

時代中國 (1233 HK)

預計 2019 年將轉化更多舊改項目

- ❖ **2018 年實現 606 億銷售。**時代中國通過其在粵港澳大灣區的可銷售資源，於 2018 年實現合同銷售額 606 億元（人民幣，下同），同比增長 46%，順利完成 600 億元銷售目標。銷售面積同比增加 32% 至 373 萬平方米，平均售價同比上升 10% 至 16,232 元/平方米，共同推動銷售增長。時代中國完成銷售目標，反映公司在優質資源的加持下，對市場波動有一定韌性，並在當前房地產市場受壓的情況下給予投資者信心。
- ❖ **預計 2019 年將有更多舊改項目轉化。**截止 2018 年上半年，公司擁有 70 個更新項目，預計共 1,950 萬平方米可轉為公司土儲。其中 30 個項目將在 2018-20 年完成改造，轉化土儲 562 萬平方米。廣州/佛山的舊改業務是時代中國的主要業務之一。我們相信未來 2-3 年舊改項目的轉化將是時代中國補給土地儲備的主要途徑。2018 年 12 月，時代中國成功將其中一個舊改項目轉化為 50 萬平方米的土儲，這是過去兩年來第一次舊改完全轉化為土儲。在經歷過去幾年的前期準備以後，我們認為公司一些積累已久的舊改項目在 2019 年已經有良好的基礎可以實現轉化。尤其在 2019 年市場不確定因素增加的情況下，公司將更有意願轉化一些優質舊改項目來補充土儲。我們預計公司今年有更多舊改項目落地轉化。
- ❖ **不只有轉化舊改項目才能實現價值。**正如我們在上一份報告中所提到的，擁有大量優質的舊改儲備的另一個好處是，公司可以通過出售舊改項目部分權益，提前實現部分收益。在 2018 年上半年，時代中國透過出售合資公司（舊改項目公司）部份權益，錄得 2.35 億元收益。除此以外，公司出於資金情況和地價的考量，若沒有選擇在二級市場重新獲取改舊改土地，公司也可以從政府那裏獲得一級土地開發的費用賠償和一定利潤。2018 年上半年的賠償收入為 9,610 萬元。在今年融資環境緊張的情況下，此類除轉化以外的舊改收益或收入可增加公司的資金流動性。
- ❖ **重申買入。**時代中國股價自我們首次覆蓋以來已大幅上升超過 50%。我們相信主要是由於估值低於同業、銷售順利達標以及板塊整體上升共同驅動。我們將淨資產值預測推至 2019 年底，相對每股 22.60 港元。因此，我們上調目標價至 11.30 港元，相當於淨資產值折讓 50%。重申買入評級。

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)	7.9	5.9	4.4	3.8	2.8
市帳率 (x)	1.7	1.0	0.9	0.8	0.7
股息率 (%)	3.5	3.5	5.9	7.4	9.9
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：公司、招銀國際預測

買入(維持)

目標價	HK\$11.30
(上一次目標價)	HK\$9.02)
潛在升幅	+10.35%
當前股價	HK\$10.24

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)	18,778
3 月平均流通量 (百萬港元)	31.6
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%

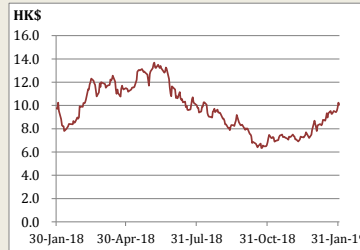
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	29.0%	15.7%
3-月	34.5%	27.5%
6-月	7.0%	6.0%

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

利潤表

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	16,206	23,110	30,956	40,547	52,538
物業開發	15,620	22,473	30,277	39,816	51,749
租金收入	298	289	297	311	326
物業管理費收入	288	347	382	420	462
銷售成本	(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
銷售費用	(657)	(623)	(805)	(1,054)	(1,366)
行政費用	(537)	(732)	(981)	(1,285)	(1,665)
其他費用	(84)	(448)	(495)	(649)	(841)
息稅前收益	3,065	4,999	6,912	8,715	11,293
應占聯營和合營公司收益	66	225	34	109	212
財務費用	(240)	(401)	(610)	(717)	(778)
特殊收入	269	465	404	-	-
稅前利潤	3,161	5,288	6,740	8,107	10,727
所得稅	(1,178)	(1,947)	(2,795)	(3,305)	(4,142)
非控制股東權益	(27)	(674)	(197)	(480)	(790)
歸屬股東淨利潤	1,955	2,667	3,747	4,322	5,795
歸屬股東淨利潤	1,756	2,389	3,459	4,322	5,795

