

行业研究/专题研究

2020年05月06日

行业评级:

房地产

增持(维持)

陈慎 执业证书编号: S0570519010002
研究员 chenshen@htsc.com

刘璐 执业证书编号: S0570519070001
研究员 liulu015507@htsc.com

韩笑 执业证书编号: S0570518010002
研究员 01056793959
hanxiao012792@htsc.com

林正衡 021-28972087
联系人 linzhengheng@htsc.com

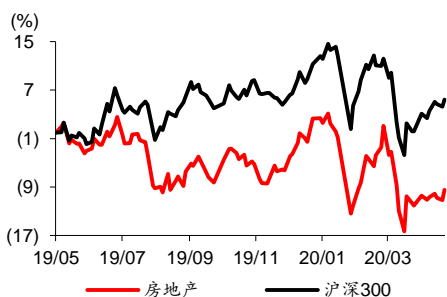
相关研究

1《房地产:销售平稳修复,龙头延展韧性》
2020.05

2《房地产:销售盈利增速换挡,融资扩张强者恒强》2020.05

3《我爱我家(000560 SZ,买入):疫情短期冲击较大,Q2开启修复》2020.05

一年内行业走势图



资料来源: Wind

启航新蓝海拥,抱新时代

公募 REITs 系列研究之二

公募 REITs 首次破冰,物流等持有物业运营商及物业服务商值得关注

4月30日,证监会、发改委联合发文,境内基础设施领域公募 REITs 试点正式起步,实现了真正意义上公募 REITs 的首次破冰。对于不动产运营而言,公募 REITs 的成立意味着“融投管退”这一管理周期中的退出环节被打通,解决了持有运营的最大痛点,降低企业杠杆率,也能激发存量盘活潜能。尽管实施范围不涉及地产开发,但制度体系的建设、法律层面的进一步完善将为整体不动产运营实现 REITs 上市打下基础。

为什么从基础设施突破?

我们认为有以下几点原因:1、底层资产底蕴足。我国基础设施建设存量规模可观,2017年我国基础设施存量市场规模已达113.7万亿,公募 REITs 的推出将为庞大存量理顺证券化路径;2、有助于盘活存量资产去杠杆。我国当前地方政府债务杠杆自2018年起重现上升态势,基础设施公募 REITs 将有助于去杠杆的进程;3、是目前符合我国政策导向,服务于实体经济的上佳选择。主要聚焦于重点区域、重点行业和优质资产,优先六大城市圈以及两大开发区,优先五大行业,聚焦优质项目,准入条件涉及权属、运营状况、发起人、融资用途四个方面。

公募 REITs 终于扬帆起航

目前市场上的类 REITs 均未在“公募”属性上实现突破。正因如此,类 REITs 相对公募 REITs,在标准化程度、税收负担、增信措施、投资期限、底层资产周转、投资者准入门槛、流动性、透明度等方面存在差距。本次文件我们认为有两个关键词:1.“权益”,坚持“权益导向”是本次试点的原则之一;2.“公募”。公募 REITs 试点采取了“公募基金+资产支持证券”的模式,充分借鉴了现有公募基金和类 REITs 的制度框架,制度设计成本较低;能够充分发挥类 REITs 的成熟经验和外部管理人的专业技能。

哪些不动产运营商有望受益?

试点范围有两个板块值得注意:1)仓储物流。2)高新产业园区。这两块资产所发行的资产证券化产品已经有一定规模,向 REITs 转换存在空间。我们认为仓储物流板块对接 REITs 的路径更为顺畅,其高度标准化以及重资产沉淀、轻成本运营的特性得到资本市场认可。此外我们认为产业园区资产步入 REITs 时代具备远景:1)企业有降杠杆、盘活存量的诉求;2)行业管理溢价的提升将逐步加大运营方以及投资方的兴趣;3)政策端对于产业园 REITs 上市也早有引导。此次试点为不动产运营走向 REITs 时代打通制度基础。我们预计长租公寓、商业地产有望成为下一批试点的突破口。

投资建议

我们认为三类企业值得关注:1.短期来看,利好持有优质物流园区以及高新园区开发企业,如南山控股、中新集团、万科A、市北高新、苏州高新、张江高科、浦东金桥、上海临港和招商蛇口等;2.长远来看,利好具备不动产管理能力的资产管理企业,以及拥有长租公寓和优质商业不动产的企业,如光大嘉宝、我爱我家、世联行、中华企业、中国国贸、金融街、世茂股份、大悦城和新城控股等。3.公募 REITs 有望推进国内物流、园区管理市场化,提升国内专业非住宅物业管理公司的市场需求,非住宅物管企业有望受益,如招商积余、新大正。

风险提示:公募 REITs 推进节奏不及预期;公募 REITs 具体内涵存在不确定性;符合投资者收益率要求的底层资产偏少。

正文目录

何为基础设施 REITs?	3
为什么从基础设施突破?	4
如何筛选基础设施底层资产?	5
这次文件的关键词在于哪些? 公募+权益	6
权益: 涉及产权的完整转移	6
公募: 类 REITs 向 REITs 模式跃迁的关键因素	7
哪些不动产运营商有望受益?	9
物流地产与园区运营商更为受益	9
我们认为仓储物流板块对接 REITs 的路径更为顺畅	9
产业园区资产步入 REITs 时代具备远景	9
为不动产运营走向 REITs 时代打通制度基础	10
投资建议	12
风险提示	14

