



2014年3月11日  
公司报告  
评级: 买入  
目标价格: 2.20 港元

股价 (港元) 1.48  
估计股价回报 48.6%  
估计股息回报率 4.3%  
估计总回报率 52.9%

以往评级和目标价格 买入; 2.20 港元  
以往报告日期 2014年1月29日

董耀基  
电话: (852) 2147 8311  
电邮: kennethtung@abc.com.hk

主要数据

52 周最高/最低价 (港元)	1.69/1.16
发行股份数量 (百万)	2,783
市值 (港元 百万)	4,146
近 3 月内日均交易额 (港元 百万)	2.1
主要持股者 (%):	
郭梓文先生	46.7

来源: 公司、彭博、农银国际证券

2012 财年收入分布 (%)

地产项目开发	98.0
地产投资	0.8
其他	1.2

来源: 公司、农银国际证券

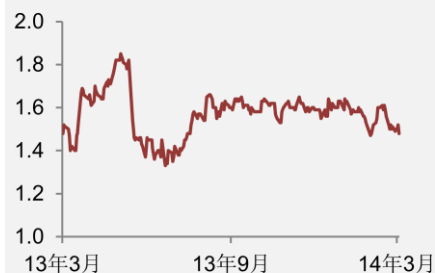
股价表现 (%)

	绝对回报率	相对回报率*
1 个月	(2.0)	(4.6)
3 个月	(6.3)	0.1
6 个月	(9.1)	(7.1)

\*相对于恒生指数

来源: 彭博、农银国际证券

1 年内股价表现 (港元)



来源: 彭博、农银国际证券

中国奥园 (3883 HK)  
广州项目考察

- 在参观公司的广州项目后，我们对奥园的项目质量更有信心。
- 项目地处黄金地段，毗邻有地铁站，交通便利 – “奥园城市天地”邻近汉溪长龙站，而“奥园越时代”则邻近广州南站。
- 这些项目都是商业地产建筑，因此并不受到限购令的影响；复式公寓的平均售价为人民币 2-2.3 万元/平方米，而零售铺位的平均售价则为人民币 6-8 万元/平方米。
- 今年首两个月累计预售额同比增长 146%，达到人民币 13.83 亿元。
- 维持买入评级；基于净资产值的 60%折让率，我们认为目标价格为 2.2 港元/股。

广州项目的考察使我们更加肯定对该公司正面的看法。今年三月，我们对奥园在广州的主要项目进行了考察。这些项目包括奥园城市天地、奥园越时代、奥园国际中心及奥园广场。总体来说，我们对奥园的项目质量和价格竞争力感到满意。

**奥园城市天地 – 地处交通便利的地铁交汇处。**该项目邻近汉溪长隆地铁站（广州地铁 3 号线和 7 号线的交汇处），坐落于番禺区的中心，离广州珠江新城（广州中央商业区）仅 15 分钟车程。此外，长隆野生动物园也在该项目的附近。该项目的主要卖点是：**1) 商业用建筑。**作为商业用建筑，该项目并不会受到限购令的影响，因此可以吸引二次购房者。这类项目的购房者通常都面临着 50%的按揭首付率以及高于人行规定利率 20-30% 的利息。**2) 复式结构。**4.6 米的层高使购房者可以在 45 平方米的套间内再打造一个 28 平方米的阁楼。这意味着房屋的实用率达到 162%。但是，进行相关的改造以及费用（大约人民币 10 万元）将会由购房者承担。

该项目的地点、较低的总单价（每套大约人民币 100 万元）以及商业地产性质使该项目受到购房者的热烈追捧。在 2013 年，该项目的预售额达到人民币 14 亿元，复式公寓平均售价达到 2.2 万元/平方米，而零售铺位的平均售价则达到人民币 7-8 万元/平方米。

**奥园越时代 – 高铁故事。**该项目毗邻广州高铁站（广州南站）。一旦高铁深港段通车，两地间的通勤时间将会从 2 小时缩短到 45 分钟。此外，该站附近有一个 68 万平方米的地下商业广场。虽然奥园越时代和奥园城市天地在性质上相似，但是前者相对地更受商业用户的欢迎（例如：办公室和陈列室）。在 2013 年，该项目的预售额达到人民币 7.42 亿元。目前复式公寓的平均售价达到人民币 2.3 万元/平方米，而零售商铺的平均售价达到人民币 6 万元/人民币。

