

REITs 熱潮上升 地產商擴盈利空間

香港首隻上市房地產投資信託基金 (REITs) 領匯基金 (0823)，掛牌半年至今，基金單位價格 (股價) 大幅上漲 60%，令多逾 20 萬名散户受惠。繼後長實 (0004) 的弘富產業信託 (0808)、越秀投資 (0123) 的越秀房產基金 (0405) 設立，香港 REITs 旋風形成，多家地產商紛紛表示有意設立，鷹君 (0041) 已宣布成立冠君產業信託，預期 5 月中招股，月底掛牌。另外，消息指恒基地產 (0012) 的陽光房託，新鴻基地產 (0016) 的房託亦計劃 6 月左右上市，屆時 REITs 熱潮將持續升溫。投資銀行、測量師、會計界指出，REITs 對發行者和買家利多於弊，對長期偏愛房地產的香港人來說，肯定份外有吸引力。

撰文 李綺冬、陳偉明 部分攝影 潘啟德



TITONI
OF SWITZERLAND





領匯旗下商場物業遍及全港。



全球首隻 REITs 於上世紀 60 年代在美國面世，隨後英國、加拿大、澳洲等相繼設立；踏入 2000 年，熱潮吹至日本、南韓、新加坡等亞洲地區。近年港府為了搞活基金市場，加上香港房屋委員會籌備把旗下物業上市，於是香港證監會就如何成立及規管 REITs 發出諮詢，有關法例出台，讓香港企業成立 REITs 創造環境。

所謂房地產投資信託基金（Real Estate Investment Trusts，簡稱 REITs），指通過發行基金，集眾人之力，投資於例如購物商場、寫字樓、工業大廈、酒店、住宅物業、停車場及車位等房產，通過對其租金的收取，作為主要收入的一種投資工具。

市場人士指出，香港對 REITs 的監管條例及機制仍在發展中，彈性較新加坡為大，容易吸引東南亞地區以及內地

的 REITs 來港上市，預期香港在兩、三年後可逐步追上日本，並發展出屬於本地的 REITs 指數。

套現資金再發展

在投資界主要提供企業融資服務的英高財務顧問，其董事兼收購合併及新業務主管李德光指出，對企業將物業分拆成立 REITs，有多方面好處：「第一，商廈物業等很少分層出售，主要是整棟買賣，不像住宅市場有龐大的零售市場，對地產商而言，發展商廈意味會積壓資金，若只是靠租金收益，要等很久才能收回成本，成立 REITs 的話，可以即時套現，將資金用作發展其他物業或投資，帶來更多回報。這是企業發行 REITs 的最重要原因。」

另外，過往發展商若要參與地產項目，需要依靠銀行融資或企業內部資

本，發展項目時往往會有斷層；而以借貸方式來發展，不單要還款，而且利息成本未必低於設立 REITs 後需要派發的股息。相反發行 REITs 後，地產商可以即時套現，若物業已經升值，更可以將賬面利潤轉化為實質利潤。REITs 基金



英高財務董事兼
收購合併及新業
務主管李德光



TITONI
OF SWITZERLAND

MASTER
SERIES

單位持有人只可以在交易所買賣單位，REITs 公司或發行人不需要提供贖回安排，亦沒有資金壓力。

物業造價較售予第三者高

李德光說：「地產商分拆物業以 REITs 上市，即等同將物業賣予 REITs，一般而言，原業主會持三成或以上的 REITs 基金單位，作為大股東仍有話事權。換言之，買賣雙方均是自己，可以『自己話事』，故買賣價可以根據最高估值而定。相反，發展商若果將物業直接出售予其他獨立第三者，賣家在物業的估值基礎上多翻還價。因此，物業以 REITs 上市，較直接出售，收益差距可能高達 10%至 15%。」

除此之外，根據法例，REITs 發起人需要為 REITs 的投資者提供一定的保證回報，即所謂「包底」，因此即使基金估值較高，也容易被市場接受。

按香港證監會要求，REITs 必須要有物業管理公司，一般是發起的地產商連帶經營的，每年可以向基金收取一定管理費用，故此是穩定收益來源。況且，日後當物業價值上升，按合約條款而定，管理公司可以向 REITs 增加一定收費，收益自然增加。

