

香港房地产

收盘价	目标价	潜在涨幅
港元 21.15	港元 23.84↓	+12.7%

2023年8月23日

恒基地产 (12 HK)

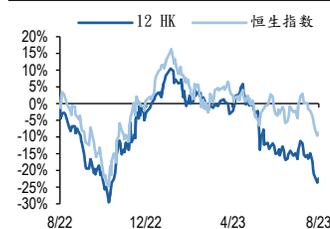
上半年业绩稍好于预期，但增长前景仍不明朗；维持中性

- ⊕ **2023年上半年业绩稍好于预期：**收入同比增长8.1%至102.8亿港元，主要受其他收入增长带动。核心净利润同比增加18.2%至60.7亿港元，占我们全年估算利润的55.4%，高于我们预期。净利润增加主要由于阳光房地产信托的一次性会计处理录得约16亿港元的一次性收益。半年每股派息维持0.5港元，核心派息比率同比下降7.2个百分点至40.0%。
- ⊕ **物业开发收入保持平稳，但未来可能承压：**物业开发收入同比增长0.6%至43.4亿港元，但税前利润同比大幅下跌约20.9%至8.94亿港元。已售未结销售达264亿港元，其中约超过50%将在2023年下半年结转入账。2023年上半年合约销售同比上升7%至106亿港元。公司计划在下半年推出七个香港住宅项目，共计145万平方呎，但其中超过60%位于启德，由于该区供应充足，而近期也要面对九龙东同行降价推售的影响，我们预计这些项目的去化率和利润率将承压。
- ⊕ **租金收入较为稳定：**总租金收入同比上升1%至34.3亿港元，期内出租率维持稳定在93%。未来的租金增长点包括：1) 中环甲级写字楼 The Henderson 将于2023年建成，和2) 大型中环新海滨项目将于2026-32年分期落成。但我们相信短期在写字楼市场不景气的情况下，两项大型项目的租金水平会比预期低和回收周期会进一步拉长。
- ⊕ **维持中性，下调目标价：**我们相信公司核心业务增长前景仍不明朗：1) 香港物业开发：启德项目在大量供应下面对更大的去化和价格不确定性，2) 内地物业开发：土地储备进一步减少以及利润进一步下降，3) 香港投资物业：我们预计短期内中环写字楼供应过剩和需求不足将导致租金疲软且空置率较高，中环新海滨项目回收期过长。我们对恒基维持**中性**评级，按65%的资产净值折让（前为60%），把目标价从27.80港元下调至23.84港元。

个股评级

中性

1年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	30.10
52周低位 (港元)	19.22
市值 (百万港元)	102,395.40
日均成交量 (百万)	3.39
年初至今变化 (%)	(22.39)
200天平均价 (港元)	25.63

资料来源: FactSet

谢骥聪, CFA, FRM

philip.tse@bocomgroup.com

(852) 3766 1815

财务数据一览

年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入 (百万港元)	23,527	25,551	32,144	37,639	44,926
同比增长 (%)	-6.0	8.6	25.8	17.1	19.4
核心利润 (百万港元)	13,624	9,629	10,965	13,346	17,041
核心每股盈利 (港元)	2.81	1.99	2.26	2.76	3.52
同比增长 (%)	-8.6	-29.3	13.9	21.7	27.7
市盈率 (倍)	7.5	10.6	9.3	7.7	6.0
每股账面净值 (港元)	69.20	67.74	68.11	68.89	70.32
市账率 (倍)	0.31	0.31	0.31	0.31	0.30
股息率 (%)	8.5	8.5	8.9	9.4	9.9

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 恒基 2023 年上半年业绩概览

(百万港元)	22 年上半年	23 年上半年	同比 (%)
收入	9,506	10,278	8.1
销售物业	4,309	4,337	0.6
租金收入	3,397	3,427	0.9
百货商店业务和超级市场	937	803	-14.3
其他业务	863	1,711	98.3
销售成本	(4,835)	(5,695)	17.8
毛利润	4,671	4,583	-1.9
销售及推销费用	(516)	(524)	1.6
行政费用	(1,047)	(1,092)	4.3
其他净收入	334	1,601	379.3
息税前利润	3,442	4,568	32.7
投资物业公平值(减少)/增加	37	(109)	n.m.
净利息费用	(400)	(618)	54.5
应占联营/合资公司利润	2,437	2,398	-1.6
税前利润	5,516	6,239	13.1
税项	(617)	(117)	-81.0
税后利润	4,899	6,122	25.0
少数股东权益	(118)	(165)	39.8
净利润	4,781	5,957	24.6
基本净利润	5,137	6,073	18.2
每股盈利-呈报 (港元)	0.99	1.23	24.2
每股盈利-核心 (港元)	1.06	1.25	17.9
全年每股股息 (港元)	0.5	0.5	0.0
基本派息率 (%)	47.2%	40.0%	-7.2ppt
息税前利润率	36.2%	44.4%	8.2ppt
销售物业	26.2%	20.6%	-5.6ppt
租金收入	73.6%	73.2%	-0.4ppt
百货商店业务和超级市场	11.1%	8.5%	-2.6ppt
基本净利率 (%)	57.9%	54.0%	59.1%
	22 年 12 月	23 年 6 月	
净负债 (百万港元)	79,086	77,855	-1.6
每股帐面净值 (港元)	67.74	66.98	-1.1
净负债比率 (%)	24.1%	24.0%	-0.1ppt

资料来源：公司资料、交银国际

图表 2: 恒基地产 (12 HK) 目标价和评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际房地产行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
16 HK	新鸿基地产	买入	87.85	127.60	45.2%	2023年02月23日	香港房地产
823 HK	领展房托	中性	37.40	52.00	39.0%	2023年06月01日	香港房地产
12 HK	恒基地产	中性	21.15	23.84	12.7%	2023年08月23日	香港房地产
123 HK	越秀地产	买入	9.03	11.48	27.1%	2023年03月15日	内地房地产
884 HK	旭辉控股集团	买入	0.76	3.30	334.2%	2022年08月30日	内地房地产
1109 HK	华润置地	买入	31.10	42.82	37.7%	2022年05月24日	内地房地产
6098 HK	碧桂园服务	买入	7.28	18.50	154.1%	2023年03月29日	物业服务
2669 HK	中海物业	买入	9.02	10.80	19.7%	2023年03月23日	物业服务

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2023年8月23日

财务数据

损益表 (百万港元)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	23,527	25,551	32,144	37,639	44,926
主营业务成本	(11,445)	(15,179)	(18,135)	(20,691)	(22,484)
毛利	12,082	10,372	14,010	16,948	22,442
销售及管理费用	(3,219)	(3,737)	(4,701)	(5,505)	(6,571)
其他经营净收入/费用	3,127	572	600	717	315
经营利润	11,990	7,207	9,909	12,160	16,186
财务成本净额	(491)	(1,033)	(573)	(244)	88
应占联营公司利润及亏损	3,820	4,618	4,001	4,336	4,461
其他非经营净收入/费用	59	(12)	260	525	796
税前利润	15,378	10,780	13,596	16,777	21,530
税费	(2,018)	(1,277)	(2,039)	(2,517)	(3,230)
非控股权益	(165)	(264)	(332)	(389)	(464)
净利润	13,195	9,239	11,225	13,871	17,837
作每股收益计算的净利润	13,624	9,629	10,965	13,346	17,041

资产负债表 (百万港元)					
截至12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	10,947	11,295	12,310	13,969	16,449
应收账款及票据	16,844	13,668	14,351	15,069	15,822
存货	109,180	97,258	102,121	107,227	112,588
其他流动资产	2,206	2,545	2,545	2,545	2,545
总流动资产	139,177	124,766	131,327	138,810	147,404
投资物业	260,241	260,124	262,725	265,352	268,006
物业、厂房及设备	5,106	5,355	4,898	4,432	3,979
无形资产	368	364	364	364	364
合资企业/联营公司投资	134,842	129,924	133,925	138,261	142,722
其他长期资产	10,570	9,257	9,257	9,257	9,257
总长期资产	411,127	405,024	411,169	417,667	424,328
总资产	550,304	529,790	542,496	556,476	571,732
短期贷款	31,784	30,653	21,237	26,784	24,945
应付账款	28,480	26,273	33,749	36,834	38,185
其他短期负债	2,983	3,548	3,671	3,419	3,344
总流动负债	63,247	60,474	58,657	67,036	66,474
长期贷款	67,955	56,874	68,611	69,355	76,967
其他长期负债	66,923	67,290	67,929	68,658	69,447
总长期负债	134,878	124,164	136,541	138,013	146,414
总负债	198,125	184,638	195,197	205,049	212,888
股本	52,345	52,345	52,345	52,345	52,345
储备及其他资本项目	282,675	275,603	277,418	281,157	288,110
股东权益	335,020	327,948	329,763	333,502	340,455
非控股权益	17,159	17,204	17,536	17,925	18,389
总权益	352,179	345,152	347,299	351,427	358,845

