信用评级公告

联合〔2021〕3866 号

联合资信评估股份有限公司通过对恒隆地产有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持恒隆地产有限公司主体长期信用等级为 AAA，“18 恒隆地产 MTN001BC”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

恒隆地产有限公司 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
恒隆地产有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
18 恒隆地产 MTN001BC	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 恒隆地产 MTN001BC	10 亿人民币	10 亿人民币	2021/07/16

评级时间：2021 年 6 月 17 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
房地产企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	3
		资本结构		1
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点：

恒隆地产有限公司（以下简称“公司”或“恒隆地产”）是从事地产开发运营的大型企业。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了其作为港股上市的大型地产开发运营企业，业务区域涵盖中国香港和内地地区，行业地位突出，地产运营管理经验丰富，竞争优势显著。跟踪期内，公司内地物业租赁业务收入保持增长态势，经营获现能力良好，债务负担轻。同时，联合资信也关注到公司盈利水平受公允价值波动影响大、公司物业运营受到疫情的负面影响以及未来资本支出规模较大等因素可能对公司经营带来的影响。

公司经营活动现金净流量和现金类资产对存续债券保障能力强。

未来，公司将继续紧贴市场，持续优化现有投资物业并适时推出可售物业；随着内地多个投资物业的陆续开业，公司收入有望继续增长。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“18 恒隆地产 MTN001BC”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司投资物业质量良好。**公司在香港特区和内地地区的投资物业位置优越，在知名度、产品品质和运营管理方面均处于行业领先水平。
2. **跟踪期内，公司内地物业租赁收入保持较快增长态势。**2020 年，公司实现内地物业租赁收入 46.75 亿人民币，同比增长 16.79%。
3. **跟踪期内，公司有息债务负担仍轻，经营活动现金流保持净流入。**截至 2020 年底，公司全部债务资本化比率为 20.51%。

关注：

1. **新冠疫情对商业物业影响较大，公司利润受物业公允价值变动影响大。**新冠疫情冲击全球范围内商业物业经营，公司香港地区和部分内地物业租赁收入和出租率有所下降。2020 年，公司物业公允价值净减少 66.44

分析师： 刘珺轩　蒋智超
邮箱： lianhe@lhratings.com
电话： 010-85679696
传真： 010-85679228
地址： 北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址： www.lhratings.com

亿港元，导致公司净利润亏损20.56亿港元。公司未来物业估值和香港区域租赁收入恢复受疫情和经济环境修复速度影响，仍有待观察

2. **公司未来投资保持较大规模。**截至 2020 年底，公司对投资物业的发展项目资本承担总额为 193 亿港元，规模较大，存在一定对外融资需求。

主要财务数据：

合并口径			
项　　目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产（亿港元）	105.10	33.06	63.19
资产总额（亿港元）	1864.53	1999.80	2113.16
权益总额（亿港元）	1435.94	1478.12	1481.88
短期债务（亿港元）	24.36	27.17	74.90
长期债务（亿港元）	251.37	272.72	307.55
全部债务（亿港元）	275.73	299.89	382.45
收入（亿港元）	94.08	88.52	89.73
除税前溢利/（亏损）（亿港元）	99.21	148.09	-8.63
EBITDA(亿港元)	110.35	149.05	-6.41
经营性净现金流(亿港元)	57.38	53.19	34.13
毛利率(%)	72.51	73.28	72.23
净资产收益率(%)	6.03	6.63	-1.39
资产负债率(%)	22.99	26.09	29.87
全部债务资本化比率(%)	16.11	16.87	20.51
流动比率(%)	168.78	90.27	93.71
经营现金流动负债比(%)	64.14	42.77	17.89
现金短债比(倍)	4.31	1.22	0.84
EBITDA 利息倍数(倍)	8.36	10.11	-0.44
全部债务/EBITDA(倍)	2.50	2.01	-59.66

注：公司仅披露合并口径报表

债项评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 恒隆地产 MTN001BC	AAA	AAA	稳定	2017/9/14	刘珺轩 王兴萍	房地产企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文
18 恒隆地产 MTN001BC	AAA	AAA	稳定	2020/6/11	刘珺轩 李小建	房地产企业信用评级方法/房地产企业主体信用评级模型（打分表）V3.0.201907	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由恒隆地产有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、根据控股股东联合信用管理公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公证的原则。

三、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

四、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

五、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

六、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

恒隆地产有限公司
2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于恒隆地产有限公司及相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

恒隆地产有限公司（以下简称“恒隆地产”或“公司”，股票代码“00101.HK”），是其控股股东恒隆集团有限公司（以下简称“恒隆集团”）的地产业务机构，业务区域覆盖香港和中国内地部分城市，是一家大型地产企业。恒隆地产亦属于香港恒生综合指数、恒生低波幅指数、恒生可持续发展企业指数系列，及道琼斯可持续发展亚太指数的成分股之一。

截至 2020 年底，公司的控股股东为恒隆集团，恒隆集团通过其附属公司合计持有公司 58.18%的已发行股份。根据香港证券及期货条例，恒隆集团主要股东 Cole Enterprises Holdings (PTC) Limited 及 Merssion Limited 被视为持有/持有恒隆集团 38.37%股权权益，此等股份已包括在陈谭庆芬女士及陈文博先生被视为所持有之恒隆集团 38.82%股权权益内。Cole Enterprises Holdings (PTC) Limited、Merssion Limited、陈谭庆芬女士及陈文博先生均被视为持有合计恒隆地产 2644956340 股股份（58.81%股权权益），该批股份由一项酌情信托基金通过 Merssion Limited 的受控法团（包括恒隆集团）持有，陈谭庆芬女士为该信托基金之成立人、Cole Enterprises Holdings (PTC) Limited 为该信托基金之受托人，以及陈文博先生（公司及恒隆集团之董事）为该信托基金之酌情受益人。根据上市规则及香港证券及期货条例的相关适用规定，目前无需对外披露该酌情信托的任何酌情受益人及其通过该酌情信托间接持有的公司股份（惟该酌情信托的任何酌情受益人担任公司董事的，仍须披露其股份权益）。该酌情信托的成立人或任何酌情受益人均不可以控制受托人如何行使其酌情权，因此，公司无实际控制人。公司股权结构图见附件 1-1。

公司经营范围包括投资物业以供收租，发展物业以供出售及租赁，以及停车场管理与物业管理。公司内设发展及设计部、项目管理部、成本及监控部、租务及物业管理部、综合服务部、物业销售部、集团传讯部、投资者关系部、资讯科技部、中央采购部、财务部、人力资源部、法律及秘书部、内部审计部、行政部及顾客业务部 16 个部门。公司组织架构图见附件 1-2。

截至 2020 年底，公司综合资产总额 2113.16 亿港元，权益总额 1481.88 亿港元（含非控股权益 98.93 亿港元）；2020 年，公司实现收入 89.73 亿港元，除税前亏损 8.63 亿港元。

公司注册地址为香港中环德辅道中四号二十八楼；董事长为陈启宗先生。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

本次跟踪评级债券为“18 恒隆地产 MTN001BC”，上述债券募集资金已按照约定用途使用于昆明恒隆广场以及武汉恒隆广场的绿色建筑建设，建成部分相关指标符合绿色建筑设计标准。跟踪期内，公司已按时支付“18 恒隆地产 MTN001BC”利息。

表1　公司存续债券概况（单位：亿人民币）

债项简称	发行金额	债券余额	起息日	期限（年）
18 恒隆地产 MTN001BC	10	10	2018/07/16	3

资料来源：中国货币网

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增

[1] 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

[2] 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，**

发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业分析

1. 中国内地商业物业运营行业分析

（1）行业概况

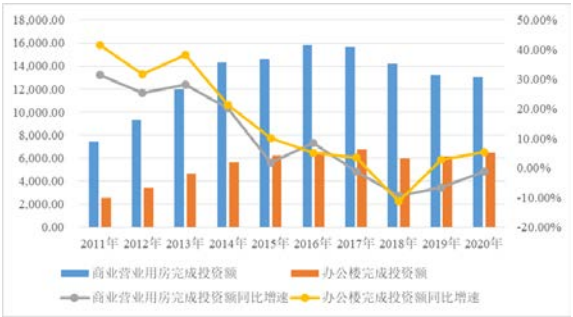
商业地产行业作为房地产行业的子行业，主要受到资金成本和经济增速的推动。2020 年投资增速呈现企稳回升态势，办公楼开发投资增速回升较显著。

