信用等级公告

联合[2018] 2580 号

联合资信评估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，并维持“18 恒隆地产 MTN001BC”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年九月十三日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

恒隆地产有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA	评级展望：稳定
上次评级结果：AAA	评级展望：稳定

债项信用

名　称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
18 恒隆地产 MTN001BC	10 亿元	2021/07/16	AAA	AAA

评级时间：2018 年 9 月 13 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
现金类资产(亿港元)	312.89	243.25	184.01	147.35
资产总额(亿港元)	1840.18	1749.07	1835.86	1850.23
所有者权益(亿港元)	1348.92	1321.45	1422.45	1435.31
短期债务(亿港元)	46.93	5.68	21.31	31.73
长期债务(亿港元)	280.78	265.14	230.27	226.97
全部债务(亿港元)	327.71	270.82	251.58	258.70
营业额(亿港元)	89.48	130.59	111.99	51.50
除税前溢利(亿港元)	66.62	79.79	99.02	56.84
EBITDA(亿港元)	77.54	91.43	111.47	62.48
经营性净现金流(亿港元)	54.60	67.35	85.57	--#
毛利率(%)	73.18	68.30	70.63	71.50
净资产收益率(%)	4.11	5.00	6.01	--
资产负债率(%)	26.70	24.45	22.52	22.43
全部债务资本化比率(%)	19.55	17.01	15.03	15.27
流动比率(%)	302.43	391.16	239.67	182.50
全部债务/EBITDA(倍)	4.23	2.96	2.26	2.07
EBITDA 利息倍数(倍)	5.22	6.85	8.86	9.73
经营现金流动负债比(%)	45.50	86.05	92.12	--#

注：2018 年 1~6 月财务数据未经审计；在计算全部债务/EBITDA 指标时，2018 年 1~6 月 EBITDA 已进行年化；因公司未提供 2018 年 1~6 月现金流等相关数据，无法计算加“#”指标。

分析师

刘珺轩　王兴萍

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，债务负担轻。同时，联合资信也关注到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。

综合评估，联合资信评估有限公司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。

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，按照联合资信评估有限公司关于恒隆地产有限公司的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

恒隆地产有限公司（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 2017 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55.69%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（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 2017 年底，公司综合资产总额 1835.86 亿港元，权益总额 1422.45 亿港元（含非控股权益 60.87 亿港元）；2017 年公司实现营业额 111.99 亿港元，除税前溢利 99.02 亿港元。

截至 2018 年 6 月底，公司综合资产总额 1850.23 亿港元，权益总额 1435.31 亿港元（含非控股权益 59.38 亿港元）；2018 年 1~6 月，公司实现营业额 51.50 亿港元，除税前溢利 56.84 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

由联合资信评级的存续债券为“18 恒隆地产 MTN001BC”，目前，上述债券募集资金均按照计划和约定用途使用。跟踪期内，“18 恒隆地产 MTN001BC”尚未到付息日。

表1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
18 恒隆地产 MTN001BC	10	10	2018/07/16	2021/07/16

资料来源：中国货币网

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，

同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和

18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。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，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

五、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。

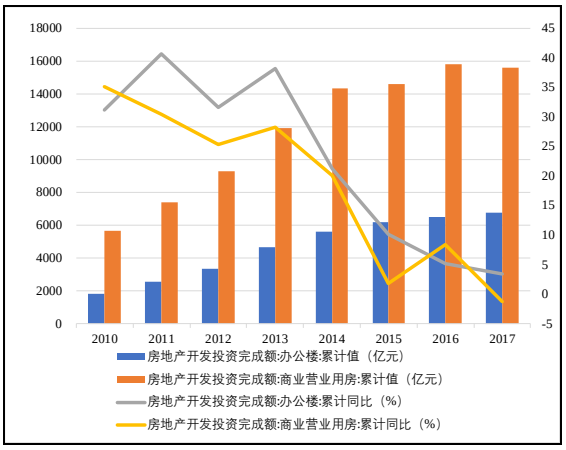
近年来，中国国民经济快速发展、居民生活水平提高和消费观念的改变带动购物中心、办公楼等物业大量新建并投入使用。此外，随着国内主要城市住宅“限购”政策的实施和房地产宏观调控力度的加大，房地产开发企业纷纷由住宅地产开发商向商业地产投资、运营商转变，其中，“地产+商业”协同运营模式（开发企业和商业企业在同一母公司平台下协同整合，保证所有权与经营权的统一，同时发挥各自优势，对于避免开发与商业的脱节、管理与招商的矛盾、业态与经营的短视等问题有积极意义）发展尤为迅速。

