

2022 年 1 月 23 日

战略发展部 投研模块

闫超

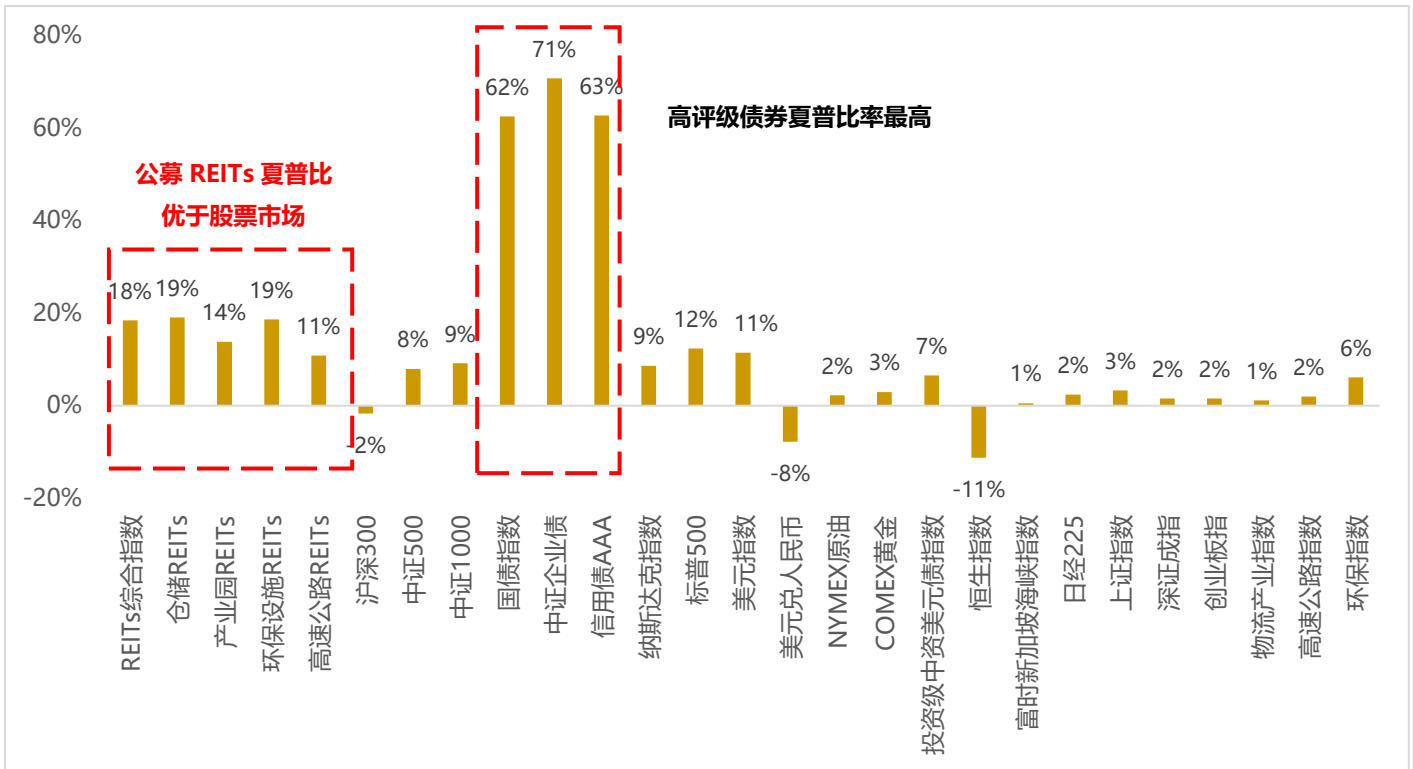
在前文中《旭日东升——境内公募 REITs 特征分析与国际比较》，我们分析了 2021 年 6-8 月公募 REITs 市场表现与国际比较，本文我们将目光转向公募 REITs 配置价值与估值。需要说明的是，由于公募 REITs 上市时间较短，本文研究结果仅基于过去半年表现，未来还将持续跟踪。

1、配置价值——公募 REITs 走势独立、收益可观，配置价值渐显

2021 年下半年“资产荒、严监管”的背景下，多支公募 REITs 提前分红、股价涨幅亮眼。公募 REITs 的投资价值备受市场关注，从收益、风险角度来看，公募 REITs 具有较高的配置价值。

- **收益角度——现阶段公募 REITs 夏普比率介于股债之间，科学配置公募 REITs 有助于增厚投资组合收益。** 2021 年下半年，公募 REITs 的日均夏普比率约 18%，风险调整后收益表现超过股指、汇率及大宗商品。对于仅配置权益市场的投资者而言，增配公募 REITs 产品有助于提升投资组合的整体收益。以上证指数与公募 REITs 的配置组合为例（见表 1），下半年上证指数夏普比率约 52%，若将其中 25% 资金用于配置公募 REITs，则可将投资组合的夏普比率提高一倍至 111%。

