

時代中國 (1233 HK)

舊改業務進入收穫期

- ❖ **2019年銷售目標 750億元。**2018年，時代中國合同銷售額達到 606 億元（人民幣，下同），同比增長 46%；銷售面積 373 萬平方米，平均售價 16,232 元/平方米。廣州和佛山仍是公司的核心市場，兩地占全年合同銷售額的 66%（FY17：65%）和銷售面積的 56%（FY17：51%）。時代中國將 2019 年的銷售目標定為 750 億元，高於 2018 年銷售額 24%。今年首兩個月，公司錄得合同銷售額 73 億元，同比增長 21%。公司在市場低迷期間，仍保持其增長勢頭。
- ❖ **18 財年利潤較我們預期高出 20%。**18 財年，公司收入累計 344 億元，同比上升 49%；歸母淨利潤 44 億元，同比增長 65%；核心歸母淨利潤 42 億元，同比增長 66%。收入及核心歸母淨利潤較我們估計的 310 億元及 35 億元分別上升 11% 及 20%。盈利超預期主要歸因於（1）城市更新業務嶄露頭角，2018 年首次帶來 28 億元收入，並且拉高整體毛利率 3 個百分點至 30.9%；（2）出售合營企業獲得 6 億元收益。
- ❖ **資產負債表處於健康水平。**截至 18 財年末，公司借款總額為 476 億元。現金及銀行結餘為 274 億元，足以支付 73 億元的短期債務。淨資產負債比率為 62.6%，高於 16 財年末（57.5%），但仍處於安全水平。平均融資成本略微上升至 7.70%（FY17：7.60%）。在 18 財年，公司新增了 23 塊土地或 320 萬平方米土儲。截至 18 財年末，時代中國持有 1,845 萬平方米土儲，平均成本為 3,248 元/平方米。公司 60.8% 的土儲位於大灣區，另有 32% 在清遠。2018 年，時代中國減少透過收購和公開拍賣獲得土儲，反在舊改業務上投放更多資源。
- ❖ **舊改業務進入收成階段。**自 2018 年開始，時代中國在舊改項目有所收成，並於年內完成了四個舊改項目。根據公司資料，目前公司共有 80 個舊改項目，規劃建築面積合共 2,523 萬平方米。41 個項目很大機率在 2019-21 年完成，規劃建築面積為 1,076 萬平方米。我們認為，今年轉化舊改項目對時代中國至為重要，在補充土儲和維持利潤率方面給予持續支撐。這也是時代中國的核心投資亮點。經過數年的舊改項目積累沉澱，我們相信公司一些準備已久的舊改項目將在 2019 年轉化。在 2019 年市場不確定性增加的情況下，公司將有更強動力轉化一些高質舊改項目，以維持增長。
- ❖ **提高盈利預測和目標價。**由於城市更新業務的崛起，以及人民幣兌港元的假設變動，我們將 FY19/20 的盈利預測分別上調 17% 及 7% 至 50.64 億及 61.94 億元。我們推前資產淨值預測至 19 財年末的 26 港元，並將目標價由 11.30 港元上調至 15.60 港元，較資產淨值折讓 40%。維持買入評級。

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\$15.60
(上一次目標價)	HK\$11.30
潛在升幅	+12.2%
當前股價	HK\$13.90

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)	25,450
3 月平均流通量 (百萬港元)	40.4
52 周內股價高/低 (港元)	14.26/6.15
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	19.4%	16.3%
3-月	70.3%	54.2%
6-月	53.2%	39.6%

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

利潤表

年結:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	23,110	34,375	44,552	55,684	62,718
物業開發	22,473	30,779	40,161	50,867	57,642
租金收入	289	328	355	389	427
物業管理費收入	347	492	566	611	642
城市更新業務	-	2,776	3,470	3,816	4,007
銷售成本	(16,660)	(23,754)	(31,338)	(39,111)	(44,086)
毛利	6,450	10,621	13,215	16,573	18,633
其他收入	353	419	453	487	456
銷售費用	(623)	(836)	(1,114)	(1,392)	(1,568)
行政費用	(732)	(1,112)	(1,515)	(1,949)	(2,195)
其他費用	(448)	(367)	(535)	(668)	(753)
息稅前收益	4,999	8,725	10,505	13,051	14,573
應占聯管和合營公司收益	225	(331)	71	180	254
財務費用	(401)	(667)	(781)	(917)	(1,058)
特殊收入	465	612	-	-	-
稅前利潤	5,288	8,339	9,795	12,314	13,769
所得稅	(1,947)	(3,527)	(4,041)	(5,275)	(6,012)
非控制股東權益	(674)	(412)	(691)	(845)	(931)
歸屬股東淨利潤	2,667	4,399	5,064	6,194	6,827
歸屬股東淨利潤	2,532	4,204	5,064	6,194	6,827

