大發地產（6111.HK）房地產

調研報告

合同銷售快速增長 寧滬商業物業勿忽略

投資要點

- **連續四年為中國房地產企業 100 強：**大發集團於 1996 年創立，為長江三角洲不斷壯大的房地產開發商，2018 年合同銷售額為人民幣 125 億元，2019 年於「中國房地產企業 100 強」榜單中排名第 86 位，且已連續四年進入「中國房地產企業 100 強」榜單。於 2019 年 6 月 30 日，公司土地儲備約 432 萬平方米，超過 80%位於浙江、江蘇及安徽省，價值超過人民幣 500 億元，而土地平均成本為每平方米人民幣 3,500 元。此外，公司還持有價值超過人民幣 20 億元之投資物業。公司於 2018 年 10 月於香港上市，每股發行價為 4.2 港元，於上市後創始人家庭成員仍持有公司 72.5%股權。

- **高週轉、「1+5+X」戰略佈局、「情景地產」：**大發實施高週轉銷售模式，目標是於收購土地後三個月內開工、於開工後三個月入開盤預售、及於開盤預售後四個月內實現現金流量回正。公司採納「1+5+X」之戰略佈局體系，深耕長三角、加快佈局成渝、環西安、華北、環渤海、大灣區五大區域樞紐、及積極尋找其他具高發展潛力之重點城市。公司倡導「情景地產」理念，以用戶的日常活動、情感需求為出發點，配備設施、打造空間，構建出不同的具體情景。

- **房地產調控壓力加大但公司處境不算差：**中國繼續對房地產行業作出調控，其中包括多次重申房住不炒及限制房地產企業境外發債只能用於置換一年內到期之舊債而不許申請發新債。公司的主要優勢是長江三角洲地區 GDP 增速較全國為快、蘇浙皖常住人口數目持續增加、主要蘇浙皖城市住宅價格指數升幅較高、及公司尚有 1.2 億美元額度可申請發行新債融資。

- **估值與評級：**2019 年上半年大發合同銷售額為人民幣 71.1 億元，同比增長 40.8%，完成全年銷售目標人民幣 160 億元之 44.4%，相信 2019 年可順利完成目標。鑒於公司高週轉模式且資金壓力不算高，我們預期公司 2018-2021 年合同銷售額以複合年均增長率 41.9%增長，收益於 2018-2021 年之複合年均增長率為 44.7%，而經調整股東應佔淨利潤於 2018-2021 年之複合年均增長率將為 44.5%。保守按每平方米售價人民幣 10,800 元、不包括土地成本之物業銷售純利率 37.2%、及投資物業較賬面值折讓 20%計算，NAV 估值為人民幣 59.7 億元。因此，給予**目標價 8.0** 港元，相當於 8.6 倍 2019 年經調整市盈率及 1.7 倍 2019 年市賬率，首予**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	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
收入	4,570	5,946	9,511	13,995	18,014
增長率	*548.5%*	*30.1%*	*60.0%*	*47.1%*	*28.7%*
經調整淨利潤	94	431	699	941	1,299
增長率	*虧轉盈*	*358.4%*	*62.2%*	*34.7%*	*38.1%*
經調整每股盈利（人民幣元）	0.157	0.663	0.844	1.137	1.570
經調整市盈率（倍）	36.3	8.6	6.7	5.0	3.6
每股資產淨值（人民幣元）	3.315	3.724	4.405	5.390	6.743
市賬率（倍）	1.7	1.5	1.3	1.1	0.8

資料來源：公司、西證證券經紀

2019 年 9 月 30 日

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

評級	增持（首次覆蓋）
目標價	8.00
現價	6.26
潛在升幅	27.8%

主要數據

52 週區間(元)	4.15/7.20
3 個月平均成交量(百萬)	1.2
流通股數(百萬)	827.9
市值(百萬元)	5,182.5
主要股東(%)	葛和凱（43.48%）
審計	E&Y
業績日期	2020-03

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，且已連續四年進入「中國房地產企業 100 強」榜單。2019 年上半年，公司合同銷售額為人民幣 71.1 億元，土地儲備總規劃建築面積約 432 萬平方米，土地儲備價值超過人民幣 500 億元，而土地儲備平均成本為每平方米人民幣 3,500 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

成長中的蘇浙皖房地產開發商

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，專注於開發及銷售住宅物業。公司的總部位於上海，且已在長江三角洲地區建立業務據點。公司之收益主要源自銷售其所開發的物業。公司自 2016 年起已連續四年獲得由國務院發展研究中心企業研究所、清華大學房地產研究所及中國指數研究院聯合頒發之「中國房地產企業 100 強」獎項，排名分別為第 98 名、第 100 名、第 98 名、及第 86 名。

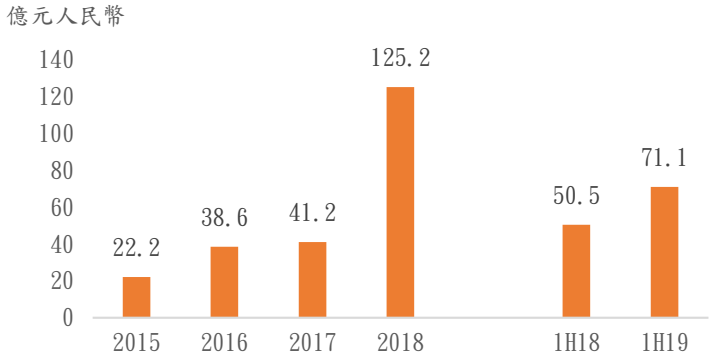
大發立足「為生活而創造」的品牌定位，旨在為公司的客戶提供優質物業及創造特定生活場景。公司使用品牌名稱「大发」或「大发地产」在中國開展業務。公司已開創最少五個產品系列的住宅物業項目，即凱系列、歐陸系列、融悅系列、雋府系列及現代系列以針對不同客戶需要的市場定位策略。公司的物業開發流程（從選址到項目規劃及設計）亦以從首次置業者到改善型客戶及高端客戶的目標客戶的需求和喜好為中心。公司在所有物業竣工前即會就其開展預售活動，通常是在收購相關地塊後八至十個月之內。

大發倡導「情景地產」的理念。從用戶的日常活動、情感需求為出發點，配備設施、打造空間，構建出不同的具體情景。公司的研究方法包含了客群洞察及大數據分析，從場地適應性、空間規劃、公共空間設計、人性關懷、環境友好及智能設計等方面進行了考慮。公司將業主生活分為六大情景：「家人漫步」、「兒童探索」、「老少天倫」、「鄰里憩談」、「達人健身」及「友伴同悅」。

大發於 2015-2018 年之合同銷售金額分別為人民幣 22.2 億元、人民幣 38.6 億元、人民幣 41.2 億元、及人民幣 125.2 億元；合同銷售面積分別約為 20.8 萬平方米、29.3 萬平方米、32.1 萬平方米、及 78.6 萬平方米；每平方米平均售價分別為人民幣 10,688 元、人民幣 13,174 元、人民幣 12,816 元、及人民幣 15,937 元。2019 年上半年，公司合同銷售金額及合同銷售面積分別為人民幣 71.1 億元及 58.9 萬平方米，同比分別上升 40.8%及 1.3 倍，而每平方米平均售價按年大跌 39.7%至每平方米人民幣 12,069 元，主要因上海房地產銷售佔比減少。

大發於 2017-2018 年之收益分別為人民幣 45.7 億元及人民幣 59.5 億元，而核心股東應佔溢利則分別為人民幣 0.9 億元及人民幣 4.3 億元，核心盈利大幅增長主要受惠於收益增加及毛利率大幅改善。2019 年上半年，公司收益同比大增 3.0 倍至人民幣 39.7 億元，而且成功扭虧為盈錄得核心股東應佔溢利人民幣 3.0 億元（去年上半年核心股東應佔虧損為人民幣 1,779 萬元）。

圖 1：大發合同銷售節節攀升

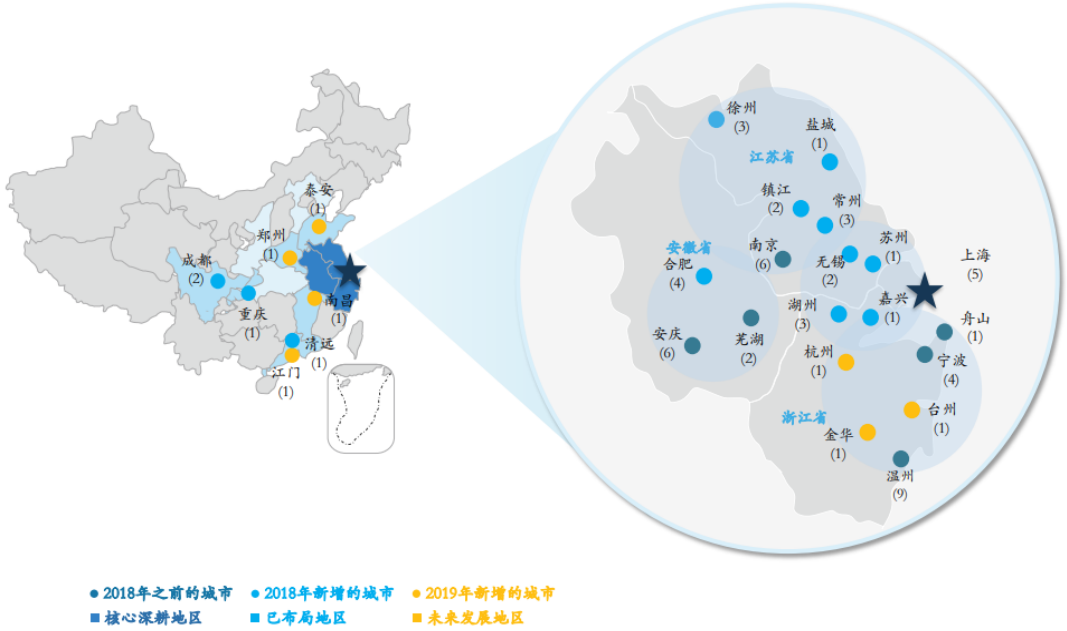


資料來源：公司

豐富的蘇浙皖土地儲備

大發於 2019 年 6 月 30 日連同合營企業及聯營公司擁有土地儲備總規劃建築面積約 432 萬平方米，其中約 426 萬平方米為開發中／未來開發土地，餘下約 7 萬平方米為商業綜合樓及辦公室。超過 80%（應佔權益前及後）之土地儲備位於浙江、安徽及江蘇省。土地儲備價值超過人民幣 500 億元，而土地儲備平均成本約為每平方米人民幣 3,500 元。

