

大發地產 (6111 HK)

商業模式升級助盈利恢復

我們認為公司的業務模式已進一步優化，因為 1) 戰略上，公司將更多地集中在長三角地區和成都/重慶地區，而不是在全國範圍內擴張，這樣可以帶來地區和經營優勢。2) 運營方面，公司專注收購建築面積小於 20 萬平方米的小塊土地，以利用其高速資產轉換模型並快速實現現金流收支平衡。3) 保持相對較短的 2-2.5 年土地儲備壽命，以平衡資產負債表。因此，我們認為這將推動可持續的銷售增長（2021 年同比增長 30%）和未來的盈利恢復。至於 2021 年，管理層指引 15-20% 的收入/利潤增長，毛利率在 21-22% 之間，在 2020 年少數股東權益不及預期之後。維持買入評級。

- **從 1+5+X 過渡到 1+1+X 將引致可持續的盈利能力恢復和更理想的資產周轉模型。** 我們欣賞管理層從全國擴張到側重於長三角和成都/重慶地區的關鍵戰略轉變。首先，兩個地區的市場規模可以支撐公司 500 億至 1,000 億元人民幣的銷售之路。其次，鑒於大多數土地通過公共管道供給，因此高資產周轉率模型可以發揮作用並優化。這將契合公司的主要優勢。最後，由於諸如銷售一般及管理費用和融資成本等運營杠杆，深層戰略也將支持公司盈利能力的恢復。
- **土地儲備-成都成為擴張的中心。** 2020 年，公司已購買 22 個地塊，總建築面積為 280 萬平方米（人民幣 160 億元）。在成都收購 4 個地塊，佔總數的 18%，僅次於其大本營溫州。這使成都/重慶佔比提升至 670 萬土地儲備中的 13%，因需求旺盛，將成為一個很好的多元化產品。長三角將繼續是重點，並貢獻 80% 的土地儲備。
- **2021 年銷售額可能達到人民幣 400 億元（同比增長 30%）。** 在 2020 年實現 44% 的銷售額增長至 303 億元之後，公司將 2021 年的目標定為 360 億元（同比增長 18%）。我們認為該目標有點保守，考慮到 1) 公司準備了 650 億元可售資源，其中 80% 來自新專案/新階段。55% 的銷售率將實現目標，而 2020 年為 70%。2) 第一季度銷售額同比增長 256% 至 108 億元，佔年度目標的 30%。3) 80% 可售資源位於長三角地區。因此我們認為公司可能會超出其 2021 年 400 億元的指引。但是，由於土地收購和儲備的比例相似，歸屬於母公司的銷售比率可能保持在目前的 45%（2020 年水準）。
- **維持買入評級：** 我們維持盈利預測和目標價不變。
- **2020 年業績：** 資產負債表提升為綠色類別，但因少數股東權益而不及預期：由於 2017/18 年銷售快速增長，公司收入同比強勁增長 24% 至 92 億元人民幣。毛利率同比下降 2 個百分點至 21%，與行業趨勢一致。淨利潤（扣除少數股東權益前）同比增長 19% 至 72 億元，但是少數股東權益的快速增長攤薄了公司應佔利潤 3.39 億元（同比下降 34%）。公司宣佈派發 2020 全年股息每股人民幣 0.08 元（派息率 20%）。在資產負債表方面，公司滿足所有“三紅線”要求，淨負債率為 50%，現金/短期債務為 1.4 倍，負債/資產（不包括預售）為 68.6%。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
營業收入(百萬元人民幣)	5,946	7,398	9,188	10,205	11,346
同比增長 (%)	30.1	24.4	24.2	11.1	11.2
淨收入(百萬元人民幣)	477	517	339	629	721
每股盈利(元人民幣)	0.58	0.62	0.41	0.76	0.87
每股盈利變動 (%)	N.A.	8.4	-33.9	85.3	14.6
市場預測每股盈利(元人民幣)	N.A.	N.A.	N.A.	0.65	0.76
市盈率(倍)	10.1	9.3	8.6	7.6	6.7
市帳率(倍)	1.6	1.4	1.3	1.1	1.0
股息率 (%)	1.3	1.6	2.0	2.8	3.1
權益收益率 (%)	15.5	15.1	14.6	14.9	15.2
淨負債比率 (%)	107.2	77.8	61.2	97.4	86.8

資料來源：公司、彭博及招銀國際證券預測

敬請參閱尾頁之免責聲明

請到彭博(搜索代碼: **RESP CMBR <GO>**)或 <http://www.cmbi.com.hk> 下載更多招銀國際證券研究報告
本報告摘要自英文版本，如欲進一步瞭解，敬請參閱英文報告。

買入（維持）

目標價	HK\$8.32
(此前目標價)	HK\$8.32)
潛在升幅	+30.0%
當前股價	HK\$6.40

中國地產行業

李博文

(852) 3657 6239
bowenli@cmbi.com.hk

曾展

(852) 3916 3727
jeffreyzeng@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬元)	5,298
3 月平均流通量(百萬元)	7.28
52 周內股價高/低(港元)	8.48/3.67
總股本(百萬)	828

資料來源：彭博

股東結構

葛一暘	72.5%
自由流通股份	27.5%

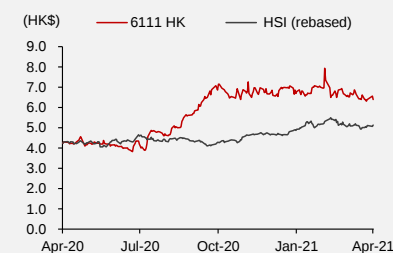
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-1.5%	0.0%
3-月	-2.1%	-5.9%
6-月	-4.4%	-19.2%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：安永

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

披露

招銀國際證券或其關聯機構曾在過去12個月內與本報告內所提及發行人有投資銀行業務的關係。

招銀國際證券投資評級

買入	：股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	：股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至15%之間
賣出	：股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	：招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	：行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	：行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司（“招銀國際證券”）為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司（招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司）

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其公司與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及向特定讀者以外的人士傳聞，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第四9(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。