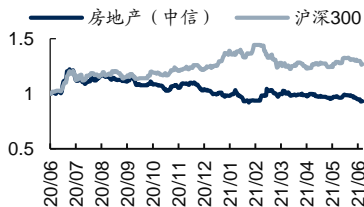


一年该行业与沪深300走势比较

行业专题



相关研究报告:

《房地产行业周报: 成都厦门集中供地热度较高, 北京鼓励社会资本参与城市更新》——2021-06-16
 《房地产行业周报: 土地出让金划归税务征收, 长沙苏州土拍热度较高》——2021-06-07
 《土地出让金划转税务征收政策点评: 并非针对地产, 但潜在影响值得关注》——2021-06-07
 《房地产行业周报: 政策补丁有序跟进, 二手房调控显成效》——2021-06-01
 《房地产行业 2021 年 6 月投资策略: 热度不减, 静以待变》——2021-05-26

证券分析师: 任鹤

电话: 010-88005315
 E-MAIL: renhe@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520040006

证券分析师: 王粤雷

电话: 0755-81981019
 E-MAIL: wangyuelel@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520030001

联系人: 王静

电话: 021-60893314
 E-MAIL: wangjing20@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

公募 REITs 扬帆, “新资产” 起航

● REITs 的本质与典型特征

REITs 本质是专注于不动产投资的基金产品, 基本结构包括底层资产、资产管理人、产品管理人和持有人四个部分, 各种 REITs 结构均是在此基础上, 为实现各类目的而做出的改进。REITs 的典型特征是高分红、有限杠杆和税收中性。

● 美国 REITs 最成熟, 亚洲工业/物流类 REITs 表现最佳

美国是全球最大的 REITs 市场, 市值超过 1.2 万亿美元。日均换手率 0.8%, 小幅高于标普 500。长期收益率跑赢标普 500, 权益属性强。同时与股市相关性较弱, 可作为分散投资标的。亚洲 REITs 起步晚但成长迅速, 日本、新加坡和中国香港占九成份额, 过去 10 年整体表现稳健, 工业/物流类表现最好, 酒店类表现最差。

● 首批公募 REITs 资产质量佳, 发行定价理性, 具备吸引力

首批公募 REITs 底层资产整体上比较优质, 普遍采用的“公募基金+ABS”产品架构是当前法规体系下的合理选择。通过“股+债”的资本弱化, 实现一定程度的节税并使分红基础更加接近自由现金流。平均发行溢价率 3.4%, 发行定价相对理性, 也为二级市场留足空间。根据发行价计算的 2021 年现金流分派率在 2.99% 至 9.58% 之间, 整体具备吸引力。

● 短期“物”大于“人”, 长期“人”的重要性凸显

REITs 的市场价格由底层资产和市场交易共同决定, 其价格波动来自于底层资产估值变化和二级市场交易因素。从首批公募 REITs 底层资产优质且集中的特点看, 初期“物”的重要性大于“人”。长期来看, 随着 REITs 产品逐渐“长大”, 其持有的底层资产会越来越多, 业态构成也会日趋复杂, 基金管理人的重要性将逐渐凸显。

● 资产价值锚定下限, 派息收益率决定上限

下限方面, 由于首批公募 REITs 底层资产估值发生重大变化的可能性不高, 也不太可能产生类似于部分公司的价值毁灭, 可将底层资产价值作为 REITs 价值的下限。上限方面, 其派息收益率不应明显高于高等级债券的到期收益率, 或不应高于具备类似成长性和风险特征的价值型股票的 PE 的倒数。

● 投资建议

REITs 作为一种成熟的金融产品, 随着国内首批公募 REITs 的起步, 未来将迎来迅速发展, 市场关注度和配置需求也将持续提升。同时, 公募 REITs 的波动率和派息率不同于权益资产和债权资产, 一定程度上是一种“新资产”。首批公募 REITs 底层资产质量好, 派息率具备吸引力, 同时一级市场定价相对理性, 因此, 我们对首批公募 REITs 强烈看好, 建议积极关注。

投资摘要

关键结论与投资建议

1、首批公募 REITs 资产质量佳，发行定价理性，具备吸引力。首批公募 REITs 底层资产整体比较优质，普遍采用的“公募基金+ABS”产品架构是当前法规体系下的合理选择。通过“股+债”的资本弱化，实现一定程度的节税并使分红基础更加接近自由现金流。平均发行溢价率 3.4%，发行定价相对理性，也为二级市场留足空间。根据发行价计算的 2021 年现金流分派率在 2.99%至 9.58% 之间，整体具备吸引力。

2、短期“物”大于“人”，长期“人”的重要性凸显。从首批公募 REITs 底层资产优质且集中的特点看，初期“物”的重要性大于“人”。长期来看，随着 REITs 产品逐渐“长大”，其持有的底层资产会越来越多，业态构成也会日趋复杂，基金管理人的重要性将逐渐凸显。

3、资产价值锚定下限，派息收益决定上限。下限方面，由于首批公募 REITs 底层资产估值发生重大变化的可能性不高，也不太可能产生类似于部分公司的价值毁灭，可将底层资产价值作为 REITs 价值的下限。上限方面，其派息收益率不应明显高于高等级债券的到期收益率，或不应高于具备类似成长性和风险特征的价值型股票的 PE 的倒数。

4、REITs 作为一种成熟的金融产品，随着国内首批公募 REITs 的起步，未来将迎来迅速发展，市场关注度和配置需求也将持续提升。首批公募 REITs 底层资产质量好，派息率具备吸引力，同时一级市场定价相对理性，因此，我们对首批公募 REITs 强烈看好，建议积极关注。

核心假设或逻辑

1、REITs 的市场价格由底层资产和市场交易共同决定，其价格波动来自于底层资产估值变化和二级市场交易因素。

2、相关国家政策、行业格局短期内不发生重大变化。

与市场预期不同之处

1、市场认为 REITs 具备较强的固收属性，基金管理人作用不大。我们认为公募 REITs 的底层资产固然具备稳定经营的特征，但随着 REITs 产品逐渐“长大”，其持有的底层资产会越来越多，业态构成也会日趋复杂，基金管理人的重要性将日益凸显，并逐渐成为 REITs 真正的“C 位”。

2、市场认为 REITs 价格波动空间不大，属于低波动资产。我们从美国 REITs 市场的历史表现出发，认为 REITs 尽管底层资产相对稳健，但交易因素也会造成非常大的影响，REITs 是权益类资产和债权类资产之外的“新资产”，可作为两类资产的风险分散手段。

股价变化的催化因素

1、底层资产经营表现超预期。

2、各类投资者配置需求提升。

核心假设或逻辑的主要风险

1、底层资产表现不及预期。

2、二级市场配置需求不足。

内容目录

前言	6
REITs 的概念与典型特征	6
基本概念	6
分类标准	7
REITs 的特征: 高分红、有限杠杆、税收中性	11
他山之石, 海外市场看 REITs	13
美国 REITs 市场	13
亚洲 REITs 市场	19
首批公募 REITs: 底层资产优质, 定价相对理性	21
首批公募 REITs 基本信息盘点	21
普遍采用“公募基金+ABS”产品结构	22
通过资本弱化, 实现了一定程度的节税	22
发行定价相对理性, 折溢价率有所不同	23
现金流分派率具备吸引力	24
首批公募 REITs 投资价值分析: 资产价值锚定下限, 派息收益率决定上限	24
REITs 的市场价格由底层资产和市场交易共同决定	25
首批公募 REITs 底层资产集中, 初期“物”的重要性大于“人”	25
与股市相关性弱, 可作为风险分散手段	26
资产价值锚定下限, 派息收益决定上限	27
投资建议	27
国信证券投资评级	29
分析师承诺	29
风险提示	29
证券投资咨询业务的说明	29

图表目录

图 1: REITs 的基本结构.....	7
图 2: REITs 的四个分类标准.....	7
图 3: 美国三类 REITs 市值 (单位: 亿美元).....	8
图 4: 美国三类 REITs 市值比例.....	8
图 5: 公司型 REITs 的组织结构.....	9
图 6: 契约型 REITs 的组织结构.....	9
图 7: 公募 REITs 的组织结构.....	10
图 8: 美国各物业类型 REITs 市值 (单位: 亿美元).....	11
图 9: 美国各物业类型 REITs 市值占比.....	11
图 10: 亚洲各物业类型 REITs 个数 (单位: 个).....	11
图 11: 亚洲各物业类型 REITs 近五年综合收益率.....	11
图 12: 美国代表性 REITs 历年派息收益率.....	12
图 13: 亚洲三大 REITs 市场 2020 年派息收益率.....	12
图 14: 美国代表性 REITs 资产负债率 (单位: %).....	13
图 15: 亚洲三大 REITs 市场 2020 年资产负债率 (单位: %).....	13
图 16: 美国上市 REITs 总市值及增速 (单位: 亿美元).....	14
图 17: REITs 日均换手率略高于标普 500 (单位: %).....	14
图 18: 美国 REITs 和标普 500 历年综合收益率 (单位: %).....	14
图 19: 美国 REITs 相对标普 500 的超额收益率 (单位: %).....	14
图 20: 权益型 REITs 与标普 500 的历年派息率 (单位: %).....	15
图 21: 权益型 REITs 与标普 500 的平均派息率 (单位: %).....	15
图 22: 不同业态 REITs 的历年综合收益率 (单位: %).....	16
图 23: 不同业态 REITs 的平均综合收益率 (单位: %).....	16
图 24: 1972 年末, 抵押型 REITs 成为主流 (单位: 亿美元).....	17
图 25: 1973 年至 1978 年美国 REITs 市值及结构 (单位: 亿美元).....	17
图 26: 1979 年至 1985 年美国 REITs 市值及结构 (单位: 亿美元).....	18
图 27: 1986 年至 2020 年美国 REITs 市值及结构 (单位: 亿美元).....	19
图 28: 亚洲 REITs 市场发展历程及市值变化 (单位: 亿美元).....	20
图 29: 亚洲各市场 REITs 市值 (单位: 亿美元).....	20
图 30: 亚洲各市场 REITs 市值占比.....	20
图 31: 首批公募 REITs 的“公募基金+ABS”产品结构.....	22
图 32: 首批公募 REITs 发行折溢价率.....	23
图 33: 首批公募 REITs 现金流分派率 (2021E).....	24
图 34: 首批公募 REITs 现金流分派率 (2022E).....	24
图 35: REITs 价格影响因素示意.....	25
图 36: 美国 REITs 综合收益率波动较大 (单位: %).....	27
图 37: 美国 REITs 派息收益率表现稳定 (单位: %).....	27
表 1: 权益型/抵押型/混合型 REITs 对比.....	8
表 2: 公司型、契约型、合伙型 REITs 对比.....	9
表 3: 美国各物业类型代表性 REITs (单位: 亿元).....	11
表 4: 美国 REITs 与首批公募 REITs 分红依据计算表.....	12
表 5: 部分国家/地区 REITs 负债率限制.....	12
表 6: 部分国家/地区 REITs 相关税制.....	13
表 7: 美国权益型 REITs 与标普 500 的年化收益率 (单位: %).....	14
表 8: 美国权益型 REITs 与三大指数的相关系数.....	15
表 9: 不同业态 REITs 收益率的相关系数.....	16
表 10: 美国 1986 年后出台的部分 REITs 支持政策.....	19
表 11: 亚洲三大 REITs 市场综合收益率.....	21
表 12: 亚洲各业态 REITs 综合收益率.....	21
表 13: 首批公募 REITs 主要数据.....	21
表 14: 标准 REITs 与类 REITs 的对比.....	21
表 15: 首批 REITs 收益法估值中选取的折现率和项目期限.....	23
表 16: 首批公募 REITs 发行折溢价率计算表 (单位: 亿元).....	23
表 17: 首批公募 REITs 现金流分派率.....	24

