

基础设施 REITs 系列：海外参考美国篇

作者

黎云云 分析师
SAC 执业证书：S0380520120003
联系电话：0755-82830333 (125)
邮箱：liyy@wanhesec.com

- ◆ 不动产投资信托基金 REITs 是指通过发行股份募集资金投向不动产组合且份额可流动交易，不动产由专业经营机构进行管理，并将投资收益高比例分配给投资者。我国在 REITs 上前期已酝酿多年，过去对类 REITs 产品也做出了成功的尝试推广。2020 年 4 月 30 日，两部门联合发布了《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》，标志着将以基础设施资产为试点正式启动公募 REITs 项目，意味着我国金融机制改革迈出了重要的一步。
- ◆ 目前全球有接近 40 个国家的资本市场拥有了 REITs 市场板块，G7 国家均具有 REITs 市场。美国现在具备全球最大、最成熟的 REITs 市场，发展经验最丰富。经过多年不断制度补充与完善，美国 REITs 市场已进入了成熟阶段。
- ◆ 一个合法的 REITs 主体，需要在税收形式、资产和收益形式上满足规定条件，包括 REITs 必须符合联邦层面的法人企业税制形式，在符合条件下认可产生；REITs 需要将每年至少 90% 以上的收益用于分红；REITs 需投资至少 75% 以上的资产于底层资产或现金；75% 以上的收益由底层资产的出租收益或房屋抵押贷款利息产生等条件。目前，美国 REITs 的常用交易结构为 UPREITs 与 DOWNREITs，根据美国 REITs 从业人员估计，美国 75% 的 REITs 由这两类交易结构组成。
- ◆ 截止到 2019 年底，美国 REITs 大约拥有超过 2 万亿美元资产。公开上市 REITs 共有 219 只，其中 186 只在纽约交易所交易，公开上市 REITs 市值合计为 1.1 万亿美元左右，占美国股票市场总市值的 2.9% 左右；公开上市 REITs 中主要为权益型 REITs，在总 REITs 市值中占比约 95%。经济增长低速运行影响了房地产相关产业公司给股东带来回报的能力，从房地产公司股票转换为 REITs 每年可为股东带来丰厚且确定性相对较高的分红，享受免税递延优惠，同时可享受房地产的长期增值潜力，具有抗通胀效应，因此 REITs 作为融资工具具有良好的优势。
- ◆ 美国过去以来共有 24 只基础设施 REITs 上市，有 9 只中途由股票形式转换为 REITs，包含了以传统基础设施、数据中心、工业地产（特殊工业产业园、物流园等）细分三大类的 REITs 分别有 7、5、12 只。基础设施 REITs 在美国公开上市 REITs 市值占比在 2020 年 6 月末已达 40.76%，基础设施 REITs 在市场重要性逐步提升，已经发展成为最重要的 REITs 品种之一。
- ◆ 美国基础设施 REITs 指数自 2010 年以来复合年增长率为 12.30%，同期 FTSE 全权益 REITs 指数为 12.30%，标普 500 指数复合年收益率为 12.11%。长期来看，美国基础设施 REITs 指数给投资者带来了丰厚的回报，这也是越来越多的基础设施相关行业股票选择转换为基础设施 REITs 的背后原因之一。
- ◆ 美国基础设施 REITs 能取得丰厚回报背后的主要根本原因在于以数据中心、工业地产和传统基础设施（多数为无线通信基础设施）为底层资产背后的行业正处于加速发展时期，无线通信基础设施、数据中心、物流仓库充分享受着通信技术革新更迭、互联网应用流量爆发与电商崛起等时代红利，这类相关房地产需求迅速增长，相关不动产支撑着相关基础设施 REITs 的规模扩张及收益表现，不但给这些基础设施 REITs 带来了稳定的分红，同时还享受到了资产的增值收益。
- ◆ 风险提示：政策不及预期等。



