

次贷危机后的美国地产周期与地产股走势



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——房地产行业深度 (20190904)

核心观点

❖ 2009 年以后美国开始了新一轮经济扩张，与之相伴随的是新一轮房地产周期。

由于次贷危机后，美国通过出台《多德-弗兰克法案》等措施加强了对信贷机构和抵押贷款的监管，目前这轮房地产周期发展相对较为平稳。现阶段美国房屋需求还处于上升阶段；房屋自有率和房屋空置率分别为 64.10% 和 1.30%，远低于 2007 年和 2008 年的水平，尚未出现房地产非常明显的过热现象；美国 MBA 市场综合指数、MBA 再融资指数和 MBA 购买指数分别为 576.20、2545.60 和 234.10，也远低于次贷危机时的水平。从人口增长角度来看，若美国移民政策没有明显改变，长周期内人口红利将一定程度对美国房地产的发展起到支撑作用。

❖ 目前美国及全球经济增速放缓使美国房地产行业的扩张一定程度上开始趋缓。

由于 2019 年二季度以来，美国经济增长开始放缓，美国房屋库存开始上升，美国 20 座大城市 S&P/CS 房价指数增速开始下降，房地产行业扩张速度开始趋缓。另一方面，考虑到全球经济增长同步疲软，大批央行进入降息周期，叠加美国经济短期内出现大幅走强的动力较为不足，在全球货币政策趋于宽松的周期中，美国很难独自坚持货币中性或紧缩，美联储大概率仍然会实施进一步的降息，所以短期内美国房地产的发展环境会较为宽松。

❖ 2009 年之后的标普 500 房地产指数表现稳中向上，在 2018 年以来美股波动率升高的环境下，标普 500 房地产指数的波动率较低。

次贷危机结束后至 2019 年 8 月，标普 500 房地产指数的涨幅在标普 500 所有行业里排名第三，仅次于标普 500 非核心消费品和标普 500 信息技术行业的涨幅。从近三年的估值变化来看，标普 500 房地产指数的上涨主要靠盈利驱动，且 PE 表现较为平稳。在 2018 年以来美股波动率趋高的情况下，标普 500 房地产指数的波动率较低。2018 年以来，标普 500 房地产指数的波动率低于除标普 500 公用事业以外的其他行业。从 2019 年中报财务数据来看，标普 500 房地产行业所有个股的净利润均没有出现亏损，由于 2009 年以后美国 reits 得到较好的发展，一些房地产信托公司净利润业绩较为可观。企业杠杆率普遍较低，除了美国电塔、西蒙地产、SBA 通信的资产负债率高于 80% 以外，其他个股的资产负债率均在 70% 以下。资金链较为宽松，每股经营现金净流量除了世邦魏理仕是 -0.94 美元以外，其他上市公司均达到 0.71 美元以上。

❖ 风险提示：经济增长不及预期；美联储政策超预期；全球范围黑天鹅事件。

证券研究报告

所属部门 | 行业研究部
报告类别 | 深度报告
所属行业 | 金融地产/地产
报告时间 | 2019/09/04

分析师

陈雳
证书编号：S1100517060001
010-66495901
chenli@cczq.com

联系人

王一棠
证书编号：S1100118050005
0755-25333092
wangyitang@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 30 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、1971年以来的美国房地产周期.....	5
1.1 1971-2006年的房地产周期.....	5
1.2 美国次贷危机之后的房地产周期.....	6
1.3 经济放缓与低利率环境对美国房地产的影响.....	10
二、次贷危机后美国地产股走势.....	13
2.1 次贷危机后的标普500房地产指数表现.....	13
2.2 标普500房地产行业个股财务现状及涨幅.....	15
风险提示.....	24

图表目录

图 1:	美国 GDP 和 CPI 增速和新建住房销售平均价	5
图 2:	美国 10 年国债收益率、标普 500 指数以及伦敦金走势	5
图 3:	美国联邦基金目标利率 (%)	6
图 4:	1970-2018 年美国新建住房销售平均价 (美元)	6
图 5:	2019 年美国新建住房销售平均价 (美元)	6
图 6:	1970-2018 年美国新建住房销售套数 (千套)	7
图 7:	2019 年美国单月新建住房销售套数 (千套)	7
图 8:	美国房屋自有率和房屋空置率 (%)	7
图 9:	美国丧失住房赎回权案例数量 (件)	8
图 10:	美国 MBA 市场综合指数、MBA 再融资指数和 MBA 购买指数	8
图 11:	美国 30 年期抵押贷款固定利率和 15 年期抵押贷款固定利率 (%)	9
图 12:	美国人口预测曲线	9
图 13:	美国新建住房可供应月度	10
图 14:	美国 20 座大城市 S&P/CS 房价指数当月同比增速 (%)	10
图 15:	美国实际 GDP 当季环比增速 (季度) (%)	11
图 16:	美国 CPI 当月同比增速 (%)	11
图 17:	2012 年 4 月-2019 年 8 月美国 MARKIT 制造业 PMI	11
图 18:	5 年期和 3 年期美债利差	12
图 19:	5 年期和 2 年期美债利差	12
图 20:	10 年期和 3 个月美债利差	12
图 21:	10 年期和 2 年期美债利差	12
图 22:	2019 年年初以来全球多个经济体降息幅度 (BP)	12
图 23:	标普 500 房地产指数走势	13
图 24:	标普 500 房地产指数 PE、PB 和 EPS	13
图 25:	标普 500 房地产指数 ROA 和 ROE (%)	13
图 26:	标普 500 除房地产以外其他行业指数走势	14
图 27:	标普 500 除房地产以外其他行业 PE	14
图 28:	标普 500 除房地产以外其他行业 EPS (最近加权每股收益) (美元)	15
图 29:	标普 500 除房地产以外其他行业 ROA (%)	15
图 30:	MSCI 美国 REIT 指数	17
图 31:	标普 500 房地产行业市值排名前五公司营业收入及营业收入增速	18
图 32:	美国电塔 2019 年上半年电塔租赁业务收入 (百万美元)	18
图 33:	2019 年上半年普洛斯收入的主要来源	18
图 34:	标普 500 房地产行业市值排名前五公司净利润及净利润增速	19
图 35:	标普 500 房地产行业市值排名前五公司经营活动现金流量	19
图 36:	标普 500 房地产行业市值排名前五公司资产负债率	19
图 37:	标普 500 房地产行业市值排名前五公司 ROA	20
图 38:	标普 500 房地产业市值排名前五公司 ROE	20
图 39:	次贷危机时标普 500 各行业跌幅 (%)	21

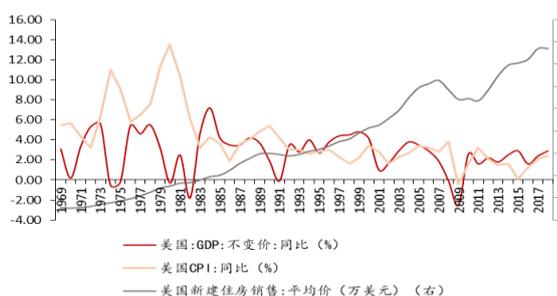
表格 1.	美国标普 500 房地产公司 2019 年中报部分重要财务指标	16
表格 2.	西蒙地产 2019 年新增商业项目	20
表格 3.	标普 500 房地产行业公司简介	21

一、1971年以来的美国房地产周期

1.1 1971-2006年的房地产周期

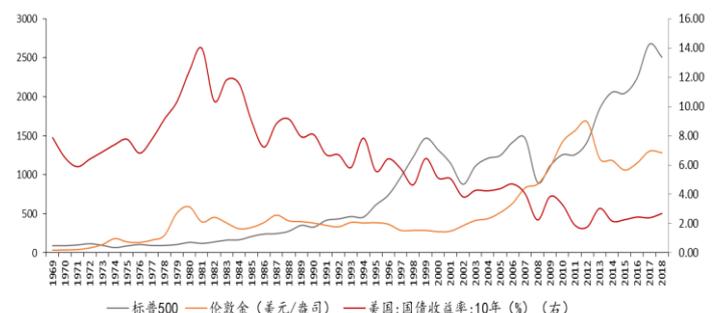
在1971年以来，美国房地产大致经过三轮周期。自1970年美国房价出现小幅下跌后，1971年开始美国开启新一轮的房地产周期，这次房地产周期一直持续到1990年，房价从1970年底的2.66万美元/每套上升至1990年14.98万美元/每套，房价上升了463.16%。在美国这轮房地产长周期中，美国房价上升幅度最大的时间段是在1971-1980这十年，这十年间虽然经历了1974-1975年和1980年的经济衰退以及1973-1974年的美股熊市，但是房价依然持续上涨，主要是受到20世纪70年代以来石油危机引发的“滞胀”影响。1971-1980这十年期间，美国CPI增速从1971年的4.4%上升至1980年的13.5%，而在通货膨胀的情况下，美国房价经常和黄金呈现出正相关走势，这十年里黄金迎来了近五十年里的第一轮长周期，伦敦金从1971年开盘的37.87美元/盎司最高上升最高至1980年的850美元/盎司，美国房价也上涨了近乎两倍。20世纪80年代以来，房价依然保持上涨，但是由于CPI增速大幅回落，房价的增速也逐渐回落，这一轮美国房价的上涨一直延续到1990年。1991年，美国陷入经济衰退，房价开始下跌，这一轮下跌一直持续到1992年，跌至14.41万美元/每套。1992年以后，美国房价经历了新一轮的上涨，这一轮上涨一直持续到2007年，美国房价从14.41万美元/每套上升至31.36万美元/每套。由于在2001-2003年的短短两年时间里美联储大幅下调利率，将利率从6%大幅下调至1%，2004-2006年又迅速上调利率，将利率从1%上调至5.25%，叠加当时美国政府设立联邦住宅贷款抵押公司和联邦国民抵押贷款协会，刺激房地产信贷业务迅速增长，导致房地产泡沫的大量累积和破灭，造成了2007年以来的次贷危机。美国新建住房销售均价从2007年的每套31.36万美元下降至2009年的每套27.09万美元，下降了13.62%。

