

信用等级公告

联合[2017] 2293 号

联合资信评估有限公司通过对恒隆地产有限公司主体长期信用状况及拟发行的恒隆地产有限公司 2018 年度第一期绿色中期票据（债券通）进行综合分析和评估，确定恒隆地产有限公司主体长期信用等级为 AAA，恒隆地产有限公司 2018 年度第一期绿色中期票据（债券通）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。



恒隆地产有限公司

2018 年度第一期绿色中期票据（债券通）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AAA

本期中期票据发行额度：20 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

发行目的：项目建设

评级时间：2017 年 9 月 14 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 6 月
现金类资产(亿港元)	399.46	312.89	243.25	224.49
资产总额(亿港元)	1931.79	1840.18	1749.07	1759.90
所有者权益(亿港元)	1390.03	1348.92	1321.45	1357.30
短期债务(亿港元)	56.57	46.93	5.68	19.04
长期债务(亿港元)	294.41	280.78	265.14	218.95
全部债务(亿港元)	350.98	327.71	270.82	237.99
营业额(亿港元)	170.30	89.48	130.59	63.58
除税前溢利(亿港元)	143.95	66.62	79.79	47.73
EBITDA(亿港元)	151.15	77.54	91.43	54.21
经营性净现金流(亿港元)	153.62	54.60	67.35	--
毛利率(%)	76.38	73.18	68.30	71.42
净资产收益率(%)	8.74	4.11	5.00	--
资产负债率(%)	28.04	26.70	24.45	22.88
全部债务资本化比率(%)	20.16	19.55	17.01	14.92
流动比率(%)	303.14	302.43	391.16	263.63
全部债务/EBITDA(倍)	2.32	4.23	2.96	4.39
EBITDA 利息倍数(倍)	10.52	5.22	6.85	8.39

注：公司 2017 年 1~6 月财务数据未经审计。

分析师

刘琨轩 王兴萍 高利鹏

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

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，业务区域涵盖香港和中国内地地区，行业地位突出，地产运营管理经验丰富，竞争优势显著。近年来，公司物业租赁业务经营状况不断优化且具备增长潜力，现金流状况良好，债务负担较轻。同时，联合资信也关注到访港游客下降、中国内地地区部分二、三线城市商业地产过剩、人民币汇率波动等因素可能对公司经营带来的影响。

未来，公司将继续紧贴市场，持续优化现有投资物业，随着内地多个投资物业的陆续开业，公司将保持现金流入的持续增长，盈利能力有望继续提升。

本期中期票据的发行对公司现有债务有一定影响，但公司债务负担仍处于较低水平。公司经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力较强。基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 公司是地产行业领军企业之一，业务涵盖香港和中国内地地区，在品牌知名度、产品品质和运营管理方面均处于行业领先水平，综合竞争实力强。
2. 公司地产运营管理经验丰富，近年来公司物业租赁业务发展不断优化且具备增长潜力，扣除汇率影响后租金收入持续提升。
3. 公司资产质量良好，有息债务负担轻，财务弹性良好。

关注

1. 中国内地地区商业地产受区域经济、居民消费水平影响大，部分二、三线城市商业物业供大于求矛盾突出，公司部分项目或将面临一定市场风险。
2. 作为港股上市公司，公司面临一定的人民币汇率波动风险。
3. 近年来访港游客有所下降，或对公司香港地区物业租赁业务产生一定影响。

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、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。

三、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。

四、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。

五、本报告用于相关决策参考,并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期;根据跟踪评级的结论,在有效期内信用等级有可能发生变化。

恒隆地产有限公司

2018 年度第一期中期票据（债券通）信用评级报告

一、主体概况

恒隆地产有限公司（股票代码：00101.HK），是其控股股东公司恒隆集团有限公司（以下简称“恒隆集团”）的地产业务机构，业务区域涵盖香港和中国内地部分城市，是一所大型的地产企业，恒隆地产亦属于香港恒生指数及恒生可持续发展企业指数成分股之一。

截至 2016 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 55.13% 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、Meression Limited、陈谭庆芬女士及陈文博先生均被视为拥有恒隆集团 36.61% 股权权益。该批股份由一项酌情信托基金通过 Meression Limited 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（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发行人董事的，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（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、内部审计部及行政部 15 个部门。

截至 2016 年底，公司综合资产总额 1749.07 亿港元，权益总额 1321.45 亿港元（非控股权益 55.80 亿港元）。2016 年，公司实现营业收入 130.59 亿港元，除税前溢利 79.79 亿港元。

截至 2017 年 6 月底，公司综合资产总额 1759.90 亿港元，权益总额 1357.30 亿港元（含非控股权益 59.16 亿港元）；2017 年 1~6 月，公司实现营业收入 63.58 亿港元，除税前溢利 47.73 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。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划于 2018 年注册总额度为 100 亿元的中期票据，本期计划发行 2018 年度第一期绿色中期票据（债券通）（以下简称“本期中期票据”），发行额度 20 亿元，期限 3 年，还本付息方式为按年付息，到期一次还本。本期中期票据募集资金将归集至公司开设的 NRA 账户，拟用于项目建设。本期中期票据的本金及利息将由公司本部通过 NRA 账户进行支付。

本期中期票据无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期中期票据发行募集资金 20 亿元，拟用于公司恒隆广场·昆明和恒隆广场·武汉的建设。

表 1 本期中期票据募集资金投向情况表
(单位：亿元)

项目名称	预计总投资额	拟使用募集资金
恒隆广场·昆明	147.27	10
恒隆广场·武汉	151.36	10
合计	298.63	20

资料来源：公司提供

募投项目概况

(1) 恒隆广场·昆明

恒隆广场·昆明，位于昆明市盘龙区，计容建筑面积为 40.1 万平方米，是大规模的综合体发展项目，集世界级购物商场、公寓及楼高 300 米的甲级办公楼于一体。项目位于昆明市主城核心区域盘龙区，是昆明市中心商业区的心脏地带及人流汇聚的枢纽点。在建中的地铁二号线及三号线贯通北京路及东风东路，两线的交界站将与项目连接。项目获得美国绿色建筑协会颁发“能源及环境设计先锋奖一核心及外壳组别”金奖项预认证。该项目计划于 2018 年起分期建成，项目总投资约为 147.27 亿元，其中自有资金投入 80.36 亿元，截至 2016 年底已投资 51.87 亿元。

(2) 恒隆广场·武汉

恒隆广场·武汉，位于武汉市繁盛的商贸枢纽——硚口区京汉大道，邻近轻轨及地铁网络，计容建筑面积为 46.0 万平方米，业态包括世界级购物商场、甲级办公楼及公寓式酒店。该项目工程计划于 2019 年起分阶段完工，项目总投资为 151.36 亿元，其中自有资金投入 79.15 亿元，截至 2016 年底已投资 44.3 亿元。

截至目前，上述募投项目均已获得政府立项批文、国有土地使用证、环评批复、建设用地规划许可证、建设工程规划许可证、建筑工程施工许可证。

三、宏观经济和政策环境

2016 年，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国实施积极的财政政策，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了

重要作用。2016 年，中国 GDP 实际增速为 6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，三大产业保持稳定增长，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）实现 2.0% 的温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

2017 年上半年，中国继续推进供给侧结构性改革，积极的财政政策继续通过减税降费减轻企业负担，同时进一步加大财政支出力度，助力经济稳中向好。2017 年 1-6 月，全国一般公共预算收入和支出分别为 9.43 万亿元和 10.35 万亿元，支出同比增幅（15.8%）继续高于收入同比增幅（9.8%）；财政赤字 9177 亿元，为历年来同期最高水平，财政政策更加积极。稳健中性的货币政策更加注重兼顾经济“稳增长”与“防风险”，在美元加息、经济去杠杆等背景下，央行综合运用多种货币政策工具，维持市场资金面的紧平衡状态。在上述政策背景下，2017 年 1-6 月，中国 GDP 同比实际增长 6.9%；西藏、重庆、贵州等中西部地区经济发展状况良好，东北、山西等产业衰退地区经济形势有所好转；CPI 温和上涨，PPI 和 PPIRM 涨幅有所放缓；就业水平相对稳定。

2017 年 1-6 月，三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好。工业生产加快，结构继续优化，企业利润快速增长；服务业仍是推动经济增长的主要力量，但受房地产市场宏观调控以及经济去杠杆影响，房地产业（6.9%）和金融业（3.8%）实际增速均明显下降。

固定资产投资增速有所放缓，但民间投资增速明显加快。2017 年 1-6 月，中国固定资产投资 28.1 万亿元，同比增长 8.6%（实际增长 3.8%），增速略有放缓。受益于 2016 年以来政府吸引民间投资的若干政策措施，民间投资增速（7.2%）明显加快。随着房地产调控政策效应的逐步显现，房地产开发投资增速（8.5%）自 5 月以来略有放缓；基于国家财政收入持续增长以及基础设施领域 PPP 模式发展等因素，基础设施建设投资增速（16.9%）仍保持在较高增长水平，但增速趋缓；受制造业中技术改造投资的带动以及装备制造业投资支撑作用的进一步增强，制造业投资增速（5.5%）呈现回升态势。

居民消费稳步增长，网络消费保持较高增速。2017 年 1-6 月，中国社会消费品零售总额 17.2 万亿元，同比增长 10.4%，保持平稳较快增长。具体来看，家具类、建筑及装潢类消费仍维持较高增长水平，但受房地产市场调控影响，增速较上年同期明显放缓；体育娱乐用品类、文化办公用品类以及通讯器材类等升级类商品消费保持较高增速；汽车销售增速明显回落。此外，2017 年 1-6 月，网络消费同比增长 33.4%，继续保持高速增长态势。