圖 2 ： 公司深耕長三角且已佈局中國 26 座城市



資料來源：公司

表 1 ： 大發 2019 年上半年土地儲備

省份／地方	開發中／未來開發建築面積（平方米）	應佔權益	權益開發中／未來開發建築面積（平方米）
浙江	1,550,457	55%	847,134
安徽	824,782	79%	649,403
江蘇	1,182,414	52%	616,804
廣東	186,117	60%	111,368
重慶	117,031	91%	106,498
四川	99,354	91%	90,412
河南	69,662	100%	69,662
山東	143,165	34%	48,676
上海	47,663	100%	47,663
江西	37,487	50%	18,744
合計	**4,258,132**	**61%**	**2,606,364**

資料來源：公司、西證證券經紀

價值甚高之寧滬投資物業

大發於 2019 年上半年投資物業估值達到人民幣 26.3 億元，其中南京艾尚天地（位於南京最繁榮的商業區新街口商圈）及上海艾尚天地（位於上海四川北路及毗鄰北外灘 CBD 中心）商業綜合樓之估值合計相信已超過人民幣 20 億元。

圖 3 ： 南京艾尚天地

資料來源：公司

圖 4 ： 上海艾尚天地

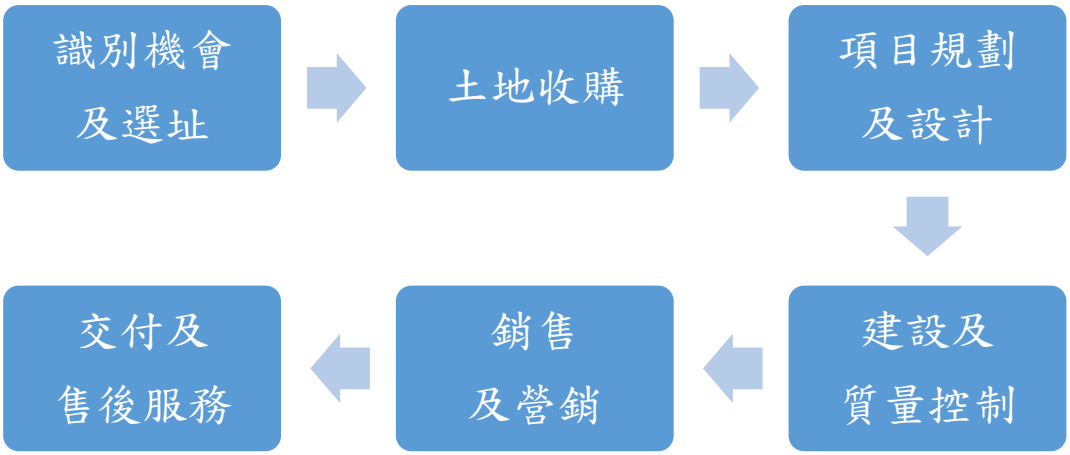
資料來源：公司

房地產選址關鍵因素

大發十分重視選址過程，因其為決定公司項目開發營運能否取得成功的關鍵因素。公司結合對長江三角洲地區及中國其他主要城市持續深入的人口統計和市場研究，持續識別和評估新項目的潛在開發機會。公司在進行機會識別及選址分析時所考慮的因素包括：

- 該區域的整體經濟狀況、人口構成、人口密度、產業構成以及經濟活力；
- 該區域市場的物業週轉率、存貨及定價水平；
- 與所選地址相關的潛在利潤、利潤率及現金流量；
- 城鎮化增長率、消費者的可支配收入及購買力；
- 地方政府政策導向及地方政府的城市規劃和發展計劃；
- 選址所在城市及周邊區域的核心價值；
- 當地物業開發市場的競爭格局；
- 作物業開發的可行性及開發前景；
- 選址位置的便利程度、交通網絡、基建及配套設施；
- 現有容積率及潛在開發規模；及
- 該區域土地所有權架構的複雜程度以及該地塊產權的複雜程度。

圖 5：物業開發及銷售流程

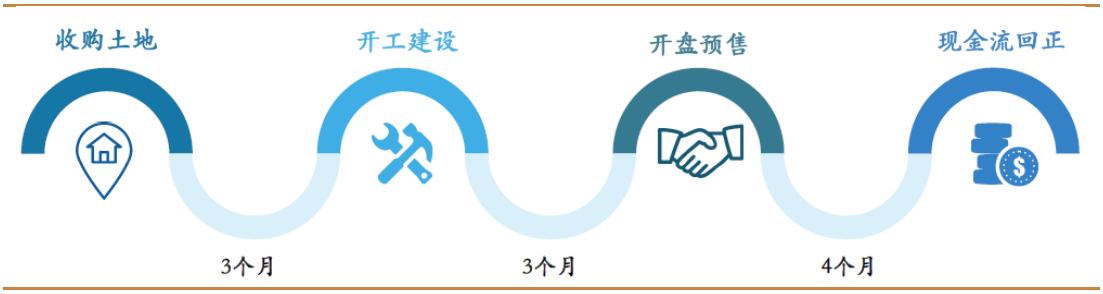


資料來源：公司

目標實現十個月內現金流回正

視乎項目規模及複雜性而定，大發從取得相關土地使用權後一般需時 24 至 36 個月完成項目。就項目開發的時間表而言，公司的目標是於收購土地後三個月內開工，於開工後三個月內開盤預售，及於開盤預售後四個月內實現現金流量回正。同時，公司已明確運營流程上重要的主要時間節點及各業務支持線，進行效率化的報批報建工作。公司亦採用跟進的方式，利用背後推手機制，加大對區域在運營、工程、行政等方面的授權，支持區域的標準和服務。

圖 6 ：標準項目開發時間線



資料來源：公司

目標客戶為首次置業者或渴望改善居住體驗的中產人士

大發的待售物業主要位於長江三角洲地區，目標客戶主要為大眾市場。公司的大部分客戶為當地首次置業者或渴望改善居住體驗的中產人士。客戶可以一次性付款或分期付款的方式購買公司的物業。就選擇分期付款的客戶而言，其可以個人資金或商業銀行提供的按揭貸款支付其購買金額。視乎物業所在地區而定，以按揭貸款購買物業的首次購房客須於訂立買賣協議後支付金額不少於總購買價 30-35%（二次購房客的適用比例則為 40-70%）的首付款。尚未償還款項乃根據相關銀行融資協議於規定期限內由按揭銀行結付。首付款的最低比例以不時改變的政府政策為準。公司的大部分客戶選擇首付及依賴按揭融資購買物業。因此，中國政府所實施旨在提高首付要求、限制買方獲得按揭貸款的能力、限制其轉售物業的能力或增加按揭融資成本的法規或措施，將打擊公司物業的市場需求並對經營業績造成不利影響。

競爭優勢及發展策略

深耕長三角 加快佈局五大區域樞紐

大發於 2001 年將業務擴展至上海並在上海設立公司總部以來，已在上海植根 18 年，開發了上海凱潤金城和大發融悅華庭等有代表性的樓盤。公司一直專注於深耕長江三角洲地區的房地產市場。自 2003 年起公司開始開拓江蘇省、2008 年起將業務拓展至安徽省，公司的版圖已逐漸包含溫州、上海、南京、安慶、寧波、舟山、蕪湖等位於長江三角洲地區的若干重點城市。憑藉對長江三角洲地區房地產市場的了解，堅持區域深耕、積極擴張的策略，據此選定並獲取公司認為處於優質城市的土地。截止 2019 年上半年，公司 58 個物業項目中，其中有 51 個位於長江三角洲地區。具戰略定位的優質土地儲備將為公司提供強勁的房地產開發基礎，並支持長期穩定的持續增長。另一方面，成渝、環西安、華北、環渤海、及大灣區為公司將會加快開發的五大區域樞紐。此外，源於核心城市和核心城市之間的高鐵的帶動作用，強三線城市的房地產市場也將具備較大發展潛力，因此也會是公司發展的目標區域。

圖 7：「1+5+X」戰略佈局體系

資料來源：公司

強大的合作夥伴助力跳出長江三角洲地區

現在大發較多之合營及聯營企業之項目均位於長江三角洲地區，亦即為公司實力較強之地區，但合作夥伴大多為銷售規模更大之房地產企業。我們認為大型房地產企業會選擇與規模較小之大發合作相信是肯定公司之經營實力且經營理念相對一致。截止 2019 年上半年，公司長江三角洲地區以外之七個項目中有四個項目股權超過 90%，而其餘三個則與金科（000656.CH）、陽光城（000671.CH）及融信（3301.HK）等規模比公司大之中國房地產企業合作。隨著「大发」品牌知名度提升，公司發展區域將跳出長江三角洲地區，且現有之合作夥伴相信願意給予公司支持，而積累的信譽會使「大发」從區域性知名品牌轉變成全國性知名品牌。

圖 8：不少合作夥伴規模較公司為大

資料來源：公司

優秀的管理團隊

大發將自己定位為規模化的房企，為實現此目的，公司打算實現產品標準化及業務流程的規範化以提高運營效率。公司打算進一步優化三級架構（即總部、區域公司、項目公司）的運營體系，未來逐步將權限下放到區域公司，激發區域公司在其區域做深做透。公司實施強有力的激勵機制，在鼓勵區域公司之間形成良性競爭的同時，亦注重加強團隊文化建設，形成企業凝聚力。該等措施相信可以優化企業運作，有助於實現更快速的開盤及更快速的去化，以達到快速週轉的目標。公司執行董事分別為：

