

REITs 专题研究报告

坚持基础设施本位是 REITs 的生命线



中信证券股份有限公司

作者： 陈聪 基地产业首席分析师
许英博 科技产业首席分析师
刘正 交运首席分析师
罗鼎 建筑首席分析师
李想 公用环保首席分析师
张全国 地产分析师
陈俊云 科技分析师

目录

一、概述	1
二、土地市场热度尤在，房住不炒贵在坚持	3
1、土地市场热度尤在	3
2、资金成本在下降通道，放开融资应循序渐进	3
3、坚持房住不炒的示范意义	4
三、全球经验显示基础设施是最好的 REITs 底层资产	6
1、基础设施 REITs 发展更快，规模更大	6
2、基础设施 REITs 收益率更高	9
四、坚持基础设施本位，是我国 REITs 的生命线	11
1、我国存量地产资产质量参差不齐	11
2、基础设施是我国现阶段最适合开展 REITs 探索的底层资产	13
3、IDC：数字时代的核心不动产	19
五、从基础设施起步，REITs 市场将大有作为	20
六、风险因素	21

一、概述

我们认为，聚焦基础设施，顺应了全球 REITs 市场的演变规律，为投资者提供了更优质的可投资标的，减轻了和地产调控相关的舆论压力，是 REITs 市场成功的最大保障。主要原因有以下四点：

1、坚持 REITs 的基础设施本位是坚持房住不炒的体现。2020 年前 5 月，百城土地出让金同比增长 3.6%，部分地产企业仍有过度投资冲动。地产企业资金成本在下降通道，如伴随筹资渠道快速放开，可能造成地王频出，对房地产调控不利，对房地产企业长期生存也不利。

2、全球经验看，基础设施是 REITs 最好的底层资产，也是 REITs 长期前途所系。从海外经验来看，REITs 在起步之初虽然是房地产本位的，但如今基础设施 REITs 后来居上。美国的广义基础设施 REITs 市值达到 REITs 总市值的 47.1%，已经占据半壁江山。更重要的是，各类别 REITs 平均值排名靠前的四个行业类别均为广义基础设施，美国排名靠前的 7 家 REITs 均以广义基础设施作为底层资产。在新加坡和日本，广义基础设施 REITs 也是全市场亮点所在。只有在中国香港市场，基础设施 REITs 无足轻重。但过分依赖于房地产，或许就是香港 REITs 市场规模不如新加坡的原因所在。基础设施 REITs 收益率普遍好于房地产 REITs，美国狭义基础设施，数据中心类 REITs 年复合收益率在 15% 以上，而传统基础设施，即仓储等收益率也很高。在同一个市场，传统商业地产和酒店的复合收益率表现则明显更低。

3、我国房地产存量资产参差不齐。我国的商业地产从总量上面临土地出让过多的困境，存量资产收益率较低。尽管存在一些优秀的商管品牌，但资产权益出表的压力甚至大于海外可比项目。住宅则更不适合成为 REITs 底层资产。住房总量充足。二房东模式主导的长租公寓面临提租难度，且过度提租背离房住不炒精神。总而言之，我们认为我国房地产更适合开发，销售和运营，而并不适合持有。

4、坚持基础设施本位是 REITs 市场成功的生命线，预计 REITs 市场将迅猛发展。虽然我国 REITs 市场制度后发，但我国境内庞大且优质的存量基础设施资产、我国社会巨大的资金配置需求，都是我国 REITs 市场相较于其他亚太市场可

能后来居上的积极因素。我们认为，聚焦基础设施，顺应了全球 REITs 市场的演变规律，为投资者提供了更优质的可投资标的，减轻了和地产调控相关的舆论压力，是 REITs 市场成功的最大保障。

不同于其他国家和地区，我国的公募 REITs 最显著特点，是以基础设施为底层资产，不包括住宅，写字楼，商场和酒店等物业。和市场一些观点不同，我们认为坚持基础资产本位，在改革之初坚持聚焦，而不是将所有不动产，尤其是房地产纳入进来，谈不上有什么遗憾。这反而降低了改革的舆论阻力，增强产品市场吸引力。我们相信，坚持我国 REITs 的基础设施本位，是改革成功的关键。

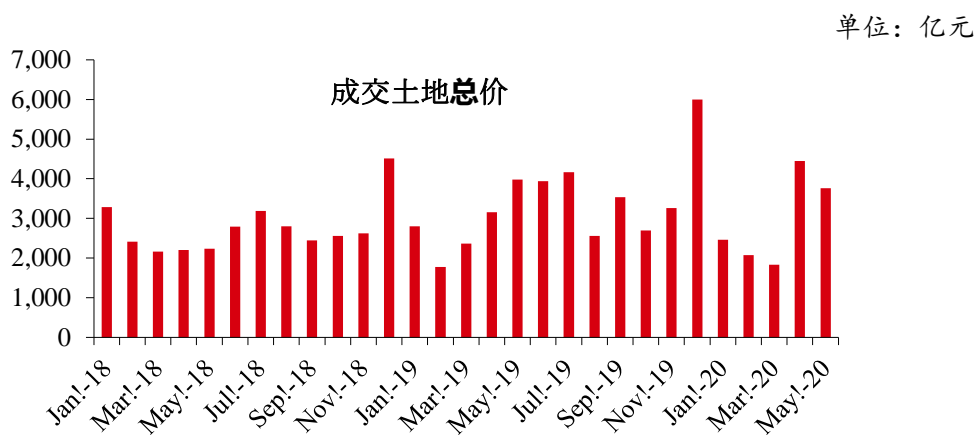
二、土地市場熱度尤在，房住不炒貴在堅持

1、土地市場熱度尤在

2020年，土地市場熱度尤在。從量的角度看，2020年前5月百城土地出讓金同比增長3.6%，增速好於全國市場和重點城市銷售回款增速。從質的角度看，仍有一些城市出現激烈的競爭，部分企業甚至願意忍受昂貴的土地價格。

企業對土地的熱衷，固然有供給側的緣故，即地方為籌集資金，出讓一些質素優良的土地，但也說明了當前企業心態複雜，部分企業仍有過度投資的衝動。

圖1 百城土地成交總價



資料來源：Wind，中信證券研究部

圖2 招拍掛的激勵競爭和地王



資料來源：大公網

2、資金成本在下降通道，放開融資應循序漸進

絕大多數房地產企業的融資成本在下降的通道。企業資金成本緩慢下降，畢竟伴隨着房價滯漲，企業盈利空間不斷被壓縮——資金成本下降不會成為企業亂

投资，房地产领域泡沫再现的理由。

但如果房地产企业的融资成本下降，伴随着融资渠道快速放开，可能在短期扭曲房地产市场，尤其可能造成地王频出。房地产企业在历史上累积了大量投资性物业——这些物业出表中长期来看可能有利于企业转型运营，也有利于社会资金找到新的投向，但在短期则可能意味着企业获得过多增量资金。从历史经验看，企业很少选择去杠杆，而会在很短时间将资金全部投入土地市场，推高地价。这既对调控不利，也对企业不利。

