

时代中国 (1233 HK)

旧改业务进入收获期

- ❖ **2019年销售目标 750 亿元。**2018年，时代中国合同销售额达到 606 亿元（人民币·下同），同比增长 46%；销售面积 373 万平方米，平均售价 16,232 元/平方米。广州和佛山仍是公司的核心市场，两地占全年合同销售额的 66%（FY17：65%）和销售面积的 56%（FY17：51%）。时代中国将 2019 年的销售目标定为 750 亿元，高于 2018 年销售额 24%。今年首两个月，公司录得合同销售额 73 亿元，同比增长 21%。公司在市场低迷期间，仍保持其增长势头。
- ❖ **18 财年利润较我们预期高出 20%。**18 财年，公司收入累计 344 亿元，同比上升 49%；归母净利润 44 亿元，同比增长 65%；核心归母净利润 42 亿元，同比增长 66%。收入及核心归母净利润较我们估计的 310 亿元及 35 亿元分别上升 11%及 20%。盈利超预期主要归因于（1）城市更新业务崭露头角，2018 年首次带来 28 亿元收入，并且拉高整体毛利率 3 个百分点至 30.9%；（2）出售合营企业获得 6 亿元收益。
- ❖ **资产负债表处于健康水平。**截至 18 财年末，公司借款总额为 476 亿元。现金及银行结余为 274 亿元，足以支付 73 亿元的短期债务。净资产负债比率为 62.6%，高于 16 财年末（57.5%），但仍处于安全水平。平均融资成本略微上升至 7.70%（FY17：7.60%）。在 18 财年，公司新增了 23 块土地或 320 万平方米土储。截至 18 财年末，时代中国持有 1,845 万平方米土储，平均成本为 3,248 元/平方米。公司 60.8%的土储位于大湾区，另有 32%在清远。2018 年，时代中国减少透过收购和公开拍卖获得土储，反在旧改业务上投放更多资源。
- ❖ **旧改业务进入收成阶段。**自 2018 年开始，时代中国在旧改项目有所收成，并于年内完成了四个旧改项目。根据公司资料，目前公司共有 80 个旧改项目，规划建筑面积合共 2,523 万平方米。41 个项目很大机率在 2019-21 年完成，规划建筑面积为 1,076 万平方米。我们认为，今年转化旧改项目对时代中国至为重要，在补充土储和维持利润率方面给予持续支撑。这也是时代中国的核心投资亮点。经过数年的旧改项目积累沉淀，我们相信公司一些准备已久的旧改项目将在 2019 年转化。在 2019 年市场不确定性增加的情况下，公司将有更强劲动力转化一些高质旧改项目，以维持增长。
- ❖ **提高盈利预测和目标价。**由于城市更新业务的崛起，以及人民币兑港元的假设变动，我们将 FY19/20 的盈利预测分别上调 17%及 7%至 50.64 亿及 61.94 亿元。我们推前资产净值预测至 19 财年末的 26 港元，并将目标价由 11.30 港元上调至 15.60 港元，较资产净值折让 40%。维持**买入**评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	16,206	23,110	30,956	40,547	52,538
净利润(百万人民币)	1,955	2,667	3,747	4,322	5,795
EPS(人民币)	1.13	1.51	2.04	2.36	3.16
EPS 变动 (%)	10.8	33.6	35.3	15.3	34.1
市盈率(x)	7.9	5.9	4.4	3.8	2.8
市帐率(x)	1.7	1.0	0.9	0.8	0.7
股息率 (%)	3.5	3.5	5.9	7.4	9.9
权益收益率 (%)	21.4	17.1	20.4	20.1	22.6
净财务杠杆率 (%)	53.2	57.5	69.1	65.7	66.0

资料来源：公司、招银国际预测

买入(维持)

目标价	HK\$15.60
(上一次目标价)	HK\$11.30
潜在升幅	+12.2%
当前股价	HK\$13.90

黄程宇

电话: (852) 3761 8773

邮件: huangchengyu@cmbi.com.hk

文千森, CFA

电话: (852) 3900 0853

邮件: samsonman@cmbi.com.hk

房地产行业

市值(百万港元)	25,450
3月平均流通量(百万港元)	40.4
52周内股价高/低(港元)	14.26/6.15
总股本(百万)	1,834

资料来源: 彭博

股东结构

岑钊雄	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	19.4%	16.3%
3-月	70.3%	54.2%
6-月	53.2%	39.6%

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

财务报表

利润表

年结:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	23,110	34,375	44,552	55,684	62,718
物业开发	22,473	30,779	40,161	50,867	57,642
租金收入	289	328	355	389	427
物业管理费收入	347	492	566	611	642
城市更新业务	-	2,776	3,470	3,816	4,007
销售成本	(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
销售费用	(623)	(836)	(1,114)	(1,392)	(1,568)
行政费用	(732)	(1,112)	(1,515)	(1,949)	(2,195)
其他费用	(448)	(367)	(535)	(668)	(753)
息税前收益	4,999	8,725	10,505	13,051	14,573
应占联管和合管公司收益	225	(331)	71	180	254
财务费用	(401)	(667)	(781)	(917)	(1,058)
特殊收入	465	612	-	-	-
税前利润	5,288	8,339	9,795	12,314	13,769
所得税	(1,947)	(3,527)	(4,041)	(5,275)	(6,012)
非控制股东权益	(674)	(412)	(691)	(845)	(931)
归属股东净利润	2,667	4,399	5,064	6,194	6,827
归属股东净利润	2,532	4,204	5,064	6,194	6,827

来源：公司，招银国际预测

资产负债表

年结:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	90,402	115,940	130,178	141,347	151,670
存货	49,263	50,677	62,054	72,427	81,640
贸易及其他应收账款	3,253	4,890	6,365	6,960	7,840
预付款、定金及其他应收款	14,424	25,170	25,170	25,170	25,170
合同资产	-	217	217	217	217
应收关联方款项	5,451	6,112	6,112	6,112	6,112
现金及现金等价物	14,263	23,374	24,761	24,962	25,192
其他	3,748	5,500	5,500	5,500	5,500
非流动资产	10,977	13,113	13,406	13,705	14,073
物业、厂房及设备	1,379	1,550	1,610	1,729	1,843
投资型房地产	1,498	1,336	1,498	1,498	1,498
联营及合管公司的权益	4,734	5,157	5,228	5,408	5,662
无形资产	239	594	594	594	594
其他	3,127	4,475	4,475	4,475	4,475
总资产	101,379	129,052	143,584	155,052	165,742
流动负债	44,713	54,585	62,201	67,489	71,469
贸易及其他应付账款	3,837	8,521	10,446	11,174	12,596
合同负责	-	19,029	23,031	25,590	28,149
短期借款	6,030	7,312	9,000	11,000	11,000
应付关联方款项	4,155	3,418	3,418	3,418	3,418
其他	30,691	16,306	16,306	16,306	16,306
非流动负债	28,720	42,171	44,852	45,852	46,852
长期借款	27,259	40,319	43,000	44,000	45,000
其他	1,461	1,852	1,852	1,852	1,852
总负债	73,433	96,756	107,053	113,340	118,321
非控股权益	12,374	15,344	16,035	16,879	17,810
总净资产	15,572	16,952	20,497	24,833	29,611
归属母公司股东权益	15,572	16,952	20,497	24,833	29,611

来源：公司，招银国际预测

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于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）没有在有关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法律责任。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，请与我们联系。

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。