

## 恒隆地产有限公司 2021 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：杜凌轩 [lxdu@ccxi.com.cn](mailto:lxdu@ccxi.com.cn)

项目组成员：徐祯霆 [zhtxu@ccxi.com.cn](mailto:zhtxu@ccxi.com.cn)

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 6 月 17 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字[2021]跟踪 0718 号

## 恒隆地产有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内的相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定；

维持“18 恒隆地产 MTN001BC”的债项信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月十七日

**评级观点：**中诚信国际维持恒隆地产有限公司（以下简称“恒隆地产”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 恒隆地产 MTN001BC”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了租金收入可观、债务负担小、融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际关注到新冠疫情对公司香港物业租金收入的影响、物业重估对净利润的影响以及项目周期较长等因素对公司经营及资本承担造成的影响。

### 概况数据

恒隆地产（合并口径）	2018	2019	2020
总资产（亿港元）	1,864.53	1,999.80	2,113.16
所有者权益（含少数股东权益）（亿港元）	1,435.94	1,478.12	1,481.88
总债务（亿港元）	275.73	299.89	382.45
营业总收入（亿港元）	94.08	88.52	89.73
净利润/（亏损）（亿港元）	86.52	98.00	-20.56
EBITDA（亿港元）	68.65	61.08	60.23
经营活动净现金流（亿港元）	57.38	53.19	34.13
营业毛利率（%）	72.51	73.28	72.23
资产负债率（%）	22.99	26.09	29.87
总资本化比率（%）	16.11	16.87	20.51
总债务/EBITDA(X)	4.02	4.91	6.35
EBITDA 利息倍数(X)	5.20	4.14	4.10

注：中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告整理。

### 评级模型

本次评级适用评级方法和模型：持有型物业(C200200\_2019\_02)

恒隆地产有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	得分
规模(30%)	总资产（亿元，注）	1,776.80	10
	租金收入	10	10
运营实力(15%)	项目区位及品牌	10	10
	项目拓展风险	8	8
盈利能力与效率(15%)	EBITDA 利润率（%）*	69.70	8
	项目运营能力	8	8
财务政策与偿债能力(40%)	总资本化比率（%）	20.51	10
	EBITDA 利息倍数（X）	4.10	8
	总债务/EBITDA（X）	6.35	7
	受限资产比例	10	10
打分结果			aaa
BCA			aaa
支持评级调整			-
评级模型级别			AAA
打分卡定性评估与调整说明： 受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别（aaa）的基础上通过支持评级得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性管理、特殊事件和多元化等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终，评级结果由信评委投票决定，可能于评级模型级别存在差异。			

注：将港元转换为人民币，汇率为 1 港元=0.8409 元人民币

\*指标采用近三年平均值

### 正面

■ **公司租金收入规模较大且内地高端物业增长明显。**2020 年公司租金收入超过 80 亿港元，规模庞大，且位于内地的高端物业租金明显增长，推动公司收入稳定增长。

■ **债务负担小，偿债能力很强。**2020 年末，公司总资本化比率仅为 20.51%，2020 年总债务/EBITDA 为 6.35 倍，EBITDA 利息倍数为 4.10 倍，偿债指标表现较强。同时公司所持有的优质投资物业组合能提供稳健、可观且具备增长潜力的现金流入，有利于公司维持很强的偿债能力。

■ **融资渠道畅通，流动性充足。**2020 年末，公司未使用授信额度为 125.63 亿港元，且公司资产并未抵押给第三方，流动性充足。此外，公司作为香港上市公司，权益及债券融资渠道畅通。

### 关注

■ **新冠疫情对公司香港物业租金收入的影响。**尽管受到疫情影响，公司全年物业租赁收入因受惠于内地物业组合的可见增长，整体仍录得 4% 的升幅，但香港物业的租金收入同比下降 9%，与内地物业组合相比，香港物业租赁业务的收入和零售额预计需要更长时间才能复苏。

■ **物业重估亏损对净利润造成负面影响。**2020 年公司内地及香港物业组合均录得物业重估亏损，很大程度上反映疫情对公司香港物业和内地次高端路线商场和办公楼市况造成的负面影响。虽物业重估属非现金性质，对现金流及股息派发能力不构成实质影响，但影响了公司 2020 年净利润，公司多年来首次出现净亏损。

■ **公司部分项目在建周期较长，需关注后续开发情况。**公司杭州、昆明、无锡等项目投资周期较长，需关注项目开发及后续运营情况。

### 评级展望

中诚信国际认为，恒隆地产有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。尽管疫情持续对公司租金收入增长有一定影响，但公司租金收入依旧强劲，且债务负担低、融资渠道畅通，能够支撑公司的偿债能力。

■ **可能触发评级下调因素。**租赁需求超预期下行导致公司盈利水平超预期下降，物业开发支出较大影响流动性，使得公司偿债能力弱化。

**评级历史关键信息**

恒隆地产有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	18 恒隆地产 MTN001BC (AAA)	2020/06/18	杜凌轩、王超凡	<a href="#">中诚信国际持有型物业行业评级方法 C200200_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	18 恒隆地产 MTN001BC (AAA)	2017/09/13	陈言一、王超凡、马莉	<a href="#">中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法 (通用) CCXI TY_2016_01</a>	<a href="#">阅读全文</a>

**同行业比较**

2020 年部分持有型物业企业主要指标对比表					
公司名称	租金收入 (亿港元)	总资产 (亿港元)	总资本化比率 (%)	EBITDA 利润率 (%)	EBITDA 利息倍数 (X)
恒隆地产	89.11	2,113.16	20.51	67.12	4.10
万达商管	415.97	5,623.92	38.74	75.14	2.98

注：“万达商管”为“大连万达商业管理集团股份有限公司”简称，租金收入和总资产单位为亿元人民币。

资料来源：中诚信国际整理

**本次跟踪债项情况**

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
18 恒隆地产 MTN001BC	AAA	AAA	2020/06/18	10	10	2018/7/16 ~2021/7/16	--

