

买入
优质土储为业绩增长提供强力支撑
时代中国控股 (1233. HK)

2019-10-22 星期二

投资要点

目标价: 18.44 港元
现价: 14.00 港元
预计升幅: 31.7%

重要数据

日期	2019. 10. 21
收盘价 (港元)	14.00
总股本 (百万股)	1,942
总市值 (百万港元)	27,185
净资产 (百万元)	16,952
总资产 (百万元)	103,513
52周高低 (港元)	17.00/6.15
每股净资产 (元)	16.63

数据来源: Wind

主要股东

董事会主席: 岑钊雄 (65.17%)

相关报告

 时代中国控股 (1233. HK): 公司报告
 -20190110

2019 房地产行业策略报告-20181217

国元国际研究部

姓名: 杨森

SFC: BJ0644

电话: 0755-21519190

Email: yangsen@gyzq.com.hk

合同销售快速增长, 盈利能力稳步提升:

公司2019年前9个月合同销售金额为人民币506.6亿元,同比增长19.7%,已完成全年销售目标的67.6%;从单月销售均价情况来看,公司2019年8-9月份单月合同销售均价环比增速回升较为明显,其中,9月份单月环比上升7%至15,543元/平方米,整体呈现回升趋势。

优质土地储备为业绩增长提供强力支撑:

公司土地储备主要位于粤港澳大湾区内的重点城市,截至2019年6月底,公司总土地储备面积同比增长25%至2308万平方米,预计货值超过人民币3700亿元,足够支撑未来3-5年发展;同时,公司未入账城市更新项目建筑面积约2801万平方米,其中,约1247万平方米项目预计在2021年之前完成改造,为公司销售和盈利水平的提升提供强力支撑。

财务成本维持稳定, 债务结构持续优化:

公司早期发行债券票息高达12%,近年来随着公司基本面改善,债券成本已经回落至7%左右。公司通过对早期高成本债券进行置换,融资成本逐年降低,2017-2019H1平均融资成本分别为7.6%、7.7%和7.6%,处于2014年以来的低位,改善较为明显。未来随着公司规模扩张,融资成本或有进一步优化空间。

上调目标价至18.44港元, 维持“买入”评级:

公司专注于粤港澳大湾区的发展,合同销售快速增长,土地储备货值稳步提升,其中,大湾区土地储备占比达到93%,货值确定性较高。公司良好的土地储备布局及城市更新项目的稳步推进,为未来销售及利润的增长提供强力支撑。基于公司2018年业绩的强劲表现,经营情况超预期,盈利能力有所增强,上调公司盈利预测,预计公司2019和2020年EPS分别为2.68和3.23元,目标价由11.75元上调至18.44元,维持“买入”评级。

百万人民币	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额	23,110	34,375	42,559	51,109	61,384
同比增长 (%)	42.6%	48.7%	23.8%	20.1%	20.1%
毛利率	27.9%	30.9%	28.1%	28.3%	28.3%
净利润	2,667	4,399	5,208	6,273	7,490
同比增长 (%)	36.4%	64.9%	18.4%	20.4%	19.4%
净利润率	11.5%	12.8%	12.2%	12.3%	12.2%
每股盈利	1.45	2.40	2.68	3.23	3.86
PE@14.00HKD	8.71	5.28	4.72	3.92	3.28

数据来源: 公司资料、国元国际

目录

1. 领先的城市发展服务商	5
1.1 公司简介：专注房地产开发，深耕粤港澳大湾区	5
1.2 业务概要：物业销售为主，物业管理及租金收入毛利率提升	6
2. 业绩快速增长，盈利能力稳步提升	8
2.1 合同销售快速增长，销售面积金额量升价跌	8
2.2 合同销售均价高位回落，单月环比呈回升趋势	9
2.3 确认营业收入及核心净利润维持高速增长	10
2.4 确认销售均价增速回升，销售单价持续上升	11
2.5 毛利率持续改善，核心净利率趋稳，盈利能力稳步提升	11
3. 优质土地储备为业绩增长提供强力支撑	12
3.1 聚焦一二线，土地储备布局良好	12
3.2 土地储备保持较快增长，区域深耕初见成效	13
3.3 新增土地储备一线、三线城市占比稳步提升	13
3.4 强化大湾区布局，积极拓展其他核心城市	14
3.5 城市更新项目稳步推进，进一步保障销售和利润	15
4. 融资能力有所提升，债务结构持续优化	16
4.1 融资渠道多元化，结构分布趋于合理	16
4.2 负债状况明显改善，财务指标有望得到优化：	17
5. 盈利预测与投资建议	19
6. 风险提示	20

图目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司股权结构图	6
图 3: 公司目标市场分布.....	6
图 4: 公司 2014-2018 年主营业务收入结构变化.....	7
图 5: 公司 2016-2018 年各业务板块收入增速.....	7
图 6: 公司 2016-2018 年各业务板块毛利.....	8
图 7: 公司 2016-2018 年各业务板块毛利率.....	8
图 8: 公司 2015-2019 年 9 月合同销售金额.....	8
图 9: 公司 2015-2019 年 9 月合同销售面积.....	8
图 10: 公司 2018 年 1 月-2019 年 9 月单月销售金额.....	9
图 11: 公司 2015-2019 年 9 月合同销售均价.....	9
图 12: 公司 2018 年 1 月-2019 年 9 月单月销售均价.....	10
图 13: 公司 2015-2019 年确认营收及核心净利润.....	10
图 14: 公司 2015H1-2019H1 确认营收及核心利润.....	10
图 15: 公司 2015-2019 年确认销售均价.....	11
图 16: 公司 2015H1-2019H1 上半年确认销售均价.....	11
图 17: 公司 2015-2019 年毛利率及核心净利率.....	11
图 18: 公司 2015H1-2019H1 毛利率及核心净利率.....	11
图 19: 公司截至 2019 年 6 月总土地储备按城市分布.....	12
图 20: 公司截至 2019 年 6 月总土地储备按区域分布.....	12
图 21: 公司历年土地储备总建筑面积及增速.....	13
图 22: 公司历年土地储备成本及布局城市数量.....	13
图 23: 2015-2019H1 新增土地储备分布 (按城市等级).....	13
图 24: 公司 2015-2019 年 6 月新增土地储备分布 (占比:按城市).....	14
图 25: 公司 2019 年新增大湾区项目占比.....	14
图 26: 公司 2019 年新增大湾区土地储备面积及增速.....	15
图 27: 公司截至 2019 年 6 月底债务结构.....	16

图 28: 公司近 5 年债务结构变化.....	16
图 29: 公司截至 2019 年 6 月债务期限.....	16
图 30: 公司历年债务期限结构变化.....	16
图 31: 公司截至 2019 年 6 月境内外债务分布.....	17
图 32: 公司历年境内外债务占比.....	17
图 33: 公司历年融资成本.....	17
图 34: 公司截至 2016-2019H1 债务情况.....	18
图 35: 公司 PE-BAND.....	19

表目录

表 1: 公司 2019 年上半年已完成城市更新项目情况.....	15
表 2: 行业可比公司.....	19
表 3: 财务报表预测.....	21

1. 领先的城市发展服务商

1.1 公司简介：专注房地产开发，深耕粤港澳大湾区

时代中国控股最早成立于1999年，总部设于广州。公司主营房地产开发与销售，深耕粤港澳大湾区核心城市，经过近20年的发展，已成为集住宅开发、商业及产业开发运营、城市更新、金融、长租公寓、社区服务、物流仓储、教育和家具家装等领域为一体的领先的城市发展服务商。公司项目范围覆盖广州、佛山、深圳、东莞、珠海、惠州、中山、江门、肇庆、清远、长沙、成都以及杭州等核心城市，开发项目超过120个，并服务超过30万业主。

时代中国控股地产板块“时代中国控股有限公司”（简称“时代”或“公司”）于2013年12月在港交所上市（代码：1233.HK）。公司以“区域聚焦、城市深耕、产品多元”为运营战略，秉承“爱、专注、创造”的价值观，以为客户提供更好的产品和服务为出发点，多业态协同发展，在品牌和运营等方面有着良好的积累，并形成了企业的核心竞争力。公司位列2019中国房地产开发企业500强第42位，2019财富中国500强第257位。

