

房地产

REITs 科普二：美国基础设施 REITs 介绍——中国房地产资产证券化研究系列之三

事件：4月30日，证监会和发改委发布《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》，标志着中国公募 REITs 试点正式起步。

REITs 是通过募集投资人资金，以能够产生稳定现金流的不动产作为基础资产的投资计划、信托基金或上市证券，投资标的包括商业地产、基础设施等。其中，主要投资于基础设施的产品，被称为基础设施类 REITs。美国是基础设施 REITs 的诞生地及最为成熟的市场。目前美国国内税务局确认基础设施 REITs 可投资的对象包括：铁路、微波收发系统、输变电系统、天然气储存及输送管线、固定储气罐等等。美国国内税务局对某项资产是否符合 REITs 的要求是：第一，目标资产必须在本质上属于永久性构造物，其各个组成部分之间无论在物理上还是在功能上都是相互依存、不可分割的；第二，资产的用途只能是被动的运输或储存产品，并不涉及相关产品的生产或加工过程，以确保收益的稳定性。

美国基础设施 REITs 发展良好，收益率位于各类型 REITs 第一梯队，细分领域收益率：无线通讯基础设施类>运输管道、收集系统>交通、能源领域>通信配电系统。截至 2020 年 2 月底，美国市场进入到成份股的权益型 REITs 共 163 只，其中基础设施 REITs 如果以最小口径共 5 个，占权益型 REITs 总数的 3%，如加上数据中心 REITs，则共有 10 个，占比 6.1%，如加上仓储类 REITs，则共有 15 个，占比 9%。市值方面，截止 2020 年 2 月底，权益型 REITs 所有成分股总市值约 1.16 万亿美元，其中基础设施 REITs 市值如以最小口径则为 1922.02 亿美元，占比 16.53%，如果包含数据中心 REITs，则市值 2800.9 亿美元，占比 24%，如包含自助仓储类 REITs，则市值 3424.4 亿美元，占比 29.5%。狭义来看，基础设施 REITs 在数量占比较小的情况下流通市值排名各类型 REIT 第一。收益率方面，基础设施 REITs 位于各类型 REITs 收益率第一梯队。截止 2020 年 2 月，美国市场 REITs 20 年平均年化收益率约为 15%，远高于标普 500 的 8.15%，其中，基础设施 REITs 收益率处于第一行列。2019 年基础设施 REITs 收益率为 41.95%，仅次于工业 REITs、数据中心 REITs 和农林牧渔 REITs，比办公室 REITs 收益率高出 10.53%。**基础设施 REITs 流动性充足，债务水平良好。**狭义基础设施 REITs 平均每日成交量为 145 万股，在各类型 REITs 中排名靠前，相对流动性为 1.253，为各类型第一。总体来说基础设施 REITs 流动性风险相对较小，受关注度在各类 REITs 中处于较高水平。债务水平方面，基础设施 REITs 负债比率较低，利息保障倍数低于平均。截止 2019 年第三季度，基础设施类 REITs 资产负债率为 25.8%，略低于平均水平 27.5%，整体负债水平良好。

根据 Nareit Data 数据库，截止 2020 年 3 月 31 日美国基础设施 REITs 共有 6 个。2020 年以来基础设施 REITs 总收益率为 16.17%，超过同期美国标普 500 及道琼斯指数，发展良好。其中，市值最大的为美国铁塔公司（American Tower, AMT）是美国最大的通信铁塔运营商，1995 年成立，1998 年从美国广播公司中独立出来，并在纽交所上市，2012 年，美国铁塔向 REIT 转型，公司营收及利润保持稳定，毛利率维持稳定，净利率有所改善，年营收近 76 亿美金。**中国试点基础设施 REITs 包含仓储物流、收费公路、机场港口、产业园区等，从政策思路来看，新基建 REITs 或许是大力发展对象，其中美国的数据中心 IDC REITs 也具备较高的收益率。**数据中心成分股 REITs 数量占比偏少，该类公司平均市值位于前列。数据中心 REITs 收益率位于各类型第一梯队，19 年累计收益率 44.21%。该类型 REITs 流动性相对稳定，不及基础设施类 REITs。其中，Equinix 作为全球数据中心服务巨头，于 2015 年成为 REIT 并纳入成分股。公司 2015 年，成功成为 REIT 后业绩好转，公司净利润增速逐年上调，2019 年达到 38.9%，连续三年保持正增长。成为 REIT 对于公司的帮助包括筹集资金购买合并扩张市场从而提升客户粘度、改善资金流动性、降低有效税率等等。另外，自助仓储 REITs 数量占比偏少，收益率及流动性不及基础设施 REITs 及数据中心 REITs，主要或由于美国自助仓储行业分散度大，护城河较浅。中国仓储物流行业相比美国更为发达且需求更大，预计能有较好收益率。

投资建议：公募 REITs 在中国正式起航，虽以基础设施为出发点，未来或将逐步放宽至所有不动产类别，重要意义在公募基金+ABS+项目公司股权的基础架构的设立，基础设施 REITs 作为美国 REITs 的后起之秀，发展迅速，市值占比大且流动性风险较小、收益率高，是继现金、股票、债券之后的第四大金融资产，从股票角度，我们建议关注：1）持续看好资产管理公司：光大嘉宝；2）短期重点关注基础设施领域公司：城投控股、浦东金桥、上海临港外高桥、等；3）长期看好持有核心资产的地产公司：陆家嘴、金融街、中国国贸、龙湖、华润、新城控股、万科、保利、招商蛇口等。

风险提示：政策推行不及预期、宏观经济下滑风险、相关业务拓展不及预期

证券研究报告

2020 年 05 月 07 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

陈天诚

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517110001

chentiancheng@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

1《REITs 科普一：什么是标准的 REITs——中国房地产资产证券化研究系列之一》 2019-04-05

2《公募 REITs 试点深度解读电话会议纪要——中国房地产资产证券化研究系列之二》 2020-05-03



内容目录

1. 基础设施 REITs 介绍	6
2. 美国基础设施 REITs 市场发展现状：起步晚发展快，收益率高流动性风险小	6
3. 典型基础设施 REITs 介绍	10
3.1. AMT 美国电塔	10
3.1.1. 公司简介：美国最大通信铁塔运营商	10
3.1.2. 主营业务：绝大部分为通信铁塔租赁管理业务，拓展海外市场效果显著	10
3.1.3. 财务特征：盈利能力稳定，费用率持续下降	11
3.1.4. 估值水平：P/FFO 维持较高水平，EV/EBITDA 稳定	13
3.1.5. 分红特征：长期维持高股利支付率，股息率长期在 2%附近	14
3.2. 冠城国际 Crown Castle International Corp. (CCI)	15
3.2.1. 公司简介：全美最大共享通信基础设施供应商	15
3.2.2. 主营业务：以站点租赁为主	15
3.2.3. 财务特征：营收稳健，利润率持续走高	16
3.2.4. 估值水平：企业价值倍数稳中有升	16
3.2.5. 分红特征：股息率稳定在 3%以上	17
3.3. SBAC 通信：致力于铁塔租赁业务	17
3.4. CorEnergy Infrastructure Trust (CORR)：专注于美国中上游能源基建资产	19
4. 美国数据中心 REITs 介绍	21
4.1. 简介：数据中心将成为现代社会基础设施一部分	21
4.2. 美国数据中心 REITs 市场发展现状：发展良好，收益率位于前列	22
4.3. 典型数据中心 REITs 介绍	24
4.3.1. Equinix Inc.：全球数据中心服务巨头	24
5. 美国自助仓储 REITs 介绍	27
5.1. 简介：美国自助仓储以家庭服务为主、需求稳定	27
5.2. 美国自助仓储 REITs 市场发展现状：以稳为主，表现不及基础设施类和数据中心类 REITs	27
5.3. 典型自助仓储 REITs 介绍	29
5.3.1. Public Storage (PSA)：全球自助仓储巨头	29
6. 投资建议	32

图表目录

图 1：截止 2020 年 2 月底各类成分股 REIT 数量	7
图 2：截止 2020 年 2 月底各类成分股 REIT 流通市值	7
图 3：近年成分股基础设施 REIT 市值占比	7
图 4：多类型成分股 REITs 近 5 年累计收益率	8

图 5: 2019 年成分股各类型 REITs 收益率.....	8
图 6: 各基础设施 REITs 收益率.....	8
图 7: 成分股各类型 REITs 平均每日交易量(千股).....	9
图 8: 成分股各类型 REITs 相对流动性.....	9
图 9: 2019Q3 各类型成分股 REITs 派发股利金额占比.....	9
图 10: 截止 2019Q3 各类型成分股 REITs 派息比率(%).....	9
图 11: 基础设施各公司股息率不一.....	9
图 12: 2019Q3 各类型成分股 REITs 资产负债率(%).....	10
图 13: 截止 2019Q3 各类型成分股 REITs 利息保障倍数.....	10
图 14: 美国铁塔主营收入构成.....	11
图 15: 公司主营业务分区域.....	11
图 16: 美国铁塔营收及资产增速(亿美元).....	11
图 17: 美国铁塔归母净利润(亿美元).....	11
图 18: 美国铁塔毛利率维持稳定, 净利率有所改善.....	12
图 19: 美国铁塔 EBITDA 水平.....	12
图 20: 美国铁塔历年摊薄 ROE(%).....	12
图 21: 美国铁塔历年销售、管理及开发费用率.....	12
图 22: 美国铁塔的折旧及摊销占比保持相对稳定.....	12
图 23: 美国铁塔利息支出/营业收入有所节省.....	12
图 24: 美国铁塔所得税率大幅降低.....	13
图 25: 美国铁塔资产负债率.....	13
图 26: 美国铁塔利息保障倍数.....	13
图 27: 美国铁塔 P/FFO 估值维持在较高水平(美元, 倍).....	14
图 28: 美国铁塔企业价值倍数 EV/EBITDA 值稳中略升.....	14
图 29: PE 值稳定.....	14
图 30: 美国铁塔公司维持较高股利支付率(美元/股, %).....	14
图 31: 美国铁塔公司股息率在 2%水平波动(美元/股, %).....	14
图 32: 17-19 年 CCI 业务结构占比.....	15
图 33: 2019 CCI 站点租赁业务细分.....	15
图 34: 2019 年 CCI 服务业务细分.....	15
图 35: CCI 公司营收(百万美元).....	16
图 36: CCI 公司毛利润(百万美元).....	16
图 37: CCI 利润率持续走高.....	16
图 38: CCI 三项费用率.....	16
图 39: CCI EV/EBITDA 倍数.....	17
图 40: CCI 近 3 年 PE 倍数.....	17
图 41: CCI 近三年分红.....	17
图 42: CCI 近三年股息.....	17
图 43: SBAC 公司历年营收增速(百万美元).....	18
图 44: 站点租赁是 SBAC 的主要业务(亿美元).....	18
图 45: SBAC 毛利率呈上升趋势.....	18

图 46: SBAC 净利润逐渐改善	18
图 47: SBAC 营业利润率随毛利率增长而有所改善	18
图 48: SBAC SG&A/营收比重走高	18
图 49: SBAC 折旧与摊销占比较高, 拖累净利率	19
图 50: SBAC 利息支出比重	19
图 51: SBAC P/FFO 估值改善 (美元, 倍)	19
图 52: CORR 各业务营收占比	19
图 53: CORR 公司营业收入	20
图 54: CORR 公司净利润	20
图 55: CORR 营业利润率稳定, 净利率受权益型证券损失影响	20
图 56: CORR 管理费用率、运输费用率及折旧率	20
图 57: CORR 公司近年每季度分红维持 0.75 美元/股 (美元/股)	21
图 58: CORR 股息率	21
图 59: 数据中心提供数据基础设施服务	22
图 60: 截止 2020 年 2 月底各类成分股 REIT 数量	23
图 61: 截止 2020 年 2 月底各类成分股 REIT 流通市值 (百万美元)	23
图 62: 各类成分股 REIT 平均市值: 数据中心排名前列 (百万美元)	23
图 63: 近年成分股数据中心 REIT 市值占比	23
图 64: 各类成分股 REIT 2019 年累计收益率 (%)	23
图 65: 近年成分股五年累计收益率 (%)	23
图 66: 各类成分股 REITs 成交量 (千股)	24
图 67: 各类成分股 REITs 相对流动性	24
图 68: Equinix 公司历年营收占比	24
图 69: Equinix 公司营收按区域划分	24
图 70: Equinix 营收及资产增速 (亿美元, %)	25
图 71: Equinix 公司净利润及 yoy (亿美元, %)	25
图 72: Equinix 毛利率维持稳定, 净利率有所改善	25
图 73: Equinix EBITDA 比率	25
图 74: Equinix 公司历年摊薄 ROE	26
图 75: Equinix 公司历年费用率	26
图 76: Equinix 公司资产负债率 (%)	26
图 77: Equinix 公司利息保障倍数	26
图 78: Equinix 公司历年 EV/EBITDA, 2020 年 4 月底为 27.85	26
图 79: 截止 2020 年 2 月底各类成分股 REITs 流通市值 (百万美元)	28
图 80: 各类成分股 REITs 平均市值 (百万美元)	28
图 81: 近年成分股自助仓储 REITs 市值占比	28
图 82: 各类成分股 REIT 2019 年累计收益率: 自助仓储排名靠后 (%)	28
图 83: 近年成分股五年累计收益率 (%)	28
图 84: 各类成分股 REITs 成交量 (千股)	29
图 85: 各类成分股 REITs 相对流动性	29
图 86: PSA 公司历年营收占比	30

图 87: PSA 公司营收按区域划分 (%)	30
图 88: Public Storage 营收及资产增速 (万美元)	30
图 89: PSA 公司净利润及 yoy (万美元)	30
图 90: PSA 毛利率、净利率维持稳定 (%)	31
图 91: PSA EBITDA 比率 (%)	31
图 92: PSA 公司历年摊薄 ROE (%)	31
图 93: PSA 公司历年费用率	31
图 94: PSA 公司资产负债率 (%)	31
图 95: PSA 公司利息支出 (万美元)	31
图 96: PSA 公司 PE 估值, 2020 年 4 月底为 25.24	32
图 97: PSA 公司 PB 估值, 2020 年 4 月底为 6.55	32
表 1: 美国基础设施 REITs 对应业务	6
表 2: 各数据中心公司业务及市值规模	22
表 3: 纳入成分股的 5 个自助仓储类型 REITs 规模	27

1. 基础设施 REITs 介绍

REITs 是通过募集投资人资金,以能够产生稳定现金流的不动产作为基础资产的投资计划、信托基金或上市证券,投资标的包括商业地产、基础设施等。其中,主要投资于基础设施的产品,被称为基础设施类 REITs。美国是基础设施 REITs 的诞生地及最为成熟的市场。

目前美国国内税务局确认基础设施 REITs 可投资的对象包括:铁路、微波收发系统、天然气储存及输送管道、固定储气罐等等。美国国内税务局对某项资产是否符合基础设施 REITs 的要求是:第一,目标资产必须在本质上属于永久性构造物,其各个组成部分之间无论在物理上还是在功能上都是相互依存、不可分割的;第二,资产的用途只能是被动的运输或储存产品,并不涉及相关产品的生产或加工过程,以确保收益的稳定性。

表 1: 美国基础设施 REITs 对应业务

REITs 名称	缩写	业务
SBA Communications Corp	SBAC	无线通讯、广播基础设施(通信铁塔)
American Tower Corp	AMT	无线通讯、广播基础设施(通信铁塔)
Crown Castle International Corp.	CCI	无线通讯、广播基础设施(通信铁塔)
Uniti Group Inc.	UNIT	通信配电系统
CorEnergy Infrastructure Trust	CORR	管道、存储槽罐、传输线以及收集系统等

资料来源: Nareit, 天风证券研究所

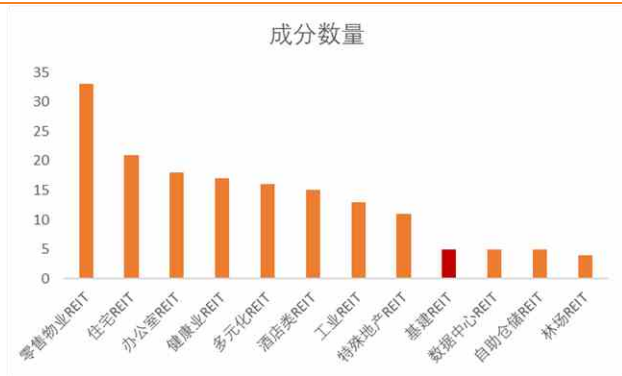
2. 美国基础设施 REITs 市场发展现状: 起步晚发展快, 收益率高流动性风险小

进入成分股的基础设施 REITs 数量上占比较小,而市值占比排名各类型 REITs 第一。截至 2020 年 2 月底,北美市场进入到成份股的 REITs 共有 200 只,其中权益型 REIT 共 163 只,占总数的 81.5%,抵押贷款类 REITs 共 37 只,占总数的 18.5%。进入成分股的权益型基础设施 REIT 共 5 个,占权益型 REIT 总数的 3.1%。市值方面,截止 2020 年 2 月底,权益型 REIT 所有成分股总市值约 1.16 万亿美元,其中基础设施 REITs 1922.02 亿美元,占比 16.53%。成分股基础设施 REIT 在数量占比较小的情况下流通市值排名各类型 REIT 第一。

基础设施 REITs 属于美国 REIT 市场较新品种,且发展迅速。在过去 20 年,进入成分股的传统的办公/工业、零售物业、出租公寓、酒店和多元化 REITs 的占比已从 80%左右下降到不到 50%,其中,办公/工业地产 REITs 的市值占比从 2000 年的 35%下降到目前的 18%左右,零售物业 REITs 的市值占比也从 2000 年的 20%下降到目前的 13%,而多元化 REITs 的市值占比则从 2000 年的 10%左右下降到目前的 5%水平。与之相对,基础设施 REITs 从零上升到 16%以上。

总体来说基础设施 REIT 平均市值相对较大,且发展迅速。

图 1：截止 2020 年 2 月底各类成分股 REIT 数量



资料来源：Nareit Data，天风证券研究所

图 2：截止 2020 年 2 月底各类成分股 REIT 流通市值



资料来源：Nareit Data，天风证券研究所

图 3：近年成分股基础设施 REIT 市值占比



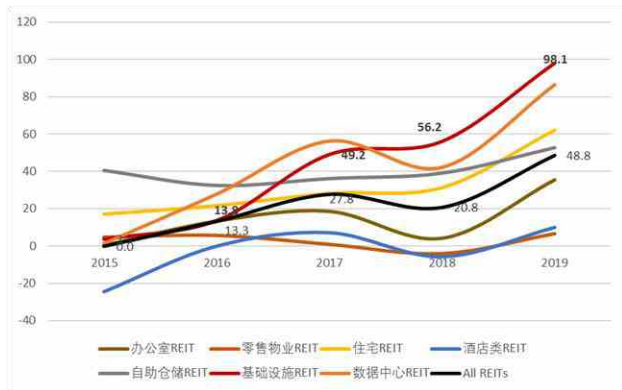
资料来源：Nareit Data，天风证券研究所

收益率方面，基础设施成分股 REITs 位于各类型成分股 REITs 收益率第一梯队。截止 2020 年 2 月，美国市场 REITs 20 年平均年化收益率约为 15%，远高标普 500 的 8.15%，同时对应的含有更高的年化波动率，其中，成分股中的基础设施 REITs 收益率处于第一行列。2019 年基础设施成分股 REITs 收益率为 41.95%，仅次于工业 REITs、数据中心 REITs 和林场 REITs，比办公室 REITs 收益率高出 10.53%。由于基础设施 REITs 属于较新品种，计算五年平均收益率，则基础设施成分股 REITs 的五年平均收益率为 19.62%，高于所有类型 REITs 的平均收益率 10%。

对于基础设施细分行业收益率，无线通讯基础设施类>运输管道、收集系统>交通、能源领域>通信配电系统，运输管道、收集系统受疫情影响最严重。AMT、SBAC 和 CCI 自 2015 年以来累计收益率最高，分别为 167.8%、146.85%、121.0%，该三家公司主营业务均为无线通讯及广播基础设施租赁业务，以通信铁塔为主。CORR 主营业务方向为运输管道及收集系统，自 2015 年至 2019 年末累计收益率约为 120%，与无线通讯类 REITs 接近甚至更高，但是近期受疫情影响业务下滑严重，收益率来到负数，疫情结束后预计业绩及收益率将有改善。UNIT 主营业务方向为通信配电系统，该类业务 REIT 2015 年来业绩不佳。除此之外，PW 公司主营业务方向为交通运输、新能源产业地产，其并未纳入 FTSE NAREIT 成分股，由于其市值较小，该公司 2019 年 9 月以来收益率涨幅显著，2015 年以来累计收益率达到 40.81%。

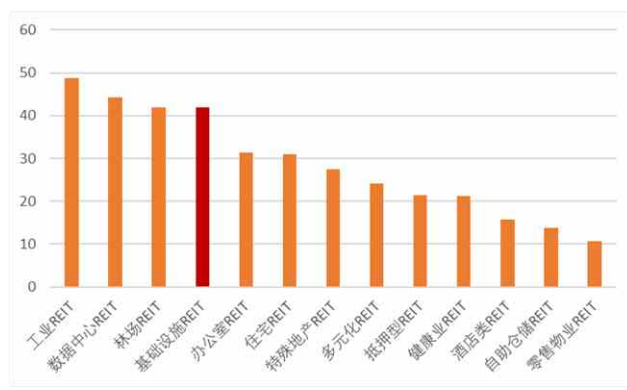
截止 2020 年 3 月 31 日，美国市场基础设施 REITs 2020 年累计收益率为 16.17%，超过同期标普 500 的 -20%。

图 4：多类型成分股 REITs 近 5 年累计收益率



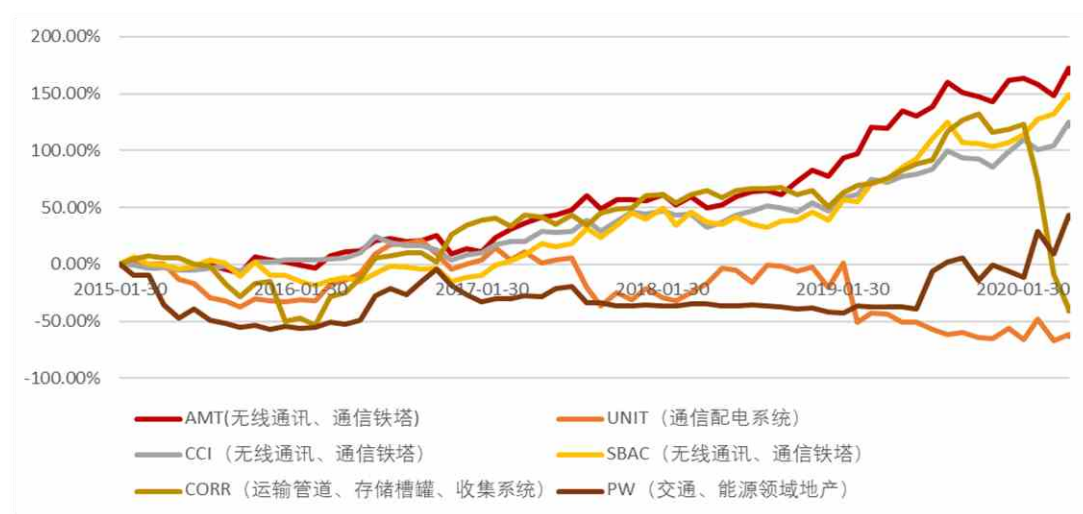
资料来源：Nareit Data，天风证券研究所

图 5：2019 年成分股各类型 REITs 收益率



资料来源：Nareit Data，天风证券研究所

图 6：各基础设施 REITs 收益率

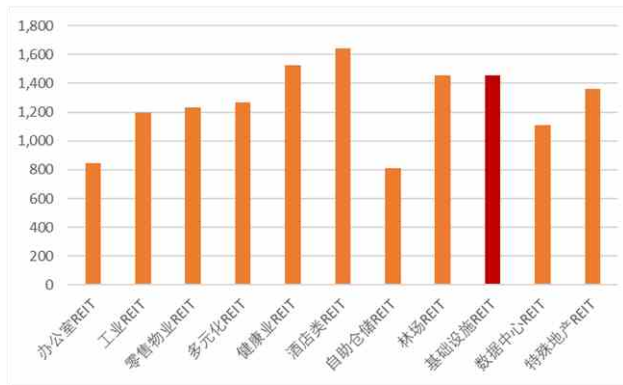


资料来源：Wind，天风证券研究所

基础设施类 REITs 流动性良好。根据 NAREIT 数据库，成分股中基础设施 REITs 平均每个 REIT 每日成交量为 145 万股，在各类型 REITs 中排名靠前，而基础设施 REITs 相对流动性为 1.253，为各类型第一。总体来说基础设施 REITs 流动性风险相对较小。

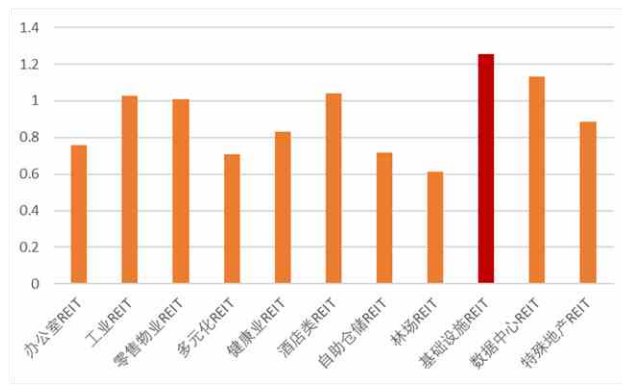
对比其他行业，截止 2020 年 2 月底，虽然基础设施 REITs 中仅 5 个进入成分股，但三个 REITs 公司流通市值超过 300 亿美元，超 300 亿 USD 公司个数及比例均超其他行业，因此基础设施 REITs 在受关注程度上或比其他类型 REITs 更好。

图 7：成分股各类型 REITs 平均每日交易量(千股)



资料来源：Nareit Data，天风证券研究所

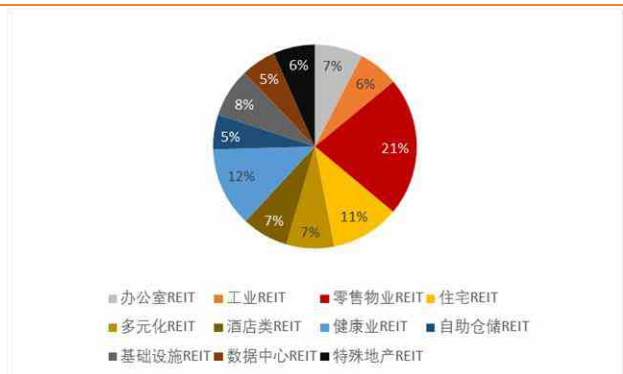
图 8：成分股各类型 REITs 相对流动性



资料来源：Nareit Data，天风证券研究所

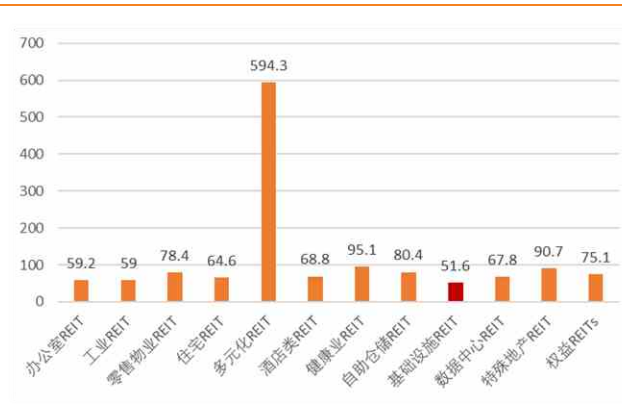
股息支付方面，基础设施 REITs 分红比率中等偏下，股息率各公司差别较大。截止 2019 年第三季度，基础设施成分股 REITs 2019 年累计股利发放 28.64 亿美元，第三季度发放 0.93 亿美元，占有 NAREIT 成分股权益型 REITs 股利发放比例分别约为 8%、8%，派息比率为 51.6%，权益型 REITs 平均派息比率 75.1%，在各类型中属于最少。股息率方面基础设施 REITs 各公司差别较大，其中 AMT 历年股息率均稳定在 2%，CCI 在 3-4%之间，CORR 常年维持在 6%以上。

图 9：2019Q3 各类型成分股 REITs 派发股利金额占比



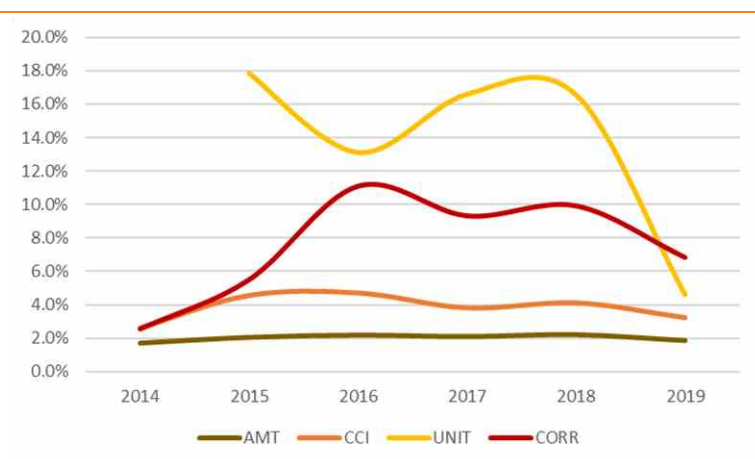
资料来源：Nareit Data，天风证券研究所

图 10：截止 2019Q3 各类型成分股 REITs 派息比率 (%)



资料来源：Nareit Data，天风证券研究所

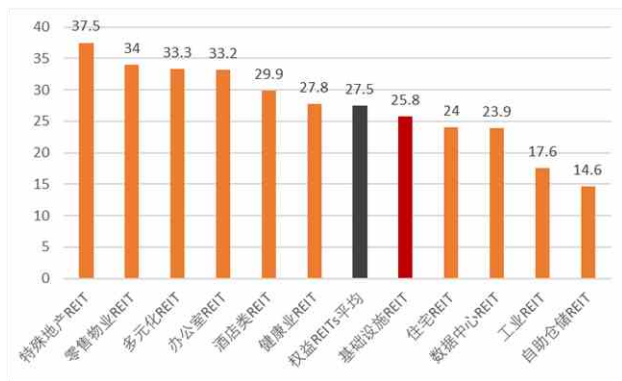
图 11：基础设施各公司股息率不一



资料来源：Wind，天风证券研究所

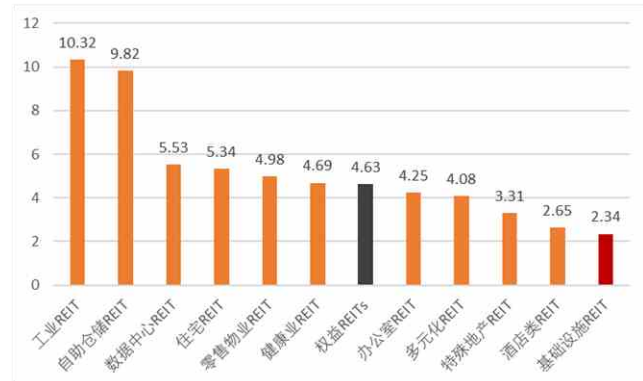
债务水平方面，基础设施 REITs 负债比率较低，利息保障倍数低于平均。截止 2019 年第三季度，基础设施类成分股 REITs 资产负债率为 25.8%，略低于平均水平 27.5%，整体负债水平良好。利息保障倍数方面，成分股的基础设施 REITs 利息保障倍数 2.34，远低于平均 4.63，或由于基础设施资产对应利率水平较其他类型更高。

图 12：2019Q3 各类型成分股 REITs 资产负债率 (%)



资料来源：Nareit Data，天风证券研究所

图 13：截止 2019Q3 各类型成分股 REITs 利息保障倍数



资料来源：Nareit Data，天风证券研究所

3. 典型基础设施 REITs 介绍

根据 Nareit Data 数据库，截止 2020 年 3 月 31 日美国 REITs 中基础设施 REITs 包括 CCI、AMT、SBAC、CORR、LMRK、UNIT 等。2020 年以来该部分基础设施 REITs 总收益率为 16.17%，超过同期美国标普 500 及道琼斯指数，发展良好。

3.1. AMT 美国电塔

3.1.1. 公司简介：美国最大通信铁塔运营商

美国铁塔公司 (American Tower, AMT) 是美国最大的通信铁塔运营商，1995 年成立，1998 年从美国广播公司中独立出来，并在纽交所上市，2012 年，美国铁塔向 REIT 转型，利用美国发达的资本市场，对公司现有的铁塔资产进行资产证券化，发行房地产投资信托基金 (REIT) 募集资金，用以进行资本支出、公司并购等。公司从事持有、管理、开发和租赁无线和广播通信塔等业务。公司的租金和管理部门从事通信网点的租赁业务。网络发展服务部门提供发射塔和相关土地收购的服务，以及授权与许可服务、建筑结构分析服务等。

3.1.2. 主营业务：绝大部分为通信铁塔租赁管理业务，拓展海外市场效果显著

AMT 自成立以来主要致力于两项业务：(1) 通信铁塔的租赁和管理，即向运营商以及广播电视公司出租多用户通信铁塔；(2) 网络发展服务，即提供诸如基站选址、区域划分、业务许可和结构分析等服务。近几年公司营业收入组成结构稳定，通信租赁占营业收入的绝大部分。截止 2019 年年报数据，通信铁塔的租赁和管理业务收入 74.6 亿美元，占总营收的 98.5%，为 AMT 的主要业务。

对通信铁塔租赁的收入成本端进行分析，其单塔收入主要取决于单个租户租赁费及共享率水平，由于单个铁塔可供多个租户同时使用，因此在既有固定成本投入后，增加共享率可以使得单塔收入成倍增长，另一方面，单个租户的租赁费是动态调节的，且客户合约期限较长，可以保证公司有稳定的现金流收入。成本端口看，最大支出来源于初始的建设投入成本，以及后续每年的能源费用支出及土地租金等管理费用，由于公司具有较强的议价权，可以将成本转移给租户，从而保证公司维持较高可持续的收益。

分区域来看，公司主营业务以美国市场为主，近几年公司拓展海外市场以求业绩的持续提

升且效果显著。2015 年公司美国市场营收占比近 70%，2018 年美国市场营收已降到 53%，2019 年美国市场营收占比回升至 56.8%，或由于印度市场整体萎缩，铁塔租赁需求量下降。随着 5g 持续发展，预计未来铁塔租赁需求有望带动公司业绩进一步增长。

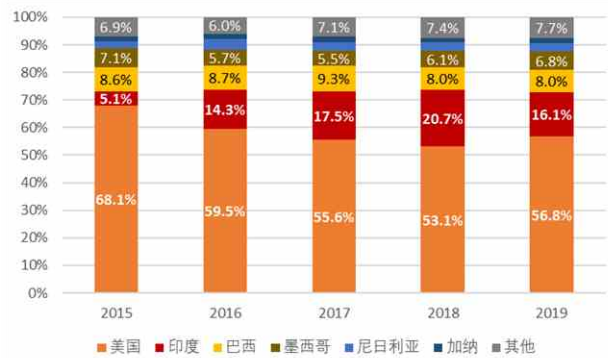
公司盈利稳定，在铁塔租赁服务市场竞争优势明显。第一，公司与客户签下大量长期不可取消的租赁合同，为公司未来提供稳定现金流；第二，铁塔市场中第三方铁塔公司掌握美国大部分铁塔，其中美国铁塔 AMT 作为行业龙头，具有较强议价能力。

图 14：美国铁塔主营收入构成



资料来源：wind，天风证券研究所

图 15：公司主营业务分区域

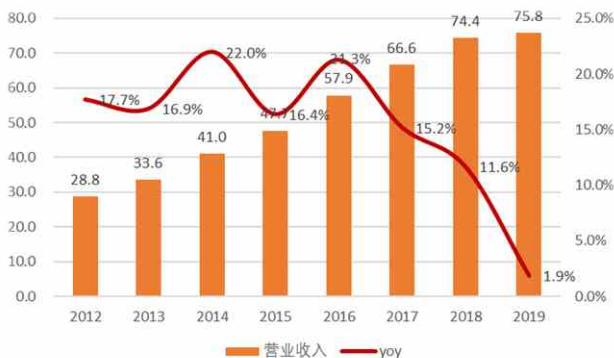


资料来源：wind，天风证券研究所

3.1.3. 财务特征：盈利能力稳定，费用率持续下降

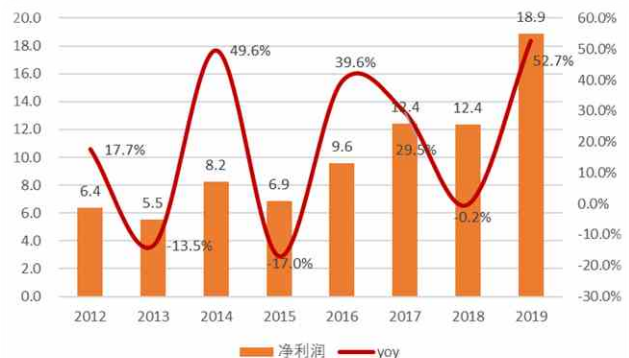
公司近年营业收入稳步增长。2019 年公司营业收入 75.8 亿美元，同比增速 1.9%，较去年下滑 9.8 个 PCT，符合市场预期。公司归母净利润 2019 年达到 18.9 亿美元，同比增长 52.7%，增幅显著。公司 2012 年来归母净利润增速增减起伏不定，主要由于公司所持资产折旧、摊销损耗的变化，以及非经常性项目损益变化。

图 16：美国铁塔营收及资产增速（亿美元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 17：美国铁塔归母净利润（亿美元）

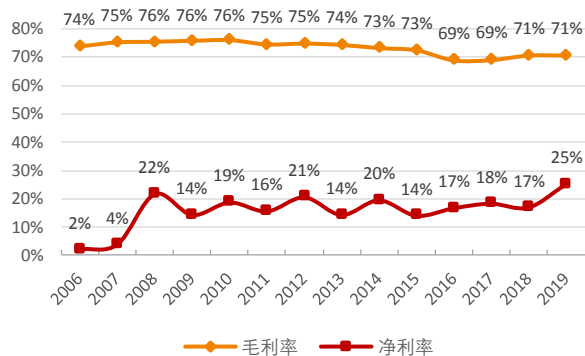


资料来源：wind，天风证券研究所

公司盈利稳定，费用率持续下降。公司毛利率长期保持稳定，2019 年公司毛利率维持在 70% 附近，具有稳定的盈利能力。同时净利率方面公司历年净利率受折旧摊销及非经常性项目损益影响存在起伏，总体仍维持在 20% 附近，2019 年公司净利率更是达到 25%，主要由于折旧摊销损耗计提的减少。而公司摊薄 ROE 在 2012 年成为 REIT 后保持上涨趋势，体现公司盈利能力的逐步改善。公司 EBITDA 水平同样长期维持在 60% 附近。费用支出方面，公司销售、管理及开发费用率持续下降，2019 年该比例为 9.6%，公司利息支出/营业收入比例保持持续降低，2019 年公司利息支出/营业收入比例 10.7%，利息支出比例持续降低。

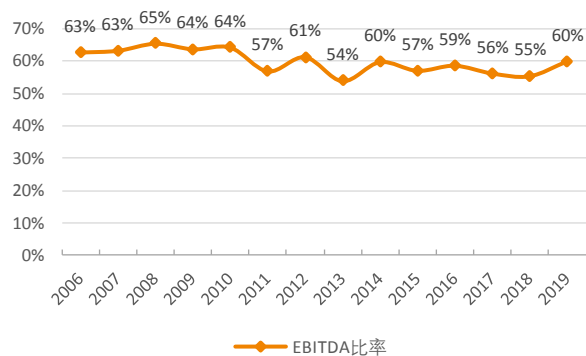
总体来说公司盈利稳定且逐步改善，成本控制能力突出。

图 18：美国铁塔毛利率维持稳定，净利率有所改善



资料来源：wind，天风证券研究所

图 19：美国铁塔 EBITDA 水平



资料来源：wind，天风证券研究所

图 20：美国铁塔历年摊薄 ROE (%)



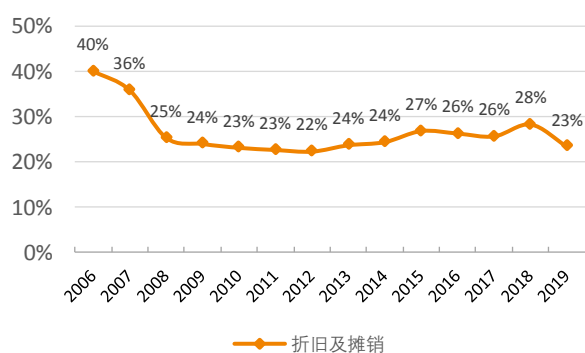
资料来源：wind，天风证券研究所

图 21：美国铁塔历年销售、管理及开发费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 22：美国铁塔的折旧及摊销占比保持相对稳定



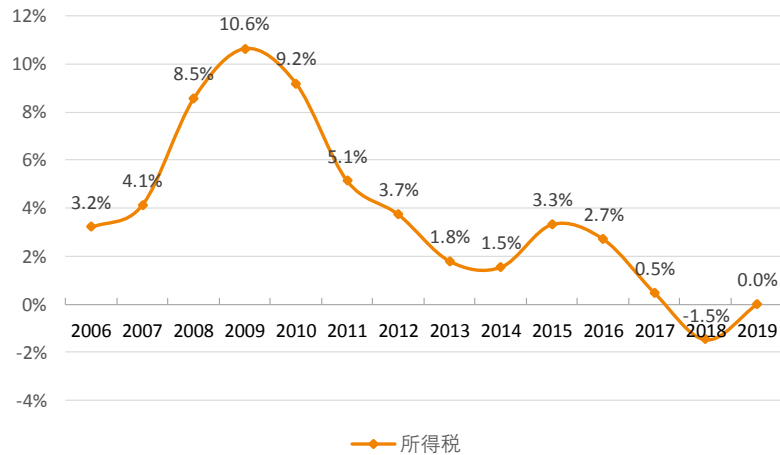
资料来源：wind，天风证券研究所

图 23：美国铁塔利息支出/营业收入有所节省



资料来源：wind，天风证券研究所

图 24：美国铁塔所得税率大幅降低



资料来源：wind，天风证券研究所

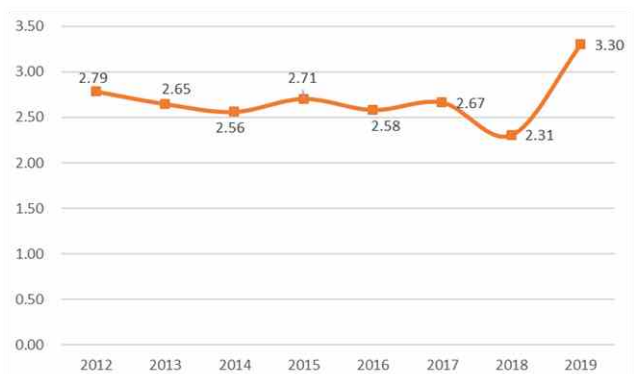
债务方面，公司长期偿债能力近期波动明显。2019 年公司资产负债率 84.61%，2016 年以来持续保持上升。公司利息保障倍数自 2012 年起保持稳中略降的趋势，2019 年达到 3.3，主要由于公司折旧摊销费用减少及其他经营费用减少，其中主要为不动产折旧摊销费用减少。公司根据持有资产性质以加速折旧法计提折旧，2012 年来公司折旧摊销费用保持增长，2019 年折旧计提数额同比首次为负。

图 25：美国铁塔资产负债率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 26：美国铁塔利息保障倍数

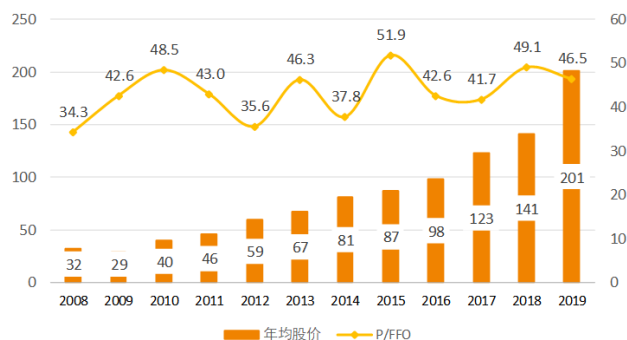


资料来源：wind，天风证券研究所

3.1.4. 估值水平：P/FFO 维持较高水平，EV/EBITDA 稳定

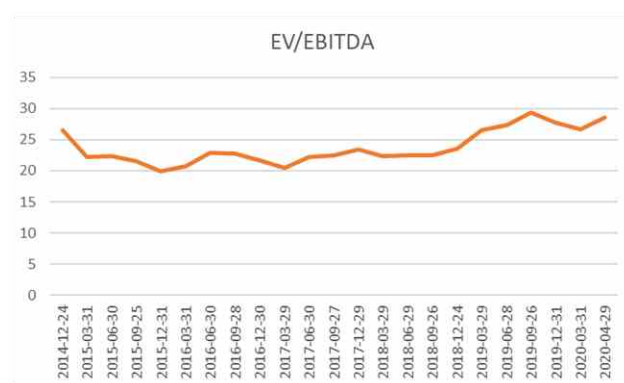
通过 P/FFO 方法对该 REIT 进行估值，可以看到公司估值长期维持在较高水平，且长期稳定在 40 以上。通过公司股价与每股收益的比值计算公司 PE 值，公司 PE 值长期稳定在 50-70 的区间。整体来说公司估值稳定。

图 27：美国铁塔 P/FFO 估值维持在较高水平（美元，倍）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 28：美国铁塔企业价值倍数 EV/EBITDA 值稳中略升



资料来源：wind，天风证券研究所

图 29：PE 值稳定

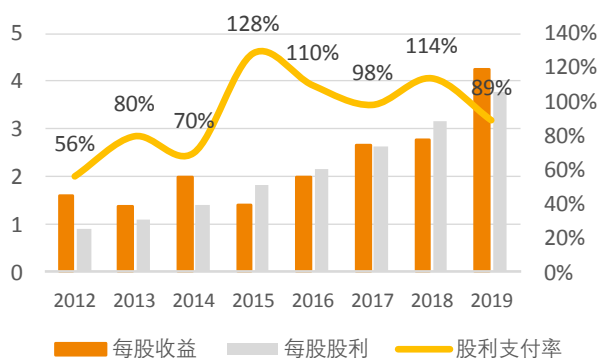


资料来源：wind，天风证券研究所

3.1.5. 分红特征：长期维持高股利支付率，股息率长期在 2% 附近

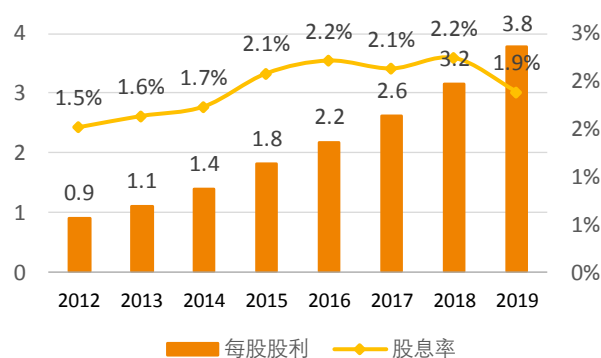
公司长期以来维持高股利支付率，2019 年股利支付率 89%，处于行业较高水平。2019 年公司每股股利达到 3.8 美元/股，总体股息率维持平稳。

图 30：美国铁塔公司维持较高股利支付率（美元/股，%）



资料来源：Morningstar，天风证券研究所

图 31：美国铁塔公司股息率在 2% 水平波动（美元/股，%）



资料来源：Morningstar，Wind，天风证券研究所

3.2. 冠城国际 Crown Castle International Corp. (CCI)

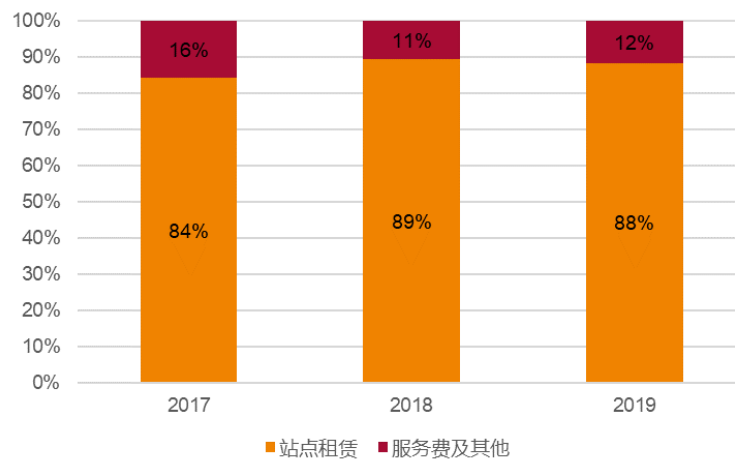
3.2.1. 公司简介：全美最大共享通信基础设施供应商

Crown Castle International Corp. (CCI) (以下简称公司) 是全美最大的共享通信基础设施提供商。2014 年 1 月公司正式成为 REIT，向美国的无线运营商提供他们运营网络所需的主要房地产。同时吸引投资者以满足 5G，物联网和智慧城市技术等新兴市场需求。

3.2.2. 主营业务：以站点租赁为主

从营收结构看，公司前三年站点租赁 (Site rental) 占比都在 80% 以上，且从 17 年开始呈现上升趋势，在 19 年达到 88%，其余部分收入来自服务费 (Services and other)。

图 32：17-19 年 CCI 业务结构占比



资料来源：公司财报、天风证券研究所

具体的，公司各项业务细分为以下三个方面：

塔楼：

随着无线技术的发展，公司的信号塔可以在一个地点为广阔的地理区域内为大量人口提供服务，使其成为全国范围内提供广泛的语音和数据覆盖的理想之选。随着公用技术的发展，公司塔楼可以用来支持未来创新的高科技传感器和接收器，具备更多的想象空间。

小型蜂窝（网络）：

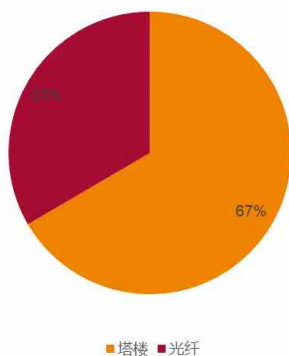
小型蜂窝通常连接到现有基础设施，例如电线杆，路标或路灯。由于功率低且靠近地面，在人口稠密的地区能以更精准的方式满足日益增长的网络需求。塔架协作以增加网络容量，并且由于它们是光纤供电的，小型蜂窝可以支持更快的速度和带宽。

光纤：

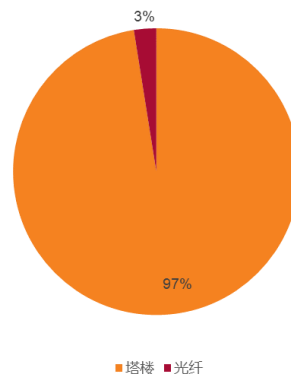
除了连接公司自身的设备之外，许多企业，企业和社区也使用该公司的光纤网络提供的快速连接，以获取数据、云服务和其他需要大量带宽的应用程序

图 33：2019 CCI 站点租赁业务细分

图 34：2019 年 CCI 服务业务细分



资料来源：公司财报、天风证券研究所



资料来源：公司财报、天风证券研究所

3.2.3. 财务特征：营收稳健，利润率持续走高

公司营收稳健增长，2019 年增速有所下滑，较 18 年同期下降 16PCT 至 7%，总营收突破 55 亿美金；同样的，公司毛利也在 19 年出现增速下滑，在 2019 年末实现 15.62 亿美金的毛利。但是，公司利润水平近四年一直稳定增长，19 年末实现毛利率和净利率分别为 66% 和 15%，三项费用率达到 11%。

图 35：CCI 公司营收（百万美元）



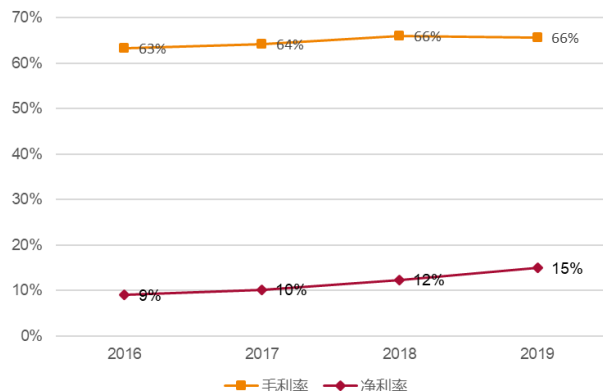
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 36：CCI 公司毛利润（百万美元）



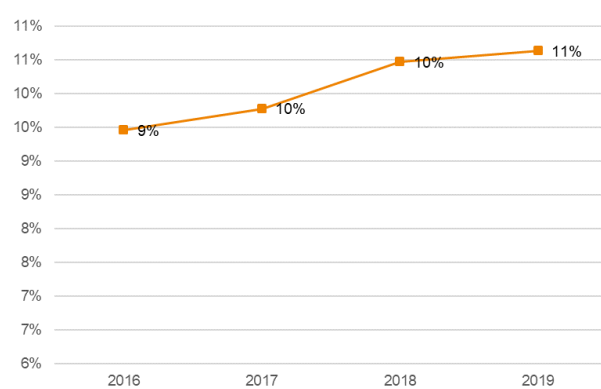
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 37：CCI 利润率持续走高



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 38：CCI 三项费用率



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2.4. 估值水平：企业价值倍数稳中有升

公司企业价值倍数稳定略升，PE 下滑，或受税收费用影响。从估值水平来看，公司 2020 最新收盘价为 155 美元，对应 PE 为 9.01X，处于历史低位，公司近三年估值持续走低，在 18 年 8 月达到 29.25 倍 PE 后走低，到 19 年 12 月到 18.91 倍，到近期跌破 10 倍 PE。

图 39: CCI EV/EBITDA 倍数



资料来源：公司财报、天风证券研究所

图 40: CCI 近 3 年 PE 倍数

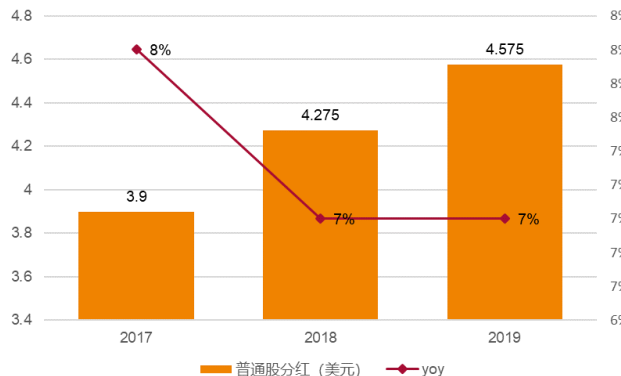


资料来源：公司财报、天风证券研究所

3.2.5. 分红特征：股息率稳定在 3% 以上

公司分红近三年稳定增长，17、18、19 年的普通股每股分红增速分别为 8%、7%、7%，2019 年每股分红 4.575 美金，对应当年 12 月末股息率为 3.72%、3.94%、3.22%，整体趋势稳定，但是 19 年末股价较 18 年增长 30.86%，所以股息率出现小幅下降。

图 41: CCI 近三年分红



资料来源：NYSE，天风证券研究所

图 42: CCI 近三年股息



资料来源：NYSE，天风证券研究所

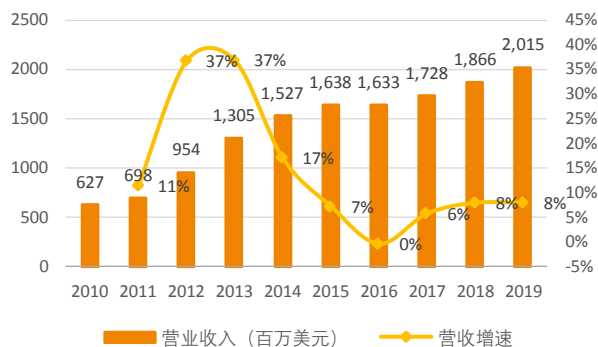
3.3. SBAC 通信：致力于铁塔租赁业务

SBA Communications Corporation (SBA 通信) 成立于 1989 年，为美国前三大基地台设施租赁服务公司之一，业务服务范围包含美国、加拿大、中美洲、南美洲等地区。

公司主要经营两类业务：站点租赁和网站开发服务。站点租赁业务：公司在长期租赁合同前提下，提供多站点功能且可以一对多的无线天线塔租赁服务，公司也提供一系列的蜂窝基站的安装、优化和集成服务；网站开发服务：为无线供应商提供协助发展他们自己网站的服务。截止 2019 年数据，公司站点租赁业务营收为 18.6 亿美元，占总营收比重为 92.5%，为 SBA 通信公司的主要业务。

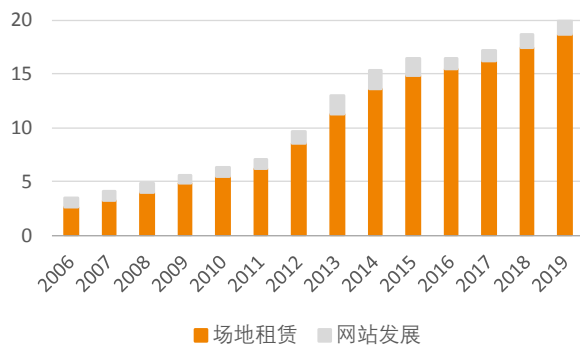
2019 年公司每股收益 1.28 美元/股，每股股利 0.74 美元/股，股利支付率为 57.8%。

图 43：SBAC 公司历年营收增速（百万美元）



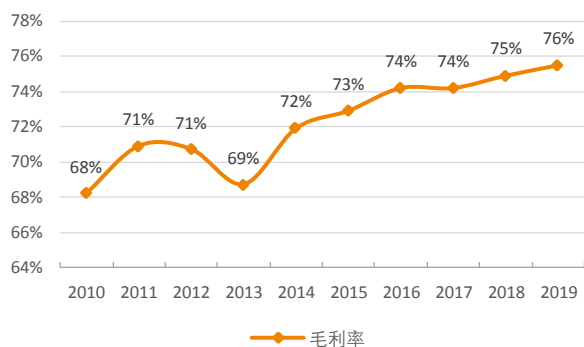
资料来源：wind，天风证券研究所

图 44：站点租赁是 SBAC 的主要业务（亿美元）



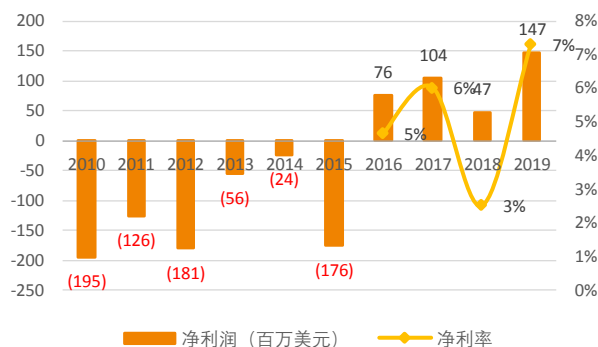
资料来源：wind，天风证券研究所

图 45：SBAC 毛利率呈上升趋势



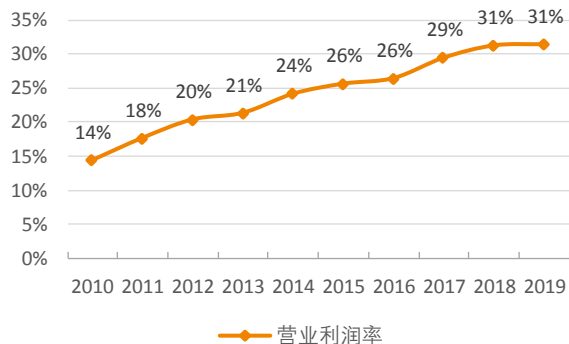
资料来源：wind，天风证券研究所

图 46：SBAC 净利润逐渐改善



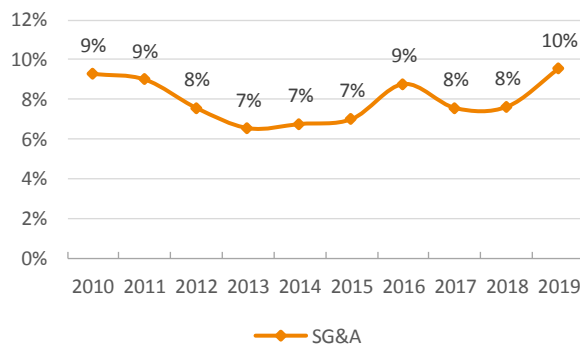
资料来源：wind，天风证券研究所

图 47：SBAC 营业利润率随毛利率增长而有所改善



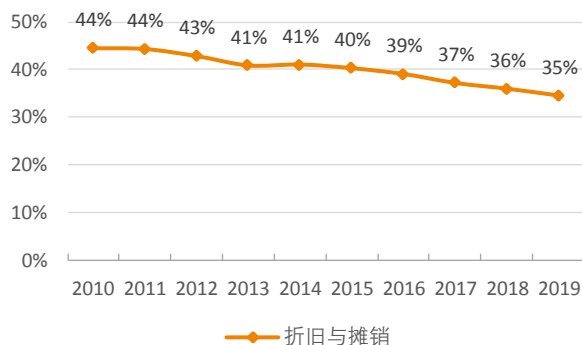
资料来源：wind，天风证券研究所

图 48：SBAC SG&A/营收比重走高



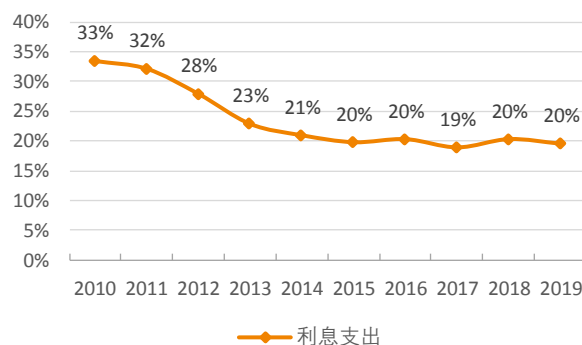
资料来源：wind，天风证券研究所

图 49: SBAC 折旧与摊销占比较高, 拖累净利率



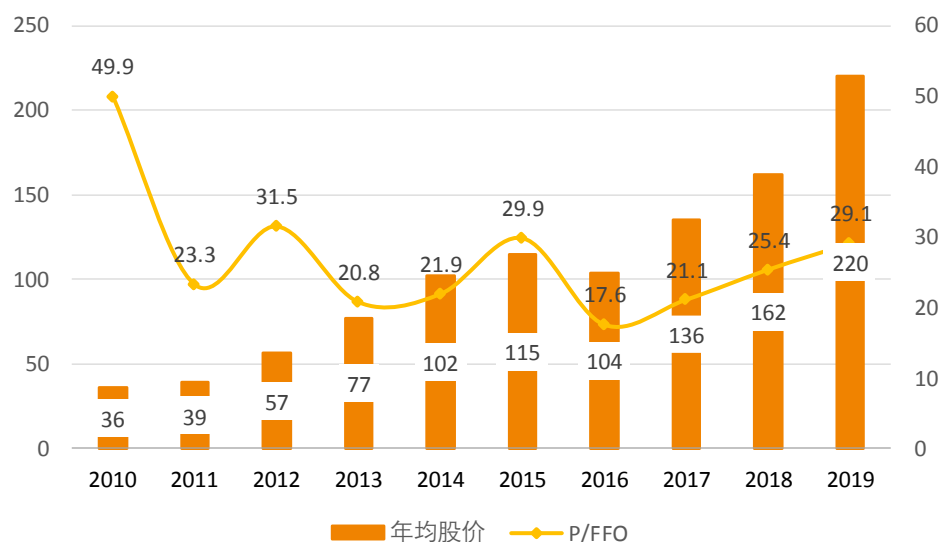
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 50: SBAC 利息支出比重



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 51: SBAC P/FFO 估值改善 (美元, 倍)



资料来源: wind, 天风证券研究所

3.4. CorEnergy Infrastructure Trust (CORR): 专注于美国中上游能源基建资产

CorEnergy Infrastructure Trust, Inc., 专注于收购美国中上游能源基建资产, 同时与能源公司进入长期三方净租赁。公司关注点包括管道、存储槽罐、传输线以及收集系统等。该公司的经营宗旨是强调分销和分销的增长, 为股东提供一个有吸引力的风险调整回报。该公司可以提供租赁为基础的融资给能源基础设施公司与不动产资产, 来追求有吸引力的机会。该公司认为, 它可以收购这些资产, 同时也满足资质的房地产投资信托基金 (REIT) 的要求, 并以其股东的最佳利益成为合格的和有选举权的 REIT 身份。

从营收结构看, 公司 2017 年来能源基建资产租赁收入占比在 80% 附近, 2019 年公司租赁收入为 78.02%。剩余部分主要由运输分配收入构成, 包括传输线业务等。

图 52: CORR 各业务营收占比



资料来源：公司财报，天风证券研究所

公司 2016 年来公司营业收入稳定在 6 亿人民币附近,2019 年公司实现营收 6.0 亿人民币,同比变动-2.1%。而净利润方面,公司下滑较为严重,2019 年公司净利润 408 万美元,折合人民币 2846 万元,同比下滑 90.51%,主要由于 2019 年公司其他非经营性损益-3263 万美元,折合人民币-2.28 亿元,其中主要为权益型证券损失。由于该原因,公司 2019 年销售净利率及摊薄 ROE 均大幅下滑。2016-2019 年公司营业利润率保持稳定,2019 年达到 55.3%,而净利率下滑至 4.8%。

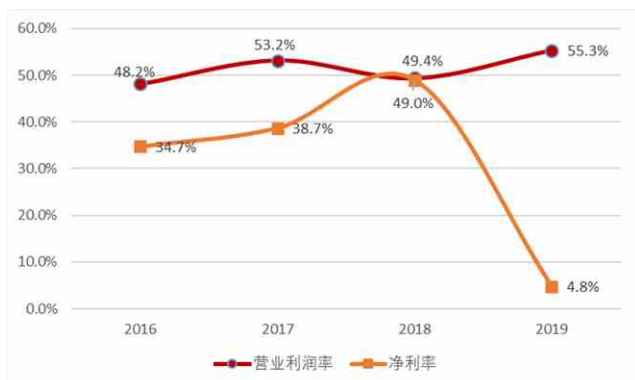
由于公司收入来源及客户来源稳定且营收以租赁及运输为主,因此费用主要考虑折旧、运输等方面。2019 年公司管理费用率、运输费用率、折旧费用率分别为 12.3%、6.1%、26.3%,同比分别变动-2.3%、-2%、-1.7%。整体而言公司业绩较为稳定,2019 年由于非经营性损失利润下滑,预计 2020 年公司营收继续保持稳定。

图 53: CORR 公司营业收入



资料来源：wind，天风证券研究所

图 55: CORR 营业利润率稳定,净利率受权益型证券损失影响



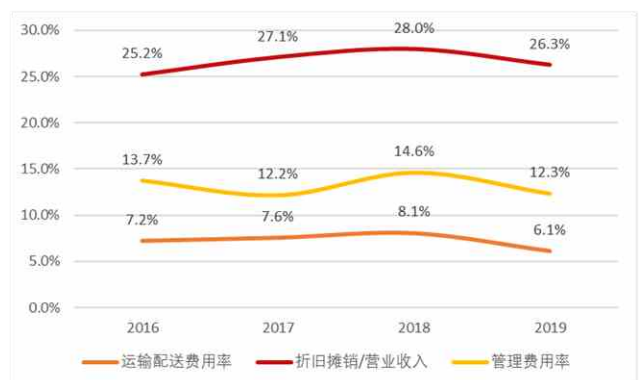
资料来源：wind，天风证券研究所

图 54: CORR 公司净利润



资料来源：wind，天风证券研究所

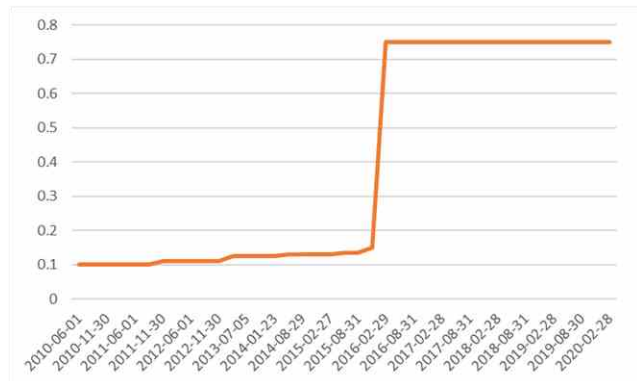
图 56: CORR 管理费用率、运输费用率及折旧率



资料来源：wind，天风证券研究所

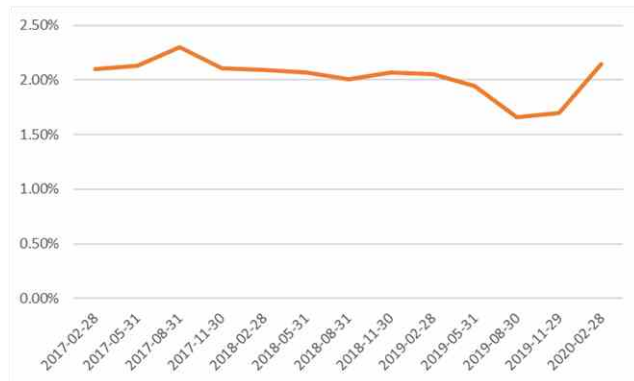
公司分红近三年稳定，17、18、19 年的普通股每股分红均为 3 美元，每季度派息均为 0.75 美元/股，在 2019 年利润情况不佳的情况下 2020 年一季度同样维持在 0.75 美元/股，股息率稳定在 2%附近，分红稳定。

图 57: CORR 公司近年每季度分红维持 0.75 美元/股 (美元/股)



资料来源: wind、天风证券研究所

图 58: CORR 股息率



资料来源: wind、天风证券研究所

4. 美国数据中心 REITs 介绍

在证监会和发改委发布的《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》中显示，我国基础设施 REITs 所涉及领域包括仓储物流，收费公路、机场港口等交通设施，水电气热等设施，产业园区等其他基础设施，不含住宅及商业地产。虽然不涉及住宅、商业，但是也纳入了产业地产，比如未来的医疗、养老、数据中心，基础设施在国内存量规模非常大，以接受度比较高的基础设施作为切入点，对于公募 REITs 的放开和推动会起到重要的作用。

由于美国对于 REITs 的分类中基础设施 REITs 与数据中心 REITs 分开，因此对于美国数据中心 REITs 的研究对于我国该次公募基金 REITs 发行仍有借鉴意义。

4.1. 简介：数据中心将成为现代社会基础设施一部分

数据中心是一个容纳大量服务器及通讯设备的建筑物，是一整套复杂的设施，包括计算机系统和其它与之配套的设备（例如通信和存储系统），还包含数据通信连接、环境控制设备、监控设备以及各种安全装置等等，用来在网络基础设施上传递、加速、展示、计算、存储数据信息。数据中心提供的是数据传输的基础设施服务，随着全球 5G、云计算、集成电路等信息产业高速发展，人们对于数据的储存需求逐步增长，数据中心建设预计将和交通、网络通讯建设一样逐渐成为现代社会基础设施的一部分，为数据提供“租房”也将提供稳定的现金流。

图 59：数据中心提供数据基础设施服务



资料来源：qtsdatacenters，天风证券研究所

目前，Nareit 成分股中包含 5 个数据中心类型 REITs，分别为 Equinix Inc、CoreSite Realty、CyrusOne、Digital Realty Trust 和 QTS Realty Trust，五家公司业务均遍布全球。截止 2020 年 5 月 2 日，各公司数据中心数量分别为 205、23、49、225、88 个。

表 2：各数据中心公司业务及市值规模

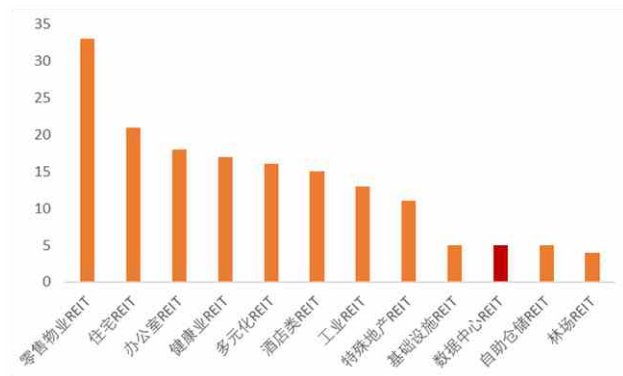
公司名称	数据中心数量	可租借面积(万平方米)	市值(百万美元)
Equinix	205	-	48847.7
CoreSite Realty	23	42.73	3909.3
CyrusOne	49	37.16	6858
Digital Realty Trust	225	320.51	25016.9
QTS Realty Trust	88	55.74	3263.8

资料来源：Wikipedia，各公司官网，Nareit，天风证券研究所

4.2. 美国数据中心 REITs 市场发展现状：发展良好，收益率位于前列

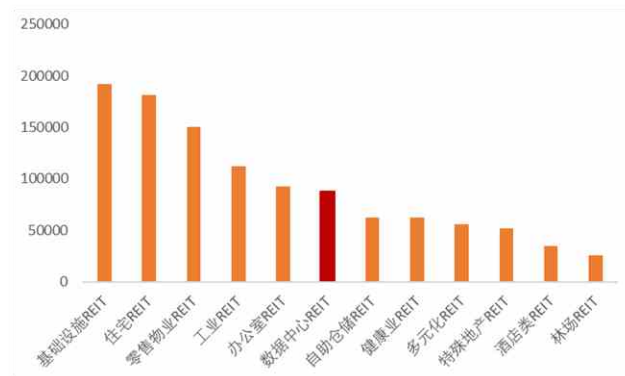
数据中心成分股 REITs 数量占比偏少，平均每一个公司平均市值位于前列。与基础设施 REITs 发展类似，数据中心 REITs 起步较晚，首次纳入 FSTE NAREITS 成分股是在 2014 年，而凭借信息产业发展该类 REITs 发展迅速。截止 2020 年 2 月底，进入成分股的 200 个 REITs 中，数据中心 REITs 数量为 5 个，占权益型 REITs 总数的 3%，与基础设施 REITs 类似。而市值方面，数据中心 REITs 总市值 878.9 亿美元，市值占比为 7%，位于成分股所有类型 REITs 的平均水平。平均每一个成分股数据中心 REIT 对应市值为 176 亿美元，仅次于基础设施 REITs 平均市值。

图 60: 截止 2020 年 2 月底各类成分股 REIT 数量



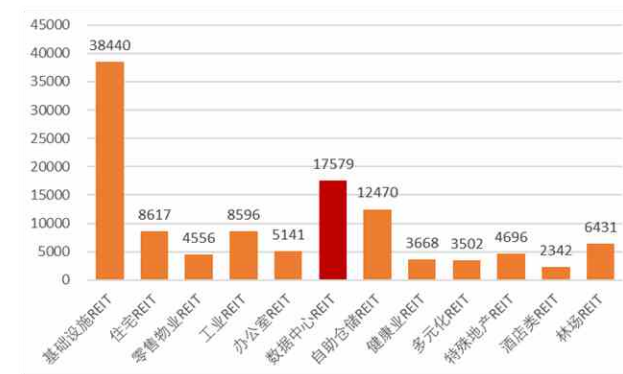
资料来源: Nareit Data, 天风证券研究所

图 61: 截止 2020 年 2 月底各类成分股 REIT 流通市值 (百万美元)



资料来源: Nareit Data, 天风证券研究所

图 62: 各类成分股 REIT 平均市值: 数据中心排名前列 (百万美元)



资料来源: Nareit Data, 天风证券研究所

图 63: 近年成分股数据中心 REIT 市值占比

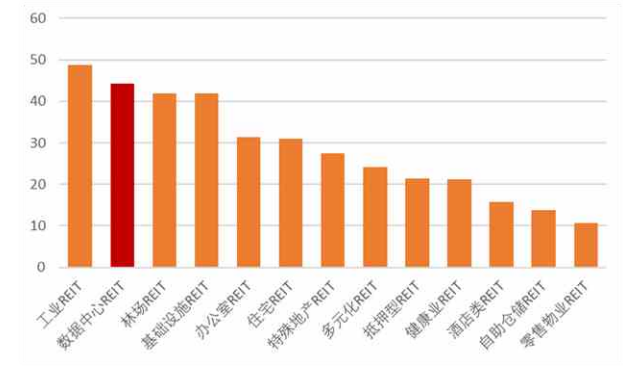


资料来源: Nareit Data, 天风证券研究所

数据中心 REITs 收益率位于各类型第一梯队，19 年累计收益率 44.21%。收益率上，数据中心类型成分股 REITs 位于各类型成分股 REITs 收益率第一梯队，仅次于工业 REITs。2019 年数据中心成分股 REITs 收益率为 44.21%，仅次于工业 REITs。与基础设施 REITs 类似，数据中心 REITs 属于较新品种，按五年平均收益率计算，成分股中数据中心 REITs 的 2015 年起五年累计收益率为 86.5%，高于所有权益 REITs 的累计收益率 48.8%，仅次于工业 REITs 及基础设施 REITs。

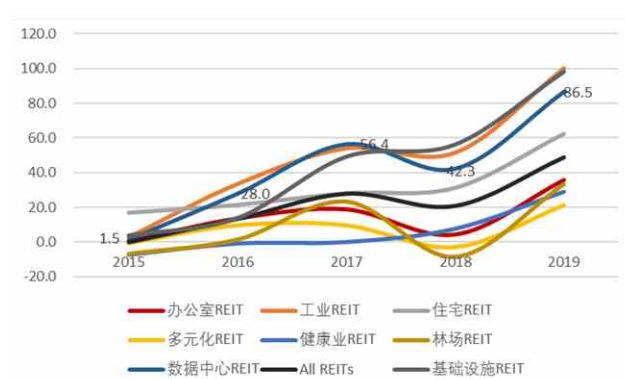
截止 2020 年 3 月 31 日，成分股中数据中心 REITs 2020 年累计收益率为 30.57%，远超同期标普 500 的 -20%。

图 64: 各类成分股 REIT 2019 年累计收益率 (%)



资料来源: Nareit Data, 天风证券研究所

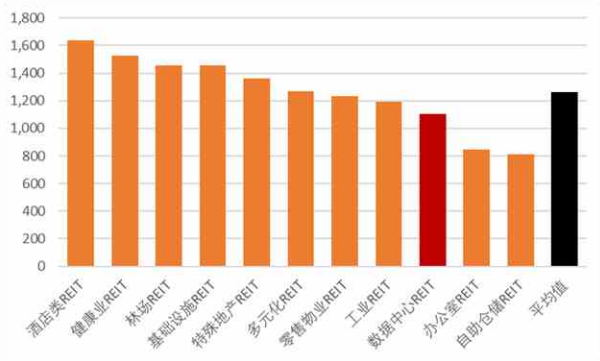
图 65: 近年成分股五年累计收益率 (%)



资料来源: Nareit Data, 天风证券研究所

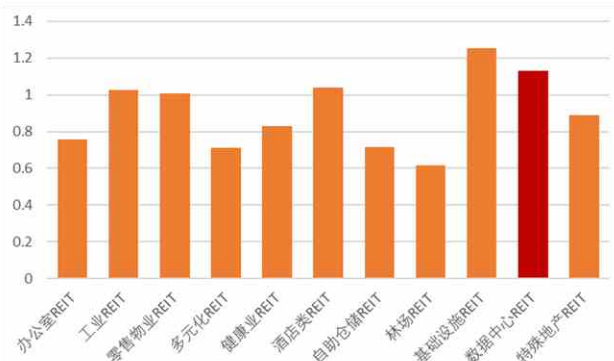
该类型 REITs 流动性稳定。数据中心 REITs 平均每个 REIT 每日成交量为 110.7 万股，在各类型 REITs 中流动性略低于平均值，而数据中心 REITs 相对流动性为 1.131，位于各行业较高水平，其中 CoreSite Realty、CyrusOne、Digital Realty Trust 的相对流动性均在 1.3 以上。

图 66：各类成分股 REITs 成交量（千股）



资料来源：Nareit Data，天风证券研究所

图 67：各类成分股 REITs 相对流动性



资料来源：Nareit Data，天风证券研究所

4.3. 典型数据中心 REITs 介绍

截止 2020 年 2 月，在 NAREIT 成分股的 5 个数据中心 REITs 中，有两家公司市值超过 200 亿元，分别为 Equinix 和 Digital Realty Trust，分别为 488 亿美元和 250 亿美元。

4.3.1. Equinix Inc.：全球数据中心服务巨头

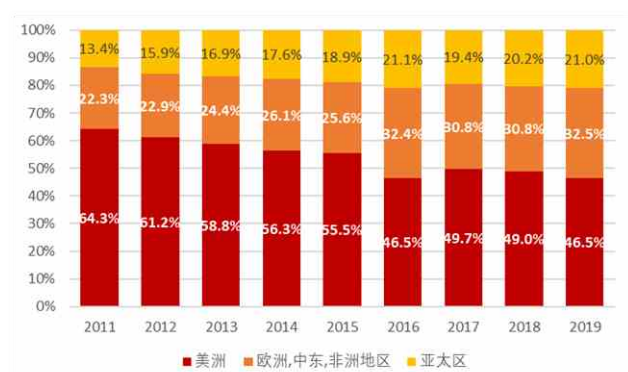
Equinix 中文名易昆尼克斯，是一家全球数据中心提供商，提供主机托管、网间结算、基础设施管理等服务。公司 2012 年申请变更为 REIT，于 2015 年成为 REIT。公司主营业务结构稳定，自 2011 年起公司主营业务 75%-80% 为主机托管，15%-17% 为网间结算。公司营收在区域上以北美为主，2019 年美洲区域占比为 46.5%，欧洲、中东、非洲占比 32.5%，亚洲占比 21.0%。公司 2012 年以来积极拓展全球业务，扩大欧洲、亚洲市场占有率。

图 68：Equinix 公司历年营收占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 69：Equinix 公司营收按区域划分



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司近年营业收入稳步增长，2019 年公司营业收入 55.6 亿美元，同比增速 9.7%，公司净利润 2019 年达到 5.1 亿美元，同比增长 38.9%，增幅显著。

公司 2015 年以前营收增速除下滑趋势，2015 年后营收利润增长稳定。公司净利润增速在 2014 年达到-374.1%，2015 年公司成功成为 REIT 后，业绩开始好转，公司净利润增速逐年上调，2019 年达到 38.9%，连续三年保持正增长。成为 REIT 对于公司的帮助包括筹集资金购买合并扩张市场从而提升客户粘度、改善资金流动性、降低有效税率等等。

图 70: Equinix 营收及资产增速 (亿美元, %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 71: Equinix 公司净利润及 yoy (亿美元, %)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

公司毛利率长期保持稳定, 盈利能力持续改善。2019 年公司毛利率维持在 50% 附近, 具有稳定的盈利能力。同时公司在 2015 年之前净利率持续下滑, 2014 年净利率下滑至 -10.67%, 主要由于 2014 年公司设备土地折旧核算方法变动, 所得税费用由 2013 年的 1616 万美元涨至 3.45 亿美元, 占营业收入比例 14.1%。成为 REIT 后公司净利率迅速回复, 近三年持续改善, 2019 年公司净利率 9.12%。费用方面, 公司在成本控制方面维持稳定, 2019 年公司销售费用率、管理费用率分别为 11.7%、16.8%, 同比分别变动 -0.8%、+0.5%。

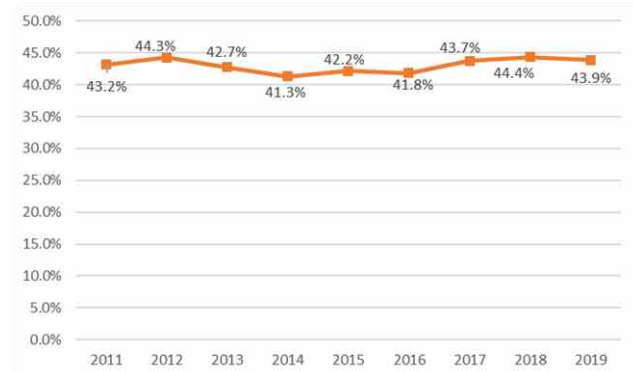
总体来说公司盈利稳定, 成本控制能力突出, 成本变动主要来自税费变动。2015 年以来 Equinix 不断收购合并, 扩大公司规模, 得益于 REIT 带来税率的降低及流动性的增加, 盈利规模及质量得到提升。

图 72: Equinix 毛利率维持稳定, 净利率有所改善



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 73: Equinix EBITDA 比率



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 74: Equinix 公司历年摊薄 ROE



资料来源: wind, 天风证券研究所

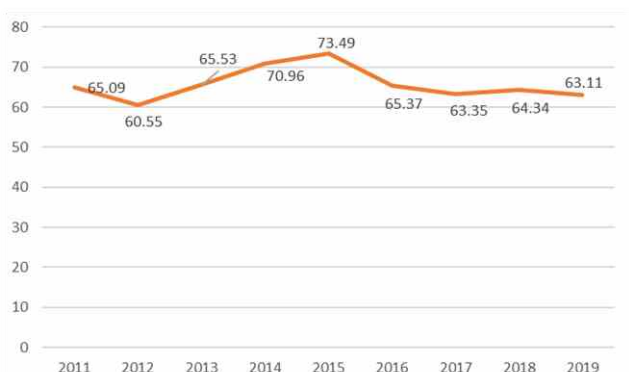
图 75: Equinix 公司历年费用率



资料来源: wind, 天风证券研究所

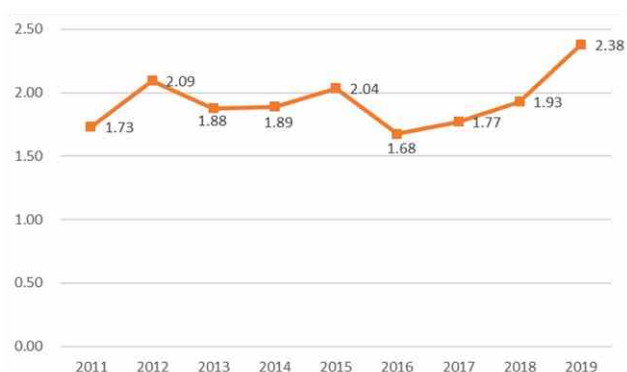
债务方面, 公司长期偿债能力逐渐增强。2019 年公司资产负债率 63.11%, 2015 年成为 REIT 以来稳中有降。公司利息保障倍数近几年稳中有升, 2019 年公司利息保障倍数为 2.38, 公司偿债能力逐年增强。

图 76: Equinix 公司资产负债率 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 77: Equinix 公司利息保障倍数



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 78: Equinix 公司历年 EV/EBITDA, 2020 年 4 月底为 27.85



资料来源: wind, 天风证券研究所

5. 美国自助仓储 REITs 介绍

我国基础设施 REITs 所涉及领域包括仓储物流、收费公路、机场港口等交通设施，美国 REITs 分类中自助仓储类 REITs 多家公司涉及业务包括为私人或企业提供短期或长期租赁仓库的服务。因此该类 REITs 同样在本次基础设施 REITs 研究范围内

5.1. 简介：美国自助仓储以家庭服务为主、需求稳定

自助仓储指公司为客户提供储存仓、钥匙、包装用品等来帮助保管和储存他们的物品。部分仓库可以提供全方位物流搬运、保险、卡车租赁等服务，与我国仓储物流类似。自助仓储的主要服务群体为美国家庭，居民生活中包含大量仓储需求，例如搬家、结婚、离婚等等，该类需求稳定、与经济形势相关性小。因此该类服务同样在美国可以提供稳定的现金流。

目前，Nareit 成分股中包含 5 个自助仓储类型 REITs，分别为 CubeSmart、Extra Space Storage、Life Storage、National Storage Affiliates Trust、Public Storage，五家公司业务以美国为主。

表 3：纳入成分股的 5 个自助仓储类型 REITs 规模

	市值（百万美元）	自主储存柜址数量
CubeSmart	5825.5	381
Extra Space Storage	13590.7	1817
Life Storage	5032.1	854
National Storage Affiliates Trust	2000.7	779
Public Storage	36496	>2200

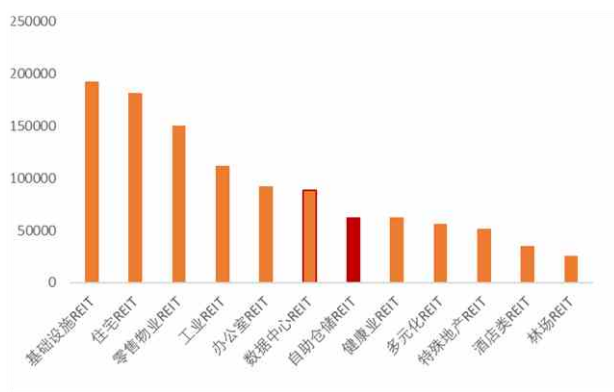
资料来源：Nareit, Wikipedia, Wind, 天风证券研究所

5.2. 美国自助仓储 REITs 市场发展现状：以稳为主，表现不及基础设施类和数据中心类 REITs

成分股中自助仓储 REITs 发展成熟，公司平均市值位于前列。与基础设施 REITs、数据中心 REITs 不同的是，自主仓储 REITs 起步早，发展成熟，1996 年即有相关 REITs 纳入 FSTENAREITS 成分股。截止 2020 年 2 月底，进入成分股的 200 个 REITs 中，自助仓储 REITs 数量为 5 个，占权益型 REITs 总数的 3%，与基础设施 REITs、数据中心 REITs 类似。而市值方面，数据中心 REITs 总市值 623.5 亿美元，市值占比为 5.4%，在各类型 REITs 属于较小水平。平均每一个成分股 REIT 对应市值为 125 亿美元，仅次于基础设施 REITs 与数据中心 REITs 的平均市值，位于前列。

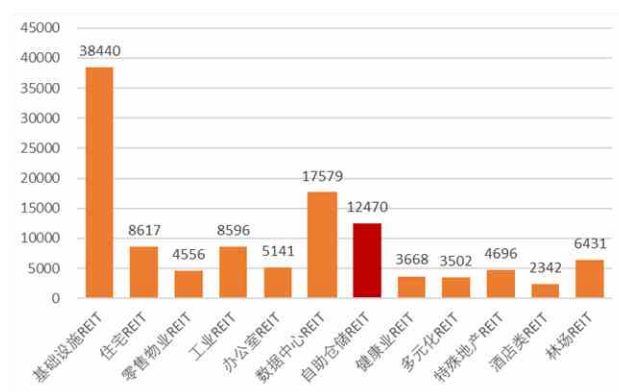
自助仓储类 REITs 近三年流通市值占比稳定，略有下降。截止 2020 年 2 月底，自助仓储 REITs 市值占比 5.36%，较 2019 年同期稍降了 0.23 个 PCT。

图 79：截止 2020 年 2 月底各类成分股 REITs 流通市值（百万美元）



资料来源：Nareit Data，天风证券研究所

图 80：各类成分股 REITs 平均市值（百万美元）



资料来源：Nareit Data，天风证券研究所

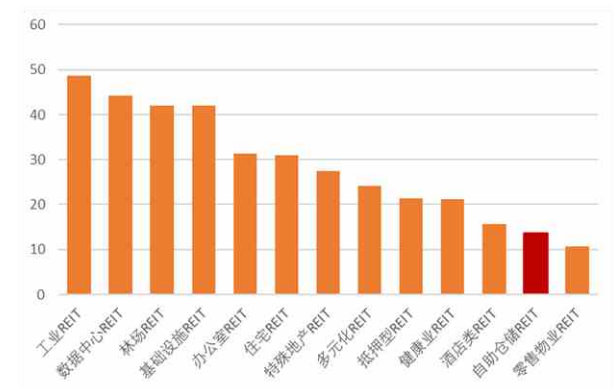
图 81：近年成分股自助仓储 REITs 市值占比



资料来源：Nareit Data，天风证券研究所

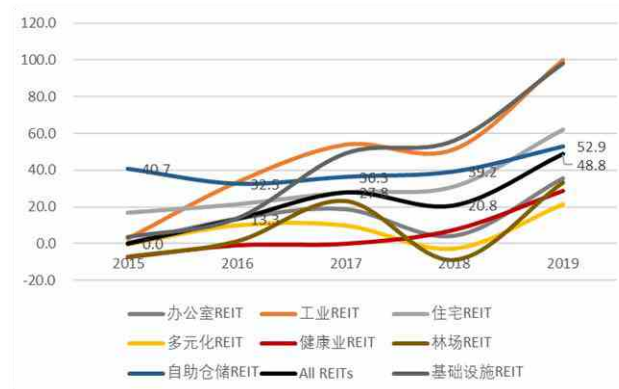
自助仓储 REITs 收益率低于平均，19 年累计收益率 13.7%。收益率上，自助仓储类型成分股 REITs 位于各类型成分股 REITs 收益率靠后位置。2019 年数据中心成分股 REITs 收益率为 13.7%，其中绝对龙头 Public Storage 2019 年涨幅 2.41%。按五年平均收益率计算，成分股中自助仓储 REITs 的 2015 年起五年累计收益率为 52.9%，高于所有权益 REITs 的平均累计收益率 48.8%，其中 2015 年涨幅为 40.7%，后四年涨幅 8.1%。

图 82：各类成分股 REIT 2019 年累计收益率：自助仓储排名靠后 (%)



资料来源：Nareit Data，天风证券研究所

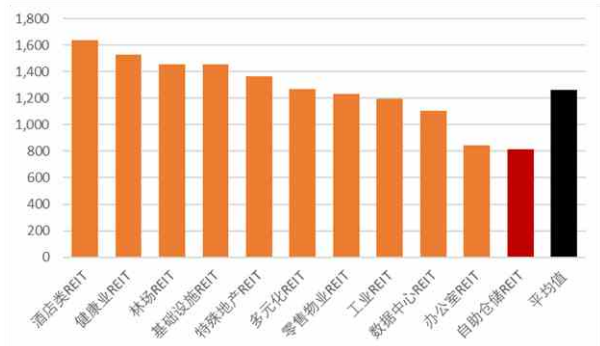
图 83：近年成分股五年累计收益率 (%)



资料来源：Nareit Data，天风证券研究所

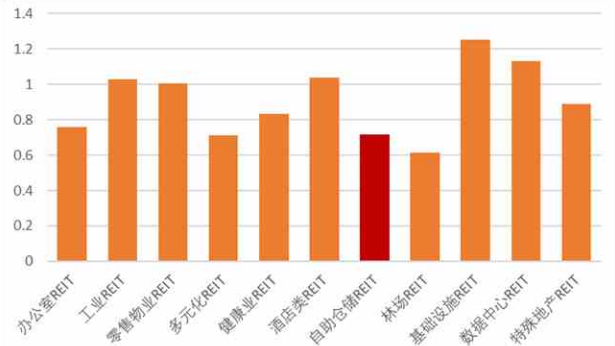
该类型 REITs 流动性低于平均。成分股自助仓储 REITs 平均每个 REIT 每日成交量为 81.2 万股，在各类型 REITs 中流动性低于平均值，排名靠后。其相对流动性为 0.715，位于各行业较低水平，其中较大型自主仓储公司 Public Storage、Extra Space Storage 的相对流动性分别为 0.70、0.79。

图 84：各类成分股 REITs 成交量（千股）



资料来源：Nareit Data，天风证券研究所

图 85：各类成分股 REITs 相对流动性



资料来源：Nareit Data，天风证券研究所

总体来说，自助仓储类型 REITs 收益率及流动性弱于美国基础设施 REITs 以及数据中心 REITs，主要原因或在于美国自助仓储行业高度分散化，公司护城河较浅。目前前五大自助仓储公司可出租面积占总市场比例 10%，大量自助仓库由本地公司或私人管理。行业性质来说，自助仓储主要吸引的是附近 5 公里以内的居民或企业，公司营销手段也较为类似，以线下广告牌为主。另外，成分股 5 个自助仓储 REITs 中公司市值多在 60 亿美元以下，超过 200 亿美元只有 Public Storage 一家，行业受关注度或较小。

我国仓储物流产业相较美国更为发达，集中度较高且客户以企业为主，因此，我国仓储物流产业 REITs 或将带来更好收益。

5.3. 典型自助仓储 REITs 介绍

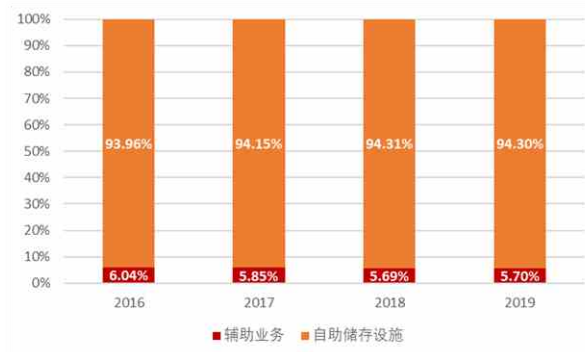
截止 2020 年 2 月，在 NAREIT 成分股的 5 个自助仓储 REITs 中，有一家公司市值超过 200 亿元，为 Public Storage，分别为 365 亿美元。

5.3.1. Public Storage (PSA)：全球自助仓储巨头

公司 1995 年即成为 REIT，到目前公司业务已较为成熟。Public Storage 中文名大众仓储，是一家立足美国业务覆盖全球的自主仓储巨头。目前，根据雅虎财经，公司在美国由 2492 个自助存储设备，同时公司拥有欧洲自助存储公司 Shurgard Self Storage SA 约 35% 的股份，该公司在欧洲有 234 个自助存储设备。公司主营业务结构稳定，2016 年以来公司主营业务约 94% 为自助存储设施租赁收入，且占比保持稳定。剩余约 6% 为仓储管理等辅助业务。

2016 年以来自助存储设施租赁毛利率逐步降低，辅助业务毛利率逐年增加，或与美国自助仓储行业竞争有关。自助仓储行业由于自身特性，存在大量本地小公司或私人仓储服务，居民或企业选择仓储服务以地理位置远近为主，因此竞争或较为激烈，行业利润逐步降低。

图 86: PSA 公司历年营收占比



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 87: PSA 公司营收按区域划分 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

公司近年营业收入稳步增长, 19 年净利润下滑。2019 年公司营业收入 28.47 亿美元, 同比增速 3.36%, 公司净利润 2019 年达到 15.2 亿美元, 同比变动 -11.13%, 下滑明显, 主要由于 2018 年公司非经常项目变动损益 1.5 亿美元, 占 2018 年净利润比例 8.9%, 另外公司 2018 年其他非经营性损益 5602 万美元, 比 2019 年多出 4785 万美元。总体来说公司营收以及利润较为平稳。

图 88: Public Storage 营收及资产增速 (万美元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 89: PSA 公司净利润及 yoy (万美元)

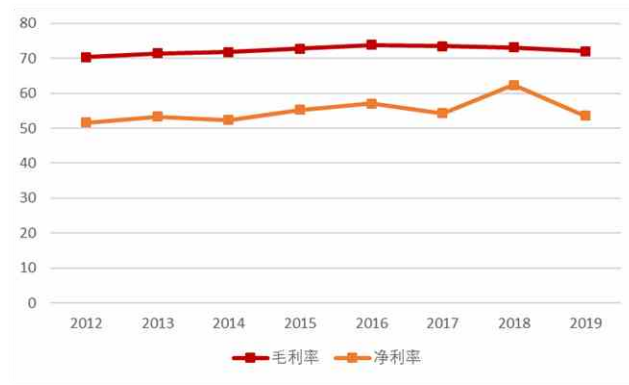


资料来源: wind, 天风证券研究所

公司毛利率、净利润长期稳定, 盈利能力稳健。2019 年公司毛利率为 72.01%, 2012 年以来公司毛利率一直在 70% 以上, 具有稳定的盈利能力。同时公司净利率近年来同样保持稳定, 长期在 50% 以上。2018 年净利率突出, 主要由于公司非经常项目变动损益 1.5 亿美元。公司摊薄 ROE 从 2012 年以来处于上升趋势, 盈利能力稳健。费用方面, 公司在成本控制方面维持稳定, 公司费用的主要部分为公司的折旧摊销以及存储设施的营运费用, 2012 年以来公司折旧摊销费用率、自存储运营费用率以及公司管理费用率均保持稳定。

总体来说公司盈利稳定, 成本控制能力突出。对比基础设施 REITs 以及数据中心 REITs, 自助仓储类型 REITs 具有更高的毛利率、净利率以及 EBITDA 比率, 盈利能力突出。

图 90: PSA 毛利率、净利率维持稳定 (%)



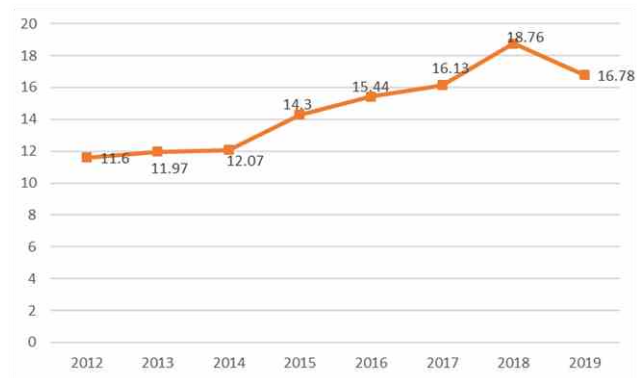
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 91: PSA EBITDA 比率 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 92: PSA 公司历年摊薄 ROE (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

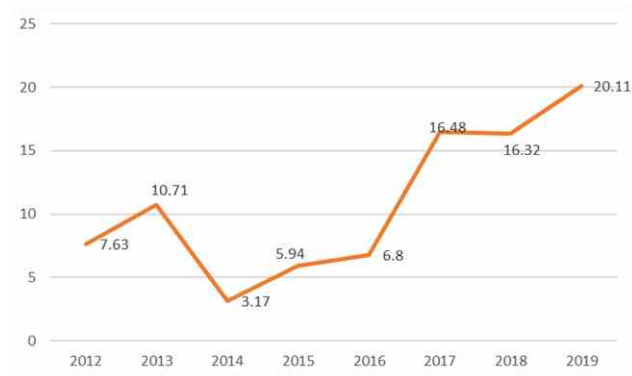
图 93: PSA 公司历年费用率



资料来源: wind, 天风证券研究所

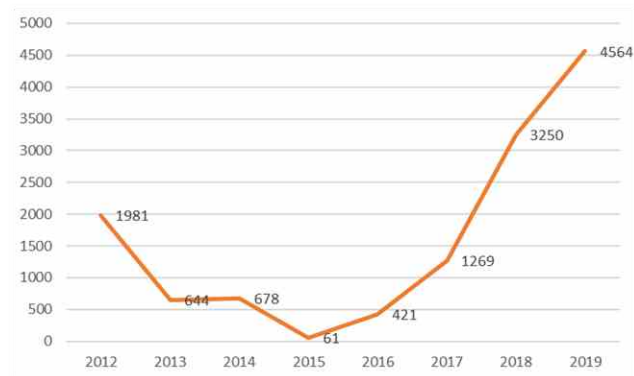
债务方面, 公司负债水平健康。2019 年公司资产负债率 20.11%, 对比基础设施 REITs 及数据中心 REITs 公司负债水平健康。公司利息支出小, 2019 年公司利息支出 4564 万美元, 利息保障倍数高达 34。

图 94: PSA 公司资产负债率 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 95: PSA 公司利息支出 (万美元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 96: PSA 公司 PE 估值, 2020 年 4 月底为 25.24



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 97: PSA 公司 PB 估值, 2020 年 4 月底为 6.55



资料来源: wind, 天风证券研究所

6. 投资建议

公募 REITs 在中国正式起航, 虽以基础设施为出发点, 未来或将逐步放宽至所有不动产类别, 重要意义在公募基金+ABS+项目公司股权的基础架构的设立, 基础设施 REITs 作为美国 REITs 的后起之秀, 发展迅速, 市值占比大且流动性风险较小、收益率高, 是继现金、股票、债券之后的第四大类金融资产, 从股票角度, 我们建议关注: 1) 持续看好资产管理公司: 光大嘉宝; 2) 短期重点关注基础设施领域公司: 城投控股、浦东金桥、上海临港外高桥、等; 3) 长期看好持有核心资产的地产公司: 陆家嘴、金融街、中国国贸、龙湖、华润、新城控股、万科、保利、招商蛇口等。

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