



後九倉估值

11月23日，由九龍倉(00004)分拆出(1拆1)的九龍倉置業(01997)正式掛牌上市，以50元收市。分家後的集團，前者將會主力內地及香港地產發展，酒店和物流，後者則主要持有香港的收租物業，包括位於黃金地段銅鑼灣的時代廣場及尖沙咀的海港城。

市場予九置較高估值

除淨前(11月15日)九龍倉集團(九倉)的股價為73元，分拆上市後(11月23日)的新九倉及九龍倉置業(九置)收市價分拆為25.8元及50元，即合共總值75.8元，證明分拆動作確實釋放了額外的內涵價值。

宣布分拆文件的財務報表顯示，以2017年6月底帳面上的資產淨值算，前者及後者分別佔集團總值的36.85%及63.15%，即每股約為40.43元及69.29元(合共109.72元)。以除淨前收市價73元算，分拆前的九倉股價相對資產淨值約有33.5%的折讓。

由於分拆前的九倉業務眾多，為綜合性企業，其中包括了風險較高及

盈利不穩定的內地地產業務，及之前已分拆一直長期虧損的有線寬頻(01097)，所以估值存在較大折讓屬於合理。分拆後兩者的股價相對資產淨值變為36.2%及27.8%。換句話說，市場願意給予以香港收租物業為主的後者較高估值。

九置的租金收入穩定，透明度高(市場可以參考香港政府統計處每月發放的零售及旅客數據估計收入趨勢)，且承諾維持派息率在經常盈利的65%，可給予股東穩定的利息收入。

假設香港零售市場繼續復甦及有所增長，九置的估值將會有空間提升。按分拆文件，新九倉及九置2017年上半年的純利分別為36.1億元及50.9億元。假如九置下半年與上半年利潤相若，其2017年每股利息將若為2.18元，以現價計，即息率將若4.36厘。

不怕波動可買新九倉

相對九置，新九倉的估值折讓將會較大，股價亦會較波動，派息率及利息率將會不如九置。內地的地產市場



及政策將會主導新九倉的未來股價走勢。分拆後，新九倉會比較適合看好內地地產前景，投資方式較進取，希望獲得較高長綫升值能力而不介意短期波幅的投資者。而追求穩定利息收入回報，而不介意長綫股價升值能力較慢者，九置則比較合適。新九倉的定位比較近似已私有化的新世界中國及內房股，而九置則較近似希慎興業(00014)。FM

權益披露：筆者旗下基金持有九倉及九置權益，並隨時於市場買入或沽出。

內地的地產市場及政策將會主導新九倉的未來股價走勢。分拆後，新九倉會比較適合看好內地地產前景，投資方式較進取，希望獲得較高長綫升值能力而不介意短期波幅的投資者。