

公司报告

招商證券(香港)有限公司  
證券研究部

中国奥园 (3883 HK)

占据优势, 乘势生长

■ 公司主席对2019年房地产市场持乐观态度, 房地产政策会进一步放松背景下(限购限价取消)

■ 奥园靓丽的销售增长和高可见性的盈利为估值打下坚实基础

■ 我们重申奥园为大湾区标的中的首选买入, 目标价7.2港元; 当前估值较净现值折让59%, 3.3倍市盈率, 估值吸引

公司主席: 政策放松, 市场复苏

上周五的反向路演中我们见到了奥园的高级管理层。公司主席分享了他对2019年房地产市场的乐观看法, 他预期近期的政策放松在2019年将会继续, 并且政府将取消限购和限价政策(一线城市除外), 并在三四五线城市推行支持性措施。

销售增长靓丽, 盈利可见度高

在2018年实现大幅跃增(同比>80%)之后, 奥园计划在2019年实现合同销售额增长25-30%至1,000-1,100亿元人民币。管理层解释称2019年的销售目标是基于1,700亿元人民币的可售资源和60-65%的销售去化率制定的, 符合当前的市场状况(2018年平均去化率: ~65%)。预计2018/19年的权益比率为~85%/~80%。管理层预计2018/19年收入将达300亿/450亿元人民币, 同比增长+55%/50%。截至2018年底, 未确认销售额或将达到1,000亿元人民币, 这意味着公司2019年84%的收入已经被锁定, 相应毛利率约为27-28%。

即使市场复苏不似预期, 奥园的基本面依然坚实

公司主席对行业的乐观看法使参会的许多分析师感到意外。尽管如此, 从我们自下而上的分析来看, 奥园强大的基本面良好支撑了公司具有吸引力的估值。城市更新项目的进展/潜在出售可能会成为短期的催化剂。我们重申奥园为大湾区标的中的首选买入, 目标价7.2港元, 基于净资产值折让40%。主要风险: 政策进一步收紧, 经济衰退。

主要财务资料

人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	11,827	19,115	29,653	43,804	60,732
增长(%)	24%	62%	55%	48%	39%
核心利润	967	1,228	2,406	3,569	4,994
增长(%)	13%	27%	96%	48%	40%
核心每股盈利(人民币)	0.36	0.46	0.90	1.33	1.87
与市场预测相比(%)	-	-	1%	7%	11%
股息收益率(%)	0.15	0.25	0.38	0.54	0.59
市净率(x)	11.6	9.3	4.7	3.3	2.4
净资产收益率(%)	7%	5%	8%	11%	13%

资料来源: 公司资料、招商證券(香港)预测

龙兆丰 李怡珊  
+852 3189 6176 +852 3189 6122  
siufunglung@cmschina.com.hk crystalli@cmschina.com.hk

买入

前次评级	买入
股价	HK\$4.96
12个月目标价(上涨空间)	HK\$7.2 (+45%)
前次目标价	HK\$7.2

股价表现



资料来源: 贝格数据

%	1m	6m	12m
3883 HK	6.4	(34.8)	19.5
恒生指数	1.7	(14.3)	(10.5)

行业: 房地产

恒生指数	26095
国企指数	10359

重要数据

52周股价区间(港元)	3.78-7.9
市值(百万港元)	13282
日均成交量(百万股)	13.1
每股净资产(港元)	4.02

主要股东

郭梓文	55.32%
总股数(百万股)	2682
自由流通量	44.68%

资料来源: 港交所、彭博

相关报告

1. 中国奥园 (3883 HK)- 大湾区首选标的, 短期重估可期(买入) 2018/11/19

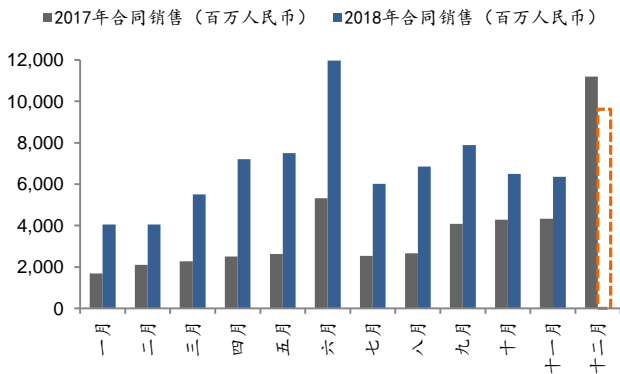
## 在2019年的市场中占据优势地位

### 靓丽的销售增长

在2018年实现大幅跃增(同比>80%)之后,奥园计划在2019年实现合同销售额增长25-30%至1,000-1,100亿元人民币。管理层解释称2019年的销售目标是基于1,700亿元人民币的可售资源和60-65%的销售去化率制定的,符合当前的市场状况(2018年预计去化率:~65%)。预计2018/19年的权益比率为~85%/~80%。预期2018年现金回款率达78-80%,相较于2017年全年的84%略有下降。管理层预计2019年随着按揭政策的略微放松,现金回款率将有所上升。

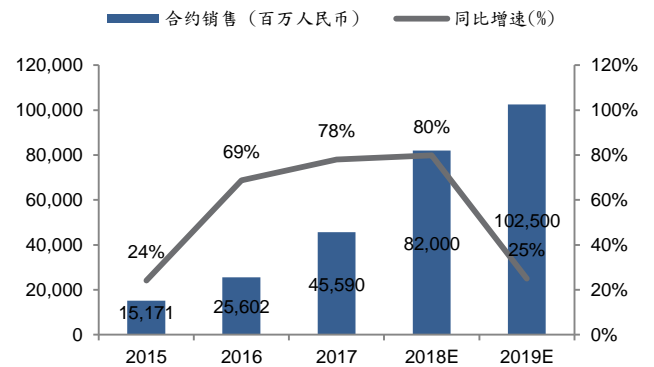
管理层承认,自2018年10月房地产市场显著降温以来,奥园的部分项目实施了3-4%的降价措施,但对公司整体利润率影响微乎其微,因为这些降价仅适用于人民币70-80亿元的可销售资源,其中大部分是库存或次选产品。由于市场收紧政策已经持续了几个月并且最近出现了放松的迹象,管理层预计大多数开发商将不再降价(除了一些特殊的商业产品)。

图1: 奥园2018全年合约销售或将达人民币820-850亿元



资料来源: 公司数据、招商证券(香港)

图2: 奥园目标将2019年合约销售额增加25-30%至人民币1,000-1,100亿元

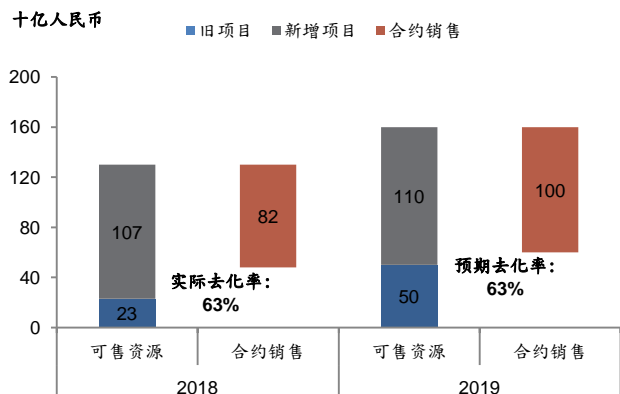


资料来源: 公司数据、招商证券(香港)

### 盈利可见度高

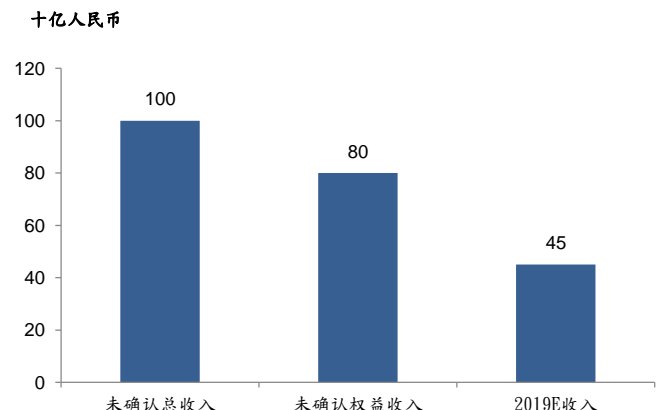
管理层预计2018/19年收入将达300亿/450亿元人民币,同比增长+55%/50%。截至2018年底,未确认销售额或将达到1,000亿元人民币,这意味着公司2019年84%的收入已经被锁定,相应毛利率约为27-28%。

图3: 奥园已为2019年合同销售准备了充足的可售资源



资料来源: 公司数据、招商证券(香港)

图4: 奥园2018年底未确认收入或将达人民币1,000亿元



资料来源: 彭博、招商证券(香港)

持续的土地储备策略

截止到2018年前十个月，奥园斥资260亿元收购了约60个项目，总建筑面积达1,040万平方米（权益建筑面积达870万平方米）。管理层预计2018年全年土地总成本不会超过人民币300亿元，约占2018年合约销售额的37%（2017年：约占50%）。同时，管理层重申其土地储备预算约占合同销售额的三分之一。

奥园的拿地策略与其目前的土地储备分布相似，即华南地区约占50%（大湾区占三分之一），中国中西部占20%，华东地区占20%，其他地区占10%（华北以及海外）。与大多数开发商类似，二线城市将成为奥园近期土地储备的重点。

作为奥园的核心竞争力之一，4个城市更新项目将于2019年纳入土地储备。管理层不排除部分出售其中一些项目。

稳健的财务状况

奥园在2018年8月之前便完成了境外债券的发行，这使得公司成功避免了第四季度的再融资高峰。下一笔到期的境外债券将在2019年4月到期，到期金额为2.5亿美元，利率为6.525%。奥园2019年到期的债券/ABS总计（境内+境外）少于人民币80亿元。

管理层预计平均融资成本可能会从2018年6月的7.3%上升至2018年12月的7.5%，这符合我们的预期。同时我们也预计2019年平均融资成本可能进一步增长至约8%的水平。

管理层预计净负债率可能略有改善，从2018年6月的73%改善至2018年12月的70%，长远来看不会超过80%。

图5: 同业对比

公司	股票代码	股价 (港元)	目标价 (港元)	评级	市值 (十亿美元)	市场			上涨 空间 (%)	市盈率 (x)			市净率 (x)		股息收益率 (%)		净负债率 (%)	
						净资产 (十亿港元)	净资产 折让 (%)	净资产 折让 (%)		2017	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2017	1H18
恒大	3333 HK	25.2	36.0	买入	42.4	42.3	40.4	44	43	8	5.4	4.3	1.5	1.3	16.3	11.6	184	127
万科	2202 HK	27.9	36.0	买入	42.1	40.0	30.4	31	29	8.9	7.1	6.1	1.6	1.4	5.1	5.9	9	33
中海	688 HK	27.3	32.0	买入	38.3	35.0	22.1	36	17	8.5	6.9	5.6	0.8	0.8	4.1	4.7	28	27
碧桂园	2007 HK	9.5	13.0	买入	26.4	15.3	37.9	60	37	7.6	5.1	4.2	1.3	1.1	7.5	9.2	57	59
龙湖	960 HK	22.8	28.0	买入	17.3	31.0	26.6	46	23	10.9	8.6	7.1	1.4	1.3	4.7	5.6	48	55
融创	1918 HK	27.2	36.0	买入	15.3	45.0	39.7	59	33	20.1	7.8	4.8	1.7	1.3	3.2	5.2	257	193
华润	1109 HK	31.0	-	未评级	27.5	-	-	38	-	10.3	7.7	6.9	1.2	1.1	5.1	5.4	43	47
<b>大盘股</b>					<b>209.3</b>			<b>45</b>		<b>10.6</b>	<b>6.9</b>	<b>5.6</b>	<b>1.4</b>	<b>1.2</b>	<b>6.5</b>	<b>6.8</b>	<b>89</b>	<b>77</b>
雅居乐	3383 HK	9.9	10.0	中性	5.0	20.0	50.6	62	1	5.8	4.5	3.9	0.6	0.6	11.1	11.4	105	134