（续下页）

业绩及估值

财年截至12月31日	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
收入 (人民币 百万)	3,022	3,943	5,614	9,960	13,630
增长 (同比 %)	23.7	30.5	42.4	77.4	36.8
核心净收入 (人民币 百万) <sup>1</sup>	238	243	368	1,087	1,836
增长 (同比 %)	86.7	2.3	51.7	194.9	69.0
核心每股盈利 (人民币)	0.09	0.09	0.14	0.42	0.70
增长 (同比 %)	86.7	2.1	51.7	194.9	69.0
每股帐面值 (人民币)	2.4	2.7	2.8	3.1	3.6
增长 (同比 %)	3.9	12.7	4.0	11.4	17.9
核心市盈率 (倍)	12.8	12.5	8.2	2.8	1.7
市帐率 (倍) (x)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3
净资产收益率 (%)	3.9	3.5	5.1	13.5	19.3
资产收益率 (%)	1.4	1.2	1.3	3.2	4.7
每股派息 (元)	0.05	0.31	0.05	0.10	0.15
收益率 (%)	4.44	26.88	4.25	8.61	12.92
净负债比率 <sup>2</sup> (%)	13.1	25.6	64.3	35.2	1.2

<sup>1</sup>核心净收入 = 净利润 - 投资物业及一次性项目的重估收益

<sup>2</sup>净负债比率 = 净负债 / 股东权益

来源: 彭博、农银国际证券预测



**奥园国际中心 - 地标性商业中心。**位处番禺万博板块核心地段，该项目的定位是地标性商业综合区。根据目前的设计方案。该项目将会有 20 万平方米的地上空间，以及 10 万平方米的地下空间。该项目目前还在打桩阶段，预计商铺的预售将会在 2014 年末或 2015 年初开始。附近正在发售的万达项目，公寓售价为人民币 2 万元/平方米，而商铺的售价为人民币 4-5 万元/平方米。

**奥园广场 - 国际品牌加盟的区域购物中心。**在奥园广场内的购物中心是公司的旗舰投资性物业。作为番禺的地区性购物中心，该中心拥有一系列国际品牌，如 H&M、Zara、星巴克等。公司在 2012 年和 2013 年上半年的租金收入分别达到人民币 3100 万元和人民币 2700 万元，而奥园广场所产生的租金收入则占其中的大部分

**保持买入评级，目标价格为 2.2 港元/股。**在 2014 年的首两个月，奥园的预售额达到人民币 13.83 亿元，同比增长 146%。其中商业地产项目的预售额就占到 69%。我们此次的考察让我们更加肯定对该公司的正面看法。我们相信该公司将在 2014 年达到其人民币 160 亿元的预售额目标（同比增长 60%）。基于 2014 年预计净资产值的 60% 折让率，我们得出公司的目标价格为 2.2 港元/股。同时我们维持买入的评级。

