信用等级公告

联合〔2020〕1537 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

二〇二〇年六月十一日

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 2020 年跟踪评级报告

评级结果：

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

跟踪评级债券概况：

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

评级时间：2020 年 6 月 11 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

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

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

评级观点

恒隆地产有限公司（以下简称“公司”或“恒隆地产”）是从事地产开发运营的大型企业。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了其作为港股上市的大型地产开发运营企业，业务区域涵盖中国香港和内地地区，行业地位突出，地产运营管理经验丰富，竞争优势显著。跟踪期内，公司物业租赁业务收入保持增长态势，经营获现能力良好，债务负担轻。同时，联合资信也关注到商业地产行业竞争激烈、物业销售收入（香港）大幅下降、香港社会事件以及新冠疫情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并适时推出可售物业；随着内地多个投资物业的陆续开业，公司收入有望继续增长。

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

优势

1. **公司投资物业质量良好。**截至 2019 年底，公司在香港特区的主要投资物业楼面面积为 47.45 万平方米（不含停车场面积），内地地区的投资物业楼面面积为 187 万平米（不含停车场面积），主要物业位置优越，在知名度、产品品质和运营管理方面均处于行业领先水平。
2. **跟踪期内，公司物业租赁收入保持较快增长态势。**2019 年，公司香港物业租赁收入平稳增长，内地物业租赁收入增幅略大，公司内地投资物业实现租赁收入 40.03 亿人民币，同比增长 11.91%。
3. **跟踪期内，公司有息债务负担仍轻。**截至 2019 年底，公司全部债务资本化比率为 16.87%，全部债务/EBITDA 为 2.01 倍。

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

关注

1. **商业地产行业竞争激烈。**2019 年，中国购物中心租金水平整体稳定，部分地区办公楼租金水平有所下降、空置率上升。
2. **跟踪期内，公司物业销售板块收入大幅下降。**受香港住宅销售减少影响，2019 年公司物业销售收入 2.96 亿港元，同比下降 75.88%。
3. **作为港股上市公司，公司面临一定的人民币汇率波动风险。**2019 年，换算至列报货币产生之汇兑差异导致权益储备减少 19.07 亿港元。
4. **香港发生的社会事件以及 2020 年爆发的新冠疫情均对公司的投资物业运营带来影响。**

主要财务数据：

合并口径			
项　　目	2017 年	2018 年	2019 年
现金类资产（亿港元）	184.01	105.10	33.06
资产总额（亿港元）	1835.86	1864.53	1999.80
权益总额（亿港元）	1422.45	1435.94	1478.12
短期债务（亿港元）	21.31	24.36	27.17
长期债务（亿港元）	230.27	251.37	272.72
全部债务（亿港元）	251.58	275.73	299.89
收入（亿港元）	111.99	94.08	88.52
除税前溢利（亿港元）	99.02	99.21	148.09
EBITDA(亿港元)	111.47	110.35	149.05
经营性净现金流(亿港元)	85.57	57.38	53.19
毛利率(%)	70.63	72.51	73.28
净资产收益率(%)	6.01	6.03	6.63
资产负债率(%)	22.52	22.99	26.09
全部债务资本化比率(%)	15.03	16.11	16.87
流动比率(%)	239.67	168.78	90.27
经营现金流动负债比(%)	92.12	64.14	42.77
EBITDA 利息倍数(倍)	8.86	8.36	10.11
全部债务/EBITDA(倍)	2.26	2.50	2.01

注：公司仅披露合并口径报表

债项评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 恒隆地产 MTN001BC	AAA	AAA	稳定	2017/9/14	刘珺轩 王兴萍	房地产企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文
18 恒隆地产 MTN001BC	AAA	AAA	稳定	2019/6/18	刘珺轩 李小建	房地产企业信用评级方法（2018 年）	阅读全文

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

声　明

一、本报告引用的资料主要由恒隆地产有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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。

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

恒隆地产有限公司 2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

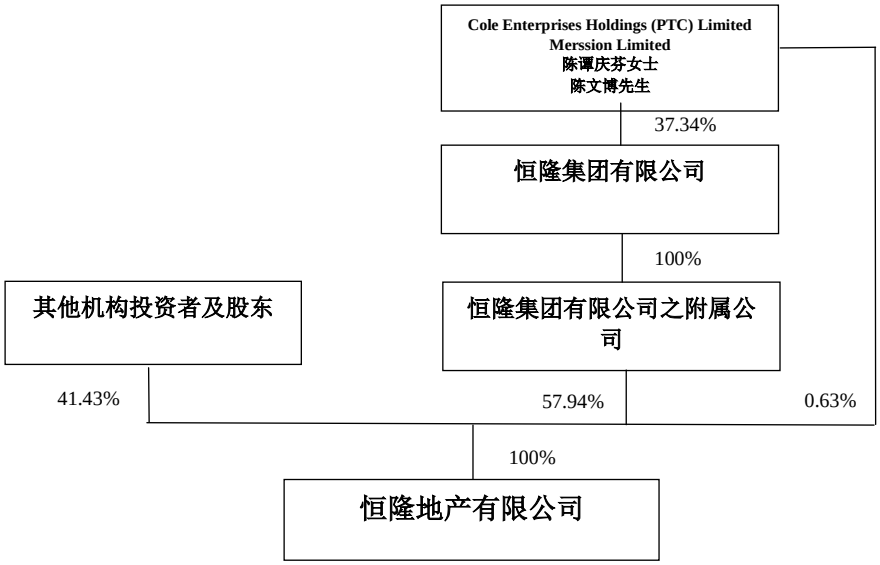
根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于恒隆地产有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

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

截至 2019 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57.94%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37.34%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 2634270340 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。

图 1 公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围包括投资物业以供收租，发展物业以供出售及租赁，以及停车场管理与物业管理。公司内设发展及设计部、项目管理部、成本及监控部、租务及物业管理部、综合服务

部、物业销售部、集团传讯部、投资者关系部、资讯科技部、中央采购部、财务部、人力资源部、法律及秘书部、内部审计部、行政部及顾客业务部 16 个部门。

截至 2019 年底，公司综合资产总额 1999.80 亿港元，权益总额 1478.12 亿港元（含非控股权益 91.43 亿港元）；2019 年，公司实现收入 88.52 亿港元，除税前溢利 148.09 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

表1　公司存续债券概况（单位：亿人民币）

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

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

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿人民币）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿人民币，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿人民币，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿人民币，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿人民币，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿人民币，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿人民币，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿人民币，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿人民币，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿人民币，较去年同期大增 2.91 万亿人民币。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿人民币，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿人民币，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调

查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿人民币，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿人民币，提前下达总额达到 1.29 万亿人民币，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿人民币，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿人民币的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿人民币的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿人民币，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形

