



时代中国 (1233)

评级：强烈买入 / 目标价：\$14.60

深耕粤港澳大湾区，喜迎价值释放时代

时代中国于1999年成立，从广州开始，并于2006年起陆续打进佛山、中山、珠海和清远等市场，至今集团已成为粤港澳大湾区知名的开发商。时代中国于2017年重整其战略，目标于长期蜕变成一家城市发展服务商，以多元化产品服务中国市场。集团2017年的业绩优越，合约销售增长42%至416.3亿人民币，收入上升43%至231.1亿人民币，受惠于毛利率的上升，毛利增长52%至64.5亿人民币，股东应占核心利润增长40%至25.3亿人民币。受惠于2017年优越的业绩，集团宣布派发末期股息每股0.4143人民币，较2016年增长31%。

利好因素

销售规模急速增长，有助推动派发更高股息。 时代中国2017年合约销售416亿人民币，本年度集团定下550亿人民币的销售目标，增幅达32%，而集团2018年首季合约销售达107.8亿人民币，较2017年同期增长60%，完成销售目标的20%，销售均价亦从2017年首季的每平方米14,790人民币升至2018年首季的每平方米17,280人民币。据我们研究，集团于2018年首季销售的物业皆为去年推盘的余下物业，而集团于2018年的项目大致上皆于第三季和第四季推出，合共超过10个项目，因此合约销售的高速增长尚未体现，我们预料集团能轻易完成本年度销售目标。若以现时约11%的股东应占核心利润率和约30%的派息比率计算，我们保守预计集团未来3年的派息将以>25%的复合年增长速度增长。

旧改项目价值尚未完全体现，利润增长潜力仍然庞大。 集团的土地储备总建筑面积达1,683.6万平方米，据我们的了解，当中约有10%的土地储备是由旧改项目所贡献的，与集团现时尚未入帐到土地储备达1,920万平方米的旧改项目储备相比，从中可见于土地储备中的旧改项目十分少，庞大的销售和利润价值仍尚未体现，特别是据我们估算，该批旧改项目的毛利率皆为30%以上，比现时集团27.9%的毛利率高。此外，集团的土地储备和旧改项目储备为多年来累积而来，近数年来中国火热的房地产市场令集团过去的耕耘进入收成期，土地上的升值亦将于毛利率中体现，我们预计2018年毛利率将有力挑战~29%水平。

有望纳入恒生综合中小型股指数，为纳入港股通名单奠下基础。 集团尚未被纳入深港通的合资格股份名单，主因为集团2015年时股权集中，因此并未被纳入相关合资格指数。于2017年6月，集团宣布已解决股权集中问题，正寻求被纳入相关指数。截至19/4/2018，集团市值达209亿港元，此市值能令集团获纳入中小型股指数，从而使集团成为深港通的合资格股份，对集团改善估值有利好作用。

我们的估值模型显示目标价为14.60港元。 我们的估值是基于资产净值模型，预计每股资产折让50%，目标价14.60港元，对应18年/19年市账率1.16倍/1.00倍。较现价有28.3%的增长空间。因此我们给予时代中国「强烈买入」评级。

下行风险： 房地产调控持续收紧，项目销售放缓

分析师

黄恩赐

(852) 3983 0882

johnwong@china-invs.hk

主要数据

评级	强烈买入
目标价	14.60
当前股价	11.38
总股本 (百万股)	1,834
总市值 (百万港元)	20,869
3个月平均成交 (百万港元)	85
52周股价波幅	4.52 - 12.80
主要股东	岑剑雄 (~65%)
公司业务	从事房地产发展、物业投资等业务

财务数据

(百万元人民币)	2017	2018	2019	2020
		预测	预测	预测
收入	23,110	31,462	41,990	50,172
毛利	6,450	9,644	11,733	14,082
经营利润	5,690	7,336	8,924	10,683
报告利润	2,668	3,352	4,155	5,037
每股利润 (分)	151.00	182.76	226.63	274.70
市盈率 (倍)	4.24	6.23	5.02	4.14
市账率 (倍)	0.75	1.16	1.00	0.86
股息率 (%)	4.68	4.82	5.97	7.24
股本回报率 (%)	17.13	18.71	19.95	20.68
总债务与权益 (%)	119.12	104.31	87.55	61.07

