



2019 销售维持较高增长

中国奥园 2018 年销售 913 亿元，超额完成全年目标，并预期 2019 年可销资源约 1900 亿元，保守估计去化率 60%，相当于销售额 1140 亿元，同比增长约 25%，如果调控政策放松，去化率维持 70% 的话，销售增长有望更高，介时可在年中把销售目标向上调整。我们预计公司 2018 年底未结转销售约 1000 亿元，支持 2019-20 年之利润基础。我们虽然调低了公司 2018-20 年总利润 8% 因三线城市项目在逆周期下成本或会上升，但在大湾区发展政策之下，公司顺利推进其旧改项目，我们把奥园 15 个主要旧改项目加入估值模型内，重申“买入”评级，目标价维持 9.80 港元。

报告摘要

2019 年预计推盘货值 1900 亿元。中国奥园 2018 年销售 913 亿元，超额完成全年目标 730 亿元。公司预期 2019 年推盘货值约 1900 亿元，保守估计公司去化率为 60%，相当于销售额 1140 亿元，或同比增长 25%。公司认为在外围经济不稳及国内生产增长放缓之情况下，政府会在大部分城市（一线以外）放松调控。假若调控政策有所调整，公司能维持过往之去化率水平 70%，销售额则为 1330 亿元，或同比增长 45%。

大湾区旧改项目推进顺利。公司深耕大湾区，约占总土储货值 50%（包括广西地区）。截至 6 月公司总土储建面约 3000 万平方米，另有 15 个处于不同阶段的主要旧改项目（主要在大湾区及广西地区），规划总建筑面积约 800 万平方米，预计能转化之货值约 1,300 亿元。推进情度较佳的项目有六个，其中广州番禺氮肥厂旧改项目更是公司引入恒基作为战略合作伙伴后的首个项目。六个项目将为公司带来约 700 亿元之可售货值，预计在 2019 年前落地。

把握窗口期发债再融资。公司在一月份把握准时机在“窗口期”发债，一共发了两笔共 7.75 亿美元的票据，息率分别为 7.95% 及 8.5%，到期日为 2021 至 22 年。足以覆盖公司两笔人民币等值共 50 亿之海外债于 2019-20 年到期，加上公司与银行保持良好关系，去年公司曾透过银团及俱乐部贷款等，利息低至约 6% 之三年期融资，我们认为公司短期融资压力有限。

重申“买入”评级。在大湾区发展政策之下，突显公司深耕华南之优势，顺利推进旧改项目，为奥园提供成本较低之土储。我们预计公司 2018 年底未结转销售约 1000 亿元，支持 2019-20 年之利润基础。我们虽然调低了公司 2018-20 年总利润 8% 因三线城市项目在逆周期下成本或会上升，但同时把奥园 15 个主要旧改项目加入估值模型内，并把整体估值推至 2019 年，重申“买入”评级，目标价维持 9.80 港元。

风险提示：调控政策放松不如预期；经济下行对销售造成压力；旧改发展计划慢于预期。

(31/12 年结；百万人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	11,827	19,115	31,144	52,481	66,984
增长率(%)	24%	62%	63%	69%	28%
净利润	881	1,640	2,460	4,025	5,789
增长率 (%)	8%	86%	50%	64%	44%
毛利率(%)	28%	27%	25%	27%	27%
净利率(%)	7%	9%	8%	8%	9%
每股收益(人民币)	0.32	0.61	0.91	1.49	2.14
每股净资产(港元)	3.34	3.79	4.41	5.66	7.38
市盈率	15.1	8.0	5.4	3.3	2.3
市净率	1.5	1.3	1.1	0.9	0.7
净资产收益率(%)	6%	15%	19%	27%	31%
股息收益率	3%	5%	5%	8%	12%

数据来源：公司资料、彭博、安信国际预测

投资评级：**买入**
目标价格：**9.80 元**
现价 (2019-1-30)：5.89 港元

总市值(百万港元) 15,772.73
流通市值(百万港元) 7,047.26
总股本(百万股) 2,677.88
流通股本(百万股) 1,196.48
12 个月低/高(港元) 4.09/7.9
平均成交(百万港元) 37.16

