

香港房地产	收盘价 港元 23.00	目标价 港元 23.84	潜在涨幅 +3.7%
-------	-----------------	-----------------	---------------

2024年3月22日

恒基地产 (12 HK)

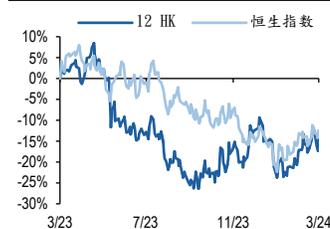
2023 年业绩逊预期，开发利润下降；维持中性

- ⊕ **2023 年全年业绩逊于市场预期：**收入同比增长 7.9% 至 275.7 亿港元，主要受各线业务收入增长温和带动。核心净利润大致持平，同比上升 0.8% 至 97.1 亿港元，但较彭博一致预测低 12%。净利润率下降 2.5 个百分点至 35.2%，主要由于开发利润率下滑 3.8 个百分点至 16.2% 及净利息费用增加。全年每股派息维持 1.80 港元，核心派息比率大致维持在 ~90%。
- ⊕ **物业开发利润下降，但撤辣后销情理想：**物业开发收入同比增长 3.9% 至 152 亿港元，其中约 96.5% 来自香港。已售未结销售达 177.4 亿港元，其中约 77% 将在 2024 年结转入账。然而受房价下降影响，2023 年物业开发息税前利润同比下降 16% 至 24.6 亿港元。2024 年，公司计划推出 13 个香港住宅项目，共计 181 万平方呎。另外，公司表示在撤辣后三周内，已售出 946 个单位（2023 全年：1,583 个单位），总价约 59 亿港元。
- ⊕ **租金收入较为稳定：**虽然写字楼近期租金有所下滑，当中 IFC 写字楼部份 2023 年租金同比下跌约 5%，但被其零售部份约 8% 同比增长所抵消。总租金收入同比上升 2.2% 至 69 亿港元。未来的租金增长点包括：1) 中环甲级写字楼 The Henderson 已于 2024 年 1 月建成，和 2) 大型中环新海滨项目将于 2027-2032 年分期落成。
- ⊕ **维持中性，目标价 23.84 港元：**我们认为其核心业务增长前景仍不明朗：1) 香港物业开发：大型市区重建和农地转化项目开发周期长，2) 香港物业开发利润率下跌，以及 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，而中环新海滨项目最早于 2027 年才开始贡献收入，回收期较长。公司业绩逊于市场预期，我们对恒基维持中性评级，目标价维持 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)	28.85
52周低位 (港元)	19.60
市值 (百万港元)	111,351.97
日均成交量 (百万)	5.19
年初至今变化 (%)	(4.37)
200天平均价 (港元)	21.52

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万港元)	25,551	27,570	34,531	35,377	35,669
同比增长 (%)	8.6	7.9	25.2	2.5	0.8
核心利润 (百万港元)	9,629	9,706	10,870	11,854	12,502
核心每股盈利 (港元)	1.99	2.00	2.25	2.45	2.58
同比增长 (%)	-29.3	0.8	12.0	9.0	5.5
前EPS预测值 (港元)			2.76	3.52	
调整幅度 (%)			-18.5	-30.4	
市盈率 (倍)	11.6	11.5	10.2	9.4	8.9
每股账面净值 (港元)	67.74	67.45	67.80	68.27	68.77
市账率 (倍)	0.34	0.34	0.34	0.34	0.33
股息率 (%)	7.8	7.8	8.2	8.6	9.1