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。

开发情况

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，开发商逐步加大对住宅地产的投资规模，同期受累积的商业地产项目大量入市影响，商业地产开发投资增速开始下滑。2015~2017 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 20817.23 亿元、22370.12 亿元和 22401.25 亿元，年均复合增长 3.73%。商业类房屋投资以商业营业用房为主，近三年比重在 70%左右。2015~2017 年，中国商业营业用房新开工面积同比分别下降 10.05%、0.95%和 8.21%，办公楼新开工面积同比分别下降 10.61%、2.34%和 4.30%，商业营业用房新开工面积增速下降较快。总体来看，2010 年后，我国商业地产投资规模保持上升，在房地产开发投资中占比持续上升，但增速减缓；新开工面积增速波动大，作为投资端的领先指标，受政策收紧影响，2015 年以来持续为负；竣工面积增速相较新开工面积增速波动较小，可租赁面积持续增长，2017 年以来竣工面积快速增长，但新开工不足，商业地产的发展从增量时代逐渐走向存量时代。

从商业用地供给量来看，2010~2013 年，全国 100 大中城市商服用地土地供应量快速增长，年均复合增长 15.69%；同期，商服用地土地成交量增速超过土地供应量增速，年均复合增长率高达 22.90%。随着房地产市场步入调整期，2014~2016 年，商服用地土地供给规模持续收缩，年均复合下降 17.81%；地产开发企业拿地节奏也有所放缓，商服用地土地成交量年均复合下降 19.23%，2017 年商业用地供给量有所回升，100 大中城市供应商服用地规划建筑面积与成交商服用地规划建筑面积分别为 18577.62 万平方米和 16114.72 万平方米。从商业用地成本来看，受供给量收缩影响，2014 年后商服用地挂牌均价与成交楼面均价快速上升，2017 年三四线城市供地成交增多，成交均价有所下降，分别为 2813.41 元/平方米和 2971.05 元/平方米，同比分别增长 32.70%和下降 21.68%。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

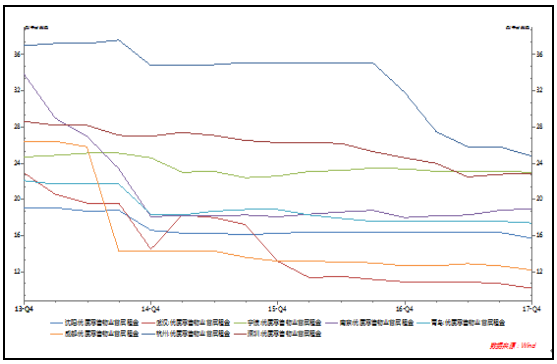
购物中心是集购物、休闲、娱乐、饮食等于一体，包括百货店、大卖场以及众多专业连锁零售店在内的超级商业中心。购物中心属于

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。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，写字楼需求与供应量基本相若，近年来一线城市优质写字楼平均空置率水平较低，均保持在 15%以下，但未来数年的新增供给则不容乐观，2017 年，一线城市中上海受新增写字楼供给量持续快速增长影响，空置率水平快速增长，截至 2017 年底，上海的优质写字楼空置率水平达到 12.60%。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，一线城市优质写字楼租金水平平稳上升，分化较为明显，北京上海显著高于广州、深圳；二线城市优质写字楼租金水平呈波动态势，受供给冲击影响较大。零售物业方面，与写字楼租金水平整体稳中有升不同，2013 年以来，受新增物业集中入市及电子商务冲击的影响，一线及二线城市优质零售物业首层租金水平均呈下降趋势，租金水平分化程度较弱。

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

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，为国家的经济发展作出贡献。“一带一路”建设将会释出对服务业的庞大需求，而香港在这些服务业都享有竞争优势。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。

零售行业是香港重要行业之一。2016 年全年的零售业总销售额为4366亿港元，较2015年下跌8.1%，是自1998年亚洲金融危机以来最大跌幅。其中奢侈品消费如珠宝首饰、钟表及名贵礼物的跌幅最为显著。电器及摄影器材及杂项耐用消费品以及内需类消费如超级市场，食品则有所上升。2017年，香港零售业总销售额为4461亿港元，较2016年上升2.2%，零售业总销售额逐步回升。具体而言，随着访港旅游业逐渐复苏，零售业在2017 年终于摆脱疲态。

2018年第一季度访港旅客人数为5,847.2万人，较2017年第一季度上升3.2%。商铺租务市场转趋活跃，主要集中在中高档时尚品牌，运动品牌及餐饮类租户。此类租户在市场的扩展填充了珠宝钟表类奢侈品业务收缩腾出的铺面。

2017年香港办公楼市场表现良好，随着整体经济普遍改善，香港办公楼租金在期内录得较为温和的5%升幅。预计2018 年办公楼市场整体依然能保持稳定增长的态势。

香港一手房住宅市场受外部经济环境影响较大，受国内经济增速放缓、美联储加息来临、交易税率上升、一手房供给增多等因素影响，整体市场面临一定压力；但同时受国内房地产调控措施及人民币贬值预期的影响，国内购房者对香港房地产的购置意愿加强，对市场形成一定支撑。

