

买入 (首次)

01233.HK 时代中国

港股通 (沪、深)

目标价: 20.00 港元

现价: 16.20 港元

## 城市更新业务进入收获期

2020年7月5日

预期升幅: 23%

## 主要财务指标

## 市场数据

日期	2020.07.03
收盘价(港元)	16.20
总股本(亿股)	19.42
总市值(亿港元)	314.57
净资产(亿元)	190.98
总资产(亿元)	1610.98
每股净资产(元)	9.83

数据来源: Wind

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	42,433	50,027	60,475	73,674
同比增长(%)	23.4	17.9	20.9	21.8
核心净利润(百万元)	5,466	6,353	7,722	9,446
同比增长(%)	30.0	16.2	21.6	22.3
毛利率(%)	29.3	29.1	29.2	29.4
净利润率(%)	12.9	12.7	12.8	12.8
净资产收益率(%)	28.9	29.8	29.4	29.3
每股核心收益(元)	2.87	3.27	3.98	4.86
每股派息(分)	84.45	98.15	119.30	145.93

数据来源: 公司财报, 兴业证券经济与金融研究院

## 投资要点

- **首次评级覆盖给予“买入”评级, 目标价 20.00 港元。**时代地产深耕粤港澳大湾区, 重仓广州和佛山, 土地储备充足, 销售保持高速增长。特别对于城市更新业务的储备, 在政策支持下降加速转化, 未来将为公司带来优质的土储。我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 500 亿元、605 亿元和 737 亿元, 分别同比增长 17.9%、20.9%和 21.8%; 核心净利润为 63.5/77.2/94.5 亿元, 同比增长 162%/21.6%/22.3%。首次评级覆盖公司给予“买入”评级, 目标价 20.00 港元, 基于 2020/2021 年 5.5 倍和 4.5 倍 PE, 较公司的 NAV 折让 19%, 较当前股价还有 23%的上升空间。
- **提前布局城市更新, 变现模式成熟:**时代中国提前布局城市更新业务, 截止 2019 年底已经储备 120 个项目, 预计可转化土储达到 4300 万平方米。在政策支持下, 城市更新项目转化将加速, 变现模式成熟。预计未来每年可转化货值超过 500 亿, 为公司补充优质土储, 控制整体成本。
- **深耕粤港澳大湾区, 土储结构优化:**公司发起于广州, 深耕广州和佛山为主的粤港澳大湾区城市, 土储和销售公司占比都超过 90%。公司正进入长沙、成都、武汉及杭州等重点二线城市, 优化土储结构。
- **销售规模稳步增长, 产品服务精进:**公司的合约销售规模保持高速增长, 2016-2019 年复合增速达到 42%。2020 年销售目标 823 亿元, 预计 2020-2022 年将恢复 20%以上的销售增速。公司打造了丰富的产品线, 并提供优质的物业管理服务, 满足不同层级客户的需求。
- **财务风险可控, 派息丰厚:**公司在高速增长的同时确保财务安全, 净负债率控制在 60-70%之间。境内外有多种通畅的融资渠道, 融资成本逐年下降 (2019 年底为 7.5%), 预计 2020 年有望再降低一个百分点。公司保持 30%的派息率, 派息丰厚稳定, 目前股息收益率超过 6%。

**风险提示: 宏观经济增长放缓; 行业调控政策加严; 流动性收紧; 公司销售不及预期; 人民币贬值; 城市更新项目进展不及预期。**

## 相关报告

《积极扩张, 旧改有亮点》  
20200310

《聚焦大湾区, 上半年积极获取新项目》20190808

《销售规模稳步提升, 审慎补充土地储备》20180801

《立足粤港澳大湾区, 高增速低估值》跟踪报告 20180306

《中期业绩符合预期, 合约销售稳步提升》跟踪报告 20170807

## 海外房地产研究

分析师:

宋健

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

**Buy**

(Initiate)

# Times Property (1233.HK)

Stock Connect (SH/SZ)

**To Harvest from Urban Redevelopment Business**

7/5/2020

**China Property****Key Data**

Jul. 3, 2020

Closing Price(HKD)	16.20
Total Shares (100 Mn)	19.42
Market Cap(HKD/100 Mn)	314.57
Net Assets (CNY/100 Mn)	190.98
Total Assets (CNY/100 Mn)	1610.98
BVPS(CNY)	9.83

**Key Financial Indicators**

FY	2019A	2020E	2021E	2022E
Revenue (Mn/CNY)	42,433	50,027	60,475	73,674
YoY (%)	23.4	17.9	20.9	21.8
Core Net Profit (Mn/CNY)	5,466	6,353	7,722	9,446
YoY (%)	30.0	16.2	21.6	22.3
Gross Margin (%)	29.3	29.1	29.2	29.4
Core Net Profit Margin (%)	12.9	12.7	12.8	12.8
ROE (%)	28.9	29.8	29.4	29.3
EPS (Cents)	2.87	3.27	3.98	4.86
DPS (Cents)	84.45	98.15	119.30	145.93

**Analyst****Jian Song**

songjian@xyzq.com.cn

SFC: BMV912

SAC: S0190518010002

**Company Profile**

Times China, established in 1999, is now a leading urban development service provide in China, covering various sectors, including residential development, industrial and commercial development operation, urban redevelopment, etc. Times China has been focusing in Greater-Bay-Area and entering other regions and cities in China.

**Highlights**

**Initiate with "BUY", TP HKD 20.00:** Times China deeply engaged in Greater-Bay-Area, focusing in Guangzhou and Foshan, has adequate landbank, achieving a rapid sales growth in last few years. After years of devotion to urban redevelopment business, it's now the time to harvest because of the supportive policies, which can generate high-quality but low-cost landbank in the following years. We forecast for 2020-2022, the company's revenue would be 50.0/60.5/73.7 billion RMB, up by 23.8%/26.7%/28.8%, and the core net profit would be 6.35/7.72/9.45 billion RMB, up by 16.2%/21.6%/22.3%. We initiate coverage with "BUY", TP HKD 20.00, implying 5.5/4.5X PE in 2020/2021 and 19% discount of NAV, representing a 23% upside from current price.

**Advanced Move on Urban Redevelopment, Business Mode Matured:** Times China moved early on urban redevelopment business, by the end of 2019, it has resumed 120 projects, conversion GFA would be 43 million sqm. With more supportive policies, the conversion of urban redevelopment project will speed up. The company can acquire more than 50 billion RMB sales resources each year by conversing urban redevelopment project, and well control the land cost.

**Deeply Engaged in Greater-Bay-Area, Optimized Landbank:** Times China was founded in Guangzhou, and based in Guangzhou and Foshan, has now deeply engaged in Greater-Bay-Area, accounting for over 60% of landbank and 80% of sales. Now the company has also entered into Changsha, Chengdu, Wuhan and other core T-2 cities, optimizing its landbank.

**Contracted Sales Soaring, High Quality Product & Service:** The 2016-2019 CAGR for contracted sales is 42%. The sales target for 2020 is 82.3 billion RMB, increasing by 5%, but we think the CAGR for 2020-2022 would resume 20% plus. The company developed several different product lines. It also provides excellent property management service to meet customers' requirement.

**Low Financial Risk, Generous Dividend:** Times China achieved rapid growth while keep financial safe, keeping net gearing at 60-70%. The company has multi financing channels, financing cost decreased yearly with 7.5% at the end of 2019. The company has a generous dividend policy, with 30% payout ratio, and more 6% yield.

**Potential risks:** Macroeconomic growth slows down, Stricter industry regulation and policies, Tighter liquidity, Contracted sales below expectation, RMB depreciation, urban redevelopment progress lower than expected

## 目 录

1、公司基本情况 .....	- 5 -
2、提前布局城市更新，变现模式成熟 .....	- 8 -
3、深耕粤港澳大湾区，土储结构优化 .....	- 12 -
4、销售规模稳步增长，产品服务精进 .....	- 15 -
5、财务分析及盈利预测 .....	- 18 -
6、估值与评级 .....	- 22 -
7、风险提示 .....	- 25 -

## 图 表

图 1、公司的合约销售金额 .....	- 5 -
图 2、公司的合约销售面积及均价 .....	- 5 -
图 3、公司的总土储 .....	- 6 -
图 4、公司的土储按面积城市分布 .....	- 6 -
图 5、公司的营业收入 .....	- 6 -
图 6、公司的营收结构 .....	- 6 -
图 7、公司的核心净利润 .....	- 6 -
图 8、公司的每股派息及派息率 .....	- 6 -
图 9、股权架构 .....	- 7 -
图 10、广州旧厂改造为居住用地程序 .....	- 9 -
图 11、广州市增城区丰鼎旧厂项目案例 .....	- 10 -
图 12、佛山市南海区旧厂房改造程序 .....	- 10 -
图 13、公司在手的城市更新项目 .....	- 11 -
图 14、公司在手城市更新项目可转化土储 .....	- 11 -
图 15、历年总土储 .....	- 12 -
图 16、土储区域分布 .....	- 12 -
图 17、公司的土储区域分布 .....	- 12 -
图 18、2013 年土储面积城市分布 .....	- 13 -
图 19、2019 年土储面积城市分布 .....	- 13 -
图 20、历年大湾区新增土储 GFA 及占比 .....	- 13 -
图 21、历年大湾区土地款及占比 .....	- 13 -
图 22、历年新增土储面积及占销售面积比例 .....	- 13 -
图 23、历年土地款及占销售金额比例 .....	- 13 -
图 24、历年平均拿地成本 .....	- 14 -
图 25、拿地成本/销售均价 .....	- 14 -
图 26、合约销售额及增速 .....	- 15 -
图 27、合约销售均价 .....	- 15 -
图 28、合约销售金额按城市划分 .....	- 15 -
图 29、合约销售金额按区域划分 .....	- 15 -
图 30、广州及佛山的销售额 .....	- 16 -
图 31、广州和佛山销售额占比 .....	- 16 -
图 32、代表项目展示-广州香海彼岸 .....	- 16 -
图 33、代表项目展示-广州天韵 .....	- 16 -
图 34、邻里邦 APP 功能 .....	- 17 -
图 35、公司的营业收入及增速 .....	- 18 -

图 36、公司的核心净利润及增速 .....	- 18 -
图 37、公司的毛利率和核心净利率 .....	- 18 -
图 38、公司的每股派息和派息率 .....	- 18 -
图 39、公司的销售费用和管理费用 .....	- 19 -
图 40、公司的 ROA 和 ROE .....	- 19 -
图 41、有息负债期限划分 .....	- 20 -
图 42、有息负债融资类型划分 .....	- 20 -
图 43、公司的净负债率 .....	- 20 -
图 44、公司的平均融资成本 .....	- 20 -
图 45、合约销售预测 .....	- 21 -
图 46、营业收入预测 .....	- 21 -
图 47、毛利率和核心净利率预测 .....	- 21 -
图 48、净负债率预测 .....	- 21 -
图 49、PE-Band .....	- 24 -
图 50、PB-Band .....	- 24 -
表 1、公司的发展历程 .....	- 5 -
表 2、国家层面城市更新政策 .....	- 8 -
表 3、广东城市更新政策 .....	- 8 -
表 4、广州旧厂改造已完成项目 .....	- 9 -
表 5、公司旧厂改造与旧村/旧城改造项目对比 .....	- 11 -
表 6、城市扩张历程 .....	- 12 -
表 7、公司城市更新已完成项目 .....	- 14 -
表 8、时代邻里的三种服务模式 .....	- 17 -
表 9、公司有通畅的融资渠道 .....	- 19 -
表 10、盈利预测 .....	- 21 -
表 11、WACC 计算 .....	- 22 -
表 12、NAV 计算 .....	- 22 -
表 13、行业估值表（截止 20200703） .....	- 23 -
附表 .....	- 26 -