表 18: 首批公募 REITs 底层资产运营管理人.....	26
表 19: 美国权益型 REITs 与三大指数的相关系数.....	27

前言

作为 REITs 系列报告的首篇，本篇报告主要分三个部分，一是 REITs 基础知识与国际比较，二是首批公募 REITs 盘点，三是公募 REITs 投资价值的讨论。主要内容有：

- ◆ REITs 本质是专注于不动产投资的基金产品，基本结构包括底层资产、资产管理人、产品管理人和持有人四个部分，各种 REITs 结构均是在此基础上，为实现各类目的而做出的改进。**REITs 的典型特征是高分红、有限杠杆和税收中性；**
- ◆ 美国是全球最大的 REITs 市场，市值超过 1.2 万亿美元。日均换手率 0.8%，小幅高于标普 500。长期收益率跑赢标普 500，权益属性强。同时与股市相关性较弱，可作为分散投资标的。亚洲 REITs 起步晚但成长迅速，日本、新加坡和中国香港占九成份额，过去 10 年整体表现稳健，工业/物流类表现最好，酒店类表现最差；
- ◆ **首批公募 REITs 底层资产整体上比较优质**，普遍采用的“公募基金+ABS”产品架构是当前法规体系下的合理选择。通过“股+债”的资本弱化，实现一定程度的节税并使分红基础更加接近自由现金流。平均发行溢价率 3.4%，发行定价相对理性，也为二级市场留足空间。**根据发行价计算的 2021 年现金流分派率在 2.99%至 9.58%之间，整体具备吸引力；**
- ◆ REITs 的市场价格由底层资产和市场交易共同决定，其价格波动来自于底层资产估值变化和二级市场交易因素。从首批公募 REITs 底层资产优质且集中的特点看，**初期“物”的重要性大于“人”**。长期来看，随着 REITs 产品逐渐“长大”，其持有的底层资产会越来越多，业态构成也会日趋复杂，**基金管理人的重要性将逐渐凸显；**
- ◆ **资产价值锚定下限，派息收益决定上限**。下限方面，由于首批公募 REITs 底层资产估值发生重大变化的可能性不高，也不太可能产生类似于部分公司的价值毁灭，可将底层资产价值作为 REITs 价值的下限。上限方面，其派息收益率不应明显高于高等级债券的到期收益率，或不应高于具备类似成长性和风险特征的价值型股票的 PE 的倒数。

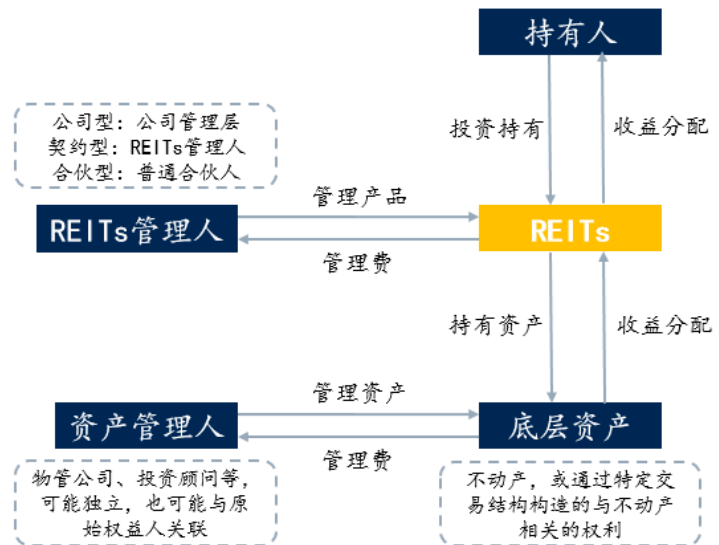
REITs 的概念与典型特征

基本概念

根据全美不动产投资协会（NAREIT）的定义，REITs 是一种专注于不动产投资的金融工具。REITs 通过发行股票（公司型 REITs）或者发行受益凭证（契约型 REITs）的方式募集资金，将募集资金投资于包括住宅公寓、零售物业、仓储物流等不动产，并将投资收益按照约定分配给投资者。由于不动产往往总价较高，流动相相对差，**REITs 为普通投资者提供了参与大宗不动产投资，并获得收益的机会。**

REITs 通过募集资金投资不动产的本质，使得 REITs 具备相似的基本结构。一个典型的 REITs 至少包含底层资产、资产管理人、产品管理人和持有人四个部分（不同类型的 REITs 在此之外还涉及借款人、SPV（或资产支持专项计划）等部分），这四个部分构成 REITs 的基本结构。实践中的 REITs 结构均是在此基础上，为实现各类目的而做出的改进。

图 1: REITs 的基本结构

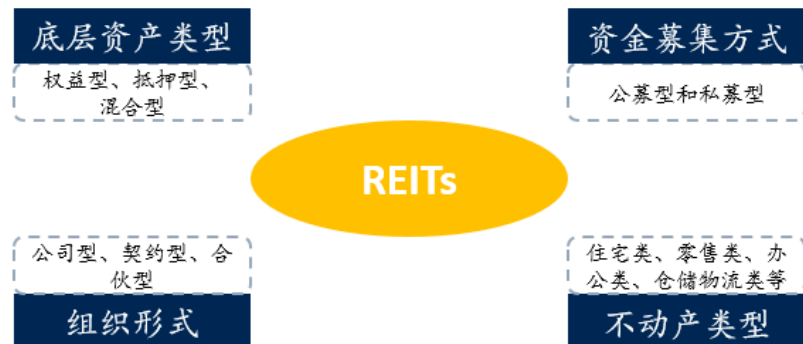


资料来源:国信证券经济研究所整理

分类标准

根据不同的标准，REITs 可以有多种分类方式。最常见的分类方式有四类：1. 根据底层资产类型划分为权益型、抵押型和混合型；2. 根据组织形式划分为公司型、契约型和合伙型；3. 根据资金募集方式划分为公募型和私募型；4. 根据投资不动产的类型划分为住宅类、零售类、办公类、仓储物流类等。

图 2: REITs 的四个分类标准



资料来源:国信证券经济研究所整理

分类一：权益型、抵押型、混合型

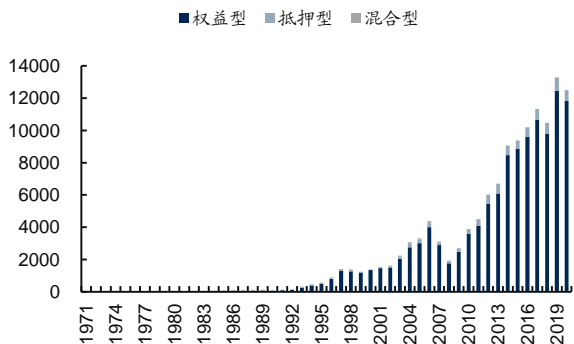
权益型 REITs 拥有不动产的所有权，投资者的收益来源于租金收入和不动产的增值收益。权益型 REITs 可以持有各种类型的不动产，包括住宅、酒店、办公楼、仓库、医院等。在成熟市场中，权益型 REITs 是 REITs 的主流。根据 NAREIT 的数据，截至 2020 年末，美国上市交易的 223 只 REITs 中，权益型 REITs 共 182 只，占比 81.6%，市值为 11841.5 亿元，占比 94.8%。

抵押型 REITs 不拥有不动产的所有权，而是通过各种方式（发放贷款、购买债权等）持有对房地产所有者的债权，并主要以贷款利息作为收益来源。抵押型 REITs 无法分享不动产的升值收益，也与不动产实际产生的租金收益无关，其

风险收益特征类似固定收益产品。截至2020年末,美国上市交易的223只REITs中,抵押型REITs共41只,占比18.4%,市值为650.4亿元,占比5.2%。

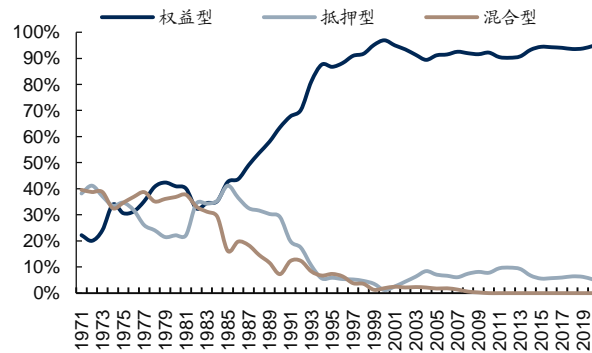
混合型 REITs 兼具权益型与抵押型 REITs 的特点,既持有不动产,也持有债权,其风险收益特点介于二者之间。实际上,从美国的经验来看,这样的产品并不受欢迎,至2009年,其市值在所有上市 REITs 中的占比已不足1%。

图 3: 美国三类 REITs 市值 (单位: 亿美元)



资料来源: NAREIT, 国信证券经济研究所整理

图 4: 美国三类 REITs 市值比例



资料来源: NAREIT, 国信证券经济研究所整理

表 1: 权益型/抵押型/混合型 REITs 对比

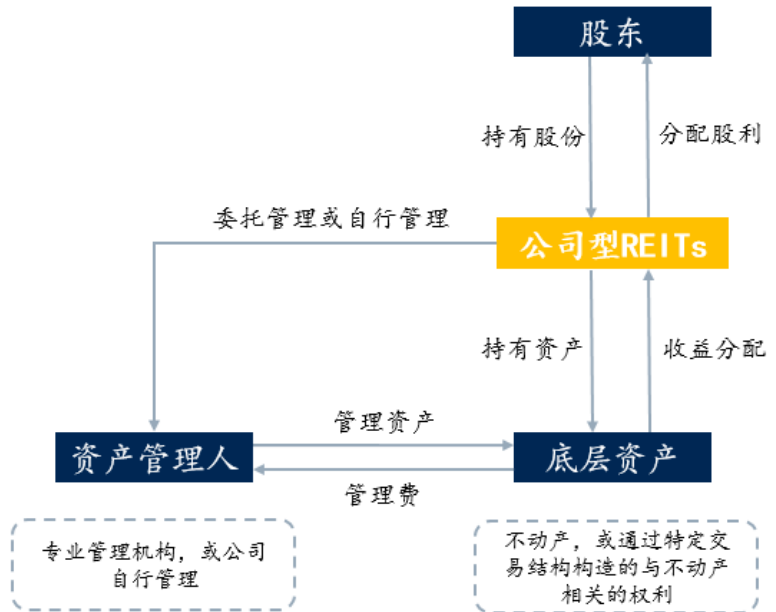
分类	标的资产	收益来源	市值占比
权益型	不动产所有权	租金收入+增值收益	94.8%
抵押型	不动产抵押债权	贷款利息	5.2%
混合型	二者兼备	二者兼备	—

