



持续兑现，不断超越

评级：

买入

目标价格：

9.67 港元

报告摘要

事件：中国奥园公布 2017 年业绩：期内实现收入 191.2 亿元，同比增长 62%（前值 23%）；实现核心利润（非归母口径）18.9 亿元，同比增长 55%（前值 30%）；实现归母净利润 16.4 亿元，同比增长 86%（前值 8%）；拟分配末期股息人民币 25 分/股，派息比率 41%。

如预期迎来业绩高速增长，利润持续释放确定性强。如我们所预计，2017 年公司进入业绩释放期，结转和利润增速均较 2016 年大幅提升。今年结算毛利率（26.7%）较去年下降了 1.0pc，主要是由于开发成本的上涨以及高毛利的商住项目占比下降。展望未来，16/17 年热销为公司锁定了 516 亿元已售未结资源（接近去年物业开发部分收入的 3 倍），估算此部分毛利率约 27%，而当前未售土储的平均毛利率则接近 30%。因此预计公司毛利水平 2018 年可企稳回升，至 2020 年有望获明显改善，叠加充足的可结算资源，利润持续高速增长确定性强。预计 18E-20E 可归属核心利润 CAGR 约 45%。

今年销售目标 730 亿元，明年希冀跨入千亿。在 16/17 连续两年快速扩张后（销售金额 CAGR 超 73%），公司依旧保持了高昂的进取态度。2018 年设立销售目标 730 亿元，对应同比增速 60%，并希冀 2019 年规模突破千亿。为此，在去年转入今年的 230 亿元可售库存外，公司还将新推盘 49 个项目（上半年 31 个/下半年 18 个），总可售货值超过 1200 亿，确保充足的资源以延续销高增长。

积极补充货量，负债水平保持健康。2017 年下半年公司显著加强了投资力度，全年新增土储 1286 万方，新增货值近 1670 亿元，权益地价/权益销售金额的比例提升至 62%（前值 36%）。截止去年底，公司总土储达 2487 万方（权益比 80%），总货值约 2800 亿元，可以满足未来三年左右的发展需求。值得注意的是，在积极补充货量的同时，公司依然维持了审慎的财务管理。截止去年底，公司在手现金超过 265 亿元（同比增 142%），净负债率继续保持在 51% 左右，综合融资成本进一步下降至 7.2%（前值 8.1%），尚未使用授信余额达 169 亿元，稳健的财务状况为公司提供了良好的抗风险能力。

旧改项目为粤港澳大湾区储备提供补充。尽管全国性布局思路鲜明，公司对大本营广东的发展机遇始终保持高度重视。凭借多年深耕的先发优势，奥园目前已实现粤港澳大湾区“9+2”城市全覆盖，区域内项目 50 个，土储建面 753 万方，货值接近 1000 亿，未来可充分得享区域发展红利。此外，公司还在广州、珠海、东莞储备有 13 个旧改项目，涉及规划总建面 555 万方，其中约 290 万方或可在短期内分批形成供应，进一步强化公司于大湾区的布局。

收并购基因与行业整合趋势共振。在土地、融资、销售等方面因素的共同作用下，如今房地产行业资源整合趋势十分明显，小型房企加速退出市场，为收并购市场提供天然沃土。而公司长期以来坚持以收并购为主获取资源（2017 年新增土储中 81% 来自收并购），在品牌、渠道、团队三方面已具明显先发优势。我们相信在“并购基因”和“行业趋势”的共振下，公司可持续补充具有明显成本优势的项目，成长潜力进一步升级。

维持“买入”评级，上调目标价至 9.67 港元。基于公司规模扩张的强劲动能以及新增土地储备，上调 NAV 每股至 11.47 元（13.81 港元），给予 30% 的主流内房平均折让水平，对应目标价 9.67 港元，相当于 2018 年预测市盈率 9.0 倍，较现价存在 29% 的上涨空间。

