



下半年继续发放光芒

报告摘要

盈利高增长业绩理想。公司公布 2018 年中期业绩, 营业额同比上升 68% 至 137 亿元 (人民币·下同), 其中物业发展营业额为 130 亿元为公司主要收入来源。受惠于较高毛利项目结转, 整体毛利率上升 1.7 个百分点, 预计全年约 27%。营业利润同比增长 77%, 至 27 亿元, 营业利率大至与 2017 上半年相约。整体而言奥园上半年的成绩表大至符合我们预期。

土储布局发挥作用。公司从 2016 年起加速土地并购, 2017 年用上约 310 亿元 (相当于销售额约 65%) 购地, 其中约 50% 为华南以外地区, 藉以扩展版图。上半年销售 400 亿, 同比增长 144%, 其中, 华南以外地区销售总额为 185 亿元, 同比增长三倍, 占总销售的 46%, 比 2017 全年的 30% 大幅上升, 成为公司增长动力。奥园上半年新购了超过 700 万平方米的土储, 华南地区占比少于 50%, 贯彻扩展策略。

调升全年销售目标。虽然公司没有调高 2018 年销售目标, 但公司首七个月的总销售已达 463 亿, 要超额完成 730 亿元的销售的难度不高, 相当于去化率达 60%。从中期而言, 公司截至 6 月 30 日的土储超过 3,000 万平方米, 估计货值约 3,300 亿元, 足以支持公司未来两年的销售增长的基础。

旧改项目推进再下一成。奥园在旧改取地方面的推进过程顺利, 经过管理层的努力, 在 8 月上旬奥园成为翠微村城中旧村更新项目开发企业, 这是年内在珠海获得的第 2 个旧改项目。预计可售面积约 70 万平方米, 估计售价为每平方米约 32,000 元, 相当于 240 亿元的新增货值, 及 24 亿元利润。公司在手存量旧改项目之总建面达 550 万平方米, 大部分集中在奥园熟悉的大湾区内, 将成公司未来增长红利。

投资建议: 公司深根大湾区, 受惠当地热点区域对房产的坚实需求, 加上新扩展区域开始交出成果, 上半年销售同比翻倍。公司 2018 年购地步伐将与 2017 年相约, 在手货值高达 3,200 亿元, 以支持未来数年之销售增长动力基础, 加上旧改项目推进之红利亦逐步体现, 我们认为公司未来可以维持转高增长的可能性高。截至 6 月 30 日的未结转销售金额为 770 亿元, 指引净利率为 10%, 估计为公司带来 77 亿元的净利, 并于未来两年陆陆续续入账, 现价估值偏低, 2018 年市盈率约 4.5 倍, 重申“买入”评级, 目标价维持港币 9.80。

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	4.5	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 8 月 20 日): 5.21 元
报告日期: 2018-8-21

总市值(百万港元)	13,970.98
流通市值(百万港元)	6,412.68
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)	2.94/7.90
平均成交(百万港元)	65.43

股东结构

郭梓文及郭梓宁 54.1%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	2.60	-11.96	70.31
绝对收益	0.39	-23.61	71.95

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

2018上半年业绩亮丽，下半年继续发放光芒

公司从2016年起销售不断加速，业绩跟随合约销售的步伐同步上升。公司早前发出正面盈利预告，预示2018上半年业务大好亦属意料中事。整体而言奥园上半年的成绩表大至符合我们预期。营业额同比上升68%至137亿元（人民币·下同），毛利率上升1.7个百分点受惠于较高毛利项目结转，预计全年约27%。营业利润同比增长77%，至27亿元，营业利率大至与2017上半年相约。

2017下半年销售额约300亿元，会在2018下半年开始结转，为2018下半年及2019上半年提供盈利基础，加上今年上半年的400亿销售（及2018下半年预计超过330亿元的销售），我们预期奥园起码在今明两年营业收入保持2017年的增长势头。据了解，公司截至2018年6月30日的未结转销售金额为770亿元，我们估计权益金额约600亿元，指引毛利率约27%，我们估计为公司带来60亿元的净利润，并于2018下半年以至2019年陆陆续续入账。