正文目录

一、美国 REITs 市场历史回顾.....	3
二、从四大标准分类划分美国 REITs.....	4
三、美国 REITs 主体需满足的条件与常见交易结构.....	5
四、REITs 最常见估值方法体系.....	6
五、美国基础设施 REITs 市场介绍.....	7
(一) 美国基础设施 REITs 概况.....	7
(二) 以投资者视角看美国基础设施 REITs 回报.....	9
六、风险提示.....	11

图表目录

图表 1 美国公开交易 REITs 与公开未上市 REITs 的对比.....	4
图表 2 UPREITs 的交易结构.....	5
图表 3 DOWNREITs 交易结构.....	6
图表 4 美国公开上市 REITs 数量及总市值.....	7
图表 5 美国基础设施 REITs 一览.....	8
图表 6 FNAER、美国基础设施 REITs、标普 500 指数年涨幅 (%).....	10
图表 7 美国基础设施 REITs 指数与标普 500 指数走势.....	10

2020年，一场突如其来的疫情使我国经济发展的内外部环境不确定因素增多，面向未来，我国要构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，要求深挖国内巨大需求潜力，加大传统基础设施与新基建投资双轮驱动、补短板稳投资成为了疫情后时代发展的必选项。我国传统基础设施优质沉淀资产存量规模大，新老基建发展空间规模均广阔，创新完善与当前我国新老基建发展阶段相适应的投融资机制，是保证新老基建投资高水平高质量发展不可或缺的组成部分。我国在REITs上前期已酝酿多年，过去对类REITs产品也做出了成功的尝试推广。2020年4月30日，两部门联合发布了《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，标志着将以基础设施资产为试点正式启动公募REITs项目，意味着我国金融机制改革迈出了重要的一步。

不动产投资信托基金（Real Estate Investment Trust,简称“REITs”）是指通过发行股份募集资金投向不动产组合且股份可流动交易，不动产由专业经营机构进行管理，并将投资收益高比例分配给投资者。REITs上世纪60年代起源发展于美国，REITs从资产端来看是不动产的证券化或IPO；从资金端来讲可使投资者投资不动产的门槛大幅降低、同时通过持有高流动性的标准产品份额享受不动产的日常经营与增值收益。将基础设施与REITs结合，推出适应我国基础设施发展的基础设施REITs渠道将成为创新基础设施投融资的有效路径之一。

目前全球有接近40个国家的资本市场拥有了REITs市场板块，G7¹国家均具有REITs市场。美国现在具备全球最大、最成熟的REITs市场，发展经验最丰富。

一、美国REITs市场历史回顾

美国REITs市场历史悠久，分为三大发展阶段：

美国REITs市场起源于1960年，国会通过REITs法案以便让小户投资者可以投资于房地产，鼓励更多投资者可以通过像购买公募基金一样购买REITs份额投资不动产。

①.第一阶段（1960-1985），此阶段规定REIT只能拥有房地产且由第三方机构运营管理，当时第三方机构运营管理专业能力并不强，这段时期的REITs均是高杠杆运营且业绩表现不好，导致投资者并不太热衷投资于REITs，整个REITs市场规模增速及表现一般。

②.第二阶段（1986-1992），直到1986年通过的《美国1986年税收改革法案》，放松了REITs底层资产的准入标准，允许REITs拥有、经营和管理大部分收益型商业房地产，同时允许REITs直接管理经营自己的资产，投资决策由外部专家管理转变为内部管理，凭借税收优惠与流动性优势，此后REITs迎来高速发展的新时代。

③.第三阶段（1993-现在），1993年美国通过《综合预算调整法案》认定养老金由受益人持有，纳入了税收优惠范围，促使许多养老金开始大规模配置REITs；2008年NAREIT等行业组织合作修改了OECD的税收协定范本，实现对全球跨境REITs投资的统一税收待遇；2015年《PATHACT》消除国外资金投资美国REITs障碍，并废除美国证券交易所上市REITs的惩罚性优惠股息规则，方便了国外投资者投资REITs产品。经过多年不断制度补充与完善，美国REITs市场已迈入了成熟阶段。