图 1：2021 下半年各类金融资产夏普比率表现



注：各类公募 REITs 指数按照可流通市值给与不同的权重；数据来源：Wind、远洋资本研究发展部

表 1：2021 下半年公募 REITs、权益市场配置组合下的夏普比率

增配 REITs 综合指数的资金比重	沪深 300	中证 500	中证 1000	上证指数	深证成指	创业板
0%	-27%	126%	145%	52%	25%	24%
25%	23%	177%	185%	111%	71%	57%
50%	106%	251%	249%	197%	147%	116%
75%	220%	315%	321%	276%	248%	221%
100%	293%	293%	293%	293%	293%	293%

数据来源：Wind、远洋资本研究发展部

- **风险角度——现阶段公募 REITs 与多类资产的正相关性较弱，合理配置能有效分散组合风险。** 总体看，四类公募 REITs 走势较为独立，能有效分散、对冲组合风险，因而资产配置价值较高。具体而言，公募 REITs 与国内大盘、行业相关指数、中资美元债、大宗商品的正向关联度较低，相关性未超过 0.5；与新加坡、香港 REITs 具有明显的负相关关系，相关性约

为-0.8~-0.6；仅与美国 REITs、10 年期国债具有较强的正相关性。

表 2：2021H2 公募 REITs 与其他金融资产相关性比较

类型	名称	REITs 综合指数	物流仓储 REITs	产业园 REITs	环保设施 REITs	高速公路 REITs
境内股指	上证 50	-7%	-13%	-2%	-17%	5%
	沪深 300	-26%	-31%	-19%	-34%	-16%
	创业板指	9%	16%	16%	4%	-9%
境内行业 股指	物流产业	2%	-10%	5%	1%	24%
	高速公路指数	14%	5%	10%	19%	32%
	环保指数	39%	32%	40%	46%	46%
	园区综合开发(中信)	-16%	-28%	-13%	-14%	6%
	信息技术产业(万得)	-39%	-33%	-30%	-43%	-54%
境内债指	中债 10 年期国债	73%	75%	74%	78%	59%
	投资级中资美元债	29%	29%	30%	34%	23%
境外 REITs	美国工业及物流	94%	94%	94%	91%	82%
	新加坡工业及物流	-72%	-65%	-74%	-65%	-76%
	香港 REITs	-62%	-60%	-55%	-72%	-62%
大宗商品	NYMEX 原油	40%	40%	28%	41%	44%
	COMEX 黄金	13%	18%	12%	7%	4%

数据来源：Wind、远洋资本研究发展部

2、估值分析——仓储、环保类估值相对更高，估值过高或难以长期持续

截至 2021 年末，公募 REITs 平均涨幅近 24%，最高涨超 46%，最低不足 1%。各支公募 REIT 的价格波动存在差异。

1) 从不同类别 REITs 来分析：

环保、仓储 REITs 估值较资产评估的溢价更高。其中，环保、物流仓储 REITs 平均估值涨幅（P/DPU，DPU 每基金单位分红）分别有 47.2%、45.0%，远超过高速公路、产业园 REITs 估值的增长幅度。从市净率角度，环保、仓储类型 REITs 年末估值均达到 1.3 倍以上。

表 3：2021 年公募 REITs 涨幅与估值比较

REITs 简称	项目类型	涨幅 2021	派息率 2021	市净 率	市净率 均值	DPU 2021E	P/DPU 上市	P/DPU 1231	P/DPU 涨幅	P/DPU 平均涨幅
广州广河高速	高速公路	0.7%	11.1%	1.0	1.0	1.54	9.0	8.5	-5.1%	2.8%
沪杭甬高速	收益权	16.0%	11.2%	1.1		1.02	9.0	9.9	10.6%	
首创水务	绿色环保	46.3%	9.2%	1.6	1.5	0.32	10.9	16.9	54.7%	47.2%
首钢绿能	收益权	30.4%	9.1%	1.4		1.14	11.0	15.3	39.6%	
盐港仓储	物流仓储	33.0%	4.5%	1.4	1.4	0.10	21.3	32.1	50.7%	45.0%
普洛斯仓储	不动产	25.1%	4.7%	1.3		0.17	20.9	29.2	39.3%	
张江产业园	产业园区	24.6%	4.7%	1.2	1.1	0.14	21.0	26.7	27.2%	15.8%
蛇口产业园		20.0%	3.6%	1.0		0.10	28.1	27.3	-2.8%	
东吴苏园		不动产	17.2%	4.0%		1.2	0.15	24.8	30.6	

注：市净率=市值/项目资产评估、派息率=年化可分派金额/项目资产评估，DPU=年化可分派金额/REITs 总份额，P/DPU 上市=资产评估净值/DPU
数据来源：Wind、远洋资本研究发展部

