

張健民, CFA

研究部主管

ivan.cheung@sinopac.com

黃景成

研究員

gary.wong@sinopac.com

息口環境、房地產信託及本地地產股未來展望

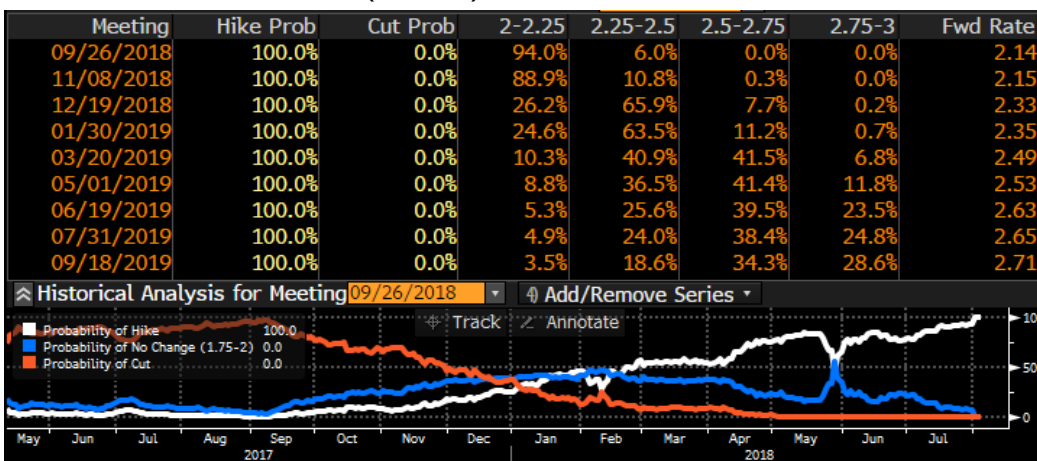
研究引指

- 美國聯儲局本周三結束一連兩日議息會議，宣布利率不變，聯邦基金利率維持於 1.75 厘至 2 厘，符合市場預期。利率期貨顯示，9 月 26 日議息會議加息機會達到 100%。傳統觀念上，受利息環境帶動，房地產投資信託 (REIT) 及本地地產股的走勢跟息口表現剛好相反，我們在此用基本價值上作出驗證，並提供買賣及換碼策略。

美國聯儲局 8 月議息會議結果及未來議息展望

- 8 月 1 日美國聯儲局議息會議，公布利率不變，利率維持於 1.75 厘至 2 厘，符合市場預期。聯儲局重申美國經濟增長及勞動力市場持續強勁，貨幣政策立場仍然寬鬆。

大市成交量及恒生指數比對圖 (周線圖)



資料來源：永豐金證券研究部、彭博

- 美國利率期貨顯示，下月 9 月 26 日會議加息機會達到 100%，預期最大機會加息至 2 至 2.25 厘。我們預期今年內有 1 至 2 次的加息的機會，預計今年年尾聯邦基金利率將達 2 至 2.5 厘。

香港息口環境及未來展望

- 在銀行同業拆息 (Hibor) 圖中，顯示自 2017 年 10 月份起，香港的息口環境偏向緊隨美國上調，低息的環境一去不復返，我們預期未來香港的息口只會維持現況或更加偏向上調。

香港銀行同業拆息圖 (一個月)



房地產投資信託 (REIT) 在息口環境變化的未來展望

- 為了全面地分析在日後房地產投資信託 (REIT) 的走勢，我們應從四個角度分析息口環境對房地產投資信託的影響。一) 機會成本; 二) 融資成本; 三) 資產質素評估; 四) 個股現價估值評估。

一) 機會成本:

隨著市場預料港息將會隨美息上調，增加其他生息工具的回報，增加了持有 REIT 的機會成本，令到 REIT 這類高息股相對不夠吸引，間接減低了買入 REIT 的需求，在非低息環境的情況下，REIT 的需求減少，價格受間接影響。

二) 融資成本:

大部份企業都需透過融資而支持業務增長，而房地產投資信託有較獨特的企業結構，根據《上市規則》，所有房託都需將收入的 90% 用作派息。其次，房地產投資信託可增發股本，但透過增發股本對 REIT 未來的穩定性是非常不樂觀的。剩下只有借貸融資，而加息意味增加借貸成本，故對房託的負債有利淡的影響。

