



联合地产 (0056.HK)

CREATIVE THE BEST
PLACES
FOR EVERYBODY

■ 撰文：Rachael 视觉设计：Rosa 策划：瑞象基金研究团队 teicapital.com

联合地产 (0056.HK)

是联合集团有限公司（「联合集团」）的附属公司，公司于 1981 年在香港联合交易所上市，并于 1987 年改名为「联合地产（香港）有限公司」。

联合地产及其附属公司和联营公司的核心业务为地产投资、地产发展、酒店相关业务及金融服务。公司在香港的地产投资、发展以及酒店相关业务的权益，主要透过其全资附属公司或拥有 50% 权益的 Allied Kajima Limited（「Allied Kajima」）持有；而中国内地的地产投资、发展以及酒店相关业务的权益，则透过新鸿基有限公司（「新鸿基」）旗下的联营公司天安中国投资有限公司（「天安」）持有。金融服务则主要透过公司的附属公司「新鸿基有限公司」持有 58.18% 股权的亚洲联合财务有限公司经营。新鸿基持有 51.15% 权益的附属公司卓健从事提供保健服务。



联合地产主要业务如下

- 投资、经纪及金融

包括买卖证券、提供证券经纪及相关服务、提供外汇、黄金及商品的经纪服务、提供证券孖展融资及保险经纪服务、提供有关融资及顾问产品以及提供有期贷款融资。

- 私人财务

提供私人贷款财务产品。

- 保健

提供医疗服务、护理介绍所、物理治疗、牙科服务及护老服务。

- 物业租赁、酒店业务及管理服务

物业租赁、由第三方管理的酒店及提供物业管理服务。

- 销售物业及与物业有关之投资

发展及销售物业以及与物业有关的投资。



业务分析

2008年上半年公司收益同比下降了7.7%至约19.46亿港元，收益下降主因经纪及金融业务营业额因期内金融市场不稳定所致，但部分减幅已被私人财务及保健分部的收益增长而抵销；股东应占溢利约为3.22亿港元，同比下降56.6%，每股盈利为5.70港仙（2007年：13.82港仙）。溢利下降乃主要由于：

- 金融服务部门的贡献减少；
- 投资物业之公平价值收益降低；
- 全球金融市场衰退而导致证券投资有已变现及未变现的亏损。

联合地产 2008 年上半年分部业绩 (单位：千港元)

	投资、经纪及金融	私人财务	保健	物业租赁、酒店业务及管理服务	出售物业及与物业有关的投资	合计
收益	650,687	640,817	521,275	113,873	34,180	1,960,832
所占比率	33.18%	32.68%	26.58%	5.81%	1.74%	100.00%
分部业绩	221,335	139,259	25,276	83,467	13,193	482,530
所占比率	45.87%	28.86%	5.24%	17.30%	2.73%	100.00%
毛利率	34.02%	21.73%	4.85%	73.30%	38.60%	24.61%

资料来源：联合地产 2008 年半年报整理

通过上表的分析可以看出

2008年上半年公司的物业租赁及酒店业务的毛利率是最高的，达到了73.30%，主要是因为工商、住宅物业的租金收入增加，投资物业公平价值增加，旅游业蓬勃，酒店房价以及入住率上升。保健业务的毛利率最低，只有4.85%。



而公司的主要营业收入则分别来自投资、经纪及金融，私人财务以及保健三项业务，前两项业务溢利所占总溢利的比率也较高，保健业务由于毛利率下滑，溢利大减。

私人财务

私人财务分部亚洲联合财务有限公司的贷款组合及利息收入均录得双位数字的增长。但由于 2007 年 5 月因有出售香港建屋贷款有限公司获得的利润，若扣除这部分利润，期间溢利同比增加 19%

物业

— 香港

公司在香港的物业主要包括：工商物业、住宅物业及酒店。工商物业有联合货运中心，联合鹿岛大厦、中国网络中心、皇后大道中九号 22 楼全层。住宅物业包括雅柏苑、世纪阁、安兰阁、红山半岛、地利根德阁第三座、圣佐治大厦。酒店则包括香港宜必思世纪轩、香港宜必思世纪轩、马尼拉索菲特菲律宾广场酒店。

— 中国内地

公司持有天安中国投资有限公司 (0028.HK) 36% 的股权。2008 年上半年，天安的收益约为 2.1 亿 (港元，下同)，同比下降 14%，股东应占溢利约为 9.57 亿港元，上升 185%。主要是因为天安发行认股权证以致衍生金融工具负债的公允价值变动产生的 7.57 亿收益。

天安于 2008 年上半年售出 3.43 万平方米楼面 (2007 年上半年则为 4.01 万平方米)，已完成住宅及商业物业的总楼面面积约为 7.99 万平方米，同比增加 60%。截至 2008 年 6 月 30 日，在建工程的总楼面面积约为 36.2 万平方米，同比增加 8%。天安现有土地储备约为 705.3 万平方米。天安的财务状况稳健，同期的银行结余及现金总额超逾 30 亿港元，预期会随着收到出售款项而增加。

