

# 中奧到家 (1538 HK)

## 上半年扭虧為盈

- ❖ **上半年扭虧為盈。**2017年上半年，由于物業管理收入增加，公司總收入為47.6億元人民幣，增長81.9%。期內物業管理收入達47.5億元人民幣，增長86.8%。此外，公司于今年4月外包了O2O平臺，儘管O2O板塊收入下滑，但虧損得到有效控制。上半年，公司毛利率為30.38%，同比提升了1.31個百分點，期內毛利為14.5億元人民幣，增長90.1%。公司在今年上半年實現扭虧為盈，由去年同期虧損6百萬元人民幣到今年實現4,550萬元人民幣的淨利潤。
- ❖ **更加專注物業管理板塊的增長。**在外包O2O平臺後，公司更加專注物業管理板塊的增長。截止到上半底，公司在39個城市合計擁有6,330萬平方米的在管面積，較去年底增加了330萬平方米。其中未交付面積為1,430萬平方米。因此，期內物業管理收入增長86.8%至47.5億元人民幣。公司于去年收購了2家物業公司，其中永誠物業2016年淨利潤達3,220萬元人民幣，在管面積216萬平方米。由于達到之前收購的要求，公司決定在今年6月追加股權投資，由70%增至77.5%，代價為2,250萬元人民幣。
- ❖ **O2O業務的虧損可控。**由于O2O平臺並沒有達到預期，公司于4月決定將該平臺外包，并支付每月10萬元人民幣的費用。儘管外包導致當期O2O收入由去年同期的390萬元人民幣減至30萬元人民幣，但從分部業績來看，該板塊的虧損已經減少了87.5%至390萬元人民幣。從公司目前的情況來看，我們認為收縮O2O業務是有效解決虧損的方案。
- ❖ **提高盈利預測及目標價。**由于公司物業管理板塊增長優于預期并且O2O業務虧損得到控制，我們分別上調2017-2019的盈利預測11.5%、24.3%和22.0%至0.97億、1.28億和1.44億元人民幣。公司目前估值為2017年5.9倍或2018年4.5倍預測市盈率，低于同期同業平均水平。截止到2017年6月30日，公司淨現金為2.86億元人民幣。基于7倍2018年預測市盈率計算目標價，我們上調目標價由1.13港元至1.33港元。潛在升幅為56.5%，維持買入評級。

### 財務資料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額(百萬元人民幣)	420	635	944	1,067	1,184
淨利潤(百萬元人民幣)	11	-6	97	128	144
EPS(人民幣)	0.019	-0.008	0.122	0.161	0.181
EPS變動(%)	-84.6	N.A.	N.A.	31.7	12.5
市盈率(x)	38.3	N.A.	5.9	4.5	4.0
市帳率(x)	1.2	1.5	1.2	1.0	0.8
股息率(%)	5.2	0.0	4.2	5.5	6.2
權益收益率(%)	2.2	N.A.	20.1	21.8	20.6
淨財務杠杆率(%)	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金	淨現金

資料來源：公司及招銀國際研究

### 買入(維持)

目標價	HK\$1.33
(上一次目標價)	HK\$1.13
潛在升幅	+56.5%
當前股價	HK\$0.85

#### 黃程宇

電話：(852) 3761 8773

郵件：[huangchengyu@cmbi.com.hk](mailto:huangchengyu@cmbi.com.hk)

#### 文幹森, CFA

電話：(852) 3900 0853

郵件：[samsonman@cmbi.com.hk](mailto:samsonman@cmbi.com.hk)

#### 房地產服務業

市值(百萬元)	682
3月平均流通量(百萬元)	0.84
5周內股價高/低(港元)	1.35/0.51
總股本(百萬)	794.2

資料來源：彭博

#### 股東結構

劉建	55.08%
衛哲	13.88%
Briarwood Capital	8.04%
上海恒璣	6.75%

資料來源：彭博

#### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	6.0%	4.5%
3-月	53.4%	42.0%
6-月	-28.8%	-40.0%

資料來源：彭博

#### 股價表現



資料來源：彭博

#### 審計師：安永

公司網站：[www.gdzawy.com](http://www.gdzawy.com)