## 报告正文

### 1、公司基本情况

时代中国控股有限公司（简称“时代中国”）成立于1999年，前身为地产项目公司“翠逸地产”，于2013年在港交所上市（1233.HK）。时代中国坚持“区域聚焦、城市深耕、产品多元”的企业战略，业务聚焦粤港澳大湾区，深耕广州和佛山两座城市，建立了“3+3+3”多元化产品体系。2019年，时代中国位列中国房地产百强企业第85位。

2017年起，时代中国从一间从传统的地产公司转型为“城市发展服务商”，主营业务覆盖物业开发、城市更新、物业租赁、物业管理等领域。时代中国看好城市更新业务潜力，从2010年开始布局，2018年，时代中国首次成功将城市更新项目转化为土地储备。2019年12月，时代中国旗下物业管理业务平台时代邻里控股有限公司（9928.HK,简称“时代邻里”）成功分拆上市。

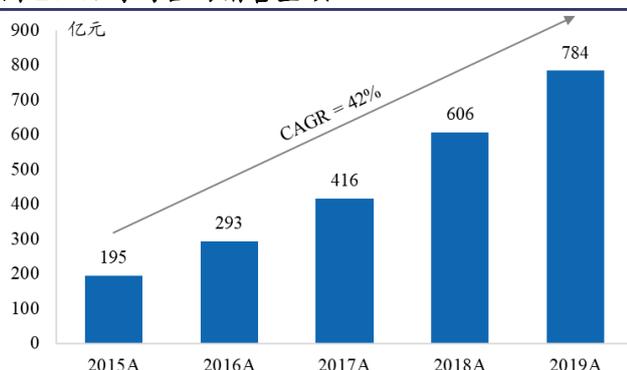
表 1、公司的发展历程

时间	重要事件
1999	公司成立
2013	时代地产成功于香港联交所上市，代码 1233.HK
2016	1) 进入深圳、惠州、东莞市场，在珠三角布局更加完整 2) 提出“区域聚焦、城市深耕、产品多元”的企业战略
2017	确立新定位，从一间从传统的地产公司转变为城市发展的服务商
2018	1) 正式更名为“时代中国”，确立“成为世界 500 强企业”的新愿景 2) 首次成功将城市更新项目转化为土地储备
2019	公司合约销售金额达到 784 亿元 旗下物业管理业务平台时代邻里控股有限公司（9928.HK）成功分拆上市

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2019年公司合约销售金额为784亿元，2015-2019年复合增速达到42%；合约销售面积为535万平方米，销售均价为14655元/平方米。

图 1、公司的合约销售金额



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院

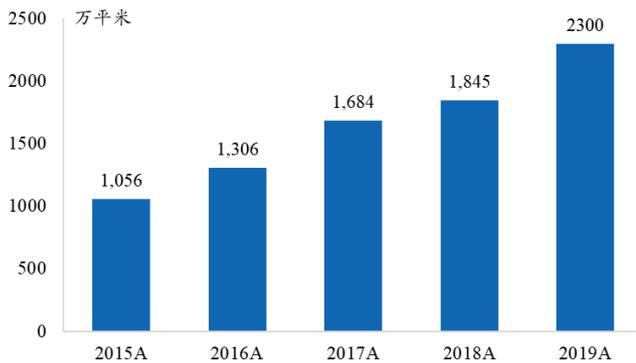
图 2、公司的合约销售面积及均价



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院

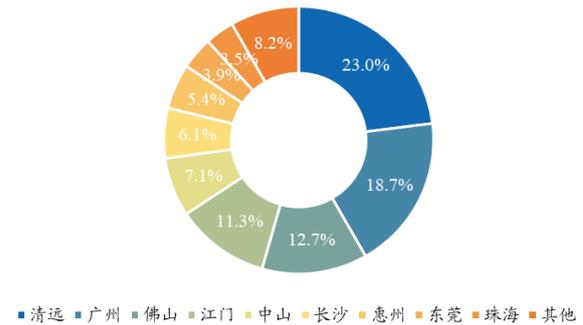
截至2019年底，公司在全国15个城市拥有130个项目，土地储备总GFA约2300万平方米，足以支持公司未来3-5年的发展。按面积来看，土地储备城市布局集中在清远、广州、佛山和江门，分别占总土储的23%、18.7%、12.7%及11.3%。

图 3、公司的总土储



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院

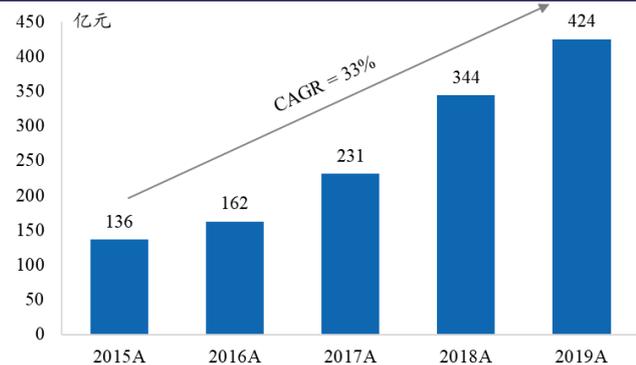
图 4、公司的土储按面积城市分布



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院

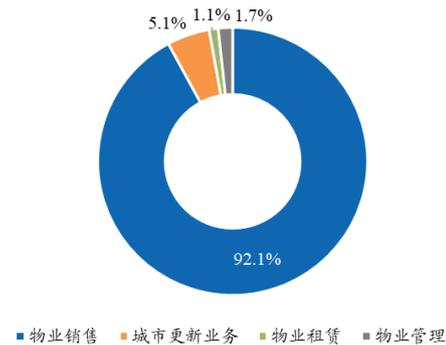
截止 2019 年，公司的营业收入为 424 亿元，2015-2019 年的复合增速为 33%。公司的主营业务包括物业销售、城市更新、物业租赁、物业管理，截止 2019 年底收入占比分别为 92.1%，5.1%，1.1%及 1.7%。目前公司的物业管理业务已经单独分拆上市成为公司的关联公司，后续将不并表。

图 5、公司的营业收入



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院

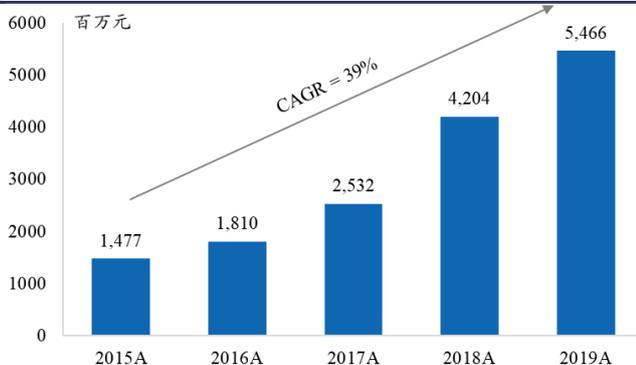
图 6、公司的营收结构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院

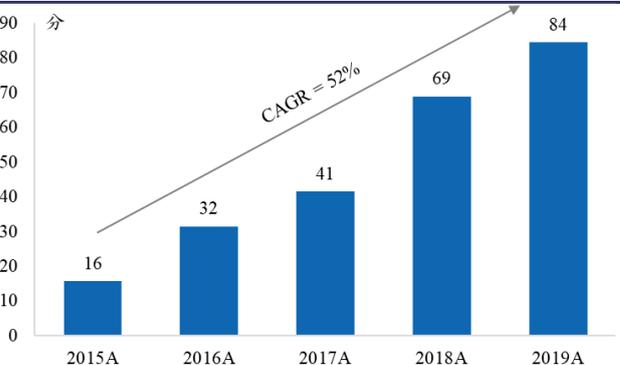
截止 2019 年，公司的核心净利润为 54.7 亿元，2015-2019 年的复合增速为 39%，连续多年保持稳定增长。2019 年期末，公司每股派息为 84.45 分，派息率达到 30%，每股派息 2015-2019 年年复合增速为 52%。

图 7、公司的核心净利润



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院

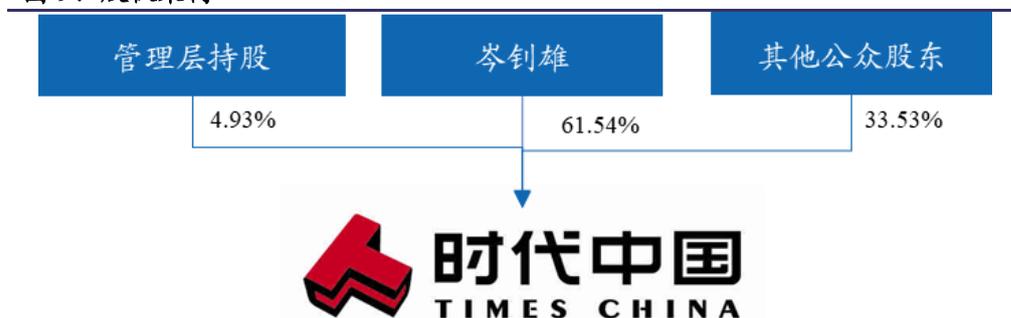
图 8、公司的每股派息及派息率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院

公司创始人岑钊雄为公司控股股东，持股占比 61.54%。公司管理层关键辉、白锡洪、李强、岑兆雄分别持股 2.53%，2.46%，0.16%及 0.07%。其余公众股东持股占比 33.53%。此外，公司于 2013 年推出员工购股权计划，以此激励有贡献的员工，有效提高员工主观能动性。

图 9、股权架构



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院

公司管理层的房地产行业经验丰富，主要管理层包括董事会主席、行政总裁及执行董事岑钊雄先生，执行董事关键辉先生，执行董事、副总裁白锡洪先生，执行董事、副总裁李强先生，执行董事岑兆雄先生，公司执行董事、副总裁兼财务资金与成本部门主管牛霖旻先生。

**岑钊雄先生，公司创始人、董事会主席、行政总裁及执行董事。**于 1999 年在广州创办翠逸地产，2001 年创办时代集团并担任总裁。在中国房地产行业有超过 20 年的经验，现主要负责公司业务战略开发和整体运营。

**关键辉先生，公司执行董事。**曾任时代集团副总裁，自 2018 年起任标准于创新管理委员会主席。曾协助岑钊雄先生创办翠逸地产，于 2001 年 5 月加入时代集团，曾任资本运作中心负责人、运营管理中心负责人、企业管理中心负责人，拥有超过 20 年的房地产企业管理经验。

