

# Reits 渐行渐近， 推动房地产行业发展

房地产行业证券研究报告  
2019年04月25日

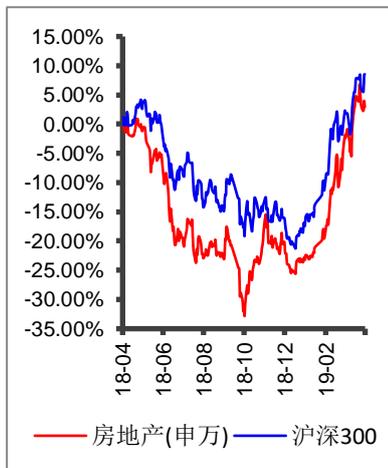
——reits 研究系列之一

分析师 张炬华  
 电话 010-56511911  
 邮箱 zhangjuhua@sczq.com.cn  
 执业证书 S0110510120002

研究助理 邹瑞  
 电话 010-56511907  
 邮箱 zourui@sczq.com.cn

行业数据：房地产行业  
 股票家数(家) 141  
 总市值(亿元) 27775.54  
 流通市值(亿元) 23800.62  
 年初至今涨跌幅(%) 35.75%

行业走势图



## 投资要点

- **什么是 REITs?** 一种低门槛的投资不动产的金融工具。房地产投资信托基金 (REITs, Real Estate Investment Trusts) 是一种通过发行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 的本质是让中小投资人参与分享大宗房地产投资收益, 且所有投资人对物业的收益权不存在优先劣后差异。** REITs 兼具地产和金融的特性, 是有别于股票, 债券和现金的第四个大类资产配置类别。
- **投资者视角看 REITs: 门槛低, 流动性好, 独立性强, 高收益风险比。** 门槛低: REITs 能够使投资者以很低的门槛同时投资多个商业物业资产; 流动性好: 标准化份额, 可以在交易所自由交易; 独立性强: 与股市和债市的相关性较低; 高收益风险比: 从成熟市场的经验来看, REITs 产品的长期回报率较高, 考虑单位风险的回报水平, REITs 的表现超过股票市场, 但落后于债券市场。
- **REITs 将推动房地产行业的发展。** 我们认为房地产行业是典型的重资产行业, 开发企业资金来源主要是银行信贷 (从 2019 年第一季度房地产开发资金来源可以看出银行信贷占比高达 51%)。特别是商业地产的开发往往以长期租赁获取租金形式实现收益, 资本沉淀大。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, 可为开发商提供稳定的外部资金融资渠道, 利于资金的快速回笼, 可以推动房地产行业向轻资产转型。
- **商业地产将成为 REITs 的突破口。** 就基础资产而言, 我们认为商业地产将成为我们试点 REITs 的突破口。商业地产模式清晰, 租金收益率较高, 可以基本覆盖 REITs 的收益率。随着 REITs 市场的发展, 有望打通商业物业的投资渠道, 使以写字楼为代表的优质资产拥有更宽阔的退出渠道。REITs 在对商业地产企业运营模式的影响, 主要在于其提供了一种融资渠道以及退出机制, 将推动商业地产行业从重资产向轻资产的转变。

- **投资建议：**近两年中国资产证券化业务市场发展迅速，2018 年以来，央行、证监会、交易所等均在积极推进公募 REITs 的试点方案。我们认为 REITs 渐行渐近，将成为行业发展的新方向，长租公寓将成为突破口。

我们建议关注以下四类地产公司：第一：国内领先的具有主动管理能力的不动产资产管理平台：光大嘉宝（600622）；第二：拥有优质商业物业，自带流量的二线龙头：大悦城（000031）；第三：自持核心区域物业（写字楼）的优质国企：金融街（000402）；第四：拥有优质集中式长租公寓的龙头房企：万科 A（000002）。

- **风险提示：**1. 符合投资者收益率要求的基础资产较少；2. 推进速度不及预期；3. 房地产行业的政策调控风险。

## 目录

1. 什么是 REITs? 一种低门槛的投资不动产的金融工具.....	4
2. 投资者视角看 REITs:门槛低, 流动性好, 独立性强, 高收益风险比.....	5
3. REITs 将推动房地产行业的发展.....	7
4. 商业地产将成为 REITs 的突破口 .....	8
5. 投资建议.....	9
6. 风险提示.....	10