房託資產負債比率一覽		
基金	資產負債比率 (%)	長期負債比率 (%)
陽光房地產基金 (435)	21.97	21.97
冠君產業信託 (2778)	18.85	18.85
越秀房產信託 (405)	36.03	23.55
置富產業信託 (778)	29.99	19.96
富豪產業信託 (1881)	30.08	26.7
領展房產基金 (823)	11.92	10.72

資料來源：永豐金證券研究部、彭博

三) 資產質素評估:

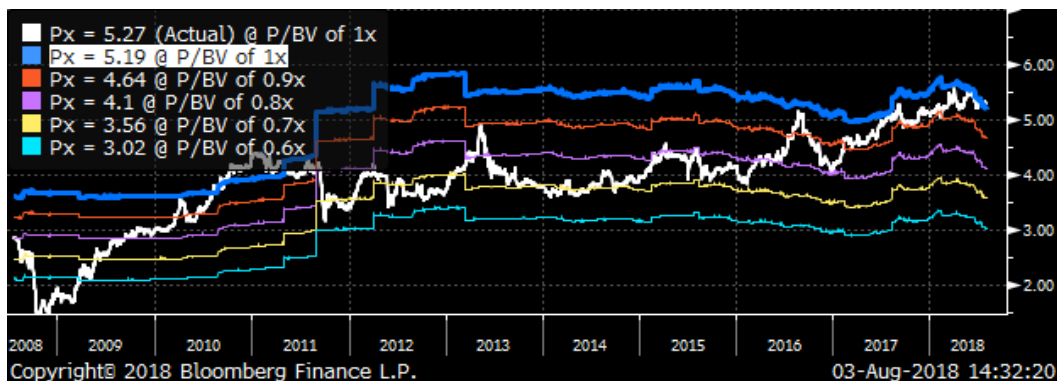
房地產投資信託多數是由大地產商分拆出來，而最核心和最有價值的投資物業將留在母公司，以保住母公司的高資產淨價及低市帳率，而分析到到房託中的多數以低質的資產為主，如一個核心物業加上其他乙級寫字樓或零售商場等。而加息影響樓價下跌，而資產質素將反映息口對房地產投資信託的股價信心及影響。

四) 個股十年估值評估:

越秀房產信託基金 (405)

- 越秀房託的資產負債比率 (總負債/資產總額) 達 36% ，為房產信託基金中最高負債比率的，所以亦對息口最為敏感，在非低息環境中影響較大。
- 其次，越秀房託所派發的利息由人民幣結算，在人民幣低迷的環境下，回報的吸引力一般。
- 最後，在市帳率 (P/B) 十年圖中，顯示越秀房產信託基金的 10 年平均市帳率為 0.8 倍左右，而現價市帳率卻達 1.0 倍，在估值上偏貴，可在高位上分階段沽售，或換入其他低估值股份。

越秀房產信託基金十年市帳率圖

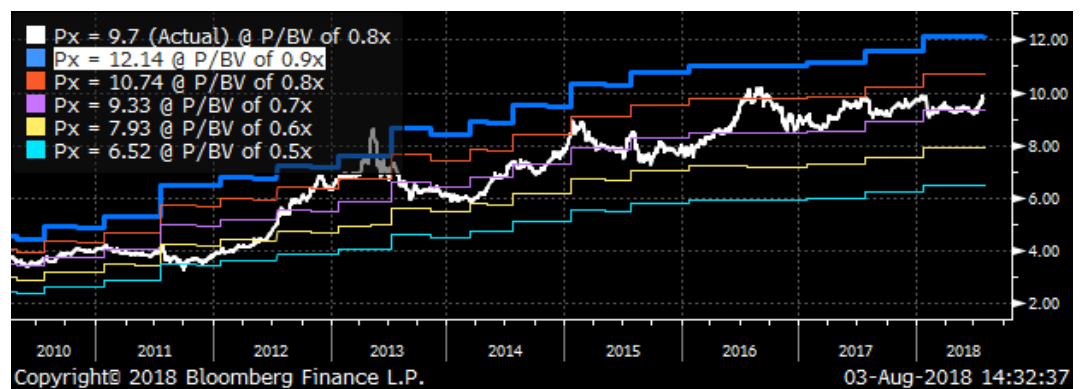


資料來源：永豐金證券研究部、彭博

置富產業信託 (778)

- 置富產業信託 (778) 的資產負債比率 (總負債/資產總額) 達 30% , 長期負債比率 (長期負債/資產總額) 為 19.7% , 情況較越秀房託為好 , 但同樣對息口敏感 , 在非低息環境中影響利淡。
- 在市帳率 (P/B) 十年圖中 , 顯示置富產業信託的 10 年平均市帳率為 0.7 倍左右 , 而現價市帳率卻達 0.8 倍 , 在估值上算貴 , 另外置富產業信託大多數情況下會在 0.6 至 0.8 倍之間盤旋 , 預計可在 10.74 元 (0.8 倍) 左右分階段沽出 , 或換入其他低估值股份 , 回至 7.93 元 (0.6 倍) 可留意。

置富產業信託十年市帳率圖

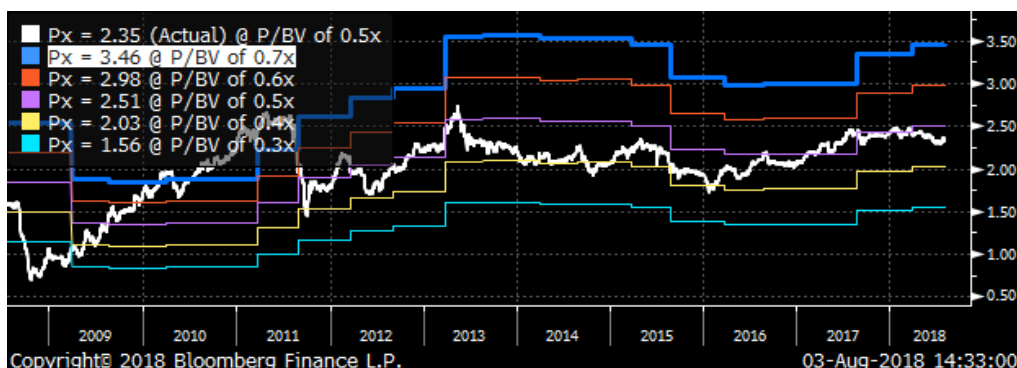


資料來源：永豐金證券研究部、彭博

富豪產業信託 (1881)

- 富豪產業信託 (1881) 的資產負債比率 (總負債/資產總額) 達 30%，長期負債比率 (長期負債/資產總額) 為 26.7%，長期負債比率為同行之中較差，所以對息口的環境影響較為深遠，預期在非低息環境中利淡股價。
- 在市帳率 (P/B) 十年圖中，顯示富豪產業信託的 10 年平均市帳率為 0.5 倍左右，而現價市帳率同樣達 0.5 倍，但近六年的市帳率大約在 0.4 至 0.5 倍之間盤旋，所以在估值上不算便宜，預計可在 2.51 元 (0.5 倍) 左右分階段沽出，或換入其他低估值股份。

富豪產業信託十年市帳率圖



資料來源：永豐金證券研究部、彭博

本地地產股在息口環境變化的未來展望

- 雖然息口走勢暫時不利好地產股前景，但我們試從個股現價的市帳率估值作評估，試圖尋找較低估值高價值的本地地產股，而可在低價分注逢低吸納。

融資成本

- 大部份企業都需透過融資而支持業務增長，本地地產股在派息比例上沒有規限，所以在融資成本上較房託為少，故息口對負債利息影響有限。

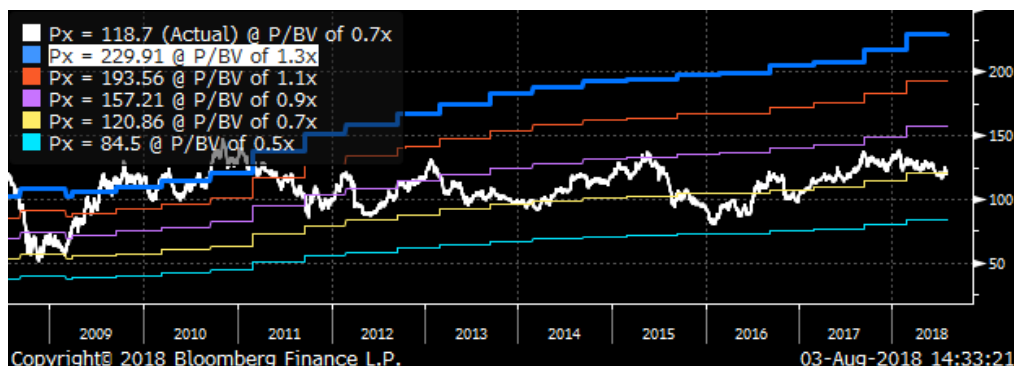
本地地產股資產負債比率一覽		
本地地產股	資產負債比率 (%)	長期負債比率 (%)
新鴻基地產 (16)	11.23	9.85
信和置業 (83)	1.23	1.23

