

中国REITs市场洞察系列报告之二

乘公募REITs之风，开启投资新渠道

余经纬

中信证券研究部 首席大类资产配置分析师

2021年5月9日

CONTENTS

目录

1. REITs的投资价值
2. 中国开启基础设施公募REITs元年
3. 公募REITs推出契合我国居民资产配置的发展趋势

- 不动产投资信托基金（REITs），是实现不动产证券化的重要手段。REITs通过发行收益凭证来获取资金，交由专门投资机构进行投资管理运营，这些活动所取得的收益将按比例分配给投资者。
 - REITs所投资的不动产需要具备的重要条件是能够产生长期稳定的现金流；
 - REITs每年产生的稳定现金流需要进行高比例的分红；
 - 标准化的REITs在公开市场上交易，具有较强的流动性；
 - 多数市场在REITs的发展中给予相应的税收优惠政策；

- REITs常见的底层资产可以是基础设施类，也可以是持有型房地产。
 - 持有型房地产：酒店、购物中心、办公大楼、公寓等；
 - 基础设施资产：工业物流，通讯设施、高速公路等传统基建，以及5G设施，数据中心等新基建。

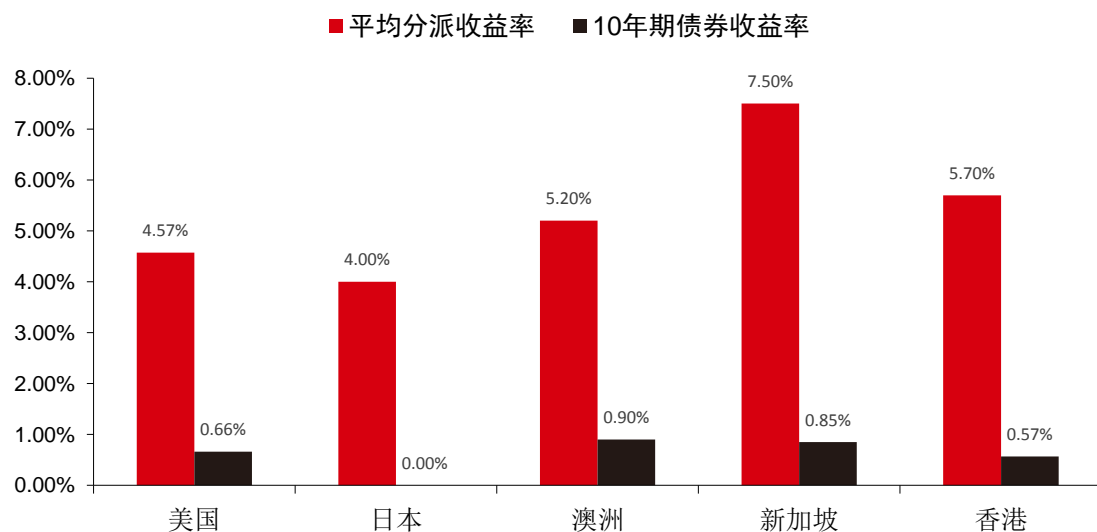
■ REITs具有股性+债性的收益特征

- 债性：强制性的高比例分红 (分派收益率)；
- 股性：本身代表着所有权，可以获得其价格上涨后带来的资本利得收入

■ REITs平均分派收益率

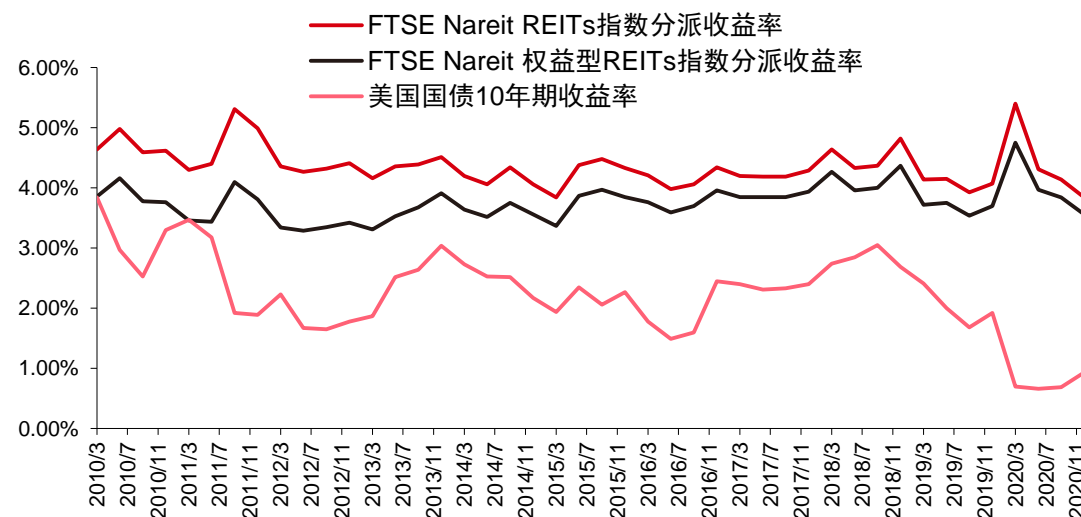
- 新加坡为7.5%，高居世界前列（多项税收优惠政策）；日本J-REITs为4.00%，相对较低（考虑到日本长期的零利率政策，其收益率相比国债收益率仍相对丰厚）；
- 从分派收益率与10年期政府债券收益率来看，REITs 分派收益率对于政府债券的利差相对保持稳定