## 图标目录

图表 1: REITs 的要素和特点.....	4
图表 2: 美国市场 REITs、股票以及债券市场的相关系数 (2000-2016) .....	5
图表 3: 全球各地区股票市场/各地区 REITs 市场之间的相关系数 .....	5
图表 4: 美国市场 REITs、股票以及债券市场的月度市场表现 (2000-2016) .....	6
图表 5: 2019 年第一季度全国房地产开发资金累计构成情况 .....	7
图表 6: 国内类 REITs 持有物业类型 .....	9

## 1. 什么是 REITs? 一种低门槛的投资不动产的金融工具

房地产投资信托基金 (REITs, Real Estate Investment Trusts) 是一种通过发行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 诞生于 20 世纪 60 年代的美国, 截至 2018 年底, REITs 全球总市值超过 2 万亿美元。在美国上市的 REITs 约有 220 只, 涉及商业办公、住宅公寓、酒店、仓储、医院等多种类型的不动产, 总市值规模约为 1.02 万亿美元。

在亚洲, REITs 于 2001 年首先在日本诞生, 之后新加坡、香港在这方面迅速发展起来。十余年时间之中, 亚洲 REITs 市场规模迅速攀升, 至今市值已超过了千亿美元。新加坡是亚洲发展最成熟的 REITs 市场, 其发行的 REITs 所持有的物业不仅位于新加坡国内, 还位于亚洲其他地区。

图表 1: REITs 的要素和特点

要素	特点
基础资产	能够产生长期、稳定现金流的优质不动产及其衍生资产
收入来源	主要是房地产物业的租金收入及其升值收益
收入分派	收入进行强制分配 (美国规定租金收入的 90% 用于分红)
税收政策	分配部分仅进行单次征税
管理模式	专业管理团队及严格杠杆管控
募集份额	无要求
投资额	无要求
产品周期	可永久存续

资料来源: 《中国公募 REITs 发展白皮书》, 首创证券

我们认为 REITs 的本质是让中小投资人参与分享大宗房地产投资收益, 且所有投资人对物业的收益权不存在优先劣后差异。REITs 兼具地产和金融的特性, 是有别于股票, 债券和现金的第四个大类资产配置类别。

REITs 的地产属性体现在: REITs 专注投资于能够产生长期、稳定现金流的优质不动产及其衍生资产, 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。

REITs 的金融属性体现在: REITs 产品的定位于不动产项目的成熟期, 将不动产资产产生的、大规模的、长期的、相对稳定的现金流在资本市场证券化。它拓展了投资者的不动产投资渠道, 同时 REITs 市场的开发有利于推动不动产行业产业升级和盈利模式的转变, 由“开发+出售”模式转变为一次性销售与持续性收入并重的模式, 促使不动产行业由重资产向轻资产转型。

## 2. 投资者视角看 REITs: 门槛低, 流动性好, 独立性强, 高收益风险比

在成熟的美国REITs市场, 投资者除国内外个人投资者外, 还主要有 ETF、养老基金、各类基金会、保险公司等机构投资者。

在投资者眼中 REITs 有以下优点:

- 1) 门槛低: REITs能够使投资者以很低的门槛同时投资多个商业物业资产, 相较于直接投资商业物业而言, 不仅降低了投资者的门槛, 还分散了投资者的风险。
- 2) 流动性好: 标准 REITs 绝大多数是公募 REITs, 标准化份额, 可以在交易所自由交易。
- 3) 独立性强: REITs 的收益主要来源于租金收入和不动产增值收益, 租金收入有一定的刚性, 一般呈现温和稳定上涨的趋势, 处置不动产可能会产生一部分溢价和折价。REITs是一个动态资产组合, 与股市和债市的相关性较低, 能够有效分散风险、优化投资组合有效边界, 使之成为股票、债券和现金之外的第四个大类资产配置类别。

根据Bloomberg的数据, 2000-2016 年期间权益型 REITs 指数收益率与三大股票指数收益率的相关性系数均低于 0.62, 与债券综合指数相关性系数则为 0.19。抵押型 REITs 指数收益率与三大股票指数收益率的相关性系数均低于 0.39, 与债券综合指数相关性系数则为 0.23。

对于股票市场, 全球各地区市场的平均相关系数为0.80, 而对权益型 REITs 市场, 全球各地区市场的平均相关系数为 0.53。这说明相对于股票来说, 不同地区的 REITs 产品具有更显著的地域特征, 对于优化全球资产配置可以发挥更重要的作用。

