

**大發地產 (6111.HK) 房地產**

# 聯手高質量夥伴加快搶攻市場

**投資要點**

- 2019年業績差於預期但合同銷售好於預期：**由於公司2019年結轉建築面積同比微跌，加上2018年交付毛利率較高之物業使2019年毛利率同比下滑，經調整股東應佔溢利約人民幣4.3億元，按年微跌0.4%，差於我們此前預期。然而，公司2019年合同銷售為人民幣210億元，同比大增67.8%，則高於我們此前預期。2019年淨負債率為77.8%，按年大幅改善29.5個百分點。
- 與上市中型房企共同發展：**公司於2019年新增土儲273萬平方米，平均土地成本為每平方米人民幣5,349元，總代價約人民幣146億元，其中權益地價為人民幣50.4億元。從地價或面積來看，公司2019年新增項目權益比約為36%，較此前明顯減少，主要因公司處於擴大需求的發展階段。公司去年25個項目相信有超過一半不會併表，而是和長期合作夥伴進行聯合開發的形式拿地，合作夥伴皆為品牌房企及規模型房企或者最本土優勢的地產合作商（如旭輝、奧園、美的、正榮、金地、中梁、力高及融信等），相信對公司未來發展有利。
- 今年合同銷售超人民幣250億元難度不大：**截止2019年12月底，公司總土地儲備面積為502萬平方米（其中83%位於長三角），總土地儲備貨值為人民幣703億元，而平均土地成本為每平方米人民幣4,460元。截止2019年12月底，公司已售未結收入約人民幣150億元，預期約60%將於今年結轉。受新冠肺炎影響，公司今年一季度合同銷售約人民幣30億元。然而，公司今年可供銷售貨值達到人民幣430億元，按保守之去化率60%計算，相信今年合同銷售不難達到人民幣250億元，同比增長約20%。
- 估值與評級：**雖然全球正飽受新冠肺炎疫情影響，但中國已走出陰霾，且全球減息放水，相信中國信貸市場也不會太緊，房地產銷售仍將走俏。由於公司合同銷售結轉時間長於此前預期、毛利率略低於預期、及更多項目通過合營及聯營企業共同開發，我們分別下調公司2020及2021年經調整每股盈利35.4%及27.9%，但2020及2021年經調整每股盈利仍預期將分別同比大增41.7%及54.3%。NAV估值為人民幣65.6億元，相當於每股約8.7港元。因近期股市震盪，房地產企業股價也較高位回吐不少，因此，給予20%折讓，**目標價7.0港元**，相當於8.7及5.6倍2020及2021年經調整市盈率及1.3及1.1倍2020及2021年市賬率，維持**增持**評級。
- 風險提示：**1) 中央政府房地產調控力度加劇；及2) 中國經濟增長弱於預期。

百萬元人民幣	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收入	5,946	7,398	9,529	15,254	17,783
增長率	30.1%	24.4%	28.8%	60.1%	16.6%
經調整淨利潤*	431	429	608	937	1,069
增長率	358.4%	-0.4%	41.7%	54.3%	14.0%
經調整每股盈利(人民幣元)	0.663	0.518	0.734	1.132	1.291
經調整市盈率(倍)	6.6	8.4	5.9	3.9	3.4
每股資產淨值(人民幣元)	3.724	4.135	4.763	5.706	6.736
市賬率(倍)	1.2	1.1	0.9	0.8	0.6

資料來源：公司、西證證券經紀

\* 扣除投資物業及金融資產公允價值變動(稅後)

2020年4月1日

**郭日昇**

 sunny.kwok@swsc.hk  
 (852) 2238 9302

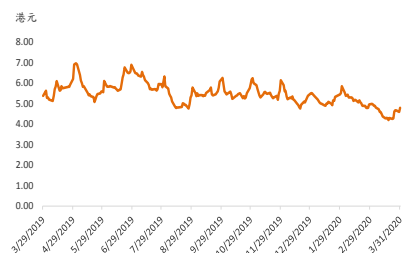
評級	增持(維持)
目標價	7.00
現價	4.80
潛在升幅	45.8%

**主要數據**

52周區間(元)	3.84/7.20
3個月平均成交量(百萬)	1.1
流通股數(百萬)	827.9
市值(百萬元)	3,973.8
主要股東(%)	葛和凱(43.5%)
審計	E&Y
業績日期	2020-08