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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2017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55.69%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

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 2017 年底，公司在香港特区拥有投资物业可出租面积 64.20 万平方米，2017 年租金收入达 38.21 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 2017 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，2017 年内地租金收入达 39.58 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。

七、管理分析

公司原行政总裁陈南禄先生于 2018 年 7 月 16 日退休，同日获委任为董事长顾问，及调任为公司非执行董事。同日，卢韦柏先生接替陈南禄先生出任公司行政总裁。

卢韦柏先生，47 岁，1993 年毕业于香港大学，取得社会科学学士学位。于 2018 年 5 月加盟公司及其上市控股公司恒隆集团。卢韦柏先生拥有超过 25 年的管理经验，期间主要任职于银行业及快速消费品行业，管理经验丰富。

跟踪期内，公司管理体制和管理制度无重大变动。

八、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。

跟踪期内，公司物业租赁收入保持稳定，受物业销售波动影响，公司营业额波动下降；2017 年，公司实现营业额 111.99 亿港元，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 35.34%、34.12%和 30.54%。2017 年，公司内地租赁物业实现租金收入 39.58 亿港元，同比变动不大。2017 年香港物业租赁收入实现 38.21 亿港元，较上年持续增长。2017 年物业销售收入为 34.20 亿港元。

毛利率方面，跟踪期内，内地物业租赁业务毛利率有所下降，主要系新开业项目处于培育期及现有项目的优化工程所致，2017 年为 62.00%，较上年下降 0.93 个百分点。香港物业租赁业务毛利率保持较高水平，2017 年为 84.22%。公司物业销售板块毛利率同比有所提升，主要系主要销售产品类型不同所致，2017 年为 65.44%。综合上述影响，2017 年，公司综合毛利率呈上升态势，为 70.63%。

2018 年 1~6 月，公司实现营业额 51.50 亿港元，同比下降 19.00%，主要来自物业销售收入的下降，为 10.32 亿元；同期，公司物业租赁收入 41.18 亿港元，同比增长 7.38%；其中内地租赁收入同比增长 11.39%，香港租赁收入同比增长 3.23%。毛利率方面，物业租赁业务毛利率进一步提升至 75.69%，物业销售毛利率略有下降至 54.75%，公司综合毛利率同比提升 0.08 个百分点至 71.50%。

表 2　2015~2018 年 6 月公司业务板块经营情况（单位：亿港元、%）

业务板块	2015 年			2016 年			2017 年			2018 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	77.51	86.62	73.59	77.37	59.25	73.80	77.79	69.46	72.91	41.18	79.96	75.69
内地	41.94	46.87	64.74	39.95	30.60	62.93	39.58	35.34	62.00	21.71	42.16	66.65
香港	35.57	39.75	84.03	37.42	28.65	85.41	38.21	34.12	84.22	19.47	37.80	85.77
物业销售（香港）	11.97	13.38	70.51	53.22	40.75	60.30	34.20	30.54	65.44	10.32	20.04	54.75
合计	**89.48**	**100.00**	**73.18**	**130.59**	**100.00**	**68.30**	**111.99**	**100.00**	**70.63**	**51.50**	**100.00**	**71.50**

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。

截至 2017 年底，公司已建成内地投资物业楼面面积为 225.60 万平方米，其中商场占比为 46%，办公楼占比为 17%，均较上年无变动。投资物业及发展中物业估值总额为 1560 亿港元。公司拥有已开业项目 8 个，以及在建项目（武汉、昆明）2 个。

表 3　2015~2017 年底公司内地投资物业构成情况

（单位：万平方米，%）

业态	2015 年		2016 年		2017 年	
	楼面面积	占比	楼面面积	占比	楼面面积	占比
商场	104.9	45	103.6	46	103.6	46
办公楼	43.8	19	39.0	17	39.0	17
停车场	83.6	36	83.0	37	83.0	37
合计	**232.3**	**100**	**225.6**	**100**	**225.6**	**100**

资料来源：公司提供

2017 年，公司内地物业租赁收入（以港币计价）略有下降。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。2018 年 1~6 月，公司实现租金收入 21.71 亿港元，同比增长 11.39%。

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　2015~2017 年公司内地物业租赁整体业务情况

（单位：亿港元、%）

业态	2015 年		2016 年		2017 年	
	收入	出租率	收入	出租率	收入	出租率
购物商场组合	32.87	81	30.79	83	30.85	84
办公楼组合	9.07	73	9.16	76	8.73	85
总计	**41.94**	**78**	**39.95**	**80**	**39.58**	**85**

资料来源：公司提供

注：出租率为期末数据.