- 葛一暘先生：公司主席及執行董事，雖然年僅 35 歲，但於中國房地產行業已擁有約 13 年經驗。
- 廖魯江先生：公司首席執行官及執行董事，於中國房地產行業擁有 12 年經驗，曾於世茂房地產（813.HK）及龍湖集團（960.HK）任職。
- 池淨勇先生：公司執行董事，於 2000 年已加入公司，現主要負責成本控制及採購。
- 楊永武先生：公司執行董事，於 2007 年已加入公司，現主要負責公司的財務管理、風險管理及企業管治。

滿足不同客戶之需求

大發的住宅產品分為五大系列：

- 凱系列 — 凱系列的特色是多功能、現代及大都市元素，使用花崗岩及水平百葉窗使樓宇呈雕塑外觀，從而在城市最繁華地區脫穎而出。凱系列的代表項目包括上海凱潤金城及南京凱鴻雋府。
- 歐陸系列 — 歐陸系列的特色是歐陸風格，外觀傳統及華麗，內部設計簡單但不失高雅。歐陸系列採用勻稱結構、法式風格柱子及雕花。歐陸系列的代表項目包括凱欣錦園 A。
- 融悅系列 — 融悅系列的特色是具有東方元素的新亞洲風格，強調建築與環境的融合及和諧，反映中國新型中產階級的低調及開放心態。融悅系列的代表項目包括大發融悅東方、大發融悅四季及融悅新界公館。
- 雋府系列 — 雋府系列位於舊市區與新開發區的交匯點，教育資源豐富。雋府系列的特色是學院風及自密歇根大學安娜堡分校校園借鑒的後現代風格，滿足住戶對精緻、精英感的追求。雋府系列的代表項目是海雋府。
- 現代系列 — 現代系列的特色是借鑒遊艇的弧形概念而呈現先鋒風格，廣泛採用法式窗戶及帶景陽台，使用金屬元素及大膽的黑白對照，以重新定義現代風格的奢華之家。現代系列的代表項目為溫州市的凱澤錦園。

倡導情景地產 踐履質量地產 提升產品競爭力

隨著客戶的需求從「住得安心」逐漸升級為「過得開心」，大發的目標也從「提供宜居空間」上升到「為生活而創造」。生活由不同情景構成，為此公司倡導「情景地產」的理念。從用戶的日常活動、情感需求為出發點，配備設施、打造空間，構建出不同的具體情景，並於若干項目中執行「情景地產」理念。另一方面，公司提出「質量 100+」的口號，以超越競品樓盤為首要目標，致力於為業主提供 100 分的居住體驗。為此，公司實施嚴格的施工標準、操作流程以及質量控制。公司選擇第三方設計、施工單位有嚴格而標準的流程。例如，選擇外部設計團隊時，公司審慎考慮團隊在該區域的類似成功案例、成功案例所採納的建築風格和公司項目建築風格的一致性、團隊人員的履歷和優秀程度。公司的選聘流程包括業內篩選優秀設計公司、招標概念方案比選、審閱服務建議書、公司設計評標小組成員評分等步驟，最終確定中標設計單位。公司認為未來 80、90 後是買房主力，是主要目標客戶。與傳統的家庭相比，80、90 後的新生代核心家庭更期望在生活中構建良好的人際關係、擁有豐富多彩的生活內容、展現個性化的品味。因此他們在關注樓盤密度、戶型功能、居住舒適感和性價比等基本因素的同時，尤為重視基於社交需求的園林景觀、公共區域功能設計和客戶活動。公司會以該目標消費者群體的特點為切入點，有的放矢地設計戶型及小區設施，滿足其需求。而根據不同人群的多元化需求，公司會繼續豐富產品線，以覆蓋更多年齡層次、更廣的客戶群。

公司歷史及里程碑

大發的歷史可以追溯至 1996 年，創辦人葛和凱先生（於物業開發行業擁有逾 21 年經驗）連同一名獨立個人投資者創立大發集團。2006 年 10 月，葛和凱先生的兒子葛一暘先生以管理培訓生的身份加入公司，並先後於公司擔任多個重要職務。

大發此前以承接「舊改」項目為主，因此，早於 2006 年公司已獲得「中國房地產企業 100 強」榮譽，而此後數年公司雖偶有跌出 100 強之列，但仍獲得「中國房地產企業 500 強」稱號。然而，由於獲取及完成「舊改」項目難度加大，公司於 2013-2015 年較為沉寂，亦跌出「中國房地產企業 500 強」榜單外。

雖然排名下滑，但葛一暘先生領導的高級管理層團隊已建成。於 2015 年，葛和凱先生認為彼時為葛一暘先生及其管理團隊接管大發業務的持續經營及管理的恰當時機。除了手頭上之「舊改」項目外，公司積極拿地，合同銷售及土地儲備增加，公司於 2016 年再次榮獲「中國房地產企業 100 強」稱號，且其後連續四年榜上有名，最新排名為第 86 位，較十年前之第 88 位為高。2018 年 10 月，公司成功於香港主板上市，每股發行價為 4.2 港元，淨集資額為人民幣 8.1 億元。

圖 9：大發主要業務里程碑

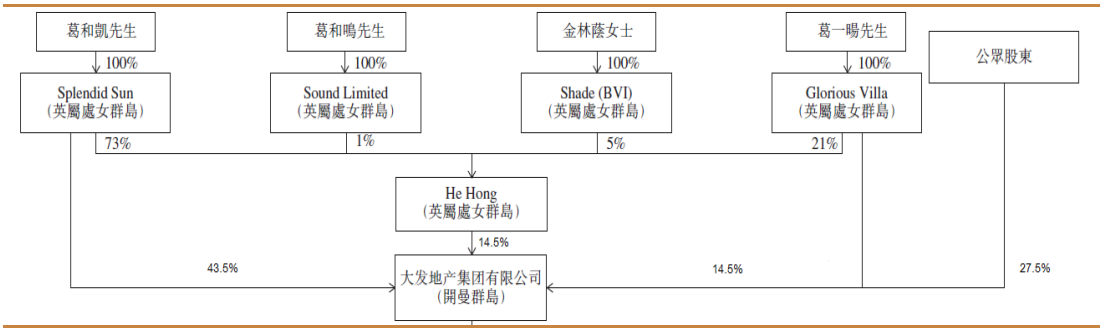
- 1996 • 大發集團創立，開始房地產業務
- 2001 • 業務拓展至上海
- 2005 • 榮獲「長江三角洲地區房地產開發企業80強」
- 2006 • 榮獲「中國房地產企業100強」
- 2007 • 榮獲「中國房地產企業500強」
- 2008 • 榮獲「中國房地產企業500強」
- 2009 • 榮獲「中國房地產企業100強」
- 2011 • 榮獲「中國房地產企業500強」
- 2012 • 榮獲「中國房地產企業100強」
- 2016 • 榮獲「中國房地產企業100強」
- 2017 • 榮獲「中國房地產企業100強」
- 2018 • 榮獲「中國房地產企業100強」 • 香港上市，發行價每股4.2港元（招股範圍每股3.28-4.98港元）
- 2019 • 榮獲「中國房地產企業100強」

資料來源：公司

股權架構

大發上市後股權架構仍然非常簡單，72.5%股權由葛氏家庭成員持有，其中葛和凱先生（葛一暘先生的父親）、葛一暘先生、金林蔭女士（葛一暘先生的母親）及葛和鳴先生（葛一暘先生的叔父）分別持有公司約 54.1%、17.5%、0.7%及 0.1%股權，而餘下 27.5%股權則由公眾股東持有。

圖 10 ： 股權架構



資料來源：公司

公眾股東方面，於大發上市時公司引入兩名基石投資者：佛山順德健實（分別由李昭強先生及李輝女士持有 90%及 10%權益，前者為後者的兒子，後者為山東魯億通智能電氣（300423.CH）的總裁）及光大興隴信託（光大集團從事金融業務四大主要子公司之一，持有大發非重大子公司安慶垠壹置業 20.2%股權）分別持有公司 2.3%及 2.2%股權。

扣除基石投資者股權後，大發之公眾持股量為 23.0%，但其中最大八名投資者於公司上市時已合共認購 17.8%股權。若該等投資者於公司上市一年後仍然沒有出售任何公司股票，其他公眾投資者之合共持股量或低至 5.3%。

表 2 ： 大發於 2018 年 10 月之股權架構

股東	持股量	權益
葛氏家庭成員	600,000,000	72.5%
投資者 A	24,467,000	3.0%
投資者 B	23,556,000	2.8%
投資者 C	18,985,000	2.3%
佛山順德健實	18,749,000	2.3%
光大興隴信託	18,571,000	2.2%
投資者 D 及 E	37,253,000	4.5%
投資者 F、G 及 H	42,766,000	5.2%
其他	43,533,000	5.3%
合計	**827,880,000**	**100.0%**

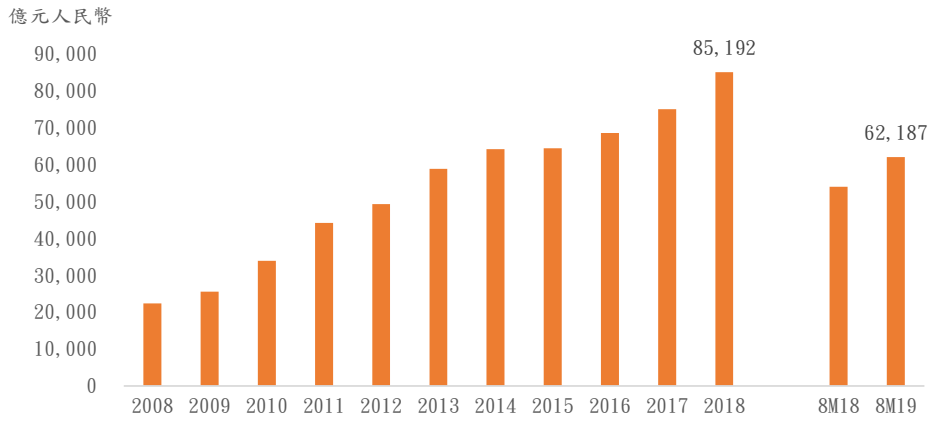
資料來源：公司、西證證券經紀

行業概覽

中國住宅房地產開發投資仍然高速增長

根據中國統計局，2018 年中國住宅房地產開發投資完成額為人民幣 8.5 萬億元，按年增長 13.4%，而 2013-2018 年之複合年均增長率為 7.6%。2019 年首 8 個月，住宅房地產開發投資完成額同比上升 14.9%至人民幣 6.2 萬億元，增速較 2018 年及 2013-2018 年之平均為快。

