

方正证券研究所证券研究报告

行业深度报告

行业研究

房地产行业

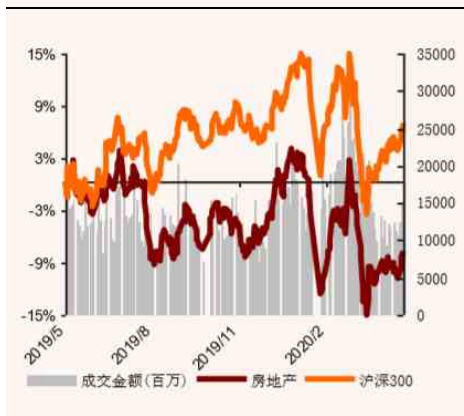
2020.05.06/推荐

分析师 夏亦丰
执业证书编号： S1220518100001
E-mail: xiayifeng@foundersc.com

重要数据：

上市公司总家数	140
总股本(亿股)	3013.77
销售收入(亿元)	6803.00
利润总额(亿元)	1012.95
行业平均 PE	27.93
平均股价(元)	7.85

行业相对指数表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《成交连续 14 周负增长后转正，4 月百强房企销售基本恢复至去年同期水平》
2020.05.04

《周转速度继续加快，现金管理能力提升》
2020.04.28

《5 年期 LPR 再次下调，厦门百亿地块成交；周度新房成交回暖趋势持续》
2020.04.26

《业绩增速提升，融资成本优势显著》
2020.04.26

《品质与利润导向下盈利能力提升，降杠杆卓有成效》
2020.04.24

请务必阅读最后特别声明与免责条款

核心观点：

4 月 30 日，证监会和国家发改委联合发布了两个文件，标志着境内基础设施公募 REITs 试点正式启动。试点要求为 3 个聚焦和 1 个加强：聚焦京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲，以及国家级新区、有条件的国家级经济技术开发区。聚焦 3 大基础设施补短板领域、信息网络等新基建，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。聚焦权属清晰、有稳定现金流的优质项目。加强融资用途，鼓励良性循环投资。

在各国或地区推行 REITs 的时候，当期的宏观经济的运行特点基本是：经济增速放缓、利率水平较低、城镇化率较高。1) 经济增速放缓：如新加坡、日本、香港等地推出 REITs 重大政策主要是为了提振萎靡的经济活力，而中国经济目前受疫情影响严重。2) 利率下行或维持低位：低利率或者利率快速下降，有利于提高 REITs 作为稳健投资资产的相对吸引力，中国目前利率处于下行通道中。3) 中高水平的城镇化率：较高的城镇化率下，房地产进入相对存量市场，不动产运营发展壮大，资产价格和物业持有收益率倒挂减轻，有利于 REITs 市场发展，中国目前城镇化率突破 60%。

此次推行 REITs 能够向社会资本募集资金投资基建，扩大资金来源；同时有效降低政府或企业负债，将成熟的专项债券项目证券化，化解政府隐性债务问题，提升经济运行效率。尽管 REITs 的推出方案已经讨论了很久，但此次的时间点意义也比较明确。我国基建项目主要以政府和国有企业来投资建设，目前有一些政府类的基建基金也参与其中，但总体来说主体比较单一。在推行 REITs 之后，能够有效的盘活存量资产、拓宽资金来源、降低宏观杠杆率，同时也能够给未来的基建项目完善“建设-运营-退出-再投资”的市场化模式。

收益率和税收制度仍然是尚待解决的两个重要问题。首先是我国的基础设施底层资产平均收益率较低，缺乏投资吸引力；第二，目前仍然没有明确税收优惠制度，存在双重税收的情况，进一步降低实际收益率，对原始权益人和投资人都不友好。我们建议对于 REITs 产品实施多环节的减税降费政策，在设立环节要评估标的资产的实际投资主体和控制权是否发生实质变化；在分红环节适当减免企业所得税和个人所得税；在终止退出环节为了鼓励更多的产品发行可以适当减免一些税收。

本次试点 REITs 涉及到房地产相关的领域包括产业园和物流地

产，我们预计未来有望拓展至商业地产和租赁领域。试行产业园区和物流地产 REITs 能够有效的盘活存量资产，提升资金利用效率。而这两大领域既符合国家聚焦的项目本身，也符合聚焦的区域，基本都分布在国家重点规划的都市群中。2018 年中国国家级产业园共 552 家，省级产业园共 1991 家，分布在全国 31 个省市。2015-2019 年社会物流总额由 216 万亿持续增长至 298 万亿。我国计划到 2025 年前落地 150 个物流枢纽布局承载城市。整体的底层资产拓展空间广阔。

投资建议：

总体来讲，此次基础设施 REITs 的试点对房地产板块的核心利好在于产业园区和物流地产两大领域，以及房地产金融相关公司。但我们认为由于商业地产的基础资产相对更优质更市场化，且符合“房住不炒”的政策大基调，在试点政策以及制度更加完善和成熟后，将商业地产纳入 REITs 范围可期。当前阶段，我们建议关注：1) 产业园区类的公司：中新集团、招商蛇口、浦东金桥、上海临港。2) 物流地产公司：南山控股、万科 A、中储股份。3) 房地产基金公司：光大嘉宝。

风险提示：

政策执行力度不及预期；REITs 发行与运营风险；参与主体数量不及预期等。

目录

1	公募 REITS 终破冰，试点内容围绕基础设施领域展开.....	6
1.1	REITs 的核心要义与底层资产	6
1.2	此次试点的 REITs 产品要求以及与海外成熟 REITs 的主要区别	7
1.3	REITs 试点的项目要求	8
1.4	基金发行规定	9
1.5	REITs 产品的投资优势	10
1.6	目前试点 REITs 尚待明确的两个重要问题——收益率、税收制度	11
2	全球 REITs 市场发展回溯.....	13
2.1	海外推行 REITs 时的宏观经济环境	14
2.2	美国 REITs 发展历程	15
2.3	日本 REITs 发展历程	17
2.4	新加坡 REITs 发展历程	19
2.5	中国香港 REITs 发展历程	20
2.6	中国内地 REITs 发展历程	21
3	推行 REITs 能够扩大基建投资资金来源促发展，同时降低宏观杠杆率.....	23
4	基础设施 REITs 国内外案例解析.....	25
4.1	国内基础设施 REITs 案例——顺丰产业园类 REITs.....	25
4.2	美国基础设施 REITs 案例——美国铁塔.....	29
5	产业园区和物流地产在此次试行范围内，在制度完善后商业地产落地可期.....	31
5.1	产业园区	31
5.2	物流地产	33
6	投资建议.....	36
7	风险提示.....	36

图表目录

图表 1:	REITs 底层资产	6
图表 2:	中国公募 REITs 的建议架构: 公募基金+ABS	7
图表 3:	各国 REITs 与中国试行 REITs 制度对比	8
图表 4:	项目聚焦 6 大重点区域	9
图表 5:	行业聚焦 5 大领域	9
图表 6:	项目聚焦优质资产	9
图表 7:	项目加强融资用途管理, 鼓励投资循环	9
图表 8:	基础设施基金发行规定	10
图表 9:	美国权益 REITs 年化收益率达 9.1%	11
图表 10:	香港 REITs 收益波动性低于其他指数	11
图表 11:	中国类 REITs 优先级利率 (16 年至今)	12
图表 12:	亚洲主要 REITs 分红派息率	12
图表 13:	光大嘉宝管理及咨询费率约 1.07%	12
图表 14:	各国与中国试行 REITs 税收优惠制度对比	13
图表 15:	全球已有 41 个国家/地区推行 REITs	14
图表 16:	亚洲 REITs 市场规模 2178 万亿美元	14
图表 17:	各国各地区 REITs 市场发展历程	14
图表 18:	美国大力推行 REITs 提振经济	16
图表 19:	80 年代美国联邦基金利率持续下行	16
图表 20:	1970 年美国城镇化率达 70%	17
图表 21:	美国 2018 年末 REITs 底层结构	17
图表 22:	日本 2000 年左右经济疲软	18
图表 23:	90 年代日本基准利率保持持续低位	18
图表 24:	1999 年日本城镇化率达 78%	18
图表 25:	90 年代末新加坡经济增长乏力	20
图表 26:	90 年代末新加坡利率快速下行	20
图表 27:	2003 年香港经济突遭 SARS	21
图表 28:	2000 年后香港利率快速下行	21
图表 29:	中国类 REITs 和国外 REITs 对比	22
图表 30:	新冠疫情促使经济失速	23
图表 31:	中国 1 年期 LPR 半年时间降低 26 个 BP	23
图表 32:	2019 年中国城镇化率突破 60%	23
图表 33:	24 个省市区已公布 48 万亿投资计划	24
图表 34:	新基建涵盖三个方面	24
图表 35:	基础设施投资额累计达 108 万亿	25
图表 36:	2020 年 Q1 地方政府债务达 23 亿元	25
图表 37:	18 年地方政府财政收入仅债务一半	25
图表 38:	地方政府和企业杠杆率持续提升	25
图表 39:	17 年至今国内共发行 53 只类 REITs	26
图表 40:	17 年至今国内类 REITs 发行 878 亿元	26
图表 41:	顺丰产业园类 REITs 产品要素	26
图表 42:	顺丰产业园类 REITs 产品结构	27
图表 43:	上海青浦产业园项目图	27
图表 44:	上海青浦产业园交通区位	27
图表 45:	无锡电商产业园项目图	28
图表 46:	无锡电商产业园交通区位	28
图表 47:	顺丰丰泰主要布局两类产业园	29

图表 48:	顺丰丰泰业务分布于各大城市群	29
图表 49:	公司提供 3 类解决方案	29
图表 50:	2019 财年 AMT 创造营收 76 亿美元	30
图表 51:	2019 财年创造 EBITDA48 亿美元	30
图表 52:	美国 AMT 公司业务遍布全球	31
图表 53:	2019 年工业用地出让保持平稳增长	32
图表 54:	产业园类型	32
图表 55:	2018 年全国共有 552 家国家级产业园	32
图表 56:	部分已发行产业园类 REITs 产品信息	33
图表 57:	中国代表性产业地产企业概况	33
图表 58:	2019 年社会物流总额达 298 万亿	34
图表 59:	社会物流成本及营收逐步提升	34
图表 60:	社会物流总额结构上工业品占比 91%	34
图表 61:	2018 年物流园数量达 1638 家	34
图表 62:	中国物流地产格局表现为一超多强	35
图表 63:	部分已发行仓储物流类 REITs 产品信息	35
图表 64:	中国代表性物流地产企业概况	36

1 公募 REITs 终破冰，试点内容围绕基础设施领域展开

2020 年 4 月 30 日，中国证监会和国家发改委联合发布《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》（下称“《通知》”），同时发布《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（征求意见稿）（下称“《指引》”），标志着境内基础设施公募 REITs 试点正式启动。

该《通知》是一个整体纲领性文件，对推进基础设施 REITs 的基本原则、项目要求、发行方式等方面进行了规定，而《指引》则对发行产品等方面规则进行了细化。

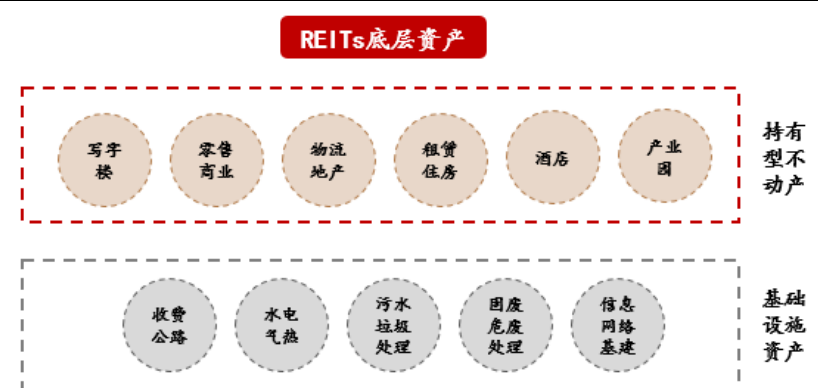
整体来说，产品核心特征为：1) 投资范围：80% 以上基金投资单一基础设施 REITs，不包含商业地产；2) 产品模式：公募基金通过 REITs 或 SPV 等载体穿透取得项目所有权或特许经营权；3) 分红比例：分红不低于可供分配利润的 90%，采取封闭式运作；4) 基本原则：权益导向、市场化原则且可公开上市交易；6) 项目要求：聚焦重点区域、聚焦重点行业且聚焦优质项目。

1.1 REITs 的核心要义与底层资产

REITs 是不动产投资信托基金（Real Estate Investment Trust）的简称，是通过发行证券的方式募集投资者的资金，并由专门管理机构进行不动产的投资与管理，并将资产的基础收益和资产升值收益按照协议比例分配给投资者的一种契约型或公司型的基金。实质上，**REITs 就是将不动产资产的稳定现金流在资本市场上进行证券化，连接资金方和投资方，从而实现资源调配作用的新型金融工具，REITs 兼具不动产和金融的双重属性。**

REITs 底层资产是能够产生稳定租金或经营现金流的优质资产，包括购物中心、写字楼、酒店、医院、工业物业、长租公寓等商业物业以及交通运输、邮政业、电信、广播电视、卫星传输、水利、环境和公共设施管理等基础资产。基础设施 REITs 即底层资产为运营成熟、收入稳定基础设施资产的 REITs。

