

强烈推荐（首次）

销售跻身千亿，业绩高速增长

中国奥园 03883.HK

目标股价：14.50 港元  
当前股价：11.42 港元

基础数据

流通市值（百万港元）	30,724.18
发行股份（百万股）	2,690.38
每股净资产（港元）	4.01
近3月平均日交易量(百万港元)	128.95
主要股东持股比例（%）	
郭梓文	55.22

股价表现（%）

	1M	3M	12M
相对表现	9.09	31.54	129.94
绝对表现	11.09	27.54	127.79
近12月最高价(港元)	19-07-04	12.14	
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

分析师 徐婵娟  
执业证号：BOI213  
852-25105555  
Sarah.Xu@cricsec.com

分析师 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

- 中国奥园起步于华南，多年来深耕粤港澳大湾区。得益于正确的经营策略和良好的公司治理，公司近年迈入增长快车道。2018年公司业绩亮眼，销售延续高速增长态势；当前可售资源充足，且具备较好的盈利空间；目前公司NAV折价35%，2019年PE 7.1X，伴随着业绩进入强结转周期，公司价值将持续凸显。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级，目标价14.50港元/股（对应NAV折让20%）。
- 2018年业绩高速增长，派息稳定宽裕。公司2018年实现营业收入310.1亿元，同比+62.2%；实现毛利润96.3亿元，同比+88.5%，值得关注的是，毛利率为31.1%，较2018年提升4.3pct，盈利能力持续提升；实现核心净利润30.7亿元，同比+62.7%，核心净利润率为9.9%，与去年持平。公司派发期末股息每股人民币36分（42港仙），派息比例达40%，维持稳定宽裕的派息政策。
- 销售金额大幅提升，2019年冲击千亿门槛。2018年公司实现合同销售金额912.8亿元，同比+100.2%，为增速最快的内房之一，2019年销售金额将冲击千亿门槛；实现合同销售面积886.3万方，同比+98%；销售均价为10300元/平方米，同比+1.4%；公司2019年销售目标1140亿元，对应25%增速。
- 拿地较为稳健，项目利润空间充足。截至2018年末，公司土地储备总建筑面积达3410万平方米，权益比80%，可售资源充裕。2018年新增项目楼面均价/销售均价为21.0%，远低于行业平均水平，项目具备较好的盈利空间；当年拿地成本/全口径销售金额为30.0%，较2017年下降30pct，在销售整体转冷的大环境下，公司适当削减土地投资力度，为后续择时补仓提供充足弹药。
- 财务结构健康，具备进一步加杠杆空间。截至2018年末，公司手持现金396.2亿元，同比+45.4%，短期负债的保障倍数为1.52。公司净负债率58.9%，较2018年提+7.9pct，但仍远低于行业平均水平，未来具备进一步加杠杆的空间。
- 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）	11,827.3	19,115.3	31,005.8	44,958.5	58,446.0
增长率(%)	23.6%	61.6%	62.2%	45.0%	30.0%
归母净利润(百万元)	881.0	1,639.9	2,408.9	3,857.9	5,213.2
增长率(%)	8.5%	86.2%	46.9%	60.2%	35.1%
每股收益（EPS）	0.33	0.61	0.90	1.43	1.94
市盈率（P/E）	31.2	16.7	11.4	7.1	5.3
市净率（P/B）	1.9	1.0	0.9	0.8	0.7

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	2337.8	2918.8
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	9714.7	13090.3
所得税费用	1078.4	1673.6	4014.8	5148.8	6845.9
净利润	1006.6	1952.0	2939.5	4565.9	6244.4
少数股东损益	125.6	312.0	530.6	708.0	1031.2
归属于母公司净利润	881.0	1639.9	2408.9	3857.9	5213.2

财务指标	FY16	FY17	FY18	FY19E	FY20E
<b>盈利能力</b>					
ROE	6.9%	7.2%	9.6%	13.6%	16.6%
毛利率	27.7%	26.7%	31.1%	31.0%	31.0%
营业利润率	17.6%	19.0%	22.4%	21.6%	22.4%
销售净利率	8.5%	10.2%	9.5%	10.2%	10.7%
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率	23.6%	61.6%	62.2%	45.0%	30.0%
营业利润增长率	10.6%	73.9%	91.8%	39.7%	34.7%
净利润增长率	10.9%	93.9%	50.6%	55.3%	36.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	78.0%	78.4%	83.7%	85.5%	85.5%
流动比	165.5%	153.6%	142.0%	146.3%	143.3%
速动比	45.1%	51.5%	47.0%	45.1%	39.6%

每股指标与估值	FY16	FY17	FY18	FY19E	FY20E
<b>每股指标</b>					
EPS	0.33	0.61	0.90	1.43	1.94
BVPS	5.4	10.1	11.4	12.5	14.0
<b>估值</b>					
P/E	31.2	16.7	11.4	7.1	5.3
P/B	1.9	1.0	0.9	0.8	0.7
P/S	2.3	1.4	0.9	0.6	0.5

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
应收账款及其他应收款项	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	24676.1	25458.2
应付账款及其他应付款项	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	143544.9	162338.3
长期借款	3795.4	14422.9	21489.9	37014.2	38187.2
长期应付账款及其他应付款项	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	54634.8	59048.9
负债合计	51787.1	98679.6	158124.4	198179.7	221387.1
股本	25.3	25.3	25.3	25.3	25.3
储备	8875.9	10108.0	11844.4	14049.0	17065.4
少数股东权益	5713.2	16971.3	18861.6	19569.6	20600.8
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	3857.9	5213.2
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	-7456.9	1302.9
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	15886.4	1955.0
权益融资	-562.0	-687.7	-994.1	-1653.3	-2196.8
其它	1064.5	9976.3	2651.1	7537.2	7363.8
筹资活动现金流	646.3	30752.2	16055.2	21770.2	7122.1
汇率变动	18.4	-41.2	173.0	50.1	60.7
现金净增加额	2540.6	14004.2	7853.0	3029.5	-899.2

数据来源：公司公告，克而瑞证券研究院

## 内容目录

公司发展历程：起步羊城，剑指千亿 .....	5
股权结构：郭氏兄弟持股比例过半，持续增持彰显信心 .....	6
业绩分析：业绩进入释放周期，盈利能力边际改善 .....	7
销售分析：销售高增长，布局全国化 .....	10
土储分析：聚焦热点区域，发挥多元化拿地优势 .....	12
商业分析：商业综合体聚焦城市群，海外落地扩展业务 .....	18
财务分析：净负债率稳定低位，短期偿债压力可控 .....	20
估值 .....	23
总结：首次覆盖，给予“强烈推荐”评级 .....	25
风险提示： .....	25

## 图表目录

图 1：公司里程碑事件 .....	5
图 2：截至 2019 年 7 月公司股权结构图 .....	6
图 3：主营业务收入及增速 .....	7
图 4：2018 年各业务营收占比 .....	7
图 5：2016-2018 年合同销售金额及确认销售金额 .....	7
图 6：2016-2018 年合同销售面积及确认销售面积 .....	7
图 7：核心净利润及毛利润 .....	8
图 8：核心净利润率及毛利率 .....	8
图 9：2014 年-2018 年 ROE(%) .....	8
图 10：2014 年-2018 年 ROE (%) 和权益乘数 .....	8
图 11：派息额及增长率 .....	9
图 12：派息率及股息率 .....	9
图 13：合同销售金额及增长率 .....	10
图 14：合同销售面积及增长率 .....	10
图 15：合同销售均价及增长率 .....	10
图 16：2017、2018 年合同销售金额区域占比 .....	10
图 17：2019 年预计总可售资源按地区划分 .....	11
图 18：2019 年预计总可售资源按产品划分 .....	11
图 19：拿地均价及增长率 .....	12
图 20：拿地面积及增长率 .....	12
图 21：2018 年主要土储分布 .....	13
图 22：2018 年主流房企拿地单价/销售单价 .....	14
图 23：拿地单价/销售单价 .....	15

图 24: 总拿地金额/销售金额及增长率 .....	15
图 25: 2018 年新增土储面积分布 .....	15
图 26: 拿地方式占比 .....	15
图 27: 旧厂/村改造一般时间表 .....	16
图 28: 温哥华素里 One Central 项目 .....	17
图 29: 多伦多北约克 M2M 项目 .....	17
图 30: 香港 AOffice46 .....	17
图 31: 悉尼 ESP 湖畔项目 .....	17
图 32: 住宅及商业地产销售金额变化 .....	18
图 33: 住宅及商业地产占比变化 .....	18
图 34: 珠海奥园广场 .....	18
图 35: 广州萝岗奥园广场 .....	18
图 36: 净负债率及资产负债率走势 .....	20
图 37: 平均借贷成本趋势 .....	20
图 38: 公司债务结构 .....	21
图 39: 现金短债比 .....	21
图 40: 公司债务期限结构比例 .....	21
图 41: 2018 年现金回款情况 .....	22
图 42: 公司合同销售现金回款率 .....	22
图 43: 中国奥园 PE-band .....	23
表 1: 郭氏兄弟简介 .....	6
表 2: 自上市以来郭氏兄弟增持公司股份事件明细 .....	6
表 3: 主流房企过去三年派息率对比 .....	9
表 4: 2019 年部分标杆房企业绩目标 (亿元) 及 2019H1 目标完成率 (%) .....	11
表 5: 2014-2018 年新进城市名单 .....	12
表 6: 2014-2018 年新进城市类别 .....	13
表 7: 2018 年土地储备结构 .....	14
表 8: 2014-2018 年单城市销售金额 .....	14
表 9: 2014 年和 2018 年典型城市市占率变化 .....	14
表 10: 2018 年城市更新项目列表 .....	16
表 11: 2016 年-2018 年 TOP100 各梯队房企销售权益情况 .....	17
表 12: 主要投资性物业 .....	19
表 13: 已发债券信息 .....	21
表 14: 主流房企估值 .....	23
表 15: RNAV 测算结果 .....	24

