香港股市| 中国房地产

时代中国（1233 HK）：
销售、旧改进展积极，利润稳步释放

销售增长持续提速，旧改获取、转化进展积极

销售进度理想。公司八月/前八月合约销售同比增速达 41.0%/14.4%，前八月完成全年销售目标的 60%，高于去年同期的全年销售完成率（55%）。全年可售货值约 1500 亿人民币，我们认为公司达成 823 亿销售目标概率高。**旧改持续提速**。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，截止年中，项目总数达 150，潜在总建面达 5200 万方。上半年项目转化基本符合预期，完成转化 137 万方，对应货值 425 亿；我们认为公司的旧改业务已进入加速发展期，预计今年来自城市更新业务的净利润有望超过 19 年。中期来看，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，有力的支持公司的销售及盈利增长。

上半年收入确认略有延迟

由于物业交付与城市更新收入确认略有延迟，1H20 收入同比下降 6.4%至约 149.3 亿；毛利率由去年同期的 32.5%以及全年的 29.3%下降至 26.9%，主要由于高毛利的城市更新业务在上半年收入减少；SG&A 占收入比重 8.2%，较去年同期的 7.9%略有上升；核心应占净利润同比下降 8.5%至约 15.6 亿。公司上半年维持了稳健的财务负债表：净负债率 71.0%，短债比 41.1%，现金对短债比 1.4x。

调整盈利预测，调整目标价至 17.58 港元，维持买入评级

综合考虑疫情影响以及 7 月以来融资政策收紧，我们认为 20/21 年的项目结算将延后，我们下调 20/21 年核心净利润 13.1%/12.7%至 55.01 亿/65.41 亿人民币。公司耕耘城市更新多年，项目储备丰富，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，销售规模及利润有望稳健增长。**我们维持对公司基本面正面的看法**。我们滚动至 20/21 年 5.0x PE，将目标价调整至 17.58 港元，目标价对应现价有 51.3%的升幅。我们维持“买入”评级。风险提示：（一）房地产政策大幅收紧；（二）人民币汇率剧烈波动；（三）销售不达预期

主要财务数据（百万 人民币）（估值更新至 2020 年 9 月 14 日）

年结:12 月 31 日	18 实际	19 实际	20 预测	21 预测	22 预测
总收入	34,375	42,433	42,993	47,371	57,417
增长率	48.7%	23.4%	1.3%	10.2%	21.2%
股东核心净利润	4,200	5,470	5,501	6,541	8,340
增长率	66.0%	30.2%	0.6%	18.9%	27.5%
每股盈利 (人民币)	2.23	2.84	2.83	3.37	4.30
市盈率	4.2x	3.3x	3.3x	2.8x	2.2x
每股股息（人民币）	0.69	0.85	0.85	1.01	1.29
股息率	7.3%	9.1%	9.1%	10.8%	13.7%
每股净资产（人民币）	9.00	9.83	11.81	14.17	17.18
市净率	1.0x	1.0x	0.8x	0.7x	0.5x

来源：公司资料，中泰国际研究部

更新报告

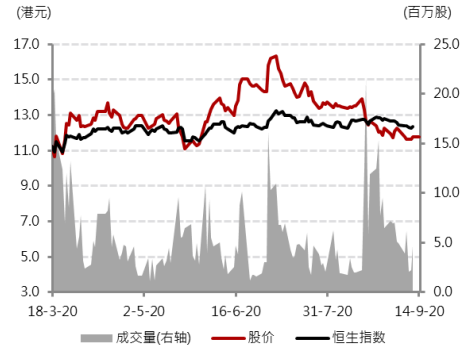
评级：买入
目标价：17.58 港元

股票资料（更新至 2020 年 9 月 14 日）

收盘价	11.62 港元
总市值	22,563.92 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	73.43 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（更新至 2020 年 9 月 15 日）



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

20200715 时代中国更新报告：融资、土储竞争力显著提升

20200310 时代中国更新报告：19 年业绩略超预期，中期竞争力显著提升

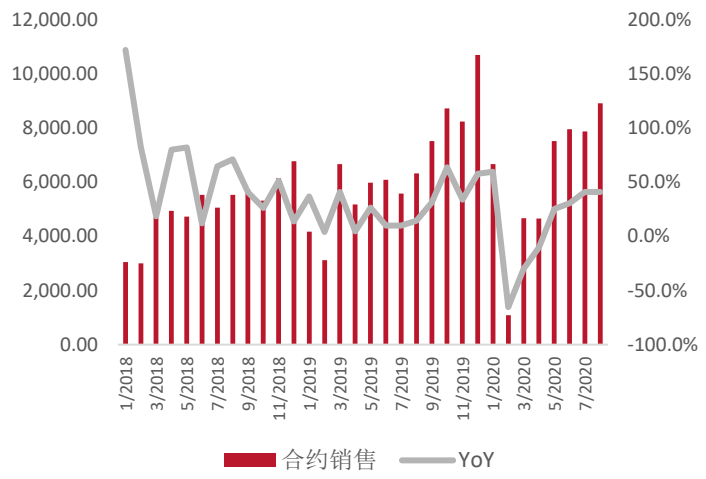
分析师

刘洁琦

+852 2359 1903

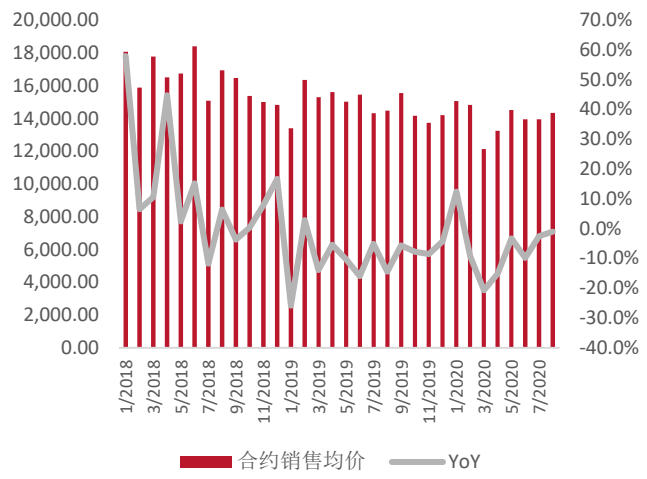
Jieqi.liu@ztsc.com.hk

图表 1：时代中国单月合约销售（百万 人民币）



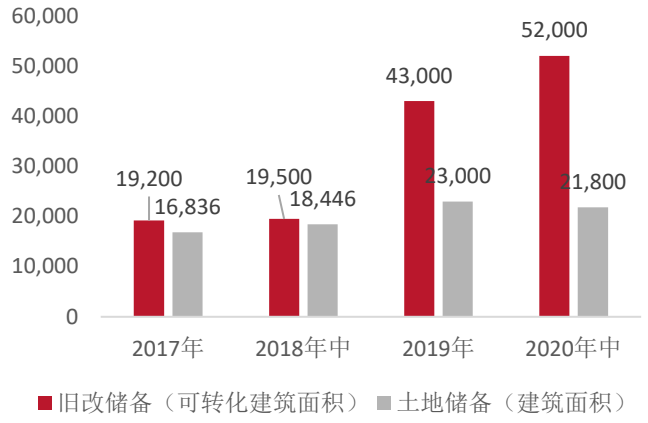
来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 2：时代中国单月合约销售单价（元/平方米）



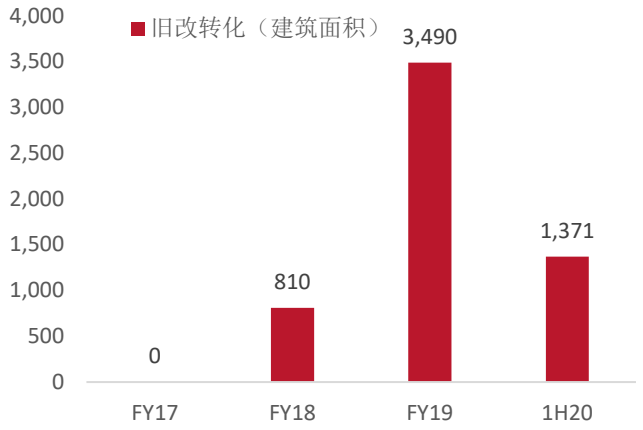
来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 3：时代中国土地储备及旧改储备（千 平方米）



来源：公司资料，中泰国际研究部

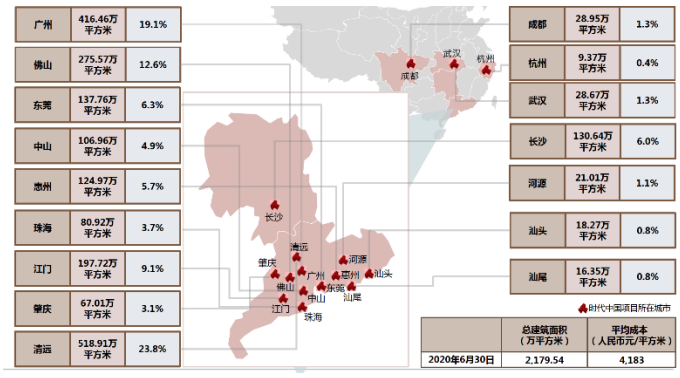
图表 4：时代中国旧改转化面积（千 平方米）



来源：公司资料，中泰国际研究部

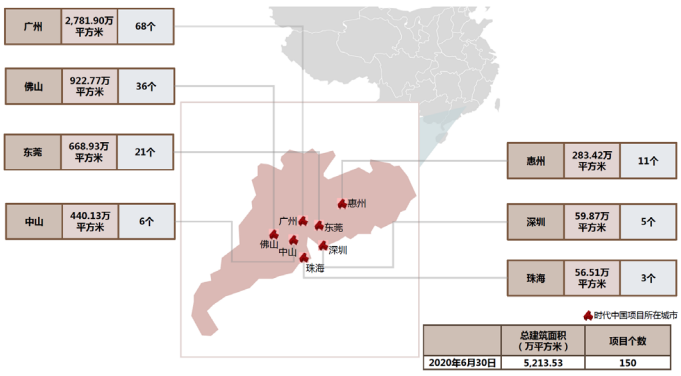
、

图表 5：时代中国土地储备分布（总建筑面积，千平方米）



来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 6：时代中国旧改储备分布（总建筑面积，千平方米）



来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 7 时代中国 2020 年上半年主要财务数据分析

	FY19A 实际	FY20E 中泰国际预测	YoY	1H19 实际	1H20 实际	YoY	中泰国际评论
收入	**42,433**	**42,602**	**0.4%**	**15,943**	**14,925**	**-6.4%**	公司于20年6月份成功转化4个城市更新项目-黄埔香雪/黄埔大塘/南沙大塘/佛山创客小镇1期，收入预计于下半年确认
物业销售	39,080	**39,471**	1.0%	14,763	14,713	-0.3%	
城市更新业务收	2,168	**2,601**	20.0%	641	0	-100.0%	
租赁收入	461	**530**	15.0%	205	212	3.4%	
物业管理费收入	725	0	-100.0%	333	0	-100.0%	时代邻里完成分拆后物业管理收入不再并入时代中国
销售成本	-29,998						
毛利	12,436			5,187	4,022		
毛利率	29.3%	28.0%		32.5%	26.9%		
其他收入及收益	1,034			387	1,194		增长主要来自红卫村项目成功转化后带来溢价收入
SG&A	-2,767			-1,266	-1,217		
SG&A占收入比	-6.5%	6.5%		-7.9%	-8.2%		
其他开支	-562			-332	-176		
融资成本	-1,011			-432	-544		
应占合营联营企业损益	1,209	987		146	-233		
除税前利润	10,339	10,348	**0.1%**	3,690	3,046	**-17.5%**	
所得税开支	-4,779	-3,932		-1,991	-1,236		
年度利润	5,560	6,416	**15.4%**	1,700	1,811	**6.5%**	
净利润率	13.1%	15.1%		10.7%	12.1%		
经调整净利润率	10.3%	12.7%		9.7%	13.7%		
本公司拥有人权	**5,213**	**5,602**	**7.5%**	**1,594**	**1,537**	**-3.6%**	
非控股权益	348	814		106	274		
核心净利润	5,470	5,602	**2.4%**	1,701	1,556	**-8.6%**	
应占核心净利润率	12.9%	13.1%		10.7%	10.4%		
总股息	1,640			0	0		
股息分派率	30.0%			0.0%	0.0%		
	FY19A 实际	**FY20E 中泰国际预测**			**1H20 实际**	**HoH**	
总资产	**161,098**	**195,937**	**21.6%**		**171,180**	**6.3%**	
总负债	**125,394**	**152,996**	**22.0%**		**137,110**	**9.3%**	
总有息债务	**53,261**	**58,587**	**10.0%**		**58,722**	**10.3%**	
短期债务	18,598	20,457			24,147		
长期债务	34,663	38,129			34,575		
短债比例	34.9%	34.9%			41.1%		
总现金	29,279	36,069			34,533		
现金对短债覆盖倍数	1.6x	1.8x			1.4x		
总权益	35,704	42,940	**20.3%**		34,070	**-4.6%**	
净负债率	67.2%	52.4%			71.0%		

来源：公司资料，中泰国际研究部

图表 8：时代中国盈利预测调整

	2020E			2021E		
	旧预测	新预测	变动	旧预测	新预测	变动
核心股东应占净利润	6,329	5,501	-13.1%	7,489	6,541	-12.7%
EPS	3.26	2.83	-13.1%	3.86	3.37	-12.7%

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

图表 9：财务摘要（年结：12 月 31 日；人民币百万元）

利润表	18A	19A	20E	21E	22E
营业收入	**34,375**	**42,433**	**42,993**	**47,371**	**57,417**
- 物业开发	30,779	39,080	39,861	43,848	53,452
- 城市更新业务	0	2,168	2,601	2,913	3,263
- 物业租赁及管理	820	1,186	530	610	701
銷售成本	**23,754**	**29,998**	**30,978**	**33,667**	**40,612**
毛利	**10,621**	**12,436**	**12,015**	**13,704**	**16,804**
其他收入及收益	1,031	1,034	1,137	1,251	1,376
SG&A	(1,948)	(2,767)	(2,795)	(2,842)	(3,445)
其他开支	(367)	(562)	(300)	(300)	(300)
融资成本	(667)	(1,011)	(919)	(1,035)	(554)
应占联营公司及合营企业损益	(331)	1,209	997	1,228	1,497
除税前利润	**8,339**	**10,339**	**10,134**	**12,005**	**15,378**
所得税开支	(3,527)	(4,779)	(3,838)	(4,527)	(5,830)
年度利润	**4,811**	**5,560**	**6,296**	**7,479**	**9,548**
非控股权益	(412)	(348)	(795)	(938)	(1,208)
股东净利润	**4,399**	**5,213**	**5,501**	**6,541**	**8,340**
核心股东净利润	**4,200**	**5,470**	**5,501**	**6,541**	**8,340**
息税折旧摊销前利润	8,868	10,312	10,263	12,059	14,731
息税前利润	8,519	9,963	9,844	11,557	14,128
每股盈利(人民币)	2.23	2.84	2.83	3.37	4.30
每股股息(人民币)	0.69	0.85	0.85	1.01	1.29
每股净资产 (人民币)	9.00	9.83	11.81	14.17	17.18

资产负债表	18A	19E	20E	21E	22E
流动资产	**115,940**	**141,257**	**171,885**	**193,486**	**216,968**
开发中物业	40,432	48,519	70,352	80,905	93,041
已竣工持作出售物业	8,436	9,280	10,208	11,229	12,352
应收款项	36,171	48,230	51,141	55,300	64,844
受限制银行存款	4,052	3,405	3,405	3,405	3,405
现金及现金等价物	23,374	25,875	32,291	38,159	38,840
其他流动资产	3,473	5,949	4,487	4,487	4,487
非流动资产	**13,113**	**19,841**	**24,060**	**29,541**	**35,742**
于合营和联营企业的权益	5,157	10,107	15,104	20,831	27,328
投资物业	1,336	3,489	3,489	3,489	3,489
物业、厂房及设备	1,550	1,096	891	644	349
其他非流动资产	5,069	5,149	4,576	4,576	4,576
总资产	**129,052**	**161,098**	**195,945**	**223,027**	**252,711**
流动负债	**54,585**	**88,002**	**113,411**	**126,757**	**139,818**
应付款项	42,716	62,338	84,536	93,131	100,642
短期借款	7,312	18,598	20,457	23,526	27,055
其他流动负债	4,557	7,066	8,417	10,101	12,121
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	153,094	172,160	191,798
权益	**32,296**	**35,704**	**42,850**	**50,867**	**60,913**
股东权益	16,952	19,087	22,938	27,517	33,355
非控股权益	15,344	16,617	19,912	23,350	27,557
负债+权益	129,052	161,098	195,945	223,027	252,711
净现金/(负债)	(20,205)	(23,981)	(22,891)	(25,811)	(35,237)