图表1： REITs 底层资产



资料来源：证监会官网，方正证券研究所

1.2 此次试点的 REITs 产品要求以及与海外成熟 REITs 的主要区别

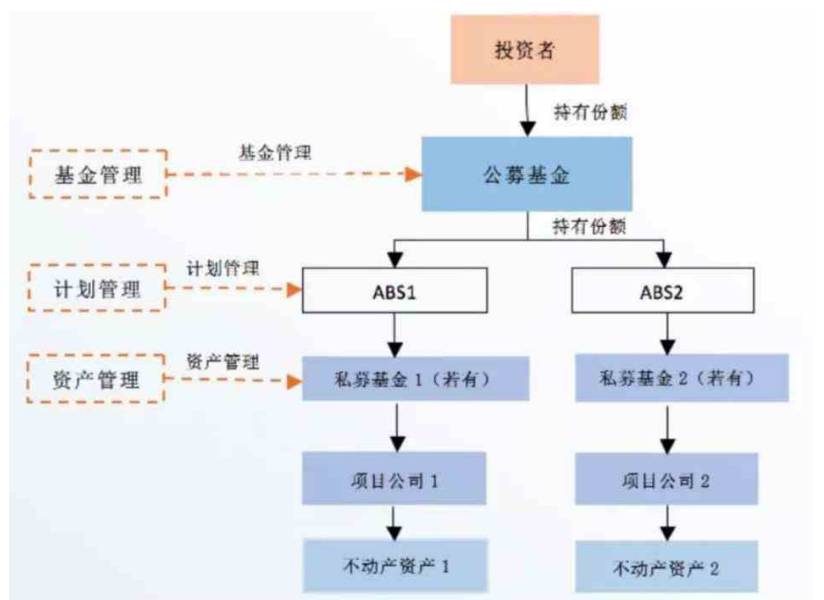
根据《通知》及《指引》文件，基础设施 REITs 产品要求要点如下：

1) **投资范围与比例**：80% 以上基金资产持有单一基础设施 REITs 全部份额，基础设施 REITs 持有基础设施项目公司全部股权。

2) **产品结构**：符合条件的证券公司或者基金公司，设立封闭式公募基金，公开发售基金份额募集资金。基金通过资产支持证券和项目公司等载体穿透取得基础设施项目完全所有权或特许经营权。基金管理人积极运营管理基础设施项目，以获取基础设施项目租金、收费等稳定现金流为主要目的。我国本次采取“公募基金+ABS”的外部管理模式。

3) **分红要求**：收益分配比例不低于基金年度可供分配利润的 90%，每年分配次数不少于一次。

图表2： 中国公募 REITs 的建议架构：公募基金+ABS



资料来源：北大光华，方正证券研究所

与世界主要市场美国、日本、新加坡等国家对比，本次中国境内 REITs 在制度规定上有所借鉴，如分红比例均为 90% 以上等；但又有制度上的不同，如投资范围上，美国、日本及新加坡均投资不动产，美国无限制，日本、新加坡则禁止投资开发项目，而中国目前仅限于基础设施资产。

在部分重要规定上《通知》未提及，如税收政策、REITs 杠杆率、项目持有周期等，尤其国外 REITs 市场在税收政策上，REITs 公司在运营环节时满足组织形式、投资范围等要求后，在分红方面有明确的免税制度，有效避免了重复征税的问题，但本次试行 REITs 仍然没有提及税收优惠。

图表3： 各国 REITs 与中国试行 REITs 制度对比

	美国	新加坡	日本	中国大陆
主体形式	公司	信托单位或共有基金	信托单位或公司	信托单位或基金
投资范围与比例	≥75%的基金投资于不动产，无限制	≥75%的基金投资于不动产，禁止参与开发项目	上市产品大于 70%，非上市产品大于 95%投资于不动产，禁止参与开发项目	≥80%的基金投资于基础设施资产
REITs 杠杆率	无限制	≤45%	无限制	未提及
项目持有时间	无限制	≥1 年	无限制	未提及
税收优惠政策	1) REITs 满足要求后，对分红部分，免征企业所得税； 2) 85%的普通所得和 95%的净资本利得中未分配部分征收 4%消费税； 3) 持有 5%比例以下的投资者满 5 年后转让环节所得免税；	1) REITs 满足要求后，对分红部分免征企业所得税； 2) 若持有人为个人投资者，免征分红和出售的个人所得税； 3) 新注入 REITs 的不动产物业印花税免征；	1) REITs 满足要求后，对分红部分免征企业所得税； 2) 持有房地产 5 年以上，出售后的收益所得税由 39%降为 20%； 3) 购买用于 REITs 的资产契税率由 5%降为 1.7%	未提及
分红比例	≥90%	≥90%	≥90%	≥90%

资料来源：证监会官网，方正证券研究所

1.3 REITs 试点的项目要求

根据《通知》及《指引》文件，基础设施 REITs 试点项目要求主要为 3 个聚焦和 1 个加强：

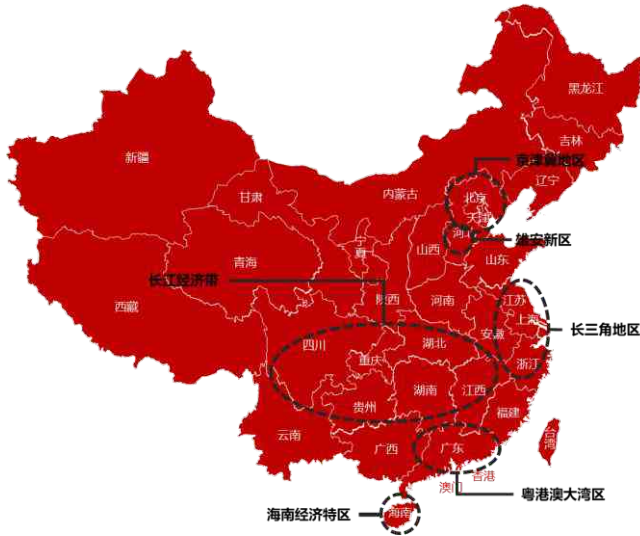
1) 聚焦重点区域：优先支持京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲等重点区域，支持国家级新区、有条件的国家级经济技术开发区开展试点，主要试点区域仍集中在较发达区域。

2) 聚焦重点行业：优先支持 3 大基础设施补短板领域，包括仓储物流、收费公路等交通设施；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 2 大领域，包括信息网络等新型基础设施；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，在重点领域开展试点。

3) 聚焦优质项目：基础设施 REITs 试点项目应符合 3 大条件，①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；②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；③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。

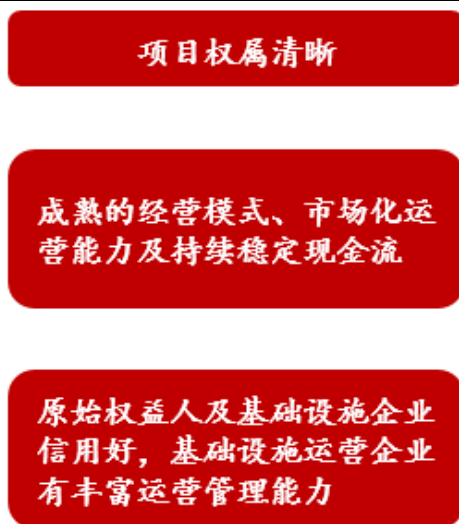
4) 加强融资用途：管理发起人（原始权益人）通过转让基础设施取得资金的用途应符合国家产业政策，鼓励将回收资金用于新的基础设施和公用事业建设，重点支持补短板项目，形成投资良性循环。

图表4：项目聚焦6大重点区域



资料来源：证监会官网，方正证券研究所

图表6：项目聚焦优质资产



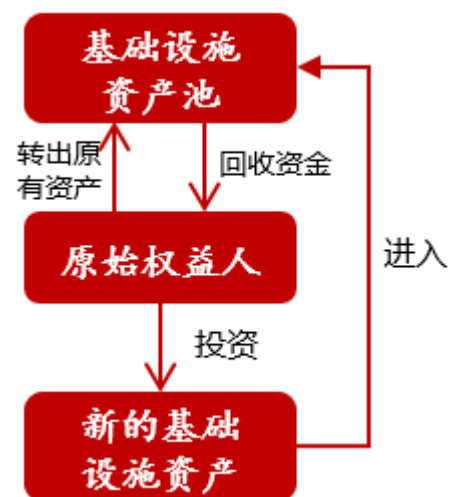
资料来源：证监会官网，方正证券研究所

图表5：行业聚焦5大领域



资料来源：证监会官网，方正证券研究所

图表7：项目加强融资用途管理，鼓励投资循环



资料来源：证监会官网，方正证券研究所

1.4 基金发行规定

基础设施基金的发行，参考境外市场，设置主要规定如下：

1) **基金管理人**：积极运营管理基础设施项目，以获取基础设施项目租金、收费等稳定现金流为主要目的，具有丰富的资产管理经验，如配备不少于3名具有5年以上基础设施项目运营或资管人员，具有不动产研究经验的专业人员等。

2) **尽职调查**：基金管理人应对基础设施项目出具详尽尽调报告，包含原始权益人情况、项目财务情况、项目现金流情况、重要协议等内容，除独立开展尽调外，还应聘请财务顾问进行尽调，出具财务顾问报告。

3) 资产评估：基金管理人应聘请独立的资产评估机构，并出具评估报告，资产评估机构对基础设施项目每年至少进行 1 次评估，为同一只基础设施基金提供评估服务不得连续超过 3 年。

4) 材料披露：基金管理人在公开发售 3 日前，应披露基金发行材料，包括基金合同、托管协议、募集说明书、基金份额发售公告、基金产品资料等文件。

5) 战略配售：原始权益人战略配售比例不低于 20%，锁定期为 5 年；专业投资人可参与战略配售，锁定期为 1 年。

6) 网下询价和认购：认购价格通过向网下投资者询价决定，网下投资者为包括合格境外投资者在内的专业机构投资者。扣除战略配售后，网下发售比例不低于公开发售数量的 80%。

7) 基金募集：基金管理人公布认购价格后，公众投资者以该价格参与认购，若募集期限届满，但募集资金规模不足 2 亿元，或投资人少于 1000 人，则基础设施基金募集失败。

8) 上市交易：符合要求的基础设施基金可申请上市交易。

图表8： 基础设施基金发行规定



资料来源：证监会，方正证券研究所

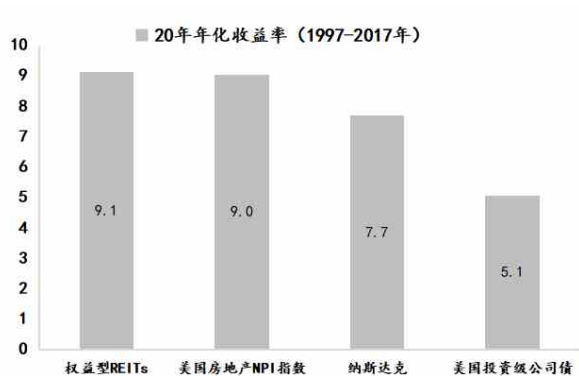
1.5 REITs 产品的投资优势

REITs 具有稳健的长期收益率及较低的波动性。将美国不同投资资产的 20 年年化收益率进行对比（1997-2017 年），全美权益类 REITs 年化收益高达 9.12%，是收益率最高的资产，纳斯达克综合指数收益率仅 7.68%，而美国投资级公司债为 5.06%。REITs 的底层收益是由持有型物业的租金贡献，租金收入整体波动率小，因而 REITs 收益波动性较小，小于大宗商品和股票，06-18 年香港 REITs 和世界主要资本市场累积收益率波动率对比，香港 REITs 收益波动性最小仅 9%，而其他资本市场指数都高于 13%，上证综指累积收益率波动性甚至高达 52%。

REITs 能有效分散风险和对抗通胀。REITs 主要投资领域为房地产，与一般的股票、债券与大宗商品等关联性较低，投资者可利用 REITs 资产分散投资组合的整体风险，优化投资组合，此外不动产投资具有优秀的抗通胀能力。

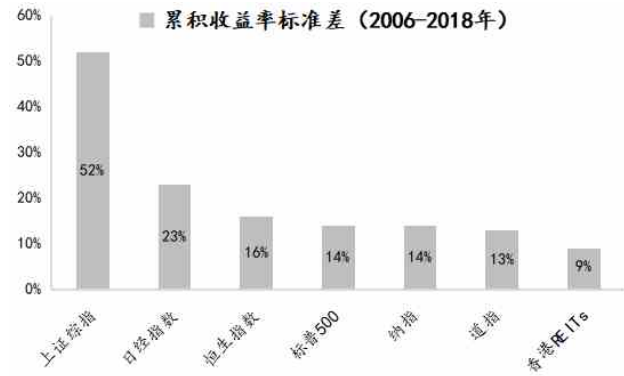
REITs 有着更高的流动性和更低的交易成本和门槛。尤其基础设施由于金额较大且所有者通常为政府，特许经营权转让也存在限制，因此通过 REITs 将完整资产分成相对较小的单位，并进行公开市场交易，降低投资者门槛，大大加强流动性。

