

投资策略研究

多维度解析公募 REITs

对比美国资产的风险收益表现，自 2014 年以来，美国 REITs 的波动率略高于美股和美国长债，收益率则介于股与债之间。美国 REITs 的风险收益比更接近股票。回到国内市场，计算国内公募 REITs 的整体波动率时，剔除了 REITs 上市首日的涨跌幅限制。结果显示，国内 REITs 的波动率为 14.21%，低于美股 REITs ETF 的 21.99%。对比中证 800ETF 的 15.75%和十年国债 ETF 的 2.08%，国内 REITs 的波动率接近股票，但稳定性略高于 A 股。

截至 2024 年 9 月 5 日，国内公募 REITs 的发行数量达到 45 支，总规模为 1343.27 亿元，平均每支的发行规模为 31.87 亿元。从资产类型来看，交通基础设施类 REITs 的发行规模居于绝对领先地位，总规模为 544.61 亿元，占全部发行规模的 40.54%。紧随其后的是园区基础设施和消费基础设施。2024 年，公募 REITs 的发行热度显著回升，摆脱了 2023 年的低点。截至 2024 年 9 月 5 日，已有 14 支 REITs 完成配售，创下历史新高。

从投资者结构来看，公募 REITs 的主要认购方式为战略配售，且这一占比逐年上升。目前国内 REITs 的存量规模较小，而新发行量较大，因此换手率成为衡量二级市场交易活跃度的重要指标。经历了上市初期的高换手率之后，当前公募 REITs 的月换手率基本稳定在 15%左右。从资产类别看，生态环保板块的日均换手率今年最高，达 1.46%；保租房、能源和产业园板块的日均换手率也超过 1%。

从 2022 年 10 月到 2024 年 1 月，公募 REITs 的 P/FFO 估值从 28.33 大幅回落至 14.95，几乎腰斩。截至 2024 年 8 月，REITs 的 P/FFO 中位数回升至 18.84。参照国际经验，REITs 的 P/FFO 估值通常在 10 至 25 之间，因此当前国内市场估值水平处于合理范围内。

收入端环比来看，除高速 REITs 负增较为明显外，其余资产类别的收入均呈现增长或基本维持稳定；同比来看，受制于当前国内经济复苏较为缓慢，同比数据除生态环保外均有不同程度的下滑。从 EBITDA 看，保租房、仓储物流以及生态环保的 EBITDA 同环比均有改善，而高速及能源的 EBITDA 回落较为明显。从二季度经营情况看，建议关注三项指标均改善明显的生态环保 REITs 以及业绩稳定性较好的保租房 REITs。

风险提示：REITs 二级市场价格大幅波动风险；国内复苏不及预期导致 REITs 经营数据承压；REITs 相关支持政策调整风险；口径不同导致数据统计偏差。

作者

分析师 汪毅

执业证书编号：S1070512120003

邮箱：yiw@cgws.com

分析师 丁皓晨

执业证书编号：S1070524070001

邮箱：dinghaochen@cgws.com

相关研究

- 《机构调研视角：每周机构都在关注什么？（0902-0908）》2024-09-11
- 《定量观市：市场无差别回调，股债性价比新高（240902-240908）》2024-09-10
- 《新质生产力政策追踪（08/31-09/06）》2024-09-09

