

建筑装饰

基建 REITs 横空出世：盘活存量资产利器，打开基建发展新空间

基建 REITs 政策重磅出台，基建打开全新空间。近日，证监会与发改委联合下发《关于推进基建 REITs 试点相关工作的通知》，标志着我国公募基建 REITs 将正式启航。我国经历过过去数十年快速发展，已经积累了百万亿量级的存量基建资产。这些资产广泛的存在于地方政府、城投公司、社会资本手中。然而长久以来，他们都缺乏一个有效的退出渠道，长期持续的投入使得其负债压力逐年增加。而另一边，则是我国不断增长的居民财富及机构投资者对于长期稳健收益的金融产品需求。基建 REITs 的推出恰逢其时，将成为盘活我国巨量存量基建资产的利器，有望促进地方政府及相关投资人降低杠杆、增加基建资金来源、打开基建发展新空间。同时也有望逐渐形成一个以万亿量级起计的大类资产市场，促进我国资本市场健康发展。

REITs 在国际范围内是主流投资品之一，基建 REITs 是重要组成部分。在国际范围内，早期 REITs 的基础资产主要是以房地产为主，但随着法律法规的不断完善，以及 REITs 产品设计的不断成熟，拥有良好现金流的基础设施也逐渐成为 REITs 基础资产的重要组成部分。美国的 REITs 中，基础设施占比约 15.6%，是其第二大基础资产类别；澳大利亚、新加坡、香港、印度等国家或地区在近年来也都陆续推出基础设施 REITs，其中通讯设施、石油天然气管道、电力输送设施、收费公路、机场、港口等基础设施均有案例，是基建 REITs 良好的基础资产。

基建 REITs 对地方政府、建筑企业、金融市场、相关专业服务商均有重要意义。1) 对于地方政府：可盘活存量基建资产，有效降低地方政府杠杆率，为基建补充资金来源；2) 对于 PPP 社会资本及相关建筑企业：使得业务从“投-建”变为“投-建-退-投”的商业模式闭环，提高资金周转效率，走上轻资产可持续发展道路。3) 对金融市场投资人：给资本市场提供一条配置基础设施大类资产的全新渠道。4) 对相关专业服务商：基建 REITs 等产品推出加快二级市场形成，给基建资产定价、咨询、交易等专业服务商带来新机遇。

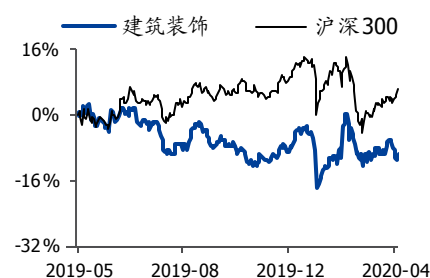
REITs 有望给建筑业带来业务模式变革，行业将走上可持续发展道路。首先，基建 REITs 推出可改善基建资金来源，行业需求打开新空间，持续增长预期明显增强，利好整个建筑板块。其次，对于从事基建投资运营业务的建筑企业来说，REITs 可显著提升资金使用效率，降低资产负债率，形成商业模式闭环。第三，基建投资专业服务市场加速形成，具备相关能力和专业团队的公司将显著受益。

投资建议：重点推荐具备基础设施领域专业服务能力的民营 PPP 龙头龙元建设 (14XPE, 1.34XPB)；央企中运营类资产规模较大的中国交建 (6.1 XPE, 0.65XPB)、葛洲坝 (5.7XPE, 0.98XPB) 等，以及国企中的四川路桥 (0.89XPB)。其他可关注在手 PPP 项目较多的央企如中国铁建、中国中铁等。

风险提示：政策落地风险、上市公司推进 REITs 不及预期风险、REITs 运营风险等。

增持 (维持)

行业走势



作者

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

分析师 廖文强

执业证书编号：S0680519070003

分析师 杨涛

执业证书编号：S0680518010002

相关研究

- 1、《建筑装饰：铁路投资率先加力，继续推荐设计/钢结构/央企龙头》2020-04-26
- 2、《建筑装饰：基建发力设计先行，聚焦区域成长设计龙头》2020-04-20
- 3、《建筑装饰：新老基建共发力，积极加配建筑股》2020-04-19

重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
600491	龙元建设	买入	0.67	0.70	0.77	0.85	14.1	13.5	12.3	11.2
601800	中国交建	买入	1.24	1.33	1.46	1.59	6.5	6.1	5.5	5.1
600068	葛洲坝	买入	1.18	1.15	1.26	1.39	5.5	5.7	5.2	4.7

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

请仔细阅读本报告末页声明



内容目录

1. 重磅文件出台，国内基建 REITs 恰逢其时	4
1.1. 证监会发改委力推基建 REITs，万亿市场将启航	4
1.2. 盘活存量基建资产利器，有望打开基建投资新空间	4
2. 基建 REITs 的特点及在我国的早期实践	7
2.1. 标准 REITs：一种长期稳健回报的权益型工具	7
2.2. 商业物业类 REITs 为基建 REITs 提供经验	8
2.3. 目前我国已有 3 例基建领域类 REITs 发行	11
2.3.1. 广朔实业 ABN 项目	11
2.3.2. 沪杭甬徽杭高速资产支持专项计划	12
2.3.3. 四川高速隆纳高速公路资产支持专项计划	14
2.3.4. 三单基建类 REITs 总结	15
3. 基建 REITs 的国际发展与及其经验启示	16
3.1. REITs 起源美国，基建 REITs 是其第二大品类	16
3.2. 澳大利亚、新加坡、香港、印度均积极推出基建 REITs	19
3.2.1. 澳大利亚	19
3.2.2. 新加坡/香港	20
3.2.3. 印度 InvITs	21
3.3. 海外基建 REITs 的总结与启示	22
4. 发展基建 REITs 对当前我国具有重要现实意义	22
4.1. 对地方政府：盘活巨量存量资产，降低杠杆率，补充基建资金来源	22
4.1.1. 地方政府在去杠杆背景下融资渠道受限	22
4.1.2. 基建 REITs 可以盘活存量资产，补充基建资金来源	23
4.1.3. 基建 REITs 有望降低地方政府负债率	24
4.2. 对 PPP 社会资本及建筑企业：实现商业模式闭环，增强业务可持续性	24
4.3. 对金融市场投资者：提供新的大类资产配置渠道	26
4.3.1. 基建 REITs 提供了一种新的大类资产配置渠道，从海外市场看取得了较好的回报	26
4.3.2. 基建 REITs 与银行、保险等长线资金相契合	27
4.4. 对相关服务商：为基建资产评级、咨询、交易等服务带来新机遇	28
5. 投资建议及重点标的	30
5.1. 重点标的一：龙元建设	30
5.2. 重点标的二：中国交建	32
5.3. 重点标的三：葛洲坝	33
5.4. 重点标的四：四川路桥	35
6. 风险提示	37

图表目录

图表 1：历年基建投资增速	5
图表 2：我国各类基建存量统计	5
图表 3：我国基建资本存量历年的永续盘存值（2018 年不变价）及增速	6
图表 4：此次文件前基建 REITs 主要推动政策	6
图表 5：REITs 基本形式	7

图表 6: 国内类 REITs 历年发行数量.....	9
图表 7: 国内类 REITs 历年发行额.....	9
图表 8: 我国商业物业类 REITs 的基本形式.....	10
图表 9: 类 REITs 和标准 REITs 的对比.....	10
图表 10: 广朔实业 ABN 规模及成本期限.....	12
图表 11: 广朔实业 ABN 交易结构图.....	12
图表 12: “中联基金-浙商资管-沪杭甬徽杭高速”资产支持专项计划拆分示意.....	13
图表 13: “四川高速隆纳高速公路资产支持专项计划”交易结构.....	15
图表 14: 美国 REITs 历史市值及历史阶段划分.....	16
图表 15: 全球主要区域 REITs 总市值规模.....	18
图表 16: 美国权益型 REITs 按基础资产分类规模.....	18
图表 17: 美国 7 个基建 REITs 主要情况.....	19
图表 18: 澳大利亚 LIF 交易结构.....	20
图表 19: 澳大利亚的 7 个 LIF 产品情况.....	20
图表 20: 新加坡/香港基础设施 BT 交易结构.....	21
图表 21: 新加坡已登记的基础设施商业信托.....	21
图表 22: 基建投资的四个资金来源.....	23
图表 23: 我国收费公路里程、建设额及通信费收入.....	23
图表 24: 国际政府杠杆率比较 (单位: %).....	24
图表 25: 建筑业非流动资产占比.....	25
图表 26: 建筑业总资产周转率.....	25
图表 27: PPP 资产证券化首批 4 单项目.....	25
图表 28: REITs 带来的建筑企业商业模式变革示意图.....	26
图表 29: 我国类 REITs 持有资产类型.....	27
图表 30: 富时罗素 Nareit 美国 REITs 指数历史走势.....	27
图表 31: 我国各方向险资资金运用余额占比.....	28
图表 32: 基础设施第三方专业服务示意图.....	29
图表 33: 重点公司估值表.....	30
图表 34: 公司 PPP 在手订单地区分布.....	31
图表 35: 公司 PPP 在手订单行业分布.....	31
图表 36: 龙元建设全周期开展业务示意图.....	31
图表 37: 公司历年无形资产-特许经营权账面价值.....	32
图表 38: 截至 2019H1 公司特许经营权类进入运营期项目.....	33
图表 39: 葛洲坝历年水厂数量.....	34
图表 40: 葛洲坝水电站发电量及营业收入.....	34
图表 41: 葛洲坝旗下所有参控股基建资产运营公司列表.....	35
图表 42: 四川路桥历史沿革.....	35
图表 43: 四川路桥 PPP 及 BOT 运营业务营收及增速.....	36
图表 44: 四川路桥 5 条高速公路营收及增速.....	36

1. 重磅文件出台，国内基建 REITs 恰逢其时

1.1. 证监会发改委力推基建 REITs，万亿市场将启航

重磅文件出台，我国基建 REITs 发展迈入崭新时代。近日，证监会与发改委联合下发《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》，文件指出就推动国家重大战略实施，服务实体经济，支持重点领域符合国家政策导向、社会效益良好、投资收益率稳定且运营管理水平较好的项目开展基础设施 REITs 试点。要求各单位密切配合推动基础设施 REITs 在证券交易所公开发行交易，盘活存量资产，形成投资良性循环，吸引更专业的市场机构参与运营管理，提高投资建设和运营管理效率，提升投资收益水平。交易所公开发行的规定，标志着我国 REITs 发展取得重大突破，进入公募发展的全新时代。