图表9： 美国权益 REITs 年化收益率达 9.1%



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表10： 香港 REITs 收益波动性低于其他指数



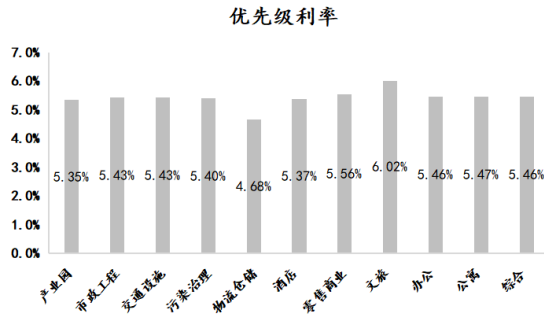
资料来源：Wind，方正证券研究所

1.6 目前试点 REITs 尚待明确的两个重要问题——收益率、税收制度

虽然本次推行基础设施 REITs 在未来发展空间广阔，但目前仍存在这两个重要问题尚待明确。

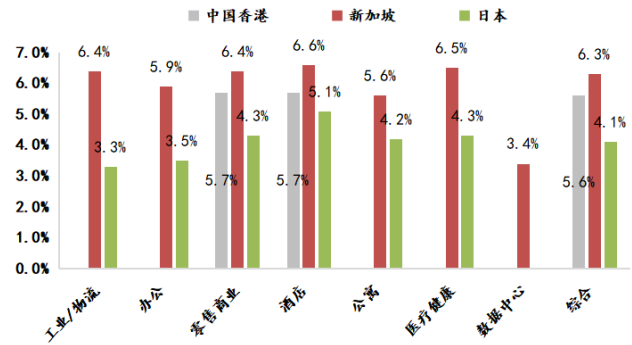
第一、国内持有型资产和基础设施资产本身的投资回报率相对不高，会导致底层资产自身收益率达不到做成 REITs 的收益率要求。我们用目前已发行的类 REITs 产品的情况来看，统计自 2016 年 1 月至今发行的 249 只类 REITs 产品，合计募资 2989 亿元，优先级利率平均为 **5.5%**，其中底层资产符合本次基础设施 REITs 的共计 156 支，募资合计 1440 亿，**优先级利率为 5.39%**。对比亚洲的 REITs 产品，不计权益收益，仅计算分红派息收益率，则 2019 年中国香港平均为 5.6%、新加坡为 6.3%、日本为 4.1%。而中国公募 REITs 的产品模式是“公募基金+REITs”形式，即个人投资者或机构投资者通过基础设施公募基金去投资 REITs，产品为分层结构，这意味着更高的成本以及管理和销售费用，以 REITs 管理机构光大安石为例，其 17-19 年管理及咨询费率约 1.07%，扣除相关费用后，投资者的实际收益率将会更低，这会导致产品的投资吸引力较差。有的基建项目自身收益率只有 3% 左右，预计很难做成 REITs。

图表11： 中国类REITs优先级利率(16年至今)



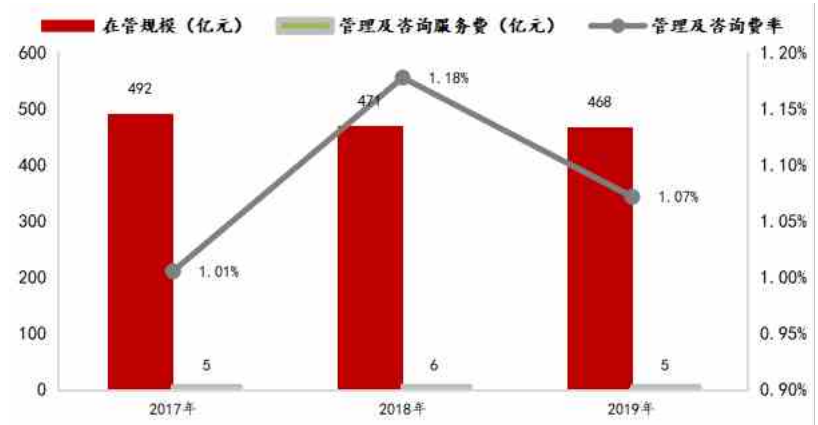
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表12： 亚洲主要REITs分红派息率



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表13： 光大嘉宝管理及咨询费率约 1.07%



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

第二、国内暂时没有针对 REITs 的税收优惠, 对于原始权益人和投资人来说面临双重征税的问题, 这在原本收益率就不高的情况下雪上加霜。REITs 在设立、存续、分红、收回等环节都涉及税收问题, 主要涉及税种为印花税、增值税、契税、房产税、所得税。

国外 REITs 市场在税收政策上, 有多种税收优惠政策:

1) **美国:** 美国税收整体上鼓励 REIT 收益用于分红, 而非买卖资产, 设立环节上, REITs 被视为收入传递的工具, 仅征收流转税; 交易环节主要是物业的购买与处置, 涉及资本利得税、转让税和企业所得税, 税收优惠主要是持有 5% 比例以下的投资者满 5 年后转让环节所得免税; 运营环节主要是持有和运营物业, 涉及持有物业产生的房产税和收益的企业所得税, 房产税税率 1-3% 不等, REITs 收益若满足条件用于分红, 则在公司层面上免征企业所得税; 分红环节则未免征个人所得税。

2) **新加坡:** 新加坡在设立环节上, 对印花税进行减免; 在交易环节上, 涉及税收为印花税、企业所得税及商品服务税, 对新注入 REITs 的不动产物业免征印花税; 运营环节对满足条件的 REITs 派息部分免征企业所得税, 对个人投资者的分红和出售利得免征个人所得税。

3) **日本:** 日本在交易环节上, REITs 持有资产 5 年以上, 出售后的收

益所得税率由 39% 降至 20%，购买用于 REITs 的资产契税率由 5% 降为 1.7%；运营环节上，满足分红比例等要求后，对分红部分免征企业所得税。

但国内本次试行 REITs 未有提及税收政策，仍面临着两大问题：1) 国内 REITs 设立时，面临对资产划拨的征税问题。委托人按照协议将不动产转移给受托人，国外多将 REITs 视为收入传递工具来征极少税收，而国内由于制度缺失，REITs 资产划拨后，被视为不动产转让处理，对资产划转方征收土地增值税和企业所得税，对资产接受方征收契税等，税收费用高昂，而实际上信托财产转移并非实质性资产转让，对该行为征税存在歧义；2) 对运营收益在 REITs 层面或投资者层面面临重复征税。国外多在 REITs 满足分红要求后，对 REITs 层面免征企业所得税，以避免重复征税，但国内 REITs 目前可能存在对同一笔收益重复征税的问题。

我们建议对于 REITs 产品实施多环节的减税降费政策，在设立环节要评估标的资产的实际投资主体和控制权是否发生实质变化；在分红环节适当减免企业所得税和个人所得税；在终止退出环节为了鼓励更多的产品发行可以适当减免一些税收。

图表 14： 各国与中国试行 REITs 税收优惠制度对比

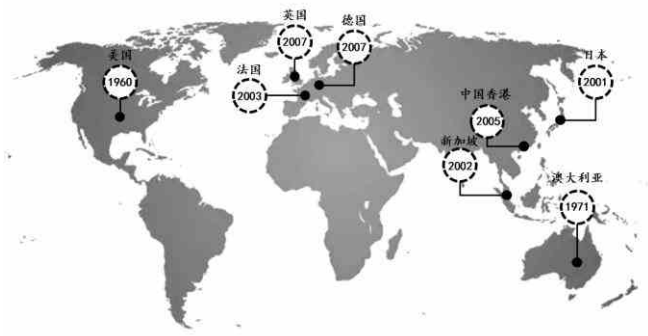
	美国	新加坡	日本	中国大陆
设立	仅征收流转税	减免印花税	未提及	REITs 资产划转视为不动产转让，对资产划转方征收土地增值税和企业所得税，对资产接收方征收契税
存续	持有 5% 比例以下的投资者满 5 年后转让环节所得免税；	新注入 REITs 的不动产物业印花税免征；	1) REITs 持有房地产 5 年以上，出售后的收益所得税由 39% 降为 20%； 2) 购买用于 REITs 的资产契税率由 5% 降为 1.7%	未提及交易税费减免问题
分红	1) REITs 分红：收益满足分红比例等要求后，对分红部分免征企业所得税； 2) 个人投资者：85% 的普通所得和 95% 的净资本利得中未分配部分征收 4% 消费税；	1) REITs 分红：收益满足分红比例等要求后，对分红部分免征企业所得税； 2) 个人投资者：免征分红和出售的个人所得税；	REITs 分红：收益满足分红比例等要求后，对分红部分免征企业所得税；	未提及 REITs 分红免税政策，仍存在重复征税问题

资料来源：证监会官网，方正证券研究所

2 全球 REITs 市场发展回溯

全球已有 41 个国家或地区推出了 REITs 制度，覆盖美洲、欧洲、亚洲、非洲、大洋洲等五个大洲。根据 NAREITs 数据，截止 2018 年底，美国 REITs 市值 11236 万亿美元，是全球最大的市场；欧洲 REITs 市值 2291 万亿美元，亚洲 REITs 市值 2178 万亿美元，大洋洲 1615 万亿美元，回溯全球其他主要 REITs 市场的历史发展对我国推行公募 REITs 发展有着较好的借鉴效果。

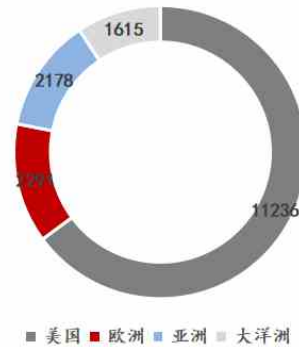
图表15: 全球已有 41 个国家/地区推行 REITs



资料来源: NAREITs, 方正证券研究所

图表16: 亚洲 REITs 市场规模 2178 万亿美元

2018年底(万亿美元)



资料来源: NAREITs, 方正证券研究所

REITs 市场最早起源于 1960 年的美国, 在亚洲市场, REITs 最初在 2001 年出现在日本, 其后在 2002 年在新加坡出现, 紧接着之后在中国香港等市场上相继推出。纵观各国/地区的 REITs 发展历程可知, 通常其萌芽和快速发展都缺少不了政府推行或修订配套的法制法规。

图表17: 各国各地区 REITs 市场发展历程



资料来源: 方正证券研究所

2.1 海外推行 REITs 时的宏观经济环境

在各国或地区推行 REITs 的时候, 当期的宏观经济的运行特点基本是: 经济增速放缓、利率水平较低且预期低位运行、城镇化率较高。

一、经济增速放缓

纵观美国、日本、新加坡、中国香港等国家或地区, 推行 REITs 重要政策的时间点多为经济相对萎靡阶段, 为提振经济倒逼所致。美国在 80 年代后期经济增速快速下滑, 1991 年增速甚至进入负数, 在此背

景下分别在 1986 年和 1993 年分别推出重要法规来推动 REITs 发展；日本、新加坡和中国香港等多为受到亚洲金融危机或者 SARS 疫情影响，为提振经济而推行政策，如日本在 2000 年修订《关于资产流动化法》，正式推出 J-REITs；新加坡在 1999 年发布《新加坡房地产基金指引》，随后正式推出 S-REITs；中国香港则在 SARS 疫情影响下，颁布《房地产投资信托基金守则》提振经济，正式推出 H-REITs；而中国内地在本次 2020 年新冠疫情影响下，也开始了公募基础设施 REITs 的试点改革。

二、利率下行或低利率的宽松环境

较低或者快速下行的利率以及宽松的货币环境，提升了 REITs 稳健收益率的相对吸引力。美国基准利率由 80 年代中期前的 10% 降低至 1986 年的 6.8%，之后又降至 1993 年的 3.0%；日本则在 90 年代持续保持低利率水平；新加坡则在亚洲金融危机后，实施低利率政策，1998 年 3.1% 的储蓄存款利率 1 年内下降至 1.4%；中国香港基准利率从 2000 年的 6.06% 迅速降至 2003 年的 0.90%；中国内地也处于利率快速下行的阶段，LPR 在半年实际内下降 26 个 BP，货币环境整体较为宽松。

第三、中高水平的城镇化率。

除了香港和新加坡由于国家/地区较小，常年保持较高城镇化率外，美国和日本推行 REITs 时，城镇化率均在中高水平，美国在 1960 年推通过《REITs 法案》时城镇化率突破 70%；日本推行 J-REITs 时，城镇化率达 78%；而中国内地城镇化率也在加速进入成熟发展的中高水平。

2.2 美国 REITs 发展历程

美国是最早推行 REITs 的国家，主要经历 3 个发展阶段：

初期发展期（1960 年-1985 年）：美国在 1960 年城镇化率突破 70% 后，通过了《REITs 法案》及《国内税收法》，明确 REITs 标准，并对 REITs 主体分红部分的所得税进行免除，避免重复收税；1976 年美国修订《税制改革法》（“The tax act of 1976”），但由于税收优惠力度不如当时投资房地产行业的有限合伙企业，REITs 发展仍然较慢。

加速发展期（1986 年-2007 年）：美国在 1986 年推出《税制改革制》（“The tax act of 1986”），允许成立公司型 REITs，赋予 REITs 内部管理的权力，增强了 REITs 的权益属性；1993 年推出《综合预算法调整法案》（“Omnibus Budget Reconciliation Act of 1993”），该法允许养老基金按其基金所有者数目来计算投资人数，以避免违背股东人数最低和 5/50 等规则（REITs 股东人数要求大于 100 人，且前 5 大股东不能持有超过 50% 股份），降低养老金投资 REITs 门槛，促使养老金大规模投资收益稳健的商业地产 REITs，1990-2005 年的 REITs 规模的年复合增速高达 44%，之后 2008 年受到金融危机影响，规模短期减小。

在美国 REITs 加速发展阶段，在经济增速、利率和城镇化率均表现出

一定的时代特征。

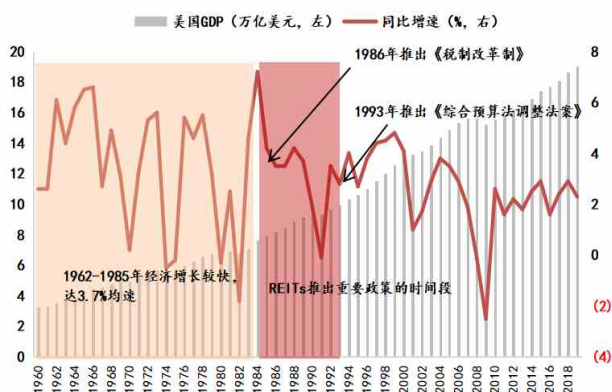
首先,经济疲软。在 80 年代后期美国 GDP 增速出现下降,增速由 1984 年的 7.2% 的高增长降低至 1986 年的 3.5%,为提振经济,美国在 1986 年推出《税制改革制》;随后美国 GDP 增速之后再次下滑,由 1988 年的 4.2% 迅速降低,1991 年甚至达到-0.1%,1993 年推出《综合预算法调整法案》,推动 REITs 发展。