表 1 龙头地产企业综合融资成本

公司名称	2014	2015	2016	2017	2018	2019
中国海外发展	4.45%	4.23%	4.76%	4.27%	4.30%	4.21%
华润置地	4.47%	4.63%	4.23%	4.16%	4.47%	4.45%
龙湖集团	6.40%	5.74%	4.92%	4.50%	4.55%	4.54%
金地集团	6.31%	5.32%	4.52%	4.56%	4.83%	4.99%
招商蛇口	-	4.93%	4.50%	4.80%	4.85%	4.92%
保利地产	6.50%	5.20%	4.69%	4.82%	5.03%	4.95%
绿城中国	7.60%	6.60%	5.90%	5.40%	5.40%	5.30%
世茂房地产	6.90%	6.90%	5.80%	5.30%	5.80%	5.60%
旭辉集团	8.30%	7.20%	5.50%	5.20%	5.80%	6.00%
龙光地产	8.80%	6.80%	6.10%	5.80%	6.10%	6.10%
碧桂园	7.16%	6.20%	5.66%	5.22%	6.11%	6.34%
新城控股	-	7.26%	5.49%	5.32%	6.47%	6.73%
华夏幸福	-	7.92%	6.97%	5.98%	6.42%	7.90%
阳光城	-	9.41%	7.35%	7.08%	7.94%	7.71%
中国恒大	9.74%	9.59%	8.27%	8.09%	8.13%	8.99%
融创中国	9.10%	7.60%	5.98%	6.24%	6.81%	8.56%
绿地控股	-	5.98%	5.45%	5.19%	5.40%	5.60%
滨江集团				6.00%	5.80%	5.60%

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

3、坚持房住不炒的示范意义

我们认为，政策的示范意义并不止于政策本身，也包括政策本身在舆论层面的示范效应。

我们相信，商场，写字楼，游乐场，酒店等领域和住房市场调控关系不大，但由于这些领域的参与者多为开发企业，将这些领域混入基础设施，反而会不利于社会正确评价改革的意义。

从长期来看，待基础设施 REITs 改革获得明显成功，再去讨论底层资产的范围问题，是有利于形成良好社会舆论氛围的。

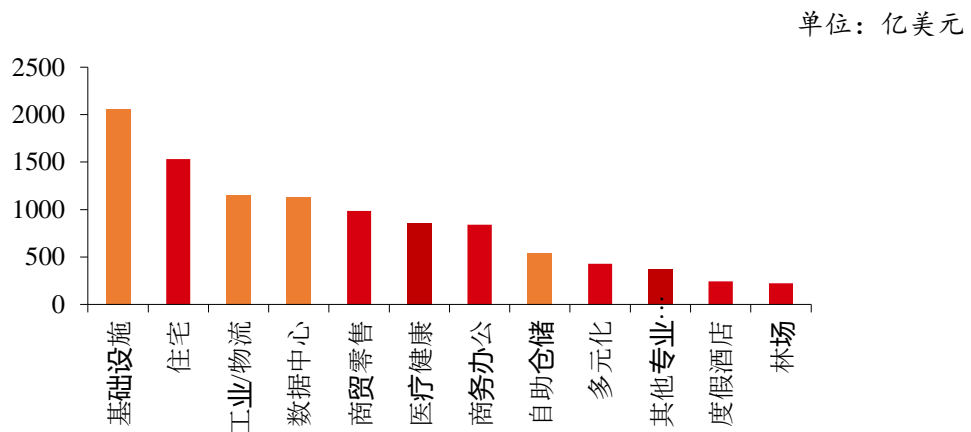
三、全球经验显示基础设施是最好的 REITs 底层资产

我们认为，从海外长期的实践来看，基础设施的 REITs 在数量上后来居上（于部分市场），在质量上也一般好于房地产的 REITs（当然是从总体来看）。在公募 REITs 发展之初，坚持基础设施的本位，不仅有利于缓解舆论压力，避免助长房地产市场泡沫，更有利于为投资者“扫雷”，使投资者可以聚焦最优质的基础资产，也有助于市场实现交投活跃。

1、基础设施 REITs 发展更快，规模更大。

美国是 REITs 发源地，自 1960 年第一只 REITs 发行，经历了 60 年的发展，目前已经形成了包含商务办公、住宅、商贸零售、工业/物流、医疗保健、酒店/度假村、自助仓储、数据中心、林场、基础设施（主要是铁塔）、其他专业类地产等多个业态的 REITs 市场。据美国 REIT 协会（NAREIT）数据，截止 2020 年 4 月 30 日，全美上市权益类 REITs 共计 176 只，市值合计 1.04 万亿美元。我们测算，美国广义基础设施（即不仅包括美国 REITs 协会定义的基础设施，也包括 IDC，物流等基础设施，即类似中国国内对基础设施的定义）REITs 的市值即达到 4889 亿美元，占比 47.2%，占据半壁江山。

图 3 美国各类别 REITs 市值构成情况

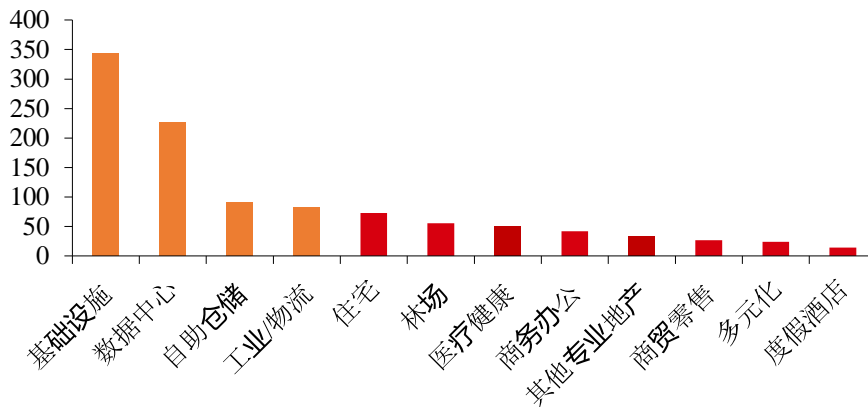


资料来源：NAREIT（美国 REIT 协会），中信证券研究部

注：其他专业地产主要包含户外广告、博彩、农田、私人监狱、剧院、档案馆等业态

图 4 美国各类别 REITs 平均市值

单位：亿美元



资料来源：NAREIT（美国 REIT 协会），中信证券研究部
 注：股价为 2020 年 4 月 30 日情况

基础设施 REITs 容易做大。狭义基础设施，数据中心，自助仓储和工业物流已经占到了美国 REITs 分类平均市值排名的最前列。如果龙头公司意味着市场聚焦所在，则美国前七大 REITs，全都是广义基础设施 REITs，可见其重要性远远超过房地产 REITs。

