

2021 年 9 月 23 日

战略发展部 投研模块

闫超 盖新哲

境内公募 REITs 上市至今近 3 个月，9 只 REITs 产品整体表现平稳，但在流动性、估值与相关性方面表现如何？本文我们将目光转向境内外 REITs、各类公募 REITs 的市场特征分析与比较。

以邻为鉴——探寻境内外 REITs 市场特征

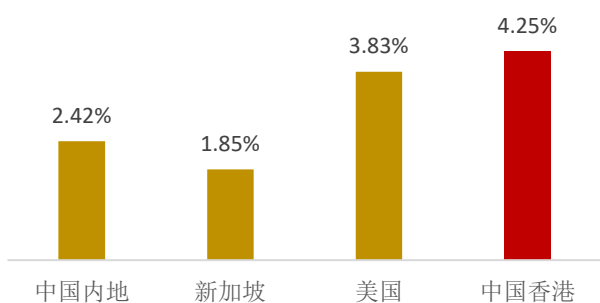
1、全球视角看公募 REITs 流动性特点

REITs 交易普遍集中在上市首周，之后交易情绪降温，流动性趋于稳定。纵观全球 REITs 市场，上市首周“新股效应”明显，日均换手率均超过 1%，一段时间后市场交易逐步回归理性，日均换手率降至 1% 以下。

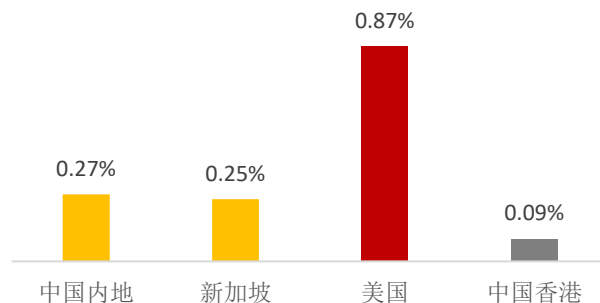
境内公募 REITs 流动性略高于新加坡 REITs 市场，与美国尚有一定差距。2021 年以来，美国为全球日均换手率最高的 REITs 市场。而中国境内 REITs 市场首周日均换手率达 2.42%，介于美国、新加坡 REITs 市场之间；除上市首周外，境内公募 REITs 日均换手率达 0.27%，略高于新加坡市场。此外，**中国香港 REITs 市场流动性较弱，日均换手率不足 0.1%**。数据显示，中国香港 REITs 市场仅在首周流动性最高，但之后香港 REITs 流动性降至最低点，部分小市值 REIT 成交额几近为零。

图 1：上市以来各国 REITs 市场流动性比较

上市首周日均换手率



2021年6-8月各REIT市场日均换手率



数据来源：Wind、远洋资本研究发展部

2、三国仓储 REITs 估值对比

境内上市仓储 REITs 估值较高, 介于新加坡、美国市场之间。从各国仓储 REITs 估值中枢看, 中国普洛斯、盐港 REITs 平均估值约 37x, 美国仓储 REITs 估值中枢更高, 约是境内物流仓储 REITs 估值平均水平的 1.3 倍。而新加坡、中国香港上市的仓储 REITs 估值相对较低, REITs 估值中枢水平不足 20 倍。

表 1：中美新三国仓储 REITs 估值比较

REITs 简称	上市所在地	股价 (0831)	DPU (2021E)	P/DPU (2021E)	P/DPU (均值)
普洛斯仓储	中国内地	4.089	0.167	24.53	37.29
盐港仓储		2.386	0.048	50.05	
顺丰 REIT	中国香港	4.53	0.2747	16.49	16.5
安博美国	美国	132.69	2.52	52.65	48.03
美冷		36.66	0.88	41.66	
雷克斯福德		61.5	0.96	64.06	
泰瑞纳		66.19	1.16	57.06	
STAG 工业		42.57	0.48	88.69	
工业物流资产		27.32	1.32	20.70	
第一工业		56.61	1.08	52.42	
蒙茅斯		18.83	0.72	26.15	
普利茅斯		23.71	0.82	28.91	
丰树物流		新加坡	2.03	0.0814	
ARA 物流	0.88		0.0525	16.76	
运通网城	0.81		0.0536	15.11	

