

时代中国 (1233 HK)

融资、土储竞争力显著提升

我们邀请公司管理层出席了7月9日的中泰国际地产策略会。

销售、施工积极恢复，新债利率显著下行

公司前六月合约销售325.7亿，同比增4.3%，完成全年目标40%；销售面积234.2万平方米，同比增13.5%；销售均价13,905元/平，由于城市构成变化而略有下降；5月、6月合约销售增速显著提速，分别达25.5%/30.7%。公司全年货值约1500亿，货量充足；18年起公司通过招拍挂进入大湾区外核心城市（成都、杭州、武汉），**预计20年公司的供货结构会更加丰富，我们相信公司可实现20年销售目标**。3月以来施工积极恢复，我们预计20年全年交付受影响非常有限。**公司今年境内、境外融资成本显著下降**：1)上半年公司发行15.3亿人民币(5+2)年公司债，发行利率在6.2-6.3%，7年期(5+2)公司债亦为首次发行；发行47.9亿(3+2)年公司债，发行利率在5-5.24%，较19年平均融资成本7.5%显著下降；2)值得注意的是6月底境外发行3亿美元5年期美元债，发行利率仅6.75%，用于置换年底到期的10.95%的美元债。7月10日起牛霖旻兼任财务总监，牛先生11年加入集团任财务总监，18年起担任集团副总裁。我们预计管理层变动对公司无重大影响。综上，我们认为随着公司竞争力不断提升，整体融资成本有望持续下降。

城市更新加速转化，拿地能力不断提升

截止19年底公司城市更新项目总数超120个，潜在总建面约4300万方，较17年底1920万方潜在总建面大幅上升；进入20年，公司继续积极拓展旧改版图，我们根据公开新闻粗略统计，公司上半年在广州已至少签约3个新的旧村改造项目。19年公司成功将8个城市更新项目转化为土储，总建面350万方；我们预计20年公司可再转化350万方，预计新增货值500-700亿。随着城市更新在城镇化战略中的重要性上升，相关政策变得更加积极，我们预计公司目前的城市更新储备有望在未来7-10年转化为土储，有望有力的支持公司的销售及盈利增长。此外，我们认为：1)更强的融资能力意味着更强的拿地能力；2)深耕优势将帮助公司在大湾区把握更多收购机遇。**综上，我们重申对公司发展战略及土储能力非常正面的看法。**

维持盈利预测，重申20.0港元的目标价，维持买入评级

综合考虑复工节奏，我们维持目前的盈利预测。公司耕耘城市更新多年，目前相关政策持续发力，我们认为公司将迎来城市更新项目的价值释放期。另外随着公司的规模、竞争力不断提升，融资能力持续提升，利好土储扩张及利润释放。**我们维持对公司基本面非常正面的看法，相信公司可以以大湾区为根基，成长为优质中型全国开发商。**我们重申20.0港元的目标价，目标价对应5.6x的20年PE。我们维持“买入”评级。**风险提示**：(一)房地产政策大幅收紧；(二)人民币汇率波动

主要财务数据(百万人民币)(估值更新至2020年7月14日)

年结:12月31日	18A	19A	20E	21E	22E
总收入	34,375	42,433	46,002	51,792	55,876
增长率	48.7%	23.4%	8.4%	12.6%	7.9%
股东核心净利润	4,200	5,470	6,329	7,489	8,369
增长率	66.0%	30.2%	15.7%	18.3%	11.7%
每股盈利(人民币)	2.23	2.84	3.26	3.86	4.31
市盈率	5.9x	4.6x	4.0x	3.4x	3.1x
每股股息(人民币)	0.69	0.85	0.98	1.16	1.29
股息率	5.2%	6.5%	7.4%	8.8%	9.8%
每股净资产(人民币)	9.00	9.83	12.11	14.81	17.83
市净率	1.5x	1.3x	1.1x	0.9x	0.7x

