

總投資逾千億美元 現淪爛攤子

大馬「森林城市」研開賭

碧桂園有望解困



板塊透視

「金九銀十」過去曾是內地樓市傳統旺季，但過去兩年這種盛況已經消失。不過，今年以來內地不斷加大力度推出政策刺激樓市，專家指出，政策會逐漸收到成效，部分深陷債務違約邊緣的民營房企，也有機會迎來曙光，例如仍忙於與境外債權人談判的碧桂園(02007)。碧桂園將來能否復牌，當中一個關鍵因素，可能視乎該公司於馬來西亞的千億美元投資項目「森林城市」的進展，市傳該項目有望獲准發展賭場，從而帶動人流與商業，助碧桂園解困。

大公報記者 許臨

資深證券界人士謝明光指，眾多內房股中他最留意的就是仍然在停牌的碧桂園，7月底碧桂園公布高等法院批准了該公司的延期申請，清盤呈請聆訊現被延期至明年1月20日。碧桂園表示，感謝債權人對公司所進行工作的持續支持及參與，並將繼續有序地推進境外債務重組。

建四個人工島 容納70萬居民

簡而言之，碧桂園再獲得約5個月的時間，可以「撲水」還債，部分市場人士雖認為內地樓市未必能在短期內全面復甦，碧桂園的債務危機仍然難以解決，但謝明光則指出，市場可能忽略了一個重要因素，這個因素與馬來西亞資產有關。具體來看，目前碧桂園負債總額達2000億美元，當中包括目前被視為違約的110億美元離岸債。碧桂園約在十年前已開始在馬來西亞作出投資，原本計劃投資超過1000億美元發展位於當地柔佛州填海項目「森林城市」。原預計項目分階段興建，並於2035年全部完成，項目共有四個人工島、面積30平方公里，以及希望引入70萬居民。但目前僅完成總土地面積及建築物的一小部分。

謝明光表示，馬來西亞國王柔佛蘇丹易卜拉欣在今年初才上任，已有傳他近月在「森林城市」項目發展上發揮了重大作用，為了重振這個千億美元計劃，目前馬來西亞正在討論在「森林城市」開設賭場，以吸引更多人流。

國王持有「森林城市」約25%

為什麼馬來西亞國王的態度會如此積極？謝明光指，「森林城市」這個項目碧桂園約持有60%，餘下的40%由一家名為 Esplanade Danga 88 的公司持有，而 Esplanade Danga 88 的大股東就是馬來西亞國王柔佛蘇丹易卜拉欣（持股64%），代表「森林城市」這個項目國王實際持有約25%。

若然馬來西亞能發放有史以來第二張賭場牌照，由於柔佛州鄰近新加坡，相信能吸引大量人流，若「森林城市」這個項目發展成功，將為碧桂園帶來重大的回報，屆時便能有足夠能力應付債務。另外，也有一個可能性，碧桂園將持有項目的六成股權出售，同樣也能收回大量現金還債，故此若項目在明年1月的清盤聆訊前有新發展，這將會成為碧桂園能否復牌的關鍵。



