投资视角看公募型 REITs 的关注点

——不动产投资系列报告

日期：2020-08-12

分析师： 王思敏
执业证书编号： S0270518060001
电话： 01056508508
邮箱： wangsm@wlzq.com.cn

投资要点：

- REITs 的本质在于实现资产的“独立上市”，公募型基础设施 REITs 的试点和推广弥补了我国股权类 REITs 的市场空白，具有重大的历史意义。公募型 REITs 的核心要义在于“公募”与“股权”，实现了基础设施投资领域从私募到公募、债权到股权、融资到资产管理的转变。**从债权投资到参与股权投资的角色和身份转变，意味着不仅要关注到期现金流情况，而是要综合考虑底层资产的布局、管理人的运营能力等因素。**

- **公募型 REITs 的价值增值主要来自股利的增加和底层资产的增值两个方面。**公募型 REITs 是一种较为稳健的投资工具，穿透来看收益主要来自底层资产贡献的现金流以及底层资产的增值，对应产品维度就是股息分红与每股净资产的增值。股利能够以两种方式增长，一是增加 REITs 现有资产的现金流来获得内部增长，另外一种方式是通过收购、开发等方式的创造来获得外部增长。每股净资产的增值：由于 REITs 的底层资产为能产生现金流的不动产，不动产的资产增值也来源于两个方面。一是资产自身的抗通胀性及增值，二是未来无风险利率的下降，有助于提升存量资产的估值。

- **金融产品的核心环节在于定价，估值的合理性是投资金融产品的出发点和根本逻辑，REITs 的评估的测算可以采用 FFO 法。**公募型 REITs 的估值兼具股性和债性的特点。考虑到 REITs 的不动产的特殊性，美国房地产信托协会在 1991 年提出 FFO（营运资金）的估值方法。FFO 即不动产经营产生的现金流，等于净收入加上资产折旧和摊销再减去非经常性损益。在会计上房地产折旧总是被当作费用来处理，但是不动产领域许多物业不仅能够随着时间保留其价值，有很多还能显著升值。这主要是由于上涨的土地价格、通货膨胀、上涨的建造成本、稳定增长的租金率和运营收入以及物业升级等导致的，所以加回折旧和摊销的 FFO 估值法更贴近某些 REITs 产品的实际情况。

- **寻找成长型 REITs：从收益大小、现金流稳定性、违约风险、处置难易程度等各个方面来比较不同底层资产所发行的 REITs 产品，底层资产的属性至关重要。**不同的历史发展阶段，不同的底层资产的综合收益率差异非常大。以美国为例，90 年代旅馆类 REITs 取得了高速发展，20 世纪初工业类、物流类 REITs 随着在海外业务的推进，取得了更快的发展。

万联证券

最近十年随着网络和信息技术的发展，新经济领域的物流中心、医疗健康、数据中心、无线通讯铁塔的收益率表现率相对较好。以亚洲区为例，近年来医疗健康、工业物流等有相对较好的表现。值得注意的是数据中心等成长类 REITs 年化收益率主要来自股价增长。以 15 年来美国数据中心为例，每年 80%以上的收益来源均来自股价的增长。相对应一般 REITs 产品股价增长贡献 50%的收益，标普 500 股价增长贡献 70%的收益。

- **对海外成熟市场的 REITs 产品进行归纳总结，我们发现公募型 REITs 在美国发行的市净率一般较高，中位数在 2 倍到 3 倍之间。亚洲区来看日本和新加坡的发行市净率为 1 倍，香港地区甚至有折价发行。从二级市场表现来看，不同底层资产 P/FFO 值有着不同的表现，一般大数据、物流地产等享受高估值。**以美国市场为例，住宅和工业行业的 P/FFO 倍数高于所有权益类 REITs 的平均值，主要由于租赁需求的快速增长。另外电商和互联网的上涨增加了对工业空间的需求，包括物流设施及基站铁塔均享受较高的 P/FFO。办公 REITs 的价格倍数与整体 REIT 的平均值相似，零售 REITs 的低值反应了缓慢的收益增长预期。以 19 年底数据为例，数据中心、公寓类 REITs 的平均 P/FFO 倍数最高达 25.88，其次是工业地产 REITs 和基础设施 REITs，分别为 21.74 和 18.34；而社区商业中心 REITs、独立店面 REITs 的平均 P/FFO 倍数相对较低，分别为 7.10、8.32。

- **总结：**公募型 REITs 的推出弥补了我国大类资产配置的空白，肩负着盘活国内基础设施、不动产的重任，是一场带着光荣与梦想的前行。从发行人与管理人的角度来看，不动产运营的核心在于“开发+运营+金融”。虽然目前只是基础设施型范围内试点，涉及到的地产领域预计包括物流地产、大数据中心等，但我们预计一个成熟的 REITs 市场少不了公寓、酒店、写字楼等商业地产的参与。REITs 有助于优秀的运营团队打通资金与资产端的连接，国际大型不动产龙头西蒙地产、新加坡凯德集团、安博等机构，公募类 REITs 均是主要运营主体。典型的运营模式为先通过 PE 收购商业不动产，然后通过运营实现增值，最后通过 REITs 在公开市场退出，实现了从“收购-增值-退出”的业务流程。展望未来若引入不动产 REITs，公募型 REITs 有望带来国内商业地产领域的大发展和大变革。从投资人的角度来看，REITs 产品具有收益稳定、相关性较低、收益期限长、抗通胀属性等特点，是配置不动产的优质手段之一。

- **风险因素：**1）政策推进不及预期：2）二级市场流动性不及预期：3）底层资产收益不及预期；4）海外 REITs 产品结构与收益情况与国内情况差异较大造成结论的无效性

万联证券

目录

1、公募型 REITS 的光荣与梦想：资产独立上市的日渐临近 5
1.1 公募型 REITs：从私募到公募、债权到股权、融资到资产管理的转变 5
1.1.1 公募型 REITs 的市场规模 5
1.1.2 公募型 REITs 的定义与特征 5
1.1.3 我国基础设施 REITs 的推进与试行 6
1.2 底层资产：预计公路收费、产业园区和物流最先受益，大数据中心、基站铁塔最有发展潜力 7
1.2.1 海外：美国 REITs 种类最为丰富，亚洲区以地产相关为主 7
1.2.2 国内：公路收费、仓储物流、产业园区有可能获得先批试点 8
1.3 交易结构的设计：资产剥离、权属转移与避税是主要因素 9
2、从投资的角度看 REITS 的收益与价值 10
2.1 公募型 REITs 的收益来源 10
2.1.1 从金融视角看 REITs 的配置价值：股利的增长与资产的增值 10
2.1.2 从大类资产配置的角度看 REITs:兼具股性与债性，攻守兼备 11
2.1.3 寻找成长型 REITs：关键在于底层资产的属性 12
2.2 公募型 REITs 的估值模型与财务分析 13
2.2.1 绝对估值法：FFO 方法的核心在于对于折旧的处理 13
2.2.2 相对估值法：不同类型的 REITs 14
2.2.3 关注的主要财务指标：现金流和杠杆率 14
2.3 从海外经验看公募型 REITs 的发行价格与二级市场表现 15
2.3.1 公募型 REITs 的发行价：美国市场化发行，亚洲区一般在 1 倍左右 15
2.3.2 公募型 REITs 的二级市场表现：成长与传统的两极分化 16
3、投资 REITS 的风险因素 17
3.1 经济周期波动的风险 17
3.2 利率上行的风险 17
3.3 管理人运营的风险 17
4、总结 18
5、风险提示 18