试点项目要聚焦重点区域：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。

试点项目要聚焦重点行业：优先支持基础设施补短板行业，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。

试点项目应符合以下条件：1) 项目权属清晰。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。

试点项目融资用途做了规范：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。

1.2. 盘活存量基建资产利器，有望打开基建投资新空间

我国经历过去数十年快速发展，已经积累了百万亿量级的存量基建资产。这些资产广泛的存在于地方政府、城投公司、社会资本手中。然而长久以来，他们都缺乏一个有效的退出渠道，长期持续的投入使得其负债压力逐年增加。而另一边，则是我国不断增长的居民财富及机构投资者对于长期稳健收益的金融产品需求。基建 REITs 的推出恰逢其时，将成为盘活我国巨量存量基建资产的利器，有望促进地方政府及相关投资人降低杠杆、增加基建资金新来源、打开基建发展新空间。同时也有望逐渐形成一个以万亿量级起计的大类资产市场，促进我国资本市场健康发展。

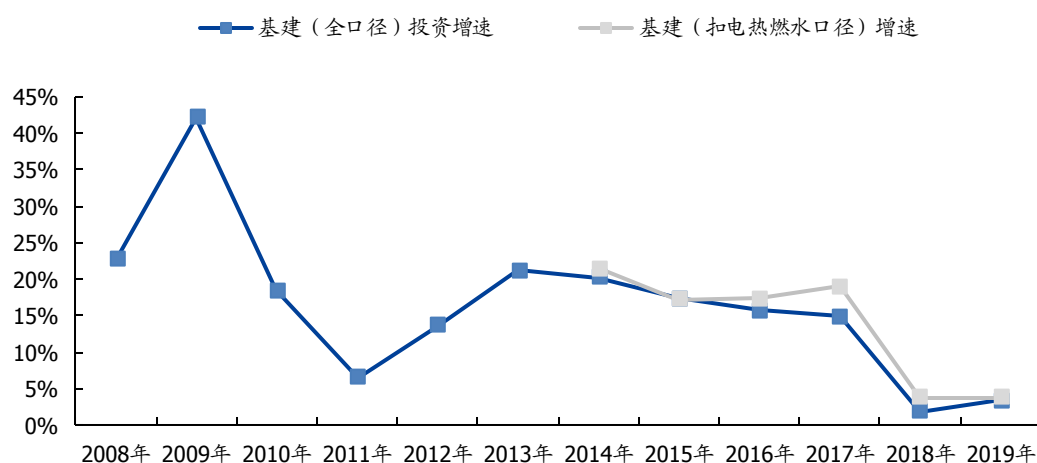
基建投资增速已步入低增长阶段。2019 年基建投资（全口径）增速仅 3.3%，基建投资（不含电力等）增速仅 3.8%，自 2018 年至今增速处于历史低位。究其原因，主要包括：1) 近年来地产投资较强，托基建紧迫性有限；再加上隐形债务监管持续严格，地方政府积极性一直不高；2) 地方举债的规范化，以及资管新规的出台，使融资平台城投债发行量减少，非标规模开始收缩，减少了基建的自筹资金；3) 近年来减税力度较大，分流了可以用于基建的财政资源；4) 2018-2019 年新增专项债中基建领域的占比并不高，仅为 30% 左右，其提升幅度难以抵御城投公司债务收缩规模；5) 虽然新增专项债可作资本

金，但其作项目资金要求较高，政策还未产生效果。

基建增量放缓，聚焦我国庞大的存量基建：截至 2018 年我国公路里程达 485 万公里（其中高速公路 14.3 万公里），铁路营业里程达 13.2 万公里（其中高铁营业里程 2.99 万公里），轨交运营线路长度 5761 公里，同时还有公路桥梁、公路隧道分别达 5569/1724 万米。我们借鉴金戈（《中国基础设施资本存量估算》，经济研究，2012 年第 4 期）所描述的测算方式，对我国 1953 年以来历年的资本存量进行永续盘存，得出以 2018 年不变价测算的我国基建资本存量已达 99.9 万亿元。

在国内经济从高增速向高质量发展转型的背景下，如何在防范债务风险的同时，又能够平稳地保障每年基建资金来源，成为了当前基建领域日益严峻的课题。在充分借鉴国际发展经验的基础上，此时推出 REITs 是一个非常好的时机。

图表 1：历年基建投资增速



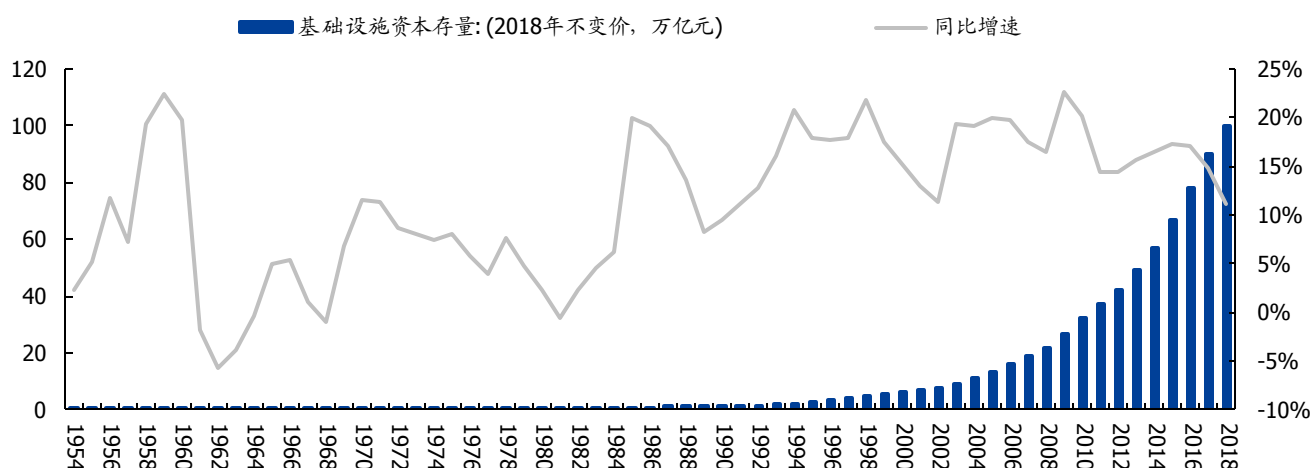
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 2：我国各类基建存量统计

年份	公路里程 (万公里)	高速公路里程 (万公里)	公路桥梁里程 (万米)	公路隧道里程 (万米)	铁路营业里程 (公里)	高铁营业里程 (公里)	轨道交通运营线 路长度(公里)
2010	401	7.4	3,048	512	91,178	5,133	1,455
2011	411	8.5	3,349	625	93,250	6,601	1,713
2012	424	9.6	3,663	805	97,625	9,356	2,064
2013	436	10.4	3,978	961	103,145	11,028	2,539
2014	446	11.2	4,258	1,076	111,821	16,456	3,173
2015	458	12.4	4,593	1,268	120,970	19,838	3,618
2016	470	13.1	4,917	1,404	124,000	22,980	4,153
2017	477	13.6	5,226	1,529	126,970	25,164	5,033
2018	485	14.3	5,569	1,724	131,651	29,904	5,761

资料来源：交通部，国家统计局，轨交协会，国盛证券研究所

图表 3: 我国基建资本存量历年的永续盘存值 (2018 年不变价) 及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

在这次重磅文件出台之前,国内各部委已逐渐推动基建 REITs 发展:2016 年 12 月 26 日,发改委与证监会联合发布《推进传统基础设施领域政府和社会资本合作 (PPP) 项目资产证券化相关工作的通知》,其中特别提出要“共同推动不动产投资信托基金 (REITs),进一步支持传统基础设施项目建设”。2019 年 6 月 27 日,国家发展改革委投资司副司长韩志峰在中国 REITs 论坛 2019 年年会中表示,推动基础设施 REITs 具有重要意义,基础设施 REITs 盘活存量资产收回的资金,可以为新的补短板项目提供资本金,形成投资良性循环。2019 年 12 月 17 日,证监会公司债券监管部副主任刘榕在 2019 (第十一届)卓越竞争力金融峰会上表示,下一步将会继续会同相关部门,积极推动基础设施领域 REITs 的发行试点工作,盘活存量增长,创新投融资机制。2020 年 1 月 16 日证监会召开的 2020 年系统工作会议中也表示要“稳妥推动基础设施 REITs 试点”。此次证监会与发改委下发的《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》,则正式标志着基建 REITs 发展进入快车道,风口已至。

图表 4: 此次文件前基建 REITs 主要推动政策

日期	部门	会议/法规	内容
2016/12/26	发改委、证监会	《推进传统基础设施领域政府和社会资本合作 (PPP) 项目资产证券化相关工作的通知》	共同推动不动产投资信托基金 (REITs), 进一步支持传统基础设施项目建设。
2017/6/19	财政部、证监会	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》	建立多元化、可持续的资金保障机制, 推动不动产投资信托基金 (REITs) 发展, 鼓励各类市场资金投资 PPP 项目资产证券化产品。
2019/1/1	上交所	新年致辞	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。
2019/3/21	上交所		鼓励机构准备上报公募不动产投资信托基金 REITs 项目, 以期推出上交所第一批试点。
2019/12/17	证监会	2019 (第十一届) 卓越竞争力金融峰会	下一步将会继续会同相关部门, 积极推动基础设施领域 REITs 的发行试点工作, 盘活存量增长, 创新投融资机制。
2020/1/17	证监会	2020 年证监会系统工作会议	稳妥推动基础设施 REITs 试点。

资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所

2. 基建 REITs 的特点及在我国早期实践

2.1. 标准 REITs: 一种长期稳健回报的权益型工具

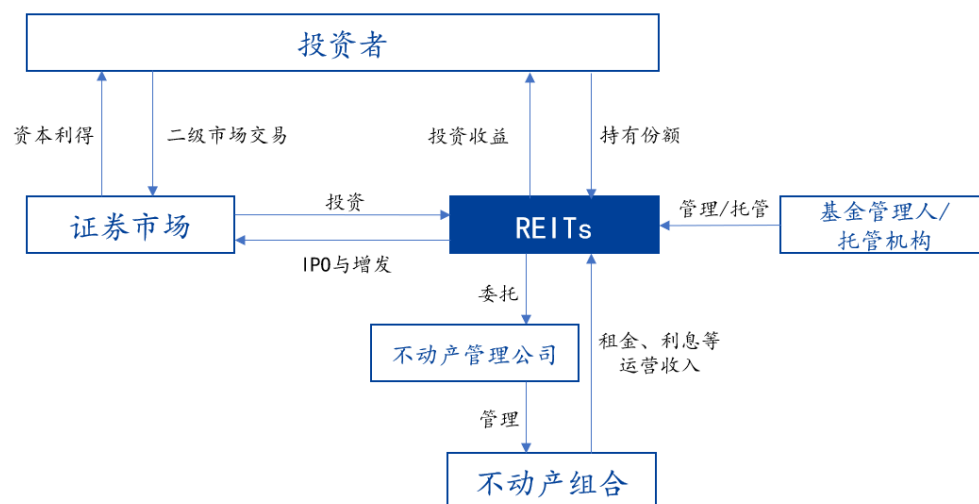
REITs (Real Estate Investment Trusts) 是以发行权益投资证券的方式募集资金, 并将资金专门投资于不动产领域, 将投资综合收益按比例分配给投资者的一种产业投资模式。根据海外市场的发展经验, REITs 的内涵不局限于房地产, 还可以拓展至铁路、公路、通讯、电力、污水处理等具备经济价值的不动产, 以基础设施为底层资产的则称之为基础设施 REITs。