经纪及金融

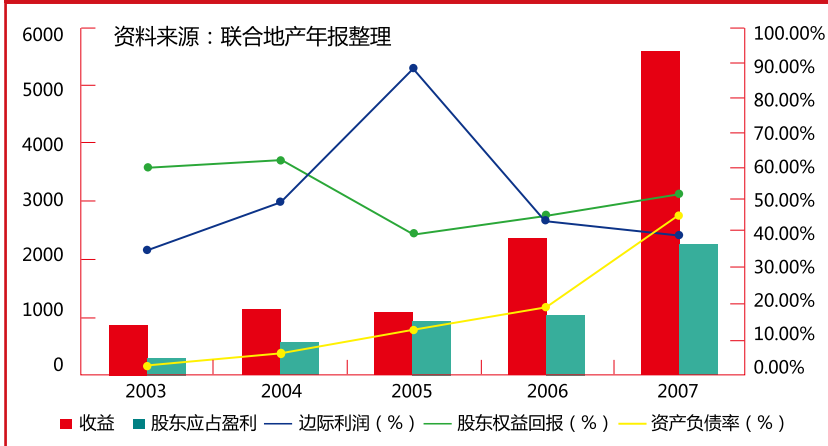
经纪及金融服务分部新鸿基 (0086.HK) 录得股东应占溢利为 4.62 亿港元 (2007 年：7.47 亿港元)。

保健

卓健录得收益 5.19 亿港元，同比上升 12.5%；股东应占溢利为 2930 万港元，同比下降 8.2%。主要原因是卓健的银行存款利息收入减少、经营养老服务贡献下降，以及一间已于 2007 年下半年被出售的联营公司没有带来贡献。

财务分析

联合地产主要财务指标示意图



从左图中

我们可以发现联合地产的营业额五年来稳步上升，由于边际利润率下降，所以股东应占溢利表现略逊，但由于净资产增长幅度落后盈利增长，故 ROE 和 ROA 上升趋势明显。

估值分析

根据对下表中公司各项业务从 2005 年到 2008 年上半年近 4 年的业务进行分析，我们对其业务分部的表现预测后进行综合分别得到 2008 年，2009 年的预测业绩如下页表格所示。

联合地产分部业绩表现 单位：千港元

	投资、经纪及金融	私人财务	保健	物业租赁、酒店业务及管理服务	出售物业及与物业有关的投资	合计
2008 年上半年						
收益	650,687	640,817	521,275	113,873	34,180	1,960,832
分部业绩	221,335	139,259	25,276	83,467	13,193	482,530
毛利率	34.02%	21.73%	4.85%	73.30%	38.60%	24.61%
2007 年						
收益	2,608,789	1,124,942	957,323	207,806	—	4,898,860
分部业绩	2,054,776	97,804	50,117	605,355	30,573	2,838,625
毛利率	78.76%	8.69%	5.24%	291.31%	—	57.94%
2006 年						
收益	1,423,064	360,643	224,579	187,972	—	2,196,258
分部业绩	742,019	88,668	17,983	346,416	-10,111	1,184,975
毛利率	52.14%	24.59%	8.01%	184.29%	—	53.95%
2005 年						
收益	808,078	—	—	177,957	—	986,035
分部业绩	299,353	—	—	631,147	26,340	956,840
毛利率	37.05%	—	—	354.66%	—	97.04%

联合地产业绩预测表 单位：千港元

	2007A	2008E	2009E
营业额	5,600,212	3,710,355	4,823,461
增长率	136.56%	-33.75%	30.00%
股东应占盈利	2,253,707	1,632,556	2,170,558
增长率	115.08%	-27.56%	32.95%
每股基本盈利 (仙)	41.35	27.37	36.39
市盈率	—	2.5	3
股价 (元)	—	0.68	1.09

附录:

附表一：联合地产 2003-2007 年的基本财务数据 单位：千港元

	2007 年	2006 年	2005 年	2004 年	2003 年
营业额	5,600,212	2,367,332	1,059,167	1,128,169	862,783
除税前盈利	3,280,804	1,299,512	1,115,748	740,336	435,675
利息费用	542,346	278,612	96,778	47,208	60,016
毛利	4,886,672	2,100,605	979,555	926,242	765,554
经营盈利	3,280,804	1,299,512	1,115,748	740,336	160,493
股东应占盈利	2,253,707	1,047,822	935,342	563,023	311,020
每股盈利	41.35	19.51	174	114	64
每股股息 (仙)	3	1.5	10	5	—
每股产净值 (港元)	1.97	15.79	13.16	10.01	9.99
财务比率					
边际利润 (%)	40.24	44.26	88.31	49.91	36.05
股东权益回报 (%)	20.22	12.35	13.23	10.47	6.36
债项 / 股东权益 (%)	32.93	28.91	25.83	30.68	40.93
派息比率 (倍)	0.07	0.08	0.06	0.04	—
资料来源：联合地产年报整理					

附图二：联合地产的主要股东结构示意图