**风险因素：**1) 集中在广东地区的房地产项目投资；2) 政策风险；3) 逐步上升的土地成本将会侵蚀利润率。

## 考察照片：奥园城市天地

图标 1: 项目模型



来源: 公司、农银国际证券

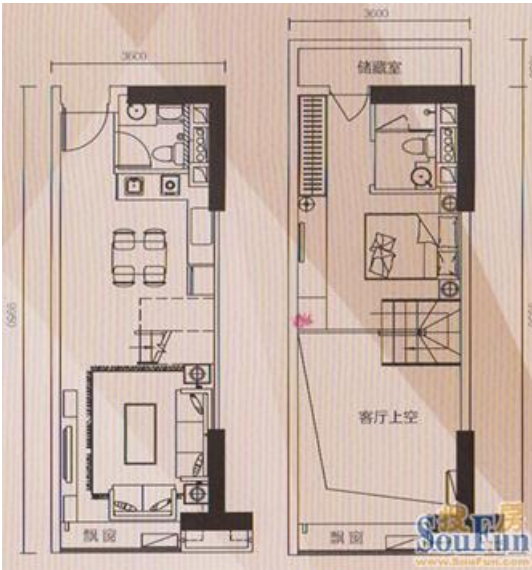
图表 2: 项目模型



来源: 公司、农银国际证券

考察照片：奥园城市天地（续）

图表 3：复式公寓平面图



来源：公司、农银国际证券

图表 4：复式公寓底层



来源：公司、农银国际证券

图表 5：复式公寓的阁楼



来源：公司、农银国际证券

图表 6：复式公寓的阁楼



来源：公司、农银国际证券



### 考察照片：奥园越时代

图表 7: 建筑工地



来源: 公司、农银国际证券

图表 8: 附近广州南站和地下商业中心



来源: 公司、农银国际证券

### 考察照片：奥园广场

图表 9: 奥园广场购物中心



来源: 公司、农银国际证券

图表 10: 奥园广场购物中心



来源: 公司、农银国际证券



**综合损益表 (2011-2015 财年)**

截至 12 月 31 日 (人民币百万)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>收入</b>	<b>3,022</b>	<b>3,943</b>	<b>5,614</b>	<b>9,960</b>	<b>13,630</b>
销售成本	(2,205)	(2,757)	(3,920)	(6,755)	(8,999)
<b>毛利</b>	<b>818</b>	<b>1,187</b>	<b>1,694</b>	<b>3,205</b>	<b>4,631</b>
销售、营销和管理费用	(413)	(607)	(826)	(1,010)	(1,087)
<b>息税前利润</b>	<b>405</b>	<b>580</b>	<b>868</b>	<b>2,195</b>	<b>3,544</b>
融资成本	(26)	(66)	(104)	(116)	(114)
分占合营公司利润	(22)	(7)	0	0	0
其他收入/(支出)	162	102	74	114	179
投资物业公允价值变化	0	0	0	0	0
出售分支/一次性项目	261	916	52	0	0
<b>税前利润</b>	<b>779</b>	<b>1,525</b>	<b>891</b>	<b>2,193</b>	<b>3,609</b>
所得税费用	(336)	(593)	(437)	(991)	(1,575)
<b>税后利润</b>	<b>443</b>	<b>933</b>	<b>454</b>	<b>1,203</b>	<b>2,034</b>
非控制权益	(10)	(2)	(46)	(116)	(198)
<b>报告净利润</b>	<b>433</b>	<b>930</b>	<b>408</b>	<b>1,087</b>	<b>1,836</b>
减去: 特殊项目	(196)	(687)	(39)	0	0
<b>核心净利润</b>	<b>238</b>	<b>243</b>	<b>368</b>	<b>1,087</b>	<b>1,836</b>
<b>每股数据</b>					
实际每股盈利 (港元)	0.09	0.09	0.14	0.42	0.70
每股派息 (港元)	0.05	0.31	0.05	0.10	0.15
派息率(%)	57%	336%	35%	24%	21%
每股净资产(港元)	2.36	2.66	2.76	3.08	3.63
<b>增长率 %</b>					
收入	23.7%	30.5%	42.4%	77.4%	36.8%
毛利	24.7%	45.1%	42.8%	89.2%	44.5%
息税前利润	9.9%	43.3%	49.7%	152.8%	61.4%
核心净利润	86.7%	2.3%	51.7%	194.9%	69.0%
<b>利润率 %</b>					
毛利率	27.1%	30.1%	30.2%	32.2%	34.0%
毛利率 (土地增值税后)	18.2%	24.9%	25.5%	26.5%	27.6%
息税前利润率	13.4%	14.7%	15.5%	22.0%	26.0%
核心净利润率	8.9%	6.4%	7.4%	12.1%	14.9%
<b>主要模型假设</b>					
合同销售额 (港元 百万)	5,016	5,250	10,040	14,413	16,340
已售面积(百万 平方米)	0.55	0.84	1.07	1.62	1.73
平均售价 (港元/平方米)	9,118	6,281	9,366	8,909	9,459
销售入账 (港元)	3,004	3,865	5,529	9,867	13,531
已交付面积(百万 平方米)	0.31	0.49	0.80	1.22	1.53
入账的平均售价 (港元/平方米)	9,685	7,938	6,954	8,068	8,863