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 宏观经济和政策环境

2020年中国内地经济运行基本遵循了“疫情冲击一疫后修复”的逻辑，疫情冲击下一季度GDP同比大幅下滑，二季度以来随着疫情得到控制和稳增长政策效果的显现逐步修复。从生产侧来看，工业生产反弹迅速且在反弹后维持了较高增速，服务业生产修复相对较为缓慢。从需求侧来看，政策性因素先复苏、市场性因素后复苏是其典型特征。这一特征在投资方面表现得尤为明显：基建投资、房地产投资率先复苏，市场化程度较高的制造业投资恢复较为缓慢；国有投资恢复较快，民间投资恢复相对较慢。此外，居民消费等受市场因素制约较大的变量改善有限。出口的错峰增长是需求侧最为超预期的变量，中国内地在全球率先复工复产为出口赢得了错峰增长的机会，使出口在下半年出现高速增长。疫后修复仍然是2021年经济运行的主旋律。从全年经济运行的走势来看，受基数效应的影响，2021年中国内地经济增长中枢将显著高于2020年，甚至高于新常态以来的历年平均水平。基数效应导致的高增长将突出表现在第一季度，后续将逐步回落，全年呈现“前高后低”走势。但值得关注的是，宏观经济数据同比高位运行与微观主体感受分化较大，宏观经济分析需高度关注微观主体运行所面临的实际困难及经济数据的环比变化。

香港方面，2020年香港经济受疫情、中美贸易摩擦和社会事件影响陷入衰退，GDP同比下降6.1%，是香港有数据以来的最大跌幅。分季度来看，2020年一季度和二季度香港因为疫情导致进出口缩减、居民消费和企业投资大幅下降，经济均同比下滑约9%；三季度和四季度随着经济的逐步解封、金融市场的活跃和政府出台的激励政策的支持，经

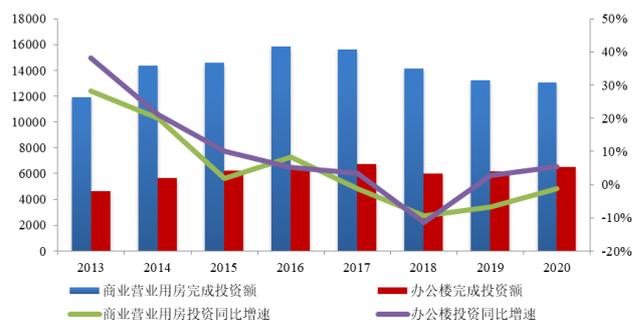
济同比降幅收窄至4%以下。2021年，香港经济呈现了复苏态势，一季度经济同比增长7.8%，远超市场预期预期的3.7%。香港已经从疫情和社会动荡中逐步恢复，实现了自2010年以来的最快增长。全球贸易的强劲复苏和众多公司排队赴港上市的强劲势头将支持香港的经济和金融业，2021年香港经济有望增长6%，但仍需关注中美贸易摩擦以及疫情等因素对经济复苏的制约。

## 近期关注

**新冠肺炎疫情冲击下中国内地商业地产租赁市场面临挑战，但高端购物商场受益于奢侈品消费回流实现了较好的业绩；2021年中国内地商业地产租赁市场将呈现企稳向好的态势**

受商业地产（办公楼和商业营业用房）结构性供需失衡影响，2018年中国内地商业地产投资同比下降后，2019年商业营用房投资同比继续下降6.7%；办公楼投资同比增速小幅回升至2.8%。2020年在疫情影响下，商业营用房投资金额同比小幅下降1.13%，而办公楼投资增速回升至5.38%。

图 1：近年来我国商业地产投资情况（亿元、%）



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

办公楼租赁方面，根据戴德梁行统计，2020年主要一线城市北京、上海和深圳的空置率大幅上涨，分别为19.4%、25.6%和25.1%，较2019年分别上升了3.2、4.7和3.0个百分点。全国一线城市甲级写字楼均出现租金下滑的情况，其中深圳以12.8%的年度租金降幅排在首位，租金降至2014年的水平。2020年大多数二线城市空置率高企，其中南宁等城市写字楼空置率高达46.7%，单位租金亦

多呈下降态势。中小企业租金成本对利润的侵蚀大，受新冠肺炎疫情的影响，或将有更多中小企业面临生存危机，企业对后续租金的敏感度也会提高。而联合办公的租户体量更小，细分行业受到的冲击将更为剧烈。2021年在经济复苏的背景下预计中国内地写字楼需求将进一步复苏，一二线城市核心区域写字楼空置率将企稳回落，单位租金亦将有所回升，其中科技和金融两大行业将担当2021年需求反弹的主导力量。

2020年上半年在新冠疫情影响下，中国内地线下零售行业受到严重冲击，下半年在国内有效疫情防控带动下，线下零售行业有所恢复，其中奢侈品消费从海外回流，推动高端购物中心销售额实现显著增长，但大多数零售物业租赁商受疫情冲击，收入出现下滑。2021年经济复苏带动的零售额增长将推动零售物业租赁行业的复苏，而全球旅游禁令仍将带动内地奢侈品市场的扩容，有利于高端购物中心业绩的持续增长。

中诚信国际认为，疫情导致中国内地商业地产租赁市场短期承压，办公楼空置率和租金水平均受到明显冲击，而零售物业租赁行业面临较大的经营压力，但高端商场收益率奢侈品回流表现强劲。2021年在国内疫情防控良好的情况下，办公楼市场将实现企稳向好趋势，零售物业租赁行业也将呈现复苏态势，其中高端购物中心业绩将持续增长。

**2020年疫情对本就陷入衰退的香港零售业形成负面冲击，商铺与写字楼租赁需求降低，租金水平明显下降；2021年零售业将明显回暖，但写字楼市场预计持续低迷**

2019年，香港消费零售业受本地社会动荡、经济环境疲弱而陷入衰退。2020年，疫情对零售业再次形成负面打击。为遏止疫情扩散，政府实施了一系列防疫措施，访港旅客人数受疫情导致的封锁措施而大幅下跌。在个人消费低迷的同时，失业率更升至16年来新高的6.6%。受此影响，2020年香港零售业销售额仅为3,265亿港元，继2019年下跌

