

REITs: 类固收中的长跑型品种
——“换了美元买什么”系列专题之三

主要观点:

相关研究

- 《股灾+双降，债牛王者归来》
2015.08.26
- 《美元固收资产大盘点——“换了美元买什么”系列专题之二》
2015.08.25
- 《人民币贬值，关注美元债——“换了美元买什么”系列专题之一》
2015.08.18

- REITs（房地产投资信托基金）“smell like real estate, look like bonds and walk like equity”，是介于债券和股票之间的金融工具：类似于债券每年有较高的股利收益，但也类似于股票享有资本利得收益，其投资门槛低于直接投资房地产且流动性更佳，长期收益可观，是类固收中的长跑型品种。
- **REITs 概览：**（1）REITs 本质上是房地产资产证券化的一种形式。（2）交易所上市的权益型 REITs 是绝对主力。（3）主要投资标的为商业地产（写字楼和零售物业），亚洲多元化投向 REITs 的比重较高。（4）房地产限制外资政策下，大陆赴海外上市 REITs 供给受限，现有优质产品的稀缺性显现。
- **REITs 资质价值关键：租金收入。**

REITs 的主要收入来自租金，因此判断其资质价值的关键就在于租金收入，主要考虑以下三点：**第一，物业类型决定收入的稳定性。**写字楼收入相对稳定、风险相对较低，酒店旅游物业风险相对较高，而多元化投资 REITs 因投向多种业态可分散风险。**第二，商业地产的地理位置是租金收入的基础。**物业的地理位置、所处城市/国家的经济水平、消费水平和人口结构都是影响租金收入的因素。**第三，物业管理能力是提升出租率、续租率和租金收入的关键。**

• REITs“攻城略地”的三板斧

第一板斧：低税负，高分红。REITs 的投资范围和税收优惠规定保证了 REITs 高分红（至少 90%收益用于分红）的投资特点。对境外投资者的税收优惠方面，香港免预扣税和处置环节利得税，税率较新加坡等市场更加优惠。

第二板斧：长期回报高，攻守兼备。REITs 的投资收益=股利收益+资本利得。权益型 REITs 兼具债性与股性，攻守兼备。REITs 长期收益稳定且表现不俗，如美国 REITs20 年年平均回报率为 12.35%，跑赢美林公司/国债指数及标普、道琼斯等指数，因此获得了养老金、资产管理公司等机构投资者的青睐。

第三板斧：加息周期表现较好。加息不利于 REITs 股票估值，但租金收入相对刚性，若加息周期中经济表现靓丽，商业地产基本面会支持甚至提高 REITs 的回报率。95 年以来美国约有 16 次利息上涨，其中 REITs 收益率有 12 次为正，仅 4 次为负。

• 精挑细选，长线投资。

（1）市场选择方面，欧洲和美国 REITs 市场具备一定的吸引力。今年以来欧洲 REITs 回报率表现最佳，截至 8 月 25 日标普欧洲 REITs 回报率为 11.6%。而美国经济复苏较为强劲，劳动力市场改善和美国房屋空置率下降有利于租金增长，且美元升值和联储加息背景下投资美国市场或能享受汇兑收益。

（2）细分行业方面，在全球人口老龄化、经济低迷、消费逐渐占据主导的当前，养老设施、基础建设和休闲娱乐场所 REITs 可纳入长期投资选择范围。

（3）投资渠道方面，可通过 QDII 渠道购买 REITs 股票或海外 REITs 基金，也可以购买国内 REITs 类 QDII 基金。例如，美国最大的 REITs ETF 基金 Vanguard REIT ETF 近 1 年回报率为 9.63%。而国内年初以来表现最好的产品为国泰美国房地产开发，复权单位净值增长率为 13.7%。

• REITs 投资风险：波动率较高，受房市股市波动影响。

第一，年均回报的波动率较高。第二，地产业的景气度和经济基本面决定其增值盈亏。第三，绝大多数产品在交易所上市，需留意股市大幅波动的影响。第四，美联储加息不利于 REITs 股票估值，且海外投资须面对汇兑风险。

分析师:姜超
Tel:(021)23212042
Email:jc9001@htsec.com
证书:S0850513010002

分析师:周霞
Tel:(021)23219807
Email:zx6701@htsec.com
证书:S0850513070006

联系人:张卿云
Tel:(021)23219445
Email:zqy9731@htsec.com

联系人:姜珮珊
Tel:(021)23154121
Email:jps10296@htsec.com

目 录

1. REITs 概况	5
1.1 REITs 的本质是房地产资产证券化	5
1.2 主要品种：交易所上市的权益型 REITs	5
1.3 全球 REITs 市值：美国占半壁江山	6
1.4 全球 REITs 投向：商业地产为主	7
1.5 REITs 与房地产信托的区别	7
2. REITs 资质价值关键：租金收入（以越秀为例）	8
2.1 物业类型决定收入的稳定性	8
2.2 地理位置与经济情况是基础	8
2.3 物业管理能力是提升出租率的关键	10
2.4 越秀 REITs 与其他 H-REITs 对比	10
3. REITs“攻城略地”的三板斧	12
3.1 第一板斧：低税负，高分红	12
3.2 第二板斧：长期回报高，攻守兼备	13
3.3 第三板斧：抗通胀，御加息	14
4. REITs：精挑细选，长线投资	15
5. 投资风险：波动率较高，受房市股市影响	17

图目录

图 1	REITs 的一般结构	5
图 2	美国权益型、抵押型和混合型 REITs 市值（百万美元）	6
图 3	美国权益型、抵押型和混合型 REITs 发行数量	6
图 4	全球十大 REITs 市场市值及发行支数	6
图 5	美国权益类 REITs 各投向的市值占比	7
图 6	亚洲 REITs 各投向的市值占比	7
图 7	越秀 REITs 各项物业类型与估值	8
图 8	越秀 REITs 各类物业收入占比	8
图 9	北上广深甲级写字楼租金（元/平方米/月）	9
图 10	北上广深甲级写字楼空置率（%）	9
图 11	北上广深优质零售物业首层租金（元/平方米/天）	9
图 12	北上广深优质零售物业空置率（%）	9
图 13	越秀物业和广州同类物业的租金和出租率（2015 年上半年）	9
图 14	越秀、汇贤、春泉、开元和领展 REITs 营业收入及同比	11
图 15	香港 REITs 回报率（%，总回报率=股利收益+资本利得）	11
图 16	美国权益型 REITs 收益率分解（%）	13
图 17	美国各类投资 20 年平均年度回报率（%）	13
图 18	美国 REITs 股息率、10 年国债收益率与穆迪 3A 企业债收益率（%）	13
图 19	全球 REITs 收益率比较（%，收益率以美元价格计算）	14
图 20	西蒙集团和 SCENTRE 集团的持有人结构（%）	14
图 21	美国 REITs 指数与联邦基金利率	14
图 22	美国 REITs 股利收益率与 CPI（%）	15
图 23	今年以来年欧洲 REITs 年化回报表现较好（%）	15
图 24	美国房屋空置率（%）	16
图 25	美国租金增长率（%）	16
图 26	美国各类型 REITs 平均收益率（%）	16
图 27	美国各类投资 20 年平均年度回报率及标准差（96 年 6 月~15 年 6 月）	17
图 28	美国权益型 REITs 指数与 NAHB 房地产市场指数	18
图 29	美国 REITs 指数与股票指数相关性较高	18

表目录

表 1	房地产投资信托基金与房地产信托的区别.....	7
表 2	14 年至 15 年越秀房地产信托基金物业改造项目	10
表 3	香港 REITs 一览.....	10
表 4	美国与亚太市场 REITs 制度对比	12
表 5	REITs 类 QDII 基金表现.....	17

REITs（房地产投资信托基金）是介于债券和股票之间的金融工具。关于 REITs 有句生动的描述“REITs smell like real estate, look like bonds and walk like equity”。REITs 一方面类似于债券每年有较高的股利收益，另一方面类似于股票享有资本利得收益，且相对于直接投资房地产其投资门槛更低、流动性更好、可实现分散化投资，长期收益可观，是类固收中的长跑型品种。