资料来源:国信证券经济研究所整理

分类二: 公司型、契约型、合伙型

公司型 REITs 的组织架构与普通公司类似,投资者通过持有公司股票进行 REITs 投资,股东即是 REITs 投资者。在美国、日本、法国等国家,公司型 REITs 是都是主流。由于公司需交纳企业所得税,为了维持税收中性,公司型 REITs 需要特殊的税收优惠政策。以美国为例,当一家公司满足 REITs 的各项要求时,即可以享受股息在税前扣除的优惠。(美国公司型 REITs 更多是一种税法上的概念,而不是一种特定的公司形式。)

图 5: 公司型 REITs 的组织结构



资料来源:国信证券经济研究所整理

契约型 REITs 是 REITs 管理人通过发行受益凭证（基金份额、信托份额等）募集资金，并将募集资金投资于不动产或不动产相关权利的一种信托基金。在新加坡、中国香港等国家和地区，契约型 REITs 是主流形式。与公司型 REITs 不同，契约型 REITs 的法律基础是信托关系，投资者是委托人，REITs 管理人是受托人，除另有约定，REITs 持有人即是受益人。

图 6: 契约型 REITs 的组织结构



资料来源:国信证券经济研究所整理

合伙型 REITs 类似于一般的有限合伙企业，由有限合伙人（LP）和普通合伙人（GP）组成。有限合伙人不参与具体事务管理，并以其投资额为限对合伙 REITs 承担有限责任，普通合伙人管理 REITs 具体事务，并对 REITs 承担无限连带责任。合伙型 REITs 无法上市交易，不纳入本报告的讨论范围。

表 2: 公司型、契约型、合伙型 REITs 对比

组织形式	公司型	契约型	合伙型
投资者身份	股东	份额持有人	有限合伙人

财产属性	公司财产	信托财产	合伙财产
经营主体	股份有限公司	基金产品、信托产品	合伙企业
分红形式	股票分红	基金分红、信托分红	合伙企业分红

资料来源:国信证券经济研究所整理

分类三：私募型、公募型

私募型 REITs 是指以非公开方式向特定投资者发行的 REITs 产品。私募 REITs 由于无法上市交易，投资者门槛也相对较高，因此流动性较差。另一方面，由于投资者较少且风险承受能力更强，监管方面也相应更加宽松。从全球来看，私募型 REITs 占比都比较低。据 NAREIT 数据，美国私募型 REITs 占比不超过 5%。

公募型 REITs 以公开方式向普通投资者募集资金，对投资人数没有限制，门槛也比较低，是 REITs 产品的主流形式。公募型 REITs 可以上市交易，流动性也明显高于私募 REITs。

图 7：公募 REITs 的组织结构



资料来源:国信证券经济研究所整理

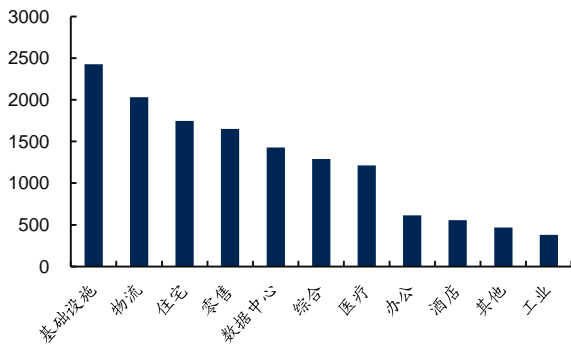
注：国内公募 REITs 由于相关法律法规的限制，底层资产为通过 ABS 构造的收益权，而不直接持有项目公司股权。

分类四：按底层不动产类型划分

根据底层不动产的不同，REITs 可以分为住宅、零售、办公、物流、医疗、基础设施等多个类别，只要是能够产生稳定现金流的不动产，其所有权或抵押债权都可以成为 REITs 的底层资产。

不同国家和地区 REITs 市场底层资产的构成比例各有不同。以美国为例，截至 2020 年 5 月（剔除抵押类 REITs 和市值 10 亿美元以下的 REITs），市值最大的是基础设施 REITs，市值共计 2428 亿美元，占比 17.4%，其次是物流 REITs，市值共计 2030 亿美元，占比 14.7%。办公 REITs、酒店 REITs 和工业 REITs 占比较低。

图 8: 美国各物业类型 REITs 市值 (单位: 亿美元)



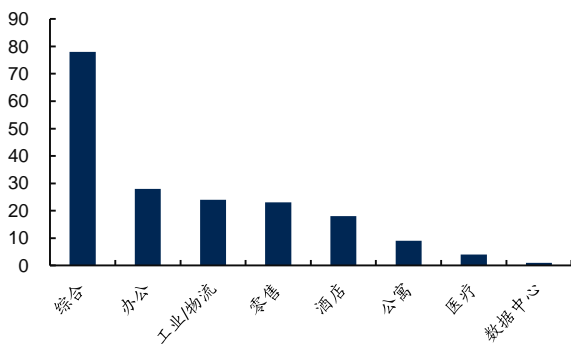
资料来源: NAREIT, 国信证券经济研究所整理

图 9: 美国各物业类型 REITs 市值占比



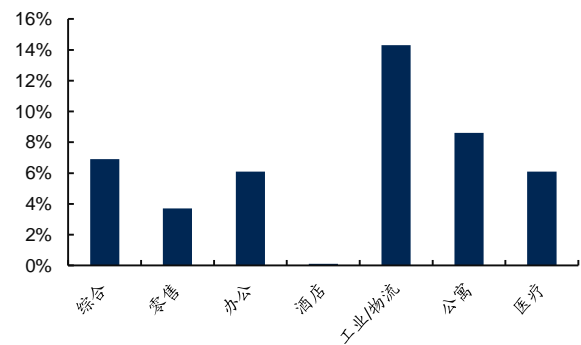
资料来源: NAREIT, 国信证券经济研究所整理

图 10: 亚洲各物业类型 REITs 个数 (单位: 个)



资料来源: 彭博, 戴德梁行, 国信证券经济研究所整理

图 11: 亚洲各物业类型 REITs 近五年综合收益率



资料来源: 彭博, 戴德梁行, 国信证券经济研究所整理

表 3: 美国各物业类型代表性 REITs (单位: 亿元)

类别	市值	代表公司	代表公司市值
基础设施	2428	美国电塔	1207
物流	2030	安博	915
住宅	1746	公平住屋	298
零售	1650	西蒙地产	446
数据中心	1427	EQUINIX	732
综合	1288	杜克房地产	184
医疗	1213	WELLTOWER	326
办公	614	亚历山大	278
酒店	555	VICI PROPERTIES	178
其他	468	-	-
工业	378	REXFORD INDUSTRIAL REALTY	83

资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理

REITs 的特征: 高分红、有限杠杆、税收中性

特征一: 高分红

强制性的高分红是 REITs 相对其他权益类产品的关键特点之一。在美国、欧洲、日本、新加坡等成熟 REITs 市场, 分红比例往往是决定一个公司或契约能不能满足 REITs 条件并享受税收优惠的重要因素。分红比例一般要求不低于 90%。根据中国证监会 2020 年 8 月 6 日发布的《公开募集基础设施证券投资基金指

引（试行）》，中国大陆首批公募 REITs 收益分配比例不低于合并后基金年度可供分配金额的 90%，与国际惯例一致。

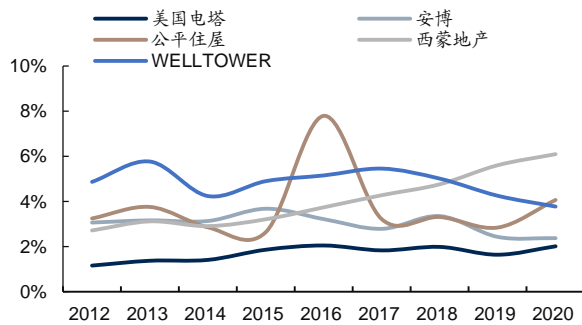
需要说明的是，公司型 REITs 进行分红的依据并非一般意义上的可分配利润，需要在净利润的基础上进行一系列的调整。如美国 REITs 的分红依据是 NAREIT FFO（Funds From Operation），该指标需要在净利润的基础上进行多项调整。中国大陆首批公募 REITs 采取基金架构，其可分配金额的计算按照基金会计的相关规则进行计算。

表 4：美国 REITs 与首批公募 REITs 分红依据计算表

	分红依据	计算起点	+	-
美国公司型 REITs	NAREIT FFO	净收入	资产处置损失、资产减值损失、公允价值变动损失、折旧、摊销、优先股分红	资产处置收益、公允价值变动收益、非控股性收益、利息收入
首批公募 REITs	可分配金额	净利润	折旧、摊销、利息支出、所得税	当年资本性支出、金融资产相关调整、相关预留（资本性支出、不可预见费、运营费用）

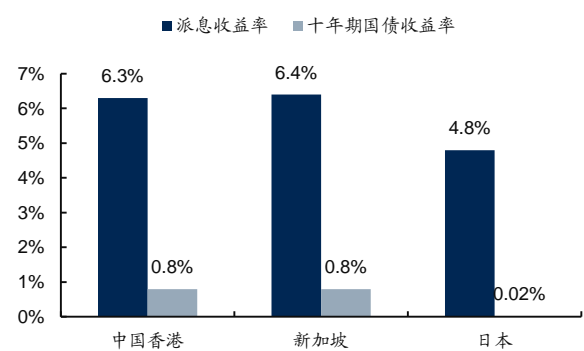
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 12：美国代表性 REITs 历年派息收益率



资料来源：彭博，戴德梁行，国信证券经济研究所整理

图 13：亚洲三大 REITs 市场 2020 年派息收益率



资料来源：彭博，戴德梁行，国信证券经济研究所整理

特征二：有限杠杆

相对于一般的公募基金，REITs 可以进行一定的杠杆操作，相对于一般的房地产公司，REITs 的杠杆则明显低得多。这就是 REITs 的有限杠杆，既不是无杠杆，也不是高杠杆。在部分 REITs 市场中，REITs 的杠杆率受到法律法规的限制，如韩国要求 REITs 的资产负债率不超过 2/3，新加坡则限制负债不超过总资产的 50%。

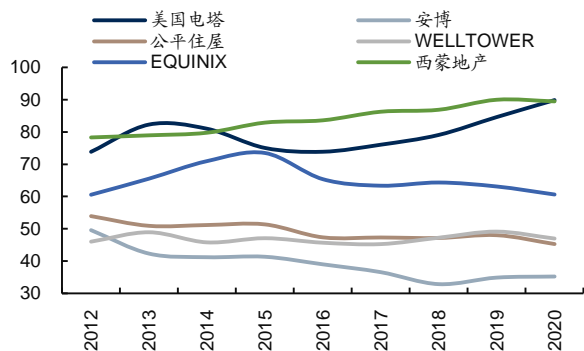
美国对 REITs 的杠杆无限制，但多数 REITs 实际运行中的杠杆率不高，一般在 60% 以下，但基础设施类和零售类 REITs 的杠杆率相对较高。如最大的基础设施类 REITs 美国电塔 2012 年至今的平均资产负债率为 79.5%，最大的零售类 REITs 西蒙地产的平均资产负债率为 84%。