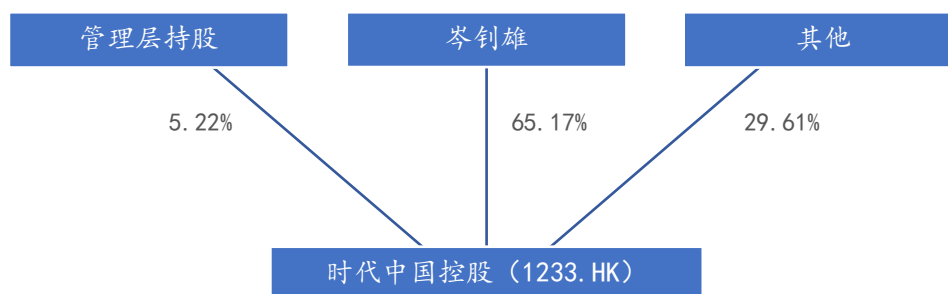
图1：公司发展历程



资料来源：公司资料，国元国际

截至 2018 年底，公司董事会主席岑钊雄合计持有公司 65.17% 股份，为公司实际控制人。另外，执行董事关建辉、白锡洪、李强和岑兆雄通过管理层持股计划分别持有公司 2.53%、2.46%、0.16% 和 0.07% 股份，其余股份为公众持有。

图 2：公司股权结构图

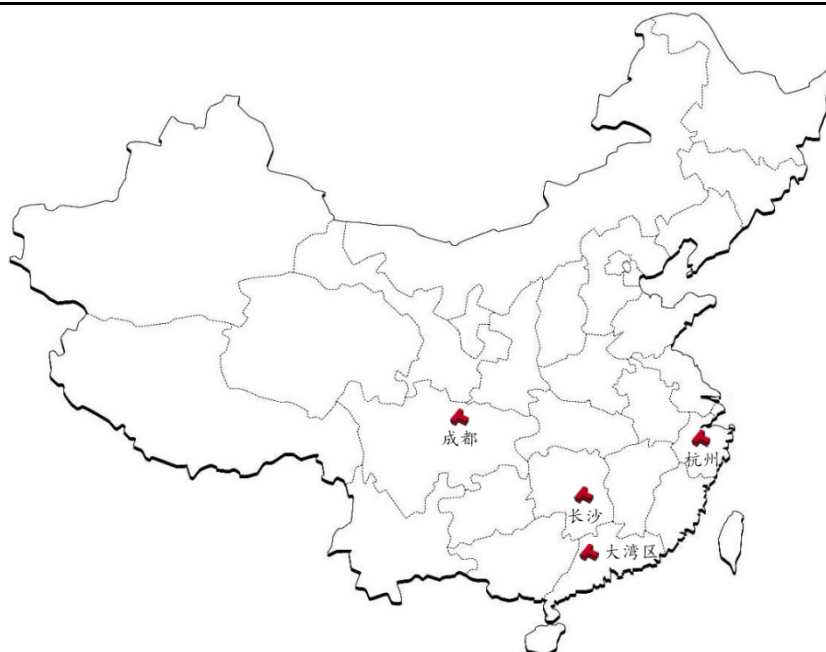


资料来源：公司资料，国元国际

1.2 业务概要：物业销售为主，物业管理及租金收入毛利率提升

公司深耕房地产行业近 20 年，专注于房地产开发和管理，产品涵盖住宅、商业及产业开发运营、城市更新等业态。目前项目已覆盖广州、佛山、深圳、东莞、珠海、惠州、中山、江门、肇庆、清远、长沙、成都及杭州等核心城市，全国化布局已初具规模。公司持续深耕粤港澳大湾区，同时逐步布局广东省其他经济发达城市，以及中国其他高增长潜力的区域，以核心城市带动区域，稳步扩张，并形成了具有区域影响力的品牌效应。

图 3：公司目标市场分布



资料来源：公司资料，国元国际

物业销售为主，物业管理及租金收入保持较快增长：

公司主营业务收入包括物业销售收入、物业管理、城市更新收入、自有物业及转租物业租金收入。

物业销售收入在经历了 2017 年高速增长后，至 2018 年底仍维持较高比例，占比达到 98.4%，比 2017 年增加 0.1 个百分点（经剔除 2018 年城市更新人民币 27.8 亿元收入后占比，该项收入为一级土地开发相关收入）；而物业管理收入占比在物业销售高基数的摊薄下，仍增加 0.1 个百分点；转租租金收入略微下降 0.1 个百分点录得 1% 的占比；另外，自有物业租金收入为来自公司本部大楼的出租收入，因部分物业收回自用，故该项收入有所下降，未来年度收入预计将保持平稳（左图）。

截至 2018 年 12 月底，公司物业销售收入同比录得 37% 增长，增速较去年有所放缓，但仍然维持在较高增速水平，上述增长主要来自于时代柏林、时代南湾（佛山）一期、时代倾城（长沙）二三期、珠海时代倾城城市花园、时代长岛二期及时代天启等项目的交付建筑面积增加；物业管理收入方面，随着公司交付面积的增加，截至 2018 年底录得 42% 的增长；转租租金收入方面，随着租金上涨及出租率上升，公司该项收入于 2018 年全年录得同比 26% 的增长；总的来看，公司各项核心收入依然保持较快增长，增速整体优于行业平均水平（右图）。

图 4：公司 2014-2018 年主营业务收入结构变化

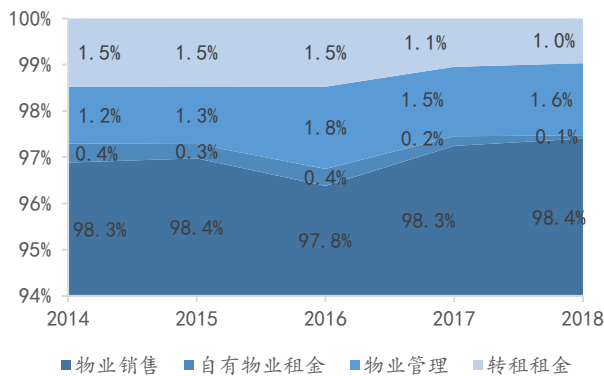
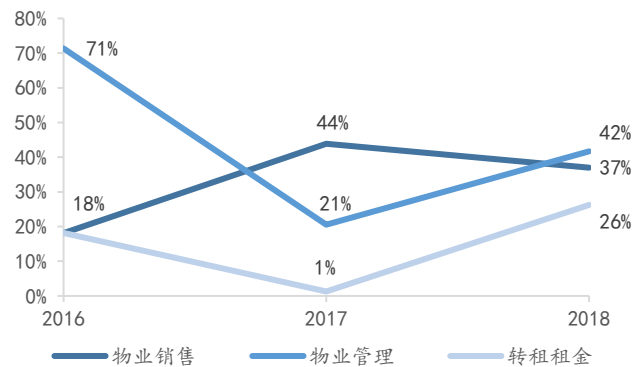


图 5：公司 2016-2018 年各业务板块收入增速



资料来源：公司资料，国元国际

物业管理及转租毛利率提升，未来有望对公司盈利能力形成支撑：

盈利情况方面，公司 2018 年确认物业销售毛利率维持平稳，而物业管理及租金收入毛利率有所提升（经剔除其他成本及收入后的直接业务毛利），物业管理及租金收入毛利率提升，未来有望对公司盈利能力形成支撑。关于物业管理板块，公司计划将该板块分拆上市，未来公司或将不再保留该板块权益，该等权益或以股份分派方式体现，根据公司公

告，若成功上市，将以股东每持有 2.6 股获派发 1 股物业管理公司股份。考虑到当前房地产开发企业平均市场估值相对较低，对标物业管理行业平均估值仍然可以得到溢价，该部分权益价值有望得到充分释放。

(单位：人民币百万元)

图 6：公司 2016-2018 年各业务板块毛利

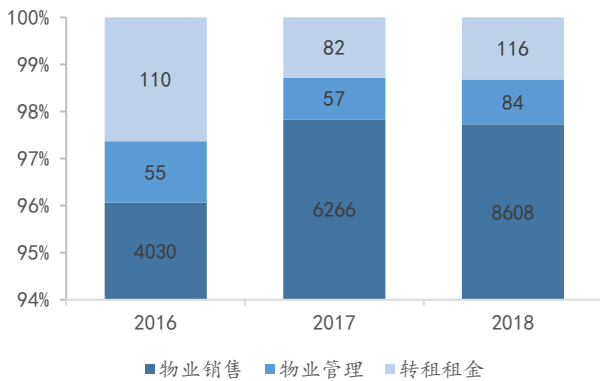
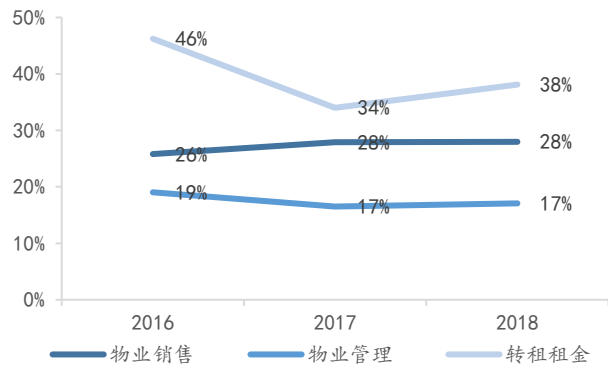