**利潤表**

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>收入</b>	<b>420.2</b>	<b>635.1</b>	<b>943.9</b>	<b>1,066.6</b>	<b>1,184.1</b>
物業發展	351.7	559.4	862.4	975.2	1,091.7
物業投資	66.1	55.7	68.4	77.3	77.3
物業管理	2.3	20.0	13.1	14.1	15.2
銷售成本	(280.1)	(478.4)	(654.6)	(745.7)	(829.9)
<b>毛利</b>	<b>140.1</b>	<b>156.7</b>	<b>289.2</b>	<b>320.9</b>	<b>354.2</b>
銷售費用	(7.6)	(29.5)	(8.5)	(9.6)	(10.7)
行政費用	(57.3)	(99.7)	(103.8)	(115.2)	(124.3)
其他收益	(2.6)	(4.1)	(22.9)	(4.9)	(5.8)
上市費用	(35.9)	-	-	-	-
<b>息稅前收益</b>	<b>36.7</b>	<b>23.5</b>	<b>154.1</b>	<b>191.2</b>	<b>213.4</b>
融資成本	(1.6)	(4.7)	(5.1)	(5.3)	(5.2)
聯營公司	0.2	2.1	2.4	2.8	3.0
特殊收入	-	3.3	1.6	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>35.4</b>	<b>24.3</b>	<b>152.9</b>	<b>188.7</b>	<b>211.2</b>
所得稅	(24.8)	(27.6)	(47.4)	(52.8)	(59.1)
非控制股東權益	0.3	(3.0)	(8.3)	(7.8)	(8.0)
<b>淨利潤</b>	<b>10.9</b>	<b>(6.4)</b>	<b>97.3</b>	<b>128.1</b>	<b>144.1</b>
<b>調整後淨利潤</b>	<b>72.7</b>	<b>(9.7)</b>	<b>96.1</b>	<b>128.1</b>	<b>144.1</b>

來源:公司及招銀國際研究部預測

**資產負債表**

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>非流動資產</b>	<b>92.6</b>	<b>422.5</b>	<b>418.0</b>	<b>415.0</b>	<b>409.0</b>
物業、厂房及設備	22.0	38.2	35.0	38.0	40.0
投資物業	-	139.7	148.0	145.0	140.0
聯營公司	1.0	4.4	8.0	9.0	10.0
可供出售投資	59.5	28.0	-	-	-
無形資產	0.1	195.5	205.0	200.0	195.0
其他	9.9	16.9	22.0	23.0	24.0
<b>流動資產</b>	<b>618.3</b>	<b>678.7</b>	<b>778.1</b>	<b>866.4</b>	<b>982.7</b>
現金及現金等价物	511.9	442.5	527.1	585.2	651.2
應收貿易款項	106.1	232.2	220.0	250.0	300.0
關連款項	-	2.6	30.0	30.0	30.0
存貨	-	0.7	1.0	1.2	1.5
其他	0.2	0.7	-	-	-
<b>流動負債</b>	<b>196.5</b>	<b>466.3</b>	<b>506.0</b>	<b>523.0</b>	<b>553.0</b>
借債	22.4	45.5	43.0	38.0	35.0
應付貿易賬款	154.7	368.8	400.0	420.0	450.0
應付稅項	19.5	51.8	63.0	65.0	68.0
關連款項	-	0.2	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
<b>非流動負債</b>	<b>12.6</b>	<b>184.8</b>	<b>157.0</b>	<b>129.0</b>	<b>103.0</b>
借債	7.3	83.4	85.0	70.0	65.0
遞延稅項	-	29.3	32.0	34.0	35.0
其他	5.3	72.0	40.0	25.0	3.0
<b>少數股東權益</b>	<b>0.2</b>	<b>64.3</b>	<b>50.0</b>	<b>42.0</b>	<b>36.0</b>
<b>淨資產總值</b>	<b>501.5</b>	<b>385.8</b>	<b>483.1</b>	<b>587.4</b>	<b>699.7</b>
<b>股東權益</b>	<b>501.5</b>	<b>385.8</b>	<b>483.1</b>	<b>587.4</b>	<b>699.7</b>

