

房地产行业

房地产信托投资基金 (REITS) 专题研究：走向成熟之路

分析师： 乐加栋 S0260513090001



021-60750620



lejiadong@gf.com.cn

分析师： 郭 镇 S0260514080003



021-6075-0637



guoz@gf.com.cn

核心观点：

● 走向成熟之路

中国房地产市场已经经历了近 30 年的发展。从最初的幼儿学步，到全国性的爆发式成长，再到今天的瓶颈初现，发展历史与其他国家的房地产市场相比来看，节奏较快。从我国目前的房地产市场特点来看，将逐步进入新的发展阶段，央行新政提出了将积极稳妥开展房地产投资信托基金 (REITS) 试点工作，以及允许银行发行住房抵押贷款支持证券 (MBS) 以及其他专项金融债券支持居民购房贷款的发放全新的金融及资本证券化工具将会逐步推行，由此而产生的开发周转模式将使我国房地产市场逐步走向成熟。

● 新步伐需要新制度

对比美国、日本在 REITS 快速发展阶段的经济及房地产市场格局我们可以发现有相似的特点，整体社会经济增长进入平稳阶段，第三产业占比较高且快速上升，为商业物业发展提供前提基础，人均经济指标整体水平较高，人口结构及收入水平支持社会向后工业化消费型社会转型；房地产市场中住宅占比开始下降，商业地产获得较好的发展机遇，并且进入高速增长阶段。此外，整个社会无风险收益率较低，REITS 产品具备较强的吸引投资的能力；相关法律法规及税收优惠健全，为 REITS 的发展提供有效的支持。

● 商业地产发展的催化剂

目前阶段，住宅开发依旧是我国房地产市场的最主要的组成部分，商业地产的发展受到融资成本以及市场环境等多方面制约，收益率低回款期长，因此除了万达以及部分外资港资企业外，国内房企很少涉足该领域的开发建设。但 REITS 对于商业地产项目开发却具有极其重要的意义，在有 REITS 的情况下，商业地产企业通过出售给 REITS 实现回笼资金，提高 IRR 和缩短了投资回报周期，原本的投资开发培育持有模式将会转变为类住宅开发的投资出售模式，而商业地产独有的可培育升值的特点也可以使持有 REITS 投资者获得稳定可持续的收益，从操作层面提升了企业开发商业地产项目的积极性，同事可以盘活目前部分上市企业的存量资产，有利于企业进一步发展。通过对凯德中国商用信托 (CRCT) 的研究我们发现，作为中长期投资品种，产品相对于社会无风险收益率的关系是产品能否成功上市发行的关键。反观国内上市商业房企，REITS 的成功发行将对企业内部经营有明显改善。

● 风险提示

REITS 推行进度低于预期，法律以及相关配套政策建立或改善幅度存在不确定性。

相关研究：

房地产行业:去库存周期缩短，基本面已迎来复苏

2014-10-20

房地产行业:推开一扇大门

2014-10-08

房地产行业:关注限贷政策变化，成交持续转好

2014-10-08

目录索引

渊默而雷声	8
视而不见，还是为时尚早？	8
（一）经济以及地产行业发展状况	9
美国	10
日本	13
中国	16
（二）商业物业回报率低于无风险利率	20
（三）政策制度设计的缺失	22
1. 税收优惠政策制度的缺失	22
2. 法律不健全	24
推动商业地产市场成长	25
商业地产现状：看得到的成长	25
REITS 对商业地产项目运营的影响	31
REITS 对商业地产企业运营模式的影响	32
REITS 对于商业地产企业经营业绩的影响	33
凯德集团：“地产+金融”双轮驱动	35
关键在于第一步	35
（1）内部增长	39
（2）创新资产增值	41
（3）高收益增值收购	42
走出去，迈步宽	45
潜在受益公司	48
附录：REITS 介绍	52
REITS 的定义	52
REITS 的分类	54
REITS 的特点	55
长期收益率较高	55
与其他资产的相关性较低	56
收益稳定性较好	57
权益型 REITS 在各类 REITS 中占主导地位	58
REITS 在国外的发展	60
全球 REITS 市场的总体介绍	60
美国 REITS 市场的介绍	62
英国 REITS 市场的介绍	65
日本 REITS 市场的介绍	66
新加坡 REITS 市场的介绍	67
香港 REITS 市场的介绍	68
风险提示	69

图表索引

图 1: 全球 REITS 市场主要重大历史事件	8
图 2: 美国 GDP 的增速情况	10
图 3: 美国三产比例	10
图 4: 美国总人口情况	10
图 5: 美国人口结构分布图	10
图 6: 美国人均可支配收入以及人均消费	11
图 7: 美国城镇化率	11
图 8: 美国住宅供给情况	11
图 9: 美国住宅空置率	11
图 10: 美国住宅销售情况	12
图 11: 美国住宅价格同比增速	12
图 12: 美国商业地产及住宅存量	12
图 13: 商业地产空置率情况	12
图 14: 商业地产租金指数	13
图 15: 日本 GDP 总量及增速情况	13
图 16: 日本三产比例	13
图 17: 日本总人口情况	14
图 18: 日本人口结构图	14
图 19: 日本人均可支配收入以及人均消费	14
图 20: 日本城镇化率	14
图 21: 日本新开工住宅同比增速	15
图 22: 日本住宅价格指数	15
图 23: 日本住宅签约率	15
图 24: 日本住宅空置率	15
图 25: 日本竣工住宅及商业地产价值	15
图 26: 日本商业地产租金情况	16
图 27: 日本商业地产空置率情况	16
图 28: 中国 GDP 总量及增速情况	17
图 29: 中国三产比例	17
图 30: 中国总人口情况	17
图 31: 中国人口结构图	17
图 32: 中国人均可支配收入以及人均消费	17
图 33: 中国城镇化率	17
图 34: 全国房价地价增速差	18
图 35: 地产行业毛利率和 ROE	18
图 36: 商品房开发投资情况	18
图 37: 商品房新开工情况	18
图 38: 商品房竣工情况	19
图 39: 商品房销售情况	19
图 40: 商品房住宅销售均价	19
图 41: 一线城市商业地产空置率	19

图 42: 美国 REITS 股利以及国债收益情况	21
图 43: 美国商业 REITS 股利及国债收益情况	21
图 44: 日本商业 REITS 股利及国债收益情况	21
图 45: 新加坡商业 REITS 股利及国债收益情况	21
图 46: 各类商业物业以及国债收益率	22
图 47: 我国商业地产的发展历史	25
图 48: 主要城市写字楼存量	26
图 49: 全国写字楼供给和需求情况	26
图 50: 2013 年各线城市写字楼供需情况	26
图 51: 各城市写字楼空置率测算	26
图 52: 各线城市写字楼租金水平	27
图 53: 各线城市写字楼租金变化趋势	27
图 54: 亚太地区主要城市写字楼新增量 (万方)	27
图 55: 亚太地区主要城市写字楼净吸纳量 (万方)	27
图 56: 国际主要城市写字楼空置率	27
图 57: 国际主要城市写字楼租金情况	27
图 58: 全国主要城市优质零售物业的供求关系	28
图 59: 一线城市零售物业供给情况 (万方)	28
图 60: 各线城市 2013 零售物业供给及最近 5 年年均增幅	28
图 61: 一线城市零售物业租金情况 (元/平方米/天)	29
图 62: 主要城市租金状况 (元/平方米/天)	29
图 63: 各线城市零售物业租金趋势	29
图 64: 亚太地区主要城市租金状况 (美元/平方米/月)	29
图 65: 全国星级酒店新增量的组成结构	30
图 66: 我国星级酒店入住率情况	30
图 67: 我国星级酒店平均房价情况 (元/月)	30
图 68: 我国星级酒店平均营业收入情况 (元/月)	30
图 69: 北京和上海星级酒店新增客房套数	31
图 70: 北京和上海星级酒店房价情况	31
图 71: 北京和上海星级酒店入住率	31
图 72: 北京和上海星级酒店日均营业收入	31
图 73: 商业地产利用 REITS 融资流程图	32
图 74: 商业地产企业利用 REITS 退市套现流程图	33
图 75: REITS 对商业地产企业影响: 写字楼测算	34
图 76: CRCT 投资标的物业	36
图 77: CRCT 布局城市 2006 年常住人口	36
图 78: CRCT 布局城市 2006 年收入情况	37
图 79: CRCT 布局城市 2006 年消费情况	37
图 80: CRCT 零售物业 2006 年出租率情况	38
图 81: CRCT 零售物业 2006 年租金收入 (万新元)	38
图 82: 06 年 CRCT 零售物业 NPI 以及估值情况 (万新元)	38
图 83: 06 年 CRCT 零售物业及主要国家国债收益率比较	38
图 84: CRCT 零售物业每股分红情况 (新分)	38

图 85: CRCT 零售物业分红率与主要国债收益率比较	38
图 86: CRCT 整租型物业收入和 NPI 情况 (万新元)	39
图 87: CRCT 整租型物业净物业收益率情况	39
图 88: CRCT 多租户型物业收入和 NPI 情况 (万新元)	40
图 89: CRCT 多租户型物业净物业收益率情况	40
图 90: CRCT 资产分红租金比例 (租金收入口径)	40
图 91: CRCT 资产分红租金比例 (租赁面积口径)	40
图 92: CRCT 多组合租赁物业到期及签约情况 (租赁面积口径)	41
图 93: 赛罕租金收入及 NPI 情况 (万新元)	42
图 94: 赛罕净物业收益率情况	42
图 95: 赛罕以及资产组合租金收入增速情况	42
图 96: 赛罕以及资产组合 NPI 增速情况 (改造后)	42
图 97: 西直门租金收入及 NPI 情况 (万新元)	43
图 98: 西直门净物业收益率情况	43
图 99: 西直门以及资产组合租金收入增速情况	43
图 100: 西直门以及资产组合 NPI 增速情况	43
图 101: CRCT 租金收入、NPI 及总分红收益 (亿新元)	44
图 102: CRCT 分红率与主要国家国债收益率比较	44
图 103: CRCT 与房地产行业走势比较	44
图 104: 凯德集团资金链解析图	45
图 105: 凯德商用运营流程解析图	46
图 106: 凯德集团从 CRCT 中计提的管理费用 (万新元)	46
图 107: 凯德集团从 CRCT 中计提的分红收益 (万新元)	46
图 108: CRCT 收入流动结构图	47
图 109: 两种情况下凯德集团的投资回报率	48
图 110: 两种情况下凯德集团的资金回笼情况	48
图 111: 公司资产负债率变化情况	49
图 112: REITS 的运作模式	53
图 113: 契约型 REITS 组织结构	54
图 114: 公司型 REITS 组织结构	54
图 115: 美国市场上 REITS 收益率的结构图	56
图 116: 主要投资方式收益情况的比较	56
图 117: 美国投资市场 20 年年化收益率比较	56
图 118: 美国 REITS 指数与主要投资品大类指数的相关性分析 (1991—2013)	57
图 119: 美国 REITS 指数走势与新开工	57
图 120: 美国各类投资产品 EWMA 模型下波动情况 (1991—2013)	58
图 121: 主要房地产投资信托指数 BETA 系数	58
图 122: 美国市场上三种类型 REITS 的数量变化	59
图 123: 美国 REITS 年复合收益率比较 (1972—2013)	59
图 124: 金融危机前后美国各类型 REITS 收益率比较	59
图 125: 美国 REITS 平均年度波动率 (1972—2013)	60
图 126: 美国 REITS 波动率历史情况	60

图 127: 全球已有及即将推出 REITS 的国家和地区	61
图 128: 北美 REITS 数量和市值的变化图	61
图 129: 全球 REITS 市场市值分布	61
图 130: REITS 投资区域分布图	61
图 131: 全球以及各地区 REITS 收益情况	61
图 132: 美国房地产投资信托指数和大盘走势比较	62
图 133: 美国 REITS 市场市值变化图 (十亿美元)	62
图 134: 2006 年以来美国权益型 REITS 收益情况	64
图 135: 美国 REITS 市场市值变化图 (十亿美元)	64
图 136: 2006 年以来美国权益型 REITS 收益情况	64
图 137: 美国 REITS 市场市值变化图 (十亿美元)	64
图 138: 2013 年美国 REITS 季度收益率情况	65
图 139: 英国 REITS 市场市值变化图 (十亿英镑)	65
图 140: 英国 REITS 和非 REITS 走势比较	65
图 141: 日本 REITS 市场市值变化图 (十亿日元)	66
图 142: 日本房地产投资信托指数和大盘走势比较	66
图 143: 新加坡 REITS 市场市值变化图 (十亿新元)	67
图 144: 新加坡房地产投资信托指数和大盘走势比较	67
图 145: 香港 REITS 市场市值变化图 (十亿港币)	68
图 146: 香港房地产投资信托指数和大盘走势比较	68
表 1: 我国 REITS 的推行进程	9
表 2: 美国、日本和中国各项指标对比	20
表 3: 各类商业物业的参数指标	21
表 4: 各国在持有环节对于 REITS 的税收优惠	22
表 5: 各国在交易环节对于 REITS 的税收优惠	23
表 6: 各国税收优惠下商业物业回报率测算	24
表 7: 各国与 REITS 相关的法律法规	24
表 8: 商业企业运营模式	32
表 9: 测算模型参数	34
表 10: 各种情况下产生正现金流时间和 IRR 的比较	34
表 11: CRCT 的发行情况	35
表 12: CRCT 物业位置情况	37
表 13: CRCT 收购物业信息一览	42
表 14: CRCT 两种情况下投资、收益以及资金回笼情况	48
表 15: 各公司投资性房地产租金收入、账面价值以及公允价值 (亿元)	49
表 16: 金融街主要商业物业回报率测算	49
表 17: 陆家嘴主要商业物业回报率测算	50
表 18: 金融街持有经营性物业统计	50
表 19: 陆家嘴持有经营性物业统计	51
表 20: 世茂股份主要商业物业统计	51
表 21: 阳光股份控股持有商业物业情况	52
表 22: REITS 和房地产信托的对比	53

表 23: 按组织结构进行的 REITS 分类.....	55
表 24: 按投资形式进行的 REITS 分类.....	55
表 25: 美国 REITS 的市场概括及法律限制	62
表 26: 美国 REITS 市场按投向细分具体情况.....	63
表 27: 2013 年美国 REITS 税收税率变化	64
表 28: 英国 REITS 的市场概括及法律限制	65
表 29: 日本 REITS 的市场概括及法律限制	66
表 30: 新加坡 REITS 的市场概括及法律限制.....	67
表 31: 香港 REITS 的市场概括及法律限制	68

渊默而雷声

房地产信托投资基金（REITS），作为美国等国外房地产市场主要的房地产资产证券化手段，已经诞生了半个世纪，但在我国却始终处于尝试和探索的阶段。在目前的市场环境下，若房地产信托投资基金在国内诞生，对于我国的房地产行业以及整个金融市场甚至宏观经济都将产生影响。14年，关于REITS的推进工作节奏有所加快，央行9月30日发布的《中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》中，提出了将积极稳妥开展房地产投资信托基金（REITS）试点工作；在此之前中信启航国内首个权益型REITS在深交所挂牌交易转让，虽然按照国际标准其不算严格意义上的REITS，但其跨越了非标产品到标准化产品的鸿沟，为投资者打通了投资渠道。为此，在这个时间节点上，我们对REITS做了一个相对深入的研究分析，主要讨论三个问题：

- （1）中国是否具备发展REITS的条件；
- （2）REITS将会给我过房地产市场及金融体系带来哪些影响；
- （3）REITS的产生将会催生哪些板块及个股投资机会。

在附录部分，我们则详细的阐述REITS的发展历史，以及各国目前REITS的发展现状。

视而不见，还是为时尚早？

房地产信托投资基金（REITS）的基本理念起源于19世纪的美国。1960年9月14日，美国总统艾森豪威尔签署了《房地产投资信托法案》，允许设立REITS，由此开启了美国以及全球REITS市场的发展历程。在随后的50年里，全球REITS市场历经多次改革创新，进而使得REITS在数量和市值上得到了快速发展。目前，全球已有20个国家和地区相继推出REITS，总市值已经超过一万亿美元。

图1：全球REITS市场主要重大历史事件



数据来源：NAREIT，广发证券发展研究中心

我国REITS的推行进程可以追溯到2002年,整个进程虽有所进展,但发展缓慢,此前并没有出现过真正意义上的REITS产品,直至14年1月证监会批复同意中信证券设立中信启航专项资产管理计划,并批准三年后将在政策允许的情况下可以上市流通,这标志着我国首支真正意义上的权益型REITS破冰浮出水面。

表1: 我国REITS的推行进程

时间	事件
2002	我国开展信托业务后开始逐步涉及房地产信托业务
2005	银监会颁布《加强信托公司部分风险业务提示的通知》对房地产信托发行的门槛进行了严格规定。 香港证券市场上国内的越秀投资成功发行了越秀 REITS,成为我国第一支真正意义上的房地产信托投资基金。
2006	房地产限制外资政策发布,万达,华银控股、华润等公司模仿越秀模式在香港上市的计划都相继“搁浅”。 国内 REITS 的发展一度停滞。
2008	央行发布《2007 年中国金融市场发展报告》,央行明确表示要充分利用金融市场存在的创新空间,在未来一段时间内可以择机推出房地产信托投资基金(REITS)产品。
2009	央行联合银监会、证监会等 11 个部委成立“REITS 试点管理协调小组”,详细制定了试点实施方案。 随后数月,北京,上海,天津开展试点工作,并均选择了债权型 REITS。
2010	住建部等七部门联合发布《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》,意见鼓励金融机构探索运用保险资金、信托资金和房地产信托投资基金拓展公共租赁住房融资渠道
2011	汇贤产业信托在香港上市、国投瑞银亚太地区 REITS 产品完成合同备案、鹏华美国房地产基金成为中国大陆首只投资美国房地产的基金。
2013	广发美国房地产指数基金作为国内首只美国房地产指数基金开盘;开元酒店地产基金作为内地首个上市的酒店地产基金也成功在香港上市。
2014	国内首只 REITS 产品——中信启航专项资产管理计划,获得监管层批准,并首次尝试在交易所流通,3 年后将公募上市。 央行《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》中,提出了将积极稳妥开展房地产投资信托基金(REITS)试点工作

数据来源: 互联网, 广发证券发展研究中心

我国REITS推行进程缓慢,当前仍然没有真正意义上REITS的原因主要有两方面:一、经济以及行业发展所处的状态,对于REITS类产品以及全社会资产证券化率提升的需求并不强烈,外部缺少助力也是很重要的原因。二、税收优惠政策以及法律的缺失,其中商业地产租金收益率低于无风险利率,使REITS类产品没有需求的空间,土壤环境的缺失从根本上限制了REITS的发展。

(一) 经济以及地产行业发展状况

我们认为国家的社会经济结构以及房地产行业发展状况是决定REITS推出与否的重要影响因素。为此我们首先选取了全球第一个推行REITS国家——美国以及亚洲首个开辟REITS国家——日本为研究对象,总结这两个国家在推行REITS时的社会经济以及地产行业的发展特征,然后再比照当前我国社会经济以及地产行业的发展状况,对我国是否已经到达推行REITS的时间节点做一个类比判断。

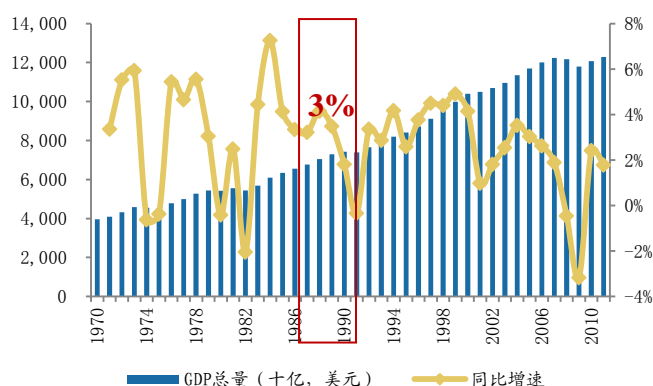
美国

美国是全球首个开辟REITS市场的国家，并且一直是全球第一大REITS市场，截止目前，美国REITS总市值超过6000亿美元，占全球REITS总市值的59%。尽管美国首支抵押型REITS于1960年上市，但在此后的30年间，REITS市场发展极其缓慢，直至1991年美国允许权益型上市流通，REITS市场迎来了爆发式增长，而这也标志着全球现代REITS市场的开端。

(1) 社会经济发展特征

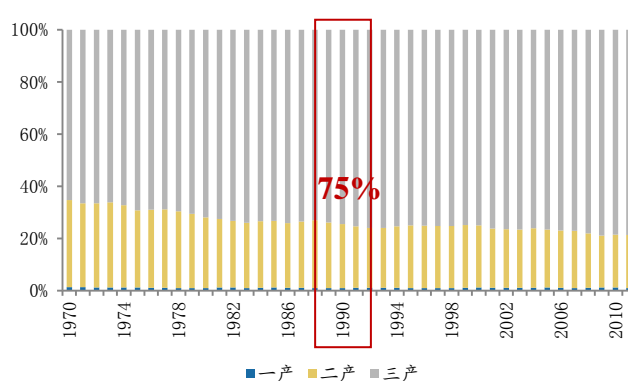
在经济发展方面，上世纪80年代中后期美国GDP增速持续收窄，增速在3%左右，经济发展进入下行通道，这种情况下，从投资偏好的角度来看，投资者更加偏好稳健收益的投资品。此时开辟现代REITS市场对投资者而言具有一定的吸引力，更加有利于REITS市场的产生以及发展。在经济结构上，三产比重持续增加，90年代初，服务业比重达75%，人均可支配收入和人均消费稳步提升，1990年末人均消费达15000美元，整个社会处于服务业发展时期，为整个商业地产的发展提供了需求支撑。

图2：美国GDP的增速情况



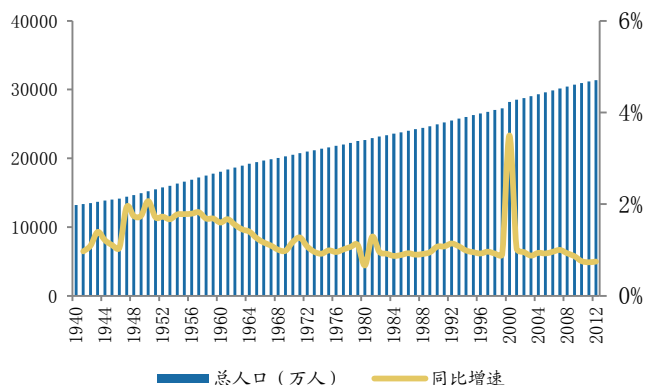
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：美国三产比例



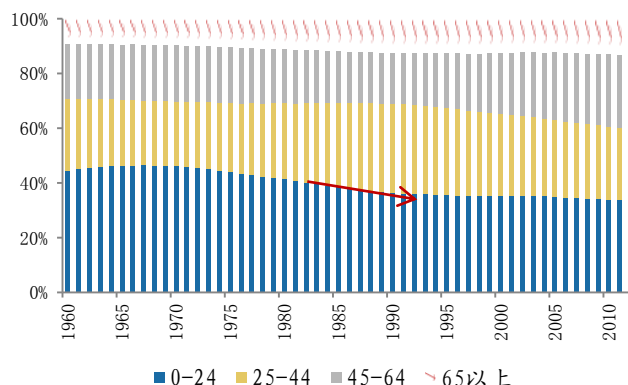
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：美国总人口情况



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图5：美国人口结构分布图

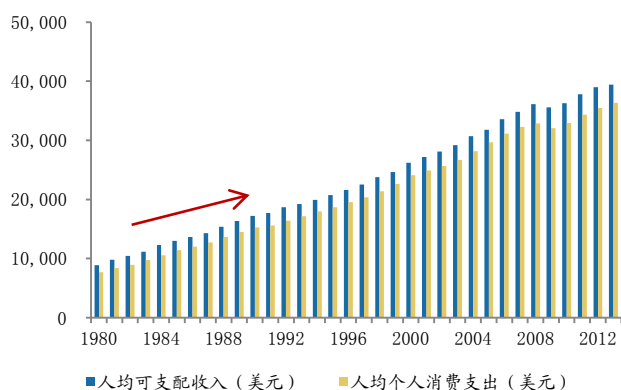


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

在人口方面，总人口保持稳定增长，25-64岁具有购买力的人群比重持续上升。城镇化率在经历了20年的平稳发展后，在80年代末迎来了又一相对发展较快的时期，1990年末城镇化率达到75%，郊区城市化为商业地产的发展提供了契机。

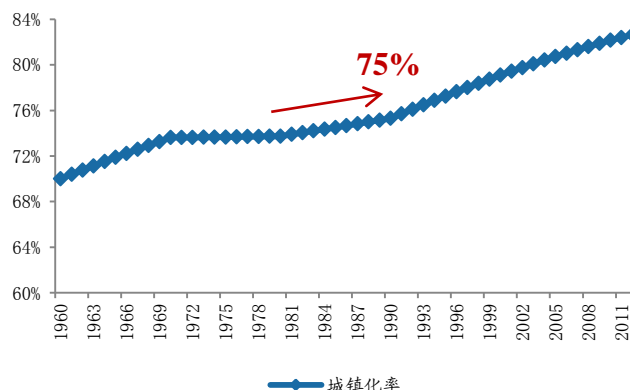
综上两点，美国在推进权益型REITS上市时整个社会经济发展具有如下特征：经济处于小周期的下行通道，三产比重持续增加，具有购买力的人群比重持续攀升，郊区城市化，商业地产迎来了又一发展时期。

图6：美国人均可支配收入以及人均消费



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图7：美国城镇化率



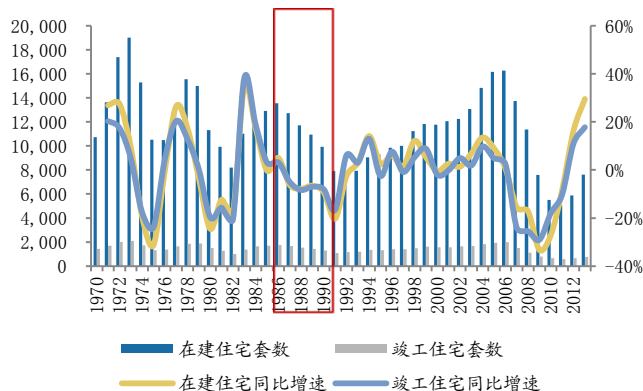
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（2）地产行业发展特征

在分析了美国80年代末至90年代初的社会经济特征之后，我们将分析这段时间内美国地产行业的发展特征。

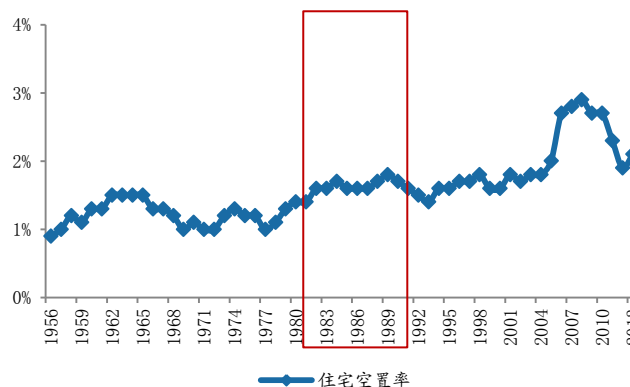
首先，从住宅市场来看，在供给方面，美国在建以及竣工住宅套数持续下降，市场供给持续走弱。在需求方面，住宅销售套数在80年代末持续下滑，空置率在整个80年代持续攀升。在价格方面，住宅价格指数出现了连续5年的下跌。整个住宅市场处于供需两端持续走弱，且价格下行的状态，住宅市场处于饱和见顶的状态。

图8：美国住宅供给情况



数据来源：CEIC，彭博，广发证券发展研究中心

图9：美国住宅空置率



数据来源：CEIC，彭博，广发证券发展研究中心

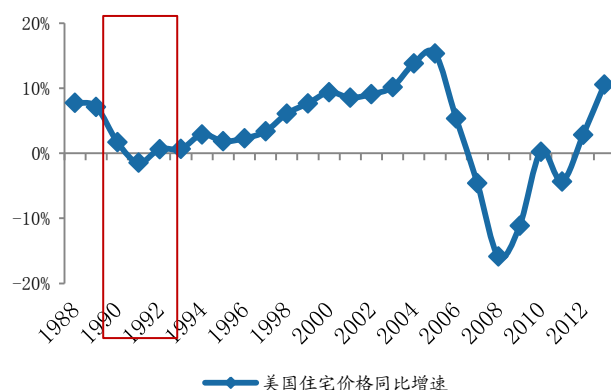
与住宅市场形成鲜明对比的是商业地产蓬勃的发展，商业地产供给持续增加，商业地产存量价值在80年代开始出现了快速增长，在1990年突破万亿美元，商业地产存量价值与住宅存量价值比例持续上涨，且是历史上涨速度最快的时间段，1990年这一比例达到18.5%。与强劲的供给相对应的是旺盛的需求，商业地产空置率持续下降，80年代末空置率在5%左右，商业地产租金在供需两旺中保持快速上涨。