来源：公司资料，中泰国际研究部

更新报告

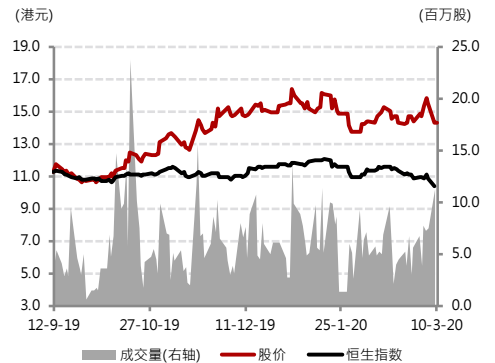
评级：买入

目标价：20.00 港元（维持）

股票资料（更新至2020年7月14日）

现价	14.50 港元
总市值	28,156.35 百万港元
流通股比例	33.53 %
已发行总股本	1,941.82 百万股
52周价格区间	9.9-16.58 港元
3个月日均成交额	67.41 百万港元
主要股东	岑钊雄（占61.54%）
来源：	彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

分析师

刘洁琦

+852 2359 1903

Jieqi.liu@ztsc.com.hk

图表 1: 财务摘要 (年结: 12月31日; 人民币百万元)

利润表	18A	19A	20E	21E	22E	现金流量表	18A	19E	20E	21E	22E
营业收入	34,375	42,433	46,002	51,792	55,876	税前利润	8,339	10,339	11,754	13,829	15,516
- 物业开发	30,779	39,080	42,145	47,287	50,644	折旧及摊销	143	171	205	246	296
- 物业租赁及管理	820	461	530	610	701	营运资金变动	(4,456)	5,651	(1,904)	(3,986)	(8,903)
- 城市更新业务	0	2,168	2,384	2,670	2,938	已付利息	(3,014)	(4,480)	(3,962)	(4,604)	(2,197)
销售成本	23,754	29,998	32,529	36,396	39,247	已付所得税及增值税	(2,210)	(4,779)	(4,494)	(5,252)	(5,921)
毛利	10,621	12,436	13,473	15,396	16,628	其他	675	(198)	(134)	(289)	(864)
其他收入及收益	1,031	1,034	1,137	1,251	1,376	经营业务现金净额	(523)	6,704	1,465	(57)	(2,073)
SG&A	(1,948)	(2,767)	(2,990)	(3,108)	(3,353)	收购附属公司	0	0	0	0	0
其他开支	(367)	(562)	0	0	0	收购合营及联营公司	0	0	0	0	0
融资成本	(667)	(1,011)	(919)	(1,035)	(554)	其他	(7,079)	(11,900)	(2,760)	(3,735)	(3,815)
应占联营公司及合营企业损益	(331)	1,209	1,054	1,324	1,418	投资活动现金净额	(7,079)	(11,900)	(2,760)	(3,735)	(3,815)
除税前利润	8,339	10,339	11,754	13,829	15,516	新增借款	12,840	5,630	5,326	8,788	10,106
所得税开支	(3,527)	(4,779)	(4,494)	(5,252)	(5,921)	偿还借款					
年度利润	4,811	5,560	7,260	8,577	9,595	股息分派	(760)	(1,261)	(1,564)	(1,899)	(2,247)
非控股权益	(412)	(348)	(931)	(1,088)	(1,227)	部分出售附属公司权益	0	0	0	0	0
股东净利润	4,399	5,213	6,329	7,489	8,369	非控股股东注资	2,756	2,000	2,500	2,500	3,000
核心股东净利润	4,200	5,470	6,329	7,489	8,369	其他	1,606	1,327	0	0	0
息税折旧摊销前利润	8,868	10,312	11,825	13,786	14,948	融资活动现金净额	16,441	7,696	6,262	9,389	10,860
息税前利润	8,519	9,963	11,407	13,284	14,345	年初现金及现金等价物	14,263	23,374	25,875	30,842	36,440
每股盈利(人民币)	2.23	2.84	3.26	3.86	4.31	现金及现金等价物之增加净额	8,840	2,500	4,967	5,598	4,971
每股股息(人民币)	0.69	0.85	0.98	1.16	1.29	年末现金及现金等价物	23,374	25,875	30,842	36,440	41,411
每股净资产(人民币)	9.00	9.83	12.11	14.81	17.83						