對地產商而言，除了成立 REITs 外，可以把一籃子物業以私人協商方式引入地產基金。但李德光指出，協商價格時需要多番拉鋸，作價亦可能不及售予 REITs 的高。但是，成立 REITs 時，上市後需要每年公布業績，透明度要提高，相反引入私人地產基金，有關項目收益會計狀況不需要向外公布。

派息穩定吸引投資市場

至於在選擇成立 REITs 或分拆一籃子投資物業項目上市之間，怎樣選擇呢？李德光指出，除非地產商如香港置地般持有大量優質物業，市場上很少僅



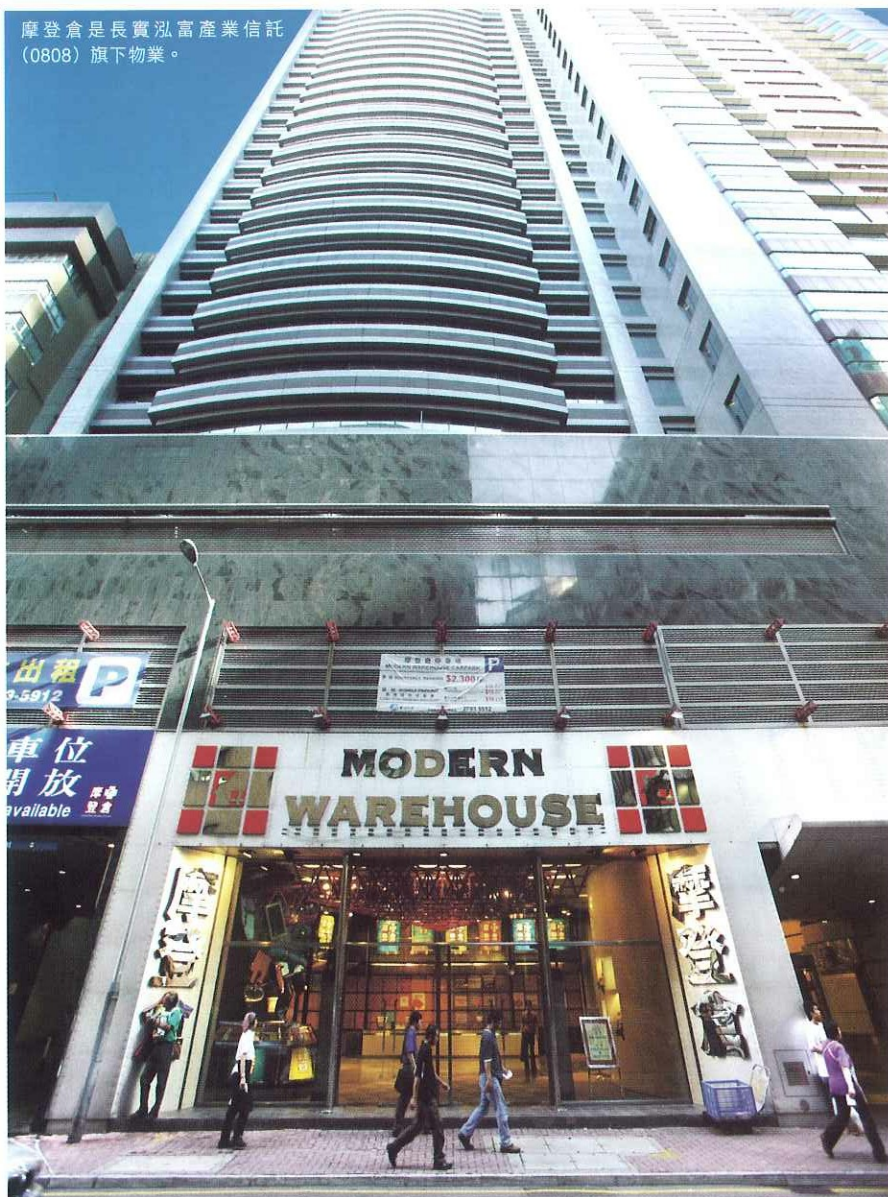
鷹君 (0041) 成立冠君產業信託，料可從中套現不少於 103 億港元。圖中為冠君產業信託的主要資產——花旗銀行廣場。