表 5：部分国家/地区 REITs 负债率限制

国家(地区)	美国	德国	日本	新加坡	韩国	中国香港
负债限制	无限制	资产负债率不高于 66.25%	无限制	债务不超过不动产价值的 50%	资产负债率不超过 2/3	债务不超过总资产的 50%

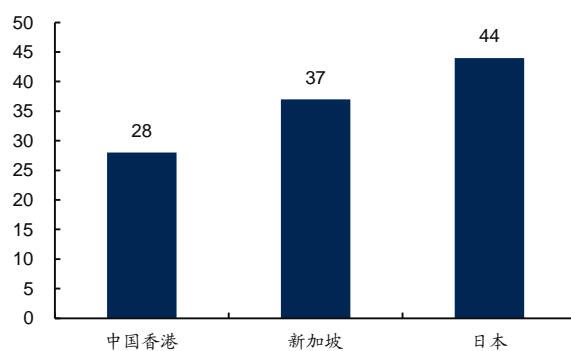
资料来源：国信证券经济研究所整理

图 14: 美国代表性 REITs 资产负债率 (单位: %)



资料来源: 彭博, 戴德梁行, 国信证券经济研究所整理

图 15: 亚洲三大 REITs 市场 2020 年资产负债率(单位: %)



资料来源: 彭博, 戴德梁行, 国信证券经济研究所整理

特征三: 税收中性

REITs 的税收中性指的是 REITs 不因本身的结构带来新的税负负担, 这是 REITs 相对于其他不动产投资方式的主要优势之一, 也是推动 REITs 发展的重要驱动, 这一点从国外 REITs 的发展历程中可以很明确的看到。实际上, 包括美国、日本、英国、印度等在内的多数 REITs 市场, 都有针对 REITs 的专门税收规则, 用以实现 REITs 的税收中性。

我国当前并无针对 REITs 的税收优惠规则, 实践中往往只能通过搭建特定的交易结构来实现不完全的税收中性。典型如私募类 REITs 中的“股+债”结构, 通过向项目公司发放股东借款进行资本弱化, 以项目公司的利息支出来降低项目公司的所得税 (由于利息收取方仍然要缴纳所得税, 因此不能完全实现税收中性)。首批公募 REITs 则充分利用了公募基金分红的税收优惠政策。(关于 REITs 税收的相关问题比较复杂, 我们将在后续专题中进行专门讨论。)

表 6: 部分国家/地区 REITs 相关税制

国家/地区	REITs 层面	投资者层面
美国	1.股息税前扣除; 2.未分配的应税所得征收企业所得税。	1.个人分得的股息征收个人所得税, 允许抵减 20%的比例; 2.按规定缴纳企业所得税。
英国	适格租赁业务所得和资本利得免征企业所得税。	1.个人分得的股息征收个人所得税; 2.REITs 份额转让所得征收资本利得税; 3.按规定缴纳企业所得税。
中国香港	1.REITs 免征资本利得税, 但直接持有不动产的租赁业务所得, 征收物业税; 2.REITs 通过 SPV 持有不动产的, 对该 SPV 租赁所得征收利得税。	1.REITs 分红免所得税; 2.转让 REITs 份额免资本利得税。
新加坡	1.适格租赁业务免征所得税; 2.资本利得免税。	1.个人分配所得免征个人所得税; 2.公司分配所得免征企业所得税。

资料来源:国信证券经济研究所整理

他山之石, 海外市场看 REITs

美国 REITs 市场

最大、最成熟的 REITs 市场

美国是最早推出 REITs 的国家, 也是当前全球最大的 REITs 市场。截至 2020 年末, 美国上市 REITs 数量共计 223 只, 市值超过 1.2 万亿美元, 其中 29 只 REITs 进入标普 500 指数成分股。美国上市 REITs 合计持有超过 3.5 万亿美元的各类不动产, 2019 年合计分红超过 1000 亿美元。过去的 20 年中的 13 年,

REITs 均跑赢了标普 500 指数。

美国 REITs 市场交易活跃度较高。交易量方面，美国上市 REITs 的日均成交额由 2004 年的 20 亿美元左右，到 2020 年提高至 100 亿美元以上。换手率方面，近 20 年美国上市 REITs 日均换手率均值为 0.8%，小幅高于标普 500 的平均换手率。

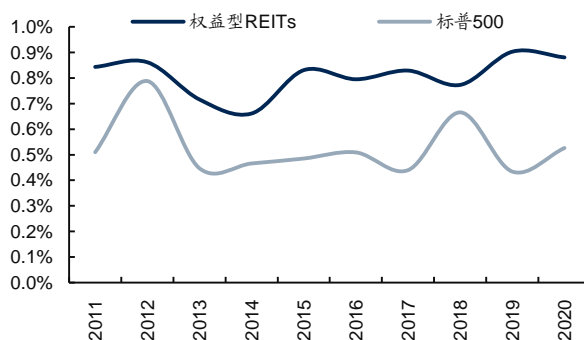
由于既具备相对稳定的分红，又能一定程度上享受到不动产的增值收益，美国 REITs 可以满足投资者的不同需求。包括个人投资者、养老金、保险公司和其他 REITs 在内的各种机构，构成了 REITs 的投资者群体，其中个人投资者占四成左右。

图 16: 美国上市 REITs 总市值及增速 (单位: 亿美元)



资料来源: NAREIT, 国信证券经济研究所整理

图 17: REITs 日均换手率略高于标普 500 (单位: %)



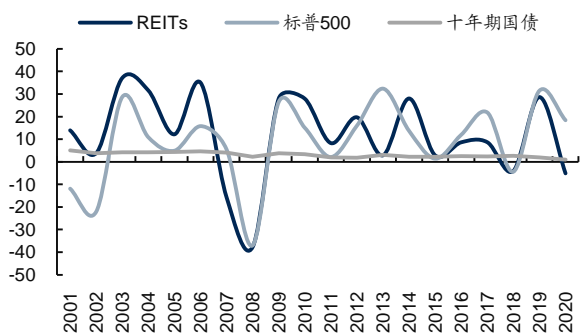
资料来源: 彭博, NAREIT, 国信证券经济研究所整理

长期收益率小幅跑赢标普 500，但近十年不及标普 500

从 1972 年至 2020 年的 50 年间，美国权益型 REITs 复合年化收益率为 11.57%，同期标普 500 复合年化收益率为 10.9%，REITs 小幅跑赢 0.67pct。在 2001 年至 2020 年的 20 年间，权益型 REITs 在 13 个年份中跑赢了标普 500。

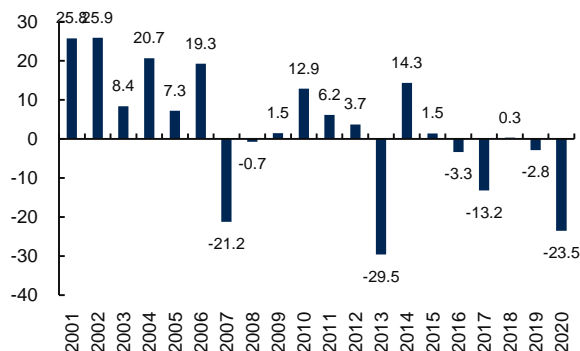
但最近的十年间，权益型 REITs 复合年化收益率为 9.35%，跑输标普 500 收益率 4.56pct。受新冠疫情影响，2020 年权益型 REITs 更是大幅跑输 22.11pct。

图 18: 美国 REITs 和标普 500 历年综合收益率 (单位: %)



资料来源: NAREIT, 国信证券经济研究所整理

图 19: 美国 REITs 相对标普 500 的超额收益率 (单位: %)



资料来源: 彭博, NAREIT, 国信证券经济研究所整理

表 7: 美国权益型 REITs 与标普 500 的年化收益率 (单位: %)

	权益型 REITs	SP500	REITs 超额收益
1 年	34.24	56.35	-22.11
3 年	10.78	16.78	-6
5 年	7.19	16.29	-9.1
10 年	9.35	13.91	-4.56

20年	10.43	8.47	1.96
30年	10.73	10.42	0.31
50年	11.57	10.9	0.67

资料来源:NAREIT, 国信证券经济研究所整理

权益属性强, 但与股市相关性弱

收益率波动较大, 权益属性强。在 2001 年至 2020 年的二十年间, 美国权益型 REITs 收益率最高的是 2003 年, 综合收益率为 37.12%, 最低的是 2008 年, 综合收益率为 -37.73%。对比美国十年期国债收益率, 可以看到美国 REITs 的权益型属性很强, 固收属性比较弱。

与股市相关性较弱, 可作为分散投资标的。回顾权益型 REITs 与道琼斯、纳斯达克和标普 500 三大指数的表现, 可以看到 2011 年至 2020 年 REITs 收益率与三大指数的相关系数均值为 0.658, 1991 年至 2020 年 REITs 收益率与三大指数的相关系数均值为 0.532。相对于三大指数相互之间较高的相关性, REITs 与股市的相关性相对弱, 可以作为分散投资的标的。

表 8: 美国权益型 REITs 与三大指数的相关系数

	权益型 REITs	道琼斯	纳斯达克	标普 500
权益型 REITs	1.000	0.691	0.599	0.683
道琼斯全美	0.595	1.000	0.949	0.996
纳斯达克	0.428	0.886	1.000	0.945
标普 500	0.573	0.989	0.842	1.000

资料来源:NAREIT, 国信证券经济研究所整理

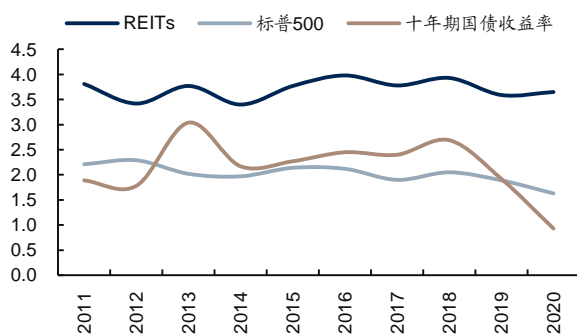
注: 蓝色部分为 2011 年至 2020 年间的相关系数, 红色部分为 1991 年至 2020 年间的相关系数。

分红收益率稳定, 高于标普 500 和十年期国债收益率

2011 年至 2020 年间, 美国权益型 REITs 平均分红收益率 (当年现金分红/年初市值) 为 3.71%, 高于同期标普 500 的平均分红收益率 1.69pct, 也高于同期十年期国债平均收益率 1.56pct。

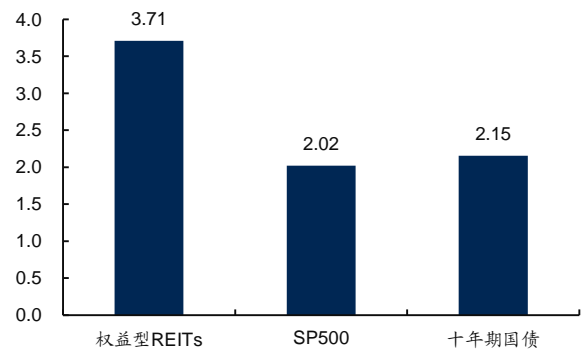
同时, REITs 分红收益率非常稳定, 过去十年间最低的是 2014 年的 3.4%, 最高的是 2016 年的 3.98%, 与均值差距不大。权益属性较强的同时, 也具备比较高的分红稳定性。

