



规模同利润齐飞，成长与回报兼具

报告摘要

规模高速扩张可延续。预计公司销售可以延续过往强劲的增长势头，预测2017-2019年CAGR约41%。**1) 货量铺排充足。**今年起公司大幅增强土地投资力度，半年新增土储370万方，推动总土储增长至1712万方。同时上半年新开工面积275万方，已相当于去年全年水平的90%，预计今年全年新开工面积将达到532万方(+74% yoy)，全力确保中期内可售货量充足。**2) 布局城市得享去库存红利。**公司土储中22%的面积位于调控较严格的城市，剩余77%位于的城市则得益于本轮去库存迎来基本面明显改善。预计短期内去库存政策不会改变，可继续为公司销售增长提供强劲动能。**3) 深耕粤港澳大湾区。**根据我们的划分，公司土储中受益于湾区建设的总面积达到657万方，其中位于前三层级受益最为明显城市的项目面积占比71%。此外，奥园还在湾区内拥有10个城市更新项目，预计总建面422万方，可在中期内持续强化公司在湾区的项目储备。

业绩增长确定性高。**1) 大量已售未结资源为收入增长托底。**得益于去年至今的热销，奥园已积累了358亿元尚未结算的合同销售，是2016年确认收入的3倍，可以预见公司营收将录得亮眼表现。**2) 毛利率或小幅回升。**公司2016、2017年销售均价上涨明显，而结算均价却在持续下降，今年上半年结算均价仅为当期销售均价的65%，推断有大量高均价项目将在1-2年结算，推动毛利率企稳回升。**3) 融资成本持续下降。**公司今年新发行了两笔票息率分别为6.35%、5.375%的美元优先票据用来置换高息债务，目前已完成一笔票息率11.25%的债务置换，还有一笔票息率10.875%的优先票据将在明年5月到期。置换完成后，预计平均借贷成本有望降至7%以下。**4) 高权益比例减少利润侵蚀。**出于对利润率的坚持和管理上的考量，奥园始终坚持项目的绝对控股权，过往合同销售权益比例均维持在90%以上，今年上半年虽略有降低(88%)，但也明显高于行业平均(克尔瑞数据中38家主流房企上半年销售金额平均同比增速与奥园一致，而权益比例为81%)。

首予“买入”评级。预计公司2017/18/19年核心EPS分别为0.54/0.77/1.00元，对应2018年预测市盈率4.55X，明显低于可比同业的平均水平，我们首次覆盖给予“买入”评级，目标价5.20港元(较NAV每股8.67港元折让40%)，隐含31%的上涨空间。

风险提示: i) 粤港澳大湾区内土储没有获得及时补充; ii) 限制海外投资影响悉尼和加拿大项目;

(31/12年结, 百万元 RMB)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	9,572	11,827	19,077	26,860	35,187
增长率(%)	37.2	23.6	61.3	40.8	31.0
核心净利润	823	1035	1454	2052	2685
增长率(%)	11.8	25.8	40.5	41.1	30.9
毛利率(%)	27.6	27.7	27.8	27.5	27.4
核心净利润率(%)	8.5	7.4	7.6	7.6	7.6
每股核心收益(RMB)	0.31	0.39	0.54	0.77	1.00
每股净资产(RMB)	3.0	3.2	3.8	4.4	5.2
市盈率	11.2	8.9	6.4	4.6	3.5
市净率	1.9	1.3	1.1	1.0	0.8
净资产收益率(%)	9.9	9.9	14.4	17.5	19.5
股息收益率	2.5	2.8	4.6	6.6	8.6

数据来源: 公司; 安信国际

评级:

买入

目标价格:

5.20 元

现价(2017年9月6日): 3.96 元

报告日期: 2017-09-07

总市值(百万港元)	10579.42
流通股市值(百万港元)	10579.42
总股本(百万股)	2671.57
流通股股本(百万股)	2671.57
12个月低/高(港元)	1.612/4.3
平均成交(百万港元)	45.50

股东结构

郭梓文、郭梓宁(兄弟)	54%
其他	46%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	35.72	70.82	125.17
绝对收益	35.87	77.59	141.99

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

1. 公司基本情况

中国奥园成立于1996年，作为“体育+地产”复合开发理念的开创者，公司在发展初期主要与中体产业集团合作，在全国多个城市开发奥林匹克花园项目。2004年，双方合作结束，公司返回广东省开始独立发展。2007年，再次走出广东，先后进入了重庆、广西及沈阳，全国性战略布局初步完成。同时在这一年，公司于香港联交所主板上市。此后十年间，公司继续植根广东，布局全国，规模有序提升，在2013年进入百亿俱乐部。2015年在悉尼收购首个海外项目，实现了境内境外的同步发展。

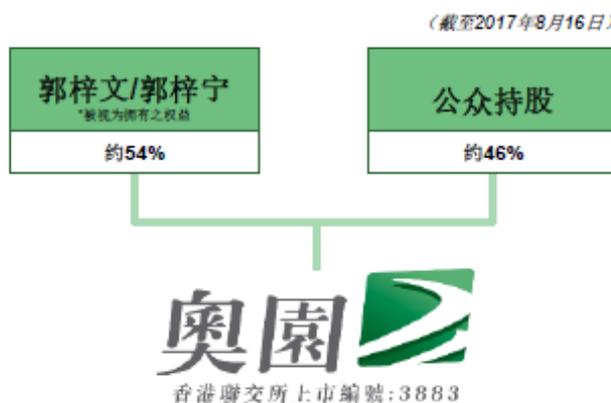
图1：中国奥园的发展历程



数据来源：中国奥园、安信国际

公司实际控制人为郭梓文、郭梓宁兄弟，截止2017年8月16日，大股东持股比例为54%。

图2：截止2017年8月16日，公司实际控制人郭梓文、郭梓宁兄弟持股54%



数据来源：中国奥园、安信国际

2. 预计销售高增长可延续，2017E-2019E CAGR 约 41%

过往销售增长势头强劲。公司自 2012 年成功退出北京长安 8 号项目回笼资金后，便进入快速扩张期。2013 年-2016 年合同销售 CAGR 达到 49%，显著高于同期全国房地产市场 16% 的复合增长水平。2017 年公司设立了 333 亿元的销售目标，对应 30% 的同比增速。同时安排了约 600 亿元的可售资源，潜在去化率为 56%，对比 2016 年实际去化水平为 75%。上半年受益于楼市持续热销，公司实现销售金额 165 亿元，同比增长 57%，高于我们跟踪的主流内房平均增长水平（45%），半年去化率约为 49%。