从出租率来看，2017 年，受惠于内地消费市场信心回升，购物商场组合的出租率略有提升为 84%。办公楼组合的出租率提升幅度较大，2017 年为 85%。

表 5　2015~2017 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（2017 年底）	租金收入			期末出租率		
			2015 年	2016 年	2017 年	2015 年	2016 年	2017 年
恒隆广场·上海	商场	53700	13.41	13.05	14.09	97	93	96
	办公楼	159555				98	95	89
港汇恒隆广场·上海	商场	120188	9.60	9.74	8.83	97	96	77
皇城恒隆广场·沈阳	商场	109307	1.37	1.42	1.55	90	93	90
市府恒隆广场·沈阳	商场	101960	2.27	2.30	2.13	87	84	83
	办公楼	144677				42	67	80
恒隆广场·济南	商场	171074	2.69	2.62	2.71	88	91	94
恒隆广场·无锡	商场	118066	2.37	2.24	2.19	72	80	87
	办公楼	85438				70	65	87
恒隆广场·天津	商场	152831	1.93	1.91	1.81	86	82	89
恒隆广场·大连	商场	221900	0.04	0.88	0.99	54	66	71
合　计	--	**1438696**	**33.68**	**34.16**	**34.30**	**78**	**80**	--

资料来源：公司提供

注：1.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. 港汇恒隆广场·上海约 23%的可租赁面积因资产优化计划而暂时关闭；3. 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 66%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，租金收入每年小幅增长；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。

2017 年，公司内地购物商场组合实现租金收入 26.72 亿元人民币，同比增长 1.48%。资产优化计划完成后，恒隆广场·上海商场的租金收入及零售额均大幅增长，该增长足够弥补港汇恒隆广场·上海商场因资产优化工程而减少的租金收入。借着周详的租户组合重整及市场推广，上海以外的六个商场的零售额及租出率皆有所改善。

2018 年 1~6 月，公司内地购物商场组合实现租金收入 13.67 亿元人民币，其中恒隆广场·上海商场的租金收入持续大幅增长；港汇恒隆广场·上海正在进行大型资产优化公司，租金收入下降 9.09%；上海以外的 6 家商场租金收入均同比增长，大部分项目的出租率和零售额均呈上升趋势。

总体看，跟踪期内，上海 2 个恒隆广场出租率保持较高水平，对收入形成支撑，近年来新开业项目尚处于培育期，出租率有所波动，未来随着后续项目的培育和消费市场信心回升，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。

2017 年，恒隆广场·上海、市府恒隆广场·沈阳及恒隆广场·无锡的四座办公楼的租金收入减少 3.19%至 7.58 亿元人民币。恒隆广场·上海的一名主要租户在两座办公楼内的调迁转租已于 2017 年 10 月完成。受惠于出租率上升，市府恒隆广场·沈阳及恒隆广场·无锡的办公楼的租金收入均有所增长。2018 年 1~6 月，内地办公楼租金收入为 3.97 亿元人民币，占内地租金收入的 22.51%。

在建及拟建项目

截至 2017 年底，公司在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 亿元人民币，截至 2017 年底已投资规模为 265.76 亿元人民币，尚余投资 309.93 亿元人民币。公司未来拟建项目 1 个，为位于无锡的 XDG-2009-18 号地块开发建设项目，开发业态包括酒店及酒店式公寓，目前项目公司、投资规模尚在计划中。2018 年 5 月，公司以 107 亿元人民币成功投得杭州一幅地块，未来计划建设大型综合商业项目。

总体看，公司未来投资保持较大规模，存在一定对外融资需求。

（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。

2017 年，公司在香港地区无新增投资物业，截至 2017 年底，公司已建成香港投资物业楼面面积为 64.2 万平方米，其中港岛和九龙区域分别占 52%和 48%。

表 6　截至 2017 年底公司香港投资物业构成情况

（单位：千平方米，%）

区域	总楼面面积	占比
港岛	**335**	**52**
中环	51	8
铜锣湾及湾仔	92	14
康怡及鲗鱼涌	134	21
山顶及半山区	46	7
港岛南区	12	2
九龙	**307**	**48**
旺角	137	21
尖沙咀及西九龙	82	13
九龙湾	79	13
葵涌	9	1
合计	**642**	**100**

资料来源：公司提供

2017 年，公司香港物业租赁收入持续增长，实现租金收入 38.21 亿港元，同比增长 2.11%。剔除关闭以进行资产优化的面积影响，租金收入实际增长 3.8%。考虑到多年来的持续增长已将租金提升至一个较高水平，公司业绩增长表现较为理想。2018 年 1~6 月，公司香港物业租赁收入 19.47 亿港元，同比增长 3.23%。