进出口快速增长，外贸持续改善。在全球经济持续复苏带动外部需求回暖、国内经济稳中向好带动进口持续增加、大宗商品价格反弹以及相关鼓励外贸措施出台的背景下，进出口快速增长。2017 年 1-6 月，中国进出口总值 13.1 万亿元，同比增加 19.6%，连续 6 个月实现同比正增长，实现贸易顺差 1.3 万亿元，外贸形势明显改善。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，同时高新技术产品出口额仍保持 10% 以上的较快增速；进口方面，铁矿砂、原油等大宗商品进口量价齐升。

2017 年下半年，全球经济有望维持复苏态势，但货币政策的分化使中国经济增长和金融市

场稳定面临更多挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级。具体来看，投资或呈缓中趋稳态势，其中，房地产投资增速或将随房地产调控政策效应的进一步显现而继续放缓，基础设施建设投资增速受货币政策保持稳健中性以及财政支持能力受限等因素影响或将有所放缓，高新技术、高端制造业投资将成为制造业投资的重要支撑。消费将保持平稳增长，随着居民收入水平的不断提高以及消费结构的不断改善，居民医疗、文化、旅游等消费需求有望继续释放，但房地产相关消费以及汽车消费增速或将继续放缓。进出口或将持续改善，这主要是受到欧美等主要发达国家经济持续复苏、“一带一路”战略的深入推进以及一系列促进贸易和投资便利化等利好措施的带动。总体来看，由于房地产投资和基础设施建设投资存在增速放缓压力，中国今年下半年经济增速或将低于上半年，预计全年经济增速将在 6.7% 左右；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

四、行业及区域环境分析

1. 中国商业地产开发及运营行业分析

（1）行业概况

区别于居住地产和工业地产，商业地产是指用作商业用途的地产。一般来说，狭义的商业地产指用于各种零售、餐饮、娱乐、休闲等生活服务类经营方式的不动产，包括商场、购物中心、步行街以及社区商业等。广义的商业地产除商铺之外还涵盖办公楼、公寓式酒店、连锁酒店等具有商务属性的不动产。商业地产具备地产、商业与投资三重特性。购物中心和办公楼是商业地产领域两大主要类型。

近年来，中国国民经济快速发展、居民生活水平提高和消费观念的改变带动购物中

心、办公楼等物业大量新建并投入使用。此外，随着国内主要城市住宅“限购”政策的实施和房地产宏观调控力度的加大，房地产开发企业纷纷由住宅地产开发商向商业地产投资、运营商转变，其中，“地产+商业”协同运营模式（开发企业和商业企业在同一母公司平台下协同整合，保证所有权与经营权的统一，同时发挥各自优势，对于避免开发与商业的脱节、管理与招商的矛盾、业态与经营的短视等问题有积极意义）发展尤为迅速。

从物业选址方面，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。从规划设计看，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，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，因此在考虑未来物业形象和定位时，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，商业物业的规划设计难度远高于住宅地产。从建成后的资金回笼情况看，项目建设完工后，中国商业地产开发商一般会根据自身需求在“只租不售”、“只售不租”和“租售结合”三种运营模式中选择。只售不租是最原始的模式，以出售产权为收入来源，快速回收投资；但由于商业地产项目投资规模大、风险高且投资回收期长，有能力全额购买商业项目的投资者数量有限，为解决资金回笼等问题，只租不售或租售结合成为越来越多开发商选择的经营模式。但只租不售或租售结合的经营模式对招商、日常经营管理能力等要求较高，招商和日常运营的成败对开发商能否收回投资并取得合理回报影响显著。商业物业由于租售情况不同，现金回笼往往慢于住宅地产。

图1 近年来中国商业地产主要指标及变动情况



资料来源：Wind资讯

2010~2014年，中国商业地产行业呈现爆发式增长，商业地产投资增速保持高位。2015年，受宏观经济下行影响，商业地产投资增速均有所放缓，2016年受益于政策推动、经济回暖有所回升。2014~2016年，商业类房屋（办公楼和商业营业用房）开发投资完成额分别为19987.44亿元、20817.23亿元和22370.12亿元，年均复合增长5.79%。商业类房屋投资以商业营业用房为主，近三年比重均在70%以上，2015年底占比为70.80%。2014~2016年，中国商业营业用房新开工面积同比分别下降3.30%、10.10%和0.90%，办公楼新开工面积同比变动率分别为6.70%、-10.60%和-2.30%，商业营业用房新开工面积增速下降较快。

从土地供给来看，在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，2016年全国300个城市共推出各类用地18.2亿平方米，同比下降11.0%，降幅较2015年收窄7.8个百分点，整体仍处于较低水平。商业类土地供应方面来看，2016年全国100大中城市推出商服和商住综合用地规划建筑面积4.16亿平方米，同比下降0.64%，土地成交面积（规划建筑面积）3.67亿平方米，同比增长5.84%，土地成交总价1.26万亿元，同比增长36.64%。商业用地成交量小幅回升，土地价格则快速攀升，2016年全国100大中城市商服和商住综合用地成交楼面均价为3542元/平方米，同比增长29.10%，热点一二线城市溢价率居高不下。地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战；另一方面，

在政策引导下，一线及重点二线城市 2017 年住宅土地供应量将稳步增加，为前期审慎拿地企业提供一定空间。此外，三四线城市去库存压力犹存，土地供需仍会维持低位水平。

(2) 行业细分

购物中心

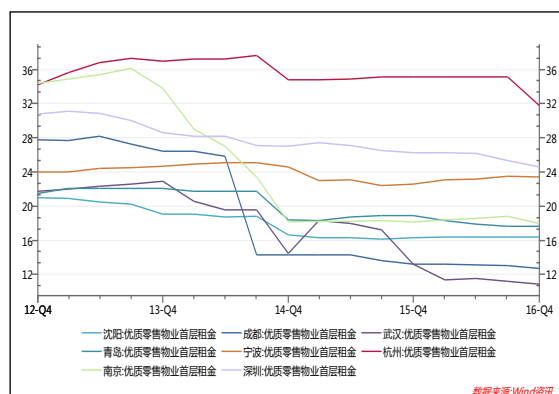
购物中心是集购物、休闲、娱乐、饮食等于一体，包括百货店、大卖场以及众多专业连锁零售店在内的超级商业中心。购物中心属于商业房地产开发的概念，进入该项业务的主要影响因素为雄厚的资金、获得土地的有效渠道和相应的开发建设能力，但区别于住宅地产等其他房地产开发形式，购物中心项目具有投资规模大、利润率及开发风险高、投资回收期长等特点，因此，购物中心选址更加谨慎、调研更加复杂、推广更具针对性，区域位置和配套功能组合是综合竞争力的关键，且比住宅开发多出开业、运营、管理三个环节。此外，购物中心定位的出发点必须是开业后整体的运营成功，“马太效应”非常明显，因此，选择什么样的商业业态组合，如何满足商家要求、确保商家利益最大化，进而为开发经营商赚取最大的出租和出售回报，是购物中心运营中至关重要的问题。

相对于美国、日本等发达国家，中国的购物中心起步较晚，20 世纪 80 年代中后期，在北京、上海等一些大城市才开始出现购物中心。近十年来，随着经济的发展和人民生活水平的提高，中国购物中心市场快速发展，除了传统的零售商和商业地产开发商，一些住宅地产开发商也积极参与到购物中心的开发。一线城市经济发展水平高、零售市场较为成熟，购物中心数量快速攀升，商家之间竞争激烈；二线城市购物中心虽起步晚于一线城市，但近几年来发展迅速，部分二线城市新增购物中心数量超过一线城市，且单个项目体量较大；受三、四线城市经济发展水平较低等因素影响，购物中心市场起步晚且成熟度较低，购物中心这种新型业态在较弱

的三线城市及四线城市中仍较为空缺；此外，各类城市中购物中心的经营情况也出现分化，定位、规模、功能综合、专业化程度等不断发生变化，呈现不同形态。截至 2015 年底，中国内地地区购物中心经营面积逾 2 亿平方米。2016 年全国新开业大中型商业项目多达 551 家（商业面积在 3 万平方米及以上，含存量资产升级改造重新开业项目及试营业项目），商业总体量超过 4,600 万平方米。购物中心供应量的快速增长，带来了布局失衡、重量轻质、品牌商挟持开发商以及资金瓶颈的问题。2015 年以来，受社会消费品零售总额增速持续放缓以及电子商务冲击影响，购物中心的租金价格也呈下降的趋势。

图 2 重点城市优质零售物业首层租金

(单位：元/平方米/天)



资料来源：Wind资讯

随着消费需求的转变和行业竞争格局的转变，中国购物中心市场呈现新的发展趋势：

(1) 体验式消费：随着中国消费者消费心态的日渐成熟以及互联网电商的兴起，消费者进行线下消费时，更愿意为体验、环境和服务买单。因此传统商场、购物中心通过调整业态配比，逐步提高休闲、餐饮以及体验式消费业态的比例，以求突出自身特点，形成与电商的差异化竞争。(2) 轻资产管理输出：商业地产项目投资规模大、回收期长，往往占据企业大量资金，成为品牌企业扩张的主要障碍之一。在轻资产合作模式下，投资方负责取得项目土地使用权，并负担土地出让

金及项目建设所需全部投资，运营方负责项目的建筑规划设计、工程管理、商业规划及招商、商业运营管理，双方按照项目开业后的租赁净收益分成。轻资产模式对于提升企业资产流动性，进而提高企业抗风险能力以及有效利用外部资源快速发展，提升净资产回报率进而在短期内提升业绩等方面优势显著，但同时也对开发商资本运作、运营管理和风险控制能力要求更高。

