

国内公募 REITs 正式起航，存量资产价值释放

推荐 (维持)

2020 年 05 月 05 日

重点公司

重点公司	2020E	2021E	评级
万科A	3.99	4.59	买入
保利地产	2.68	3.13	买入
金科股份	1.32	1.58	买入
蓝光发展	1.65	2.00	审慎增持
招商积余	0.58	0.76	审慎增持

相关报告

《新房二手房周报: 核心城市成交环比整体平稳》2020-04-26

《新房二手房周报: 本周重点城市成交仍下降, 中央政治局会议重申房住不炒》2020-04-19

《3月金融数据点评: 居民信贷明显恢复, 按揭利率有所下降》2020-04-12

分析师:

阎常铭

yanchangming@xyzq.com.cn
S0190514110001

郭毅

guoyiyjs@xyzq.com.cn
S0190518010003

徐鸥鹭

xuoulu@xyzq.com.cn
S0190519080008

研究助理:

靳璐瑜

jinluyu@xyzq.com.cn

投资要点

REITs 是一种以发行收益凭证的方式汇集投资者资金, 由专门投资机构进行房地产投资经营管理, 并将投资综合收益按比例分配给投资者的一种信托基金。具备长期回报丰厚、债性股性兼顾、强制分红、免税的特点。

相比于国外成熟完备的 REITs 体系而言, 我国 REITs 的起步较晚, 此次试点, 标志着国内公募 REITs 的正式起航。目前我国境内仍没有真正意义上的公募型 REITs, 截至 2019 年年底, 类 REITs 产品累计发行了 68 只, 累计发行金额为 1402.81 亿元。本次试点标志着公募 REITs 的正式起航, 具有里程碑式的意义。试点的三大要点为: 1) 坚持权益导向; 2) 聚焦基础设施领域; 3) 以公募方式公开募集资金。坚持权益导向, 即真正做到“真实出售、破产隔离”; 聚焦基础设施领域, 主要包括仓储物流, 收费公路、机场港口等交通设施, 水电气热等市政设施, 产业园区等基础设施; 以公募方式公开募集资金是又一亮点, 可扩大募集规模、增加流动性。

新政对地产的影响主要在仓储物流、产业园区领域。我国目前物流地产需求旺盛, 但供应端严重不足, 尤其是在高标仓储领域, 权益型 REITs 会加快其规模发展。参考美国, 得益于权益型 REITs 的推出, 美国仓储物流规模得到快速发展。

我们认为, 公募 REITs 的试点推行, 以下几类地产标的将受益或是潜在受益标的:

第一类: 持有物流地产的房企, 如: 万科 A、南山控股、东百集团等;

第二类: 产业园区相关房企, 如: 华夏幸福、招商蛇口、中新集团等;

第三类: 业务范围包括基础设施建设的房企, 如: 中南建设、绿地控股等;

第四类: 具备商业地产盘活、运营能力或持有优质商业地产的企业, 如: 光大嘉宝、世联行、金融街、新城控股等

投资建议: 此次试点, 标志着国内公募 REITs 的正式起航, 具有里程碑式的意义。对地产领域影响主要在仓储物流、产业园区领域。推荐万科 A、保利地产、金科股份、中南建设、招商积余、蓝光发展、光大嘉宝等, 相关受益标的华夏幸福、金融街、绿地控股、世联行。

风险提示: REITs 推行进度不及预期, 税收问题难以解决。

目 录

1、什么是 REITs?	- 4 -
1.1 REITs 的主要类别	- 4 -
1.2 REITs 的投资特性	- 5 -
2、国内 REITs 的发展情况	- 8 -
2.1 国内 REITs 政策加速推进	- 8 -
2.2 国内 REITs 的发展情况	- 9 -
2.3 国内 REITs 的典型案例	- 11 -
2.4 国内类 REITs 和成熟 REITs 的区别	- 13 -
3、成熟市场 REITs 概况	- 14 -
3.1 成熟市场 REITs 规模与发展程度较高	- 14 -
3.2 美国 REITs 市场发展情况	- 15 -
4、国内公募 REITs 正式起航	- 18 -
4.1 新政在多个方面取得突破	- 18 -
4.2 新政对地产的影响主要在物流、园区领域	- 19 -
4.3 相关标的情况梳理	- 21 -
图表 1、公司型 REITs 运作模式	- 5 -
图表 2、契约型 REITs 运作模式	- 5 -
图表 3、长期持有 REITs 取得较为丰厚的回报	- 5 -
图表 4、FTSE Nareit All Equity REITs 跑赢多数指数 (%)	- 6 -
图表 5、REITs 成为市场重要组成部分，交易活跃 (百万美元)	- 6 -
图表 6、价格变动与分红收入是 REITs 收益来源的两个方面 (%)	- 7 -
图表 7、国内 REITs 政策正在加速推进	- 8 -
图表 8、国内 REITs 制度日趋完善 (2008~2020)	- 8 -
图表 9、国内类 REITs 每年发行量不断递增	- 9 -
图表 10、国内类 REITs 累计规模增长迅速	- 9 -
图表 11、国内类 REITs 的发行利率普遍较高 (2015~2019)	- 9 -
图表 12、国内类 REITs 发行期限集中于短期和中长期 (单位: 个)	- 10 -
图表 13、物流、门店等类型的类 REITs 发行期限较长	- 10 -
图表 14、国内购物中心、写字楼类 REITs 产品数量较多	- 11 -
图表 15、不同基础资产类型产品存量个数情况	- 11 -
图表 16、中信启航交易结构	- 12 -
图表 17、中信启航整体框架	- 12 -
图表 18、兴业皖新类 REITs 发行信息	- 12 -
图表 19、兴业皖新类 REITs 交易结构	- 13 -
图表 20、国内类 REITs 和成熟 REITs 的区别	- 13 -
图表 21、全球权益型 REITs 规模超 2 万亿美元	- 14 -
图表 22、单个平均市值	- 14 -
图表 23、成熟市场 REITs 占比较高	- 15 -
图表 24、成熟市场资产证券化率较高	- 15 -
图表 25、美国 REITs 发展历程	- 15 -
图表 26、美国各类 REITs 市值达到 1.3 万亿美元	- 15 -
图表 27、美国 REITs 数量近年来平稳	- 15 -
图表 28、美国权益型 REITs 市值占比 94%	- 16 -
图表 29、权益型 REITs 逐渐成为主流	- 16 -

图表 30、美国市场 REITs 底层资产丰富	- 16 -
图表 31、美国 REITs 指数经历高速增长	- 17 -
图表 32、权益型 REITs 表现较好（收益率）	- 17 -
图表 33、权益型 REITs 过去 30 年跑赢权益市场	- 17 -
图表 34、美国工业类 REITs 一览	- 19 -
图表 35、美国各业态 REITs 公司占比	- 19 -
图表 36、Terreno2014-2019 年营业收入 CAGR 为 16%	- 20 -
图表 37、净营运利润（NOI）2014-2019 CAGR 为 17%	- 20 -
图表 38、净利率自 2016 年扩张后提升较快	- 21 -
图表 39、资产负债率维持在 40% 以下	- 21 -
图表 40、房地产企业持有物流地产情况	- 21 -
图表 41、万纬物流发展历史	- 22 -
图表 42、万纬物流一二线建面占比接近 70%	- 23 -
图表 43、万纬物流三大核心都市圈建面占比 66%	- 23 -
图表 44、万纬物流主要园区项目情况	- 23 -
图表 45、宝湾物流园区在全国核心城市都有分布	- 25 -
图表 46、公司产城综合开发业务土地储备情况	- 25 -
图表 47、房地产企业持有产业园区情况	- 26 -
图表 48、华夏幸福“3+3+N”产业布局	- 27 -
图表 49、华夏幸福产业新城建设情况	- 27 -
图表 50、华夏幸福年度招商签约规模情况	- 27 -
图表 51、华夏幸福产业集群	- 27 -
图表 52、苏通科技产业园	- 28 -
图表 53、中新苏滁高新技术产业开发区	- 28 -
图表 54、绿地控股基建项目情况	- 29 -
图表 55、光大安石专注于综合体、商业、写字楼业态	- 30 -
图表 56、光大安石主要布局投资核心一二线城市	- 30 -
图表 57、金融街自持大量优质资产	- 32 -

报告正文

1、什么是 REITs?

REITs(Real Estate Investment Trusts, 房地产投资信托基金)是一种以发行收益凭证的方式汇集投资者资金, 由专门投资机构进行房地产投资经营管理, 并将投资综合收益按比例分配给投资者的一种信托基金。

1.1 REITs 的主要类别

1) 按发行方式分类, REITs 可以分为公募型和私募型。

公募型 REITs 以公开发行的方式向不特定发行对象募集资金, 投资者人数可以大于 200 人, 发行须经过监管机构的严格审批。发行前可以进行公开宣传。可以上市交易。必须按时披露公司的财务资料, 保证信息的公开透明。私募型 REITs 则以非公开发行的方式向特定的投资者募集资金, 投资对象一般在 200 人以下, 发行审批相对宽松。不可以公开宣传, 不可以上市交易, 也不需要公开披露财务信息。以美国为代表的的大多数国家的 REITs 大多数公募型 REITs。

2) 按交易方式分类, REITs 可以分为封闭式和开放式。

封闭式 REITs 的发行总额及发行份数在发行之前就确定下来, 在发行后规定的期限内保持固定不变, 不再追加投资。在此期间, 封闭式 REITs 的股票或收益凭证也不能追加认购或赎回。投资人若想买卖证券, 只能在二级市场上进行交易。而开放式 REITs 的发行总额及发行份数都不固定, 可以随时增发新的股份, 也可以赎回股份。投资人可以根据基金的单位净值随时要求赎回证券或认购新的证券。

3) 按股性强弱分类, REITs 可以分为抵押贷款型、权益型和混合型。

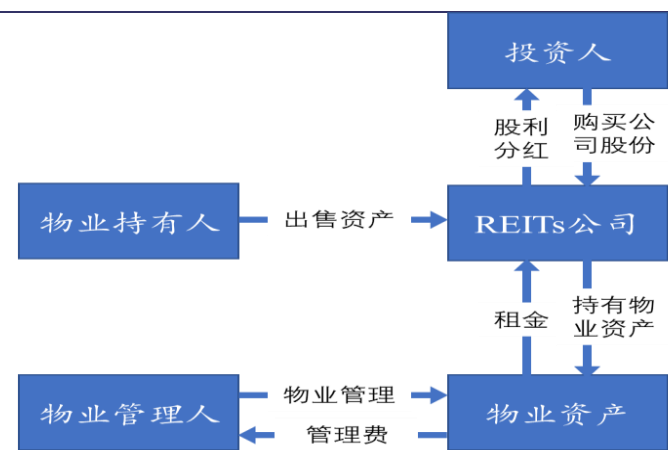
抵押贷款型 REITs 通过购买抵押贷款支持证券向不动产持有人提供贷款, 收益主要来源于贷款利息。机构本身不拥有物业资产的所有权, 本质上是一种债权。权益型 REITs 的权益属性较强, 机构通过购买不动产或项目公司股权直接获得物业资产的所有权和经营权。投资人获得双重收益, 既可以从不动产的经营收入中获得分红, 也可以在退出时享受物业增值的溢价。混合型 REITs 介于抵押贷款型和权益型 REITs 之间, 在从事抵押贷款服务的同时, 也拥有部分物业的所有权。

4) 按组织结构分类, REITs 可以分为公司型和契约型。

公司型 REITs 通过发行股份的方式筹资, 然后以所募资金成立房地产投资股份有限公司。投资者事实上成为了公司的股东, 可以通过出席股东大会、选举董事会

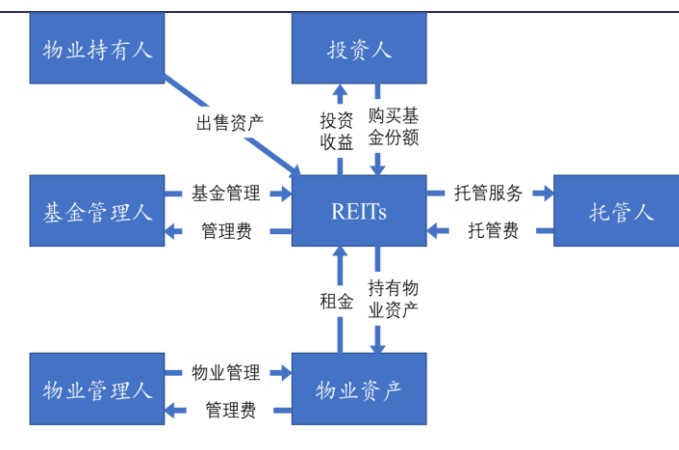
等方式参与公司的重大经营决策，并由公司董事会行使公司的法人财产所有权。公司通过内部自设管理人或委托外部独立的管理公司对公司资产进行投资管理。董事会对公司的经营和管理活动进行监督。公司的投资收益以股利的方式分配给投资者。契约型 REITs 通过发行收益凭证募集资金进行投资。投资人持有的是 REITs 的基金份额，与基金管理人之间事实上形成信托关系。基金管理人受投资人委托负责物业的经营管理，并将投资收益按份额进行分配。基金管理人可以自行管理物业，也可以委托专业的房地产管理公司进行管理。