图 7：公司 2016-2018 年各业务板块毛利率



资料来源：公司资料，国元国际

2. 业绩快速增长，盈利能力稳步提升

2.1 合同销售快速增长，销售面积金额量升价跌

公司 2018 年全年合同销售金额约人民币 606 亿元，同比增长 46%；合同销售面积 373 万平方米，同比增长 32%。公司合同销售在经历了 2016-2017 年的爆发式增长后，2018 年依然保持高速增长，整体增速优于行业平均水平；公司 2019 年前 9 个月合同销售高速增长的态势依然延续，其中合同销售金额同比录得 20% 的增长，合同销售面积同比提升 34%。合同销售量价出现分化，呈量升价跌趋势。

(单位：人民币百万元、百万平方米)

图 8：公司 2015-2019 年 9 月合同销售金额

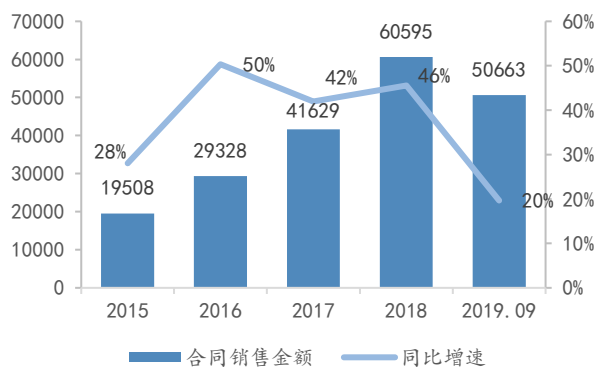
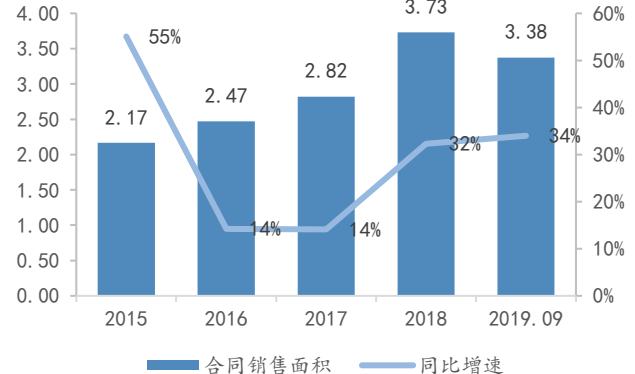


图 9：公司 2015-2019 年 9 月合同销售面积



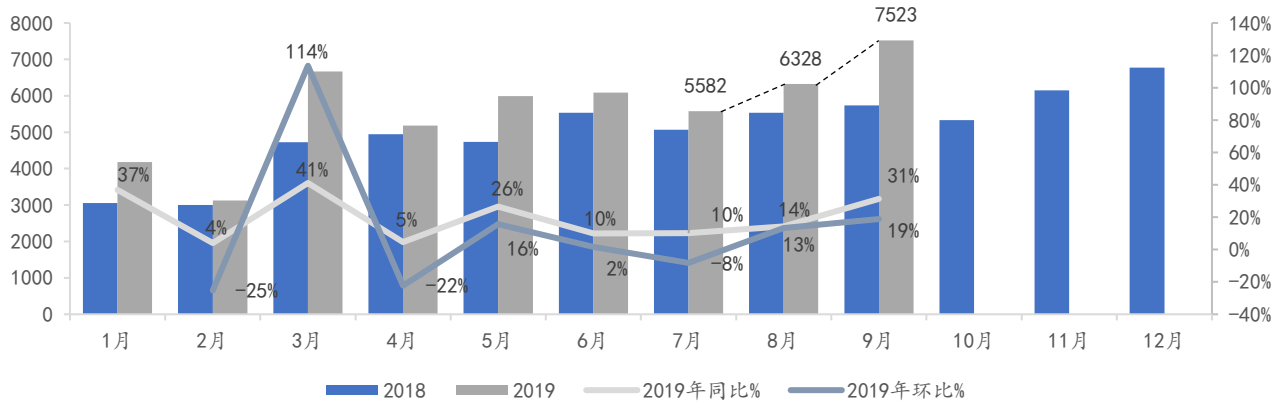
资料来源：公司资料，国元国际

资料来源：公司资料，国元国际

从单月数据来看，公司销售金额增量可观，同比及环比增速均呈现回升的趋势。公司2019年9月份销售金额录得人民币75.23亿元，同比和环比分别上升31%和19%。

图 10: 公司 2018 年 1 月-2019 年 9 月单月销售金额

(单位: 人民币百万元)



资料来源: 公司资料, 国元国际

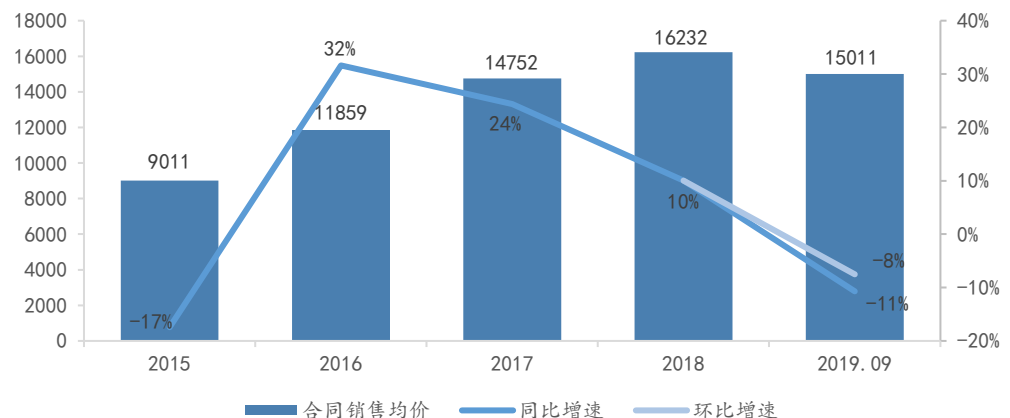
资料来源: 公司资料, 国元国际

2.2 合同销售均价高位回落，单月环比呈回升趋势

公司2018年合同销售均价约16,232元/平方米，同比上涨10%，增速有所放缓。2019年前9个月，公司合同销售均价人民币15,011元/平方米，同比、环比分别下降11%和8%。公司合同销售均价高位回落，预计全年价格将在此基础上维持稳定。

(单位: 人民币元/平方米)

图 11: 公司 2015-2019 年 9 月合同销售均价

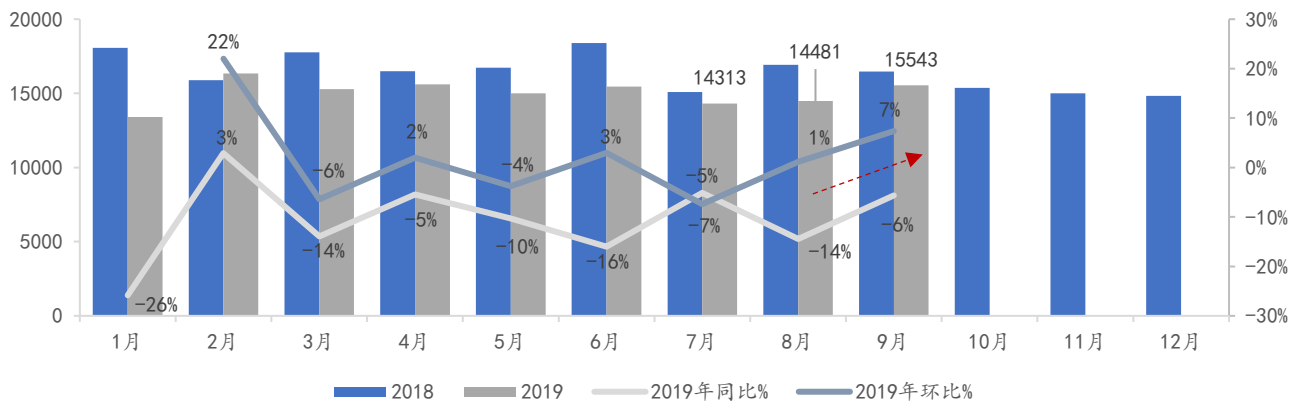


资料来源: 公司资料, 国元国际

从单月销售均价情况来看，公司2019年8-9月份单月合同销售均价环比增速回升较为明显，其中，9月份单月环比上升7%至15,543元/平方米，整体呈现回升趋势。

(单位：人民币元/平方米)