股价表现



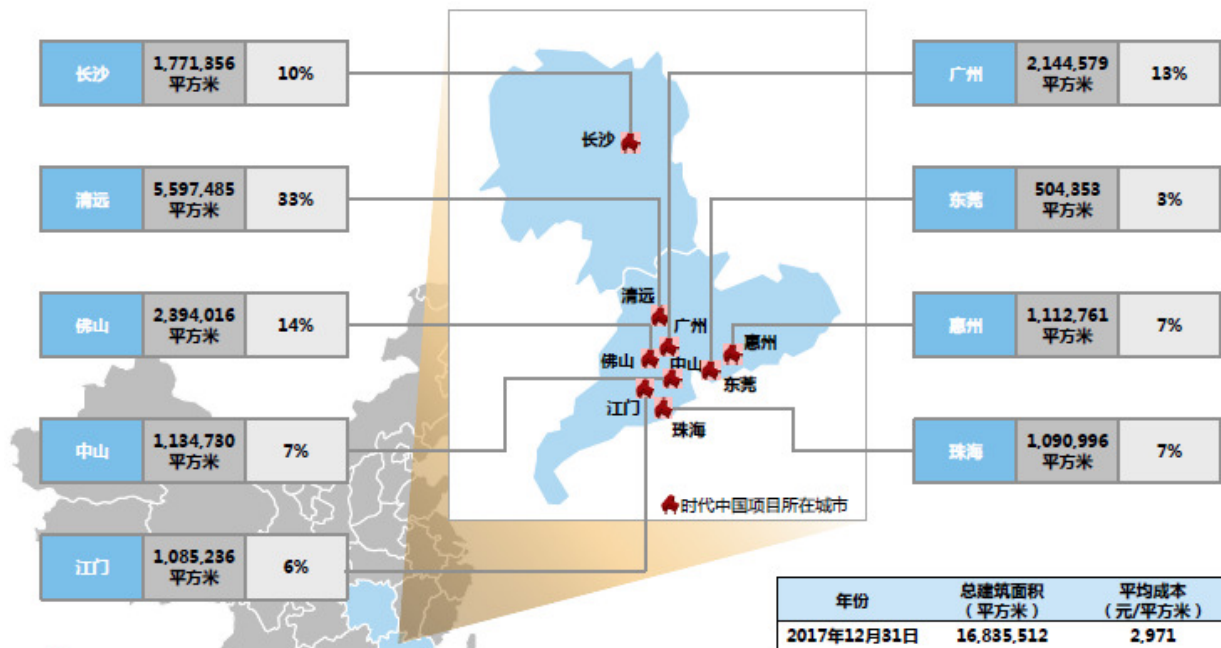
布局粤港澳大湾区，有效受益于人口增长和房屋需求。粤港澳大湾区为中国国家发展重要国策，大湾区各城市将专注于各项产业发展，以各项重点建设如深中通道、港珠澳大桥和高铁轨道交通致区内互联互通，从而使大湾区核心城市的经济和人口发展带动区内其他城市的发展。根据统计，粤港澳大湾区总人口为世界各大湾区之冠，土地面积也是世界各大湾区之冠，然而，从人口密度方面来看，粤港澳大湾区亦比各大湾区高。若以深圳为例，2016年和2017年人口流入分别达53万和62万，广州则为54万和45万，现时大湾区尚在发展中阶段，当经济发展更趋成熟时，我们预料深圳、广州和其他城市人口流入将带动房屋需求，因此在大湾区拥有雄厚土地储备和旧改储备的时代中国将直接受益，带动销售和利润增长。

世界各湾区比较

	粤港澳大湾区	东京湾区	纽约湾区	三藩市湾区
人口(万人)	6,765	4,347	2,340	715
土地面积(平方公里)	56,500	36,700	21,400	18,000
每平方公里人口密度	1,197	1,184	1,093	397
GDP(万亿美元)	1.38	1.86	1.45	0.82

