

恒盛地产 (845 HK, HK\$1.67, 目标价: HK\$1.31, 卖出) — 盈利减半

- ❖ **盈利下跌了 51%**。2012 年营业额和净利润分别下降 12.5% 至 83.8 亿元(人民币·下同)和 51.2% 至 10.82 亿元。虽然交付总建筑面积增加 3.0% 至 104 万平方米, 不过因为大部分项目都是来自的二/三线城市, 确认收入的均价下跌 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%。扣除投资物业重估收益, 2012 年核心盈利下跌 58.8% 至 7.03 亿元, 实际基本盈利较我们预期的 11.82 亿元低 40.5%。
- ❖ **1 月份为良好的开始**。合同销售金额和面积于 2013 年 1 月分别同比增长 259% 至 15 亿元及 16.0% 至 92,774 平方米。2013 年 1 月来自上海地区的销售大幅上升 2.7 倍至 12.5 亿元, 占总合约销售额约 83.2%, 因此平均售价上升 210%, 由 2012 年 1 月的每平方米 5,231 元升至期内的每平方米 16,202 元。不过公司管理层对前景谨慎, 2013 年的销售目标为 110 亿元, 与 2012 年持平。
- ❖ **毛利率指引为 30% 以上**。恒盛地产表示来自二线城市的项目毛利率远低于在上海和北京项目的毛利率。因此, 这将对未来盈利能力造成不利影响。在上海和北京的项目占总土地储备 1620 万平方米的 21.7%。公司预期未来毛利率为 30% 以上。
- ❖ **短期债务是一个担忧**。杠杆水平是健康的, 于 2012 年底的净负债比率为 68.9%。不过, 短期债务偿是一个问题。至 2012 年底, 公司手持现金 33 亿元(其中 23 亿元为受限制现金), 但一年内到期的债务为 61 亿元、1-2 年到期的债务为 64 亿元。此外, 2013 年于土地出让金及建筑开支的资本支出预计分别为 9 亿元及 55 亿元。
- ❖ **估值较低, 但盈利可观性也低**。由于毛利率的下降和审慎的销售目标, 我们分别下调 2013 年及 2014 年盈利预测 24.4% 至 20.7 亿元及 23.8% 至 23.7 亿元。因为同样的原因, 我们将 2013 年底每股资产净值预测由 7.2 港元下调至 5.24 港元。已预售但仍未确认的收入为 73 亿元, 其中 80% 至 90% 的收入可在 2013 年入账, 这表示已锁定我们 2013 年的营业额预测的 48.5%。公司股价相等于 2013 年 5.0 倍市盈率或较资产净值折让 68%。我们的目标价从 1.08 港元调高至 1.31 港元, 目标价较资产净值折让 75%。下跌空间为 21.5%。维持沽售评级。

恒盛地产 (845 HK)

评级	卖出
收市价	HK\$1.67
目标价	HK\$1.31
市值(港币百万)	13,014
过去 3 月平均交易(港币百万)	18.1
52 周高/低(港币)	1.86/1.0
发行股数(百万)	7,793
主要股东	张志焜 (68.4%)

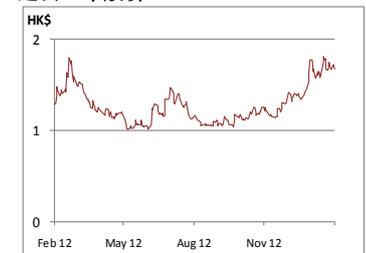
来源: 彭博

股价表现

	绝对	相对
1 月	-2.3%	-3.7%
3 月	41.8%	31.4%
6 月	50.4%	27.0%

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	12,769	15,643	21,172
净利润(百万人民币)	2,216	1,082	2,074	2,368	3,432
每股收益(人民币)	0.284	0.139	0.266	0.304	0.440
每股收益变动(%)	(38.6)	(51.2)	91.8	14.2	44.9
市盈率(x)	4.7	9.6	5.0	4.4	3.0
市帐率(x)	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4
股息率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
权益收益率(%)	13.0	6.0	9.9	9.8	12.1
净财务杠杆率(%)	68.8	68.9	65.3	61.3	55.6

