

上证报-上证投资家国民教育高质量投教系列课程

上海证券报—鹏华基金 联袂推出

上海财经大学《资产配置实战课程》

应邀主讲：鹏华基金

2022年

# 国内外REITs的投资价值与市场展望（上）

朱庆恒

2022年11月

**海外REITs发展情况介绍**

**国内类REITs发展**

**国内基础设施REITs现状**

- 基础设施REITs是国际通行的配置资产，具有流动性较高、收益相对稳定、安全性较强等特点，能有效盘活存量资产，填补当前金融产品空白，拓宽社会资本投资渠道，提升直接融资比重，增强资本市场服务实体经济质效。
- 短期看有利于广泛筹集项目资本金，降低债务风险，是稳投资、补短板的有效政策工具；长期看有利于完善储蓄转化投资机制，降低实体经济杠杆，推动基础设施投融资市场化、规范化健康发展。



## 什么是REITs

- REITs是Real Estate Investment Trusts的缩写，是一种以发行收益凭证的方式汇集投资者的资金，由专门投资机构进行房地产投资经营管理，并将投资收益按比例分配给投资者，是资产证券化的一种方式。
- 以REITs形式经营不动产是公司的一种选择，在满足相关法规要求后，会获得特殊的权利和税收优惠。以美国为例，REITs不动产业务收入豁免企业所得税与资本利得税。
- 鹏华基金于
  - **2011年11月**，发行了**鹏华美国房地产证券投资基金**，主要投资于美国上市的REITs，是中国公募基金投资海外REITs产品的破冰之举。
  - **2015年6月**，在国内发行第一只公募REIT，**鹏华前海万科REITs基金**，成立规模超30亿元人民币，投资深圳前海的企业公馆项目，首次将国内公募基金的投资范围从股票、债券、现金突破至第四类资产REITs，并于同年9月在深交所挂牌交易。
  - **2022年7月**，**鹏华深圳能源REIT**作为能源行业首单公募REITs的正式发行，成为市场稀缺的“双碳”概念基础设施投资基金标的。

- 自1960年REITs在美国出现以来，在过去几十年中迅猛发展，在海外发达经济体中，REITs已在各自的整体资本市场中占有重要地位。作为REITs的发源地美国，截至2019年末公募REITs市场规模约1.3万亿美元，约占GDP规模的6.5%。
- 总体来看，美国是发展最早也是目前国际上最成熟的REITs市场。亚洲新兴市场的REITs发展起步较晚，但是发展速度相当惊人，特别是新加坡，如今也成为国际上重要的REITs市场。
- REITs在全球的蓬勃发展印证了REITs这一模式在发展不动产物业中具有的优势。因此，可以说REITs作为一个资产类别的发展壮大是一个发达、有效的金融市场的标志。

## 全球REITs市场概况

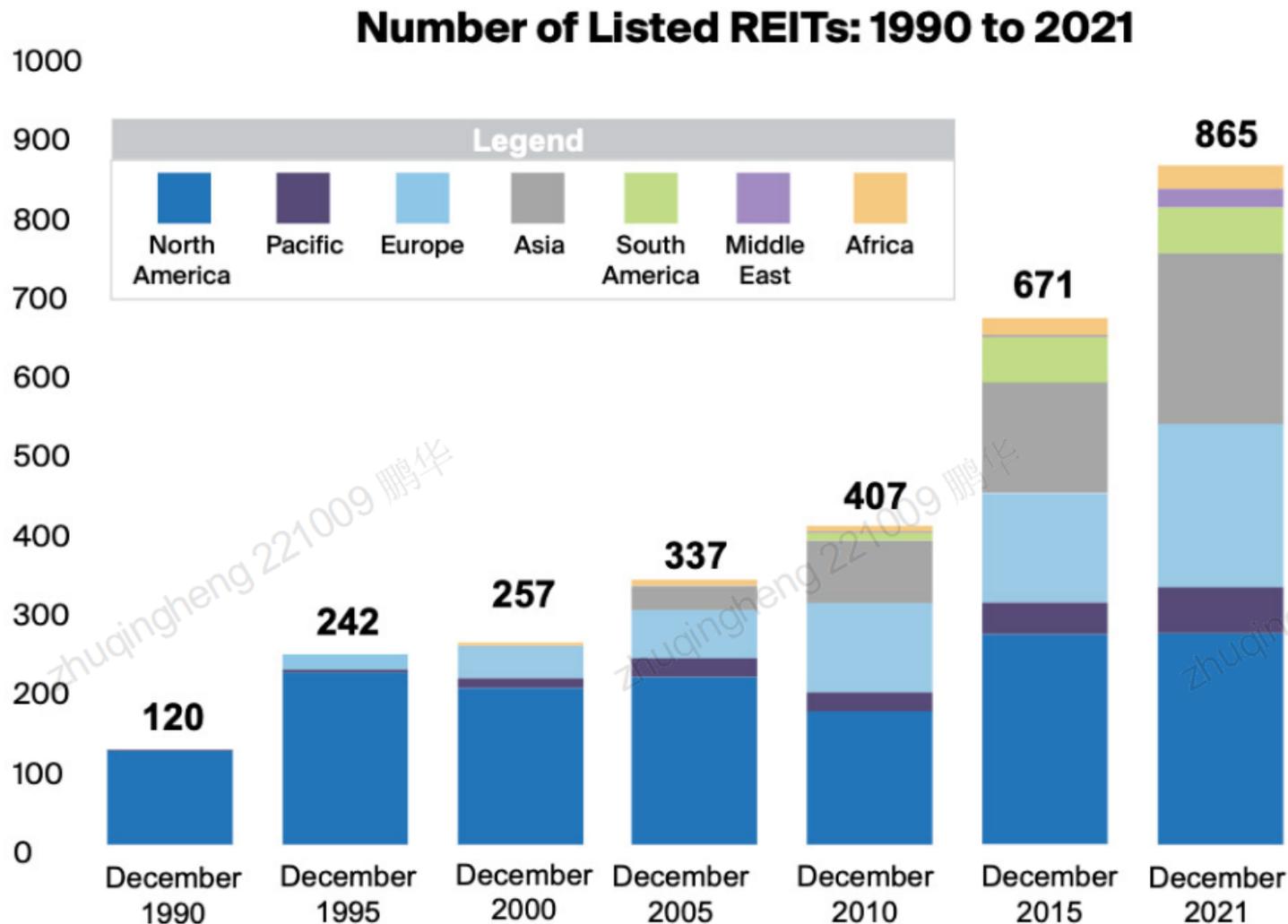
国家/地区	当前上市的REITs个数	合计REITs总市值	REITs总市值/2019GDP
美国	226	13,288	6.5%
欧盟	139	2,391	1.4%
日本	65	1,488	2.8%
澳大利亚	37	1,011	6.6%
新加坡	42	780	24.4%

资料来源：彭博，各个国家GDP数据来自国际货币基金组织IMF，数据截止2019年12月31日

- 目前全球有**41个国家**和地区设立了REITs制度
- 由于法律、税收、会计准则、投资监管等制度不同，各个国家和地区推出的REITs产品结构存在一定差异。



➤ 区域分布来说，**亚洲地区**REITs的数量在过去十年增长最快。



- 结构可为公司或信托形式成立；但目前绝大部分美国REITs以公司形式成立，由公司董事会负责管理；
  
- 必须从事**不动产业务**：
  - 必须把其最少75%的总资产投资于**不动产**；（该**不动产**的定义很广，包括土地、桥梁、隧道、公路、输电线、输油管、地下排水管道等结构性建筑。）
  
  - 最少75%的收入必须来自不动产的现金流或抵押贷款利息；
  
- 股份必须被广泛持有：
  - 必须拥有至少100名股东；
  
  - 5名或更少的人所占的股额不能超过全部股份的50%（“5-50”规则）；鼓励多方资金参与REITs投资，享受税收优惠。
  
- 每年必须把至少**90%**的税前收入派付给股东。

年份	颁布法规	内容	目的
1960年	《An Amendment Act for Internal Revenue Code》	创设REITs这一投资品种，承认房地产投资信托的法律地位；并允许满足一定条件的REITs可免征企业所得税和资本利得税	为鼓励不动产投资，降低投资门槛，让公众投资者有机会投资大型综合不动产项目，并通过税优提高投资回报率
1976年	《Tax Reform Act of 1976》	允许REITs 在原有商业信托的基础上以公司的形式成立	扩展REITs范围至公司制
1986年	《Tax Reform Act of 1986》	放松了对房地产投资信托的限制，允许REITs直接拥有和经营房地产，而不必交由第三方管理（允许内部管理）	新增内部管理人制度的REITs组织模式
1993年	《Omnibus Budget Reconciliation Act of 1993》	制定了“5-50”规则（5名或更少的人所占的股额不能超过全部股份的50%）	强制要求分散度，以免不动产持有人通过REITs避税
1999年	《REIT Modernization Act of 1999》	允许REITs 成立按正常公司纳税的子公司（TRS-Taxable REIT Subsidiaries），进行房地产业务以外的增值服务	扩展REITs业务范围，该部分无法享受税优

## 美国REITs的历史

1960年：美国国会通过REIT法案。通过REITs，中小投资者能象投资其他高流动性证券一样参与大规模收入型房地产组合投资。

**1965年：第一只REIT在纽约交易所上市交易。**

1969年-1974年：直接向商业和住宅地产开发提供债务融资的债券类REITs，是REITs市场最初的主流产品。由于法律要求资产所有权和经营权分离，股权类REITs受到限制。

1972年：美国REIT协会（NAREIT）创建REITs指数。

**1976年：税收改革法案允许成立公司制REITs。**

1985年：第一只投资REITs的开放式公募基金成立。

**1986年-90年代：税收改革法案的通过解除了相关限制，股权类REITs IPO活跃。**

1993年：养老金改革，可以投资REITs。

1997年：美国国税局（IRS）修改外国投资者税收条约，外国投资者开始投资美国REITs。

2000年：第一只投资REITs的ETF成立。

**2001年：REITs加入标普指数。**今天共有15只标普500指数（大盘指数）成份股，25只标普400指数（中盘指数）成份股和27只标普600指数（小盘指数）成份股。

2004年：REIT改进法案通过，外国投资者投资REITs的税率将和投资其他上市公司保持一致。

2010年：REITs成立50年。总市值从10年前的1000亿成长到3900亿。拥有商业地产价值超过5000亿美元。

**2021年：REITs市值突破1.1万亿美元。**

## 全球主要REITs市场比较

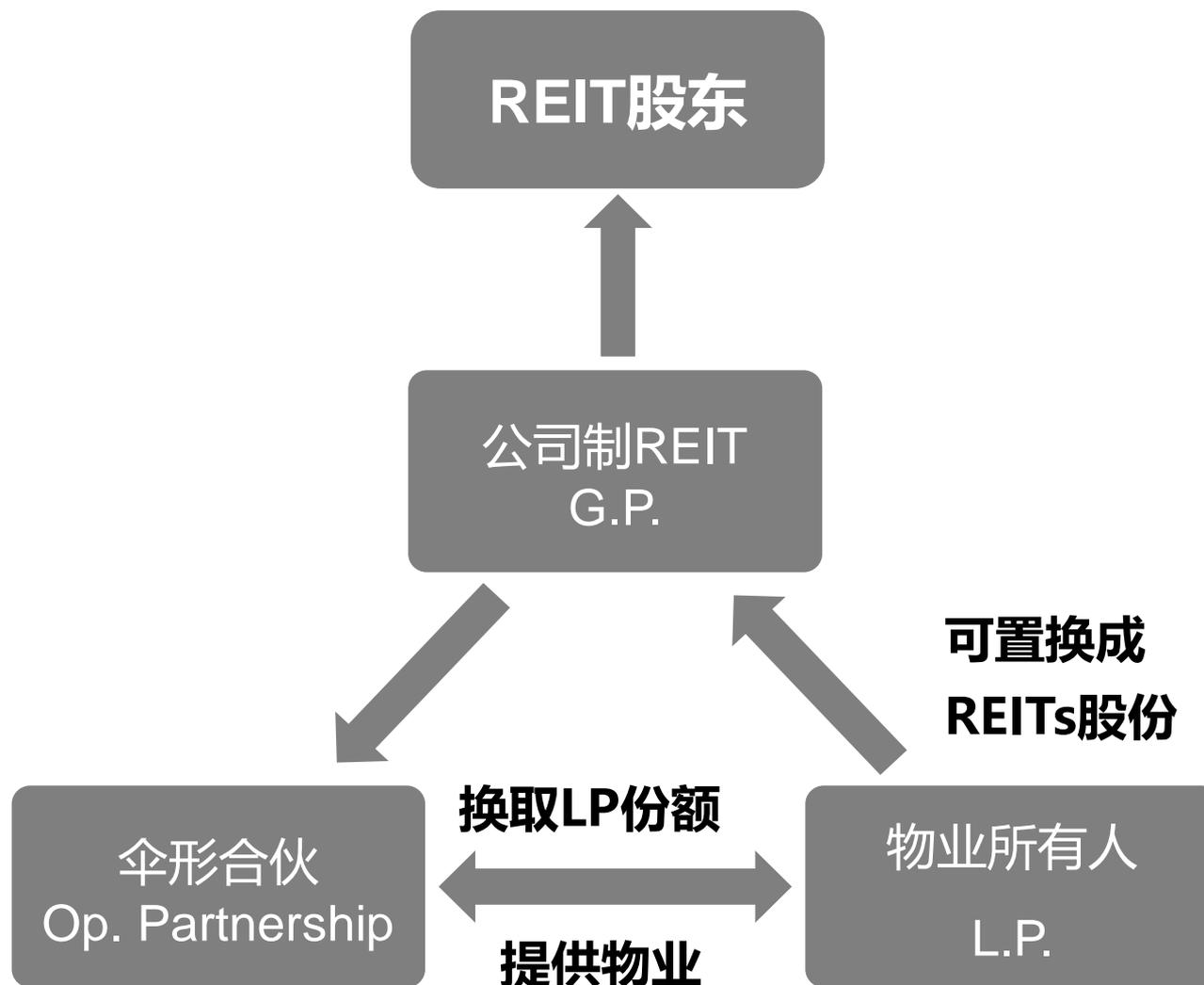
主要市场	美国	荷兰	比利时	法国	澳大利亚	加拿大	新加坡	中国香港	日本
成立时间	1960	1969	1995	2003	1971	1993	1999	2003	2000
占全球比重	61%	2%	1%	5%	11%	6%	3%	2%	5%
上市或不上市	都有	都有	仅有上市	仅有上市	都有	都有	都有	仅有上市	都有
封闭式或开放式	封闭式	封闭式	封闭式	封闭式	封闭式	都有	封闭式	封闭式	封闭式
内部或外部管理	都有	都有	都有	内部	外部	都有	外部	外部	外部
法律结构	公司、信托	公司、信托	公司	公司	信托	信托	公司、信托	信托	公司、信托
最低资本金	无	45万欧元	120万欧元	1500万欧元	无	无	无	无	1亿日元
最少持股人数	100	无	无	无	无	150	无	无	50
房地产投资比例	至少75%	100%	100%	无	至少50%	至少80%	至少70%	至少75%	至少75%
房地产开发	可以	仅限项目投资	需持有至少5年	20%资产上限	有限制	可以	仅限项目投资	不可以	不可以
股息要求	至少90%税前收入	100%	至少80%税前收入	至少80%房租收入	无	无	至少90%税前收入	至少90%税前收入	至少90%税前收入