表 7　2015~2018 年 6 月公司香港物业租赁整体业务情况（单位：亿港元、%）

业态	2015 年		2016 年		2017 年		2018 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	20.72	98	22.55	96	22.61	96	11.55	97
办公楼	11.71	95	11.99	91	12.57	95	6.38	94
住宅及服务式公寓	3.14	75	2.88	76	3.03	80	1.54	75
总计	**35.57**	**94**	**37.42**	**91**	**38.21**	**93**	**19.47**	--

资料来源：公司提供

注：出租率为期末数据

公司设有专责团队处理租赁事宜，提供优质管理服务，并定期筹办宣传活动，租务及物业管理部门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，跟踪期内，公司商场/商铺和办公楼出租率均保持较高水平，2017 年分别为 96%和 95%；截至 2018 年 6 月底分别为 97%和 94%。

表 8　2015~2017 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（2017 年底）	期末出租率		
				2015 年	2016 年	2017 年
Fashion Walk	铜锣湾	商场/商铺	31072	95	100	94
		住宅及服务式公寓	7935	91	87	76
恒隆中心	铜锣湾	商场/商铺	8777	91	100	100

		办公楼	22131	96	91	91
山顶广场	太平山山顶	商场/商铺	12446	98	81	40
康怡广场	鲗鱼涌	商场/商铺	53080	99	100	100
		办公楼	10577	100	98	95
		住宅及服务式公寓	35275	57	65	71
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	100	69	100
		办公楼	31251	93	90	94
淘大商场	九龙湾	商场/商铺	49006	99	97	99
家乐坊	旺角	商场/商铺	7454	100	100	100
		办公楼	30205	95	85	94
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。家乐坊则定位年青人，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。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。

2017 年，香港商场/商铺组合的租金收入 22.61 亿港元，与上年基本持平，主要受铜锣湾京士顿街 9 号及山顶广场自 2017 年年初进行大型翻新工程所影响。倘剔除受影响面积，则租金收入增长 3.1%。截至 2017 年底，香港商场/商铺组合整体出租率为 96%。

2017 年，铜锣湾商场/商铺组合的租金收入下降 2.8%，主要受关闭 23%可租赁面积以进行资产优化工程影响所致。受惠于租金上调及租户优化，港岛东的康怡广场的租金收入上升 9.0%。截至 2017 年底，康怡广场出租率达 100%。旺角租赁物业（主要包括雅兰中心及家乐坊）的租金收入保持平稳，商场/商铺出租率均为 100%。九龙东的淘大商场的租金收入增加 3.7%，主要受惠于租金调升及租户提升。2017 年 3 月，山顶广场开展了为期 3 年的翻新计划，第一期翻新工程关闭 60%的可租赁面积，预计于 2018 年年中完工，于 2018 年年底开业。翻新工程进行期间，公司引入新店以保持吸引力。因此，2017 年山顶广场出租率较低。

2018 年 1~6 月，香港商铺组合的租金收入 11.55 亿港元，同比增长 3.31%，主要受惠于整体商铺组合的稳定租金上调，及铜锣湾京士顿街 9 号在最后一期翻新工程竣工后开业的租金收入贡献。其中，铜锣湾商铺组合租金收入增长 5%至 3.13 亿港元；康怡广场租金收入提升 8%，主要受惠于租金上调；旺角雅兰中心及家乐坊的租金收入增长 2%，主要由于雅兰中心新增租赁带动；淘大商场租金收入的增加主要受惠于租金上调；正在进行翻新计划的山顶广场预租情况良好。截至 2018 年 6 月底，整体出租

率提升至 97%。

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 2018 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、家乐坊和恒隆中心的办公楼等。

2017 年，香港的办公楼组合租金收入 12.57 亿港元，同比增长 4.84%，主要受惠于租金调升及出租率上升。截至 2017 年底，相关办公楼整体出租率上升 4 个百分点至 95%。其中中环及铜锣湾的办公楼租金收入分别增长 6.7%和 4.3%，旺角办公楼的租金收入增长 4.8%。2018 年 1~6 月，公司香港办公楼组合租金收入 6.38 亿港元，同比增长 2.57%，主要得益于租金上调。

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峯。2017 年，公司香港住宅及服务式公寓租金收入 3.03 亿港元，同比增长 5.21%，主要受康兰居出租率上升所带动。2018 年 1~6 月，公司住宅及服务式寓所的租金收入 1.54 亿港元，同比增长 5.48%，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，行业竞争力较强。

（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。近年来，公司核心销售物业包括蓝塘道 23-39、浪澄湾和君临天下。

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，近年来，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。2017 年，公司出售的住宅单位为浪澄湾项目 226 套住宅、1 套蓝塘道 23-39 半独立式大宅和君临天下项目最后 1 套复式住宅。2018 年 1~6 月，公司出售的住宅单位包括浪澄湾项目 5 套住宅和 3 套蓝塘道 23-39 半独立式大宅.