风险提示：i) 推盘不及预期；ii) 毛利率恢复不及预期；

现价（2018 年 3 月 16 日）：7.49 港元
报告日期：2018-03-19

总市值(百万港元)	20,066.24
流通股市值(百万港元)	20,066.24
总股本(百万股)	2,679.07
流通股股本(百万股)	2,679.07
12 个月低/高(港元)	2.169/7.7
平均成交(百万港元)	113.21

股东结构

郭梓文、郭梓宁（兄弟）	54.07%
其他	45.93%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	24.98	82.32	207.57
绝对收益	25.96	89.72	236.82

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



表 1：中国奥园财务预测摘要

(31/12 年结；百万元 RMB)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	11,827	19,115	28,367	40,621	56,585
增长率(%)	69.5	61.6	48.4	43.2	39.3
归母核心净利润	1,035	1,577	2,394	3,463	4,770
增长率(%)	11.8	52.4	51.8	44.6	37.8
毛利率(%)	27.7	26.7	27.1	27.3	27.8
核心净利润率(%)	7.4	8.6	8.4	8.5	8.4
每股核心收益(RMB)	0.39	0.59	0.89	1.29	1.78
每股净资产(RMB)	3.3	3.8	4.5	5.4	6.8
市盈率	15.7	10.3	6.8	4.7	3.4
市净率	1.8	1.6	1.4	1.1	0.9
净资产收益率(%)	9.9	16.1	20.0	23.7	26.3
股息收益率(%)	2.5	4.1	5.9	8.5	11.8

数据来源：中国奥园；安信国际

表 2：中国奥园 WACC 测算

WACC	9.45%
股权资本成本	15.60%
β	1.80
无风险利率	3.00%
风险溢价	7.00%
股权资本比例	40.19%
债权资本成本	5.33%
有息负债综合融资成本	7.20%
所得税率	25.00%
债权资本比例	59.81%

数据来源：中国奥园、彭博、安信国际

表 3：公司每股 NAV11.47 元 (13.81 港元)，给予折价率 30%，目标价 9.67 港元

开发物业净资产增值 (亿元)	205.61
华南区域项目净资产增值 (亿元)	122.00
中西部核心区项目净资产增值 (亿元)	35.73
华东区域项目净资产增值 (亿元)	25.08
其他项目净资产增值 (亿元)	16.86
账面净资产值 (亿元)	101.55
重估净资产值 (亿元)	307.16
总股本 (亿股)	26.79
RNAV 每股 (元)	11.47
RNAV 每股 (港元)	13.81
给予折价率	30%
目标价 (港元)	9.67
隐含上涨空间	29%

数据来源：中国奥园；安信国际

附表：财务报表预测

(31/12年结；百万元RMB)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
损益表					
营业收入	11,827	19,115	28,367	40,621	56,585
营业成本	-8,550	-14,004	-20,679	-29,532	-40,854
毛利	3,277	5,111	7,687	11,090	15,731
其他收入/(开支)	-285	213	-72	-70	-71
销售及管理费用	-1,082	-1,726	-2,496	-3,493	-4,810
经营溢利	1,910	3,598	5,119	7,526	10,849
分占联营公司业绩	-32	-116	0	0	0
公允价值损益	310	337	312	325	340
净财务费用	-103	-193	-223	-258	-273
税前盈利	2,085	3,626	5,208	7,593	10,916
所得税	-1,078	-1,674	-2,364	-3,476	-5,189
非控股权益	126	312	449	654	956
净利润	881	1,640	2,394	3,463	4,770
核心净利润	1,035	1,577	2,394	3,463	4,770
EBITDA	1,952	3,651	5,191	7,596	10,921
EBIT	1,910	3,598	5,119	7,526	10,849
同比增长 (%)					
营业收入	69.5	61.6	48.4	43.2	39.3
毛利	58.5	56.0	50.4	44.3	41.9
净利润	8.9	86.2	46.0	44.6	37.8
核心净利润	11.8	52.4	51.8	44.6	37.8
EBITDA	47.5	87.1	42.2	46.3	43.8
EBIT	47.3	88.4	42.3	47.0	44.2
资产负债表					
非流动资产					
物业、厂房及设备	506	719	704	715	756
投资物业	5,425	6,360	6,672	6,997	7,337
其他	658	2,617	2,617	2,617	2,617
流动资产	59,829	116,110	154,078	195,649	244,591
存货及土地出让金	43,660	78,322	109,651	145,836	185,211
应收及预付账款	3,604	7,407	9,786	13,486	19,013
货币资金	10,957	26,540	30,800	32,486	36,526
其他	1,608	3,841	3,841	3,841	3,841
总资产	66,418	125,806	164,071	205,977	255,301
流动负债					
短期借贷	4,506	20,490	21,490	22,490	23,490
应付级预收账款	27,317	49,340	80,336	113,963	153,773
其他	4,320	5,743	5,743	5,743	5,743
非流动负债	15,645	23,106	27,106	31,106	35,106
长期借贷	13,875	19,880	23,880	27,880	31,880
其他	1,770	3,226	3,226	3,226	3,226
总负债	51,788	98,679	134,675	173,302	218,112
股本	25,292	25,333	25,333	25,333	25,333
储备	8,893	10,130	11,950	14,575	18,133
股东权益	8,918	10,155	11,976	14,600	18,158
非控股权益	5,713	16,971	17,420	18,074	19,031
股本总额	14,631	27,126	29,396	32,675	37,189
净负债	7,424	13,830	14,570	17,884	18,844
净负债率 (%)	50.7	51.0	49.6	54.7	50.7

