

# 資匯



## THE BUSY WEEKLY

全馬首創中文財經週刊  
MALAYSIA 1ST CHINESE ECONOMICS & INVESTMENT WEEKLY

Vol.459

PP14951/05/2013(032096) 2017.12.18-2017.12.24 (每週一出刊) 西馬 RM3.50 | 東馬 RM4.50

ZH13 3因素点亮后市  
马股临尾补涨

ZH6 溢价献购 大股东点头退场  
旧街场股东如何抉择?

ZH7 BERMAZ汽车  
能否扭转颓势?



翁国良  
KIP产托创办人



周乐森  
KIP产托创办人



## KIP產托5年爭做10大

按资产组合总值计算，KIP产托 (KIPREIT, 5280, 主资产托股) 目前在产托组里排名倒数第3; 但是，该公司两位创办人翁国良和周乐森在接受《资匯》专访时透露，计划在5年内把手头上的资产组合总值增至20亿令吉。假如这个目标得以实现，而其他产托公司的资产组合价值又没有太大变化的话，则意味着KIP产托有机会在5年内，挤进产托组的10大排行榜。

zh12-zh15



纪锋佑 | 报导

从吉隆坡古晋路往北驶向万挠靠近黑风洞时；或取道第二中环公路（MRR2）经过黑风洞交通圈时，放眼望去，方圆几里内多半是3层楼不到的店屋，一栋楼高12层的酒店，在众店屋中便格外引人注目。酒店顶部白底绿字写着「KIP Hotel」。

这里是建筑与产业发展公司KIP集团的大本营。这家公司刚在今年2月6日完成将旗下资产注入产托（REIT）上市马股。但是，KIP酒店并没有被纳入这产托中。

与KIP集团同名的KIP产托（KIPREIT，5280，主板房产信托股），在大马股市的18只产业信托投资股中，论资产规模排名的话是倒数第3，而且股价自上市以来都低过每股1令吉的发售价，相当尴尬。但是，也正因为股价滑跌，使得该公司的周息率（DY）在同业中显得更有吸引力。

### 拼20亿资产规模

针对这个局面，KIP产托的两位灵魂人物拿督周乐森和拿督翁国良相信，这是因为市场与投资者对该公司的商业模式还不熟悉所致。而该公司有意在5年内通过并购拉高资产规模至20亿令吉，若能实现的话，便有机会在产托组织入10大之内。

两人在接受《资汇》专访时，了解释公司的市场定位与未来扩充计划之外，也谈及该公司的经营策略；及中马与南马投资者对该公司的认识存在的差别。

周乐森说：「雪隆一带的投资者可能对我们的商业模式还陌生，误把KIP商场与Tesco、Mydin等商场做比较。相比之下，柔佛一带的投资者则较熟悉KIP商场的经营模式，会较支持我们。」

KIP产托共有6项资产，分别是位于柔佛州淡杯的KIP Mart、哥打丁宜的KIP Mart、马西的KIP Mart、森美兰州新那旺KIP Mart Lavender、马六甲KIP Mart和雪州万宜KIP Mall。换句话说，公司的资产超过八成三是坐落在巴生谷以外，雪隆一带的投资者对该公司的存在感印象不强，亦是在所难免。

KIP产托目前的资产总值（TAV）只有6亿1290万令吉。

周乐森表示，「我们希望通过收购和内部成长，使资产总值在未来5年达到20亿令吉。」

论资产总值排名，KIP产托目前排在18只产托股中的第15名。如果未来5年内，同业的资产总值没有太大变化，而KIP产托又能如愿达到20亿令吉目标的话，便有机会挤进10名内。

KIP产托的结账日期是每年的6月30日，若以12月15日的87仙市价，及2017财政年每股净利计算，KIP产托的周息率为3.35%，但这只概括5个月的

# KIP 产托浮现投资机会 股價滑低托高周息率

翁国良  
KIP产托创办人



## 3大理由

虽然公司股价上市以来愈做愈低，但是，周乐森和翁国良却基于3个理由，持续看好公司未来发展与前景。

### 1. 抗跌力强

第一、主攻市场及定位与同业有别，由于主攻次线城市与中低价市场，KIP商场相对更能抵御经济不景气来袭。通俗一点来说，就是抗跌力较强。

大部份上市产托股的资产都是位于主要城市的黄金地段，也以高档购物商场、办公楼、酒店等为主，KIP商场是属于社区型商场，消费群主要为中低收入阶层。

「KIP产托的商场主要位于国内二线城市，售卖日常用品，商场内除售卖肉、鱼、蔬菜水果等新鲜食材、也有家居用品、电器、餐饮店等。」

即使在经济不景气时，消费者还是得买必需品，因此分析员认为，KIP商场主攻的市场较不受经济景气周期的影响。周乐森则补充说，该公司的商场都是单层，对消费者较方便，而且周边还有多余的空地可供未来发展，相对的，其他商场周边多半都已没有多余的地皮，没有进一步扩充的空间。

