



被低估的高增长发展商

报告摘要

价值仍未完全反映。公司 2017 年及 2018 上半年的销售额分别为约 450 亿元（人民币·下同）及 400 亿元，同比增长约 80% 及 140%。以 2018 年可销资源 1,200 亿作考虑，完成全年目标 730 亿元的销售几乎没有悬念。2017-18 年总销售将达 1,180 亿元，以平均货值权益比例 80% 及净利率 9% 计算，相当于 85 亿元的净利润，为今明两年带来盈利基础。

精于并购旧改，土储补充有保障。截至 2017 年底公司土储为 2,500 万平方米，总货值估计约 2,500 亿元，相当于 2018 年目标销售额约 3.5 倍。公司植根大湾区多年，高管及项目经理对当地充分了解，我们相信公司在未来能在华南继续进行并购及旧改以低价获取优质土地，去维持销售增长速度。公司以旧改或并购方式取得的土地占 2017 年当年总量约 80%，平均土储成本约 2,000 元（每平方米），低成本土储在限价环境下拥有极大优势。

植根大湾区，辐射全中国。过去公司比较集中大湾区的发展，但 2017 年公司大幅提高华南地区以外的新购土储比例，由原来的 1/3 提升至 50%。公司现时土储分布在区域上较为平均，在面对区域性调控中，风险得以分散，来自不同城市的发展项目可以相互对冲，未来发展更加稳定。

股权激励，刺激表现。奥园在 2018 年 7 月向高管授出合共 2,500 万股的购股权，行使价为每股 5.522 港元，50% 在 2019 年行使，余下的 50% 在 2020 年上半年可以行使。我们认为股权激励会刺激到管理层的积极性，从而创造业绩，令公司短期内快速增长有非常大的推动作用。公司曾在 2016 年底授出 1,000 万股的购股权，行使价为每股 1.778 港元，随后公司业绩大好盈利翻倍，股价表现有目共睹。

投资建议：我们更新了奥园土储及考虑到 2018 年上半年强劲的销售情况，上调公司资产净值的估值。新目标价为 9.80 港元，相当于资产净值估值的 30% 折让。公司 5 月宣布与恒基兆业签订战略合作框架协议，恒基兆业在与奥园连手前，已经与其他知名开发商如碧桂园、龙湖、旭辉等合作，现在与奥园连手，表示公司的综合竞争力已经位列于强者榜之上，对未来收并购以至争取旧改项目起背书作用。重申“买入”评级。

风险提示：i) 银根紧缩影响销售；ii) 旧改推进过程减慢；iii) 华南以外的项目执行速度下降；iv) 调控政策下的再融资压力

(12月31日年结; 百万人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	11,827	19,115	32,369	53,095	68,011
增长率(%)	24%	62%	69%	64%	28%
净利润	881	1,640	2,635	4,761	5,970
增长率(%)	8%	86%	61%	81%	25%
毛利率(%)	28%	27%	28%	28%	28%
净利润率(%)	7%	9%	8%	9%	9%
每股收益(人民币)	0.32	0.61	0.97	1.76	2.20
每股账面价值(人民币)	3.34	3.79	4.47	5.94	7.61
市盈率	13.4	7.1	4.4	2.5	2.0
市净率	1.3	1.1	1.0	0.7	0.6
核心净资产收益率(%)	6%	15%	24%	34%	33%
股息收益率(%)	3%	6%	7%	12%	15%

资料来源：公司资料；安信国际

评级： 买入

目标价格： 9.80 元

现价(2018年7月20日): 5.19 元
报告日期: 2018-7-23

总市值(百万港元)	13,917.35
流通市值(百万港元)	6,388.06
总股本(百万股)	2,681.57
流通股本(百万股)	1,230.84
12个月低/高(港元)	2.92/7.59
平均成交(百万港元)	71.16

股东结构

郭梓文及郭梓寧 54.1%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-14.06	-8.80	47.71
绝对收益	-18.91	-15.92	53.37

数据来源：彭博、港交所、公司

黄焯伟 行业分析师
stew Wong@eif.com.hk
+852- 2213 1402

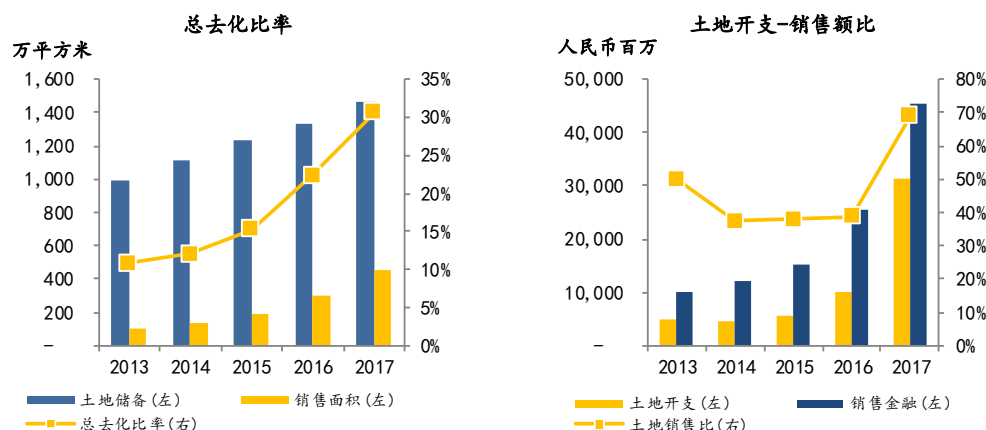
植根大湾区，手持货值 2500 亿元土储，目标千亿销售

奥园自 2012 年走出“长安 8 号事件”之阴霾后，从事件中回收了 32 亿港币，购置土地速度明显加快，从 2012 年的 40 亿元增加至 2017 年的 315 亿元，相当于 50% 的复合年增长率。我们估计公司截至 2017 年底土储的总货值约 2,500 亿元，权益比例约 80%。

