

越秀房产信托基金

首次覆盖

证券研究报告:深度报告

中州国际证券 研究部

投资要点

- 管理物业优良**：基金旗下管理 7 个物业，集中在广州和上海的优质地段，主要分布在广州越秀区和天河区；另外基金去年成功收购了上海自贸区的宏嘉大厦，改名为越秀大厦。
- 收益稳定**：由于基金全部收入都是来源于物业租金收入，基金旗下物业出租率均保持较高水平，2016 年中报显示，物业整体出租率为 97.8%。稳定的物业租金为基金带来稳定的派息。根据信托契约，越秀房产基金须向基金单位持有人分派最少 90%的可分派收入总额。过去三年，股价和派息比率能维持在 7-8%的回报率。
- 租户多元化**：由于基金管理的物业都是在中国一线城市，近期房价暴升带动物业估值上涨。随着下半年零售业旺季的到来，预计广州优质购物中心的租金和空置率仍将保持平稳。基金引入了国内知名日化品牌「蓝月亮」并协助大厦重点知名客户「尼康」、「北京诺斯」完成内部扩租。城建大厦和广州国金引进了「光大证券」、「苏黎世财险」、「陌陌」、「同程旅游」等多个优质客户，并成功挖掘内部租户平安银行上海分行及易方达基金扩租。

主要数据

单位 百万人民币	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E
收入	1,371	1,571	1,710	1,873	1,920
YoY%	--	14.63%	8.81%	9.57%	2.47%
物业收入净额	860	988	1,088	1,215	1,223
YoY%	--	14.77%	10.21%	11.66%	0.67%
净利润	524	928	741	1,148	1,177
YoY%	--	77.07%	-20.18%	54.96%	2.58%
每基金占资产净值 人民币	4.58	4.69	4.74	4.86	5.06
每股股息 人民币	0.22	0.24	0.25	0.36	0.37
总借贷占总资产比率	31.94%	31.97%	37.42%	35.00%	35.00%

资料来源：Wind、中州国际研究

风险

宏观营商环境变差，大型租户撤离；租金收入大幅下降。



中州國際

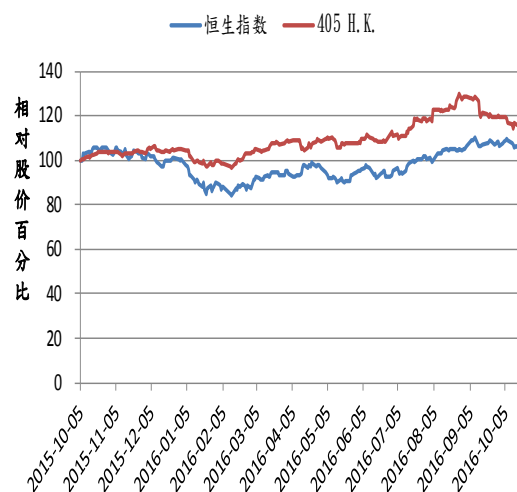
Central China International

投资建议：买入

现价：4.53 港元

目标价：5.65 港元

代码	0405.HK
名称	越秀房产信托基金
上市日期	2005-12-21
52周最高收盘价	5.14
52周最低收盘价	3.83
30日均成交量	4,743,710
30日均成交额	23,228,156
总股本	2,856,901,484



李宇颖

研究员

ywli@ccnew.com.hk

+852 2500-1315

目录

公司介绍	3
物业位置	3
主要物业	3
业务分析	6
行业情况	6
主要收入	7
物业升值改造	8
未来增长	9
回报与债务	10
回报稳定	10
债务可控	10
估值	11
物业估值	11
总结	11
财务报表	12

白马大厦



可出租总面积：50,128.9 平方米

城建大厦



可出租总面积：42,397.4 平方米

越秀新都会



可出租总面积：49,887.3 平方米

财富广场



可出租总面积：41,355.2 平方米

维多利亚广场



可出租总面积：27,262.3 平方米

广州国金中心(IFC)