来源: 公司数据, 农银国际证券估值



**综合资产负债表 (2011-2015 财年)**

<b>截至 12 月 31 日 (人民币 百万)</b>	<b>2011A</b>	<b>2012A</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
<b>流动资产</b>	<b>12,922</b>	<b>16,684</b>	<b>23,078</b>	<b>28,745</b>	<b>33,028</b>
现金和现金等价物	877	2,381	3,509	6,327	10,051
受限制银行结余	2,946	762	762	762	762
应收贸易账款和其他应收款项	611	735	735	735	735
发展中土地	8,336	11,548	16,814	19,663	20,222
其他流动资产	152	1,257	1,257	1,257	1,257
<b>非流动资产</b>	<b>3,992</b>	<b>4,129</b>	<b>4,721</b>	<b>5,260</b>	<b>5,800</b>
物业、厂房及设备	492	376	415	455	494
发展中物业	1,383	1,949	2,502	3,002	3,502
于合营公司的投资	507	0	0	0	0
其他非流动资产	1,611	1,804	1,804	1,804	1,804
<b>总资产</b>	<b>16,914</b>	<b>20,813</b>	<b>27,799</b>	<b>34,005</b>	<b>38,828</b>
<b>流动负债</b>	<b>8,519</b>	<b>10,105</b>	<b>16,816</b>	<b>22,131</b>	<b>25,362</b>
短期借款	2,616	1,675	5,675	6,675	7,675
应付贸易账款和应付款项	1,409	2,299	2,299	2,299	2,299
预售定金	3,289	4,244	6,955	11,271	13,501
其他流动负债	1,206	1,887	1,887	1,887	1,887
<b>非流动负债</b>	<b>2,166</b>	<b>3,605</b>	<b>3,605</b>	<b>3,605</b>	<b>3,605</b>
长期借款	2,016	3,248	3,248	3,248	3,248
其他应付款项	0	0	0	0	0
其他非流动负债	151	356	356	356	356
<b>总负债</b>	<b>10,686</b>	<b>13,709</b>	<b>20,420</b>	<b>25,736</b>	<b>28,967</b>
<b>净资产</b>	<b>6,229</b>	<b>7,104</b>	<b>7,378</b>	<b>8,269</b>	<b>9,861</b>
<b>股东权益</b>	<b>6,159</b>	<b>6,951</b>	<b>7,230</b>	<b>8,055</b>	<b>9,499</b>
少数股东权益	70	152	148	214	362
<b>权益总额</b>	<b>6,229</b>	<b>7,104</b>	<b>7,378</b>	<b>8,269</b>	<b>9,861</b>
<b>主要比率:</b>					
债务总额(港元 百万)	4,632	4,923	8,923	9,923	10,923
债务净额(港元 百万)	808	1,779	4,651	2,833	110
净资产负债比率(%)	13%	26%	64%	35%	1%
合同销售/ 总资产 (倍)	0.30	0.25	0.36	0.42	0.42

来源: 公司数据, 农银国际证券估值



综合现金流量表 (2011-2015 财年)

截止于 12 月 31 日 (人民币 百万)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
利息折旧及摊销前利润	436	610	899	2,226	3,575
营运资本变化	(50)	(2,862)	(1,897)	2,199	2,391
已付税项	(646)	(770)	(437)	(991)	(1,575)
<b>经营活动现金流入净额</b>	<b>(261)</b>	<b>(3,021)</b>	<b>(1,435)</b>	<b>3,434</b>	<b>4,391</b>
购买物业、厂房及设备项目	(75)	(25)	(70)	(70)	(70)
投资性物业的投资	(177)	(394)	(500)	(500)	(500)
其他	(2,072)	4,902	74	114	179
<b>投资活动现金流出净额</b>	<b>(2,324)</b>	<b>4,483</b>	<b>(496)</b>	<b>(456)</b>	<b>(391)</b>
新增贷款	3,559	4,695	5,000	5,000	5,000
已偿付贷款	(2,288)	(4,544)	(1,000)	(4,000)	(4,000)
利息付款	-	-	(762)	(848)	(834)
股权融资	-	-	-	-	-
分派股息	(86)	(135)	(129)	(262)	(392)
其他	74	26	(50)	(50)	(50)
<b>融资活动现金(流出)/流入净额</b>	<b>1,258</b>	<b>42</b>	<b>3,060</b>	<b>(160)</b>	<b>(276)</b>
<b>现金及现金等价物增加净额</b>	<b>(1,326)</b>	<b>1,504</b>	<b>1,128</b>	<b>2,818</b>	<b>3,723</b>
年初的现金及现金等价物	2,203	877	2,381	3,509	6,327
<b>年终的现金及现金等价物</b>	<b>877</b>	<b>2,381</b>	<b>3,509</b>	<b>6,327</b>	<b>10,051</b>

来源: 公司数据, 农银国际证券估值



## 权益披露

分析员，董耀基，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

农银国际证券有限公司及/或其附属公司，曾在过去 12 个月内，与本报告提及的公司有投资银行业务关系。

### 评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 $\geq$ 市场回报
持有	市场回报 - 6% $\leq$ 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 2008-2013 年市场平均回报率

### 股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq 180$ 天波动率/ $180$ 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq 180$ 天波动率/ $180$ 天基准指数波动率 $< 2.6$
中等	$1.0 \leq 180$ 天波动率/ $180$ 天基准指数波动率 $< 1.5$
低	$180$ 天波动率/ $180$ 天基准指数波动率 $< 1.0$

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险；基准指数指恒生指数

波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准差。

## 免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员（们）负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者（不包括投资银行）决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入（包括投行和销售部）有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其他附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2014 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址: 香港中环, 红棉路 8 号, 东昌大厦 13 楼, 农银国际证券有限公司

电话: (852) 2868 2183