图 12：公司 2018 年 1 月-2019 年 9 月单月销售均价



资料来源：公司资料，国元国际

2.3 确认营业收入及核心净利润维持高速增长

公司确认营业收入和核心净利润继续保持高速增长，其中2018年全年确认营业收入为人民币343.8亿元，同比增长66%；核心净利润为42亿元，同比增长49%。

截至2019年上半年，公司确认营业收入为159.4亿元人民币，同比增长44%；核心净利润比去年同期增加52%至人民币17亿元，增速比2018年上半年有较大幅度提升，整体来看公司确认营业收入及核心净利润仍处在较高的增长水平。

(单位：人民币百万元)

图 13：公司 2015-2019 年确认营收及核心净利润

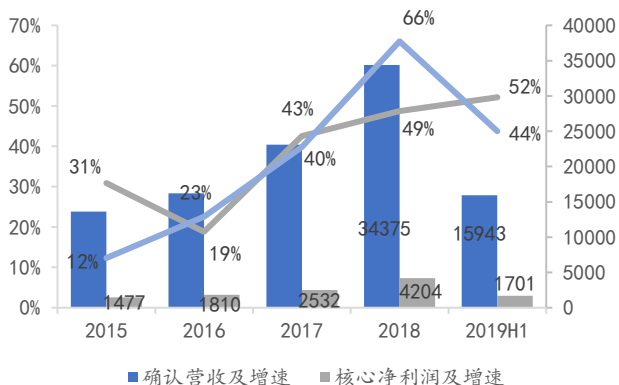
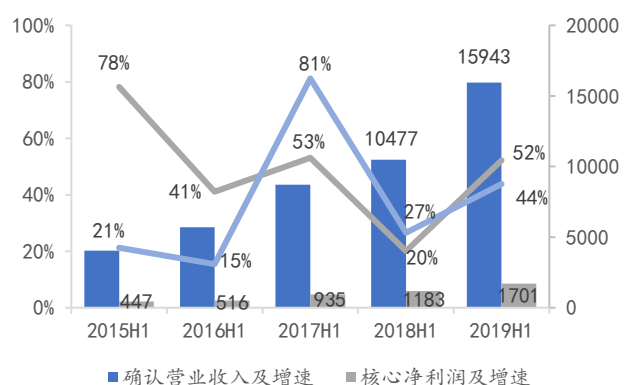


图 14：公司 2015H1-2019H1 确认营收及核心利润



资料来源：公司资料，国元国际

2.4 确认销售均价增速回升，销售单价持续上升

公司 2018 年全年确认销售均价人民币 13,505 元/平方米，同比上涨 20%；截至 2019 年上半年，公司合同销售均价同比大幅增长 48% 至人民币 15,080 元/平方米。可见公司确认销售均价增速回升，销售单价呈持续上升趋势。（单位：人民币元/平方米）

图 15：公司 2015-2019 年确认销售均价

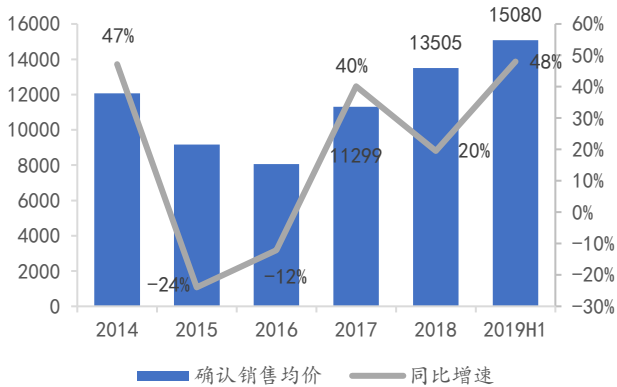
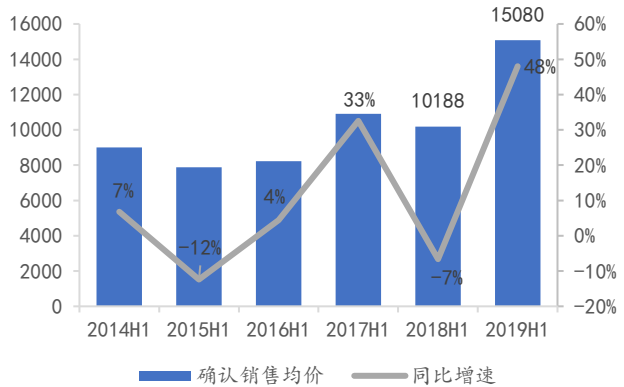


图 16：公司 2015H1-2019H1 上半年确认销售均价



资料来源：公司资料，国元国际

2.5 毛利率持续改善，核心净利率趋稳，盈利能力稳步提升

截至 2018 年底，公司毛利率及核心净利率比 2017 年分别增加 3 和 1.2 个百分点至 30.9% 和 12.2%。公司 2019 年上半年毛利率持续改善，录得 32.5%，比 2018 年同期和 2018 年同期分别增加 4.3 和 1.6 个百分点；截至 2019 年 6 月末，公司核心净利率较 2018 年中略微下行，与 2017 年同期持平，总体仍维持在相对平稳的水平上。总的来看，公司盈利能力稳步提升，毛利率及核心净利率仍维持在行业较优水平。

（单位：人民币百万元）

图 17：公司 2015-2019 年毛利率及核心净利率

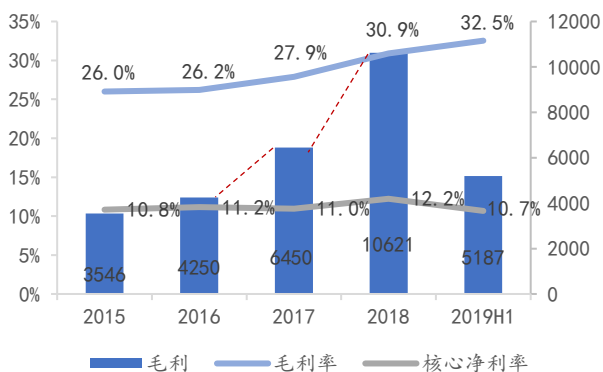
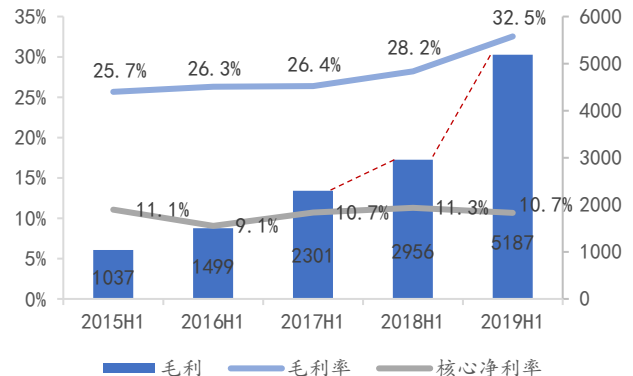


图 18：公司 2015H1-2019H1 毛利率及核心净利率



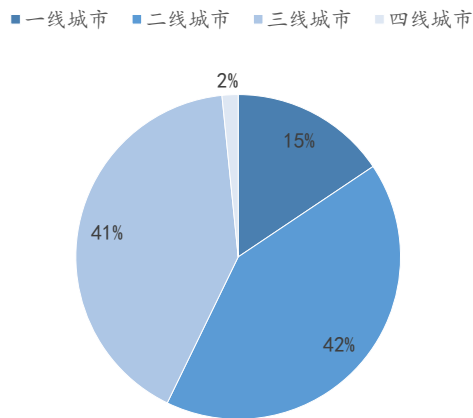
资料来源：公司资料，国元国际

3. 优质土地储备为业绩增长提供强力支撑

3.1 聚焦一二线，土地储备布局良好

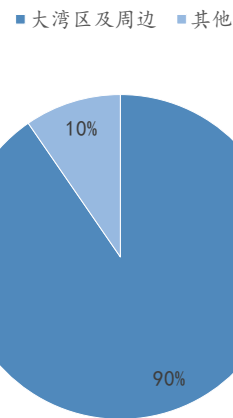
公司深耕粤港澳大湾区，同时积极拓展周边重点城市及开展全国布局，目前已覆盖广州、佛山、东莞、中山、惠州、珠海、江门、肇庆、清远、成都、杭州、长沙、河源、汕头及汕尾等 15 个核心城市，其中一二线城市占比为 83%，大湾区占比达到 90%（以土地储备面积口径统计）。截至 2019 年 6 月底，公司总土地储备面积约 2308 万平方米，土地成本约人民币 3541 元/平方米，预计货值超过人民币 3700 亿元，足够支撑未来 3-5 年发展。

