



• • • • •
• • • • •
• • • • •

阅读时长：约 5min
文章字数： 1169个

凤鸣研析

CCBT SECURITIES
RESEARCH&ANALYSIS

REITs近期二级市场表现

【 导 读 】

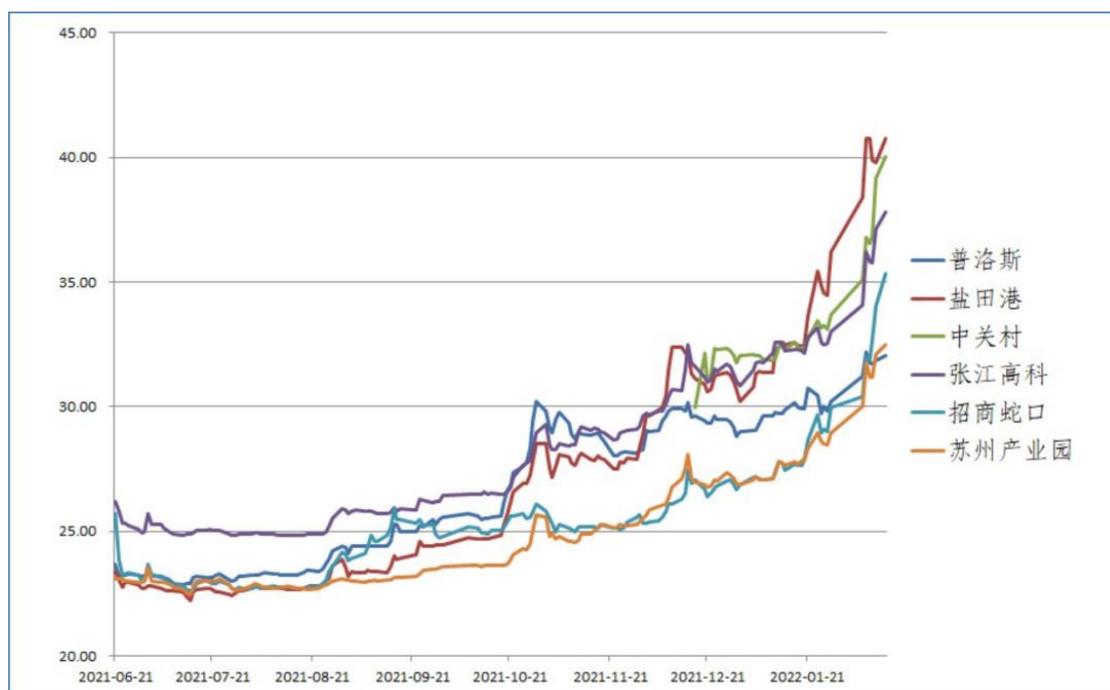
REITs近期涨幅较大，截止2月14日，REITs板块本年涨幅中位数为+20.74%，首创水务涨幅最高(+40.61%)，沪杭甬涨幅最低(+4.98%)，产权类涨幅普遍高于特许经营权。**我司参与战略配售的普洛斯、盐田港、中关村、首钢绿能，年初以来涨幅分别为10.48%、34.97%、24.89%和14.21%。**

产权类 P/FFO 估值大幅扩张，普遍处于高位。当前盐田港和
中关村 P/FFO 估值已经超过 40X, 分派率低至 2.45%和 2.5%，
物流地产和产业园区分派率普遍下降至 3%以下，盐田港四季
度业绩略超预期，涨幅最好，普洛斯由于三季度业绩不及预
期，涨幅落后。



特许经营权类 IRR 估值普遍扩张，富国水务的安徽十五里河
项目产能利用率大幅提升，三季报业绩超预期后持续上涨，
IRR 估值已扩张至 0.27%，表现最好；首钢绿能则有绿电概念

加持，估值扩张至 2.55%；高速公路类的沪杭甬、华夏越秀、平安广河由于现金流不确定性更强，一直不受市场青睐，但受益于板块 BETA 行情，IRR 估值扩张至 4.98%/5.64%/7.23%。