来源: 中投证券(香港)

时代中国 2017 年土地储备分布



来源: 时代中国、中投证券(香港)

旧改项目储备庞大，为中长期销售和利润率上升主要来源。于 2017 年，集团的旧改项目储备建筑面积达 1,920 万平方米，当中 30 个项目合共 562 万平方米的建筑面积预料将于 2018 年至 2020 年完成改造，从集团提供的资料上看，该批项目主要位于广州和佛山，合共占 533 万平方米或该批项目的 95%。从现时该等城市的销售价格估算，我们预料该批项目的毛利率将为 30% 以上，倘若成功改造，此批项目有利提升集团未来 3 年的毛利率。从集团的发展蓝图来看，整个旧改项目储备足够集团 3 年至 5 年销售所需，连同土地储备的可售资源，预料全部项目将足够集团未来 6 年销售所需，而在房地产市场预先支付土地价格和建筑费用，销售滞后的特性下，倘若所有旧改项目成功改造，我们认为集团中长期的毛利率有力挑战 30% 以上水平。

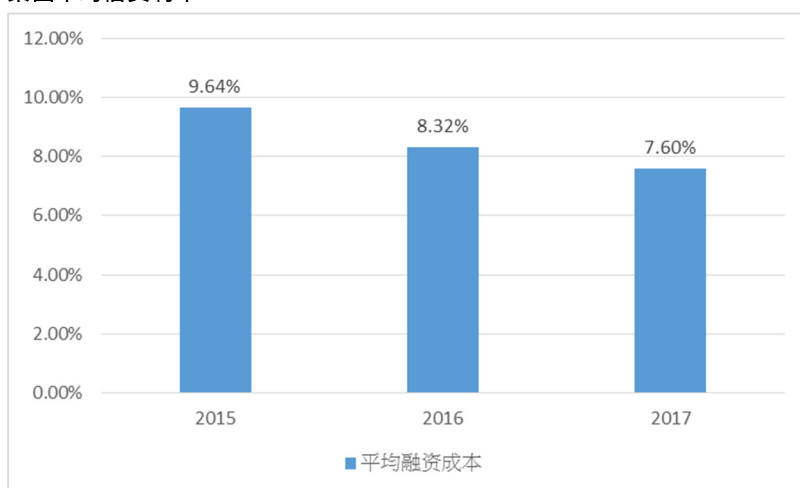
时代中国 2017 年旧改项目储备

	项目名称	城市	现况	预计总建筑面积 (平方米)
1	广州市萝岗区红卫村旧村改造项目	广州市	申请改造中	590,589
2	广州市天河区金融城旧厂项目	广州市	已完成收购，申请改造中	98,900
3	广州市萝岗区坤泰旧厂项目	广州市	已完成收购，申请改造中	135,000
4	广州市增城区丰鼎旧厂项目	广州市	已完成部分收购，申请改造中	495,000
5	广州市白云区田心村旧村改造项目	广州市	申请改造中	156,000
6	广州市黄埔化工项目	广州市	部分完成	145,000
7	广州市萝岗区萝峰留用地项目	广州市	申请改造中	353,000
8	广州市南沙区乌洲村厚基留用地项目	广州市	申请改造中	125,000
9	广州市南沙区黄山鲁林场留用地项目	广州市	申请改造中	79,900
10	广州市天河区牛利岗旧厂项目	广州市	已完成收购，申请改造中	198,000
11	广州市增城区增城翔骏旧厂项目	广州市	已完成收购，申请改造中	193,500
12	广州市白云区皮革厂项目	广州市	已完成收购，申请改造中	105,000
13	广州市萝岗区开泰留用地项目	广州市	申请改造中	101,000
14	广州市番禺区沙湾威乐旧厂项目	广州市	已完成收购，申请改造中	128,400
15	广州市南沙区大塘留用地项目	广州市	申请改造中	225,000
16	广州市萝岗区香雪留用地项目	广州市	申请改造中	83,700
17	广州市海珠区轻出旧厂项目	广州市	已完成收购，申请改造中	117,500
18	深圳市金禾田国有用地旧厂项目	深圳市	已完成收购，申请改造中	90,000
19	佛山市南海区塘虹公司旧厂项目	佛山市	已完成收购，申请改造中	90,000
20	佛山市南海区太平工业区旧厂项目	佛山市	已完成收购，申请改造中	124,600
21	佛山市南海区里水洲村旧厂项目	佛山市	已完成收购，申请改造中	256,700
22	佛山市禅城区水泵厂项目	佛山市	已完成收购，申请改造中	363,000
23	佛山市南海区里水草场旧厂项目	佛山市	已完成收购，申请改造中	96,300