合景泰富	1813 HK	6.9	7.5	买入	2.8	15.0	54.2	66	9	4.8	3.8	3.2	0.1	0.1	9.1	11	68	77
时代中国	1233 HK	7.3	10.8	买入	1.7	18.0	59.7	65	49	4.5	3.5	2.9	0.4	0.3	8.6	10.4	58	67
中国奥园	3883 HK	4.9	7.2	买入	1.7	12.0	59.2	64	47	9	4.5	3.2	0.4	0.3	9.3	12.7	51	73
龙光地产	3380 HK	9.4	-	未评级	6.6	-	-	56	-	8.7	5.6	4.4	1.4	1.2	7.5	9.5	51	52
深业控股	604 HK	2.6	-	未评级	2.8	-	-	66	-	4.2	6.6	5.9	0.4	0.4	7.4	8.1	22	38
越秀地产	1233 HK	1.4	-	未评级	2.3	-	-	70	-	6.3	5.5	5.2	0.4	0.4	6.8	7.7	84	80
佳兆业	1638 HK	2.4	-	未评级	1.8	-	-	50	-	4.2	2.7	2.5	0.3	0.3	-	-	326	290
<b>大湾区标的</b>					<b>24.7</b>			<b>62</b>		<b>5.9</b>	<b>4.6</b>	<b>3.9</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>8.6</b>	<b>10.1</b>	<b>96</b>	<b>102</b>
世茂	813 HK	20.6	-	未评级	8.7	-	-	53	-	7.5	5.6	4.6	0.8	0.7	7	8.5	61	60
金茂	817 HK	3.7	-	未评级	5.5	-	-	63	-	8.3	6.7	5.4	0.9	0.8	5.9	7.2	69	66
富力地产	2777 HK	12.0	-	未评级	5.0	-	-	68	-	4.3	3.1	2.7	0.5	0.5	12.6	14.5	189	187
新城发展	1030 HK	5.5	-	未评级	4.1	-	-	64	-	7.4	4.6	3.5	1.3	1	7.8	9.6	117	155
旭辉	884 HK	4.1	-	未评级	4.0	-	-	62	-	5.3	4.2	3.5	0.8	0.7	8.6	10.5	49	72
远洋	3377 HK	3.5	-	未评级	3.4	-	-	68	-	5.5	4.4	3.8	0.4	0.4	9.6	11	66	77
禹洲地产	1628 HK	3.3	-	未评级	2.0	-	-	71	-	3.8	3.1	2.6	0.6	0.6	11.8	13.7	69	63
融信	3301 HK	9.1	-	未评级	1.9	-	-	64	-	-	4.3	3.1	1	0.8	4.1	6	165	140
绿城	3900 HK	6.1	-	未评级	1.7	-	-	64	-	6.7	4.5	4.3	0.4	0.4	4.4	4.5	59	55
中骏	1966 HK	2.9	-	未评级	1.5	-	-	61	-	4.5	3.2	2.7	0.6	0.5	9.1	11.3	81	69
保利地产	119 HK	2.6	-	未评级	1.2	-	-	67	-	6	3.1	2.9	0.3	0.3	9.7	9.5	72	85
建业地产	832 HK	2.9	-	未评级	1.0	-	-	65	-	7.5	7.1	4	0.7	0.7	4.2	7.1	50	47
<b>合共</b>					<b>274.2</b>			<b>59</b>		<b>7.2</b>	<b>5.2</b>	<b>4.2</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>	<b>7.7</b>	<b>8.9</b>	<b>90</b>	<b>90</b>