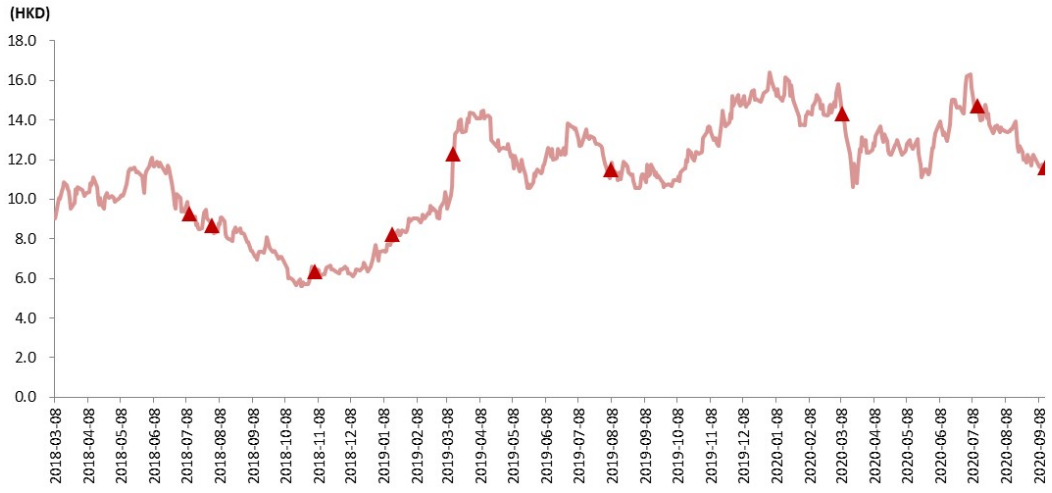
现金流量表	18A	19E	20E	21E	22E
税前利润	**8,339**	**10,339**	**10,134**	**12,005**	**15,378**
折旧及摊销	143	171	205	246	296
已付利息	(3,014)	(4,480)	(3,962)	(4,604)	(2,197)
营运资金变动	(4,456)	5,651	202	(2,998)	(13,076)
已付所得税及增值税	(2,210)	(4,779)	(3,838)	(4,527)	(5,830)
其他	675	(198)	(77)	(193)	(943)
经营业务现金净额	**(523)**	**6,704**	**2,665**	**(70)**	**(6,373)**
收购附属公司	0	0	0	0	0
收购合营及联营公司	0	0	0	0	0
其他	(7,079)	(11,900)	(2,760)	(3,735)	(3,815)
投资活动现金净额	(7,079)	(11,900)	(2,760)	(3,735)	(3,815)
新增借款 偿还借款	12,840	5,630	5,326	8,788	10,106
股息分派	(760)	(1,261)	(1,564)	(1,650)	(1,962)
部分出售附属公司权益	0	0	248	36	(276)
非控股股东注资	2,756	2,000	2,500	2,500	3,000
其他	1,606	1,327	0	0	0
融资活动现金净额	**16,441**	**7,696**	**6,510**	**9,673**	**10,868**
年初现金及现金等价物	14,263	23,374	25,875	32,291	38,159
现金及现金等价物之增加净额	8,840	2,500	6,416	5,868	681
年末现金及现金等价物	23,374	25,875	32,290	38,159	38,840

重要指标	18A	19E	20E	21E	22E
增长率：					
- 总收入	48.7%	23.4%	1.3%	10.2%	21.2%
- 毛利	64.7%	17.1%	-3.4%	14.1%	22.6%
- 股东净利润	66.0%	30.2%	0.6%	18.9%	27.5%
- 每股盈利	55.7%	27.3%	-0.2%	18.9%	27.5%
盈利能力：					
- 毛利率	30.9%	29.3%	27.9%	28.9%	29.3%
- EBITDA利润率	25.8%	24.3%	23.9%	25.5%	25.7%
- 息税前利润率	24.8%	23.5%	22.9%	24.4%	24.6%
- 净利润率	12.2%	12.9%	12.8%	13.8%	14.5%
净负债率（包含非控股权益）	63.1%	67.5%	53.7%	51.0%	58.1%
净负债率（不含非控股权益）	120.1%	126.3%	100.4%	94.3%	106.0%
回报率：					
- 资产回报率	3.8%	3.6%	3.1%	3.1%	3.5%
- 股东资金回报率	25.8%	30.5%	26.2%	25.9%	27.4%
其他指标：					
- EBITDA / 财务支出	2.7	2.2	2.2	2.3	5.3
- 股息分派比例	30.8%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

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$20.00
8	2020-07-15	HK$ 14.50	买入	HK$20.00
9	2020-09-15	HK$11.62	买入(下调目标价)	HK$17.58

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：

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准：

买入：基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持：基于股价的潜在投资收益介于 5% 至 20% 之间

中性：基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 5% 之间

卖出：基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级：

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准：

推荐：行业基本面向好

中性：行业基本面稳定

谨慎：行业基本面向淡

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