万联证券

图表 1：世界主要交易所 REITs 市场规模（2019 年）..... 5
图表 2：公募型 REITs 与类 REITs 产品的主要区别..... 6
图表 3：《推进基础设施领域 REITs 试点相关工作的通知》的核心要点..... 6
图表 4：美国 REITs 大概 200 余只..... 7
图表 5：美国 REITs 市场以权益类为主..... 7
图表 6：亚洲区以地产类 REITs 为主..... 7
图表 7：公募型 REITs 底层资产主要类别..... 8
图表 8：美国地产类 REITs 的特点及优势..... 9
图表 9：交易结构预计采取“SPV+公募基金”的双结构方式..... 10
图表 10：REITs 收益的来源..... 11
图表 11：美国 REITs 收益与股票收益对比..... 11
图表 12：REITs 与别的大类资产的相关系数较低..... 12
图表 13：亚洲区各类型 REITs 市场化综合收益率（19 年年末）..... 12
图表 14：疫情期间美国不同类型 REITs 表现..... 13
图表 15：美国所有 REITs 产品的 FFO 收益..... 14
图表 16：美国 REITs 产品的资产负债率..... 15
图表 17：美国 REITs 产品的利息支出比率..... 15
图表 18：亚洲区各市场 REITs 杠杆率..... 15
图表 19：美国 REITs 产品的发行市净率..... 15
图表 20：香港 REITs 产品的发行市净率..... 16
图表 21：美国 P/FFO 历史变化趋势..... 16

万联证券

1、公募型REITs的光荣与梦想：资产独立上市的日渐临近

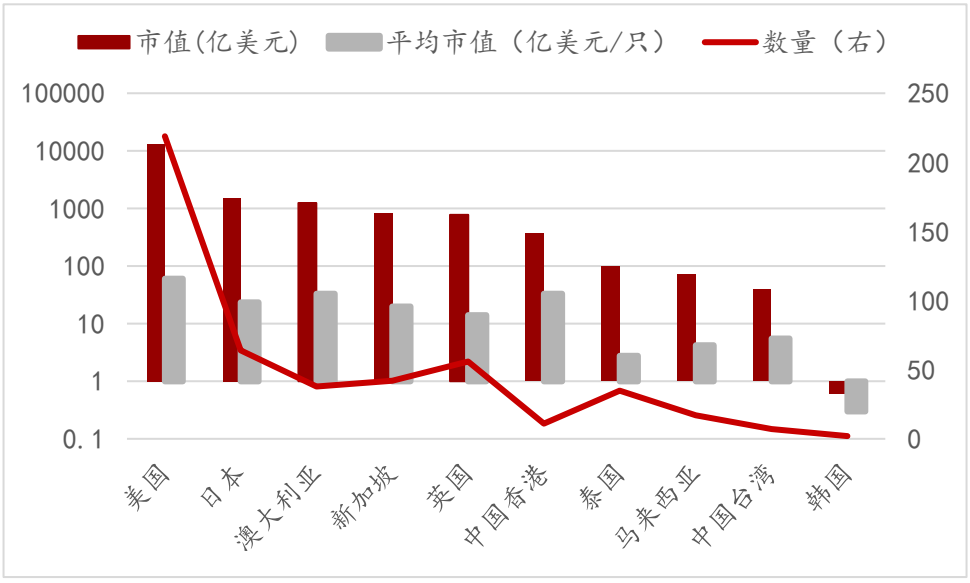
1.1 公募型REITs：从私募到公募、债权到股权、融资到资产管理的转变

1.1.1 公募型REITs的市场规模

公募型REITs（Real Estate Investment Trusts），是以发行权益投资证券的方式在公开市场募集资金，并将资金专门投资于基础设施或不动产领域，将投资综合收益按比例分配给权益持有人的投资模式。公募型REITs以股权REITs为主，在公开市场进行发行与上市交易，由于其投资兼顾股性和债性的属性，是另类投资里重要的配置方向之一。从字面意义理解公募型REITs的主要特征有两个，一是在公开市场进行发行与交易，二是以股权的形式持有底层资产，这两点也是区分与现存各种投融资方式的核心。

海外主要交易场所均有REITs产品，美国是规模最大、种类最齐全的市场。REITs起源于20世纪60年代的美国房地产市场，目前全世界主要交易场所均有REITs产品的交易，存量大概有两万亿美元的规模。根据Nareit数据统计，截至2019年底美国市场所有REITs的股票市值为1.3万亿美元，合计200余只。从亚洲区来看，根据戴德梁行《亚洲房地产投资信托基金（REITs）（2019）》研究报告，截至2019年底亚洲市场上活跃的REITs共计178支，总市值达2,924亿美元，其中日本、新加坡、香港三地REITs市值合计占比达93%。日本市场的规模最大，REITs的股票市值为1200亿美元，约为63只。参考海外REITs市场结合我国的经济体量，我们预计国内REITs市场规模在发展初期有望达到千亿美元级别。

图表1：世界主要交易所REITs市场规模（2019年）



资料来源：戴德梁行，万联证券研究所

1.1.2 公募型REITs的定义与特征

公募型REITs本质上是将符合上市标准的资产进行IPO，实现了以“资产”作为上市主体。公募型REITs的推进将会带来投资人、金融市场与发行人等一系列改变，与目前我国现存的各种投融资方式相比，我们认为主要体现了以下质的变化：

- **从债权到股权：**现存的不管是MBS、类REITs、信托还是明股实债等融资手段，

本质上都是发行人通过设立结构化资管产品的债券融资，投资人认购产品，享受固定利息收入及到期付本。此次公募REITs本质上是股权融资，可以一直持有并享受定期分红。股权融资从而解决了债权的定期到期付本息的问题，除了定期支付分红收益，不用考虑到期兑付的问题。

- **从私募到公募：**以往的基础设施融资往往是短期的定向融资或者结构化融资，变为公募产品发行后投资人变得不定向，在公开市场上由机构投资者或者零售投资者进行认购与交易，面向公募融资的标准更为严格，管理更为透明，但好处在于融资更为市场化。
- **从对外融资到资产管理：**从投资人的角度而言，债权融资本质上只是一种阶段性的投资手段，对于投资人而言只需要关注到期的还本付息能力即可。公募型REITs上市后，投资人更加看重资产管理人，投资人需要综合考虑标的资产质量、管理人的运营能力等各个方面。管理人的运营能力对于分红派息与资产增值有着重要的作用。