反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业分析

1. 中国商业地产开发及运营行业分析

2017年以来，中国商业地产开发投资呈下降趋势，购物中心和办公楼竞争激烈。2019年，中国购物中心租金水平整体稳定，部分地区办公楼租金水平有所下降、空置率上升。短期内，新冠疫情对商业地产运营带来一定负面影响。

（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。

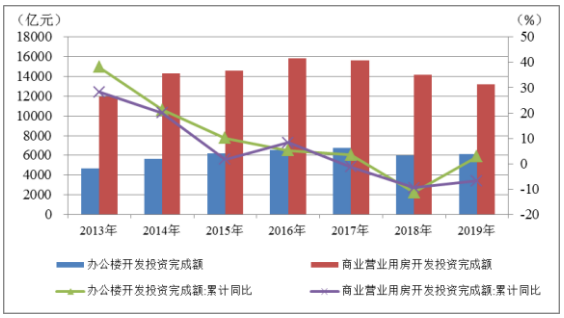
从物业选址方面，住宅开发可选地块较多，区域分布较广；商业物业对城市规划和商圈依赖性较强，可供应土地量相对较小，物业形态受经营规划和所在区位的影响较大。从规划设计看，商业物业的客户结构与住宅物业差异较大，住宅物业以自住为主，投资需求占比不高；商业物业的投资属性远高于住宅物业，商业物业的个性化特点鲜明，各种不同业态对物业的设计规划要求不同，因此在考虑未来物业形象和定位时，既要考虑终端消费者的消费需求，也要保持对未来投资者的吸引力，商业物业的规划设计难度远高于住宅地产。从建成后的资金回笼情况看，项目建设完工后，中国商业地产开发商一般会根据自身需求在“只租不售”、“只售不租”和“租售结合”三种运营模式中选择。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。

（2）开发情况

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。2015－2016 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下滑较为明显。2017—2019 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 22401.25 亿人民币、20173.42 亿人民币和 19388.45 亿人民币，年均复合下降 6.97%。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。2017—2019 年，中国商业营业用房新开工面积同比分别下降 8.21%、2.04%和 5.63%，办公楼新开工面积同比分别下降 4.30%、1.50%和增长 17.11%。总体来看，2016 年以来，商业地产投资趋于理性，2019 年商业地产投资规模仍呈下降态势但降幅同比有所收窄。办公楼业态新开工较为积极，同比有所增长。

图 2　近年来中国商业地产主要指标及变动情况



注：投资额指标单位为亿人民币
资料来源：Wind

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—2018 年以来商业用地供给量有所回升，2019 年再次回落，2019 年全国 100 大中城市供应商服用地规划建筑面积同比下降 3.69%。而商服用地规划建筑面积成交在 2017 年同比增长 7.55%后，2018—2019 年分别下降 3.22%和 4.58%，商服土地流拍比例不断上升。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—2019 年，100 大中城市商服用地成交楼面均价同比分别下降 0.39%和 0.67%，溢价率分别为 7.63%和 8.80%。2019 年，核心一、二线城市商办用地成交整体下降，但其中广州、重庆、杭州和武汉仍有增长。同期，核心一、二线城市商办用地溢价率同比上升 1.4 个百分点。

整体看，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供给压力。

（3）商业地产运营

购物中心

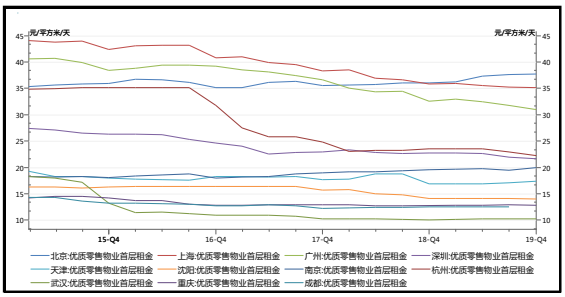
购物中心是集购物、休闲、娱乐、饮食等于一体，包括百货店、大卖场以及众多专业连锁零售店在内的超级商业中心。购物中心属于商业房地产开发的概念，进入该项业务的主要影响因素为雄厚的资金、获得土地的有效渠道和相应的开发建设能力，但区别于住宅地产等其他房地产开发形式，购物中心项目具有投资规模大、利润率及开发风险高、投资回收期长等特点，因此，购物中心选址更加谨慎、调研更加复杂、推广更具针对性，区域位置和配套功能组合是综合竞争力的关键，且比住宅开发多出开业、运营、管理三个环节。此外，购物中心定位的出发

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。

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，2019 年租金表现整体平稳，北京等城市租金略有上升。

图 3　重点城市优质零售物业首层租金

（单位：人民币元/平方米/天）



资料来源：Wind

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。

2019 年受办公楼供应大幅增长影响，除广州以外的一线城市优质写字楼空置率均有较大幅度上升，上海和深圳 2019 年四季度优质写字楼空置率分别为 19.40%和 20.00%，较 2018 年同期分别上升 6.20 个和 8.63 个百分点。重点二线城市仅有重庆、杭州、福州及天津年末空置率同比下降。

租金方面，由于供应过剩，各线市场普遍以价换量，2019 年重点城市的办公楼租金普遍呈下降趋势。其中，深圳市、杭州市、武汉市和重庆市租金受供应放量影响下降较为明显。

（4）展望

2020 年，全球爆发新冠肺炎疫情，中国商业物业运营商尤其是购物中心业态和以中小企业为主要租户的写字楼受疫情影响严重，多数购物中心客流量和销售额锐减。众多购物中心运营商主动选择对商户进行租金、管理费、物业费减免等方式进行支持，并通过搭建线上购物中心等多种方式加强网络营销、整合会员资源。

短期看，虽然市场供应会受疫情影响有所放缓，但重点城市商业地产供大于求状态难以逆转，叠加新冠疫情对宏观经济特别是零售业和中小企业的负面影响，商业地产空置率将不可避免地上升，运营商租金收入或

在 2020 年呈下降态势。但中长期看，疫情过后刺激消费将成为保持经济健康发展的重要手段，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。而中国的服务业和 TMT 行业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

香港特别行政区区位优势显著，具有良好的零售服务业发展基础，但社会不安定因素和新冠疫情爆发对其经济发展特别是营商环境带来一定不利影响。

服务业是香港经济的支柱，随着内地经济发展踏上新台阶，迈向高质量发展，香港服务业可以把握当中的庞大商机。内地经济持续向服务业和消费转型，并进一步开放市场和深化改革，香港可发挥本身的竞争优势，为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。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。

2019年，香港发生严重社会事件，全年与GDP同比实质下跌1.2%，是自2009年以来首次下降。2019年香港零售业总销售额（临时估计数值）为4312亿港元，同比下跌11.1%，为三年以来首次下跌。

租金方面，香港商铺在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。2019年上半年，香港零售租金与2018年四季度基本持平；下半年受社会事件影响租金有所下降。办公楼方面，2019年上半年香港地区办公楼空置率有所上升，下半年亦受到环境影响，整体租金有所下降。