¹ G7指美国、加拿大、英国、法国、德国、意大利及日本

二、从四大标准分类划分美国 REITs

按照 REITs 制度形式，可分为公司型或契约型 REITs。公司型 REITs 是指 REITs 作为独立法人资格，公司自主运行 REITs，投资者可享有在公司股东大会的投票表决权，对公司日常经营进行监督。契约型 REITs 是指以信托契约成立为依据，通过发行收益凭证筹集资金而投资于房地产，REITs 本身不是独立法人。

按照收益产生来源不同，美国 REITs 品种现可分为权益型和债权抵押型 REITs。权益型 REITs (Equity REITs) 通过持有与运营相关不动产为目的获取收益，通常不动产包括住宅公寓、写字楼、商业物业和特殊类 (信号塔，基建、赌场等) 等四大类；债权抵押型 REITs (Mortgage REITs) 通常为投资于不动产抵押贷款、MBS 或其它债务工具，通过这些债权产生的利息赚取收入，对利率表现更为敏感是抵押债权型 REITs 较明显的特征。

按照是否能随意额外发行股份来看，可分为封闭型、开放型 REITs。封闭型 REITs 仅能公开发行的份数在发行前就确定，不能追加认购或赎回，若额外发行股份，需要持有股东同意。开放型 REITs 是指能发行新股份或回购股份的 REITs。

按照是否公开交易和交易场所分类，美国 REITs 又可划分为公开上市 REITs、公开未上市 REITs、私人 REITs。公开上市 REITs 是指在美国证券交易委员会 (全称 The U.S. Securities and Exchange Commission, -简称“SEC”，下同) 注册发行股份，且能在公开股票市场交易，在财务信息披露和公司治理上需要遵守美国上市公司相关法律法规。公开未上市 REITs 是指在 SEC 注册发行股份，但没有挂牌或者无法在股票交易市场公开交易，投资者需要受到相关限制，比如需要遵守最小持有时间。私人 REITs 是指未在 SEC 注册，相关证券未上市交易，从而不需要遵守 SEC 相关法律监管，但设立了较高的针对合格投资者门槛。

图表 1 美国公开交易 REITs 与公开未上市 REITs 的对比

	公开交易 REITs	公开未上市 REITs
定义	指在美国证券交易委员会注册发行了股份，且能在主要公开股票市场交易的 REITs	在 SEC 注册发行了股份，但无法在股票交易市场公开交易
流动性	股份已经上市交易，投资者可像公开市场股票一样交易，流动性较好	股份未在交易所公开交易，只能通过做市商购买股份。股份的赎回根据不同的公司要求可能面临不同的规则，但通常流通性受限。投资者甚至可能需要在 REITs 上市或 REITs 底层资产清算才能获取资本利得收益。
交易费用	与买卖公开股票交易费用原则一样	前端费用通常要收取 9-10% 的手续费给经纪交易商，同时还有可能产生后端费用，比如退出费用等
管理层	通常公司管理层作为公司雇员	公司无雇员，由第三方管理机构管理
投资门槛	1 股起投资	通常 1000-2500 美元起
公司治理	遵循上市公司的公司治理原则	遵循所在州或者北美证券管理协会的公司治理条例
信息披露要求	遵循 SEC 要求的信息披露，包括季报与年度审计财务报告	遵循 SEC 要求的信息披露，包括季报与年度审计财务报告
股价透明度	公开交易所市场可得实时交易价格	股价信息不能随时可得