注：未评级股价信息来源于彭博；资料来源：彭博、公司数据、招商证券（香港）；股价截止至2018年12月17日

## 财务预测表

## 利润表

百万人民币	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	11,827	19,115	29,653	43,804	60,732
营业成本	-8,550	-14,004	-21,494	-31,740	-44,085
毛利润	3,277	5,111	8,159	12,064	16,648
销售费用	-592	-926	-1,437	-2,122	-2,943
行政费用	-489	-800	-1,186	-1,752	-2,429
其他费用	0	0	0	0	0
营业利润	2,195	3,386	5,536	8,190	11,276
财务成本	-157	-268	-288	-343	-379
联营企业及关联公司	-32	-116	0	95	174
其他	88	411	140	-74	236
息税前利润	2,093	3,412	5,388	7,867	11,307
税费	-1,001	-1,590	-2,474	-3,516	-4,872
税后利润	1,092	1,823	2,914	4,351	6,435
永续债及少数股东收益	-126	-312	-496	-984	-1,333
核心利润	967	1,511	2,418	3,367	5,102
公允价值变动	232	252	0	0	0
一次性扣除	-318	159	0	0	0
净利润	881	1,640	2,406	3,569	4,994

## 资产负债表

百万人民币	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	59,830	116,110	145,429	183,634	223,117
现金及现金等价物	10,471	24,769	24,750	28,859	33,182
应收账款	3,604	7,407	7,407	7,407	7,407
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	45,754	83,934	113,272	147,367	182,527
非流动资产	6,589	9,696	10,452	11,384	12,486
投资物业	5,425	6,360	6,996	7,696	8,465
固定资产	521	800	920	1,058	1,216
联营企业及关联公司	316	683	683	778	952
其他非流动资产	328	1,852	1,852	1,852	1,852
总资产	66,418	125,806	155,881	195,018	235,603
流动负债	36,143	75,573	100,916	134,015	167,230
银行贷款	4,506	20,490	22,990	25,490	27,990
应付账款	6,795	14,579	15,308	16,074	16,878
其他流动负债	24,842	40,504	62,618	92,452	122,363
非流动负债	15,645	23,106	25,606	28,106	30,606
贷款	13,875	19,880	22,380	24,880	27,380
其他	1,770	3,226	3,226	3,226	3,226
总负债	51,787	98,680	126,523	162,122	197,837
已发行股本	25	25	25	25	25
留存收益	8,893	10,130	11,866	14,419	17,956
股东权益	8,918	10,155	11,891	14,445	17,982
永续债及少数股东权益	5,713	16,971	17,467	18,452	19,784
总权益	14,631	27,126	29,358	32,896	37,766
每股净资产(人民币)	3.3	4.2	5.5	10.1	11.0
净资产(港元)			12.0		

资料来源: 公司数据, 招商证券(香港)

## 财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
同比增长					
收入	23.6%	61.6%	55.1%	47.7%	38.6%
毛利润	23.8%	56.0%	59.6%	47.9%	38.0%
净利润	13.0%	56.2%	60.1%	39.2%	51.6%
核心每股盈利	15.4%	26.8%	95.9%	48.3%	39.9%
每股股利	41.5%	66.7%	51.8%	43.4%	8.6%
盈利性指标					
毛利率	27.7%	26.7%	27.5%	27.5%	27.4%
净利率	8.2%	7.9%	8.2%	7.7%	8.4%
净资产收益率	11.3%	15.8%	21.9%	25.6%	31.5%
流动性指标					
平均借款利率	8.1%	7.2%	7.5%	8.0%	8.0%
净负债率	50.7%	51.0%	70.0%	60.0%	54.1%
流动负债/现金	25%	51%	51%	51%	51%
境外负债比率	40%	30%	30%	30%	30%
营运能力指标					
资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
存货周转率	33.2	42.4	50.0	64.2	77.5
应收账款周转率	1.9	1.8	2.0	2.8	3.7
每股指标					
核心每股盈利(人民币)	0.36	0.46	0.90	1.33	1.87
每股股利(人民币)	0.15	0.25	0.38	0.54	0.59
估值比率					
净资产折让(%)			-59%		
市盈率(%)	11.59	9.26	4.69	3.31	2.36
市净率(%)	1.29	1.02	0.77	0.44	0.40
股息收益率(%)	3.5%	6.3%	9.0%	12.3%	13.4%
股利分发比率(%)	36.7%	43.5%	35.0%	32.0%	25.0%
现金流量表					
百万人民币	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营性活动现金流	5,945	-6,763	-3,537	1,022	1,770
净利润	2,085	3,626	5,376	8,070	11,199
折旧摊销	42	53	56	59	62
营运资产变动	6,092	-6,926	-6,496	-3,496	-4,445
财务成本	-1,535	-2,007	0	0	0
税费	-3,083	-3,083	-3,083	-3,083	-3,083
其他	2,344	1,574	609	-528	-1,963
投资性现金流	-4,069	-9,944	-812	-896	-990
资本支出	-703	-754	-812	-896	-990
其他投资	-3,377	-9,238	0	0	0
融资性现金流	808	31,046	4,330	3,984	3,543
净借款	-671	19,663	5,000	5,000	5,000
发行股权	-156	0	0	0	0
股利	-572	-812	-670	-1,016	-1,457
其他	2,206	12,195	0	0	0
净现金流	2,683	14,339	-20	4,110	4,323

## 投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

### 监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

### 免责声明

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。招商证券（香港）现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券（香港）目前的经营范围包括第1类（证券交易）、第2类（期货合约交易）、第4类（就证券提供意见）、第6类（就机构融资提供意见）和第9类（提供资产管理）。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券（香港）有限公司提供。招商证券（香港）现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券（香港）目前的经营范围包括第1类（证券交易）、第2类（期货合约交易）、第4类（就证券提供意见）、第6类（就机构融资提供意见）和第9类（提供资产管理）。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券（香港）并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外，招商证券（香港）的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券（香港）认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券（香港）可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。招商证券（香港）认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券（香港）可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券（香港）或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券（香港）或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

### 香港

招商证券(香港)有限公司  
香港中环交易广场一期 48 楼  
电话: +852 3189 6888  
传真: +852 3101 0828