來源:公司及招銀國際研究部預測

## 現金流量表

年結:12月31日(百萬元人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
息稅前收益	36.7	23.5	154.1	191.2	213.4
折舊和攤銷	5.2	10.0	17.8	18.3	18.3
營運資金變動	(42.0)	42.2	43.1	(10.2)	(20.3)
稅務開支	(30.0)	(16.8)	(33.5)	(48.8)	(55.1)
其他	29.2	13.8	(17.3)	3.8	0.8
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>(0.9)</b>	<b>72.8</b>	<b>164.1</b>	<b>154.3</b>	<b>157.1</b>
購置固定資產	(14.7)	(198.8)	(44.6)	(51.3)	(50.3)
聯營公司	-	-	(2.8)	(0.1)	-
其他	(65.0)	81.4	(5.1)	(1.0)	(1.0)
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(79.7)</b>	<b>(117.3)</b>	<b>(52.6)</b>	<b>(52.4)</b>	<b>(51.3)</b>
股份發行	471.3	(6.0)	-	-	-
淨銀行借貸	17.6	67.2	(0.9)	(20.0)	(8.0)
股息	(33.5)	(31.1)	-	(23.8)	(31.8)
其他	(0.5)	(10.7)	(27.6)	-	-
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>455.0</b>	<b>19.5</b>	<b>(28.6)</b>	<b>(43.8)</b>	<b>(39.8)</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>374.3</b>	<b>(25.0)</b>	<b>83.0</b>	<b>58.1</b>	<b>66.0</b>
年初現金及現金等价物	65.6	449.1	442.5	525.5	583.6
匯兌	9.2	18.4	-	-	-
年末現金及現金等价物	449.1	442.5	525.5	583.6	649.6
抵押現金	-	(62.8)	-	-	-
<b>年末資產負債表現金及現金等价物</b>	<b>449.1</b>	<b>505.3</b>	<b>525.5</b>	<b>583.6</b>	<b>649.6</b>

來源:公司及招銀國際研究部預測

## 主要比率

年結:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
<b>銷售組合(%)</b>					
物業發展	83.7	88.1	91.4	91.4	92.2
物業投資	15.7	8.8	7.2	7.2	6.5
物業管理	0.6	3.1	1.4	1.4	1.3
<b>總額</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

## 盈利能力比率(%)

毛利率	33.3	24.7	30.6	30.1	29.9
稅前利率	8.4	3.8	16.2	17.7	17.8
息稅前收益	2.6	(1.0)	10.3	12.0	12.2
核心淨利潤率	17.3	(1.5)	10.2	12.0	12.2
有效稅率	70.0	113.8	31.0	28.0	28.0

## 增長(%)

收入	16.3	51.2	48.6	13.0	11.0
毛利	16.1	11.9	84.5	10.9	10.4
淨利潤率	(53.1)	(36.0)	556.4	24.1	11.6
淨利潤	(80.5)	N.A.	N.A.	31.7	12.5
核心淨利潤	21.1	N.A.	N.A.	33.4	12.5

## 資產負債比率

流動比率(x)	3.1	1.5	1.5	1.7	1.8
平均應收賬款周轉天數	55.6	44.5	36.7	35.9	32.4
平均應付帳款周轉天數	33.3	23.7	20.6	19.6	17.6
平均存貨周轉天數	-	0.6	0.6	0.6	0.7
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	2.2	-1.7	20.1	21.8	20.6
資產回報率	1.5	-0.6	8.1	10.0	10.4

## 每股數據

每股盈利(人民幣)	0.02	(0.01)	0.12	0.16	0.18
每股股息(人民幣)	0.04	-	0.03	0.04	0.05
每股賬面值(人民幣)	0.63	0.49	0.61	0.74	0.88

來源:公司及招銀國際研究部預測

## 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）發表于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并無直接或間接關係。

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。

### 招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏愨道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")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，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并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责任。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。

本報告基于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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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，任何機構或個人于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)2000年英國不時修訂之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士。