从相关性角度，我们对 REITs 与典型风格、指数的相关性进行计算，并和 2021 年末的计算结果相对比，有如下几点观察：

行业	中关村	普洛斯	苏园产业	富国首创	沪杭甬	张江高科	首钢绿能	盐田港	越秀高速	广州广河	博时蛇口
银行	0.67	0.82	0.77	0.84	0.07	0.8	0.79	0.76	0.51	0.64	0.77
建筑装饰	0.48	0.6	0.48	0.36	0.02	0.6	0.33	0.45	0.4	0.23	0.45
煤炭	0.41	0.46	0.36	0.22	0.49	0.42	0.29	0.29	0.52	0.2	0.3
低市盈率指数(申万)	0.31	0.51	0.37	0.39	-0.2	0.52	0.31	0.34	0.16	0.07	0.36
交通运输	0.12	0.13	0.07	-0.14	-0.13	0.24	-0.18	0.03	0.05	-0.28	0.04
中证红利ETF	-0.03	0.16	-0.01	-0.02	-0.32	0.18	-0.09	-0.05	-0.13	-0.35	-0.03
房地产	-0.11	0.14	-0.03	0.08	-0.47	0.14	-0.04	-0.05	-0.22	-0.23	-0.03
中证可转换债券指数	-0.15	-0.16	-0.24	-0.37	-0.06	-0.14	-0.36	-0.3	-0.05	-0.43	-0.26
钢铁	-0.18	-0.14	-0.25	-0.41	-0.15	-0.09	-0.44	-0.29	-0.14	-0.47	-0.28
建筑材料	-0.39	-0.34	-0.45	-0.58	-0.03	-0.34	-0.57	-0.49	-0.26	-0.56	-0.48
公用事业	-0.4	-0.5	-0.53	-0.73	0.23	-0.5	-0.63	-0.58	-0.16	-0.57	-0.58
休闲服务	-0.4	-0.38	-0.43	-0.44	-0.43	-0.31	-0.5	-0.48	-0.42	-0.7	-0.44
非银金融	-0.42	-0.45	-0.51	-0.62	0.08	-0.43	-0.6	-0.56	-0.25	-0.59	-0.54
有色金属	-0.43	-0.52	-0.54	-0.68	0.05	-0.49	-0.64	-0.59	-0.25	-0.63	-0.58
纺织服装	-0.49	-0.38	-0.51	-0.55	-0.45	-0.33	-0.61	-0.54	-0.49	-0.76	-0.54
国债收益率:10年	-0.54	-0.57	-0.65	-0.84	-0.11	-0.53	-0.81	-0.65	-0.43	-0.73	-0.69
通信	-0.56	-0.51	-0.62	-0.63	-0.23	-0.53	-0.6	-0.67	-0.48	-0.8	-0.65
高股息ETF	-0.57	-0.49	-0.61	-0.66	-0.4	-0.46	-0.7	-0.64	-0.54	-0.83	-0.64
化工	-0.58	-0.62	-0.68	-0.82	-0.11	-0.59	-0.79	-0.72	-0.44	-0.81	-0.72
家用电器	-0.59	-0.45	-0.55	-0.41	-0.44	-0.44	-0.51	-0.56	-0.61	-0.63	-0.54
上证50指数	-0.62	-0.65	-0.69	-0.75	0.1	-0.66	-0.71	-0.74	-0.37	-0.65	-0.72
上证综合指数	-0.63	-0.63	-0.71	-0.8	-0.05	-0.63	-0.77	-0.76	-0.44	-0.79	-0.75
食品饮料	-0.63	-0.72	-0.73	-0.81	0.2	-0.73	-0.74	-0.75	-0.35	-0.6	-0.74
计算机	-0.64	-0.51	-0.62	-0.4	-0.32	-0.59	-0.41	-0.66	-0.58	-0.68	-0.63
到期收益率(AAA):3年	-0.66	-0.69	-0.77	-0.92	0	-0.68	-0.88	-0.78	-0.47	-0.78	-0.81
到期收益率(AA+):3年	-0.67	-0.73	-0.78	-0.93	0.07	-0.73	-0.87	-0.79	-0.45	-0.74	-0.81
国防军工	-0.68	-0.78	-0.78	-0.9	-0.08	-0.76	-0.85	-0.82	-0.5	-0.8	-0.81
中证500指数	-0.68	-0.68	-0.77	-0.83	-0.12	-0.69	-0.8	-0.81	-0.52	-0.85	-0.8
电气设备	-0.69	-0.75	-0.76	-0.77	0.01	-0.81	-0.71	-0.79	-0.46	-0.63	-0.8
轻工制造	-0.7	-0.63	-0.73	-0.75	-0.39	-0.6	-0.79	-0.77	-0.65	-0.89	-0.76
沪深300指数	-0.72	-0.74	-0.79	-0.83	0	-0.77	-0.79	-0.83	-0.49	-0.76	-0.82
汽车	-0.72	-0.7	-0.79	-0.82	-0.06	-0.75	-0.77	-0.83	-0.53	-0.82	-0.84
到期收益率(AA):3年	-0.72	-0.77	-0.82	-0.95	0	-0.76	-0.91	-0.83	-0.51	-0.79	-0.85
到期收益率(AA-):3年	-0.72	-0.77	-0.81	-0.95	0.01	-0.76	-0.91	-0.83	-0.5	-0.78	-0.85
中证1000	-0.72	-0.72	-0.8	-0.84	-0.2	-0.72	-0.82	-0.83	-0.57	-0.88	-0.83
机械设备	-0.73	-0.71	-0.8	-0.86	-0.19	-0.71	-0.85	-0.83	-0.58	-0.89	-0.84
创业板指数	-0.74	-0.79	-0.82	-0.85	0.02	-0.83	-0.79	-0.85	-0.51	-0.74	-0.86
万得全A(除金融、石油石化)	-0.74	-0.74	-0.81	-0.86	-0.13	-0.75	-0.83	-0.85	-0.56	-0.86	-0.85
电子	-0.78	-0.82	-0.86	-0.87	-0.09	-0.84	-0.83	-0.89	-0.58	-0.81	-0.88
医药生物	-0.79	-0.74	-0.84	-0.85	-0.28	-0.75	-0.85	-0.87	-0.68	-0.94	-0.87

图片点击查看大图

◆(1) 2021年底和REITs相关性强、当前相关性显著降低的风格和指数：**公用事业、可转债指数、电气设备、国防军工、汽车、中证1000、万得全A**

◆(2) 2021年底和REITs相关性弱、当前相关性显著增强的风格和指数：**银行、中债到期收益率**

◆(3) 2021年底和REITs相关性弱、当前相关性仍然弱的风格和指数：**医药生物**

我们本次也采用了低市盈率指数、中证红利 ETF、高股息 ETF 等近期走势较好的指数进行了相关性计算，但结果显示，这些指数和 REITs 相关性结果并不明显。

从相关性计算的结果可以看出，随市场驱动因素不同，相关性结果随时间呈现差异，REITs 有其独特的运行逻辑。



首先，本次结果显示，REITs 和股指显著性显著降低，但与中债信用债 3 年到期收益率的负相关性大大增强，显示出明显的债性和避险属性，与上次的计算结果（股性强，与赛道股强相关）形成鲜明对比。

其次，政策是 REITs 行情的核心驱动因素之一，1 月末，财政部和税务总局联合下发《关于基础设施领域不动产投资信

托基金（REITs）试点税收政策的公告》，节奏上超预期，开启了后续税费优惠政策（持有运营环节、交易环节、土地增值税等）的窗口，对 REITs 是实质利好。

最后，产权类普遍跑赢特许经营权类，或许与近期地产相关利好政策频出（宽信用）、疫情缓解有关。宽信用和疫情缓解对 REITs 的传导路径和影响程度并不一样，宽信用能够直接影响房价，抬升债底，从而间接推升 REITs 价格，也能够通过信用修复，经济转好，出租率提升或者租金抬升直接推升价格。但宽信用和疫情缓解的逻辑难以解释 21 年 11 月之前的上涨。

此外，REITs 当前总体流通盘较小，可能会吸引到部分短线非理性资金的介入，需要警惕短线资金撤退引发的回调风险。

综上，REITs 具有股债属性，短短一年内，在不同的政策、宏观、市场条件下，已经展示出了迥异的特性。但当前涨幅较高，估值呈现泡沫化，我部后续将会加强研究和跟踪，不断完善二级投研体系。

CCB Trust
— ★ 作者简介 ★ —



余雷先生

清华大学软件工程硕士，9年工作经验，曾在中科院从事科研工作，现任建信信托证券部信用中心高级研究员。擅长编程、建模，对信用策略、地产及制造行业有丰富研究经验，深入覆盖REITS、可转债等固收品种。

建信信托凤鸣信用管理团队

我们拥有专业信用研究团队，团队成员平均具有8年以上债券信评、投研经验，覆盖城投、产业、金融、ABS等主要债券板块研究，构建了完整的信评体系和信用债策略体系，对债券投资的信用风险形成有效控制。



刘洪波先生

北京大学光华管理学院硕士，从业19年，曾任职于建行总行资产负债部、建信信托投资管理部，现任建信信托证券业务总监兼证券市场事业部总经理。拥有丰富的一二级市场投资管理经验，所领导团队管理的产品业绩卓越，规模位居行业前列。



刘海东先生

北京大学光华管理学院金融学博士，从业15年，曾任安信证券、光大永明资管投资经理、固收研究团队负责人、固收投资团队负责人等，现任建信信托证券市场事业部投资中心负责人。擅长把握债券市场整体趋势，挖掘利率波段、信用债行业与个券多维度超额收益，对基于固收为基础的大类资产配置有深刻的研究与市场经验。



景焯先生

清华大学工学学士，美国巴尔的摩大学公共管理硕士，从业11年。曾任大公国际资信评估有限公司评审委员、技术总监，现任建信信托证券市场事业部信用中心负责人。在信用分析和信用债定价方面具备丰富经验，对城投、地产、周期、ABS等板块策略均有深入覆盖。



景焯先生

清华大学工学学士，美国巴尔的摩大学公共管理硕士，从业11年。曾任大公国际资信评估有限公司评审委员、技术总监，现任建信信托证券市场事业部信用中心负责人。在信用分析和信用债定价方面具备丰富经验，对城投、地产、周期、ABS等板块策略均有深入覆盖。



甘文勇先生

南开大学世界经济硕士，从业10年，曾在招商银行、中诚信国际、安邦资产等从事信用分析工作，现任建信信托证券部信用中心高级研究员。对金融机构、过剩产能行业具有多年信用研究经验，能准确把握行业政策调控周期走势，对债券一二级市场收益率及利差变化具有高度敏感性。



滕堃先生

英国曼彻斯特大学数学金融硕士，从业8年，曾在安永华明会计师事务所、大公国际资信评估有限公司等从事评审工作，现任建信信托证券部信用中心高级研究员。对城投、交通运输及公用事业行业具有多年信用研究经验，能准确把握行业政策调控周期走势，对债券一二级市场收益率及利差变化具有高度敏感性。



余雷先生

清华大学软件工程硕士，9年工作经验，曾在中科院从事科研工作，现任建信信托证券部信用中心高级研究员。擅长编程、建模，对信用策略、地产及制造行业有丰富研究经验，深入覆盖REITS、可转债等固收品种。



杨笑天先生

厦门大学经济学学士，澳大利亚国立大学金融学硕士，从业3年，曾在中诚信国际从事信用分析工作，现任建信信托证券部信用中心研究员，对城投、煤炭及制造行业具有较为丰富的信用研究经验，能够敏锐感知政策及市场变化，在定价、资产推荐方面具有高度敏感性。