数据来源：EPRA

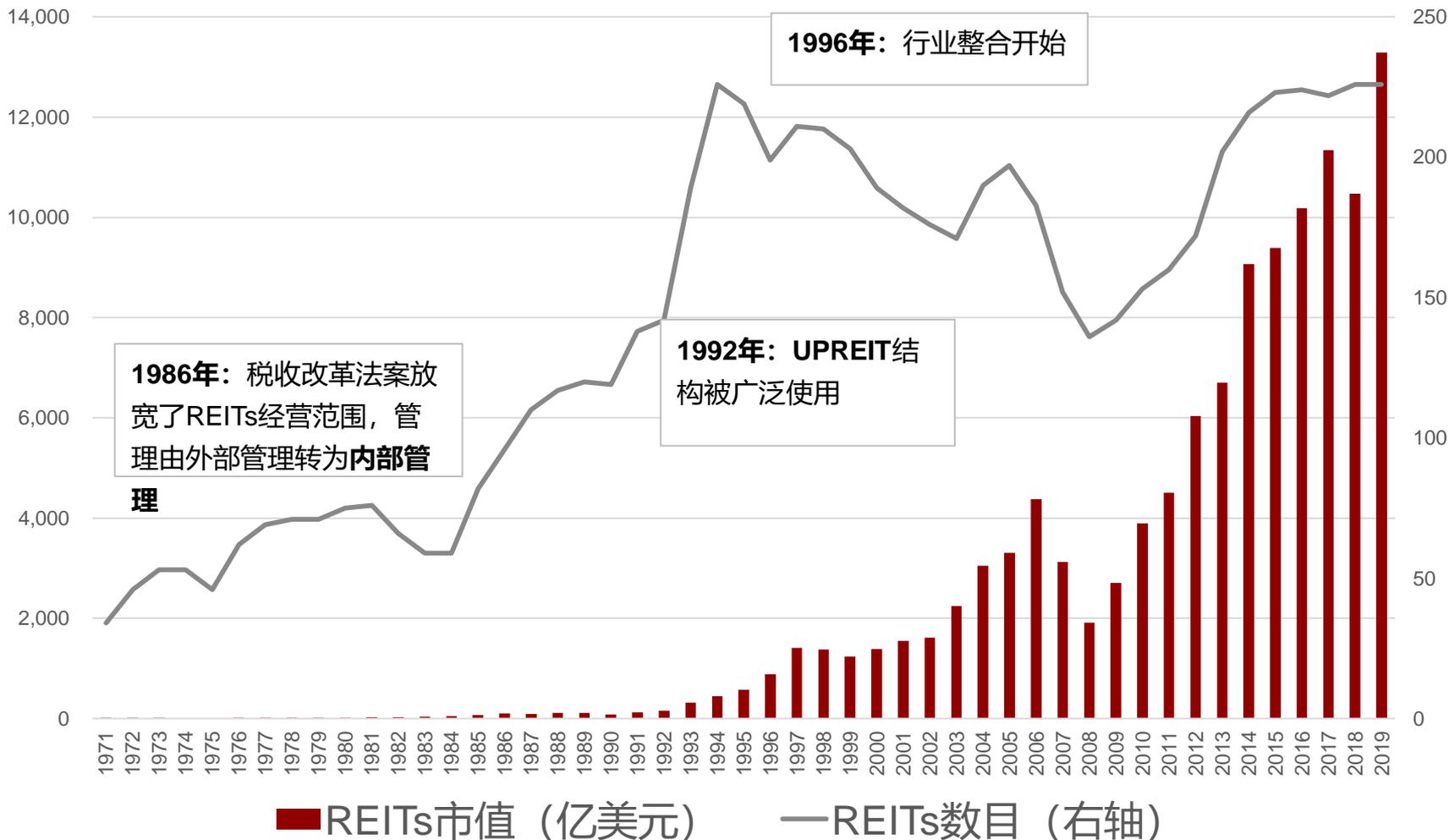
## 美国REITs的优势

- **公司制与内部管理优势；**
- **规模最大和历史最长的REITs市场；**
- **不动产质量最优、种类最丰富；**
- **管理层经验最丰富。**

## 公司制内部管理UPREIT模式



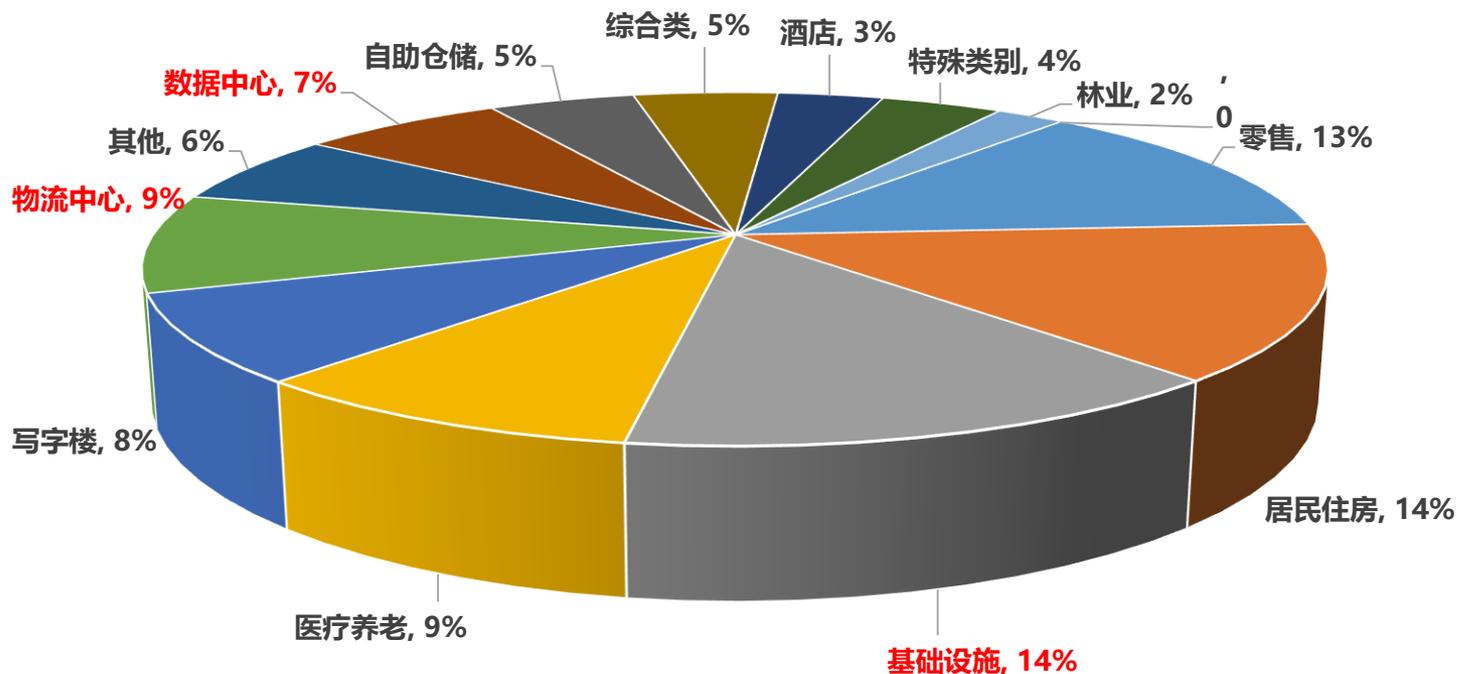
## 美国REITs的历史



数据来源：美国REITs协会，截止2019年12月31日

美国REITs经过多年的发展，形成了多个类别的REITs。

其中，基础设施REITs约占总规模的30%（广义基础设施包括数据中心、物流中心、自助仓储）。



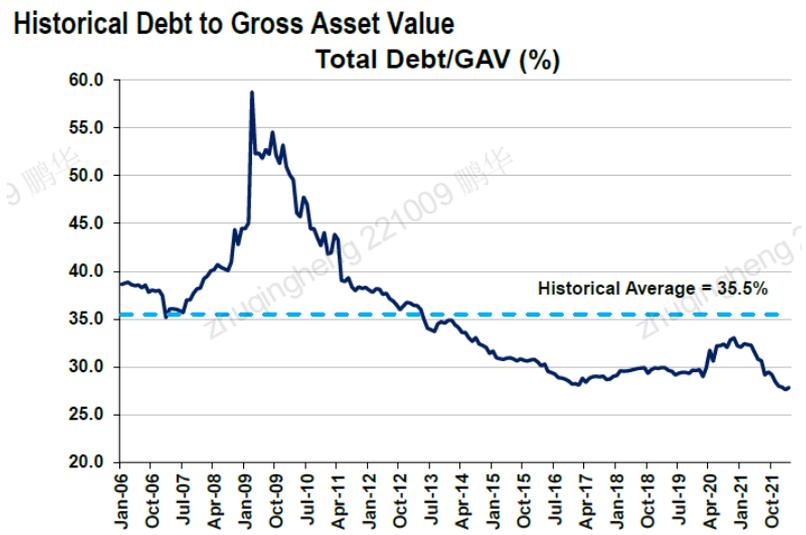
数据来源：美国REITs协会，截止2019年12月31日

## REITs的特点

### 1、资产质量高

法律规定REITs必须将不少于90%的应纳税收入派发红利，因此多数REITs重经营轻开发。为了避免市场波动和空置率上升偏好购买优质地段的甲级地产，尤其是地标性建筑。

REITs维持适度的杠杆。其历史资产负债率维持在40%左右。



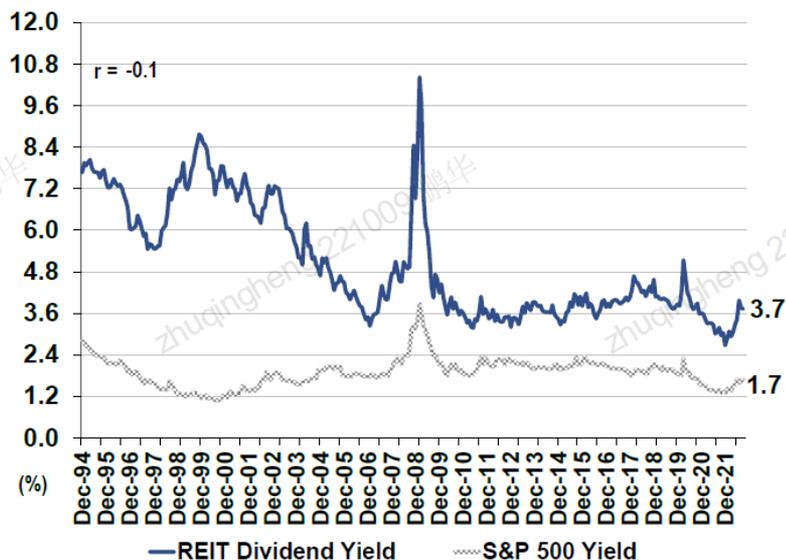
数据来源: Citi

## REITs的特点

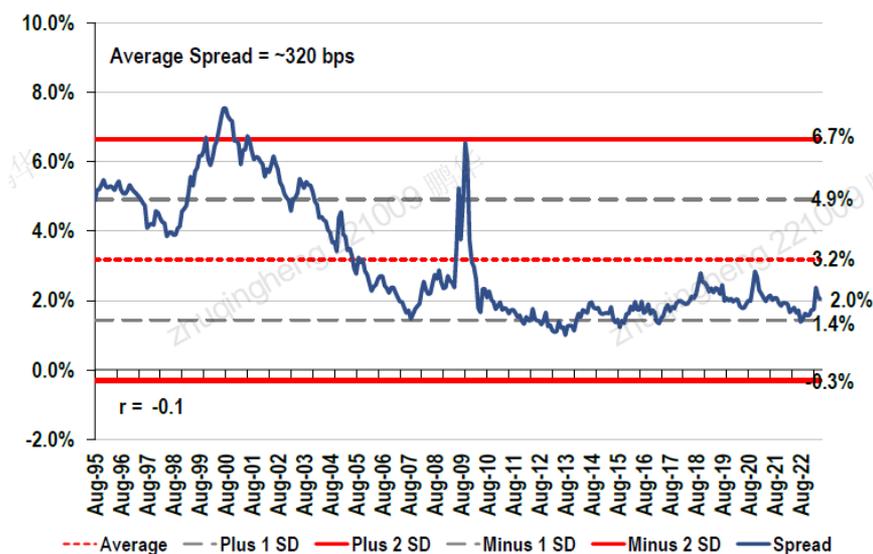
### 2、高分红（高股息率）

REITs享受税收优待，不支付企业所得税和资本利得税，而是通过派发红利以普通收入、资本利得和返还资本三种形式传递给投资者，并由投资者按照个人相关税率缴税，避免双重征税。REITs历史平均股息率约5~6%，为投资者提供稳定的收入来源。

REIT Dividend Yield vs. S&P 500 Yield



Spread Between REIT Dividend Yield and S&P 500 Yield



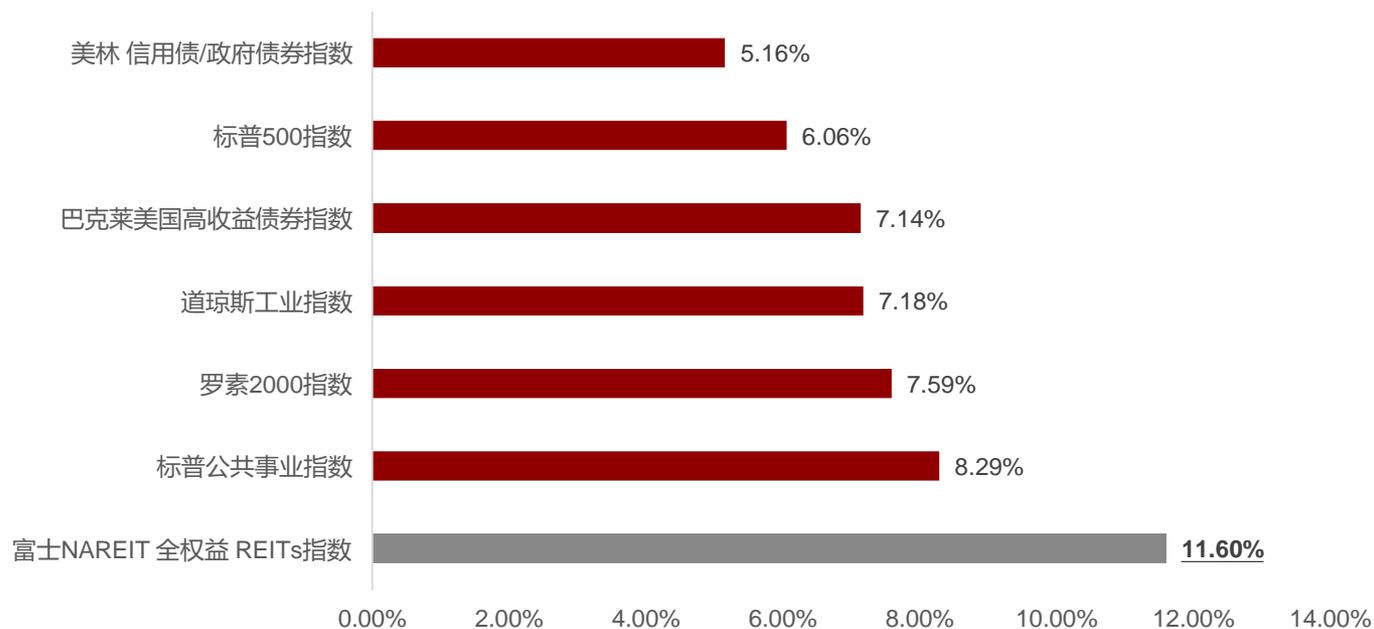
数据来源: Citi

## REITs的特点

### 3、总收益高：长期数据

#### 20年平均年化总收益 (%)

1999年12月 - 2019年12月



数据来源：美国REITs协会，截止2019年12月31日

## REITs的特点

## 4、风险分散

REITs和主要市场指数收益关联系数低。

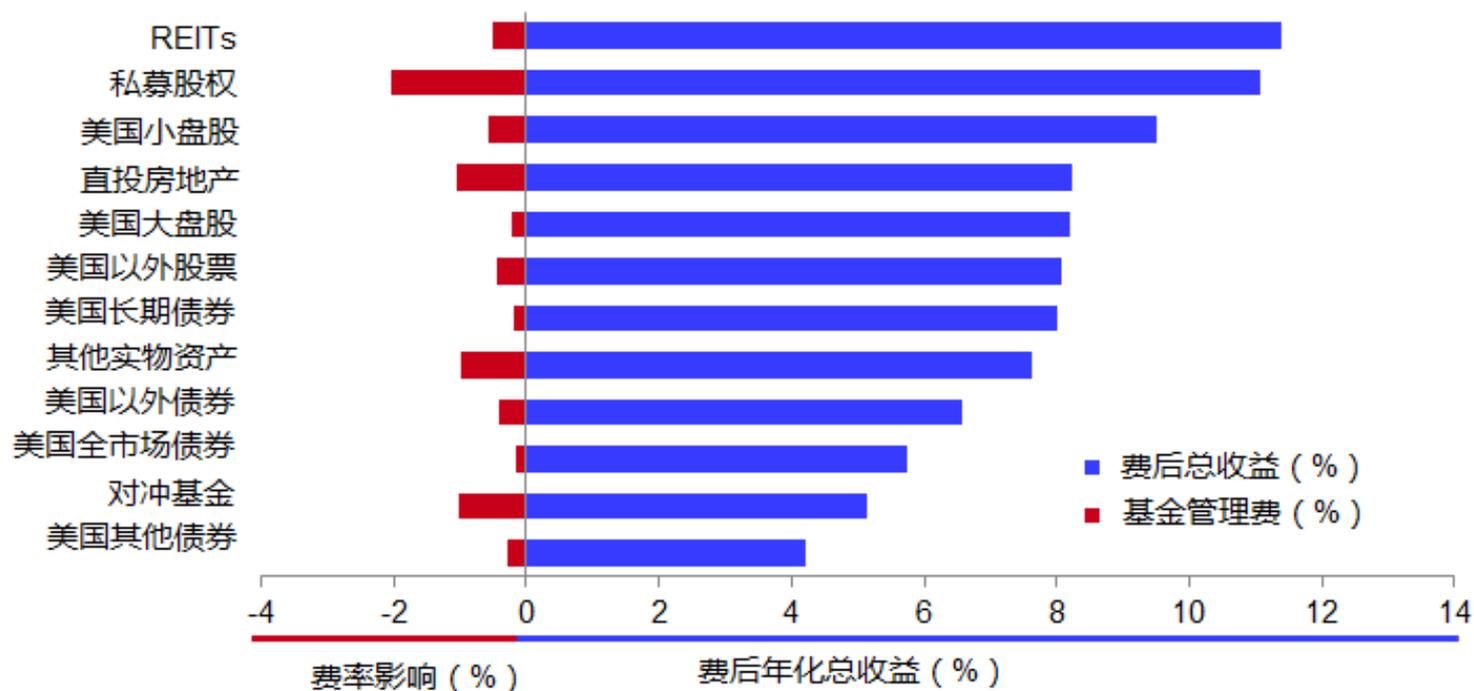
关联系数	富时美国 股权类 REITs指数	MSCI美国 REITs指数	标普500指 数	上证综指	巴克莱资本 美债综合指 数
富时美国股权 类REITs指数	1				
MSC美国REITs 指数	0.998	1			
标普500指数	0.571	0.560	1		
上证综指	0.121	0.116	0.206	1	
巴克莱资本美 债综合指数	0.109	0.106	0.013	-0.007	1

## REITs的特点

### 5、透明度高

- 受美国证交会（SEC）严格监管。
- 信息披露充分（季报、年报等）。
- 入选主要股指：标普500指数成份股15只、标普400指数成份股25只、标普600指数成份股27只。
- 债券评级机构定期评估。

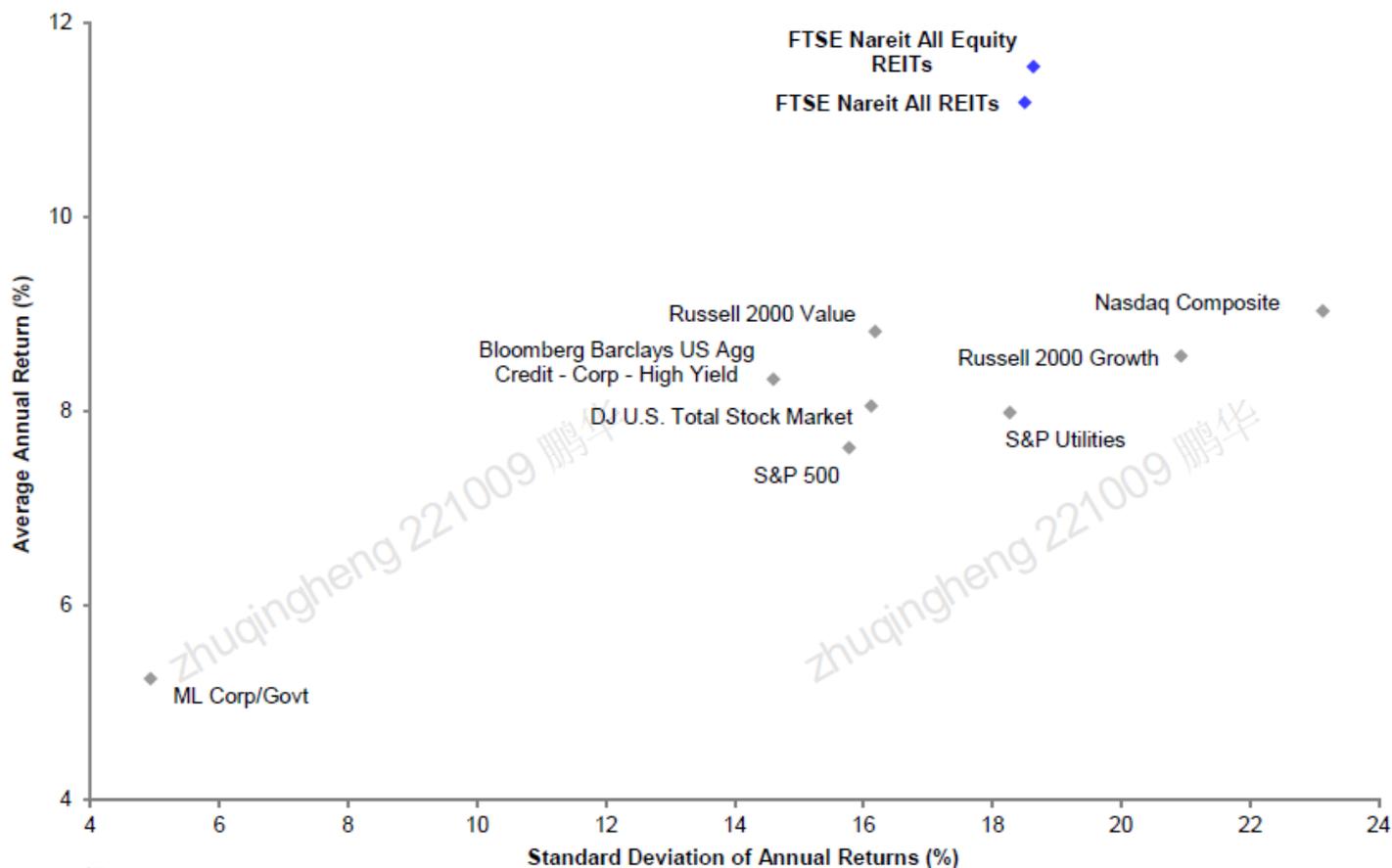
## 各大类资产收益表现: REITs 年化收益超越其他资产类别 (1998 - 2018)



