

2015年10月23日

资产证券化

固定收益研究组

张继强

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511030010
SFC CE Ref: AMB145
zhangjq@cicc.com.cn

程昱

联系人, SAC 执业证书编号:
SS0080115080067
yu.cheng@cicc.com.cn

REITs: 一片待开拓的蓝海

要点:

REITs 是一种通过发行收益信托凭证/股份汇集资金, 由管理人进行房地产投资、经营和管理, 并将投资综合收益分配给投资者的证券。根据投资对象的不同, REITs 可以分为权益型、抵押贷款型和混合型。对于物业所有者而言, REITs 是一种有效的盘活存量、改善资产负债表的融资方式。对于投资者而言, REITs 是一种低门槛投资商业地产的工具。REITs 长期收益较高, 收益稳定, 与其他主流投资品种相关性较低, 能够提高投资组合的风险收益比。

REITs 于 1960 年发源于美国。虽然经历过几次波动, 但美国 REITs 市场几十年来总体而言发展迅速, 基础资产种类不断丰富, 规模不断扩张。亚洲地区 REITs 起步于世纪之初, 虽然起步较晚但发展非常迅速。至今, 全球有 30 多个国家发行过 REITs 产品。REITs 市场规模发展最大的是美国, 其 REITs 规模接近万亿美元。

根据组织形式的不同, REITs 可以分为信托制和公司制。根据管理人的不同, REITs 可以分为内部管理人模式和外部管理人模式。REITs 制度的核心是税收优惠, 在 REITs 发展较为成熟的国家, 不管采用信托制还是公司制, REITs 分红部分均仅进行单次征税。正是这一巨大的税收优惠促进了 REITs 的发展。为了递延资产转让时的税收, 美国市场还出现了 UPREIT 和 DOWNREIT 两种形式。

进入二十一世纪, 美国 REITs 市场发展已较为成熟。回顾过去 15 年和过去 5 年的市场表现, 权益型 REITs 总回报显著高于 S&P500 指数, 抵押贷款型 REITs 总回报显著高于美国债券指数。作为市场主流的权益型 REITs, 其二级市场价格除受到市场情绪的影响外, 主要取决于 REITs 的租金收入、所持物业的增值收益及物业投资/处置收益。由于美国商业物业租赁合同通常较长, 合同租金价格通常与 CPI 挂钩, 商业物业租金价格整体较为稳定。当然, 高水平的物业管理和持续的维护投入是保持租金价格稳定上涨的重要因素。物业空置率是决定租金收入的重要变量, 空置率主要跟当地的经济状况有关。物业增值收益则与商业物业市场景气程度高度相关, 当商业物业交易价格走低时, REITs 所持有的物业的估值也相应降低。投资/处置物业通过改变 REITs 资产组合影响 REITs 的价值, 持续的正确投资决策依赖于资产管理人的行业经验与管理能力。

其中, 1993 年上市的西蒙地产是美国最大的零售物业 REITs, 市值规模高达 600 亿美元。西蒙地产旗下持有 243 家零售物业, 资产不仅遍布美国各大城市核心区域, 在日本、韩国等地也持有优质物业, 实现了良好的分散性与规模效应。持续的并购、较好的资产负债表管理能力及优秀的物业经营管理能力是西蒙地产成功的关键。

虽然我国尚未出台正式的 REITs 规范文件, 但对于 REITs 的讨论和尝试可以追溯至本世纪之初。十余年间, 我国政府层面和业界层面关于 REITs 的讨论层出不穷, 也出现了赴海外发行的标准 REITs 产品及国内市场发行的类 REITs 产品。REITs 产品的发展进度与我国房地产市场的景气程度及房地产商融资难易程度密切相关。我们简单的将我国 REITs 发展的进程分为探索期、政策推动期和发行提速期。

展望我国 REITs 的发展前景, 虽然需求尚可, 长期来看供给也有较大空间, 但短期来看地产公司债成本较低制约 REITs 发行意愿, 制度的缺失则是制约 REITs 产品大规模发行的关键。但整体来看, 我国已经具备了发展 REITs 产品的基本条件。我国具有适合的基础资产、监管层也有意推动 REITs 产品的发展、投资人有扩展投资组合的需求。当前我国 REITs 发展的障碍主要是无税收优惠、流动性困难, 此外 REITs 的组织形式、管理制度、合格投资者等也需要探索。这些问题都有待 REITs 相关管理规范文件的出台。

虽然我国尚没有出台正式的 REITs 管理规范, 但在物业所有者盘活存量的需求之下, 我国仍然尝试了数单 REITs 相关产品, 包括: 1、境外上市的标准 REITs 产品 (越秀 REITs、开元产业信托等); 2、内地交易所挂牌的私募股权类 REITs 产品 (中信启航、苏宁云创等); 3、内地交易所挂牌私募抵押贷款型类 REITs 产品 (海印股份信托收益权等); 4、以众筹的形式发行的类 REITs 产品 (万达稳赚等); 5、内地交易所上市公募类 REITs 产品 (鹏华前海万科 REITs)。

总的来看, 越秀 REITs 是第一个以国内物业为基础资产的标准 REITs 的实践。中信启航项目是国内 REITs 的第一个突破, 从此我国的物业支持融资从抵押融资、收益权质押融资等形式真正走向了股权出售形式。鹏华前海项目是国内 REITs 的第二个突破, 虽然其基础资产本质上不是股权而是收益权, 但其突破了基金法的限制解决了 REITs 产品的流动性难题。这些案例为未来 REITs 产品进行了有益的探索。



目录

REITs 产品简介	3
图表 1: 美国 REITs 规模及只数变动	4
图表 2: 已引入或正在准备引入 REITs 的国家	5
图表 3: 部分国家或地区 REITs 市场规模	5
成熟市场 REITs 分析	6
图表 4: 信托型 REITs 基本结构	6
图表 5: 成熟市场 REITs 税收制度对比	7
图表 6: UPREIT 交易结构图	8
图表 7: DOWNREIT 交易结构图	8
图表 8: REITs 总回报指数与 S&P500 指数、BC 美国债券指数走势对比(2000-2015)	9
图表 9: REITs 总回报指数与 S&P500 指数、BC 美国债券指数走势对比 (2010-2015)	9
图表 10: REITs 总回报指数与股票、债券等相关系数	9
图表 11: 权益型 REITs 二级市场价格驱动因素	10
图表 12: 主流商业地产空置率与 GDP 的关系	10
图表 13: 主流商业地产租金价格与 GDP 的关系	11
图表 14: 权益型 REITs 指数与美国住宅价格指数、商业地产价格指数	11
图表 15: 抵押贷款型 REITs 指数与联邦基准利率	12
图表 16: 西蒙地产交易结构	12
图表 17: 西蒙地产旗下物业概况	13
图表 18: 西蒙地产 2014 年营业收入构成	13
图表 19: 西蒙历史业绩	13
图表 20: 西蒙地产部分并购事件	14
图表 21: 西蒙地产资产负债率及债务成本	14
图表 22: 西蒙地产租金及租用率变动	15
中国 REITs 发展现状	16
图表 23: REITs 发展条件分析	17
图表 24: 我国一线城市零售物业、写字楼、住宅平均租售比 (以北京上海为例)	18
图表 25: 土地增值税征收标准	19
我国 REITs 相关产品简评	20
图表 26: 越秀 REITs 基础资产概况(截至 2014 年末)	20
图表 27: 越秀 REITs 交易结构 (截至 2014 年末)	21
图表 28: 越秀 REITs 复权价格走势	21
图表 29: 中信启航项目租户概况 (2015 一季度)	22
图表 30: 中信启航项目交易结构图	22
图表 31: 中信启航项目现金流分配顺序	23
图表 32: 中信启航项目退出模式	23
图表 33: 鹏华 REITs 基本要素	23
图表 34: DTZ 对前海公馆项目收入的测算	24
图表 35: 目标公司股权转让计划表	24
图表 36: 项目公司部分现金流预计	25



REITs 产品简介

1、什么是 REITs？

REITs (Real Estate Investment Trusts) 是一种通过发行收益信托凭证/股份汇集资金，由管理人进行房地产投资、经营和管理，并将投资综合收益分配给投资者的证券。标准 REITs 产品具有以下三个重要特点：（1）募集资金绝大部分投资于房地产领域；（2）产品收益绝大部分来自于房地产相关收入；（3）将绝大部分收入分配给投资者，分配部分仅进行单次征税。

2、REITs 的投资对象。

按照 REITs 投资对象的不同，REITs 可以分为权益型、抵押贷款型和混合型。权益型 REITs 的主要投资对象是各类物业，主要收入来源是房地产的租金及房屋增值收益。REITs 持有的物业类型主要包括写字楼、商场、酒店、工业厂房、物流中心等，多为非住宅类物业。抵押贷款型 REITs 的主要投资对象是房地产抵押贷款或抵押贷款支持证券（MBS），主要收入来源是抵押贷款和 MBS 的利息。混合型 REITs 的投资对象既包括物业也包括抵押贷款和 MBS。目前在成熟市场中，权益类 REITs 占据较大比重。

权益型 REITs 与房地产上市公司的主要区别。（1）基础资产不同。在 REITs 发展成熟的美国市场中，房地产上市公司更多从事住宅地产业务；而权益型 REITs 主要投资商业物业。（2）收入模式差别。房地产公司以新屋开发销售为主要收入，其收入与住宅地产的景气程度挂钩；而权益型 REITs 以收取租金和物业增值为主要收入（约占权益型 REITs 收入的 2/3 左右），由于美国商业地产租约通常较长（10-20 年），租金较为固定（通常与 CPI 挂钩），因此其租金收入较为稳定。

抵押贷款型 REITs 与我国常见房地产信托的区别。（1）是否标准化。REITs 是标准化的产品，通常可以在交易所上市交易流通；而房地产信托是非标准化的金融产品，流动性较弱。（2）是否有约定收益。REITs 规定将绝大部分收入分配给投资者，但没有设定约定收益率；传统房地产信托通常发行时约定一个固定的收益率。（3）REITs 产品的周期通常较长；而房地产信托一般投资者于房地产开发过程中，周期通常为 1-3 年。

3、投资人眼中的 REITs。

在 REITs 发展较为成熟的美国市场，投资者除国内外个人投资者外，还主要有 ETF、养老基金、各类基金会、保险公司等机构投资者。

对于投资者而言，REITs 具有以下优势：（1）REITs 是一种低门槛的投资商业物业的金融工具。REITs 能够使投资者以很低的门槛同时投资多个商业物业资产，相较于直接投资商业物业而言，不仅降低了投资者的门槛，还分散了投资者的风险。（2）REITs 产品风险较低，收益稳定，与其他投资品相关性较低。由于 REITs 通常投资成熟的、租金收入稳定的物业，产品整体风险较低，收益较为稳定。同时 REITs 作为以租金收入为主的金融产品，与其他金融产品的相关性较低，有利于投资者扩宽有效投资边界。（3）REITs 流动性强，运营透明度高。REITs 产品大多可以在交易所进行交易，且投资者众多，流动性很强；上市 REITs 产品信息披露制度完善，且将绝大部分收益分配给投资者，运营透明度较高。

4、物业持有者眼中的 REITs。

REITs 所持有的商业物业来源主要有两种。一是房地产公司将自身开发或持有的商业物业 REITs 化，二是零售、金融等行业将旗下的门店/营业部资产 REITs 化。

对于房地产公司而言，发行 REITs 具有多重意义：（1）REITs 通过资产出表进行融资，能够明显改善公司的资本结构；（2）能够快速盘活存量，加快资金流转速度；（3）能够帮助地产公司实现由开发运营商向资产服务商的转变；（4）能够实现递延资产转让税收、避免自持物业双重征税等税收优惠。

部分零售、金融等行业的企业在发展早期为了占据核心地区业务，购置了大量核心区域门店，使得企业背负了较重的资产。通过将旗下的门店/营业部出售给 REITs 剥离资产，可以显著降低这类企业的资产负担。