## 公司发展历程：起步羊城，剑指千亿

中国奥园成立于 1996 年，2007 年于香港联交所主板上市(股票代码 3883.HK)，2013 年跻身百亿房企行列，2019 年销售金额冲击千亿门槛。公司根植粤港澳大湾区，逐步迈向全国化均衡布局。除地产外，公司还同步发展金控、文旅、健康生活、跨境电商等板块，完善“一业为主、纵向发展”的业务格局。

**“体育+地产”复合开发理念的开创者。**中国奥园由公司现执行董事郭梓文先生于 1996 年在香港成立（曾用名香港金业集团）。1997 年公司旗下第一套物业金业别墅花园正式在广州公开发售，“圆白领别墅梦”的口号在当时引起轰动，该项目总建筑面积 50 万平方米，以公寓洋房为主，别墅为辅。金业别墅花园的成功开启了奥园的房地产进击之路，也开创了中国主题地产创新理念的开拓者之路。1998 年，广州金业集团正式成立，以郭梓文先生提出的“建设体育社区，推进全民健身运动”为基础构思的广州奥林匹克花园进军番禺，此后深耕粤港澳大湾区，并逐步推进全国化布局。

**上市十余载，2019 年销售冲千亿。**2007 年 10 月，中国奥园（股票代码 3883.HK）正式在香港联交所主板上市。2012 年，奥园完成出售北京项目超 32 亿港元现金回笼。同年，公司首次发行 1.25 亿美元优先票据，优化财务结构。2013 年公司合同销售额超百亿规模，同比增长约 91%，多个楼板开盘后短时间售罄。奥园新篇章的掀开激励公司积极扩大土地储备、拓宽融资渠道，加大对一二线城市的深耕、对三旧改造、城市更新项目的拓展力度。2015 年，公司收购澳洲悉尼市中心高端住宅海德公园 130 号，成功进军海外市场。2019 年公司销售目标 1140 亿元，对应 25% 增速，实现千亿门槛跨越。

图 1：公司里程碑事件



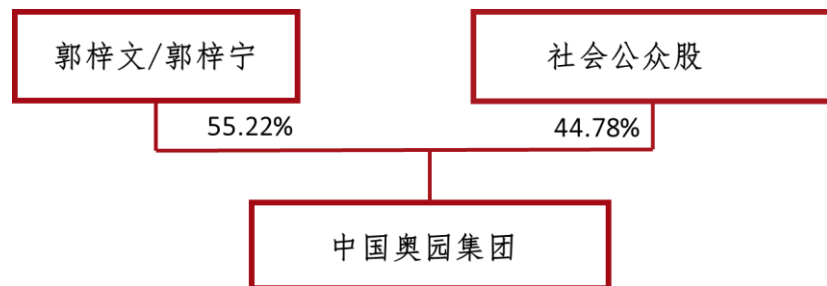
数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院



## 股权结构：郭氏兄弟持股比例过半，持续增持彰显信心

公司实际控制人持股过半，股权架构稳定。目前，公司执行董事兼董事会主席郭梓文先生及副主席郭梓宁兄弟二人共同持有公司 55.22% 股份，其余 44.78% 股份由公众持有。公司上市十年来未经历股权结构较大变动，郭氏兄弟持股比例始终保持在 50% 左右的水平，2014 年以来郭氏兄弟持续增持及回购股份，对公司的长远发展及前景充满信心，目前两兄弟持股总比例较上市时（51.2%）高出约 4pct。

图 2：截至 2019 年 7 月公司股权结构图



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

表 1：郭氏兄弟简介

郭梓文	五十四岁，本集团创办人，拥有工商管理硕士学位。彼为执行董事兼董事会主席及提名委员会主席。郭先生亦为本公司若干附属公司之董事。郭先生主要负责制定本公司的发展策略及提供指引以协助本集团的项目规划、融资及投资，以及领导本集团的总体行政管理。
郭梓宁	五十七岁，为执行董事、董事会副主席及行政总裁，彼亦为本公司若干附属公司之董事，拥有工商管理博士学位和创新与经济发展博士后证书，现为北京大学访问学者。现主要负责本集团商业地产投资、发展及经营以及领导本集团的党委、工会、企业文化工作。

数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

表 2：自上市以来郭氏兄弟增持公司股份事件明细

时间	增持数量（百万股）	每股单价（港元）	涉及金额（亿港元）	增持后持股比例
2019 年 7 月 8 日	2.0	10.7	0.2	55.2%
2018 年 1 至 10 月	37.9	4.8	1.8	55.4%
2018 年 6 月	3.7	5.3	0.2	54.1%
2017 年 3 月	53.4	2.4	1.3	54.0%
2016 年 11 月	112.0	1.7	1.9	52.1%
2015 年 8 月	55.1	1.7	0.9	50.0%
2014 年 7 月	56.2	1.6	0.9	48.0%

数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

备注：最新持股比例因总股本增加而存在被稀释情况

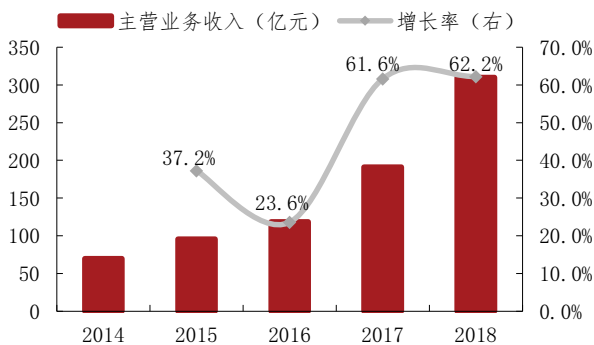
## 业绩分析：业绩进入释放周期，盈利能力边际改善

公司 2018 年实现业绩高速增长，增速位居行业前列。公司多年来坚持物业开发销售主航道，逐步从深耕粤港澳大湾区迈向全国化扩张。公司拿地成本优势明显，项目盈利空间充足，充沛土储足以支撑未来 4 年销售，且资源获取方式多元化，除招拍挂和收并购，旧改项目成为公司可售资源有效补充，为销售持续增长提供保障。

结算量价齐升拉动 2018 年业绩高速增长。2018 年实现营业收入 310.1 亿元，同比 +62.2%。物业开发与销售作为公司核心业务，当年实现营收 297.4 亿元，占总营收比重 95.9%，同比 +65.6%。业绩的大幅提升主要是因为：公司 2018 年结算面积同比 +36.0%，结算均价同比 +21.3%，结算量价齐升拉动业绩高速增长。

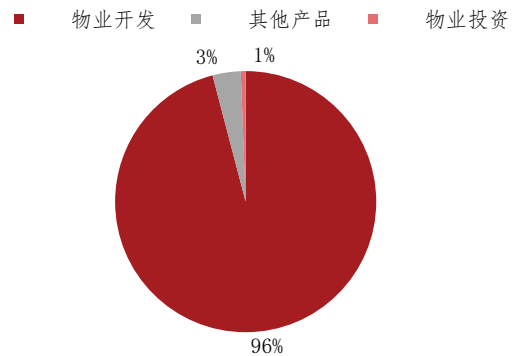
大规模已售未结资源为未来业绩提供强有力支撑。得益于公司 2016 年以来销售高速增长，公司进入业绩结转强周期。截至 2018 年末，公司已签约但未确认的合同销售金额约人民币 1100 亿，考虑并表口径（公司权益比例约 80%），实际未结算资源约为 2018 年营收金额的 2.3 倍，未来 2 年内将逐步确认，盈利持续性较强。

图 3：主营业务收入及增速



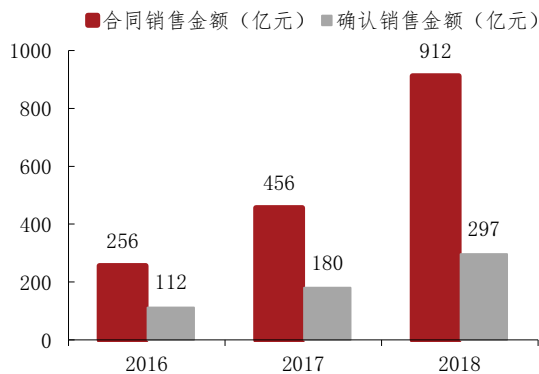
数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