内容目录

1 从风险收益看 REITs	3
2 国内公募 REITs 发展正当时	5
3 从基本面看什么 REITs 更值得关注?	8
风险提示	9

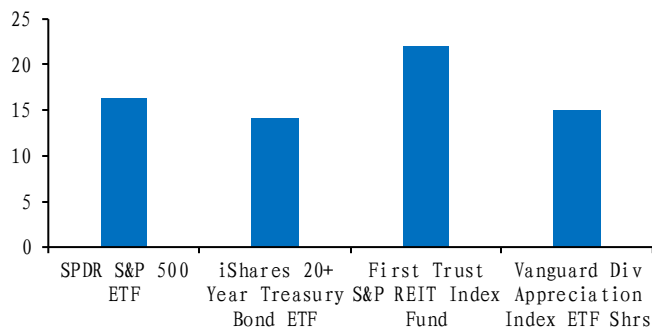
图表目录

图表 1: 美国各资产年化波动率(%，2014 年至今).....	3
图表 2: 美国各资产收益率 (2014 至今)	3
图表 3: 公募 REITs 剔除上市首日年化波动率	3
图表 4: 国内各资产年化波动率(%，2021.6.22-2024.9.3).....	4
图表 5: REITs 发行规模统计 (亿元)	5
图表 6: 公募 REITs 逐年发行数量	5
图表 7: 公募 REITs 认购投资者结构	6
图表 8: 公募 REITs 月换手率 (截至 2024.9.5)	6
图表 9: 2024 年以来公募 REITs 成交金额以及日均换手率 (截至 2024.9.5)	6
图表 10: 公募 REITs P/FFO 估值中位数	7
图表 11: 各资产类别 REITs 经营数据 (万元)	8

1 从风险收益看 REITs

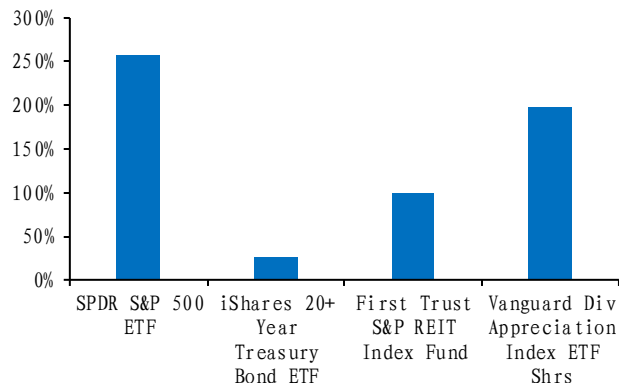
对比美国各类资产的风险收益，从 2014 年以来表现来看，美国 REITs 波动率略高于美股以及美国长债；从收益率角度看，REITs 收入介于股与债之间。从风险收益比的角度看，美国 REITs 产品性质其实更类似于股票。

图表1: 美国各资产年化波动率(%，2014 年至今)



资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院

图表2: 美国各资产收益率 (2014 至今)



资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院

回到国内市场，我们将计算当前国内公募 REITs 产品的整体波动率情况。由于 REITs 上市首日的涨跌幅限制为 30%，之后交易日的涨跌幅限制为 10%，且当前国内 REITs 的上市时间普遍较短，为了便于与股票及债券的长期波动率进行比较，我们在计算波动率时剔除了 REITs 上市首日的涨跌幅。整体来看，国内公募 REITs 的波动率平均值为 14.21%，显著低于美股 REITs ETF 的 21.99%。

图表3: 公募 REITs 剔除上市首日年化波动率

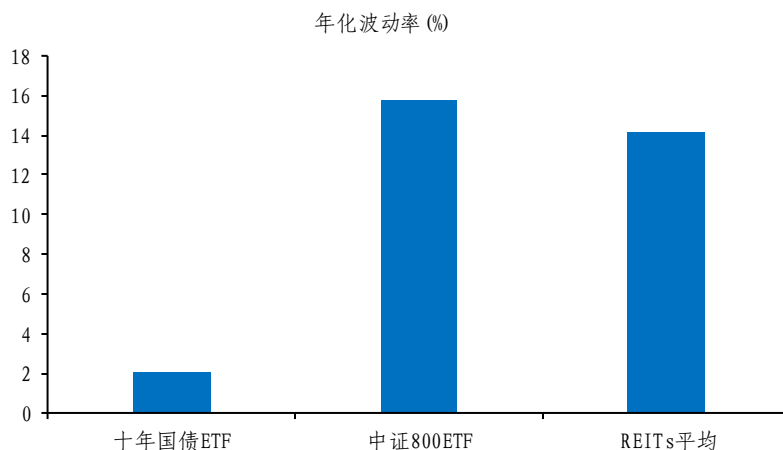
名称	波动率 (%)	分类	上市日期
中金普洛斯 REIT	18.35	物流仓储	2021-06-21
中航首钢绿能 REIT	14.75	生态环保	2021-06-21
浙商沪杭甬 REIT	10.15	高速	2021-06-21
平安广州广河 REIT	10.85	高速	2021-06-21
华安张江产业园 REIT	19.67	产业园	2021-06-21
红土创新盐田港 REIT	21.37	物流仓储	2021-06-21
富国首创水务 REIT	21.88	生态环保	2021-06-21
东吴苏园产业 REIT	16.64	产业园	2021-06-21
博时蛇口产园 REIT	20.52	产业园	2021-06-21
华夏越秀高速 REIT	14.37	高速	2021-12-14
建信中关村 REIT	20.48	产业园	2021-12-17
华夏中国交建 REIT	12.42	高速	2022-04-28
国金中国铁建 REIT	10.74	高速	2022-07-08
鹏华深圳能源 REIT	14.05	能源	2022-07-26
中金厦门安居 REIT	12.49	保租房	2022-08-31
华夏北京保障房 REIT	13.90	保租房	2022-08-31
红土创新深圳安居 REIT	16.09	保租房	2022-08-31
华夏合肥高新 REIT	16.70	产业园	2022-10-10