其次,快速下行的利率水平。联邦基金利率也由 1979-1984 年 10% 以上的水平降低至 1986 年的 6.8%,之后利率有所回升,1990 年后继续下行,联邦基金利率由 1990 年的 8.1% 快速下降至 1993 年的 3.0%,低利率的货币宽松环境,提升了 REITs 收益的相对吸引力,促使货币流向收益稳健的 REITs 市场,尤其是养老金入市,促进 REITs 市场的快速扩张。

最后,中高水平的城镇化率。美国在 1960 年通过《REITs 法案》时城镇化率突破 70%,美国在 1986 年城镇化率达 74.6%,1993 年城镇化率达 76.5%。当城镇化率超过 70%,房地产增量需求降低,房地产开发业务逐渐转弱,开发商开始转向资产运营业务,随着物业价格和资产收益率倒挂的局面出现改善,REITs 发展增速。

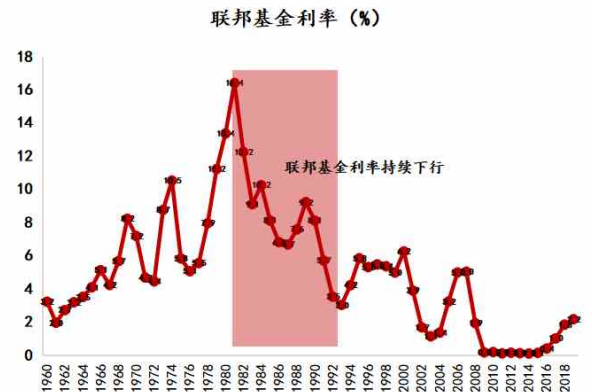
成熟发展期 (2008 年-至今):美国 REITs 市场快速发展,直到 2008 年由于金融危机后,美国 REITs 发展出现停滞。之后随着美国经济逐渐恢复,REITs 也开始成熟发展。根据 NAREIT 数据,截止 2018 年底,美国 REITs 市值 11236 万亿美元,是世界上最大的 REITs 市场。美国 REITs 投资资产范围多样,美国 REITs 投资范围包括住宅、工业、仓库、基础设施、商业等多样化资产,其中以零售商业占比最大,这是由于政策限制较少,投资范围可包括开发、收购和管理房地产项目。

图表 18: 美国大力推行 REITs 提振经济



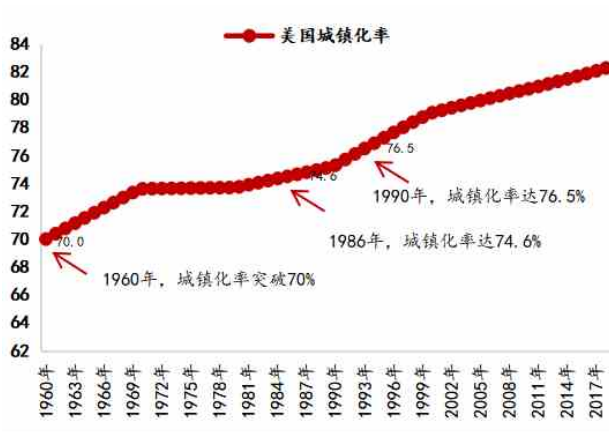
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表 19: 80 年代美国联邦基金利率持续下行



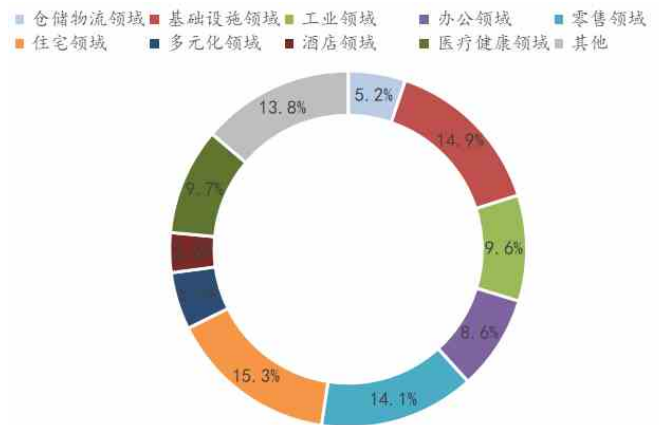
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表20: 1970年美国城镇化率达70%



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表21: 美国2018年末REITs底层结构



资料来源: Wind, 方正证券研究所

2.3 日本REITs发展历程

起步萌芽期 (1998年-2001年): 亚洲最早推行 REITs 的国家就是日本, 日本 1998 年颁发《特殊目的公司实现特定资产流动化法》, 允许 SPV 对不动产进行证券化, 使得 REITs 合法化 20 世纪 90 年代末日本出台了 REITs 的相关法律法规, 但是由于尚未建立相关市场, 发展较慢。

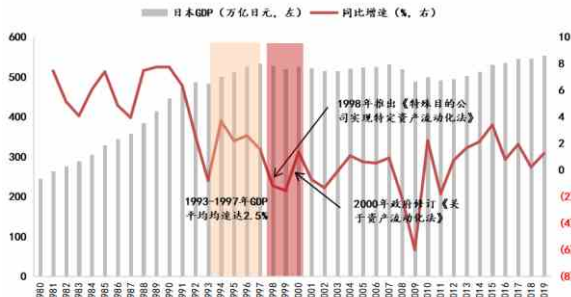
快速发展期 (2001年-2007年): 日本经济在 2001 年及 2002 年出现负增长的严峻状态, 日本政府 2001 年修改《关于投资信托基投资法人法》, 允许投资信托投资地产, 正式推出 J-REITs, 在超低利率市场环境以及底层商业资产蓬勃发展的条件下, 开设以来 J-REITs 长期维持着年化约 4% 左右的投资收益率, 稳定的高股息回报和稳健的房地产租赁业务受到了投资者热捧, 相比起超低的央行基准利率, REITs 收益率对于投资者的吸引力更加凸显。日本 2001 年首支 REITs 上市, 2001-2007 年日本 REITs 迎来了大发展, 规模年复合增速高达 57%。在日本 REITs 加速发展阶段, 在经济增速、利率和城镇化率均表现出一定的时代特征。

首先, 经济疲软。在 90 年代初日本由于资产泡沫破裂, GDP 增速由 1991 年的 6.3% 迅速降低至 1993 年的 -0.8%, 之后日本政府展开经济振兴, 1994-1997 年 GDP 平均增速恢复至 2.5%, 由于 1997 年亚洲金融危机爆发, 1998-1999 年日本 GDP 增速持续为负, 为提振经济, 1998 年 9 月, 日本实施了《特殊目的公司实现特定资产流动化法》, 2000 年 5 月, 政府对该法进行了修订, 更名为《关于资产流动化法》, 正式推出了 J-REIT, J-REITs 随后得到高速发展。

其次, 较低的利率水平。日本: 在经历 90 年代初资产泡沫破裂后, 为提振经济, 1994-1995 年日本基准利率从 2.1% 降至 0.8%, 之后维持低利率水平, 货币持续宽松的低利率水平, 为后续 REITs 推行提前做好利率条件。

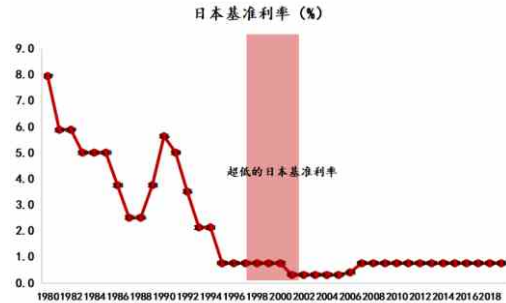
最后，中高水平的城镇化率。1998 年日本城镇化率达 78.4%，2000 年达 78.7%，经历 90 年代初的房地产泡沫破裂后，日本房企开发业务早已转弱，持续转向资产运营业务，随着物业价格和资产收益率倒挂的局面变化，REITs 发展增速。

图表22: 日本 2000 年左右经济疲软



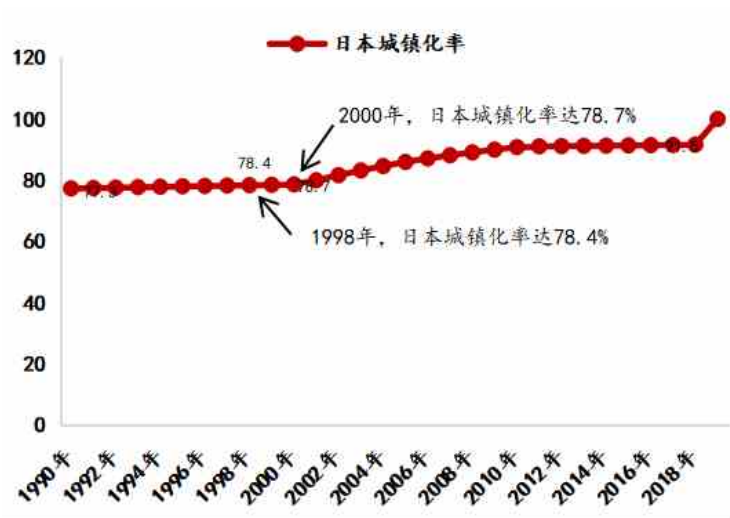
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表23: 90 年代日本基准利率保持持续低位



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表24: 1999 年日本城镇化率达 78%



资料来源: WIND, 方正证券研究所

成熟发展期 (2008 年-至今): 日本 REITs 市场快速发展, 直到 2008 年由于金融危机而受到冲击, NCR 因此成为日本第一只破产的 J-REIT, 同时其他 8 家 J-REIT 合并或被其他公司收购, J-REIT 一度停滞发展, 之后 2010 年日本央行决定在购买资产中加入 REITs, REITs 市场重新开始稳健发展。

日本目前 REITs 市场有四大特点: 第一、交易活跃, 2018 年至 2019 年共新增 5 支 REITs, 包括 Sankei Real Estate、Escon Japan REIT 等, 资产类型包括工业、物流、综合等业态, 较为综合; 第二、市值在亚洲 REITs 市场占大, 根据 bloomberg 数据, 截止 2019 年末共有 64 支日本 REITs, 市值达 1513 亿美元, 是亚洲最大的 REITs 市场, 占比超过一半; 第三、公寓 REITs 占比较高, 亚洲 8 支公寓型 REITs 中有 7 支位于日本, 资产涵盖学生公寓、白领公寓和老年公寓等不同类型; 第四、日本 REITs 主体主要为信托单位或公司, 投资范围相对受限, 被禁止参与开发项目, 分红比例和免税政策和其他发达国家类似。

2.4 新加坡 REITs 发展历程

起步萌芽期（1986 年-2001 年）：1985 年，新加坡经济遭到严重挫折，GDP 增速从 1984 年的 8.2% 骤降到负值，当时作为经济支柱的炼油、房地产等行业均萎靡不振，为提振房地产，政府联合部分私企代表共同成立新加坡房地产协会，1 年后该协会首次提出引入 REITs 到新加坡房地产市场中，但由于法制法规的缺失，发展仍然较慢。直到 1999 年由于亚洲金融危机严重冲击新加坡房地产市场，新加坡金融管理局发布了《新加坡房地产基金指引》，规定 S-REITs 可以以公司法人或信托形式成立及上市；S-REITs 持有、管理房地产相关资产收入，扣除管理等费用后，剩余以股利回馈投资者，但这对房地产商吸引力不足。随后几年，新加坡先后颁布了《证券和期货法》、《证券期货法则》、《新加坡公司法》、《财产信托指引》和《单位信托手册》等法案，核心在于 REITs 分红比例超过 90%，即可在 REITs 层面免征企业所得税，REITs 对房地产商的吸引力逐渐增加。

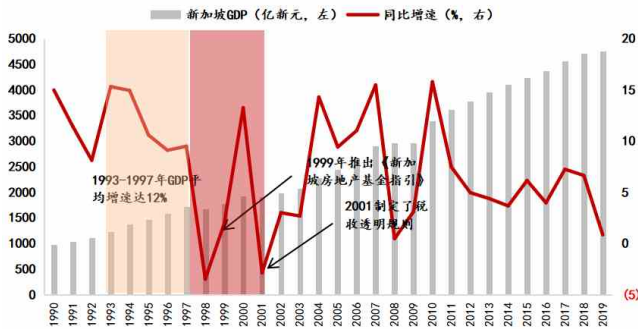
快速发展期（2002 年-2007 年）：随着一系列 REITs 法规的落地，2002 年 7 月凯德商用新加坡信托 CMT 作为新加坡第一支 REITs 在新交所成功上市，随后开始出现大量 REITs 密集上市，S-REITs 市场进入快速扩张阶段。

在新加坡 REITs 加速发展阶段，在经济增速和利率均表现出一定的时代特征。

首先，经济由于亚洲金融危机而疲软。1997 年由于亚洲金融危机严重冲击，新加坡 GDP 增速由 1997 年的 9.5% 骤降至 1998 年的 -3.5%，1999 年为提振房地产行业，新加坡金管局发布了第一版的《新加坡房地产基金指引》，为 REITs 的发展奠定了基础。为增加 REITs 吸引力，税务局机关在 2001 年制定了税收透明规则，REITs 分红比例 $\geq 90\%$ ，即可在 REITs 层面免征所得税，避免了重复征税问题。随后 2002 年，凯德商用新加坡信托上市，之后 S-REITs 市场之后得到迅速发展。

其次，超低的利率环境。在亚洲金融危机后，新加坡施行低利率的货币宽松政策，储蓄存款利率从 1998 年的 3.1% 迅速降低至 1999 年的 1.4%，之后持续维持低利率水平，利率的快速降低了各类资产的预期收益率，相对提升了 REITs 的吸引力，大量养老金和保险资金快速进入 REITs 市场。

图表25: 90年代末新加坡经济增长乏力



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表26: 90年代末新加坡利率快速下行



资料来源: Wind, 方正证券研究所

成熟发展期 (2008 年-至今): 由于次贷危机冲击, S-REITs 在 07-10 年发展较为停滞, 之后随着新加坡经济回升, 政府决心打造亚洲金融中心, 很多尚未开放 REITs 的国家的地产商纷纷前往新加坡上市, S-REITs 市场规模持续发展。

