

强烈推荐（维持）

业绩进入高速释放周期

中国奥园 03883.HK

目标股价：14.50 港元
当前股价：10.40 港元

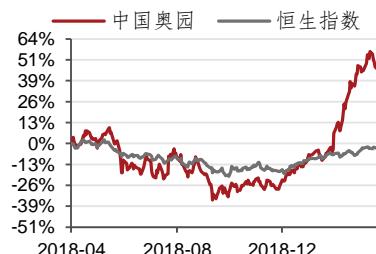
基础数据

流通市值 (百万港元)	25,359.56
发行股份 (百万股)	2,677.88
每股净资产 (港元)	4.01
近 3 月平均日交易量(百万港元)	108.12
主要股东持股比例 (%)	
郭梓文	55.22

股价表现 (%)

	1M	3M	12M
相对表现	-0.27	56.74	63.2
绝对表现	3.61	65.14	57.27
近 12 月最高价(港元)	19-04-15	10.28	
近 12 月最低价(港元)	18-10-11	4.09	

近一年股价走势图



数据来源：贝格数据、克而瑞证券
相关报告

1、《中国奥园 03883.HK：销售跻身千亿，业绩高速增长》2019-07-20

分析师 徐婵娟, CFA

执业证号：BOI213
852-25105555
sarah.xu@cricsec.com

联系人 胡乐天

执业证号：BDI847
852-25105555
laurence.hu@cricsec.com

联系人 董浩

852-25105555
hao.dong@cricsec.com

投资要点

- 核心观点：**公司 2019H1 业绩高速增长，未来业绩锁定性较强。在上半年市场冷热不均的大环境下，公司销售保持稳健增长，伴随着下半年推货力度加大，全年大概率实现 1140 亿销售目标 (25%增速)，同时土地投资进一步体现全国化布局思路，看好公司未来成长性，预计 2019/2020 年 EPS 分别为 1.78/2.36 元，对应 PE 5.2/4.0，维持“强烈推荐”评级。
- 业绩进入高速释放周期。** H1 公司实现营收 236.7 亿元，同比+73%；实现毛利润 70.5 亿元，同比+81%，毛利润率约 29.8%，同比提高 1.2pct；实现净利润 28.0 亿，同比+90%，净利润率约 11.8%，同比提高 1.0pct；核心净利润 24.9 亿，同比+79%，核心净利润率约 10.5%，同比提高 0.3pct。营收大幅增长得益于结算量价双升 (结算面积同比+26%，结算单价+37%)，同时盈利能力进一步改善拉动净利润增速略高于营收增速。截至 2019 年中，公司已签约但未确认的合同销售金额约 1390 亿元，未来 2 年内将逐步确认为营业收入，业绩锁定性较强。
- 销售稳健增长，全国化布局不断完善。** H1 公司实现销售面积 532 万方，同比 35%，销售金额 536.3 亿，同比+33%，H1 完成全年销售目标 (1140 亿) 的 47%，随着下半年推货力度加大，在维持当前去化率的市场环境下，公司将大概率完成年初设定的 1140 亿销售目标(对应 25%增速)。从区域上看，公司华南/中西部核心区/华东/环渤海/境外的销售占比分别为 42%/27%/19%/10%/2%，同比分别变化-12/+8/-3/+7/0pct，中西部核心区和环渤海占比显著提高，全国化布局进一步完善。
- 战略性加仓华东区域，充沛旧改资源锁定业绩。** H1 公司新增 34 个项目，新增权益建面 566 万方 (权益比 78%)，权益地价约 158 亿元，平均楼面价约 2792 元/平，楼面均价/销售均价不到 30%，维持较好的盈利性。新增可售货值逾 800 亿元，覆盖 H1 销售额 1.5 倍。公司重点加强在华东区域南京、宁波、合肥、扬州等城市布局，H1 华东地区权益拿地 56.5 亿，占总权益拿地额的 36%。截至期末，公司共布局 75 个城市，总土储约 4000 万方 (权益比 81%)，对应货值约 4255 亿，静态观测可供公司未来 3-4 年左右销售。同时公司利用大湾区的先发优势，积极拓展旧改资源，截至 2019 年中，公司拥有逾 30 个不同阶段的城市更新项目，规划总建面约 1604 万方，预计额外提供可售资源约 2000 亿，城市更新项目可通过一二联动开发、一级开发乃至出售实现利润，公司未来利润可见性高。
- 债务结构持续优化。** H1 公司在手总现金约 548.4 亿元，对于 335.5 亿短期负债的覆盖倍数约 1.6 倍，于 2019 年 7 月及 8 月，公司已偿还及续期约 25.4 亿短期贷款，短期借贷占比降至 40%以下，短期债务压力较轻。公司期末净负债率 64.2%，同比提升 5.3pct，仍位于行业较低水平。公司综合借贷成本 7.4%，与 2018 年持平，较低的融资利率和稳健的杠杆水平为公司未来择时加仓提供了良好基础。
- 风险提示：** 行业销量下滑；三四线销量下滑超预期；房地产政策调控超预期。