來源：公司，招銀國際預測

資產負債表

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流動資產	58,654	90,402	114,298	126,137	141,897
物業、厂房及設備	32,971	49,263	61,855	69,052	83,448
投資型房地產	2,579	3,253	4,552	5,963	7,726
商譽	9,604	14,424	20,205	20,205	20,205
無形資產	-	-	271	271	271
聯營及合營公司的權益	1,080	5,451	6,602	6,602	6,602
遞延稅項	8,923	14,263	16,144	19,376	18,977
其他	3,498	3,748	4,668	4,668	4,668
非流動資產	10,435	10,977	14,605	14,833	15,159
物業、厂房及設備	1,242	1,379	1,610	1,729	1,843
投資型房地產	1,598	1,498	1,903	1,903	1,903
聯營及合營公司的權益	2,721	4,734	4,768	4,876	5,088
無形資產	53	239	561	561	561
聯營及合營公司的權益	4,821	3,127	5,764	5,764	5,764
總資產	69,089	101,379	128,903	140,970	157,056
流動負債	33,078	44,713	62,699	68,174	77,297
貿易及其他應付賬款	3,196	3,837	5,567	7,632	10,729
合同負責	-	-	28,850	30,760	35,786
銀行借款	1,956	6,030	10,000	11,500	12,500
應付關聯方款項	92	4,155	4,869	4,869	4,869
其他	27,834	30,691	13,413	13,413	13,413
非流動負債	19,820	28,720	33,888	36,888	38,888
銀行借款	18,532	27,259	32,000	35,000	37,000
其他	1,288	1,461	1,888	1,888	1,888
總負債	52,898	73,433	96,587	105,062	116,186
非控股權益	7,059	12,374	13,971	14,451	15,242
總淨資產	9,132	15,572	18,344	21,456	25,628
歸屬母公司股東權益	9,132	15,572	18,344	21,456	25,628

來源：公司，招銀國際預測

現金流量表

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息稅前收益	3,065	4,999	6,912	8,715	11,293
折舊和攤銷	94	133	69	80	86
營運資金變動	(2,321)	(18,847)	(7,998)	(4,632)	(8,037)
稅務開支	(1,326)	(2,005)	(2,795)	(3,305)	(4,142)
其他	(70)	9,135	1,339	(717)	(778)
經營活動所得現金淨額	(559)	(6,585)	(2,474)	142	(1,577)
購置固定資產	(80)	(288)	(1,026)	(200)	(200)
聯營公司	(2,723)	(2,252)	(0)	(0)	-
其他	(1,587)	(5,955)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(4,390)	(8,496)	(1,026)	(200)	(200)
股份發行	1,600	3,988	-	-	-
淨銀行借貸	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)	-	-
融資活動所得現金淨額	9,007	20,563	5,382	3,290	1,377
現金增加淨額	4,059	5,483	1,882	3,232	(399)
年初現金及現金等价物	4,841	8,923	14,263	16,144	19,376
匯兌	23	(142)	-	-	-
年末現金及現金等价物	8,923	14,263	16,144	19,376	18,977
資產負債中的現金及現金等价	8,923	14,263	16,144	19,376	18,977

來源：公司，招銀國際預測

主要比率

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
物業開發	96.4%	97.2%	97.8%	98.2%	98.5%
租金收入	1.8%	1.3%	1.0%	0.8%	0.6%
物業管理費收入	1.8%	1.5%	1.2%	1.0%	0.9%
總額	100%	100%	100%	100%	100%

盈利能力比率 (%)

毛利潤率	26.2	27.9	28.1	28.5	28.5
息稅前利潤率	18.9	21.6	22.3	21.5	21.5
稅前利潤率	19.5	22.9	21.8	20.0	20.4
淨利潤率	12.1	11.5	12.1	10.7	11.0
核心淨利潤率	10.8	10.3	11.2	10.7	11.0
有效稅率	37.3	36.8	41.5	40.8	38.6

增長 (%)

收入	18.8	42.6	33.9	31.0	29.6
毛利	19.8	51.8	34.7	32.9	29.8
息稅前利潤	13.5	63.1	38.3	26.1	29.6
淨利潤	37.6	36.4	40.5	15.3	34.1
核心利潤	24.1	74.7	13.7	31.9	37.1

流動比率 (x)

資產負債比率	1.8	2.0	1.8	1.9	1.8
平均存貨周轉天數	1,007	1,079	1,014	869	811
平均應收賬款周轉天數	58	51	54	54	54
平均應付賬款周轉天數	98	84	91	96	104
淨負債/總權益比率 (%)	53.2	57.5	69.1	65.7	66.0

回報率 (%)

資本回報率	21.4	17.1	20.4	20.1	22.6
資產回報率	2.9	3.3	3.1	3.4	4.2

每股數據

每股盈利(人民幣)	1.13	1.51	2.04	2.36	3.16
每股股息(人民幣)	0.32	0.32	0.53	0.66	0.88
每股賬面值(人民幣)	5.27	8.68	9.70	11.39	13.67

來源：公司，招銀國際預測

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）發表於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	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 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。

本報告基於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，任何機構或個人於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士。