**白锡洪先生，公司执行董事、副总裁。**曾任广州地区办事处总经理，主要负责广州的项目研究和开发、设计、采购及项目管理。在房地产管理方面拥有逾 20 年经验，现任公司战略资源管理委员会主席。

**李强先生，公司执行董事、副总裁、审计监察兼法务中心主管。**主要负责审计、监察及法律事务。于 2005 年 7 月加入公司，拥有逾 13 年的房地产企业管理经验。

**岑兆雄先生，公司执行董事。**岑兆雄先生是岑钊雄先生的弟弟，自 2012 年 5 月起，担任公司投资与开发中心总监，负责土地开发及项目前期规划工作。

**牛霖旻先生，公司执行董事、副总裁兼财务资金与成本部门主管。**行业经验丰富，曾任广州万科营运管理部营运分析主管、项目开发部高级经理、武汉万科财务部主管等。于 2011 年加入公司，目前主要负责财务会计、资金运营及税务工作的规划和管理

## 2、提前布局城市更新，变现模式成熟

**旧改政策日渐成熟，城市更新改造加速：**2012年3月20日，国土资源部发布的《关于大力推进节约集约用地制度建设的意见》明确提出鼓励城市改造中低效利用土地“二次开发”，积极开展节约集约用地试点创新。随后，国土资源部、自然资源部、国务院、全国人大等国家机构出台一系列政策、法律，促进地方政府推动城市更新的实施。

表 2、国家层面城市更新政策

国家层面	政策文件	相关内容
国土资源部	关于大力推进节约集约用地制度建设的意见	实行城市改造中低效利用土地“二次开发”的鼓励政策
国土资源部	关于深入推进城镇低效用地再开发的指导意见（试行）	鼓励土地权利人、集体经济组织等市场主体和社会力量参与改造开发，形成形式多样的改造开发模式
自然资源部	关于批而未供土地处置有关问题的通知	减少批而未供、闲置土地多和处置不力地区的新增建设用地计划安排
自然资源部	关于健全建设用地“增存挂钩”机制的通知	推进土地利用计划“增存挂钩”
国务院	关于统筹推进自然资源资产产权制度改革的指导意见	落实承包土地所有权、承包权、经营权“三权分置”，开展经营权入股、抵押，探索宅基地所有权、资格权、使用权“三权分置”
国务院	关于完善建设用地使用权转让、出租、抵押二级市场的指导意见	提出完善土地二级市场转让规则、出租管理和抵押机制。在市、县自然资源主管部门现有的土地交易机构或平台基础上搭建城乡统一的土地市场交易平台，规范交易流程，加强信息互通共享。
全国人民代表大会常务委员会	中华人民共和国土地管理法（2019 修正版）	此次修正案结合制度创新和稳妥推进的原则，将土地征收、集体经营性建设用地入市、宅基地管理方面的制度创新经验及时上升为法

资料来源：政府网站，兴业证券经济与金融研究院整理

广东省作为节约集约用地试点示范省，多次出台城市更新相关引导和支持政策，加快推动“三旧改造”。2019年8月28日，广东省人民政府发布《关于深化改革加快推动“三旧”改造促进高质量发展的指导意见》，提出当土地为多个权利主体共有时，三分之二及以上土地份额的共有人签订搬迁补偿安置协议即可申请政府裁决。该指导意见把原80%同意率的门槛进一步降低。时代中国将受益于该政策，城市更新项目转化进度预计加快。

表 3、广东城市更新政策

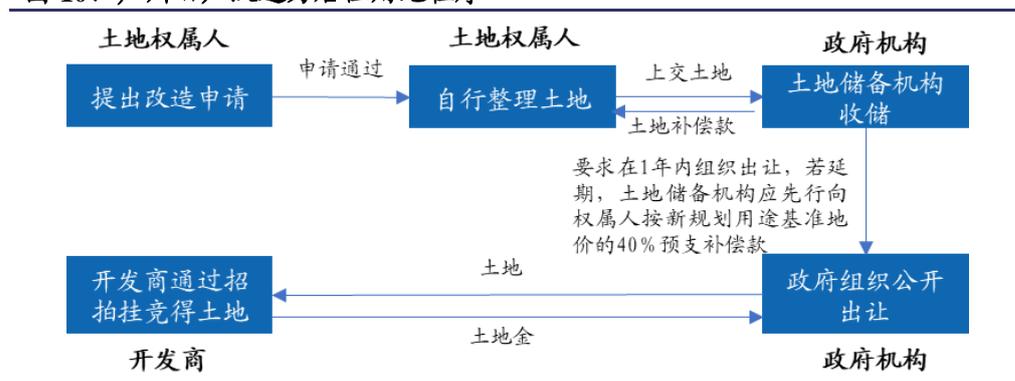
广东层面	政策文件	相关内容
广东省人民政府	关于推进“三旧”改造促进节约集约用地的若干意见	因地制宜，采用多种方式推进三旧改造
广东省国土资源厅	关于三旧改造实施工作有关事项的通知	规范三旧改造具体操作办法，加快三旧改造项目用地报批
广东省住房和城乡建设厅	关于加强三旧改造规划实施工作的指导意见	探索对改造主体的容积率奖励和异地补偿机制
广东省人民政府	关于加快培育和发展住房租赁市场的实施意见	鼓励各地政府盘活城区“三旧”和城市更新用地等存量土地，采用多种方式增加租赁住房用地有效供应。

广东省自然资源厅	关于以“三旧”改造推动新旧动能转换提高城市发展水平的通知（征求意见稿）	倾斜支持产业类项目建设，支持“工改工”项目完善用地手续，推进国有工业用地、集体工业用地、产业园区升级改造，支持科技企业孵化器建设
广东省国土资源厅	关于深入推进“三旧”改造工作的实施意见	进一步优化“三旧”改造政策，规定涉及“三旧”改造的供地，除了政府收购储备后再次供地的，其余供地可以协议方式出让。
广东省人民政府	关于深化改革加快推动“三旧”改造促进高质量发展的指导意见	进一步降低门槛，提出当土地为多个权利主体共有时，三分之二及以上共有人签订搬迁补偿安置协议即可申请政府裁决。

资料来源：政府网站，兴业证券经济与金融研究院整理

根据广州市人民政府 2015 年 12 月 1 日颁布的《广州市城市更新办法》附件之《广州市旧厂房更新实施办法》，土地权属人先自行确定土地一级整理人，在土地整理完成后，上交土地给土地储备机构，政府部门需在 1 年内组织公开出让，开发商通过招拍挂竞得土地。对开发商而言，该办法能够控制旧厂改造项目转化为土地储备的时长，降低时间成本，但也存在招拍挂环节竞标失败的风险。如时代中国的广州市天河区金融城旧厂项目，尽管由时代中国完成土地一级开发，最终却被合景泰富竞得。时代中国仅获得土地一级开发的收入，最终没有获得土地开发权。

图 10、广州旧厂改造为居住用地程序



资料来源：广州市旧厂房更新实施办法，兴业证券经济与金融研究院

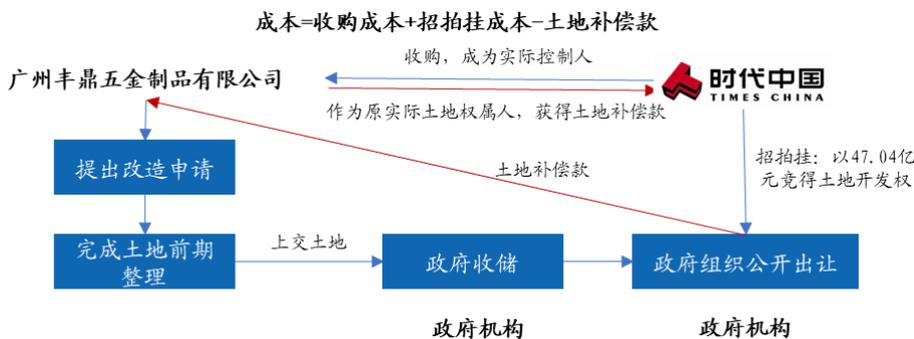
为了降低潜在风险，增加竞标筹码。时代中国通过股权收购的方式让自己既成为土地权属人，又成为开发商。2019-2021 年广州市 11 个旧厂改造计划转化项目中有 8 个旧厂改造项目已完成股权收购，在申请改造中，另外 3 个旧厂项目已完成或部分完成转化。以广州市增城区丰鼎旧厂项目为例，该项目总体耗时两年多。时代中国先后于 2016、2017、2018 年多次入股广州丰鼎五金制品有限公司，股权占比分别为 52%、90%、100%。为改变土地使用性质，变更为商业及住宅用地，时代中国把土地交给政府后，政府公开出让。2018 年 12 月 7 日，时代中国以 47.04 亿元竞得土地。在该项目中，时代中国既作为土地权属人获得了土地补偿款，获地综合成本降低，又作为开发商成功获得土地开发权。

表 4、广州旧厂改造已完成项目

项目	开始时间	转化时间	获地方式
广州市天河区金融城旧厂项目	2018-4-10	未转化为土地储备	仅参与一级土地开发，二级市场市场招拍挂由合景泰富竞得
广州市增城区丰鼎旧厂项目	2016-10-2	2018-12-7	取得 100% 股权+招拍挂：以 47.04 亿元竞得

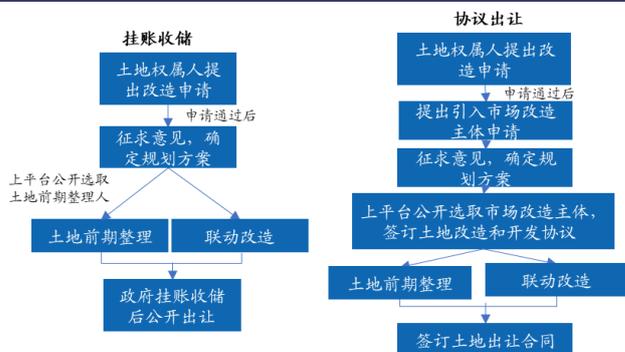
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、广州市增城区丰鼎旧厂项目案例



佛山旧厂改造方式更加灵活。根据 2019 年 3 月 22 日佛山市南海区人民政府出台的《佛山市南海区城市更新（“三旧”改造）实施办法》，旧厂房改造为居住用地方式包括挂账收储和协议出让。若土地权属人采用挂账收储方式，则需在平台公开选取土地前期整理人，完成土地整理和联动改造后，再由政府挂账收储，公开出让。开发商在通过政府甄选成为农村集体资产交易平台竞标企业后，可以在土地整理环节介入土地一级开发。同时，也可以直接参与政府公开出让招拍挂环节。若土地权属人采用协议出让方式，土地前期整理和土地开发权将交给同一开发商。土地权属人在平台选取开发商后，先签订土地改造和开发协议，在完成土地前期整理和联动改造后，再签订土地出让合同。协议出让方式对土地权属人的补偿可以参照挂账收储的土地出让收益减去整理成本等必须支付的费用后进行合理核算。

