

时代中国 (1233 HK)

不容小觑的湾区开发商

- ❖ **不容小觑的湾区开发商。**时代中国是总部位于广州的房地产开发商，主要深耕广州和佛山市场。随着粤港澳大湾区具体规划细节即将出台，我们仍然看好大湾区的开发价值。截止到2017年底，公司土地储备达1,684万平方米，足够支撑未来3-5年的发展。平均土地成本为2,971元人民币/平方米，相当于今年前5个月平均销售价格的17.5%。56%的公司土储位于粤港澳大湾区，若计入清远项目，则90%的土储位于珠三角区域。因此，时代中国是一家粤港澳大湾区概念的开发商。
- ❖ **强劲的销售增长。**今年前5个月，时代中国实现合约销售205亿元，同比增长69%。销售面积121万平，平均销售价格16,955元/平。从前5个月的销售增长来看，时代中国的增长超过了大部分大型房企，若和其他湾区开发为主的房企比较，其增速也在平均值之上。
- ❖ **良好的城市更新项目储备。**时代中国相对较早地介入广佛地区的城市更新市场。目前公司城市更新项目为68个，预计共1,920平将可转为公司土储(17年底土储：1,680万平)。其中30个项目将在2018-2020年完成改造，转化土储562万平。另外38个项目已经签订合作意向书，将在2020年后完成改造，预计转化土储1,358万平。若旧改项目成功落地转化，将提升公司价值。此外，由于房地产市场持续收紧，收并购/旧改项目已经成为公司首选，这也与行业整合、非公开市场拿地活跃的趋势一致。我们认为时代中国在广佛地区收并购/旧改项目上，较外来开发商有明显的本地优势。具体体现在项目经验(68个旧改项目)、资金投入(17年投入170亿拿地，主要投资珠三角)。
- ❖ **估值吸引。**目前公司股价相当于5.6x FY18 PER，低于其他湾区开发为主的房企的均值(6.5x)。尽管今年公司股价从年初至今升幅已达74.5%，若考虑到城市更新项目在未来给公司带来的价值(项目主要位于广佛地区)，我们认为相比其他可比公司，时代中国目前估值仍然吸引。此外，公司股票有望在今年三季度进入港股通名单，成为股价上升的潜在催化剂。

财务资料

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17A
营业额(百万人民币)	13,638	16,206	23,110
净利润(百万人民币)	1,421	1,955	2,667
EPS(人民币)	0.8	1.1	1.5
EPS变动(%)	11	38	34
市盈率(x)	10.1	7.4	5.5
市帐率(x)	2.0	1.6	1.0
股息率(%)	1.9	3.8	5.0
权益收益率(%)	20.0	21.4	17.3
净财务杠杆率(%)	77	55	58

资料来源：彭博

未评级

当前股价 HK\$12.9

黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

文干森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: samsonman@cmbi.com.hk

房地产行业

市值(百万港元)	23,656
3月平均流通量(百万港元)	43.0
5周内股价高/低(港元)	13.88/4.7
总股本(百万)	1,834

资料来源：彭博

股东结构

岑剑雄	65.17%
自由流通	34.83%

资料来源：彭博

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-1.5%	3.7%
3-月	8.8%	16.0%
6-月	82.4%	81.0%