11.1%后再次同比下跌24.3%，是有记录以来最大的年度跌幅。租金和空置率方面，受到零售业疲软、经济低迷以及旅游相关活动减少的影响，2020年香港零售铺位的租金同比下跌7.4%，而甲级商业街的整体空置率上半年一度攀升至13.5%的四年高位。

写字楼方面，受到疫情冲击、经济衰退的影响，跨国企业开始缩减经营规模，同时采取在家工作安排，许多租户都对市场前景谨慎并采取观望态度，扩张需求疲软，香港甲级写字楼租金多年来的上升趋势被中断，2020年整体下跌17.4%，创下自2009年金融危机以来最大的年度跌幅。整体甲级写字楼市场2020年净吸纳量为负220万平方尺，为有纪录以来最大收缩。

图2：香港物业租金指数情况（1999年=100）



资料来源：香港特别行政区政府差饷物业估价署，中诚信国际整理

2021年一季度，自2月底香港新冠疫苗接种计划开始启动，加上大型购物中心业主和零售商的促销策略，商业地产的市场气氛有所好转，香港本地零售市场开始复苏，零售业销货量同比上涨30%，结束连续8个季度负增长的情况，但核心区商铺租金仍有约4%的小幅下跌，多数商铺仍在等待通关后市场情况更明朗后再做进一步的部署。写字楼方面，由于疫情“封关”持续超过一年，香港核心商业区写字楼出现退租潮，一季度甲级写字楼空置率升至10.3%，租金同比大跌17.2%，净吸纳量为负28.9万平方英尺，连续第六季出现负数，预计短期内仍将呈现低迷态势。

**2020年公司内地物业租赁表现出色，但内地不同项目间表现明显分化，2021年在内地经济快速增长、**

## 奢侈品消费继续回流和部分新开业项目的带动下， 预计公司租金收入仍将实现增长

公司内地已落成物业主要分布在上海、沈阳、济南、无锡、天津、大连、昆明和武汉，主要包括商场和办公楼两种业态。2020年公司内地租金收入合计为52.77亿港元（约合人民币46.75亿元），同比增长16.13%，占公司总租金收入的59.2%，较2019年继续增长6.1个百分点。剔除多个新物业带来的租金收入，包括于2019年第三季度开业的昆明恒隆广场、无锡恒隆广场第二座办公楼、沈阳市府恒隆广场的沈阳康莱德酒店，以及于2020年11月开始供租户入驻的武汉恒隆广场新办公楼，公司租赁收入在可比较的基础上增长了11%。在全球疫情持续的背景下，受益于跨境旅行受限导致的高端消费回流，内地奢侈品消费呈现爆发式增长，使得公司多个高端商场的租金收入明显增长，但次高端商场普遍受到疫情影响，零售额和租金收入出现不同程度的下跌。

**表 1：公司中国内地物业租金收入情况（单位：亿元）**

物业名称	商场定位	2018	2019	2020
上海恒隆广场	高端	15.54	16.96	20.32
上海港汇恒隆广场 (商场部分)	高端	8.03	8.53	9.84
沈阳皇城恒隆广场	次高端	1.62	1.94	1.75
沈阳市府恒隆广场 #	高端	2.16	2.57	2.99
济南恒隆广场	次高端	2.92	3.22	2.97
无锡恒隆广场#	高端	2.52	2.89	3.63
天津恒隆广场	次高端	1.79	1.86	1.68
大连恒隆广场	高端	1.19	1.52	1.36
昆明恒隆广场	高端	--	0.54	2.20
武汉恒隆广场 <sup>^</sup>	高端	--	--	0.01
<b>总计</b>		<b>35.77</b>	<b>40.03</b>	<b>46.75</b>

注：# 2019年下半年新开幕的物业包括沈阳市府恒隆广场的沈阳康莱德酒店、无锡恒隆广场的第二座办公楼，以及昆明恒隆广场的商场与办公楼。

<sup>^</sup> 2020年11月新开幕的物业包括武汉恒隆广场的办公楼。

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

存续项目方面，上海恒隆广场仍是公司最重要的收入来源之一，该项目包含商场和写字楼，2020

年该项目的总租金收入为20.32亿元，同比增长约20%。商场方面，受益于上海恒隆广场的高端定位，2020年该项目的零售额和租金表现十分强劲，零售额同比增长60%，租金收入增长34%，出租率维持在99%的高位；办公楼部分整体租赁表现平稳，年末出租率维持在93%的水平，但由于数个租户在疫情期间为节省成本而退租，办公楼部分租金收入同比减少4%。

上海港汇恒隆广场为公司重要的商场，于2020年第三季度完成了为期三年的资产优化计划，全面恢复正常营运，在资产优化工程的最后阶段，吸引了大量客流，零售额提升了42%，租金收入则增长约15%至9.84亿元，年末出租率同比提升7个百分点至98%。

沈阳皇城恒隆广场定位为次高端商场，2020年受疫情打击加上周边步行街沿途实施长达数月的大范围道路工程，沈阳皇城恒隆广场客流量有所下降，年末出租率回落7个百分点至88%，零售额则同比下跌15%，收入同比减少约10%至1.75亿元。随着道路工程竣工和疫情受控，商场人气逐渐恢复至疫情前的水平。公司致力于优化该商场的租户组合，引入更具竞争力和特色的品牌以巩固其作为沈阳潮流时尚生活商场的领导地位。

