

本函檔號： HD CR4-2/PS/4-35/2  
來函檔號： CB(4)/PAC/R56

電話號碼： 2761 5049  
圖文傳真： 2761 7445

(譯本)

香港中環  
昃臣道8號  
立法會大樓  
政府帳目委員會秘書  
(經辦人：伍美詩女士)

伍女士：

**審計署署長第五十六號衡工量值式審計結果報告書**

**香港房屋委員會：商業樓宇的管理（第7章）**

謝謝你於本年五月二十五日的來函。

香港房屋委員會（下稱「房委會」）分拆出售的零售及停車場設施（下稱「產業設施」）的估值工作，是由一獨立物業估值師（世邦魏理仕有限公司）進行的。該獨立物業估值師評定該等產業設施當時的總市場價值為338.02億港元。有關的估值資料，以及其考慮因素已清楚載列及披露於《發售通函》的附錄IV（《發售通函》的有關節錄載於附件）。

房屋署署長

(鄧智良

代行)

二零一一年五月三十日

副本送：

財經事務及庫務局局長（傳真號碼：2147 5239）  
審計署署長（傳真號碼：2583 9063）

## 附錄四

## 獨立物業估值師之估值報告概要

估值及諮詢服務

**CBRE**  
CB RICHARD ELLIS  
世邦魏理仕

香港灣仔  
港灣道18號  
中環廣場3401室

電話：852 2820 2832  
傳真：852 2877 2439  
www.cbre.com.hk

敬啟者：

關於香港之香港房屋委員會零售及停車場設施（以下統稱「該等物業」）分拆出售事宜

指示

吾等茲提述聯席全球協調人代表領匯管理有限公司發出之書面指示（「指示函」），要求對上述零售及停車場設施提供正式估值意見。該指示函特別要求吾等根據所有現行及建議租約／租賃協議和佔用安排，就該等物業於二零零五年九月三十日的尚餘批租土地權益的市場價值（其定義見下文）提供意見。

吾等已根據指示函之要求、證監會房地產投資信託基金守則第六章、香港測量師學會物業估值準則（二零零五年第一版）及「市場價值」一詞之國際公認解釋，即：

「市場價值是一項資產在進行適當市場推廣後，自願買方及自願賣方雙方經公平磋商，在知情、審慎及不受脅逼之情況下於估值日期進行交易之估計款額。」

編製全面的正式估值報告（單一報告以下稱「該報告」，所有報告統稱「該等報告」）。

市場價值之定義也基於：

「在估值日時，合理預期物業可能出售的價格，假設：

- i. 自願但不迫切的買賣雙方；
- ii. 顧及物業的性質和狀況以及同類物業的市場情況，有合理銷售洽談時間；
- iii. 物業將合理地市場公開求售；

估值及諮詢服務



- iv. 不考慮因買方擁有估物業而衍生的任何物業市值以外的價值、優惠或利益；
- v. 賣方具備充分資源，使物業有一段合理期間可在市場上公開求售；及
- vi. 賣方具備充分資源磋商銷售物業協議。」

吾等認為，以上市場價值定義與皇家特許測量師學會（「皇家特許測量師學會」）及香港測量師學會所倡議之市場價值國際定義貫徹一致。

#### 對本函件的信任

吾等就本發售通函編製本函件，其中概述吾等之該等報告，也列出吾等在達致估值意見過程中已考慮的重要因素。本函件本身並不包含該等報告中之全面數據及輔助資料。有關報告之詳細內容，請參閱領匯受託人持有之該等報告副本。

世邦魏理仕已向受託人就每項物業提供全面估值報告。報告中之估值及市場資料並非亦不可被視作任何保證或預報，而且必須與以下內容一併參閱：

- 每份該報告約長80至100頁，並依據各該等報告中列出的事實資料得出估計價值之結論。儘管世邦魏理仕致力確保事實資料的準確性，但吾等並沒有獨立地核實所有由領匯管理有限公司（「領匯」）提供的資料（主要是該等物業相關的租約和財務資料副本以及由領匯所聘任之獨立顧問提交的各份報告）或是由香港政府提供的資料（主要是與市場狀況和人口相關的統計資料）。該等報告包括一些詳細資料，投資者可能需要這些資料以便全面了解評估方法的複雜性和所涉及的眾多變數。
- 世邦魏理仕在為該等物業進行估值時所採用的方法，即現金流量折現分析、資本還完法和直接比較法，是根據對未來業績的估計，而並非單純預測。本函件中的估值理論基礎一節將簡要地概述這些估值方法。每種方法均對該等物業的收入和開支以及本地市場之未來經濟狀況作出假設，其中收入和開支數字都根據經濟狀況之估計改變而作出數字上調整。據以上假設得出的價值可視為最佳估計價值，但不能詮釋為預測或保證，而其數值會完全基於收入、開支和市場情況等假設的準確性而改變。本函件中的估值理論基礎一節已概述各項物業之基本假設。
- 該等報告乃根據直至二零零五年九月三十日的資料編製。世邦魏理仕對在此日期後的收入、開支或市場情況等變動不負上任何責任。

