

大发地产 (6111 HK)

商业模式升级助盈利恢复

我们认为公司的业务模式已进一步优化,因为 1) 战略上,公司将更多地集中在长三角地区和成都/重庆地区,而不是在全国范围内扩张,这样可以带来地区和经营优势。2) 运营方面,公司专注收购建筑面积小于 20 万平方米的小块土地,以利用其高速资产转换模型并快速实现现金流收支平衡。3) 保持相对较短的 2-2.5 年土地储备寿命,以平衡资产负债表。因此,我们认为这将推动可持续的销售增长(2021 年同比增长 30%)和未来的盈利恢复。至于 2021 年,管理层指引 15-20% 的收入/利润增长,毛利率在 21-22% 之间,在 2020 年少数股东权益不及预期之后。维持买入评级。

- **从 1+5+X 过渡到 1+1+X 将引致可持续的盈利能力恢复和更理想的资产周转模型。** 我们欣赏管理层从全国扩张到侧重于长三角和成都/重庆地区的关键战略转变。首先,两个地区的市场规模可以支撑公司 500 亿至 1,000 亿元人民币的销售之路。其次,鉴于大多数土地通过公共渠道供给,因此高资产周转率模型可以发挥作用并优化。这将契合公司的主要优势。最后,由于诸如销售一般及管理费用和融资成本等运营杠杆,深层战略也将支持公司盈利能力的恢复。
- **土地储备 - 成都成为扩张的中心。** 2020 年,公司已购买 22 个地块,总建筑面积为 280 万平方米(人民币 160 亿元)。在成都收购 4 个地块,占总数的 18%,仅次于其大本营温州。这使成都/重庆占比提升至 670 万土地储备中的 13%,因需求旺盛,将成为一个很好的多元化产品。长三角将继续是重点,并贡献 80% 的土地储备。
- **2021 年销售额可能达到人民币 400 亿元(同比增长 30%)。** 在 2020 年实现 44% 的销售额增长至 303 亿元之后,公司将 2021 年的目标定为 360 亿元(同比增长 18%)。我们认为该目标有点保守,考虑到 1) 公司准备了 650 亿元可售资源,其中 80% 来自新项目/新阶段。55% 的销售率将实现目标,而 2020 年为 70%。2) 第一季度销售额同比增长 256% 至 108 亿元,占年度目标的 30%。3) 80% 可售资源位于长三角地区。因此我们认为公司可能会超出其 2021 年 400 亿元的指引。但是,由于土地收购和储备的比例相似,归属于母公司的销售比率可能保持在目前的 45% (2020 年水平)。
- **维持买入评级:** 我们维持盈利预测和目标价不变。
- **2020 年业绩: 资产负债表提升为绿色类别,但因少数股东权益而不及预期:** 由于 2017/18 年销售快速增长,公司收入同比强劲增长 24% 至 92 亿元人民币。毛利率同比下降 2 个百分点至 21%,与行业趋势一致。净利润(扣除少数股东权益前)同比增长 19% 至 72 亿元,但是少数股东权益的快速增长摊薄了公司应占利润 3.39 亿元(同比下降 34%)。公司宣布派发 2020 全年股息每股人民币 0.08 元(派息率 20%)。在资产负债表方面,公司满足所有“三红线”要求,净负债率为 50%,现金/短期债务为 1.4 倍,负债/资产(不包括预售)为 68.6%。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E
营业收入(百万元人民币)	5,946	7,398	9,188	10,205	11,346
同比增长(%)	30.1	24.4	24.2	11.1	11.2
净收入(百万元人民币)	477	517	339	629	721
每股盈利(元人民币)	0.58	0.62	0.41	0.76	0.87
每股盈利变动(%)	N.A.	8.4	-33.9	85.3	14.6
市场预测每股盈利(元人民币)	N.A.	N.A.	N.A.	0.65	0.76
市盈率(倍)	10.1	9.3	8.6	7.6	6.7
市帐率(倍)	1.6	1.4	1.3	1.1	1.0
股息率(%)	1.3	1.6	2.0	2.8	3.1
权益收益率(%)	15.5	15.1	14.6	14.9	15.2
净负债比率(%)	107.2	77.8	61.2	97.4	86.8

资料来源:公司、彭博及招银国际证券预测

敬请参阅尾页之免责声明

请到彭博(搜索代码: [RESP CMBR <GO>](http://www.cmbi.com.hk))或 <http://www.cmbi.com.hk> 下载更多招银国际证券研究报告
 本报告摘要自英文版本,如欲进一步了解,敬请参阅英文报告。

买入 (维持)

目标价	HK\$8.32
(此前目标价)	HK\$8.32)
潜在升幅	+30.0%
当前股价	HK\$6.40

中国地产行业

李博文

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

曾展

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

公司数据

市值(百万港元)	5,298
3 月平均流通量(百万港元)	7.28
52 周内股价高/低(港元)	8.48/3.67
总股本(百万)	828

资料来源:彭博

股东结构

葛一暘	72.5%
自由流通股份	27.5%

资料来源:港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-1.5%	0.0%
3-月	-2.1%	-5.9%
6-月	-4.4%	-19.2%

资料来源:彭博

股份表现



资料来源:彭博

审计师:安永

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

披露

招银国际证券或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在涨幅在-10%至15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其公司与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第四9(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给他们其他人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。