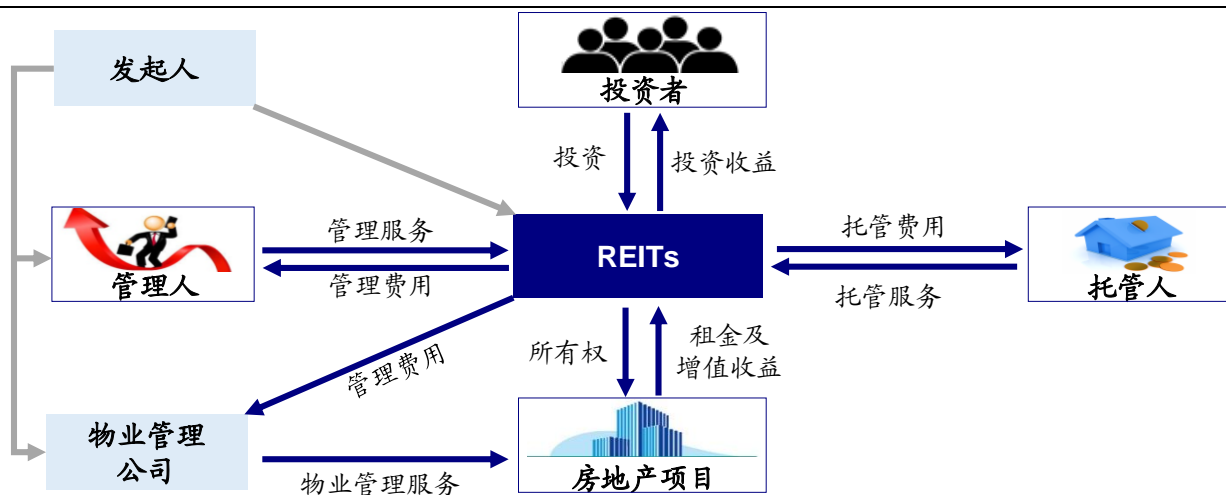
1. REITs 概况

1.1 REITs 的本质是房地产资产证券化

REITs（Real Estate Investment Trusts），即房地产投资信托基金，是一种以发行收益凭证的方式汇集特定多数投资者的资金，由专门投资机构进行房地产投资经营管理，并将投资综合收益的绝大部分（通常为 90%以上）按比例分配给投资者的金融工具。

REITs 本质上是房地产资产证券化的一种形式。REITs 通常由发起人专门组建的资产管理公司进行管理，投资范围一般仅限于房地产领域，投资物业类型包括购物商场、医疗中心、仓库、写字楼、酒店等，主要收益来自于不动产（商业地产居多）的租金收入和增值收益。

图1 REITs 的一般结构



资料来源：海通证券研究所整理

根据美国房地产投资信托协会(NAREIT)对 REITs 的定义，一家公司必须满足以下几点才能被称之为 REITs：（1）**资产**：至少 75%的总资产投资于房地产；（2）**收入**：至少 75%的收入来自租金、房地产抵押贷款利息或房地产销售；（3）**分红**：每年以分红形式将应税收入大于等于 90%部分分配给投资者；（4）**组织形式**：必须是可纳税的实体；（5）**管理人**：董事会或受托人；（6）**股东**：至少 100 人；（7）**股份**：5 位及以内的个人投资者持股比例不超过 50%。

1.2 主要品种：交易所上市的权益型 REITs

按照投资对象和收入来源分类，REITs 可分为权益型、抵押型和混合型。权益型 REITs 一般直接控制并经营房地产，多数为股权投资，主要收益来自租金和增值收益，相对于抵押型和混合型 REITs 的风险和收益更高。抵押型 REITs 主要投资于住宅抵押贷款和抵押贷款支持证券，多数为债权投资，收益源自利息等，对利率更加敏感；混合型是前述两种的综合，但已淡出市场。

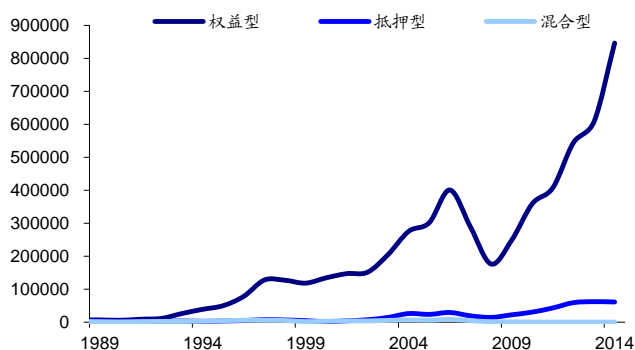
权益型 REITs 由于兼具分红收入和增值收益，是 REITs 市场的主要品种。2014 年

末，美国权益型 REITs 总市值达到 8464 亿美元，占比 93%，而抵押型 REITs 占比仅为 6.7%。

根据资金募集方式的不同，REITs 可分为公募房地产投资信托基金和私募房地产投资信托基金，其中公募 REITs 又分为上市和非上市两种。绝大多数 REITs 是在交易所公开上市的，美国 13 年上市 REITs 资产占比达 94%。

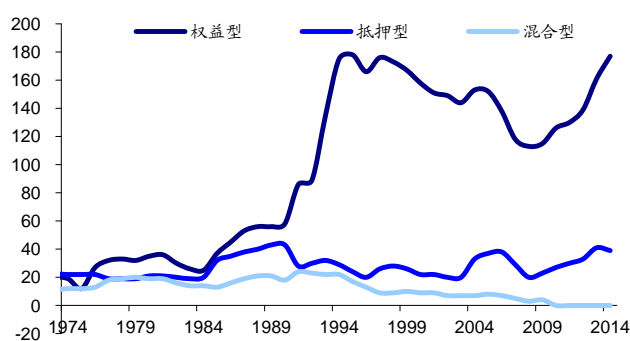
交易所上市的权益型 REITs 是绝对主力。2013 年，美国交易所上市的权益型 REITs 占有上市 REITs 资产的 70% 和市值的 90%。截至 15 年 8 月，美国上市的权益型 REITs 市值占美国整个股票市场市值的 3%。在亚洲市场如香港、新加坡等，REITs 均为上市的权益型。

图2 美国权益型、抵押型和混合型 REITs 市值（百万美元）



资料来源：NAREIT，海通证券研究所

图3 美国权益型、抵押型和混合型 REITs 发行数量



资料来源：NAREIT，海通证券研究所

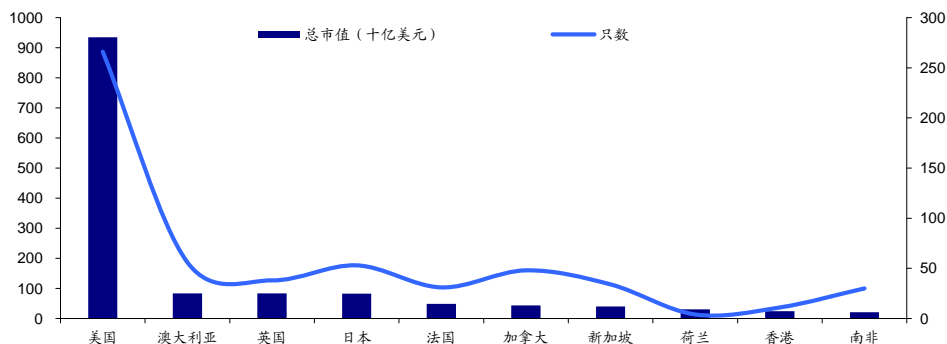
1.3 全球 REITs 市值：美国占半壁江山

目前已经有 30 多个国家相继推出了 REITs。截至 2015 年 8 月 28 日，全球 REITs 规模约 1.42 万亿美元，其中美国是最大的 REITs 市场，总市值达九千多亿美元，占全球总市值的 64%。

澳大利亚、英国和日本 REITs 市场规模仅次于美国，市值均在 800 亿美元以上。新加坡是亚洲第二大 REITs 市场，香港紧随其后，截至 8 月 28 日市值约 242 亿美元。

香港 REITs 创设于 2003 年，存量 REITs 有 10 支（不包括已经退市的睿富房地产基金）。截至 15 年 8 月 28 日，其总市值约 242 亿美金，全球排名第九，在亚洲仅次于日本和新加坡。

图4 全球十大 REITs 市场市值及发行支数



截止日期：2015 年 8 月 28 日

资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所

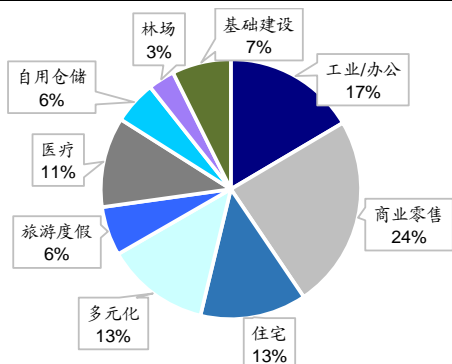
1.4 全球 REITs 投向：商业地产为主

REITs 的主要投资标的为商业地产（写字楼和零售物业），全球投向商业地产 REITs 的市值占比为 31%，美国这一比例为 35%，而亚洲投向商业地产比例近 50%。

分国家来看，美国 REITs 投向类型丰富，包括公寓、办公楼、商场、医疗设施（医院、医疗中心、疗养院）、自助式储存仓库中心、学生公寓、基础设施、林地等。亚洲主要市场 REITs 的投向较为单一，其中新加坡 REITs 投向包括办公楼、工业、零售、医院等，相对于日本、马来西亚和香港更加多元化；而香港以商业地产为主，占比 85% 以上。