资料来源：彭博

股价表现

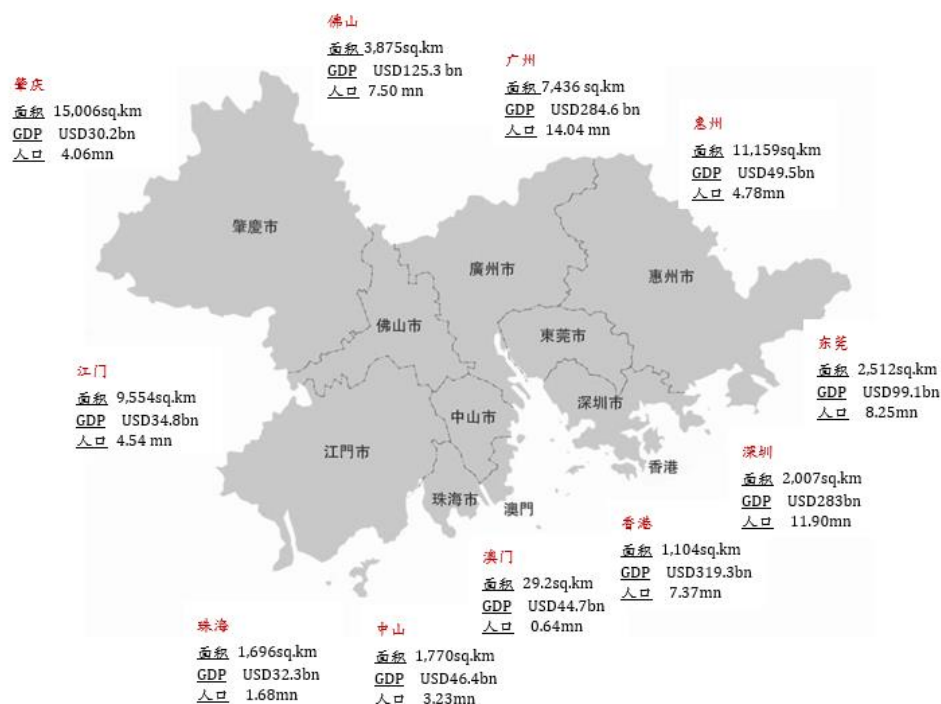


资料来源：彭博

审计师：安永

公司网站：www.timesgroup.cn

图 1: 粤港澳大湾区经济概览



来源: 招银国际

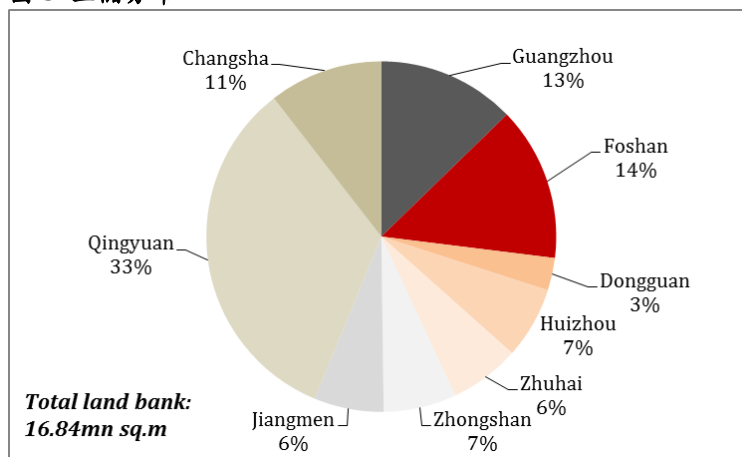
截止到 2017 年底, 公司土地储备达 1,684 万平, 足够支撑未来 3-5 年的发展。平均土地成本为 2,971 元/平, 相当于今年前 5 个月平均销售价格的 17.5%。56% 的公司土储位于粤港澳大湾区, 若计入清远项目, 则 90% 的土储位于珠三角区域。因此, 时代中国是一家粤港澳大湾区概念的开发商。

图 2: 各地土储面积

City	GFA (mn sq.m)	%
Guangzhou	2.14	12.7%
Foshan	2.39	14.2%
Dongguan	0.50	3.0%
Huizhou	1.11	6.6%
Zhuhai	1.09	6.5%
Zhongshan	1.13	6.7%
Jiangmen	1.09	6.4%
Bay Area	9.47	56.2%
Qingyuan	5.60	33.2%
Changsha	1.77	10.5%
Total Landbank	16.84	100.0%