图表 1、公司型 REITs 运作模式



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 2、契约型 REITs 运作模式



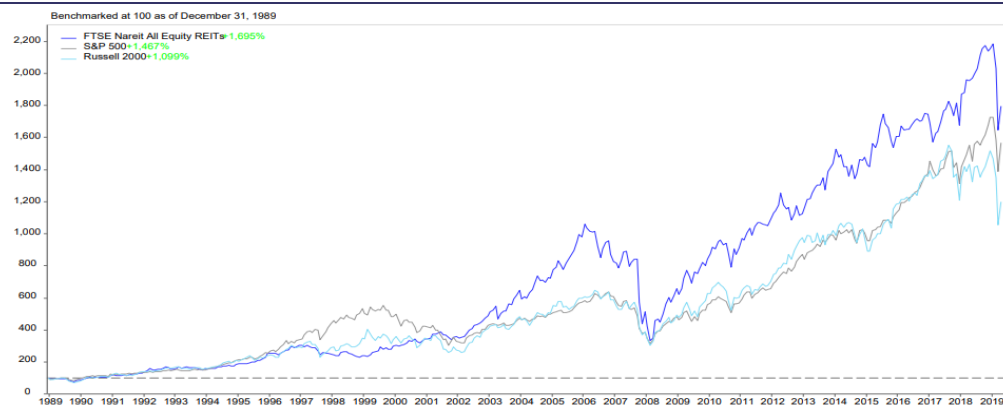
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2 REITs 的投资特性

REITs 投资的 4 大特点：长期回报丰厚、债性股性兼顾、强制分红、免税。

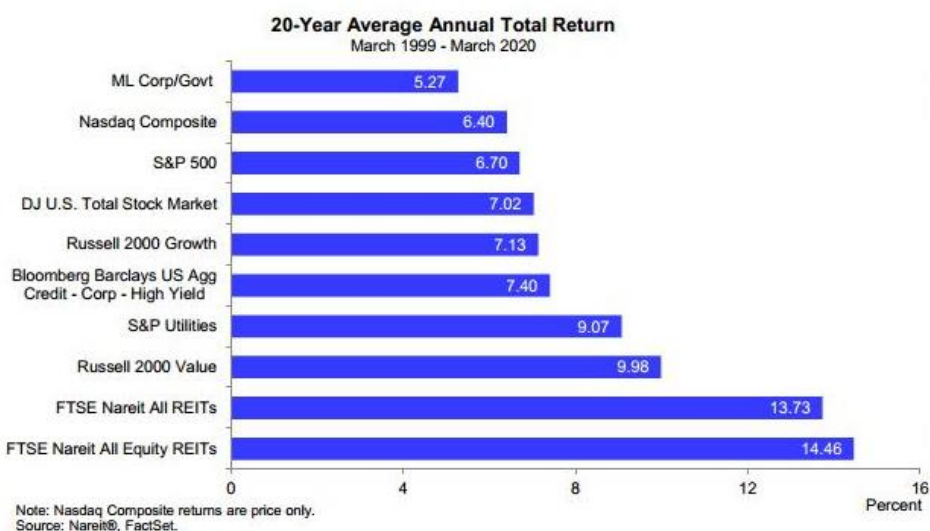
REITs 的长期回报丰厚。自 1989 年以来，权益型 REITs 指数增长超过标普 500 和罗素 2000 指数增长。截至 2020 年 4 月，权益型 REITs 指数相对 1989 年增长了 1695%，同期的标普 500 指数和罗素指数的增长率分别为 1467% 和 1099%。从 1999 年 3 月到 2020 年 3 月，权益型 REITs 的 20 年平均收益率高达 14.46%，超过罗素 2000 的 9.98%，标普 500 的 6.7% 和纳斯达克综合指数的 6.40%。

图表 3、长期持有 REITs 取得较为丰厚的回报



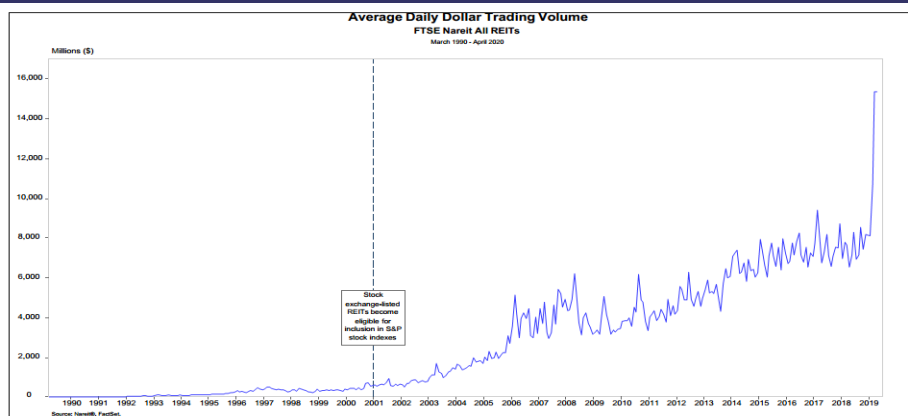
数据来源：Nareit，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 4、FTSE Nareit All Equity REITs 跑赢多数指数（%）



数据来源：Nareit，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 5、REITs 成为市场重要组成部分，交易活跃（百万美元）

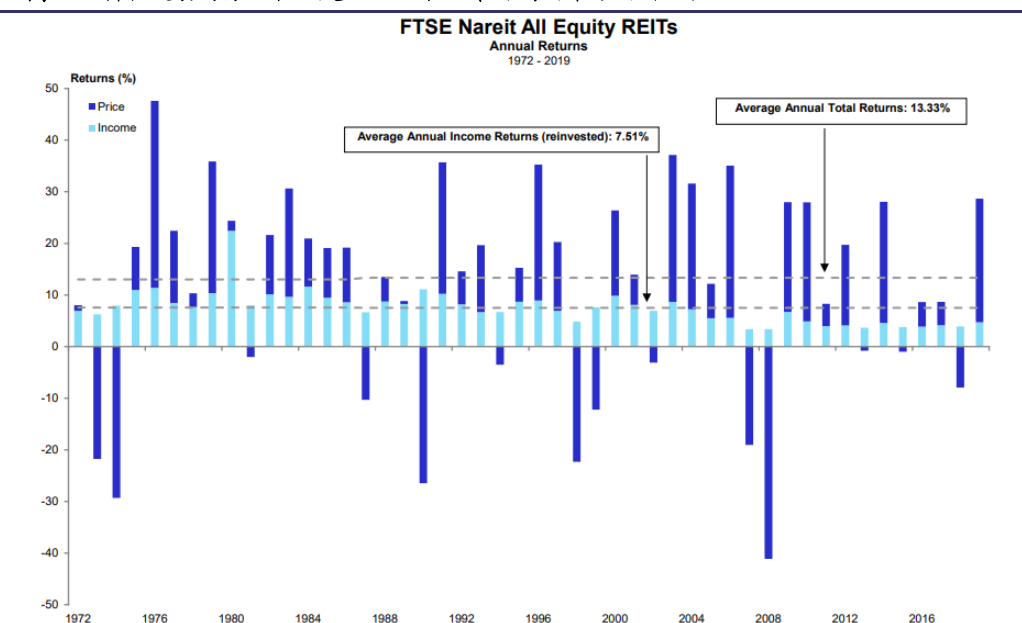


数据来源：Nareit，兴业证券经济与金融研究院整理

债性股性兼顾：投资者可以从 REITs 中获得相对稳定的租金分红收益。资产价格的波动也表现出较强的股性。在物业所有权上，REITs 将物业所有权真正转移给投资人，在风险上，REITs 无须向投资者保障固定的收益，也无须提供任何增信措施，风险由投资者完全承担。在收益上，投资者享有双重收益，持有证券期间获得租金收入分红，交易时还可以从物业增值中享受资产溢价。在期限上，REITs 产品没有到期期限，基金没有到期赎回的义务，投资者若想退出只能在二级市场上进行公开竞价，转移证券所有权。

强制分红：通常 REITs 产品会把税后净利润的较大比例分配给投资者。强制性分红条款限制了基金管理人利用留存收益进行大规模扩张，激励管理人购买低估值、高收益率的不动产，抛售高估值、低收益率的不动产，并通过不断增强对物业的经营管理能力提高收益率。

图表 6、价格变动与分红收入是 REITs 收益来源的两个方面（%）



数据来源：Nareit，兴业证券经济与金融研究院整理

免税：REITs 不会因本身的结构而带来新的税收负担。设立阶段不会因为产权转移而产生额外的土地增值税、企业所得税、增值税和附加税。运营阶段也不存在 SPV 端和投资者端双重征税的问题。

2. 国内 REITs 的发展情况

2.1 国内 REITs 政策加速推进

相比于国外成熟完备的 REITs 制度政策而言，我国 REITs 的政策起点较晚，从首次官方提出房地产信托投资基金到如今大致经历了以下几个演进历程：

图表 7、国内 REITs 政策正在加速推进



资料来源：兴业证券经济与金融研究所整理

政策提出期 (2008.12-2014.9): 2008 年“金融国九条”提出将房地产信托投资基金作为一种创新融资方式，并且首次以国务院办公厅发文的形式提出房地产信托投资基金。这个阶段，整体在 REITs 政策上的推动作用并不显著。

政策鼓励期 (2014.9-2018.2): 2014 年 9 月，央行联合银监会发布了《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，多年后再次提出要积极稳妥开展房地产投资信托基金 (REITs) 试点，国务院、住建部及发改委等部门相继发声，进一步鼓励出台相关优惠政策，稳步开展 REITs 试点，由于在实际推进中缺乏相关经验及专业人才，所以这段期间国内 REITs 的政策发展相对缓慢。

政策探索期 (2018.2-2020.4): 这个阶段，国内监管部门和各个市场主体加强了在不动产证券化方面的创新和探索。深交所在 2018 年 2 月发布的《发展战略规划纲要》，提出要全力开展 REITs 产品创新，并开始探索发行公募 REITs，在政策上探索国内 REITs 市场的发展蓝图。

政策实践期 (2020.4-): 2020 年 4 月 30 日，证监会、发改委发布了《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》，明确了基础设施 REITs 试点的基本原则、项目要求和工作安排等相关内容，标志着境内基础设施领域公募 REITs 试点正式起步，由此成为国内 REITs 政策实践的开端。

图表 8、国内 REITs 制度日趋完善 (2008~2020)

日期	出台机构	相关文件	政策内容
2008/12/20	国务院办公厅	《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》	结合“金融国九条”中将房地产信托投资基金作为一种创新融资方式，国务院办公厅首次提出开展房地产投资信托基金试点，拓宽直接融资渠道
2014/9/29	央行、银监会	《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》	提出积极稳妥开展房地产投资信托基金 (REITs) 试点
2016/6/3	国务院办公厅	《关于加快培育和发行住房租赁市场的若干意见》	再次提出加大政策力度，稳步推进房地产投资信托基金 (REITs) 试点
2016/10/10	国务院	《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》	鼓励有序开展企业资产证券化，支持房地产企业通过发展房地产信托投资基金向轻资产经营模式转型
2017/7/18	住建部、发	《关于在人口净流入的大中	鼓励地方政府出台优惠政策，积极支持并推动发展房地产投资信托