图 19：公司截至 2019 年 6 月总土地储备按城市分布



资料来源：公司资料，国元国际

图 20：公司截至 2019 年 6 月总土地储备按区域分布



资料来源：公司资料，国元国际

公司聚焦广州、佛山等粤港澳大湾区核心城市，拿地策略相对稳健，土地储备价值确定性高，战略导向较为清晰：

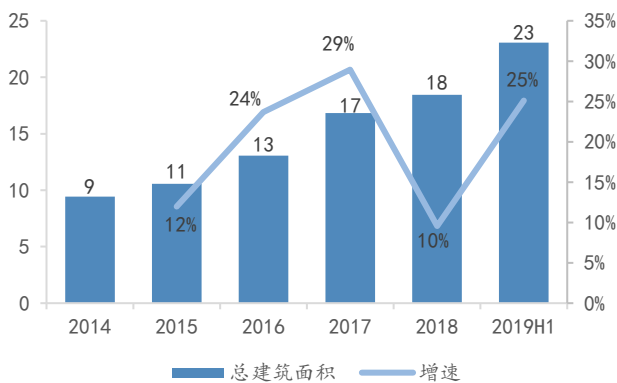
- 保持稳健的拿地策略，积极参与城市更新项目，确保优质土地储备的充足及城市更新业务的持续增长；
- 大力提升大湾区市场份额，同时积极布局广东省其他经济发达城市及其他增长潜力较大的区域；
- 坚持积极销售，提高资金周转效率，加强现金流管理。
- 专注核心业务，同时借助主业优势，积极发展城市更新、商业、社区服务、家居家装、教育等业务；

3.2 土地储备保持较快增长，区域深耕初见成效

公司土地储备建筑面积保持较快增长，2017-2019年H1增速分别达到29%、10%和25%；进入城市数量逐年增加：截至2019年6月底，公司布局城市数量达到15个，区域深耕初见成效，城市群规模效应逐渐显现，土地储备成本为人民币3541元/平方米，保持在行业低位，并维持相对稳定。

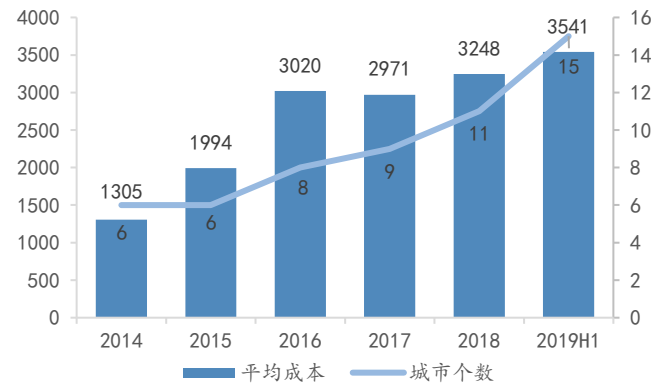
(单位：百万平方米、人民币元/平方米)

图 21：公司历年土地储备总建筑面积及增速



资料来源：公司资料，国元国际

图 22：公司历年土地储备成本及布局城市数量

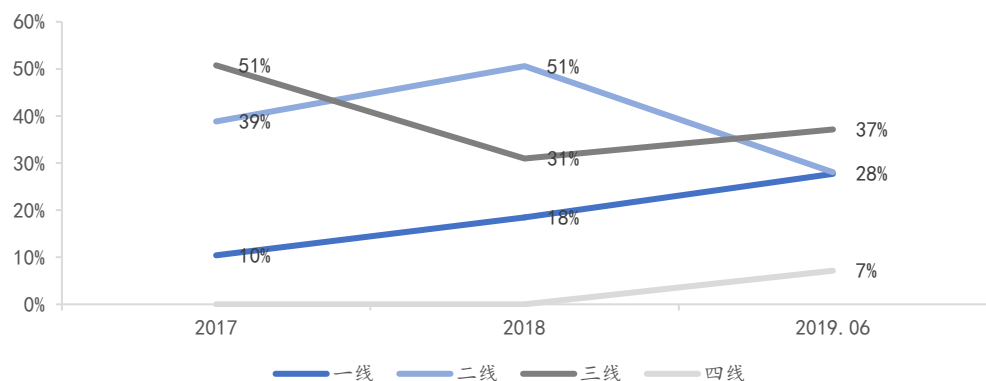


资料来源：公司资料，国元国际

3.3 新增土地储备一线、三线城市占比稳步提升

公司2019年所获取的土地储备主要集中在一线和二线城市，合计面积占比达到94%，所占份额比2018年全年新增下降7个百分点，主要是由于增加了大湾区周边的河源和汕尾的土地储备面积。

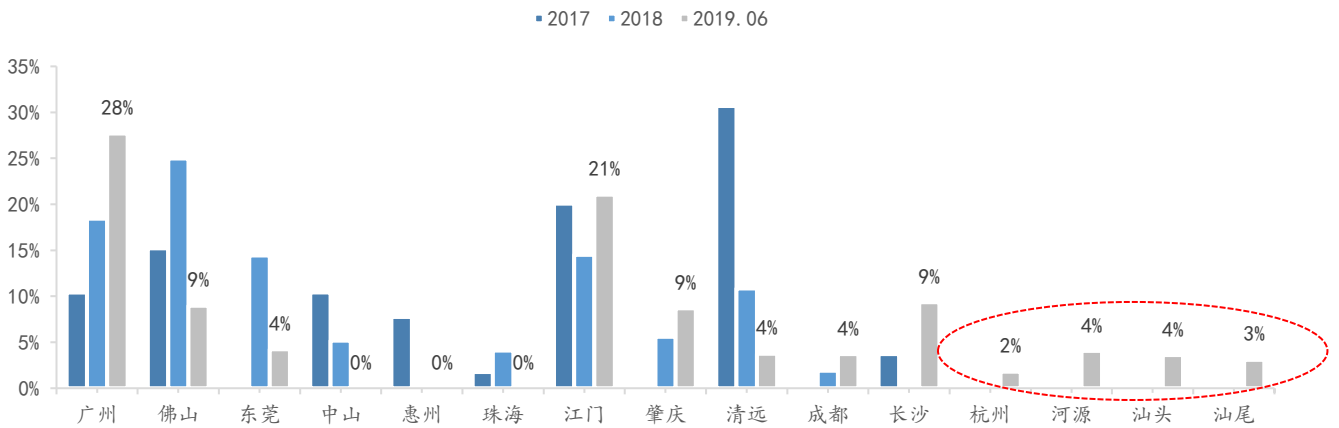
图 23：2015-2019H1 新增土地储备分布（按城市等级）



资料来源：公司资料，国元国际

从新增土地储备按具体城市分布来看，广州和江门占比最高，另外，公司 2019 年新进入杭州、河源、汕头及汕尾等城市：

图 24：公司 2015-2019 年 6 月新增土地储备分布（占比：按城市）

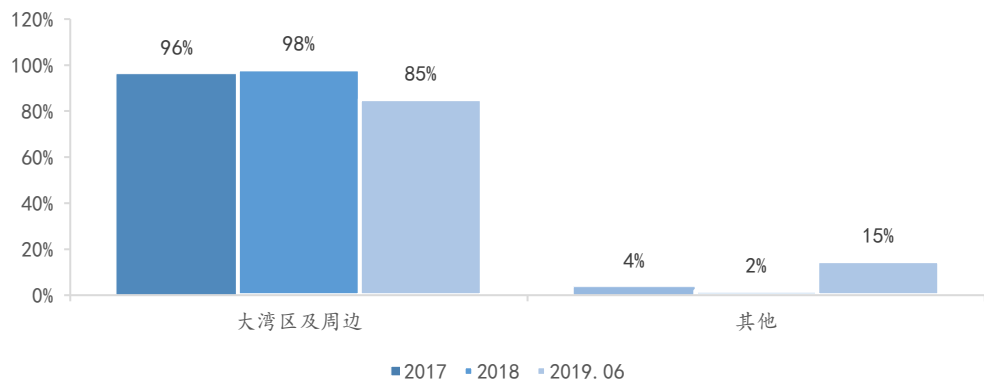


资料来源：公司资料，国元国际

3.4 强化大湾区布局，积极拓展其他核心城市

公司继续深耕粤港澳大湾区，大力提升所在区域市场份额，同时逐步布局广东省及其他经济发达的城市和国内其他高增长潜力的区域。公司 2019 年新增土地储备中，大湾区占比达到 85%，比例较 2018 年的 98% 下降 13 个百分点，主要是由于公司在其他核心城市的积极拓展。其他项目包括成都、长沙和杭州，占比分别为 4%、9% 和 2%，除杭州为公司 2019 年新进入城市外，长沙和成都市场分别于 2017、2018 年先后布局。