沈阳市府恒隆广场包括一家高端商场、写字楼和酒店。2020年该项目收入同比增加约16%至2.99亿元，主要受惠于2019年开业的沈阳康莱德酒店所带来的新收入来源。商场方面，受疫情和沈阳奢侈品行业竞争激烈的影响，出租率下跌5个百分点至89%，收入减少7%，但零售额增加了9%。办公楼方面，得益于稳健的定位，出租率同比上升3个百分点至90%，但受到沈阳办公楼市场整体空置率攀升、租金下降的影响，市府恒隆广场办公楼收入下跌2%。此外，沈阳康莱德酒店在2020年上半年受到疫情影响一度表现低迷，但随着商务和国内旅行在5月重启，酒店收入亦逐渐回升，全年贡献了0.8亿元的收入。康莱德酒店将进一步与沈阳市府恒隆广场的商场和办公楼紧密合作，提升各物业的

知名度，并充分发挥整个商业综合项目的协同效应。

济南恒隆广场定位为次高端商场，受到疫情影响，商场零售额下跌 18%，租金收入下降约 8% 至 2.97 亿元，年末出租率下降 4 个百分点至 94%。该商场计划于 2021 年开展大规模的资产优化计划，致力吸纳更强大的品牌组合，是项翻新工程预期于 2022 年起分阶段完成。纵使翻新工程进行期间可能对销售额构成轻微影响，但由于当地政府正部署刺激旅游和内地消费的措施，加上短期内海外旅游未见解封迹象，内地消费将持续向好，预计商场 2021 年的前景乐观。

无锡恒隆广场包含商场和写字楼，2020 年租金收入为 3.63 亿元，同比增长超过 25%。商场方面，随着多个顶尖奢侈品品牌迁入，主打高端奢侈品消费的无锡恒隆广场收入和零售额增长强劲，2020 年同比分别跃升 30% 和 72%，并通过顾客关系管理计划“恒隆会”持续提升顾客购物体验进而推动奢侈品销售额。办公楼方面，得益于部分现有租户扩张业务和多家来自保险、科技和新经济行业的跨国企业从其他物业迁入，两座办公楼租金收入提升 16%，年底出租率合计为 72%，较 2019 年末的 65% 提升约 7 个百分点。此外，同年 9 月推出的首个多功能办公空间“恒聚”，通过提供灵活多样的顶级智能办公空间，进一步吸引来自不同行业的潜在租户。

天津恒隆广场作为次高端购物商场表现相对低迷。受到疫情停业影响，2020 年零售额减少 23%，收入下跌约 10% 至 1.68 亿元，由于租户优化仍在进行中，导致年末出租率为 76%，同比下降 13 个百分点。

大连恒隆广场受疫情影响较大，表现较为低迷，零售额在 2019 年实现 29% 的强劲增长后，2020 年则减少 18%，年末出租率为 77%，同比减少 5 个百分点，租金收入下降近 11% 至 1.36 亿元。大连恒隆广场自 2020 年第三季度起引入高端奢侈品牌，并在 2021 年初升级转型为高端地区时尚生活商场，

同时亦会持续加强非奢侈品品牌以满足顾客的需求。随着地铁隧道工程竣工以及 2020 年 6 月成功推出的顾客关系管理计划“恒隆会”，预计可显著提升商场的客流量和营业额，从而利好收入和出租率表现。

昆明恒隆广场定位为高端购物商场，于 2019 年 8 月开业后便占据了昆明奢侈品市场龙头的地位，近百个奢侈品品牌为首次进驻云南，使得 2020 年商场租金收入达 1.83 亿元，年末出租率则较 2019 年末提升 9 个百分点至 91%。办公楼方面，凭借优异的地段和顶级的办公设施，办公楼已吸引超过 80 家中外知名企业入驻，年末出租率达到 41%，同比提高 28 个百分点，租金收入为 0.37 亿元。

新开业项目方面，武汉恒隆广场是公司在华中地区的首个项目。因受疫情影响，工期延误了约六个月，但该项目进度良好，办公楼于 2020 年 11 月开放供租户进驻，首批迁入办公楼的租户包括平安人寿保险公司、DHL、道达尔（TOTAL）、大福（Daifuku）及联创设计（UDG Design）等知名企业，办公楼启用后首两个月即取得约 100 万元的租金收入，年底出租率为 15%。商场方面，武汉恒隆广场的购物商场于 2021 年 3 月盛大开业，集聚多个国际奢侈品牌，有望成为武汉最具吸引力的购物广场之一，目前超过 80% 的空间已经租出，有望带动公司租金收入继续增长。

**中诚信国际认为**，2020 年公司内地物业运营表现良好，租金收入仍取得较大幅度增长，但不同项目间表现明显分化，高端购物商场受益于奢侈品消费回流，表现明显优于次高端购物商场，但次高端购物商场的整体零售额已于 2020 年第四季度恢复至疫情前的水平。武汉恒隆广场办公楼和商场在 2020 年四季度和 2021 年一季度陆续开业，运营表现良好。目前公司物业所在地疫情控制情况均较为良好，公司业务已全面恢复正常，且公司仍将受益于中国内地经济快速增长和居民跨境出行受限带来的奢侈品消费回流，预计 2021 年公司内地物业出租收入将继续增长。

## 公司部分在建项目周期较长，需持续关注相关项目的开发进度和未来运营情况

2020年末，公司在建投资物业主要包括武汉恒隆广场、无锡恒隆广场第二期、昆明恒隆广场、杭州恒隆广场及沈阳市府恒隆广场。

武汉恒隆广场的办公楼及商场部分已于2020年四季度和2021年一季度相继完工开幕，余下的开发项目为可供出售的寓所，建筑工程已展开，预期于2022年第三季度起分阶段完成，并将于2021年下半年开始预售。

无锡恒隆广场第二期开发项目包括可供出售的寓所以及一间精品酒店，总楼面面积近11万平方米。该项目已于2020年11月开始进行主要工程。虽然受到疫情和政府实施的环保措施影响，但工程进度仍较理想，预期工程将于2023年起完成。

昆明恒隆广场的商场及办公楼部分已于2019年8月底完工开幕，余下的开发项目包括一座五星级昆明君悦酒店及可供出售的寓所，建筑工程已经展开，预期将于2023年年中开幕。

