

中国香港房地产

收盘价
港元 22.65

目标价
港元 23.02↓

潜在涨幅
+1.6%

2025 年 4 月 3 日

恒基地产 (12 HK)

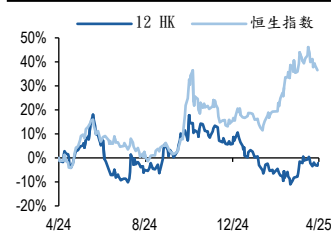
整体租金收入和派息稳定，但物业开发周期仍有不确定性；维持中性

- ④ **毛利率持续受市场下行影响。**2024 年收入同比下跌 8.4%至 252.6 亿港元，主要受物业开发交付减少影响。香港及内地物业开发税前利润从 2023 年约 43.0 亿港元同比下降 46%至 23.1 亿港元，但因出售北角 Harbour East 以及政府农地回收赔偿收益，核心净利润大致持平，同比上升 0.7%至 97.7 亿港元。全年每股派息维持 1.80 港元，核心派息比率大致维持在~90%。公司约有已售未结销售金额 115.3 亿港元，其中约 105.3 亿港元将在 2025 年结转入账。
- ④ **预料 2025-27 年租金收入稳定增长：**写字楼租金有所下滑，公司表示 IFC 写字楼部份 2024 年租金同比下跌约 10%，但被其零售及车位部份约 2-14% 同比增长所抵消，而非核心地区零售租金也录得温和增长，加上 The Henderson 收入贡献，2024 年总租金收入同比上升 1.7%至约 70 亿港元。未来的租金增长点包括：1) 中环甲级写字楼 The Henderson 出租率持续提升；2) 大型中环新海滨项目将于 2026-32 年分期落成；以及 3) 深圳/上海综合体项目将于 2025 年中落成。我们预期在新项目带动下，2025-27 年租金年复合增长率约 13%。
- ④ **我们更新了恒基地产的财务模型，并新增了 2027 年财务预测。**我们更新了 2025-26 年物业开发收入及利润预测。同时，我们相信在基数较低的情况下，2026-27 年利润会有所回升，而股息则维持稳定。
- ④ **维持中性，目标价调整至 23.02 港元：**我们相信其稳定的股息分派政策和高股息率可抵御股价下行风险，但鉴于物业开发周期仍有不确定性，我们调整目标价至 23.02 港元，较我们估算每股资产净值折让 60%，维持**中性**评级。

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)	27.25
52周低位 (港元)	20.55
市值 (百万港元)	109,657.48
日均成交量 (百万)	2.84
年初至今变化 (%)	(4.03)
200天平均价 (港元)	23.71

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万港元)	27,570	25,256	29,016	30,500	32,410
同比增长 (%)	7.9	-8.4	14.9	5.1	6.3
核心利润 (百万港元)	9,706	9,774	9,187	9,940	11,110
核心每股盈利 (港元)	2.00	2.02	1.90	2.05	2.29
同比增长 (%)	0.8	0.7	-6.0	8.2	11.8
前EPS预测值 (港元)			2.45	2.58	
调整幅度 (%)			-22.5	-20.5	
市盈率 (倍)	11.3	11.2	11.9	11.0	9.9
每股账面净值 (港元)	67.45	66.54	66.64	66.89	67.39
市账率 (倍)	0.34	0.34	0.34	0.34	0.34
股息率 (%)	7.9	7.9	7.9	7.9	7.9

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。

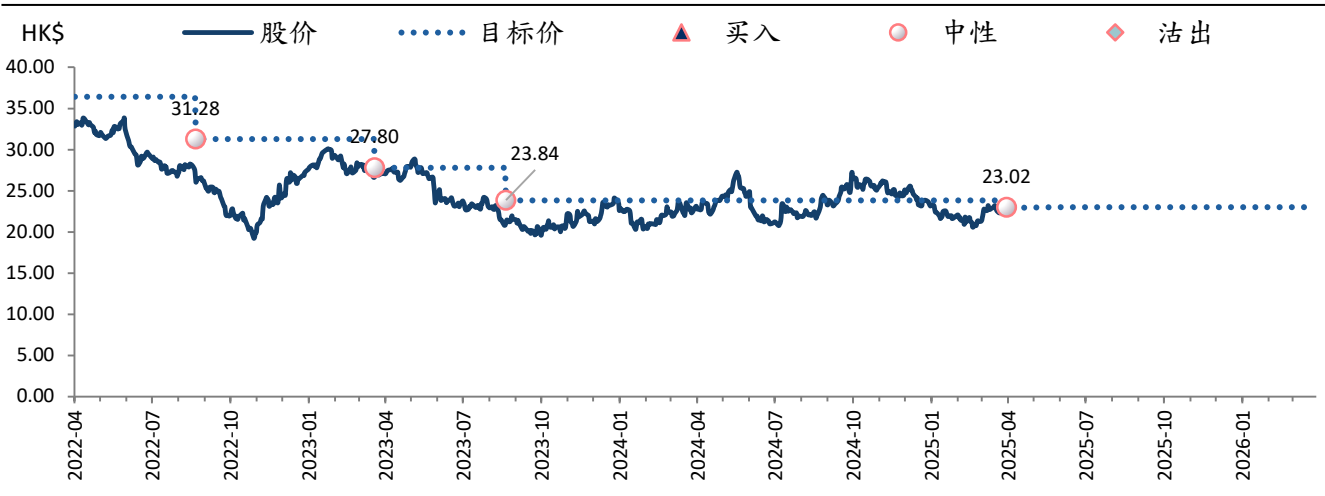
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 恒基 2024 全年业绩概览