圖 11 ：2019 年首 8 月中國住宅房地產開發投資同比上升 14.9%

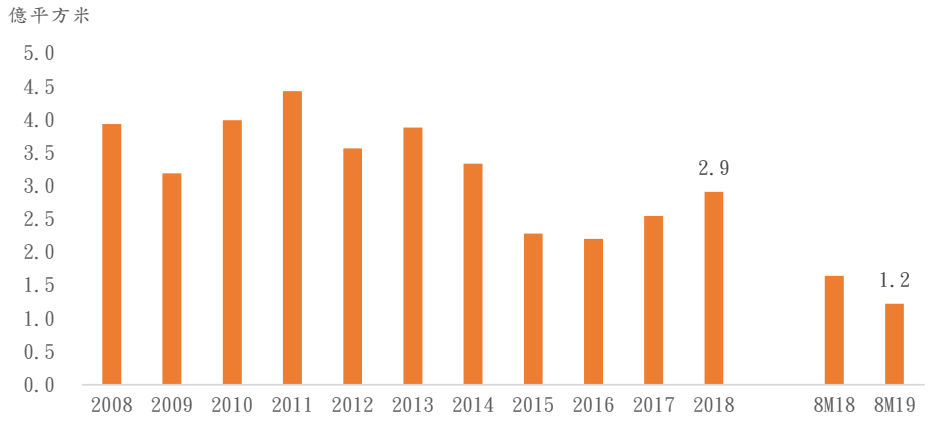


資料來源：中國統計局

中國房地產企業購地意願大幅下滑

相比房地產開發投資完成額之高速增長，房地產企業購置土地之意願迎來冰封時期。根據中國統計局，2017 及 2018 年購買土地面積分別為 2.55 及 2.91 億平方米，同比分別增長 15.8%及 14.2%，並結束此前連續 3 年倒退之勢頭。然而，受房價升幅放緩、內地經濟增速放緩、及政策收緊導致資金緊張等因素，2019 年首 8 月購置土地面積僅為 1.2 億平方米，按年大跌 25.6%。

圖 12 ：中國 2019 年首 8 月購置土地面積按年減少 25.6%

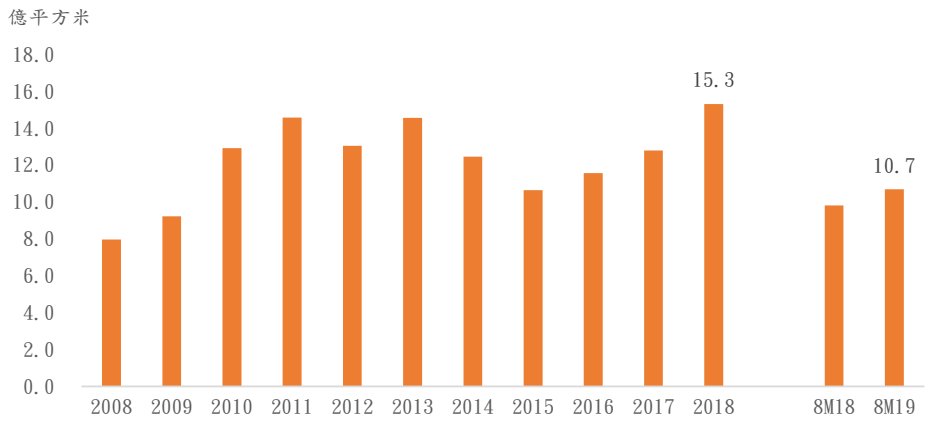


資料來源：中國統計局

中國住宅房屋新開工面積今年有望超過 16 億平方米

雖然房地產企業購買土地意願下降，但大型房地產企業土地儲備從來都不缺。因獲取新資金難度增加，房地產企業加快建房屋以舒緩資金緊張情況。根據中國統計局，此前 10 年每年中國住宅房屋新開工面積也不超過 14.6 億平方米，而 2015 年更跌至只有 10.7 億平方米，但 2018 年回升至 15.3 億平方米。2019 年首 8 月，住宅房屋新開工面積同比增長 8.9%至 10.7 億平方米，雖然增速自首 4 月之 13.8%按月下滑，但 2019 年全年住宅房屋新開工面積可能仍超過 16 億平方米。

圖 13 ：2019 年首 8 月中國住宅房屋新開工面積同比增加 8.9%

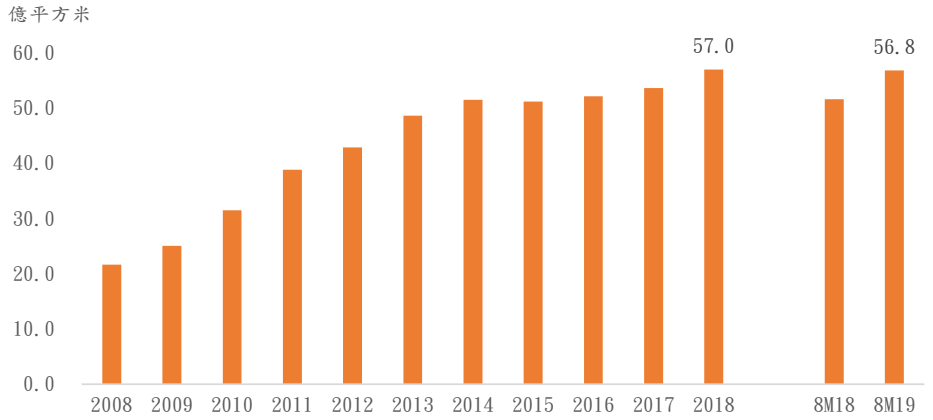


資料來源：中國統計局

中國住宅房屋施工面積今年或將超過 60 億平方米

受惠於中國住宅房屋新開工面積持續上揚，住宅房屋施工面積也創新高。根據中國統計局，2018 年中國住宅房屋施工面積達到 57.0 億平方米，同比上升 6.3%，而 2013-2018 年之複合年均增長率為 3.2%。2019 年首 8 月住宅房屋施工面積按年增長 10.1%至 56.8 億平方米，今年有機會突破 60 億平方米。然而，房地產企業面對融資壓力加大之問題，未來房地產企業銷售面積與住宅新開工面積將越來越匹配，因此，我們認為 2019 年中國住宅房屋施工面積已見頂，未來將維持在相若水平甚至也有下降之可能性。

圖 14 ：中國 2019 年首 8 月住宅房屋施工面積按年上升 10.1%

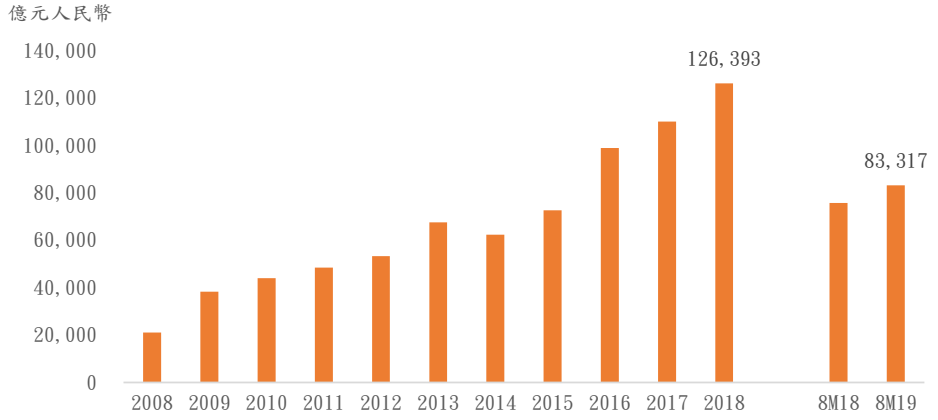


資料來源：中國統計局

中國住宅商品房銷售額及銷售面積今年可望分別突破人民幣 14.0 萬億元及 15 億平方米

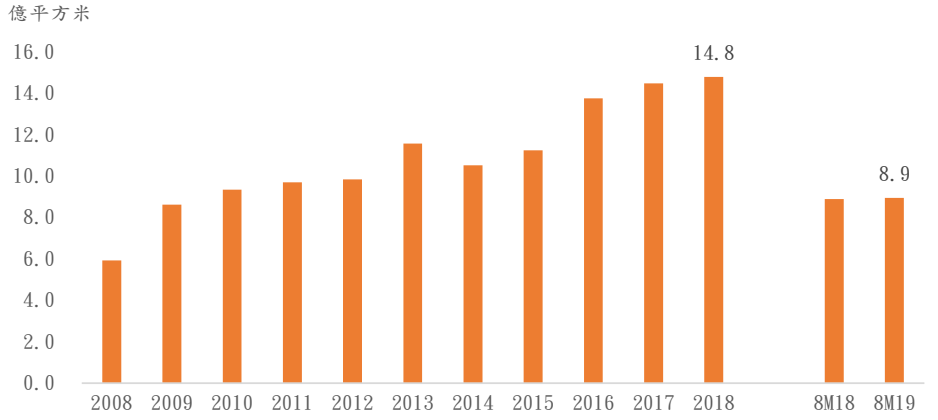
根據中國統計局，2018 年中國住宅商品房銷售額及銷售面積分別為人民幣 12.6 萬億元及 14.8 億平方米，同比分別上升 14.7%及 2.2%，而中國住宅商品房平均每平方米售價為人民幣 8,544 元，按年增長 12.2%。2013-2018 年中國住宅商品房銷售額、銷售面積及平均每平方米售價分別錄得 13.3%、5.0%及 7.9%之複合年均增長率。2019 年首 8 月，中國住宅商品房銷售額、銷售面積及平均每平方米售價分別同比增加 9.9%、0.6%及 9.3%。自 2017 年起，中國住宅商品房銷售面積增速一直在放緩，從 2017 年之 5.3%下滑至 2019 年首 8 月之 0.6%。雖然 2019 年中國商品房銷售額及銷售面積仍有希望再創新高分別挑戰人民幣 14.0 萬億元及 15 億平方米大關，但因平均售價升幅及國內經濟增速均放緩，未來有可能最多只能維持在 2019 年水平。