一般处于高成长期的发展商会配置相当当年约 40-50% 销售额的金额去新购土地，以 2018 年目标销售额 730 亿为基础，我们估计 2018 年公司会花 300 亿元在土地并购上。确实数字有待公布，但以奥园近年历史数据，假设新购土地均价为 3,000 元（接近历史上线）及平均售价 10,000 元计算，300 亿元新购土地就代表了 1,000 亿的货值。加上 2017 年底的存量货值 2,500 亿元，我们估计总数应该接近 3,500 亿元，庞大的土地储备为公司未来三年的增长奠定基础。

奥园是一家以大湾区为据点，再辐射至全国的地产发展商。作为华南房企的后起之秀，公司宣布未来三年的销售目标增长将保持不低于 40% 的年复合增长率，代表公司在 2019 年的销售金额将超过 1,000 亿元，跻身千亿销售俱乐部。成为千亿房产开发商不单可以在规模效应下减低营运成本，同时亦可以增加公司的知名度，有助未来的销售。此外，我们看见公司的销售对土储比（总去化率）不断上升，从 2013 年的 11% 升至 2017 年的 31%，反映了管理层优良的投地眼光及项目管理效率。

图 1：奥园买地步伐加速



	数量	楼面地价 (人民币/ 平方米)	总建面 (万平方 米)	总地价 (人民币 亿元)	销售额 (人民币 亿元)	均价 (人民币/ 平方米)
2012年	8	2,178	187	41	53	6,281
2013年	8	2,245	223	50	100	9,364
2014年	8	1,715	266	46	122	9,099
2015年	13	2,312	249	58	152	8,039
2016年	17	3,170	314	100	256	8,591
2017年	58	2,446	1,286	315	456	10,159
合计	125	2,408	2,526	608	1,139	9,033

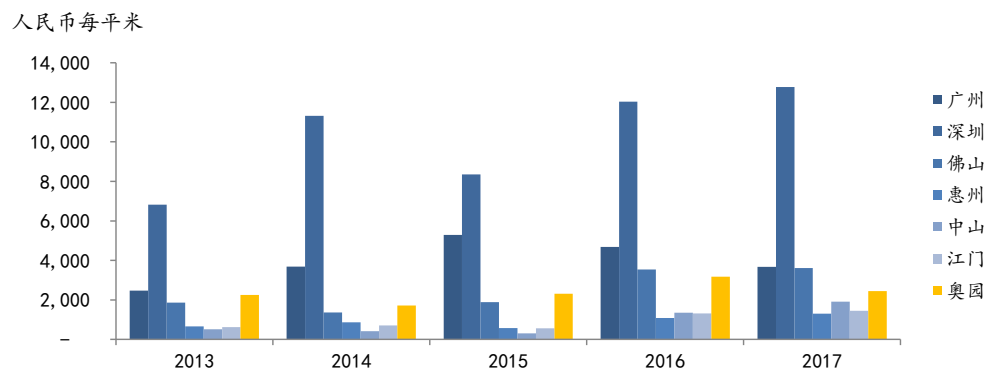
资料来源：公司资料、安信国际

精于项目并购，土地成本较低，限价抗疫力强

国内土地价格不断上升，公开市场拍卖拿地风险随之增加。加上限购、限价等的政策影响下，发展商们只有两个出路：一、在限价下以低价卖房；二、拉长卖房时间等高位出货。不论哪种情况，都会对公司的资产回报率造成负面影响。尤其是在加息环境之下，慢周转的影响就便大。

所以奥园亦加大收并购的力度，并购占总新增土地的占比从过往平均的75%上升至2017年的约80%。扣除已销面积，现时土储之平均成本单价约2,000元（每平方米），低于整体水平。公司的相对土地成本（相对当区平均土地出售的价格）由2012年的35%降至2017年的24%，相对土地成本下降证明公司努力并购的成果。

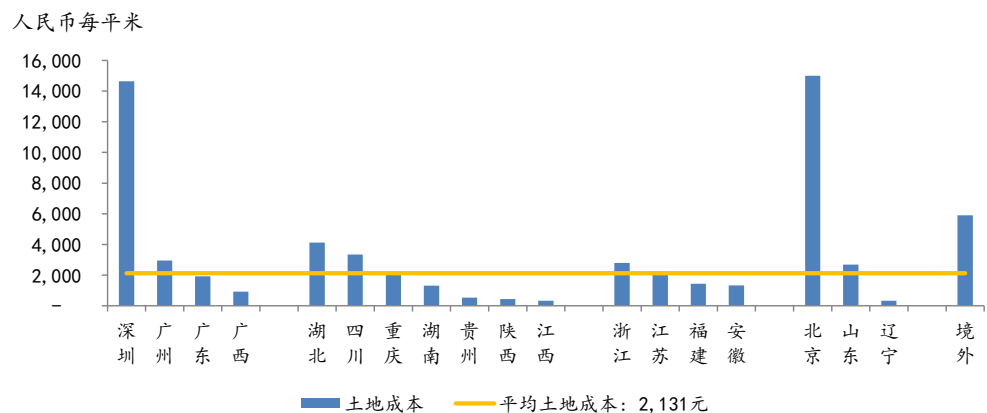
图2：奥园购地均价与行业招拍挂成交价的对比



资料来源：公司资料、Wind、安信国际

虽然差不多所有发展商口头上都说要做好并购，但真正可以做到的有多少家？奥园就是并购的佼佼者，公司2017年收并购项目占总新增项目超过80%。房地产的并购就是被吸收的房地产公司全部股权被转让，企业全部债务以及由此产生的风险，依法全部由兼并公司承担。由于中国土地制度的特殊性与复杂性，导致房地产行业的并购仍然显得风险重重，成为阻碍发展商做出并购的最大完因。但靠着奥园多年与其他不同中小开发商建立良好关系，令公司可以顺利以较佳的成本作并购以取得土地。

