

建筑装饰

从美日澳基建 REITs 发展看我国 REITs 未来发展方向

美国基建 REITs 发展情况

美国基础设施 REITs 市值占比最大，目前占美国 REITs 总市值的 19%，市值 1883 亿美元。如果把美国上市 REITs 中工业仓储物流、自助仓储、医疗保健、数据中心也作为泛基建领域，则整个基建领域上市 REITs 市值 5365 亿美元，占比 54%。从泛基建的各个板块指数收益率表现来看，医疗保健板块收益率近年跑输了 FTSE 全美 REITs 指数，私人仓储收益率时好时差，自 2012 年起，工业物流、基础设施、数据中心收益率绝大多数时候跑赢 FTSE 全美 REITs 指数。

在这些泛基建 REITs 中，目前无线通信设施、数据中心受到追捧。目前美国上市的基础设施 REITs 一共有 6 只 REITs，其中有最大的 4 只都是无线通信基础设施的建设和运营方。考虑到税率上的减免和给资本市场重资产投资于 4G 的形象，美国电塔于 2011 年最后一天正式转为 REITs。公司这一举动也受到了资本市场的青睐，后续成为美国市场市值最大的 REITs。受到行业老大美国电塔的影响，其他无线通信基础设施建设和运营方也纷纷效仿，在其后也陆续转变成了 REITs。

数据中心龙头易昆尼克斯在 2003 年就已上市，在 2015 年 1 月 1 日起正式转变成 REITs。数据中心 REITs 最近五年年化回报率非常好，很受投资者青睐，这些公司普遍介于盈利和非盈利之间，市盈率较高。另外，泛基建 REITs 中也诞生了第三方物流公司安博、自助存储公司大众仓储、医疗健康地产 HCP 等龙头公司。

日本基建 REITs 发展情况

日本将基础设施 REITs 单独分类。基础设施 REITs 是东京证券交易所与 2015 年 4 月 30 日正式设立的，当时设立的背景是公共基础设施的维修和运营需要民间资金的运用，同时由于当时经济复苏，基础设施作为稳定的资产投资被寄予了很高的期望，因此应运而生。截至目前，日本的基础设施 REITs 共有 7 只产品，主要集中在太阳能发电领域，在整个 J-REIT 的占比不到 0.5%。基建 REITs 的分红收益率都在 6% 以上，要高于 J-REIT 3.64% 的平均水平。这些 REITs 的市盈率 TTM 普遍在 20 倍上下。如果考虑靠泛基建的物流和医疗保健领域，则整个市值在 2.61 万亿日元左右，占整个 J-REIT 市场市值的 21% 左右。在泛基建 REITs 中，2012 年开始手机网购比例逐渐增加，第三方物流需求增加，处于快速发展的阶段，其后很多物流 REITs 在这一时间纷纷上市。

澳大利亚基建 REITs 发展情况

澳大利亚共有 49 只 A-REIT，市值共计 972 亿美元。但是 A-REIT 中并没有基础设施 REITs，基础设施 REITs 被澳交所统一归类到基础设施基金中。目前澳大利亚共有 8 只基础设施 REITs，市值共计 727.4 亿美元。A-REIT 中工业 REITs 和基础建设较为相关，而工业 REITs 在 A-REIT 中的占比较大，达到 30.18%。

Transurban Group 是澳大利亚著名的公路运营商。公司与 1999 年底在澳洲证券交易所作为基础设施基金上市，占该领域 50% 左右市值。目前在澳大利亚的和北美的大华盛顿地区一共运营着 18 条收费高速公路。这些收费公路的收费年限在 30-75 年不等。目前公司正在建设计划当中的有 7 条收费公路，预计陆续会在 2023 财年通车。从公司常年的股价表现来看，2009 年开始持续上涨，近 5 年的年化回报率接近 11%，股利回报率 5.1%。

风险提示：基础建设 REITs 政策还在试行阶段，存在很多不确定性；基础建设 REITs 产品落地不及预期；国内外经济发展存在差异，国外经验不能完全套用于国内。

证券研究报告

2020 年 05 月 06 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

唐笑

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com

岳恒宇

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com

肖文劲

分析师

SAC 执业证书编号：S1110519040001
xiaowenjin@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

国外基建及泛基建 REITs 发展启示

(1) 新型基建领域更受追捧，后续再融资更轻松

由于国外 REITs 制度的一些要求 (75%以上的资产投资于不动产领域、75%以上的收入来自于租金收入)，因此容易贴上重资产投入的标签；再加上国外对于这类 REITs 免税或低税的待遇 (需要将应税利润 90%分配给股东)，成为 REITs 后净利润和经营活动现金流会得到显著的改善，对于最大化股东利益有很大的帮助。整个市值管理的流程是：转换为 REITs-利润表变好、公司重资产投入形象确立-资本市场正面反馈，股价上升-股权融资，加大资本支出-资本市场继续正面反馈，股价上升，如此循环。

我们认为，对于我国的泛基础设施 REITs 可以对标国外发展，一些新基建领域，如 5G 通信基站、数据中心、自动仓储可以尝试进行 REITs 化，作为股性资产会有一个较高的估值；后续 REITs 再购入资产、再扩募资金成本也比较低。我国 REITs 目前尚未在税务上出台一些减免所得税的措施，后续若出台，吸引力会更强。

(2) 国外高速公路 REITs 很少，高速公路运营是否是好 REITs 产品？

原因：美国、日本已经过了高速公路大规模建设的阶段，过了利用 REITs 的黄金时期；由于国家体制的原因，美国目前高速公路的建设商没有太多动力继续建设；美国高速公路也没有收费土壤，大部分不收费而是在税中。而对于我们国家来说，我国高速公路总里程 14.26 万公里，已居世界第一，但是从人均来看还是有很大的差距，因此还有一定的增长空间；但是目前的增速已从高位逐步下行至 4.5%，我国高速公路新增里程可能会从 5000 公里逐步下行，这是我们国家人口结构变化、抚养比拐点上升后的正常反应。所以，考虑到未来新建里程数量的下降，未来行业容量可能是下降的，作为股性的高速公路 REITs 如何估值会是一个难题。规模较大，自身内部资源较多的大型公路集团可能会脱颖而出。

(3) 仓储、医疗保健等泛基建 REITs 经验成熟可借鉴，纯基建 REITs 案例较少

我们把美日澳三国的泛基建领域 REITs 发展情况作了小结。可以发现，“纯正”的基础设施 REITs 发展时间都比较短，美国始于 2007 年，日本始于 2015 年，澳大利亚第一只 TCL 在 1999 年上市，而且目前上市的只数不是很多。我们认为我国基础设施 REITs 也是新生事物，也不会一蹴而就。但另一方面，泛基建 REITs，如仓储物流、医疗保健、自助仓储领域 REITs 较多，发展成熟，比较容易学习和借鉴。

(4) 基建 REITs 平均收益率普遍优于股票平均水平，对投资者较有吸引力

内容目录

| | |
|---|-----------|
| 1. 美国基建 REITs 发展情况 | 6 |
| 1.1. 美国基建 REITs 市场情况：市值占比最大，泛基建领域 REITs 数量多 | 6 |
| 1.2. 美国基建和泛基建 REITs 一览：无线通信设施、数据中心受到追捧 | 9 |
| 1.3. 美国基建和泛基建 REITs 案例分析 | 11 |
| 1.3.1. 美国电塔：转型基建 REITs 市场反应正面，发展稳健 | 11 |
| 1.3.2. 大众仓储：公募 REIT 上市后迎来大发展成为行业龙头 | 15 |
| 1.3.3. 易昆尼克斯：转型数据中心 REIT 享受税收优惠，更专注于主业 | 18 |
| 2. 日本基建 REITs 发展情况 | 21 |
| 2.1. 日本基建 REITs 发展情况：新生事物，交易所单列，目前规模较小 | 21 |
| 2.2. 日本基建及泛基建 REITs 一览：主要以太阳能电站、物流设施 REITs 为主 | 24 |
| 2.3. 日本基建和泛基建 REITs 案例分析 | 25 |
| 2.3.1. Ichigo-green：REIT 助力集团公司再生资源业务持续拓展 | 25 |
| 2.3.2. GLP J-REIT：第三方物流快速发展背景下顺势上市 | 28 |
| 3. 澳大利亚基建 REITs 发展情况 | 31 |
| 3.1. 单列为基础设施基金，市值普遍较大 | 31 |
| 3.2. Transurban Group：高速公路运营商，增长稳健 | 33 |
| 4. 国外基建及泛基建 REITs 发展启示 | 35 |
| 4.1. 新型基建领域更受追捧，后续再融资更轻松 | 35 |
| 4.2. 国外高速公路 REIT 很少，高速公路运营是否是好 REITs 产品？ | 38 |
| 4.3. 仓储、医疗保健等泛基建 REIT 经验成熟可借鉴，纯基建 REIT 案例较少 | 39 |
| 4.4. 基建 REIT 平均收益率普遍优于股票平均水平，对投资者较有吸引力 | 41 |
| 5. 风险提示 | 41 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1：美国上市 REITs 市值情况 | 6 |
| 图 2：美国上市 REITs 市值分布（单位%） | 6 |
| 图 3：REITs 指数和标普 500、罗素 2000 指数收益比较 | 6 |
| 图 4：FTSE 全美 REITs 指数分红收益率和美国 10 年期国债比较 | 8 |
| 图 5：股利支付率 | 8 |
| 图 6：股利收益率 | 8 |
| 图 7：美国电塔的铁塔分布 | 12 |
| 图 8：美国电塔业务存在一定规模经济效应 | 12 |
| 图 9：美国电塔财务指标 | 13 |
| 图 10：美国电塔市盈率通道 | 13 |
| 图 11：美国电塔前十大股东 | 14 |
| 图 12：公司存储空间分布 | 15 |
| 图 13：大众仓储典型的仓储空间 | 15 |

| | |
|--|----|
| 图 14: 大众仓储资本开支方向 | 16 |
| 图 15: 大众仓储市盈率通道 | 16 |
| 图 16: Equinix 年报 | 18 |
| 图 17: Equinix 在环境方面的贡献 | 18 |
| 图 18: Equinix 财务数据 | 19 |
| 图 19: Equinix 市盈率通道 | 19 |
| 图 20: J-REIT 市场规模和只数 | 21 |
| 图 21: 东证 REIT 指数和 TOPIX 指数走势 | 21 |
| 图 22: J-REIT 股利收益率比较 | 22 |
| 图 23: J-REIT 的只数分布 | 23 |
| 图 24: 日本基础设施 REIT 和 J-REIT 的区别 | 23 |
| 图 25: Ichigo-green 组织结构 | 25 |
| 图 26: Ichigo-green 发电设施分布 | 26 |
| 图 27: Ichigo-green 股价表现 | 27 |
| 图 28: Ichigo-green 分红情况 | 27 |
| 图 29: GLP J-REIT 股权结构图 | 28 |
| 图 30: GLP J-REIT 物业分布 | 28 |
| 图 31: GLP J-REIT 的物流租出率和租金水平 | 29 |
| 图 32: GLP J-REIT 股价表现 | 30 |
| 图 33: GLP J-REIT 分红情况 | 30 |
| 图 34: GLP J-REIT 前十大股东 | 30 |
| 图 35: A-REIT 个数和市值 | 31 |
| 图 36: Infrastructure Funds 个数和市值 | 31 |
| 图 37: 各类 A-REITs 占比 | 32 |
| 图 38: TCL 公司未来新修建公路进度 | 33 |
| 图 39: 新冠疫情影响公司收费公路车流量 | 34 |
| 图 40: TCL 公司股价表现 | 34 |
| 图 41: 美国电塔有效税率、经营活动产生现金净流量 | 36 |
| 图 42: 美国电塔资产负债率 | 36 |
| 图 43: 美国电塔股价走势 (2012.1.1 至今) | 36 |
| 图 44: 易昆尼克斯有效税率 | 37 |
| 图 45: 易昆尼克斯资产负债率和增发情况 | 37 |
| 图 46: 易昆尼克斯股价表现 (2015.1.1 至今) | 37 |
| 图 47: TCL 营业总收入 (百万美元) | 39 |
| 图 48: TCL 运营公路数量 | 39 |
| 图 49: 我国高速公路里程 (万公里) | 39 |
| 表 1: 美国上市泛基建 REITs 各板块收益率 (%) | 7 |
| 表 2: 可作为基础设施 REITs 的领域 | 9 |
| 表 3: 美国上市基础设施 REITs 一览 | 9 |
| 表 4: 美国上市自助仓储 REITs 一览 | 10 |

| | |
|--------------------------------|----|
| 表 5: 美国上市医疗保健 REITs 一览..... | 10 |
| 表 6: 美国上市数据中心 REITs 一览..... | 11 |
| 表 7: 美国上市工业物流 REITs 一览..... | 11 |
| 表 8: 主要客户和区域占比 | 12 |
| 表 9: 公司分红情况和财务情况..... | 14 |
| 表 10: 大众仓储分红情况 | 17 |
| 表 11: 大众仓储前十大股东..... | 17 |
| 表 12: Equinix 分红派息情况 | 20 |
| 表 13: Equinix 前十大股东..... | 20 |
| 表 14: 基础设施类别..... | 22 |
| 表 15: 日本基础设施 REITs 明细 | 24 |
| 表 16: 泛基建领域 J-REIT 信息 | 25 |
| 表 17: Ichigo-green 前十大股东 | 27 |
| 表 18: GLP J-REIT 财务情况 | 29 |
| 表 19: 基础设施基金公司情况 | 32 |
| 表 20: TCL 目前收费公路情况..... | 33 |
| 表 21: TCL 公司财务和分红情况 | 35 |
| 表 22: TCL 公司前十大股东 | 35 |
| 表 23: 各国泛基建 REITs 小结 | 40 |
| 表 24: 我国发行的类 REITs 产品 | 40 |

1. 美国基建 REITs 发展情况

1.1. 美国基建 REITs 市场情况：市值占比最大，泛基建领域 REITs 数量多

美国是 REITs 的发源地，始于 20 世纪 60 年代。截至 3 月 31 日，在美国上市的 REITs 市值共计 9931 亿美元，持有相关物业价值约 2 万亿美元。其中，基础设施 REITs 市值占比最大，目前占 18.96%，市值 1883 亿美元。由于我国近期出台的《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》中在基础设施覆盖的领域中也提到了仓储物流、信息网络、新兴产业、特色园区等泛基建领域，所以如果把美国上市 REITs 中工业仓储物流、自助仓储、医疗保健、数据中心也作为泛基建领域，则整个基建领域上市 REITs 市值 5365 亿美元，占比 54.02%，比例和市值都非常之高。

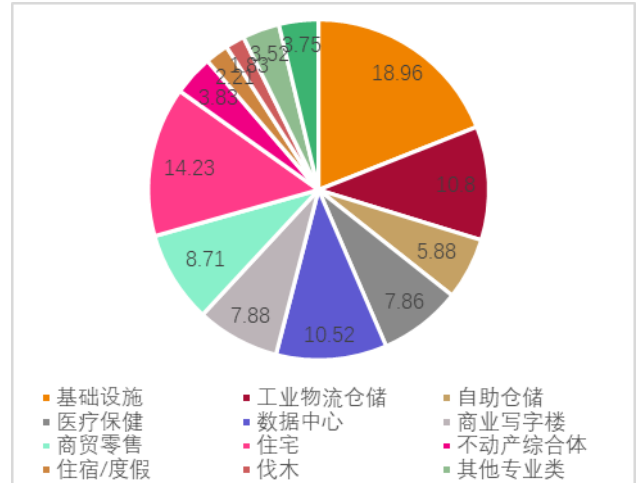
图 1：美国上市 REITs 市值情况



资料来源：Nareit《REITWatch》，天风证券研究所

注：截至 2020 年 3 月 31 日

图 2：美国上市 REITs 市值分布（单位%）

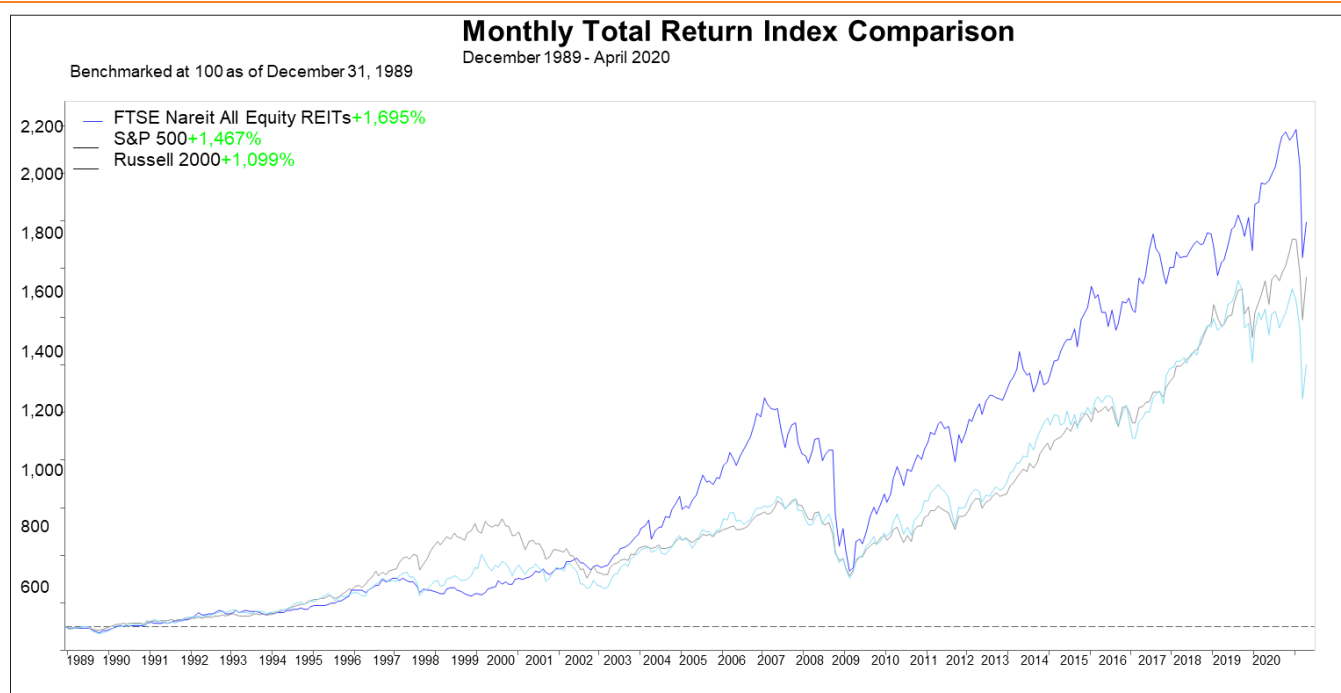


资料来源：Nareit《REITWatch》，天风证券研究所

注：截至 2020 年 3 月 31 日

美国上市 REITs 的市场表现跑赢了标普 500 和罗素 2000 指数，据 Nareit 统计，1990 年至今年 3 月 31 日 FTSE 全美 REITs 指数涨幅 1695%，而标普 500 涨幅 1467%，罗素 2000 涨幅 1099%。但也要看到受到疫情影响指数回撤也很大，2020 年前三个月 FTSE 全美 REITs 指数已下跌 23.44%，而后两者分别下跌 19.60%和 30.61%。

图 3：REITs 指数和标普 500、罗素 2000 指数收益比较



资料来源：Nareit®, FactSet、天风证券研究所

从泛基建的各个板块指数收益率表现来看，医疗保健板块收益率近年跑输了 FTSE 全美 REITs 指数，私人仓储收益率时好时差，自 2012 年起，工业物流、基础设施、数据中心收益率绝大多数时候跑赢 FTSE 全美 REITs 指数。