另外，KIP产托的租户也相当多元，根据该公司年报，没有任何一个租户的租金占整座商场总租金的25%以上，而总出租率高达84.82%。换句话说，由于公司的商场是锁定中低档价位的日常用品市场，并不需要所谓的大租户（anchor tenant）坐镇。

他们也澄清说，KIP商场与Mydin和Tesco等商场的最大差别是，KIP产托只出租店铺，没有经营卖场，因此不会与租户竞争。

### 2. 赚多少派多少

第二、该公司是在6月30日结账，2017

“ KIP产托希望通过收购和内部成长，使资产总值在未来5年达到20亿令吉，从而跻身10大产托股。 ”

业绩，因该公司是在今年2月6日上市，2017财政年则在6月30日结账，上市5个月共发出2次股息，合计2.92仙，以目前市价87仙计算，周息率只有3.35%，但若把这股息率年化（annualised）的话，则全年派息达7仙，同样按目前市价计算，周息率便高达8.05%，比同业平均的逾5%还高。

从这个角度来看，KIP产托目前显然浮现更佳的投资机会。

KIP产托过去5年业绩表现 (单位: 百万令吉)

财政年 (6月30日结账)	2018首季	2017#	2016*	2015*	2014*
租金收入	13.05	21.98	53.00	51.63	48.30
营收	15.30	26.35	64.36	61.80	55.94
净营业收入	9.62	17.53	42.24	38.27	32.76
净利润率 (%)	74.00	67.00	66.00	62.00	59.00
每股净利 (EPS, 仙)	1.51	2.9	-	-	-

\* 上市前业绩 # 11月2日至6月30日业绩 资料来源: 公司年报、季报和招股书



周乐森  
KIP产托创办人



## 看好未来发展与前景

财政年共派发2次股息, 分别是1.92仙和1.1仙, 总计2.92仙, 但由于公司是在今年2月才上市, 2017财政年实际上只涵盖5个月业绩, 若以2017财政年业绩为准, 周息率只有3%左右, 并不起眼。然而, 蔡国良表示, 若以年率化 (annualized) 来计算, 2017财政年的周息率实际上超过7%。

以5个月派发2.92仙股息为准, 全年派息应有7仙, 按目前87仙市价计算, 周息率将达到8.05%, 在所有产托股中排第2名。

值得注意的是, 在KIP产托的2017年报中, 损益表却注明概括从去年11月2日至今年6月30日的8个月业绩, 与蔡国良的解析有出入。这个问题亦在该公司9月举行的股东大会上, 引起股东关注并向管理层提问。股东问道:「年报中列明概括去年11月至今年6月共8个月的业绩, 代表说年率化后的周息率将不再那么吸引人。若以8个月而非5月为准, 年率化后周息率只有4.8%, 即2.92仙除以8个月, 再乘以12个月。」

两位创办人澄清说, KIP产托为配合上市而于去年11月2日成立, 从成立至今今年1月尾公司并没有任何业务, 直至今年2月才注入资产, 但是, 在编制公司财务报表时, 须以公司成立时的日期为准, 所以才会出现以上误会。根据大马交易所上市条例, 产托公司上市首2年须悉数把净利润奉还, 之后才可调整派息率, 但若公司有税务优惠, 则须至少拿出净利润90%来派息。这也意味着, KIP产托和其他产托公司, 会采取赚多少派多少的政策。

### 3. 负债率低 举债空间大

第3、上市后的KIP产托, 负债率只有14.8%, 比同业平均的30%至40%低, 也低

上市条例规定的50%上限。这意味着该公司仍有相当宽松的举债空间以收购资产, 这是其他产托股所没有的优势。该公司管理层曾向分析员披露, 内部自设的舒适负债水平是35%。