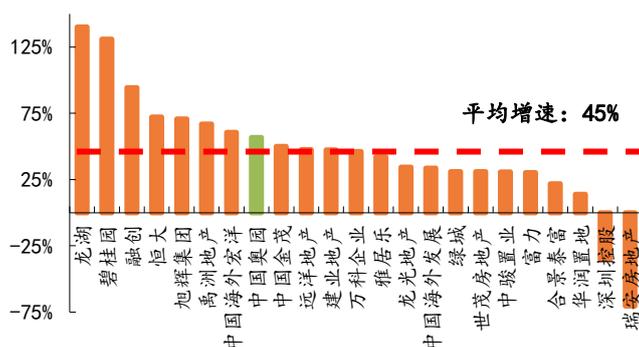
展望未来三年，公司在货量铺排、城市选择以及区域布局三方面的战略为延续销售增长提供了有力支持，预计未来仍可基本保持目前的规模扩张速度。预测 17E/18E/19E 销售金额分别为 380/528/711 亿元，三年 CAGR 接近 41%。根据最新公告，截止 8 月末，公司已累计实现合同销售 217 亿元，同比增长 65%，完成 2017 年销售目标的 65%，完成我们预测全年销售的 57%。

图 3：2013 -2016 公司合同销售金额 CAGR 达到 49%，远高于全国房地产市场 16% 的复合增长水平



数据来源：中国奥园、安信国际

图 4：2017 年上半年公司销售金额同比增长 57%，高于我们跟踪的主流内房平均水平（45%）



数据来源：中国奥园、安信国际

图 5：预测 17E/18E/19E 销售金额分别达到 380/528/711 亿元，三年 CAGR 接近 41%

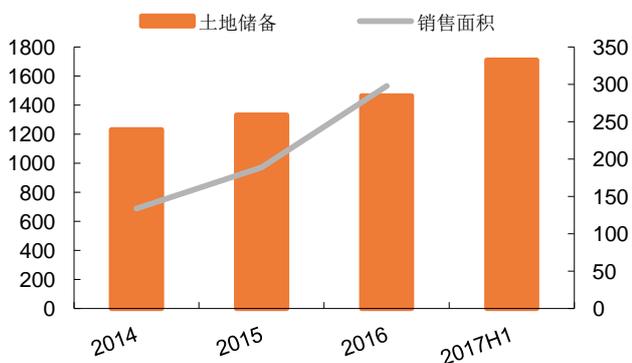


数据来源：中国奥园、安信国际

2.1. 货量铺排充裕，可于收并购市场中寻找弯道超车机遇

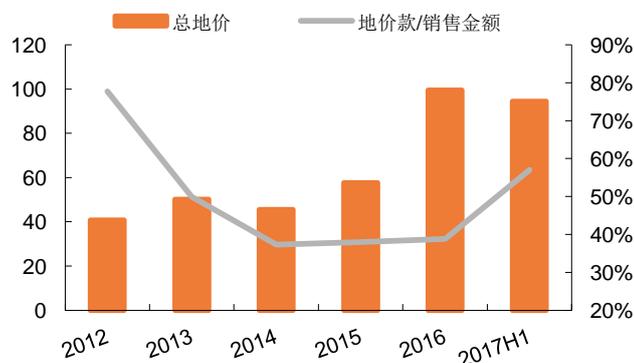
存量相对充足，增量有序加杠杆。首先从存量来看，截止2017年6月末，公司拥有土地储备1712万方，对应总货值约1628亿元。刨除已售未结转部分，以去年合同销售面积298万方为基准，假设每年25%的高增速，未来无新增储备的情况下，也可以满足3年左右的销售需求，储备项目相对充足。在增量方面，过去三年公司始终保持了相对审慎的投资策略，新增项目地价款/当年销售金额的比例维持在40%左右，净负债率持续下行（2016年51%）。然而2017年开始，公司战略上有所调整，上半年共获得了20个项目，总建面达370万方，地价款94亿元，土地投资/销售金额比例大幅提升至57%。我们认为公司今年项目获取上的积极态度充分彰显了其对规模增长的野心。考虑到公司净负债率虽然相应增加至63%，然而距离管控上限70%仍有距离，预计未来将继续保持较强的补库存力度（地价款/销售额比例维持在50%-60%），推动土储规模持续增厚，为延续销售高增长打下坚实基础。

图6：截止2017年6月，公司拥有土地储备1712万方，基本满足未来三年左右的发展需求



数据来源：中国奥园、安信国际

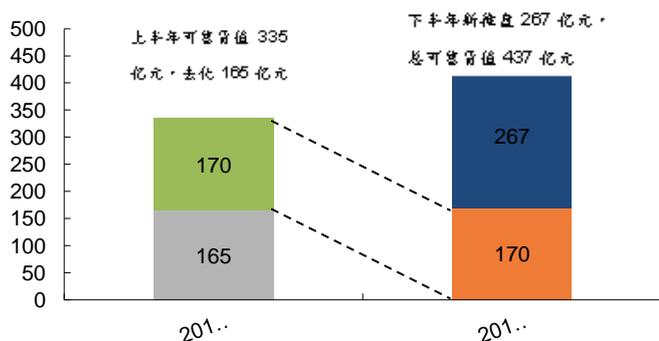
图7：奥园今年上半年土地投资面积和金额已接近去年全年水平，反应了公司对于规模增长的追求



数据来源：中国奥园、安信国际

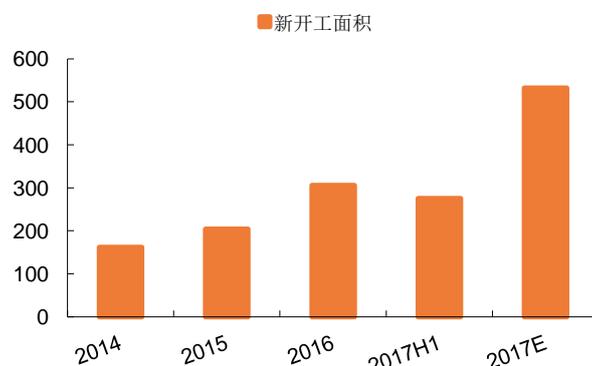
可售货量安排合理，销售增长可见度高。不同于以往，当前主流城市房地产市场主要由供给主导。预售证政策导致新房房价被人为压低，居民的购房热情不降反升。对于房企而言，只要“有货可供”，去化不是问题。这也是上半年大中型房企销售明显跑赢市场的主要原因，因为只有这些房企才能在虽然房价被压低但毛利水平仍处于合理范围内大规模安排可售资源。预计在长效机制基本完善前，行业政策将大体维持稳定，因而在较长时间内，可售货量仍可作为合同销售的核心指引。具体到公司，虽然奥园上半年销售增长强劲，但与其他房企不同，公司并未大幅调整上下半年推盘节奏，下半年仍是全年重点所在，计划新推盘13个（相比上半年新推盘8个）。加上上半年转入的库存170亿元，预计下半年总可售资源可达437亿元，相比上半年增加了30%，由此公司下半年销售亮眼表现已然在望。此外，公司根据市场变化灵活调整开发节奏，上半年新开工面积275万方，已达到2016年全年新开工面积的90%，预计今年新开工面积将达到532万方，较2016年增长74%，这将为2018、2019年可售资源的成长提供强力支撑。