图1：2018上半年业绩总结

	2017 上半年 (百萬元)	2017 下半年 (百萬元)	2017年 (百萬元)	2018 上半年 (百萬元)	同比變動
营业额	8,154	10,961	19,115	13,667	68%
毛利	2,191	2,920	5,111	3,902	78%
毛利率 (%)	27%	27%	27%	29%	1.7个百分点
销售及行政开支	(678)	(1,048)	(1,726)	(1,251)	85%
并购收益	-	(4)	(4)	18	
营业利润	1,514	1,868	3,381	2,669	76%
营业利率 (%)	19%	17%	18%	20%	1.0个百分点
净利润	858	1,093	1,952	1,475	72%
其中，归属公司拥有人	750	890	1,640	1,216	62%
净利润率 (%)	9%	8%	9%	9%	-0.3个百分点
减：公允价值变动	142	195	337	407	
减：其他一次性收益					
核心净利润	644	744	1,388	911	
核心净利润率 (%)	8%	7%	7%	7%	-1.2个百分点
减：应占合营/联营企业业绩	(39)	(77)	(116)	89	
经调整核心净利润	683	821	1,504	822	20%
经调整核心净利润率 (%)	8%	7%	8%	6%	-2.4个百分点
所得税开支	(669)	(1,005)	(1,674)	(1,599)	139%
所得税开率 (%)	-43%	-46%	-45%	-54%	-10.9个百分点
總債務	26,578		41,002	45,683	
减：現金	14,814		26,540	25,823	
淨債務	11,764		14,462	19,860	
總應佔權益	18,281		27,126	28,426	
淨槓桿比率 (%)	64%		53%	70%	5.5个百分点

资料来源：公司資料、安信国际

旧改项目推进再下一成，翠微村项目带来 240 亿元新货值

对于扎根华南多年的发展商，受惠于对当地情况了解熟悉，奥园在旧改取地方面的推进过程顺利，经过管理层的努力，在8月上旬，珠海翠微旧村改造项目的签约仪式正式在翠微村举行，奥园亦成为翠微村城中旧村更新项目开发企业，这是奥园一年之内在珠海获得的第2个旧改项目。

翠微村项目总规划建筑面积约110万平方米，其中约30%的建面会兴建回迁房反还当地村民，剩下可售面积约70万平方米，以周边发展项目目前售价每平方米约32,000元计算，该项目为奥园带来220亿元新增货值。据了解，预计土地成本每平方米约13,000元，加上6,000元的建安成本和销售及行政开支后，我们预计项目毛利率约27-30%，净利率达15%以上。考虑到奥园在珠海的熟悉情度，早前公司在珠海的奥园广场项目（旧厂改造），推进过程由申报方案到推出预售只需约两年时间，公司表示目标在2018年动工，估计项目可在2019至20年开盘。

截至6月30日，公司手头上推进过程比较成熟的旧改项目（未正式纳入土储）之总预计可售面积约550万平方米，是公司中长线的平价土地来源之一。

图2：奥园的城市更新项目（未计入正式土储中，为公司未来增长点之一）

项目	省份	城市	类型	可售面积 (平方米)	估计货值 (百万元)	进展
1 广州番禺区氮肥厂项目	广东	广州	旧厂改造	300,000	15,000	更新规划申报中
2 珠海翠微村项目	广东	珠海	旧村改造	690,000	24,000	正式成为村改造项目开发企业
3 珠海水翁坑村项目	广东	珠海	旧村改造	130,000	5,300	更新规划申报中
4 珠海拱北联安村项目	广东	珠海	旧村改造	200,000	9,000	获政府认定，签订拆迁补偿合同
5 珠海拱北关前村及高沙村项目	广东	珠海	旧村改造	260,000	11,700	获政府认定，签订拆迁补偿合同
6 珠海下圩村项目	广东	珠海	旧村改造	300,000	10,500	更新规划申报中
7 珠海前山鞍山路项目	广东	珠海	旧厂改造	80,000	2,300	更新规划申报中
8 珠海亚仿大楼改造项目	广东	珠海	旧厂改造	40,000	1,500	更新规划申报中
9 珠海平沙奥园广场项目	广东	珠海	旧厂改造	460,000	5,000	更新规划申报中
10 东莞牌楼基村项目	广东	东莞	旧村改造	160,000	3,800	表决前期合作企业
11 东莞石美村项目	广东	东莞	旧村改造	340,000	7,500	更新规划申报中
12 南宁南糖项目	广西	南宁	旧村改造	720,000	8,700	完成首阶段收购及拆卸
13 南宁陈东村项目	广西	南宁	旧村改造	1,570,000	20,400	更新规划申报中
14 河北霸州市项目	河北	霸州	旧村改造	300,000	2,600	更新方案申报中
15 罗便臣道燕怡大厦	香港	香港	旧楼改造	5,000	1,700	已取得过半业权
合计				5,555,000	129,000	

