

恒盛地产 (845 HK, HK\$1.17, 目标价: HK\$0.89, 卖出) — 盈利及销售响警号

- ❖ **中期核心利润持平。**2013年上半年收入飙升120%至2,953亿元(人民币·下同)，同期净利润上升35.2%至2.25亿元。交付总建筑面积增加373%至40.5万平方米，但确认平均售价下跌53.4%至每平方米7,301元。公司解释来自二/三线城市的项目(尤其是新的)贡献提高拖累均价下跌。因此，毛利率从去年同期的41.2%收窄至期内的11.5%。销售费用增长76.1%至1.38亿元，但期间合同销售额下降28%。幸运地，出现约1.52亿元的税项拨回，使实际税率从一年前的54.1%缩减至2013年上半年的7.4%。撇除重估收益，2013年上半年核心盈利升0.4%至1.32亿元。
- ❖ **由于销售不佳，实现销售目标是不可能完成的任务。**在2013年的前7个月，合约销售下降34.7%至44亿元，而同期合约销售面积同比下跌52.7%至38.2万平方米。截至七月底，恒盛地产完成全年目标110亿元的39.9%。公司将会是很难完成其全年销售目标，并将会影响未来的盈利能力和财务状况。
- ❖ **1580万平方米的土地储备分布在12个城市的28个项目中。**恒盛地产在2013年上半年并未购入任何新的土地储备，现在，公司拥有的土地储备达1,580万平方米，在一线城市占22.2%，在二/三线城市占77.8%，平均楼面地价为每平方米1,309元，相等于2013年上半年确认平均售价的17.9%。
- ❖ **谨慎对待债务到期。**净负债比率从2012年底的68.9%上升至2013年中的78.6%。2013年中的短期债务占借贷总额的46.9%，或总金额达81亿元。然而，在同一时期的手头现金为29亿元。同时，2013年上半年资本化前的利息开支总额为12.3亿元。现金及短期债务出现短缺的问题。由于合同销售疲软，我们害怕其财务流动性会出现困难。
- ❖ **由于降低毛利率，因此下降预测及目标价。**由于调低毛利率的假设、较低的土地增值税和在2013年重估收益1.23亿元，我们分别削减2013-15年盈利预测38.9%/45.3%/40.5%至9.59亿元、9.45亿元及1,428亿元。我们更下调了2013年底每股资产净值预测，从3.85港元调低至3.56港元。目标价从1.15港元下调至0.89港元，较资产净值折让75%。评级下调至「卖出」。

恒盛地产 (845 HK)

评级	卖出
收市价(港币)	1.17
目标价(港币)	0.89
市值(港币百万)	7,793
过去3个月平均交易(港币百万)	14.6
52周高/低(港币)	1.86/1.01
发行股数(百万)	7,793
主要股东	张志培 (68.4%)

来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1月	10.1%	11.4%
3月	1.7%	4.9%
6月	-18.9%	-14.0%

来源: 彭博

过去一年股价


来源: 彭博

财务资料

(截至12月31日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
营业额(百万人民币)	9,585	8,385	9,222	12,190	15,932
净利润(百万人民币)	2,216	1,082	959	945	1,428
每股收益(人民币)	0.284	0.139	0.123	0.121	0.183
每股收益变动(%)	(38.6)	(51.2)	(11.3)	(1.5)	51.0
市盈率(x)	3.3	6.7	7.5	7.6	5.0
市帐率(x)	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率(%)	13.0	6.0	4.8	4.4	6.0
净财务杠杆率(%)	68.8	68.9	76.5	71.9	75.9

来源: 公司及招银国际研究部

利润表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	9,585	8,385	9,222	12,190	15,932
物业发展	9,582	8,384	9,222	12,190	15,932
物业投资	-	-	-	-	-
其他	4	0	-	-	-
销售成本	(5,788)	(6,463)	(7,618)	(9,308)	(11,627)
毛利	3,797	1,921	1,604	2,882	4,305
销售费用	(241)	(235)	(231)	(305)	(382)
行政费用	(436)	(406)	(369)	(463)	(510)
其他收益	257	98	130	88	93
息税前收益	3,377	1,378	1,134	2,202	3,506
融资成本	(3)	(8)	(18)	(20)	(21)
联营公司	(4)	(5)	-	-	-
特殊收入	650	504	123	-	-
税前利润	4,021	1,869	1,239	2,182	3,485
所得税	(1,812)	(791)	(271)	(1,172)	(1,996)
非控制股东权益	7	3	(9)	(65)	(61)
净利润	2,216	1,082	959	945	1,428
核心净利润	1,708	703	866	945	1,428