加上KIP产托目前还拥有KIP集团的5项资产的优先购买权, 分别是哥打华里山KIP Mall、双溪大年KIP Mart、双溪毛糯KIP Mart、关丹KIP Mart、申达央KIP Mart, 因此一旦时机成熟, KIP产托将把这些资产注入现有投资组合。

哥打华里山商场目前已开业, 紧接着双溪毛糯和关丹商场亦会陆续开业。

根据周氏和雷氏披露, 哥打华里山商场目前的出租率超过80%, 惟大部份的店铺仍在装潢中。

「我们会加紧催促这些商家, 尽快让商场投入运作。」

管理层在选择注入资产前, 注重的是出租率和收益率。周乐森指出, 「以目前股价计算, 年率化后周息率已达7%以上, 因此我们未来欲收购的资产, 回报率至少须与这水平相当。」

除了自家商场外, KIP产托也积极寻找外部收购目标。

谈及目前的收购计划进展, 雷国良表示目前仍在接洽中, 不便透露太多。但他补充, 收购的目标都是拥有与公司现有商业模式类似的商场。

雪隆虽是全国产业最兴旺的市场, 成了兵家必争之地, 然而KIP集团却不会插上一脚, 而会专攻国内二线城市市场。因此, KIP集团正盘算著挥军北上, 进军东海岸市场。

「我们会以关丹KIP商场作为据点, 打响知名度后, 再逐步向北发展。」

## 股價波動不大 產托股勝在穩定

投资产托股会让不少投资者觉得是件沉闷的事。

产托股给人的印象是缺乏成长空间但胜在稳定, 虽然是上市公司, 但股价一般波动不大。投资者在投资产托股时, 除了少了股价飙升的刺激感以外, 加上若没有新的收购计划, 业绩一般都不会有太大起伏。

另外, 当碰到牛市行情, 其他公司股价轮番开涨时, 难免会出现这山望着那山高得郁闷心情。庆幸的是, 在熊市时, 则可享有高股息回报。

国内第1家产托股雅饰房地产 (AXREIT, 5106, 主板房产信托股) 在2005年上市后, 不少大型发展商纷纷选择持有旗下有稳定收益的资产, 打包成产托股上市, 当中佼佼者有双威 (SUNWAY, 5211, 主板贸服股) 和怡保花园 (IGB, 1597, 主板产业股)。

那产托股是否如市场所认为的, 成长空间有限? 对于KIP产托而言, 因为公司主攻中低收入市场, 投资者最关注的是, 每年的租金调涨是否有难度?

周乐森表示, 每次续租时, 租金平均可以上调2%至3%。值得一提的是, KIP商场的租约不长, 最短的可以论月计算, 最长也只有3年。

### 短租约有利涨租金

雷国良表示, 由于主攻大众市场, 小商家出于成本考量一般会以短租约试水温, 但大商家多半都是多年租约。他笑说, 「短租约也代表著公司可以有更多机会调涨租金。」

周乐森补充说, 只要有人潮, 店家

生意增长有, 2%至3%的租金涨幅算是可接受范围内。

以目前上市时相对较低的资产总值, 两位创办人将资产打包上市的举动是否显得过于仓促?

周氏表示, 公司是在符合产托股上市条例后, 便寻求上市, 希望借助资本市场继续发展业务。因此, 不须等到所有资产就绪后才考虑上市, 而原定计划是希望5年内资产总值可以拉高至20亿令吉。

翻看公司的招股书, 可以发现3家位于柔佛州的KIP商场, 回报率都非常出色。3家商场的每月每平方米租金收入都在6令吉以上, 而马西KIP商场甚至达到9令吉以上。

相比之下, 万宜、马六甲和新那旺商场则只有3至4令吉左右。而马六甲和新那旺的租户流动率极高, 两家商场在2016财政年, 新旧租户替换率分别达53.5%和43.2%。

### 新商场租户汰换率高

这是否代表说柔佛KIP商场的成功商业模式, 无法在其他地区成功复制?