各国家/地区REITs分派收益率与10年期政府债券收益率对比



资料来源：Bloomberg(2020/5/29), 戴德梁行, 中信证券研究部

美国REITs分派收益率与10年期国债收益率利差相对保持稳定



资料来源：NAREIT, 中信证券研究部

■ REITs在长期收益率方面表现卓越

- 长期可靠且具有增长性的分红收入;
- 通过本身价值的上涨获得资本利得的收入;

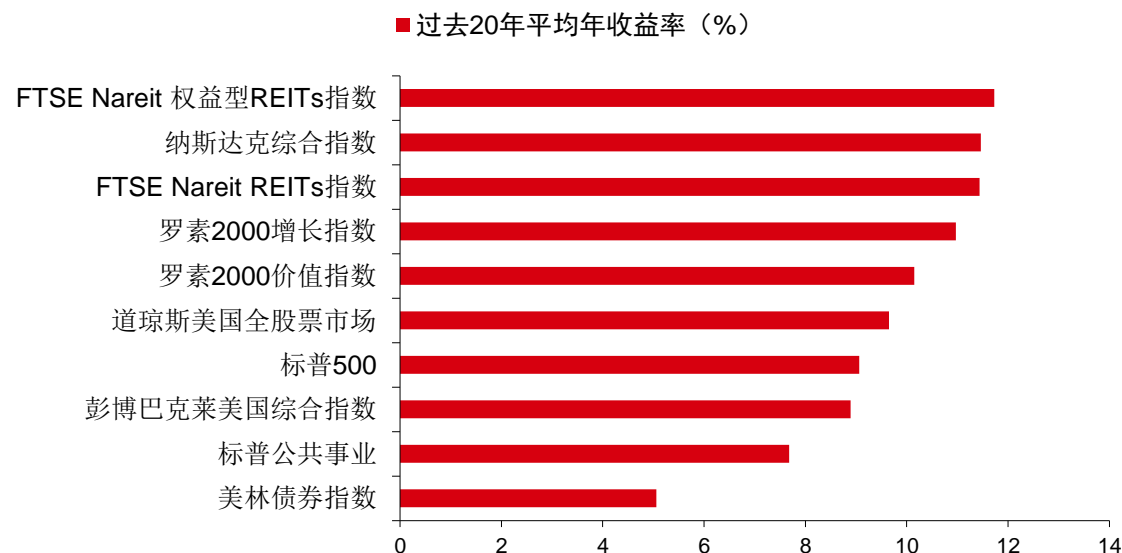
■ 长期来看, REITs为投资者提供了较好的长期回报率表现

- 根据NAREIT的统计数据, 从过去48年各类资产的表现来看, REITs的总体回报率超过了其他各类股票指数;

REITs的长期收益率超越其他股票指数					
收益率% (截止2020年12月)	富时Nareit权益型REITs指数	标普500指数	罗素2000指数	纳斯达克综合指数	道琼斯工业平均指数
1年	-5.12	18.40	19.96	44.92	9.72
3年	5.41	14.18	10.25	24.39	9.90
5年	6.70	15.22	13.26	22.12	14.65
10年	9.27	13.88	11.20	18.46	12.97
15年	7.15	9.88	8.91	12.49	10.00
20年	10.02	7.47	8.74	8.61	7.95
25年	10.03	9.56	9.05	10.54	7.42
30年	11.20	10.70	10.96	12.53	8.52
35年	10.10	11.05	9.70	11.09	8.90
40年	11.22	11.50	10.33	10.94	9.03
1972-2020年	11.45	10.82	-	8.83	7.49

资料来源: NAREIT, 中信证券研究部

各类资产过去20年平均年收益率 (1999.12-2020.12)