截至 2018 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。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。公司会密切关注市场情况，择机推盘。

截至2018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

2017 年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数均有所下降；存货周转次数有所提升，分别为 4.15 次、0.06 次和 1.66 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，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。

总体看，公司发展方向明晰，规划切实可行。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2015~2017 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 2018 年 1~6 月财务数据经会计师审核。

跟踪期内，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 2017 年底，公司综合资产总额 1835.86 亿港元，权益总额 1422.45 亿港元（含非控股权益 60.87 亿港元）；2017 年公司实现营业额 111.99 亿港元，除税前溢利 99.02 亿港元。

截至 2018 年 6 月底，公司综合资产总额 1850.23 亿港元，权益总额 1435.31 亿港元（含非控股权益 59.38 亿港元）；2018 年 1~6 月，公司实现营业额 51.50 亿港元，除税前溢利 56.84 亿港元。

2. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额为 1835.86 亿港元，同比增长 4.96%，其中流动资产和非流动资产比重分别为 12.13%和 87.87%，公司资产结构以非流动资产为主。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产合计 222.63 亿港元，同比下降 27.28%。从构成来看，主要由现金及银行存款（占 82.65%）、应收账款及其他应收款（占 9.15%）和待售物业（占 7.24%）构成。

截至 2017 年底，公司现金及银行存款 184.01 亿港元，主要由港币和人民币银行存款构成。公司现金及银行存款充裕。

截至 2017 年底，公司应收账款及其他应收款 20.36 亿港元，同比下降 48.31%，主要由于 2016 年出售住宅单位较多，导致 2017 年产生的物业销售应收款减少所致。从账龄上看，未逾期或逾期少于 1 个月的占 98.27%，综合账龄较短。截至 2017 年底，公司未有重大呆坏账余额。

截至 2017 年底，公司待售物业 16.12 亿港元，主要包括 15 间蓝塘道 23-39 半独立式大宅、10 个浪澄湾单位。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产为 1613.23 亿港元，同比增长 11.80%；从构成看，主要为物业、厂房及设备和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。2017 年，公司上述资产合计为 1562.56 亿港元。2017 年，公司投资物业增长 7.19%至 1344.44 亿港元，主要系投资物业重估增值 25.99 亿港元，以及期内添置投资物业（包括收购附属公司）合计 19.39 亿港元。此外，随着建筑工程顺利进行，公司发展中投资物业增长 24.94%至 215.92 亿港元

截至 2018 年 6 月底，公司资产总额 1850.23 亿港元，较上年底增长 0.78%；其中发展中投资物业较 2017 年底增长 20.87%，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13.85%，主要系公司收回销售物业应收款所致。

总体看，公司资产构成稳定，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. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益 1422.45 亿港元；从构成来看，股本占 28.06%、储备占 67.66%、非控股权益占 4.28%。

截至 2017 年底，公司股本为 399.12 亿港元，同比未发生变动；储备和非控股权益分别为 962.46 亿港元和 60.87 亿港元，同比均有所增长。截至 2018 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

截至 2017 年底，公司负债总额 413.41 亿港元，流动负债和非流动负债分别占 22.47%和 77.53%，公司负债以非流动负债为主。

截至 2017 年底，公司流动负债 92.89 亿港元，同比增长 18.68%，主要系短期的银行贷款及其他借贷增加所致。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。

公司应付账款主要为应付工程款，其他应付款主要为租赁保证金。截至 2017 年底，应付账款及其他应付款 66.73 亿港元，同比增长 5.47%，变动不大。

2017 年，公司长短期的银行贷款及其他借贷合计为 248.20 亿港元，主要源于 2~5 年期银行贷款的下降，其他借贷规模保持相对稳定。

截至 2017 年底，公司全部债务，即长短期的银行贷款及其他借贷加上融资租赁承担，总额 251.58 亿港元，同比下降 7.10%，主要来自长期债务的下降；从债务结构来看，公司长期债务占比有所下降，但仍以长期债务为主，2017 年长期债务占比为 91.53%。从债务指标来看，2017 年，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下降趋势，分别为 22.52%、15.03%和 13.93%。总体看，公司有息债务负担很轻。

截至 2018 年 6 月底，公司负债总额 414.92 亿港元，较上年底增长 0.37%，其中应付账款及其他应付款 60.79 亿港元，较上年底下降 8.90%，公司长短期的银行贷款及其他借贷合计为 255.34 亿港元，当中短期银行贷款及其他借贷 31.51 亿港元，较上年底增长 49.20%。

截至 2018 年 6 月底，公司全部债务 258.70 亿港元，较上年底增长 2.83%；其中短期债务占 12.27%，长期债务占 87.73%，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略有增长至 15.27%，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 13.65%和 22.43%。