图 20: 权益型 REITs 与标普 500 的历年派息率 (单位: %)



资料来源: NAREIT, 国信证券经济研究所整理

图 21: 权益型 REITs 与标普 500 的平均派息率 (单位: %)

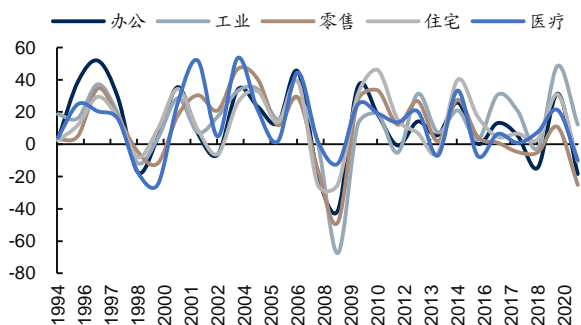


资料来源: 彭博, NAREIT, 国信证券经济研究所整理

业态之间具备不同的相关性

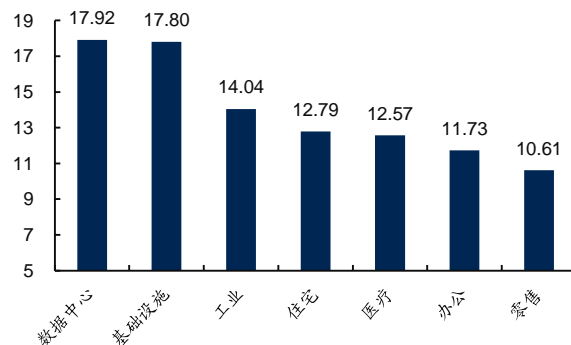
由于底层资产用途不同,各类 REITs 的收益率之间具备不同的相关性。以办公、工业、零售、住宅、医疗五类 REITs 为例,回顾其自 1994 年至 2020 年间每一年的收益率情况,可以看到医疗类 REITs 和工业类 REITs 与其他种类的相关性相对较弱,分别为 0.648 和 0.653,办公、零售和住宅之间的相关性则相对强,基本在 0.800 以上。

图 22: 不同业态 REITs 的历年综合收益率 (单位: %)



资料来源: NAREIT, 国信证券经济研究所整理

图 23: 不同业态 REITs 的平均综合收益率 (单位: %)



资料来源: NAREIT, 国信证券经济研究所整理

表 9: 不同业态 REITs 收益率的相关系数

	办公	工业	零售	住宅	医疗
办公	1.000	0.770	0.769	0.830	0.680
工业	0.770	1.000	0.707	0.628	0.509
零售	0.769	0.707	1.000	0.779	0.774
住宅	0.830	0.628	0.779	1.000	0.631
医疗	0.680	0.509	0.774	0.631	1.000

资料来源: NAREIT, 国信证券经济研究所整理

美国 REITs 市场发展历程

作为世界上最成熟的 REITs 市场,美国 REITs 市场自二十世纪六十年代建立,至今已经超过 60 年历史。回顾美国 REITs 市场的发展,对分析我国 REITs 发展具备借鉴意义。参考国内主流观点(本部分主要参考《中国 REITs 操作手册》,林华等编著),可将美国 REITs 发展划分为 5 个阶段。

阶段一: 1960 年至 1967 年, 建立初期, 缓慢成长

1960 年的《国内税收法》(Internal Revenue Code)和《房地产投资信托基金法案》(Real Estate Investment Trust Act)标志着美国 REITs 制度的建立。

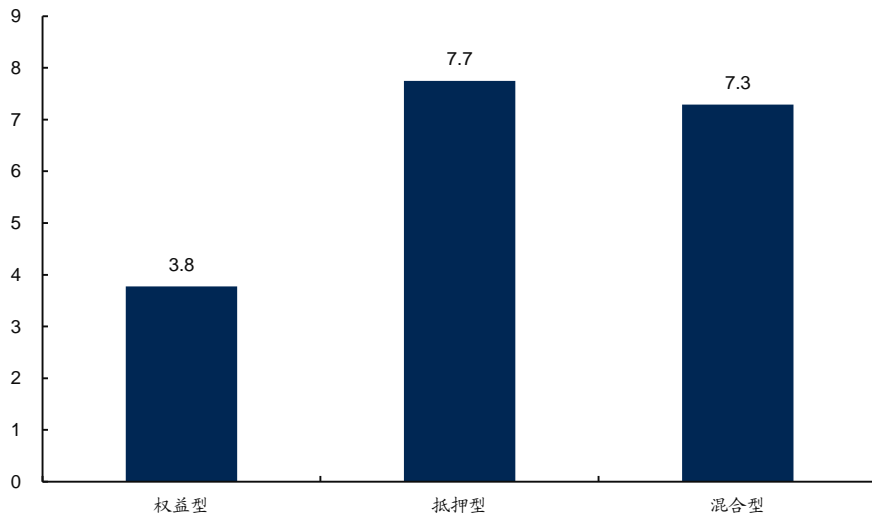
《国内税收法》的核心是赋予 REITs 和共同基金相同的税收优惠,以此为基础,REITs 实现了税收中性。即使如此,由于另一种房地产投资方式“房地产有限合伙”(Real Estate Limited Partnership, 简称 RELP),可以使用加速折旧的会计处理方式,使合伙企业产生会计亏损进行抵税,相对 REITs 具备明显优势,因此这一时期,REITs 发展比较缓慢。

阶段二: 1968 年至 1972 年, 抵押型 REITs 出现, 成为 REITs 主流

1967 年美国开放了抵押型 REITs,恰逢当时法令对存款利率设定了上限,严重的通货膨胀叠加存款利率管制,大量资金流入有价证券,REITs 同样受益,规

模有所增长。1972 年末，美国 REITs 共计 46 只，市值 18.8 亿美元，其中权益型 REITs 市值仅占 20%，其余为抵押型和混合型 REITs。

图 24：1972 年末，抵押型 REITs 成为主流（单位：亿美元）

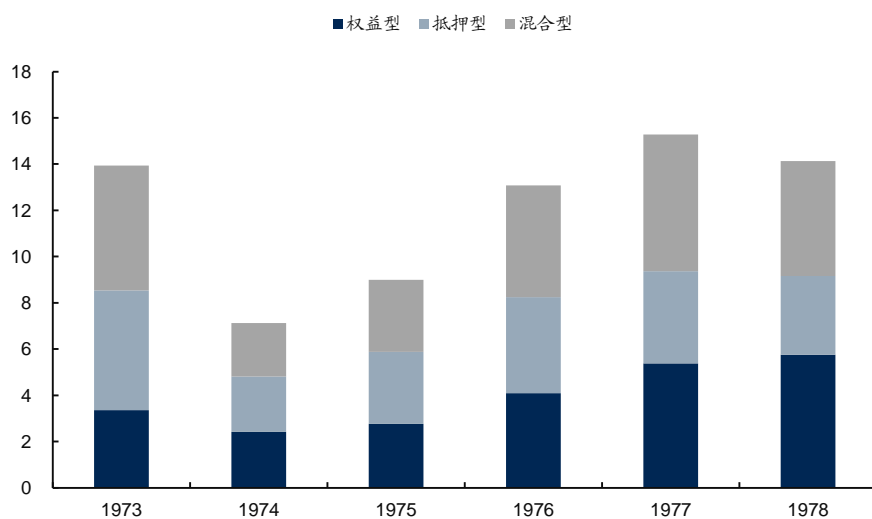


资料来源:NAREIT, 国信证券经济研究所整理

阶段三：1973 年至 1978 年，萎缩与调整

由于财务杠杆过高、资产管理能力不佳、房地产过度开发、投资缺乏多样性、利率提升等一系列原因，此阶段很多 REITs 被迫清算。1974 年末，REITs 市值由 1972 年的 18.1 亿美元，降低为 7.1 亿美元，规模腰斩有余。值得注意的是，这一阶段权益型 REITs 的增速明显高于抵押型 REITs 和混合型 REITs，权益型 REITs 的市值占比由 1973 年的 24.1% 提升至 1978 年的 40.8%。

图 25：1973 年至 1978 年美国 REITs 市值及结构（单位：亿美元）

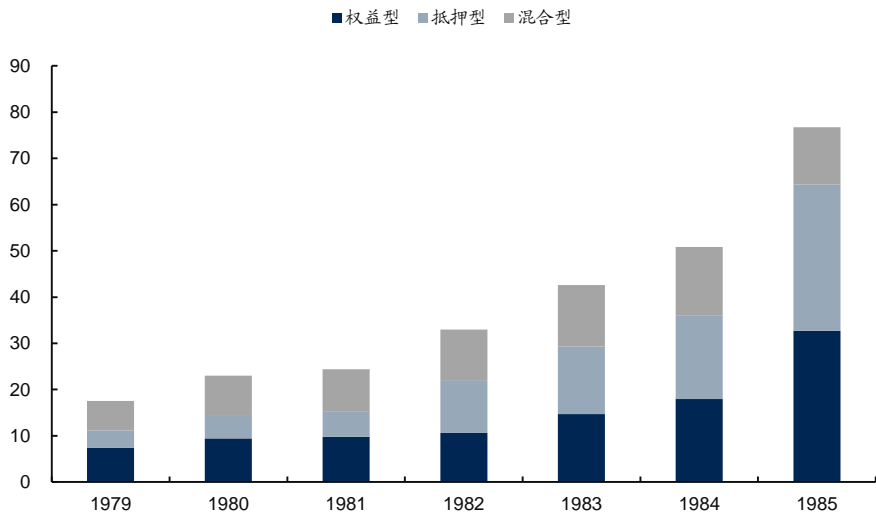


资料来源:NAREIT, 国信证券经济研究所整理

阶段四：1979 年至 1985 年，管理日渐成熟，规模逐渐恢复

前一阶段的危机是 REITs 运营方对投资管理和风险管理更加重视。这一阶段多数 REITs 在其组织文件中都增加了对负债的限制条款，REITs 的杠杆率由 1973 年的 70% 下降至 1985 年的 50%。1985 年末，美国 REITs 市值达到 76.7 亿美元，相对 1974 年的低点增长了 10 倍有余。这一阶段权益性 REITs 比例基本在 40% 上下波动。

图 26: 1979 年至 1985 年美国 REITs 市值及结构 (单位: 亿美元)