图 8：下半年是公司推盘重点时段，预计可售资源达到 437 亿元，较上半年增加 30%



数据来源：中国奥园、安信国际

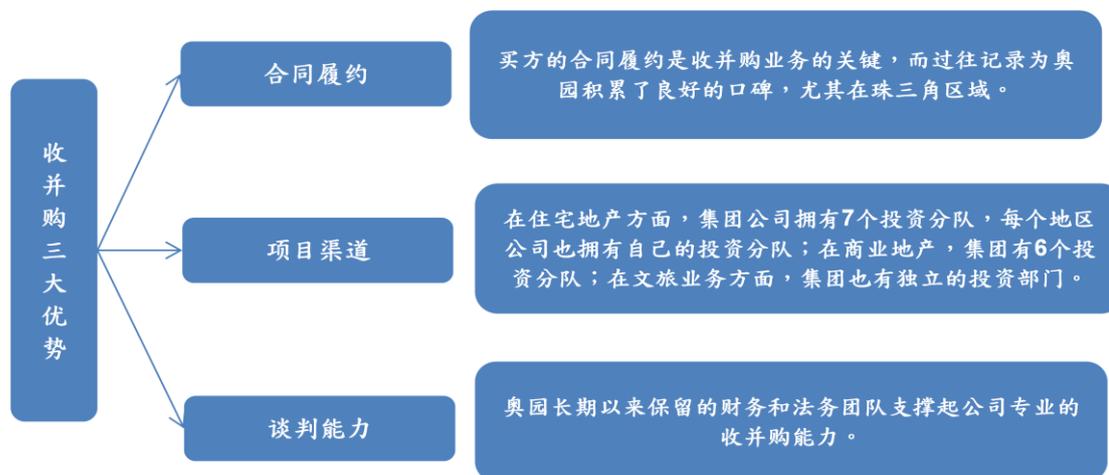
图 9：2017 年上半年新开工面积 275 万方，预计全年新开工面积 532 万方，较 2016 年增长 74%



数据来源：中国奥园、安信国际

于收并购市场中寻找弯道超车机遇。我们在 2017 年中期策略中明确提出，今年行业将开启历史性的并购整合期，主要原因有：1) 自去年四季度开始，房企融资管控逐渐加强，大型房企 (TOP100) 的融资优势将逐渐凸显；2) 新增房贷占比距离监管意向仍有距离，小型房企客户银行按揭难度加大，销售回款率先承压，大型房企在按揭发放以及可售货量上优势明显；3) 房企集中涌入一二线热点城市，推动地价上涨，行业门槛持续抬高，小型房企加速推出。具体可类比于日本 80 年代末至 90 年代初，核心城市地价上涨最快时期，也是开发商数量下降最多的时期。在奥园的发展历程中，收并购一直是主要的项目获取方式，今年上半年，20 个新获取项目中有 16 个项目来自于收并购，总建面占比及地价款占比分别达到 85.0%、71.1%。我们认为当前行业整合提速，可能是中小型房企弯道超车的最好机遇，奥园过往积累的良好口碑以及专业能力将为公司快速高效地获得优质项目提供有力支持。

图 10：奥园丰富的收并购经验为公司积累了良好的口碑（尤其在珠三角区域）、优秀的项目渠道，以及专业的投资谈判团队



数据来源：中国奥园、安信国际



表 1: 奥园 2017 年上半年获取项目情况

项目名称	城市	收购日期	类型	获取方式	权益比例	总建面 (万方)	总地价 (亿元)	楼面均价 (元/平方米)
珠海奥园广场	珠海	2017.1	商	股权收购	70%	20.55	8.3	4039
中山奥园广场	中山	2017.1	商住	股权收购	100%	3.79	1.2	3166
扬州奥园广场	扬州	2017.1	商住	股权收购	100%	30.07	13.33	4433
温哥华格兰湖项目	温哥华	2017.1	住	土地收购	90%	0.55	1.61	29273
深圳奥园峰荟	深圳	2017.2	商住	股权收购	100%	7.27	9.85	13549
佛山奥园冠军城	佛山	2017.2	商住	股权收购	10%	62.1	3.02	486
惠州奥园华府	惠州	2017.3	商住	股权收购	100%	9	3.68	4089
中山小榄	中山	2017.3	商住	股权收购	77%	5.74	2.24	3902
北京奥园二环广场	北京	2017.3	商住	股权收购	100%	1.6	6.58	41125
惠州大亚湾项目	惠州	2017.4	商住	股权收购	70%	6.45	3.22	4992
泉州南安项目	泉州	2017.4	商住	股权收购	55%	49.75	2.89	581
湘潭项目	湘潭	2017.4	商住	股权收购	100%	66.51	4.2	631
珠海奥园香海美景	珠海	2017.4	住	股权收购	80%	4.82	3.5	7261
荆州项目	荆州	2017.5	商住	土地拍卖	100%	35.37	13.1	3704
嘉兴秀洲项目	嘉兴	2017.5	商住	土地拍卖	100%	7.1	4.41	6211
惠州淡水项目	惠州	2017.6	商住	股权收购	51%	3.8	0.81	2132
泉州石狮项目	泉州	2017.6	商住	股权收购	100%	15.39	3.05	1982
惠州岗宏项目	惠州	2017.6	商住	股权收购	51%	24.11	0.8	332
嘉兴广益项目	嘉兴	2017.6	商	股权收购	51%	3.48	0.52	1494
温哥华本拿比项目	温哥华	2017.6	住	土地收购	100%	12.38	8.16	6591
						369.83	94.47	2553

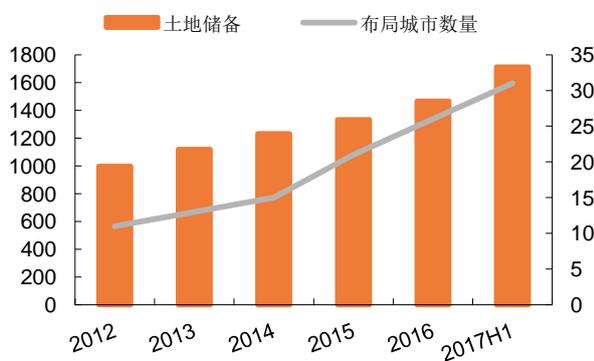
数据来源: 中国奥园、安信国际

2.2. 布局城市得享去库存红利，销售增长动能强劲

从城市选择方面来看：

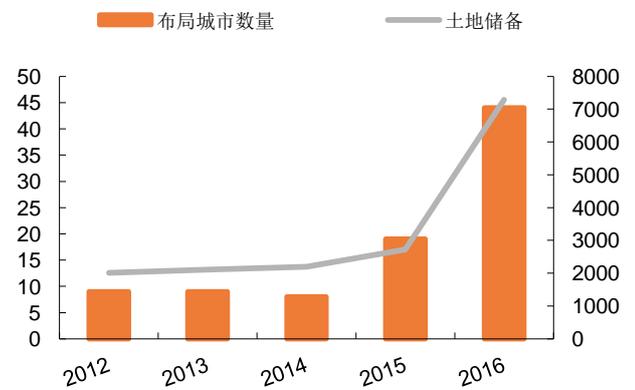
1) 城市数量为规模持续提升奠定基础。目前主流房企向一二线城市集聚而政府供地却持续收缩，土地市场量缩价涨，房企间对于稀缺资源的竞争日益激烈。这导致了单个房企在热点城市难以获得绝对市占率，过去单城百亿的销售难以为继，规模扩张将更为依赖布局城市数量的增加。奥园自 2015 年开始便策略性地增加每年新进入城市的数量，2015、2016 以及 2017H1 分别新进入 6、5、5 个城市。截止目前，公司已经进入了 31 个城市，虽然相对分散的布局会带来一些管理上的挑战，但是为长期保持规模增长奠定了良好基础。