名称	波动率(%)	分类	上市日期
国泰君安临港创新产业园 REIT	17.06	产业园	2022-10-13
国泰君安东久新经济 REIT	15.58	产业园	2022-10-14
华泰江苏交控 REIT	12.44	高速	2022-11-15
中金安徽交控 REIT	14.47	高速	2022-11-22
华夏基金华润有巢 REIT	15.07	保租房	2022-12-09
华夏和达高科 REIT	16.45	产业园	2022-12-27
嘉实京东仓储基础设施 REIT	21.03	物流仓储	2023-02-08
中信建投国家电投新能源 REIT	10.50	能源	2023-03-29
中航京能光伏 REIT	12.38	能源	2023-03-29
中金湖北科投光谷 REIT	19.30	产业园	2023-06-30
中金山东高速 REIT	12.91	高速	2023-10-27
国泰君安城投宽庭保租房 REIT	16.37	保租房	2024-01-12
嘉实物美消费 REIT	17.07	消费	2024-03-12
华夏金茂商业 REIT	14.16	消费	2024-03-12
华夏华润商业 REIT	8.74	消费	2024-03-14
嘉实中国电建清洁能源 REIT	14.41	能源	2024-03-28
易方达深高速 REIT	7.45	高速	2024-03-29
中金印力消费 REIT	9.28	消费	2024-04-30
工银河北高速 REIT	5.74	高速	2024-06-28
华夏特变电工新能源 REIT	8.27	能源	2024-07-02
华夏深国际 REIT	19.27	物流仓储	2024-07-09
中信建投明阳智能新能源 REIT	10.65	能源	2024-07-23
华安百联消费 REIT	8.48	消费	2024-08-16
华夏首创奥莱 REIT	4.24	消费	2024-08-28
平均值	14.21		

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院

选取中证 800ETF 以及十年国债 ETF 作为国内股和债的代表, 可以看到中证 800ETF 近 10 年的波动率约为 15.75%, 而十年国债 ETF 的波动率仅为 2.08%。如果将 REITs 平均值与 A 股与国债的波动率相比较的话, 可以看出 REITs 的性质依然与股更加接近, 但国内 REITs 的稳定性相较股票而言具备一定优势。

图表 4: 国内各资产年化波动率(%，2021.6.22-2024.9.3)



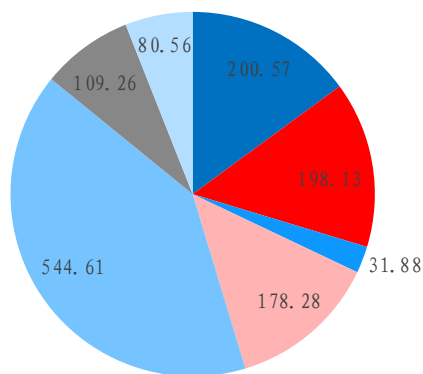
资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院

2 国内公募 REITs 发展正当时

截至 2024 年 9 月 5 日，国内公募 REITs 的发行总数量为 45 支，发行总规模为 1343.27 亿元，平均发行规模为 31.87 亿元。分资产类型来看，交通基础设施的发行规模处于绝对领先水平，总规模达到 544.61 亿元，占全部规模的 40.54%，园区基础设施与消费基础设施分列二、三位。