5、REITs 的发展历程。

REITs 的基本理念起源于美国。1960 年，美国总统签署了《房地产投资信托法案》，宣布允许设立 REITs。1961 年全球首只 REITs 设立；1965 年首只 REITs 在纽交所上市交易。在 REITs 产品创立初期，REITs 市场发展缓慢。直到 1968 年，美国市场上也仅有 10 余家 REITs。

1969-1974 年期间，抵押贷款型 REITs 迅速发展，数量和规模急剧增长。这些 REITs 为房地产开发、建设企业提供了大量的短期建设贷款，一定程度上推动了美国房地产建设的热潮。在此期间，REITs 资产规模从 10 亿美元上升至 210 亿美元。

1974-1975 年美国经济出现衰退，利率高企，房地产市场供给过剩，大量抵押贷款违约，房地产商破产。这导致抵押贷款型 REITs 不良率和负债成本上升，开始陷入困境。负债率较高的抵押贷款型 REITs 开始通过重整贷款、出售资产等方式来进行自救。此时部分抵押贷款型 REITs 通过受让抵押物的方式变为了权益型 REITs。受此影响，随后的较长一段时间 REITs 的发展非常缓慢。

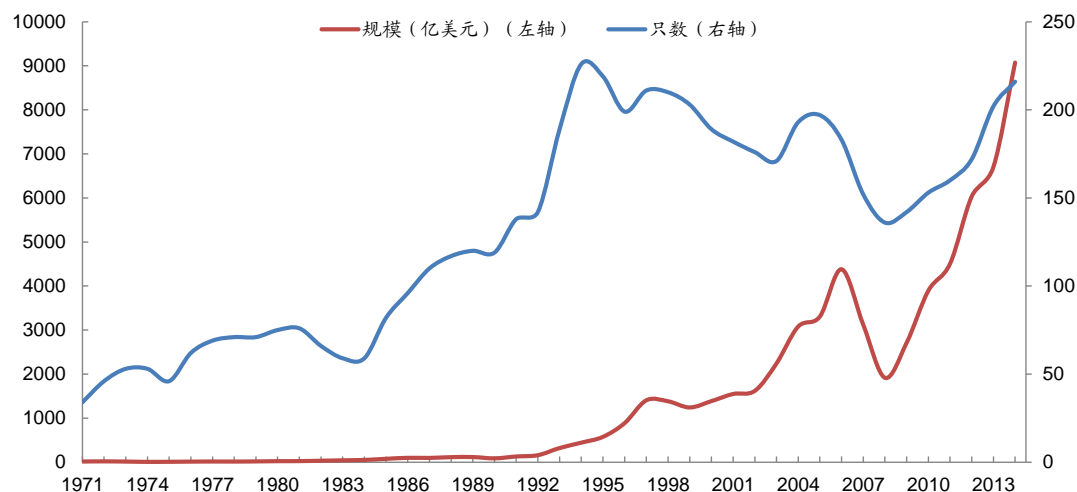
1986 年，美国国会通过了《税收改革法案》，放松了对 REITs 的经营限制，使得 REITs 的受托人、董事、员工等相关方可以对 REITs 进行管理（也即内部管理人制度）。

1991 年以来，伴随着房地产行业的复苏，REITs 迎来了第二个高速发展时期。从 1990-1997 年，REITs 总市值从 87.4 亿美元发展到 1400 亿美元。

进入二十一世纪，伴随着 REITs 被纳入 S&P500 指数等事件，REITs 产品市场认可度进一步提升，行业发展进入了另一个高速发展期。虽然受房地产市场衰退影响，2007-2008 年 REITs 数量和规模均出现了明显缩水，但 2009 年以来 REITs 市场又迅速恢复，并达到了新的高度。

纵观美国 REITs 的发展历程，虽遭遇几次低谷，但整体而言 REITs 产品发展迅速。REITs 市场的起伏与经济周期及房地产市场具有较强的相关性。

图表 1：美国 REITs 规模及只数变动



资料来源：NAREIT、中金公司研究

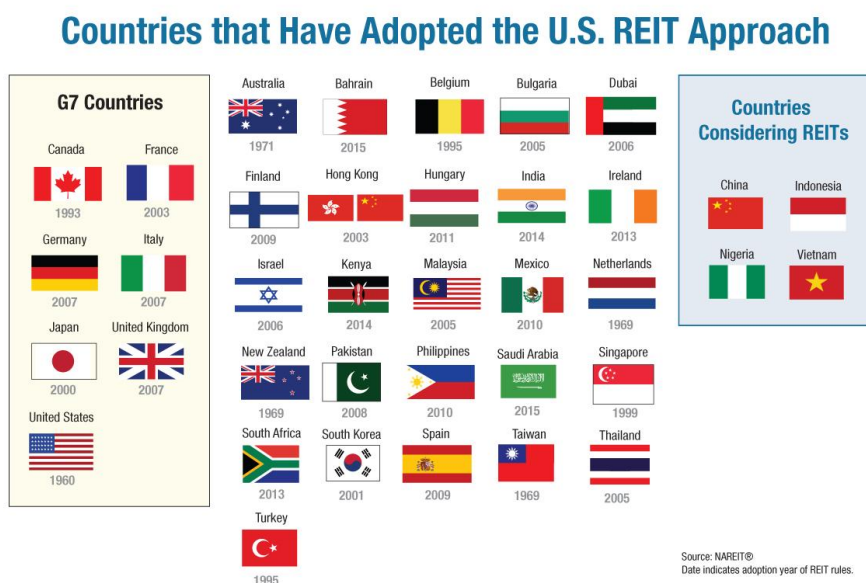
亚洲地区 REITs 起步相对较晚，但发展较为迅速。2001-2005 年间，日本、新加坡、香港等亚洲主流市场纷纷建立了 REITs 制度并发行了 REITs 产品。十余年时间之中，亚洲 REITs 市场规模迅速攀升，至今市值已超过了千亿美元。新加坡是亚洲发展最成熟的 REITs 市场，其发行的 REITs 所持有的物业不仅位于新加坡国内，还位于投资于亚洲其他地区。新加坡市场的 REITs 并购行为活跃，回报率高，深受个人投资者的青睐。

6、REITs 市场规模。

至今全球有 30 多个国家发行过 REITs 产品。此外，包括中国在内的数个国家也开始考虑引进 REITs 制度。目前 REITs 市场规模发展最大的是美国，其 REITs 市场规模接近万亿美元。在美国市场上，美国 REITs 行业总市值已经远远超过了传统地产开发行业。



图表 2：已引入或正在准备引入 REITs 的国家



资料来源：NAREIT、中金公司研究

图表 3：部分国家或地区 REITs 市场规模

国家	REITs个数	REITs总市值（亿美元）
美国	257	9846
欧盟	100	1700
澳大利亚	56	937
日本	51	908
新加坡	33	483
香港	11	273

资料来源：NAREIT、中金公司研究



成熟市场 REITs 分析

1、REITs 运作简述。

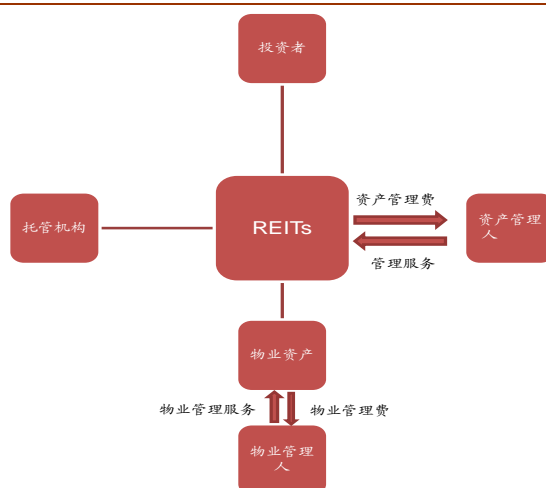
按照 REITs 的组织形式的不同，REITs 可以分为公司型和信托型。而这两种模式的管理模式、参与方也往往有所区别。

(1) 信托型 REITs

信托型 REITs 是指通过发行信托受益凭证向投资者募集资金进行物业投资。在信托制 REITs 的模式下，投资者与基金管理人达成信托法律关系，基金管理人按信托契约将投资收益进行均等分配。此时 REITs 持有人持有的是 REITs 的信托凭证或基金份额。

一个典型的信托型 REITs 的参与者至少有：投资者、资产管理人、托管机构、物业管理人。

图表 4：信托型 REITs 基本结构



资料来源：中金公司研究

- ▶ 资产管理人负责对 REITs 旗下资产进行统筹管理，包括管理旗下已有物业资产、对物业收购/处置进行决策等。根据资产管理人与 REITs 关系的不同，REITs 可以分为外部管理人模式和内部管理人模式。信托制 REITs 多采取外部管理人模式，在亚洲地区较为常见。

外部管理人模式即 REITs 引入独立专业的第三方管理公司来对 REITs 的资产进行管理。外部管理人通常为专业的房地产管理公司，管理众多房地产项目，具有规模经济优势；但该制度的弊端在于 REITs 的管理者的收益取决于管理的资产值而非收益，从而其本身的利益与 REITs 的所有者不一致，存在委托代理问题。

内部管理人模式即允许 REITs 的管理人员投资 REITs，也允许投资者参与 REITs 的管理。这一模式有利于减小委托代理成本，但不能享有规模经济优势。

- ▶ 投资者是 REITs 的权益资金来源。除此之外，REITs 还可以通过银行贷款、发债融资等方式进行债务融资。在信托制常用的外部管理人模式下，投资者不参与 REITs 的运营管理。
- ▶ 物业管理人是负责对 REITs 旗下资产进行物业管理的专业机构，通过对物业资产提供物业服务获取物业服务费。有时资产管理人也提供物业管理服务。
- ▶ 托管机构是 REITs 资产的名义持有人。为了保证资产的安全，信托型 REITs 按照资产管理和保管分开的原则进行运作，由专门的托管人保管信托资产。



(2) 公司型 REITs

公司制 REITs 是指通过发行房地产投资信托股份的方式筹资资金，并设立专门从事房地产投资的股份有限公司。在公司制 REITs 的模式下，投资者通过认购股票成为公司的股东，而公司将投资收益以股利的方式分配给投资者。在这种模式下，REITs 本身为公司制的实体，只是因为经营主业、利润分配等方面符合了 REITs 相关规定，因此获得了 REITs 的税收优惠。

美国对于 REITs 的判断标准主要有：75%以上资产投资于物业相关资产、75%以上收入来源于租金、抵押贷款利息等物业相关收入、90%的应纳税收入应分配给投资者。

公司型 REITs 通常使用内部管理人模式，原始权益人/资产管理人通过以资产入股的方式分享 REITs 的收益，同时对 REITs 进行管理。这一模式在美国较为常见。

2、REITs 的核心——税收优惠。

虽然 REITs 具有资产融资、盘活存量等功能，但促使发行方选择 REITs 而非其他融资方法的最大原因是税收优惠。对发行方而言，REITs 使其能够递延资产转移税收、避免自持物业双重征税；对于投资者而言，税收优惠显著提高了 REITs 的长期收益率，使得 REITs 产品具有足够的吸引力。

所得税方面，在 REITs 发展较为成熟的市场上，REITs 的收益分配部分通常仅进行单次征税。美国、日本、新加坡等市场对 REITs 组织层面免征所得税，仅在投资者获得收益分配和资本利得时进行征税，其税率也还存在一些其他的减免措施。例如，新加坡市场通过对个人投资者不收税、国外投资者税收低于国内的税收优惠政策来吸引个人投资者和海外投资者。香港市场则对 REITs 组织层面征税，但在投资者层面不收税。

图表 5：成熟市场 REITs 税收制度对比

	美国	日本	新加坡	香港
当前 REITs 只数	257	51	33	11
当前 REITs 市场规模	9846	908	483	273
REITs 采用的结构	公司制为主	公司制/信托制	信托制	信托制
是否上市	均可	均可	均可	上市
管理人	均可	外部	外部	均可
SPV 层面税收规定	无税收	当分红率超过 90%，则不征税	当分红率超过 90%，则不征税	直接持有物业：15%； 通过 SPV：16.5%
投资者层面税收规定——分红	23.80%	非个人投资上市 REITs： 15.315%； 其他：20.42%	个人投资者不收税；国内非 个人 17%； 国外投资者 10%。	无税收
投资者层面税收规定——资本利得	23.80%	非个人：37% 国内个人：20.315% 国外个人：15.315%	无税收	无税收
杠杆率限制	-	-	最高 45%	最高 45%
分红率	最低 90%	最低 90%	最低 90%	最低 90%