图表2：公募型REITs与类REITs产品的主要区别

项目	公募型REITS	类REITS产品
底层资产	基础设施：包括仓储物流，收费公路，机场港口等交流设施，水电气热等市政设施，及产业园区等其他基础设施	基础设施，工业，仓储，住宅，医疗保健等均包含，据罗素行业分类的数据，基础设施类比重最大
法律架构	预计产品结构为“公募基金+单一基础设施资产支持证券（ABS）”，再由ABS持有项目股权	REITs直接持有项目股权
管理人	公募基金或者持有公募牌照的证券公司	不限于公募基金，一些专业的开发商或地产管理者人，以及私募基金都会申请相关牌照资格成为REITs管理人，如凯德和黑石等
杠杆率	REITs管理人对外借款总额不得超过基金资产的20%，且借款用途于基础设施项目维修，改造等	海外杠杆率相对灵活，负债可以用于收购和改造资产
税收安排	目前发文尚未涉及税务总局，涉及相关税收政策。 目前REITs资产的持有及运营环节有重复征税的可能；税收政策会影响企业出售REITs资产的意愿，也显著影响投资人的收益	海外普遍对于REITs产品有税收优惠政策，比如美国1986年出台REITs优惠税收法规；日本不同于一般公司的的税收要求；香港，新加坡等成熟REITs市场也强调REITs税收中性

资料来源：万联证券研究所

1.1.3 我国基础设施REITs的推进与试行

我国REITs产品有较长的发展史，但内地交易所尚未涉及真正的公募型REITs。2005 年出现了首个以内地物业为底层资产的标准化公募 REITs 产品在香港上市-“越秀房地产投资信托基金。2014 年首个类 REITs 产品“中信启航”成功发行，拉开了我国类 REITs 产品发行的序幕。2015 年首个类公募 REITs产品“鹏华前海万科 REITs”在深交所上市。该产品虽然使用公募基金作为发行载体，但由于项目公司股权对应的只是底层资产的收益权而非真正的所有权，该产品仍不能算是国际通行意义上的公募 REITs。

2020年4月30日中国证监会和国家发改委联合发文《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知（证监发〔2020〕40号）》，公募REITs正式拉开序幕，此次发文标志着正式启动了公募型产品的发行流程，具有重大的历史意义。

图表3：《推进基础设施领域REITs试点相关工作的通知》的核心要点

核心要点	具体要求
重点区域	聚焦京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲，以及国家级新区、有条件的国际级经济技术开发区。
重点行业	优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施，水电气热等市政工程，城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目。鼓励信息网络等新型基础设施，以及国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等开展试点。
优质项目	1.项目权属清晰，已按规定履行项目投资管理，以及规划、环评和用地等相关手续，已通过竣工验收。PPP项目应依法依规履行政府和社会资本管理相关规定，收入来源以使用者付费为主，未出现重大问题和合同纠纷。 2.具有成熟的经营模式及市场化运营能力，已产生持续、稳定的收益及现金流，投资回报良好，并具有持续经营能力、较好的增长潜力。 3.发起人（原始权益人）及基础设施运营企业信用稳健、内部控制制度健全，具有持续经营能力，最近3年无重大违法违规行为。基础设施运营企业还应当具有丰富的运营管理能力。

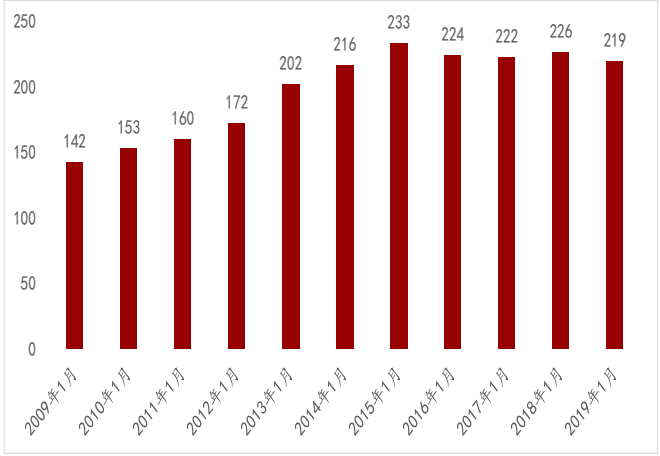
资料来源：国务院，万联证券研究所

1.2 底层资产：预计公路收费、产业园区和物流最先受益，大数据中心、基站铁塔最有发展潜力

1.2.1 海外：美国REITs种类最为丰富，亚洲区以地产相关为主

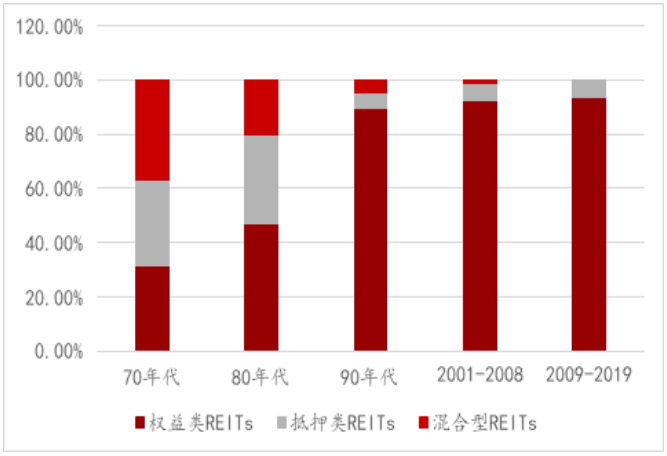
美国REITs种类最为丰富，亚洲区以地产相关为主。REITs起源于70年代的美国房地产行业，经过产品创新，底层资产逐渐拓展到包括零售、办公、公寓、医疗健康、养老、酒店、仓储、数据中心、基础设施等范围。其中基础设施主要包括交通运输、机场、港口、桥梁、通讯、水利及城市供排水供气和供电设施等。美国REITs产品最为丰富，截止2020年5月31日，在权益类REITs中，基础设施市值占比最高达20%，住宅（14%）和工业建设（10.8%）分别位居其次；抵押类REITs中住房融资占最高比重，达63%。亚洲区REITs种类较为集中，如日本、新加坡和香港的REITs90%以上都是地产相关。