办公楼

办公楼作为办公建筑，是收集、处理和产生各种行政、调研、商务信息的场所。按功能划分，包括普通办公楼、商住办公办公楼和综合性办公楼；按档次划分，包括超甲级、甲级、乙级、丙级办公楼；按智能化水平划分，包括 3A 办公楼和 5A 办公楼。办公楼可自用，也可作为投资项目赚取投资回报。城市等级、产业结构、基础设施条件、高素质人才、商务环境等是影响城市办公楼市场发展的主要因素。

中国甲级及以上办公楼供应主要集中在北京、上海、广州、深圳等一线城市；近年来二三线城市经济发展迅速，甲级办公楼总体供应量快速上升。由于甲级办公楼的主要租户为金融、高科技和专业服务企业，一线城市在服务业稳步增长的支撑下，办公楼需求与供应量基本相若，2016 年平均空置率保持在个位数附近，但未来数年的新增供给则不容乐观。大部分城市二线城市存在供大于求的问题，个别二线城市受到一批超出市场消化能力的新供应项目的影响，出现了明显的吸纳困难状况。租金水平方面，过剩的供给和未来仍有大量新增供应的预期压抑了租金的增长，北上广深四个一线城市 2013~2016 年租金年平均复合增长率仅为 2.8%，大大低于 2010-2013 同期的 12.1%，但仍保持在较高水平，呈温和增长态势；二三线城市租金水平则因市场消化能力有限、新兴区域新增供应的租金低于平均水平而保持平缓或下降的

态势。

短期看，全国多个市场将在未来几年仍是商业地产供应潮，供大于求仍将是盘踞办公楼市场的主旋律，空置率将不可避免地上升，一线城市租金或将进入盘整阶段，二三线城市租金将继续下调。但长期看，随中国财新服务业持续发展，除金融与专业服务业将继续主导甲级办公楼需求以外，高速发展的 TMT 行业（科技、媒体和通信）的租赁需求以及民营企业建立区域性或全国总部的需求将保持强劲态势，对办公楼需求形成支撑。

2. 香港区域经济与房地产开发情况分析

根据香港特区政府发布的《2016年经济概况及2017年展望》，2016年，香港特区实现名义生产总值（GDP）24891.09亿港元，按2014年不变价格计算，同比增长1.9%。2016年，香港特区年中人口约为734.67万人，全年人均名义GDP33.88万港元；扣除价格因素后，同比实际增长1.4%。

对外贸易方面，2016年香港特区整体货物出口390.02亿港元，实际温和增长1.7%，较2015年有所回升；服务输出则有所转弱，为76.40亿港元，实际下降3.1%。

香港特区私人消费开支和政府消费开支在2016年维持稳定，分别为164.59亿港元和24.81亿港元，同比实际增长率分别为1.6%和3.3%。

2016年本地固定资本形成总额53.59亿港元，同比实际下跌0.5%，但其中楼宇及建造开支27.83亿港元，同比实际增长3.6%。

香港特区政府统计处2017年2月3日发表最新的零售业销售额数字显示，香港2016年全年零售业总销货价值的临时估计为4366亿港元，较2015年全年下跌8.1%，扣除期间价格变动后，2016年全年总销货数量的临时估计较2015年下跌7.1%。整体物价通胀率由2015年的3.0%回落至2016年的2.4%。

由于供求情况仍然偏紧，住宅物业市场在

2016年内再现亢奋迹象，但政府在2016年11月初推出新一轮需求管理措施，加上美国在2016年12月加息，景气度有所下行。2016年12月的整体住宅售价较去年同期仍高出8%。市民的置业购买力指数在2016年第四季恶化至约63%。住宅租金较为稳定，2016年累计上升1%。商业楼宇方面，零售市道疲弱，商铺租金在2016年内下跌2%。另一方面，办公楼租金在2016年内微升3%。

根据戴德梁行的统计，2016年，香港办公楼平均租金上升1.9%；中区办公楼租金升幅多达8.4%，主要受中资机构租赁需求强劲的带动；而非核心区则因新供应较多而令租金受压。商铺租务方面，2014年年中以来，受访港旅客减少影响，香港特区核心零售区铺租有所下降，2016年访港旅客跌速有所放缓，香港核心零售区铺租跌幅放缓，非核心地区铺租受益于民生货品良好销情，有所增长。

总体来看，中国内地商业地产期短内面临一定供需和布局失衡问题，但在经济平稳运行，结构持续优化，金融市场平稳发展，财新服务业发展态势良好，居民消费较快增长的背景下，长期发展环境良好。香港商业地产运营市场出现分化态势，核心区域办公楼和民生类商铺需求态势良好，奢侈品商铺则呈疲弱。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2016年底，公司的控股股东为恒隆集团，恒隆集团通过附属公司合计持有公司55.13%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、Merssion Limited、陈谭庆芬女士及陈文博先生均被视为拥有恒隆集团36.61%股权权益。该批股份由一项酌情信托基金通过 Merssion Limited 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（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发行人董事的，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。

2. 企业规模与竞争力

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。

公司早期重点集中于香港房地产市场，目前在香港地区已形成了布局广泛、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，公司也致力在香港黄金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 2016 年底，公司在香港特区拥有投资物业可出租面积 64.60 万平方米，2016 年租金收入达 37.42 亿港元。

公司于 90 年代开始进入中国内地市场，以“在具发展潜力城市的最佳地段购置大型地块”、“使用最高品质设计”、“打造最高质量物业”、“提供卓越管理服务”为发展策略，先后进驻上海、沈阳、济南、无锡、天津、大连等地，昆明和武汉的恒隆广场也即将开业。公司在内地集中发展购物商场，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尖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。公司的恒隆广场·上海和港汇恒隆广场·上海是上海的地标式物业，位于上海著名的购物区。截至 2016 年底，公司在中国内地持有投资物业可出租面积合计 225.60 万平方米，2016 年内地租金收入达 39.95 亿港元。凭借良好的品牌认可度、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，为公司提供持续不断增长的现金流入。

3. 人员素质

截至 2017 年 7 月 27 日，公司董事局共有 10 名成员。

公司董事长、执行董事陈启宗先生，67 岁，于 1972 年加盟公司，1986 年获委任加入公司董事局并于 1991 年出任董事长。陈启宗先生同时也任恒隆集团董事长、一国两制研究中心执行委员会主席、香港地产建设商会副会长、亚洲协会联席主席兼其香港分会会长，及中国发展研究基金会理事会原副会长及原顾问。

公司行政总裁、执行董事陈南禄先生，61 岁，于 2010 年加盟公司及恒隆集团。陈南禄先生拥有超过三十年的管理经验，期间主要任职于航空界，丰富经验遍及香港、内地及其他国家。

截至 2016 年底，公司拥有在职员工 4720 人，其中 1322 人来自香港，3398 人来自中国内地。按学历构成划分，硕士及以上学历占 5.8%、本科学历占 27.8%、其他占 66.4%。

总体看，公司高层管理人员具备多年从业经历和丰富的管理经验；公司职工队伍文化素质能够满足日常经营需求。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司根据有关法律、行政法规的规定，制定了《章程》。公司设董事局，由 10 名成员组

成，包括 4 名执行董事及 6 名独立非执行董事。每位董事须最少每 3 年轮值告退一次，获股东重选方可连任。董事局负责设定业务策略，确保财务及内部监控和风险管理系统健全，业务运作符合适用之法律及规例等。公司设执行委员会，成员包括全部执行董事，负责制定公司策略性方向以及监察管理层之表现等。公司设审核委员会，成员均为独立非执行董事，负责审阅公司的财务资料、监管公司的财务申报制度、风险管理及内部监控系统等；公司设提名及薪酬委员会，成员均为独立非执行董事，负责就全体董事和高级管理人员之薪酬政策向董事局提出建议及厘定个别执行董事的薪酬待遇等。

总体看，公司法人治理结构符合法律要求，运作较为规范，能够为正常经营提供保障。

2. 管理水平

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合业务具体情况，在财务及预算管理、投资管理、融资及内部资金管理、对外担保、关联交易和子公司管理等方面建立了相应的内部控制制度，涵盖公司经营管理的主要环节。

财务及预算管理方面，公司采取稳健和全面的财务管理策略，并以审慎理财为原则，制定各种管理财务风险的程序。公司谨守良好的财政状况，保持资金运用的高度灵活性，谨慎审批年度和中期预算案的所有资本及收入项目。

投资管理方面，公司在土地购置策略制定方面，周全考虑多方因数，包括资本投资额庞大程度、相关政府政策、投资回报时间长短、以及市场周期性等；在项目建设期间，紧贴政府政策和法规的改变，密切监察项目进度，审核发展、规划及施工进度等各方面；经营物业租赁方面，不断进行市场调研、微调业务策略，不断满足客户需要，从而保持竞争力。

融资及内部资金管理方面，公司财资团队

管理日常财资功能、财务风险以及安排融资。公司致力维持足够资金和银行贷款额度及多元化的集资渠道，调整债务期限结构，审慎管理再融资风险。

对外担保管理方面，公司及子公司对外提供担保必须为业务经营所需，且符合商业利益或经营所在地的政策法规要求。对外担保条款与文件需由法律部门会同相关业务部门对担保协定进行审慎评估，然后上报公司或相关子公司董事局进行审批。

关联交易管理方面，公司及下属子公司涉及的关联交易均以一般商业原则进行，交易条款公平合理，为一般及日常业务，并符合公司股东整体利益。公司按照香港联合交易所证券上市规则，适时申报、公布及征求独立股东批准有关的关联交易。

总体看，公司整体运作规范，法人治理结构完善，管理制度健全。

七、经营分析

1. 经营现状

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。

近三年，受物业销售波动影响，公司营业额波动下降；2016年，公司实现营业收入130.59亿港元，同比增长45.94%，其中内地物业租赁、香港物业租赁和物业销售收入分别占比30.60%、28.65%和40.75%。2014~2016年，公司内地物业租赁收入有所波动，年均复合变动率1.00%，波动主要系人民币贬值、恒隆广场·上海资产优化工程和上海以外部分物业调

整租金所致；2016年，公司内地租赁物业实现租金收入39.95亿港元，同比下降4.74%，剔除人民币贬值影响后实际增长1.43%，增长主要来源于新开业的恒隆广场·大连。受益于多项资产优化工程的完成，近三年公司香港物业租赁收入持续增长，年均复合增长6.49%，2016年实现37.42亿港元。公司视市场情况逐步推出住宅物业销售项目，故近年来物业销售收入波动较大，2014~2016年分别为98.14亿港元、11.97亿港元和53.22亿港元。

毛利率方面，2014~2016年，内地物业租赁业务毛利率持续下降，主要系近年新开业项目处于培育期、租金下调所致；其中2016年为62.93%。香港物业租赁业务毛利率保持较高水平，近三年分别为84.52%、84.03%和85.41%。公司物业销售板块毛利率呈逐年下降趋势，主要系各年主要销售产品类型不同所致，其中2016年为60.30%。综合上述影响，2014~2016年，公司综合毛利率有所下降，但仍保持较高水平，分别为76.38%、73.18%和68.30%。

2017年1~6月，公司实现营业收入63.58亿港元，同比变动不大；2017年上半年公司物业销售收入25.23亿港元，同比增长4.95%，主要为住宅产品的销售；同期，公司物业租赁收入38.35亿港元，同比下降1.84%，主要系港汇恒隆广场·上海、相关的铜锣湾及山顶广场进行物业优化工程，同时人民币兑港元汇率贬值，对租金收入产生影响；其中内地租赁收入同比下降4.37%，香港租赁收入同比增长0.91%。毛利率方面，物业租赁业务毛利率进一步提升至75.59%，物业销售毛利率提升至65.08%，公司综合毛利率同比提升2.97个百分点至71.42%。

表2 2014~2017年6月公司业务板块经营情况（单位：亿港元、%）

业务板块	2014年			2015年			2016年			2017年1~6月		
	金额	占比	毛利率	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	72.16	42.37	77.45	77.51	86.62	73.59	77.37	59.25	73.80	38.35	60.32	75.59
内地	39.16	22.99	71.50	41.94	46.87	64.74	39.95	30.60	62.93	19.49	30.66	65.37
香港	33.00	19.38	84.52	35.57	39.75	84.03	37.42	28.65	85.41	18.86	29.66	86.16

物业销售 (香港)	98.14	57.63	75.60	11.97	13.38	70.51	53.22	40.75	60.30	25.23	39.68	65.08
合计	170.30	100.00	76.38	89.48	100.00	73.18	130.59	100.00	68.30	63.58	100.00	71.42

资料来源：公司提供

(1) 内地物业租赁

公司在中国内地专注于高品质商业地产的开发,重点在具有发展潜力的城市购入最佳的地块,并雇佣顶尖建筑师行以高品质的设计,打造出高质量的物业。开发运营模式上,公司先以高端购物商场带动地区商业氛围,再逐步开发办公楼、住宅及服务式公寓等业态,以长期持有运营模式,不断优化租户组合,提升现有项目,实现投资回报。公司首先于1992年进入上海市场,开发的港汇恒隆广场·上海和恒隆广场·上海分别于1999年和2001年开业,后又逐步进驻沈阳、济南、无锡、天津、大连、昆明、武汉等市场。

2014~2016年底,公司已建成内地投资物业楼面面积分别为176.1万平方米、232.3万平方米和225.6万平方米。截至2016年底,公司拥有已开业项目8个,以及在建项目(武汉、昆明)2个;公司持有投资物业总楼面面积合计225.60万平方米,其中商场占比为46%,办公楼占比为17%。

表3 2014~2016年底公司内地投资物业构成情况
(单位:万平方米,%)

业态	2014年		2015年		2016年	
	楼面面积	占比	楼面面积	占比	楼面面积	占比
商场	82.7	47	104.9	45	103.6	46
办公楼	24.8	14	43.8	19	39.0	17
停车场	68.6	39	83.6	36	83.0	37
合计	176.1	100	232.3	100	225.6	100

资料来源：公司提供

2014~2016年,公司内地物业租赁收入(以港币计价)有所波动;其中,2016年实现租金收入39.95亿港元(34.16亿人民币),同比下降4.74%,剔除人民币贬值因素影响,实际增长1.43%。其中,购物商场组合为租金收入主要来源,近三年租金占比均在77%以上。2017年1~6月,公司实现租金收入19.49亿港元(人民币17.23亿元),同比下降4.37%,剔除人民币贬值因素影响,实际增长1%。

在汇率风险的控制上,公司的策略是内地项目建设和运营成本尽可能使用人民币资金,以达到与人民币收入形成自然对冲的目的。

表4 2014~2016年公司内地物业租赁整体业务情况
(单位:亿港元、%)

业态	2014年		2015年		2016年	
	收入	出租率	收入	出租率	收入	出租率
购物商场组合	30.63	89	32.87	81	30.79	83
办公楼组合	7.96	66	9.07	73	9.16	76
总计	39.16	81	41.94	78	39.95	80

资料来源：公司提供

注：1、出租率为期末数据；2、2014年停车场收入单独核算，2015~2016年停车场收入计入购物商场组合和办公楼组合中核算，故2014年购物商场组合和办公楼组合之和与总计数有所差异。

从出租率来看,购物商场组合的出租率受成熟期项目的优化工程、近年开业的项目处于租户调整期以及内地零售市场疲弱等因素影响有所下降,2016年为83%。办公楼组合的出租率则呈增长趋势,2016年为76%。

表5 2015~2017年6月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 (2016年底)	租金收入			期末出租率		
			2015年	2016年	2017年 1~6月	2015年	2016年	2017年 6月
恒隆广场·上海	商场	53700	13.41	13.05	7.10	97	93	89
	办公楼	159555				98	95	86
港汇恒隆广场·上海	商场	120188	9.60	9.74	4.51	97	96	81
皇城恒隆广场·沈阳	商场	109307	1.37	1.42	0.77	90	93	88

市府恒隆广场·沈阳	商场	101960	2.27	2.30	1.05	87	84	77
	办公楼	144677				42	67	69
恒隆广场·济南	商场	171074	2.69	2.62	1.33	88	91	92
恒隆广场·无锡	商场	104906	2.37	2.24	1.05	72	80	84
	办公楼	85438				70	65	77
恒隆广场·天津	商场	152831	1.93	1.91	0.90	86	82	87
恒隆广场·大连	商场	221900	0.04	0.88	0.52	54	66	64
合 计	—	1425536	33.68	34.16	17.23	78	80	—

资料来源：公司提供

注：1. 恒隆广场·无锡办公楼于 2014 年 10 月开业，市府恒隆广场·沈阳办公楼 2015 年 1 月开业，恒隆广场·大连购物商场于 2015 年 12 月开始试营业，2016 年 9 月正式开业；2. 本表中楼面面积未计入停车场面积。

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，可满足各类消费者对高品质的追求。

租户组合方面，公司租务及物业管理部采取积极进取的管理模式，通过对市场消费习惯、零售趋势的研究，主动调整租户组合以迎合市场需求。公司与众多国际知名品牌保持良好的合作关系，公司在天津、大连等恒隆广场吸引多个国际品牌首次落户当地，部分还设置为旗舰店或概念店。公司注重与租户的实时沟通，以便掌握商场经营情况和提出经营建议。在租约到期前数月，公司会根据组合的销售额、经营效率、消费者评价、与商场定位的匹配度等因素，妥善安排续租或替换租户。

另外，公司也通过不断推陈出新的多方位推广活动吸引商场人流。在项目进入稳定运营期后，公司也会在尽量降低对商场正常运作的影响下，适时开展资产优化工程，以巩固市场领导地位。

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，租金收入占内地物业组合租金收入 65%以上，集中度较高；皇城恒隆广场·沈阳和恒隆广场·济南开始进入稳定运营期，出租率每年小幅增长；其余项目均处于首 1~2 个租约周期内，仍处培育期，公司会对租户组合进行一定调整，出租率有所波动。

2015 年，公司内地购物商场组合实现租金收入人民币 26.39 亿元，较 2014 年增长 7%。其中，恒隆广场·上海和港汇恒隆广场·上海购物商

场的租金收入分别较 2014 年增长 10%及 5%，主要受益于租金的调升；皇城恒隆广场·沈阳租金收入有所增长，系出租率有所上升和零售额的增长所致；恒隆广场·济南购物商场租金收入理想，出租率因引进更多的新式购物娱乐及时尚生活商户而上升至 88%，但零售额下降 2%；市府恒隆广场·沈阳和恒隆广场·无锡这两座购物商场均受到零售消费疲弱及租金下调的影响，在重整租户组合之际，其出租率分别下降至 87%及 72%。这两座购物商场的零售额（无锡恒隆广场不包括汽车销售额）均下降 3%；恒隆广场·大连于 2015 年 12 月 18 日开始试业，由于项目处于培育期，出租率水平有待提升。