资料来源：中金公司研究

为了递延物业资产转让时溢价部分须缴纳的资产收益税，美国市场上出现了两种较为常见的 REITs 组织形式：UPREIT 和 DOWNREIT。

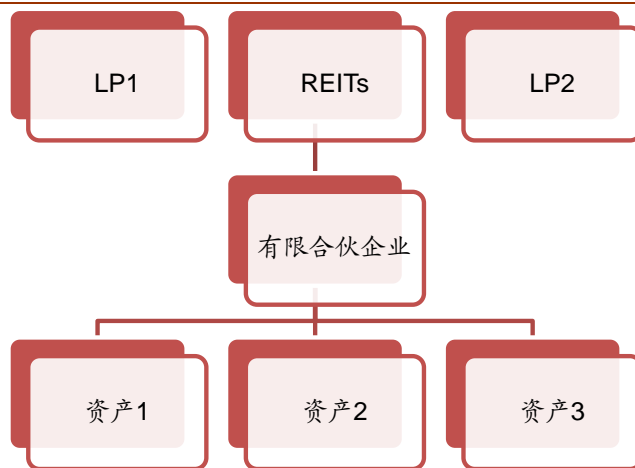
(1) UPREIT

UPREIT 的基本思想是地产公司以其拥有的物业出资，成为一个有限合伙企业的有限合伙人 (LP)。而 REITs 以募集资金对该有限合伙企业出资，成为其普通合伙人 (GP)。在这种交易结构下，由于地产公司持有的物业并未直接卖给 REITs，而是以物业出资获取了有限合伙企业的合伙份额，而有限合伙企业的合伙份额并没有公允的市场价值，因此物业所有者可以避免缴纳卖出资产时须缴纳的资产收益税。在存续期内，有限合伙人可以在锁定期后将其持有的有限合伙份额兑换为 REITs 股票。此时物业所有者转让的物业资产的转让溢价才能够被准确衡量，才需要对这部分资产的转让溢价进行交税。



在这种模式下，REITs 虽然不直接拥有物业，但其拥有了有限合伙关系中的控制权，因而间接的拥有了物业的所有权。一个 UPREITs 的简要设立流程为：（1）设立一个 REITs 公司，并以 REITs 公司为 GP 设立一个有限合伙企业；（2）REITs 公司进行 IPO 募集资金，以募集资金向有限合伙企业出资，获得合伙份额；（3）物业业主以物业出资，获得合伙份额，成为有限合伙人。

图表 6: UPREIT 交易结构图



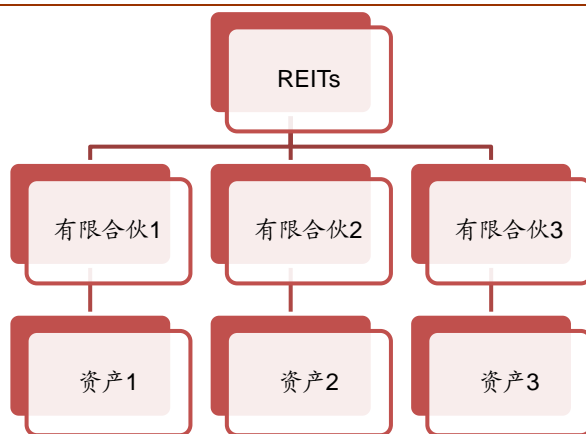
资料来源：中金公司研究

（2）DOWNREIT

在成熟的 REITs 市场中，不断收购新的资产或处置已有资产是 REITs 运营中的常态。在 UPREIT 结构中，REITs 旗下的资产均由同一个有限合伙企业持有。在收购新的资产时，管理人则需要重新调整有限合伙企业和 REITs 的资产负债水平，确定有限合伙企业的合伙份额与 REITs 股票之间的比价关系，这无疑增加了交易的难度。

DOWNREIT 结构则解决了这一问题。在 DOWNREIT 结构中，REITs 为不同的资产项目分别设立不同的有限合伙企业，各有限合伙企业的经营、份额划分等方面都相互独立，互不影响。

图表 7: DOWNREIT 交易结构图



资料来源：中金公司研究

3、REITs 的二级市场表现：长期回报率高，与其他主流投资品相关性低

在美国 REITs 市场发展较为成熟的近 15 年时间内，REITs 产品表现出了高额的平均回报。在过去的 15 年里，权益型 REITs 产品的总回报为 5.6 倍左右，对应年化收益约为 12%；而 S&P500 指数总回报仅为 1.5 倍左右，对应年化收益约为 2.7%。抵押贷款型 REITs 产品总回报为 3.6 倍左右，对应年化收益率约为 9%；而巴克莱美国债券指数总回报为 2.4 倍左右，对应年化收益率约为 5.94%。



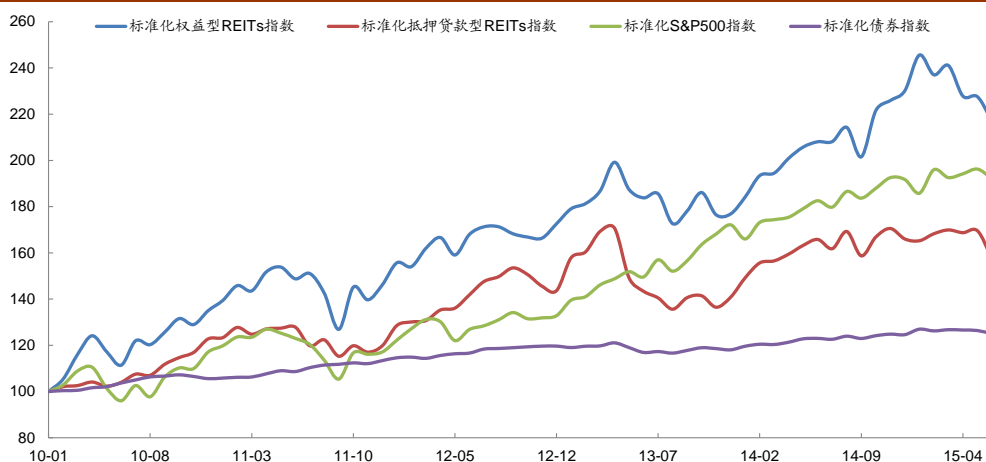
图表 8: REITs 总回报指数与 S&P500 指数、BC 美国债券指数走势对比(2000-2015)



资料来源: NAREIT, Bloomberg, 中金公司研究

以房地产行业危机为导火索的次贷危机对美国市场投资品价格造成了巨大影响。为了部分剔除该影响,我们对 2010 年以来的数据进行分析。在过去的近 5 年里,权益型 REITs 产品的总回报为 2.2 倍左右,对应年化收益约为 18.8%;而 S&P500 指数总回报为 1.9 倍左右,对应年化收益约为 15.6%。抵押贷款型 REITs 产品总回报为 1.6 倍左右,对应年化收益率约为 10.6%;而巴克莱美国债券指数总回报为 1.2 倍左右,对应年化收益率约为 5.1%。

图表 9: REITs 总回报指数与 S&P500 指数、BC 美国债券指数走势对比 (2010-2015)



资料来源: NAREIT, Bloomberg, 中金公司研究

除了具有长期高回报率外,REITs 总回报率与主流的股票、债券指数相关性较低,是一种能够有效分散风险、优化投资组合有效边界的投资品。

图表 10: REITs 总回报指数与股票、债券等相关系数

相关性分析	权益型 REITs 指数	抵押贷款型 REITs 指数	S&P500 指数	纳斯达克综合指数	债券指数
权益型 REITs 指数	1.00	0.46	0.62	0.43	0.30
抵押贷款型 REITs 指数	0.46	1.00	0.37	0.25	0.30

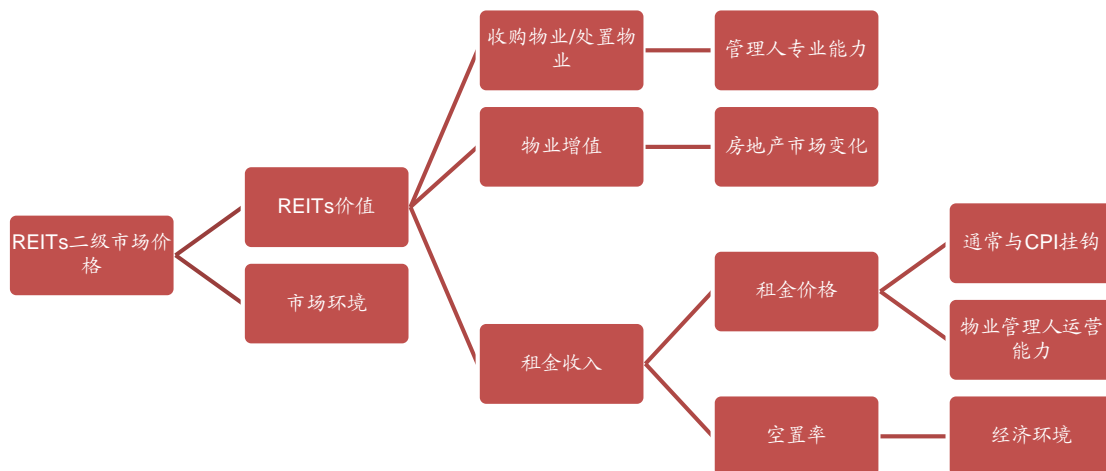
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究



4、REITs 的二级价格驱动因素：经济状况、商业地产市场景气程度、投资/处置决策、利率水平

对于权益型 REITs 而言，其二级市场价格的驱动因素一方面是由价值决定，另一方面还将受到证券市场环境的影响。例如，1998-1999 年间美国市场的互联网泡沫使得投资低风险 REITs 的资金减少，从而使得 REITs 二级市场交易价格下跌。而权益型 REITs 的价值主要取决于三个部分：租金收益、物业价值增值及物业收购或处置的收益。

图表 11：权益型 REITs 二级市场价格驱动因素



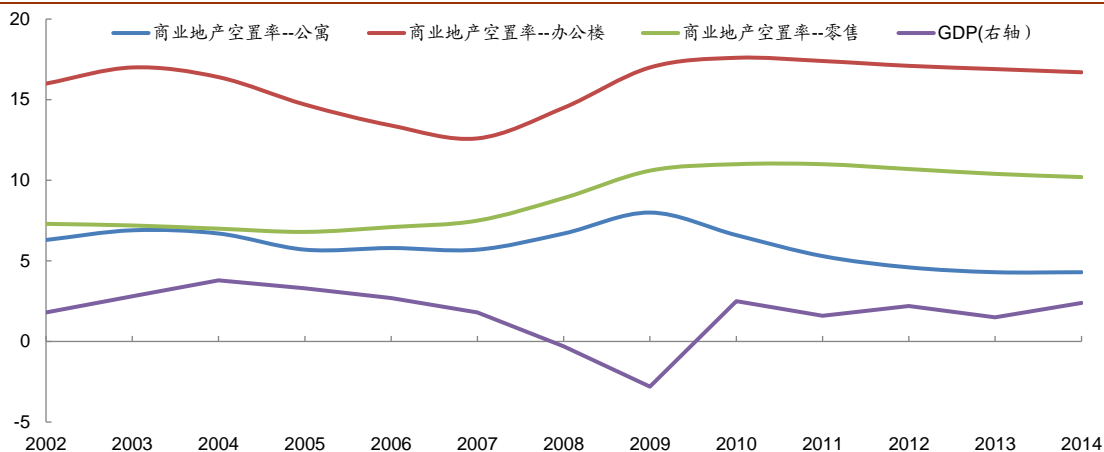
资料来源：NAREIT、中金公司研究

(1) 租金价格通常与 CPI 挂钩较为稳定，空置率与经济周期关联较大。

在较为成熟的美国市场中，由于租赁合同期限较长，且通常与 CPI 挂钩，租金价格相对较为稳定。物业管理人对物业的维护和管理也是租金价格的重要因素，良好的物业管理水平有助于保持租金价格的稳定提升。