周乐森坦言, 入乡随俗, 每个地区的消费群和喜好都不同, 因此需要时间摸索。

他以马六甲KIP商场为例表示, 当地以游客居多, 加上马六甲的Family Store已雄霸一方, 因此竞争非常激烈。

雷国良则认为, 较新的商场一般上都会面对租户变动率高的问题, 需要多年适应, 柔佛的KIP商场在创立之际, 也曾面对同样问题。

更多报导 | zh14



# REIT股價滑跌買進好時機？

**年**初至今，大马股市18只产托股中，共有11只的股价是下跌的，包括以1令吉发行价上市的KIP产托。

另外，大马交易所在10月26日推介大马产托指数（REIT Index），追踪国内18家上市产托，并成为交易所第11个领域指数。惟该指数从推出时的参阅价1010.69点，至12月15日时的985.42点，却已经滑落25.27点或2.5%。

从这可看出，产托股在2017年并不是投资者的心头好。假如产托公司接下来可维持目前的股息水平，甚至进一步提升的话，如今股价下跌，是不是意味著是个好的买进时机？

## 股价下跌2原因

丰隆投行分析员告诉《资汇》说，本地产托股股价下跌的原因有两个：

1、市场预期国家银行（BNM）接下来将会升息；

2、国内商场、办公楼的营运环境艰难，磨灭了投资者的信心。

产托股对利率变动极为敏感，升息并不是一个好消息。影响可以来自两个层面：

首先，升息将会提高贷款利率，如果产托公司的贷款或充作营运周转资金的

贷款便利是以浮动利率计算的话，利息负担则会增高；

接下来，升息也将推高政府公债、定期存款等利率，这些利率与产托股的周息率差别会收窄，使产托股失去吸引力。

另外，国内办公楼以及商场供应过剩，已是老生常谈的问题。本地大型产托公司的资产，主要还是以办公大楼和商场为主。投资者会担忧不是没有道理。

惟产托公司的卖点是稳定的收益率。平均而言，产托股目前仍可交出5至6%的周息率，与定期存款4%左右的利息相比，依然不差。

虽然市场高喊明年升息对产托股不利，但普遍预测最多升息0.25%，影响不大。我国目前是因为成本上涨推动物价，托高通货膨胀，而非过强的需求带来的虚火，所以，提高利率来抑制通货膨胀的手法行不通，国行因而不致于采取激进手法升息。

