从海外 REITs 发展看地产板块机会

——川财投研看世界系列之二十五（20200820）

核心观点

❖ **房地产投资信托基金(Real Estate Investment Trusts，REITs)是一种由专业投资机构管理，主要投资于房地产市场的基金。**REITs 最早起源于美国 20 世纪 60 年代。20 世纪 90 年代以后，以养老金为代表的机构投资者开始逐渐进入美国 REITs 市场，使得美国 REITs 走上了一条专业化和市场化的发展道路。

❖ **虽然受疫情影响，现阶段以美国为代表的海外 REITs 所处的大环境好于 2008 年次贷危机时期。**由于美联储开启了史无前例的大规模货币宽松政策，且疫情加速了居家办公浪潮，今年美国房地产受到的冲击还不够明显。受新冠疫情影响， MSCI US REIT 指数在 2020 年 3 月一度跌至 751.71 点；随着美国经济重启，MSCI US REIT 指数现在回升至超过 1000 点。另一方面，埃塞克斯信托、艾芙隆海湾社区、大众仓储信托、公平住屋、数字房地产信托等是美国具有代表性的大型 REITs 公司，在现阶段的疫情下表现出较好的韧性。

❖ **可适当关注疫情下业绩韧性较强且今年以来跌幅较大，并有一定估值优势的海外 REITs 公司。**从今年中报的数据来看，疫情期中标普 500 房地产行业中较多 REITs 公司的财务韧性较好，除了数字房地产信托、公平住屋、艾芙隆海湾社区、埃塞克斯信托归属母公司股东的净利润同比增长率出现大幅上升以外，波士顿地产、亚历山大房地产、Realty Income 归属母公司股东的净利润同比增长率均出现大幅上升，分别增长 187.46%、19.47%和 23.54%。从经营活动产生的现金流量净额来看，除了豪斯特酒店及度假村和马赛里奇房产为负值以外，其它均为正值。从资产负债率来看，除了美国电塔、SBA 通信和西蒙地产的资产负债率高于 85%，其他均低于 80%。

❖ **预计中国 REITs 的发展将给 A 股地产板块带来一定的投资机会。**今年 8 月 4 日，发改委下发了《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报工作的通知》，正式标志着我国 REITs 市场迈入新的阶段。今年年初至今，wind 房地产指数涨幅远低于大盘，估值处于历史低位。预计 REITs 在未来中国的发展将会给 A 股地产板块带来一定的投资机会，看好低估值的优质地产股，相关标的为保利地产、万科 A、招商蛇口和金地集团。

❖ **风险提示：**经济增长不及预期；美联储政策超预期；贸易保护主义的蔓延；全球范围黑天鹅事件。

证券研究报告

所属部门 | 总量研究部

报告类别 | 海外深度

报告时间 | 2020/08/20

分析师

陈 雳
证书编号：S1100517060001
chenli@cczq.com

王一棠
证书编号：S1100520060001
wangyitang@cczq.com

联系人

张君伟
证书编号：S0380419090013
zhangjunwei@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、以美国为代表的海外 REITs 的发展与投资机会 4
1.1 美国 REITs 发展历史进程 4
1.2 疫情下的美国房地产行业 5
1.3 MSCI US REIT 指数和标普 500 房地产指数的表现 7
1.4 2020 年上半年美国大型 REITs 公司的的业务表现 9
1.5 美国 REITs 相关标的投资机会 17
二、中国 REITs 发展与相关投资机会 19
2.1 中国 REITs 发展历史进程 19
2.2 中国 REITs 可能带来的投资机会 21

图表目录

图 1: 美国新建住房平均价（美元） 6
图 2: 美国新建住房销售套数（千套） 6
图 3: 美国房屋空置率（%） 6
图 4: 美国住房自有率（%） 6
图 5: NAHB 房产市场指数 7
图 6: S&P/CS20 座大城市房价指数 7
图 7: MSCI US REIT INDEX 走势 7
图 8: 标普 500 房地产指数走势 8
图 9: 标普 500 房地产指数 PE、PB 和 EPS 8
图 10: 标普 500 房地产指数的 ROA 和 ROE(%) 9
图 11: 公平住屋伞形信托结构 9
图 12: 美国大型 REITS 公司营业收入（亿美元） 15
图 13: 美国大型 REITS 公司营业收入增速（%） 15
图 14: 美国大型 REITS 相关公司净利润（亿美元） 15
图 15: 美国大型 REITS 相关公司净利润增速（%） 15
图 16: 美国大型 REITS 公司经营活动现金流量（亿美元） 16
图 17: 美国大型 REITS 公司资产负债率（%） 16
图 18: 美国大型 REITS 公司 ROA（%） 17
图 19: 美国大型 REITS 公司 ROE（%） 17
图 20: WIND 房地产指数走势 22
图 21: WIND 房地产指数走势市盈率 22

表格 1. 美国 REITs 市场的开放进程 5
表格 2. 2020 年上半年公平住屋物业分类 10
表格 3. 2020 年上半年公平住屋收入情况（千美元） 10
表格 4. 公平住屋 2020 年上半年租金收入分类（千美元） 10
表格 5. 大众仓储上半年收入（千美元） 11
表格 6. 2020 年上半年大众仓储各地区相同存储设施收入（千美元） 11
表格 7. 埃塞克斯信托 2020 年上半年收入构成（千美元） 12
表格 8. 埃塞克斯信托 2020 年上半年房产收入构成（千美元） 12
表格 9. 数字房地产信托公司上半年收入（千美元） 13
表格 10. 数字房地产信托公司数据中心分布 13
表格 11. 艾芙隆海湾社区上半年收入（千美元） 13
表格 12. 艾芙隆海湾社区各地区收入（千美元） 14
表格 13. 2020 年中报标普 500 房地产个股重要财务指标 18
表格 14. 中国 REITs 市场的开放进程 20
表格 15. 2020 年 8 月发改委联合发文印发 REITs 有关试点通知 21
表格 16. A 股房地产板块重点标的 22

一、以美国为代表的海外 REITs 的发展与投资机会

1.1 美国 REITs 发展历史进程

房地产投资信托基金(Real Estate Investment Trusts, REITs)是一种由专业投资机构管理，主要投资于房地产市场的基金。通过 REITS 可以把流动性较低，非证券化形态的房地产转化为用于交易的证券资产，从而可以取得房地产的租金以及溢价收益。

REITs 最早起源于美国 20 世纪 60 年代，当时 REITs 只能以商业信托或者协会的形式注册，并且美国有关 REITs 的法律对其有着严格的经营管理限制，其所有权和经营权是分开的。和其他基金相比，REITs 能够免征所得税和资本利得税，且分红比例一般超过了 90%。

到了 1981 年，里根签署了《1981 经济复兴法案》，主要内容是允许房地产拥有者可将房地产折旧作为税盾，从而创造了减税的优势。法案签署后，房地产具备了避税的功能，大量的资金涌入房地产市场带动了 REITs 价格的上涨。然而，里根政府于 1986 年颁布了《1986 税收改革法案》，该法案虽然下降了个人所得税税率，但也限制了房地产作为避税的功能，因此房地产行情走入了一段盘整期。但这个法案具有里程碑性质的意义在于允许设立公司型 REITs，且内部管理人可以直接为其客户提供服务而不必委托外部机构管理。从此美国 REITs 行业逐渐从抵押型形式走向了权益型形式。

20 世纪 90 年代以后，以养老金为代表的机构投资者开始逐渐进入美国 REITs 市场，使得美国 REITs 走上了一条专业化和市场化的发展道路。1997 年，美国政府进一步修改了税法，直接有利于更多的海外投资者投资美国的 REITs 市场。2001 年美国科技股泡沫破灭后，美国 REITs 又迎来了黄金的发展时期。随着 2008 年美国次贷危机爆发后，由于房地产价格的暴跌，也给美国 REITs 带来了严重的影响，但由于募集权益资本和缩减股利等办法，美国 REITs 市场并没有持续低迷，于 2009 年年底又重新开启了反弹行情。经过 35 年的高速发展，目前美国 REITs 市场已经具备了非常庞大的规模。

