睿智投資

時代中國 (1233 HK)

利用區域優勢深耕大灣區

- **不容小覷的灣區開發商。**時代中國是總部位于廣州的房地產開發商，主要深耕廣州和佛山。隨著粵港澳大灣區具體規劃細節即將出臺，我們看好大灣區的開發價值。截止到 2018 年 6 月 30 日，公司土地儲備達 1,820 萬平，足够支撐未來 3-5 年的發展。公司平均土地成本爲 3,195 元 (人民幣,下同)/平，相當于今年前 8 個月平均銷售價格(16,861 元/平)的 18.9%。公司 58.5%的土儲位于粵港澳大灣區，若計入清遠項目，則超過 90%的土儲位于珠三角區域。因此，時代中國是一家典型的大灣區主題開發商。

- **受益于區域一體化。**我們期待即將公布的大灣區發展規劃，我們預計規劃將進一步提升當地經濟，支撐時代中國在區域的投資布局。此外，公司 1/3 土地儲備位于清遠。儘管清遠幷不包括在灣區規劃當中，但距離廣州也僅有 1 小時車程。近日，廣州和清遠政府聯合發布了「高質量推進廣清一體化發展工作方案」。我們預計公司在清遠的布局也將受益于廣州與清遠的一體化。

- **優質的城市更新項目儲備。**時代中國在廣佛地區的城市更新業務開展較早。目前公司城市更新項目 70 個，預計共 1,950 平將可轉爲公司土儲。其中 30 個項目將在 2018-20 年完成改造，轉化土儲 562 萬平。另外 40 個項目也已經簽訂合作意向書，將在 2020 年後完成改造。廣東在"三舊"改造(舊工廠，舊村，舊城)方面有較爲完善可執行的政策法規。我們認爲較好的政策環境將有利于更新項目的透明度和確定性。若舊改項目成功落地轉化，將極大提升公司價值。我們認爲時代中國在廣佛地區舊改項目上，較外來開發商有明顯的本地優勢。具體體現在項目經驗(70 個舊改項目)、資金投入(17 年投入 170 億拿地，主要投資珠三角)和當地資源。

- **首次覆蓋給予買入評級。**我們預計 2018 - 20 年收入分別爲 310 億、405 億和 525 億元，複合年增長率 32%；核心淨利潤預計分別爲 35 億、 43 億和 58 億元，複合年增長率 34.4%。目前，該股票的 FY18 / 19E 市盈率分別爲 2.9 / 2.5x，低于其他大灣區開發商。我們估計 18 年底每股資產淨值爲 18.04 港元，我們的目標價爲 9.02 港元，相當于 50%折讓，首次覆蓋給予買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額 (百萬人民幣)	16,206	23,110	30,956	40,547	52,538
淨利潤 (百萬人民幣)	1,955	2,667	3,747	4,322	5,795
EPS (人民幣)	1.13	1.51	2.04	2.36	3.16
EPS 變動 (%)	10.8	33.6	35.3	15.3	34.1
市盈率(x)	5.2	3.9	2.9	2.5	1.9
市帳率 (x)	1.1	0.7	0.6	0.5	0.4
股息率 (%)	5.3	5.3	9.0	11.2	15.0
權益收益率 (%)	21.4	17.1	20.4	20.1	22.6
淨財務杠杆率(%)	53.2	57.5	69.1	65.7	66.0

資料來源：彭博

買入(首次覆蓋)

目標價	HK$9.02
潛在升幅	+34.6%
當前股價	HK$6.70

黃程宇
電話: (852) 3761 8773
郵件: huangchengyu@cmbi.com.hk

文幹森, CFA
電話: (852) 3900 0853
郵件: samsonman@cmbi.com.hk

房地產行業

市值(百萬港元)	12,287
3 月平均流通量 (百萬港元)	23.6
5 周內股價高/低 (港元)	13.88/6.51
總股本 (百萬)	1,834

資料來源: 彭博

股東結構

岑釗雄	65.17%
自由流通	34.83%

資料來源: 彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-17.4%	-12.7%
3-月	-33.5%	-26.4%
6-月	-45.2%	-34.6%

資料來源：彭博

股價表現

資料來源：彭博

審計師: 安永

公司網站: www.timesgroup.cn

財務報表

利润表

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	**16,206**	**23,110**	**30,956**	**40,547**	**52,538**
物业开发	15,620	22,473	30,277	39,816	51,749
租金收入	298	289	297	311	326
物业管理费收入	288	347	382	420	462
销售成本	(11,956)	(16,660)	(22,268)	(29,002)	(37,552)
毛利	**4,250**	**6,450**	**8,688**	**11,545**	**14,987**
其他收入	93	353	505	158	178
销售费用	(657)	(623)	(805)	(1,054)	(1,366)
行政费用	(537)	(732)	(981)	(1,285)	(1,665)
其他费用	(84)	(448)	(495)	(649)	(841)
息税前收益	**3,065**	**4,999**	**6,912**	**8,715**	**11,293**
应占联营和合营公司收益	66	225	34	109	212
财务费用	(240)	(401)	(610)	(717)	(778)
特殊收入	269	465	404	-	-
税前利润	**3,161**	**5,288**	**6,740**	**8,107**	**10,727**
所得税	(1,178)	(1,947)	(2,795)	(3,305)	(4,142)
非控制股东权益	(27)	(674)	(197)	(480)	(790)
归属股东净利润	**1,955**	**2,667**	**3,747**	**4,322**	**5,795**
归属股东净利润	**1,756**	**2,389**	**3,459**	**4,322**	**5,795**