**公司簡介**

大發集團於1996年創立，為長江三角洲地區不斷壯大的房地產開發商，公司於2019年為「中國房地產企業100強」第86名。2019年，公司合同銷售額為人民幣210億元，土地儲備總規劃建築面積約502萬平方米，土地儲備價值超過人民幣700億元，而土地儲備平均成本為每平方米人民幣4,460元。此外，公司還持有價值超過人民幣20億元之投資物業。

**股價表現**


資料來源：彭博

**表 1：業績回顧（收益、毛利率及經調整淨利潤均低於預期）**

百萬元人民幣	2018	2019	同比變動 (% / ppt)	
合同銷售金額	12,524	21,017	67.8%	合同建築面積同比大增 97.4%至 155 萬平方米
收益	5,946	7,398	24.4	交付物業平均售價按年上升 26.5%
毛利	1,582	1,697	7.3	
經營溢利	1,030	1,034	0.4	銷售及分銷開支同比增加人民幣 0.9 億元
經調整淨利潤 *	431	429	-0.4	融資成本及非控股權益增加抵銷所得稅費用減少及聯營公司溢利
毛利率 (%)	26.6	22.9	-3.7	物業銷售毛利率為 22.2%，同比下跌 3.7 個百分點
經營溢利率 (%)	17.3	14.0	-3.3	
淨利潤率 (%)	8.0	7.0	-1.0	
經調整淨利潤率 (%)	7.2	5.8	-1.4	

資料來源：公司、西證證券經紀

\* 扣除投資物業及金融資產公允值變動（稅後）

**表 2：2019 年新增項目（權益佔比有所下降）**

	權益佔比	總建築面積 (萬平方米)	權益建築面積 (萬平方米)	土地成本 (人民幣億元)	平均樓面地價 (人民幣元)
浙江	35.0%	119.9	42.0	80.3	6,648
江蘇	38.1%	61.4	23.4	33.4	5,895
安徽	14.0%	34.8	4.9	17.8	5,113
青海	60.0%	21.2	12.7	1.7	796
河南	90.0%	7.0	6.3	1.3	1,825
山東	31.0%	14.3	4.4	4.2	2,916
廣東	31.0%	10.2	3.2	4.4	4,343
江西	49.0%	3.7	1.8	2.7	7,267
合計		272.5	98.7	145.8	

資料來源：公司、西證證券經紀

**圖 1：品牌及規模型房地產企業合作夥伴**


資料來源：公司

請務必閱讀正文後的免責聲明部分

表 3：盈利預測

百萬元人民幣	最新			此前		調整 (%/ppt)	
	2020F	2021F	2022F	2020F	2021F	2020F	2021F
收入	9,529	15,254	17,783	13,995	18,014	-31.9	-15.3
經營溢利	1,583	2,484	2,720	2,549	3,375	-37.9	-26.4
經調整淨利潤 *	608	937	1,069	941	1,299	-35.4	-27.9
經調整每股盈利 (人民幣元)	0.734	1.132	1.291	1.137	1.570	-35.4	-27.9
每股資產淨值 (人民幣元)	4.763	5.706	6.736	5.390	6.743	-11.6	-15.4
毛利率 (%)	24.9	23.3	22.0	25.2	25.5	-0.3	-2.2
經營溢利率 (%)	16.6	16.3	15.3	18.2	18.7	-1.6	-2.4
經調整淨利潤率 (%)	6.4	6.1	6.0	6.7	7.2	-0.3	-1.1

資料來源：西證證券經紀

\* 扣除投資物業及金融資產公允價值變動 (稅後)

表 4：大發 NAV 估值

	億元人民幣
未銷售之土地儲備價值 (2019 年底)	553
權益比	50%
權益土地儲備價值	277
不包括土地成本之淨利潤率 (假設每平方米售價為人民幣 12,500 元)	35.0%
折現後物業銷售淨利潤 (假設折現率為 10%，去化週期為 3 年)	71.5
投資物業價值 (較賬面值折讓 20%)	22.4
淨負債 (假設權益比為 75%)	30.8
其他	2.6
NAV 估值	65.6

