

时代中国 (1233 HK)

利用区域优势深耕大湾区

- ❖ **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。随着粤港澳大湾区具体规划细节即将出台，我们看好大湾区的开发价值。截止到2018年6月30日，公司土地储备达1,820万平，足够支撑未来3-5年的发展。公司平均土地成本为3,195元(人民币,下同)/平，相当于今年前8个月平均销售价格(16,861元/平)的18.9%。公司58.5%的土储位于粤港澳大湾区，若计入清远项目，则超过90%的土储位于珠三角区域。因此，时代中国是一家典型的大湾区主题开发商。
- ❖ **受益于区域一体化。**我们期待即将公布的大湾区发展规划，我们预计规划将进一步提升当地经济，支撑时代中国在区域的投资布局。此外，公司1/3土地储备位于清远。尽管清远并不包括在湾区规划当中，但距离广州也仅有1小时车程。近日，广州和清远政府联合发布了「高质量推进广清一体化发展工作方案」。我们预计公司在清远的布局也将受益于广州与清远的一体化。
- ❖ **优质的城市更新项目储备。**时代中国在广佛地区的城市更新业务开展较早。目前公司城市更新项目70个，预计共1,950平将可转为公司土储。其中30个项目将在2018-20年完成改造，转化土储562万平。另外40个项目也已经签订合作意向书，将在2020年后完成改造。广东在“三旧”改造(旧工厂，旧村，旧城)方面有较为完善可执行的政策法规。我们认为较好的政策环境将有利于更新项目的透明度和确定性。若旧改项目成功落地转化，将极大提升公司价值。我们认为时代中国在广佛地区旧改项目上，较外来开发商有明显的本地优势。具体体现在项目经验(70个旧改项目)、资金投入(17年投入170亿拿地，主要投资珠三角)和当地资源。
- ❖ **首次覆盖给予买入评级。**我们预计2018-20年收入分别为310亿、405亿和525亿元，复合年增长率32%；核心净利润预计分别为35亿、43亿和58亿元，复合年增长率34.4%。目前，该股票的FY18/19E市盈率分别为2.9/2.5x，低于其他大湾区开发商。我们估计18年底每股资产净值为18.04港元，我们的目标价为9.02港元，相当于50%折让，首次覆盖给予买入评级。

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)	5.2	3.9	2.9	2.5	1.9
市帐率(x)	1.1	0.7	0.6	0.5	0.4
股息率(%)	5.3	5.3	9.0	11.2	15.0
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：彭博

买入(首次覆盖)

目标价	HK\$9.02
潜在升幅	+34.6%
当前股价	HK\$6.70

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)	12,287
3月平均流通量(百万港元)	23.6
5周内股价高/低(港元)	13.88/6.51
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	-17.4%	-12.7%
3-月	-33.5%	-26.4%
6-月	-45.2%	-34.6%

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	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
收入	16,206	23,110	30,956	40,547	52,538
物业开发	15,620	22,473	30,277	39,816	51,749
租金收入	298	289	297	311	326
物业管理费收入	288	347	382	420	462
销售成本	(11,956)	(16,660)	(22,268)	(29,002)	(37,552)
毛利	4,250	6,450	8,688	11,545	14,987
其他收入	93	353	505	158	178
销售费用	(657)	(623)	(805)	(1,054)	(1,366)
行政费用	(537)	(732)	(981)	(1,285)	(1,665)
其他费用	(84)	(448)	(495)	(649)	(841)
息税前收益	3,065	4,999	6,912	8,715	11,293
应占联管和合营公司收益	66	225	34	109	212
财务费用	(240)	(401)	(610)	(717)	(778)
特殊收入	269	465	404	-	-
税前利润	3,161	5,288	6,740	8,107	10,727
所得税	(1,178)	(1,947)	(2,795)	(3,305)	(4,142)
非控制股东权益	(27)	(674)	(197)	(480)	(790)
归属股东净利润	1,955	2,667	3,747	4,322	5,795
归属股东净利润	1,756	2,389	3,459	4,322	5,795