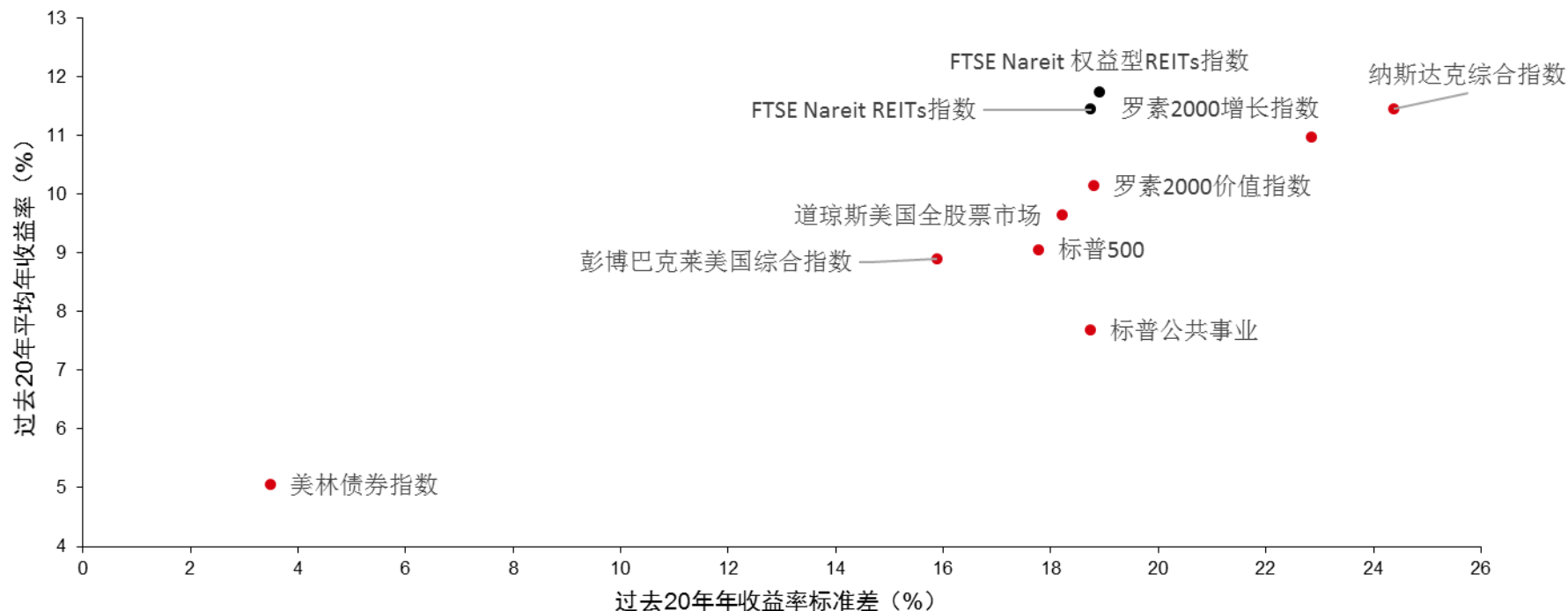


资料来源: NAREIT, 中信证券研究部

REITs的投资价值——夏普比例高于其他指数

- 从风险和收益匹配的角度来看，美国市场的REITs要显著优于美国各种股票指数（标普500、纳斯达克综合、罗素2000）、高收益债券、公司债券的风险和收益分布状态。
- 尽管REITs因为资本利得的波动存在较大的年化收益率方差，但REITs的分派收益率具有一定的稳定性，把收益与风险结合起来看，REITs的夏普比例高于其他指数，是较为优质的投资资产。

美国REITs20年风险收益对比（1999.12-2020.12）



■ REITs与其他资产相关性低，可分散风险

- 组建一个优秀的投资组合，需要各资产之间相关系数尽可能小从而分散风险。
- 在过去20年，NAREIT的权益型REITs指数和标普500指数的相关系数为0.571，与纳斯达克综合指数的相关系数为0.432，与美国投资级债券的相关系数更低，仅为0.197。
- 从投资分散性角度看，REITs和其他资产的相关系数也较低，从而使其具有了组合投资的优势。

REITs与其他各类资产的相关系数（1999.12-2020.12）

	FTSE Nareit 权益型REITs指数	道琼斯美国全股票市场	纳斯达克综合指数	标普500	罗素2000	ICE 美林债券指数（公司/政府）	ICE 美林MBS指数
FTSE Nareit 权益型REITs指数	1						
道琼斯美国全股票市场	0.593	1					
纳斯达克综合指数	0.432	0.888	1				
标普500	0.571	0.989	0.844	1			
罗素2000	0.636	0.888	0.848	0.823	1		
ICE 美林债券指数（公司/政府）	0.197	0.028	-0.027	0.044	-0.049	1	
ICE 美林MBS指数	0.09	-0.016	-0.053	0.005	-0.096	0.845	1