图表目录

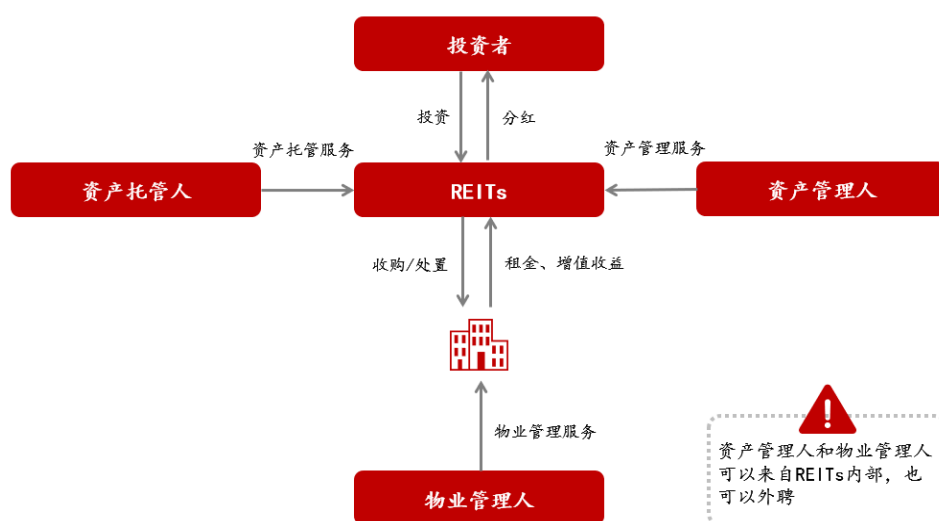
图表 1: REITs 产品结构示意图	3
图表 2: 美国 REITs 数量及规模	3
图表 3: 美国 REITs 年化收益率 (%)	3
图表 4: 政府杠杆率 (%)	4
图表 5: 基础设施 REITs 聚焦行业	5
图表 6: 试点项目要求	5
图表 7: 类 REITs 产品结构示意图	6
图表 8: 类 REITs 与标准化公募 REITs 的差异	6
图表 9: 权益型、抵押贷款型和混合型 REITs 对比	7
图表 10: 美国 REITs 数量结构	7
图表 11: 美国 REITs 市值结构 (2019)	7
图表 12: 基础设施 REITs 的发行模式	8
图表 13: REITs 发行对象以及份额	8
图表 14: 物流及产业园类 REITs 发行情况	9
图表 15: 不同业态待发行存量资产 ABS 规模 (截至 2020 年 Q1)	10
图表 16: 各不动产业态资产证券化优先级产品平均票息 (2019 年)	10
图表 17: 上海各类物业租金回报率 (2020 年 Q1)	11
图表 18: 关注公募 REITs 推进带来的 A 股投资机会 (截至 2020 年 5 月 5 日)	13
图表 19: A 股相关标的的市值及 2020PE (截至 2020 年 5 月 5 日, 盈利预测为 Wind 一致预期)	14

何为基础设施 REITs?

4月30日,证监会、发改委联合发布《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》以及《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)(征求意见稿)》,标志着境内基础设施领域公募 REITs 试点正式起步。此次两部委的文件印证我们在 2019 年 4 月份公募 REITs 深度报告《正本清源,元年开启》中的两个前瞻判断:1、从底层资产和政策支持的角度,长租公寓和基础设施有望成为试点突破口;2、从产品框架角度,我国公募 REITs 试点将采用“公募基金+资产支持证券”模式。

具体关于房地产投资信托基金(REITs)的模式、海外发展等内容我们在系列一中已经有过详细阐述,在这里就不多作展开。简单而言,REITs 是以发行股票或收益凭证的方式募集投资者的资金,由专门管理机构进行不动产投资和运营,并将租金和不动产增值收益按比例分配给投资者的一种公司型或契约型基金。REITs 大部分资金投资于能够产生稳定现金流的成熟不动产(商业物业、写字楼、长租公寓、公共基础设施等),基础设施 REITs,即以基础设施为底层资产的 REITs。

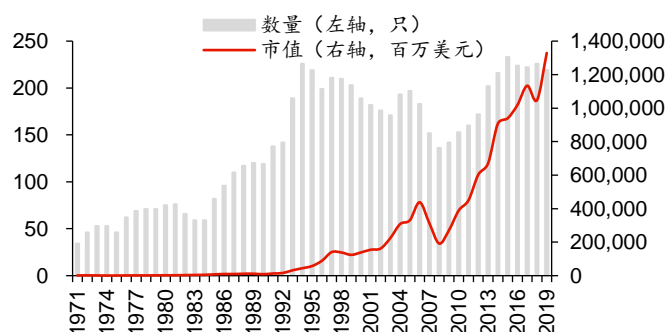
图表1: REITs 产品结构示意图



资料来源: NAREIT, 华泰证券研究所

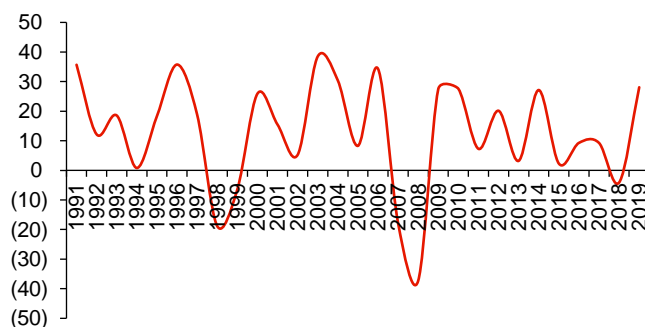
基础设施 REITs 是国际通行的配置资产,具有流动性较高、收益相对稳定、安全性较强等特点。截至 2019 年美国共有 219 只上市 REITs,总市值达 1.3 万亿美元,据 Wind 数据整理,美国上市 REITs 中投资于基础设施领域的产品市值占比为 20%。1991-2019 年,美国 REITs 复合年化收益率为 17.8%,高于同期道指年复合涨幅 3.8 个百分点,仅在两次金融危机阶段以及 2018 年出现负收益。

图表2: 美国 REITs 数量及规模



资料来源: NAREIT, 华泰证券研究所

图表3: 美国 REITs 年化收益率 (%)