图表 2: 美国市场 REITs、股票以及债券市场的相关系数 (2000-2016)

	抵押型REITs 指数	标准普尔500 指数	纳斯达克综合 指数	巴克莱债券综合 指数
权益型REITs 指数	0.47	0.62	0.45	0.19
抵押型REITs 指数	-	0.39	0.27	0.23

资料来源: Bloomberg, 首创证券

图表 3: 全球各地区股票市场/各地区 REITs 市场之间的相关系数

		股票市场								
	澳大利亚	加拿大	法国	爱尔兰	德国	荷兰	新西兰	英国	美国	
澳大利亚	1.00									
加拿大	0.87	1.00								
法国	0.83	0.87	1.00							
爱尔兰	0.61	0.47	0.73	1.00						
德国	0.79	0.81	0.94	0.69	1.00					
荷兰	0.86	0.81	0.94	0.73	0.91	1.00				
新西兰	0.86	0.67	0.69	0.68	0.68	0.69	1.00			
英国	0.92	0.84	0.93	0.79	0.88	0.96	0.82	1.00		
美国	0.74	0.79	0.87	0.74	0.86	0.88	0.70	0.90	1.00	
		REITs市场								
澳大利亚	1.00									
加拿大	0.90	1.00								
法国	0.92	0.84	1.00							
爱尔兰	0.78	0.75	0.82	1.00						
德国	-0.07	-0.03	-0.03	0.10	1.00					
荷兰	0.58	0.47	0.78	0.73	0.11	1.00				
新西兰	0.92	0.82	0.76	0.64	-0.36	0.36	1.00			
英国	0.55	0.51	0.54	0.74	-0.17	0.34	0.50	1.00		
美国	0.87	0.91	0.77	0.76	0.14	0.46	0.72	0.61	1.00	

资料来源：The REITs Industry, CFA, 首创证券

4) 高收益风险比：REITs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。

美国 REITs 市场近 16 年表现出了高额的平均回报。在过去的16年里，权益型 REITs 产品的总回报为 6.69 倍左右，年化复合回报率为 12%；抵押型 REITs 产品总回报为 4.30 倍左右，年化复合回报率为 9%；而S&P500指数总回报仅为 1.61 倍左右，年化复合回报率为 3%；而巴克莱美国债券指数总回报为 2.37 倍左右，对应年化收益率约为 5.5%。波动率方面，REITs 整体略高于标普500，和纳斯达克持平；如考虑风险收益特性，即单位风险的回报水平，REITs的表现超过股票市场，但落后于债券市场。从标的的性质来看，REITs收益率基于股票和债券之间，既不会大幅上涨，也不会一成不变，是第四大类资产配置类别。

图表 4：美国市场 REITs、股票以及债券市场的月度市场表现（2000-2016）

	月平均收益率 (%)	波动率 (%)	平均收益率/波动率
<b>权益型REITs</b>			
200001-201612	1.14	6.18	0.18
200001-200901	0.74	6.23	0.12
200901-201612	1.39	6.35	0.22
<b>抵押型REITs</b>			
200001-201612	0.87	5.62	0.16
200001-200901	0.75	6.79	0.11
200901-201612	0.95	3.90	0.24
<b>标准普尔500指数</b>			
200001-201612	0.33	4.31	0.08
200001-200901	-0.39	4.44	-0.09
200901-201612	1.04	4.10	0.25
<b>纳斯达克指数</b>			
200001-201612	0.38	6.61	0.06
200001-200901	-0.60	7.87	-0.08
200901-201612	1.40	4.62	0.30
<b>巴克莱债券综合指数</b>			
200001-201612	0.43	1.00	0.43
200001-200901	0.52	1.13	0.46
200901-201612	0.32	0.84	0.39