2020年，香港商业受新冠疫情影响亦较为严重，美联工商铺街铺调查数据显示，1—2月四大核心区（尖沙咀、旺角、铜锣湾、中环）空置铺位数飙升至689间，空置率为9.2%，创有纪录以来新高，较去年第三季的空置率飙升2.7个百分点。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2019 年底，公司的控股股东为恒隆集团。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 37.34%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 2634270340 股股份。该批股份由一项酌情信托基金通过 Merssion Limited 持有，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

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

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

公司目前在香港地区已形成了布局和业

态多元的物业组合，包括铜锣湾的 Fashion Walk、太平山山顶的山顶广场、毗邻港铁九龙湾站的淘大商场、中环的渣打银行大厦等大型商场/商铺、社区型商业、办公楼以及服务式公寓等，出租率和租金保持行业内较优水平。同时，公司也在香港优质地段打造高端住宅物业，先后开发了“君临天下”“蓝塘道 23-39”及“浪澄湾”等项目，曾获得亚洲国际房地产大奖之“最佳住宅项目”银奖等奖项。截至 2019 年底，公司在香港特区的主要投资物业楼面面积（不含停车场）为 47.45 万平方米，2019 年租金收入达 40.12 亿港元。

公司于 90 年代开始进入中国内地市场，先后进驻上海、沈阳、济南、无锡、天津、大连、昆明、武汉及杭州。公司在内地集中发展高端、次高端购物商场，并以购物商场带动周边区域其他业态的开发，其恒隆广场产品汇集世界顶级时尚产品与高级消费品牌，产品注重可持续发展设施的建设，建筑设计多次获得世界级建筑奖项。公司的上海恒隆广场和上海港汇恒隆广场是上海的地标式物业，位于上海著名的购物区。截至 2019 年底，公司在中国内地持有投资物业楼面面积（不含停车场）合计 187 万平方米，2019 年内地租金收入达 40.03 亿人民币（等值 45.44 亿港元）。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度以及高层管理人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司以商业地产租赁为主要业务。跟踪期内，公司物业租赁收入保持增长，内地物业租赁收入占比继续上升；受销售香港住宅减少影响，公司物业销售收入 2019 年大幅下降；公司物业租赁主业的毛利率保持稳定。

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

跟踪期内，公司物业租赁收入有所增长，物业销售收入大幅下降。2019 年，公司实现收入 88.52 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 51.33%、45.33%和 3.34%。2019 年，公司内地租赁物业实现租金收入 45.44 亿港元，同比增长 7.07%，主要受益于租金水平和整体出租率上升以及昆明恒隆广场新开业等因素的综合影响。2019 年，公司香港物业租赁收入实现 40.12 亿港元，同比增长 1.91%。2019 年，公司物业销售收入为 2.96 亿港元，同比下降 75.88%，主要系销售香港住宅减少所致。

毛利率方面，跟踪期内，公司物业租赁业务毛利率整体稳定，内地和香港地区毛利率分别为 64.66%和 84.42%。公司物业销售板块毛利率同比小幅下降，主要系销售物业类型不同所致，2019 年为 54.73%。受毛利率较高的物业租赁业务占比上升影响，2019 年，公司综合毛利率小幅上升，为 73.28%。

表 3　公司业务板块经营情况（单位：亿港元、%）

业务板块	2017 年			2018 年			2019 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	77.79	69.46	72.91	81.81	86.96	74.07	85.56	96.66	73.92
内地	39.58	35.34	62.00	42.44	45.11	64.54	45.44	51.33	64.66
香港	38.21	34.12	84.22	39.37	41.85	84.35	40.12	45.33	84.42
物业销售（香港）	34.20	30.54	65.44	12.27	13.04	62.10	2.96	3.34	54.73
合计	**111.99**	**100.00**	**70.63**	**94.08**	**100.00**	**72.51**	**88.52**	**100.00**	**73.28**

资料来源：公司年度报告

2. 内地物业租赁

跟踪期内，公司内地物业租赁收入保持较快增长（以人民币计）；受益于内地奢侈品消费的增加以及公司优化租户结构和推进会员计划，商场组合租金水平和出租率整体上升；新投入运营的昆明恒隆广场运营情况良好。新冠肺炎疫情对公司后续经营情况的影响值得关注。

公司在中国内地集中于高品质商业地产的开发，项目选择阶段重点关注城市发展潜力和地块位置条件，项目发展阶段重点把握设计品质和建筑质量。开发运营模式上，公司以长期持有运营模式，不断优化租户组合，提升现有项目品质，实现投资回报。公司首先于 1992 年进入上海市场，开发的上海港汇恒隆广场和上海恒隆广场分别于 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 2019 年底，公司已建成开业内地投资物业项目 9 个，总楼面面积（不含停车场）为 187 万平方米，较 2018 年底增加昆明恒隆广场商场和办公楼、无锡恒隆广场第二座办公楼以及沈阳市府恒隆广场康莱德酒店；内地投资物业账面价值 948.75 亿港元。其中，商场楼面面积占比约为 65%，办公楼占比约为 32%。另外，公司分别在武汉和杭州各有 1 个在建未投入运营项目。

表 4 截至 2019 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	122	65
办公楼	59	32
酒店	6	3
合计	**187**	**100**

注：楼面面积不包含停车场，尾差系四舍五入导致
资料来源：公司年度报告

表 5 2017－2019 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（2019 年底）	租金收入			期末出租率		
			2017 年	2018 年	2019 年	2017 年	2018 年	2019 年
上海恒隆广场	商场	53700	14.09	15.54	16.96	96	99	99
	办公楼	159555				89	95	93
上海港汇恒隆广场	商场	122262	8.83	8.03	8.53	77	79	91
沈阳皇城恒隆广场	商场	109307	1.55	1.62	1.94	90	88	95
沈阳市府恒隆广场	商场	101960	2.13	2.16	2.57	83	93	94
	办公楼	131723				80	88	87
	酒店	60222				不适用	不适用	不适用
济南恒隆广场	商场	171074	2.71	2.92	3.22	94	96	98
无锡恒隆广场	商场	118066	2.19	2.52	2.89	87	89	95
	办公楼	137699				87	86	65
天津恒隆广场	商场	152831	1.81	1.79	1.86	89	90	89
大连恒隆广场	商场	221900	0.99	1.19	1.52	71	79	82
昆明恒隆广场	商场	166754	--	--	0.54	--	--	82
	办公楼	137699				--	--	13
合 计	--	**1874633**	**34.30**	**35.77**	**40.03**	--	--	--