可出租总面积：230,266.9 平方米

越秀大廈



可出租总面积：46,026.3 平方米

资料来源：越秀房托基金

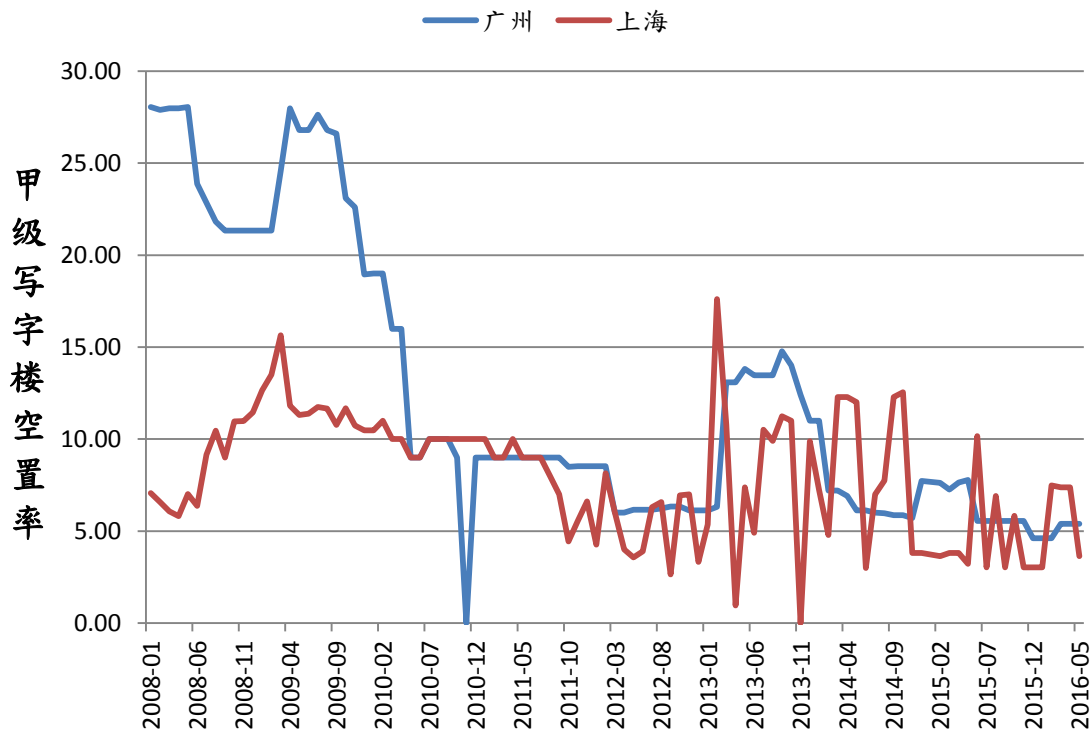
业务分析

行业情况

2016年上半年，广州市地区生产总值约为8,844.31亿元，同比增长8%，比全国6.7%和全省7.4%经济增速分别高1.3个和0.6个百分点。上海市在综合性全球城市的定位下，上半年经济运行总体平稳。全市地区生产总值约为12,956.99亿元，同比增长6.7%，与全国经济增速持平。其中，全市完成固定资产投资总额2,810.53亿元，比上年同期增长7.9%，增速同比回落0.5个百分点。

现在广州和上海的甲级写字楼空置率都是下降趋势，其中广州的空置率从2008年的28.05%下跌到2016年上半年5.39%，速度非常快；同时，上海一直维持在相对低的空置率水平，从原来的7.07%跌降到上半年的3.63%，下降幅度接近50%。

图2 广州、上海甲级写字楼空置率



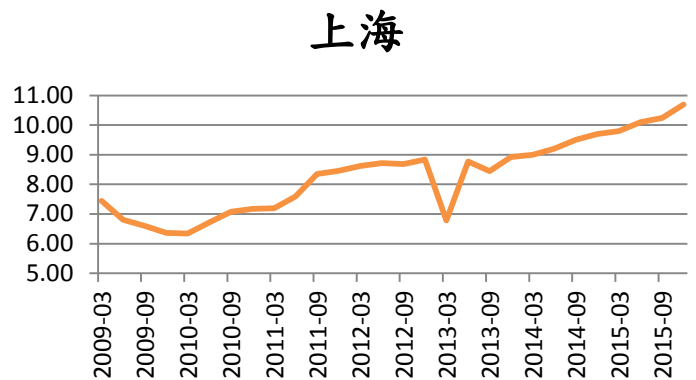
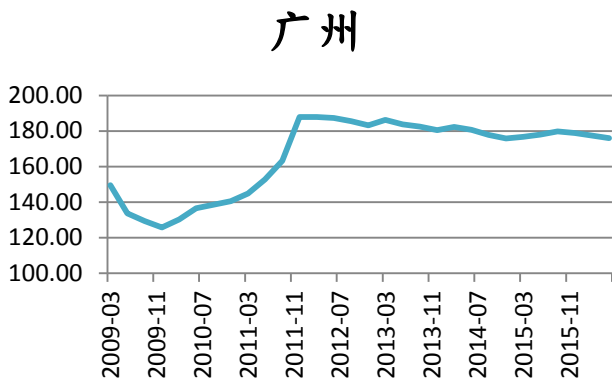
资料来源: Wind、中原地产、中州国际研究