宏观与行业因素是影响不同类别 REITs 估值的关键：

- ✓ **宏观方面，疫情是最大变量。**目前看，疫情对环保设施、物流仓储 REITs 的影响有限，而对高速公路、产业园 REITs 影响较大。比如限制部分居民办公、出行活动，进而影响高速流量、产业园租金。广州广河高速 REIT，受疫情影响 3 季度累计路费收入较预算少约 2800 万元，占全年路费收入预算的 3.6%。
- ✓ **行业方面，行业壁垒、下游需求是主要因素。**以仓储为例，一方面，下游消费升级与电商发展推升了仓储行业的景气度，另一方面，物流仓储的行业壁垒较高，仓储端的网络效应能够显著提升其收益稳定性。

2) 从相同类别 REITs 来分析：

资产质量、运营管理、盈利性与成长性则是支撑公募 REITs 高估值的重要因素：

- **资产质量是公募 REITs 估值核心。**如区位优势：盐港、普洛斯 REITs 底层资产多布局在核心一线城市，因而获得更高估值溢价。
- **运营管理能力决定收益稳定性。**这里我们从两个方面来衡量 REITs 的运营

能力：**1) 招商能力**：租户结构过于集中，既会增加租金收益的不确定性，也反映出对客户过于依赖的问题；另外，较低的关联方占比也能凸显物业方的招商优势。**2) 租约管理**：精细化的租约结构管理，能保障现金流的长期稳定。盐港、普洛斯 REITs 在这两方面能力较强，因此拥有更高的估值。

➤ **盈利性、成长性则反映公募 REITs 底层项目收益的可持续性**。经测算，毛利改善、营收增速较高的公募 REITs 估值明显高于其他同类 REITs，如表 4 所示。

表 4：高成长、盈利改善的公募 REITs 估值普遍更高

REITs 简称	项目类型	P/DPU 2021	市净率 PB 2021	营收同比 (成长性)	毛利改善 (盈利性)
沪杭甬高速	高速公路	10.0	1.1	56%	52%
广州广河高速		8.5	1.0	52%	-1%
首创水务	绿色环保	16.9	1.6	24%	9%
首钢绿能		15.3	1.4	22%	0%
盐港仓储	物流仓储	32.1	1.4	50%	6%
普洛斯仓储		29.2	1.3	5%	-
东吴苏园	产业园区	30.6	1.2	31%	32%
蛇口产业园		27.3	1.0	28%	13%
张江产业园		26.7	1.2	7%	-

注：2021 年营收、毛利数据根据三季报数据年化调整而得，与全年实际情况可能存在偏差
数据来源：Wind、REIT 三季报、远洋资本研究发展部

我们这里要做个风险提示，**投资者应警惕 REITs 交易过热后可能出现的估值回归**。目前，公募 REITs 均实现正收益，且各类 REITs 走势趋同，更多是因为公募 REITs 产品较为稀缺。随着公募 REITs 产品限售解除、供应增多，“钱多货少”局面将得到改善，预计交易热度、REITs 估值都将回归理性。

表 5：公募 REITs 供不应求，内部强相关凸显 REITs 稀缺性

市场	各指数名称	REITs 综合指数	仓储 REITs	产业园 REITs	环保设施 REITs	高速公路 REITs
公募 REITs	REITs 综合指数	100%	82%	86%	63%	78%
	仓储 REITs	98%	100%	62%	40%	34%
	产业园 REITs	98%	96%	100%	49%	61%
	环保设施 REITs	98%	96%	95%	100%	51%
	高速公路 REITs	93%	86%	92%	91%	100%

注：相关性区间为 2021 年下半年；右上角为涨跌幅的相关性，左下角为 REITs 走势的相关性；数据来源：Wind、远洋资本研究发展部

综上，对不同类型的公募 REITs 而言，疫情、行业特征与下游需求是主要影响因素；对同类公募 REITs 而言，资产质量、运营管理、盈利性与成长性则是影响估值的关键。现阶段，环保、物流仓储 REITs 相对估值更高。长期看，公募 REITs 投资或将回归到基于估值及其基本面的价值判断。当然，我们也有理由相信，就算是出现了价值回归，中国公募 REITs 的估值仍具有较强的竞争力。

总结

回顾 2021 年下半年中国公募 REITs 的走势，我们亲眼目睹了其价格走势的“扶摇而上”。尽管我们相信在全球 REITs 市场中，中国公募 REITs 的估值将会保持很强的竞争力。但是，我们也要理性看待当前的高估值。

除了当前的高估值特征外，中国公募 REITs 更值得关注的是它长期的资产配置价值。随着市场的不断成熟，相信中国公募 REITs 将成为大类资产组合中不可或缺的重要组成部分。