

房地产

REITs 科普一：什么是标准的 REITs

——中国房地产资产证券化研究系列之一

证券研究报告

2019 年 04 月 05 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

陈天诚

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517110001

chentiancheng@tfzq.com

徐超

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518070007

xuchao@tfzq.com

行业走势图

REITs 通俗讲是一种基金，和股票基金类似，只不过募集资金投向的不是股票组合而是房地产组合；REITs (Real Estate Investment Trusts) 房地产投资信托基金，是一种通过发行股份或者收益凭证汇集多数投资者的资金，交由专门投资机构进行不动产投资经营管理，并将投资综合收益，按高额比例分配给投资者的一种信托基金。REITs 最早于 1960 年出现在美国，后于 1971 年出现在澳大利亚。在亚洲市场上，REITs 最初于 2001 年出现在日本，其后于 2002 年在新加坡出现，紧接着在台湾和香港等地相继推出。截至 2017 年底，全球有 37 个城市和地区建立了 REITs 市场，总市值约为 2 万亿美元。

标准 REITs 往往指的是上市的公募型的权益型 REITs，目前国内主要是一些私募类抵押型 REITs；根据资金投向不同，REITs 可分为权益型、抵押型和混合型。其中，权益型 REITs 拥有并经营收益型不动产，同时提供物业管理服务。获得不动产的产权以取得经营收入，投资者的收益来自租金和不动产的增值，是 REITs 的主导类型，最为常见；根据募集方式不同，分为公募型和私募型，公募型 REITs 向全社会募集、流动性好、资金可得性强；根据组织结构不同，有公司制和信托制，公司制 REITs 上市主体是股份制公司实体企业，红利发放等方面符合 REITs 条例的有关规定，往往适用《公司法》；信托制 REITs 通过设立信托投资不动产支持证券或不动产项目股权间接持有不动产资产，适用《基金法》，美国主要是公司制，亚洲国家更流行信托制，因为结构更加灵活。

REITs 有流动性好、独立性强、风险性低、收益率高等特点：REITs 具有 1) 流动性好：标准 REITs 往往是上市公募的，因此流动性好，投资者多元且可自由进出；2) 独立性强：REITs 与其余大类资产的相关性相对较低，有效分散组合风险；3) 低风险：REITs 虽然有来自消费者习惯改变或是就业下降等等导致供需改变所带来的风险，然而其收入、成本、租约的稳定性仍然较强，相应风险较低，反应了 REITs 的债券化特性。4) 收益率高：高当期回报意味着更多的再投资机会，投资者的投资参与度提高；另外即使在熊市中，投资者也能收获比较稳定的收益，在过去 40 年的年化收益率权益型 REIT 以 12.12% 的年化收益率领先其余指数，同时也高于 10 年定期国债收益率，1990-2018 年的月股息率 1.13%。

标准 REITs 推出对居民、金融和房地产业都意义非凡：REITs 如果推出可谓现象级政策，意义非凡：1) 对居民而言投资不动产不再是难事：REITs 通过证券化手段将不可分割的大额不动产变为小额的不动产基金，REITs 本身具有高风险收益比、高分红比例的特点，并且同现有的金融资产关联性较低，居民可通过投资基金共享不动产成长的收益；2) REITs 将成为继现金、股票、债券后的第四大类金融资产：REITs 作为兼具金融和不动产的属性的第四类资产品种，它的推出能够丰富国内资本市场产品的重要工具，在二级市场具备价值发现的功能，不动产市场的真实情况通过 REITs 价格得到反应，为货币政策制定和实施具备重要的指导意义，且该类资产规模巨大。3) 有利于盘活存量房地产减少不必要投资：REITs 投资有利于盘活现有物业资产，在房住不炒的长效逻辑下，可以减少不必要的新增地产投资。

投资建议：标准的 REITs 具有流动性好、独立性强、风险性低、收益率高等特点，是继现金、股票、债券之后的第四大类金融资产，如果 REITs 在国内如果能够推出，将具有划时代的重要意义，我们建议关注：1) 具备优秀管理能力的房地产资管公司：光大嘉宝；2) 商业地产类公司：陆家嘴、金融街、大悦城、中国国贸、上海临港、外高桥、市北高新、张江高科等；3) 所有持有可租赁物业或者持有型物业的公司：比如有持有物业的万科、新城控股等。

风险提示：REITs 推行进度不及预期，不动产价格大幅下跌，利率上行

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《房地产-行业研究周报:继续推荐地产板块、重点推荐地产龙头及房产中介，土地成交继续回落——房地产土地周报 20190331》2019-03-31

2 《房地产-行业研究周报:继续推荐地产板块、优先推荐地产龙头及房产中介——房地产销售周报 0331》2019-03-31

3 《房地产-行业研究周报:关注长三角一体化机会、土地成交继续回落——房地产土地周报 20190324》2019-03-25

内容目录

1. REITs 是什么：兼具不动产、金融属性的第四类资产.....	3
2. REITs 的分类：权益型为主，不同物业类型收益率出现分化.....	3
3. REITs 特点：流动性好、独立性强、风险性低、收益率高.....	5
4. REITs 规模：权益型占比较高，亚洲 REITs 规模增长空间较大.....	9
5. REITs 推出对居民、金融业和房地产业都意义非凡.....	11
6. 投资建议.....	12