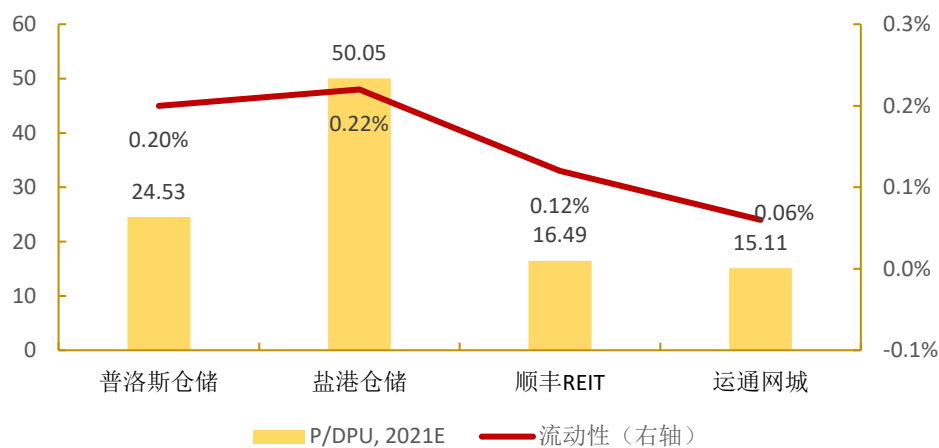
注：股价、DPU 均为各国市场货币单位；数据来源：Wind、FifthPerson、远洋资本研究发展部

境内上市的仓储 REITs 目前估值更高, 市场流动性、投资者结构差异以及底层资产质量或是内地与境外仓储 REITs 估值差异的主要原因。目前, 底层仓储资

产在境内的上市 REITs 共有四支, 分别是境内上市的普洛斯仓储与盐港仓储 REITs, 中国香港上市的顺丰 REIT 以及新加坡上市的运通网城 REIT。整体看, 内地仓储 REITs 估值较高, 盐港与普洛斯估值均在 20 倍以上, 而顺丰、运通网城 REITs 估值仅为 15-16 倍。从相关性看, 流动性较强的 REITs 市场, 其仓储估值普遍更高。另外, 境内外市场的投资者结构、底层资产质量也可能是仓储 REITs 估值差异的主要原因。

综上, 境内 REITs 市场流动性与新加坡市场相当, 并且估值处在合理区间, 介于美国、新加坡 REITs 市场中枢水平。

图 2: REITs 上市地不同的境内仓储估值比较



注: 股价选用 8 月底数据; 数据来源: Wind、远洋资本研究发展部

国内比较——洞悉各类 REITs 的差异表现

3、各类公募 REITs 流动性观察

分类型看, REITs 流动性呈现“产业园~绿色环保>仓储~高速”的特点。产业园、绿色环保 REITs 上市首周换手率均值超过 3%, 而其他交易日的换手率均值也有 0.3% 以上。其中, 蛇口产业园的流动性最好, 上市首周 4%。而物流仓储与高速公路日均换手率相对低一些, 上市首周 1%-2%, 其他交易日约 0.2%。

表 2：境内公募 REITs 日均换手率

REITs 简称	项目类型	上市首周日均换手率	均值	日均换手率 (除首周)	均值
广州广河高速	高速公路	0.78%	1.11%	0.18%	0.17%
沪杭甬高速		1.44%		0.15%	
首创水务	绿色环保	2.16%	3.09%	0.23%	0.31%
首钢绿能		4.01%		0.39%	
盐港仓储	物流仓储	2.09%	1.80%	0.22%	0.21%
普洛斯仓储		1.50%		0.20%	
张江产业园	产业园区	3.99%	3.25%	0.37%	0.36%
蛇口产业园		4.24%		0.51%	
东吴苏园		1.53%		0.20%	

注：日换手率=单日成交量/REIT 总份额；数据来源：Wind、远洋资本研究发展部

4、公募 REITs 估值差异分析

分资产类型看境内各 REITs 估值，P/DPU 呈现出“**仓储>产业园>高速、绿色环保**”的特点。物流仓储估值最高，约 37 倍，主要受益于物流仓储行业的高景气度；产业园平均估值达 27 倍，而特许经营类 REITs 估值偏低，主要由于经营权类的资产性质。