图 4：2018 年各业务营收占比



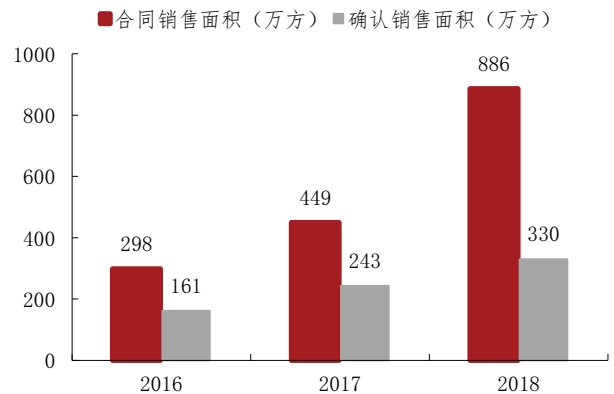
数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

图 5：2016-2018 年合同销售金额及确认销售金额



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

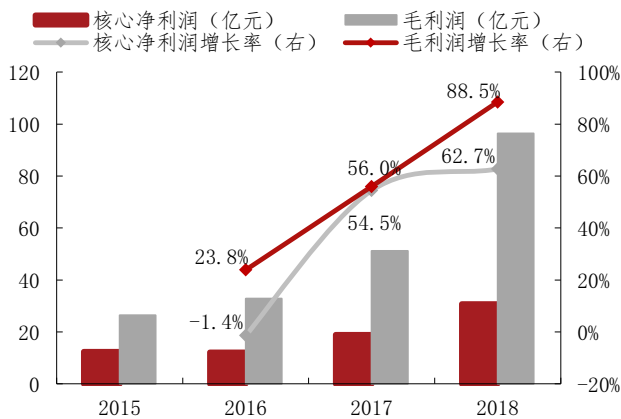
图 6：2016-2018 年合同销售面积及确认销售面积



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

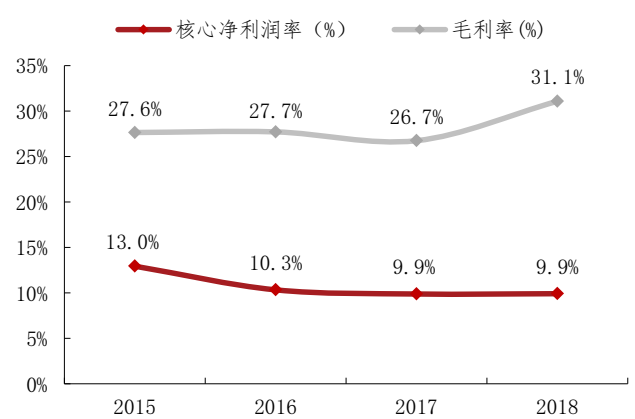
盈利能力边际改善,高毛利水平未来有望维持。公司2018年实现毛利润96.3亿元,同比+88.5%,毛利率31.1%,较2017年提高4.3pct,由于此前公司销售均价大幅高于结算均价,预计未来毛利率仍将维持高位。期内实现核心净利润30.7亿元,同比+62.7%,增速和当期营收增速保持同步,核心净利率9.9%,和2017年持平。

图7: 核心净利润及毛利润



数据来源: 公司公告、克而瑞证券研究院

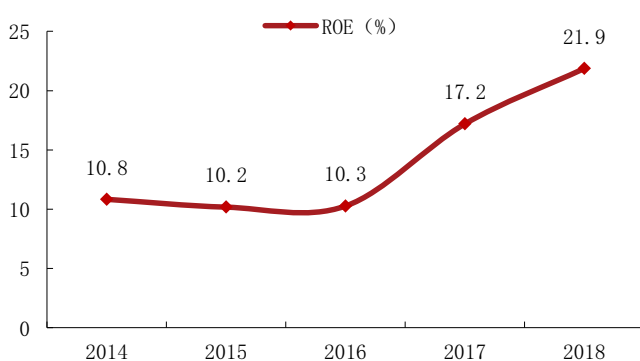
图8: 核心净利率及毛利率



数据来源: 公司公告、克而瑞证券研究院

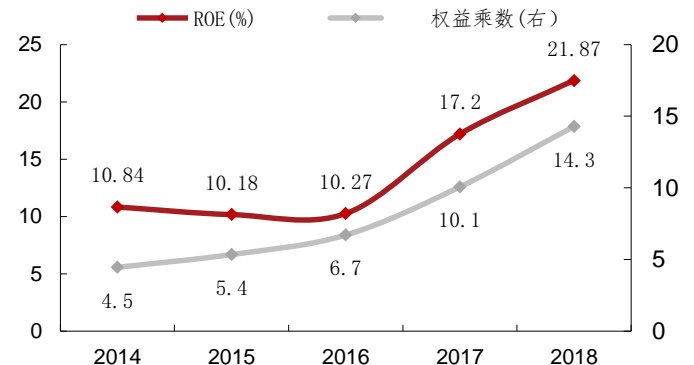
ROE 逐年稳步提升。2018 年期末公司 ROE 较 2017 年提升 4.7pct 至 21.9%，ROE 上升主要因为近几年权益乘数的增长。2014 年至 2018 年，公司的资产负债率从 75.44% 上升到 83.73%，年均提高约 2.6pct，资金杠杆有所放大，销售权益比例也从 2017 年的 88% 降低至 2018 年末的 80% 附近。

图9: 2014年-2018年 ROE (%)



数据来源: 公司公告、克而瑞证券研究院

图10: 2014年-2018年 ROE (%) 和权益乘数

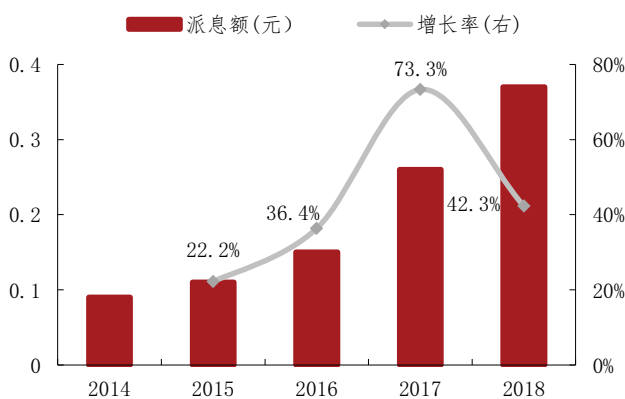


数据来源: 公司公告、克而瑞证券研究院



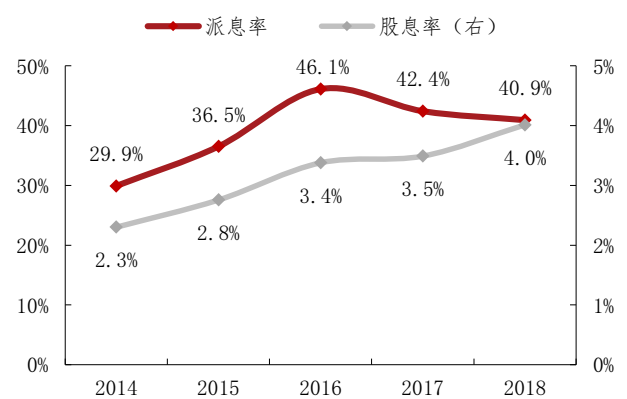
公司兼顾发展与股东权益，派息率保持行业内较高水平。公司 2007 年上市至今已实施现金分红 11 次，累计现金分红 38.73 亿元，平均分红率达 38.15%。2016 年起公司为了匹配规模化扩张，适当降低了分红力度，但派息率仍保持在行业内较高水平。2018 年，公司每股派息 0.36 元人民币（相当于 42 港仙），派息率高达 40.9%，按照 2019 年 7 月 4 日收盘价计算，对应股息率为 3.7%。根据 2019 年盈利预测，在保持 40% 分红率不变的前提下，公司 2019 年每股派息为 0.57 元人民币，对应股息率为 5.6%。

图 11：派息额及增长率



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

图 12：派息率及股息率



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

表 3：主流房企过去三年派息率对比

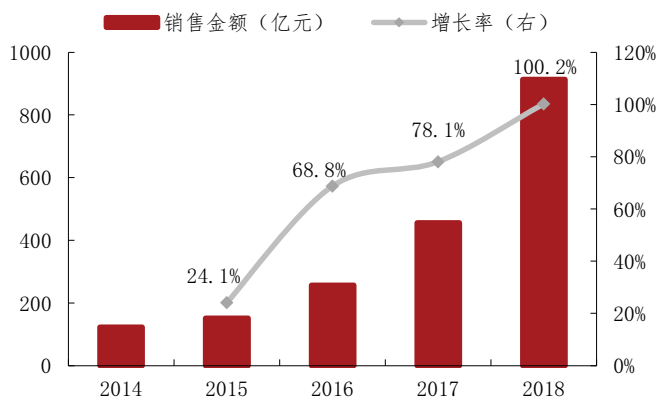
A 股企业	金科股份	招商蛇口	金地集团	万科 A	华夏幸福	新城控股	蓝光发展	保利地产	华侨城 A	阳光城 A
2016	77%	41%	50%	42%	30%	25%	24%	30%	12%	16%
2017	67%	40%	35%	35%	30%	30%	16%	30%	29%	10%
2018	49%	40%	33%	35%	31%	32%	35%	31%	23%	8%
港股企业	中国恒大	绿城中国	中国金茂	中国奥园	龙光地产	碧桂园	龙湖集团	旭辉集团	融创中国	中海地产
2016	-	14%	34%	46%	28%	33%	31%	37%	41%	23%
2017	59%	20%	62%	41%	29%	34%	36%	31%	21%	22%
2018	-	50%	43%	40%	43%	31%	36%	38%	22%	22%