杭州恒隆广场位于杭州下城区百井坊的核心地段，计划开发成为一个地标式商业综合项目，包括一个高端购物商场、五幢甲级办公楼及一座五星级文华东方酒店，地面总楼面面积约19.41万平方米。该项目主要工程已于2020年9月起动工，预期于2024年起分阶段落成。

沈阳市府恒隆广场余下在建部分包括零售商场、可供出售的寓所及办公楼，零售商场和寓所的建筑工程已于2020年9月正式展开。

截至2020年末，公司对投资物业的发展项目资本承担总额为193亿港元。

总体来看，公司部分在建项目建设周期长，中诚信国际将持续关注公司主要项目的开发进度、投资压力及未来的运营状况。

## 受疫情影响，2020年公司香港地区物业租金收入有所减少，市场面临重重挑战

公司香港物业市场相对成熟，近年来租金增速相对平稳，2016~2019年租金收入年增速稳定在2%左右；但2020年公司在香港地区租赁业务持续受疫情影响。疫情导致访港旅客人数大跌，政府颁布的社交封锁措施对餐饮、戏院、教育机构和美容院等各类租户产生不同程度的影响。为减轻营商环境对租户的影响，公司因应个别租户的经营情况提供租金宽减，并对大多数新租赁和续租租户的租金进行了下调，导致香港物业租赁租金收入同比下降近9%至36.34亿港元。

商场方面，疫情对铜锣湾和旺角等以游客为主的商铺组合租金收入影响较为严重，游客到访锐减和租金宽减使得2020年铜锣湾和旺角的商铺组合租金收入减少16%；其中2020年末铜锣湾商铺出租率同比下跌2个百分点至95%，旺角商铺中的家乐坊由于原本占地三层的主要租户的迁出，在和新租户进行磋商的过渡期间内出租率下跌38个百分点至62%。港岛东的康怡广场及九龙东的淘大商场作为社区购物商场受到影响轻微，康怡广场的收入和出租率仍保持相对稳健，但淘大商场受到疫情影响，时装、珠宝及美容等产品需求疲弱，并迫使餐厅、健身中心和服务业停业，导致收入下降了8%。山顶广场于2019年下半年结束大型资产优化计划而重新开业，2020年租金收入同比上升了9%，年末出租率则上升了4个百分点至95%，一定程度上缓解了疫情对整体商铺出租率的不利影响。整体来看2020年末公司商场/商铺出租率仅同比下降1个百分点至97%，租金收入下降约10%至21.39亿港元。

办公楼方面，受地缘政治紧张局势和疫情持续造成的经济不确定性因素拖累，2020年香港办公楼租赁业务表现相对低迷，部分租户为了节省营运开支而积极缩减办公室规模，办公楼整体出租率下跌4个百分点至88%，租金收入下跌了约6%至12.32亿港元。不同地段的办公楼组合表现分化，位于中环的办公楼组合持续吸引金融及专业服务的优质租户进驻，出租率高企，年度租金收入增加了约

2%；而位于旺角和铜锣湾的办公楼组合由于半零售业务占比较高，租金收入分别下跌约 6% 和 21%。

住宅及服务式寓所受旅客减少的影响最为显著，租金同比下降 19% 至 2.63 亿港元。且由于香港疫情目前尚未完全得到控制，通关时间一再推迟，影响仍在持续，预计需要更长时间才能恢复至疫情前的水平。

**表 2：公司香港地区物业租金收入情况（亿港元）**

	2018	2019	2020
商场/商铺	23.26	23.74	21.39
办公楼及工业/办公楼	12.86	13.15	12.32
住宅及服务式公寓	3.25	3.23	2.63
<b>合计</b>	<b>39.37</b>	<b>40.12</b>	<b>36.34</b>

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

目前公司物业销售集中在香港地区，住宅产品定位豪宅市场，享有丰厚的溢利空间。2020 年香港住宅物业市场环境较为低迷，豪宅市场则表现强韧，资本价格大致持平。2020 年公司出售了浪澄湾最后一个复式住宅单位，物业销售收入同比减少近 80% 至 0.62 亿港元。2020 年 12 月，公司出售了香港部分非核心投资物业，包括碧海蓝天和浪澄湾共 44 个停车位，该交易将于 2021 年上半年完成。截至 2020 年末，公司仍有 9 间位于蓝塘道 23-39 号的豪华大宅可供销售。

公司与母公司恒隆集团有限公司建立合营企业，共同发展位于香港北角的电气道 226-240 号的重建项目，该项目总楼面面积接近 1 万平方米，将建造成一幢甲级办公楼，办公楼低楼层将作零售商铺用途，该项目预计于 2022 年竣工。

公司于 2019 年 4 月通过强制拍卖整合了牛头角淘大工业村的全部权益。目前淘大工业村项目正在进行地基工程，将重建为可供出售的住宅单位，而平台将设有商铺。该项目总楼面面积约 1.6 万平方米，预计于 2021 年下半年开始预售住宅单位并于 2023 年完工。2020 年 9 月，公司以约港币 25.66 亿元投得港岛南区寿山村道 37 号一幅地皮，未来将建造成多间独立式豪华大宅，预计 2024 年落成。

此外，公司于武汉恒隆广场的可供出售的寓所

项目将于 2021 年下半年开启预售，预计将对公司物业销售收入形成有效补充。

总体来看，2020 年香港地区持有物业租金水平受疫情影响而有所下跌，销售规模由于待售物业数量减少而下降明显。2021 年在疫情持续影响下，公司香港租赁业务市场仍将面临重重挑战。此外，中诚信国际将关注淘大工业村住宅项目的销售计划、电气道和牛头角项目的开发进度以及公司在香港地区住宅项目的进一步获取计划。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经毕马威会计师事务所审核并出具的 2018~2020 年财务报告。公司财务报表均为综合口径，并依据香港会计师公会颁布的《香港财务报告准则》编制，2018~2020 年财务数据均为审计报告期末数。