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 财年全年业绩概览

(百万港元)	2022 年	2023 年	同比 (%)
收入	25,551	27,570	7.9
销售物业	14,635	15,210	3.9
租金收入	6,731	6,876	2.2
百货商店业务和超级市场	1,805	1,566	-13.2
其他业务	2,380	3,918	64.6
销售成本	(15,179)	(17,540)	15.6
毛利润	10,372	10,030	-3.3
销售及推销费用	(1,409)	(1,326)	-5.9
行政费用	(2,328)	(2,305)	-1.0
其他净收入	572	1,508	163.6
息税前利润	7,207	7,907	9.7
投资物业公允价值(减少)/增加	(12)	(1,700)	n.m.
净利息费用	(1,033)	(1,320)	27.8
应占联营/合资公司利润	4,618	5,557	20.3
税前利润	10,780	10,444	-3.1
税项	(1,277)	(666)	-47.8
税后利润	9,503	9,778	2.9
少数股东权益	(264)	(517)	95.8
净利润	9,239	9,261	0.2
基本净利润	9,629	9,706	0.8
每股盈利-呈报 (港元)	1.91	1.91	0.2
每股盈利-核心 (港元)	1.99	2.00	0.8
全年每股股息 (港元)	1.8	1.8	0.0
基本派息率 (%)	90.5%	89.8%	-0.7ppt
息税前利润率	28.2%	28.7%	0.5ppt
销售物业	20.0%	16.2%	-3.8ppt
租金收入	71.8%	71.6%	-0.2ppt
百货商店业务和超级市场	9.5%	6.4%	-3.1ppt
基本净利率 (%)	37.7%	35.2%	-2.5ppt
净负债 (百万港元)	79,086	73,869	-6.6
每股帐面净值 (港元)	67.7	67.5	-0.4
净负债比率 (%)	24.1%	22.6%	-1.5ppt

资料来源：公司资料、交银国际

图表 2: 恒基地产 (12 HK) 目标价及评级



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	76.35	110.10	44.2%	2024年02月29日	香港房地产
823 HK	领展房托	买入	35.90	48.70	35.7%	2024年02月09日	香港房地产
17 HK	新世界发展	买入	9.04	15.80	74.8%	2023年11月29日	香港房地产
12 HK	恒基地产	中性	23.00	23.84	3.7%	2023年08月23日	香港房地产
123 HK	越秀地产	买入	4.67	10.70	129.1%	2023年12月08日	内地房地产
3383 HK	雅居乐集团	买入	0.70	1.16	65.7%	2023年12月01日	内地房地产
1109 HK	华润置地	买入	25.25	42.82	69.6%	2022年05月24日	内地房地产
3319 HK	雅生活服务	买入	3.25	8.22	153.0%	2023年08月29日	物业服务
6098 HK	碧桂园服务	买入	5.61	16.00	185.2%	2023年08月29日	物业服务
2669 HK	中海物业	买入	6.08	10.80	77.6%	2023年03月23日	物业服务
6626 HK	越秀服务	买入	2.83	5.35	89.0%	2023年03月09日	物业服务
9928 HK	时代邻里	中性	0.47	0.60	27.7%	2023年11月30日	物业服务

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年3月21日

财务数据

损益表 (百万港元)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	25,551	27,570	34,531	35,377	35,669
主营业务成本	(15,179)	(17,540)	(19,727)	(19,933)	(19,581)
毛利	10,372	10,030	14,804	15,444	16,088
销售及管理费用	(3,737)	(3,631)	(4,683)	(4,797)	(4,837)
其他经营净收入/费用	572	1,508	521	433	410
经营利润	7,207	7,907	10,643	11,080	11,661
财务成本净额	(1,033)	(1,320)	(1,112)	(671)	(226)
应占联营公司利润及亏损	4,618	5,557	3,324	3,612	3,292
其他非经营净收入/费用	(12)	(1,700)	529	801	539
税前利润	10,780	10,444	13,383	14,823	15,267
税费	(1,277)	(666)	(1,627)	(1,803)	(1,856)
非控股权益	(264)	(285)	(357)	(366)	(369)
净利润	9,239	9,493	11,399	12,655	13,042
作每股收益计算的净利润	9,629	9,706	10,870	11,854	12,502

资产负债表 (百万港元)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	11,295	21,623	20,750	21,495	20,687
应收账款及票据	13,668	14,441	15,163	15,921	16,717
存货	97,258	94,164	98,872	103,816	109,007
其他流动资产	2,545	3,914	3,914	3,914	3,914
总流动资产	124,766	134,142	138,699	145,146	150,325
投资物业	260,124	264,404	267,048	269,719	272,416
物业、厂房及设备	5,355	5,719	5,253	4,800	4,341
无形资产	364	360	360	360	360
合资企业/联营公司投资	129,924	130,836	134,160	137,772	141,064
其他长期资产	9,257	7,089	7,089	7,089	7,089
总长期资产	405,024	408,408	413,910	419,740	425,270
总资产	529,790	542,550	552,609	564,885	575,595
短期贷款	30,653	30,744	30,424	26,765	25,407
应付账款	26,273	28,362	32,568	36,447	38,493
其他短期负债	3,548	1,028	1,521	1,159	747
总流动负债	60,474	60,134	64,512	64,372	64,648
长期贷款	56,874	61,091	64,226	73,493	80,678
其他长期负债	67,290	77,225	77,694	78,230	78,696
总长期负债	124,164	138,316	141,919	151,723	159,374
总负债	184,638	198,450	206,431	216,095	224,022
股本	52,345	52,345	52,345	52,345	52,345
储备及其他资本项目	275,603	274,197	275,918	278,165	280,580
股东权益	327,948	326,542	328,263	330,510	332,925
非控股权益	17,204	17,558	17,915	18,280	18,649
总权益	345,152	344,100	346,178	348,790	351,573

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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	10,780	10,444	13,383	14,823	15,267
合资企业/联营公司收入调整	(4,618)	(5,557)	(3,324)	(3,612)	(3,292)
折旧及摊销	437	457	466	453	459
营运资本变动	12,891	3,583	(398)	(1,822)	(3,941)
利息调整	0	0	0	0	0
税费	(2,018)	(1,277)	(666)	(1,627)	(1,803)
其他经营活动现金流	12	1,700	(1,355)	(801)	(539)
经营活动现金流	17,484	9,350	8,106	7,413	6,150
投资活动	117	(4,280)	(2,644)	(2,670)	(2,697)
其他投资活动现金流	3,673	0	0	0	0
投资活动现金流	3,790	(4,280)	(2,644)	(2,670)	(2,697)
负债净变动	(12,212)	4,308	2,814	5,609	5,826
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(8,714)	(8,714)	(9,149)	(9,607)	(10,087)
其他融资活动现金流	0	0	0	0	0
融资活动现金流	(20,926)	(4,406)	(6,335)	(3,998)	(4,261)
汇率收益/损失	0	0	0	0	0
年初现金	10,947	11,295	21,623	20,750	21,495
年末现金	11,295	21,623	20,750	21,495	20,687

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(港元)					
核心每股收益	1.989	2.005	2.245	2.449	2.583
全面摊薄每股收益	1.989	2.005	2.245	2.449	2.583
每股股息	1.800	1.800	1.890	1.985	2.084
每股账面值	67.738	67.448	67.803	68.268	68.766
利润率分析(%)					
毛利率	40.6	36.4	42.9	43.7	45.1
EBITDA利润率	29.9	30.3	32.2	32.6	34.0
EBIT利润率	28.2	28.7	30.8	31.3	32.7
净利率	36.2	34.4	33.0	35.8	36.6
盈利能力(%)					
ROA	1.8	1.8	2.0	2.1	2.2
ROE	2.9	3.0	3.3	3.6	3.8
ROIC	1.7	2.1	2.5	2.6	2.7
其他					
净负债权益比(%)	22.1	20.4	21.3	22.6	24.3
利息覆盖率	2.1	1.2	1.6	1.6	1.7
流动比率	2.1	2.2	2.1	2.3	2.3
存货周转天数	1,389.3	1,246.6	1,045.1	1,071.1	1,115.5
应收账款周转天数	195.2	191.2	160.3	164.3	171.1
应付账款周转天数	375.3	375.5	344.2	376.0	393.9
派息比率(%)	90.5	89.8	84.2	81.0	80.7

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，一位分析师持有英伟达之股份。

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、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、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、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、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司及乐思集团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，或可能以委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，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明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。