資料來源：永豐金證券研究部、彭博

新鴻基地產 (16)

- 新鴻基地產 (16) 的資產負債比率 (總負債/資產總額) 只達 11.2%，長期負債比率 (長期負債/資產總額) 為 9.85%，兩者比率亦較房託及同行平均值之間為好，預期在非低息環境中利淡，但可在相對低估值的價格留意。
- 在市帳率 (P/B) 十年圖中，顯示新鴻基地產的 10 年平均市帳率為 0.9 倍左右，而現價市帳率只達 0.7 倍，在估值上算便宜，另外在 10 年中只出現過兩次市帳率下跌穿 0.7 倍的情況 (2014 年 2 月、2015 年至 2016 年) 預期可在 110 元至 120 元分段買入 (0.6 至 0.7 倍)，預計可在 145 元 (0.8 倍) 左右沽出，下試穿 100 元建議止蝕。

新鴻基地產十年市帳率圖

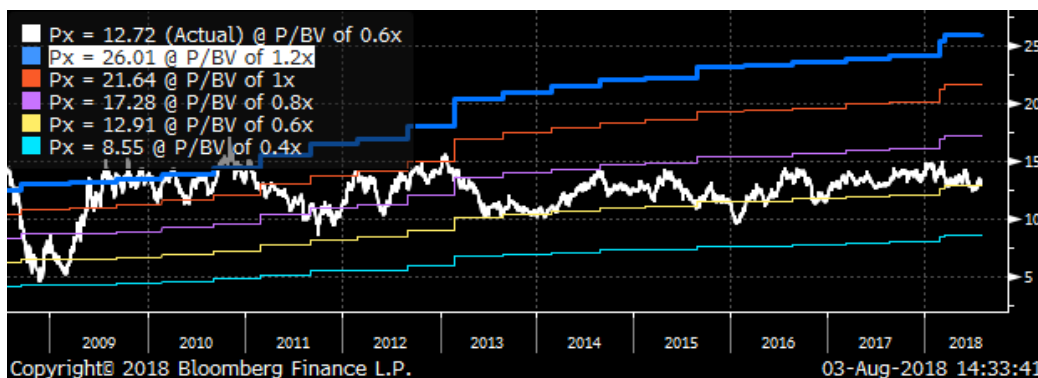


資料來源：永豐金證券研究部、彭博

信和置業 (83)

- 信和置業 (83) 的資產負債比率 (總負債/資產總額) 及長期負債比率 (長期負債/資產總額) 同只達 1.23%，比率亦遠出色於較房託及同行的平均值，雖然預期在非低息環境中短暫利淡，但可在相對低估值的價格留意。
- 在市帳率 (P/B) 十年圖中，顯示信和置業的 10 年平均市帳率為 0.8 倍左右，而現價市帳率只達 0.6 倍，在估值上算便宜，另外在 10 年中只出現過兩次市帳率持續下跌穿 0.6 倍的情況 (2008 年、2016 年頭)，預期可在現價至 11.9 元分段買入 (0.5 至 0.6 倍)，最高目標價預計在 16.2 元 (0.7 倍)，可在該位置分階段沽出，下試穿 10 元建議止蝕。

信和置業十年市帳率圖



資料來源：永豐金證券研究部、彭博

總論

- 香港的息口環境偏向緊隨美國上調，低息的環境一去不復再，因此房地產信託的吸引力下降，而估值相對之下比較貴，而本地地產股在負債比率上控制得宜，部分地產股股份已達到相對便宜的估值，可分階段在某價錢分注買入。

免責聲明

本報告所載資訊、工具及資料僅作參考資料用途，並不用作或視作為銷售、提呈或招攬購買或認購本報告所述證券、投資產品或其他金融工具之邀請或要約，也不構成對有關證券、投資產品或其他金融工具的任何意見或建議。編制本研究報告僅作一般發送。並不考慮接獲本報告之任何特定人士之特定投資對象、財政狀況及特別需求。閣下須就個別投資作出獨立評估，於作出任何投資或訂立任何交易前，閣下須就本報告所述任何證券諮詢獨立財務顧問。