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

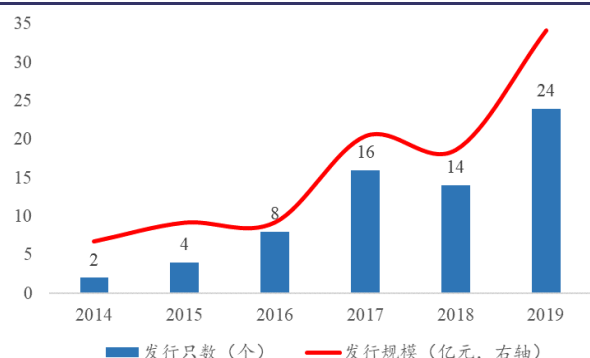
	改委等九部委	城市加快发展住房租赁市场的通知》	基金（REITs）
2018/2/9	深交所	《发展战略规划纲要（2018-2020年）》	1) 研究推进 REITs 产品试点，形成具有深市特色的 REITs 板块 2) 为住房租赁、政府和社会资本合作（PPP）项目、保障性住房建设、商业物业等领域提供金融支持 3) 探索发行公募 REITs，引入多元化投资者
2018/4/24	证监会、住建部	《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》	重点支持住房租赁企业发行以其持有不动产物业作为底层资产的权益类资产证券化产品，积极推动多类型具有债权性质的资产证券化产品，试点发行房地产投资信托基金（REITs）
2018/9/13	中共中央办公厅、国务院办公厅	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	积极支持国有企业按照真实出售、破产隔离原则，依法合规开展以企业应收账款、租赁债权等财产权利和基础设施、商业物业等不动产财产或财产权益为基础资产的资产证券化业务
2019/1/1	上交所	《上交所新年致辞：逐梦2019 投身改革新征程》	进一步深化债券产品创新，推动公募 REITs 试点，加快发展住房租赁 REITs，积极引入债券国际投资者
2019/1/13	中基协	《中国证券投资基金业协会2018年度18项重点工作》	对 REITs 税收问题作专题研究，探讨实现 REITs 税收中性的可行路径
2020/4/30	证监会、发改委	《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》	通知明确了基础设施 REITs 试点的基本原则、试点项目要求和试点工作安排等相关内容

资料来源：兴业证券经济与金融研究所整理

2.2 国内 REITs 的发展情况

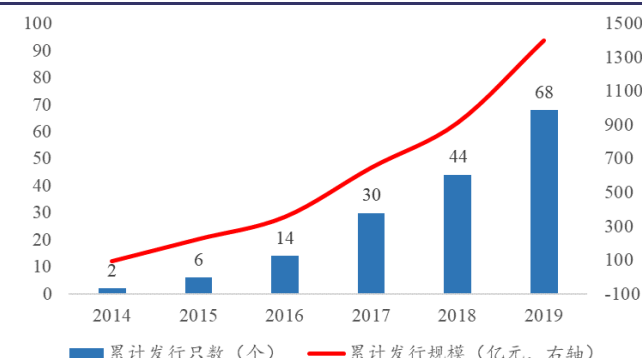
发行规模：自从 2014 年我国第一只类 REITs 产品诞生以来，每年新增的类 REITs 发行规模都在不断上升，截至 2019 年年底，我国类 REITs 产品累计发行了 68 只，累计发行金额为 1402.81 亿元。

图表 9、国内类 REITs 每年发行量不断递增



资料来源：Wind, RCREIT, 兴业证券经济与金融研究所整理

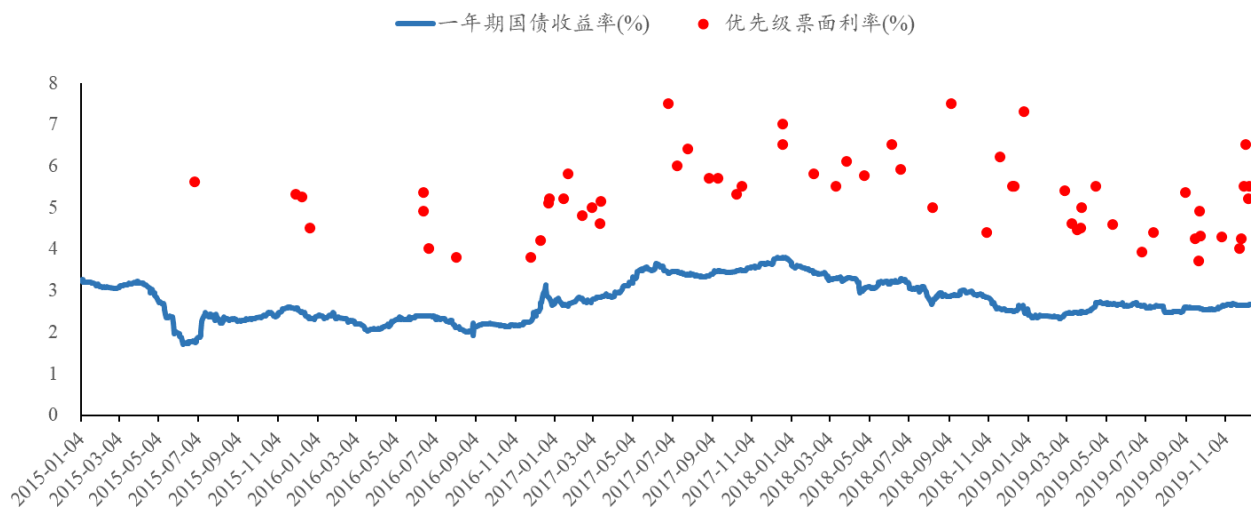
图表 10、国内类 REITs 累计规模增长迅速



资料来源：Wind, RCREIT, 兴业证券经济与金融研究所整理

发行利率：截至 2019 年底，国内类 REITs 优先级的发行利率平均为 5.31%，波动区间为 3.5%~7.5%。与一年期国债收益对比可以发现，类 REITs 的收益普遍高于国债收益率，收益相对可观；另一方面，类 REITs 的发行利率波动趋势与国债收益率较为吻合，一定程度上体现出国内 REITs 的债权属性。

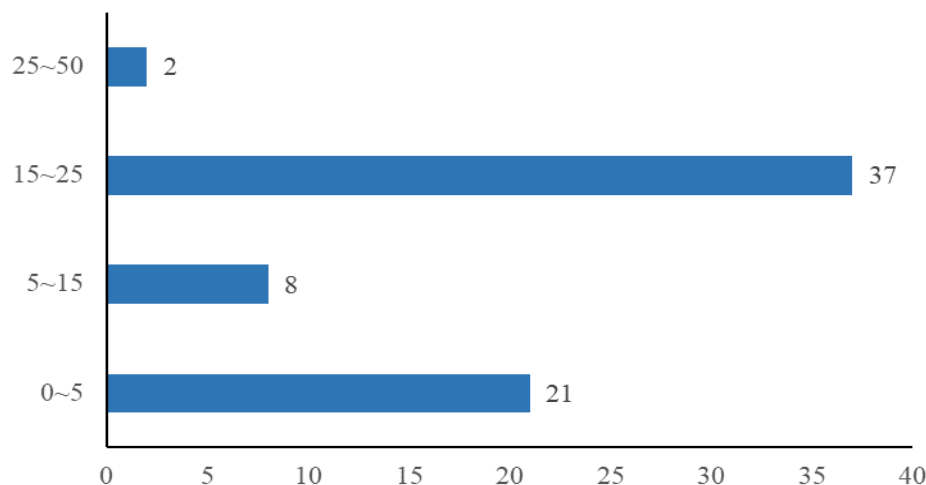
图表 11、国内类 REITs 的发行利率普遍较高（2015~2019）



资料来源：Wind，RCREIT，兴业证券经济与金融研究所整理

发行期限：通过梳理已发行的 68 只类 REITs 产品的发行期限可知，5 年以内（含 5 年）的 REITs 产品为 21 只，占比 31%；15 年到 25 年的 REITs 产品为 37 只，占比超过了半数，说明国内发行 REITs 的期限集中于短期与中长期。从基础资产类型来看，物流、门店、租赁住房与写字楼相关的 REITs 产品发行期限较长，平均都在 15 年以上；而社区商业、产业园区、基础设施相关的 REITs 产品的发行期限则相对较短，均不超过 10 年期。

图表 12、国内类 REITs 发行期限集中于短期和中长期（单位：个）



资料来源：Wind，RCREIT，兴业证券经济与金融研究所整理

图表 13、物流、门店等类型的类 REITs 发行期限较长

项目	发行只数 (个)	平均发行期限 (年)
物流	4	22.50
书店	3	18.00
零售门店	4	16.75
租赁住房	14	15.29
写字楼	15	15.27
酒店	2	13.50

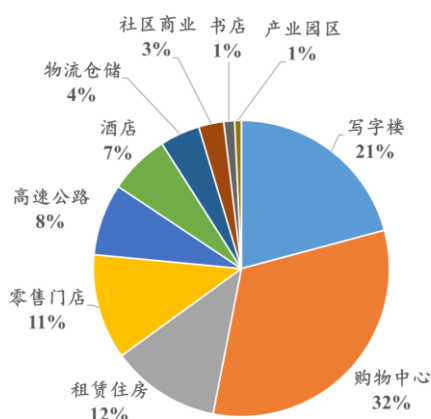
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

购物中心	20	10.75
高速公路	3	8.83
产业园区	1	5.00
社区商业	2	5.00

资料来源：Wind，RCREIT，兴业证券经济与金融研究所整理

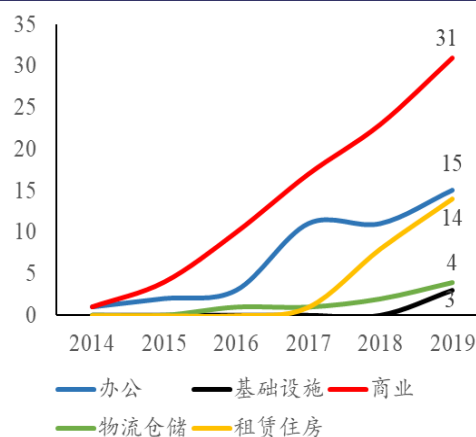
基础资产类型：截至 2019 年底，已发行的类 REITs 的基础资产类型主要包括购物中心（32%）、写字楼（21%）、租赁住房（12%）和零售门店（11%）等，这些占比较大的 REITs 产品的平均发行期限也较长，更能为持有者提供稳定、持续的现金流和回报。从时间维度上，可以发现国内 REITs 存在明显的阶段性发展特征，首先商业类 REITs 的起步较早，发展非常迅速；其次办公类 REITs 在 2017 年突飞猛进，新增发行规模 126.94 亿元；然后租赁住房类 REITs 也在 2018 年迅速崛起，例如保利住房租赁 REITs、越秀租赁住房类 REITs 等；最后到如今基础设施、物流仓储 REITs 产品也开始推动。

图表 14、国内购物中心、写字楼类 REITs 产品数量较多



资料来源：Wind，RCREIT，兴业证券经济与金融研究所整理

图表 15、不同基础资产类型产品存量个数情况（个）



资料来源：Wind，RCREIT，兴业证券经济与金融研究所整理

主要持有者和流动性：国内 REITs 与成熟市场 REITs 的显著区别在于国内 REITs 的持有者普遍为机构投资者，除了兴业皖新闻嘉 REITs 和鹏华前海万科 REITs 以外，国内类 REITs 在发行方式上也绝大多数为私募发行，这最终导致国内类 REITs 的流动性相对较差。

2.3 国内 REITs 的典型案列

1) 中信启航专项资产管理计划

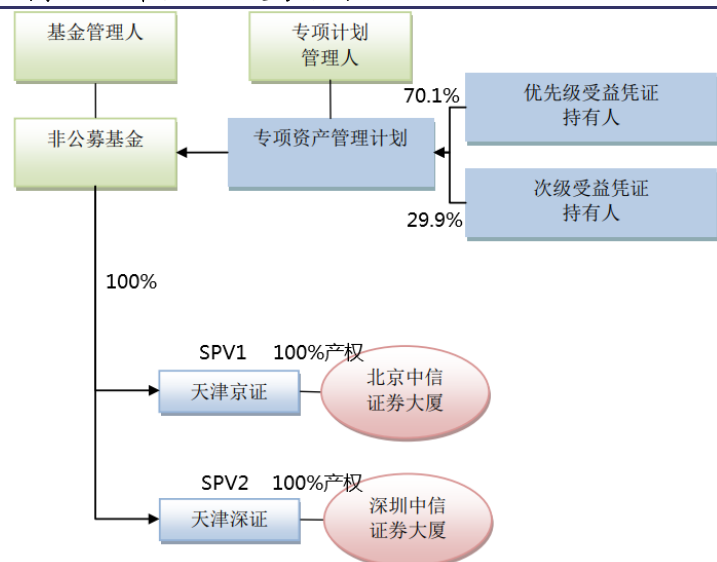
中信启航作为国内首个“类 REITs”产品，对我国的 REITs 的发展产生了较为深远的影响，它创设的“私募基金+专项计划”的双 SPV 结构也奠定了此后类 REITs 结构的基础。

发行信息方面，中信启航采用私募方式在深交所挂牌交易，募资总额达到了 52.1 亿元，同时，结构上分为优先级和次级两个层级以迎合不同偏好的机构投资者，其中优先级的发行规模为 36.5 亿元，占比 70.1%，预期收益率为 7%，预计期限不超过 5 年，中诚信给予相应的评级为 AAA 级；次级的发行规模为 15.6 亿元，占比 29.9%，预期期限也不超过 5 年。