上半年，广州甲级写字楼市场总体存量为438万平方米。受经济形势下滑影响，大型国有企业及跨国企业办公需求扩张更为谨慎，全市空置率在新增供给集中供应下略有回升。第二季度，广州甲级写字楼市场空置率为9%，市场受来自金融类、IT服务类公司的转型升级需求推动，上半年市场整体租金走势保持平稳升幅。2016年第二季度市场平均租金为161元/平方米/月，相比去年同期升幅3.8%。

在上海市深化金融改革的背景下，受内资金融业及新成立的总部企业办公需求强力推动，上海核心商务区甲级写字楼办公用房仍较为紧缺。上海市甲级写字楼市场总存量为509万平方米，整体市场租金在上半年延续平稳升幅但增幅略有放缓，市场平均租金水平达人民币10.6元/平方米/日。受上半年新增供给影响，市场整体空置率略微回升，整体空置率为5.0%。服装专业市场方面，由于出口继续下降，消费增长乏力，广州服装专业市场经营形势下滑，采购商被严重分流，市场客流相比去年同期明显减少。

广州珠江新城商务中心区租金
人民币/平方米/月
图 3

上海浦东新区甲级写字楼租金
人民币/平方米/日
图 4



资料来源: Wind、戴德梁行、中州国际研究

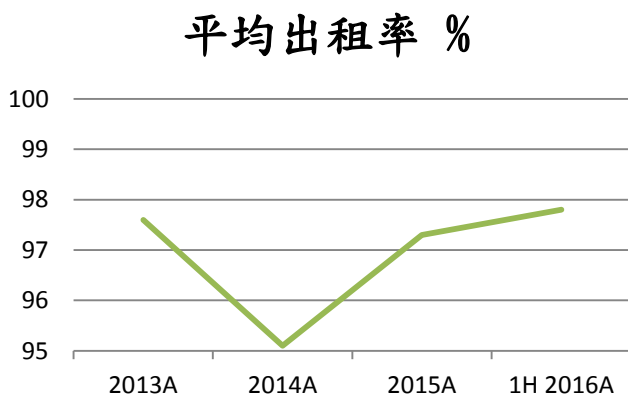
主要收入

越秀房产基金旗下的财富广场、城建大厦、越秀新都会、广州国际金融中心写字楼部分整体营运情况稳定，出租率维持高位，经营收入持续增长，租金水平继续拉升。

越秀房产基金出租率平均维持在 95%以上。当中白马大厦、维多利亚广场和越秀大厦出租率都是 100%。

图 5

图 6

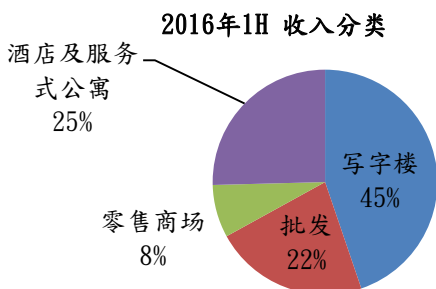


每座出租率	2013A	2014A	2015A	1H2016A
白马大厦	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
财富广场	99.27%	99.60%	99.60%	97.20%
城建大厦	96.60%	93.60%	97.70%	97.20%
维多利亚广场	92.19%	99.40%	100.00%	100.00%
越秀新都会	97.60%	97.30%	99.70%	99.60%
广州国金中心	88.01%	92.60%	95.20%	96.50%
上海越秀大厦	--	--	98.90%	100.00%

