

買入

日期：2015年8月12日
恒生指數：24,498.21

收市價：1.50 港元
12個月目標價：1.87 港元
上升潛力：+25%

中國房地產

股份資料

股票代號：	3883 HK
市值：	41.8 億元
總發行股數：	27.8 億
企業值：	104.7 億元
淨負債比率：	88%
每股核心盈利3年複合增長：	25%
每股帳面值：	3.48 港元
市帳率：	0.43 倍
每日平均成交：	1,355.2 萬元
估計流通量：	40%
股本回報率：	10.8%
資產回報率：	2.4%
12個月高/低：	2.45 / 1.14 港元
主要股東：	郭梓文 - 48%
兌換率：	1 人民幣 = 1.21 港元 1 美元 = 7.75 港元

股價圖



來源：彭博、南華資料研究

	1個月	3個月	6個月	12個月
股價變動	-2.6%	-15.7%	+22.0%	+5.6%
相對恒生指數	-1.0%	-4.7%	+21.0%	+6.3%

分析員：蔡榮楷
☎：(852) 2820 7221
✉：kaiser.choi@sctrade.com

重要提示：請參閱本報告頁尾之披露及免責聲明。

本文股價基於2015年8月11日之收市價。

中國奧園

中期業績表現不俗

- **中期核心純利按年上升 50%，符預期** - 撇除投資物業公平值變動後的中期核心純利按年升 50%至 4.45 億元人民幣(下同)，符合我們預期，料全年能達我們預測的 8.9 億元核心純利。公司宣佈派發特別股息每股 1.8 分則為意外驚喜。
- **人民幣急跌料帶來 2.25 億元的匯兌損失** - 於 2015 年 6 月 30 日，公司的總負債合共 138 億元，其中一半為美元或港元貸款。人民幣兌美元於過去兩天內共貶值約 3.3%，我們估計將對公司造成 2.25 億元的匯兌損失，相當於今年匯兌變動前純利的 23%，惟不影響公司的核心純利。
- **毛利率及核心純利率較預期佳** - 2015 年上半年的毛利率為 29.4%，按年下降 1.2 個百分點，但仍高於我們預計的 27% 全年毛利率。核心純利率達 11.3%，按年升 0.2 個百分點，高於我們預計的 10% 全年核心純利率。上半年較高的毛利率及核心純利率為全年業績提供良好的安全邊際。
- **淨負債比率升至 88%** - 公司於上半年共收購 6 幅土地，令淨負債比率由去年底的 72% 升至本年中的 88%，相比同業屬偏高水平。我們較關注公司於下半年是否會減少買地。
- **維持買入建議及目標價** - 我們估計公司於年中時仍有逾 133 億元的未入賬合約銷售額，相當於 2015 年預測物業銷售收入的 150%，料將推動未來兩年的核心純利增長。由於我們預計公司核心純利在 2015 年及 2016 年將分別穩步增長 21% 及 33%，我們維持買入建議及目標價不變。

公司背景：中國奧園主要於中國發展住宅及商業物業。

盈利資料

截至 12 月 31 日		2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
核心純利	百萬人民幣	736	893	1,186	1,428
按年增長	%	+12.1	+21.3	+32.8	+20.5
核心每股純利	人民幣	0.264	0.321	0.426	0.513
按年增長	%	+8.1	+21.3	+32.8	+20.5
純利	百萬人民幣	809	817	1,186	1,428
每股盈利	人民幣	0.291	0.294	0.426	0.513
每股派息	人民幣	0.087	0.096	0.128	0.154
核心市盈率	倍	4.6	3.8	2.9	2.4
息率	%	7.1	7.9	10.5	12.6

盈利預測

截至 12 月 31 日	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
	百萬人民幣	百萬人民幣	百萬人民幣	百萬人民幣	百萬人民幣
營業額	5,729	6,976	9,076	11,334	13,491
利稅折攤前盈利	1,237	1,432	1,769	2,300	2,746
折攤	(34)	(25)	(28)	(31)	(34)
利稅前盈利	1,204	1,407	1,741	2,269	2,712
利息淨額	(44)	(65)	(57)	(43)	(35)
特殊項目	106	98	(100)	0	0
合營及聯營公司攤佔利潤	(0)	9	0	0	0
稅前盈利	1,265	1,449	1,584	2,227	2,677
稅項	(513)	(666)	(748)	(1,015)	(1,217)
非控股股東權益	(16)	26	(18)	(26)	(32)
純利	736	809	817	1,186	1,428
除稅後之特殊項目	(79)	(73)	75	0	0
核心純利	657	736	893	1,186	1,428

中期業績表現不俗

中期業績

		2015 年上半年 百萬人民幣	2014 年上半年 百萬人民幣	按年變動 %
	物業發展	3,838	2,584	+48.5
	物業投資	31	27	+11.8
	其他	67	47	+41.6
		-----	-----	
主要由於物業銷售增加	營業額	3,935	2,658	+48.0
	銷售成本	(2,779)	(1,846)	+50.5
		-----	-----	
毛利率按年下降 1.2 個百分點至 29.4%	毛利	1,156	812	+42.4
	其他收入、收益及虧損	80	15	+417.9
	銷售及分銷開支	(101)	(100)	+1.5
銷售及行政開支增幅小於營業額增長，反映成本控制得宜	行政開支	(178)	(143)	+25.1
	融資成本	(59)	(35)	+69.7
	投資物業公平值變動	125	18	+581.0
	應佔合營企業業績	(2)	1	-418.0
		-----	-----	
	除稅前溢利	1,020	569	+79.3
	所得稅開支	(465)	(249)	+86.4
		-----	-----	
	除稅後溢利	555	320	+73.7
	非控股權益	(17)	(10)	+64.5
		-----	-----	
	純利	538	309	+74.0
		-----	-----	
核心純利率達 11.3%，按年升 0.2 個百分點	核心純利	445	296	+50.4