图 11：公司自 2015 年开始每年新进入城市数量明显增加



数据来源：中国奥园、安信国际

图 12：融创在全国化布局开始后销售增速大幅提升



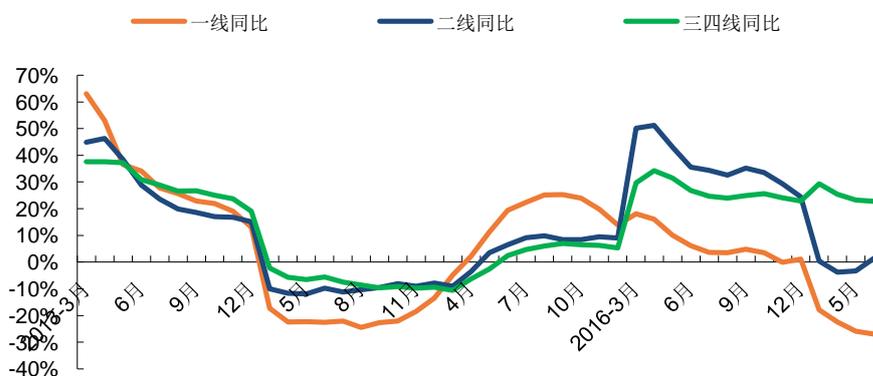
数据来源：中国奥园、安信国际

2) 布局城市得享去库存红利。按照城市能级划分，截止今年 6 月末，奥园一线及国际城市、二线城市、环一线的卫星三线城市以及普通三四线城市建面占比分别为 13%、33%、9%、45%，土地成本占比分别为 33%、34%、13%、20%。其中：1) 3 个一线城市（广州、深圳、北京）和 2 个热点二线城市（珠海、惠州）虽然楼市政策收紧，但由于资源的稀缺性以及预售证制度，在有货可供的情况下并无去化压力，仍贡献了可观的销售额；2) 公司布局其余的二线城市（重庆、成都、长沙、宁波、沈阳、南宁）均属于补涨城市，今年以来市场持续火热；3) 环一线的卫星三线城市（中山、惠州、昆山、扬州、嘉兴）位于珠三角及长三角两大都市圈，显著受益于核心城市的外溢需求；4) 剩下的 13 个普通三四线城市则在信贷倾斜下得享去库存红利。公司总土储中受到较严格管控的城市面积占比仅为 22%，储备面积占比 77% 的二三四线城市房地产市场得益于本轮去库存迎来基本面明显改善。

预计去库存政策在年内继续维持，同时公司下半年可售货值中三四线城市占比有所提高。因此，尽管判断下半年限购限贷政策的影响将逐渐渗透，预售证管控带来的购房热情或有所减弱，可能不利于公司在热点城市项目的去化，但相应增加的二三四线城市项目供应将平滑此影响，叠加三季度“金九银十”传统销售旺季，预计下半年整体去化率将与上半年基本一致，430 亿元的可售货量有望贡献出 215 亿元销售金额。

此外从中长期看，经过本轮消化，大部分公司布局的二线及强三线城市库存水平已下降至历史低位，真实需求强劲，只是暂时被政策所压制。一旦调控有所松动，积压的需求将会快速释放，创造新一轮热销。并且，公司涉足的普通三四线城市房地产市场供需状况也得到了明显改善，项目长期去化前景更为明朗。

图 13: 今年以来, 尽管热点城市持续收紧楼市政策, 销售增速大幅下滑, 广大三四线城市在去库存政策的支持下仍然持续热销



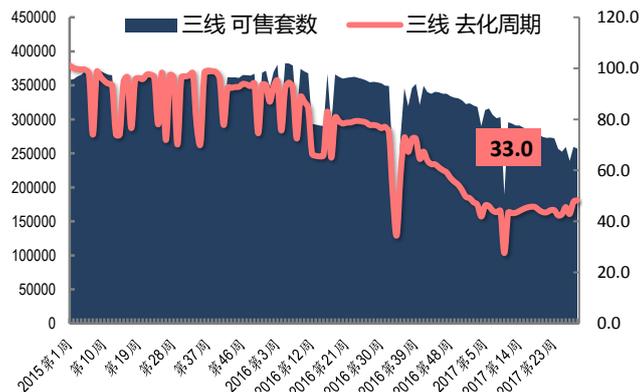
数据来源: 国家统计局、安信国际

图 14: 目前二线城市短期库存水平已降至历史低位



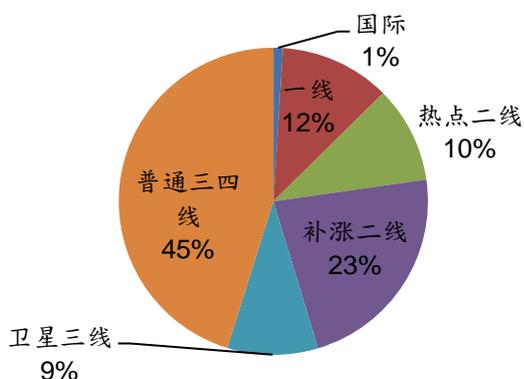
数据来源: wind、安信国际

图 15: 三四线城市短期库存水平及去化周期有明显改善



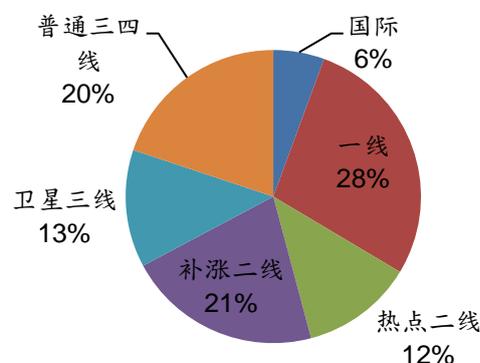
数据来源: wind、安信国际

图 16: 按建面计算, 公司 77% 的项目明显受益于本轮去库存政策



数据来源: 中国奥园、安信国际

图 17: 按地价款计算, 公司 54% 的项目明显受益于本轮去库存政策



数据来源: 中国奥园、安信国际

2.3. 深耕粤港澳大湾区，布局五大城市群

城市群是城镇化的高级阶段。城镇化大体可以分为3个阶段：1) 初期，第一产业转型第二产业，工业化进程产生巨大劳动力缺口，大量农村人口流向各类城市；2) 中期，内部（劳动力价格上涨）与外部（贸易竞争）因素下，第二产业对经济拉动作用减弱，第三产业占比逐渐提升，劳动力和社会资源重新分配导致农村人口和小城市人口向大型、超大型城市集聚，核心城市地位不断强化；3) 高级阶段，大型、超大型城市的人口及资源承载能力达到瓶颈，开始疏解低效产业及人口至周边区域。外溢效应使得城市之间联系更为紧密，人流、交通、信息、资本密度加大，最终区域内城市群的网状辐射形成。就发展阶段而言，目前我国仅北上广深4个一线城市GDP超过2万亿规模，可以对周边区域产生明显辐射作用，因而只有这三个城市群进入城镇化的高级阶段，其他区域仍然处于城镇化中期—强核发展阶段。预计中国未来将形成5大核心城市群：长三角城市群、珠三角城市群、京津冀城市群、成渝城市群、以及长江中游城市群，作为全国人口主要流向区域。