资料来源：美国证券交易委员会官网 (SEC)，万和证券研究所

三、美国 REITs 主体需满足的条件与常见交易结构

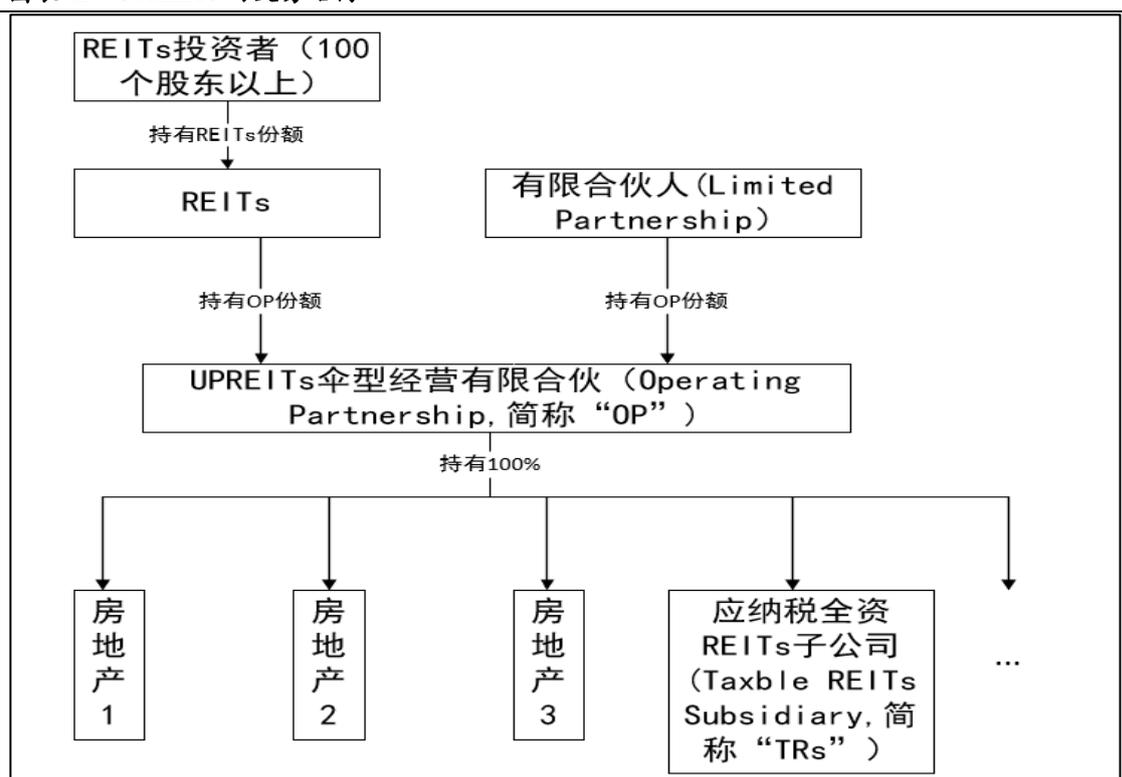
REITs 最明显的特征在于税收上不用缴纳公司层面的税收,为了成为一个合法的 REITs 主体,需要满足以下特征:

在税收形式上, REITs 必须符合联邦层面的法人企业税制形式,经过美国国家税务局在符合条件下认可产生;在成立的第二个纳税年度起,REITs 至少拥有 100 个股东以上,同时 5 个及以下的个人投资者在纳税年度的后半年不能持有 REITs 50%以上份额。

在资产和收益形式上, REITs 需要将每年至少 90%以上的收益用于分红;REITs 需投资至少 75%以上的资产于底层资产或现金;REITs 75%以上的收益由底层资产的出租收益或房屋抵押贷款利息产生;REITs 资产组成中不能有超过 25%来自于按照正常纳税标准纳税的实体;同时 REITs 需由管理人或受托人管理,其股份可转让。

目前,美国 REITs 的常用交易结构为 UPREITs (Umbrella Partnership REITs, 简称“UPREITs”)与 DOWNREITs,根据美国 REITs 从业人员估计,美国 75%的 REITs 由这两类交易结构组成。UPREITs 交易结构出现于 1990 年代后,作为 REITs 结构的创新得到了普遍应用及较快发展。