交易结构方面，中信启航的基础资产为北京中信证券大厦和深圳中信证券大厦，对应的资产类型为写字楼，中信启航通过设立一个非公募基金来持有物业对应 SPV 的 100% 股权，而中信金石基金则作为基金管理人对该非公募基金进行管理。

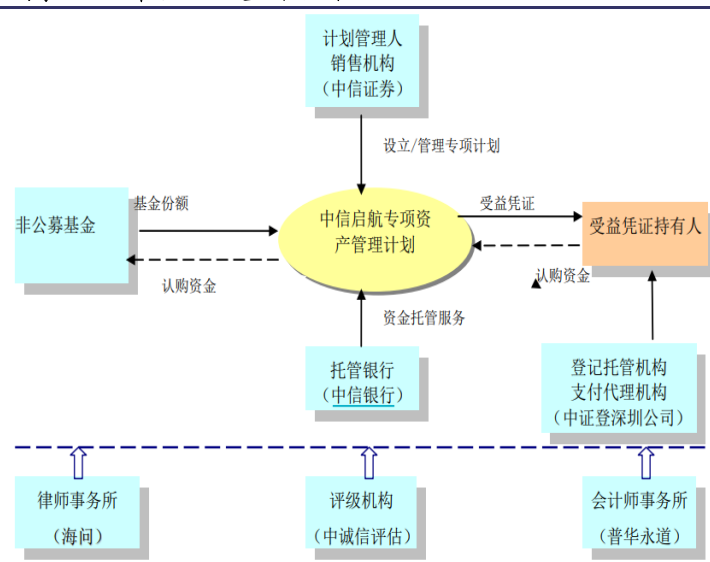
退出安排方面，退出时点非公募基金会将 100% 物业权益出售给中信金石基金所发起的上市 REITs，对价的 75% 以现金取得，剩余 25% 将以 REITs 份额形式取得并锁定一年，在此情形下，占比 70% 左右的优先级投资人将以现金方式全部退出，而次级投资者将获得现金与 REITs 份额的混合分配。

图表 16、中信启航交易结构



资料来源：募集说明书，兴业证券经济与金融研究所整理

图表 17、中信启航整体框架



资料来源：募集说明书，兴业证券经济与金融研究所整理

2) 兴业皖新房地产信托投资基金

兴业皖新阅嘉一期房地产投资信托基金资产支持证券是在银行间市场上公开发行的类 REITs 产品，与交易所类 REITs 不同的是，兴业皖新是原始权益人将资产委托给了信托，而信托计划在银行间债券市场发行。

发行信息方面，兴业皖新共分为优先 A 级和优先 B 级两档，面向全国银行间市场成员。皖新租赁在未来物业大估值大幅提升的情况下可以行使对优先 B 级的回购权，从而使该产品体现出明显的“债权”特征；但是如果未来物业估值大幅降低，那么按 B 级资产规模计提的权利维持费将支付给优先 B 级，以形成对优先 B 级本息的保护。

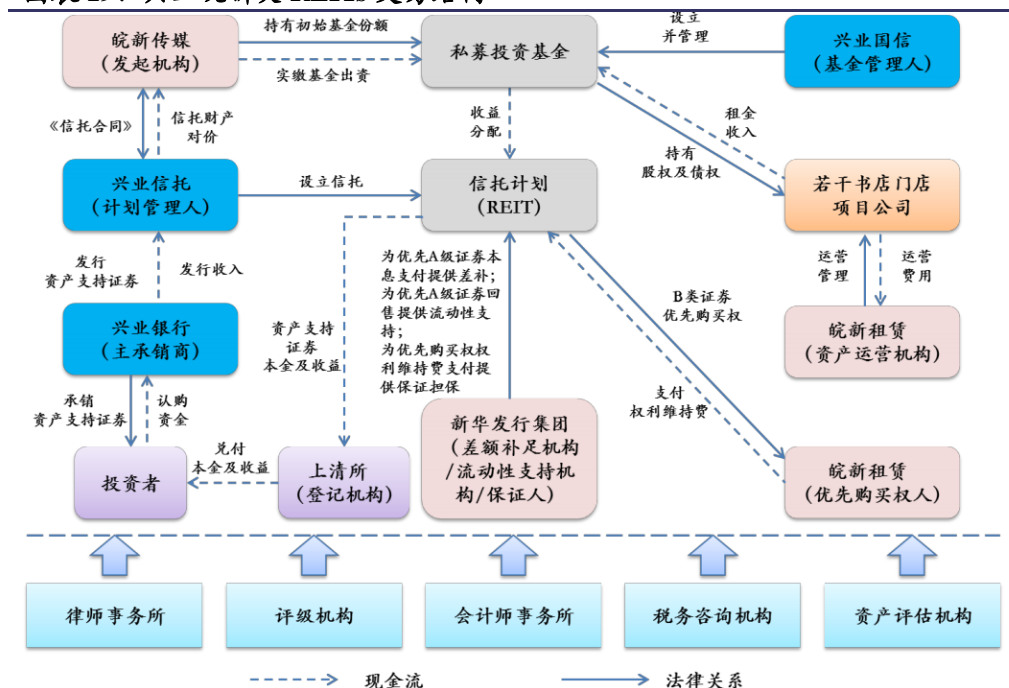
图表 18、兴业皖新类 REITs 发行信息

项目	优先 A 级	优先 B 级
发行规模（万元）	33000	22350
分层比例	59.62%	40.38%
信用评级（中诚信）	AAA	AA+
预期到期日	18 年	18 年
预期利率	4.8%	5.4%

资料来源：募集说明书，兴业证券经济与金融研究所整理

交易结构方面，兴业皖新采用“股权+债权”模式，利息可抵税，同时债权可以设置抵押、保证等增信措施。该产品中私募投资基金向 SPV 发放委托贷款，以此形成债权，并认购了 SPV 公司 100% 的股权，形成“股权+债权”模式。发放贷款形成的债权更容易设置成抵押等增信措施，对于投资者的本息偿付更有保障；支付委托贷款利息也可通过利息抵税合理降低部分税负。

图表 19、兴业皖新类 REITs 交易结构



资料来源：募集说明书，兴业证券经济与金融研究所整理

2.4 国内类 REITs 和成熟 REITs 的区别

我国目前主要的 REITs 产品与美国等发达国家的 REITs 产品尽管在融资、权益和专业化运作上存在共同点，但在“募税管退”等方面仍存在较大差异，所以被成为“类 REITs”产品，对于投资者而言，两者的差别主要体现在以下几个方面：

图表 20、国内类 REITs 和成熟 REITs 的区别

项目	国内 REITs	成熟 REITs
募集方式	以私募为主，原始权益人有优先回购权	以公募为主
交易结构	主要采取契约型，私募基金+专项资产管理计划	主要采取公司制，REITs 直接持有物业股权
税收优惠	无税收优惠，且税负较重	分红达一定比例后可免交所得税
盈利模式	优先级固定收益，呈现债权特征	强制分红比例，呈现股权特征
流动性	面向场外市场，交易门槛较高，流动性较低	面向公开市场，交易门槛较低，流动性较高
产品期限	设有存续期，短长期不等	永续或长期
运作方式	被动管理，重视现金流	主动管理，重视长期业绩
退出方式	引入公募 REITs/发行人回购等	二级市场减持
增信	主体增信较多	少有收益增信

资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究所整理

募集方式上，成熟 REITs 的募集方式以公募为主，而我国目前的占比很低。国内请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

仍是以场外市场为主，面向合格的机构投资者，交易门槛高流动性较低，而国外成熟 REITs 主要面向公开市场，个人投资者的投资门槛相对较低。

税收优惠上，国内 REITs 与成熟 REITs 存在较大不同，目前国内尚未推出税收优惠方案，挤压了国内类 REITs 收益率的空间；相对而言，以美国 REITs 为例，REITs 公司应税收益的 90% 以上分配给投资者则可以免征公司层面的所得税。

管理模式上，国内的类 REITs 主要采取“私募基金+专项计划”的组织方式，采取优先级、次级的分层架构，其中优先级为固定收益，从而呈现出债权的特征，运作模式上也相对被动；成熟 REITs 市场则更多的采用公司制或信托基金，表现出股权的特征，因为产品期限较长从而在运作方式上更加注重长期的业绩。

退出方式上，两者产生不同的根源在于二级市场的流动性，成熟 REITs 的投资人除了可以在清盘的时候处置资产实现退出，还可以通过二级市场交易实现退出，而我国国内的 REITs 发展尚不成熟且流动性较低，因此主要依靠引入公募 REITs 或者发行人回购等方式实现退出。

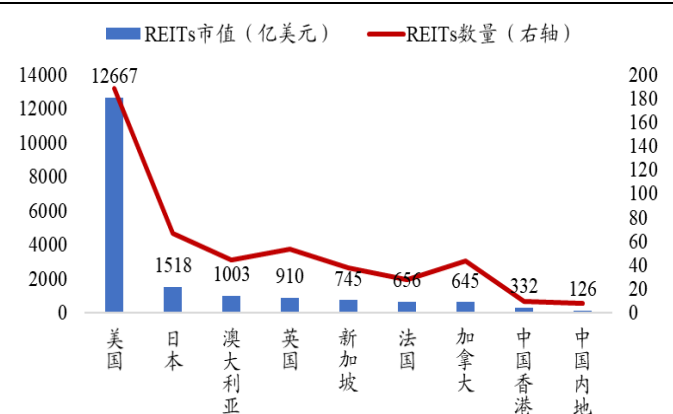
3. 成熟市场 REITs 概况

3.1 成熟市场 REITs 规模与发展程度较高

全球权益型 REITs 规模较高，美国超过 1.2 万亿美元。截至 2019 年底，全球主要 33 个国家中，权益型 REITs 市值合计达到 20473 亿美元，存续数量 831 只。美国为最大 REITs 市场，总市值为 12667 亿美元，占比 62%；数量为 189 只，占比 23%。此外，日本、新加坡、中国香港市场为亚洲领先的 REITs 市场，权益型 REITs 市值分别为 1518、745、332 亿美元，规模较高。

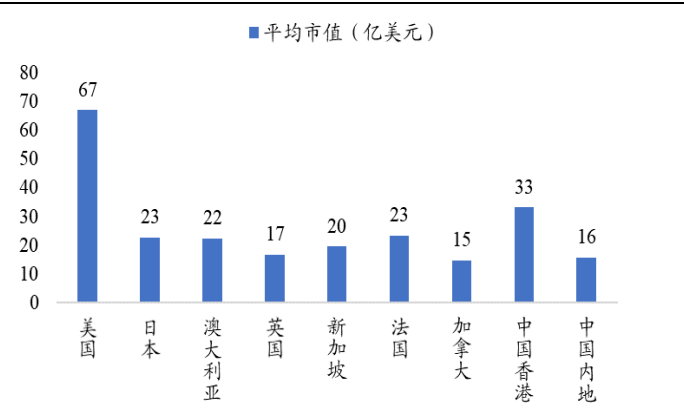
REITs 发展程度较高。成熟市场 REITs 发展程度较高，从 REITs 市值/房地产行业上市公司总市值来看，美国、澳大利亚、法国、英国、加拿大等欧美国家该比例达到了 80% 以上。同时，成熟市场商业地产证券化率较高，REITs 市值/商业地产市值平均值为 12%，其中新加坡、澳大利亚、美国、中国香港均较高。

图表 21、全球权益型 REITs 规模超 2 万亿美元



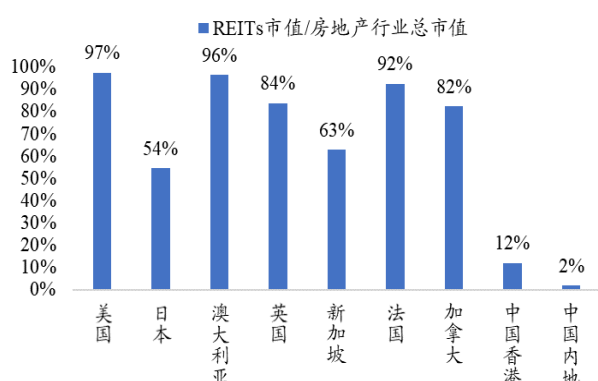
资料来源：EPRA，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 22、单个平均市值