图 1： 美国 GDP 和 CPI 增速和新建住房销售均价



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 2： 美国 10 年国债收益率、标普 500 指数以及伦敦金走势



资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 3： 美国联邦基金目标利率 (%)

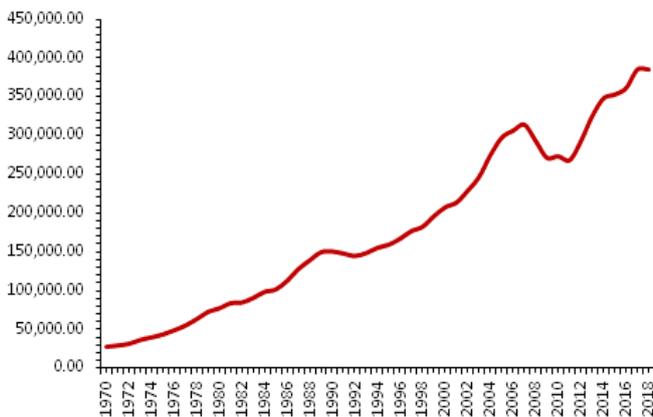


资料来源：Wind, 川财证券研究所

1.2 美国次贷危机之后的房地产周期

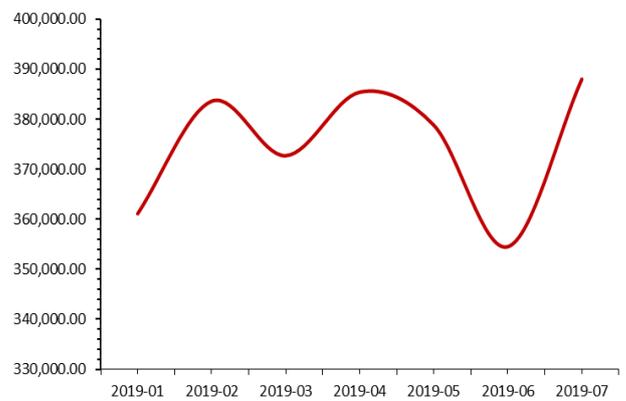
2009 年以后，美国开始了新一轮扩张，与之相伴随的是新一轮的地产周期。由于次贷危机后，美国通过出台《多德-弗兰克法案》等措施加强了对信贷机构和抵押贷款的监管，所以 2009 年以来美国的这轮房地产周期相对较为健康。美国房屋每套平均价格从 2009 年的 27.09 万美元上涨至 2018 年的 38.5 万美元，上涨了 42.12%。从 1971 年-2018 年，美国房价上升了 1347.37%，标普 500 指数上升了 2650.25%，伦敦金上升了 3285.79%；另外，从资产波动幅度来看，虽然在这 48 年的时间里美国房价涨幅低于美股和黄金，但是美国房价的涨幅和波动较之其他很多资产相对较为平稳。2019 年 7 月，美国新建住房销售平均价 38.8 万美元/每套，较 2018 年年底有小幅上升。

图 4： 1970-2018 年美国新建住房销售平均价 (美元)



资料来源：Wind, 川财证券研究所

图 5： 2019 年美国新建住房销售平均价 (美元)



资料来源：Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

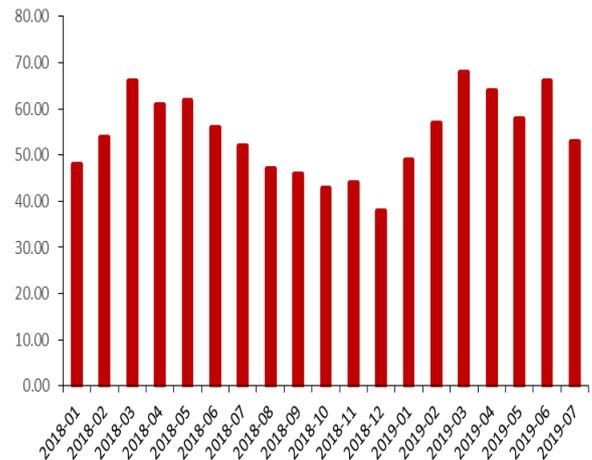
从近十年的房屋需求端来看，美国新建住房销售套数从 2011 年 306000 套上升至 2018 年的 617000 套，但是远低于 2005 年的 1283000 套。2019 年 1-7 月，美国新建住房累计销售套数为 415000 套，略高于 2018 年 1-7 月的 399000 套，同比上升了 4%，目前房屋需求还处于上升阶段中。

图 6: 1970-2018 年美国新建住房销售套数(千套)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

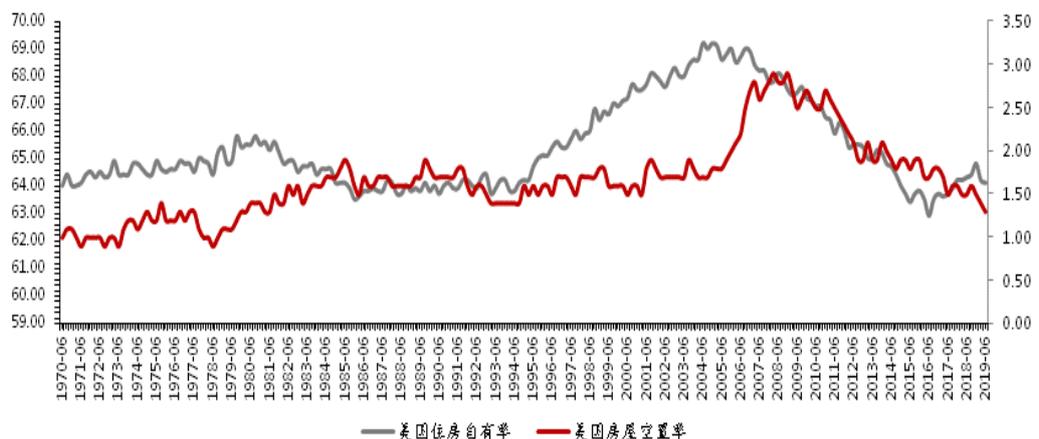
图 7: 2019 年美国单月新建住房销售套数(千套)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

从房屋自有率和房屋空置率来看，2019 年 6 月，房屋自有率和房屋空置率分别为 64.10%和 1.30%，远低于 2007 年和 2008 年的水平。美国丧失住房赎回权案例数量在 2019 年 6 月仅为 51056 起，处于历史低位水平，目前尚未出现房地产过热现象。

图 8: 美国房屋自有率和房屋空置率(%)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

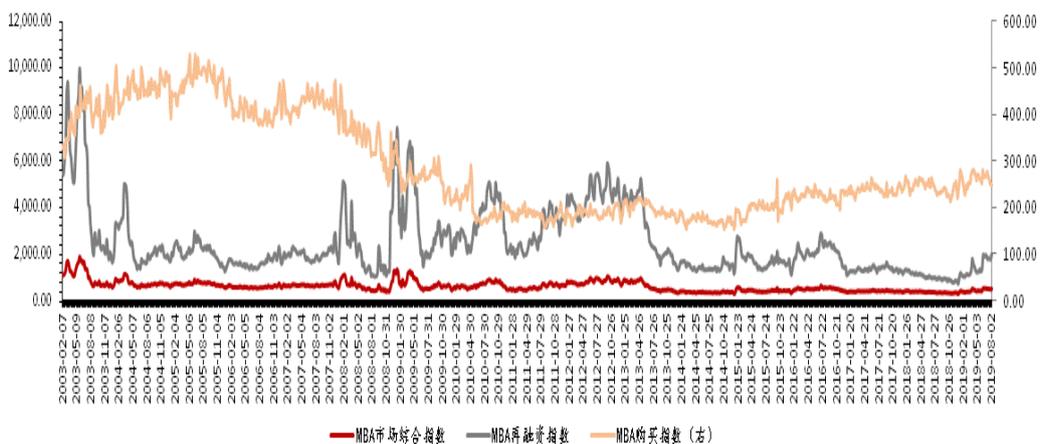
图 9： 美国丧失住房赎回权案例数量（件）



资料来源：Wind, 川财证券研究所

截至 2019 年 8 月 23 日，MBA 市场综合指数、MBA 再融资指数和 MBA 购买指数分别为 576.20、2545.60 和 234.10，远低于次贷危机时的水平。

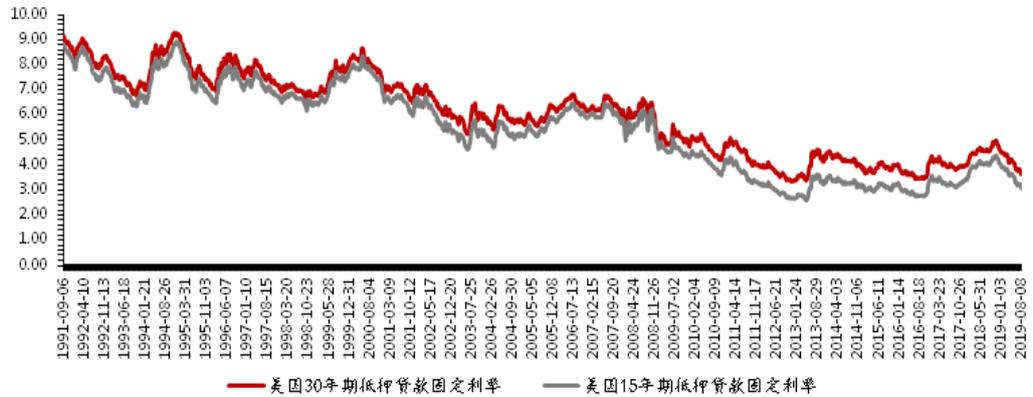
图 10： 美国 MBA 市场综合指数、MBA 再融资指数和 MBA 购买指数



资料来源：Wind, 川财证券研究所

2019 年以来，美国 30 年期抵押贷款固定利率和 15 年期抵押贷款固定利率大体呈现出下降趋势。截至 2019 年 8 月 22 日，美国 30 年期抵押贷款固定利率和 15 年期抵押贷款固定利率分别下降至 3.55% 和 3.03%，均属于历史低位，有利于房地产市场的上行。

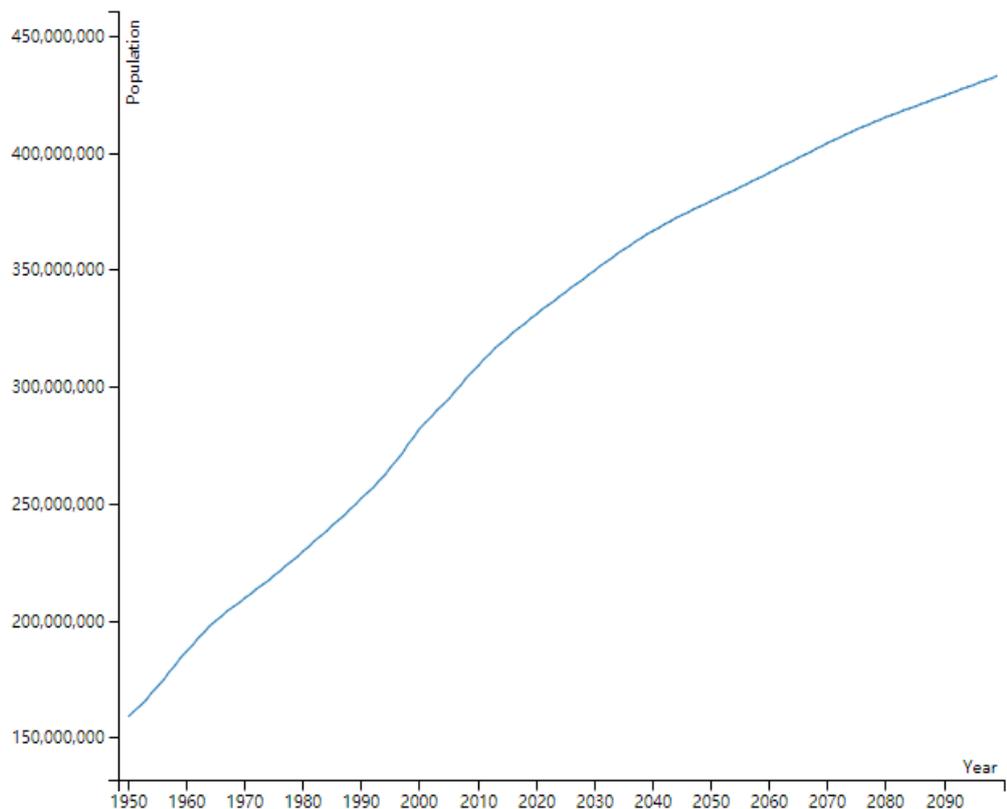
图 11： 美国 30 年期抵押贷款固定利率和 15 年期抵押贷款固定利率 (%)



资料来源：Wind, 川财证券研究所

根据 World Population Review 的预测，美国人口每年以 0.9% 的增速平稳增长，到 2099 年会达到 4.33 亿人。从人口增长角度来看，若美国移民政策没有明显改变，长周期内人口红利将一定程度对美国房地产的发展起到支撑作用。综合上述指标，目前美国房地产还处于较为平稳的发展阶段。

图 12： 美国人口预测曲线

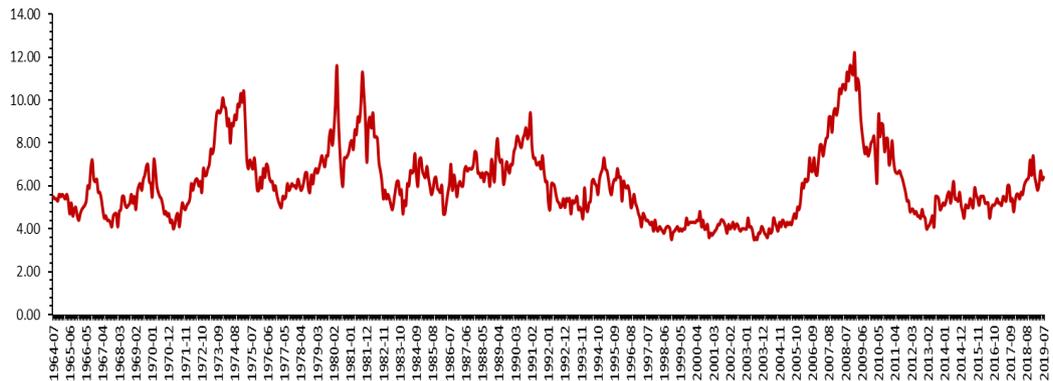


资料来源：World Population Review, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

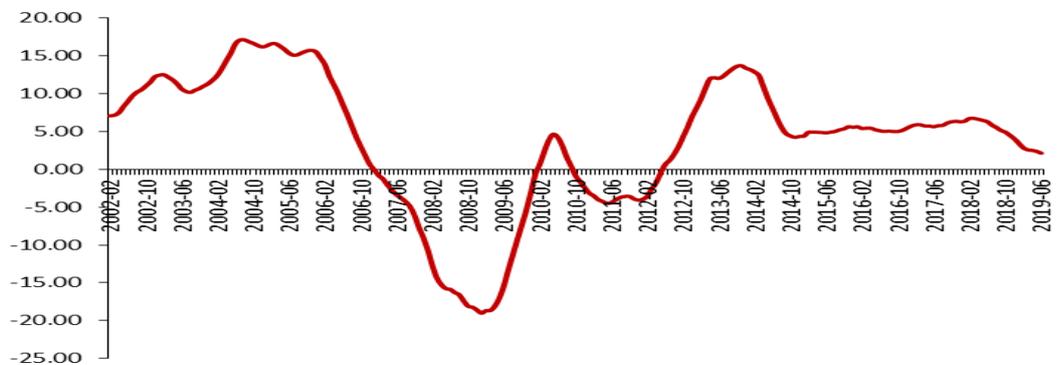
另一方面，由于 2019 年二季度以来，美国经济增长开始放缓，美国房屋库存开始上升，美国 20 座大城市 S&P/CS 房价指数增速开始下降。美国新建住房可供应月度在 2019 年 1-7 月的平均值是 6.27，明显高于 2012-2018 年每年的平均值。美国 2019 年 7 月 20 座大城市 S&P/CS 房价指数当月同比增速降至 2.13%，是 2012 年 8 月以来的最低值。

图 13：美国新建住房可供应月度



资料来源：Wind, 川财证券研究所

图 14：美国 20 座大城市 S&P/CS 房价指数当月同比增速 (%)



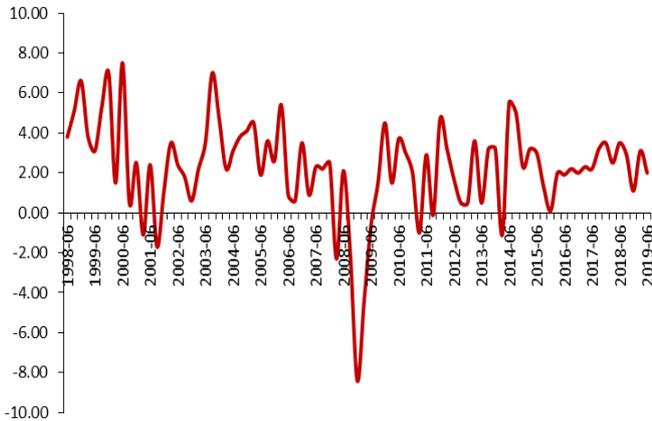
资料来源：Wind, 川财证券研究所

1.3 经济放缓与低利率环境对美国房地产的影响

美国 2019 年第二季度的 GDP 环比增速为 2%，低于第一季度的 3.1%。美国 7 月末季调 CPI 年率录得 1.8%，较 2019 年 6 月的 1.6%有所提高，但是 2019 年 1-7 月的 CPI 的平均水平明显低于 2018 年同期水平。美国 Markit 制造业 PMI 在 2019 年 8 月降至 49.9，是 2009 年 9 月以来的最低值，美国制造业呈现出明显的下滑迹象。现阶段美国经济增长放缓会一定程度上影响美国房地产行业上升节奏趋缓。

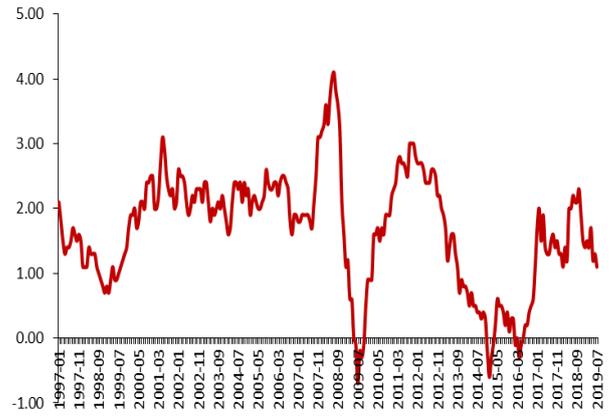
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 15: 美国实际 GDP 当季环比增速 (季度) (%)



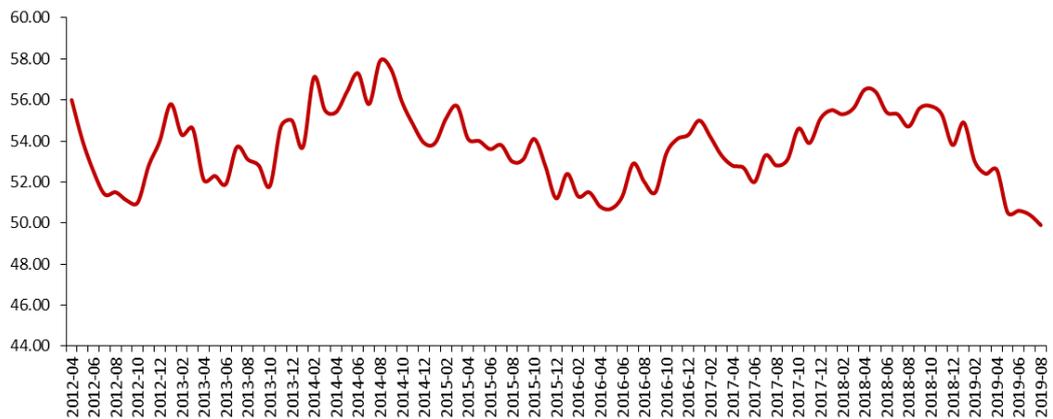
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 16: 美国 CPI 当月同比增速 (%)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

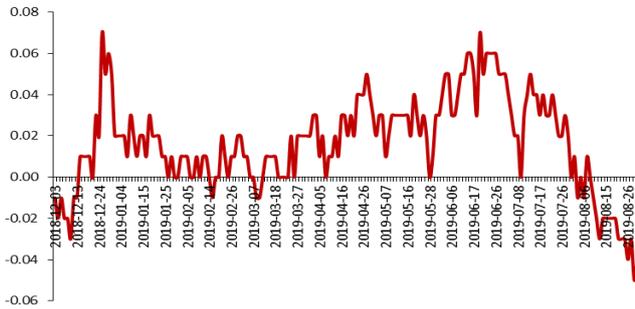
图 17: 2012 年 4 月-2019 年 8 月美国 Markit 制造业 PMI



资料来源: Wind, 川财证券研究所

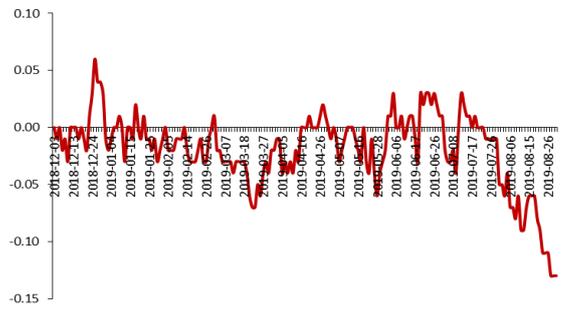
5 年期和 3 年期美债利差、5 年期和 2 年期美债利差自 2018 年 12 月出现倒挂以来, 10 年期和 3 个月美债利差在 2019 年 3 月开始出现倒挂, 这三组美债收益率曲线的倒挂深度在 2019 年 8 月已明显加深, 10 年期和 3 个月美债收益率曲线的倒挂深度最高达到 52 个 BP。另外, 2019 年 8 月, 10 年期和 2 年期的美债收益率曲线也出现了倒挂。这四组美债收益率曲线的倒挂均是自美国上一轮经济周期中后期出现倒挂以来的第一次倒挂, 美国经济增长出现进一步放缓甚至是回落的可能性, 但预计这对美国房地产的影响程度相对 2007-2009 年较小。考虑到以往美国经济下行周期通常维持 1-2 年, 房地产下行周期大约也在 1-2 年, 预计未来近一轮美国经济的下行使房地产景气度短暂走弱后, 又会进入稳中向上的周期。

图 18： 5 年期和 3 年期美债利差



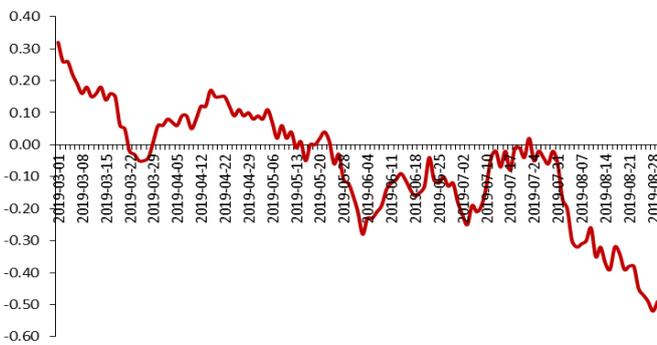
资料来源： Wind， 川财证券研究所

图 19： 5 年期和 2 年期美债利差



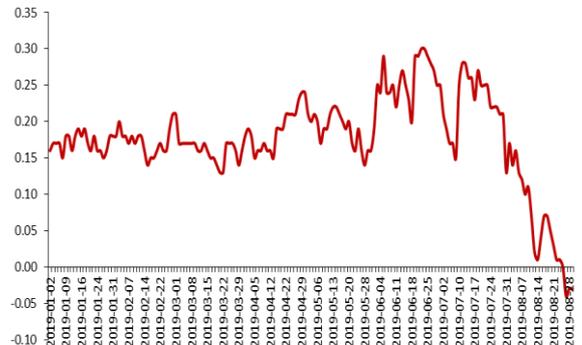
资料来源： Wind， 川财证券研究所

图 20： 10 年期和 3 个月美债利差



资料来源： Wind， 川财证券研究所

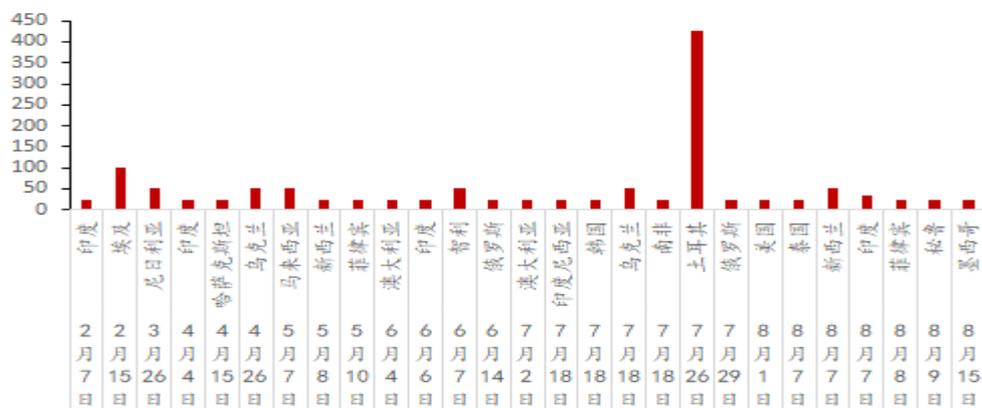
图 21： 10 年期和 2 年期美债利差



资料来源： Wind， 川财证券研究所

另一方面，考虑到全球经济增长同步疲软，大批央行进入降息周期。叠加美国经济短期内出现大幅走强的动力较为不足，在全球货币政策趋于宽松的周期中，美国很难独自坚持货币中性或紧缩政策，预计美联储大概率仍然会实施进一步的降息，所以美国房地产的发展环境会较为宽松。

图 22： 2019 年年初以来全球多个经济体降息幅度 (BP)



资料来源： Wind， 川财证券研究所

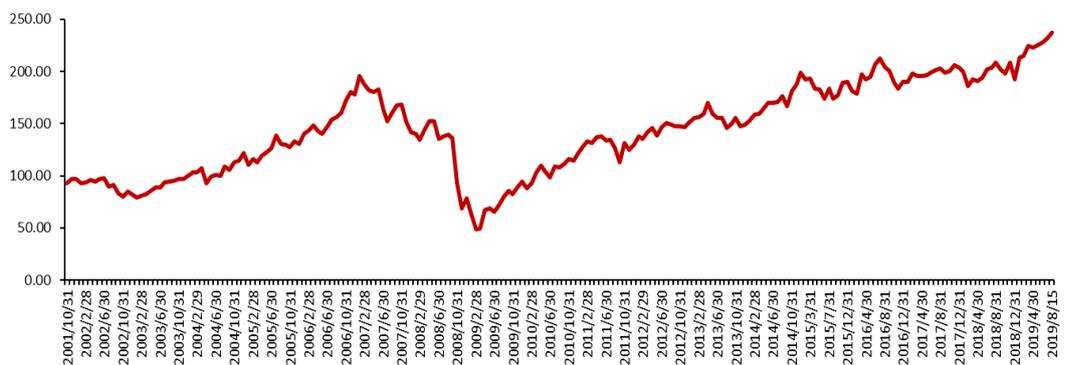
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

二、次贷危机后美国地产股走势

2.1 次贷危机后的标普 500 房地产指数表现

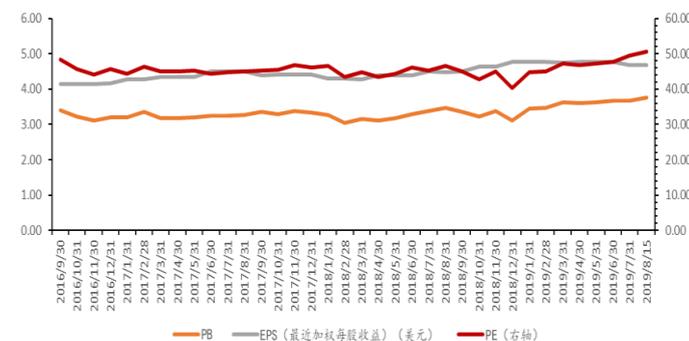
次贷危机后，标普 500 房地产指数从 2009 年 2 月底的 48.58 上升至 2019 年 8 月 15 日的 237.36，上涨了 388.6%，在标普 500 所有行业里仅次于标普 500 非核心消费品的涨幅（+555.07%）以及标普 500 信息技术行业的涨幅（+525.71%）。从近三年多的估值变化来看（由于标普 500 房地产指数设立时间较标普 500 其他行业指数设立时间晚较多，目前只能看到 2016 年 9 月以来的估值），标普 500 房地产指数三年来的 PE 均值为 45.55，截至 2019 年 8 月 15 日，标普 500 房地产指数 PE 上升至 50.61，较 2016 年 9 月的 48.6 仅上升了 4%。截至 2019 年 8 月 15 日，标普 500 房地产指数的 EPS（最近加权每股收益）为 4.69 美元，较 2016 年 9 月的 4.15 美元上升了 13%，期间 ROA 和 ROE 基本分别围绕在 4% 和 11% 上下波动。从近三年的估值变化来看，标普 500 房地产指数的上涨主要靠盈利驱动，且 PE 表现较为平稳。

图 23： 标普 500 房地产指数走势



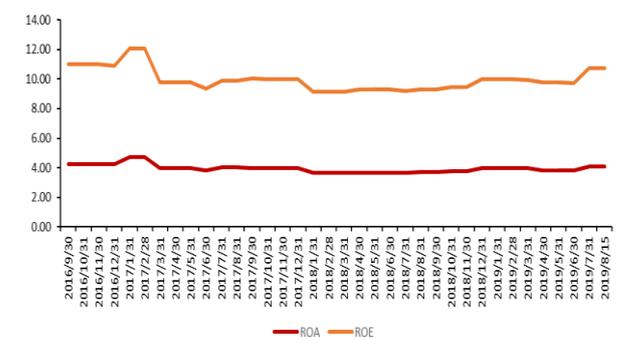
资料来源：Bloomberg, 川财证券研究所

图 24： 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 25： 标普 500 房地产指数 ROA 和 ROE (%)

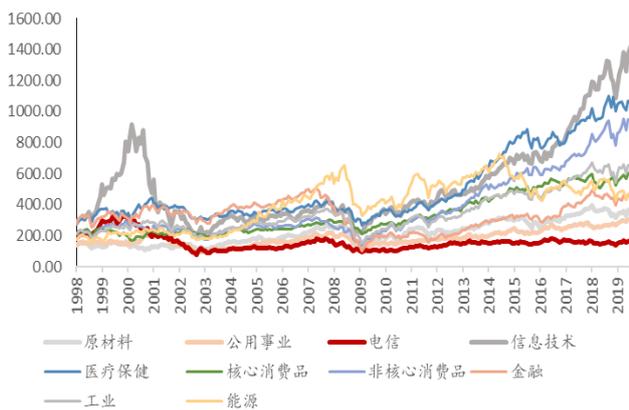


资料来源：Bloomberg, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

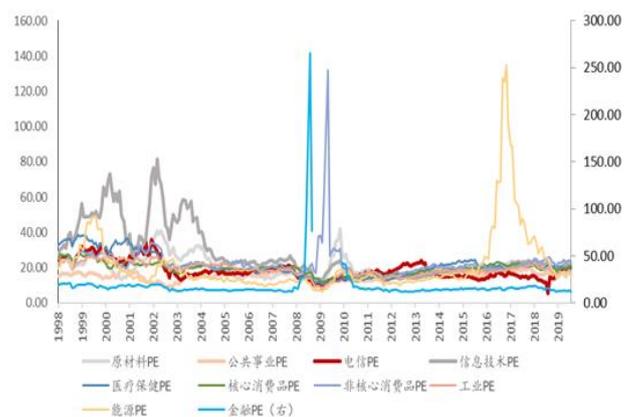
标普 500 房地产指数在 2018 年以来美股市场波动开始加剧的情况下，相对于标普 500 和标普 500 绝大多数行业，都表现出明显的低波动性。2017 年，标普 500 月度最大回撤发生在 2017 年 3 月，回撤幅度仅为-0.04%，但是 2018 年以来，美股的波动性开始加大。2018 年 2 月、3 月、10 月和 12 月，标普 500 单月分别回撤了-3.89%、-2.69%、-6.94%和-9.18%，并于 2019 年 5 月回调-6.58%。标普 500 能源行业在 2018 年 2 月、10 月和 12 月分别下挫了-11.34%、-11.33%和-13.21%，于 2019 年 5 月回撤-11.7%；2018 年 3 月、10 月和 12 月，标普 500 信息技术指数回撤了-3.95%、-8.05%和-9.4%，并且在 2019 年 5 月下挫了-8.91%；标普 500 非核心消费品在 2019 年 10 月和 12 月分别下跌-11.33%和-9.43%，在 2019 年 5 月下挫了-7.73%。而标普 500 房地产指数在 2018 年 2 月回撤-6.96%，在 2018 年 9 月和 12 月仅分别下跌-3.17%和-7.91%，远小于 2018 年标普 500 和标普 500 绝大多数行业的回撤幅度。在 2019 年 5 月，在美股多个行业以及全球多个市场大幅回撤的情况下，标普 500 房地产指数还上涨了 0.9%。在 2018-2019 年美股高波动率的环境下，标普 500 房地产指数的波动率较低，标普 500 房地产指数的波动率仅略高于标普 500 公用事业。近三年，虽然标普 500 房地产指数的 EPS 增长也远低于除公用事业和电信以外的大多数行业，但是标普 500 房地产指数 PE 的变化也远低于电信、能源和非核心消费品的变化。同时，近三年标普 500 房地产指数的 ROA 也是标普 500 各指数表现较为平稳的。

图 26： 标普 500 除房地产以外其他行业指数走势



资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

图 27： 标普 500 除房地产以外其他行业 PE



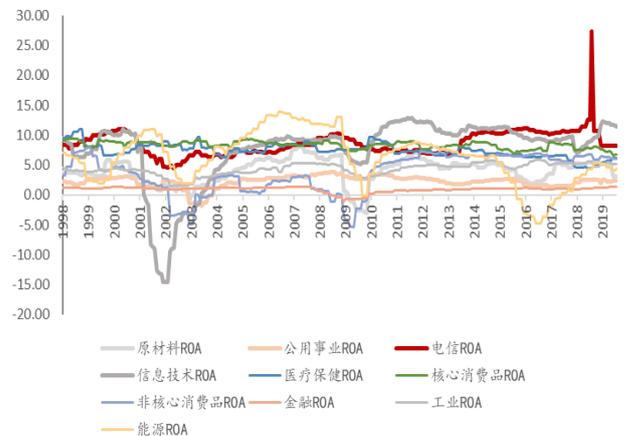
资料来源：Bloomberg，川财证券研究所

图 28: 标普 500 除房地产以外其他行业 EPS (最近加权每股收益) (美元)



资料来源: Bloomberg, 川财证券研究所

图 29: 标普 500 除房地产以外其他行业 ROA (%)



资料来源: Bloomberg, 川财证券研究所

2.2 标普 500 房地产行业个股财务现状及涨幅

从标普 500 房地产板块个股的 2019 年中报财务数据来看, 标普 500 房地产板块个股的财务表现普遍较为健康。首先, 标普 500 房地产所有个股的净利润均没有出现亏损, 沃那多房产信托、西蒙地产、美国电塔的净利润最高, 分别达到 26.07 亿美元、10.45 亿美元和 8.27 亿美元, 净利润最低的马赛里奇房产的净利润也有 0.24 亿美元。另外, 由于 2009 年以后美国 reits 得到较好的发展, 一些房地产信托公司净利润业绩较为可观, 比如 MAA 房产信托和埃塞克斯信托等。除了美国电塔、西蒙地产、SBA 通信的资产负债率高于 80% 以外, 其他个股的资产负债率均在 70% 以下。每股经营现金净流量除了世邦魏理仕是 -0.94 美元以外, 其他上市公司均达到 0.71 美元以上, 其中美国最大商业地产公司西蒙地产的每股经营现金净流量高达 6.13 美元, 房地产信托公司埃塞克斯信托每股经营现金净流量高达 6.54 美元。

次贷危机后涨幅排名前五的公司分别为 EXTRA SPACE STORAGE、世邦魏理仕、公寓投资与管理、SBA 通信和普洛斯, 涨幅分别为 2683.77%、1646.02%、1262.82%、1150.48%和 894.66%。除了普洛斯是市值超过 500 亿美元的大市值上市公司以外, 其余四家公司——EXTRA SPACE STORAGE、世邦魏理仕、公寓投资与管理、SBA 通信涨幅均为中小市值的地产公司, 这四家公司涨幅均在 1000% 以上。其中, 公寓投资与管理是标普 500 房地产指数中排名倒数第四的小市值地产公司, 涨幅达到 1262.82%。由于美国近几年来 reits 的快速发展, 涨幅排名前五的房地产公司中就有三个公司 (公寓投资与管理、SBA 通信和普洛斯) 的主营业务中涉及大量 reits 业务。涨幅排名前五公司的市盈率基本偏低, 除

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

了 SBA 通信市盈率偏大以外,其他四家公司的市盈率均低于行业市盈率,其中,公寓投资与管理的市盈率仅为 8.79。

表格 1. 美国标普 500 房地产公司 2019 年中报部分重要财务指标

证券代码	证券简称	总市值 (亿美元)	净利润 (亿美元)	每股经营 现金净流 量 (美元)	资产负 债率 (%)	PE (TTM)	EPS (TTM)	ROA (%)	次贷危 机后的 涨跌幅 (%)
AMT.N	美国电塔	992.50	8.27	4.12	83.02	67.47	3.32	2.29	784.56
CCI.N	冠城国际	592.08	4.56	2.95	69.79	82.23	1.73	1.29	892.43
PLD.N	普洛斯	512.54	7.34	1.59	33.40	30.62	2.65	1.90	894.66
SPG.N	西蒙地产	455.53	10.45	6.13	88.30	19.70	7.51	3.40	545.80
PSA.N	大众仓储信 托	453.87	7.37	5.82	20.86	31.07	8.37	6.68	565.70
WELL. N	WELLTOWER 信托	357.75	4.18	2.11	50.37	61.22	1.44	1.32	399.05
EQR.N	公平住屋	300.95	4.14	1.86	48.47	40.53	2.00	2.00	677.70
SBAC. O	SBA 通信	293.90	0.58	4.12	136.03	223.91	1.16	0.70	1,150.48
AVB.N	艾芙隆海湾 社区	285.49	3.39	4.57	43.20	31.14	6.57	1.82	588.48
VTR.N	芬塔公司	271.54	3.36	2.03	51.72	54.25	1.34	1.48	459.41
DLR.N	数字房地产 信托	251.18	1.77	3.97	55.22	111.09	1.09	0.75	530.87
O.N	REALTY INCOME	229.79	2.06	1.54	47.08	58.89	1.23	1.29	477.77
ESS.N	埃塞克斯信 托	205.48	2.11	6.54	49.63	50.13	6.24	1.69	713.67
BXP.N	波士顿地产	196.44	2.68	3.66	62.29	37.06	3.43	1.29	368.09
CBRE. N	世邦魏理仕	169.72	3.88	-0.94	63.38	15.83	3.19	2.76	1,646.02
HCP.N	HCP 信托	168.45	0.48	0.77	51.73	17.26	1.99	0.36	265.30
ARE.N	亚历山大房 地产	164.64	2.08	2.73	47.56	43.42	3.34	1.36	231.41
EXR.N	EXTRA SPACE STORAGE	155.25	2.00	2.83	66.29	35.98	3.36	2.46	2,683.77
MAA.N	MAA 房产信 托	140.88	1.26	3.23	44.26	59.70	2.07	1.11	638.72
UDR.N	UDR 不动产 信托	132.86	0.60	1.01	51.59	84.68	0.55	0.76	693.49
DRE.N	杜克房地产	118.95	1.16	0.71	41.33	51.16	0.64	1.46	665.52

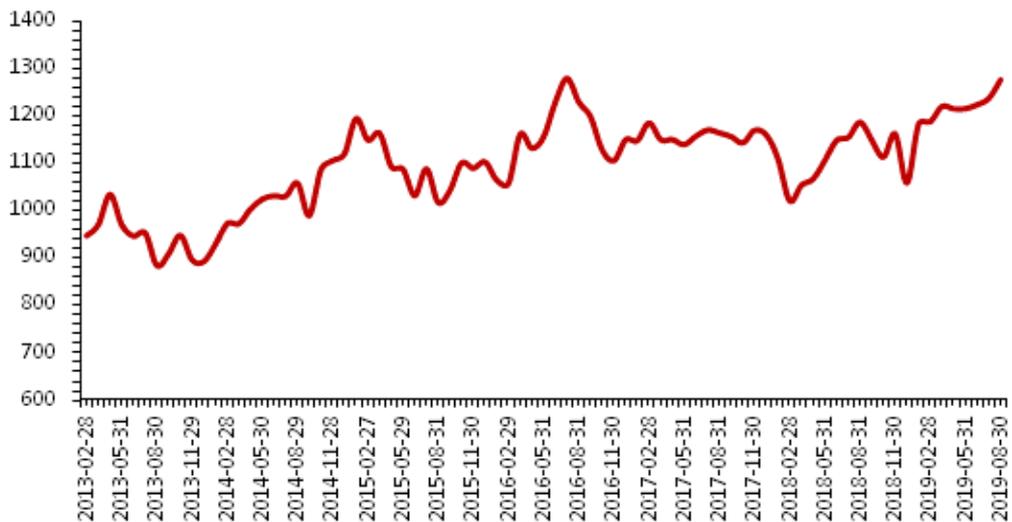
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

VNO.N	沃那多房产 信托	115.10	26.07	1.53	53.34	4.01	15.06	14.86	255.58
HST.N	豪斯特酒店 及度假村	113.87	4.72	0.85	39.20	10.38	1.50	3.84	497.76
REG.O	REGENCY CENTERS	108.98	1.42	1.73	41.97	37.48	1.74	1.30	177.74
FRT.N	FRT 信托	97.45	1.41	3.23	58.56	38.97	3.34	2.23	304.56
AIV.N	公寓投资与 管理	79.35	3.39	1.14	68.85	8.79	5.70	5.45	1,262.8 2
KIM.N	金克地产	78.17	2.17	0.74	51.17	22.50	0.82	1.97	253.95
SLG.N	SL 格林不 动产	64.47	2.12	2.61	51.81	27.80	2.81	1.61	756.27
MAC.N	马赛里奇房 产	42.21	0.24	1.17	66.80	39.01	0.77	0.26	293.56

资料来源: Wind, 川财证券研究所

注: 统计时间截至 2019 年 8 月 15 日。

图 30: MSCI US Reit 指数



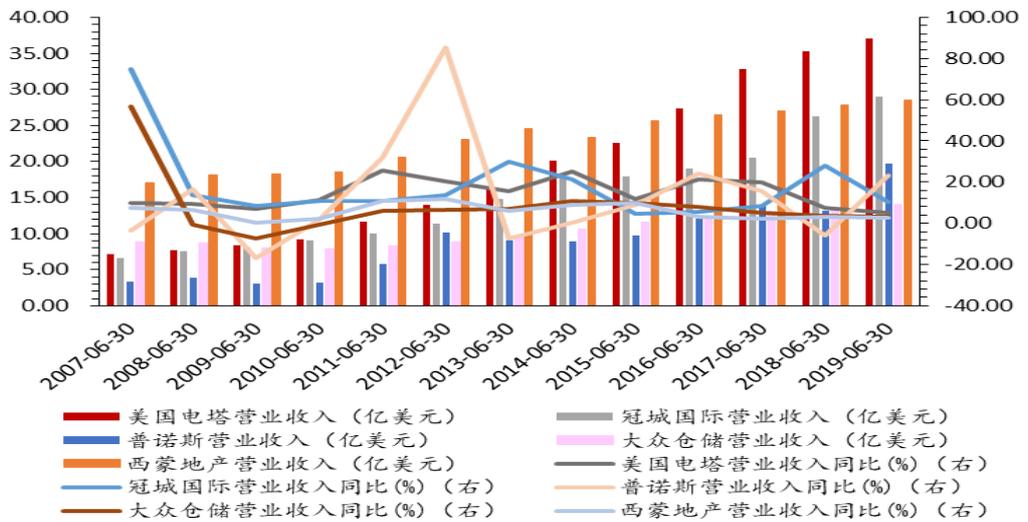
资料来源: Wind, 川财证券研究所

另外, 标普 500 房地产行业市值排名前五的公司在次贷危机后的涨幅表现也较为突出, 美国电塔、冠城国际、普诺斯、大众仓储和西蒙地产的涨幅均在 545.8% 以上。从这五家公司的 2019 年中报的营业收入来看, 美国电塔、冠城国际、普诺斯、大众仓储和西蒙地产营业收入均较 2007 年大幅提高, 和次贷危机影响有所显现的 2007 年 6 月相比, 美国电塔和普洛斯的营业收入上升最为明显, 美国电塔的营业收入从 2007 年 6 月的 7.11 亿美元上升至 2019 年 6 月的 37.03 亿美元, 普诺斯的营业收入从 2007 年 6 月的 3.39 亿美元上升至 2019 年 6 月

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

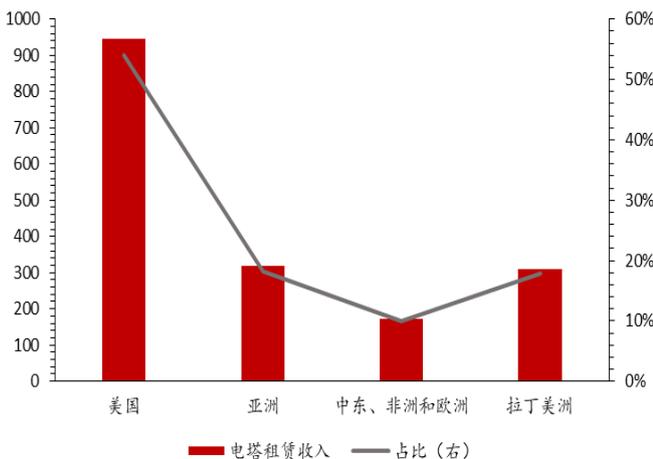
的 19.75 亿美元，营业收入上升幅度超过了 5 倍。普诺斯有 90% 左右的营业收入来自于物流地产租赁，目前已发展成为美国最大的物流地产之一。就美国电塔而言，对主营收入贡献最大的是电塔租赁业务收入，达到 18.9 亿元，占营业收入总额的 51.04%。其中，美国本土的电塔租赁业务收入占比 54%，中国和拉丁美洲均占 18%。由于次贷危机后美国新一轮房地产周期中 reits 得到大力发展，美国电塔以电塔租赁收入为底层资产来发行 reits，因此美国电塔也发展成美国规模最大的房地产投资信托基金之一。

图 31： 标普 500 房地产行业市值排名前五公司营业收入及营业收入增速



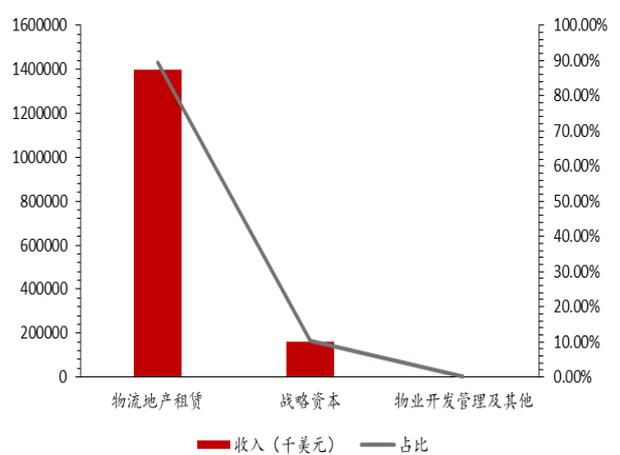
资料来源：Wind, 川财证券研究所

图 32： 美国电塔 2019 年上半年电塔租赁业务收入（百万美元）



资料来源：企业公告, 川财证券研究所

图 33： 2019 年上半年普洛斯收入的主要来源

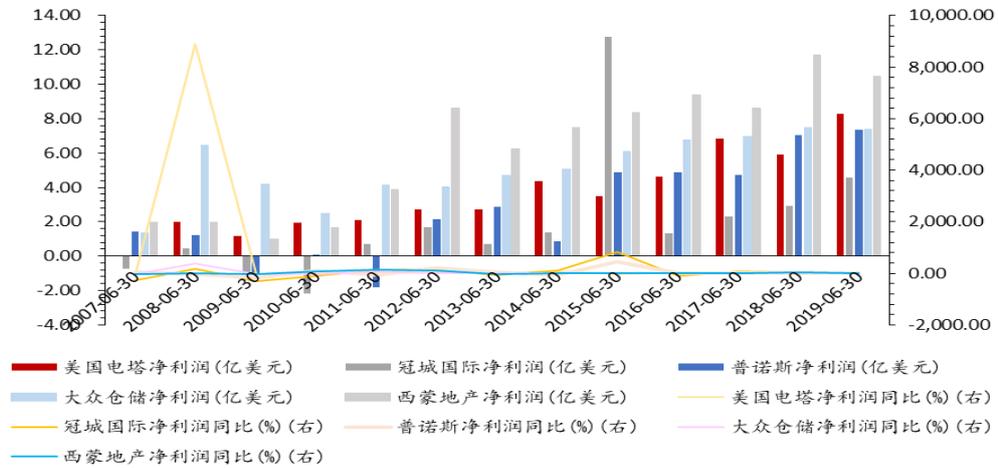


资料来源：企业公告, 川财证券研究所

从标普 500 房地产行业市值排名前五公司的 2019 年中报净利润来看，美国电塔、冠城国际、普诺斯、大众仓储和西蒙地产在 2019 年 6 月的净利润均比本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

2007年6月时已有了显著提升。提升幅度最明显的是美国电塔，从2007年6月时的0.02亿美元上升至2019年6月的8.27亿美元。

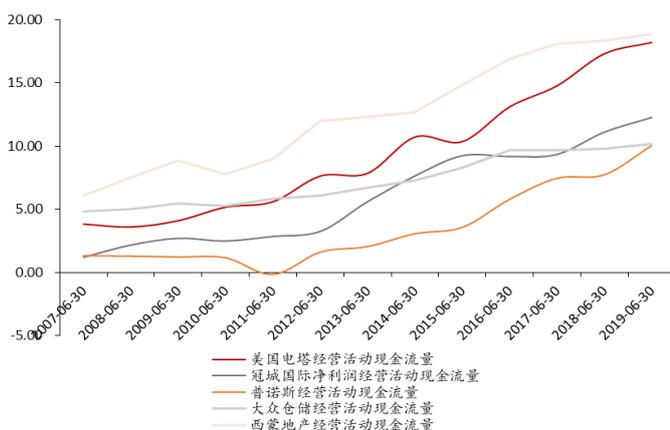
图 34： 标普 500 房地产行业市值排名前五公司净利润及净利润增速



资料来源：Wind, 川财证券研究所

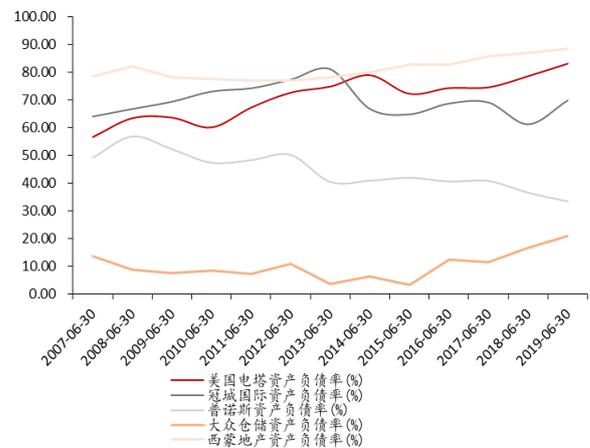
标普 500 房地产行业市值排名前五公司经营活动现金流量在 2019 年 6 月较 2007 年 6 月已经有了大幅改善，其中西蒙地产的经营活动现金流量达到 18.88 亿美元。但值得注意的是，由于这些房地产公司在近几年业务大幅扩张，除了普诺斯以外，其余的四家公司资产负债率均有上升。其中，西蒙地产的资产负债率最高，由于 2019 年上半年在墨西哥、西班牙、法国、英国、日本等地新增商业开发项目较多，2019 年 6 月西蒙地产资产负债率达到 88.3%。

图 35： 标普 500 房地产行业市值排名前五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

图 36： 标普 500 房地产行业市值排名前五公司资产负债率



资料来源：Wind, 川财证券研究所

表格 2. 西蒙地产 2019 年新增商业项目

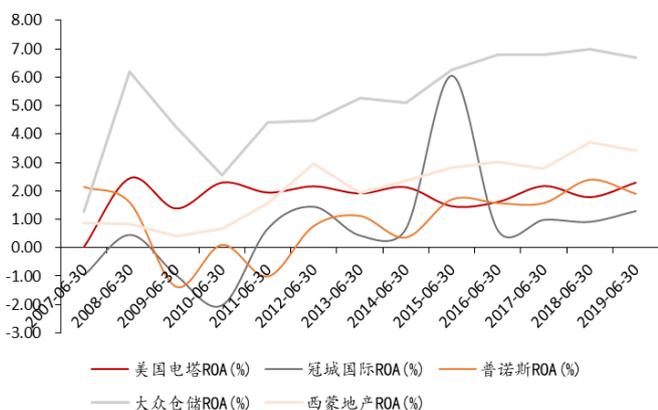
位置	总营业面积 (平方英尺)	权益占比	项目获得成本 (百万美元)	项目开始运营时间
克雷塔罗, 墨西哥	270,600	50%	23	2019年5月
马拉加, 西班牙	191,000	46%	48.8	2019年10月
曼谷, 泰国	251,000	50%	52.4	2020年2月
坎诺克(西米德兰), 英国	197,000	20%	33.6	2020年10月
弗农(诺曼底), 法国	229,000	81%	199.2	2021年6月
里士满(不列颠哥伦比亚省), 加拿大	84,000	46%	20.6	2019年8月
京畿道, 韩国	116,000	50%	23.3	2019年8月
阿什福德, 英国	98,000	46%	54.7	2019年10月
诺文塔迪皮亚韦(威尼斯), 意大利	29,000	92%	24.4	2019年10月
鸟栖, 日本	38,000	40%	8.9	2019年11月
御殿场, 日本	178,000	40%	69.3	2020年4月
泉佐野(大阪), 日本	110,000	40%	29.8	2020年7月

资料来源: 企业公告, 川财证券研究所

注: 统计时间截至 2019 年 8 月 15 日。

就标普 500 房地产行业市值排名前五公司 ROA 和 ROE 来看, 除了普诺斯以外, 近十年其他四家公司的 ROA 和 ROE 均有了较为明显的提升。其中大众仓储的 ROA 最高, 2019 年 6 月达到 6.68%; 西蒙地产的 ROE 最高, 达到 31.31%。从美国地产板块的财务情况来看, 即使未来一段时间内美股波动率不断升高, 美国经济出现进一步放缓甚至是回落, 美国房地产板块未来短期内很难出现 2007-2009 年次贷危机时期同级别的大幅回撤。