商业地产一般是指按照用途划分用于商业用途的房地产产品。广义上讲，商业地产包括各种非生产性和非住宅型的物业，包括写字楼、酒店、会议中心、商业服务经营场所等，狭义上看，商业地产主要指专用于商业的物业形式，包括商铺、专业市场、商业批发市场、酒店、商业街等。商业地产作为经营性物业，主要受到国民经济整体发展速度、城市化水平以及社会消费能力的影响；同时，由于商业地产的投资属性突出，其发展速度短期内受社会融资成本和通货膨胀率的影响较大。

2017年，随着部分地区市场逐渐饱和，商业地产投资增速有所放缓。2018年，商业地产投资增速进一步放缓，全年商业不动产投资额、新开工面积、销售规模等主要指标较2017年均出现下降。其中，2018年商业营业用房投资完成额为1.42万亿元，同比下降9.42%；写字楼开发投资完成额0.60亿元，同比下降11.30%。

2019年商业营业用房完成投资额1.32万亿元，同比下降6.65%，投资规模进一步下降，占当年全国房地产行业投资完成总额的10.00%。办公楼开发投资完成额0.62万亿元，同比增长2.76%，实现小幅增长，占当年全国房地产行业投资完成总额的4.66%。

图 1　2011－2020 年全国办公楼和商业营业用房完成投资情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，联合资信整理

2020年，全国商业营业用房开发投资完成额1.31万亿元，同比下降1.13%，投资规模下降幅度趋于平缓，其规模占当年全国房地产行业投资完成总额的9.24%。办公楼开发投资完成额0.65万亿元，同比增长5.38%，延续上年反弹趋势且增幅有所放大。商业地产开发投资呈现

企稳回升态势，其中办公楼的投资回升较为显著。

从开发模式上看，相对于住宅物业，商业物业具有自身的特点。物业选址方面，住宅开发可选地块较多，区域分布较广；商业物业对城市规划和商圈依赖性较强，可供应土地量相对较小，物业形态受经营规划和所在区位的影响较大。商业物业的个性化特点鲜明，各种不同业态对物业的设计规划要求不同；商业物业的客户结构与住宅物业差异较大，住宅物业以自住为主，投资需求占比不高；商业物业的投资属性远高于住宅物业，因此在规划设计上在考虑未来物业形象和定位的时候，既要考虑终端消费者的消费需求，也要保持对未来投资者的吸引力，因此商业物业的规划设计难度远高于住宅地产。从资金来源上看，商业物业开发过程中预售节点往往较晚，因此除了可以采用开发贷款和信托借款外，还会采用预租、股权融资、债务融资等多种不同方式满足资金需求。从建成后的资金回笼情况看，商业物业由于租售情况不同，现金回笼往往慢于住宅地产，因此会产生多种如REITs的新兴融资渠道，以降低开发商的资金压力。

商业地产的经营模式主要分为出租模式、出售模式和租售结合模式。其中出租模式主要指商业物业由开发商自行进行市场培育、招商运营，通过良好的运营和管理提升商业物业的价值，并承担经营风险。这种模式下，商业物业的管理统一，能够更好的进行物业的定位、提升物业价值，未来可以获取稳定的租金收益。但此模式资金投入量大，经营风险较高，对开发商的设计、规划、运营、管理等综合能力要求较高。

出售模式与出租模式相对，开发商在完成商业物业的建设之后直接销售，能够实现快速资金回笼，资金压力小，不承担物业后续的管理经营责任；但物业销售后产权分散，难以统一管理和经营，往往造成业态组合混乱无序，后期若经营不善极易导致品牌价值和市场影响力逐渐下降等问题。

租售结合模式下，开发商往往持有商业物业的主要部分，并出租给主力店和品牌店，同时销售一小部分商铺。主力店是商业物业的经营主体，起到聚集人气、提升物业经营水平和确立品牌形象的作用，部分商铺的销售有助于开发商平衡现金流，降低自身经营风险。但租售结合的经营模式在一定程度上分散了物业的经营权，开发商、主力店和商铺业主的关系相对复杂，管理难度较高，对后续长期经营形成一定挑战。

（2）市场供需

近年来，商业地产去库存效果有所显现，供求矛盾有所缓解，但整体库存压力依然较大。

从商业地产供求情况看，近年来，商业营业用房的竣工面积持续高于销售面积，整体上呈现供过于求的态势。2015 年以来，由于经济增速放缓，居民购物、娱乐习惯改变导致商业地产景气度下降，开发商对商业营业用房开发增速大幅放缓，供过于求的状况有所缓解。2017 年，供过于求的局面开始扭转。2018 年，我国商业营业用房竣工面积达 11,258.68 万平方米，同比下降 11.14%；增速较上年下降 12.36 个百分点。2018 年以来，调控政策趋于常态，且购房需求的释放也达到了阶段性瓶颈，我国商业营业用房销售面积 11,971.33 万平方米，同比下降 6.80%，供应过剩压力仍存。2019 年，全国商业营业用房竣工面积 10,814.18 万平方米，同比下降 3.95%；商业营业用房销售面积 10,172.87 万平方米，同比下降 15.02%。2020 年，全国商业营业用房竣工面积 8,620.62 万平方米、销售面积 9,288.46 万平方米，销售面积大于竣工面积，整体供应过剩的压力有减轻。

从办公楼供求情况看，2018 年办公楼竣工面积 3,884.04 万平方米，同比增下降 3.06%，增速较上年下降 13.46 个百分点；办公楼销售面积 4,363.32 万平方米，同比下降 8.26%，增速较上年下降 32.57 个百分点。2019 年，全国

办公楼竣工面积 3,923.39 万平方米，同比微增 1.01%；办公楼销售面积 3,722.76 万平方米，同比下降 14.68%。2020 年，全国办公楼竣工面积 3,041.59 万平方米、销售面积 3,334.33 万平方米，供需关系小幅扭转。

图 2　2011－2020 年全国办公楼和商业营业用房供求情况（单位：万平方米、倍）



注：竣工销售比为竣工面积和销售面积的比值，小于1倍说明供不应求，大于1倍说明供大于求
资料来源：Wind，联合资信整理

从全国商业地产的增速来看，2008 年之后，由于“四万亿”刺激政策和宽松货币政策的共同作用，我国经济保持较高增长速度，商业地产行业景气度随之提升，2009 年和 2010 年，全国商业营业用房销售面积同比大幅增加 24.2%和 29.9%，办公楼销售面积同比大幅增长 30.8%和 21.9%，远超同期 GDP 增速。随后，由于我国货币政策逐渐转向稳健，经济增速逐步回落，商业地产行业景气度也波动回落，2018 年，全国商业营业用房销售面积和销售金额分别较上年同期下降 13.6%和 9.4%；办公楼销售面积和销售金额分别同比下降 15.70%和 6.20%。2019 年，全国商业营业用房销售面积和销售金额分别同比分别下降 15.0%和 16.5%，办公楼销售面积和销售金额同比分别下降 14.7%和 15.1%。2020 年，全国商业营业用房销售面积同比下降 8.69%，办公楼销售面积同比下降 10.43%，降幅均有所收窄，但仍低位运行，需求景气度不高。