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	12,769	15,643	21,172
物业发展	9,582	8,384	12,769	15,643	21,172
物业投资	-	-	-	-	-
其他	4	0	-	-	-
销售成本	(5,788)	(6,463)	(8,247)	(10,263)	(13,524)
毛利	3,797	1,921	4,522	5,380	7,648
销售费用	(241)	(235)	(281)	(375)	(508)
行政费用	(436)	(406)	(447)	(501)	(572)
其他收益	257	98	90	97	108
息税前收益	3,377	1,378	3,884	4,601	6,677
融资成本	(3)	(8)	(18)	(20)	(21)
联营公司	(4)	(5)	-	-	-
特殊收入	650	504	-	-	-
税前利润	4,021	1,869	3,866	4,581	6,656
所得税	(1,812)	(791)	(1,783)	(2,149)	(3,119)
非控制股东权益	7	3	(9)	(65)	(105)
净利润	2,216	1,082	2,074	2,368	3,432
核心净利润	1,708	703	2,074	2,368	3,432

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	14,831	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	11,000	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	42,074	46,962	53,104
现金及现金等价物	3,166	3,300	3,274	3,662	4,004
应收贸易款项	9,942	7,774	8,500	10,000	12,800
存货	-	-	-	-	-
关连款项	25,798	27,308	30,000	33,000	36,000
其他	206	214	300	300	300
流动负债	25,283	21,824	22,900	24,400	26,100
借债	9,304	6,095	7,000	7,500	7,800
应付贸易账款	11,667	11,274	11,400	12,400	13,800
应付税项	4,312	4,454	4,500	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	21,025	24,193	28,425
股东权益	17,051	18,151	21,025	24,193	28,425

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	3,884	4,601	6,677
折旧和摊销	20	19	28	30	33
营运资金变动	(4,168)	1,513	(4,024)	(4,100)	(5,400)
税务开支	(454)	(475)	(1,749)	(2,149)	(3,129)
其他	(220)	(950)	1,416	1,301	1,655
经营活动所得现金净额	(1,444)	1,485	(445)	(317)	(164)
购置固定资产	(827)	(2,448)	(517)	(630)	(633)
联营公司	-	(6)	(294)	(200)	(200)
其他	(140)	42	33	35	38
投资活动所得现金净额	(967)	(2,412)	(779)	(795)	(794)
股份发行	-	-	-	-	-
净银行借贷	1,053	898	1,197	1,500	1,300
股息	-	-	-	-	-
其他	(1,772)	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	(719)	898	1,197	1,500	1,300
现金增加净额	(3,129)	(28)	(26)	388	342
年初现金及现金等价物	4,151	1,021	993	967	1,355
汇兑	(1)	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,021	993	967	1,355	1,696
受限制现金	2,145	2,307	2,307	2,307	2,307
资产负债表的现金	3,166	3,300	3,274	3,662	4,004

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	35.4	34.4	36.1
税前利率	41.9	22.3	30.3	29.3	31.4
净利润率	23.1	12.9	16.2	15.1	16.2
核心净利润率	17.8	8.4	16.2	15.1	16.2
有效税率	45.1	42.3	46.1	46.9	46.9
资产负债比率					
流动比率 (x)	34.7	(12.5)	52.3	22.5	35.3
速动比率 (x)	11.1	(49.4)	135.4	19.0	42.2
平均应收账款周转天数	378.6	338.4	243.0	233.3	220.7
平均应付帐款周转天数	735.7	636.7	504.6	441.0	372.5
平均存货周转天数	1,626.8	1,542.1	1,327.8	1,173.6	971.6
总负债/ 权益比率 (%)	87.4	87.1	80.9	76.5	69.7
净负债/ 权益比率 (%)	68.8	68.9	65.3	61.3	55.6
回报率 (%)					
资本回报率	13.0	6.0	9.9	9.8	12.1
资产回报率	4.4	2.1	3.6	3.8	4.9
每股数据					
每股盈利(人民币)	0.284	0.139	0.266	0.304	0.440
每股股息(人民币)	-	-	-	-	-
每股账面值(人民币)	2.19	2.33	2.70	3.10	3.65

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-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

本报告期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上责任。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 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国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 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。