来源：公司，招银国际预测

资产负债表

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	**58,654**	**90,402**	**114,298**	**126,137**	**141,897**
物业、厂房及设备	32,971	49,263	61,855	69,052	83,448
投资型房地产	2,579	3,253	4,552	5,963	7,726
商誉	9,604	14,424	20,205	20,205	20,205
无形资产	-	-	271	271	271
联营及合营公司的权益	1,080	5,451	6,602	6,602	6,602
递延税项	8,923	14,263	16,144	19,376	18,977
其他	3,498	3,748	4,668	4,668	4,668
非流动资产	**10,435**	**10,977**	**14,605**	**14,833**	**15,159**
物业、厂房及设备	1,242	1,379	1,610	1,729	1,843
投资型房地产	1,598	1,498	1,903	1,903	1,903
联营及合营公司的权益	2,721	4,734	4,768	4,876	5,088
无形资产	53	239	561	561	561
联营及合营公司的权益	4,821	3,127	5,764	5,764	5,764
总资产	**69,089**	**101,379**	**128,903**	**140,970**	**157,056**
流动负债	**33,078**	**44,713**	**62,699**	**68,174**	**77,297**
贸易及其他应付账款	3,196	3,837	5,567	7,632	10,729
合同负责	-	-	28,850	30,760	35,786
银行借款	1,956	6,030	10,000	11,500	12,500
应付关联方款项	92	4,155	4,869	4,869	4,869
其他	27,834	30,691	13,413	13,413	13,413
非流动负债	**19,820**	**28,720**	**33,888**	**36,888**	**38,888**
银行借款	18,532	27,259	32,000	35,000	37,000
其他	1,288	1,461	1,888	1,888	1,888
总负债	**52,898**	**73,433**	**96,587**	**105,062**	**116,186**
非控股权益	7,059	12,374	13,971	14,451	15,242
总净资产	**9,132**	**15,572**	**18,344**	**21,456**	**25,628**
归属母公司股东权益	**9,132**	**15,572**	**18,344**	**21,456**	**25,628**

来源：公司，招银国际预测

现金流量表

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	**3,065**	**4,999**	**6,912**	**8,715**	**11,293**
折旧和摊销	94	133	69	80	86
营运资金变动	(2,321)	(18,847)	(7,998)	(4,632)	(8,037)
税务开支	(1,326)	(2,005)	(2,795)	(3,305)	(4,142)
其他	(70)	9,135	1,339	(717)	(778)
经营活动所得现金净额	**(559)**	**(6,585)**	**(2,474)**	**142**	**(1,577)**
购置固定资产	(80)	(288)	(1,026)	(200)	(200)
联营公司	(2,723)	(2,252)	(0)	(0)	-
其他	(1,587)	(5,955)	-	-	-
投资活动所得现金净额	**(4,390)**	**(8,496)**	**(1,026)**	**(200)**	**(200)**
股份发行	1,600	3,988	-	-	-
净银行借贷	4,798	12,801	8,711	4,500	3,000
股息	(269)	(543)	(974)	(1,210)	(1,623)
其他	2,878	4,317	(2,355)	-	-
融资活动所得现金净额	**9,007**	**20,563**	**5,382**	**3,290**	**1,377**
现金增加净额	**4,059**	**5,483**	**1,882**	**3,232**	**(399)**
年初现金及现金等价物	4,841	8,923	14,263	16,144	19,376
汇兑	23	(142)	-	-	-
年末现金及现金等价物	8,923	14,263	16,144	19,376	18,977
资产负债中的现金及现金等价	**8,923**	**14,263**	**16,144**	**19,376**	**18,977**

来源：公司，招银国际预测

主要比率

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
物业开发	96.4%	97.2%	97.8%	98.2%	98.5%
租金收入	1.8%	1.3%	1.0%	0.8%	0.6%
物业管理费收入	1.8%	1.5%	1.2%	1.0%	0.9%
总额	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	26.2	27.9	28.1	28.5	28.5
息税前利润率	18.9	21.6	22.3	21.5	21.5
税前利润率	19.5	22.9	21.8	20.0	20.4
净利润率	12.1	11.5	12.1	10.7	11.0
核心净利润率	10.8	10.3	11.2	10.7	11.0
有效税率	37.3	36.8	41.5	40.8	38.6
增长 (%)					
收入	18.8	42.6	33.9	31.0	29.6
毛利	19.8	51.8	34.7	32.9	29.8
息税前利润	13.5	63.1	38.3	26.1	29.6
净利润	37.6	36.4	40.5	15.3	34.1
核心利润	24.1	74.7	13.7	31.9	37.1
流动比率 (x)					
资产负债比率	1.8	2.0	1.8	1.9	1.8
平均存货周转天数	1,007	1,079	1,014	869	811
平均应收账款周转天数	58	51	54	54	54
平均应付帐款周转天数	98	84	91	96	104
净负债/总权益比率 (%)	53.2	57.5	69.1	65.7	66.0
回报率 (%)					
资本回报率	21.4	17.1	20.4	20.1	22.6
资产回报率	2.9	3.3	3.1	3.4	4.2
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.13	1.51	2.04	2.36	3.16
每股股息(人民币)	0.32	0.32	0.53	0.66	0.88
每股账面值(人民币)	5.27	8.68	9.70	11.39	13.67

来源：公司，招银国际预测

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）發表于本報告的觀點準確地反映有關于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幷無直接或間接關係。

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）幷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）幷沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入 : 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有 : 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出 : 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級 : 招銀國際幷未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大厦 45/46 樓　　電話: (852) 3900 0888　　傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")爲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爲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。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀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。而過去的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，幷可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，幷鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅爲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數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作爲或被視爲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采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責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認爲可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它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。招銀證券可能采取與報告中建議及/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幷不時自行及/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。本報告版權僅爲本公司所有，任何機構或個人于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、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對于接收此份報告的英國投資者
本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之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 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對于接收此份報告的美國投資者
本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的 "主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲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。