表格 1. 美国 REITs 市场的发展进程

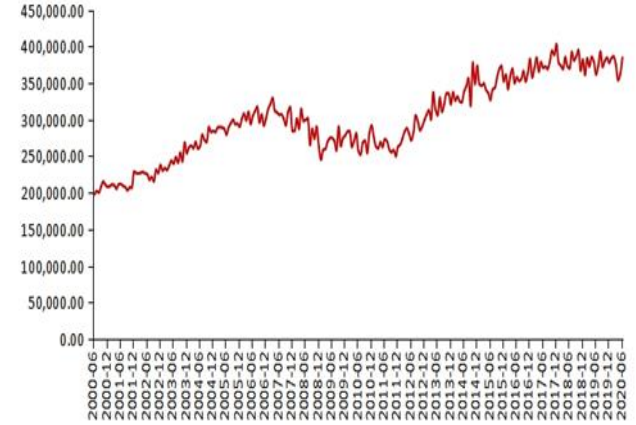
时间	美国 REITs 发展进程
20 世纪 60 年代	美国国会通过《REITs 法案》，首批 REITs 诞生。
20 世纪 70 年代	美国政府采用长期财政赤字政策刺激经济，为了应对日益严峻的通货膨胀，美联储采用了加息政策。这时抵押型 REITs 开始受到市场关注，其以更高的利率向高风险的开发贷款提供融资并可以绕开管制，因此许多美国大型银行通过设立抵押型 REITs 实现贷款出表，REITs 资产规模迅速扩大。
20 世纪 80 年代	由于美联储的加息政策和供给冲击导致建筑材料短缺，建筑成本上升，抵押型 REITs 泡沫破裂。权益型 REITs 由于保守的投资策略和低杠杆率，在“里根经济学”的刺激下发展迅速。
20 世纪 90 年代	REITs 的业绩提升显著，其在市场中开始有了一定议价能力来挑选物业。与此同时，养老金等机构客户开始参与 REITs 市场，美国政府于 1997 年修改税法使海外投资者也可参与美国 REITs 市场，权益型 REITs 的主导地位得到巩固。
2008 年金融危机前	机构货币管理人开始投资 REITs，房地产的公开证券化趋势确立。在 2001 年美国股市互联网科技泡沫后，让众多投资者意识到“价值投资”的重要意义，房地产作为同时具有居住属性和投资属性的商品，具有相当价值的投资标的，REITs 又迎来了黄金的发展时期。
2008 年金融危机后	金融危机给 REITs 市场带来了严重的影响，受益于募集权益资本，缩减股利发放等策略，REITs 市场在短暂的低迷期后重回走势。

资料来源：搜狐财经，Wind，川财证券研究所

1.2 疫情下的美国房地产行业

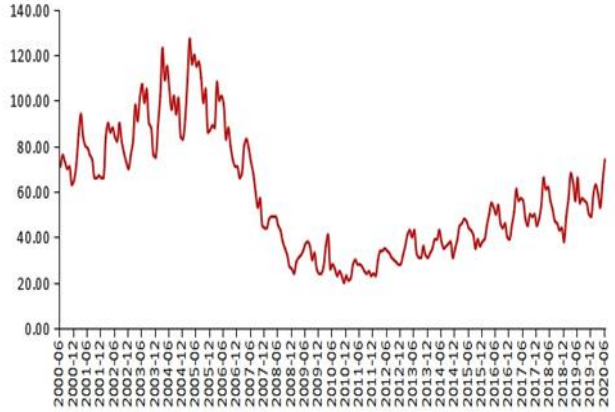
虽然受疫情影响，现阶段美国 REITs 所处的大环境好于 2008 年次贷危机时期，主要是由于现阶段疫情对房地产的冲击力度小于次贷危机对房地产行业的打击。由于美联储开启了史无前例的大规模货币宽松政策，且疫情加速了居家办公浪潮，今年美国房地产受到的冲击还不够明显。从需求端来看，现阶段美国人民的购房需求受疫情影响不是很大，4 月之后美国房地产市场有所回暖。今年来美国新建住房销售数量于 4 月达到低位，为 53000 套，此后新建住房的销售行情显著回升，6 月新建住房销售数量回升至 74000 套。今年 4 月美国新建住房平均价也达到了近 3 年以来最低值，为 353800 美元，6 月回升至 384700 美元。

图 1： 美国新建住房平均价（美元）



资料来源：Wind，川财证券研究所

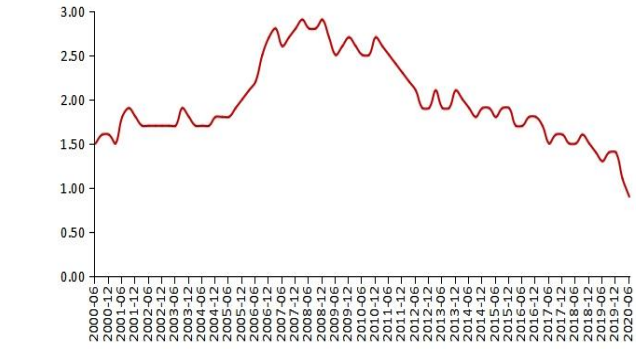
图 2： 美国新建住房销售套数（千套）



资料来源：Wind，川财证券研究所

今年二季度美国房屋空置率为 0.9%，处于历史低位；二季度美国住房自有率则从 65.3%上升到了 67.9%，处于历史相对高位。人们在疫情期对稳定住所的需求上升是导致这一现象出现的直接原因之一。

图 3： 美国房屋空置率（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

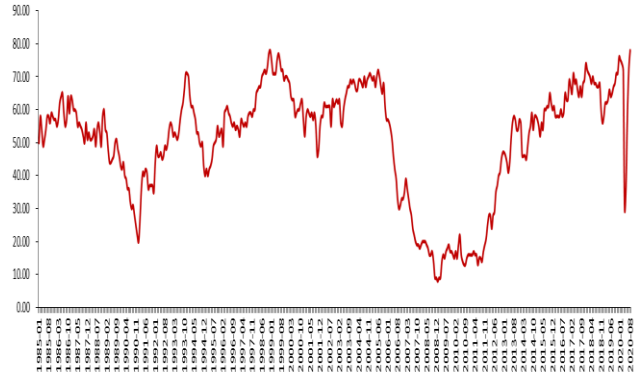
图 4： 美国住房自有率（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

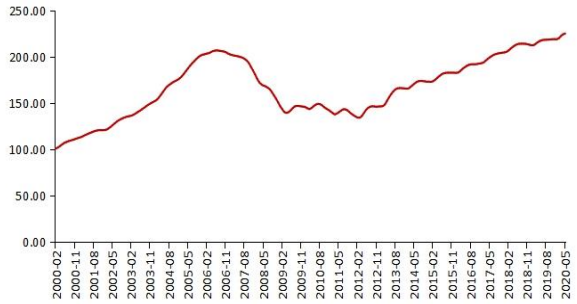
NAHB 房产市场指数在 2020 年 4 月一度跌至 30，此后指数反弹，8 月回升至 78。S&P/CS20 座大城市房价指数自 2012 年以来持续上升，2020 年 5 月数值为 224.76。