### 疫情下香港物业收入受到冲击，但内地高端物业租金收入增长可观，带动公司 2020 年营业收入维持小幅增长。物业重估亏损对盈利造成负面影响，公司多年来首次出现净亏损，但 2021 年有望再次实现盈利

公司营业收入主要来源于物业租赁。2020 年，公司实现营业收入 89.73 亿港元，同比增加 1.37%。具体来看，物业租赁收入 89.11 亿港元，同比增加 4.15%，占营业收入比例由 2019 年的 96.7% 上升到 2020 年的 99.3%。香港和内地物业租赁表现分化，内地物业租赁受益于奢侈品消费回流带动的高端物业销售额爆发式增长，租金收入同比增长超过 15% 至 52.77 亿港元；而香港物业租赁则持续受到疫情引发的封锁影响，表现较为低迷，租金收入同比下降 9.42% 至 36.34 亿港元。公司物业销售业务集中在香港地区，近年来规模持续下降，2020 年物业销售收入仅为 0.62 亿港元，继 2019 年同比下降 75.88% 后 2020 年再度下降 79.05%。

**表 3：2018~2020 年公司营业收入构成（亿港元）**

	2018	2019	2020
物业租赁	81.81	85.56	89.11

内地	42.44	45.44	52.77
香港	39.37	40.12	36.34
<b>物业销售</b>	<b>12.27</b>	<b>2.96</b>	<b>0.62</b>
香港	12.27	2.96	0.62
<b>合计</b>	<b>94.08</b>	<b>88.52</b>	<b>89.73</b>

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

毛利率方面，2020 年公司毛利率同比小幅下降 1.05 个百分点至 72.23%。具体来看，2020 年公司物业租赁板块毛利率为 72.24%，同比小幅下降 1.68 个百分点，其中内地和香港各自贡献了 65.72% 和 81.70% 的毛利率，虽然香港地区运营更加成熟，毛利率水平高于内地物业，但两地差距由 2019 年的 19.76 个百分点缩小至 2020 年的 15.98 个百分点。2020 年公司物业销售毛利率上升 16.24 个百分点至近年新高的 70.97%。

**表 4：2018~2020 年公司毛利率水平（%）**

	2018	2019	2020
<b>物业租赁</b>	<b>74.07</b>	<b>73.92</b>	<b>72.24</b>
内地	64.54	64.66	65.72
香港	84.35	84.42	81.70
<b>物业销售</b>	<b>62.10</b>	<b>54.73</b>	<b>70.97</b>
香港	62.10	54.73	70.97
<b>合计</b>	<b>72.51</b>	<b>73.28</b>	<b>72.23</b>

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

期间费用方面，2020 年公司期间费用合计为 6.42 亿港元，同比上升 30.22%，期间费用收入占比上升至 7.15%，但仍处于较低水平。期间费用的上升主要源于新物业于 2019 年及 2020 年落成及开业后，发展中项目的借贷成本资本化减少、费用化上升，导致公司利息支出净额有所升高。

**表 5：2018~2020 年公司期间费用情况（亿港元）**

	2018	2019	2020
行政费用	6.37	5.93	5.31
利息支出（收入）净额	6.24	-1.00	1.11
期间费用合计	12.61	4.93	6.42
营业总收入	94.08	88.52	89.73
<b>期间费用收入占比（%）</b>	<b>13.40</b>	<b>5.57</b>	<b>7.15</b>

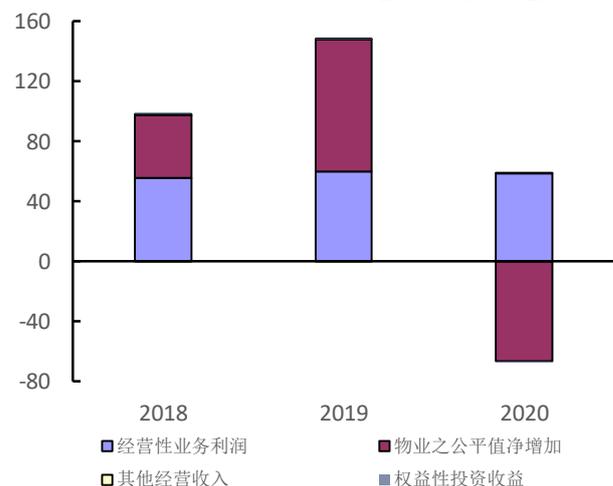
资料来源：公司年报，中诚信国际整理

利润方面，2020 年公司录得除税前亏损总额为 8.63 亿港元，净亏损为 20.56 亿港元，均由正转负，主要来自于 66.64 亿港元的物业公平值净减少额。从物业公平值的具体变化来看，2020 年内地物

业组合重估亏损为 25.29 亿港元，2019 年为重估收益 92.81 亿港元，2020 年亏损很大程度上反映新冠疫情对次高端路线商场和办公楼市况造成的负面影响。香港物业重估继 2019 年亏损 4.84 亿港元后，2020 年再度亏损 41.35 亿港元，显示疫情抑制消费力以及香港经济复苏速度较慢等因素的影响。整体而言，2020 年末较 2019 年末录得的估值减少约 4%。然而，恒隆地产持有的投资物业均为长期投资，以获取经常性租金收入为目的。物业重估亏损属于非现金性质，对现金流及股息派发能力不会构成实质影响。

总体来看，香港物业租赁收入和销售收入下降明显，但内地高端物业租金收入增长较大，对冲了香港业务的不利影响，带动 2020 年公司营业总收入同比仍保持稳定，公司毛利率同比小幅下降但仍保持在较高水平。由于公司物业重估产生较大亏损，公司 2020 年陷入亏损，预计 2021 年在经营状况企稳的情况下投资物业将不会出现大额减值，公司有望再度实现盈利，中诚信国际将持续关注公司投资物业的估值情况。