总体看，跟踪期内，公司有息债务规模有所下降，构成仍以长期债务为主，整体债务负担轻，财务弹性良好。

4. 盈利能力

2017 年，受住宅单位销售收入波动影响，公司营业额有所下降 14.24%，为 111.99 亿港元；直接成本及营业费用同比下降 20.56%，为 32.89 亿港元，高于营业额的降幅。受成本费用下降影响，公司毛利率提升至 70.63%。

公司期间费用包括行政费用和财务费用。2017 年，公司期间费用为 17.82 亿港元，占营业额的比重为 15.91%。其中行政费用为 5.80 亿港元，同比有所下降；财务费用 12.02 亿港元，同比略有增长。公司期间费用控制能力较强。

2017 年，公司投资物业公允价值变化净额

为 25.99 亿港元，其中香港物业组合录得重估收益为 28.55 亿港元。2017 年公司旗下全资附属公司完成收购恒隆集团全资附属公司持有的九龙牛头角淘大工业村的四个单位的全部权益，总代价为 2.25 亿港元。收购完成后，公司持有淘大工业村 84.85%的权益，并向土地审裁处递交了强制出售淘大工业村剩余 15.15%权益以进行重建的申请。按重建估值方法，就发行人自身于淘大工业村的权益而言，录得总重估收益 6.05 亿港元。内地物业组合录得重估收益为-2.56 亿港元，主要系恒隆广场·大连、市府恒隆广场·沈阳估值下降所致。

2017 年，公司除税前溢利为 99.02 亿港元。从盈利指标看，2017 年总资本收益率和净资产收益率均持续提升，分别为 5.83%和 6.01%。公司整体盈利能力合理。

2018 年 1~6 月，公司实现营业额 51.50 亿港元，同比下降 19.00%；期间费用 8.34 亿港元，占营业额的比重为 16.19%，较上年有所增长；投资物业公允价值增加 24.56 亿港元。综合以上因素，公司实现除税前溢利 56.84 亿港元。

总体看，跟踪期内，受出售住宅单位波动影响，近年公司营业额有所下降，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，2017 年，公司来自经营业务之现金为 103.33 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为 85.57 亿港元。

从投资活动看，2017 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为 47.76 亿港元。投资活动产生的现金流量净额为-143.23 亿港元。

2017 年，公司筹资活动前现金流量净额为-57.66 亿港元。2017 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；公司筹资活动现金流量净额为-80.87 亿港元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流入持续增长，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，截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率均有所下降，分别为 239.67%和 222.32%；2018 年 6 月底，上述指标分别为 182.50%和 169.58%。2015~2017 年，公司经营现金流动负债比分别为 45.50%、86.05%和 92.12%。近三年及一期，公司现金及银行存款分别为 312.89 亿港元、243.25 亿港元、184.01 亿港元和 147.35 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，2017 年，公司 EBITDA 为 111.47 亿港元，同比增长 21.92%。同期，公司 EBITDA 利息倍数为 8.86 倍，全部债务/EBITDA 为 2.26 倍。整体看，公司整体偿债能力强。

截至 2017 年底，公司综合口径取得银行授信 220.83 亿港元，其中未使用额度 99.69 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 2018 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。

十、存续债券偿还能力

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，以汇率0.8779计算，折合11.39亿港元），将于2021年到期兑付。

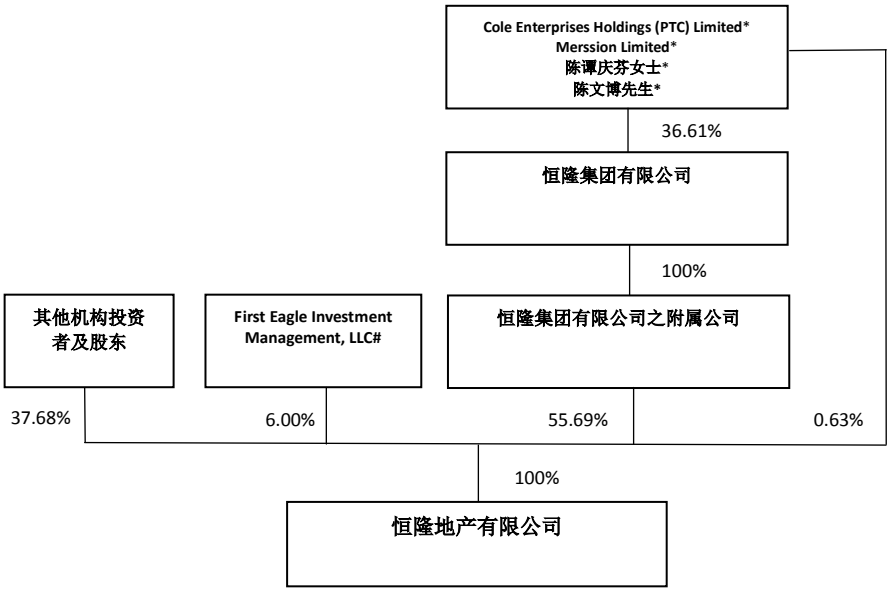
2015~2017年，公司经营活动现金流量净额分别为54.60亿港元、67.35亿港元和85.57亿港元，分别为测算额度的4.79倍、5.91倍和7.51倍。公司EBITDA分别为77.54亿港元、91.43亿港元和111.47亿港元，分别为测算额度的6.81倍、8.03倍和9.79倍。