标准的 REITs 是一种投资者广泛、所得税优惠、分红率高的权益型融资工具, 且可以在市场上自由流通。具体来看包括以下 5 大特征:

- 1) 公开募集: 投资者的购买门槛一般较低;
- 2) 自由流通: 可以在交易所等公开市场上自由流通;
- 3) 投资范围: 资金大部分投资于具备稳定现金流的存量资产;
- 4) 收入来源: 所获得收入主要来自于项目的租金或者项目自身增值;
- 5) 高比例分红: 需将应税收益的 90% 以股利或分红形式分配给投资者;
- 6) 税收中性: 不因 REITs 的结构带来新的税收负担, 同时享受税收优惠。

标准形式下, REITs 通过向投资者发行份额, 投资者一方面可以获得 REITs 的分红收入, 另一方面还可以在二级市场上自由交易获取资本利得; REITs 持有不动产或不动产组合, 自行或者委托给第三方运营管理机构进行运营, 以收取运营收入。此外, REITs 由专业的管理人和托管机构进行管理和托管, 还可以在一级市场上通过 IPO 和增发等方式进行融资。

图表 5: REITs 基本形式



资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所

按照组织形式来看, REITs 可以划分为公司型、信托型、合伙型:

1) 公司型 REITs 是指发行股份依法设立投资于特定对象, 以营利为目的的股份制投资公司, 具有独立法人资格。公司型 REITs 是美国、比利时、法国、德国、日本、韩国、土耳其、英国等 REITs 市场上的典型形式。公司型 REITs 的投资者既是公司的股东, 可

以通过公司股东大会参与到公司的经营决策，同时又是基金份额持有人，可以获得投资收益。

2) 信托型 REITs 是通过投资者和 REITs 管理人签署信托契约，REITs 管理人通过发行收益凭证而组建的投资信托基金，REITs 管理人根据签署的契约进行投资。主要特点在于基金本身只是一个金融产品，由投资者委托信托公司对不动产项目进行投资，投资者一般不参与经营决策。在澳大利亚、加拿大、马来西亚、新加坡、香港、台湾等 REITs 市场上就以此类信托型 REITs 为主。

3) 此外还有合伙型 REITs，由有限合伙人（Limited Partner）和普通合伙人（General Partner）组成，其中普通合伙人管理 REITs 日常经营并承担无限连带责任，而有限合伙人只向 REITs 投资并分享收益，不参与日常经营管理，以投资额为限对 REITs 承担有限责任。

按照盈利模式来看，REITs 可以划分为抵押型、权益型、混合型

1) 抵押型 REITs，又称债券型 REITs，是 REITs 发展的早期形式，该类型 REITs 是直接募集资金贷款给房地产等不动产持有者，或者投资抵押贷款二级市场（如购买房地产抵押支持证券 MBS），拥有大量不动产债权，收益主要来源于手续费或者抵押贷款利息。抵押型 REITs 类似固收金融产品，收益不随实体资产的增值而增长，并不能给持有者带来很高的收益，跟市场利率联动性大，只有当利率下行时，抵押型 REITs 的市场价格才会有所提升。

2) 权益型 REITs 是指投资者直接拥有不动产的所有权，并对其进行运营取得收入，是 REITs 发展至成熟阶段的主要形式。在该形式下，投资者的收入来源不仅包括不动产的运营收入，同时还包括不动产的增值收入。权益型 REITs 跟房地产开发公司类似，都对房地产进行购买、建造和销售或出租，但区别在于权益型 REITs 还进行 REITs 的发行和自持物业的开发、要求高比例分红、同时享受税收优惠。

3) 混合型 REITs 则是上述两种类型的混合，具备权益型 REITs 和抵押型 REITs 的双重特点，既是权益投资者，同时也是抵押贷款发放者。混合型 REITs 可以实现在向投资者提供物业增值收益的同时，也能让投资者获得稳定的贷款利息收入。美国医疗领域中涉及混合型 REITs 较多，一方面向医疗机构发放抵押贷款，另一方面收购医疗物业，出租给医疗机构。

按照募集与流通方式来看，REITs 可以划分为公募、私募

1) 公募 REITs 是以公开发行的方式向投资者们筹集资金的形式，发行需要证券监管机构审批，一般可以在公开交易场所上市流通。

2) 私募 REITs 是以非公开方式向特定投资者募集资金，投资者数量有限制，一般不能上市流通。

2.2. 商业物业类 REITs 为基建 REITs 提供经验

我国对 REITs 的探索始于本世纪初：

2005 年我国在境外发行第一支标准 REITs 产品——越秀 REITs，但后续随着房企限制外资政策的发布，监管迅速收紧，越秀 REITs 至今仍是我国目前唯一一支境外上市标准

REITs:

2007 年“上海快鹿”以其所持有的物业资产为抵押担保，拟发行境内首只工业地产权式 REITs，计划筹资 1 亿元，但发行第二天即被政府叫停，最终以失败告终；

2008 年，央行在《2007 年中国金融市场发展报告》中明确表示要“在未来一段时间内可以择机推出 REITs 产品”；

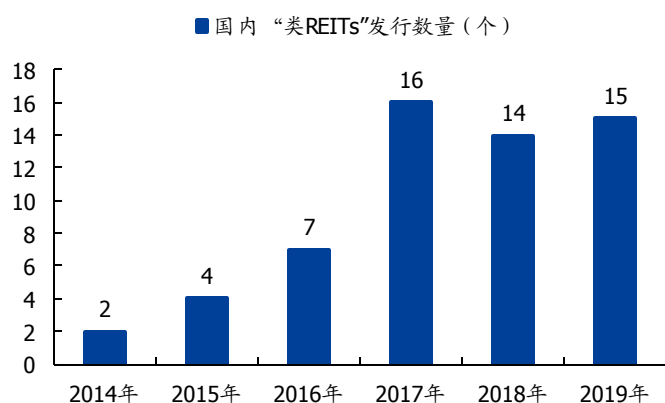
2009 年，央行制定 REITs 试点实施方案，并在北京、上海、天津等地开展试点工作；

2010 年，住建部等 7 部门发布的《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》中提出“鼓励金融机构探索运用保险资金、信托资金、房地产信托投资基金拓展公共租赁住房融资渠道”；

2013 年，证监会发布《证券公司资产证券化业务管理规定》，为我国类 REITs 的出现奠定了政策基础；

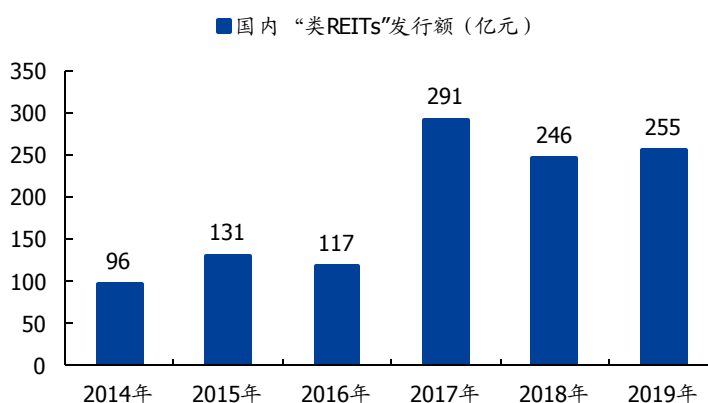
于是在 2014 年 5 月，我国首个房地产私募 REITs 产品“中信启航专项资产管理计划”在深交所挂牌上市，融资额 52.1 亿元，国内类 REITs 市场开始蓬勃发展。截至最新，我国已发行商业物业类 REITs 产品 58 支，合计规模 1136 亿元。

图表 6: 国内类 REITs 历年发行数量



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 国内类 REITs 历年发行额



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

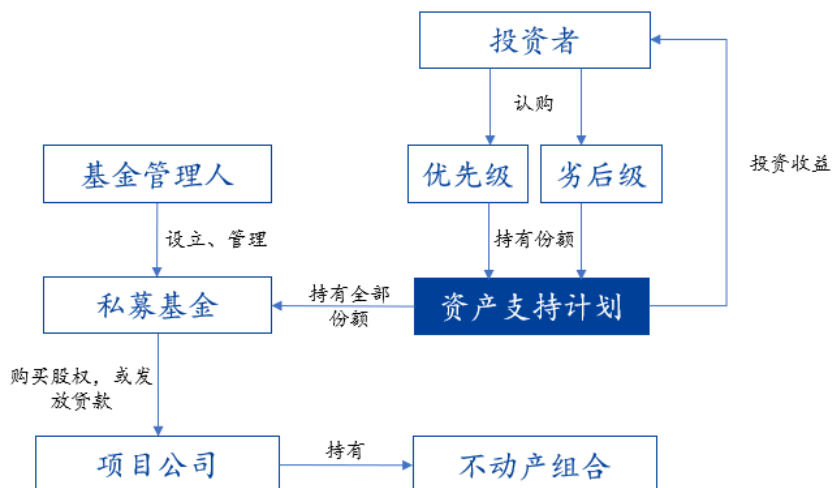
境内发行的商业物业类 REITs 产品虽然大体特征与标准 REITs 相符，但仍然与标准的 REITs 在交易结构、运营方式、流动性、税收安排、收益分配等方面均存在一些差异：

首先，从投资收益的形式来看，是股和债的区别，这个也是二者最大的区别，标准的 REITs 是通过持股或持有基金份额分享收益，同时可以在二级市场上交易产生资本利得，而国内类 REITs 由于采取的是专项计划形式，优先级与劣后级分层设计，外部投资者主要认购优先级，收益固定；

第二，在流动性上，国内商业物业类 REITs 基本都是私募发行，流动性弱，而标准 REITs 的基本特征之一就是能在二级市场上自由流通，流动性强。

第三，在税收安排上，税收优惠是海外 REITs 能够成为主流投资品之一的前提条件，而国内尚无相关税收优惠政策。

图表 8: 我国商业物业类 REITs 的基本形式



资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所

图表 9: 类 REITs 和标准 REITs 的对比

项目	类 REITs	标准 REITs
回报属性	混合偏债	权益, 强制分红比例
组织形式	专项计划	公司或信托
产品结构	优先+劣后	平层
投资者人数	不得超过 200 人	不限制
产品期限	一般 3 年设置开放期	永续
基础资产	固定的	可以不断收购新的
流动性	较差, 不可上市流通	可以在公开市场交易
税收优惠	无优惠	分红可抵扣所得税