表 2 美国市值前 10 的权益类 REITs 构成情况

单位：亿美元

代码	简称	所属 REITs 分类	总市值	公司简介
AMT	美国铁塔	基础设施	1,114.96	北美最大的铁塔公司之一，主营业务为通讯铁塔的租赁和管理
PLD	安博(Prologis)	工业/物流	671.44	全球最大的物流配送设施和服务的投资开发商之一，主营业务为物流地产
CCI	冠城国际	基础设施	669.80	北美最大的铁塔公司之一，主营业务为通讯铁塔的租赁和管理
EQIX	易昆尼克斯	数据中心 (IDC)	584.82	全球最大的数据中心服务商之一，主营业务为数据中心及代管服务
DLR	数字房地产信托	数据中心 (IDC)	370.70	全球最大的数据中心服务商之一，主营业务为数据中心及代管服务
PSA	大众仓储信托	自助仓储	342.47	北美最大的自助仓储服务商，提供自助仓储空间
SBAC	SBA 通信	基础设施	323.71	北美最大的铁塔公司之一，主营业务为通讯铁塔的租赁和管理
EQR	公平住屋	住宅	229.45	公司定位于在美国最高增长和最繁华地区收购、开发和管理高品质公寓，通过租赁居民公寓单位获得相关收入。
AVB	艾芙隆海湾社区	住宅	227.80	公司从事发展、重建、收购和管理公寓社区。如今公司的业务领域覆盖了美国东北部、大西洋中

代码	简称	所属 REITs 分类	总市值	公司简介
				部、中西部以及太平洋西北部和南加州区域。
SPG	西蒙地产	商贸零售	219.90	美国最大上市地产开发商之一

资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

注：市值为 2020 年 6 月 11 日收盘市值

无独有偶，在相对起步较晚的新加坡和日本市场，基础设施类 REITs 在市值榜中也具有重要地位。

表 3 新加坡市值前 5 的权益类 REITs 构成情况

单位：亿美元

代码	简称	所属 REITs 分类	总市值	公司简介
AREIT	腾飞房地产信托	工业/物流	81.10	公司的多元化地产组合，涵盖商务园和科学园、综合开发项目、便利设施及零售物业、高规格产业地产、轻工业地产以及物流和配送中心。
CT	凯德商用新加坡信托	商贸零售	54.88	公司在新加坡持有 15 个购物中心
MLT	丰树物流信托	工业/物流	52.20	丰树集团旗下的物流地产信托，主要布局于新加坡、香港、中国大陆、澳大利亚等地
MCT	丰树商业信托	商贸零售	49.50	丰树集团旗下的商业地产信托，包含新加坡的五处物业，其中四处位于海滨区，另一处位于中央商务区。
CCT	凯德商务产业信托	商务办公	49.38	公司在新加坡、马来西亚和德国持有 10 余栋商写物业

资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

注：市值为 2020 年 6 月 11 日收盘市值，为方便比较，均采用美元计价

表 4 日本市值前 6 的权益类 REITs 构成情况

单位：亿美元

代码	简称	所属 REITs 分类	总市值	公司简介
8951	日本建筑基金 (NBF)	商务办公	89.56	日本最大的商写物业投资基金
8952	日本房地产投资	商务办公	74.98	日本最大的商写物业投资基金之一
3283	NIPPON 物流	工业/物流	65.36	日本最大的物流地产服务商之一
3462	野村房地产投资	多元化	61.66	广泛投资于日本的各类物业，包括商务办公、商贸零售、住宅、物流酒店
8984	大和房地产信托	住宅	53.10	主要投资于日本公寓物业
3281	GLP J-REIT	工业/物流	48.81	GLP (中文名：普洛斯) 的日本业务板块

资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

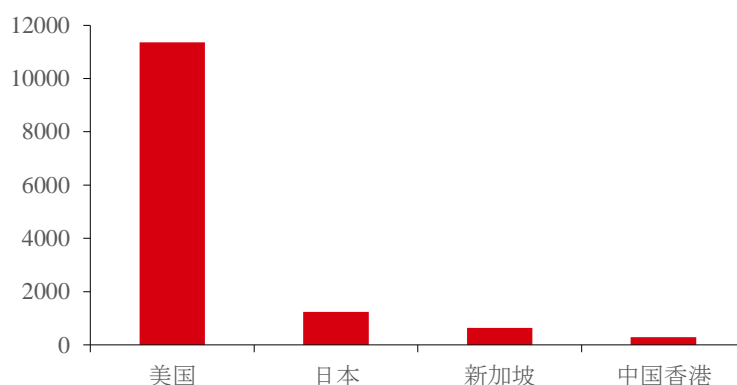
注：市值为 2020 年 6 月 11 日收盘市值，为方便比较，均采用美元计价

只有在中国香港市场，基础设施 REITs 的确无足轻重，远不如房地产类 REITs。

但在亚太地区，中国香港市场的 REITs 规模也并不如新加坡。我们相信，这可能和香港市场在吸引 REITs 挂牌过程中过分重视房地产，忽视基础设施类 REITs 发展有关。

图 5 美国、日本、新加坡和中国香港市场 REITs 总市值

单位：亿美元

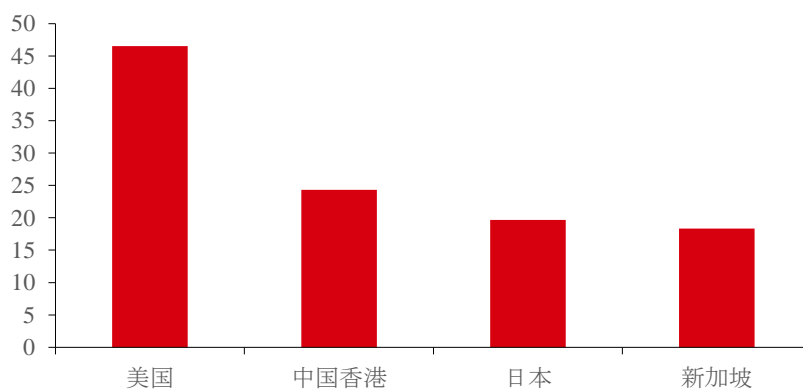


资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

注：市值为 2020 年 6 月 11 日收盘价

图 6 美国、日本、新加坡和中国香港市场 REITs 平均市值

单位：亿美元



资料来源：Bloomberg，中信证券研究部

注：市值为 2020 年 6 月 11 日收盘价

2、基础设施 REITs 收益率更高

基础设施类资产经营难度相对不高，回报却较为稳定，也比较容易复制。最重要的是，无论是 IDC 还是物流仓储，还具备网络效应和品牌效应，有规模壁垒。而且，随着社会进步，网络时代到来，居民对居住空间并没有快速成长，但对于工业仓储，信息基础设施等需求却持续增长。