图表4：美国REITs大概200余只



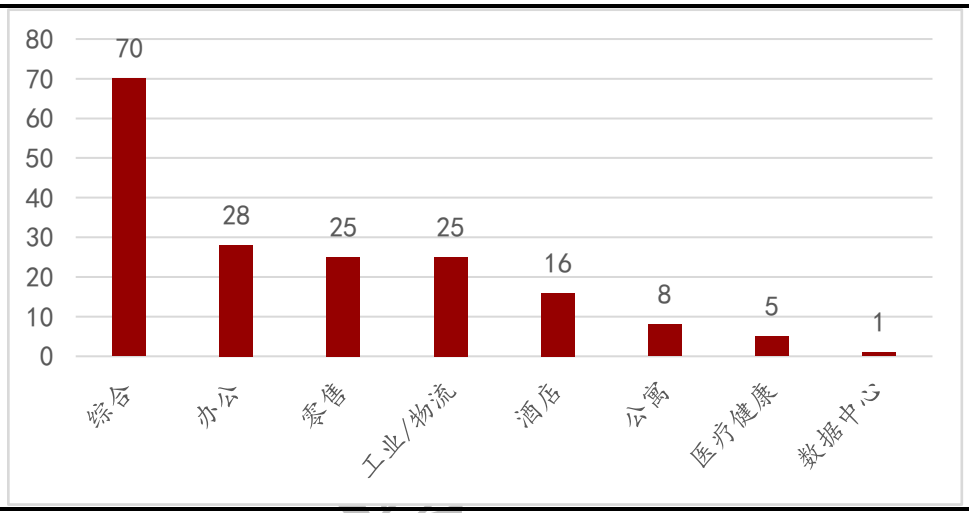
资料来源：Nareit，万联证券研究所

图表5：美国REITs市场以权益类为主



资料来源：Nareit，万联证券研究所

图表6：亚洲区以地产类REITs为主



资料来源：戴德梁行、万联证券研究所

1.2.2 国内：公路收费、仓储物流、产业园区有可能获得先批试点

- **结合目前政策导向，我们认为循环公路收费、仓储物流、产业园区、IDC具有更大的优先发展的资产类别。**根据政策要求，1）**公募型REITs优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施，水电气热等市政工程，城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目。**中国版REITs标的为基础设施，具体包括交通设施、市政工程、污染治理、新型基础设施、新兴产业集群和产业园区等。2）鼓励信息网络等新型基础设施，以及国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等开展试点。**我们认为大数据中心和铁塔基建项目既有成熟的海外REITs产品可借鉴，又符合政策指引方向，非常具有发展前景。**3）目前在房住不炒的政策下，基础设施型REITs并不含房地产及持有物业型，酒店、商场、写字楼、公寓、住宅等房地产项目不属于试点范围。**但我们认为长期看来，随着产品的完善和发展，公寓、酒店和商场等商业地产等也是REITs的不可或缺的类别。**
- 从发行人与管理人的角度来看，不动产运营的核心在于“地产开发+运营+金融”。虽然目前只是基础设施型范围内试点，涉及到的地产领域我们预计包括物流地产、大数据中心等，但我们预计一个成熟的REITs市场少不了公寓、酒店、写字楼等商业地产的参与。REITs有助于优秀的运营团队打通资金与资产端的连接，国际大型不动产产龙头西蒙地产、新加坡凯德集团、安博等，公募类REITs均是主要运营主体。典型的运营运营模式为先通过PE收购商业不动产，然后通过运营实现增值，最后通过REITs在公开市场退出，实现了从“收购-增值-退出”的业务流程。展望未来若引入不动产REITs，公募型REITs有望带来国内商业地产领域的大发展和大变革。

图表 7：公募型 REITs 底层资产主要类别

基础设施领域	举例
能源	中游能源基础设施服务：油气输送管道业务、站点和储存；自然能源：包括天然气、液体天然起、石油加工产品；其他能源：油
交通和运输	机场、港口码头、公路、铁路（含高铁，地铁等）、邮政业
建筑住宅	办公、工业建筑、居民住宅（别墅、公寓等）、商业建筑
信息技术	数据中心、无线通讯设施、电信、广播电视、卫星传输服务业、互联网
市政设施	燃气、供电、供水、供热、污水及垃圾处理
公共服务设施	养老、保障房、健康（医疗）、教育、环境管理

资料来源：万联证券研究所

以美国为例，通过REITs，投资者可以投资于各种类型房地产类型：公寓小区和其他居住型物业、零售物业、写字楼和工业类建筑、一系列广泛的健康护理物业、自助存储设施和旅馆。

图表8：美国地产类REITs的特点及优势

美国地产类REITs	特点及优势
公寓类REITs	通常有稳定的现金流，这类REITs的前景受就业增长和工资增长、家庭组建以及单户房屋市场等因素的影响。
邻里购物中心类REITs	这类REITs持有超市或便利商店等，现金流相对较为稳定。
购物广场类REITs	这类REITs在零售业务中占据大的份额，而且对于新的竞争性的开发风险敞口很低。
工业地产类REITs	工业地产市场在快速反应和当市场饱和时削减新空间的供给方面，有良好的业绩记录；海外开发也会为一些工业地产类REITs提供好的机会。
健康护理类REITs	这类REITs在1980年发起创建而且普遍表现良好；对经济不敏感，还需投资者关注承租人的财务能力和政府费用返还政策的变化。

资料来源：万联证券研究所

1.3 交易结构的设计：资产剥离、权属转移与避税是主要因素

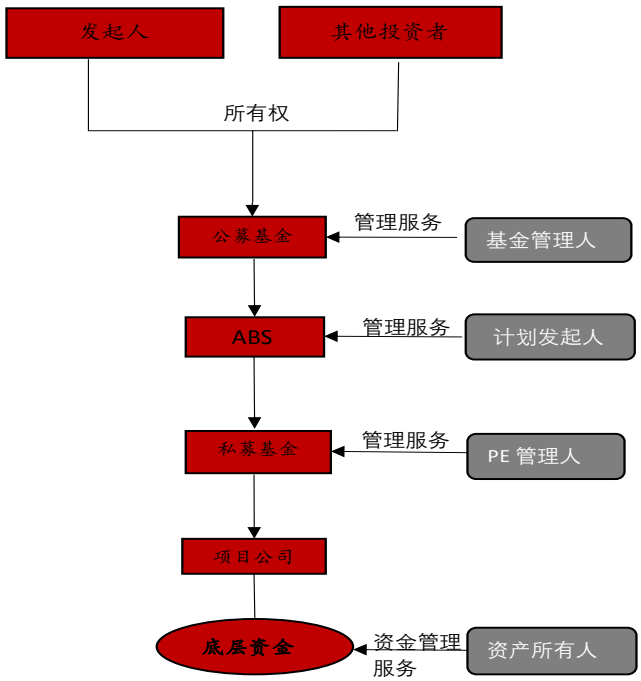
不同地区的产品结构有着不同，比如美国公司、基金为主体均有，日本以公司制为主。由于法律与税务的区别，不同国家和地区虽然主体结构有所差异，但本质上都是为了满足权属转移与规避税费要求。参考目前类REITs产品的结构搭建，在公募型REITs产品搭建的过程中，一般分为以下几步：

- **资产剥离：**产权清晰、可合法转让是资产证券化的前提。原基础设施持有人通过资产剥离的方式将底层资产置入新设立项目（SPV）。新设立的项目可以只有一项资产，也可以各项资产以打包的形式整体注入。此步骤是为了保证资产进行独立性，需关注在法律允许范围内的收益与风险的全部转移。比如特许经营权的问题，诸多地方性法规政府特许经营权的转让均有限制，一般包括“不得转让”与“不得擅自转让”等情形。对于基础设施型REITs在设立过程中如若涉及到资产或特许经营权的流转，预计需要地方政府或国资委进行批准。
- **交易结构的设计：**REITs由于其产品形式的特殊性，对于交易结构亦需区别对外。如果按照独立经营个体对待，那在利润分配、税费缴纳、发行上市等方面同现有法律法规存在明显冲突。如果设置成信托主体，那信托投资人限制、信托投