(百万港元)	2023 年	2024 年	同比 (%)
收入	27,570	25,256	-8.4
销售物业	15,210	12,506	-17.8
租金收入	6,876	6,994	1.7
百货商店业务和超级市场	1,566	1,548	-1.1
其他业务	3,918	4,208	7.4
销售成本	(17,540)	(16,163)	-7.9
毛利润	10,030	9,093	-9.3
销售及推销费用	(1,326)	(1,406)	6.0
行政费用	(2,305)	(2,345)	1.7
其他净收入	1,508	3,191	111.6
息税前利润	7,907	8,533	7.9
投资物业公平值(减少)/增加	(1,700)	(1,514)	-10.9
净利息费用	(1,320)	(1,879)	42.3
应占联营/合资公司利润	5,557	3,098	-44.3
税前利润	10,444	8,238	-21.1
税项	(666)	(955)	43.4
税后利润	9,778	7,283	-25.5
少数股东权益	(517)	(987)	90.9
净利润	9,261	6,296	-32.0
基本净利润	9,706	9,774*	0.7
每股盈利-呈报 (港元)	1.91	1.30	-32.0
每股盈利-核心 (港元)	2.00	2.02	0.7
全年每股股息 (港元)	1.8	1.8	0.0
基本派息率 (%)	89.8%	89.2%	-0.6ppt
息税前利润率	28.7%	33.8%	5.1ppt
销售物业	16.2%	38.3%*	22.2ppt
租金收入	71.6%	72.5%	0.9ppt
百货商店业务和超级市场	6.4%	4.1%	-2.3ppt
基本净利率 (%)	35.2%	38.7%*	3.5ppt
净负债 (百万港元)	73,869	67,989	-8.0
每股帐面净值 (港元)	67.5	66.5	-1.3
净负债比率 (%)	22.6%	21.1%	-1.5ppt

资料来源：公司资料、交银国际 *包括出售北角项目及土地回收赔偿

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
17 HK	新世界发展	买入	4.96	6.94	39.8%	2025 年 03 月 03 日	香港房地产
778 HK	置富产业信托	买入	4.18	5.86	40.2%	2024 年 12 月 12 日	香港房地产
16 HK	新鸿基地产	买入	74.25	96.10	29.4%	2024 年 09 月 03 日	香港房地产
823 HK	领展房托	买入	37.00	47.70	28.9%	2024 年 05 月 29 日	香港房地产
12 HK	恒基地产	中性	22.65	23.02	1.6%	2025 年 04 月 03 日	香港房地产
1109 HK	华润置地	买入	25.85	31.68	22.6%	2025 年 03 月 28 日	内地房地产
123 HK	越秀地产	买入	4.95	6.60	33.3%	2024 年 08 月 13 日	内地房地产
3383 HK	雅居乐集团	买入	0.50	1.16	134.3%	2023 年 12 月 01 日	内地房地产
6626 HK	越秀服务	买入	3.03	4.30	42.0%	2025 年 03 月 21 日	物业服务
2669 HK	中海物业	买入	5.37	6.30	17.3%	2024 年 09 月 05 日	物业服务
6098 HK	碧桂园服务	买入	6.95	6.08	-12.5%	2024 年 08 月 26 日	物业服务
3319 HK	雅生活服务	买入	2.66	3.20	20.3%	2024 年 08 月 19 日	物业服务
9928 HK	时代邻里	中性	0.51	0.60	17.6%	2023 年 11 月 30 日	物业服务