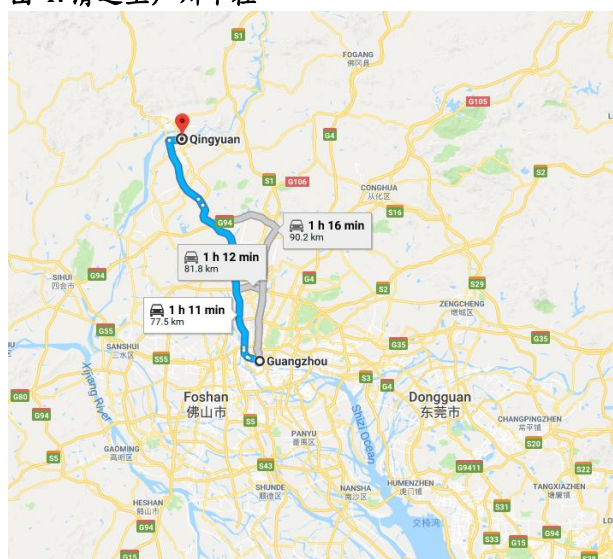
来源: 公司

图 3: 土储分布



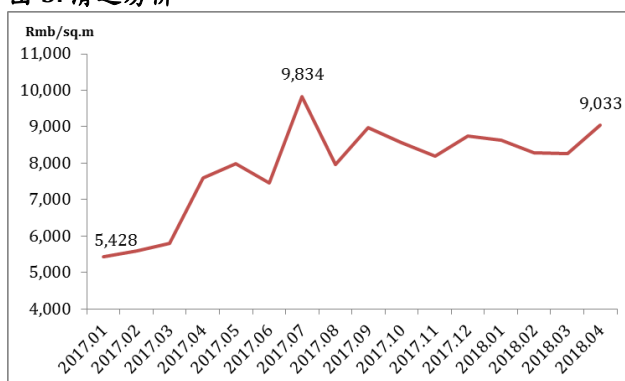
来源: 公司

图 4: 清远至广州车程



来源: Google

图 5: 清远房价



来源: CRIC

图 6: 各地方新房销售均价

City	Average housing price in local (Rmb/sq.m)
Guangzhou	17,079
Foshan	11,025
Dongguan	16,943
Huizhou	10,086
Zhuhai	21,490
Zhongshan	9,977
Jiangmen	8,573
Qingyuan	9,033
Changsha	9,000

Times China's Projects	(Rmb/sq.m)
5M18 ASP	16,955
Average Land cost	2,971

来源: 2018 年 4 月 CRIC, 安居客, 公司

今年前 5 个月，时代中国实现合约销售 205 亿元，同比增长 69%。销售面积 121 万平，平均销售价格 16,955 元/平。从前 5 个月的销售增长来看，时代中国的增长超过了大部分大型房企，若和其他湾区开发为主的房企比较，其增速也在平均值之上。

图 7: 大型开发商增速比较

Sales growth	2016	2017	1Q18	5M18
Times China	50%	42%	60%	69%
Vanke	40%	45%	3%	5%
Evergrande	85%	34%	51%	39%
CG	120%	78%	25%	37%
COLI	17%	10%	15%	16%
Longfor	62%	77%	2%	0%
CR Land	27%	41%	19%	24%
R&F	12%	35%	51%	42%
Sunac	111%	135%	65%	79%
Shimao	2%	48%	60%	53%
Greentown	33%	8%	-6%	4%
CIFI	75%	96%	17%	33%

来源: 公司

图 8: 各湾区开发商增速比较

Sales growth	2016	2017	1Q18	5M18
Times China	50%	42%	60%	69%
Logan	40%	51%	112%	86%
Aoyuan	69%	78%	125%	153%
Yuxiu	22%	35%	11%	25%
Agile	19%	70%	0%	17%
Kaisa	222%	50%	-1%	12%

来源: 公司

时代中国相对较早地介入广佛地区的城市更新市场。目前公司城市更新项目为 68 个，预计共 1,920 平将可转为公司土储(17 年底土储: 1,680 万平)。其中 30 个项目将在 2018-20 年完成改造，转化土储 562 万平。另外 38 个项目已经签订合作意向书，将在 2020 年后完成改造，预计转化土储 1,358 万平。