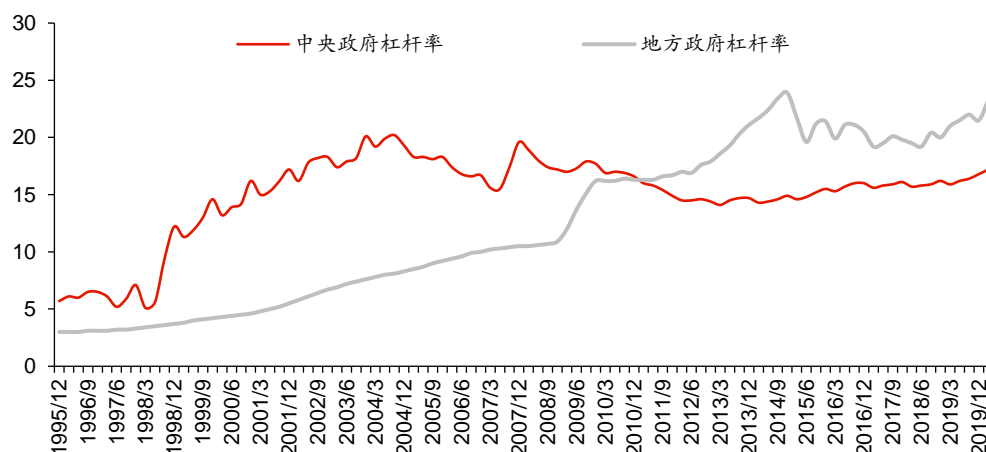
资料来源: NAREIT, 华泰证券研究所

为什么从基础设施突破？

从去年以来，市场对公募 REITs 的试点路径多有猜测，基础设施和持有型不动产都可以作为试点，最终为什么最先从基础设施突破？我们认为有以下几点原因：

- 一、底层资产底蕴足。我国基础设施建设存量规模可观，据光华管理学院的报告《中国基础设施 REITs 创新发展研究》，2017 年我国基础设施存量市场规模已达 113.7 万亿，基础设施沉淀高、体量大、回报期长，过去通过 BOT、PPP 等进行投融资，公募 REITs 的推出将为庞大存量理顺证券化路径。
- 二、有助于盘活存量资产去杠杆。基础设施建设的主体以政府为主，而我国当前地方政府债务杠杆自 2018 年起重现上升态势，截至 2020 年 3 月，地方政府和中央政府的名义杠杆率分别达 23.3% 和 17.2%，基础设施公募 REITs 将有助于改善地方债务问题，加速地方去杠杆的进程。
- 三、是目前符合我国政策导向，服务于实体经济的上佳选择。我国目前对房地产领域政策仍然较为审慎，因此在基础设施领域展开是上佳选择，为基础设施项目提供资本金，既能稳投资、补短板，同时有助于通过市场化吸引社会资本参与基建项目，借助资本市场公开透明的定价机制，推动基础设施建设高质量发展。

图表4： 政府杠杆率（%）



资料来源：wind，华泰证券研究所

如何筛选基础设施底层资产？

此次文件也给出了明确的项目筛选条件，主要聚焦于重点区域、重点行业和优质资产，并明确严格的项目审核。底层资产的认定需经各省级发改委、国家发改委核定，证监会制定相关发行规则，并指导相关机构完善相关配套措施，加强监管，并结合实践情况，适时完善法律制度保障。

区域——优先六大城市圈以及两大开发区

优先京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲等重点区域，还包括国家级新区、有条件的国家级经济技术开发区开展试点。

行业——优先五大行业

基础设施 REITs 的底层资产聚焦重点行业。优先支持基础设施补短板行业，包括交通设施，水电气热等市政工程，城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目。鼓励信息网络等新型基础设施，以及国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等开展试点。

图表5：基础设施 REITs 聚焦行业

支持力度	行业	子版块
优先支持	交通设施	仓储物流
		收费公路
	市政工程	水电气热
		城镇污水垃圾处理
鼓励	新型基础设施	固废危废处理
		信息网络
	新兴产业	国家战略性新兴产业集群
		高科技产业园区
		特色产业园区

资料来源：《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》，华泰证券研究所

项目——聚焦优质项目

基础设施 REITs 试点聚焦优质项目，准入条件涉及权属、运营状况、发起人、融资用途四个方面。1. 权属：要求“权属清晰”，项目的合规链条和相关证照必须齐全，收入来源也做了明确要求，以使用者付费为主，排除现金流兜底的情况；2. 运营状况：要求项目运营成熟，具备稳定现金流，预计后续还会有详细的量化要求；3. 发起人：要求信用稳健，基础设施运营企业须具备丰富管理能力；4. 融资用途：发起人通过转让获得的资金用途有所限制，需要符合产业政策，鼓励用于新的基础设施及公用事业建设。

图表6：试点项目要求

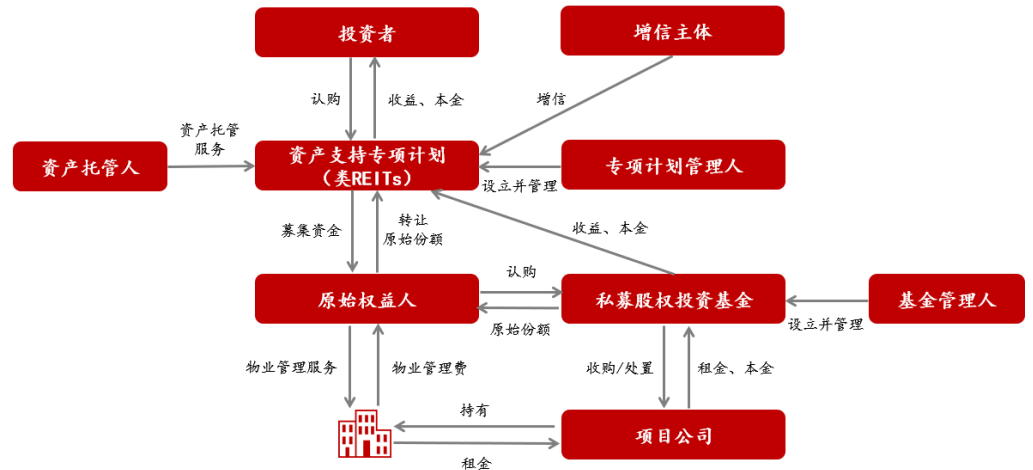
项目	内容
权属	项目权属清晰，已按规定履行项目投资管理，以及规划、环评和用地等相关手续，已通过竣工验收。PPP 项目应依法依规履行政府和社会资本管理相关规定，收入来源以使用者付费为主，未出现重大问题和合同纠纷。
运营状况	具有成熟的经营模式及市场化运营能力，已产生持续、稳定的收益及现金流，投资回报良好，并具有持续经营能力、较好的增长潜力。
发起人	发起人（原始权益人）及基础设施运营企业信用稳健、内部控制制度健全，具有持续经营能力，最近 3 年无重大违法违规行为。基础设施运营企业还应当具有丰富的运营管理能力。
融资用途	加强融资用途管理。发起人（原始权益人）通过转让基础设施取得资金的用途应符合国家产业政策，鼓励将回收资金用于新的基础设施和公用事业建设，重点支持补短板项目，形成投资良性循环