数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

## 销售分析：销售高增长，布局全国化

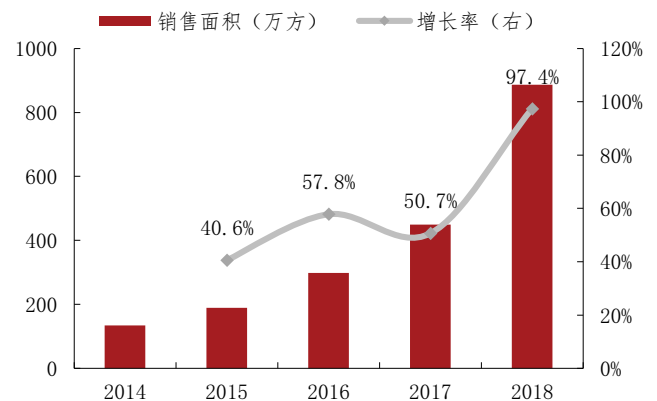
**2019年销售冲击千亿门槛。**公司2018年实现合同销售金额912.8亿元，同比+100.2%，实现销售面积886.3万方，同比+97.4%，销售均价10300元，同比-1.4%。公司2016年至2018年销售金额CAGR高达89%，增速位居内房前列。

图 13：合同销售金额及增长率



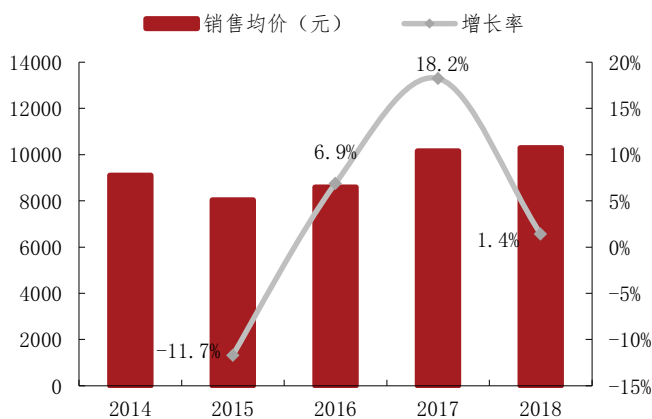
数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

图 14：合同销售面积及增长率



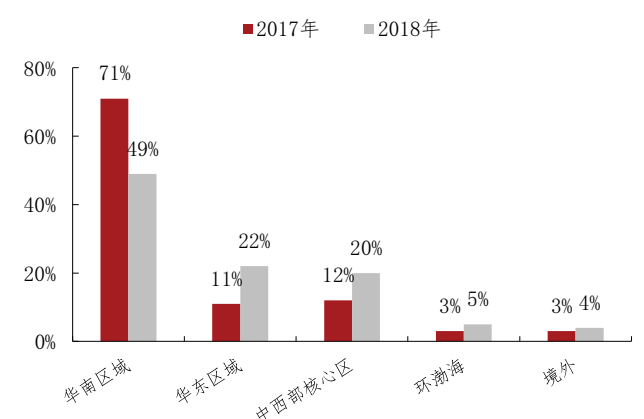
数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

图 15：合同销售均价及增长率



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

图 16：2017、2018 年合同销售金额区域占比



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

**从深耕粤港澳大湾区逐步迈向全国化布局。**2018年，公司在华南区域销售占比较2017年下降22pct，伴随着销售规模快速提升，公司从一个区域性房企逐步走上全国化布局之路；其中华东地区和中西部核心区销售金额占比提高明显，分别较2017年提高11pct和8pct至22%和20%。

2019 年销售目标 1140 亿，对应 25%增速，实现千亿门槛的跨越。对标已公布全年销售目标龙头房企，公司目标增幅位居前列。

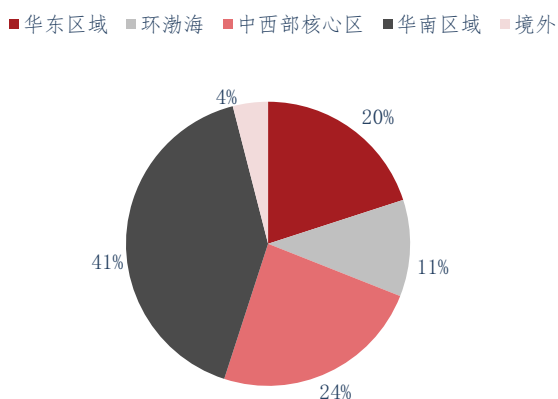
表 4：2019 年部分标杆房企业绩目标（亿元）及 2019H1 目标完成率（%）

企业简称	2018 年已完成销售额	2019 年销售目标	同比增长	2019 年 H1 销售额	目标完成率
奥园集团	912.8	1140	24.9%	536.3	47.0%
保利地产	4048.2	5000	23.5%	2501.0	50.0%
新城控股	2211.0	2700	22.1%	1239.8	45.9%
融创中国	4608.3	5500	19.3%	2139.0	38.9%
世茂房地产	1761.5	2100	19.2%	1003.5	47.8%
招商蛇口	1705.8	2000	17.2%	1011.8	50.6%
中海地产	2639.5	3045	15.4%	1707.2	56.1%
华润置地	2106.8	2420	14.9%	1163.0	48.1%
龙湖集团	2006.4	2200	9.6%	1051.9	47.8%
中国恒大	5513.4	6000	8.8%	2825.4	47.1%

数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

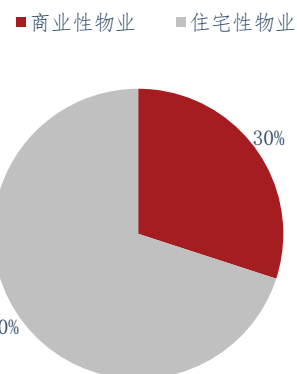
公司 2019 年上半年合同销售额约 536.3 亿元，同比增长 33.0%，增速超过年初预设目标。上半年完成全年销售目标的 47.0%。2019 年全年计划新推货值 1400 亿，叠加 2018 年末滚存 500 亿，预计 2019 全年可售货值约 1900 亿元。从区域分布上看，可售资源华南区域/中西部核心区/华东区域/环渤海区域/境外占比分别为 41%/24%/20%/11%/4%。按照 60%销售去化率保守估计，公司将完成全年销售目标。

图 17：2019 年预计总可售资源按地区划分



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

图 18：2019 年预计总可售资源按产品划分

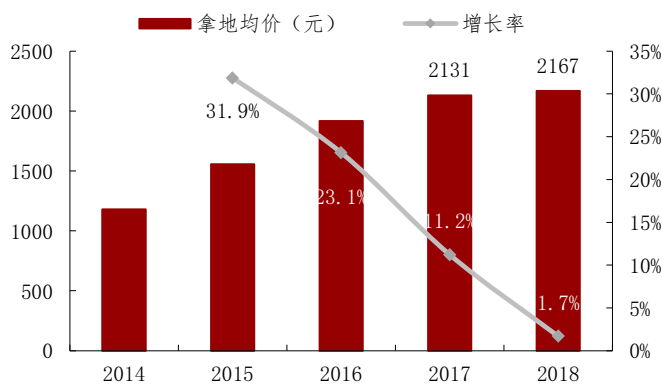


数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

## 土储分析：聚焦热点区域，发挥多元化拿地优势

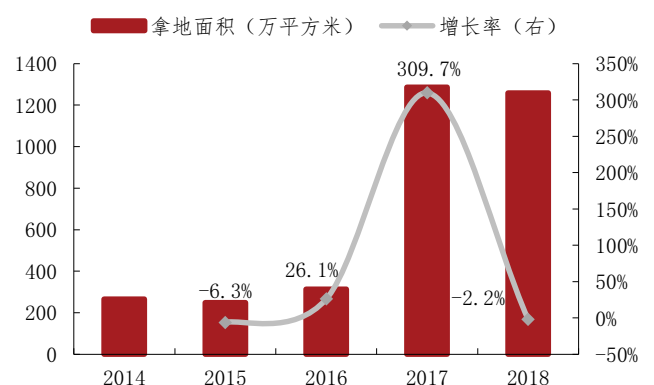
新进城市围绕核心都市圈。集团成立以来积极布局粤港澳大湾区城市群，同时 2015 年后战略性进军长三角、中西部以及环渤海都市圈，积累了充足的土地储备。2018 年公司总拿地金额 272.6 亿元，拿地面积 1258 万方。截至 2018 年末，公司共拥有 198 个项目，分布于 70 个境内外城市，土地储备总建筑面积达 3410 万平方米（权益比 80%），静态观测，足够未来 4 年左右销售。