资料来源: NAREIT, 国信证券经济研究所整理

阶段五: 1986 年至今, 市场逐渐成熟, 权益型 REITs 成为主流

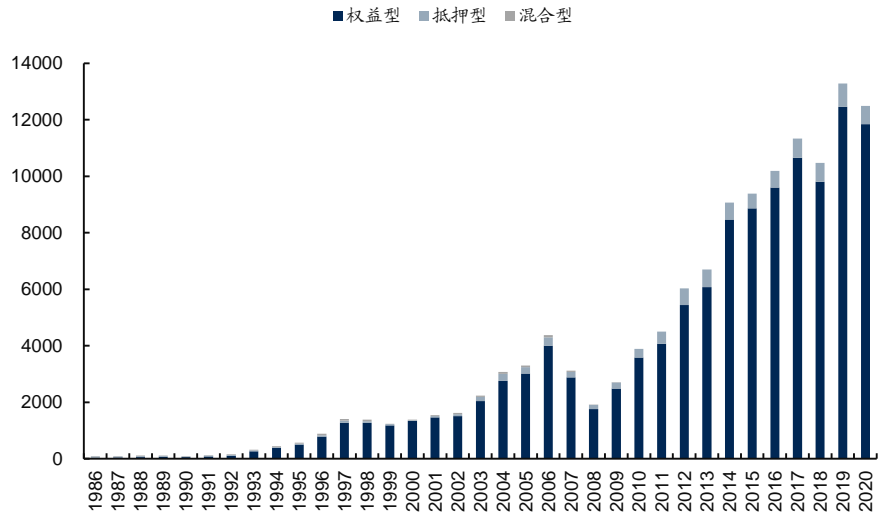
如前所述, 1060 年代 REITs 出现时, 虽然已经实现了税收中性, 但相对于 RELP 可以加速折旧产生会计亏损进行抵税的优势, REITs 的竞争力并不强 (具备流动性优势)。而《1986 年美国税收改革法》一方面取消了房地产的加速折旧方式, 大幅削弱了 RELP 相对于 REITs 的优势, 另一方面放松了 REITs 的准入门槛, 使 REITs 不仅可以拥有房地产, 还可以对房地产进行经营管理, 而不必委托第三方进行管理, 促使 REITs 进一步向权益型发展。

由于以上因素, 1986 年开始 REITs 市场发展加速, 逐渐取代 RELP, 成为投资房地产的主要方式。1987 年, 投资于 RELP 和 REITs 的金额分别为 101 亿美元和 29 亿美元, 到 1998 年, 投资于 RELP 的金额仅剩 1.7 亿美元, 而投资于 REITs 的金额达到 202 亿美元。

同时, 权益型 REITs 逐渐成为绝对主流, 其市值占比由 1985 年的 42.6% 逐步上升至 1997 年的 91.0%, 之后除 2004 年外, 市值占比从未低于 90%。

当然, 市场的成熟不是一蹴而就的, 自 1986 年以来, REITs 迅速发展的同时, 相关支持性政策持续出台, 为 REITs 发展保驾护航, 美国也终成全球第一大 REITs 市场。

图 27: 1986 年至 2020 年美国 REITs 市值及结构 (单位: 亿美元)



资料来源: NAREIT, 国信证券经济研究所整理

表 10: 美国 1986 年后出台的部分 REITs 支持政策

年份	法案名称	主要内容	影响
1993	Five or Fewer 法案	将养老金视为持股计算单位, 规避了养老金的大额投资可能违反“5-50 规定”(前五大持股人不得持有超过 50% 的股份)。	使养老金投资 REITs 更加便利。
1996	-	美国国税局同意住宅类 REITs 向其承租人提供有点点事服务。	成为 REITs 开展增值服务的开端, 为 REITs 拓展收入范围奠定了基础。
1997	1997 年 REITs 简化法案	所有美国以外的投资者投资 REITs 只需支付 15% 的投资所得税。	开启了海外资金投资 REITs 的大门。
1999	REITs 现代化法案	允许 REITs 成立正常纳税的子公司。	使 REITs 能够开展房地产以外的业务。
2003	-	允许英国和日本的养老金投资美国 REITs, 其红利无需缴纳任何税收。	拓展了海外资金的 REITs 的投资规模。
2004	2004 年美国就业机会创造法案	取消所有海外资金投资 REITs 的差别对待。	拓展了海外资金的 REITs 的投资规模。

资料来源:《中国 REITs 投资手册》(林华等著), 国信证券经济研究所整理

亚洲 REITs 市场

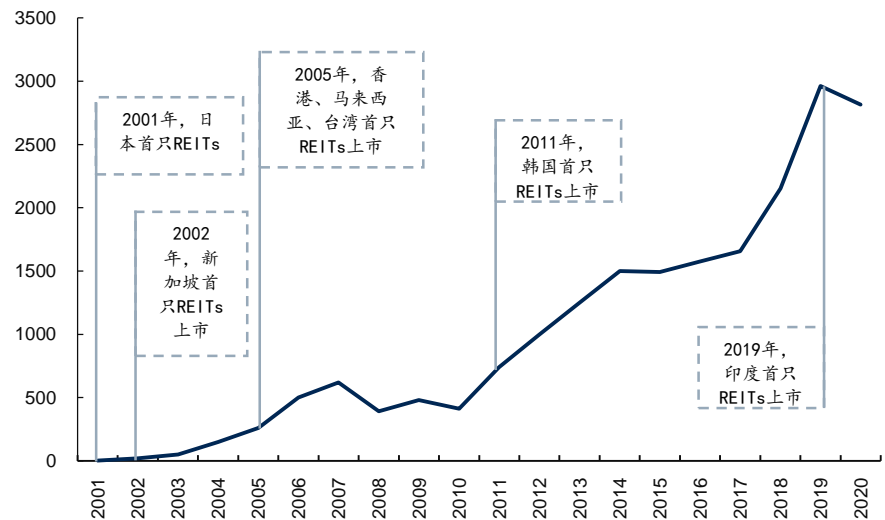
起步较晚, 迅速成熟

截至 2020 年末, 亚洲市场上活跃的 REITs 共 185 只, 总市值为 2814 亿美元 (受疫情影响, 相对 2019 年下降约 5%), 达到同期美国市场规模的近 1/4。其中, 日本、新加坡、中国香港是三个最主要的市场, 三地市场市值占比分别为 49.5%、28.9% 和 10.8%, 合计市值占比近九成。

业态方面, 亚洲 REITs 相对综合, 更倾向于持有多种不动产, 近一半数量的 REITs 持有两种以上的不动产, 其次为办公楼, 共有 28 只 REITs 专注于办公物业的投资。医疗和数据中心类 REITs 则数量较少。

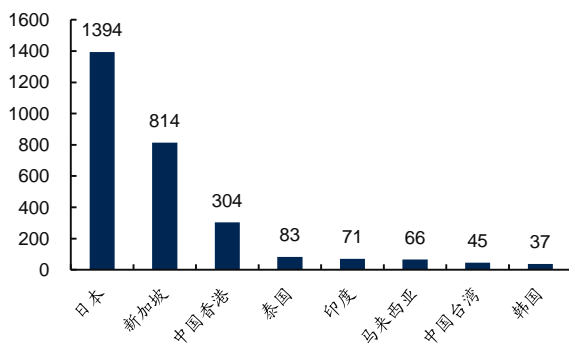
与美国相比, 亚洲 REITs 市场起步要晚的多。2001 年日本首只 REITs 的上市, 标志着亚洲 REITs 市场的出现。虽然起步较晚, 但亚洲 REITs 发展迅速, 市场成熟度也迅速提高。在 2010 年至 2020 年年间, 亚洲 REITs 的数量从 70 只增长至 185 只, 总市值从 412 亿美元增长至 2814 亿美元。

图 28: 亚洲 REITs 市场发展历程及市值变化 (单位: 亿美元)



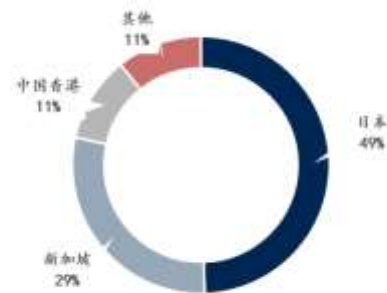
资料来源:戴德梁行, 国信证券经济研究所整理

图 29: 亚洲各市场 REITs 市值 (单位: 亿美元)



资料来源: 彭博, 戴德梁行, 国信证券经济研究所整理

图 30: 亚洲各市场 REITs 市值占比



资料来源: 彭博, 戴德梁行, 国信证券经济研究所整理

整体表现较好, 工业/物流类 REITs 表现最佳

在过去 10 年间, 亚洲 REITs 取得了不错的市场表现。日本、新加坡、中国香港年化综合收益率分别为 8.9%、8.8%、10.8%。近 5 年间, 三大市场年化综合收益率分别为 4.6%、10.7%、7.1%。因此从长期来看, 亚洲 REITs 表现稳健, 是较好的投资标的。但最近 3 年, 亚洲 REITs 整体表现不佳, 相对十年年化收益率均有所降低, 特别是中国香港, 近 3 年年化综合收益率仅-2.5%, 明显跑输了日本和新加坡市场。2020 年受到新冠疫情影响, 三大市场综合收益率均转负, 其中新加坡综合收益率为-2.7%, 表现明显好于日本的-13.1%和中国香港的-13.0%。

不同物业类型 REITs 的表现差别较大, 工业/物流类表现最好, 酒店类表现最差。从长期看, 10 年年化综合收益率最高的是工业/物流类 REITs, 达到 13.8%, 其次是医疗类的 13.7%, 零售类和办公类表现相对弱, 年化综合收益率分别为 8.9% 和 8.7%。从短期看, 在新冠疫情的影响下, 除工业/物流类 REITs 外, 2020 年其他类型 REITs 综合收益率全部为负, 工业/物流类以 21.7% 的综合收益率迎来高光时刻。综合 10 年、5 年和最近 1 年的收益率表现, 从收益率高低和收益率

稳健性两方面考虑，工业/物流类 REITs 是亚洲最值得投资的 REITs 类型。

表 11: 亚洲三大 REITs 市场综合收益率

综合收益率	中国香港	日本	新加坡
1 年	-13.0%	-13.1%	-2.7%
3 年	-2.5%	6.7%	6.1%
5 年	7.1%	4.6%	10.7%
10 年	10.8%	8.9%	8.8%

资料来源:彭博, 戴德梁行, 国信证券经济研究所整理

表 12: 亚洲各业态 REITs 综合收益率

综合收益率	综合	零售	办公	酒店	工业/物流	公寓	医疗
1 年	-14.9%	-15.5%	-16.8%	-23.9%	21.7%	-5.5%	-14.0%
3 年	5.7%	-0.3%	5.2%	-4.8%	17.2%	9.7%	1.1%
5 年	6.9%	3.7%	6.1%	0.1%	14.3%	8.6%	6.1%
10 年	10.4%	8.9%	8.7%	-	13.8%	11.6%	13.7%

资料来源: 彭博, 戴德梁行, 国信证券经济研究所整理

首批公募 REITs: 底层资产优质, 定价相对理性

首批公募 REITs 基本信息盘点

首批 9 只公募基础设施 REITs 是真正意义上的权益型 REITs, 与以往发行的类 REITs 产品存在本质区别。9 只 REITs 产品的底层资产涉及高速公路、仓储物流、产业园区和污染治理四大类, 共计募资 314 亿元。战略配售比例平均为 67%, 大幅超过 20% 的下限, 战略配售比例最高的广州广河 REIT 达到 79%。公众投资者平均配售比例仅为 9%。底层资产性质分为产权和特许经营权两类, 沪杭甬高速 REIT、广州广河 REIT、中航首钢 REIT 为特许经营权 REITs, 其余 6 只 REITs 为产权 REITs。

