



规模增长和业绩释放双击

报告摘要

去年末销售大幅超预期, 预计 2018 年可延续高增长。得益于公司年底在南宁、宁波等地大力推盘以及部分城市网签速度加快, 奥园 2017 年 12 月实现合同销售 112 亿元, 环比增长 162%, 同比增长 230%。由此, 推动全年销售达到 460 亿元, 同比增速 (78%) 在中型房企中位居前列。基于公司在全国范围内二三线的良好布局、优秀的城市公司激励管控体系、可有效规避限价影响的“郊区盘”策略、以及成熟的收并购项目获取模式, 我们认为奥园在未来两年仍可延续高增长, 预计 2018/2019 年合同销售分别有望突破 645/810 亿元, 对应同比增速约 41%/26%。

业绩兑现开启, 预计 2017-2019 年核心利润 CAGR 约 45.8%。公司公告 2017 年正面盈利预告, 预期净利润同比增幅超过 75%, 如期进入结算高峰期。剔除 2017 年预计结转量 (约 193 亿元) 后, 估算目前已售未结合同销售接近 540 亿元, 约为 2017 年预测收入的 2.8 倍, 这为未来两年收入高增长提供了强力支撑。我们预计公司 18/19 年核心利润增速分别为 45%/41%, 股息收益率分别为 6.0%/8.4%。

估值约束减少带动板块上行, 而 EPS 增长预期将是个股分化的核心因素。今年住建部会议定调温和, 在保持调控的连续性和稳定性情况下, 政策的指向将更为精准, 减少对合理需求的误伤。虽然不能理解为全面宽松的信号, 但预计一二线城市在政策底部将出现边际改善, 伴随着部分区域去库存延续, 行业失速的压力有所缓解。我们认为今年板块的投资机会分为两部分: 对政策环境预期的修复以及库存风险出清应带动整体房地产股票估值约束减少, 而个股分化的核心因素在于不同房企间 EPS 增长的确定性 (业绩释放) 和可持续性 (集中度提升)。短期看, 中国奥园 17-19 年 EPS 复合增长率远高于内房平均水平 (彭博一致预测 30.1%); 中期看, 公司的经营思路和管理体系为渡过 500 亿门槛 (全国化扩张) 提供了有力支持, 规模和业绩可持续增长有迹可循; 按当前股价计算, 公司 18/19 年预测市盈率仅为 5.8/4.2 倍, 明显低于内房平均水平 (彭博一致预测 7.8/6.4 倍), 价值仍然被低估。

维持“买入”评级, 上调目标价至 7.50 港元。基于优于市场预期的政策环境以及公司强劲的规模增长动能, 上调 NAV 每股至 10.71 港元, 给予 30% 的主流内房平均折让水平, 对应目标价 7.50 港元, 隐含 28% 的上涨空间。

风险提示: i) 进一步出台调控政策; ii) 公司无法及时补充货量;

(31/12 年结; 百万元 RMB)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	9,572	11,827	19,325	27,577	38,084
增长率 (%)	37.2	23.6	63.4	42.7	38.1
核心净利润	823	1,035	1,574	2,280	3,206
增长率 (%)	11.8	25.8	52.1	44.8	40.6
毛利率 (%)	27.6	27.7	27.9	27.8	27.6
核心净利润率 (%)	8.5	7.4	8.1	8.3	8.4
每股核心收益 (RMB)	0.31	0.39	0.59	0.85	1.20
每股净资产 (RMB)	3.0	3.2	3.8	4.5	5.4
市盈率	16.2	12.9	8.5	5.8	4.2
市净率	1.7	1.6	1.3	1.1	0.9
净资产收益率 (%)	9.9	9.9	15.4	19.1	22.3
股息收益率 (%)	2.2	3.0	4.7	6.0	8.4

数据来源: 公司; 安信国际

评级:

买入

目标价格:

7.50 港元

现价 (2018 年 1 月 10 日) : 5.87 港元

报告日期: 2018-01-11

总市值(百万港元)	15,711.47
流通市值(百万港元)	15,711.47
总股本(百万股)	2,676.57
流通股股本(百万股)	2,676.57
12 个月低/高(港元)	1.671/6.04
平均成交(百万港元)	71.21

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	34.67	15.83	208.61
绝对收益	43.17	24.89	245.23