图 25：公司 2019 年新增大湾区项目占比

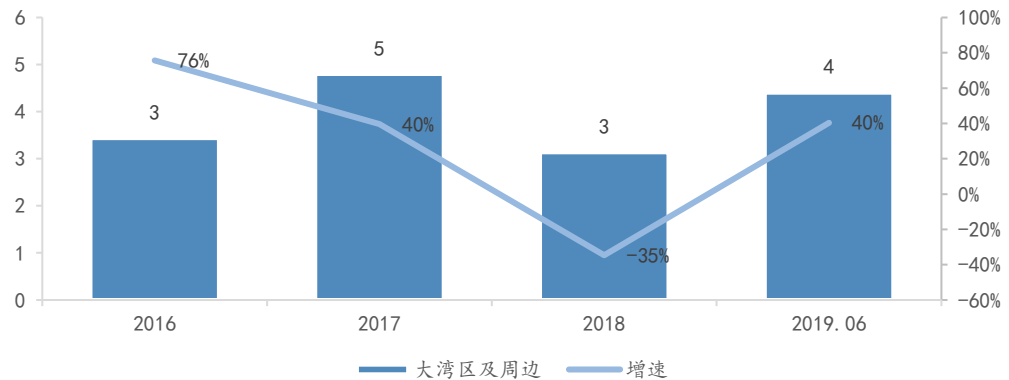


资料来源：公司资料，国元国际

公司 2019 年新增大湾区项目合计 17 个，总建筑面积达到 440 万平方米，大湾区新增土地储备面积增速回升。新增项目主要集中在广州、江门、佛山和肇庆，其中广州和江门占比分别为 28%、21%；佛山和肇庆占比均为 9%。未来公司将持续把握核心城市的成长潜力，加快粤港澳大湾区的布局，为公司未来的销售和利润增长提供进一步的保障。

(单位：百万平方米)

图 26：公司 2019 年新增大湾区土地储备面积及增速



资料来源：公司资料，国元国际

3.5 城市更新项目稳步推进，进一步保障销售和利润

截至 2019 年 6 月底，公司未入账城市更新项目增加至 85 个，约可转换建筑面积 2801 万平方米的土地储备。其中 44 个项目合计用地面积约 534 万平方米，预计在 2021 年之前完成改造，可为公司带来建筑面积约 1247 万平方米的土地储备增长；另外 41 个项目已签订合作意向书，将在 2021 年后完成改造，预计可转换 1554 万平方米土地储备。

鉴于城市更新项目高毛利率及良好的融资属性，相信未来随着公司城市更新业务的稳步推进，旧改项目逐渐成熟及落地，从而进一步保障公司业绩的增长，对公司的销售收入及利润将形成良好的补充。

表 1：公司 2019 年上半年已完成城市更新项目情况

(单位：平方米)

城市	项目名称	占地面积	建筑面积
广州市	萝岗区红卫村旧村改造项	189,900	590,589
广州市	天河区金融城旧厂项	30,000	98,900
佛山市	南海区里水洲村旧厂项	97,000	256,700
江门市	建豪国有用地旧厂改造项	188,000	561,000
合计：		504,900	1,507,189

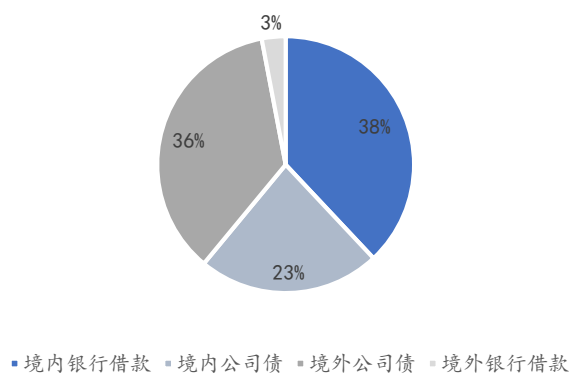
资料来源：公司资料，国元国际

4. 融资能力有所提升，债务结构持续优化

4.1 融资渠道多元化，结构分布趋于合理

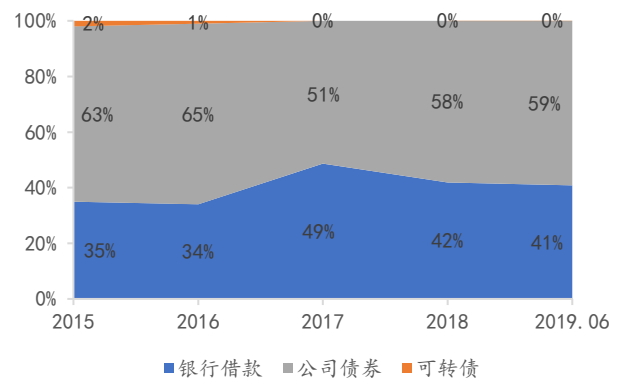
公司债务结构较为均衡，融资渠道多元化。截至2019年6月末，公司的债务结构以公司债券及银行借款为主，占比分别为59%和41%。其中，境外银行借款占比为3%，公司与境外银行建立良好合作关系，在国内融资收紧的预期下，境外银行融资渠道有望成为公司低成本的资金来源，从而进一步支撑公司的规模扩张；另外，从公司近几年数据来看，公司债券及银行借款占比维持稳定，融资结构分布更趋于均衡。

图 27：公司截至 2019 年 6 月底债务结构



资料来源：公司资料，国元国际

图 28：公司近 5 年债务结构变化

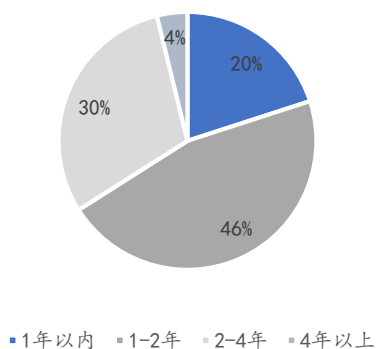


资料来源：公司资料，国元国际

短期债务份额有所提升，中长期债务有所缩减：

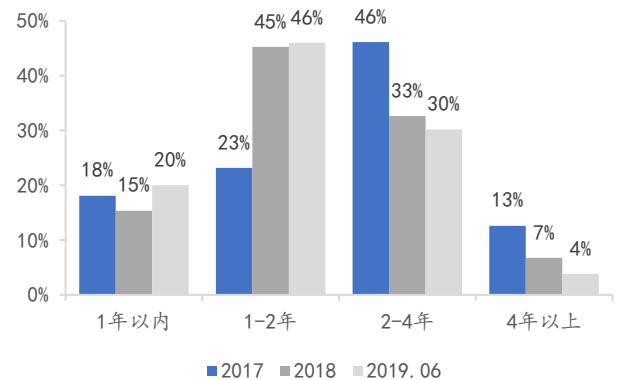
公司总债务中，最近1年到期债务占比20%，1-2年内到期债务占比46%，2-4年内到期债务占比30%，4年以上债务合计占总债务的4%。从历年趋势来看，公司短期债务规模有所提升，中长期债务规模有所缩减。截至2019年H1，公司货币资金总额人民币257.8亿元，短期债务录得人民币100.3亿元，公司在手现金充沛，短期偿债压力相对较小。