图 5： NAHB 房产市场指数



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 6： S&P/CS20 座大城市房价指数

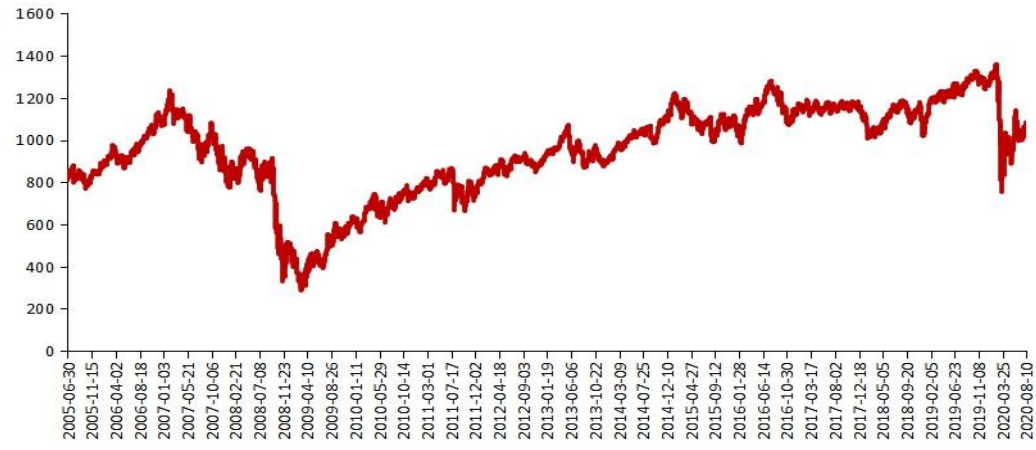


资料来源：Wind，川财证券研究所

1.3 MSCI US REIT 指数和标普 500 房地产指数的表现

MSCI US REIT 指数于 2007 年 2 月达到 1233.66 点的高位之后，受次贷危机爆发的影响，MSCI US REIT 在 2009 年 3 月最低跌至 287.87 点的低位，跌幅高达 76.67%。2009 年以后，美国房地产行业开始从次贷危机中复苏，于 2020 年 2 月达到历史最高值 1358.59 点。此后受新冠疫情影响， MSCI US REIT 指数在 2020 年 3 月一度跌至 751.71 点，跌幅达 45.67%；随着美国经济重启，MSCI US REIT 指数于 2020 年 8 月 10 日上涨至 1084.12 点。

图 7： MSCI US REIT INDEX 走势

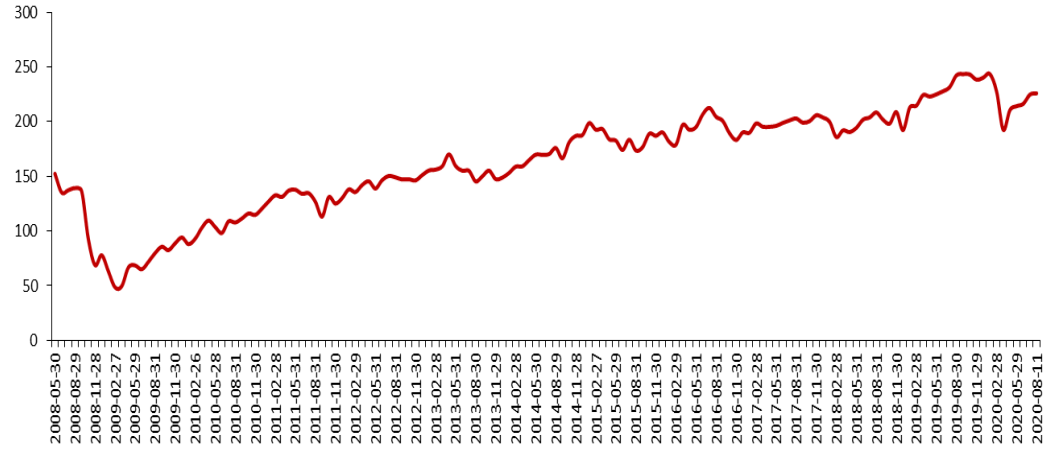


资料来源：Wind，川财证券研究所

标普 500 房地产指数中的公司大多数为 REITs 公司，近十年也走出类似 MSCI US REIT 指数的走势。受次贷危机影响，2009 年 3 月，标普 500 房地产指数

最低跌至 42.95 点的历史低位，后来随着美国逐渐从次贷危机的阴影中逐步恢复，到 2020 年 2 月，标普 500 房地产指数最高上涨至 259.71 点的高点。后来由于疫情的冲击，2020 年 2 月下旬开始大幅下跌，2020 年 3 月，标普 500 房地产指数跌至 158.62 点。之后出现反弹，到 2020 年 8 月 10 日，标普 500 房地产指数反弹至 225.96 点。

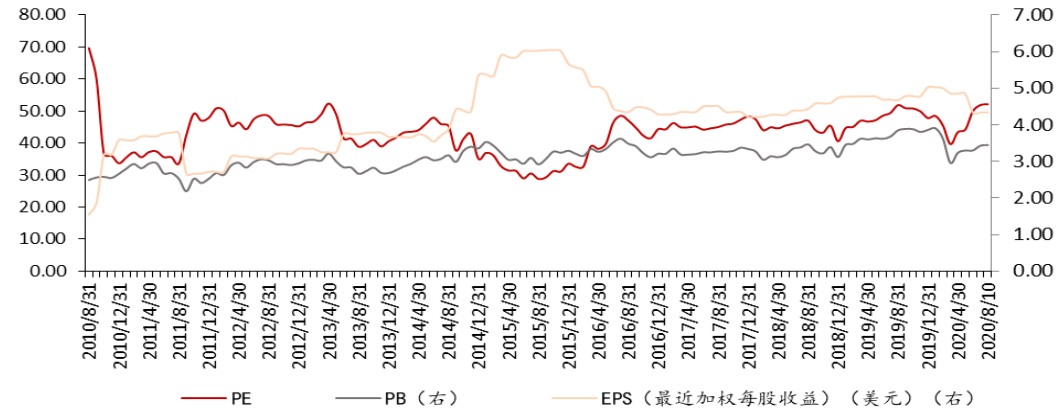
图 8： 标普 500 房地产指数走势



资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

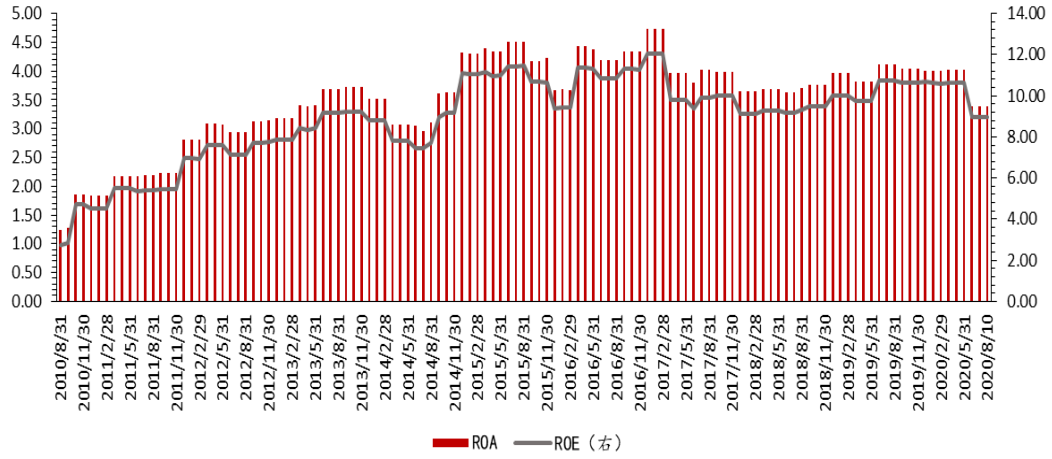
截至 2020 年 8 月 10 日，标普 500 房地产指数的 PE 为 52.13，PB 为 3.45，PE 处于历史较高位置， EPS（最近加权每股收益）为 4.33 美元，较今年 1 月的 5.02 美元出现了明显下滑；ROA 和 ROE 分别为 3.38%和 8.96%，较今年 1 月 4.01%和 10.64%出现一定回落。

图 9： 标普 500 房地产指数 PE、PB 和 EPS



资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

图 10： 标普 500 房地产指数的 ROA 和 ROE(%)



