

时代中国 (1233 HK)

保持大湾区竞争优势

概要。时代中国在 2019 上半年录得 35% 盈利增长至 15.94 亿元（人民币，下同）。今年首七个月，公司实现合同销售额 368 亿元，同比增长 18.5%，达到 750 亿元销售目标的 49%。我们将目标价从 15.60 港元上调至 16.20 港元。维持买入评级。

- **2019 上半年盈利增长 35%。**2019 上半年物业开发收入增长 45.8% 至 147 亿元。此外，今年上半年城市更新业务贡献 6.41 亿元收入，对比去年同期只录得零收入。城市更新项目于上半年录得 85% 毛利率，带动公司毛利率从 2018 上半年的 28.2% 增至 2019 上半年的 32.5%。另一方面，物业开发毛利率从 2018 上半年的 28.1%，增加至 2019 上半年的 29.9%。
- **今年首七个月达成率达到 49%。**今年首七个月，公司实现合同销售额 368 亿元，合同销售面积共 245 万平，分别同比增长 18.5% 和 33.1%。不过，平均售价则较去年同期的 16,850 元/平下跌 11.0% 至今年的 15,000 元/平，相信与公司期间出售更多非广州/佛山项目有关。广州/佛山项目的销售额在上半年占整体 58.1%，而去年同期则为 72%。时代中国 2019 年销售目标 750 亿元，可销售资源为 1,300 亿元。公司在今年首七个月已完成 49% 目标，需加快销售步伐才能达到全年目标。
- **上半年加快土地收购。**今年上半年公司购入 21 幅地块，总建筑面积 517 万平。土地收购成本总额 188 亿元。年度土地预算为 300 亿元，占其销售目标 40%。2018 年合同销售的土地投资仅为 21%，公司今年增加土地投资以补充其土储。截至 2019 年 6 月 30 日，土储总面积达到 2,308 万平（75-76% 应占比率），平均土地成本 3,541 元/平（占首七个月平均售价 23.6%）。广州/佛山和大湾区（不包括广州/佛山）分别占土储总额的 28.2% 和 34.4%。我们认为公司的土储仍然具有竞争力。但下半年随着房地产融资收紧以及市场销售转弱，我们认为公司可能会在下半年放缓公开市场拿地，集中精力加快城市更新转化。
- **上调目标价至 16.20 港元，维持买入评级。**我们上调 2019/2020 年盈利预测 4.3%/5.7% 至 52.83/65.47 亿元，并将 2019 年净资产值预测从 26.00 港元上调至 27.20 港元。目标价从 15.60 港元上调至 16.20 港元，较净资产值有 40% 的折让。公司目前的 2019/2020 年预期市盈率为 4.0/3.3 倍，低于同业平均的 4.9/4.0 倍。公司于大湾区有坚实基础，在广州/佛山城市更新业务方面享有竞争优势，因此我们认为时代中国属具有吸引力的中小型开发商。维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万美元)	22,379	22,605	24,775	26,542	26,427
净利润(百万美元)	1,127	1,047	1,315	1,432	1,477
调整后净利润(百万美元)	1,090	1,046	1,315	1,432	1,477
调整后每股盈利(美元)	0.075	0.071	0.090	0.098	0.101
同比增长(%)	1.0	(4.9)	25.7	8.9	3.1
市盈率(倍)	12.5	13.1	10.5	9.6	9.3
市净率(倍)	1.8	1.8	1.6	1.4	1.3
股息率(%)	3.7	2.7	4.3	4.7	4.8
股本回报率(%)	15.8	13.8	16.0	15.7	14.9
净负债率(%)	22	30	21	15	9

资料来源：公司及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$16.20
(此前目标价)	HK\$15.60
潜在升幅	+29.6%
当前股价	HK\$12.50

中国房地产行业

黄程宇

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

文千森, CFA

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

公司数据

市值(百万港元)	24,273
3 月平均流通量(百万港元)	87.7
52 周内股价高/低(港元)	17.00/6.15
总股本(百万)	1,942

资料来源：彭博

股东结构

岑钊雄	61.5%
自由流通	38.5%

资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-17.9%	-9.7%
3-月	-12.8%	0.3%
6-月	23.4%	32.1%
12-月	34.5%	42.3%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：安永