主要影响租金收益的因素在于空置率，而空置率通常与经济周期相关。当经济下行时，对写字楼、商业物业的需求必然减少，物业空置率上升。但由于很多物业签订较为长期的租约，所以该影响可能会有一定的延迟性。当然，在经济下行严重的极端情况下，租金价格也会受到一定影响。

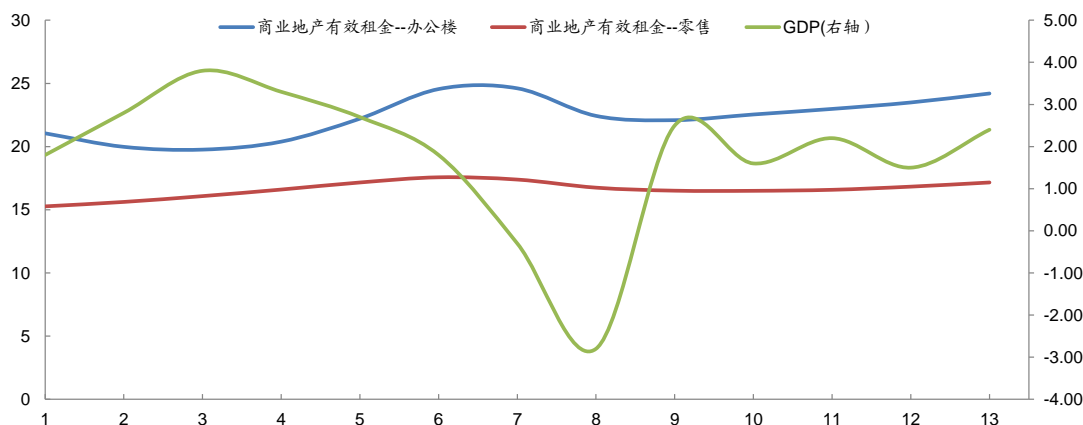
图表 12：主流商业地产空置率与 GDP 的关系



资料来源：Bloomberg、中金公司研究



图表 13：主流商业地产租金价格与 GDP 的关系

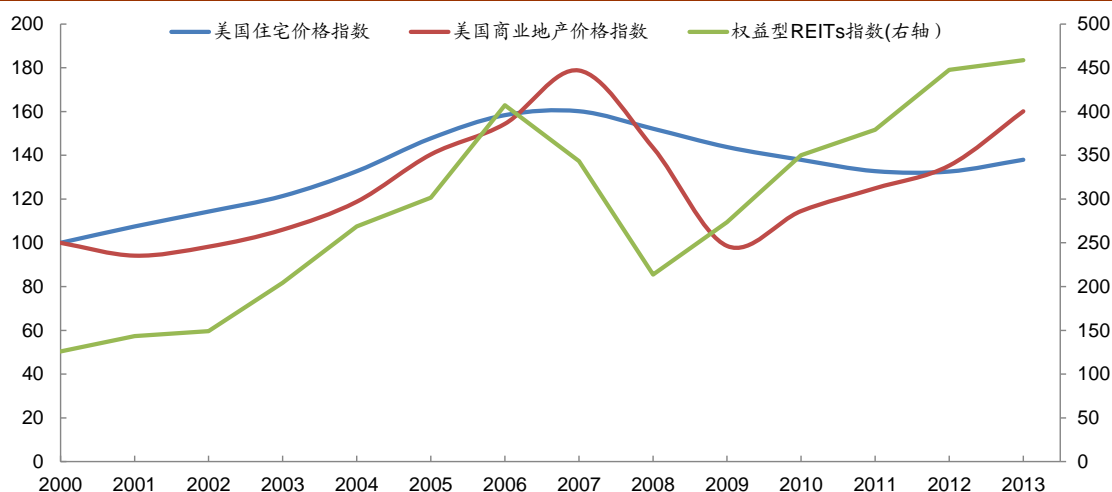


资料来源：Bloomberg、中金公司研究

(2) 物业价值增值波动性较大，与商业地产市场的相关性较强。权益型 REITs 本身物业的价值是其内在价值的一部分。物业的估值与当前房地产市场的相关性较强，当商业地产交易价格走低时，REITs 所持物业的估值也会相应下降。当然，REITs 在市场低迷时对低估值物业进行收购，也对商业地产的交易价格具有影响力。

值得注意的是，虽然都受到 REITs 与住宅房地产市场的关联不大，部分品种甚至有时是相反的。例如，当利率上升时，人们可能因为购房的能力下降转而租房，使得住宅价格下跌，而酒店 REITs 业绩上涨。

图表 14：权益型 REITs 指数与美国住宅价格指数、商业地产价格指数



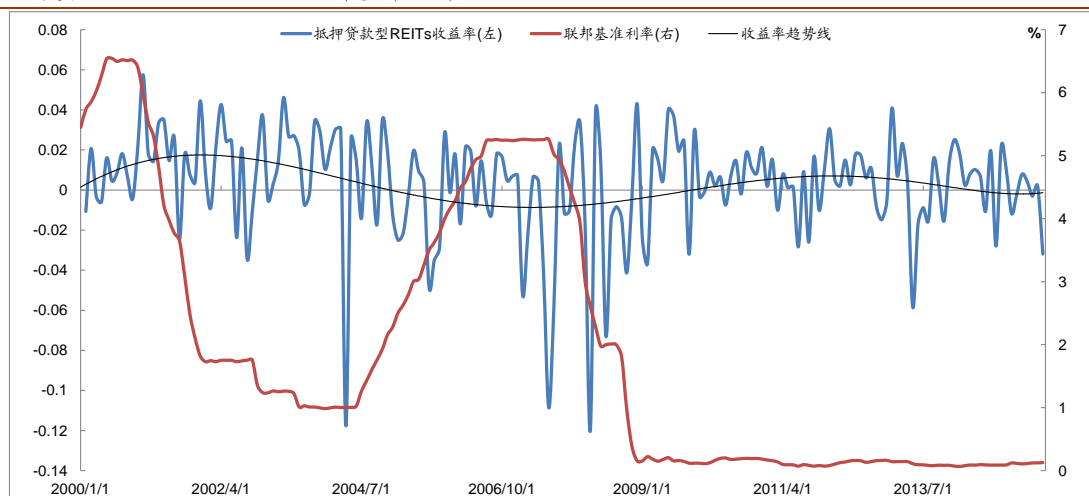
资料来源：NAREIT、中金公司研究

(3) 此外，物业收购或处置的决策将改变 REITs 持有的物业组合，从而使其未来的租金收入和物业增值空间改变，从而对二级市场价格产生影响。虽然这一价格影响往往是事件驱动型的一次性影响，但长期的投资业绩取决于资产管理人的行业经验与管理能力。

对于抵押贷款型 REITs 而言，除影响权益型 REITs 的因素外，由于其收入主要来源于利息收入和持有贷款组合的价值变动，利率变动对其二级市场价格具有较为重要的影响。当利率水平下行时，抵押贷款型 REITs 二级市场收益率上升；当利率水平上行时，抵押贷款型 REITs 二级市场收益率下降。当然，对于权益性 REITs 而言，由于其资产负债率通常不低，利率的变动也会影响其负债的成本，从而影响其盈利能力。



图表 15：抵押贷款型 REITs 指数与联邦基准利率



资料来源：NAREIT、中金公司研究

5、美国最大的上市 REITs——西蒙房地产集团公司（SPG US EQUITY）

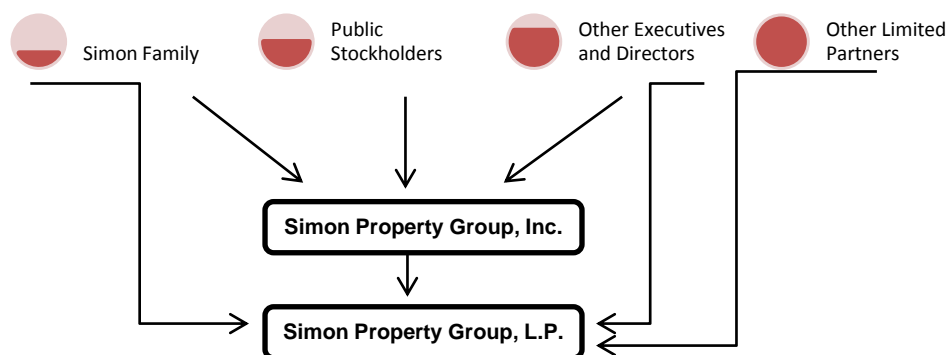
西蒙房地产集团公司是一家实行内部管理制的房地产信托投资公司。西蒙地产于 1993 年成立，其前身为 1960 年创立的购物中心开发商 MSA（Melvin Simon & Associates）。公司拥有、开发并管理零售房地产业务，包括大型购物中心、名品折扣销售商场、社区/时尚中心等，公司旗下物业遍布北美洲、欧洲和亚洲地区。西蒙于 1993 年上市，至今市值规模高达 600 亿美元，是美国最大的上市 REITs，也是 S&P500 等指数的权重股。

（1）西蒙地产交易结构

西蒙地产采用的是较为典型的 UPREIT 结构。SPG Inc. 是其上市融资主体，由公众投资者及管理人员等持股。SPG L.P. 是西蒙房地产集团旗下的合伙子公司，由 SPG Inc. 担任普通合伙人，该合伙子公司拥有西蒙集团所有的房地产业务及其他资产。

在进行资产收购时，以 SPG L.P. 的有限合伙份额作为对价，能够有效的递延资产转让时的资产收益税。

图表 16：西蒙地产交易结构



资料来源：公司年报、中金公司研究

（2）西蒙地产所持物业概况

经过二十余年来的不断并购发展，至今西蒙地产旗下所持零售物业 243 家，包括区域性购物中心 109 家、高级工厂直销中心 68 家、大型城市购物中心 13 家。遍布于美国各大城市核心区域的零售物业资产使西蒙地产实现了较强的基础资产分散性和规模效应。同时，通过持有顶级购物中心，如纽约的 Woodbury Outlets、长岛的罗斯福购物中心、阿灵顿的时尚中心等，西蒙地产也塑造了强大的品牌形象。

此外，西蒙地产还积极向海外拓展，于日本、韩国等地区也拥有了优质的零售物业资产。



图表 17：西蒙地产旗下物业概况

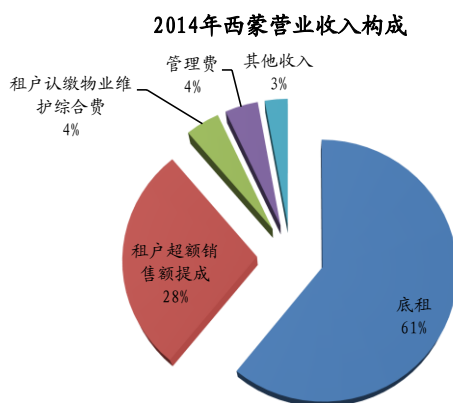


资料来源：公司年报、中金公司研究

（3）收入构成

作为 REITs，西蒙地产的营业收入构成以基础租金为主，基础租金收入占 2014 年营业收入占比为 61%。作为零售 REITs，租户超额销售额提成也是附属于物业出租业务的重要收入来源。2014 年西蒙地产租户超额销售额提成收入占营业收入比为 28%。此外，西蒙地产还通过提供物业管理服务来获取物业管理费收入。

图表 18：西蒙地产 2014 年营业收入构成



资料来源：公司 2014 年年报、中金公司研究

（4）业绩分析

自上市至今，西蒙业绩长期表现优异，根据 2014 年年报，西蒙地产在过去的 20 年中实现了 21.56 倍的回报，收益远高于其所在的 REITs 指数和 S&P500 指数。