图 29：公司截至 2019 年 6 月债务期限



资料来源：公司资料，国元国际

图 30：公司历年债务期限结构变化

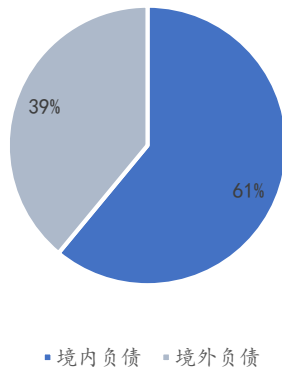


资料来源：公司资料，国元国际

境外债务比例下降，境内债务规模占比呈上升趋势：

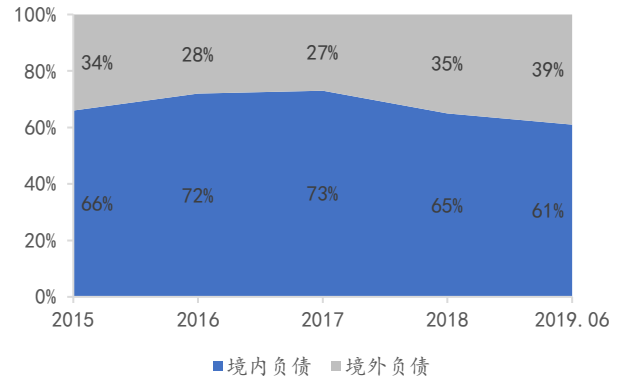
公司债务结构较为均衡，截至 2019 年 6 月底，公司境内债务比例为 39%，占比较前两年有所增加，境内债务占比呈提升趋势；境外债务占比逐年缩减，公司受人民币大幅波动影响的风险相应减少。

图 31：公司截至 2019 年 6 月境内外债务分布



资料来源：公司资料，国元国际

图 32：公司历年境内外债务占比



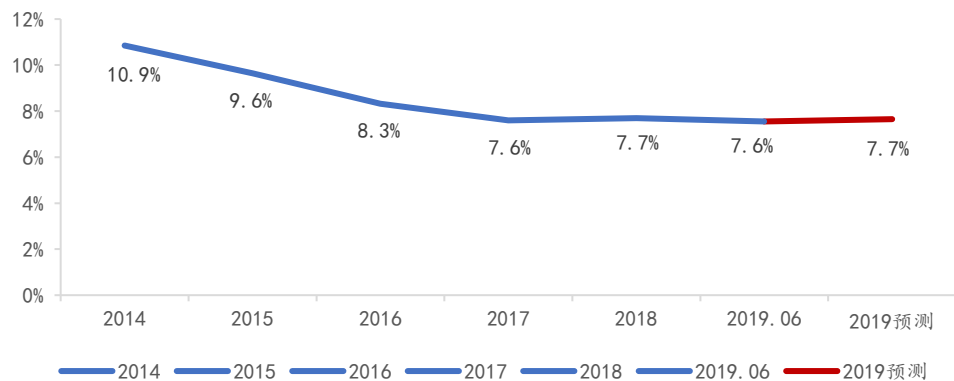
资料来源：公司资料，国元国际

4.2 负债状况明显改善，财务指标有望得到优化：

融资成本改善较为明显，未来或有进一步优化的空间：

公司早期发行债券票息高达 12%，近年来随着公司基本面改善，债券成本已经回落至 6% 左右。公司通过对早期高成本债券进行置换，融资成本逐年降低。公司 2017-2019H1 平均融资成本分别为 7.6%、7.7%和 7.6%，融资成本维持稳定，并处于 2014 年以来的低位，改善较为明显，总体处于行业中等水平。未来随着公司规模扩张，融资成本或有进一步优化的空间，预计公司 2019 年平均融资成本将维持在 7.7%左右的水平。

图 33：公司历年融资成本



资料来源：公司资料，国元国际

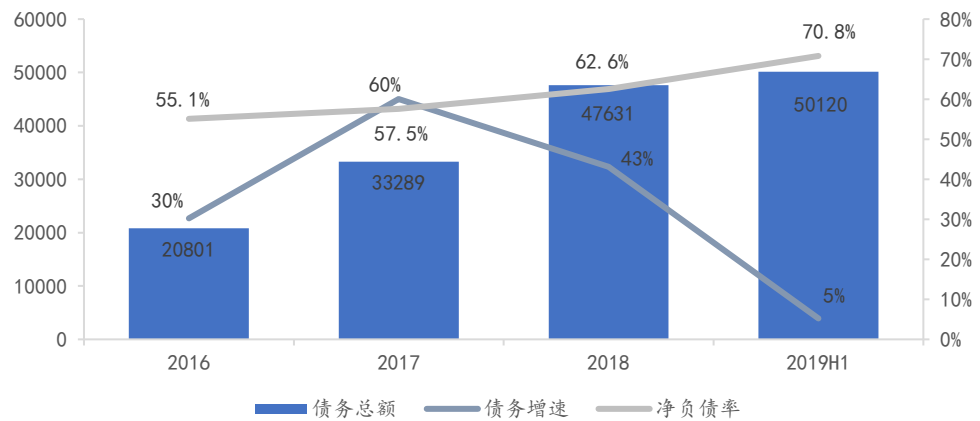
评级调升，财务状况有望得到改善：

截至 2019 年 6 月底，公司总债务人民币 501 亿元，增速较 2018 年底降低 38 个百分点，净负债率有所增加，录得 70.8%。随着公司规模扩张，净负债率有所上升，债务规模增速呈放缓趋势。

今年以来，评级机构穆迪及惠誉分别上调了公司的信贷评级：穆迪由「B1」上调至「Ba3」；惠誉由“B+”调升至“BB-”。随着相关评级机构上调公司评级，及未来公司或可通过主动债务管理等方式调整债务结构，财务状况有望得到改善。

(单位：人民币百万元)

图 34：公司截至 2016-2019H1 债务情况



资料来源：公司资料，国元国际

5. 盈利预测与投资建议

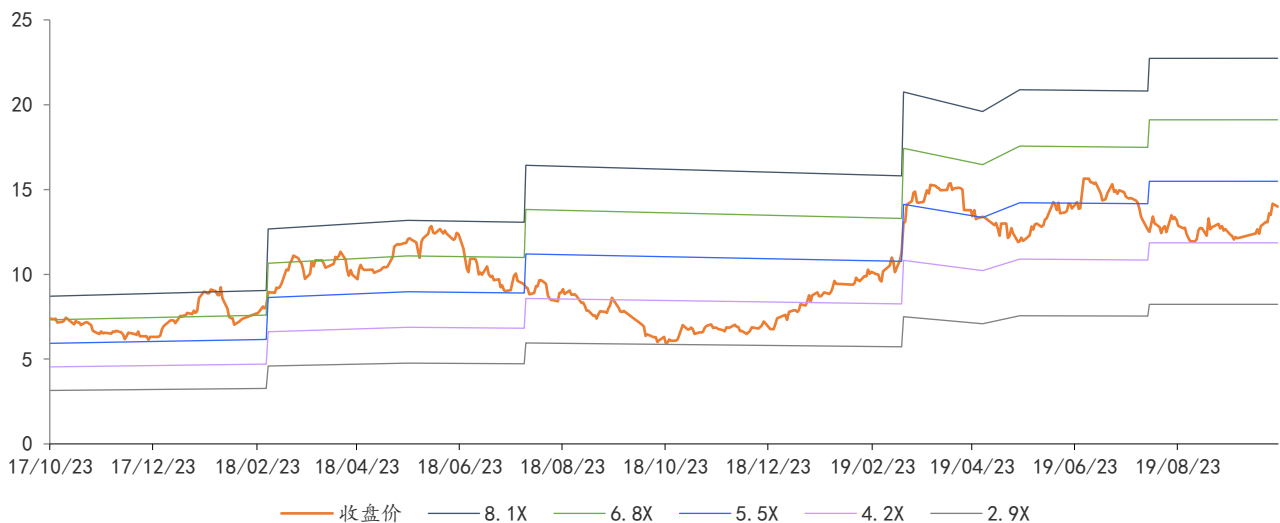
公司专注于粤港澳大湾区的发展，合同销售快速增长，土地储备货值稳步提升，其中，大湾区土地储备占比达到 93%，货值确定性较高。公司良好的土地储备布局及城市更新项目的稳步推进，为未来销售及利润的增长提供强力支撑。基于公司 2018 年业绩的强劲表现，经营情况超预期，盈利能力有所增强，上调公司盈利预测，预计公司 2019 和 2020 年 EPS 分别为 2.68 和 3.23 元，目标价由 11.75 元上调至 18.44 元，相较于现价预计有 32% 的升幅，维持“买入”评级。