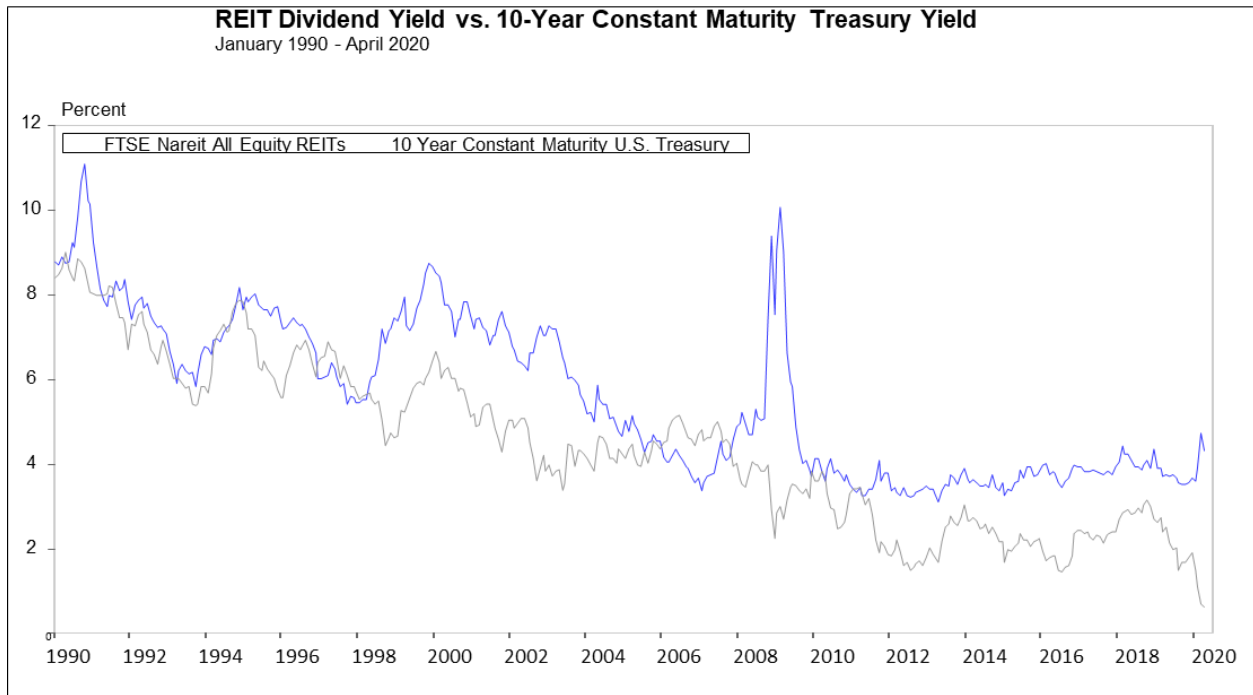
表 1：美国上市泛基建 REITs 各板块收益率 (%)

| 年份 | 医疗保健 | 私人仓储 | 工业物流 | 基础设施 | 数据中心 | FTSE Nareit All REITs |
|------|--------|--------|--------|-------|--------|-----------------------|
| 2001 | 51.86 | 43.24 | 7.42 | | | 15.5 |
| 2002 | 4.82 | 0.56 | 17.32 | | | 5.22 |
| 2003 | 53.59 | 38.14 | 33.13 | | | 38.47 |
| 2004 | 20.96 | 29.7 | 34.1 | | | 30.41 |
| 2005 | 1.79 | 26.55 | 15.41 | | | 8.29 |
| 2006 | 44.55 | 40.94 | 28.92 | | | 34.35 |
| 2007 | 2.13 | -24.82 | 0.38 | | | -17.83 |
| 2008 | -11.98 | 5.05 | -67.47 | | | -37.34 |
| 2009 | 24.62 | 8.37 | 12.17 | | | 27.45 |
| 2010 | 19.2 | 29.29 | 18.89 | | | 27.58 |
| 2011 | 13.63 | 35.22 | -5.16 | | | 7.28 |
| 2012 | 20.35 | 19.94 | 31.28 | 29.91 | | 20.14 |
| 2013 | -7.06 | 9.49 | 7.4 | 4.8 | | 3.21 |
| 2014 | 33.32 | 31.44 | 21 | 20.15 | | 27.15 |
| 2015 | -7.25 | 40.65 | 2.64 | 3.74 | 1.54 | 2.29 |
| 2016 | 6.41 | -8.14 | 30.72 | 10.04 | 26.41 | 9.28 |
| 2017 | 0.87 | 3.74 | 20.58 | 35.38 | 28.43 | 9.27 |
| 2018 | 7.58 | 2.94 | -2.51 | 6.99 | -14.11 | -4.1 |
| 2019 | 21.2 | 13.7 | 48.71 | 41.95 | 44.21 | 28.07 |

资料来源：Nareit《REITWatch》，天风证券研究所

从分红收益率来看，FTSE 全美 REITs 指数的分红收益率绝大部分时间也要比无风险收益率（美国十年期国债）要高，平均来看高出 0.5%-1%。

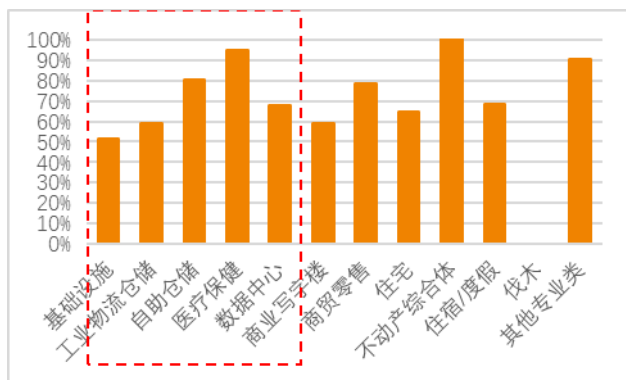
图 4：FTSE 全美 REITs 指数分红收益率和美国 10 年期国债比较



资料来源：Nareit®, FactSet、天风证券研究所

各板块的股利支付情况和股利收益情况来看，股利支付率普遍超过 50%。不同于美国税法要求的应税收入 90%以上应该分红的概念，Nareit 用的口径为支付的股利/营运现金流（FFO）。一般 FFO 的数据要大于应税收入，而且目前有些公司亏损或者处于资不抵债的情况也会影响股利支付率，所以部分行业股利支付率低于 90%。基础设施、物流仓储、自动仓储、医疗保健、数据中心的股利支付率分别为 51.6%、59.0%、80.4%、95.1%、67.8%，股利收益率分别为 1.55%、2.05%、2.74%、3.50%、2.12%。和股价的收益率正好相反，医疗保健、自动仓储的股利收益率要好于其他泛基建类。

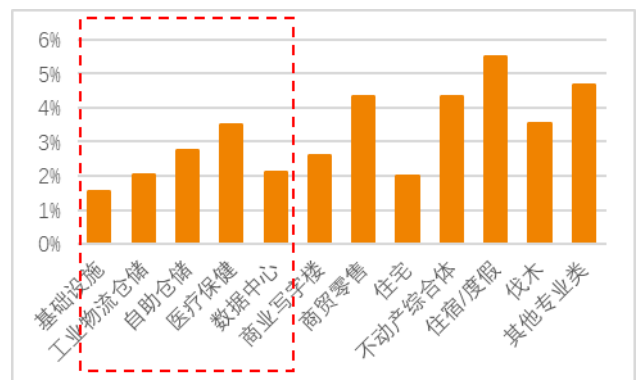
图 5：股利支付率



资料来源：Nareit《REITWatch》，天风证券研究所

注：截至 2020 年 3 月 31 日

图 6：股利收益率



资料来源：Nareit《REITWatch》，天风证券研究所

注：截至 2020 年 3 月 31 日

美国基础设施 REITs 的发展时间不算很长，2007 年，美国国内税务局在给美国电力基础设施联盟的批复函（PLR200725015）中确认了基础设施可以成为 REITs 的适格投资对象，这一批复函确立了 REITs 投资基础设施项目的合法地位，由此开启了 REITs 投资基础设施的序幕。

基础设施 REITs 若要享受 REITs 的税收优惠待遇，也要满足美国国税局的相关要求。即（1）将 75%以上的总资产投资于不动产相关领域；（2）75%以上的营业收入来自于不动产租金、转让所得或者抵押贷款利息；（3）年末必须将 90%以上的应税收入分配给股东。所以，批复函指出：第一，该机构的目标资产必须在本质上属于永久性构造物，且其各个组成部分

无论在物理上还是在功能上都不可分割，需要满足第一条对投资领域的要求；第二，资产的用途只能是被动地运输或储存产品，并不涉及相关产品的生产或加工过程，需要也满足第二条关于收入比例的要求。

所以，总结下来可以作为基础设施 REITs 的资产见下表。在基础设施 REITs 出现之前，这类资产多以主导型有限合伙基金（MLPs）形式出现。这类产业基金目前有较多能源油气公司，目前也可以选择转换为 REIT 形态，来获得一些结构上和法律上的优惠。REITs 相对于 MLPs，因为有强制分红（90%应税收入要求分红）的要求和股权比例（股权结构分散，前五大股东持股比例不超过 50%）的限制，治理结构上更透明，资本市场的关注度更高。

表 2：可作为基础设施 REITs 的领域

| | |
|---------------------------|--|
| 可以作为基础设施 REITs 的资产 | 地上储存罐、液化天然气接收站、公路、地下储藏、配电系统、风力发电、电网、无线通信设施 |
| 不可以作为基础设施 REITs 的资产 | 货运驳船、铁路机车、卡车 |
| 需要依据实际情况认定的基础设施 REITs 的资产 | 钻井平台、油气集输系统、管道 |

资料来源：PROSKAUER ROSE LLP、天风证券研究所

1.2. 美国基建和泛基建 REITs 一览：无线通信设施、数据中心受到追捧

目前美国上市的基础设施 REITs 一共有 6 只 REITs，其中最大的 4 只都是无线通信基础设施的建设和运营方。其中最大的一只是美国电塔（AMT.N），他其实早在 1998 年就已经上市，在 2011 年时，时值 4G 通信基础设施正在大规模建设，美国电塔资本支出很高同时税率比较重；但美国电塔本身是重资产运营，各项条件都符合转换为 REITs 的要求。所以考虑到税率上的减免和给资本市场一个“公司在 4G 领域资本支出投资很大”的一个形象，在 2011 年时决定转变成 REITs，并于 2011 年最后一天正式转为 REITs。公司这一举动也受到了资本市场的青睐，从 2011 年的 40 美元一直上涨至 2019 年的 230 美元，期间走势非常稳健，截至 3 月 31 日市值为 963 亿美元，也是美国市场市值最大的 REITs。

受到行业老大美国电塔的影响，其他无线通信基础设施建设和运营方 Crown Castle、SBA Communications 也纷纷效仿，在其后也陆续转变成了 REITs。之前获得批复函的电力基础设施行业却没有 REITs 上市。目前这些 REITs 除 PW.A 为信托型外，其他都是公司型 REITs。

表 3：美国上市基础设施 REITs 一览

| 公司名称 | 公司代码 | 上市时间 | 市值(百万美元) | 五年年化回报率% | 最新一年股利收益率% | 资产负债率 (Nareit 口径) | 资产负债率 | 资产情况 |
|--------------------------------------|--------|-----------|-----------|----------|------------|-------------------|--------|---|
| American Tower Corporation | AMT.N | 1998/2/27 | 96,250.60 | 20.60 | 1.86 | 24.5% | 88.7% | 在全美等 19 个国家拥有并运营超过 18 万个无线和电信通信单位（美国接近 4.1 万个，亚洲 7.5 万个，非洲 1.8 万个，拉丁美洲 4.1 万个，欧洲 4700 个）。 |
| CorEnergy Infrastructure Trust, Inc. | CORR.N | 2007/2/28 | 248.8 | -3.21 | 16.32 | 38.0% | 26.8% | 专注于收购美国中上游能源基建资产（管道、存储槽罐、传输线以及收集系统等），同时与能源公司进入长期三方净租赁。 |
| Crown Castle International Corp | CCI.N | 1998/8/18 | 60,033.00 | 16.18 | 3.32 | 28.5% | 73.8% | 拥有、租赁和经营无线基础设备，包括信号塔和其他结构，如屋顶（信号塔）、分布式天线系统(DAS)以及各种形式的第三方信号塔下的土地权益。 |
| Power REIT | PW.A | 2011/12/2 | 19.5 | 3.81 | 0 | 55.5% | 65.4% | 专注收购租赁予可再生能源项目的地产，诸如公共事业级太阳能发电厂，风能电厂之类低技术风险的项目相关地产。 |
| SBA Communications | SBAC.O | 1999/6/30 | 30,574.40 | 18.28 | 0.52 | 29.6% | 137.4% | 在全美、南非等 14 个国家拥有并运营无线通信相关基础设施，包括铁塔、楼宇屋顶等分 |

| | | | | | | | | |
|-----------------|--------|-----------|------------|-------|------|-------|--------|-------------------------------|
| Corp. Class A | | | | | | | | 布式天线系统 |
| Uniti Group Inc | UNIT.O | 2017/2/28 | 1,164.70 | - | 9.95 | 81.4% | 128.6% | 持有, 收购, 以及租赁通信配电系统, 业务范围主要在全美 |
| 合计 | | | 188,291.00 | 11.13 | 5.33 | 42.9% | | |

资料来源: Nareit《REITWatch》, 天风证券研究所 注: 截至 2020 年 3 月 31 日

Nareit 公布的资产负债率口径是负债与负债和权益市场价值之比, 我们认为存在低估资产负债率的情况。若用正常的资产负债率公式来看, 这些无线通信基础设施建设运营公司资产负债率普遍很高, 甚至有些公司已经资不抵债。变成 REITs 后是否对公司后续资金投融资产生不利影响需要再探讨。

属于泛基建类的自助仓储有 6 只 REITs 上市, 截至 3 月 31 日总市值为 584 亿美元, 其中最大的是大众仓储 (PSA.N), 其在 1984 年就已上市。自助仓储最近五年年化回报率都不高, 甚至低于最近一年股利收益率, 但之前的 1998-2001、2003-2007、2009-2016 年是他们发展的黄金时期。这些公司的资产负债率都比较健康。

表 4: 美国上市自助仓储 REITs 一览

| 公司名称 | 公司代码 | 市值 (百万美元) | 五年年化回报率% | 最新一年股利收益率% | 资产负债率 (Nareit 口径) | 资产负债率 |
|-----------------------------------|--------|-----------|----------|------------|-------------------|-------|
| CubeSmart | CUBE.N | 5,155.70 | 5.95 | 4.93 | 27.5% | 53.6% |
| Extra Space Storage Inc. | EXR.N | 12,401.90 | 11.12 | 3.76 | 29.1% | 65.8% |
| Global Self Storage, Inc. | SELF.O | 27 | 6.38 | 7.41 | 46.8% | - |
| Life Storage, Inc. | LSI.N | 4,409.10 | 4.35 | 4.53 | 30.9% | 49.0% |
| National Storage Affiliates Trust | NSA.N | 1,755.20 | - | 4.46 | 33.0% | 53.2% |
| Public Storage | PSA.N | 34,661.80 | 3.74 | 4.03 | 5.2% | 23.6% |
| 合计 | | 58,410.70 | 6.31 | 4.85 | 28.8% | |

资料来源: Nareit《REITWatch》, 天风证券研究所 注: 截至 2020 年 3 月 31 日

属于泛基建类的医疗保健有 17 只 REITs 上市, 截至 3 月 31 日总市值为 781 亿美元, 其中最大的是 Welltower, Inc. (WELL.N), 其在 1984 年就已上市。医疗保健 REITs 最近五年年化回报率很多为负, 但股利回报率普遍很高。这些公司的资产负债率普遍在 40%-60%之间, 比较健康。

表 5: 美国上市医疗保健 REITs 一览

| 公司名称 | 公司代码 | 市值 (百万美元) | 五年年化回报率% | 最新一年股利收益率% | 资产负债率 (Nareit 口径) | 资产负债率 |
|---|--------|-----------|----------|------------|-------------------|-------|
| CareTrust REIT Inc | CTRE.O | 1,413.70 | 6.66 | 6.76 | 28.2% | 38.9% |
| Community Healthcare Trust, Inc. | CHCT.N | 772.4 | - | 4.36 | 20.1% | 37.2% |
| Diversified Healthcare Trust | DHC.O | 862.9 | -23.67 | 16.53 | 80.2% | 56.8% |
| Global Medical REIT Inc | GMRE.N | 438.4 | 87.73 | 7.91 | 46.5% | 54.3% |
| Healthcare Realty Trust Incorporated | HR.N | 3,735.20 | 4.21 | 4.3 | 29.0% | 46.7% |
| Healthcare Trust of America, Inc. Class A | HTA.N | 5,255.50 | 1.32 | 5.19 | 35.5% | 48.3% |
| Healthpeak Properties, Inc. | PEAK.N | 12,054.10 | -4.52 | 6.21 | 34.8% | 52.5% |
| LTC Properties, Inc. | LTC.N | 1,227.90 | -2.93 | 7.38 | 36.1% | 48.1% |
| Medical Properties Trust, Inc. | MPW.N | 8,946.50 | 10.38 | 6.25 | 44.2% | 54.2% |
| National Health Investors, Inc. | NHI.N | 2,176.90 | -1.84 | 8.91 | 39.8% | 50.8% |
| New Senior Investment Group Inc | SNR.N | 212.8 | -23.95 | 20.31 | 88.2% | 87.4% |
| Omega Healthcare Investors, Inc. | OHI.N | 6,014.80 | -1.24 | 10.1 | 45.4% | 55.7% |
| Physicians Realty Trust | DOC.N | 2,625.50 | 0.53 | 6.6 | 38.6% | 42.3% |
| Sabra Health Care REIT, Inc. | SBRA.O | 2,209.30 | -12.99 | 16.48 | 52.2% | 42.5% |
| Universal Health Realty Income Trust | UHT.N | 1,385.90 | 17.03 | 2.72 | 17.2% | 62.8% |

| | | | | | | |
|-----------------|--------|-----------|--------|-------|-------|-------|
| Ventas, Inc. | VTR.N | 9,985.30 | -11.32 | 11.83 | 55.2% | 56.2% |
| Welltower, Inc. | WELL.N | 18,785.00 | -5.39 | 7.6 | 45.0% | 49.1% |
| 合计 | | 78,102.10 | 2.5 | 8.79 | 43.3% | |

资料来源：Nareit《REITWatch》，天风证券研究所 注：截至 2020 年 3 月 31 日

属于泛基建类的数据中心有 5 只 REITs 上市，截至 3 月 31 日总市值为 1044 亿美元，其中最大的是 Equinix(EQIX.O)，其在 2003 年就已上市，在 2015 年 1 月 1 日起正式转变 REIT。另外 CyrusOne 在 2013 年就已 REIT 的形式上市了。数据中心 REITs 最近五年年化回报率非常好，很受投资者青睐，这些公司普遍介于盈利和非盈利之间，市盈率较高。另一方面股利回报率普遍一般。这些公司的资产负债率都在 50%以上。

表 6：美国上市数据中心 REITs 一览

| 公司名称 | 公司代码 | 市值（百万美元） | 五年年化回报率% | 最新一年股利收益率% | 资产负债率（Nareit 口径） | 资产负债率 |
|--------------------------------|--------|------------|----------|------------|------------------|-------|
| CoreSite Realty Corporation | COR.N | 4,367.90 | 23.42 | 4.21 | 22.6% | 89.8% |
| CyrusOne, Inc. | CONE.O | 6,988.40 | 18.49 | 3.24 | 30.8% | 62.4% |
| Digital Realty Trust, Inc. | DLR.N | 36,441.20 | 20.54 | 3.23 | 22.6% | 53.8% |
| Equinix, Inc. | EQIX.O | 53,262.60 | 25.37 | 1.7 | 20.0% | 63.1% |
| QTS Realty Trust, Inc. Class A | QTS.N | 3,370.70 | 13.58 | 3.24 | 31.5% | 55.2% |
| 合计 | | 104,430.80 | 20.28 | 3.12 | 25.5% | |

资料来源：Nareit《REITWatch》，天风证券研究所 注：截至 2020 年 3 月 31 日

属于泛基建类的工业物流有 14 只 REITs 上市，截至 3 月 31 日总市值为 1073 亿美元，其中最大的是安博（PLD.N），其在 1997 年就已上市，市值占了整个物流仓储 REITs 一半以上。工业物流 REITs 最近五年年化回报率比较好，股利回报率也不错。这些公司的资产负债率很少有超过 60%的，比较健康。

表 7：美国上市工业物流 REITs 一览

| 公司名称 | 公司代码 | 市值（百万美元） | 五年年化回报率% | 最新一年股利收益率% | 资产负债率（Nareit 口径） | 资产负债率 |
|---|--------|------------|----------|------------|------------------|-------|
| Americold Realty Trust | COLD.N | 6,519.70 | - | 2.47 | 22.9% | 56.0% |
| Duke Realty Corporation | DRE.N | 11,901.90 | 12.43 | 2.9 | 19.8% | 39.7% |
| EastGroup Properties, Inc. | EGP.N | 4,064.40 | 15.30 | 2.87 | 22.7% | 53.8% |
| First Industrial Realty Trust, Inc. | FR.N | 4,203.30 | 12.18 | 3.01 | 27.7% | 48.9% |
| Industrial Logistics Properties Trust | ILPT.O | 1,141.40 | - | 7.53 | 55.2% | 59.3% |
| Innovative Industrial Properties Inc | IIPR.N | 1,293.50 | - | 5.27 | 9.5% | 26.5% |
| Lexington Realty Trust | LXP.N | 2,461.40 | 7.23 | 4.23 | 35.1% | 45.8% |
| Monmouth Real Estate Investment Corporation Class A | MNR.N | 1,178.70 | 6.76 | 5.64 | 42.3% | 46.0% |
| Plymouth Industrial REIT, Inc. | PLYM.N | 149.6 | - | 13.44 | 71.2% | 64.5% |
| Prologis, Inc. | PLD.N | 59,174.80 | 16.64 | 2.89 | 20.5% | 33.1% |
| PS Business Parks, Inc. | PSB.N | 3,715.70 | 13.42 | 3.1 | 0.0% | 4.1% |
| Rexford Industrial Realty, Inc. | REXR.N | 4,666.70 | 23.88 | 2.1 | 15.3% | 27.9% |
| STAG Industrial, Inc. | STAG.N | 3,348.60 | 4.96 | 6.39 | 32.6% | 43.2% |
| Terreno Realty Corporation | TRNO.N | 3,467.80 | 21.10 | 2.09 | 12.4% | 28.0% |
| 合计 | | 107,287.50 | 13.39 | 4.57 | 27.7% | |

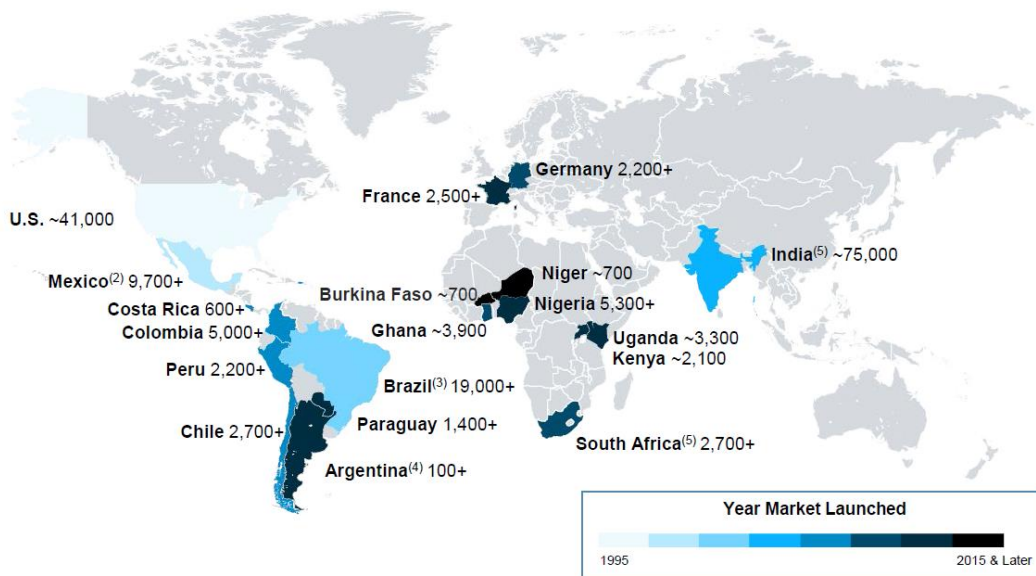
资料来源：Nareit《REITWatch》，天风证券研究所 注：截至 2020 年 3 月 31 日

1.3. 美国基建和泛基建 REITs 案例分析

1.3.1. 美国电塔：转型基建 REITs 市场反应正面，发展稳健

美国电塔 (AMT.N) 于 1995 年创建, 最初是 American Radio Systems 的子公司, 后于 1998 年被拆分独立上市。它是目前美国最大的 REITs, 主要业务是向无线服务提供商、广播电视公司、无线数据和数据提供商、政府机构和市政当局及其他行业提供空间通信站点租赁业务, 也提供顶棚通信站点和室外分布式天线系统 (“DAS”) 网络租赁管理和服务。目前在全美等 19 个国家拥有并运营超过 18 万个无线和电信通信单位 (美国接近 4.1 万个, 亚洲 7.5 万个, 非洲 1.8 万个, 拉丁美洲 4.1 万个, 欧洲 4700 个)。

图 7: 美国电塔的铁塔分布



资料来源: American Tower Overview Presentation、天风证券研究所

公司的主要客户是世界各地的电信运营商, 全球各地的主要电信运营商基本都是他的主要客户。

表 8: 主要客户和区域占比

| 区域 | 主要客户和区域占比 |
|------|---|
| 美国 | AT&T、Verizon Wireless, T-Mobile, Sprint, 收入占比超过 89% |
| 亚洲 | Vodafone Idea Limited, Airtel, Reliance Jio, 收入占比超过 83% |
| 非洲 | MTN, Airtel, 收入占比超过 74% |
| 欧洲 | Telefonica, Bouygues, Free, 收入占比超过 70% |
| 拉丁美洲 | Telefonica, AT&T, America Movil, 收入占比超过 58% |

资料来源: AMT2019 年报、天风证券研究所

公司的主要业务是将拥有或者长期租赁的无线通信铁塔以及提供无缝连接的分布式天线系统(DAS)网络出租给电信运营商使用, 并提供一系列无线通讯覆盖解决方案。对于公司来说, 存在一定的规模经济效应, 一座铁塔可出租给三个租户, 随着租户提升, 投资回报率会快速提升, 如下图所示。

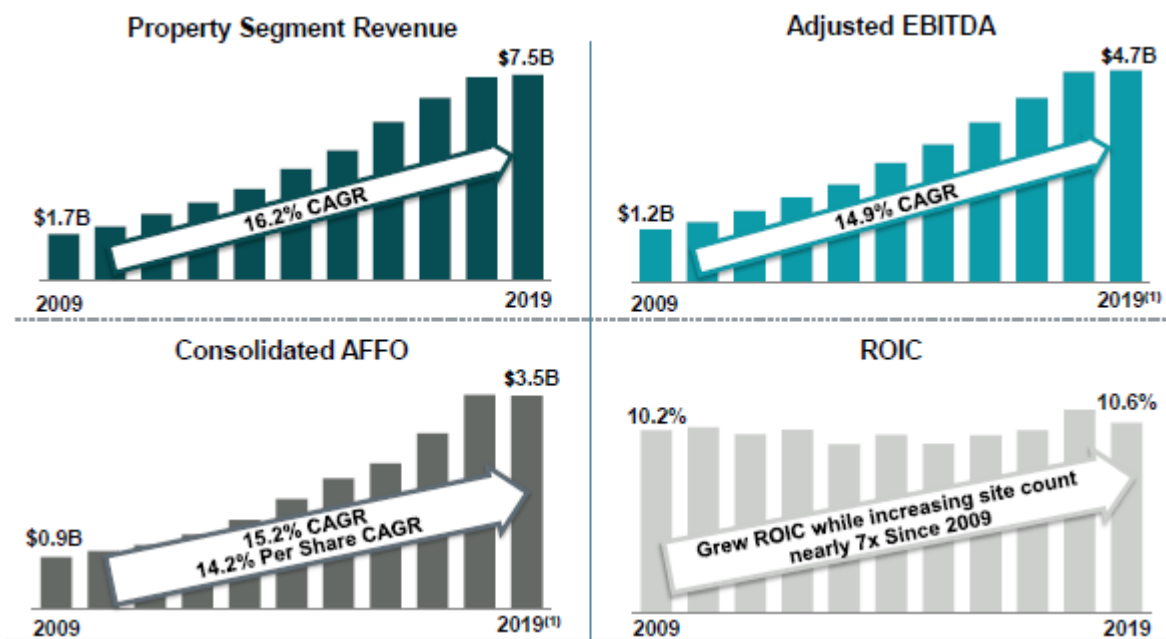
图 8: 美国电塔业务存在一定规模经济效应

| | One Tenant | Two Tenants ⁽²⁾ | Three Tenants ⁽²⁾ |
|--|------------|----------------------------|------------------------------|
| Construction/Upgrade Costs (\$ in US) | \$275,000 | - | - |
| Tenant Revenue | \$20,000 | \$50,000 | \$80,000 |
| Operating Expenses (incl. ground rent, prop taxes, etc.) | \$12,000 | \$13,000 | \$14,000 |
| Gross Margin | \$8,000 | \$37,000 | \$66,000 |
| Gross Margin (%) | 40% | 74% | 83% |
| Gross Margin Conversion Rate ⁽³⁾ | - | 97% | 97% |
| Return on Investment ⁽⁴⁾ | 3% | 13% | 24% |

资料来源：American Tower Overview Presentation，天风证券研究所

美国电塔早在 1998 年就已经上市，在 2011 年时，时值 4G 通信基础设施正在大规模建设，美国电塔资本支出很高同时税率比较重；但美国电塔本身是重资产运营，各项条件都符合转换为 REITs 的要求。所以考虑到税率上的减免和给资本市场一个“公司在 4G 领域资本支出投资很大”的一个形象，在 2011 年时决定转变成 REITs，并于 2011 年最后一天正式转为 REITs。这一转变对于公司经营有一定的变化，公司净利率增加，公司的资本支出也比之前更加激进。公司这十年年化收入增速达 16.2%，年化运营现金流增速达 15.2%。

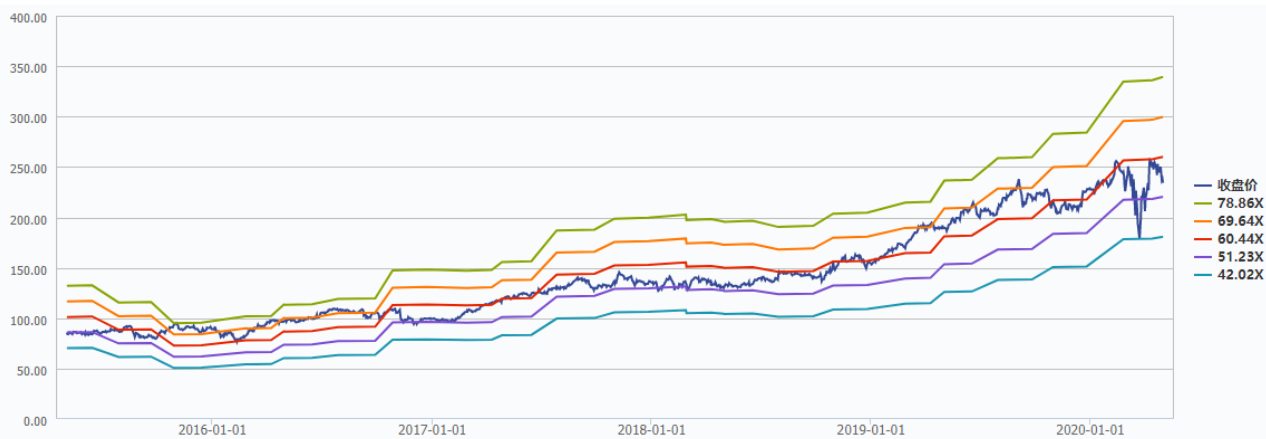
图 9：美国电塔财务指标



资料来源：American Tower Overview Presentation，天风证券研究所

公司转变为 REITs 的举动也受到了资本市场的青睐，从 2011 年的 40 美元一直上涨至 2019 年的 230 美元，期间走势非常稳健，而之前的股价横向波动较多，也不稳定。从市盈率通道也可以看到，公司 PE 估值常年在 50-70 倍之间。近年由于 5G 的推广，公司从 2018 年开始就积极向大家宣传公司在 5G 上的投入。近年每年通过新建或并购方式增加近 1 万个铁塔。

图 10：美国电塔市盈率通道



资料来源：wind、天风证券研究所

从公司发放股利情况来看，每个季度股利逐季增加，非常稳定，由于每股企业自由现金流比较高，股利支付率基本在 100%左右。但另一方面，公司的资产负债率也在逐季升高，一方面公司加大资本开支，负债端借款开始增加，另一方面公司不断实施股票回购，公司的权益不断减少。非流动资产占总资产比例在 90%以上，符合相关 REITs 的要求。

表 9：公司分红情况和财务情况

| 财报期（单季） | 每股派息 | 每股收益 | 股利支付率 | 每股企业自由 现金流 | 资产负债率 | 非流动资产占 总资产比例 |
|------------|--------|------|--------|---------------|--------|-----------------|
| 2020-03-31 | 1.0800 | 0.94 | 114.9% | 1.78 | 88.71% | 93.9% |
| 2019-12-31 | 1.0100 | 1.27 | 79.5% | 1.68 | 84.61% | 94.0% |
| 2019-09-30 | 0.9500 | 1.13 | 84.1% | 2.25 | 83.79% | 94.0% |
| 2019-06-30 | 0.9200 | 0.97 | 94.8% | 2.42 | 83.02% | 94.3% |
| 2019-03-31 | 0.9000 | 0.90 | 100.0% | 3.25 | 83.33% | 94.7% |
| 2018-12-31 | 0.8400 | 0.63 | 133.3% | 2.96 | 79.08% | 92.8% |
| 2018-09-30 | 0.7900 | 0.83 | 95.2% | 1.54 | 79.19% | 92.6% |
| 2018-06-30 | 0.7700 | 0.70 | 110.0% | 2.67 | 78.51% | 93.6% |
| 2018-03-31 | 0.7500 | 0.63 | 119.0% | 0.5 | 76.71% | 91.9% |
| 2017-12-31 | 0.7000 | 0.51 | 137.3% | 1.72 | 76.05% | 93.9% |
| 2017-09-30 | 0.6600 | 0.70 | 94.3% | 1.53 | 74.45% | 93.9% |
| 2017-06-30 | 0.6400 | 0.80 | 80.0% | 1.73 | 74.48% | 94.4% |
| 2017-03-31 | 0.6200 | 0.68 | 91.2% | 1.77 | 73.44% | 94.7% |
| 2016-12-31 | 0.5800 | 0.48 | 120.8% | 1.48 | 73.87% | 94.5% |
| 2016-09-30 | 0.5500 | 0.56 | 98.2% | 1.62 | 74.31% | 95.5% |
| 2016-06-30 | 0.5300 | 0.37 | 143.2% | 1.55 | 74.22% | 95.7% |
| 2016-03-31 | 0.5100 | 0.59 | 86.4% | 1.14 | 74.13% | 96.2% |
| 2015-12-31 | 0.4900 | 0.49 | 100.0% | 0.75 | 75.05% | 96.3% |
| 2015-09-30 | 0.4600 | 0.17 | 270.6% | 1.6 | 75.18% | 96.5% |

资料来源：wind、天风证券研究所

公司目前前十大股东比较分散，最大的股东是美国先锋集团，占比 13.2%，是全球第二大基金管理公司，其他股东也基本上是共同基金公司或信托公司。

图 11：美国电塔前十大股东

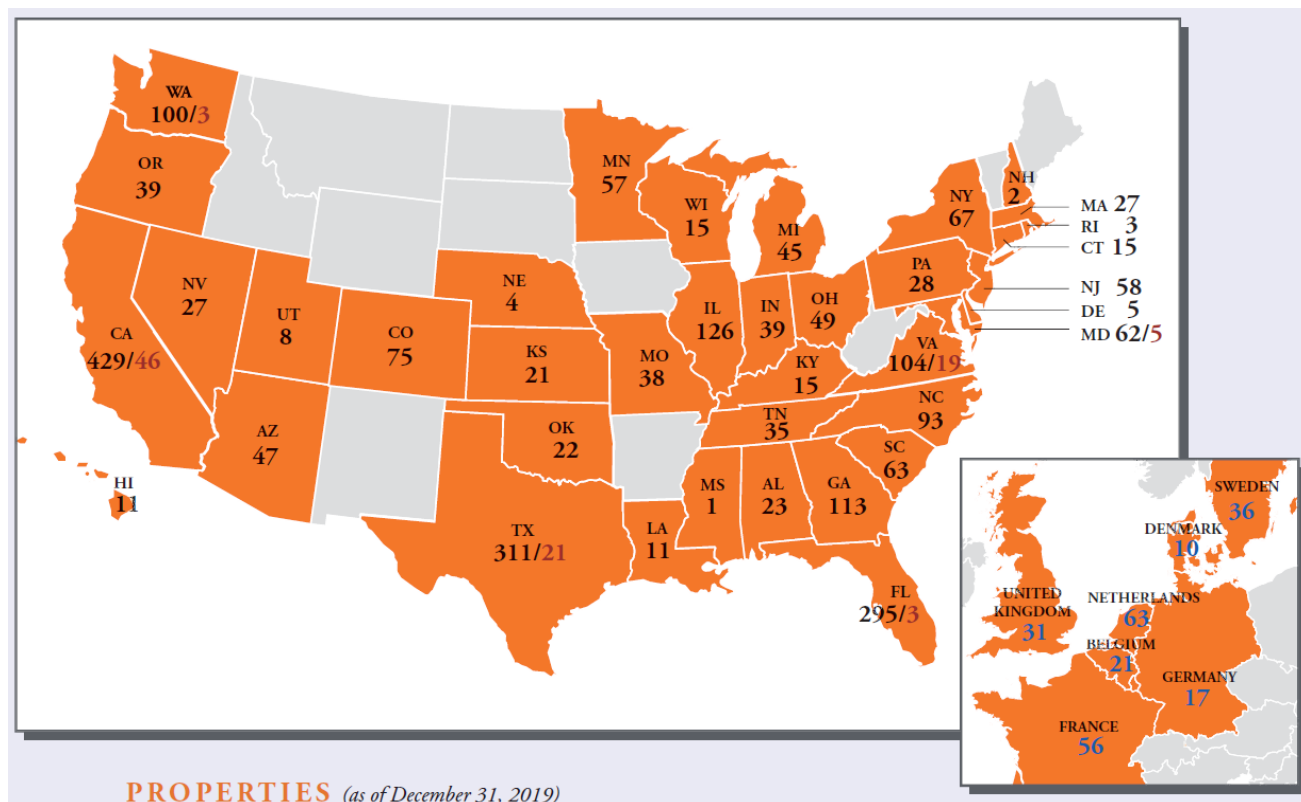
| 序号 | 股东名称 | 持股数量(万股) | 持股市值(万美元) | 持股数占比(%) |
|----|---------------------------------|----------|--------------|----------|
| 1 | VANGUARD GROUP INC | 5,845.41 | 1,343,393.21 | 13.20 |
| 2 | FMR LLC | 1,848.29 | 424,775.06 | 4.17 |
| 3 | WELLINGTON MANAGEMENT GROUP LLP | 1,745.49 | 401,148.35 | 3.94 |
| 4 | CAPITAL WORLD INVESTORS | 1,108.08 | 254,658.00 | 2.50 |
| 5 | COHEN & STEERS, INC. | 903.11 | 207,553.36 | 2.04 |
| 6 | EDGEWOOD MANAGEMENT LLC | 856.28 | 196,790.87 | 1.93 |
| 7 | AKRE CAPITAL MANAGEMENT LLC | 718.62 | 165,153.52 | 1.62 |
| 8 | NORTHERN TRUST CORP | 663.17 | 152,409.96 | 1.50 |
| 9 | DIMENSIONAL FUND ADVISORS LP | 661.28 | 151,975.46 | 1.49 |
| 10 | GEODE CAPITAL MANAGEMENT, LLC | 636.86 | 146,364.22 | 1.44 |

资料来源：wind、天风证券研究所

1.3.2. 大众仓储：公募 REIT 上市后迎来大发展成为行业龙头

大众仓储信托（PSA.N）成立于 1980 年，注册地美国马里兰州，在 1995 年被重组成一只公募 REIT，是一只自助仓储 REIT。大众仓储在美国和欧洲提供自助存储设施的并购、开发、持有和经营，其提供的业务包括：（1）自助存储服务；（2）辅助经营性业务；（3）股权投资运营服务。自助仓储服务是指企业收购，开发，拥有和运营自助仓储设施，为个人和商业用途提供每月租赁的存储空间。大众仓储是美国最大的自助仓储设施的所有者和运营商，目前拥有超过 2800 个自助仓储设施的直接和间接股权，并有超过 100 万的客户，存储空间超过 2.09 亿平方英尺。

图 12：公司存储空间分布



资料来源：大众仓储年报、天风证券研究所

以下是公司的一个典型仓储空间，可供存放帆船、汽车、户外大件家具、小件家具等器材，收费从 50 美金一个月起步。美国人一生会经常搬家，并且有积极的消费倾向，所以存在很大的自助仓储需求。

图 13：大众仓储典型的仓储空间


280 Lancaster Dr NE
Salem, OR 97301
 2.75 miles [View on map >](#)



Unit Sizes
5'x5' to
10'x40'
From \$50/mo

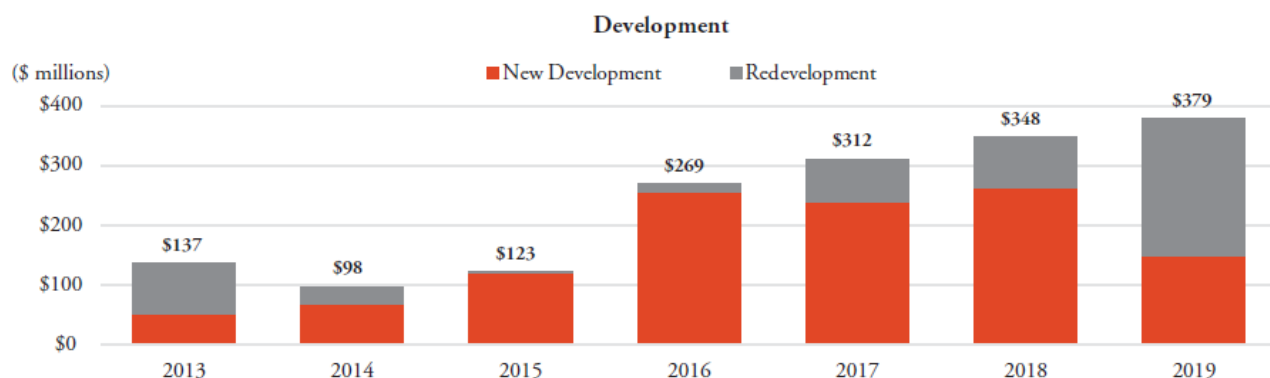
Unit Features at This Location

-  Boat Storage
-  Car Storage
-  Indoor & Outdoor Storage Units
-  Property Manager Lives On-site
-  RV Storage
-  Small, Medium & Large Storage Units

资料来源：大众仓储官网、天风证券研究所

公司近年来在资本支出的投入上也在逐年增加，但新建的比例在下降，更多的是改建和扩建（电子锁和远程实施管理）。自助仓储行业在 2008 年经济危机后发展很快，很多美国人住房需求从自有变成了租房，搬家行为增加，增加了这一市场的需求，自助仓储被大量的建设，到 2016 年到达一个顶峰。其后失业率减少、出租者逐渐定居、快递物流的快速发展对这个行业都产生了不利影响。目前大量的新建自助仓储稀释了整个行业的利润，因此也导致公司近几年自助仓储收入有所放缓。

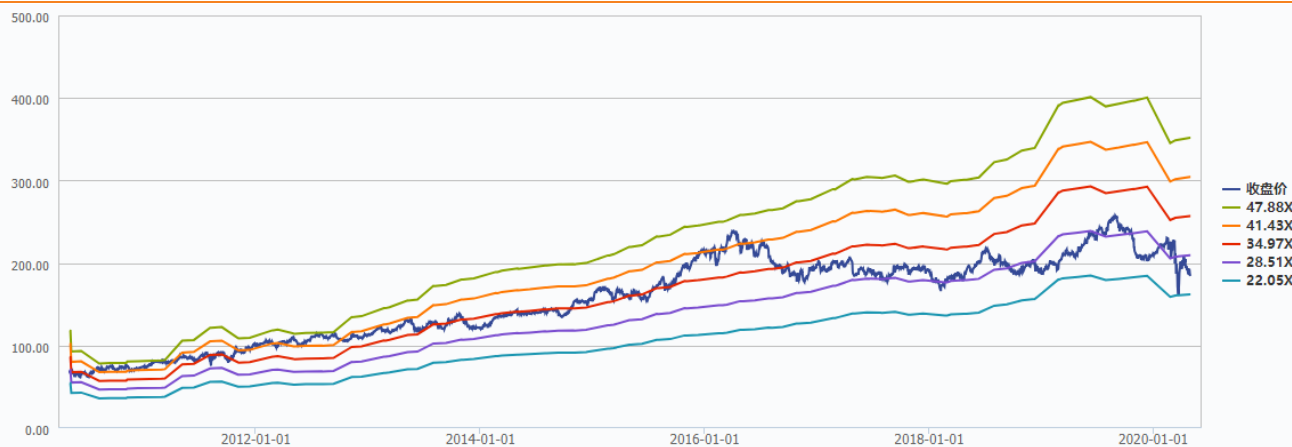
图 14：大众仓储资本开支方向



资料来源：大众仓储年报、天风证券研究所

从股价的表现上也能看出，2016 年之后公司股价处于波动状态，与之前表现有很大差异。公司在 1995 年上市后股价在 1995-1998 年、2001-2007 年、2009 年-2016 年迎来过三轮长周期的持续上涨。公司的估值中枢也从之前的 45 倍左右降到 28 倍左右。目前美国失业率再次快速增加，会不会再次增加美国人的搬家频率从而增加这个行业的需求？可以持续关注。

图 15：大众仓储市盈率通道



资料来源：wind、天风证券研究所

从分红情况来看，公司每股派息比较固定，也与今年业绩缓慢增长有关；估计支付率超过100%。公司资产负债率较低，因为主要是C端消费者，现金回款情况良好不需要太多债务。非流动资产占总资产比例在90%以上，符合相关REITs的要求。

表 10：大众仓储分红情况

| 财报期 | 单季每股收益 | 每股派息 | 股利支付率(%) | 资产负债率 | 非流动资产占总资产比例 |
|------------|--------|------|----------|-------|-------------|
| 2020-03-31 | 1.80 | 2.00 | 111% | 23.6% | 93.9% |
| 2019-12-31 | 1.87 | 2.00 | 107% | 20.1% | 96.4% |
| 2019-09-30 | 1.94 | 2.00 | 103% | 23.0% | 95.3% |
| 2019-06-30 | 1.76 | 2.00 | 114% | 20.9% | 96.8% |
| 2019-03-31 | 1.73 | 2.00 | 116% | 16.4% | 98.0% |
| 2018-12-31 | 3.05 | 2.00 | 66% | 16.3% | 96.7% |
| 2018-09-30 | 1.85 | 2.00 | 108% | 17.0% | 96.0% |
| 2018-06-30 | 2.00 | 2.00 | 100% | 16.6% | 96.8% |
| 2018-03-31 | 1.66 | 2.00 | 120% | 16.6% | 96.6% |
| 2017-12-31 | 1.92 | 2.00 | 104% | 16.5% | 96.0% |
| 2017-09-30 | 1.61 | 2.00 | 124% | 16.8% | 93.6% |
| 2017-06-30 | 1.60 | 2.00 | 125% | 11.6% | 96.5% |
| 2017-03-31 | 1.62 | 2.00 | 123% | 6.9% | 98.8% |
| 2016-12-31 | 2.04 | 2.00 | 98% | 6.8% | 98.2% |
| 2016-09-30 | 1.78 | 1.80 | 101% | 7.9% | 99.4% |
| 2016-06-30 | 1.62 | 1.80 | 111% | 12.3% | 97.4% |
| 2016-03-31 | 1.40 | 1.70 | 121% | 9.8% | 97.0% |
| 2015-12-31 | 1.76 | 1.70 | 97% | 5.9% | 98.9% |
| 2015-09-30 | 1.58 | 1.70 | 108% | 4.9% | 99.6% |
| 2015-06-30 | 2.76 | 1.70 | 62% | 3.4% | 99.8% |

资料来源：wind、天风证券研究所

公司目前前十大股东比较分散，最大的股东是美国先锋集团，占比11.66%；第二名是创始人子女，第三名是贝莱德，全球最大的基金管理公司。前十名股东基本是共同基金公司或者信托公司。

表 11：大众仓储前十大股东

| 股东名称 | 直接持股数量（万股） | 占已发行普通股比例(%) | 股东类型 |
|-------------------------|------------|--------------|----------|
| The Vanguard Group | 2037.012 | 11.66 | 持股5%以上股东 |
| Tamara Hughes Gustavson | 1816.122 | 10.4 | 创始人子女 |

| | | | |
|--|----------|------|-----------|
| BlackRock, Inc. | 1639.266 | 9.38 | 持股 5%以上股东 |
| STATE STREET CORPORATION | 1046.958 | 5.99 | 持股 5%以上股东 |
| WELLINGTON MANAGEMENT GROUP LLP | 613.8 | 3.52 | 投资机构 |
| COHEN & STEERS, INC. | 498.52 | 2.86 | 投资机构 |
| JPMORGAN CHASE & CO | 361.06 | 2.07 | 投资机构 |
| APG ASSET MANAGEMENT US INC. | 351 | 2.01 | 投资机构 |
| GEODE CAPITAL MANAGEMENT, LLC | 318.68 | 1.83 | 投资机构 |
| BANK OF AMERICA CORP /DE/ | 297.58 | 1.71 | 投资机构 |
| MASSACHUSETTS FINANCIAL SERVICES CO /MA/ | 267.84 | 1.54 | 投资机构 |

资料来源：wind、天风证券研究所

1.3.3. 易昆尼克斯：转型数据中心 REIT 享受税收优惠，更专注于主业

易昆尼克斯（EQIX.N）成立于 1998 年，2003 年在纳斯达克上市。2012 年公司宣布计划申请变更为 REIT，耗时两年后终于在 2014 年完成全部流程，2015 年 1 月 1 日起正式成为 REIT。易昆尼克斯是一家全球数据中心提供商，提供数据中心主机托管、互联与连接性服务，以及各类基础设施的解决方案。在数据中心规模和业务收入等方面是全球互联网数据中心（IDC）行业中占有率最高。公司业务遍及五大洲，覆盖 55 个核心商业城市，拥有 210 个数据中心。

易昆尼克斯合作伙伴包括全球 1800 多家网络应用服务商、2900 多家云及 IT 服务提供商，为全球超过 9700 家客户提供卓越的服务，包括 ORACLE、Azure、Google、福特、亚马逊云、雀巢等世界知名企业，也包括国内中国联通、电信、移动三大运营商。

图 16：Equinix 年报

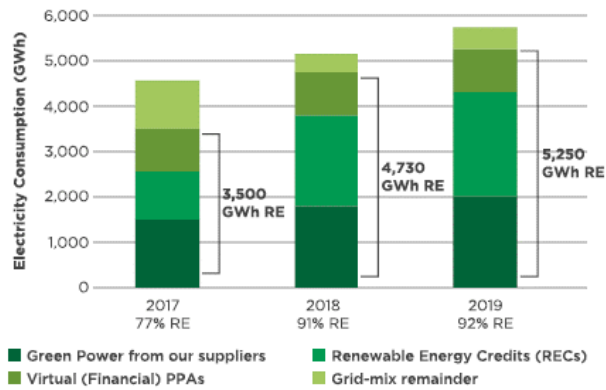


资料来源：Equinix 年报、天风证券研究所

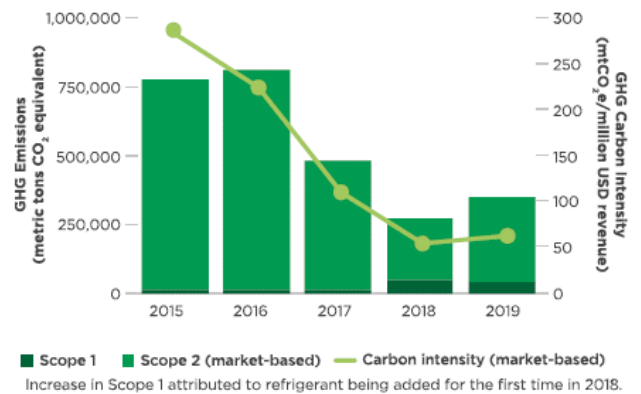
易昆尼克斯凭借自身的可靠性、可用性和技术支持得到客户的认可，可靠性超过 99.9999%。同时在绿色再生能源利用、单位耗能、碳强度上达到领先的水平。其 2019 年利用的再生能源占比达到 92%，共 5250GWh；碳强度也持续下降。

图 17：Equinix 在环境方面的贡献

RENEWABLE ENERGY BY TYPE



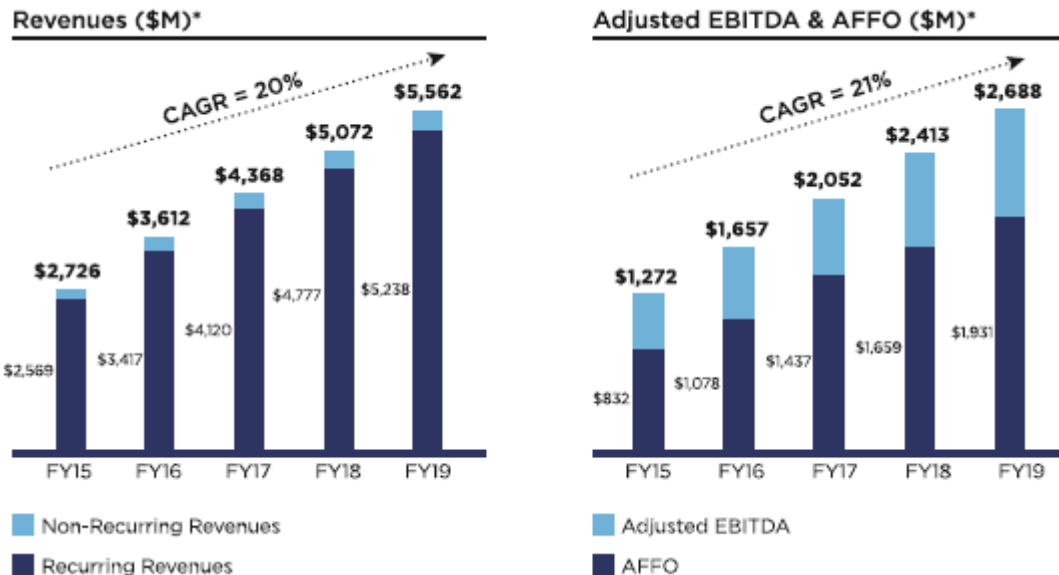
GHG EMISSIONS AND CARBON INTENSITY



资料来源：Equinix 年报、天风证券研究所

公司 2019 财年收入 55.62 亿美元，5 年复合增长率 20%；调整后的 EBITDA 26.88 亿美元，5 年复合增长率 21%。龙头公司体现出了良好的成长性。

图 18：Equinix 财务数据

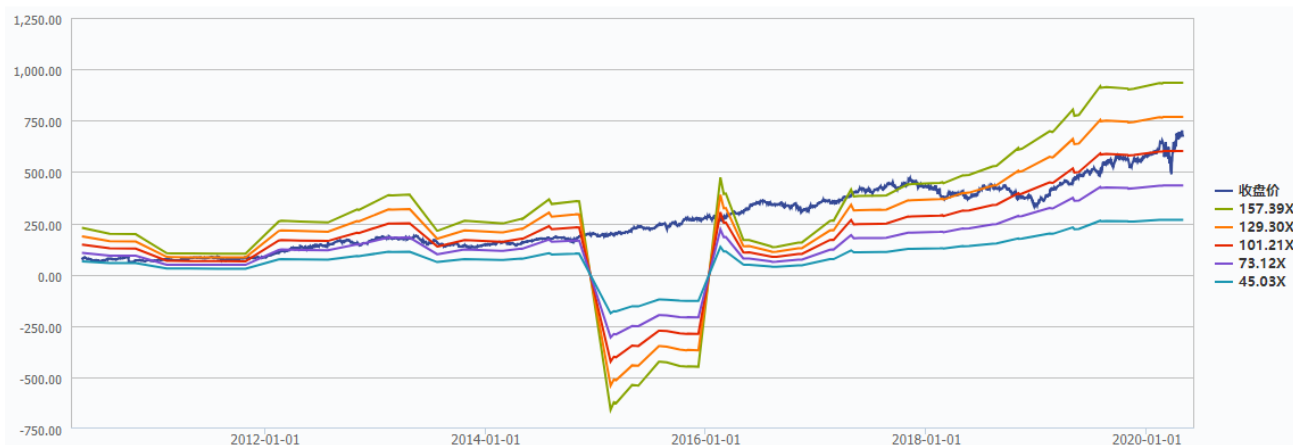


资料来源：Equinix 年报、天风证券研究所

易昆尼克斯采用重资产模式，建设或收购覆盖全球范围的数据中心这一战略布局既提高了客户粘度，帮助用户实现业务的区域扩张，但另一方面也导致易昆尼克斯面临着资产流动性低、周转率差等经营状况，同时易昆尼克斯亦需要筹集大量资金自建或收购数据中心，财务成本较高。其竞争对手 CyrusOne 在 2013 年就已 REIT 的形式上市了，易昆尼克斯当时也在努力筹备中，2015 年初终于转变为 REITs，公司完成转变后有效税率从 30% 左右下降到 10% 左右，公司的投资重点也更加突出。

从市盈率通道来看，公司在转变前后业绩有些波动，但转变完成后业绩较之前更加稳定，财务指标好转。投资者对这类公司投资热情很高，估值常年围绕在 100 倍上下。这次疫情反而催生了各个客户对 IDC 的需求，公司股价反而创出了新高。

图 19：Equinix 市盈率通道



资料来源：wind、天风证券研究所

公司每股派息随着利润增长逐年增长，由于每股经营现金流较高，公司的股利支付率也比较高，经常超过 150%。但是由于股价较高，分红收益率仅 1.7%。公司客户粘性较高、毛利率高、现金收款情况较好，所以虽然每年投入多但借债需求不多，资产负债率 60%左右，非流动资产占总资产比例占 90%左右，符合 REITs 的要求。

表 12：Equinix 分红派息情况

| 财报期（单季） | 每股派息 | 每股收益 | 股利支付率(%) | 资产负债率 | 非流动资产占总资产比例 |
|------------|--------|-------|----------|-------|-------------|
| 2019-12-31 | 2.6600 | 1.46 | 182.2% | 63.1% | 88.0% |
| 2019-09-30 | 2.4600 | 1.42 | 173.2% | 63.1% | 87.5% |
| 2019-06-30 | 2.4600 | 1.71 | 143.9% | 61.7% | 86.9% |
| 2019-03-31 | 2.4600 | 1.44 | 170.8% | 61.8% | 88.3% |
| 2018-12-31 | 2.4600 | 1.37 | 179.6% | 62.5% | 92.5% |
| 2018-09-30 | 2.2800 | 1.57 | 145.2% | 64.3% | 91.1% |
| 2018-06-30 | 2.2800 | 0.85 | 268.2% | 64.7% | 90.8% |
| 2018-03-31 | 2.2800 | 0.79 | 288.6% | 65.5% | 85.2% |
| 2017-12-31 | 2.2800 | 0.83 | 274.7% | 64.2% | 88.0% |
| 2017-09-30 | 2.0000 | 1.03 | 194.2% | 63.4% | 86.7% |
| 2017-06-30 | 2.0000 | 0.59 | 339.0% | 64.3% | 89.4% |
| 2017-03-31 | 2.0000 | 0.58 | 344.8% | 62.7% | 67.6% |
| 2016-12-31 | 2.0000 | 0.87 | 229.9% | 62.1% | 88.4% |
| 2016-09-30 | 1.7500 | 0.74 | 236.5% | 65.4% | 87.3% |
| 2016-06-30 | 1.7500 | 0.66 | 265.2% | 64.7% | 84.2% |
| 2016-03-31 | 1.7500 | -0.46 | - | 64.5% | 83.9% |
| 2015-12-31 | 1.7500 | 0.14 | 1250.0% | 64.3% | 68.5% |
| 2015-09-30 | 1.6900 | 0.72 | 234.7% | 73.5% | 83.9% |

资料来源：wind、天风证券研究所

公司的前十大股东第一是美国先锋集团，第二是贝莱德，和美国电塔、大众仓储类似，股权比例也比较分散。

表 13：Equinix 前十大股东

| 股东名称 | 直接持股数量（万股） | 占已发行普通股比例(%) | 股东类型 |
|----------------------|------------|--------------|-----------|
| The Vanguard Group | 1,118.36 | 13.11 | 持股 5%以上股东 |
| BlackRock, Inc. | 654.40 | 7.67 | 持股 5%以上股东 |
| COHEN & STEERS, INC. | 357.95 | 4.2 | 机构投资者 |

| | | | |
|---------------------------------|--------|------|-------|
| EDGEWOOD MANAGEMENT LLC | 339.99 | 3.99 | 机构投资者 |
| CAPITAL WORLD INVESTORS | 292.69 | 3.43 | 机构投资者 |
| AEW CAPITAL MANAGEMENT L P | 276.64 | 3.24 | 机构投资者 |
| FMR LLC | 253.36 | 2.97 | 机构投资者 |
| CAPITAL INTERNATIONAL INVESTORS | 249.17 | 2.92 | 机构投资者 |
| PRINCIPAL FINANCIAL GROUP INC | 157.91 | 1.85 | 机构投资者 |
| JPMORGAN CHASE & CO | 137.59 | 1.61 | 机构投资者 |

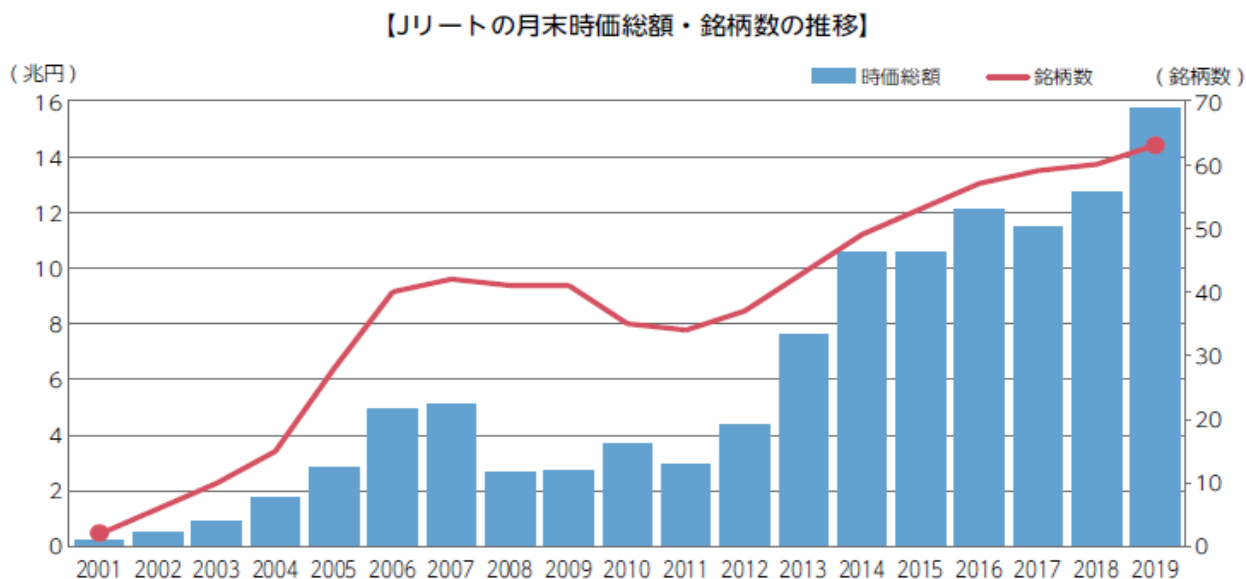
资料来源：wind、天风证券研究所

2. 日本基建 REITs 发展情况

2.1. 日本基建 REITs 发展情况：新生事物，交易所单列，目前规模较小

日本的公募 REITs (J-REIT) 始于 2001 年 9 月，当时上市的只有两只 REITs，期间经过了 2004-2007 年的快速发展、2008-2011 年的低迷调整，2012 年后整个市场又出现了恢复和增长。近年，由于国内近期恢复、2020 东京奥运会伴随来的对经济的期待，截至 2019 年 8 月，整个市场规模有 15.7 万亿日元，共 63 只 J-REIT。截至 3 月末，受到疫情影响，市场规模跌回到了 12.4 万亿日元。

图 20: J-REIT 市场规模和只数



资料来源：东京证券交易所《J-REIT guide book》、天风证券研究所 截至 2019 年 8 月

从指数回报的角度看，假设 2009 年 8 月东证 REIT 指数和 TOPIX（东证股价指数）同为 1000 点，则到 2019 年东证 REIT 指数超 3200 点，TOPIX 只有不到 2000 点。东证 REIT 指数大幅跑赢 TOPIX 指数。

图 21: 东证 REIT 指数和 TOPIX 指数走势

【配当込東証REIT指数、配当込TOPIXの相対指数推移（2009年8月末～2019年8月末）】

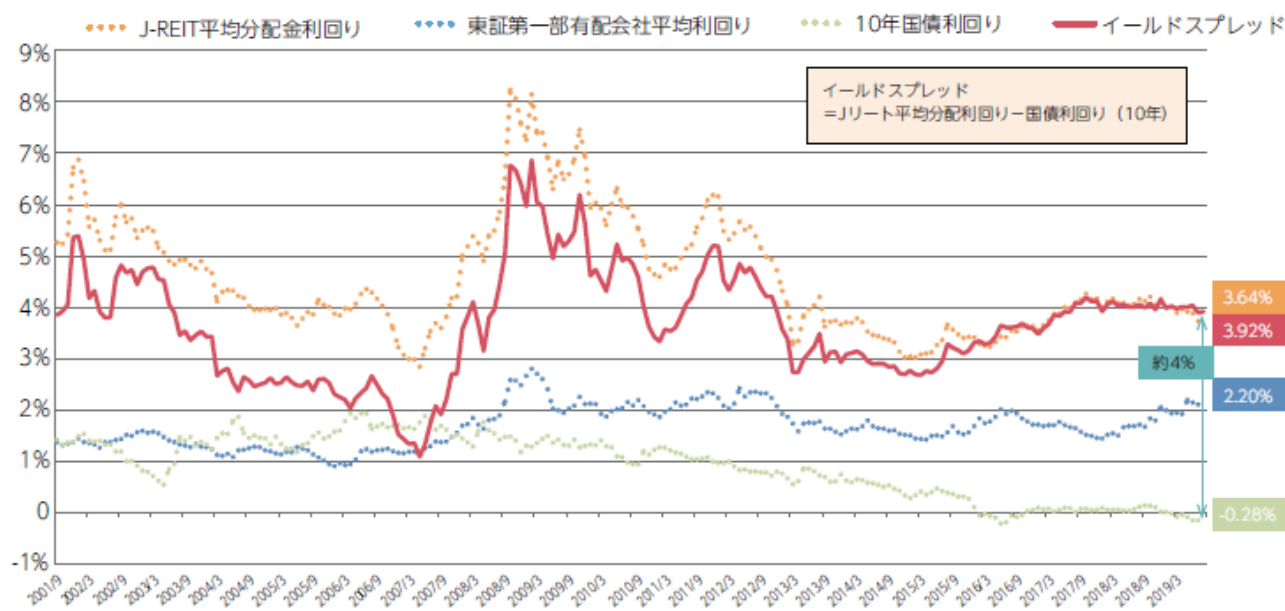


资料来源：东京证券交易所《J-REIT guide book》、天风证券研究所

如果考虑股利收益率，J-REIT 从诞生至今的股利回报率远大于东证一部平均回报率和 10 年期日本国债回报率，其中目前高出十年期国债收益率约 4 个百分点。

图 22：J-REIT 股利收益率比较

【平均予想分配金利回り、東証一部有配会社平均利回り、10年国債利回り、スプレッドの推移】



资料来源：东京证券交易所《J-REIT guide book》、天风证券研究所

不同于美国的 REITs 市场，日本将基础设施 REIT（インフラリート）单独分类（上述图表均没有包含基础设施 REITs 的证券）。基础设施 REIT 是东京证券交易所与 2015 年 4 月 30 日正式设立的，当时设立的背景是公共基础设施的维修和运营需要民间资金的运用，同时由于当时经济复苏，基础设施作为稳定的资产投资被寄予了很高的期望，因此应运而生。理论上，下表所述的类别都可以成为 REITs。

表 14：基础设施类别

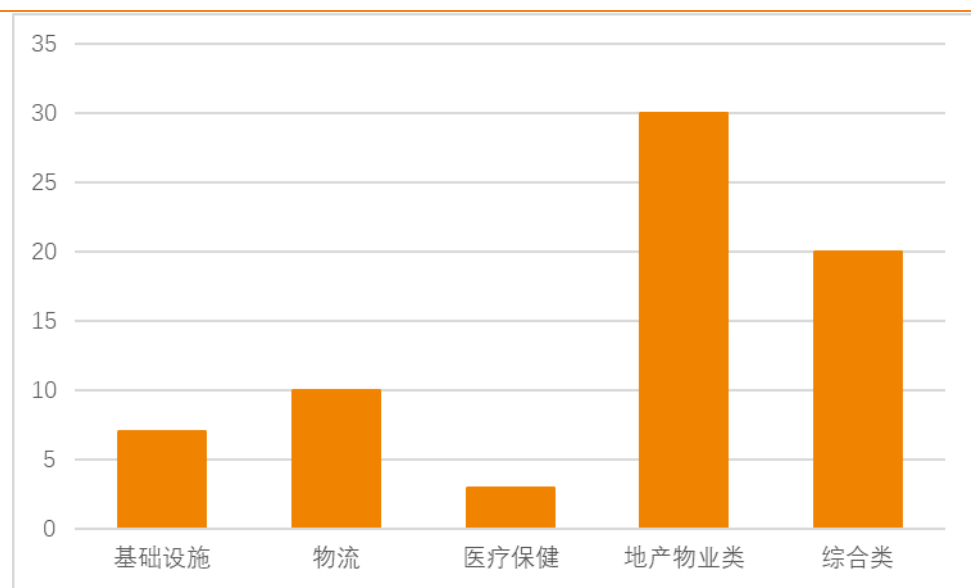
| 类别 | 示例 |
|----|----|
|----|----|

| | |
|----------|---------------------------|
| 再生能源发电设施 | 太阳能、风力、地热、生物质能、中小水电站 |
| 运输有关 | 道路、机场、港口、铁道、能源船 |
| 能源有关 | 发电、交电、配电、送电等发电设施、石油和天然气管道 |
| 其他 | 上下水道、无线设施等各种和基础设施有关的运营权 |

资料来源：东京证券交易所《J-REIT guide book》、天风证券研究所

截至目前，日本的基础设施 REITs 共有 7 只产品，市值只有 800-900 亿日元左右，管理的资产规模在 1600 亿日元左右，在整个 J-REIT 的占比不到 0.5%。由于占比太小，目前东京证券交易所还没有编制相应的指数。但是如果考虑靠泛基建的物流和医疗保健领域，则整个市值在 2.61 万亿日元左右，占整个 J-REIT 市场市值的 21%左右。从只数来看，泛基建领域共 20 只 REITs，J-REIT 市场的主流还是地产物业（写字楼、酒店、商业、住宅）和综合类的 REITs 居多。

图 23：J-REIT 的只数分布



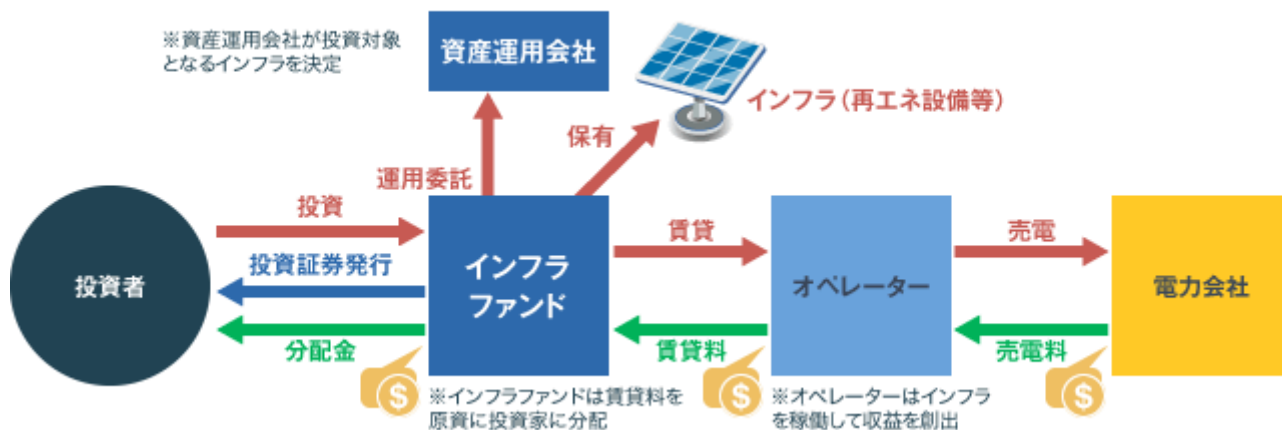
资料来源：东京证券交易所、天风证券研究所

基础设施 REITs 的上市条件和其他 REITs 没有太大的区别，都要求核心资产占总资产 70% 以上；核心资产、基础设施相关其他资产和现金占总资产 95% 以上；总资产达到 50 亿日元，净资产达到 10 亿日元；投资人数要超过 1000 人，股权要分散。如果当期净利润 90% 用于股利分配，可以免征公司税。与美国的 REITs 主要为公司型 REITs 不同，J-REIT 主要是信托型。

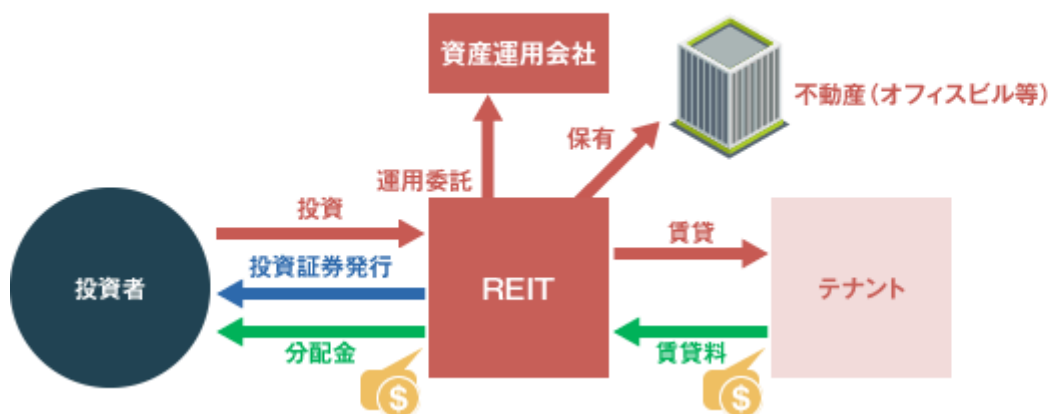
基础设施 REITs 相对于不动产 REITs 的区别在于除了资产的情况，由谁来运营也是非常重要的。将管理基础设施资产的人定位为“运营者”是上市要求之一。日本法律要求运营者有能力恰当运营基础设施资产，并要求披露有关运营者的重要信息（运营方针、运营人员信息等）。日本政府也十分鼓励将再生能源发电设施资产证券化租赁出去。所以再生资源基础设施 REITs 的收入来源是租金收入，但如果继续追溯下去，最终收益来源是电费。

图 24：日本基础设施 REIT 和 J-REIT 的区别

【インフラファンドの基本的な仕組み】



(参考) REITの基本的な仕組み



资料来源：东京证券交易所 J リート view，天风证券研究所

2.2. 日本基建及泛基建 REITs 一览：主要以太阳电站、物流设施 REITs 为主

日本第一只基础设施 REIT 在 2016 年 6 月上市，主要的资产为太阳能发电站，而后上市的基础设施 REIT 也都是以太阳能电站运营为主。日本的再生能源发电量占总发电量的比例在 2017 年只有 16%，而政府的目标是到 2030 年比例要达到 22%-24%，虽然目标仍然偏低，但政府对再生能源仍采取了很多目标推广，目前新投建的再生能源多数集中在太阳能领域，需要在这一激烈竞争的领域中采取新的融资形式，于是这些 REITs 纷纷上市。可以看到，这些 REITs 的分红收益率都在 6% 以上，要高于 J-REIT 3.64% 的平均水平。这些 REITs 的市盈率 TTM 普遍在 20 倍上下。

表 15：日本基础设施 REITs 明细

| 证券代码 | 证券名称 | 上市日期 | 投资方针 | 资产情况 | 分红收益率 | PE (TTM) |
|------|----------------------|------------|------------------------|--|-------|----------|
| 9281 | タカラレーベン・インフラ投資法人 | 2016/6/2 | 太阳能：90%以上，其他再生资源：10%以下 | 所持资产总额 453.2 亿日元，32 个发电站，总发电量 106.7MW | 7.33% | 17.54 |
| 9282 | いちごグリーンインフラ投資法人 | 2016/12/1 | 最初是太阳能电站，后改成可再生能源 | 所持资产总额 109.4 亿日元。15 个发电站，总发电量 29.43MW | 8.34% | 38.79 |
| 9283 | 日本再生可能エネルギーインフラ投資法人 | 2017/3/29 | 太阳能：90%以上，其他再生资源：10%以下 | 所持资产总额 348.01 亿日元。46 个发电站，总发电量 88.69MW | 7.07% | 23.71 |
| 9284 | カナディアン・ソーラー・インフラ投資法人 | 2017/10/30 | 同上 | 所持资产总额 488.50 亿日元。21 个发电站，总发电量 119.746MW | 7.76% | 20.03 |
| 9285 | 東京インフラ・エネル | 2018/9/27 | 同上 | 所持资产总额 85.24 亿日元。5 个发电站， | 6.83% | 22.53 |

| | | | | | | |
|------|-------------------|-----------|----|---|-------|-------|
| | ギー投資法人 | | | 总发电量 20.072MW | | |
| 9286 | エネクス・インフラ投資法人 | 2019/2/13 | 同上 | 所持资产总额 185.10 亿日元。6 个发电站， 总发电量 40.3MW | 6.52% | 20.22 |
| 9287 | ジャパン・インフラファンド投資法人 | 2020/2/20 | 同上 | 所持资产总额 100.9 亿日元。15 个发电站， 总发电量 30.4.MW | - | - |

资料来源：东京证券交易所、天风证券研究所

除了基础设施 REITs，其他泛基建领域的 REITs 总结如下。其中物流设施市盈率 TTM 普遍在 20-35 倍之间。

表 16：泛基建领域 J-REIT 信息

| 证券代码 | 证券名称 | 上市日期 | 投资方向 | 市值（百万日元） | PE-TTM |
|------|-------------------------|------------|---------|----------|--------|
| 8967 | 日本ロジスティクスファンド投資法人 | 2005/5/9 | 物流设施 | 213,506 | 25.77 |
| 3281 | GLP 投資法人 | 2012/12/21 | 物流设施 | 437,393 | 29.09 |
| 3283 | 日本プロロジスリート投資法人 | 2013/2/14 | 物流设施 | 665,779 | 36.84 |
| 3466 | ラサールロジポート投資法人 | 2016/2/17 | 物流设施 | 186,867 | 22.52 |
| 3471 | 三井不動産ロジスティクスパーク投資法人 | 2016/8/2 | 物流设施 | 186,984 | 36.66 |
| 3481 | 三菱地所物流リート投資法人 | 2017/9/14 | 物流设施 | 102,600 | 33.45 |
| 3487 | CRE ロジスティクスファンド投資法人 | 2018/2/7 | 物流设施 | 38,648 | 27.23 |
| 3493 | 伊藤忠アドバンス・ロジスティクス投資法人 | 2018/9/7 | 物流设施 | 46,461 | 30.19 |
| 2979 | SOSiLA 物流リート投資法人 | 2019/12/10 | 物流设施 | 53,080 | - |
| 3249 | 産業ファンド投資法人 | 2007/10/18 | 物流+基础设施 | 261,698 | 24.54 |
| 8986 | 大和証券リビング投資法人 | 2006/6/22 | 住房+医疗保健 | 143,505 | 22.50 |
| 3278 | ケネディクス・レジデンシャル・ネクスト投資法人 | 2012/4/26 | 住房+医疗保健 | 151,725 | 20.82 |
| 3455 | ヘルスケア&メディカル投資法人 | 2015/3/19 | 医疗保健 | 35,018 | 17.89 |

资料来源：东京证券交易所《J-REIT guide book》、天风证券研究所 注：时间节点为 2020 年 3 月 31 日

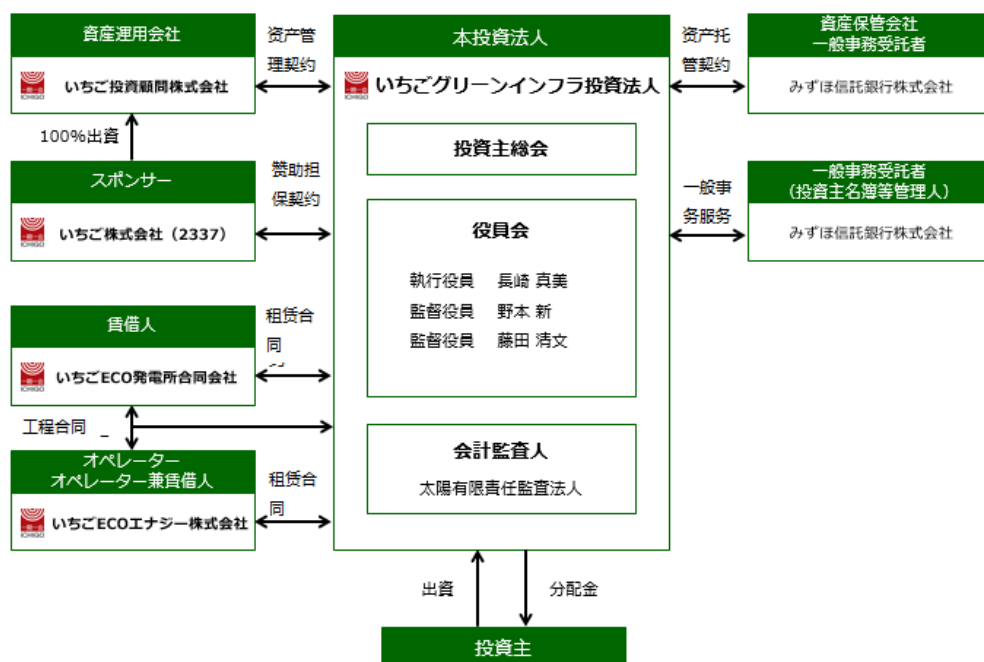
2.3. 日本基建和泛基建 REITs 案例分析

2.3.1. Ichigo-green：REIT 助力集团公司再生资源业务持续拓展

Ichigo-green(9282)是日本上市的第三只基础设施 REIT，上市日期为 2016 年 12 月 1 日。其主要的出资方 Ichigo (2337) 也是一家在东京证券交易所上市的房地产公司。Ichigo 有三个主要业务分部。资产管理分部涉及目标房地产，物业管理，设施管理等活动。房地产再生部门收购并改善中型黄金地段的酒店。清洁能源分部涉及到太阳能等绿色再生能源业务，包括在全国废弃土地上建设和经营太阳能发电站。其他分部涉及投资证券的销售以及其他金融相关业务。有三个 J-REITs：8975 (写字楼 REIT)、3463 (酒店 REIT)、9282 (基础设施 REIT)。

Ichigo-green 的组织结构如下，其中出资方 (Ichigo)、资产运营公司 (Ichigo 投资顾问)、资产租赁方 (Ichigo-ECO) 都是 Ichigo 旗下相关公司。

图 25：Ichigo-green 组织结构



资料来源：いちご官网、天风证券研究所

Ichigo 旗下的 Ichigo-ECO 目前拥有 63 个太阳能发电站，发电功率 180.44MW，1 个风力发电站，发电功率 7.39MW。一方面，Ichigo 通过发行基础设施 REIT（Ichigo-green）将初期的 13 个发电站资产证券化上市，获得的资金投入到其他的再生能源发电设施建设和培育中；另一方面，待这些太阳能发电站有了一定盈利能力，Ichigo 将这些电站在导入到 Ichigo-green 中，Ichigo-green 通过自有资金和银行借款以公允价格购买相关资产，Ichigo 获得这些资金继续进行再生能源发电设施建设和培育，如此循环。在 2017 年 7 月，Ichigo 就已这种形式资产证券化了 2 个太阳能发电站，目前 Ichigo-green 共有 15 个太阳能发电站。预期后续发电站数量还会持续增加。

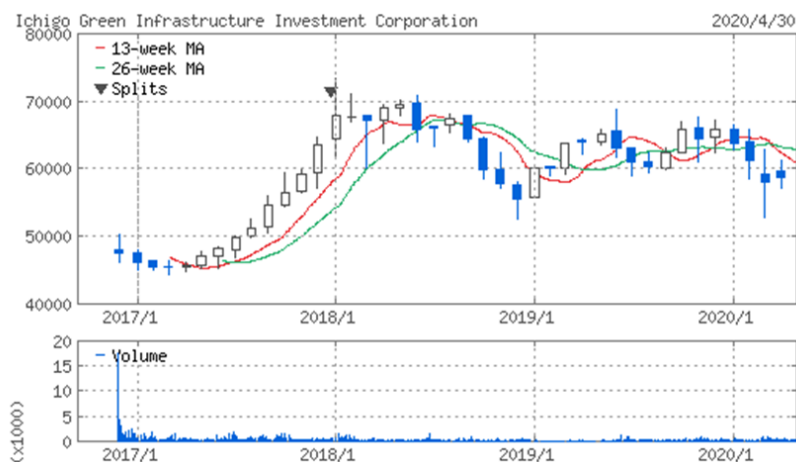
图 26：Ichigo-green 发电设施分布



资料来源：いちご官网、天风证券研究所

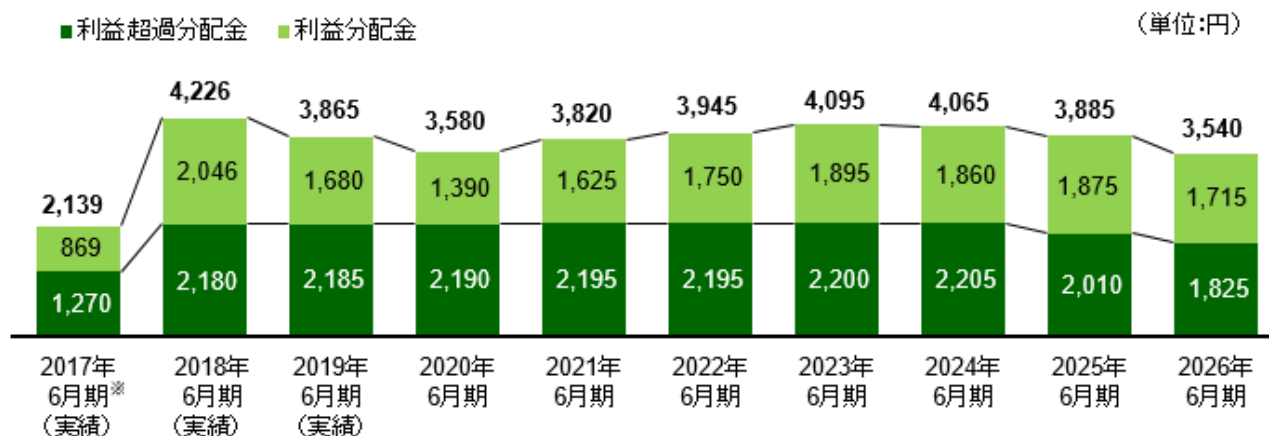
从股价表现来看，Ichigo-green 在上市后股价表现出一定涨幅，但涨幅要低于 J-REIT 平均水平。公司目前 PE 在 39 倍左右。但从分红水平来看，股利支付率达到 8.34%，普遍高于 J-REIT 平均水平。

图 27: Ichigo-green 股价表现



资料来源：雅虎、天风证券研究所

图 28: Ichigo-green 分红情况



资料来源：いちご官网、天风证券研究所

公司前十大股东中第一和第二大股东都是 Ichigo 公司及其控制的公司，其余股东有外资投行，也有日本本土投行和银行。

表 17: Ichigo-green 前十大股东

| 名称 | 股份数 | 占比 |
|---|--------|--------|
| いちごトラスト・ピーティーイー・リミテッド | 15,973 | 15.50% |
| いちご株式会社 | 6,000 | 5.80% |
| モルガン・スタンレーMUFG 証券株式会社 | 4,942 | 4.80% |
| BNYM SA NV RE GCLB RE JP RD LMGC | 4,661 | 4.50% |
| BNYM SA/NV FOR BNYM FOR BNY GCM CLIENT ACCOUNTS M LSCB RD | 4,600 | 4.50% |
| MACQUARIE BANK LIMITED DBU AC | 4,522 | 4.40% |
| 楽天証券株式会社 | 1,347 | 1.30% |
| CLEARSTREAM BANKING SA | 1,250 | 1.20% |
| 株式会社福岡銀行 | 990 | 1.00% |
| 株式会社福邦銀行 | 980 | 1.00% |

合計

45,265

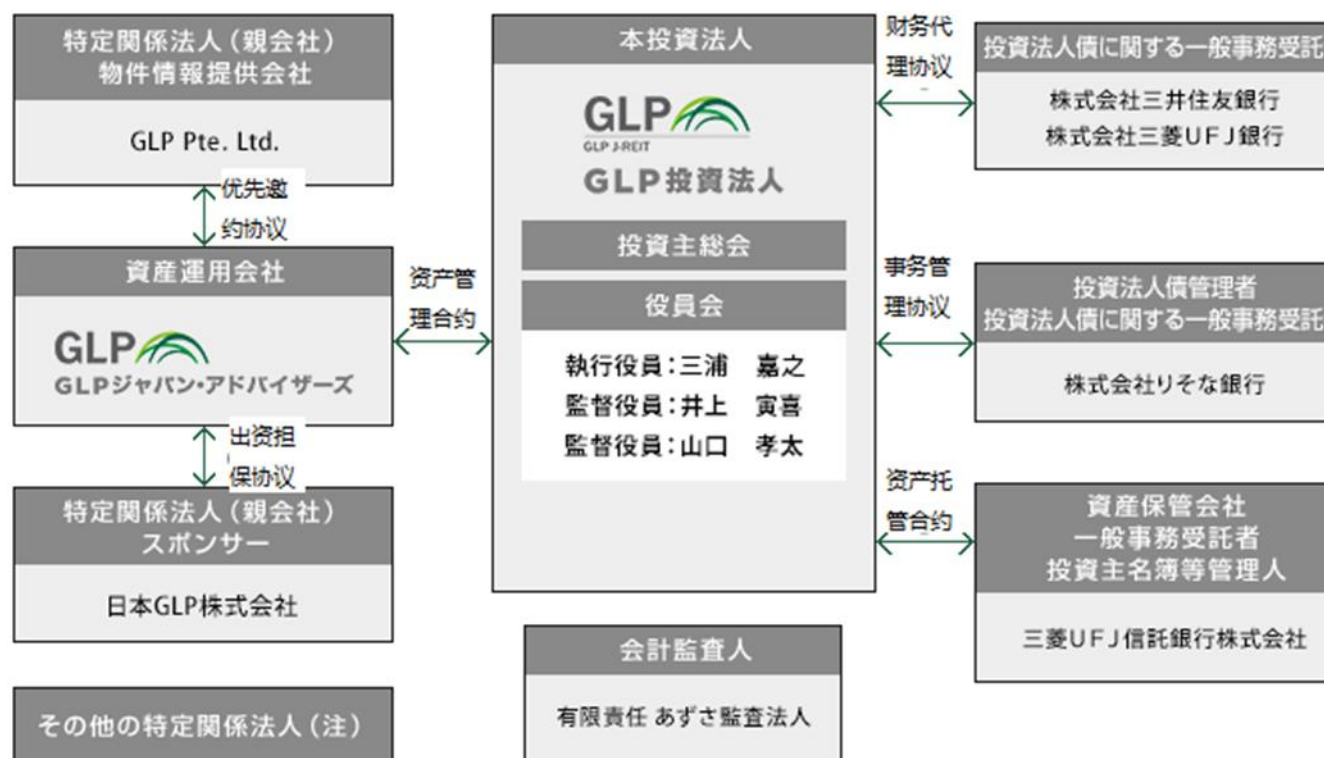
44.00%

资料来源：いちご'官网、天风证券研究所

2.3.2. GLP J-REIT：第三方物流快速发展背景下顺势上市

GLP J-REIT(3281)是日本一家规模比较大的第三方物流基础设施 REITs, 其股东 GLP group 是全球最大的现代物流提供方之一。GLP 于 2012 年底正式成为公募 REIT 上市。当时手机网购比例逐渐增加, 第三方物流需求增加, 处于快速发展的阶段。其后很多物流 REITs 也纷纷上市。GLP J-REIT 计划最大程度的利用 GLP group 关于现代物流设施的建设、运营、租赁和资产管理的信息和管理资源, 以达到资产组合的稳定增长。公司的股权结构图如下:

图 29：GLP J-REIT 股权结构图

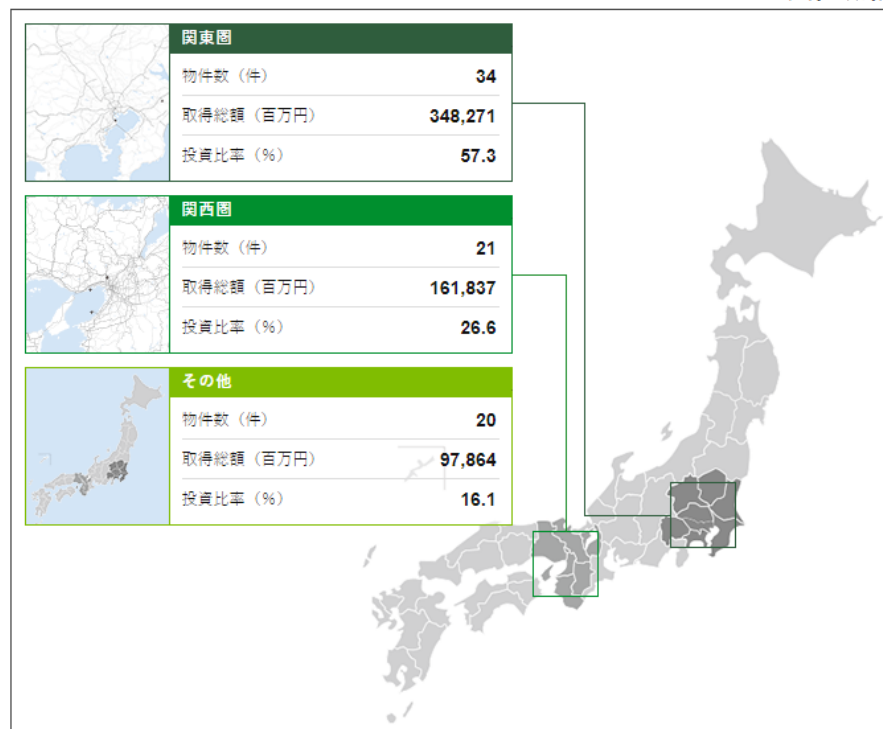


资料来源：GLP 投資法人官网、天风证券研究所

公司主要经营范围在关东圈, 拥有 34 个物流设施, 资产总计 3483 亿日元; 关西圈拥有 21 个物流设施, 资产总计 1618 亿日元; 其他地区则有 20 个物流设施。总可租赁面积达到 274.5 万平方米。

图 30：GLP J-REIT 物业分布

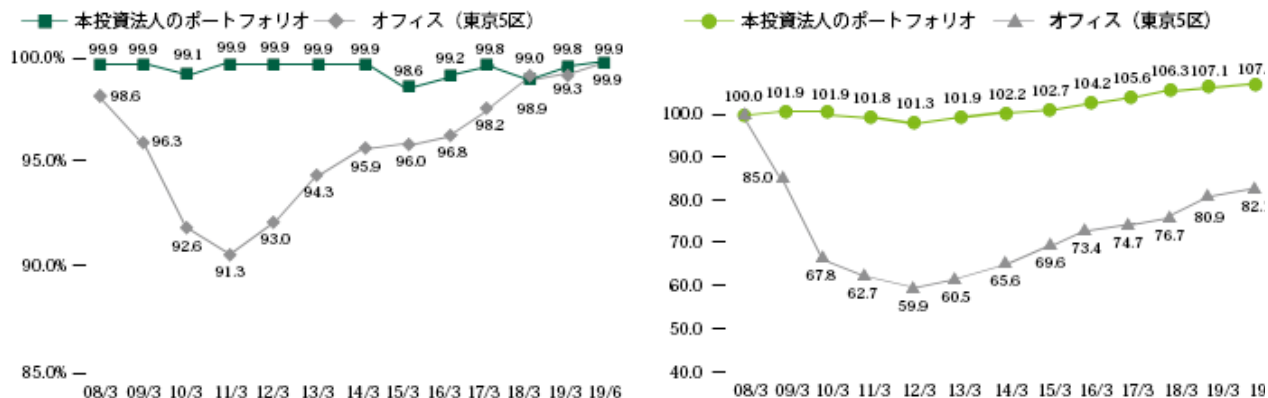
2019年3月29日時点



资料来源: GLP 投资法人官网、天风证券研究所

目前公司的租出率和租金水平都在一个比较高的水平。

图 31: GLP J-REIT 的物流租出率和租金水平



资料来源: GLP 投资法人官网、天风证券研究所

公司近年的营业收入逐年增长, 今年年初受新冠疫情小幅下降。其中每年都会有一定的资本支出, 来购买 GLP group 建好的相关物流设施, 每个财报期物流设施都会有所增加。公司资产负债率并不高, 比较稳定。

表 18: GLP J-REIT 财务情况

| 期间 | 18 年 2 月期 | 18 年 8 月期 | 19 年 2 月期 | 19 年 8 月期 | 20 年 2 月期 |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 (百万日元) | 14,181 | 16,896 | 18,691 | 19,891 | 18,841 |
| 当期净利润 (百万日元) | 6,387 | 7,944 | 9,052 | 9,612 | 8,875 |
| 每股股利 (日元) | 2,540 | 2,634 | 2,657 | 2,802 | 2,609 |
| 期末资产负债率 (%) | 48.4 | 45.1 | 44.9 | 44.7 | 44.6 |
| 期末保有设施数量 (个) | 62 | 68 | 76 | 75 | 75 |

资料来源: GLP 投资法人官网、天风证券研究所

公司近年股价有小幅上涨，总体涨幅不及 J-REIT。物流设施 REITs 今年的表现普遍比较一般。物流 REITs 整体表现比较好的时间在 12-14 年。公司目前市盈率在 28 倍左右。

图 32: GLP J-REIT 股价表现



资料来源：雅虎、天风证券研究所

公司分红情况呈现持续上升水平，最新一期由于受到新冠疫情影响有所下降，公司目前的分红收益率为 3.44%。

图 33: GLP J-REIT 分红情况



资料来源：GLP 投资法人官网、天风证券研究所

从公司的前十大股东中可以看到，GLP Group 仅占 3.4% 的比例，其余投资者主要为信托和外资投行。

图 34: GLP J-REIT 前十大股东

2020年2月29日現在

| 名称 | 所有投資口数(口) | 発行済投資口総口数に対する所有投資口数の比率(%) |
|--|-----------|---------------------------|
| 日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口) | 645,552 | 16.8 |
| 日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口) | 546,467 | 14.2 |
| J.P. MORGAN BANK LUXEMBOURG S.A. 384500 | 321,481 | 8.3 |
| 野村信託銀行株式会社(投信口) | 168,330 | 4.3 |
| GLP Capital Japan 2 Private Limited | 132,240 | 3.4 |
| 資産管理サービス信託銀行株式会社(証券投資信託口) | 101,621 | 2.6 |
| SSBTC CLIENT OMNIBUS ACCOUNT | 77,545 | 2.0 |
| 三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 | 48,324 | 1.2 |
| STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY 505223 | 48,259 | 1.2 |
| STATE STREET BANK WEST CLIENTS - TREATY 505234 | 47,671 | 1.2 |

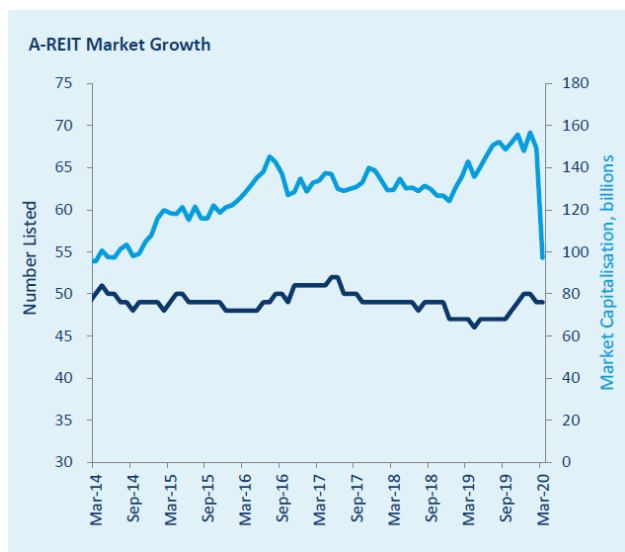
资料来源: GLP 投资法人官网、天风证券研究所

3. 澳大利亚基建 REITs 发展情况

3.1. 单列为基础设施基金，市值普遍较大

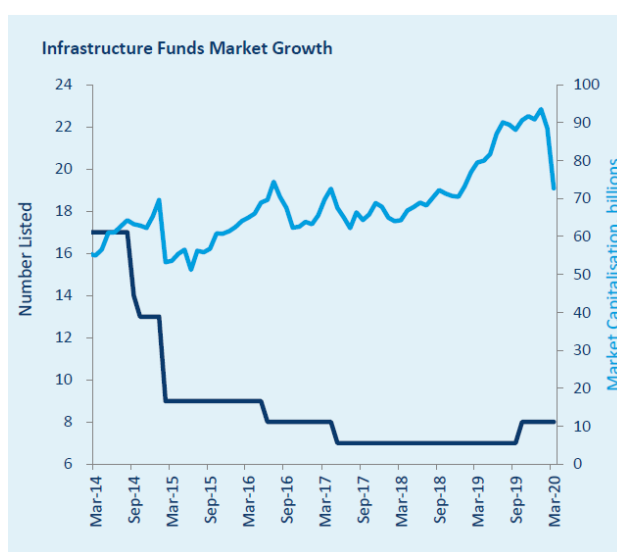
澳大利亚第一只公募 REIT 诞生于 1971 年 4 月,当时被称之为 LPT(Listed Property Trust),后来在 2008 年改称为 A-REIT。截至 2020 年 3 月底,澳大利亚共有 49 只 A-REIT,市值共计 972 亿美元。但是 A-REIT 中并没有基础设施 REITs,基础设施 REITs 被澳交所统一归类到基础设施基金(Infrastructure Funds)中。目前澳大利亚共有 8 只基础设施 REIT,市值共计 727.4 亿美元。可以看到基础设施 REITs 目前回撤幅度(8.5%)较 A-REIT(32%)小。

图 35: A-REIT 个数和市值



资料来源: ASX Funds Statistics、天风证券研究所

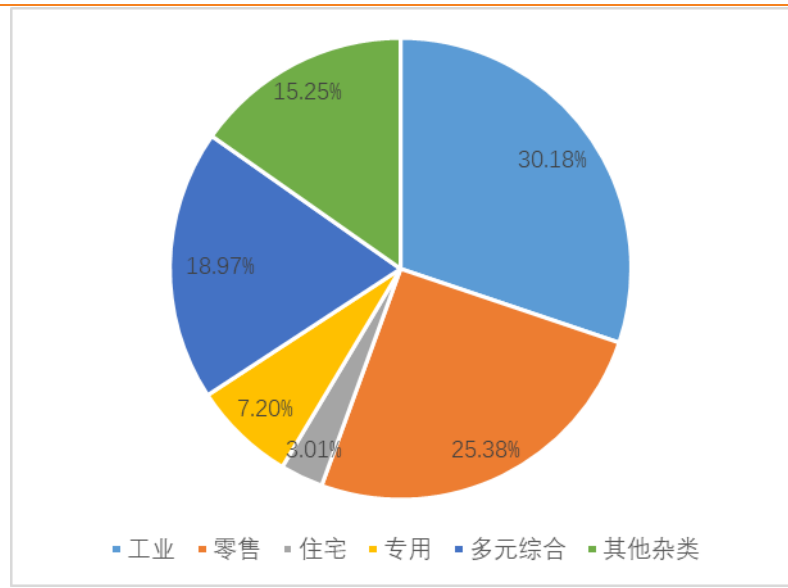
图 36: Infrastructure Funds 个数和市值



资料来源: ASX Funds Statistics、天风证券研究所

从泛基础设施建设 REITs 的角度来看，A-REIT 中工业 REITs 和基础设施建设较为相关，而工业 REITs 在 A-REIT 中的占比较大，达到 30.18%。

图 37：各类 A-REITs 占比



资料来源：ASX Funds Statistics、天风证券研究所

澳大利亚的基础设施基金是指被特定基金管理人管理，该基金管理人以投资者的利益进行投资决策。这些基础设施资产包括收费公路、机场、通信设备（例如铁塔）、物资运输设施（如码头）、铁路设备和其他交通资产、电力电缆和油气管道等设施。目前上市的基础设施基金主要涵盖能源、电力、收费公路、机场等领域。

表 19：基础设施基金公司情况

| 代码 | 名称 | 市值（百万美元） | 历史分红收益率 | 5 年年化回报率 | 主要业务 |
|-----|----------------------------|-----------|---------|----------|--|
| APA | APA Group | 12,105.71 | 4.7% | 8.0% | 主要业务包括能源基础设施资产和业务的所有权和运营，包括能源基础设施，主要是澳大利亚各地的天然气输送业务；其能源投资和第三方的资产管理和运营服务，以及上市和非上市实体的能源投资。 |
| AST | AusNet Services Limited | 6,372.90 | 5.8% | 10.4% | 主要业务包括电力分配，主要是为维多利亚东部地区包括墨尔本东郊外 80000 平方公里内的 679000 消费者连接点提供电力传送。气体运送，为维多利亚中西部 60000 平方公里包括墨尔本西郊的约 647000 消费者连接点提供天然气配送。电力传输，为维多利亚州负责电力传送。 |
| IFN | Infigen Energy | 412.55 | 4.7% | 9.9% | 公司在澳大利亚拥有大约六个风力发电场和一个太阳能发电场。它拥有 557 兆瓦的运行能力，包括六个以上的风力发电场，西澳大利亚州的 89MW Alinta 风力发电场，南澳大利亚南部的三个 Bonney 风力发电场，其容量分别为 81MW，159MW 和 39 兆瓦，新南威尔士的 141 兆瓦省会和 48 兆瓦伍德劳恩风电场。它还拥有大约 1,100 兆瓦的风能和太阳能项目，分布在大约五个州 |
| ALX | Atlas Arteria | 4,843.42 | 2.7% | 15.7% | 其投资组合资产在五条国际收费道路上有利益，其中包括位于法国东部、美国弗吉尼亚州北部、德国北部城市罗斯托克以及英国的西米德兰兹的高速公路。 |
| SKI | Spark Infrastructure Group | 3,357.35 | 7.7% | 6.6% | 从事在澳大利亚监管的配电和输电业务的投资。本公司有四个业务部门：维多利亚电力网络，SA 电力网络，TransGrid 和其他。 |
| SYD | Sydney Airport | 12,632.43 | 7.0% | 6.5% | 拥有悉尼机场的所有权。本公司的投资政策是根据本公司各个实体的管理文件的规定进行投资。本公司由悉尼机场有限公司(SAL)和悉尼机场信托 1(SAT1)组成。 |

| | | | | | |
|-----|---|-----------|------|-------|--|
| TDI | 360 Capital Digital Infrastructure Fund | 81.55 | 3.2% | n/a | 寻找并投资数字基建 |
| TCL | Transurban Group | 32,930.64 | 5.1% | 10.2% | 从事收费公路网络的开发, 融资, 运营和维护, 以及相关客户和客户关系的管理。公司的业务包括维多利亚州(VIC), 新南威尔士州(NSW), 昆士兰州(QLD)和大华盛顿地区(GWA), 目前一共运营 18 条高速公路。 |

资料来源: ASX Funds Statistics、wind、天风证券研究所 注: 时间截止 2020-3-31

基础设施基金拥有 A-REIT 的基本特征: 以不动产资产为主、收入要求主要来自于租金。基础设施基金并没有强制分红的要求, 但是会以分红的形式给与投资者长期稳定的现金回报, 形成一定的市场惯例。上表的基础设施基金分红情况和 A-REIT 基本相当。

3.2. Transurban Group: 高速公路运营商, 增长稳健

Transurban Group (TCL.AX) 是澳大利亚著名的收费公路融资、建设、运营和维护商。公司与 1999 年底在澳洲证券交易所作为基础设施基金上市。目前在澳大利亚的维多利亚州、昆士兰州、新南威尔士州和北美的大华盛顿地区一共运营着 18 条收费高速公路。这些收费公路的收费年限在 30-75 年不等。

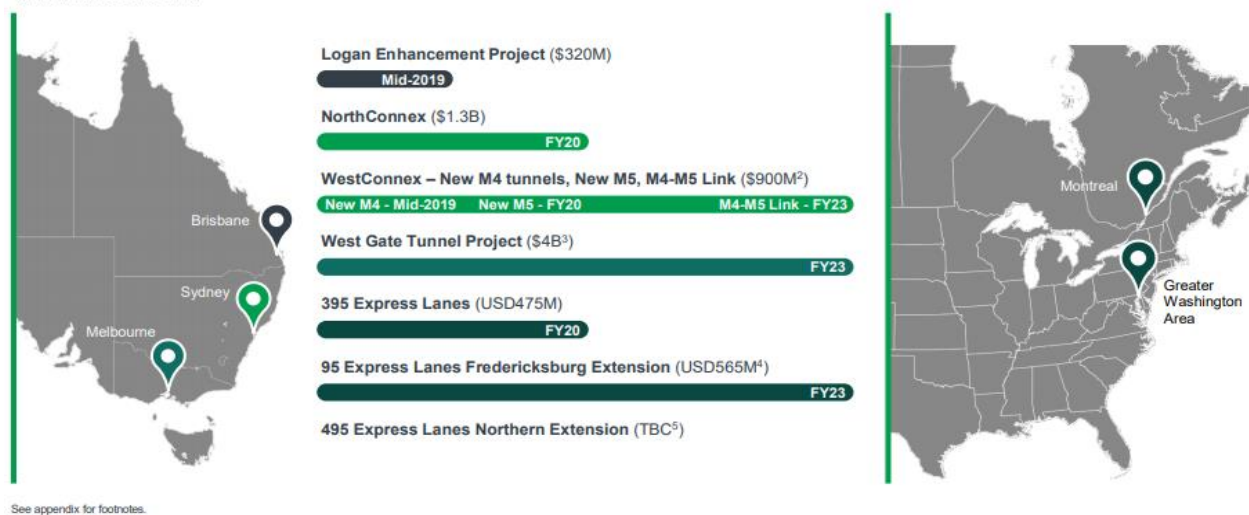
表 20: TCL 目前收费公路情况

| 公路 | 地理位置 | 收费方式 | 股权比例 | 年限 | 起始收费时间 |
|------------------------|----------|-------------------------|--------|----|---------|
| Gateway | 昆士兰州布里斯班 | 根据高速公路上经过的收费站数和车辆等级 | 62.50% | 65 | 1986.12 |
| Logan | 昆士兰州布里斯班 | 根据高速公路上经过的收费站数和车辆等级 | 62.50% | 63 | 1988.12 |
| M5 | 新南威尔士州悉尼 | 根据高速公路上经过的收费站数和车辆等级 | 100% | 34 | 1992.08 |
| Hills M2 | 新南威尔士州悉尼 | 根据高速公路上经过的收费站数和车辆等级 | 100% | 51 | 1997.05 |
| M1 Eastern Distributor | 新南威尔士州悉尼 | 根据车辆等级 | 75.10% | 49 | 1999.12 |
| CityLink | 维多利亚州墨尔本 | 根据行驶距离, 车辆类型以及选择的帐户或通行证 | 100% | 35 | 2000.12 |
| Cross City Tunnel | 新南威尔士州悉尼 | 根据高速公路上经过的收费站数和车辆等级 | 100% | 30 | 2005.08 |
| Westlink M7 | 新南威尔士州悉尼 | 车辆等级和行驶距离 | 50% | 43 | 2005.12 |
| Lane Cove Tunnel | 新南威尔士州悉尼 | 根据高速公路上经过的收费站数和车辆等级 | 100% | 41 | 2007.03 |
| Clem7 | 昆士兰州布里斯班 | 根据高速公路上经过的收费站数和车辆等级 | 62.50% | 41 | 2010.03 |
| Go Between Bridge | 昆士兰州布里斯班 | 根据高速公路上经过的收费站数和车辆等级 | 62.50% | 53 | 2010.07 |
| A25 | 加拿大蒙特利尔 | 根据实时路况进行动态定价 | 100% | 31 | 2011.05 |
| Airportlink M7 | 昆士兰州布里斯班 | 根据高速公路上经过的收费站数和车辆等级 | 62.50% | 41 | 2012.07 |
| 495 Express Lane | 美国华盛顿区 | 根据实时路况进行动态定价 | 100% | 75 | 2012.11 |
| 95 Express Lane | 美国华盛顿区 | 根据实时路况进行动态定价 | 100% | 73 | 2014.12 |
| Legacy Way | 昆士兰州布里斯班 | 根据高速公路上经过的收费站数和车辆等级 | 62.50% | 50 | 2015.06 |
| 395 Express Lane | 美国华盛顿区 | 根据实时路况进行动态定价 | 100% | 68 | 2019.11 |
| M4-m5 Link | 新南威尔士州悉尼 | | 25.50% | 37 | - |

资料来源: TCL 年报、天风证券研究所

公司每年都会在高速公路的建设上有大笔的资本支出。近年由于新修建的高速公路陆续投入运营和原有高速公路车流量加大, 公司收入从 15 年开始稳步增长, 公司资本开支也随之加大, 2019 财年的资本支出高达 18.74 亿澳元。目前公司正在建设计划当中的有 7 条收费公路, 预计陆续会在 2023 财年通车。

图 38: TCL 公司未来新修建公路进度



资料来源：TCL 公司官网、天风证券研究所

受到新冠疫情的影响，公司收费高速公路车流量下降明显，公司公布的最新数据显示，整个4月公司车流量下降50%左右。

图 39：新冠疫情影响公司收费公路车流量

Recent traffic data (ADT % change)³

| Week commencing | 1 Mar | 8 Mar | 15 Mar | 22 Mar | 29 Mar | 5 Apr | 12 Apr | 19 Apr | 26 Apr ² |
|----------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|---------------------|
| Sydney | (1%) | (2%) | (10%) | (29%) | (42%) | (51%) | (51%) | (18%) | (36%) |
| Melbourne | (2%) | (2%) | (21%) | (43%) | (54%) | (62%) | (65%) | (42%) | (53%) |
| Brisbane | 4% | (1%) | (9%) | (27%) | (39%) | (49%) | (51%) | (11%) | (35%) |
| North America ⁴ | 17% | 6% | (46%) | (64%) | (67%) | (70%) | (68%) | (62%) | (61%) |
| Transurban Group | 1% | (2%) | (17%) | (36%) | (48%) | (56%) | (57%) | (30%) | (44%) |

Impacted by timing of Easter holidays in 2020

Impacted by timing of Easter holidays in 2019

Recent large vehicle traffic data (ADT % change)³

| Week commencing | 1 Mar | 8 Mar | 15 Mar | 22 Mar | 29 Mar | 5 Apr | 12 Apr | 19 Apr | 26 Apr ² |
|---|-------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|---------------------|
| Sydney | (10%) | (3%) | 3% | (3%) | (13%) | (26%) | (27%) | 86% | (13%) |
| Melbourne | 2% | 5% | (1%) | (10%) | (13%) | (31%) | (36%) | 57% | (20%) |
| Brisbane | 4% | (2%) | 3% | (4%) | (12%) | (28%) | (30%) | 86% | (14%) |
| Montreal ⁵ | 5% | 4% | (9%) | (24%) | (29%) | (31%) | (36%) | 6% | (10%) |
| Transurban Group | 0% | 1% | 1% | (7%) | (13%) | (29%) | (33%) | 69% | (16%) |
| Large vehicles as a % of revenue ⁶ | 25% | 25% | 31% | 37% | 42% | 41% | 40% | 41% | 41% |

Impacted by timing of Easter holidays in 2020

Impacted by timing of Easter holidays in 2019

资料来源：TCL 公司官网、天风证券研究所

受此影响，公司股价在这两个月有着比较大的下滑，但从公司常年的股价表现来看，2009年开始持续上涨，近5年的年化回报率接近11%。公司的PE-TTM为157倍（存在一定失真，分子若以DPS-Common Stock Primary Issue来看，估值在23倍左右）。

图 40：TCL 公司股价表现



资料来源：路透、天风证券研究所

从公司的分红情况来看，公司分红每年随业绩逐步提升，分红率略高于 100%。公司的资产负债率在 75%左右，一直比较稳定。

表 21：TCL 公司财务和分红情况

| 年份 | 每股收益 (澳币) (DPS-Common Stock Primary Issue) | 每股分红 (澳元) | 资产负债率 | 资本开支 (百 万澳元) | 收入 (百万澳元) |
|------|---|-----------|--------|-----------------|-----------|
| 2019 | 0.59 | 0.61 | 72.50% | 1874 | 4166 |
| 2018 | 0.55 | 0.57 | 74.40% | 1260 | 3298 |
| 2017 | 0.5 | 0.545 | 75.10% | 778 | 2732 |
| 2016 | 0.45 | 0.48 | 72% | 515 | 2210 |
| 2015 | 0.39 | 0.425 | 71.80% | 280 | 1860 |

资料来源：公司年报、天风证券研究所

公司的前十大股东中存在汇丰银行和 JP 摩根银行代持股的情况，无法穿透，预计背后可能是一些主权财富基金和澳大利亚的大财团。

表 22：TCL 公司前十大股东

| 名字 | 数量 | 比例 |
|--|-------------|--------|
| HSBC Custody Nominees (Australia) Limited | 928,970,599 | 34.72% |
| J P Morgan Nominees Australia Limited | 463,271,244 | 17.32% |
| BNP Paribas Nominees Pty Ltd | 345,399,379 | 12.91% |
| Citicorp Nominees Pty Limited | 166,626,834 | 6.23% |
| National Nominees Limited | 90,189,092 | 3.37% |
| BNP Paribas Noms Pty Ltd | 20,120,901 | 0.75% |
| Citicorp Nominees Pty Limited <Colonial First State Inv> | 19,821,908 | 0.74% |
| Australian Foundation Investment Company Limited | 13,394,838 | 0.50% |
| HSBC Custody Nominees (Australia) Limited | 11,460,774 | 0.43% |
| AMP Life Limited | 10,814,455 | 0.40% |