表 13: 首批公募 REITs 主要数据

证券简称	底层资产	资产类型	项目性质	收入来源	项目估值 (亿元)	募集金额 (亿元)	基金管理人
中航首钢生物质 REIT	首钢生物质、残渣暂存场等	污染治理	特许经营权	运营收入	12.5	13.4	中航基金管理有限公司
东吴苏州产业园 REIT	国际科技园五期 B 区	产业园区	产权	租金、物业费	33.5	34.9	东吴基金管理有限公司
华安张江光大园 REIT	张江光大产业园	产业园区	产权	租金	14.7	15.0	华安基金管理有限公司
博时招商蛇口产业园 REIT	万融大厦、万海大厦	产业园区	产权	租金	25.3	20.8	博时基金管理有限公司
富国首创水务 REIT	合肥深圳污水净化项目	污染治理	特许经营权	运营收入	17.5	18.5	富国基金管理有限公司
浙商证券沪杭甬高速 REIT	沪杭甬高速浙江段	交通基础设施	特许经营权	高速通行费	45.6	43.6	浙江浙商证券资产管理有限公司
中金普洛斯仓储物流 REIT	普洛斯物流园 (7 个)	仓储物流	产权	租金	53.5	58.4	中金基金管理有限公司
平安广州广河高速 REIT	广河高速广州段	交通基础设施	特许经营权	高速通行费	96.7	91.1	平安基金管理有限公司
红土创新盐田港物流 REIT	深圳盐田区物流中心	仓储物流	产权	租金、管理费	17.1	18.4	红土创新基金管理有限公司

资料来源:wind, 国信证券经济研究所整理

表 14: 标准 REITs 与类 REITs 的对比

	标准 REITs	类 REITs
发行方式	公募	私募
流动性	强	弱
产品属性	权益性为主	抵押型为主
底层资产	通常持有多个物业, 强调分散, 存续期内底层资产可增减	主要为单一物业, 存续期内资产构成不发生变化
管理人职能	主动管理为主	被动管理为主

投资者退出方式	二级市场退出	主要是产品到期后退出（原始权益人回购或自行处置）
增信措施	极少数产品具有对期间租金的补足增信	多有租金差额补足增信，大部分产品还通过主体回购作为偿付增信

资料来源：《中国 REITs 操作指南》，国信证券经济研究所整理

普遍采用“公募基金+ABS”产品结构

“公募基金+ABS”产品结构是监管要求，也是现有法规政策体系下的合理选择。由于下项目公司股权不属于我国《证券投资基金法》规定的“上市公司的股票、债券”，也不属于严格意义上的“其他证券及其衍生品种”，因此公募 REITs 无法直接持有项目公司股权。在公募基金与项目公司股权之间，构建一层 ABS，可以规避上述限制。交易完成后，“公募基金+ABS”的产品结构完全实现了基础设施不动产的上市流通。

图 31：首批公募 REITs 的“公募基金+ABS”产品结构



资料来源：基金公告，国信证券经济研究所整理

通过资本弱化，实现了一定程度的节税

首批公募 REITs 均采用了持有股权的同时，发放股东借款的“股+债”形式，通过资本弱化，实现一定程度的节税。经过资本弱化后，项目公司对债务利息的支付可以根据企业所得税的相关规定在税前优先扣除，剩余部分才属于应纳税收入。“股+债”结构可以形成税盾，合法的减少缴纳企业所得税，达到节税的效果。此外，也可以减少折旧、摊销等因素对项目公司可分配现金流的影响，使分红基础更加接近自由现金流，而不是会计利润。

估值方法普遍采用收益法

不动产的估价方法分为比较法、收益法、成本法和假设开发法四种。由于首批公募 REITs 的底层资产均具有相对可预期的经济收益和风险因素，因此估价均采用了收益法（部分 REITs 还兼用了比较法）。收益法通过预测估价对象的未来收益，利用报酬率或资本化率，将未来收益转换为现值，以此作为最终估价。收益法计算项目价值的三个关键因素是现金流序列、折现率和项目期限，其确定方法分别为：

- ◆ **现金流序列：**不同底层资产的计算方式并不完全相同，主要原则是通过净

利润或 EBITDA 进行相关非现金损益项目调整后得到。相关数据包括收入、成本、费用、资本开支、应付应收项目等等。远期现金流序列一般按照基期数据，结合行业特点，假设一定的增长率后进行计算。

- ◆ **折现率：**折现率可以按照 CAPM 模型或者累加法计算，前者根据公式计算 WACC，以此作为折现率；后者则采用折现率=无风险报酬率+风险补偿的方法计算。如盐田港 REIT 采用累加法，无风险报酬率选取一年期存款基准利率 1.5%，在此基础上综合考虑不动产自身及其所处的区域、行业、市场等方面的风险，折现率最终定为 7%。
- ◆ **项目期限：**根据土地使用权期限、特许经营权期限和不动产剩余使用年限综合确定。

表 15: 首批 REITs 收益法估值中选取的折现率和项目期限

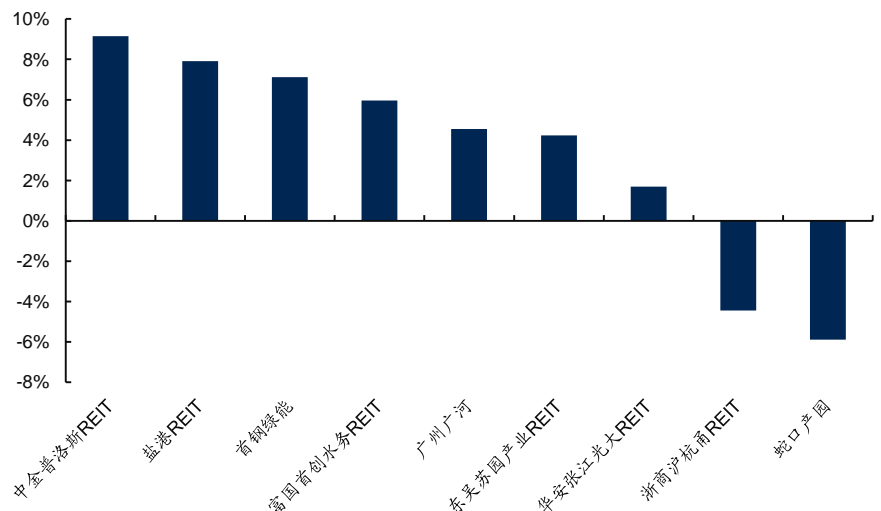
	折现率	项目期限 (年)
东吴苏州工业园区产业园 REIT	7.0%	40
华安张江光大园 REIT	园区用房 6.0%，地下车库 4.5%	20
浙商证券沪杭甬高速 REIT	8.3%	20
中金普洛斯仓储物流 REIT	7.5%至 8.5%	50
平安广州交投广河高速公路 REIT	8.0%	99
红土创新盐田港仓储物流 REIT	7.0%	36

资料来源:基金公告, 国信证券经济研究所整理

发行定价相对理性，折溢价率有所不同

从底层资产估价与发行价格来看，首批公募 REITs 的发行折溢价率有所不同。溢价率最高的是中金普洛斯 REIT，溢价率达到 9.1%，折价率最高的是博时招商 REIT，折价率为 5.9%，9 只 REITs 平均溢价率为 3.4%。可见发行定价相对理性，与底层资产估价差别不大。

图 32: 首批公募 REITs 发行折溢价率



资料来源:基金公告, 国信证券经济研究所整理

表 16: 首批公募 REITs 发行折溢价率计算表 (单位: 亿元)

	认购金额	认购项目价值	项目估值	溢价
首钢绿能	13.38	13.38	12.49	7.1%

东吴苏园产业 REIT	34.92	34.92	33.50	4.2%
华安张江光大 REIT	14.95	14.95	14.70	1.7%
蛇口产业园	20.79	23.79	25.28	-5.9%
富国首创水务 REIT	18.50	18.50	17.46	6.0%
浙商沪杭甬 REIT	43.60	43.60	45.63	-4.4%
中金普洛斯 REIT	58.35	58.35	53.46	9.1%
广州天河	91.14	101.14	96.74	4.5%
盐港 REIT	18.40	18.40	17.05	7.9%

资料来源：基金公告，国信证券经济研究所整理

现金流分派率具备吸引力

根据 9 只公募 REITs 发行定价和对未来两年现金分派预测，可以计算出公募 REITs 一级市场发行价隐含的现金流分派率。从计算结果看，2021 年、2022 年两年，9 只公募 REITs 平均现金流分派率分别为 5.78% 和 5.99%。具体来看，未来两年特许经营权类 REITs 平均现金流分派率分别为 8.02% 和 8.18%，而产权类 REITs 平均现金流分派率分别为 3.98% 和 4.24%，产权类 REITs 的现金流分派率明显低于特许经营权类 REITs。主要原因在于，产权类 REITs 拥有底层资产的产权，可以享受底层资产的升值收益，而特许经营权类则无法享受升值收益。

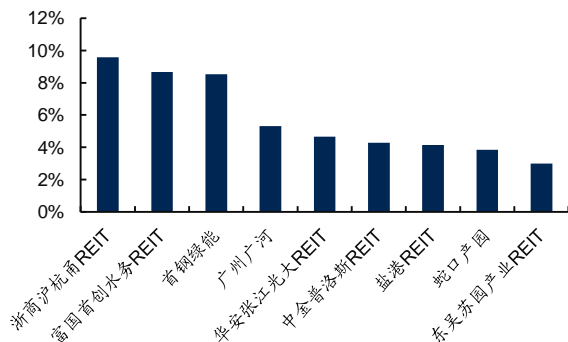
表 17：首批公募 REITs 现金流分派率

	资产类型	项目性质	2021	2022
中航首钢生物质 REIT	污染治理	特许经营权	8.52%	7.63%
东吴苏州工业园区产业园 REIT	产业园区	产权	2.99%	4.57%
华安张江光大园 REIT	产业园区	产权	4.66%	4.04%
博时招商蛇口产业园 REIT	产业园区	产权	3.84%	3.90%
富国首创水务 REIT	污染治理	特许经营权	8.67%	9.08%
浙商证券沪杭甬高速 REIT	交通基础设施	特许经营权	9.58%	9.83%
中金普洛斯仓储物流 REIT	仓储物流	产权	4.28%	4.31%
平安广州交投广河高速公路 REIT	交通基础设施	特许经营权	5.32%	6.19%
红土创新盐田港仓储物流 REIT	仓储物流	产权	4.14%	4.40%