图3：奥园主要地区的土地成本



资料来源：公司资料、安信国际

极度了解大湾区，顺利推进旧改项目，土地获取愈趋顺利

奥园扎根华南大湾区多年，高管对当地情况极度了解熟悉，除了能够多做并购活动外，还可以参加当地旧村或旧厂改造项目。一般旧改项目的利润非常可观，但随之而来的门坎亦非常高。不是所有房地产发展商都能够顺利参与旧改项目，其中旧村改造项目就更难。

进行旧改项目其中一样重要的要素是该房地产发展商拥有良好的声誉，另外除了好的声誉还需要对当地情况非常了解。奥园扎根大湾区非常多年，对于本地情况非常了解。在旧村改过程中，尤其是原居民的安置问题，所遇到的问题，公司拥有非常多经验，所以其在旧改项目中非常顺利。以下是推进较成熟的项目。

图4：奥园的城市更新项目（未计入2017年底的正式土储中，为公司未来增长点之一）

项目	省份	城市	类型	规划总建面 (万平方米)	进展
1 广州番禺区氮肥厂项目	广东	广州市	旧厂改造	30	更新规划申报中
2 珠海翠微村项目	广东	珠海市	旧村改造	147	更新规划申报中
3 珠海水坑村项目	广东	珠海市	旧村改造	36	更新规划申报中
4 珠海拱北联安村项目	广东	珠海市	旧村改造	39	获政府认定，签订拆迁补偿合同
5 珠海拱北关闸村项目	广东	珠海市	旧村改造	37	获政府认定，签订拆迁补偿合同
6 珠海拱北高沙村项目	广东	珠海市	旧村改造	39	获政府认定，签订拆迁补偿合同
7 珠海下圩村项目	广东	珠海市	旧村改造	43	更新规划申报中
8 珠海前山鞍山路项目	广东	珠海市	旧厂改造	8	更新规划申报中
9 珠海亚仿大楼改造项目	广东	珠海市	旧厂改造	7	更新规划申报中
10 珠海平沙奥园广场项目	广东	珠海市	旧厂改造	61	更新规划申报中
11 珠海江海电子厂项目	广东	珠海市	旧厂改造	33	签订合作协议
12 东莞牌楼基村项目	广东	东莞市	旧村改造	25	表决前期合作企业
13 东莞石美村项目	广东	东莞市	旧村改造	50	表决前期合作企业
14 南宁南糖项目	广西	南宁市	旧村改造	116	更新规划申报中
15 南宁陈东村项目	广西	南宁市	旧村改造	342	更新规划申报中
16 河北霸州市项目	河北	霸州市	旧村改造	40	更新方案申报中
合计				1,053	相当于40%的现有土储面积

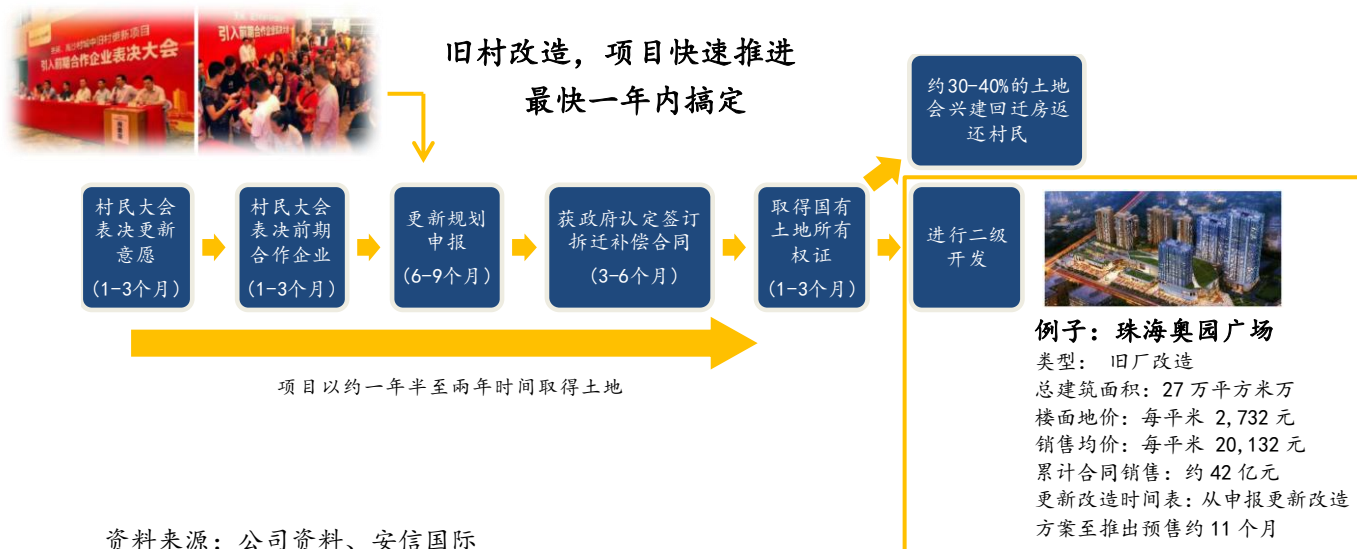
资料来源：公司资料、安信国际



珠海例子

在奥园熟悉的地区，如珠海市，一般可以用一年至年半去完成旧改项目，能够以那么快的速度去完成一个旧改项目是非常困难的，最大的难题莫过于要得到大多数村民的认同。公司在安排原居民安置上非常有经验。“珠海奥园广场”就是最好的例子，从申报更新改造方案至推出预售只需11个月的时间。过往旧改项目的顺利完全，为公司奠定了良好的往绩，有利未来能够完成更多的旧改。