数据来源: 美国REITs协会, 数据截止2018年12月31日

## REITs 收益表现

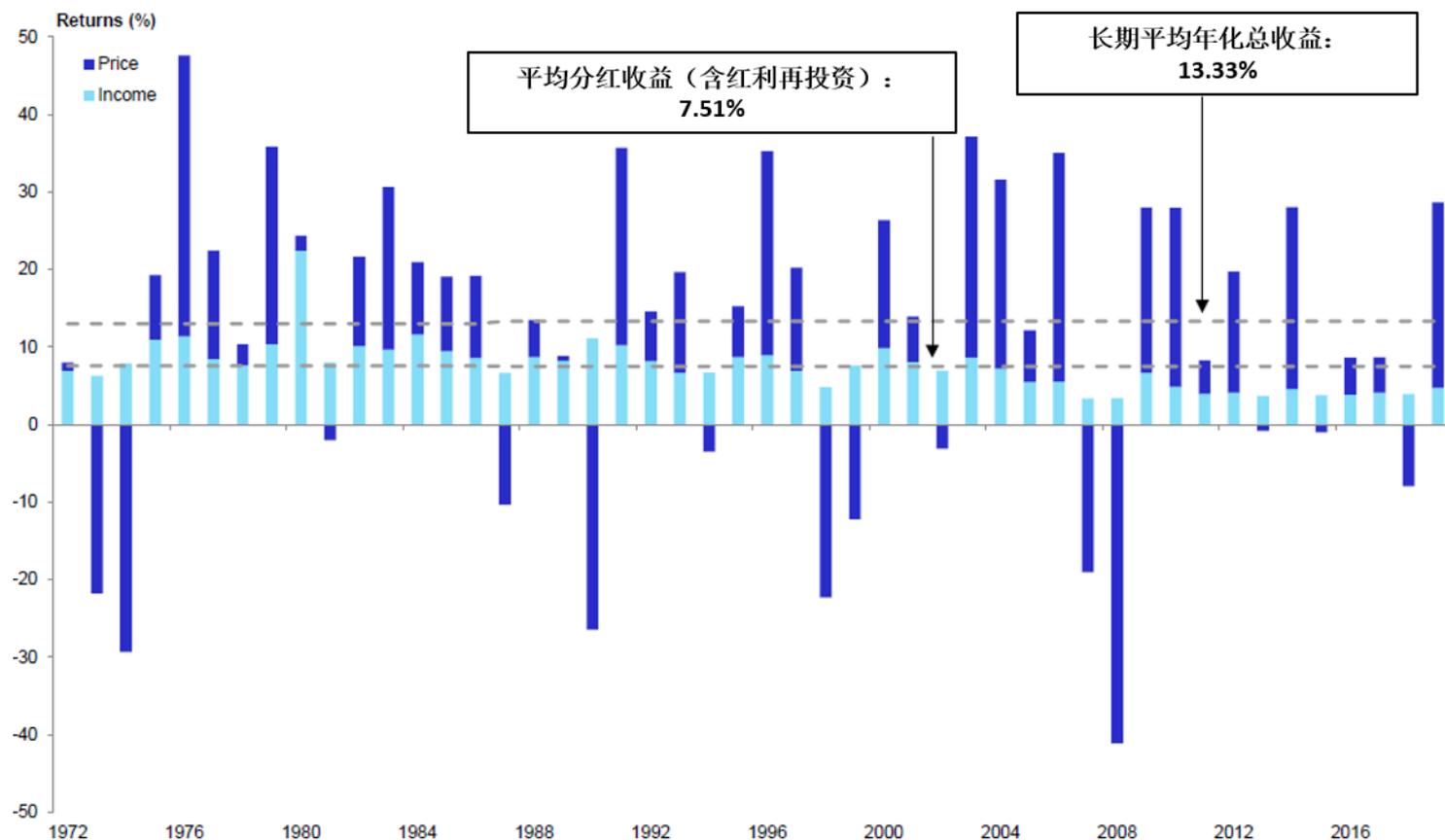
### 20年平均总收益 VS. 20年年收益标准方差 ( 1999 – 2020)



数据来源：美国REITs协会，数据截止2020年12月31日

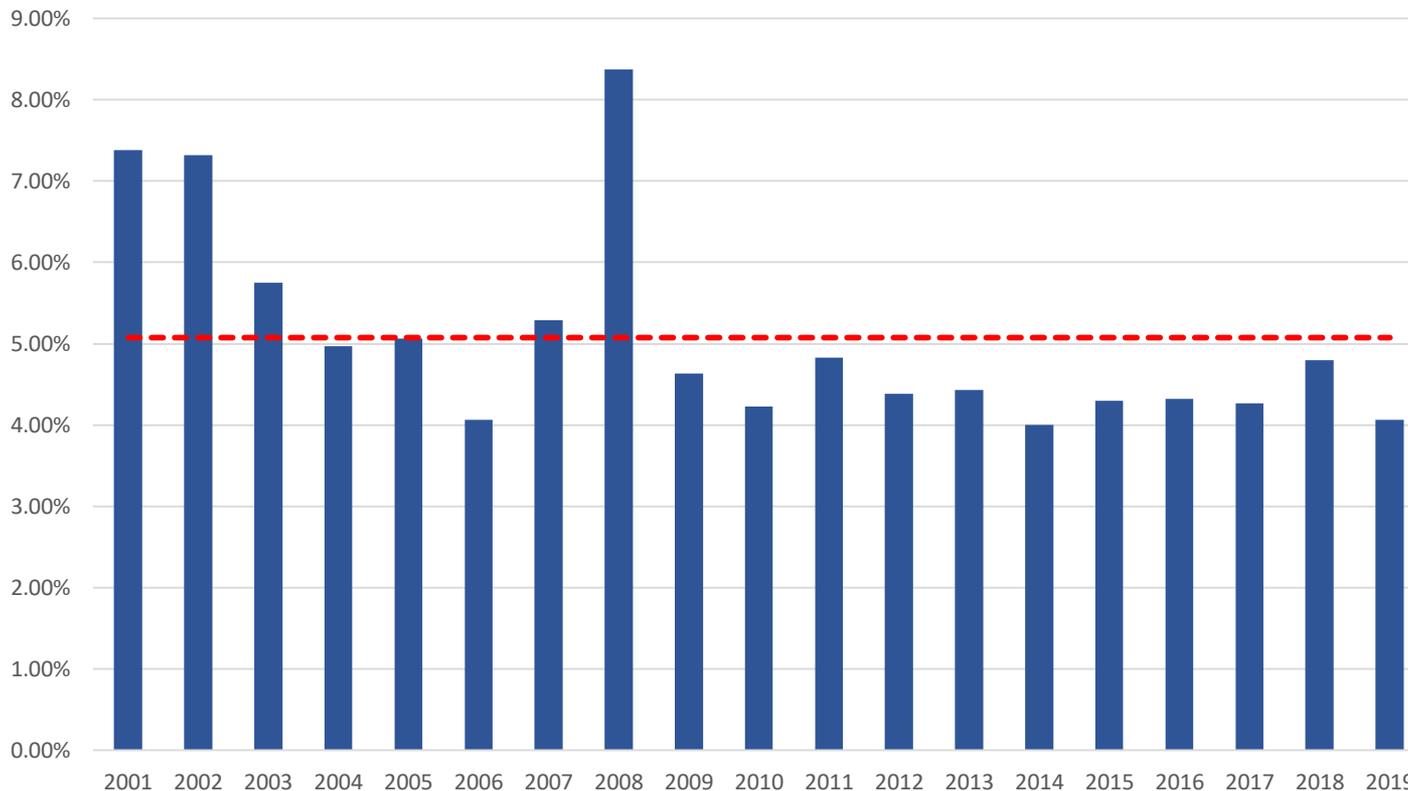
收益贡献分布：1972-2019年，美国REITs平均总回报率13.33%，其中平均分红收益率7.51%，平均资产增值收益5.82%，分红贡献了主要收益。

### 富士NAREIT权益REITs年化总收益 (1972-2019)



## REITs 历史分红收益情况 (2001 – 2019)

美国REITs分红收益率



REITs分配长期稳定的股息分红给投资者，在过去19年里，年化平均分红收益率5.1%。

数据来源：美国REITs协会，数据截止2019年12月31日

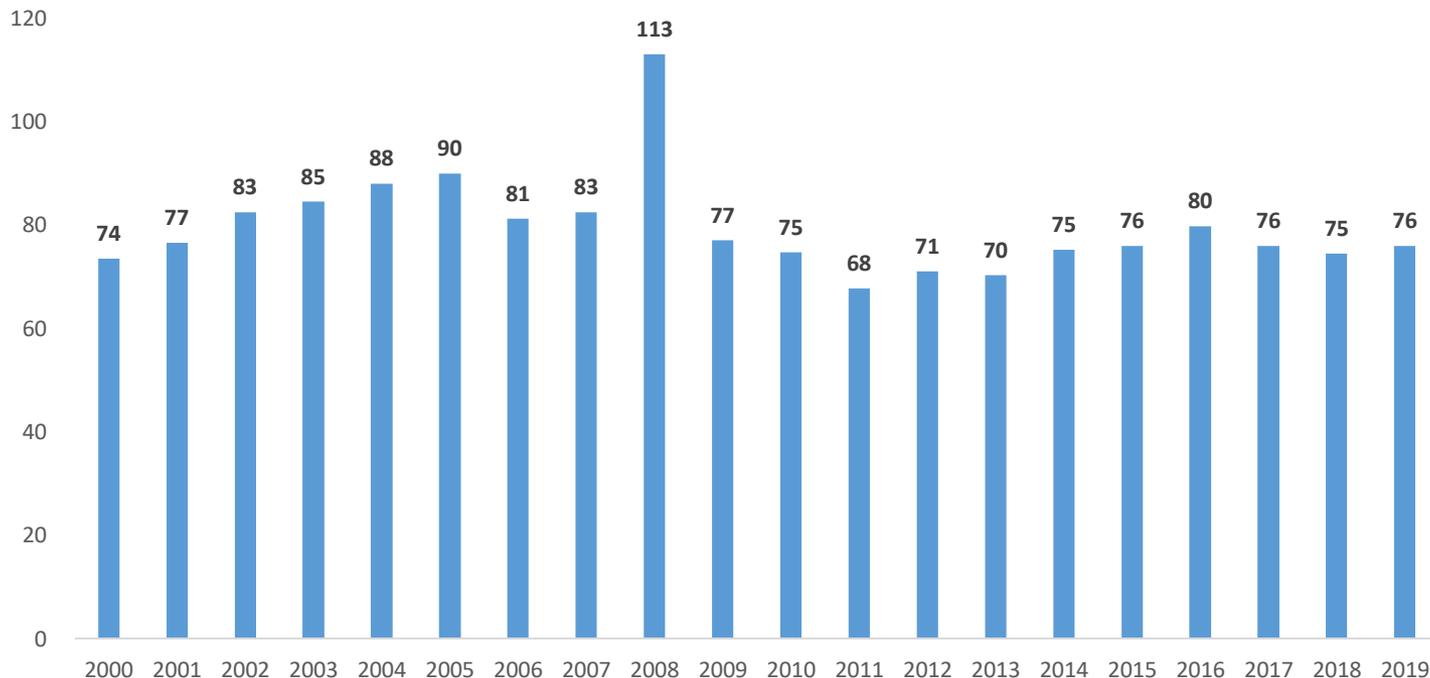
## REITs 分红比例

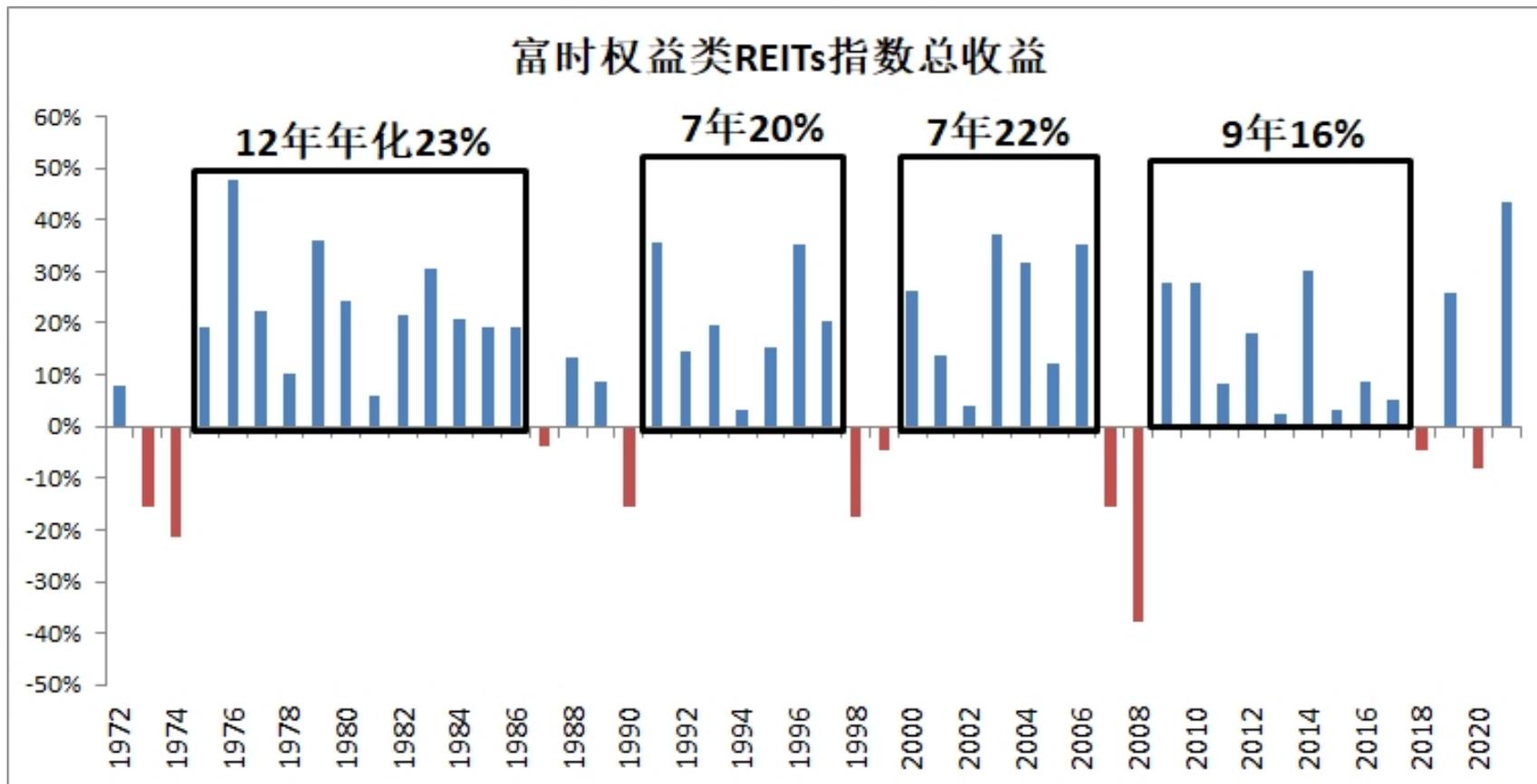
- 过去二十年，美国REITs平均每年支付**75%**以上营运现金流（FFO）给投资者作为分红。

### 分红比例：股息分红/营运现金流（FFO）

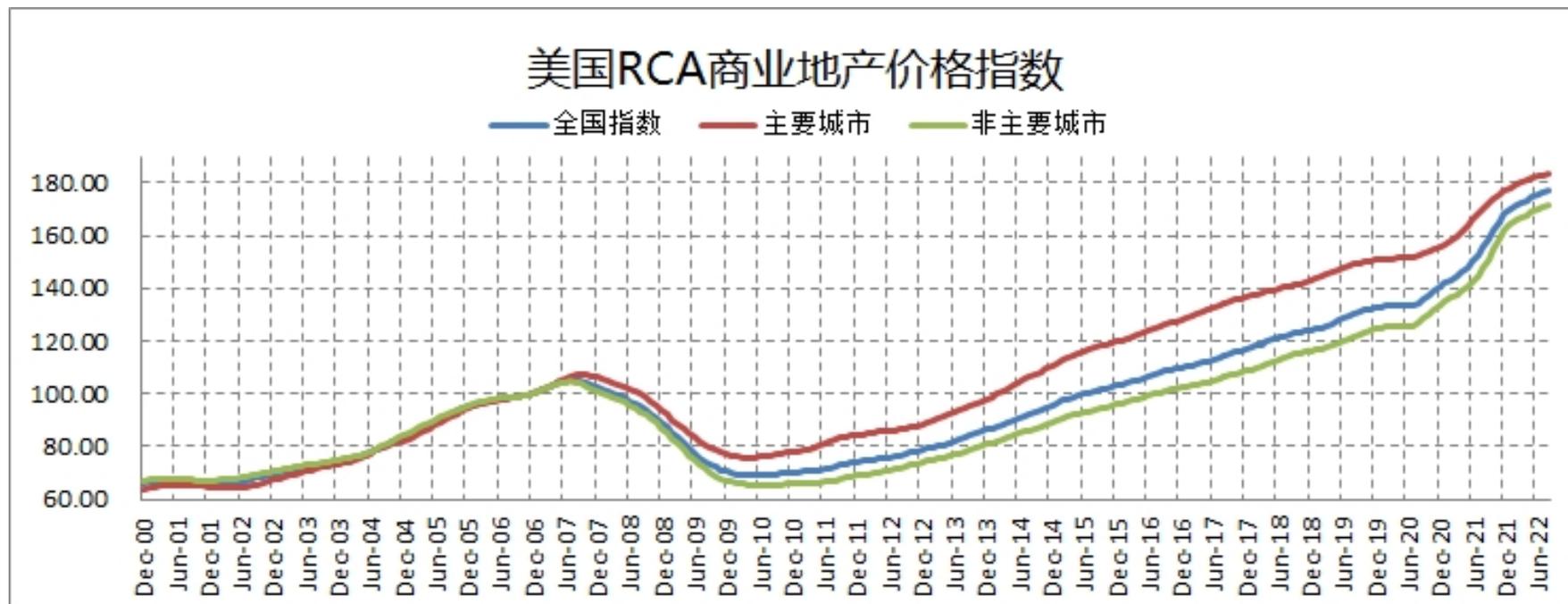
#### 分红比率 (%)

2000年 - 2019年

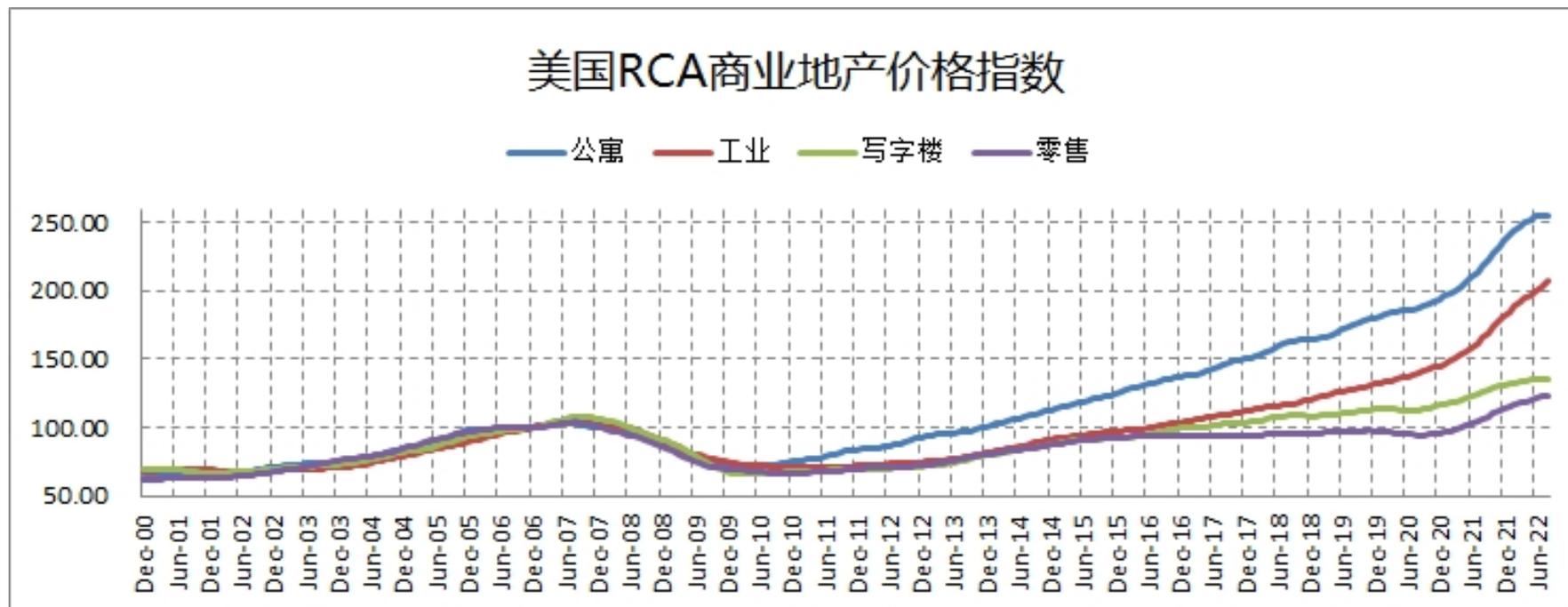




数据来源：彭博，鹏华，数据截至 2021年12月31日



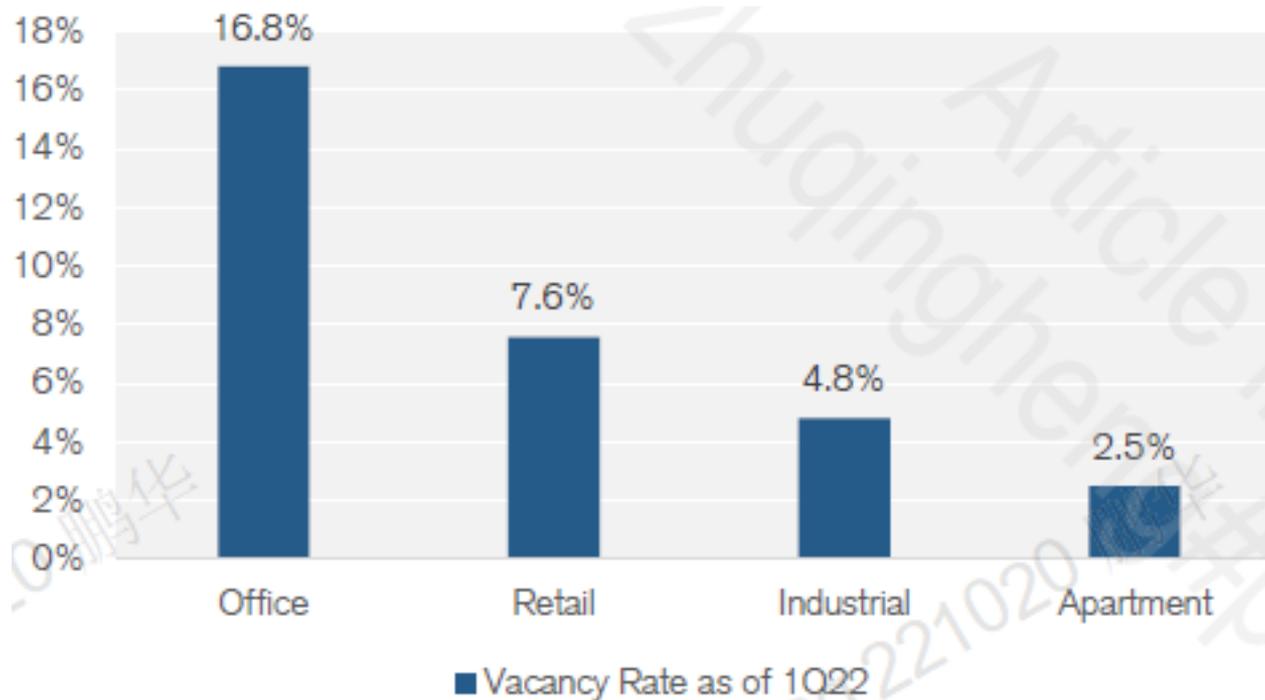
数据来源：彭博，数据截至 2022年8月31日



数据来源：彭博，数据截至 2022年8月31日

## 需求 (Demand-side)

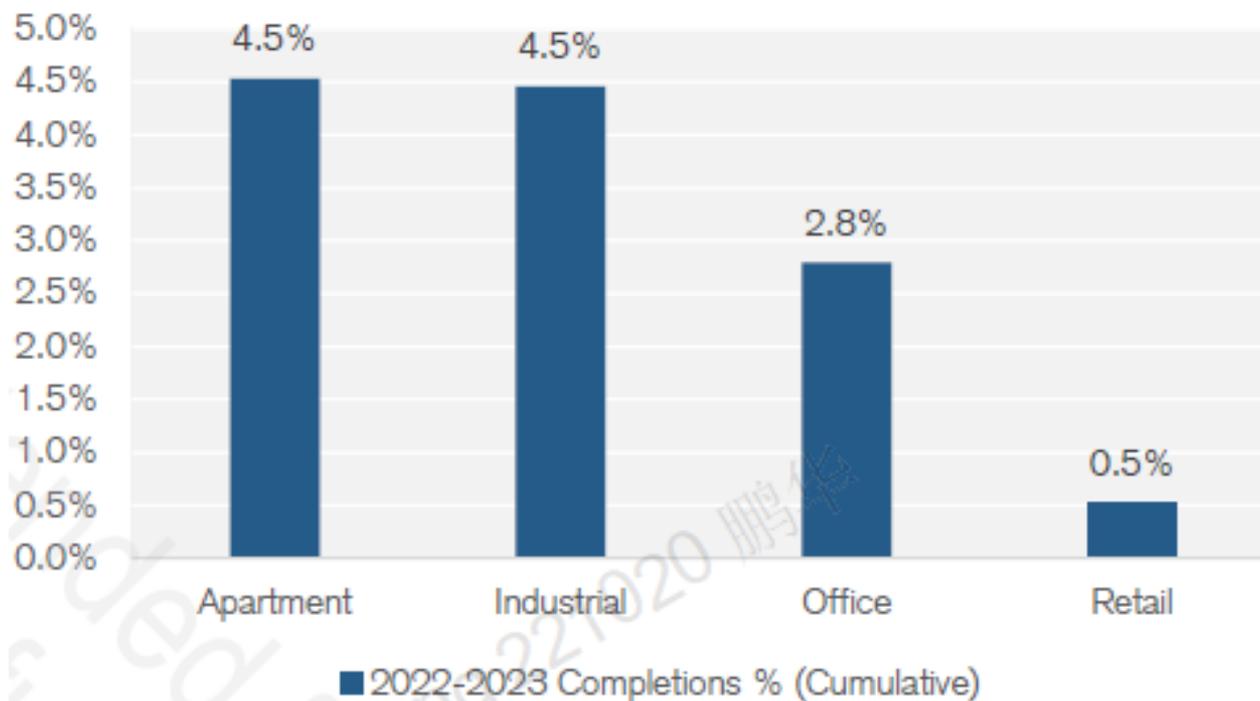
### 空置率 (Vacancy rate)



数据来源: Credit Suisse, 数据截至 2022年3月

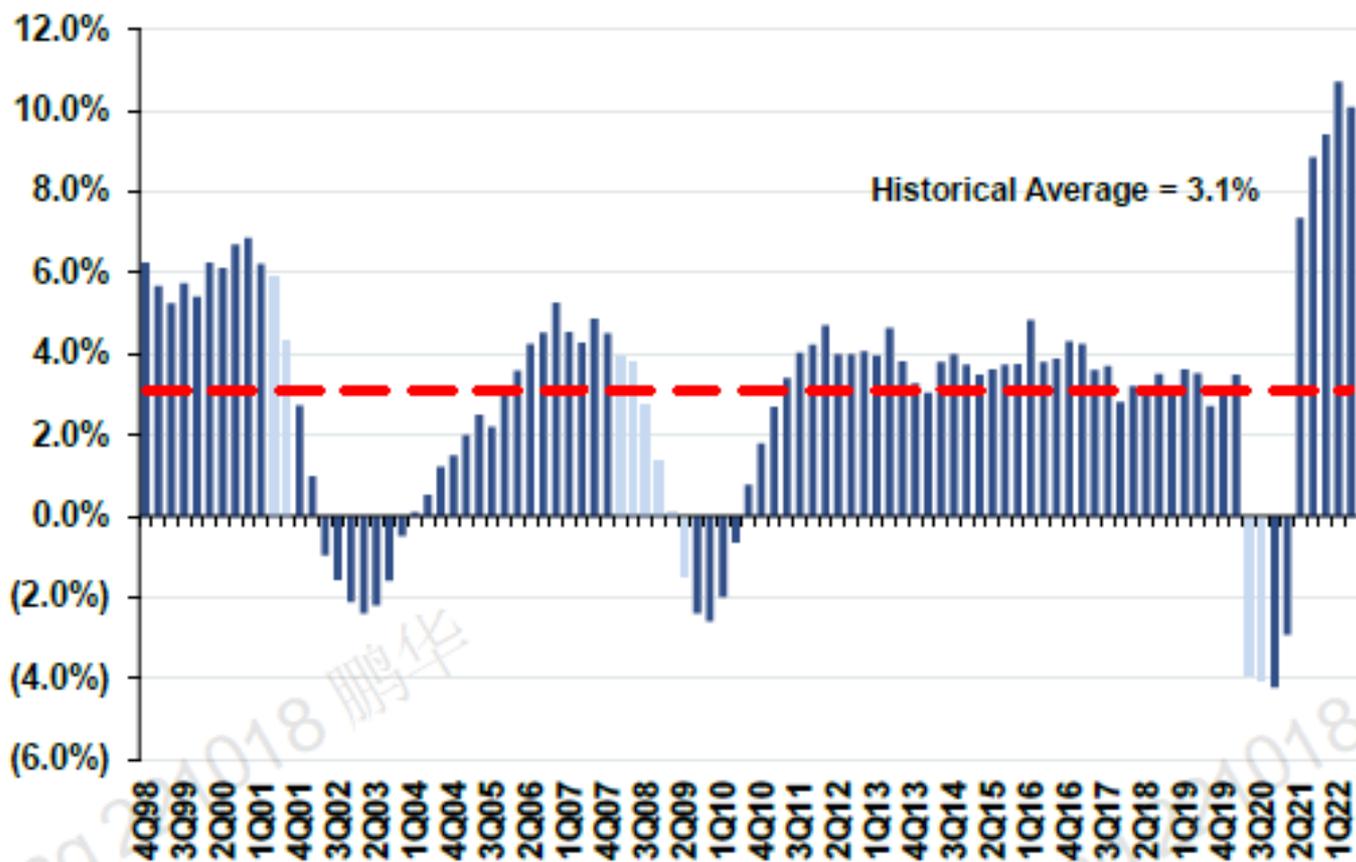
## 供应 (Supply-side)

### 新增供应 % (Completion %)



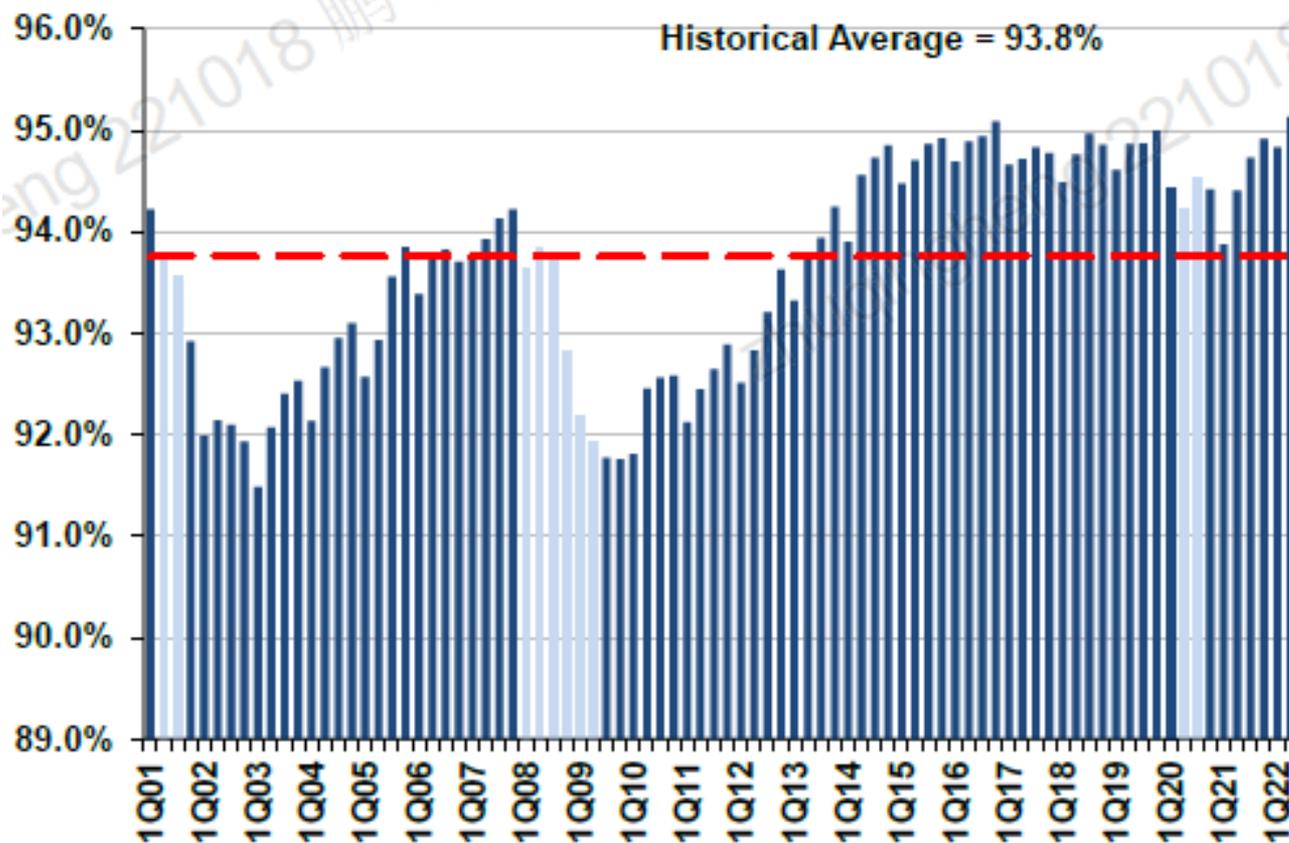
数据来源: Credit Suisse, 数据截至 2022年3月

## REITs同店租金增长率 (same-store NOI growth)



数据来源: Citi, 数据截至 2022年6月30日

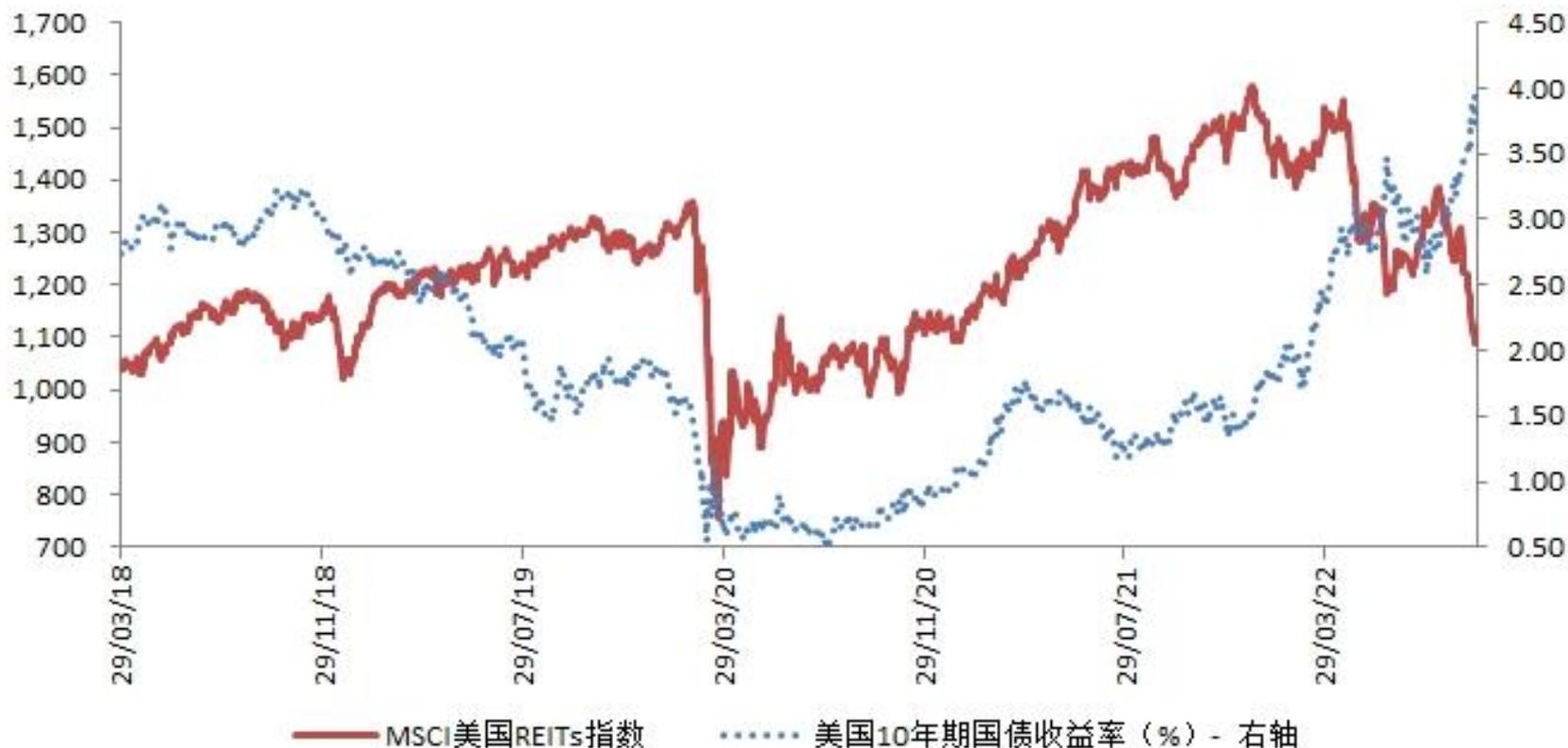
## REITs物业出租率 (Occupancy rate)



数据来源: Citi, 数据截至 2022年6月30日

## REITs表现与美国10年期国债收益率 关系

### REITs 表现 和 美国10年期国债收益率

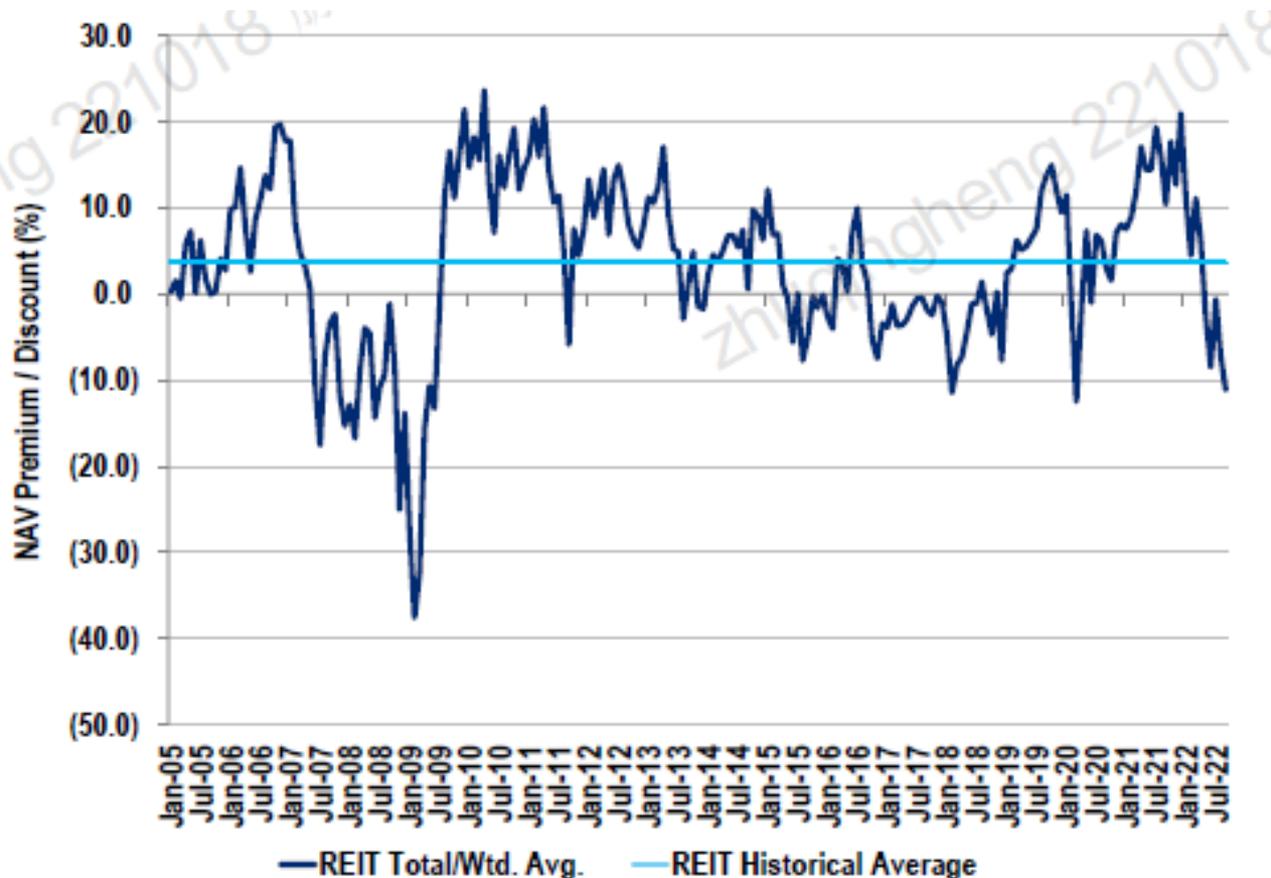


数据来源：彭博，数据截至 2022年9月30日

## REITs的估值方法

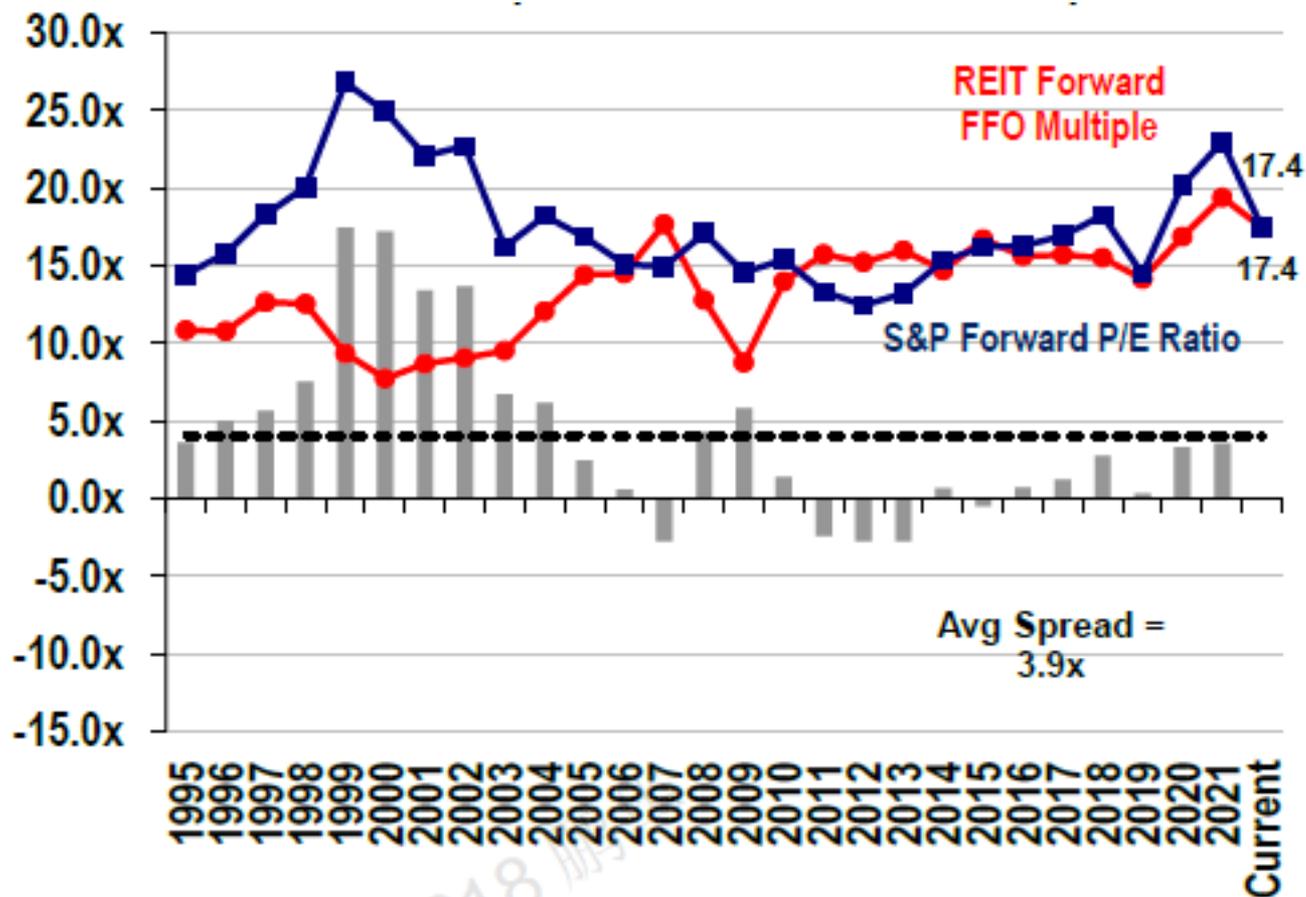
- **DDM估值模型 (Dividend Discount Model)**
  - 1-3年盈利预测
  - 8-10年中期增长预测
  - 终值预测
  
- **NAV (Net Asset Value)估值**
  - $NAV = NOI \text{ (Net Operating Income)}/Cap \text{ Rate}$
  
- **P/FFO估值**
  - Stock Price/FFO per share
  
- **股息率估值**
  - Dividend yield

## REITs市净率 - Discount/Premiums to NAV



数据来源: Citi, 数据截至 2022年6月30日

## REITs市盈率 (P/FFO)



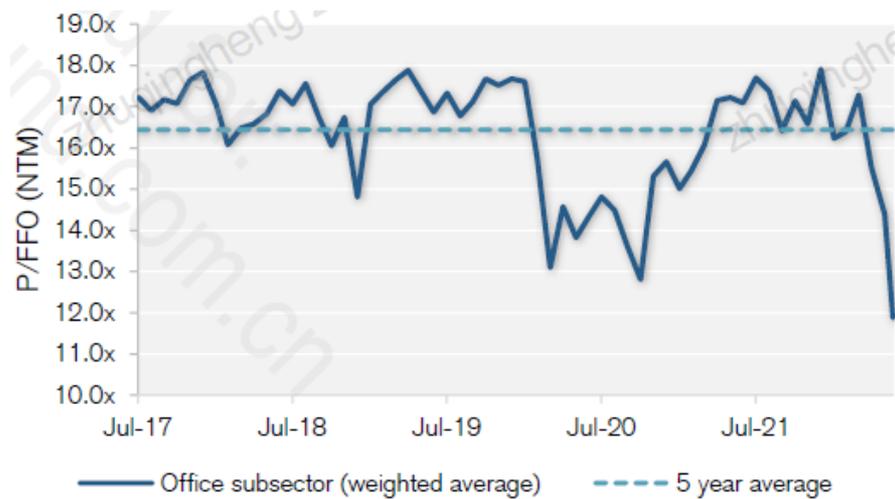
数据来源: Citi, 数据截至 2022年6月30日

## REITs市盈率(P/FFO) - 子行业

### 公寓



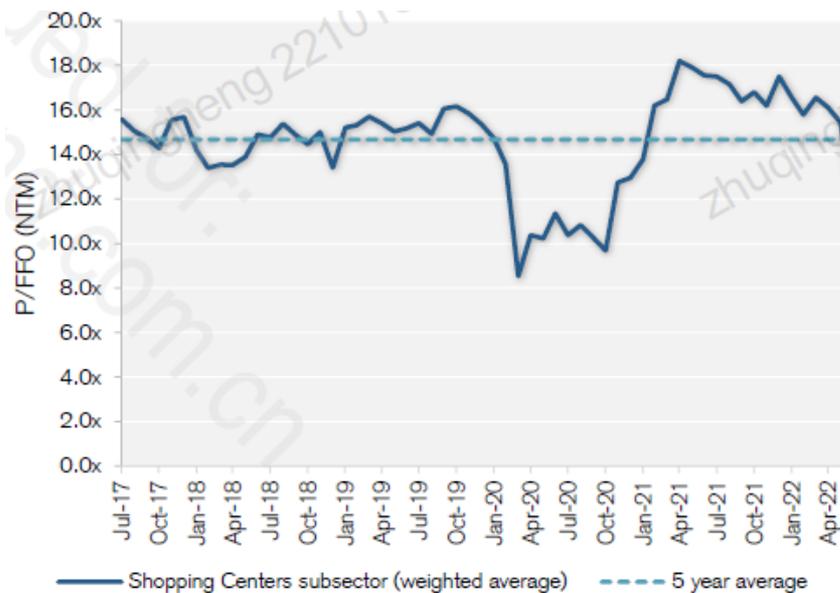
### 写字楼



数据来源: Credit Suisse, 数据截至 2022年6月

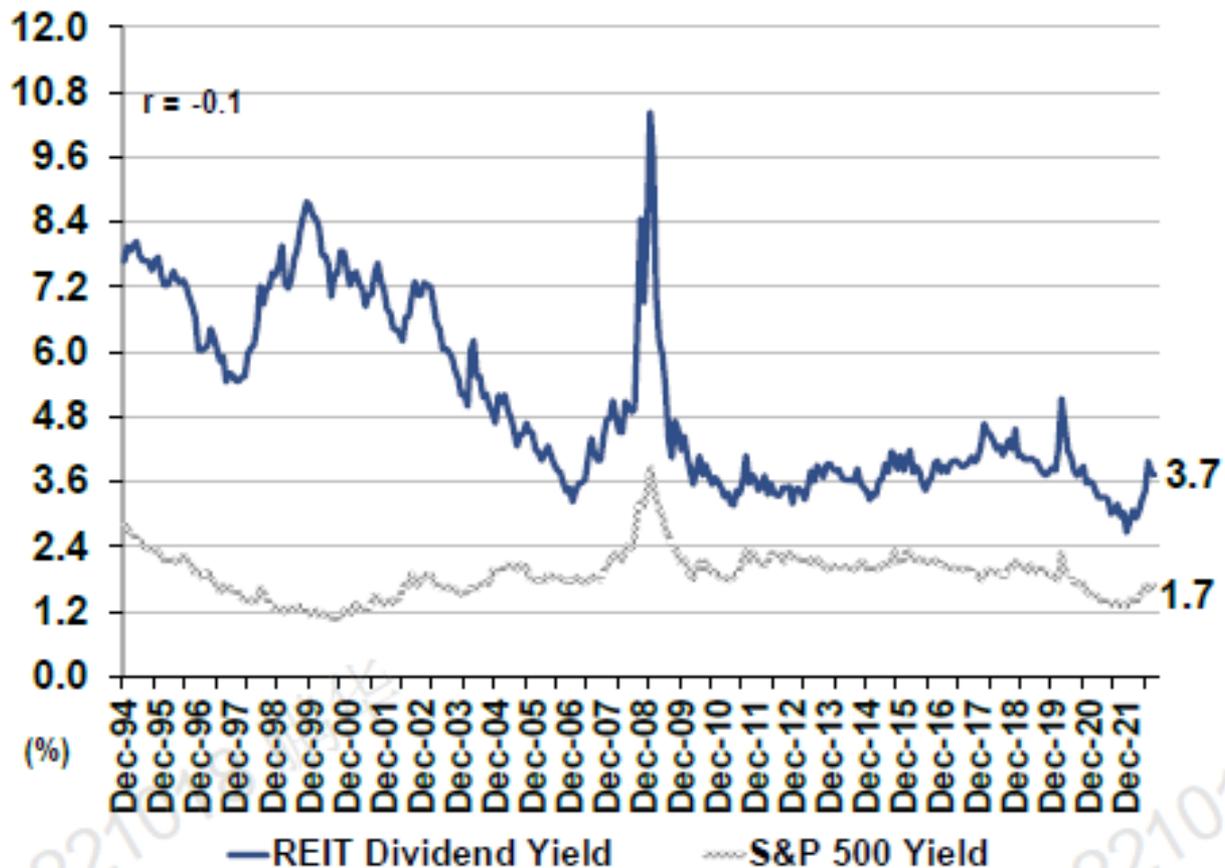
## REITs市盈率(P/FFO) - 子行业

## 零售



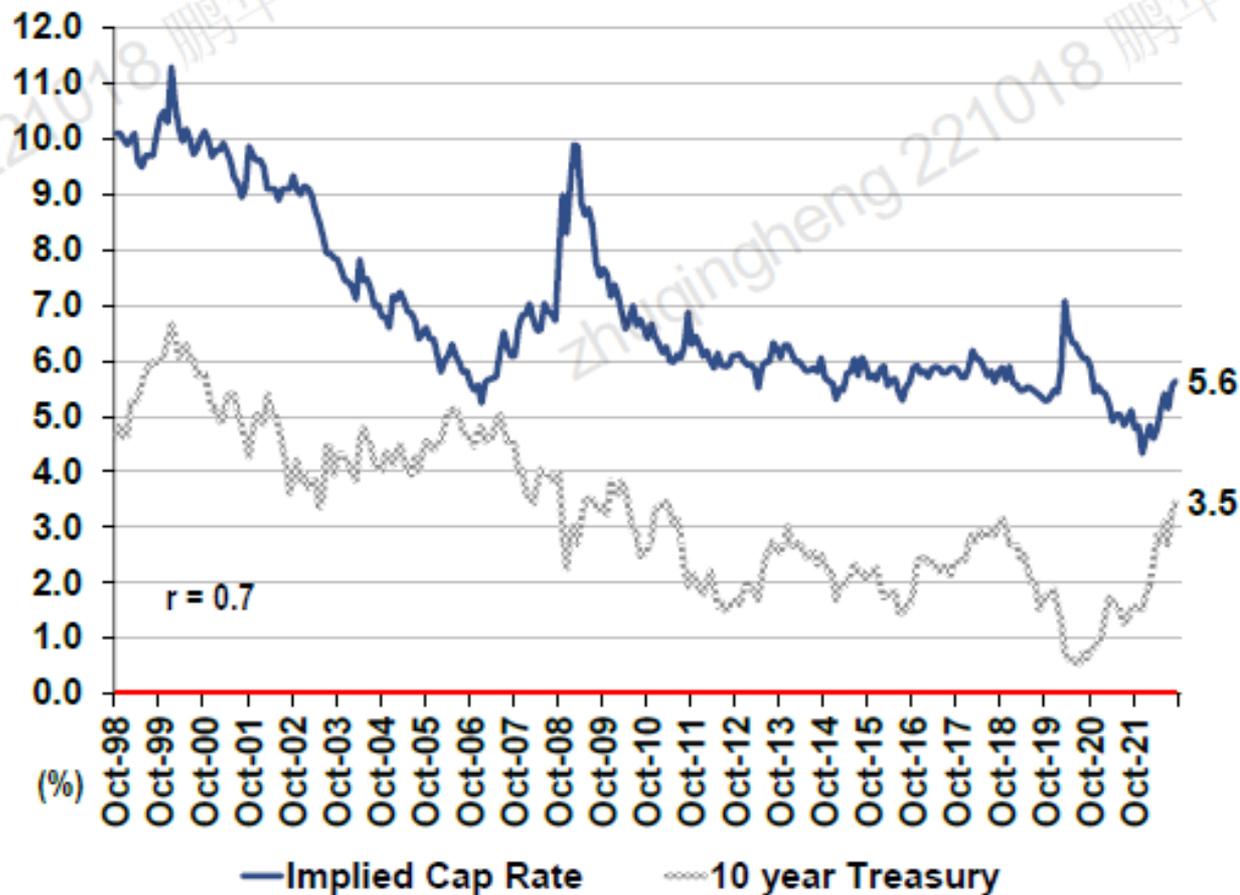
数据来源: Credit Suisse, 数据截至 2022年6月

## REITs股息率 (Dividend Yield)



数据来源: Citi, 数据截至 2022年6月30日

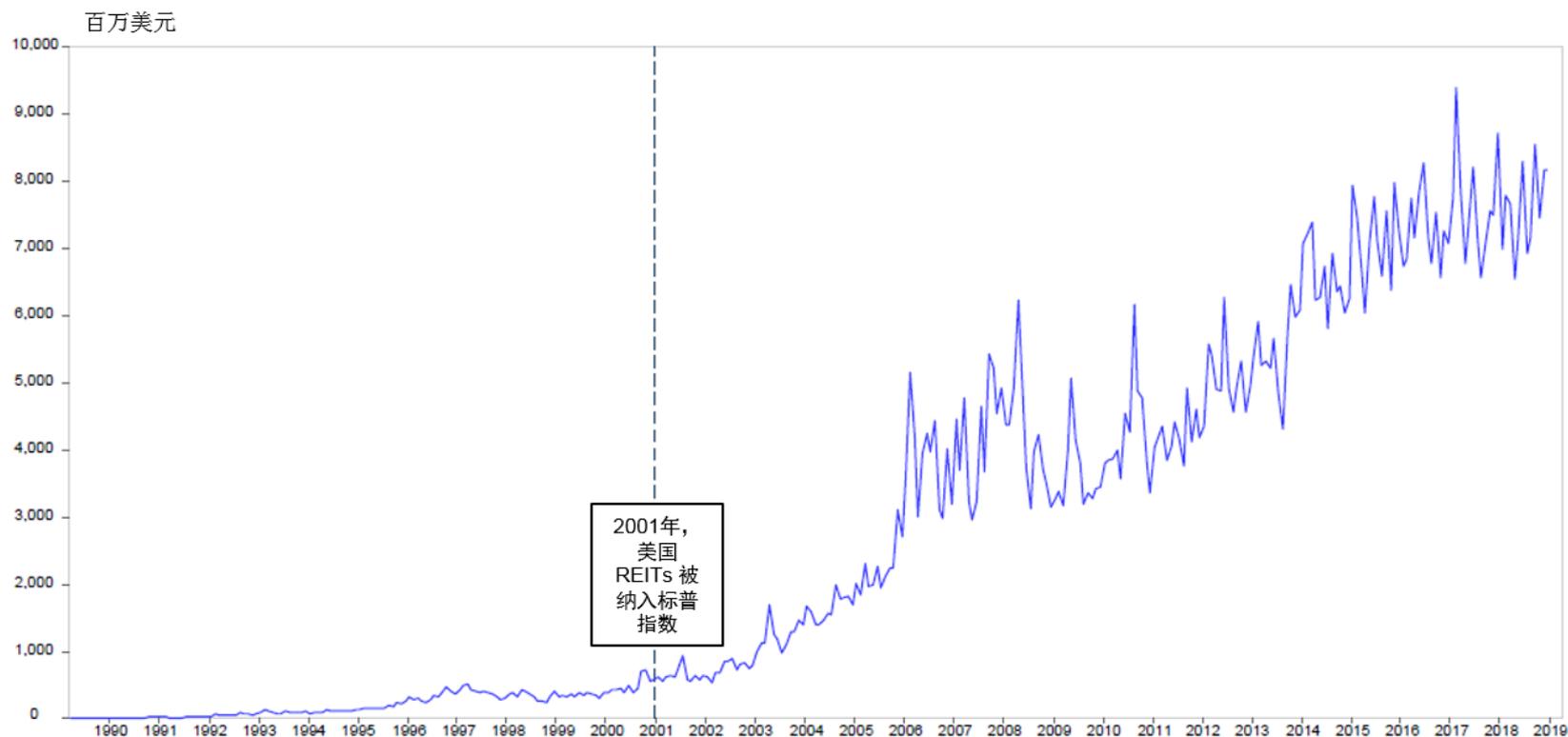
## REITs资本化率 (Implied Cap Rate)



数据来源: Citi, 数据截至 2022年6月30日

## REITs 流动性

### 美国公募REITs 日均交易额 (1990 - 2019)

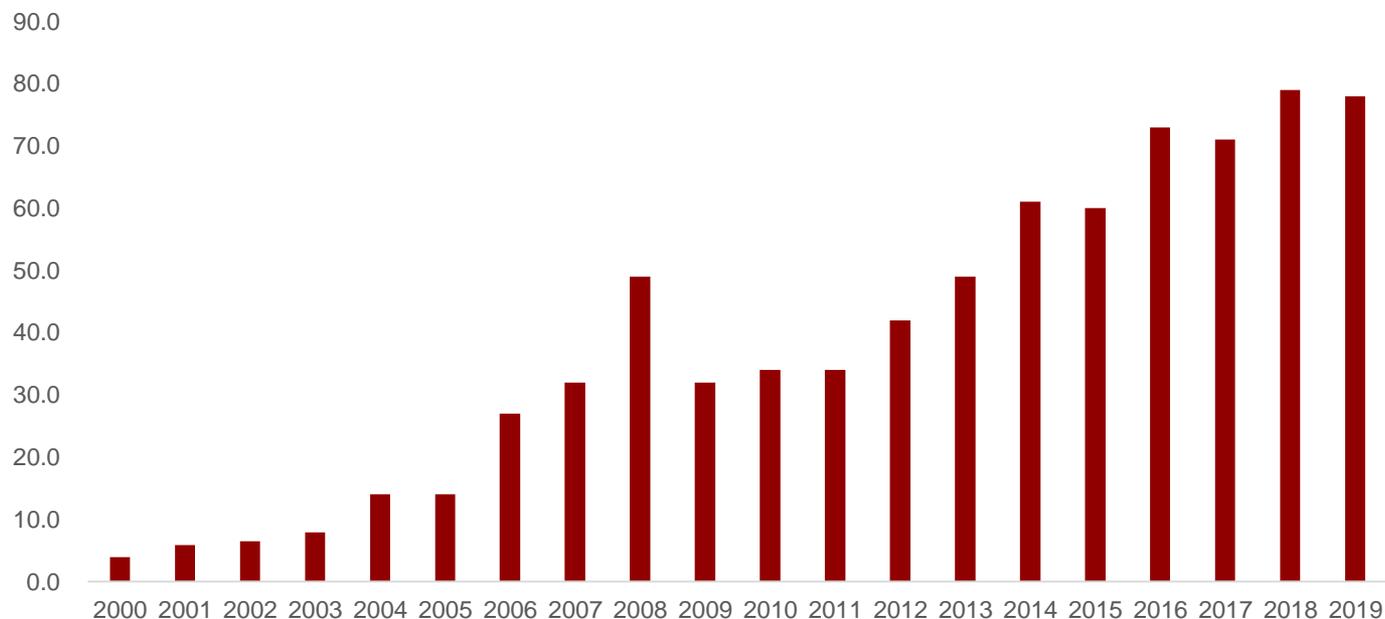


数据来源：美国REITs协会，数据截止2019年12月31日

## REITs 流动性

### 美国公募REITs 日均交易额 (2000 – 2019)

美国公募REITs日均交易额 (亿美元)



美国公募REITs  
过去5年，日均  
交易额超70亿  
美元，市场流  
动性较好。

数据来源：美国REITs协会，数据截止2019年12月31日

## REITs – 指数成分股

- 美国公募REITs是美国主要指数的重要成分股，共有118只REITs被纳入了标普指数，约占标普指数总市值的3.42%。
- 相对而言，REITs在标普中盘股和小盘股指数占比相对较高，分别为10.41%和8.64%。

数据来源：美国REITs协会，数据截止2019年12月31日

## REITs 与其他资产类别相关系数 (correlation)

## 美国REITs 与其他资产类别相关性较低

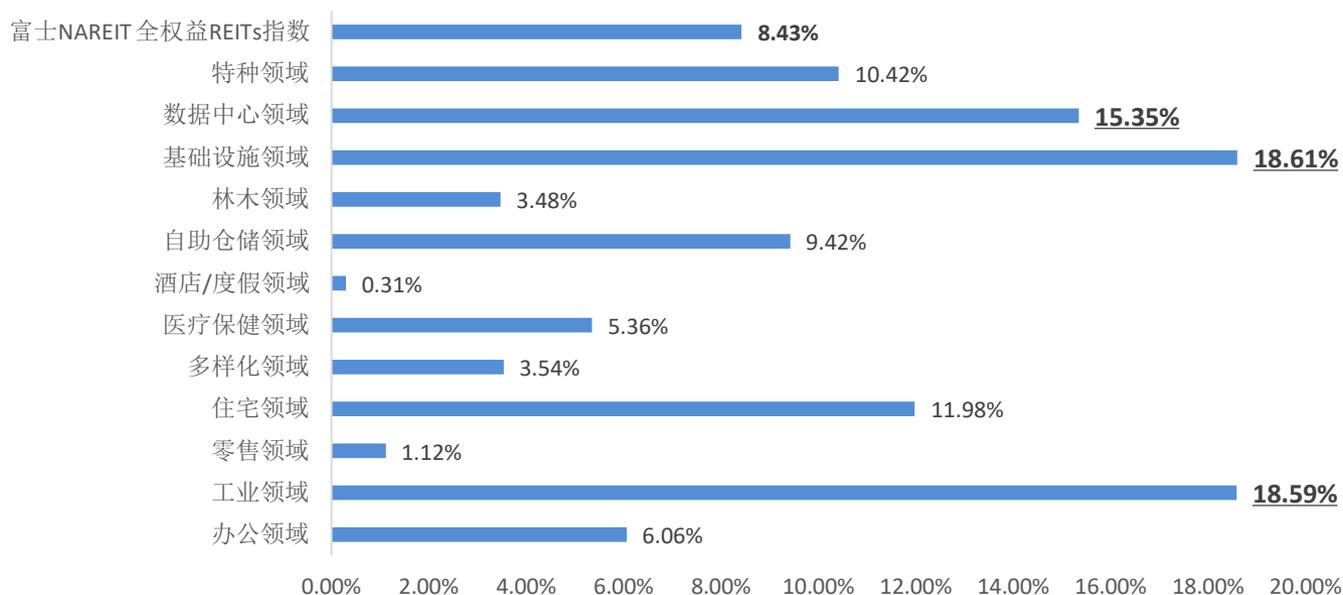
相关性 (1989年12月-2019年12月)	富士NAREIT全权益REITs指数	纳斯达克指数	标普500指数	罗素2000指数	美林信用债/政府债券指数	巴克莱美国高收益债指数	道琼斯工业指数
富士NAREIT全权益REITs指数	1.000	0.425	0.551	0.622	0.192	0.586	0.514
纳斯达克指数	0.425	1.000	0.843	0.857	-0.016	0.554	0.735
标普500指数	0.551	0.843	1.000	0.816	0.061	0.604	0.947
罗素2000指数	0.622	0.857	0.816	1.000	-0.042	0.624	0.747
美林信用债/政府债券指数	0.192	-0.016	0.061	-0.042	1.000	0.198	0.014
巴克莱美国高收益债指数	0.586	0.554	0.604	0.624	0.198	1.000	0.055
道琼斯工业指数	0.514	0.735	0.947	0.747	0.014	0.055	1.000

数据来源：美国REITs协会，数据截止2019年12月31日

## REITs – 基础设施REITs表现优异

美国基础设施REITs年化总收益表现优异：分别为数据中心15.35%，基础设施18.61%，工业（物流仓储）18.59%，均大幅超出REITs行业平均收益8.43%。

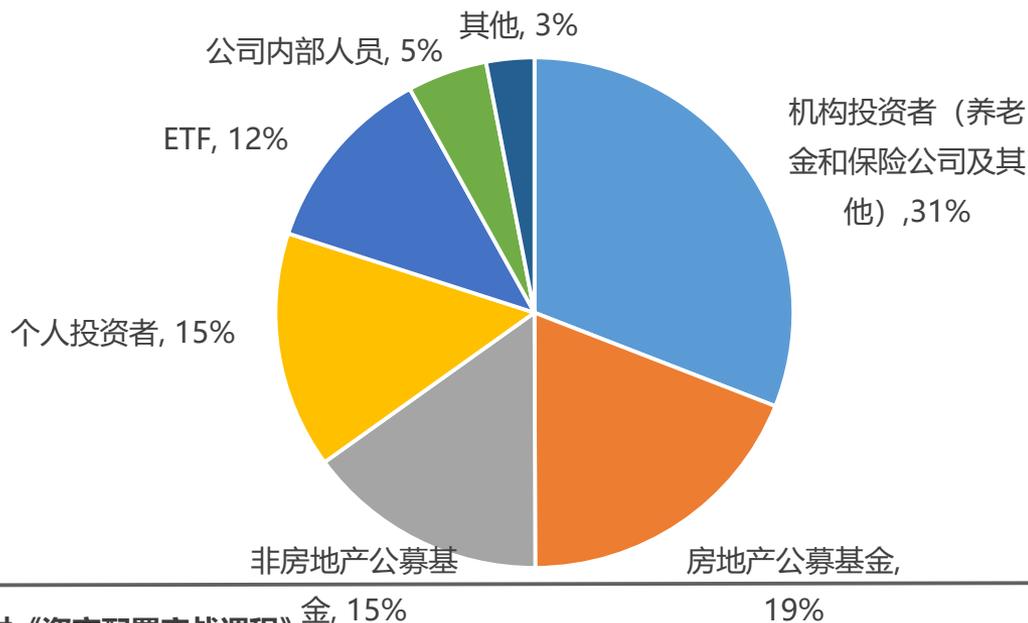
美国REITs子行业年化总收益（%）  
2015年 - 2019年



数据来源：美国REITs协会，截止2019年12月31日

- REITs市场与股票市场、债券市场的相关度较低，有利于降低投资组合风险，增加收益的稳定性。
- REITs产品从设立到运营都受到严格的外部监管，是标准化和透明度最高的资管产品，与养老金追求长期稳定收益的投资诉求相匹配，因此REITs深受养老投资机构的偏爱。通过养老金、社保资金等投资于REITs，可以有效抵御通胀，使广大居民分享改革红利。
- 美国REITs的投资者中，养老金和保险公司等机构投资者占比**31%**，为美国REITs重要的投资者。

**美国REITs投资者分布**



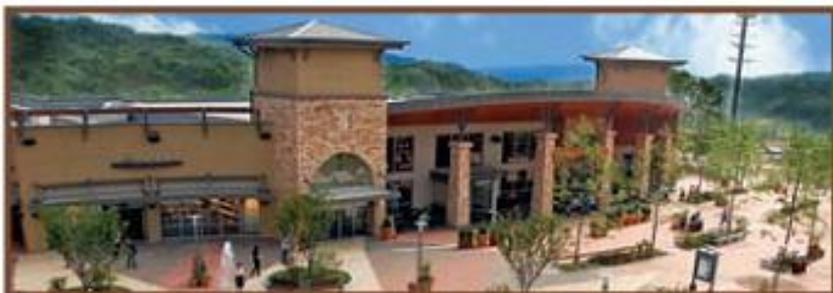
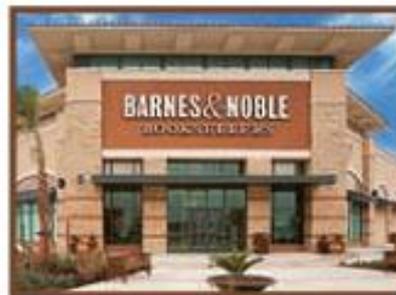
## 零售业REIT: Simon Property Group

Simon Property Group总部设在印第安纳州，是美国也是全球最大的REIT，主营零售业地产经营管理，在北美、欧洲和亚洲拥有或部分拥有333项物业，出租总面积达到2.42亿平方英尺。中国赴美游客熟知的纽约Woodbury Outlet和洛杉矶Dessert Hills Outlet等均为Simon所有。西蒙地产集团在纽交所上市，是标准普尔500指数的成份股公司。

出租率: 94.6%

尺租金: \$40.3

尺销售额: \$562



SIMON  
MALLS | more choices<sup>®</sup>

## 写字楼REIT: Boston Properties



物业分布:	出租率
波士顿: 50栋1354万尺	91.1%
纽约: 8栋868万尺	94.2%
华盛顿: 47栋1007万尺	94.4%
旧金山: 19栋515万尺	89.7%
普林斯顿: 17栋246万尺	77.3%



总物业数: 157  
可租面积: 6030万尺  
开发面积: 280万尺  
出租率: 91.4%  
尺租金: \$55.4  
区域分布: 77% CBD地区  
23% 郊区



## 公寓REIT: AvalonBay Communities



AvalonBay是美国最大的出租公寓公司，在全美15个主要市场拥有203个公寓项目共计59,391个单位。公司通过开发、改造、收购、管理等活动占领高壁垒市场（高学历、高收入、高房价），在高档出租公寓市场享有很高的品牌声誉。

出租率：96.3%

平均月租金：\$2125

平均单位市场估价：38.6万美元

物业分布：新英格兰地区	19%
纽约/新泽西	31%
中大西洋地区	12%
西北太平洋	4%
北加州	20%
南加州	15%



## 工业REIT: Prologis



Prologis是全球最大的物流企业之一，由AMB和Prologis两家全球最大的工业REIT与2011年合并而来。公司在美亚欧21个国家管理着3,061个工业物业，总面积共计5.65亿平方英尺，资产价值超过450亿美元。Prologis在中国的北京、上海、深圳、成都的物流中心也有25个工业设施。主要客户包括敦豪、亚马逊、联邦快递、家得宝、百事公司等。

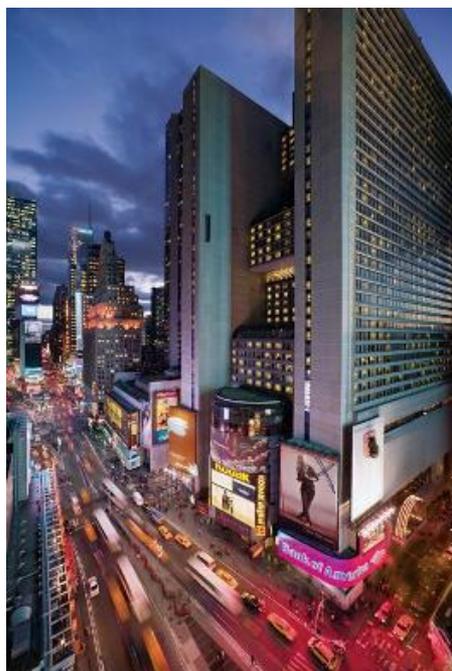
出租率：93.1%

物业分布：	美洲	62%
	欧洲	20%
	亚洲	12%



## 酒店REIT: Host Hotels & Resorts

Host Hotels & Resorts是全球首屈一指的酒店地产公司，始终定位于顶尖和奢华，在各大都市、机场和度假胜地的黄金地段都拥有最优质的资产，业务遍及美国、加拿大、澳洲、意大利、比利时、印度等地。该投资组合中包括17个国家的142家酒店共71,056间客房。它旗下的知名国际品牌包括70家万豪(Marriott)、9家丽思卡尔顿(Ritz Carlton)、10家喜来登(Sheraton)、8家凯越(Hyatt)、16家威斯汀(Westin)、3家希尔顿(Hilton)等。

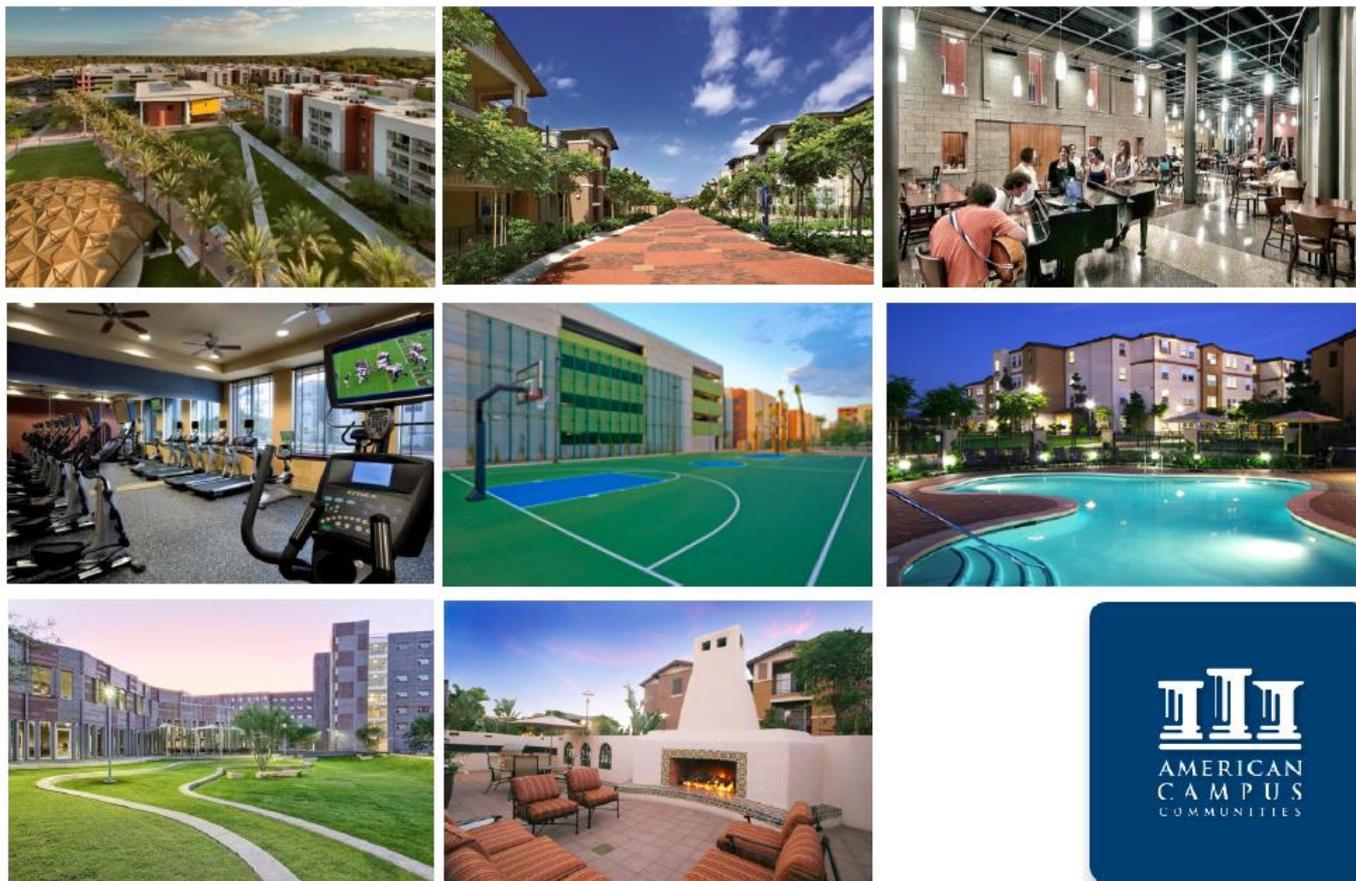


出租率: 77.5%  
 平均房价: \$180.5  
 单房收入: \$140.0  
 酒店类别: 城市 51%  
                   郊区 26%  
                   度假 12%  
                   机场 12%



## 学生宿舍REIT：American Campus Communities

American Campus Communities在美国和加拿大开发和运营共214幢近12.8万个床位，总值超过49亿美元的学生公寓。该REIT与加州大学尔湾分校、北卡大学教堂山分校、德州农工大学等173个大学有合作项目。



出租率： 96.9%  
单床月租金： \$574



## 健康医疗REIT: Ventas



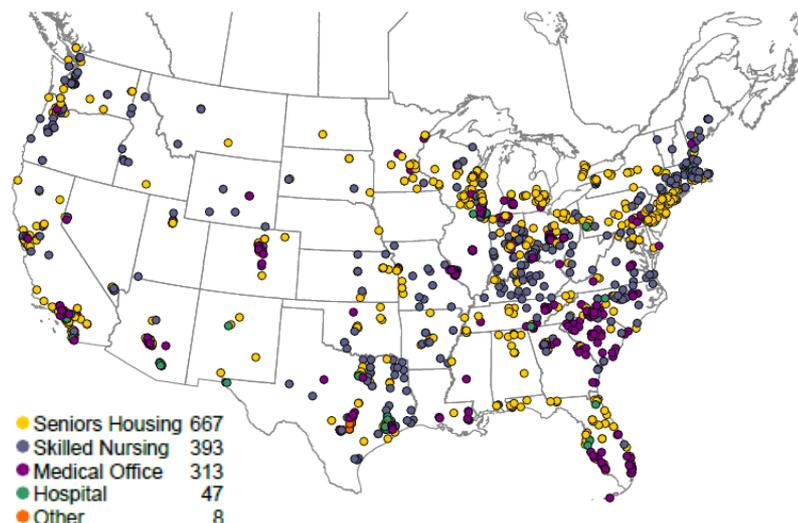
Ventas在全美国47个州和加拿大2个省拥有包括47家医院、393家看护设施、667养老院和321家诊所大楼在内的1,400家医疗相关物业。公司自2004年以来共投资了180亿美元收购相关物业，充分利用美国老龄化的人口结构成为成长最快的企业。



养老院出租率: 90.6%

养老院单房租金: \$5464

诊所大楼出租率: 91.6%



## 自助式仓储REIT: Public Storage

Public Storage在北美和欧洲共有2200个自助式仓库，总出租面积达到1.42亿平方尺。公司利用其规模、营销和资金优势主要通过收购私人物业进行扩张。该类物业特点是资本开支小，维护成本低。自助仓储在欧美很受欢迎，普通人或中小企业花50到300美元不等就可以租到3到25平米的储物空间，能有效节约生活和商业空间。



出租率: 91.9%

尺年租: \$14.6



## 林业REIT：Weyerhaeuser

惠好公司成立于美国华盛顿州，总部设在华盛顿州的大西雅图地区，是世界上最大的综合性林产品公司之一。惠好公司是全球最大的私有商品针叶林的拥有者、全球最大的针叶板材和商品木浆的生产商，以及美国林产品出口的领头企业。公司在北美、南美、亚洲及大洋洲拥有大量针叶阔叶林地。



## 通信塔站REIT: American Tower

REITs家庭迎来一位新成员。美国通讯塔台商American Tower于2012年1月1日成为REIT。这家开发、运营和拥有超过5万个广播、电视、移动电话塔台的公司业务遍及11个国家，市值超过900亿美元，其股票过去10年总回报达到了2130%或年化36.4%。它的加盟成为REITs所涵盖业务模式不断创新创新的标志。



	
	
<b>INTERNATIONAL</b> <b>India</b> Eharti Reliance Industries Tata Telecom Vodafone India	<b>Latin America</b> America Movil Iusacell Nextel International Telefonica
	<b>OTHER UNITED STATES</b> Cox MetroPCS U.S. Cellular Leap Wireless Pocket



## 美国REITs 经验总结

- **管理团队**
  - 营运能力,
  - 主动管理能力,
  - 专业化团队;
  
- **市场化交易**
  - 高收益率,
  - 满足市场需求 (新经济) ,
  - 具有成长性;
  
- **信息披露**
  - 事后监管,
  - 充分披露 (季报和年报) ,
  - 让投资者用脚投票;
  
- **机构投资者充分参与,**
  - 有利于公司治理和行业长期健康发展。

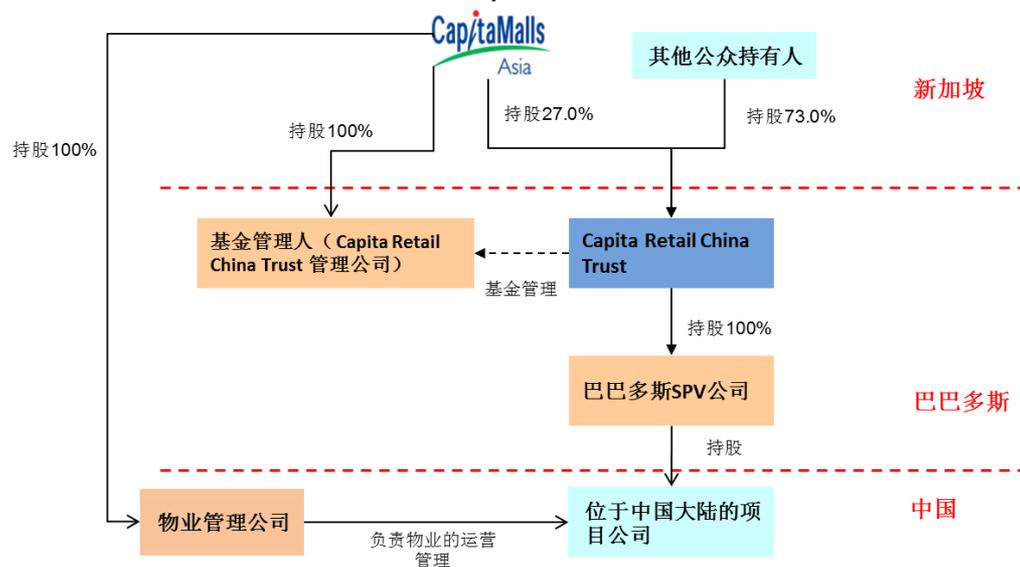
- 新加坡是亚洲第二大REITs市场，且与其他发达经济体不同，新加坡的REITs市场最为国际化，即大量REITs持有的基础物业除了位于新加坡本国之外，位于马来西亚、中国、印尼的也占有较高比例，体现了新加坡作为亚洲地区REITs募资中心的地位。

## 新加坡REITs概况

新加坡上市REITs个数	42
其中：包含在中国大陆物业的REITs	10
包含在香港物业的REITs	3
包含在马来西亚物业的REITs	6
包含在印尼物业的REITs	3
包含在印度物业的REITs	2

资料来源：上市公司披露材料，截止2019年12月31日

- 新加坡的REITs由于采用上市信托制/基金制模式，很多REITs都是由地产投资集团/开发公司（如CapitaLand，凯德置地）发起设立，一个地产投资集团或大型资产管理公司可以设立多只REITs，针对不同的物业类型（零售、办公、住宅、医院物业等）。
- 例如，新加坡凯德置地集团（Capita Land Group）本身为大型房地产上市公司，开发住宅和商业项目。对于较为成熟的商业项目，凯德置地集团将其打包进入由自己发起设立的REITs基金；凯德置地本身控股REITs的基金管理人及物业管理公司，也少量持有上市REITs的基金份额。下图为凯德置地集团下属Capita Retail China Trust REIT的股权和管理架构图。



资料来源：上市公司披露材料

## 新加坡REITs的介绍

- **法律结构为信托或共同基金；**
- **物业由外部管理人经营管理；**
- **投资在房地产和房地产相关的资产必须超过总资产的70%以上；**
- **需要派发最少90%的税前收入给予投资者；**
- **借贷比率不得超逾总资产的35%。**

## 新加坡REITs的市场规模

Listing Country	Number of REITs	Number in EPRA REIT Index**	Sector Mkt Cap (EUR m)	% of Global REIT Index
Singapore	39	28	68,744.55	3.50%

## 新加坡 前5大REITs

Company name	Mkt Cap (EUR m)	1 yr return (EUR) %	Div Yield	% of Global REIT Index
CapitaLand Integrated Commercial Trust	9,881.32	19.47%	4.79%	0.55%
Ascendas Real Estate Investment Trust	8,223.02	9.36%	5.35%	0.49%
Mapletree Logistics Trust	5,522.48	-5.87%	3.94%	0.27%
Mapletree Industrial Trust	4,783.01	5.12%	4.46%	0.24%
Mapletree Commercial Trust	4,185.93	-2.73%	5.21%	0.20%

数据来源: EPRA, 截至日期为2022年6月30日

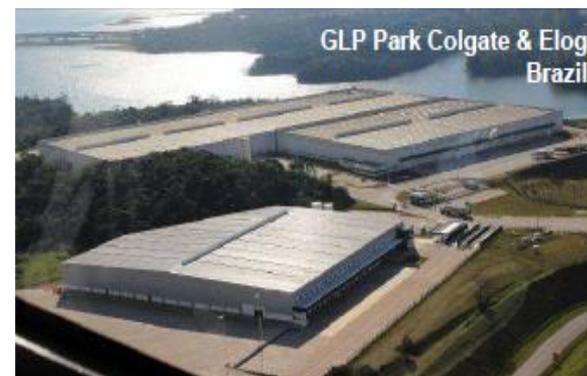
## 新加坡REIT： 凯德集团（ Capital Land ）

凯德集团是亚洲最大的房地产公司之一，总部设在新加坡并且在新加坡上市，也是新加坡海峡时报指数的成份股。其核心业务包括房地产、服务公寓以及房地产金融服务等。凯德集团的业务遍布20多个国家120多个城市。无论在新加坡，还是在海外，嘉德置地始终保持着开发和投资间的平衡。从开发和管理卓越的办公楼、时尚的住宅房产、充满活力的购物空间和高档的服务式酒店公寓。凯德集团上市的子公司和附属公司包括凯德（新加坡）、凯德置地（中国）、凯德商用、澳洲置地和雅诗阁公寓信托等。



## 新加坡REIT：普洛斯（Global Logistic Properties）

Global Logistic Properties普洛斯是亚洲最大的工业及物流基础设施提供商和服务商，在中国及日本26个市场拥有并管理总计数百亿元的资产。普洛斯在中国18个主要城市投资、建设并管理着53个园区（其中有51个物流园和2个轻工业厂房园区），基本形成了覆盖中国主要物流枢纽的平台网络。



- 香港在2003年8月通过了《房地产投资信托守则》，并于2005年11月才推出了第一只房地产基金（领汇）。
- 香港在很大程度上借鉴了美国早期的REITs结构，以信托计划为投资实体，由房地产地产管理公司和信托管理人提供专业服务，即实行外部管理人制度。截止2020年底，共有12只REITs香港联交所上市。
- 值得一提的是，尽管中国大陆的REITs仍然在探索和试验阶段，但是在香港上市的REITs中，有6家REITs包含在中国大陆的物业，涵盖了写字楼、商场、酒店等主要类型的资产，累计持有的大陆物业建筑面积达到236万平米，具体如下：

## 香港REITs中包含的大陆物业统计

REITs名称	包含大陆物业的情况
领展REIT	以香港物业为主，2019年2月以66亿元对价收购了深圳怡景中心城
招商REIT	2019年12月10日，央企首单REITs，招商局商业房托基金在香港联交所成功挂牌上市，招商REITs由位于深圳蛇口的以下五处物业组成，物业的总楼面面积及可租赁总面积分别约为26万平及25万平，评估值约为65.79亿元
汇贤REIT	全部为大陆物业，包括北京东方广场 80万平米的商场、写字楼和酒店，重庆的16万平米写字楼和商场物业，以及沈阳的8万平方米酒店物业
越秀REIT	68万平米物业全部位于在广州，为写字楼、商场、酒店和公寓
春泉产业信托	旗下单一物业为北京华贸中心，15万平米写字楼
开元REIT	全部为大陆的酒店物业，累计39万平米。遍布上海、长春、杭州、宁波

## 香港REITs的介绍

- 法律结构为信托;
- 物业由外部管理人经营管理;
- 只限投资于可以产生收入的房地产项目、不能参与竞投土地和地产发展的业务;
- 所持有的不产生收入的非房地产资产不可超过总资产净值的10%;
- 需要派发最少90%的税前收入给予信托单位持有者;
- 借贷比率不得超逾资产总值的45%。

## 香港REITs的市场规模

Listing Country	Number of REITs	Number in EPRA REIT Index**	Sector Mkt Cap (EUR m)	% of Global REIT Index
Hong Kong	9	5	21,926.00	1.37%

## 香港 前5大REITs

Company name	Mkt Cap (EUR m)	1 yr return (EUR) %	Div Yield	% of Global REIT Index
Link Real Estate Investment Trust	16,462.59	-0.50%	4.78%	1.20%
Champion REIT	2,533.42	-5.12%	6.53%	0.06%
Yuexiu Real Estate Investment Trust (Red Chip)	1,742.61	-6.53%	9.76%	0.05%
Sunlight Real Estate Investment Trust	748.77	-3.45%	6.93%	0.04%
Prosperity REIT	438.69	-4.08%	7.35%	0.02%

数据来源: EPRA, 截至日期为2022年6月30日



## 香港REIT：汇贤产业信托（Hui Xian REIT）

汇贤产业信托是李嘉诚长江集团下属企业，也是香港首家以人民币计价的IPO。汇贤资产的核心组成部分是北京东方广场项目。该物业位于天安门广场附近，是北京代表性的大型商业建筑群之一，占地约10万平方米，由东方新天地、东方经贸城、东方豪庭公寓及北京东方君悦大酒店4个写字楼、公寓、酒店和商场项目组成。



## 澳大利亚REITs的介绍

- 法律结构为信托；
- 物业由外部管理人经营管理；
- 投资在房地产和房地产相关的资产必须超过总资产的50%以上；
- 需要派发100%的税前收入给予投资者；
- 负债比率没有限制。

## 澳大利亚REITs的市场规模

Listing Country	Number of REITs	Number in EPRA REIT Index	Sector Mkt Cap (EUR m)	% of Global REIT Index
Australia	41	23	87,350.00	3.87%

## 澳大利亚 前5大REITs

Company name	Mkt Cap (EUR m)	1 yr return (EUR) %	Div Yield	% of Global REIT Index
Scentre Group	8,842.25	3.69%	5.50%	0.65%
Dexus Property Group	6,282.23	-8.43%	5.99%	0.46%
Stockland	5,668.33	-13.75%	7.37%	0.41%
Vicinity Centers	5,494.51	26.88%	6.16%	0.33%
GPT Group	5,317.12	-5.84%	5.50%	0.39%

数据来源: EPRA, 截至日期为2022年6月30日

## 澳大利亚REIT：西田集团 (Westfield Group)

西田集团是全球最大的商业房地产公司之一，总部位于澳大利亚。西田集团已经在澳大利亚、新西兰、美国、英国和巴西与22,842家零售商合作投资开发了近105个高质量大型购物中心，总面积约970万平方米，总资产超过600亿美元。



## 日本REITs的介绍

- 法律结构为投资信托或投资公司；
- 物业由外部管理人经营管理；
- 投资在房地产和房地产相关的资产必须超过总资产的75%以上；
- 需要派发最少90%的税前收入给予投资者；
- 负债比率没有限制；
- 不能投资于发地产开发项目。

## 日本REITs的市场规模

Listing country	Number of REITs	Number in EPRA REIT Index	Sector mkt cap (EUR m)	% of Global REIT Index
Japan	63	52	115,430.00	7.48%

## 日本 前5大REITs

Company name	Mkt cap (EUR m)	1 yr return (EUR) %	Div yield %	% of Global REIT Index
Nippon Building Fund Inc	8,095.99	-6.39%	3.68%	0.53%
Nippon Prologis REIT	6,279.65	-10.17%	1.47%	0.40%
Japan Real Estate Investment Corporation	6,085.85	-12.47%	3.65%	0.42%
Nomura Real Estate Master Fund	5,623.86	-8.34%	3.86%	0.39%
GLP J-REIT	5,238.73	-17.22%	3.75%	0.36%

数据来源: EPRA, 截至日期为2022年6月30日

## 日本REIT：日本大厦投资法人（Nippon Building Fund）

日本大厦投资法人是由日本大厦基金管理股份有限公司旗下信托管理，主要经营日本所有地区写字楼房地产产业，包括东京、神奈川、千叶县等地区。其股份自2001年于东京证券交易所房地产信托基金版上市。该信托是日本最大的写字楼投资者。该信托写字楼的平均出租率高达97.7%。



**NBF** Nippon  
Building  
Fund

## 英国REITs的介绍

- 法律结构为公司;
- 物业由公司内部管理;
- 投资在房地产和房地产相关的资产必须超过总资产的75%以上;
- 需要派发最少90%的税前收入给予投资者;
- 有限制地投资于发地产开发项目。

## 英国REITs的市场规模

Listing Country	Number of REITs	Number in EPRA REIT Index	Sector Mkt Cap (EUR m)	% of Global REIT Index
UK	53	37	76,130.00	4.85%

## 英国 前5大REITs

Company name	Mkt Cap (EUR m)	1 yr return (EUR) %	Div Yield	% of Global REIT Index
Segro	13,644.29	-9.31%	2.49%	0.99%
Land Securities Group	5,719.40	3.09%	5.57%	0.40%
Unite Group	4,935.48	0.72%	2.08%	0.29%
British Land Co	4,813.83	-5.94%	4.90%	0.35%
Tritax Big Box REIT	3,940.23	-4.89%	3.73%	0.29%

数据来源: EPRA, 截至日期为2022年6月30日

## 英国REIT：英国地产证券集团（Land Securities Group）

英国地产证券集团，创立于1944年，是英国最大的商业房地产投资公司，总资产超过100亿英镑。主要物业包括位于伦敦市中心的高档写字楼、商场、购物中心与商业街等。中投和英国地产证券集团等合资在英国伦敦开发一幢占地将近69万平方英尺的办公大厦。这座楼高36层、名为“Walkie-Talkie”的项目于2014年完工，总投资额为3亿英镑。