图表 19：西蒙历史业绩

历史总回报对比	1Y	3Y	5Y	10Y	20Y
SPG	31%	64%	181%	326%	2156%
REIT Index	30%	57%	120%	122%	755%
S&P500	14%	75%	105%	109%	555%

资料来源：公司 2014 年年报、中金公司研究

强大的并购能力，较强的资产负债表管理能力和专业的物业经营能力是西蒙地产持续保持竞争优势的重要因素。

西蒙房地产集团成立之初的主要业务为房地产开发，但在 1993 年上市之后，公司将主要战略方向逐渐转为“快狠准”的行业内的并购及重组。目前，西蒙已将 285 亿美元用于并购活动，这也是西蒙资金的主要使用去向，连续的并购活动是其成为全美商业地产龙头的重要原因。



图表 20：西蒙地产部分并购事件

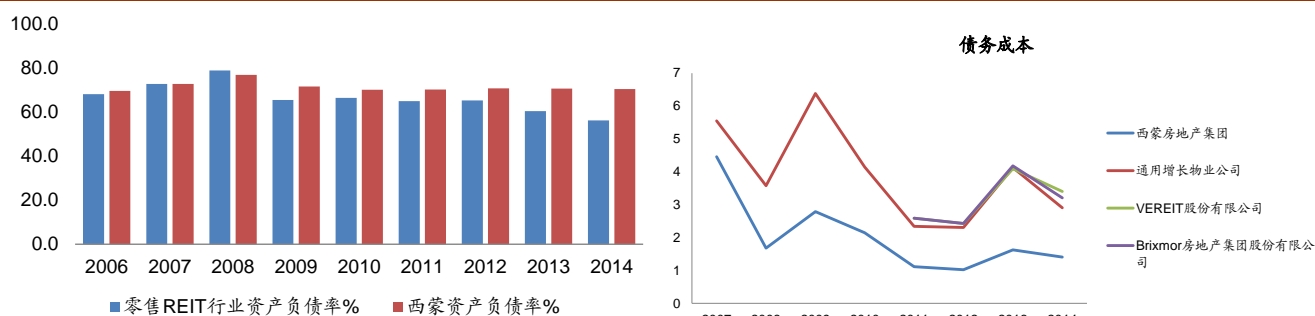


资料来源：公司年报、中金公司研究

大规模的并购活动需要强大的资金支持，但 REITs 受到分红比例的制约，其自有资金留存比例很小，难以满足自身的发展。因而外部融资的能力对 REITs 而言至关重要。

西蒙的融资方式主要包括抵押贷款、信用贷款及股票增发等。西蒙地产较好的利用了负债融资，其资产负债率一直稳定在 70% 左右，且在大多情况下高于行业平均水平。此外，由于西蒙地产规模较大，经营业绩良好，其债务成本也一直显著低于其他零售 REITs。

图表 21：西蒙地产资产负债率及债务成本

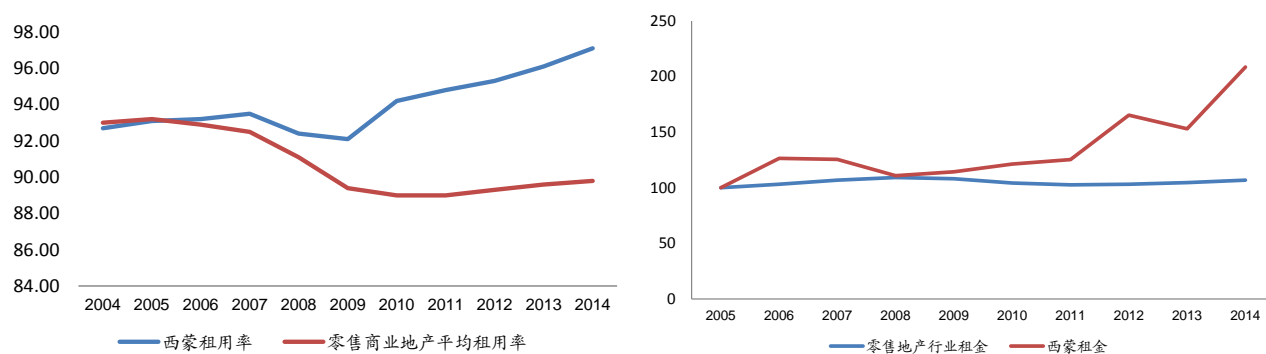


资料来源：Bloomberg、中金公司研究

除拥有黄金地段的优质物业外，专业的物业经营能力也是 REITs 优质业绩的重要因素。西蒙地产专注零售物业业务，具有较强的物业经营管理能力，注重提高与租户的谈判能力。从经营数据上看，西蒙地产旗下物业平均租金十年来持续高于行业平均水平。从租用率方面来看，西蒙地产的租用率水平较行业平均更高，且更为稳定。



图表 22：西蒙地产租金及租用率变动



资料来源: Bloomberg、中金公司研究



中国 REITs 发展现状

1、中国 REITs 发展简史。

虽然我国尚未出台正式的 REITs 规范，但对于 REITs 的讨论和尝试可以追溯至本世纪之初。十余年间，我国政府层面和业界层面关于 REITs 的讨论层出不穷，也出现了赴海外发行的标准 REITs 产品及国内市场发行的类 REITs 产品。我们简单的将我国 REITs 发展的进程分为探索期、政策推动期和发行提速期。

（1）探索期（2001-2006）：REITs 信托层面制度基础建立，国内首次出现了官方层面的 REITs 研究。产品方面，我国出现了具有 REITs 色彩的信托产品及海外发行的标准 REITs 产品。但在这一时期，监管机构对房地产信贷的收紧也客观上使得 REITs 发展相对缓慢。

2001-2002 年，《信托法》《信托投资公司管理办法》《信托投资公司资金信托管理暂行办法》等一系列文件的发布为我国房地产信托的发展打下了制度的基础。

2002 年 7 月，上海国际信托投资公司发行了国内第一支具有抵押贷款类 REITs 色彩的信托产品——新上海国际大厦项目资金信托计划。该信托产品投资于对新上海国际大厦项目的贷款，以新上海国际大厦部分房产进行抵押担保，为期三年，利率为人民银行规定的三年期固定资产贷款利率。

2003 年，深交所开始研究 REITs 发行的可行性。

2005 年 1 月，联华国际信托（现为兴业国际信托）发行了国内第一单准 pre-REITs 产品——联信宝利中国优质房地产投资信托计划。与传统房地产信托不同，该产品先募集资金再进行房地产项目投资，且投资形式多样，包括贷款、股权投资、成熟物业产权购买等。此外，该信托项目引入了独立第三方戴德梁行对项目进行评估。这一系列设计与海外市场由外部管理人管理的信托制 REITs 有诸多相似之处。

2005 年末，我国第一支标准 REITs 产品越秀 REITs 赴香港发行。

但在政策方面，监管机构持续收紧房地产信贷，出台了《关于加强房地产信贷管理的通知》、《信托投资公司房地产信托业务管理暂行办法（征求意见稿）》和《关于进一步加强房地产信贷管理的通知》等文件。房地产信贷政策的收紧客观上对具有融资属性的 REITs 的发展有一定的阻碍。

而境外发行方面，2006 年外管局、发改委等部门联合发布《关于规范房地产市场外资准入和管理的意见》，严格限制境外公司收购内地物业，使得通过将商用物业转移到境外以降低税费的“越秀模式”被堵死。

（2）政策推动期（2007-2013）：各部门大力推动 REITs 试点，海外发行持续进行

2007 年 4 月，证监会成立了“房地产投资基金专题研究领导小组”。

2007 年 6 月，人行联合住建部等部门召开会议，认为应按照“试点与立法平行推进”的原则推进 REITs。

2008 年 3 月，银监会发布《信托公司管理办法》的修订版，鼓励 REITs 的发展。

2008 年 4 月，人行发布了《2007 年中国金融市场发展报告》，明确提出加快金融创新，择机推出 REITs 产品。

2008 年 12 月，国务院《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》提到支持房地产开发商的合理融资需求，支持 REITs 试点。

2009 年 1 月，央行初步拟定了“REITs 试点管理办法”。

2009 年 7 月，上海浦东新区试图发起 REITs 项目，但最终未能成功。

2009 年 8 月，央行和银监会发布《房地产集合投资信托业务试点管理办法》，提到 REITs 将被两家监管机构共同监管。

2009 年 11 月，央行发布了《银行间债券市场房地产信托受益券发行管理办法》征求意见稿。



2010 年 6 月，住建部、央行等多个部门联合发布《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》，提到应当鼓励公租房的新融资渠道，探索使用 REITs、信托等形式。

2011 年，汇贤产业信托在香港上市，鹏华美国房地产基金成为内地首个上市的投资美国房地产的基金。

2013 年，开元酒店地产基金作为内地首个酒店地产基金在香港上市。

（3）发行提速期（2014 至今）：各种类型的类 REITs 产品在国内市场发行

2014 年 5 月，我国第一个私募类 REITs 产品“中信启航”发行。该产品以位于北京和深圳的两栋中信证券大厦为标的资产，融资 52.1 亿元。

2014 年 5 月，证监会发布《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》，特别讨论了建立 REITs 相关的制度及解决方案。

2014 年 8 月，类似于抵押贷款型 REITs 的“海印股份信托受益权”项目发行。

2014 年 11 月，住建部要求北京、上海、广州、深圳四个一线城市提交自己的 REITs 试点计划。

2015 年 1 月，住建部发布通知支持物业租赁市场的发展，推动 REITs 试点项目的发展。

2015 年 2 月，我国第二个私募类 REITs 产品“苏宁云创”在深交所挂牌

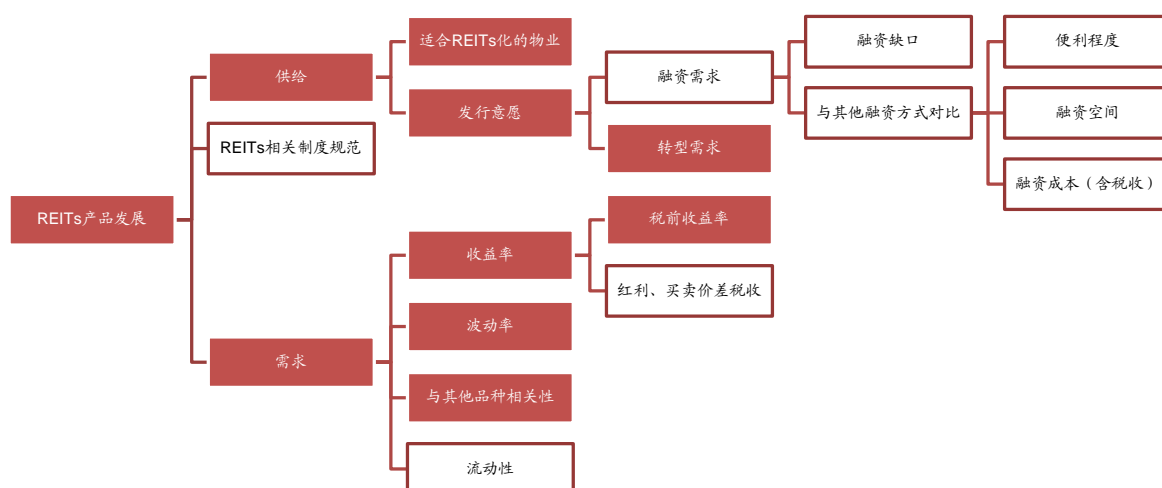
2015 年 6 月，以众筹为形式的“万达稳赚”类 REITs 产品在万达旗下快钱金融平台发行。

2015 年 6 月，鹏华前海万科 REITs 封闭式基金发行，并于 9 月 30 日登陆深交所开始交易。

2、我国 REITs 发展前景分析。

REITs 产品的发展离不开旺盛的供给、需求以及明确的制度规范。就我国的现状来看，虽投资需求尚可，供给长期来看空间较大；但短期来看供给意愿不足，且相关制度仍处于缺失状态。