资料来源: 越秀房托基金、中州国际研究

另外，受惠甲级写字楼的租金带动，基金的物业收入分类当中最大占比是写字楼收入，主要是来自于广州 IFC，写字楼和酒店及服务式公寓收入占总收入 70%。

图 7



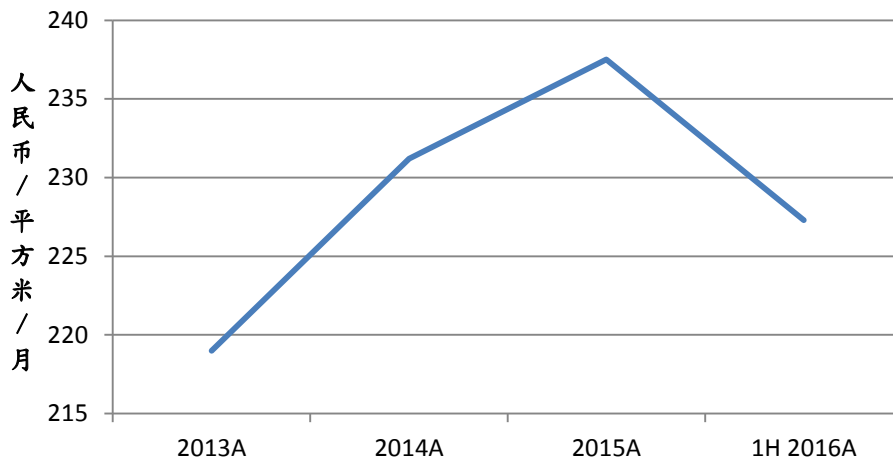
资料来源: 越秀房托基金、中州国际研究

从图 7 显示，由于基金主要收入来自广州、上海甲级写字楼，未来可继续受租金上升带动收入改善。

在租金方面，因为基金旗下的物业均位于优良地段，虽然在 2016 年上半年租约单价有所下降，可是物业租金依然是在相对高水平。

图 8

租约单价(不含税)



资料来源：越秀房托基金、中州国际研究

从图 3 可以跟图 8 比较，广州珠江新城商务中心区租金大概是 175.96 人民币/平方米/月，而基金旗下物业平均都比当地水平要高接近 30%。

2016 年上半年租金下降的主要原因是财政部和国家税务总局于 2016 年 3 月 23 日正式发布《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》(财税【2016】36 号)，自 2016 年 5 月 1 日起，在全国范围内全面推开营业税改征增值税(以下称营改增)试点，建筑业、房地产业、金融业、生活服务业等全部营业税纳税人，纳入试点范围，由缴纳营业税改为缴纳增值税。

根据《营业税改征增值税试点实施办法》及最新政策规定，物业租赁业务适用 5% 增值税征收率，酒店公寓服务适用 6% 的增值税率。「营改增」实施后，虽然上半年由于增值税价税分离核算方式导致报表层面收入下降约 2000 万人民币，但成本费用也相应调整，例如：营业税无需缴纳，房产税、租赁代理费及预提所得税等因收入的下降而同比下降，所以对于最终收入亦无重大影响。

物业升值改造

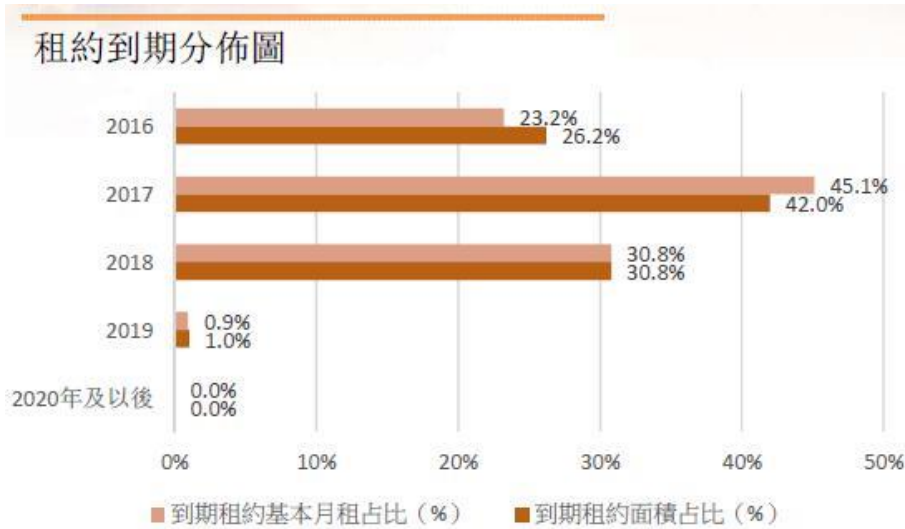
管理人完成了多项资产提升改造工程，包括实施了广州国际金融中心商场及外围绿化改造工程、国金中心办公区标识系统改造工程等资本性改造。下半年管理人将继续推进完成国金中心裙楼泛光照明系统和室内外标识系统改造工程、维多利广场裙楼外立面改造及上海越秀大厦增加 IT 冷源主机等资产提升工程，持续提升各项目的营运效率和营商环境。