更何况即便国行真的升息，升息后引发的效应亦需一段时日才会显现，显然目前的影响不大。

一名分析员向《资汇》表示，他们普遍会以产托股平均周息率与10年政府公债（MGS）收益率来做比较，以评估产托股。

他说，相比几年前，两者的利率差

已经收窄不少。他举例，产托股平均收益率与10年政府公债之间的利率差，在2015年有2.2%，目前只剩下1.8%。

## 评估营运环境

另外他也表示，「以周息率作为卖点的产托股，的确对利率变化较为敏感。惟现阶段而言，这因素影响程度不大，整体的营运环境才是关键。

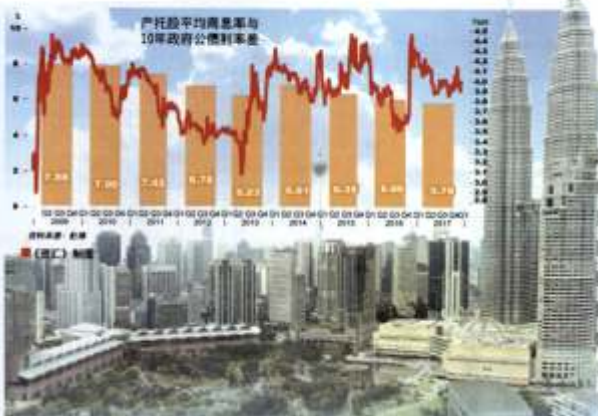
我们不妨浏览产托股的首9个月业绩表现，来评估现在是不是最好的买进时机。

《资汇》统计了17家产托股（不包括KIP产托）今年首9个月业绩，其中有9家产托公司首9个月的已兑现收入（realised gain）按年下跌，占全场五成三。

如果以净利为指标的话，便有11家公司的业绩按年比较退步，占全场六成五。

但首9个月营收按年成长的公司却有12家，反映出营收上扬获切下滑的局面，说明产托领域的获利能力已开始大打折扣。

产托公司每隔几年必须重估资产价值，可能取得重估盈余，致使净利可能大起大落。惟公司是以已兑现收入来决定股息的多寡。



信托名称	资产总额 (百万元)	上期增长率 (%)	收益率 (%)	持仓 (亿元)	总资产排名 (亿元)	前1个月资产增值 (百万元)	资产增值 (%)	前10个月资产增值 (百万元)	资产增值 (%)	总资产排名 (亿元)	
6222产托信托 (6222, 528552)	3653.28	35.45	5.918	7.829	-1.79	437.51	18	297.12	-48	7	99.24
招商地产信托 (招商, 5176)	3020.89	9.29	5.413	1.795	6.56	436.26	74	225.46	105	15	-
招商地产信托 (招商, 5212)	1552.42	8.24	5.525	1.646	-13.88	382.55	10	166.82	-45	4	91.89
招商地产信托 (招商, 5227)	1144.26	6.71	5.284	1.854	7.74	199.56	26	226.24	16	2	99.81
招商地产信托 (招商, 5181)	4146.98	8.42	5.505	1.426	-1.41	176.62	-24	159.22	-25	3	96.83
招商地产信托 (招商, 5191)	4151.21	8.99	6.776	1.191	14.81	446.68	16	222.99	178	13	-
招商地产信托 (招商, 5201)	2244.27	8.25	5.524	1.459	-2.69	126.33	17	62.26	28	20	92.81
光大地产信托 (光大, 5201)	1479.57	4.96	5.426	0.895	-5.77	66.27	24	22.44	-206	16	92.61
光大地产信托 (光大, 5222)	1421.25	4.23	4.824	1.229	3.79	125.89	308	68.59	458	11	96.40
光大地产信托 (光大, 5184)	2379.46	7.75	5.503	1.425	-4.54	75.87	-24	46.41	-45	22	100.00
光大地产信托 (光大, 5221)	1127.87	10.48	4.474	1.627	-2.98	42.42	-208	28.22	-108	9	84.78
光大地产信托 (光大, 5122)	1120.82	10.27	5.254	1.247	-16.21	92.14	-24	28.22	-108	5	92.81
光大地产信托 (光大, 5227)	1049.26	5.99	48.355	0.021	5.52	45.22	10	24.89	-45	15	88.75
光大地产信托 (光大, 5204)	978.18	6.00	6.126	0.960	-2.72	54.46	74	26.24	38	21	-
光大地产信托 (光大, 5201)	612.88	-	3.255	0.875	-13.80	-	-	-	-	6	84.82
光大地产信托 (光大, 5111)	568.24	4.53	5.726	1.215	7.65	25.46	-48	14.49	-108	7	87.45
光大地产信托 (光大, 4921)	488.82	4.50	5.303	0.840	-4.80	22.38	808	8.42	180	7	85.43
光大地产信托 (光大, 5187)	343.29	5.99	5.388	1.137	7.44	12.94	228	5.87	206	5	91.75



## 資產組合與策略有別 後市走勢各異

要从业绩角度剖析，就不得不提产托股的资产。由于资产组合不同，产托股业绩也会有所差异。根据观察，大马股市产托股的资产种类不少，但仍以大型商场为主。

### KLCC 柏威年 怡保花园重质不重量

以KLCC产业信托 (KLCC)、柏威年房产信托 (PAVREIT)、怡保花园房产信托 (IGBREIT) 为例，最著名的自然是3家公司旗下的旗舰商场，这类产托股都是重质不重量，资产数量并不多。

另外，凯德商用大马信托 (CMMT) 以及贺达房地产基金 (HEKTAR)，也只有少数商场，然而所持有的商场如金河广场 (Sungai Wang Plaza) 和的梳邦百利 (Subang Parade)，名声与地位却难与KLCC商场及谷中城商场 (Mid Valley Megamall) 等相提并论。反观KIP产托的旗下KIP商场，则主要瞄准中低收入阶层。

以上5家产托股中 (KIP产托除外)，除了怡保花园房产信托今年首9个月净利按年成长9%之外，其余4家的净利皆下滑。

然而，仔细查阅公司财报，KLCC是因为旗下埃克森美孚大厦 (Menara Exxon Mobil) 部份楼层空置2个月，导致净利和已兑现收入按年微跌2%和4%，至3亿3392万令吉和2亿9712万令吉。

而PAVREIT是因收购两项新产业 - Intermark商场和大门USJ商场，受急升的初始成本所拖累。

相比之下，CMMT旗下金河广场则受到捷运 (MRT) 工程影响，而HEKTAR的梳邦百利商场贡献减少，才导致2家公司的业绩受到波及。

4家产托虽然交出逊色业绩，但背后原因各不相同。投资者必须细查导致业绩下跌的原因，究竟是市场环境恶化还是一次性的开销所致。而5家公司的股价，亦与业绩走势相似，年头至今，只有怡保花园房产信托的股价取得正数进账。