图 3　2011－2020 年全国商业营业用房和办公楼销售面积增速情况（单位：%）



资料来源：Wind，联合资信整理

从租金水平和空置率来看，一线城市，尤其是核心商圈，由于人流巨大、新增地块有限，商业地产处于供不应求状态，多年以来优质写字楼和优质零售物业首层租金均保持持续稳步上涨趋势；二线城市零售物业则因供给较多、竞争手段有限，首层租金持续走低。而进入2015年以来，一线城市优质零售物业首层租金断崖式下跌，主要系新增商业物业项目较多、市场供过于求、实体零售业受电商冲击较大等因素所致。根据赢商大数据统计，2020年上半年全国19城964个样本购物中心的平均空置率为8.88%，下半年进一步上升至11.77%，其中一线城市购物中心平均空置率为10.06%、二线城市为12.86%，苏州、福州、武汉、西安和天津等城市购物中心平均空置率处于较高水平。办公楼方面，2020年下半年以来，全国写字楼整体空置率接近30%，一线城市写字楼空置率在20%上下运行，创下近十年来的新高，其中上海和深圳写字楼整体空置率超过25%。

2.　香港经济与商业地产运营情况分析

香港特别行政区区位优势显著，具有良好的零售服务业发展基础，但社会不安定因素和

新冠疫情爆发对其经济发展特别是营商环境带来一定不利影响。

服务业是香港经济的支柱，随着内地经济发展踏上新台阶，迈向高质量发展，香港服务业可以把握当中的庞大商机。内地经济持续向服务业和消费转型，并进一步开放市场和深化改革，香港可发挥本身的竞争优势，为中国的经济发展作出贡献。另外，在区域层面，粤港澳大湾区发展会促使更多与邻近城市的合作，促进这些城市之间生产要素的往来，并产生巨大的协同效应，有利于提升大湾区的整体竞争力和增长潜力。

2019年，香港发生严重社会事件，全年与GDP同比实质下跌1.2%，是自2009年以来首次下降。2020年，香港经济受到新冠疫情的影响，全年GDP同比下降6.1%。2019年和2020年香港零售业总销售额同比分别下跌11.1%和24.3%。

租金方面，2019年上半年，香港零售租金与2018年四季度基本持平；下半年受社会事件影响租金有所下降。办公楼方面，2019年上半年香港地区办公楼空置率有所上升，下半年亦受到环境影响，整体租金有所下降。根据戴德梁行相关报告，2020年，香港租赁市场平均租金下跌38%，其中铜锣湾为下滑幅度最大的街区。2021年第一季度，香港商铺整体空置率回稳，但租金下跌情况于仍然持续，一线街铺中尖沙咀租金下滑幅度最大，较上季下滑了4.1%，而铜锣湾租金仅下滑了3.5%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年底，公司的控股股东为恒隆集团，公司仍无实际控制人。

2. 企业规模

公司是香港和内地商业地产开发及运营领先企业，具有良好的品牌认可度、清晰的定位及成熟的运作经验。近年来，公司投资物业运营保持良好发展态势，为公司提供持续的现金流入。

作为恒隆集团的主要地产业务机构，公司是香港和内地商业地产开发及运营领先企业，是香港恒生指数及恒生可持续发展企业指数成份股之一。

公司目前在香港地区已形成了布局和业态多元的物业组合，包括铜锣湾的 Fashion Walk、太平山山顶的山顶广场、毗邻港铁九龙湾站的淘大商场、中环的渣打银行大厦等大型商场/商铺、社区型商业、办公楼以及服务式公寓等，出租率和租金保持行业内较优水平。同时，公司也在香港优质地段打造高端住宅物业，先后开发了“君临天下”“蓝塘道 23-39”及“浪澄湾”等项目，曾获得亚洲国际房地产大奖之“最佳住宅项目”银奖等奖项。截至 2020 年底，公司在香港特区的主要投资物业楼面面积（不含停车场）为 47.45 万平方米，2020 年租金收入达 36.34 亿港元。

公司于 90 年代开始进入中国内地市场，先后进驻上海、沈阳、济南、无锡、天津、大连、昆明、武汉及杭州。公司在内地集中发展高端、次高端购物商场，并以购物商场带动周边区域其他业态的开发，其恒隆广场产品汇集世界顶级时尚产品与高级消费品牌，产品注重可持续发展设施的建设，建筑设计多次获得世界级建筑奖项。公司的上海恒隆广场和上海港汇恒隆广场是上海的地标式物业，位于上海著名的购物区。截至 2020 年底，公司在中国内地持有投资物业楼面面积（不含停车场）合计 203 万平方米，2020 年内地租金收入达 46.75 亿人民币（等值 52.77 亿港元）。

3. 过往债务履约情况

公司作为港股上市公司，根据公开资料和历年公告情况，公司不存在不良信贷记录，过往履约状况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理体制及管理制度无重大变化。

公司董事长之子陈文博先生自 2020 年 9 月起任公司副董事长。陈文博先生具有工商管理硕士学位和国际关系文学士学位，于 2010 年加入公司，于 2016 年获委任为公司及其上市控股公司恒隆集团之董事会成员，目前主要负责发展及设计部、项目管理部（包括其下设的资产保证及优化部）和成本及监控部。

八、经营分析

1. 经营概况

公司以商业地产租赁为主要业务。跟踪期内，公司物业租赁收入保持增长，内地物业租赁收入占比继续上升；公司物业租赁主业的毛利率保持稳定。

公司业务收入来源主要包括香港和内地商业地产的租赁收入和香港地区的住宅物业销售收入。

2020 年，公司物业租赁收入同比增长 4.15%，其中内地租赁物业实现租金收入同比增长 16.13%，主要受益于内地奢侈品消费增长带来的租金收入增长以及 2019 年三季度以来公司多个投资物业新开业等因素的综合影响；香港物业租赁收入实现 36.34 亿港元，同比下降 9.42%，主要系新冠疫情和香港经济景气度下行所致。2020 年，公司物业销售收入受销售香港住宅减少影响，同比下降 79.05%。

表 3　公司业务板块经营情况（单位：亿港元、%）

业务板块	2018 年			2019 年			2020 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
物业租赁	81.81	86.96	74.07	85.56	96.66	73.92	89.11	99.31	72.24
内地	42.44	45.11	64.54	45.44	51.33	64.66	52.77	58.81	65.72
香港	39.37	41.85	84.35	40.12	45.33	84.42	36.34	40.50	81.70
物业销售（香港）	12.27	13.04	62.10	2.96	3.34	54.73	0.62	0.69	70.97
合计	**94.08**	**100.00**	**72.51**	**88.52**	**100.00**	**73.28**	**89.73**	**100.00**	**72.23**

资料来源：公司年度报告

毛利率方面，跟踪期内，公司物业租赁业务毛利率整体稳定，其中香港地区物业租赁受疫情影响毛利率同比下降 2.72 个百分点。公司物业销售板块毛利率同比上升，主要系销售物业不同所致（2020 年销售浪澄湾复式住宅，2019 年为蓝塘道大宅）。

2. 内地物业租赁

跟踪期内，受益于内地奢侈品消费的增加以及公司优化租户结构和推进会员计划，公司内地物业租赁收入保持较快增长；部分物业的租金收入和出租率受新冠疫情影响有所下降；新投入运营的昆明恒隆广场运营情况良好。

截至 2020 年底，公司已建成开业内地投资物业项目 10 个，总楼面面积（不含停车场）为 203 万平方米，较 2019 年底增加武汉恒隆广场办公楼；内地投资物业及发展中投资物业账面价值 1307.69 亿港元。其中，商场楼面面积占比约为 60%，办公楼占比约为 37%。另外，公司在杭州有 1 个在建未投入运营项目，在武汉、无锡、昆明和沈阳均有投资物业后续项目在建，合计发展中物业面积 121 万平方米。