请登录 2019 年亚洲货币券商
投票网址，投下您对招银国际
研究团队信任的一票：

<https://euromoney.com/brokers>

财务报表

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
收入	23,110	34,375	44,857	53,757	62,828
物业销售	22,473	30,779	42,353	50,642	59,178
投资物业	289	328	426	553	660
物业租赁	347	492	689	896	1,075
城市更新	-	2,776	1,388	1,665	1,915
销售成本	(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
销售费用	(623)	(836)	(1,166)	(1,290)	(1,508)
行政费用	(732)	(1,112)	(1,615)	(1,720)	(2,011)
其他费用	(448)	(367)	(673)	(699)	(754)
息税前收益	4,999	8,725	10,693	12,847	14,123
应占联营和合营公司收益	225	(331)	325	374	430
财务费用	(401)	(667)	(1,016)	(867)	(934)
特殊收入	465	612	32	-	-
税前利润	5,288	8,339	10,035	12,354	13,619
所得税	(1,947)	(3,527)	(4,165)	(5,080)	(5,589)
年度利润	3,341	4,811	5,870	7,274	8,030
非控制股东权益	(674)	(412)	(587)	(727)	(803)
归属母公司股东净利润	2,667	4,399	5,283	6,547	7,227
归属母公司股东核心利润	2,532	4,204	5,261	6,547	7,227

归属母公司股东净利润

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
流动资产	90,402	115,940	134,481	151,095	170,560
可供销售物业	49,263	50,677	67,166	79,313	94,577
贸易及其他应收账款	3,253	4,890	5,831	6,988	8,168
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	22,741	20,711	18,290
其他	18,172	30,886	32,631	37,971	43,414
非流动资产	10,977	13,113	15,348	15,931	16,471
物业、厂房及设备	1,379	1,550	1,970	2,190	2,310
投资型房地产	1,498	1,336	2,836	2,836	2,836
联营及合营公司的权益	4,734	5,157	5,482	5,856	6,286
其他	3,366	5,069	5,059	5,049	5,039
总资产	101,379	129,052	149,829	167,027	187,031
流动负债	44,713	54,585	66,393	76,270	86,991
贸易及其他应付帐款	3,837	8,521	12,554	15,107	20,266
合同负责	-	19,029	25,412	30,385	35,507
应付关联方款项	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
非流动负债	28,720	42,171	44,487	46,499	49,920
长期借款	27,259	40,319	42,636	44,648	48,069
其他	1,461	1,852	1,852	1,852	1,852
总负债	73,433	96,756	110,881	122,769	136,911

资料来源: 公司及招银国际证券预测

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
税后利润	5,288	8,339	10,035	12,354	13,619
折旧、摊销及资产减值损失	133	143	90	90	90
营运资金变动	(7,790)	(4,349)	(8,758)	(11,118)	(11,605)
其他	(4,216)	(4,655)	(4,490)	(5,453)	(6,018)
经营活动所得现金净额	(6,585)	(523)	(3,123)	(4,128)	(3,915)
购置固定资产及投资	(379)	(336)	(2,000)	(300)	(200)
联营及合营公司	(6,678)	(6,123)	-	-	-
其他	(1,439)	(620)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(8,496)	(7,079)	(2,000)	(300)	(200)
注资	3,988	2,756	2,367	-	-
净银行借贷	16,162	12,839	3,708	4,362	3,862
其他	413	847	(1,585)	(1,964)	(2,168)
融资活动所得现金净额	20,563	16,441	4,490	2,398	1,694
现金增加净额	5,483	8,840	(633)	(2,030)	(2,421)
年初货币资金及等价物	8,923	14,263	23,374	22,741	20,711
汇兑	(142)	271	-	-	-
年末货币资金	14,263	23,374	22,741	20,711	18,290

主要比率

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
物业销售	97.2	89.5	94.4	94.2	94.2
投资物业	1.3	1.0	1.0	1.0	1.1
物业租赁	1.5	1.4	1.5	1.7	1.7
城市更新	0.0	8.1	3.1	3.1	3.0
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率 (%)					
毛利率	27.9	30.9	30.0	29.7	28.3
息税前利润率	21.6	25.4	23.8	23.9	22.5
净利润率	11.5	12.8	11.8	12.2	11.5
有效税率	36.8	42.3	41.5	41.1	41.0
增长 (%)					
收入	42.6	48.7	30.5	19.8	16.9
毛利	51.8	64.7	26.8	18.7	11.3
息税前利润	63.1	74.5	22.6	20.1	9.9
净利润	36.4	64.9	20.1	23.9	10.4
资产负债比率					
流动比率 (x)	2.0	2.1	2.0	2.0	2.0
平均应收账款周转天数	51	52	47	47	47
平均应付帐款周转天数	84	131	146	146	164
平均存货周转天数	1,079	779	781	767	767
净负债/总权益 (%)	57.5	62.6	63.0	69.9	74.3
回报率 (%)					
资本回报率	17.1	26.0	24.0	24.6	22.8
资产回报率	3.3	3.7	3.9	4.4	4.3
每股数据					
每股盈利(人民币)	1.51	2.40	2.77	3.37	3.72
每股股息(人民币)	0.41	0.69	0.82	1.01	1.12
每股账面值(人民币)	8.36	8.92	11.04	13.40	16.01

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。

招银国际证券投资评级

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

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

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风险。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个人。