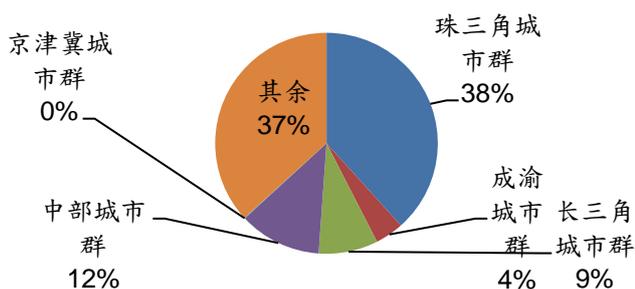
表 2： 5大核心城市群主要范围

五大核心城市群	包括城市
长三角城市群	以沪宁杭为支点，包括上海、南京、无锡、常州、苏州、南通、盐城、扬州、镇江、泰州，杭州、宁波、嘉兴、湖州、绍兴、金华、舟山、台州，合肥、芜湖、马鞍山、铜陵、安庆、滁州、池州、宣城等26市
珠三角城市群	以广深为支点，包括广州、深圳、珠海、佛山、东莞、中山、江门、肇庆、惠州等9个城市，以及新扩容清远、云浮、阳江、河源、汕尾5个城市。大珠江三角洲地区另外加上香港、澳门。
京津冀城市群	以京津雄为支点，包括北京、天津、唐山、保定、廊坊、张家口、承德、沧州等8个城市
成渝城市群	以成渝为支点，包括成都、重庆、南充、绵阳、乐山、德阳、眉山、内江、遂宁、资阳、广安11个城市
长江中游城市群	以武汉为支点，包括武汉都市圈9个城市、襄荆宣都市圈4个城市、长株潭都市圈8个城市、以及环鄱阳湖都市圈10个城市

数据来源：百度百科、安信国际

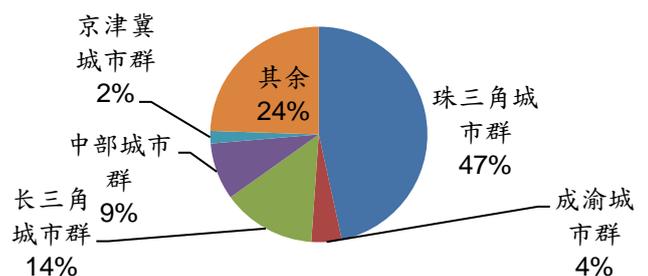
奥园以珠三角为支柱，布局五大城市群。从奥园的区域布局来看，1) 在多年深耕的珠三角城市群拥有土储666万方，总面积占比38%（土地成本占比47%），是公司发展的主要支柱。2) 此外，公司在成渝城市群的布局时间较长，目前也基本成型，在区域核心成都、重庆拥有8个项目，总建面达127.7万方。3) 在发展程度较高的长三角城市群，公司采取了“农村包围城市”的策略，重点布局环核心城市的卫星三线城市，可长期受益于核心城市产业及人口持续外溢。4) 在中部城市群，公司项目主要位于长株潭都市圈，2017年新进入了湖北荆州，未来有望开拓武汉市场。5) 2017年公司新进入了京津冀市场，在北京成功收购了一个1.6万方的商住项目，预计可在年内贡献销售收入。总体来看，公司76%的土储（按账面价值计算）位于5大核心城市群，发展战略顺应城镇化进程，扩展路径清晰可见。

图 18：按建面计算，奥园土储中5大城市群占比63%



数据来源：中国奥园、安信国际

图 19：按土地成本计算，公司土储中5大城市群占比76%



数据来源：中国奥园、安信国际

受益于粤港澳大湾区建设，成长更具潜力。2017年3月，总理在政府工作报告中提出，要推动内地与港澳深化合作，研究制定粤港澳大湾区发展规划。我们认为，作为珠三角城市群的核心，粤港澳大湾区的建设将极大促进整个城市群的产业融合和人口流通，通过对比海外湾区的发展经验，我们将受益区域可以分为五个层次：

- 1) 广州和深圳中临近周边城市、主要承载区域融合交汇的新区受益最为明显，预计随着交通设施逐步完善，将成为两个一线城市的主要人口增长点。重点看好广州的南沙区、萝岗区、黄浦区、番禺区，以及增城区；看好深圳的龙华区、龙岗区、宝安区、坪山区、以及光明区。
- 2) 佛山、东莞、惠州承接广深产业和人口外溢，是第二层次受益城市。其中我们最看好临近广深片区的住房需求增长，如佛山的顺德区；东莞的长安区和虎门区；惠州的惠城区和惠阳区。
- 3) 第三层次为珠海和中山市。预计随着湾区内交通连接更为紧密，两个城市有望迎来快速发展的机遇，人口吸引能力将明显提升。
- 4) 第四层次为江门和肇庆的核心城区，主要受益于区域价值整体提升。
- 5) 清远、云浮、阳江、河源、汕尾虽然不在大湾区规划内，临近片区但也可以受益于湾区价值外溢。

奥园目前在大湾区内8个城市布局（未进入肇庆），拥有40个项目，总建面约480万方（占比28%），估算货值约587亿元（占比36%）。并且，公司在区域周边的阳江、清远、云浮还拥有土储177万方，合计总受益面积达到657万方，其中位于前三个明显受益层次城市的项目占总受益面积比例达到71%。

此外，公司今年首次公布了大湾区的城市更新项目。现有10个处于不同阶段的城市更新项目，规划总建筑面积将达到422万方，预计随着政府审批通过，可在中期内持续强化区域内可售货量。

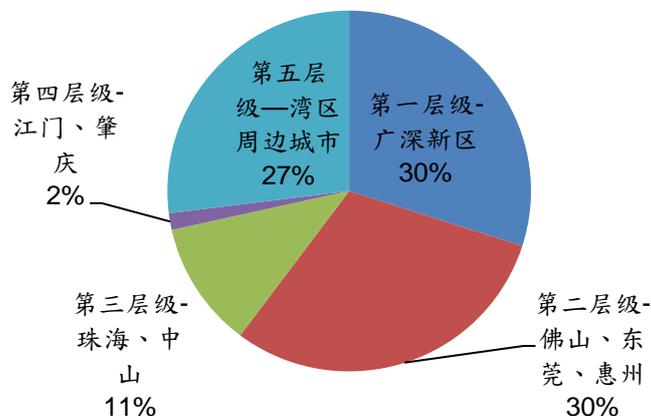
我们认为粤港澳大湾区建设带来的影响不仅是短期内项目重估受益，更为重要的是，通过促进区域融合提升价值，城市人口吸引能力大幅增强，公司的先发优势为长期分享区域发展红利打下了坚实基础，成长潜力被进一步放大。