來源：公司、南華資料研究



香港總行

中環花園道壹號
中銀大廈 28 樓
電話：(852) 2820 6333
圖文傳真：(852) 2845 5765
網址：http://www.sctrade.com
電郵：info@sctrade.com
電傳機：69208SCSL

倫敦辦事處

4/F, Sabadell House, 120 Pall Mall,
London SW1Y 5EA, United Kingdom
電話：(4420) 7930 9037
圖文傳真：(4420) 7925 2189

灣仔辦事處

皇后大道東 28 號
金鐘匯中心 19 樓
電話：(852) 3196 6233
圖文傳真：(852) 2537 0606

北角分行

英皇道 301-319 號
麗宮大廈地下 1 號舖
電話：(852) 2979 4800
圖文傳真：(852) 2979 4898

炮臺山分行

英皇道 255 號
國都廣場 1502 室
電話：(852) 2570 4422
圖文傳真：(852) 2570 4688

紅磡分行

蕪湖街 69 號 A
南安商業大廈 10 樓 1002-03 室
電話：(852) 2330 5881
圖文傳真：(852) 2627 0001

觀塘分行

成業街 7 號
寧晉中心 15 樓 G1 室
電話：(852) 2191 2822
圖文傳真：(852) 2793 3000

元朗分行

康樂路 25-31 號
嘉好樓地下 D 舖
電話：(852) 2442 4398
圖文傳真：(852) 2479 4418

荃灣分行

沙咀道 289 號
恆生荃灣大廈 17 樓 A-B 室
電話：(852) 2614 1775
圖文傳真：(852) 2615 9427

披露：此研究報告是由南華資料研究有限公司的研究部團隊成員（“分析員”）負責編寫及審核。分析員特此聲明，本研究報告中所表達的意見，準確地反映了分析員對報告內所述的公司（“該公司”）及其證券的個人意見。根據香港證監會持牌人操守準則所適用的範圍及相關定義，分析員確認本人及其有聯繫者均沒有(1)在研究報告發出前 30 日內曾交易報告內所述的股票；(2)在研究報告發出後 3 個營業日內交易報告內所述的股票；(3)擔任報告內該公司的高級人員；(4)持有該公司的財務權益。分析員亦聲明過往、現在或將來沒有、也不會因本報告所表達的具體建議或意見而得到或同意得到直接或間接的報酬、補償及其他利益。

南華金融控股有限公司包括其子公司或其關聯公司(“南華金融”)可能持有該公司的財務權益，而本報告所評論的是涉及該公司的證券，且該等權益的合計總額可能相等於或高於該公司的市場資本值的 1%或該公司就新上市已發行股本的 1%。一位或多位南華金融的董事、行政人員及/或雇員可能是該公司的董事或高級人員。南華金融及其管理人員、董事和雇員等（不包括分析員），將不時持長倉或短倉、作為交易當事人，及買進或賣出此研究報告中所述的公司的證券或衍生工具（包括期權和認股權證）；及/或為該等公司履行服務或招攬生意及/或對該等證券或期權或其他相關的投資持有重大的利益或影響交易。南華金融可能曾任本報告提及的任何機構所公開發售證券的經理人或聯席經理人，或現正涉及其發行的主要莊家活動，或在過去 12 個月內，曾向本報告提及的證券發行人提供有關的投資或一種相關的投資或投資銀行服務的重要意見或投資服務。南華金融可能在過去 12 個月內就投資銀行服務收取補償或受委託及/或可能現正尋求該公司投資銀行委託。

重要說明：此報告和報告中提供的資訊和意見，由南華資料研究有限公司及/或南華金融向其或其各自的客戶提供資訊而準備，並且以合理謹慎的原則編制，所用資料、資訊或資源均於出版時為真實、可靠和準確的。南華資料研究有限公司對本報告或任何其內容的準確性或完整性或其他方面，無論明示或暗示，無作出任何陳述或保證。南華資料研究有限公司及/或南華金融，及其或其各自的董事、管理人員、合夥人、代表或雇員並不承擔由於使用、出版、或分發全部或部分本報告或其任何內容，而產生的任何性質的任何直接或間接損失或損害的任何責任。本報告所載資訊和意見會或有可能在沒有任何通知的情況下而變動或修改。

南華資料研究有限公司及/或南華金融，及其或其各自的董事、管理人員、合夥人、代表或雇員可能在本報告中提到的公司直接或間接擁有股權，或可能不時購買、出售、或交易或向客戶要約購買、出售、或交易此類證券，而該等交易可能是為其帳戶作為交易當事人或代理人或任何其他身份或代表他人。這份報告不是、也不是為了、也不構成任何要約或要約購買或出售或其他方式交易本報告述及的證券。本報告受版權保護及擁有其他權利。據此，未經南華資料研究有限公司明確表示同意，本報告不得用於任何其他目的，也不得出售、分發、出版、或以任何方式轉載。本刊物批准在英國由南華證券（英國）有限公司分派。南華證券（英國）有限公司為一間獲英國金融服務局授權和受該局監管的公司。投資者參閱此報告時，應明白及瞭解其投資目的及相關投資風險，投資前亦應諮詢其獨立的財務顧問。