

基金經理專欄

Fund Manager Column

2025 年 4 月

有關基金經理最新市場展望，
請掃描右方二維碼觀看影片：



淺談主要本地地產發展商的信用狀況

上月，我們分享了一些在股市配置上的看法。然而，正如我們屢屢重申，投資者在構建投資組合時，資產配置應維持多元化；因此，除了股票方面的部署外，債券方面的配置同樣不容忽視。得益於財政司司長陳茂波在新一份施政報告中，透露特區政府考慮增加發債，近期港元債券的關注度似乎有一定增加；與此同時，投資市場的目光，亦持續聚焦於個別本地老牌地產商，會否出現流動性問題。值得一提的是，不少本地地產發展商均有發行港元債券，屬港元債市中的重要一員。有鑑於此，我們會探討一下主要本地地產發展商的信用狀況。

誠然，隨著近年香港地產市場面對高息環境、人員流動、消費模式轉變等多方面的壓力，住宅價格以及商業房地產估值均呈現下降趨勢。住宅市場方面，儘管去年特區政府宣佈全面「撇辣」，而在美國聯儲局啟動減息周期後香港各銀行亦下調了最優惠利率，但對本港樓市的提振作用似乎偏向短暫且有限；香港官方樓價指數 2024 年全年下滑 7.1%，為連續第三年下跌，而跌勢延續至今年 1 月，表明樓價仍承壓。基金經理估計，在龐大的供應量以及住宅單位庫存維持高企所影響下，相信發展商在推售新盤時會優先考慮其銷售率，因此可能願意提供較大幅度的折扣或優惠，務求刺激潛在買家的成交意欲，爭取加快資金回籠的速度。在大多數住宅發展商或將重視「銷量」多於「呎價」的前提下，相信它們的盈利能力將難免受到影響，故槓桿比率(Debt/EBITDA)短期內得到改善的機會應不大，其中部分地產商更可能會面臨信用評級被下調的壓力。

商業房地產方面，雖然香港的寫字樓和零售物業在過去幾年亦持續出現租金水平整體下調的現象，但主要地產商旗下的投資物業組合，出租率普遍仍得以保持在 80%至 90%的較高水平，主因是受惠相關物業較為優越的地理位置，以及租戶追求更高質素物業的趨勢所支持。事實上，儘管本港地產商發行人在住宅及商業房地產的涉獵各有差別，惟大部分主要地產商均有可觀的營收是來自寫字樓或零售物業等，相關經常性租金收入的貢獻，某程度上有助抵銷住宅物業開發項目收入波動的影響。

另外，儘管在地產市道疲弱的背景下，本港地產商債券發行人的信用狀況出現了不同程度的惡化，大多數本港地產商發行人實際上依然擁有充裕的流動性，作為償還短期債務之用；而且它們也獲得銀行承諾信貸額度，以滿足其營運資金需求。值得注意的是，大多數本港地產商因與銀行有著牢固的合作關係，而能夠借入無擔保貸款，使其總債務中有擔保借貸通常僅佔一小部分。倘若剔除盈利波動的因素，大部分本港地產商的槓桿比率仍處於可控水平，這一點從資本負債率(Debt/Capitalization)可以看出。



中銀國際
BOC INTERNATIONAL



PRUDENTIAL
保誠集團

中銀保誠資產管理
BOCI-Prudential Asset Management



近期一家老牌本地地產商的流動性狀況，格外備受市場關注；基金經理指出，該公司的自身情況特殊，不宜與其他同業一概而論；其不但槓桿水平較高、營運利潤率(EBITDA Margin)低於主要同業的平均水平、現金短債比率(Cash/Short-term Debts)及利息覆蓋率(EBITDA/Interest Expense)也相對低。儘管該公司一直努力嘗試透過處置資產的方式來提高流動性，但短期關鍵仍在於其能否將今明兩年到期的銀行貸款展期。中期前景而言，基金經理相信該公司的債務重組風險依然存在，除非未來一兩年本港地產市場出現顯著改善，或者該公司的母企能提供實質性的重大財務支持。

事實上，該公司在 2027 年前並未有主要債券到期，其流動性問題對於整體港元債券市場的影響，主要存在於情緒和信心層面，導致部分投資者憂慮其債務違約會引發骨牌效應。然而，受惠於穩定的經常性租金收入、充足的流動性緩衝以及與銀行有牢固的合作關係等因素，我們預計大多數主要本地地產發展商，尤其是擁有投資級別信用評級的發行人，應能安然渡過行業當前所處的下行週期。基金經理一貫強調，審慎的信貨篩選是嚴格控制投資組合風險的關鍵；面對持續波動的市況，投資者在進行組合內債券相關配置時，或可根據自身風險承受能力，斟酌調整較高評級債券在其中的佔比。

重要資訊

投資涉及風險，並可受市場波動及一切固有風險所影響。對新興市場進行投資涉及特殊的風險和考慮。投資者作出的投資可能並無回報及/或蒙受重大的虧損。過去的表現並不代表未來的表現。

本文件之資料是根據相信是可靠的來源而編制，但並未有獨立查證。中銀國際英國保誠資產管理有限公司並不就當中所載之任何資料、意見或推測，或任何此等意見或推測之基礎作出任何明示或默示的申述、保證或承諾。任何人士因信賴本文件而招致之損失，本公司概不負責。本文件所載之資料、意見及推測均反映刊發日的情況，並可能在沒有作出事前通知的情況下作出變更。

本文件所載之資料、意見及推測只提供資料性用途。以上基金經理評論只反映基金經理於本文件刊發日期時之意見、看法及詮釋。投資者不應僅依賴有關資料、意見及推測而作出投資決定。投資者作出任何投資決定前，應適當地尋求獨立的財務及專業意見。不可翻印或傳送本文件(全份或部份)予第三者作任何用途。

本文件並不構成任何分銷或任何買賣產品之建議、要約、邀請或游說。
本文件由中銀國際英國保誠資產管理有限公司刊發，並未經證監會審核。