图表5: REITs 发行规模统计（亿元）

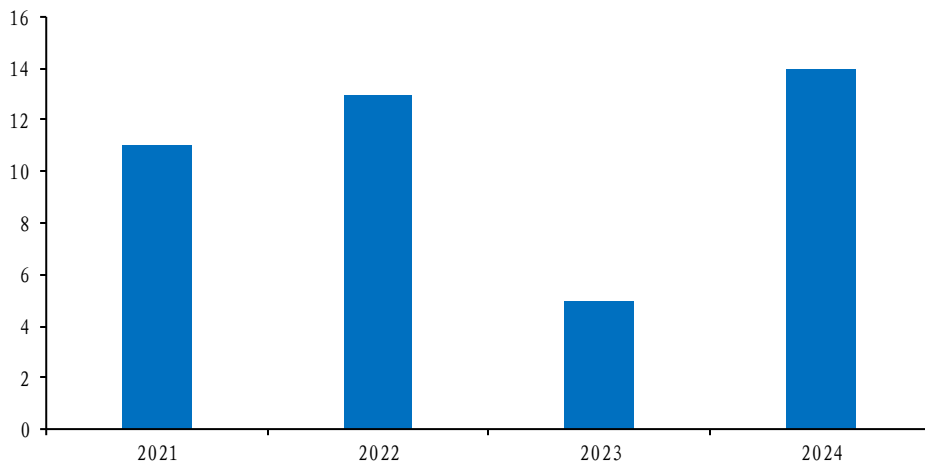
■ 园区基础设施 ■ 消费基础设施 ■ 生态环保 ■ 能源基础设施
■ 交通基础设施 ■ 仓储物流 ■ 保障性租赁住房



资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院

从完成配售的时间来看，2024 年公募 REITs 发行热度摆脱 2023 年低点。截至 2024 年 9 月 5 日，已有 14 支公募 REITs 完成配售，创历史新高。从认购投资者结构来看，公募 REITs 投资主要以战略配售为主，且占比逐年上升。

图表6: 公募 REITs 逐年发行数量



资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院

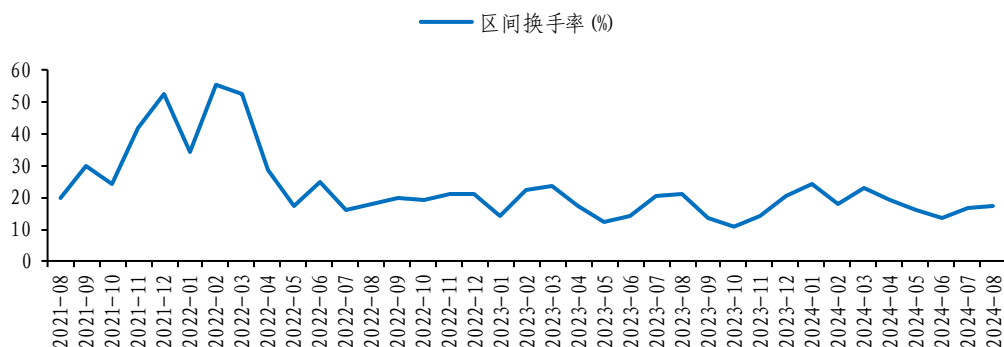
图表7: 公募 REITs 认购投资者结构

	战略配售	网下配售	公众配售
2021 年	67.98%	22.90%	9.12%
2022 年	68.41%	22.11%	9.48%
2023 年	73.58%	18.49%	7.93%
2024 年	77.41%	15.82%	6.78%

资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院

由于目前国内 REITs 存量规模较小且有大量新发, 因此以换手率作为 REITs 二级市场成交热度指标更为合适。在经历了上市初期的高换手率之后, 当前公募 REITs 的月换手率基本呈现以 15% 为中枢震荡的态势。