资料来源：Bloomberg，首创证券

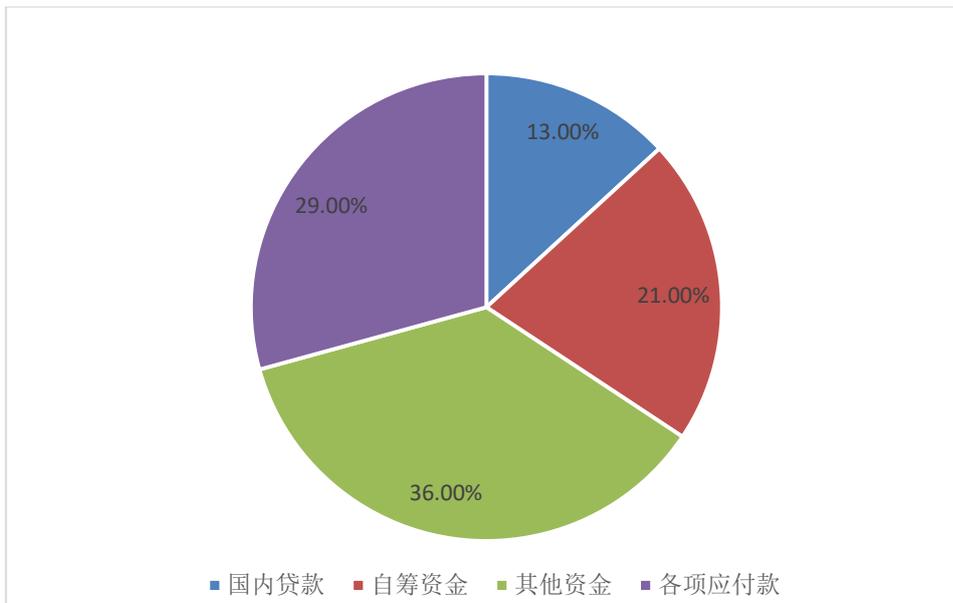
### 3. REITs 将推动房地产行业的发展

2019年第一季度房地产开发资金来源（包含各项应付款）累计为5.52万亿元。从构成来看，自筹资金占21%，其他资金占36%（其中定金及预收款占22%），各项应付款占29%（其中应付工程款占16%），国内贷款占13%。房地产企业来自国内贷款、定金和预收款、应付工程款的资金占比合计高达51%。

我们认为房地产行业是典型的重资产行业，开发企业资金来源主要是银行信贷（从2019年第一季度房地产开发资金来源可以看出银行信贷占比高达51%）。特别是商业地产的开发往往以长期租赁获取租金形式实现收益，资本沉淀大。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，通过另类途径解决资金来源，可为开发商提供稳定的外部资金融资渠道，缩短融资周期，利于资金的快速回笼，可以推动房地产行业向轻资产转型。

REITs 也为房地产行业的供给添加了一个稳定器。行情好的时候，开发商可以购买 REITs 份额来分享项目收益，惜盘捂盘的现象将大幅减少；行情差的时候，开发商可以通过 REITs 回笼资金，转移房地产投资风险。

图表 5：2019 年第一季度全国房地产开发资金累计构成情况



资料来源：Bloomberg，首创证券

#### 4. 商业地产将成为 REITs 的突破口

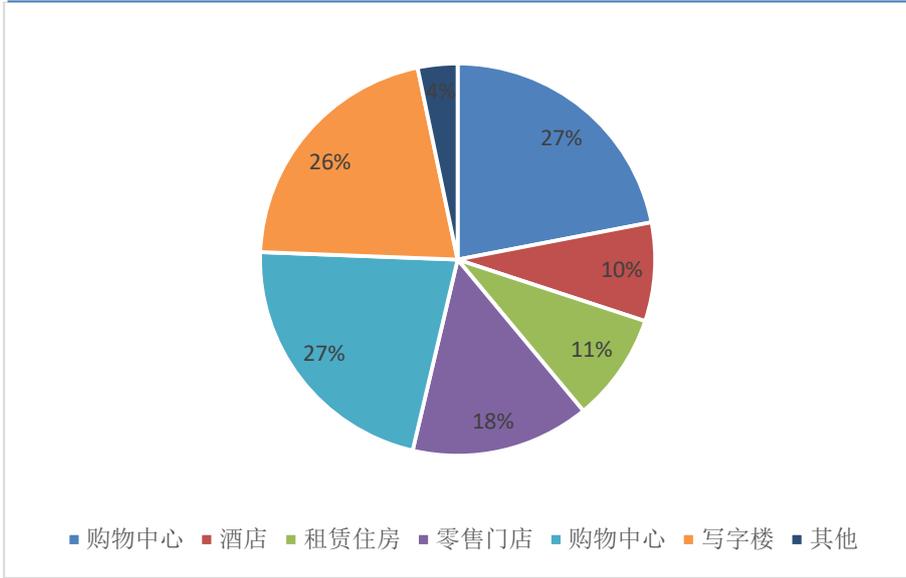
就基础资产而言，我们认为商业地产将成为我们试点 REITs 的突破口。商业地产 REITs 是以写字楼为代表的商业地产作为基础资产的不动产信托投资基金。商业地产模式清晰，租金收益率较高，可以基本覆盖 REITs 的收益率。数据显示，一线城市的商业物业租金水平近 5 年的年均复合增长率达到了 16.7%。商业物业租金的上涨，又将进一步提高商业物业的资产回报率和估值。这将为以商业物业为基础资产的 REITs 的发行提供条件。

