



領展房地產基金 (823 HK)

歲月如歌 - 實地調研旺角新商場 T.O.P

我們最近參觀了領展房地產基金在旺角新開業的購物商場 T.O.P (This is our place)。這是領展的香港資產組合中首個專注於傳統零售業務的購物中心，位於黃金地段，擁有連接旺角地鐵站的直接入口。旺角地區商場之間的競爭非常激烈，因為許多成熟的商場已在此扎根數年。這個地區承載着香港數代人的回憶。領展為此帶來了一個有着全新租戶面貌的商場 - 基本上沒有見到通常的支柱租戶。反而，他們引入了許多對香港來說是新面孔的租戶。他們比較聚焦於本地的購買力而不是遊客。因此，青少年成為了這個新商場的主力軍。我們看見了領展在這個全新的業務範疇的努力，和在獲得經驗後仍能夠提升的空間。

👉 **第一個在他們香港投資組合中的傳統零售購物商場。**這是領展第一次在香港運營一個傳統零售購物商場而不是提供日常用品的街市。換句話說，領展在打磨它的新技能組合運用在一個更廣闊的市場。一旦他們的租務團隊成熟和準備好，他們取得更高質量資產的能力可以被提高。

👉 **硬件設施有所限制，由於這個建築物的歷史遺留下來的原因。**他們是從政府手裡拍得這個商場的，並且對其進行了翻新。這個購物商場最明顯的限制是它的樓層高 - 這樣的樓宇結構並不能通過重新翻新裝修工程而改變。因此，他們採用了一個能夠讓他們天花板不出現的設計，以致訪客不會覺得太壓抑。然而，這個樓宇的布局對於一個購物中心並不是太理想。對於領展的第一次嘗試，這是足夠的，但我們覺得要提升租戶組合/吸引人流，這點比較困難。

👉 **非常新穎的租戶組合。**非常多的新面孔租戶出現在他們的租戶組合里。租務是一個議價能力的遊戲。一個發展商手中有越多的商場，這些商場在越黃金的地段，這個發展商在和租戶在談條件時就擁有越大的議價能力。領展在這個業務範疇處於一個剛起始的階段。要求他們有很強的自帶流量的明星租戶是不合理的。

👉 **風險因素：**物業出售所得資本收益重複利用率低於預期；所收購資產質量低於預期；息率激增；香港及中國內地經濟發展放緩。

投資總結

年結於3月31日	FY16	FY17	FY18	FY19E	FY20E
營收 (百萬港元)	8,740	9,255	10,023	10,603	11,694
變化 (%)	13	6	8	6	10
淨利潤 (百萬港元)	4,567	4,992	5,281	5,701	6,260
變化 (%)	12	9	6	8	10
核心每股盈利 (港元)	2.067	2.183	2.308	2.673	2.928
變化 (%)	16	6	6	16	10
核心市盈率 (倍)	35.9	34.0	32.1	27.7	25.3
市淨率 (倍)	1.3	1.2	0.9	0.9	0.8
企業價值/息稅折攤前利潤 (倍)	29.3	27.1	24.9	22.8	20.6
每股股息 (港元)	2.062	2.284	2.498	2.605	2.860
股息回報率 (%)	2.8	3.1	3.4	3.5	3.9

資料來源：彭博，公司數據，東方證券 (香港) 獨家收集 百萬報告 實時更新

增持

目前股價

HK\$74.10

目標股價

HK\$79.00

香港 / 房地產 / 房地產投資信託基金

2018 年 9 月 24 日

崔璦澄 (SFC CE: BIH311)

(852) 3519 1059

Rachel.chui@dfzq.com.hk

最新主要數據

已發行股份總數 (百萬股)	2,150
市值 (百萬港元)	157,800
企業價值 (百萬港元)	180,895
12 個月內日成交額 (百萬港元)	341
12 個月波動率 (%)	18
FY18-20 預測市盈率增長率 (倍)	28.4
FY18-20 預測平均淨資產收益率 (%)	3.2
FY19 預測市盈率 (倍)	0.9
FY19 預測淨負債-股東權益比 (%)	25

股價表現 (%)

	1 個月	本年	12 個月
絕對值	(4.26)	2.28	16.42
相對恒指	(4.99)	8.85	16.98

主要股東持股 (%)

貝萊德	8.2
資本集團	6.1

核數師

羅兵咸永道會計師事務所

股價走勢圖





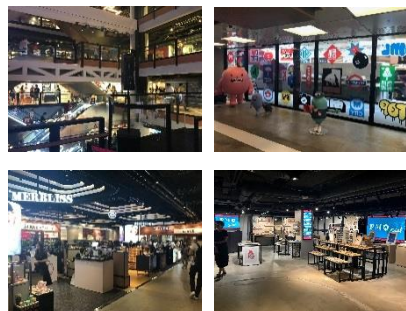
硬件限制



这是领展第一次在香港运营一个传统零售购物商场而不是提供日常用品的街市。换句话说，领展在打磨它的新技能组合运用在一个更广阔的市场。一旦他们的租务团队成熟和准备好，他们取得更高质量资产的能力可以被提高。

他们是从政府手里拍得这个商场的，并且对其进行了翻新。这个购物商场最明显的限制是它的楼层高 - 这样的楼宇结构并不能通过重新翻新装修工程而改变。因此，他们采用了一个能够让他们天花板不出现的设计，以致访客不会觉得太压抑。然而，这个楼宇的布局对于一个购物中心并不是太理想。对于领展的第一次尝试，这是足够的，但我们觉得要提升租户组合/吸引人流，这点比较困难。

租户组合



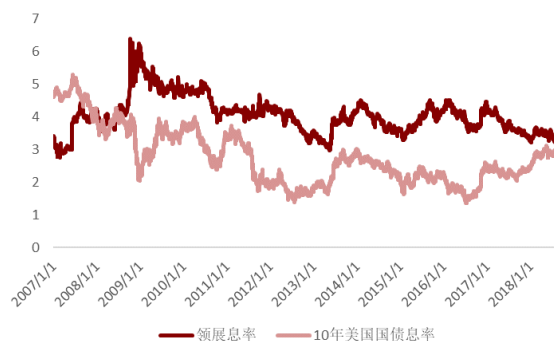
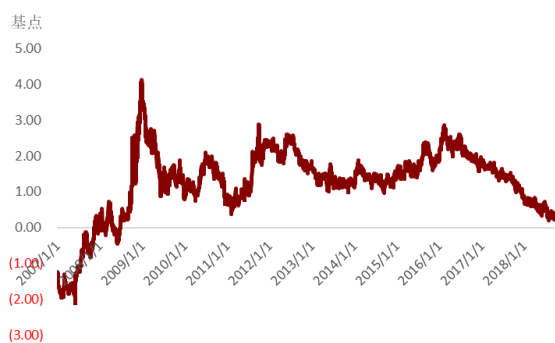
他们有非常新颖的租户组合。非常多的新面孔租户出现在他们的租户组合里。租务是一个议价能力的游戏。一个发展商手中有越多的商场，这些商场在越黄金的地段，这个发展商在和租户在谈条件时就拥有越大的议价能力。

领展在这个业务范畴处于一个刚起始的阶段。要求他们有很强的自带流量的明星租户是不合理的。但他们尝试为本地已经非常熟悉旺角区域的消费者带来新鲜的口味。使得这些年轻人对这种新的体验感到兴奋，愿意对此尝试。