图10: 美国住宅销售情况



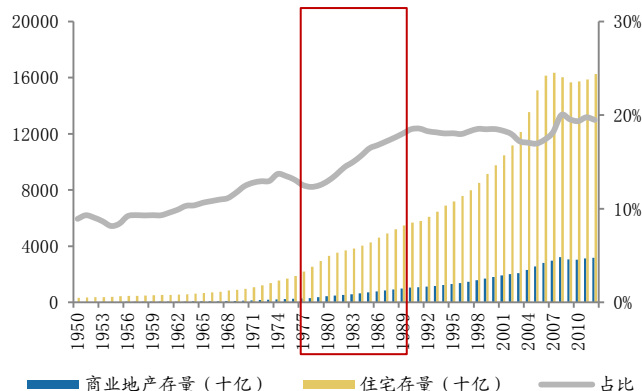
数据来源: CEIC, 彭博, 广发证券发展研究中心

图11: 美国住宅价格同比增速



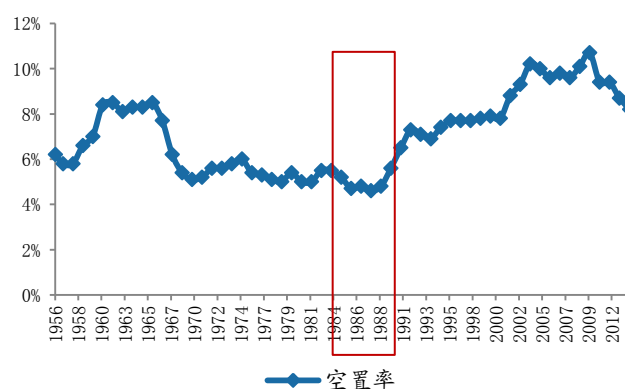
数据来源: CEIC, 彭博, 广发证券发展研究中心

图12: 美国商业地产及住宅存量



数据来源: CEIC, 彭博, 广发证券发展研究中心

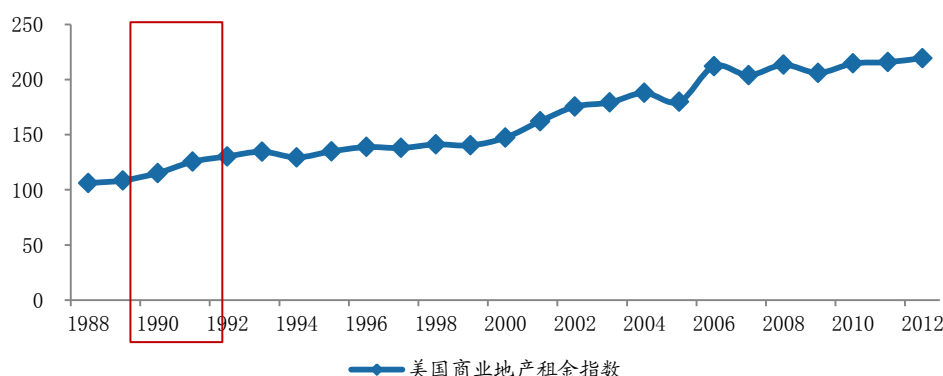
图13: 商业地产空置率情况



数据来源: CEIC, 彭博, 广发证券发展研究中心

综合以上两点，美国在80年代末地产行业呈现如下特征：地产行业在细分市场领域出现了分化，细分市场出现了接替交棒发展的现象，住宅市场饱和见顶，商业地产接棒发展。而REITS资金主要是投向商业地产领域，商业地产行业处于发展的上升通道，为现代REITS市场的开辟提供了市场支撑，同时现代REITS市场的开辟也为商业地产的发展提供了推力。

图14: 商业地产租金指数



数据来源: CEIC, 彭博, 广发证券发展研究中心

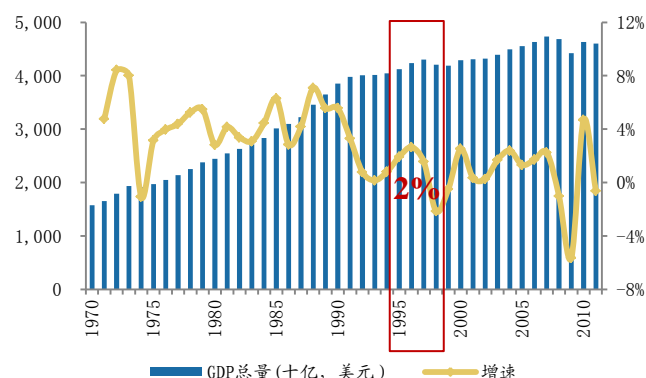
日本

日本是亚洲第一个拥有REITS的国家，于上世纪90年代末开始REITS相关法律的研究工作，2000年修改了投资信托法准许投资信托资金进入房地产，2001年东京证券交易所建立了REITS上市市场，同年日本首支REITS挂牌上市，建立了亚洲第一个REITS市场。下面我们将分析一下日本开辟REITS当时整个社会经济以及地产行业的发展状况。

(1) 社会经济发展特征

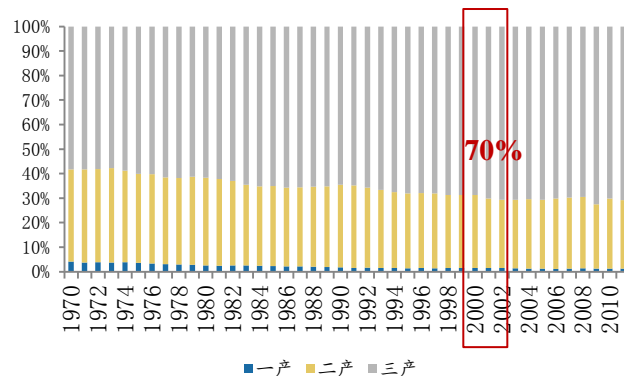
日本推出REITS当时的社会经济发展情况与我们上面分析的美国特征具有相似性。从经济发展状况来看，自世纪90年代末开始，日本GDP一方面增速持续下降，增速在2%左右。另一方面，从经济的结构来看，自上世纪70年代开始，日本服务业的比重一直上升，尤其90年代末，服务业比重突破70%，进入后工业化时期，由商品生产经济变为服务经济，商业地产迎来了发展的契机。

图15: 日本GDP总量及增速情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图16: 日本三产比例



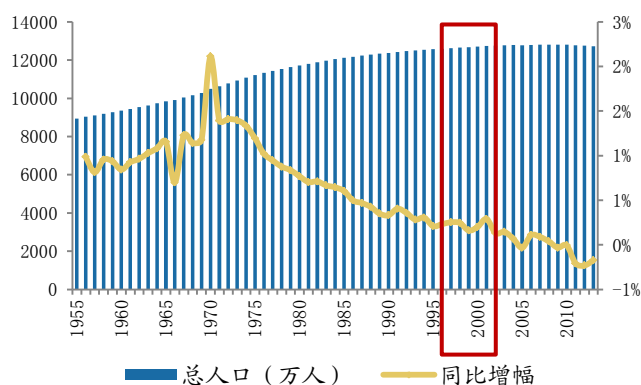
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

从人口情况来看，人口增速持续下降甚至出现了负增长，25-64岁具有购买力人口占比稳步上涨，整个社会步入消费型社会。于此同时，城镇化率在经历了一段平

稳期后在90年代末迎来了新一轮的相对快速发展时期，2000年城镇化率达79%，郊区城镇化加速，进而带动了商业地产的发展。

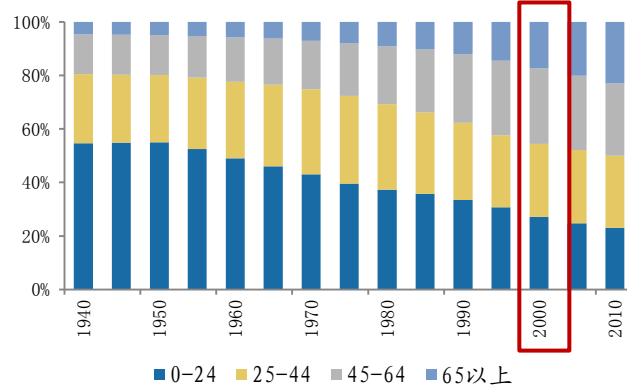
综上两点，日本是在经济发展速度放缓，服务业比重持续增加，人均收入以及消费高位企稳，城镇化达到高位水平，整个社会处于消费型社会的时期推出的REITS，这种社会经济节点的节点刚好为REITS的推出以及发展提供了契机。

图17：日本总人口情况



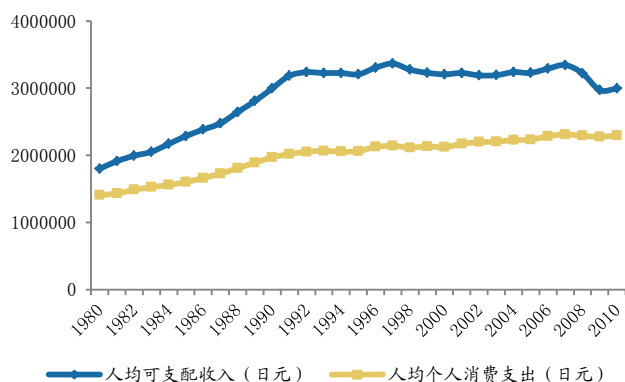
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图18：日本人口结构图



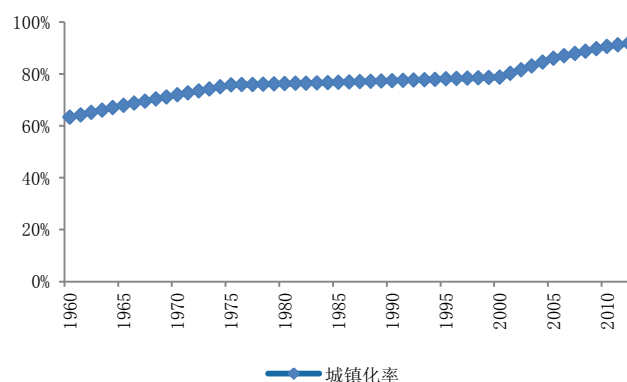
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图19：日本人均可支配收入以及人均消费



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图20：日本城镇化率



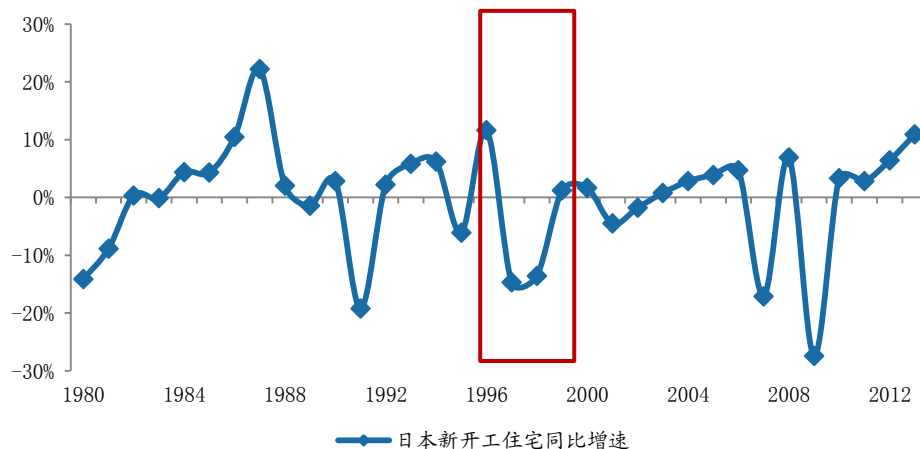
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（2）地产行业发展特征

我们分析了日本推出REITS时整个社会经济发展的一些特征，反观房地产行业内部的发展特征。住宅市场方面，在经历了住宅市场的持续繁荣以及泡沫破灭之后，日本住宅新开工增速始终在震荡中下滑，尤其是90年代末住宅新开工出现了首次连续3年的负增长，下降幅度达到了最近6年的最大值。而在需求方面，住宅签约率在90年代持续下滑，住宅空置率以及新建住宅空置率逐步连续3年逐步走高，需求持续走弱。在价格上，住宅价格指数自90年初一直保持下降趋势，而在90年末价格降幅在经历了前几年逐步收窄后又连续几年逐步扩大。总的来说，无论从供给端、需求端还是价格指标来看，在经历了过快发展之后，整个日本住宅市场处于停滞发展阶

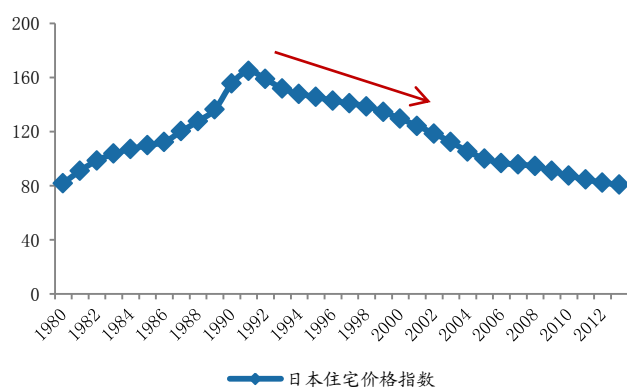
段。

图21：日本新开工住宅同比增速



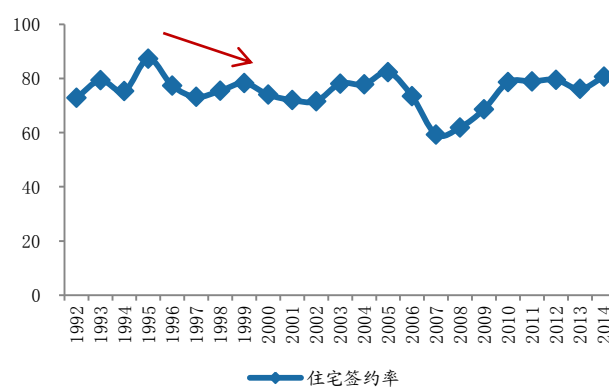
数据来源：CEIC，彭博，，广发证券发展研究中心

图22：日本住宅价格指数



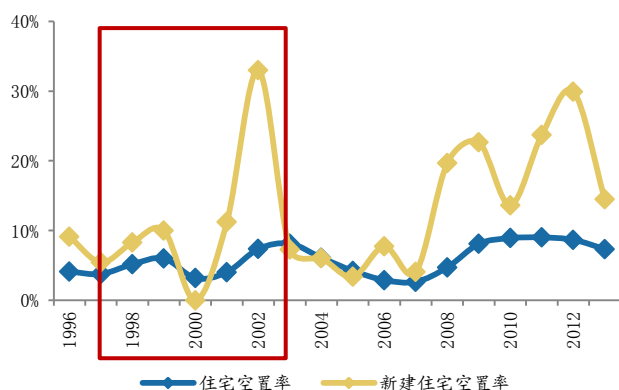
数据来源：CEIC，彭博，广发证券发展研究中心

图23：日本住宅签约率



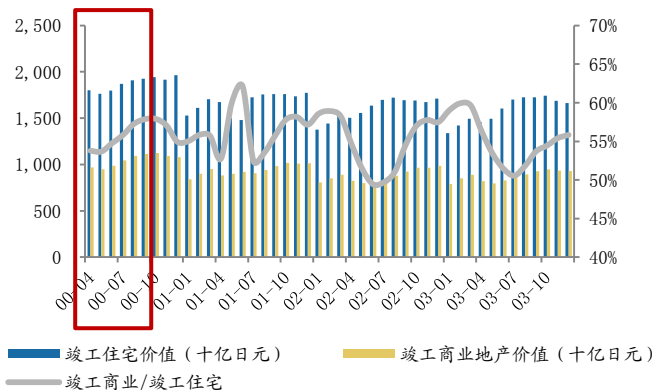
数据来源：CEIC，彭博，广发证券发展研究中心

图24：日本住宅空置率



数据来源：CEIC，彭博，广发证券发展研究中心

图25：日本竣工住宅及商业地产价值



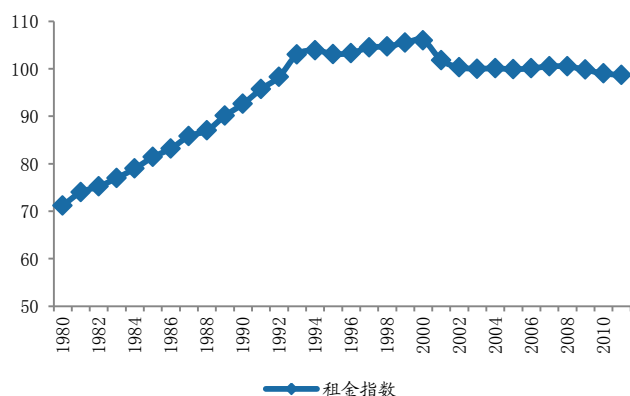
数据来源：CEIC，彭博，广发证券发展研究中心

从商业地产来看，商业地产竣工规模连续保持了23个月的正增长，商业地产竣

工规模与住宅竣工规模之比保持持续增长，2000年末这一比例达到55%。从需求端来看，商业地产旺盛的需求导致空置率持续走低，租金价格在经历了前几年快速增长后逐步高位企稳。总的来说，商业地产处于成熟发展阶段。

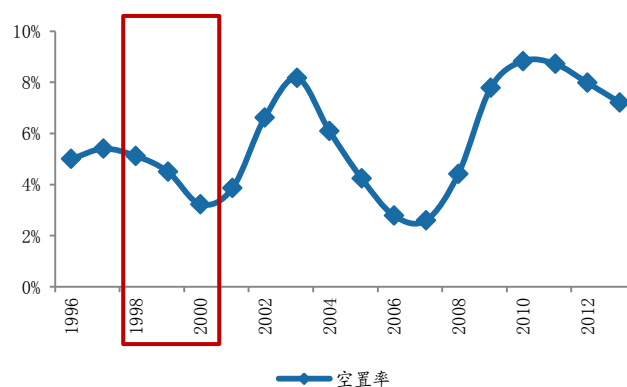
综合来看，日本在推出REITS当时地产行业呈现如下特征：住宅市场进入发展的瓶颈期，甚至受泡沫破灭影响，处于停滞发展状态，而商业地产则取得相对发展，位于行业成熟阶段。

图26：日本商业地产租金情况



数据来源：CEIC，彭博，广发证券发展研究中心

图27：日本商业地产空置率情况



数据来源：CEIC，彭博，广发证券发展研究中心

中国

在上两节中，我们分析了美国开辟现代REITS市场，允许权益型REITS上市以及日本放行REITS市场的社会经济和地产行业的发展特征，并总结出一些市场特征的共性：在社会经济发展上，经济发展处于下行通道，服务业比重持续攀升，人均收入、消费以及城镇化率处于高位水平，具有购买力人群比重持续攀升，整个社会步入消费型社会。在地产行业发展上，细分行业出现分化，住宅市场发展缓慢，饱和和见顶，商业地产快速发展，步入成熟阶段，为REITS的诞生提供了行业支撑。

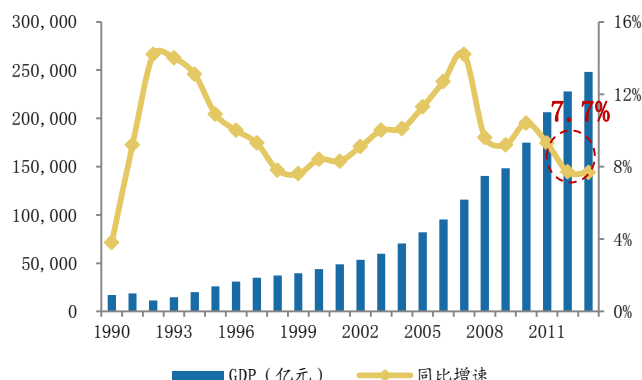
按照同样的研究框架和逻辑顺序，我们对于我国的社会经济发展特征和房地产行业现状进行分析。

(1) 社会经济发展特征

从社会经济的发展状况来看，中国最近十年的GDP一直处于高速的增长中，尽管目前增速收窄至个位数但仍然较高，2013年增速达7.7%，高于推行REITS时美国、日本的经济增速。从产业结构来看，尽管服务业占比快速增长，但是绝对水平仍然较低，2013年仅为46.1%，远低于当时美国、日本70%以上的水平。人均可支配收入、人均消费以及城镇化水平均低于美国和日本在推出REITS阶段的相对水平。

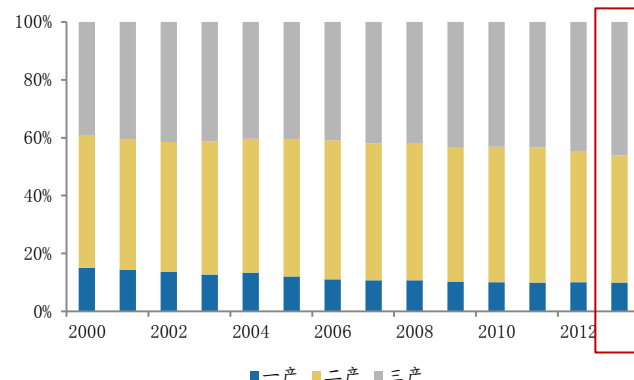
我国目前的社会经济具有如下发展特征：尽管我国的经济增速放缓，但增速仍然较高，而经济结构中尽管三产比重于13年首次超过二产，但仍然较低。人均收入、消费以及城镇化水平虽经历快速上涨，但绝对水平仍然较低，低于当时美国、日本水平。

图28: 中国GDP总量及增速情况



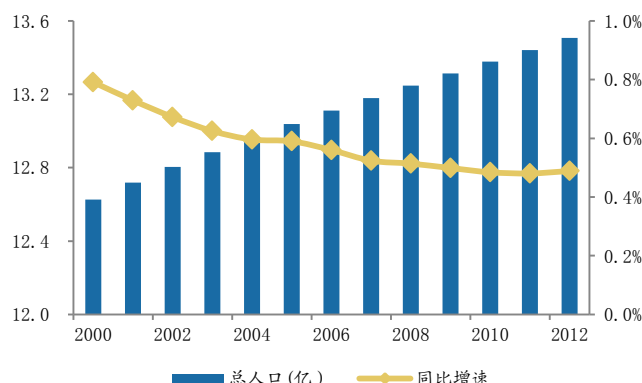
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图29: 中国三产比例



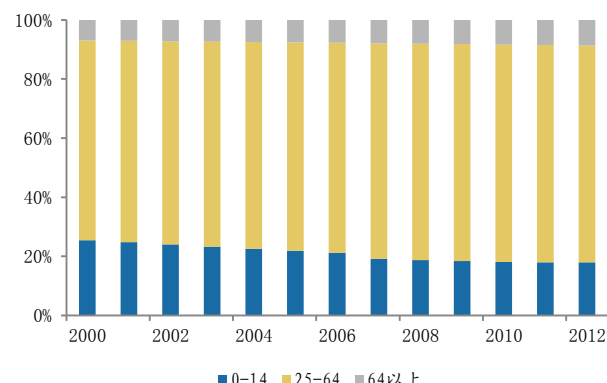
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图30: 中国总人口情况



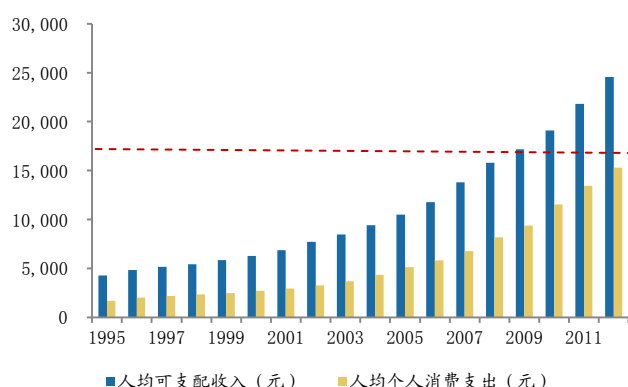
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图31: 中国人口结构图



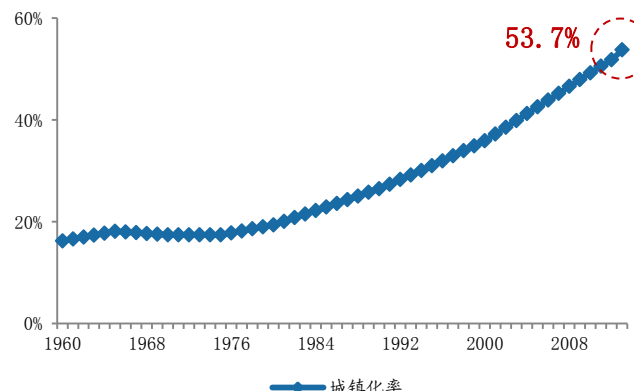
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图32: 中国人均可支配收入以及人均消费



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图33: 中国城镇化率



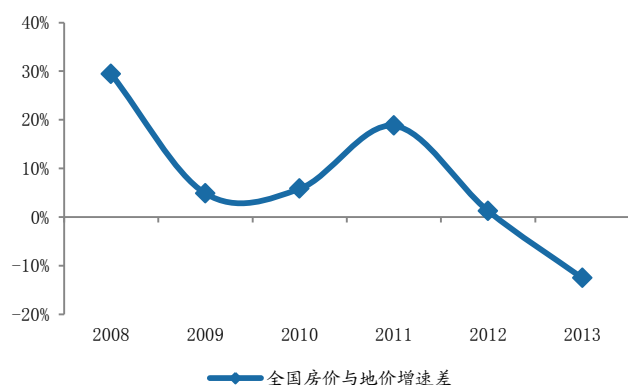
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

（2）地产行业发展特征

首先从整个地产行业状况来看，由于土地资源的稀缺性，全国房价和地价增速

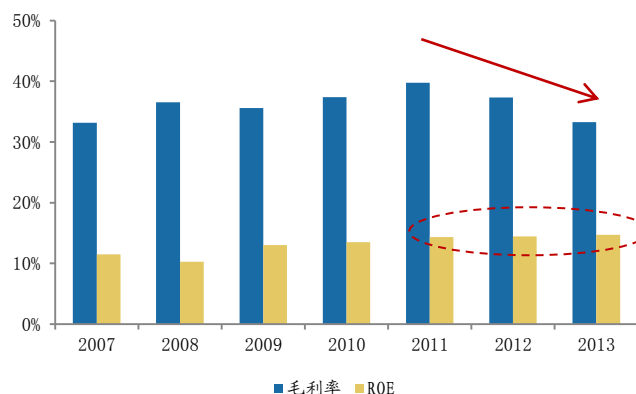
差连续三年连续下降，并且在2013年首次为负，而这导致了整个地产行业的毛利率和净利率都出现下降，并且由于土地供给的垄断性，地价将会持续上升，预计整个地产将会持续处于下降通道。

图34：全国房价地价增速差



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图35：地产行业毛利率和ROE

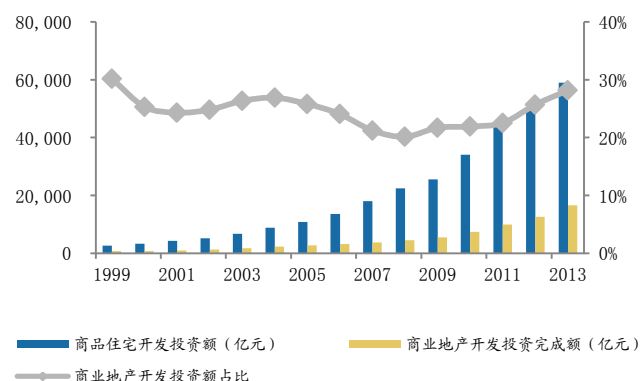


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

从细分市场来看，商品住宅以及商业地产的开发投资都仍然呈现上涨的趋势。在新开工方面，住宅在经历了12年的回调下降之后13年又止跌为升，而商业地产新开工呈现快速上涨趋势，占比仍然较低，2013年占比22%，这一比例低于日本推行REITS时的58%。在需求端来看，住宅地产在14年需求下降幅度较快，而需求限制政策逐步退出，未来市场已经由快速增长的状态逐步转变为中低速稳定上升的状态，房价上涨预期降低。商业地产方面，销售则相对平稳，并且从出租情绪来看，即使是一线城市的空置率仍然较高在10%左右，高于当时美国和日本商业地产空置率水平，租金除北京外上涨缓慢。

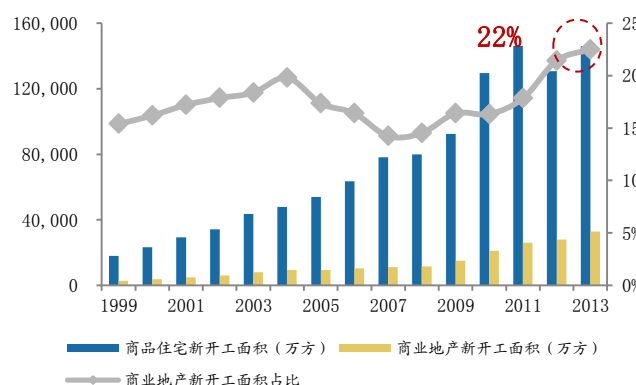
从上面几点来看，尽管我国整个地产行业即将迈入下半场，商业地产取得了一定发展，但仍处于初步发展阶段，供给偏弱，空置率较高，租金涨幅有限。

图36：商品房开发投资情况



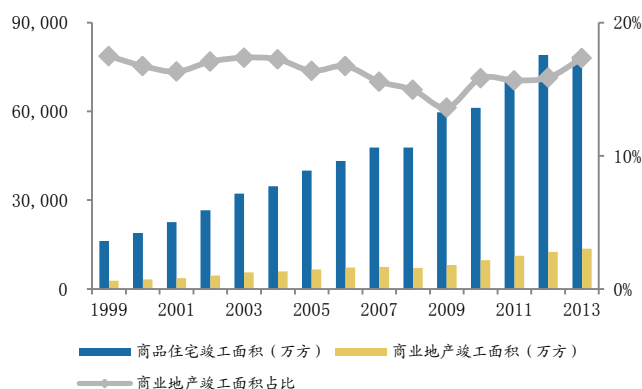
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图37：商品房新开工情况



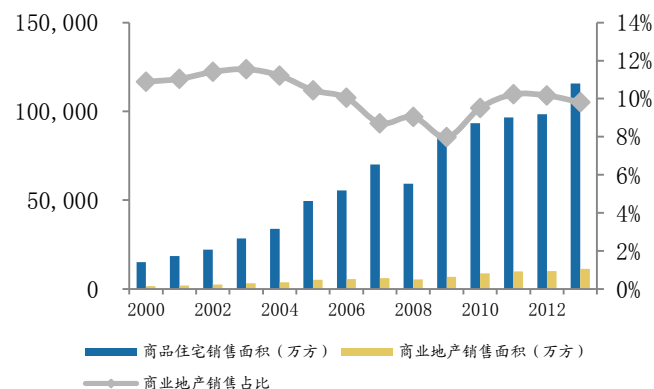
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图38: 商品房竣工情况



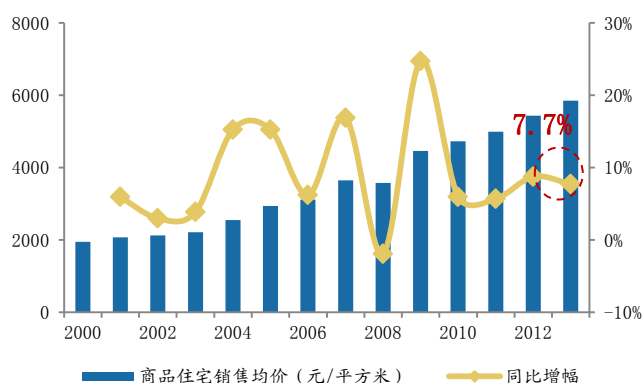
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图39: 商品房销售情况



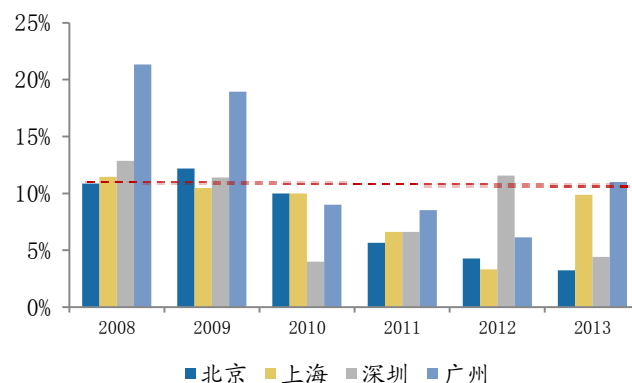
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图40: 商品房住宅销售均价



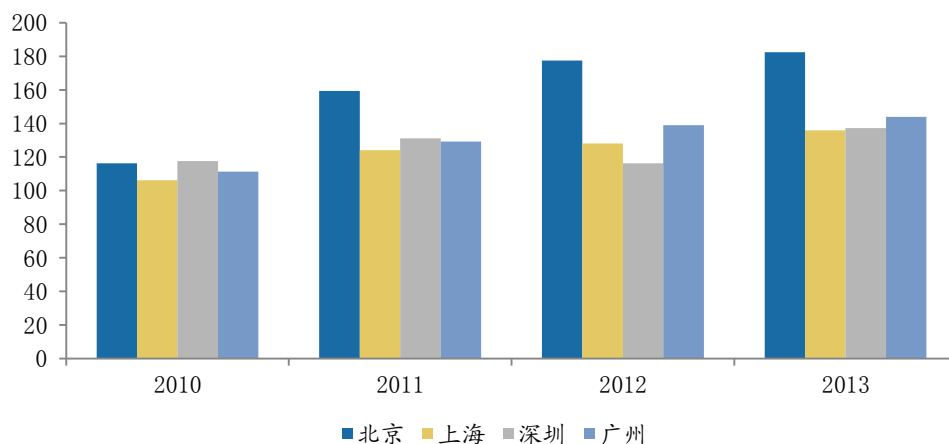
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图41: 一线城市商业地产空置率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图: 一线城市商业地产租金指数



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

最后, 我们将美国、日本推行REITS时与我国当前的社会经济以及地产行业发

展特征进行对比：我国当前的社会经济相对于美国、日本当时仍然处于快速发展阶段，GDP增速较快，但是三产占比较低，各项人均经济指标远低于当时的美、日水平，使得商业地产的发展缺乏了社会经济水平的支撑。直接从整个地产行业发展情况来看，尽管我国地产行业即将迈入下半场，但是商品住宅市场相对于当时的美、日仍然具备一定的发展空间，商业地产尽管得到了一定的发展，但仍处于初级发展阶段，各方面的发展成熟度较当时的美、日仍然较低。

因此，综上，我们认为目前我国现阶段大规模推行REITS仍然为时尚早，但可以进行尝试性的试探推行如“中信启航”的尝试就起到了投石问路的积极意义。

表 2：美国、日本和中国各项指标对比

			美国	日本	中国
社会经济	GDP 增速	趋势	低速增长	低速增长	相对高速增长
		数值	3%	2%	7.80%
	人均 GDP	趋势	缓慢增长	缓慢增长	快速增长
		数值	23443 美元	32716 美元	6767 美元
	服务业占比	趋势	持续上升	持续上升	持续上升
		数值	75%	70%	46%
	人均消费	趋势	快速上升	高位企稳	快速上涨
		数值	15620 美元	21289 美元	2448 美元
	25-64 岁	趋势	上升	上升	上升
		数值	58%	63%	73%
	城镇化率	趋势	新一轮相对快速上涨	新一轮相对快速上涨	快速上涨
		数值	76%	70%	54%
	总体		经济增速较慢，消费、城镇化高	经济低迷，消费水平、城镇化高	经济增速高，消费、城镇化低
地产行业	商品住宅	供给	竣工套数持续下降	新开工和竣工持续负增长，	高位供给，但增速收窄
		需求	空置率攀升	签约率持续下降、空置率攀升	销售面积在畸形和修复中上升
		价格	价格负增长	价格持续下跌且降幅扩大	增速收窄，但正增长
		总体	饱和	触及行业天花板	逐步见顶
	商业地产	供给	供给充足、存量持续攀升	商业地产供给量占比持续上升	供给量占比低于同时期的日本
		需求	需求旺盛，存量持续攀升	需求旺盛、空置率下降	空置率高于美、日
		价格	空置率下降，租金上涨	租金平稳增长	租金缓慢增长
		总体	接棒住宅快速发展	开速发展通道	初步发展

数据来源：互联网，广发证券发展研究中心

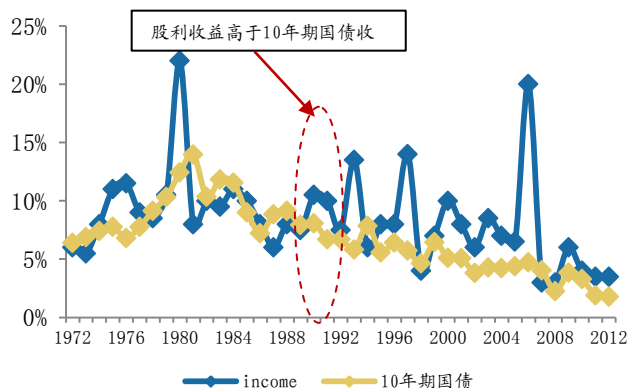
（二）商业物业回报率低于无风险利率

除了社会经济以及地产行业发展相对并不成熟的因素之外，我们国家的法律制度以及资本市场的现状也制约了REITS的发展。

首先，从国际REITS运行经验来看，美国于1986年实行利率市场改后之后，10年期国债收益率经历了短期上扬之后回调下跌，并于1990年末呈现为近几年首次低于REITS股利收益，这种情况下，REITS对于追求稳健收益的投资者而言有着较强

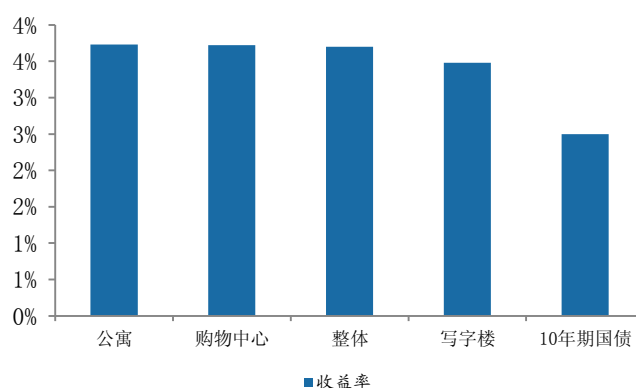
的吸引力，我们认为这个微观特征是REITS成功发行能够上市流通的需求支撑，也是1991年美国颁布法律允许权益型REITS上市流通的必然条件。从具体的商业物业情况来看，美国、日本以及新加坡写字楼、商铺等商业物业REITS的股利收益也均高于当时的10年期国债收益率，而这也是商业物业REITS成功发行的关键原因。

图42: 美国REITS股利以及国债收益情况



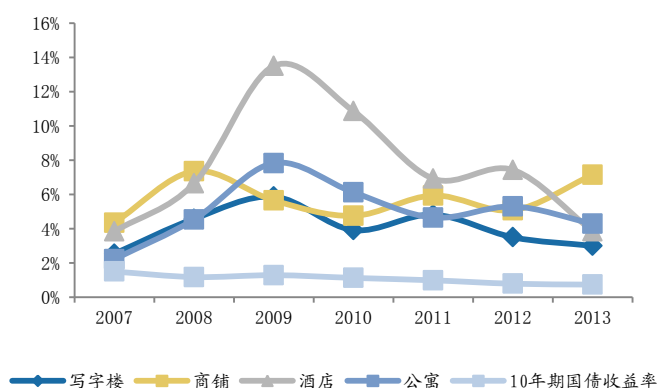
数据来源: NAREIT, 广发证券发展研究中心

图43: 美国商业REITS股利及国债收益情况



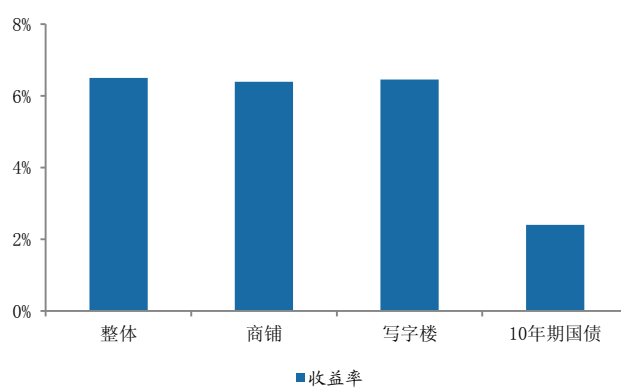
数据来源: NAREIT, 广发证券发展研究中心

图44: 日本商业REITS股利及国债收益情况



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

图45: 新加坡商业REITS股利及国债收益情况



数据来源: NAREIT, 彭博, 广发证券发展研究中心

从国际经验来看，商业物业收益率高于10年期国债收益率是REITS发行成功的关键因素，为此我们对我国商业物业收益率进行了测算并与10年期国债收益率进行了比较，测算参数以及结果如下（注：参数指标以陆家嘴股份有限公司持有的各类商业物业为参照）。

表 3: 各类商业物业的参数指标

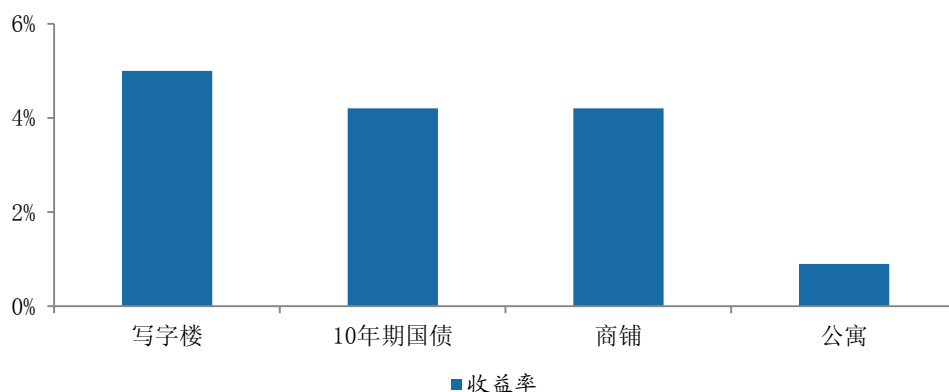
物业类型	建面	出租率	租金	运营成本	重置成本
写字楼	4.4万方	97%	300元/方/月	70元/方/月	30000元/平方米
商铺	6.6万方	99%	210元/方/月	53元/方/月	23624元/平方米
出租型公寓	3万方	95%	350元/方/月	200元/方/月	26047元/平方米
酒店	8.4万方	60%	150元/方/月	45元/方/月	30000元/平方米

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

图46: 各类商业物业以及国债收益率



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

通过我们的测算对比可以发现除了写字楼经营层面的收益率略高于10年期国债收益外, 其他商业物业的收益均低于10年期国债收益率, 若包装为REITS产品上市, 扣除1%到2%的费用, 产品的实际收益率将低于社会无风险利率, 而资本利得收益又存在较大的不确定性。从实际的需求层面来看, 我国REITS即便推出也不具备市场, 我们认为这也是制约REITS产品上市的一个非常重要的原因。

(三) 政策制度设计的缺失

1. 税收优惠政策制度的缺失

从国外经验来看, 推行REITS的国家都在REITS层面上给予了税收优惠政策如免征所得税等, 而我国当前缺乏相应的税收优惠政策如所得税优惠政策的缺失, 导致了双重征税的弊端, 进而降低了我国商业物业的收益率。

表 4: 各国在持有环节对于 REITS 的税收优惠

地区	国家		持有环节				
			房地产税	营业税	城市建设税	贸易税	所得税
	中国	计税基础	物业价值/租金收入	租金收入	物业价值		利润
		税率	0.84%/12%	5%	0.5%		25%
		REITS 优惠	待定	待定	待定		待定
北美	美国	计税基础	物业价值				利润
		税率	1%-3%				15%-35%
		REITS 优惠	无				租金收入用于分红的部分免税
欧洲	英国	计税基础					利润
		税率					30%
		REITS 优惠					免税; 但投资其他 REITS 收益不

亚洲	德国						免税
		计税基础	物业价值			利润	利润
		税率	1%-1.5%			9.1%-19.7%	25%
		REITS 优惠	无			无	免税
	澳大利亚	计税基础					利润
		税率					45%
		REITS 优惠					分红部分免税
	日本	计税基础	物业价值	租金收入	物业价值		利润
		税率	1.40%	5%	0.3%		42%
		REITS 优惠	无	无	无		分红计入税前成本
	新加坡	计税基础	租金收入				利润
		税率	10%				18%
		REITS 优惠	无				分红部分免税，出售利得免税
	香港	计税基础					利润
		税率					16.50%
		REITS 优惠					SPV 层面利润征税，来自 SPV 的分红免税；境外取得的收入免税

数据来源：互联网，广发证券发展研究中心

表 5：各国在交易环节对于 REITS 的税收优惠

地区	国家		交易环节					
			转让税	印花税	契税	营业税	土地增值税	贸易税
	中国	计税基础		交易价格	交易价格	交易价格	土地增值额	出售利得
		税率		0.05%	3%	5%	30%-60%	25%
		REITS 优惠		待定	待定	待定	待定	待定
北美	美国	计税基础	交易价格					出售利得
		税率	0.5%-1%					15%-35%
		REITS 优惠	无					用于分红部分免税
欧洲	英国	计税基础	交易价格					出售利得
		税率	1%-4%					30%
		REITS 优惠	无					免税
	德国	计税基础	交易价格					出售利得
		税率	5.09%				9.1%-19.7%	25%
		REITS 优惠	无				无	免税
亚洲	澳大利亚	计税基础		交易价格				出售利得
		税率		不超过 6.75%				45%
		REITS 优惠		无				免税；未分红部分减半
	日本	计税基础	交易价格	交易价格	交易价格	交易价格		出售利得
		税率	4%	0.011%-0.	5%	5%		持有 5 年以上 20%，5 年以

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

				15%					下则 39%
		REITS 优惠	税率 1.3%	无	税率 1.7%	无			无
		计税基础		交易价格					出售利得
	新加坡	税率		3%					18%
		REITS 优惠		免税					资本利得免税
	香港	计税基础		交易价格					出售利得
		税率		收购物业 3.75%，收 购股份 0.2%					17.50%
		REITS 优惠		无					免税

数据来源：互联网，广发证券发展研究中心

我们仍然以陆家嘴股份有限公司旗下持有的各类商业物业为比照对象（各类参数与之前的测算相同），测算在不同国家税收政策下各类商业物业的回报率，测算结果如下：

表 6：各国税收优惠下商业物业回报率测算

<div>低</div> <div>高</div>	国家	写字楼	商铺	公寓
	中国	5.00%	4.40%	0.90%
	日本	6.20%	5.30%	1.00%
	德国	6.40%	5.60%	1.30%
	新加坡	6.70%	5.80%	1.40%
	美国	7.00%	6.20%	1.50%
	澳大利亚	8.20%	7.30%	2.20%

数据来源：广发证券发展研究中心

通过测算我们可以发现，如果给予别国类似的税收优惠政策，我国商业物业的回报率将会大幅提升，如按照澳大利亚的税收优惠政策各类商业的回报率提高了0.6倍左右，在我国当前10年期国债收益率较高的情况下，我国可以比照国外经验给予一定的税收优惠政策以提高商业物业回报率，对我国试探性推行REITS具有一定的积极意义。

2. 法律不健全

除了缺乏税收优惠的政策设计之外，法律不健全是制约我国REITS发展的另一个制度因素。由于REITS在设立、投资方向、分配规则等各个方面都会涉及到众多法律制度，各国REITS市场的发展都伴随着相关法律法规的逐步完善，尤其是法律中对于REITS设立条件的确定具有直接的指引作用。由于我国法律体系尚不够完善，适用于REITS的法律法规还没有颁布，这成为我国全面推行REITS的法律制约因素。

表 7：各国与 REITS 相关的法律法规

国家	时间	法律法规
美国	1960 年、1986 年、1993 年	《国内税收法典》、《税收改革法》、《综合预算调整法》
新加坡	1999 年 5 月	《新加坡房地产基金指引》
香港	2005 年 6 月	《房地产信托投资基金守则》

数据来源：NAREIT，广发证券发展研究中心

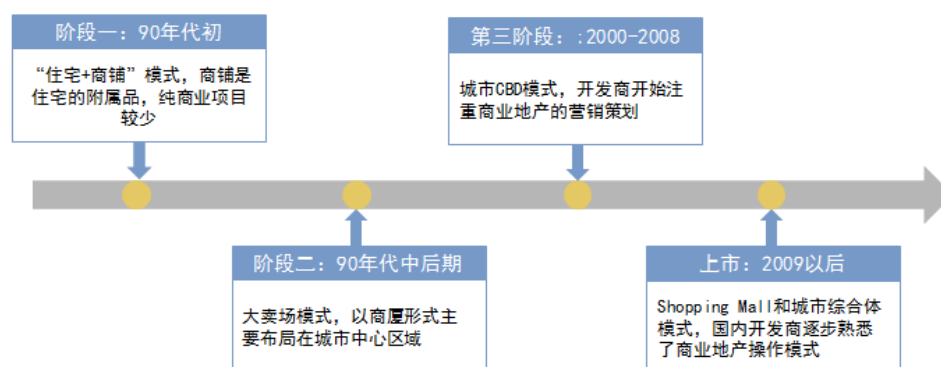
推动商业地产市场成长

从社会经济现状，法律建设等方面来看，也许我国尚不具备推广REITS的准备，但预计随着我国社会经济以及商业地产行业的不断发展我国全面推行REITS将是大概率事件。为此，下面我们将主要研究关注点集中在推行REITS对商业地产将会产生哪些影响。首先对国商业地产的基本面做一些梳理。

商业地产现状：看得到的成长

商业地产是指通过合理运营实现房地产升值获取回报的房地产投资品，包括写字楼、酒店、会议中心及商业服务经营场所等，通常情况下是一个使用者和投资者分离的市场。我国商业地产起步于上世纪90年代，先后经历了“住宅+商铺”、大型卖场、城市CBD以及Shopping Mall等四个发展阶段，逐步由单一的商住混合演变到城市综合体的发展模式。

图47：我国商业地产的发展历史



数据来源：广发证券发展研究中心

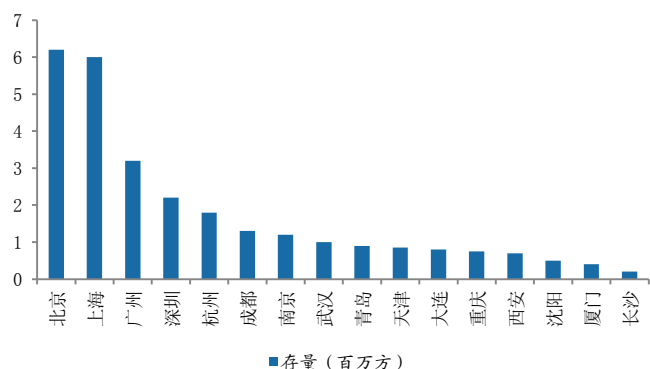
写字楼

最近几年我国写字楼市场得到了快速发展，截止2014年第一季度，我国一线城市以及主要二线城市的写字楼存量达2800万方，其中一线城市是写字楼集中布局的主要阵地，存量为1760万方。从流量角度来看，全国写字楼新增供应量持续维持高位，2013年新增供应量达230万方。与强劲的供给相一致的是整个市场上也保持着旺盛的需求，每年的净吸纳量也保持一个较高水平，尤其是2010年和2011年受宏观经济刺激政策影响，企业实行扩张形成了对写字楼强劲的需求支撑，2010和2011两

年的净吸纳量超过当年的新增供应量，进而导致了空置率的持续下降，而随后的两年全国写字楼虽维持高位需求，但低于当年的新增量，供给过剩，导致了空置率有所攀升。但我们认为这只是一个暂时的现象，随着外部经济复苏和国内改革的推进，包括对境外资本的进一步开放以及对中小企业提供更多的政策支持，将会形成对写字楼强劲的需求支撑，进而导致空置率转升为跌。

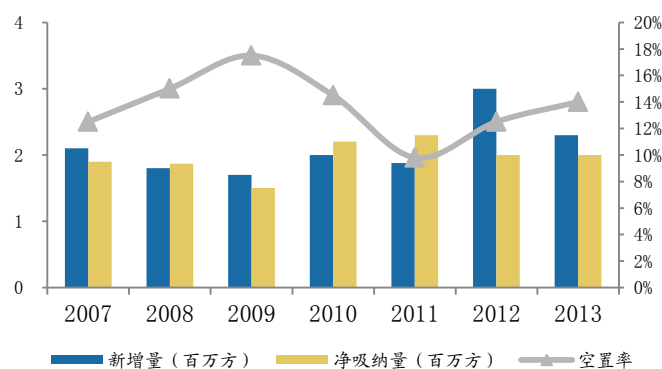
尽管目前全国写字楼出现过剩端倪，但各线城市之间却出现分化，一线城市保持供需两旺的局面，净吸纳量高于新增量，空置率只有5%，而二线城市写字楼则出现需求不足，供给过剩的现象，空置率达18%，这是全国空置率上升的主要原因。

图48：主要城市写字楼存量



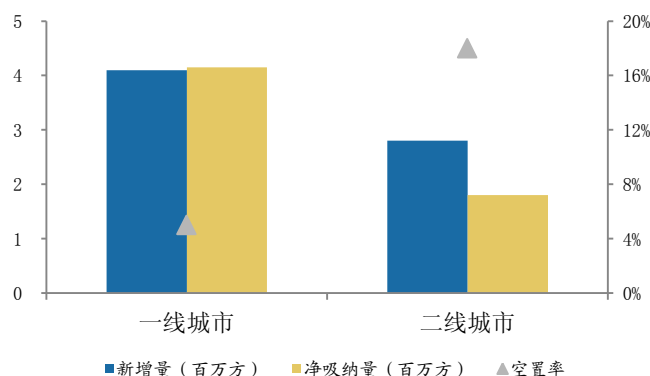
数据来源：JLL，广发证券发展研究中心

图49：全国写字楼供给和需求情况



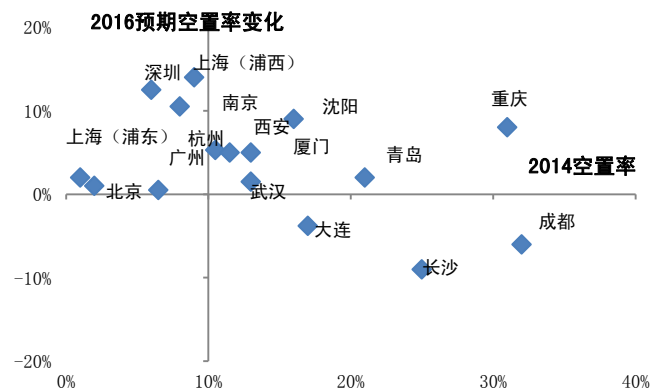
数据来源：JLL，广发证券发展研究中心

图50：2013年各线城市写字楼供需情况



数据来源：JLL，广发证券发展研究中心

图51：各城市写字楼空置率测算

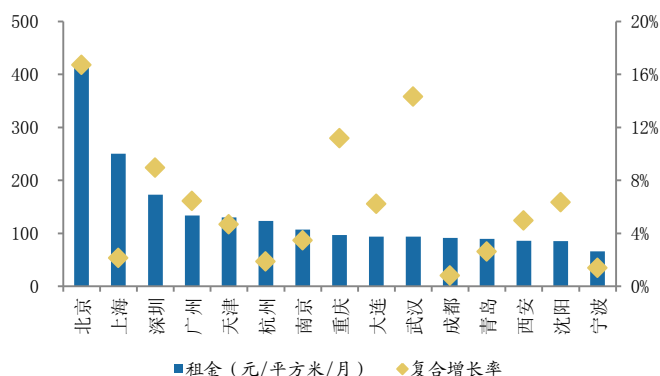


数据来源：JLL，广发证券发展研究中心

一线城市写字楼供不应求的状态使得一线城市的租金水平远高于其他二线城市，北京的情况尤为显著，并且近5年的年均复合增长率达16.7%，增幅位列所有城市之首。从各线城市租金所处的变化周期来看，一线城市中深圳位于租金涨幅加快阶段，上海位于租金放缓阶段，广州则位于租金下跌的临界点，而北京则经历了租金涨幅过快，严重透支后经历了快速下跌以及缓慢下跌一整个租金波动的周期，北京办公楼市场已经触底，预计未来北京写字楼的租金将逐步走出下跌波段，迎来新一轮的上涨。二线城市写字楼的租金水平多数位于涨幅放缓阶段，主要是由于新竣工项目

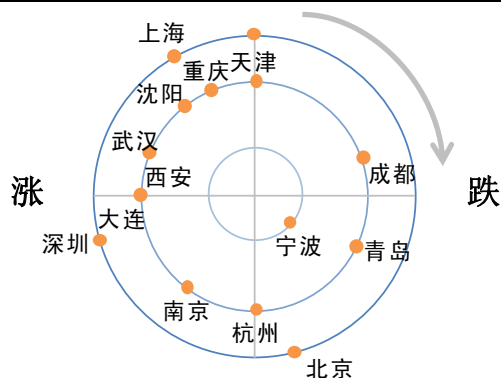
和较高的空置率限制了租金的快速上涨。

图52: 各线城市写字楼租金水平



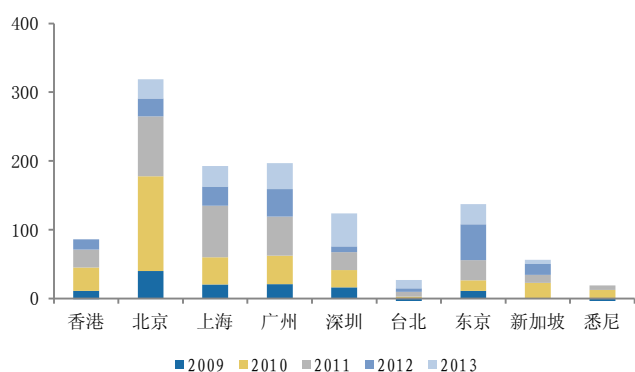
数据来源: CBRE, 广发证券发展研究中心

图53: 各线城市写字楼租金变化趋势



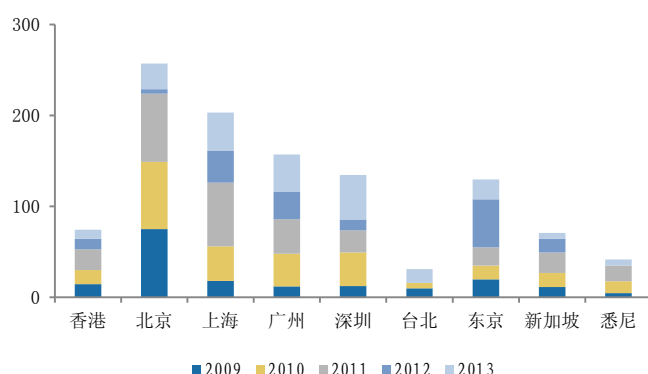
数据来源: JLL, 广发证券发展研究中心

图54: 亚太地区主要城市写字楼新增量 (万方)



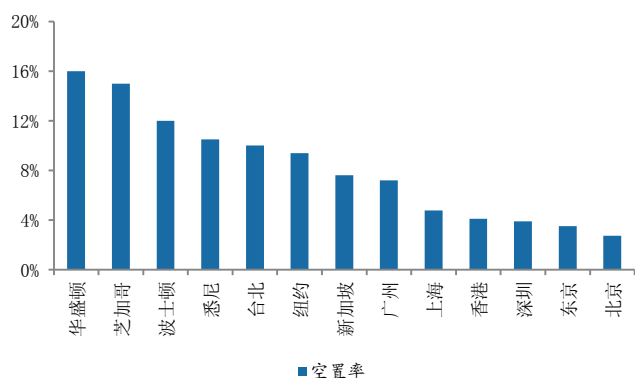
数据来源: CBRE, 广发证券发展研究中心

图55: 亚太地区主要城市写字楼净吸纳量 (万方)



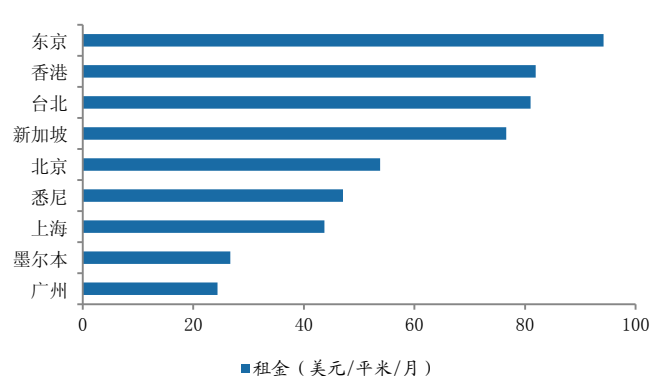
数据来源: CBRE, 广发证券发展研究中心

图56: 国际主要城市写字楼空置率



数据来源: JLL, 广发证券发展研究中心

图57: 国际主要城市写字楼租金情况



数据来源: JLL, 广发证券发展研究中心

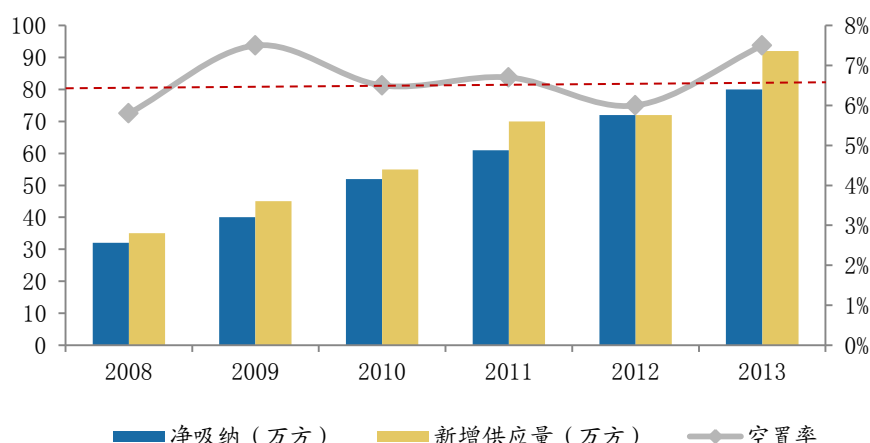
从一线城市与亚太地区同级别城市的比较来看, 我国四大一线城市写字楼呈现供需两旺的局面, 2013年新增量以及净吸纳量位列亚太地区前四位, 并且供不应求

的状态使得空置率与其他城市相比保持在低位水平。从租金的水平来看，尽管我国四大一线城市租金领跑全国，但从国际比较来看低于亚太地区大部分同级别城市。

零售物业

受到宏观经济高速发展，城镇化率进一步提高，交通设施改善以及收入增长的带动，我国零售物业呈现供需两旺的局面，2013年全国主要20城市优质零售物业新增量920万方，净吸纳量750万方，近5年的年均复合增长率为19.3%和18.6%。而空置率在供需相对均衡中稳定在6.5%左右。

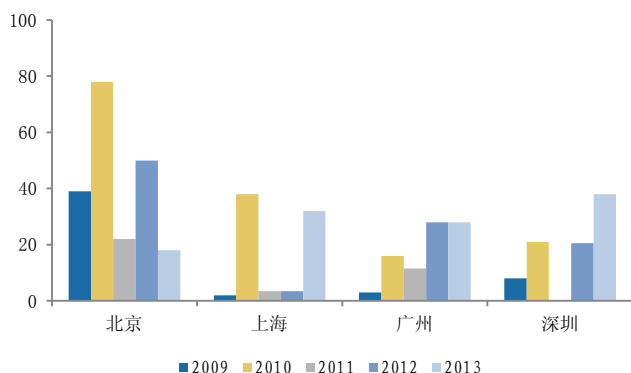
图58：全国主要城市优质零售物业的供求关系



数据来源：JLL，广发证券发展研究中心

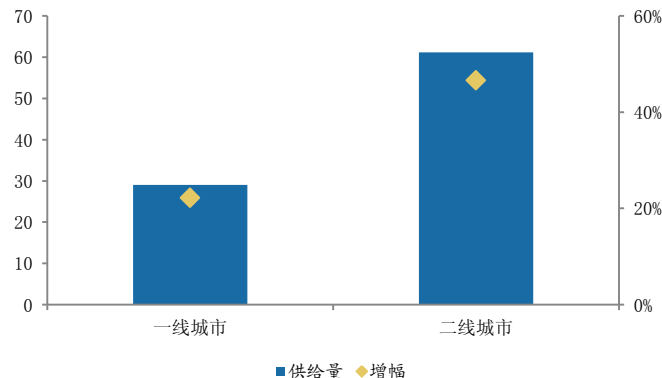
零售物业与写字楼的一个重要区别在于投资者不仅局限于一线城市，在二线城市也能捕捉到投资者强烈的投资欲望，甚至在最近几年二线城市的零售物业市场活跃度高于一线城市。具体来看，四大一线城市最近几年的零售物业的供给量均维持低位，这主要是由于一线城市的零售物业发展较早，市场已经经历了供给大幅增加的阶段，逐步进入平稳通道。而二线城市受益于经济的快速发展、城镇化的加速，整个城市逐步向消费型转变，导致了零售物业的供给量持续攀升。

图59：一线城市零售物业供给情况（万方）



数据来源：CRBE，广发证券发展研究中心

图60：各线城市2013零售物业供给及最近5年年均增幅

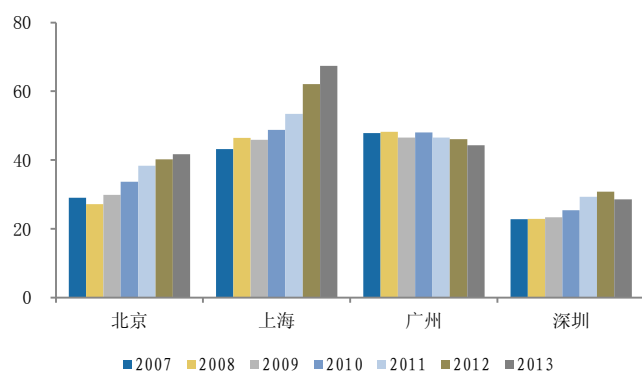


数据来源：CBRE，广发证券发展研究中心

而从租金水平来看，一线城市的租金水平明显高于主要二线城市，但一线城市内部也出现分化，北京和上海的租金水平在最近4年持续上涨，深圳增保持平稳上升，而广州则出现了租金持续小幅下降的现象。

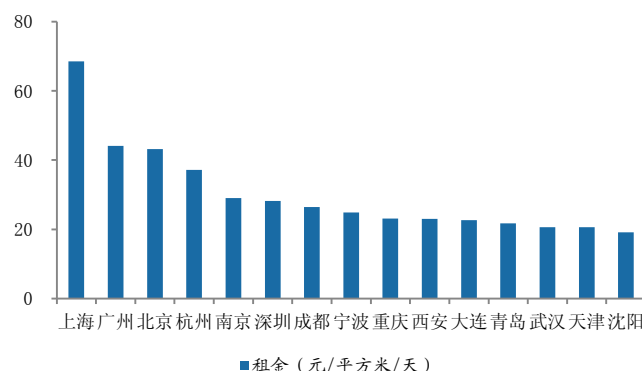
尽管我国一线城市的租金水平相比于国内其他城市处于较高水平，但与亚太地区同等城市相比，仍处于较低水平。

图61：一线城市零售物业租金情况（元/平方米/天）



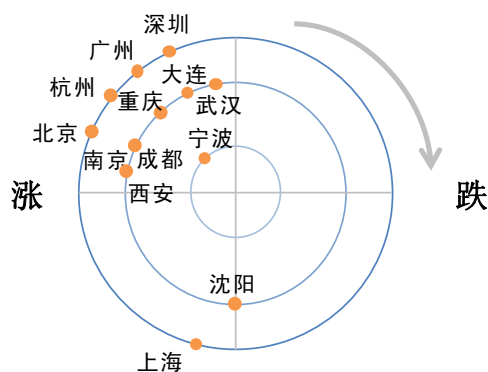
数据来源：JLL，广发证券发展研究中心

图62：主要城市租金状况（元/平方米/天）



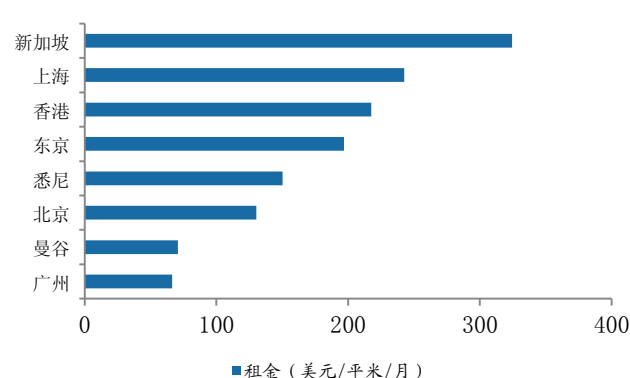
数据来源：JLL，广发证券发展研究中心

图63：各线城市零售物业租金趋势



数据来源：JLL，广发证券发展研究中心

图64：亚太地区主要城市租金状况（美元/平方米/月）



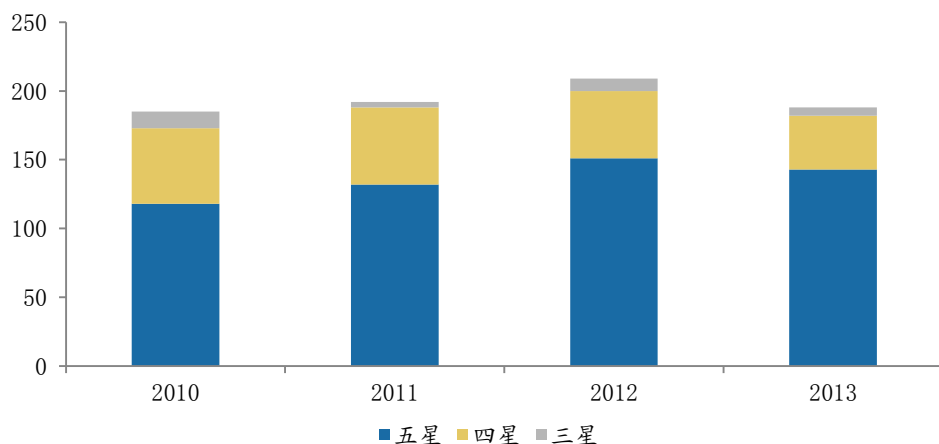
数据来源：JLL，广发证券发展研究中心

酒店

我国星级酒店的新增量最近几年稳中有升，其中去年略有所回落，可能是受到新一届政府厉行勤俭节约反对铺张浪费，狠抓反腐倡廉建设政策的影响。从新增量的组成结构来看，五星级酒店在总的供应量中占据主导地位，平均占比70%以上。

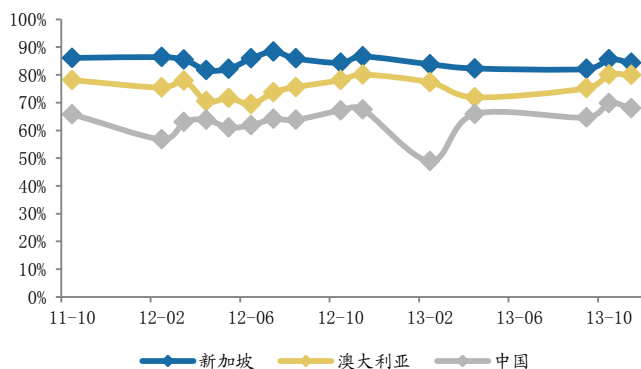
从星级酒店的入住率来看，我国星级酒店的入住率一直保持在60%左右，但是与亚太地区的澳大利亚以及新加坡相比，我们的星级酒店的入住仍然偏低。从平均房价来看，我国星级酒店的平均房价最近1年呈现持续下降趋势，2013年平均房价在650元，远远低于新加坡和澳大利亚的房价水平。较低的入住率以及房价使得我国星级酒店的平均营业收入更加低于新加坡和澳大利亚。

图65: 全国星级酒店新增量的组成结构



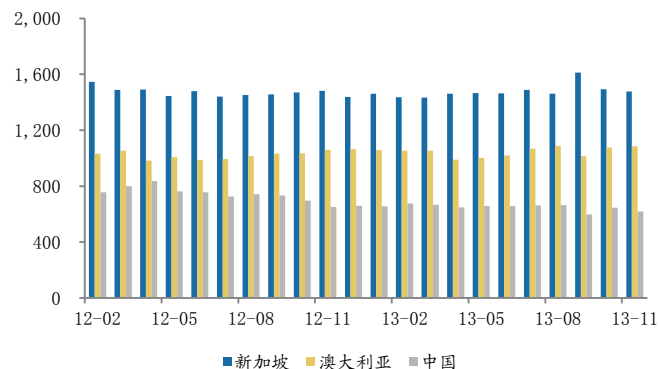
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图66: 我国星级酒店入住率情况



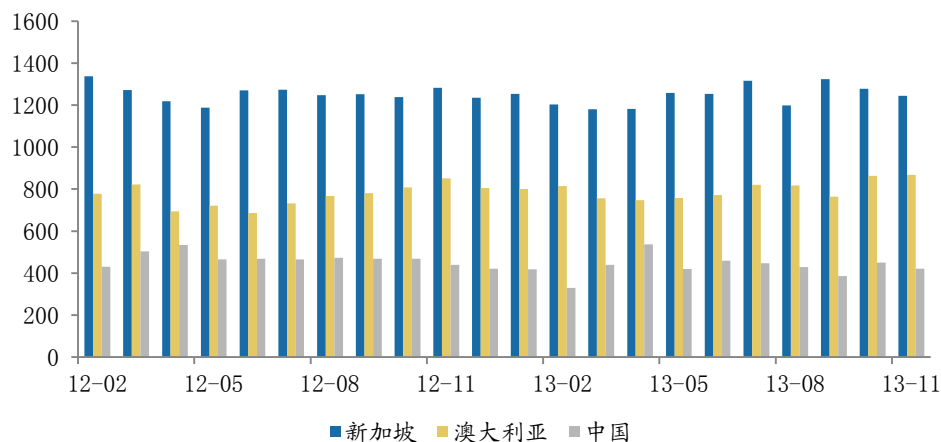
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图67: 我国星级酒店平均房价情况 (元/月)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

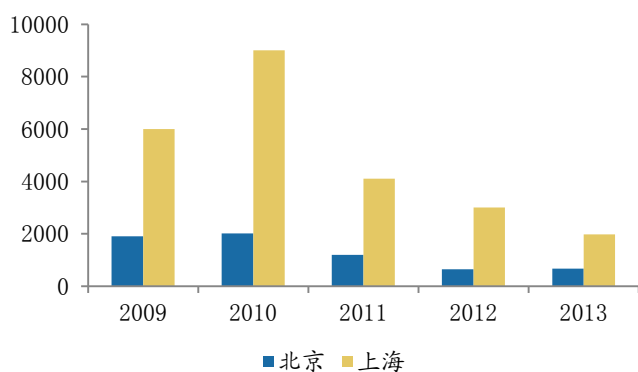
图68: 我国星级酒店平均营业收入情况 (元/月)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

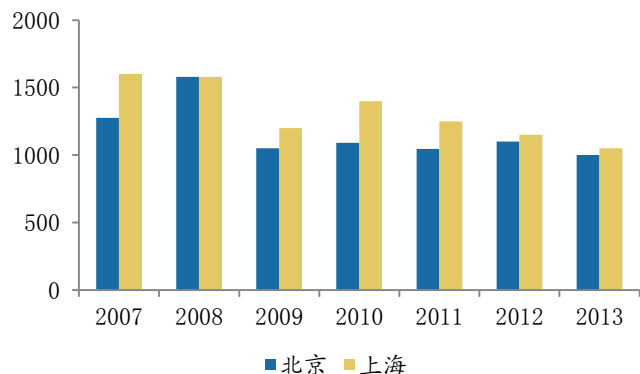
从新增量来看，与北京相比，上海新增客房套数较多，其中2010年突增是由于世博会召开，形成较大的住房需求，投资者为抢占需求纷纷集中推出供应量所致。即使剔除世博会这种极端事件的影响，在正常年份，上海新增客房数量仍然远高北京。从趋势上来看，上海和北京最近两年新增量都出现明显的下跌，其中上海由于前几年新增量过多挤压了当前供应的空间，2013年下跌幅度较大。从每日房价来看，北京和上海的房价相仿，均大幅高于全国平均水平，而从房价变化的趋势来看，北京剔除08年奥运会的因素外，酒店房价处于小幅波动，趋于平稳，而上海的房价最近几年则出现了持续下跌的情况。从入住率来看，北京和上海在07年下跌以来，入住率逐步企稳，稳定在70%左右。由于入住率较为稳定，使得北京和上海的星级酒店的平均每日营业收入与房价的变动趋势一致，北京在波动中保持平稳，而上海则出现了持续下降的趋势。

图69：北京和上海星级酒店新增客房套数



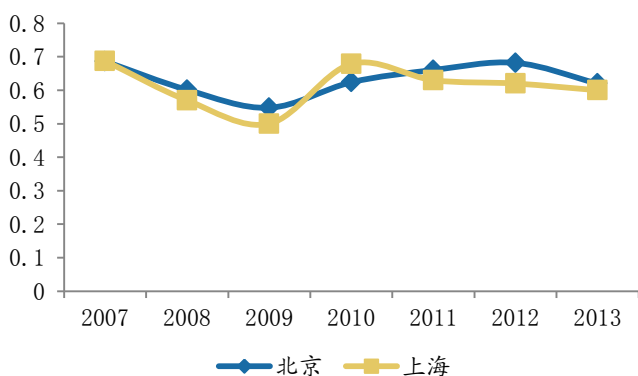
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图70：北京和上海星级酒店房价情况



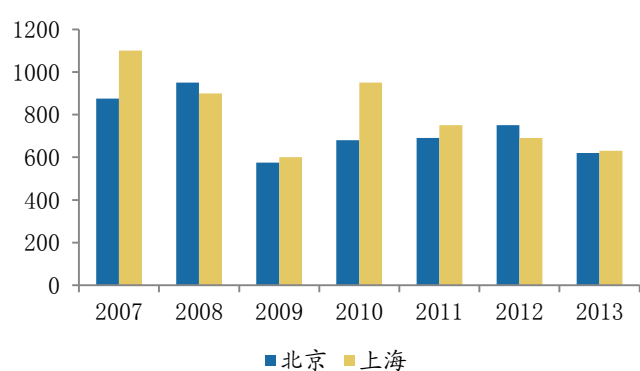
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图71：北京和上海星级酒店入住率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图72：北京和上海星级酒店日均营业收入



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

REITS 对商业地产项目运营的影响

在简单介绍我国商业地产的基本面之后，我们将回归到第三个问题的探讨上：

即有了REITS给我国商业房企带来哪些影响？我们将主要从运营模式以及经营业绩两方面进行分析。

表 8：商业企业运营模式

类型	收益类型	优点	瓶颈
持有型	收取稳定持续的租金	长期稳定收益	融资渠道单一、资金压力大
投资型	出售物业获得一次性增值收益	投资回报高，资金回笼快	缺乏顺畅的退出机制
混合型	“以售养租”	兼有两种收益来源	本质上缺乏顺畅的退出机制

数据来源：广发证券发展研究中心

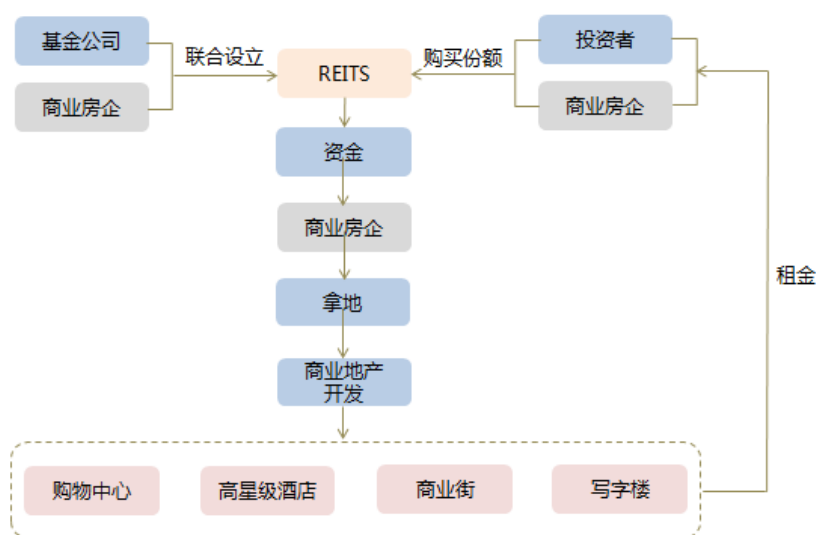
REITS对商业地产企业运营模式的影响

我们认为REITS在对商业地产企业运营模式的影响主要在于其提供了一种融资渠道以及退出机制。

商业房企联合基金公司设立REITS在公开市场募集资金然后用于商业地产的开发培育获取租金收益，然后将租金收入以分红的形式分给投资者。这种情况下，商业地产企业把REITS作为一种融资渠道，优化了资本结构、缓解了资金压力。

尽管REITS在理论上可以为商业地产企业提供了一种融资渠道，但是从国外REITS运行的经验来看，由于大部分国家都对REITS的开发投资比例进行了限制。因此，REITS作为一种融资渠道影响甚微。

图 73：商业地产利用REITS融资流程图

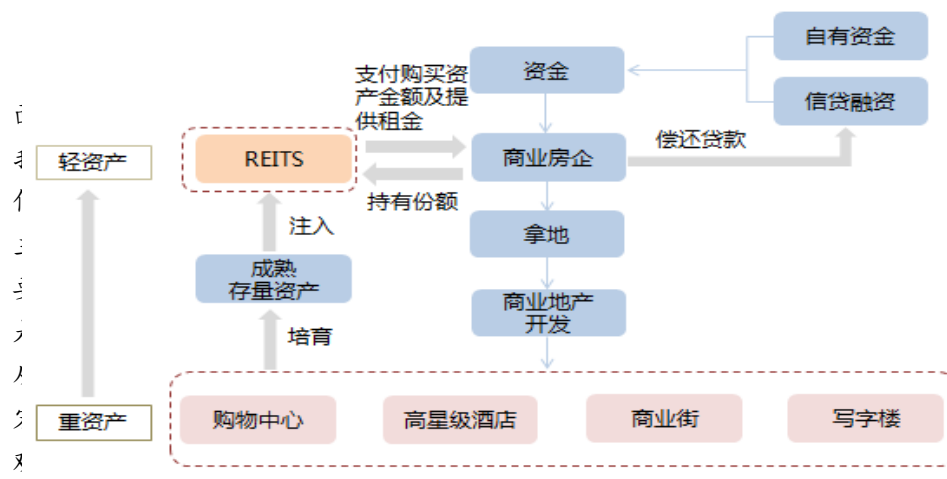


数据来源：广发证券发展研究中心

REITS对于商业地产企业运营模式最大的影响在于其提供了一种退出机制。商业地产企业首先进行以自有资金和信贷融资获得的资金进行商业地产的开发以及前期培育，等商业地产培育成熟获得稳定的租金收入后将成熟的存量资产打包设立REITS在公开市场出售部分份额回笼资金，本质上是一种类住宅开发模式，提高了

IRR，缩短了投资回报周期，同时房企持有部分REITS份额享受每年的分红收益以及潜在的物业升值收益，整个过程实现了由重资产向轻资产的转变。

图74：商业地产企业利用REITS退市套现流程图



数据来源：广发证券发展研究中心

REITS对于商业地产企业经营业绩的影响

在REITS存在的情况下，商业地产行业的运转将出现精细化合作，不同风险偏好的资金将会流向商业地产运作的不同环节，进而实现资金的风险偏好与投资收益相匹配。追求高投资回报的房企将会负责商业地产的前期开发以及培育，然后将培育成熟的商业物业出售给REITS，实现退市套现，迅速回笼资金，提高了IRR，并且缩短了投资回报周期，而追求稳健收益的投资者将会通过持有REITS份额获得经营商业物业过程中的持续稳定的租金分红收益。

下面，我们将主要通过测算来分析在有REITS的情况下我国商业地产企业的IRR以及投资回报周期情况。

我们的测算主要分三种模式：

模式一：在没有REITS的情况下我国商业地产企业的IRR和投资回报周期；

模式二：有REITS的情况下，将商业物业打包设立REITS并持有100%REITS份额时，商业地产企业的IRR和投资回报周期；

模式三：有REITS的情况下，将商业物业打包设立REITS且不持有REITS份额时，商业地产企业的IRR和投资回报周期。

此外，我们对不同的商业物业类型（写字楼、零售物业、酒店以及出租型住宅）针对上述3种情况分别做了测算，测算模型以及测算结果如下：

备注：

1.拿地金额分两年支付，建安分三年支付

2.我们认为，通过比照国际经验，一旦我国发行REITS，提供免征所得税的税收优惠政策将会是大概率事件，为此我们在假设存在REITS的模型中按免征所得税测算。

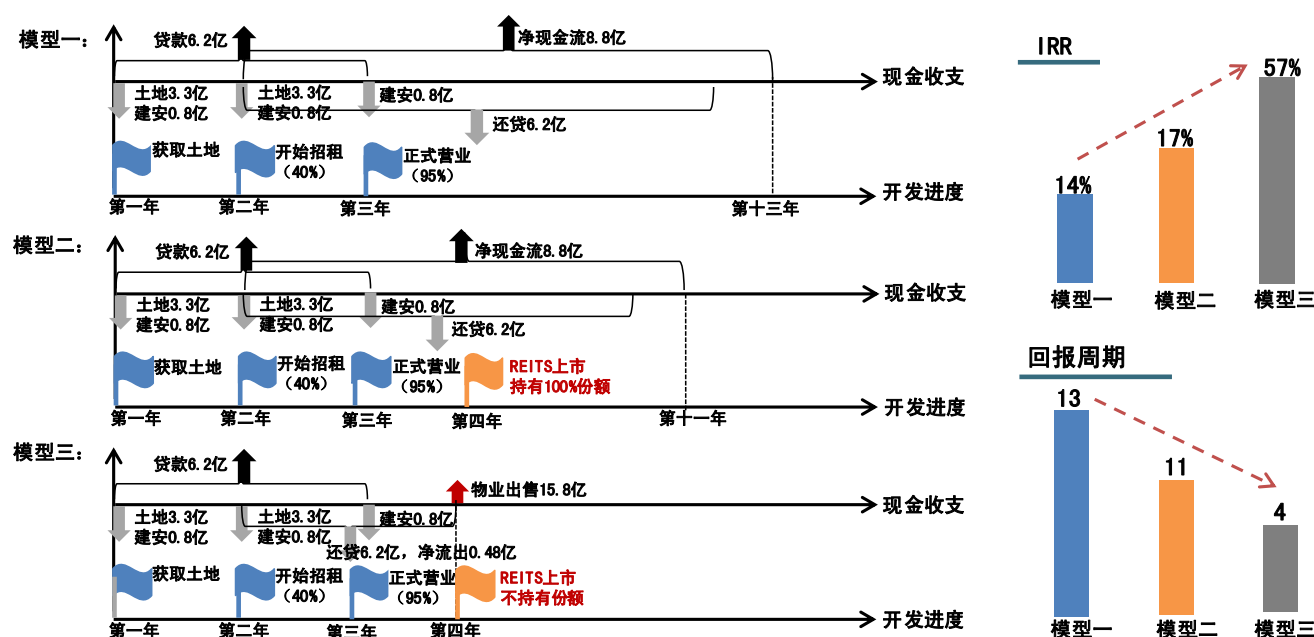
3.在有REITS时,我们测算了两种极端情况下商业地产企业的IRR以及投资回报周期,这两种极端情况分别为商业地产持有100%REITS份额以及将标的资产出售给REITS同时不持有REITS份额,当商业地产持有部分REITS份额时,IRR及投资回报周期介于这两种极端情况之间。

表 9: 测算模型参数

类型	建筑面积 (万方)	楼面价	建安	杠杆	利率	租金收入 (元/方/月)	运营成本 (元/方/月)	出租率		重置成本 (元/平方米)	参数比照对象
								第二年	之后		
写字楼	4.4	15000	5000	70%	7.5%	300	70	40%	95%	30000	渣打银行大厦
零售物业	6.6	10000	5500	70%	7.5%	210	53	40%	95%	20000	96 广场
酒店	3	10000	9000	70%	7.5%	350	200	30%	60%	30000	东怡大酒店
出租型住宅	8.4	10000	7000	70%	7.5%	150	45	40%	95%	26000	东和公寓

数据来源: 广发证券发展研究中心

图75: REITS对商业地产企业影响: 写字楼测算



数据来源: 广发证券发展研究中心

表 10: 各种情况下产生正现金流时间和 IRR 的比较

类型	指标	没有 REITS	有 REITS 情况		
			持有 100%REITS 份额	不持有 REITS 份额	持有部分 REITS 份额
写字楼	投资回报周期	13	11	8	8-11
	IRR	14%	17%	25%	17%-25%
零售物业	投资回报周期	16	14	9	9-14
	IRR	12%	14%	18%	14%-18%
酒店	投资回报周期	—	—	10	—
	IRR	—	—	15%	0-15%

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

出租型住宅	投资回报周期	18	15	8	8—15
	IRR	8%	10%	24%	10%-24%

数据来源：广发证券发展研究中心

通过测算我们可以发现，在有REITS的情况下，商业地产企业通过将其所持有的商业物业（无论是写字楼、零售物业、出租型物业还是酒店）出售给REITS实现退市套现、回笼资金，进而提高了IRR和缩短了投资回报周期，而这也是REITS对商业地产企业最大的影响。（注：模型二相对于模型一IRR的提升以及投资回报周期的缩短是由于减免所得税所致。）

凯德集团：“地产+金融”双轮驱动

凯德集团在亚洲具有丰富的商业地产项目运作经验，在国内一二线城市坚持住宅+商业协作开发的模式，快速扩张。在商业开发的过程中，公司灵活利用资产证券化工具，将收益率较好的物业在国外打包上市，在完成前期培育的过程后，快速回流现金，达到良性发展的状态。

关键在于第一步

凯德中国商用信托（CRCT）是由首个也是唯一一个在新加坡上市专门投资于中国零售物业的房地产信托基金（REITS）。CRCT由凯德集团发起于2006年10月23日，并于同年12月8日在新加坡成功上市交易，上市之初的标的资产包含了北京、上海、郑州、呼和浩特以及芜湖等5个城市的7个零售物业。CRCT一经上市便得到了投资者的认可，IPO当时，全球机构投资者及新加坡投资者对CRCT的超额认购分别达到了196倍和39倍。CRCT上市之后，采取了稳健的扩张策略，分别于2008,2011以及2013年收购三处新的物业，截止目前CRCT在我国6个城市共拥有10个物业，物业总价值20.58亿新元。

表 11：CRCT 的发行情况

基金名称	上市地点	募集份额	发行价格	募集资金	物业价值	每股NAV
CRCT	新加坡	1.93亿	1.13新元	2.18亿新元	6.89亿新元	0.98新元

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

CRCT的超额认购表明CRCT的发行获得了成功，得到了投资者的认可。我们认为CRCT的成功主要得益于其资产包里包含的零售物业能够为投资者带来稳定的投资回报率，下面我们将针对CRCT上市之初的七个零售物业做简单分析。

首先，从物业所分布的城市来看：北京是全国的政治文化中心，对全国人口具有强大的吸附效应，2006年常住人口为1570万，当年常住人口位居全国第二，仅次于上海，城镇人口可支配收入19933元，人均社会消费品零售额17883元，远高于全国水平。上海是全国的经济金融中心，2006年常住人口为1700万，城镇人口可支配收入20667元，人均社会消费品零售额19765元，均居全国之首。CRCT所布局的其

他城市郑州、呼和浩特以及芜湖均为所在省份的省会城市或者区域中心城市，城镇人均可支配收入以及人均社会消费品零售额均高于全国水平。再从物业所处的具体位置来看，这7处物业均位于所处城市的内环以及核心商圈，附近交通便利，多为地铁以及公交经过的区域，年均人流量均在千万左右。

图76: CRCT投资标的物业

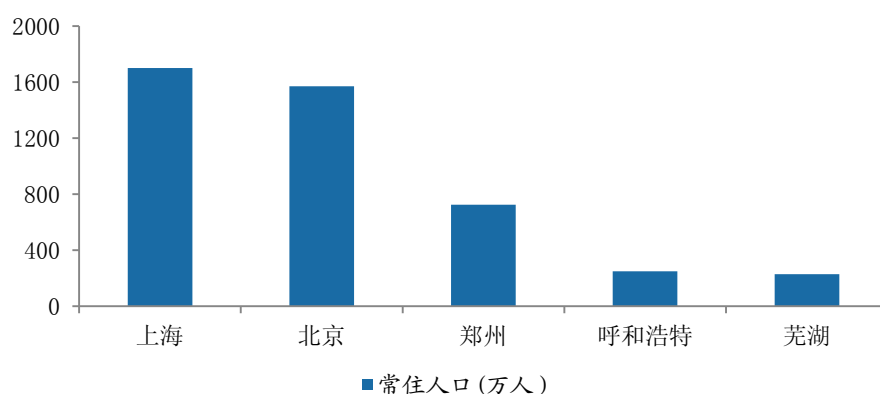


备：年份指该处物业注入CRCT的时间

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

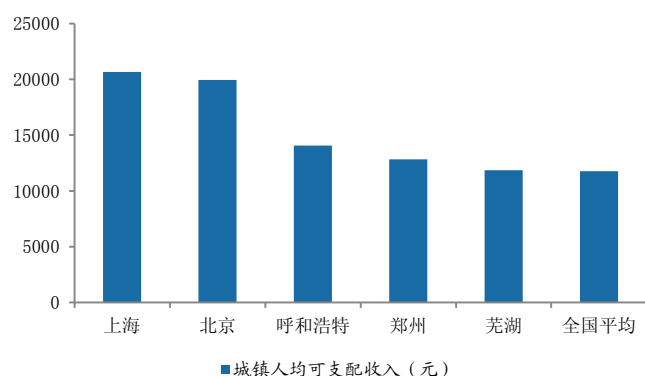
总的来讲，CRCT所布局的城市具有较多的常住人口，且具备一定的经济以及消费水平，并且物业均坐落在所处城市的内环以及核心商圈位置，这种城市布局以及物业分布为零售物业的发展提供了需求支撑，进而为零售物业获得较高的租金收益率提供了基础。

图77: CRCT布局城市2006年常住人口



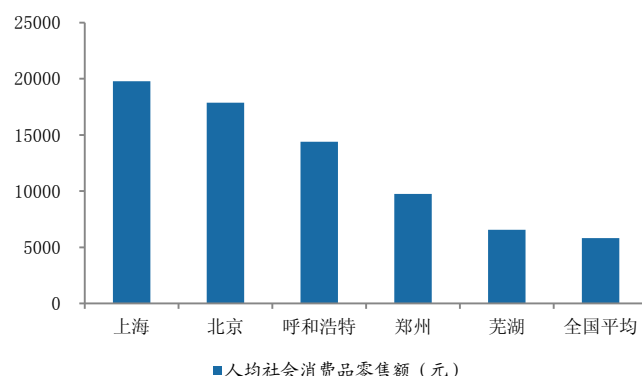
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图78: CRCT布局城市2006年收入情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图79: CRCT布局城市2006年消费情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表12: CRCT物业位置情况

物业名称	区域	具体位置	交通情况	人流量 (万/年)
望京购物中心	北京朝阳区	四环、五环间	望京地铁站	1060
双井购物中心	北京朝阳区	北京商业中心区	大望路、双井地铁站	—
安贞购物中心	北京朝阳区	北三环	地铁北土城站	—
七宝购物中心	北京西城区	二环、三环间	地铁2、13、4号线	3490
二七购物中心	郑州	郑州商业中心	多条公交线路汇聚	—
赛罕购物中心	呼和浩特	呼和浩特商业中心	公交枢纽站	840
新芜购物中心	芜湖	芜湖商业中心	公交枢纽站	790

数据来源: 互联网, 公司公告, 广发证券发展研究中心

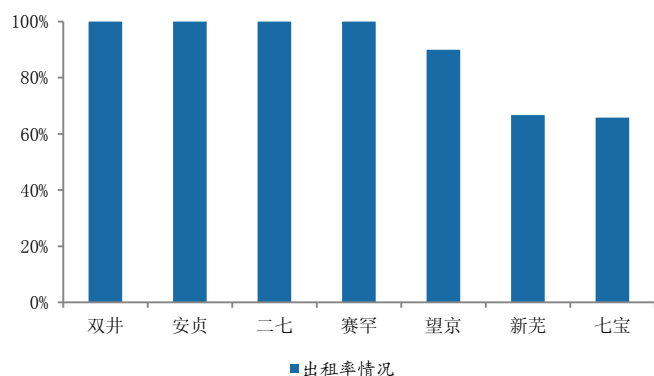
7处物业的经营情况良好, 为后期一系列资产证券化过程奠定了基础。首先得益于这些物业布局城市的强劲的消费水平以及这些物业优越的地理位置, 这些物业都有着较高的出租率, 其中望京、七宝以及新芜购物中心出租率相对较低主要是该三处物业由于刚完工开业或者翻新重新开业不到1年所致, 而其余四处开业1年以上的物业出租率均达到了100%, 较高的出租率为物业带来了较高的租金收入。

物业较高的租金收入为物业获得较高的净物业收益 (Net Property Income, NPI) 提供了基础, IPO当时根据评估这七处物业上市之后第一年能够产生净物业收益5080万新元, 我们用每个物业所产生的NPI除以当时每个物业的资产估值可以计算得到了每处物业的净物业收益率, 通过计算我们可以发现这七处物业以及整个资产组合提供的净资产收益率均高于当时主要国家10年期国债收益率。

资产包的七处物业能够提供较高的净物业收益率从而使得整个资产组合产生了较高的净物业收益率, 而这也是整个资产组合能够提供稳定分红收益的基础。将资产组合净物业收益率与主要国家10年期国债收益率的基础上进一步比较IPO时评估的组合分红率 (每股分红/发行价格) 与主要国家10年期国债收益率, 通过比较发现

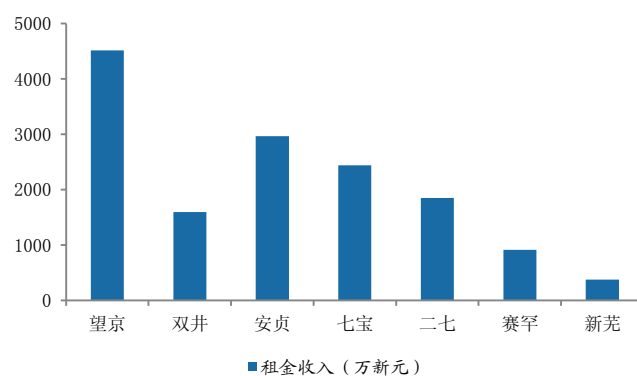
整个组合的分红收益率高于主要国家10年期国债的收益率，尤其是新加坡10年期的国债收益率，进而对追求稳定收益的投资者产生了较大的吸引力，成为CRCT成功发行的关键。

图80: CRCT零售物业2006年出租率情况



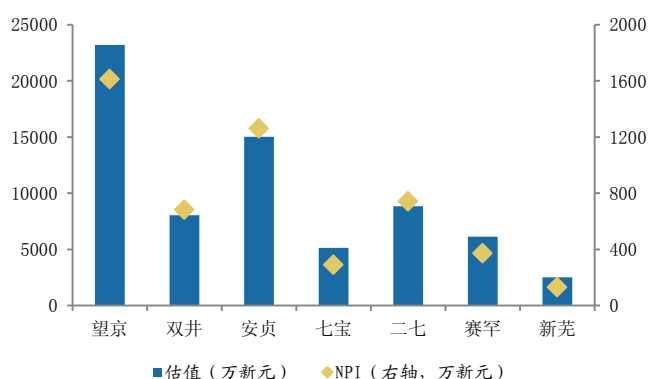
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图81: CRCT零售物业2006年租金收入（万新元）



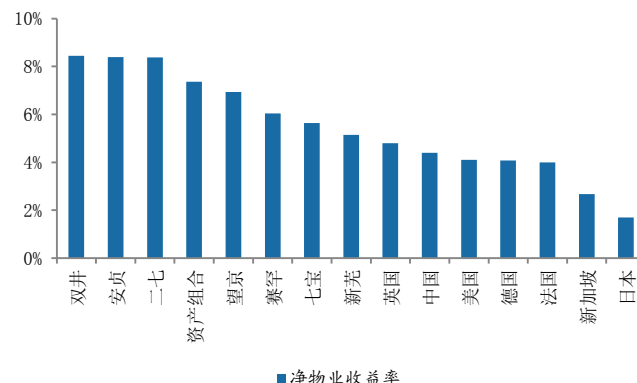
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图82: 06年CRCT零售物业NPI以及估值情况（万新元）



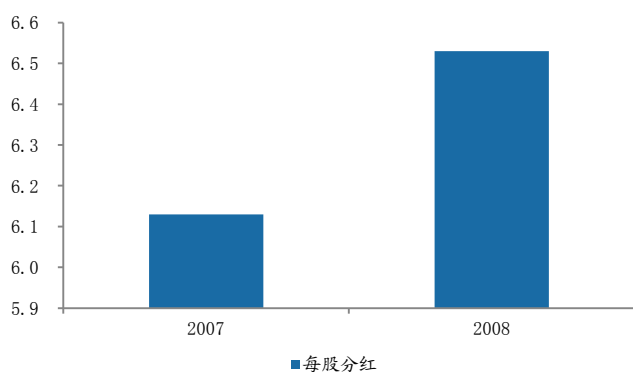
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图83: 06年CRCT零售物业及主要国家国债收益率比较



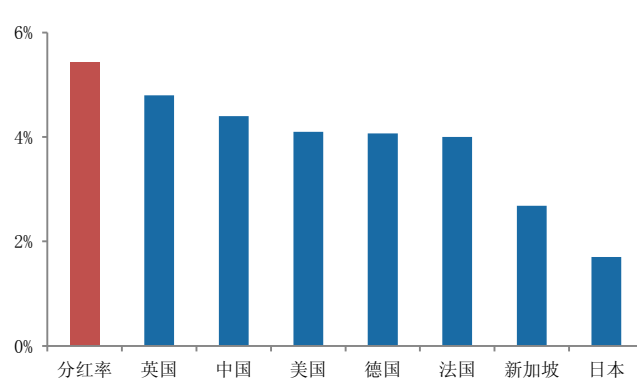
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图84: CRCT零售物业每股分红情况（新分）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图85: CRCT零售物业分红率与主要国债收益率比较



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

对于追求稳健收益的投资者而言，其不仅不要求投资标的能够提供较高的收益率，还追求的是这种较高收益率的稳健性以及可持续性。因此，我们认为CRCT的成功发行除了我们上面分析的资产组合能够提供较高的投资回报率，更关键的是CRCT的资产组合能够持续稳健的产生递增的分红收益，进而能够保持持续稳健的分红率。CRCT通过如下3种方式使得资产组合能够提供持续且递增的分红收益：

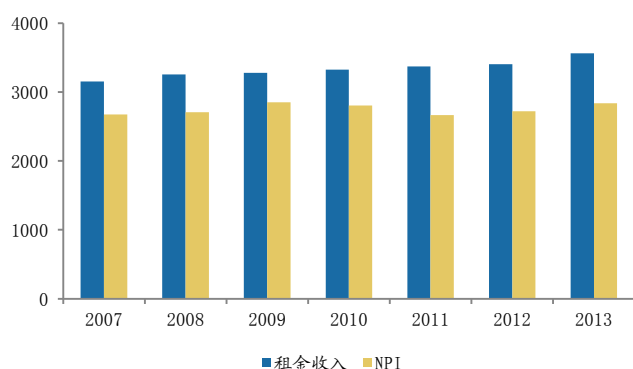
（1）内部增长

内部增长主要是指在签订物业租赁合同时通过附有租金按一定的方式逐年增长的协议来实现原有物业租金收入内部自生性增长，进而使得整个资产组合能够持续产生稳健且递增的分红。

在CRCT上市之初的七处零售物业中，按照租赁性质可以分为两大类：

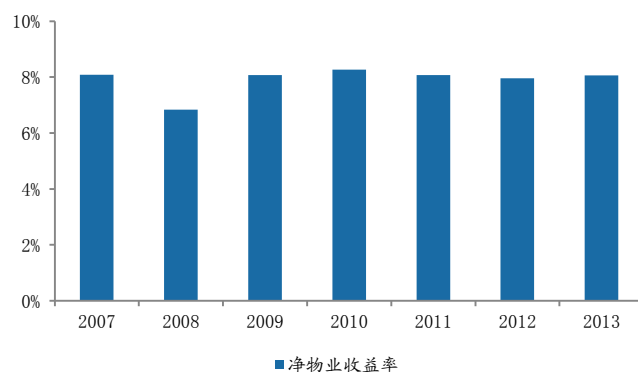
第一类是整租型物业即将物业整体出租给第三方，租期20年，这一类零售物业包括双井购物中心、安贞购物中心以及二七购物中心。对于这类购物中心，租赁合同约定租金每年按照一定的比例（通常为1%）在基础租金上逐年增长，并且同时附有营业收入分红协议即当营业收入达到一定数额时按照一定的比例获得分成租金。通过这种租赁合同的签订，整租型购物中心能够持续产生较高的NPI以及净物业收益率，进而使得整个资产组合产生持续且递增的NPI以及分红收益。

图86： CRCT整租型物业收入和NPI情况（万新元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

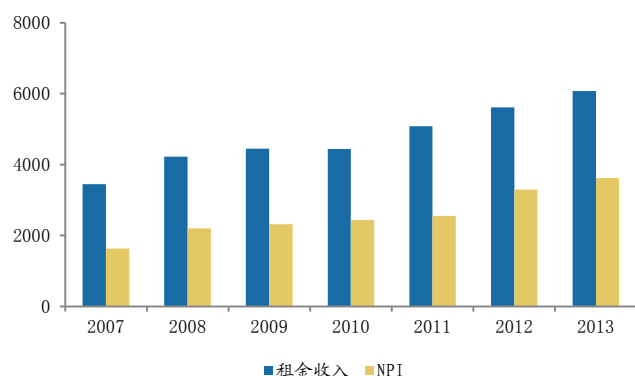
图87： CRCT整租型物业净物业收益率情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

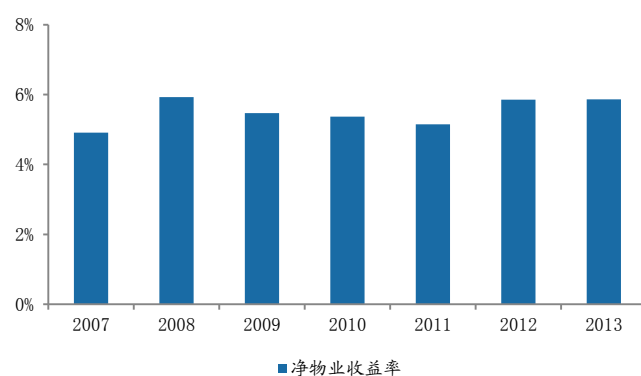
资产组合的第二类资产是多组合型物业即CRCT将购物中心租赁给多种不同类型的客户，其中大型主力租户的租期为15年至20年，小型主力租户的租期为5至7年，特殊租户的租期为3年，这类购物中心包括望京、七宝以及新苑购物中心。对于主力租户而言，租赁合同中同样附有营业收入分红协议，约定租金按如下两种方式中较高者收取：第一种方式每年按照一定的比例在基础租金上增加计算得到当年应该支付的租金；第二种方式每年按照一定的比例计提租户的营业收入而计算得到当年应该支付的租金。这种租金结构保障了租金能够逐年按照较高的比例递增。对于特殊租户而言，租赁合同约定租金按照一定的比例（通常为6%）在基础租金上逐年增长。因此，对于多组合型物业而言，这种附有内部自生性增长的租金协议尤其是营业收入分红协议的签订使得多组合型购物中心的租金收入以及NPI逐年增长，进而保障了购物中心较高稳健的净物业投资收益率，使得整个资产组合产生持续且递增的分红。

图88: CRCT多租户型物业收入和NPI情况 (万新元)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

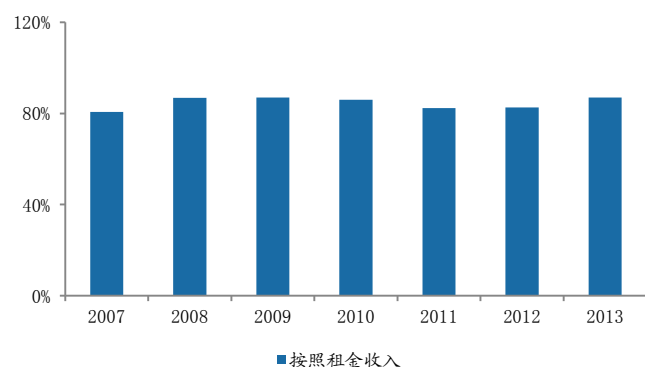
图89: CRCT多租户型物业净物业收益率情况



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

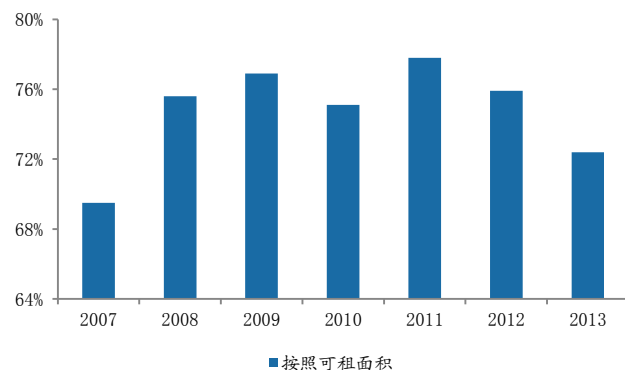
对于CRCT整个资产组合而言, 绝大部分租金合同中都附有分红协议, 按照租金收入的统计口径每年大概有86%的租金收入中附有分红协议, 按照可租赁面积的统计口径每年大概有75%的租赁面积中附有分红协议。这种持续高比例的按照营业收入计提租金的分红协议使得整个资产组合获得较高的租金增长, 是组合实现最大化租金收入的关键。

图90: CRCT资产分红租金比例 (租金收入口径)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图91: CRCT资产分红租金比例 (租赁面积口径)

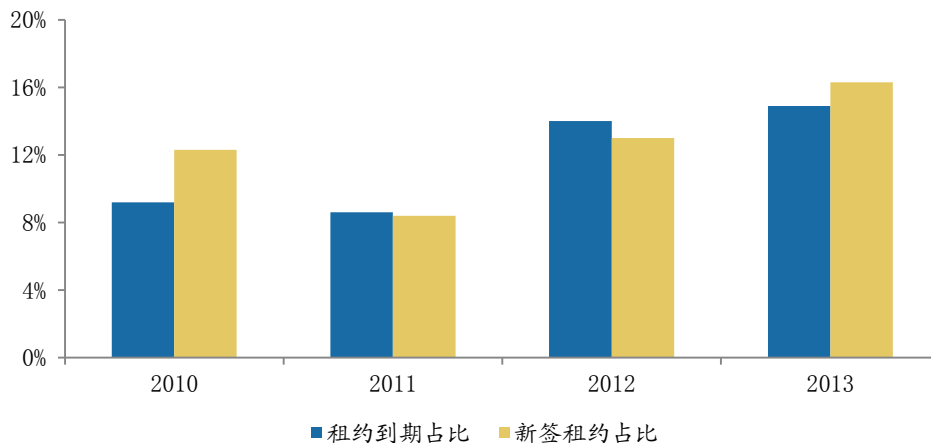


数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

在这里我们需要指出的是对于多组合购物中心而言, 由于特殊租户的签约期较短, 因此这类购物中心面临着租约到期需要重新租赁或者续租的问题, 我们认为对于多组合租赁购物中心除了上面分析的租金内部自生性增长外, CRCT的招租或者续租能力也是此类购物中心能够提供稳健且递增分红的关键。为此, 我们在这里分析一下CRCT租约到期时重新招租或者续租的能力。我们利用(T+1)年年报中公布的组合(T+2)年及其以后的到期合约占比减去T年年报中公布的(T+2)年及其以后的到期合约占比计算得到第(T+1)年签订合约的占比, 剔除当年总可租面积的影响之后, 与第(T+1)年到期合约的占比进行比较, 通过比较可以发现CRCT当年新签或者续签的合约占比基本可以覆盖当年到期的合约占比, 甚至有所超过, 这充分

体现了CRCT的新签或者续签合约的能力，保障了多组合购物中心持续较高的签约率，进而实现了租金内部自生性上涨。

图92: CRCT多组合租赁物业到期及签约情况（租赁面积口径）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

我们还需指出一个现象：通过前面对整租以及多组合租赁购物中心的分析发现多组合租赁购物中能够提高较高的租金收入以及NPI，并且与整租购物中心相比，租金收入以及NPI上涨趋势较为明显，这类购物中心对整个资产组合提供持续且递增的租金收入、NPI以及分红收益有着更高的贡献作用，因此对于REITS（CRCT）而言在选择资产标的时应该去选择多组合租赁购物中心，以提高整个资产组合的分红收益。

（2）创新资产增值

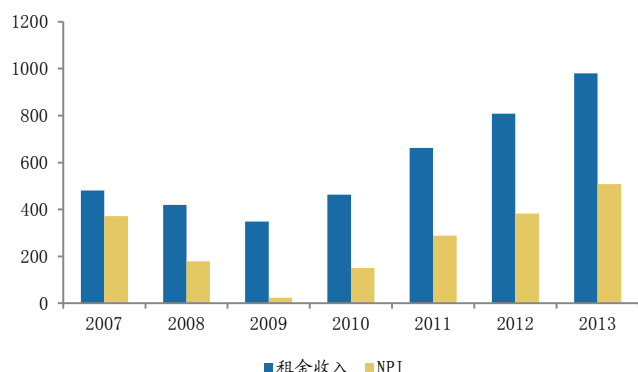
创新资产增值是指CRCT对现有物业进行改造翻新，通过重新配置物业组合，扩大可租赁面积来实现提高原有物业的租金收入以及NPI。我们认为对原有物业强大的翻新改造以及创造资产增值的能力是CRCT保持资产组合提供稳健且递增分红收益的另一个关键因素。

我们以赛罕购物中心为例简单分析CRCT改造物业促进资产增值的能力。赛罕购物中心是CRCT拥有的首批物业之一，上市之初属于整租型物业，整体出租给北京华联，2007年CRCT制定了对赛罕购物中心的改造翻新计划，从北京华联手中收回物业，在增扩可租赁面积并且重新装修后将物业出租给多组合租户，实现了由整租型物业向多组合型物业的转变，成为呼和浩特地区主要的集“吃喝玩乐”为一体的一站式购物中心。赛罕购物中心的增扩改造并成功转型使得其租金收入、NPI以及净物业收益率得到了快速提高。

我们将赛罕购物中心的租金收入以及NPI与整个资产组合进行比较可以发现：在改造前（2010年前）赛罕购物中心租金收入以及NPI增速慢于整个资产组合的增速，而在改造之后（2010年后）增速远远快于资产组合，体现了CRCT改造物业的能力。

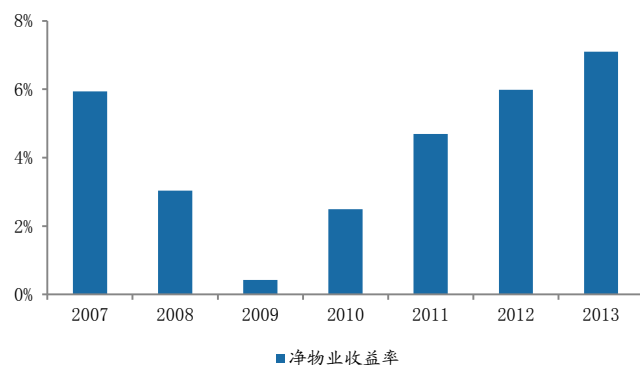
（备：赛罕改造前NPI增速为负）

图93: 赛罕租金收入及NPI情况(万新元)



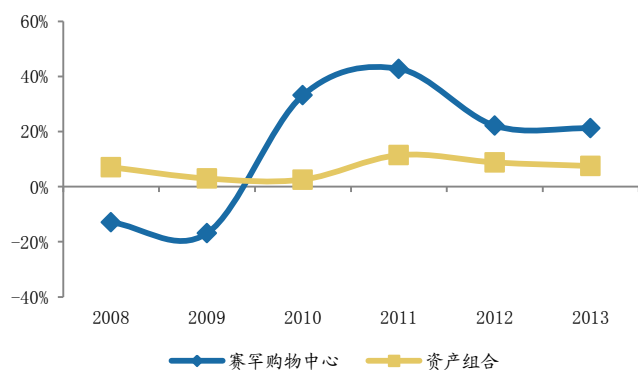
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图94: 赛罕净物业收益率情况



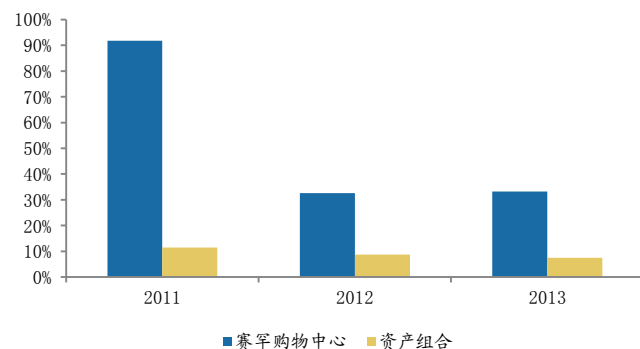
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图95: 赛罕以及资产组合租金收入增速情况



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图96: 赛罕以及资产组合NPI增速情况(改造后)



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

(3) 高收益增值收购

在本节中我们将分析CRCT资产组合提供持续且递增分红收益的第三种方式——高收益增值收购。高收益增值收购指的是CRCT通过从凯德集团旗下的私募基金、凯德商用以及其他第三方处收购优质物业注入资产组合，实现了资产组合的增值。CRCT拥有从凯德集团旗下的私募基金以及凯德商用（凯德集团的全资子公司）优先收购零售物业的权利，这种优先收购权使得CRCT的潜在储备项目扩大至中国44个城市的73处物业，从而为CRCT后续持续高增长的分红收益提供了保障。

截至目前，CRCT自上市以来共从凯德集团旗下的私募基金收购三处零售物业，在对收购物业的选择上CRCT秉承提高资产组合租金收入、NPI以及分红收益的原则，优先选择收购那些布局在经济发达具有一定消费能力的城市内环以及核心商圈的购物中心。

表 13: CRCT 收购物业信息一览

物业名称	区域	具体位置	交通情况	城市常住人口	人均可支配收入	人均消费品零售额
西直门购物中心	北京西城区	二环、三环间	地铁 2、13、4 号线	1695 万	24724 元	27074 元
新民众乐园	武汉汉口	中山大道商业中心	1、2 号线	1012 万	23738 元	29958 元

大峡谷购物中心	北京丰台	南三环	地铁站 5 分钟路程	2114 万	40321 元	39617 元
---------	------	-----	------------	--------	---------	---------

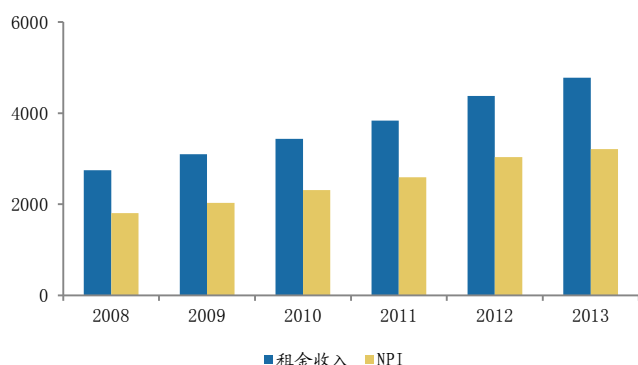
公司公告，广发证券发展研究中心

对于收购的零售物业，CRCT除了对其所处的城市以及项目位置有所要求外，最根本的收购标准是该收购的物业能够提高资产组合的租金收入、NPI以及净物业收益率，收购之后CRCT通过前面提到的内部增长以及创新资产增值两种方式使得物业收购后能够提供稳健的租金收入以及NPI。

我们以西直门购物中心为例，发现收购后的西直门能够提供持续且递增的租金收入以及NPI，并且净物业收益率稳步递增，2013年达到6.2%。与资产组合相比，西直门租金收入以及NPI的增速一直快于整个资产组合，对资产组合租金收入以及NPI的贡献占比持续攀升，进而为资产组合提供了更多的分红收益。

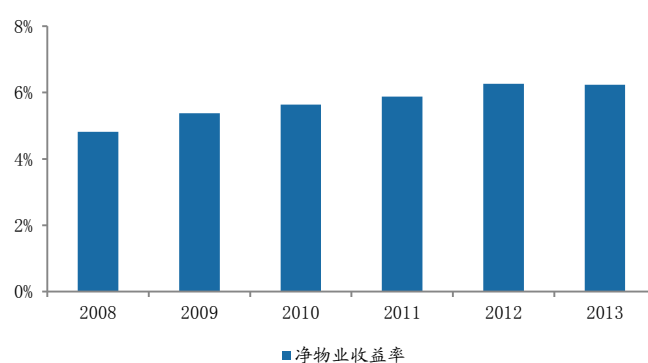
CRCT众多的潜在项目储备为其注入优质资产提供了备选基础，而优质资产的稳步有序注入使得整个组合获得了持续且递增的资产规模、租金收入、NPI以及分红收益。

图97：西直门租金收入及NPI情况（万新元）



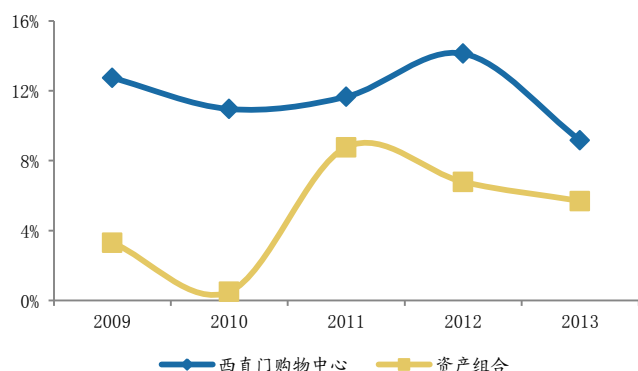
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图98：西直门净物业收益率情况



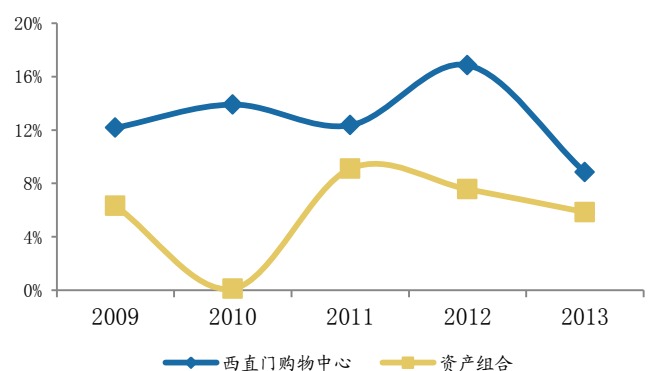
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图99：西直门以及资产组合租金收入增速情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图100：西直门以及资产组合NPI增速情况



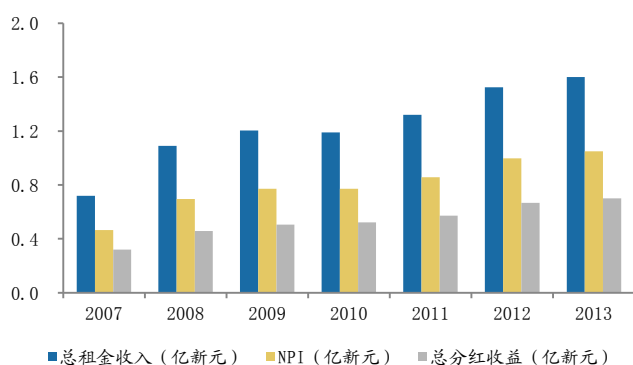
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

在前面我们主要分析了CRCT所拥有的资产标的，并指出这些标的资产能够提供稳健且递增的租金收入、NPI，进而使得这些资产能够提供高于主要国家的10年

期国债收益率的净物业收益率，而这为整个资产组合提供持续较高的分红率提供了基础。我们认为REITS发行成功的关键在于其提供的分红率对于投资者是否具有吸引力，因此更需关注的是整个资产组合的运营情况，为此下面我们将分析一下CRCT整个资产组合的运营情况。

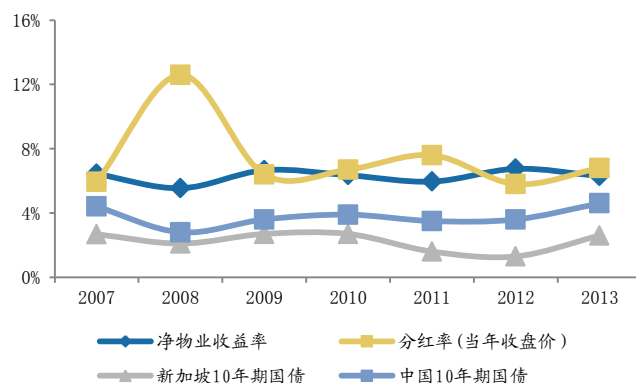
首先由于CRCT注入组合的都是优质零售物业并且通过内部增长、创新资产增值以及高收益增值收购来提升整个组合的运营业绩，进而使得组合的租金收入、NPI以及分红收益维持高位递增状态，2013年CRCT的租金收入、NPI以及分红收益分别为1.6亿、1.1亿和0.7亿新元。我们计算CRCT组合的净物业收益率、分红率，然后与主要国家10年期国债收益率比较，可以发现CRCT的分红率高于主要国家10年期国债收益率，尤其是高于新加坡10年期的国债收益率，并且CRCT提供的分红率有较强的抗波动性，与10年期国债收益率相比，比较稳定。CRCT资产组合的持续稳定的业绩表现，使得CRCT走势跑赢海峡时报房地产信托指数。

图101: CRCT租金收入、NPI及总分红收益 (亿新元)



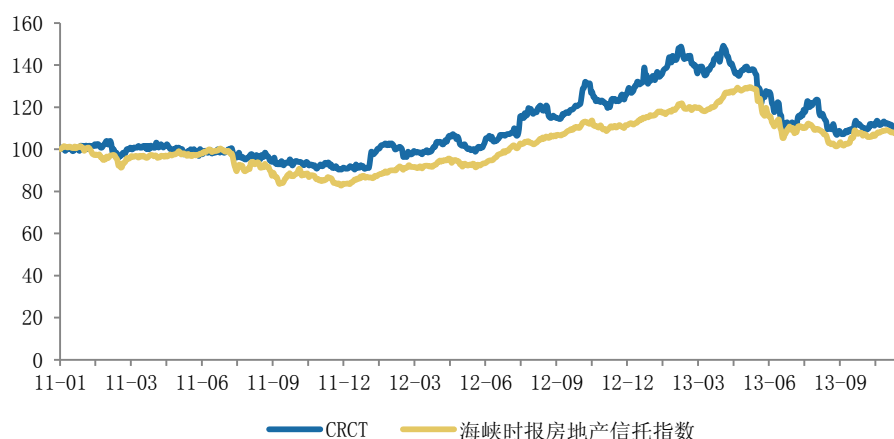
数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图102: CRCT分红率与主要国家国债收益率比较



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图103: CRCT与房地产行业走势比较



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

通过以上分析我们认为: CRCT所拥有的标的物业能够提供持续且递增的租金收入、NPI以及较高的净物业收益率是CRCT发行成功的基础, 而CRCT整个资产组

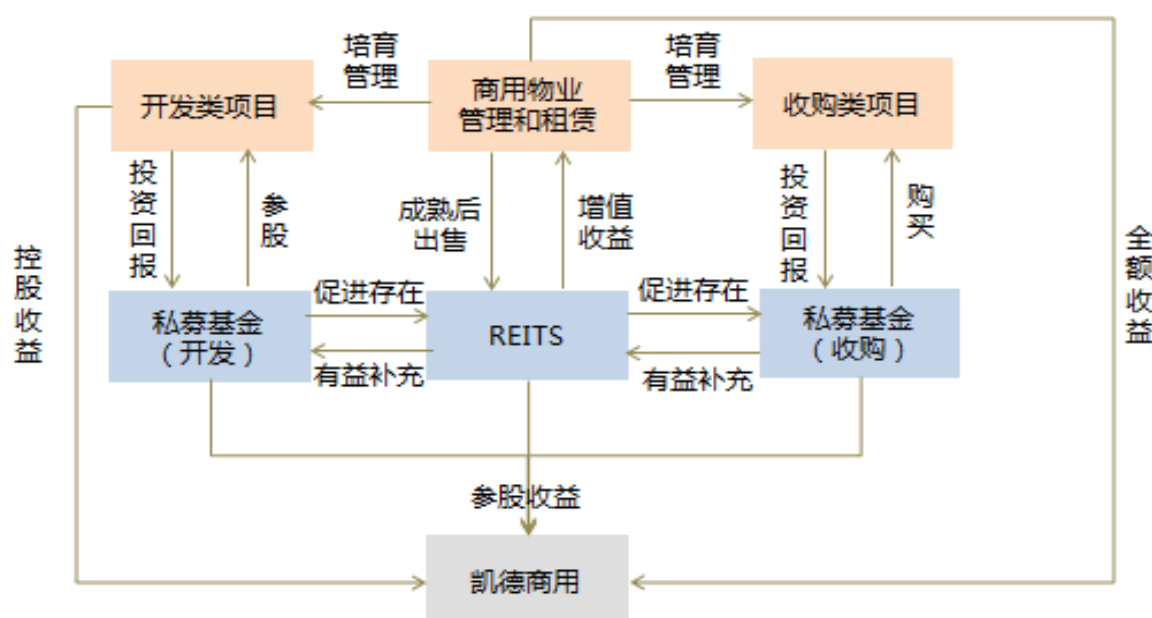
合能够提供比主要国家的无风险利率（以10年期国债收益率为例）更高更稳健的分红率是CRCT发行成功的关键。CRCT的成功发行的经验可以推而广之，我们认为REITS发行成功的基础在于其打包设立的标的资产能否提供持续且递增的租金收入以及NPI，而整个资产组合能否提供与无风险收益率相比具有竞争力的稳健分红率是发行成功的关键。

走出去，迈步宽

我们认为REITS的成功发行使得凯德集团的运营模式发生了深刻的改变，凯德集团形成了“地产+金融”双轮驱动的房地产运营新模式。在这种模式下，凯德集团首先利用旗下的私募基金开发或者收购商业项目，并负责前期的运营与培育，当培育成熟之后优先将优质标的资产注入到REITS（CRCT）中，获得溢价收益，实现了资金回笼，缩短了投资回报周期，同时由于参股持有REITS份额，实现了由持有重资产向持有轻资产的转变，并享受到后期经营中的分红收益以及持有资产的潜在升值收益。此外，凯德商用会成立专门的资产管理以及物业管理负责对REITS资产以及物业的管理，进而获得相应的管理费用，这也是凯德商用的收益来源之一。

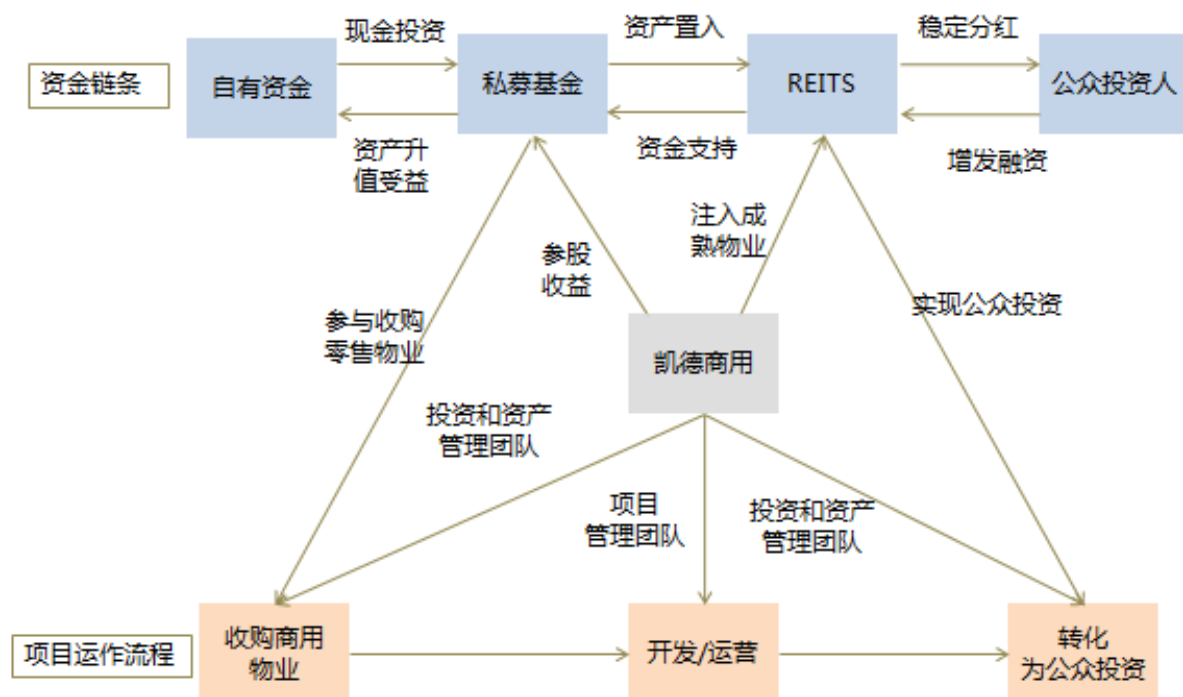
凯德集团利用私募基金负责商业项目前期的开发、收购以及培育，然后利用REITS（CRCT）实现退市套现，本质上使得商业地产开发变成了“类住宅”开发形式，实现了由持有型物业向出售型物业开发的转变。

图104：凯德集团资金链解析图



数据来源：广发证券发展研究中心

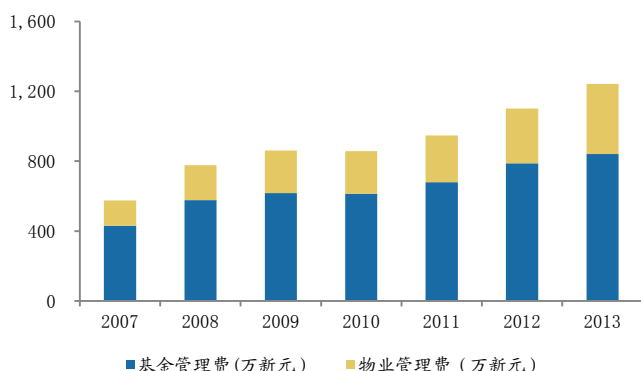
图105：凯德商用运营流程解析图



数据来源：广发证券发展研究中心

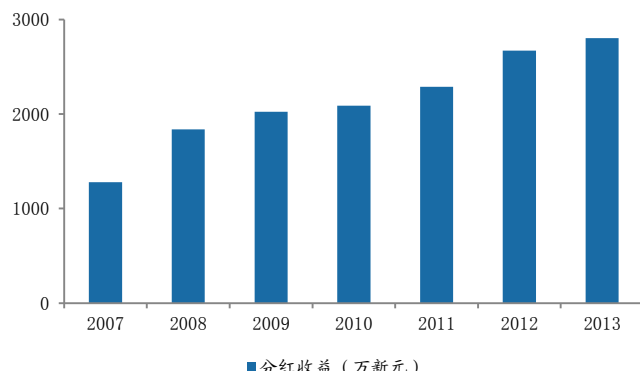
REITS (CRCT) 成功发行的情况下，凯德集团从CRCT处获得良好的收益。凯德集团作为CRCT的发起人，自CRCT上市以来合计拥有CRCT的权益占比一直稳定在40%左右，每年享受来自CRCT的分红收益。除此之外，凯德集团拥有CRCT基金管理者100%权益以及物业管理者50%左右的权益，由此会从CRCT处获得基金管理费用以及物业管理费用。

图106：凯德集团从CRCT中计提的管理费用(万新元)



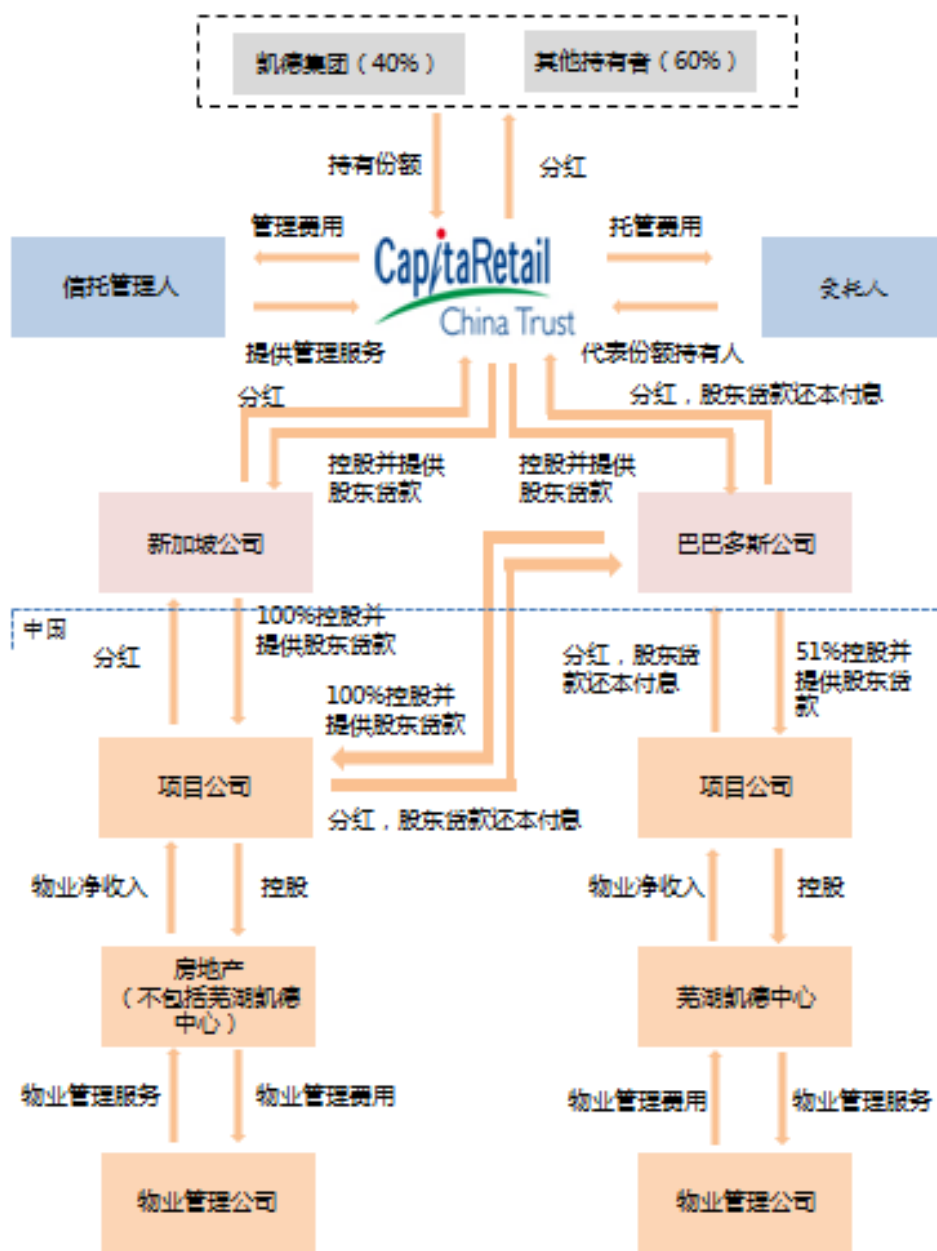
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图107：凯德集团从CRCT中计提的分红收益(万新元)



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图108: CRCT收入流动结构图



数据来源: 公司网站, 广发证券发展研究中心

凯德集团共从CRCT处计提6360.85万新元管理费用以及14992万新元的分红收益, 年均获得的总体收益为3050.41万新元, 而凯德集团的初始投资为30280万新元 (初始收购价值*40%, 忽略退市套现过程中获得的物业增值收益), 我们可以简单的计算出凯德集团获得的年均投资回报率为10.74%。在这7年间, 凯德集团获得的资金回笼为40910万新元, 其中, 计提管理费用获得现金流为4118.2万新元 (不包括基金管理费中的业绩提成费, 这部分管理费是以股票股利形式发放), 分红获得现金流为14992万新元, CRCT上市套现获得的现金流为21800万新元, 共覆盖了初始投入现金流的135% (不考虑货币的时间价值)。

此外, 为了直观的说明CRCT的成功发行对凯德集团经营业绩的影响, 我们计

算在CRCT没有上市流通的情况下，凯德集团投资同样的物业获得回报率。为了方便估算，我们假设CRCT一直以成立之初的私募形式存在，在这种情况下，凯德集团拥有的CRCT的权益占比为86.7%，按照这个比例每年仍然获得分红收益，并且同时计提管理费用，我们计算得到凯德集团年均获得的总体收益为5550.86万新元，而凯德集团的初始投资为65631.9万新元，此时凯德集团获得年均投资回报率为7.21%。这种情况下，凯德集团获得的资金回笼为36613.36万新元，其中计提管理费用获得的现金流为4118.2万新元，分红获得的现金流为36613.36万新元，共覆盖了初始投入现金流的55.8%。

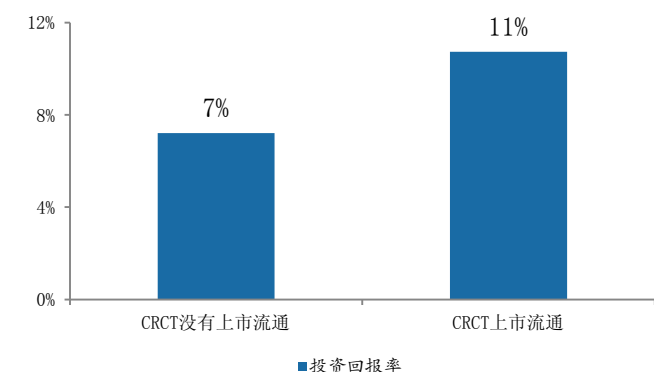
通过以上分析，我们可以发现凯德集团通过CRCT上市流通套现，可以提高投资回报率，并且加快了资金回笼速度，缩短了投资回报周期，而这也是我们一直所强调的REITS给商业地产公司带来的影响与好处。

表 14: CRCT 两种情况下投资、收益以及资金回笼情况

类型	股权占比	初始投资 (亿新元)	年均总体收益 (亿新元)	资金回笼 (亿新元)		
				管理费用现金流	分红现金流	上市套现现金流
CRCT 上市	40%	3.03	0.31	0.42	1.5	2.18
CRCT 没有上市	86.7%	6.56	0.56	0.42	3.67	-

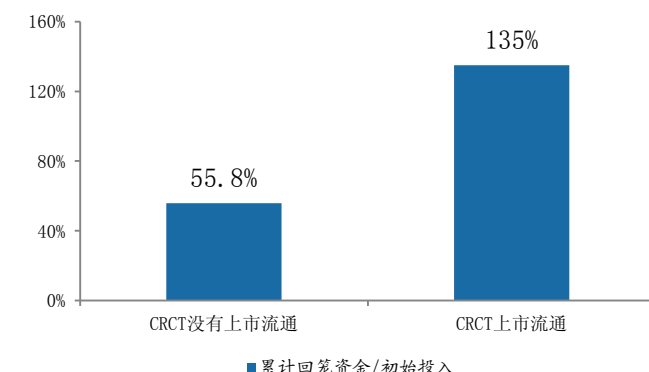
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 109: 两种情况下凯德集团的投资回报率



数据来源：广发证券发展研究中心

图 110: 两种情况下凯德集团的资金回笼情况



数据来源：广发证券发展研究中心

潜在受益公司

REITS发行成功的关键在于相对于无风险收益率（以10年期国债为例）其能否提供较高的具有吸引力的投资回报，然后指出了在有REITS的情况下会提高商业地产企业的投资回报率（IRR）以及缩短了投资回报周期，最后结合凯德集团针对以上两点做了一个案例分析。为此，根据前面的内容，我们认为拥有优质持有型物业的商业地产将会有REITS的情况下充分受益，这类公司更能够将持有型物业打包设立REITS实现退市套现，这种情况下，其投资回报率（IRR）将会得到提高，资金回

笼速度加快，流动性将会得到充分释放，投资回报周期将会缩短。

我们认为这类受益公司包括：金融街、陆家嘴、阳光股份以及世茂股份等。

表 15：各公司投资性房地产租金收入、账面价值以及公允价值（亿元）

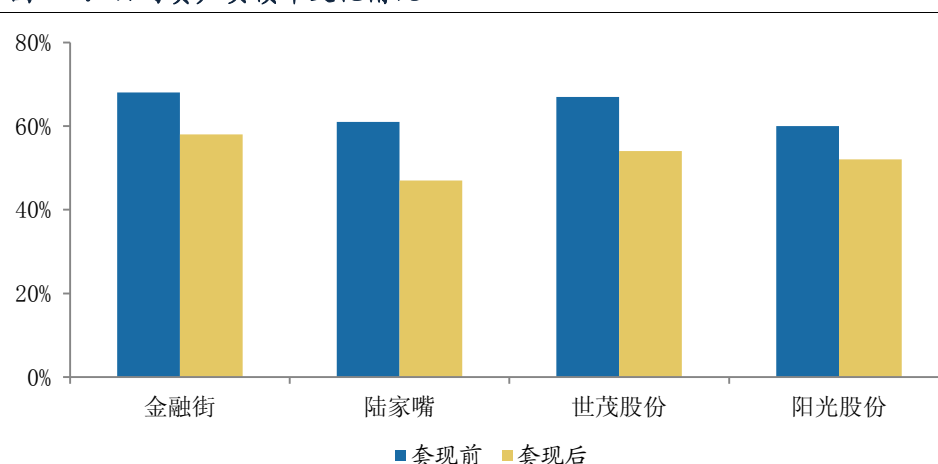
公司	物业	租金	账面价值	公允价值
陆家嘴	办公物业	10.5	106.66	358.25
	商铺	2.2	6.9	34.16
	住宅物业	1.25	6.98	24.12
	其他	0.35	3.64	5.11
	合计	14.3	124.18	421.64
世茂股份	办公楼	1.21	29.51	29.51
	广场	1.76	99.81	99.81
	其他	0.16	3.68	3.68
	合计	3.13	133	133
金融街		6.7	114	114
阳光股份		2.63	27.74	56.32

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

备注：1.世茂股份、金融街以公允价值计量法为投资性房地产的后续计量法，如果按照成本法计量账面价值分别为76.4、57亿；2.阳光股份14年采用公允价值计量法，表中账面价值为13年年报中以成本法计量的账面价值。

我们假设我国有REITS的情况下，上述公司能够将商业物业打包设立REITS实现以公允价值退市套现，在这种情况下会给房企的经营指标带来改善，例如会改善房企的资产负债率，为此我们测算了各个房企资产负债率的变化：

图111：公司资产负债率变化情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 16：金融街主要商业物业回报率测算

区域	项目	类型	物业回报率
北京	金融街购物中心	商铺	4%

	金树街	写字楼	3%
	C3 四合院		3%
	金融街零散写字楼		8%
	金融街中心		4%
	德胜国际中心		2%
天津	天津环球金融中心		2%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 17：陆家嘴主要商业物业回报率测算

类型	项目名称	物业回报率
甲级写字楼	渣打银行大厦	5.00%
	陆家嘴金融信息楼（大华银行总部大楼）	4.83%
	陆家嘴投资大厦	4.50%
	陆家嘴世纪金融广场 6 号楼（TD4-7）	4.50%
	陆家嘴世纪金融广场 5 号楼（TD4-4）	4.11%
	陆家嘴金融服务广场（软件园 11 号楼）	3.94%
	陆家嘴金融航运大厦	3.82%
	陆家嘴基金大厦	3.48%
	星展银行大厦	3.37%
	钻石大厦	3.22%
	陆家嘴商务广场	2.00%
高品质研发楼	软件园研发楼	4%
商铺	陆家嘴 96 广场	4.20%
	陆家嘴 1885 文化中心	3.70%
出租型住宅	东和公寓	0.90%

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 18：金融街持有经营性物业统计

自持类型	所属地区	项目	功能	建筑面积（万方）
出租物业	北京	金融街中心项目	办公及配套	7.92
		德胜国际中心项目		3.12
		金融大厦		1.22
		其他零散写字楼		0.66
		通泰大厦		0.23
		其他(车位及配套)		3.07
		金融街购物中心（一二期合并）	商业及配套	13.50
		金树街项目		1.48
		C3 四合院		0.21
		西单美晟商业		5.80
		E2 四合院 4 号院		0.22
	天津	环球金融中心	办公及配套	9.80

		合计		47.22
经营物业	北京	丽思卡尔顿酒店	酒店、公寓及配套	4.25
		金融街公寓		5.00
		金融家俱乐部		0.64
		E2 四合院 5 号院		0.26
	天津	天津瑞吉酒店		6.46
	惠州	惠州喜来登酒店		4.36
		合计		20.97
	总计			68.19

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 19：陆家嘴持有经营性物业统计

	建筑面积（万方）		建筑面积（平方米）
办公物业主要在营项目		办公物业主要在营项目	
渣打银行大厦	5.57	软件园 E 楼	0.98
星展银行大厦	6.81	金桥创科技园	3.24
钻石大厦	4.84	合计	78.18
陆家嘴商务广场		商铺物业主要在营项目	
陆家嘴金融信息楼（大华银行总部大楼）	0.91	陆家嘴 96 广场	6.62
陆家嘴金融航运大楼	1.21	陆家嘴 1885 文化中心	1.43
陆家嘴基金大厦	4.23	天津虹桥新天地	0.60
陆家嘴投资大厦	4.35	陆家嘴金融城配套商业设施	0.61
陆家嘴金融服务广场（软件园 11 号楼）	8.97	合计	9.25
陆家嘴世纪金融广场 5 号楼（TD4-4）	4.23	酒店物业在营项目	
陆家嘴世纪金融广场 6 号楼（TD4-7）	4.21	明城大酒店	5.27
软件园 1 号楼	1.43	东怡大酒店	2.92
软件园 2 号楼	2.38	合计	8.19
软件园 4 号楼	1.02	公寓在营项目	
软件园 5 号楼	0.14	东和公寓	9.87
软件园 7 号楼	1.78	合计	9.87
软件园 8 号楼	3.27	会展物业在营项目	
软件园 9 号楼	4.79	上海新国际博览中心	20
软件园 10 号楼	2.81	合计	20
软件园 12 号楼	1.16		

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 20：世茂股份主要商业物业统计

区域	项目名称	建筑面积（万方）
北京	北京世茂大厦	7.22
	北京世茂国际中心	21.2
上海	上海南京西路 258 号世茂商都大厦	0.99
	上海贵州路 79-85 号上卧副楼	-

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

	上海佘山纳米魔幻城	32
苏州	苏州世茂运河城一期	50
	苏州世茂运河城二期	
常熟	常熟珠江东路 98 号商业楼	-
	常熟卢米埃影城	0.46
	常熟世茂世纪中心 1B 商业	12.1
昆山	昆山世茂华东商城	30
	昆山国际城	30
芜湖	芜湖世茂滨江花园 4-1 号地块特色商业街 A 区、C 区	2
	芜湖文化艺术中心	86
沈阳	沈阳世茂商业	96
徐州	徐州世茂商业	26
济南	济南世茂商业	40
武汉	武汉世茂嘉年华商业中心	56

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表 21：阳光股份控股持有商业物业情况

项目名称	地点	总建面（万方）	权益	业态分布
北京阳光大厦	北京市西直门外大街 112 号	5.2	65%	华堂商场 60%，写字楼 40%
北京通州商业	北京市通州九棵树 48 号院	3.8	51%	家乐福 50%，餐饮 20%，时尚零售 20%，其他 10%
北京科苑大厦	北京市朝阳区北苑大羊坊 10 号	3.5	51%	华堂商场 100%
北京 A-Z Town 商业楼	北京市朝阳区朝阳路十里堡 1 号	8.1	55%	华堂商场 35%，时尚零售 30%，餐饮 20%，其他 15%
成都 A-Z Town 商业楼	成都市建设路 2 号	8.2	55%	华堂商场 70%，其他 30%
	合计	28.7		

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

附录：REITS 介绍

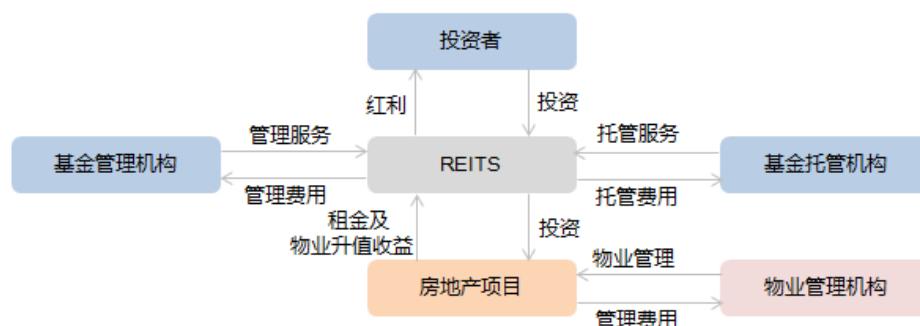
REITS 的定义

REITS是房地产投资信托（Real Estate Investment Trust）的简称，它是一种以发行收益凭证的方式从公开市场汇集多数投资者的资金并发行的，由专业机构进行房地产投资经营管理的，并将投资综合收益按比例分配给投资者的信托产品。具体的REITS运作模式有如下几步：

1. 基金公司或者房企发起设立REITS
2. 向投资者发行份额募集资金
3. 基金公司或者房企负责该REITS的经营管理，并委托独立的基金托管机构进行托管和监督
4. 将募集资金投向房地产项目，通常情况下大部分资金投向持有型物业，小部分资金购买投资型物业

5. 委托物业管理公司对旗下物业进行管理
6. 获取稳定的租金收益或者通过出售投资型物业获取物业升值收益
7. 将大部分收益按照投资者的出资比例以分红形式分发给投资者

图112: REITS的运作模式



数据来源：广发证券发展研究中心

与国内现在较为流行的房地产信托相比，REITS与之在很多方面都存在区别：

1. REITS是标准化的产品，可以流通，并且能够在交易所上市交易；而房地产信托是非标准化的金融产品，目前还不能上市交易，流通性较弱。
2. 房地产信托的最低投资金额一般不低于100万元，且募集的份额不能多于200份；而REITS对于最低投资金额和募集份额并无具体规定。
3. REITS按照规定需要将收入的绝大部分分配给投资者，投资者享有的收益与REITS经营成果有关；而房地产信托根据信托协议的约定向投资者分配收益，投资者享有的收益率一般是固定的。
4. 运营方面，REITS负责成立资产管理公司或精英团队进行运营管理而房地产信托主要提供资金并监管资金安全，很少自己参与项目运营。
5. 房地产信托主要存在于房地产开发过程中，周期为1-3年；而REITS更注重已完工房地产项目的运营，周期一般在8-10年。
6. REITS在将收益分配给投资者时，免交公司所得税和资本利得税；而目前房地产信托并无税收优惠。

表 22: REITS 和房地产信托的对比

	REITS	房地产信托
是否标准化	标准化	非标准化
能否上市	可上市	无法上市
信托份额	无限制	最多 200 份
最低投资金额	不限	一般为 100 万
流通性	流通性好	不能上市交易，流通性较弱

收益率	与经营成果有关	收益率固定
运营	负责项目运营管理	主要负责监管资金安全
期限	8至10年	1至3年
税收优惠	免公司所得税和资本利得税	暂无优惠

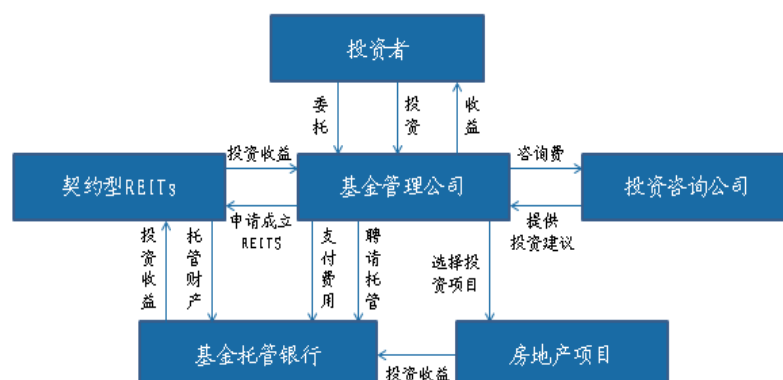
数据来源：NAREIT，广发证券发展研究中心

REITS 的分类

就REITS的分类标准，我们可以从组织结构和投资形式来进行不同的分类。从组织结构来分，可以将REITS分为契约型REITS和公司型REITS。契约型REITS是指投资者通过与受托人缔结以房地产投资为标的的信托契约，并以委托人(受益人)的身份参加份额持有人大会，委托受托人行使经营管理权的REITS形式，委托人和受托人以信托合同为基础行使权力并履行义务。

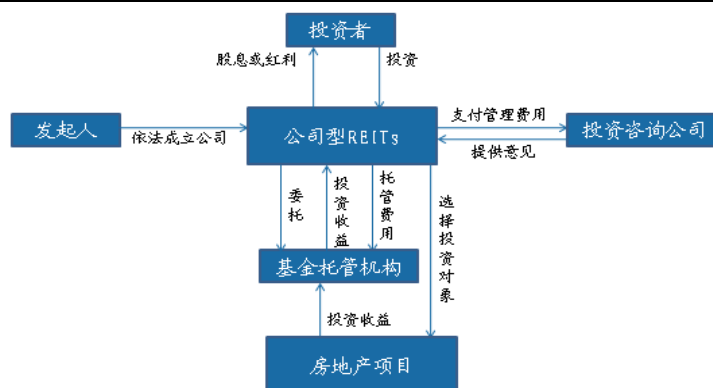
而公司型REITS是指发起人设立以房地产投资为目的的股份有限公司，投资者通过购买股份成为公司股东的REITS形式，投资者以股东身份参与公司重大经营决策并享有公司财产所有权，公司以股利形式向投资人分配收益。

图113: 契约型REITS组织结构



数据来源：广发证券发展研究中心

图114: 公司型REITS组织结构



数据来源：广发证券发展研究中心

公司型REITS与契约型REITS在成立的法律依据、是否具有法人资格、投资者地位、经营依据等方面具有显著差异。公司型REITS依据公司法成立，具有法人资格，依照公司章程进行运营管理，投资者作为股东享有较大的权利。而契约型基金依据信托法成立，并无法人资格，依照信托合同的规定进行经营管理，投资者仅通过份额持有人大会行使有限的经营管理权利。公司型REITS的代表国家有美国、英国、日本等，契约型REITS的代表国家和地区为中国香港、澳大利亚和加拿大。

表 23：按组织结构进行的 REITS 分类

REITS 分类	法律依据	法人资格	投资者地位	运营依据	代表国家
公司型	公司法	具有法人资格	公司股东	公司章程	美国、英国、日本、荷兰、新加坡
契约型	信托法	无法人资格	份额持有人	信托合同	中国香港、澳大利亚与加拿大

数据来源：NAREIT，广发证券发展研究中心

从投资形式进行分类，可以将REITS分为权益型、抵押型和混合型REITS。权益型REITS直接持有并经营收益性房地产，并提供物业管理服务，其收入来源主要为稳定的租金收入和所持有房地产的增值部分；抵押型REITS直接向开发商或房地产所有者提供抵押贷款，或者通过购买抵押贷款支持证券（MBS）提供间接融资，收入主要来自抵押贷款利息和相应的手续费；混合型REITS同时从事上述两类REITS的业务，管理者可以主动调整投资比率。由于权益型REITS的收入的重要来源为稳定的租金收入，其对利率波动的敏感性较小，而抵押型REITS的收入主要为抵押贷款的利息，受利率市场的影响较大。

表 24：按投资形式进行的 REITS 分类

投资形式	主要特点	收入来源	利率敏感性
权益型	属于房地产权益的证券化产品，拥有并经营收益型房地产，并提供物业管理服务	租金收入以及房地产增值	小
抵押型	属于房地产债权的证券化产品，向开发商或房地产持有人提供直接或间接融资	抵押贷款利息及相应手续费	大
混合型	不仅从事房地产权益投资，还提供房地产抵押贷款，其投资比率有经理人根据市场前景及利率变动情况进行调整	兼有权益型与抵押型收入来源	适中

数据来源：NAREIT，广发证券发展研究中心

REITS 的特点

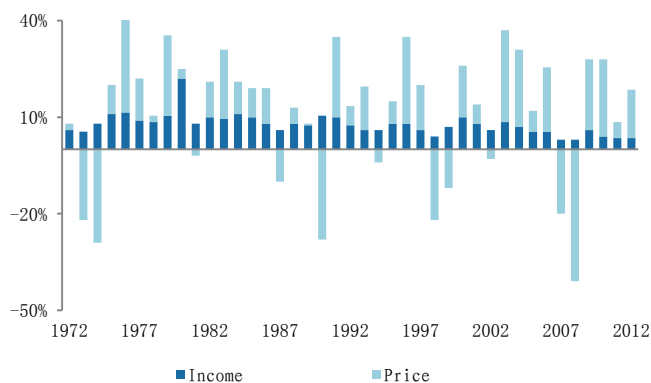
REITS投资者的收入主要由两部分构成：股利收益和资本利得。股利收益是指REITS将每年的大部分盈利以红利的形式分配给投资者，资本利得指投资者通过二级市场上REITS的买卖所获得的收益。从历史经验来看，股利收益的稳定性较高，资本利得则与房地产市场的相关性强，因而波动性较大。REITS的收入来源及其构成结构使得REITS呈现出几个重要特点。

长期收益率较高

REITS投资者的收益由股利收益与资本利得组成，且长期来看股利收益占总收

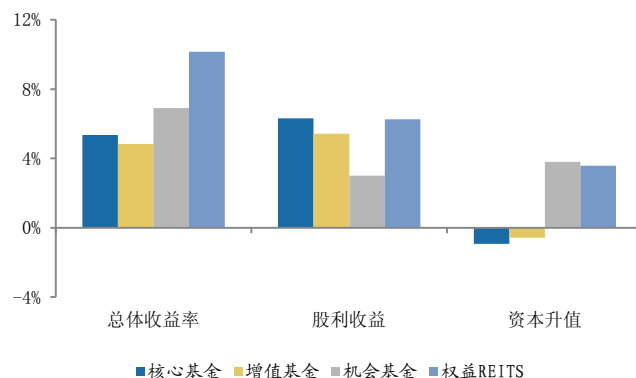
益的比重在2/3左右，是收益的重要来源。而股利收益的来源主要为持有型物业的租金收入，租金水平的增长幅度基本可以覆盖通货膨胀水平，且长期保持着稳定增长的趋势，因此使得REITS具有抗通胀性与稳定成长的特点。此外，虽然资本利得的波动性较大，但从长期来看依然维持着一定的正收益，大概占总收益的1/3。

图115：美国市场上REITS收益率的结构图



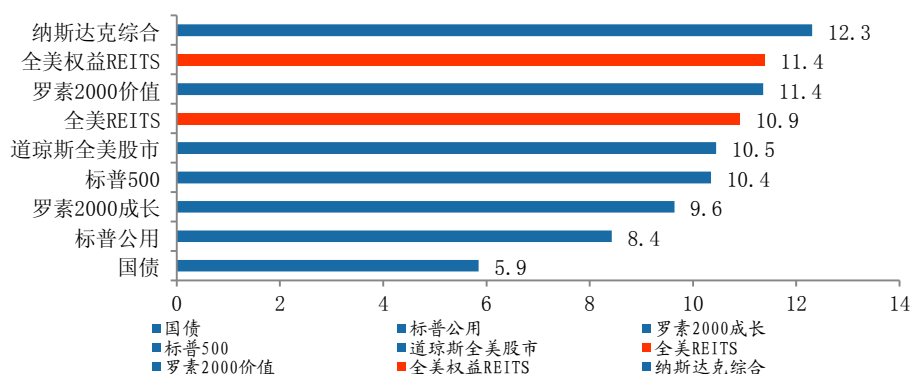
数据来源：NAREIT，广发证券发展研究中心

图116：主要投资方式收益情况的比较



数据来源：NAREIT，广发证券发展研究中心

图117：美国投资市场20年年化收益率比较



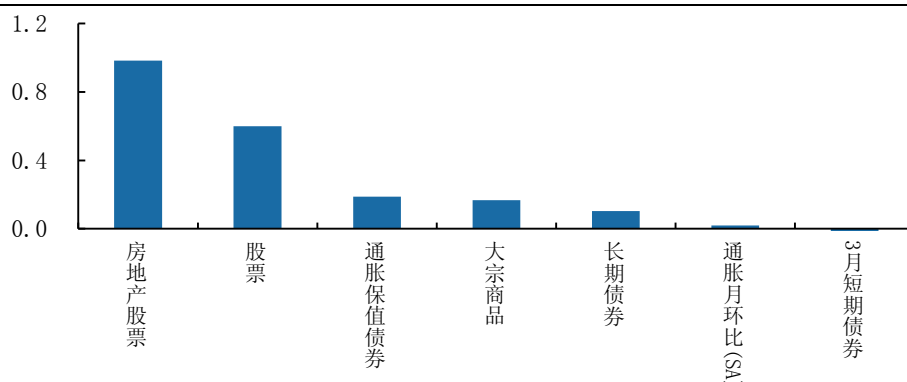
数据来源：NAREIT，广发证券发展研究中心

从REITS与其他主要投资方式的比较来看，REITS的股利收益与资本升值都有较好的表现，两者的共同作用使得REITS有较高的长期收益率。若以美国为例，比较REITS与美国市场上重要指数的表现，可以发现全美REITS指数已经可以跑赢美国大部分指数，而其中的权益型REITS指数近20年来的表现仅次于纳斯达克指数。

与其他资产的相关性较低

REITS的主要投资领域为房地产，因而其与房地产股票的走势具有高度相关性，但作为一种区别于传统投资品的新型投资资产，REITS与一般的股票、大宗商品以及债券的相关性都较低，具有相对独立于其他市场的走势，有利于投资者在构建投资组合时利用REITS来分散风险。

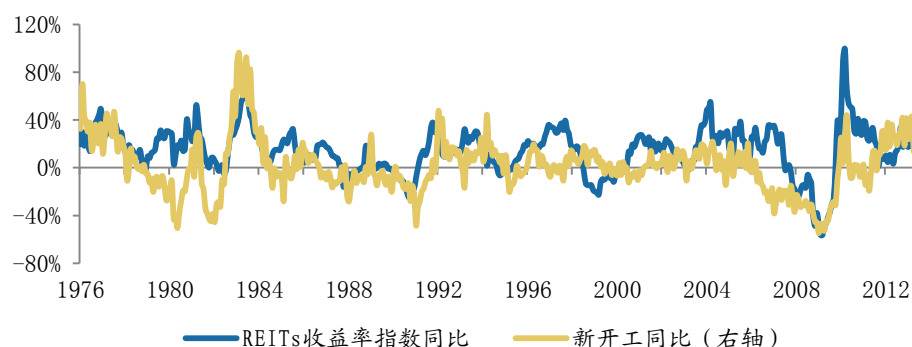
图118: 美国REITS指数与主要投资品大类指数的相关性分析 (1991—2013)



数据来源: NAREIT, 广发证券发展研究中心

作为房地产证券化的一种形式, REITS的价格走势与整个房地产市场的表现有较强的相关性, 受楼市基本面的波动影响较大。历史经验显示, REITS指数的走势情况与一国房地产新开工水平、销售情况和房价情况大致保持顺周期变化。

图119: 美国REITS指数走势与新开工



数据来源: NAREIT, 广发证券发展研究中心

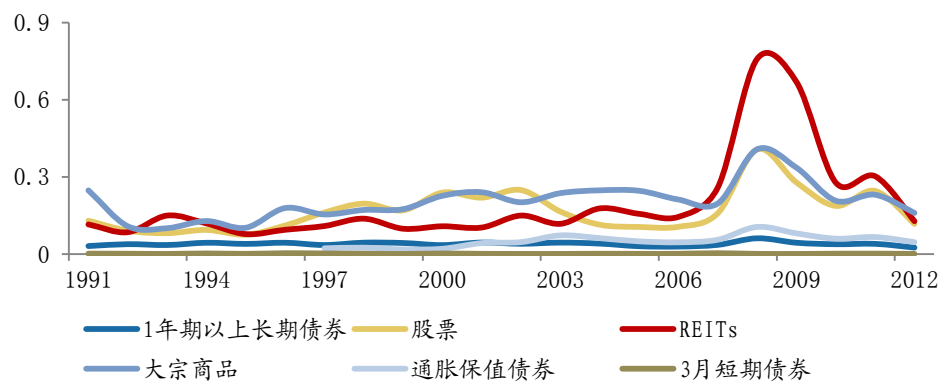
收益稳定性较好

由于REITS的股利收益主要来源于持有型物业的租金收入, 而租金收入的波动性较小, 基本保持稳定增长, 因而REITS收益的波动性也较小。而当遇到如2008年金融危机这样的极端情况时, 房地产市场将会产生巨大的波动, 使REITS投资者出现较大的资本损失, 此外, 虽然租金波动的幅度小于房价的波动, 但金融危机时租房市场也将不可避免的受到影响, 因此租金收入也会产生一定波动。两者同时作用导致REITS的波动性剧增。

除非遇到金融危机这样的极端情况, REITS收益都能保持稳定, 波动性小, 因而在一般时期REITS收益的波动性会小于一般的股票和大宗商品。而从反应投资品种风险的BETA系数来看, 全球大部分REITS指数的BETA值都低于0.5, 说明REITS市场风险较低。而美国REITS指数的BETA值之所以略大于1, 主要由于2008年金融

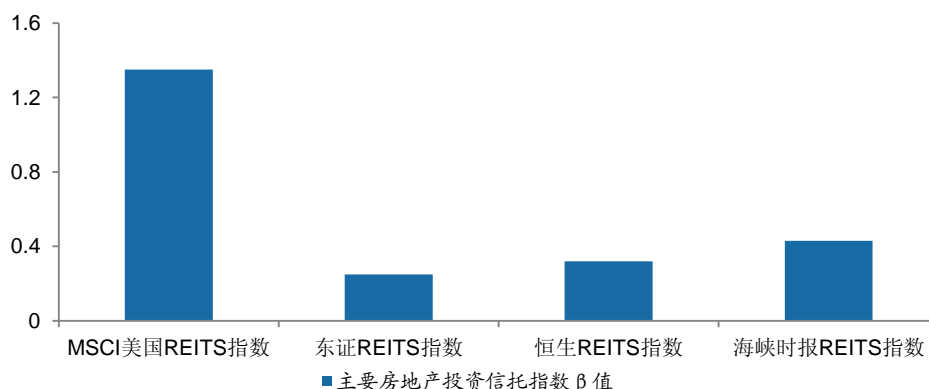
危机的中心在美国，美国房地产市场产生了巨大的波动，而REITS的主要投资于房地产，因而受到巨大影响，投资REITS的市场风险高于其他国家。

图120: 美国各类投资产品EWMA模型下波动情况（1991—2013）



数据来源：NAREIT，广发证券发展研究中心

图121: 主要房地产投资信托指数BETA系数

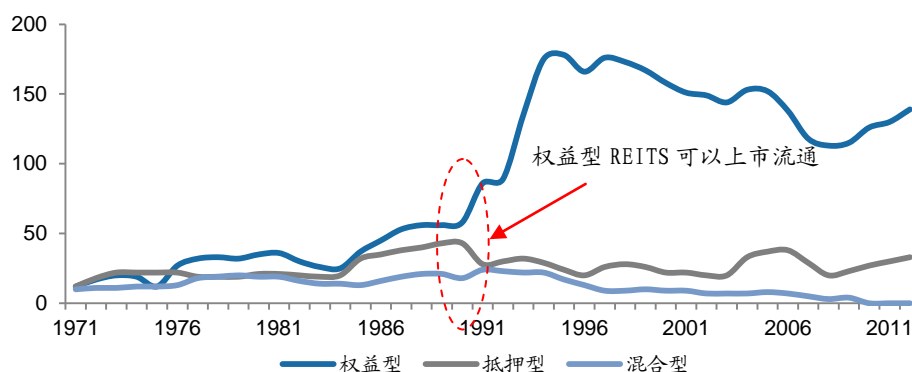


数据来源：NAREIT，广发证券发展研究中心

权益型REITS在各类REITS中占主导地位

在已有REITS的各个国家和地区，所有类型的REITS中权益型REITS所占的比重都远远高于抵押型REITS。以美国为例，现在权益型REITS的数量占全国的比重高达90%。而在十九世纪六七十年代REITS成立初期，三种类型REITS的占比相近；在1970至1990年间，权益型REITS的发展速度略快于其他类型的REITS，但差距并不大；而自从1991年首只权益型REITS上市流通以来，权益型REITS的数量开始快速增加，其他类型的REITS规模则相应地萎缩。

图122: 美国市场上三种类型REITS的数量变化

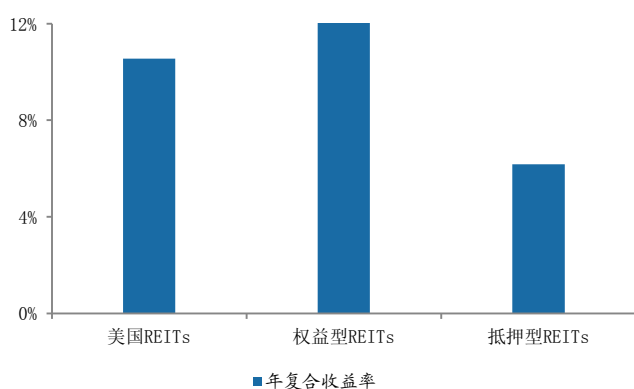


数据来源: NAREIT, 广发证券发展研究中心

权益型REITS之所以能够占主导地位, 主要源于两个原因:

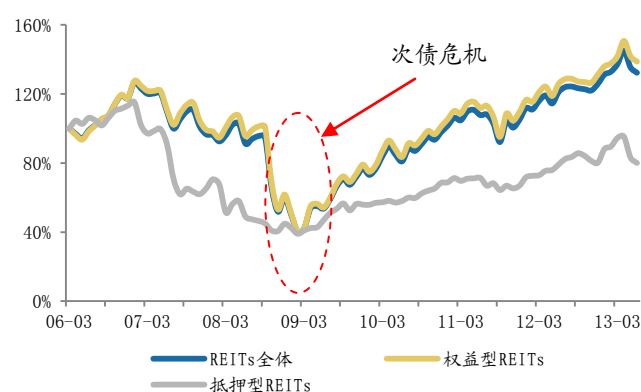
第一、权益型REITS的长期收益率较高且流动性较好。从历史数据来看, 1972至2013期间, 美国权益型REITS的年均复合收益率为12%, 而同时期抵押型REITS的年均复合收益率则只有6%。尽管权益型REITS的收益率一直高于抵押型REITS, 但受制于流动性问题, 1991年之前, 权益型REITS在数量以及发展速度上与其他类型REITS并不占优, 而1991年之后, 权益型REITS可以上市流通解决了长期以来限制其发展的流动性问题, 由此充分释放了权益型REITS收益率高的优势, 使得其在数量和规模上得到了迅速发展, 在REITS市场上占据了主导地位。

图123: 美国REITS年复合收益率比较 (1972—2013)



数据来源: NAREIT, 广发证券发展研究中心

图124: 金融危机前后美国各类型REITS收益率比较



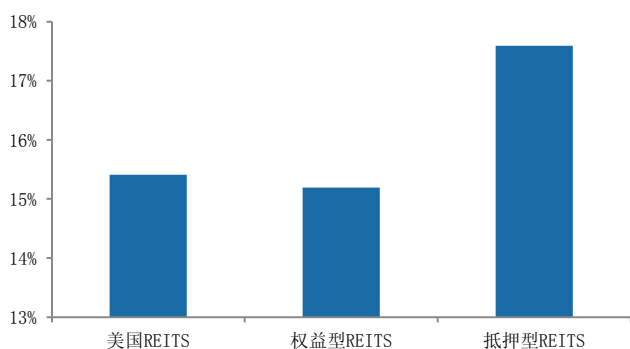
数据来源: NAREIT, 广发证券发展研究中心

第二、权益型REITS的收益更为稳定, 波动性更小。这是因为权益型REITS的收益主要为租金收入, 而租金基本保持着稳定增长的趋势, 且对利率波动的敏感性较弱; 而抵押型REITS主要提供抵押贷款或者购买MBS, 收入主要来源于利息收入, 因而受利率的影响更大, 容易产生较强烈的波动性。

以美国为例, 除08年金融危机的极端事件外, 经济平稳时期权益型REITS的波动率均小于抵押型REITS。而在金融危机期间, 权益型REITS的波动率则短暂地高于

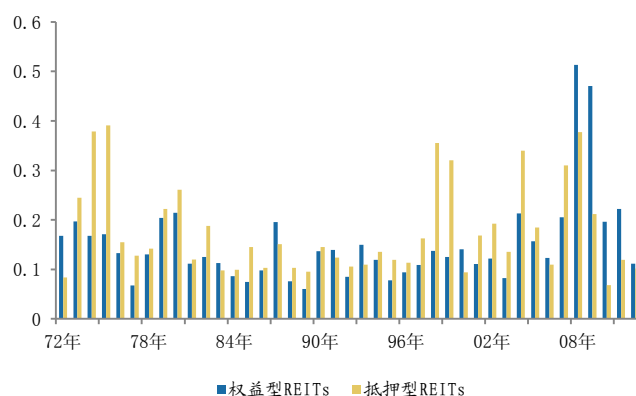
抵押型REITS，这主要是由于一方面在危机爆发之前，权益型REITS收益率较高，在遭遇到金融危机后收益率迅速下降，而抵押型REITS由于收益率一直处于相对较低的水平，在金融危机期间降幅相对较低。另一方面，在金融危机爆发之后，经济逐步回暖的过程中，由于权益型REITS的收益主要来源于稳定的租金收益，因此在基本面逐步转好的过程中，权益型REITS更容易复苏，收益率迅速回升到危机爆发前水平甚至更高，而抵押型REITS由于主要投资于抵押贷款，处于次债危机的正中心，复苏过程相对较慢，因此收益率在一段时间内保持在低位震荡。这种在危机爆发前后收益率的骤降骤升，使得权益型REITS在极端事件下波动性短暂性地高于抵押型。

图125: 美国REITS平均年度波动率（1972—2013）



数据来源：NAREIT，广发证券发展研究中心

图126: 美国REITS波动率历史情况



数据来源：NAREIT，广发证券发展研究中心

REITS 在国外的的发展

全球 REITS 市场的总体介绍

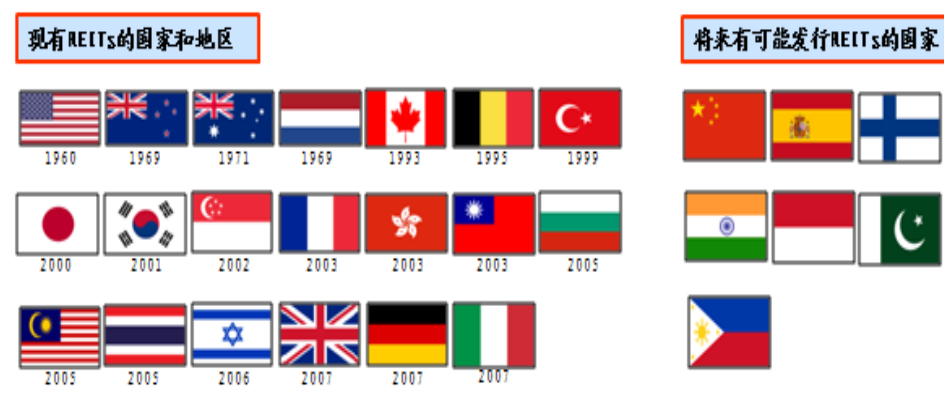
房地产信托投资基金（REITS）的基本理念起源于19世纪的美国。1960年9月14日，美国总统艾森豪威尔签署了《房地产投资信托法案》，允许设立REITS，以使普通投资者拥有和机构投资者一样的投资房地产的机会。这部法案的签订开启了美国以及全球REITS市场的发展历程。在随后的50年里，全球REITS市场历经多次改革创新，进而使得REITS在数量和市值上得到了快速发展。目前，全球已有20个国家和地区相继推出REITS，并且有7个国家和地区正着手开辟REITS市场。

截至目前，全球REITS总市值已经超过一万亿美元，北美是REITS市值最大的地区，占全球总市值的比重超过60%，且其数量和市值在金融危机过后仍在迅速增加。具体按国家来看，美国是全球第一大REITS市场，市值占全球REITS总市值的59%，澳大利亚和日本次之，市值分别占比8%和6%，我国香港REITS市值占比约为2%。

从REITS的投资区域分布来看，作为REITS发源地的美国是全球第一大REITS投资市场，占比43%，欧洲紧随其后，投资额占比为27%，亚洲为第三大投资区域，占19%的比例。

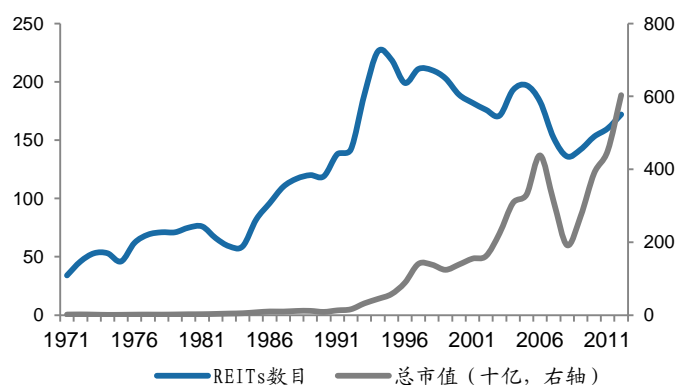
REITS在全球分布的三大区域内大部分时间都能获得稳健的收益，加之其具有较好的流通性，REITS已经成为国际金融市场上的重要投资标的，尤其受到保险以及养老基金的青睐，成为替代房地产投资的第一选择。

图127：全球已有及即将推出REITS的国家和地区



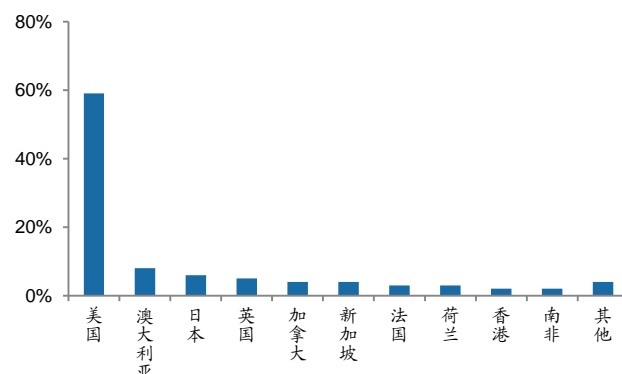
数据来源：NAREIT，广发证券发展研究中心

图128：北美REITS数量和市值的变化图



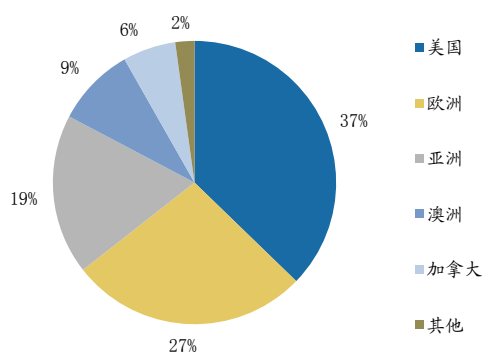
数据来源：NAREIT，广发证券发展研究中心

图129：全球 REITS市场市值分布



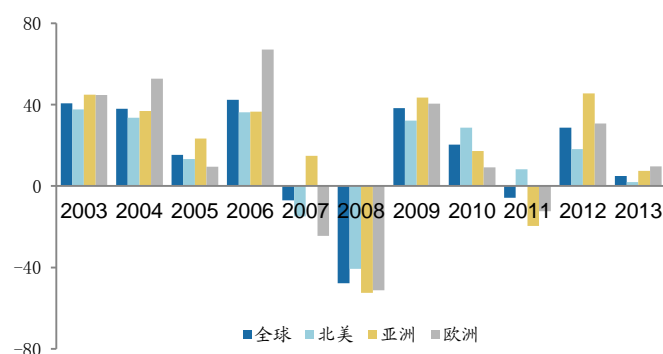
数据来源：NAREIT，广发证券发展研究中心

图130： REITS投资区域分布图



数据来源：NAREIT，广发证券发展研究中心

图131：全球以及各地区REITS收益情况

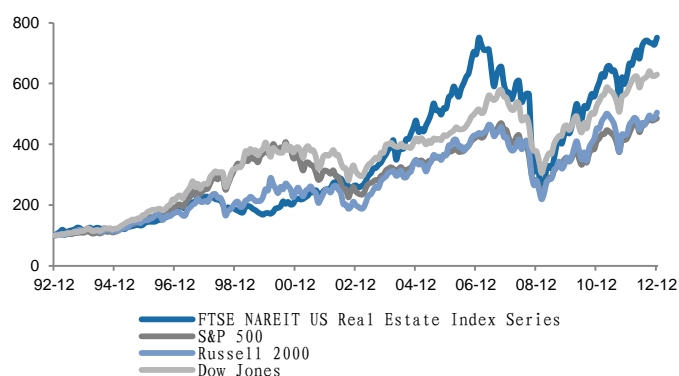


数据来源：NAREIT，广发证券发展研究中心

美国 REITS 市场的介绍

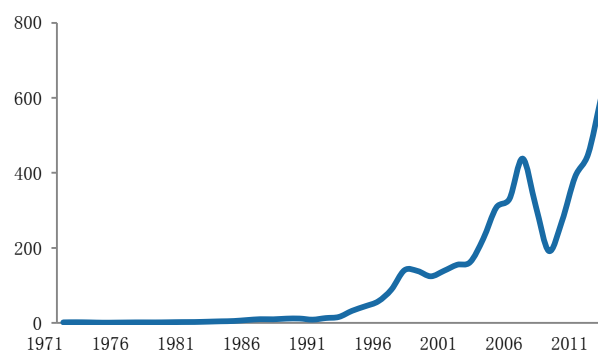
REITS起源于美国，并且经过半世纪的创新与发展，美国REITS市场已日臻成熟。目前，美国已成为全球第一大REITS市场，总共拥有202只REITS产品，这些REITS总计拥有40000处物业。与其他投资产品相比，美国REITS提供了一个稳健而较高的收益，跑赢了美国主要的市场指数，因此越来越受到投资者的青睐。截至目前，美国REITS总市值超过6000亿美金，占全球REITS总市值的59%。

图132：美国房地产投资信托指数和大盘走势比较



数据来源：NAREIT，广发证券发展研究中心

图133：美国REITS市场市值变化图（十亿美元）



数据来源：NAREIT，广发证券发展研究中心

虽然REITS有稳健的收益率和较好的流动性，且对美国经济社会发展起到了重大的推动作用，但是美国对于REITS的监管有着严格的法律要求，在REITS的资产组合和分红方面有严格的限制。美国规定，REITS的资产中至少75%为房地产或现金等价物，至少75%的收入来自房地产，以保证REITS作为房地产投资信托的本源，但又规定单一投资额度不能超过5%，投资REITS股票不得超过20%，以控制REITS的风险。此外，应税收入的90%以上必须强制分红，以保障投资者的利益。

表 25：美国 REITS 的市场概括及法律限制

美国REITS市场概括及法律限制	
首支 REITS 上市年份	1960
相关法律	Internal Revenue Code
组织结构	公司制
现有 REITS 数量	202
最低出资要求	无
必须上市	否
最低分红	应税收入的 90%；出售利得无最低分红要求
杠杆要求	无
股东限制	最低 100 名股东；前五大股东持股合计不超过 50%
资产组合	75%资产为房地产或现金等价物；75%收入来自房地产，投资非 REITS 公司股票不得超过资产的 10%；单一投资不得超

过 5%，投资 REITS 股票不得超过资产的 20%

数据来源：NAREIT，广发证券发展研究中心

美国REITS市场在不同的历史阶段呈现出不同的发展趋势，历经2008年金融危机的重创之后，REITS市场开始逐步呈现出全新的发展趋势：

（1）投资领域多元化

2008年《REIT Investment and Diversification Act》发布，使REITS投资多元化具有了法律效应，REITS除了传统的商业零售，工业/办公以及住宅等领域外，开始更多地向基础设施、林场、医疗保健等非传统领域投资。这在一定程度上使得REITS的风险得到进一步分散。

目前，REITS的投资领域依然主要为传统的商业零售、工业/办公和住宅领域，而非传统领域的投资份额占比依然较小。但预计在今后，更多的投资领域将逐步被认定为REITS可投资范围，非传统领域的投资占比将持续扩大。

表 26：美国 REITS 市场按投向细分具体情况

	市值规模（亿美金）	信托数量	12 年整体收益率	13 年整体收益率
工业/办公	1,186	33	19.12	5.97
商业零售	1,732	33	26.74	1.86
住宅	889	17	6.94	-5.36
多种行业混合经营	575	23	12.20	4.33
酒店、旅游休闲物业	433	16	12.53	27.18
医院、健康中心	742	14	20.35	-7.06
自用仓储类	390	4	19.94	9.49
林场	319	4	37.05	7.86
基础设施	571	2	29.91	4.80

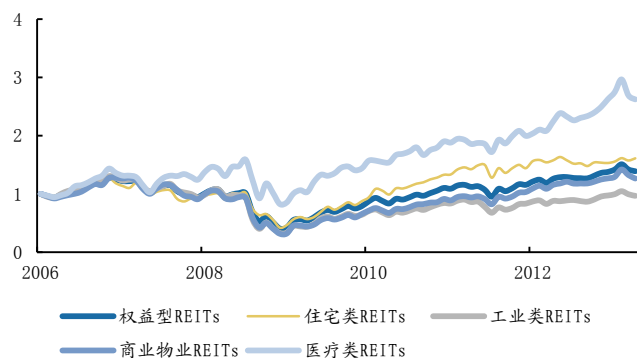
数据来源：NAREIT，广发证券发展研究中心

虽然目前REITS投向非传统领域的份额较小，但是非传统领域的投资已经给REITS带来了较好的回报率。例如，医疗类REITS的收益率自2006年以来已经大幅度跑赢了投向传统领域的REITS。此外，度假村以及近两年刚兴起的木材、基建类领域的投资也给REITS带来了较好的收益。良好的投资收益将进一步深化REITS的投资领域多元化发展的趋势。

（2）回报稳定，募资规模逐步扩大

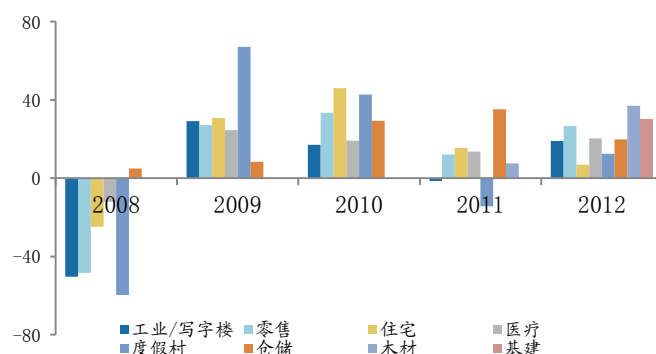
2008年金融危机的爆发使REITS受到了重创，但之后已经开始逐步复苏。最近5年来美国REITS收益率逐步提高，并且高于其他主要指数的收益率。此外，REITS募集资金的规模从2008年以来也在逐步扩大，且股权募集资金的规模占比不断提高，杠杆逐步降低，进而使得资本结构更趋于合理，风险逐步降低。截至目前，美国REITS市场共募集资金61亿美元，其中股权募集资金约占2/3。

图134：2006年以来美国权益型REITS收益情况



数据来源：NAREIT，广发证券发展研究中心

图135：美国REITS市场市值变化图（十亿美元）



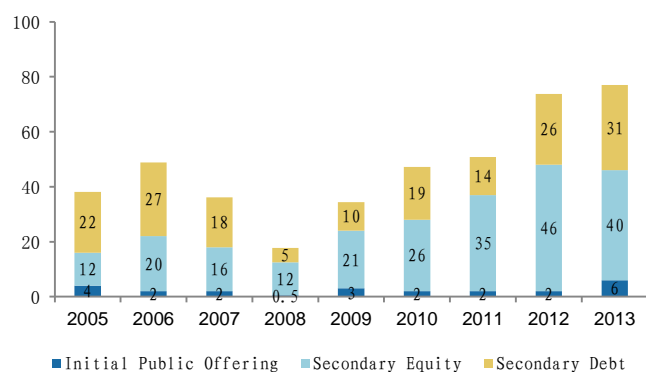
数据来源：NAREIT，广发证券发展研究中心

图136：2006年以来美国权益型REITS收益情况



数据来源：NAREIT，广发证券发展研究中心

图137：美国REITS市场市值变化图（十亿美元）



数据来源：NAREIT，广发证券发展研究中心

（3）税收提高，REITS投资收益及价格受到影响

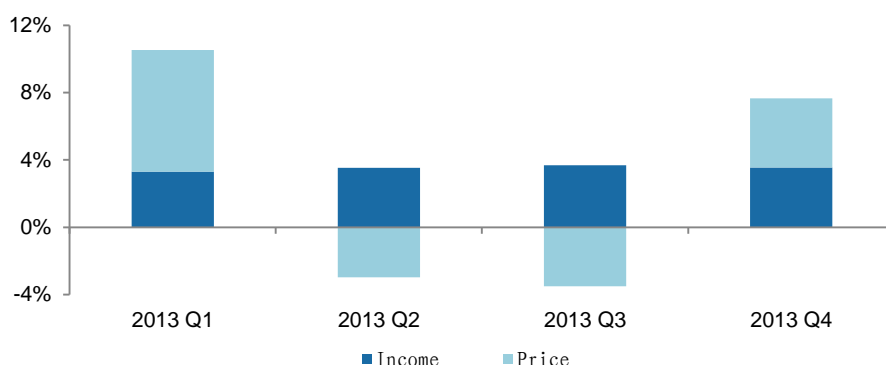
13年奥巴马税收计划调高了年收入高于40万美金以及45万美金的家庭税收，税率由15%永久提高至20%，且额外征收3.8%的投资预增税。税率的提高使得REITS投资者的收益受到影响，价格下降，进而导致了13年REITS的整体收益率下降，但我们预计这只是一个暂时的现象：尽管目前REITS的价格持续走低，市场出现跌价抛售的局面，但是与此同时美国市场的利率走高，预示着经济态势将强势回升，这将继续支撑着整个商业地产形势的改善。良好的行业基本面，预示着较高的租金增长与商业地产价格的升高，由此预计在未来的几个月REITS将扭转颓势，止跌回升，而这种复苏现象在13年第四季度已开始显现。

表 27：2013 年美国 REITS 税收税率变化

最高利得税率	公司型 REITS			非公司型 REITS
	资本利得	股利收益	其他利得	股利收益
2012	15%	15%	35%	15%
2013	23.80%	23.80%	43.40%	23.80%

数据来源：NAREIT，广发证券发展研究中心

图 138: 2013 年美国 REITS 季度收益率情况

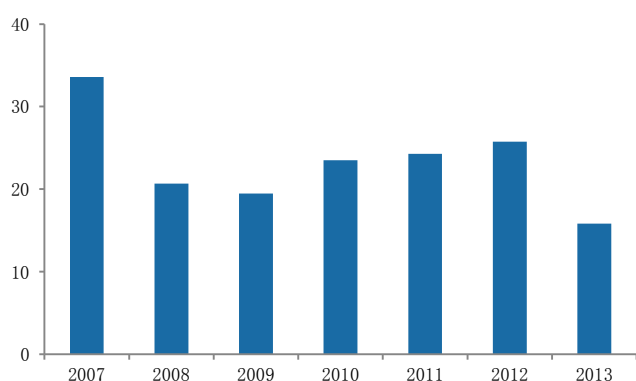


数据来源: NAREIT, 广发证券发展研究中心

英国 REITS 市场的介绍

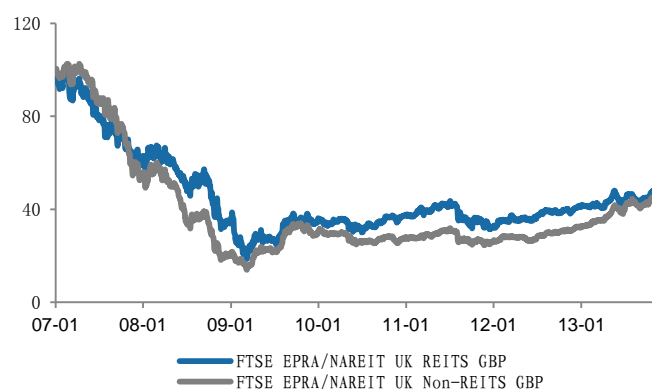
英国 REITS 市场是欧洲最重要的 REITS 市场之一，首支 REITS 于 2007 年上市，尽管一经上市便受到 2008 年金融危机的冲击，但自 2010 年起已经开始稳步恢复，5 年来呈现增长趋势，截至目前，英国 REITS 总市值 150 亿英镑，共有 22 只 REITS，这些 REITS 只投向于办公以及商业领域，这一方面是由于住宅的收益率不高，另一方面主要受到法律的限制。与其他投资产品相比，英国 REITS 能够提供一个较高的稳健收益，因此也受到英国投资者的欢迎。

图 139: 英国 REITS 市场市值变化图（十亿英镑）



数据来源: NAREIT, 广发证券发展研究中心

图 140: 英国 REITS 和非 REITS 走势比较



数据来源: NAREIT, 广发证券发展研究中心

如美国一样，英国政府对于 REITS 的监管也非常严格，而且要求 REITS 必须上市，且不能超过一定的杠杆率，在这些方面有比美国更为严格的规定。

表 28: 英国 REITS 的市场概括及法律限制

英国 REITS 市场概括及法律限制	
首支 REITS 上市年份	2007

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

相关法律	Finance Act 2006
组织结构	公司制
现有 REITS 数量	22
最低出资要求	5 万英镑
必须上市	是
最低分红	应税收入的 90%；出售利得无最低分红要求
杠杆要求	EBIT/利息应高于 1.25
股东限制	前五大股东持股合计不超过 50%；单一股东持股不高于 10%
资产组合	75%净利润来自房地产租金；75%资产用于房地产出租业务；至少用于 3 个物业；单一物业不超过资产的 40%

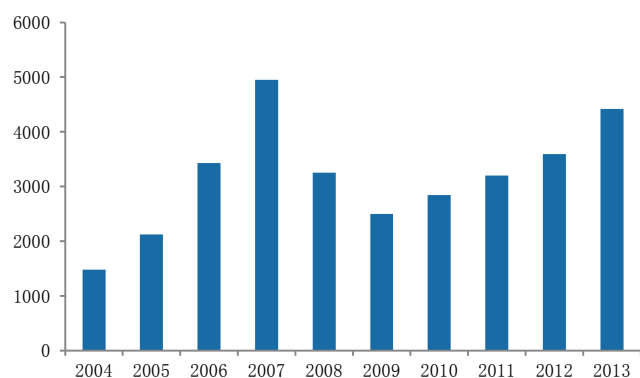
数据来源：NAREIT，广发证券发展研究中心

日本 REITS 市场的介绍

日本是亚洲最早开发REITS的国家，同时也是全球第三大REITS市场，日本REITS市场规模在2007年达到顶峰后遭受到金融危机的冲击，但此后逐渐走出危机，开始稳步增长。截止目前，日本REITS市值规模达44200亿日元，共有42只REITS产品，以公司制为主。

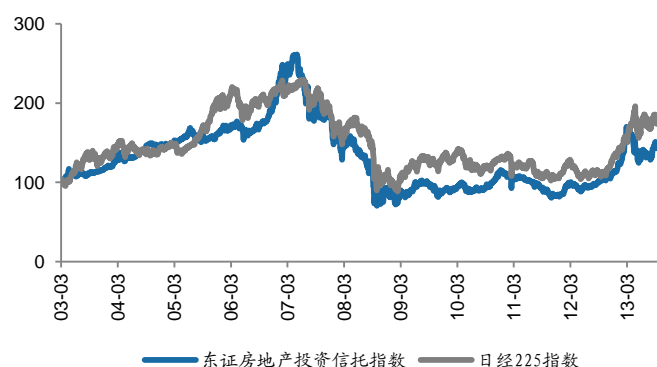
但是由于上世纪90年代日本房地产市场泡沫破灭，在此之后房地产市场开始一蹶不振，因而与房地产市场直接挂钩的REITS的收益率表现也受到影响，长期来看并没有跑赢日本主要的股票指数。

图141：日本REITS市场市值变化图（十亿日元）



数据来源：NAREIT，广发证券发展研究中心

图142：日本房地产投资信托指数和大盘走势比较



数据来源：NAREIT，广发证券发展研究中心

与美国不同，日本及其他亚洲国家引入REITS时通过修改投资、信托等法律，对REITS进行专项规定，因此对于设立REITS有着更为严格和谨慎的法律要求，市场化程度较低。

表 29：日本 REITS 的市场概括及法律限制

日本REITS市场概括及法律限制	
首支 REITS 上市年份	2001

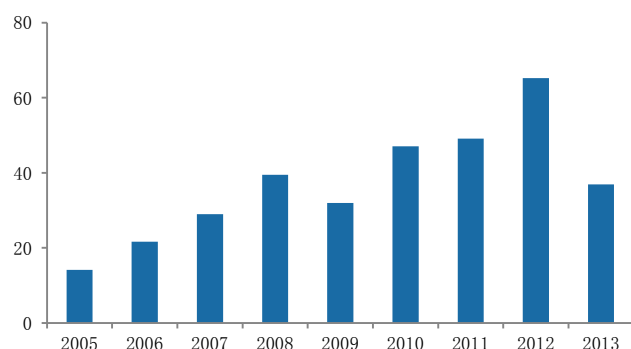
相关法律	Investment Trust Law
组织结构	公司制或者信托（以公司制为主）
现有 REITS 数量	42
最低出资要求	1 亿日元
必须上市	是
最低分红	净收入 90%；出售利得 90%
杠杆要求	只可向合格机构投资者借款
股东限制	一般无限制,若为取得税收优惠, 需要达到特定要求
资产组合	资产总值 50%以上须投资于“合格资产”，包括证券、地产、出租权、债务、期票等

数据来源：NAREIT，广发证券发展研究中心

新加坡 REITS 市场的介绍

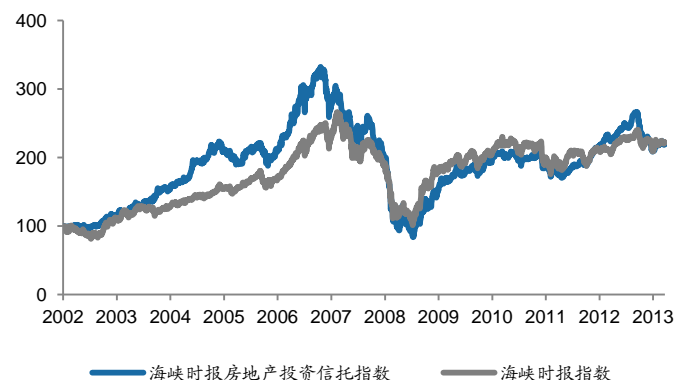
在亚洲，新加坡是继日本之后第二个成功利用REITS进行金融创新的国家。最近5年，新加坡REITS市场呈现回暖趋势，截止目前，新加坡REITS市场规模达369亿新币，共有29支REITS，并且这些REITS以信托制为主。与其他投资产品相比较，除了2008年金融危机的极端事件外，新加坡REITS能够提供一个较为稳健的收益率。目前，新加坡REITS开始逐步走出金融危机的泥潭，与大盘相比，有着较为良好的走势。

图143：新加坡REITS市场市值变化图（十亿新元）



数据来源：NAREIT，广发证券发展研究中心

图144：新加坡房地产投资信托指数和大盘走势比较



数据来源：NAREIT，广发证券发展研究中心

与日本相似，新加坡至今为止已经颁布了多部法律法规用以引导REITS的发展，对于REITS也有着非常严格的监管：

表 30：新加坡 REITS 的市场概括及法律限制

新加坡 REITS 市场概括及法律限制	
首支 REITS 上市年份	2005
相关法律	Securities and Futures Act ; Code on Collective Investment Schemes; Property Funds Guidelines

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

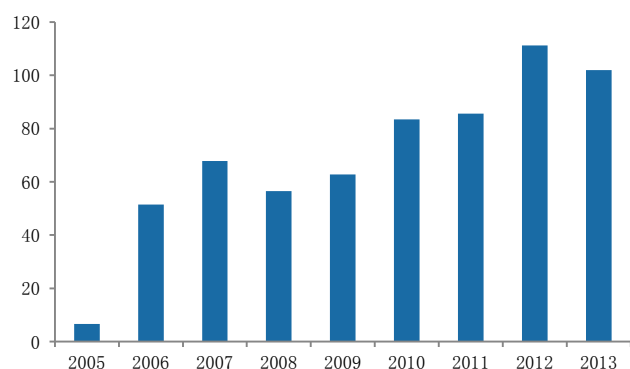
组织结构	公司制或者信托（以信托为主）
现有 REITS 数量	29
最低出资要求	2000 万新币
必须上市	必须遵循新加坡交易所规则才能上市交易
最低分红	税前收入 90%；出售利得无要求
杠杆要求	不超过资产价值 35%；如果得到穆迪或惠誉评级并为投资者所知晓，可以提高至 60%
股东限制	如果上市，至少 25% 的 REITS 资本由超过 500 位公众投资人持有
资产组合	可以投资物业、政府债券和现金等资产；至少 75% 资金投资于能产生经常性收入的物业；除非计划一直持有到完工，不得投资于开发阶段项目；来自于租金、分红或利息等来源之外的收入不得超过 10%

数据来源：NAREIT，广发证券发展研究中心

香港 REITS 市场的介绍

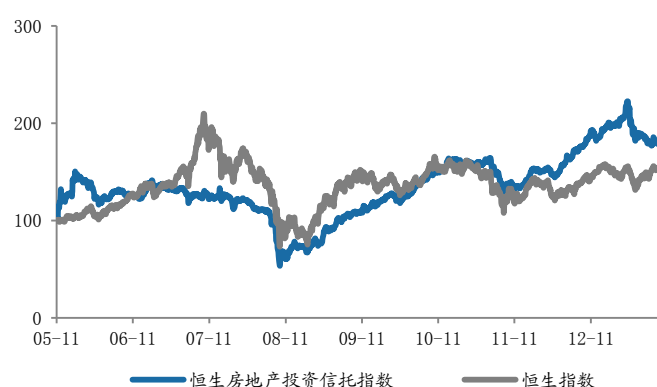
尽管香港的REITS市值规模比较小，但其发展情况对于我国大陆地区有着现实的借鉴意义。香港从03年开始制定REITS上市的相关法律，05年首只REITS上市，经过多年的发展，香港REITS市场日趋成熟，截止目前，香港的REITS市值规模达1019亿港币，共有7支REITS，且这些REITS采用信托制。香港物业品质较高，收益稳定，这就使得香港REITS能够提供一个较高的稳健收益。尽管受到2008年金融危机的重创，但是最近几年香港REITS市场已逐步回暖，与大盘相比，其有着更为良好的走势情况。

图145：香港REITS市场市值变化图（十亿港币）



数据来源：NAREIT，广发证券发展研究中心

图146：香港房地产投资信托指数和大盘走势比较



数据来源：NAREIT，广发证券发展研究中心

与其他亚洲国家一样，香港对于设立REITS也有着较为严格的法律限制：

表 31：香港 REITS 的市场概括及法律限制

香港 REITS 市场概括及法律限制	
首支 REITS 上市年份	2005
相关法律	Code of Real Estate Investment Trusts
组织结构	信托

现有 REITS 数量	7
最低出资要求	无
必须上市	是
最低分红	每年净运营收入的 90% ； 出售利得依照信托契约规定
杠杆要求	不超过资产总值 45%
股东限制	无
资产组合	必须主要投资于能产生经常性租金收入的物业；不得购买会造成无限负债责任的物业；必须持有两年以上；一般不得投资于开发阶段或空地；可以投资国外物业

数据来源：NAREIT，广发证券发展研究中心

风险提示

REITS推行进度低于预期，法律以及相关配套政策建立或改善幅度存在不确定性。

广发房地产行业研究小组

- 乐加栋: 首席分析师, 复旦大学经济学硕士, 五年房地产研究经验, 2013 年进入广发证券发展研究中心。
- 郭 镇: 分析师, 清华大学工学硕士, 两年房地产研究经验, 2013 年加入广发证券发展研究中心。
- 金 山: 研究助理, 复旦大学经济学硕士, 2013 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10% 以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15% 以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5% - 15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。