从结果来看，基础设施 REITs 的长期收益率的确更高。这也是基础设施 REITs

逐渐从边缘走向主流，取代房地产成为新时代 REITs 最核心最重要底层资产的关键。REITs 在最初的确是以房地产为主，但如今全球来看，基础设施 REITs 都是潮流所向。

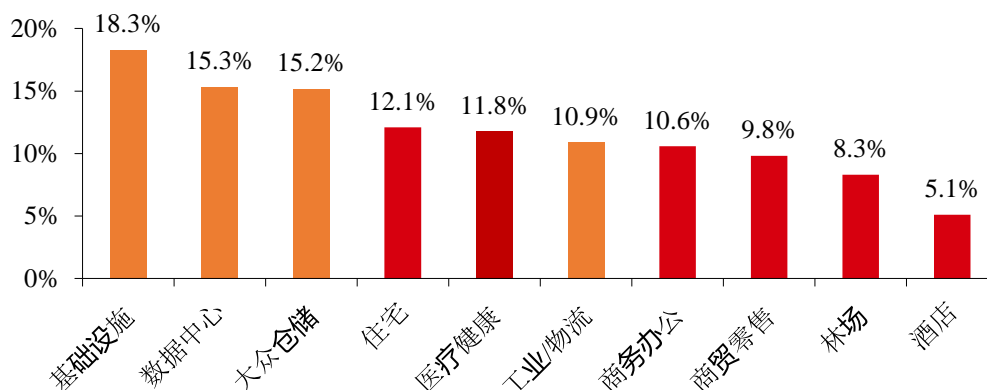
表 5 基础设施类差别和传统商业类、住宅类资产的差别

	基础设施类	传统商业类	住宅类
管理经营难度	标准化程度高，管理相对较低，价格敏感	管理难度高，运营能力要求高，同样物业在不同经营下差距大	标准化程度高，管理相对较低，价格敏感
地段相关性	与地段有一定相关性，重点是城市区域	与地段相关性高，但是好地段也不一定成功	与地产相关性高，好地段成功概率大
收益稳定性	受经济波动影响小	高度影响	中等影响
异地复制难度	模式成熟，异地复制容易	非标化程度高，难以异地复制	模式成熟，异地复制容易
网络效应	网络效应明显，规模具有溢价	不明显	不明显

资料来源：中信证券研究部

例如，基础设施类物业虽然在美国发展较晚，但是发展更快，投资收益回报率却更高。我们统计了美国各类 REITs 的投资收益率可以看出，基础设施类、数据中心类 REIT 符合信息化发展潮流，近年快速崛起，年化复合收益率在 15% 以上。传统的大众仓储、工业/物流年化复合收益亦很高。而传统的商业地产受到经济周期影响大，收入相对不稳定，尤其是酒店，表现相对最差，复合收益率仅有 5.1%。

图 7 美国各类 REITs 自 1994 年-2019 年年均复合收益率



资料来源：NAREIT（美国 REIT 协会），中信证券研究部

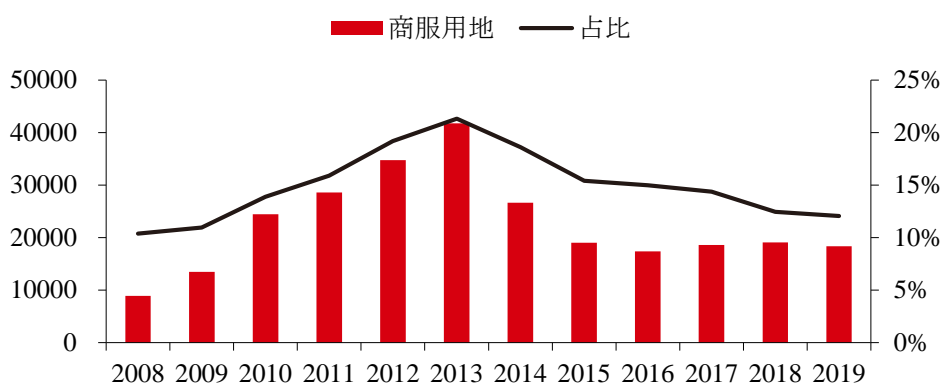
注：林场、基础设施、数据中心收益率起始日分别为 2011、2012、2015 年

四、坚持基础设施本位，是我国 REITs 的生命线

1、我国存量地产资产质量参差不齐

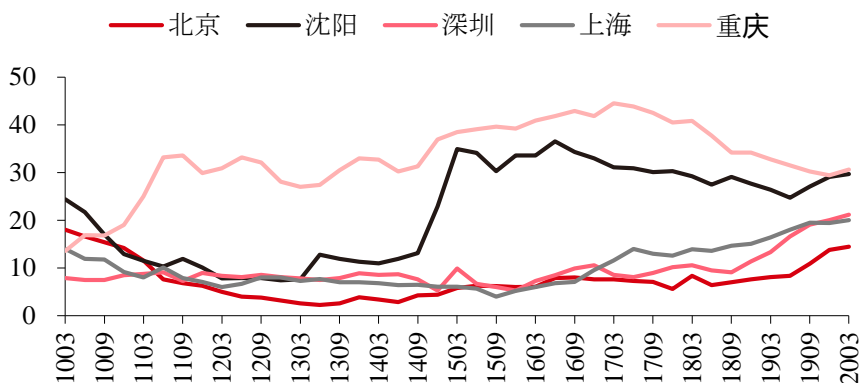
相比美国等国家，我国房地产类底层资产质量更显参差不齐。虽然从结构上看，不乏一些优质的房地产持有物业，但从总量上来看，商业地产，写字楼，酒店等，确实面临供过于求的窘迫状况。大量的写字楼、商业楼宇空置率高，租金收益率低的问题。

图 8 2013 年以前，商服用地大量出让



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 9 重点城市优质写字楼空置率走势



资料来源：Wind，中信证券研究部

所以，中国的商业地产呈现出运营管理要求高的特点。诚然，万象城，大悦城，龙湖天街等强势品牌的出现，也诞生了一批优质的持有物业。但这些物业的根基较之海外，更系于某个强势管理团队的存在，而不是底层资产的质素。

这种情况之下，我们认为委托第三方管理，由公募基金承担主体责任的出表机制，未必适合商业地产资产（但适合基础设施）。相反，商管品牌的价值可能

凸显，轻资产的商业管理平台更有可能获得投资者认可。

住宅更不适合成为 REITs 的底层资产。首先是我国住宅的保有量已经不低。我们根据贝壳网的数据推算，保守估计全国城镇常住人口人均住房面积为 44.9 平方米，则我国存量住房规模为 373 亿平方米。目前住房总量已经充足，仅是结构化的问题需要解决。

表 6 核心城市人均住房面积估算（以房查房的办法）

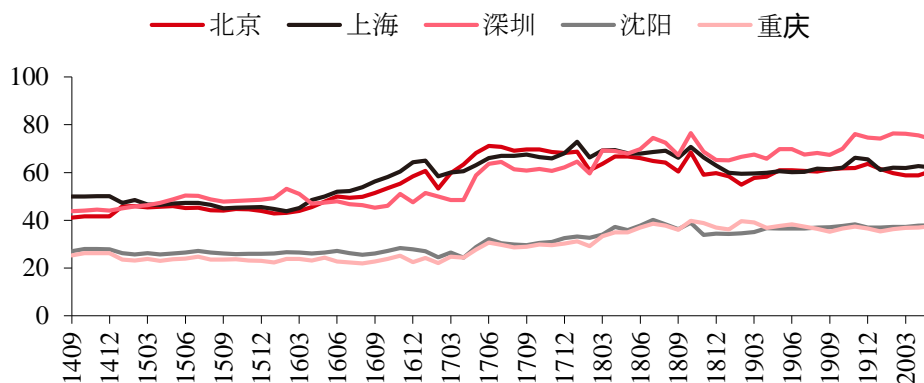
城市	2019 贝壳汇 总房屋套数 (万套)	2018 年常 住人口 (万人)	全市房屋 套数估算 (万套)	商品房所 占比例估 计	套均规模测 算 (平方米)	存量住房建 面 (万平米)	人均住房面 积 (平方米)
上海	770	2,135	840.4	92%	89.2	74,969	35.1
北京	723	1,863	894.7	81%	83.9	75,042	40.3
天津	463	1,297	582.3	79%	83.2	48,460	37.4
广州	380	1,249	545.4	70%	78.4	42,776	34.3
成都	594	1,194	851.8	70%	78.4	66,794	55.9
武汉	389	887	574.7	68%	77.5	44,524	50.2
杭州	265	759	362.0	73%	80.2	29,034	38.3
郑州	252	714	410.2	61%	74.4	30,503	42.7
南京	298	686	446.9	67%	77.0	34,388	50.1
长沙	225	645	354.9	63%	75.3	26,735	41.4
合肥	220	587	325.4	68%	77.4	25,174	42.9
济南	184	538	298.8	61%	74.4	22,221	41.3
汇总	4,763	12,555	6,487.4	73%	80.3	520,620	41.5
剔除一线 后汇总	2,890	7,307	4,207	69%	77.9	327,833	44.9

资料来源：贝壳找房，国家统计局，Wind，中信证券研究部测算，剔除一线后套均规模反而更小，和直观感受不符，可能是因为我们对于非商品化住房单套面积借用深圳经验，估计过于保守（绝大多数北方城市小产权房单套更大）。如果调高这个数值，会导致存量住房建面更大。

更重要的是，我国住房租金回报率较低，改造提租空间较小。虽然有不同企业前仆后继，以“二房东”模式经营长租公寓，并试图将这种经营权进行证券化。但如果这种改造的过程涉及很明显的租金上涨，则会背离房住不炒的精神。如果这种改造的过程不伴随明显的租金上涨，又很难成为优质的底层资产。

我们认为，相比基础设施来说，长租公寓的确不是很好的 REITs 底层资产。

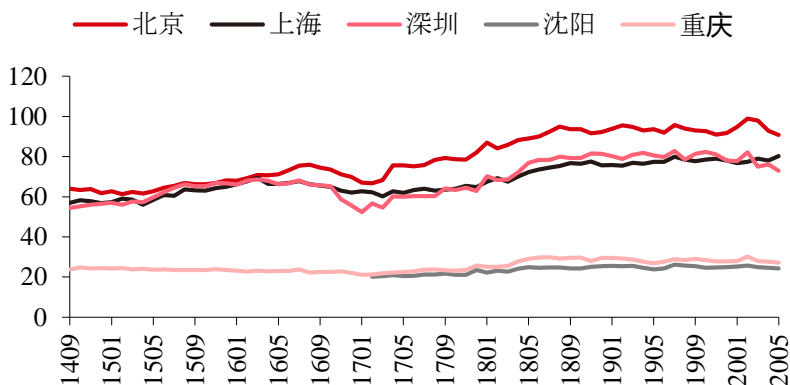
图 10 重点城市房价租金比



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 11 重点城市租金在 2017 年以后明显上涨

单位：元/月·平米



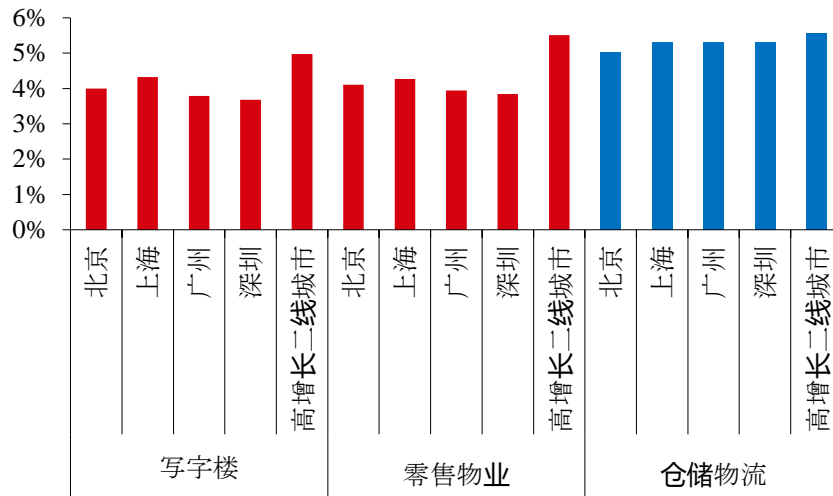
资料来源：Wind，中信证券研究部

2、基础设施是我国现阶段最适合开展 REITs 探索的底层资产

我国的基础设施从总量上看仍有不足，从结构上看缺口更大。且基础设施种类繁多，已经完全可以满足投资者多元化投资的需求。

举例来说，物流仓储设施对投资者的吸引力，就要远好于写字楼和商业。

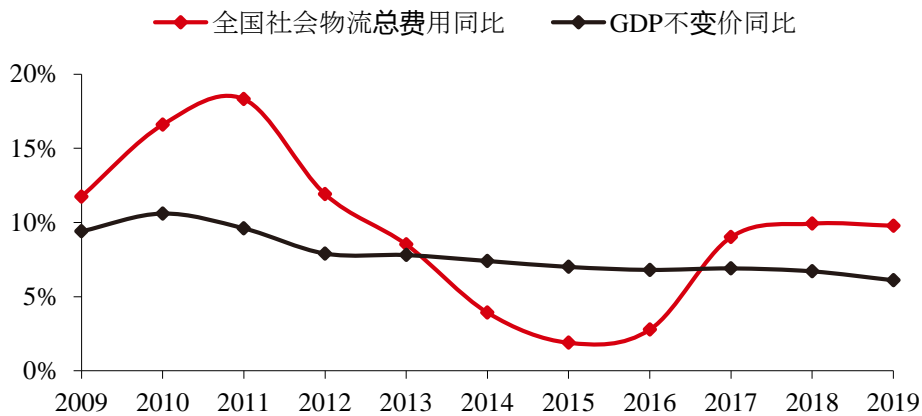
图 12 重点监测城市主要资产类别的投资净回报率



资料来源：CBRE，中信证券研究部

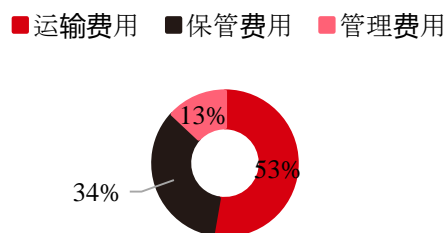
我国物流稳健增长，近几年物流市场规模增速快于 GDP。2019 年我国物流市场规模总计 14.6 万亿元，近 3 年增速均高于 GDP。14.6 万亿元的大物流市场下，运输物流、保管物流（仓储包含在内）以及管理物流市场规模分别为 7.7 万 /5.0 万/1.9 万亿元。

图 13 全国社会物流总费用近几年增速快于 GDP



资料来源：国家统计局，中信证券研究部

图 14 我国社会物流总费用结构情况

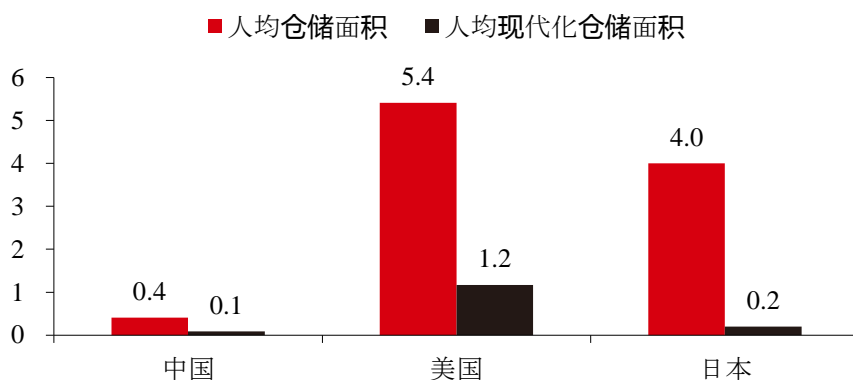


资料来源：国家统计局，中信证券研究部

受益于 B2C 电商快速发展、叠加零售端渠道变革，仓储需求增长迅速。过去几年，电商渗透率持续提升，电商零售及快递业务量均保持中高速增长趋势。

一方面是零售端仓储物流需求持续增长，另一方面我国仓储供给端发展却落后海外。中国目前大约拥有 5.5 亿平方米的仓储物流面积，但现代化物流设施仅为 1.1 亿平方米，占比 20%。而主要城市非自用高标仓存量累计仅约 2,600 万平方米，人均面积不到 0.015 平米，而美国人均却高达 1.17 平米。

图 15 我国人均仓储及现代化仓储面积显著小于美国（平方米/人）



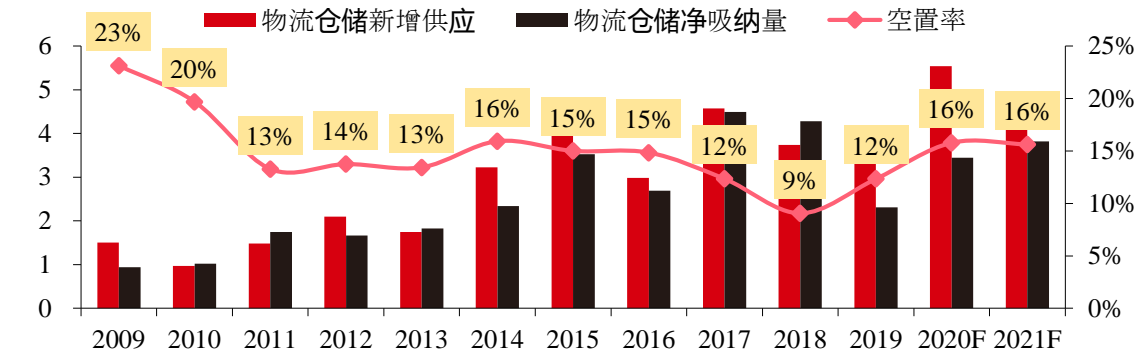
资料来源：CIA The World Factbook, CBRE, GLP estimates, 中信证券研究部

图 16 高标仓库示意图



资料来源：亿欧

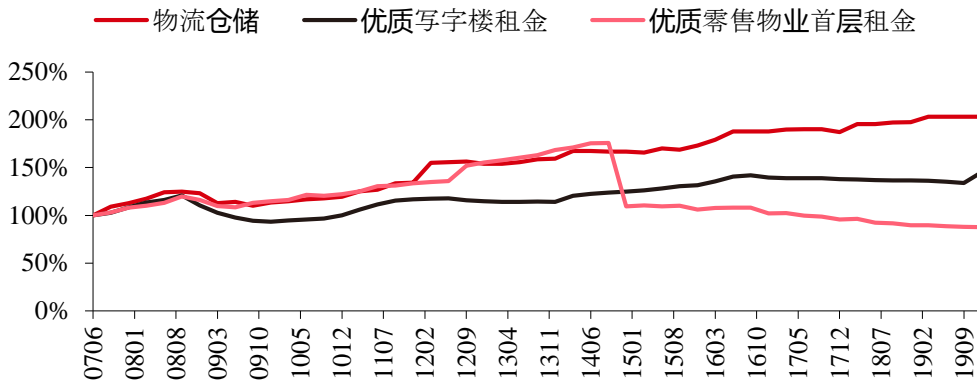
图 17 物流仓储市场供需情况（百万平方米）



数据来源：CBRE（含预测），中信证券研究部

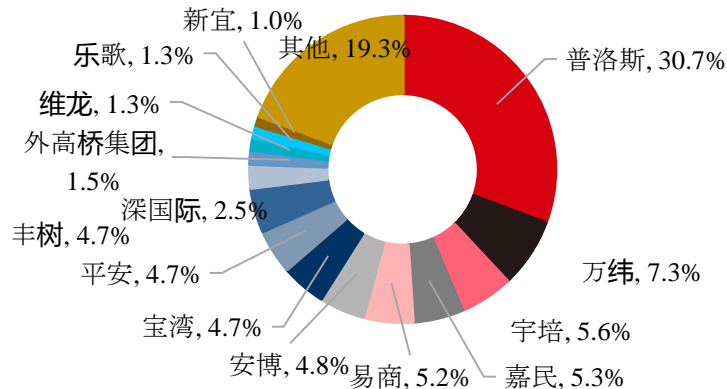
物流仓储结构简单、建设成本、管理难度要明显低于写字楼和零售物业。同时由于需求的强劲，结构的矛盾，仓储租金上涨速度要快于其他物业。根据 CBRE 监测，2020 年迄今北、上、广、深一线城市仓储物流投资净回报率比写字楼和零售物业高约 1.2pcts。

图 18 上海市三种业态物业租金走势



资料来源：Wind，中信证券研究部

目前仓储物流的主要持有者有地产物流企业、房地产企业、电商企业、快递企业以金融企业。其中地产物流企业是仓储物流行业的最大参与主体，在再生产的动力下，具有天然转化为 REITs 的诉求。

图 19 2019 年国内物流地产行业企业市场份额情况


资料来源：戴德梁行，中信证券研究部

表 7 中国重要的物流仓储企业情况列举

名称	物流地产板块	物流地产土地规模
普洛斯	公司作为国内最大的物流仓储设施供应商，公司最终控股股东普洛斯集团旗下拥有、管理和租赁的物业组合横跨中国、日本、巴西、美国、欧洲和印度。充足的土地储备及完善的布局为公司未来业务规模的持续扩张提供有力支持。	完成仓储物业总建筑面积 2432 万平方米，实际出租面积 2,070 万平方米，土地储备建筑面积 703.53 万平方米，主要军在沿海省会城市及经济处于上升期的城市
万科 A (万纬)	集团以“万纬物流”为物流仓储服务平台，经过近五年发展，服务客户超过 850 家，涵盖电商类、快递快运类、制造业类、餐饮类、零售商超类等各个领域。截止 2019 年末，万纬物流进驻 44 个城市，获取 138 个项目，其中高标库 123 个（包括 9 个高标库与冷库一体化综合物流园），冷库 15 个。	可租赁物业的建筑面积约 1,086 万平方米
中国物流资产 (01589.HK) (宇培)	中国物流资产控股有限公司是港股上市公司，是宇培国际、RRJ capital、京东共同在中国投资的物流基础设施开发平台。	截至 2019 年年末，本公司在 18 个省份或直辖市物流枢纽的 37 个物流园拥有 176 套运营中之物流设施。公司已竣工物流园面积达到 340 万平方米。
嘉民	嘉民是一家综合性地产集团，在澳大利亚证券交易所上市。在全球 17 个国家持有、开发和管理工作工业和商业物业。	在中国管理 47 项物业，运营面积 440 万平方米。
ESR (01821.HK) (易商)	ESR 是总部位于香港的领先物流地产平台，网络遍布中国、日本、韩国、新加坡等多国。公司提供物业开发、物流物业基金管理、投资房地产信托基金等服务。	总资产管理规模超 220 亿美元，总建筑面积超 1,700 万平方米
安博 (PLD.N)	安博为美国纽约证券交易所上市公司，企业总部位于美国加利福尼亚州旧金山市。安博是全球领先的物流设施服务商。物业覆盖南北美洲、欧洲和亚洲，在全球范围服务制造商、零售商、运输公司、第三方物流企业和其它具有	截至 2019 年末。安博中国运营 181 栋，495 万平方米物流资产。

名称	物流地产板块	物流地产土地规模
	大型物流配送需求的企业。	
南山控股 (002314.SZ) (宝湾)	公司吸收深基地 B 全部股权，从而控股宝湾物流。宝湾物流是自有核心仓储资产的物流服务商、行业领先的国际物流园区开发商和运营商，充分满足第三方物流企业、商贸零售企业、电子商务企业和生产制造企业对仓储设施在运作效率、安全和环境等多方面的要求，并积极开展并购、合资、定制等多种仓储物流开发与营运模式。	截至 2019 年底，宝湾物流在全国范围内拥有及管理 63 个智慧物流园区、运营仓储面积近 340 万平方米，规划在建（含待建项目）面积超过 300 万平方米。
平安不动产 (平安)	平安不动产为中国平安下属子公司。	典型项目包括：平安上海临港冷链物流园、平安嘉兴秀洲物流园、平安南京空港物流园等。
丰树物流信托 (M44U.SG) (丰树)	新加坡上市 REITs，亚太地区专业的物流资产信托。目前布局亚太 8 个国家和地区。	截至 2019 年底，持有中国内地 20 个物流产业园。
深圳国际 (00152.HK) (深国际)	深圳国际控股有限公司是一家以物流、收费公路为主业的企业。 深国际物流发展有限公司隶属深圳国际控股有限公司，是一家专门从事“深国际·综合物流港”投资运营的平台型企业。	截至二零一九年底，已在全国（含深圳物流园）共 27 个物流节点城市实现布局，涉及规划用地面积约 728 万平方米，投入运营项目上升至 19 个，总运营面积为 201 万平方米。
外高桥 (600648.SH)	公司为外高桥保税区及周边区域的开发主体，贸易物流部分主要为外高桥保税物流园区。	核心资产为外高桥保税物流园区
维龙	公司是意大利知名的物流仓储设施开发、管理和投资公司，于 2007 年在米兰证交所上市。	截止 2017 年初，维龙在华建成和在建的物流仓储设施总面积已经超过 200 万平方米。
乐歌	LOGOS 作为垂直整合产业园区专家，业务遍及澳大利亚、中国、印度、印度尼西亚及新加坡等地。	乐歌目前有分布于 9 个项目共计 93.6 万平方米的产业园区
中储股份 (600787.SH)	中储股份是我国特大型全国性仓储物流企，仓储货物主要是大宗商品，其仓储网络覆盖亚洲、欧洲、美洲等世界主要经济区域，在国内 20 多个省、直辖市和自治区投资运营了物流园区，能够为中外企业的全球化经营提供物流支持。2015 年引入普洛斯作为战略投资者。	实体网络覆盖北京、上海、天津、江苏、山东、湖北、湖南、广东、四川、河北、河南、陕西、山西、辽宁等地，拥有土地面积 600 多万平方米
顺丰控股	截止目前已发行华泰佳越-顺丰产业园一期第 1 号（募集资金 18.46 亿元）、华泰佳越-顺丰产业园一期第 2 号（募集资金 13.6 亿元）资产支持专项计划	顺丰控股在全国拥有 175 个不同类型的仓库（包含新夏晖冷链物流中心），面积近 228 万平方米。公司布局物流场地土地面积约 7,098 亩，总规划建筑面积约 418 万平米，已建成建筑面积约 151 万平米。
京东		公司目前拥有超过 700 个仓库，自有及仓储交易平台上合计 1,690 万平方米土地。
苏宁易购	苏宁物流地产基金的投资运作，形成了公司仓	苏宁物流拥有零售行业领先的自建