资产负债表	18A	19E	20E	21E	22E	重要指标	18A	19E	20E	21E	22E
流动资产	115,940	141,257	173,295	195,966	218,076	增长率:					
开发中物业	40,432	48,519	70,352	80,905	93,041	- 总收入	48.7%	23.4%	8.4%	12.6%	7.9%
已竣工持作出售物业	8,436	9,280	10,208	11,229	12,352	- 毛利	64.7%	17.1%	8.3%	14.3%	8.0%
> 存货						- 股东净利润	66.0%	30.2%	15.7%	18.3%	11.7%
应收款项	36,171	48,230	54,000	59,501	63,380	- 每股盈利	55.7%	27.3%	14.8%	18.3%	11.7%
受限制银行存款	4,052	3,405	3,405	3,405	3,405	盈利能力:					
现金及现金等价物	23,374	25,875	30,842	36,440	41,411	- 毛利率	30.9%	29.3%	29.0%	28.5%	28.0%
其他流动资产	3,473	5,949	4,487	4,487	4,487	- EBITDA利润率	25.8%	24.3%	25.7%	26.6%	26.8%
非流动资产	13,113	19,841	24,117	29,695	35,817	- 息税前利润率	24.8%	23.5%	24.8%	25.6%	25.7%
于合营和联营企业的权益	5,157	10,107	15,161	20,985	27,403	- 净利润率	12.2%	12.9%	13.8%	14.5%	15.0%
投资物业	1,336	3,489	3,489	3,489	3,489	净负债率(包含非控股权益)	63.1%	67.5%	56.2%	52.8%	52.5%
物业、厂房及设备	1,550	1,096	891	644	349	净负债率(不含非控股权益)	120.1%	126.3%	104.1%	96.2%	94.8%
其他非流动资产	5,069	5,149	4,576	4,576	4,576	回报率:					
总资产	129,052	161,098	197,412	225,661	253,893	- 资产回报率	3.8%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%
流动负债	54,585	88,002	114,163	127,863	139,433	- 股东资金回报率	25.8%	30.5%	29.7%	28.7%	26.4%
应付款项	42,716	62,338	85,288	94,236	100,257	其他指标:					
短期借款	7,312	18,598	20,457	23,526	27,055	- EBITDA / 财务支出	2.7	2.2	2.6	2.7	5.4
其他流动负债	4,557	7,066	8,417	10,101	12,121	- 股息分派比例	30.8%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
非流动负债	42,171	37,391	39,683	45,403	51,980						
长期借款	40,319	34,663	38,129	43,849	50,426						
递延税项负债	1,852	2,728	1,554	1,554	1,554						
总负债	96,756	125,394	153,846	173,265	191,413						
权益	32,296	35,704	43,566	52,396	62,480						
股东权益	16,952	19,087	23,518	28,760	34,618						
非控股权益	15,344	16,617	20,048	23,636	27,863						
负债+权益	129,052	161,098	197,412	225,661	253,893						
净现金/(负债)	(20,205)	(23,981)	(24,340)	(27,531)	(32,665)						

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测。^现金不包含受限制银行存款

历史建议和目标价

时代中国 (1233 HK) 股价表现及评级时间表



来源: 彭博, 中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	2018-07-12	HK\$ 9.26	买入 (首次覆盖)	HK\$12.60
2	2018-08-02	HK\$ 8.68	买入	HK\$12.60
3	2018-11-05	HK\$ 6.61	买入	HK\$12.60
4	2019-01-17	HK\$ 8.25	买入	HK\$12.60
5	2019-03-14	HK\$ 12.28	买入(上调目标价)	HK\$17.00
6	2019-08-08	HK\$ 11.49	买入	HK\$17.00
7	2020-03-10	HK\$ 14.34	买入(上调目标价)	HK\$20.00
8	2020-07-14	HK\$ 14.50	买入	HK\$20.00

来源: 彭博, 中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布日后的 6 个月内公司的投资收益率相对同期恒生指数的建集团涨跌幅为基准:

买入: 投资收益率领先同期恒生指数 20% 以上

增持: 投资收益率领先同期恒生指数介于 5% 至 20% 之间

中性: 投资收益率与同期恒生指数的变动幅度相差介于 -10% 至 5% 之间

卖出: 投资收益率落后同期恒生指数 10% 以上

行业投资评级:

以报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐: 行业基本面向好, 行业指数将领先恒生指数

中性: 行业基本面稳定, 行业指数将跟随恒生指数

谨慎: 行业基本面向淡, 行业指数将落后恒生指数

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805