表 4　截至 2020 年底公司内地投资物业构成情况（单位：万平方米、%）

业态	楼面面积	占比
商铺	122	60
办公楼	75	37
酒店	6	3
合计	**203**	**100**

注：楼面面积不包含停车场，尾差系四舍五入导致
资料来源：公司年度报告

表 5　2018－2020 年公司内地物业分项目经营情况　（单位：平方米、亿人民币、%）

项目名称	业态	总楼面面积（2020 年底）	租金收入			期末出租率		
			2018 年	2019 年	2020 年	2018 年	2019 年	2020 年
上海恒隆广场	商铺	53700	15.54	16.96	20.32	99	99	99
	办公楼	159555				95	93	93
上海港汇恒隆广场	商铺	122262	8.03	8.53	9.84	79	91	98
沈阳皇城恒隆广场	商铺	109307	1.62	1.94	1.75	88	95	88
沈阳市府恒隆广场	商铺	101960	2.16	2.57	2.99	93	94	89
	办公楼	131723				88	87	90
	酒店	60222				不适用	不适用	不适用
济南恒隆广场	商铺	171074	2.92	3.22	2.97	96	98	94
无锡恒隆广场	商铺	118066	2.52	2.89	3.63	89	95	96
	办公楼	137699				86	65	72
天津恒隆广场	商铺	152831	1.79	1.86	1.68	90	89	76
大连恒隆广场	商铺	221900	1.19	1.52	1.36	79	82	77
昆明恒隆广场	商铺	166754	--	0.54	2.20	--	82	91
	办公楼	167580				--	13	41
武汉恒隆广场	办公楼	151472	--	--	0.01	--	--	15
合　计	--	**2026105**	**35.77**	**40.03**	**46.75**	--	--	--

注：总楼面面积包括地上和地下面积，不包括停车场面积
资料来源：公司提供

2020 年，公司内地物业租赁收入按人民币计同比增长 16.79%（港元同比增长 16.13%），主要系新物业投入运营以及公司租金水平上升所致。从出租率来看，跟踪期内，公司内地购物商场组合的出租率整体稳定（不考虑新开业的武汉恒隆广场），其中上海港汇恒隆广场和昆明恒隆广场期末出租率提升幅度较大，沈阳皇城恒隆广场、天津恒隆广场和大连恒隆广场则受道路施工、营商条件及疫情等因素影响出租率有所下滑。2020 年，公司内地办公楼组合出租率整体有所提升，其中无锡恒隆广场办公楼和昆明恒隆广场办公楼出租率提升幅度较大。

购物商场

恒隆广场系列产品定位于高端、国际、时尚等元素，汇集购物、餐饮和休闲娱乐等多种消费选择。

2020 年新冠疫情爆发后，公司购物商场营业时间、客流量受到一定影响，公司亦采取了一定租金减免政策；内地疫情逐步得到控制后，上海、无锡和昆明等地的高端商场零售额恢复较快，济南、天津等地的次高端商场则恢复速度相对较慢。跟踪期内，公司凭借与奢侈品牌方长期合作优势，持续引入多元化的奢侈品牌，加强与租户的交流和提升顾客忠诚度，积极举办市场营销活动，并在内地所有物业组合全面推行会员计划“恒隆会”，吸纳优质新品牌进驻和鼓励现有租户扩展业务。由于公司部分租户租金水平与销售额挂钩，公司物业租金收入易受销售额影响随之波动。

2020 年，公司内地购物商场组合实现租金收入 37.31 亿人民币，同比增长 19.24%。公司位于上海的 2 个恒隆广场已进入成熟运营期，出租率保持在较高水平，购物商场租金收入占内地商场物业组合租金收入比重较高。其中，上海恒隆广场商场受益于疫情后内地奢侈品消费增长，2020 年租金收入同比增长 34%，租户销售额同比增长 60%，2020 年底出租率保持在 99%。上海港汇恒隆广场商场 2017 年以来受资产优化工程影响，当年出租率和租金收入

整体下降。随着 2018 年北座、2019 年地库和南座中庭及 2020 年南座整体翻新工程完成，上海港汇恒隆广场商场出租率 2020 年底回升至 98%，2020 年租金收入同比增长 15.38%。

2020 年，公司位于沈阳、济南、天津和大连的商场租金收入同比均有所下降。其中，沈阳皇城恒隆广场受影响影响叠加所在步行街沿途实施数月的大范围道路工程，租金收入同比下降 9.79%，出租率较 2019 年底下降 7 个百分点；天津恒隆广场由于疫情和区域经济情况影响，租金收入同比下降 9.68%，出租率下降 13 个百分点；大连恒隆广场 2020 年一季度和四季度均受到疫情冲击，租金收入同比下降 10.53%。

2020 年，受益于多个顶尖奢侈品牌迁入，无锡恒隆广场商场租金收入和零售额同比增长 30%和 72%。昆明恒隆广场于 2019 年 8 月底开业，随整体装修完毕，截至 2020 年底出租率较 2019 年底上升 9 个百分点，已成为昆明市的奢侈品牌集中地。

武汉恒隆广场商业部分已于 2021 年 3 月开业，引进约 110 家武汉首店、独家及旗舰店，逾 80%空间已租出。

办公楼和酒店

2020 年，公司内地办公楼的租金收入同比增长 2%，增长主要来自 2019 年以来新开业的无锡恒隆广场第二座办公楼、昆明恒隆广场办公楼和于 2020 年开业的武汉恒隆广场办公楼。上海恒隆广场和沈阳市府恒隆广场办公楼受到疫情影响，租金收入同比分别下降 4%和 2%，但出租率整体仍保持稳定。公司新开业的办公楼出租率整体仍有待提高，公司计划通过推广多功能办公空间，进一步引进来自不同领域的潜在租户，尤其是新经济行业租户。

公司酒店物业为位于沈阳市府恒隆广场办公楼顶部 19 层的沈阳康莱德酒店。沈阳康莱德酒为五星级酒店，客房 315 间，于 2019 年 9 月开业。2019 年 9－12 月和 2020 年，沈阳康莱德酒店实现收入 0.29 亿人民币和 0.80 亿人民币。

3. 香港物业租赁板块

跟踪期内，公司香港商业物业在新冠疫情的影响下租金收入和出租率均有所下滑。未来公司在港投资物业租赁收入恢复情况仍视地区疫情和政治环境未来发展情况有待观察。

公司在香港地区物业组合较为多元化：从区域上看，物业组合覆盖了繁华商业街区铜锣湾和弥敦道、商务区中环、观光区太平山山顶和居民生活区鲗鱼涌等；从业态上看，物业类型包括集中型商场、沿街商铺、大中型办公楼和住宅及服务式公寓等。由于物业组合的多元化，公司商铺顾客中旅客和香港本地顾客、办公楼租户中超大型区域总部租户和普通租户的比例较为平均，有利于分散经营上的风险，一定程度上缓解了近年来访港旅客波动等外界因素对公司运营造成的冲击。

在租户组合和租约设置等方面，公司香港物业经营模式与前述内地物业基本相同。

跟踪期内，公司香港地区投资物业面积未发生变化，商场和办公楼及工业/办公楼的总楼面面积分别占 51.36%和 34.20%。截至 2020 年底，公司香港投资物业及发展中投资物业估值 610.97 亿港元。

表 6　截至 2020 年底公司香港主要投资物业楼面面积情况（单位：万平方米）

区域	商铺	办公楼及工业/办公楼	住宅及服务式寓所
中环	1.03	3.97	--
铜锣湾及湾仔	3.98	3.84	0.79
跑马地	--	--	0.09
康怡及鲗鱼涌	5.31	1.06	3.53
山顶及半山区	1.24	--	1.52
港岛南区	--	--	0.92
旺角	2.84	6.15	--
尖沙咀及西九龙	4.77	1.21	--
九龙湾	4.90	--	--
葵涌	0.30	--	--
合计	**24.37**	**16.23**	**6.85**

注：楼面面积不包含停车场

资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

2020 年，由于疫情导致访港旅客大幅减少、政府颁布社交距离限制措施，公司香港物业租赁收入 36.34 亿港元，同比下降 9.42%。

表 7　2018－2020 年公司香港物业租赁整体业务情况（单位：亿港元、%）

业态	2018 年		2019 年		2020 年	
	收入	出租率	收入	出租率	收入	出租率
商铺	23.26	95	23.74	98	21.39	97
办公楼	12.86	94	13.15	93	12.32	88
住宅及服务式公寓	3.25	85	3.23	74	2.63	56
总计	**39.37**	--	**40.12**	--	**36.34**	--