图5：奥园在熟悉的地区（如珠海市）的旧改项目时间表



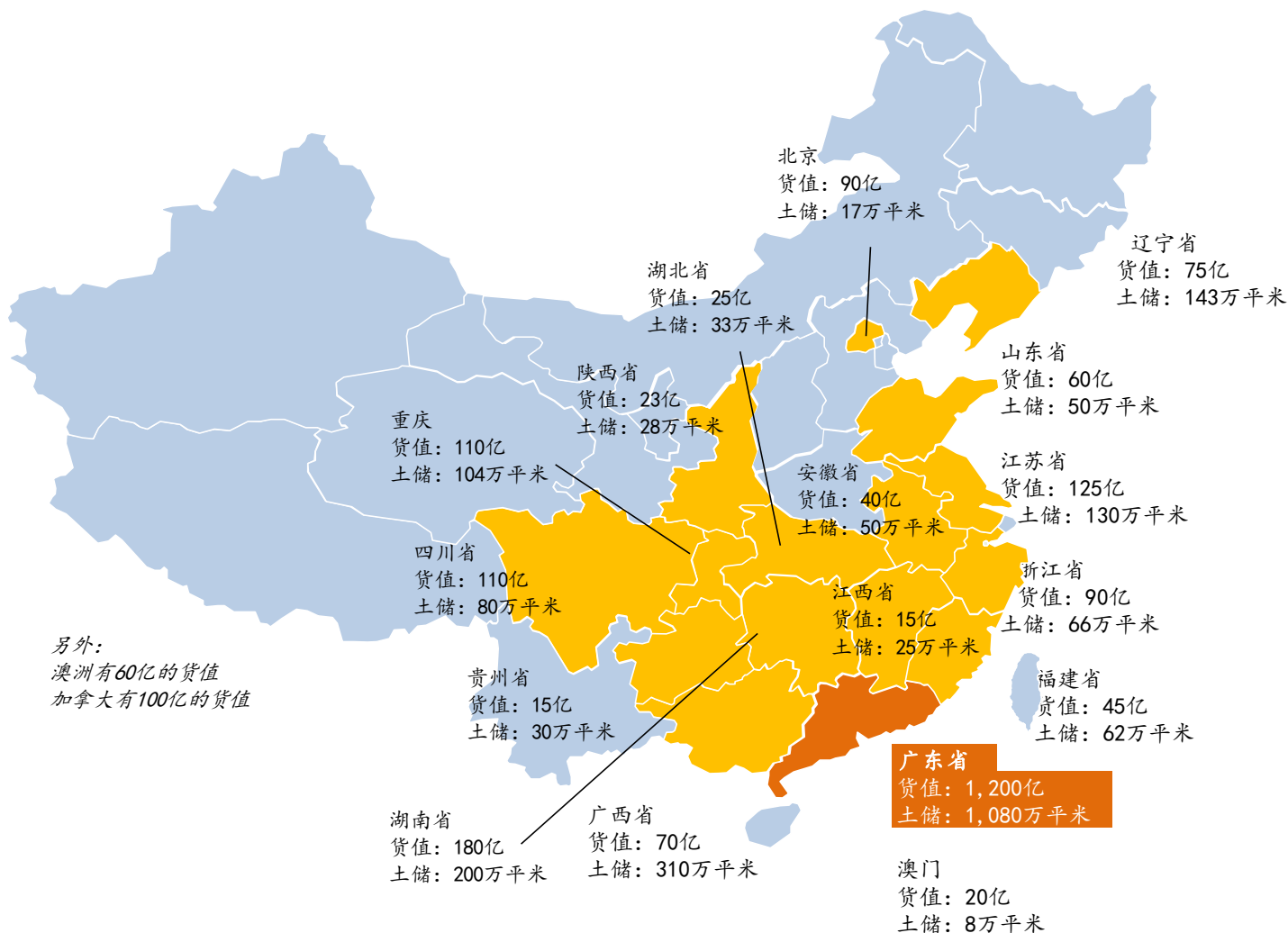
已稳着华南市场，再开展全国布局，分散地域风险

受惠于在并购及旧改项目中能够低价取得土地以减低项目开发风险，公司在 2017 年在 30 多个城市新增了 58 块土地，当中有 36 块土地位处大湾区以外的新增城市，例如成都、西安、泉州等。我们认为此趋势会在未来几年持续下去。

公司在扎根大湾区后，向不同城市扩展，布局在都城核心以外的辐射地区。一方面能够享受较低的土地价格；另一方面亦受惠到三四线城市对房产需求上升。在一二线城市调控加剧之下，三四线城市资金流入增多，需求也在上升。

据公司表示，在衡量到行政资源、推盘供应及当地需求后，每个城市每年能够做到 30 至 40 亿的销售是一个比较合理及优化的局面。以现在奥园于 42 个城市的布局来看，如果每城市为公司带来 30 至 40 亿的销售，加起来就是千亿的销售了。公司过往在大湾区的成功发展的经验，将复制在其他城市，例如在环渤海、长三角等地，奠定了未来的长远发展，策略靠谱、逻辑亦通顺。

图 6：奥园在中国的布局（截至 2017 年底，未包括 2018 上半年所收购项目如香港葵涌旧厂改造项目等）



资料来源：公司资料、安信国际

联手恒基兆业发展大湾区，强人背书，未来发展乐观

奥园在5月宣布与恒基兆业地产集团（恒基兆业）签订战略合作框架协议，拟深化粤港澳大湾区多领域合作。根据协议，奥园与恒基将于大湾区开展多领域业务合作，包括但不限于共同开发优质地产项目及城市更新项目、拓展高科技等新领域业务。双方将整合及发挥各自的优势和资源，深化在区内的纵深发展。公司与恒基的首个为广州番禺氮肥厂城市更新项目合作协议，该项目建设净用地约10万平方米，规划总建筑面积约30万平方米。