24	佛山市南海区夏东孔溪工业园旧厂项目	佛山市	已完成收购，申请改造中	183,000
25	佛山市南海区胜利村工业区集体用地旧厂项目	佛山市	已完成收购，申请改造中	192,000
26	佛山市南海区义基旧厂项目	佛山市	已完成收购，申请改造中	159,000
27	佛山市南海区洲村金名都旁集体用地旧厂项目	佛山市	已完成收购，申请改造中	150,000
28	佛山市南海区敦豪物流旧厂项目	佛山市	已完成收购，申请改造中	383,100
29	珠海市金湾区金湾153号旧厂项目	珠海市	已完成收购，申请改造中	98,200
30	中山市神湾镇宥南村留用地（地块1、2）项目	中山市	申请改造中	100,000
	2018年-2020年总计			5,616,389
	已签订意向书，预料将于2020年后完成改造的38个项目			13,580,000
	旧改储备总计			19,196,389

来源：时代中国、中投证券(香港)

财务实力持续改善，获外资评级机构上调评级。于 2017 年，集团的净负债比率为 57.6%，为稳健的比率，集团于期内优化其债务结构，并于 2017 年内赎回票息 12.625% 和 10.375% 的优先票据，赎回票据面值分别为 3.05 亿美元和 15 亿人民币，取而代之集团发行票息 6.25%、5.75% 和 6.60% 的优先票据，总值 9 亿美元。于 2018 年，集团赎回另一票息达 11.45% 的优先票据，并发行新的优先票据，票息 6.25%，鉴于集团已赎回高息债务，我们预料 2018 年集团的融资成本将获得进一步下降，而集团的销售成绩良好，强劲增长亦获得两间知名外资评级机构认可，并于近月上调其评级，显示它们对集团前景和财务的信心。

集团平均借贷利率



来源: 时代中国、中投证券(香港)

财务数据

综合收益表 (百万元人民币)	2016	2017	2018 预测	2019 预测	2020 预测
收益	16,206	23,110	31,462	41,990	50,172
销售成本	(11,956)	(16,660)	(21,818)	(30,257)	(36,090)
毛利	4,250	6,450	9,644	11,733	14,082
其他收入和开支	279	370	(85)	88	61
销售及营销开支	(657)	(623)	(1,342)	(1,792)	(2,141)
行政开支	(537)	(732)	(1,017)	(1,358)	(1,623)
应占联营及合营公司损益	66	225	136	253	304
经营溢利	3,401	5,690	7,336	8,924	10,683
财务成本	(240)	(401)	(404)	(330)	(266)
除税前溢利	3,161	5,289	6,932	8,594	10,417
所得税	(1,178)	(1,947)	(2,742)	(3,400)	(4,121)
除税后溢利	1,983	3,342	4,190	5,194	6,296
非控股权益	(27)	(674)	(838)	(1,039)	(1,259)
年内溢利	1,956	2,668	3,352	4,155	5,037