资料来源：公司年报、天风证券研究所

4. 国外基建及泛基建 REITs 发展启示

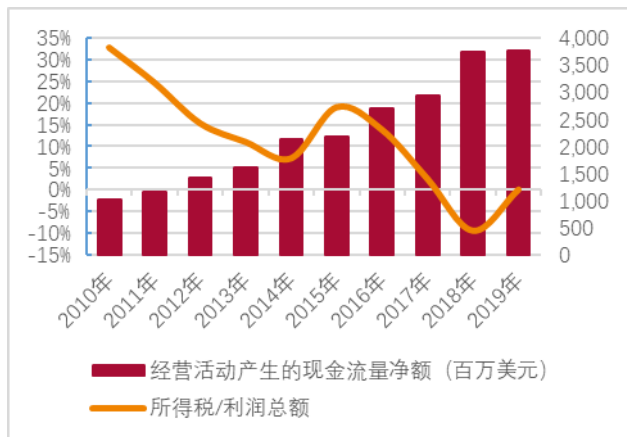
4.1. 新型基建领域更受追捧，后续再融资更轻松

由于国外 REITs 制度的一些要求（75%以上的资产投资于不动产领域、75%以上的收入来自于租金收入），因此容易贴上重资产投入的标签；再加上国外对于这类 REITs 免税或低税的

待遇（需要将应税利润 90% 分配给股东），成为 REIT 后净利润和经营活动现金流会得到显著的改善，对于最大化股东利益有很大的帮助。因此，美国无线通信、数据中心的上市公司主动选择将上市公司转变成 REIT；美国的自动仓储、物流行业，日本的物流、再生能源行业也借助 REITs 获得了很大的发展。

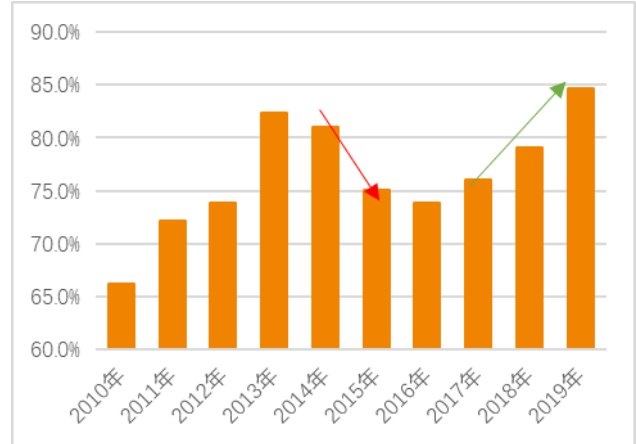
以美国电塔为例，其在 2011 年最后一天成为了美国第一只基础设施 REIT，由此开始他的财务报表得到了些改善，有效税率从 2012 年开始逐步下降至低水平，同时经营活动现金流也开始快速增长。但由于 REITs 要求 90% 的利润分配给股东，所以这其实对公司的资本支出不利（变成 REIT 之前公司从未发过股利），公司不得不借债投资，资产负债率理论上会有比较快的提升。利润全部分配和公司扩大再生产看似非常矛盾，但通过资本市场得到了有效的解决。

图 41：美国电塔有效税率、经营活动产生现金净流量



资料来源：wind、天风证券研究所

图 42：美国电塔资产负债率



资料来源：wind、天风证券研究所

但是，由于转换成基础设施 REITs 后让投资者更加意识到公司在 4G 基站建设上不断投入的决心，资本市场给与正面反馈，股价不断创出新高，在 2014、2015 年公司借机发行了不同等级的优先股，使公司的资产负债率得到下降，同时有更多的资金在 4G 以及现在的 5G 上投入，资本市场继续给予正面反馈，在结合公司适时的回购股份，股价再创新高，如此循环。在美国电塔宣布 REIT 化后，其他的竞争对手（CCI.N、SABC.O）也相继效仿，造成了美国主要基础设施 REITs 主要是无线通信设施运营商的奇特现象。

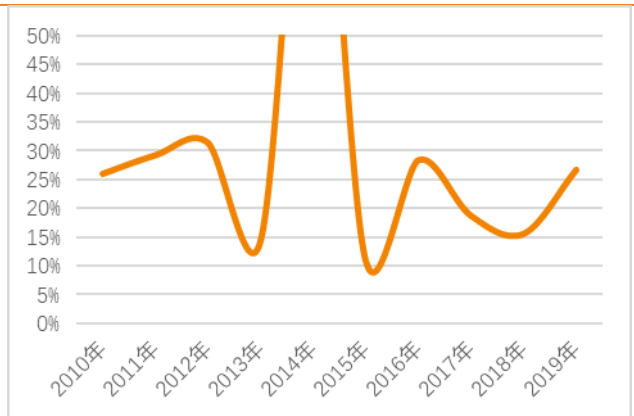
图 43：美国电塔股价走势（2012.1.1 至今）



资料来源：wind、天风证券研究所

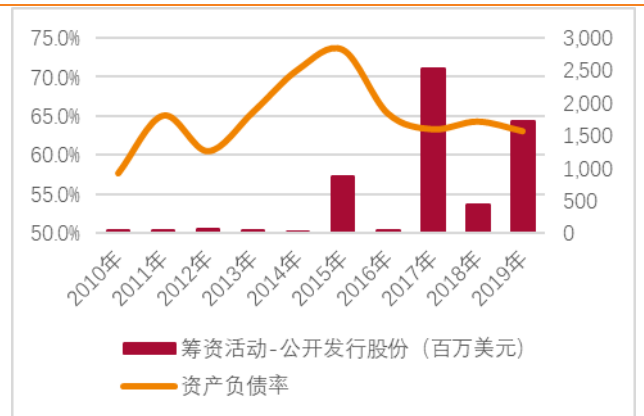
同样的，美国的 IDC 公司也发现了数据中心 REITs 的好处，CyrusOne 早在 2013 年已 REIT 的形式上市，易昆尼克斯经过两年的筹备，也终于在 2015 年 1 月 1 日转换为 REIT。转换后公司的有效税率也有所下降，但不明显。

图 44：易昆尼克斯有效税率



资料来源：wind、天风证券研究所

图 45：易昆尼克斯资产负债率和增发情况



资料来源：wind、天风证券研究所

IDC 这个行业发展很迅速，也是一个重资产投入很大的行业，由于利润的 90% 分配给了股东，公司也面临借债投资同样的困境。但是，同样的，资本市场对于 IDC 公司 REITs 化也给予了很高的评价，股价也持续创出新高，公司也借机在 2015、2017、2019 年已很低的成本发行了新股，这是公司的资产负债率能够维持在 60% 的主要原因。

图 46：易昆尼克斯股价表现（2015.1.1 至今）



资料来源：wind、天风证券研究所

但资本是逐利的，之前火爆的自助仓储 REITs 近年就乏人问津（但估值仍有 30 倍左右）。部分公司资产负债率开始逐步提升。

我们认为，对于我国的泛基础设施 REITs 可以对标国外发展，一些新基建领域，如 5G 通信基站、数据中心、自动仓储可以尝试进行 REITs 化，作为股性资产会有一个较高的估值；后续 REITs 再购入资产、再扩募资金成本也比较低。我国 REITs 目前尚未在税务上出台一些减免所得税的措施，后续若出台，吸引力会更强。

4.2. 国外高速公路 REIT 很少，高速公路运营是否是好 REITs 产品？

从国外的基础设施 REITs 上来看，会发现国外高速公路 REITs 似乎很少，只发现澳大利亚有两只高速公路基础设施基金（另外印度有一只基础设施信托投资基金）。为什么国外高速公路 REITs 很少？我们认为有以下几个方面：

目前 REITs 比较成熟的市场如美国、日本已经过了高速公路大规模建设的阶段。日本人口老龄化，大规模的建设在 80 年代已经完成，美国公路在上世纪 60 年代就已经比较发达了。二者都过了利用 REITs 的黄金时期。没有大规模的建设，资本就不会大规模的投入，REITs 作为股性资产就没有办法给予高估值、在资本市场赚取价差。

而且由于国家体制的原因，美国目前高速公路的建设商没有太多动力继续建设，因为这一代的建设商已经缺乏了在公路采购和招标上的专业能力，并且跨州的公路建设与州政府、联邦政府打交道会非常麻烦。目前美国收费公路主要建设方甚至还是澳大利亚的 TCL 公司。

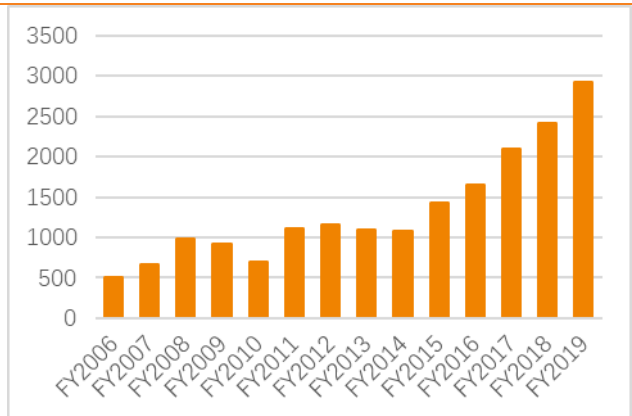
美国高速公路也没有收费土壤。90% 的美国高速公路不收费。因为美国人交的税里面就有一部分是专门用于高速公路的新建与维护，另外在大家购买的汽油费里也已经包含了养路费。原则上，高速公路网应该是免费的。高速收费，有部分原因是因为州政府出钱改进，而且即使收费，使用电子卡费用也不高。

而澳大利亚不一样，澳大利亚作为移民国家，人口持续增长，原有公路建设密度不够，存在持续建设的需求。2016 年 2 月，澳洲基建组织发布了《澳大利亚基础设施 15 年计划》，并且每年都发布相关基建报告；2019 年 4 月，澳大利亚有关方面宣布未来十年内联邦政府在基础设施领域的投资将由 2018 年提出的 750 亿澳元增加至 1000 亿澳元。持续投入很大。

因此，澳洲基础设施基金中有两家高速公路公司也处于情理之中。由于持续的建设，最大

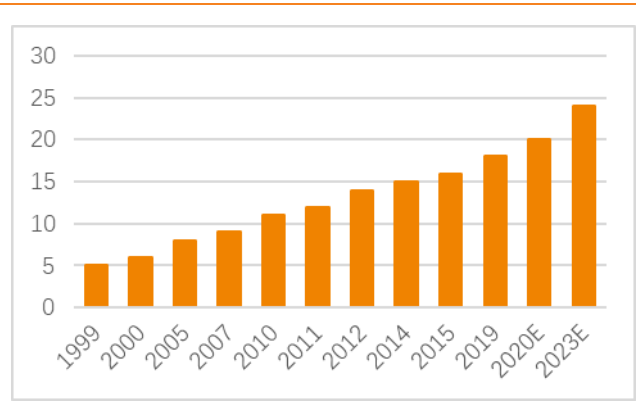
的公路运营公司 TCL 运营公路数量也在逐年增加, 预计 3 年内能达到 24 条, 而公司的营业收入也随之逐年上升。投资者对于这支基础设施基金也青睐有加, 近 5 年年化回报率接近 11%, 而分红收益率也有 5.1%, 非常稳健。

图 47: TCL 营业总收入 (百万美元)



资料来源: wind、天风证券研究所

图 48: TCL 运营公路数量

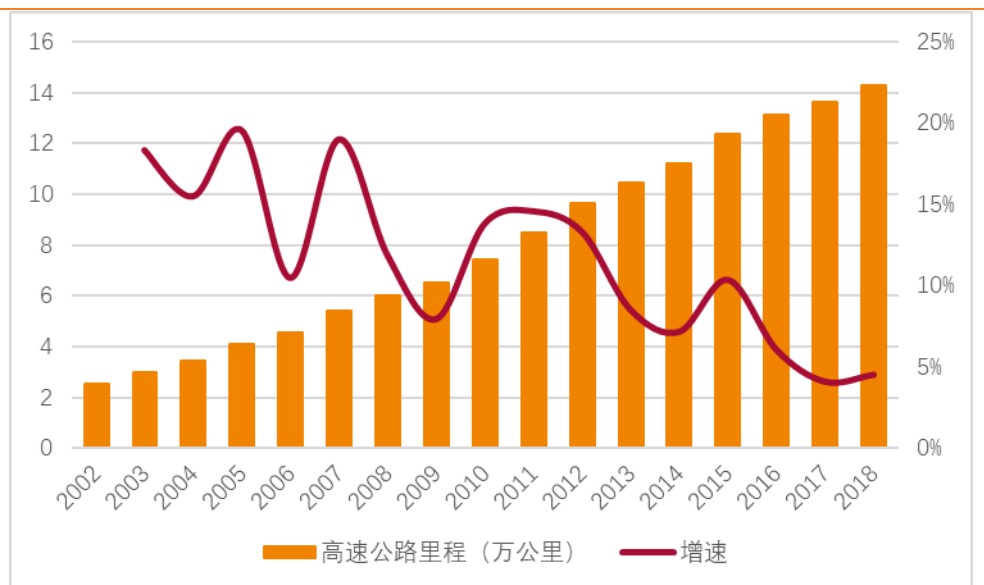


资料来源: TCL 年报、天风证券研究所

而对于我们国家来说, 我国高速公路总里程 14.26 万公里, 已居世界第一, 高出第二名美国近 4 万公里, 但是从人均来看还是有很大的差距, 因此还有一定的增长空间; 但是目前的增速已从高位逐步下行至 4.5%, 我国高速公路新增里程可能会从 5000 公里逐步下行, 这是我们国家人口结构变化、抚养比拐点上升后的正常反应。所以, 考虑到未来新建里程数量的下降, 未来行业容量可能是下降的, 作为股性的高速公路 REITs 如何估值会是一个难题。如果估值持续下行, 后续资产再注入可能会比较困难。规模较大, 自身内部资源较多的大型公路集团可能会脱颖而出。

我们国家体制与美国不一样, 建设上效率会提升很多, 这是我们的优势; 但另一方面, 高速公路运营会受到一定的行政干预, 如这次疫情免收通行费、节假日免费等, 这也会给估值带来一定的影响。高速公路 REITs 对于解决地方政府融资提出了新方法, 需要鼓励, 但需要在产品设计上下更多功夫来吸引投资者。

图 49: 我国高速公路里程 (万公里)



资料来源: wind、天风证券研究所

4.3. 仓储、医疗保健等泛基建 REITs 经验成熟可借鉴, 纯基建 REITs 案例较少

我们把美日澳三国的泛基建领域 REITs 发展情况作了小结, 统计如下。可以发现, “纯正”的基础设施 REITs 发展时间都比较短, 美国始于 2007 年, 日本始于 2015 年, 澳大利亚第

一只 TCL 在 1999 年上市，而且目前上市的只数不是很多。我们认为我国基础设施 REITs 也是新生事物，也不会一蹴而就。

表 23：各国泛基建 REITs 小结

| 国家 | 泛基础设施 REITs 领域 | 数量 (只) | 发展情况 |
|------|----------------|--------|--|
| 美国 | 基础设施 | 6 | 2007 年获得批准，2012 年第一单转换成功，在无线通信设备租赁领域获得较好的发展 |
| | 数据中心 | 5 | 2012 年开始陆续有 REITs 上市，受到资本市场青睐。 |
| | 自助仓储 | 6 | 自助仓储 REITs 在很早的时候就有公司上市，1998-2001、2003-2007、2009-2016 年是他们发展的黄金时期 |
| | 医疗保健 | 17 | 90 年代上市 REITs 陆续增加，诞生了 HCP、Welltower、NHI 等优秀公司，股票年化回报率目前不高，但股利收益率较好 |
| | 工业物流 | 14 | 90 年代开始上市 REITs 陆续增加，诞生了安博、杜克地产、美国冷链等优秀公司，除了经济危机期间，其他时候股价表现都很好，年化回报率高 |
| 日本 | 物流 | 10 | 2012 年-2016 年大量物流 REITs 上市，获得资本市场追捧 |
| | 医疗保健 | 3 | 上市较少 |
| | 基础设施 | 7 | 2015 年市场设立，2016 年正式上市，目前规模比较小，都是太阳能电站，为日本再生能源发展提供了资金支持 |
| 澳大利亚 | 工业 | - | 在市场中占比较大，受到投资者关注 |
| | 基础设施 | 8 | 最大的也是最早上市的是高速公路运营商 TCL，占了基建一半市值，投资者较为青睐；第二名是悉尼机场；第三名是天然气管道输送公司。前三者占据 80% 基础设施市值。 |

资料来源：Nareit、东京证券交易所、澳大利亚证券交易所、天风证券研究所

但另一方面，泛基建 REITs，如第三方物流、医疗保健、自助仓储领域 REITs 较多，发展成熟，比较容易学习和借鉴。目前我国发行的类 REITs 产品物流和物流类产业园已比较多，但都是固定收益类产品，未来需要向权益类转变。

表 24：我国发行的类 REITs 产品

| 项目名称 | 发行金额(亿) | 优先级利率(%) | 次级利率(%) | 次级占比(%) | 发起机构/原始权益人 | 主承销商 | 发行起始日 |
|--------------------------------------|---------|----------|---------|---------|--------------------|----------------|------------|
| 菜鸟中联-中信证券-中国智能骨干网仓储 2020 第一期资产支持专项计划 | 8.85 | 3.58 | -- | 37.85 | 上海菜鸟管理咨询有限公司 | 中信证券股份有限公司 | 2020-03-18 |
| 华泰-四川高速隆纳高速公路资产支持专项计划 | 19.77 | 3.68 | -- | 16.84 | 四川高速公路建设开发集团有限公司 | 华泰证券股份有限公司 | 2019-12-26 |
| 中联前海开源-中集产城产业园一号第一期资产支持专项计划 | 3.96 | 5.5 | -- | 14.9 | 深圳市中集产城发展集团有限公司 | -- | 2019-12-11 |
| 中联元联-前海开源-苏州纳米大学科技园资产支持专项计划 | 10.2 | 4.25 | -- | 29.41 | 苏州工业园区教育发展有限公司 | -- | 2019-11-28 |
| 华泰佳越-顺丰产业园一期第 2 号资产支持专项计划 | 13.6 | -- | -- | 43.75 | 深圳市丰泰电商产业园资产管理有限公司 | 华泰证券股份有限公司 | 2019-09-26 |
| 中联基金-浙商资管-沪杭甬徽杭高速公路资产支持专项计划 | 20.13 | 3.7% | -- | 55.29 | 浙江沪杭甬高速公路股份有限公司 | 浙江浙商证券资产管理有限公司 | 2019-09-24 |
| 菜鸟中联-中信证券-中国智能骨干网仓储资产支持专项计划 | 10.7 | 4.45 | -- | 37.38 | 上海菜鸟管理咨询有限公司 | 中信证券股份有限公司 | 2019-03-20 |
| 华泰佳越-顺丰产业园一期第 1 号资产支持专项计划 | 18.46 | 5.05 | -- | 39.33 | 深圳市丰泰电商产业园资产管理有限公司 | 华泰证券股份有限公司 | 2018-12-11 |

资料来源：wind、天风证券研究所

4.4. 基建 REITs 平均收益率普遍优于股票平均水平，对投资者较有吸引力

通过之前的分析，可以看到 REIT 的股票收益率高于同期市场指数收益率，在分红率方面也好于同期市场平均水平。因此对于投资人来说是一款比较好的投资工具。具体到纯基建 REITs，美国的股票收益率高于其他 REITs，分红收益率低于其他 REITs；日本的股票收益率低于其他 REITs，分红收益率高于其他 REITs；澳大利亚则介于美国和日本之间。

从这些大 REITs 的股东来看，经常能看到先锋集团、贝莱德和各国大投行的身影。我国基础设施 REITs 未来有望成为吸引国内投资者甚至国际投资者的产品。

5. 风险提示

基础建设 REITs 政策还在试行阶段，存在很多不确定性；基础建设 REITs 产品落地不及预期；国内外经济发展存在差异，国外经验不能完全套用于国内。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 | 上海市浦东新区兰花路 333 | 深圳市福田区益田路 5033 号 |
| 邮编：100031 | 号保利广场 A 座 37 楼 | 号 333 世纪大厦 20 楼 | 平安金融中心 71 楼 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518000 |
| | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |