

越秀房托 (405 HK)

安全的避風港

- ❖ **半年單位分配上升3.5%至0.1615港元。**越秀房托發布了18財年中期業績。2018年上半年總租金收入增長10.3%至10億元(人民幣·下同)，但由於重估收益下降25.7%和匯兌虧損1.26億元(2017年上半年匯兌收益2.24億元)，淨利潤下降38.7%至6.17億元。加上其他扣除項目後，18年上半年可分配收入增長7.2%至4.24億元，而單位分配額增加3.5%至0.1615港元，相當於年化收益率為6.1%。
- ❖ **總體入住率為90%。**越秀房托目前擁有8個項目。除武漢項目外，其中大部分已達到96%以上的出租率。公司去年11月向**越秀地產(123 HK, NR)**收購武漢項目。事實上，武漢項目出租率已經從2017年12月的51%上升至2018年6月的68.0%。截至2018年6月，武漢項目的辦公樓和購物中心出租率分別達到59.4%和93.7%。武漢甲級寫字樓市場競爭激烈，18年上半年空置率為24.8%。但即使在這種情況下，公司仍然在18年上半年順利簽署了25,000平方米的新辦公樓租賃合同，占該期間淨吸納量的14%左右。此外，武漢項目在18年上半年貢獻了約5,500萬元的租金收入，占該期間租金總增長的59%，而1年前這個數字是0。我們認為武漢項目租賃情況的改善將推動越秀房托未來的租金增長。
- ❖ **GZIFC是核心資產。**GZIFC在18年上半年貢獻了5.45億元的租金收入，占總租金收入的54.4%。18年上半年，18,200平方米的辦公面積續簽租賃合同，每月即期租金上漲至262元/平方米。其次，GZIFC購物中心在18年上半年錄得11%的客流增長，16家購物中心租戶支付營業額租金。因此，購物中心的平均月租金從2017年上半年的110元/平方米增加至18年上半年的144元/平方米。最後，GZIFC的四季酒店入住率改善了3.1個百分點至79.0%，平均房價飆升36.9%至每晚1,989元。
- ❖ **借貸成本上升和人民幣貶值將對分配產生負面影響。**越秀房托在18年上半年以4.75%的票面利率成功發行了4億美元的3年期票據。然而，債務的整體成本由2017年12月的3.16%增加至2018年6月的3.91%。同時，人民幣兌美元匯率在此期間貶值。因此，當未來收益由人民幣轉成港元以分配收益，收益金額將會受到影響。
- ❖ **下行市場的低beta選擇。**越秀房托的Beta為0.55，遠期分配收益率估計為6.1%。在最近的情況下，我們認為這是一個安全的避風港。
- ❖ **財務資料**

(截至12月31日)	FY15A	FY16A	FY17A
營業額(百萬人民幣)	1,710	1,838	1,854
淨利潤(百萬人民幣)	741	712	1,437
可分派額(百萬人民幣)	704	825	826
EPS(人民幣)	0.261	0.247	0.487
EPS變動(%)	-20.9	-5.3	96.9
市盈率(x)	17.4	18.4	9.3
市帳率(x)	1.0	1.0	1.0
股息率(%)	5.8	6.2	6.3
淨財務杠杆率(%)	37.4	38.9	36.0

資料來源：公司及招銀國際研究

未評級

當前股價 HK\$5.28

文幹森, CFA

電話: (852) 3900 0853

郵件: samsonman@cmbi.com.hk

黃程宇

電話: (852) 3761 8773

郵件: huangchengyu@cmbi.com.hk

房地產行業

市值(百萬港元)	15,983
3月平均流通量(百萬港元)	19.6
52周內股價高/低(港元)	5.6/4.85
總股本(百萬)	3,014.3

資料來源：彭博

股東結構

越秀地產	36.72%
自由流通	63.28%

資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	1.3%	4.4%
3-月	1.0%	9.0%
6-月	1.1%	19.1%

資料來源：彭博

股價表現



資料來源：彭博

審計師: PwC

公司網站: www.yuexiureit.com

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 号冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。