TITONI Master Series

The officially certified chronometer

www.titoni.com

摩登倉是長實泓富產業信託(0808)旗下物業。



物業質素成選 REITs 關鍵

投資 REITs 與投資地產股的分別，在於 REITs 較簡單易明，「不少香港地產公司業務十分多元化，不是單純地產公司，來自物業的收益或會受其他表現欠佳的業務影響。此外，小投資不可以阻止公司管理層作出不利於小股東的決定；上市公司派息比率也不及 REITs 那樣，有法例規定。」畢馬威 (KPMG) 會計師行合夥人王尹巧儀如此解釋。

卓德測計師行執行董事陳致馨指出，REITs 提供穩定的回報，適合追求穩定回報的機構投資者。「一般投資者只有少量資金，不可以整幢物業買下來收租，REITs 可以提供這機會。」值得投資者留意的風險，在於基金持有的物業質素。前大摩著名地產分析員卓百德最近在接受《華爾街日報》訪問時便提醒投資者，「地產發展商可能會利用這個熱潮把名下一些自己也不想長線持有的二、三線商廈(高價)售予投資者套利。」

英高財務顧問董事陳德光簡單指出，小投資選擇時要注意：1. 管理公司的收費；2. 派息政策；3. 保證息率回報水平（可能只有上市首年保證）；4. 基金所持物業地段，若在優質地段，升值潛力。

物業投資收益為全部業務的上市公司，皆因租金收益往往難以有高回報，對投資市場不算吸引，此其一。其二是就算分拆出來的收租上市公司，派息比率以至派息的穩定性沒有保證，不能吸引尋求穩定收益的小投資者。「相反，REITs 是個有規管的『投資產品』，基金九成或以上的盈利(扣除相應管理費用後)用來派息，讓尋求穩定收益的小投資者可以直接參與。」

目前樓市相對穩定而向好，投資者可以以少量資金買入基金單位投資，若要自己買入物業來收租，需要更多的資金。目前香港興起成立 REITs，他不擔心熱潮隨時過去，迄今只有數間企業設立，市場剛起步，發展商仍有興趣發行 REITs。「發展商藉此套現，資金流轉快速，加快發展物業的速度，特別是重建工作，對社會發展有利。而若有多家發展商手頭資金充裕，尋求投資優質物業項目時，更可能會推高樓價。」他說。

住宅較難成立 REITs

地產商分拆物業成立 REITs，物業項目主要是商廈、商場、酒店等，未有住宅。李德光直言：「若是一籃子分散不同樓盤的住宅單位，管理比較困難，對投資者吸引力較低。」

卓德測計師行執行董事陳致馨進一步解釋，企業不選擇住宅，因為住宅投資風險較大。「例如涉及很多日常生活的管理問題，保持管理水平較複雜，而且住宅價格波動較商廈為大，租客流動性較高，較難保證長期的收益。」

另外，他認為港府較著重在住宅樓價方面的控制，住宅升值空間較商廈為少。「住宅方面的土地供應增快，目前已擴散至天水圍，優質寫字樓只發展至九龍灣一帶。」他認為寫字樓穩步上升的走勢較為明顯，有關的 REITs 較有吸



TITONI
OF SWITZERLAND



引力。

卓德測計師行曾為領匯、富泓估值旗下物業而上市。陳致馨表示，從REITs物業估值角度看，整個過程與上市公司物業估值相差不大。

「估值的機制是參考同地區同性質物業的成交價，加上政府及公司內部研究部提供的數據，如供應、需求，經濟指標（就業數字、GDP）等，測量師再經個人專業判斷定出估價。由於REITs籌備時間約數月，地產市場可能隨時間不同而有上落，測量師會因應時間而調整估值。」至於地產商把物業以REITs形式上市，造價較售予獨立第三者為佳，陳致馨澄清說：「這是因為地產商