图 9: 30 个预计在 2018-2020 落地项目

No.	Project	City	Progress	Site Area(sq.m)	Planned GFA (sq.m)
1	Luogang (Hongwei village project)	Guangzhou	Conversion in progress	189,900	590,589
2	Tianhe Finance City Project	Guangzhou	Acquisition completed Conversion in progress	30,000	98,900
3	Kuntai Project	Guangzhou	Acquisition completed Conversion in progress	60,000	135,000
4	Zengcheng (Feng Ding Factory)	Guangzhou	Acquisition partial completed Conversion in progress	220,000	495,000
5	Tianxin Village project	Guangzhou	Conversion in progress	42,900	156,000
6	Huangpu Chemical Factory Project	Guangzhou	Partial completed	70,000	145,000
7	Luofeng Project	Guangzhou	Conversion in progress	157,000	353,000
8	Nansha Houji Project	Guangzhou	Conversion in progress	50,000	125,000
9	Huangshanlu Project	Guangzhou	Conversion in progress	34,000	79,900
10	Tianhe(Niuligang Factory Project)	Guangzhou	Acquisition completed Conversion in progress	68,100	198,000
11	Zengjun Factory Project	Guangzhou	Acquisition completed Conversion in progress	86,000	193,500
12	Baiyun Factory Project	Guangzhou	Acquisition completed Conversion in progress	35,000	105,000
13	Kaitai Project	Guangzhou	Conversion in progress	45,000	101,000
14	Shawan Weile Factory Project	Guangzhou	Acquisition completed Conversion in progress	64,200	128,400
15	Datang Project	Guangzhou	Conversion in progress	90,000	225,000
16	Luogang Xiangxue Project	Guangzhou	Conversion in progress	37,000	83,700
17	Haizhu Qingchu Factory Project	Guangzhou	Acquisition completed Conversion in progress	47,000	117,500
18	Jinhetian Factory Project	Shenzhen	Acquisition completed Conversion in progress	30,000	90,000
19	Tanghong Factory Project	Foshan	Acquisition completed Conversion in progress	30,000	90,000
20	Taiping Industrial Project	Foshan	Acquisition completed Conversion in progress	47,000	124,600
21	Lishuizhou Village Project	Foshan	Acquisition completed Conversion in progress	97,000	256,700
22	Chancheng Factory Project	Foshan	Acquisition completed Conversion in progress	121,000	363,000
23	Lishui Factory Project	Foshan	Acquisition completed Conversion in progress	32,100	96,300
24	Xiadong Kongxi Industrial Project	Foshan	Acquisition completed Conversion in progress	61,000	183,000
25	Shengli Village Industrial Project	Foshan	Acquisition completed Conversion in progress	64,000	192,000
26	Yiji Factory Project	Foshan	Acquisition completed Conversion in progress	50,900	159,000
27	Jinmingdu Project	Foshan	Acquisition completed Conversion in progress	50,000	150,000
28	Dunhao Logistic Factory Project	Foshan	Acquisition completed Conversion in progress	128,000	383,100
29	Jinwan NO.153 Factory Project	Zhuhai	Acquisition completed Conversion in progress	64,200	98,200
30	Shenwan Younan Village Project	Zhongshan	Conversion in progress	50,000	100,000
Total				2,151,300	5,616,389

来源: 公司

我们选取了雅居乐(3383 HK)，越秀地产(123 HK)，奥园(3883 HK)，合景泰富(1813 HK)，龙光(3380 HK)和佳兆业(1638 HK)作为可比的湾区开发商。若将湾区范围稍微扩大至清远，则时代中国的湾区集中更高，达 90%。此外，时代中国的城市更新项目主要在广佛地区，坐实以湾区开发为核心的房企。