圖 15 ： 2019 年首 8 月中國商品房銷售額同比增長 9.9%



資料來源：中國統計局

圖 16 ： 中國 2019 年首 8 月住宅商品房銷售面積按年微升 0.6%

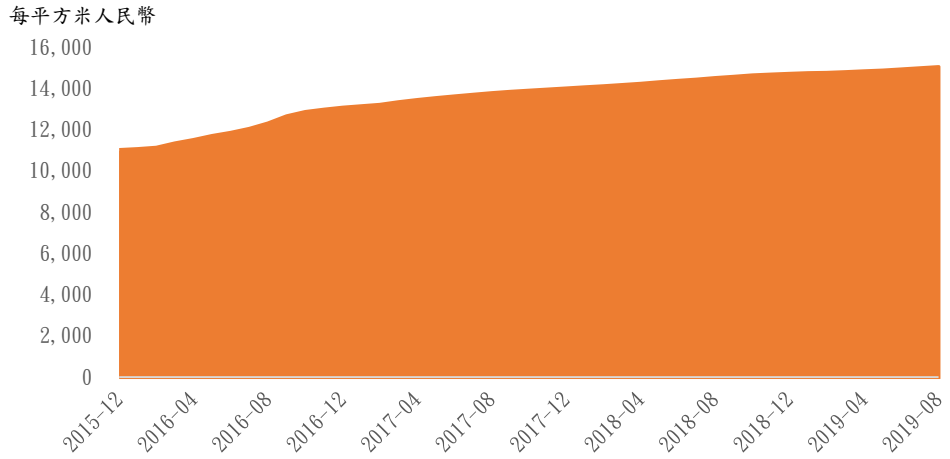


資料來源：中國統計局

一綫城市價格升幅受控 二三綫城市價格仍上升

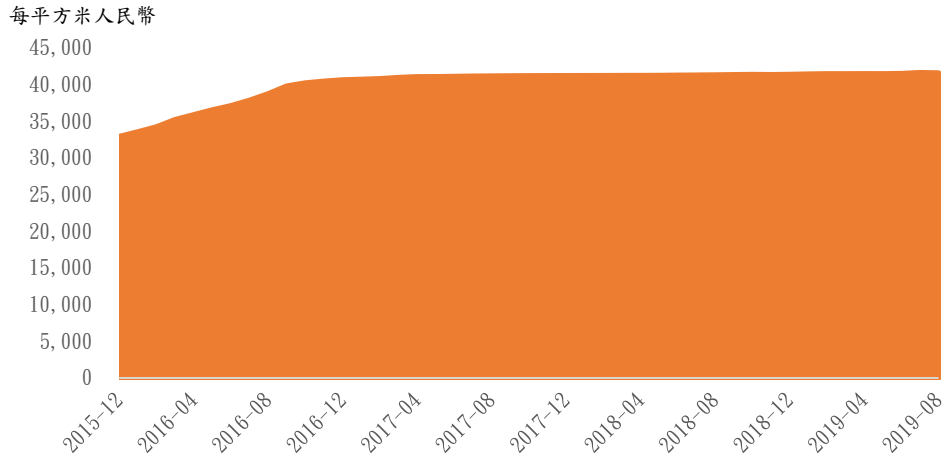
根據 WIND 提供之數據，中國 2019 年 8 月樣本百城住宅平均價格為每平方米人民幣 15,004 元，同比上升 3.7%：其中一綫城市約為每平方米人民幣 41,567 元，按年微升 0.6%；二綫城市約為每平方米人民幣 13,984 元，同比上升 5.1%；三綫城市約為每平方米人民幣 9,348 元，按年上升 5.3%。一綫城市住宅價格自 2016 年 10 月已錄得每平方米人民幣 40,000 元，但於約三年間上升不到 5%，價格受控。二綫及三綫城市住宅價格則自 2016 年起穩步上揚，最新價格較 2015 底分別上升 40.1%及 38.7%，不過價格升幅已趨緩，未來相信平均每年價格升幅約為 5%。

圖 17 ： 中國百城住宅平均同比價格變動自 2018 年升幅趨緩



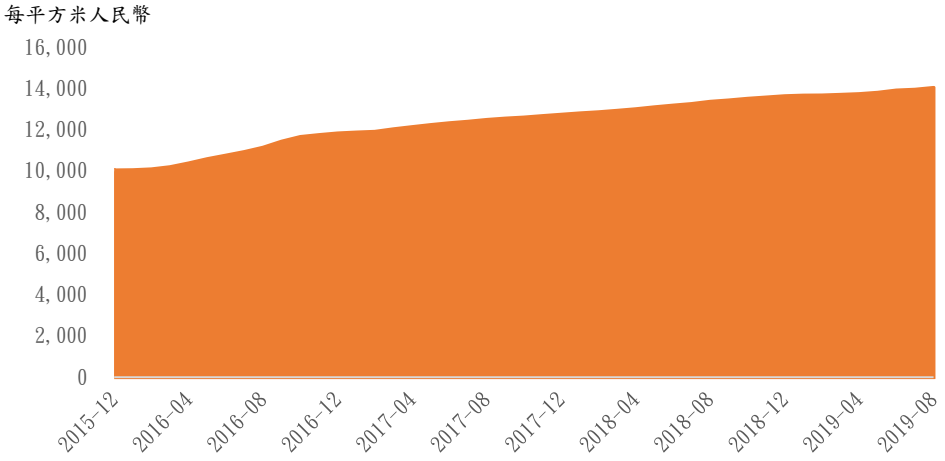
資料來源：WIND

圖 18 ： 中國一綫城市百城住宅價格過去三年升幅僅為 5%



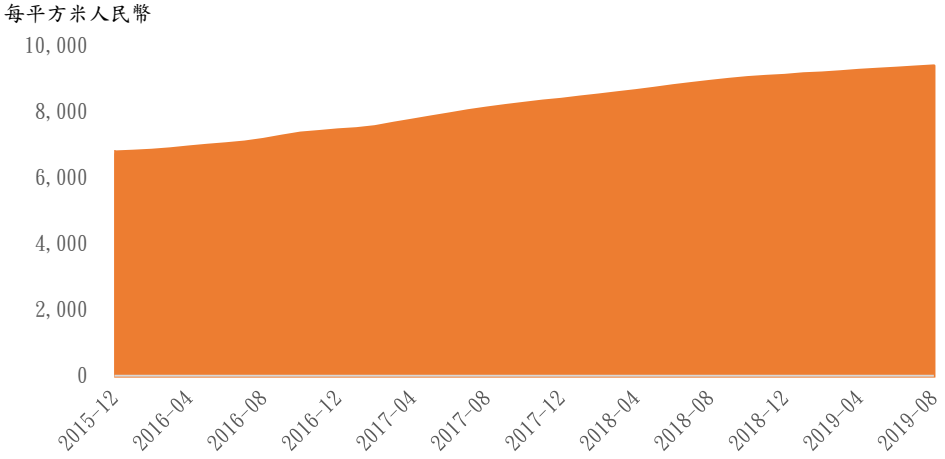
資料來源：WIND

圖 19 ： 中國二綫城市百城住宅價格同比變動仍小幅上漲



資料來源：WIND

圖 20 ： 中國三綫城市百城住宅價格同比變動趨勢與二綫城市相若



資料來源：WIND

2019 年中國房地產企業平均銷售目標升 22.8% 首 8 月平均完成目標 61.5%

根據香港上市之中國房地產企業銷售數據，2019 年銷售目標平均較 2018 年實際合同銷售額提高 24.3%，而該等公司 2019 年首 8 月合同銷售額增速為 22.8%，大致符合今年合同銷售目標增速，平均完成全年銷售目標約 61.5%。

表 3 ：主要中國房地產企業 2019 年首 8 月合同銷售及 2019 年銷售目標

公司	2019 年首 8 月合同銷售（人民幣億元）	2019 年銷售目標（人民幣億元）	已完成全年目標
碧桂園（2007.HK）	3,714	5,500	67.5%
中國恆大（3333.HK）	3,701	6,000	61.7%
融創中國（1918.HK）	3,066	5,500	55.7%
中國海外發展（688.HK）	2,562 *	3,500	73.2%
新城發展（1030.HK）	1,715	2,700	63.5%
華潤置地（1109.HK）	1,534	2,420	63.4%
龍湖集團（960.HK）	1,476	2,200	67.1%
世茂房地產（813.HK）	1,419	2,100	67.6%
旭輝控股（884.HK）	1,168	1,900	61.4%
中國金茂（817.HK）	1,082	1,500	72.1%
綠城中國（3900.HK）	1,023	1,800	56.8%
中梁控股（2772.HK）	859	1,300	66.1%
富力地產（2777.HK）	813	1,600	50.8%
融信中國（3301.HK）	805	1,400	57.5%
正榮地產（6158.HK）	792	1,300	60.9%
雅居樂（3383.HK）	758	1,130	67.1%
遠洋集團（3377.HK）	754	1,400	53.9%
中國奧園（3883.HK）	680	1,141	59.6%
龍光地產（3380.HK）	626	850	73.7%
美的置業（3990.HK）	607	1,000	60.7%
建業地產（832.HK）	542	900	67.7%
合景泰富（1813.HK）	489	850	57.6%
中駿集團（1966.HK）	481	700	68.8%
首創置業（2868.HK）	475	800	59.4%
佳兆業（1638.HK）	443	875	50.6%
越秀地產（123.HK）	440	680	64.8%
時代中國（1233.HK）	431	750	57.5%
禹洲地產（1628.HK）	406	670	60.7%
寶龍地產（1238.HK）	399	500	79.9%
弘陽地產（1996.HK）	391	600	65.2%
中國海外宏洋（81.HK）	407 *	580	70.1%
綠地香港（337.HK）	302	500	60.4%
德信中國（2019.HK）	290	430	67.5%
保利置業（119.HK）	265	420	63.1%
當代置業（1107.HK）	220	400	55.0%
花樣年（1777.HK）	198	360	55.0%
佳源國際（2768.HK）	156	280	55.7%
景瑞控股（1862.HK）	135	280	48.1%
深圳控股（604.HK）	72	180	39.8%