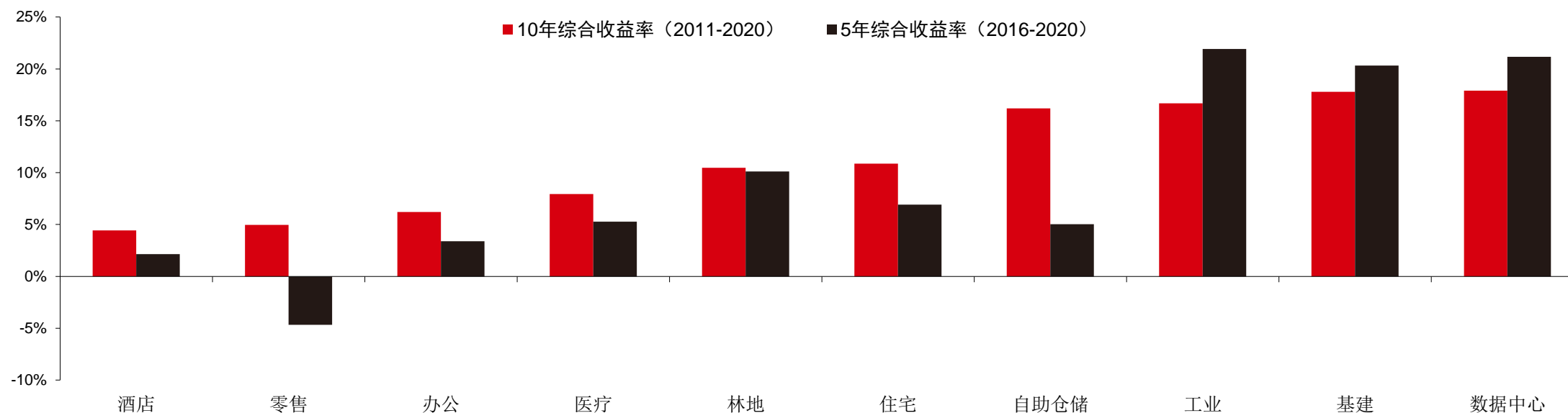
资料来源：NAREIT, 中信证券研究部

- REITs在资产配置中具有抗通胀的优势。
- 作为其底层资产的不动产，具有强大的抗通胀能力。
 - 不动产作为全球的首要抗通胀工具，可以抵御通胀以及预期通胀带来的风险；
 - 在货币超额供给的高通胀时期，不动产领域如房地产基础设施建设的信用扩张最为明显，居民名义收入的增加也会优先配置不动产资产，从而拉高了不动产的价格。
- REITs的主要收益来源的租金等也会根据通胀情况调整，也降低了通胀风险；

■ 基础设施REITs长期收益率优于商业地产REITs

- 基础设施REITs在美国主要覆盖光纤电缆，无线通信设施和能源输送管道等领域，2011年至2020年的平均综合收益率超过以办公，零售，住宅为底层资产的商业地产REITs；
- 数据中心作为新基建的重要领域，5年的平均综合收益率也达到了21%；
- 基础设施REITs实质上是成熟资产的上市，其底层资产具有周期长，市场化程度高，现金流稳定，低风险等特点，为其获取长期稳定的较高收益率奠定了基础。

2011-2020年美国REITs市场各类别REITs的综合收益率比较



资料来源：NAREIT, 中信证券研究部

注：林地，基础设施建设，数据中心收益率分别起始于2011，2012，2015年

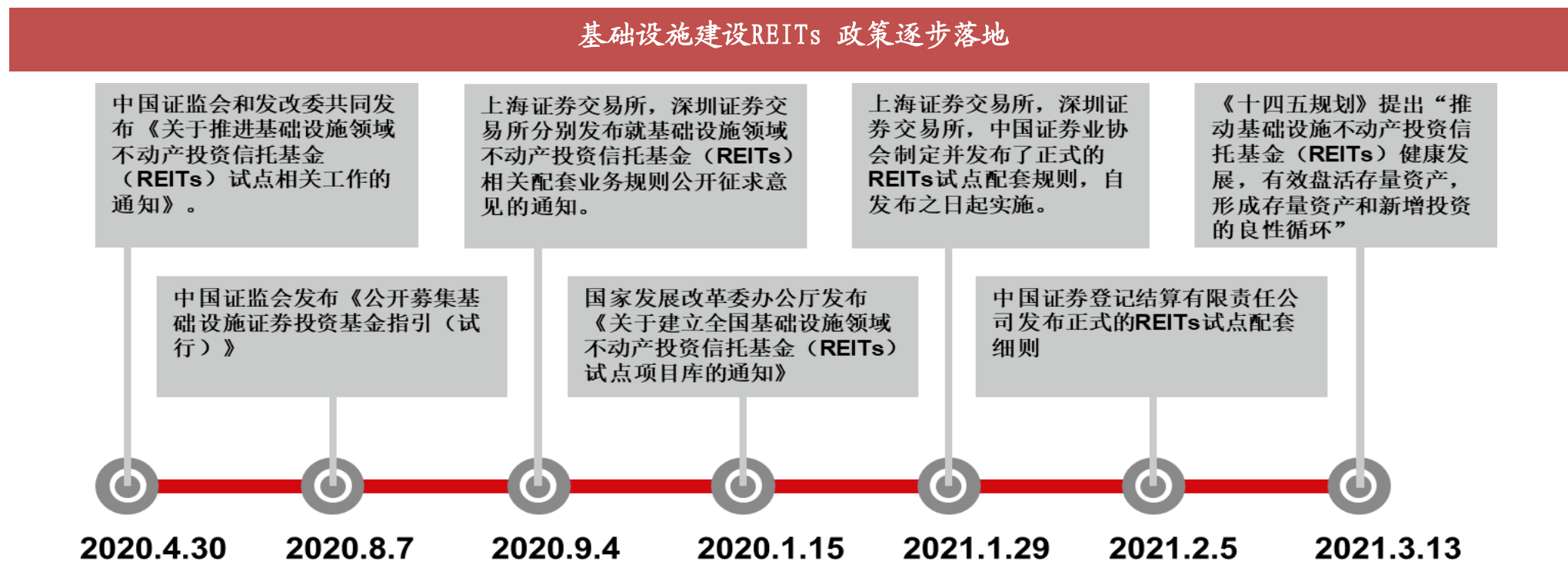
CONTENTS

目录

1. REITs的投资价值
2. 中国开启基础设施公募REITs元年
3. 公募REITs推出契合我国居民资产配置的发展趋势

基础设施公募REITs的政策风向标逐步落地

- **2020年4月30日**——《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》：正式启动基础设施领域的公募REITs试点工作，标志着中国公募REITs制度与市场建设正式拉开帷幕；
- **2020年8月7日**——《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》：基础设施公募REITs试点有了正式的法律政策支持；
- 此后，上海证券交易所，深圳证券交易所，中国证券业协会，中国证券登记结算有限责任公司制定并发布了正式的REITs试点配套规则。