资料来源：《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》，华泰证券研究所

这次文件的关键词在于哪些？公募+权益

我们在《正本清源，元年开启》报告中曾介绍，国内 REITs 的发展起源于 2005 年，越秀 REITs 在香港上市，此后央行和证监会等部门持续推进 REITs 制度建设。2014 年，在资产证券化迎来备案制利好、房地产融资环境改善的驱动下，类 REITs 规模开始快速扩张。类 REITs 产品为从业者积累了丰富的不动产证券化实操经验，培育了投融资市场。但目前市场上的 REITs 均未在“公募”属性上实现突破。也正因为如此，类 REITs 相对公募 REITs，在标准化程度、税收负担、增信措施、投资期限、底层资产周转、投资者准入门槛、流动性、透明度等方面，存在诸多差距。

图表7：类 REITs 产品结构示意图



资料来源：RCREIT，华泰证券研究所

图表8：类 REITs 与标准化公募 REITs 的差异

	类 REITs	公募 REITs
标准化程度	低：受诸多税务、法律法规条款的限制，结构较为复杂，不同产品结构不完全相同	高
税收负担	高，设立阶段资产重组产生额外税收负担，运营阶段 SPV 和投资者层面双重征税	税收中性原则，部分国家和地区给予额外税收优惠
增信措施	有，债券属性较强	无，投资属性较强
投资期限	非永续，需要考虑退出问题，与不动产较长的投资周期不一定匹配	永续，能够匹配不动产较长的投资周期
底层资产周转	不可周转，存续期内需持续持有	可以周转，即可以处置、更新底层资产以提高收益率
投资者准入门槛	高	低，机构投资者和个人投资者都能参与
流动性	低，通常为私募产品，无法上市公开交易	高
透明度	结构复杂，缺乏信息披露规范，透明度较低	信息披露制度严格，透明度较高

资料来源：RCREIT，华泰证券研究所

权益：涉及产权的完整转移

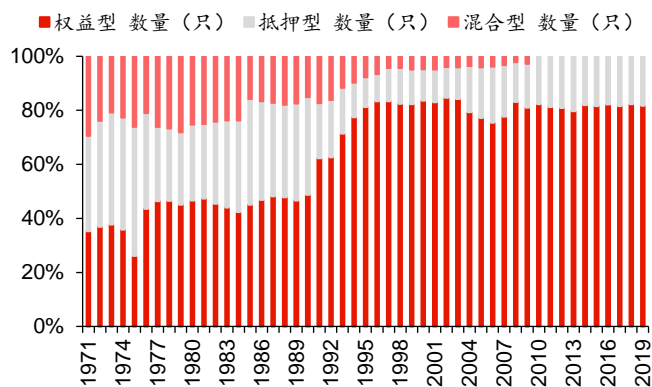
本次文件我们认为关键词首先在于“权益”，其规定的基础设施 REITs 试点原则之一为：“遵循市场原则，坚持权益导向”，“通过 REITs 实现权益份额公开上市交易”。国际上 REITs 分为三类，权益型（持有并管理物业组合，租金收入将转化为分红支付给份额持有人）、抵押贷款型（将物业作为抵押设立基金，该基金投资于抵押贷款或抵押贷款支持证券）以及混合型。根据 NAREIT 的统计，从市值上看，2019 年末美国 94% 的 REITs 为权益型。我们认为这明确基础设施 REITs 股权属性，而对应类 REITs，其核心依赖原始权益人的回购而具有债权属性。基础设施 REITs 不仅实现了私募向公募的转换，同时也实现了债性向股性的转变。

图表9：权益型、抵押贷款型和混合型 REITs 对比

区别	权益型	抵押贷款型	混合型
投资对象	商业物业、写字楼、长租公寓、公共基础设施等不动产或项目公司股权	房地产抵押贷款或抵押贷款支持证券	不动产或项目公司股权, 房地产抵押贷款或抵押贷款支持证券
收入来源	租金和物业增值	利息	租金, 物业增值和利息

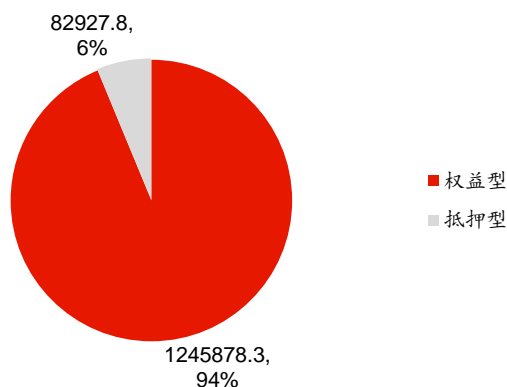
资料来源：NAREIT，华泰证券研究所

图表10：美国 REITs 数量结构



资料来源：华泰证券研究所

图表11：美国 REITs 市值结构 (2019)