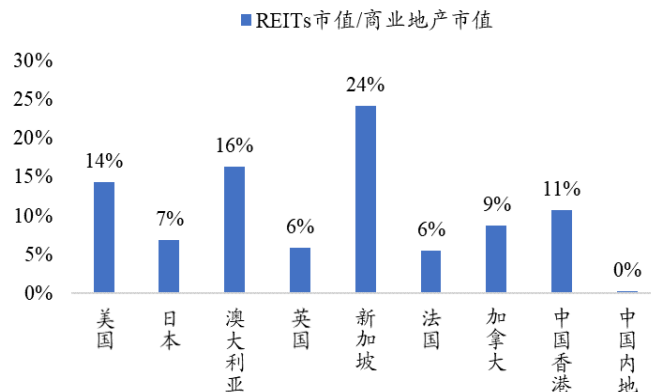
资料来源：EPRA，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 23、成熟市场 REITs 占比较高



资料来源：EPRA，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 24、成熟市场资产证券化率较高



资料来源：EPRA，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2 美国 REITs 市场发展情况

美国 REITs 经历了 20 世纪 60 年代的初创期、70 年代的无序发展期、80 年代的过度建设的冲击、90 年代的黄金成长期、20 世纪以来的信任以及危机考验期，几经牛熊。立法层面，为了对冲市场下行压力，美国多次修订税收法律体系，REITs 在此过程中受益于税收优惠，具备了相对竞争力。

图表 25、美国 REITs 发展历程

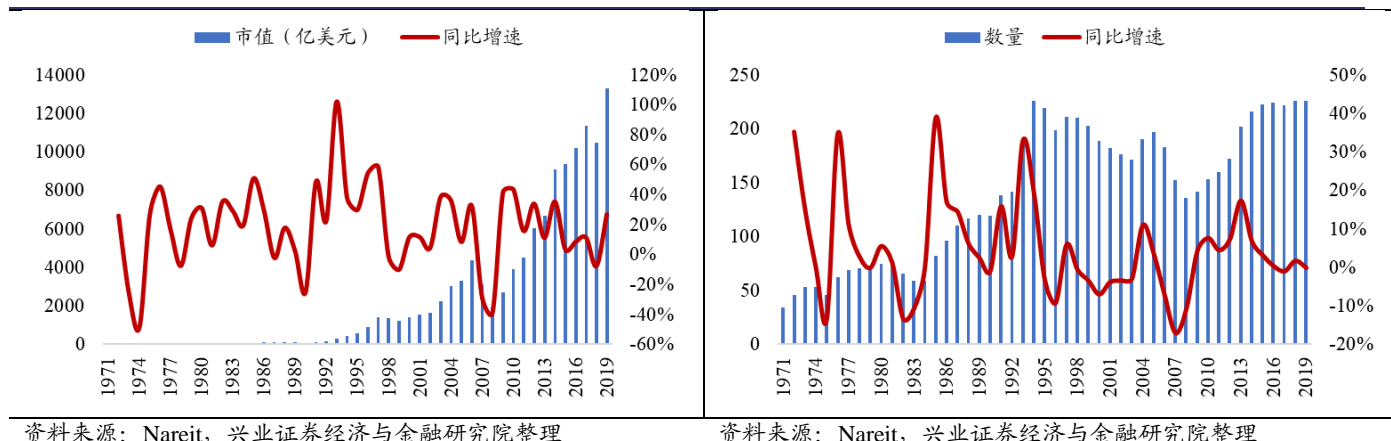
时间	事件	详情
19 世纪末	“马萨诸塞投资信托”成立	历史上最早的 REITs 诞生
1960 年	《国内税收法》颁布	豁免了 REITs 主体分红部分的所得税
1960 年	《房地产投资信托法》颁布	明确的 REITs 的标准，REITs 的框架正式搭建
1969-1974 年	美联储加息导致房地产资金荒	抵押型 REITs 爆发
1975-1985 年	石油危机使美国陷入经济衰退	房地产商大量违约，抵押型 REITs 资金链纷纷断裂，几十只 REITs 破产
1986 年	《税收改革法》颁布	允许设立公司型 REITs，允许 REITs 由内部人进行主动管理，权益型 REITs 爆发
1993 年	《综合预算改革法》颁布	新增股东穿透条款，降低以养老金为代表的机构投资者购买 REITs 的难度，机构投资者开始大量进入 REITs
2000-2008 年	互联网泡沫使美国陷入衰退，美联储被迫降息	大量资金流入亚洲，中国香港、日本、新加坡的 REITs 得到快速发展
2008 年	金融危机	住宅投资风险被认识到，收益相对稳定的 REITs 迎来第三轮增长

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

美国市场 REITs 规模经历迅速发展。截至 2019 年底，美国各类 REITs 市值超过 1.2 万亿美元，近十年来平均增速 18%；存续数量 226 只，近十年来平均增速 5%。

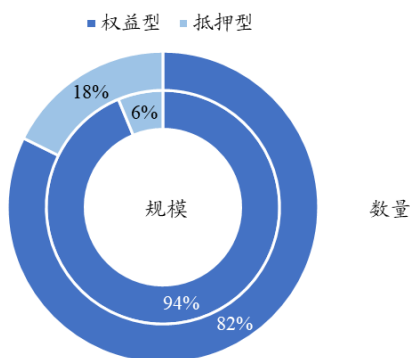
图表 26、美国各类 REITs 市值达到 1.3 万亿美元

图表 27、美国 REITs 数量近年来平稳



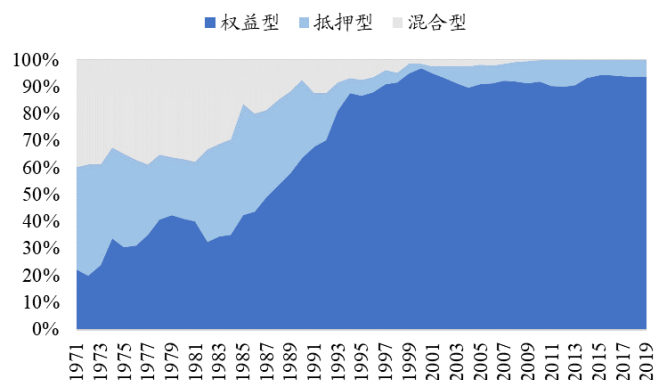
权益型 REITs 逐渐成为市场主流，市值占比超 90%。美国 REITs 发展之初，主要投资于房地产贷款的抵押型 REITs 受到投资者欢迎，但由于杠杆率较高，抗风险能力较弱，在历次市场调整的过程中，权益型 REITs 的价值逐渐得以发现。截至 2019 年底，富时全美 REITs 中，权益型 REITs 占比达到 94%，成为市场的绝对主流。

图表 28、美国权益型 REITs 市值占比 94%



资料来源：Nareit，兴业证券经济与金融研究院整理

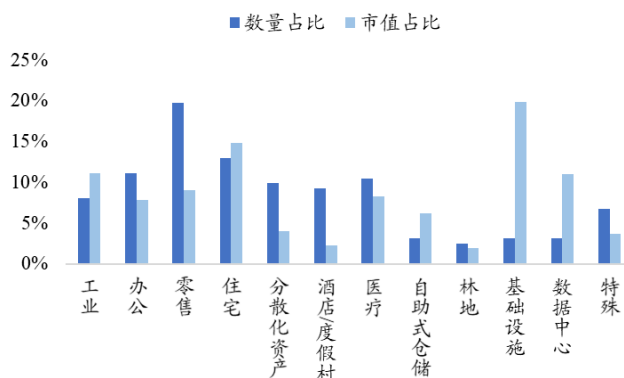
图表 29、权益型 REITs 逐渐成为主流



资料来源：Nareit，兴业证券经济与金融研究院整理

权益型 REITs 底层资产丰富。从底层资产来看，权益型 REITs 投向的资产主要包括工业、办公、零售、住宅、分散化资产、酒店/度假村、医疗、自助式仓储、林地、基础设施、数据中心、特殊等各类物业。截至 2019 年底，从数量来看，投向零售、住宅、办公、医疗等物业的 REITs 较多；从市值来看，投向基础设施、住宅、数据中心、工业、零售等物业的 REITs 市值较大。

图表 30、美国市场 REITs 底层资产丰富

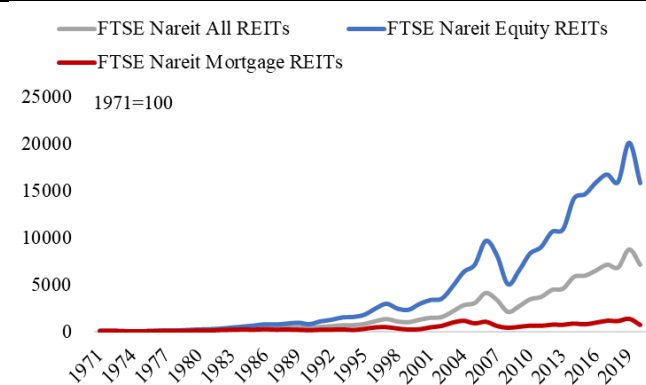


数据来源：Nareit，兴业证券经济与金融研究院整理

REITs 指数经历高速增长，收益表现良好。1971 年至今，考虑红利再投资，权益型 REITs 全价格指数增长近 160 倍，抵押型 REITs 全价格指数增长近 6.5 倍，全类型 REITs 全价格指数增长近 70 倍。即使不考虑红利再投资，权益型 REITs 指数也增长近 5 倍，全类型 REITs 指数增长 86%。

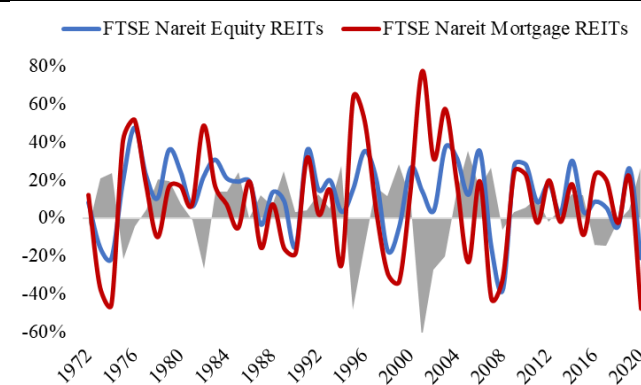
从类型来看，权益型 REITs 表现好于抵押型 REITs。抵押型 REITs 由于风险较高，与房地产市场基本面相关性较高，资本利得变化较大，导致收益波动较大，复合收益率弱于权益型 REITs。

图表 31、美国 REITs 指数经历高速增长



资料来源：Nareit，兴业证券经济与金融研究院整理

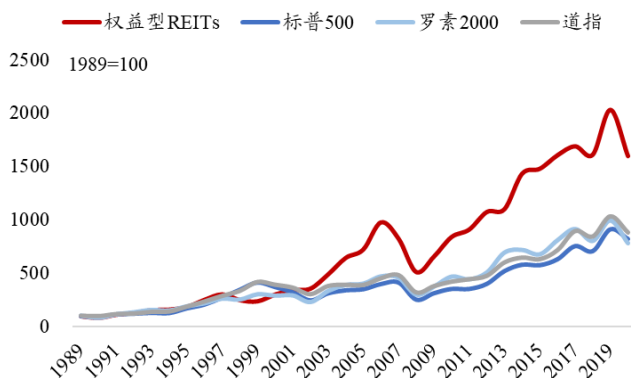
图表 32、权益型 REITs 表现较好（收益率）



资料来源：Nareit，兴业证券经济与金融研究院整理

REITs 指数跑赢权益市场。过去 30 年，权益型 REITs 全价格指数跑赢以标普 500 指数、道琼斯工业指数为代表的总体权益市场，同时跑赢了以罗素 2000 指数为代表的中小盘市场。

图表 33、权益型 REITs 过去 30 年跑赢权益市场



数据来源：Nareit，兴业证券经济与金融研究院整理

4. 国内公募 REITs 正式起航

4.1 新政在多个方面取得突破

基础设施类公募 REITs 试点正式起航。2020 年 4 月 30 日，中国证监会和国家发展改革委联合发布了《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》，标志着我国公募 REITs 试点正式启航，此前我国境内尚没有真正意义上的公募 REITs。本次试点的三大要点为：1）坚持权益导向；2）聚焦基础设施领域；3）以公募方式公开募集资金。

试点提出了“坚持权益导向”的原则。权益型 REITs 和此前国内的资产证券化工具，包括 ABS、CMBS、CBN 等债务型的资产支持证券不同。1）债务型的资产支持证券依托发行主体的信用，需要发行主体在规定的年限之内偿还本金和收益。而权益型的 REITs 可以把资产真正转移给基金，依托的是资产权益；2）存续期间的收益，债券型以固定收益为主，而权益型 REITs 则是将 90% 的收益以股利或分红的方式分配；3）权益型 REITs 需要通过 SPV 做到“真实出售、破产隔离”，真实出售”，就是把资产真实出售给收购方；“破产隔离”则是把出售资产与原主体隔离开，不再依托原来的主体信用，而是建立在资产基础之上。