注：橙色标示之项目为很大机会在2018-19年转化为土地储备

资料来源：公司资料、安信国际

短期债务压力可控，再融资计划顺利

截至6月30日，公司总债务约450亿元。公司于2018年首八个月把握了有利的窗口期，成功发行了共6亿美元的优先票据，利息加成本约8%。另外公司在港获得32亿港元的俱乐部贷款（利率为同业拆放利率加395点子），我们认为公司基本可覆盖短期债务，及短期压力得以舒缓。

公司在8月上旬公告，获惠誉（“Fitch Ratings”）上调评级展望，由“稳定”调升为“正面”，并确认企业信贷评级为“BB-”。此外，公司現時在穆迪及標普的评级都是“稳定”，企业信贷评级分别是B1及B+。加上公司和恒基兆业地产集团签订战略合作框架协议，拟深化粤港澳大湾区多领域合作，有強勁夥伴作背書，我們認為奥園在再融資的事情上問題不大。

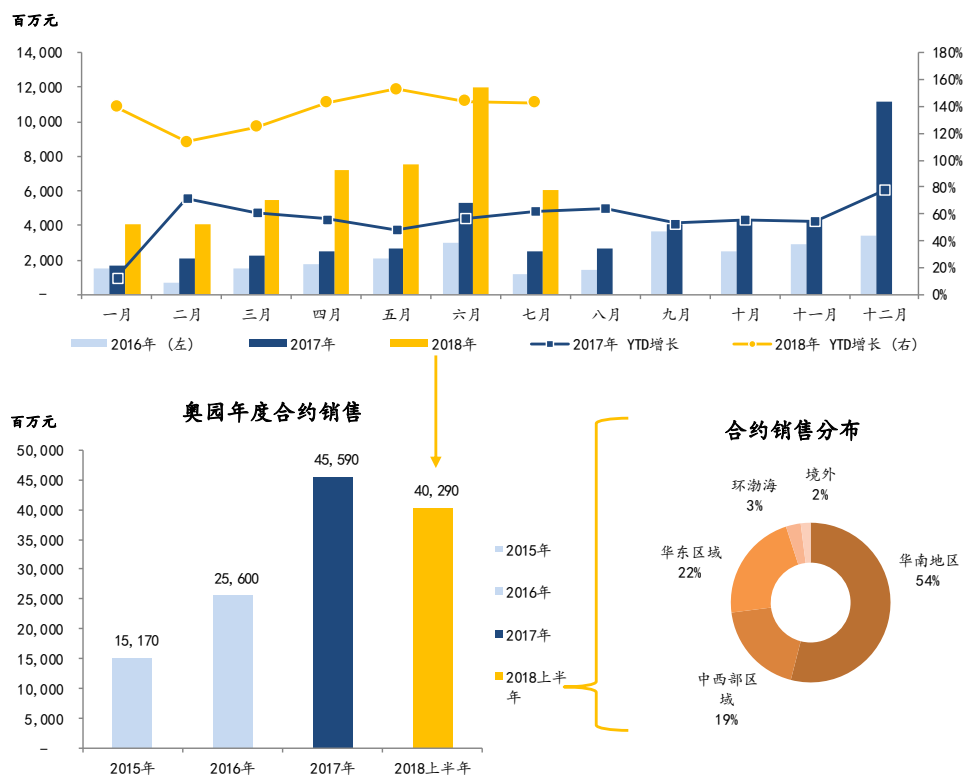
2018上半年销售翻倍，全年销售将超额完成

奥园2018年上半年合约销售约400亿，同比增长144%，增长大幅超起同业。从销售构成分析，公司除了在大湾区继续深耕外，还成功在成都、扬州、南宁等热点二、三线城市取得销售佳绩，反映高管在2016-17年的土储布局之成效。华南销售总额约218亿元，同比增长83%，占总销售的54%；华南以外区域销售总额为185亿元，同比增长3倍，占总销售的46%。

奥园上半年新购了超过700万平方米的土储，权益面积达620万平方米，华南地区占比以建面及总价计算分别为42%及45%，比重少于50%。贯彻公司深耕大湾区，扩展长三角、环渤海及中西部的长期发展策略，加上海外市场形成五大战略核心区域，配合国家推出三大城市群（华南大湾区、华东长三角及华北京津冀）为核心的发展策略。