目前新加坡 REITs 市场有四个特点: 第一、**市场兼并整合动作频繁**, 2018 年以来市场合并案例不断, 比如 2018 年 10 月 15 日, 易商红木信托和维瓦工业信托合并, 2019 年 9 月 4 日, 华联商业信托合并华联酒店信托, 成为新加坡最大的多元化 REITs 之一等; 第二、**零售 REITs 较多**, 新加坡截止 2019 年末共有 42 支 REITs, 市值 834 亿美元, 包括拥有 10 支零售 REITs, 远超过日本的 4 支和相关的 1 支; 第三、**分派收益率较高**, 与 REITs 其他的亚洲市场日本和中国香港相比, 新加坡 REITs 分派收益率高达 6.2%, 超过香港的 5.6% 和日本的 4.0%; 第四、**REITs 主体为信托单位或共同基金**, 投资范围被禁止参与开发项目, REITs 杠杆率要求不超过 45%, 分红和税收优惠政策与其他发达国家类似。

2.5 中国香港 REITs 发展历程

初始发展阶段 (2003 年-2005 年): 2003 年香港房地产市场陷入低迷, 香港政府实行土地财政, 行业低迷后政府土地收入急剧下降, 政府赤字快速提升, 为了提振房地产市场, 2003 年 7 月, 香港证监会颁布《房地产投资信托基金守则》, 为香港 REITs 提供了正式的法律基础, 香港 REITs 正式推出。**2005 年香港特别行政区房屋委员会发起成立领展 REITs**, 并注入旗下核心零售物业, 并于 2005 年 11 月 25 日在港交所上市, 成为香港第一支 REITs, 拉开了香港 REITs 上市的大幕。

快速发展阶段 (2005 年-2008 年): 领展 REITs 上市后, 内地房企也开始赴港进行 REITs 上市, 2005 年 12 月 21 日越秀房地产投资信托基金在港交所上市成功, 物业资产包括广州的白马大厦、财富广场等, 之后有逐步将上海越秀大厦、杭州维多利亚商务中心等优质物业注入。随后洪富产业信托、冠军产业信托、阳光房地产基金先后上市。在密集的上市期后, 香港 REITs 扩充到 11 支, 随后连续 6 年无新的 REITs 上市。**2019 年 12 月 10 日招商局商业 REITs 打破僵局, 募资 30 亿港元**, 在港交所上市成功, 资产包括深圳的 5 处零售或商务资产, 成为

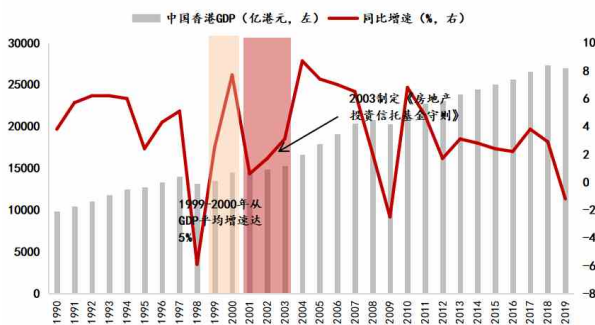
了首家央企 REITs。

在中国香港 REITs 快速发展阶段,在经济增速和利率均表现出一定的时代特征。

首先,经济遭遇黑天鹅。在亚洲金融危机后,香港经济逐步恢复,但由于世界经济的低迷以及 2001 年“911”事件的影响,香港 01-02 年 GDP 增速持续不到 2%,2003 年香港遭遇 SARS 疫情,经济受到影响,为提振经济,2003 年 7 月,香港证监会颁布《房地产投资信托基金守则》,为香港 REITs 提供了正式的法律基础,香港 REITs 正式推出;2005 年香港领展 REITs 成为第一支上市的 H-REITs,之后市场迅速扩大,05-08 年共有 6 支 REITs 先后上市。

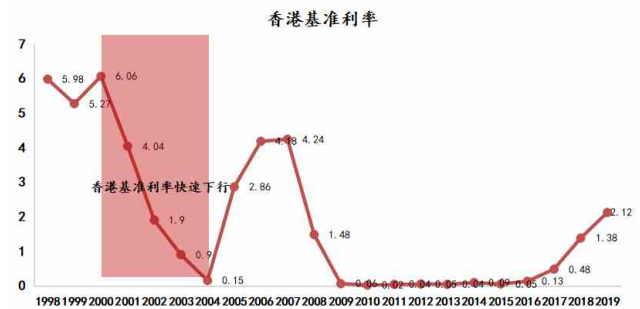
其次,快速下行的利率。和新加坡类似,为促使香港经济从亚洲金融危机中恢复,香港基准利率快速下降,从 2000 年的 6.06% 迅速降至 2003 年的 0.90%,2003 年香港颁布《房地产投资信托基金守则》,2005 年第一个领展 REITs 成功上市。

图表 27: 2003 年香港经济突遭 SARS



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表 28: 2000 年后香港利率快速下行



资料来源: Wind, 方正证券研究所

2.6 中国内地 REITs 发展历程

起步阶段(2002 年—2013 年):国内房地产信托业务诞生于 2002 年,发展较慢,2005 年商务部提出开放国内 REITs 融资渠道,同年越秀 REITs 赴港上市成功,成为首支中国 REITs 产品,随后政策开始密集发布。2009 年 11 部委推动 REITs 试点,北京、上海等地试点类抵押型 REITs,2010 年 7 部委发文支持房地产以 REITs 作为融资渠道,2011 年汇贤产业信托赴港上市,成为首只以人民币计价的海外 REITs,2013 年开元酒店地产基金赴港上市,成为首只酒店 REITs。

摸索发展阶段(2014 年-2020 年):2014 年中信启航专项资产管理计划发行,成为国内首个类 REITs,同年中信华夏苏宁云创资产支持专项计划获批,成为国内第二只类 REITs,随后以类 REITs 为代表的中国内地不动产证券化市场开始高歌猛进。中国内地已累计成功发行类 REITs 68 支,累计发行总规模从 2014 年末的 96 亿元激增至 2019 年末的 1320 亿元,年复合增速高达 69%且目前呈现加速态势,2019 年发行类 REITs 23 单,发行规模达 394 亿元,分别同比增长 53%和 42%。

类 REITs 的加速发展：中国的类 REITs 与发达国家的 REITs 在募资、征税、产品和管理上均有着较大差别：①募资方面，发达国家 REITs 主要以公募为主，个人投资者门槛较低，而中国 REITs 市场上除了鹏华前海万科 REITs 等极少数产品为公募外，由于基础法律法规的空白，多数为私募 REITs，投资门槛较高。由于主要为私募发行，中国内地 REITs 流动性较差，主要是机构投资者持有；②征税方面，发达国家或地区对于 REITs 均有相应的税收优惠，以中国香港为例，REITs 只要满足杠杆率、分红比例等要求，分配给投资者的分红部分就可以在 REITs 层面免征企业所得税，较好地避免了重复征税问题。但是中国内地类 REITs 尚无税收优惠，税负较高，这也影响了类 REITs 的收益率；③产品方面，发达国家 REITs 产品表现出较强的股权性质，而我国内地类 REITs 主要呈现债权特征，产品结构以优先级为主，具有长久期、中等收益、风险较低的特点，而类 REITs 次级则具有长久期、收益高、风险高等特点。中国内地类 REITs 的产品特征反映出了中国内地投资者对 REITs 产品缺乏认知；④管理方面，发达国家 REITs 产品主要由成熟的独立第三方进行主动管理，包括新资产收购、资产运营等，但中国内地的类 REITs 缺乏主动管理。

图表29： 中国类 REITs 和国外 REITs 对比

类别	中国类 REITs	国外 REITs
募资方面	基本均为私募，流动性差且门槛高，以机构投资者为主；	公募为主，个人投资者门槛较低；
税收优惠方面	无	鼓励 REITs 持有资产而非交易资产，在运营环节满足条件后，对分配给投资者的分红部分免征企业所得税
产品方面	不能上市公开交易，债权性质，整体表现出长久期、收益低、风险低的特点	能上市公开交易，债权+股权性质，整体表现出收益率较高，风险较低的特点
管理方面	缺乏主动管理	多由独立第三方进行主动管理

资料来源：证监会官网，方正证券研究所

快速发展阶段(2020 年-至今)：2020 年 4 月 30 日，中国证监会和国家发改委联合发布《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》（下称“《通知》”），同时发布《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（征求意见稿）（下称“《指引》”），标志着境内基础设施公募 REITs 试点正式启动。

中国内地推动 REITs 重要政策，在经济增速、利率和城镇化率上均表现出一定的时代特征。

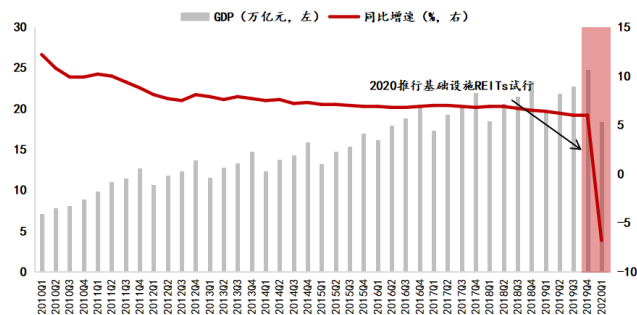
首先，经济由于疫情影响而急需提振。2020 年受新冠疫情影响，中国内地持续 10 年的高速增长中断，2020Q1 年 GDP 增速下滑至 -6.8%，经济疲软之下，中国推出基础设施公募 REITs 试点，内地公募 REITs 正式起航。

其次，利率正在快速下行。2019 年开始中国推行贷款市场报价利率（LPR），LPR 是由具有代表性的 18 家报价银行，根据每家对其最优质客户的贷款利率，以公开市场操作利率 MLF 加点形成的方式报价。1 年期 LPR 由 2019 年 8 月的 4.31% 快速下降至 2020 年 3 月的 4.05%，半年时间下降了 26 个 BP，为促进经济从新冠疫情的影响中恢复，继

续加大逆周期调节，货币环境整体宽松。

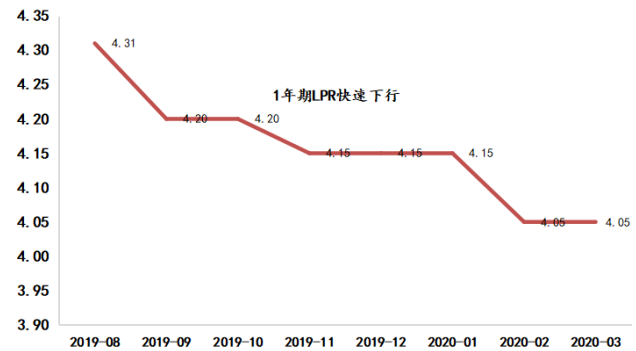
最后，城镇化率在历史相对高水平。中国城镇化率快速提升，2019年已突破60%，正在加速进入成熟发展阶段的中高水平。较高的城镇化率下，房地产市场逐渐进入存量市场，不动产运营业务发展壮大，资产价格和物业持有收益率倒挂的局面也随之改善，有利于REITs市场发展。

图表30: 新冠疫情促使经济失速



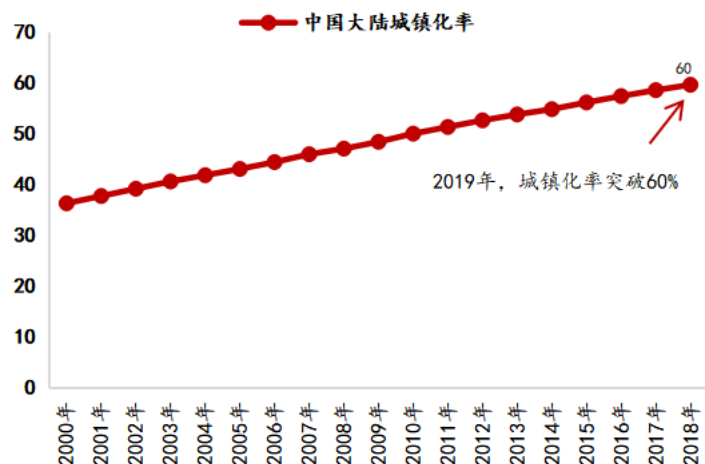
资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表31: 中国1年期LPR半年时间降低26个BP



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表32: 2019年中国城镇化率突破60%



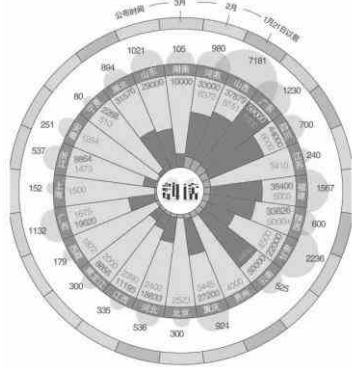
资料来源: WIND, 方正证券研究所

3 推行 REITs 能够扩大基建投资资金来源促发展，同时降低宏观杠杆率

尽管 REITs 的推出方案已经讨论了很久，但此次的时间点意义也比较特殊。推行 REITs 能够向社会资本募集资金投资基建，扩大资金来源，以此提振经济。2020 年新冠疫情对中国经济形成较大影响，2020 年 1 季度 GDP 增速降至-6.8%，为减少疫情影响，有效提振经济，中国推行基建计划，目前已有 24 个省市区公布未来规划，2.2 万个项目总投资规模达 48.6 万亿元，其中 2020 年度计划投资总规模约 8 万亿元。此外，中国大力号召开展新基建以带动新兴行业发展，根据国家发改委官方定义，新基建涵盖三个方面：①信息基础设施（指基于新一代

