

時代中國 (1233 HK)

保持大灣區競爭優勢

概要。時代中國在 2019 上半年錄得 35% 盈利增長至 15.94 億元 (人民幣, 下同)。今年首七個月, 公司實現合同銷售額 368 億元, 同比增長 18.5%, 達到 750 億元銷售目標的 49%。我們將目標價從 15.60 港元上調至 16.20 港元。維持買入評級。

- **2019 上半年盈利增長 35%。**2019 上半年物業開發收入增長 45.8% 至 147 億元。此外, 今年上半年城市更新業務貢獻 6.41 億元收入, 對比去年同期只錄得零收入。城市更新項目於上半年錄得 85% 毛利率, 帶動公司毛利率從 2018 上半年的 28.2% 增至 2019 上半年的 32.5%。另一方面, 物業開發毛利率從 2018 上半年的 28.1%, 增加至 2019 上半年的 29.9%。
- **今年首七個月達成率達到 49%。**今年首七個月, 公司實現合同銷售額 368 億元, 合同銷售面積共 245 萬平, 分別同比增長 18.5% 和 33.1%。不過, 平均售價則由去年同期的 16,850 元/平下跌 11.0% 至今年的 15,000 元/平, 相信與公司期間出售更多非廣州/佛山項目有關。廣州/佛山項目的銷售額在上半年佔整體 58.1%, 而去年同期則為 72%。時代中國 2019 年銷售目標 750 億元, 可銷售資源為 1,300 億元。公司在今年首七個月已完成 49% 目標, 需加快銷售步伐才能達到全年目標。
- **上半年加快土地收購。**今年上半年公司購入 21 幅地塊, 總建築面積 517 萬平。土地收購成本總額 188 億元。年度土地預算為 300 億元, 占其銷售目標 40%。2018 年合同銷售的土地投資僅為 21%, 公司今年增加土地投資以補充其土儲。截至 2019 年 6 月 30 日, 土儲總面積達到 2,308 萬平 (75-76% 應占比率), 平均土地成本 3,541 元/平 (占首七個月平均售價 23.6%)。廣州/佛山和大灣區 (不包括廣州/佛山) 分別占土儲總額的 28.2% 和 34.4%。我們認為公司的土儲仍然具有競爭力。但下半年隨著房地產融資收緊以及市場銷售轉弱, 我們認為公司可能會在下半年放緩公開市場拿地, 集中精力加快城市更新轉化。
- **上調目標價至 16.20 港元, 維持買入評級。**我們上調 2019/2020 年盈利預測 4.3%/ 5.7% 至 52.83 / 65.47 億元, 並將 2019 年淨資產值預測從 26.00 港元上調至 27.20 港元。目標價從 15.60 港元上調至 16.20 港元, 較淨資產值有 40% 的折讓。公司目前的 2019/2020 年預期市盈率為 4.0 / 3.3 倍, 低於同業平均的 4.9 / 4.0 倍。公司於大灣區有堅實基礎, 在廣州/佛山城市更新業務方面享有競爭優勢, 因此我們認為時代中國屬具有吸引力的中小型開發商。維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入 (百萬美元)	22,379	22,605	24,775	26,542	26,427
淨利潤 (百萬美元)	1,127	1,047	1,315	1,432	1,477
調整後淨利潤 (百萬美元)	1,090	1,046	1,315	1,432	1,477
調整後每股盈利 (美元)	0.075	0.071	0.090	0.098	0.101
同比增長 (%)	1.0	(4.9)	25.7	8.9	3.1
市盈率 (倍)	12.5	13.1	10.5	9.6	9.3
市淨率 (倍)	1.8	1.8	1.6	1.4	1.3
股息率 (%)	3.7	2.7	4.3	4.7	4.8
股本回報率 (%)	15.8	13.8	16.0	15.7	14.9
淨負債率 (%)	22	30	21	15	9

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	HK\$16.20
(此前目標價)	HK\$15.60
潛在升幅	+29.6%
當前股價	HK\$12.50

中國房地產行業

黃程宇

(852) 3761 8773
huangchengyu@cmbi.com.hk

文幹森, CFA

(852) 3900 0853
samsonman@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	24,273
3 月平均流通量(百萬港元)	87.7
52 周內股價高/低(港元)	17.00/6.15
總股本(百萬)	1,942

資料來源: 彭博

股東結構

岑劍雄	61.5%
自由流通	38.5%

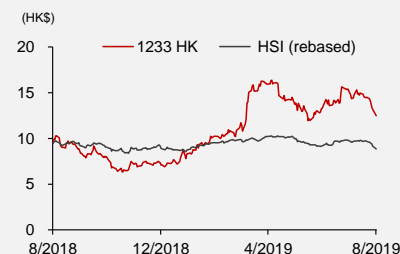
資料來源: 港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-17.9%	-9.7%
3-月	-12.8%	0.3%
6-月	23.4%	32.1%
12-月	34.5%	42.3%

資料來源: 彭博

股份表現



資料來源: 彭博

審計師: 安永

請登錄 2019 年亞洲貨幣券商
投票網址, 投下您對招銀國際
研究團隊信任的一票:

<https://euromoney.com/brokers>

財務報表

利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	23,110	34,375	44,857	53,757	62,828
物業銷售	22,473	30,779	42,353	50,642	59,178
投資物業	289	328	426	553	660
物業租賃	347	492	689	896	1,075
城市更新	-	2,776	1,388	1,665	1,915
銷售成本	(16,660)	(23,754)	(31,386)	(37,768)	(45,036)
毛利	6,450	10,621	13,471	15,989	17,792
其他收入	353	419	676	568	603
銷售費用	(623)	(836)	(1,166)	(1,290)	(1,508)
行政費用	(732)	(1,112)	(1,615)	(1,720)	(2,011)
其他費用	(448)	(367)	(673)	(699)	(754)
息稅前收益	4,999	8,725	10,693	12,847	14,123
應占聯營及合營公司收益	225	(331)	325	374	430
財務費用	(401)	(667)	(1,016)	(867)	(934)
特殊收入	465	612	32	-	-
稅前利潤	5,288	8,339	10,035	12,354	13,619
所得稅	(1,947)	(3,527)	(4,165)	(5,080)	(5,589)
年度利潤	3,341	4,811	5,870	7,274	8,030
非控制股東權益	(674)	(412)	(587)	(727)	(803)
歸屬母公司股東淨利潤	2,667	4,399	5,283	6,547	7,227
歸屬母公司股東核心利潤	2,532	4,204	5,261	6,547	7,227

歸屬母公司股東淨利潤

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
流動資產	90,402	115,940	134,481	151,095	170,560
可供銷售物業	49,263	50,677	67,166	79,313	94,577
貿易及其他應收賬款	3,253	4,890	5,831	6,988	8,168
應收關聯方款項	5,451	6,112	6,112	6,112	6,112
現金及現金等價物	14,263	23,374	22,741	20,711	18,290
其他	18,172	30,886	32,631	37,971	43,414
非流動資產	10,977	13,113	15,348	15,931	16,471
物業、廠房及設備	1,379	1,550	1,970	2,190	2,310
投資型房地產	1,498	1,336	2,836	2,836	2,836
聯營及合營公司的權益	4,734	5,157	5,482	5,856	6,286
其他	3,366	5,069	5,059	5,049	5,039
總資產	101,379	129,052	149,829	167,027	187,031
流動負債	44,713	54,585	66,393	76,270	86,991
貿易及其他應付帳款	3,837	8,521	12,554	15,107	20,266
合同負責	-	19,029	25,412	30,385	35,507
應付關聯方款項	4,155	3,418	3,418	3,418	3,418
短期借款	6,030	7,312	8,703	11,053	11,493
其他	30,691	16,306	16,306	16,306	16,306
非流動負債	28,720	42,171	44,487	46,499	49,920
長期借款	27,259	40,319	42,636	44,648	48,069
其他	1,461	1,852	1,852	1,852	1,852
總負債	73,433	96,756	110,881	122,769	136,911

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
稅後利潤	5,288	8,339	10,035	12,354	13,619
折舊、攤銷及資產減值損失	133	143	90	90	90
營運資金變動	(7,790)	(4,349)	(8,758)	(11,118)	(11,605)
其他	(4,216)	(4,655)	(4,490)	(5,453)	(6,018)
經營活動所得現金淨額	(6,585)	(523)	(3,123)	(4,128)	(3,915)
購置固定資產及投資	(379)	(336)	(2,000)	(300)	(200)
聯營及合營公司	(6,678)	(6,123)	-	-	-
其他	(1,439)	(620)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(8,496)	(7,079)	(2,000)	(300)	(200)
注資	3,988	2,756	2,367	-	-
淨銀行借貸	16,162	12,839	3,708	4,362	3,862
其他	413	847	(1,585)	(1,964)	(2,168)
融資活動所得現金淨額	20,563	16,441	4,490	2,398	1,694
現金增加淨額	5,483	8,840	(633)	(2,030)	(2,421)
年初貨幣資金及等價物	8,923	14,263	23,374	22,741	20,711
匯兌	(142)	271	-	-	-
年末貨幣資金	14,263	23,374	22,741	20,711	18,290

主要比率

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合 (%)					
物業銷售	97.2	89.5	94.4	94.2	94.2
投資物業	1.3	1.0	1.0	1.0	1.1
物業租賃	1.5	1.4	1.5	1.7	1.7
城市更新	0.0	8.1	3.1	3.1	3.0
合計	100	100	100	100	100
盈利能力比率 (%)					
毛利率	27.9	30.9	30.0	29.7	28.3
息稅前利潤率	21.6	25.4	23.8	23.9	22.5
淨利潤率	11.5	12.8	11.8	12.2	11.5
有效稅率	36.8	42.3	41.5	41.1	41.0
增長 (%)					
收入	42.6	48.7	30.5	19.8	16.9
毛利	51.8	64.7	26.8	18.7	11.3
息稅前利潤	63.1	74.5	22.6	20.1	9.9
淨利潤	36.4	64.9	20.1	23.9	10.4
資產負債比率					
流動比率 (x)	2.0	2.1	2.0	2.0	2.0
平均應收賬款周轉天數	51	52	47	47	47
平均應付帳款周轉天數	84	131	146	146	164
平均存貨周轉天數	1,079	779	781	767	767
淨負債/總權益 (%)	57.5	62.6	63.0	69.9	74.3
回報率 (%)					
資本回報率	17.1	26.0	24.0	24.6	22.8
資產回報率	3.3	3.7	3.9	4.4	4.3
每股數據					
每股盈利(人民幣)	1.51	2.40	2.77	3.37	3.72
每股股息(人民幣)	0.41	0.69	0.82	1.01	1.12
每股賬面值(人民幣)	8.36	8.92	11.04	13.40	16.01

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並無直接或間接關係。

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。

招銀國際證券投資評級

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	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

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，並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，並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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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個人。