作为早期进入内地发展房地产的港资企业之一，恒基兆业在上海、广州、长沙、成都、重庆、杭州等主要城市开发了多个项目，储备楼面面积达4,290万平方呎。恒基兆业在与奥园联手前，已经与知名的内房开发商合作，如碧桂园、龙湖、旭辉等。其中以并购扩张著称的旭辉既是恒基兆业最早合作的合作方。现在恒基兆业与奥园联手，表示公司的综合竞争力已经位列于强者榜之上，对未来收并购，以至争取旧改项目起背书作用。

图7：奥园与恒基签战略合作协议 深化粤港澳大湾区多领域合作



资料来源：公司资料

项目跟投加上股权激励，效率增长提升

要完成千亿企业绝不简单，管理那么多的楼盘在不同的城市，加上要在不同地区做并购、开发，一个有效的管治制度是必要的。为了控制项目投资风险，增强盈利能力，奥园仿效其他企业引入“项目跟投制度”。在项目跟投机制之下，高管需要按每个主要项目所投资的金额投下个人资金，同时分区管理人员亦要对该分区项目跟投。整个跟投额为每个项目的总投资额（主要是土地费用及预期之建安成本）的5-10%。核心人员与项目发展绑定后，会积极想提升业绩以提高效率，对控制成本、人员缩编、以至项目推进极有帮助。

另外，公司在2018年7月向公司高管授出合共2500万股的购股权，行使价为每股5.522港元，购股权的行使期因每个高层而异，简单而言50%在2019年可以行使，余下的50%会在2020年上半年可以行使。我们认为股权激励会刺激到管理层的积极性，从而创造业绩，令公司短期内快速增长有非常大的推动作用。公司曾在2016年底授出1,000万股的购股权，行使价为每股1.778港元，随后公司业绩大好盈利翻倍，股价由2016年底的1.74港元升至2018年3月最高点的7.59港元。

图8：公司的股权激励计划

行使详情	购股权数目	行使日期
批次 1	7,500,000	2019年上半年
批次 2	5,000,000	2019年下半年
批次 3	12,500,000	2020年上半年
授出日期		2018年7月16日
授出购股权总数		25,000,000
佔已发行股本之百分比		0.93%
授出购股权之行使价		每股5.522港元
授出日期之股份收市价		每股5.42港元

资料来源：公司资料、安信国际

2018上半年同比增长倍升，项目销售进展顺利

截至2018年6月，公司的累计实现合同销售金额约400亿元，同比增长超过140%，远高于全国商品房销售额之增长12%及在港上市的主要内房企业之平均增长44%。这证明公司在城市布局策略上的成功。去年新发展的城市于本年开销售，是公司的主要增长动力。在有效的并购策略下公司土地成本较低，平均单价成本约2,000元，在限价的情况下出货仍有可观利润，支持公司销售量。另外在奥园大本营的华南地区，公司策略地于去年大幅增加惠州的土地储备，2017年底该市总建面达137万平方米，今年惠州销情强劲，为公司的增长动力之一。

下半年公司会重点推深圳奥园翡翠东湾、惠州奥园誉山湖、惠州奥园华府都会等的项目，在高基数效应之下公司的销售增长在下半年虽然环比会有所放缓，不过要完成全年730亿的销售目标（对比2017年销售额456亿增长60%）应该没有难度。从过往公司上、下半年以40-60%的销售分布来看，全年销售有望突破目标。

图9：奥园的合约销售



资料来源：公司资料、安信国际

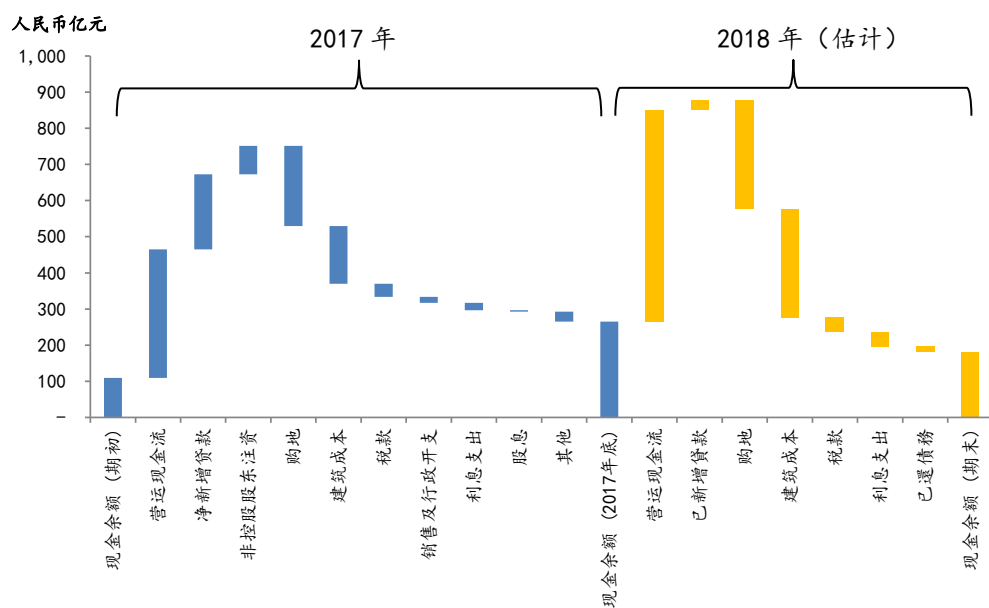
短债比例略高，但仍可控

现时市场对内房板块除了政策风险外，就是资金链问题。内地上市房企未来一年内到期的短期借款，按年增加逾一倍。据我们研究在港上市的 30 多家房地产公司，短债比率普遍上升，其中中型规模发展商的短债比率由 20% 升至 31%。奥园截至 2017 年年底的总债务为 425 亿，短期债务为 213 亿，其中 2018 至 19 年到期的优先票据及债券总额是 73 亿，短债比率较行业略高，但仍在可控范围内。