短期而言，预期全年可销资源约1,200亿元，虽然公司没有调高2018年销售目标，但公司首七个月的总销售已达463亿（或目标的63%），要超额完成730亿元的销售的难度不高，相当于去化率达60%（公司上半年的去化率为60%）。中期而言，公司截至6月30日的土储超过3,000万平方米，估计货值约3,300亿元，足以支持公司未来两年的销售增长。

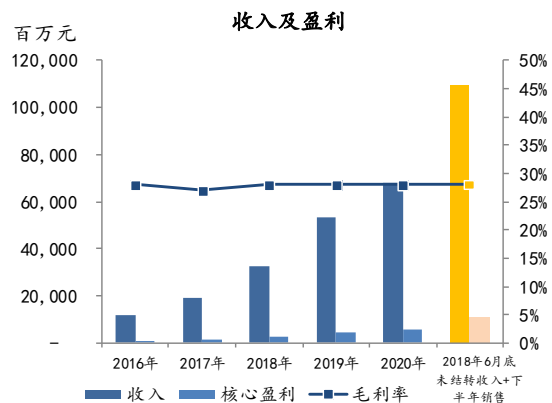
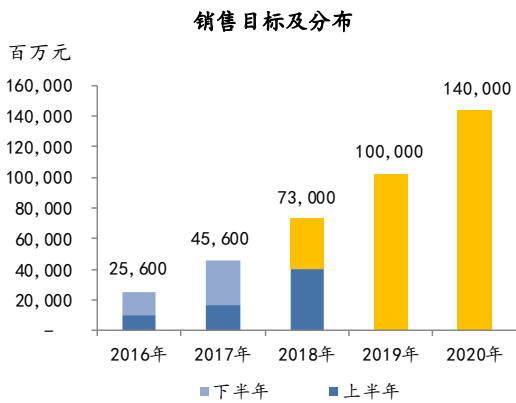
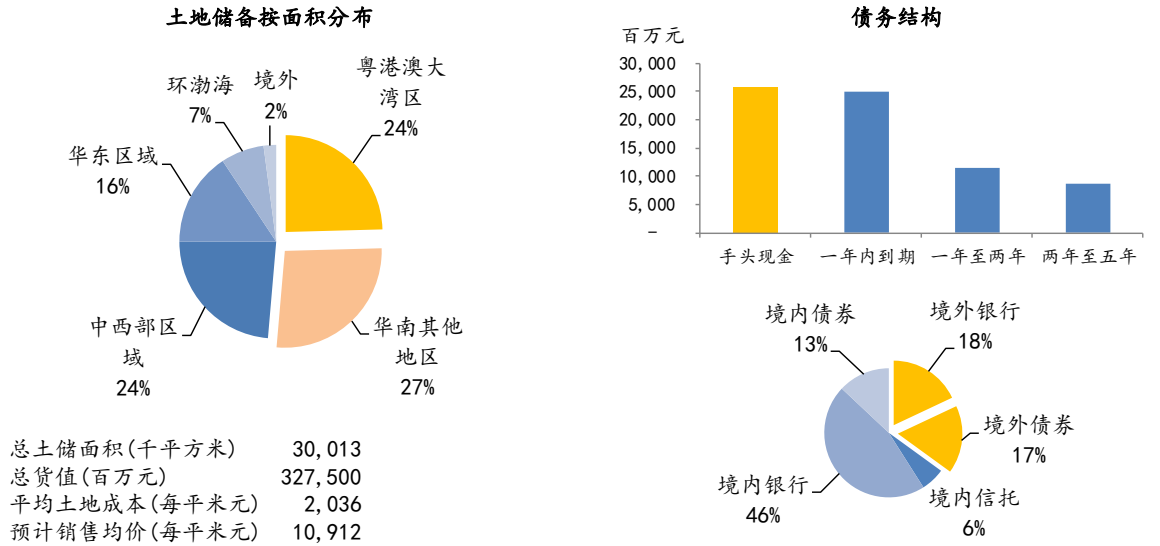
图3：奥园的合约销售



资料来源：公司资料、安信国际

奥园 2018 上半年营运数据总结

图 4: 奥园营运数据总结 (截至 2018 年 6 月 30 日)



销售目标(百万元)	
2018年	73,000
估计销售额(百万元)	
2019年	100,000
2020年	140,000
三年总额	313,000

2018年6月底未结转收入	77,000
下半年销售目标	32,710
总额(百万元)	109,710
预计毛利	27-28%
预计净利润	10%

注: 2018年-2020年为安信国际预测
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、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。
- 安信国际及每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，向本报告提及的中国奥园地产集团股份有限公司在过去12个月内有就投资银行服务收取补偿或受委托。

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