資料來源：西證證券經紀

表 5：港股大型房地產 (市值超過 500 億港元) 同業估值比較

公司名稱	股票編號	市值 (百萬港元)	市盈率 (倍)		市賬率 (倍)		股息率 (%)	股本回報率 (%)
			2019A	2020F	2019A	2020F		
萬科	2202 HK	312,802	6.5	5.9	1.4	1.2	5.4	21.3
中國海外發展	688 HK	263,497	5.6	5.5	0.8	0.7	5.0	14.3
華潤置地	1109 HK	228,190	6.8	8.0	1.1	1.1	4.3	14.7
龍湖集團	960 HK	226,094	10.6	10.8	2.1	1.9	4.2	19.3
碧桂園	2007 HK	204,995	4.5	4.1	1.2	1.0	7.6	27.0
中國恒大	3333 HK	170,264	8.6	3.9	1.0	0.9	10.8	28.4
融創中國	1918 HK	166,897	5.3	4.6	1.5	1.3	4.8	30.9
世茂房地產	813 HK	94,444	7.3	6.4	1.2	1.1	6.2	17.8
龍光地產	3380 HK	65,878	5.2	4.9	1.8	1.4	8.1	31.5
中國金茂	817 HK	59,109	8.0	7.0	1.3	1.2	5.6	16.3
<b>簡單平均</b>			<b>6.8</b>	<b>6.1</b>	<b>1.4</b>	<b>1.2</b>	<b>6.2</b>	<b>22.1</b>
<b>加權平均</b>			<b>6.8</b>	<b>6.2</b>	<b>1.3</b>	<b>1.2</b>	<b>5.9</b>	<b>21.4</b>

資料來源：彭博

表 6：港股中型房地產（市值介乎 100-500 億港元）同業估值比較

公司名稱	股票編號	市值 (百萬港元)	市盈率 (倍)		市賬率 (倍)		股息率 (%)	股本回報率 (%)
			2019A	2020F	2019A	2020F		
旭輝	884 HK	44,254	6.0	4.8	1.3	1.1	7.4	23.2
新城發展	1030 HK	43,470	4.7	4.3	1.5	1.1	7.2	31.0
富力地產	2777 HK	35,373	3.0	2.6	0.4	0.4	14.8	14.2
合景泰富	1813 HK	35,008	3.1	5.0	0.8	0.8	8.6	17.8
雅居樂	3383 HK	32,864	3.8	3.7	0.7	0.5	12.6	14.9
時代中國	1233 HK	25,205	4.2	3.6	1.2	0.9	8.3	27.9
中國奧園	3883 HK	24,429	5.1	3.6	1.5	1.1	10.3	36.0
美的置業	3990 HK	23,775	4.7	3.9	1.1	0.9	9.7	23.3
越秀	123 HK	21,675	5.1	4.8	0.5	0.5	8.2	9.6
深圳控股	604 HK	21,377	5.1	5.4	0.5	0.4	8.3	8.1
正榮地產	6158 HK	21,227	7.3	5.2	1.1	1.1	4.3	17.6
金地商置	535 HK	20,509	4.8	4.0	1.2	1.0	n. a.	25.0
中梁控股	2772 HK	19,557	4.1	3.6	2.0	1.5	11.4	43.7
寶龍地產	1238 HK	18,894	4.0	4.5	0.5	0.5	9.5	12.5
佳兆業	1638 HK	17,504	3.3	3.5	0.6	0.4	7.0	16.7
禹洲地產	1628 HK	17,231	4.1	3.0	0.7	0.6	11.6	20.9
中國海外宏洋	81 HK	15,542	4.7	3.5	0.8	0.6	6.5	19.1
合生創展	754 HK	15,401	1.6	4.2	0.2	n. a.	7.2	n. a.
綠城中國	3900 HK	15,305	11.3	5.6	0.5	0.5	4.9	8.9
新力控股	2103 HK	15,030	5.8	4.9	1.6	1.5	6.0	30.4
遠洋集團	3377 HK	15,004	5.0	3.9	0.3	0.3	11.3	5.6
中駿集團	1966 HK	14,428	3.6	3.5	0.7	0.6	8.6	18.5
力高集團	1622 HK	13,496	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
融信中國	3301 HK	13,018	3.6	2.7	0.7	0.6	10.2	21.0
建發國際	1908 HK	12,591	4.7	5.0	1.2	1.2	9.2	22.2
佳源國際	2768 HK	12,424	5.3	n. a.	1.1	n. a.	n. a.	n. a.
綠景中國	95 HK	12,003	6.7	14.2	0.9	0.8	3.2	10.1
明發集團	846 HK	11,517	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
建業地產	832 HK	10,853	5.9	3.8	0.9	0.8	14.3	22.5
瑞安房地產	272 HK	10,481	4.8	11.7	0.2	0.2	6.7	2.3
<b>簡單平均</b>			<b>4.8</b>	<b>4.8</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>8.8</b>	<b>19.4</b>
<b>加權平均</b>			<b>4.7</b>	<b>4.5</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>8.9</b>	<b>20.3</b>