**图 3：2018~2020 年公司利润总额构成（亿港元）**



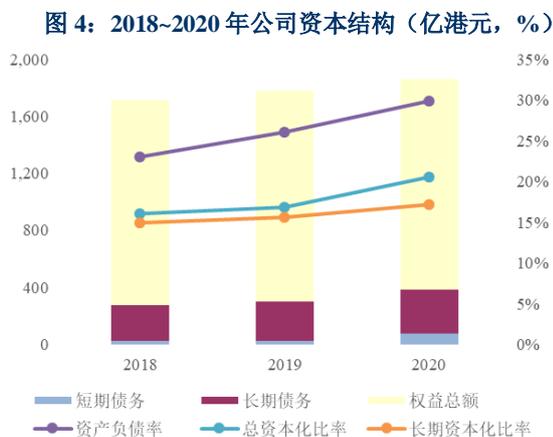
资料来源：公司年报，中诚信国际整理

**2020 年公司债务规模有所增长，导致公司资产负债率和总资本化比率有所增长，但仍维持在较低水平，整体来看公司资本实力很强**

2020 年，主要受投资物业和货币资金规模增加

的影响，期末公司总资产为 2,113.16 亿港元，同比增长 5.67%；其中公司货币资金逆转了 2014 年以来的下降态势，2020 年末同比上升 91.14% 至 63.19 亿港元，主要受公司降低投资规模以及增加借贷的影响。而就货币种类而言，随着公司加大对内地市场的投入，人民币资金的占比也在增加，其占公司货币资金的比重由 2019 年末的 35% 上升至 2020 年的 57%，与公司现有业务匹配度较高。2020 年末公司总负债为 631.28 亿港元，同比增长 21.01%，在部分中长期债务临近到期的影响下，短期债务规模同比大幅增长 175.67% 至 74.90 亿港元，而总债务则在公司增加融资规模的影响下同比增加 27.53% 至 382.45 亿港元。

资本结构方面，由于公司负债增长快于总资产的增长，且债务规模有所增加，导致 2020 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 29.87% 和 20.51%，同比分别增长 3.78 个百分点和 3.64 个百分点，但总体来看公司资产负债率和总资本化比率均维持在很低水平，资本实力很强。



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

**尽管公司经营活动净现金流减少叠加债务规模攀升导致部分偿债指标有所弱化，但仍处于较好水平，且公司流动性充足，融资渠道畅通，整体来看偿债能力很强**

截至 2020 年末，公司总债务为 382.45 亿港元，同比增长 27.53%，其中短期债务占比为 19.58%，同比跃升 10.52 个百分点，尽管短期债务压力有所

上升，但仍旧处于较低水平。

偿债指标方面，由于公司支付了寿山村地块相关交易的押金和印花税导致应收账款及其他应收款现金流出规模增加，公司经营活动净现金流同比有所下降，使得经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力有所弱化。而 EBITDA 由于剔除了物业重估和应收账款的影响，同比 2019 年末保持相对稳定。但因为债务规模上升，其对债务本息的覆盖能力仍有所下降。2020 年 EBITDA 和经营活动净现金流对利息的覆盖倍数分别为 4.10 倍和 2.32 倍，分别较 2019 年末下降 0.04 倍和 1.29 倍。尽管公司 2020 年偿债指标有所弱化，但公司整体财务政策仍非常稳健，且长期持有的优质投资物业组合能提供稳健、可观且具备增长潜力的现金流，公司偿债能力仍保持很强水平。

**表 6：2018~2020 年公司偿债能力指标（亿港元）**

	2018	2019	2020
货币资金	105.10	33.06	63.19
短期债务	24.36	27.17	74.90
长期债务	251.37	272.72	307.55
总债务	275.73	299.89	382.45
EBITDA	68.65	61.08	60.23
经营活动净现金流	57.38	53.19	34.13
利息支出	13.20	14.75	14.70
总债务/EBITDA (X)	4.02	4.91	6.35
EBITDA 利息倍数 (X)	5.20	4.14	4.10
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.21	0.18	0.09
经营活动净现金流/利息支出 (X)	4.35	3.61	2.32

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

融资方面，截至 2020 年末，公司未使用授信额度为 125.63 亿港元，流动性较为充足，能够支撑公司的发展。同时，公司作为香港上市公司，具有畅通的权益融资通道和债券融资通道，融资能力很强。

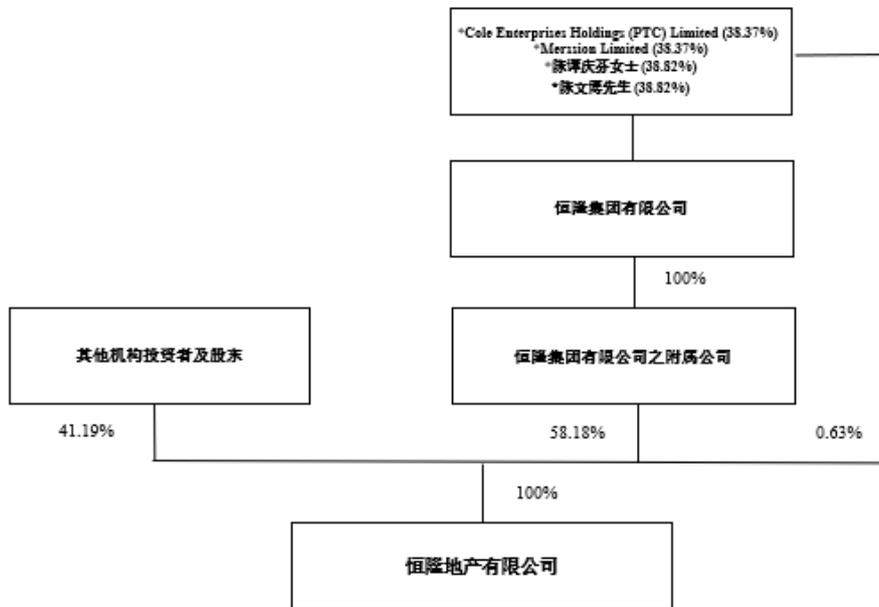
或有事项方面，截至 2020 年末，公司无对外担保。

受限资产方面，截至 2020 年末，公司无所有权受到限制的资产。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持恒隆地产有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18恒隆地产 MTN001BC”的债项信用等级为 **AAA**。