图 20：公司在粤港澳大湾区布局 8 个城市，土地储备约 480 万方（占比 28%），估算货值约 587 亿元（占比 36%）



数据来源：中国奥园、安信国际

图 21：公司土储中受益于大湾区建设总面积达到 657 万方，其中位于前三明显受益层级的比例分别为 30%、30%、11%



数据来源：中国奥园、安信国际

图 22: 公司在广州的项目全部位于我们看好的最受益新区



数据来源: 中国奥园、安信国际

图 23: 公司在深圳的 2 个项目全部位于最受益新区



数据来源: 中国奥园、安信国际

表 3: 公司在粤港澳大湾区还拥有 10 个城市更新项目, 预计总建面 422 万方

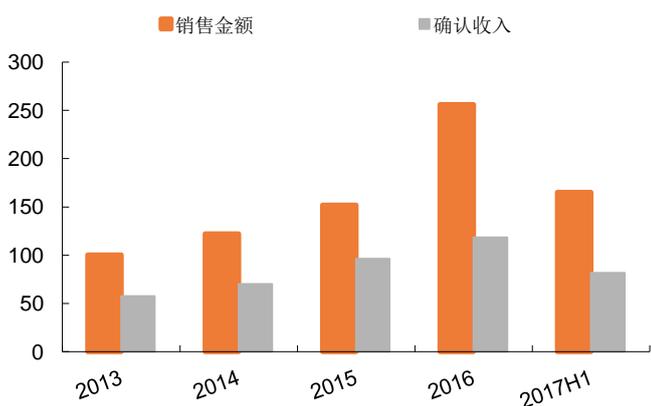
主要项目	城市	进展	预计总建面 (万方)
番禺氮肥厂项目	广州	确定更新项目实施	31
草河村工业园项目	广州	签订合作协议	36
亚仿大楼项目	珠海	更新规划申报	9
粤香园及大华厂项目	珠海	更新规划申报	46
翠微村项目	珠海	更新规划申报	100
下圩村项目	珠海	更新规划申报	23
拱北关闸村项目	珠海	更新规划申报	78
水瓮坑村项目	珠海	更新规划申报	24
牌楼基村项目	珠海	表决前期合作企业	25
石美村项目	东莞	表决前期合作企业	50
合计			422

数据来源: 中国奥园、安信国际

3. 业绩增长确定性强

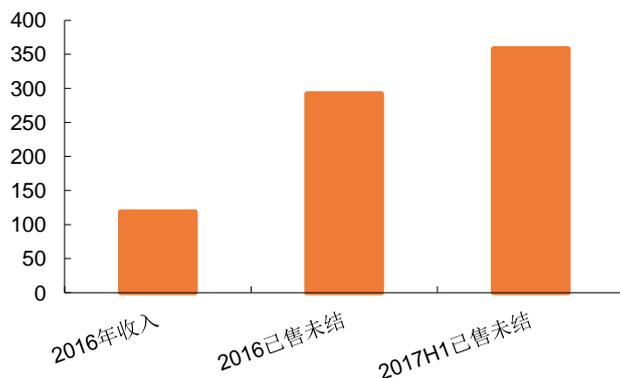
大量已售未结资源为收入增长托底。得益于去年至今的热销，奥园积累了大量可结算资源。截止今年6月，公司尚未结算的合同销售达358亿元，较去年末提高66亿元，是2016年全年收入的3倍之多。预计随着这些项目在17-18年逐步交付，公司营收增长将有亮眼表现。

图 24: 2016、2017 年公司销售增长迅速，积累了大量可结算资源



数据来源: 中国奥园、安信国际

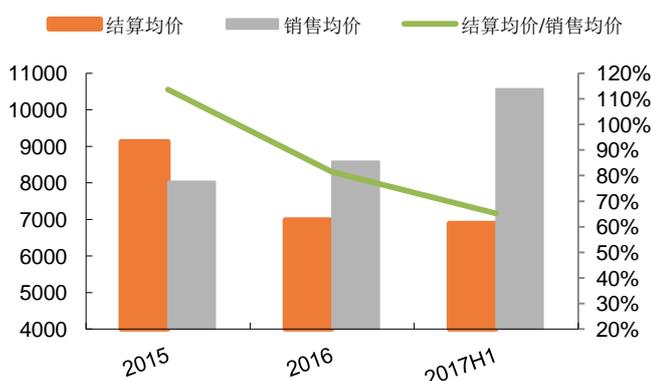
图 25: 截止 2017 年 6 月，公司拥有 358 亿元尚未结算的合同销售，是去年确认收入的 3 倍



数据来源: 中国奥园、安信国际

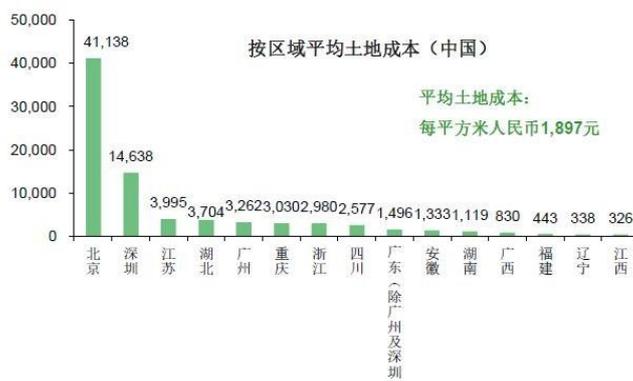
毛利水平或小幅回升。2017 年上半年公司实现毛利率 26.9%，较去年同期提升了 1.9pc，较 2016 年全年水平下将了 0.8pc。我们认为公司毛利率继续大幅下滑可能性较小，中期内大概率可以保持平稳或有小幅回升。主要原因有：**1) 销售均价大幅高于结算均价。**公司 2016、2017 年销售均价上涨明显，而结算均价却在持续下降，今年上半年结算均价（6893 元/平方米）仅为当期销售均价（10571 元/平方米）的 65%，可以推断有大量高均价项目已经销售却还未结算；**2) 土储成本低廉。**截止 6 月末，公司在国内 1695 万方土储平均土地成本约 1897 元/平方米，仅为上半年国内销售均价的 18%。即使在高均价的广州，公司平均楼面价也只有 3262 元/平方米，占上半年公司在当地销售均价 14821 元/平方米的 22%，储备项目潜在盈利空间巨大。

