



2016 年 7 月 14 日 大类资产研究

## REITs 系列文章之三：

## 我国 REITs 实例

郭草敏

何雨晨

兴业研究

兴业研究

分析师

分析师

## 摘要：

- 作为 REITs 系列文章的第三篇，我们在此篇文章就目前我国境内首只投资于中华人民共和国内地物业的香港上市房地产 REITs 成功案例：越秀房地产信托投资基金，进行分析。
- 越秀房地产信托投资基金（以下简称越秀房托，代码：00405.HK）于 2005 年 12 月 21 日在香港联合交易所有限公司上市，为全球首只投资于中华人民共和国内地业的上市房地产投资信托基金。
- 为响应邓小平南巡讲话的精神，以及为加速越秀集团向房地产的转型，1992 年，越秀集团将旗下的越秀投资在香港公开市场上市，而之后的越秀房托也正是由越秀投资剥离得来。
- 在越秀房托的上市过程中，主要涵盖了以下几个方面：上市市场选择、上市资产持股结构梳理、与上市资产估值。
- 越秀房托通过英属维尔京群岛（BVI）离岸商务实体代持物业，使得其税收出现两地性，即：基金主体在香港享受利得税与印花税的减免，BVI 主体在大陆享受外资机构部分税收的优惠。
- 在后续经营中，越秀房托陆续又增持了都汇大厦、国金中心、宏嘉

**特别提示：**本报告内容仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析，不属于证券报告，也不构成对投资人的建议。

大厦资产，且到目前为止平均股息分红率维持约为 8.05%。

● 综合来看，自 2005 年 12 月越秀房地产信托投资基金发行后，越秀投资共从一级市场中筹集到了约 20 亿港元资金，同时通过越秀房托的下属 BVI 实体通过贷款融资得到现金 13 亿港元，总计获得了 33 亿现金，这样极大的改变了越秀投资的财务杠杆状态。其总负债由 186 亿港元下降到了 153 亿港元，总资本负债率由 41% 下降到了 36%。更重要的是，在未来的发展中，REITs 作为一个投资实体，因其自身高分红的特性，吸引了大量投资者，这也为后来增持新都汇大厦、国金中心、宏嘉大厦资产提供了充分资金支持。

**关键词：** 大类资产，房地产，REITs

在之前的文章中，我们分析了目前美国 REITs 的发展现状、就不同 REITs 品类间进行了比较，同时还比较了不同国家间的 REITs 规章建设之间的差异。作为 REITs 系列文章的第三篇，我们在此篇文章就目前我国境内首只投资于中华人民共和国内地物业的上市房地产 REITs 成功案例：越秀房地产信托投资基金，进行分析。

## 1. 越秀房地产信托基金简介

越秀房地产信托投资基金（以下简称越秀房托，代码：00405.HK）于 2005 年 12 月 21 日在香港联合交易所有限公司上市，为全球首只投资于中华人民共和国内地业的上市房地产投资信托基金。

越秀房产基金专注于主要作办公楼、零售、酒店、服务式公寓及其他商业用途的物业，并争取收购带来可观现金流及回报的物业，与物色透过营运优化取得更高收益增长的商机。

现时的物业组合包括位于广州的白马大厦、财富广场、城建大厦、维多利广场、新都会大厦、广州国际金融中心及位于上海的宏嘉大厦七项高素质商业物业，产权面积超过 70 万平方米，分别位于中国广州市及上海市浦东核心商业区域。物业类型包括服装专业市场、甲级写字楼、多功能商务写字楼、零售商业、酒店、服务式公寓等。越秀房托的管理人为越秀房托资产管理有限公司。

## 2. 越秀房地产信托基金成立背景

越秀房地产投资信托基金是越秀集团在重组之后分拆为三家香港上市标的的其中一只。越秀集团设立于 1985 年，是广州市人民政府在香港的贸易及投资工具集合，涉及房地产及物业投资、交通基建、金融、股票经纪及保险业务，以及酒店经营和证券等十多个产业板块，目前总