资标的会受到更加严格的限制。借鉴目前市场上“类REITs”的模式，我们预计会采用“公募基金（REITs）+单一基础设施资产支持证券（ABS）”的产品结构，从而避免了多项法律法规调整的问题。

- **公开市场发行：**公募型REITs的投资人在公开市场认购份额是公开上市的特征，也是完成发行的关键一环。国际市场上REITs的主要投资人包括国家养老保险、保险公司和主权财富基金等中长期机构资金，预计我国REITs市场也将有类的投资结构，除了原始投资者，投资人主要以机构投资者为主，目前看机构投资人占比预计在70%-80%以上。

图表 9：交易结构预计采取“SPV+公募基金”的双结构方式



资料来源：万联证券研究所

2、从投资的角度看 REITs 的收益与价值

2.1 公募型REITs的收益来源

2.1.1 从金融视角看REITs的配置价值：股利的增长与资产的增值

由于REITs兼有股性和债性特征，评判REITs 收益主要为综合收益率指标，即“派息+资产增值”。公募型REITs是一种较为稳健的投资工具，穿透来看收益主要来自底层资产贡献的现金流以及底层资产的增值，对应产品维度就是股息分红与股价的增值。

1）REITs的增值首先在于自身股利的不断提升

- 股利能够以两种方式增长，一是增加REITs现有资产的现金流来获得内部增长，比如提价、客户升级、资产翻新、控制成本等方式，内部价值的增加的核心在于优秀的管理团队的运营及管理。另外一种方式是通过收购、开发等方式的创造 来获得外部增长。此时需要注意收购资产的回报率要大于综合成本才能产生正的收益。
- 一笔合格的REITs的外部收购一般具有逆周期的特点，即在经济下行周期以优质的价格购买优质资产，而在经济上行周期通过竞价购买资产，容易产生

溢价收购从而降低整体收益率。

- REITs以股利的形式支付至少80%的税前收入给其份额持有人，因此REITs支付的股利作为自由现金流的比例倾向于比其他公司的比例要高。
- **“委托-代理”的组织架构，决定了管理人的管理能力是REITs发展的重要原因。**REITs管理人是管理和经营REITs资产的独立公司，主要要职责一般包括：日常的REITs管理、对外投资与募资等。REITs不仅仅是类似于公募基金的投资组合，更是优秀而独立的商业个体，能够通过多种方式创造价值而不是仅仅被动持有物业。如今的绝大多数REITs，首先是能动性强的房地产商业组织，其次才是公募基金。管理团队一般受到自己持有股份和其他利益的高度激励，投资人选择REITs的投资，管理人的专业经营水平至关重要。

2）资产增值：体现出一定的抗通胀性

- 由于REITs的底层资产为能产生现金流的不动产，不动产的资产增值也来源于两个方面。一是资产自身的抗通胀性及增值，二是未来无风险利率的下降，有助于提升存量资产的估值。但同时也应该注意到公共服务型基础设施的价格受政府管制，抗通胀属性较弱。另外不动产如写字楼、商业中心等，有可能面临着阶段性过度建设和开发的问题。

图表10：REITs收益的来源



资料来源：万联证券研究所

2.1.2 从大类资产配置的角度看REITs：兼具股性与债性，攻守兼备

REITs可以提供稳定可预期的现金流，同时还具备普通股票流动性优势，在公开市场会享受一定的流动性溢价，从而成为一种相对收益稳定、风险较低的大类资产配置类型。

- 收益一般介于股票和债券之间：由于底层资产的稳定以及收益的稳定，REITs的设计具有稳定性。从宏观的视角来看，REITs产品的收益与国家潜在经济增长率和价格水平相关，收益具有一定的抗通胀性，与债券相比REITs收益一般高于十年期国债收益率，与股票相比不同时间段有不同的超额表现。

图表11：美国REITs收益与股票收益对比

累计年度	REITs收益	S&P500	罗素2000	道琼斯工业指数
1年	28.07%	31.49%	25.52%	25.34%
3年	10.30%	15.27%	8.59%	15.73%
5年	8.45%	11.70%	8.23%	12.59%

资料来源：Nareit，万联证券研究所

- 相对独立，与别的大类资产有更低的相关性：根据NAREIT的报告REITs股票和标普500之间的相关性仅为0.55。因此，REITs股票价格的变化与以标普500代表的总体市场在该时间段里相关性较低。相应的，在股票上涨迅速的市场里，REITs相对较低的相关性意味着它们滞后于总体股票指数。

图表12：REITs与别的大类资产的相关系数较低

	FTSE NAREIT Equity	标普500指数	纳斯达克指数	标普UUliUes 指数	道琼斯工业指数	美林公司/政府债券
FTSE NAREIT Equity	1.00	0.66	0.53	0.38	0.61	0.10
标普500指数		1.00	0.91	0.56	0.96	-0.10
纳斯达克指数			1.00	0.40	0.83	-0.17
标普UUliUes指数				1.00	0.55	0.14
道琼斯工业指数					1.00	-0.12
美林公司/政府债券						1.00

资料来源：REITs-房地产投资信托基金（第四版），万联证券研究所

2.1.3 寻找成长型REITs：关键在于底层资产的属性

传统REITs的收益主要来源自分红，成长型REITs收益来源主要来自股价增长。从各个大类资产对比来看，根据Nareit数据显示1972年-2019年，美国权益类公募REITs的平均年化收益率为13.33%，其中分红收益可以平均占7.51%，分红收益约占50%以上。值得注意的是数据中心等成长类REITs年化收益率主要来自股价增长。以15年来美国数据中心为例，每年80%以上的收益来源均来自股价的增长。相对应标普500的平均年化收益率为12.13%，分红收益只占到30%左右。

从收益大小、现金流稳定性、违约风险、处置难易程度等各个方面来比较不同底层资产所发行的REITs产品，底层资产的属性至关重要。不同的历史发展阶段，不同的底层资产的综合收益率差异非常大。以美国为例，90年代旅馆类REITs取得了高速发展，20世纪初工业类、物流类REITs随着在海外业务的推进，取得了更快的发展。最近十年随着网络和信息技术的发展，数据中心、无线通讯铁塔的收益率表现率相对较好，19年当年美国上市的数据中心、AMT（无线铁搭）涨幅在40%左右。以亚洲区为例，近年来医疗健康、工业物流等有相对较好的表现。