总体看，公司经营活动现金净流量和EBITDA对存续债券保障能力强。

十一、结论

综合评估，联合资信评估有限公司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 2017 年底公司股权结构图



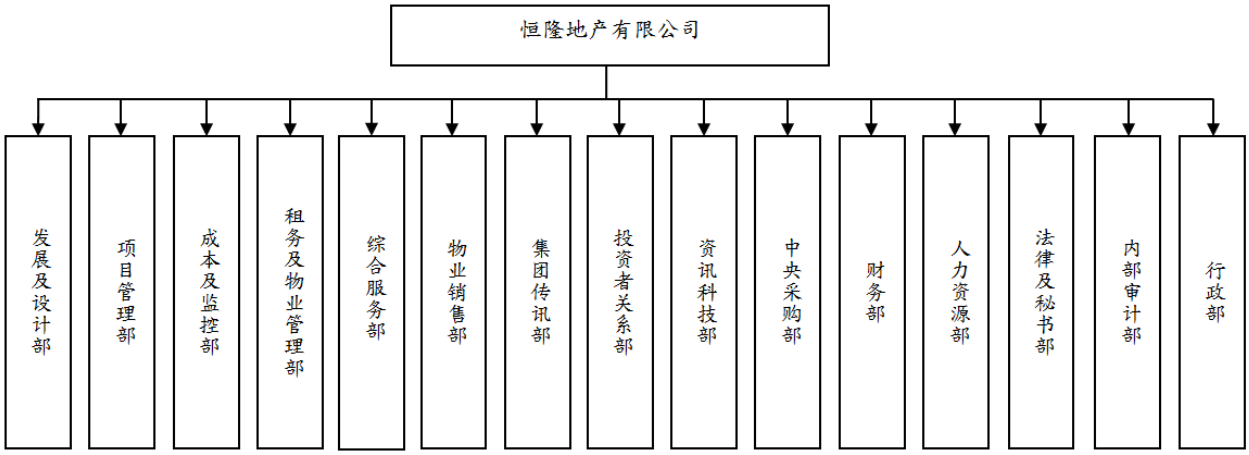
附注：

* 该等持有 2,532,812,340 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 2,504,479,240 股股份已包括在 2,532,812,340 股股份之数目内。

持有 269,877,183 股股份，此等股份乃以投资经理身份持有。

附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿港元)	312.89	243.25	184.01	147.35
资产总额(亿港元)	1840.18	1749.07	1835.86	1850.23
所有者权益(亿港元)	1348.92	1321.45	1422.45	1435.31
短期债务(亿港元)	46.93	5.68	21.31	31.73
长期债务(亿港元)	280.78	265.14	230.27	226.97
全部债务(亿港元)	327.71	270.82	251.58	258.70
营业额(亿港元)	89.48	130.59	111.99	51.50
除税前溢利(亿港元)	66.62	79.79	99.02	56.84
EBITDA(亿港元)	77.54	91.43	111.47	62.48
经营性净现金流(亿港元)	54.60	67.35	85.57	--#
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.23	5.76	4.15	--
存货周转次数(次)	0.61	1.34	1.66	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.07	0.06	--
毛利率(%)	73.18	68.30	70.63	71.50
总资本收益率(%)	3.93	4.85	5.83	--
净资产收益率(%)	4.11	5.00	6.01	--
长期债务资本化比率(%)	17.23	16.71	13.93	13.65
全部债务资本化比率(%)	19.55	17.01	15.03	15.27
资产负债率(%)	26.70	24.45	22.52	22.43
流动比率(%)	302.43	391.16	239.67	182.50
速动比率(%)	270.52	361.11	222.32	169.58
经营现金流动负债比(%)	45.50	86.05	92.12	--#
EBITDA 利息倍数(倍)	5.22	6.85	8.86	9.73
全部债务/EBITDA(倍)	4.23	2.96	2.26	2.07

注：公司 2018 年 1~6 月财务数据未经审计；在计算全部债务/EBITDA 指标时，2018 年 1~6 月 EBITDA 已进行年化；因公司未提供 2018 年 1~6 月现金流等相关数据，无法计算加“#”指标。

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%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

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+融资租赁承担（流动负债）

长期债务=银行贷款及其他借贷+融资租赁承担（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。