



## 发展思路清晰，成长潜力显著

### 报告摘要

**战略指向全国性房地产公司。**1) 大本营广东土储充裕且优质，为中长期内高质量成长提供强支撑。截止 2017 年 6 月，公司在长期深耕的广东地区拥有 49 个项目，建筑面积 783 万方，对应地价合计约 179 亿元，总土储占比分别为 45%、51%。区域内项目的平均土地成本 2283 元/平方米，仅为 2017 年上半年该区域平均售价 13364 元/平方米的 17%。我们认为公司广东的储备充足且成本极具竞争性，相信可为公司在中长期内高质量成长提供强力支撑。2) **积极布局增长潜能强劲的二线城市，突破区域型房企成长藩篱。**目前行业竞争格局导致单个房企在热点城市难以获得绝对市占率，过去单城百亿的销售情况难以为继，规模扩张将更为依赖布局城市数量的增加。公司未来将在持续夯实广东地区土储的同时，积极布局库存水平处于低位、区域人口吸引力强、增长潜能充足的二线城市（如武汉、郑州、西安、青岛等），计划在中期内形成 20 个支柱城市（年销售额 30-50 亿元），由一家区域型房企成长为全国性开发商。3) **项目公司管理体系设立得当，城市拓展可行性高。**在房企全国化布局的过程中，项目公司人员配置、激励机制、风险管控能否跟进至关重要。奥园目前的管理体系可以概括为：人才方面，项目公司负责投资、报批报建、及运营工作的管理层基本来自当地，设计、财务、管控人员由集团储备人才库派出；授权方面，每个地区公司设立投资分队，项目审批最终需通过集团 5 人授权小组；风控及激励方面，2016 年推出跟投制度，在有效调动积极性的同时也避免了“驾驶员风险”。整体来看公司目前人才储备相对充足，管理机制也比较成熟，未来城市拓展可行性高。4) **行业进入加速整合期，收并购助力“弯道超车”。**目前行业集中度快速提升，规模效应日益凸显，小型房企因更高的盈亏平衡点加速退出，为收并购市场提供天然沃土。奥园获取资源长期以收并购方式为主，已建立起成熟的投资、财务及法务团队，相信可以为公司在并购整合大潮中实现“弯道超车”提供有力支持。

**维持“买入”评级，上调目标价至 7.39 港元。**尽管市场逐渐降温，但预计资金面分化将加速行业整合，同时房企正在进入盈利收获期，17-19 年利润增长确定性高，主流内房仍处于估值修复阶段。考虑到奥园清晰的发展路线，优秀的收并购能力，以及完善的人才架构体系，我们认为公司有望在中期内实现规模快速扩张。基于新收购的项目及汇率假设变动，上调 NAV 每股至 9.24 港元，同时基于行业估值水平上行及公司强劲的成长潜力，上调折价率至 20%，对应目标价 7.39 港元，相对于 2018 年 8.2 倍市盈率。

**风险提示：**i) 合同销售低于预期；ii) 广东地区调控进一步升级；

(31/12 年结, 百万元 RMB)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	9,572	11,827	19,077	26,860	35,187
增长率(%)	37.2	23.6	61.3	40.8	31.0
核心净利润	823	1035	1454	2052	2685
增长率(%)	11.8	25.8	40.5	41.1	30.9
毛利率(%)	27.6	27.7	27.8	27.5	27.4
核心净利润率(%)	8.5	7.4	7.6	7.6	7.6
每股核心收益(RMB)	0.31	0.39	0.54	0.77	1.00
每股净资产(RMB)	3.0	3.2	3.8	4.4	5.2
市盈率	11.2	8.9	6.4	4.6	3.5
市净率	1.9	1.3	1.1	1.0	0.8
净资产收益率(%)	9.9	9.9	14.4	17.5	19.5
股息收益率	2.5	2.8	4.6	6.6	8.6