目前公司的净负债比率相对较低，尽管近期市场债息走高，但公司在今年赎回几笔过往成本较高的美元债后，平均融资成本仍然有望在今年继续下降。

图 10: 各湾区开发商之经营比较

	1233.HK Times China 时代中国	3383.HK Agile 雅居乐	123.HK Yuexiu 越秀地产	3883.HK Aoyuan 奥园	1813.HK KWG 合景泰富	3380.HK Logan 龙光	1638.HK Kaisa 佳兆业
Operation							
Sales							
Sales 5M18 (Rmb mn)	20,465	38,120	18,886	28,320	25,609	28,830	15,924
GFA Sold 5M18 (mn sq.m)	1.21	2.86	0.94	2.66	1.48	1.42	0.99
ASP 5M18 (Rmb/sq.m)	16,955	13,347	20,011	10,643	17,315	20,260	16,023
FY18 Sales target (Rmb bn)	55	110	55	73	65	66(attri.)	70
Target completed	37%	35%	34%	39%	39%	47%	23%
Sales FY17 (Rmb mn)	41,629	89,710	40,869	45,590	28,700	43,421	44,714
GFA sold FY17 (mn sq.m)	2.82	7.36	2.22	4.49	1.80	2.43	2.79
ASP FY17 (Rmb/sq.m)	14,752	12,189	18,409	10,159	15,936	17,898	16,048
Sales growth							
Sales 5M18	69%	17%	25%	153%	n.a	86%	12%
Sales FY17	42%	52%	35%	78%	29%	51%	50%
Land bank FY17-end							
Total landbank (mn sq.m)	16.84	34.1	16.27	24.87	13.52	27.43	21.90
Landbank in Bay area (sq.m)	9.47	4.01	8.17	7.53	5.52	14.60	12.70
Bay Area concentration (%)	56%	12%	50%	30%	41%	53%	58%

来源: 公司

图 11: 各湾区开发商之财务比较

	1233.HK Times China 时代中国	3383.HK Agile 雅居乐	123.HK Yuexiu 越秀地产	3883.HK Aoyuan 奥园	1813.HK KWG 合景泰富	3380.HK Logan 龙光	1638.HK Kaisa 佳兆业
FY17 Financials							
Revenue and profit (Rmb mn)							
Revenue	23,110	51,607	23,794	19,115	11,543	27,690	32,779
Gross profit	6,450	20,687	6,108	5,111	4,020	9,517	8,934
Net profit to shareholders	2,667	6,025	2,260	1,642	3,620	6,527	3,285
Core net profit	3,203	n.a	2,350	1,889	3,523	4,620	2,446
Growth							
Revenue	43%	11%	14%	62%	30%	35%	84%
Gross profit	52%	67%	41%	56%	31%	45%	286%
Net profit to shareholders	36%	164%	47%	82%	4%	45%	-636%
Core net profit	75%	n.a	37%	86%	21%	49%	-159%
Profit margin							
GPM	27.9%	40.1%	25.7%	26.7%	34.8%	34.4%	27.3%
NPM	11.5%	11.7%	9.5%	8.6%	31.4%	23.6%	10.0%
CPM	13.9%	n.a	9.9%	9.9%	30.5%	16.7%	7.5%
Gearing							
Net gearing ratio	57.6%	71.4%	72.8%	51.0%	67.9%	67.9%	300.0%
Cost of borrowings	7.6%	6.2%	4.3%	7.2%	5.8%	5.8%	8.0%

来源: 公司

目前公司股价相当于 5.6x FY18 PER，低于其他湾区开发为主的房企的均值 (6.5x, 不包括佳兆业)。尽管今年公司股价从年初至今升幅已达 74.5%，若考虑到城市更新项目在未来给公司带来的价值，我们认为相比其他可比公司，时代中国目前估值仍然吸引。此外，公司股票有望在今年三季度进入港股通名单，成为股价上升的潜在催化剂。