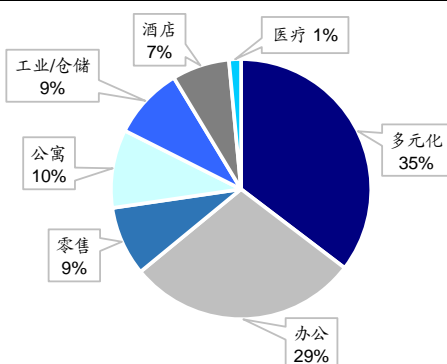
目前，全球多元化 REITs 的市值占比为 33%，其中亚洲多元化投资比例高于美洲，新加坡、日本、香港多元化投资比例分别为 42%、35% 和 23%。从香港已上市的 REITs 来看，近几年新上市 REITs 大多为多元化类型，即投向办公、零售、酒店中的 2 个及以上业态。

图5 美国权益类 REITs 各投向的市值占比



资料来源：NAREIT，海通证券研究所

图6 亚洲 REITs 各投向的市值占比



资料来源：NAREIT，海通证券研究所

1.5 REITs 与房地产信托的区别

房地产投资信托基金（REITs）和房地产信托都是房地产证券化产品，但也存在很大不同，最主要的区别在于，前者一般属于股权，而后者属于债权。投资 REITs 的收益主要来自于股利支付和资本利得，而房地产信托的投资收益主要来自于固定利息。可见 REITs 的风险和回报一般高于房地产信托。

其次，绝大多数 REITs 在交易所上市，是标准化的金融工具，可以在二级市场交易，因此流动性优于房地产信托。因此，投资者无需真正购买房地产或者直接向地产项目融资，仅通过购买 REITs 份额，就可以实现对房地产的投资并获得相应收益。

另外，在运作方式方面，REITs 需要成立资产管理公司负责物业的投资运营，因此更加重视后期经营和管理，运作中可增加资产；而房地产信托的运作更侧重提供资金和资金监管，运作中资产一般固定不变。

表 1 房地产投资信托基金与房地产信托的区别

	REITs（房地产投资信托基金）	房地产信托
是否上市	绝大多数上市，也可不上市	否
产权属性	股权	债权
流动性	较高，标准化	低，非标准化
资金用途	商业物业，一般不涉及开发； 运作中可增加资产	房地产经营与开发； 资产一般固定不变
风险与回报	风险更高、回报一般更高	风险适中、回报适中
投资期限	无到期日	有到期日

还本付息形式	股利支付+资本利得 但股利支付比例远大于股票	固定利率+期末偿还本金
运作方式	成立资产管理公司，更重视后期经营	资金提供和资金监管
信息披露	要求严格	无
税收优惠	有（我国暂无）	无专门税收优惠

资料来源：海通证券研究所整理

2. REITs 资质价值关键：租金收入（以越秀为例）

房地产投资信托基金的主要收入为租金收入，收入源自 REITs 持有的物业或有经营权的物业。即使物业资产价值大幅波动，若租金波动不大的话，那么对 REITs 收益的影响不大。因此判断 REITs 资质价值的关键就在于租金收入情况。我们以首家投资内地物业的上市 REITs——越秀房地产信托投资基金为例进行分析。

2.1 物业类型决定收入的稳定性

REITs 投资标的的不同决定了租金收入稳定性的差异，其中写字楼收入相对稳定，风险相对较低；零售物业收入的稳定性次于写字楼，但一般而言租金高于写字楼；酒店旅游物业风险相对较高，同样收入也较高。多元化投资 REITs 因为同时投向多个类型的物业，因而可以分散风险。

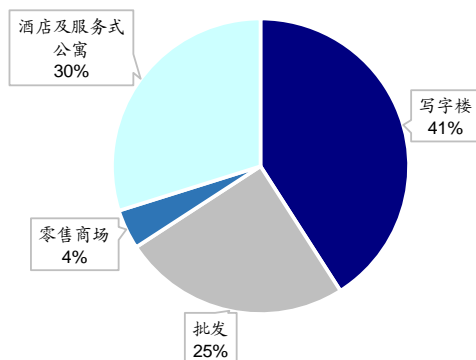
越秀 REITs 是多元化投资的权益型 REITs，标普评级为 BBB 级，主要物业为写字楼、零售物业和酒店。越秀 REITs 拥有 6 项物业，分别为白马大厦、财富广场、城建大厦、维多利广场、新都会大厦及广州国际金融中心，均位于广州，另外还拥有四季酒店和雅诗阁服务式公寓的委托经营权，并于 15 年 8 月初公布将收购上海宏嘉大厦。15 年上半年，写字楼收入占越秀 REITs 总收入的 41%，酒店和服务式公寓收入占比 30%。零售和批发占比 29%。

图7 越秀 REITs 各项物业类型与估值

物业	类型	落成年份	估值 百万元
白马大厦	批发商场	1990	4,600
财富广场	甲级写字楼	2003	868
城建大厦	甲级写字楼	1997	731
维多利广场	零售商场	2003	820
新都会大厦	综合商务楼	2007	834
广州IFC	商业综合体	2010	16,211

资料来源：公司半年报，海通证券研究所

图8 越秀 REITs 各类物业收入占比

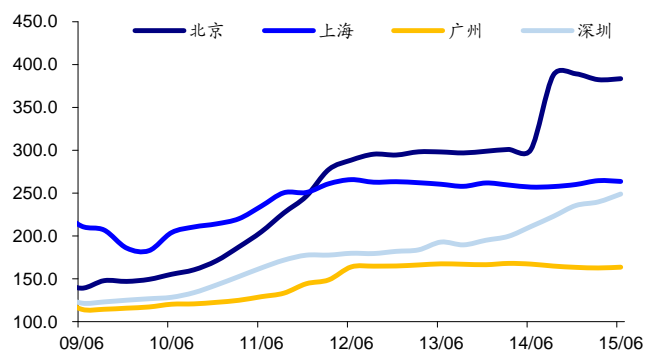


资料来源：公司半年报，海通证券研究所

2.2 地理位置与经济情况是基础

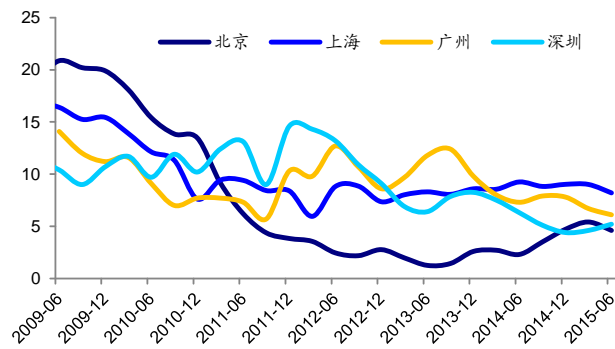
商业地产的地理位置是租金收入的基础。从宏观角度看，物业所处城市、国家的经济水平、消费水平和人口结构都是影响租金收入的因素。一线城市租金水平较高、劳动年龄人口充沛、人均消费水平高，因此一线城市地产 REITs 的租金收入相对于投资二三线城市更加有保障。

图9 北上广深甲级写字楼租金（元/平方米/月）



资料来源：WIND，海通证券研究所

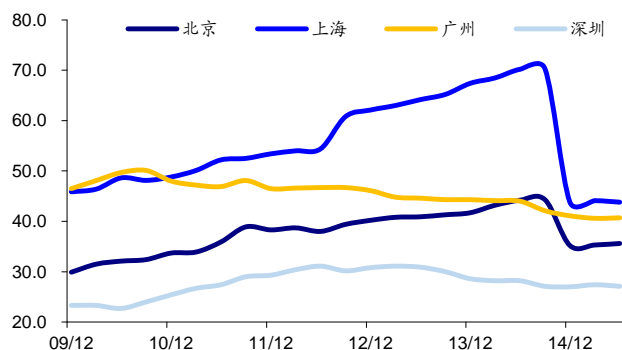
图10 北上广深甲级写字楼空置率（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

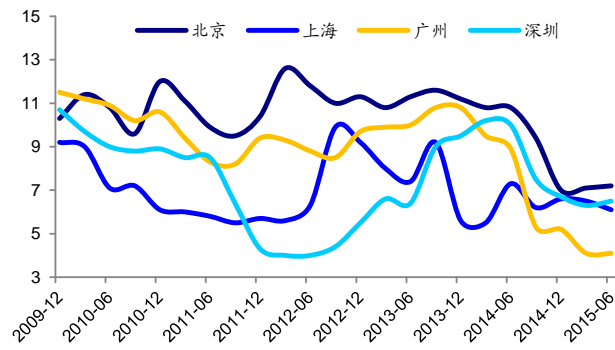
一线城市中，广州甲级写字楼租金最低，近3年稳中微降，优质零售物业首层租金仅次于上海，但处于下降趋势。从空置率来看，近3年广州的写字楼和零售物业空置率均出现明显下降，表现优于其他一线城市。

图11 北上广深优质零售物业首层租金（元/平方米/天）



资料来源：WIND，海通证券研究所

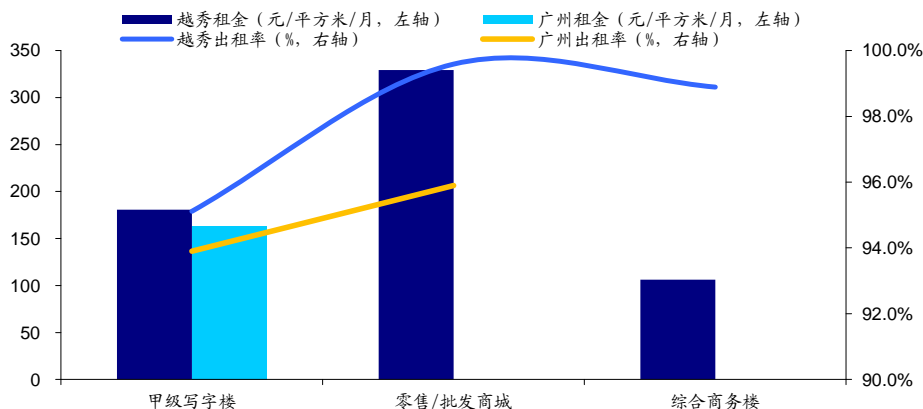
图12 北上广深优质零售物业空置率（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

地段方面，对于办公物业而言，位于 CBD 会获得更高的租金报酬和出租率，而零售物业关键看是否处于核心商业区，对于酒店而言要看交通是否便利。越秀房产基金旗下物业均位于广州核心商业区，这保证了物业的出租率，2015 年 6 月末平均出租率为 96.8%，均高于北上广深同期水平；甲级写字楼按可租售面积的加权平均租金为 180.6 元/平方米/月，高出广州甲级写字楼平均租金的 10%。

图13 越秀物业和广州同类物业的租金和出租率（2015 年上半年）



注：越秀数据为按可出租面积加权平均租金和加权平均出租率
资料来源：公司半年报，WIND，海通证券研究所

2.3 物业管理能力是提升出租率的关键

在美国这样发展成熟的 REITs 市场，投资者十分看重物业管理的能力。物业管理对于提升出租率、续租率和租金收入有着重要的作用，对零售物业和酒店物业而言更加如此。零售物业的主题定位、品牌特色、硬件改造等方面很大程度取决于管理人的运营能力。

越秀 REITs 委任的租赁代理广州怡城物业管理有限公司、白马物业管理有限公司及广州越秀资产管理有限公司提供租赁、市场推广和租赁管理服务。2014 年管理人改造了旗下维多利亚广场，定位快时尚体验中心并改造了商业结构，客流量实现明显提升，出租率从 13 年底的 92.2% 提升至 14 年底的 99.4%。

表 2 14 年至 15 年越秀房地产信托基金物业改造项目

时间	物业名称	改造行为
15 年上半年	白马大厦	翻新装修；组织客户参加 2015 年上海国际服装装饰博览会，举办全国巡展——山东临沂站
2014 年	维多利亚广场	商场全新命名 VT101，定位快时尚体验中心；引入华南最大优衣库旗舰店；调整 3、5、6 层商业结构；组织“女神节”等线上线下互动活动
2015 年	广州国金中心	与百货公司达成优化调整意见，将部分商场面积进行改造，增加餐饮和生活零售配套业态；举办“M 空间摄影展”等活动。

资料来源：公司半年报，海通证券研究所

2.4 越秀 REITs 与其他 H-REITs 对比

香港的 10 支 REITs (H-REITs) 中，有 4 支为大陆资产赴港上市（不包括已退市的睿富房地产基金），分别为：汇贤产业信托、越秀房地产信托基金、春泉产业信托和开元产业信托，其中汇贤产业信托为市值最大的大陆赴港上市 REITs。

表 3 香港 REITs 一览

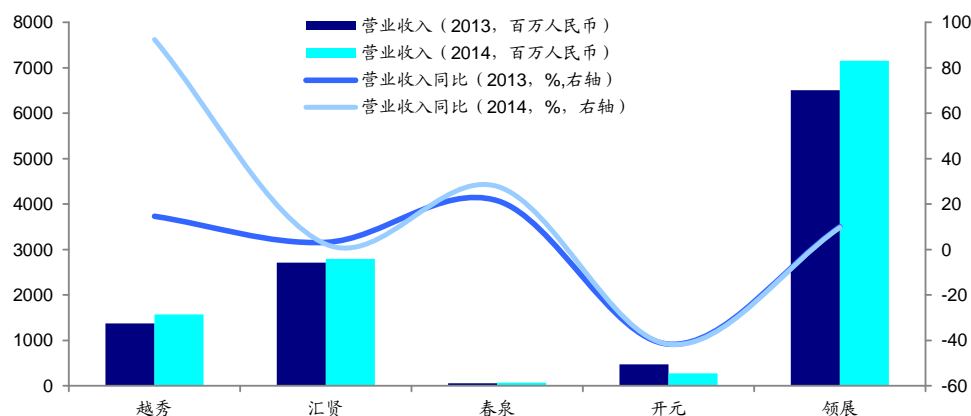
	是否为大陆资产	总市值 (亿美元)	上市日期	物业类型	资产	备注
汇贤产业信托	是	26.5	11 年 4 月	多样化	北京东方广场（收益权）、重庆大都会东方广场、沈阳丽都索菲特酒店	首家香港上市的人民币计价 REITs
越秀房地产信托基金	是	14.9	05 年 12 月	多样化	6 项广州物业：白马大厦、财富广场、广州国际金融中心等；将收购上海宏嘉大厦	首家投资内地物业的上市 REITs
春泉产业信托	是	4.6	13 年 12 月	多样化	北京华贸中心写字楼	
开元产业信托	是	3.6	13 年 7 月	酒店	五家五星级酒店（杭州开元名都大酒店等）及一家四星级酒店	第一个专注中国内地的酒店产业投资信托
领展房地产基金 (原领汇房产基金)	否	123.5	05 年 11 月	购物中心	香港各区的商场、停车场为主；北京欧美汇购物中心；将收购上海企业天地 1 号和 2 号	香港首家及亚洲最大市值 REITs
冠君产业信托	否	28.5	06 年 5 月	多样化	香港花旗银行广场、九龙朗豪坊	
置富产业信托	否	18.6	03 年 7 月	购物中心	在香港持有 18 家购物商场	
富豪产业信托	否	8.4	07 年 3 月	酒店	在香港持有 8 家酒店	香港第一个酒店产业信托
阳光房地产基金	否	8.0	06 年 12 月	多样化	香港 10 个写字楼、7 个零售物业	
泓富产业信托	否	5.1	05 年 12 月	办公楼	8 项香港物业，包括写字楼、商用物业、工商综合物业和工业物业	

截止日期：2015 年 8 月 28 日

资料来源：BLOOMBERG，各 REITs 官方网站，海通证券研究所

从营业收入来看，越秀 14 年营业收入较 13 年小幅增长，但增速较 13 年大幅下降，或缘于 12 年下半年从母公司越秀地产获得广州国际金融中心产权，使得 13 年营业收入大增。但 13、14 年越秀 REITs 的营业收入增速仍高于汇贤和领展。而开元 REITs 连续两年营收同比为 -40% 左右，或因“三公消费”限制、酒店行业供应过剩和经济放缓对二三线城市酒店影响较大。

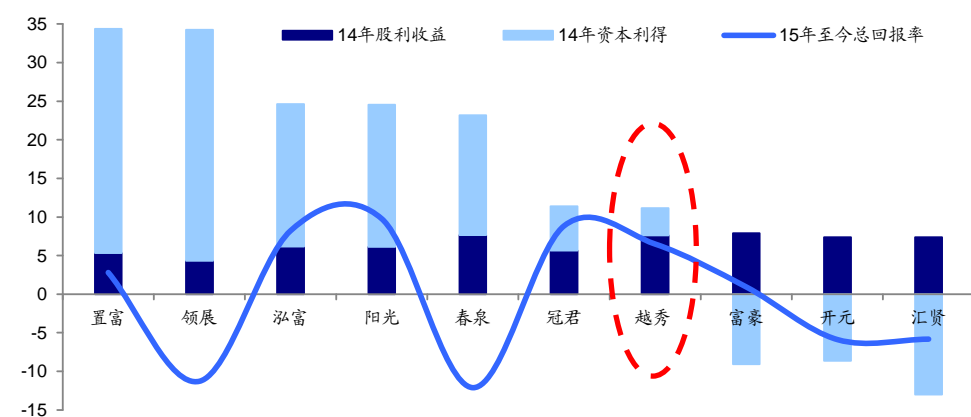
图14 越秀、汇贤、春泉、开元和领展 REITs 营业收入及同比



资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所

回报率方面，越秀是大陆赴港上市 REITs 中表现最好的基金，但回报率低于非内地上市 REITs，主要源于资本利得收益较低。14 年越秀股息率为 7.5%，在 H-REITs 中位列第三，但资本利得收益为 15.5%，低于领展、置富等基金，因此 23.19% 的总回报率排名倒数第四。但今年以来越秀表现较佳，15 年初至 15 年 8 月 28 日的总回报为 6.5%，排名第四，仅次于阳光、冠君和泓富。

图15 香港 REITs 回报率（%，总回报率=股利收益+资本利得）



截止日期：2015 年 8 月 28 日

资料来源：BLOOMBERG，海通证券研究所

房地产限制外资政策下，大陆赴海外上市 REITs 供给受限，越秀房地产基金品种稀缺，具有一定的投资价值。

由于内地并没有针对 REITs 的税收优惠政策，因此中国大陆并没有严格意义上的 REITs。大陆房地产信托在分配租金收入时会面临“双重征税”，这导致内地房企租金回报率较低：即公司/信托基金层面收到的租金要缴纳营业税，分配剩余收益时还要缴纳剩余收益的营业税。而美国、香港等市场均对用于分红的租金收入免税。

越秀房产基金具有国企背景，越秀地产持股 36.45%，越秀集团持股 0.33%，公众基金持有人 63.22%。2001 年广东省完成对广东城建的国有资产重组后，越秀集团通过将资产转让至离岸公司，2005 年越秀 REITs 在香港成功上市。越秀将物业转让出境有

助于避免国内“双重征税”，但 2006 年房地产限制外资政策发布，万达等公司的 REITs 上市计划搁浅，因此内地企业境外市场发行 REITs 供给受限，已有基金的稀缺性显现。

3. REITs“攻城略地”的三板斧

REITs 被视为股票、债券、现金之外的第四类资产，在美国、澳洲、西欧及亚洲市场“攻城略地”靠的是低税负高分红、攻守兼备和抗加息的“三板斧”。**REITs 的投资收益=股利收益+资本利得**：股利收益来自租金收入，以分红形式发放，波动性较小且基本保持稳定增长；资本利得则与房地产市场相关性较强，走势与房地产股票一致。

3.1 第一板斧：低税负，高分红

REITs 的投资范围和税收优惠规定保证了 REITs 高分红的投资特点。REITs 规定投资范围主要为房地产项目，一般要求将 90%以上收益用于分红，才能享受税收优惠。

REITs 起源于美国，而美国的 REITs 是税收驱动型的，从最初的组织结构到后来的结构创新都是围绕如何合法地避税。美国税法赋予 REITs 房地产运营收益在企业层面不需交税或者少交税的权利，同时也对 REITs 的房地产转让环节给予税收优惠，投资者仅需在个人收益层面缴纳个人所得税，这样便避免了重复征税。

其他主要 REITs 市场如澳大利亚、英国、法国、日本、新加坡、香港等也都规定了相关税收优惠。香港对 REITs 的租金收入免利得税，对投资者股息收入免预扣税和利得税，但需缴纳印花税，另外香港本身税率偏低。而新加坡也免征资本利得税，但分红部分对外国机构投资者征税税率为 10%，并免除印花税。

在对境外投资者的税收优惠方面，香港税收较美、日、新加坡和澳大利亚更加优惠。香港对境外投资者免预扣税，并对处置环节免利得税。而美国对分红收入征收 30%的预扣税及 35%的资本利得税，日本征收 20%预扣税和 15%分红利得税，新加坡征收 10%的预扣税。

表 4 美国与亚太市场 REITs 制度对比

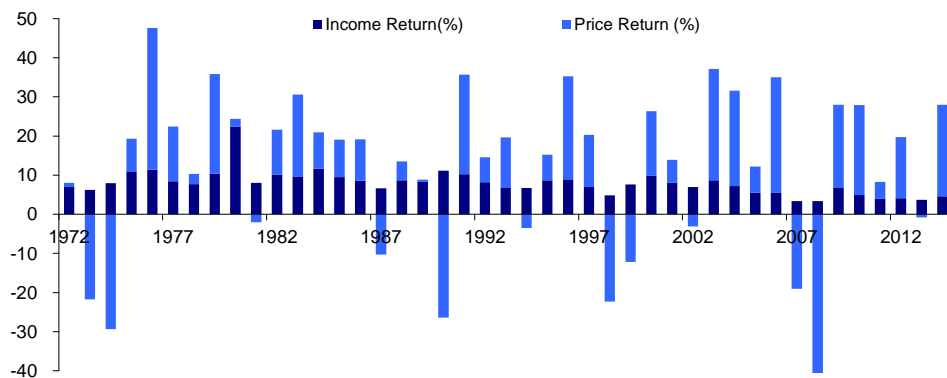
	美国	日本	香港	新加坡	澳大利亚
房地产最低投资比例	75%	70%(房地产+流动资产至少 95%)	75%(未完成项目+土地不超过 10%)	75%	75%
组织形式	公司型为主	公司型	契约型	契约型	契约型为主
推出时间	1960	2001	2003	2002	1971
投向要求	无	无	住宅、商业、工业项目；禁止投资空置土地和房地产开发	禁止房地产开发、土地开发、抵押贷款	无
是否要求上市	均可	上市	上市	上市	均可
最低分红比例	90%	90%	90%	90%	无要求，但一般为 100%
税收优惠	分红部分免公司所得税、资本利得税	分红和交易优惠 20%~35%的税率视情况而定	免公司所得税、资本利得税，房产税 15%；通过 SPV 持有 HK 物业利得税 16.5%、免财产税；HK 以外地产免财产税	免公司税、印花税、资本利得税；SPV 海外资产的增值税进行退税	分红部分免所得税和资本利得税，未分红部分税率高达 46.5%；免印花税
境外机构投资者税收优惠	分红收入预扣税 30%，资本利得税 35%	预扣税 20%；分红利得税 15%	免预扣税、处置环节利得税	预扣税 10%	预扣税 30%
最高杠杆比例	无限制	无限制	45%	60%	无限制
是否有专门法律	无 但有多项税收法案	有 《投资信托法》	有 《REITs 守则》	有 《集合投资计划守则》	无

注：公司型 REITs 需成立专门的房地产投资公司，投资者是公司股东；而契约型是投资者和投资公司签订信托契约，两者是信托法律关系。
资料来源：Compare and Contrast: Worldwide REIT Regimes, 海通证券研究所整理

3.2 第二板斧：长期回报高，攻守兼备

权益型 REITs 兼具债性与股性，股利收益较为稳定，而增值收入类似股票资本利得，使得 REITs 具备攻守兼备的特性。以权益型 REITs 为例，1972 年至 2014 年美国权益型 REITs 的平均年化收益率为 13.84%，其中 5.94% 由增值收益提供，7.9% 由租金收入提供。因此，权益型 REITs 可以在获取稳定租金/股利收入的同时，博取增值收益。

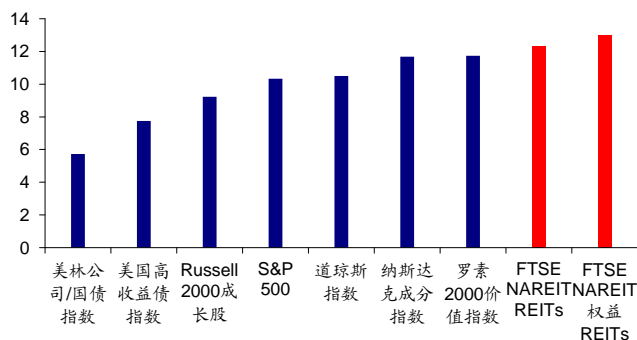
图16 美国权益型 REITs 收益率分解 (%)



资料来源：NAREIT，海通证券研究所

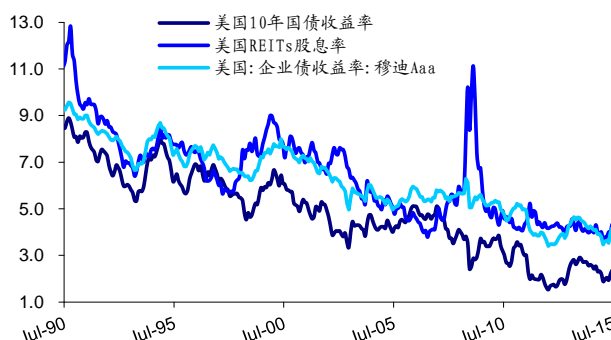
REITs 的投资风险和收益介于债券和股票之间，长期回报率较高。过去 20 年，美国 REITs 的年平均回报率为 12.35%，跑赢美林公司/国债指数及标普、道琼斯等指数。另外，相对于高等级债券，REITs 股息率较高。1990 年至 15 年 6 月美国权益型 REITs 派息率整体高于美国 10 年国债收益率，两者利差平均值为 1.06%。

图17 美国各类投资 20 年平均年度回报率 (%)



资料来源：NAREIT，海通证券研究所

图18 美国 REITs 股息率、10 年国债收益率与穆迪 3A 企业债收益率 (%)



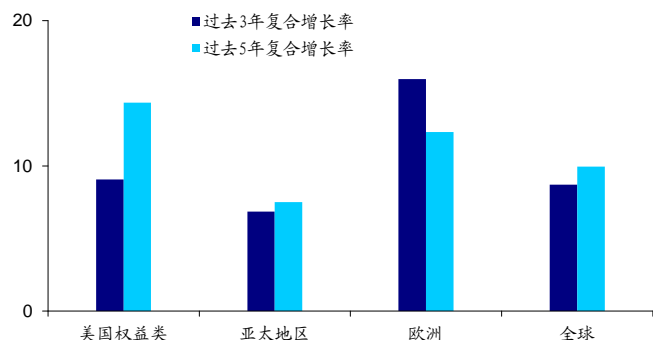
资料来源：NAREIT，WIND，海通证券研究所

放眼全球，在过去 5 年全球 REITs 的平均年化收益率为 9.7%，其中美国 REITs 总收益率最高、达到 11%，其次为欧洲市场 REITs、收益率达到 10.5%，而亚太地区 REITs 年化收益率为 8%、相对较低。而过去 3 年，欧洲市场 REITs 平均年化收益表现优于美国。

REITs 长期收益稳定且表现不俗，获得了养老金、资产管理公司、基金公司等机构投资者的青睐。根据 2007 年 ING Clarion and SNL 数据，权益型 REITs 最大的持有人是退休金、资产管理公司等机构投资者，持有份额占比达到 42%；其次是房地产或非房地产型共同基金，各持有 17% 的 REITs 份额。截至 15 年 8 月 28 日，美国和澳大利

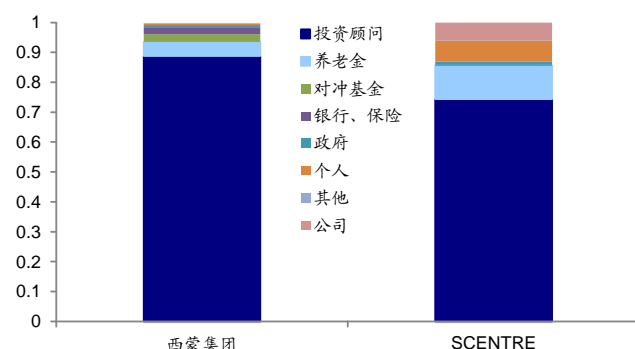
亚最大市值的 REITs 公司——西蒙集团和 SCENTRE 集团的持有人中,投资顾问占比分别为 89%和 74%,养老金占比均位列第二、分别为 4.7%和 11.24%。

图19 全球 REITs 收益率比较(%, 收益率以美元价格计算)



资料来源: NAREIT, WIND, 海通证券研究所

图20 西蒙集团和 SCENTRE 集团的持有人结构(%)



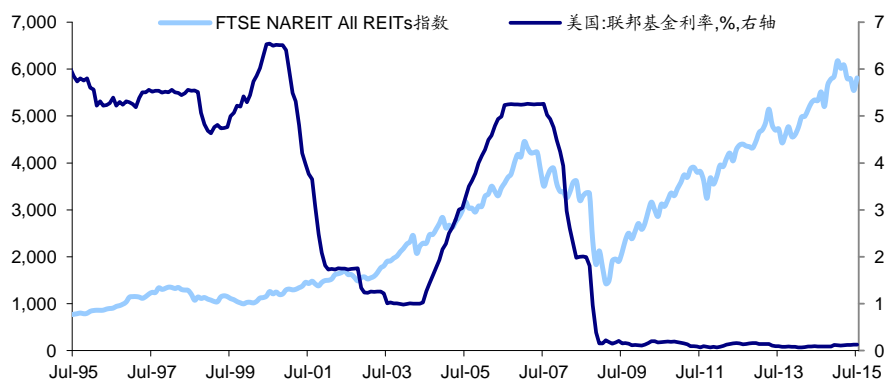
资料来源: NAREIT, 海通证券研究所

3.3 第三板斧: 加息周期表现较好

美联储加息对 REITs 影响如何? 一般来说,加息降低 REITs 股票估值,增加公司财务负担,但租金收入相对刚性,如果加息周期中经济表现靓丽,那么商业地产需求基本面良好,会支持甚至提高 REITs 回报率。因此 REITs 表现要综合考虑利好因素和利空因素。

1995 年以来美国约有 16 次利息上涨,而 REITs 收益率有 12 次为正,仅 4 次为负。例如 03 年 7 月至 06 年 7 月的加息周期中,10 年国债收益率上涨了 1.8%,道琼斯指数上涨 37.6%,REITs 受益于经济基本面向好、空置率下降和租金上涨,其回报率为 69%,跑赢标普 500 等指数。

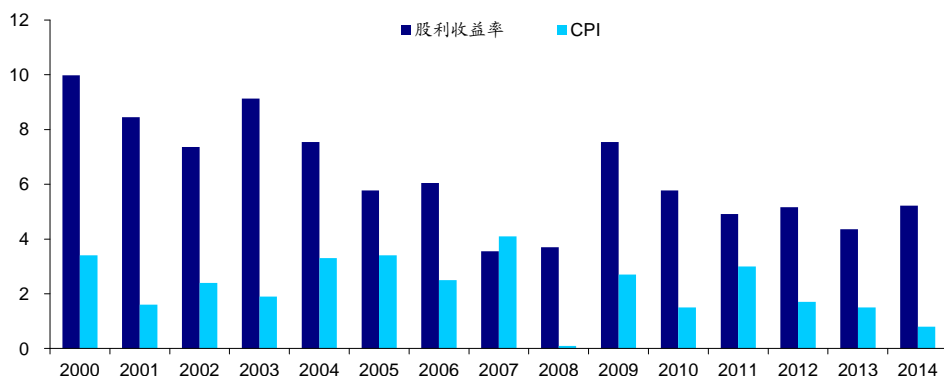
图21 美国 REITs 指数与联邦基金利率



资料来源: NAREIT, 海通证券研究所

另外,相对于债券,REITs 的股利收益对利率的敏感性或更低。债券对通胀较敏感,高通胀背景下价格大多会下跌;但房地产租金由于较为刚性,在通胀时期可能会增加租金价格,从而提高收入分红,有助于提升 REITs 的股利收益率,但资本利得部分受股价影响可能下跌。2000 年以来,除 2007 年,美国 REITs 的股利收益率均跑赢 CPI 指数。

图22 美国 REITs 股利收益率与 CPI (%)



资料来源：NAREIT，海通证券研究所

4. REITs：精挑细选，长线投资

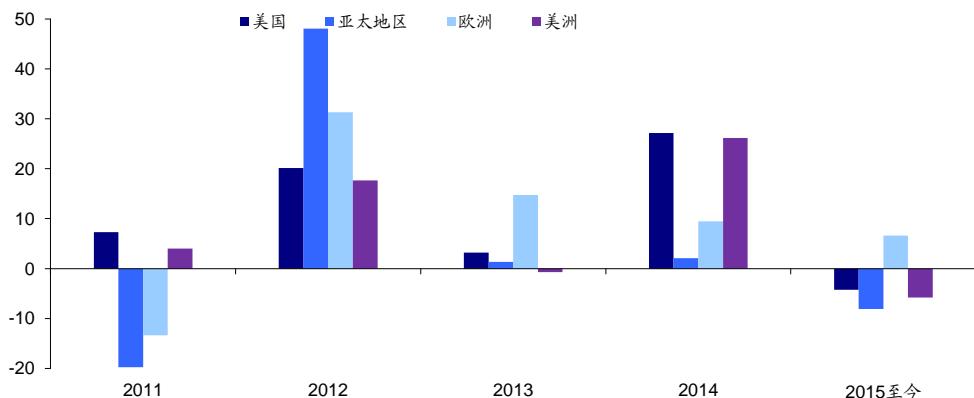
鉴于 REITs 长期收益率较高，攻守兼备，并在加息周期表现较好，投资者可以关注 REITs 的中长期投资机会，增加投资组合的多样性。

1) 市场选择方面，我们认为欧洲和美国 REITs 市场具备一定的吸引力。

欧洲市场是不错的投资机会，今年以来年欧洲 REITs 回报率表现最佳。标普英国 REITs 指数 15 年初年至 8 月 25 日回报率为 8.8%，标普欧洲 REITs 回报率为 11.6%，是同期全球范围内的最高回报水平。

欧洲央行宽松的货币政策有利于提升房地产市场景气程度。其中，英国经济稳定，二季度 GDP 同比增长 2.6%，且劳动力市场表现良好，7 月失业率降至 3.3%。在英国经济基本面向好的背景下，2015 年伦敦金融中心办公室空置率创新低。

图23 今年以来年欧洲 REITs 年化回报表现较好 (%)



截止日期：2015 年 8 月 27 日

资料来源：NAREIT，海通证券研究所

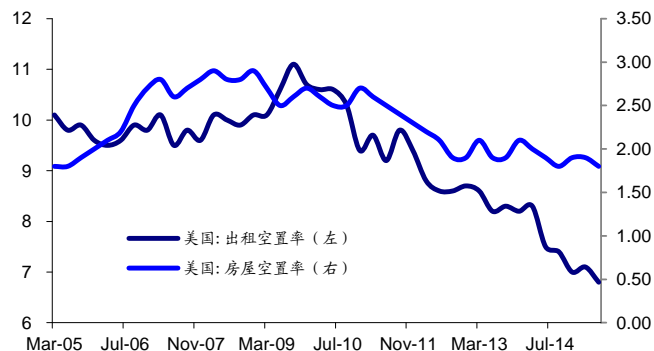
美国方面，受 15 年上半年加息预期下长债利率上行等因素影响，美国 REITs 呈下跌态势。但我们对美国 REITs 市场保持谨慎乐观的态度，原因有两点：第一，美国经济复苏较为强劲，劳动力市场改善和美国房屋空置率下降带来房屋租金的稳定增长。第二，美元升值和美元加息背景下，投资美国市场或能享受汇兑收益。

具体来看，美国 GDP 增速依然稳健，就业情况良好。今年前两季度美国 GDP 同比

增速分别为 2.9% 和 2.3%，且修正后的 2 季度 GDP 增速为 3.7%，远高于市场预期，表明美国经济复苏较快。就业方面，美国失业率持续下降，今年以来，已经由 1 月的 5.7% 下降至 7 月的 5.3%，失业率已降至金融危机全面爆发前（2008 年 5 月）的水平。

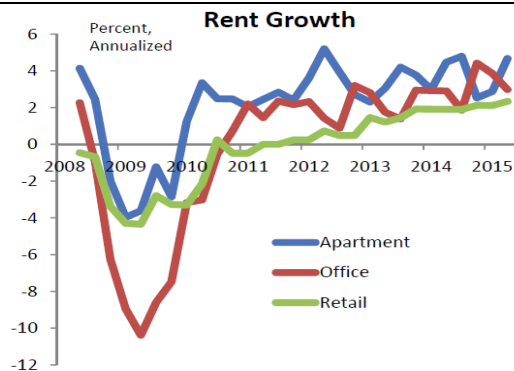
经济反弹下，美国 7 月 NAHB 房地产市场指数创 05 年 11 月以来新高，近年出租空置率也在持续下降，15 年 6 月降至 6.8%，同比下降 70bp，而房屋空置率也降至 1.8%，同比下降 10bp。而根据 NAREIT 的数据，2015 年 2 季度，美国公寓租金年化增长率达到 4.7%，办公室租金年化增长率达到 3% 左右，零售租金年化增长率在 2% 左右。

图24 美国房屋空置率 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

图25 美国租金增长率 (%)



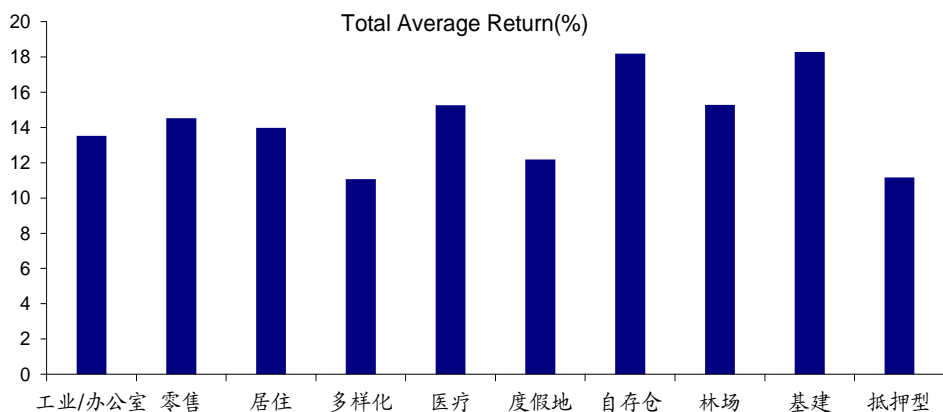
资料来源：NAREIT，海通证券研究所

2) 细分行业方面，养老设施、基础建设和休闲娱乐场所 REITs 可纳入长期投资选择范围。

长期来看，在全球人口老龄化、经济低迷、消费逐渐占据主导的当前，投资标的为医疗养老设施、基础建设、休闲娱乐场所的 REITs 都可能是不错的配置选择。

我们统计了美国过去 20 年里各类 REITs 资产的总收益率，发现投向基础建设和自存仓的 REITs 收益率最高，年化可达 18%，其次为医疗设施和林场 REITs，年化收益率也达到 15%。而其余权益型 REITs 收益率平均在 12%-14% 左右，抵押型 REITs 由于主要依靠利息收入、增值收入几乎为 0 而导致其总收益率为 11% 左右。

图26 美国各类型 REITs 平均收益率 (%)



资料来源：NAREIT，海通证券研究所

3) 投资渠道方面，投资者可以考虑通过 QDII 渠道购买 REITs 股票或海外 REITs 类基金，也可以直接购买国内 REITs 类 QDII 基金。

熟悉国外市场和 REITs 公司的机构投资者可以通过 QDII 渠道购买相关股票或海外

REITs 类基金。全球约有 300 个基金和 ETF 基金投资于 REITs 和房地产。其中 Vanguard REIT ETF 是美国最大的 REITs ETF 基金，15 年初至 8 月 28 日回报率为-0.89%，近 1 年回报率为 9.63%，近 5 年回报率为 13.35%。

另外，投资者也可通过国内 QDII 类基金投资海外 REITs 股票。目前国内 REITs 类 QDII 基金有 6 支，绝大部分主要投资美国房地产 REITs 产品。年初以来表现最好的 REITs 类 QDII 基金为国泰美国房地产开发，复权单位净值增长率为 13.7%。

表 5 REITs 类 QDII 基金表现

基金代码	证券简称	交易币种	基金规模万元	央行主动贬值以来回报率 (%) ¹	年初以来回报率 (%)	近 1 年回报率 (%)	近 2 年回报率 (%)	投资标的
000179	广发美国房地产人民币	CNY	16,449	1.06	-2.91	4.92	23.48	MSCI 美国 REIT 指数成分股等
206011	鹏华美国房地产	CNY	8,495	-2.91	-12.29	-12.09	7.61	美国上市的房地产信托凭证及其 ETF、房地产行业股票
320017	诺安全球收益不动产	CNY	6,310	1.77	0.99	10.62	32.70	全球上市 REITs
000180	广发美国房地产美元	USD	2,691	-3.50	-7.22	0.99	18.85	MSCI 美国 REIT 指数成分股等
000193	国泰美国房地产开发	CNY	1,179	4.06	13.68	16.49	17.88	包括 REITs 在内的美国房地产证券
070031	嘉实全球房地产	CNY	1,598	0.20	-4.70	-1.01	16.45	全球上市 REITs 等房地产证券
885054	QDII 基金指数	--	--	-0.15	-0.27	-0.12	-0.15	--

注：1. 8 月 10-8 月 27 日；截止日期：2015 年 8 月 27 日；QDII 基金回报率为复权单位净值增长率。

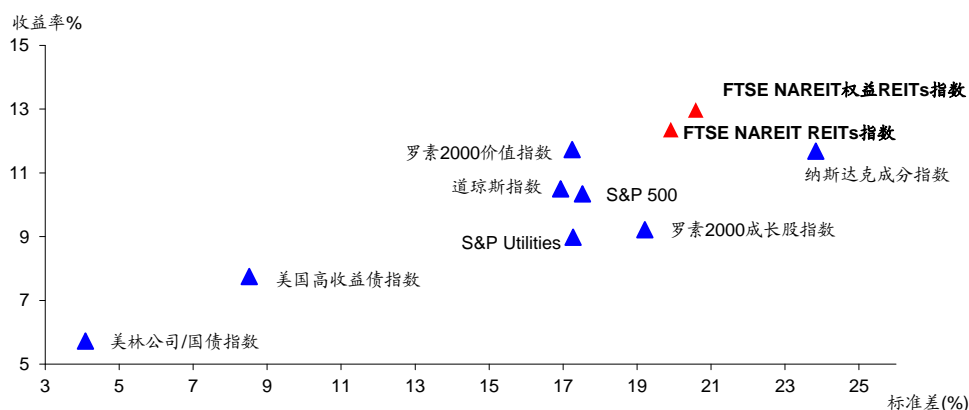
资料来源：WIND，海通证券研究所

5. 投资风险：波动率较高，受房市股市影响

REITs 投资也和其他权益投资一样存在风险，除了自身年均回报的波动率较高以外，受房地产市场景气程度和股市波动的影响较大。

首先，REITs 年均回报的波动率较高。过去 20 年，美国 REITs 虽然跑赢美林债券指数及标普等股票指数，但年均回报的标准差大于主要债券指数和股票指数，仅次于纳斯达克成分指数。这表明美国 REITs 波动率较大，主因资本利得回报率波动性较高。1972 年至 2014 年，美国权益型 REITs 的增值收益波动率高达 17%，但租金收入的波动率仅为 3.2%。

图27 美国各类投资 20 年平均年度回报率及标准差（96 年 6 月~15 年 6 月）



资料来源：NAREIT，海通证券研究所

其次，REITs 作为房地产资产证券化工具，整个地产行业的景气度和经济基本面决定了 REITs 的增值盈亏。近 10 年来，美国权益型 REITs 指数和 NAHB 房地产市场指数

走势基本一致。在 1990 年、1997 年和 2007 年全球金融危机时期，REITs 的增值收益大幅下跌，是造成这些年份总收益率为负的关键。

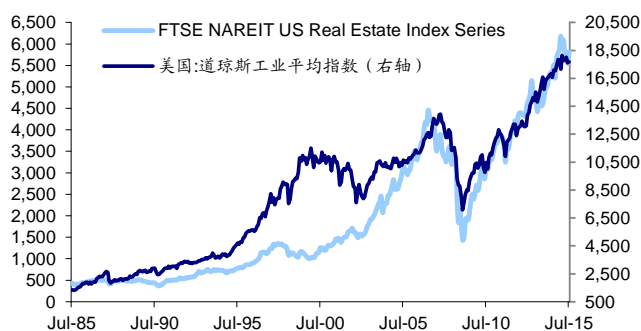
再次，绝大多数 REITs 在交易所上市，与股票相关性高，与债券相关性低，因此需留意股市大幅波动蔓延至 REITs 产品。美国权益型 REITs 与债券相关性较低，过去 10 年美国 FTSE NAREIT All Equity REITs 指数与美林公司债/国债指数相关性不大，仅为 0.19；但与道琼斯指数和标普 500 指数相关性相对较高，分别为 0.77 和 0.76。除次贷危机时期，美国权益型 REITs 股息率与国债走势较为一致。

图28 美国权益型 REITs 指数与 NAHB 房地产市场指数



资料来源：NAREIT，WIND，海通证券研究所

图29 美国 REITs 指数与股票指数相关性较高



资料来源：NAREIT，WIND，海通证券研究所

另外，美联储加息会影响 REITs 股票的估值，且海外投资还要面临汇兑风险。因此我们必须对投资国未来房地产市场景气度、经济基本面、美联储加息程度和汇率波动情况保持谨慎与关注。

信息披露

分析师声明

姜超 固定收益研究团队
周霞 固定收益研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 副所长
(021)23219422 kljiang@htsec.com

邓 勇 所长助理
(021)23219404 dengyong@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
联系人
王 丹(021)23219885 wd9624@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
秦 泰(021)23154127 qt10341@htsec.com
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com

金融工程研究团队

吴先兴(021)23219449 wuxx@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
张欣慰(021)23219370 zxxw6607@htsec.com
纪锡靛(021)23219948 jxj8404@htsec.com
联系人
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
袁林青(021)23212230 yllq9619@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
赵 晔 zy10383@htsec.com

金融产品研究团队

倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
陈 瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
桑柳玉(021)23219686 sly6635@htsec.com
田本俊(021)23212001 tbj8936@htsec.com
联系人
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
联系人
张卿云(021)23219445 zqy9731@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
张 雯(021)23154149 zw10199@htsec.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
刘 瑞(021)23219635 lr6185@htsec.com
李 珂(021)23219821 lk6604@htsec.com
张华恩 (0755) 82900465 zhe9642@htsec.com
联系人
申 浩(021)23154117 sh10156@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
何继红(021)23219674 hejh@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
张 宇 (021) 23219583 zy9957@htsec.com
联系人
潘莹练(8621)23154122 py10297@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23219671 lhk6064@htsec.com
联系人
王汉超 021-23154125 whc10335@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
王晓林(021)23219812 wxl6666@htsec.com

非银行金融行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com

电力设备及新能源行业

周旭辉(021)23219406 zxh9573@htsec.com
牛 品(021)23219390 np6307@htsec.com
徐柏乔(021)32319171 xxbq6583@htsec.com
房 青(021)23219692 fangq@htsec.com
杨 帅(010)58067929 ys8979@htsec.com
联系人
曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com

有色金属行业

钟 奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
刘 博(021)23219401 liub5226@htsec.com
田 源 ty10235@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com

机械行业

龙 华(021)23219411 longh@htsec.com
徐志国(010)50949921 xzg9608@htsec.com
熊哲颖(021)23219407 xzy5559@htsec.com
联系人
韩鹏程(021)23219963 hpc9804@htsec.com
赵 晨(010)50949920 zc9848@htsec.com
张恒恒 010-68067998 zhx10170@htsec.com

医药行业

余文心 0755-82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
刘 宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com
周 锐(0755)82980398 zr9459@htsec.com
王 威(0755)82780398 ww9460@htsec.com
联系人
高 岳(010)50949923 gy10054@htsec.com
师成平 scp10207@htsec.com
廖庆阳 01068067998 lqy10100@htsec.com

建筑工程行业

赵 健(021)23219472 zhaoj@htsec.com
联系人
金 川(021)23219957 jc9771@htsec.com

计算机行业

联系人
黄竞晶 021-23154131 hjj10361@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
贾亚童(021)23219421 jiayt@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
联系人
成 珊(021)23212207 cs9703@htsec.com

汽车行业

邓 学(0755)23963569 dx9618@htsec.com
廖瀚博(0755)82900477 lhb9781@htsec.com
联系人
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com
夏 木(021)23219748 xiam@htsec.com
联系人
陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com

社会服务行业 林周勇(021)23219389 lzy6050@htsec.com	建筑建材行业 邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com 联系人 钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com	银行行业 林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com
交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com	基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 联系人 刘海荣 23154130 lhr10342@htsec.com 朱军军 (021) 23154143 zjj10419@htsec.com	家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
电子行业 董瑞斌(021)23219816 drb9628@htsec.com 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 联系人 陈基明(021)23212214 cjm9742@htsec.com	纺织服装行业 焦娟(021)23219356 jj9604@htsec.com 唐岑(021)23212208 tl9709@htsec.com	通信行业 朱劲松 010-50949926 zjs10213@htsec.com
造纸轻工行业 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com	互联网及传媒 联系人 王幽悠(021)23212210 wyy9632@htsec.com 孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com	公用事业 联系人 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

宋立民 总经理
(021) 23212267
songlm@htsec.com

金芸 副总经理
(021) 23219278
jinyun@htsec.com

深广地区销售团队
蔡铁清 (0755)82775962 ctq5979@htsec.com
刘晶晶 (0755)83255933 liujj4900@htsec.com
辜丽娟 (0755)83253022 gulj@htsec.com
高艳娟 (0755)83254133 gyj6435@htsec.com
伏财勇 (0755)23607963 fcy7498@htsec.com

上海地区销售团队
季唯佳 (021)23219384 jiwj@htsec.com
胡雪梅 (021)23219385 huxm@htsec.com
黄毓 (021)23219410 huangyu@htsec.com
朱健 (021)23219592 zhuj@htsec.com
黄慧 (021)23212071 hh9071@htsec.com
孙明 (021)23219990 sm8476@htsec.com
孟德伟 (021)23219989 mdw8578@htsec.com
黄胜蓝(021)23219386 hsl9754@htsec.com
张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
杨洋(021)23219281 yy9938@htsec.com

北京地区销售团队
殷怡琦 (010) 58067988 yyq@htsec.com
隋巍 (010)58067944 sw7437@htsec.com
江虹 (010)58067988 jh8662@htsec.com
许诺 (010)58067931 xn9554@htsec.com
杨博 (010)58067996 yb9906@htsec.com
张景才 (010)58067977 zjc10211@htsec.com
李铁生 (010)58067934 lts10224@htsec.com
张妍 (010)58067903 zy9289@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com