注：总楼面面积包括地上和地下面积，不包括停车场面积
资料来源：公司提供

2019 年，公司内地物业租赁收入 40.03 亿人民币（等值 45.44 亿港元），按人民币计同比增长 11.91%（港元同比增长 7.07%），主要系新物业投入运营以及公司租金水平上升所致。从出租率来看，跟踪期内，公司内地购物商场组合的出租率整体有所提升（不考虑新开

业的昆明恒隆广场），其中上海港汇恒隆广场、沈阳皇城恒隆广场和无锡恒隆广场期末出租率提升幅度较大。受无锡恒隆广场第二座办公楼正式启用时间较短等因素影响，2019 年公司内地办公楼组合的出租率有所波动。

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。

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、昆明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，并推出会员计划提升客户忠诚度。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，以巩固市场领先地位。

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比重较高；沈阳皇城恒隆广场和济南恒隆广场已进入稳定运营期；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。

2019 年，公司内地购物商场组合实现租金收入 31.29 亿元人民币，同比增长 13.58%。其中，上海恒隆广场商场在 2018 年完成大规模翻新后，2019 年租金收入同比增长 14%，租户销售额同比增长 21%，2019 年底出租率保持在 99%。上海港汇恒隆广场商场 2017 年以来受资产优化工程影响，出租率和租金收入整体下降。随着 2018 年北座和 2019 年地库和南座中庭重新开业，上海港汇恒隆广场商场出租率较 2017 年底持续回升，截至 2019 年底为 91%。预计整个南座翻新工程将于 2020 年第三季度完成。

2019 年，沈阳皇城恒隆广场、济南恒隆广场、无锡恒隆广场和大连恒隆广场四座商场租金收入同比增长均在 10%及以上，主要受益于中国内地奢侈品消费的增加、公司针对商场定位持续优化租户结构和推进会员计划带来的商场零售额及租金水平的上升。其中，沈阳皇城恒隆广场定位为中街和沈阳市的主要生活时尚购物中心，以国际运动品牌和潮流生活时尚品牌为代表的服装饰品出租面积占 48%，2019 年经翻新的三楼儿童区于第二季度开放，家庭客户人流有所增长，全年租金收入和零售额同比均增长 20%，期末出租率较上年底上升 7 个百分点至 95%。无锡恒隆广场商场收入和租户零售额同比增长 22%和 21%，出租率上升 6 个百分点至 95%。

沈阳市府恒隆广场商场部分租金收入 2019 年同比增长 3%，出租率基本稳定。天津恒隆广场租金收入和零售额同比分别增长 4%和 5%，但由于租户组合优化仍在进行中，出租率下跌 1 个百分点至 89%。

昆明恒隆广场于 2019 年 8 月底开业，部分区域仍在装修中，截至 2019 年底出租率为 82%，未计入出租率空间中部分已订立租赁合同。租户中三分之一品牌系首次进驻中国或首次落户昆明，品牌竞争力较强。

2020 年，全球爆发新冠肺炎疫情，公司购物商场一季度客流量有所减少，已逐步恢复正常。另外，公司对内地商场租户提供了三个星期租金减半政策。整体看，新冠疫情对公司全年租金收入或将造成一定影响。

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。未来随着上海港汇恒隆广场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。

办公楼和酒店

截至 2019 年底，公司内地办公楼物业包括上海恒隆广场、沈阳市府恒隆广场、无锡恒隆广场和昆明恒隆广场的办公楼。

2019 年，公司内地办公楼的租金收入同比增长 3%至 8.45 亿人民币。其中，沈阳市府恒隆广场办公楼租金收入同比增长 8%，主要系高区 6 个楼层自 2018 年下半年可供出租带来的租金增加；上海恒隆广场和无锡恒隆广场办公楼的租金收入同比变化不大。出租率方面，上海恒隆广场和沈阳市府恒隆广场办公楼受外部办公楼供应增加影响出租率分别微降至 93%和 87%。无锡恒隆广场由于第二座办公楼 2019 年 8 月开幕后招商和租户入驻工作尚未完成，2019 年底两座办公楼整体出租率为 65%；第一座办公楼出租率 90%，较上年底上升 4 个百分点，出租率和租金水平在当地办公楼市场处于较高水平。

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

3. 香港物业租赁板块

跟踪期内，公司香港商业物业在复杂外部环境条件下整体运营稳定，部分商铺物业零售额和出租率有所下滑。未来公司在港投资物业租赁收入增速面临放缓压力。

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。

表 6 截至 2019 年底公司香港主要投资物业楼面面积情况（单位：万平方米）

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

注：楼面面积不包含停车场
资料来源：联合资信根据公司年度报告整理

2019 年，公司在香港地区新增跑马地蓝塘道 23-39 住宅/服务式寓所类投资物业 855 平方米。截至 2019 年底，公司香港投资物业估值 646.59 亿港元，主要投资物业楼面面积为 47.45 万平方米（不包括停车场），其中商场和办公楼及工业/办公楼的总楼面面积分别占 51.36%和 34.20%。

2019 年，公司香港物业租赁收入 40.12 亿港元，同比增长 1.91%，主要系部分物业租金上调、餐饮租户组合提升以及山顶广场资产优化工程完成重新开业所致。

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，公司香港物业经营模式与前述内地物业基本相同。

表 7　2017－2019 年公司香港物业租赁整体业务情况（单位：亿港元、%）

业态	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入	出租率	收入	出租率	收入	出租率
商场/商铺	22.61	96	23.26	95	23.74	98
办公楼	12.57	95	12.86	94	13.15	93
住宅及服务式公寓	3.03	80	3.25	85	3.23	74
总计	**38.21**	--	**39.37**	--	**40.12**	--

注：出租率为期末数据
资料来源：公司年度报告

表 8　2017－2019 年公司香港主要物业分项目经营情况摘要（单位：平方米、%）

项目名称	位置	业态	总楼面面积（2019 年底）	期末出租率		
				2017 年	2018 年	2019 年
Fashion Walk	铜锣湾	商场/商铺	31072	94	98	97
		住宅及服务式公寓	7935	76	86	89
恒隆中心	铜锣湾	商场/商铺	8777	100	100	100
		办公楼	22131	91	89	89
山顶广场	太平山山顶	商场/商铺	12446	40	7	91
康怡广场	鲗鱼涌	商场/商铺	53080	100	100	100
		办公楼	10577	95	100	100
		住宅及服务式公寓	35275	71	77	56
渣打银行大厦	中环	商场/商铺	4814	100	100	85
		办公楼	23730	100	100	100
雅兰中心	旺角	商场/商铺	20905	100	100	100
		办公楼	31251	94	98	92
淘大商场	牛头角	商场/商铺	49006	99	99	98
家乐坊	旺角	商场/商铺	7454	100	100	100
		办公楼	30205	94	92	95
合　计	--	--	**348658**	--	--	--