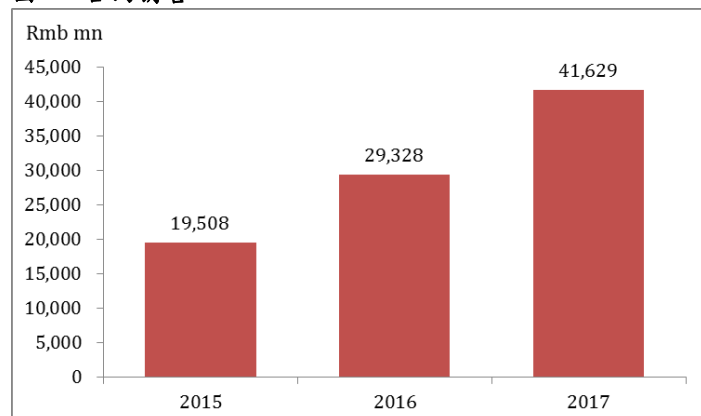
图 12: 各湾区开发商之估值比较

Company	BLP Ticker	Share Price	Mkt Cap	PE			PB		
		HKD		FY18E	FY19E	FY20E	FY18E	FY19E	FY20E
Times China	1233 HK EQUITY	12.90	23,656	5.6	4.5	3.4	1.1	0.9	0.8
Agile	3383 HK EQUITY	15.50	60,714	6.8	5.5	4.5	1.1	1.0	0.9
Yuexiu	123 HK EQUITY	1.59	19,718	6.5	5.3	4.4	0.5	0.4	0.4
Aoyuan	3883 HK EQUITY	6.45	17,296	6.0	4.4	3.3	1.2	1.0	0.8
KWG	1813 HK EQUITY	11.32	35,716	6.3	4.8	3.8	0.9	0.8	0.7
Logan	3380 HK EQUITY	11.80	64,814	7.9	5.6	4.3	1.9	1.6	1.2
Average				6.5	5.0	4.0	1.1	0.9	0.8