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2025 年 4 月 2 日

财务数据

损益表 (百万港元)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	27,570	25,256	29,016	30,500	32,410
主营业务成本	(17,540)	(16,163)	(17,964)	(19,174)	(19,644)
毛利	10,030	9,093	11,052	11,326	12,766
销售及管理费用	(3,631)	(3,751)	(4,178)	(4,300)	(4,570)
其他经营净收入/费用	1,508	3,191	1,757	1,845	1,937
经营利润	7,907	8,533	8,631	8,870	10,133
财务成本净额	(1,320)	(1,879)	(1,030)	(710)	(819)
应占联营公司利润及亏损	5,557	3,098	3,825	4,199	4,302
其他非经营净收入/费用	(1,700)	(1,514)	816	549	832
税前利润	10,444	8,238	12,241	12,909	14,449
税费	(666)	(955)	(1,105)	(1,228)	(1,240)
非控股权益	(517)	(987)	(1,134)	(1,192)	(1,267)
净利润	9,261	6,296	10,003	10,489	11,942
作每股收益计算的净利润	9,706	9,774	9,187	9,940	11,110

资产负债表简表 (百万港元)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	21,623	17,919	17,485	17,421	17,333
应收账款及票据	14,441	14,023	14,724	15,460	16,233
存货	94,164	85,608	89,888	94,383	99,102
其他流动资产	3,914	1,443	1,443	1,443	1,443
总流动资产	134,142	118,993	123,540	128,707	134,112
投资物业	264,404	271,874	274,593	277,339	280,112
物业、厂房及设备	5,719	5,370	4,917	4,458	3,999
无形资产	360	356	356	356	356
合资企业/联营公司投资	130,836	128,440	132,265	136,464	140,766
其他长期资产	7,089	6,207	6,207	6,207	6,207
总长期资产	408,408	412,247	418,337	424,824	431,440
总资产	542,550	531,240	541,878	553,531	565,552
短期贷款	30,744	17,586	13,464	21,108	28,581
应付账款	28,362	26,811	33,335	34,500	39,583
其他短期负债	1,028	1,414	1,713	1,955	2,264
总流动负债	60,134	45,811	48,513	57,562	70,428
长期贷款	61,091	64,650	71,128	71,433	67,222
其他长期负债	77,225	80,202	80,052	79,934	79,637
总长期负债	138,316	144,852	151,180	151,367	146,859
总负债	198,450	190,663	199,693	208,929	217,287
股本	52,345	52,345	52,345	52,345	52,345
储备及其他资本项目	274,197	269,802	270,275	271,501	273,897
股东权益	326,542	322,147	322,620	323,846	326,242
非控股权益	17,558	18,430	19,564	20,756	22,022
总权益	344,100	340,577	342,184	344,602	348,265

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	10,444	8,238	12,241	12,909	14,449
合资企业/联营公司收入调整	(5,557)	(3,098)	(3,825)	(4,199)	(4,302)
折旧及摊销	457	466	453	459	459
营运资本变动	4,410	7,423	1,543	(4,066)	(409)
利息调整	0	0	0	0	0
税费	(1,277)	(666)	(955)	(1,105)	(1,228)
其他经营活动现金流	1,700	687	(816)	(549)	(832)
经营活动现金流	10,177	13,051	8,642	3,448	8,137
投资活动	(4,280)	(7,470)	(2,719)	(2,746)	(2,773)
其他投资活动现金流	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(4,280)	(7,470)	(2,719)	(2,746)	(2,773)
负债净变动	4,308	(9,599)	2,356	7,948	3,263
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(8,714)	(8,714)	(8,714)	(8,714)	(8,714)
其他融资活动现金流	0	0	0	0	0
融资活动现金流	(4,406)	(18,313)	(6,358)	(766)	(5,451)
汇率收益/损失	0	0	0	0	0
年初现金	11,295	21,623	17,919	17,485	17,421
年末现金	21,623	17,919	17,485	17,421	17,333

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(港元)					
核心每股收益	2.005	2.019	1.898	2.053	2.295
全面摊薄每股收益	2.005	2.019	1.898	2.053	2.295
每股股息	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800
每股账面值	67.448	66.540	66.638	66.891	67.386
利润率分析(%)					
毛利率	36.4	36.0	38.1	37.1	39.4
EBITDA利润率	30.3	35.6	31.3	30.6	32.7
EBIT利润率	28.7	33.8	29.7	29.1	31.3
净利率	33.6	24.9	34.5	34.4	36.8
盈利能力(%)					
ROA	1.8	1.8	1.7	1.8	2.0
ROE	3.0	3.0	2.8	3.1	3.4
ROIC	2.1	2.2	2.1	2.1	2.5
其他					
净负债权益比(%)	20.4	18.9	19.6	21.8	22.5
利息覆盖率	1.2	1.3	1.5	1.5	1.6
流动比率	2.2	2.6	2.5	2.2	1.9
存货周转天数	1,246.6	1,237.2	1,130.7	1,129.5	1,116.1
应收账款周转天数	191.2	202.7	185.2	185.0	182.8
应付账款周转天数	375.5	387.5	419.3	412.9	445.8
派息比率(%)	89.8	89.2	94.8	87.7	78.4

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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

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、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、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份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七牛智能科技有限公司的已发行股本逾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，并可能受送递延误、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。