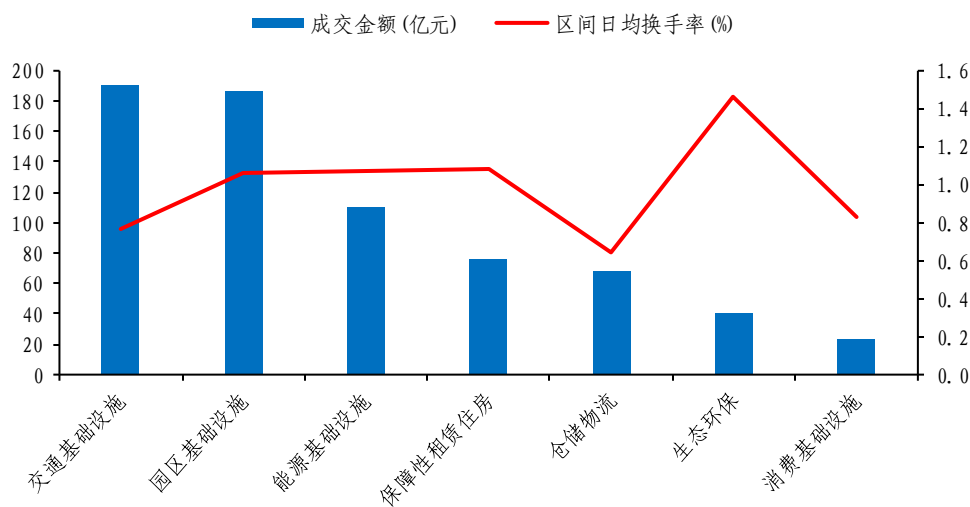
图表8: 公募 REITs 月换手率 (截至 2024.9.5)



资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院

分资产种类来看, 生态环保今年以来的日均换手率最高, 为 1.46%。除此之外, 日均换手率超过 1% 的板块有保租房、能源以及产业园。

图表9: 2024 年以来公募 REITs 成交金额以及日均换手率 (截至 2024.9.5)



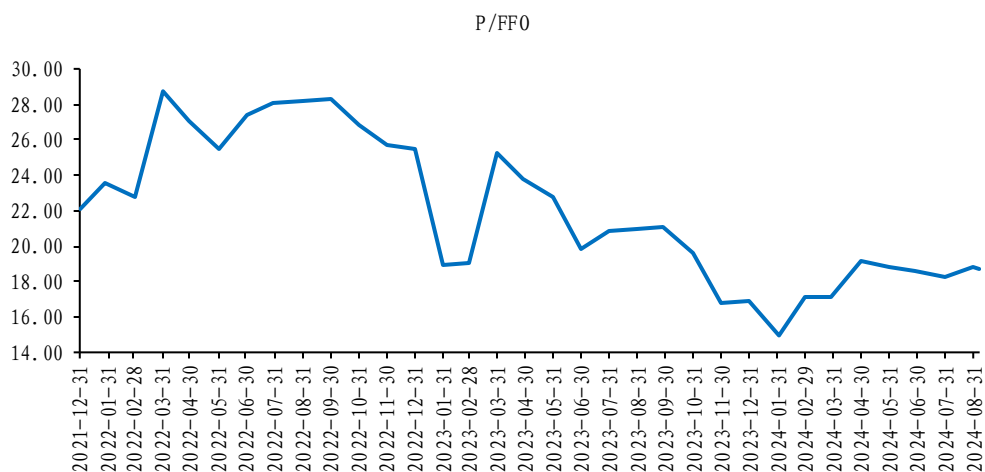
资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院

REITs 的估值方法多种多样，每种方法都有其独特的优势和适用场景。最常用的方法之一是 P/FFO （价格与营运资金比率）。这种方法类似于普通股票的市盈率，但更适合 REITs 的特殊性质。 P/FFO 通过将股价除以每股 FFO 来计算，其中 FFO（营运资金）是净收入加上折旧和摊销，再减去不动产销售的收益或损失。这种方法的优势在于它消除了折旧对 REITs 收益的影响，提供了比净收入更准确的现金流衡量标准。然而， P/FFO 也有其局限性，比如不考虑资本支出和忽略债务水平的差异。

另一个重要的估值方法是 NAV（净资产价值）法。这种方法试图确定 REIT 所拥有的所有资产的市场价值，减去其所有负债后得出的净值。NAV 法特别适用于以资产为基础的 REITs，因为它直接反映了底层不动产的价值。投资者经常比较 REIT 的市场价格与其 NAV 之间的溢价或折价，以判断其是否被高估或低估。然而，NAV 的计算可能面临挑战，尤其是在确定不动产的准确市场价值时。