2016 年，公司内地购物商场组合实现租金收入人民币 26.33 亿元，与 2015 年基本持平。其中，恒隆广场·上海购物商场的租金收入减少 5%至人民币 6.78 亿元，主要由于关闭地库进行资产优化工程，地库已于 2017 年年初重新开业；港汇恒隆广场·上海购物商场的租金收入分别较 2015 年增长 1%，主要受益于租金的调升，由于港汇恒隆广场优化工程于 2016 年第四季度开展，小部分租户未有续约，2016 年底出租率下降至 96%；皇城恒隆广场·沈阳租金收入和出租率继续保持增长；恒隆广场·济南和恒隆广场·天津租金收入分别下降 3%和 1%，恒隆广场·济南受惠于优化租户组合的策略，出租率上升至 91%；受部分租户终止租约和租金下调的影响，市府恒隆广场·沈阳和恒隆广场·无锡这两座购物商场的总租金收入较 2015 年减少 18%，市府恒隆广

场·沈阳的出租率下降 3 个百分点至 84%，恒隆广场·无锡受益于下半年议订的新租约，其年底时的出租率上升 8 个基点至 80%；恒隆广场·大连于 2016 年 9 月 9 日正式营业，2016 年年底的出租率上升至 66%，仍有待提高。

2017 年 1~6 月，公司内地购物商场组合实现租金收入人民币 13.38 亿元，同比增长 2%。其中，恒隆广场·上海租金收入增长 23%，主要受惠于地库完成优化工程后重新开业及租金上调；港汇恒隆广场·上海于 2017 年年初启动大型优化工程，导致可租面积下降，出租率和零售额均有所下降，租金收入同比下降 7%，预计 2018 年部分优化工程完成后将分阶段重新开业，届时会降低对租金收入的影响；其他 6 个恒隆广场的业绩表现各异，其中市府恒隆广场·沈阳受优化租户组合影响，租金收入下降 28%，出租率下降至 77%，未来随着新租户的进驻及办公楼出租率的提升，租金收入预期逐步改善；恒隆广场·无锡租金收入下降 13%，主要系购物商场约 9%的可租面积需要暂时关闭以配合办公楼的建设，导致可租面积下降；皇城恒隆广场·沈阳租金收入增长 10%，主要受惠于零售额的增长；恒隆广场·济南和恒隆广场·天津租金收入分别下降 1%和 6%，主要系租金下调所致，其出租率和零售额均有所提升。

总体看，近年来宏观经济增速放缓、购物中心供给上升、电商渠道分流及政府限制“三公消费”等因素对公司内地购物商场租金收入存在一定影响，但上海 2 个恒隆广场出租率保持较高水平，对收入形成支撑，近年来新开业项目租户组合尚在调整中，出租率有所波动，未来随着后续项目的培育和经济的回暖，公司购物商场租金收入有望保持不断增长。

办公楼

截至 2017 年 6 月底，公司内地办公楼物业包括恒隆广场·上海、市府恒隆广场·沈阳和恒隆广场·无锡的办公楼。

2014~2016 年，受益于新开业办公楼和出租率的提升，公司内地办公楼租金收入整体呈增长

态势，2016 年实现收入 9.16 亿港元。目前，公司市府恒隆广场·沈阳办公楼顶层 19 个楼层尚待改建成有 315 间客房及套房的康莱德酒店，目前该项工程进展顺利。

2017 年 1~6 月，由于恒隆广场·上海的办公楼主要租户在办公楼内调迁转租，加上办公区域分阶段重整出租影响，该办公楼租金收入下降 7%，市府恒隆广场·沈阳和恒隆广场·无锡的办公楼租金收入增长 4%，综合以上因素影响，2017 年上半年公司内地办公楼组合租金收入下降 4%至人民币 3.85 亿元。

在建及拟建项目

截至 2016 年底，公司在建及拟建商业物业包括恒隆广场·武汉、恒隆广场·昆明以及已部分开业的恒隆广场·无锡和市府恒隆广场·沈阳后续项目。在建商业物业计容建筑面积 190.38 万平方米，预计总投资 575.69 亿元，截至 2016 年底已投资规模为 227.53 亿元，尚余投资 348.16 亿元，预计总投资分别于 2017 年、2018 年和 2019 年投资 51.82 亿元、63.88 亿元和 55.69 亿元。未来投资保持较大规模，存在一定对外融资需求。

恒隆广场·武汉和恒隆广场·昆明为本期中期票据的募投项目。市府恒隆广场·沈阳项目集世界级购物商场、甲级办公楼群、酒店及公寓于一身，部分建筑已竣工开业，酒店预计于 2019 年开业。恒隆广场·无锡一期由商场和两座办公楼组成，购物商场及第一座办公楼已分别于 2013 年和 2014 年投入运营，第二座办公楼为在建项目。另外，公司计划在二期项目基础上建设一个 6800 平方米的电影院。恒隆广场·无锡二期拟建项目，商场、办公楼、五星级标准酒店（含公寓式酒店）、酒店式公寓组成。恒隆广场·无锡后续项目将由 2019 年起分期开业。

(2) 香港物业租赁

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太古等；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

室公寓等。由于物业组合的多元化，公司商场/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减少等外界因素对公司运营造成的冲击。

近三年公司在香港地区无新增投资物业，截至 2016 年底，公司已建成香港投资物业楼面面积为 64.6 万平方米，其中商场/商铺及办公楼分别占 38%和 26%。

表 6 截至 2016 年底公司香港投资物业构成情况
(单位: 万平方米, %)

业态	楼面面积	占比
商场/商铺	24.6	38
办公楼	16.9	26
停车场	16.3	25
住宅及服务式公寓	6.8	11
合计	64.6	100
区域	合计	占比
港岛		

中环	5.1	8
铜锣湾及湾仔	9.2	14
康怡及鲗鱼涌	13.4	21
山顶及半山区	4.6	7
港岛南区	1.2	2
九龙		
旺角	14.0	22
尖沙咀及西九龙	8.6	13
九龙湾	7.6	12
葵涌	0.9	1
合计	64.6	100

资料来源: 公司提供

2014~2016 年，公司香港物业租赁收入持续增长，年均复合增长 6.49%；其中，2016 年实现租金收入 37.42 亿港元，同比增长 5.20%。其中，近三年商场/商铺和办公楼租金占比约在 60%和 30%左右。

2017 年 1~6 月，公司香港物业租赁收入 18.86 亿元，同比增长 1%，剔除铜锣湾 Fashion Walk 及山顶广场资产优化工程的影响，公司香港物业组合零售额增长 7%。

表 7 2014~2017 年 6 月公司香港物业租赁整体业务情况 (单位: 亿港元、%)

业态	2014 年		2015 年		2016 年		2017 年 1~6 月	
	收入	出租率	收入	出租率	收入	出租率	收入	出租率
商场/商铺	18.32	98	20.72	98	22.55	96	11.18	93
办公楼	10.48	95	11.71	95	11.99	91	6.22	95
住宅及服务式公寓	2.95	80	3.14	75	2.88	76	1.46	74
总计	33.00	94	35.57	94	37.42	91	18.86	--

资料来源: 公司提供

注: 1、出租率为期末数据; 2、2014 年停车场收入单独核算, 2015~2016 年停车场收入计入购物商场组合和办公楼组合中核算, 故 2014 年各业态之和与总计数有所差异。

公司设有专责团队处理租赁事宜, 提供优质服务, 并定期筹办宣传活动, 租务及物业管理部负责为公司制定租赁业务策略, 包括进行市场研究、数据分析、适时检视租赁物业并进行翻新、维修及资产提升工作, 积极扩阔租户组合、争取引进国内外知名品牌等。在租户组合和租约

设置等方面, 公司在港物业经营模式与前述内地物业基本相同。从出租率来看, 近三年, 公司商场/商铺和办公楼出租率均保持较高水平, 2016 年分别为 96%和 91%; 截至 2017 年 6 月底分别为 93%和 95%。

表 8 2014~2016 年公司香港主要物业分项目经营情况 (单位: 平方米、%)

项目名称	位置	业态	总楼面面积 (2016 年底)	期末出租率		
				2014 年	2015 年	2016 年
Fashion Walk	铜锣湾	商场/商铺	31072	97	95	100
		住宅及服务式公寓	7935	81	91	87
恒隆中心	铜锣湾	商场/商铺	8777	91	91	100
		办公楼	22131	97	96	91
山顶广场	太平山山顶	商场/商铺	12446	97	98	81
康怡广场	鲗鱼涌	商场/商铺	53080	99	99	100
		办公楼	10577	95	100	98
		住宅及服务式公寓	35275	62	57	65
渣打银行大厦	中环	商场/商铺	4814	100	100	100
		办公楼	23730	100	100	100
雅兰中心	旺角	商场/商铺	20905	97	100	69
		办公楼	31251	93	93	90
淘大商场	九龙湾	商场/商铺	49006	98	99	97
家乐坊及柏裕商业中心	旺角	商场/商铺	7454	95	100	100
		办公楼	30205	89	95	85
合 计	—	—	348658	--	--	--

资料来源: 公司提供

商场/商铺

公司位于香港的核心商场/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、家乐坊及柏裕商业中心等, 各物业定位差异化明显。Fashion Walk 坐落繁华的铜锣湾区, 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, 兼有 3D 错视艺术馆和观景空间。家乐坊及柏裕商业中心则定位年青人, 网罗潮流品牌, 并设有美容健身中心等多元化生活体验设施。

公司位于香港的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。近年来, 公司在旗下商场/商铺积极推行“体验、服务和科技”计划, 研究及善用各类先进科技, 提升和丰富购物者的消费体验, 以带动人流。