為REITs提供保證回報，容易吸引投資者，這與我們測計師行對物業的估值沒有任何影響。」

目前市場上表示發行REITs的公司，主要是已上市的地產發展商，其實香港不少私人投資者擁有很多優質物業，具備發行REITs的條件。陳致馨指出：「據了解他們的作風不受受有關條例嚴格規管，而且由於沒有資金需求，所以沒有發行計劃。然而，私人投資者手頭上擁有的優質物業，不少國際基金十分有興趣吸納，相信他們把物業部分權益售予基金公司，通過他們以REITs形式上市，因為這樣對他們較為簡單直接。」

卓德測計師行執行董事陳致馨。



富豪酒店（0078）主席羅旭瑞表示，正考慮將旗下酒店資產以REITs形式上市。圖為銅鑼灣富豪酒店。

TITONI Master Series

The officially certified chronometer

www.titoni.com



國內人流旺盛的商場，成為地產商發 REITs 的對象。



畢馬威 (KPMG) 會計師行稅務合夥人王尹瑋。

內地 REITs 孕育中

中國經濟持續增長，全球資金紛紛買入中國相關投資工具。隨著香港上市國內房地產股炒起火熱，不少在國內持有優質物業的公司正計劃在香港發行 REITs。除了已上市的越秀房產基金 (0405)，主要在北京持有物業的北京北辰 (0588)，其總經理賀江川在記者會上表示，北辰傾向分拆投資物業以 REITs 形式上市，但須視乎中國證監的審批進度。聯想集團 (0992) 母公司聯想控股總裁柳傳志在北京亦透露，聯想

控股持有多個企業正籌備在海外上市，包括將內地的寫字樓資產以 REITs 模式在海外上市。柳傳志目前身兼融科地產公司董事長，該公司持有約 20 億元人民幣的寫字樓資產，主要在北京中關村和深圳，目前公司正在與一家投資銀行磋商，將其持有的相關資產，與融科地產公司合併在一起，以房地產投資信託基金在海外上市。另外，廣州正佳廣場正籌組 REITs 上市，籌備團隊已成立，包括畢馬威、星展銀行、仲量行在內，首選上市地為香港，爭取今年年底至明年年初成事，公司方面聲稱融資額將不少於 55 億元。

但是，內地不少企業計劃在內地設立 REITs，而非南下在香港上市。據內地傳媒報道，招商基金已籌備了接近一年，在內地發行 REITs。他們考察了美國、澳洲、加拿大、香港等 REITs 的情況，內地地產市場作出研究及估值，設

REITs 效應刺激商廈交投

REITs 熱潮之下，多家外資基金購入整幢物業，以備分拆成 REITs 出售。其中以澳洲基金麥格理最為積極，繼年初以 2.42 億元購入葵涌威信物流中心全幢後，最近更一擲 26 億元，向摩根士丹利購入上環維德廣場，暫時成年 06 年內最大宗物業成交。

而成功套現並動賺近 17 億元的摩根士丹利，繼以 6.55 億元購入中環星展銀行大廈後，最近更以近 10 億元，購入在港擁有 5 座服務式住宅的 Shama 九成股權，進軍服務式住宅市場。



上環維德廣場。



TITONI
OF SWITZERLAND



計了適合 REITs 的相應方案，目前正與監管部門商討。此外，北京首都創業集團亦正籌備在內地發行 REITs，並就此與中證監會進行了長達一年多的溝通。若發行成功，該集團投資銀行部總經理汪洪表示，由於內地公司在境內持有物業面臨雙重徵稅的問題，即物業的租金收益須繳稅，同時物業的持有公司亦需繳交公司利得稅，令境外投資者對內地 REITs 的回報率要求相對提高，給內地開發商造成很大壓力，成為首創選擇在內地發行的原因之一。一般相信，在內地發行 REITs 的成本，比起在香港發行的成本為低。

內地發行 REITs 較複雜

對於有內地公司計劃把物業以 REITs 上市，卓德測計師行陳致聲表示：「國內有關法例、法規多而複雜。從測量師角度看，若物業的建築素質存在安全性問題，比較需要多時間查究。」

畢馬威 (KPMG) 會計師事務所稅務合夥人王尹巧儀說，審計中國 REITs 的過程較香港複雜得多。「第一、中國房地產市場隨時受政策改變而逆轉，對投資者而言風險較大；第二、內地法律、手續還不夠清晰；第三、由於中國地域廣，投資者有時難以完全了解內地商廈的人流、出租率等情況；第四、中國地方行政分別很大，就是全國性的法規，實際執行上地區之間也有很明顯的分別。」

她指出，例如房地產稅，北京、上海會較嚴格執行，其他地區則難說了。又例如最近經常談到的土地增值稅，該稅項在 1994 年已推出，但不久地產市場迅速冷卻，因此市場上未再提及，一旦情況不同，中國官員可能重提要追收。故此，某些公司可能被追收稅款，又或被揭發漏報了稅，對這些公司可以

發展商對 REITs 看法各異

目前無論寫字樓或商場市道都不俗，只要有物業在手的上市公司，都會接到不少投資銀行「敲門」，看是否有意重組物業，分拆成 REITs 上市。事實上，分拆 REITs 對公司利多於弊，很多已表明有此計劃；不過，也有公司表現暫時不會發 REITs。

新世界：分拆視乎投資環境

新世界發展 (0017) 主席兼執行董事鄭裕彤日前向傳媒透露，獲多家投資銀行接洽，希望替該集團分拆 REITs，但集團仍在初步研究中。他直言，集團沒有迫切分拆的需要，故尚未選定保薦人及沒有時間表。至於會否因為動作較慢而錯過分拆房託的最佳時機，集團董事總經理兼執行董事鄭家純以「行先可能蝕底」作回應，強調任何分拆須視乎投資環境而定，難言何時會是「水尾」。



鄭裕彤

希慎：集團營運模式與 REITs 相似

希慎興業 (0014) 主席利定昌在業績記者會上表示，現時未是成熟時機把旗下物業以 REITs 形式上市，仍需詳細研究。他指出，房託基金只是處理資產的一個方式，房託基金注重企業管治及透明度，而希慎在這方面已十分足夠。作為一家物業投資企業，集團有穩定派息，營運模式已與房地產基金相類似，可稱是無形的 REITs，但比房託基金在決定一些投資時，更有彈性。然而，利定昌不排除日後會發 REITs。



利定昌

長實：已分拆兩個 REITs 上市

長實 (0001) 已分拆了兩個 REITs 上市，而長實及和黃 (0013) 系至今為止，在中國內地的投資金額累計超過 1,000 億港元，創歷史高峰。主席李嘉誠形容，在負債水平不太大的原則下，會讓附屬公司繼續在內地擴張。至於會否再分拆 REITs 上市，他則未有正面回應，只表示「承認或否認都對股東不公平。」



李嘉誠

華潤置地：樓價上升 非合適上市時機

以經營中國地產業務為主的華潤置地 (1109)，其主席兼執行董事宋林直言，國內樓價仍處於上升周期，價值尚未完全反映，不適合於現階段將之分拆成 REITs 上市。該公司已向母公司華潤集團收購北京華潤大廈、上海華潤時代廣場及深圳華潤中心一期，而公司將在適當時候，以適當的方式包括現金及股票，向母公司收購其他地產資產，以成為華潤置地另一增長動力。



宋林

造成很大的影響。另一方面，國內土地經常出現業權不清的問題。例如原先是農地發展成商廈的，很多時有關單位不曾向政府申請改變地土用途，以及做補地價等申請；當有關物業計劃以 REITs 上市時，持有物業的公司便需要向國土局申領土地使用證，補辦所有手續，也需補回地價，時間上及金錢上較難掌握。

對於有企業選擇在內地發行 REITs，王尹巧儀指出，目前國內配套法例還欠清晰，託管、信託人的概念不清晰；即是法律基本上不承認個人或公司代替個人或公司持有資產，但信託人

的概念正是 REITs 的基本精神。「目前中國國內企業的收益，在除稅之後，需為三個基金，包括企業發展基金、職工養老基金作適當的撥備；換言之，可供派發的收益少於除稅後利潤的 90%。」而目前國際上 REITs 的法例，是把基金 90% 的收益分派給持有人。故此，國內公司若要發 REITs 的話，需要在公司結構上作複雜的重組安排，涉及大量金錢及時間。

不過，由於國際投資界依然看好中國未來發展，即使與中國相關的 REITs 問題複雜，相信企業及投資者對此之需求，依然殷切。 [E]