

恆盛地產 (845 HK, HK\$1.06, 目標價: HK\$1.35, 買入) — 注意短期負債

- ❖ **中期純利下降 82%。**2012 年上半年收入下降 43.6% 至 13.4 億元(人民幣·下同)，同期淨利潤下跌 82.2% 至 1.66 億元。交付面積減少 62.1% 至 85,688 平方米，但入賬的均價上升 48.9% 至每平方米 15,663 元。毛利率從 2011 年上半年的 49.5% 收窄至 2012 年上半年的 41.2%。此外，投資物業公平值收益從 2011 年上半年的 7.1 億元下降到期內的 4600 萬元。撇除此收益，2012 年上半年基本盈利下跌 67.2% 至 1.32 億元。
- ❖ **疲弱的物業銷售。**2012 年的 1-7 月的合約銷售額下降了 16.1% 至 67 億元，同期合同銷售面積同比下降 9.6% 至 81 萬平方米。截至七月底，恆盛地產完成全年目標 130 億元的 51.5%。公司計劃在 2012 年下半年推出 20 個項目銷售，其中 3 個為新盤，物業面積共 150 萬平方米。由於在 2012 年上半年的銷售比率為 65%，公司有信心完成全年銷售目標。
- ❖ **在 13 個城市中的 31 個項目的總土地儲備達 1810 萬平方米。**公司在浙江省嘉興市收購新項目，總建築面積 22 萬平方米。現在，恆盛地產擁有的土地儲備總建築面積共 1810 萬平方米，其中 19.6% 是在一線城市，餘下的 80.4% 位於二、三線城市。每平方米樓面價為 1,339 元，或為 2012 年上半年入賬均價的 8.5%。恆盛地產在 2012 年上半年完成 2 個項目，建築面積為 7.2 萬平方米。公司計劃在 2012 年下半年竣工住宅物業達 147 萬平方米，將可推動 2012 年下半年盈利。
- ❖ **謹慎對待債務到期。**淨負債比率從 2011 年底的 68.8% 輕微上升至 2012 年 6 月的 69.2%，槓桿情況可以接受。然而，截至 2012 年 6 月 30 日的短期債務佔借貸總額 153 億元 65%。另一方面，同期手頭現金為 34 億元，我們對短期債務的償還能力有點擔心。因此，恆盛地產必須努力改善的債務到期的問題。
- ❖ **較低的估值已反映不確定因素。**於 2012 年 6 月，約 130 億元的物業已預售仍待入賬。在考慮 2012 年的投資物業重估收益 4600 萬元及資產負債表項目的細微變化，我們分別修改 2012-14 年盈利預測 1.2%/-0.3%/-0.6% 至 17.6 億元、31.0 億元及 31.8 億元。我們估計至 2012 年底的資產淨值每股 6.77 港元。雖然我們對短期債務問題和 2012 年下半年的竣工計劃謹慎看待，但與資產淨值折讓 84.3% 的估值已反映不確定因素。我們的目標價從 1.34 港元調整至 1.35 港元，較資產淨值折讓 80%。升值潛力為 27.7%。上調評級至買入。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
營業額 (百萬人民幣)	7,114	9,585	9,899	18,038	19,602
淨利潤 (百萬人民幣)	3,609	2,216	1,763	3,103	3,183
每股收益 (人民幣)	0.463	0.284	0.226	0.398	0.408
每股收益變動 (%)	21.4	(38.6)	(20.4)	76.0	2.6
市盈率(x)	1.9	3.1	3.8	2.2	2.1
市帳率(x)	0.5	0.4	0.3	0.3	0.2
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
權益收益率 (%)	24.4	13.0	9.0	13.2	11.6
淨財務槓杆率 (%)	53.8	68.8	54.8	39.5	32.9

來源: 公司及招銀國際研究部

恆盛地產 (845 HK)

