

**恆盛地產 (845 HK, HK\$1.38, 目標價：HK\$1.08, 賣出) — 聖誕前的壞消息**

- ❖ **盈利警告。**在我們於 2012 年 12 月 12 日出版的報告「難以實現的目標」，我們懷疑恆盛地產能否實現其全年銷售目標。2012 年的全年銷售目標為 130 億元(人民幣·下同)，至 11 月，公司完成了 79.6% 的 2012 年的銷售目標。恆盛地產上週五發佈了盈利警告。公司預期 2012 年盈利顯著減少，主要因為部份配套工程的延誤及交付項目的組合變動所致。
- ❖ **疲弱的合同銷售。**雖然尚海灣的銷售如期進行及在 12 月推出，我們害怕因為高企的銷售價格(即平均售價為每平方米 62,500 元)拖慢其銷售步伐。物業銷售從 7 至 11 月出現了連續 5 個月環比下降，我們並不樂觀恆盛地產在 12 月的銷售。我們預計全年的合同銷售額為 110 億元，較銷售目標少 20 億元，或比 2011 年銷售的 133 億元下降 17.4%。
- ❖ **削減 2012 年盈利預測 31%。**我們削減 2012 年交付總建築面積的預測從 117 萬平方米下調至 82 萬平方米，同時 2013 年的交付總建築面積的預測從 151 萬平方米下調至 145 萬平方米。因此，我們調低 2012 年盈利預測 31.0% 至 12.16 億元，2013 年的盈利預測調低 11.6% 至 27.45 億元，2014 年的盈利預測調低 2.4% 至 31.08 億元。
- ❖ **由於銷售欠佳，資產負債表惡化。**因為合約銷售速度低於預期，我們恐怕資產負債表將會惡化。我們預計淨負債比率從一年前的 68.8% 上升至 2012 年的 75.0%。
- ❖ **估值偏低，但仍會持續。**我們將 2013 年底資產淨值預測從每股 7.89 港元下調至每股 7.20 港元。目標價從 1.35 港元下降至 1.08 港元，較資產淨值折讓 85%。我們認為其估值 7.2 倍 2012 年市盈率、3.2 倍 2013 年市盈率及較資產淨值折讓 80.8% 並不昂貴。然而除非我們看到恆盛地產的銷售增速，我們擔心其偏低的估值將維持一段時間。股價潛在下跌空間為 21.8%。評級下調至「賣出」。

**恆盛地產 (845 HK)**

評級	賣出
收市價	HK\$1.38
目標價	HK\$1.08
市值(港幣百萬)	10,754
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	17.1
52 周高/低(港幣)	1.86/1.0
發行股數(百萬)	7,793
主要股東	張志培 (68.4%)

來源: 彭博

**股價表現**

	絕對	相對
1 月	19.0%	13.8%
3 月	29.0%	18.8%
6 月	16.0%	-2.1%

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(百萬人民幣)	7,114	9,585	6,542	16,501	20,307
淨利潤(百萬人民幣)	3,609	2,216	1,216	2,745	3,108
每股收益(人民幣)	0.463	0.284	0.156	0.352	0.399
每股收益變動(%)	21.4	(38.6)	(45.1)	125.6	13.2
市盈率(x)	2.4	4.0	7.2	3.2	2.8
市帳率(x)	0.6	0.5	0.5	0.4	0.3
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
權益收益率(%)	24.4	13.0	6.4	12.1	11.7
淨財務槓杆率(%)	53.8	68.8	75.0	61.9	55.1

來源: 公司及招銀國際研究部

## 利潤表

年結: 12月31日 (百萬人民幣)	FY10A	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E
<b>收入</b>	<b>7,114</b>	<b>9,585</b>	<b>6,542</b>	<b>16,501</b>	<b>20,307</b>
物業發展	7,110	9,585	6,542	16,501	20,307
物業投資	-	-	-	-	-
其他	4	-	-	-	-
銷售成本	(3,695)	(5,788)	(4,167)	(10,155)	(12,669)
<b>毛利</b>	<b>3,419</b>	<b>3,797</b>	<b>2,375</b>	<b>6,346</b>	<b>7,638</b>
銷售費用	(197)	(241)	(157)	(363)	(487)
行政費用	(421)	(436)	(294)	(495)	(670)
其他收益	795	257	116	119	121
<b>息稅前收益</b>	<b>3,596</b>	<b>3,377</b>	<b>2,040</b>	<b>5,607</b>	<b>6,601</b>
融資成本	(4)	(3)	(18)	(19)	(19)
聯營公司	(49)	(4)	(3)	-	-
特殊收入	2,419	650	46	-	-
<b>稅前利潤</b>	<b>5,962</b>	<b>4,021</b>	<b>2,065</b>	<b>5,588</b>	<b>6,582</b>
所得稅	(2,353)	(1,812)	(847)	(2,820)	(3,382)
非控制股東權益	(0)	7	(2)	(24)	(93)
<b>淨利潤</b>	<b>3,609</b>	<b>2,216</b>	<b>1,216</b>	<b>2,745</b>	<b>3,108</b>
<b>核心淨利潤</b>	<b>1,769</b>	<b>1,708</b>	<b>1,182</b>	<b>2,745</b>	<b>3,108</b>