图 19：拿地均价及增长率



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

图 20：拿地面积及增长率



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

自 2015 年开始，四年内公司新进一线城市/二线城市/其他城市分别为 2/18/35 个，城市能级向新一二线和强三四线倾斜；公司新布局粤港澳大湾区/长三角/环渤海/海外城市分别为 7/6/7/3 个，公司持续完善全国化布局，同时战略性进军海外市场。

表 5：2014-2018 年新进城市名单

2014	云浮	韶关				
2015	珠海	南宁	长沙	嘉兴	蚌埠	悉尼
2016	深圳	惠州	钦州	扬州	宁波	成都
2017	东莞	梧州	泰兴	郴州	岳阳	衡阳
	天津	北京	澳门	青岛	潍坊	咸宁
	西安	肇庆	邢台	沧州	昆明	郑州
	荆州	海口	泉州	张家口	温哥华	多伦多
2018	茂名	湛江	宁都	柳州	桂平	南京
	衡阳	宿州	湖州	武汉	漳州	福州
	常德	福鼎	广汉	襄阳	合肥、蚌埠	香港

数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

表 6: 2014-2018 年新进城市类别

单位 (个)	2014	2015	2016	2017	2018	总计
<b>按城市能级划分</b>						
一线城市	0	0	1	1	0	2
二线城市	0	4	4	6	4	18
其他城市	2	2	1	17	15	37
<b>按区域布局划分</b>						
粤港澳大湾区	0	1	2	3	1	7
长三角	0	1	2	0	3	6
环渤海	0	0	0	7	0	7
海外	0	1	0	2	0	3
其他城市	2	3	2	12	15	34
单位 (个)	2014	2015	2016	2017	2018	总计

数据来源: 公司公告、克而瑞证券研究院

公司存量土地储备结构合理。目前公司存量土储中, 按货值结构划分, 以华南、华东及中西部核心区为主; 按规划性质划分, 以住宅型物业为主商业型物业为辅; 按开发阶段划分, 公司土储大多为持作未来开发以及开发中土地。现有土储全国化布局相对均衡, 抗风险能力强。

图 21: 2018 年主要土储分布



数据来源: 公司公告、克而瑞证券研究院



表 7：2018 年土地储备结构

按地区分布 (地价)	占比	按地区分布 (货值)	占比	按规划性质 (建面)	占比	按开发阶段 (建面)	占比
华南区域	45%	华南区域	49%	住宅型物业	79%	持作未来开发	46%
中西部核心区	24%	中西部核心区	22%	商业性物业	17%	开发中	44%
华东区域	13%	华东区域	14%	投资性物业	2%	竣工待售	7%
环渤海	9%	环渤海	8%	公建配套	2%	竣工已售未交付、公建配套	3%
境外	9%	境外	7%				

数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

**规模扩张与城市深耕并举。**公司在不断完善全国化布局的同时，也在不断提升城市深耕力度。2014 年至 2018 年，公司单城销售金额从 8.1 亿提升至 13.2 亿，其中典型的如沈阳、重庆等早年落子城市，单城销售金额分别从 2014 年的 3.6 和 7.9 亿提升至 16.4 和 20.5 亿，单城市占率分别从 0.5% 和 0.3% 提升至 1.6% 和 0.5%，保持了先发区域的竞争力。

表 8：2014-2018 年单城市销售金额

年份	2014 合同销售金额 (亿)	城市布局 (个)	单城市深耕度 (亿)
2014	122	15	8.1
2015	152	21	7.2
2016	256	27	9.5
2017	455	51	9.0
2018	913	70	13.2

数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

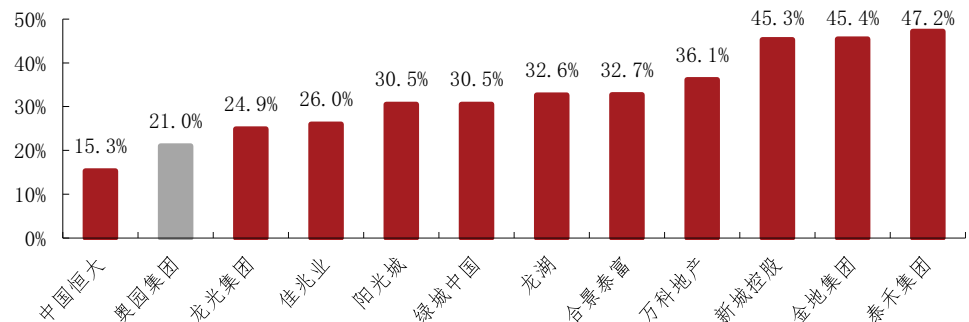
表 9：2014 年和 2018 年典型城市市占率变化

城市	2014 年销售金额 (亿)	市占率	2018 年销售金额 (亿)	市占率
沈阳	3.6	0.5%	16.4	1.6%
重庆	7.9	0.3%	20.5	0.5%

数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

**2018 年新增项目利润空间充足。**2018 年，公司新增项目楼面均价/销售均价为 21.0%，与 2017 年持平，地价房价比低于绝大多数地产公司，未来毛利率较有保障。

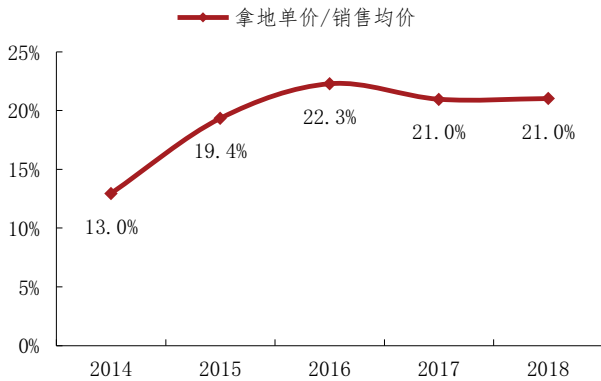
图 22：2018 年主流房企拿地单价/销售单价



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

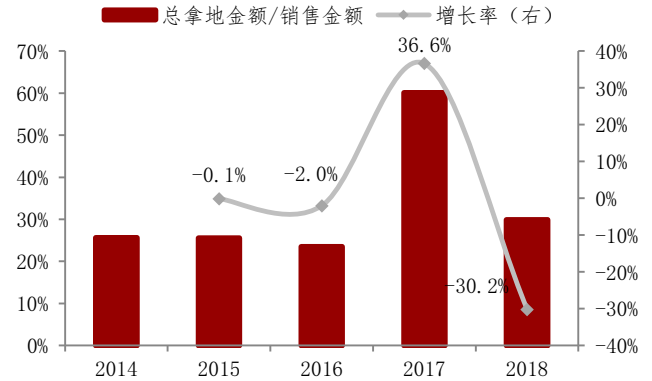
**2018年拿地谨慎但不保守。**2018年全年公司拿地金额/销售金额为29.9%，较2017年下降30pct，在政策调控维持高位，市场销售承压的大环境下，公司适当削减了土地投资力度，加快销售资金回笼，同时也为后续合适的加仓时点提供了充足的弹药准备。

图 23：拿地单价/销售单价



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

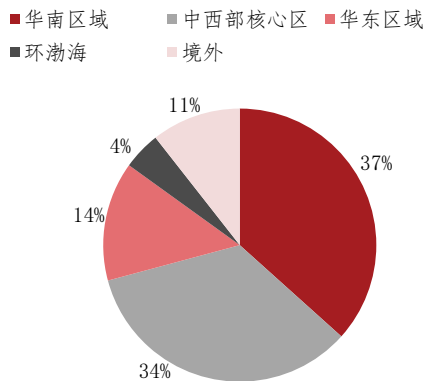
图 24：总拿地金额/销售金额及增长率



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

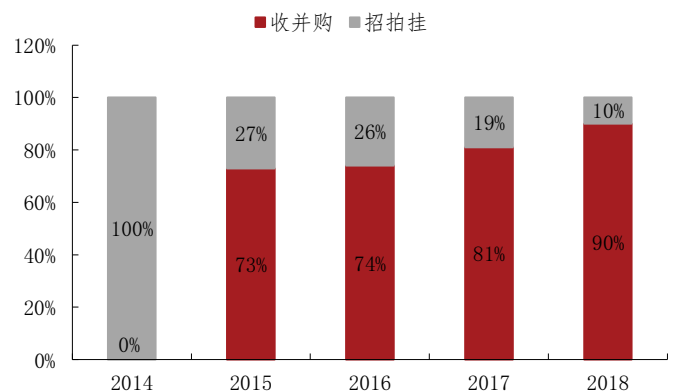
**拿地方式灵活，城市更新项目 2019 年贡献可观货值。**2018 年公司新增土储建筑面积约 1258 万平方米（收并购项目占 89%），新增货值 3650 亿元。其中，37%的土地来自于华南区域，34%来自于中西部核心区。2018 年新增土储中 90%通过收并购方式获取，有效地控制了拿地成本。2018 年公司新增项目 64 个，仍主要分布在华南区域及中西部核心区。其中，有九个城市更新项目预期 2019 年将逐步转为土储，总建面达 353 万方，预计可售货值达 660 亿人民币。

图 25：2018 年新增土储面积分布



数据来源：克而瑞证券研究院

图 26：拿地方式占比



数据来源：克而瑞证券研究院

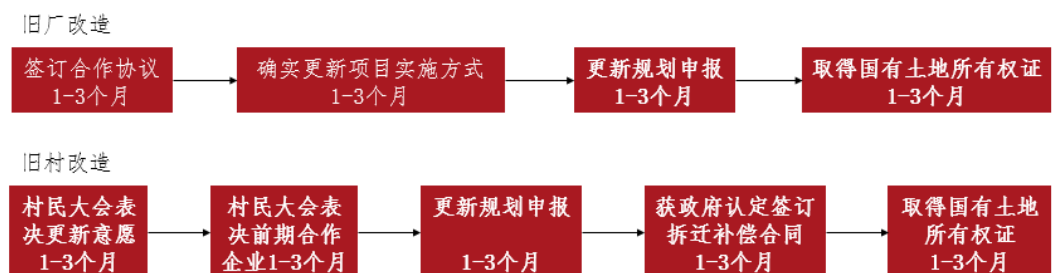
表 10: 2018 年城市更新项目列表

项目	类型	进展	占地面积 (万方)	规划总建面 (万方)	预计可售建面 (万方)	预计可售资源 (亿元)
广州番禺区氮肥厂项目*	旧厂改造	更新规划申报中	10	30	30	150
广州东塍村项目	旧村改造	确定为意向合作企业	59	155	44	252
珠海翠微村项目*	旧村改造	获政府确认为项目开发企业	35	126	57	200
珠海水翁村项目	旧村改造	更新规划申报中	8	23	13	40
珠海拱北联安村项目*	旧村改造	获政府确认为项目开发企业	6	26	12	54
珠海拱北关闸高沙村项目	旧村改造	获政府认定, 签订拆迁补偿合同	12	57	26	134
珠海下圩村项目	旧村改造	更新规划申报中	14	43	35	88
珠海前山鞍莲路项目*	旧厂改造	更新规划申报中	1	8	8	18
珠海吉大亚仿大楼项目*	旧厂改造	更新规划申报中	0.5	2	2	5
珠海平沙奥园广场项目*	旧厂改造	更新规划申报中	15	32	29	45
佛山南海罗村项目*	旧村改造	完成拆迁	20	64	49	100
东莞石美村项目*	旧村改造	更新规划申报中	15	64	30	66
南宁南糖项目	旧村改造	完成首期征收及拆迁	28	72	72	79
南宁陈东村项目	旧村改造	更新规划申报中	107	237	157	173
河北霸州市项目	旧村改造	更新规划申报中	16	40	30	26
香港半山罗变臣道项目*	旧楼重建	强拍中	0.1	0.5	0.5	22
<b>合计</b>			<b>347</b>	<b>980</b>	<b>594</b>	<b>1452</b>

数据来源: 克而瑞证券研究院

截至 2018 年, 公司在 16 个粤港澳大湾区城市群的老改项目上推进顺利。项目主要集中在珠海区域, 总建筑面积约 980 万方, 预计带来可售货值约 1450 亿元, 其中 9 个项目 (广州、珠海、佛山、东莞及香港等地) 预计可于 2019 年完成改造。奥园扎根华南区域多年, 对当地情况非常熟悉, 在旧村改造、原居民安置等方面拥有大量经验, 在熟悉的珠海市 (共 8 个项目) 完成旧改项目一般只需一年至一年半的周期。

图 27: 旧厂/村改造一般时间表



数据来源: 公司公告、克而瑞证券研究院

多家房企合作拿地已经成为应对土地成本上升的普遍对策。奥园 2018 年合同销售权益比例约为 80%，相比于 2017 年降低约 10pct，目前基本与行业平均协同，根据克而瑞 TOP100 房企销售权益比例榜单来看，2018 年整体行业项目合作情况亦有增多，房企趋向于合作开发来分摊风险。因此公司也逐渐加大了权益杠杆，以降低拿地成本的压力。

表 11: 2016 年-2018 年 TOP100 各梯队房企销售权益情况

加权平均权益	2016 年	2017 年	2018 年	近两年降幅
TOP3	81.5%	79.5%	77.9%	-3.6pct
TOP4-10	84.1%	82.5%	79.2%	-4.9pct
TOP11-30	81.9%	79.9%	75.0%	-6.9pct
TOP31-50	90.3%	84.4%	81.1%	-9.2pct
TOP51-100	90.0%	91.9%	88.8%	-1.2pct
TOP100	85.2%	83.1%	79.7%	-5.5pct

数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

策略性进军海外，落地成果显著。公司自 2015 年开始开拓海外市场，通过本土化策略逐渐融入当地地产开发商，成功开拓多元化收入来源，分散经营风险，规避国内房市趋势营销，项目目前已完成开发全周期，成为少数成功竣工交付的内房之一，并打响了奥园国际化品牌。海外扩展速度相对较为稳健，截至 2019 年 7 月末公司新进海外三个城市，分别为悉尼、多伦多和温哥华，海外总土储约 192.6 万平方米。

图 28: 温哥华素里 One Central 项目



2018 年 11 月推出预售

数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

图 30: 香港 AOffice46



预计 2020 年上半年交付

数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

图 29: 多伦多北约克 M2M 项目



2018 年 6 月首期推出预售

数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

图 31: 悉尼 ESP 湖畔项目



预计 2020 年上半年交付

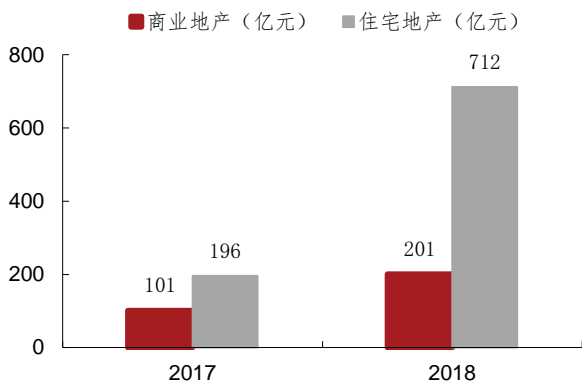
数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院



## 商业分析：商业综合体聚焦城市群，海外落地扩展业务

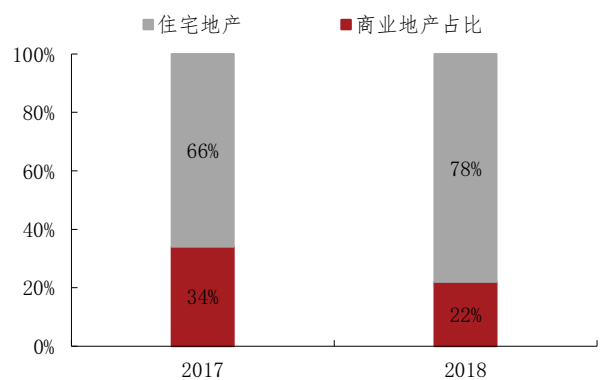
公司致力于住宅地产及商业地产同步发展。住宅地产方面，公司注重产品品质，将关注重心放在设计标准化与研发上，致力于打造精装修的区域性住宅。商业地产方面，与住宅地产开发紧密结合，商业地产的开发贯彻“销售为主、自持为辅”的轻资产模式，配合投资性物业的开发，以此来拓宽收入来源，并促进可售物业的附加价值提升。目前公司主要商业地产模式为商业综合体，主要聚焦于广东广州、重庆等地方，少数步入长沙、成都等市。截至2018年末公司商业地产总销售金额约200.8亿元，占比约22%，较2017年末比重收缩约12pct。

图 32：住宅及商业地产销售金额变化



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

图 33：住宅及商业地产占比变化



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

图 34：珠海奥园广场



总建筑面积：约 27 万平方米（住宅 30%，商业 70%）  
模式：高层住宅/商业街/写字楼（销售）+购物中心（自持）  
累计销售金额：约人民币 42 亿元  
珠海奥园广场购物中心于 2018 年 7 月开业，出租率达 97%

数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

图 35：广州萝岗奥园广场



总建筑面积：约 30 万平方米（住宅 25%，商业 75%）  
模式：住宅/公寓/商业街/（销售）+购物中心（自持）  
累计销售金额：约人民币 46 亿元  
广州萝岗奥园广场购物中心于 2019 年上半年开业