资料来源：华泰证券研究所

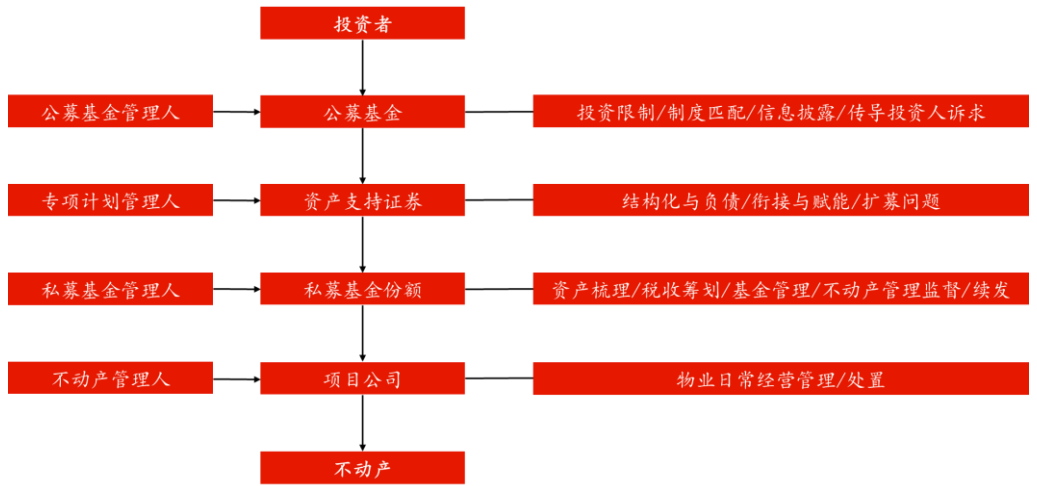
公募：类 REITs 向 REITs 模式跃迁的关键因素

公募 REITs 试点采取了“公募基金+资产支持证券”的模式，首先具备公募牌照的券商或基金公司设立基金，经证监会注册后公开发售基金募资，通过购买同一实际控制人所属的管理人设立发行的基础设施资产支持证券，完成对标的基础设施的收购，开展基础设施 REITs 业务，并实现上市交易。我们在 2019 年 4 月 4 日发布的报告《正本清源，元年开启》报告中曾强调，这种路径的优势在于充分借鉴了现有公募基金和类 REITs 的制度框架，制度设计成本较低；能够充分发挥类 REITs 的成熟经验和外部管理人的专业技能，对不动产进行合理估值，降低交易成本。

针对此次试点，证监会发布相关指引的征求意见稿，明确产品定义与结构，作出如下要求：

1. 基础设施 REITs 的基金资产投资于单一基础设施的比例须达 80% 以上，公募 REITs 应当取得“基础设施项目完全所有权或特许经营权”，即涉及项目完整产权的转移；同时，要求“基金管理人积极运营管理基础设施项目”，为此要“设置独立的基础设施基金投资管理部门”。
2. 设计审慎，要求原始权益人持股，专业投资者为持股主体。原始权益人应当以战略配售方式持有不低于 20% 的份额，锁定期限不少于五年。其他专业机构投资者也可以参与战略配售，锁定期限不少于一年。专业投资者持股占比不得低于战略配售外总份额的 80%。从体量上看，原始权益人、专业投资者最低持股量分别为 20% 和 64%，个人投资者最高持股比例仅为 16%。
3. 利润分配比例 90% 以上。这一要求与境外公募 REITs 接轨，即 REITs 的收益大部分用于分红。

图表12： 基础设施 REITs 的发行模式



资料来源：《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》，华泰证券研究所

图表13： REITs 发行对象以及份额

序号	份额类别	对象	法规要求
(1)	战略配售	原始权益人	>20%
(2)	网下发售	证券公司、基金、信托等专业机构投资者	$>[100\%-(1)]*80\%$
(3)	公众投资	个人投资者	$100\%-(1)-(2)$

资料来源：《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）（征求意见稿）》，华泰证券研究所

哪些不动产运营商有望受益？

物流地产与园区运营商更为受益

整体而言，试点范围聚焦于基建，但除了基础的基建板块，还有两个板块值得注意：1) 仓储物流。2) 高新产业园区。这两块资产所发行的资产证券化产品已经有一定规模，从证券化形式来看，CMBS 占多数，也已有类 REITs 产品出现，这些资产向 REITs 转换存在空间。

我们认为仓储物流板块对接 REITs 的路径更为顺畅

目前国内已有 3 单产业园/物流类 REITs 项目，都与物流行业紧密相关。3 单类 REITs 分别为苏宁云享专项计划、菜鸟中联-中信证券-中国智能骨干网仓储资产支持专项计划以及华泰佳越-顺丰产业园一期资产支持专项计划，底层资产分别为苏宁云商、菜鸟以及顺丰旗下园区，资产所有者均为物流龙头，前两个类 REITs 底层资产即物流园区，仅顺丰所发的类 REITs 底层资产是与物流相关的产业园。

物流资产的高度标准化以及轻运营重市场的特性得到资本市场认可，正因如此也能够获取最低的融资成本。3 单类 REITs 的优先票息分别为 4.00%、4.40% 和 5.05%，仅有产业园属性的顺丰类 REITs 票息相对较高。

图表14： 物流及产业园类 REITs 发行情况

发行时间	行业	标志	名称	底层资产	规模	优先票息
2016 年 7 月	物流仓储	物流地产首单类 REITs	苏宁云享专项计划	苏宁云商旗下位于包头、青岛、南昌、成都、无锡及广州六个重点城市中的高新区域成熟的物流园区	18.47 亿	4.00%
2019 年 3 月	物流仓储	物流地产类 REITs	菜鸟中联-中信证券-中国智能骨干网仓储资产支持专项计划	菜鸟物流仓储基础设施	额度 50 亿	4.45%
2018 年 12 月	产业园+物流仓储	物流地产首单储架类 REITs	华泰佳越-顺丰产业园一期资产支持专项计划	顺丰旗下上海青浦产业园和无锡电商产业园	储架规模 50 亿	5.05%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

产业园区资产步入 REITs 时代具备远景

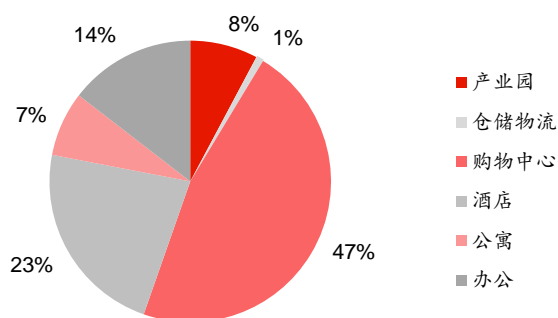
首先，企业有降杠杆、盘活存量的诉求。从产业园资产证券化相对较高的体量以及融资成本可见一斑：截至 2020 年一季度，待发行存量资产 ABS 规模中，产业园和物流资产的比重分别为 8% 和 1%。从 2019 年各业态对应优先级产品平均票息来看，物流仓储的票息最低（4.49%），产业园最高（5.89%）。

其次，行业管理溢价的提升将逐步加大运营方以及投资方对于产业园 REITs 的兴趣。目前纯粹以产业园为底层资产的类 REITs 尚未成功入市，核心原因在于产业园运营目前依然是以禀赋优势而非管理优势主导，因此资产两极分化：高回报优质资产的运营方不愿退出，而低回报资产难以吸引投资者。当管理优势逐步显化，这一僵局将被打破，即优秀运营商在资产培育环节的收益率高于成熟项目持有环节的受益之时，REITs 将会成为一大助力。

再者，政策端对于产业园区 REITs 上市也早有引导。2019 年 5 月 28 日，经李克强总理签批，国务院印发《关于推进国家级经济技术开发区创新提升打造改革开放新高地的意见》支持在有条件的国家级经开区开展不动产投资信托基金试点，这充分显示了中央对于支持优质产业资产存量盘活的支持。19 年 12 月，招商局商业房地产投资信托基金香港上市，成首家央企 REITs，这也是从实践上印证政策方向。

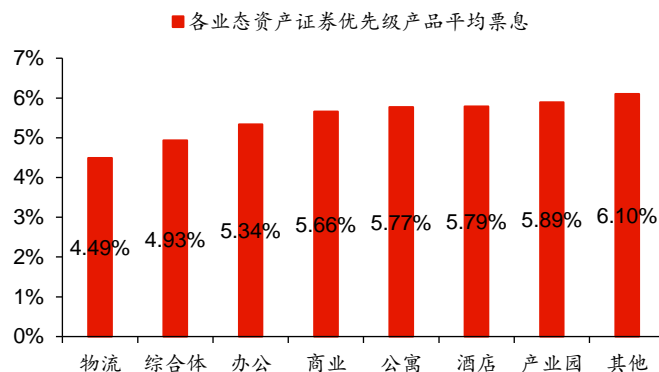
产业园区在证券化的过程中可能还存在着一些难点，比如多数产业园因成片开发所需资金庞大，因此产权被分割成许多小产权用以出售，开发者由于不拥有完整的产权而对基础资产的选择造成了一定障碍。但从长远来看，证券化的推进，也必将倒逼未来产业园的运营模式也将逐步从“开发”向“运营”转变。

图表15： 不同业态待发行存量资产 ABS 规模（截至 2020 年 Q1）



资料来源：CAIC，华泰证券研究所

图表16： 各不动产业态资产证券化优先级产品平均票息（2019 年）



资料来源：CAIC，华泰证券研究所

为不动产运营走向 REITs 时代打通制度基础

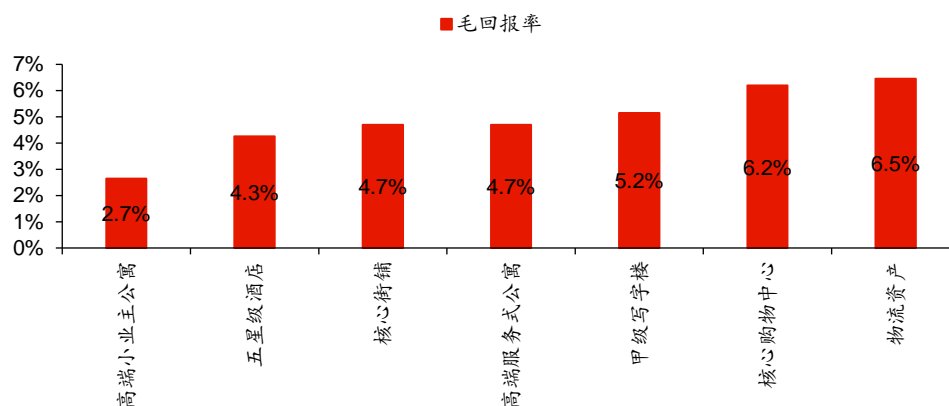
我们认为这次基础设施 REITs 试点的启动，虽然重心在基础设施项目上，看似和不动产领域相关度不高，但我们认为积极的信号在于，有基础设施 REITs 在前铺路，有望在未来为全面 REITs 时代到来作出铺垫：

我们可以看到，此次文件提出“填补当前金融产品空白，拓宽社会资本投资渠道，提升直接融资比重”，在投融资双重属性层面，明确了 REITs 的投资属性。与此同时，国际经验来看，REITs 具备资产配置功能，在基础设施 REITs 入市后有望启蒙投资者，在市场无风险收益率持续下行、投资渠道有限的环境下，预计资产配置功能也将很快被市场认知。

但也必须承认，此次文件还有些有待明确的问题或者难点，可能需要在试点中逐渐摸索。比如 1. 定价问题。此次试点的底层资产主要是不动产所有权（物业地产、产业园区）以及特许经营权（交通设施），在我国这些权利都是有期限，与永续 REITs 存在矛盾，这也会影响相应资产的估值情况；2. 税收政策问题。相对于国际 REITs 的税收优惠，我国目前公募 REITs 的税收环节政策仍不清晰，在重组时、交易时的税收会不会影响资产质量和吸引力是值得探讨的问题。3、底层资产质量问题。目前整个不动产体系的收益率并不是非常理想，以上海为例，2020 年一季度各业态持有不动产的毛回报率（位于市区的、通达无阻、持有结构清晰、由业主 100%持有的物业在假设满租情况下的回报率）阈值在 2.7%-6.5%。虽然很多优质项目可能能达到 5%-8%甚至更高，但回报率可能会影响公募 REITs 的规模化问题，这也将倒逼相关资产优化运营。4、基础设施或者物流园区类资产的背后大多为国企央企，其特许经营权转移可能需要得到主管部门的审批核准。同时，其他的合规问题以及潜在的政策法律的冲突问题等等，都有待解决，这次文件也提出“规则先行，稳妥开展试点”，我们相信很多问题随着各方努力都能逐步完善，在未来的实操细则中会更加明确。