本報告所載資訊、工具及資料並非用作或擬作分派予在分派、刊發、提供或使用有關資訊、工具及資料抵觸適用法例或規例之司法權區或導致永豐金證券(亞洲)及/或其附屬公司或聯屬公司須遵守該司法權區之任何註冊或申領牌照規定的有關司法權區的公民或居民。

本報告所載資料及意見均獲自或源於永豐金證券(亞洲)可信之資料來源，但永豐金證券(亞洲)並不就其準確性或完整性作出任何聲明，於法律及/或法規准許情況下，永豐金證券(亞洲)概不會就本報告所載之資料引致之損失承擔任何責任。本報告不應倚賴以取代獨立判斷。永豐金證券(亞洲)可能已刊發與本報告不一致及與本報告所載資料達致不同結論之其他報告。該等報告反映不同假設、觀點及編制報告之分析員之分析方法。

主要負責編制本報告之研究分析員確認：(a) 本報告所載所有觀點準確反映其有關任何及所有所述證券或發行人之個人觀點；及 (b) 其於本報告所載之具體建議或觀點於過去、現在或將來，不論直接或間接概與其薪酬無關。

過往表現並不可視作未來表現之指標或保證，亦概不會對未來表現作出任何明示或暗示之聲明或保證。

永豐金證券(亞洲)之董事或僱員，如有投資於本報告內所涉及的任何公司之證券或衍生產品時，其所作出的投資決定，可能與這報告所述的觀點並不一致。

一般披露事項

永豐金證券(亞洲)及其高級職員、董事及僱員(包括編制或刊發本報告之相關人士)可以在法律准許下不時參與及投資本報告所述證券發行人之融資交易，為有關發行人提供服務或招攬業務，及/或於有關發行人之證券或期權或其他有關投資中持倉或持有權益或其他重大權益或進行交易。此外，其可能為本報告所呈列資料所述之證券擔任市場莊家。永豐金證券(亞洲)可以在法律准許下，在本報告所呈列的資料刊發前利用或使用有關資料行事或進行研究或分析。永豐金證券(亞洲)一名或以上之董事、高級職員及/或僱員可擔任本報告所載證券發行人之董事。永豐金證券(亞洲)在過去三年之內可能曾擔任本報告所提供及任何或所有實體之證券公開發售之經辦人或聯合經辦人，或現時為其證券發行建立初級市場，或正在或在過去十二個月內就本報告所述投資或一項有關投資提供重要意見或投資服務。

本研究報告的編制僅供一般刊發。本報告並無考慮收取本報告的任何個別人士之特定投資目標、財務狀況及個別需要。本報告所載資料相信為可予信賴，然而其完整性及準確性並無保證。本報告所發表之意見可予更改而毋須通知，本報告任何部分不得解釋為提呈或招攬購買或出售任何於報告或其他刊物內提述的任何證券或金融工具。本公司毋須承擔因使用本報告所載資料而可能直接或間接引致之任何責任。

根據香港證券及期貨事務監察委員會規定之監管披露事項

永豐金證券(亞洲)有限公司(「永豐金證券(亞洲)」)之政策：

- 刊發投資研究之研究分析員並不直接受投資銀行或銷售及交易人員監督，並不直接向其報告。
- 研究分析員之薪酬或酬金不應與特定之投資銀行工作或研究建議掛鉤。
- 禁止研究分析員或其聯係人從事其研究/分析/涉及範圍內的任何公司之證券或衍生產品的買賣活動。
- 禁止研究分析員或其聯係人擔任其研究/分析/涉及範圍內的任何公司之董事職務或其他職務。

永豐金證券(亞洲)集團於香港從事投資銀行、坐盤交易、市場莊家或促銷或代理買賣之公司〔包括永豐金證券(亞洲)〕(「該等公司」)並非本報告所分析之公司證券之市場莊家。

該公司與報告中提到的公司在最近的12個月內沒有任何投資銀行業務關係。

截至2018年8月3日，若永豐金證券(亞洲)有限公司擁有上述任何公司的財務權益，其合計總額未有相等於或高於上述任何公司市場資本值的1%。

分析員認證：

本研究報告中所表達的意見，準確地反映了分析員對於有關證券或發行人的個人觀點。研究分析員的薪酬與在報告中表達的具體建議或觀點沒有任何直接或間接的相關。

©2017 永豐金證券(亞洲)有限公司。保留所有權利。除非特別允許，該報告任何部分不得未經永豐金證券(亞洲)有限公司事先書面許可以任何方式進行複製或分發。永豐金證券(亞洲)有限公司概不承擔第三方此方面行為的任何責任。