▲「森林城市」是一個綜合性項目，發展高端居住、旅遊會展、新興科技等多個範疇。

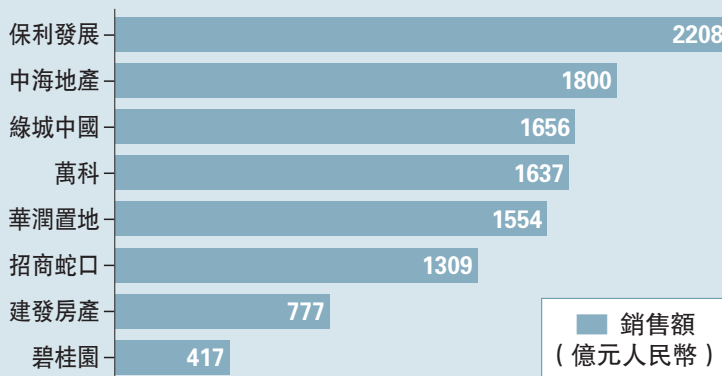
1月20日碧桂園清盤呈請聆訊延期至明年



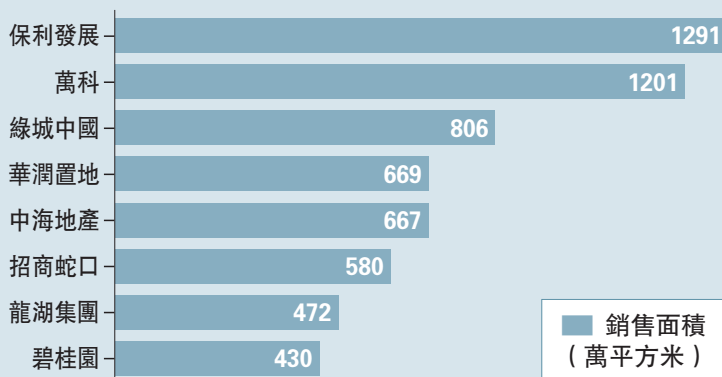
碧桂園近年事件

日期	事件
2018年	3月宣布計劃分拆物業管理業務上市，碧桂園服務(06098)6月上市
2019年	業務重新定位，將現代農業、機器人與房地產並列集團「三駕馬車」
2022年	4月公布錄得上市以來首次虧損，9月被標普降級
2023年	楊惠妍2月接任董事會主席，8月發盈警，先後被剔出恒生兩指數成份股
2024年	楊惠妍1月強調重點工作是保交付、保經營和保信用，2月碧桂園被建滔子公司提呈清盤
2024年3月28日	發通告表示將於4月2日暫停買賣，並延遲刊登2023年度業績
2024年5月17日	法院將清盤聆訊押後至6月11日，其後又再延至7月29日
2024年6月27日	發通告指接獲聯交所發出的復牌指引，包括要盡快刊登2023年業績
2024年7月29日	法院再將清盤聆訊延期至明年1月20日

今年首八月主要內房企銷售額



今年首八月主要內房企銷售面積



大型內房最新動向

公司	動向
恒大	因重組欠缺進展，被香港法院正式頒令清盤。集團已正式進入強制清盤，下一步將會由清盤人安邁進行資產處置。除非恒大提出上訴，或清盤人再次提出債務重組的可行性，否則未來將不會再有重組方案
萬科	被穆迪調低長期企業家評級，由「Ba3」下調至「B1」，展望負面。不過市場認為萬科的融資能力仍理想，有足夠內部資源償還短期內到期的債券
融創	今年7月融創的境外債務重組計劃獲98%大比例通過，相對於恒大，融創的計劃能快速獲通過，可見其較強的執行力及較佳的債務結構
龍湖	7月份實現總合同銷售額按年減少35%，東吳證券首予「買入」評級，預測2024、2025、2026年歸母淨利潤為129.7、131.4、133.9億元人民幣



▲碧桂園投資馬來西亞柔佛州填海項目「森林城市」，預計2035年完成，希望引入70萬居民，但目前僅完成總土地面積及建築物的一小部分。

財務穩健 大行薦中海外潤地

個股推薦 眾多內房股中，有國企背景的内房股被看高一線，如中海外(00688)及華潤置地(01109)便普遍被大行看好，也被投資者視為首選。

滙豐的研究報告指，內房寬鬆政策持續，地方政策的放鬆可能會讓2024年下半年銷售恢復。如今年8月初，深圳市安居集團所屬企業擬收購商品房用作保障性住宅，預計會有更多一線城市開展庫存收購措施，這樣的措施對於發展商影響重大，並可能改善市場情緒。這種情況下，滙豐看好中海外及華潤置地。

若將眾多內房的業績及負債結構作比較，中海外及華潤置地也值得看高一線。華泰證券的研究報告表示，華潤置地的「三道紅線」指標維持綠檔，融資成本及匯率風險也創近年新低，平均債務期限延長至6.5年，而且債務到期結構分布合理。此外，旗下購物中心的表現持續向好，租金收入及出租率皆在健康合理水平，故維持其買入評級，目標價30.6元。

花旗則認為，雖然中海外今年上半年核心盈利按年跌32%至106.4億元(人民幣，下同)，但今年首七個月中海外的銷售額達1610億元，加上現金儲備充裕，截至今年6月達1002億元水平，而且融資成本低至3.5%，故給予其買入評級，目標價16.2元。