另外，财富广场引入了国内知名日化品牌「蓝月亮」并协助大厦重点知名客户「尼康」、「北京诺斯」完成内部扩租。城建大厦成功引入了知名企业「同程旅游」，并成功挖掘内部租户平安银行上海分行及易方达基金扩租。通过不断扩大招商渠道，管理人积极引进符合项目经营定位的优质租户。

未来增长

基金的未来增长点主要集中在上海越秀大厦。

图 9



资料来源：越秀房托基金、中州国际研究

图 10



资料来源：越秀房托基金、中州国际研究

从图 9、10 来看，基金到了 2017 年开始将会有超过 40%的租约到期需要续租。同时，在 2016 年中，基金成功的把租金提升，出租率也达到 100%。由于那些租户租金是收购前定下，到了 2017、2018 年会有大量的续租需求，租金将来会有更多的调整空间，所以基金未来两年会有很好的发展。

回报与债务

回报稳定

由于基金是房地产信托形式运营，所以须向基金单位持有人分派最少 90%的可分派收入总额。我们用当年的派息和全年的日均收盘价股价比较，基金年均回报率预计会有 7%以上，再加上基金价格每年均有 2.5%以上的上涨空间，基金的年均总回报平均都能达到 10%以上，就算在 2015 年出现大型股灾，基金表示依然优于大盘。

图 11

单位 港元	2013A	2014A	2015A
日均收盘价	3.78	3.89	4.16
分派股息	0.2721	0.2986	0.3061
股息回报率	7.20%	7.68%	7.36%
股价变化	2.72%	2.91%	6.94%
基金年均总回报	9.92%	10.59%	14.30%
恒生指数表现	1.95%	0.65%	-7.47%

资料来源：越秀房托基金、中州国际研究

债务可控

基金在 2015 年的借贷上升主要是因为收购了上海秀越大厦项目，管理人采取一系列流动性管理措施，2016 年上半年，成功将 1.77 亿美元借款续期两年，至 2018 年 8 月，降低短期再融资风险，并将年利率向下调整；向若干银行借入 6 亿元人民币，归还了部分港元借款，减低汇率风险敞口。

图 12

借贷 百万港元	2013A	2014A	2015A
一年以内	300	300	2,842
一年至五年以上	7,542	7,809	8,136
总借贷	7,842	8,109	10,978
总借贷占总资产 %	31.94%	31.97%	37.42%

资料来源：越秀房托基金、中州国际研究

上述借贷比率仍然低于房托守则规定的最高借贷限额 45%，越秀房产基金的总负债（不包括基金单位持有人应占的资产净值）约为人民币 16,229,390,000 元，相当于越秀房产基金总资产约 54.4%，还没有超过其总资产。因此基金目前债务水平是可控程度。

估值

物业估值

物业组合	2014A	2015A	2016E
单位 人民币			
物业组合估值	23,569,000,000	27,574,000,000	28,952,700,000
YoY %	3.60%	16.99%	5.00%
基金单位持有人应占资产净值	13,141,954,000	13,400,472,000	13,897,296,000
YoY %	3.73%	1.97%	3.71%
占物业组合比例	55.76%	48.60%	48.00%
已发行基金单位(个)	2,799,795,685	2,828,887,374	2,857,176,248
YoY %	1.20%	1.04%	1.00%
每个基金单位持有人应占资产净值	4.69	4.74	4.86
YoY %	2.50%	0.92%	2.68%

资料来源: 越秀房托基金、中州国际研究

由于基金在2015年增添了上海秀越大厦,所以物业组合估值大幅上升。今年我们预料受惠国内一线城市房价急升影响,基金的物业估值也有所上升。按每个基金单位持有人应占资产净值算,2016年我们预计将会增加至**4.86人民币**,目前股价仍然低于该净值,未来还有上升空间。

总结

越秀房地产信托基金持有优良的商业地产业务,旗下7个物业均在广州、上海中心地段,租金收入回报非常稳定。基金过去10年一直都主力在广州物业市场,从去年开始「走出去」收购上海的物业,未来基金还有可能在其他一线城市有扩张行动,支持基金物业多元化发展。由于基金要维持最低派息比率在90%以上,所以股息率基本维持在7%以上,回报稳定,过去三年表现均强于恒生指数。另外,基金目前股价依然低于资产净值,未来有价值修复空间,因此我们给予目标价**5.65港元**,相当于基金2016全年资产净值估值。