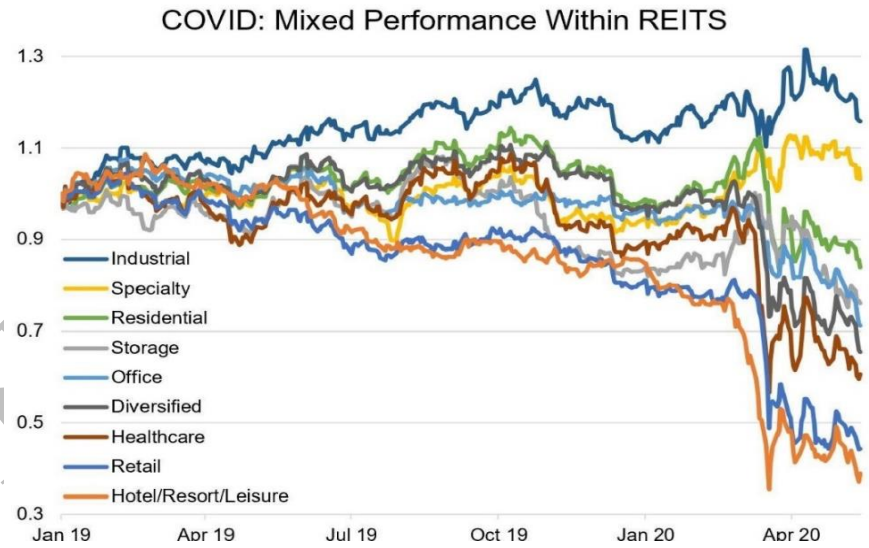
图表 13：亚洲区各类型 REITs 市场化综合收益率（19 年年末）

	综合	零售	办公	酒店	工业/物流	公寓	医疗健康
1年	29.40%	11.30%	22.88%	15.70%	31.40%	30.50%	26%
3年	13.20%	9.00%	12.60%	9.40%	13.30%	11.50%	12.70%
5年	11.50%	8.70%	9.90%	5.80%	9.10%	8.90%	12.50%
10年	12.70%	12.70%	13.20%	-	13.00%	16.70%	18.40%

资料来源：戴德梁行，万联证券研究所

不同底层资产的REITs产品的波动率差异也很大。REITs产品根据其底层资产的不同，对于经济周期波动、外部事件冲击等会有不同的波动反应。比如在新冠疫情期间，受冲击较大的办公楼，商场和酒店，对经济周期特别敏感，其租金收入与经济和就业状况关系密切，调整较为迅速。相对来说，工业、经济园区和大数据运营等对经济周期的抵御度较高，在疫情期间调整相对较小。并且从租赁合同长短来说，这些也都拥有较长的租赁期限，保证了这些领域能够有较长期稳定的现金流。

图表14：疫情期间美国不同类型REITs表现



资料来源：refinitiv，Topdown charts

2.2 公募型REITs的估值模型与财务分析

2.2.1 绝对估值法：FFO方法的核心在于对于折旧的处理

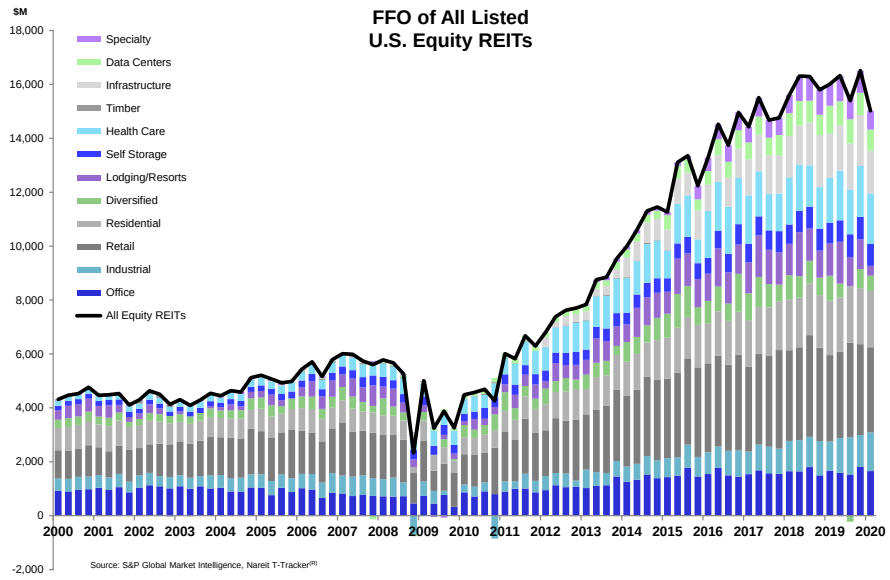
1）REITs 的现金流的测算可以采用 FFO 法。股票市场经常用净收入作为衡量现金流的基准。但考虑到 REITs 的不动产的特殊性，美国房地产信托协会在 1991 年提出 FFO（营运资金）的估值方法。FFO 估值方法结合了不动产自身的属性，在现有实际收入的基础上，预计未来年期该物业的营运资金，并选择合适的折现率将其折现为现值，进而得到物业整体价值，FFO 估值模型在物业整体价值评估中被广泛采用。

FFO 即不动产经营产生的现金流，等于净收入加上资产折旧和摊销再减去非经常性损益。在会计上房地产折旧总是被当作费用来处理，但是不动产领域许多物业不仅能够随着时间保留其价值，有很多还能显著升值。这主要是由于上涨的土地价格、通货膨胀、上涨的建造成本、稳定增长的租金率和运营收入以及物业升级等导致的。因此，REITs 在 GAAP 准则下的净收入，反映的是一个很大的折旧费用，被多数 REITs 投资者认定为在衡量一个 REITs 的现金流方面相比 FFO 而言意义要小很多的指标。FFO 则将 GAAP 下的房地产折旧加回到净收入。

3）FFO 估值法主要优势在于：1. 解决人为篡改历史数据的问题（成本折旧和摊销存在很大的主观调节的可能性）；2. 便于不同时期的历史数据进行同一维度

的对比；3. FFO 测算包括所有综合财产，包括固定资产、固定资产上的附属设施以及以股权形式存在的部分资产。这些资产由独立的第三方进行专项评估。

图表 15：美国所有 REITs 产品的 FFO 收益



资料来源：Nareit，万联证券研究所

2.2.2 相对估值法：不同类型的REITs

从相对估值发的角度看，不同基础资产类型 REITs 的估值倍数有所不同

P/FFO、P/AFFO 等指标相对估值法思路与股票 PE 估值类似，将物业资产的 FFO 或 AFFO（调整后的 FFO）乘以对应资产类型指标数值，就可以得到 REITs 的相对估值。如 REITs 价格除以 FFO 或 AFFO 比同类 REITs 要高，则认为该 REITs 价格可能被高估，反之，则认为可能被低估。根据美国房地产信托协会的最新统计，2019 年公寓类 REITs 的平均 P/FFO 倍数最高，达 25.88，其次是工业地产 REITs 和基础设施 REITs，分别为 21.74 和 18.34；而社区商业中心 REITs、独立店面 REITs 的平均 P/FFO 倍数相对较低，分别为 7.10、8.32。

2.2.3 关注的主要财务指标：现金流和杠杆率

- 现金流：净收入、净利润、FFO、AFFO、分红率、有效税率等

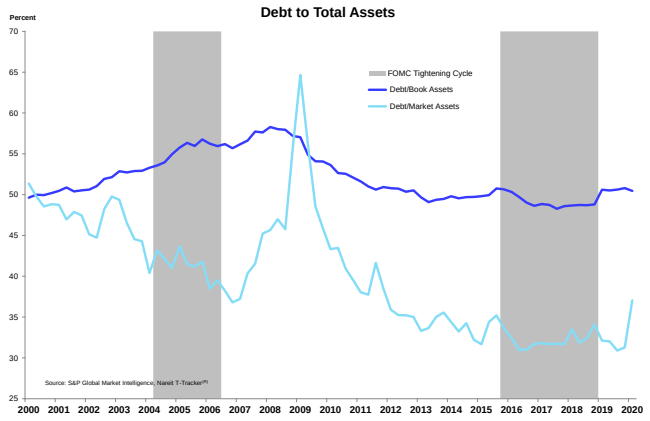
现金流的重要性不言而喻，并且需要每期现金流的精确测算。除了收入和利润，剔除折旧前的 FFO 和 AFFO 也是重要的对象。收入预测方面，穿透到底层资产，基本是涉及到最大容量、使用率、收费率等指标。费用预测方面，一般除了大规模资本性支出等，费用基本会稳定在收入的一定比率。另外，就是有效税率的变化需要根据相关法律制度进行调整。比如由于美国的产品分红可以免税，所以 REITs 产品有效税率基本在 2%-10%之间。