资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所

目前国内所发行的商业物业类 REITs 给基建 REITs 发展提供了较强的借鉴意义。受制于目前资本市场政策法规不完善, 我国商业物业类 REITs 基本交易结构为专项计划通过私募基金来持有项目公司, 从而间接控制物业。实际运作中, 首先, 设立分层的资产支持专项计划, 投资者进行认购; 其次, 由基金管理人设立私募基金, 将资产支持计划全额认购该私募基金份额; 第三, 私募基金购买项目公司全部股权 (权益型) 或向项目公司发放贷款 (抵押型)。

但商业物业类 REITs 与基建 REITs 在所有权、流动性、收益率等方面存在一定区别, 类比时需要重点关注。1) 首先, 在所有权方面, 商业物业类 REITs 对不动产具备所有权, 而根据《物权法》规定“铁路、公路、电力设施、电信设施和油气管道等基础设施, 依照法律规定为国家所有的, 属于国家所有”, 因此基建类 REITs 的底层资产大都为这些基建资产的特许经营权。2) 第二, 在流动性方面, 商业物业资产在不动产二级市场上交易较为频繁, 流动性大, 而基础设施基本不存在交易市场, 且受制于国有资产管理, 特许经营权的转让存在较多限制。3) 第三, 在产品收益率方面, 商业物业类资产盈利的目的性较强, 且种类并不多, 大体可以划分为住宅、办公楼、商场等几个类型, 因此往往具备较高的管理效率; 而基建资产种类较为繁多, 不同类型项目现金流质量参差不齐, 且项目以公共服务目的为主, 运营难度虽然小, 但是没有太多成长性预期, 价格受到合同和政府管制。

2.3. 目前我国已有 3 例基建领域类 REITs 发行

我国基建类 REITs 仍处于积极探索期，目前已发行 3 例类 REITs，但都一致地采取了私募基金+ABN/资产支持专项计划的形式。这 3 例基建类 REITs 分别为：2019 年 6 月份的广朔实业-河北高速 ABN 项目、9 月份的中联基金-浙商资管-沪杭甬徽杭高速资产支持专项计划项目，12 月份的华泰--四川高速隆纳高速公路资产支持专项计划。3 例项目被认为是我国基建类 REITs 的破冰产品，具有先驱意义，具体来看：

2.3.1. 广朔实业 ABN 项目

2019 年 6 月 29 日，广朔实业-河北高速 ABN 成功发行，项目总规模 70 亿元，其中优先级票据 69.99 亿元共分成 7 档，次级票据 0.01 亿元。基础资产为沿海高速公路秦皇岛至冀津界段 2018-2026 年的高速公路通行费收入。该基础资产由河北交投沿海高速公路有限公司所有，该公司由河北省高速公路开发有限公司（河北高开）全资持有，而河北高开则由河北交投全资持有。

为何说这个 ABN 项目是一个类 REITs 项目？这个跟传统的 ABN 项目不同，该项目被市场认为是一个基础设施类 REITs，主要原因在于：1）使用了资产支持票据嵌套私募基金的结构设计，符合我国目前房地产类 REITs 普遍采用的结构特征；2）底层资产是高速公路收费权，属于典型的基础设施；3）募集资金使用 ABN 的形式，可以在银行间市场上自由流通，机构投资者可以自由买卖，投资者数量也不受到限制，具备一定的公募意义。

采用了 ABN 项目，为 ABN 形式的类 REITs 提供借鉴意义。ABN 由交易商协会主导，在银行间市场上市，投资者范围更广，数量不限制，公募性质更强。本例中私募基金持有项目公司 49% 的股份，并约定每年分配给私募基金 99% 的利润，使国企并未失去对项目的控制权，让 ABN 的基础资产只是抵押，不同于真实出售，因此依然在资产负债表里面。可能是发行人作为国企出于保障国有资产安全的考虑，因此采取了 ABN 的这种表内形式保留资产控制权。

该 ABN 项目总规模 70 亿元，其中优先级票据 69.99 亿元共分成 7 档，次级票据 0.01 亿元。其中优先 01-07 级的票面利率分别为 3.91%/4.09%/4.5%/5.18%/5.4%/6.48%/6.5%，利率随到期时间逐年提升。基础资产为沿海高速公路秦皇岛至冀津界段未来 2018-2026 年的高速公路通行费收入。

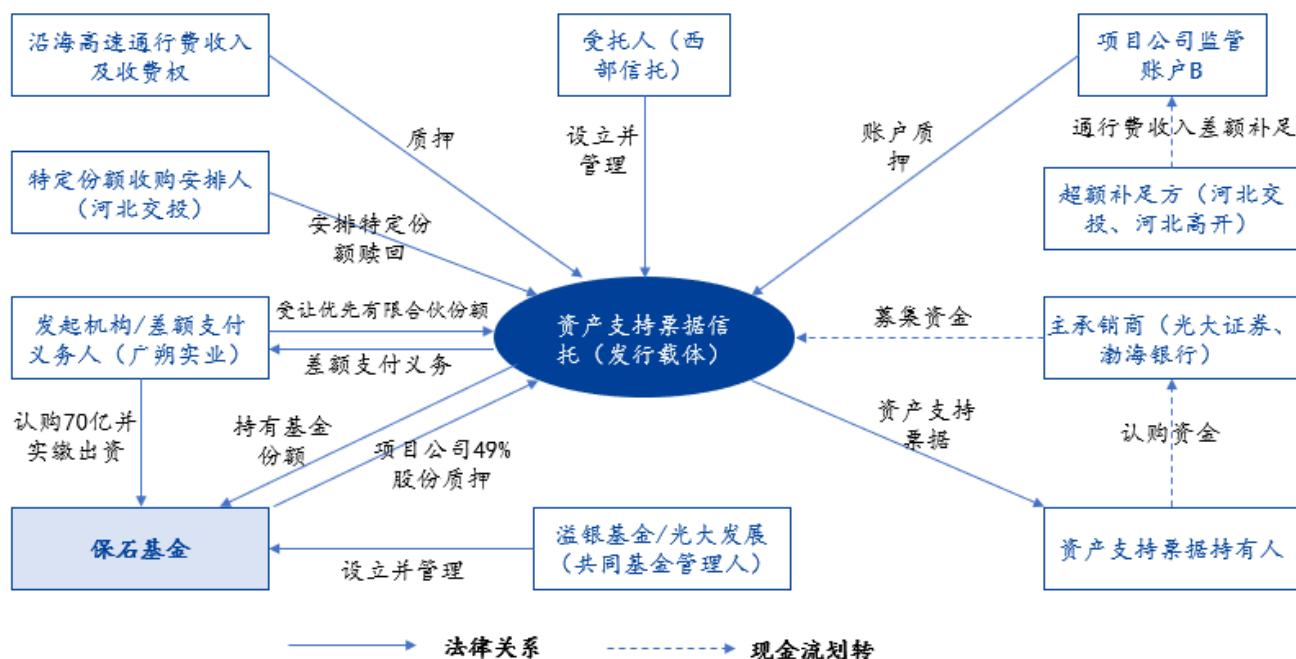
图表 10: 广朔实业 ABN 规模及成本期限

资产支持 票据	预期发行 规模 (亿元)	资产支持票据预计 到期日	资产支持票 据预期评级	利率类型	还本类型	付息频率
优先 01 级	5.99	2019 年 12 月 19 日	AAA	固定利率	到期还本	2019 年(含) 起每个自然 年度的 6 月、 12 月的 19 日 (该日为非 工作日的,应 调整为该日 后的第一个 工作日)付息
优先 02 级	8.50	2020 年 12 月 19 日	AAA	固定利率	到期还本	
优先 03 级	9.50	2021 年 12 月 19 日	AAA	固定利率	到期还本	
优先 04 级	10.50	2022 年 12 月 19 日	AAA	固定利率	到期还本	
优先 05 级	11.00	2023 年 12 月 19 日	AAA	固定利率	到期还本	
优先 06 级	12.00	2024 年 12 月 19 日	AAA	固定利率	到期还本	
优先 07 级	12.50	2025 年 12 月 19 日	AAA	固定利率	到期还本	
次级	0.01	2025 年 12 月 19 日	-	-	-	

资料来源：广朔实业 ABN 招募说明书，国盛证券研究所

广朔实业 **ABN** 交易结构相对复杂，关键的信息如下：1) 核心交易为私募基金保石基金以 70 亿元向沿海公司增资，持有了沿海公司 49% 的股权，同时，又向沿海公司提供了 17.5 亿元的股东借款；2) 沿海公司由于出资 17.5 亿元购买了保石基金次优先份额（预计主要目的为内部增信），所以实际增量融资为 70 亿元；3) **ABN** 由第三方公司广朔实业作为发起人发起，向投资者募集资金 70 亿元后全部购买保石基金的优先级份额；4) 私募基金持有项目公司 49% 股权，运营商河北高开持有 51%，但双方约定在资产支持票据信托存续的 7 年内，每年将按照保石基金 99%、河北高开 1% 的比例分配利润。

图表 11: 广朔实业 ABN 交易结构图



资料来源：广朔实业 ABN 招募说明书，国盛证券研究所

2.3.2. 沪杭甬徽杭高速资产支持专项计划

9月23日浙江沪杭甬高速公路股份有限公司(0576.HK)发布公告,中联基金-浙商资管

-沪杭甬徽杭高速资产支持专项计划已成功发行，并将于上交所挂牌上市。该专项计划产品以沪杭甬高速公司为原始权益人，以沪杭甬徽杭段高速公路为底层资产，由中联基金与浙商资管共同完成，发行规模 20.13 亿元，其中优先级资产支持证券中诚信证评给予 AAAsf 评级，发行利率 3.7%。

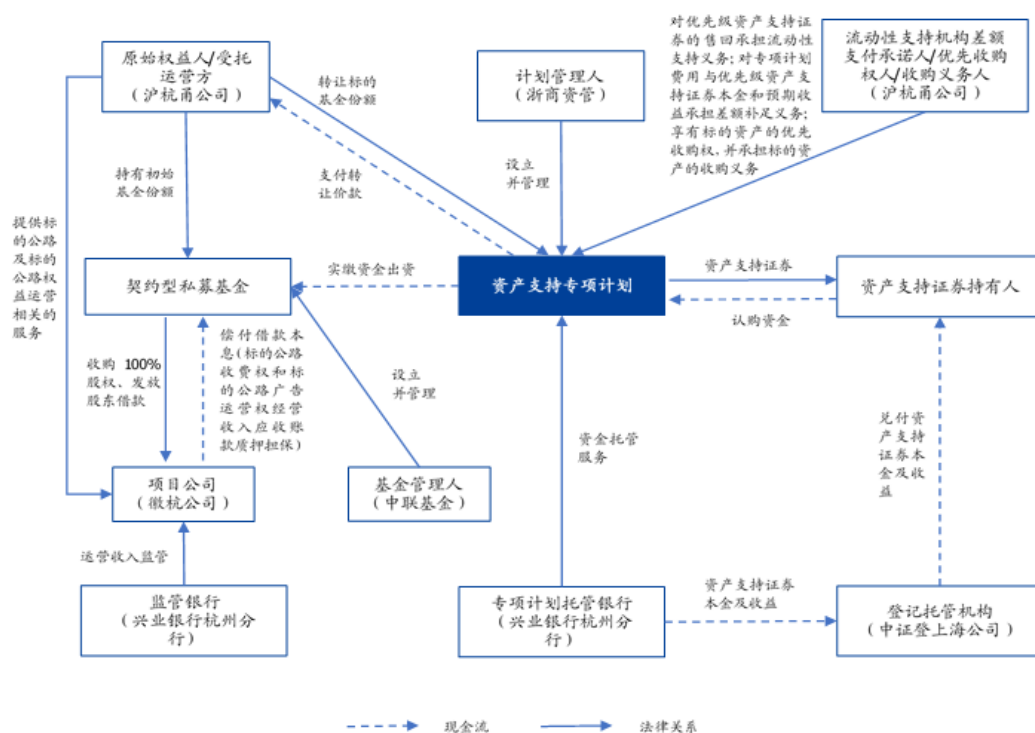
为什么说这个资产支持专项计划是一个类 REITs？该项目被认为又是一个基础设施类 REITs 项目，主要因：1）使用了资产支持专项计划和私募基金嵌套的形式，与我国当前主流类 REITs 的交易结构相符；2）以沪杭甬公司旗下的徽杭高速公路（安徽段）为底层资产，是典型的基础设施类项目。

采用了资产支持专项计划的形式，为该形式募资的类 REITs 提供借鉴意义。该项目采取了资产支持专项计划募集资金的形式，通过将项目公司 100% 股权转让给私募基金实现出表，降低了发起人整体资产负债率。但由于资产支持专项计划在交易所市场进行交易，投资者不仅限制了人数不能超过 200 人，同时还要求必须是合格的机构投资者才能进行二级市场上交易，因此实际上流动性非常弱。

可能是 2019 年 5 月底浙江省内政策推动的先行项目。2019 年 5 月 27 日浙江省交通运输厅发布《关于加快推进公路水运项目前期工作的通知（公开征求意见）》，提出创新融资机制，鼓励有条件的市县开展收费高速公路基础设施项目资产证券化（ABS）、公募 REITs 融资模式创新试点，盘活优质存量基础设施资产，形成资产变资金、资金变资本，同时引入社保资金、保险资金等长期资金，多种金融工具并同的可持续发展的投融资机制体制。沪杭甬项目于 8 月 22 日被上交所批准，9 月底完成发行，可能就是该政策的响应之一。

项目发行规模 20.13 亿元，其中优先份额 9 亿元，次优先份额 11.13 亿元，公司将全额认购次优先份额。该专项计划持续 15 年，优先类份额票面利率 3.7%，发起人（浙江沪杭甬）有权在资产支持证券存续期每 3 年调整。

图表 12: “中联基金-浙商资管-沪杭甬徽杭高速”资产支持专项计划拆分示意



资料来源：中诚信证评，国盛证券研究所

2.3.3. 四川高速隆纳高速公路资产支持专项计划

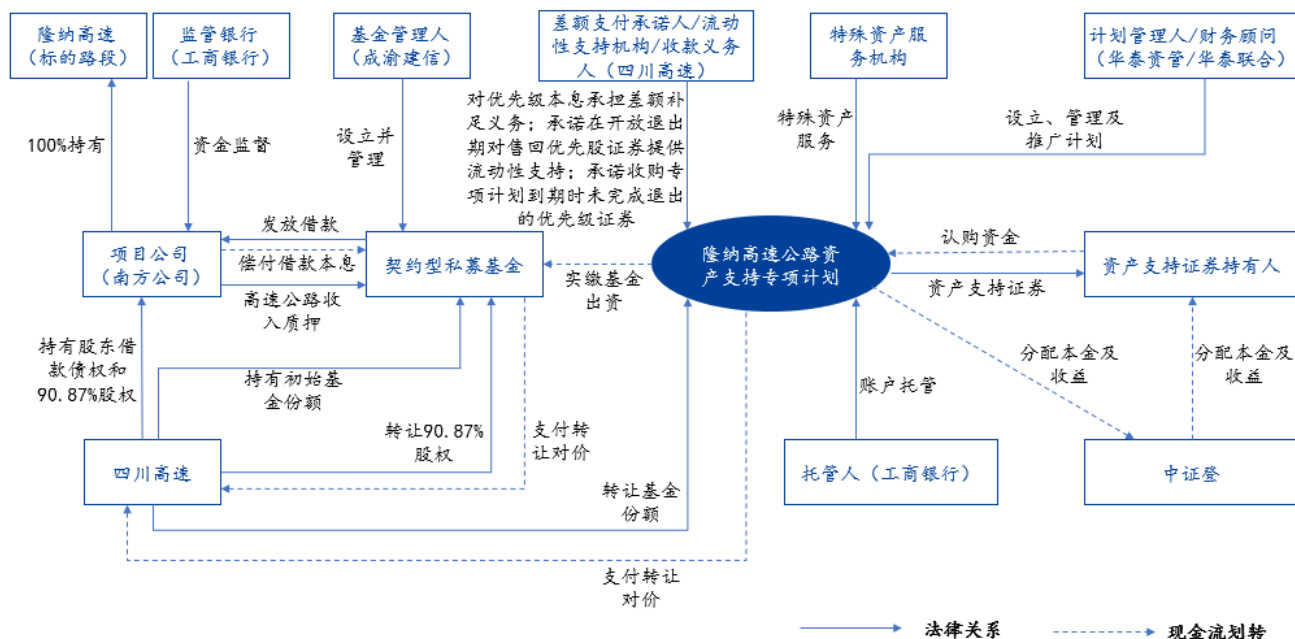
2019 年 12 月 27 日，四川交投在深圳证券交易成功发行“华泰-四川高速隆纳高速公路资产支持专项计划”，隆纳专项计划以四川交投所属南方公司营运的隆纳高速（隆昌-纳溪）为标的资产，面向特定投资者筹集资金，产品总规模 19.77 亿元，募集资金主要用于四川省交通重点项目投资建设。其中优先级 16.44 亿元，占比 83.16%，固定利率 3.68%，AAA 评级；次优先级 3.33 亿元，占比 6.84%。

为什么说这个资产支持专项计划是一个类 REITs？ 该项目与 9 月份发行的沪杭甬徽杭高速资产支持专项计划非常类似，也是一个高速公路基础设施类 REITs 项目，主要因：1）使用了资产支持专项计划和私募基金嵌套的形式，与我国当前主流类 REITs 的交易结构相符；2）以隆纳高速（隆昌-纳溪）高速公路资产、车辆通行费收费权及附属权益为底层资产，是典型的基础设施类项目。

中西部地区首个基建类 REITs 项目，发行效率高，示范意义大。 该项目系深交所首单、中西部首单、全国第三单基建类 REITs 产品，且发行效率极高，在短短的 2 个半月内即完成了注册发行流程，相比于一般的 REITs 产品平均发行时间缩短了一半以上。此外，项目融资成本低，仅 3.68%，低于 1 年期 LPR（当期 4.15%），体现出该项目质量较好，资本市场认可度较高。整体来看，该项目的成功发行，不仅利于改善四川高速公路资产的流动性、降低融资成本，同时还对国有企业优质资产的快速变现提供较好的示范意义。

交易结构清晰，是相对成熟的类 REITs 模式。 从交易结构上看：1）成渝建信基金作为私募基金管理人设立私募基金，四川高速作为原始权益人认购私募基金全部份额，并缴纳初始认购资金 1000 万元；2）华泰资管作为计划管理人设立专项计划募资 19.77 亿元；3）专项计划对价 1000 万元购买四川高速持有的私募基金全部份额，成为私募基金份额唯一持有人，然后将剩下的 19.67 亿元划付至私募基金募集结算专用账户；4）私募基金向四川高速收购股权和债权，其中以 1.06 亿元收购项目公司 90.87% 股份，18.7 亿元作为股东借款出借给项目公司。

图表 13: “四川高速隆纳高速公路资产支持专项计划”交易结构



资料来源：该项目计划说明书，国盛证券研究所

2.3.4. 三单基建类 REITs 总结

1) 1单 ABN 募资, 2单专项计划, 先驱启示意义强

广翔实业是以 **ABN** 形式进行募资，沪杭甬和隆纳高速则是以资产支持专项计划的形式进行募资，前者由交易商协会主导，在银行间市场上市，投资者范围更广，数量不限制，公募性质更强，且不形成实质出售，可能更加适合国企进行不丧失控制权的 **REITs** 化；后 2 者由证监会主导，在交易所市场上市，投资者限制在 **200** 人，且要求是合格机构投资者，公募性弱，但通过项目公司实现了隔离，形成实质出售，资产实现出表，降低了资产负债率。

2) ABN 项目利率更高，专项计划首发低利率，但存调整可能

广朔实业 2019-2025 年每年到期 1 期的产品票面利率分别为 3.91%/4.09%/4.5%/5.18%/5.4%/6.48%/6.5%，随着年份的增加而不断增加，根据 LPR 当期报价，2019 年 9 月 20 日，1 年期 LPR 为 4.2%，5 年期以上 LPR 为 4.85%，广朔实业 ABN 项目的短期融资成本略低于市场平均融资成本，但长期融资成本明显高于市场，且规模较大的产品都集中在后续年份中，整体融资利率偏高。

沪杭甬徽杭高速资产支持专项计划、四川高速隆纳高速公路资产支持专项计划 2 者的优先级份额票面利率分别仅为 3.7%、3.68%，明显低于市场水平。且发起人有权进行调整，考虑到调整并非是让投资者投票表决，而是发起人进行调整，因此更反映出项目的优质，发起人强势，融资成本可控，跟银行贷款相比具备比较优势。

3) 都是到期还本付息的债务类项目

无论是 ABN 嵌套私募基金，还是资产支持计划嵌套私募基金，其优先级份额本质上都属于债务类产品，资产支持证券产品需要到期或者逐期进行还本付息，且产品中增加了增信和差额补足等结构设计或约定条款，更加增强了产品的债性。

4) 产品流动性依然很差

ABN 在银行间市场交易，资产支持专项计划在交易所市场交易，均要求投资者是机构投资者，且交易所交易资产支持专项计划还要求是合格机构投资者，因此整体流动性偏差，交易不活跃。

5) 成熟的类 REITs，雏形的 REITs

3 个类 REITs 都和房地产主流类 REITs 结构设计非常类似，我国房地产 REITs 项目在现有资管框架体制下产品设计基本趋于成熟，当前 3 个基建类 REITs 也大概率是参考房地产类 REITs 产品而进行设计的，运用了目前成熟的设计框架。但类 REITs 再成熟，都达不到 REITs 的标准，只能算是早期模仿 REITs 的若干种形式之一。此次政策出台力推标准基建公募 REITs，将在权益性、公募性、流动性、标准性等方面改善工具性能，预计将大幅提高产品对参与各方的吸引力

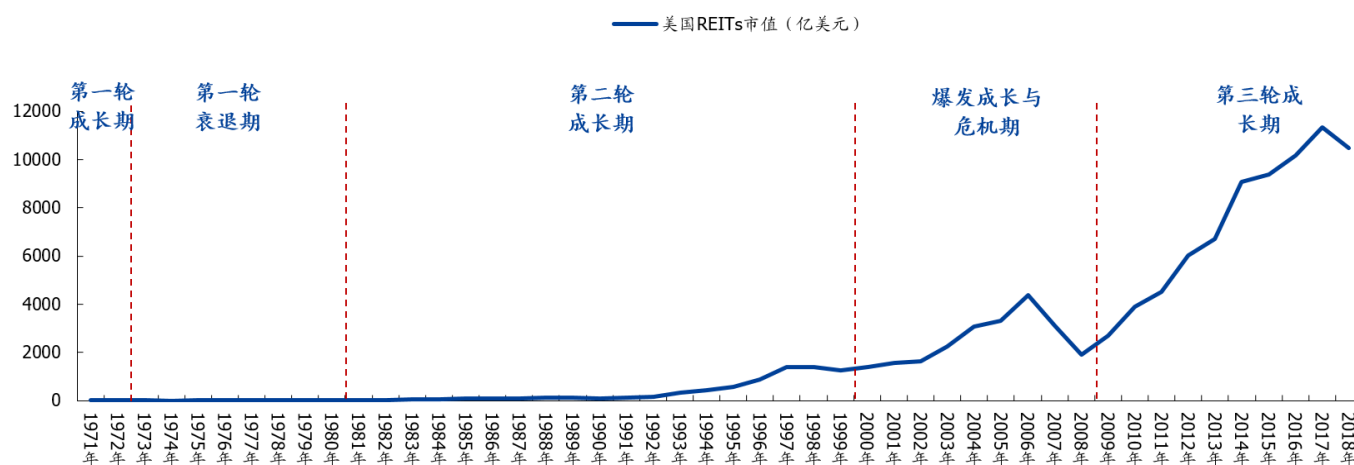
3. 基建 REITs 的国际发展与及其经验启示

3.1. REITs 起源美国，基建 REITs 是其第二大品类

REITs 起源于美国，早期主要用于盘活房地产存量资产，提升中小投资者参与度，并帮助房企融资。在各国经济发展的长期演变中，房地产不约而同地成为绝大多数国家经济发展的重要支撑力量，主要原因在于房地产对国民经济其他行业联动关系极大，且兼具消费和投资两大属性。但房地产单个项目的投资规模一般较大，中小投资者虽有投资意向却往往止步于高额的投资要求。而 REITs 可以通过将大型房地产项目以信托的方式划分成小额投资单位，并实现证券市场的流通，盘活了大量房地产存量资产，使房地产从不动产变得具备流动性，极大提升了广大中小投资者对房地产投资的参与度，也可帮助房企解决融资问题。

美国 REITs 的发展大致划分为以下几个阶段：雏形阶段、第一轮成长期、第一轮衰退期、第二轮成长期、爆发成长与危机期、第三轮成长期。

图表 14: 美国 REITs 历史市值及历史阶段划分



资料来源: Nareit¹, 国盛证券研究所

雏形阶段: REITs 最早可以追溯至 100 多年前 (19 世纪末期)，马萨诸塞州出现一批想要集资投资房地产市场的富人，同时还希望承担有限责任并实现合法避税，在当时的法

¹ <https://www.reit.com/>

律制度下，“公司制度”可以实现有限责任，但不允许“买卖房地产”是公司的主业，而“普通合伙人制度”允许从事投资性房地产，但不是有限责任。在此背景下，信托基金成为他们的选择，并创立了“马萨诸塞投资信托(MBT, Massachusetts Business Trust)”，成为历史上 REITs 最早的形式。

缓慢成长期(1960-1966): 1960 年，美国立法通过了《房地产投资信托基金法案 Real Estate Investment Trust Act》，正式推出权益型 REITs；同时还推出了《联邦税收法案 Internal Revenue Code》，赋予了 REITs 和共同基金相同的税收优惠，即 REITs 分配给投资者的收益在基金层面可以免征所得税。REITs 的正式推出以及税收优惠制度的建立，赋予了 REITs 真正能和其他投资产品同台竞争的實力，但发展初期市场重视度不高。

第一轮成长期(1967-1972): 1967 年，区别于权益型 REITs，美国推出了抵押型 REITs，银行通过抵押型 REITs 可以以出表的方式实现发放贷款。而当时美国通货膨胀背景下货币政策趋紧，房地产行业资金面紧张。银行贷款出表与房企融资需求结合在一起后，大量抵押型 REITs 应运而生。

第一轮衰退期(1973-1980): 随着抵押型 REITs 市场竞争激烈，银行放贷的标准逐渐降低，许多抵押型 REITs 公司在短期快速发展中采取了高财务杠杆过度扩张。1973 年爆发了第一次石油危机，美国经济陷入滞胀，过度扩张的抵押型 REITs 公司普遍资金链断裂，REITs 发展进入第一轮衰退期。

第二轮成长期(1981-1999): 80 年代，美国为了走出滞胀，采取了“紧货币，宽财政”的政策，减税幅度大，市场上出现了大量以避税为目的的房地产投资建设活动，地产价格开始下跌。到 90 年代开始地产价格开始回升，但由于前期投资较大，房企资金紧张。1986 年随着里根总统《税收改革法案》的通过，并相继出台了 REITs 系列法规，美国放松了对 REITs 经营范围的限制，允许直接经营和拥有房地产(此前 REITs 只能持有地产，不能经营管理)，让 REITs 的投资价值进一步凸显。此外《法案》还对 REITs 的主要竞争产品 RLP(房地产有限合伙)的减税优惠进行了限制，其通过产生账面亏损而对投资者进行税收抵扣的能力大打折扣。在房企缺钱+REITs 出现重大变革的背景下，权益型 REITs 成为房企融资的重要渠道，行业进入第二轮快速成长阶段。

爆发成长与危机期(2000-2008): 本世纪初，互联网泡沫造成经济衰退后，美联储实行了长达数年的降息政策，银行放贷规模飙升，并催生了美国房价的大幅上涨，REITs 规模也出现爆发式增长。但在 2007 年次贷危机中，REITs 规模有所下滑。

第三轮成长期(2009-至今): 自 2009 年后，美国经济进入复苏周期，REITs 再迎黄金发展阶段，根据 Bloomberg 最新统计数据，美国 REITs 总市值已达 1.3 万亿美元。

REITs 经过半个世纪的发展，已经成为世界上主流投资品之一。美国推出 REITs 后，迅速在世界范围内快速蔓延，根据全美房地产投资信托基金协会(Nareit)数据，目前已经有 38 个国家和地区建立了 REITs 市场。截至最新数据，Bloomberg 统计全球 REITs 总市值约 2.0 万亿美元，其中美国占据约 1.3 万亿美元，是全球最大的 REITs 市场。亚太地区是除美国之外的第二大 REITs 市场，合计 2829 亿美元市值，其中日本、新加坡、香港三个区域 REITs 市值规模已发展较大，分别为 1375/698/438 亿美元。

基础资产的范围也逐渐多样化，其中美国基础设施占比排名第 2。2007 年美国国税局在给美国电力基础设施联盟的批复函中确认了基础设施可以成为 REITs 的合格投资对象²，这一批复函确立了 REITs 投资基础设施项目的合法地位。此后在几年内，美国国税局规定从非传统型不动产投资中获得的租赁收入，也可以成为 REITs 的合格收入。目前美国

² <https://www.irs.gov/pub/irs-wd/0725015.pdf>

的 REITs 已广泛投资于电力配送网络、移动通信塔、天然气管道网等专业性的基础设施领域。根据 Nareit 数据，美国当前权益型 REITs 共 164 支，合计规模约为 1.25 万亿美元，其中住宅、基础设施、零售是占比最大的 3 类基础资产，市值分别为 1953/1948/1634 亿元，分别占总市值的 15.6%/15.6%/13.0%。

图表 15: 全球主要区域 REITs 总市值规模

国家/地区	总市值 (亿美元)	数量 (个)
美国	12953	247
欧洲	2116	262
亚洲	2829	183
日本	1375	63
香港	438	11
新加坡	698	33
澳大利亚	1053	55
加拿大	609	42
其他	497	90
合计	20057	879

资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 16: 美国权益型 REITs 按基础资产分类规模

分类	REITs 数量	市值 (亿美元)	市值占比
FTSE Nareit All Equity REITs	164	12527	100.0%
按部门分类 (Sectors):			
住宅 (Residential)	21	1953	15.6%
基础设施 (Infrastructure)	5	1948	15.6%
零售 (Retail)	33	1634	13.0%
健康医疗 (Health Care)	17	1268	10.1%
工业 (Industrial)	14	1229	9.8%
写字楼 (Office)	18	1032	8.2%
数据中心 (Data Centers)	5	905	7.2%
自助仓储 (Self Storage)	5	668	5.3%
多元化用途 (Diversified)	16	637	5.1%
其他 (Specialty)	11	555	4.4%
酒店/度假 (Lodging/Resorts)	15	408	3.3%
林场 (Timberland)	4	289	2.3%

资料来源: Nareit, 国盛证券研究所

图表 17: 美国 7 个基建 REITs 主要情况

名称	行业	基础资产描述	市值 (亿美元)	分红收益率 (%)
American Tower Corporation	无线通信	拥有超过 17 万个通信站点, 进行通信塔、通信设备租赁管理	948.9	1.64%
SBA Communications Corporation	无线通信	无线通讯设备租赁	396.4	--
Landmark Infrastructure Partners LP	无线通信	主要运营无线通信、户外广告以及可再生能源发电等资产	4.2	8.91%
Crown Castle International Corp.	无线通信	拥有、经营和租赁无线通信塔及其他无线通信基础设施	563.3	3.35%
CorEnergy Infrastructure Trust	能源	管道、储罐、传输线、收集系统等	5.17	7.49%
InfraREIT, Inc.	电力传输	输电和配电资产	--	--
Uniti Group Inc.	无线通信	提供无线基础设施解决方案	17.8	2.14%

资料来源: Nareit, Bloomberg, 国盛证券研究所

3.2. 澳大利亚、新加坡、香港、印度均积极推出基建 REITs

REITs 可以直接运用于基础设施领域, 包括澳大利亚的 LIF (上市基础设施基金, Listed Infrastructure Fund), 新加坡和香港的基础设施 BT (商业信托, Business Trust), 印度的 InvITs (基础设施投资信托基金) 等。

3.2.1. 澳大利亚

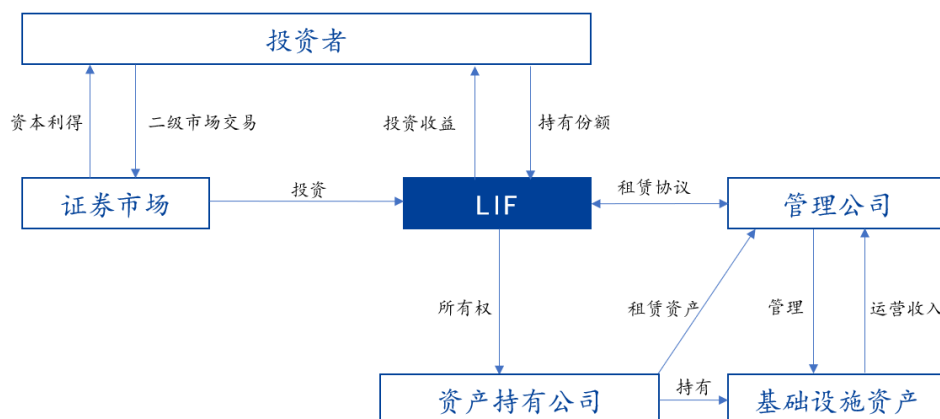
LIF (上市基础设施基金, Listed Infrastructure Fund) 是澳大利亚以基础设施为基础资产的“类 REITs 模式”。澳大利亚发展基础设施产业基金在世界上起步较早, 规模较大, 在全球市场中具有重要地位。

澳大利亚 LIF 是契约型基金, 一般由私募设立, 运营一定年限后可以上市转为公募, 基金份额持有人对信托持有表决权, 份额可自由流通, 信托拥有资产持有公司, 并租赁给管理公司进行管理, 管理公司获取运营收益后通过与信托的租赁协议积极给投资者分红。

根据北京大学光华管理学院的研究³, 截至 2019 年年初, 澳大利亚共有 LIF 产品 7 支, 当前总市值合计约 615 亿美元, 其中基础资产类型涵盖收费公路、机场、天然气管道、输电网、风电站等。

³ 北京大学光华管理学院, 《中国基础设施 REITs 创新发展研究》, 2019 年 1 月。

图表 18: 澳大利亚 LIF 交易结构



资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所

图表 19: 澳大利亚的 7 个 LIF 产品情况

名称	基础资产	基础资产描述	市值 (亿美元)
Transurban 集团	收费公路	经营管理澳大利亚 13 条收费公路, 美国 2 条收费公路, 加拿大 1 条收费公路。	282
Sydney Airport	机场	每年接待 4300 万乘客人次, 连接悉尼和将近 102 个国家、国内和地区目的地。	125
APA 集团	天然气管道	1.5 万公里天然气管道, 提供全国一半的天然气管道使用量, 管理和运营超过 200 亿美元的资产组合	90
AusNet Services	输电网, 天然气管道	拥有和运营近 130 亿澳元的电力和天然气网络资产。	49
Macquarie Atlas Road Group	收费公路	2 条法国东部高速公路, 合计 2338 公里; 1 条美国高速公路, 22 公里; 1 条德国隧道, 2.1 公里。	37
Spark 基础设施集团	输电网	4 个输电网络, 服务澳大利亚 500 多万个家庭	29
Infigen Energy	风力发电	7 个风能站点、1 个能源储备站点、8 个风能开发站点、9 个太阳能站点	3

资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

3.2.2. 新加坡/香港

基础设施商业信托是新加坡和香港等地区进行基建 REITs 的主要方式, 其主要结构是发起人将能产生运营收益的基础设施资产分拆设立商业信托, 向投资者公开发售可在二级市场上公开交易的收益凭证, 其中信托资产的日常管理由发起人控股的管理公司负责⁴。信托基金于 2002 年作为创新型金融工具被引入到新加坡、香港、马来西亚等亚太地区, 并逐渐成为基础设施 REITs 化的重要工具。

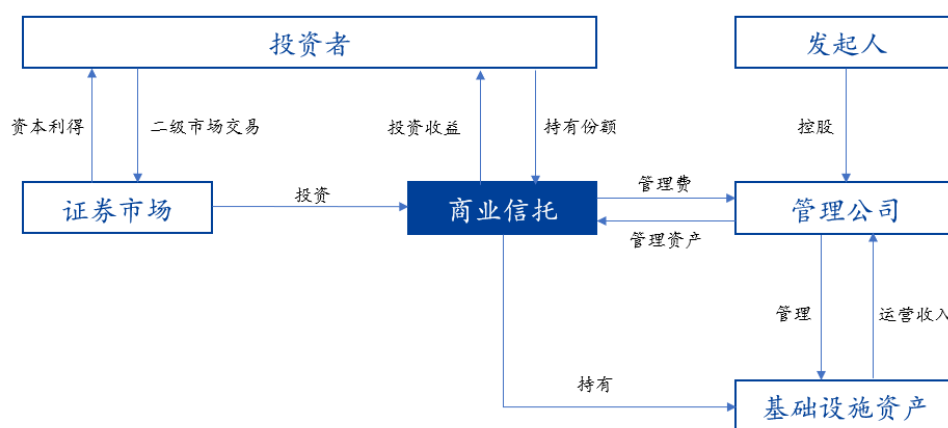
基础设施商业信托的交易结构中, 首先由发起人设立商业信托作为上市载体, 注入基础设施资产; 接着发起人设立控股管理公司来负责商业信托的管理; 然后由投资者对商业信托份额进行投资, 最终受益来源于基础资产的运营利润。

⁴ 戴苏琳, 中证金融研究院, 《关于发展实业资产投资信托基金支持基础设施建设直接融资的政策建议》, 2018 年。

新加坡商业信托发展较早，根据新加坡货币当局（Monetary Authority of Singapore）数据显示⁵，目前新加坡已登记上市的商业信托共有 20 支，其中涉及基础资产为基础设施的共有 6 支，合计市值 61.3 亿美元（不含未上市的商业信托）。这些基础设施商业信托的基础资产包含天然气运输船、港口、发电站、光纤网络等。

香港紧跟新加坡商业信托发展步伐，针对商业信托上市，香港采取“合订证券”（Stapled Securities）的框架，要求信托单位与控股公司加以合并发行，就其个别组成部分不得单独买卖或转让，以使监管单位按照证券相关规范加以监管。根据香港联交所数据⁶，目前已经有 4 支合订证券上市，其中以基础设施为运营资产的有 2 支，分别为：1）香港电讯（06823），运营通信及宽带服务资产，总市值 122 亿美元；2）港灯-SS（02638），运营发电站，提供发电、输电、配电和供电服务，总市值 91 亿美元。

图表 20: 新加坡/香港基础设施 BT 交易结构



资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

图表 21: 新加坡已登记的基础设施商业信托

商业信托名称	登记日	基础资产	市值（亿美元）
Greenship Gas Trust	2013/1/14	天然气运输	未上市
Greenship Holdings Trust	2013/1/14	船运	未上市
Hutchison Port Holdings Trust	2011/2/25	港口	19.16
Keppel Infrastructure Trust	2007/1/8	基础设施，含发电厂、燃气、数据中心等	16.89
NetLink NBN Trust	2017/6/29	光纤网络基础设施	25.24
TOP-NTL Shipping Trust	2012/5/4	船运	未上市

资料来源：Monetary Authority of Singapore，国盛证券研究所

3.2.3. 印度 InvITs

印度证券交易委员会（SEBI）于 2014 年 9 月先后发布《房地产投资信托守则 REITs》和《基础设施投资信托守则 InvITs》，允许开展房地产投资信托基金（REITs）及基础设施投资信托基金（InvITs）业务。印度 REITs 和 InvITs 均是以信托（Trust）为载体。

截至目前，投资基础设施领域的 InvITs 已落地 2 单，分别为 Indi Grid InvITs 和 IRB InvITs，根据两公司官网数据，其中 Indi Grid InvITs 主营电力网络，拥有 6 个运营项目，3 个变

⁵ <https://www.mas.gov.sg/regulation/capital-markets/List-of-Registered-Business-Trusts>

⁶ https://www.hkex.com.hk/Products/Securities/Equities/List-of-Stapled-Securities?sc_lang=zh-HK

电站以及 13 条传输线；IRB InvITs 是印度收费公路建设与运营公司 Infrastructure Developers 以旗下 6 条收费公路为基础资产推出的 InvITs，总里程 702 公里。截至最新，Indi Grid InvITs 和 IRB InvITs 的市值分别为 7.6 亿美元和 4.7 亿美元。

3.3. 海外基建 REITs 的总结与启示

基建是 REITs 的重要基础资产类别。在国际范围内，早期 REITs 的基础资产主要是以房地产为主，但随着 REITs 的不断成熟，拥有良好现金流的基础设施也逐渐成为 REITs 基础资产的重要组成部分。美国的 REITs 中，基础设施占比已经达到了 15.6%，是其第二大基础资产类别；澳大利亚、新加坡、香港、印度也都紧随着美国的脚步顺利推出了基础设施 REITs。

国际上基建 REITs 的基础资产并不局限，多类细分领域基建项目均可 REITs。细分来看，国际上基建 REITs 的基础资产主要包括通讯设施、石油天然气运输设施、电力输送设施、收费公路、机场、港口、船运等，这些拥有良好现金流的基础设施为我国未来发展基建 REITs 提供了良好的借鉴意义。

法律法规的完善是基建 REITs 发展的前提。无论是美国、澳大利亚、香港、新加坡、印度，其 REITs 的顺利推出都离不开当地法律法规所给予的各类支持，包括在资本市场上自由发行流通、给予各类税收优惠等。因此我国在相关领域也应当积极变革，当前证监会与发改委已经下发了基建 REITs 试点，后续应争取早日推出更完善的法律法规，以为基建 REITs 提供多方政策支撑。