資料來源：彭博

表 7：港股小型房地產（市值少於 100 億港元）同業估值比較

公司名稱	股票編號	市值 (百萬港元)	市盈率 (倍)		市賬率 (倍)		股息率 (%)	股本回報率 (%)
			2019A	2020F	2019A	2020F		
保利置業	119 HK	9,630	2.5	3.1	0.3	0.3	n. a.	n. a.
弘陽地產	1996 HK	8,400	5.1	4.7	0.5	0.5	0.4	10.4
德信中國	2019 HK	8,374	4.6	4.4	1.5	n. a.	n. a.	12.7
綠地香港	337 HK	8,320	3.0	3.0	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
花樣年	1777 HK	8,075	8.1	3.4	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
天譽置業	59 HK	8,081	8.8	n. a.	2.0	n. a.	n. a.	n. a.
首創置業	2868 HK	7,417	3.5	1.7	0.4	0.2	n. a.	10.8
招商局置地	978 HK	5,935	2.9	n. a.	0.6	n. a.	n. a.	n. a.
國瑞置業	2329 HK	5,822	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
億達中國	3639 HK	5,607	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.
銀城國際	1902 HK	3,704	8.0	4.3	n. a.	n. a.	n. a.	20.9
五礦地產	230 HK	3,347	3.5	3.4	0.3	0.3	n. a.	24.8
景瑞控股	1862 HK	2,996	2.9	2.0	n. a.	n. a.	n. a.	9.0
當代置業	1107 HK	2,991	3.6	2.9	0.4	0.3	n. a.	22.2
眾安集團	672 HK	1,266	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	13.6
<b>簡單平均</b>			<b>4.9</b>	<b>3.3</b>	<b>0.8</b>	<b>0.4</b>	<b>n. a.</b>	<b>n. a.</b>
<b>加權平均</b>			<b>4.9</b>	<b>3.4</b>	<b>0.8</b>	<b>0.4</b>	<b>0.4</b>	<b>15.5</b>