图表目录

图 1：2018 美国公开交易型 REITs 各物业类型的市值分布.....	5
图 2：2003 年至今美国各物业类型 REITs 资产回报率（%）.....	5
图 3：1993 年至今美国各物业类型 REITs 累计资产回报率（%）.....	5
图 4：2018 年美国各物业类型 REITs 收益情况.....	5
图 5：可比收益率相关系数.....	5
图 6：2016 年末-2018 年 3 月中各类资产回报率.....	6
图 7：2018 年 3 月中-10 月中各类资产回报率.....	6
图 8：2018 年 10 月中-12 月中各类资产回报率.....	6
图 9：REITs 指数回报率在多数年份均高于其他各类指数.....	7
图 10：近 40 年年权益型 REITs 年复合收益率跑赢多股指.....	7
图 11：美国 REITs 股息率高于 10 年定期国债收益率（%）.....	8
图 12：美国 REITs 快速发展，规模为全球第一（十亿美元）.....	9
图 13：美国 REITs 中绝大多数为权益型，抵押型占比较少，混合型逐渐消失（左轴单位：十亿美元）.....	10
图 14：美国各类 REITs 收益率情况（权益型高于抵押型）（%）.....	10
图 15：2016 年全球各国家及地区 REITs 规模份额.....	11
图 16：2018 年亚洲各国家及地区 REITs 规模份额.....	11
图 17：亚洲部分国家和城市分物业 REITs 收益率.....	11
表 1：REITs 的定义要点.....	3
表 2：REITs 重要优势总结.....	3
表 3：按照不同标准的 Reits 分类.....	4
表 4：不同类型物业分类情况.....	4
表 5：1972-2010 美国各类资产平均波动率.....	6
表 6：富时 REITs 收益率情况（%）.....	7
表 7：2018 年各国市值 TOP5REITs 收益率及收入情况.....	8
表 8：各国家及地区 REITs 市值占 GDP、权益市场市值比重.....	9
表 9：REITs 复合收益率强于标普 500、罗素 2000、道琼斯指数（%）.....	10

1. REITs 是什么：兼具不动产、金融属性的第四类资产

房地产投资信托基金（REITs, Real Estate Investment Trusts）是一种通过发行股份或者收益凭证汇集多数投资者的资金，交由专门投资机构进行不动产投资经营管理，并将投资综合收益，按比例分配给投资者的一种信托基金。

REITs 最早于 1960 年出现在美国，后于 1971 年出现在澳大利亚。在亚洲市场上，REITs 最初于 2001 年出现在日本，其后于 2002 年在新加坡出现，紧接着在台湾和香港等地相继推出。

表 1: REITs 的定义要点

要素	要点
基础资产	不动产及其衍生证券
收入来源	主要是房地产物业的租金收入
收入分派	分派给投资者不少于 90%的可分派收入
税收政策	避免对 REITs 和股东双重课税
管理模式	专业管理团队及严格负债管控
交易结构	公募型的公司型或信托型结构

资料来源：《中国公募 REITs 发展白皮书》，天风证券研究所整理

1) 我们认为 REITs 兼备产业特性（房地产行业获利）和基金特性，在美国与股票、债券、现金相对，REITs 被视为第四类资产。

2) REITs 本质上是将成熟的不动产物业在资本市场进行证券化，因此 REITs 既具有金融属性，又具有不动产属性，其金融属性体现在：REITs 作为一种金融投资产品，能够为投资者拓宽不动产投资渠道，同时，通过证券化的形式，将流动性较差的不动产资产转化为流动性强的 REITs 份额，提高了不动产资产的变现能力，有利于拓展资本机制，可通过并购、融资等资本运作实现规模扩张；REITs 的不动产属性体现在：REITs 专注投资于可产生定期租金收入的成熟不动产资产，可少量投资于土地和在建设工程等，具有专业的不动产管理团队，有助于提升物业价值，实现长期稳定的回报。

结合 REITs 的相对优势，我们提出了投资 REITs 的四大优点：低相关性、低波动性、低风险与高收益。

表 2: REITs 重要优势总结

要素	特点
相对优势	1. 受房价波动影响相对小
	2. 盘活固定资产
	3. 参与性强：小额亦可进行权益投资（基金特性）
	4. 投资多元化分散风险，投资专业性强（基金特性）
	5. 避免对 REITs 和股东双重课税
	6. 与其他大类资产相关性小

资料来源：天风证券研究所整理

2. REITs 的分类：权益型为主，不同物业类型收益率出现分化

标准 REITs 往往指的是上市的公募型的权益型 REITs，目前国内主要是一些私募类抵押型 REITs。

根据**资金投向**不同，REITs 可分为权益型、抵押型和混合型。其中，权益型 REITs 拥有并经营收益型不动产，同时提供物业管理服务。获得不动产的产权以取得经营收入，投资者的收益来自租金和不动产的增值，是 REITs 的主导类型，最为常见；抵押型 REITs 是直接面向不动产所有者或开发商提供抵押贷款，或者通过购买抵押贷款支持证券间接提供融资，其主要收入来源为贷款利息，因此抵押型 REITs 资产组合的价值受利率影响比较大；混合

型 REITs 既拥有并经营不动产，又向不动产所有者和开发商提供资金，是上述两种类型的混合。**根据资金募集与流通方式不同**，可以分为私募和公募两种形式。**根据组织形式不同**，可以分为公司型和信托型两类，公司制 REITs 上市主体是股份制公司实体企业，红利发放等方面符合 REITs 条例的有关规定，从而获得税收优惠等政策（适用《公司法》），信托制 REITs 通过设立信托投资不动产支持证券或不动产项目股权间接持有不动产资产（适用《基金法》），美国主要是公司制，亚洲国家更流行信托制。一般来说，信托型比公司型更为灵活。从地域上看，公司型 REITs 在美国占主体地位，而信托型在亚洲市场上更为普遍。根据标的物业类型，例如公寓、超市、商业中心、写字楼、零售中心、工业物业和酒店等，都有相应的 REITs 与之对应。