以基础设施开启公募REITs的上半场

- 我国以基础设施领域开启公募REITs的上半场，此次基础设施REITs试点项目有三个重要的准入标准：
 - 区域选择：优先支持京津冀，长江经济带，雄安新区，粤港澳大湾区，海南，长江三角洲等；
 - 行业领域：优先支持基础设施行业，包括仓储物流，收费公路，水电气热，城镇污水垃圾处理，固废危废处理，信息网络等新型基础设施，国家战略性新兴产业集群，高科技产业园区，特色产业园区等等；
 - 项目质量：要求必须通过严格的合规要求并且是具有成熟经营经验的优质项目；

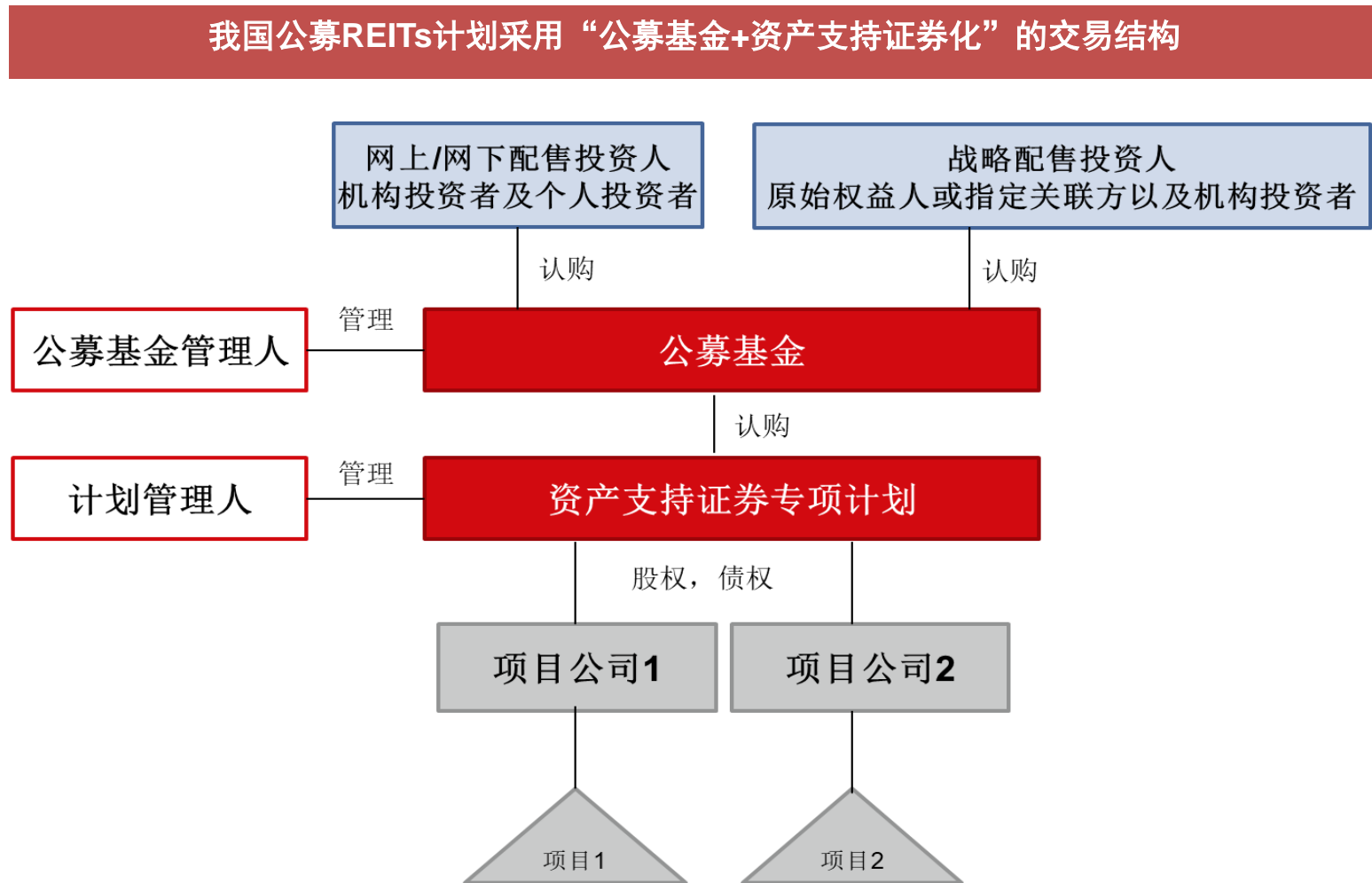
此前已有多家公司正式发布关于开展基础设施公募REITs申报发行工作的公告

公司	公告日期	项目领域	底层资产	拟募集规模
首创股份	2020年8月29日	城镇污水垃圾处理	深圳首创水务有限责任公司持有特许经营权的深圳市福永、燕川、公明污水处理厂BOT特许经营项目、合肥十五里河首创水务有限责任公司持有特许经营权的合肥市十五里河污水处理厂PPP项目	18.35亿元
渤海水业	2020年9月8日	城镇污水垃圾处理	天津市润达环境治理服务有限公司持有的天津市武清区第七污水处理厂项目、天津武清汽车产业园污水处理厂项目、天津市金博企业孵化器有限公司污水处理厂项目、天津市润达金源水务有限公司持有的天津市静海区大邱庄综合污水处理厂项目、天津市润达清源污水治理服务有限公司持有的天津武清城关镇污水处理厂项目、天津宜达水务有限公司持有的自来水供水厂项目	7亿元
东湖高新	2020年9月22日	高科技产业园区	武汉软件新城1.1期产业园项目	8.5亿元
协鑫能科	2020年10月28日	水电气热	如东燃煤热电联产项目，南京燃机热电联产项目	27-31亿元
光华新网	2020年11月12日	数据中心	中金云网数据中心	57亿元