#### 分拆出售組合摘要

領匯組合包括香港眾多公營零售及停車場設施。這些物業由香港房屋委員會（「香港房委會」）發展，以滿足港島、九龍及新界的公共屋邨和地區居民之需要。這些公營設施的租戶組合主要以

估值及諮詢服務



地區性租戶為主，包括超級市場、大型酒樓、快餐店以及地區日用品零售店。

整體而言，領匯組合包括180項物業，總內部樓面面積共1,001,441.5平方米，並提供79,485個停車位。組合內物業種類多元化，由小型停車場設施及零售店舖，以至提供較高級零售服務為主之大型地區商場。就物業價值而言，組合中物業包括價值低於5百萬港元之小型設施，至超過16億港元的大型資產。

組合中較舊設施包括：

- 在地下以及在一些住宅樓宇一樓開設之店舖組合。這些設施一般只為滿足地區購物需求，其設計和間隔不利於商品交易，亦難以達致最大的租金增長。這些商舖或能容許開設額外之快餐店或作小型活動用途，但亦僅限於極為當眼地點。
- 特地興建作零售用途及與街市或輔助設施毗連的物業。這些物業雖特地興建作零售用途，但明顯風格落後，外觀陳舊，遠超其實際樓齡。這類設施一般都是多層設計，雖然它們曾經是人流匯聚的主要地區商場，但與位處交通樞紐或與鄰近或建於地鐵站上蓋的私營大型零售商場相比，已淪為二線設施。這些商場於外觀及包裝上難與私營商場抗衡，預計需要積極進取的管理，方能引進新租戶，改善零售編配，減低空置水平和提高增長潛力。

新設施包括：

- 一般專為服務新建屋邨而設計的商場。這些商場一般有空調設備，或經過翻新改裝後，成為屋邨內的聚腳點。在一些有較大競爭的地區，這些商場的行業組合都非常地區化。在較偏遠的地區商場亦會提供一些時裝及運動服裝店。
- 在較大屋邨和人流聚集區的大型新式商場。這些商場包括若干二線名牌時裝店、珠寶店和禮品店。然而，這些商場大部份仍然由一或兩個大型連鎖超級市場、知名／連鎖快餐店及大型酒樓等旗艦租戶所支撐。

在組合中，就其面積和收入安全性而言，吾等認為約有10至15個商場是領匯組合中的最佳物業。它們一般是區內主要或新興的商場，又或位處具有優秀旅遊發展潛力的地區，是組合中的優質資產。

#### 估值理論基礎

為對領匯組合進行市場價值評估，吾等已參考全香港各區不同層面的零售物業及停車場成交數據。這些數據是投資市場的需求指標，亦幫助吾等建立適當市場參數作為價值評估的基礎。鑑

估值及諮詢服務



於預期領匯組合將成為首批於香港推出的大型房地產投資信託基金之一，吾等還額外考慮一些近期涉及房地產投資信託基金投資者在新加坡等國際市場上的活動，以確立房地產投資信託基金工具的基本投資準則。

由於房地產投資信託基金工具是以回報為重點，在評估相關物業資產市值時採用的估值方法，需反映房地產投資信託基金工具的投資準則以及申報規定。故此，吾等依賴現金流量折現分析和資本還完法作為主要估值方法，並輔以直接比較法。雖然香港的零售物業投資一般以直接比較法估值，但在以量化方式反映不同物業的以下特徵時，此估值方法有若干固有限制：

- 現有租戶的質素；
- 租約屆滿期概況；
- 空置率及租賃潛力；
- 現時租金與市場租值的比較；
- 重建潛力；
- 營業額和租金增長潛力。

所有這些因素都將對物業的現金流量和增長潛力（因而對房地產投資信託基金投資者之回報）產生直接影響，故對房地產投資信託基金工具尤其重要。就直接比較法而言，這些動態因素都一定只能從每平方米的價值率這單一變數中反映。

相對而言，現金流量折現分析和資本還完法均可透過市場數據證實個別假設，從而準確地反映出此等物業的各特定項目。這兩種估值方法可因應特定假設反映租賃和現金流量概況，故對以回報為大前題的房地產信託投資基金投資者而言極為重要。

以下是各種估值方法的概要：

#### 現金流量折現分析

吾等以十年投資期進行現金流量折現分析，並假設該物業於現金流量第十一年開始時出售。此分析方式可使投資者或業主在假設的投資期內，從租金增長和資本增長的合併角度評估來自一項物業的長期回報。在進行該分析時，需要作出多項假設，包括目標的或預設的內部收益回報率、租金增長、投資期結束後的物業售價、最初購置物業的相關成本以及於投資期結束後出售物業的成本。