来源: 彭博

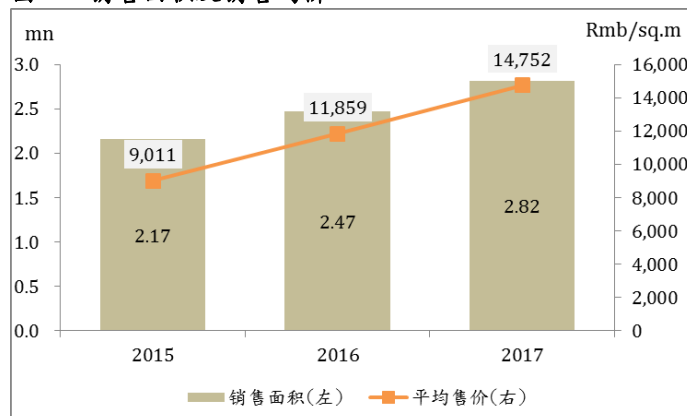
附录：17 财年业绩回顾

图 13: 合约销售



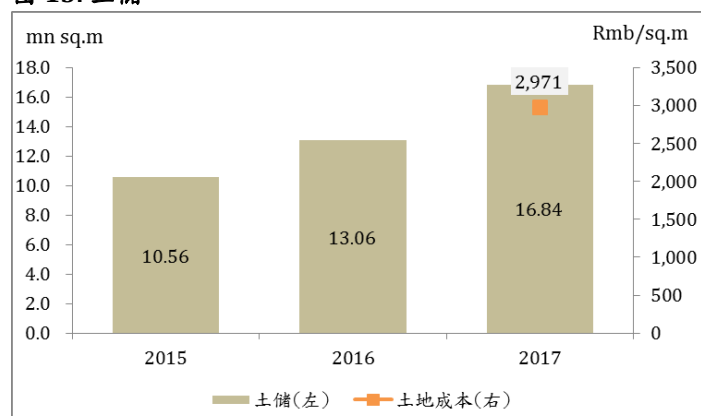
来源: 公司

图 14: 销售面积及销售均价



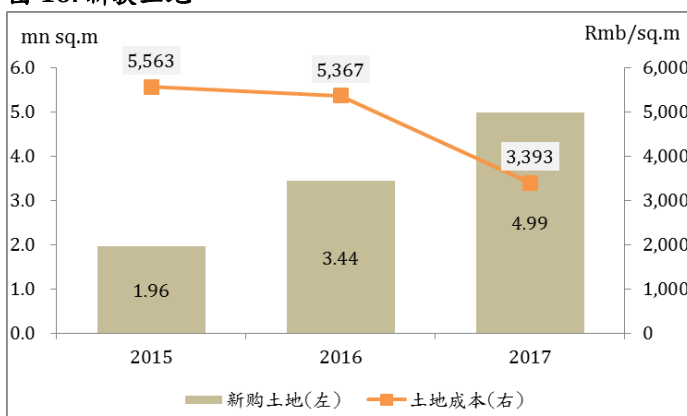
来源: 公司

图 15: 土储



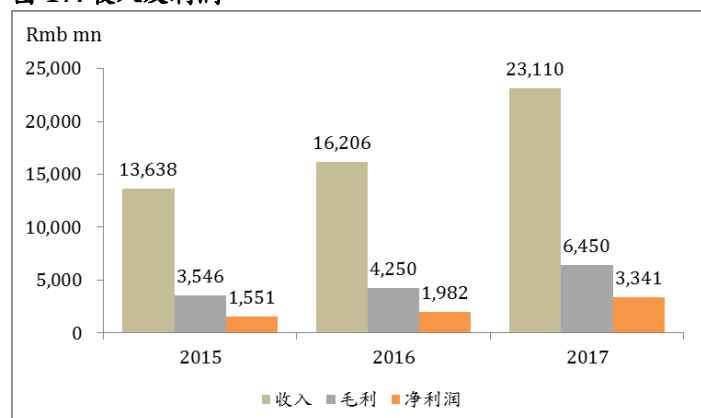
来源: 公司

图 16: 新获土地



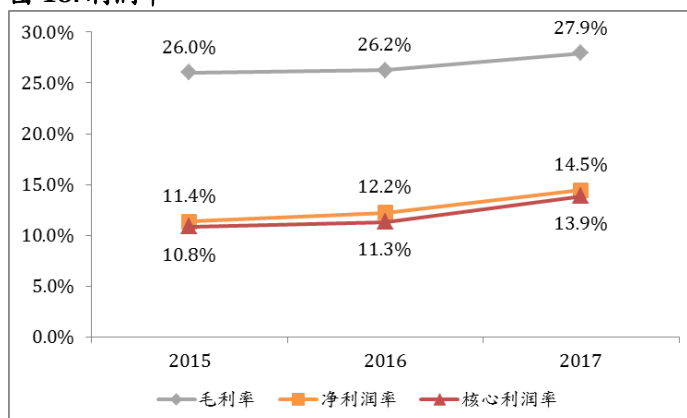
来源: 公司

图 17: 收入及利润



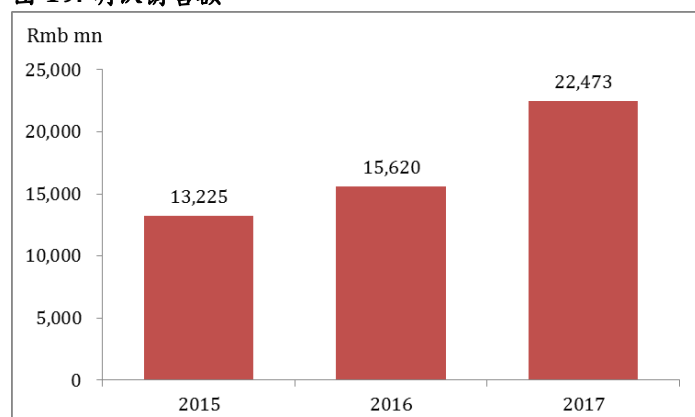
来源: 公司

图 18: 利润率