现金流量表 (百万元人民币)	2016	2017	2018 预测	2019 预测	2020 预测
除税前溢利	3,161	5,289	6,932	8,594	10,417
折旧	90	129	125	145	169
财务成本	240	401	404	330	266
利息收入	(47)	(103)	(149)	(400)	(434)
物业重估收益	(205)	(46)	0	0	0
联营和合营企业应占盈利	(66)	(225)	(136)	(253)	(304)
其他	19	(100)	0	0	0
预付土地租赁款项减少/(增加)	(18)	2,261	574	430	323
发展中物业及物业存货减少/(增加)	(6,794)	(12,287)	(14,845)	2,416	21,808
应收贸易账款减少/(增加)	(4,302)	(3,547)	12,287	(697)	(1,340)
应付贸易账款增加/(减少)	10,097	5,783	27,769	(521)	(19,535)
利息收入	47	103	149	400	434
财务成本	(1,453)	(2,237)	(404)	(330)	(266)
已付所得税	(1,326)	(2,005)	(1,412)	(2,742)	(3,400)
经营获得所得现金流量净额	(557)	(6,584)	31,294	7,372	8,138
购入物业、厂房及设备 and 投资物业	(80)	(256)	(367)	(419)	(479)
收购及注资合营企业及联营公司	(2,006)	(924)	0	0	0
收购附属公司	(698)	(5,173)	0	0	0
其他	(1,606)	(2,143)	0	0	0
投资活动所用现金流量净额	(4,390)	(8,496)	(367)	(419)	(479)
非控股股东注资	1,600	3,988	0	0	0
贷款增加/(减少)	4,380	16,032	(818)	(1,760)	(6,367)
派发股息	(269)	(659)	(1,005)	(1,247)	(1,511)
非控股股东垫款和还款	(296)	0	0	0	0
其他	3,592	1,202	0	0	0
融资活动所用现金流量净额	9,007	20,563	(1,823)	(3,007)	(7,878)
现金及现金等价物增加/(减少)净额	4,060	5,483	29,104	3,946	(219)
年初现金及现金等价物	4,841	8,923	14,263	43,364	47,310
汇率变动的影响,净额	22	(143)	(3)	0	1
年末现金及现金等价物	8,923	14,263	43,364	47,310	47,092

资产负债表 (百万元人民币)	2016	2017	2018 预测	2019 预测	2020 预测
物业、厂房和设备	1,242	1,379	1,549	1,748	1,979
投资物业	1,598	1,498	1,570	1,646	1,725
联营和合营企业权益	2,721	4,734	4,870	5,123	5,427
其他	4,873	3,366	2,756	2,446	2,213
非流动资产总值	10,434	10,977	10,745	10,963	11,344
存货,发展和待售物业	32,702	47,888	62,733	60,318	38,510
应收贸易账款	12,183	17,677	6,323	7,020	8,360
现金及现金等价物	8,923	14,263	43,364	47,310	47,092
其他	4,847	10,574	8,873	8,753	8,664
流动资产总值	58,655	90,402	121,293	123,401	102,626
应付贸易账款	29,579	32,312	60,081	59,560	40,025
借款	1,956	6,030	5,638	10,938	1,394
其他	1,543	6,372	6,897	7,555	8,276
流动负债总额	33,078	44,714	72,616	78,053	49,695
借款	18,532	27,259	26,833	19,773	22,949
其他	1,288	1,461	1,460	1,461	1,463
非流动负债总额	19,820	28,720	28,293	21,234	24,412
资产净值	16,191	27,945	31,129	35,077	39,863
股本和股份溢价	136	145	145	145	145
储备	8,996	15,426	17,772	20,681	24,208
公司拥有人应占权益	9,132	15,571	17,917	20,826	24,353
非控股权益和永久资本工具	7,059	12,374	13,212	14,251	15,510
总权益	16,191	27,945	31,129	35,077	39,863