图表 23: REITs 发展条件分析



资料来源：中金公司研究

► 从供给层面来看，REITs 的供给取决于是否存在合适的基础资产和发行意愿。

（1）基础资产方面，适合 REITs 发行的基础资产主要有以下特点：1、具有超过无风险收益率的租售比；2、物业处于核心区域，租约、租金价格和空置率稳定。在我国市场中，写字楼和零售物业是最为适合发行 REITs 的基础资产。此外，部分物流仓储物业也是具有 REITs 发行条件的优质资产。



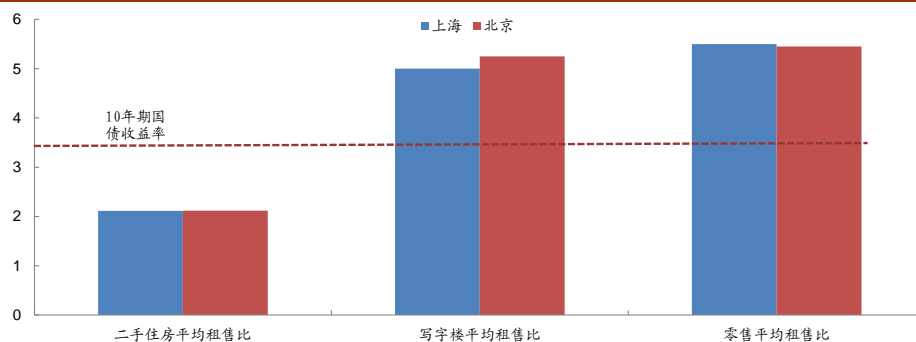
写字楼。根据 DTZ 的研究，当前我国一线城市写字楼空置率均在 10% 以下，且租金价格平稳增长。来自金融行业、新媒体行业的强劲需求使得一线城市核心区域写字楼需求旺盛，由于租户多为大型公司，租约较为稳定。当前我国一线城市写字楼租售比大约在 5%-6% 之间，而十年期国债收益率仅为 3.3% 左右，具备了 REITs 发行的条件。

我国二线城市写字楼空置率相对较高，且面临着新增供给量较大的冲击。但西安、厦门、武汉等部分城市的空置率仍然低于 15%，新增供给量也不大。此外，城市核心区域地标性写字楼通常享有相较于同区域其他写字楼 30% 左右的溢价率，业绩稳定，收益较高。

零售物业。与我国写字楼市场类似，我国一二线城市核心区域商场租金价格较为稳定，空置率较低，租售比在 5%-6% 之间，是适于进行 REITs 化的资产。

住宅地产。在美国 REITs 市场中，住宅地产占据了较大份额。但由于我国住宅市场当前价格较高，租售比很低，不具备进行 REITs 发行的条件。

图表 24：我国一线城市零售物业、写字楼、住宅平均租售比（以北京上海为例）



资料来源：DTZ、中金公司研究

物流仓储。在电商持续高速增长的带动下，快递行业发展迅速，因而也提升了对物流仓储的需求。虽然当前我国工业土地地价不低，使得物流仓储物业的成本较高。但我国电子商务仍有较大的发展空间，跨境电商的业务量也迅速扩大，这些因素都将支持物流仓储物业的稳定空置率和租金价格。物流仓储物业将成为优质的 REITs 基础资产。

(2) 发行意愿方面，在市场发展初期阶段，专业产品设计者和管理者的缺乏使得物业持有人的发行意愿主要取决于其融资需求和转型意愿。

转型意愿是我国未来 REITs 发展的重要契机。在房地产下行周期叠加电商、互联网的冲击的背景下，使得商业物业的辉煌难以再现。此时，较重的资产负担和较高的资产负债率使得商业物业企业的债务风险较大，同时也制约了商业地产企业扩张的步伐。纵观成熟市场的发展历程，商业地产企业由商业地产的持有者转变为商业地产的服务商也是大势所趋。例如，万达集团以众筹的形式发起了股权类 REITs 产品，踏出了由持有人向管理者转变的第一步。

融资需求主要取决于融资缺口和替代融资方式的性价比。商业地产的开发需要大量的资金投入，在我国房地产信托成本高、银行对房地产企业贷款相对较为谨慎的时期，商业地产企业有拓宽融资渠道，改善资产负债表的需求。然而近期由于交易所债市的火爆和地产公司发债融资限制的松绑，地产公司可以通过发行债券融得成本极低的资金，短期内通过 REITs 来进行融资的动力大减。

► 从需求层面来看，REITs 对于投资者具有较强吸引力，但受到税收和流动性的制约。

在市场“资产荒”和固收类产品收益率大幅下行的背景下，当前我国一线城市物业 5% 以上的租金收益率仍具有一定的吸引力。再加之 REITs 的稳定性较强，波动率小，且与其他主流投资品的相关性较低，投资者可以通过投资 REITs 拓展有效投资边界，我们预期 REITs 产品的投资需求较旺。此外，对于个人投资者而言，REITs 作为一种相对较为稳健的投资于房地产市场的产品，有望替代直接的房地产投资成为个人投资者投资理财的重要品种。例如，在亚洲国家中 REITs 发展较为成熟的新加坡市场，个人投资者占据了 REITs 投资的主流。

但在 REITs 相关税收制度尚未明确的条件下，营业税、所得税、土增税等潜在的税收可能大幅降低 REITs 产品的收益率。而难以上市也制约了 REITs 产品的流动性，降低了其吸引力。在国外的实践中，REITs 可以以公司的形式上市，也可以以信托基金的形式上市。



但在我国，公司形式方面，《首次公开发行股票并上市管理办法》规定，拟上市公司须提交保持连续三年盈利业绩。且上市公司须具有独立性，其人员、财务、公司治理必须与其他公司区别开。而 REITs 作为一个证券化产品，实现这样的独立性是十分困难的。

基金形式方面，我国《证券投资基金运作管理办法》规定公募基金投资单一证券比例不得超过 10%，这对于 REITs 产品而言要求较高。

► **从监管层面来看，监管层有动力推动 REITs 的发展，但仍须专门的规范文件明确重要问题。**

从我国 REITs 发展的历史中，不难看出对于 REITs 的鼓励主要集中在房地产行业较为困难的时期。当前，在房地产下行周期中，拓宽房地产融资渠道，防范房地产行业系统性风险也是监管机构的诉求。此外，REITs 通过给个人投资者低门槛投资商业物业的机会，也有利于稳定房地产市场，抑制房地产行业过度投机。

明确的发行规则和透明的监管政策是 REITs 产品发展的基石。在我国尚未出台专门的规范文件之前，尽管类 REITs 项目得到了一定程度的发展，但大规模的产品发行仍较为困难。

我们认为，REITs 产品的规范须解决以下几个重要问题：

（1）组织形式问题：信托制和公司制是成熟市场的主流组织形式。基于我国的法律体系和试点实践，在市场发展初期采用信托或基金作为 REITs 的载体，可以减少 REITs 设立的法律障碍，也有利于降低操作难度，提高投资者接受程度。

（2）管理制度问题：外部管理人制度具有专业优势和规模经济优势，而内部管理人制度则有利于降低代理成本。在我国 REIT 市场发展的初期外部专业管理机构缺乏的条件下，采用内部管理人制度能够尽可能小的改变原有物业的运营方式，有利于产品的发展。

（3）流动性问题：成熟市场中，REITs 是交易十分活跃的品种，将流动性低的不动产转化为流动性较好的证券本身也是 REITs 的重要功能之一。但在我国，信托产品难以上市竞价交易，而封闭式基金的竞价交易活跃程度尚可。而虽然我国《证券投资基金运作管理办法》规定公募基金投资单一证券比例不得超过 10%，但鹏华 REITs 作为试点产品，虽然未能成为绝大部分资金投资于物业的标准 REITs，但其突破了《管理办法》的投资比例规定，对于我国未来 REITs 的发展是重要的一次实践。我们认为，突破基金法对于投资比例的限制是当前我国实现 REITs 的一种最具操作性的方式。

（4）合格投资者问题：在成熟市场中，REITs 是投资门槛很低的投资品，个人投资者参与较多，这也是 REITs 本身设计的目标之一。在我国市场发展的初期，基于风险控制的考虑，设置合格投资者制度对个人投资者进行划分具有一定的必要性，但不宜标准过严，反而违背了 REITs 产品设计的初衷。

（5）税收问题：税收优惠是 REITs 产品的核心，REITs 发展较为成熟的市场均为 REITs 产品设计了税收优惠方案。当前，在 REITs 的设立、运营和终止中，按我国的税收体制可能涉及到多种税收。在 REITs 设立阶段，物业所有者将物业转让给 REITs，可能涉及到土地增值税、转让收入所得税、营业税、契税、印花税等各类税收。其中土地增值税是税负最重的一种潜在税收，增值部分征收比例在 30% 以上，将大大降低持有人的发行动力和 REITs 产品的收益率。在 REITs 运营阶段，REITs 可能面临双重征税，也即在 REITs 层面征收企业所得税，在投资者层面再征收所得税，在 REITs 的中止阶段，物业的处置也可能涉及到 REITs 设立阶段的种种税收。种类繁多的税收将严重影响 REITs 产品的收益率，降低其对投资者的吸引力。

图表 25：土地增值税征收标准

土地增值税相关规定	
增值额比例	税率
<50% 部分	30%
50%-100% 部分	40%
100%-200% 部分	50%
>200% 部分	60%

资料来源：中金公司研究

明确 REITs 税收制度，一方面需要降低产品设立/中止过程中的种种税费，特别是需要对土地增值税进行另行规定；另一方面需要确立 REITs 产品收益单次征税的属性，可以参照基金产品的做法，对产品层面进行免税处理，仅对个人投资者所得进行税收征收。



我国 REITs 相关产品简评

虽然我国尚没有出台正式的 REITs 管理规范，但在物业所有者盘活存量的需求之下，我国仍然发行了数单 REITs 相关产品，包括：1、境外上市的标准 REITs 产品（越秀 REITs、开元产业信托等）；2、内地交易所挂牌的私募股权类 REITs 产品（中信启航、苏宁云创等）；3、内地交易所挂牌私募抵押贷款型类 REITs 产品（海印股份信托收益权等）；4、以众筹的形式发行的类 REITs 产品（万达稳赚等）；5、内地交易所上市公募类 REITs 产品（鹏华前海万科 REITs）。

总的来看，越秀 REITs 是第一个以国内物业为基础资产的标准 REITs 的实践。中信启航项目是国内 REITs 的第一个突破，从此我国的物业支持融资从抵押融资、收益权质押融资等形式真正走向了股权出售形式。鹏华前海项目是国内 REITs 的第二个突破，虽然其基础资产本质上不是股权而是收益权，但其突破了基金法的限制解决了 REITs 产品的流动性难题。我们在本文中简单介绍这几个具有代表性的类 REITs 产品。

1、海外发行标准 REITs 产品——以越秀为例

2005 年，越秀投资公司将其广州核心区域的 4 个项目（白马大厦、城建大厦、财富广场、维多利广场）打包赴香港上市，成为我国企业发行的第一支标准 REITs 产品。

（1）**发行原因：**盘活存量，改善公司资本结构，补充充足的营运资本。

（2）**基础资产：**除 05 年发行时持有的 4 个广州核心区域项目外，越秀 REITs 分别于 2008 年、2012 年收购了大股东旗下新都会大厦和广州国际金融中心（IFC）。2015 年，越秀 REITs 首次对外收购了上海宏嘉大厦。

图表 26：越秀 REITs 基础资产概况(截至 2014 年末)

	类型	可出租面积（平方米）	出租率	收入占比
白马大厦	批发商场	50128.9	100.00%	24.8
财富广场	甲级写字楼	41355.2	99.64%	4.5
城建大厦	甲级写字楼	42397.4	96.90%	3.8
维多利广场	零售商场	27262.3	99.82%	4
越秀新都会	综合商务楼	49,887.30	98.89%	4
IFC	商业综合体	230266.8	94.76%	58.9