商业地产本身就是机构投资者的重点配置对象。经过标准化之后，这种具有长期可观回报，并且与其他传统金融产品相关性不高的产品，有望引入更多长期机构投资者和个人投资者进行配置。随着 REITs 市场的发展，有望打通商业物业的投资渠道，使以写字楼为代表的优质资产拥有更宽阔的退出渠道。

REITs 在对商业地产企业运营模式的影响，主要在于其提供了一种融资渠道以及退出机制。即商业房企联合房地产私募基金设立 REITs 在公开市场募集资金，然后用于商业地产的开发培育获取租金收益，再将租金收入以分红的形式分给投资者。另外房地产私募基金可以和 REITs “配对”，房地产私募基金切入商业地产的开发以及前期培育，等商业地产培育成熟获得稳定的租金收入后，将成熟的存量资产打包设立 REITs 在公开市场出售部分份额回笼资金，本质上是一种类住宅开发模式，提高了 IRR，这将大大缩短股权类的房地产私募基金的投资回报周期，整个过程实现了由重资产向轻资产的转变。

根据 RCREIT 数据，截至2018年12月28日，我国已发行类 REITs 持有物业类型主要包括写字楼、购物中心、零售门店、租赁住房、酒店、物流仓储中心、书店和社区商业等。其中排名前三的物业类型为购物中心、写字楼和零售门店，分别占比为27%、26%和18%。排名前三的物业类型均为典型的商业地产。

图表 6：国内类 REITs 持有物业类型



资料来源：REITs 研究中心官网 (rcreit.com)

## 5. 投资建议

近两年中国资产证券化业务市场发展迅速，2018年以来，央行、证监会、交易所等均在积极推进公募 REITs 的试点方案。我们认为 REITs 渐行渐近，将成为行业发展的新方向，长租公寓将成为突破口。

我们建议关注以下四类地产公司：**第一：国内领先的具有主动管理能力的不动产资产管理平台：光大嘉宝（600622）。**它旗下的光大安石，作为国内最大的房地产私募基金之一，将充分受益于 REITs 试点的突破，突破公司管理规模的瓶颈和资产端的限制，加速公司基金产品投融资退的运作效率，充分分享资产证券化带来的红利。

**第二：拥有优质商业物业（购物中心），自带流量的二线龙头：大悦城（000031）。**作为央企中粮集团旗下唯一的地产投资和管理平台，定位为城市运营与美好生活服务商，2018年大悦城购物中心租金收入 26.0 亿元，同比增长11.4%，开业运营项目增至 12 个。

**第三：自持核心区域物业（写字楼）的优质国企：金融街（000402）。**2018年公司物业租赁业务的营业收入为17.4亿元，同比增长12%，公司物业经营业务的营业收入为6.8亿元，同比增长5%。公司在北京、上海、天津等中心城市的核心区域持有优质物业118.2万平方米，公司的自持物业主要集中于资产价值高、盈利能力强的一线城市写字楼业态。

**第四：拥有优质集中式长租公寓的龙头房企：万科A(000002)。**公司长租公寓业务以“泊寓”为主要产品线，以拥有自有产权的集中式长租公寓为主要产品形态；截至2019年3月末，公司长租公寓业务覆盖35个主要城市，累计开业超6万间，开业6个月以上项目的平均出租率约92%。

## 6. 风险提示

- 1. 符合投资者收益率要求的基础资产较少：**我国租金收益率偏低，能够达到投资者收益率要求的基础资产较少，对投资者缺乏吸引力。
- 2. 推进速度不及预期：**推出REITs产品需要建立和完善与之相配套的法律法规和交易制度，这是一个非常复杂的工程，使得我国REITs在推进方面有一定的不确定性。
- 3. 房地产行业的政策调控风险。**

## 分析师简介

张炬华，地产行业分析师，毕业于中国人民大学财政金融学院，硕士，具有 11 年证券从业经历。

## 分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

## 免责声明

本报告由首创证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料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，首创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。

首创证券的销售人员、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。首创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。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/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信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级  
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5%之间
行业投资评级	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现