财务报表

损益表					资产负债表				
单位 百万人民币	2014A	2015A	2016E	2017E	单位 百万人民币	2014A	2015A	2016E	2017E
收入总额	1,571	1,710	1,873	1,920	物业、厂房及设备	2,369	2,412	2,450	2,460
酒店及服务式公寓直接开支	(298)	(309)	(320)	(331)	土地使用权	1,577	1,528	1,530	1,530
租赁代理费用	(33)	(37)	(41)	(45)	投资物业	19,299	23,194	24,350	25,529
物业相关税项	(244)	(265)	(287)	(310)	递延资产	176	187	180	180
其他物业开支	(8)	(9)	(10)	(10)	商誉	160	824	800	800
物业收入净额	988	1,088	1,215	1,223	补贴款项资产	118	32	50	50
预提税项	(56)	(63)	(65)	(70)	非流动资产总额	23,700	28,178	29,360	30,549
折旧及摊销	(148)	(152)	(150)	(150)	现金及现金等价物	986	683	782	822
管理人费用	(106)	(113)	(120)	(125)	应收关联方款项	532	292	300	300
信托人费用	(8)	(8)	(10)	(10)	其他流动资产	144	182	200	200
其他信托开支	(21)	(24)	(25)	(25)	流动资产总额	1,663	1,157	1,282	1,322
财务收入	165	45	30	30	贸易应付款项	15	13	15	15
融资开支	(381)	(763)	(537)	(520)	租金按金	131	127	130	130
除税前溢利	433	11	338	353	预收款项	60	77	80	85
投资物业之公平值收益	672	1,075	1,096	1,118	其他应付款项	1,003	769	800	850
所得税开支	(177)	(260)	(287)	(294)	应付关联方款项	69	75	80	80
未计投资物业公平值收益之除税后溢利	256	(249)	51	59	借贷	300	2,842	300	300
与交易有关的开支	0	(85)	0	0	流动负债总额	1,578	3,903	1,405	1,460
净利润	928	741	1,148	1,177	租金按金	113	176	180	185
已发行基金单位 百万	2,800	2,829	2,857	2,886	预收款项	26	13	20	20
YoY %	0	0	0	0	借贷	7,809	8,136	0	0
每个基金单位的盈利—基本	0.33	0.26	0.40	0.41	递延税项负债	2,608	3,611	4,000	4,500
派息率	71.51%	94.72%	90.00%	90.00%	非流动负债总额	10,556	11,936	4,200	4,705
每股股息	0.24	0.25	0.36	0.37	股东权益总额	13,142	13,400	25,037	14,969
现金流					总权益	87	93	175	105
经营现金流	727	630	650	700	占比	0.66%	0.69%	0.70%	0.70%
投资现金流	24	(2,425)	(50)	(60)	借贷				
融资现金流	(405)	1,491	(500)	(600)	一年以内	300	2,842	300	300
期初现金	640	986	682	782	一年至五年以上	7,809	8,136	10,425	10,855
净变动	346	(304)	100	40	总借贷	8,109	10,978	10,725	11,155
期末现金	986	682	782	822	总借贷占总资产 %	31.97%	37.42%	35.00%	35.00%

资料来源：越秀房托基金、中州国际研究

投资评级体系和法律声明

行业投资评级

强于大市：未来6-12个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6-12个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6-12个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6-12个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6-12个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
中性：未来6-12个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
减持：未来6-12个月内公司相对大盘涨幅-5%至15%；
卖出：未来6-12个月内公司相对大盘跌幅-15%以上。

分析员核证

分析员(等)主要负责拟备本报告并谨此声明 -

- (1) 本报告所表达意见均准确反映分析员(等)对所述公司(等)及其证券之个人见解；
- (2) 分析员(等)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(等)不是直接或间接地受投资银行部监管或递属于投资银行部；
- (4) 分析员(等)就报告中论述的证券，并没有违反安静期限制；
- (5) 分析员(等)并没有任何与报告中论述的公司(等)的董事职衔或担任要员。

重要声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由中州国际证券有限公司(中州国际证券)编写。此报告所载资料的来源皆被中州国际证券认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。中州国际证券，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映中州国际证券于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。中州国际证券，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

本报告为依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。