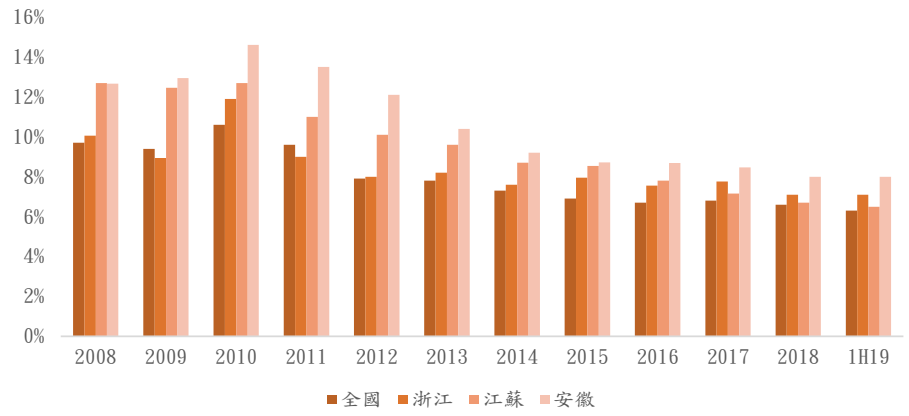
資料來源：西證證券經紀

** 億港元*

浙江、江蘇及安徽 GDP 增速略較全國整體為快

經濟增長及城鎮化為人均收入帶來增長，從而支持房地產市場蓬勃發展。大發土地儲備主要位於浙江、江蘇及安徽，而該三個省份於 2019 年上半年之 GDP 增速分別為 7.1%、6.5%及 8.0%，均高於中國同期之 6.3%，而且除了浙江於 2009 年及 2011 年之 GDP 增速低於全國外，該三個省份於過去十年之 GDP 增速均高於全國。雖然中國 GDP 增速預期將放緩，但該三個省份經濟表現仍預期高於全國。

圖 21 ：浙江、江蘇及安徽 GDP 增速高於全國

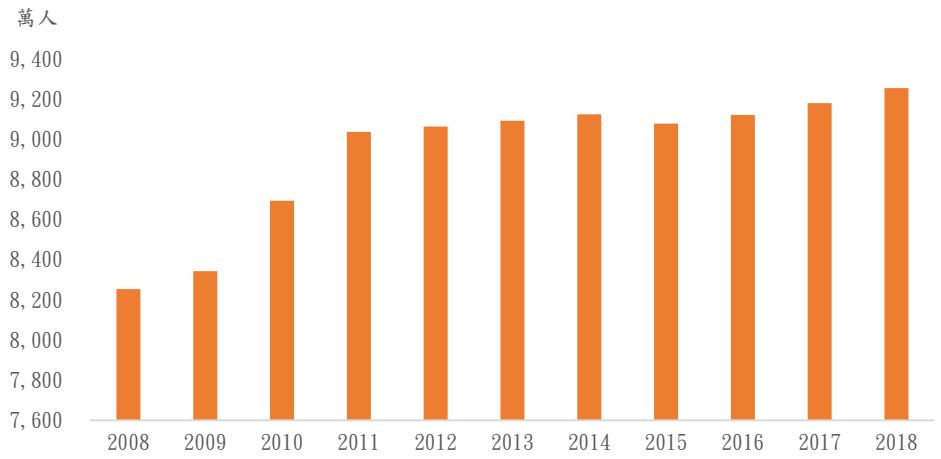


資料來源：中國統計局

浙江、江蘇及安徽常住人口持續增加

常住人口為另外一個支持該等地區住宅房地產開發增速之關鍵。我們綜合了浙江之溫州、寧波、舟山、湖州及嘉興，江蘇之南京、徐州、鹽城、鎮江、常州、無錫及蘇州、安徽之蕪湖、安慶及合肥，該 15 個地區 2018 年之常住人口為 9,256 萬人，2008-2013 年及 2013-2018 年之複合年均增長率分別為 2.0%及 0.4%，常住人口持續增長將為該等地區之房地產市場提供健康成長之基礎。

圖 22 ：浙江、江蘇及安徽主要城市常住人口持續增加

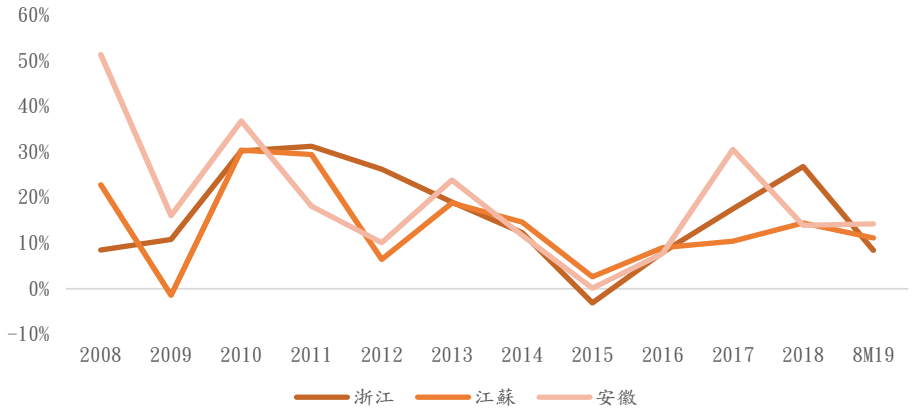


資料來源：中國統計局

2019 年首 8 月浙江及江蘇住宅房地產開發投資增速放緩且低於全國

2018 年浙江、江蘇及安徽之住宅房地產開發投資增速分別同比增長 26.8%、14.4%及 13.9%，均優於全國之 13.4%，不過 2019 年首 8 月浙江及江蘇之住宅房地產開發投資增速分別放緩至 8.4%及 11.1%，只有安徽之住宅房地產開發投資增速不跌反升至 14.2%，但三個地方之增速均低於全國之 14.9%。

圖 23 ：浙江、江蘇及安徽住宅房地產開發投資增速較快



資料來源：中國統計局

浙江、江蘇及安徽城市住宅價格指數持續上揚

溫州、常州、湖州、蕪湖、寧波、合肥、徐州、鹽城、鎮江佔公司 2019 年上半年之土地儲備約 63.0%，而除了寧波外，該等城市之價格升幅較中國二三綫百城住宅價格指數之升幅為高，顯示公司土地升值潛力不俗，未來業績將受惠。

表 4 ：2019 年 8 月蘇浙皖城市住宅價格指數同比上漲

蘇浙皖城市	2019 年 8 月同比變動
浙江：溫州	10.8%
江蘇：常州	9.6%
浙江：湖州	7.6%
安徽：蕪湖	10.0%
浙江：寧波	1.8%
安徽：合肥	8.2%
江蘇：徐州	7.7%
江蘇：鹽城	3.3%
江蘇：鎮江	7.8%

資料來源：WIND

房住不炒 調控政策全方位收緊

重申房住不炒 防止樓市大起大落

銀保監表示要繼續緊盯房地產金融風險，對房地產開發貸款、個人按揭貸款繼續實行審慎的貸款標準，其後更表示將進一步加强房地產貸款方面的監測，保障住房貸款的基本需要，對投機性的房地產貸款要嚴格控制，防止資金通過影子銀行渠道進入房地產市場，房地產金融仍是防範風險的重點領域。銀保監其後再次重申必須正視一些地方房地產金融化問題，房地產業過度融資，不僅擠佔其他產業信貸資源，也容易助長房地產的投資投機行爲，使其泡沫化問題更趨嚴重。人民銀行金融市場工作會議也强調加强房地產金融審慎管理，落實房地產市場平穩健康發展長效機制。《2019 政府工作報告》提出要更好解決群眾住房問題，落實城市主體責任，改革完善住房市場體系和保障體系，促進房地產市場平穩健康發展。住建部表示 2019 年將穩妥實施房地產市場平穩健康發展長效機制的工作方案，堅持「房子是用來住的，不是用來炒的」定位，堅持落實城市主體責任，因城施策、分類指導，特別是要把穩地價、穩房價、穩預期的責任落到實處，保持政策的連續性和穩定性，防止樓市大起大落。習近平主持召開中共中央政治局會議時重申堅持房子是用來住的、不是用來炒的定位，落實好一城一策、因城施策、城市政府主體責任的長效調控機制。

境外發債困難重重 新申請只接受用於置換一年內到期舊債

2019 年 7 月，中國發改委發出《關於對房地產企業發行外債申請備案登記有關要求的通知》，要求房地產企業發行外債申請備案登記提出如下要求：

- 房地產企業發行外債只能用於置換未來一年內到期的中長期境外債務。
- 房地產企業在外債備案登記申請材料中要列明擬置換境外債務的詳細信息，包括債務規模、期限情況、經發改委備案登記情況等，並提交《企業發行外債真實性承諾函》。
- 房地產企業發行外債要加强信息披露，在募集說明書等文件中需明確資金用途等情況。
- 房地產企業應制定發行外債總體計劃，統籌考慮匯率、利率、幣種及企業資產負債結構等因素，穩妥選擇融資工具，靈活運用貨幣互換、利率互換、遠期外匯買賣、期權、掉期等金融產品，合理持有外匯頭寸，保持境內母公司外債與境外分支機構外債、人民幣外債與外幣外債、短期外債與中長期外債、內債與外債合理比例，有效防控外債風險。