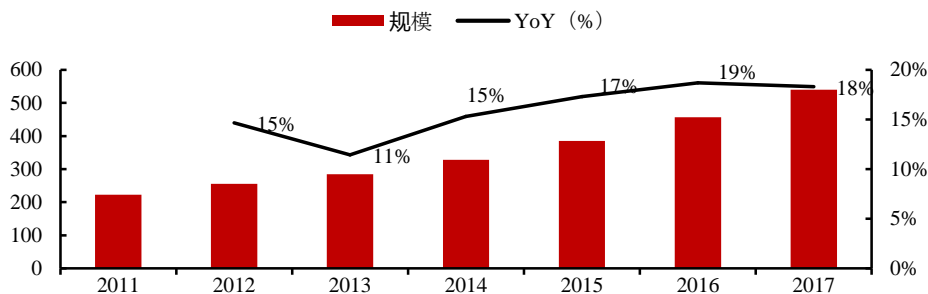
名称	物流地产板块	物流地产土地规模
	储物业“开发-运营-基金运作”这一良性资产运营模式。	物流设施网络，截至 2019 年 12 月苏宁物流拥有仓储及相关配套面积 1,210 万平方米
菜鸟		菜鸟网络联合社会化的仓、配资源及能力，为商家提供具有行业特色、电商特色的仓配服务，仓储面积（峰值）1,000 多万平方米。

资料来源：各公司官网，各公司公告，中信证券研究部

3、IDC：数字时代的核心不动产

IDC 的商业模式与商业地产大同小异，核心亦是数据中心的空间出租业务。从中长期看，IDC 产业的增长核心在于满足数据运算&存储的需求。数据流量的持续高速增长，以及技术进步的放缓，均构成 IDC 市场持续增长的核心支撑，我们预计中期国内 IDC 市场仍能维持 30%左右复合增速。同时相较于一般的基础设施资产，从代表性企业公布的项目 IRR 数据来看，IDC 资产投资回报率显著好于一般不动产资产。

图 20 全球 IDC 市场规模（亿美元）



资料来源：IDC，中信证券研究部前瞻组

表 8 中、美第三方 IDC 市场（含电信运营商）规模对比

国家	2017 年规模（亿美元）	2017~2022 年 CAGR
美国	260	8~10%
中国	137	30%左右

资料来源：IDC、中国 IDC 圈，中信证券研究部前瞻组（含预测）

表 9 中、美 IDC 企业项目 IRR（无债务融资）对比

类别	国内	美国
IRR	零售：15%~20%左右 定制批发 10%~20%	零售：20%~30%左右 定制批发 10%~20%

资料来源：IDC、中国 IDC 圈，中信证券研究部前瞻组

五、从基础设施起步，REITs 市场将大有作为

目前，新加坡，日本等市场发展十分成熟，交易机制也值得参考借鉴。但中国的优势在于基础设施的底层资产十分庞大。对于基础设施资产的持有人来说，与其探讨离岸市场的挂牌机会，显然不如拥抱国内流动性更好，也更聚焦基础设施的 REITs 市场。

表 10 新加坡 REITs 相关交易规则

规则	内容
投资规则	24 个月内至少 35% 投资于房地产项目，投资于房地产及相关投资比例不低于 70%；投资单一项目不得超过总投资额 5%
负债规则	资产负债率不高于 35%，获得 A 评级可放宽至最高 60%
分红规则	每年分配不少于 90% 租金收入给投资者
税收规则	分红免税，个人投资者完全免税，REITs 购买房地产免 3% 的印花税

资料来源：Monetary Authority of Singapore，中信证券研究部

存量类 REITs 产品也有望进一步转化，带来丰富的标的储备。

表 11 部分已发行仓储物流资产支持计划产品信息

	产品	日期	详细信息	收益情况
顺丰产业园类 REITs	华泰佳越-顺丰产业园一期第 1 号	2018 年 12 月	认购资金为 18.46 亿元，其中优先级资产支持证券的募集总规模为人民币 11.20 亿元，票面利率 5.05%；权益级资产支持证券的募集总规模为人民币 7.26 亿元。到期日 2060 年 12 月 11 日。	约 8.1 亿元
顺丰产业园类 REITs	华泰佳越-顺丰产业园一期第 2 号	2019 年 9 月	认购资金为 13.6 亿元，其中优先级资产支持证券的募集总规模为人民币 7.65 亿元，票面利率 4.9%；权益级资产支持证券的募集总规模为人民币 5.95 亿元。到期日 2058 年 9 月 26 日。	约 6.1 亿元
宝湾地产 CMBS	长江楚越-宝湾物流第 1 期资产支持专项计划	2019 年 1 月	认购资金为 13.6 亿元，其中优先级资产支持证券的募集总规模为人民币 16.99 亿元，票面利率 4.82%；次级资产支持证券的募集总规模为人民币 0.9 亿元。到期日 2037 年 1 月 13 日。	无

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

六、风险因素

从总体上来看，基础设施 REITs 具备蓬勃发展的基础。但这并不意味着每一个 REITs 产品都能为投资者提供可观收益。当前市场对 REITs 研究力量尚显不足，REITs 市场的繁荣有待于资产原始权益人，基金管理人和普通投资者共同努力。REITs 市场存在初期发展不达预期的风险。