图 12、佛山市南海区旧厂房改造程序

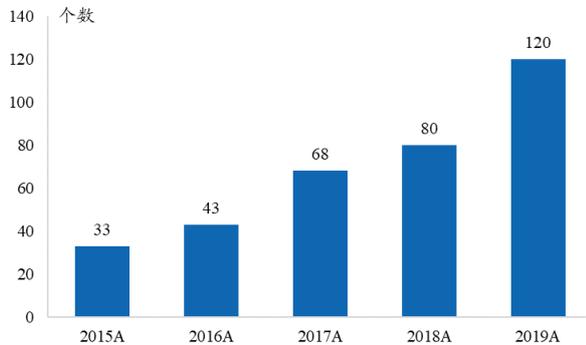


佛山市目前已完成转化的旧厂改造项目为 2019 年之前的项目储备，都通过挂账收储方式获得土地。2019-2021 年时代中国佛山市 12 个旧厂改造计划转化项目中有 11 个项目来自南海区，且全部完成股权收购，申请更新改造中。预计未来协议出让方式转化的旧厂改造项目将大幅增加，时代中国可同时兼任土地权属人、土地前期整理人、土地开发商，土地储备转化进度可控，获地成本降低。

时代中国城市更新项目储备充足。截至 2019 年底，公司城市更新项目数量共计 120 个，较 2018 年净增 40 个，预计可转化为土地储备总 GFA 约 4300 万平米，是当前公司土储的一倍。公司旧改项目转化加速，变现模式成熟，其中 2018 年公司有 4 个旧改项目转化，合计转化土储 81 万平米，2019 年转化 10 个项目，总建筑面积为 368 万平米，其中 8 个转为公司的土储，达到 349 万平米，总货值超过

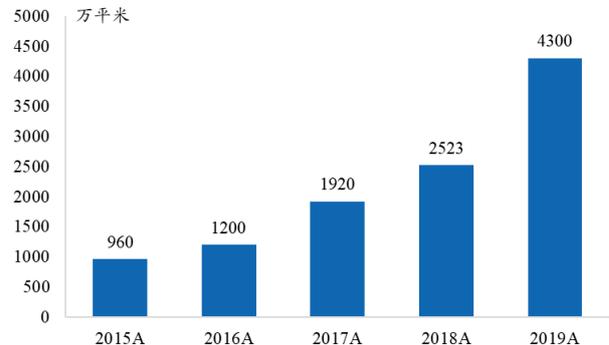
500 亿元。公司的城市更新项目不仅可以通过转化为土储受益，还可以直接在招拍挂市场出让后直接确认收益，变现模式成熟。

图 13、公司在手的城市更新项目



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、公司在手城市更新项目可转化土储



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

从公司旧改经验来看，旧城改造和旧村改造因为产权问题复杂、涉及多户补偿谈判等问题，这两类改造耗时长且不确定性更高。如广州市萝岗区红卫村改造项目，2010 年时代中国与红卫村经济联合体签订协议，2019 年才成功转化为土地储备。相较之下，旧厂改造性价比相对更高，耗时 2-3 年即可确定能否转化为土地储备。截止 2019 年底，按面积计算，30%为旧厂，70%约为旧村。

表 5、公司旧厂改造与旧村/旧城改造项目对比

项目类型	旧厂改造	旧村/旧城改造
城市	广州、佛山、江门、珠海、深圳	广州、佛山、惠州、清远
政策	分为土地前期整理和土地开发两阶段引入合作企业。在土地前期整理完成后，政府将土地收储，公开出让。	可以分土地前期整理和土地开发两阶段；也可以“毛地”招标，一次性引入合作企业。 旧城：政府组织公开出让 旧村：协议出让或转为国有后公开出让
公司角色	1)参与土地前期整理，在前期整理完成和招拍挂完成后，获得土地增值收益 2)参与招拍挂，获得土地开发权。 注：佛山可以协议出让方式同时获得土地前期整理权和土地开发权	1)参与政府招拍挂、村集体公开招标或通过合作企业获得协议出让 2)土地前期整理完成后即可确认一级土地开发收益
耗时	2-3 年	5 年及以上

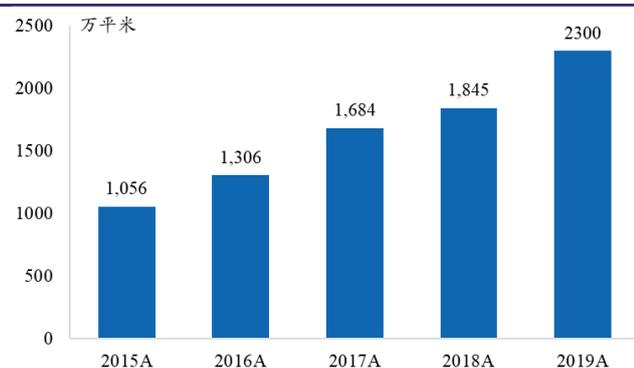
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

综上，目前公司广州、佛山旧厂改造项目储备充足，从当前政策支持力度来看，旧厂改造项目时间进度可控。公司用收购方式，在土地前期整理公开招标之前的阶段提前接触项目，降低不确定性，充分保障公司未来优质、低成本土储供应。

### 3、深耕粤港澳大湾区，土储结构优化

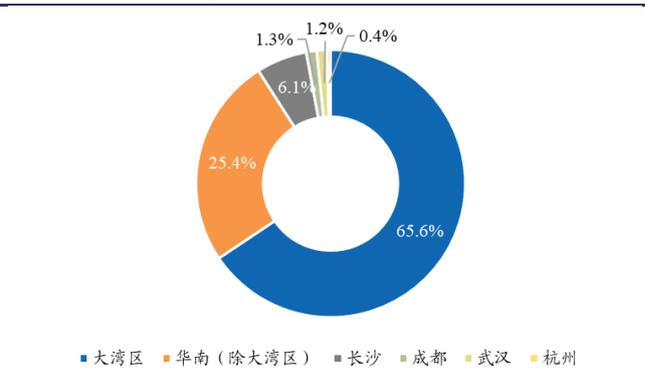
公司持续深耕大湾区，截止 2019 年底，公司总土储达到 2300 万平米，分布于 16 个城市，其中 8 个是粤港澳大湾区的城市，按面积计算，占比达到 65.6%；另外还有 25.4% 的土储位于除大湾区以外的华南的城市。

图 15、历年总土储



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、土储区域分布



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

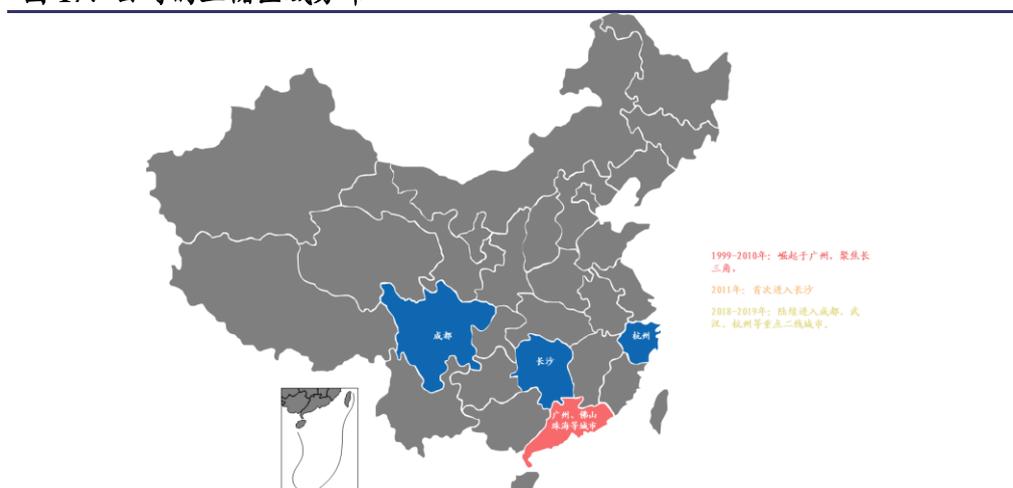
从城市分布看，公司以广州为中心，逐步向大湾区其他城市布局，目前已经进入 12 个大湾区城市。同时，公司加大异地扩张步伐，目前已经进入长沙、成都、武汉和杭州等重点二线城市。

表 6、城市扩张历程

年份	新进入城市	总城市
2011A	长沙	6
2016A	东莞、惠州	8
2017A	江门	9
2018A	成都、肇庆	11
2019A	汕头、汕尾、杭州、河源、武汉	16

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、公司的土储区域分布



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司的总土储由 2015 年的 1056 万平方米增长至 2019 年 2300 万平米，由 6 个城市，扩张至 12 个城市，大湾区以外进入了长沙、成都、武汉和杭州等重点二线城市。

图 18、2013 年土储面积城市分布

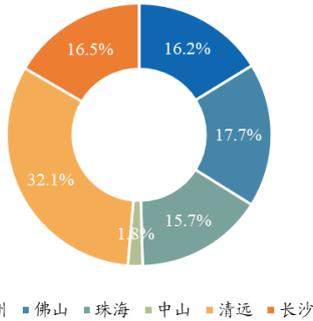
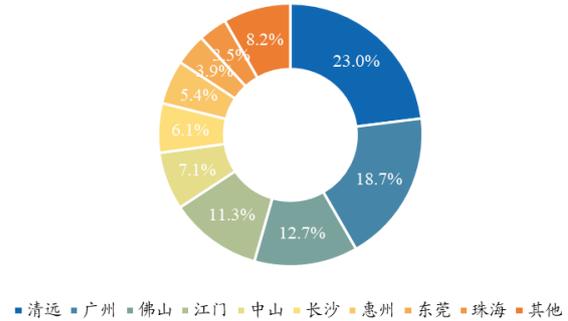


图 19、2019 年土储面积城市分布



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

在区域战略上，公司持续深耕大湾区，大湾区新增土储占当年新增土储一般超过 70%。2019 年公司大湾区新增土储占比为 70.5%，新增土地款占比 77.3%。

图 20、历年大湾区新增土储 GFA 及占比

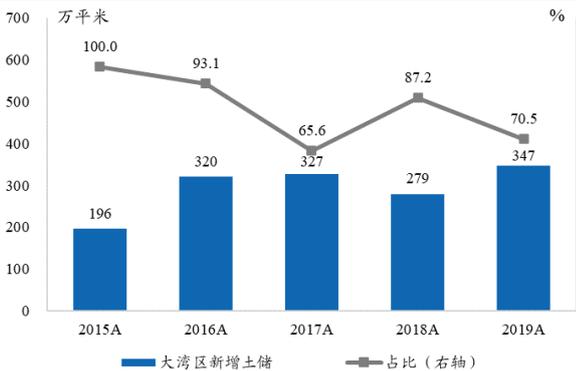
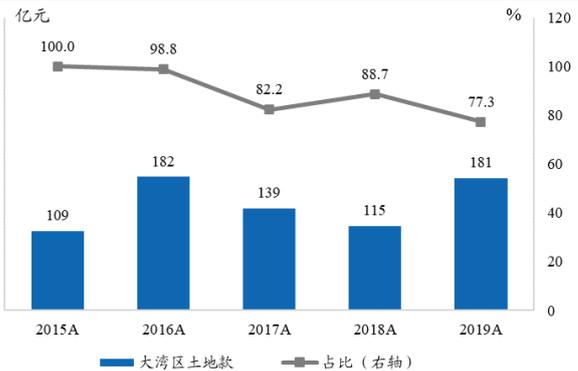


图 21、历年大湾区土地款及占比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司 2015-2017 拿地力度比较大，当年新增的土储面积高于销售面积，为销售后续高速增长奠定基础，2018-2019 回归正常的拿地水平，并开始走出大湾区，向核心二线城市扩张。2019 年土地款达到新高，主要因为公司在广州拿地较多，共在广州获取 7 个项目，土地款占比 41%。

图 22、历年新增土储面积及占销售面积比例

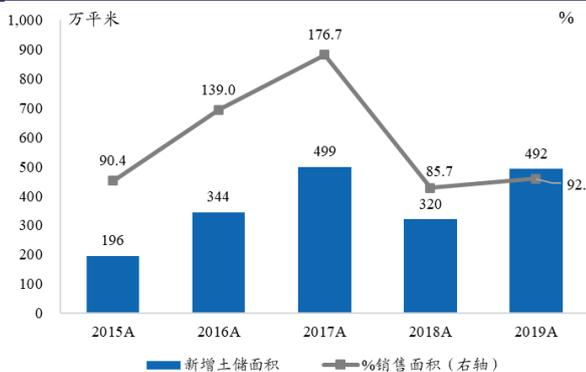
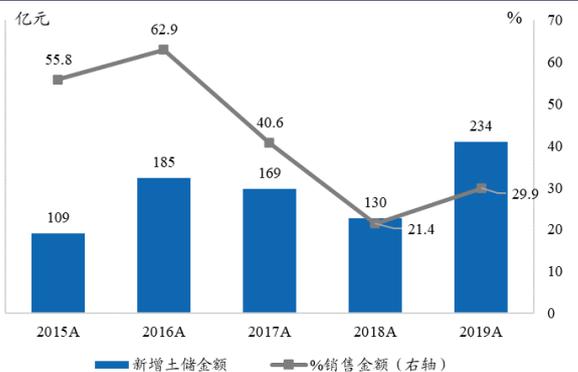


图 23、历年土地款及占销售金额比例

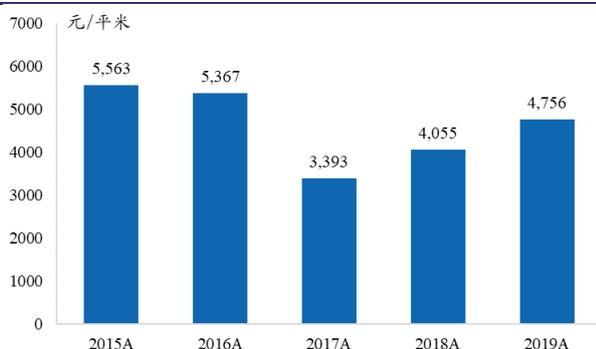


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

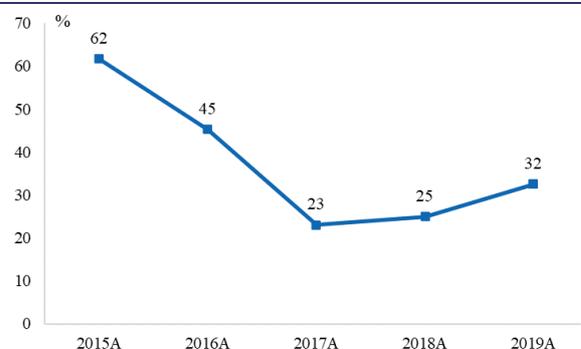
公司对土地成本有很好的管控，还能通过旧改项目改善整体的成本。2019 年公司新增土储的成本为 4756 元每平米，占当年销售均价的 32%。

图 24、历年平均拿地成本



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 25、拿地成本/销售均价



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

从拿地方式来看，公司一方面通过招拍挂市场补充土储，城市更新项目正加速转化，为公司提供优质低价的土储。其中 2018 年公司有 4 个旧改项目转化，合计转化土储 81 万平方米，2019 年转化 10 个项目，其中 8 个转为公司的土储，达到 349 万平方米，总货值超过 500 亿元。预计未来每年通过城市更新项目可以转化超过 500 亿货值，大大提升公司的土储品质。

表 7、公司城市更新已完成项目

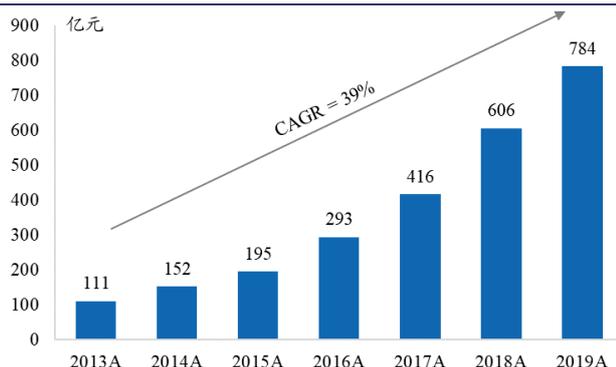
完成时间	项目	城市	改造类型	预计 GFA	获地方式
2019 年	广州市萝岗区红卫村旧村改造项目	广州市	旧村改造	75.1	通过招拍挂进入公司土储
	广州市天河区金融城旧厂项目	广州市	旧厂改造	9.9	仅一级开发
	广州市增城区增城翔骏旧厂项目	广州市	旧厂改造	31.7	通过招拍挂进入公司土储
	广州市从化区菜泰制药有限公司国有用地旧厂项目	广州市	旧厂改造	56.6	通过招拍挂进入公司土储
	广州市黄埔区华甫留用地项目	广州市	NA	16.9	通过招拍挂进入公司土储
	佛山市南海区里水洲村旧厂项目	佛山市	旧厂改造	28.5	通过招拍挂进入公司土储
	佛山市禅城区水泵厂项目	佛山市	旧厂改造	50.6	通过招拍挂进入公司土储
	佛山市南海区里水草场旧厂项目	佛山市	旧厂改造	9.2	仅一级开发
	佛山爱车小镇项目(一期)	佛山市	NA	28.0	通过招拍挂进入公司土储
	江门市建豪国有用地旧厂改造项目	江门市	旧厂改造	61.5	通过招拍挂进入公司土储
<b>合计</b>				<b>368.0</b>	
2018 年	广州市增城区丰鼎旧厂项目	广州市	旧厂改造	49.5	通过招拍挂进入公司土储
	佛山市南海区塘虹公司旧厂项目	佛山市	旧厂改造	9.0	通过招拍挂进入公司土储
	佛山市南海区太平工业区旧厂项目	佛山市	旧厂改造	12.5	通过招拍挂进入公司土储
	中山市神湾镇宥南村留用地项目	中山市	旧村改造	10.0	通过招拍挂进入公司土储
<b>合计</b>				<b>81.0</b>	

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 4、销售规模稳步增长，产品服务精进

销售规模稳步提升，向千亿进发：公司的销售规模稳步提升，从2013年的111亿元增长至2019年的784亿元，年复合增速达到39%，该增速位于行业前列。截止2019年，公司位列中国房地产销售排行榜38位。2019年公司销售面积为535万平方米，销售均价为14655元/平方米，高于行业平均水平。目前公司可售货值充足，可支持公司向更高规模冲击。

图 26、合约销售额及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

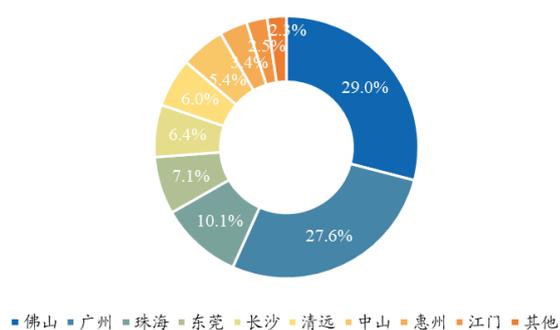
图 27、合约销售均价



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

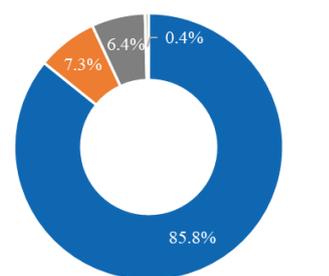
公司的合约销售既做到了区域的聚焦，又不断在新的城市突破。由于公司土储聚焦大湾区的城市，因此从销售分布来看，2019年公司的合约销售额由12个城市134个项目贡献，其中佛山、广州、珠海、东莞、长沙的占比分别为29.0%、27.6%、10.1%、7.1%和6.4%，5个城市合计贡献销售达到80%。从区域来看，公司深耕大湾区，该区域的销售占比达到85.8%，随着公司其他区域布局，销售分布将更均衡。

图 28、合约销售金额按城市划分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

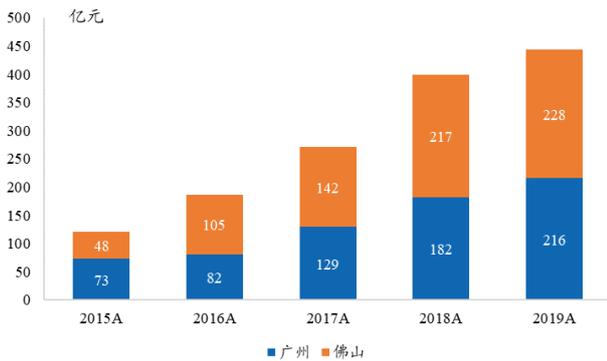
图 29、合约销售金额按区域划分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

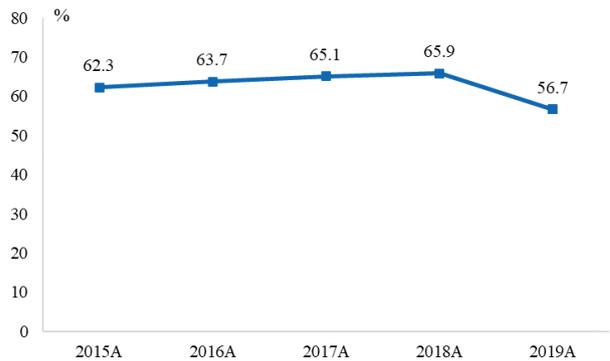
公司重仓广州和佛山，2015-2018年合计的销售额占公司总销售额比重超过60%。公司在广州和佛山有深厚的积累，特别在城市更新方面的前瞻布局，可以持续为公司贡献优质可售货值。2019年广州和佛山单个城市分别贡献216亿和228亿，合计占比56.7%。公司也将以这两个城市为基础，继续向大湾区其他优质城市扩张，如珠海、东莞、深圳等。

图 30、广州及佛山的销售额



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 31、广州和佛山销售额占比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司注重产品开发，有丰富的产品线，以“人文时尚而富有艺术感”为产品内核，建立了“3+3+3”产品体系，以满足不同类型客户最广泛的需求，意图做“生活艺术家”。代表产品包括广州时代天韵、时代香海彼岸、佛山时代云图等。

- 1) 针对不同成长阶段的家庭结构，提供**成长型、成熟型以及成功型** 3 类户型产品，以满足不同家庭对空间尺度和功能的需求。
- 2) 为满足都市人多元的审美情趣和精神需求，打造**都市浪漫住区、国际时尚都会、精工人文美宅** 3 种不同的社区风格。
- 3) 在每种社区风格里面，针对不同客群的支付力设定 **T1、T2、T3** 这 3 种产品档次，差异性体现在功能、品牌和美学的提升。

**产品标准化，打造核心竞争力：**对于社区产品，公司已建立 6100 多个构件单元的技术标准，并持续扩充。基于该产品标准体系，公司从 4 个维度、14 个区域、69 个部位、460 项指标建立了一套完整的评测模型用以支持标准的更新迭代，确保产品持续保持领先。

图 32、代表项目展示-广州香海彼岸



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 33、代表项目展示-广州天韵



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司以“让更多人实现向往的生活”为使命，为客户提供优质物业管理服务。2020年，公司旗下物业管理公司时代邻里在“中国物业服务百强企业”中排名第12。时代邻里根据小区定位和需求提供三种物业服务模式，分别为**郁金香**、**向日葵**和**金百合**，三种模式在收取的物业管理费、人员配置、服务标准及配套设施方面有所不同。

**表 8、时代邻里的三种服务模式**

服务模式	郁金香	向日葵	金百合
私人活动组织（如生日派对）			✓
定制式家居保养服务			✓
第三方客户满意度调查		✓	✓
全天候 24 小时管家服务		✓	✓
定期便利服务（如空调清洗、理发及其他服务）		✓	✓
垃圾清理服务	✓	✓	✓
水电费代收服务	✓	✓	✓
小区文化活动	✓	✓	✓

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**借助科技力量，拓展物业服务的边界。**邻里邦 APP 是用户获取公司物业管理及社区增值服务的重要渠道，能够提供社区购物、账单支付、智能门禁、投诉报修等服务。2014 年，公司成立控股子公司广州时代邻里邦，专门为社区增值服务开发软件及移动程序。

**图 34、邻里邦 APP 功能**



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

时代邻里（9928.HK）于 2019 年 12 月 19 日在香港联交所通过介绍+IPO 方式分拆上市，未来将独立于地产公司之外，在服务好公司物业以外，将继续提升物管本身品牌，成为一家综合物业管理服务提供商。

## 5、财务分析及盈利预测

### ● 高速增长，派息丰厚

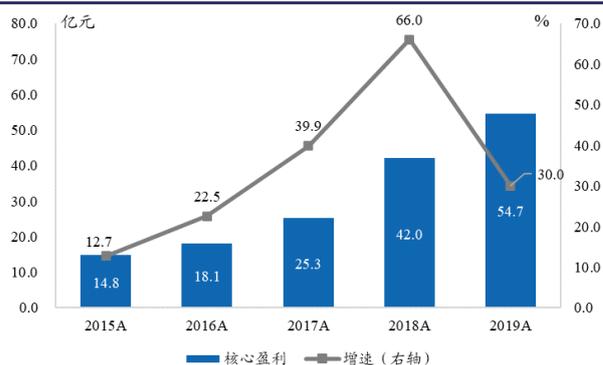
与销售增长同步，公司的业绩也保持高速增长。2019 年营业收入达到 424 亿元，同比增长 23.4%，2017 及 2018 年增速均超过 40%，2015-2019 年营收的复合增速达到 33%。2019 年公司核心净利润为 54.7 亿元，同比增长 30%，2015-2019 年核心净利润的复合增速达到 39%。

图 35、公司的营业收入及增速



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 36、公司的核心净利润及增速

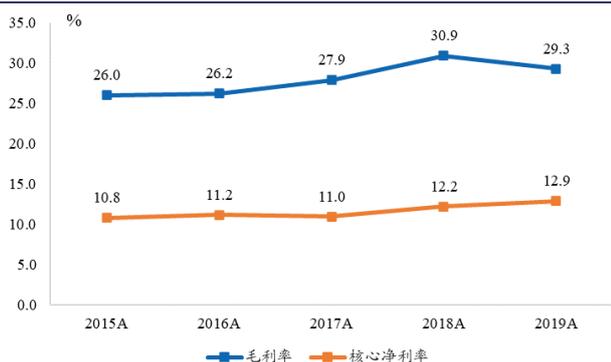


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司的利润率保持稳定，毛利率基本处于 26% 以上，核心净利率超过 12%。2019 年公司的毛利率为 29.3%，核心净利率为 12.9%。随着公司城市更新项目的转化，以及融资成本的下降，公司的利润率有望继续保持当前水平。

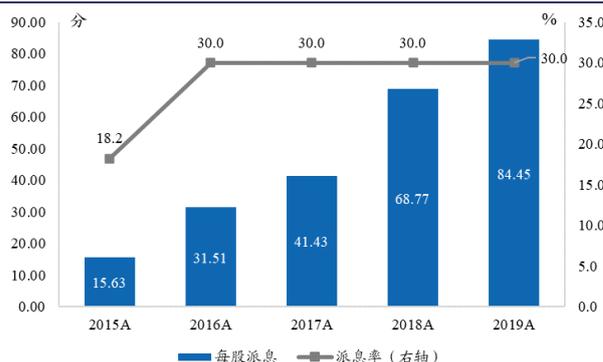
公司保持稳健的派息，从 2016 年以来公司的派息率提升至 30%，2019 年每股派息达到 84.45 分，目前公司股息收益率超过 6%。

图 37、公司的毛利率和核心净利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 38、公司的每股派息和派息率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2019 年公司的管理费用和销售费用率分别为 3.7% 和 2.9%，较 2018 年有所提升，但费用的实际增速与销售增速保持一致，且整体费用率低于行业平均水平。

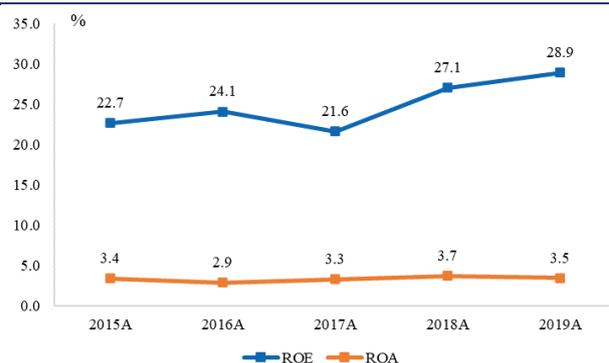
公司的 ROE 逐年回升，从 2015 年的 22.7% 提升至 2019 年的 28.9%。2019 年公司 ROA 为 3.5%。

图 39、公司的销售费用和管理费用



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 40、公司的 ROA 和 ROE



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 通畅的融资渠道，融资成本逐年下降

公司有通畅的融资渠道，且融资成本逐年下降，债务久期优化。目前，公司的主要融资渠道包括境内银行贷款、境内公司债、境外公司债、境外银团贷款，2020 年以来，公司境内外融资都比较通畅，并且受益于流动性充裕，融资成本下降明显，债务久期也拉长。目前三大评级公司穆迪、惠誉、标普给时代中国的信贷评级分别为 Ba3、BB- 和 BB-，国内中诚信和联合信用评级对时代中国的信贷评级为“AAA”。

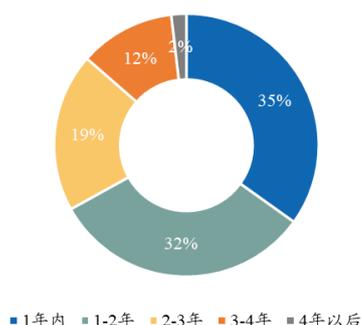
表 9、公司有通畅的融资渠道

发行时间	类型	利率 (%)	金额 (亿元)	货币单位	到期
2015-7-10	公司债	6.75	20	RMB	2020
2016-1-18	公司债	7.88	30	RMB	2019
2017-1-23	优先票据	6.25	3.75	USD	2020
2017-4-26	优先票据	5.75	2.25	USD	2022
2017-9-8	公司债	8.20	11	RMB	2022
2017-9-8	公司债	7.75	5.0	RMB	2020
2017-11-30	优先票据	6.60	3.0	USD	2023
2018-1-17	优先票据	6.25	5.0	USD	2021
2018-6-4	优先票据	7.85	4.5	USD	2021
2018-8-20	公司债	8.40	22	RMB	2021
2018-10-17	公司债	8.40	17	RMB	2021
2018-11-27	优先票据	10.95	3.0	USD	2020
2018-12-7	公司债	7.50	11	RMB	2021
2018-12-7	公司债	8.10	19	RMB	2023
2019-1-24	公司债	7.50	11	RMB	2022
2019-2-20	优先票据	7.625	5.0	USD	2022
2019-6-6	公司债	6.80	5.0	RMB	2024
2019-7-16	优先票据	6.75	4.0	USD	2023
<b>2020-2-25</b>	<b>公司债</b>	<b>6.20</b>	<b>13.15</b>	<b>RMB</b>	<b>2027</b>
		<b>5.00</b>			<b>2025</b>
<b>2020-3-31</b>	<b>公司债</b>	<b>6.30</b>	<b>25</b>	<b>RMB</b>	<b>2027</b>
<b>2020-5-29</b>	<b>公司债</b>	<b>5.24</b>	<b>25</b>	<b>RMB</b>	<b>2025</b>
<b>2020-4-27</b>	<b>优先票据</b>	<b>6.00</b>	<b>2.0</b>	<b>USD</b>	<b>2021</b>

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

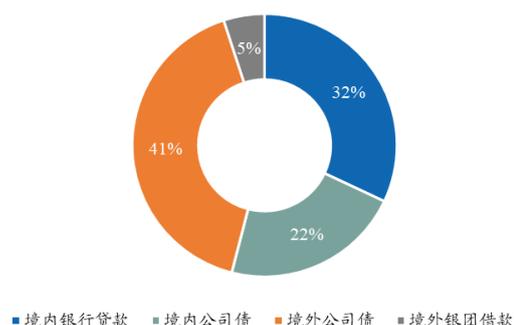
**债务风险可控。**截至 2019 年底，公司总有息负债为 532.6 亿元。从有息负债期限结构来看，其中 186 亿元是一年内到期的流动负债，占有息负债总额的 35%，公司持有现金 293 亿元，债务风险可控。公司的债务久期均匀分布，1-2 年，2-3 年，3-4 年到期的有息负债占比分别为 32%、19% 和 12%。从有息负债类型来看，境内银行贷款和境内公司债占比分别为 32% 和 22%，境外公司债和境外银团贷款分别占比 41% 和 5%，非人民币负债占比高于行业平均水平。

图 41、有息负债期限划分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

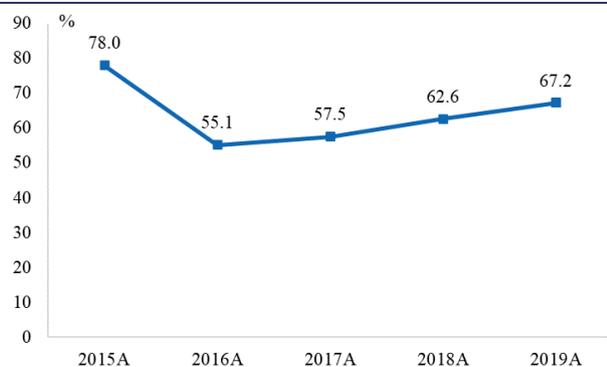
图 42、有息负债融资类型划分



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

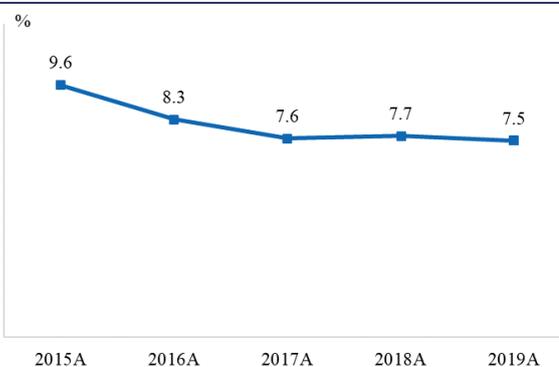
公司保持稳健的财务制度，净负债率低于行业平均水平，2019 年公司的净负债率为 67.2%，低于行业平均水平。近年来，公司不断优化公司的负债结构，平均融资成本逐年降低，2019 年为 7.5%，从公司最新的融资情况来看，融资成本将持续下降。

图 43、公司的净负债率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 44、公司的平均融资成本

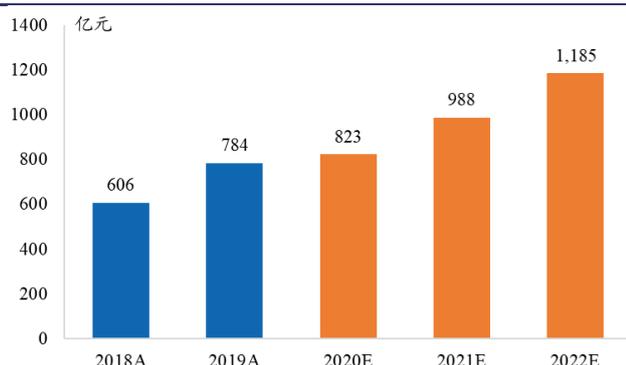


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## ● 盈利预测

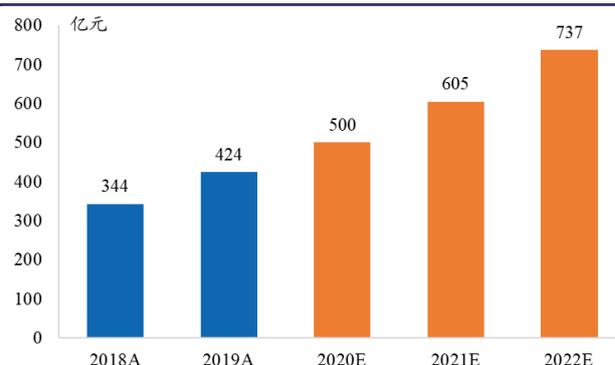
公司可售货值充足，预计未来合约销售保持 15-20% 增长，由于受到疫情影响，公司 2020 年销售目标为 823 亿元，同比增长 5%，我们预计公司 2021/2022 年合同销售增速将恢复至 20%，分别达到 988 亿元和 1185 亿元。我们预计公司未来销售结转速度加快，并且城市更新项目的转化进入常规状况，2020-2022 年营业收入分别为 500 亿元、605 亿元和 737 亿元，分别同比增长 17.9%、20.9% 和 21.8%。

图 45、合约销售预测



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 46、营业收入预测



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

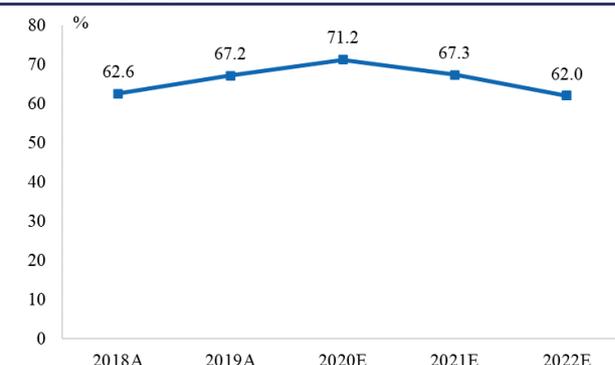
预计公司利润率将保持平稳。2020-2022 年毛利率分别为 29.1%、29.2% 和 29.4%，核心净利率分别为 12.7%、12.8% 和 12.8%。预计公司净负债率进一步下降，2020-2022 年净负债率分别为 71.2%、67.3% 和 62.0%。

图 47、毛利率和核心净利率预测



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 48、净负债率预测



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

下表为我们对公司主要经营指标的预测。

表 10、盈利预测

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	42,433	50,027	60,475	73,674
YOY(%)	23.4	17.9	20.9	21.8
毛利润(百万元)	12,436	14,551	17,677	21,625
核心净利润(百万元)	5,466	6,353	7,722	9,446
YOY(%)	30.0	16.2	21.6	22.3
毛利率(%)	29.3	29.1	29.2	29.4
核心净利润率(%)	12.9	12.7	12.8	12.8
销售费用率(%)	2.9	3.0	3.0	3.0
管理费用率(%)	3.7	3.5	3.4	3.3
每股核心收益(元)	2.87	3.27	3.98	4.86
每股股息(分)	84.45	98.15	119.30	145.93

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 6、估值与评级

我们用绝对估值法（NAV 折让）及相对估值法来对公司进行估值。WACC 折现率的计算方法为：市场的无风险利率为 0.67%（美国十年期国债利率），市场组合的风险溢价为 10%，历年数据参考得 Beta 值为 1.2。债务成本方面，公司财务成本为 7.0%，税率为 25%，公司债务占 70%，权益占比 30%，因此计算得出 WACC 值为 7.48%。

**表 11、WACC 计算**

WACC	
无风险利率	0.67%
市场风险溢价	10.0%
Beta	1.2
股权成本	12.7%
债务成本	7.0%
税率	25.0%
税后债务成本	5.3%
债务/总资本	70.0%
权益/总资本	30.0%
WACC	7.48%

资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

我们计算出公司 NAV 为 24.60 港元，目前股价 16.20 港元，相对于 NAV 折让 34%。

**表 12、NAV 计算**

类型	百万人民币	百万港币	每股(港元)	占比
开发物业	59,559	66,176	34.08	89%
投资物业	7,423	8,248	4.25	11%
总资产	66,982	74,424	38.33	
减去：				
净负债	23,981	26,646	13.72	
净资产	43,000	47,778	24.60	
总股数（百万股）	1,942			
每股 NAV	22.14	24.60		
当前股价		16.20		
折让		34%		

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

基于前文的分析，我们认为时代地产深耕粤港澳大湾区，重仓广州和佛山，土地储备充足，销售保持高速增长。特别对于城市更新业务的储备，在政策支持下加速转化，未来将为公司带来优质的土储。我们首次评级覆盖公司给予“买入”评级，目标价 20.00 港元，基于 2020/2021 年 5.5 倍和 4.5 倍 PE，较公司的 NAV 折让 19%，较当前股价还有 23% 的上升空间。