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

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

公司位于香港的商业物业已进入成熟运营期，公司重视租户组合调整并视情况开展资产优化工程，以保持顾客新鲜度。2019 年，香港商场/商铺组合的租金收入 23.74 亿港元，同比增长 2.06%。2019 年，香港发生严重社会事件，访港游客大幅减少，商铺正常营业受到负面影响，公司多个商铺物业的零售额和出租率有所下滑。其中，铜锣湾商铺组合受到影响最

为严重，租金收入和零售额同比分别下降 1%和 10%，2019 年底出租率较 2018 年底下降 2 个百分点至 97%。但除了铜锣湾商铺组合外公司香港物业商铺组合 2019 年租金收入仍保持增长。山顶广场在大型资产优化计划完成后于 2019 年下半年重新开业，期末出租率上升至 91%。

办公楼

截至 2019 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。

2019 年，香港的办公楼组合租金收入 13.15 亿港元，同比增长 2.26%，主要受惠于租金调升。截至 2019 年底，相关办公楼整体出租率下降 1 个百分点至 93%。其中，中环及旺角的办公楼租金收入分别增长 6%和 5%，铜锣湾办公楼的租金收入下降 4%，主要系其业态中有一定半零售元素，亦受到社会事件影响。

住宅及服务式公寓

公司香港住宅及服务式公寓物业主要包括位于鲗鱼涌的康兰居、山顶及半山区的御峯以及跑马地的蓝塘道 23-39。2019 年，公司香港住宅及服务式公寓租金收入 3.23 亿港元，同比下降 0.62%，主要系康兰居出租率下降所致。

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 9754 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，跟踪期内公司香港商业物业在复杂外部环境条件下整体运营稳定。但 2020 年，香港社会不安定因素仍在，叠加新冠疫情爆发，公司在港投资物业租赁收入增速面临放缓压力。

4. 香港物业销售

跟踪期内，由于可售物业减少加之香港楼市景气度持续下行，公司物业销售收入有所下降。

针对物业销售业务，公司制定了严谨的购买土地及物业销售策略，以购买具回报潜力的黄金地段土地为拿地目标，建设高品质建筑，同时严格控制建筑成本，配合前瞻性物业营销策略，适时出售住宅物业，将物业价值最大化。公司在香港地区开发的产品以高端住宅为主，市场认可度较高。近年来，公司核心销售物业包括蓝塘道 23-39、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，公司物业销售收入有所下降。由于可售物业减少加之香港楼市景气度持续下行，2019 年，公司出售的物业规模有所减少，为 1 间蓝塘道 23-39 大宅。因此，2019 年公司物业销售收入同比下降 75.88%至 2.96 亿港元。

截至 2019 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 2019 年底尚余 9 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。公司将密切关注市场情况，择机推盘。

5. 经营效率

表 9 同行业 2019 年经营指标对比

企业名称	物业运营收入	总资产周转次数（次）
恒隆地产有限公司	85.56 亿港元	0.05
大悦城地产有限公司	51.83 亿人民币	0.10
中国国际贸易中心有限公司	43.25 亿人民币	0.30
星河实业（深圳）有限公司	16.10 亿人民币	0.02

注：1. 由于公司及上表中选取同行业多以物业运营为主业且香港与内地会计准则存在差异，销售债权周转次数和存货周转次数可比性较弱，故上表未列示；2. 物业运营收入包括物业租赁和酒店运营收入

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2019 年，公司销售债权周转次数和存货周转次数有所下降，分别为 4.71 次和 0.59 次，

总资产周转次数保持稳定为 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。

6. 在拟建项目及未来发展

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

截至 2019 年底，公司内地发展中物业包括武汉恒隆广场和杭州恒隆广场以及已部分开业的无锡恒隆广场、沈阳市府恒隆广场和昆明恒隆广场后续项目，在建物业建筑面积 136.39 万平方米。

表 10 截至 2019 年底公司内地发展中物业情况

（单位：万平方米）

物业名称	物业类型	预计竣工时间	总楼面面积
沈阳市府恒隆广场	办公楼/寓所/零售区	2024 年起	50.27
无锡恒隆广场（二期）	豪华服务式寓所/精品酒店	2023 年起	10.90
昆明恒隆广场	豪华服务式寓所/五星级酒店	2023 年起	9.81
武汉恒隆广场	商场/办公楼/服务式寓所	2020 年起	46.00
杭州恒隆广场	商场/办公楼/豪华酒店	2024 年起	19.41
合计	--	--	**136.39**

注：总楼面面积不包括停车场面积
资料来源：公司年度报告

沈阳市府恒隆广场后续项目包括办公楼及寓所整体发展蓝图已于 2019 年 11 月提交审批，建设工程计划于 2020 年起分阶段开展。无锡恒隆广场二期包括可供出售的豪华服务式寓所及一间精品酒店，已于 2019 年 7 月启动开挖工程。昆明恒隆广场后续项目包括一座五星级酒店以及豪华级寓所，计划于 2020 年获得规划许可证。

武汉恒隆广场包括一座高级商场、一栋甲级办公楼和可供出售的服务式寓所，商场和办公楼预计于 2020 年建成，已开始招租工作，招租情况良好。

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

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

表 11 截至 2019 年底公司香港重建项目情况

（单位：万平方米）

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

资料来源：公司年度报告

截至 2019 年底，公司发展中投资物业项目账面价值 276.02 亿港元，待售物业的物业发展项目账面价值为 47.07 亿港元，投资物业发展合计未来资本承担规模 258.38 亿港元（包括已签约 47.21 亿港元、已授权但尚未签约 211.17 亿港元）。

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

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2017－2019 年合并财务报告，

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，公司新增 Hang Top Limited 和 Hang Wise Company Limited 等附属公司，对财务数据可比性影响较小。

香港会计师公会颁布的多项新订或经修订的《香港财务报告准则》（HKFRSs）于公司2019年度财务报告会计期间开始生效。公司会计政策变动主要体现在以下两方面：（1）作为承租方，公司先前按《香港会计准则》（HKAS）的HKAS 17将租赁分类为营业租赁或融资租赁是根据评估租赁是否将相关资产拥有权之绝大部分风险及利益转移至公司。根据新的HKFRS 16，当公司为承租方时，必需资本化所有租赁，包括先前按HKAS 17分类的营业租赁。公司决定对租赁期限为12个月或以下的短期租赁及低价值资产租赁采用确认豁免。对于其他的资产租赁，公司确认使用权资产及租赁负债。于过渡至HKFRS 16时，3.20亿港元已从融资租赁承担重新分类为租赁负债，而公司确认额外1100万港元的使用权资产及1100万港元的租赁负债。此使用权资产在投资物业内呈列，对期初权益余额没有影响。当计量此等租赁负债，公司把租赁付款按其于2019年1月1日的递增借款利率贴现，所采用的加权平均利率为5%。（2）HKAS 23之修订厘清用于计算合资格借贷成本的一般借贷池仅排除融资予仍在开发中或建设中的合资格资产的专项借贷，旨在融资予现已可投入拟定用途或销售的合资格资产、或任何非合格资产之专门借贷皆包含在该一般借贷池中。根据过渡条文，公司应用此修定于2019年1月1日（首次采纳之日期）或以后产生的借贷成本。因此，截至2019年底，额外6.07亿港元借贷成本被资本化至发展中物业。额外资本化并未重大地影响整体年度溢利或按公允价值列账的发展中物业的账面价值。除上述两项修订以外，采纳新订或经修订的HKFRSs对公司财务报表无重大影响。