## 法国REITs的介绍

- 法律结构为公司;
- 物业由公司内部管理;
- 需要派发最少85%的税前收入给予投资者;
- 负债比率没有限制;
- 有限制地投资于发地产开发项目。

## 法国REITs的市场规模

Listing Country	Number of REITs	Number in EPRA REIT Index	Sector Mkt Cap (EUR_m)	% of Global REIT Index
France	28	6	37,750.00	0.98%

## 法国 前5大REITs

Company name	Mkt Cap (EUR_m)	1 yr return (EUR) %	Div Yield	% of Global REIT Index
Gecina	6,560.55	-27.93%	5.96%	0.34%
Klepierre	5,239.65	-8.50%	9.26%	0.25%
Covivio	4,996.60	-22.58%	7.08%	0.19%
Icade	3,522.94	-33.64%	8.81%	0.11%
Carmila SA	1,963.61	24.96%	7.41%	0.06%

数据来源: EPRA, 截至日期为2022年6月30日

## 法国REIT：尤尼百洛当科集团（Unibail Rodamco）

尤尼百——洛当科集团是一家法国商业财产投资公司。公司是2007年由法国地产集团尤尼百与荷兰地产公司洛当科通过双方平等合并成立的一家新的地产集团。该公司总部设在巴黎，主营购物中心、会展中心和写字楼，在欧洲拥有12个国家的业务，是欧洲最大的上市商业地产公司。

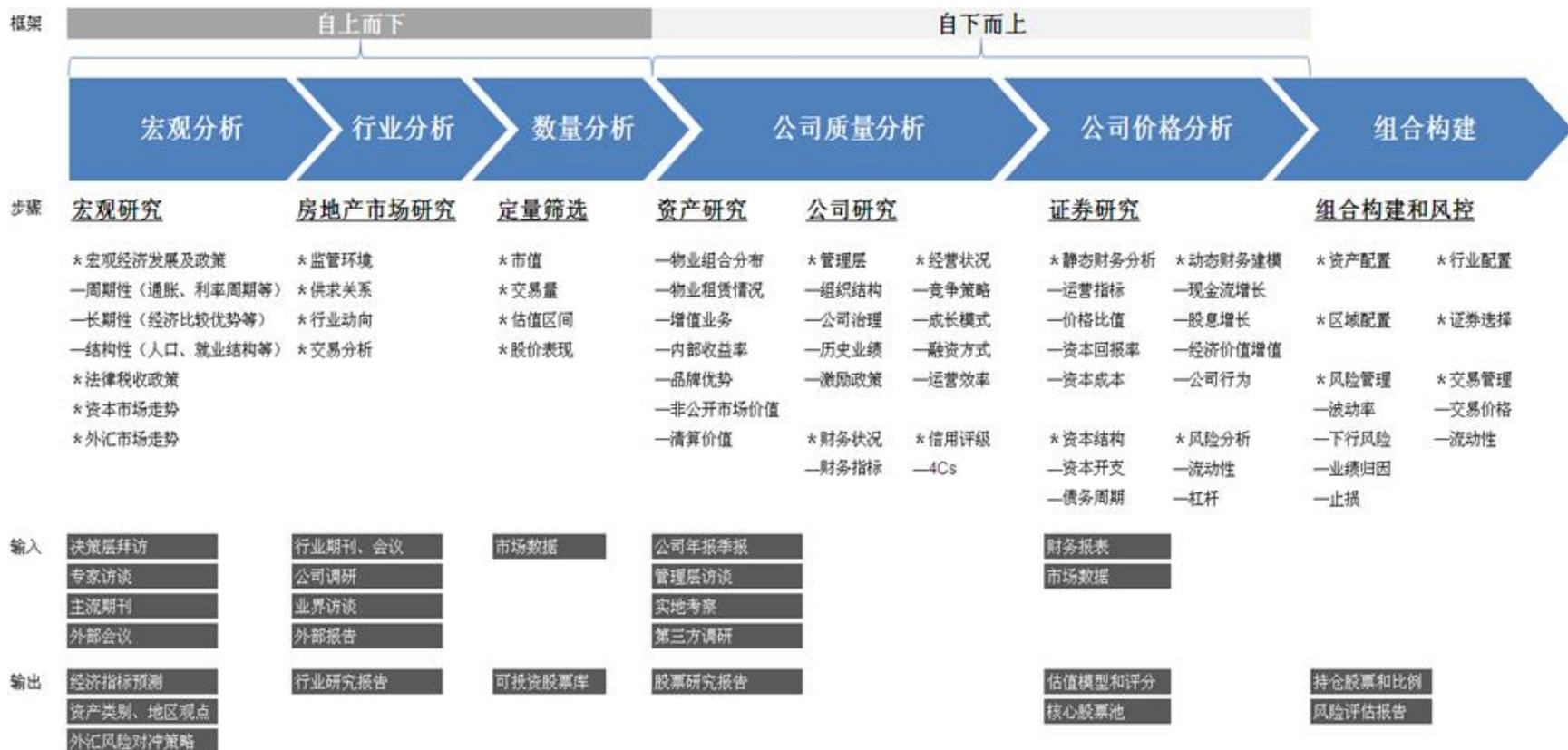


unibail·rodamco

## 投资理念

- **房地产的价值在于其能够专业化经营管理产生持续增长的现金流来源（租金）以及买卖差价带来的资本利得。**
- **房地产证券的市场价格虽有波动，但和其持有的房地产物业的价值长期保持一致。有很强的价值回归属性。**
- **在对企业进行资产、公司和证券三个基本面充分调研的基础上，主要通过对市值对净资产价值比率（Price/NAV）以及市值对营运现金流比率和营运现金流成长率（Price/FFO/FFO Growth）的比较，辅以其他传统估值方法挑选出风险调整收益最好的股票进行投资。**

## 投资研究流程



## 估值模型 (DDM) - Boston Properties (BXP US)

Dividend Discount Model	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
Funds Available for Distribution per Share	\$ 5.50	\$ 6.04	\$ 7.17	\$ 7.75	\$ 8.39	\$ 9.08	\$ 9.83	\$ 10.63	\$ 11.51	\$ 12.45
	72%	67%	58%	63%	67%	72%	76%	81%	85%	90%
Dividend per Share	\$ 3.95	\$ 4.07	\$ 4.19	\$ 4.88	\$ 5.66	\$ 6.54	\$ 7.52	\$ 8.61	\$ 9.84	\$ 11.21
Present Value of Dividends	\$ 3.95	\$ 3.69	\$ 3.43	\$ 3.62	\$ 3.81	\$ 3.98	\$ 4.14	\$ 4.30	\$ 4.44	\$ 4.58
Terminal Value										\$ 139.83
Sum of Present Value of Dividends										\$ 39.94
Present Value of Terminal Value										\$ 57.18
Implied Equity Value per Share										\$ 97.13
12-Month Equity Value per Share										<b>\$ 108.00</b>
Premium / (Discount)										0%
12-Month Price Target										<b>\$ 108.00</b>

Valuation Assumptions	
Terminal Dividend Growth Rate	2.25%
Mid-Term Annual AFFO Growth Rate	8.22%
Risk Free Rate	3.23%
Beta (5-year historical adjusted weekly vs S&P 500)	0.99
Equity Risk Premium	7.33%
Cost of Equity Capital	10.45%

2022 FFO Multiple	14.4x
2023 FFO Multiple	13.5x
2022 AFFO Multiple	19.6x
2023 AFFO Multiple	17.9x
Prem/(Disc) to NAV	-17%
Implied Cap Rate	4.0%

Expected Total Return	
Current Stock Price	\$ 90.33
Dividend (N12M)	\$ 3.95
Implied Price Return	<b>20%</b>
Implied Total Return	<b>24%</b>
Rating	<b>OUTPERFORM</b>

数据来源: Credit Suisse, 数据截至 2022年6月

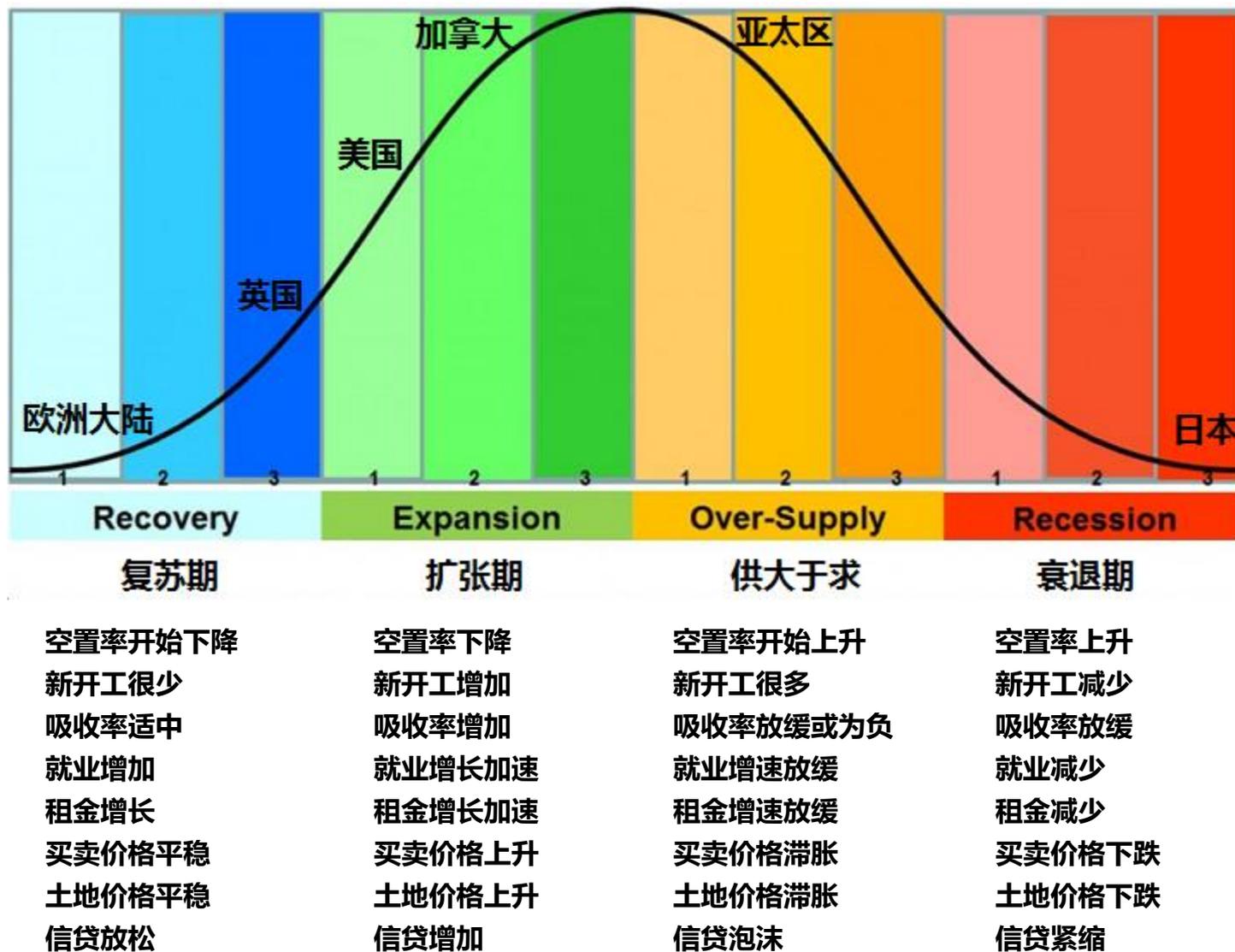
## 估值模型 (NAV) - Boston Properties (BXP US)

Current NAV Calculation	1Q22	1Q23E
Wholly-Owned NOI	1,757.6	1,843.2
Pro Rata JV NOI	(86.7)	(86.5)
Adjustments	-	-
Growth Rate	2.0%	2.0%
Core NOI	1,704.3	1,789.8
CIP	846.8	1,458.8
Est Yield	7.0%	7.0%
CIP NOI	59.3	102.1
Pro Forma NOI	1,763.6	1,891.9
G&A @ 5% of NOI	(88.2)	(94.6)
CapEx @ 25% of NOI	(440.9)	(478.0)
Net Pro Forma NOI	1,234.5	1,324.3
Nominal Cap Rate	5.08%	5.08%
Economic Cap Rate	3.56%	3.56%
Market Value of Assets	34,687.1	37,211.6
Mgmt Income	5.8	9.0
Mgmt Multiple 4x	23.3	36.0
Cash	482.3	496.5
Other Assets	308.9	308.9
Land Held for Development	1,278.5	1,278.5
Gross Asset Value	36,780.0	39,331.4
Liabilities:		
Wholly-Owned Debt	13,010.1	13,901.8
Other Liabilities	962.6	962.6
Pro Rata JV Debt	68.4	68.4
Preferred Stock	-	-
Total Liabilities	14,041.1	14,932.8
Net Asset Value	22,738.9	24,398.6
Shares & Units (M)	174.9	174.9
NAV per Share	\$ 130.00	\$ 139.50
Stock Price	\$ 90.33	\$ 90.33
Premium / (Discount) to NAV	-31%	-35%
Implied Nominal Cap Rate	6.4%	6.6%
Implied Economic Cap Rate	4.4%	4.6%
Implied NAV Growth		7.3%

NAV Est	Cap Rate
\$112.20	5.58%
\$120.70	5.33%
<b>\$130.00</b>	<b>5.08%</b>
\$140.20	4.83%
\$151.60	4.58%

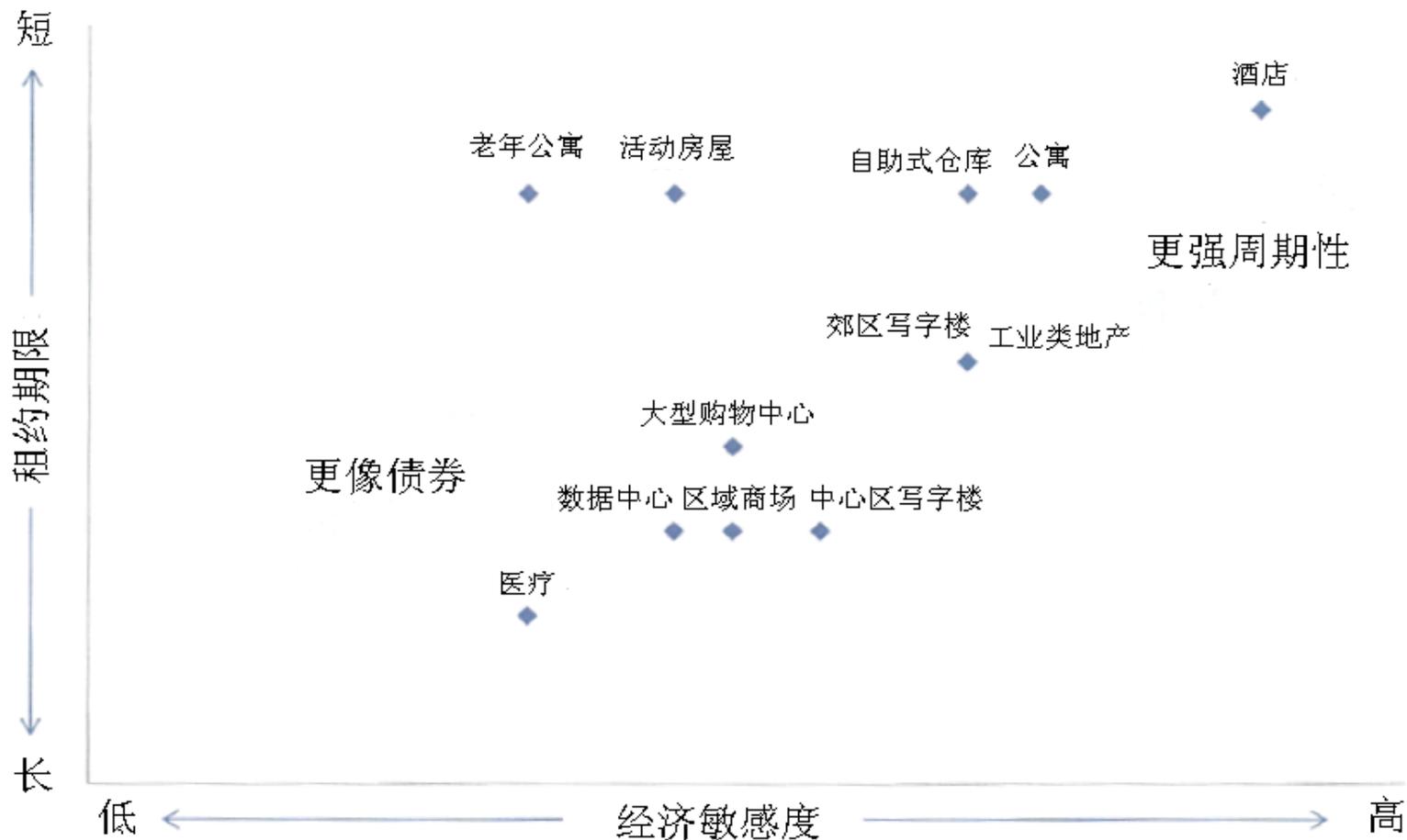
NAV Est	Cap Rate
\$120.40	5.58%
\$129.50	5.33%
<b>\$139.50</b>	<b>5.08%</b>
\$150.50	4.83%
\$162.70	4.58%

## REITs的周期性差异带来区域轮动机会



## REITs的多样性带来行业轮动机会

REITs的收益特性因物业的租赁期及对经济景气的敏感度而有所区别



- **租赁型商业房地产是很好的长期抗通胀品种，具有实物资产的安全性、租金带来的高现金分红及打败通胀的资产增值的潜力。**
- **直接投资房地产手续复杂、成本高、流动性差、风险相对集中；通过基金投资REITs解决了以上问题。**
- **REITs具有高质量资产、专业化团队、良好的公司治理和信息披露制度。兼容可观现金收入和长期资本增值的混合型收益产品，持续稳定的股息分红降低了投资风险，打败通胀的资本增值创造了本金的实际正收益。REITs作为一款混合型证券资产，已成为主流资产配置产品。**
- **全球各地区、国家经济周期和房地产周期存在差异，区域轮动和行业轮动能够增强组合收益和降低投资风险。用价值投资的方法和专业的房地产行业知识进行主动管理能够创造长期价值。**

1. **宏观风险：**经济波动对个人如就业、消费和企业如资本开支、库存等方面的影响有可能带来房地产需求即REITs基本面的波动。
2. **利率风险：**市场利率上升会影响REITs的融资成本和股息分红折现的价值。
3. **股票市场系统性风险：**股票市场、尤其是金融行业股票价格波动会影响REITs表现。
4. **单个REIT的投资风险：**房地产公司亦会倒闭。
5. **其他海外投资共同的风险：**汇率、地缘政治等。

- 海外REITs推出初期，是为了鼓励社会资本参与重资产、回报周期长的不动产投资；而后配合较友好的税优政策支持以及引入了以养老金为代表的长线资本；
- 在多种因素共同作用下，REITs市场得以迅速发展。



## 鹏友会·鹏华基金投资者教育基地

[大学堂](#)[科普贴](#)[鹏友会](#)[直播间](#)[鹏华智投](#)[法规库](#)[国民教育](#)[关于我们](#)

当前位置: 首页

[| 开心养基厂](#)[| 鹏华FM](#)[| 基本面投资大学堂](#)[| 科普贴](#)[| 鹏友会](#)[| 直播间](#)[| 法规库](#)[| 关于我们](#)

# THANKS



ETF让未来更精彩  
上证杯 高校ETF菁英选拔赛  
2022 第二期

2022上证杯

高校ETF菁英选拔赛

2022.9 - 2022.12

上证投资家

edu.cnstock.com

百位专家投教行



大学生财富素养调查

ETF让未来更精彩