

香港股市策略

美国潜在降息（二）：收租股和房地产信托

- 继我们昨天讨论过美国降息与香港公用股表现之间的关系后，我们今天发表这份后续报告作进一步讨论。
- 在过去五个降息周期中，上市历史较长的收租股至少在降息周期早段有良好表现。
- 从股息率与10年期美国国债收益率之间的利差来看，领展（0823.HK）、置富产业信托（0778.HK）和阳光房地产基金（0435.HK）似乎不算很吸引。
- 总体而言，从利差角度看，收租股似乎较房地产信托具吸引力。
- 如果“社会问题”长时间未得到解决，或会影响租金收入，这是为潜在风险之一。

收租股和房地产信托均享有强劲港元现金流

在昨天发表的报告，我们重点讨论了美国降息与香港公用股股息率之间的关系。今天我们将讨论重点放在收租股和房地产信托，这是考虑到它们也享有稳定港元现金流，这让它们有较可靠的股息率。

在过去降息周期的早段，收租股普遍有良好表现

希慎发展（0014.HK）及鹰君（0041.HK）均是上市历史悠久的大型收租股。我们审视了它们在美国过去五轮主要降息周期的股价表现。有趣的是，在过去五个降息周期（1989年、1995年、1998年、2001年和2007年）中，它们至少于周期早段有良好表现（图1和图2）。在个别降息周期的后段，由于总体股市大跌（例如2001年和2008年），收租股股价亦受累下跌。

房地产信托估值并不十分吸引

年初至今，主要房地产信托均表现良好。例如，领展及冠君产业信托在年初至今录得约24%回报（包括基金单位分派），明显优于恒指（约13%）。就动态股息率与10年期美国国债收益率之间的利差计算，领汇、置富产业信托和阳光房地产基金的利差分别较5年平均低71个基点、52个基点和65个基点。即使估算10年期美国国债收益率有逾70个基点潜在下跌空间（详情请参阅我们昨天的讨论），这些房地产信托的利差仍只为投资者带来很少缓冲。相对而言，冠君产业信托的估值较合理，其利差仅较5年平均低37个基点（图3-6）。

收租股有机会补涨

目前，希慎发展和鹰君的利差仍高于各自的5年平均值（图7和图8），两只股份均较房地产信托吸引。此外，综观它们过去30年的悠久上市历史，在每次降息周期的早段，它们普遍有良好股价表现。

“社会问题”是为潜在风险

上周日新城市广场的暴力事件或不是一次性事件。如果“社会问题”仍未得到解决，我们不排除其他大型购物中心也有潜在风险。这将不可避免地影响人流量，最终导致租金收入下降。