数据来源：公司；安信国际

评级：

买入

目标价格：

7.39 港元

现价 (2017 年 9 月 26 日) : 4.26 港元

报告日期：

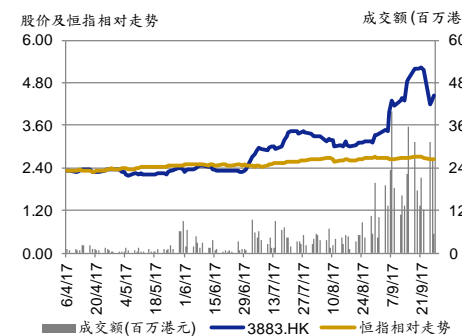
2017-09-27

总市值(百万港元)	11,380.89
流通股市值(百万港元)	11,380.89
总股本(百万股)	2,671.57
流通股股本(百万股)	2,671.57
12 个月低/高(港元)	1.612/5.4
平均成交(百万港元)	89.20

#### 股东结构

郭梓文、郭梓宁（兄弟）	54%
其他	46%

#### 股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	42.27	86.47	129.11
绝对收益	41.53	93.45	146.38

数据来源：彭博、港交所、公司

王梦恺

+86-21-35082533

行业分析师

wangmk@essence.com.cn



附表：财务报表预测

(31/12 年结；百万元 RMB )	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>损益表</b>					
营业收入	9,572	11,827	19,077	26,860	35,187
营业成本	-6,926	-8,550	-13,774	-19,474	-25,546
<b>毛利</b>	<b>2,646</b>	<b>3,277</b>	<b>5,303</b>	<b>7,387</b>	<b>9,641</b>
其他收入/(开支)	-236	-285	-35.42	-54.058	-55.6522
销售及管理费用	-890	-1,082	-1,760	-2,444	-3,167
<b>经营溢利</b>	<b>1,520</b>	<b>1,910</b>	<b>3,508</b>	<b>4,888</b>	<b>6,419</b>
分占联营公司业绩	27	-32	0	0	0
公允价值损益	356	310	0	0	0
净财务费用	-19	-103	-101	-124	-128
<b>税前盈利</b>	<b>1,884</b>	<b>2,085</b>	<b>3,408</b>	<b>4,765</b>	<b>6,291</b>
所得税	-977	-1,078	-1,764	-2,425	-3,240
非控股权益	95	126	189	288	366
<b>净利润</b>	<b>812</b>	<b>881</b>	<b>1,454</b>	<b>2,052</b>	<b>2,685</b>
<b>核心净利润</b>	<b>823</b>	<b>1,035</b>	<b>1,454</b>	<b>2,052</b>	<b>2,685</b>
EBITDA	1,910	2,262	3,544	4,942	6,474
EBIT	1,876	2,220	3,508	4,888	6,419
<b>同比增长 (%)</b>					
营业收入	37.2	23.6	61.3	40.8	31.0
毛利	28.0	23.8	61.8	39.3	30.5
净利润	0.4	8.5	65.1	41.1	30.9
核心净利润	11.8	25.8	40.5	41.1	30.9
EBITDA	44.4	18.4	56.7	39.5	31.0
EBIT	44.6	18.3	58.0	39.3	31.3
<b>资产负债表</b>					
<b>非流动资产</b>					
物业、厂房及设备	494	506	541	557	571
投资物业	4,505	5,425	5,425	5,425	5,425
其他	630	658	658	658	658
<b>流动资产</b>	<b>43,197</b>	<b>59,829</b>	<b>75,876</b>	<b>97,469</b>	<b>122,915</b>
存货及土地出让金	31,792	43,660	55,260	69,943	88,590
应收及预付账款	1,753	3,604	5,490	6,812	9,828
货币资金	9,036	10,957	13,517	19,106	22,889
其他	616	1,608	1,608	1,608	1,608
<b>总资产</b>	<b>48,826</b>	<b>66,418</b>	<b>82,500</b>	<b>104,108</b>	<b>129,569</b>
<b>流动负债</b>					
短期借贷	2,570	4,506	5,506	6,506	7,506
应付级预收账款	15,171	27,317	37,019	51,724	69,750
其他	5,029	4,320	4,320	4,320	4,320
<b>非流动负债</b>	<b>14,481</b>	<b>15,645</b>	<b>19,645</b>	<b>23,645</b>	<b>27,645</b>
长期借贷	13,727	15,062	19,062	23,062	27,062
其他	754	583	583	583	583
<b>总负债</b>	<b>37,251</b>	<b>51,788</b>	<b>66,490</b>	<b>86,195</b>	<b>109,221</b>
股本	26	25	25	25	25
储备	8,216	8,893	10,083	11,698	13,768
<b>股东权益</b>	<b>8,242</b>	<b>8,918</b>	<b>10,108</b>	<b>11,723</b>	<b>13,793</b>
非控股权益	3,333	5,713	5,902	6,190	6,556
<b>股本总额</b>	<b>11,575</b>	<b>14,631</b>	<b>16,010</b>	<b>17,913</b>	<b>20,348</b>
净负债	7,261	8,611	11,051	10,462	11,679

(转下页...)



财务报表预测 (续)

(31/12 年结; 百万元 RMB)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>现金流量表</b>					
息税前盈利	1,876	2,220	3,508	4,888	6,419
折旧	34.33	41.67	35	54	56
营运资金变动	-3,710	6,092	-2,523	249	-1,919
其他	-1,223	-2,409	-1,764	-2,425	-3,240
<b>经营活动现金流量</b>	<b>-3,023</b>	<b>5,945</b>	<b>-744</b>	<b>2,767</b>	<b>1,316</b>
资本开支	-662	-4,658	-70	-70	-70
其他	-262	588	60	80	103
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-924</b>	<b>-4,070</b>	<b>-10</b>	<b>10</b>	<b>33</b>
贷款变动	5,617	2,905	5,000	5,000	5,000
其他	1,187	-2,097	-1,686	-2,189	-2,565
<b>融资活动现金流量</b>	<b>6,804</b>	<b>808</b>	<b>3,314</b>	<b>2,811</b>	<b>2,435</b>
净资金流入/(出)	2,857	2,683	2,560	5,588	3,784
自由现金流	-1,477	4,639	2,615	7,423	7,597
<b>财务及估值比率</b>					
P/E (x)	11.2	8.9	6.4	4.6	3.5
P/B (x)	1.2	1.1	0.9	0.8	0.7
Dividend yield (%)	2.5%	2.8%	4.6%	6.6%	8.6%
EV/EBITDA (x)	4.6	3.8	2.5	1.8	1.3
EV/EBIT (x)	4.6	3.9	2.5	1.8	1.4
Gross margin (%)	27.6%	27.7%	27.8%	27.5%	27.4%
EBITDA margin (%)	20.0%	19.1%	18.6%	18.4%	18.4%
Pre-tax profit margin (%)	19.7%	17.6%	17.9%	17.7%	17.9%
Net margin (%)	8.5%	7.4%	7.6%	7.6%	7.6%
SG&A/sales (%)	9.3%	9.1%	9.2%	9.1%	9.0%
Effective tax rate (%)	51.9%	51.7%	51.8%	50.9%	51.5%
ROE (%)	9.9%	9.9%	14.4%	17.5%	19.5%
ROA (%)	1.7%	1.3%	1.8%	2.0%	2.1%
Current ratio (x)	1.9	1.7	1.6	1.6	1.5
Stock turnover days (s)	1652	1838	1449	1302	1260
A/R turnover days (s)	5.4	3.2	3.4	3.9	3.5
A/P turnover days (s)	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
Interest coverage (x)	20.6	14.1	21.8	24.0	27.7
Net debt/ (cash) to equity (%)	62.7	58.9	69.0	58.4	57.4
Total asset to equity ratio (x)	4.2	4.5	5.2	5.8	6.4
Dividend payout ratio (%)	30.2%	30.0%	29.4%	30.0%	29.9%

数据来源: 公司; 安信国际预测

## 客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

### 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解、分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标、财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应根据自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制、派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

### 规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

### 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

### 安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010