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

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	19,325	27,577	38,084
营业成本	-6,926	-8,550	-13,934	-19,911	-27,573
毛利	2,646	3,277	5,392	7,666	10,511
其他收入/(开支)	-236	-285	-35.42	-54.058	-55.6522
销售及管理费用	-890	-1,082	-1,565	-2,151	-2,932
经营溢利	1,520	1,910	3,791	5,461	7,523
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	-111	-161	-173
税前盈利	1,884	2,085	3,680	5,300	7,350
所得税	-977	-1,078	-1,906	-2,724	-3,756
非控股权益	95	126	201	296	388
净利润	812	881	1,574	2,280	3,206
核心净利润	823	1,035	1,574	2,280	3,206
EBITDA	1,910	2,262	3,826	5,515	7,579
EBIT	1,876	2,220	3,791	5,461	7,523
同比增长 (%)					
营业收入	37.2	23.6	63.4	42.7	38.1
毛利	28.0	23.8	64.5	42.2	37.1
净利润	0.4	8.5	78.7	44.8	40.6
核心净利润	11.8	25.8	52.1	44.8	40.6
EBITDA	44.4	18.4	69.2	44.1	37.4
EBIT	44.6	18.3	70.8	44.1	37.8
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	3,854	3,854	3,854
流动资产	43,197	59,829	82,507	109,896	136,057
存货及土地出让金	31,792	43,660	66,175	87,787	106,839
应收及预付账款	1,753	3,604	5,314	7,336	9,978
货币资金	9,036	10,957	9,409	13,165	17,632
其他	616	1,608	1,608	1,608	1,608
总资产	48,826	66,418	92,326	119,732	145,907
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	43,707	63,375	81,121
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	73,178	97,846	120,592
股本	26	25	25	25	25
储备	8,216	8,893	10,203	11,931	14,340
股东权益	8,242	8,918	10,228	11,956	14,365
非控股权益	3,333	5,713	9,110	9,406	9,794
股本总额	11,575	14,631	19,337	21,362	24,159
净负债	7,261	8,611	15,159	16,403	16,936

(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	3,791	5,461	7,523
折旧	34.33	41.67	35	54	56
营运资金变动	-3,710	6,092	-6,574	-2,299	-2,077
其他	-1,223	-2,409	-1,906	-2,724	-3,756
经营活动现金流量	-3,023	5,945	-4,653	492	1,745
资本开支	-662	-4,658	-70	-70	-70
其他	-262	588	50	56	76
投资活动现金流量	-924	-4,070	-20	-14	6
贷款变动	5,617	2,905	5,000	6,000	6,000
其他	1,187	-2,097	-1,875	-2,721	-3,284
融资活动现金流量	6,804	808	3,125	3,279	2,716
净资金流入/(出)	2,857	2,683	-1,548	3,756	4,467
自由现金流	-1,477	4,639	-1,023	5,709	9,015
财务及估值比率					
P/E (x)	16.2	12.9	8.5	5.8	4.2
P/B (x)	1.7	1.6	1.3	1.1	0.9
Dividend yield (%)	2.2%	3.0%	4.7%	6.0%	8.4%
EV/EBITDA (x)	4.6	3.9	2.3	1.6	1.2
EV/EBIT (x)	4.7	3.9	2.3	1.6	1.2
Gross margin (%)	27.6%	27.7%	27.9%	27.8%	27.6%
EBITDA margin (%)	20.0%	19.1%	19.8%	20.0%	19.9%
Pre-tax profit margin (%)	19.7%	17.6%	19.0%	19.2%	19.3%
Net margin (%)	8.5%	7.4%	8.1%	8.3%	8.4%
SG&A/sales (%)	9.3%	9.1%	8.1%	7.8%	7.7%
Effective tax rate (%)	51.9%	51.7%	51.8%	51.4%	51.1%
ROE (%)	9.9%	9.9%	15.4%	19.1%	22.3%
ROA (%)	1.7%	1.3%	1.7%	1.9%	2.2%
Current ratio (x)	1.9	1.7	1.5	1.5	1.5
Stock turnover days (s)	1652	1838	1715	1596	1406
A/R turnover days (s)	5.4	3.2	3.6	3.7	3.8
A/P turnover days (s)	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
Interest coverage (x)	20.6	14.1	23.5	25.2	30.3
Net debt/ (cash) to equity (%)	62.7	58.9	78.4	76.8	70.1
Total asset to equity ratio (x)	4.2	4.5	4.8	5.6	6.0
Dividend payout ratio (%)	35.7%	38.7%	40.0%	35.0%	35.0%

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，其母公司或其任何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