

信用等级公告

联合〔2019〕1447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，维持“18 恒隆地产 MTN001BC”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月十八日

评级业务专用章

3101050046109

恒隆地产有限公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用评级结果: AAA
上次主体长期信用评级结果: AAA

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

本次评级展望: 稳定
上次评级展望: 稳定

跟踪评级时间: 2019 年 6 月 18 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿港元)	243.25	184.01	105.10
资产总额(亿港元)	1749.07	1835.86	1864.53
权益总额(亿港元)	1321.45	1422.45	1435.94
短期债务(亿港元)	5.68	21.31	24.36
长期债务(亿港元)	265.14	230.27	251.37
全部债务(亿港元)	270.82	251.58	275.73
收入(亿港元)	130.59	111.99	94.08
除税前溢利(亿港元)	79.79	99.02	99.21
EBITDA(亿港元)	91.43	111.47	110.35
经营性净现金流(亿港元)	67.35	85.57	57.38
毛利率(%)	68.30	70.63	72.51
净资产收益率(%)	5.00	6.01	6.03
资产负债率(%)	24.45	22.52	22.99
全部债务资本化比率(%)	17.01	15.03	16.11
流动比率(%)	391.16	239.67	168.78
经营现金流动负债比(%)	86.05	92.12	64.14
全部债务/EBITDA(倍)	2.96	2.26	2.50
EBITDA 利息倍数(倍)	6.85	8.86	8.36

分析师: 刘珺轩 李小建

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商业地产竞争激烈、人民币汇率波动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 EBITDA 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,随着内地多个投资物业的陆续开业,公司将保持租金收入的持续增长,盈利能力有望继续提升。

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竞争激烈,部分二、

三线城市商业物业供大于求，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. 跟踪期内，公司物业销售板块收入有所波动。

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

根据有关法规要求，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”，香港联交所股票代码“00101”），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指数及恒生可持续发展企业指数成分股之一。

截至 2018 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 57.62% 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，并直接拥有恒隆地产 0.63% 的已发行股份，合计持有恒隆地产 2619719340 股股份。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（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 2018 年底，公司综合资产总额 1864.53 亿港元，权益总额 1435.94 亿港元（含非控股权益 60.33 亿港元）；2018 年，公司实现收入 94.08 亿港元，除税前溢利 99.21 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

恒隆地产由联合资信评级的存续债券为“18 恒隆地产 MTN001BC”。截至 2018 年底，上述债券募集资金已按照约定用途使用于恒隆广场·昆明以及恒隆广场·武汉的绿色建筑建设，已建设部分相关指标符合绿色建筑设计标准。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	起息日	到期兑付日
18 恒隆地产 MTN001BC	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

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。

在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工

业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中

中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值(GDP)21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；

基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或

将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%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。

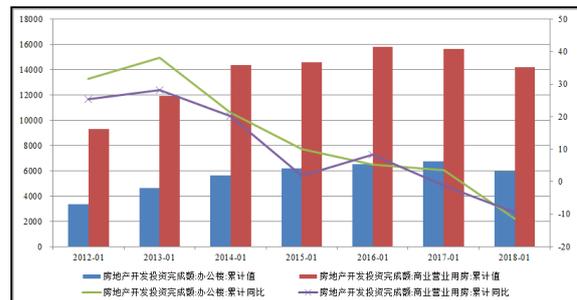
从物业选址方面，住宅开发可选地块较多，区域分布较广；商业物业对城市规划和商圈依赖性较强，可供应土地量相对较小，物业形态受经营规划和所在区位的影响较大。从规划设计看，商业物业的客户结构与住宅物业差异较大，住宅物业以自住为主，投资需求占比不高；商业物业的投资属性远高于住宅物业，商业物业的个性化特点鲜明，各种不同业态对物业的设计规划要求不同，因此在考虑未来物业形象和定位时，既要考虑终端消费者的消费需求，也要保持对未来投资者的吸引力，商业物业的

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

(单位：亿元、%)



资料来源：Wind

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。2016—2018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22370.12亿元、22401.25亿元和20173.42亿元，年均复合下降5.04%。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。2016—2018年，中国商业营业用房新开工面积同比分别下降0.95%、8.21%和2.00%，办公楼新开工面积同比分别下降2.34%、4.30%和1.50%，商业营业用房

新开工面积降幅有所收窄。总体来看，2010—2015年，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。2016年以来，商业地产投资趋于理性，在地产开发投资中占比开始下降，2018年投资规模同比有所下降。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，2018年降幅有所收缩。