来源:公司,招银国际预测

资产负债表

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	58,654	90,402	114,298	126,137	141,897
物业、厂房及设备	32,971	49,263	61,855	69,052	83,448
投资型房地产	2,579	3,253	4,552	5,963	7,726
商誉	9,604	14,424	20,205	20,205	20,205
无形资产	-	-	271	271	271
联营及合营公司的权益	1,080	5,451	6,602	6,602	6,602
递延税项	8,923	14,263	16,144	19,376	18,977
其他	3,498	3,748	4,668	4,668	4,668
非流动资产	10,435	10,977	14,605	14,833	15,159
物业、厂房及设备	1,242	1,379	1,610	1,729	1,843
投资型房地产	1,598	1,498	1,903	1,903	1,903
联营及合营公司的权益	2,721	4,734	4,768	4,876	5,088
无形资产	53	239	561	561	561
联营及合营公司的权益	4,821	3,127	5,764	5,764	5,764
总资产	69,089	101,379	128,903	140,970	157,056
流动负债	33,078	44,713	62,699	68,174	77,297
贸易及其他应付账款	3,196	3,837	5,567	7,632	10,729
合同负责	-	-	28,850	30,760	35,786
银行借款	1,956	6,030	10,000	11,500	12,500
应付关联方款项	92	4,155	4,869	4,869	4,869
其他	27,834	30,691	13,413	13,413	13,413
非流动负债	19,820	28,720	33,888	36,888	38,888
银行借款	18,532	27,259	32,000	35,000	37,000
其他	1,288	1,461	1,888	1,888	1,888
总负债	52,898	73,433	96,587	105,062	116,186
非控股权益	7,059	12,374	13,971	14,451	15,242
总净资产	9,132	15,572	18,344	21,456	25,628
归属母公司股东权益	9,132	15,572	18,344	21,456	25,628

来源:公司,招银国际预测

现金流量表

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
息税前收益	3,065	4,999	6,912	8,715	11,293
折旧和摊销	94	133	69	80	86
营运资金变动	(2,321)	(18,847)	(7,998)	(4,632)	(8,037)
税务开支	(1,326)	(2,005)	(2,795)	(3,305)	(4,142)
其他	(70)	9,135	1,339	(717)	(778)
经营活动所得现金净额	(559)	(6,585)	(2,474)	142	(1,577)
购置固定资产	(80)	(288)	(1,026)	(200)	(200)
联营公司	(2,723)	(2,252)	(0)	(0)	-
其他	(1,587)	(5,955)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(4,390)	(8,496)	(1,026)	(200)	(200)
股份发行	1,600	3,988	-	-	-
净银行借贷	4,798	12,801	8,711	4,500	3,000
股息	(269)	(543)	(974)	(1,210)	(1,623)
其他	2,878	4,317	(2,355)	-	-
融资活动所得现金净额	9,007	20,563	5,382	3,290	1,377
现金增加净额	4,059	5,483	1,882	3,232	(399)
年初现金及现金等价物	4,841	8,923	14,263	16,144	19,376
汇兑	23	(142)	-	-	-
年末现金及现金等价物	8,923	14,263	16,144	19,376	18,977
资产负债表中的现金及现金等价	8,923	14,263	16,144	19,376	18,977

来源:公司,招银国际预测

主要比率

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合(%)					
物业开发	96.4%	97.2%	97.8%	98.2%	98.5%
租金收入	1.8%	1.3%	1.0%	0.8%	0.6%
物业管理费收入	1.8%	1.5%	1.2%	1.0%	0.9%
总额	100%	100%	100%	100%	100%

盈利能力比率(%)

毛利润率	26.2	27.9	28.1	28.5	28.5
息税前利润率	18.9	21.6	22.3	21.5	21.5
税前利润率	19.5	22.9	21.8	20.0	20.4
净利润率	12.1	11.5	12.1	10.7	11.0
核心净利润率	10.8	10.3	11.2	10.7	11.0
有效税率	37.3	36.8	41.5	40.8	38.6

增长(%)

收入	18.8	42.6	33.9	31.0	29.6
毛利	19.8	51.8	34.7	32.9	29.8
息税前利润	13.5	63.1	38.3	26.1	29.6
净利润	37.6	36.4	40.5	15.3	34.1
核心利润	24.1	74.7	13.7	31.9	37.1
流动比率(x)					

资产负债比率

资产负债比率	1.8	2.0	1.8	1.9	1.8
平均存货周转天数	1,007	1,079	1,014	869	811
平均应收账款周转天数	58	51	54	54	54
平均应付账款周转天数	98	84	91	96	104
净负债/总权益比率(%)	53.2	57.5	69.1	65.7	66.0

回报率(%)

资本回报率	21.4	17.1	20.4	20.1	22.6
资产回报率	2.9	3.3	3.1	3.4	4.2

每股数据

每股盈利(人民币)	1.13	1.51	2.04	2.36	3.16
每股股息(人民币)	0.32	0.32	0.53	0.66	0.88
每股账面值(人民币)	5.27	8.68	9.70	11.39	13.67

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。