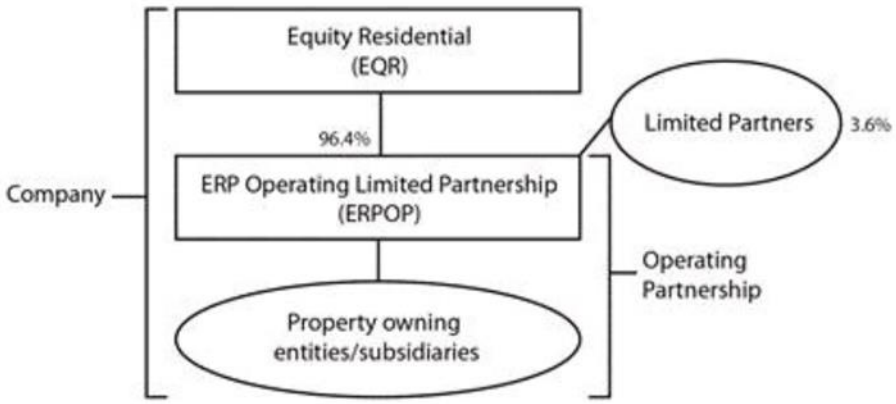
资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

1.4 2020 年上半年美国大型 REITs 公司的的业务表现

埃塞克斯信托、艾芙隆海湾社区、大众仓储信托、公平住屋、数字房地产信托是美国具有代表性的大型 REITs 公司，在现阶段的疫情下表现出较好的韧性。

公平住屋（EQR）成立于 1966 年，总部位于伊利诺伊州芝加哥，是美国最大的住宅类物业投资信托基金（REITs）公司。公平住屋的架构选择建立 UPREIT 的主要原因之一——合理避税。EQR 的伞型结构使其在扩张时期融资以收购资产和后期以股权方式退出非核心资产合理避税起到了关键作用。

图 11： 公平住屋伞形信托结构



资料来源：公司财报，川财证券研究所

截至 2020 年 6 月 30 日，公平住屋通过直接或间接的手段对产权持有实体进行的投资中，包括位于 9 个州和华盛顿哥伦比亚特区的 304 处房产的全部或部分产权，一共拥有 78410 套公寓单元（不包括各种未完成的开发物业）。

表格 2. 2020 年上半年公平住屋物业分类

项目	房产数量	公寓单元
全资物业	287	74849
业主出租物业—合并	1	162
部分产权物业—合并	16	3399
合计	304	78410

资料来源：公司财报，川财证券研究所

公平住屋的收入全部来源于租金收入。2020 年上半年公平住屋租金收入为 13.36 亿美元，好于 2019 年上半年的租金收入 13.32 亿美元。

表格 3. 2020 年上半年公平住屋收入情况（千美元）

项目	2020 年上半年	2019 年上半年
租金收入	1,335,837	1,331,676
收入合计	1,335,837	1,331,676

资料来源：公司财报，川财证券研究所

2020 年上半年公平住屋约 97.6%的租赁总收入来自住宅公寓租赁，这些租赁一般不超过 12 个月。住宅公寓租赁包括了与公用设施回收、停车、仓储和宠物租金等项目相关的租赁收入。2020 年上半年公司约 2.4%的租赁总收入来自期限一般在 5 至 10 年之间的非住宅租赁。非住宅租赁一般包括底层零售空间和主租赁的车库，作为居民的附加设施。非住宅租赁包括与公用事业回收、停车租金和仓库租金等项目相关的租赁收入。

表格 4. 2020 年上半年公平住屋租金收入分类（千美元）

业务	住宅租赁	非住宅租赁	合计
住宅及非住宅租金	1,207,106	30,221	1,237,327
公用事业回收	35,232	375	35,607
停车场租金	19,460	223	19,683
仓库出租金	1,913	40	1,953
宠物租金	5,740	—	5,740
租赁收入总额	1,269,451	30,859	1,300,310
其他租金收入总额			35,527
租金收入总计：			1,335,837

资料来源：公司财报，川财证券研究所

大众仓储创立于 1971 年，总部位于美国加利福尼亚州格伦代尔，是一家投资标的为仓储物业的美国 REITs 公司。2020 年上半年大众仓储收入为 13.39 亿美元，2020 年上半年相同存储设施项目收入占总收入的 90.15%，为 12.07 亿美元，与 2019 年同期相比下降了 0.9%。这些减少是由于租金收入的下降等因素；已购设施包括公司在 2018 年、2019 年和 2020 年前 6 个月收购的 84 个设施，2020 年上半年已购设备项目收入为 0.25 亿美元，占总收入的 1.9%；已开发和扩展的设施包括自 2015 年 1 月 1 日以来在新地点开发的 76 个设施和正在扩建的 71 个设施，2020 年上半年其收入为 0.85 亿美元，占总收入的 6.39%；其他不同存储设施（2018 年 1 月 1 日以来还没有完全稳定的设备以及从第三方获得的设施）在 2020 年上半年收入为 0.21 亿美元，占总收入的 1.56%。

表格 5. 2020 年上半年大众仓储收入（千美元）

项目	2020 上半年	2019 上半年	YOY
相同存储设施	1,206,885	1,218,352	-0.9%
已购设施	25,472	10,361	145.8%
新开发和扩建的设施	85,488	69,889	22.3%
其他不同的存储设施	20,898	21,145	-1.2%
总收入	1,338,743	1,319,737	1.4%

资料来源：公司财报，川财证券研究所

在 2020 年上半年相同存储设施收入中，洛杉矶市场收入为 1.88 亿美元，占相同存储设施收入的 15.6%；旧金山市场收入为 1.01 亿美元，占相同存储设施收入的 8.36%；纽约市场收入为 0.76 亿美元，占相同存储设施收入的 6.33%。

表格 6. 2020 年上半年大众仓储各地区相同存储设施收入（千美元）

地区	2020 上半年	占比
洛杉矶	188,222	15.60%
旧金山	100,949	8.36%
纽约	76,441	6.33%
西雅图-塔科马	56,789	4.71%
华盛顿	55,916	4.63%
迈阿密	54,253	4.50%
芝加哥	58,515	4.85%
亚特兰大	41,807	3.46%
达拉斯-沃斯堡	41,895	3.47%
休斯顿	35,621	2.95%
奥兰多-代托纳	30,341	2.51%
费城	29,279	2.43%
西棕榈滩	22,834	1.89%
坦帕	22,980	1.90%

夏洛特	22,278	1.85%
其他市场	370,765	30.72%
合计	1,206,885	100.00%

资料来源：公司财报，川财证券研究所

埃塞克斯信托是一家自行管理的房地产投资信托基金公司，主要从事公寓社区和商业物业的持有、经营、管理、并购、开发和再开发。2020 年上半年埃塞克斯信托公司收入为 7.63 亿美元，较去年同期的 7.18 亿美元增长了 6.27%。其中，租金及其他物业收入为 7.58 亿美元，占总收入的 99.35%；从附属机构收取的管理费和其他费用项目收入为 0.05 亿美元，占总收入的 0.65%。

表格 7. 2020 年上半年埃塞克斯信托收入构成（千美元）

项目	2020 年上半年	2019 年上半年
租金及其他物业	757,899	713,263
从附属机构收取的管理费和其他费用	4,965	4,595
收入合计	762,864	717,858

资料来源：公司财报，川财证券研究所

2020 年上半年埃塞克斯信托公司租金及其他物业收入为 7.58 亿美元，其中，相同房产收入为 6.68 亿美元，占租金及其他物业收入的 88.18%；非相同房产收入为 0.9 亿美元，占租金及其他物业收入的 11.82%。相同房产收入中，加州南部市场收入为 2.84 亿美元，占比 42.46%；加州北部市场收入为 2.62 亿美元，占比为 39.21%；西雅图都会区收入为 1.23 亿美元，占比为 18.33%。

表格 8. 2020 年上半年埃塞克斯信托房产收入构成（千美元）

项目	2020 上半年	占比
加州南部	283,752	42.46%
加州北部	262,011	39.21%
西雅图都会区	122,524	18.33%
相同房产收入合计	668,287	88.18%
非相同房产收入合计	89,612	11.82%
房产收入合计	757,899	100.00%

资料来源：公司财报，川财证券研究所

数字房地产信托公司是一家不动产投资信托公司，通过其在 Digital Realty Trust，L.P.的控股，从事科技相关的不动产的持有、收购、开发、再开发和管理。2020 年上半年数字房地产信托公司营业收入为 18.16 亿美元。其中，租金和其他服务收入为 18.08 亿美元，费用等项目收入为 0.09 亿美元。