试点领域主要是基础设施类。主要包括仓储物流，收费公路、机场港口等交通设施，水电气热等市政设施，产业园区等基础设施，而国际上主流的 REITs 主要针对的资产是公寓、商场、写字楼等房地产资产。聚焦基础设施类资产，是为了适应疫情后加大基础设施投资的需要，拓宽基础设施项目建设资金来源，降低债务风险。我们认为，商场、写字楼等不动产未来也大概率会逐步纳入 REITs 试点范

围中，存量资产体量足够大，且收益率更高。

以公募方式公开募集资金是又一亮点。通知提到“设立公开募集基础设施证券投资基金，经过中国证监会注册后，公开发售基金份额来募集基金”。公募相对私募，具备募集规模大、没有投资人数量上限、流动性好等优势，同时也为投资者丰富了投资品种和渠道。国外的保险公司、养老基金等稳健型金融机构的主要投资对象就是 REITs 产品，以美国为例，主要 REITs 的前几大股东以养老基金、保险公司等为主。

4.2 新政对地产的影响主要在物流、园区领域

仓储物流、产业园区等为主要受益对象。通知所涉及的基础设施尚未包括商业地产领域，目前以仓储物流和产业园区为主。我国目前物流地产需求旺盛，但供应端严重不足，尤其是在高标仓储领域，权益型 REITs 会加快其规模发展。

参考美国工业类 REITs 的发展历程，REITs 的出现助力物流地产的规模增长。

截至 2020 年 3 月底，美国共有 238 家 REITS 公司，包括上市和非上市。其中工业类 REITS 公司合计有 17 家，占比 7%。最大的 15 家工业类 REITS 合计市值有 1223 亿美元，典型代表公司有：Prologis (PLD), Duke (DRE), Americold (COLD), First Industrial (FR), Terreno (TRNO) 等。

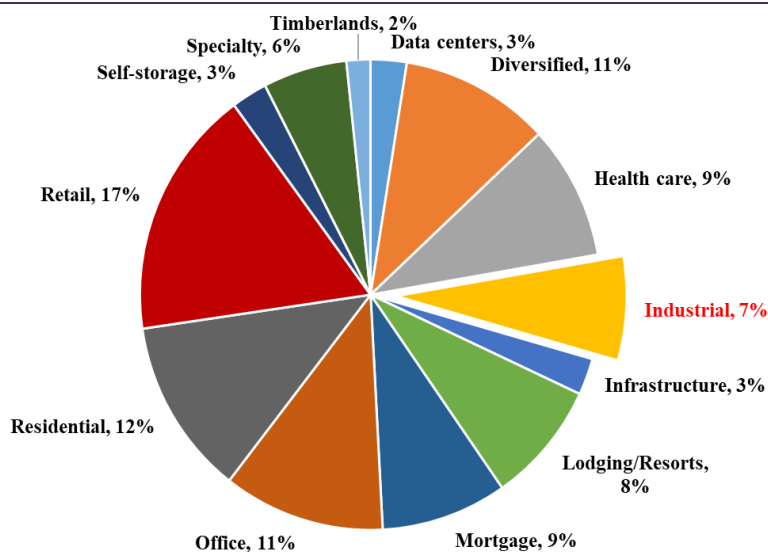
图表 34、美国工业类 REITs 一览

股票代码	公司名称	市值(\$billion)	收盘价(\$)	每股派息(\$)	派息率
PLD.N	Prologis	64.16	86.85	2.32	2.67%
DRE.N	Duke Realty Corporation	12.27	33.30	1.66	4.98%
LPT.N	Liberty Property Trust(退市)				
COLD.N	Americold Realty Trust	5.86	29.29	0.84	2.87%
FR.N	First Industrial Realty Trust	4.61	36.26	1.00	2.76%
REXR.N	Rexford Industrial Realty	4.52	39.71	0.86	2.17%
EGP.N	EastGroup Properties	3.98	102.27	5.29	5.17%
STAG.N	STAG Industrial	3.76	25.30	1.44	5.69%
TRNO.N	Terreno Realty Corp	3.62	53.75	1.08	2.01%
PSB.N	PS Business Parks	3.34	121.47	7.41	6.10%
LXP.N	Lexington Realty Trust	2.56	10.06	0.74	7.36%
IIPR.N	Innovative Industrial Properties	1.28	75.13	4.00	5.32%
MNR.N	Monmouth Real Estate Investment Corp.	1.27	12.97	1.20	9.24%
ILPT.N	Industrial Logistics Properties	1.14	17.53	1.32	7.53%
PLYM.N	Plymouth Industrial REIT	0.20	13.57	1.50	11.05%

资料来源：WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

图表 35、美国各业态 REITS 公司占比

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



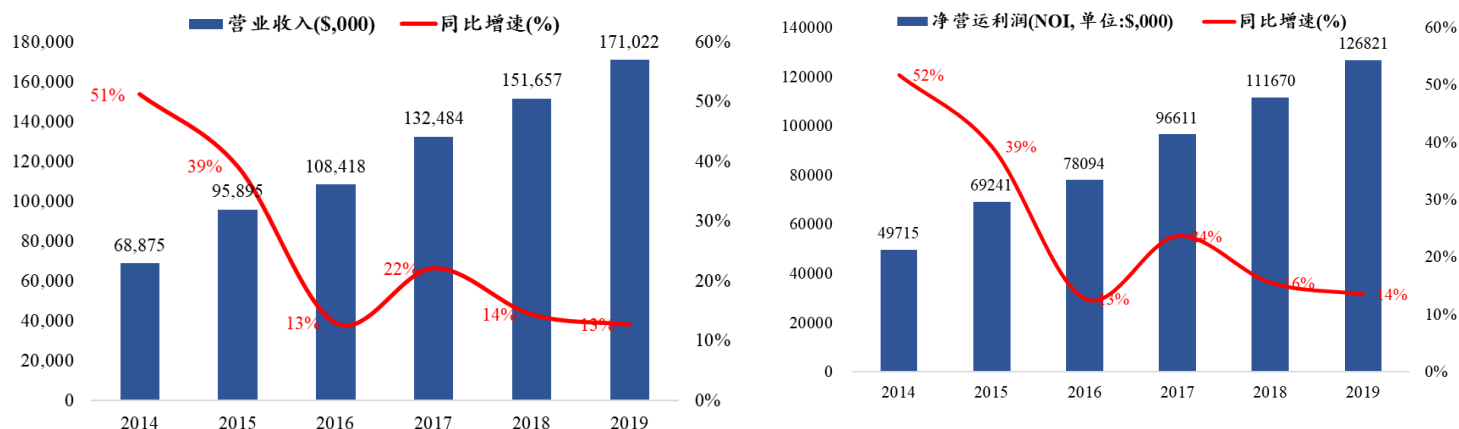
数据来源：Nareit.com，兴业证券经济与金融研究院整理

以 TERRENO REALTY[TRNO.N]为例，该公司是美国工业房地产投资信托领域的龙头企业之一，主业为收购兼运营美国 6 个主要沿海地区的工业房地产市场，主要是：洛杉矶、纽约市、旧金山湾区、西雅图、迈阿密和华盛顿特区。该公司投资多种类型的工业地产，包括仓储/配送，轻工业的研发（Flex），转运（transshipment）和优良土地（improved land）。截至 2019 年 12 月 31 日，上述四种地产占比分别为 81.5%，7.2%，5.5%，5.8%。该公司拥有总面积约合 123 万平方米的 220 座物业以及约合 31.4 万平方米的 19 宗优良土地。物业和优良土地的出租率分别为 96.8%和 92.0%。，拥有 493 个租户。

公司收入规模和盈利能力稳健增长，各项财务指标表现优秀。REITS 公司盈利指标中的净营运利润（NOI）相较于毛利润更加准确的衡量了公司运营水平的好坏，可以看到公司净营运利润 2014 年至 2019 年 CAGR 为 17%，同时每股净营运现金流（FFO per share）在稳步增长。

图表 36、Terreno2014-2019 年营业收入 CAGR 为 16%

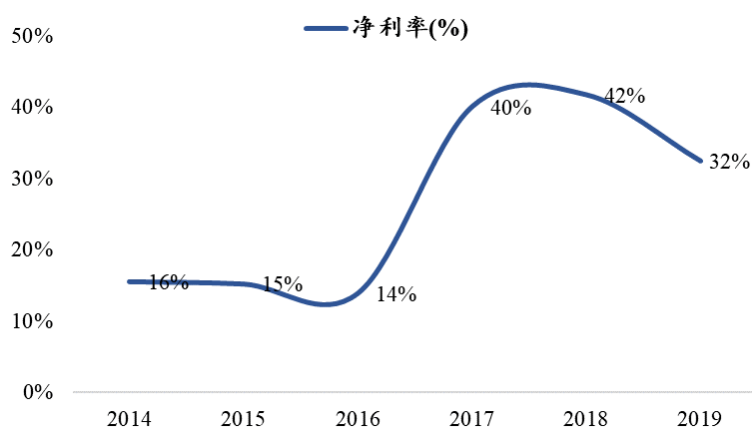
图表 37、净营运利润（NOI）2014-2019 CAGR 为 17%



数据来源: reit.com, 兴业证券经济与金融研究院整理

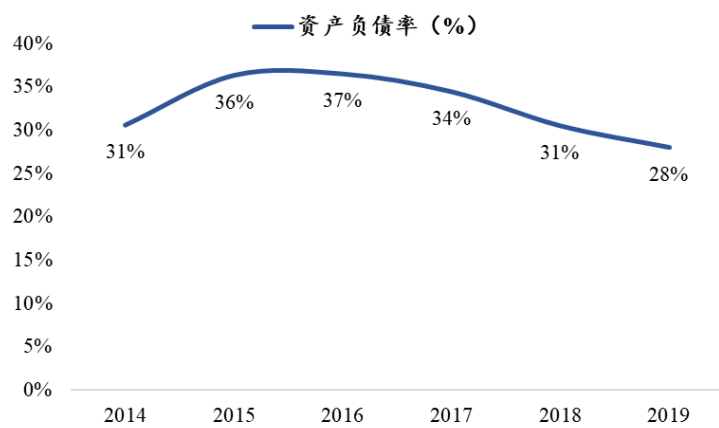
数据来源: reit.com, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 38、净利率自 2016 年扩张后提升较快



资料来源: 公司公告, CRIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表 39、资产负债率维持在 40% 以下



资料来源: 公司公告, CRIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

4.3 相关标的情况梳理

我们认为,公募 REITs 的试点推行,以下几类地产标的将受益或是潜在受益标的:

- 第一类: 持有物流地产的房企,如: 万科 A、南山控股、东百集团等;
- 第二类: 产业园区相关房企,如: 华夏幸福、招商蛇口、中新集团等;
- 第三类: 业务范围包括基础设施建设的房企,如: 中南建设、绿地控股等;
- 第四类: 具备存量资产盘活、运营能力或持有优质商业地产的企业,如: 光大嘉宝、世联行、金融街、新城控股等

第一类: 持有物流地产的房企

图表 40、房地产企业持有物流地产情况



请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

房企	物流地产项目	项目运作模式	仓储面积(万方)	区域布局
万科	普洛斯	入股	5500	全球 117 个主要城市
	万纬物流	自营	1086	全国 44 个城市
南山控股	宝湾物流	自营	340	布局一线及强二线城市
东百集团	东百集团仓储物流	自营	134	12 个物流项目，布局核心城市
富力地产	广州国际空港物流园	自营	152	广州
中海地产	天津滨海物流仓储基地	自营	50	天津
碧桂园	中集集团	入股	/	长三角、珠三角、渤海约 10 个城市
远洋集团	远洋资本	自营	200	天津、南京、郑州、武汉等城市
融创中国	海南海岛建设物流	收购	/	海南

资料来源：公司公告、WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

1) 万科 A

在物流地产领域，万科具有绝对优势。2018 年初，万科完成对普洛斯的收购，该笔交易完成后，万科成为普洛斯的单一最大持有人，持股比例达到 21.4%。普洛斯是全球物流地产巨头，业务普及中国、日本、美国和巴西的 117 个主要城市，而中国地区占普洛斯收入的 68%，是最主要的布局区域。普洛斯中国成立于 2003 年，总部位于上海，目前已布局 43 个城市，开发并管理着 388 个物流园、工业园及科创园，物业总面积达 4,220 万平方米。

万科于 2014 年开始布局物流地产，短短几年时间，仓储面积就突破了 1000 万平方米，冷链物流做到全国第一。截至 2019 年末，万纬物流进驻了 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%。

万纬物流主要布局核心一二线城市和都市圈，资质优良，属于此次试点的区域范围。此前，万科在物流地产的证券化融资方面推展不多，2019 年 12 月 31 日，万纬物流完成“万纬物流-易方达资产-物流仓储 1 期资产支持专项计划”，总规模为 5.73 亿元，发行期限为 8 年，票面利率为 4.7%。权益型 REITs 推出后，万科在盘活存量资产方面，有较大发展空间。从目前稳定运营的项目分布看，万纬物流主要布局核心一二线城市和三大核心都市圈，按照建面口径，一二线建面占比接近 70%，长三角、粤港澳、京津冀建面占比分别为 40.7%、17.2%和 8.2%。

图表 41、万纬物流发展历史

万科集团推出全新物流独立品牌—万纬

进驻36个全国主要城市，年度新增建筑面积300万m²，运营及在建总面积568万m²，进军冷链市场

稳定运营53个项目，包括45个高标库项目和8个冷链项目；万纬冷链获“金飞马奖”金牌企业



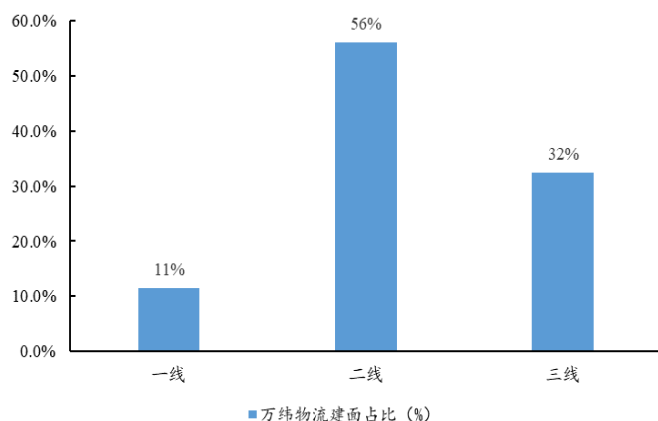
万科领先其他传统开发商，成立物流地产事业部

迅速扩张进驻20个全国主要城市运营及在建总面积超过250万m²

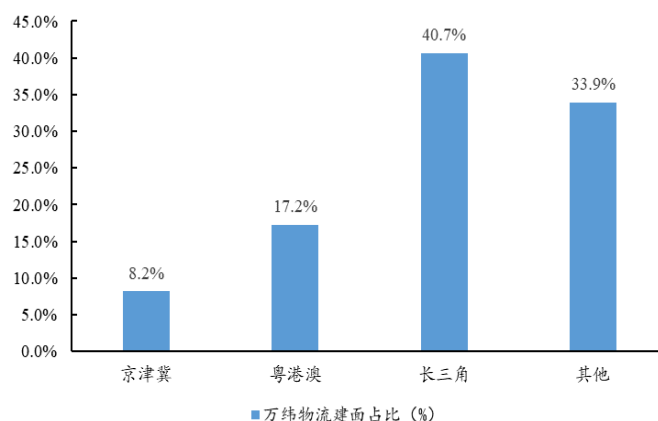
收购融合太古冷链物流，实现冷链规模及运营能力的升级；成为普洛斯第一大股东

资料来源：公司官网、兴业证券经济与金融研究所整理

图表 42、万纬物流一二线建面占比接近 70%



图表 43、万纬物流三大核心都市圈建面占比 66%



资料来源：公司公告，官网，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司公告，官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 44、万纬物流主要园区项目情况

项目名称	项目位置	建筑面积（万方）	仓库类型
万纬长沙望城物流园	长沙市望城经济开发区	54,574	单层标准库
万纬中山物流园	中山市黄圃镇马新工业区	75,864	双层坡道库
万纬佛山乐平物流园	佛山市三水区乐平镇	148,248	双层坡道库、单层标准库
万纬佛山白坭物流园	广东省佛山市三水区进港大道	100,076	单层标准库
万纬广州从化物流园（二期）	广州市从化区鳌头镇	49,718	双层坡道库
万纬广州从化物流园（一期）	广州市从化区明珠工业园	96,983	双层坡道库
万纬贵阳空港物流园	贵阳空港物流园	103,321	单层标准库、单层定制库
万纬长沙雨花物流园	长沙市雨花区	106,312	双层标准库
万纬佛山高明物流园	佛山市高明区明西路以南	33,983	单层标准库
万纬广州南沙物流园	广州市南沙区大岗镇	102,205	双层坡道库
万纬上海松江物流园	上海市松江区工业园北部	41,722	单层库
万纬上海金山物流园	上海市金山区兴亭路	40,229	单层标准库

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

万纬上海金山漕泾物流园	上海金山区漕泾镇月工路	57,963	双层坡道库
万纬上海金山工业区物流园	上海金山区漕泾镇月工路	55,359	厂房
万纬昆山周市物流园	昆山市陆杨镇金茂路	41,240	单层标准库
万纬杭州大江东物流园	杭州市萧山区大江东临江高新区	110,161	双层坡道库
万纬杭州北物流园	德清港国际物流园	49,561	单层标准库
万纬杭州下沙物流园	杭州经济技术开发区（下沙）	33,257	双层高标库
万纬嘉兴海宁物流园	浙江连杭物流基地	55,605	单层标准库
万纬海宁经开区物流园	海宁经济开发区	78,059	单层标准库
万纬嘉兴湘家荡物流园	嘉兴南湖七星镇	78,471	单层标准库
万纬嘉兴南湖物流园	嘉兴南湖区余新镇	79,940	单层标准库
万纬宁波北仑物流园	宁波北仑港	105,037	单层标准库
万纬宁波保税物流园	宁波北仑保税园区	48,396	单层标准库
万纬南京空港物流园	南京市江宁经开区	76,269	单层标准库
万纬南京溧水物流园	南京市溧水区	60,158	单层标准库
万纬北京亦庄物流园	北京亦庄开发区	29,604	单层库、办公、公寓等
万纬合肥经开区物流园	合肥经济开发区	94,129	单层标准库
万纬宁波江北物流园	宁波江北区通宁路	47,332	新建高标库
万纬沈阳于洪物流园	沈阳市于洪区	24,734	单层标准库
万纬宁波北站物流园	宁波江北区	37,510	双层坡道库
万纬沈阳于洪沙岭物流园	沈阳市于洪区	85,903	单层标准库
万纬昆山千灯物流园	昆山千灯镇	40,492	单层标准库
万纬天津武清物流园（一期）	天津武清电子商务产业园	104,535	单层标准库
万纬天津武清物流园（二期）	天津市武清区	86,175	单层标准库
万纬无锡惠山物流园	无锡市惠山区	40,096	单层库
万纬天津宁河物流园	天津宁河经济开发区	41,000	单层标准库
万纬无锡新吴物流园	无锡市新吴区	86,751.60	单层标准库
万纬上海嘉定物流园	上海市嘉定区出口加工区	74,956	三层坡道电梯库
万纬天津开发区物流园	天津滨海新区核心区	26,294.92	单层库
万纬沈阳浑南冷链物流园	沈阳市浑南新区新加坡工业园内	18000	平面库
万纬西安空港物流园（一期）	陕西省咸阳市秦都区	91,409	单层标准库
万纬西安沣东物流园	西安市沣东区石化大道旁	139,114	双层坡道库、单层标准库
万纬武汉江夏物流园（一期）	武汉市江夏区	95,281	单层标准库
万纬成都双流空港物流园	成都双流空港港区	92,641	双层坡道库
万纬成都天府物流园	成都天府新区	107,273	单层标准库双层坡道库
万纬重庆空港物流园	重庆市空港物流园	100,654	单层标准库
万纬昆明长水空港物流园（一期）	昆明市空港经济区	125,064	单层标准库

资料来源：公司官网、兴业证券经济与金融研究院整理

2) 南山控股

南山控股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的综合性企业集团。仓储物流和产城综合开发业务都将受益基础设施 REITs 的推进。

仓储物流为战略主业，运营面积近 340 万方。南山控股以现代高端仓储物流为战略性主业，在仓储物流领域，规模在国内位居前列。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 万平米，规划在建（含待建项目）面积超过 300 万平米。2019 年全年，宝湾物流业务实现营业收入 96,411 万元，同比上升 28%。2019 年仓库平均使用率为 91.7%（据 CBRE 数据显示，2019 年全国物流仓储市场平均空置率为 12.6%）。公司多元化补充仓储物流土地储备，2019 年新增获取土地面积共 982.5 亩。

图表 45、宝湾物流园区在全国核心城市都有分布



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

除外，公司也有一些产业园区开发项目，产城综合开发作为公司战略性培育业务，现有项目均已获得实质性进展。目前已在合肥、无锡、成都、重庆和德阳等区域中心城市布局工业园区、产业新城和特色小镇等业态。

图表 46、公司产城综合开发业务土地储备情况

项目名称	总占地面积（万 m^2 ）	总拟建计容面积（万 m^2 ）	剩余可开发计容建筑面积（万 m^2 ）
德阳科技园	31.4	28.3	28.3
重庆汽车港	14	21.6	21.6
岗集物流小镇	11	7.7	7.7
总计	56.4	57.6	57.6

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3) 东百集团

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

致力于打造满足现代物流高端仓储需求的“现代仓储平台”。截至 2019 年末，东百物流运营管理物流项目 12 个，建筑面积共计 134.09 万平方米，土地面积共计 148.44 万平方米。其中，自持物流项目 6 个，建筑面积共计 60.26 万平方米；通过基金管理物流项目 3 个，建筑面积共计 34.35 万平方米；已签约待交割物流项目 3 个，建筑面积共计 39.48 万平方米。公司在管物流项目 2019 年度租金及物业管理费收入合计达到 1.14 亿元，积累客户数量超过 200 家，与顺丰快递等 50 多家大客户开展了密切合作。

布局重要节点城市，地域布局优势明显。公司仓储物流项目主要位于包括粤港澳大湾区、长三角、京津冀、中西部“一带一路”倡议的重要节点城市等全国物流核心区域，地域布局优势明显。

第二类：产业园区相关房企

图表 47、房地产企业持有产业园区情况

产业地产（代表性示例）		
房企	产业园区/产业新城	产业小镇
华夏幸福	已启动 79 座产业新城的建设，其中 22 座已经步入成熟期	廊坊大厂影视小镇、廊坊香河机器人小镇
招商蛇口	形成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	苏州金融小镇
保利地产	1918 智能网联产业园、德州医养健康产业园	保利大旺科创小镇
金科股份	重庆两江健康科技城、长沙科技新城、山西智慧科技城、临沂智能制造科技城、潍坊智慧科技城	-
中新集团	作为苏州工业园区的开发主体，在长三角区域拓展多个产业园区	-
碧桂园	张江长三角科技城、湘江人工智能科技城	潼湖科技小镇、顺德新能源汽车小镇
时代中国	国际单位时尚科技园、时代 E-Park	时代全球创客小镇
荣盛发展	京南产业港、军民融合产业园	康旅阿卡小镇
绿地控股	海口绿地空港产业城、呼市高新技术产业示范区	绿地 21 城
万科	深圳万科新都汇、广州万科云城	万科良渚特色小镇、万科安亭新镇
金地	深圳金地威新软件科技园、上海金地威新闵行科创园	/
恒大	恒大家居产业园	长寿湖特色小镇
佳兆业	苏州创制公园	重庆乐和乐都特色小镇
华润置地	南山科技金融城	杭州大健康小镇、石梅湾大健康小镇
阳光城	广东清远天安智谷	延安教育小镇、青岛童装小镇、常州影视小镇
雅居乐	天宁都市工业园	民森迪茵湖小镇

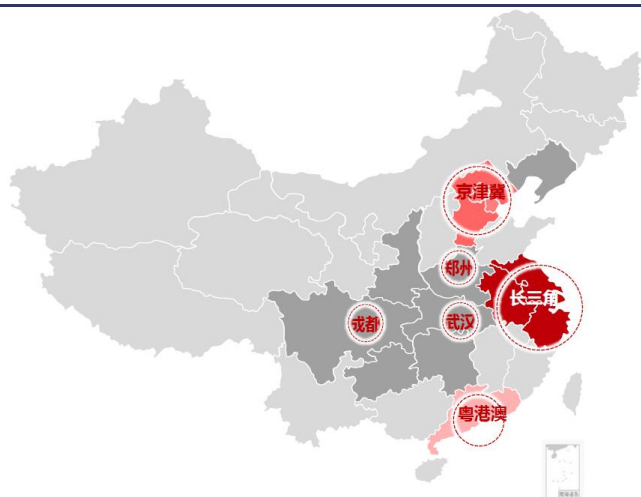
资料来源：公司公告、WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