2014~2015 年, 公司香港商场/商铺组合分别实现租金收入 18.32 亿港元和 19.72 亿港元(不含停车场), 2015 年较 2014 年增长 8%, 增长主要受益于 Fashion Walk 和雅兰中心资产优化工程带动租金增长, 其中铜锣湾商场/商铺组合租金收入增长 15%, 旺角雅兰中心的租金收入增长 14%, 中环的商场/商铺组合的租金收入增长 11%。其他的地区商场/商铺, 包括九龙东的淘大商场和港岛东的康怡广场, 租金收入分别增长 9%及 6%。截至 2015 年底, 香港商场/商铺组合出租率为 98%, 与 2014 年底基本持平。

2016 年, 公司香港商场/商铺组合实现租金收入 22.55 亿港元(含停车场收入), 较 2015 年增长 9%。其中, 铜锣湾商场/商铺组合的租金收入增长 12%, 主要系租金水平和出租率上升所致, Fashion Walk 和恒隆中心年内引入的纽约时尚法式蛋糕店 Lady M 的香港旗舰店和占地 14500 平方呎的 adidas 旗舰店等, 截至 2016 年底出租率均上升至 100%。受惠于家乐坊的资产优化工程竣工带动租金调升, 旺角商场/商铺组

合的租金收入 2016 年增长 21%，星巴克全港最大单层面积全新概念店和占地 54000 平方呎的 H&M 全新概念旗舰店分别于 2015 年底和 2016 年 1 月在家乐坊开业，2016 年该物业出租率保持在 100%。雅兰中心珠宝及钟表租户受内地旅客人数下降影响销售额平均下跌 27%，但餐饮租户销售额增长 16%，对公司租金收入形成一定支撑，雅兰中心出租率下降至 69%；受访港旅客减少和资产优化工程将于 2017 年一季度展开影响，2016 年山顶广场的出租率有所下滑。截至 2016 年底，香港商场/商铺组合出租率 96%。

2017 年 1~6 月，公司香港商场/商铺组合实现租金收入 11.18 亿港元，同比下降 1%。其中，铜锣湾商场/商铺组合的租金收入下降 4%，主要系京士顿街 9 号因资产优化工程关闭约 23%的可租面积。受惠于 Fashion Walk 和恒隆中心完成优化工程后租户组合及类型的提升，零售额同比增长 8%；康怡广场租金收入增长 4%，主要得益于公司上调租金和优化租户，同时引入更多优质餐饮租户；旺角商场/商铺组合（主要为雅兰中心和家乐坊）租金收入持续增长；淘大商场租金收入增长 4%，主要系 2016 年公司重组商户组合，提升其定位为一站式购物商场，并引入更多餐饮租户所致。山顶广场资产优化工程于本年 3 月启动，预计 2019 年完成，目前已关闭约 60%的可租面积。

总体看，尽管近年来香港零售销售额有所下降、访港旅客人数下跌对奢侈品消费有所影响，但公司在港商场/商铺物业出租率保持较高水平，收入保持良好增长态势。

办公楼

截至 2017 年 6 月底，公司香港办公楼物业主要包括渣打银行大厦、雅兰中心、栢裕商业中心和恒隆中心的办公楼等。

2014~2016 年，受益于租金的提升，公司香港办公楼租金收入整体呈增长态势。2015 年，公司香港办公楼组合租金收入 11.40 亿港元（不含停车场收入），较 2014 年增长 9%，期末出租率为 95%，较 2014 年变化不大；其中来自内地

的证券/保险公司及银行对中环办公楼保持强劲需求，租金收入增长 7%；恒隆中心办公楼云集旅行社、时装批发商及医务中心等多主题行业，租金收入增长 12%，旺角的办公楼组合的租金收入增长 11%。2016 年，公司香港办公楼组合实现租金收入 11.99 亿港元（含停车场收入），较 2015 年增长 2%，主要系租金调升所致。办公楼组合整体出租率下降 4 个百分点至 91%，主要系部分租约到期和转租期间的影响。2017 年 1~6 月，公司香港办公楼组合租金收入 6.22 亿港元，同比增长 5%，主要得益于租金上调及出租率的提升。

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和山顶及半山区的御峰。2014~2016 年，公司香港住宅及服务式公寓租金收入波动下降，2016 年实现收入 2.88 亿港元，较 2015 年下降 8%。截至 2016 年底，香港住宅及服务式公寓出租率为 76%，2015 年以来出租率下降一方面是由于企业持续收紧房屋津贴，导致对豪华寓所御峰的需求疲弱；另一方面是由于内地访港旅客减少，酒店加大折扣率，康兰居服务式公寓面临的竞争加剧。2017 年 1~6 月，公司住宅及服务式寓所的租金收入 1.46 亿港元，同比增长 4%，主要系出租率同比提升所致。

总体看，凭借较为丰富的项目运作经验和品牌优势，公司近年来商业物业运营保持良好发展态势，行业竞争力较为显著。

(3) 香港物业销售

公司贯彻“只选好的 只做对的”的管理理念，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，建设优良设计的高品质建筑，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，务求将物业价值最大化，公司开发的产品以高端住宅为主，市场认可度较高。近三年，公司竣工项目 1 个，为蓝塘道 23-39，项目楼面面积 8585 平方米，其余项目均于更早期完工。

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，近三年，受推盘销

售节奏及项目类型等因素影响,公司销售收入有所波动。2014~2016年,公司实现销售面积分别为4.69万平方米、0.58万平方米和3.76万平方米;实现签约销售金额分别为98.14亿港元、11.97亿港元和53.22亿港元,其中2015年市场景气度较差,公司推出销售物业较少,收入较少;2016年,公司售出较多住宅单位,物业销售收入大幅增长。公司项目定位高端,销售价格保持较高水平。2016年,公司物业销售毛利率60.30%,较前期有所下降主要系销售产品结构变动所致。2017年1~6月,公司物业销售收入25.23亿港元,同比增长4.95%,主要为浪澄湾项目197套住宅和君临天下项目最后1套复式住宅,得益于售价上升,公司物业销售收入和毛利率均同比有所提升。

截至2017年6月底,公司在售项目(权益

比例均为100%)主要包括蓝塘道23-39和浪澄湾等项目,账面价值18.44亿港元。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。浪澄湾项目位于西南九龙优越地段,为高端住宅项目。截至2017年6月底待售单位39个,大部分为海景单位,公司会密切关注市场情况,择机推盘。

表9 近年来公司物业开发主要指标

项目	2014年	2015年	2016年
销售面积(平方米)	46857	5789	37540
销售住宅单位数目(个)	412	63	441
销售金额(亿港元)	98.14	11.97	53.22

资料来源:联合资信根据公司年报整理

表10 近年来公司物业销售情况(单位:平方米、个)

项目名称	2014年		2015年		2016年	
	销售面积	销售住宅单位数目	销售面积	销售住宅单位数目	销售面积	销售住宅单位数目
蓝塘道23-39	--	--	--	--	849	2
君临天下	34005	261	1403	10	210	1
浪澄湾	12852	151	2708	36	36195	436
碧海蓝天	--	--	1678	17	--	--
君逸山	--	--	--	--	286	2
合计	46857	412	5789	63	37540	441

资料来源:公司年报、联合资信整理

表11 截至2016年底公司已建成待售物业情况(单位:个、平方米、万港元/平方米)

项目名称	位置	总住宅单位数目	地盘面积	待售楼面积	待售住宅单位数目	待售车位数目	近期报价
蓝塘道23-39	蓝塘道	18	7850	7633	16	32	--
君临天下	柯士甸道	1122	13386	210	1	3	--
浪澄湾	海辉道	1829	20200	19831	236	--	23~24
君逸山	迦密村街	188	1421	--	--	12	--
合计	--	3157	42857	27674	253	47	--

资料来源:公司年报、联合资信整理

注:*蓝塘道23-39项目单套单位实用面积在425平方米左右,2016年单套单位成交价约3亿港元。

截至2017年6月底,公司无未有拟建计划的土地储备。公司未来可售资源较少,且香港房地产市场景气度波动较大,未来物业销售板块

收入面临一定不确定性。

2. 经营效率

2014~2016 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数加权平均值分别为 12.19 次、1.02 次和 0.07 次；2016 年上述指标分别为 9.65 次、1.34 次和 0.07 次，公司整体经营效率正常。

3. 未来发展

未来公司将继续依照明晰的公司发展方向向前发展，保持稳定且可持续的增长，为了达到成长目标，公司定制了如下战略：

一、在中国内地地区持续建设和管理世界级的商业综合项目，借此发展成为一间备受尊崇的全国性商业地产发展商。公司在中国内地关键商业战略的核心是，在黄金地段修建高质量的建筑。公司的目标是“在对的时机通过对的项目进入对的市场”。公司计划以其在上海、沈阳、济南、无锡、天津及大连成功确立的“恒隆广场”品牌为基础继续发展，在中国内地其他大城市的繁华地段复制成功的商业模式。

二、有选择且精确控制的土地购买与项目成本控制。公司认为，为了管控财务风险并取得上佳的收益，关键因素在于以较为低廉、与建成房产后的预期收入相称的价格购买土地。未来公司将继续保持其过去二十年内在中国内地取得的佳绩，同时在中国内地快速发展的城市中寻找最核心最优秀的商业地段，此外还要避免以过高的地价购买土地。

三、选择合适的市场条件出售建成的住宅单元。公司在香港通过销售建成的住宅单元获取开发利润。公司将采取严格把控的销售方式出售品质优良的高端住宅，确保获得最优价值。

四、保证房地产投资组合的竞争优势。公司将通过持续不断的创新与核心资产优化工程计划保持其投资房地产的竞争优势，吸引高端租户，提高租户的整体水平，以此维持其租赁业务长期的可持续增长。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2014~2016 年财务报告，上述财务报告已经毕马威会计师事务所审核，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2017 年 1~6 月财务数据经会计师审阅。

近三年，公司综合范围变动不大，对财务数据的影响较小，财务数据可比性较强。

截至 2016 年底，公司综合资产总额 1749.07 亿港元，权益总额 1321.45 亿港元（含非控股权益 55.80 亿港元）；2016 年公司实现营业收入 130.59 亿港元，除税前溢利 79.79 亿港元。

截至 2017 年 6 月底，公司综合资产总额 1759.90 亿港元，权益总额 1357.30 亿港元（含非控股权益 59.16 亿港元）；2017 年 1~6 月，公司实现营业收入 63.58 亿港元，除税前溢利 47.73 亿港元。

2. 资产质量

2014~2016 年，公司资产总额不断下降，年复合下降 4.85%。截至 2016 年底，公司资产总额为 1749.07 亿港元，同比下降 4.95%，其中流动资产和非流动资产比重分别为 17.50%和 82.50%，公司资产结构以非流动资产为主。

流动资产

2014~2016 年，公司流动资产不断下降，年复合下降 18.34%。截至 2016 年底，公司流动资产合计 306.16 亿港元，同比下降 15.64%。从构成来看，主要由现金及银行存款（占 79.45%）、应收账款及其他应收款（占 12.87%）和待售物业（占 7.68%）构成。

截至 2016 年底，公司现金及银行存款 243.25 亿港元，主要由人民币银行存款（占 88.38%）构成。公司现金及银行存款充裕。

2014~2016 年，公司应收账款及其他应收款快速增长，年复合增幅 43.38%。截至 2016 年底，公司应收账款及其他应收款 39.39 亿港元，同比大幅增长 235.81%，主要由于 2015 年出售的住宅单位较少，2016 年下半年出售住宅单位较多而产生的物业销售应收款变动较大所致。从账龄上看，未逾期或逾期少于 1 个月的

占 98.76%，综合账龄较短。截至 2016 年底，公司未有重大呆坏账余额。

2014~2016 年，公司待售物业不断下降，年复合降幅 23.76%。截至 2016 年底，公司待售物业 23.52 亿港元，主要包括 16 间蓝塘道 23-39 半独立式大宅、236 个浪澄湾单位及一个君临天下复式单位。

非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产保持相对稳定。截至 2016 年底，公司非流动资产为 1442.91 亿港元，同比下降 2.33%；从构成看，主要为物业、厂房及设备 and 合营企业权益等构成。

公司物业、厂房及设备主要由投资物业、发展中投资物业和其他物业、厂房及设备构成。2014~2016 年，公司上述资产合计分别为 1460.48 亿港元、1464.70 亿港元和 1430.30 亿港元。2015 年，市府恒隆广场·沈阳办公楼和恒隆广场·大连购物商场建成，由发展中投资物业转列为投资物业，导致相关科目发生变动；2016 年，部分发展中投资物业因更改用途而重新分类为其他物业、厂房及设备，导致该科目快速增长。

截至 2017 年 6 月底，公司资产总额 1759.90 亿港元，较上年底增长 0.62%；其中发展中投资物业较 2016 年底增长 13.97%，主要为昆明和武汉的恒隆广场项目，以及沈阳和无锡项目的未完工工程；应收账款及其他应收款下降 61.89%，主要系公司收回销售物业应收款所致。

总体看，公司近年来资产构成稳定，以非流动资产为主。流动资产中现金及银行存款充裕。非流动资产中物业、厂房及设备占比高，持有物业能够长期为公司提供不断优化且具备增长潜力的运营收益。综合看，公司整体资产质量较好。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益保持相对

稳定。截至 2016 年底，公司所有者权益 1321.45 亿港元；从构成来看，股本占 30.20%、储备占 65.58%、非控股权益占 4.22%。

截至 2016 年底，公司股本、储备和非控股权益分别为 399.12 亿港元、866.53 亿港元和 55.80 亿港元，近年均保持稳定。截至 2017 年 6 月底，公司所有者权益构成变动不大。

综上所述，公司所有者权益规模较大，其中股本和储备占比较高，公司所有者权益稳定性较好。

负债

2014~2016 年，公司负债不断下降，年复合下降 11.16%。截至 2016 年底，公司负债总额 427.62 亿港元，流动负债和非流动负债分别占 18.30%和 81.70%，公司负债以非流动负债为主。

2014~2016 年，公司流动负债分别为 151.44 亿港元、120.00 亿港元和 78.27 亿港元。截至 2016 年底，公司流动负债同比下降 34.78%，主要系银行贷款及其他借贷减少所致。从构成上看，主要由应付账款及其他应付款、银行贷款及其他借贷和应付税项构成。

2014~2016 年，公司应付账款及其他应付款主要为应付工程款，近年来不断下降，年复合降幅为 10.54%。截至 2016 年底，应付账款及其他应付款 63.27 亿港元。近年来随着恒隆广场·天津、恒隆广场·无锡办公楼及市府恒隆广场·沈阳办公楼等项目陆续完工，应付工程款不断下降。

2014~2016 年，公司银行贷款及其他借贷不断下降，三年分别为 350.98 亿港元、327.71 亿港元和 270.82 亿港元，主要源于一年内或即期银行贷款的下降，其他借贷规模保持相对稳定。

2014~2016 年，公司有息债务不断下降，年复合下降 12.16%。截至 2016 年底，公司有息债务总额 270.82 亿港元，同比下降 17.36%，主要来自短期债务的下降；从债务结构来看，公司长期债务占比不断提升，从 2014 年的 83.88%

增至 2016 年的 97.90%，公司债务结构以长期债务为主。从债务指标来看，2014~2016 年，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率整体均呈现不断下降趋势，三年加权平均值分别为 18.40% 和 17.02%，2016 年底上述指标分别为 17.01% 和 16.71%。公司资产负债率三年来呈下降趋势，三年加权平均值为 25.84%，2016 年底为 24.45%。

截至 2017 年 6 月底，公司全部债务 237.99 亿港元，较上年底下降 12.12%；其中短期债务占 8.00%，长期债务占 92.00%，仍然以长期债务为主。从债务指标看，公司全部债务资本化比率、长期债务资本化比率和资产负债率均进一步下降，分别降至 14.92%、13.89% 和 22.88%。

截至 2017 年 6 月底，公司负债总额 402.60 亿港元，较上年底下降 5.85%，其中长期银行贷款及其他借贷下降 17.42%，短期银行贷款及其他借贷增加 13.36 亿港元，较上年底增长 235.21%。

总体看，近年来公司有息债务规模快速下降，构成以长期债务为主，整体债务负担轻，财务弹性良好。

4. 盈利能力

2014~2016 年，受住宅单位销售收入波动影响，公司营业额波动幅度较大，三年分别为 170.30 亿港元、89.48 亿港元和 130.59 亿港元，2015 年营业额较低主要系当年出售较少住宅单位所致；直接成本及营业费用呈波动增长态势，年复合增长 1.46%，高于营业额的增速。受成本费用上升影响，公司毛利率略有下降，三年分别为 76.38%、73.18% 和 68.30%。

公司期间费用包括行政费用和财务费用。2014~2016 年，公司期间费用分别为 13.15 亿港元、16.96 亿港元和 17.18 亿港元，占营业额的比重分别为 7.72%、18.95% 和 13.16%。近三年行政费用保持相对稳定，财务费用波动增长，公司期间费用控制能力较强。

2014~2016 年，公司投资物业公允价值变

化净额分别为 17.05 亿港元、6.31 亿港元和 -2.86 亿港元。

2014~2016 年，公司除税前溢利分别为 143.95 亿港元、66.62 亿港元和 79.79 亿港元。从盈利指标看，近三年总资本收益率和净资产收益率波动下降，三年加权平均值分别为 5.08% 和 5.48%；2016 年分别为 4.85% 和 5.00%。公司整体盈利能力合理。

2017 年 1~6 月，公司实现营业收入 63.58 亿港元，同比增长 0.74%；期间费用 6.03 亿港元，占营业额的比重为 9.48%，较上年进一步下降；投资物业公允价值增加 7.37 亿港元。综合以上因素，公司实现除税前溢利 47.73 亿港元。

总体看，受出售住宅单位波动影响，近年公司营业额波动幅度较大，但期间费用控制能力较强，整体盈利水平合理。

5. 现金流

从经营活动看，2014~2016 年，公司来自经营业务之现金分别为 165.59 亿港元、76.13 亿港元和 77.37 亿港元。经营活动现金流出主要为已付税项。经营活动产生的现金流量净额分别为 153.62 亿港元、54.60 亿港元和 67.35 亿港元。

从投资活动看，2014~2016 年，公司投资活动现金流主要来自存款期大于 3 个月的银行存款的增减变动及购买物业、厂房及设备的现金支出，其中购买物业、厂房及设备的现金支出分别为 53.01 亿港元、61.80 亿港元和 26.77 亿港元。近三年投资活动产生的现金流量净额分别为 -39.46 亿港元、-93.34 亿港元和 16.13 亿港元。

2014~2016 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 114.16 亿港元、-38.74 亿港元和 83.48 亿港元。2014~2016 年，公司筹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；近三年公司筹资活动现金流均呈净流出状态，分别为 -47.02 亿港元、-73.31 亿港元和 -100.33 亿港元。