长远而言，我们认为随着基础设施 REITs 工作的展开，有望为整个不动产运营体系带来新的生命力，我们预计长租公寓、商业地产有望迎来公募 REITs 的突破口。一方面从资产属性的角度看，租赁住房、商业地产具有“资产特定化、现金流收入稳定、运营模式清晰”的特点，符合资产证券化对底层资产的要求；另一方面从政策支持的角度看，长租公寓公募 REITs 符合“房住不炒”、“租购并举”的政策导向，能够吸引社会资本流入住房租赁领域，为住房租赁企业开发或收购长租公寓、实现规模化发展提供资金支持。

图表17： 上海各类物业租金回报率（2020 年 Q1）



资料来源：第一太平戴维斯，华泰证券研究所

投资建议

我们认为本次基础设施 REITs 试点的重要意义即实现了真正意义上公募 REITs 的首次破冰，对于不动产运营而言，公募 REITs 的成立意味着“融投管退”这一管理周期中的退出环节被打通，解决了持有运营的最大痛点，降低企业杠杆率，也能激发存量盘活的潜能。从本次 REITs 的试点范围来看，立足于基础设施建设，以京津冀、长三角、雄安、大湾区包括高新开发区为主要区域开展。尽管实施范围不涉及地产开发，但制度体系的建设、法律层面的进一步完善将为整体不动产运营实现 REITs 上市打下基础。

从股票推荐上，我们认为三类企业值得关注：1. 短期来看，利好持有优质物流园区以及高新园区开发企业，如南山控股、中新集团、万科 A、市北高新、苏州高新、张江高科、浦东金桥、上海临港和招商蛇口等；2. 长远来看，利好具备不动产管理能力的资产管理企业，以及拥有长租公寓和优质商业不动产的企业，如光大嘉宝、我爱我家、世联行、中华企业、中国国贸、金融街、世茂股份、大悦城和新城控股等。3. 公募 REITs 有望推进国内物流、园区管理市场化，提升国内专业非住宅物业管理公司的市场需求，非住宅物管企业有望受益，如招商积余、新大正。

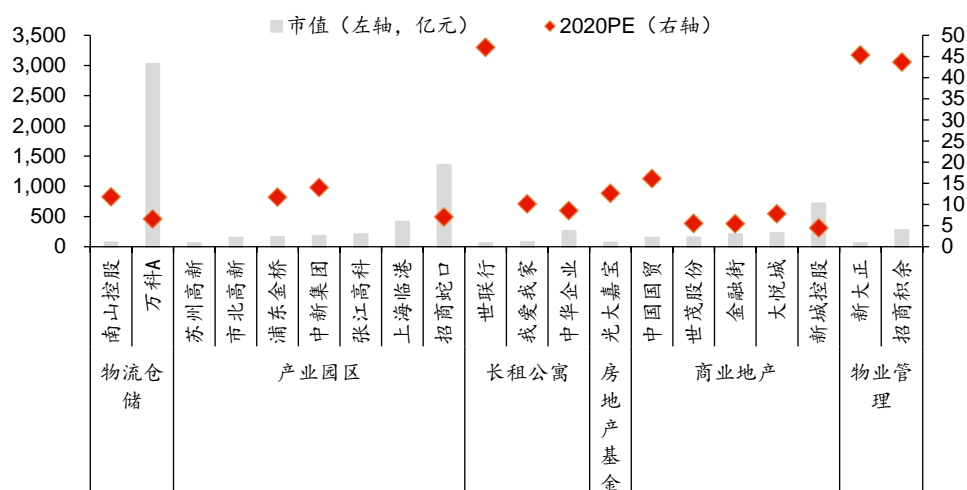
图表18: 关注公募 REITs 推进带来的 A 股投资机会 (截至 2020 年 5 月 5 日)