息差

领展房地产基金目前派息较美国十年期国债收益率高 30 个基点。利率上升仍将是领展房地产基金的主要风险。

图 1：息差



资料来源：彭博资讯、东方证券（香港）

图 2：同业估值比较

股票代码	公司	2018年9月21日		市值 (港币 十亿元)	市盈率 (倍)			市净率 (倍)			企业价值/息税折摊前利润 (倍)			收益率 (%)		净资产收益率 (%)		
		货币	股价		上年	今年	明年	上年	今年	明年	上年	今年	明年	上年	今年	上年	今年	明年
房地产投资信托							0.0											
87001 hk equity	汇贤产业信托	CNY	3.15	18.0	13.3	16.2	15.8	0.7	0.7	0.7	11.8	11.0	10.6	8.6	8.4	5.0	4.1	4.3
2778 hk equity	冠军产业信托	HKD	5.44	31.8	2.8	20.5	19.2	0.5		0.5		22.2	21.0	4.6	4.7	18.9	2.4	2.5
778 hk equity	置富产业信托	HKD	9.26	17.8	7.0	18.1	17.6	0.7	0.6	0.6		18.8	18.3	5.7	5.6	10.7	4.7	3.3
823 hk equity	领展房产基金	HKD	74.10	156.5	3.4	27.6	24.9	0.9		0.9	4.2	24.4	22.2	3.4	3.6	30.1	4.1	3.7
405 hk equity	越秀房产信托	HKD	5.13	15.6	13.0		22.5	0.9	1.0	1.1	23.8	20.3	19.5	6.6	6.6	7.3	4.7	5.1
435 hk equity	阳光房地产基金	HKD	5.32	8.8	6.1	21.3	19.7	0.6	0.6	0.6	7.8			5.0	5.2	10.0	2.8	2.9
	均值				7.6	20.7	19.9	0.7	0.7	0.7	11.9	19.4	18.3	5.6	5.7	13.7	3.8	3.6
合订证券																		
6823 HK equity	香港电讯-SS	HKD	10.66	80.7	17.6	16.1	15.5	2.2	2.1	2.1	9.2	9.1	9.0	6.2	6.3	12.2	13.0	13.0
2638 hk equity	港灯-SS	HKD	7.83	69.2	22.9	20.4	26.9	1.4	1.4	1.4	13.4	13.6	15.1	5.1	5.1	6.8	6.8	5.2
6139 hk equity	金茂酒店-SS	HKD	4.64	9.3	44.9	28.1	26.5	1.2	1.3	1.4	15.1	13.7	13.0	7.8	7.9	2.6	5.0	5.7
1270 hk equity	朗廷-SS	HKD	2.85	6.0	4.2	19.0	17.8	0.5	0.5	0.5	7.6	22.4	20.5	7.1	7.0	11.4	2.6	2.7
	均值				22.4	20.9	21.7	1.3	1.3	1.3	11.3	14.7	14.4	6.5	6.6	8.3	6.8	6.7
香港地产																		
16 HK Equity	新鸿基地产	HKD	116.90	338.7	6.8	10.3	9.7	0.6	0.6	0.6	7.8	10.1	9.8	4.0	4.2	9.6	6.0	6.1
17 HK Equity	新世界发展	HKD	10.96	111.9	4.7	11.8	11.8	0.5	0.5	0.5	6.8	13.9	14.1	4.4	4.6	11.6	4.4	4.4
12 HK Equity	恒基兆业	HKD	40.10	176.5	5.6	14.2	11.1	0.6		0.6	10.8	27.5	20.8	4.0	4.3	10.8	6.1	5.4
101 HK Equity	恒隆地产	HKD	15.28	68.7	7.7	14.1	15.0	0.5		0.5	7.6	12.4	12.2	4.9	4.9	6.7	3.6	3.4
14 HK Equity	希慎置业	HKD	41.45	43.4	7.3	16.9	15.9	0.6		0.6	15.8	16.1	15.2	3.3	3.5	8.5	3.6	3.7
1113 HK Equity	长实集团	HKD	60.75	224.4	5.6	9.0	8.5	0.7		0.7	11.3	7.7	6.8	2.9	3.2	13.8	10.2	7.8
1972 HK Equity	太古地产	HKD	30.80	180.2	4.5	20.5	14.8	0.7		0.7	5.2	20.6	21.3	2.6	2.6	15.7	3.4	4.3
83 HK Equity	信和置业	HKD	13.82	91.3	6.3	17.6	16.7	0.7	0.6	0.6	5.7	15.8	14.7	3.8	3.9	10.4	3.7	3.9
20 HK Equity	会德丰地产	HKD	49.95	102.3	4.4	7.9	7.0	0.4	0.4	0.4	14.9	14.6	12.8	2.9	3.2	9.7	5.4	5.9
173 HK Equity	嘉华国际	HKD	3.92	12.2	5.3	2.7	3.4	0.3	0.3	0.3	8.2	5.7	5.7	4.8	5.0	7.1	10.3	9.2
35 HK Equity	远东发展	HKD	4.18	9.6	6.0	5.6	4.9	0.7	0.7	0.7	7.3	7.3	6.8	5.3	5.7	13.2	11.7	11.9
	均值				5.8	11.9	10.8	0.6	0.5	0.5	9.2	13.8	12.7	3.9	4.1	10.7	6.2	6.0