图 37: 标普 500 房地产行业市值排名前五公司 ROA



资料来源: Wind, 川财证券研究所

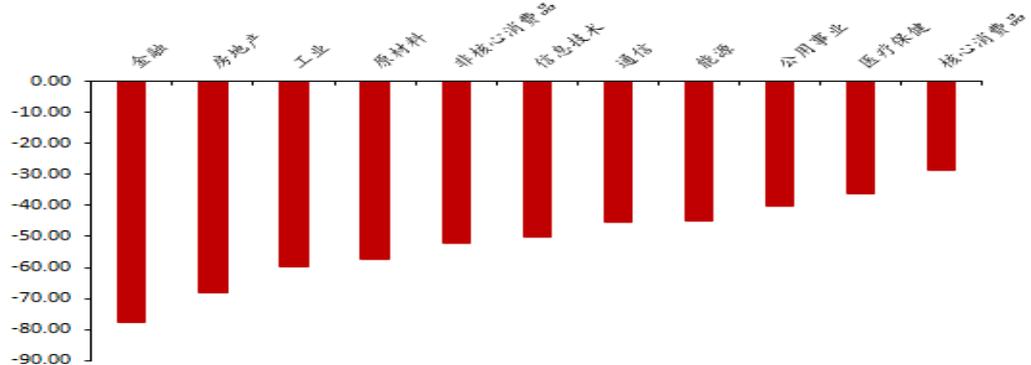
图 38: 标普 500 房地产业市值排名前五公司 ROE



资料来源: Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 39：次贷危机时标普 500 各行业跌幅 (%)



资料来源：Wind, 川财证券研究所

注：统计时间截至 2019 年 8 月 15 日。

附：

表格 3. 标普 500 房地产行业公司简介

证券代码	证券简称	成立日期 (年)	公司简介
AMT. N	美国电塔 (AMERICAN TOWER)	1995	美国电塔公司是一家无线通讯以及广播基础设施公司，公司从事持有、管理、开发和租赁无线和广播通信塔等业务。
CCI. N	冠城国际 (CROWN CASTLE)	1998	冠城国际公司拥有、租赁和经营无线基础设备，包括信号塔和其他结构，如屋顶(信号塔)、分布式天线系统(DAS)以及各种形式的第三方信号塔下的土地权益。
PLD. N	普洛斯 (PROLOGIS)	1997	普洛斯公司是世界领先的物流配送设施和服务的投资开发商，致力于为全球最具活力的制造商、零售商与第三方物流公司提供完整解决方案。
SPG. N	西蒙地产 (SIMON PROPERTY)	1998	西蒙地产集团是一家综合性地产公司，是美国最大的地产上市公司。所经营的零售地产类型主要包括区域性购物中心、社区及时尚生活中心以及在国际性地产项目等五大类。
PSA. N	大众仓储信托	1980	大众仓储信托公司是一个房地产投资信托基金。信托业务包括自助储存设施的收购，开发及其所有权的运作，通常以月为单位，为个人和企业提供的租赁的空间。
WELL. N	WELLTOWER 信托	1970	Welltower Inc. (原医疗保健房产信托公司)是一家房地产投资信托公司，主要投资于高级住房和医疗保健房地产。该公司还提供一系列的物业管理和开发服务。该公司的主要资产类型包括投资物业及医疗大楼。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

EQR. N	公平住屋	1993	公平住屋公司是一家房地产投资信托(REIT)公司。该公司定位于在美国最高增长和最繁华地区收购、开发和管理高品质公寓,通过租赁居民公寓单位获得相关收入。该公司在美国拥有多家物业公司。公平住屋公司1993年上市,是美国第一家经营“出租公寓”的上市REITs。
SBAC. O	SBA 通信	1997	SBA 通信公司是一家在在北美和中美洲的领先的无线通信基础设施提供商和经营者。该公司主要由两个业务:站点租赁和网站开发服务。
AVB. N	艾芙隆海湾社区 (AVALONBAY)	1978	艾芙隆海湾社区是一家房地产投资信托公司。主要在美国从事发展、重建、收购和管理公寓社区。如今公司的业务领域覆盖了美国东北部、大西洋中部、中西部以及太平洋西北部和南加州区域。
VTR. N	芬塔公司 (VENTAS)	1983	芬塔公司是一家先的医疗房地产投资信托基金,拥有多元化的投资组合,通过子公司提供管理、租赁、销售、设备开发及咨询服务,以及高评级的医院和卫生系统。
DLR. N	数字房地产信 托	2004	数字房地产信托有限公司专注于提供以客户为导向的数据中心解决方案,通过安全、可靠和具有成本效益的工具,以满足每个客户对于数据中心的独特需求。公司也拥有、收购、开发、重新开发和管理高技术含量的不动产。
O. N	REALTY INCOME	1969	Realty Income 公司是一家房地产投资信托基金,拥有并管理遍布美国各地的商业地产投资组合。该公司专注于收购按长期净租赁协议出租给地区性和全国性连锁店的单一租户零售场所。
ESS. N	埃塞克斯信托	1994	埃塞克斯信托公司是一家自管自营的房地产投资信托公司。致力于收购、开发和管理多户住宅房地产。该公司在加利福尼亚州和华盛顿州拥有多家住宅和商业房地产的所有权。
BXP. N	波士顿地产	1997	波士顿地产公司为美国最大的写字楼物业所有者,管理者和开发者之一,是上市的房地产投资信托基金公司,物业主要分布在波士顿、纽约、旧金山、华盛顿和普林斯顿五大核心区域。致力于在波士顿、纽约、华盛顿等美国最繁华城市的核心地区开发或收购A级写字楼。目标租户为大企业和金融、医疗、高科技及知识密集型中小企业。
CBRE. N	世邦魏理仕 (CBRE)	2001	世邦魏理仕集团公司(CBRE GROUP, INC.,原CB Richard Ellis Group, Inc),是全球最大的商业地产服务和投资公司之一,拥有全球最完善的智能资产、最优质全面的综合业务平台和最深入的本地市场知识,在各主要市场均处于领导地位。具体产品与服务包括物业租售的战略顾问及实施、企业服务、物业设施及项目管理、按揭融资、评估与估值、开发服务、投资管理、研究与策略顾

问等。2011年10月3日, CB Richard Ellis Group, Inc 因并购其全资子公司, 公司名变更为 CBRE GROUP, INC.

HCP. N	HCP 信托 (HCP)	1985	HCP 房产信托公司是一家投资于服务于医疗保健行业在美国的房地产的公司。公司主要从事收购、开发、租赁、管理医疗保健房地产和为医疗保健机构提供融资。公司投资领域包括: 高级住宅, 生命科学, 医疗办公室, post-acute/skilled 等。
ARE. N	亚历山大房地 产	1994	亚历山大房地产公司是国内最大业主和卓越的房地产投资信托基金, 从事办公和实验场所的收购、管理、扩张和开发。重点关注于通过所有权、经营、管理、选择性的收购、开发以及包含生命科学实验室空间性质的重建来实现集群发展。
EXR. N	EXTRA SPACE STORAGE	2004	Extra Space Storage 公司是一家自我执行和自我管理的房地产投资公司。该公司拥有、运营、管理、获得、开发专业的自助式存储设施。该公司主要经营三个部分: 物业管理、收购和重建。
MAA. N	MAA 房产信托	1993	MAA 房产信托是一家房地产投资信托公司。该公司主要在美国南部的阳光地带收购、持有并经营公寓社区。公司主要寻求收购和开发吸引中上层收入住户的公寓社区。
UDR. N	UDR 不动产信 托(UDR)	1972	UDR 不动产信托公司是一个领先的多户不动产投资信托公司, 致力于在美国目标市场上管理、收购、出售、开发和重建有魅力的房地产资本。
DRE. N	杜克房地产	1985	杜克房地产公司是一个自我执行和自我管理的房地产投资公司。该公司经营三个部分: 办公室的买进、租赁以及工业房地产投资。
VNO. N	沃那多房产信 托	1993	沃那多房产信托公司是美国最大的房地产信托公司之一。在纽约城区、华盛顿行政区和北维吉尼亚拥有办公楼、零售和展示厅产业, 公司还拥有并操控芝加哥商品市场。
HST. N	豪斯特酒店及 度假村	1998	豪斯特酒店及度假村公司是一家自我经营自我管理的房地产投资信托公司(REIT)。主要从事酒店物业的所有权和经营权投资, 主要投资于美国房地产市场奢侈品和高档的酒店。也投资在加拿大, 墨西哥, 智利, 英国, 意大利, 西班牙和波兰等地方的房产。
REG. O	REGENCY CENTERS	1993	REGENCY CENTERS CORP 是一家房地产投资信托公司(REIT)。公司拥有、运营和投资起市场支配地位的百货、商品导购节目、专业零售商、位于高家庭收入社区饭店的高收益投资项目。

FRT.N	FRT 信托	1962	FRT 信托是一个股票房地产投资信托基金，专注于零售及多功能固定资产的所有、管理和重建，主要位于美国的东北部和中部的大型城市以及加利福尼亚州。
AIV.N	公寓投资与管理	1994	公寓投资与管理公司是一家自营式房地产投资信托公司，主要从事多元化的投资组合和运作公寓物业业务。公司的核心业务主要是：房地产业务和投资组合管理。公司的主要财务目标是提供可预测的和有吸引力的方案回报给股东。该公司总部设在科罗拉多州丹佛市。
KIM.N	金克地产 (KIMCO REALTY)	1966	金克地产公司是一家房地产投资信托(REIT)机构，在北美各地设有办事处。该公司横跨北美不动产市场。公司主要从事邻近地区和社区购物中心取得、开发和管理。同时，还提供不动产物业管理、租赁与经营服务，以及房地产业务维修。
SLG.N	SL 格林不动产	1997	SL 格林不动产公司是唯一的完全集成的房地产投资信托基金公司，主要致力于在曼哈顿进行商业地产的收购、管理和利益最大化。
MAC.N	马赛里奇房产 (MACERICH)	1993	马赛里奇房产公司是一个自我执行和自我管理的房地产信托基金公司。该公司参与收购、拥有、开发、再开发、管理和租赁遍布美国地区和社区的购物中心。

资料来源: Wind, 川财证券研究所

风险提示

经济增长不及预期；美联储政策超预期；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：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004