核心数据

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	11827.3	19115.3	31005.8	44958.5	58446.0
增长率 (%)	23.6%	61.6%	62.2%	45.0%	30.0%
归母净利润(百万元)	881.0	1639.9	2408.9	4052.9	5298.1
增长率 (%)	8.5%	86.2%	46.9%	68.2%	30.7%
每股收益 (EPS)	0.39	0.73	1.08	1.78	2.36
市盈率 (P/E)	24.2	12.8	8.6	5.2	4.0
市净率 (P/B)	1.7	0.9	0.8	0.7	0.6

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

公司财务数据

利润表(百万元)	FY16	FY17	FY18	FY19E	FY20E
营业收入	11827.3	19115.3	31005.8	44958.5	58446.0
营业成本	8550.2	14003.8	21371.7	31021.3	40327.7
毛利	3277.1	5111.5	9634.2	13937.1	18118.3
销售费用	592.3	926.2	1432.2	2168.8	2783.7
管理费用	489.4	799.6	1736.0	2086.0	2809.7
财务费用	157.4	267.9	410.6	607.9	794.4
其他费用/(-收入)	-47.0	-507.8	-898.9	-892.1	-1468.9
营业利润	2085.0	3625.6	6954.3	9966.5	13199.4
所得税费用	1078.4	1673.6	4014.8	5169.8	6853.3
净利润	1006.6	1952.0	2939.5	4796.7	6346.1
少数股东损益	125.6	312.0	530.6	743.8	1048.0
归属于母公司净利润	881.0	1639.9	2408.9	4052.9	5298.1
财务指标	FY16	FY17	FY18	FY19E	FY20E
盈利能力	6.9%	7.2%	9.6%	13.9%	16.1%
ROE	27.7%	26.7%	31.1%	31.0%	31.0%
毛利率	17.6%	19.0%	22.4%	22.2%	22.6%
营业利润率	8.5%	10.2%	9.5%	10.7%	10.9%
销售净利率	23.6%	61.6%	62.2%	45.0%	30.0%
成长能力	10.6%	73.9%	91.8%	43.3%	32.4%
营业收入增长率	10.9%	93.9%	50.6%	63.2%	32.3%
营业利润增长率	78.0%	78.4%	83.7%	85.1%	84.8%
净利润增长率	165.5%	153.6%	142.0%	146.6%	143.9%
偿债能力	45.1%	51.5%	47.0%	45.2%	39.7%
资产负债率	6.9%	7.2%	9.6%	13.9%	16.1%
每股指标与估值	FY16	FY17	FY18	FY19E	FY20E
每股指标					
EPS	0.39	0.73	1.08	1.78	2.36
BVPS	5.4	10.1	11.4	12.8	14.6
估值					
P/E	24.2	12.8	8.6	5.2	4.0
P/B	1.7	0.9	0.8	0.7	0.6
P/S	2.1	1.3	0.8	0.6	0.4