资料来源：基金公告，国信证券经济研究所整理

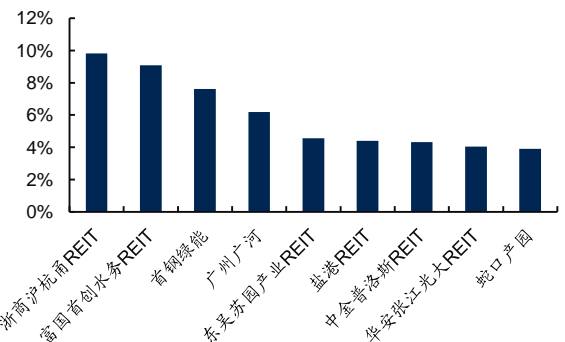
注：根据实际发行价重新计算，因此与基金公告中的预估分派率有差异。

图 33：首批公募 REITs 现金流分派率（2021E）



资料来源：彭博，戴德梁行，国信证券经济研究所整理

图 34：首批公募 REITs 现金流分派率（2022E）



资料来源：彭博，戴德梁行，国信证券经济研究所整理

首批公募 REITs 投资价值分析：资产价值锚定下限，

派息收益率决定上限

REITs 的市场价格由底层资产和市场交易共同决定

REITs 的本质是集中小额资金进行不动产投资，其内在价值由底层资产产生的自由现金流决定。同时，公募 REITs 作为上市交易、门槛较低的投资标的，价格也会受到各种交易因素的影响。因此 REITs 的市场价格会受到底层资产经营情况和二级市场交易情况共同影响。相应的，REITs 市场价格的变化也会取决于两方面因素：

- ◆ **底层资产估值变化：**前已述及，底层资产的收益法估值主要取决于三个方面，即自由现金流序列、折现率和项目期限。项目期限相对确定，但现金流序列和折现率相对于估价时点，均有可能发生变化。比如宏观经济波动或者经营不善等，对自由现金流的预期可能发生变化，折现率也会受到无风险利率、风险偏好等等方面的影响。这些因素都会导致市场对底层资产的估值发生改变。
- ◆ **二级市场交易因素：**REITs 份额作为上市交易的证券，也会受到基本面之外的影响。流动性松紧、市场偏好、投资者结构、筹码分布、新 REITs 推出节奏等都会对二级市场的交易价格产生不同程度的扰动。

图 35: REITs 价格影响因素示意



资料来源:国信证券经济研究所整理

首批公募 REITs 底层资产集中，初期“物”的重要性大于“人”

与国外成熟 REITs 相比，由于刚刚起步，首批公募 REITs 的底层资产均比较集中，除中金普洛斯 REIT 包含不同区域的 7 个物流园外，其余 8 个 REITs 均仅持有同一区域的一个或少数几个不动产（彼此之间并不完全独立），底层资产表现会在很大程度上决定 REITs 的经营情况。从以往类 REITs 或 CMBS 的实践看，基金管理人**对底层资产经营情况的影响不大**。虽然 9 只公募 REITs 与类 REITs 或 CMBS 存在本质区别，但在产品成立初期，我们认为这一特点会有相当程度的延续。

实际上，由于底层资产质量过硬，且由原始权益人或其关联机构直接进行运营管理，在项目前期充分沟通的前提下，我们认为首批公募 REITs 底层资产中短期的现金流偏离预测值的风险本身是比较小的，**短期来看，“物”的重要性要大**

于“人”。

需要说明的是，虽然短期内 REITs 基金管理人的能力无法像一般的公募产品一样迅速被市场感知，但长期来看，**基金管理人能力将成为 REITs 的关键因素之一**。原因有二：

- ◆ 中长期看，**底层资产的现金流并非毫无风险**，宏观经济、行业变迁、运营管理等因素都会对底层资产的表现造成扰动，好的基金管理人可以通过主动管理，维护和提升资产价值；
- ◆ 随着 REITs 产品逐渐“长大”，其持有的底层资产会越来越多，业态构成也会日趋复杂，**单个原始权益人及其关联方对 REITs 整体表现的影响会越来越小**，而基金管理人的投资决策管理程序、基础设施领域投研水平等方面都将长期影响所管理 REITs 产品的收益表现。**基金管理人将逐渐占据产品“C位”，并有望成为产品 IP。**

表 18: 首批公募 REITs 底层资产运营管理人

	运营管理人	与原始权益人关系
浙商沪杭甬 REIT	浙江沪杭甬高速公路股份有限公司	同原始权益人
富国首创水务 REIT	北京首创股份有限公司	同原始权益人
首钢绿能	北京首钢生态科技有限公司	全资子公司
广州广河	广州高速运营管理有限公司	全资子公司
东吴苏园产业 REIT	苏州工业园区科技发展有限公司、苏州工业园区建屋产业园区开发有限公司	同原始权益人
盐港 REIT	深圳市盐田港物流有限公司	全资子公司
中金普洛斯 REIT	上海普洛斯	全资子公司
华安张江光大 REIT	上海集萃咨询管理有限公司	全资子公司
蛇口产园	招商局集团	控股股东

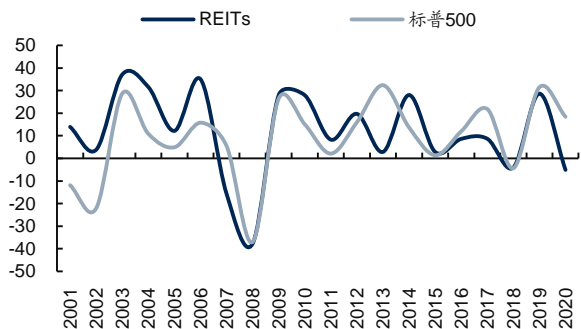
资料来源:基金公告，国信证券经济研究所整理

与股市相关性弱，可作为风险分散手段

REITs 本身波动性并不小，主要来自价格变化。从 2001 年至 2020 年的 20 年间，美国权益型 REITs 年综合收益率在 -37.7% 和 28.7% 之间波动，可见 REITs 本身的波动性还是比较大的。考虑到其分红收益率相对稳定，其收益率波动主要来自 REITs 的市场价格变化。一定程度上可以说，**REITs 是权益资产和债权资产之外的“新资产”**。

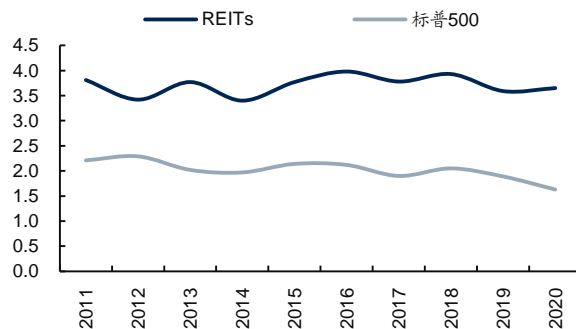
与股市相关性较弱，可作为风险分散的手段。虽然 REITs 本身波动性并不低，但与股市的相关性比较弱。有可能会受到长期资金的关注。2011 年至 2020 年 REITs 收益率与三大指数的相关系数均值为 0.658，1991 年至 2020 年 REITs 收益率与三大指数的相关系数均值为 0.532。相对于三大指数相互之间较高的相关性，REITs 可作为权益市场的风险分散手段。

图 36: 美国 REITs 综合收益率波动较大 (单位: %)



资料来源: NAREIT, 国信证券经济研究所整理

图 37: 美国 REITs 派息收益率表现稳定 (单位: %)



资料来源: 彭博, NAREIT, 国信证券经济研究所整理

表 19: 美国权益型 REITs 与三大指数的相关系数

	权益型 REITs	道琼斯	纳斯达克	标普 500
权益型 REITs	1.000	0.691	0.599	0.683
道琼斯全美	0.595	1.000	0.949	0.996
纳斯达克	0.428	0.886	1.000	0.945
标普 500	0.573	0.989	0.842	1.000

资料来源: NAREIT, 国信证券经济研究所整理

注: 蓝色部分为 2011 年至 2020 年间的相关系数, 红色部分为 1991 年至 2020 年间的相关系数。

资产价值锚定下限, 派息收益决定上限

初期“物”大于“人”，资产价值锚定下限。如前所述，由于首批公募 REITs 底层资产集中，且由原始权益人进行实际运营管理，在宏观经济和行业格局不发生重大变化的情况下，短期现金流确定性较高，底层资产估值发生重大变化的可能性不高。同时，由于 REITs 的高分红、低留存，再投资风险小，价值毁灭的可能性不大（这在上市公司中可能存在），REITs 价值相对底层资产产生折价的可能性较低，幅度也不会太大。因此，可将底层资产价值作为 REITs 价值的下限。

交易溢价难估算，派息收益率决定上限。REITs 市值高于底层资产价值的部分来自交易层面，这是很难估算的。基于 REITs 的高分红、低留存特点，我们认为可以从两个方面进行定性考虑：一是在对短期价格波动承受能力较强的情况下，将其视为高等级债券，其派息收益率不应明显高于高等级债券的到期收益率，二是视为价值型股票，派息收益率的倒数不应低于具备类似成长性和风险特征的价值型股票的 PE。

投资建议

作为 REITs 系列报告的首篇，本篇报告主要分三个部分，一是 REITs 基础知识与国际比较，二是首批公募 REITs 盘点，三是公募 REITs 投资价值的讨论。主要内容有：

- ◆ REITs 本质是专注于不动产投资的基金产品，基本结构包括底层资产、资产管理人、产品管理人和持有人四个部分，各种 REITs 结构均是在此基础上，为实现各类目的而做出的改进。REITs 的典型特征是高分红、有限杠

杆和税收中性;

- ◆ 美国是全球最大的 REITs 市场,市值超过 1.2 万亿美元。日均换手率 0.8%, 小幅高于标普 500。长期收益率跑赢标普 500, 权益属性强。同时与股市相关性较弱,可作为分散投资标的。亚洲 REITs 起步晚但成长迅速,日本、新加坡和中国香港占九成份额,过去 10 年整体表现稳健,工业/物流类表现最好,酒店类表现最差;
- ◆ **首批公募 REITs 底层资产整体上比较优质**,普遍采用的“公募基金+ABS”产品架构是当前法规体系下的合理选择。通过“股+债”的资本弱化,实现一定程度的节税并使分红基础更加接近自由现金流。平均发行溢价率 3.4%,发行定价相对理性,也为二级市场留足空间。**根据发行价计算的 2021 年现金流分派率在 2.99%至 9.58%之间,整体具备吸引力;**
- ◆ REITs 的市场价格由底层资产和市场交易共同决定,其价格波动来自于底层资产估值变化和二级市场交易因素。从首批公募 REITs 底层资产优质且集中的特点看,初期“物”的重要性大于“人”。长期来看,随着 REITs 产品逐渐“长大”,其持有的底层资产会越来越多,业态构成也会日趋复杂,**基金管理人的重要性将逐渐凸显;**
- ◆ **资产价值锚定下限,派息收益决定上限。**下限方面,由于首批公募 REITs 底层资产估值发生重大变化的可能性不高,也不太可能产生类似于部分公司的价值毁灭,可将底层资产价值作为 REITs 价值的下限。上限方面,其派息收益率不应明显高于高等级债券的到期收益率,或不应高于具备类似成长性和风险特征的价值型股票的 PE 的倒数。

我们认为,REITs 作为一种成熟的金融产品,随着国内首批公募 REITs 的起步,未来将迎来迅速发展,市场关注度和配置需求也将持续提升。首批公募 REITs 底层资产质量好,派息率具备吸引力,同时一级市场定价相对理性,因此,我们对首批公募 REITs 持强烈看好的态度,建议积极关注。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032