

睿智投資

恆盛地產 (845 HK, HK\$1.67, 目標價 : HK\$1.31, 賣出) — 盈利減半

- ❖ **盈利下跌了 51%。**2012 年營業額和淨利潤分別下降 12.5%至 83.8 億元(人民幣・下同)和 51.2%至 10.82 億元。雖然交付總建築面積增加 3.0%至 104 萬平方米，不過因為大部分項目都是來自於二/三線城市，確認收入的均價下跌 15.0%至每平方米 8,040 元。而且毛利率由 2011 年的 39.6%收窄至 2012 年的 22.9%。扣除投資物業重估收益，2012 年核心盈利下跌 58.8%至 7.03 億元，實際基本盈利較我們預期的 11.82 億元低 40.5%。
- ❖ **1月份為良好的開始。**合同銷售金額和面積於 2013 年 1 月分別同比增長 259%至 15 億元及 16.0%至 92,774 平方米。2013 年 1 月來自上海地區的銷售大幅上升 2.7 倍至 12.5 億元，佔總合約銷售額約 83.2%，因此平均售價上升 210%，由 2012 年 1 月的每平方米 5,231 元升至期內的每平方米 16,202 元。不過公司管理層對前景謹慎，2013 年的銷售目標為 110 億元，與 2012 年持平。
- ❖ **毛利率指引為 30%以上。**恆盛地產表示來自二線城市的項目毛利率遠低於在上海和北京項目的毛利率。因此，這將對其未來盈利能力造成不利影響。在上海和北京的項目佔總土地儲備 1620 萬平方米的 21.7%。公司預期未來毛利率為 30%以上。
- ❖ **短期債務是一個擔憂。**槓桿水平是健康的，於 2012 年底的淨負債比率為 68.9%。不過，短期債務償是一個問題。至 2012 年底，公司手持現金 33 億元（其中 23 億元為受限制現金），但一年內到期的債務為 61 億元、1-2 年到期的債務為 64 億元。此外，2013 年於土地出讓金及建築開支的資本支出預計分別為 9 億元及 55 億元。
- ❖ **估值較低，但盈利可觀性也低。**由於毛利率的下降和審慎的銷售目標，我們分別下調 2013 年及 2014 年盈利預測 24.4%至 20.7 億元及 23.8%至 23.7 億元。因為同樣的原因，我們將 2013 年底每股資產淨值預測由 7.2 港元下調至 5.24 港元。已預售但仍未確認的收入為 73 億元，其中 80%至 90%的收入可在 2013 年入賬，這表示已鎖定我們 2013 年的營業額預測的 48.5%。公司股價相等於 2013 年 5.0 倍市盈率或較資產淨值折讓 68%。我們的目標價從 1.08 港元調高至 1.31 港元，目標價較資產淨值折讓 75%。下跌空間為 21.5%。維持沽售評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
營業額 (百萬人民幣)	9,585	8,385	12,769	15,643	21,172
淨利潤 (百萬人民幣)	2,216	1,082	2,074	2,368	3,432
每股收益 (人民幣)	0.284	0.139	0.266	0.304	0.440
每股收益變動 (%)	(38.6)	(51.2)	91.8	14.2	44.9
市盈率(x)	4.7	9.6	5.0	4.4	3.0
市帳率(x)	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4
股息率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
權益收益率 (%)	13.0	6.0	9.9	9.8	12.1
淨財務槓杆率 (%)	68.8	68.9	65.3	61.3	55.6

來源：公司及招銀國際研究部

恆盛地產 (845 HK)

評級	賣出
收市價	HK\$1.67
目標價	HK\$1.31
市值(港幣百萬)	13,014
過去 3 月平均交易(港幣百萬)	18.1
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%)

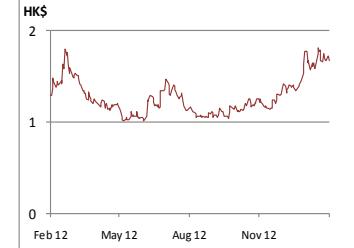
來源彭博

股價表現

	絕對	相對
1 月	-2.3%	-3.7%
3 月	41.8%	31.4%
6 月	50.4%	27.0%

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)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
收入	9,585	8,385	12,769	15,643	21,172
物業發展	9,582	8,384	12,769	15,643	21,172
物業投資	-	-	-	-	-
其他	4	0	-	-	-
銷售成本	(5,788)	(6,463)	(8,247)	(10,263)	(13,524)
毛利	3,797	1,921	4,522	5,380	7,648
銷售費用	(241)	(235)	(281)	(375)	(508)
行政費用	(436)	(406)	(447)	(501)	(572)
其他收益	257	98	90	97	108
息稅前收益	3,377	1,378	3,884	4,601	6,677
融資成本	(3)	(8)	(18)	(20)	(21)
聯營公司	(4)	(5)	-	-	-
特殊收入	650	504	-	-	-
稅前利潤	4,021	1,869	3,866	4,581	6,656
所得稅	(1,812)	(791)	(1,783)	(2,149)	(3,119)
非控制股東權益	7	3	(9)	(65)	(105)
淨利潤	2,216	1,082	2,074	2,368	3,432
核心淨利潤	1,708	703	2,074	2,368	3,432