图表 2 UPREITs 的交易结构



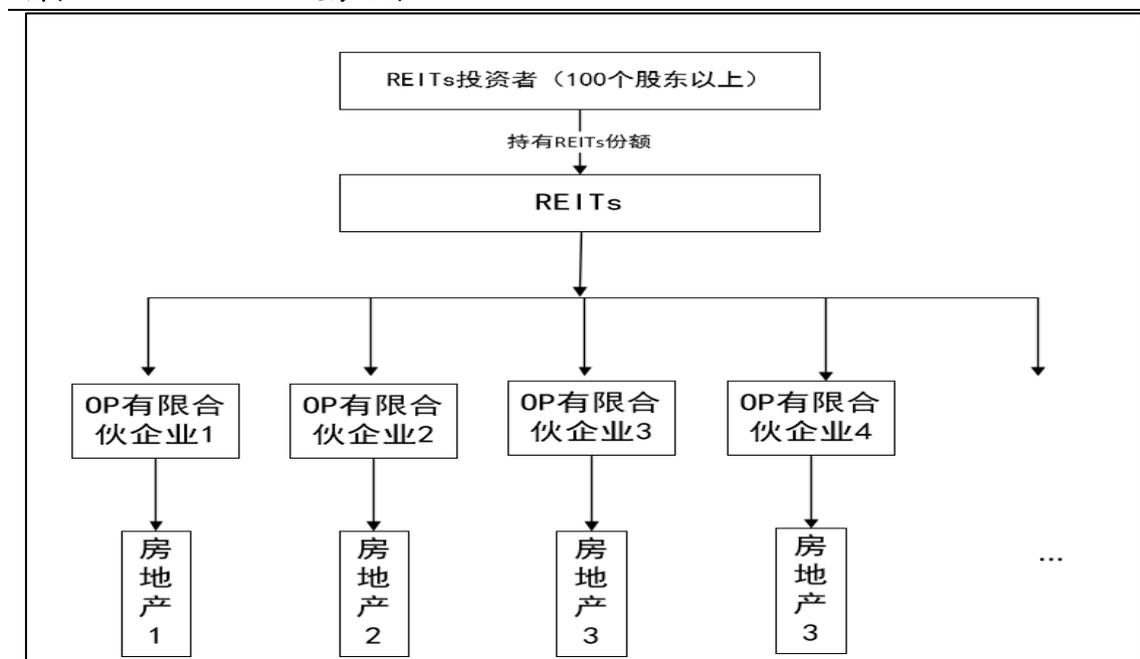
资料来源: SEC, 万和证券研究所

UPREITs 交易结构一般为有限合伙人 (LP) 将房地产或者现金注入到 UPREITs 伞型经营有限合伙公司 (OP), LP 因此持有 OP 的股份;而 REITs 向投资者发行股份募集现金,将自有房地产或现金注入到 OP 从而成为 OP 的普通合伙人 (GP);OP 持有管理房地产物业,且可利用现金继续购买房地产以实现 REITs 规模的扩大。此外,LP 可在持有一段时间后将 OP 的股份以 1:1 比例转换为 REITs 份额。在 UPREITs 结构中,REITs 未直接持有房地产,而是与 LP 共同持有 OP 股份而持有房地产;此类交易结构下,可使房地产持有者将房地产

卖给 OP，从而实现卖给 REITs 而不会被双重征税。美国 REITs 可以通过应纳税全资 REITs 子公司进行房地产交易或其它以外的业务，REITs 主体具备了一定的经营灵活性。

DOWNREITs 交易结构是指 REITs 通过持有设立不同的经营有限合伙公司 OP 而持有不同的房地产。相对于 UPREITs 的广泛使用，DOWNREITs 显得较为小众，原因在于将房地产注入进 DOWNREITs 通常需要更专业的税收及投资服务，需要考虑统筹多个 OP 的税收利益。

图表 3 DOWNREITs 交易结构



资料来源：SEC，万和证券研究所

四、REITs 最常见估值方法体系

REITs 的商业模型很独特，通常与长生命周期的资产相关，会产生大量非现金的折旧与摊销，折旧与摊销会减少 REITs 的净利润，但 REITs 资产通常为房地产，持有房地产不但不会折旧摊销，反而长期具有升值空间，REITs 分红取决于它的现金流，造成 REITs 的分红通常高于它的净利润。因此，传统的估值方法体系并不适用于 REITs。一般通过指标运营现金流 (Funds from operation, 下称“FFO”)、调整后运营现金流 (Adjusted Funds from operation, 下称“AFFO”)、净资产价值 (Net Asset Value, 下称“NAV”) 等指标评价 REITs 的财务表现和财务稳健性，并进行估值。