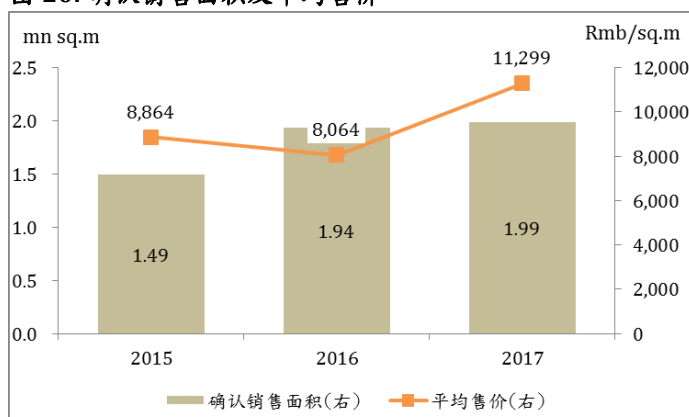
来源: 公司

图 19: 确认销售额



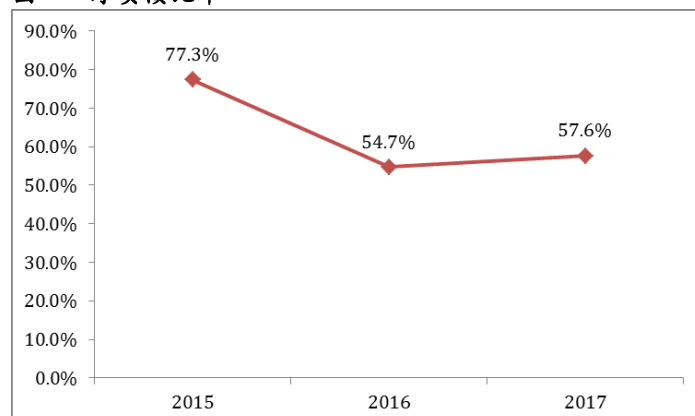
来源: 公司

图 20: 确认销售面积及平均售价



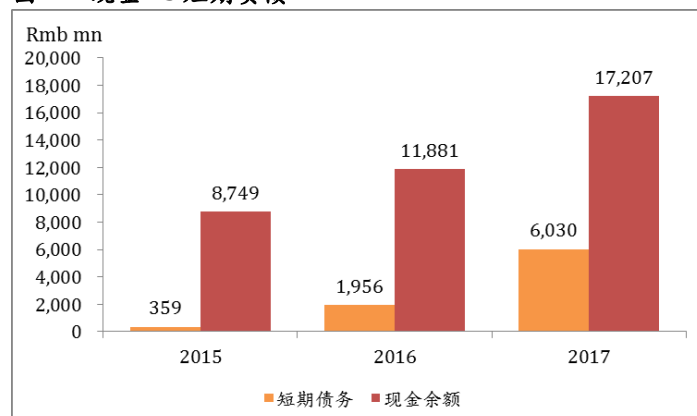
来源: 公司

图 21: 净负债比率



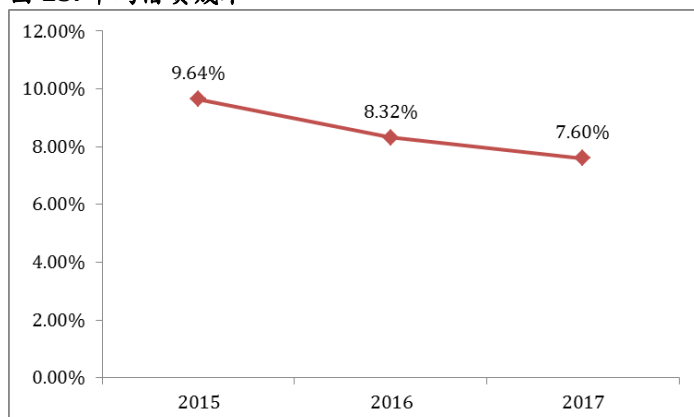
来源: 公司

图 22: 现金 vs 短期负债



来源: 公司

图 23: 平均借贷成本



来源: 公司

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45/46 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。