截至 2019 年底，公司综合资产总额 1999.80 亿港元，权益总额 1478.12 亿港元（含非控股权益 91.43 亿港元）；2019 年，公司实现收入 88.52 亿港元，除税前溢利 148.09 亿港元。

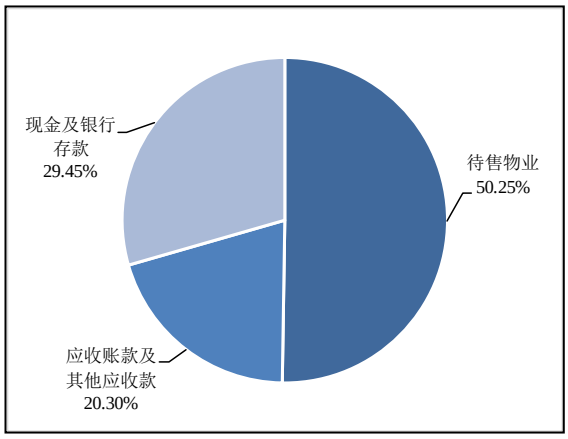
2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模随物业添置和重估有所增长，非流动资产占比进一步上升。流动资产中现金及银行存款有所减少，待售物业增加。非流动资产中持有物业能够长期为公司提供具备增长潜力的运营收益。公司整体资产质量较好。

截至 2019 年底，公司资产总额为 1999.80 亿港元，较上年底增长 7.25%。其中，流动资产和非流动资产比重分别为 5.61%和 94.39%，公司资产结构以非流动资产为主。

（1）流动资产

图4　公司2019年底流动资产构成情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2019 年底，公司流动资产合计 112.27 亿港元，较上年底下降 25.64%，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 29.45%）、应收账款及其他应收款（占 20.30%）和待售物业（占 50.25%）构成。

截至 2019 年底，公司现金及银行存款（含 1 年内可收回定期存款）33.06 亿港元，主要由港币和人民币银行存款构成，较 2018 年底下降 68.54%，主要系公司 2019 年资本支出规模

较大所致。

截至 2019 年底，公司应收账款及其他应收款 22.79 亿港元，较上年底增长 11.39%；其中于内地购买土地押金 2.79 亿港元。截至 2019 年底，公司未有重大呆坏账余额。

截至 2019 年底，公司待售物业 56.42 亿港元，较上年底增长 131.04%，增长主要系投资物业及发展中投资物业转入所致。由位于内地的待售发展中物业、位于香港的已建成物业（蓝塘道 23-39 半独立式大宅、浪澄湾单位等）和位于香港的待售发展中物业构成，占比分别为 28.43%、16.57%和 55.00%。公司待售物业主要位于香港和内地核心二线城市，所在市场抗风险能力较好。

（2）非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产为 1887.53 亿港元，较上年底增长 10.15%，增长主要来自投资物业。从构成看，非流动资产主要由投资物业和发展中投资物业等构成，占比分别为 84.52%和 14.62%。

截至 2019 年底，公司物业、厂房及设备合计 1873.70 亿港元，主要为公司在香港和内地已投入运营和在拟建的商业地产项目，投资物业和发展中物业采用公允价值计量。截至 2019 年底，公司投资物业 1595.34 亿港元，较上年底增长 16.72%，主要系昆明恒隆广场等物业由发展中物业转入 148.54 亿港元和投资物业重估增值 98.50 亿港元所致[1]。公司发展中投资物业较 2018 年底下降 11.49%至 276.02 亿港元，主要系转出至投资物业和待售物业以及汇兑调整所致。

3. 负债及权益

（1）权益

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

截至 2019 年底，公司权益总额 1478.12 亿港元，较上年底增长 2.94%；从构成来看，股本占 27.00%、储备占 66.81%、非控股权益占 6.19%。

截至 2019 年底，公司储备 987.54 亿港元，较上年底增长 1.13%。2019 年度溢利结转导致储备增加 61.72 亿港元，换算至列报货币产生之汇兑差异导致储备减少 19.07 亿港元。2019 年，公司分配股息 33.74 亿港元，较 2018 年变化不大。

截至 2019 年底，公司非控股权益 91.43 亿港元，较 2018 年底增长 51.55%，主要系 2019 年度计入年度溢利的物业重估收益中归属非控股权益部分规模较大所致。

（2）负债

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。

截至 2019 年底，公司负债总额 521.68 亿港元，较 2018 年底增长 21.72%，流动负债和非流动负债分别占 23.84%和 76.16%，公司负债以非流动负债为主。

截至 2019 年底，公司流动负债 124.37 亿港元，较上年底增长 39.02%，主要系应付账款及其他应付款增长所致。从构成上看，主要由应付账款及其他应付款（占 71.65%）、银行贷款及其他借贷（占 21.66%）和应付税项（占 6.50%）构成。截至 2019 年底，公司非流动负债 397.31 亿港元，较上年底增长 17.16%，主要来自银行贷款及其他借贷和递延税项负债的增加。公司非流动负债主要由银行贷款及其他借贷（占 67.90%）和递延税项负债（占 31.36%）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 2019 年底，应付账款及其他应付款 89.11 亿港元，较上年底增长 49.16%，主要系应付款及应付费用增长导致。构成方面，应付款及应付费用、合约负债和已

[1] 2019 年，除发展中物业转入和物业重估增值以外，添置、出售、转出至待售物业和待售物业转入导致投资物业减少 0.82 亿港元，汇兑调整导致投资物业减少 17.75 亿港元，期初会计政策变动重列影响 0.11 亿港元，投资物业综合增加 228.58 亿港元

收按金占比分别为 70.96%、0.70%和 28.34%。

截至 2019 年底，公司长短期的银行贷款及其他借贷合计为 296.73 亿港元，较 2018 年底增长 8.88%，主要源于 1~2 年期银行贷款的增加。截至 2019 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 19.4%、35.2%、26.2%、15.4%和 3.8%。从期限结构来看，公司 2020 年、2021 年、2022－2024 年、2025 年及以后到期的债务占比分别为 9.1%、24.4%、61.2%和 5.3%，公司债务期限结构较为分散。