表 13、行业估值表（截止 20200703）

代码	公司	股价 (港元)	市值 (亿港元)	EPS			PE			PB	息率 (%)	ROE (%)
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A		
<b>1233.HK</b>	<b>时代中国</b>	<b>16.20</b>	<b>315</b>	<b>2.87</b>	<b>3.27</b>	<b>3.98</b>	<b>5.1</b>	<b>4.5</b>	<b>3.7</b>	<b>1.1</b>	<b>7.7</b>	<b>29</b>
0081.HK	中海宏洋	4.90	168	0.97	1.26	1.52	4.5	3.5	2.9	0.7	5.6	18
<b>0123.HK</b>	<b>越秀地产</b>	<b>1.50</b>	<b>232</b>	<b>0.24</b>	<b>0.31</b>	<b>0.38</b>	<b>5.6</b>	<b>4.4</b>	<b>3.6</b>	<b>0.5</b>	<b>6.9</b>	<b>9</b>
0337.HK	绿地香港	2.72	76	0.89	1.07	1.28	2.8	2.3	1.9	0.5	8.8	20
0604.HK	深圳控股	2.64	233	0.48	0.57	0.68	5.0	4.2	3.5	0.5	7.7	9
0688.HK	中国海外发展	25.55	2799	3.80	4.06	4.66	6.1	5.7	4.9	0.9	3.9	16
<b>0813.HK</b>	<b>世茂集团</b>	<b>34.65</b>	<b>1226</b>	<b>3.18</b>	<b>3.72</b>	<b>4.53</b>	<b>9.8</b>	<b>8.4</b>	<b>6.9</b>	<b>1.4</b>	<b>4.8</b>	<b>17</b>
<b>0817.HK</b>	<b>中国金茂</b>	<b>6.10</b>	<b>718</b>	<b>0.53</b>	<b>0.63</b>	<b>0.77</b>	<b>10.3</b>	<b>8.6</b>	<b>7.1</b>	<b>1.4</b>	<b>4.5</b>	<b>17</b>
<b>0884.HK</b>	<b>旭辉控股</b>	<b>7.08</b>	<b>575</b>	<b>0.88</b>	<b>1.03</b>	<b>1.25</b>	<b>7.2</b>	<b>6.2</b>	<b>5.1</b>	<b>1.3</b>	<b>6.9</b>	<b>23</b>
<b>0960.HK</b>	<b>龙湖集团</b>	<b>38.65</b>	<b>2317</b>	<b>2.66</b>	<b>3.18</b>	<b>3.84</b>	<b>13.1</b>	<b>10.9</b>	<b>9.1</b>	<b>2.2</b>	<b>3.5</b>	<b>21</b>
<b>1030.HK</b>	<b>新城发展</b>	<b>7.55</b>	<b>469</b>	<b>1.32</b>	<b>1.52</b>	<b>1.75</b>	<b>5.1</b>	<b>4.5</b>	<b>3.9</b>	<b>1.5</b>	<b>5.1</b>	<b>35</b>
<b>1109.HK</b>	<b>华润置地</b>	<b>32.45</b>	<b>2314</b>	<b>3.11</b>	<b>3.39</b>	<b>3.80</b>	<b>9.4</b>	<b>8.6</b>	<b>7.7</b>	<b>1.1</b>	<b>3.8</b>	<b>18</b>
<b>1238.HK</b>	<b>宝龙地产</b>	<b>5.41</b>	<b>224</b>	<b>0.67</b>	<b>0.87</b>	<b>1.11</b>	<b>7.3</b>	<b>5.6</b>	<b>4.4</b>	<b>0.5</b>	<b>8.6</b>	<b>14</b>
1628.HK	禹洲地产	3.68	192	0.71	0.87	1.03	4.7	3.8	3.2	0.6	12.7	17
1777.HK	花样年控股	1.81	104	0.15	0.17	0.20	10.8	9.3	8.1	0.5	4.0	7
1813.HK	合景泰富	14.68	466	3.09	2.10	2.59	4.3	6.3	5.1	0.9	7.3	30
<b>1908.HK</b>	<b>建发国际</b>	<b>13.08</b>	<b>154</b>	<b>1.99</b>	<b>2.78</b>	<b>3.70</b>	<b>5.9</b>	<b>4.2</b>	<b>3.2</b>	<b>1.6</b>	<b>7.4</b>	<b>26</b>
<b>1918.HK</b>	<b>融创中国</b>	<b>38.35</b>	<b>1787</b>	<b>5.99</b>	<b>6.62</b>	<b>7.75</b>	<b>5.8</b>	<b>5.2</b>	<b>4.5</b>	<b>1.6</b>	<b>4.1</b>	<b>37</b>
1966.HK	中骏集团	3.79	159	0.85	0.99	1.14	4.0	3.4	3.0	0.7	7.3	21
<b>2007.HK</b>	<b>碧桂园</b>	<b>10.38</b>	<b>2270</b>	<b>1.88</b>	<b>2.18</b>	<b>2.47</b>	<b>5.0</b>	<b>4.3</b>	<b>3.8</b>	<b>1.2</b>	<b>6.7</b>	<b>29</b>
2772.HK	中梁控股	5.70	204	1.17	1.29	1.58	4.4	4.0	3.2	2.1	8.6	68
2777.HK	富力地产	9.59	335	3.00	3.06	3.35	2.9	2.8	2.6	0.4	15.2	13
3301.HK	融信中国	7.55	129	1.87	2.23	2.65	3.6	3.0	2.6	0.7	7.8	22
3377.HK	远洋集团	2.05	156	0.35	0.45	0.58	5.3	4.1	3.2	0.3	7.0	5
<b>3380.HK</b>	<b>龙光集团</b>	<b>14.94</b>	<b>825</b>	<b>1.83</b>	<b>2.20</b>	<b>2.66</b>	<b>7.4</b>	<b>6.1</b>	<b>5.1</b>	<b>1.7</b>	<b>7.0</b>	<b>36</b>
3383.HK	雅居乐集团	9.88	387	1.94	2.01	2.23	4.6	4.4	4.0	0.6	12.3	18
<b>3883.HK</b>	<b>中国奥园</b>	<b>10.98</b>	<b>297</b>	<b>1.56</b>	<b>2.34</b>	<b>2.88</b>	<b>6.3</b>	<b>4.2</b>	<b>3.4</b>	<b>1.4</b>	<b>6.8</b>	<b>31</b>
3900.HK	绿城中国	8.93	223	0.55	0.63	0.76	14.6	12.7	10.6	0.5	4.5	9
3990.HK	美的置业	20.60	253	3.61	4.15	4.98	5.1	4.5	3.7	1.1	8.5	24
6158.HK	正荣地产	5.15	225	0.59	0.68	0.81	7.9	6.8	5.7	1.1	2.1	17
	<b>平均</b>						<b>6.5</b>	<b>5.6</b>	<b>4.6</b>	<b>1.0</b>	<b>6.9</b>	<b>21.9</b>

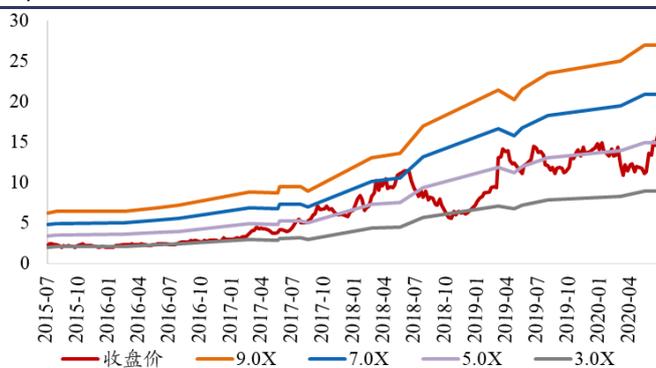
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

\*黑体部分为兴业证券预测，其余为 Wind 一致预期

截止目前，港股地产板块对应 2019-2021 年的平均估值为 6.5/5.6/4.6 倍 PE，时代中国的估值低于行业平均水平。

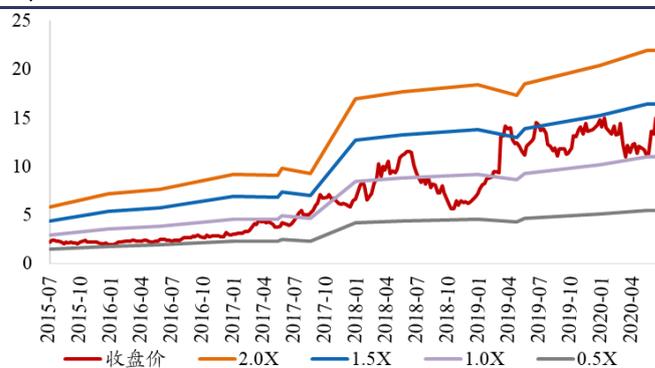
公司的 PE-Band 及 PB-Band, 目前均运行于历史平均水平。

图 49、PE-Band



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 50、PB-Band



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 7、风险提示

宏观经济增长放缓；行业调控政策加严；流动性收紧；公司销售不及预期；人民币贬值；城市更新项目进展不及预期。

## 附表

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>141,256</b>	<b>157,183</b>	<b>176,862</b>	<b>202,295</b>
现金	25,875	26,966	28,578	29,589
存货	61,461	69,561	77,814	89,741
应收账款	37,932	44,667	54,482	66,977
其他应收款	10,298	10,298	10,298	10,298
其他流动资产	5,691	5,691	5,691	5,691
<b>非流动资产</b>	<b>19,842</b>	<b>19,842</b>	<b>19,842</b>	<b>19,842</b>
物业、厂房及设备	1,096	1,096	1,096	1,096
土地使用权	138	138	138	138
投资物业	3,489	3,489	3,489	3,489
于联营/合营公司的权益	10,107	10,107	10,107	10,107
其他非流动资产	3,333	3,333	3,333	3,333
递延税项资产	1,679	1,679	1,679	1,679
<b>资产总计</b>	<b>161,098</b>	<b>177,024</b>	<b>196,704</b>	<b>222,137</b>
<b>流动负债</b>	<b>88,002</b>	<b>96,076</b>	<b>107,857</b>	<b>125,075</b>
短期借款	18,598	21,598	23,598	25,598
应付账款	35,809	39,418	47,553	57,833
应付税项	7,014	7,014	7,014	7,014
合同负债	21,579	23,044	24,690	29,628
其他流动负债	5,002	5,002	5,002	5,002
<b>非流动负债</b>	<b>37,391</b>	<b>40,391</b>	<b>42,391</b>	<b>43,391</b>
长期借款	34,663	37,663	39,663	40,663
长期应付款	1,309	1,309	1,309	1,309
递延所得税负债	1,419	1,419	1,419	1,419
<b>负债合计</b>	<b>125,394</b>	<b>136,468</b>	<b>150,249</b>	<b>168,467</b>
股本	155	155	155	155
储备	18,933	23,380	28,785	35,397
少数股东权益	16,617	17,023	17,516	18,118
<b>股东权益合计</b>	<b>35,704</b>	<b>40,557</b>	<b>46,455</b>	<b>53,670</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>161,098</b>	<b>177,024</b>	<b>196,704</b>	<b>222,137</b>

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
税前利润	10,339	12,288	14,936	18,270
折旧和摊销	156	0	0	0
利息收入	285	298	312	325
融资成本	1,011	1,052	1,119	1,154
所得税开支	1,973	5,530	6,721	8,222
营运资金的变动	(2,601)	(9,761)	(8,287)	(9,203)
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>789</b>	<b>(3,003)</b>	<b>(72)</b>	<b>845</b>
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>(14,242)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>15,779</b>	<b>4,094</b>	<b>1,683</b>	<b>166</b>
现金净变动	2,325	1,091	1,611	1,011
现金的期初余额	23,374	25,875	26,966	28,578
现金的期末余额	<b>25,875</b>	<b>26,966</b>	<b>28,578</b>	<b>29,589</b>

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>42,433</b>	<b>50,027</b>	<b>60,475</b>	<b>73,674</b>
成本	29,998	35,476	42,798	52,050
销售费用	1,501	1,814	2,210	2,714
管理费用	1,751	2,056	2,431	2,894
财务费用	1,052	1,119	1,154	1,186
其它收益	1,332	1,644	1,969	2,302
<b>营业利润</b>	<b>10,141</b>	<b>12,131</b>	<b>14,846</b>	<b>18,215</b>
投资收益	1,209	1,209	1,209	1,209
其它经营开支	500	605	737	905
<b>税前盈利</b>	<b>10,339</b>	<b>12,288</b>	<b>14,936</b>	<b>18,270</b>
所得税	4,779	5,530	6,721	8,222
税后盈利	5,560	6,758	8,215	10,049
少数股东损益	348	405	493	603
<b>核心净利润</b>	<b>5,466</b>	<b>6,353</b>	<b>7,722</b>	<b>9,446</b>
<b>核心 EPS (元)</b>	<b>2.87</b>	<b>3.27</b>	<b>3.98</b>	<b>4.86</b>

## 主要财务比率

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长性(%)</b>				
营业收入增长率	23.4	17.9	20.9	21.8
营业利润增长率	24.0	18.8	21.6	22.3
核心净利润增长率	30.0	16.2	21.6	22.3
<b>盈利能力(%)</b>				
毛利率	29.3	29.1	29.2	29.4
核心净利率	12.9	12.7	12.8	12.8
ROE	28.9	29.8	29.4	29.3
<b>偿债能力</b>				
净资产负债率(%)	67.2	71.2	67.3	62.0
流动比率	1.6	1.6	1.6	1.6
速动比率	0.9	0.9	0.9	0.9
<b>营运能力(次)</b>				
资产周转率	0.26	0.28	0.31	0.33
应收帐款周转率	1.12	1.12	1.11	1.10
<b>每股资料(元)</b>				
每股核心收益	2.87	3.27	3.98	4.86
每股净资产	9.83	12.12	14.90	18.31
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	5.1	4.5	3.7	3.0
PB	1.5	1.2	1.0	0.8

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyqz.com.cn](http://www.xyqz.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、云能国际股份有限公司、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。分析中所做的回报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。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。