表格 9. 2020 年上半年数字房地产信托公司收入（千美元）

项目	2020 年上半年	2019 年上半年
租金和其他服务	1,807,747	1,611,416
费用收入及其他	8,585	3,896
营业收入合计	1,816,332	1,615,312

资料来源：公司财报，川财证券研究所

数字房地产信托公司投资遍布美国、欧洲、新拉丁美洲、亚洲、澳大利亚、非洲、加拿大，主要集中在美国和欧洲地区。该投资组合由数据中心、互联网网关设施、办公室和其他非数据中心空间组成。截至 2020 年 6 月 30 日，数字房地产信托公司共拥有 281 个数据中心，包括运营中的 237 个、持有待售的 1 个以及未合并的合资企业的 43 个。其中，美国地区分布着 137 个数据中心，包括运营中的 121 个、未合并的合资企业的 16 个；欧洲地区分布着 102 个数据中心，包括运营中的 101 个以及持有待售的 1 个。

表格 10.数字房地产信托公司数据中心分布

项目	运营中	持有待售	未合并的合资企业	总计
美国	121	—	16	137
欧洲	101	1	—	102
新拉丁美洲	—	—	22	22
亚洲	6	—	5	11
澳大利亚	5	—	—	5
非洲	2	—	—	2
加拿大	2	—	—	2
总计	237	1	43	281

资料来源：公司财报，川财证券研究所

艾芙隆海湾社区成立于 1978 年，从事集合型住宅社区的开发、再开发、并购、持有和营运。截至 2020 年 6 月 30 日，公司在 11 个州和哥伦比亚特区直接或间接拥有 276 个正在运营的公寓社区的所有权，这些社区包含 80182 个公寓住宅。2020 年上半年艾芙隆海湾社区收入为 11.78 亿美元，较 2019 年上半年的 11.43 亿有小幅增长。其中，租金及其他收入为 11.76 亿美元，管理费、开发费及其他费用项目收入为 193.3 万美元。

表格 11.2020 年上半年艾芙隆海湾社区收入（千美元）

项目	2020 年上半年	2019 年上半年
租金及其他收入	1,176,123	1,141,194
管理费、开发费和其他费用	1,933	2,252
收入合计	1,178,056	1,143,446

资料来源：公司财报，川财证券研究所

2020 年上半年艾芙隆海湾社区收入为 11.78 亿美元，净营业收入为 8.26 亿元。在已投入运营的房产中，纽约大都会区和新泽西市场收入最高，为 2.35 亿美元，占已投入运营的房产总收入的 21.90%，净营业收入为 1.63 亿美元，占已投入运营的房产总净营业收入的 21.39%；加州南部市场收入为 2.22 亿美元，占已投入运营的房产总收入的 20.71%，净营业收入为 1.57 亿美元，占已投入运营的房产总净营业收入的 20.67%；加州北部市场收入为 2.06 亿美元，占已投入运营的房产总收入的 19.19%，净营业收入为 1.58 亿美元，占已投入运营的房产总净营业收入的 20.83%。

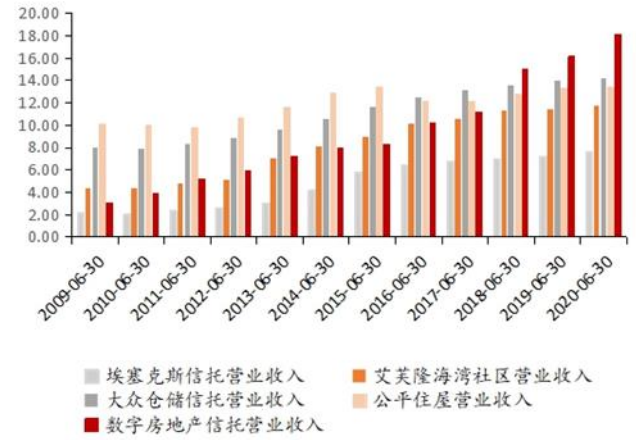
表格 12.2020 年上半年艾芙隆海湾社区各地区收入（千美元）

项目	总收入	净营业收入
已投入运营的房产：		
新英格兰	161,398	106,515
纽约大都会区/新泽西	234,673	162,564
大西洋中部	179,687	127,953
太平洋西北部	56,414	40,464
加州北部	205,623	158,295
加州南部	221,901	157,056
扩张市场	11,791	6,989
合计	1,071,487	759,836
其他房产	70,167	46,604
在建/重建房产	32,465	19,468
预留待建的土地	N/A	N/A
未划拨房产	1,933	N/A
总计	1,176,052	825,908

资料来源：公司财报，川财证券研究所

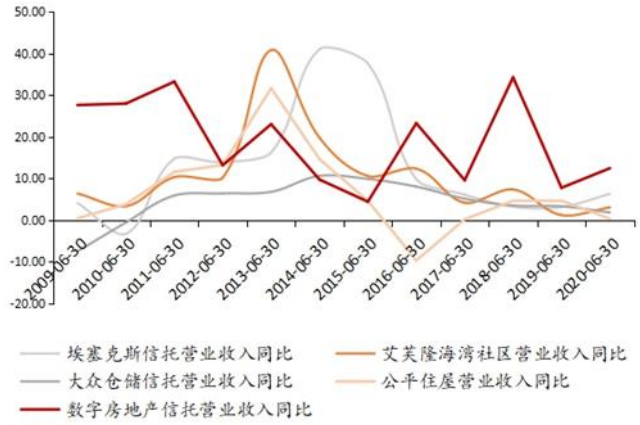
从今年中报数据来看，五所美国房地产信托投资基金（REITs）相关公司总体业绩自 2009 年以来呈上升趋势。现阶段五所公司中数字房地产现营业收入规模最大。今年上半年埃塞克斯信托和公平住屋的营业收入同比增速最高，分别达到 12.44%和 6.27%。另外，艾芙隆海湾社区、大众仓储信托、公平住屋的 2020 年上半年营收同比增长 3.03%、1.81%、0.31%。净利润方面，埃塞克斯信托、艾芙隆海湾社区、大众仓储信托、公平住屋、数字房地产信托今年上半年净利润非别为 3.99 亿美元、3.39 亿美元、6.81 亿美元、5.69 亿美元、2.99 亿美元，大众仓储信托同比下降 7.53%，其余四所公司净利润同比均为正增长。其中，埃塞克斯信托、数字房地产信托和公平住屋的净利润增速较好，分别为 89.2%、68.86%和 37.72%。

图 12： 美国大型 REITs 公司营业收入（亿美元）



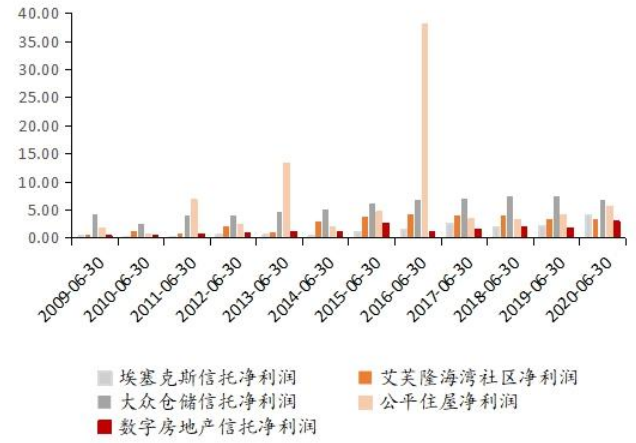
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 13： 美国大型 REITs 公司营业收入增速（%）



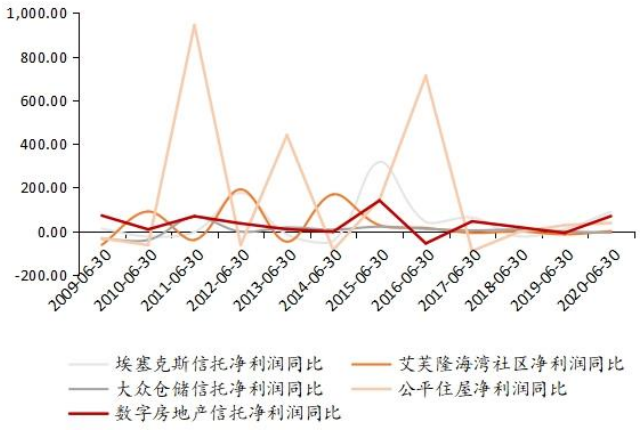
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 14： 美国大型 REITs 相关公司净利润(亿美元)



资料来源：Wind，川财证券研究所

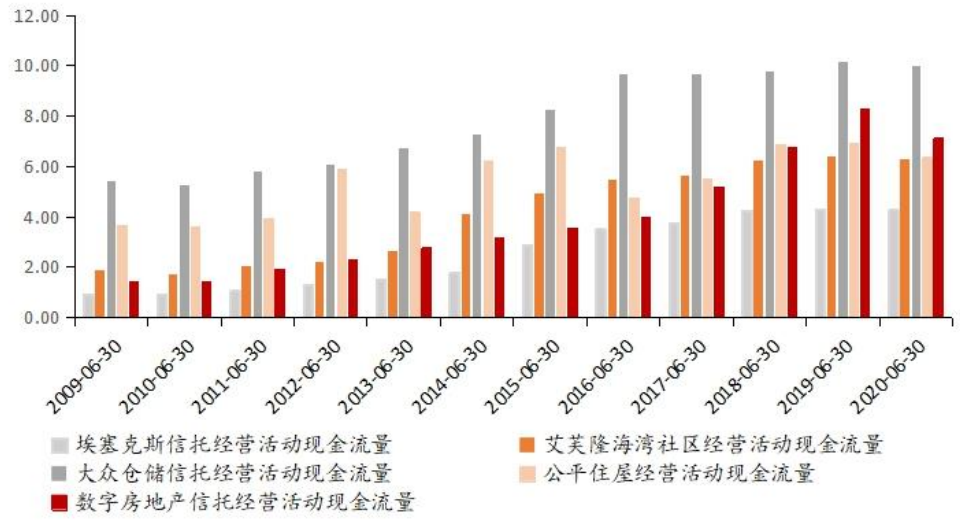
图 15： 美国大型 REITs 相关公司净利润增速（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

此外，这五所 REITs 公司的经营活动现金流量均为正值，总体上呈增长趋势。今年上半年埃塞克斯信托、艾芙隆海湾社区、大众仓储信托、公平住屋、数字房地产信托经营活动现金流量分别为 4.26 亿美元、6.29 亿美元、10.02 亿美元、6.35 亿美元、7.12 亿美元。

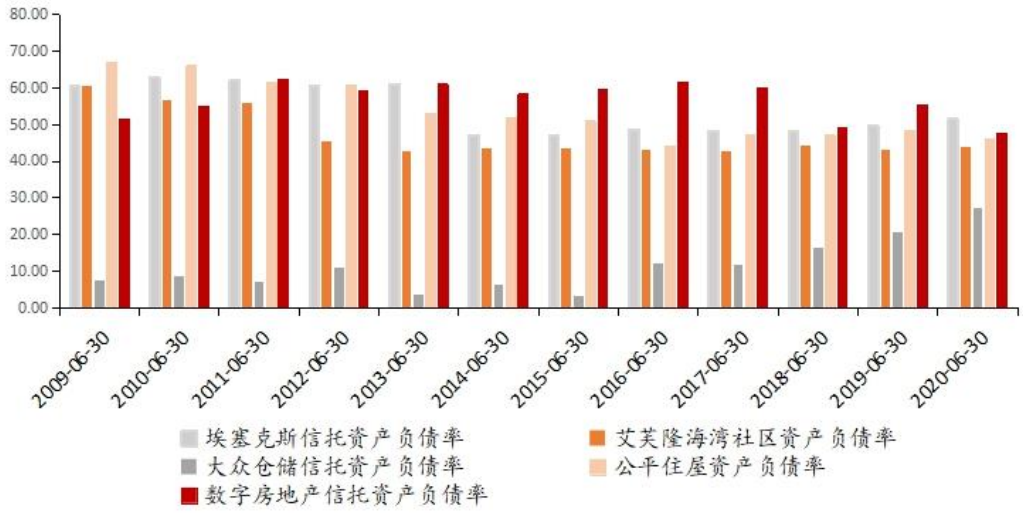
图 16： 美国大型 REITs 公司经营活动现金流量（亿美元）



资料来源：Wind，川财证券研究所

2020 年上半年埃塞克斯信托、艾芙隆海湾社区、公平住屋资产、数字房地产信托、大众仓储信托的资产负债率均偏低，分别仅为 51.54%、43.81%、46.06%、47.66%和 27.09%。大众仓储的资产负债率一直维持在较低的水平，近年有所上升；其它四家公司的资产负债率较十二年前均有所下降。

图 17： 美国大型 REITs 公司资产负债率（%）

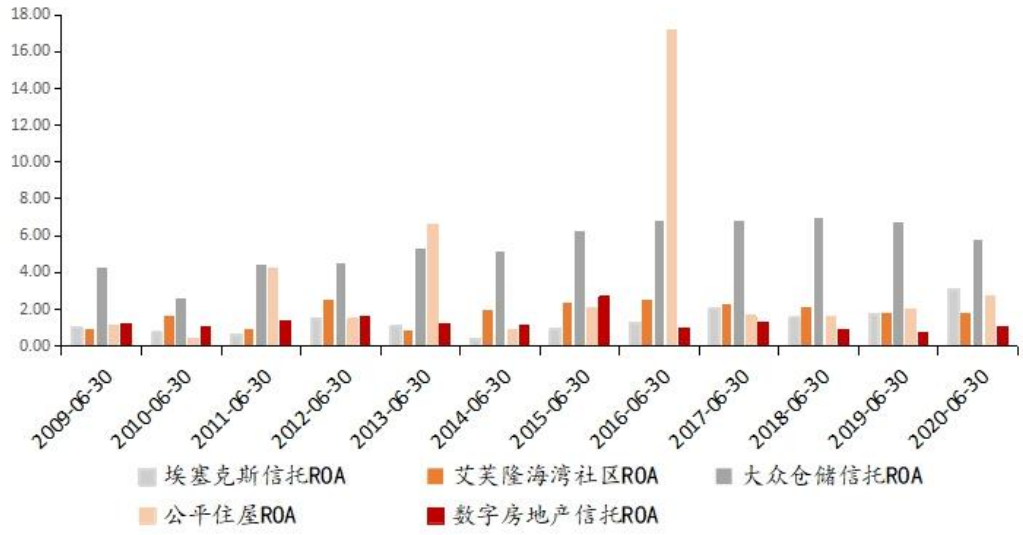


资料来源：Wind，川财证券研究所

从 ROA 和 ROE 来看，今年上半年埃塞克斯信托、艾芙隆海湾社区、大众仓储信托、公平住屋、数字房地产信托的 2020 年 ROA 分别为 3.09%、1.76%、5.74%、2.72%、1.05%，ROE 分别为 6.45%、3.10%、7.54%、5.45%、2.22%。今年上半

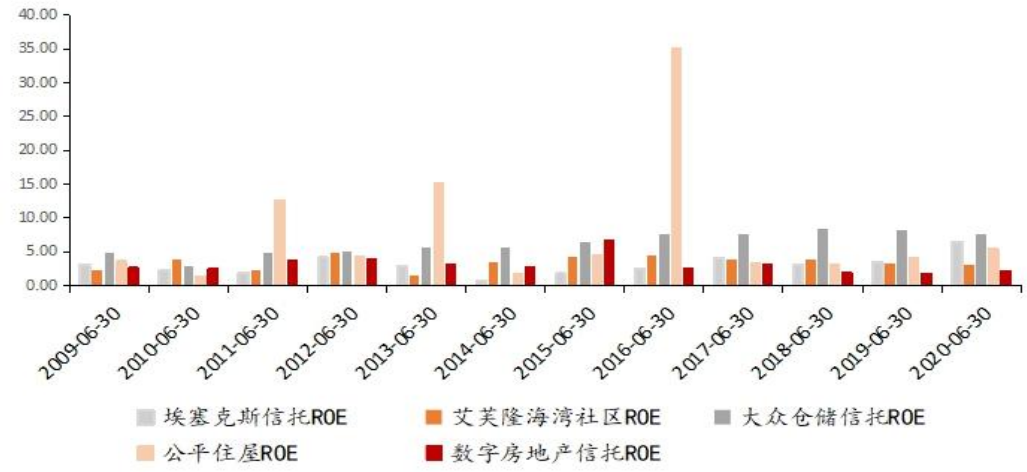
年埃塞克斯信托、公平住屋和数字房地产信托的 ROA 和 ROE 均较去年同期有所上升。

图 18： 美国大型 REITs 公司 ROA（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 19： 美国大型 REITs 公司 ROE（%）



资料来源：Wind，川财证券研究所

1.5 美国 REITs 相关标的投资机会

从今年中报的数据来看，疫情期中标普 500 房地产行业中较多 REITs 公司的财务韧性较好，除了数字房地产信托、公平住屋、艾芙隆海湾社区、埃塞克斯信托归属母公司股东的净利润同比增长率出现大幅上升以外，波士顿地产、亚

历山大房地产、Realty Income 归属母公司股东的净利润同比增长率均出现大幅上升，分别增长 187.46%、19.47%和 23.54%。从经营活动产生的现金流量净额来看，除了豪斯特酒店及度假村和马赛里奇房产为负值以外，其它均为正值。从资产负债率来看，除了美国电塔、SBA 通信和西蒙地产的资产负债率高于 85%，其他均低于 80%。由于今年 4 月以来不少美股 REITs 公司股价反弹较多，且估值偏高，叠加现阶段美国经济仍受疫情影响，建议关注现阶段业绩韧性较强，且今年以来下跌较多，且有一定估值优势的 REITs 公司。考虑到单只标的的不确定性，建议在未来的回调中分批谨慎进行一揽子标的的配置，相关标的为波士顿地产、埃塞克斯信托、公平住屋和 Welltower 信托。

表格 13. 2020 年中报标普 500 房地产个股重要财务指标

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	净利润（亿元）	归属母公司股东的净利润同比增长率（%）	资产负债率（%）	经营活动产生的现金流量净额（亿元）	PE（TTM）	EPS（TTM）	ROA（%）	股息率（近 12 个月）（%）
AMT. N	美国电塔	1,124.05	8.61	4.19	88.91	17.89	58.47	4.33	2.04	1.63
PLD. N	安博	766.32	8.97	22.27	33.46	13.55	44.29	2.34	1.88	1.99
CCI. N	冠城国际	697.40	3.86	-5.62	75.98	14.09	96.33	1.73	0.97	2.82
DLR. N	数字房地产信托	425.66	2.99	68.86	47.66	7.12	68.44	2.31	1.05	2.31
PSA. N	大众仓储信托	353.96	6.81	-7.53	27.09	10.02	28.92	7.00	5.74	3.95
SBAC. O	SBA 通信	336.74	-1.04	-279.85	145.69	5.92	-2,212.81	-0.14	-1.09	0.56
WELL. N	WELLTOWER 信托	239.70	4.90	17.05	47.94	8.12	18.39	3.12	1.47	5.50
ARE. N	亚历山大房地产	220.68	2.48	19.47	44.85	3.94	55.77	3.14	1.29	2.23
AVB. N	艾芙隆海湾社区	216.46	3.39	0.04	43.81	6.29	27.54	5.59	1.76	4.03
O. N	REALTY INCOME	215.51	2.55	23.54	45.69	5.15	44.44	1.41	1.35	4.31
WY. N	惠好公司	215.00	2.22	237.89	49.54	4.77	70.03	0.41	1.36	3.54
EQR. N	公平住屋	206.06	5.69	37.72	46.06	6.35	18.34	3.02	2.72	4.22
SPG. N	西蒙地产	200.27	6.93	-33.67	92.59	8.14	11.47	5.71	2.13	11.79
VTR. N	芬塔公司	158.90	3.16	-6.06	56.76	7.20	38.51	1.11	1.28	6.64
CBRE. N	世邦魏理仕	152.12	2.54	-34.54	59.97	0.06	13.25	3.42	1.59	
DRE. N	杜克房地产	146.85	0.59	-48.73	40.97	2.61	39.41	1.01	0.70	2.30
ESS. N	埃塞克斯信托	145.73	3.99	89.20	51.54	4.26	23.22	9.62	3.09	3.64

BXP.N	波士顿地产	141.55	7.69	187.46	62.81	5.54	13.98	6.51	3.48	4.26
EXR.N	EXTRA SPACE STORAGE	135.56	2.11	5.76	67.81	3.92	31.42	3.34	2.47	3.43
MAA.N	MAA 房产信托	133.86	1.12	-11.04	44.44	3.90	39.81	2.94	1.00	3.38
UDR.N	UDR 不动产信托	106.14	0.63	4.77	55.57	3.17	57.79	0.62	0.66	3.90
HST.N	豪斯特酒店及度假村	83.79	-3.55	-175.21	44.19	-0.15	90.09	0.13	-2.90	5.12
REG.O	REGENCY CENTERS	72.74	-0.06	-104.42	45.57	2.17	79.96	0.54	-0.06	4.11
VNO.N	沃那多房产信托	71.07	-1.68	-106.43	57.61	2.68	21.98	1.69	-0.92	11.98
FRT.N	FRT 信托	60.69	0.65	-53.72	65.46	1.81	22.48	3.57	0.90	5.22
AIV.N	公寓投资与管理	55.99	0.46	-86.42	73.67	1.84	30.89	1.22	0.66	4.39
KIM.N	金克地产	52.20	8.38	285.82	51.24	2.37	5.34	2.26	7.43	6.90
SLG.N	SL 格林不动产	37.39	1.79	-15.85	55.71	2.24	16.85	3.03	1.38	6.76
MAC.N	马赛里奇房产	12.30	-0.18	-174.68	70.87	-0.15	22.51	0.37	-0.19	27.00

资料来源：Wind，川财证券研究所

注：总市值、PE、EPS 和股息率截至 2020 年 8 月 10 日；其它均为 2020 年中报数据。

二、中国 REITs 发展与相关投资机会

2.1 中国 REITs 发展历史进程

自从改革开放以来，房地产一直在中国的经济中扮演较为重要的角色。近年来，由于各大房企存在库存居高不下、债务偏高、融资困难等问题，因此当下在我国开展 REITs，能够有效降低系统性金融风险，促进不动产行业的上下游发展；另一方面，开展 REITs 业务，也能够提高社会资本的参与度，给国有资本的退出提供通道。

2001-2005 年为我国 REITs 市场的起步阶段，这个时候刚好颁布了《中华人民共和国信托法》，同年发改委起草了《产业投资基金管理暂行办法》。2005 年以后，随着香港 REITs 市场的逐渐升温，市场又开启了对 REITs 的讨论热潮。但

随着国家有关部委发布的限制外商投资中国房地产政策，REITs 在中国的发展仍然处于政策的讨论之中；2008 年，随着央行发布的《2007 年中国金融市场发展报告》，第一次鲜明地提出了要开始发展我国的房地产信托投资基金。经过随后几年的政策完善和调研试点工作，2014 年我国第一支 REITs“中信启航专项资产管理计划”在深交所上市发行；2015 年，国内首支公募 REITs 产品鹏华前海万科封闭式混合证券投资基金发行；2017 年，兴业信托发行了首单银行间市场公募 REITs；2020 年，证监会和发改委正式发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金试点相关工作的通知》。截至 2020 年 4 月末，我国历年来总体发行的 REITs 产品达到了 64 单，发行总金额为 1204 亿人民币。当前我国的 REITs 的发展时间仍然较短，未来发展潜力仍然较大。

表格 14. 中国 REITs 市场的开放进程

时间	中国 REITs 发展进程
2001.04	国务院颁布了《中华人民共和国信托法》，引起了设立 REITs 的讨论热潮。
2006.07	建设部等六部门联合发布 171 号文件，限制外商投资中国房地产。
2008.04	央行发布《2007 年中国金融市场发展报告》，明确提出发展房地产信托基金。
2008.10	银监会联合五大信托公司共同起早了《信托公司房地产投资信托业务管理办法草案》，REITs 第一次被提上了决策层面。
2014.09	央行发布《中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，提出了积极稳妥开展 REITs 试点工作。
2016.01	国务院发布了《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》，提出了要有序开展企业资产证券化，支持房地产企业通过发行 REITs。
2018.02	深交所制定了《深圳证券交易所发展战略规划纲要》，明确指出了研究推进 REITs 产品，形成具有深市特色的 REITs 板块。
2018.04	证监会联合住建部，发布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》，试点发行 REITs。
2019.01	中基协探讨了公募 REITs 的实施路径和落实方案。
2019.03	上交所表示推动公募 REITs 试点，加快发展住房租赁 REITs。
2020.04	证监会、发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金试点相关工作的通知》。
2020.08	国家发改委发布了《申报通知》，正式开启了基础设施 REITs 申报试点工作。

资料来源：Wind，川财证券研究所

值得注意的是，今年 8 月 4 日，发改委下发了《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报工作的通知》，正式标志着我国 REITs 市场迈入新的阶段。重点来看，此次通知的意义主要在两方面。一是符合当前国内内循环的基调。当前房地产市场仍在我国资本市场占据着不可替代的作用，而开展 REITs 有利于盘活存量资产，并且通过广泛募集各类社会资金来投资新型基础设施建设，从而达到内循环的作用；另一方面，有利于更多的投资者享受改革的成果。我国目前在基础设施领域中有很多优质的资产，这些基础设施资产收益稳定，风险较小。通过发行 REITs，更多的社会资本能够参与到基础设施领域，有利于投资者共享改革果实。此外，通知还对项目如何能进行持续而健康的运行做了相应的要求。当 REITs 发行后，如何保障其能平稳健康的运行，既保障投资者的合法权益，另一方面也关系到了整个社会的稳定。因此在通知里，发改委着重强调了“基础设施项目持续健康平稳运营是衡量试点成功与否的关键”。

表格 15.2020 年 8 月发改委联合发文印发 REITs 有关试点通知

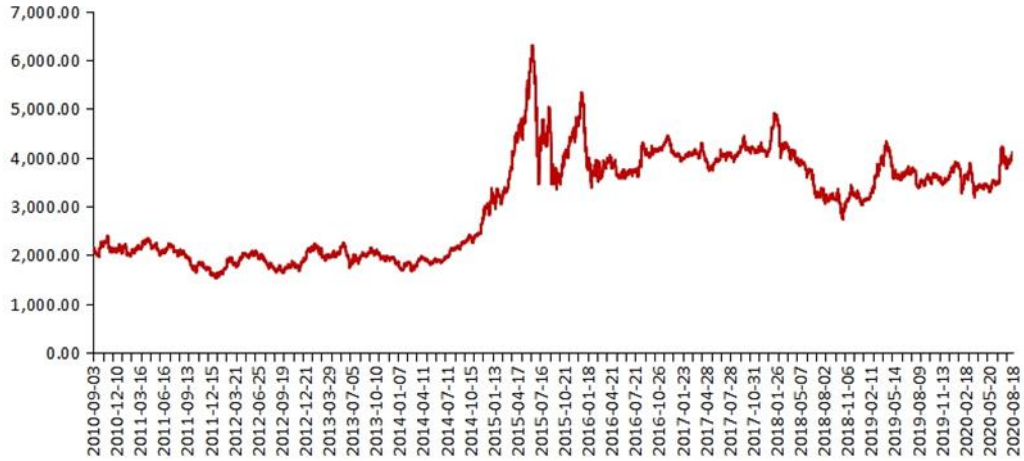
聚焦点	解读
项目所在地	优先支持国家重大战略区域范围内的基础设施项目，其中京津冀、雄安新区、长江经济带、粤港澳大湾区和海南自贸区等国家级改革开放地区将成为重点项目投资的主要地方。除此之外，经国务院批准而设立的国家级新区、国家级经济技术开发区范围的基础设施项目也将得到关注。
项目所处行业	优先支持基础设施补短板项目，如仓储物流项目、收费公路、铁路、机场、港口项目、供水供电和废品处理；另一方面，国家也鼓励开展新基础设施建设，大数据处理、人工智能、物联网、工业互联网和宽带网络、智能能源和智慧城市等重点行业。当然项目本身也要求权属清晰、明确、可转让，投资回报良好。此外，该《通知》明确指出了酒店、商店、写字楼和公寓不属于试点范围。
项目意义	能积极有效的贯彻党中央、国务院关于防风险、去杠杆、稳投资和补短板的部署，是我国投融资机制的一个重大创新于突破。对于房地产市场而言，能够盘活存量资产，更加积极广泛的调动各类社会资本的积极性，促进基础设施的高质量发展。相比于之前境外推出的 REITs，此次有证监会和发改委联合推出的 REITs 工具服务范围不同，不仅覆盖了产业园区等传统的不动产，也还包括了基础设施领域。

资料来源：Wind，川财证券研究所

2.2 中国 REITs 可能带来的投资机会

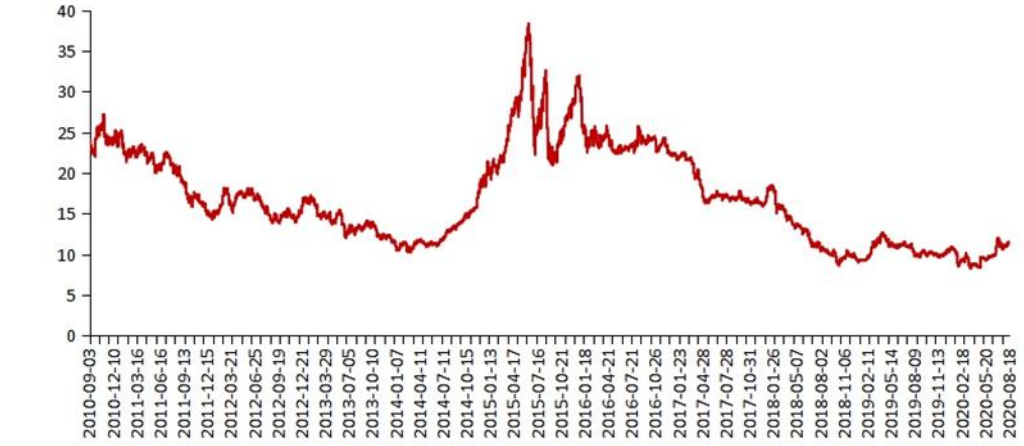
今年年初至 2020 年 8 月 18 日，wind 房地产指数仅上涨 5.74%，涨幅远低于大盘;wind 房地产指数 PE 仅为 11.45，处于历史估值的较低位置。预计 REITs 在中国的发展将会给 A 股地产板块带来一定的投资机会，看好低估值的优质地产股，相关标的为保利地产、万科 A、招商蛇口和金地集团。

图 20： Wind 房地产指数走势



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 21： Wind 房地产指数走势市盈率



资料来源：Wind，川财证券研究所

表格 16.A 股房地产板块重点标的

公司代码	公司名称	总市值（亿元）	收盘价（元）	PE（TTM）	EPS（元）
000002.SZ	万科 A	3,218.11	27.70	8.25	3.36
600048.SH	保利地产	2,024.05	16.96	7.20	2.36
001979.SZ	招商蛇口	1,364.22	17.22	9.78	1.76
600383.SH	金地集团	693.44	15.36	7.03	2.19

资料来源：Wind，川财证券研究所

注：统计日期为 2020 年 8 月 18 日。

风险提示

经济增长不及预期；美联储政策超预期；贸易保护主义的蔓延；全球范围内黑天鹅事件。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399