資料來源：彭博

表 8：財務報表及盈利預測

損益表						資產負債表					
(億元人民幣)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	(億元人民幣)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
收益	59.5	74.0	95.3	152.5	177.8	投資物業	25.8	28.0	28.5	29.1	29.7
銷售成本	(43.6)	(57.0)	(71.6)	(117.0)	(138.7)	合營聯營公司投資	0.2	18.8	62.9	111.5	149.5
毛利	15.8	17.0	23.7	35.5	39.1	其他	5.0	5.4	6.0	7.0	8.3
銷售及分銷成本	(1.8)	(2.7)	(3.3)	(5.3)	(5.9)	<b>非流動資產</b>	<b>31.1</b>	<b>52.1</b>	<b>97.5</b>	<b>147.6</b>	<b>187.4</b>
行政開支	(3.8)	(3.9)	(4.6)	(5.3)	(6.0)	在建及已竣工物業	121.0	127.1	191.1	219.3	267.8
經營溢利	10.3	10.3	15.8	24.8	27.2	其他	18.9	50.9	50.6	52.7	55.1
淨融資收益	(1.1)	(2.3)	(3.1)	(3.7)	(4.4)	受限現金質押存款	6.8	18.8	20.0	20.0	20.0
合營聯營公司損益	(0.0)	0.5	1.7	3.2	5.6	現金及其等價物	14.9	28.1	20.6	23.9	19.3
投資物業公允值	0.6	1.2	0.6	0.6	0.6	<b>流動資產</b>	<b>161.5</b>	<b>224.9</b>	<b>282.2</b>	<b>315.8</b>	<b>362.2</b>
其他收益	0.2	(0.1)	(0.3)	(0.4)	(0.4)	合同負債	69.9	70.6	151.1	176.3	238.0
稅前利潤	9.9	9.5	14.7	24.6	28.6	借貸及優先票據	21.9	33.2	65.5	30.0	65.5
所得稅開支	(5.0)	(3.5)	(6.6)	(10.4)	(12.0)	其他	29.8	54.7	59.6	64.6	70.3
稅後利潤	4.9	6.0	8.1	14.2	16.6	<b>流動負債</b>	<b>121.6</b>	<b>158.5</b>	<b>276.2</b>	<b>270.9</b>	<b>373.8</b>
非控股權益	(0.1)	(0.8)	(1.6)	(4.4)	(5.5)	借貸及優先票據	34.5	57.7	30.0	100.5	60.0
淨利潤	4.8	5.2	6.5	9.8	11.1	其他	4.0	4.2	4.5	4.8	5.0
經調整淨利潤*	4.3	4.3	6.1	9.4	10.7	<b>非流動負債</b>	<b>38.5</b>	<b>61.9</b>	<b>34.5</b>	<b>105.3</b>	<b>65.0</b>
經調整每股盈利	0.663	0.518	0.734	1.132	1.291	少數股東權益	1.6	22.3	29.5	40.0	55.1
(人民幣元)						<b>股東應佔權益</b>	<b>30.8</b>	<b>34.2</b>	<b>39.4</b>	<b>47.2</b>	<b>55.8</b>
每股股息	0.145	0.145	0.196	0.296	0.336	<b>每股資產淨值</b>	<b>3.724</b>	<b>4.135</b>	<b>4.763</b>	<b>5.706</b>	<b>6.736</b>
(人民幣元)						(人民幣元)					
現金流量表						財務比率					
(億元人民幣)	2018A	2019F	2020F	2021F	2022F	(%)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
稅前利潤	9.9	9.5	14.7	24.6	28.6	收入增長	30.1	24.4	28.8	60.1	16.6
合營聯營公司損益	0.0	(0.5)	(1.7)	(3.2)	(5.6)	毛利增長	140.7	7.3	39.9	49.6	10.1
投資物業公允值	(0.6)	(1.2)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	經營溢利增長	140.1	0.4	53.0	57.0	9.5
其他	(3.3)	0.2	0.2	0.1	0.1	淨利潤增長	246.8	8.2	25.9	50.9	13.5
營運資金變動	0.7	(9.3)	20.9	0.1	16.9	經調整淨利潤增長	358.4	(0.4)	41.7	54.3	14.0
已付稅項	(2.5)	(4.2)	(6.3)	(11.3)	(13.4)	毛利率	26.6	22.9	24.9	23.3	22.0
<b>經營活動現金流</b>	<b>4.3</b>	<b>(5.4)</b>	<b>27.2</b>	<b>9.7</b>	<b>26.0</b>	經營利潤率	17.3	14.0	16.6	16.3	15.3
合營聯營公司投資	(0.3)	(17.5)	(42.5)	(45.4)	(32.3)	淨利率	8.0	7.0	6.8	6.4	6.3
其他	4.1	(16.4)	(1.1)	(0.2)	(0.2)	經調整淨利率	7.2	5.8	6.4	6.1	6.0
<b>投資活動現金流</b>	<b>3.9</b>	<b>(33.9)</b>	<b>(43.5)</b>	<b>(45.6)</b>	<b>(32.5)</b>	股東資金回報率	15.5	15.1	16.5	20.8	20.0
借款淨額	(3.6)	34.5	4.6	35.0	(5.0)	資產收益率	2.5	2.2	2.1	3.1	3.0
已付股息	(1.5)	(1.8)	(1.3)	(2.0)	(2.6)	流動比率(倍)	1.3	1.4	1.0	1.2	1.0
其他	8.0	19.9	5.5	6.2	9.5	負債比率	107.2	77.8	79.6	99.2	77.8
<b>融資活動現金流</b>	<b>2.9</b>	<b>52.5</b>	<b>8.8</b>	<b>39.2</b>	<b>1.9</b>						
現金變動	11.1	13.2	(7.5)	3.3	(4.6)						
期初淨現金	3.8	14.9	28.1	20.6	23.9						
期末淨現金	14.9	28.1	20.6	23.9	19.3						