盈利預測

2019 年合同銷售額不低於人民幣 160 億元 明後兩年增速不低於 40%

大發 2015-2018 年合同銷售額分別為人民幣 22.2 億元、38.6 億元、41.2 億元及 125.2 億元，期間複合年均增長率為 77.9%。2019 年上半年公司合同銷售額同比增長 40.8%至人民幣 71.1 億元。截止 2019 年 6 月 30 日，公司土地儲備約 432 萬平方米，貨值超過人民幣 500 億元。扣除已售未結之土地儲備約 80 萬平方米，貨值約人民幣 100 億元，公司未售之土地儲備約 350 萬平方米，貨值約人民幣 400 億元，相信能支持公司約 2 年銷售。公司預計 2019 年合同銷售額不低於人民幣 160 億元，相信能輕易完成目標，而 2020 年就算僅出售 2019 年上半年之土地儲備，2020 年合同銷售額將不低於人民幣 240 億元。我們預期大發於 2019-2021 年合同銷售額將分別增長至人民幣 165 億元、256 億元及 358 億元，即 2018-2021 年複合年均增長率為 41.9%。每平方米銷售均價預期將從 2018 年之人民幣 15,937 元下降至 2019-2021 年之人民幣 12,500 元，主要因平均售價較高之上海物業佔比將大幅下降。若不包括合營聯營公司貢獻，2020-2021 年可併表之合同銷售額預期將分別為人民幣 179 及 269 億元。

2018-2021 年收益複合年均增長率預期約為 44.7%

大發 2015-2018 年收益分別為人民幣 6.9 億元、7.0 億元、45.7 億元及 59.5 億元，期間複合年均增長率為 105.1%，而 2019 年上半年收益同比大增 3.0 倍至人民幣 39.7 億元。由於公司盡量確保項目盡早開工及預售，現金流很快回正但從物業出售所得之款項仍有待物業落成且將其控制權轉移至買方時才可確認，因此，合約負債與收益一般會出現約 12-18 個月之時間差。鑒於合同銷售自 2018 年起大幅上揚但 2020 年起合同銷售或有較大部分屬於合營或聯營企業，我們預計 2019-2021 年公司收益分別為人民幣 95.1 億元、140.0 億元及 180.1 億元，2018-2021 年之複合年均增長率為 44.7%。

表 5 ： 大發合同銷售額及收益預測

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
合同銷售面積（萬平方米）	32.1	78.6	132.0	204.6	286.4
同比增長	9.7%	144.5%	68.0%	55.0%	40.0%
每平方米售價（人民幣元）	12,816	15,937	12,500	12,500	12,500
同比增長	-2.7%	24.4%	-21.6%	0.0%	0.0%
合同銷售額（人民幣億元）	41.2	125.2	165.0	255.8	358.1
同比增長	6.7%	204.1%	31.7%	55.0%	40.0%
收益（人民幣億元）	45.7	59.5	95.1	140.0	180.1
同比增長	548.5%	30.1%	60.0%	47.1%	28.7%

資料來源：公司、西證證券經紀

2019-2021 年毛利率預期將介乎 25%-26%

大發毛利率從 2017 年之 14.4%上升至 2018 年之 26.6%，但 2019 年上半年回落至 24.2%。假設大發物業平均售價能維持於每平方米人民幣 12,500 元，公司毛利率預期將可維持在 25-26%水平。唯一或影響公司毛利率的原因為資本化利息開支為物業銷售成本一部分，該金額大小對公司毛利率有影響，但不會影響公司整體利潤率，因淨利息開支亦會因資本化利息開支增加而相應減少。我們預期公司 2019-2021 年毛利率分別為 25.1%、25.2%及 25.5%，而毛利則分別為人民幣 23.8 億元、35.3 億元及 46.0 億元，相當於 2018-2021 年複合年均增長率為 42.7%。

2021 年經調整股東應佔溢利預期將達到人民幣 13.0 億元

大發 2015-2016 年錄得經調整（不包括投資物業公允值變動）虧損，但自 2017 年起扭虧為盈錄得經調整股東應佔溢利人民幣 0.9 億元，2018 年更同比大幅增長 3.6 倍至人民幣 4.3 億元，2019 年上半年經調整股東應佔溢利更已經達到人民幣 3.0 億元。隨著公司合同銷售增長，我們預期 2019-2021 年公司經調整股東應佔溢利分別為人民幣 7.0 億元、9.4 億元及 13.0 億元，2018-2021 年之複合年增長率為 44.5%，與收益及毛利增幅甚為一致。

表 6 ： 大發盈利預測

億元人民幣	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
收益	45.7	59.5	95.1	140.0	180.1
同比增長	548.5%	30.1%	60.0%	47.1%	28.7%
毛利	6.6	15.8	23.8	35.3	46.0
毛利率	14.4%	26.6%	25.1%	25.2%	25.5%
經調整經營溢利	4.3	10.3	16.2	25.5	33.7
同比增長	虧轉盈	140.1%	57.6%	57.0%	32.4%
稅前溢利	3.4	9.9	14.9	22.8	33.6
同比增長	294.3%	194.9%	50.5%	53.0%	47.3%
股東應佔溢利	1.4	4.8	7.5	9.9	13.5
同比增長	456.1%	246.8%	56.7%	32.6%	36.3%
經調整股東應佔溢利	0.9	4.3	7.0	9.4	13.0
同比增長	虧轉盈	358.4%	62.2%	34.7%	38.1%
經調整淨利率	2.1%	7.2%	7.3%	6.7%	7.2%

資料來源：公司、西證證券經紀

估值與評級

規模較小 經營指標差於同業平均

大發上市時間較短且此前發展落後於同業，因此，公司之各經營指標均差於同業，特別是由於土地儲備較少，毛利率及核心淨利率難以追上同業水平，但隨著其他公司低價之土地儲備耗盡，相信公司與同業平均之利潤率差距可望有所縮窄。財務方面，公司尚有 1.2 億美元額度可於境外發債，資金壓力較小。

表 7 ： 大發與同業平均比較

	大發	香港上市中國房地產企業平均
預測土地儲備去化週期（年） *	3.3	~4.5
2019 年上半年收益（人民幣億元）	39.7	~265
2019 年上半年毛利率	24.2%	~34%
2019 年上半年核心淨利率	7.5%	~13.5%
2019 年上半年淨負債率 **	132.5%	~90%

資料來源：公司、西證證券經紀
** 土地儲備除以合同銷售面積（按 2019 年首 8 月佔全年銷售 60%測算）*
*** 淨負債除以總股本*

投資物業價值才是關鍵

大發現在市值約為 50 億港元，雖然淨負債達到人民幣 46.7 億元，但公司持有投資物業之價值約為人民幣 26.3 億元，而且南京與上海之商業物業均位於核心地區，若真的需要變現價值相信與賬面值差距不大。然而，由於中國經濟走弱及調控房地產力度有增無減，我們之 NAV 估值採用較保守之假設，即每平方米銷售均價僅為人民幣 10,800 元而非人民幣 12,500 元、不包括土地成本之淨利潤率為 37.2%而非 38.5%、及給予商業物業賬面值 20%折讓，具體估值方法如下：

表 8 ： 大發 NAV 估值

	億元人民幣
未銷售之土地儲備價值（2019 年上半年）	400
權益比	60%
權益土地儲備價值	240
不包括土地成本之淨利潤率（假設每平方米售價為人民幣 10,800 元）	37.2%
折現後物業銷售淨利潤（假設折現率為 10%，去化週期為 2 年）	71.1
投資物業價值（較賬面值折讓 20%）	21.1
淨負債（假設權益比為 75%）	35.0
其他	2.6
NAV 估值	59.7

資料來源：西證證券經紀

目標價 8.0 港元 首予增持評級

我們認為以上對大發之 NAV 估值方法已採用最保守之假設，因此不需要再額外給予折讓。NAV 估值為人民幣 59.7 億元，相當於 65.7 億港元。給予**目標價 8.0 港元**，相當於 8.6 倍 2019 年市盈率、6.4 倍 2020 年市盈率、及 1.7 倍 2019 年市賬率，首予**增持**評級。

表 9 ：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） 2018A	市盈率（倍） 2019F	市賬率（倍） 2018A	市賬率（倍） 2019F	股息率（%） 2019F	股本回報率（%） 2019F
萬科	2202 HK	319,608	7.5	6.7	1.7	1.5	5.0	23.0
中國海外發展	688 HK	270,070	6.0	6.0	1.0	0.8	4.5	15.0
華潤置地	1109 HK	227,681	7.9	8.7	1.4	1.3	4.0	16.0
中國恒大	3333 HK	219,241	4.9	4.5	1.4	1.2	13.0	30.2
碧桂園	2007 HK	215,088	5.2	4.7	1.6	1.3	6.6	29.4
龍湖集團	960 HK	174,665	8.9	9.7	1.9	1.7	4.5	18.9
融創中國	1918 HK	139,907	7.0	4.9	2.1	1.6	4.1	35.9
世茂房地產	813 HK	75,604	7.3	6.2	1.1	1.0	6.3	16.8
龍光地產	3380 HK	61,192	6.4	5.6	2.0	1.6	7.2	30.1
中國金茂	817 HK	52,790	8.4	7.3	1.3	1.1	5.7	15.4
簡單平均			**7.0**	**6.4**	**1.6**	**1.3**	**6.1**	**23.1**
加權平均			**6.8**	**6.4**	**1.5**	**1.3**	**6.0**	**22.9**

資料來源：彭博

表 10 ：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） 2018A	市盈率（倍） 2019F	市賬率（倍） 2018A	市賬率（倍） 2019F	股息率（%） 2019F	股本回報率（%） 2019F
保利置業	119 HK	9,996	4.5	3.3	0.3	0.3	9.3	n.a.
建業地產	832 HK	9,098	6.3	4.9	0.9	0.8	8.2	16.3
德信中國	2019 HK	8,779	3.9	4.6	3.1	1.4	n.a.	16.5
天譽置業	59 HK	8,649	9.7	n.a.	0.9	n.a.	n.a.	n.a.
弘陽地產	1996 HK	8,200	3.2	n.a.	0.6	n.a.	n.a.	n.a.
首創置業	2868 HK	7,842	4.9	2.1	0.4	0.2	11.2	6.6
綠地香港	337 HK	7,482	3.7	3.4	0.6	n.a.	n.a.	n.a.
建發國際	1908 HK	7,397	3.6	3.9	1.5	0.9	11.2	22.4
花樣年	1777 HK	6,977	8.1	5.2	0.5	0.4	5.5	6.8
招商局置地	978 HK	5,298	3.7	n.a.	0.6	n.a.	9.3	n.a.
朗詩綠色	106 HK	4,203	2.8	n.a.	0.8	n.a.	n.a.	n.a.
五礦地產	230 HK	3,615	3.2	n.a.	0.3	n.a.	n.a.	n.a.
景瑞控股	1862 HK	3,528	2.8	n.a.	0.7	n.a.	n.a.	n.a.
當代置業	1107 HK	2,963	4.7	n.a.	0.5	n.a.	n.a.	n.a.
眾安集團	672 HK	1,437	4.2	n.a.	0.2	n.a.	n.a.	n.a.
簡單平均			**4.6**	**3.9**	**0.8**	**0.7**	**9.1**	**13.7**
加權平均			**4.9**	**3.9**	**0.9**	**0.7**	**9.2**	**13.9**