据公司表示，今年发债的额度为：境外债 9 亿美元、境内债共 63 亿人民币。公司上半年已成功以 7.5% 发了两笔美元债，总额为 4.25 亿美元，相当于 27 亿人民币。加上管理层使用快速流转策略，给予公司强劲的销售增长，以加强现金回流。公司 2017 的年债务对销售比为 92%，较在港上市的中型发展商之平均值（106%）为低。此外，公司截至 2017 年年底的净债务对总权益比率只有 56%，较行业平均的 83% 低。故此我们认为奥园资金流动性的压力虽然存在，但仍是在一个可控之范围内。扣除主要成本、开支及已知的再融资后，我们估计公司的主要的现金余额还有约 180 亿元，足够应付公司在今明两年到期的优先票据及债券。

奥园在 7 月宣布与南恒生银行、工银亚洲、永隆银行等银行签订总金额约 32 亿港元的三年期境外俱乐部贷款（Club Loan），按三个月香港银行同业拆息（HIBOR）加 3.95% 的年利率计息，主要用于现有境外债务再融资。加上早前两笔合共 4.25 亿美元的新债，短期外债再融资压力小。

图 10：奥园的 2017 及 2018 年的主要现金流



资料来源：公司资料、安信国际

图 11：奥园及其他在港上市之发展商的债务比较

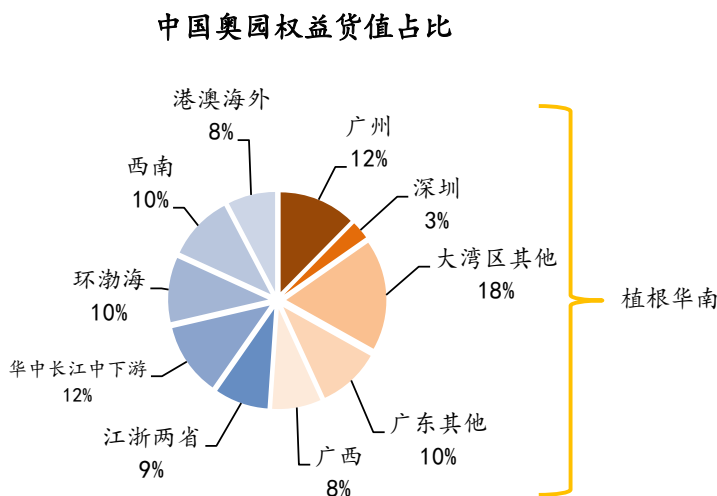
	2014年	2015年	2016年	2017年		2014年	2015年	2016年	2017年
短债比率					債務銷售比				
超大型開發商	37%	35%	32%	37%	超大型開發商	73%	89%	76%	71%
大型開發商	25%	18%	18%	21%	大型開發商	80%	81%	71%	66%
中型開發商	27%	23%	20%	31%	中型開發商	133%	127%	117%	106%
公司	39%	16%	25%	51%	公司	94%	107%	76%	92%
淨債務對總權益比率									
超大型開發商	91%	127%	101%	127%					
大型開發商	55%	48%	46%	53%					
中型開發商	86%	85%	80%	83%					
公司	62%	63%	59%	56%					

资料来源：公司资料、安信国际

市场未完全反映奥园之高增长，重申买入评级

奥园是一家植根华南的发展商，以销售额计算，在广州的占有率达 2%，在广东省整体的占有率约 1.5%。加上良好的旧村、旧厂改造之经验将为公司带来优质而成本较低的土地，以上都为公司未来的发展奠定良好的基础。考虑到未来大湾区的发展及公司自身于华南强劲的项目发展根基，我们对公司中长期的发展表示乐观。此外，公司在积极并购的努力下，于 2016 至 17 年在华东、西南及中部取得大量土地。在全国性的布局下，新取得的土地于 2018 年开始释放出来，我们看到奥园新开发的城市之销售比例正在上升。我们估计公司手头权益货值达 2,000 亿（这未包括 2018 年所收购的土储，如香港西半山燕贻大厦旧楼重建项目）。

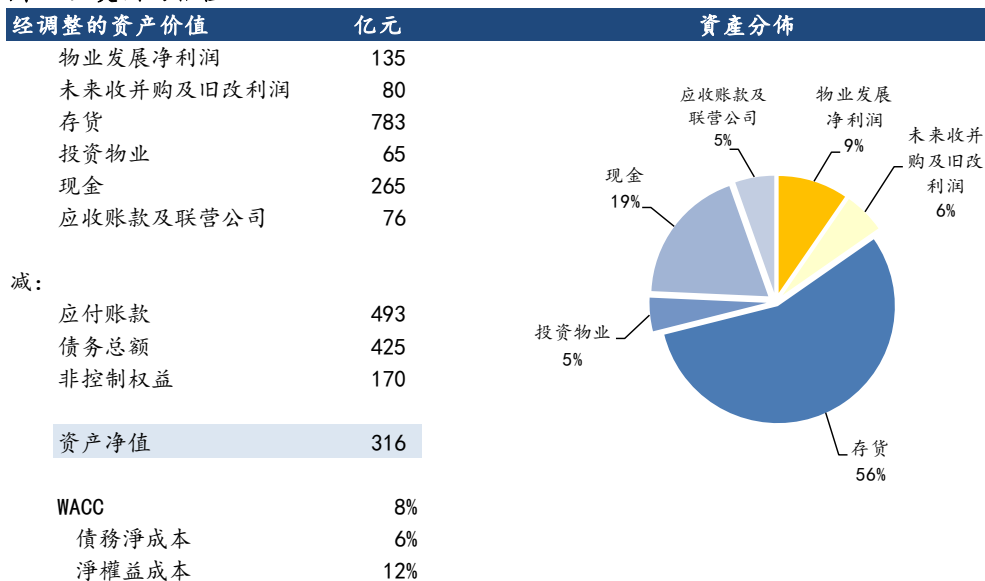
图 12：奥园土地储备的分布（截至 2017 年）



资料来源：公司资料、安信国际

现时公司有接近 2,500 万平方米的土地储备，分布在：大湾区约 28%（土储面积）、华南其他地区 28%、华中 15%、中国其他地区 26% 以至海外如澳洲及加拿大 2%。我们估计公司的资产净值为 316 亿元，以 30% 的折让，新的目标价为港币 9.80，相当于我们 NAV 估值的 30% 折让，重申“买入”评级。