評級	買入
收市價	HK\$1.06
目標價	HK\$1.35
市值 (港幣百萬)	8,260
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	18.8
52 周高/低 (港幣)	1.86/0.97
發行股數 (百萬)	7,793
主要股東	張志熔(68.2%)

來源: 彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-20.5%	-22.6%
3 月	-5.4%	-9.0%
6 月	-39.3%	-35.0%

來源: 彭博

過去一年股價


來源: 彭博

利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入	7,114	9,585	9,899	18,038	19,602
物業發展	7,110	9,585	9,899	18,038	19,602
物業投資	-	-	-	-	-
其他	4	-	-	-	-
銷售成本	(3,695)	(5,788)	(6,353)	(10,998)	(12,040)
毛利	3,419	3,797	3,545	7,040	7,563
銷售費用	(197)	(241)	(238)	(397)	(470)
行政費用	(421)	(436)	(445)	(541)	(647)
其他收益	795	257	135	153	166
息稅前收益	3,596	3,377	2,998	6,255	6,611
融資成本	(4)	(3)	(17)	(16)	(15)
聯營公司	(49)	(4)	(3)	-	-
特殊收入	2,419	650	46	-	-
稅前利潤	5,962	4,021	3,024	6,240	6,596
所得稅	(2,353)	(1,812)	(1,259)	(3,113)	(3,320)
非控制股東權益	(0)	7	(2)	(24)	(93)
淨利潤	3,609	2,216	1,763	3,103	3,183
核心淨利潤	1,769	1,708	1,729	3,103	3,183

來源: 公司及招銀國際研究部

資產負債表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
非流動資產	8,037	11,591	12,762	13,831	15,761
物業、廠房及設備	574	723	1,030	1,080	1,200
投資物業	7,223	8,558	9,200	10,000	11,500
聯營公司	36	2,000	2,200	2,400	2,700
無形資產	3	3	2	1	1
其他	201	308	330	350	360
流動資產	34,289	39,113	42,302	43,906	48,759
現金及現金等價物	5,835	3,166	4,552	4,206	5,459
應收貿易款項	7,673	9,942	10,500	11,200	12,800
存貨	1,903	-	-	-	-
關連款項	18,787	25,798	27,000	28,200	30,200
其他	90	206	250	300	300
流動負債	18,024	25,283	26,100	24,300	25,500
借債	6,006	9,304	8,800	6,500	6,000
應付貿易賬款	9,023	11,667	13,000	13,500	15,200
應付稅項	2,994	4,312	4,300	4,300	4,300
關連款項	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	9,010	7,077	8,050	8,600	10,180
借債	7,798	5,601	6,500	7,000	8,500
遞延稅項	1,212	1,476	1,550	1,600	1,680
其他	-	-	-	-	-
少數股東權益	493	1,294	1,300	1,320	1,340
淨資產總值	14,799	17,051	19,614	23,517	27,500
股東權益	14,799	17,051	19,614	23,517	27,500

來源: 公司及招銀國際研究部

現金流量表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
息稅前收益	3,596	3,377	2,998	6,255	6,611
折舊和攤銷	12	20	19	26	27
營運資金變動	(9,698)	(6,986)	(1,511)	(1,900)	(3,200)
稅務開支	(333)	(337)	(1,219)	(3,083)	(3,250)
其他	(915)	309	691	121	891
經營活動所得現金淨額	(7,337)	(3,617)	977	1,420	1,079
購置固定資產	(261)	(1,498)	(968)	(876)	(1,647)
聯營公司	-	(61)	(200)	(200)	(300)
其他	19	145	96	109	121
投資活動所得現金淨額	(242)	(1,413)	(1,071)	(966)	(1,826)
股份發行	-	-	-	-	-
淨銀行借貸	7,019	1,100	396	(1,800)	1,000
股息	(234)	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	6,785	1,100	396	(1,800)	1,000
現金增加淨額	(794)	(3,930)	302	(1,346)	253
年初現金及現金等價物	5,013	4,151	1,021	2,123	1,777
匯兌	(67)	800	800	1,000	1,000
年末現金及現金等價物	4,151	1,021	2,123	1,777	3,030
受限制現金	1,684	2,145	2,429	2,429	2,429
資產負債表的現金	5,835	3,166	4,552	4,206	5,459