图 26: 公司 2016、2017 年销售均价明显提升，而结算均价却持续下降



数据来源: 中国奥园、安信国际

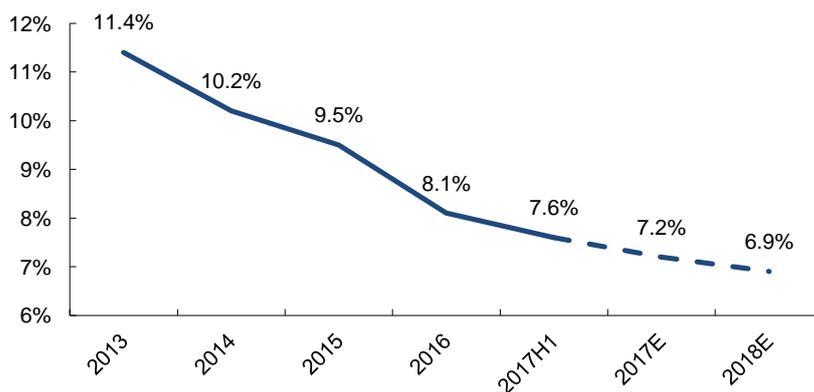
图 27: 公司在国内土储平均成本 1897 元/平方米，仅为上半年国内销售均价 10332 元/平方米的 18%



数据来源: 中国奥园、安信国际

融资成本持续下降。尽管房企境内融资全面收紧，公司在海外的融资渠道仍然保持通常。在银行贷款方面，今年2月，公司获得恒生银行、南洋商业银行等6家境外银行授出15亿港元银团贷款，年利率为LIBOR/HIBOR+4.5%。在债券方面，今年1月成功发行一笔票息率6.35%的2.5亿美元3年期优先票据，获超额认购10倍；2月提前赎回了3亿美元票息率为11.25%的优先票据；9月份刚发行了一笔2.5亿美元票息率5.375%的优先票据，用来置换即将在2018年5月到期的一笔票息率10.875%的美元优先票据。基于持续置换高息债务，且新发行债券利率不断降低，我们对于公司融资成本下降持乐观态度，预计2018E平均借贷成本可降至6%以下。

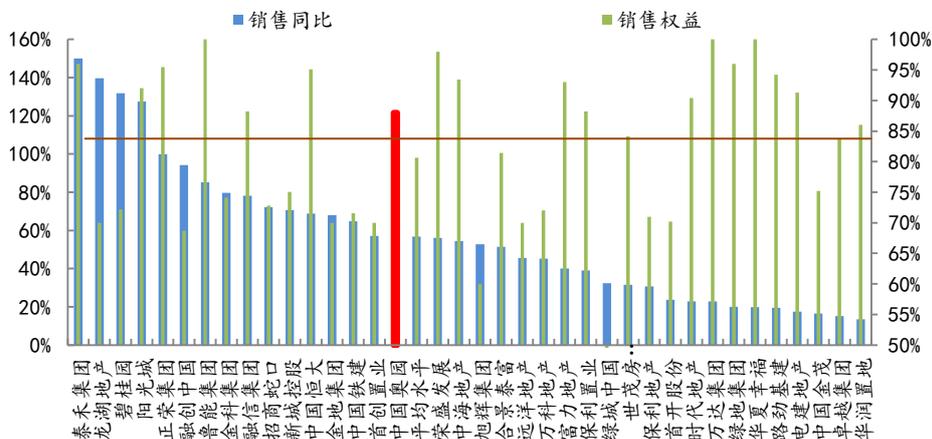
图 28： 公司持续置换高息债务，预计融资成本将在 2017-2018 年进一步下降



数据来源：中国奥园、安信国际

高权益比例减少利润侵蚀。随着土地成本的不断上升，多家房企合作拿地已成为行业普遍现象。然而，出于对利润率的坚持和管理上的考量，奥园却始终坚持项目的绝对控股权，过往合同销售权益比例始终维持在90%以上，今年上半年略有降低（88%），但也明显高于行业平均（克尔瑞数据中38家主流房企上半年销售金额平均同比增速与奥园一致，而权益比例为81%）。公司在舍弃了权益层面的杠杆使用的同时，也避免了少数股东损益侵蚀利润，在相同规模增长的情况下，股东回报预期更高。

图 29： 在相同销售增速的情况下，奥园上半年销售权益比例为 88%，高于 38 家主流房企平均水平（82%），股东回报预期更高



数据来源：克尔瑞、安信国际

4. 盈利预测

预计 2017E-2019E 确认收入 CAGR 约 44%。根据公司竣工节奏估算，目前 358 亿元可结算资源中将在 2017 年下半年、2018 年、2019 年分别确认收入 100 亿元、211 亿元、47 亿元。同时，叠加我们对于 2017E-2019E 合同销售延续高增长的良好展望，预计 2017、2018、2019 年确认收入分别为 191 亿元、269 亿元、352 亿元，三年 CAGR 接近 44%。

预计 2017E-2019E 毛利率分别为 27.8%、27.5%、27.4%。公司土地成本低廉，为项目预留了充足的盈利空间。受益于楼市热销，16 年以来销售均价大幅提高，估算目前已售未结资源毛利水平在 28% 左右，预计公司结算毛利率可在中期内保持平稳。

预计 2017E-2019E 核心利润 CAGR 为 37%。公司未来三年营收增长可见度高，在毛利水平和权益比例维持稳定，融资成本持续下降的情况下，预计 2017E-2019E 核心利润将分别达到 14.5 亿元、20.5 亿元、26.8 亿元，三年 CAGR 约 37%。假设总股本不发生变化，公司未来三年每股核心收益分别为 0.54、0.77、1.00 元。按照 2017 年 9 月 6 日收盘价，2017E-2019E 预测市盈率分别为 6.41、4.55、3.47 倍，明显低于销售规模接近的内房平均水平。

预计 2017E-2019E 股息收益率为 4.6%、6.4%、8.0%。公司过往派息比率基本维持在 30% 左右，预计未来将继续保持稳定的派息政策，相应 2017E-2019E 每股股息分别为人民币 16、23、30 分，对应股息受益率为 4.7%、6.6%、8.6%，高于内房平均水平（内房板块 2017E-2019E 平均股息率为 4.3%、5.3%、6.1%）。

图 30: 预计 2017E-2019E 确认收入 CAGR 约 44%



数据来源: 中国奥园、安信国际

图 31: 预计 2017E-2019E 核心利润 CAGR 约 37%



数据来源: 中国奥园、安信国际

表 4: 奥园预测市盈率明显低于销售金额相近内房的平均水平

	2017E EPS (人民币)	2018E EPS (人民币)	2019E EPS (人民币)	最新收盘价 (港元)	2017E PE	2018E PE	2019E PE
远洋地产	0.51	0.61	0.70	5.11	8.90	7.32	6.39
中国金茂	0.33	0.41	0.51	3.69	9.75	7.94	6.32
越秀地产	0.14	0.17	0.19	1.44	8.86	7.68	6.60
禹洲集团	0.67	0.85	1.05	4.93	6.44	5.13	4.15
时代地产	1.24	1.57	1.84	7.19	5.11	4.04	3.43
中骏集团	0.51	0.77	0.95	4.15	7.16	4.74	3.86
建业地产	0.45	0.56	0.59	3.02	5.91	4.75	4.54
平均水平					7.45	5.94	5.04
中国奥园	0.54	0.77	1.00	3.96	6.41	4.55	3.47

