

時代中國 (1233 HK)

走進新時代

- ❖ **17年業績回顧。**2017全年，時代中國實現合約銷售416億元人民幣(下同)，同比增長41.9%，銷售面積282萬平方米，平均售價14,752元/平，同比上漲24.4%。廣佛地區仍是公司核心目標市場，占全年銷售額的65.0%(FY16:63.7%)，占銷售面積的51.3%(FY16:53.8%)。2018年前2個月，公司實現合約銷售60.6億，同比增長119%，而公司2018年銷售目標將是550億。2017年，時代中國實現收入231億，同比增長42.6%。毛利率同比提升至27.9%(FY16:26.2%)；當期淨利潤為33.4億，同比增長68.5%，淨利潤率為14.5%(FY16:淨利潤19.8億，淨利潤率12.2%)。核心利潤為32.0億，同比增長74.7%。公司宣派期末每股股息0.4143元，較上一年度增長31.5%(FY16:0.3151元)。
- ❖ **資產負債表穩中有升。**截止到17年底，公司總負債為333億，較16年底增加了126億；現金餘額為172億，足夠覆蓋60.3億的短期債務；淨負債比率為57.6%，較16年底略有上升，但較17年中有明顯改善(1H17:68.6% FY16:54.7%)。公司融資成本持續改善，平均借貸成本降至7.60%(FY15:9.64% FY16:8.32%)。2018年3月3日，公司宣布贖回2020年到期，票面利率11.45%的美元優先票據，共2.8億美元。預計平均借貸成本將進一步降低。2017年，公司新購25塊土地，總建面達4.99萬平，平均成本為3,393元/平。由於2017年新購土地主要通過收并購獲得，因此新購土地成本較16/15年低(FY15:5,563元/平，FY16:5,367元/平)。截止到17年底，公司總土地儲備為1,680萬平，平均土地成本為2,971元/平，占2017年銷售均價的20%。除部分長沙項目外(約占10%的土儲)，其餘項目均在珠三角地區，主要在廣州一小時交通圈內。
- ❖ **廣佛舊改值得期待。**時代中國在廣佛地區舊改項目上投入較多，目前公司城市更新項目為68個，預計共1,920平將可轉為公司土儲(17年底土儲:1,680萬平)。其中30個項目將在2018-20年完成改造，轉化土儲562萬平。另外38個項目已經簽訂合作意向書，將在2020年後完成改造，預計轉化土儲1,358萬平。若舊改項目成功落地轉化，將提升公司價值。此外，由於房地產市場持續收緊，收并購/舊改項目已經成為公司首選，這也與行業整合、非公開市場拿地活躍的趨勢一致。我們認為時代中國在廣佛地區收并購/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(68個舊改項目)、資金投入(17年投入170億拿地，主要投資珠三角)、及拿地策略上(主要通過非公開市場拿地)。同時，粵港澳大灣區戰略的提出也肯定了公司深耕廣佛地區及一小時交通圈的價值。
- ❖ **新品牌新願景。**今年年初，公司正式更名為“時代中國控股有限公司”，並發布“城市發展服務商”的新定位和“成為世界500強企業”的新願景。在城市發展服務商方面，公司主要聚焦產業小鎮，在16/17年簽約22個產業小鎮項目。同時，公司也將逐步商業、長租公寓、社區服務、物流倉儲、教育、家具家裝等業務板塊。目前公司股價在4.5x FY18 PE，低於同業平均。同時，管理層也透漏公司將有機會在2018年3季度納入港股通名單，成為潛在催化劑。

財務資料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17E
營業額(百萬人民幣)	13,638	16,206	23,110
淨利潤(百萬人民幣)	1,421	1,955	2,667
EPS(人民幣)	0.8	1.1	1.5
EPS變動(%)	11	38	34
市盈率(x)	10.1	7.4	5.5
市帳率(x)	2.0	1.6	1.0
股息率(%)	1.9	3.8	5.0
權益收益率(%)	20.0	21.4	17.3
淨財務杠杆率(%)	77	55	58

資料來源：彭博

未評級

當前股價 HK\$9.89

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)	18,136
3月平均流通量(百萬港元)	57.7
5周內股價高/低(港元)	10.4/4.52
總股本(百萬)	1,834

資料來源：彭博

股東結構

岑劍雄	65.17%
自由流通	34.83%

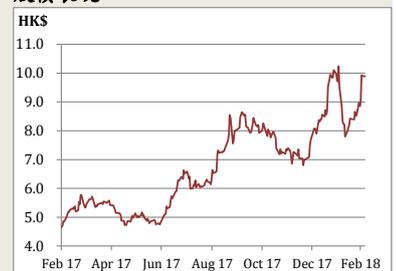
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	3.8%	10.6%
3-月	35.6%	29.2%
6-月	51.6%	38.6%

資料來源：彭博

股價表現

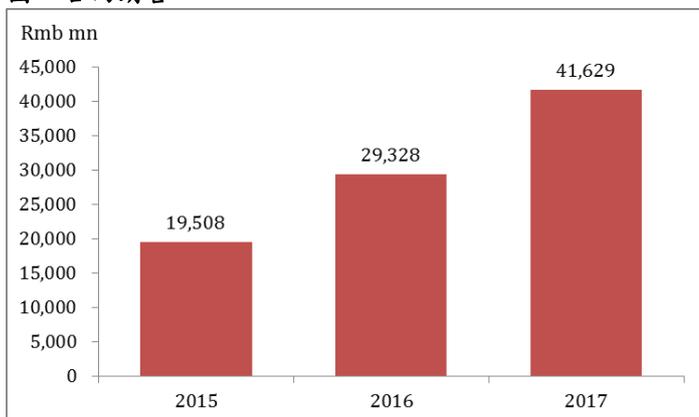


資料來源：彭博

審計師：安永

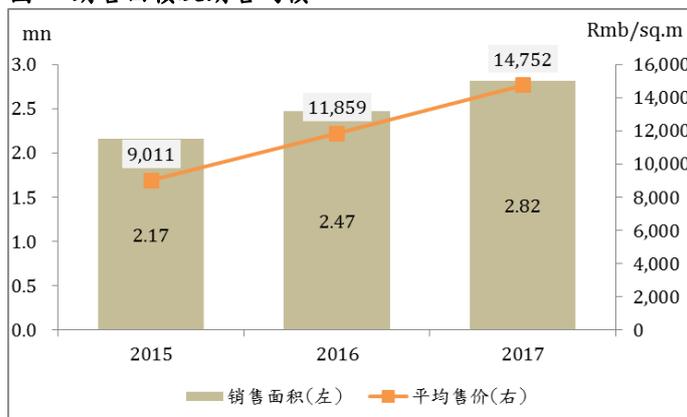
公司網站：www.timesgroup.cn

圖 1: 合約銷售



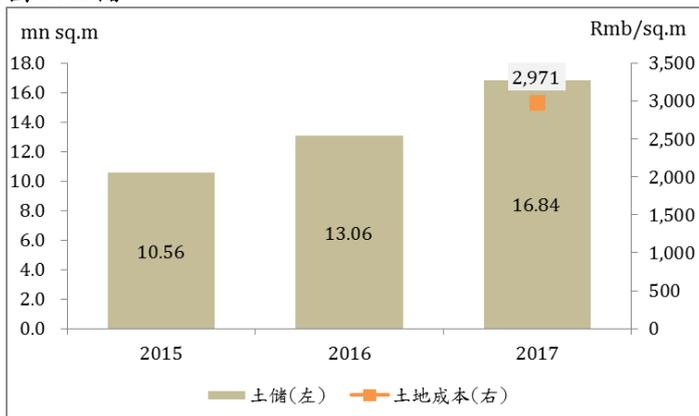
來源: 公司

圖 2: 銷售面積及銷售均價



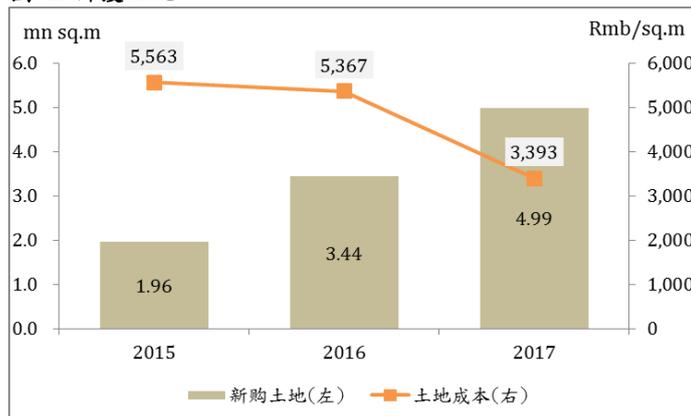
來源: 公司

圖 3: 土儲



來源: 公司

圖 4: 新獲土地



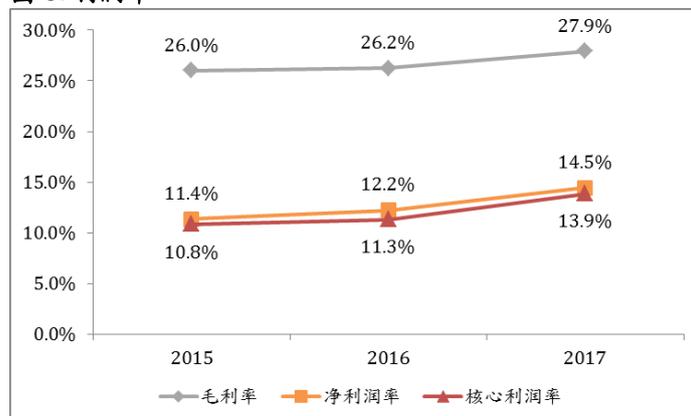
來源: 公司

圖 5: 收入及利潤



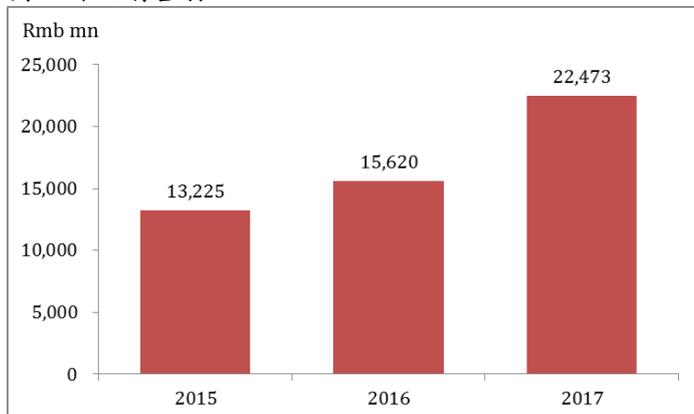
來源: 公司

圖 6: 利潤率



來源: 公司

圖 7: 確認銷售額



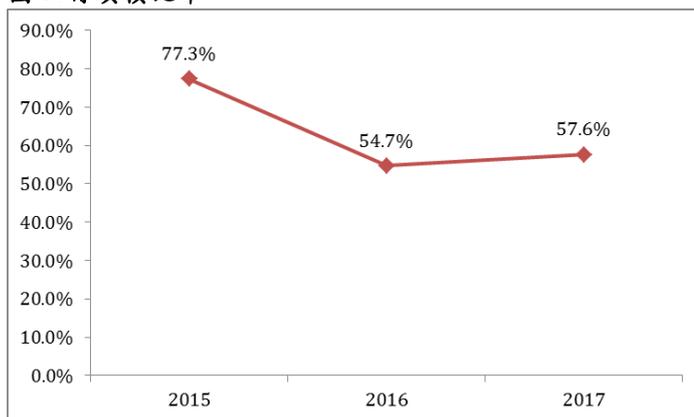
來源: 公司

圖 8: 確認銷售面積及平均售價



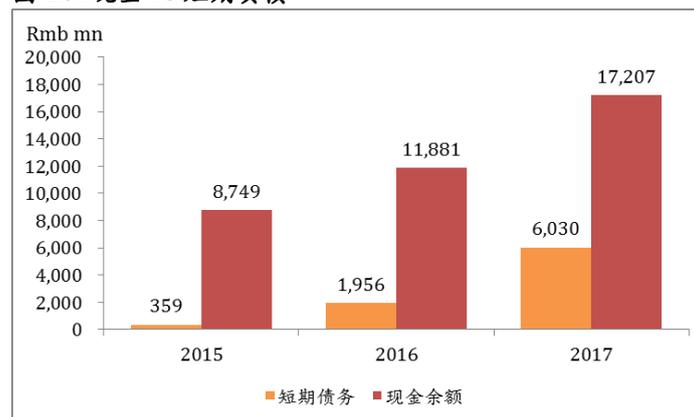
來源: 公司

圖 9: 淨負債比率



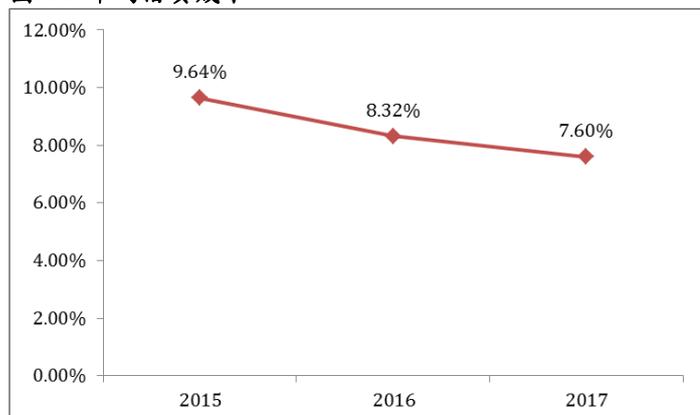
來源: 公司

圖 10: 現金 vs 短期負債



來源: 公司

圖 11: 平均借貸成本



來源: 公司

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并無直接或間接關係。

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。

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	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 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”)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，并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，并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數據。報告中的信息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。

本報告基于我們認為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并不時自行及/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。本報告版權僅為本公司所有，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。

對於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。

對於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士。