資料來源：彭博

表 11 ：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） 2018A	市盈率（倍） 2019F	市賬率（倍） 2018A	市賬率（倍） 2019F	股息率（%） 2019F	股本回報率（%） 2019F
新城發展	1030 HK	40,349	5.0	5.0	1.9	1.5	6.8	33.7
富力地產	2777 HK	38,217	3.9	2.8	0.5	0.5	14.1	17.3
雅居樂	3383 HK	37,290	4.4	4.4	0.8	0.7	11.0	15.9
旭輝	884 HK	36,113	5.5	4.5	1.2	1.0	7.6	23.2
越秀	123 HK	26,320	6.5	7.3	0.5	0.6	5.4	8.0
深圳控股	604 HK	25,079	6.9	6.9	0.6	0.5	6.2	8.1
中國奧園	3883 HK	23,891	8.3	5.1	1.8	1.4	7.7	31.3
時代中國	1233 HK	23,690	4.3	4.0	1.2	0.9	7.5	26.9
美的置業	3990 HK	22,645	5.2	4.7	1.2	1.1	8.4	24.4
正榮地產	6158 HK	22,450	8.3	6.5	1.4	1.2	4.3	18.4
寶龍地產	1238 HK	22,105	6.6	6.4	0.7	0.7	6.3	11.5
合景泰富	1813 HK	21,811	4.5	3.9	0.7	0.6	10.0	16.4
佳兆業	1638 HK	20,926	6.4	5.2	0.8	0.8	4.9	14.5
遠洋集團	3377 HK	20,259	4.7	5.0	0.4	0.4	9.1	7.1
中梁控股	2772 HK	18,052	n.a.	3.4	n.a.	1.7	11.3	61.3
合生創展	754 HK	17,448	3.0	5.8	0.3	n.a.	5.1	n.a.
融信中國	3301 HK	15,762	5.6	3.8	1.0	0.9	6.9	18.2
禹洲地產	1628 HK	15,698	3.4	3.2	0.7	0.6	12.1	20.7
中駿集團	1966 HK	14,895	3.5	4.2	0.8	0.7	7.5	18.8
綠景中國	95 HK	13,986	9.4	18.1	2.4	1.0	2.7	13.0
金地商置	535 HK	13,822	5.2	3.7	1.0	0.9	7.6	22.8
綠城中國	3900 HK	13,785	29.8	4.7	0.4	0.4	4.6	6.6
佳源國際	2768 HK	12,898	3.8	n.a.	0.9	n.a.	n.a.	n.a.
瑞安房地產	272 HK	12,577	5.6	15.8	0.3	0.3	2.8	n.a.
中國海外宏洋	81 HK	12,187	4.9	3.6	0.6	0.5	5.5	16.0
力高集團	1622 HK	11,862	10.1	n.a.	2.4	n.a.	n.a.	n.a.
明發集團	846 HK	11,517	11.4	n.a.	0.7	n.a.	n.a.	n.a.
簡單平均			**6.8**	**5.7**	**1.0**	**0.8**	**7.3**	**19.7**
加權平均			**6.3**	**5.4**	**1.0**	**0.8**	**7.8**	**20.1**

資料來源：彭博

表 12 ：財務報表及盈利預測

損益表

（億元人民幣）	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
收益	**45.7**	**59.5**	**95.1**	**140.0**	**180.1**
銷售成本	(39.1)	(43.6)	(71.3)	(104.7)	(134.1)
毛利	**6.6**	**15.8**	**23.8**	**35.3**	**46.0**
銷售及分銷成本	(0.9)	(1.8)	(2.9)	(3.9)	(5.0)
行政開支	(1.3)	(3.8)	(4.8)	(5.9)	(7.2)
經調整經營溢利	**4.3**	**10.3**	**16.2**	**25.5**	**33.7**
淨融資收益	(1.2)	(1.1)	(2.0)	(2.6)	(3.0)
合營聯營公司損益	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.5)	2.5
投資物業公允值	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
其他收益	(0.2)	0.2	0.1	(0.3)	(0.3)
稅前利潤	**3.4**	**9.9**	**14.9**	**22.8**	**33.6**
所得稅開支	(1.9)	(5.0)	(7.1)	(11.2)	(15.3)
稅後利潤	**1.4**	**4.9**	**7.8**	**11.6**	**18.2**
非控股權益	(0.1)	(0.1)	(0.3)	(1.6)	(4.7)
淨利潤	**1.4**	**4.8**	**7.5**	**9.9**	**13.5**
經調整淨利潤	**0.9**	**4.3**	**7.0**	**9.4**	**13.0**
經調整每股盈利（人民幣元）	**0.157**	**0.663**	**0.844**	**1.137**	**1.570**
每股股息（人民幣元）	**0.000**	**0.145**	**0.181**	**0.239**	**0.326**

現金流量表

（億元人民幣）	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
稅前利潤	**3.4**	**9.9**	**14.9**	**22.8**	**33.6**
合營聯營公司損益	0.0	0.0	0.1	0.5	(2.5)
投資物業公允值	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.7)	(0.7)
其他	(3.3)	(3.3)	0.1	0.1	0.1
營運資金變動	(21.7)	0.7	8.7	3.3	6.0
已付稅項	(1.7)	(2.5)	(6.3)	(11.4)	(16.1)
經營活動現金流	**(23.9)**	**4.3**	**16.8**	**14.6**	**20.5**
合營聯營公司投資	(0.0)	(0.3)	(27.6)	(32.2)	(12.8)
其他	(1.1)	4.1	(17.0)	(0.2)	(0.2)
投資活動現金流	**(1.2)**	**3.9**	**(44.6)**	**(32.4)**	**(13.0)**
借款淨額	27.3	(3.6)	34.7	0.0	0.0
已付股息	0.0	(1.5)	(1.8)	(1.7)	(2.3)
其他	(0.0)	8.0	10.7	2.7	4.7
融資活動現金流	**27.3**	**2.9**	**43.6**	**0.9**	**2.4**
現金變動	**2.2**	**11.1**	**15.8**	**(16.9)**	**9.9**
期初淨現金	1.6	3.8	14.9	30.7	13.8
期末淨現金	**3.8**	**14.9**	**30.7**	**13.8**	**23.7**

資產負債表

（億元人民幣）	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
投資物業	25.0	25.8	26.5	27.1	27.8
合營聯營公司投資	0.0	0.2	27.8	59.5	74.8
其他	4.4	5.0	5.8	6.4	7.3
非流動資產	**29.4**	**31.1**	**60.0**	**93.0**	**109.9**
在建及已竣工物業	93.0	121.0	180.2	218.0	302.4
其他	24.3	18.9	33.3	35.7	37.6
受限現金質押存款	2.3	6.8	10.3	12.4	14.2
現金及其等價物	3.8	14.9	30.7	13.8	23.7
流動資產	**123.3**	**161.5**	**254.5**	**279.9**	**377.9**
合同負債	50.1	69.9	138.9	179.0	268.5
借貸及優先票據	5.9	21.9	30.0	51.2	30.0
其他	19.0	29.8	31.1	36.6	41.1
流動負債	**75.1**	**121.6**	**200.0**	**266.7**	**339.6**
借貸及優先票據	54.0	34.5	61.2	40.0	61.2
其他	3.9	4.0	4.2	4.5	4.7
非流動負債	**57.8**	**38.5**	**65.4**	**44.5**	**65.9**
少數股東權益	(0.0)	1.6	12.7	17.0	26.4
股東應佔權益	**19.9**	**30.8**	**36.5**	**44.6**	**55.8**
每股資產淨值（人民幣元）	**3.315**	**3.724**	**4.405**	**5.390**	**6.743**

財務比率

(%)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
收入增長	548.5	30.1	60.0	47.1	28.7
毛利增長	451.6	140.7	50.7	48.0	30.4
經調整經營溢利增長	虧轉盈	140.1	57.6	57.0	32.4
淨利潤增長	456.1	246.8	56.7	32.6	36.3
經調整淨利潤增長	虧轉盈	358.4	62.2	34.7	38.1
毛利率	14.4	26.6	25.1	25.2	25.5
經調整經營利潤率	9.4	17.3	17.1	18.2	18.7
淨利率	3.0	8.0	7.9	7.1	7.5
經調整淨利率	2.1	7.2	7.3	6.7	7.2
股東資金回報率	6.9	15.5	20.5	22.2	24.2
資產收益率	0.9	2.5	2.5	3.1	3.7
流動比率（倍）	1.6	1.3	1.3	1.0	1.1
負債比率	270.8	107.2	102.1	105.4	64.7

資料來源：公司、西證證券經紀

分析員核證

分析員（等）主要負責擬備本報告並謹此聲明－
(1) 本報告所表達意見均準確反映分析員（等）對所述公司（等）及其證券之個人見解；
(2) 分析員（等）之補償與本報告的推薦或意見或企業融資部並沒有直接或間接的關係；
(3) 分析員（等）不是直接或間接地受企業融資部監管或隸屬予企業融資部；
(4) 分析員（等）就報告中論述的證券，並沒有違反安靜期限制；
(5) 分析員（等）並沒有任何與報告中論述的公司（等）的董事職銜或擔任要員。

評級定義

公司評級	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
行業評級	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

免責聲明

本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。過去之成績不可作爲未來成績的指標，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」)相信爲可靠之來源，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報告內容時之作爲或不作爲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、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其他注冊或發牌的規例。本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，任何人不得爲任何目的複製、發出、發表此報告，西證證券經紀保留一切權利。