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年結: 12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
銷售組合 (%)					
物業發展	99.9	100.0	100.0	100.0	100.0
物業投資	-	-	-	-	-
其他	0.1	-	-	-	-
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	48.1	39.6	35.8	39.0	38.6
稅前利率	83.8	41.9	30.6	34.6	33.6
淨利潤率	50.7	23.1	17.8	17.2	16.2
核心淨利潤率	24.9	17.8	17.5	17.2	16.2
有效稅率	39.5	45.1	41.6	49.9	50.3
資產負債比率					
流動比率 (x)	15.3	34.7	3.3	82.2	8.7
速動比率 (x)	15.1	11.1	(6.6)	98.6	7.4
平均應收賬款周轉天數	393.7	378.6	387.2	226.6	238.3
平均應付帳款周轉天數	891.4	735.7	746.8	448.1	460.8
平均存貨周轉天數	1,855.9	1,626.8	1,551.1	935.9	915.6
總負債/ 權益比率 (%)	93.3	87.4	78.0	57.4	52.7
淨負債/ 權益比率 (%)	53.8	68.8	54.8	39.5	32.9
回報率 (%)					
資本回報率	24.4	13.0	9.0	13.2	11.6
資產回報率	8.5	4.4	3.2	5.4	4.9
每股數據					
每股盈利 (人民幣)	0.463	0.284	0.226	0.398	0.408
每股股息 (人民幣)	-	-	-	-	-
每股賬面值 (人民幣)	1.90	2.19	2.52	3.02	3.53

來源: 公司及招銀國際研究部

高鑫零售 (6808 HK, HK\$9.75, 目標價：HK\$8.71，持有) – 中期稅後利潤 同比增長 29.3%

- ❖ **中期淨利潤增 75.1%**。上半年公司經營狀況穩健，營業額同比增長 14.4% 至 394 億元(人民幣，下同)，其中租金收入增長 26.8%。由於規模效應提升，毛利率由去年同期的 19.9% 上升 0.6 個百分點至 20.5%。門店運營成本和行政費用分別增長 16.5% 和 21%。淨利率同比提升 0.5 個百分點至 3.7%，稅後利潤同比增長 29.3%。由於去年 5 月份發行新股並收購了子公司部分少數股東權益，股東應佔盈利同比增長 75.1% 至 13.7 億元。
- ❖ **上半年新開店 10 間，同店銷售增 4.3%**。繼去年下半年新開 32 間店後，今年上半年公司繼續新開店 10 間，總門店數增至 240 間。同店銷售額增速放緩至 4.3%，但仍高於同期 CPI 指數。由於去年下半年償還大量貸款，今年上半年財務費用大幅下降 85.7% 至 600 萬元。公司繼續低槓杆運作，截止 6 月底，有息負債額較年初增加 2.06 億元至 4.05 億元，付息負債率僅為 1.1%。
- ❖ **現金流穩健，槓杆率可能擴大**。上半年存貨周轉天數增 8 天至 48 天，貿易應付款周轉天數增 4 天至 76 天，現金流循環仍然穩健。經營活動現金流同比增長 7.5% 至 28.8 億元，同期資本開支為 15.8 億元(新開店 10 間)。截止 6 月底手持現金下降 15.7 億元至 59.5 億元。按照公司規劃，下半年將新開店 40 間左右，資金壓力增大。在目前降息週期下，我們估計公司可能採取擴大槓杆率手段來完成擴張目標，未來財務費用可能增加。
- ❖ **公司在內地大賣場經營者中，戰略鮮明、管理有效，旗下大賣場培育期相對較短，盈利能力較強，具有優秀的內生和外部增長能力。目前股價對應 2012/2013 年 33.9/28.7 倍市盈率，公司股價與同業相比享有較高估值溢價。我們維持高鑫零售“持有”評級及 8.71 港元的目標價，對應 1.2 倍 PEG 以及 2012/2013 年 30.2/25.8 倍市盈率。**