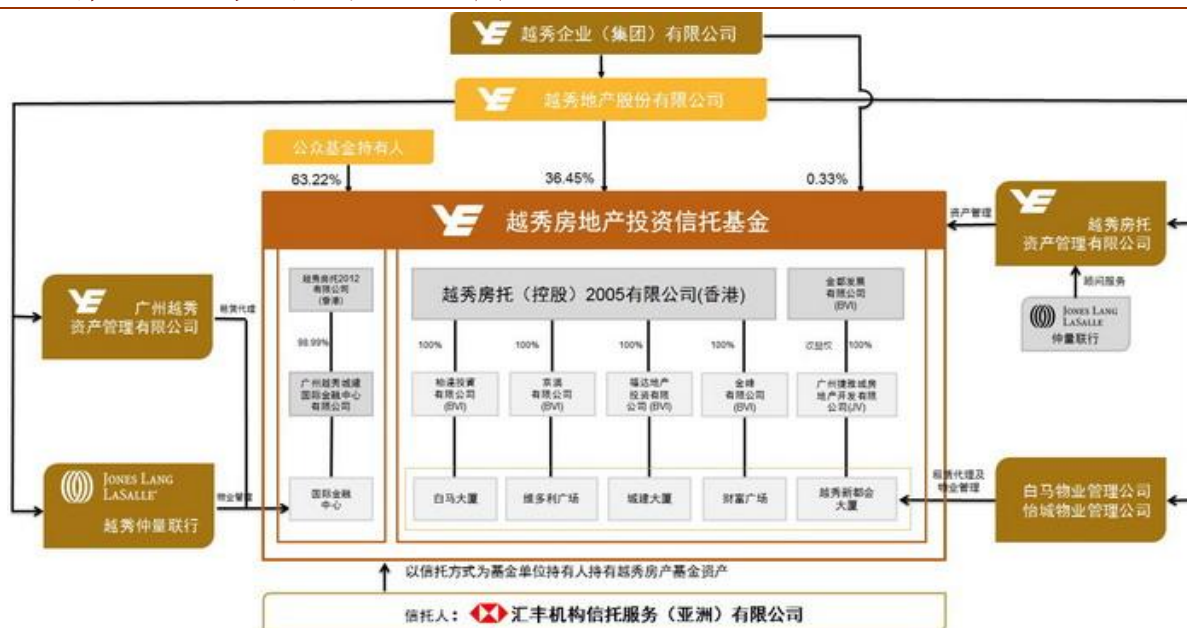
资料来源：公司年报、中金公司研究

（3）**交易结构：**从 2004 年到 2005 年，GCCD BVI 四家全资 BVI 公司分别受让了四个项目的股权。这一交易结构能够显著的节约所得税费用。根据《中华人民共和国外商投资企业和外国企业所得税法》规定，BVI 公司作为在中国无常设机构的外国企业，按租金收入以 10% 的税率缴交预提所得税。而香港则规定 BVI 公司自香港以外地区所得的租金收入被视为香港以外地区的收入，免缴香港利得税。而假如越秀 REITs 初始持有的 4 个物业如果按内地所得税标准，应按 33% 税率缴纳企业所得税。

而受到政策的影响，越秀 REITs 后期收购的物业则设立了国内的持股公司。



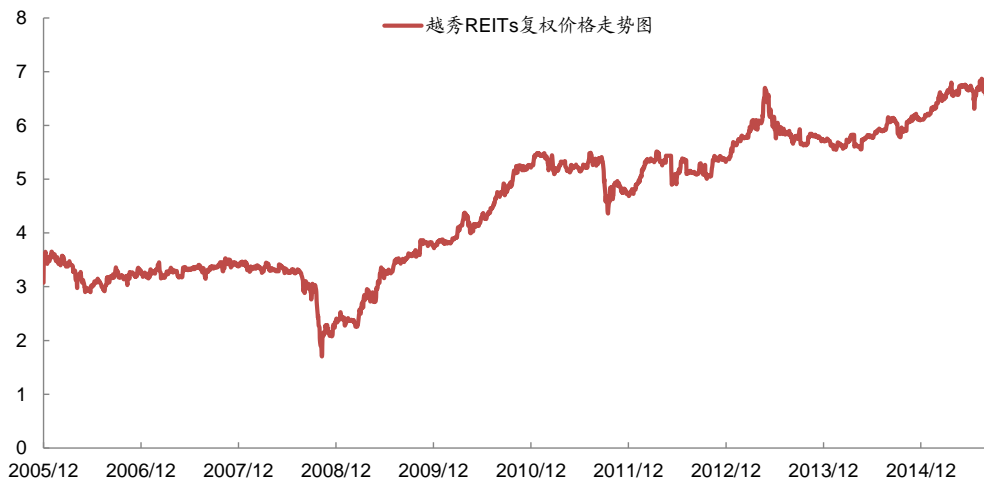
图表 27：越秀 REITs 交易结构（截至 2014 年末）



资料来源：公司年报、中金公司研究

（4）历史业绩：自上市至今，越秀 REITs 保持了良好的业绩，平均年化收益率达 7.72%。但越秀 REITs 的成功难以复制。因为除拥有广州、上海地区的优质商业物业外，越秀房托的高收益率还依赖于其较低的税务成本。但在越秀 REITs 发行后，将物业转移至境外节省税费的做法被“堵死”。

图表 28：越秀 REITs 复权价格走势



资料来源：Bloomberg、中金公司研究

2、内地交易所挂牌私募股权类 REITs 产品——以中信启航为例

中信启航是国内发行的第一单股权类 REITs 产品。中信启航是一款以专项资产管理计划为载体，在深交所综合交易平台挂牌交易的私募形式发行的类 REITs 产品。

（1）产品分级情况：中信启航专项资产管理计划募资总规模 52.1 亿，分为优先级和次级，优先级和次级份额均可以在深交所综合协议交易平台转让流通。其中优先级规模 36.5 亿元，占比 70.1%，评级为 AAA，预期期限不超过 5 年；次级规模 15.6 亿元，占比 29.9%，预期期限不超过 5 年。

产品优先级收益分为固定部分和浮动部分。固定部分为每年支付的收益，收益率为 7%。浮动部分为退出时获得资本增值的 10%。



产品次级由发起机构自持 10% 且在产品存续期内锁定，在产品存续期间收益为满足优先级收益率后的剩余收益，及退出时获得资本增值的 90%。

(2) 基础资产分析：北京中信证券大厦位于北京燕莎商圈，地理位置优越，周边配套设施完善。据披露，该大厦出租率 100%，主要租户中信证券及其子公司承租面积占比 99.39%，对租金收入贡献 99.52%，租户稳定，履约能力强。

深圳中信证券大厦位于福田 CBD 核心地段，据发行说明书披露，截至项目发行大厦出租率 100%，主要租户为中信证券、中信银行深分、中信期货，承租面积占比 93.81%，对租金收入的贡献占比 93.83%。预期主要租户租约稳定，并具有很强的履约能力。

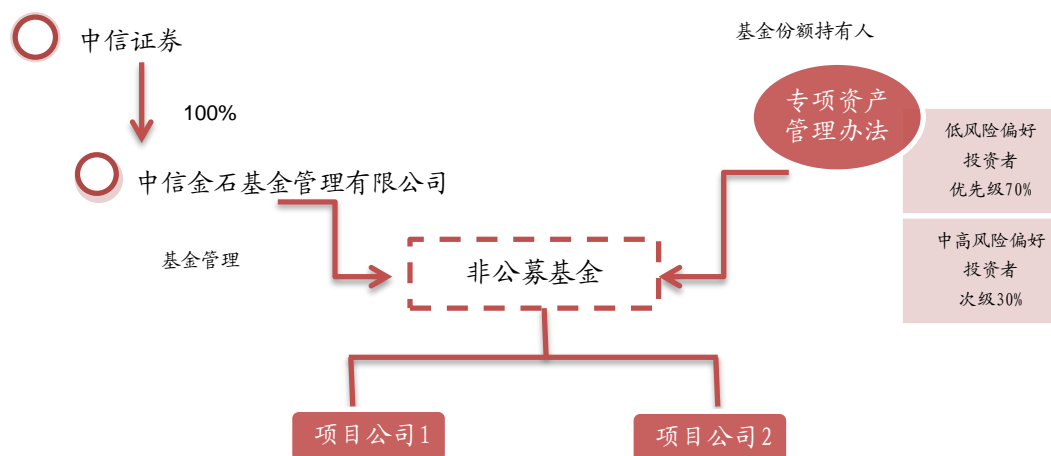
图表 29：中信启航项目租户概况（2015 一季度）

租户	租金	租金增长率	面积	起租日	截止日
北京物业					
租户一 中信证券股份有限公司	388		66200.35	2014/3/1	2020/2/29
租户二 中信并购基金管理有限公司	388	每2年增长6.0%	830.91	2014/1/1	2019/12/31
租户三 金石投资有限公司	388		1769.22	2014/1/1	2019/12/31
租户四 中信银行股份有限公司总行营业部	15(元/平方米/天) 10(元/平方米/天)	仅第3年增长10%	275 430	2014/5/1	2021/4/30
租户五 中信金石基金管理有限公司	388	于2016/1/1增长6%	709.48	2015/3/1	2019/12/31
深圳物业					
租户一 中信证券股份有限公司	230	每2年增长6.0%	15304.41	2014/1/1	2019/12/31
租户二 中信期货有限公司	230	每2年增长6.0%	2568.57	2014/1/1	2019/12/31
租户三 深圳市喜银资本管理有限公司	210	2015/04/01起按市场价格再商定	280	2014/1/1	2018/3/31
租户四 深圳市湘财资本管理有限公司	280	-	358.22	2015/3/16	2018/3/15
租户五 中信银行股份有限公司深圳分行	170	2016/11/20起，每3年可协商调整一次	10683.42	2014/1/1	2020/10/31
租户六 深圳市博纳基金管理有限公司	200	-	693.08	2015/2/1	2015/11/30
租户七 深圳市润石信息咨询有限公司	200	-	146.99	2014/1/1	2016/2/29
租户八 深圳市博纳资产管理有限公司	220	-	308.22	2014/1/1	2016/2/29
租户九 北京鼎信恒融资产管理有限公司	260	-	146.99	2015/3/16	2018/3/15

资料来源：发行说明书、中金公司研究

(3) 交易结构分析：中信启航项目设立了一个非公募基金来持有两个物业所对应的项目公司的股权，再以专项资产管理计划认购其非公募基金份额。中信金石基金作为管理人对该非公募基金进行管理。

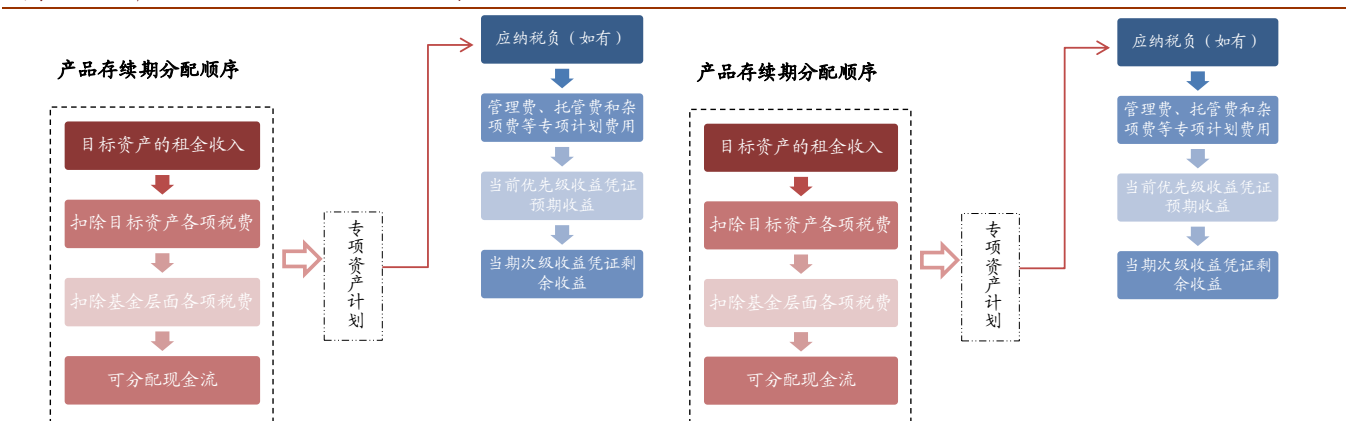
图表 30：中信启航项目交易结构图



资料来源：发行说明书、中金公司研究



图表 31：中信启航项目现金流分配顺序

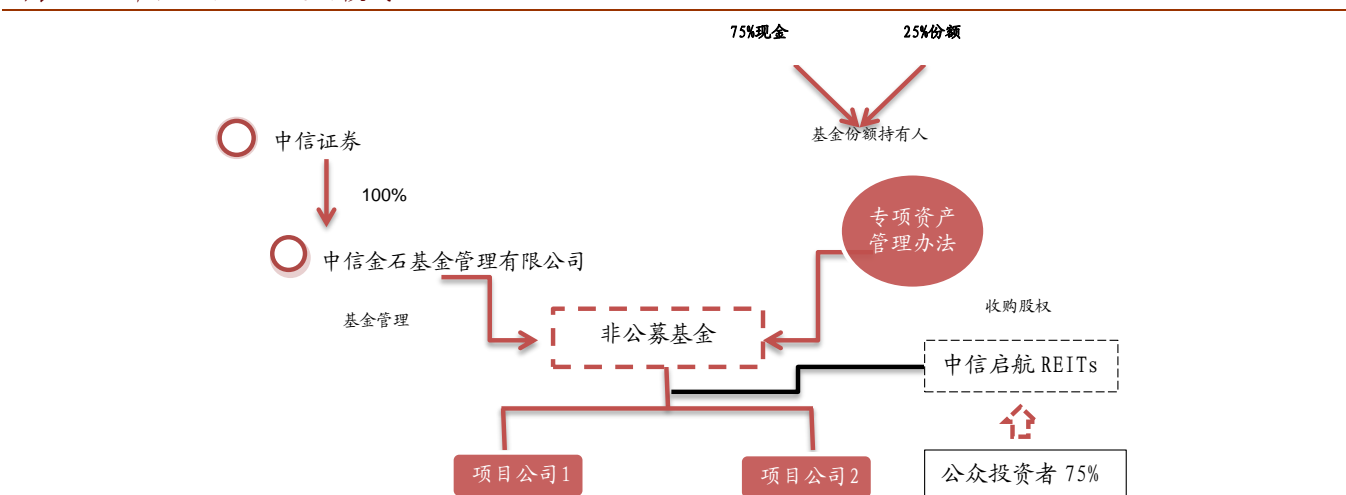


资料来源：发行说明书、中金公司研究

本期产品设计了以上市 REITs 为形式的退出方案。退出时，该非公募基金所持物业 100% 的权益将出售给中信金石基金所发起的上市 REITs。其中，对价的 75% 以现金方式取得，25% 将以 REITs 份额形式取得并锁定 1 年。在此安排下，占比 70% 左右的优先级投资人将以现金方式全部退出，而次级投资者将获得现金与 REITs 份额的混合分配。

除上市外，基金也可以将物业出售给第三方以获得退出。

图表 32：中信启航项目退出模式



资料来源：发行说明书、中金公司研究

3、内地交易所上市公募类 REITs 产品——鹏华前海万科 REITs

（1）鹏华前海 REITs 的基本要素。本基金规模为 30 亿，其中前海金控作为基石投资人认购 3 亿，2 年内不得转让；鹏华基金认购 1000 万，3 年内不得转让。基金在 10 年期内为封闭式基金，此后转为 LOF 债券型基金。投资标的方面，基金除投资前海公关项目公司股权（占募集资金总额的 42% 左右）外，还可投资于固定收益类、权益类资产。利润分配方面，基金每年分配一次利润，将不低于 90% 的可分配利润分配给投资者。

图表 33：鹏华 REITs 基本要素

规模	存续期限
30 亿，其中前海金控认购 3 亿，2 年不得转让；鹏华认购 1000 万，3 年不得转让。	10 年内为封闭式基金，10 年后转为 LOF 债券型基金
收益分配	业绩基准
每年一次，不低于可供分配利润的 90%	10 年期国债收益率+1.5%
投资组合	费用
投资于项目公司不超过 50%，投资于固收、权益类资产不低于 50%	管理费 0.65%，托管费 0.1%，投顾费 0.2%，综合成本 0.95%

资料来源：募集说明书、中金公司研究



(2) 鹏华 REITs 投资标的。基金总发行规模为 30 亿元，其中 12.6682 亿元用于通过增资方式投资目标公司 50% 的股权，其余部分用于投资固定收益类、权益类工具。

项目公司股权投资方面，基金以 12.6682 亿元作价获得项目公司 50% 的股权并获取前海公馆项目自 2015 年 1 月 1 日至 2023 年 7 月 24 日的 100% 营业收入（除物业管理费外）。据上市说明书披露，截至 9 月 23 日，该项投资占基金总资产的 32.82%。

项目公司所持有的前海公馆项目预计总投资人民币约 7.7 亿元，占地面积 9.3 万平方米，含约 33 栋企业办公物业、1 个大型公共建筑和约 6 个小型公共建筑，总建筑面积约为 6.52 万平方米。根据基金招募说明书披露，目前前海公馆项目全部已通过《租赁合同》或《租赁预订合同书》与租户签约入住或确认入住意向。租户共有 49 家企业，签约期为 3 年、5 年或 7 年，三种签约期占比分别为 11.3%、42%、46.7%。前海公馆项目于 2014 年 12 月开业，由于大部分租户享有 3 个月免租期，预计 2015 年 3 月后项目开始产生稳定现金流。

其余部分投资方面，根据招募说明书，该基金不低于 50% 的资产应投资于固定收益类资产或权益类资产，并可以参与债券回购交易。根据基金披露的上市说明书，截止 2015 年 9 月 23 日，当前该基金总资产 38.9 亿元左右，净资产为 30 亿元左右，杠杆率为 1.3 左右。该基金 32.82% 的资产投资于前海万科项目，剩余 66.58% 投资于债券。在债券投资中，企业债券占 96% 左右，国债占 4% 左右。

(3) 鹏华 REITs 投资收益。本基金投资收益的来源主要有：（1）通过获得目标公司利润分配及股权回购款的方式，获得 2015 年 1 月 1 日至 2023 年 7 月 24 日期间目标公司调整后的营业收入；（2）其他金融工具投资产生的收益。

(1) 调整后的业绩收入。基金以 DTZ(戴德梁行，国际房地产顾问“五大行”之一)对前海公馆的收入测算为业绩基准。以 DTZ 测算数据对前海公馆项目进行收益测算，其 IRR 可达 8.4% 左右，投资回报率较为可观。

图表 34: DTZ 对前海公馆项目收入的测算

日期	期初	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/7/23
营业收入预测 (万)		12633	17575	19314	20980	22536	23407	24987	25437	15183
股权对价 (万)	-126682		IRR	8.39%						

资料来源：募集说明书，中金公司研究

在此基础上，基金设立了业绩补偿机制和业绩激励机制对业绩收入进行调整。（注：为确保持有人利益，基金管理人有权与交易相关方协商对交易涉及的公司、协议进行适当的补充、修改。）

业绩补偿机制：由深圳万科开立保证金账户，并保证每年该账户金额不小于 2000 万。当业绩低于基准时，使用该账户保证金补足收益。根据 DTZ 的测算，前海公馆项目平均每年的收益在 2.2 亿左右（剔除 2015、2023 年），保证金账户对业绩收入提供了约 9% 的业绩保护。考虑到项目签约率高、平均租赁合同期限较长，且地处国家支持的前海特区，预计 9% 的业绩保护能够较好的覆盖营业收入的下滑。

业绩激励机制：当业绩高于基准时，如高于基准 5% 以内，该部分的 20% 支付向保证金账户；如高于基准 5%-10%，该部分的 30% 支付向保证金账户；如高于基准 10% 以上，该部分的 50% 支付向保证金账户。

2015 年 8 月，鹏华 REITs 披露了 2015 年 1 月 1 日至 2015 年 7 月 1 日收到营业收入的情况。前海公馆项目在此期间实现了约 5729 万元营业收入。其中第一季度实现收入约 902 万，处于免租期租户 43 户。第二季度实现收入约 3215 万，处于免租期租户 13 户。7 月实现收入约 1612 万，处于免租期租户 7 户。总的来看，前 7 个月项目实现了收益基准的 45% 左右。考虑到免租期的影响，预计今年大概率将达到或超过 12633 万元的收益基准水平。

目标公司股权转让计划。根据协议，基金应分别在 2015 年 12 月 31 日前、2018 年 12 月 31 日前、2021 年 12 月 31 日前和 2023 年 10 月 31 日前向深圳万科或深圳万科指定的关联方转让 14%、18%、17.5% 和 0.5% 的目标公司股权，直至本基金全部股权退出。具体的股权受让方和转对价以基金管理人出具的公告为准。

图表 35: 目标公司股权转让计划表

截止日期	2015/12/31	2018/12/31	2021/12/31	2023/10/31
转让股权比例	14%	18%	17.50%	0.50%
剩余股权比例	36.00%	18.00%	0.50%	0.00%

资料来源：募集说明书，中金公司研究



图表 36：项目公司部分现金流预计

日期	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
项目公司分红	净利润 50%	净利润 50%	净利润 50%	净利润 50%	净利润 50%	净利润 50%	净利润 50%	净利润 50%	净利润 50%
股权回购	回购14% 股权对价			回购18% 股权对价			回购 17.5%股 权对价		回购0.5% 股权对价

资料来源：募集说明书，中金公司研究

(2) 其他金融工具投资产生的收益。本基金并未对投资固定收益类、权益类金融工具的比例做出规定。但根据募集说明书披露，公司对固定收益类资产的投资策略为：采用持有至到期策略构建投资组合，以获取相对确定的目标收益。公司对权益类资产的投资策略为：适当参与股票等权益类投，以增加基金收益。此外，本基金的重点资产（前海公馆项目 8 年租金收益权）类似于固定收益类资产，也决定了公司将以固定收益类投资为主，权益类投资为辅。

根据上市说明书的披露，除投资项目公司股权外，基金投资仅投资债券，暂未投资股权类资产。

(4) 项目公司估值存在较大不确定性。作为占净资产比 42% 的资产，项目公司部分的估值将极大影响基金的净值。本基金对通过持有目标公司股权获取商业物业收益的部分以公允价值对其进行计量，其变动计入当期损益。基金拟采用包括未来现金流折现法在内的适用的估值技术对其进行估值。由于未来项目公司租金收益的较难估计，对项目公司租金收益权的估值也相对较为困难。

(5) 如何理解鹏华前海 REITs？粗略的看，鹏华前海可以看作是一个部分投资租金收益权的封闭式债券基金。

在全球金融市场中，封闭式基金无论股、债都普遍存在折价现象。背后的原因是多方面的，比如业绩稳定性、缺少折价修复机制、流动性补偿、道德风险补偿。此外，国内股票老封闭基金还必须持有部分债券，也需要折价补偿。不过，近期由于债券市场行情较好，国内现存的封闭式债券基金折价现象已不太明显，但成交量较为稀薄。但值得注意的是，该基金封闭期为十年，远高于国内现存的封闭式债券基金，在二级市场中应对流动性进行补偿。

对比国内其他封闭式债基，鹏华前海占比 42% 的优质资产具有平均年化 8% 左右的高收益率，且还享有一定比例潜在超额收益期权，在非极端情况下相当于持有了一个 8% 收益率的债券+看涨期权。该资产的收益率在当前市场环境下，明显超过其他封闭式债券基金持有的资产，长期来看收益率有相对竞争力。但值得注意的是租金收益权部分的资产仍有收益低于预期的可能性，且租金收益权的收入现金流具有不确定性，对于对收益稳定性要求较高的机构而言弱化了部分吸引力。

虽然鹏华前海 REITs 并非传统意义上的股权 REITs 产品，也未能将绝大部分物业投资于房地产领域，但其突破了基金投资比例的限制，为未来的股权类 REITs 产品上市提供了范例。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