分析员

王志文

T (852) 3698 6317
E cmwong@chinastock.com.hk

刘彦麟

T (852) 3698 6393
E marklau@chinastock.com.hk

图1: 希慎兴业股价和美国联邦基金目标利率

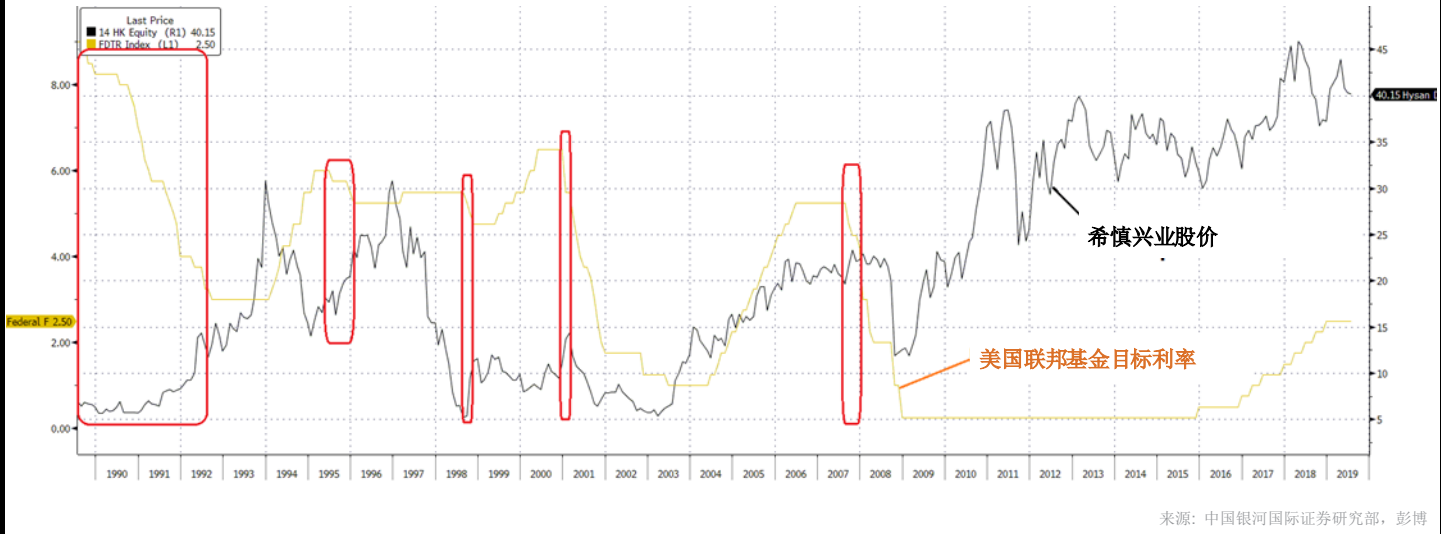


图2: 鹰君股价和美国联邦基金目标利率

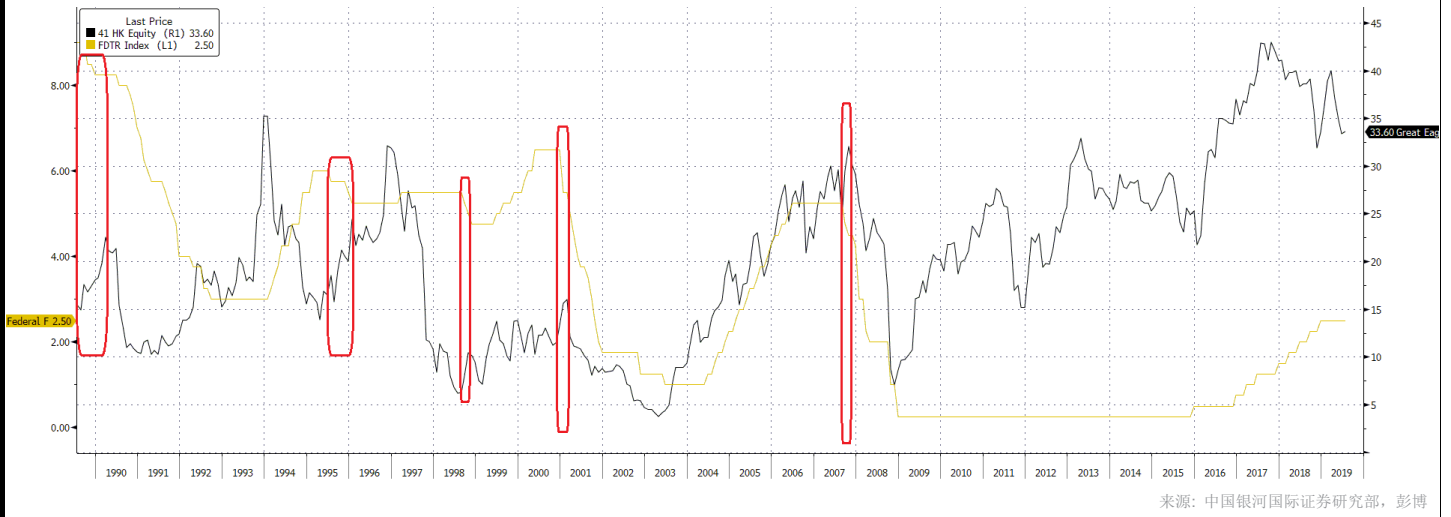


图3: 领展动态股息率和10年期美国国债股息率的利差 (%)



图4: 冠君产业信托动态股息率和10年期美国国债股息率的利差 (%)



来源: 中国银河国际证券研究部, 彭博

图4: 置富产业信托动态股息率和10年期美国国债股息率的利差 (%)



来源: 中国银河国际证券研究部, 彭博

图5: 阳光房地产基金动态股息率和10年期美国国债股息率的利差 (%)



来源: 中国银河国际证券研究部, 彭博

图6: 希慎兴业动态股息率和10年期美国国债股息率的利差 (%)



来源: 中国银河国际证券研究部, 彭博

图7: 鹰君动态股息率和10年期美国国债股息率的利差 (%)