总体看，近三年公司经营活动现金流入波动较大，受公司对外投资项目的开发进度影响，公司资金需求波动较大。公司整体对外融资压力可控。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司流动比率和速动比率均波动提升，三年加权平均值分别为 346.94%和 317.00%，2016 年底分别为 391.16%和 361.11%，2017 年 6 月底，上述指标分别为 263.63%和 244.79%。近三年及一期，公司现金及银行存款分别为 399.46 亿港元、312.89 亿港元、243.25 亿港元和 224.49 亿港元。考虑到公司货币资金充裕，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2014~2016 年，公司 EBITDA 分别为 151.15 亿港元、77.54 亿港元和 91.43 亿港元。同期，公司 EBITDA 利息倍数分别为 10.52 倍、5.22 倍和 6.85 倍，全部债务/EBITDA 分别为 2.32 倍、4.23 倍和 2.96 倍。整体看，公司整体偿债能力强。

截至 2016 年底，公司综合口径取得银行授信 233.67 亿港元，其中未使用额度 88.52 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 2017 年 6 月底，公司无任何重大对外或对下属合营公司担保。

7. 过往债务履约情况

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

8. 抗风险能力

公司作为行业领先的商业地产公司，业务涵盖香港和中国内地地区，行业地位突出，项目运营状况不断优化且具备增长潜力，现金持有量充裕，公司整体抗风险能力极强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度为 20 亿元，（以汇率 0.86 计算，即 23.26 亿港元），占公司 2017 年 6 月底全部债务的 9.77%，占长期债务的 10.62%，本期中期票据对公司现有债务具有一定影响。

截至 2017 年 6 月底，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分别为 22.88%、14.92%和 13.89%。在不考虑其他因素影响的情况下，本期中期票据发行后上述三项指标将分别上升至 23.88%、16.14%和 15.14%。公司债务负担仍处于较低水平。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2014~2016 年，公司经营活动现金流量净额分别为 153.62 亿港元、54.60 亿港元和 67.35 亿港元，分别为本期中期票据的 6.60 倍、2.35 倍和 2.90 倍；同期，公司 EBITDA 分别为 151.15 亿港元、77.54 亿港元和 91.43 亿港元，分别为本期中期票据的 6.50 倍、3.33 倍和 3.93 倍。总体看，公司经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力较强。

十、结论

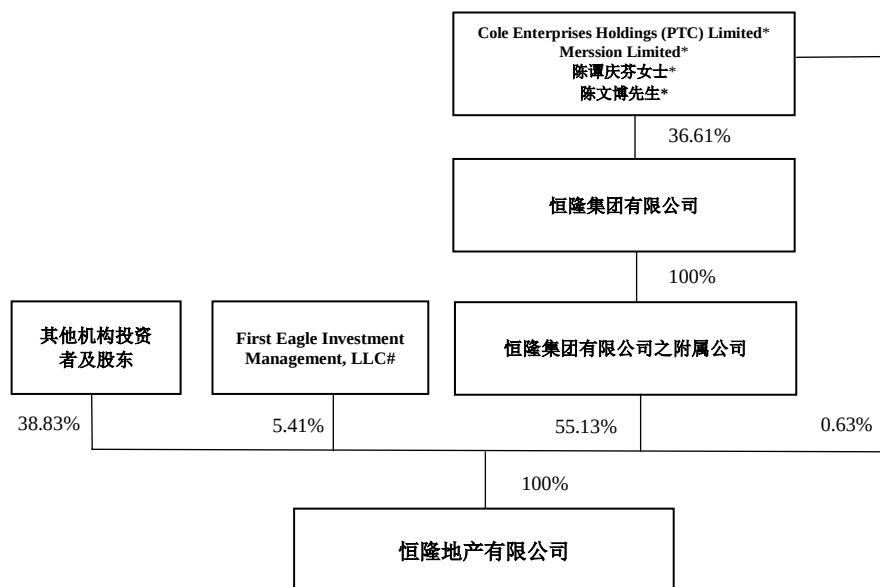
公司作为港股上市的大型商业地产开发运营企业，业务区域涵盖香港和中国内地地区，行业地位突出，竞争优势显著。近年来，公司物业租赁业务经营状况不断优化且具备增长潜力，商业地产运营管理经验丰富，物业租赁业务持续增长，现金流状况良好，债务负担较轻。同时，联合资信也关注到访港游客下降、中国内地地区部分二、三线城市商业地产过剩、人民币汇率波动等因素可能对公司经营带来的影响。

公司资产以非流动资产为主，资产构成稳定；流动资产中现金类资产充裕，非流动资产中物业、厂房及设备占比高，公司整体资产质量良好。近年来公司有息债务规模快速下降，

构成以长期债务为主，整体债务负担轻，财务弹性良好。受出售住宅单位波动影响，近年公司营业额波动幅度较大，整体盈利水平较强。近三年公司经营活动现金流入波动较大，受公司投资项目的开发进度影响，资金需求波动较大，公司整体对外融资压力可控。

本期中期票据的发行对公司现有债务有一定影响，但公司债务负担仍处于较低水平。公司经营活动现金流量净额和EBITDA对本期中期票据的保障能力较强。结合公司主体长期信用状况以及对本期中期票据偿还能力分析，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 截至 2016 年底公司股权结构图



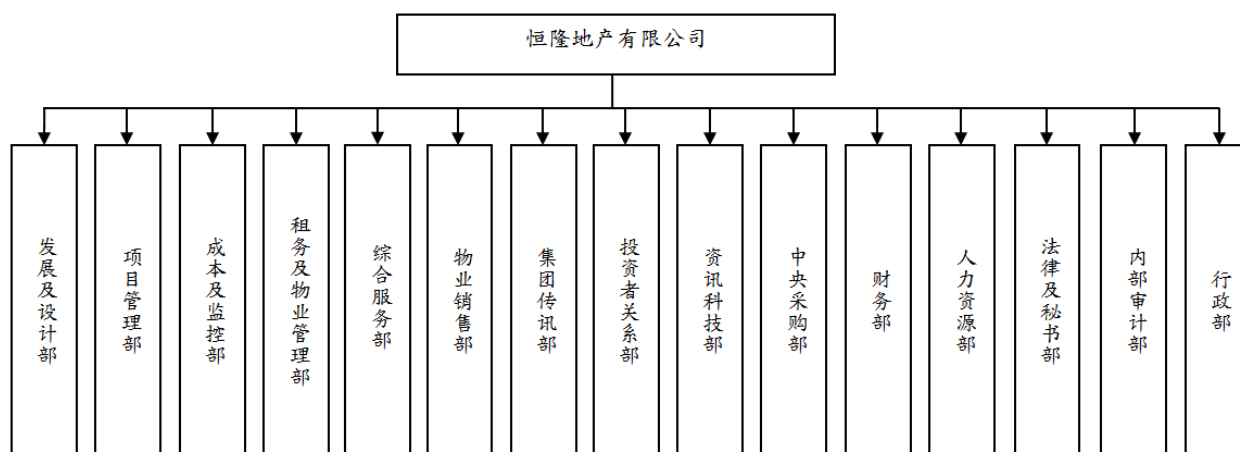
附注：

* 该等持有 2,507,987,340 股股份，此等股份与一信托基金通过 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，故根据香港证券及期货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 36.61%之权益。据此，恒隆集团通过其附属公司所持有之 2,479,654,240 股股份已包括在 2,507,987,340 股股份之数目内。

持有 243,099,203 股股份，此等股份乃以投资经理身份持有。

附件 1-2 公司组织机构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿港元)	399.46	312.89	243.25	224.49
资产总额(亿港元)	1931.79	1840.18	1749.07	1759.90
所有者权益(亿港元)	1390.03	1348.92	1321.45	1357.30
短期债务(亿港元)	56.57	46.93	5.68	19.04
长期债务(亿港元)	294.41	280.78	265.14	218.95
全部债务(亿港元)	350.98	327.71	270.82	237.99
营业额(亿港元)	170.30	89.48	130.59	63.58
除税前溢利(亿港元)	143.95	66.62	79.79	47.73
EBITDA(亿港元)	151.15	77.54	91.43	54.21
经营性净现金流(亿港元)	153.62	54.60	67.35	--
财务指标				
销售债权周转次数(次)	11.86	16.65	9.65	--
存货周转次数(次)	0.83	0.61	1.34	--
总资产周转次数(次)	0.09	0.05	0.07	--
毛利率(%)	76.38	73.18	68.30	71.42
总资本收益率(%)	7.37	3.93	4.85	--
净资产收益率(%)	8.74	4.11	5.00	--
长期债务资本化比率(%)	17.48	17.23	16.71	13.89
全部债务资本化比率(%)	20.16	19.55	17.01	14.92
资产负债率(%)	28.04	26.70	24.45	22.88
流动比率(%)	303.14	302.43	391.16	263.63
速动比率(%)	276.43	270.52	361.11	244.79
经营现金流动负债比(%)	101.44	45.50	86.05	--
EBITDA 利息倍数(倍)	10.52	5.22	6.85	8.39
全部债务/EBITDA(倍)	2.32	4.23	2.96	4.39

注：公司 2017 年 1~6 月财务数据未经审计。

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	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业额年复合增长率	
除税前盈利年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业额/平均 (应收账款及其他应收款-其他应收款)
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	营业额/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(年度盈利+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	年度盈利/所有者权益×100%
毛利率	毛利/营业额×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+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×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-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
加权平均权重	2014、2015 及 2016 年权重分别为 0.2、0.3 和 0.5

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 (流动负债)

长期债务=银行贷款及其他借贷 (非流动负债)

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=除税前溢利+费用化利息支出+折旧及摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

期间费用=行政费用+利息支出净额

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 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

附件 4-3 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。

联合资信评估有限公司关于 恒隆地产有限公司 2018 年度第一期绿色中期票据（债券通）的跟踪评级安 排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

恒隆地产有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

恒隆地产有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对恒隆地产有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，恒隆地产有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注恒隆地产有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现恒隆地产有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对恒隆地产有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如恒隆地产有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对恒隆地产有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与恒隆地产有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。