來源：公司，招銀國際預測

資產負債表

年結:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	90,402	115,940	130,178	141,347	151,670
存貨	49,263	50,677	62,054	72,427	81,640
貿易及其他應收賬款	3,253	4,890	6,365	6,960	7,840
預付款、定金及其他應收款	14,424	25,170	25,170	25,170	25,170
合同資產	-	217	217	217	217
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	24,761	24,962	25,192
其他	3,748	5,500	5,500	5,500	5,500
非流動資產	10,977	13,113	13,406	13,705	14,073
物業、厂房及設備	1,379	1,550	1,610	1,729	1,843
投資型房地產	1,498	1,336	1,498	1,498	1,498
聯營及合營公司的權益	4,734	5,157	5,228	5,408	5,662
無形資產	239	594	594	594	594
其他	3,127	4,475	4,475	4,475	4,475
總資產	101,379	129,052	143,584	155,052	165,742
流動負債	44,713	54,585	62,201	67,489	71,469
貿易及其他應付賬款	3,837	8,521	10,446	11,174	12,596
合同負債	-	19,029	23,031	25,590	28,149
短期借款	6,030	7,312	9,000	11,000	11,000
應付關聯方款項	4,155	3,418	3,418	3,418	3,418
其他	30,691	16,306	16,306	16,306	16,306
非流動負債	28,720	42,171	44,852	45,852	46,852
長期借款	27,259	40,319	43,000	44,000	45,000
其他	1,461	1,852	1,852	1,852	1,852
總負債	73,433	96,756	107,053	113,340	118,321
非控股權益	12,374	15,344	16,035	16,879	17,810
總淨資產	15,572	16,952	20,497	24,833	29,611
歸屬母公司股東權益	15,572	16,952	20,497	24,833	29,611

來源：公司，招銀國際預測

现金流量表

年结:12月31日	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
息税前收益	4,999	8,725	10,505	13,051	14,573
折旧和摊销	133	133	69	80	86
营运资金变动	(18,597)	(6,084)	(6,924)	(7,681)	(6,112)
税务开支	(2,005)	(3,527)	(4,041)	(5,275)	(6,012)
其他	8,884	(256)	(610)	(917)	(1,058)
经营活动所得现金净额	(6,585)	(1,009)	(1,001)	(741)	1,478
购置固定资产	(288)	(194)	(462)	(200)	(200)
联营公司	(2,252)	(2,767)	(0)	-	0
其他	(5,955)	-	-	-	-
投资活动所得现金净额	(8,496)	(2,961)	(462)	(200)	(200)
股份发行	3,988	-	-	-	-
净银行借贷	12,801	14,342	4,369	3,000	1,000
股息	(543)	(1,261)	(1,519)	(1,858)	(2,048)
其他	4,317	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	20,563	13,081	2,850	1,142	(1,048)
现金增加净额	5,483	9,111	1,387	201	230
年初现金及现金等价物	8,923	14,263	23,374	24,761	24,962
汇兑	(142)	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	14,263	23,374	24,761	24,962	25,192
资产负债表中的现金及现金等价	14,263	23,374	24,761	24,962	25,192

来源:公司,招银国际预测

主要比率

年结:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
物业开发	97.2%	89.5%	90.1%	91.3%	91.9%
租金收入	1.3%	1.0%	0.8%	0.7%	0.7%
物业管理费收入	1.5%	1.4%	1.3%	1.1%	1.0%
城市更新业务	0.0%	8.1%	7.8%	6.9%	6.4%
总额	100%	100%	100%	100%	100%
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	27.9	30.9	29.7	29.8	29.7
息税前利润率	21.6	25.4	23.6	23.4	23.2
税前利润率	22.9	24.3	22.0	22.1	22.0
净利润率	11.5	12.8	11.4	11.1	10.9
核心净利润率	11.0	12.2	11.4	11.1	10.9
有效税率	36.8	42.3	41.3	42.8	43.7
增长 (%)					
收入	42.6	48.7	29.6	25.0	12.6
毛利	51.8	64.7	24.4	25.4	12.4
息税前利润	63.1	74.5	20.4	24.2	11.7
净利润	36.4	64.9	15.1	22.3	10.2
核心利润	39.9	66.0	20.4	22.3	10.2
流动比率 (x)					
资产负债比率	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1
存货周转天数	1,079	779	723	676	676
应收账款周转天数	51	52	52	46	46
应付帐款周转天数	84	131	122	104	104
净负债/总权益比率 (%)	57.5	62.6	63.5	62.3	56.4
回报率 (%)					
资本回报率	17.1	26.0	24.7	24.9	23.1
资产回报率	3.3	3.7	4.0	4.5	4.7
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.51	2.40	2.76	3.38	3.72
每股股息(人民币)	0.41	0.69	0.83	1.01	1.12
每股账面值(人民币)	8.68	8.92	10.85	13.22	15.82

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。