吾等乃依據以下假設，進行現金流量分析（包括每年收入流）：

- 吾等估計在今後十年內年通貨膨脹率將以每年1.90%至2.68%之幅度增長，反映預測期內

估值及諮詢服務



現金流量的每年平均增長率為2.45%。吾等所採用之通貨膨脹率與市場顧問報告中詳載之一致預測相符。

- 各個別租賃及停車場業務的租金增長模式，已反映每個租約的租金檢討條文，當中包括交錯租金增加（如適用）。吾等假設在租賃及停車場業務租賃期屆滿時，物業將按市值租金續約三年，並假設租金不會按年增加。
- 其他收入，如廣告費、宣傳費、臨時及雜項收入等，已預測根據收入增幅按年增加。
- 吾等預測所有總開支及可收回開支都將隨著通貨膨脹增加。此外，吾等已扣除差餉和政府地租，而兩者都會根據收入增長預測按年增加。
- 組合中多個物業均有預留每年空置撥備和壞賬撥備。這些撥備會作為總收入的一部份計算（停車場收入不計算在內），並在整個現金流量內予以扣除。這些撥備的上限幅度為25%，以反映每項物業之預期長期交易情況和可能持續空置水平。
- 在整個現金流量內扣除業主的不可收回開支撥備。該撥備最初按零售物業總租金收入1.0%計算，並預測會按通脹增加。
- 在現金流量首年內扣除卓德測計師行所預測之即時資本性開支，並同時扣除持續預測之資本性開支。
- 在現有租約屆滿後，扣除三個月租金作出租前空置撥備，另預留半個月租金作為租戶獎勵。吾等並假設現時租戶的續租率為80%至85%。對於現時空置單位，預留十二個月總租金作為出租前空置撥備。
- 物業在第十年年底出售，其售價按第十一年的預測收入及餘下物業租賃期內的最終收益率估算。吾等選取以上最終收益率時，已考慮預期未來市場狀況、預計租賃和現金流量概況及建築物在十年內的整體狀況，亦已額外顧及物業在現金流量期結束時之尚餘批租年期。
- 已扣除分別為4%和0.875%的收購和出售成本。
- 是項分析會以除稅前基準進行。雖然吾等未能確認該等物業的任何潛在稅項利益，吾等認為投資者會於其代價中反映此等事項。
- 物業是以現金購入，並無預留任何利息或其他融資成本撥備。
- 吾等以每年現金流量收入之中間點折現，即假設有各六個月的前期及後期應付租金。

吾等曾調查市場上目前對十年期零售和停車場物業的投資回報要求，並定期與活躍於市場上的投資者磋商，當中包括商場的業主及投資者。根據以上調查所得，目前市場預期領匯組合之內

估值及諮詢服務



部收益回報率介乎8.75%至9.75%。吾等已將這個數字應用於計算內。而組合之內部收益回報率大約為9.27%。

吾等注意到目前香港的十年外匯基金票據息率約為4%，顯示組合的風險溢價介乎4.75%至5.75%之間。根據吾等對其他海外房地產投資信託基金市場的銷售個案分析，此略高的風險溢價反映了領匯組合的性質、與東南亞地區有關之固有投資風險，以及香港當前債券利率狀況。

#### 資本還完法

吾等亦使用資本還完法，按全數出租基準，並在考慮現時租金收入及現時空置物業的潛在日後收入後，估計物業的淨收入。吾等的計算亦包括與廣告、推廣、臨時租賃、雜項收入及停車場收益等相關的其他收入。淨收入已扣除開支、差餉、政府地租、管理費及一項反映日後可能出現的空置和壞賬的持續性空置撥備。吾等亦已在計算中納入業主持續不可收回開支撥備。

所採用的全租賃後淨收入，會就物業由估值日起計算之尚餘批租期，按適當投資收益率作資本化，以產生一個核心資本價值。吾等已經將個別收益率應用於物業的零售及停車場部份，以反映經營停車場業務的較高風險。至於吾等採用的各收益率，零售部份介乎5.5%至9.0%，停車場部份介乎8.0%至9.0%，而組合的平均初期收益率為6.82%。這些收益率反映不同物業的性質、地點和租賃概況，以及目前市場的投資基準，並以相關市場數據為證。吾等亦在現有空置物業的租出成本、租金逆轉調整以及資本性開支需求等項目上，作出適當的資本調整。

#### 直接比較法

作為輔助估值方法，吾等使用直接比較法，以確保由現金流量折現分析和資本還完法計算所顯示的整體價值率（即內部樓面面積的每平方米和每個停車位售價），在與有關銷售數據比較下，符合市場參數。

#### 單項物業細目概要

下文是組合中30項最大價值物業的詳細情況，並有吾等對組合中所有物業的評估簡介。吾等注意到，以下詳細說明的30項物業，其總價值略高於組合總價值的一半。領匯將擁有所有物業的100%權益。