

恒盛地产 (845 HK, HK\$1.29, TP: HK\$2.0, 买入) — 大折让具重估潜力

- ❖ 于长三角、环渤海及东北的高端发展商。公司在国内 12 个城市投资 32 个房地产项目，2011 年中的总土地储备达 1964 万平方米，平均地价为每平方米 1,275 元(人民币·下同)。于上海地区、长三角、环渤海及东北的物业分别占总土地储备的 14%、47%、22%及 17%。
- ❖ 高定价能力及低土地成本可抵御房价下跌的压力。尚海湾项目可显示公司的高定价能力，尚海湾的平均售价由 2009 年的每平方米 28,601 元升至 2011 上半年的 68,983 元。而且，其 2010 年毛利率为众上市的内房公司中的第 2 高。虽然我们正面对房价下调的环境，我们仍预期公司未来 3 年的毛利率可达 39-43%。
- ❖ 销售在轨迹中。2011 年 1 至 9 月，物业销售金额及面积分别增加 78%至 103 亿元及 107%至 117 万平方米，公司已完成 69%的 150 亿元全年销售目标。如果销售动力仍存，我们相信公司可完成全年销售目标，或至少 90%以上。
- ❖ 尚海湾安排的障碍将可消除。恒盛地产在 2009 年与上海实业签订一个 20 亿元的财务安排，这个安排将在 2011 年 12 月终止，公司正与其他财务机构安排再融资方法。
- ❖ 与资产净值折让 81%。我们假设公司未来 3 年的交付面积分别为 100 万平方米、150 万平方米及 200 万平方米，我们预期 2011-13 年盈利分别为 26.5 亿元、32.0 亿元及 37.5 亿元，我们更估计 2012 年底的每股资产净值为 6.58 港元。股价相等于 2011 年 3.1 倍市盈率、2012 年 2.6 倍市盈率及与每股资产净值折让 80.7%，估值吸引。随着尚海湾财务协议的解除及完成全年的销售目标，我们相信公司会有重估的机会。目标价为 2.0 港元，相等于 70% 的与每股资产净值折让，上升空间 67%，我们给予「买入」的建议。

恒盛地产 (845 HK)

评级	买入
收市价	HK\$1.29
目标价	HK\$2.0
市值 (港币百万)	10,053
过去 3 月平均交易 (港币百万)	28
52 周高/低 (港币)	3.29/0.97
发行股数 (百万股)	7,793
主要股东	张志熔 (68.0%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	21.8%	9.6%
3 月	-32.8%	-33.1%
6 月	-46.3%	-37.4%

来源: 彭博

过去一年股价


来源: 彭博

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY09A	FY10A	FY11E	FY12E	FY13E
营业额 (人民币百万元)	6,171	7,114	11,764	17,417	22,297
净利润 (人民币百万元)	2,366	3,609	2,655	3,197	3,753
每股收益 (人民币)	0.382	0.463	0.341	0.410	0.482
每股收益变动 (%)	71.0	21.4	(26.4)	20.4	17.4
市盈率(x)	2.8	2.3	3.1	2.6	2.2
市帐率(x)	0.7	0.6	0.5	0.4	0.3
股息率 (%)	2.8	0.0	4.7	6.6	7.6
权益收益率 (%)	20.8	24.4	15.2	15.2	15.0
净财务杠杆率 (%)	7.2	53.8	47.9	41.0	27.1

来源: 公司及招銀国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司 (招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。