比率分析	2016	2017	2018 预测	2019 预测	2020 预测
同比增长					
收入	18.8%	42.6%	36.1%	33.5%	19.5%
毛利	19.8%	51.8%	49.5%	21.7%	20.0%
净利	37.6%	36.4%	25.6%	24.0%	21.2%
盈利能力					
毛利率	26.2%	27.9%	30.7%	27.9%	28.1%
净利率	12.1%	11.5%	10.7%	9.9%	10.0%
资本回报率	5.3%	4.4%	5.3%	6.3%	7.8%
净资产收益率	12.1%	9.5%	10.8%	11.8%	12.6%
流动性和偿付能力					
流动比率	1.8	2.0	1.7	1.6	2.1
速冻比率	0.8	1.0	0.8	0.8	1.3
现金比率	0.3	0.3	0.6	0.6	0.9
总债务与权益	1.3	1.2	1.0	0.9	0.6
营运资金管理					
应收账款天数	274.4	279.2	73.4	61.0	60.8
应付账款天数	903.0	707.9	1005.1	718.5	404.8
存货周转天数	998.3	1049.2	1049.5	727.6	389.5
杜邦分析					
净利率	12.1%	11.5%	10.7%	9.9%	10.0%
资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.3	0.4
杠杆比率	4.3	3.6	4.2	3.8	2.9

来源: 时代中国、中投证券(香港)

免责声明

公司评级定义：

强烈买入：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数涨幅 20%以上
买入：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数涨幅介于 10%-20%之间
持有：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数变动介于 ±10%之间
沽售：预期未来 6-12 个月内，股价相对恒生指数跌幅 10%以上

行业评级定义：

看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于恒生指数 5%以上
中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对恒生指数持平
看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于恒生指数 5%以上

本报告所载信息、工具及数据仅作参考数据用途，并不用作或视作为销售、提呈或招揽购买或认购本报告所述证券、投资产品或其他金融工具之邀请或要约，也不构成对有关证券、投资产品或其他金融工具的任何意见或建议，编制本研究报告仅作一般发送，并不考虑接获本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况及特别需求。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下须就本报告所述任何证券咨询独立财务顾问。

本报告所载信息、工具及数据并非用作或拟作分派予在分派、刊发、提供或使用有关信息、工具及数据抵触适用法例或规例之司法权区或导致中投证券(香港)金融控股有限公司的子公司包括中投证券国际经纪有限公司及中投证券国际期货有限公司(统称「中投证券(香港)」)须遵守该司法权区之任何注册或申领牌照规定的有关司法权区的公民或居民。

本报告所载资料及意见均获自或源于中投证券(香港)可信之数据源，但中投证券(香港)并不就其准确性或完整性作出任何声明，于法律及/或法规准许情况下，中投证券(香港)概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任，本报告不应倚赖以取代独立判断。中投证券(香港)可能已刊发与本报告不一致及与本报告所载资料达致不同结论之其他报告。该等报告反映不同假设、观点及编制报告之分析员之分析方法。

主要负责编制本报告之研究分析员确认：(a) 本报告所载所有观点准确反映其有关任何及所有所述证券或发行人之个人观点；及 (b) 其于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与其薪酬无关。

过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。中投证券(香港)之董事或雇员，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决定，可能与本报告所述的观点并不一致。

一般披露事项

中投证券(香港)及其高级职员、董事及雇员(包括编制或刊发本报告之相关人士)可以在法律准许下不时参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，为有关发行人提供服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易，此外，其可能为本报告所呈列资料所述之证券担任市场庄家。中投证券(香港)可以在法律准许下，在本报告所呈列的数据刊发前利用或使用有关数据行事或进行研究或分析。中投证券(香港)一名或以上之董事、高级职员及/或雇员可担任本报告所载证券发行人之董事。

本研究报告的编制仅供一般刊发。本报告所并无考虑收取本报告的任何个人人士之特定投资目标、财务状况及个别需。本报告所载数据相信为可予信赖，然而其完整性及准确性并无保证。本报告所发表之意见可予更改而毋须通知，本报告任何部分不得解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券或金融工具。中投证券(香港)毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任。

根据香港证券及期货事务监察委员会规定之监管披露事项

中投证券(香港)之政策：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金不应与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

禁止研究分析员或其联系人从事其研究/分析/涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

禁止研究分析员或其联系人担任其研究/分析/涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

中投证券(香港)并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

中投证券(香港)与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有投资银行业务关系。

中投证券(香港)及其编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。