图 13：奥园的估值



资料来源：公司资料、安信国际

中国奥园的土地储备 (2017年底)

地区	项目	土地储备 (平方米)	地区	项目	土地储备 (平方米)	地区	项目	土地储备 (平方米)
两广华南地区 13,939,100						华中长江中下游 3,772,700		
粤港澳大湾区			清远	佛冈奥园	22,100	湖南省		
广州	广州奥园莲峰圣境	280,800		清远奥园	65,800	株洲	株洲奥园爱丁堡	10,000
	广州奥园康威广场	253,300		奥园英德心花小镇	890,000		株洲奥园神农养生城	247,900
	广州奥园国际广场	201,200		清远奥园合创新城	137,600		株洲奥园广场	279,600
	广州奥园广场	159,800				长沙	浏阳奥园广场	138,900
	广州南国奥园	148,200	阳江	阳江奥园公园一号	283,900	湘潭	湘潭奥园冠军城	560,800
	广州奥园誉峰	138,300		韶关印象岭南	607,400	郴州	郴州奥园中源国际城	541,800
	广州萝岗奥园广场	111,900	云浮	云浮奥园城市天地	216,700	岳阳	岳阳奥园誉湖湾	293,900
	广州奥园海景城	70,800	广西主要城市			湖北省		
	广州番禺奥园	52,000	玉林	玉林奥园	381,800	荆州	荆州奥园学府里	333,300
	广州南沙奥园	40,900		玉林奥园康城	602,400	福建省		
	广州其他	142,100		玉林奥园广场	404,400	泉州	泉州奥园西溪半岛	461,400
深圳	深圳奥园翡翠东湾	217,800	南宁	南宁奥园上筑	1,200		石狮奥园上林苑	152,100
	深圳奥园峰荟	72,700		南宁奥园名门	81,800	安徽省		
澳门	澳门奥园半山壹号	7,800		南宁奥园朗庭	27,800	蚌埠	蚌埠奥园翰林华府	87,800
				南宁奥园学府	415,600		蚌埠奥园银座	414,800
珠海	珠海奥园广场	178,100		南宁奥园永和府	127,600	江西省		
	珠海奥园观山海	205,500	广西其他地方			赣州	江西奥园	133,700
	珠海奥园香海美景	48,200	钦州	浦北奥园广场	443,500		宁都奥园广场	116,700
	珠海奥园平沙冠军城	60,500	梧州	梧州奥园名湖城	110,300	西南地区 2,427,500		
佛山	佛山奥园一号	97,200	梧州	梧州奥园桂宏达公馆	366,800	重庆	重庆新红阳公园一号	401,200
	南海奥园	97,800	江浙两省 2,007,400				重庆奥园越时代	238,700
	佛山奥园公园一号	63,100	江苏省				重庆奥园盘龙壹号	101,700
	佛山奥园观湖尚居	157,900	苏州	昆山奥园	72,900		重庆其他	300,800
	佛山三水冠军城	621,000	扬州	扬州奥园观庭	23,200	四川省		
惠州	惠州奥园冠军城	389,400		扬州奥园观湖尚居	300,700	成都	成都成华奥园广场	556,900
	惠州岗宏项目	241,100	泰兴市	泰兴新能源新世界广场	658,000		成都奥园公园府邸	238,200
	惠州奥园领寓	187,800		泰兴水岸康城	287,200	贵州省		
	惠州奥园誉山湖	151,600	浙江省			威宁	威宁奥园广场	302,000
	惠州德丰项目	94,500	嘉兴	嘉兴奥园黄金海岸	109,800	陕西省		
	惠州奥园华府	90,000		嘉兴奥园天悦湾	71,000	西安	西安龙腾项目	288,000
	惠州其他	218,000		嘉兴广益大厦	34,800	海外国家 618,600		
中山	中山奥园	41,300	宁波	慈溪奥园观山海	170,200	澳洲	海德公园130号	15,000
	中山奥园金域	34,200		宁波奥园誉景湾	119,500		悉尼马鲁布拉188号	5,800
	中山奥园香槟花园	44,800		宁波其他	160,100		悉尼图拉马拉项目	6,700
	中山奥园领秀	57,400	环渤海地区 2,102,700				悉尼歌顿888号	12,800
	中山奥园香山美景	37,900	北京	北京奥园二环广场	16,000		宝活项目	8,100
	中山奥园领尚明珠苑	41,800		北京奥园源墅	159,900		宝阁项目	280,000
东莞	东莞奥园城市天地	84,600	山东省			加拿大		
	东莞奥园观澜誉峰	205,000	青岛	青岛奥园海泊澜湾	35,600	温哥华格兰湖项目	5,500	
江门	江门奥园	6,500		青岛奥园首府壹号	293,100	温哥华本拿比项目	123,800	
	江门奥园外滩	74,300	潍坊	奥园水榭春天	171,800	温哥华皇后公园项目	4,400	
	江门奥园泉林项目	1,419,400	辽宁省			多伦多北约克纽伦堡	156,500	
	江门奥园禧悦台	234,600	沈阳	沈阳奥园国际城	951,200			
肇庆	肇庆幸福湖畔	452,900		沈阳奥园会展广场	475,100			
广东其他地方								
梅州	梅州奥园半岛一号	209,100						
	蕉岭奥园广场	32,300						
	五华奥园广场	49,400						
	梅州奥园梅江天韵	256,000						
	五华奥园公园里	25,200						
	大埔奥园广场	465,800						
	梅州皇家名典	26,700						

