

致：立法會兩鐵合併草案委員會  
香港中區皇后大道中八號立法會大樓 (c/o Ms. Sarah Yuen)

敬啟者：

### 就兩鐵合併 Rail Merger Bill 的意見

本人是一位產業測量師，曾在香港政府地政總署、私人機構及測量師行前後工作共 26 年，有豐富的房屋及土地估值經驗。本人一向關心社會，身體力行，對傳媒所詢問的問題，均盡可能詳盡解答。

回應 貴委員會 2006 年 8 月 18 日來函，關於兩鐵合併這個課題，本人有以下的意見。

#### I. 認同有關估值方法

本人原則上支持兩鐵合併，亦認同其合併後會產生品牌協同效應。本人從立法會草案委員會網頁瀏覽有關文件，包括一份環境運輸及工務局檔號 (B (1) 2198/05-06/02) 有關「物業方案事宜」的資料及其附件，檢視了有關政府聘用的專業估值師的估值基準及方法部份，雖然當中涉及的很多假設數據如下述 (III) 段 (包括商業敏感資料) 並無提供，令本人未能進一步評論總作價 49.1 億元是否合理，但本人認同有關估值方法合理。

#### II. 闡釋有關發展權估值的報導 (“該報導”)

有關這個課題，本人在七月份會對部份傳媒訪問作出回應。就明報於 2006 年 7 月 3 日的報導 (見附件一)，本人認為有加以闡釋的必要。當時，記者於很短促的時間裡，致電本人並要求為九鐵八個項目的發展權作評估，但被本人拒絕，理由是本人要求為評估所需取得的資料及假設數據不足。後來，該位記者再致電本人，要求只就其中兩個項目的部份樓面的平均呎價市值作回應。

該兩個項目為：

- a. 大圍站
- b. 九龍南線 C 及 D 地段

就 (a) 大圍站，記者詢問商場部份的市值呎價為何？本人指出以其 66.7 萬呎面積，考慮到其位於東鐵、馬鞍山支線、及未來沙中線匯合點等優越「區域性」潛質，本人認為該商場的售價應可達到每方呎 10,000 至 12,000 元。後來在該報導中，基於這些數值算出，“大圍站商用範圍的預期收入應可由估計的 48.05 億元調高到 66.74 億至 80.08 億元之間，相差最高達 32.03 億元”。

驟眼看來，該報導予人一個錯覺以為是該個發展項目的發展權作價，低估了可達 32.03 億元。本人在此加以闡釋，收購發展項目發展權的作價，應以該項目的預計可實現利潤的折現值為作價基礎，而不是以“預期收入”作依歸。發展項目利潤的計算需從預計總收入，先扣除總發展成本（包括地價、建築費、專業費用、稅項及利息等），而由於九鐵項目是採用招標合作形式進行，故此需再扣除合作發展商所得部份利潤（詳見附件二的算式），最後，餘數才是九鐵所獲攤分部份利潤，而該部份利潤的折現值（見下述第 III（6）及附件三（6）段的解釋），才是評估該項目發展權所應考慮的作價。

同樣，就有關（b）九龍南線 C 及 D 地段，當時該位記者亦曾就西九龍豪宅區新建樓宇平均市價諮詢本人，好像大圍站項目一樣，本人當時只對市價呎價，即“預期收入”部份作出回應。

### III. 可影響發展權作價的估值因素

此外，可影響九鐵八個項目發展權作價估值的因素尚包括：

- （1）市道變化
- （2）城規會對項目規劃及規模的意見（比如近期關注的“屏風效應”或帶來調整發展規模而影響項目利潤）
- （3）地政總署所收取的地價（目前未知其地價的有六個項目）
- （4）九鐵與合作發展商的分紅比例（商業敏感資料）
- （5）項目發展時間表及預計完工期
- （6）折算到今天市值的折扣率（反映發展項目完成期距現在的年期長短及風險）

這些因素的大部份在現時來講是不明朗因素，作評估時需加以假設（詳見附件三）。

本人希望上述闡釋對 貴委員會有所幫助，本人不會出席 貴委員會 2006 年 10 月 28 日的會議。

此致

陳東岳

2006 年 9 月 29 日

通訊處：九龍觀塘道 398 號嘉城大廈 10 樓

電話：2377-5186

傳真：3101-9041

副本呈交： 財經事務及庫務局局長  
環境運輸及工務局局長

附件 一：明報 2006 年 7 月 3 日有關兩鐵合併的報導副本  
二：九鐵所得部份利潤計算式  
三：評估九鐵項目發展權現值牽涉那些重大假設

## 附件二

九鐵所得部份利潤計算式

每一項目的利潤 (Apv)	Apv
減去發展商的利潤部份	<u>B</u>
九鐵所得部份利潤	$C = Apv - B$

由於共有八個發展項目，應每一項單獨就其情況作評估，每一項目產生一個估計利潤數字。

發展權的總作價應反映八個項目（九鐵部份）的利潤的現值（Present Value）總和：

$$\text{發展權總作價} = C1 + C2 + C3 + C4 + C5 + C6 + C7 + C8$$

註 (Apv)：發展項目所得利潤折現到今天的市值。

(C)：現時九鐵項目均採用投標方式進行，中標者的分紅比例是商業秘密。

## 附件三

## 評估九鐵項目的發展權現值 牽涉那些重大假設

- (1) 市道變化  
香港樓市過去十年升跌波幅巨大，任何人均無法準確預測未來樓市走勢，尤以一些較長發展期的項目，更難作預測。
- (2) 發展規模存在變數  
發展項目現階段尚在籌劃階段，住宅及非住宅部份所佔樓面面積比例尚可能會調整，近期城規會關注「屏風效應」，地積比率以及總樓面面積有可能被要求調整。目前所假設的發展規模如被修訂可影響發展總值而令發展利潤受影響。
- (3) 地價  
所有項目均需要經政府地政總署評估及向其繳交地價，目前尚有六個項目未知地價，而按照過往經驗，兩鐵對補地價作出議價上訴時有所聞，最終地價多少，現階段純屬假設。
- (4) 發展商與九鐵的分紅比例  
九鐵每一項目均需經過招標程序，除了已招標的項目外，五個項目尚未招標。就已招標的項目來說，分紅百分比屬商業秘密，外界無從得知，至於未招標的項目，現階段屬未知數，評估時基於一個假設性比例。這個假設比例大小，絕對影響九鐵所獲攤分的利潤評估。
- (5) 項目發展時間表及完工期  
九鐵八個項目發展的時間表及完工期，現階段屬於假設，部份甚至連地段號亦未有確定。
- (6) 各項目不同發展年期及折扣率  
九鐵八個項目將在不同的年期推出，即是說發展利潤屬於將來始能實現，在估價學上要把將來的利潤折現到今天的價值，便要引用一些折扣率（Discount Rate），因應不同項目在不同年份執行，不同項目應有不同的折扣率以反映其年期及風險。這些折扣率屬於假設的數據。