数据来源: wind、中国奥园、安信国际

注: 除奥园以外的公司预测来自于 wind 一致预测; 港元/人民币汇率取 0.88

5. 估值

我们使用 NAV 的方法给公司估值，通过贴现当前土储预期归属净利润计算公司资产重估增值部分，加上账面净资产后得出公司重估后的净资产价值。与另一种通过贴现销售现金流计算重估总资产价值相比，我们使用的方法建立在净资产基础上，不需要考虑公司的净负债。经过测算得出：在未计入城市更新类项目货值的情况下，**公司重估净资产价值为 232 亿港元，对应每股净资产值为 8.67 港元，较现价折让 54%。**考虑到重估增值部分中粤港澳大湾区项目贡献占比达到 68%，资产变现能力较强，我们给予公司主流内房平均 40% 的折价率。首次覆盖给予“买入”评级，目标价 5.20 港元，隐含 31% 的上升空间。

表 5：奥园 WACC 计算

WACC	8.17%
股权资本成本	15.60%
β	1.8
无风险利率	3.00%
风险溢价	7.00%
股权资本比例	24.99%
债权资本成本	5.70%
有息负债综合融资成本	7.60%
税率	25.00%
债权资本比例	75.01%

数据来源：wind、中国奥园、安信国际

表 6：公司 RNAV 每股 8.67 港元，给予折价率 40%，目标价 5.20 港元

地区	净资产增值 (亿港元)	占比
广州、深圳	53	42%
粤港澳大湾区其他城市	32	26%
广东省其他城市	9	7%
成渝城市群	3	3%
长三角城市群	5	4%
中部城市群	3	2%
其他地区	20	16%
总计	126	
账面净资产 (亿港元)	105	
重估净资产值 (亿港元)	232	
总股本 (亿股)	27	
RNAV 每股 (港元)	8.67	
给予折价率	40%	
目标价	5.20	
当前股价	3.96	
潜在上升空间	31%	

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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
损益表					
营业收入	9,572	11,827	19,077	26,860	35,187
营业成本	-6,926	-8,550	-13,774	-19,474	-25,546
毛利	2,646	3,277	5,303	7,387	9,641
其他收入/(开支)	-236	-285	-35.42	-54.058	-55.6522
销售及管理费用	-890	-1,082	-1,760	-2,444	-3,167
经营溢利	1,520	1,910	3,508	4,888	6,419
分占联营公司业绩	27	-32	0	0	0
公允价值损益	356	310	0	0	0
净财务费用	-19	-103	-101	-124	-128
税前盈利	1,884	2,085	3,408	4,765	6,291
所得税	-977	-1,078	-1,764	-2,425	-3,240
非控股权益	95	126	189	288	366
净利润	812	881	1,454	2,052	2,685
核心净利润	823	1,035	1,454	2,052	2,685
EBITDA	1,910	2,262	3,544	4,942	6,474
EBIT	1,876	2,220	3,508	4,888	6,419
同比增长 (%)					
营业收入	37.2	23.6	61.3	40.8	31.0
毛利	28.0	23.8	61.8	39.3	30.5
净利润	0.4	8.5	65.1	41.1	30.9
核心净利润	11.8	25.8	40.5	41.1	30.9
EBITDA	44.4	18.4	56.7	39.5	31.0
EBIT	44.6	18.3	58.0	39.3	31.3
资产负债表					
非流动资产					
物业、厂房及设备	494	506	541	557	571
投资物业	4,505	5,425	5,425	5,425	5,425
其他	630	658	658	658	658
流动资产	43,197	59,829	75,876	97,469	122,915
存货及土地出让金	31,792	43,660	55,260	69,943	88,590
应收及预付账款	1,753	3,604	5,490	6,812	9,828
货币资金	9,036	10,957	13,517	19,106	22,889
其他	616	1,608	1,608	1,608	1,608
总资产	48,826	66,418	82,500	104,108	129,569
流动负债					
短期借贷	2,570	4,506	5,506	6,506	7,506
应付级预收账款	15,171	27,317	37,019	51,724	69,750
其他	5,029	4,320	4,320	4,320	4,320
非流动负债	14,481	15,645	19,645	23,645	27,645
长期借贷	13,727	15,062	19,062	23,062	27,062
其他	754	583	583	583	583
总负债	37,251	51,788	66,490	86,195	109,221
股本	26	25	25	25	25
储备	8,216	8,893	10,083	11,698	13,768
股东权益	8,242	8,918	10,108	11,723	13,793
非控股权益	3,333	5,713	5,902	6,190	6,556
股本总额	11,575	14,631	16,010	17,913	20,348
净负债	7,261	8,611	11,051	10,462	11,679

(转下页...)



财务报表预测 (续)

(31/12 年结; 百万元 RMB)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金流量表					
息税前盈利	1,876	2,220	3,508	4,888	6,419
折旧	34.33	41.67	35	54	56
营运资金变动	-3,710	6,092	-2,523	249	-1,919
其他	-1,223	-2,409	-1,764	-2,425	-3,240
经营活动现金流量	-3,023	5,945	-744	2,767	1,316
资本开支	-662	-4,658	-70	-70	-70
其他	-262	588	60	80	103
投资活动现金流量	-924	-4,070	-10	10	33
贷款变动	5,617	2,905	5,000	5,000	5,000
其他	1,187	-2,097	-1,686	-2,189	-2,565
融资活动现金流量	6,804	808	3,314	2,811	2,435
净资金流入/(出)	2,857	2,683	2,560	5,588	3,784
自由现金流	-1,477	4,639	2,615	7,423	7,597
财务及估值比率					
P/E (x)	11.2	8.9	6.4	4.6	3.5
P/B (x)	1.2	1.1	0.9	0.8	0.7
Dividend yield (%)	2.5%	2.8%	4.6%	6.6%	8.6%
EV/EBITDA (x)	4.6	3.8	2.5	1.8	1.3
EV/EBIT (x)	4.6	3.9	2.5	1.8	1.4
Gross margin (%)	27.6%	27.7%	27.8%	27.5%	27.4%
EBITDA margin (%)	20.0%	19.1%	18.6%	18.4%	18.4%
Pre-tax profit margin (%)	19.7%	17.6%	17.9%	17.7%	17.9%
Net margin (%)	8.5%	7.4%	7.6%	7.6%	7.6%
SG&A/sales (%)	9.3%	9.1%	9.2%	9.1%	9.0%
Effective tax rate (%)	51.9%	51.7%	51.8%	50.9%	51.5%
ROE (%)	9.9%	9.9%	14.4%	17.5%	19.5%
ROA (%)	1.7%	1.3%	1.8%	2.0%	2.1%
Current ratio (x)	1.9	1.7	1.6	1.6	1.5
Stock turnover days (s)	1652	1838	1449	1302	1260
A/R turnover days (s)	5.4	3.2	3.4	3.9	3.5
A/P turnover days (s)	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
Interest coverage (x)	20.6	14.1	21.8	24.0	27.7
Net debt/ (cash) to equity (%)	62.7	58.9	69.0	58.4	57.4
Total asset to equity ratio (x)	4.2	4.5	5.2	5.8	6.4
Dividend payout ratio (%)	30.2%	30.0%	29.4%	30.0%	29.9%

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，而应根据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