### MQ UOA 超峰不甚乐观

至于深耕办公楼的MQ产托 (MQREIT)、UOA房地产 (UOAREIT) 和超峰产业信托 (TWRREIT)，则不甚乐观。

除了MQ产托因收购壳壳大厦 (Menara Shell) 而推高净利以外，其余2家都深受办公楼出租率走低的不利影响。

值得注意的是，MQ产托管理层在季报中指出，办公楼供应过剩的问题还会持续，并且预计雪隆区办公楼的出租率以及收益率将日渐恶化。

雅饰房地产 (AXREIT) 和亚天房地产信托 (ATRIUM) 的资产是以仓库、工厂为主。

雅饰房地产目前宣布了第2项绿地工程，将会为其租户Upeca建设新的厂房。这项总值7320万令吉的计划，预计将在明年尾完工。

与此同时，该产托亦在7月24日宣布，以1亿5500万令吉收购关丹一家管道涂层工厂，目前已完成，进而使其持有的资产增至40个。

### 看好雅饰房地产工业资产

MIDF研究院看好雅饰房地产的工业用途资产，可对抗经济不景，因此预计能够持续取得稳定收入，因此给予该股「买进」评级。

而资产规模最小的亚天房地产信托，主要的资产是工业区内的仓库、以及店屋，首9个月则因新收购资产的贡献，使得已兑现收入按年增长28%，至687万令吉。

双威房地产投资信托 (SUNREIT)、大马第一房产信托 (AMFIRST)、公共房产信托 (ARREIT) 和国民产业信托 (AHP) 都是以多元化资产组合为主。

双威产托凭着多样化资产，商场、医院、办公楼和酒店皆交出不错的成绩，使得其首9个月已兑现收入按年劲扬10%，至2亿1546万令吉。

AMFIRST的办公楼主要大租户为大马银行，占38.9%，该产托仍有Mydin商场、商业大楼和酒店。该公司去年3月脱售大马银行集团领导中心大楼 (AmBank Group Leadership Centre) 而取得一笔

额外收入，托高业绩和比较基础，相比之下，今年首9个月净利因没这笔特别盈利便大跌74%，而已兑现收入也下滑29%。然而根据季报，拿掉去年1220万令吉的脱售资产盈利，大马第一房产信托今年首9个月的已兑现收入实际上提上升的。

ARREIT则有学校、工厂、办公楼、零售商场等资产。该产托首9个月的已兑现收入下跌8%至2485万令吉，主要是因为收购新资产后的维修、维护、保险等初始费用。

AHP则偏向办公楼和商业大楼，在收购了Mydin Seremban2 商场后，首9个月的实现收入激增134%，至843万令吉。

大马股市也有专攻特别领域的产托股，如医疗、饮食餐厅或酒店。其中包括柔佛机构 (Johor Corp) 旗下的2家房地产信托臂膀 - KPJ伊斯兰房地产 (ALAQAR) 和AL-SALAM产托 (ALSREITS)。

作为医疗产托的KPJ伊斯兰房地产，随著脱售Selesa大厦而少了该资产的贡献后，首9个月实现收入走跌4%，至4641万令吉。

另外，饮食业产托AL-SALAM产托，旗下资产除了QSR品牌旗下22家肯德基以及必胜客 (Pizza Hut) 连锁快餐店之外，也经营新山城市广场 (Komtar JBCC)。该产托首9个月的实现收入升增8%，至2694万令吉，归功于城市广场的租金调涨。

前名为升禧实业 (Starhill REIT) 的杨忠礼酒店房产信托 (YTLREIT)，旗下共有13间酒店，其中3家位于澳洲。澳洲酒店贡献了一半的净收入。该产托2017财政年 (截至6月30日止) 净利急跌20%，至1亿6516万令吉；已兑现收入则按年上扬17%，至1亿2269万令吉。

### 办公楼过剩出租率下滑

各家产托股的资产组合和策略不同，交出的业绩亦有差异。传统上管理办公楼要比管理商场来得轻松，因商场需要持续吸引人潮，而办公楼无需为此烦恼。

但是，办公楼供应过剩，使得整体办公楼出租率和租金调涨空间日渐下滑。●