从商业地产用地供给量来看，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年以来商业用地供给量有所回升，2017—2018年100大中城市供应商服用地规划建筑面积同比分别增长6.58%和1.90%。而商服用地规划建筑面积成交在2017年同比增长7.55%后，于2018年再次下降3.22%，商服土地流拍在2018年呈增多趋势。从商业地产用地成本来看，2015—2017年后商服用地挂牌均价与成交楼面均价快速上升，但2017年增速开始放缓。2018年，100大中城市商服用地成交楼面均价同比下降0.39%，溢价率亦有所下滑。2018年，10个核心一二线城市商办用地整体成交微降，但其中上海、天津、成都、北京和武汉仍有增长。同期，核心一二线城市商办用地溢价率同比下降5个百分点。而三四线城市商办用地市场受益于核心城市需求外溢和城镇化推进略有升温，成交量和溢价率均有所上涨。

整体来看，中国商业地产地价已处高位，在地产企业融资加大背景下，商业地产开发投资有所降温，逐渐趋于理性。长期来看，商办土地市场总体仍存在较大的供给压力。

(2) 行业细分

购物中心

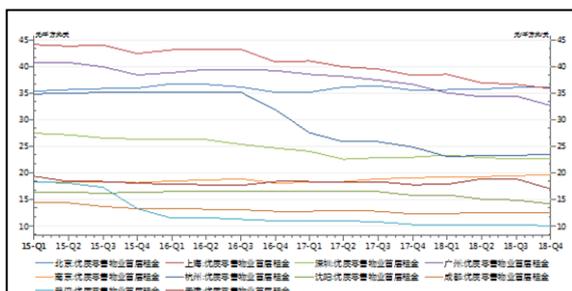
购物中心是集购物、休闲、娱乐、饮食等于一体，包括百货店、大卖场以及众多专业连锁零售店在内的超级商业中心。购物中心属于商业房地产开发的概念，进入该项业务的主要影响因素为雄厚的资金、获得土地的有效渠道和相应的开发建设能力，但区别于住宅地产等其他房地产开发形式，购物中心项目具有投资规模大、利润率及开发风险高、投资回收期长等特点，因此，购物中心选址更加谨慎、调研更加复杂、推广更具针对性，区域位置和配套功能组合是综合竞争力的关键，且比住宅开发多出开业、运营、管理三个环节。此外，购物中心定位的出发点必须是开业后整体的运营成功，“马太效应”非常明显，因此，选择什么样的商业业态组合，如何满足商家要求、确保商家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

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

随着居民消费需求层次的升级和电商红利的衰减，中国购物中心市场面临着新的市场机遇。战略布局方面，商业地产商通过战略联合、轻资产管理输出、资产证券化等方式减轻传统商业地产扩张对资金的高度依赖。商业模式方面，提高体验式消费比例、融合“数据+线上+线下”的新零售业态、细分各市场定位产品线、持续升级租户结构和产品质量成为各购物中心不断优化商业模式重要探索方式。

整体看，虽然购物中心市场竞争激烈，中国购物中心仍存在较大的结构性发展空间。

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，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。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冲击，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分化较为明显，北京、上海显著高于广州、深圳。2018年，北京由于CBD项目新入市，短期空置率有所上行，租金水平保持平稳。上海、深圳新增写字楼供应规模较大，租金有所下调。广州由于供应有限加之需求良好，租金上涨6%。二线城市2018年仍处于写字楼供应高峰，整体空置率上扬，平均租金小幅下降，其中长三角强二线城市租金小幅上涨，与东北、中部地区二线城市走势分化。

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。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年以来，随着访港旅游业逐渐复苏，香港零售业疲态有所扭转，2017年香港零售业总销售额为4461亿港元，较2016年上升2.2%。2018年，香港零售业总销售额4852亿港元，较2017年增长8.8%。其中，上半年增速强劲主要受益于珠宝首饰、钟表及名贵礼物的增长，下半年增速放缓，或受全球经济增长减慢等因素影响。

香港商铺租金在2018年上半年保持了自2017年末以来的高位，创下近年来的新高，但由于非核心区域大量新商铺的供应以及零售额增速回落，下半年租金增幅亦有所回落。

办公楼方面，受惠于中资企业和金融服务公司日益增长的需求2018年香港办公楼市场继续表现良好，租金水平再创新高。

总体来看，由于多项政策的驱动以及大环境的放松，香港旅游业正在逐渐回暖，未来良好的势头有望持续。中美贸易摩擦带来的不稳定因素对于香港来说机遇与挑战并存，在为零售业带来贸易机会的同时，也造成了写字楼市场未来的不确定性。但整体看，香港核心区域办公楼和民生类商铺需求态势良好，表现有望维持稳定。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2018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57.62%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，并直接拥有恒隆地产0.63%的已发行

股份，合计持有恒隆地产2619719340股股份。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发展，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2018年底，公司在香港特区拥有投资物业可出租面积63.90万平方米，2018年租金收入达39.37亿港元。

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，昆明和武汉的恒隆广场分别计划在2019年和2020年开业。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2018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，2018年内地租金收入达42.44亿港元。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。