来源: 公司及招银国际研究部

资产负债表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
非流动资产	11,591	14,031	15,131	15,651	16,461
物业、厂房及设备	723	1,102	1,200	1,300	1,400
投资物业	8,558	10,608	11,300	11,500	12,000
联营公司	2,000	2,006	2,300	2,500	2,700
无形资产	3	2	1	1	1
其他	308	312	330	350	360
流动资产	39,113	38,596	40,059	43,724	47,762
现金及现金等价物	3,166	3,300	2,259	2,924	1,662
应收贸易款项	9,942	7,774	8,500	9,000	12,800
存货	-	-	-	-	-
关连款项	25,798	27,308	29,000	31,500	33,000
其他	206	214	300	300	300
流动负债	25,283	21,824	22,300	23,700	25,300
借债	9,304	6,095	7,500	7,500	7,800
应付贸易账款	11,667	11,274	10,800	11,700	13,000
应付税项	4,312	4,454	4,000	4,500	4,500
关连款项	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流动负债	7,077	11,361	11,660	12,680	13,680
借债	5,601	9,707	10,000	11,000	12,000
递延税项	1,476	1,654	1,660	1,680	1,680
其他	-	-	-	-	-
少数股东权益	1,294	1,291	1,320	1,340	1,360
净资产总值	17,051	18,151	19,910	21,655	23,883
股东权益	17,051	18,151	19,910	21,655	23,883

来源: 公司及招银国际研究部

现金流量表

年结: 12月31日 (百万人民币)	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E
息税前收益	3,377	1,378	1,134	2,202	3,506
折旧和摊销	20	19	28	30	33
营运资金变动	(4,168)	1,513	(3,024)	(2,600)	(4,900)
税务开支	(454)	(483)	(737)	(672)	(2,006)
其他	(220)	(2,583)	1,389	1,209	1,615
经营活动所得现金净额	(1,444)	(156)	(1,210)	169	(1,753)
购置固定资产	(827)	(812)	(817)	(330)	(633)
联营公司	-	-	(294)	(200)	(200)
其他	(140)	171	28	26	23
投资活动所得现金净额	(967)	(642)	(1,084)	(504)	(810)
股份发行	-	-	-	-	-
净银行借贷	1,053	233	1,697	1,000	1,300
股息	-	-	-	-	-
其他	(1,772)	537	-	-	-
融资活动所得现金净额	(719)	769	1,697	1,000	1,300
现金增加净额	(3,129)	(28)	(597)	665	(1,262)
年初现金及现金等价物	4,151	1,021	993	396	1,061
汇兑	(1)	0	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,021	993	396	1,061	(201)
受限现金	2,145	2,307	1,863	1,863	1,863
资产负债表的现金	3,166	3,300	2,259	2,924	1,662

来源: 公司及招银国际研究部

主要比率

年结: 12月31日	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
销售组合(%)					
物业发展	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
物业投资	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	39.6	22.9	17.4	23.6	27.0
税前利率	41.9	22.3	13.4	17.9	21.9
净利润率	23.1	12.9	10.4	7.8	9.0
核心净利润率	17.8	8.4	9.4	7.8	9.0
有效税率	45.1	42.3	21.9	53.7	57.3
资产负债比率					
流动比率 (x)	34.7	(12.5)	10.0	32.2	30.7
速动比率 (x)	11.1	(49.4)	(16.5)	79.7	49.4
平均应收账款周转天数	378.6	338.4	336.4	269.5	293.2
平均应付帐款周转天数	735.7	636.7	517.5	458.8	408.1
平均存货周转天数	1,626.8	1,542.1	1,389.5	1,235.2	1,036.0
总负债/ 权益比率 (%)	87.4	87.1	87.9	85.4	82.9
净负债/ 权益比率 (%)	68.8	68.9	76.5	71.9	75.9
回报率 (%)					
资本回报率	13.0	6.0	4.8	4.4	6.0
资产回报率	4.4	2.1	1.7	1.6	2.2
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.284	0.139	0.123	0.121	0.183
每股股息(人民币)	-	-	-	-	-
每股账面值(人民币)	2.19	2.33	2.55	2.78	3.06

来源: 公司及招银国际研究部

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-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
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責任。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，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，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。