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万港元)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税前利润	15,378	10,780	13,596	16,777	21,530
合资企业/联营公司收入调整	(3,820)	(4,618)	(4,001)	(4,336)	(4,461)
折旧及摊销	505	437	457	466	453
营运资本变动	(6,323)	12,891	1,929	(2,739)	(4,763)
利息调整	(507)	0	0	0	0
税费	(2,263)	(2,018)	(1,277)	(2,039)	(2,517)
其他经营活动现金流	(2,285)	12	(260)	(525)	(796)
经营活动现金流	685	17,484	10,444	7,603	9,447
投资活动	(54,850)	117	(2,601)	(2,627)	(2,654)
其他投资活动现金流	4,806	3,673	0	0	0
投资活动现金流	(50,044)	3,790	(2,601)	(2,627)	(2,654)
负债净变动	12,951	(12,212)	2,321	6,290	5,774
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(8,715)	(8,714)	(9,149)	(9,607)	(10,087)
其他融资活动现金流	47,815	0	0	0	0
融资活动现金流	52,051	(20,926)	(6,829)	(3,317)	(4,313)
汇率收益/损失	55	0	0	0	0
年初现金	5,807	10,947	11,295	12,310	13,969
年末现金	10,947	11,295	12,310	13,969	16,449

财务比率					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(港元)					
核心每股收益	2.814	1.989	2.265	2.757	3.520
全面摊薄每股收益	2.814	1.989	2.265	2.757	3.520
每股股息	1.800	1.800	1.890	1.985	2.084
每股账面值	69.199	67.738	68.113	68.886	70.322
利润率分析(%)					
毛利率	51.4	40.6	43.6	45.0	50.0
EBITDA利润率	53.1	29.9	32.2	33.5	37.0
EBIT利润率	51.0	28.2	30.8	32.3	36.0
净利率	56.1	36.2	34.9	36.9	39.7
盈利能力(%)					
ROA	2.5	1.8	2.0	2.4	3.0
ROE	4.1	2.9	3.3	4.0	5.0
ROIC	2.7	1.7	2.2	2.7	3.6
其他					
净负债权益比(%)	25.2	22.1	22.3	23.4	23.8
利息覆盖率	6.0	2.1	3.0	3.7	4.8
流动比率	2.2	2.1	2.2	2.1	2.2
存货周转天数	1,693.8	1,389.3	1,159.6	1,039.8	914.7
应收账款周转天数	261.3	195.2	163.0	146.1	128.5
应付账款周转天数	441.8	375.3	383.2	357.2	310.2
派息比率(%)	64.0	90.5	83.4	72.0	59.2

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、金川集团国际资源有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、GOGO Holdings Limited (前称：58 Freight Inc.)、苏新美好生活服务股份有限公司、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、清晰医疗集团控股有限公司、汇通达网络股份有限公司、东原仁知城市运营服务集团股份有限公司、武汉有机控股有限公司、读书郎教育控股有限公司、博维智慧科技有限公司、润迈德医疗有限公司、乐透互娱有限公司、双财庄有限公司、中国旅游集团中免股份有限公司、香港汇德收购公司、百奥赛图(北京)医药科技股份有限公司、宁波健世科技股份有限公司、润歌互动有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康津生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司及新传企划有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i) 复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券，并可能不时进行买卖，或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递延、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不暗示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。