资料来源: 公司资料、安信国际

财务报表主要项目

损益表 (合并)

(人民币百万)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	11,827	19,115	32,369	53,095	68,011
物业发展	11,240	17,960	31,026	51,677	66,476
物业投资	73	119	276	319	403
其他 (包括酒店及物管)	514	1,036	1,067	1,099	1,132
销售成本	(8,550)	(14,004)	(23,350)	(38,286)	(48,682)
毛利	3,277	5,111	9,019	14,809	19,329
管理和营销开支	(1,082)	(1,726)	(2,729)	(3,539)	(5,358)
融资成本	(575)	215	(683)	(1,503)	(1,123)
合营/联营公司	(32)	(116)	-	10	30
其他	497	142	(0)	0	0
税前利润	2,085	3,626	5,607	9,778	12,878
所得税费用	(1,078)	(1,674)	(2,442)	(4,260)	(6,134)
非控制权益	(126)	(312)	(530)	(757)	(774)
年度利润	881	1,640	2,635	4,761	5,970
减: 公允价值收益	339	194	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
核心净利润	542	1,446	2,635	4,761	5,970
核心息折摊前利润	1,832	3,689	6,432	11,437	14,173
核心息税前利润	1,790	3,635	6,373	11,371	14,101
每股盈利 (人民币)	0.32	0.61	0.97	1.76	2.20
核心每股盈利 (人民币)	0.20	0.54	0.97	1.76	2.20
每股股息 (人民币)	0.15	0.25	0.29	0.53	0.66

主要比率

(人民币百万)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增长 (%)					
收入	24%	62%	69%	64%	28%
核心息折摊前利润	11%	101%	74%	78%	24%
核心息税前利润	11%	103%	75%	78%	24%
核心净利润	-1%	167%	82%	81%	25%
利润率 (%)					
毛利	28%	27%	28%	28%	28%
核心息折摊前利润	15%	19%	20%	22%	21%
核心息税前利润	15%	19%	20%	21%	21%
核心净收入	5%	8%	8%	9%	9%
其他比率 (%)					
核心股息分派	74%	46%	30%	30%	30%
核心资产收益率	1%	2%	3%	3%	3%
核心净资产收益率	6%	15%	24%	34%	33%
利息覆盖比 (倍)	1	2	2	2	2

资料来源: 公司资料、安信国际

财务报表主要项目 (续)

资产负债表 (合并)

(人民币百万)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	59,830	116,110	169,597	234,045	286,658
现金和现金等价物	10,956	26,540	34,839	50,999	59,587
存货	43,660	78,322	118,836	165,733	208,235
预付、按金和应收款项	3,604	7,407	11,893	13,083	14,391
其他	1,609	3,841	4,029	4,230	4,445
非流动资产	6,589	9,696	12,038	16,426	20,830
物业、厂房及设备	521	1,078	1,186	1,304	1,435
投资物业	5,425	6,360	8,507	12,683	16,859
其他	643	2,257	2,346	2,439	2,537
资产总额	66,418	125,806	181,635	250,471	307,489
流动负债	36,143	75,573	123,170	176,973	222,874
银行贷款和其他借款	4,506	21,122	26,622	36,619	42,145
预售款项	20,524	34,760	55,812	87,558	102,789
应付贸易账款及票据	6,795	14,579	35,114	46,612	71,136
其他	4,318	5,112	5,623	6,185	6,804
非流动负债	15,645	23,106	28,844	39,149	44,951
银行贷款和其他借款	15,062	21,373	26,937	37,052	42,644
其他	583	1,733	1,907	2,097	2,307
负债总额	51,787	98,680	152,014	216,123	267,825
非控制权益	5,713	16,971	17,501	18,258	19,032
母公司所有者应占权益	8,918	10,155	12,120	16,090	20,631
权益总额	14,631	27,126	29,621	34,348	39,664
净债务 (现金)	8,611	15,955	18,721	22,672	25,202
净负债率 (%)	59%	59%	63%	66%	64%
每股账面价值 (人民币)	3.34	3.79	4.47	5.94	7.61

合并现金流

(人民币百万)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	2,085	3,626	5,607	9,778	12,878
营运资金变动	6,092	(6,926)	4,505	3,869	5,529
已付税金	(880)	(1,313)	(2,442)	(4,260)	(6,134)
已付利息	(1,535)	(2,007)	(3,828)	(5,313)	(6,113)
其他	183	(142)	577	1,376	964
经营活动的现金流	5,945	(6,763)	4,419	5,450	7,124
物业、厂房及设备项目	(43)	(403)	(423)	(444)	(466)
添置投资物业	(650)	(581)	(1,651)	(452)	(878)
投资在合营、项目公司	(4,240)	(7,890)	(7,919)	(8,711)	(9,583)
其他	863	(1,070)	-	-	-
投资活动的现金流	(4,069)	(9,944)	(9,993)	(9,607)	(10,927)
已付股息	(245)	(401)	(670)	(791)	(1,428)
出售附属公司	2,092	1,951	-	-	-
发行资本证券	(156)	7	-	-	-
新增银行和其他借款	144	21,464	11,064	20,112	11,118
其他	(1,028)	8,026	5,249	996	2,702
筹资活动的现金流	808	31,046	15,643	20,317	12,392
现金增加净额	2,683	14,339	10,069	16,160	8,588
年终现金	10,471	24,769	34,839	50,999	59,587

资料来源：公司资料、安信国际

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到日本、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