表 3：按照不同标准的 Reits 分类

分类方式	特征
按投资对象	权益型：入股经营、可转股权，收益受经营状况影响大；允许投资者决定投资的物业类型、地理区域等 抵押型：用于房地产抵押贷款/购买 MBS，收益来自手续费、贷款利息等，不参与经营，风险低 混合型：风险、收益介于上述两者间
按募集方式	公募：面向社会公众募集资金，流动性较强，风险分散化 私募：面向特定投资者非公开发行，灵活性高
按运行方式	封闭：在存续期内份额不变，不可赎回，可交易 开放：在存续期内份额不定，可赎回
按是否上市	公开交易型 不公开交易型 非交易型：流动性差，无公允价值，前段销售费用高，分红可能来自于非资产利得；第三方投顾存利益冲突风险，风险高，回报高，数量少，规模小
按组织形式	信托型：受益凭证、信托法律关系 公司型：信托股份，股东与公司关系

资料来源：《中国公募 REITs 发展白皮书》，天风证券研究所

REITs 可以按物业类型划分为：公寓、零售、写字楼、工业地产、旅游、自助存储与健康管理等 7 个大类，每一物业类型都有其个性化优势、风险、亦或周期。这在保证 REITs 风险分散化得以实现的同时，也对投资者或是其专业管理团队对每类物业的估值能力有较高要求。

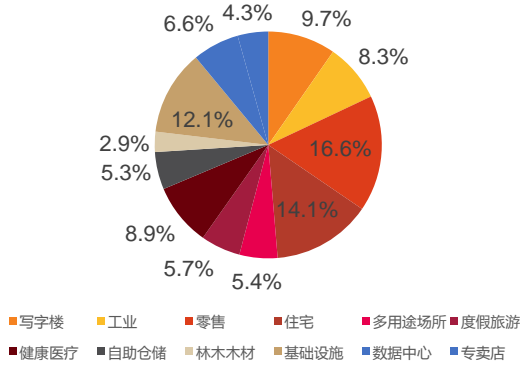
表 4：不同类型物业分类情况

物业类型	租约	现金流	抵抗经济衰退	特点
公寓	-	稳定	强	对就业、工资、房屋市场供需敏感
零售	长期	稳定	弱	销售习惯改变，冲击大
写字楼	长期	稳定	弱	周期性强
工业	-	-	弱	建造周期短，对供需反应快
健康护理	-	-	强	受承租人财务能力和政府政策影响大
存储	-	-	强	抵抗经济衰退

资料来源：天风证券研究所整理

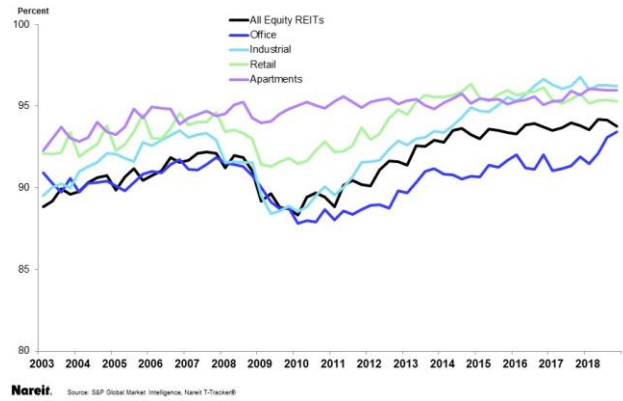
以 REITs 相对成熟的美国市场为例，近年来主要以零售、工业\写字楼、住宅类、综合类物业占比较高，其中收益率长期看，美国各类型 REITs 物业年资产回报率稳定在 7%-10% 之间相差不大，但大幅领先 10 年期国债收益率。长短期看，美国各类型 REITs 物业年资产回报率中，投资于工业地产、文旅酒店度假村项目及写字楼的 REITs 收益较高，

图 1：2018 美国公开交易型 REITs 各物业类型的市值分布



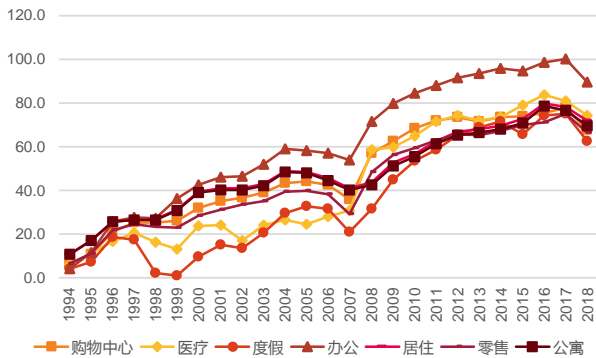
资料来源：Nareits, 天风证券研究所

图 2：2003 年至今美国各物业类型 REITs 资产回报率 (%)



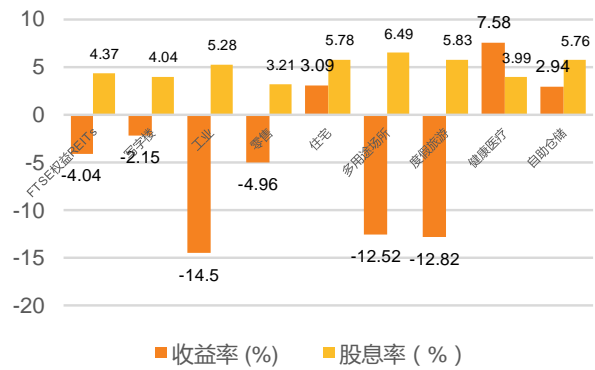
资料来源：Nareits, 天风证券研究所

图 3：1993 年至今美国各物业类型 REITs 累计资产回报率 (%)



资料来源：Nareits, 天风证券研究所

图 4：2018 年美国各物业类型 REITs 收益情况



资料来源：Nareits, 天风证券研究所

3. REITs 特点：流动性好、独立性强、风险性低、收益率高

- 1) 流动性好：标准 REITs 往往是上市公募的，因此流动性好，投资者多元且可自由进出。
- 2) 独立性强：REITs 与其余大类资产的相关性性对较低，有效分散组合风险。

从 1986-2016 年看，REITs 股票与道琼斯的相关性为 0.654、纳斯达克为 0.634、标普 500 为 0.7，整体相关性较低，这对于分散组合风险有明显帮助。

图 5：可比收益率相关系数

	FTSE Nareit All Equity REITs	DJ US Total Stock Market	Nasdaq Composite	Nasdaq 100	S&P 500 Citigroup Value	S&P 500	S&P 500 Citigroup Growth	S&P Utilities	Russell 2000 Value	Russell 2000	Russell 2000 Growth	KC E-Bi/MML Corp/Govt	KC E-Bi/MML MBS	Stoiberg Barclays US Agg Credit Corp. High Yield	Dow Jones Industrial Average
FTSE Nareit All Equity REITs	1.000	0.712	0.634	0.594	0.716	0.700	0.649	0.511	0.731	0.700	0.549	0.344	0.205	0.621	0.654
DJ US Total Stock Market	0.576	1.000	0.950	0.923	0.973	0.996	0.970	0.349	0.913	0.927	0.916	-0.205	-0.134	0.627	0.961
Nasdaq Composite	0.427	0.887	1.000	0.961	0.871	0.941	0.965	0.257	0.842	0.888	0.909	-0.087	-0.126	0.612	0.874
Nasdaq 100	0.380	0.851	0.972	1.000	0.808	0.902	0.953	0.252	0.746	0.796	0.827	-0.062	-0.084	0.607	0.834
S&P 500 Citigroup Value	0.614	0.943	0.727	0.891	1.000	0.975	0.902	0.354	0.908	0.884	0.855	-0.076	-0.163	0.588	0.947
S&P 500	0.553	0.988	0.837	0.820	0.957	1.000	0.975	0.365	0.894	0.896	0.882	-0.058	-0.126	0.609	0.972
S&P 500 Citigroup Growth	0.458	0.956	0.874	0.876	0.847	0.965	1.000	0.358	0.816	0.853	0.866	-0.038	-0.088	0.603	0.933
S&P Utilities	0.367	0.394	0.199	0.200	0.462	0.408	0.328	1.000	0.273	0.253	0.226	0.328	0.251	0.253	0.376
Russell 2000 Value	0.723	0.633	0.704	0.810	0.833	0.785	0.682	0.357	1.000	0.946	0.944	-0.090	-0.177	0.584	0.947
Russell 2000	0.629	0.880	0.856	0.765	0.798	0.810	0.700	0.307	0.949	1.000	0.996	-0.108	-0.180	0.597	0.945
Russell 2000 Growth	0.523	0.867	0.915	0.835	0.735	0.789	0.778	0.262	0.854	0.874	1.000	-0.125	-0.180	0.595	0.819
KC E-Bi/MML Corp/Govt	0.154	0.060	-0.010	0.013	0.056	0.081	0.095	0.306	-0.009	-0.031	-0.040	1.000	0.830	0.202	-0.077
KC E-Bi/MML MBS	0.101	0.058	-0.009	0.021	0.051	0.081	0.100	0.227	-0.027	-0.040	-0.055	0.869	1.000	0.118	-0.162
Stoiberg Barclays US Agg Credit Corp. High Yield	0.594	0.622	0.548	0.483	0.589	0.593	0.552	0.315	0.625	0.619	0.590	0.195	0.131	1.000	0.548
Dow Jones Industrial Average	0.516	0.924	0.729	0.712	0.943	0.948	0.881	0.381	0.750	0.738	0.895	0.034	0.053	0.538	1.000

资料来源：Nareits, 天风证券研究所

2018 年 Q4 开始, 美国股市走弱, 但 REITs 收益率逆市上扬, 展现出较强的风险分散能力。根据 REITs 2018 年美国市场的表现来看, 2017 年, 市场表现最好的部分是信息科技股: 标准普尔 500 信息技术部门指数收益率高达 38.8%, 超过大盘股约 15 个百分点, REITs 收益率仅为 1.92%, 18 年 3-10 月科技股、大盘股、小盘股收益率均有下降, REITs 收益率逆势上升到 2.24%: 10-12 月中旬, 科技股、大盘股、小盘股区间涨跌幅达到 -7% 到 -9%, 而 REITs 表现出相对的独立性, 收益率达到 6.6%。

图 6: 2016 年末-2018 年 3 月中各类资产回报率

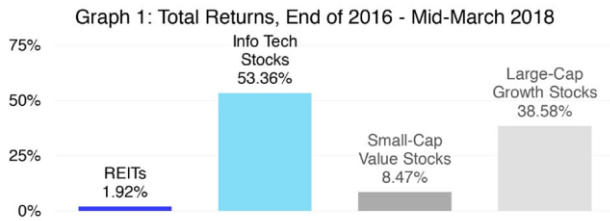


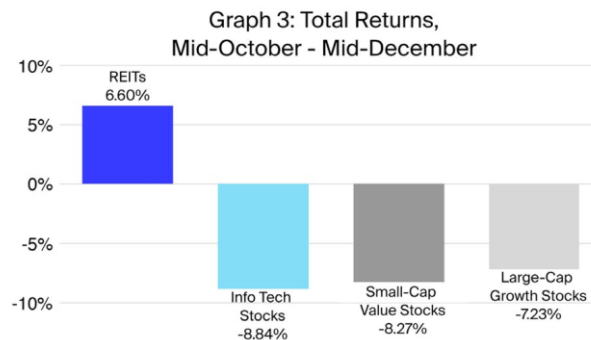
图 7: 2018 年 3 月中-10 月中各类资产回报率



资料来源: Nareits, 天风证券研究所

资料来源: Nareits, 天风证券研究所

图 8: 2018 年 10 月中-12 月中各类资产回报率



资料来源: Nareits, 天风证券研究所

3.) 风险性低: REITs 虽然有来自消费者习惯改变或是就业下降等等导致供需改变所带来的风险, 然而其收入、成本、租约的稳定性仍然较强, 相应风险较低, 反应了 REITs 的债券化特性。

根据历史情况, REITs 虽然经历了行业的扩张, 规模的扩大, 但其波动性从始至终都低于股票市场。原因其一: 当期股利高, 未来收益变化对价格的影响相对较小, 波动性小; 其二: 可预测性强, 利于投资者平稳心态, 避免失误。REITs 短线投资仍需谨慎: 需要注意的是, 在经济稳定 (包含正常的经济下滑周期) 的情况下, REITs 的波动性较股票低, 适合于非专业经营股票的广大个人投资者。而金融危机时期, 情况却大相径庭。

表 5: 1972-2010 美国各类资产平均波动率

年份	FTSE 权益型 REITs	标普 500	纳斯达克
1972 - 2007	13.15%	13.78%	19.81%
2008 - 2010	46.69%	21.63%	23.47%

1972 - 2010 15.04% 14.32% 20.05%

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

4) 收益率高：高当期回报意味着更多的再投资机会，投资者的投资参与度提高；另外即使在熊市中，投资者也能收获比较稳定的收益；再者，高当期回报不一定意味着低留存收益和低增长率，管理能力突出的 REITs 可以通过提高资本利用率来提高增长率，在过去 40 年的年化收益率权益型 REIT 以 12.12% 的年收益率领先其余指数，同时也高于 10 年定期国债收益率，1990-2018 年的月股息率 1.13%。

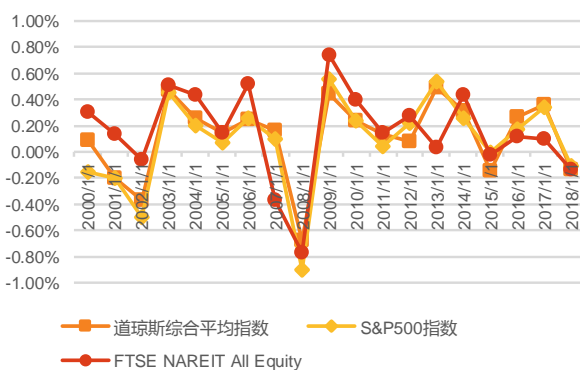
REITs 产品的核心基本面特征在于：公募的资管产品，流动性好；长期持有不动产物业，产品收益主要来源于租金和房产升值；大部分收益将用于分红，分配部分仅进行单次征税；主动转手不动产项目以及扩大财务杠杆受到一定程度限制。正因为具有这些基本的产品设计特征，从成熟市场的经验来看，REITs 产品的长期回报率较高（表 6）。表 6 显示，美国 REITs 市场在 15 年及以上表现出了超额的平均回报。根据图 6，以 1962-2016 年为例，REITs 产品的年复合增长率为 12.12% 左右，跑赢多项股指，S&P500 指数总回报 11.53%，罗素 2000 为 11.09%，纳斯达克综合指数为 10.6%，道琼斯指数 8.78%。

表 6：富时 REITs 收益率情况 (%)

	FTSE Nareit All REITs	FTSE Nareit All Equity REITs	FTSE Nareit Equity REITs	FTSE Nareit Mortgage REITs
近 1 年	-4.10	-3.94	-4.62	-2.52
近 3 年	14.45	14.73	9.12	40.12
近 5 年	43.89	44.01	42.46	49.12
近 10 年	129.54	128.75	127.23	111.86
近 15 年	147.43	145.80	152.61	52.77
20 年	226.03	223.76	229.24	201.32
25 年	280.93	280.22	285.70	265.91
30 年	328.17	343.65	349.14	279.93

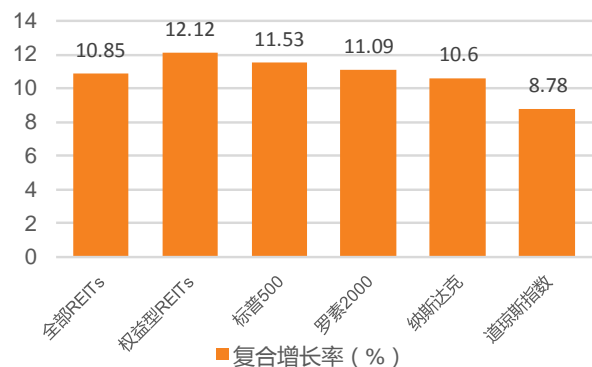
资料来源：Nareits，天风证券研究所

图 9：REITs 指数回报率在多数年份均高于其他各类指数



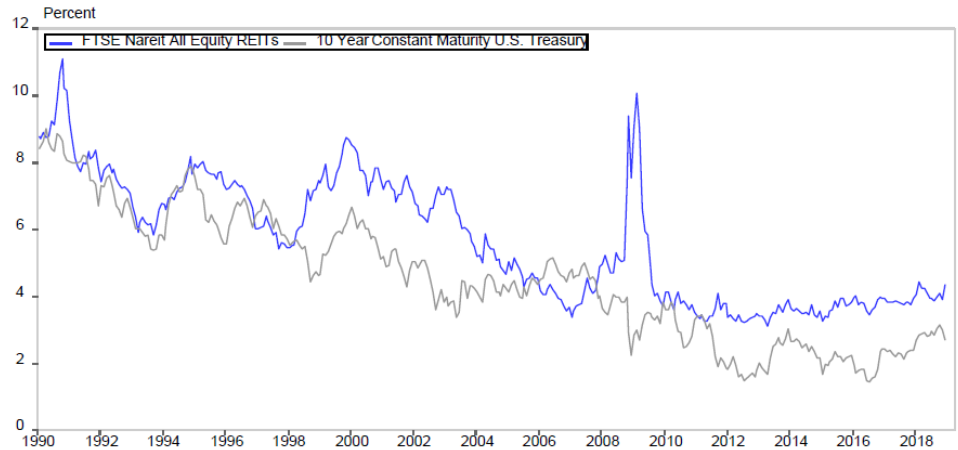
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 10：近 40 年年权益型 REITs 年复合收益率跑赢多股指



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

图 11: 美国 REITs 股息率高于 10 年定期国债收益率 (%)



资料来源: Nareits, 天风证券研究所

表 7: 2018 年各国市值 TOP5REITs 收益率及收入情况

名称	市值 (十亿美元)	年初以来收益率(%)	12 个月收入/市值	
美国				
AMT US Equity	AMERICAN TOWER C	69.68	13.32	10.1%
SPG US Equity	SIMON PROPERTY	51.96	2.54	10.8%
CCI US Equity	CROWN CASTLE INT	45.07	1.74	11.6%
PLD US Equity	PROLOGIS INC	36.97	-6.21	7.1%
PSA US Equity	PUBLIC STORAGE	35.29	0.63	7.7%
香港				
823 HK Equity	LINK REIT	167.48	13.43	6.0%
2778 HK Equity	CHAMPION REIT	31.34	-2.12	9.0%
87001 HK Equity	HUI XIAN REIT	18.37	10.24	17.5%
778 HK Equity	FORTUNE REIT	17.3	-1.73	11.6%
405 HK Equity	YUEXIU REIT	15.26	4.49	12.8%
澳大利亚				
SCG AU Equity	SCENTRE GROUP	20.74	-1.79	12.3%
GMG AU Equity	GOODMAN GROUP	19.28	29.87	8.2%
DXS AU Equity	DEXUS	10.8	14.4	7.8%
VCX AU Equity	VICINITY CENTRES	9.97	1.57	13.3%
GPT AU Equity	GPT GROUP	9.64	9.59	7.6%
新加坡				
CT SP Equity	CAPITALAND MALL	8.33	12.74	8.3%
AREIT SP Equity	ASCENDAS REAL ES	7.99	0.3	10.9%
CCT SP Equity	CAPITALAND COMME	6.55	-5	5.9%
MCT SP Equity	MAPLETREE COMMER	4.77	7.64	9.2%
SUN SP Equity	SUNTEC REIT	4.75	-12.77	7.5%

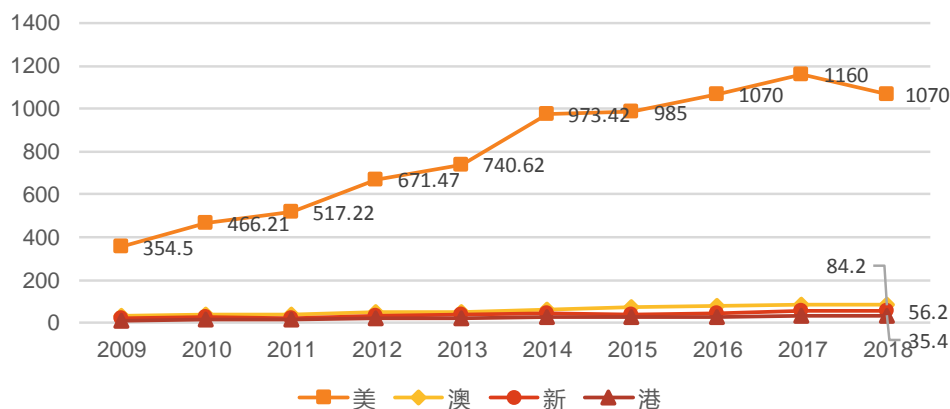
资料来源: Bloomberg, 天风证券研究所

综合国外经验来看, 我们认为 REITs 非常适合养老基金、保险机构等长期机构投资者的需求; 在个人投资者层面, REITs 不仅使不动产投资化整为零, 便于普通投资者参与, 给予个人投资者低门槛投资商业物业的机会。

4. REITs 规模：权益型占比较高，亚洲 REITs 规模增长空间较大

目前截至 2017 年底，全球有 37 个城市和地区建立了 REITs 市场，总市值约为 2 万亿美元，其中美、澳、新、港市值分别为占比分别为 53.5%，4.2%、2.5%、1.8%，10 年复合增长率分别为 11.7%、9.4%、11.9%、14.2%。各地 REITs 市值占权益市场市值比重均在逐年提升，但亚洲中新、港仍然处于相对较低的水平，未来增长空间巨大。