信息技术演化生成的基础设施，包括以 5G、物联网、工业互联网、卫星互联网为代表的通信网络基础设施；以人工智能、云计算、区块链等为代表的新技术基础设施；以数据中心、智能计算中心为代表的算力基础设施等）；②融合基础设施（指深度应用互联网、大数据、人工智能等技术，支撑传统基础设施转型升级，进而形成的融合基础设施，比如，智能交通基础设施、智慧能源基础设施等）；③创新基础设施。主要是指支撑科学研究、技术开发、产品研制的具有公益属性的基础设施，比如，重大科技基础设施、科教基础设施、产业技术创新基础设施等。

图表33： 24个省市区已公布48万亿投资计划



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表34： 新基建涵盖三个方面



资料来源：Wind，方正证券研究所

我国基建项目主要以政府和国有企业来投资建设，目前有一些政府类的基建基金也参与其中，但总体来说主体比较单一。在推行 REITs 之后，能够有效的盘活存量资产、拓宽资金来源、降低宏观杠杆率，同时也能够给未来的基建项目完善“建设-运营-退出”的市场化模式。

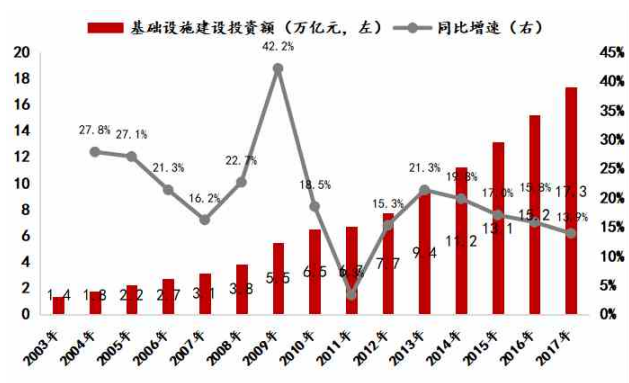
可以盘活企业存量资产，拓宽资金来源。中国基础设施建设投资额逐年提升，根据 wind 数据，2003 年-2017 年年度投资额由 1.4 万亿元提升至 17.3 万亿元，中国在能源、交通运输、水利等基础设施领域进行大量建设，03-17 年累计投资额高达 108 万亿，投资增速逐渐下滑，发展模式进入瓶颈，而 REITs 能有效盘活庞大的基础设施建设存量。基础设施建设由于周期长、投资金额大、回收周期长等特点，在融资上存在传统资金渠道较窄、后续资金乏力、项目融资能力较差等问题，其融资长期主要依靠政府的行政手段（政府平台出资、专项债、或者 PPP 模式）而非市场化手段，投资力度持续性不强且投资效率较低。REITs 则能够帮助企业引入市场资本，有效拓展基础设施项目的融资渠道。

降低政府或企业负债，将成熟的专项债券项目证券化，降低宏观杠杆率，也是实施逆周期调节的手段之一。随着中国基建的快速扩张，地方政府债务压力持续提升，2018 年 Q1-2020 年 Q1 地方政府债务余额由 16.6 万亿增长至 22.8 万亿元，但地方政府财政收入远不及债务规模，2018 年末地方政府财政收入仅 9.8 亿元，地方政府债务余额 18.4 万亿，比值仅一半左右。企业政府部门杠杆率较高，地方政府杠杆率由 2000 年的 4.5% 持续提高到 2019 年的 21.5%，非金融企业部门杠杆率由 2000 年的 94.2% 提高至 2019 年的 152.9%。REITs 模式能够有效

优化财务报表结构，有效引入社会资本，将专项债项目证券化，化解政府隐性债务问题；有助于在不增加货币投放的情况下加速货币流通，提升经济运行效率。

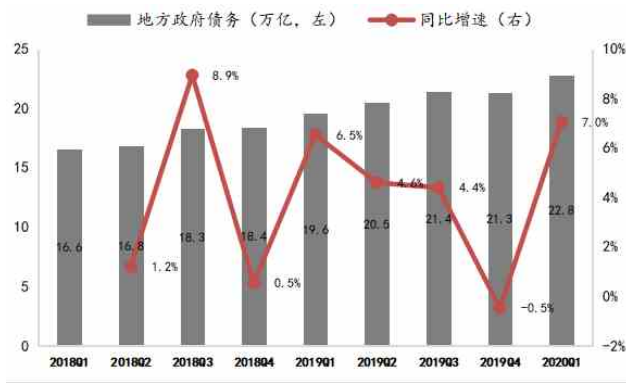
打造基础设施“建设-运营-退出”的完整发展模式。过去的基础设施投资长期面临着退出难问题，发展模式难以为继，REITs 的制度推进有利于基础设施领域打造“建设-运营-退出-再投资”的可持续发展模式。

图表35： 基础设施投资额累计达 108 万亿



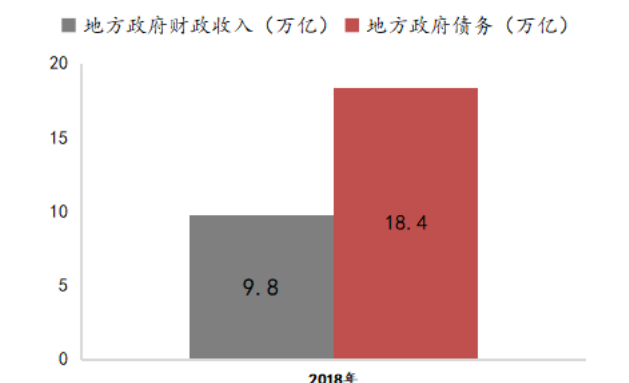
资料来源：Wind，方正证券研究所

图表36： 2020 年 Q1 地方政府债务达 23 亿元



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表37： 18 年地方政府财政收入仅债务一半



资料来源：Wind，方正证券研究所

图表38： 地方政府和企业杠杆率持续提升



资料来源：Wind，方正证券研究所

4 基础设施 REITs 国内外案例解析

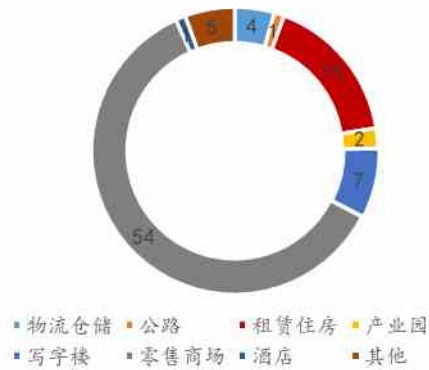
4.1 国内基础设施 REITs 案例——顺丰产业园类 REITs

① 基础设施 REITs 领域概况

我国基础设施 REITs 仍处于探索期，目前已发行多例类 REITs。2017 年初至今，国内共发行 878 万亿元，其中属于此次基础设施范畴的资产包括产业园、公路和物流仓储，共有 7 支，合计发行金额 126 亿元，占比达 14%。基础设施 REITs 包含公路类 REITs 一支，发行金额 19.8 亿元；产业园 REITs 两支，发行金额 14.2 亿元；仓储物流 4 支，发行金额 92.0 亿元。

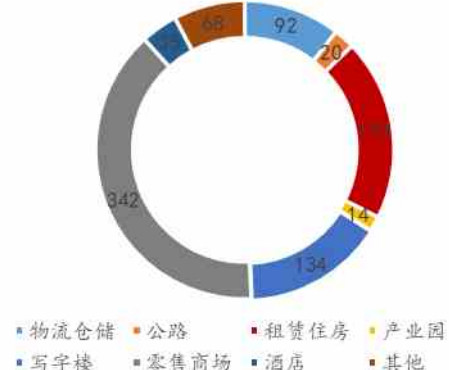
量建设，累计投资额高达 108 万亿，REITs 作为相对合理的资产证券化产品，若其中 1% 实现证券化，那基础设施 REITs 市场规模将达到万亿级别。

图表39: 17 年至今国内共发行 53 只类 REITs



资料来源: Wind, 方正证券研究所

图表40: 17 年至今国内类 REITs 发行 878 亿元



资料来源: Wind, 方正证券研究所

②国内首单类永续物流地产储架类 REITs

国内首单类永续物流地产储架类 REITs “华泰佳越-顺丰产业园一期资产支持专项计划”于 2018 年 12 月成功发行，储架规模 50 亿元，首期发行规模 18.46 亿元，其中优先级 11.2 亿，固定利率为 5.05%；权益级 7.26 亿。

图表41: 顺丰产业园类 REITs 产品要素

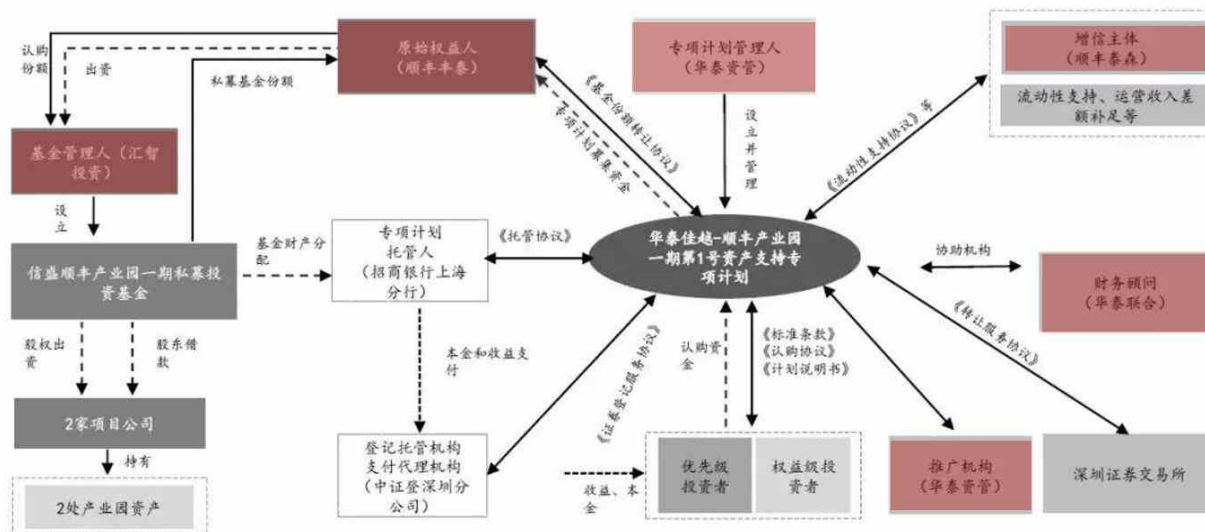
名称	华泰佳越-顺丰产业园一期资产支持专项计划
基础资产	顺丰旗下两处产业园
发行规模	18.46 亿元（储架式）
发行利率	优先级 5.05%（按年付息）
结构化设置	优先级 11.2 亿，权益级 7.26 亿
增信措施	内部优先劣后分层，外部流动性支持、运营收入差额补足等
挂牌	深交所
设立日期	2018 年 11 月 21 日
预期到期日	2060 年 12 月 11 日

资料来源: 证监会官网, 方正证券研究所

③交易结构:

产品原始权益人为顺丰丰泰，专项计划管理人为华泰资管，基金管理人为汇智投资，顺丰丰泰设立私募基金汇智投资，持有底层 2 处产业园资产，并将基金份额转让予“华泰佳越-顺丰产业园一期资产支持专项计划”（顺丰产业园 REITs），并获得募集资金；资产支持计划由华泰资管进行管理，底层物业资产由顺丰丰泰通过汇智投资进行资产管理。产品交易结构整体为“专项计划+私募基金+债”的模式。

图表42: 顺丰产业园类 REITs 产品结构



资料来源：证监会官网，方正证券研究所

④底层资产：

该类REITs的底层资产为顺丰旗下的上海青浦产业园和无锡电商产业园，2处入池产业园的资产质量较好。

上海青浦产业园地处虹桥机场物流产业集群区，是各大物流公司全国总部聚集地，集研发、办公、智能仓储、智能分拨、生活、休闲功能于一体的智慧园区，项目总体量约 13.8 万方。园区位于上海市华南路 555 号，地处大虹桥产业升级腹地，已形成高铁、航空、轨交、公路立体交通，东南快速接通虹桥枢纽，向西辐射江浙区域，便捷实现一小时长三角经济生活圈。除交通配套外，项目还拥有成熟园区配套，如园区班车、商务配套等。

无锡电商产业园园区位于无锡市新吴区南开路 110 号，占地 138 亩，紧邻无锡硕放机场，是一个集快递、仓储、物流、跨境、金融、办公、电商服务等模块于一体的临空智慧物流园，将有效辐射华东城市群。园区整合顺丰集团内外各个板块的业务资源，不仅提供高标准的仓储物流设施，更提供一站式的生活配套服务。项目以“空港物流城”品牌为核心，产业聚集度非常高，仓库建筑面积为 A 仓 5845 平方米、B 仓 5937 平方米。

图表43: 上海青浦产业园项目图



资料来源：官网，方正证券研究所

图表44: 上海青浦产业园交通区位



资料来源：官网，方正证券研究所

图表45: 无锡电商产业园项目图



资料来源: 官网, 方正证券研究所

图表46: 无锡电商产业园交通区位



资料来源: 官网, 方正证券研究所

⑤原始权益人:

顺丰丰泰母公司为顺丰控股, 2019 年实现营收 1122 亿元, 归母净利润 58 亿元, 业务主要为时效业务和经济业务, 现在也推进顺丰快运等新业务, 是快递行业领先的龙头企业。

顺丰丰泰主打产业园产品, 是顺丰集团重点打造的产业地产平台。顺丰丰泰产业园依托顺丰的产业资源, 构建智慧物流、科技创新、供应链、互联网+、金融、大数据等综合服务体系, 打造区域产业创新、协同发展的服务型园区。2013 年成立至今, 顺丰丰泰产业园已经在超过 46 个城市成功运营多个园区, 运营面积超过 540 万方, 服务客户超过 1000 家, 成功围绕中国重点经济圈、城市群、产业带和物流枢纽进行全国性布局。