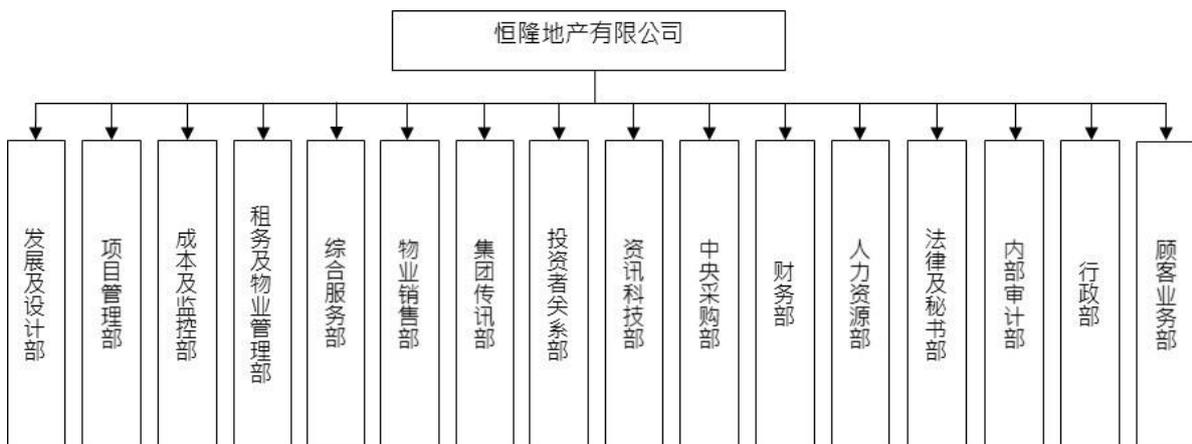
## 附一：恒隆地产有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年末）



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

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

资料来源：公司提供



资料来源：公司提供

## 附二：恒隆地产有限公司财务数据及主要指标

财务数据 (单位: 亿港元)	2018	2019	2020
现金及银行存款	105.10	33.06	63.19
应收账款及其他应收款	20.46	22.79	34.99
待售物业	24.42	56.42	79.88
物业, 厂房及设备	1,680.78	1,873.70	1,921.19
合营企业权益	13.30	12.96	11.61
总资产	1,864.53	1,999.80	2,113.16
应付账款及其他应付款	59.74	89.11	109.78
递延税项负债	87.76	124.59	132.99
短期债务	24.36	27.17	74.90
长期债务	251.37	272.72	307.55
总债务	275.73	299.89	382.45
净债务	152.10	266.83	319.26
总负债	428.59	521.68	631.28
费用化利息支出	10.69	0.46	1.74
资本化利息支出	2.51	14.29	12.96
所有者权益 (含少数股东权益)	1,435.94	1,478.12	1,481.88
营业总收入	94.08	88.52	89.73
投资物业之公允价值增加/减少	41.70	87.97	-66.64
应占合营企业盈利/ (亏损)	0.97	0.09	-0.88
净利润/ (亏损)	86.52	98.00	-20.56
EBITDA	68.65	61.08	60.23
经营活动净现金流	57.38	53.19	34.13
投资活动净现金流	-52.59	-99.65	-21.96
筹资活动净现金流量	-19.26	-24.82	23.05
现金及现金等价物净增加/减少额	-14.47	-71.28	35.22
财务指标	2018	2019	2020
营业毛利率 (%)	72.51	73.28	72.23
EBITDA 利润率 (%)	72.97	69.00	67.12
总资产收益率 (%)	3.69	3.14	2.91
流动比率 (X)	1.69	0.90	0.94
速动比率 (X)	1.41	0.45	0.52
资产负债率 (%)	22.99	26.09	29.87
总资本化比率 (%)	16.11	16.87	20.51
短期债务/总债务 (%)	8.83	9.06	19.58
经营活动净现金/总债务 (X)	0.21	0.18	0.09
经营活动净现金/短期债务 (X)	2.36	1.96	0.46
经营活动净现金/利息支出 (X)	4.35	3.61	2.32
总债务/EBITDA (X)	4.02	4.91	6.35
EBITDA/短期债务 (X)	2.82	2.25	0.80
EBITDA 利息倍数 (X)	5.20	4.14	4.10

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	短期债务	=一年内到期银行借贷及其他借贷+一年内到期租赁负债
	长期债务	=一年后到期银行借贷及其他借贷+一年后到期租赁负债
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-银行存款及现金(流动资产)-银行存款(非流动资产)
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益(含少数股东权益))
	长期资本化比率	=长期债务/(长期债务+所有者权益(含少数股东权益))
	盈利能力	营业毛利率
期间费用收入占比		=(行政费用+利息支出净额)/营业总收入
EBIT(息税前盈余)		=税前溢利+计入财务费用的利息支出-投资物业之公允价值增加
EBITDA(息税折旧摊销前盈余)		=税前溢利+计入财务费用的利息支出+折旧及摊销-投资物业之公允价值增加
EBITDA 利润率		=EBITDA/营业总收入
总资产收益率		=EBIT/总资产平均余额
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=(流动资产-待售物业)/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息倍数	=EBITDA/利息支出

## 附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
<b>AAA</b>	受评对象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。
<b>AA</b>	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
<b>A</b>	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
<b>BBB</b>	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
<b>BB</b>	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
<b>B</b>	受评对象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。
<b>CCC</b>	受评对象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。
<b>CC</b>	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
<b>AAA</b>	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
<b>AA</b>	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
<b>A</b>	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
<b>BBB</b>	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
<b>BB</b>	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
<b>B</b>	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
<b>CCC</b>	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
<b>CC</b>	基本不能保证偿还债券。
<b>C</b>	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
<b>A-1</b>	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息风险较小，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息风险很高，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。