資料來源：公司、西證證券經紀

\* 扣除投資物業及金融資產公允值變動(稅後)

## 評級定義

### 公司

買入：未來一年，公司絕對收益率為 50%以上  
增持：未來一年，公司絕對收益率介於 20%與 50%之間  
中性：未來一年，公司絕對收益率介於-20%與 20%之間  
回避：未來一年，公司絕對收益率為-20%以下

### 行業

買入：未來一年，行業整體絕對收益率為 50%以上  
增持：未來一年，行業整體絕對收益率介於 20%與 50%之間  
中性：未來一年，行業整體絕對收益率介於-20%與 20%之間  
回避：未來一年，行業整體絕對收益率為-20%以下

## 財務權益及商務關係披露

- (1) 分析員或其有聯繫者並未擔任本研究報告所評論的發行人的高級人員；
- (2) 分析員或其有聯繫者並未持有本研究報告所評論的發行人的任何財務權益；
- (3) 西證證券經紀或其集團公司並未持有本研究報告所評論的發行人的市場資本值 1%或以上的財務權益；
- (4) 西證證券經紀或其集團公司在現在或過去 12 個月內與本研究報告所評論的發行人存在投資銀行業務的關係；
- (5) 西證證券經紀或其集團公司沒有為本研究報告所評論的發行人進行莊家活動；
- (6) 受僱於西證證券經紀或其集團公司或與其有聯繫的個人沒有擔任本研究報告所評論的發行人的高級人員。

## 免責聲明

本研究報告內容或意見僅供參考之用途，並不構成任何買入或沽出證券或其他金融產品之要約。過去之成績不可作為未來成績的指標，同時未來回報是不能保證的，你可能蒙受所有資金的損失。本研究報告並無顧慮任何特定收取者之特定投資目標、財務狀況、或風險承受程度，投資者在進行任何投資前，必須對其投資進行獨立判斷或諮詢所需之獨立顧問意見。

雖然本研究報告資料來自或編寫自「西證（香港）證券經紀有限公司」（「西證證券經紀」）相信為可靠之來源，惟西證證券經紀並不明示或暗示地聲明或保證任何該等資料之準確性、完整性或可靠性。本研究報告內所提及之價格僅供參考之用途，投資產品之價值及收入可能會浮動。本研究報告內容或意見可隨時更改，西證證券經紀並不承諾提供任何有關變更之通知。

西證證券經紀及其集團公司、要員、董事及僱員在任何時間可持有本研究報告所提及之任何證券、認股證、期貨、期權、衍生產品或其他金融工具的長倉或短倉。西證證券經紀及其集團公司可能與研究報告中論述的公司（等）擁有或正尋求業務關係，包括但不限於企業融資業務關係。因此投資者應留意研究報告的客觀性可能受潛在的利益衝突所影響。

西證證券經紀及其集團公司在任何情況下，均不會就由於任何協力廠商在依賴本研究報告內容時之作為或不作為而導致任何類型之損失（無論是直接、間接、隨之而來或附帶者），負上法律責任或具有任何責任。

對部分的司法管轄區或國家而言，分發、發行或使用本研究報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其他註冊或發牌的規例。本研究報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分發或由其使用。

未經西證證券經紀事先書面授權，任何人不得為任何目的複製、發出、發表此研究報告，西證證券經紀保留一切權利。

© 2020 西證（香港）證券經紀有限公司版權所有，不得翻印

香港銅鑼灣希慎道 33 號利園一期 40 樓

電話：(852) 28028838 傳真：(852) 25879115 網頁：www.swsc.hk