数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院



表 12: 主要投资性物业

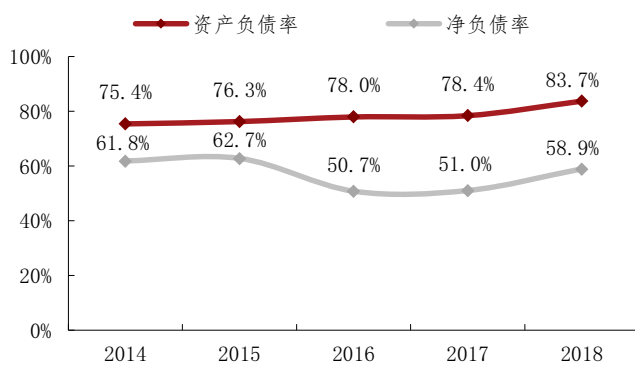
项目名称	地点	状态	业态	建筑面积 (平方米)	权益 (%)
广州番禺奥园广场	广州市番禺区	已出租	商用、零售商店	80,500	54%
广州奥园	广州市番禺区	已出租	商用、零售商店	8,800	100%
沈阳奥园国际城	辽宁省沈阳市	已出租	酒店	1,527	100%
广州奥园城市天地	广州市番禺区	已出租	商用、会所	13,796	100%
重庆盘龙奥园广场	重庆市	已出租	商用、零售商店	51,854	60%
五华奥园广场	广东省梅州市	已出租	商用、零售商店	27,217	100%
焦岭奥园广场	广东省梅州市	已出租	商用、零售商店	19,122	100%
重庆茶园奥园广场	重庆市	已出租	商用	52,680	51%
珠海奥园广场	广东省珠海市	已出租	商用、零售商店	64,996	93%
广州萝岗奥园广场	广州市黄埔区	招商中	商用	34,575	60%
广州奥园康威广场	广州市增城区	招商中	商用、零售商店	60,000	51%
重庆奥园国际城	重庆市	招商中	商用	19,250	100%
沈阳奥园会展广场	辽宁省沈阳市	招商中	商用、零售商店	124,846	100%
浏阳奥园广场	湖南省长沙市	招商中	商用、零售商店	27,640	100%
蚌埠奥园银座	安徽省蚌埠市	招商中	商用、零售商店	35,500	100%
成都成华奥园广场	四川省成都市	招商中	商用、零售商店	65,000	70%

数据来源: 公司公告、克而瑞证券研究院

## 财务分析：净负债率稳定低位，短期偿债压力可控

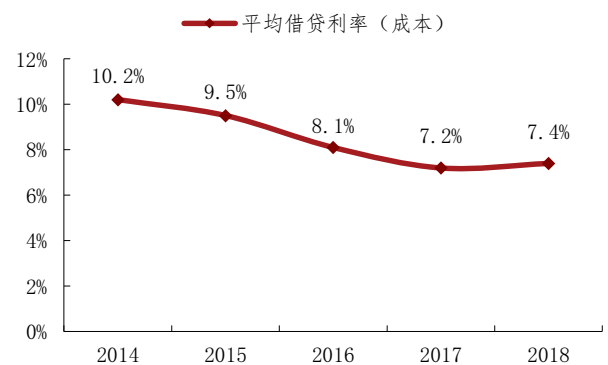
公司负债情况良好，近五年净负债率稳定浮动在 50%-63% 之间。2018 年公司资产负债率为 83.7%，较 2017 年末提升 5.4pct；净负债率为 58.9%，上市百强房企平均净负债率为 92.5%。公司净负债率虽在行业中处于低水平，但相比 2017 年末净负债率水平提升近 7.9pct；从杠杆率变动水平看，18 年为近年来变动幅度最大的年份，主要源于 18 年旧改等多项进入拆迁阶段，资金投资力度增加。

图 36：净负债率及资产负债率走势



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

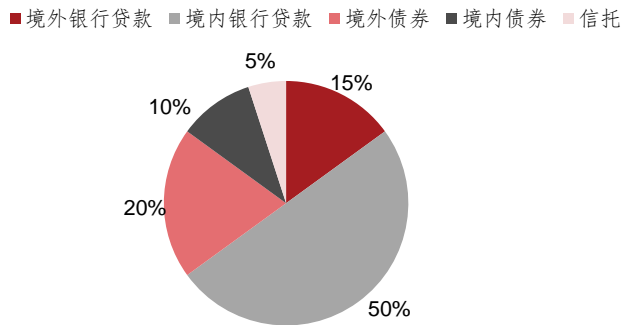
图 37：平均借贷成本趋势



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

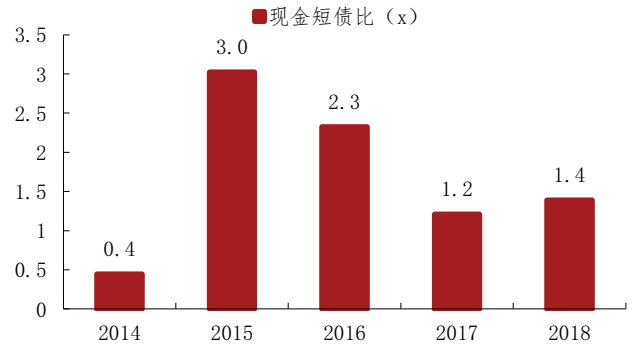
从负债结构看，公司债务结构合理。2018 年公司负债以境内银行贷款（50%）和境外债券（20%）为主，其次是境外银行贷款（15%）、境内债券（10%）和信托（5%）。从境内外负债结构看，2018 年公司境内负债比重约 65%，境外负债比重约 35%。从债务期限结构看，2018 年公司负债期限结构为一年内到期约 237.3 亿元，占比 41.1%；一年以上但未超过两年的债务约 211.7 亿元，约占 36.7%；两年但未超过五年到期约为 128.2 亿元，占比 22.2%。相比 2017 年的期限结构（2017 年一年内到期占比约 51%，1-2 年到期占比约 27%，2-5 年到期占比约 23%），2018 年期限结构中短期（一年以内到期+一年以上但未超过两年）的比重并无较大的变化，期限结构的改善并不明显。但中短期结构中，短期到期债务比重有较明显的改善（一年内到期比例收缩约 10pct），中期到期债务比重（一年以上但未超过 2 年）则提升约 9.7pct；结合现金短债比（17 年比率为 1.19，18 年比率为 1.38），我们认为奥园短期偿债压力相比 2017 年而言有所改善，且相对可控，但中期偿债压力提升，或限制改善未来投资节奏。

图 38: 公司债务结构



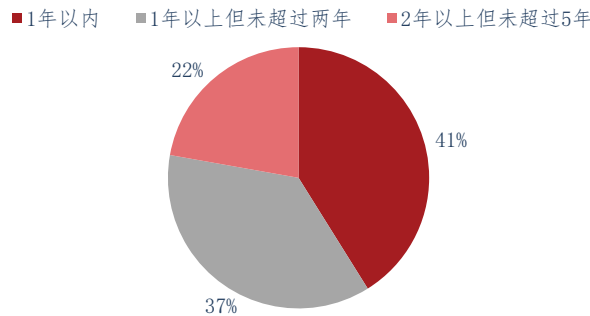
数据来源: 公司公告、克而瑞证券研究院

图 39: 现金短债比



数据来源: 公司公告、克而瑞证券研究院

图 40: 公司债务期限结构比例



数据来源: 公司公告、克而瑞证券研究院

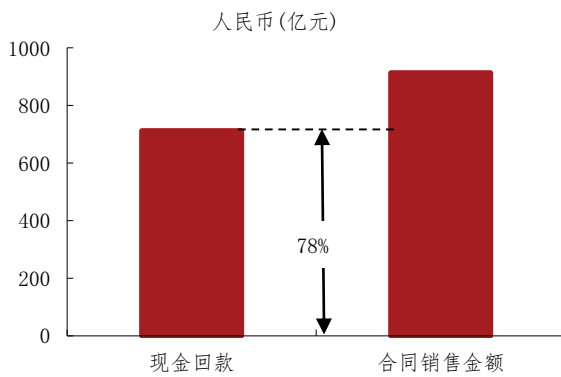
表 13: 已发债券信息

年份	债券类型	起息日	到期日	剩余期限 (年)	发行规模 (亿)	利率	币种	总还款额度 (亿)
2019	优先票据	2019/6/21	2023/6/21	4.0	2	7.35%	USD	2.12
	优先票据	2019/2/19	2023/2/19	4.0	2.25	7.95%	USD	2.4
	优先票据	2019/1/23	2022/1/23	3.0	5	8.5%	USD	5.4
2018	公募公司债	2018/10	2021/10	3.0	15	8.5%	CNY	16.3
	优先票据	2018/9/7	2021/9/7	3.0	5	7.95%	USD	5.4
	优先票据	2018/9/7	2018/9/7	3.0	1	7.15%	SGD	1.1
	优先票据	2018/8/29	2021/9/7	3.0	2.25	7.95%	USD	2.4
	优先票据	2018/8/29	2021/9/7	3.0	1	7.15%	SGD	1.1
	优先票据	2018/7/26	2020/1/11	1.5	1.75	6.35%	USD	1.9
	私募公司债	2018/7	2021/7	3.0	24	8.25%	CNY	26.0
	优先票据	2018/6/11	2021/5/10	2.9	2.25	7.50%	USD	2.4
2017	优先票据	2018/5/10	2021/5/10	3.0	4.25	7.50%	USD	4.6
	优先票据	2018/5/2	2021/5/10	3.0	2	7.50%	USD	2.2
	优先票据	2017/9/6	2022/9/13	5.0	2.5	5.38%	USD	2.6
2017	优先票据	2017/1/11	2020/1/11	3.0	4.25	6.35%	USD	4.5
	优先票据	2017/1/4	2020/1/11	3.0	2.5	6.35%	USD	2.7
2016	优先票据	2016/4/18	2019/4/25	3.0	2.5	6.53%	USD	2.7