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

“公募基金+资产支持证券化”的交易结构

- 我国基础设施公募REITs采用“公募基金+资产支持证券化”的交易结构。
- 战略配售：原始权益人或关联主体比例不低于基金份额发售数量的20%；其他专业机构投资者也可参加战略配售
- 网下配售：扣除战略投资者配售部分，专业机构投资者可参与网下配售，配售比例不低于公开发售数量的70%
- 公众投资者认购：公众投资者以询价确定的认购价格参与认购



资料来源：中信证券研究部

已申报封闭式基础设施证券投资基金

REITs名称	类型	底层资产	原始权益人	基金管理人	基金托管人
浙江证券沪杭甬高速REITs	高速公路	杭徽高速公路浙江段及其相关构筑物资产组（含收费权）	浙江沪杭甬高速公路股份有限公司, 杭州市交通投资集团有限公司, 杭州市临安区交通投资有限公司, 杭州余杭交通集团有限公司	浙商资管	招商银行
国金铁建重庆渝遂高速公路REITs	高速公路	渝遂高速公路（重庆段）	中铁建重庆投资集团有限公司, 重庆高速公路股份有限公司	国金基金	招商银行
平安广州交投广河高速公路REITs	高速公路	广河高速（广州段）	广州交通投资集团有限公司	平安基金	中国工商银行
博时招商蛇口产业园区REITs	产业园区	蛇口网谷产业园区的万融大厦和万海大厦	招商蛇口工业区控股股份有限公司	博时基金	招商银行
东吴-苏州工业园区产业园REITs	产业园区	国际科技园五期B区和2.5产业园一期、二期项目	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开发有限公司, 苏州工业园区兆润投资控股集团有限公司	东吴基金	招商银行
华安张江光大园REITs	产业园区	张江光大园	上海光全投资中心（有限合伙）, 光控安石（北京）投资管理有限公司	华安基金	招商银行
中航首钢生物质REITs	垃圾处理及生物质发电	生物质能源项目、残渣暂存场项目、餐厨项目	首钢环境产业有限公司	中航基金	招商银行
富国首创水务REITs	城镇污水处理	深圳市福永、松岗、公明水质净化厂BOT特许经营项目及合肥市十五里河污水处理厂PPP项目2个子项目	北京首创股份有限公司	富国基金	招商银行
中金普洛斯仓储物流REITs	仓储物流	7 个仓储物流园组成	普洛斯中国控股有限公司	中金基金	兴业银行
红土创新盐田仓储物流REITs	仓储物流	现代物流中心项目包括4 座仓库、1 栋综合办公楼及1 座气瓶站	深圳市盐田港集团有限公司	红土创新基金	招商银行

资料来源：上交所，深交所

已申报封闭式基础设施证券投资基金

REITs名称	拟募集规模	存续期	首年现金分派率预测	次年现金分派率预测
浙江证券沪杭甬高速	41.35亿元为募集底数	20年	12%	11%
国金铁建重庆渝遂高速公路 REITs	45.73亿	14年	8.2%	8.4%
平安广州交投广河高速公路 REITs	86.74亿	15年	6.19%	7.20%
博时招商蛇口产业园区 REITs	25.28亿（项目估值）	50年	4.1%	4.17%
东吴-苏州工业园区产业园 REITs	33.5亿	40年	4.50%	4.54%
华安张江光大园REITs	14.7亿	20年	4.47%	4.11%
中航首钢生物质REITs	12.49亿	21年	8.88%	8.32%
富国首创水务REITs	18.36亿	26年	8.71%	9.13%
中金普洛斯仓储物流REITs	56.18亿	50年	4.45%	4.48%
红土创新盐田仓储物流 REITs	17.05亿	36年	4.47%	4.75%

资料来源：上交所，深交所

- 特许经营权类项目届满后，可供分配的现金流分配后，基金估值接近0，无最终资产处置收入，这类项目估值的重点在于对基础资产未来现金流的预估，分派收益率预估较高
- 仓储物流和产业园区基础资产到期后仍有市场价值，现金流不归0。这类项目估值的重点在于持有不动产的公允价值变动，分派收益率预估较低
- 已申报项目各具特色，为后续项目提供了多重样本
 - 中航首钢生物物质封闭式基础设施证券投资基金引入了过桥基金

CONTENTS

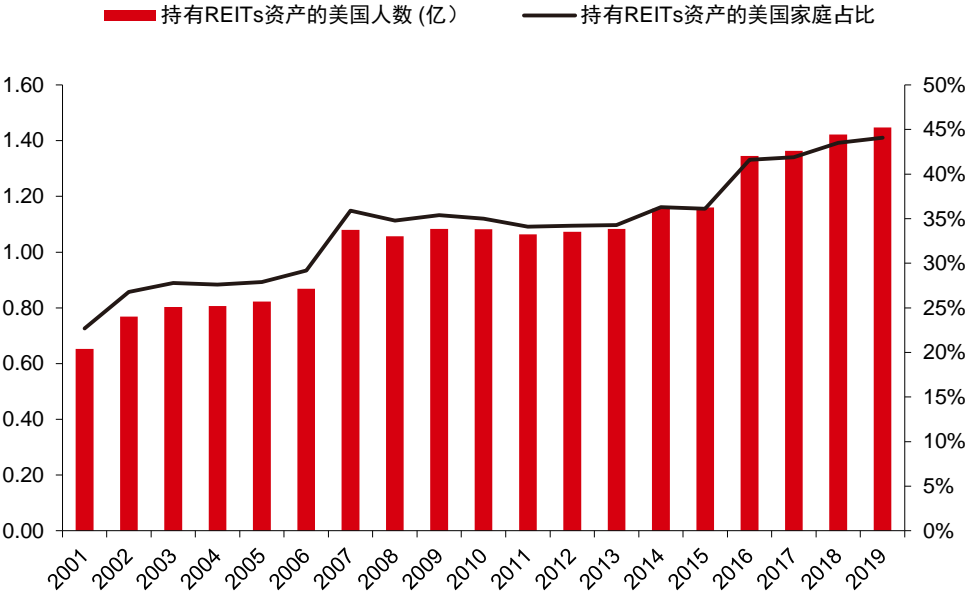
目录

1. REITs的投资价值
2. 中国开启基础设施公募REITs元年
3. 公募REITs推出契合我国居民资产配置的发展趋势

美国对REITs的资产配置需求翻倍增长

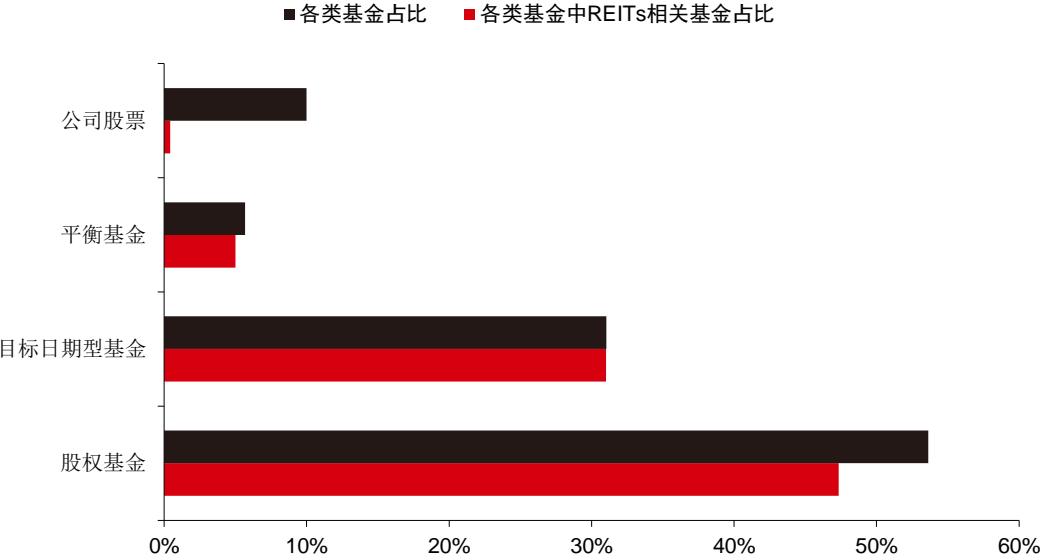
- 据美国房地产协会统计，截止**2019年**，持有**REITs**资产的美国人接近**1.45亿**，较**2001年**的**6500万人**翻了一倍多；在过去**20**年里，持有**REITs**资产的美国家庭比例也翻了一番，从**23%**升至**44%**。
 - 持有**REITs**资产的最常见方式是通过美国养老金**401(k)**账户持有各类股票基金，而近些年来在这些股票基金中投资**REITs**的占比不断增加；
 - 2019年，目标日期型基金中投资**REITs**的比例高达**99.9%**，股权型基金投资**REITs**的比例大幅增加至**88.28%**；

2001年-2019年持有REITs资产的美国人数翻倍



资料来源：NAREIT, 中信证券研究部

2019年美国401(k)养老金账户投资REITs的占比情况

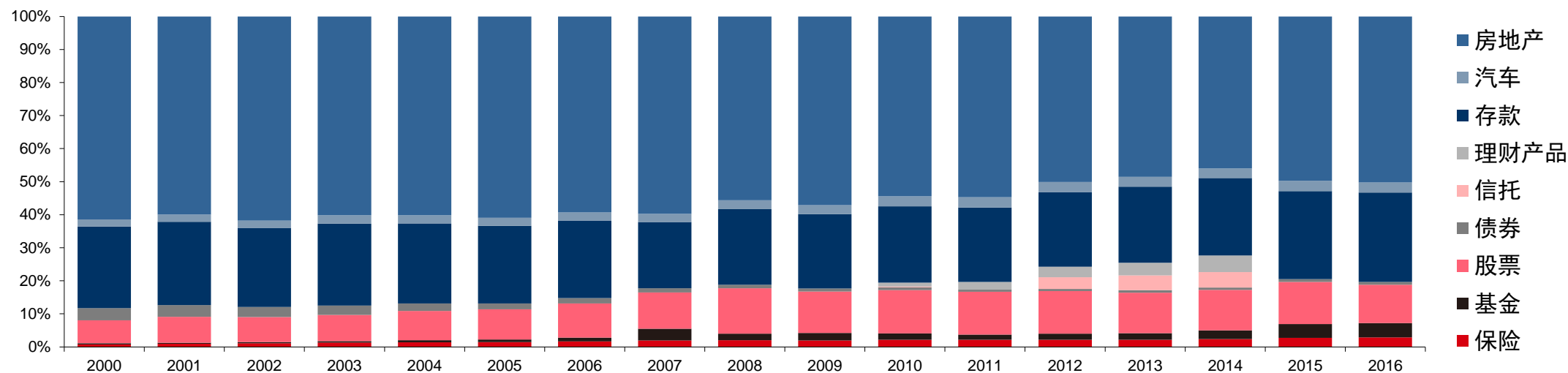


资料来源：NAREIT, 中信证券研究部

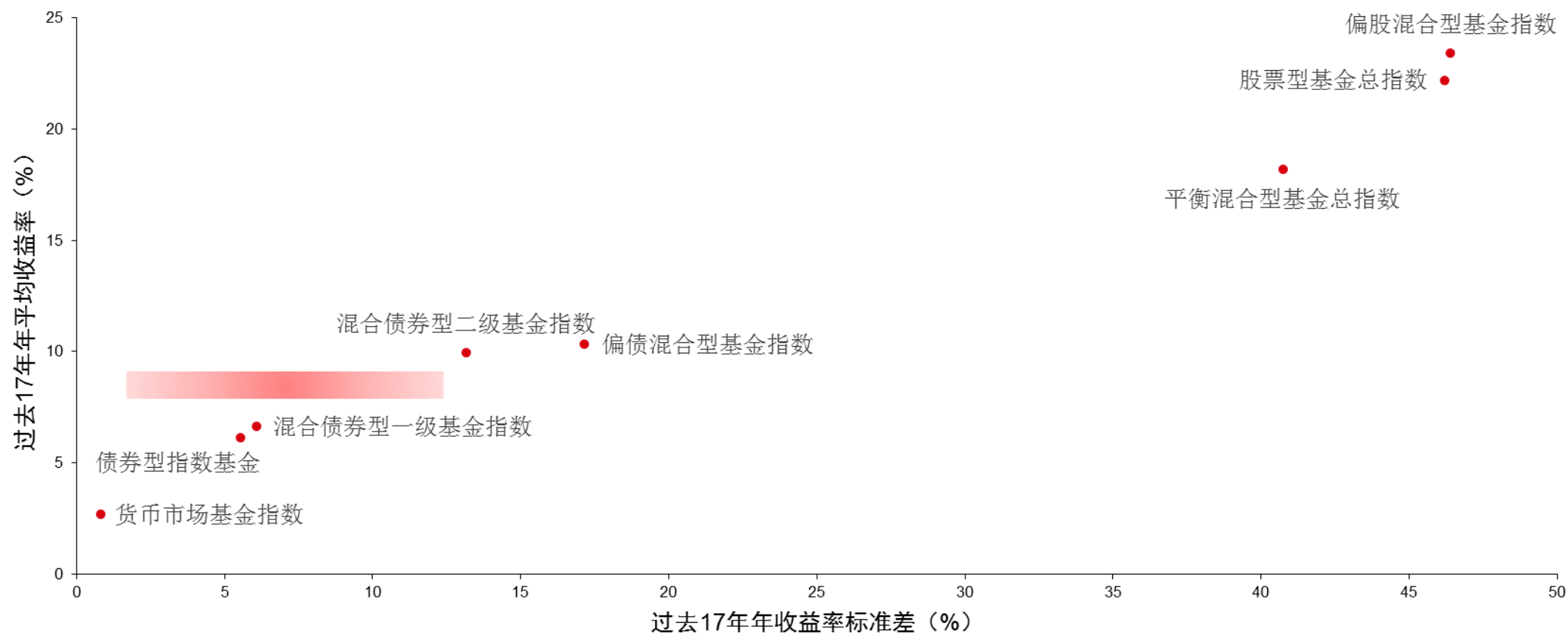
公募REITs推出契合我国居民资产配置的发展趋势

- 对于个人投资者而言，基础资产优质稳健，风险偏低，是投资一种新型资产的重要保障。
- 从我国居民资产配置结构来看，公募REITs的出现充分与当前国内居民资产配置结构的变化趋势相吻合。
 - 截至2016年，我国居民资产配置中，占比最大的为房地产（50%以上）；
 - 从整体趋势来看，配置于房地产投资以及存款，理财等固收类产品的比例总体呈下降趋势；
 - 股票，基金的配置比例不断上升，体现了居民整体的风险偏好有所提升；
 - 居民需要有一类收益更高，风险略有放大，但却标准化的产品来进行投资，公募REITs的出现恰好填补了这一空白。

我国居民资产配置结构（2000年-2016年）



各类型基金指数风险收益对比





感谢您的信任与支持！

THANK YOU

余经纬（首席大类资产配置分析师）

执业证书编号：S1010517070005

免责声明



证券研究报告 2021年5月9日

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%～20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或 CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）(商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159) 受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2021版权所有。保留一切权利。