其他应收账款	12,274	26,259	33,142	38,681	47,140
应收关联方款项	2,267	5,369	5,369	5,369	5,369
现金及现金等价物	36,012	58,043	53,529	53,365	57,045
其他	6,360	13,855	13,855	13,855	13,855
非流动资产	17,051	27,423	30,635	33,475	37,359
物业、厂房及设备	2,057	2,686	2,806	2,926	3,046
投资型房地产	8,833	10,072	10,725	10,925	11,125
联营及合营公司的权益	1,939	5,865	8,305	10,825	14,390
其他	4,221	8,799	8,799	8,799	8,798
总资产	188,858	289,880	316,663	340,443	365,812
流动负债	121,033	196,847	220,416	235,678	275,772
贸易及其他应付帐款	25,565	36,838	59,351	69,262	84,960
合同负债	59,966	86,056	85,536	86,376	82,407
应付关联方款项	4,755	22,822	26,810	26,810	26,810
短期借款	23,732	41,873	39,461	43,971	72,337
其他	7,015	9,258	9,258	9,258	9,258
非流动负债	37,092	56,037	53,659	55,888	33,751
长期借款	33,990	53,891	51,514	53,742	31,605
其他	3,102	2,146	2,146	2,146	2,146
总负债	158,124	252,884	274,076	291,566	309,523
总净资产	30,734	36,997	42,587	48,876	56,288
归属母公司股东权益	11,872	15,030	18,976	23,416	28,647
非控股权益	18,862	21,967	23,611	25,461	27,641

资料来源: 公司及招银国际证券预测

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
税后利润	6,954	10,589	15,756	17,919	21,343
折旧、摊销及资产减值损失	144	263	80	80	80
营运资金变动	7,829	(2,447)	(6,091)	(10,353)	(6,076)
其他	(6,340)	(10,231)	(7,475)	(8,690)	(10,509)
经营活动所得现金净额	8,588	(1,825)	2,271	(1,044)	4,839
购置固定资产及投资	(713)	(20,626)	(500)	(400)	(400)
联营及合营公司	(11,564)	(11,259)	(2,500)	(2,500)	(3,500)
其他	(4,686)	444	-	-	-
投资活动所得现金净额	(16,963)	(31,442)	(3,000)	(2,900)	(3,900)
注资	(291)	(281)	-	-	-
净银行借贷	17,439	44,184	10,785	6,739	6,229
其他	(777)	2,418	(2,631)	(2,960)	(3,488)
融资活动所得现金净额	16,370	46,321	8,154	3,780	2,741
现金增加净额	7,995	13,054	7,425	(165)	3,680
年初货币资金及等价物	24,769	32,937	46,104	53,529	53,365
汇兑	173	113	-	-	-
年末货币资金	32,937	46,104	53,529	53,365	57,045

主要比率

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合 (%)					
物业销售	95.9	95.2	96.4	96.3	96.3
投资物业	0.6	0.5	0.4	0.5	0.5
其他	3.5	4.3	3.1	3.2	3.2
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率 (%)					
毛利率	31.1	29.7	28.4	28.4	27.9
息税前利润率	22.0	21.6	19.8	19.7	19.2
净利润率	7.8	8.3	7.9	7.7	7.4
有效税率	57.7	50.7	47.8	48.4	48.9
增长 (%)					
收入	62.2	63.0	64.0	16.7	21.9
毛利	88.5	55.9	56.5	16.7	19.9
息税前利润	93.7	60.4	49.8	16.4	18.7
净利润	46.9	74.4	56.6	12.5	17.9
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.4	1.3	1.3	1.3	1.2
平均应收账款周转天数	144	190	146	146	146
平均应付帐款周转天数	437	379	365	365	365
平均存货周转天数	1,962	1,634	1,108	1,031	881
净负债/总权益 (%)	58.9	74.9	64.4	70.2	65.5
回报率 (%)					
资本回报率	20.3	27.9	34.7	31.6	30.4
资产回报率	1.6	1.8	2.6	2.7	3.0
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.90	1.56	2.44	2.75	3.24
每股股息(人民币)	0.36	0.55	0.98	1.10	1.30
每股账面值(人民币)	4.43	5.58	7.05	8.70	10.65

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人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招銀国际证券投资评级

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	：招銀国际证券并未给予投资评级

招銀国际证券行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招銀国际证券有限公司

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

招銀国际证券有限公司(“招銀国际证券”)为招銀国际金融有限公司之全资附属公司(招銀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。招銀国际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。招銀国际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銀国际证券编写，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責任。任何使用本报告信息所作的投资决策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。招銀国际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投资银行相关业务联系。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責任。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)不时修订之英国2000年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，未经招銀国际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。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律責任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。