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

资产负债表(百万元)	FY16	FY17	FY18	FY19E	FY20E
现金及现金等价物	10470.9	24769.2	32937.3	35966.8	35067.6
应收账款及其他	5217.7	12158.5	16036.7	20445.6	20487.1
存货	43513.1	77207.3	114961.0	145273.5	168386.7
其他流动资产	485.6	1770.9	2945.1	3245.1	3545.1
流动资产合计	59829.6	116110.2	171807.6	209974.3	232635.8
固定资产及在建工程	506.0	719.0	2057.2	2636.2	2972.6
长期股权投资	5424.5	6360.2	8833.5	10833.5	12833.5
无形资产、商誉	4.6	33.5	7.1	14.7	21.8
其他非流动资产	465.3	2288.5	3844.9	5044.9	6244.9
非流动资产合计	6588.8	9695.6	17050.7	21849.3	26442.8
资产总计	66418.4	125805.9	188858.2	231823.7	259078.7
短期借款	4505.9	21121.8	24314.0	24352.6	24773.3
应付账款及其他	4568.2	7294.5	11212.9	16362.9	18614.9
合同负债	20523.9	34760.1	59966.4	78655.6	83694.4
其他流动负债	3871.3	8810.0	14982.5	16982.5	18982.5
流动负债合计	36142.6	75573.2	121032.6	143221.4	161653.4
长期借款	3795.4	14422.9	21489.9	36529.0	37159.9
长期应付账款及其他	10079.2	6499.5	13003.5	15432.7	18173.7
其他长期负债	582.6	1733.5	1687.9	2187.9	2687.9
非流动负债合计	15644.5	23106.4	37091.7	54149.5	58021.6
负债和股东权益总计	51787.1	98679.6	158124.4	197370.9	219675.0
股本	25.3	25.3	25.3	25.3	25.3
储备	8875.9	10108.0	11844.4	14822.0	18725.0
少数股东权益	5713.2	16971.3	18861.6	19605.4	20653.4
负债和股东权益总计	66418.4	125805.9	188858.2	231823.7	259078.7
现金流量表(百万元)	FY16	FY17	FY18	FY19E	FY20E
净利润	881.0	1639.9	2408.9	4052.9	5298.1
折旧摊销	41.8	54.0	119.4	123.3	166.5
营运资本变动	6092.0	-6925.9	7508.5	-11154.0	-3402.3
利息净支出	98.6	173.0	152.4	369.4	542.8
其他	-1168.5	-1704.2	-1601.3	-653.5	-1217.3
经营活动现金流	5944.9	-6763.2	8587.9	-7261.9	1387.8
资本支出	42.5	402.8	526.4	710.0	510.0
其他	-3407.6	-8952.6	-10163.7	-7508.0	-8874.7
投资活动现金流	-4069.1	-9943.6	-16963.1	-11334.0	-9384.7
债务融资	143.8	21463.5	14398.2	15077.7	1051.6
权益融资	-400.7	-393.5	-679.0	-1075.4	-1395.1
其它	1064.5	9976.3	2651.1	7573.0	7380.6
筹资活动现金流	807.6	31046.3	16370.2	21575.2	7037.2
汇率变动	18.4	-41.2	173.0	50.1	60.7
现金净增加额	2701.8	14298.3	8168.1	3029.5	-899.2

评级指南及免责声明

披露事项

本报告由克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)编制。克而瑞及其子公司，母公司和/或关联公司跟上述被研究公司及其子公司和/或关联公司有以下关系：

克而瑞及其子公司，母公司和/或关联公司在过去的十二个月内有为上述被研究公司提供联席账簿管理人服务，并已在过去十二个月内收取了该服务之费用。

分析师保证

负责制备本报告的分析师谨此保证:-

本报告内所载意见谨反映分析师对调研目标公司/或相关证券的个人观点及意见;分析师的薪酬不会直接或间接地与其就调研报告或其他业务所发表的观点及意见有任何关系;分析师并不直接受其他业务部门监管，除了向 CEO 直接汇报外，分析师亦无须向其他业务主管汇报;分析师没有违反安静期的规定买卖调研目标公司证券;分析师及其联系人士并无受聘于调研目标公司;分析师及/或其联系人士并无拥有调研目标公司的任何财务权益。