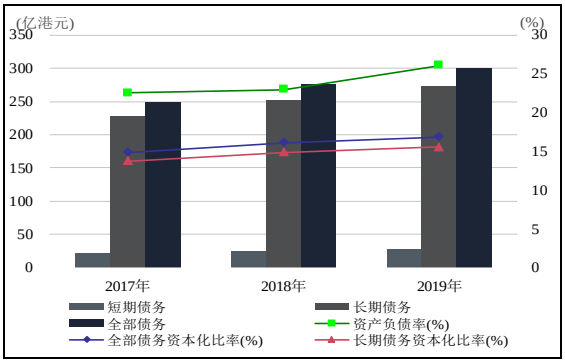
表 12　截至 2019 年底公司银行贷款及其他借贷期限结构情况（单位：亿港元、%）

偿还期	金额	占比
1 年内	26.94	9.1
1 年后但 2 年内	72.35	24.3
2 年后但 5 年内	181.72	61.2
5 年后	15.72	5.3
合计	**296.73**	**100.0**

资料来源：公司年度报告，尾差系四舍五入所致

截至 2019 年底，公司全部债务（长短期的银行贷款及其他借贷以及租赁负债）总额 299.89 亿港元，较上年底增长 8.76%；从债务结构来看，公司长期债务占比继续下降，但仍以长期债务为主，2019 年底长期债务占比为 90.94%。从债务指标来看，截至 2019 年底，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 26.09%、16.87%和 15.58%，较 2018 年底分别上升 3.10 个、0.76 个和 0.68 个百分点。

图 5　公司调整后债务负担情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

4. 盈利能力

跟踪期内，受物业销售减少影响，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。

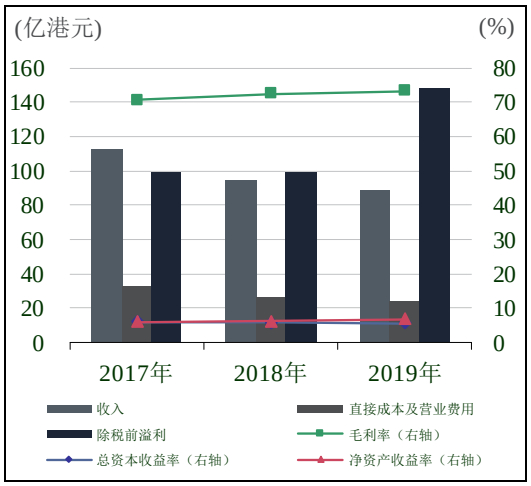
2019 年，受物业销售收入下降影响，公司收入同比下降 5.91%至 88.52 亿港元；直接成本及营业费用同比下降 8.55%，为 23.65 亿港元；公司毛利率则提升至 73.28%。

公司期间费用包括行政费用和财务费用。2019 年，公司期间费用为 6.39 亿港元，占营业额的比重为 7.22%，期间费用率占比较 2018 年下降 10.91 个百分点。其中，行政费用为 5.93 亿港元，同比下降 6.91%；财务费用 0.46 亿港元，同比大幅下降，主要系 2019 年资本化利息根据新的 HKFRSs 大幅增加所致。公司期间费用控制能力较强。2019 年，公司未计入物业之公平价值变动的营业溢利 59.03 亿港元。

2019 年，公司投资物业公允价值变化净额为 87.97 亿港元，同比增长 110.96%；其中，香港物业组合重估亏损为 9.50 亿港元，内地物业组合重估收益为 92.81 亿港元，香港待售物业转至投资物业重估收益 4.66 亿港元。内地物业组合公允价值增长幅度较大主要系上海物业租金增长、未来预期良好以及估值师降低资本化比率所致，但由于市场环境因素，内地二线城市物业的重估呈亏损。香港物业组合重估亏损主要反映社会不安定因素对经济和零售额疲弱的不利影响。

2019 年，公司除税前溢利为 148.09 亿港元，同比增长 49.27%，其中投资物业公允价值变化对除税前溢利的贡献占比大幅升高。从盈利指标看，2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 5.54%和 6.63%，较 2018 年变化不大。公司整体盈利能力合理。

图 6　公司近年来盈利情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2019 年，公司股东应占年度溢利 61.72 亿港元，同比下降 23.59%；非控股权益应占年度溢利 36.28 亿港元，同比增加 30.54 亿港元，主要系本期物业重估收益中归属非控股权益部分规模较大所致。

表 13　同行业盈利能力对比（2019 年数据）

企业名称	利润总额	毛利率（%）	净资产收益率（%）
恒隆地产有限公司	148.09 亿港元	73.28	6.63
大悦城地产有限公司	51.83 亿人民币	55.59	8.87
中国国际贸易中心有限公司	14.81 亿人民币	52.92	13.25
星河实业（深圳）有限公司	12.10 亿人民币	72.80	4.69

注：公司与大悦城地产有限公司财务报告按香港会计准则编制，本表中利润总额栏列示除税前溢利数据
资料来源：公司年度报告

与同行业相比，公司利润水平和毛利率均处于较高水平。

5. 现金流

跟踪期内，公司经营活动净现金有所下降，经营活动产生的现金流量净额无法覆盖投资活动现金支出，现金及现金等价物净值大幅减少。公司在拟建项目仍有较大规模的资本承担，存在一定对外融资需求。

从经营活动看，2019 年，公司来自经营业务之现金为 61.80 亿港元，同比下降 9.13%，主要系物业销售回笼资金减少所致。2019 年，公司已付所得税 8.61 亿港元，经营活动产生的现金流量净额为 53.19 亿港元，同比下降 7.30%。

从投资活动看，2019 年，公司投资活动现金流主要受用于购买物业、厂房及设备的现金支出和存款期大于 3 个月的银行存款的增减变动的影响。其中，购买物业、厂房及设备的现金支出为 122.62 亿港元，同比下降 4.64%，主要系支付杭州恒隆广场的土地尾款和在建项目建设支出。投资活动产生的现金净流出为 99.65 亿港元。

2019 年，公司融资活动前现金净流出 46.46 亿港元。

2019 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 24.82 亿港元，净流出有所增长，主要系新增净融资额减少导致。2019 年，公司现金及现金等价物净值减少 71.28 亿港元。

6. 偿债能力

公司短期偿债指标表现尚可，但较上年底有所弱化；长期偿债指标保持良好水平，整体偿债压力较小。

受现金及银行存款下降以及待售物业和应付账款及其他应付款增长综合影响，截至 2019 年底公司流动比率和速动比率较上年底有所下降，分别为 90.27%和 44.91%。近三年公司经营活动现金流动负债比率呈下降趋势，分别为 92.12%、64.14%和 42.77%。截至 2019 年底现金短期债务比为 1.22 倍，公司短期偿债指标尚可。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 149.05 亿港元，同比增长 35.07%。同期，公司 EBITDA 利息倍数为 10.11 倍，全部债务/EBITDA 为 2.01 倍。长期偿债指标保持良好水平。