顺丰丰泰主要布局“智慧物流服务型”和“科技创新服务型”两类产业园, 建立全国性产业园服务网络, 其中智慧物流服务型是导入智慧物流科技、现代供应链管理、互联网电商、供应链金融等综合服务, 打造区域和行业的智慧化现代物流供应链服务基地; 科技创新服务型是以创新中心为平台, 对接传统企业、高等院校、创投基金等, 植入顺丰智慧科技及优势服务资源, 助力企业成长, 促进产业升级。顺丰丰泰主要提供 3 类解决方案服务, 包括标准设施开发、物流和供应链服务以及“7+N”智慧服务中心。

图表47： 顺丰丰泰主要布局两类产业园



资料来源：官网，方正证券研究所

图表48： 顺丰丰泰业务分布于各大城市群



资料来源：官网，方正证券研究所

图表49： 公司提供 3 类解决方案



资料来源：官网，方正证券研究所

4.2 美国基础设施 REITs 案例——美国铁塔

① 美国基础设施 REITs 领域概况

根据 NAREITs 数据，截止 2019 年 12 月 31 日，美国 REITs 总市值达 12146 亿美元，其中基础设施领域共有 5 支 REITs，总市值达 1902 亿美元，占比 14.9%；仓储物流共有 5 支 REITs，总市值达 639 亿美元，占比 5.2%；工业领域共有 14 支 REITs，总市值达 1186 亿美元，占比 9.6%。根据我国的分类，美国基础设施 REITs 市值合计 3727 亿美元，占比约 30%。

② 产品模式

美国铁塔公司（AMT）成立于 1995 年，最初为美国广播公司的子公司，后母公司被出售，AMT 剥离为独立公司，并在纽约交易所上市。完成一系列收并购动作后，公司成为北美最大的铁塔公司之一，2012 年 AMT 转型成为一个不动产投资信托，开始定期向股东派发股息。截止 2019 年 6 月，公司合计拥有 17 万个通讯站点，是国际市场份额最大的铁塔企业，也是目前全球最大的 REITs 之一。

AMT 公司利用美国的资本市场，对公司拥有的铁塔资产进行资产证券化，发行基础设施 REIT 募集资金，用以资本支出、公司并购等业务。

在产品设立形式上，AMT 的基础设施 REITs 采取公司型基金方式设立，并通过发行股票或受益凭证的方式来筹集资金。投资者通过购买

公司股票成为公司的股东，从而获得股息或红利，这种形式下的基础设施所有权归股东所有。

在运营形式上，AMT 发行的基础设施 REITs 采用公募方式，在运营方面，AMT 既通过独立投资基础设施建设，并通过未来经营来获得收益；也通过频繁的收购，来获取其他企业的基础设施的产权或特许经营权。

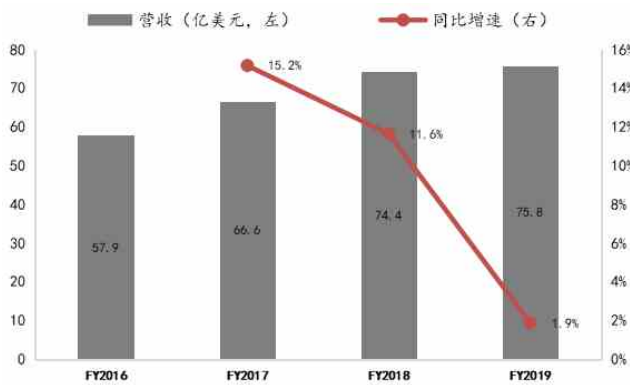
在收益分配方面，AMT 公司在扣除有关费用之后，按照美国规定，将 90% 以上分红支付给受益人。持有一定期限后，投资者可上市转让受益凭证或股份实现退出。

③ 原始权益人：

AMT 主营业务包括 2 类：1) 通信铁塔的租赁与管理：公司利用已有的铁塔站点资源，向广播电视企业、通信服务运营企业、数据提供商等客户出租铁塔的空间，并提供通讯设备以及电力设备等服务，该业务是公司的核心业务；2) 网络发展服务：公司提供与电信基站相关的包括土地使用、基站选址、业务许可和结构分析等服务，来支持公司的铁塔租赁业务。

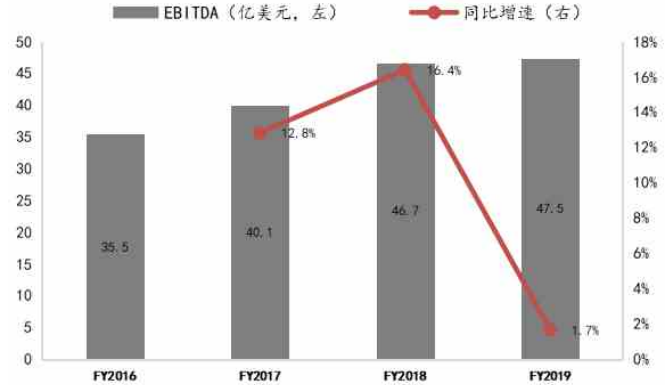
AMT 公司转型 REITs 后，近年来营收和 EBITDA 均取得了不俗的成绩，2016-2019 财年公司营收由 57.9 亿美元增长至 75.8 亿美元，EBITDA 则由 35.5 亿美元增长至 47.5 亿美元，但 2019 财年增速有所下滑。AMT 公司布局遍布全球各大洲，全球影响力巨大。

图表50: 2019 财年 AMT 创造营收 76 亿美元



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表51: 2019 财年创造 EBITDA 48 亿美元



资料来源：公司公告，方正证券研究所

图表52: 美国 AMT 公司业务遍布全球



资料来源：官网，方正证券研究所

5 产业园区和物流地产在此次试行范围内，在制度完善后商业地产落地可期

本次《通知》及《意见》推行基础设施 REITs，不包含住宅地产和商业地产，但包括了产业园区和物流地产。我们预计未来 REITs 实行范围拓展至商业地产和租赁地产的相关领域可期。本次《通知》中涉及的基础设施 REITs 底层资产包括产业园和物流地产，其商业逻辑实际上与商业地产或者租赁用房类似，底层收益主要来源于租户的租金。海外发达国家市场，其底层资产主要即为商业持有物业。预计公募 REITs 未来将拓展至长租公寓、写字楼、零售商业和酒店等持有型不动产领域，这些领域以持续、稳健现金流为核心价值，且收益率相对普通基建项目更高，实际应用环境更广。最近两年，外国投资基金大量收购北京、上海的写字楼等商业项目，资源的稀缺性和稳定的回报率让其成为未来潜在的证券化产品的底层资产标的。我们认为，此次试行基建 REITs 也是在为后续推出中国版的正式 REITs 做准备。

5.1 产业园区

高新科技产业园、特色产业园也是本次基础设施 REITs 试点的重点资产之一，产业地产是以产业群为基础，由工业用地等产业园区为载体，服务于产业的新型地产模式，主要包括科技园区、物流园区、特色园区、综合工业园区、企业总部基地。

近 2 年都市圈政策频出，产业地产发展迎来良机。如粤港澳大湾区、长江三角洲一体化、雄安新区、海南经济特区等政策频出，区域一体化进程持续加速推进，产业地产发展迎布局良机。都市圈作为中国未来城镇化的主体空间形态，将带来基础设施、地产、文化娱乐等多个领域的广泛需求。产业园作为产业运营的载体，以产兴城、产城融合，打造产业集群，推动地区经济发展，创造产业价值，未来发展空间巨大。

2019 年，工业用地出让建筑面积和楼面价保持平稳。2019 年工业成交 15.7 亿平方米，同比增长 4.6%，楼面价 230 元/平，保持平稳增长。

2018 年中国国家级产业园共 552 家，省级产业园共 1991 家，分布在全国 31 个省市。国家级产业园区分为经济技术开发区、高新技术产业开发区、海关特殊监管区、边境/跨境经济合作区和其他类型产业园区这五大类别其中，国家级开发区中经济技术开发区数量最多，达到 219 家；高新技术产业开发区和海关特殊监管区，数量为 156 家和 135 家；边境/跨境经济合作区与其他类型则数量较少，分别为 19 家和 23 家。2018 年，全国共有 1991 家省级开发区，分布在全国 31 个省市，省级产业园区数量超过 100 家的省份有河北、山东、河南、四川、湖南、江苏和广东等 7 个地区。

图表53: 2019 年工业用地出让保持平稳增长



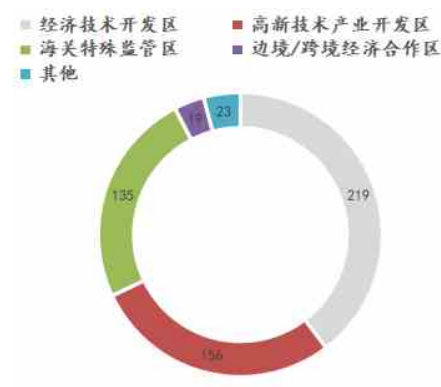
资料来源: 克而瑞, 方正证券研究所

图表54: 产业园类型



资料来源: 方正证券研究所

图表55: 2018 年全国共有 552 家国家级产业园



资料来源: 官网, 方正证券研究所

参与产业园开发与运营的房企主要由两个类型，一类是以张江高科和招商蛇口等政府平台公司为代表的国有企业，一类是华夏幸福等为代表的民营企业。在本次推行公募 REITs 试点前，产业园领域已有多家企业为拓宽融资渠道、盘活物流仓储存量资产而发行类 REITs，包括中集集团、华夏幸福等。

图表56: 部分已发行产业类 REITs 产品信息

项目名称	上市日期	发行金额	优先级类 REITs 票面利率
华夏幸福武汉产业类 REITs	2019 年 7 月	21 亿元 (优先级分别为 18.4 亿元、权益级 2.6 亿元)	6%-7.3%
华夏幸福德清产业类 REITs	2020 年 4 月	16.4 亿元 (优先级分别为 13.7 亿元、次级 2.7 亿元)	4.8%-6.9%
中集产业类 REITs	2020 年 1 月	3.94 亿元 (优先级分别为 3.37 亿元、次级 0.59 亿元)	5.5%
苏州纳米类 REITs	2019 年 12 月	10.2 亿元 (优先级分别为 7.2 亿元、次级 3 亿元)	4.25%

资料来源: WIND, 方正证券研究所

图表57: 中国代表性产业地产企业概况

企业名称	产业园板块简介	产业园业务规模
华夏幸福	公司是中国领先的产业新城运营商, 秉持“以产兴城、以城带产、产城融合、城乡一体”的系统化发展理念, 通过创新升级“政府主导、企业运作、合作共赢”的开发性 PPP 模式。园区聚焦电子信息、高端装备、新能源汽车等十大产业。公司坚持核心都市圈聚焦战略, 打造“3+3+N”核心都市圈格局, 公司在持续深耕京津冀都市圈的基础上, 密集布局长三角 (南京、杭州、合肥) 都市圈, 加快布局粤港澳都市圈三个高能核心都市圈。	2019 年, 公司各地产业园区新增签约入园企业 545 家, 新增签约投资额 1965 亿元, 同比增长 18%, 产业服务收入 274 亿元。产业新城基础设施和公共设施建设方面, 运营厂站 44 座; 建成 15 所学校, 在校学生数超过 1.2 万人; 城市运营服务作业面积共计约 6,600 万平方米; 商业运营面积 115 万平方米; 住宅物业接管户数 32 万户, 住宅物业管理面积 4,443 万平方米。
招商蛇口	公司以“中国领先的都市圈综合开发运营服务商”为战略定位, 深耕园区开发与运营, 从主题园区到特色产业带, 再到生态型片区, 招商蛇口赋予产业繁盛生长的能量。公司作为一个企业自筹资金, 独立开发、建设、运营、管理一个相对独立的城区, 积累了丰富的城市开发与运营经验, 形成了招商蛇口特有的土地开发和运营模式。	2019 年, 公司从产业创新孵化空间、特色产业园区以及产业新城/小镇三个维度布局园区业务。公司持有或运营的意库系、网谷系和智慧城系特色园区面积达 384 万平方米; 产业新城/小镇已经获取 8 个项目, 占地面积约 175 平方公里。
中新集团	公司核心业务是园区开发运营, 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, 拥有中新合作的独特品牌优势。2019 年, 中新集团继续高举中新合作大旗, 以“筑中国梦、建新型园区”为己任, 紧密结合建设世界一流高科技产业园区、打造新时代改革开放新高地、“再造一个新园区”的要求, 全力助推苏州工业园区高质量发展。	中新集团, 目前在宿迁市开发近 2 平方公里的商住区, 在南通市开发 50 平方公里的苏通科技产业园, 在安徽省滁州市开发 36 平方公里的滁滁现代产业园, 在常熟海虞开发 1.6 平方公里的园区开发运营项目, 土地储备达 90 平方公里。集团在苏州工业园区总租赁面积达到 164 万平米, 位居园区首位; 共吸引入驻企业超过 400 家, 其中世界五百强企业 15 家, 领军人才企业 26 家。
浦东金桥	公司未来定位为“新兴城区开发运营商”, 基于所特有的“区域集成开发能力”, 力争成为专业化的新兴城区与产业发展的资源整合者、方法创新者、综合服务者和未来实现者; 以高效的资源配置手段和系统化的园区布局, 深度挖掘产业与服务的内在价值, 不断完善园区集成服务产业链, 通过招投联动的发展模式, 促进公司与区域和产业发展的共生共赢, 向“城区开发+产业投资+运营服务”三轮驱动转型。	2019 年, 公司充分发挥园区开发平台公司的优势与担当, 全力推进战略招商、精准招商, 加强服务, 努力做好安商稳商工作, 成效良好。11 月, 南区顺利通过验收, 正式升格为综合保税区。公司紧抓政策契机, 成功引入博莱科信谊项目, 租赁面积达 1.2 万平方米。
外高桥	企业愿景是成为创新的自由贸易园区运营商和全产业链集成服务供应商。公司开发运营模式从园区开发向园区和城市开发及运营服务转型。在打造特色产业园区和宜居宜业的产城融合新标杆的同时, 做专做强做大园区开发等业务板块, 实现跨越式发展。	公司共持有建成在营物业 320 万平方米、在建物业约 185 万平方米。截至 2014 年底, 外高桥保税区共引进近 100 个国家和地区的 2 万多个投资项目, 世界 500 强中有 100 多家入驻园区。
陆家嘴	公司自成立于 1992 年以来, 一直致力于“陆家嘴金融贸易区”内重点功能区域土地成片开发和城市功能开发。经过 20 多年发展, 公司不仅完成了从单一土地开发向土地开发与租售并举的转型, 更在 2016 年初全面启动“地产+金融”的双轮驱动战略, 于 2017 年底完成上海陆家嘴金融发展有限公司 100% 股权的收购, 一举获得 3 家持牌金融机构, 构建起“商业地产+商业零售+金融服务”发展格局。	公司高品质研发楼包括园区型的上海市级软件产业基地——上海陆家嘴软件园以及陆家嘴金融航运大楼。截至 2019 年末, 长期在营高品质研发楼总建筑面积已超过 32 万平方米, 出租率达到 84%, 平均租金 6.33 元/平方米/天。
市北高新	公司始终坚持以成为国内领先的“精品园区综合运营商”为愿景, 以“产业地产开发运营、产业投资孵化、产业服务集成”为核心主业, 公司以建设标志性产业载体, 描绘园区发展美好蓝图, 积极打造“科创市北、智慧产业、智能建筑”的产业载体, 把市北高新园区建设成“建筑可以阅读、街区适合漫步、城市始终有温度”的中国创新型产业社区的示范区, 不断向产城融合创新区迈进。	2019 年, 公司主导开发的在建产业载体项目 2 个, 涉及总建筑面积达 23.42 万平方米。报告期内, 公司持续深入推进“东扩战略”, 聚焦“静安市北国际科创社区”的高标准规划和高水准建设, 以“产业+居住+商业+文化+公园”融合的产城融合新理念, 力争成为“数智产业集聚区”、“人文创新活力区”和“智慧城市先导区”。
上海临港	上海临港以产业园区的开发建设、运营管理、综合服务为主业, 作为专业从事园区产业载体开发建设和运营服务的国有控股上市公司, 始终以“产业发展的推动者, 城市更新的建设者, 园区转型的引领者”为使命, 坚持服务于上海自由贸易区、上海科创中心及长三角一体化建设等国家战略。	2019 年, 公司在园区招商方面统筹推进、精准发力、重点突破, 总在租面积达到 180 万平方米, 较上年末增加 309.09%, 报告期内出售面积达 12.8 万平方米, 较上年末增加 93.94%。