运营现金流 FFO 通常是评价 REITs 运营不动产中所产生的现金流，计算公式为：运营现金流=净利润+折旧/摊销+资产减值损失-出售资产净收益，每股运营现金流是评判 REITs 的盈利能力指标，类似于传统估值指标每股净利润，因此每股价格 P/每股 FFO 类似于 P/E 估值倍数。

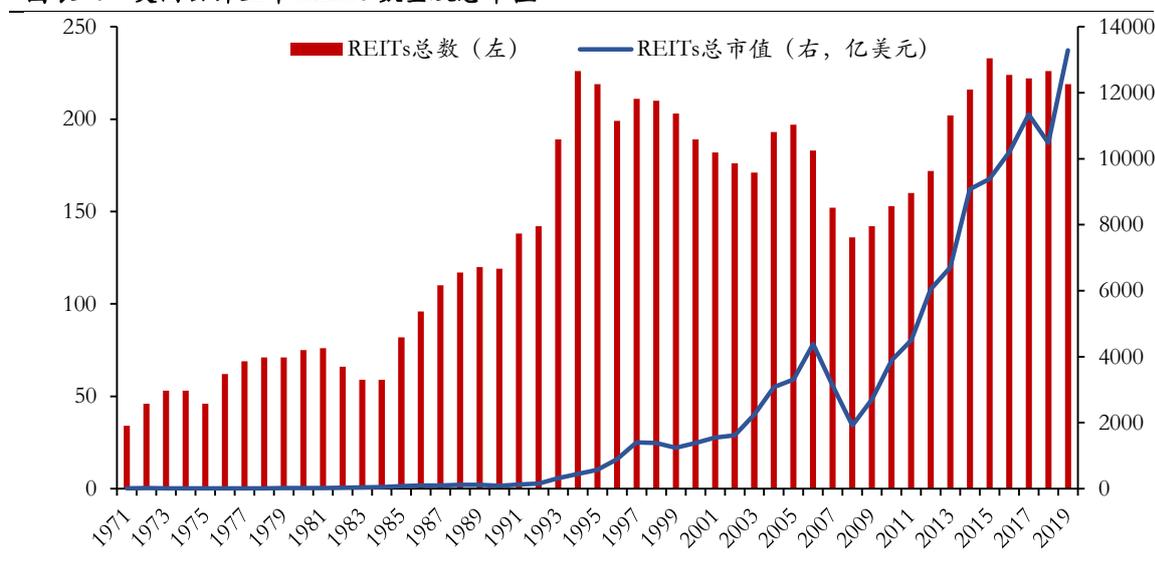
调整后运营现金流 AFFO，计算公式为：调整后运营现金流=运营现金流-经常性资本支出+租金上涨-日常维护费用，调整后每股运营现金流是计算报告期内的经常性现金流，是衡量 REITs 自由现金流的有效工具。相对于 FFO 而言，AFFO 对计算 REITs 的归属于股东的剩余现金流更准确。

净资产价值法 NAV, 净资产即不动产资产总额与负债之间的差额, 是另一种常用的衡量 REIT 估值的指标。从理论上讲, 如果 REITs 的每单位净资产值为 1 美元, 则每个单位 REITs 应以 1 美元交易, 但现实中 REITs 根据不动产的实际运营情况不同, 大多相对于其各自每股 NAV 存在溢价或折价。

五、美国基础设施 REITs 市场介绍

截止到 2019 年底, 美国 REITs 大约拥有超过 2 万亿美元资产。公开上市 REITs 共有 219 只, 其中 186 只在纽约交易所交易, 公开上市 REITs 市值合计为 1.1 万亿美元左右, 占美国股票市场总市值的 2.9% 左右; 公开上市 REITs 中主要为权益型 REITs, 在总 REITs 市值中占比接近 95% 以上。经济增速低速运行影响了房地产相关产业公司给股东带来回报的能力, 从房地产公司股票转换为 REITs 每年可为股东带来丰厚且确定性相对较高的分红, 享受免税递延优惠, 同时可享受房地产的长期增值潜力, 具有抗通胀效应, 因此 REITs 作为融资工具具有良好的优势。