关注角度	关注公司	公司详情	市值 (亿元)	2020PE
物流仓储	南山控股	公司是以现代高端仓储物流为战略性主业,以房地产开发为支撑性主业,以产城综合开发为培育性主业。截至 2019 年底,控股子公司宝湾物流拥有及管理 63 个智慧物流园区、运营仓储面积近 340 万平方米,规划在建待建项目面积超过 300 万平方米,2019 年宝湾物流实现营业收入 96,411 万元,同比上升 28%;归母净利润 4,144 万元,同比下降 42%;仓库平均使用率为 91.7%	72.3	11.81
房地产基金	光大嘉宝	公司为 A 股房地产基金唯一标的,截至 2020 年 3 月 31 日,在管基金规模为 457.93 亿元,LP 投资余额 (不含已认缴未出资) 为 51.77 亿元	67.79	12.62
物流仓储+长万科 A 租公寓+商业地产		公司是国内物流运营规模最大的企业。截至 2019 年末,旗下万纬物流进驻 44 个城市,获取 138 个项目,其中高标库 123 个,可租赁物业的建筑面积约 1086 万平方米,此外持有全球物流巨头普洛斯 21.4% 股权。长租公寓业务以“泊寓”为主要产品线,2019 年租赁住宅业务新增开业 5.6 万间,截止 2019 年末,累计开业 11 万间,已开业房间中 81% 位于 14 个核心城市,成熟期项目 (开业半年及以上) 的平均出租率约 90%;商业地产品牌印力集团运营管理项目 108 个,覆盖 50 多个城市,管理面积近 900 万平方米,已开业面积 644 万平方米。	3028.97	6.63
产业园区	苏州高新	苏州高新区开发主体,以创新地产、节能环保、战略新兴产业为主业,以非银行金融与产业投资为辅。19 年环保产业收入 2.1 亿元,同比增长 22%	60.44	-
产业园区	市北高新	公司持有上海国家高技术产业基地市北园区,2019 年公司产业载体租赁面积为 36.34 万平方米,同比增长 11.47%,租赁收入达 44,167.93 万元,同比增长 33.40%	147.99	-
产业园区	浦东金桥	公司承担上海金桥自由贸易试验区的开发建设、招商引资、产业发展和载体运营管理,着力打造产城融合的示范园区。截至 2019 年底,公司持有各类经营性物业约 235 万平方米,总体出租率达到 81%	160.28	11.73
产业园区	中新集团	公司是苏州工业园区开发主体及中新两国政府间最重要的合作载体。截至 2019 年底持有经营性在营物业 165 万方,在建以及土地储备 55.5 万方,均位于长三角	178.82	14.04
产业园区	张江高科	公司承担上海张江高科技园区开发建设,着力打造新型产业地产运营商、面向未来高科技产业整合商和科技金融集成服务商。19 年底在营产业园面积 107 万方,土地储备 115 万方,19 年园区租金收入 7.8 亿	206.29	-
产业园区	上海临港	公司是漕河泾新兴技术开发区、临港产业区的开发主体,在上海持有松江、洋山等多个园区。上海临港总在租面积达到 180 万平方米,同比增长 309%,在建园区面积 373 万方,土地储备 111 万方	414.11	-
产业园区	招商蛇口	作为招商局的地产以及园区开发平台,公司以“前港-中区-后城”的开发模式,协同园区开发运营、社区开发运营、邮轮建设运营等三大业务。19 年园区开发运营业务 124 亿元,同比增长 38%	1356.3	7.04
长租公寓	世联行	公司运营长租公寓项目 163 个 (包括包租及托管模式)、运营间数超过 33,000 间,覆盖核心一、二线城市	57.67	47.17
长租公寓	我爱我家	2019 年公司实现营收 112.1 亿元,同比增长 5%;归母净利润 8.3 亿元,同比增长 31%。公司积极参与长租公寓,截至 2019 年末长租公寓品牌相寓在管规模 27.6 万套,全年平均出租率 95%,出房周期 12.6 天	80.32	10.17
长租公寓	中华企业	控股股东上海地产 (集团) 有限公司拥有租赁住房业务品牌“城方”,2018 年初在上海首批确定 17 宗租赁地块,主要将通过招拍挂底价获得,2020 年全部建成后可供应约 2 万套集中式长租公寓	257.87	8.55
商业地产	中国国贸	公司持有北京中国国际贸易中心,2019 年末写字楼可租赁建面 20.7 万方,商场可租面积 7.9 万方,2020 年一季度末投资性房地产 (成本模式计量) 账面价值 74.4 亿元;租金收入 28.6 亿元,同比增长 14.2%	146.46	16.14
商业地产	世茂股份	截至 2019 年末自持经营性物业建面 142 万平,2019 年出租房地产租金收入 7.3 亿元,同比增长 5.6%,2020 年一季度末投资性房地产 (公允价值计量) 账面价值 472.5 亿元	155.67	5.55
商业地产	金融街	截至 2019 年末自持建面 116 万平,主要为北京、上海、天津等核心城市的写字楼、商场、酒店和公寓物业;2019 年公司资产管理业务实现营收 26.9 亿元,同比增长 6%,2020 年一季度末投资性房地产 (公允价值计量) 账面价值 399.3 亿元	207.43	5.46
商业地产	大悦城	截至 2019 年底持有购物中心面积达 86 万方,2019 年投资物业租金及相关物业管理服务收入 51.4 亿元,同比增长 17.4%;2020 年一季度末投资性房地产 (成本模式计量) 账面价值 292 亿元	231.03	7.77
商业地产	新城控股	截至 2019 年末,公司已实现 27 个省份及直辖市、122 个综合体项目的布局,已累计开业 63 座吾悦广场,已开业面积共计 590.62 万方,同比增长 51.44%,2019 年商业地产品牌吾悦广场实现租金及管理费收入 40.69 亿元,同比增长 92.28%,平均出租率达 99.16%	716.74	4.46
物业管理	新大正	截至 2019 年末,公司签约项目 336 个,在管项目 325 个,签约面积近 7000 万平,同比分别增长 7%、6%、12%。物管业务平稳扩张带动公司营收同比增长 19%,其中综合物管、专项物管、增值服务、其他业务分别增长 17%、22%、32%	60.49	45.33
物业管理	招商积余	截至 2019 年末,公司下属两个物管平台合计管理项目 1198 个,管理面积 1.53 亿平,管理面积在上市物管公司中位居第六位,非住宅管理面积占比 50%,第三方管理面积占比 59%	277.81	43.66

注: 2020PE 为 Wind 一致预期下 2020 年 EPS 对应的 PE,苏州高新、市北高新、张江高科、上海临港没有 Wind 一致预期,因此 2020PE 缺省

资料来源: Wind, 公司公告, 华泰证券研究所

图表19: A股相关标的市值及2020PE(截至2020年5月5日,盈利预测为Wind一致预期)



资料来源: Wind, 公司公告, 华泰证券研究所

风险提示

公募 REITs 推进节奏不及预期。回顾 REITs 的发展历史,对于任何一个国家或地区而言,创设 REITs 需要建立和完善与之相配套的法律制度、税收制度、交易制度,需要理顺与过往制度相冲突的部分,需要监管层、发行方、投资者的学习和适应,是一个非常复杂的过程。这使得我国公募 REITs 的试点在推进节奏方面存在不确定性。

公募 REITs 具体内涵存在不确定性。各个国家或地区对 REITs 的认定标准不尽相同,我国将如何定义公募 REITs 存在不确定性。具体而言,我国公募 REITs 的底层资产、收入来源、分红制度、税收制度、实现路径等方面均存在不确定性。

符合投资者收益率要求的底层资产偏少。我国租金收益率偏低,能够符合投资者收益率要求的底层资产偏少,对投资者的吸引力不足,可能拖慢公募 REITs 规模扩张的速度。

免责声明

分析师声明

本人，陈慎、刘璐、韩笑，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或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。本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。本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。投资者应当考虑到本公司及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师陈慎、刘璐、韩笑本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司