

我国公募基建 REITs 投资价值几何？

——从投资人视角看 REITs 运行

行业深度

◆ **海外 REITs 发展主要受机制优化与业务创新推动。**美国及亚洲主要市场 REITs 的推出多源于相关税收优惠政策及法律法规的出台。其中，美国受益于机构投资者便利化与组织架构革新成为全球最大 REITs 市场，而日本在央行支持下打造了亚洲市场规模最大的 REITs 市场。

◆ **稳定分红支撑海外 REITs 的较高回报率。**从指数表现及分红维度来看，虽然美国、日本、中国香港的 REITs 指数表现整体上与对应市场的股指走势一致甚至个别时段会跑输，但稳定的分红支撑 REITs 实现了较高回报率。除中国香港偏高外，各市场 REITs 的分红率基本稳定在 3.5%~4.5%，年化综合回报率在 6%~14%，但收益率受经济、政策等多方面因素影响存在一定波动。**行业来看**，工业类 REITs 总体表现突出，零售类 REITs 表现相对较差，且在此次疫情影响中遭受了较大冲击。此外，知名品牌方运行的 REITs 在一定程度上享有高溢价。

◆ **REITs 在不同市场间流动性差异明显，美国市场流动性表现最好。**海外 REITs 总体日均成交额呈现：美国>日本>新加坡>中国香港。其中，美国 REITs 成交额是其他国家/地区的 3~4 倍左右，总体流动性最好；中国香港市场流动性最差，部分小市值 REITs 成交额几乎为零。

◆ **投资公募基建 REITs 需重点关注：预期收益率、估值定价与投资者结构**

1) 预期收益率：预计分红回报收益率在 4%~6% 之间，年化综合回报率在 6%~14% 之间。我国现行类 REITs 的定价逻辑并不完全适用于公募基建 REITs，结合国内试点及海外 REITs 经验，我们认为公募基建 REITs 分红回报收益率将在 4%~6% 左右，年化综合回报将在 6%~14% 之间。

2) 价格走势：短期看流动性，中期看资产质量和内生增长，长期看管理人。我国首批公募 REITs 具有较高市场关注度，上市后一段时间内流动性或将保持在较高的状态；但在投资机构以配置盘为主的情况下，预计资产质量将成为决定中期价格的锚；长期来看，项目品牌方的品牌与运作将成为影响权益型 REITs 价格走势的重要因素。

3) 投资者结构：REITs 的高股息特征使其对偏好固收类产品的投资者具有较强吸引力。结合我国资管新规对产品的净值化要求、期限错配的限制，以及中长期视角下 REITs 流动性可能边际转弱等情况来看，**更符合保险资管、养老金及理财子公司等配置型资金的投资需求。**预计保险资金、养老金配置积极性较高，银行理财可能将其作为尝鲜性品种配置。

◆ **风险分析：**公募基建 REITs 整体流动性或偏弱，需关注流动性风险；突发事件（如疫情）影响下可能会导致产品现金流不达预期；宏观经济增速下行压力对 REITs 市场形成扰动，进而加大波动幅度。

增持（维持）

分析师

王一峰 (执业证书编号:S093051905002)

010-58452066

wangyf@ebsecn.com

联系人

董文欣

010-56513030

dongwx@ebsecn.com

相关研报

当公募基建 REITs 来敲门——“真 REITs”来临，哪些行业将受益？

.....2020-05-05

投资聚焦

研究背景

4月30日，中国证监会、国家发改委联合发布《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》（下称《通知》），并出台配套指引。根据《通知》，基础设施REITs聚焦于新基建、交通、能源、仓储物流、环境保护、信息网络、园区开发七大领域。目前，首批试点项目申报及落地正在紧锣密鼓进行。

我们创新之处

我们从投资人关心的角度，系统、全面地对美国、日本、新加坡、中国香港REITs的基本情况，包括收益率、股息分红及流动性进行了研究及梳理，并对各国家、地区分行业的情况做了系统性总结。

在对海外情况进行了总结之后，我们针对现阶段投资人关心的重点问题：预期收益率、估值定价与投资者结构进行了分析，并就未来尚待解决的问题做了简单的探讨。

投资建议

我们认为，首批REITs项目将“小步快走，优质优价”。我们预计首批项目单个规模将在几亿到几十亿之间，首批试点规模将在100亿~300亿之间，首批试点有望年内落地。行业选择上，预计将来新基建领域及数据中心REITs会有较大的发展空间。

收益率上，综合海外REITs的收益率表现及本次试点项目的运行基本情况，预计我国公募基建REITs分红回报率在4%~6%之间，年化综合回报率在6%~14%之间。

在二级市场价格走势上，我们认为，短期看流动性，中期看资产质量和内生增长，长期看管理人。我们认为我国首批公募基建REITs具有较高市场关注度，上市后一段时间内流动性或将保持较高状态；但在投资机构以配置盘为主的情况下，预计资产质量将成为决定中期价格的锚；长期来看，项目品牌方的品牌与运作将成为影响权益型REITs价格走势的重要因素。

预计首批公募基建REITs对偏好固收类产品的投资者具有较强吸引力，预计保险资金、养老金配置积极性较高，银行理财可能将其作为尝鲜性品种配置。公众投资人或成为REITs的主要流动性提供方。

目前REITs的税收问题和杠杆率及资金用途限制仍然有待完善。我们认为，REITs税收法规可能在试点项目落地并稳定运行一段时间后正式出台。不排除后期提升杠杆率水平，同时放宽用途限制要求的可能。

目 录

1、 海外 REITs 的发展实践	4
1.1、 美国：税法改革与组织架构革新双轮驱动	4
1.2、 日本：经济发展领导，央行政策助力	8
1.3、 新加坡：政府主导，国际化平台	10
1.4、 中国香港：起步晚，发展慢	13
2、 REITs 收益率：稳定分红支撑海外 REITs 的较高回报率	14
2.1、 美国：REITs 指数回报中性，股息率 4%，工业类表现佳	15
2.2、 日本：J-REITs 指数趋同于股指，股息率 3.5%~4%，工业、混合类表现较好	19
2.3、 新加坡：S-REITs 指数显著跑赢股指，股息率 3.7%~4.3%，地产类表现较好	23
2.4、 中国香港：REIT 指数与恒指走势一致，股息率 5%~8%，领展一枝独秀	26
3、 流动性：各地差异较大，美国最佳	27
3.1、 美国：高流动性，市场分散	27
3.2、 日本：成交相对分散，外国投资者为主	28
3.3、 新加坡：成交相对集中	29
3.4、 中国香港：成交集中度最高	29
4、 海外 REITs 情况总结	29
5、 我国基建 REITs 投资展望	30
5.1、 预计首批项目“小步快走，优质优价”	30
5.2、 预计分红回报率在 4%~6%之间，年化综合回报率将在 6%~14%之间	31
5.3、 价格走势：短期看流动性，中期看资产质量和内生增长，长期看管理人	32
5.4、 投资者：对“固收+”属性投资人具有吸引力	32
5.5、 未来尚待解决的问题	33
6、 风险分析	34
7、 附录：前海鹏华类 REITs 案例探讨	34

4月30日，中国证监会、国家发改委联合发布《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》（下称《通知》），并出台配套指引。根据《通知》，基础设施REITs此次聚焦于新基建、交通、能源、仓储物流、环境保护、信息网络、园区开发七大领域。

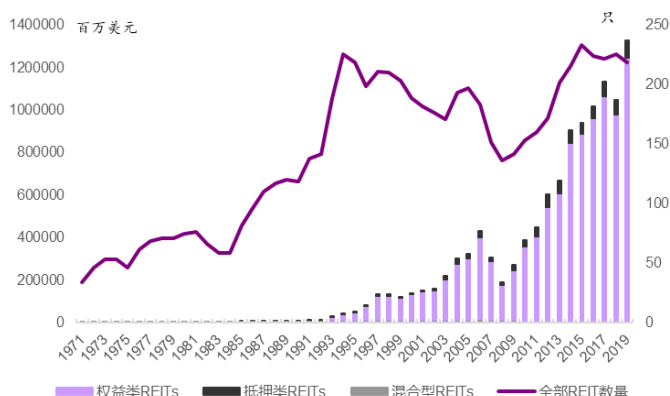
本文从投资者角度，对美国、日本、新加坡、中国香港REITs市场的结构、收益率、流动性表现做了全面的梳理，并结合国内首单公募类REITs——前海鹏华万科REITs上市以来的表现，对我国公募REITs发展做了展望。

1、海外REITs的发展实践

1.1、美国：税法改革与组织架构革新双轮驱动

美国是全球规模最大、产品最为丰富和成熟的REITs市场。自1960年房地产投资信托基金在美国通过立法确立之后，REITs开始蓬勃发展起来。经过多次起伏和政策调整，REITs在美国的发展经历了1968~1974年的成长期、1975~1986年的重整期、1986~1990年的加速发展期以及1990年代以后高速扩张期。2008年受金融危机的影响，美国REITs发行遭遇重创。现已恢复至危机前水平。截至2019年末，美国REITs发行规模达1.3万亿美元，总支数达219支。

图1：美国REITs市值及总数量



资料来源：NAREIT，光大证券研究所整理。

美国REITs被分为私有型和公开上市型两类：

- **私有型REITs**：与公开上市型REITs可同样享有税收优惠待遇，在美国境内可面向“合格投资者”开放，并通过私募方式直接进行出售。
- **公开上市型REITs**：可进一步分为权益型和抵押型两类：其中，抵押型REITs是一种特殊的REITs，以房地产为抵押发放贷款，但一般不拥有或经营房地产，同时使用多种对冲工具管理利率风险敞口，并且该类型REITs的主要收益并非来自经营或不动产租赁。

本文主要讨论美国上市权益型REITs。

图 2：美国 REITs 类型划分



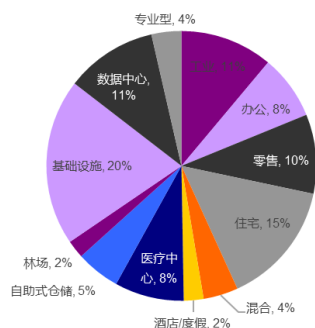
资料来源：光大证券研究所，截至 2019 年 12 月 31 日；

*注：图中公募 REITs 与私募 REITs 市值占比依照其持有的总资产计算。

根据 NAREIT 披露的数据，截至 2019 年末，美国公募 REITs 持有资产市值约为 2 万亿美元，私募 REITs 持有资产市值约为 1 万亿美元。

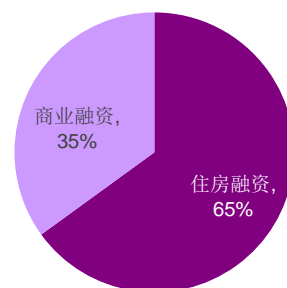
美国权益型 REITs 占据绝对主导。根据 NAREIT 的统计，截至 2020 年 4 月，美国权益型 REITs 按市值占比 96%，抵押型 REITs 仅占比 4%。权益型 REITs 中，各具体类别较为分散，其中基础设施 REITs 市值占比最高，达 20%，其次是住宅（15%）；抵押型 REITs 中，以住房融资类 REITs（65%）为主。

图 3：美国权益类 REITs 各类型占比（按市值）



资料来源：NAREIT，光大证券研究所整理；截至 2020 年 4 月
注：专业型 REITs 所持有的资产一般会较为特殊，包括电影院、赌场、农田和户外广告网站等。

图 4：美国抵押类 REITs 各类型占比（按市值）



资料来源：NAREIT，光大证券研究所整理；截至 2020 年 4 月

我们在此前公开发表的报告《当公募基建 REITs 来敲门——“真 REITs”来临，哪些行业将受益？》中详细阐述了美国 REITs 的发展四阶段。我们从对美国 REITs 发展阶段的研究中，总结出以下推动美国 REITs 发展的原因：

1) 20 世纪 60 年代美国抵押型 REITs 的发展带动了 REITs 繁荣，但是这一“虚假的繁荣”阶段并不持久。1969 年后美国 REITs 迅速增长，由于当时政府采取紧缩的货币政策，收紧了房地产市场资金供给，房地产企业纷纷通过抵押型 REITs 募集资金，抵押型 REITs 通过银行获取短期贷款和发行商业票据，为风险较高的房地产开发提供信用贷款。持续的货币紧缩政策使抵押型 REITs 也面临信贷紧缩。由于开发商无法偿还债务，很多抵押型 REITs 取消给予开发商的贷款，并赎回价值被贬低的房地产。持续的信贷紧缩导致

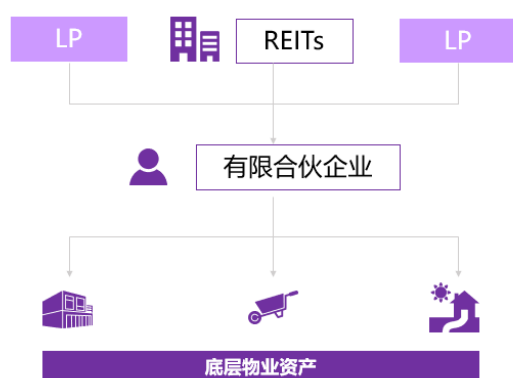
许多亏损的 REITs 宣告破产。这一现象直到 1976 年美国税法改革对 REITs 规定进行调整后才得以改善。

2) 税法上的改革是美国 REITs 发展的持续动力。《1976 年税制改革法》对 REITs 纳税条款进行了重大调整，降低了 REITs 享受税收优惠的条件，有效提高了其经营绩效。《1986 年税制改革法》进一步便利化了 REITs 的发展条件，取消了原有法案中 REITs 管理中“第三方承包商”的要求，使 REITs 可以采取更加积极直接管理模式来经营房地产资产，不需要第三方独立的承包商来提供房地产管理，这对 REITs 的组织结构产生了深远影响。《1997 年纳税者减免法》和 1999 年的《REIT 现代化法》大大降低了 REITs 享受税收优惠的要求，进一步增强了 REITs 在市场中的竞争力。

3) 机构投资者的参与是美国 REITs 发展的重要原因。《1993 年综合预算调整法案》调整了养老基金投资 REITs 对 REITs 股东所有权方面的要求，使得养老基金更易于投资 REITs，从而导致 REITs 在资本市场的份额大增，同时也提高了 REITs 在证券市场的流动性。美国养老基金对 REITs 的参与，增加了 REITs 资本份额，降低了 REITs 获取金融资本的成本，从而导致 REITs 资本相对价格的降低。

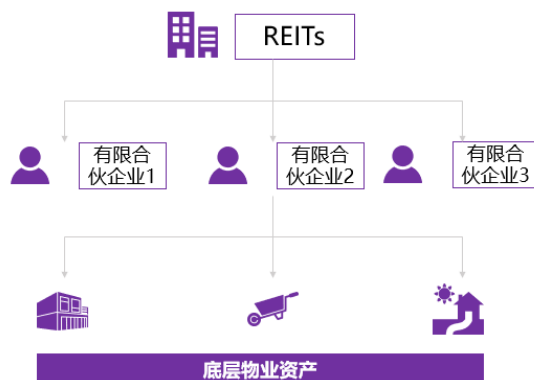
4) 组织架构的创新为 REITs 发展提供了源动力。美国 UPREIT 和 DOWNREIT 架构的创新主要是为了递延物业资产转让时溢价部分须缴纳的资产收益税，在该种架构下，地产公司以物业出资获取了有限合伙企业的合伙份额，而有限合伙企业的合伙份额并没有公允的市场价值，因此物业所有者可以避免缴纳卖出资产时须缴纳的资产收益税。在存续期内，有限合伙人可以在锁定期后将其持有的有限合伙份额兑换为 REITs 份额。此时物业所有者转让的物业资产的转让溢价才能够被准确衡量，才需要对这部分资产的转让溢价进行交税。

图 5：美国 UPREIT 架构



资料来源：NAREIT，光大证券研究所绘制

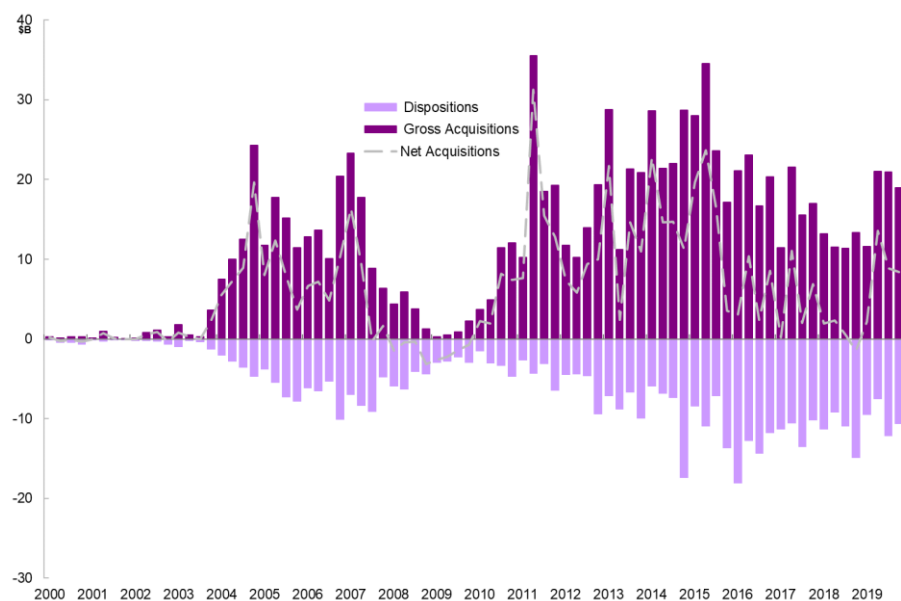
图 6：美国 DOWNREIT 架构



资料来源：NAREIT，光大证券研究所绘制

美国 REITs 通过不断的并购实现资产保值增值。特别是在物业资产定期处置的情况下，REITs 通过不断并购，保障持有人的权益。

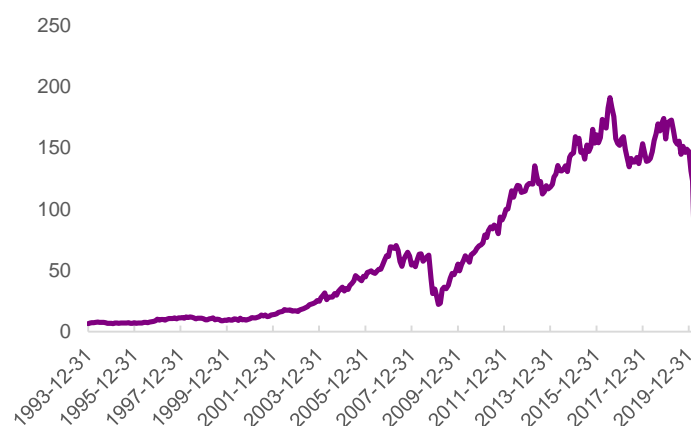
图 7：美国 REITs 进行频繁的收并购与资产处置



资料来源：Narier, S&P Global Intelligence, 光大证券研究所

美国地产西蒙集团发展过程体现了管理方投资并购运行的重要性。西蒙地产于 1993 年成立，其前身为 1960 年创立的购物中心开发商 MSA，MSA 于 1993 年底将主要资产组成西蒙集团在纽交所公开上市，目前是美国最大的上市 REITs 之一，也是 S&P500 等指数的权重股。经过二十五年来不断并购发展，截止 2017 年底，西蒙地产旗下所持零售物业 204 家，包括区域性购物中心 107 家、高级工厂直销中心 69 家、大型城市购物中心 14 家，4 个生活中心。遍布于美国各大城市核心区域的零售物业资产使西蒙地产实现了较强的基础资产分散性和规模效应。此外，西蒙地产也不断进行外延式并购，在亚洲、欧洲、加拿大拥有 29 个优质卖场。美国西蒙地产的外延式并购使其在疫情前股价基本保持上升态势。

图 8：美国地产西蒙集团股价表现（单位：美元）



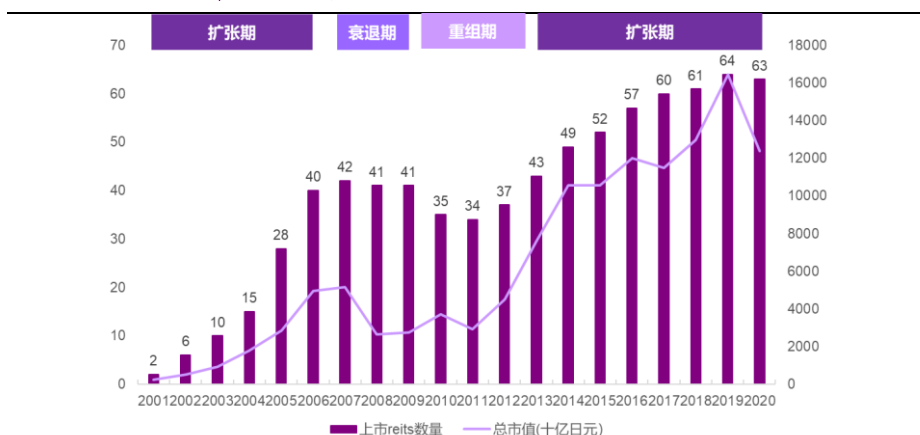
资料来源：Wind, 光大证券研究所，数据截至 2020 年 5 月 22 日

1.2、日本：经济发展领导，央行政策助力

日本 REIT 诞生起源于 2001 年日本法规的修订，其间共经历四个阶段。其发展最主要原因是经济与房地产周期演进，央行对其的支持是支撑其从危机中恢复的重要动力。

- **扩张期 (2001~2007):** 日本于 2000 年 11 月修订了《投资信托与投资公司法》，将房地产等作为共同基金的投资资产类别。按照惯例，可转让证券是此类基金的主要资产类别。这一条款取消了 J-REIT 的组建禁令。针对这一情况，东京证交所制定了包括上市和退市标准在内的上市制度，并于 2001 年 3 月建立了 J-REITs 的上市市场。当年，两家公司在东京证交所 J-REITs 市场上市。直到 2003 年，日本监管机构对 J-REIT 进行税改，降低 10%，开放 FOF 基金对 J-REIT 的投资，东京证券交易所开始发布 J-REIT 指数。至 2007 年底，41 个上市 J-REIT 总值达 6.7 万亿日元。
- **衰退期 (2007~2009):** 受全球金融危机影响，J-REIT 市值缩水，地产融资环境恶化，J-REIT 进入衰退期。
- **重组期 (2009~2012):** 2009 年起，J-REIT 进入合并期。2009 年 1 月，J-REITs 之间的合并制度取得了进展，2010 年 2 月，J-REITs 的首次合并结束。随后，并购案不断发生，2010 年共有 7 起并购案，推动了 J-REIT 市场的重组。截至 2011 年 11 月底，上市的 J-REITs 数量降至 34 家。市场陷入衰退阶段，但受到日本央行给予的有力支持。
- **扩张期 (2012 至今):** 2012 年 12 月，政府出台了一系列经济政策刺激经济，以期早日摆脱通货紧缩和实现经济稳定，并宣布与日本央行进行协调，使经济进入扩张阶段。J-REIT 从数量及种类上也开始进入多样化扩张阶段，从 2012 年 37 支扩展到 63 支（截至 2020 年 4 月），规模达 12 万亿。种类上，J-REITs 除初始办公楼、住宅物业和零售设施外，投资于物流设施、酒店和工业房地产等的 J-REITs 种类相继上市。2014 年，第一家投资于医疗保健设施的 J-REIT 出现，2016 年，一家投资于温泉和水疗相关设施的 J-REIT 上市。

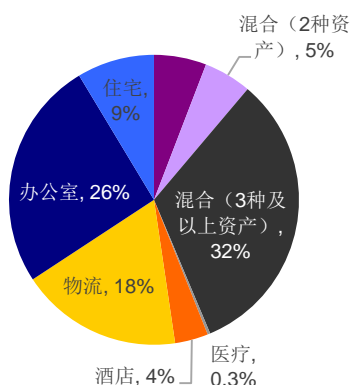
图 9：东京交易所 REITs 市值及数量



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所整理。注：2020 年数据截至 5 月 18 日

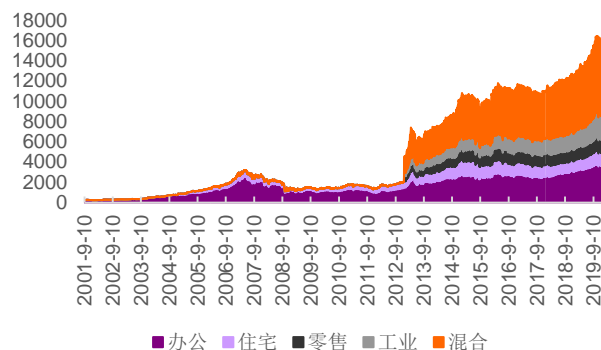
就各类型 REITs 占比而言，日本 REITs 中市值最大的是混合型（投资于三种资产及以上），占比超 30%。办公室（26%）、物流（18%）、住宅（9%）随后。

图 10：日本各类型 REITs 占比（按市值）



资料来源：Japan-reit.com，光大证券研究所整理，数据截至 2020 年 5 月 18 日

图 11：日本各类型 REITs 市值变迁（十亿日元）



资料来源：SMTRI，光大证券研究所整理；数据截至 2020 年 3 月 31 日

注：本图中混合类指投资于两种及以上资产的 REITs

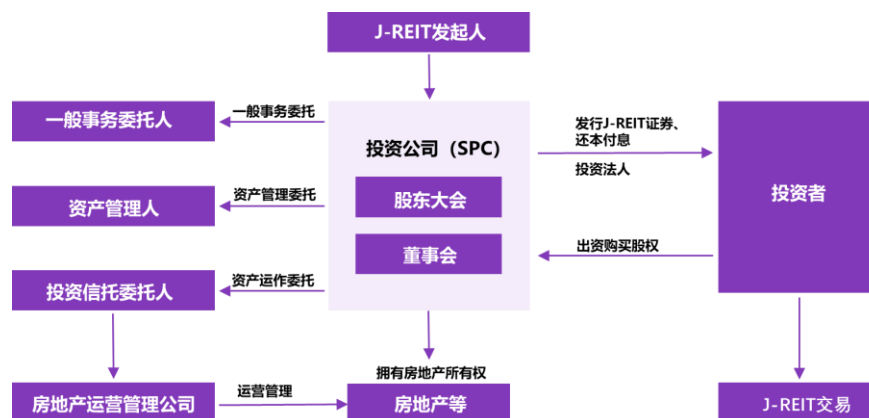
J-REIT 具有较为独特的交易架构。与美国不同的是，J-REIT 资产管理、托管以及行政管理功能都必须委任给其他专业机构。因此，J-REIT 均为外部管理模式，即与资产管理公司签订合同，由其对 J-REIT 旗下不动产进行管理。此外，与美国 REITs 相比，J-REIT 没有 UPREIT 条款。因此，在日本，如果企业将不动产或物业转移给 REITs，将缴纳交易所得税。

表 1：J-REIT 上市要求

类别	项目	要求
管理公司的属性	资产管理公司	资产管理公司是日本投资信托协会的成员
	转移代理人	是东京证交所认可的机构
管理资产	房地产资产总额占管理资产总额的比例	不低于 70%
	房地产、与房地产有关的资产和流动资产占管理资产总额的比例等。	不低于 85%
财务条款	净资产	不低于 10 亿日元
	总资产	不低于 50 亿日元
	审计意见	证券报告无虚假记载 审计报告等含有“无保留意见”或“有保留意见但有例外”等内容。
	运营时间	不低于 6 个月
投资单位	上市投资单位数量	不低于 4000 投资单位
	大股东持股比例	不超过 75%
	投资人数量	不低于 1000

资料来源：Tokyo Stock Exchange，光大证券研究所整理

图 12：日本 J-REIT 架构



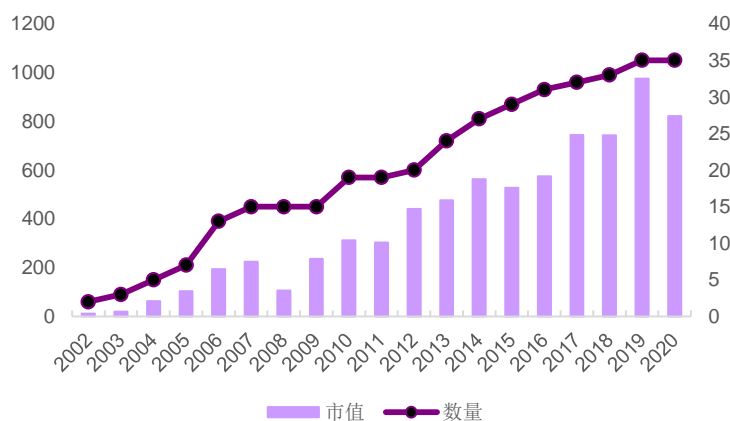
资料来源：TSE，光大证券研究所绘制

1.3、新加坡：政府主导，国际化平台

1997 年新加坡交易所提出设立 REITs，共经历三个发展阶段。

- **起步期 (1997-2007)：**1997 年，新加坡证券交易所审核委员会提出设立新加坡房地产投资信托基金，以应对东南亚金融风暴对房地产市场造成的较大影响；1999 年，新加坡金融管理局颁布《房地产信托指引》，标志着 S-REITs 的正式起步。随后几年中，新加坡先后颁布了《证券和期货法》、《证券期货法则》、《新加坡公司法》、《财产信托指引》和《单位信托手册》，进一步规范完善了 REITs 的运营管理。在多项政策的推动下，2002 年 7 月，新加坡的第一支 REITs 凯德商用新加坡信托在新加坡交易所主板成功上市。2002-2007 年间，随着大量新兴的房地产投资信托基金上市，新加坡 REITs 市场进入快速扩张阶段。
- **调整期 (2007-2010)：**由于次贷危机带来的连锁反应，新加坡 REITs 的上市进程放缓，甚至陷入停滞。2008 年间仅有一只 REITs 成功上市，而 2009 年上市数目为零。
- **快速扩张期 (2010 至今)：**2010 年，第二波 REITs 上市潮来临，并于 2013 年达到峰值。由于新加坡政府对于打造亚洲金融中心的决心较高，对 REITs 也非常重视，在税收政策等方面给予了充分支持，另外加上新加坡政府高效廉洁的工作环境，使得很多尚未开放 REITs 的国家的房地产企业纷纷到新加坡上市，S-REITs 迎来了快速发展的阶段。截止目前，共有 44 只 REITs 产品在新加坡交易所挂牌，总市值为 1097 亿新元（约合 5000 亿人民币），成为亚洲第二大 REITs 市场。

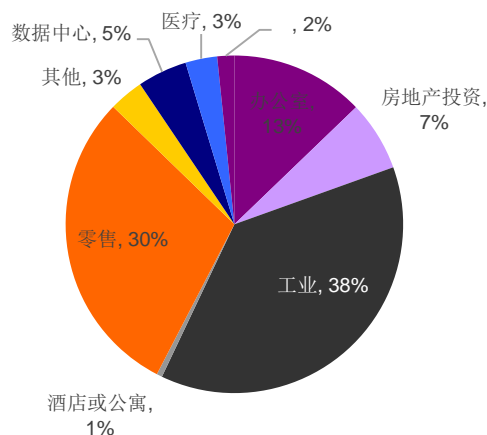
图 13: 新加坡交易所 REITs 市值及数量 (亿新元)



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所整理。注: (1) 2020 年数据截至 5 月 18 日, (2) 由于彭博上仅收录 35 只 REITs, 为保证趋势可比性, 此处按照彭博口径统一整理

就各类型 REITs 占比而言, S-REITs 中市值最大的是工业 REITs, 占比达 38%。零售 (30%)、办公室 (13%)、房地产投资 (7%) 随后。

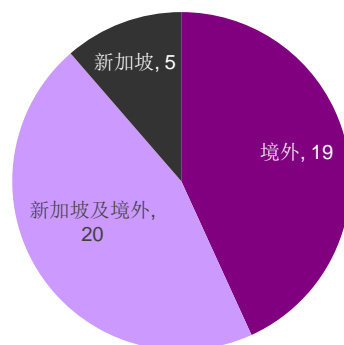
图 14: 新加坡各类型 REITs 占比 (按市值)



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所整理, 数据截至 2020 年 5 月 18 日

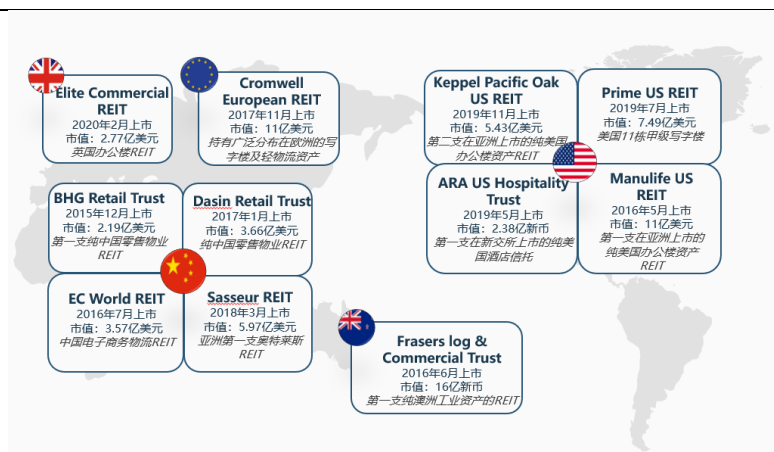
新加坡是亚洲最大的全球性 REITs 平台。超过 80% REITs 和商业信托拥有离岸资产, 遍布亚太、南亚, 美洲和欧洲。根据新加坡交易所公布的数据, 目前在新加坡上市的 44 支 REITs 中, 仅有 5 支为纯新加坡资产 REITs。

图 15: 新加坡 REITs 数量



资料来源：新加坡交易所，数据截至 2020 年 5 月 18 日

图 16: 新加坡是领先的跨境 REITs 及地产类信托中心



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

S-REITs 可以以公司法人或者信托的形式成立并上市。 S-REITs 以公司形式设立，则该基金必须在新加坡证券交易所公开募集资金，未上市股票可以在现有市场进行交易。公司型 S-REITs 的董事会中必须包括两名以上独立董事，具有稳健的财务状况、实缴资本达 100 万新加坡元。S-REITs 的年度报告必须包括以下信息：所有房地产交易、房地产详细资料（如地点、购入价格、最新评估价格、租金收入、出租率及剩余租期）。另外还包括借款细节、经营性支出（包括支付给管理公司、顾问公司和关联方的费用和手续费）和税收支出等，并对 S-REITs 的经营绩效做出评估。

若以信托形式设立，则必须指定一经政府金融部门许可的受托者，此受托者必须独立于基金经理人之外，同时符合金融体制健全要求。此形式下，S-REITs 可以公开或者私下募集资金：如以私募方式，投资者必须被允许至少一年可以赎回信托单位一次；如以公募方式，主办者可以要求免除投资者赎回单位的要求。

表 2: S-REIT 设立要求

核心关注点	主要内容
组织结构	资产管理公司通常为单位信托形式
	REITs 管理人应在新加坡有实体办公室，并且股东出资最低为 100 万新加坡元
	需有独立的 REITs 管理人
所持资产要求	至少 25% 的单位信托由至少 500 个大众投资者持有
	至少 70% 以上的资产是投资于房地产和与房地产相关的资产
	S-REITs 不能从事或者参与房地产开发活动，不论是以独资或者合资方式，还是以投资于非上市房地产开发商的形式进行
	除了投资于获准开发的空地上即将开发的房地产外，不能投资于空地 投资于新加坡境内未开发完成的非住宅房地产，或者是新加坡境外未开发完成的房地产，均不得超过总资产的 20%
红利分配要求	每年 90% 以上的收入用于分配
	出售利得无最低分红要求
长期负债要求	不超过资产总值的 35%
	达到相应评级可以提高至 60%

资料来源：新加坡交易所，光大证券研究所整理

1.4、中国香港：起步晚，发展慢

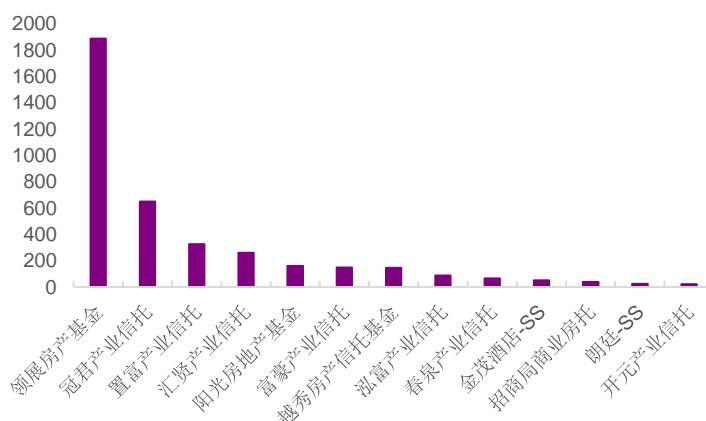
中国香港于 2003 年 7 月正式公布《房地产投资信托基金守则》，但境外资金无法进入发行 REITs。《房地产投资信托基金守则》对 REITs 的设立条件、组织架构、从业人员资格、投资范围、利润分配等方面做出了明确的规定。

2005 年 6 月，香港证券及期货事务监察委员会正式宣布修订后的《房地产投资信托基金守则》生效，作出以下改动：一是允许内地的商业地产项目以 REITs 形式到中国香港上市融资；二是放宽 REITs 的负债比率至资产总价的 45%。同年，中国香港的第一支 REITs 领展房地产投资信托基金，于香港联合交易所有限公司上市（股份代号：0823.HK）。该只 REITs 完全由私人 and 机构投资者持有，公众持股量达 100%，并且领展为恒生指数成份股。

《房地产投资信托基金守则》自 2003 年颁布以来，先后作了五次修订，2010 年建议修订，让 REITs 与上市公司的控制架构趋向一致；2014 年放松了 REITs 监管，目的是增加 REITs 灵活性。允许 REITs 投资发展中物业或从事物业发展活动，以及允许 REITs 投资金融工具。

中国香港 REITs 市场在设立之初定位为服务本港物业，被投资人认定为“小盘股”，目前，中国香港仅有 13 只 REITs，规模达 2000 亿港元。

图 17：中国香港交易所 REITs 市值（亿港元）



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所整理。注：2020 年数据截至 5 月 18 日

中国香港 REITs 中商业及办公楼 REITs 数量最多，目前有 7 支，剩下分别为酒店型（4 支），购物中心型（2 支）。中国香港市场已成为国内房地产资产作为 REITs 上市的主要窗口。中国香港市场的 REITs 产品均在交易所上市交易，采用信托制结构。截至目前，领展房产基金市值规模最大、达到 1254 亿港元（截至 2020 年 5 月 22 日），占整个中国香港 REITs 板块的市值比重超 61%。

表 3：中国香港 REITs 基本资料

代码	名称	市值 (亿港元)	类型	IPO 价格 (港元)	最新价 (港元)
0823.HK	领展房产基金	1,254	零售	10.30	60.95
2778.HK	冠君产业信托	228	商业及办公楼	5.10	3.88
0778.HK	置富产业信托	132	零售	3.94*	6.79
87001.HK	汇贤产业信托	129	商业及办公楼	5.24	2.17
0405.HK	越秀房产信托基金	112	商业及办公楼	3.08	3.47
0435.HK	阳光房地产基金	60	商业及办公楼	2.60	3.61
6139.HK	金茂酒店-SS	50	酒店	5.35	2.51
1881.HK	富豪产业信托	36	酒店	2.68	1.12
1426.HK	春泉产业信托	35	商业及办公楼	3.81	2.40
0808.HK	泓富产业信托	34	商业及办公楼	2.16	2.22
1503.HK	招商局商业房托	29	商业及办公楼	3.42	2.54
1270.HK	朗廷-SS	23	酒店	5.00	1.09
1275.HK	开元产业信托	9	酒店	3.50	0.96

资料来源：HKEX，光大证券研究所整理。注：2020 年数据截至 5 月 22 日。注：置富产业信托在香港为二次上市（此前已在新加坡上市），无 IPO 发行价，此处取其上市第一天开盘价作为 IPO 发行价

2、REITs 收益率：稳定分红支撑海外 REITs 的较高回报率

鉴于境外 REITs 最主要的特征便是其大额分红比例，因此其指数回报、股息率、总回报均是需要综合考虑的要素。同时各个国家/行业之间也具有较大差异。

2.1、美国：REITs 指数回报中性，股息率 4%，工业类表现佳

2.1.1、指数：价格指数回报中性

美国 REITs 指数表现并未呈现显著偏离。在不考虑分红的情况下，2000 年以来美国权益型 REITs 显著跑赢 S&P 500，特别是在经济成长期。但受板块周期轮换影响，2014 年后，REITs 年度回报率跑输 S&P 500 等指数。总体上来说，就价格而言，美国 REITs 表现相对中性。2010~2019 年，美国 REITs 指数累计上涨 155%，对应年化收益率 7.7%，基本与同期标普 500 指数持平。

表 4：REITs V.S. 标普 500 收益率

	经济成长期		经济收缩期	
	2000~2007	2010~2019	2007~2010	2020 至今
REITs 累计涨/跌幅	154%	155%	-113%	-58%
标普 500 累计涨/跌幅	2%	152%	-22%	-23%

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所统计，数据截至 2020 年 5 月 18 日，灰色部分表示该指数累计涨幅较高或跌幅较低。

图 18：FTSE NAREIT 指数 V.S 标普 500 指数



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所统计，数据截至 2020 年 5 月 22 日

表 5：美国 REITs V.S. 主要股指回报率对比

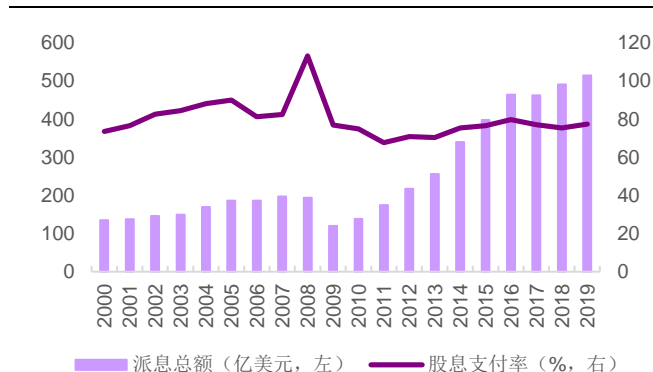
	富时 REITs 指数	道琼斯指数	标普 500	NASDAQ 综合	罗素 2000
2010	23%	11%	13%	17%	25%
2011	4%	6%	0%	-2%	-5%
2012	16%	7%	13%	16%	15%
2013	-1%	26%	30%	38%	37%
2014	23%	8%	11%	13%	4%
2015	-1%	-2%	-1%	6%	-6%
2016	5%	13%	10%	8%	19%
2017	5%	25%	19%	28%	13%
2018	-8%	-6%	-6%	-4%	-12%
2019	24%	22%	29%	35%	24%
2020	-22%	-15%	-10%	2%	-22%

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所统计，数据截至 2020 年 5 月 18 日，粉色部分代表当年回报最高

2.1.2、股息率：稳定在4%左右

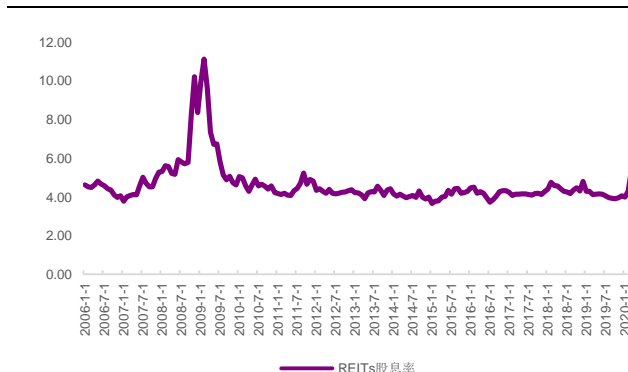
美国 REITs 派息总额不断升高，派息率稳定在 4%。每年稳定的派息是美国 REITs 具有吸引力的重要原因之一。根据美国 NAREIT 统计，自 2010 年以来，美国 REITs 派息率基本稳定在 4% 左右，稳定高于十年期国债收益率，与国债利差约在 1.5%~2% 左右。同时，REITs 股息率高于同期标普 500 上市公司的股息率。美国 REITs 派息总额基本保持稳定，即使在经济危机致使美国房地产受重创的 2008 年，第二年派息总额依然达 120 亿美元 (v.s. 前一年 194 亿美元)，而后 2010、2011 年派息总额分别为 139、175 亿美元，2012 年超出金融危机前水平，派息总额达 217 亿美元。

图 19：美国 REITs 派息总额与股息支付率（百万美元）



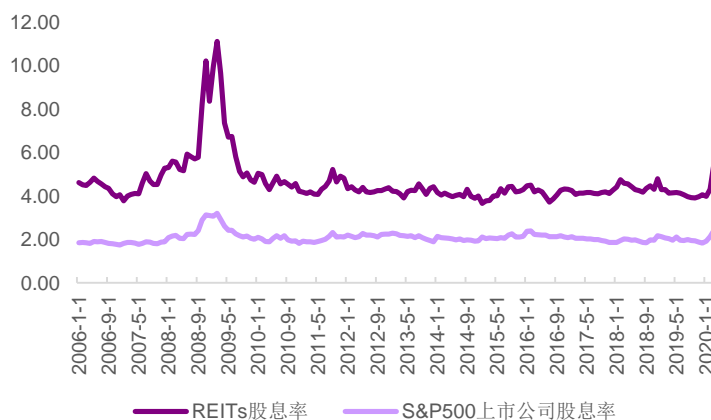
资料来源：NAREIT，数据截至 2020 年 4 月 30 日

图 20：美国 REITs 派息率稳定在 4% 左右 (%)



资料来源：NAREIT，数据截至 2020 年 4 月 30 日

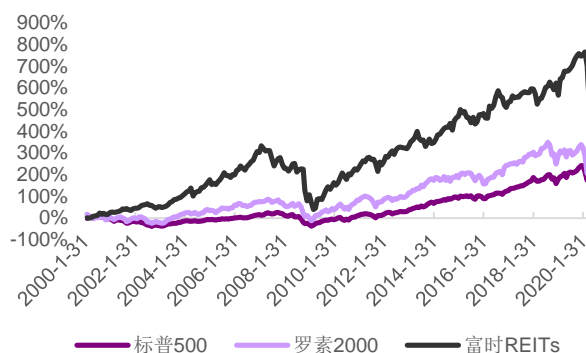
图 21：REITs 股息率 V.S S&P 500 上市公司股息率 (%)



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，数据截至 2020 年 4 月 30 日

在综合考虑分红再投资的情况下，美国权益类 REITs 综合回报率短期有所波动。我们统计 2000 年以来美国主要股指综合回报率，2013 年之后，美国权益类 REITs 的年化回报低于 NASDAQ 指数。

图 22: 美国 REITs V.S. 主要股指综合回报率



资料来源: NAREIT, Bloomberg, 光大证券研究所, 数据截至 2020 年 4 月 30 日

表 6: 美国 REITs V.S. 主要股指回报率对比 (含分红再投资)

	富时 REITs 指数	道琼斯指数	标普 500	NASDAQ 综合	罗素 2000
2010	28%	14%	15%	18%	27%
2011	8%	8%	2%	-1%	-4%
2012	20%	10%	16%	17%	16%
2013	3%	30%	32%	40%	39%
2014	28%	10%	14%	15%	5%
2015	3%	0%	1%	7%	-4%
2016	9%	16%	12%	9%	21%
2017	9%	28%	22%	30%	15%
2018	-4%	-3%	-4%	-3%	-11%
2019	29%	25%	31%	37%	26%
2020	-19%	-13%	-8%	4%	-18%

资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所统计, 数据截至 2020 年 5 月 18 日, 红色部分代表当年回报最高

长期来看, REITs 综合收益率占优, 具有穿越周期的作用。根据 NAREIT 的统计, 受益于稳定的派息及成熟的运营, REITs 在长久期配置时表现尤其佳, 在外部环境变化时可以有效对冲风险。

表 7: REITs 在长久期配置时, 收益率占优 (单位: %)

	全部 REITs	全部权益类 REITs	标普 500	罗素 2000	纳斯达克综合	道琼斯工业
2020: YTD	-25.42	-23.44	-19.6	-30.61	-13.95	-22.73
1-Year	-18.16	-15.93	-6.98	-23.99	0.7	-13.38
3-Year	-0.94	0.06	5.1	-4.64	10.39	4.42
5-Year	1.46	1.99	6.73	-0.25	10.7	6.86
10-Year	8.22	8.58	10.53	6.9	13.67	10
15-Year	6.28	6.96	7.58	5.71	9.41	7.73
20-Year	9.58	9.99	4.79	5.28	2.64	6.06
25-Year	9.25	9.72	8.85	7.57	9.39	6.88
30-Year	9.37	9.94	9.28	8.25	10.05	7.22
35-Year	8.25	9.69	10.42	8.43	9.94	8.49
40-Year	10.23	11.35	11.32	10.1	10.72	8.68
1972-2020	9.05	11.14	10.11	-	8.79	6.86

资料来源: NAREIT, 光大证券研究所整理, 数据截至 2020 年 4 月 30 日

REITs 与股票及债券等大类资产的相关性适中, 可以成为介于股票及债券之间的大类配置资产。CEM Benchmarking 数据显示, 美国 REITs 与股市及债市的相关性较低, 1998-2017 年的 20 年间, 公募 REITs 与股票及固收产品的相关系数仅在 0.4-0.7 左右, 体现了较好的分散化投资价值。但在市场整体环境面临重大冲击的环境下, REITs 可能和其他风险资产类别表现出高相关性。

图 23: 美国 REIT 与房地产外的其他大类资产相关系数较低 (1998-2017 年)

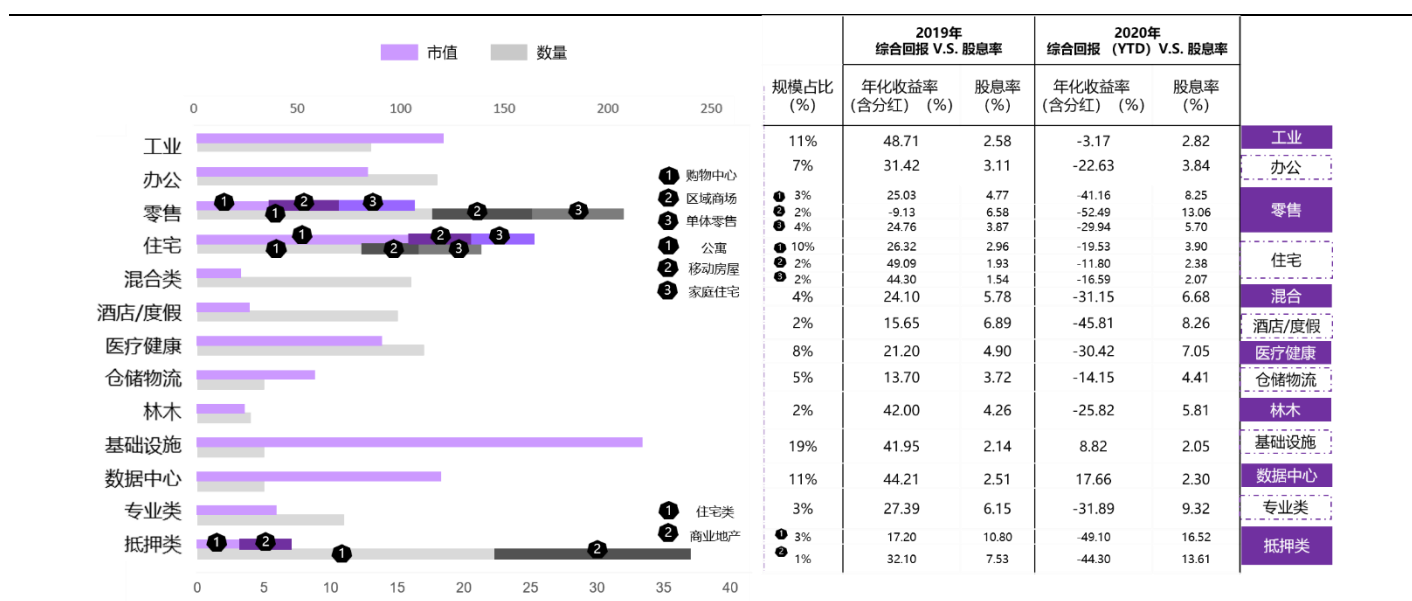
相关系数		Stock Market			Hedge Funds/ TAA	Private Equity	Fixed Income Market				Unlisted Real Estate	Listed Euqity REITs	Other Real Assets
		U. S. Large Cap	U. S. Small Cap.	Non-U. S.			U. S. Broad	Long Duration	U. S. Other	Non-U. S.			
Stock Market	U. S. Large Cap	n/a	0.92	0.89	0.92	0.85	-0.01	-0.41	0.63	0.50	0.47	0.53	0.27
	U. S. Small Cap.		n/a	0.88	0.79	0.89	-0.04	-0.51	0.66	0.51	0.57	0.62	0.41
	Non-U. S.			n/a	0.85	0.89	-0.03	-0.50	0.69	0.58	0.52	0.56	0.51
Hedge Funds/TAA					n/a	0.79	0.14	-0.30	0.71	0.53	0.43	0.50	0.38
Private Equity						n/a	-0.12	-0.61	0.66	0.41	0.53	0.49	0.47
Fixed Income Market	U. S. Broad						n/a	0.64	0.61	0.67	0.36	0.44	0.17
	Long Duration							n/a	-0.08	0.16	-0.06	-0.03	-0.16
	U. S. Other								n/a	0.81	0.65	0.67	0.52
	Non-U. S.									n/a	0.48	0.61	0.35
Unlisted Real Estate											n/a	0.91	0.48
Listed Euqity REITs												n/a	0.5
Other Real Assets													n/a

资料来源: CEM Benchmarking, 光大证券研究所

2.1.3、行业: 工业表现好, 零售表现差

我们采用相同的方法对 US REITs 各行业指数回报率、股息率及分红再投资情况下回报率进行了统计。统计发现, 2019 年综合表现较好的行业有: 工业 (年化回报率 31.42%, 下同)、数据中心 (44.21%)、林木 (42%)、基础设施 (41.95%), 而区域商场 (-9.13%)、酒店/度假 (15.65%)、仓储物流 (13.7%) 等行业表现较差。

图 24：美国不同行业 REITs 数量、市值及收益率



资料来源：NAREIT，财新网，光大证券研究所，2020 年数据截至 2020 年 4 月 30 日，市值单位为百万美元。

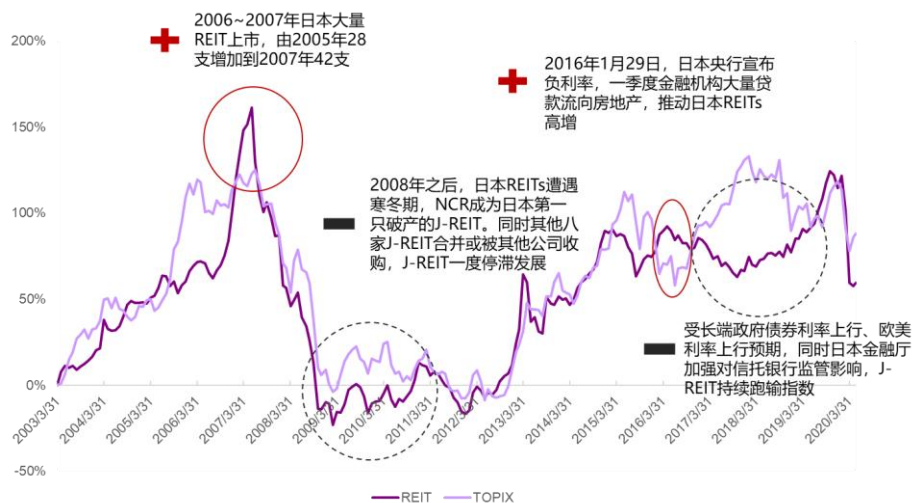
2.2、日本:J-REITs 指数趋同于股指,股息率 3.5%~ 4%,工业、混合类表现较好

2.2.1、J-REITs 指数：整体趋同于股指，局部呈现分化

J-REITs 指数与东证指数走势整体保持一致,局部呈现分化。我们以 J-REITs 指数发布时间(2003 年 3 月)为基点,计算 2003 年 3 月以来至今东证 TOPIX 指数与 REIT 指数回报率(纯价格,不考虑分红再投资)。结果发现, J-REITs 指数整体回报率与东证 TOPIX 指数基本保持一致。在进入成熟期后, J-REITs 指数与东证 TOPIX 指数走势整体保持一致,但受具体经济政治形势及央行政策影响,在个别时间段表现有所分化,我们在下图做了详细整理。

在不考虑分红再投资影响下,截至 2020 年 4 月, J-REITs 十年年化投资回报率为 4.7%, TOPIX 十年年化投资回报率为 4.0%。若排除疫情影响,截至 2019 年年底, J-REITs 十年年化投资回报率在 9.2%左右, TOPIX 综合回报率为 6.6%。

图 25: J-REITs 整体走势 V.S. 东证 TOPIX 指数

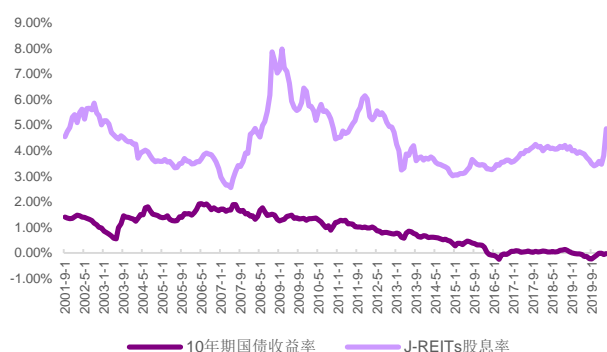


资料来源：Bloomberg，光大证券研究所统计，数据截至2020年5月22日

2.2.2、股息率：稳定在3.5%~4%左右

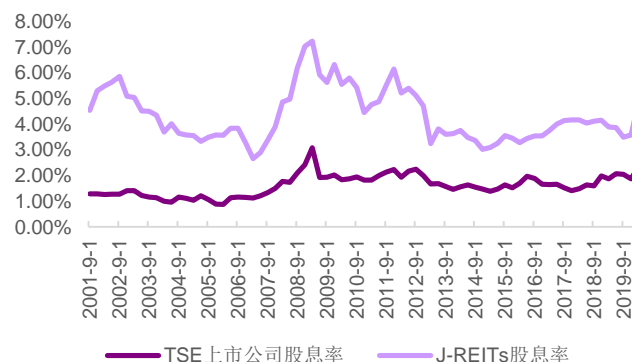
J-REITs 股息率自2013年以来稳定在3.5%~4%左右。J-REITs 市场开放时，J-REITs 的股息率超过5%。但后来，J-REITs 价格上涨，到2007年年中，股息率降至3%以下。这一数字比当时的10年期日本国债收益率（年收益率略低于2%）高出约1个百分点，比东证一部上市的派息公司平均股息率高出约1.7个百分点。在全球金融危机期间，由于指数价格下跌，J-REITs 股息率超过8%。自2013年以来，除新冠疫情致股息率再次大幅升高外，J-REITs 股息率基本稳定在3.5%~4%左右。

图 26: J-REITs 股息率 V.S 日本十年期国债走势变化



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，数据截至2020年5月22日

图 27: J-REITs 股息率 V.S TSE 一部上市公司股息率

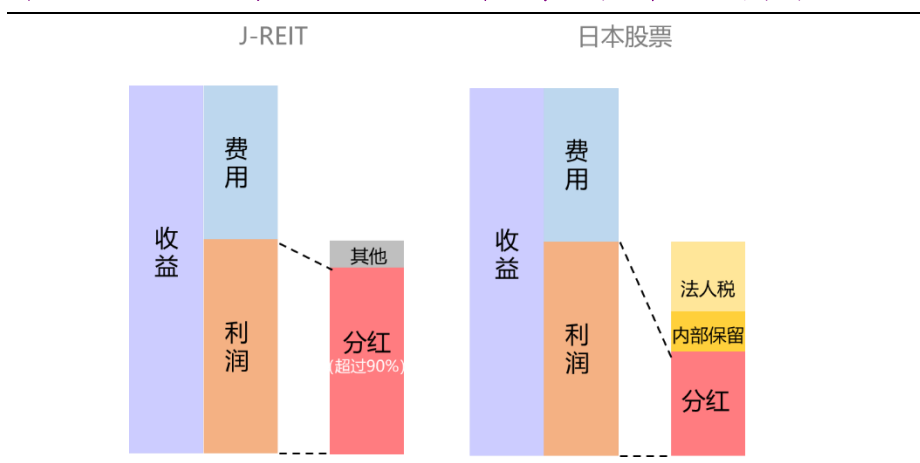


资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，数据截至2020年5月22日

J-REITs 免税安排是J-REITs 分红保持较高水平重要原因。根据TSE的要求，只要1) 分配90%或更多可分配收入；2) 大股东持股比例低于50%，J-REITs 便可享受30%的法人税税收优惠。这一安排使J-REITs 投资者实际上可以从

其投资中获得收入，而无需缴纳所得税。因此，J-REITs 的分配收益率保持在高于上市公司股利收益率的水平。

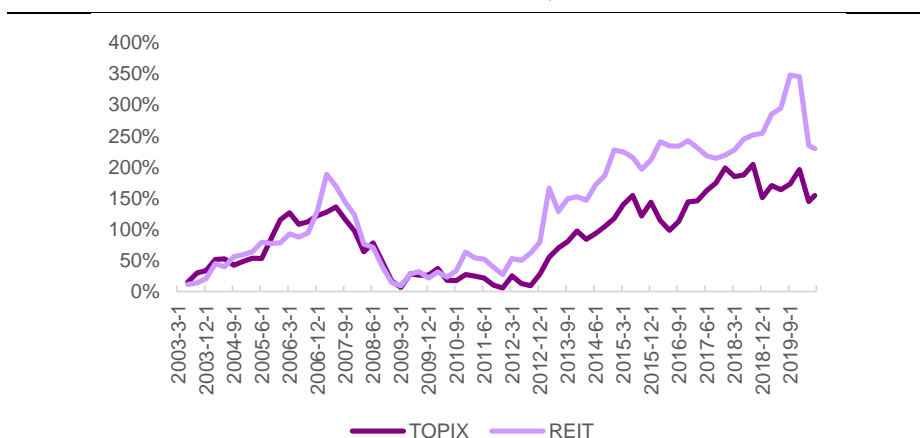
图 28：税收制度是导致 J-REITs 股息率保持较高水平的重要原因



资料来源：光大证券研究所整理

因此，考虑分红再投资的情况下，J-REITs 回报率整体高于 TOPIX 整体回报。我们统计了 2003 年以来，考虑分红再投资情况下 J-REITs 指数 V.S 东证 TOPIX 指数，我们发现，自 J-REITs 在 2011 年进入稳定发展期以来，分红再投资情况下整体回报率高于 TOPIX。即使考虑疫情的影响，截至 2020 年 5 月，在考虑分红再投资的情况下，J-REITs 10 年年化平均收益率约为 10%，而东证指数 10 年年化收益率为 8%。而不考虑疫情影响，分红再投资情况下，J-REITs 截至 2019 年年底的 10 年年化收益率为 14%，而相应的 TOPIX 10 年年化收益率为 9%。

图 29：J-REITs 与 TOPIX 整体回报对比（考虑分红再投资）



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，数据截至 2020 年 5 月 22 日

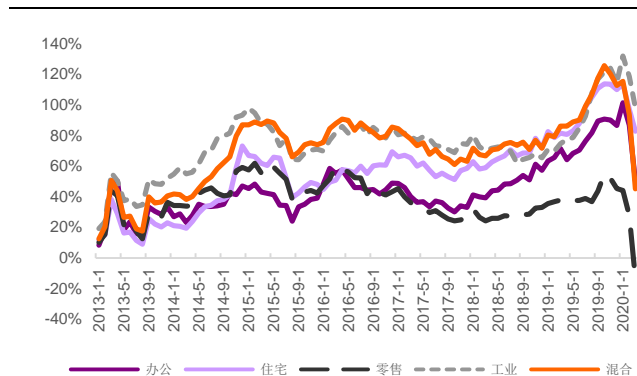
2.2.3、行业：工业、混合优，零售表现差

我们采用相同的方法对 J-REITs 各行业指数回报率、股息率及分红再投资情况下的回报率进行了统计。在不考虑分红再投资情况下，工业类 J-REITs 纯

指数投资回报率最高（自2013年以来累计上涨98%），住宅其次（累计上涨83%），零售类自2013年以来表现相对弱势（自2013年以来累计下跌13%）。考虑分红再投资情况下，工业/住宅/混合/办公/零售指数2013年以来整体上涨158%/142%/91%/89%/16%。股息率角度，零售受股价整体弱势影响，股息率较高，疫情前保持在4%以上，疫情后一度上升至7%。截至2019年年底，混合/工业/住宅/办公股息率分别为3.7%/3.5%/3.3%/3%左右。

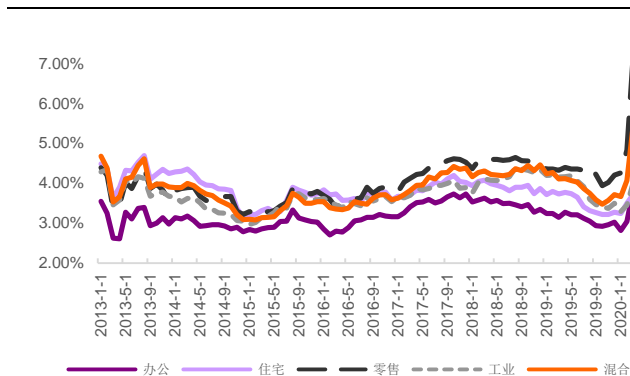
本次疫情对日本工业类REITs影响最小，零售类REITs影响最大。疫情影响下，零售类REITs指数整体累计回报（较2013年1月1日）从截至2019年年底的45%下跌到截至2020年3月底的-13%，即使考虑分红再投资，整体回报也从92%下跌到16%。最主要原因是日本城市零售类REITs基础资产采用可变租金制度，受经济波动影响较大。而日本工业类REITs以物流类REITs为主，此类资产特点是往往位于郊区，价格固定，且折旧较大，资本性支出比较少，即使在疫情影响下，每年的现金流仍然稳定可预期。

图 30: J-REITs 各行业指数表现（不含分红再投资）



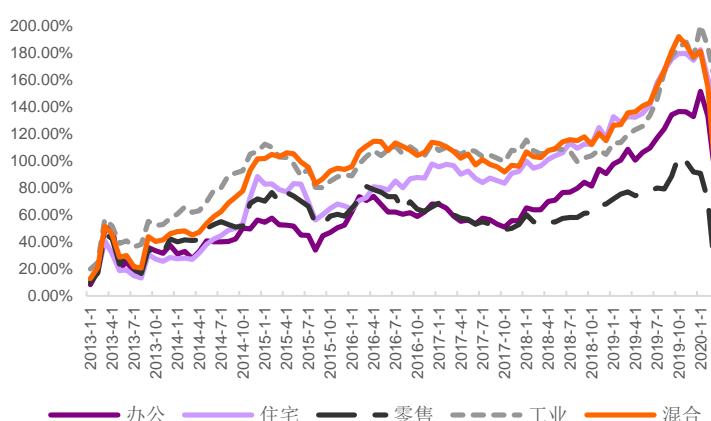
资料来源：SMTRI，光大证券研究所，数据截至2020年3月31日

图 31: J-REITs 各行业股息率



资料来源：SMTRI，光大证券研究所，数据截至2020年3月31日

图 32: J-REITs 各行业指数表现（含分红再投资）



资料来源：SMTRI，光大证券研究所，数据截至2020年3月31日

表 8: J-REITs 各行业收益率

	截至 2019/12/31					截至 2020/3/31				
	办公	住宅	零售	工业	混合	办公	住宅	零售	工业	混合
纯指数	87%	110%	45%	115%	113%	50%	83%	-13%	98%	45%
含分红再投资	133%	175%	92%	176%	177%	89%	142%	16%	158%	91%
股息率	3.03%	3.28%	4.21%	3.50%	3.72%	3.82%	3.72%	7.14%	4.00%	5.42%

资料来源: SMTRI, 光大证券研究所, 因各行业指数编制时间起点不同, 为便于比较, 此处统计自 2013 年 1 月 1 日起数据

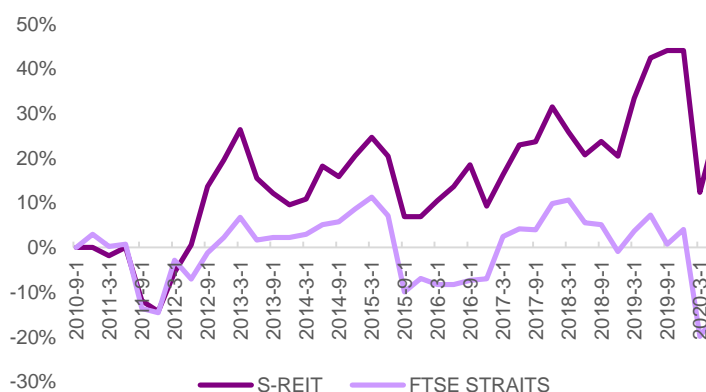
2.3、新加坡: S-REITs 指数显著跑赢股指, 股息率 3.7%~4.3%, 地产类表现较好

2.3.1、S-REITs 指数: 显著跑赢股指

S-REITs 指数整体大幅跑赢 FTSE STRAITS 指数。我们以 S-REITs 指数发布时间 (2010 年 9 月) 为基点, 计算 2010 年 9 月以来至今 FTSE STRAITS 指数与 S-REIT 指数回报率 (纯价格, 不考虑分红再投资)。结果发现, S-REITs 指数整体回报率明显优于 FTSE STRAITS 指数。除在发展初始阶段, S-REITs 指数与 FTSE STRAITS 指数走势保持一致外, 在进入成熟期后, S-REITs 指数基本持续跑赢股指。

S-REITs 无论疫情前后均有较好表现。我们计算 2010.09~2019.09 九年年化投资回报率, S-REITs 投资回报率在 4.07% 左右, FTSE STRAITS 指数投资回报率在 0.1% 左右。疫情影响下, S-REITs 自 2020 年年初以来下跌 16%, V.S. FTSE STRAITS 指数下跌 20%, REITs 表现持续跑赢对应市场股指。

图 33: 新加坡指数大幅跑赢 FTSE STRAITS 指数

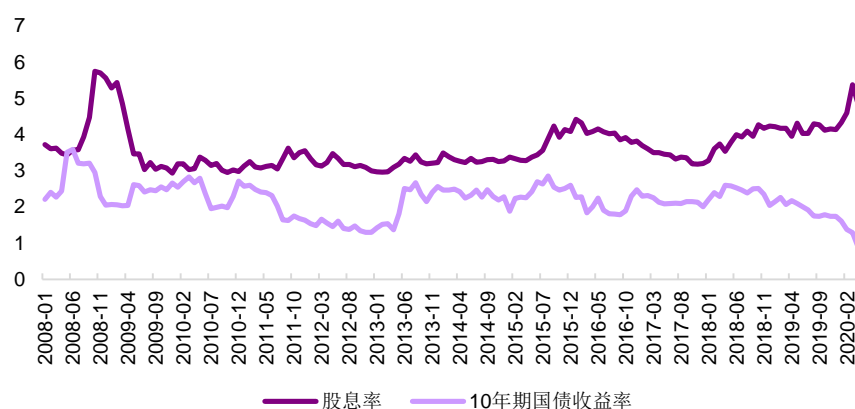


资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所, 数据截至 2020 年 5 月 22 日

2.3.2、股息率: 稳定在 3%~5%

新加坡股息率近年来保持在 3%~5% 之间, 近年来, 在新加坡国债几乎为负利率的情况下, S-REITs 相对较高的股息率具有较大吸引力, 这也是造成 S-REITs 较亚洲其他 REITs 具有较高流动性的原因。

图 34: FTSE 股息率 V.S. 新加坡十年期国债利率 (%)



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所, 数据截至 2020 年 5 月 22 日

S-REITs 免税安排是刺激 S-REITs 高分红的动因。根据 SGX 的要求, S-REITs 可以向税务部门申请免税资格, 只要将不少于 90% 的营业收入, 按照季度、半年度或者年度的频率以分红的形式分给投资者, 便可获得 REITs 的税收优惠。只要被认定为可获得税收优惠的 S-REITs, 来自于房地产及房地产相关资产的现金收入可就以完全免税, 资本利得收入则分不同情况决定是否要纳税。这一税收制度使得 S-REITs 的分配收益率保持在高于股票股利收益率的水平。

表 9: 新加坡各个环节税收

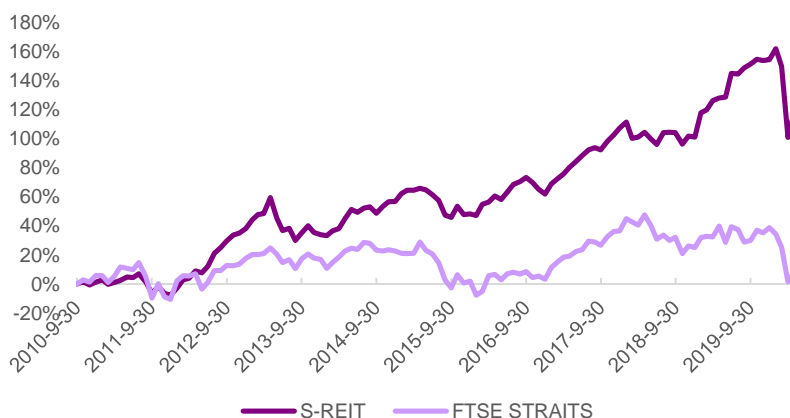
环节	纳税主体	税种	税基	征税条件
购置/处置物业阶段	买方	1%-3%印花税	交易价格	上市交易的 S-REITs 或者将在 6 个月内上市的 S-REITs 可以减免
	卖方	4%-16%印花税		
	卖方	17%企业所得税	出售利得	资本利得免税(除非公司以买卖物业为主, 此时税率为 17%), 物业在新加坡本国时有效
	卖方	7%商品服务税	交易价格	商业地产无税收优惠, 买卖住宅物业可以免除
持有运营物业阶段	运营公司/REITs	10%房产税(每年付)	年值	无税收优惠
		7%商品服务税	租赁收入	商业地产无税收优惠, 住宅租赁物业可以免除
		17%企业所得税	未分配利润	分红部分免税
投资者分红阶段	境内企业、境内个人	20%预提所得税	分红、利得	分红不免税, 出售利得免税
	境外企业	10%预提所得税	分红、利得	分红不免税, 出售利得免税
	境外个人	预提所得税	分红、利得	分红、出售利得均免税

资料来源: 新加坡交易所, 光大证券研究所整理

因此, 考虑分红再投资的情况下, S-REITs 回报率更大幅度高于 FTSE STRAITS。我们统计了 2010 年以来考虑分红再投资情况下 S-REITs 指数 V.S FTSE STRAITS 指数, 我们发现, 自 S-REITs 2012 年进入稳定发展期以来, 分红再投资情况下整体回报率大幅高于 FTSE STRAITS。即使考虑疫情的影响, 截至 2020 年 5 月, 在考虑分红再投资的情况下, S-REITs 指数自发布以来的年化平均收益率约为 9%, 而 FTSE STRAITS 指数同期年化收

益率为-0.3%。而不考虑疫情影响，S-REITs 指数自发布以来截至 2019 年年底 10 年年化综合收益率为 11%，而相应的 FTSE STRAITS 同期年化收益率为 3%。

图 35: S-REITs 与 FTSE STRAITS 整体回报对比 (考虑分红再投资)

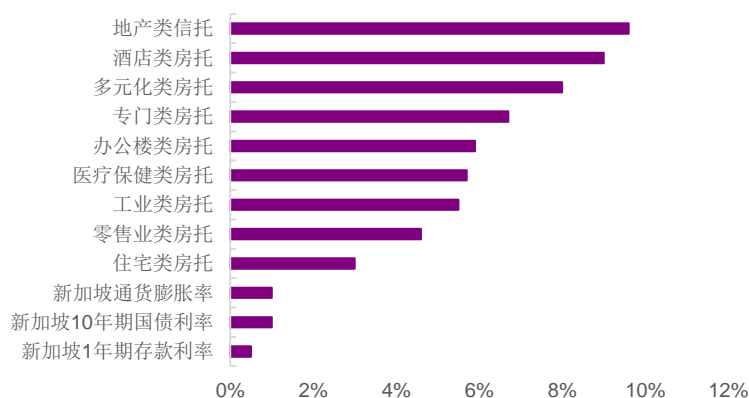


资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所, 数据截至 2020 年 5 月 22 日

2.3.3、行业：地产及酒店类表现较好，零售类表现差

S-REITs 地产及酒店投资收益率较好，住宅及零售类表现较差。但总体上来说，S-REITs 具有较好的抗通胀性。

图 36: S-REITs 按行业划分的年化收益率



资料来源: 新加坡交易所, 光大证券研究所, 数据时间 2019/5/23~2020/5/22

成熟管理人对于 REITs 表现具有一定加成作用。从新加坡各支 REITs 市场及资产表现来看, 丰树、星狮等拥有多只不同业态 REITs 的成熟 REITs 管理人更受市场青睐, 丰树物流信托较同样持有内地资产的运通网城房地产信托整体资产表现更好, 同时也获得了更多的市场溢价。

表 10：新加坡溢价前十的信托多为知名管理人管理信托

类别	名称	溢价率 (NAV/市值)
办公室	凯德商务产业	135%
数据中心	吉宝数据中心房地产信托	97%
医疗	百汇生命房地产投资信托	63%
工业	丰树工业信托	48%
工业	丰树物流信托	37%
酒店或公寓	腾飞房地产投资信托	30%
办公室	IREIT Global 公司	21%
工业	星狮物流工业信托	4%
零售	丰树商业信托	2%

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所，数据截至 2020 年 5 月 22 日

2.4、中国香港：REIT 指数与恒指走势一致，股息率 5%~8%，领展一枝独秀

2.4.1、收益率：基本与指数走势一致

恒生 REIT 指数 2010 年以来整体与恒生指数走势整体保持一致。我们以 2006 年 1 月为基点，计算 2006 年 1 月以来至今恒生指数与 REIT 指数回报（纯价格，不考虑分红再投资）。除刚开始发展阶段，受经济危机与地产市场低迷双重影响，恒生 REIT 指数大幅跑输恒生指数外，2010 年以来恒生 REITs 指数与恒生指数走势保持高度的一致性。

由于 2010 年处在恒生 REIT 指数最低点。我们综合计算 2010~2019 年化综合收益率，截至 2019 年 12 月 31 日，恒生 REITs 年化综合收益率为 11.7%（V.S. 恒指 6%），截至 2020 年 4 月，恒生 REITs 年化综合收益率为 8.5%（V.S. 恒指 4%）

图 37：恒生指数 V.S. 恒生 REIT 指数



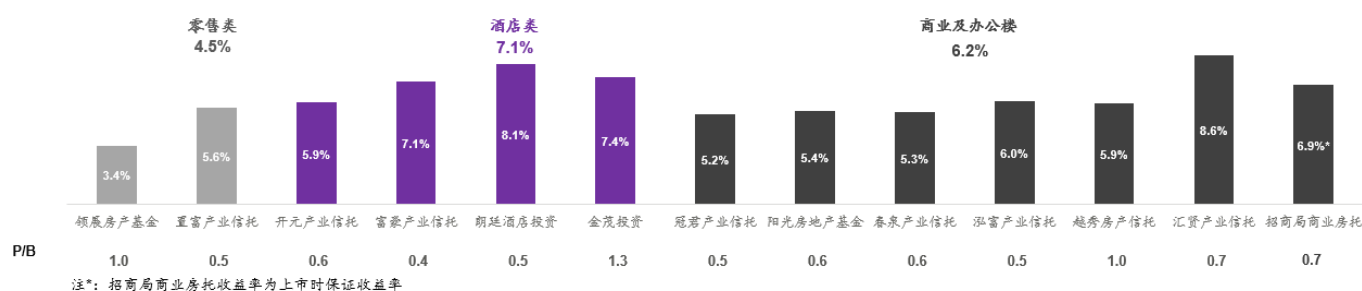
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所统计，数据截至 2020 年 5 月 22 日

2.4.2、股息率：稳定在 5%~8%

中国香港 REITs 综合股息率稳定在 5%~8%之间。酒店类平均股息回报率为 7.1%，其中朗廷酒店投资的股息回报率最高达 8.1%，商业及办公楼的股息

回报率为 6.2%，零售类为 4.5%，主要是因领展处在溢价交易状态、股息率相对降低。在所有 REITs 中，汇贤产业信托的回报率最高达 8.6%。中国香港市场 REITs 产品的派息收益率较为稳定，除领展外，大体处于年化 5-8% 区间。

图 38：中国香港 REITs 各行业股息回报率 v.s. 市净率



资料来源：香港联交所，光大证券研究所，数据截至 2020 年 5 月 22 日

3、流动性：各地差异较大，美国最佳

3.1、美国：高流动性，市场分散

美国作为最发达的 REITs 市场，成交额较为分散。过去 6 个月，前十大 REITs 成交额仅占总 REITs 成交额的 31%，日均成交额超一亿美金的 REITs 有 25 只，较亚洲市场具有更高流动性。较高流通性的 REITs 中，多以上市时间较早、品牌方较为知名的 REITs 为主。

表 11：美国 REIT 流通性

代码	名称	IPO 日期	行业	占美国 REITs 总成交额之比
AMT US Equity	AMERICAN TOWER C	1998/6/5	基础设施	5%
SPG US Equity	SIMON PROPERTY	1993/12/13	区域性商场	4%
DLR US Equity	DIGITAL REALTY	2004/10/29	数据中心	4%
PLD US Equity	PROLOGIS INC	1997/11/20	工业	3%
CCI US Equity	CROWN CASTLE INT	1998/8/17	基础设施	3%
EQIX US Equity	EQUINIX INC	2000/8/11	数据中心	3%
PSA US Equity	PUBLIC STORAGE	1983/7/7	仓储	2%
WELL US Equity	WELLTOWER INC	1978/2/17	健康中心	2%
SBAC US Equity	SBA COMM CORP	1999/6/16	基础设施	2%
O US Equity	REALTY INCOME	1994/10/18	零售	2%

资料来源：Bloomberg，成交额统计截至 2020 年 5 月 22 日，为过去六个月成交额平均

美国 REITs 中机构投资者占具主导。根据 NAREIT 的统计，截至 2017 年，美国个人直接持有 REIT 比例仅为 15%。而机构方面，仅 REIT 类基金直接持有 REITs 比例就达 23%。

3.2、日本：成交相对分散，外国投资者为主

日本 REITs 成交相对分散。过去 6 个月，前 5 大 REITs 成交额占比 27%，前十大 REITs 成交额占比 46%。前十大成交 REITs 中，多为流通历史较为悠久且品牌方较为知名的 REITs。在 2013 年及之后上市的 REITs 中，成交额最大的为 2014 年 12 月上市的混合类 REITs，Sekisui House REITs，过去 6 个月日均成交额占比仅占整个 REIT 板块成交额的 2%。2019 年 12 月上市的工业类 REIT SOSiLA Logistics REIT Inc，成交额占比仅为整个 REIT 板块成交额占比的 0.3%，“新股光环”并不显著。

表 12：日本 REIT 流通性

代码	名称	IPO 日期	行业	成交额占比
8951 JT Equity	日本建筑基金股份有限公司	2001/9/10	办公	7%
8952 JT Equity	日本房地产投资法人	2001/9/10	办公	6%
3283 JT Equity	日本普诺斯 REIT 有限公司	2013/2/14	工业	5%
8954 JT Equity	Orix JREIT 股份有限公司	2002/6/12	混合	5%
3462 JT Equity	野村不动产基金	N/A*	工业	5%
8963 JT Equity	Invincible 投资公司	2004/5/17	混合	4%
8984 JT Equity	大和房屋 REIT 投资法人	2006/3/22	混合	4%
3281 JT Equity	普洛斯日本房地产投资信托公司	2012/12/21	工业	4%
8953 JT Equity	日本零售基金投资公司	2002/3/12	零售	4%
8985 JT Equity	日本酒店 REIT 投资公司	2006/6/14	零售	4%

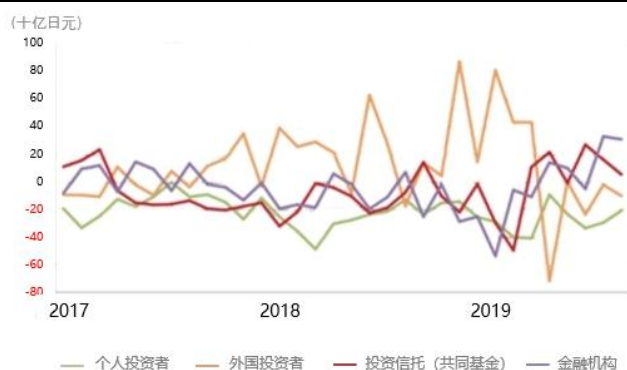
资料来源：Bloomberg，成交额统计截至 2020 年 5 月 22 日，为过去六个月成交额平均。

注：野村不动产基金由两只 REITs 合并而成，故而彭博上无上市时间

日本 REITs 成交额主要由外国投资者贡献。根据 TSE 的统计，在成交额中，外国投资者净买入/净卖出幅度较大，为流动性主要贡献者，尽管截至 2019 年 7 月其持有量仅排名第二，占比 26%。公募基金自 2017 年以来一直是净卖出方，但受个人投资者强烈的投资需求，净卖出的趋势于 2019 年起停止。个人投资者是另一个主要参与者，但他们目前仅贡献了 10% 左右的流动性。

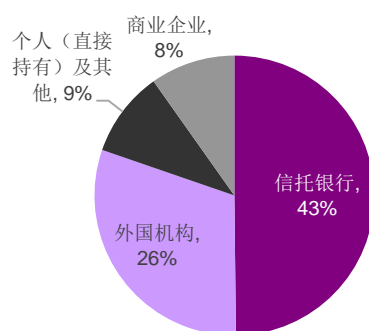
机构投资者是 J-REITs 主要持有方。根据持有量统计的 J-REITs 投资者类型统计中，截至 2019 年 7 月，信托银行占比达 43%，其中投资信托占比 34%，外国投资者占比 26%，个人直接持有占比仅为 9%。

图 39：J-REITs2 2017 年起交易额



资料来源：TSE，光大证券研究所，数据截至 2019 年 7 月

图 40：J-REITs 投资者类型统计（按持有市值）



资料来源：TSE，光大证券研究所，数据截至 2019 年 7 月

3.3、新加坡：成交相对集中

新加坡 REITs 成交相对集中。过去 6 个月,前 5 大 REITs 成交额占比 53%,前十大 REITs 成交额占比 72%。知名品牌方发行的 REITs,如凯德、丰树、腾飞等,在新加坡市场更受欢迎。

表 13: 新加坡 REITs 流通性

代码	名称	IPO 日期	行业	成交额占比
SBREIT SP Equity	凯德商用新加坡信托	2002/7/17	工业	15%
ELITE SP Equity	升禧环球房地产投资信托	2005/9/20	办公室	12%
UHU SP Equity	LENDLEASE GLOBAL COMMERCIAL	2019/10/2	零售	11%
LREIT SP Equity	力宝商场印尼零售信托	2007/11/19	办公室	8%
ALLT SP Equity	CROMWELL EUROPEAN REIT	2017/11/30	工业	6%
SGREIT SP Equity	枫树商业信托	2011/4/27	零售	6%
BHGREIT SP Equity	ARA LOGOS 物流信托	2010/4/12	零售	4%
EREIT SP Equity	凯德商用信托	2006/12/8	工业	3%
AREIT SP Equity	枫树工业信托	2010/10/21	工业	3%
SUN SP Equity	先锋医疗产业信托	2006/12/11	办公室	2%

资料来源: Bloomberg, 成交额统计截至 2020 年 5 月 22 日, 为过去六个月成交额平均

3.4、中国香港：成交集中度最高

中国香港 REITs 成交相对集中。过去 6 个月,前 5 大 REITs 成交额占比 79%,其中领展房产信托占总成交额之比达 23%,主要是因领展被纳入多个 REITs 指数,被大量 ETF 投资。2019 年 12 月上市的综合类招商局商业房托,成交额占比为整个 REIT 板块成交额的 11%,具有一定程度“新股效应”。

表 14: 香港 REITs 成交额

代码	名称	IPO 日期	成交额占比
823 HK Equity	领展房产基金	2005/11/25	23%
2778 HK Equity	冠君产业信托	2006/5/24	19%
87001 HK Equity	汇贤产业信托	2011/4/29	13%
405 HK Equity	越秀房产信托基金	2005/12/21	12%
778 HK Equity	置富产业信托	2010/4/20	12%
1503 HK Equity	招商局商业房托	2019/12/10	11%
808 HK Equity	泓富产业信托	2005/12/16	5%
1881 HK Equity	富豪产业信托	2007/3/30	4%
1426 HK Equity	春泉产业信托	2013/12/5	1%
1275 HK Equity	开元产业信托	2013/7/10	0%

资料来源: Wind, 成交额统计截至 2020 年 5 月 22 日, 为过去六个月成交额平均

4、海外 REITs 情况总结

美国及亚洲主要 REITs 的推出多源于相关税收优惠政策及法律法规的出台。其中,美国受益于机构投资人便利化与组织架构革新成为全球最大 REITs 市场,而日本在央行支持下打造了亚洲市场规模最大的 REITs 市场。新加坡上市 REITs 的配置则多元化。

综合海外市场经验来看，REITs 在价格指数上并无特殊表现。美国、日本、中国香港 REITs 股指基本与对应市场的股指走势相符，甚至在 2013 年起，REITs 收益率在个别年份会跑输主要股指。新加坡 REITs 表现最好，整体跑赢富时海峡指数。

REITs 较为优越的长期表现主要来源于其稳定的分红。如前文所述，即使是在经济较差的年份，REITs 仍然能有比较稳定的分红，四地除中国香港较高外，基本分红保持在 3.5%~4.5% 之间。中国香港市场受整体流动性偏弱的影响，多数 REITs 发行后折价，拉高了整体股息率区间。

从行业上来看，数据中心、基建、工业类 REITs 表现较好，零售类 REITs 表现较差。主要是受 5G 及云存储快速发展的影响，数据中心及基建类 REITs 发展迅速，租赁率不断提高，且市场空间较大，投资人愿意给予更高的溢价。而零售类 REITs 租金收入较不稳定，中小品牌租金收入风险较大，疫情下零售业受较大影响，更加拖累零售类 REITs 表现。

REITs 整体流动性偏弱。海外 REITs 总体日均成交额呈现：美国>日本>新加坡>中国香港。其中，美国 REITs 成交额是其他国家/地区的 3~4 倍左右，总体流动性最好；中国香港流通性最差，部分小市值 REITs 成交额几乎为零。

此外，在成熟市场，如美国、新加坡、日本，知名品牌的 REITs 往往表现出较高溢价。一方面是知名品牌方 REITs 具有较为成熟的内部管理经验，可以通过运作降低成本率，提高租金收入。另一方面，知名品牌方也尝试通过不断地收并购，实现 REITs 的保值增值，这在美国已经成为一种成熟的模式。

综合来看，海外 REITs 收益率预计保持在 6%~14% 之间（含分红），具有波动性。但由于海外 REITs 主要持有方是机构投资人，其整体流动性表现偏弱（除新加坡外），持有量较大的投资人将面临一定的流动性风险。

表 15：四地 REITs 成交额及市值总结

	美国	日本	新加坡	中国香港
交易所总市值	~43 万亿美元/	~574 万亿日元/	~9378 亿新元/	~383,620 亿港币 /
/日均成交额	3200 亿美元	3 万亿日元	12.58 亿新元	1,133 亿港币
REITs 板块市值 / 占比	1.1 万亿美金 / 3%	~12 万亿日元 / 2%	1119 亿新元 / 10%	约 2,080 亿港币 / 0.7%
REITs 板块日均成交额 / 占比	101 亿美元 / 3%	3600 亿日元 / 3%	约 3.4 亿新元 / 27%	约 8.08 亿港币 / 0.7%
REITs 数量	240	63	43	13
综合年化回报 (2010~2019)	9.00%	12.0%	10.8%	11.5%
股息率	4%	3.5%~4%	3.7%~4.3%	5%~7%
日本、新加坡、中国香港三地 REITs 合计：2,924 亿美元，仅为美国 1/5				

资料来源：光大证券研究所，Wind，Bloomberg，数据截至 2020 年 4 月 30 日

5、我国基建 REITs 投资展望

5.1、预计首批项目“小步快走，优质优价”

预计我国公募基建 REITs 首批项目“优质优价”。根据发改委发布的试点工作通知，我国首批公募基建 REITs 将聚焦重点区域、聚焦重点行业（三个优

先、四个鼓励)并聚焦优质项目,重点支持支持重点领域符合国家政策导向、社会效益良好、投资收益率稳定且运营管理水平较好的项目开展基础设施 REITs 试点。首批试点为示范作用,规模预计不会太大。我们预计首批项目单个规模将在几亿到几十亿之间,首批试点总体规模将在 100 亿~300 亿之间,首批试点年内有望落地。行业选择上,预计将来新基建领域及数据中心会有比较好的空间。

表 16:《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》重点内容梳理

项目	内容
涉及区域	优先支持京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲等重点区域,支持国家级新区、有条件的国家级经济技术开发区开展试点。
重点行业	老基建: 优先支持基础设施补短板行业,包括仓储物流、收费公路等交通设施,水电气热等市政工程,城镇污水处理、固废危废处理等污染治理项目。 新基建: 鼓励信息网络等新型基础设施,以及国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等开展试点。
项目要求	1.项目权属清晰,已按规定履行项目投资管理,以及规划、环评和用地等相关手续,已通过竣工验收。PPP 项目应依法依规履行政府和社会资本管理相关规定,收入来源以使用者付费为主,未出现重大问题和合同纠纷。 2.具有成熟的经营模式及市场化运营能力,已产生持续、稳定的收益及现金流,投资回报良好,并具有持续经营能力、较好的增长潜力。 3.发起人(原始权益人)及基础设施运营企业信用稳健、内部控制制度健全,具有持续经营能力,最近 3 年无重大违法违规行为。基础设施运营企业还应当具有丰富的运营管理能力。

资料来源:《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》,光大证券研究所整理

5.2、预计分红回报率在 4%~6%之间,年化综合回报率将在 6%~14%之间

我国经济增速放缓,利率不断降低。近年来全球经济增速放缓,主要经济体货币政策趋向宽松。疫情影响下,各国央行货币政策宽松力度进一步加码,我国央行也通过降准、降息等量价同行,保持流动性合理充裕,引导市场利率下行,支持实体经济发展。2020 年 4 月 8 日,10 年期国债收益率下探至 2.48%,近期利率维持在 2.7%左右,处在近三年以来最低点。

低利率情况下,优质资产“供不应求”。低利率情况下,我国优质资产从收益、安全性、持有成本等都具有优势,优质资产呈现“供不应求”状态,表现为高等级信用债的表现更接近于利率债,到期收益率稳定下行。从资产配置角度来看,相比其它大类资产,固定收益类资产现金流相对稳定,具有一定的防守价值,受到投资者欢迎。

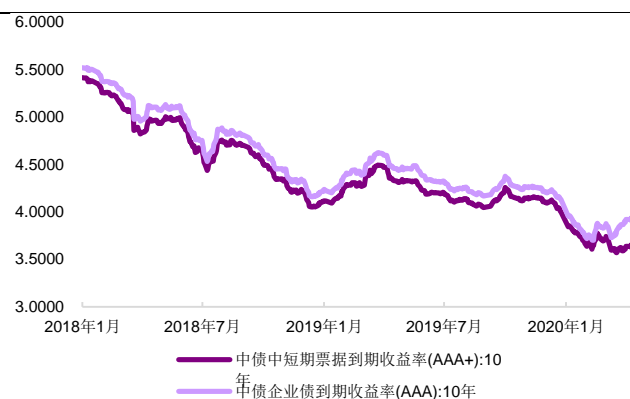
预计我国首批公募基建 REITs 分红回报率将在 4%~6%之间。一方面,从资产发行方角度,“宽货币”环境下,短中期高等级信用债收益保持在 4%以下,10 年期 AAA 信用债收益率保持在 4%左右。企业融资成本降低,若 REITs 实际收益率过高,将抑制拥有优质资产企业参与发行公募 REITs 的积极性。另一方面,综合海外市场经验,在我国优质资产“供不应求”的环境下,REITs 分红收益率不会过高。考虑到我国 REITs 首批资产为现金流稳定的优质资产,每年分红保持在相对稳定水平,综合以上,我们预计我国首批公募基建 REITs 分红回报率将在 4%~6%之间。综合海外经验,年化综合回报率将在 6%~14%之间。

图 41：中债十年期国债到期收益率近期保持低位（%）



资料来源：Wind，数据截至 2020 年 5 月 22 日

图 42：高等级信用债收益率降至在 4% 以下（%）



资料来源：Wind，数据截至 2020 年 5 月 22 日

5.3、价格走势：短期看流动性，中期看资产质量和内生增长，长期看管理人

预计我国公募基建 REITs 上市后将一段时间内将溢价交易。我国首个公募基建 REITs 具有较高市场关注度，预计上市后一段时间内流动性将保持较高状态。较高的流动性或将带来公募基建 REITs 的溢价。中期来看，基础资产质量和内生增长其将成为决定中期价格的锚。一是本次公募基建 REITs 规定，计算首批公开发发行时面向公众投资者比例最多仅有 16%，在机构以配置盘为主的情况下，中长期价格波动问题将得以缓解，流动性或将较初期有所降低，在此情况下，资产质量成为决定 REITs 价格走势的决定性因素。

项目品牌方的品牌与运作将成为影响权益型 REITs 长期价格走势的重要因素。如我们前文的论述，在美国等成熟市场，管理人品牌及项目运作能力是投资人在进行投资决策时非常重要的影响因素。成熟的品牌管理人可以通过外延式并购以及内部管理实现品牌保值增值，资本市场往往也愿意给予更高的溢价。

我们同时针对我国首个公募 REITs——前海鹏华公募 REITs 上市后的表现做了分析探讨，详细内容请见附录。

5.4、投资者：对“固收+”属性投资人具有吸引力

净值管理以及流动性问题或成为投资方主要考量因素。REITs 产品在亚洲的新加坡、中国香港等地流动性偏弱。我国内地 REITs 市场的流动性可能主要依托占比 16% 的公众投资人贡献，由于机构主要为配置盘，整体流动性或偏弱，特别是在资管新规严格限制期限错配背景下，机构投资者需高度关注流动性问题及封闭式基金收盘价和单位净值走势。当然也不排除，REITs 上市初期由于散户频繁交易带来账户资产总额的大幅波动。

REITs 的高股息率使其对偏固收属性的投资者具有较强吸引力。结合我国资管新规对产品的净值化要求、期限错配的限制，以及中长期视角下 REITs 流动性可能边际转弱等情况来看，在预期收益率和久期匹配方面相对契合保险资管、养老金、理财子公司等配置型资金的投资需求。

预计保险资金与养老金配置积极性相对较高。保险资金及养老金与公募 REITs 契合度最高，预计 REITs 将成为保险公司高度关注的标的，但是也有两方面不确定性因素：一是保险公司自身可以借助债权、股权计划等渠道参与基建投资中，且相关运作模式已较为成熟，基础设施公募 REITs 是否真正具有比较优势，尚待观察；二是公募 REITs 分配机制和产品最终演变成何种形态具有一定不确定性。但初期出于标杆产品属性、政策支持等考量，特别是首批相对优质资产如果可以获得 4-6% 的收益，可部分作为债券投资的替代品，博取收益率的边际改善，保险资金及养老金或成为最主要参与机构。

银行理财配置积极性有待观察。目前银行理财资产端配置及收益来源主要是债券和非标，2020 年以来，在全球经济不确定性增强、国内经济增长持续承压及利率市场化深入推进的背景下，资产端整体收益率下降较快，投资端面临一定程度的资产荒。当前各家理财子公司积极完善产品线布局、增强大类资产配置诉求较强，但在权益类投资方面投研实力及投资经验相对不足，且回撤问题往往会给资金端带来较大压力，或对公募 REITs 具有较强兴趣。但由于理财产品久期没有保险资金（特别是养老产品）长，且投资端对回撤问题较为敏感，而 REITs 不能采用摊余成本法估值，将成为主要制约因素，未来能否扩量，要看标的资产分布及现金流情况、后续市场流动性形势等因素再做判定。此外，当前理财子公司积极布局养老产品，有助于拉长久期进而扩大对公募 REITs 的潜在需求。

从公众投资人参与的角度，随着我国经济持续发展和居民财富的积累，居民可投资资产和投资意识显著增强，当前我国居民家庭资产配置还主要集中于房地产、储蓄、银行理财、股票、信托等相对传统的品种，REITs 产品本身具有分散化投资的普惠金融属性，为居民资产配置增加了可选项，美国有四成多的家庭直接或间接参与到 REITs 相关投资。预计我国公众投资人配置公募 REITs 在短期内将保持较高状态。

5.5、未来尚待解决的问题

第一是税收问题。如我们前文的探讨，REITs 在美国得到迅速而持续的发展，主要得益于其税收政策的驱动，税收优惠成为了 REITs 发展的核心驱动力。目前 REITs 试点通知并未提及税收优惠及双重征税的问题，预计未来将得到进一步解决。短期内，“公募基金+ABS 架构”可以通过税务筹划以及利用公募基金的税收优势避免双重征税问题。但一是公募基金税收优惠目前仅为暂行法规。二是多层架构导致了多重管理人的问题，也增加了交易架构的成本，会对 REITs 经营造成一定不利影响。我们认为，REITs 税收法规可能在试点项目落地并稳定运行一段时间后正式出台。

第二是杠杆率水平与用途限制问题。从国际主流 REITs 市场的杠杆安排情况看，中国香港 REITs 市场对杠杆率的要求是“借款总额不得超过该计划的资产总值的 45%”，杠杆用途为“用于投资的融资或营运”；新加坡要求负债率不超过 45%（近期为对冲新冠疫情影响，上限提高到 50%）；美国、澳大利亚 REITs 对财务杠杆率则没有限制。我国内地目前对于 REITs 杠杆率限定仅为 20%。但综合国际市场经验，杠杆率水平过低将限制 REITs 利用债务融资提升股东回报率的能力，同时借款用途严格限制也不利于提升股东进行并购等资产运作，对于高速公路收费权等有期限 BOT 类项目，项目到

期后 REITs 将面临净值大幅下降的问题，不利于为股东创造回报，也抑制投资人积极性，不排除后期提升杠杆率水平，同时放宽用途限制要求的可能。

6、风险分析

- 1) 公募基建 REITs 流动性风险：流动性可能主要依托公众投资人贡献，由于机构主要为配置盘，整体流动性或偏弱；
- 2) 项目现金流不达预期：高速公路、环保等政府议价权较强，涨价难度较大，突发事件（如疫情）影响下可能会导致现金流不达预期；
- 3) 宏观经济增速下行压力对 REITs 市场形成扰动，加大波动幅度。

7、附录：前海鹏华类 REITs 案例探讨

前海鹏华万科 REITs 是我国首个发行上市的公募 REITs。2015 年 7 月，“鹏华前海万科 REITs”成功发行，首次使用公募基金作为发行载体。该产品在发行期间单个投资者的单笔认购门槛仅为 10 万元，上市后在深圳交易所场内进行二级市场交易的最低份额为 1 万元，在“类 REITs”产品的流动性上实现了重大突破。此外，该产品在投资组合上首次突破了公募基金投资公司股权及持股“双十”持股比例限制，其投资组合比例为：投资于确定的、单一的目标公司股权的比例不超过基金资产的 50%，投资于固定收益类资产、权益类资产等的比例不低于基金资产的 50%。

表 17：前海鹏华 REITs 项目设计

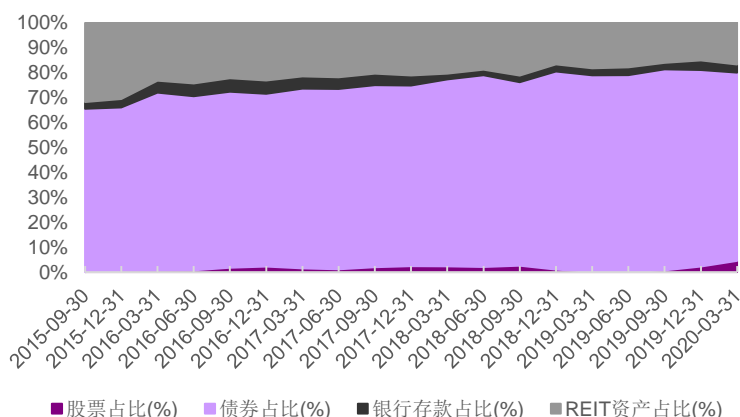
项目	内容
规模	30 亿（前海金控认购 3 亿，2 年不得转让）
形式	基金合同生效后 10 年内（含 10 年）为基金封闭运作期，本基金在此期间内封闭运作并在深圳证券交易所上市交易。基金封闭运作期届满，本基金转为上市开放式基金（LOF）。
期限	10 年
业绩比较基准	十年期国债收益率+1.5%
退出方式	该基金应分别在 2015/12/31 前、2018/12/31 前、2021/12/31 前和 2023/12/31 前分别向深圳万科或其指定关联方转让 14%、18%、17.5%和 0.5%的股权
投资范围	本基金投资于确定的、单一的目标公司股权的比例不超过基金资产的 50%，投资于固定收益类资产、权益类资产等的比例不低于基金资产的 50%。
收益分配	1、本基金收益分配采取现金分红方式； 2、在满足分红条件的前提下，本基金收益每年至少分配一次； 3、每年基金收益分配比例不低于基金年度可供分配利润的 90%。基金红利发放日距离收益分配基准日（即可供分配利润计算截止日）的时间不得超过 15 个工作日； 4、本基金每份基金份额享有同等分配权； 5、若基金合同生效不满 3 个月则可不进行收益分配； 6、基金收益分配后基金份额净值不能低于面值，即基金收益分配基准日的基金份额净值减去每单位基金份额收益分配金额后不能低于面值，基金收益分配基准日即期末可供分配利润计算截止日；

资料来源：《鹏华前海万科 REITs 封闭式混合型 发起式证券投资基金招募说明书》

前海鹏华 REITs 中 REIT 资产部分占比不断减少。前海鹏华 REIT 产品投资标的虽为前海企业公馆项目公司股权，但并未实际控制前海企业公馆物业产

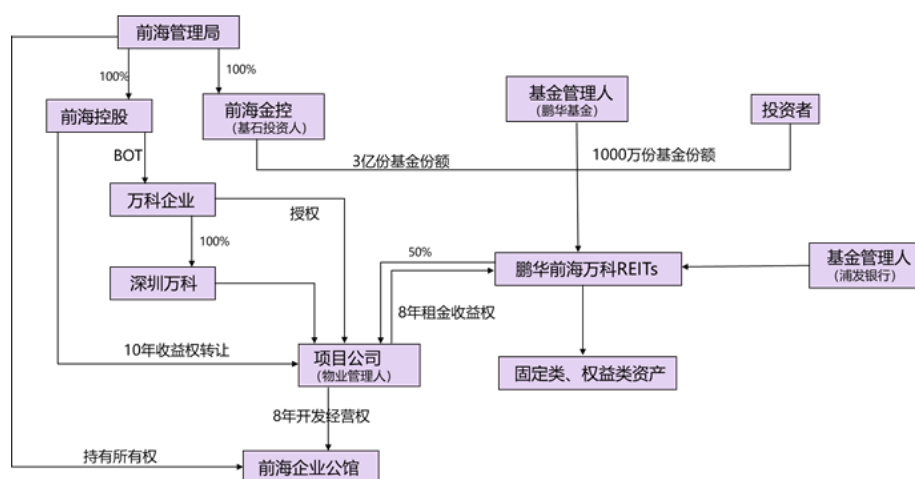
权（不超过 50%），该产品的实质仅为 BOT 项目“特许经营权”收益权的证券化。根据招募说明书，前海企业公馆项目为 BOT 项目，即由万科出资建设前海企业公馆，并通过 8 年的运营来回收项目投资，最后再无偿移交给前海管理局。因此，前海企业公馆项目公司仅拥有前海企业公馆项目自 2013 年 9 月 8 日至 2021 年 9 月 7 日期间的收益权，并不拥有前海企业公馆项目物业产权。这导致了在项目运行后期，前海鹏华项目中 REIT 资产占比不断减少，目前非标类资产仅占比 15% 左右，债券型资产占比达 70%。

图 43：鹏华前海万科 REITs 中 REIT 占比不断减少



资料来源：Wind，光大证券研究所，数据截至 2020 年 5 月 22 日

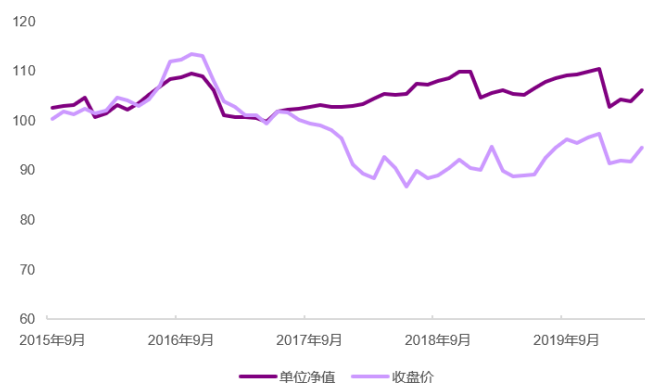
图 44：鹏华前海万科 REITs 架构图



资料来源：鹏华前海万科 REITs 募集说明书，光大证券研究所

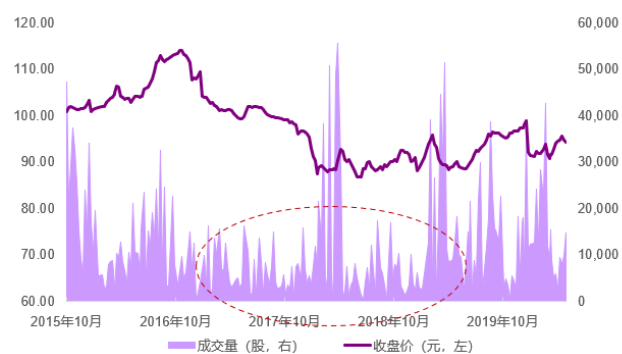
鹏华前海万科 REITs 已经进入深度折价交易状态。鹏华前海万科 REITs 仅在 2016-2017 年短暂的处于溢价状态交易，从 2017 年 4 月起开始就进入了较深度折价的状态。与之相对应的是，前海鹏华万科 REITs 成交量总体与前期保持基本一致，随着到期日的不断临近，该 REITs 2019 年交易量较 2017 年底部有所回升。

图 45: 鹏华前海万科 REITs 收盘价 V.S. 基金净值(元)



资料来源: Wind, 数据截至 2020 年 5 月 22 日

图 46: 鹏华前海万科 REITs 成交量及收盘价走势图



资料来源: Wind, 数据截至 2020 年 5 月 22 日

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大 厦 A 座 17 楼