注：出租率为期末数据
资料来源：公司年度报告

表 8　2018－2020 年公司香港主要物业分项目经营情况摘要（单位：平方米、%）

项目名称	位置	业态	总楼面面积（2020 年底）	期末出租率		
				2018 年	2019 年	2020 年
Fashion Walk	铜锣湾	商铺	31072	98	97	93
		住宅及服务式公寓	7935	86	89	75
恒隆中心	铜锣湾	商铺	8777	100	100	100
		办公楼	22131	89	89	79
山顶广场	太平山山顶	商铺	12446	7	91	95
康怡广场	鲗鱼涌	商铺	53080	100	100	100
		办公楼	10577	100	100	99
		住宅及服务式公寓	35275	77	56	29
渣打银行大厦	中环	商铺	4814	100	85	100
		办公楼	23730	100	100	100
雅兰中心	旺角	商铺	20905	100	100	100
		办公楼	31251	98	92	90
淘大商场	九龙湾	商铺	49006	99	98	97
家乐坊	旺角	商铺	7454	100	100	62
		办公楼	30205	92	95	93
合　计	--	--	**348658**	--	--	--

注:山顶广场时长两年的优化工程已于 2019 年 8 月完成
资料来源：公司年度报告

商铺

公司位于香港的核心商铺物业主要包括 Fashion Walk、恒隆中心、山顶广场、康怡广场、雅兰中心、家乐坊等，各物业定位差异化明显。Fashion Walk 位于繁华的铜锣湾区，由四条汇聚多间型格店铺的特色街道组成，包括记利佐治街、百德新街、京士顿街及加宁街；Fashion Walk 首推全港特色商铺概念，引入世界各地型格及优质品牌，也有提供室外及室内座位的餐厅。山顶广场位于香港旅游胜地太平山山顶，集购物餐饮设施于一身。家乐坊则定位年青人，网罗潮流品牌，并设有美容等多元化生活体验设施。康怡广场和淘大商场则属于社区购物商场。

公司位于香港的商业物业已进入成熟运营期，公司重视租户组合调整并视情况开展资产优化工程，以保持顾客新鲜度。2020 年，香港商铺组合的租金收入同比下降 9.90%。其中，

铜锣湾和旺角的商铺较多租户以游客为主要客户，受疫情影响较大，收入同比下降 16%；旺角的家乐坊原本占地三层的租户于 2020 年 10 月迁出，部分位置已重新出租，并就余下面积与一家知名时尚生活品牌进行后续磋商；于过渡期间，家乐坊的出租率下跌至 62%。社区型购物商场康怡广场和淘大商场受疫情影响相对较小。山顶广场在大型资产优化计划完成后于 2019 年下半年重新开业，2020 年租金收入同比增长 9%，期末出租率上升至 95%。

办公楼

截至 2020 年底，公司香港办公楼物业主要包括渣打银行大厦、雅兰中心、家乐坊和恒隆中心的办公楼等。

2020 年，香港的办公楼组合租金收入同比下降 6.31%，主要系疫情和社会事件影响下部分租户缩减租赁开支加之部分服务行业租户正常营运受到影响所致。截至 2020 年底，相关办公楼整体出租率下降 4 个百分点至 88%。其中，中环的办公楼租金收入同比增长 2%，铜锣湾和旺角的办公楼由于半零售业务占比较高，租金收入同比分别下降 21%和 6%。

住宅及服务式公寓

公司香港住宅及服务式公寓物业主要包括位于鲗鱼涌的康兰居、山顶及半山区的御峯以及跑马地的蓝塘道 23-39。2020 年，公司香港住宅及服务式公寓租金收入同比下降 18.58%，主要系康兰居和御峯出租率下降所致。

整体看，公司香港地区物业受新冠疫情影响较内地地区更大，考虑香港地区疫情和经济修复速度相对内地更慢，未来该区域的租赁收入恢复速度有待观察。

4. 香港物业销售

跟踪期内，由于可售物业减少加之疫情打击经济，公司物业销售收入继续下降。

针对物业销售业务，公司制定了严谨的购买土地及物业销售策略，以购买具回报潜力的黄金地段土地为拿地目标，建设高品质建筑，同时严格控制建筑成本，配合前瞻性物业营销策略，适时出售住宅物业，将物业价值最大化。公司在香港地区开发的产品以高端住宅为主，市场认可度较高。近年来，公司核心销售物业包括蓝塘道 23-39 和浪澄湾。

公司视市场环境许可条件下逐步推出物业销售，故产品的销售不定期，2019 年以来，由于可售物业减少加之疫情打击经济，公司出售的物业规模有所减少，2019 年为 1 间蓝塘道 23-39 大宅，2020 年为一个浪澄湾复式住宅单位，物业销售收入有所下降。

2020 年 12 月，公司出售了香港部分非核心投资物业，包括碧海蓝天和浪澄湾共 44 个停车位，该交易将于 2021 年上半年完成。截至 2020 年底，公司已建成待售项目（权益比例均为 100%）为蓝塘道 23-39 项目。蓝塘道 23-39 为豪宅项目，由 18 间半独立大宅组成，于 2016 年底开售，截至 2020 年底尚余 9 套待售。

2020 年 9 月，公司以约 25.66 亿港元投得港岛南区寿山村道 37 号一幅地皮，该地块收购事项于 2021 年 2 月 25 日完成。

5. 经营效率

公司物业运营收入规模较大，经营效率处于一般水平。

2020 年，公司总资产周转次数为 0.04 次，公司整体经营效率在重资产物业运营行业中处于一般水平。

表 9 同行业 2020 年经营指标对比

企业名称	物业运营收入	总资产周转次数（次）
恒隆地产有限公司	**89.11 亿港元**	**0.04**
中国国际贸易中心股份有限公司	30.98 亿人民币	0.26
星河实业（深圳）有限公司	14.63 亿人民币	0.03

注：1. 由于公司及上表中选取同行业多以物业运营为主业且香港与内地会计准则存在差异，流动资产周转次数可比性较弱，故上表未列示；2. 物业运营收入包括物业租赁和酒店运营收入
资料来源：联合资信根据公开资料整理

6. 在拟建项目及未来发展

公司尚有较多发展中物业，有望对业绩增长带来贡献。同时，公司未来投资保持较大规模，存在一定对外融资需求，但考虑整体建设周期较长投资压力相对分散。

截至 2020 年底，公司内地发展中物业包括杭州恒隆广场以及已部分开业的无锡恒隆广场、沈阳市府恒隆广场、昆明恒隆广场和武汉恒隆广场后续项目，在建物业建筑面积 121.24 万平方米。

表 10 截至 2020 年底公司内地发展中物业情况

（单位：万平方米）

物业名称	物业类型	预计竣工时间	总楼面面积
沈阳市府恒隆广场	办公楼/可供出售寓所/商铺	2025 年起	50.27
无锡恒隆广场（二期）	可供出售寓所/酒店	2023 年起	10.90
昆明恒隆广场	可供出售寓所/酒店	2023 年起	9.81
武汉恒隆广场	商铺/可供出售寓所	2020 年起	30.85
杭州恒隆广场	商铺/办公楼/酒店	2024 年起	19.41
合计	--	--	**121.24**

注：总楼面面积不包括停车场面积

资料来源：公司年度报告

沈阳市府恒隆广场后续项目包括办公楼、寓所及一个购物中心，建设工程已于 2020 年 9 月展开。无锡恒隆广场二期包括可供出售的豪华服务式寓所及一间精品酒店，已于 2019 年 7 月启动开挖工程。昆明恒隆广场后续项目包括一座五星级酒店以及豪华级寓所，建筑工程已经展开。

武汉恒隆广场办公楼和商场分别于 2020 年 11 月和 2021 年 3 月投入营运，可供出售的服务式寓所计划于 2021 年下半年开始预售。

杭州恒隆广场定位为高端商业综合体，包括一个购物中心、五幢甲级办公楼以及一间豪华酒店，处于打桩工程阶段，预计于 2024 年起分阶段落成。

公司在香港有两项重建项目，包括电气道重建项目和淘大工业村重建项目，均已开始施工。电气道重建项目由公司与股东恒隆集团共同开发（公司持股 66.67%），将建造一幢甲级办公楼，其平台将作零售用途，该项目预期于 2022 年完成。2019 年，公司整合牛头角淘大工业村的全部权益，计划将其重建为可供出售住宅单位，其平台将设有商铺，该项目预期于 2023 年完成，住宅单位计划于 2021 年下半年开始预售。

表 11 截至 2020 年底公司香港重建项目情况

（单位：万平方米）

项目名称	物业类型	预计竣工时间	总楼面面积
电气道重建项目	办公楼/商铺	2022 年起	0.98
淘大工业村重建项目	可供出售寓所/商铺	2023 年起	1.62
合计	--	--	**2.60**

资料来源：公司年度报告

截至 2020 年底，公司供出租的投资物业及待售物业的物业发展项目总值分别为 275.44 亿港元和 70.22 亿港元，对投资物业的发展项目资本承担总额为 193 亿港元。

未来发展方面，对于建成投资物业，公司将通过做好核心资产优化工程、租户优化、全国推广“恒隆会”会员计划和科技提高客户体验等策略保持竞争优势，以此维持其租赁业务长期的可持续增长。对于发展中物业，公司将有序推进建设和招租工作，适时出售香港的住宅单位和内地的豪华服务式寓所。总体看，公司发展方向明晰，规划可行性高。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2020 年财务报告，上述财务报告已经毕马威会计师事务所审核，并出具了标准无保留意见的审计结论。

跟踪期内，公司合并范围变化对财务数据可比性影响较小。

截至 2020 年底，公司综合资产总额 2113.16 亿港元，权益总额 1481.88 亿港元（含

非控股权益 98.93 亿港元）；2020 年，公司实现收入 89.73 亿港元，除税前亏损 8.63 亿港元。

2．资产质量

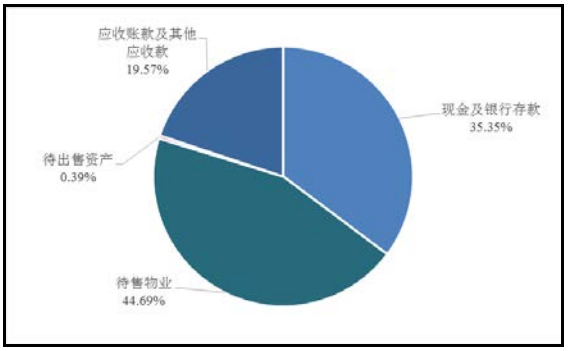
跟踪期内，公司资产规模随现金及银行存款有所增长，非流动资产占比有所下降。非流动资产中持有物业能够长期为公司提供具备增长潜力的运营收益，但价值易随市场等因素波动。公司整体资产质量较好。

截至 2020 年底，公司资产总额为 2113.16 亿港元，较上年底增长 5.67%。其中，流动资产和非流动资产比重分别为 8.46%和 91.54%，公司资产结构以非流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产合计 178.75 亿港元，较上年底增长 59.21%，主要来自现金及银行存款的增加。从构成来看，主要由现金及银行存款、应收账款及其他应收款和待售物业构成。

图4　公司2020年底流动资产构成情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2020 年底，公司现金及银行存款 63.19 亿港元，主要由港币和人民币银行存款构成，较 2019 年底增长 91.14%，主要系公司融资增加，且资本支出同比减少所致。

截至 2020 年底，公司应收账款及其他应收款 34.99 亿港元，较上年底增长 53.53%，增长主要来自 2020 年未完成交割的香港土地所支付的相关押金和印花税 10.27 亿港元。截至 2020 年底，公司未有重大呆坏账余额。

截至 2020 年底，公司待售物业 79.88 亿港元，较上年底增长 41.58%，增长主要系投资物业及发展中投资物业转入所致。待售物业由位于内地的待售发展中物业、位于香港的已建成物业（蓝塘道 23-39 半独立式大宅）和位于香港的待售发展中物业构成，占比分别为 46.76%、12.09%和 41.15%。公司待售物业主要位于香港和内地核心城市，所在市场抗风险能力较好。

（2）非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产为 1934.41 亿港元，较上年底增长 2.48%，增长主要来自投资物业。从构成看，非流动资产主要由投资物业和发展中投资物业等构成，占比分别为 84.95%和 14.24%。

截至 2020 年底，公司物业、厂房及设备合计 1921.19 亿港元，主要为公司在香港和内地已投入运营和在拟建的商业地产项目，投资物业和发展中物业采用公允价值计量。其中，公司投资物业 1643.22 亿港元，较上年底增长 3.00%，主要受汇兑调整增加 60.34 亿港元、发展中物业转入 29.97 亿港元和公允价值净减少 47.14 亿港元综合影响。公司发展中投资物业较 2019 年底下降 0.21%至 275.44 亿港元，主要系转出至投资物业和待售物业以及公允价值净减少所致。公司物业主要位于香港及内地一二线经济发达城市，能够为公司带来较为稳定的租金收入，但其价值易受市场和汇率情况影响，存在一定波动性。

截至 2020 年底，公司无资产抵押。

3．负债及权益

（1）权益

公司权益规模较大，股本和储备占比较高，分红政策较为稳定，公司权益总额稳定性尚可。但公司作为港股上市公司，业务分散在内地和香港，面临一定汇率波动风险。

截至 2020 年底，公司权益总额 1481.88 亿港元，较上年底增长 0.25%；从构成来看，股本占 26.94%、储备占 66.39%、非控股权益

占 6.67%。

截至 2020 年底，公司储备 983.79 亿港元，较上年底下降 0.38%。截至 2020 年底，公司储备中保留溢利 957.98 亿港元，较 2019 年底减少 58.00 亿港元，主要系亏损及分配股息所致；其他储备 25.81 亿港元，较 2019 年底增加 54.25 亿港元主要系换算至列报货币产生的汇兑差异 57.09 亿港元所致。2020 年，公司分配股息 34.18 亿港元，较 2019 年变化不大。

（2）负债

跟踪期内，公司有息债务规模快速增长，短期债务占比有所上升，构成仍以长期债务为主，整体债务负担轻。

截至 2020 年底，公司负债总额 631.28 亿港元，较 2019 年底增长 21.01%，流动负债和非流动负债分别占 30.21%和 69.79%，公司负债以非流动负债为主。

截至 2020 年底，公司流动负债 190.74 亿港元，较上年底增长 53.36%，主要系银行贷款及其他借贷增长所致。从构成上看，主要由应付账款及其他应付款（占 57.55%）、银行贷款及其他借贷（占 39.13%）和应付税项（占 3.18%）构成。

截至 2020 年底，公司非流动负债 440.54 亿港元，较上年底增长 10.88%，主要来自银行贷款及其他借贷的增加。公司非流动负债主要由银行贷款及其他借贷（占 69.13%）和递延税项负债（占 30.19%）构成。

公司应付账款及其他应付款主要为应付工程款和已收按金。截至 2020 年底，应付账款及其他应付款 109.78 亿港元，较上年底增长 23.20%，主要系应付款及应付费用增长导致。构成方面，应付款及应付费用、合约负债和已收按金占比分别为 75.20%、0.56%和 24.24%。

截至 2020 年底，公司长短期的银行贷款及其他借贷合计为 379.17 亿港元，较 2019 年底增长 27.78%。截至 2020 年底，公司长短期的银行贷款及其他借贷主要包括银行贷款（占 49.58%）以及人民币和港币债券等其他借贷；货币结构（在货币掉期合约后）方面，港币和人民币分别占 66%和 34%。从期限结构来看，公司短期债务占比有所上升，但期限结构仍较为分散。

表 12　截至 2020 年底公司银行贷款及其他借贷期限结构情况（单位：亿港元、%）

偿还期	金额	占比
1 年内	74.64	19.69
1 年后但 2 年内	85.85	22.64
2 年后但 5 年内	186.45	49.17
5 年后	32.23	8.50
合计	**379.17**	**100.00**

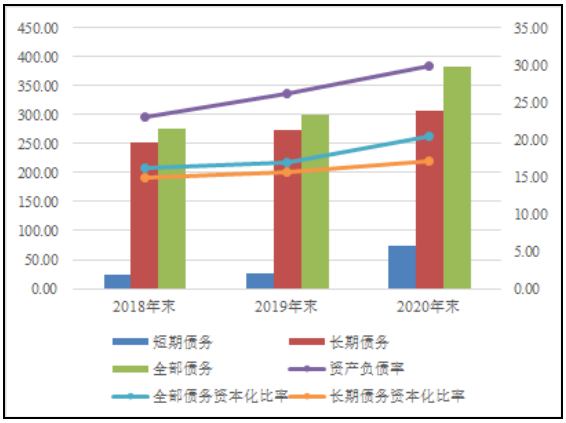
资料来源：公司年度报告，尾差系四舍五入所致

截至 2020 年底，公司全部债务（长短期的银行贷款及其他借贷以及租赁负债）总额 382.45 亿港元，较上年底增长 27.53%；从债务结构来看，公司长期债务占比继续下降，但仍以长期债务为主，2020 年底长期债务占比为 80.42%。

从债务指标来看，截至 2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率整体均呈现上升趋势，分别为 29.87%、20.51%和 17.19%，较 2019 年底分别上升 3.78 个、3.64 个和 1.61 个百分点。

图 5　公司调整后债务负担情况

（单位：左轴为亿港元；右轴为%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

4. 盈利能力

跟踪期内，受益于内地物业租赁收入增

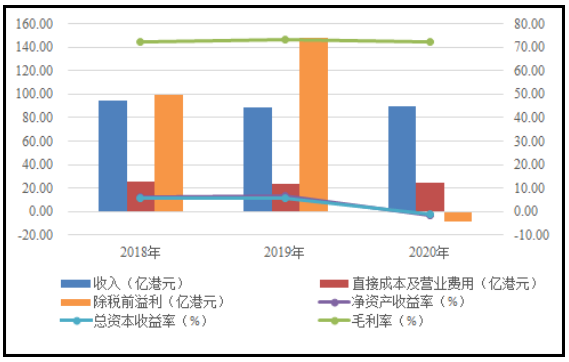
加，公司收入小幅增长，期间费用控制能力较强，公司经营性利润仍保持较高水平。投资物业公允价值变化导致公司呈净亏损。

2020 年，公司受益于内地物业租赁业务整体表现良好，收入同比增长 1.37%至 89.73 亿港元；直接成本及营业费用同比增长 5.37%，为 24.92 亿港元；公司毛利率则提升至 72.23%。

公司期间费用包括行政费用和财务费用。2020 年，公司期间费用为 7.05 亿港元，占营业额的比重为 7.86%，期间费用率占比较 2019 年上升 0.64 个百分点。其中，行政费用为 5.31 亿港元，同比下降 10.46%；财务费用 1.74 亿港元，同比大幅增长，主要系费用化利息支出占比上升所致。公司期间费用控制能力较强。2020 年，公司未计入物业之公平价值变动的营业溢利 60.00 亿港元，同比增长 1.64%，保持在较高水平。

图 6　公司近年来盈利情况

（单位：左轴为亿港元；右轴为%）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2020 年，公司投资物业公允价值变化净额为-66.64 亿港元，较 2019 年同期大幅减少；其中，香港物业组合重估亏损为 41.35 亿港元，内地物业组合重估亏损为 25.29 亿港元。内地物业组合公允价值下降主要反应新冠疫情对非高端路线商场和办公楼市场造成的负面影响。香港物业组合重估亏损主要反映疫情抑制消费力以及随后的经济复苏不确定性。

受投资物业公允价值大幅重估亏损影响，公司 2020 年除税前溢利为-8.63 亿港元，同比下降 105.83%。从盈利指标看，2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为-1.01%和-1.39%，较 2019 年大幅下滑。

表 13　同行业盈利能力对比（2020 年数据）

企业名称	利润总额	毛利率（%）	净资产收益率（%）
恒隆地产有限公司	**-8.63 亿港元**	**72.23**	**-1.39**
中国国际贸易中心股份有限公司	11.05 亿人民币	53.52	10.59
星河实业（深圳）有限公司	7.20 亿人民币	63.39	2.86

注：公司财务报告按香港会计准则编制，本表中利润总额栏列示除税前溢利数据，毛利率为（收入-直接成本及营业费用）/收入*100；对比企业的毛利率为（营业收入-营业成本）/营业收入*100
资料来源：公司年度报告

5．现金流

跟踪期内，公司经营活动现金净流入和投资活动现金流出均有所下降，经营活动产生的现金流量净额能够覆盖投资活动现金支出。公司在拟建项目仍有较大规模的资本承担，存在一定对外融资需求。

从经营活动看，2020 年，公司来自经营业务之现金为 48.22 亿港元，同比下降 21.97%，主要系物业销售回笼资金减少及拍地支出增加所致。2020 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 34.13 亿港元，同比下降 35.83%。

从投资活动看，2020 年，公司投用于购买物业、厂房及设备的现金支出同比下降 74.66%，主要系项目建设支出减少。投资活动产生的现金净流出为 21.96 亿港元，同比下降 77.96%。

2020 年，公司融资活动前现金净流出 12.17 亿港元。

2020 年，公司融资活动现金流入主要来自银行贷款及其他借贷，流出主要用于偿还银行贷款本息及支付股息；公司融资活动现金净流入 23.05 亿港元，新增净融资额有所增加。2020 年，公司现金及现金等价物净值增加 36.61 亿港元。

6．偿债能力

公司投资物业质量好，租金收入稳定，融

资渠道畅通，公司整体偿债能力极强。公司长期偿债指标受物业重估大幅亏损影响大幅弱化，剔除物业评估影响后长期偿债指标仍处于良好水平；短期偿债指标表现尚可。

受现金及银行存款增长等原因综合影响，截至 2020 年底公司流动比率和速动比率较上年底有所上升，分别为 93.71%和 51.83%。2020 年，公司经营活动现金流动负债比率为 17.89%，较 2019 年下降 24.88 个百分点。截至 2020 年底现金短期债务比为 0.84 倍，公司短期偿债指标尚可。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为-6.41 亿港元（2019 年为 149.05 亿港元），主要受物业价值重估大幅亏损影响。同期，公司 EBITDA 利息倍数为-0.44 倍，全部债务/EBITDA 为-59.66 倍。若剔除物业价值重估大幅亏损影响，公司 EBTIDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 分别为 4.10 倍和 6.35 倍，处于良好水平。

截至 2020 年底，公司综合口径备用银行承诺信贷金额的未提取结余为 125.63 亿港元，间接融资渠道畅通。同时，公司为香港联交所上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2020 年底，公司无任何重大对外或对下属合营公司担保。

十、存续债券偿还能力分析

公司经营活动现金净流量和现金类资产对存续债券保障能力强。

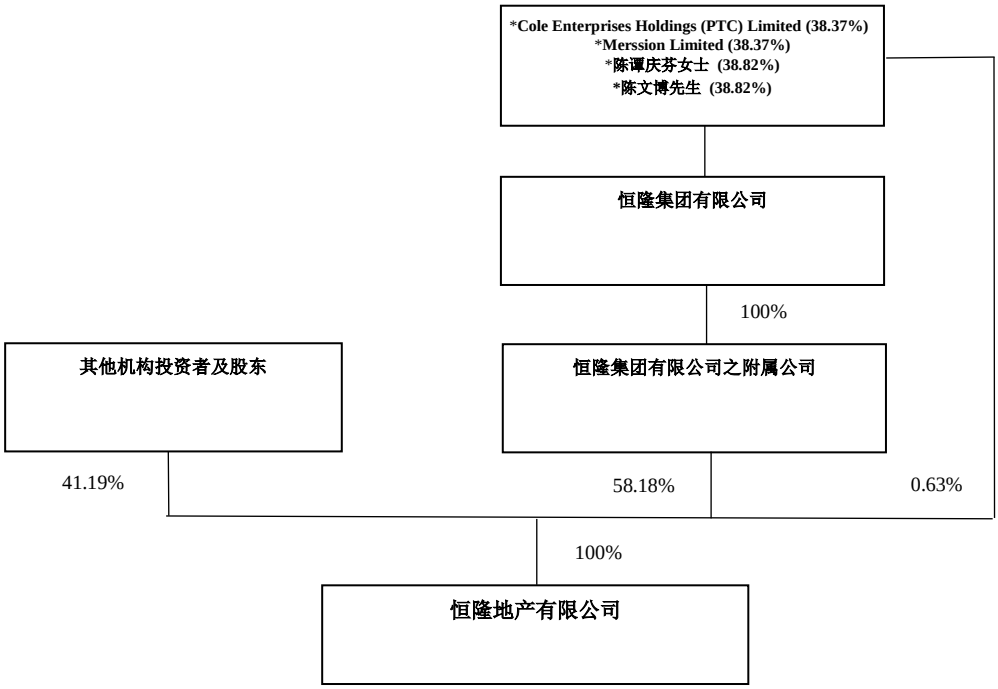
公司由联合资信进行跟踪评级的存续债券为“18恒隆地产MTN001BC”（本金10亿元人民币，以2021年5月23日港币对人民币汇率0.8793计算，折合11.37亿港元，以下简称“测算额度”），将于2021年到期兑付。

2018—2020年，公司经营活动现金流量净额分别为57.38亿港元、53.19亿港元和34.13亿港元，分别为测算额度的5.05倍、4.68倍和3.00倍。截至2020年底，公司现金类资产63.19亿港元，为测算额度的5.56倍。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“18 恒隆地产 MTN001BC”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2020 年底公司股权结构

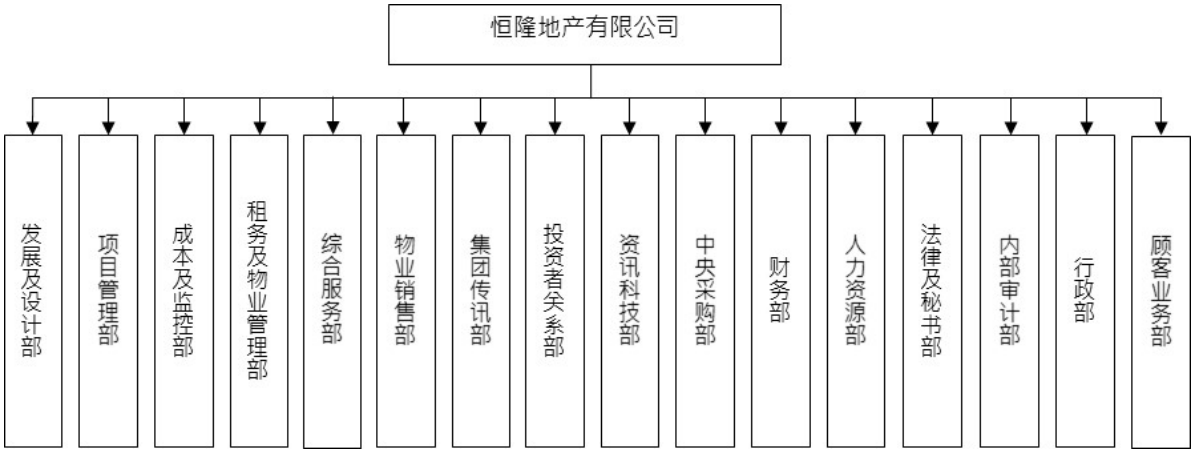


注：* 该等持有恒隆地产 2644956340 股股份（58.81%），此等股份与一项信托基金通过 Merssion Limited 的受控法团所持有之股份为同一批股份。由于陈谭庆芬女士为该信托基金之成立人、Cole Enterprises Holdings (PTC) Limited 为该信托基金之受托人，以及陈文博先生为该信托基金之酌情受益人，故根据香港《证券条例》彼等均被视为于此等股份中拥有权益。

Merssion Limited 持有受控法团中包括恒隆集团 38.37%之权益。据此，恒隆集团通过其附属公司所持有之恒隆地产 2616623240 股股份（58.18%）已包括在 2644956340 股股份（58.81%）之数目内。

资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2020 年底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2020 年底公司主要子公司情况表

序号	企业名称	业务性质	已发行股本（港元）	持股比例（%）	注册地
1	Antonis Limited	物业租赁	10000	100.00	香港
2	AP World Limited	物业发展及租赁	2	100.00	香港
3	Bonna Estates Company Limited	物业租赁	1000000	100.00	香港
4	璧玉有限公司	控股投资	2	100.00	香港
5	恒隆（行政）有限公司	管理服务	10,000	100.00	香港
6	恒隆工程策划有限公司	工程项目管理	10,000	100.00	香港
7	恒隆地产代理有限公司	物业代理	2	100.00	香港
8	恒隆地产（中国）有限公司	控股投资	2	100.00	香港
9	HLP Finance Limited	财务	1 美元	100.00	英属维尔京群岛
10	恒隆地产融资有限公司	财务	2	100.00	香港
11	Stooket Limited	物业租赁	2	100.00	香港

资料来源：公司年度报告

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产(亿港元)	105.10	33.06	63.19
资产总额(亿港元)	1864.53	1999.80	2113.16
权益总额(亿港元)	1435.94	1478.12	1481.88
短期债务(亿港元)	24.36	27.17	74.90
长期债务(亿港元)	251.37	272.72	307.55
全部债务(亿港元)	275.73	299.89	382.45
收入(亿港元)	94.08	88.52	89.73
除税前溢利/（亏损）(亿港元)	99.21	148.09	-8.63
EBITDA(亿港元)	110.35	149.05	-6.41
经营性净现金流(亿港元)	57.38	53.19	34.13
财务指标			
销售债权周转次数(次)	5.38	4.71	4.30
存货周转次数(次)	1.28	0.59	0.37
总资产周转次数(次)	0.05	0.05	0.04
毛利率(%)	72.51	73.28	72.23
总资本收益率(%)	5.68	5.54	-1.01
净资产收益率(%)	6.03	6.63	-1.39
长期债务资本化比率(%)	14.90	15.58	17.19
全部债务资本化比率(%)	16.11	16.87	20.51
资产负债率(%)	22.99	26.09	29.87
流动比率(%)	168.78	90.27	93.71
速动比率(%)	141.48	44.91	51.83
经营现金流动负债比(%)	64.14	42.77	17.89
现金短期债务比（倍）	4.31	1.22	0.84
EBITDA 利息倍数(倍)	8.36	10.11	-0.44
全部债务/EBITDA(倍)	2.50	2.01	-59.66

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100%
权益总额年复合增长率	
收入年复合增长率	
除税前溢利年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	收入/平均（应收账款及其他应收款-购买土地之押金和印花税）
存货周转次数	直接成本及营业费用/平均待售物业
总资产周转次数	收入/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	（年度溢利+费用化借贷成本）/（权益总额+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	年度溢利/权益总额×100%
毛利率	（收入-直接成本及营业费用）/收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+权益总额）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+权益总额）×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-待售物业）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=现金及银行存款

短期债务=银行贷款及其他借贷+租赁负债（流动负债）

长期债务=银行贷款及其他借贷+租赁负债（非流动负债）

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=除税前溢利+费用化借贷成本+折旧及摊销

利息支出=资本化借贷成本+费用化借贷成本

期间费用=行政费用+财务费用

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。