数据来源: 公司公告、克而瑞证券研究院

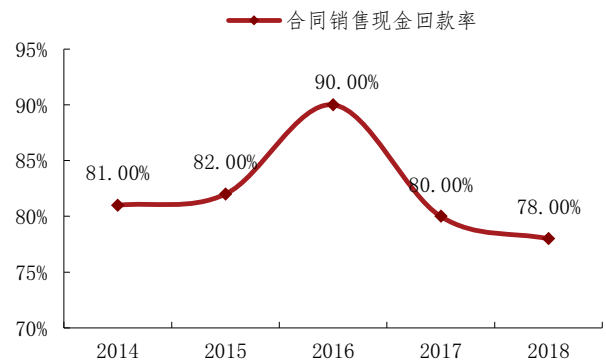
公司周转能力强，现金回笼速度较快。从回款的角度看，2018 年公司现金回款金额约占合同销售金额的 78%，较 2017 年末收缩 2pct，相对区间高点收缩约 12pct；为近五年来回款率的低位。考虑到 2018 年行业整体回款率约在 80%左右，我们认为奥园 2018 年回款能力需要加强。从存货变现周转能力看，2018 年奥园存货变现周转能力约 2.34X，相比 2017 年变现能力 2.89X 有所下降，反映公司周转能力变快。

图 41：2018 年现金回款情况



数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

图 42：公司合同销售现金回款率

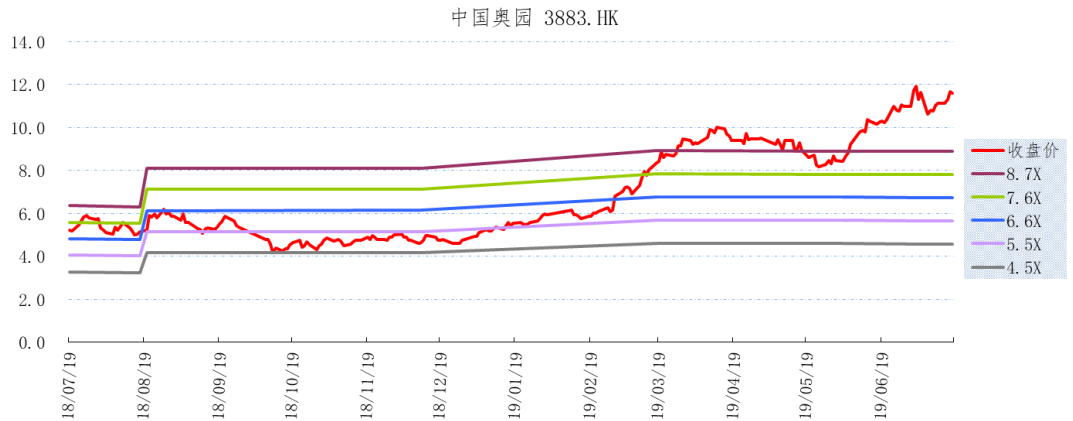


数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

## 估值

从 PE-band 看，历史奥园 PE 五档分别为 4.5X、5.5X、6.6X、7.6X、8.7X。与行业及同行企业相比，截至 2019 年 7 月 14 日，公司 2019 年 PE (TTM) 测算为 9.6X；PB (MRQ) 测算为 2.0X。相对其他主流房企，公司相对估值略高。

图 43：中国奥园 PE-band



数据来源：Wind、克而瑞证券研究院

虽然奥园当前处于历史估值高位且相对主流房企而言，估值优势并不充分，但考虑公司目前处于业绩销售双高增阶段，2018 年实现合同销售同比+100.2%，为增速最快的内房之一，2019 年冲击千亿销售门槛，对应增长约 25%。2019 年伴随着业绩进入强结转周期，公司价值将持续凸显。根据我们的测算，2019 年营收增速+45%、归母净利润增速+60.15%，对应 2019 年动态 PE 为 7X，若 2019 年动态 PE 由 7X 增长至历史高点的 8.7X，仍有近 25%的空间。因此当下奥园虽 PE-TTM 偏高，但考虑其成长弹性，根据 2019 年盈利预测，在保持 30%分红率不变的前提下，公司 2019 年每股派息为 0.43 元人民币，对应股息率为 4.2%，我们对其进行首次覆盖，给予“强烈推荐”评级，目标价 14.73 港元/股（对应 2019 年 PE=9X）。

表 14：主流房企估值（截至 2019 年 7 月 14 日收盘）

A 股企业	招商蛇口	万科 A	阳光城 A	金科股份	保利地产	蓝光发展	华夏幸福	金地集团	新城控股	华侨城 A
PE (TTM)	13.8	9.9	8.8	8.7	8.3	7.6	7.4	6.8	6.1	5.7
PB (MRQ)	2.3	2.1	1.5	1.6	1.4	1.5	2.5	1.2	2.1	1.0
港股企业	绿城中国	中国奥园	龙湖集团	中国金茂	融创中国	龙光地产	旭辉集团	中海地产	中国恒大	碧桂园
PE (TTM)	26.6	9.6	8.8	8.4	7.8	6.7	6.3	6.2	5.9	5.5
PB (MRQ)	0.4	2.0	1.8	1.2	2.3	1.9	1.3	1.0	1.6	1.6

数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

注：行业 A 股 PE 为 10.2（申万地产指数），港股为 7.7（恒生地产指数）



从 RNAV 的角度看，RNAV 测算公司 2018 年权益增值 420.5 亿元，每股 RNAV 为 15.7 元/股，折价率为 35.0%。

其中 RNAV 测算假设：

- 1) 结算均价按照 2018 年单项目实际销售均价或者根据第三方可查信息周边定价给定（不包含投资性物业）
- 2) 每年价格的涨幅根据不同城市给予不同的涨幅设定
- 3) 根据公司财务报表相关数据及一定假设，测算 WACC 参考值为 7.95%
- 4) 假设主营业务税金比率 5.5%，期间费用率 10%，所得税率 25%。

**表 15：RNAV 测算结果（截至 2019 年 7 月 18 日收盘）**

指标	数据
WACC (%)	7.29%
净权益增值 (亿元)	420.5
土地储备 (亿元)	3650
权益比 (%)	80%
股本 (亿股)	26.9
<b>每股 RNAV (元)</b>	<b>15.7</b>
最新股价 (元/股)	10.21
<b>NAV 折价 (%)</b>	<b>35.0%</b>

数据来源：公司公告、克而瑞证券研究院

## 总结：首次覆盖，给予“强烈推荐”评级

中国奥园是一家起步于华南、布局全国均衡化的房企，在广东省拥有超千亿规模的货值，在珠海等地拥有良好的旧改（村、厂）资源及较坚实的民众基础；另外，公司融资渠道多样，业务涉及地区较广，近年迈入增长快车道；公司在拿地上也有较大优势，公司收并购及招牌挂资源丰富，近年也逐步扩充了与其他房企联营合作的机会，以上皆为公司发展及周转带来了积极影响。公司的物业板块于 2018 年 8 月 31 日宣布将于香港交易所分拆，于 2019 年 3 月 18 日正式上市。

2018 年公司全年营业收入达 310.7 亿元，同比+62.3%，实现净利润 24.1 亿元，同比+46.9%，毛利率 31.1%，同比提高 4.3pct，盈利能力持续提升；实现合同销售金额 912.8 亿元，同比+100.2%，为增速最快的内房之一；2019 年上半年实现合同销售额约 536.3 亿元，同比上升 33.0%。未来几年公司将迎来结转强周期，盈利持续性较强。目前公司 NAV 折价 35.0%，2019 年 PE 7.1X，伴随着业绩进入强结转周期，公司价值将持续凸显。公司地产主业平台存在低估，预计将于未来拉升估值。配合国家对粤港澳大湾区的政策激励，我们认为在中到长期的发展中，中国奥园仍有较大的上升空间。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级，目标价 14.50 港元/股（对应 NAV 折让 20%）。

### 风险提示：

行业销量整体下滑风险；三四线销量下滑超预期的风险；房地产政策调控超预期。

## 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;分析师的弥偿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。

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内, 公司股价的表现:

强烈推荐: 公司股价涨幅(复权后)超 20%以上

审慎推荐: 公司股价涨幅(复权后)介于 5-20%之间

中性: 公司股价变动幅度(复权后)介于±5%之间

回避: 公司股价跌幅(复权后)超 5%以上

### 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认购证券的决定, 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。