▲龍湖表示，集團2025年到期的境內債券剩餘10億元人民幣，資金已經準備好。

龍湖業務分散 最受惠樓市復甦

業績觀察 近年個別民營房企的債務問題雖令投資者存有戒心，但隨着中央多次出手救市，不少市場人士都認為，內地房地產市場最壞的情況已經過去，一些優質民營房企已見吸納價值。

資深證券界人士謝明光指，曾被視為民營房企中的「優等生」，今年8月份公布的業績很值得參考。龍湖(00960)今年上半年股東應佔核心溢利47.5億元，跌27.9%，但開發合同銷售達511.2億元，銷售回款率超過100%。期內龍湖在全國43座城市交付121個項目，共計約5萬套房源，20%實現提前一個月以上交付，交付滿意度超過90%。

負債管理佳 明年到期僅10億

分區域看，龍湖在中國西部、長三角、環渤海、華南及華中銷售額佔比分別為28.1%、27.0%、20.1%、14.3%及10.5%。一、二線城市銷售佔比達九成以上，若內房市場復甦，定必率先受惠。而且龍湖已表示，集團2025年到期的境內債券剩餘10億元人民幣，資金已經準備好，而且2027年前沒有到期的境外債券，下半年集團將繼續有序推進，提前償還明年到期的債務。

花旗也看好龍湖的前景，報告指龍湖在今年上半年的盈利表現較為疲弱，核心利潤按年減少28%，但管理層再度強調以償債為首要任務，直至2027年前預期沒有離岸債務到期，反映其資產負債表管理良好。而且，龍湖上半年來自經營性業務的利潤貢獻佔比已達到80%，較2023年同期的60%大幅提升。

花旗認為，龍湖經歷收入架構調整後，已進入以經營性業務驅動盈利的階段，可提供較穩定利潤前景，因此重申其「買入」評級，目標價由12.3元調升至12.4元。

投資內房 只選「有息派」大型股份

新聞分析 許臨

近年中央接連出手拯救樓市，除了鼓勵地方政府助清庫存外，人民銀行先後下調首套和二套房貸款利率，在今年第二季曾刺激多家內房股的股價急升。雖然仍有投資者認為，內地樓市要全面復甦仍然需時，但內房股其實已漸見投資價值。

不過，房企正處於「汰弱留強」的階段，證券界人士認為，投資者需要分辨不同內房股份的財務是否穩健。由於內房股的債務問題近年成為市場焦點，投資者會慣性地留意哪一隻內房股有

能力還債，若沒有出現違約就代表財務穩健，但其實即使是一些如期還息的內房，也未必代表財政狀況健康。最好的方法是留意近年的派息政策有沒有出現改變，簡單來說，要買內房股，就要選有息派的股份。

股票的派息絕對是管理層的酌情決定。在財政緊縮的情況下，派息就會減少，甚至改變多年來的派息政策，突然變成「零」息率的股份。事實上，不少內房股近年已停止派息，如旭輝(00884)，在2009年除了每股派息0.3483元外，還加派特別息每股0.0414元。

2020年每股派息也有0.4元，但到了2021年每股派息就跌至0.1901元，到了2022年及2023年更停止派息。

以股代息或因財務緊縮

大型內房股中，華潤置地(01109)及中國海外(00688)的派息則相對穩定。華潤置地由2019年至2023年的每股派息分別為1.17元、1.48元、1.692元、1.602元、1.582元。除了派息穩定，在2021年這個業界最艱難的年份，派息更有所增加。至於中海外，2019年至2023年的

每股派息分別為1.02元、1.18元、1.21元、0.8元、0.8元，近兩年的派息雖有所減少，但跌幅不算大，而且息率仍超過6厘，也屬值得留意的股份。

另外，需要加倍留意的是，有些內房股可能為了維持派息政策，而手頭現金並不充裕，公司便採取以股代息，以保留現金作周轉。在樓市大旺的時間，這種做法尚可接受，然而，當遇上房地產市場逆轉，外界都十分關注內房股的財務狀況時，這種以股代息的「招數」可能會令市場認為這是顯示該公司面對財政緊縮。