资产已超过 1000 亿元人民币。

为响应邓小平南巡讲话的精神，1992 年，越秀集团将旗下的越秀投资在香港公开市场上市。标志了越秀集团正式向商业地产转型，但由于投资于商业地产的收益端的长期性与负债端的短期性，从 1999 年到 2004 年 5 年时间内，越秀投资的净资产总额仅仅从 66.29 亿港元增加到 72.34 亿港元，但其资产负债率由 36% 一路攀升至 45%（与同期在香港上市的地产公司相比，此比例显著偏高，当时香港大型地产公司的负债率普遍未超过 20%）；而且期间越秀投资的净资产收益率（ROE）一直被压制在极低的水平当中，2004 年之前一直低于 5%，在 2002 年当年甚至出现了 14.74% 的巨幅亏损。为解决越秀投资上市资产的结构性问题，当时广州市政府提出了两步走的方案：**第一步**，广州市政府将其持有的广州市城建集团（以下简称 GCCD）95% 股权一次性注入越秀集团；**第二步**，越秀集团通过海外离岸公司的方式对广州城建集团进行了资产重组，越秀集团在海外的离岸子公司 GCCD BVI（The British Virgin Islands, BVI：英属维尔京群岛海外离岸公司）再通过其旗下四家离岸孙公司拥有了广州市城建开发总公司 95% 的股权，具体分配如下：1）GCCD 将拥有的白马大厦部分物业产权转至柏达 BVI；2）GCCD 又将财富广场部分资产转让予金峰 BVI；3）将城建大厦部分物业转给福达 BVI；4）将维多利广场部分资产转给京澳 BVI。经过这两步资产整合与置换之后，越秀投资旗下的四家 BVI 分别持有原 GCCD 的一个优质物业资产。在这些操作完成之后，越秀集团在 2002 年 12 月 20 日，正式将离岸公司持有的资产悉数转让予旗下的上市公司越秀投资。

至此，越秀投资通过 GCCD BVI 及其旗下海外离岸子公司简介持有了广州市城建开发总公司，95% 的股权。通过这一系列复杂的资产重组流程，使得越秀投资在当时的条件下以 50 亿港元的价格获得了价值

83.5 亿港元的优质商业地产项目，获得的四个商业地产项目皆为经营状况十分良好的零售商业地产。资本重组后，越秀投资的土地储备迅速上升，由之前的 20 万平方米提升至 420 万平方米；算上后来持有的 4 处优质物业，其在建、待售、收租物业总楼面面积，由 37 万平方米提升至 167 万平方米，短时间内成为广州市内最大的房地产供应商。

虽然从表面上看，由于 GCCD 优质资产的注入使得越秀投资账面资产端出现了质的提升，但实际情况是，在资产转让中越秀投资总共支付的 50 亿港币中有 20 亿为杠杆资金，相比之前所持有的资产，新增资产的杠杆水平并未显著下降（截至 2004 年，其杠杆率升至 45%），在当时的环境条件下，如此高的负债率并不是一个好消息：1）相比与当时上市的竞争对手而言，越秀投资当时的资产负债率显然相对较高，进一步提升的负债率对于公司当时脆弱的企业自由现金流（Free Cash Flow）进一步造成了压力；2）注入的资产全数为零售商业地产，不同于居住地产，其投资回报周期更长，且当时的环境下租售比并不高，从资产收益（ROE）角度，资产注入并未提升资产的收益能力，再叠加投资者对于商业地产周期性波动的担忧，资产注入后市场并未表现出对于越秀投资明显的兴趣。

在拥有大量优质地产资源但短期内负债压力过大、公司现金流存在中断的前提条件下，越秀投资急于寻找新的融资渠道，以缓解短期的财务困难的局面。因此优质资产单独打包上市成为了投资的首选，因此房地产投资信托基金的方式进入了管理者的眼帘：1）越秀房托装入优质商业物业单独上市后可在短时间内解决越秀投资的资金压力问题，有效缓解资产负债端期限错配的情况；2）资产打包上市后，能显著降低公司整体的负债比率，将债务资产转换为股权资产；3）如果能作为中国内地首家境外上市 REITs，越秀房托可为公司带来明显的品牌