(转下页...)



财务报表预测 (续)

(31/12年结; 百万元 RMB)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金流量表					
息税前盈利	1,910	3,598	5,119	7,526	10,849
折旧	41.67	53.33	72	70	71
营运资金变动	-3,710	6,092	27	-3,129	-1,754
其他	-1,223	-2,409	-2,364	-3,476	-5,189
经营活动现金流量	-2,981	7,334	2,853	991	3,978
资本开支	-662	-4,658	-57	-81	-113
其他	-262	588	81	89	98
投资活动现金流量	-924	-4,070	24	8	-16
贷款变动	5,617	2,905	5,000	5,000	5,000
其他	1,187	-2,097	-3,618	-4,314	-4,922
融资活动现金流量	6,804	808	1,382	686	78
净资金流入/(出)	2,899	4,072	4,260	1,686	4,041
自由现金流	-1,167	6,787	7,614	7,929	14,309
财务及估值比率					
P/E (x)	15.7	10.3	6.8	4.7	3.4
P/B (x)	1.8	1.6	1.4	1.1	0.9
Dividend yield (%)	2.5%	4.1%	5.9%	8.5%	11.8%
EV/EBITDA (x)	7.2	3.8	2.7	1.8	1.3
EV/EBIT (x)	7.3	3.9	2.7	1.9	1.3
Gross margin (%)	27.7%	26.7%	27.1%	27.3%	27.8%
EBITDA margin (%)	16.5%	19.1%	18.3%	18.7%	19.3%
Pre-tax profit margin (%)	17.6%	19.0%	18.4%	18.7%	19.3%
Net margin (%)	7.4%	8.6%	8.4%	8.5%	8.4%
SG&A/sales (%)	9.1%	9.0%	8.8%	8.6%	8.5%
Effective tax rate (%)	51.7%	46.2%	45.4%	45.8%	47.5%
ROE (%)	9.9%	16.1%	20.0%	23.7%	26.3%
ROA (%)	1.3%	1.3%	1.5%	1.7%	1.9%
Current ratio (x)	1.7	1.5	1.4	1.4	1.3
Stock turnover days (s)	1838	2013	1909	1778	1632
A/R turnover days (s)	3.2	2.5	2.9	3.0	2.9
A/P turnover days (s)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
Interest coverage (x)	14.1	14.7	17.8	22.6	30.2
Net debt/ (cash) to equity (%)	50.7	51.0	49.6	54.7	50.7
Total asset to equity ratio (x)	4.5	4.6	5.6	6.3	6.9
Dividend payout ratio (%)	38.8%	42.5%	40.0%	40.0%	40.0%

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，而应按照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