图表 4 美国公开上市 REITs 数量及总市值



资料来源: Narecits, 万和证券研究所

(一) 美国基础设施 REITs 概况

按照我国最新的基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点项目申报工作通知相关文件 (截至 2020.8 月), 以我国基础设施 REITs 试点要求政策规定的资产范围为基准, 通过对美国公开上市 REITs 进行梳理筛选, 美国过去以来共有 24 只基础设施 REITs 在美主要交易所上市, 有 9 只在中途由股票形式转换为 REITs, 包含了以传统基础设施、数据中心、工业地产 (特殊工业产业园、物流园等) 细分三大类的 REITs 分别有 7、5、12 只, 其中中途有 3 只因被收购而退市。

从基础设施 REITs 成立时间来看, 16 只在 2010 年之后上市或由股票转换为 REITs, 8 只在 2010 年成立的 REITs 几乎均为工业地产相关的 REITs。从基础设施 REITs 底层资产所从事的相关行业来看, 传统基础设施 REITs 以租赁无线通信基础设施、能源类的 REITs 为主; 数据中心 REITs 均为全球化经营数字中心租赁或服务业务; 工业地产以物流中心、可租赁工业地产为

主。从这些基础设施 REITs 总资产规模来看，截止到 2020 年底，有 6 只超过 100 亿美元以上，其中最高的安博达到 552 亿美元；有 12 只规模低于 50 亿美元，最低的 POWER REITs 仅 0.4 亿美元。

经测算，基础设施 REITs 在美国公开上市 REITs 市值占比已由 2010 年初的 9.58% 提升至 2020 年 6 月末的 40.76%，可见基础设施 REITs 在美国公开上市 REITs 市场重要性逐步提升，现在已经发展成为最重要的 REITs 品种之一。截止到 2020 年 6 月底，共有 7 只基础设施 REITs 被纳入了 S&P500 指数，与共有 30 只 REITs 纳入 S&P500 且合计市值占比为 4.42% 相比，基础设施 REITs 市值占 S&P500 指数比重为 1.53%，显示美国基础设施 REITs 中已有规模较大、在行业中具备领先优势的 REITs 公司。

图表 5 美国基础设施 REITs 一览

编号	类别	简称	REITs 名称	创立/上市/成为 REITs 时间	介绍	是否为 S&P 500 权重	市值 (亿美元)	总资产 (亿美元)
1	传统基础设施	AMT.N	American Tower (美国电塔)	1995/1998/2012	全球最大的 REITs 之一，拥有约 18.1 万处资产，遍布多国，是全球领先的无线通信基础设施。	√	1010	415
2	传统基础设施	CORR.N	CorEnergy Infrastructure	2005/2007/2007	专注于能源基础设施，其投资领域主要在具有公用事业功能的中下游资产，例如管道、储存终端和输、配电资产。	×	1	3
3	传统基础设施	SBAC.O	SBA Communications	1989/1999/2016	在美国及南非提供无线通信基础设施，约有 3 万处资产。	√	298	94
4	传统基础设施	CCI.N	Crown Castle	1994/1998/2013	主要在美国运营并提供租赁信号塔、光纤等服务，拥有超过 4 万处信号塔、9 万英里光纤电缆等资产。	√	722	409
5	传统基础设施	UNIT.O	Uniti Group	2014/2015/2015	致力于收购和建造的通信基础设施，如光纤和无线塔楼，截止到 2020 年 3 月底，公司在全美有 630 万英里光缆线、700 个左右无线铁塔等资产。	×	26	48
6	传统基础设施	PW.A	Power REIT	1967/1980/2012	专注于环境控制农业、交通、太阳能农场有关的资产	×	0.8	0.4
7	传统基础设施	HIFR.N	InfraREIT	2001//2015/2015	资产主要集中在美国，投资电力传输和分送的基础设施公司。2019 年 5 月被收购而退市。	×	-	-

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18683