股东结构
郭梓文及郭梓寧 55.32%

股价表现



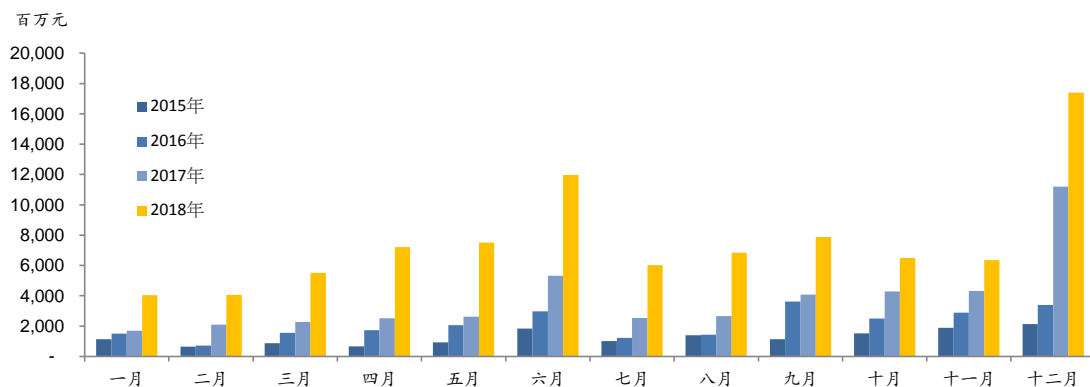
%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	16.14	19.04	1.84
绝对收益	24.52	31.47	-13.38

数据来源：彭博、港交所、公司

黄焯伟 房地产行业分析师
+852-22131402
stevewong@eif.com.hk

公司发展策略积极，销售额从2015年的152亿元，上升至2018年的913亿元，年复合增长率约80%，2018年12月单月销售高达174亿元的历史高位。在积极发展的努力下，年销售近千亿元的佳绩令公司销售排名（根据克而瑞数据）位居全国38。在强者愈强的环境下，国内融资变得有利。公司2019年预计可销资源约1900亿元，我们认为奥园销售将保持较高增长。

图1：中国奥园每月销售情况



资料来源：公司资料、安信国际

考虑到经济增长放缓以至房市逆周期之因素下，我们把项目均价预期下调并上调了项目销售及行政费用，把公司净利率预测从9%调整至8%，每股净资产估值由原来的14.1港元下调至11.9港元。同时我们把公司15个推进情度较佳之旧改项目的估值（合共800万平方米之建面），计入公司净资产第价值之估算中，以反映公司旧改执行能力。更新后的经调整净资产估值为每股14港元，与前估值大约相若，重申“买入”评级，并维持目标价9.80港元。

图2：中国奥园之盈利调整

(百万元)	2018年			2019年			2020年		
	原估值	调整后	变动率	原估值	调整后	变动率	原估值	调整后	变动率
收入	32,369	31,144	-4%	53,095	52,481	-1%	68,011	66,984	-2%
毛利	9,019	7,928	-12%	14,809	14,261	-4%	19,329	18,413	-5%
净利润	2,635	2,460	-7%	4,761	4,025	-15%	5,970	5,789	-3%

资料来源：安信国际

附表：同业估值表

公司名称	代码	股价 港币	市值 港币百万	市盈率			市净率			周息率		
				静态	预期	明年	静态	预期	明年	静态	预期	明年
中型发展商 (大湾区)												
龙光地产	3380 HK	10.52	57,757	7.7	7.0	5.2	2.04	1.85	1.50	3.3%	6.3%	7.9%
富力地产	2777 HK	15.24	49,109	2.0	4.1	3.3	0.65	0.62	0.56	8.4%	9.9%	12.0%
雅居乐地产	3383 HK	10.08	39,484	5.6	4.5	4.0	0.86	0.75	0.68	8.5%	10.4%	11.4%
合景泰富	1813 HK	7.97	25,297	5.8	4.7	3.7	0.75	0.67	0.59	6.0%	7.7%	9.5%
越秀地产	123 HK	1.51	18,726	7.1	6.2	5.6	0.49	0.47	0.45	5.9%	6.1%	7.0%
时代地产	1233 HK	9.79	17,953	5.6	4.5	3.6	0.97	0.84	0.72	4.9%	6.5%	8.1%
中国奥园	3883 HK	5.89	15,773	8.2	5.6	3.4	1.33	1.14	0.89	5.0%	4.7%	8.2%
佳兆业集团	1638 HK	2.49	15,115	3.5	3.1	2.7	0.63	0.37	0.34	5.5%		
中型发展商												
中国金茂	817 HK	3.86	44,597	9.2	7.5	5.9	1.07	1.08	0.97	8.3%	5.2%	6.8%
远洋集团	3377 HK	3.75	28,560	4.7	4.9	4.2	0.50	0.47	0.43	8.2%	8.4%	10.2%
正荣地产	6158 HK	5.32	21,934	9.7	8.1	5.5	1.67	1.28	0.98	2.2%	4.0%	4.7%
融信中国	3301 HK	9.41	15,068	6.6	4.2	3.1	1.02	0.96	0.74	0.0%	4.3%	5.7%
禹洲地产	1628 HK	3.83	18,385	4.7	3.8	3.1	0.82	0.74	0.65	7.5%	9.2%	10.9%
宝龙地产	1238 HK	3.48	13,911	3.5	3.0	2.5	0.46	0.42	0.37	5.5%	8.2%	9.9%
中骏置业	1966 HK	3.19	13,039	3.4	3.8	3.1	0.74	0.71	0.60	5.7%	7.6%	9.7%
保利置业集团	119 HK	2.69	9,850	4.0	4.0	3.6	0.34	0.32	0.31	5.0%	6.8%	8.3%
建业地产	832 HK	3.48	9,505	9.0	8.5	4.5	0.91	0.88	0.76	3.3%	3.6%	6.1%