溢价效应，对公司未来的进一步融资也有支撑作用。

### 3. 越秀房地产信托基金上市设置

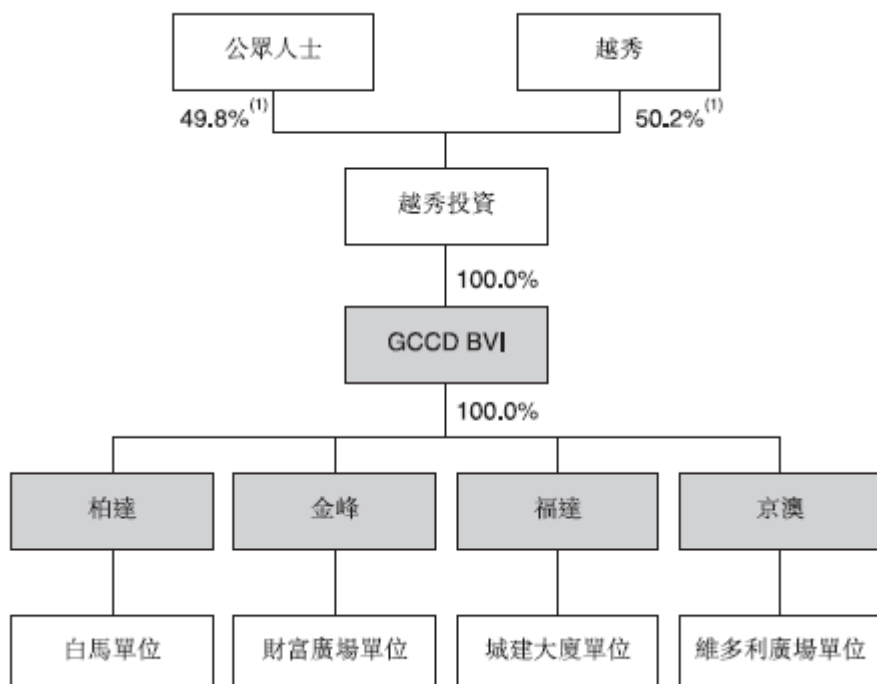
#### 3.1 上市市场的选择

最初，越秀房托的目标上市地点其实为新加坡。由于当时香港《房地产投资信托基金守则》不允许非香港本地物业在联交所上市交易，越秀房托在早先并不满足香港上市的规定，因此首选为新加坡交易所（SGX），但在 2005 年 6 月，香港证券及期货事务监察委员会修改了第五版《房地产投资信托基金守则》，删除了对于非香港本地物业的限制条款。经过之前的资产注入与海外代持流程，越秀投资事实上已使得旗下资产满足了香港市场对于海外上市的要求，市场培育与制度改革已经完成。

#### 3.2 资产梳理

由于各国 REITs 上市规则中皆规定 REITs 上市必须有明晰的房地产产权关系，因此越秀投资于 2002 年 12 月完成广州市城建开发总公司的资产收购后，即开始着手对其资产进行境外持有的改制。2004 年 9 月至 2005 年 10 月间，越秀投资通过 GCCD BVI 在海外设立了四家全资 BVI 孙公司，即柏达 BVI、金峰 BVI、福达 BVI 及京澳 BVI。这样，越秀房托即可享受大陆对于外资公司的税收优惠，又满足了《房地产投资信托基金守则》中“使用特殊目的投资工具”的要求（该条件规定特别目的投资工具需由 REITs 全资拥有，控股层数不可大于两层）。

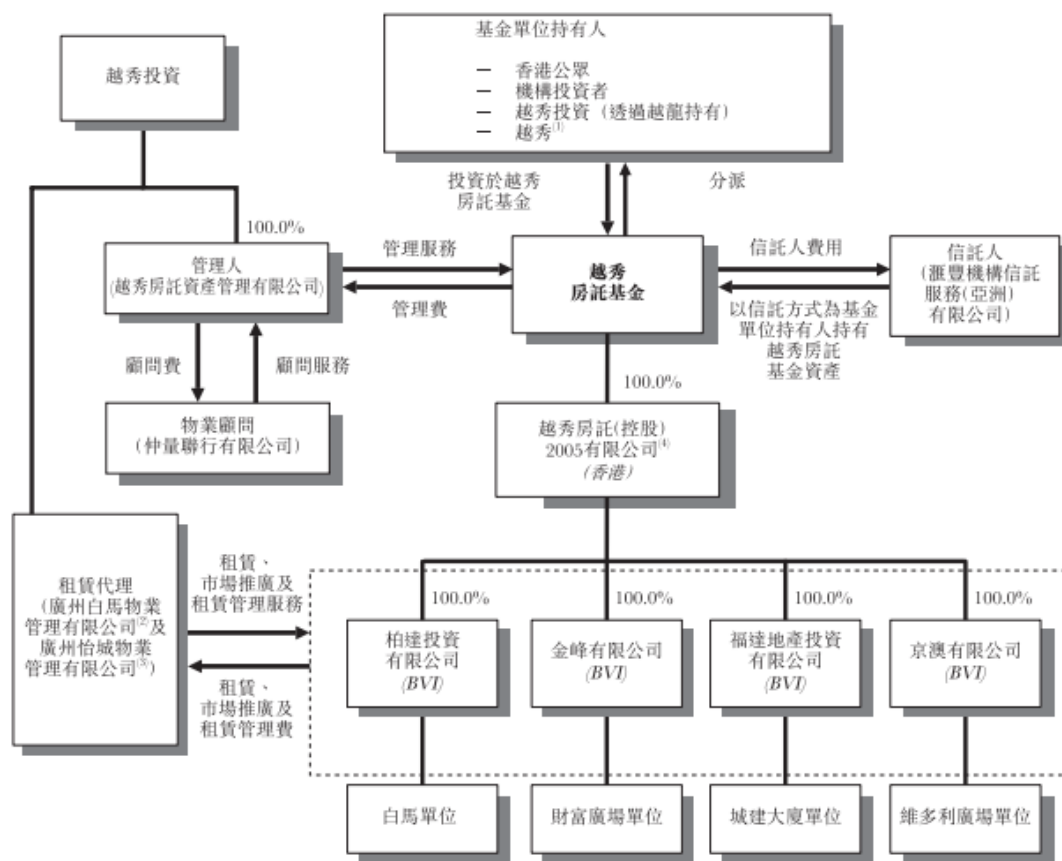
图表1 越秀的离岸资产代持结构



资料来源：网络资料，CIB Research。

最后，在每一家 BVI 孙公司持有一个商业地产资产的基础上，成立了基金资产的管理人——越秀房托资产管理有限公司，同时越秀投资选择汇丰机构信托服务（亚洲）有限公司作为越秀房托的受托人，由汇丰机构信托服务公司在香港设立全资子公司越秀房地产投资信托基金（简称越秀房托）有限公司。至此，上市主体已经搭建完成，正式向香港公众及机构投资者进行发售。

图表2 越秀房托结构



注：此图仅展示2005年上市时的资产持有情况，目前物业个数与内容已经发生了变化。  
资料来源：招股说明书，CIB Research。



**图表3 上市时的资产描述**

物業	工程落成年份	建築面積 (平方米)	套內面積 (平方米)	實用率 <sup>(1)</sup> (%)	可出租面積 (平方米)	佔總 可出租面積 百分比 (%)
<b>白馬單位 一九九〇年</b>						
－批發／零售 <sup>(2)(3)</sup>		46,279.3	44,322.4	95.8	45,157.6 <sup>(4)</sup>	92.1
－辦公樓／倉庫 <sup>(2)</sup>		3,920.0	3,778.2	96.4	3,849.6 <sup>(5)</sup>	7.9
		50,199.3	48,100.6	95.8	49,007.2	100.0
<b>財富廣場單位 二〇〇三年</b>						
－零售 <sup>(6)</sup>		3,853.1	3,244.7	84.2	3,853.1	9.5
－辦公樓 <sup>(6)</sup>		36,503.1	27,507.6	75.4	36,503.1	90.5
		40,356.2	30,752.3	76.2	40,356.2	100.0
<b>城建大廈單位 一九九七年</b>						
－零售		11,757.6	10,468.4	89.0	11,757.6 <sup>(7)</sup>	27.7
－辦公樓		30,639.8	22,186.5	72.4	30,639.8	72.3
		42,397.4	32,654.9	77.0	42,397.4	100.0
<b>維多利廣場單位 二〇〇三年</b>						
－零售		27,698.1	22,847.9	82.5	27,262.3 <sup>(8)</sup>	100.0
<b>總計</b>						
－批發／零售		89,588.1	80,883.4	90.3	88,030.6	55.4
－辦公樓／ 倉庫 <sup>(2)</sup>		71,062.9	53,472.3	75.2	70,992.5	44.6
		160,651.0	134,355.7	83.6	159,023.1	100.0

注：此图仅展示 2005 年上市时的资产持有情况，目前物业个数与内容已经发生了变化。

资料来源：招股说明书，CIB Research。

### 3.3 资产估价

按照香港《房地产投资信托基金守则》中规定，上市 REITs 房地产资产必须根据 6.4 条款委任独立的物业评估师（“总估值师”）进行价值评估，且估值方法必须按照香港测量学会最新印行的《物业估值准则》（Valuation Standards on Properties）或国际估值准则委员会（International Valuation Standards Council）最新印行的《国际估值准则》（International Valuation Standards）为基础。但估值准则

一经采用，须贯彻一致的应用于本 REITs 下持有所有的物业估值，且《守则》强调，REITs 在出具说明的情况下可综合使用多种估值方法（一般方法为：资本化计算法、现金流贴现法、市场比较法、成本估值法、假设开发法等）。

越秀房托使用的是高力国际提供的“三项”综合估值评估体系，其使用收入资本化法、现金流量贴现法、销售比较法三种方法进行综合计算，具体做法为：先分别按照收入资本化计算方法和现金流量贴现分析得出两种估值结果，然后进行权重平均，在与销售比较法计算出的结果进行二次校正。最终，在招股说明书中，越秀房托采用了综合估值的方法（并按《守则》要求对综合估值法进行了注解说明），最终认定的总资产规模为 40.05 亿港元。

**图表4 越秀房托的上市估值认定（亿港元）**

	收入资本化法	现金流贴现法	销售比较法	综合估值
白马物业	25.03	25.8	23.03	25.42
财富广场物业	5.59	5.31	5.35	5.45
城建大厦物业	4.11	3.6	4.18	3.85
维多利亚广场	4.75	5.91	5.58	5.33
合计	39.48	40.62	38.14	40.05

注：此图仅展示 2005 年上市时的资产持有情况，目前物业个数与内容已经发生了变化。

资料来源：越秀官网，CIB Research。

## 4. 越秀房地产信托基金税收结构

### 4.1 越秀房托基金本体的税收

作为房托基金在香港作为基金主体豁免利得税，向基金单位持有人做出的股利分配也无需缴纳任何预扣税。越秀房托基金无需就发行基金单位缴纳香港印花税。

## 4.2 旗下 BVI 的境内税收

但房托公司旗下 BVI 公司在在中国境内持有资产时,需要就中国大陆税项进行缴纳。1) **预提所得税**: 根据《中华人民共和国外商投资企业和外国企业所得税法》(下称《税法》)规定, BVI 公司需缴纳外商投资企业所得税(一般情况下,对于 BVI 公司的租金收入部分应缴纳 10% 的预提所得税,出售物业时按资产净收益的 10% 缴纳预提所得税)。2) **营业税**: 《税法》规定, BVI 租金收入与不动产出售净收益需以 5% 的税率缴纳营业税。3) **土地增值税**: 就《中华人民共和国土地增值税暂行条例》规定, BVI 公司需按出售物业所得的增值额来缴纳土地增值税,也就是说,缴税税基为出售物业总收入减去可扣除项目金额(可扣除项目金额包括下列项目:取得土地使用权所支付的金额,建筑物的评估价值及转让房地产有关的其他税金)且采用累进税率制度(图表 5)。4) **城市房地产税**: 根据《中华人民共和国城市房地产税暂行条例》(2009 年此条例废止,目前按照《中华人民共和国房产税暂行条例》进行缴纳),在广州按房产原值的 70.0% 以 1.2% 的年税率缴纳城市房地产税(目前按照《中华人民共和国房产税暂行条例》规定,房产税依照房产原值一次减除 10% 至 30% 后的余值计算缴纳,房产税的税率,依照房产余值计算缴纳的,税率为 1.2%;依照房产租金收入计算缴纳的,税率为 12%)。5) **印花税**: 需按租赁协议及房屋转让合同的 0.1% 及 0.05% 缴纳。6) **契税**: 根据《中华人民共和国契税暂行条例》规定, BVI 公司在转让土地(或楼宇)使用权时应缴纳契税,契税税率为 3%-5% (上市时广州设定的税率为 3.0%)。

**图表5 土地增值税累进税率**

增值额	税率
不超过扣除项目金额50%的部分	30.00%
超过扣除项目金额50%但100%的部分	40.00%
超过扣除项目金额100%但200%的部分	50.00%
超过扣除项目金额200%的部分	60.00%

资料来源：《中华人民共和国土地增值税暂行条例》，CIB Research。

## 5. 越秀房托后续经营与分红

### 5.1 后续经营

同时，在过去 11 年的管理中，越秀房托共新增三处物业，分别为：

1) 2009 年，装入广州越秀区**新都汇大厦**资产；2) 2012 年，装入广州天河区**国金中心**资产；3) 2015 年末，装入上海浦东新区**宏嘉大厦**资产。新都汇大厦主要通过一级市场股票增发来完成资产收购，而对于国金中心与宏嘉大厦，越秀房托使用了非常高的杠杆比例进行资产收购，导致目前资产负债率处于超高的水平之下。

**图表6 越秀房托目前旗下房地产标的**

物业名称	类型	位置	落成年份	产权面积 (平方米)	可出租总面积 (平方米)	物业出租率
白马大厦	批发商场	广州越秀区	1990	50199.3	50128.9	100.00%
财富广场	甲级写字楼	广州天河区	2003	41355.2	41355.2	99.60%
城建大厦	甲级写字楼	广州天河区	1997	42397.4	42397.4	97.70%
维多利广场	零售商场	广州天河区	2003	27698.1	27262.3	100.00%
新都会大厦	综合商务楼	广州越秀区	2007	61960.0	49887.3	99.70%
国金中心	商业综合体	广州天河区	2010	457356.8	230266.9	95.20%
宏嘉大厦	综合商务楼	上海浦东新区	2010	62139.4	46026.3	98.90%
<b>其中：</b>						
	甲级写字楼			267804.4	183539.6	97.30%
	零售商场			46989.2	46727.3	86.80%
	酒店			91460.9	不适用	不适用
	服务式公寓			51102.3	不适用	不适用

注：其中分类统计面积与 7 大物业面面积不同的原因为：分类统计没有计入泊车位、公建配套用房面积、特定用途面积（管理层办公室、业主委员会办公室、自行车停放处、避难层）等，

数据统计截止 2015 年 12 月 31 日。

资料来源：公司官网，CIB Research。

## 5.2 分红水平

在 2005 年 12 月越秀房托上市之后，一直维持较高的股息分红率。分红策略主要分为两个阶段：**第一阶段**由 2006 年至 2008 年，可分配总收入的 100%向基金单位持有人派息；**第二阶段**，自 2008 年后，派息比例下调为大于等于 90%（由 2015 年年报计算，当年派息比例为 95%）。由历年年报计算，上市以来平均每年股息分红率高达 8.05%（图表 6）。

**图表7 越秀房托 Financial Highlights**

越秀房地产投资信托基金 (405 HK) - Financial Highlights											
百万人民币	2005财年	2006财年	2007财年	2008财年	2009财年	2010财年	2011财年	2012财年	2013财年	2014财年	2015财年
市值	3,590.8	3,080.3	2,881.6	1,680.5	2,759.5	3,922.1	2,965.7	8,120.7	8,163.3	8,719.0	9,851.0
-现金及等价物	245.5	254.7	271.5	350.0	361.3	379.0	520.7	774.0	639.8	986.3	682.6
+优先股	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	82.6	83.3	86.7	92.6
+债务	1,306.5	1,270.7	1,198.1	1,803.8	1,819.5	1,774.7	1,978.2	8,357.6	7,841.9	8,109.4	10,977.9
当期企业价值	4,651.7	4,096.3	3,808.3	3,134.2	4,217.8	5,317.9	4,423.2	15,786.9	15,448.7	15,928.8	20,239.0
总资产负债率 (%)	28.1	31.0	31.5	57.6	43.1	33.4	44.7	52.9	50.8	50.9	54.2
可比收入	—	—	391.9	442.4	469.0	484.7	522.3	712.2	1,370.7	1,571.2	1,709.6
增长率 %, YoY	—	—	—	12.9	6.0	3.3	7.8	36.4	36.4	36.4	36.4
租金收入	—	379.2	391.9	442.4	469.0	484.7	522.3	643.2	1,185.6	1,352.9	1,494.1
增长率 %, YoY	—	—	8.8	23.3	7.4	3.3	7.8	23.2	84.3	14.1	10.4
可比净利润	—	250.9	220.2	207.9	264.8	635.6	310.9	687.9	524.1	928.0	740.7
已发行股份 (百万股)	1,000.0	1,000.0	1,000.0	1,066.0	1,066.0	1,066.0	1,066.0	2,743.2	2,766.7	2,799.8	2,828.9
每股分红 (元)	—	0.2537	0.2201	0.2196	0.2219	0.2070	0.2171	0.2151	0.2164	0.2367	0.2490
每股账面价值 (元)	3.1390	3.2104	3.3069	3.3232	3.3650	3.7346	4.7799	4.5655	4.5793	4.6939	4.7370
每股实值账面价值 (元)	3.1390	3.0516	3.1480	3.1730	3.2146	3.5842	4.6295	4.5070	4.5213	4.6366	4.4456
股息率 (%)	—	8.0521	7.3312	13.7430	8.5646	5.6259	7.8033	7.2662	7.3342	7.6008	7.1505
<b>每股数据:</b>											
EBITDA	—	0.2595	0.2670	0.2962	0.2850	0.2773	0.2901	0.2773	0.2508	0.2861	0.2848
营业收入	—	0.2609	—	0.2978	0.2865	0.2869	0.2969	0.2756	0.2409	0.2824	0.2997
净利润	—	0.2463	0.3510	0.2003	0.2468	0.5960	1.2550	0.4800	0.1900	0.3300	0.2600
标准化净利润	—	0.2187	0.2432	0.2245	0.2186	0.2725	0.2916	0.0896	0.0670	0.0565	-0.0767

资料来源：公司年报，Bloomberg，CIB Research。

## 6. 总结

在 2005 年 12 月越秀房地产信托投资基金发行后，越秀投资共从一级市场中筹集到了约 20 亿港元资金，同时通过越秀房托的下属 BVI 实体通过贷款融资得到现金 13 亿港元，总计获得了 33 亿现金，这样极大的改变了越秀投资的财务杠杆状态。其总负债由 186 亿港元下降到了 153 亿港元，总资本负债率由 41% 下降到了 36%。更重要的是，在未

来的发展中，REITs 作为一个投资实体，因其自身高分红的特性，吸引了大量投资者，这也为后来增持新都汇大厦、国金中心、宏嘉大厦资产提供了充分资金支持。



## 免责声明

本报告中均基于我们认为可靠的已公开信息，但我们不保证该信息的准确性及完整性，客户也不应以为该信息是准确和完整的而加以依赖。本报告中的信息及表达的意见并不构成任何要约或投资建议，我们也不推荐基于本报告采取任何行动。

本报告的相关研判是基于分析师本人的知识和倾向所做出的，因而应视为分析师的个人观点，并不代表所在机构。分析师本人自认为秉承了客观中立立场，但对报告中的相关信息表达与本公司业务利益存在直接或间接关联不做任何保证，相关风险务请报告使用者独立做出评估，我公司和分析师本人不承担由此可能引起的任何法律责任。

报告中的任何表述，均应从严格经济学意义上理解，并不含有任何道德、政治偏见或其他偏见，报告阅读者也不应该从这些角度加以解读，我公司和分析师本人对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

除非是已被公开出版刊物正式刊登，否则，均应被视为非公开的研讨性分析行为。

本报告由兴业经济研究咨询股份有限公司(简称“兴业研究”，CIB Research)提供，版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发表。如引用、刊发，需注明出处为兴业经济研究咨询股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。