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
<b>非流動資產</b>	<b>8,037</b>	<b>11,591</b>	<b>12,762</b>	<b>13,831</b>	<b>15,761</b>
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
<b>流動資產</b>	<b>34,289</b>	<b>39,113</b>	<b>42,255</b>	<b>45,001</b>	<b>49,178</b>
現金及現金等價物	5,835	3,166	3,005	3,001	3,078
應收貿易款項	7,673	9,942	10,500	11,700	12,800
存貨	1,903	-	-	-	-
關連款項	18,787	25,798	28,500	30,000	33,000
其他	90	206	250	300	300
<b>流動負債</b>	<b>18,024</b>	<b>25,283</b>	<b>24,600</b>	<b>24,800</b>	<b>25,900</b>
借債	6,006	9,304	8,800	8,500	8,200
應付貿易賬款	9,023	11,667	11,500	12,000	13,400
應付稅項	2,994	4,312	4,300	4,300	4,300
關連款項	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
<b>非流動負債</b>	<b>9,010</b>	<b>7,077</b>	<b>10,050</b>	<b>10,100</b>	<b>11,180</b>
借債	7,798	5,601	8,500	8,500	9,500
遞延稅項	1,212	1,476	1,550	1,600	1,680
其他	-	-	-	-	-
<b>少數股東權益</b>	<b>493</b>	<b>1,294</b>	<b>1,300</b>	<b>1,320</b>	<b>1,340</b>
<b>淨資產總值</b>	<b>14,799</b>	<b>17,051</b>	<b>19,067</b>	<b>22,612</b>	<b>26,519</b>
<b>股東權益</b>	<b>14,799</b>	<b>17,051</b>	<b>19,067</b>	<b>22,612</b>	<b>26,519</b>

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	2,040	5,607	6,601
折舊和攤銷	12	20	19	26	27
營運資金變動	(9,698)	(6,986)	(3,011)	(2,700)	(3,700)
稅務開支	(333)	(337)	(807)	(2,790)	(3,312)
其他	(915)	309	(791)	153	632
<b>經營活動所得現金淨額</b>	<b>(7,337)</b>	<b>(3,617)</b>	<b>(2,550)</b>	<b>296</b>	<b>248</b>
購買固定資產	(261)	(1,498)	(968)	(876)	(1,647)
聯營公司	-	(61)	(200)	(200)	(300)
其他	19	145	77	75	76
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(242)</b>	<b>(1,413)</b>	<b>(1,091)</b>	<b>(1,001)</b>	<b>(1,871)</b>
股份發行	-	-	-	-	-
淨銀行借貸	7,019	1,100	2,396	(300)	700
股息	(234)	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>6,785</b>	<b>1,100</b>	<b>2,396</b>	<b>(300)</b>	<b>700</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>(794)</b>	<b>(3,930)</b>	<b>(1,245)</b>	<b>(1,004)</b>	<b>(923)</b>
年初現金及現金等價物	5,013	4,151	1,021	576	572
匯兌	(67)	800	800	1,000	1,000
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>4,151</b>	<b>1,021</b>	<b>576</b>	<b>572</b>	<b>649</b>
受限現金	1,684	2,145	2,429	2,429	2,429
<b>資產負債表的現金</b>	<b>5,835</b>	<b>3,166</b>	<b>3,005</b>	<b>3,001</b>	<b>3,078</b>

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
<b>銷售組合 (%)</b>					
物業發展	99.9	100.0	100.0	100.0	100.0
物業投資	-	-	-	-	-
其他	0.1	-	-	-	-
<b>總額</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	48.1	39.6	36.3	38.5	37.6
稅前利率	83.8	41.9	31.6	33.9	32.4
淨利潤率	50.7	23.1	18.6	16.6	15.3
核心淨利潤率	24.9	17.8	18.1	16.6	15.3
有效稅率	39.5	45.1	41.0	50.5	51.4
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	15.3	34.7	(31.8)	152.2	23.1
速動比率 (x)	15.1	11.1	(37.5)	167.2	20.4
平均應收賬款周轉天數	393.7	378.6	585.8	258.8	230.1
平均應付賬款周轉天數	891.4	735.7	1,007.3	431.3	386.1
平均存貨周轉天數	1,855.9	1,626.8	2,496.4	1,078.3	950.7
總負債/ 權益比率 (%)	93.3	87.4	90.7	75.2	66.7
淨負債/ 權益比率 (%)	53.8	68.8	75.0	61.9	55.1
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	24.4	13.0	6.4	12.1	11.7
資產回報率	8.5	4.4	2.2	4.7	4.8
<b>每股數據</b>					
每股盈利 (人民幣)	0.463	0.284	0.156	0.352	0.399
每股股息 (人民幣)	-	-	-	-	-
每股賬面值 (人民幣)	1.90	2.19	2.45	2.90	3.40

來源: 公司及招銀國際研究部

## 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) 他們的新酬在過往、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。