资料来源: WIND, 方正证券研究所

5.2 物流地产

研究源于数据 33 研究创造价值

物流仓储是本次基础设施 REITs 试点的重点资产之一，物流地产是其细分子领域之一。物流地产是企业现代化物流设施的载体，主要模式是开发商根据企业客户的需求，在合适的地点，开发建设和运营物流项目。

受益于国民收入的提升以及电商的快速发展，物流领域发展迅速。2015-2019 年社会物流总额由 216 万亿持续增长至 298 万亿，物流总费用也由 10.8 万亿提升至 14.6 万亿，物流总收入由 7.6 万亿增长至 10.3 万亿。物流总额结构上以工业品为主，占比达 90.5%，进口货物占比 4.8%，单位与居民物品占比 2.8%。物流园区数量持续增长，由 2006 年的 207 家快速增长至 2018 年的 1638 家，增长近 8 倍。

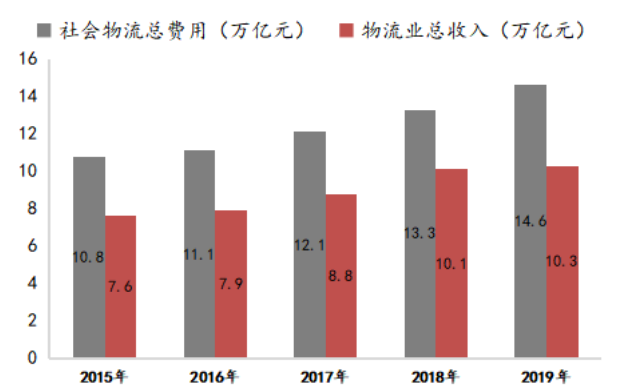
物流地产竞争者主要分为物流地产商、传统房企、电商企业、快递企业和金融企业 5 类。外资物流地产商如普洛斯，由于进入中国市场较早、资金成本较低、土地储备丰富等优势，占据龙头地位，2018 年市占率达 35.4%，形成一超多强格局；传统房企如万科集团的物流平台万纬物流，快速扩张市场，2018 年市占率已达到 5.7%；电商企业菜鸟网络，快递企业如顺丰控股，金融企业如平安不动产等也参与其中。

图表58: 2019 年社会物流总额达 298 万亿



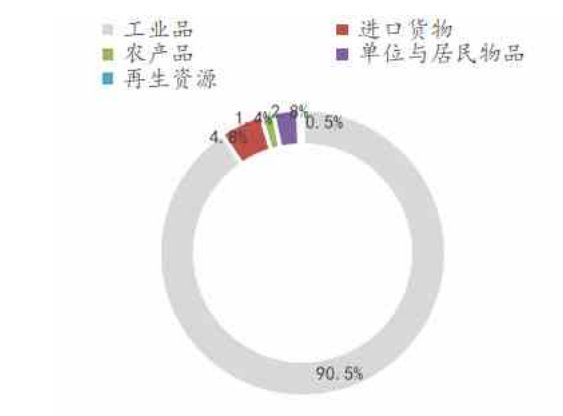
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表59: 社会物流成本及营收逐步提升



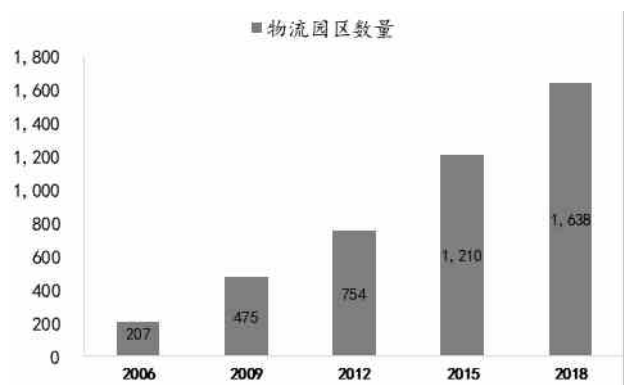
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表60: 社会物流总额结构上工业品占比 91%



资料来源: wind, 方正证券研究所

图表61: 2018 年物流园数量达 1638 家



资料来源: 前瞻产业研究院, 方正证券研究所

图表62: 中国物流地产格局表现为一超多强



资料来源: 前瞻产业研究院, 方正证券研究所

物流地产 REITs 的推动, 有望盘活物流存量资产, 强化物流地产龙头的优势。万科早在 2015 年就开始布局物流地产, 目前已覆盖全国 45 个城市, 在入股普洛斯后成为国内最大的物流地产商。南山控股旗下的宝湾物流在全国范围内拥有及管理 63 个智慧物流园区、运营仓储面积近 340 万平米。

图表63: 部分已发行仓储物流类 REITs 产品信息

	项目名称	上市日期	发行金额	优先级类 REITs 票面利率
顺丰产业园类 REITs	华泰佳越-顺丰产业园一期第 1 号资产支持专项计划	2019 年 1 月	18.46 亿元 (优先级 11.20 亿元、权益级 7.26 亿元)	5.05%
	华泰佳越-顺丰产业园一期第 2 号资产支持专项计划	2019 年 11 月	13.60 亿元 (优先级 7.65 亿元、权益级 5.95 亿元)	4.90%
菜鸟物流类 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	2020 年 4 月	8.85 亿元 (优先级 5.50 亿元、权益级 3.35 亿元)	3.58%
宝湾地产 CMBS	长江楚越-宝湾物流第 1 期资产支持专项计划优先级资产支持证券	2019 年 2 月	17.89 亿元 (优先级 16.99 亿元、权益级 0.90 亿元)	4.82%
苏宁物流仓储类 REITs	深创投中金-苏宁云创资产支持专项计划	2019 年 1 月	49.20 亿元 (优先级 28.72 亿元、次优先级 20.38 亿元、次级 0.10 亿元)	6.20%

资料来源: WIND, 方正证券研究所

图表64: 中国代表性物流地产企业概况

企业	物流地产板块简介	物流地产业务规模
万科A (万纬物流)	2015年,万科集团以“万纬物流”作为公司物流仓储平台,经过5年发展,已成为国内领先的物流服务商,服务客户已达700家。公司业务聚焦全国经济最具活力的三大经济圈及中西部重点城市,专注于高标仓储投资选址、开发建设、招商运营、资产管理等环节。万纬核心业务覆盖全国45个城市,2018年融合太古冷链物流平台,加速布局冷链物流全国业务版图。速布局冷链物流全国业务版图。	截至2019年末,万纬物流进驻44个城市,获取138个项目,其中高标库123个(包括9个高标库与冷库一体化综合物流园),冷库15个,可租赁物业的建筑面积约1086万平方米。万纬物流共计稳定运营53个项目,包括45个高标库项目和8个冷链项目,其中高标库稳定运营项目平均出租率为92%,冷库的全年仓库使用率为82%,较2018年大幅提升。
南山控股 (宝湾物流)	中国南山的综合物流产业发端于海上石油后勤服务、成长于港口运输,以“宝湾物流”和“赤湾东方”两个强势品牌为抓手,点线结合,旨在打造“中国领先的仓储与公路运输领域综合运营商”。公司将坚定发展物流战略性主业,坚持“稳健发展、优中选优”的原则,树立平台化思维,进一步完善网络布局,积极探索新的业务增长点,优化创新宝湾物流商业模式,加强商务创新和运营提升,建立多元、健康的物流生态圈,年末力争实现可运营面积500万平方米。	截至2019年底,宝湾物流在全国范围内拥有及管理63个智慧物流园区、运营仓储面积近340万平方米,规划在建(含待建项目)面积超过300万平方米,2019年度物流园项目新增竣工面积为68.5万平方米,完工项目9个。赤湾东方在全国中心城市拥有自有园区20多个,园区总面积约9000余亩,自有各类运输工具约1000台。2020年南山控股计划开工或继续建设项目21个左右。
中储股份	中储股份是业务涵盖期现货交割物流、大宗商品供应链、互联网+物流、工程物流、消费品物流、金融物流等领域的现代综合物流企业,为我国特大型全国性仓储物流企业,仓储网络覆盖亚洲、欧洲、美洲等世界主要经济区域,在国内20多个省、直辖市和自治区投资运营了物流园区。2015年,公司提出了“中国放心库”理念,向市场承诺“存货不会短少,单据真实有效,盈余货物返还,服务优质高效”。	中储股份在国内20多个省、直辖市和自治区投资运营了物流园区,旗下物流园区、物流中心总占地面积约1000万平方米,其中露天堆场约300万平方米,库房约300万平方米,铁路专用线57条。中国实体网络覆盖至少14个省、直辖市和自治区,拥有土地面积600多万平方米,年吞吐能力6000万吨。拥有固定式起重设备(龙门吊、行车、葫芦吊等)355台,流动式起重设备32台(集装箱正面吊和汽车吊),叉车364台,运输车辆283辆,剪切生产线17条,装载机12台。
北京建设	公司成立以来,先后投资了住宅、商业地产、物流地产和工业地产类项目。目前已形成覆盖华北、华东、华南的物流地产业务布局。2019年,公司收购了北京京泰物流40%的股权,并购买了中国物流集团的股份。此外,公司与中外运集团、京东物流集团、和顺丰物流集团签订战略合作协议,为客户冷冻运输提供质量的保障。公司具有独特的竞争优势,作为国有企业,在获取土地方面较有优势;拥有稳定的客户群,包括嘉里物流、商船三井物流、中国外运、顺丰速运、京东商城等。	公司持续在优良地点建立全国的现代化仓库网络。目前高端和现代化普通仓库网络点已分布在北京、上海、天津、厦门、成都、海口、通辽、太仓和青岛等至少9个地方,规划及拥有面积142.0万平方米,营运中可出租面积78.8万平方米,2019年平均出租率88.0%;现有的冷冻仓储业务分布在天津、青岛等地,规划及拥有仓储量13.3万吨,营运中可出租仓储量5.3万吨,2019年平均出租率63.0%。
绿地控股	公司精准投拓物流项目。聚焦长三角、京津冀、成渝、长株潭、武汉、西安、郑州等重点区域,依托商贸零售全产业链布局能力,加快优质物流项目拓展。培育提高供应链管理能力,打造绿地青浦保税运营中心并投入使用。	公司下属公司绿地贸易港集团已在天津、武汉、成都、苏州、芜湖等国内重要交通枢纽城市获取超过1000亩用地,总建筑面积超过400万平方米。目前贸易港集团深耕长三角、京津冀、成渝、长株潭、武汉、西安、郑州等战略领域,相继在嘉兴、苏州、武汉、成都等地成功拓展物流及工业用地项目。

资料来源: WIND, 方正证券研究所

6 投资建议

总体来讲,此次基础设施REITs的试点对房地产板块的核心利好在于产业园区和物流地产两大领域,以及房地产金融相关公司。但我们认为由于商业地产的基础资产相对更优质更市场化,且符合“房住不炒”的政策大基调,在试点政策以及制度更加完善和成熟后,将商业地产纳入REITs范围可期。当前阶段,我们建议关注:1)产业园区类的公司:中新集团、招商蛇口、浦东金桥、上海临港。2)物流地产公司:南山控股、万科A、中储股份。3)房地产基金公司:光大嘉宝。

7 风险提示

政策执行力度不及预期;REITs发行与运营风险;参与主体数量不及预期等。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告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、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com