表 3：境内公募 REITs 估值表现

REITs 简称	项目类型	资产评估净值	市净率 PB	市净率均值	股价 0831	2021DPU	P/DPU	P/DPU 均值
广州广河高速	高速公路	13.82	0.94	0.98	12.933	0.769	16.83	12.94
沪杭甬高速		9.13	1.01		9.246	1.022	9.05	
首创水务	绿色环保	3.49	1.16	1.18	4.046	0.320	12.64	12.91
首钢绿能		12.487	1.20		15.013	1.140	13.17	
盐港仓储	物流仓储	2.13	1.12	1.14	2.386	0.048	50.05	37.29
普洛斯仓储		3.56	1.15		4.089	0.167	24.53	
张江产业园	产业园区	2.94	1.06	1.00	3.125	0.140	22.40	27.31
蛇口产业园		2.81	0.88		2.481	0.102	24.44	
东吴苏园		3.72	1.05		3.898	0.111	35.09	

注：市净率=市值/项目资产评估、2021DPU：每股派息的 2021 预测值；数据来源：Wind、远洋资本研究发展部

5、公募 REITs 与金融资产相关性排序

从相关性来看，**仓储 REITs 走势较为独立，在资本市场中具有较高的大类资产配置价值。**分资产类型看，高速 REITs 与股票债券，以及高速、物流与物流等

二级行业股指高度相关，相关系数绝对值均超 0.7。目前看，只有仓储 REITs 走势较独立，与债券、股票、行业指数均不太相关，相关系数属于各类 REITs 中最小。

表 4：境内公募 REITs 与其他金融资产的相关性比较

	广州广 河高速	沪杭甬 高速	首创水 务	首钢绿 能	盐港仓 储	普洛斯 仓储	张江产 业园	蛇口产 业园	东吴苏 园
沪深 300	0.7	-0.6	-0.6	-0.4	-0.1	-0.4	0.4	0.3	0.5
中证 500	-0.5	0.5	0.6	0.5	0.2	0.5	-0.3	-0.3	-0.2
中债综合	-0.9	0.6	0.7	0.3	-0.2	0.2	-0.6	-0.6	-0.6
申万园区	0.8	-0.7	-0.8	-0.5	0.0	-0.4	0.5	0.4	0.4
申万基建	-0.6	0.7	0.9	0.7	0.3	0.6	-0.4	-0.3	-0.3
申万零售	-0.2	-0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.1
申万环保	-0.5	0.4	0.5	0.5	0.1	0.4	-0.3	-0.2	-0.4
申万港口	0.3	-0.3	-0.3	-0.2	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2
申万高速	0.8	-0.5	-0.6	-0.3	0.2	-0.1	0.6	0.5	0.6
申万航运	0.9	-0.5	-0.6	-0.3	0.2	-0.1	0.6	0.6	0.6
申万物流	0.8	-0.5	-0.5	-0.1	0.3	0.0	0.6	0.5	0.5

相关性示意 0 1 -1

数据来源：Wind、远洋资本研究发展部

结论与启示

流动性方面：1) 从趋势上看，各国 REITs 上市受发行折溢价、中签率等打新情绪影响，首周成交活跃，之后交易回归理性、流动性趋于平稳。2) 横向看各 REITs 市场，当前境内公募 REITs 流动性优于新加坡、中国香港市场，仅次于美国市场。3) 分类型看境内公募 REITs，各类产品流动性呈现“产业园~环保类>仓储~高速”的特点。

估值方面：以物流仓储为例，横向看，境内仓储 REITs 估值较高，介于美国、新加坡市场之间；市场流动性、投资者结构差异以及底层资产质量或是内地与境外仓储 REITs 估值差异的主要原因。分资产类型看，产权 REITs 估值高于经营权类 REITs，资产属性是其主要原因。

相关性方面：仓储 REITs 走势独立，与股票、债券等大类资产的相关性较小，有助于优化投资机构的风险收益结构，提高其大类资产组合的有效前沿。