截至 2019 年底，公司综合口径备用银行承诺信贷金额的未提取结余为 93.99 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 2019 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，根据公开资料和历年公告情况，公司不存在不良信贷记录，过往履约状况良好。

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，物业品质优良，项目运营状况不断优化且具备增长潜力，公司整体抗风险能力极强。

十、存续债券偿还能力分析

公司经营活动现金净流量和 EBITDA 对存续债券保障能力强。

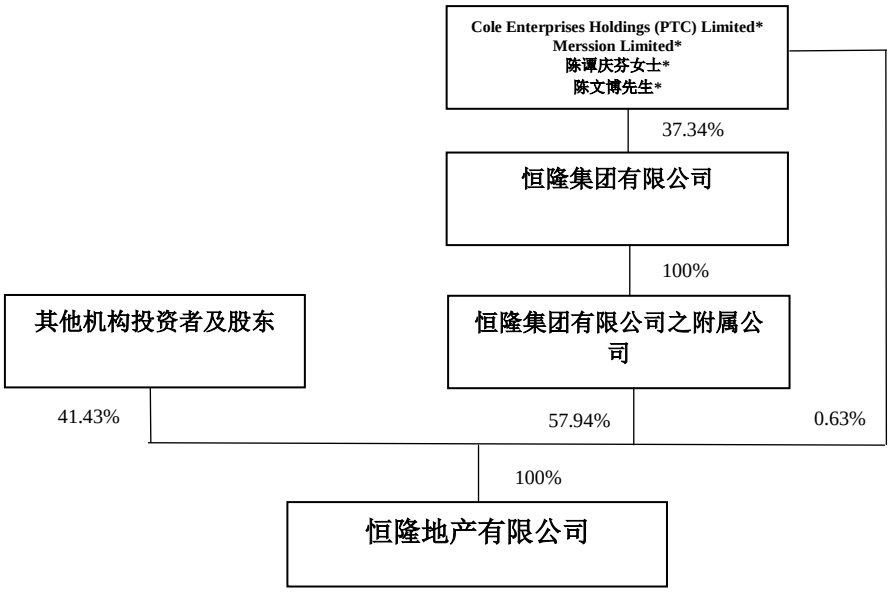
公司由联合资信进行跟踪评级的存续债券为“18恒隆地产MTN001BC”（本金10亿元人民币，以2020年5月15日港币对人民币汇率0.9158计算，折合10.92亿港元，以下简称“测算额度”），将于2021年到期兑付。

2017—2019年，公司经营活动现金流量净额分别为85.57亿港元、57.38亿港元和53.19亿港元，分别为测算额度的7.84倍、5.25倍和4.87倍。公司EBITDA分别为111.47亿港元、110.35亿港元和149.05亿港元，分别为测算额度的10.21倍、10.11倍和13.65倍。

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。

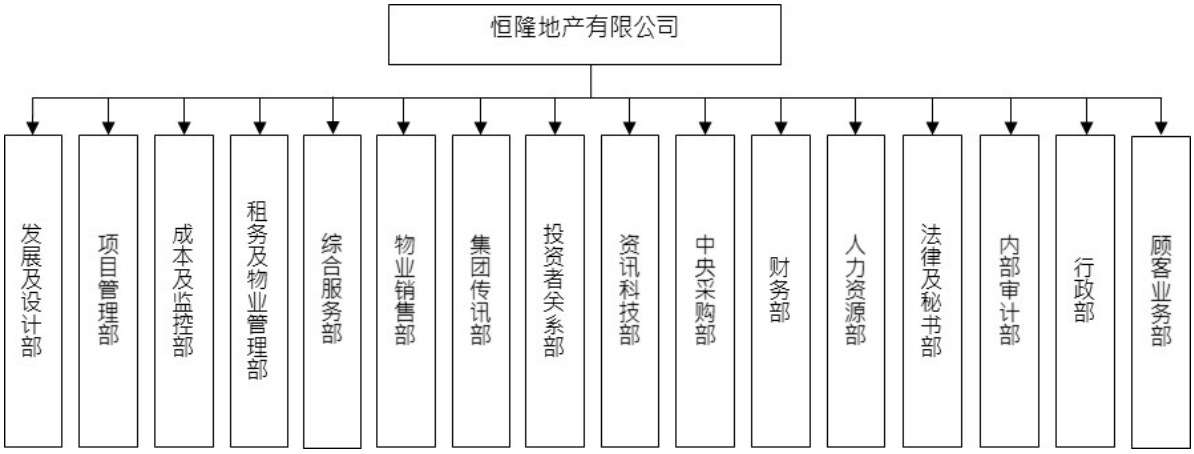
附件 1-1 截至 2019 年底公司股权结构



注：* 该等持有恒隆地产 2634270340 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 37.34%之权益。据此，恒隆集团通过其附属公司所持有之恒隆地产 2605937240 股股份已包括在 2634270340 股股份之数目内。

附件 1-2　截至 2019 年底公司组织结构图



附件 1-3　截至 2019 年底公司主要子公司情况表

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

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
财务数据			
现金类资产(亿港元)	184.01	105.10	33.06
资产总额(亿港元)	1835.86	1864.53	1999.80
权益总额(亿港元)	1422.45	1435.94	1478.12
短期债务(亿港元)	21.31	24.36	27.17
长期债务(亿港元)	230.27	251.37	272.72
全部债务(亿港元)	251.58	275.73	299.89
收入(亿港元)	111.99	94.08	88.52
除税前溢利(亿港元)	99.02	99.21	148.09
EBITDA(亿港元)	111.47	110.35	149.05
经营性净现金流(亿港元)	85.57	57.38	53.19
财务指标			
销售债权周转次数(次)	4.15	5.38	4.71
存货周转次数(次)	1.66	1.28	0.59
总资产周转次数(次)	0.06	0.05	0.05
毛利率(%)	70.63	72.51	73.28
总资本收益率(%)	5.83	5.68	5.54
净资产收益率(%)	6.01	6.03	6.63
长期债务资本化比率(%)	13.93	14.90	15.58
全部债务资本化比率(%)	15.03	16.11	16.87
资产负债率(%)	22.52	22.99	26.09
流动比率(%)	239.67	168.78	90.27
速动比率(%)	222.32	141.48	44.91
经营现金流动负债比(%)	92.12	64.14	42.77
EBITDA 利息倍数(倍)	8.86	8.36	10.11
全部债务/EBITDA(倍)	2.26	2.50	2.01

附件 3　主要财务指标的计算公式

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

注：现金类资产=现金及银行存款

短期债务=银行贷款及其他借贷+租赁负债（流动负债）

长期债务=银行贷款及其他借贷+租赁负债（非流动负债）

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=除税前溢利+费用化借贷成本+折旧及摊销

利息支出=资本化借贷成本+费用化借贷成本

期间费用=行政费用+财务费用

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

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

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