高鑫零售 (6808 HK)

評級	持有
收市價	HK\$9.75
目標價	HK\$8.71
市值 (港幣百萬)	93,012
過去 3 月平均交易 (港幣百萬)	78
52 周高/低 (港幣)	12.06/7.80
發行股數 (百萬股)	9,540
主要股東	Mulliez 家族(60.7%)

來源：彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	9.8%	6.8%
3 月	2.5%	-3.3%
6 月	-9.2%	-1.2%

來源：彭博

過去一年股價



來源：彭博

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
營業額 (人民幣百萬元)	56,168	68,084	81,332	98,953	119,677
淨利潤 (人民幣百萬元)	1,031	1,600	2,233	2,622	3,140
每股收益 (人民幣)	0.19	0.20	0.23	0.27	0.33
每股收益變動 (%)	27.1	9.3	14.2	17.4	19.8
市盈率(x)	44.0	38.6	33.9	28.7	23.6
市帳率(x)	10.3	4.1	4.4	3.8	3.3
股息率 (%)	-	1.0	1.2	1.4	1.7
權益收益率 (%)	24.5	16.4	13.7	14.0	14.6
淨財務槓杆率 (%)	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash

來源：公司及招銀國際研究部

損益表

年結：12月31日(人民幣百萬元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
營業額	56,168	68,084	81,332	98,953	119,677
- 銷售收入	54,924	66,540	79,510	96,839	117,246
- 租金收入	1,244	1,544	1,822	2,113	2,430
銷售成本	(45,200)	(54,227)	(64,822)	(78,865)	(95,382)
毛利	10,968	13,857	16,510	20,087	24,294
運營成本	(7,289)	(9,516)	(11,467)	(14,047)	(16,997)
管理費用	(1,479)	(1,849)	(2,182)	(2,618)	(3,116)
其他收入	274	414	462	484	513
息稅前利潤	2,474	2,906	3,323	3,906	4,695
財務費用	(83)	(90)	(13)	(19)	(39)
稅前利潤	2,391	2,816	3,311	3,888	4,656
所得稅	(777)	(831)	(960)	(1,127)	(1,350)
少數股東權益	(583)	(385)	(118)	(138)	(165)
淨利潤	1,031	1,600	2,233	2,622	3,140

來源：公司，招銀國際研究部

主要財務比率

年結：12月31日	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
收入構成 (%)					
- 銷售收入	97.8	97.7	97.8	97.9	98.0
- 租金收入	2.2	2.3	2.2	2.1	2.0
盈虧比率 (%)					
毛利率	19.5	20.4	20.3	20.3	20.3
經營利潤率	4.4	4.3	4.1	3.9	3.9
淨利潤率	1.8	2.4	2.7	2.6	2.6
有效稅率	32.5	29.5	29.0	29.0	29.0
成長性 (%)					
營業額增速	23.7	21.2	19.5	21.7	20.9
毛利增速	27.8	26.3	19.1	21.7	20.9
息稅前利潤增速	26.7	17.5	14.4	17.5	20.2
淨利潤增速	27.1	55.2	39.6	17.4	19.8
資產負債表比率					
流動比率 (倍)	0.6	0.8	0.8	0.7	0.7
速動比率 (倍)	0.3	0.4	0.4	0.3	0.3
應收賬款周轉天數	0.6	1.0	1.0	1.0	1.0
應付賬款周轉天數	89.8	96.3	96.3	96.3	96.3
存貨周轉天數	50.6	59.4	63.2	62.6	62.7
總負債 / 權益比率 (%)	60.6	1.9	1.6	2.5	4.1
淨負債 / 權益比率 (%)	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash	Net Cash
回報率指標 (%)					
權益回報率	24.5	16.4	13.7	14.0	14.6
總資產回報率	3.9	4.5	5.0	5.0	6.0
每股數據					
每股收益 (人民幣)	0.188	0.205	0.234	0.275	0.329
每股淨資產 (人民幣)	0.801	1.939	1.821	2.096	2.425
每股股息 (港元)	-	0.100	0.120	0.140	0.161

來源：公司，招銀國際研究部

資產負債表

年結：12月31日(人民幣百萬元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
非流動資產	15,651	19,754	24,814	30,386	36,494
固定資產	14,814	19,015	24,045	29,590	35,670
遞延稅資產	168	197	227	254	282
無形資產	109	109	109	109	109
貿易及其他應收款	560	433	433	433	433
流動資產	14,202	21,592	22,865	25,790	29,773
存貨	7,383	10,259	12,200	14,843	17,951
貿易及其他應收款	3,307	3,749	4,453	5,492	6,642
受限存款	50	67	67	67	67
現金及等價物	3,462	7,517	6,145	5,389	5,113
流動負債	22,695	25,699	29,753	35,470	42,128
銀行貸款及透支	2,401	199	199	318	573
貿易及其他應付款	20,050	25,162	29,170	34,701	41,014
應繳稅款	244	338	384	451	540
非流動負債	338	130	130	230	430
銀行貸款	181	-	-	100	300
其他金融負債	87	85	85	85	85
遞延稅負債	70	45	45	45	45
少數股東權益	2,417	378	423	483	574
淨資產	4,403	15,139	17,372	19,994	23,135
股東權益	4,403	15,139	17,372	19,994	23,135

來源：公司，招銀國際研究部

現金流量表

年結：12月31日(人民幣百萬元)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
稅前利潤	2,391	2,816	3,311	3,888	4,656
折舊和攤銷	1,185	1,530	1,836	2,093	2,344
財務費用	83	90	13	19	39
利息收入	(50)	(92)	(80)	(65)	(60)
其他	5	28	15	15	15
經營利潤	3,614	4,372	5,094	5,949	6,995
存貨變動	(2,237)	(2,876)	(1,941)	(2,643)	(3,109)
貿易及其他應收款變動	(427)	(658)	(704)	(1,039)	(1,150)
貿易及其他應付款變動	4,551	5,717	4,008	5,531	6,314
受限存款	81	-	-	-	-
已繳稅款	(684)	(791)	(914)	(1,060)	(1,261)
經營活動淨現金流	4,898	5,764	5,543	6,738	7,788
利息收入	50	92	80	65	60
固定資產購置	(3,807)	(5,358)	(5,840)	(6,424)	(7,002)
其他	14	3	-	-	-
投資活動淨現金流	(3,743)	(5,263)	(5,760)	(6,359)	(6,942)
股息支付	(495)	(1,837)	(1,143)	(1,335)	(1,537)
股權融資	127	7,816	-	-	-
銀行貸款淨額變動	(195)	(2,157)	-	219	455
已付利息	(83)	(90)	(13)	(19)	(39)
其他	42.0	(2.0)	-	-	-
融資活動淨現金流	(604)	3,730	(1,155)	(1,135)	(1,122)
淨現金流	551	4,231	(1,372)	(756)	(276)
期初現金	2,685	3,281	7,517	6,145	5,389
匯率影響	45	5	-	-	-
期末現金	3,281	7,517	6,145	5,389	5,113

來源：公司，招銀國際研究部

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-15%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 15%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受標的資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合 1986 年英國金融服務法案(投資廣告)(豁免)(第 2 號)第 11(3)條 1995 年修正案規定範圍的個人，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。