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)	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
非流動資產	11,591	14,031	14,831	15,651	16,461
物業、廠房及設備	723	1,102	1,200	1,300	1,400
投資物業	8,558	10,608	11,000	11,500	12,000
聯營公司	2,000	2,006	2,300	2,500	2,700
無形資產	3	2	1	1	1
其他	308	312	330	350	360
流動資產	39,113	38,596	42,074	46,962	53,104
現金及現金等價物	3,166	3,300	3,274	3,662	4,004
應收貿易款項	9,942	7,774	8,500	10,000	12,800
存貨	-	-	-	-	-
關連款項	25,798	27,308	30,000	33,000	36,000
其他	206	214	300	300	300
流動負債	25,283	21,824	22,900	24,400	26,100
借債	9,304	6,095	7,000	7,500	7,800
應付貿易賬款	11,667	11,274	11,400	12,400	13,800
應付稅項	4,312	4,454	4,500	4,500	4,500
關連款項	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流動負債	7,077	11,361	11,660	12,680	13,680
借債	5,601	9,707	10,000	11,000	12,000
遞延稅項	1,476	1,654	1,660	1,680	1,680
其他	-	-	-	-	-
少數股東權益	1,294	1,291	1,320	1,340	1,360
淨資產總值	17,051	18,151	21,025	24,193	28,425
股東權益	17,051	18,151	21,025	24,193	28,425

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)	FY11A	FY12E	FY13E	FY14E	FY15E
息稅前收益	3,377	1,378	3,884	4,601	6,677
折舊和攤銷	20	19	28	30	33
營運資金變動	(4,168)	1,513	(4,024)	(4,100)	(5,400)
稅務開支	(454)	(475)	(1,749)	(2,149)	(3,129)
其他	(220)	(950)	1,416	1,301	1,655
經營活動所得現金淨額	(1,444)	1,485	(445)	(317)	(164)
購買固定資產	(827)	(2,448)	(517)	(630)	(633)
聯營公司	-	(6)	(294)	(200)	(200)
其他	(140)	42	33	35	38
投資活動所得現金淨額	(967)	(2,412)	(779)	(795)	(794)
股份發行	-	-	-	-	-
淨銀行借貸	1,053	898	1,197	1,500	1,300
股息	-	-	-	-	-
其他	(1,772)	-	-	-	-
融資活動所得現金淨額	(719)	898	1,197	1,500	1,300
現金增加淨額	(3,129)	(28)	(26)	388	342
年初現金及現金等價物	4,151	1,021	993	967	1,355
匯兌	(1)	-	-	-	-
年末現金及現金等價物	1,021	993	967	1,355	1,696
受限制現金	2,145	2,307	2,307	2,307	2,307
資產負債表的現金	3,166	3,300	3,274	3,662	4,004

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年結: 12月31日	FY11A	FY12A	FY13E	FY14E	FY15E
銷售組合 (%)					
物業發展	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
物業投資	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
總額	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率 (%)					
毛利率	39.6	22.9	35.4	34.4	36.1
稅前利率	41.9	22.3	30.3	29.3	31.4
淨利潤率	23.1	12.9	16.2	15.1	16.2
核心淨利潤率	17.8	8.4	16.2	15.1	16.2
有效稅率	45.1	42.3	46.1	46.9	46.9
資產負債比率					
流動比率 (x)	34.7	(12.5)	52.3	22.5	35.3
速動比率 (x)	11.1	(49.4)	135.4	19.0	42.2
平均應收賬款周轉天數	378.6	338.4	243.0	233.3	220.7
平均應付帳款周轉天數	735.7	636.7	504.6	441.0	372.5
平均存貨周轉天數	1,626.8	1,542.1	1,327.8	1,173.6	971.6
總負債 / 權益比率 (%)	87.4	87.1	80.9	76.5	69.7
淨負債 / 權益比率 (%)	68.8	68.9	65.3	61.3	55.6
回報率 (%)					
資本回報率	13.0	6.0	9.9	9.8	12.1
資產回報率	4.4	2.1	3.6	3.8	4.9
每股數據					
每股盈利(人民幣)	0.284	0.139	0.266	0.304	0.440
每股股息(人民幣)	-	-	-	-	-
每股賬面值(人民幣)	2.19	2.33	2.70	3.10	3.65

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: 香港中環夏愨道 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。接收本報告之行為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。