- 风险指标：杠杆率（债务/总资产或净资产）、现金偿还比例（利息支出/净收入）等

REITs 的杠杆率及借贷资金的法律用途一般受到当地法律法规的限制。比如我国基础设施型 REITs 杠杆率规定，基础设施基金直接或间接对外借入款项，应当遵循基金份额持有人利益优先原则不得依赖外部增信，借款用途限于基础设施项目日常运营、维修改造、项目收购等且基金总资产不得超过基金净资产的 140%。其中用于基础设施收购的，借款金额不得超过基金净资产的 20%。中国香

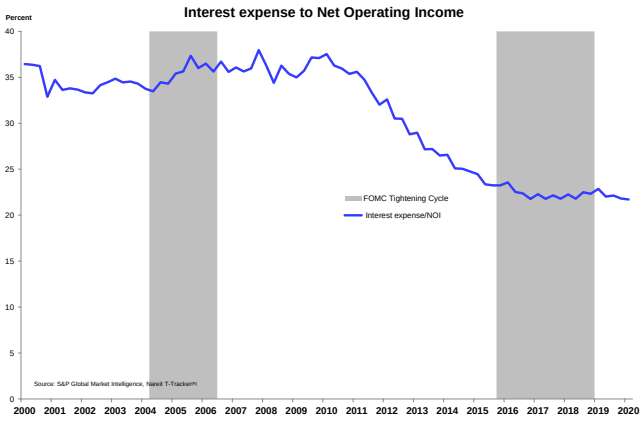
港和新加坡 REITs 市场对杠杆率的要是不超过 45%，实际综合杠杆率一般也在 40%左右。美国、日本 REITs 对财务杠杆率则没有限制。美国、日本的 REITs 综合杠杆率率一般在 50%左右。

图表 16：美国 REITs 产品的资产负债率



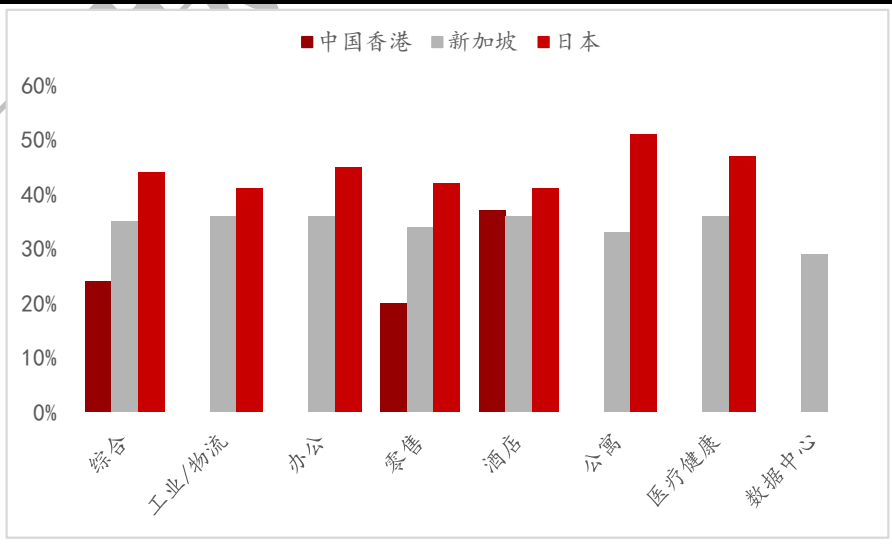
资料来源：Nareit，万联证券研究所

图表 17：美国 REITs 产品的利息支出比率



资料来源：Nareit，万联证券研究所

图表 18：亚洲区各市场 REITs 杠杆率



资料来源：戴德梁行，万联证券研究所

2.3 从海外经验看公募型REITs的发行价格与二级市场表现

2.3.1 公募型REITs的发行价：美国市场化发行，亚洲区一般在1倍左右。

为了保持横向可对比性和数据的客观性，我们按照净资产来比较发行价格。整体来看，美国的发行市净率一般较高，中位数在 2 倍到 3 倍之间。亚洲区来看，日本和新加坡的发行市净率为 1 倍，香港地区折价发行的比较多，基本为 0.9 倍左右。

图表 19：美国 REITs 产品的发行市净率

证券代码	证券简称	净资产收益率 %	发行市净率（PB）	市净率PB（LF）2020/07/31
AMT.N	美国电塔(AMERICAN TOWER)	36.33	2.84	32.03
PLD.N	安博	7.00	2.47	2.42
EQIX.O	易昆尼克斯(EQUINIX)	6.32	6.94	6.50
CCI.N	冠城国际(CROWN CASTLE)	7.64	4.27	7.07
PSA.N	大众仓储信托	16.73	1.51	7.06
WELL.N	WELLTOWER信托	8.17	1.43	1.39
AVB.N	艾芙隆海湾社区(AVALONBAY)	7.27	2.97	1.98
O.N	REALTY INCOME	4.89	1.82	1.99
EQR.N	公平住屋	9.47	2.44	1.89
SPG.N	西蒙地产(SIMON PROPERTY)	67.01	3.25	8.11
DRE.N	杜克房地产	8.87	1.25	2.97