来源: 中国银河国际证券研究部, 彭博

免责声明

此研究报告并非针对或意图被居于或位于某些司法管辖范围之任何人士或市民或实体作派发或使用，而在该等司法管辖范围内分发、发布、提供或使用将会违反当地适用的法律或条例或会导致中国银河国际证券(香港)有限公司(“银河国际证券”)及/或其集团成员需在该司法管辖范围内作出注册或领照之要求。

银河国际证券(中国银河国际金融控股有限公司附属公司之一)发行此报告(包括任何附加资料)予机构客户，并相信其资料来源都是可靠的，但不会对其准确性、正确性或完整性作出(明示或默示)陈述或保证。

此报告不应被视为是一种报价、邀请或邀约购入或出售任何文中引述之证券。过往的表现不应被视为对未来的表现的一种指示或保证，及没有陈述或保证，明示或默示，是为针对未来的表现而作出的。收取此报告之人士应明白及了解其投资目的及相关风险，投资前应咨询其独立的财务顾问。

报告中任何部份之资料、意见、预测只反映负责预备本报告的分析员的个人意见及观点，该观点及意见未必与中国银河国际金融控股有限公司、其子公司及附属公司(“中国银河国际”)、董事、行政人员、代理及雇员(“相关人士”)之投资决定相符。

报告中全部的意见和预测均为分析员在报告发表时的判断，日后如有改变，恕不另行通告。中国银河国际及/或相关伙伴特此声明不会就因为本报告及其附件之不准确、不正确及不完整或遗漏负上直接或间接上所产生的任何责任。因此，读者在阅读本报告时，应连同此声明一并考虑，并必须小心留意此声明内容。

利益披露

中国银河证券(6881.HK; 601881.CH)乃中国银河国际金融控股有限公司、其子公司及附属公司之直接或间接控股公司。

中国银河国际可能持有目标公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该目标公司的证券，除特别注明外，该等权益的合计总额相等于或低于该目标公司的市场资本值的1%。

一位或多位中国银河国际的董事、行政人员及/或雇员可能是目标公司的董事或高级人员。

中国银河国际及其相关伙伴可能，在法律许可的情况下，不时参与或投资在本报告里提及的证券的金融交易，为该等公司履行服务或兜揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。

银河国际证券可能曾任本报告提及的任何或全部的机构所公开发售证券的经理人或联席经理人，或现正涉及其发行的主要庄家活动，或在过去12个月内，曾向本报告提及的证券发行人提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。

再者，银河国际证券可能在过去12个月内就投资银行服务收取补偿或受委托和可能现正寻求目标公司投资银行委托。

中国银河国际已设置相关制度，以消除、避免和管理与研究报告编制相关的任何潜在利益冲突。负责本报告的研究分析师作为独立团队的一部分，与银河国际证券投资银行职能是独立运作，相关制度亦能确保研究或投资银行职能所持有的机密信息得到适当处理。

分析员保证

主要负责撰写本报告的分析师确认 (a) 本报告所表达的意见都准确地反映他或他们对任何和全部目标证券或发行人的个人观点；及 (b) 他或他们过往，现在或将来，直接或间接，所收取之报酬没有任何部份是与他或他们在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

此外，分析师确认分析员本人及其有联系者(根据香港证监会持牌人操守准则定义)均没有(1) 在研究报告发出前30日内曾交易报告内所述的股票；(2) 在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的股票；(3) 担任报告内涵盖的上市公司的行政人员；(4) 持有报告内涵盖的上市公司的财务权益。

我们的评级机制将由「买入、沽出、持有」更改为「增持、减持、持有」。请参阅以下所列的评级定义。

评级指标 (现有机制(从2019年9月1日将全面由新机制取代))

- 买入 : 股价于12个月内将上升 >20%
- 沽出 : 股价于12个月内将下跌 >20%
- 持有 : 没有催化因素，由“买入”降级直至出现明确“买入”讯息或再度降级为立刻卖出

评级指标 (新机制)

- 增持 : 预计股份未来12个月的总回报超过10%
- 减持 : 预计股份未来12个月的总回报为0%或以下
- 持有 : 预计股份未来12个月的总回报为0%至10%

版权所有

中文本与英文本如有歧义，概以英文本为准。

本题材的任何部份不可在未经中国银河国际证券(香港)有限公司的书面批准下以任何形式被复制或发布。

中国银河国际证券(香港)有限公司 (中央编号: AXM459)

香港上环干诺道中111号永安中心20楼 电话: 3698-6888