由于 P/FFO 法更为通用，且目前公募 REITs 市场的发行较为分散，我们采用计算所有 REITs 的 P/FFO 的中位数来观测国内公募 REITs 的估值变化。以月频口径观测的话，公募 REITs 的估值在 2022 年 10 月开始经历了一段较长时间的回撤，一直持续到 2024 年 1 月，期间 P/FFO 从 28.33 下降到 14.95，估值接近腰斩。截至 8 月，公募 REITs 的 P/FFO 中位数为 18.84。从国际经验来看，REITs 的 P/FFO 估值普遍在 10-25 之间，因此可以认为当前市场估值已经在合理范围区间。

图表 10: 公募 REITs P/FFO 估值中位数



资料来源: Wind, 长城证券产业金融研究院

3 从基本面看什么 REITs 更值得关注？

收入端环比来看，除高速 REITs 负增较为明显外，其余资产类别的收入均呈现增长或基本维持稳定；同比来看，受制于当前国内经济复苏较为缓慢，同比数据除生态环保外均有不同程度的下滑。从 EBITDA 看，保租房、仓储物流以及生态环保的 EBITDA 同环比均有改善，而高速及能源的 EBITDA 回落较为明显。整体来看，二季度生态环保 REITs 的经营数据表现较好，收入、EBITDA 以及 EBITDA Margin 的同环比均有不同程度的上升。从业绩波动率角度看，保租房 REITs 的业绩稳定性显著优于其余资产类别，尤其在 EBITDA 以及 EBITDA Margin 上。

图表 11: 各资产类别 REITs 经营数据 (万元)

	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	环比变化	同比变化	标准化波动率
收入(万元)								
产业园REITs	20,800	20,894	19,851	19,328	19,395	0.35%	-6.75%	3.36%
保租房REITs	7,068	7,122	7,125	7,100	7,097	-0.04%	0.41%	0.29%
仓储物流REITs	2,685	2,717	2,692	2,646	2,655	0.30%	-1.00%	0.96%
生态环保REITs	17653	19014	18928	16177	18288	13.05%	3.60%	5.78%
高速REITs	107,001	119,462	102,494	102,999	96,952	-5.87%	-9.39%	7.14%
能源REITs	93,240	90,863	68,194	67,739	72,678	7.29%	-22.05%	14.25%
EBITDA(万元)								
产业园REITs	12,593	12,896	10,150	11,911	11,909	-0.02%	-5.43%	8.01%
保租房REITs	5,145	5,230	5,044	5,225	5,306	1.55%	3.13%	1.72%
仓储物流REITs	1,596	1,585	1,982	1,721	1,777	3.00%	11.00%	8.36%
生态环保REITs	7487	8545	6687	6207	8762	41.16%	17.03%	13.28%
高速REITs	85,040	96,235	62,913	83,023	75,954	-8.51%	-10.68%	13.64%
能源REITs	51,699	45,114	25,144	39,986	35,326	-11.65%	-31.67%	22.79%
EBITDA Margin(%)								
产业园REITs	60.54%	61.72%	51.13%	61.63%	61.40%	-0.22%	0.86%	6.91%
保租房REITs	72.79%	73.43%	70.79%	73.59%	74.76%	1.17%	1.97%	1.79%
仓储物流REITs	59.44%	58.34%	73.63%	65.04%	66.93%	1.89%	7.49%	8.55%
生态环保REITs	42.41%	44.94%	35.33%	38.37%	47.91%	9.54%	5.50%	10.77%
高速REITs	79.48%	80.56%	61.38%	80.61%	78.34%	-2.26%	-1.13%	9.72%
能源REITs	55.45%	49.65%	36.87%	59.03%	48.61%	-10.42%	-6.84%	15.14%

资料来源: Wind, REITs 季报, 长城证券产业金融研究院

注: 在加总各资产种类 REITs 时, 剔除了扩募或上市时间较短导致无法直接比较的 REITs; 消费 REITs 普遍上市时间较短, 故未列入表中统计

风险提示

REITs 二级市场价格大幅波动风险；国内复苏不及预期导致 **REITs** 经营数据承压；**REITs** 相关支持政策调整风险；口径不同导致数据统计偏差。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说

为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686