资料来源：wind、万联证券研究所

图表 20：香港 REITs 产品的发行市净率

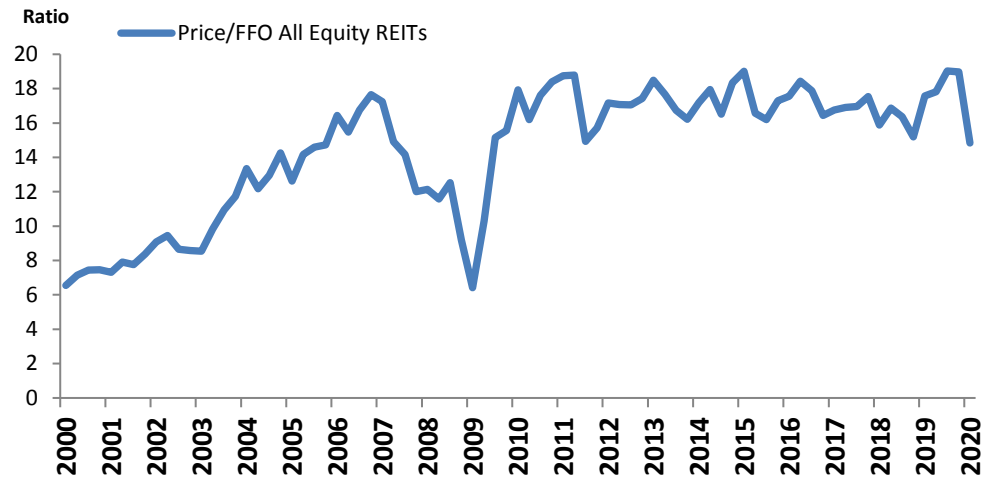
证券代码	证券简称	首发价格[单位]元	首发上市日期	发行数量合计[单位]亿股	首发募集资金[单位]亿元	发行市净率(PB)	市净率PB(LF)(2020-07-31)
0823.HK	领展房产基金	10.3000	2005-11-25	21.37	220.16	0.97	0.78
0808.HK	泓富产业信托	2.1600	2005-12-16	9.76	21.08	2.31	0.41
0405.HK	越秀房产信托基金	3.0750	2005-12-21	6.73	20.70	1.49	0.69
2778.HK	冠君产业信托	5.1000	2006-05-24	12.34	62.95	0.77	0.37
0435.HK	阳光房地产基金	2.6000	2006-12-21	10.45	27.18	0.63	0.38
87001.HK	汇贤产业信托	5.2400	2011-04-29	20.00	104.80	1.85	0.44
1275.HK	开元产业信托	3.5000	2013-07-10	1.93	6.76	2.04	0.43
1426.HK	春泉产业信托	3.8100	2013-12-05	4.40	3.73	0.56	0.49
1503.HK	招商局商业房托	3.4200	2019-12-10	7.50	25.65	1.15	0.70
平均值					54.78	1.31	0.52

资料来源：wind、万联证券研究所

2.3.2 公募型REITs的二级市场表现：成长与传统的两极分化

- 不同底层资产 P/FFO 值有着不同的表现，一般大数据、物流地产等享受高估值。以美国市场为例，住宅和工业行业的 P/FFO 倍数高于所有权益类 REITs 的平均值，主要由于租赁需求的快速增长。另外，电商和互联网的上涨增加了对工业空间的需求，包括物流设施及基站铁塔均享受较高的 P/FFO。办公 REITs 的价格倍数与整体 REIT 的平均值相似，零售 REITs 的低值反应了缓慢的收益增长预期。以 19 年底数据为例，数据中心、公寓类 REITs 的平均 P/FFO 倍数最高达 25.88，其次是工业地产 REITs 和基础设施 REITs，分别为 21.74 和 18.34；而社区商业中心 REITs、独立店面 REITs 的平均 P/FFO 倍数相对较低，分别为 7.10、8.32。
- 另外需要注意的是，类似于 P/E 估值，高 P/FFO 也反映出对于未来收益成长的高增长的预测，理论上讲倍数越高收益增长速度就越快。如果高收益增长不达市场一致预期，具有高 P/FFO 的行业或者股票也会面临估值调整的风险。

图表 21：美国 P/FFO 历史变化趋势



资料来源：Nareit，万联证券研究所

亚洲区市场来看，由于传统不动产行业 REITs 占据主体，香港的 REITs 市场普遍折价交易。根据戴德梁行报告数据，新加坡市场上溢价水平最高的 REIT 是吉宝数据中心房地产投资信托（数据中心）市净率为 1.90；传统的美鹰酒店信托（酒店）的市净率最低为 0.60。而日本市场上各类 REITs 的市净率相对较为平均，其中 Nippon Accommodations（公寓）是日本 REITs 中市净率最高的一支为 1.51，Ooedo Onsen REIT（酒店）的市净率最低为 0.90。

3、投资 REITs 的风险因素

3.1 经济周期波动的风险

REITs 的投资标的与经济周期息息相关，经济衰退导致需求大幅下降等因素。经济周期每一个周期都可分为复苏与发展、繁荣、危机与衰退、萧条四个阶段。当市场或者金融从繁荣阶段进入危机与衰退阶段时，市场就会出现持续时间较长的金融价格下降、交易量锐减、新开发建设规模收缩等情况，从而使 REITs 的收益幅度或者公允价值下降，造成投资者的失利。

3.2 利率上行的风险

根据货币时间价值原理，现值与利率呈反方向变动，由于利率变动会引起 REITs 股票价格变动，从而影响 REITs 投资收益的确定性，这就是 REITs 的利率风险。利率上升对于 REITs 的影响主要体现在两个方面。一是当利率上升时，借贷成本上升，而基础设施或者不动产通常通过债务进行融资，具有高杠杆的属性。高利率不但会影响所有人的利润，也可能影响 REITs 的营运现金流。二是利率上行造成贴现率的上升，从而造成计算价值的下降。

3.3 管理人运营的风险

REITs 最为传统的组织结构模式，就是委托专业的管理公司，即采用外部顾问（externally advisors）形式进行资金的投资运作与房地产资产管理，因此也就普遍存在着管理者与投资者之间利益冲突的隐患，亦即典型的委托代理风险。管理人运营风险是一个很容易被主观忽视却在客观上非常重要的风险，忽

视的原因一是由于管理人的运营更多依靠历史经验和业绩，对于未来存在较大不确定性。二是管理人的运营风险很难通过量化指标去标准化和客观化。

4、总结

公募型 REITs 的推出弥补了我国大类资产配置的空白，肩负着盘活国内基础设施、不动产的重任，是一场带着光荣与梦想的前行。从发行人与管理人的角度来看，不动产运营的核心在于“开发+运营+金融”。虽然目前只是基础设施型范围内试点，涉及到的地产领域预计包括物流地产、大数据中心等，但我们预计一个成熟的 REITs 市场少不了公寓、酒店、写字楼等商业地产的参与。REITs 有助于优秀的运营团队打通资金与资产端的连接，国际大型不动产龙头西蒙地产、新加坡凯德集团、安博等机构，公募类 REITs 均是主要运营主体。典型的运营模式为先通过 PE 收购商业不动产，然后通过运营实现增值，最后通过 REITs 在公开市场退出，实现了从“收购-增值-退出”的业务流程。展望未来若引入不动产 REITs，公募型 REITs 有望带来国内商业地产领域的大发展和大变革。从投资人的角度来看，REITs 产品具有收益稳定、相关性较低、收益期限长、抗通胀属性等特点，是配置不动产的优质手段之一。

5、风险提示

1）政策推进不及预期：2）二级市场流动性不及预期：3）底层资产收益不及预期;4)海外REITs产品结构与收益情况与国内情况差异较大造成结论的无效性。

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

项目投资评级

买入：未来6个月内项目相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内项目相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内项目相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内项目相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

万联证券

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限项目（以下简称“本项目”）的客户使用。本项目不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本项目是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券项目。本项目具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本项目或其关联机构可能会持有报告中提到的项目所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些项目提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本项目不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本项目对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本项目所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我项目经济损失的，概由对方承担，我项目保留追究的权利。

万联证券股份有限项目 研究所

上海　浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京　西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳　福田区深南大道 2007 号金地中心
广州　天河区珠江东路 11 号高德置地广场