1) 华夏幸福

华夏幸福是国内领先的产业新城运营商，“3+3+N”核心都市圈全面布局已基本实现。截至2019年末，公司已启动了79座产业新城的建设，其中72座已有产业项目签约落地，66座已实现回款，22座已进入成熟期。招商规模再创新高，2019年度签约近2,000亿元，大项目贡献率达85%，重点都市圈表现突出。产业集群成效显著，40座产业新城已显著形成产业集群。公司此前广泛应用开发性PPP模式，截至2019年末，公司入选财政部政府和社会资本合作项目库的达到32个，其中5个国家级PPP示范项目，1个省级PPP示范项目。多年在产业园区领域的深耕，也使得公司对基础建设类的业务非常熟悉，为后续推行REITs积累了较为丰富的经验。

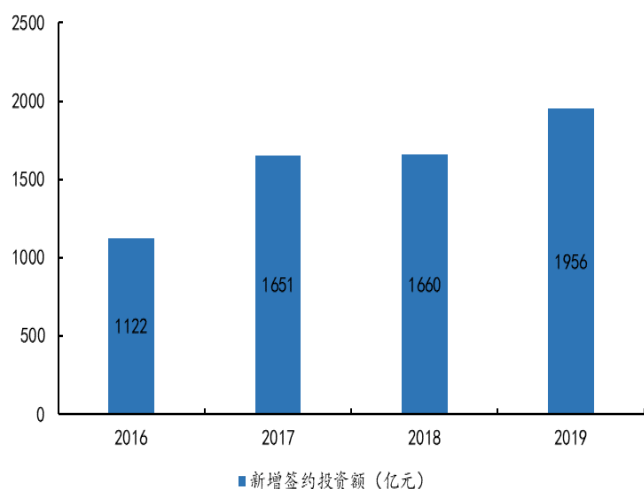
图表 48、华夏幸福“3+3+N”产业布局

图表 49、华夏幸福产业新城建设情况



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 50、华夏幸福年度招商签约规模情况



资料来源：公司公告，官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 51、华夏幸福产业集群



资料来源：公司公告，官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2) 招商蛇口

招商蛇口坚持以“中国领先的城市和园区综合开发运营服务商”为战略定位，在深圳为中心的粤港澳大湾区，拥有大量价值丰厚的土地储备。公司在产业园区建设方面极具经验，四十年来长期深耕此领域，根据产业发展的不同阶段及规模，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。截至 2019 年末，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。典型园区包括：深圳·蛇口网谷、南海意库、青岛网谷、漳州招商局芯云谷等，从布局上看都位于核心一二线城市。

3) 中新集团

中新集团作为苏州工业园区的开发主体，在园区开发运营方面经验丰富。目前，苏州工业园区首期 8 平方公里建成区平均建筑密度达 60%、容积率达 1.3。苏州工业园区成为国内发展速度最快、建设水准最高、竞争力最强的开发区之一，在商务部国家级经济技术开发区综合发展水平考核中实现四连冠。公司在参与苏州工业园区开发建设及市场化“走出去”的实践中，不断梳理总结园区开发运营经验，在全国同行业中率先建立了项目选址、招商服务、规划知识库和市政建设等一系列标准化体系，形成了较为完整的园区开发运营产业链和独特的核心能力。

凭借苏州工业园区开发经验，公司在长三角区域拓展多个产业园区，将受益此次基础设施 REITs 的推进。公司合作的园区包括嘉善现代产业园，中新凤凰项目，中新乐余项目，常熟海虞项目，中新苏滁高新基础产业开发区，苏通科技产业园，宿迁项目。2019 年，常州武进、镇江高新区项目已签署正式投资协议，并完成项目公司注册；嘉善姚庄、常熟辛庄、江阴临港开发区项目已签署框架协议。积极拓展公用事业，成功拓展了诸城危废处置、舒城联科电镀产业园、亨文环保危废资源化利用、滁州第四污水厂、河南修武智慧照明 5 个项目。

图表 52、苏通科技产业园

图表 53、中新苏滁高新技术产业开发区



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

第三类：业务范围包括基础设施建设的房企

1) 绿地控股

公司基建项目充沛，地铁、高速公路是重点项目，未来潜在 REITs 项目有丰富储备。截至 2019 年末，公司大基建板块在建项目总金额为 4349 亿元，其中基建工程 1094 亿元，占比 25%。公司基建项目中，地铁以及高速公路等标杆项目具有储备，其中南京地铁 5 号线项目总金额约 200 亿，采用 PPP 业务模式，河南浙江等地区的高速公路等项目总金额约 220 亿元

图表 54、绿地控股基建项目情况

项目名称	业务模式	项目金额 (亿元)	已完成投资金额 (亿元)	进展情况
南京地铁五号线	PPP	196.13	53.98	全面开工
河南浉池至山西垣曲高速公路（河南段）	BOT	50.46	30.13	全面开工
宁波杭州湾滨海新城基础设施 PPP 项目（二期）	PPP	34.85	23.54	全面开工
许昌至信阳高速公路（驻马店市境）项目	PPP	103.29	0	前期准备阶段
许昌至信阳高速公路（漯河市境）项目	PPP	41.17	0	前期准备阶段

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2) 中南建设

建筑业务是公司的主营业务之一。公司建筑业务核心主体是国家首批授予的特一级资质企业，还拥有建筑装饰装修一级、机电设备安装一级等资质，是中国施工企业 AAA 诚信企业，累计获得国家专利 160 余项。公司注重大型公共建筑及民用建筑的承接，近年来公司业务模式从单一的施工总承包向多元化建筑集团升级。2019 年公司新承接（中标）项目预计合同总金额 277.8 亿元，同比下降 24%。其中 3 亿元以上项目 30 个，在新增合同额中占比 52%。由于完工明显增长，公司 2019 年建筑业务营业收入 221.8 亿元，同比增长 45.5%。

公司虽不直接持有基建资产，但推行权益 REITs 后，可以减少基建业务资金的沉淀，一定程度上加快资金的运转效率，对改善公司的负债结构和资金运用效率有所帮助。

第四类：具备存量资产盘活、运营能力或持有优质商业地产的企业，如：光大嘉宝、世联行、金融街、新城控股等

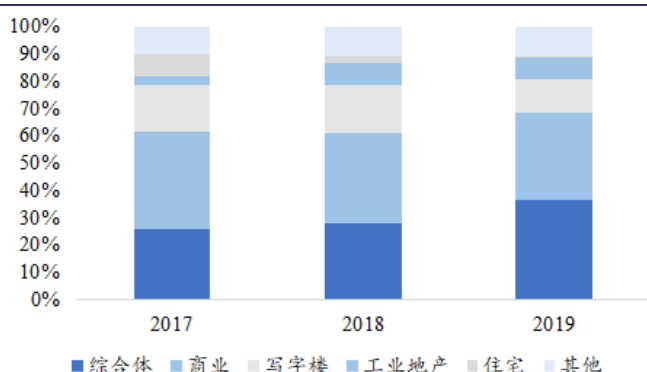
1) 光大嘉宝

商业地产类 REITs 大概率也会推进。我国地产业正逐步进入“存量时代”，存量资产的盘活能够带来长期而稳定的现金流资源，形成长期投资价值的基础，我们认为商业地产会逐步纳入权益型 REITs 试点范围，光大嘉宝是最具发展潜力的房地产基金类企业。

截至 2019 年底，公司在管项目 45 个，在管规模 468.30 亿元。其中工业地产约 38 亿元，直接受益本次 REITs 政策落地。从长期来看，公司在管项目均可以作为未来 REITs 的储备项目。公司成功异地复制自有商业品牌大融城，初具品牌输出能力。公司在上海、北京、重庆、成都、西安、南昌、青岛、顺德、江门等城市管理及在建大融城体系项目 17 个，面积达 180 万平方米。

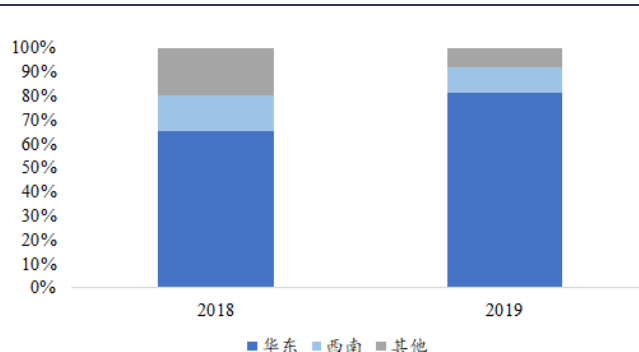
除外，公司拥有 4100 万方成都双流物流项目，未来也可以作为权益型 REITs 的底层资产。

图表 55、光大安石专注于综合体、商业、写字楼业态



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 56、光大安石主要布局投资核心一二线城市



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2) 世联行

公司具备较强的资产管理能力。在长租公寓和工商资产运营等领域都有丰富的经验。将受益未来 REITs 的发展。

长租公寓运营方面，截至 2019 年末，公司运营长租公寓（红璞公寓）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，稳定期出租率约 85%，实现了出租间均价和平均租期同比上涨，续租率保持在 40% 左右。

工商资产运营方面，“世联空间”实际运营面积近 56 万平方米，营业收入实现 2.83 亿元，同比上升 45.40%。提升精细化运营能力，依托现存项目完善中小企业服务的体系升级和数字化运营的系统优化。2019 年，“世联空间”利用布局优势在广州、深圳等城市获取委托运营模式项目，为后续以轻资产输出品牌和运营标准的模式，夯实基础。

3) 金融街

金融街在一线城市核心地段具有丰富的办公、商业物业资产，未来若 REITs 范围扩展到商办物业则公司会有受益。截至 2019 年末，公司在京津沪的出租物业资产规模达到了 352.76 亿元，一线城市核心资产保证了现金流的稳定性。公司基础物业资产类型丰富，包含优质的办公、商业、租赁住房等业态。

若未来商办 REITs 政策落地，则股权融资方式可以降低公司负债率和财务费用。公司当前这些核心资产主要通过负债的方式融资，若未来 REITs 政策落地，则 REITs 股权形式的融资将降低公司负债率，降低公司财务费用，提升公司整体财务表现。

若未来商办 REITs 政策落地，预计将加速公司项目退出周期，公司重资产的传统经营模式将增加资产管理轻资产运营模式，充分发挥公司在商办领域的优势。

若未来商办 REITs 政策落地，预计公司估值体系将得到提升。公司收入来源商办租金和开发收入是汇总合并统计的，市场对公司的估值也是笼统的按照重资产地产公司来估算的。若未来商办 REITs 政策落地，公司资产管理业务更加聚焦，公司估值体系也将得到较大提升。

图表 57、金融街自持大量优质资产

城市	基础资产	物业业态	市场估值 (亿元)	权益占比	出租率
北京	金融街中心	写字楼	115.53	100%	95%
	金融街·万科丰科中心	写字楼	51.17	50%	85%
	金融街月坛中心	写字楼	25.4	100%	63%
	德胜国际中心	写字楼	17.87	100%	75%
	金融大厦	写字楼	8.18	100%	100%
	金融街购物中心	商业	49.92	100%	99%
	金树街商业房地产	商业	8.44	100%	98%
	E2 四合院商业房地产	商业	7.88	100%	100%
	C3 四合院商业房地产	商业	3.09	100%	100%
	金融街公寓 A1、E、F、G 座公寓	租赁住房	13.31	100%	50%
上海	金融街海伦中心	写字楼	5.36	100%	79%
天津	天津环球金融中心	写字楼	26.32	100%	69%
	金融街南开中心	写字楼	20.29	100%	67%

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4) 新城控股

公司具备商业综合体开发和运营管理能力，并且有丰富的自持商业综合体项目。未来也可能受益 REITs 的推进。

截至 2019 年末，吾悦广场已实现 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，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%。

公司商业运营管理能力和品牌影响力持续提升。“吾悦”致力于打造体验式商业综合体，将通过覆盖全国 GDP 80% 的区域，服务城市 80% 的主流人群。2019 年通过成功举办“乌镇有悦”、“我爱你·五月”等活动，影响力进一步提升。同时，打造吾悦菜场、吾悦儿童城、等创新业态吸引了业内同行的学习与借鉴。

投资建议：此次试点，标志着国内公募 REITs 的正式起航，具有里程碑式的意义。对地产领域影响主要在仓储物流、产业园区领域。推荐万科 A、保利地产、金科股份、中南建设、招商积余、蓝光发展、光大嘉宝等，相关受益标的华夏幸福、金融街、绿地控股、世联行。

风险提示：REITs 推行进度不及预期，税收问题难以解决。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限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,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn