

## 奥园 (3883 HK)

### 异军突起

- ❖ **增长最快内房之一。**中国奥园地产集团(奥园)是市场上增长最快的内房之一。2018年,奥园实现合同销售额913亿元(人民币·下同),完成730亿元销售目标的125%,在克而瑞2018年房企销售百强中排名38。我们认为,奥园向全国开发商的蜕变,将成为其长期股价催化剂。此外,与其他快速增长的企业相比,奥园在高速增长同时维持健康的财务状况。2018年,奥园实现合同销售增长100%,我们估计奥园2018年的净负债比率稳为72%。
- ❖ **定位具竞争力。**截止2018年上半年,奥园在60个在海内外城市共有164个项目,总建筑面积3,001万平方米(权益面积81%),总可销售资源3,275亿元。奥园总部位于广州,背靠大湾区,其32%的总货值(1,048亿元)集中于大湾区,公司未来的投资重心也将继续围绕大湾区。我们看好奥园以大湾区为核心的定位,我们看好大湾区的长期开发价值,并期待即将推出的大湾区规划将进一步刺激当地经济,从而支持当地房地产市场。我们认为,奥园在大湾区的土储、开发能力以及知名度,都是其核心竞争优势。
- ❖ **预计2017-20年盈利复合年增长率36%。**我们预计奥园2018-2020年的收入分别为315亿、402亿和509亿元,复合年增长率39%,主要的驱动因素包括合同销售额的结转(2018年上半年已售未结为767亿元)以及优质土地储备。2018-2020年核心净利润预计分别为24亿、31亿和40亿元,相当于2017-2020年复合年增长率36%。
- ❖ **首次覆盖,给予买入评级。**我们覆盖的内房同业平均交易价格为4.8 / 4.0x FY18 / 19E市盈率,或净资产值折让57.8%。我们估计奥园2019年的每股净资产值为15.20港元。基于50%折扣,我们得出目标价7.60港元,意味着32.4%的上行空间。首次覆盖,给予买入评级。

#### 财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	11,827	19,115	31,521	40,187	50,881
净利润(百万人民币)	881	1,640	2,572	3,074	4,025
每股收益(人民币)	0.32	0.61	0.96	1.15	1.50
每股收益变动(%)	0.3	89.9	56.6	19.5	30.9
市盈率(x)	15.6	8.2	5.3	4.4	3.4
市帐率(x)	1.5	1.4	1.2	1.0	0.9
股息率(%)	3.0	4.9	7.2	9.1	11.9
权益收益率(%)	9.9	16.1	21.9	22.6	25.1
净财务杠杆率(%)	50.7	51.0	71.9	73.3	73.2

资料来源:公司及招银国际预测

### 买入(首次覆盖)

目标价	HK\$7.60
潜在升幅	+32.4%
当前股价	HK\$5.74

#### 黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: [huangchengyu@cmbi.com.hk](mailto:huangchengyu@cmbi.com.hk)

#### 文千森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: [samsonman@cmbi.com.hk](mailto:samsonman@cmbi.com.hk)

#### 中国房地产行业

市值(百万港元)	15,371
3月平均流通量(百万港元)	37.2
52周内股价高/低(港元)	7.90/4.09
总股本(百万)	2,677

资料来源:彭博

#### 股东结构

郭祥文	55.3%
自由流通	44.7%

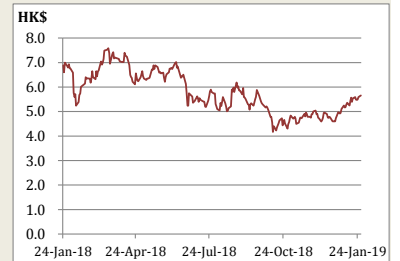
资料来源:彭博

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	18.2%	9.3%
3-月	30.0%	17.0%
6-月	-3.6%	0.7%

资料来源:彭博

#### 股价表现



资料来源:彭博

审计师: Deloitte Touche Tohmatsu

公司网站: [www.aoyuan.com.cn](http://www.aoyuan.com.cn)

## 财务报表

### 利润表

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>收入</b>	<b>11,827</b>	<b>19,115</b>	<b>31,521</b>	<b>40,187</b>	<b>50,881</b>
物业开发	11,240	17,960	29,842	38,195	48,607
租金收入	73	119	125	127	130
酒店、物业管理服务收入及销售货物	514	1,036	1,554	1,864	2,144
销售成本	(8,550)	(14,004)	(22,791)	(28,943)	(36,624)
<b>毛利</b>	<b>3,277</b>	<b>5,111</b>	<b>8,730</b>	<b>11,244</b>	<b>14,257</b>
其他收入	87	133	403	323	343
销售费用	(592)	(926)	(1,639)	(2,130)	(2,697)
行政费用	(489)	(800)	(1,324)	(1,728)	(2,188)
其他费用	-	-	-	-	-
<b>息税前收益</b>	<b>2,283</b>	<b>3,518</b>	<b>6,170</b>	<b>7,709</b>	<b>9,716</b>
应占联营和合营公司收益	(32)	(116)	121	191	304
财务费用	(157)	(268)	(370)	(489)	(528)
特殊收入	(8)	492	279	-	-
<b>税前利润</b>	<b>2,085</b>	<b>3,626</b>	<b>6,200</b>	<b>7,411</b>	<b>9,492</b>
所得税	(1,078)	(1,674)	(2,985)	(3,569)	(4,461)
非控制股东权益	(126)	(312)	(643)	(768)	(1,006)
<b>归属股东净利润</b>	<b>881</b>	<b>1,640</b>	<b>2,572</b>	<b>3,074</b>	<b>4,025</b>
<b>归属股东净利润</b>	<b>1,083</b>	<b>1,587</b>	<b>2,405</b>	<b>3,074</b>	<b>4,025</b>

来源:公司,招银国际预测

### 资产负债表

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>流动资产</b>	<b>59,830</b>	<b>116,110</b>	<b>157,591</b>	<b>173,507</b>	<b>192,267</b>
存货	43,487	77,069	110,197	122,647	136,329
贸易及其他应收账款	3,604	7,407	11,258	13,396	16,960
合同资产	-	-	-	-	-
应收关联方款项	849	2,594	5,497	5,497	5,497
现金及现金等价物	10,471	24,769	25,911	27,238	28,751
其他	1,418	4,271	4,729	4,729	4,729
<b>非流动资产</b>	<b>6,589</b>	<b>9,696</b>	<b>15,786</b>	<b>16,840</b>	<b>18,074</b>
物业、厂房及设备	506	719	1,283	1,419	1,548
投资型房地产	5,425	6,360	7,277	8,005	8,805
联营及合营公司的权益	164	214	1,540	1,731	2,034
联营及合营公司的权益	152	244	152	152	152
其他	342	2,158	5,534	5,534	5,534
<b>总资产</b>	<b>66,418</b>	<b>125,806</b>	<b>173,377</b>	<b>190,347</b>	<b>210,341</b>
<b>流动负债</b>	<b>36,143</b>	<b>75,573</b>	<b>117,455</b>	<b>129,448</b>	<b>143,418</b>
贸易及其他应付账款	6,795	14,579	22,791	28,943	36,624
合同负责	20,524	34,760	59,332	63,863	68,775
银行借款	4,506	20,490	26,222	27,533	28,910
应付关联方款项	296	1,469	4,339	4,339	4,339
其他	4,022	4,275	4,770	4,770	4,770
<b>非流动负债</b>	<b>15,645</b>	<b>23,106</b>	<b>25,958</b>	<b>28,323</b>	<b>30,925</b>
银行借款	13,875	19,880	23,649	26,013	28,615
其他	1,770	3,226	2,310	2,310	2,310
<b>总负债</b>	<b>51,787</b>	<b>98,680</b>	<b>143,413</b>	<b>157,771</b>	<b>174,343</b>
非控股权益	5,713	16,971	18,214	18,983	19,989
<b>总净资产</b>	<b>8,918</b>	<b>10,155</b>	<b>11,750</b>	<b>13,594</b>	<b>16,009</b>
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>8,918</b>	<b>10,155</b>	<b>11,750</b>	<b>13,594</b>	<b>16,009</b>

来源:公司,招银国际预测

## 现金流量表

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>息税前收益</b>	<b>2,283</b>	<b>3,518</b>	<b>6,170</b>	<b>7,709</b>	<b>9,716</b>
折旧和摊销	42	54	36	64	71
营运资金变动	6,092	(6,926)	(4,157)	(3,906)	(4,653)
税务开支	(880)	(1,313)	(2,985)	(3,569)	(4,461)
其他	(1,592)	(2,096)	(3,783)	(489)	(528)
<b>经营活动所得现金净额</b>	<b>5,945</b>	<b>(6,763)</b>	<b>(4,719)</b>	<b>(191)</b>	<b>145</b>
购置固定资产	(703)	(1,032)	(1,517)	(928)	(1,000)
联营公司	(6,207)	(3,329)	(1,205)	-	-
其他	2,841	(5,583)	-	-	-
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(4,069)</b>	<b>(9,944)</b>	<b>(2,722)</b>	<b>(928)</b>	<b>(1,000)</b>
股份发行	(153)	-	-	-	-
净银行借贷	22,957	2,905	9,559	3,676	3,978
股息	(812)	(572)	(977)	(1,229)	(1,610)
其他	(21,185)	28,713	-	-	-
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>808</b>	<b>31,046</b>	<b>8,582</b>	<b>2,447</b>	<b>2,368</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>2,683</b>	<b>14,339</b>	<b>1,141</b>	<b>1,328</b>	<b>1,513</b>
年初现金及现金等价物	7,769	10,471	24,769	25,911	27,238
汇兑	18	(41)	-	-	-
年末现金及现金等价物	10,471	24,769	25,911	27,238	28,751
<b>资产负债表中的现金及现金等价物</b>	<b>10,471</b>	<b>24,769</b>	<b>25,911</b>	<b>27,238</b>	<b>28,751</b>

来源:公司,招银国际预测

## 主要比率

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>销售组合 (%)</b>					
物业开发	95.0%	94.0%	94.7%	95.0%	95.5%
租金收入	0.6%	0.6%	0.4%	0.3%	0.3%
酒店、物业管理服务收入及销售货物	4.3%	5.4%	4.9%	4.6%	4.2%
<b>总额</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	27.7	26.7	27.7	28.0	28.0
息税前利润率	19.3	18.4	19.6	19.2	19.1
税前利润率	17.6	19.0	19.7	18.4	18.7
净利润率	7.4	8.6	8.2	7.6	7.9
核心净利润率	9.2	8.3	7.6	7.6	7.9
有效税率	51.7	46.2	48.1	48.2	47.0
<b>增长 (%)</b>					
收入	23.6	61.6	64.9	27.5	26.6
毛利	23.8	56.0	70.8	28.8	26.8
息税前利润	20.0	54.1	75.4	25.0	26.0
净利润	8.5	86.2	56.8	19.5	30.9
核心利润	38.6	46.5	51.5	27.8	30.9
流动比率 (x)					
<b>资产负债比率</b>	<b>1.7</b>	<b>1.5</b>	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>
平均存货周转天数	1,856	2,009	1,765	1,547	1,359
平均应收账款周转天数	111	141	130	122	122
平均应付账款周转天数	290	380	365	365	365
净负债/总权益比率 (%)	50.7	51.0	71.9	73.3	73.2
<b>回报率 (%)</b>					
资本回报率	9.9	16.1	21.9	22.6	25.1
资产回报率	1.5	1.6	1.9	2.0	2.4
<b>每股数据</b>					
每股盈利(人民币)	0.32	0.61	0.96	1.15	1.50
每股股息(人民币)	0.15	0.25	0.37	0.46	0.60
每股账面值(人民币)	3.28	3.70	4.33	5.02	5.92

来源:公司,招银国际预测

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。