图 12：美国 REITs 快速发展，规模为全球第一（十亿美元）



资料来源：Nareits，天风证券研究所

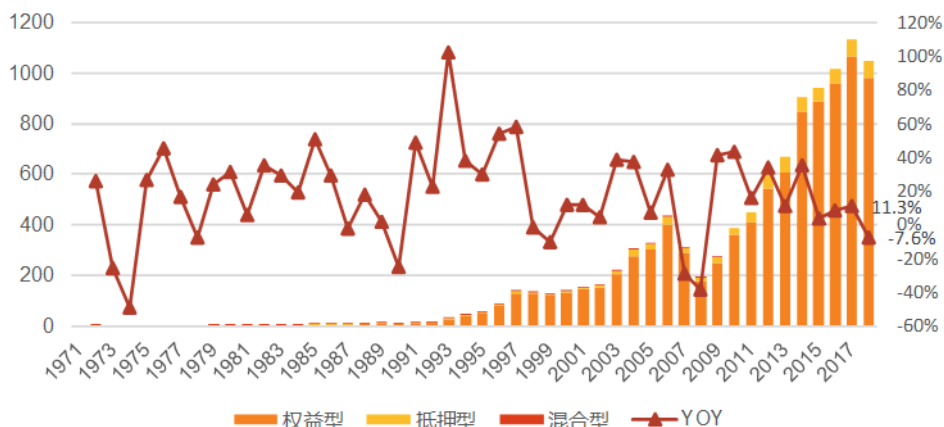
表 8：各国家及地区 REITs 市值占 GDP、权益市场市值比重

	美国		澳大利亚		新加坡		香港	
	REITs/GDP	REITs/总市值	REITs/GDP	REITs/总市值	REITs/GDP	REITs/总市值	REITs/GDP	REITs/总市值
2009	2.50%	1.60%	3.80%	3.30%	15.6%	10.6%	9.8%	0.6%
2010	3.10%	1.30%	4.30%	2.10%	16.4%	9.3%	10.3%	0.5%
2011	3.30%	0.80%	3.90%	3.50%	13.8%	8.5%	8.4%	0.5%
2012	4.10%	1.70%	4.40%	3.70%	12.8%	7.8%	8.2%	0.5%
2013	4.40%	1.60%	4.70%	3.80%	14.6%	7.2%	8.9%	0.5%
2014	5.60%	1.90%	5.60%	4.60%	12.9%	6.4%	8.0%	0.5%
2015	5.40%	2.10%	6.20%	5.20%	12.4%	5.9%	8.3%	0.5%
2016	5.70%	2.10%	6.90%	5.40%	9.1%	5.1%	6.2%	0.4%
2017	6.00%	1.90%	6.70%	5.40%	10.2%	4.4%	5.8%	0.3%
2018	5.20%	1.90%	6.40%	6.60%	8.8%	3.9%	4.4%	0.3%

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

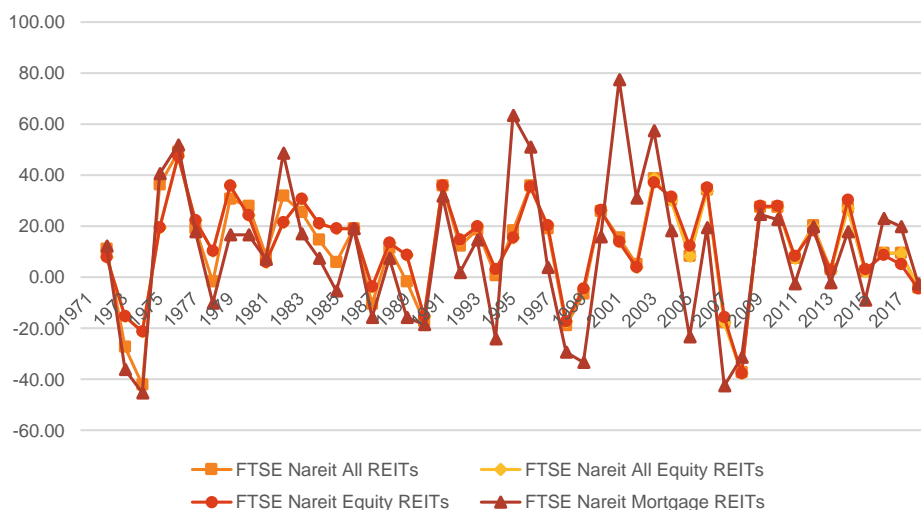
美国为 REITs 发源地，REITs 类型主要为公司型、公募及上市交易型，并伴随有私募、非交易型。至 2018 年底，在 NYSE 和 NASDAQ 上市 REITs 共 226 个，市值 10476 亿美元，占全球市场 50% 以上。2018 年底，美国、中国分部 GDP 为 20.5 万亿、13.4 万亿美元，而权益市场总市值分部为 55 万亿、7.1 万亿美元，中国 GDP 约为美国当地 65.5%，而权益市场规模仅为美国的 12.9%，我们认为随着中国权益市场的发展壮大，以及客观上国内存量不动产规模超过美国（美国不动产规模是 27 万亿美元，而中国不动产规模是 44 万亿美元），但目前内地仅有 7 支 REITs，流通值总计 45 亿美元，且为离岸（香港、新加坡）上市，一旦政策打开，将面临巨大的增长空间。

图 13: 美国 REITs 中绝大多数为权益型, 抵押型占比较少, 混合型逐渐消失 (左轴单位: 十亿美元)



资料来源: nareits, 天风证券研究所

图 14: 美国各类 REITs 收益率情况 (权益型高于抵押型) (%)



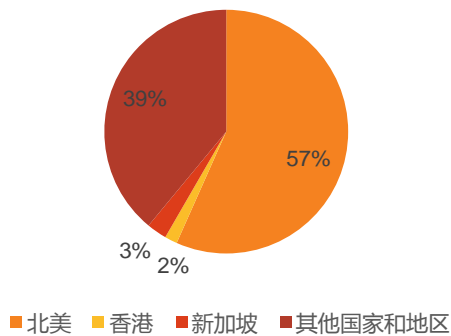
资料来源: Nareits, 天风证券研究所

表 9: REITs 复合收益率强于标普 500、罗素 2000、道琼斯指数 (%)