克而瑞制定了政策和程序，以识别和管理与其研究业务相关的任何潜在利益冲突。克而瑞的分析师及其他参与研究准备和传播的员工必须遵守该政策和程序，并拥有独立于克而瑞业务的管理层之报告线。

在克而瑞内的不同业务线之间建立信息分隔程序 (Chinese Wall)，以确保任何机密和/或价格敏感信息得到适当的处理方式。

免责声明

本报告由独立于上述被研究公司及其子公司和附属公司的作者编制。克而瑞证券有限公司(“克而瑞”)无权代表上述被研究公司，其股东，及其关联公司，或与此有关的任何其他人提供任何信息或陈述或保证。特别是，本文所表达的意见，估算和预测完全是本文作者的意见，估计和推测，而不是作为上述被研究公司，其股东，及其关联公司或任何其他人或作为任何发售的管理人或承销商的意见，估计和推测。

本报告基于其作者认为可靠的信息，但克而瑞并未独立验证本报告的内容。本报告所述的事实，以及其中所表达的意见，估计，预测和推测，截至本报告日期，如有变更，恕不另行通知。对于本报告所含信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，不作任何明示或暗示的陈述或保证，也不应依赖于这些信息，意见，估计，预测和推测的公正性，准确性，完整性或合理性，而且克而瑞证券有限公司，上述被研究公司，其股东，或任何其他人，对于因使用本报告或其内容或与之相关的其他原因而造成的任何损失，均不承担任何责任。

本报告不构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽或构成认购或购买任何证券的要约，邀请或要约招揽的一部分，本文作本报告中的任何内容均不构成任何合同或承诺的基础，也不作为任何合同或承诺的依据。任何在任何发售中购买或讲购证券的决定，必须仅以招股说明书或公司发布的其他发售通函中包含的与该发售有关的信息为依据。

本报告对收件人严格保密。本报告仅供专业投资者参考，不得以任何目的复制，分发或直接或间接传递给任何其他人或全部或部分出版。本报告及任何副本均不得在美国，加拿大或日本取得或传送，也不得在美国，加拿大或日本直接或间接分发或提供或传给任何美国人(根据 1933 年美国证券法修订版 S 条例的含义)。本报告在其他司法管辖区的分发可能受到法律的限制，持有本报告的人应了解并遵守任何此类限制。接受本报告即表示您同意遵守上述指示。任何不遵守这些限制的行为可能构成违反美国或其他相关证券法。

本报告在香港只向专业投资者(定义见<证券及期货条例>(香港法律第 571 章)及在香港颁布的任何法规)以及不违反香港证券法的情况下分发。

本报告所载之意见，估计，预测和推测(如有)为我们截至本报告日期基于可能不准确或整的信息而作出的当前意见。在根据本报告中的任何意见采取任何行动之前，客户应考虑该等意见是否适合其特定情况，并在必要时寻求专业建议。

预测，推测和估值纯属猜测，且取决于一些偶发事件。客户不应将本报告中所载之任何预测，推测和估值视为任何人士陈述或保证该等预测，推测或估值或其相关假设将会实现。

本报告乃属于克而瑞之财产，未经克而瑞事前书面同意，任何人士或机构均不得复制，分发，传阅，广播或作任何商业用途，而克而瑞亦不会就此承担任何第三方因复制或分发本报告内的全部或部分内容而引起的任何责任。

投资涉及风险，过往业绩并非未来业绩的指标。投资者应进一步了解指数详情，包括指数产品特征及风险因素。克而瑞(CE No. BAL779)，为香港证券及期货事务监察委员会持牌人，获批准从事香港法例第 571 章《证券及期货条例》界定的第 1 类(证券交易)、第 4 类(就证券提供意见)及第 9 类(提供资产管理)受规管活动。