资料来源：彭博、公司资料、安信国际

附表：财务报表预测

合并损益表

(人民币百万)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
收入	11,827	19,115	31,144	52,481	66,984
物业发展	11,240	17,960	29,801	51,063	65,450
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)	(23,216)	(38,220)	(48,572)
毛利	3,277	5,111	7,928	14,261	18,413
管理和营销开支	(1,082)	(1,726)	(2,729)	(4,626)	(6,268)
融资成本	(575)	215	(683)	(1,503)	(1,123)
合营/联营公司	(32)	(116)	98	8	27
其他	497	142	415	413	504
税前利润	2,085	3,626	5,029	8,554	11,553
所得税费用	(1,078)	(1,674)	(2,111)	(3,809)	(5,047)
非控制权益	(126)	(312)	(459)	(721)	(718)
年度利润	881	1,640	2,460	4,025	5,789
减：公允价值收益	339	194	311	310	378
其他	-	-	-	-	-
核心净利润	542	1,446	2,149	3,715	5,411
核心息税折摊前利润	1,832	3,689	5,439	9,800	12,343
核心息税前利润	1,790	3,635	5,380	9,735	12,272
每股盈利(人民币)	0.32	0.61	0.91	1.49	2.14
核心每股盈利(人民币)	0.20	0.54	0.79	1.37	2.00
每股股息(人民币)	0.15	0.25	0.24	0.41	0.60

资料来源：公司资料、安信国际

主要比率

(人民币百万)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
增长(%)					
收入	24%	62%	63%	69%	28%
核心息税折摊前利润	11%	101%	47%	80%	26%
核心息税前利润	11%	103%	48%	81%	26%
核心净利润	-1%	167%	49%	73%	46%
利润率(%)					
毛利	28%	27%	25%	27%	27%
核心息税折摊前利润	15%	19%	17%	19%	18%
核心息税前利润	15%	19%	17%	19%	18%
核心净收入	5%	8%	7%	7%	8%
其他比率(%)					
股息分派	74%	46%	30%	30%	30%
核心资产收益率	1%	2%	2%	2%	3%
核心净资产收益率	6%	15%	19%	27%	31%
利息覆盖比(倍)	1	2	1	2	2

资料来源：公司资料、安信国际

附表：财务报表预测（续）

合并资产负债表

(人民币百万)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	59,830	116,110	164,292	227,546	279,570
现金和现金等价物	10,956	26,540	29,500	44,488	52,491
存货	43,660	78,322	118,870	165,745	208,242
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	17,096	22,052	27,122
物业、厂房及设备	521	1,078	1,186	1,304	1,435
投资物业	5,425	6,360	8,922	13,511	18,191
其他	643	2,257	6,989	7,237	7,496
资产总额	66,418	125,806	181,389	249,598	306,692
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	17,430	18,151	18,868
母公司所有者应占权益	8,918	10,155	11,944	15,325	19,999
权益总额	14,631	27,126	29,374	33,475	38,867
净债务（现金）	8,611	15,955	24,059	29,183	32,297
净负债率（%）	59%	59%	82%	87%	83%
每股账面价值（人民币）	3.34	3.79	4.41	5.66	7.38

资料来源：公司资料、安信国际

合并现金流

(人民币百万)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
税前利润	2,085	3,626	5,029	8,554	11,553
营运资金变动	6,092	(6,926)	4,471	3,891	5,533
已付税金	(880)	(1,313)	(2,111)	(3,809)	(5,047)
已付利息	(1,535)	(2,007)	(3,828)	(5,313)	(6,113)
其他	183	(142)	64	965	463
经营活动的现金流	5,945	(6,763)	3,626	4,289	6,389
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)	(645)	(1,114)
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	704	839	2,538
筹资活动的现金流	808	31,046	11,098	20,306	12,541
现金增加净额	2,683	14,339	4,731	14,988	8,003
年终现金	10,471	24,769	29,500	44,488	52,491

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