资料来源：彭博资讯、东方证券（香港）

图 3：DDM 估值

		永续增长率				
		2.5%	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%
折现率	6.4%	82	92	105	124	153
	6.9%	73	81	90	104	122
	7.4%	66	72	79	89	102
	7.9%	60	65	71	78	88
	8.4%	55	59	64	70	77

资料来源：公司资料、彭博资讯、东方证券（香港）

图 4：市净率区间



资料来源：公司资料、彭博资讯、东方证券（香港）

图 5：历史市净率



资料来源：公司资料、彭博资讯、东方证券（香港）

财务报表及预测

收益表（合并报表）

年结于3月31日（百万港元）	FY16	FY17	FY18	FY19E	FY20E
收益	8,740	9,255	10,023	10,603	11,694
物业经营开支	(2,227)	(2,261)	(2,360)	(2,263)	(2,464)
物业收入净额	6,513	6,994	7,663	8,340	9,230
销售、一般及行政开支	(368)	(342)	(417)	(424)	(468)
财务成本净额	(508)	(567)	(665)	(777)	(923)
利息收入	6	4	19	43	4
公平值收益（亏损）	11,263	11,494	35,493	10,133	14,488
出售价值收益（亏损）	396	1,387	7,306	-	-
税前溢利	17,302	18,970	49,399	17,315	22,331
税项开支	(953)	(1,057)	(1,420)	(1,113)	(1,216)
已报告净溢利	16,349	17,913	47,979	16,202	21,115
调整：少数股东权益	(54)	(202)	(218)	(218)	(218)
调整：公平值收益（亏损）	(11,209)	(11,290)	(35,270)	(10,133)	(14,488)
调整：其他	(144)	(117)	96	(150)	(150)
调整：出售投资物业之收益	(375)	(1,312)	(7,306)	-	-
可分派收入	4,567	4,992	5,281	5,701	6,260
酌情分派	67	83	150	-	-
可分派总额	4,634	5,075	5,431	5,701	6,260
扣除公平值收益(亏损)之息税前溢利	6,145	6,652	7,246	7,916	8,762
每基金单位核心盈利（港元）	2.067	2.183	2.308	2.673	2.928
每基金单位股息（港元）	2.062	2.284	2.498	2.605	2.860

资产负债表（合并报表）

年结于3月31日（百万港元）	FY16	FY17	FY18	FY19E	FY20E
流动资产	4,024	1,265	12,502	1,318	1,484
现金及现金等价物	336	535	3,164	556	440
其他流动资产	3,688	730	9,338	761	1,045
非流动资产	159,428	174,675	203,902	237,611	253,008
投资物业	157,612	174,006	203,091	236,798	252,193
其他非流动资产	1,816	669	811	813	815
资产总值	163,452	175,940	216,404	238,928	254,492
流动负债	4,387	4,046	7,225	9,099	9,422
带息负债	959	300	2,589	4,589	4,589
应收贸易账款、预收款项及应计项目	1,643	1,870	2,462	2,336	2,659
其他流动负债	1,785	1,876	2,174	2,174	2,174
长期负债	31,624	33,397	30,111	40,111	40,211
长期贷款	25,965	27,197	23,196	33,196	33,296
其他长期负债	5,659	6,200	6,915	6,915	6,915
负债总额	36,011	37,443	37,336	49,210	49,633
少数股东权益	54	256	474	692	910
基金单位持有人应占净资产/权益	127,387	138,241	178,594	189,026	203,949
资产总净值	127,441	138,497	179,068	189,718	204,859
净现金（负债）	(26,588)	(26,962)	(22,621)	(37,229)	(37,445)
净负债率（%）	21	20	13	20	18
每基金单位资产净值（港元）	56.79	62.47	83.06	86.36	93.18

现金流量表（合并报表）

年结于3月31日（百万港元）	FY16	FY17	FY18E	FY19E	FY20E
税前溢利	17,302	18,970	49,399	17,315	22,331
营运资本变动	83	13	380	26	40
公平值收益/亏损	(11,263)	(11,494)	(35,493)	(10,133)	(14,488)
财务成本净额	508	567	665	777	923
已付所得税	(726)	(788)	(1,420)	(1,113)	(1,216)
其他营运活动现金流量	(222)	(1,191)	(7,046)	(12)	29
经营活动现金流量	5,682	6,077	6,485	6,859	7,619
已收利息	14	4	7	43	4
净投资	(10,673)	450	16,455	(23,607)	(942)
其他投资活动现金流量	1,097	(32)	(8,375)	(0)	0
投资活动现金流量	(9,562)	422	8,087	(23,564)	(938)
已付股息	(4,368)	(4,898)	(5,254)	(5,552)	(5,975)
净债权融资	9,099	928	(1,760)	12,000	100
已付利息	(573)	(739)	(810)	(777)	(923)
股权融资所得款项净额	(2,197)	(1,697)	(4,349)	-	-
其他融资活动现金流量	26	115	211	-	(0)
融资活动现金流量	1,987	(6,291)	(11,962)	5,672	(6,798)
现金净变动	(1,893)	208	2,610	(11,033)	(117)
年末现金结余	336	535	3,164	556	440

主要假设

年结于3月31日（百万港元）	FY16	FY17	FY18	FY19E	FY20E
常规收入年度同比	13%	6%	6%	7%	13%
常规开支年度同比	8%	2%	6%	5%	6%
西城都荟广场的收入	-	-	242	264	264
弥敦道700号的收入	-	-	-	113	127

资料来源：公司数据，东方证券（香港）

主要比率

年结于3月31日	FY16	FY17	FY18	FY19E	FY20E
增长（%）					
收益	13	6	8	6	10
扣除公平值收益(亏损)之息税前溢利	17	8	9	9	11
每基金单位股息	13	11	9	4	10
利润率（%）	-	-	-	-	-
物业收入净额	75	76	76	79	79
扣除公平值收益(亏损)之息税前溢利	70	72	72	75	75
其他（%）	-	-	-	-	-
实际税率	16	14	10	16	16
平均净资产收益率	3.7	3.8	3.3	3.1	3.2
平均总资产收益率	3.0	2.9	2.7	2.5	2.5

半年度明细

年结于3月31日（百万港元）	2HFY16	1HFY17	2HFY17	1HFY18	2HFY18
收益	4,555	4,608	4,647	4,949	5,074
物业收入净额	3,417	3,440	3,554	3,767	3,896
扣除公平值收益(亏损)之息税前溢利	3,212	3,283	3,369	3,582	3,664
税前溢利	8,796	6,574	12,396	12,728	36,671
税项	(487)	(517)	(540)	(589)	(831)
净溢利	2,412	2,389	2,441	2,700	2,262
物业收入净额利润率（%）	75	75	76	76	77
经营利润率（%）	71	71	72	72	72
实际税率（%）	11	11	12	12	16
净利率（%）	53	52	53	55	45
每基金核心单位盈利（港元）	1.075	1.080	1.103	1.234	1.033
每基金单位股息（港元）	1.072	1.118	1.167	1.215	1.283



分析員核證

分析員，崔璵澄，主要负责拟备本报告并谨此声明—

- (1) 本报告所表达之意见均准确反映分析员对所述公司(等)/证券之个人见解；
- (2) 分析员之补偿与本报告的推荐或意见或投资银行部并没有直接或间接的关系；
- (3) 分析员不是直接或间接地受投资银行部监管或隶属于投资银行部；
- (4) 分析员就报告中论述的公司(等)/证券，根据证监会操守准则第16.5(g)段，并没有违反安静期限制；
- (5) 分析员及其有联系者没有曾在发表本报告之前的30天内进行交易或买卖涉及本报告所论述的公司(等)/证券；
- (6) 分析员及其有联系者并没有在任何与报告中论述的公司(等)中担任高级人员；
- (7) 分析员及其有联系者并没有拥有研究报告内所论述股份的任何财务权益。

东方证券评级含义

买入—描述了我们预期在未来12个月内将提供>10%的总回报的股票。

增持—描述了我们预期在未来12个月内将提供>0%的总回报的股票。

持有—描述了我们预期在未来12个月内将提供-20%至20%的总回报的股票。

卖出—描述了我们预期在未来12个月内将提供<0%的总回报的股票。

披露及免责声明

东方证券(香港)有限公司可能与报告中论述的公司(等)拥有或正寻求业务关系。因此投资者应留意报告的客观性可能受潜在的利益冲突所影响。在进行投资决定时，投资者应视本报告为其中一个参考因素。

东方证券(香港)有限公司及其附属公司、要员、董事及雇员在任何时间可能持有本报告所提及之任何证券、认股证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具的长仓或短仓。

东方证券(香港)有限公司或东方证券(香港)有限公司任何其他成员在任何情况下，均不会就由於任何第三方在依赖本报告内容时之作为或不作为而导致任何类型之损失（无论是直接、间接、随之而来或附带者），负上法律责任或具有任何责任。

本报告内容或意见仅供参考之用途，并不构成任何买入或沽出证券或其他金融产品之要约。本报告并无顾虑任何特定投资者之特定投资目标、财务状况、或风险承受程度，投资者在进行任何投资前，必须对其投资进行独立判断或在需要时寻求独立专业意见。东方证券(香港)有限公司不保证执行此报告提及的投资产品或金融工具的交易。

虽然本报告资料来自或编写自东方证券(香港)有限公司相信是可靠之来源，惟东方证券(香港)有限公司并不明示或暗示地声明或保证任何该等资料之准确性、完整性或可靠性。本报告内所提及之价格仅供参考之用途，投资产品之价值及收入可能会浮动，包括受汇率、市场指数、有关公司相关数据或其他因素而变动。本报告内容或意见可随时更改，东方证券(香港)有限公司并不承诺提供任何有关变更之通知。证券过去的表现不可作为未来表现的指标，同时未来回报是不能保证的，你可能蒙受所有最初存入资金的损失。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

任何在香港以外的国家或地区进行/执行之投资产品或金融工具的交易，将受有关当局/当地之相关法律/法规及监管机构的管辖，本报告的发表单位及分析员并不受有关当局/当地的所有披露要求或法规管辖。

未经东方证券(香港)有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、分发、转发、发表此报告，东方证券(香港)有限公司保留一切权利。