表 2: 行业可比公司

代码	公司	股价	市值	EPS				PE				PB
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A
		港币	亿港元	人民币								
1233.HK	时代中国控股	14.0	271.9	2.40	2.68	3.23	3.86	5.26	4.71	3.91	3.27	0.83
1638.HK	佳兆业集团	3.5	212.2	0.45	0.60	0.86	1.05	6.95	5.21	3.66	2.99	0.58
0884.HK	旭辉控股集团	5.4	425.7	0.70	0.88	1.15	1.47	6.97	5.50	4.25	3.31	0.86
1628.HK	禹洲地产	3.3	167.1	0.73	0.82	0.95	1.13	4.10	3.63	3.15	2.66	0.70
0123.HK	越秀地产	1.7	269.4	0.19	0.22	0.25	0.25	8.12	7.28	6.36	6.33	0.58
0817.HK	中国金茂	5.2	607.8	0.44	0.56	0.72	0.90	10.55	8.29	6.52	5.17	1.40
3380.HK	龙光地产	12.2	666.8	1.29	1.81	2.26	2.69	8.48	6.05	4.86	4.07	2.26
2777.HK	富力地产	12.5	402.8	3.14	3.80	4.43	5.09	3.60	2.97	2.54	2.22	0.54
0604.HK	深圳控股	3.1	271.6	0.27	0.38	0.42	0.46	10.24	7.45	6.80	6.17	0.59
1813.HK	合景泰富集团	7.6	240.6	1.41	1.61	1.99	2.43	4.83	4.24	3.44	2.81	0.70
3377.HK	远洋集团	2.7	208.7	0.62	0.48	0.73	0.77	4.00	5.15	3.38	3.21	0.36
3900.HK	绿城中国	7.5	162.6	1.08	1.16	1.29	1.42	6.26	5.80	5.22	4.77	0.52
3383.HK	雅居乐集团	10.3	401.9	1.90	1.97	2.28	2.63	4.88	4.69	4.07	3.52	0.83
3883.HK	中国奥园	10.2	275.0	0.92	1.58	2.26	2.95	10.04	5.84	4.07	3.13	2.09
1030.HK	新城发展控股	8.0	473.7	0.85	1.25	1.66	1.92	8.56	5.80	4.35	3.78	2.44
0081.HK	中国海外宏洋集团	4.2	143.4	0.52	0.91	1.12	1.27	7.13	4.14	3.37	3.00	0.69
	平均	7.0	325.1	1.06	1.29	1.60	1.89	6.87	5.42	4.37	3.78	1.00

资料来源: Bloomberg, 国元国际

图 35: 公司 PE-BAND



资料来源: WIND, 国元国际



6. 风险提示

- 1) 行业销售不及预期；
- 2) 政策调控超预期；
- 3) 融资进一步收紧；
- 4) 利率大幅上行；
- 5) 汇率大幅波动等。

表 3: 财务报表预测
财务报表摘要

损益表						财务分析					
<百万元人民币>, 财务年度截至<十二月>											
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
营业额	23,110	34,375	42,559	51,109	61,384	增长率(%)					
-房地产业务	22,473	30,779	38,255	46,782	56,273	收入	42.6	48.7	23.8	20.1	20.1
-其他	637	3,596	4,304	4,327	5,111	经营利润	67.3	58.3	18.8	19.4	18.7
销售成本	(16,660)	(23,754)	(30,592)	(36,650)	(44,032)	盈利分析(%)					
毛利	6,450	10,621	11,968	14,459	17,352	毛利	27.9	30.9	28.1	28.3	28.3
其他收入	568	429	446	439	444	经营利润	24.6	26.2	25.1	25.0	24.7
行政费用	(732)	(1,112)	(1,377)	(1,653)	(1,986)	净利润	11.5	12.8	12.2	12.3	12.2
其他费用	(1,071)	(1,203)	(1,367)	(1,575)	(1,824)	其他(%)					
经营利润	5,214	8,735	9,670	11,670	13,986	有效税率	40.8	37.3	36.8	42.3	42.3
利息支出	(401)	(667)	(823)	(874)	(959)	流动比率	202.2	212.4	190.8	188.7	189.8
联营公司收入	225	(331)	366	402	443	派息比率	31.6	29.5	29.5	29.5	29.5
税前利润	5,038	7,737	9,213	11,199	13,469	ROE	17.1	26.0	23.6	22.2	21.0
税项	(1,947)	(3,527)	(4,176)	(5,030)	(6,006)	ROA	2.6	3.4	3.3	3.6	3.7
税后利润	3,341	4,811	5,696	6,860	8,191	估值					
少数股东权益	674	412	488	587	701	P/Sales (x)	1.0	0.7	0.6	0.5	0.4
净利润	2,667	4,399	5,208	6,273	7,490	PE (x)	8.7	5.3	4.7	3.9	3.3
						P/Cash flow (x)	1.6	1.0	1.2	1.1	1.1
每股收益(元)	1.45	2.40	2.68	3.23	3.86	派息率(%)	31.6	29.5	29.5	29.5	29.5
每股派息(元)	0.46	0.71	0.79	0.95	1.14						

资产负债表						现金流量表					
<百万元人民币>, 财务年度截至<十二月>											
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
现金及现金等价物	14,263	23,374	20,971	21,600	22,248	经营利润	5,288	8,339	9,872	11,890	14,197
应收帐款	8,704	11,002	14,363	15,799	16,589	折旧	90	129	131	154	170
存货	47,888	48,869	61,789	66,963	75,669	经营资产变动	(30,178)	(27,777)	(23,538)	(19,604)	(28,672)
其他固定资产	4,506	6,025	10,271	10,901	11,582	税项	(1,178)	(1,947)	(3,527)	(4,176)	(5,030)
无形资产	202	442	398	358	322	预售款变动	(4,820)	(10,746)	(5,983)	(10,592)	(12,523)
其他流动资产	5,123	7,308	8,204	8,671	9,093	经营现金流	(23,749)	(17,943)	(12,965)	(7,384)	(14,557)
联营公司	4,734	5,157	7,234	7,953	8,441	资本支出	2,034	(1,115)	(3,796)	(443)	(474)
投资物业	1,498	1,336	1,347	1,358	1,369	联营公司投资	(2,013)	(423)	(2,077)	(719)	(488)
资产总额	86,918	103,513	124,577	133,603	145,314	其他	0	0	0	0	0
短期负债	6,030	7,312	10,030	10,030	10,030	投资现金流	21	(1,538)	(5,873)	(1,162)	(962)
应付帐款	36,467	23,850	34,300	36,291	37,976	新增股份	123	0	119	0	0
可转换债券	0	0	0	0	0	债务变动	12,488	14,342	5,929	2,961	4,737
长期借款	27,259	40,319	43,531	45,697	49,945	派息	(844)	(1,297)	(1,536)	(1,850)	(2,209)
递延税项	3,678	6,246	6,871	7,558	8,314	其他	0	0	0	0	0
其他负债	0	0	0	0	0	融资现金流	11,767	13,045	4,513	1,111	2,528
负债总额	73,433	77,727	94,731	99,575	106,265	现金变动	(11,962)	(6,437)	(14,325)	(7,435)	(12,991)
股东权益	15,572	16,952	22,081	28,259	35,635	汇兑改变	66	0	0	0	0
少数股东权益	12,374	15,344	15,832	16,419	17,121	期初现金	(10,125)	(22,021)	(28,458)	(42,783)	(50,218)
总权益	27,946	32,296	37,913	44,678	52,755	期末现金	(22,021)	(28,458)	(42,783)	(50,218)	(63,209)
净负债率	58%	63%	75%	66%	63%	调整	(36,284)	(51,832)	(63,753)	(71,817)	(85,457)
每股净资产(元)	15.24	16.63	19.52	23.01	27.17	现金及现金等价物	14,263	23,374	20,971	21,600	22,248

投资评级定义和免责条款

投资评级：

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元国际控股有限公司(以下统称“国元国际”)制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料,但国元国际及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用,不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前,应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求,并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果,国元国际及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期,国元国际可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元国际的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致,相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元国际没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指,投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下,国元国际可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此,投资者应当考虑到国元国际及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元国际所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

国元国际控股有限公司
香港中环干诺道中3号中国建设银行大厦22楼
电 话: (852) 3769 6888
传 真: (852) 3769 6999
服务热线: 400-888-1313
公司网址: <http://www.gyzq.com.hk>