公司行政总裁卢韦柏先生，48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，公司物业租赁收入有所增长，受可售物业减少影响，公司物业销售收入有所下降。2018年，公司实现收入94.08亿港元，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45.11%、41.85%和13.04%。2018年，公司内地租赁物业实现租金收入42.44亿港元，受益于资产优化工程的逐步完工和租户结构调整优化，同比增长7.23%。2018年香港物业租赁收入实现39.37亿港元，较上年增长3.04%。2018年物业销售收入为12.27亿港元，同比下降64.12%。

毛利率方面，跟踪期内，内地物业租赁业务毛利率有所上升，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，2018年为64.54%，较上年上升2.54个百分点。香港物业租赁业务毛利率保持较高水平，2018年为84.35%。公司物业销售板块毛利率同比小幅下降，主要系销售产品类型结构不同所致，2018年为62.10%。综合上述影响，2018年，公司综合毛利率继续上升，为72.51%。

表2 2016—2018年公司业务板块经营情况（单位：亿港元、%）

业务板块	2016年			2017年			2018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	77.37	59.25	73.80	77.79	69.46	72.91	81.81	86.96	74.07
内地	39.95	30.60	62.93	39.58	35.34	62.00	42.44	45.11	64.54
香港	37.42	28.65	85.41	38.21	34.12	84.22	39.37	41.85	84.35
物业销售（香港）	53.22	40.75	60.30	34.20	30.54	65.44	12.27	13.04	62.10
合计	130.59	100.00	68.30	111.99	100.00	70.63	94.08	100.00	72.51

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、武汉及杭州。

截至2018年底，公司已建成内地投资物业楼面面积为225.60万平方米，估值总额为706.11亿港元，其中商场占比为46%，办公楼占比为17%，均较上年无变动。公司拥有已开业项目8个，以及在建项目（武汉、昆明、杭州）3个。

表3 截至2018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
商场	103.60	46
办公楼	39.00	17
停车场	83.00	37
合计	225.60	100

资料来源: 公司提供

2018年，公司内地物业租赁收入42.44亿港元，同比增长7.23%，主要来自恒隆广场·上

表5 2016—2018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 (2018年底)	租金收入			期末出租率		
			2016年	2017年	2018年	2016年	2017年	2018年
恒隆广场·上海	商场	53700	13.05	13.09	13.09	93	93	99
	办公楼	159555	8.83	8.03	9.95	95	89	95
港汇恒隆广场·上海	商场	122262	9.74	8.03	9.96	77	79	
皇城恒隆广场·沈阳	商场	109307	1.42	1.55	1.62	93	90	88
市府恒隆广场·沈阳	商场	101960	2.30	2.13	2.16	84	83	93
	办公楼 (不包括酒店)	131723	2.71	2.92	2.92	91	94	96
恒隆广场·济南	商场	171074	2.62	2.71	2.92	91	94	96
恒隆广场·无锡	商场	118066	2.92	2.92	2.92	80	87	89
	办公楼	85438	2.92	2.92	2.92	65	87	86
恒隆广场·天津	商场	152831	1.91	1.8	1.79	82	89	90
恒隆广场·大连	商场	221900	0.88	0.99	1.19	66	79	79
合计	--	1427816	34.16	34.30	35.77	80	85	89

注: 1.恒隆广场·大连购物商场于2015年12月开始试营业, 2016

海大规模翻新完成后带来的收入增长。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。从出租率来看, 2018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88%。办公楼组合的出租率提升幅度较大, 2018年底为91%, 部分来自恒隆广场·上海和市府恒隆广场·沈阳项目。

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 2016—2018年公司内地物业租赁整体业务情况
(单位: 亿港元、%)

业态	2016年		2017年		2018年	
	收入	出租率	收入	出租率	收入	出租率
购物商场组合	30.79	83	30.85	84	32.70	88
办公楼组合	9.16	76	8.73	85	9.74	91
总计	39.95	80	39.58	85	42.44	89

注: 出租率为期末数据

资料来源: 公司提供

年9月正式开业; 2. 截至2017年底和2018年底, 港汇恒隆广场·上海分别约23%和19%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

资料来源: 公司提供

零售趋势的研究, 主动调整租户组合以迎合市场
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，购物商场租金收入占内地商场物业组合租金收入 60% 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。

2018 年，公司内地购物商场组合实现租金收入 27.55 亿元人民币，同比增长 3.11%，撇除港汇恒隆广场翻新期间的影响则上升 6%。其中，恒隆广场·上海商场在大规模翻新完成后，租金水平和出租率均呈上升趋势，租金收入同比增长 12%，租户销售额同比增长 13%，2018 年底出租率较 2017 年底上升 3 个百分点至 99%。港汇恒隆广场·上海商场 2017 年以来受资产优化工程影响，出租率和租金收入整体下降。随着一期资产优化计划于 2018 年 9 月完成，港汇恒隆广场·上海商场 2018 年底出租率较 2017 年底有所回升，预计全部工程将于 2019 年底起分期完成。

2018 年，皇城恒隆广场 沈阳、恒隆广场 济南租金、恒隆广场 无锡和恒隆广场 大连四座商场租金收入均有所增长，主要受益于中国内地刺激消费政策、公司持续优化租户结构和市场推广带来的商场零售额及租金水平的上升。其中，恒隆广场 大连购物商场 2018 年多个新租户入驻开业，2018 年底出租率较 2017 年提升 8 个百分点。

市府恒隆广场 沈阳商场部分由于租户调整租金收入微降，但截至 2018 年底出租率较 2017 年底上升 10 个百分点至 93%。恒隆广场·天津受首个租赁期结束后租户重组影响，租金收入同比小幅下降。

总体看，跟踪期内，公司内地购物商场租金收入呈良性增长态势，出租率整体有所提升。未来随着港汇恒隆广场 上海商场二期改造工程完工、培育期项目租户结构的持续优化以及在建项目的开业，公司购物商场租金收入有望保持增长。

办公楼

截至 2018 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。

2018 年，恒隆广场 上海、市府恒隆广场 沈阳及恒隆广场 无锡办公楼的租金收入同比增长 8.44% 至 8.22 亿元人民币。恒隆广场 上海办公楼二座的改造已于 2018 年完成，恒隆广场 上海办公楼受新入驻租户和现有租户的扩张影响，出租率上升至 95%，租金收入亦随之增加。市府恒隆广场·沈阳办公楼最顶 19 层正改建为康莱德酒店，故计入办公楼的楼面面积有所下降。该办公楼租金水平有所上升，导致租金收入同比增长 15%。恒隆广场 无锡办公楼的出租率和租金水平在当地处于高等水平，近年来租金收入持续增长。

在建及拟建项目

截至 2018 年底，公司内地发展中物业包括恒隆广场 武汉、恒隆广场 昆明、杭州项目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，在建物业建筑面积 185.54 万平方米。截至 2018 年底，公司发展投资物业账面价值 311.86 亿港元。已建成物业和发展中物业合计未来资本承担规模 348.11 亿港元。

表 6 截至 2018 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
市府恒隆广场·沈阳	商场/酒店/办公楼/服务式寓所	2019 年起	57.41
恒隆广场·无锡(一期)	办公楼	2019 年起	5.23
恒隆广场 无锡	商场/酒店/办公楼/	计划中	10.90

(二期)	服务式寓所		
恒隆广场·昆明	商场/办公楼/服务式寓所	2019年起	43.24
恒隆广场·武汉	商场/办公楼/服务式寓所	2020年起	45.95
杭州项目	商场/酒店/办公楼	2024年起	22.81
合计			185.54

资料来源：公司提供

市府恒隆广场 沈阳后续项目中第一座办公楼中康莱德酒店工程即将完成，预计于2019年下半年开业。第二座办公楼及服务式寓所正在计划中，推进良好。

恒隆广场 无锡一期第二座办公楼计划于2019年7月竣工，二期设计方案已递交政府审批，预计于2019年二季度开工。

恒隆广场 昆明将分阶段开业，购物商场及66层甲级写字楼已于2018年9月底封顶，预计于2019年年底前开业，目前招租情况良好。恒隆广场 武汉建设进展顺利，预计于2020年开业，已开始招租工作。

2018年5月，公司以107亿元人民币成功投得杭州一幅地块，位于武林广场核心地段，未来计划建设大型综合商业项目，计划于2019年动工。

总体看，未来两年，公司将有多项物业开业，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。

(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式公寓等。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波动等外界因素对公司运营造成的冲击。

2018年，公司在香港地区无新增已建成投资物业。截至2018年底，公司已建成香港投资物业楼面面积为63.90万平方米，估值660.65亿港元，其中港岛和九龙区域的总楼面面积分别占52.43%和47.57%。

表7 截至2018年底公司香港投资物业构成情况

(单位：万平方米，%)

区域	总楼面面积	占比
港岛	33.50	52.43
中环	5.10	7.98
铜锣湾及湾仔	9.20	14.40
康怡及鲗鱼涌	13.40	20.97
山顶及半山区	4.60	7.20
港岛南区	1.20	1.88
九龙	30.40	47.57
旺角	13.70	21.44
尖沙咀及西九龙	8.10	12.68
九龙湾	7.90	12.36
葵涌	0.70	1.09
合计	63.90	100.00

注：楼面面积含停车场

资料来源：公司提供

2018年，公司香港物业租赁收入持续增长，实现租金收入39.37亿港元，同比增长3.04%，主要受益于调升商铺主要租户租金。

表8 2016—2018年公司香港物业租赁整体业务情况(单位：亿港元、%)

业态	2016年		2017年		2018年	
	收入	出租率	收入	出租率	收入	出租率
商场/商铺	22.55	96	22.61	96	23.26	95
办公楼	11.99	91	12.57	95	12.86	94
住宅及服务式公寓	2.88	76	3.03	80	3.25	85