	All REITs	All Equity	Equity	Mortgage	标普 500	罗素 2000	道琼斯指数
复合增长率							
1-Year	-4.1	-4.0	-4.6	-2.5	-4.4	-11.0	-3.5
3-Year	4.6	4.2	2.9	12.8	9.3	7.4	12.9
5-Year	8.3	8.3	7.9	9.0	8.5	4.4	9.7
累计增长率							
3-Year	14.5	13.3	8.9	43.4	30.4	23.8	44.0
5-Year	48.9	49.1	46.3	54.1	50.3	24.1	58.8

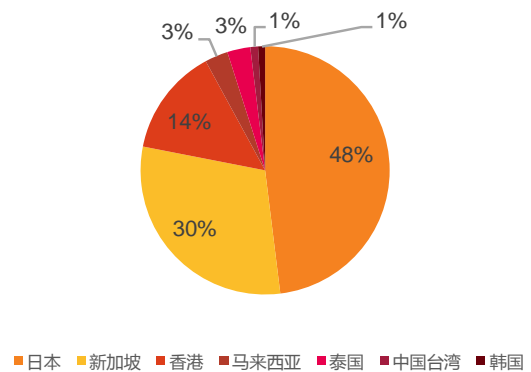
资料来源: Nareits, 天风证券研究所

图 15：2016 年全球各国家及地区 REITs 规模份额



资料来源：《中国公募 REITs 发展白皮书》，天风证券研究所

图 16：2018 年亚洲各国家及地区 REITs 规模份额

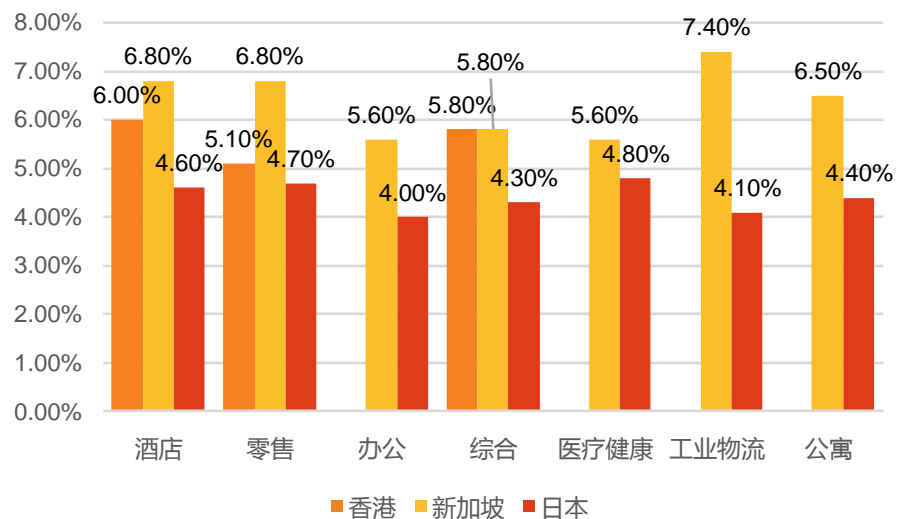


资料来源：戴德梁行，中国房地产协会，天风证券研究所

根据 2018《亚洲房地产投资信托基金（REITs）研究报告》，截至 2018 年第二季度，亚洲市场上活跃的 REITs 共计 168 支，总市值达 2348 亿美元，其中香港、新加坡、日本三地 REITs 市值合计占比达 92%。

香港、新加坡、日本上市的共计 108 支 REITs 的主要财务数据，研究表明三地 REITs 的主要财务指标呈现以下特点：分派收益率从高到低依次为新加坡(6.6%)>香港(5.8%)>日本(4.3%)。

图 17：亚洲部分国家和城市分物业 REITs 收益率



资料来源：戴德梁行，中国房地产协会，Bloomberg，天风证券研究所

5. REITs 推出对居民、金融业和房地产业都意义非凡

根据国外成熟市场的经验，REITs 作为兼具金融和不动产的属性的第四类资产品种，其在国内的推行具有较强的必要性：

- 1) **对居民而言投资不动产不再是难事**：REITs 通过证券化手段将不可分割的大额不动产变为小额的不动产基金，REITs 本身具有高风险收益比、高分红比例的特点，并且同现有的金融资产关联性较低，居民将可通过投资基金共享不动产成长的收益；
- 2) **对金融市场而言又新增了一重要大类资产**：REITs 作为投资回报较高的资产，将成为丰富国内资本市场产品的重要工具，在二级市场具备价值发现的功能，不动产市场的真实情况通过 REITs 价格得到反应，为货币政策制定和实施具备重要的指导意义。
- 3) **对房地产业而言有利于盘活全社会存量资产**：REITs 投资于不动产资产的管理、运营，

甚至早期的开发，盘活现有物业资产，资产收益状况在房住不炒的长效逻辑下，REITs 能够国内的投资者提供投资一线城市的商业物业、不动产行业的机会，且更为稳健。中国的 REITs 放开，也为吸引外资助力国内经济。

6. 投资建议

标准的 REITs 具有流动性好、独立性强、风险性低、收益率高等特点，是继现金、股票、债券之后的第四大类金融资产，如果 REITs 在国内如果能够推出，将具有划时代的重要意义，我们建议关注：**1) 具备优秀管理能力的房地产资管公司**：光大嘉宝；**2) 商业地产类公司**：陆家嘴、金融街、大悦城、中国国贸、上海临港、外高桥、市北高新、张江高科等；**3) 所有有可租赁物业或者持有型物业的公司**：比如有持有物业的万科、新城控股等。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com