总计	37.42	91	38.21	93	39.37	93
----	-------	----	-------	----	-------	----

注：出租率为期末数据

资料来源：公司提供

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，公司香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，住宅及服务式公寓出租率有所上升，截至 2018 年底分别为 95%、94%和 85%。

表 9 2016—2018 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 (2018 年底)	期末出租率		
				2016 年	2017 年	2018 年
Fashion Walk	铜锣湾	商场/商铺	31072	100	94	98
		住宅及服务式公寓	7935	87	76	86
恒隆中心	铜锣湾	商场/商铺	8777	100	100	100
		办公楼	22131	91	91	89
山顶广场	太平山山顶	商场/商铺	12446	81	40	7
康怡广场	鲗鱼涌	商场/商铺	53080	100	100	100
		办公楼	10577	98	95	100
		住宅及服务式公寓	35275	65	71	77
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	69	100	100
		办公楼	31251	90	94	98
淘大商场	九龙湾	商场/商铺	49006	97	99	99
家乐坊	旺角	商场/商铺	7454	100	100	100
		办公楼	30205	85	94	92
合计	--	--	348658	--	--	--

注：山顶广场优化工程于 2017 年 3 月展开，第一期工程预计于 2019 年夏季完成并重新开业

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。

2018年，香港商场/商铺组合的租金收入23.26亿港元，同比增长2.87%。由于山顶广场正在翻新过程中，香港商场/商铺组合出租率轻微下降至95%，倘剔除受影响面积，则整体出租率上升3个百分点。

2018年一季度，Fashion Walk大型资产优化项目竣工、租户组合升级，带动铜锣湾商场/商铺组合的全年租金收入增长4%至6.34亿港元。受惠于租户优化，港岛东的康怡广场2018年租金收入同比上升6%，出租率维持100%。旺角租赁物业（主要包括雅兰中心及家乐坊）的租金收入平稳增长2%，商场/商铺出租率均为100%。九龙东的淘大商场的租金收入增长5%，主要受惠于电影院开业。2017年3月，山顶广场开展了为期3年的翻新计划，2018年10月起全面关闭，第一期翻新区域预计于2019年夏季重新开业。因此，2018年山顶广场出租率较低。

总体看，公司在港商业物业客流中本地居民居多、客流量较为稳定，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。

2018年，香港的办公楼组合租金收入12.86亿港元，同比增长2.31%，主要受惠于租金调升。截至2018年底，相关办公楼整体出租率下降1个百分点至94%。其中中环及旺角的办公楼租金收入分别增长4%和7%，铜锣湾办公楼的租金收入下降3%，主要系改建吸引医疗商户所致。

旺角家乐坊的翻新工程已于2018年展开，预计于2019年完成。

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。2018年，公司香港住宅及服务式公寓租金收入3.25亿港元，同比增长7.26%，主要受出租率

上升带动。

另外，根据公司2019年4月2日公告，公司全资子公司与恒隆集团全资子公司按2:1的股权比例成立合营公司，以重新发展位于香港的电气道项目。该土地将重新发展为总楼面面积10500平方尺（约为1.17万平方米）的商业及办公楼物业，该项目估算成本（包括地价、建筑费、项目管理费及各自之利息，不包括销售和营销费用）约为25.60亿港元。

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。由于可售物业减少加之2018年下半年香港楼市景气度下行，2018年，公司出售的住宅单位有所减少，为9个浪澄湾单位和3间蓝塘道23-39半独立式大宅。因此，2018年公司物业销售收入同比减少64.12%至12.27亿港元。

截至2018年底，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，截至2018年底尚余12套待售。浪澄湾项目位于西南九龙优越地段，为高端住宅项目，仅1套待售。公司会密切关注市场情况，择机推盘。

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

2018年，公司存货周转次数和总资产周转次数均有所下降，分别为1.28次和0.05次，公司整体经营效率在重资产物业运营行业中处于正常水平。

3. 未来发展

未来，公司将继续依照明晰的公司发展方向，保持业绩稳定且可持续的增长。

对于建成投资物业，公司将通过做好核心资产优化工程、租户优化和开展“恒隆会”会员计划等保持竞争优势，提高租户的整体水平和顾客的体验，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工作，保证高水平建筑质量，并积极做好招租工作，预计昆明和武汉项目如期开业后，将对公司的租金收入产生重要贡献。

另外，公司仍会有选择且精确控制的土地购买，并注重项目成本控制。未来公司将继续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，并避免以过高的地价购买土地。

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2016—2018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。

跟踪期内，公司新设杭州恒隆房地产有限公司等附属公司，对财务数据的影响较小，财务数据可比性较强。

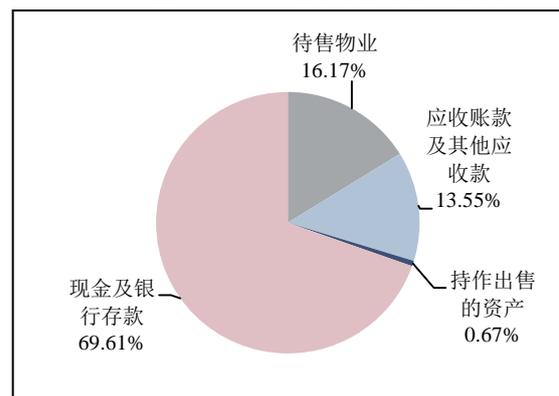
截至2018年底，公司综合资产总额1864.53亿港元，权益总额1435.94亿港元（含非控股权益60.33亿港元）；2018年公司实现收入94.08亿港元，除税前溢利99.21亿港元。

2. 资产质量

截至2018年底，公司资产总额为1864.53亿港元，同比增长1.56%。其中，流动资产和非流动资产比重分别为8.10%和91.90%，公司资产结构以非流动资产为主。

流动资产

图3 截至2018年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

截至2018年底，公司流动资产合计150.99亿港元，同比下降32.18%，主要来自现金及银行存款的下降。从构成来看，主要由现金及银行存款（占69.61%）、应收账款及其他应收款（占13.55%）和待售物业（占16.17%）构成。

截至2018年底，公司现金及银行存款（含1年内可收回定期存款）105.10亿港元，主要由港币和人民币银行存款构成，较2017年底下降42.88%。公司现金及银行存款充裕。

截至2018年底，公司应收账款及其他应收款20.46亿港元，同比增长0.49%，变化不大。截至2018年底，公司未有重大呆坏账余额。

截至2018年底，公司待售物业24.42亿港元，同比增长51.49%，主要由已建成物业12.39亿元（蓝塘道23-39半独立式大宅、浪澄湾单位）和待售持作开发物业12.03亿元构成。

非流动资产

截至2018年底，公司非流动资产为1713.54亿港元，同比增长6.22%，主要来自发展中物业；从构成看，主要由物业、厂房及设备构成。

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。截至 2018 年底，公司上述资产合计为 1680.78 亿港元。其中，投资物业增长 1.66% 至 1366.76 亿港元，主要系投资物业重估增值 41.70 亿港元所致¹。此外，随着建筑工程顺利进行和新获取杭州地块，公司发展投资物业增长 44.43% 至 311.86 亿港元。

总体看，跟踪期内，公司资产随投资物业重估有所增长，非流动资产占比随物业重估和发展中物业投资增加进一步上升。流动资产中现金及银行存款仍充裕。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. 负债及权益

权益

截至 2018 年底，公司权益总额 1435.94 亿港元；从构成来看，股本占 27.80%、储备占 68.00%、非控股权益占 4.20%。

截至 2018 年底，公司储备 976.46 亿港元，同比增长 1.45%。其中，2018 年度溢利结转导致储备增加 80.78 亿港元，换算至列报货币产生之汇兑差异导致储备减少 33.74 亿元。2018 年，公司分配股息 33.74 亿元，较 2017 年变化不大。

综上所述，公司权益规模较大，其中股本和储备占比较高，分红政策亦较为稳定，公司所有者权益稳定性尚可。同时，公司作为港股上市公司，面临一定人民币汇率波动风险。

负债

截至 2018 年底，公司负债总额 428.59 亿港元，较 2017 年底增长 3.67%，流动负债和非流动负债分别占 20.87% 和 79.13%，公司负债以非流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债 89.46 亿港

元，同比下降 3.69%，主要系应付账款及其他应付款下降所致。从构成上看，主要由应付账款及其他应付款（占 66.78%）、银行贷款及其他借贷（占 26.98%）和应付税项（占 5.96%）构成。截至 2018 年底，公司非流动负债 339.13 亿港元，同比增长 5.81%，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 73.24%）和递延税项负债（占 25.88%）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 2018 年底，应付账款及其他应付款 59.74 亿港元，同比下降 10.48%，主要系应付款及应付费用下降导致。

截至 2018 年底，公司长短期的银行贷款及其他借贷合计为 272.53 亿港元，较 2017 年底增长 9.80%，主要源于 2~5 年期银行贷款和其他借贷的增加。截至 2018 年底，公司长短期的银行贷款及其他借贷中港币浮息银行贷款、人民币浮息银行贷款、美元债券、港币债券和人民币债券分别占 0.9%、49.5%、28.7%、16.7% 和 4.2%。从期限结构来看，公司 2021~2023 年到期的债务占比最高，为 65.7%，期限较为分散。

图 4 公司近年来债务负担情况



资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

截至 2018 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 275.73 亿港元，同比增长 9.60%；从债务结

¹ 2018 年，除物业重估增值以外，添置、出售、转出至待出售之资产和发展中物业转入导致投资物业增加 14.19 亿港元，汇兑调整导致投资物业减少 33.57 亿港元，投资物业综合增加 22.32 亿港元

构来看，公司长期债务占比继续下降，但仍以长期债务为主，2018 年底长期债务占比为 91.17%。从债务指标来看，2018 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上升趋势，分别为 22.99%、16.11%和 14.90%，较 2017 年底涨幅不大。总体看，公司有息债务负担很轻。

总体看，跟踪期内，公司有息债务规模随资本支出增加有所增长，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

2018 年，受住宅单位销售收入下降影响，公司收入同比下降 15.99%至 94.08 亿港元；直接成本及营业费用同比下降 21.37%，为 25.86 亿港元。受物业销售收入占比下降影响，公司毛利率提升至 72.51%。

公司期间费用包括行政费用和财务费用。2018 年，公司期间费用为 17.06 亿港元，占营业额的比重为 18.13%。其中行政费用为 6.37 亿港元，同比增长 9.83%；财务费用 10.69 亿港元，同比略有下降，主要系 2018 年资本化利息占比增多所致。公司期间费用控制能力较强。2018 年，公司未计入物业之公允价值变动的营业溢利 62.78 亿元。

2018 年，公司投资物业公允价值变化净额为 41.70 亿港元，其中香港物业组合录得重估收益为 38.52 亿港元，内地物业组合录得重估收益为 3.18 亿港元。

2018 年，公司除税前溢利为 99.21 亿港元，同比增长 0.19%，其中投资物业公允价值变化对除税前溢利的贡献占比有所升高。从盈利指标看，2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 5.68%和 6.03%，较 2017 年变化不大。公司整体盈利能力合理。

总体看，跟踪期内，受出售住宅单位波动影响，公司收入有所下降，期间费用控制能力较强，投资物业公允价值变化对利润贡献度升高。公司整体盈利水平高，盈利能力合理。

5. 现金流

从经营活动看，2018 年，公司来自经营业务之现金为 68.01 亿港元，同比下降 34.18%，主要系物业销售回笼资金减少所致。2018 年，公司已付所得税 10.63 亿港元，经营活动产生的现金流量净额为 57.38 亿港元。

从投资活动看，2018 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、购买物业、厂房及设备和收购附属公司的现金支出，其中购买物业、厂房及设备的现金支出为 128.59 亿港元，同比大幅增长 209.11%，主要系获取杭州项目和武汉、昆明恒隆广场项目持续投资所致。投资活动产生的现金净流出为 52.59 亿港元，净流出同比减少系 3 个月以上银行存款减少所致。

2018 年，公司融资活动前现金净流入为 4.79 亿港元。2018 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出为 19.26 亿港元，净流出有所下降，主要系新增融资增加导致。

总体看，跟踪期内，公司经营活动净现金有所下降，受公司投资项目的获取和开发进度影响，公司资金需求有所增长。公司整体对外融资压力仍可控。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率受现金和银行存款减少影响均有所下降，分别为 168.78%和 141.48%。2016—2018 年，公司经营现金流动负债比分别为 86.05%、92.12%和 64.14%。近三年，公司流动资产中现金及银行存款分别为 243.25 亿港元、184.01 亿港元和 105.10 亿港元，分别为当期短期债务的 42.83 倍、8.63 倍和 4.31 倍。考虑到公司货币资金对短期债务的覆盖倍数高，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 110.35 亿港元，同比变化不大。同

期，公司 EBITDA 利息倍数为 8.36 倍，全部债务/EBITDA 为 2.50 倍。整体看，公司整体偿债能力强。

截至 2018 年底，公司综合口径取得银行授信未使用额度 162.24 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2019年4月港币对人民币汇率中间价0.8558计算，折合11.68亿港元，以下简称“测算额度”），将于2021年到期兑付。

2016—2018年，公司经营活动现金流量净额分别为67.35亿港元、85.57亿港元和57.38亿港元，分别为测算额度的5.77倍、7.33倍和4.91倍。公司EBITDA分别为91.43亿港元、111.47亿港元和110.35亿港元，分别为测算额度的7.83倍、9.54倍和9.45倍。

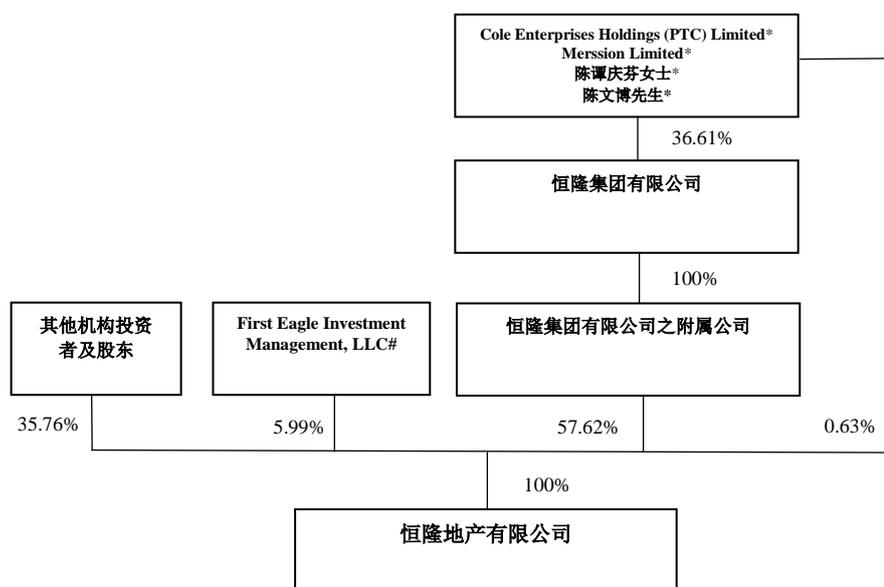
总体看，公司经营活动现金净流量和 EBITDA 对存续债券保障能力强。

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 2018 年底公司股权结构图



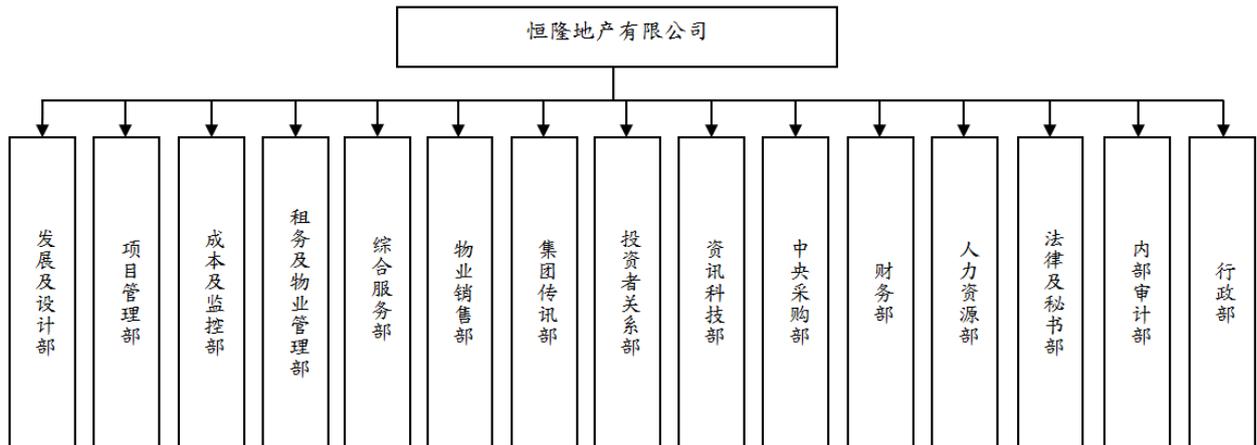
附注：

* 该等持有恒隆地产 2619719340 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恒隆地产 2591386240 股股份已包括在 2619719340 股股份之数目内

持有恒隆地产 269741697 股股份，此等股份乃以投资经理身份持有

附件 1-2 截至 2018 年底公司组织结构图



附件 2 截至 2018 年底公司主要一级子公司列表

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	10000	100.00	香港
6	恒隆工程策划有限公司	工程项目管理	10000	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

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿港元)	243.25	184.01	105.10
资产总额(亿港元)	1749.07	1835.86	1864.53
权益总额(亿港元)	1321.45	1422.45	1435.94
短期债务(亿港元)	5.68	21.31	24.36
长期债务(亿港元)	265.14	230.27	251.37
全部债务(亿港元)	270.82	251.58	275.73
收入(亿港元)	130.59	111.99	94.08
除税前溢利(亿港元)	79.79	99.02	99.21
EBITDA(亿港元)	91.43	111.47	110.35
经营性净现金流(亿港元)	67.35	85.57	57.38
财务指标			
销售债权周转次数(次)	5.76	4.15	5.38
存货周转次数(次)	1.34	1.66	1.28
总资产周转次数(次)	0.07	0.06	0.05
毛利率(%)	68.30	70.63	72.51
总资本收益率(%)	4.85	5.83	5.68
净资产收益率(%)	5.00	6.01	6.03
长期债务资本化比率(%)	16.71	13.93	14.90
全部债务资本化比率(%)	17.01	15.03	16.11
资产负债率(%)	24.45	22.52	22.99
流动比率(%)	391.16	239.67	168.78
速动比率(%)	361.11	222.32	141.48
经营现金流动负债比(%)	86.05	92.12	64.14
EBITDA 利息倍数(倍)	6.85	8.86	8.36
全部债务/EBITDA(倍)	2.96	2.26	2.50

附件 4 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%
权益总额年复合增长率	
收入年复合增长率	
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	收入/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	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	毛利/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%
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%

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+利息支出净额

附件 5-1 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 5-2 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 5-3 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