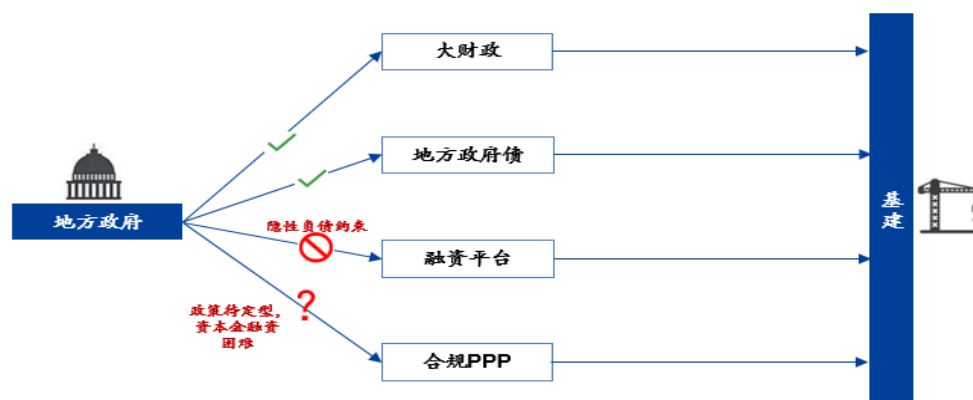
4. 发展基建 REITs 对当前我国具有重要现实意义

4.1. 对地方政府：盘活巨量存量资产，降低杠杆率，补充基建资金来源

4.1.1. 地方政府在去杠杆背景下融资渠道受限

2018 年以来，我国基建投资增速持续低迷，主要因地方政府隐形债务约束，导致传统的融资平台受限，同时 PPP 监管也不断升级，基建的资金来源受到较大限制。虽然有地方政府专项债券的补充，但预计难以完全弥补传统方式的收缩。近两年政府也通过减税的形式支持实体经济，土地出让收入增速也有所放缓，大财政资金的支出也受到更强约束。基建投资需要新的融资方式。

图表 22: 基建投资的四个资金来源



资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所

4.1.2. 基建 REITs 可以盘活存量资产, 补充基建资金来源

REITs 相当于提前变现存量资产, 反哺短期融资需求。在一般的基建项目中, 由于项目建设和运营时间往往长达 10-30 年, 资金投入进去后即长时间失去流动性, 因此基建项目资金运用效率普遍都很低。而基建资产进行 REITs 化相当于将现金流情况好的基建存量资产提前进行变现, 反哺建设中的短期融资需求, 可以大大地提升资金的使用效率。给资金密集性的建筑业注入“强心剂”。有了资金的活水注入以及资产加快流动, 基建行业需求持续增长预期明显增强。

以收费公路为例, 保守估计潜在规模可达 **4000 亿**。收费公路由于现金流好, 可以认为是基建 REITs 的理想资产, 截至 2018 年, 我国收费公路总里程已达 16.8 万公里, 累计建设投资总额 8.9 万亿, 2018 年产生通行费收入 5552 亿元, 参考国外 REITs 与 GDP 的比例, 收费公路 REITs 化的比例可以稍高一些, 保守假设累计建设投资总额的 5% 被 REITs 化, 则对应潜在规模约 4000 亿元。

图表 23: 我国收费公路里程、建设额及通行费收入

年份	里程:总计(公里)	累计建设投资总额:总计(亿元)	通行费收入:总计(亿元)
2013 年	156,453	54,432	3,652
2014 年	162,576	61,449	3,916
2015 年	164,434	69,488	4,098
2016 年	171,092	75,858	4,548
2017 年	163,737	82,344	5,130
2018 年	168,071	88,823	5,552

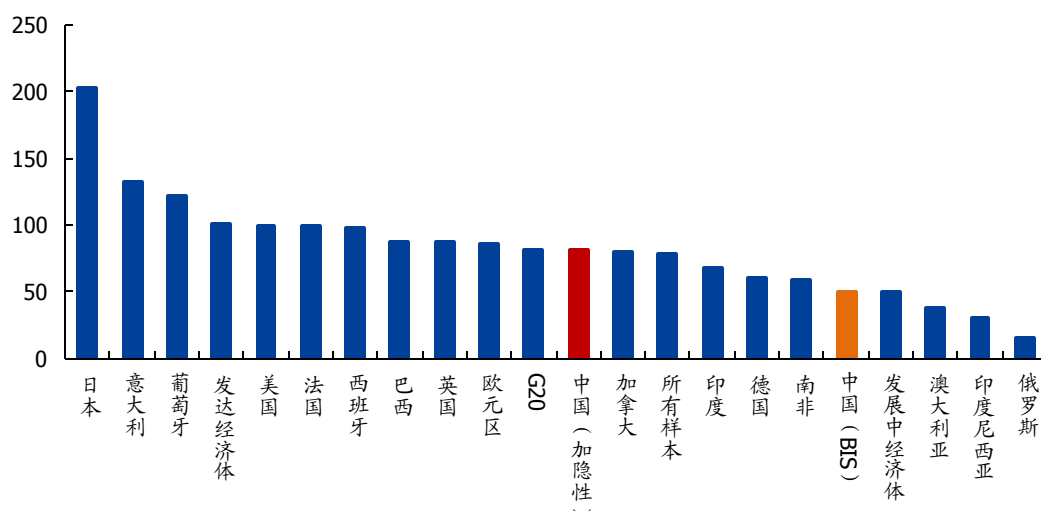
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

4.1.3. 基建 REITs 有望降低地方政府负债率

我国政府杠杆率整体处于国际中等偏高位置。根据 BIS 数据，2018 年，我国政府杠杆率为 49.8%。而在考虑隐性负债后，我国政府 2018 年总的债务规模达到 73 万亿，占 GDP 的 81.5%，该数据排在 BIS 公布数据的国家地区的第 15 名，处于中等偏上的水平。其中高于中国的主要经济体有日本(202%)、美国(98.7%)、英国(86.7%)、法国(98.5%)等地区。

我国政府债务大部分形成了固定资产，通过基建 REITs 可以实现降低地方政府杠杆率的功能。国外高福利国家往往通过举借过多的政府债务来发放社会福利，包括医疗、养老、教育、失业救济等消费类型的福利，这些政府债务往往通过人们的消费而直接堆积，难以转化为可变现的资产。而我国与那些高福利国家不同，我国政府债务大都是投入到了基础设施建设，这些债务能够切实地形成固定资产，资产变现后可以偿还债务，因此我国政府债务的质量本身比海外高福利国家更为优良。而 REITs 等资产证券化手段则可以将基建等固定资产进行变现，盘活存量资产，在需要的时候可以降低地方政府杠杆率。

图表 24: 国际政府杠杆率比较 (单位: %)

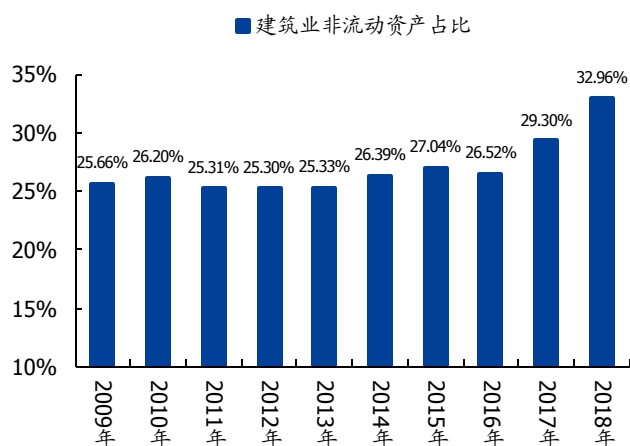


资料来源: BIS, 国盛证券研究所

4.2. 对 PPP 社会资本及建筑企业: 实现商业模式闭环, 增强业务可持续性

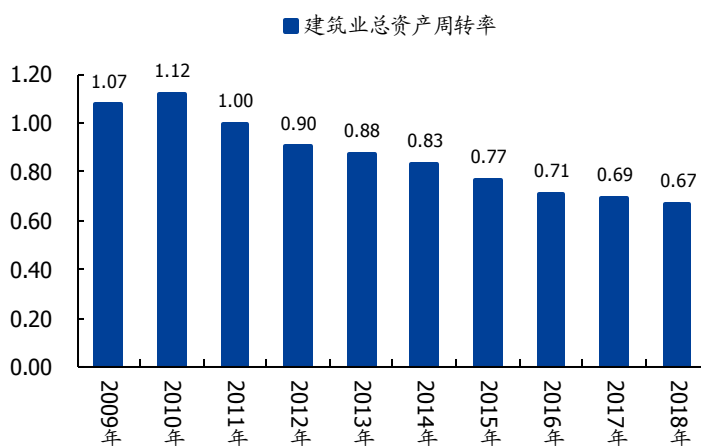
建筑企业参与 PPP 投资也面临资产结构变重, 周转率降低, 融资困难等问题, “投-建”模式难以可持续发展。传统的建筑企业以建设施工环节为主, 属于劳动密集型, 竞争壁垒较低。随着 BOT、PPP 等投资类项目的快速发展, 特别是 2016-2017 年 PPP 爆发式增长后, 越来越多的企业参与到投资项目的竞争中来。但投资项目需要消耗企业宝贵的自有资金, 且资金会沉淀在项目中长达十年甚至更久, 特别是随着 2018 年外部融资环境的收紧以及资产负债率的约束, 建筑企业发现“投资-建设”这样的模式难以实现可持续的发展。由于投资项目的广泛参与, 建筑行业近两年非流动资产占比明显上升, 资产周转率也在不断下降。

图表 25: 建筑业非流动资产占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 26: 建筑业总资产周转率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

PPP 项目也是一类良好基础资产，基建 REITs 推出可以为 PPP 等投资类项目提供退出渠道，盘活资产，增加对社会资本吸引力。为盘活 PPP 项目存量资产，近年来 PPP 资产证券化持续受政策推进。首批 4 单 PPP 资产证券化项目实现集中落地。资产证券化是基础设施领域重要的融资方式之一，可以盘活存量资产、加快社会投资者的资金回收、吸引更多社会资本参与 PPP 项目建设。整体来看，PPP 和基建 REITs 是相互促进、相互补充的关系。第一，PPP 是信息披露制度、政策监管体系、业务流程相对成熟的基建投融资模式，其在信息披露、合规性等方面已经经历了一定的检验，并且依然在不断改进，底层资产的质量和标准化程度是较好的，后续大量 PPP 进入运营期后为基建 REITs 提供了大量优质的基础资产。第二，当前建筑企业普遍重施工而不重运营，在这几年投入建设的 PPP 项目陆续完工后，建筑企业将面临资金退出的问题，而基建 REITs 则为 PPP 项目的早期投资者提供了一条可行的退出通道。第三，目前 PPP 项目在前投入中也会重点考虑资金的退出渠道，未来一旦基建 REITs 成为 PPP 的退出渠道后，社会资本投资参与 PPP 项目的热情有望被提振。第四，若基建 REITs 在政策层面提供税收优惠，则将进一步改变当前社会资本参与 PPP 的现状。

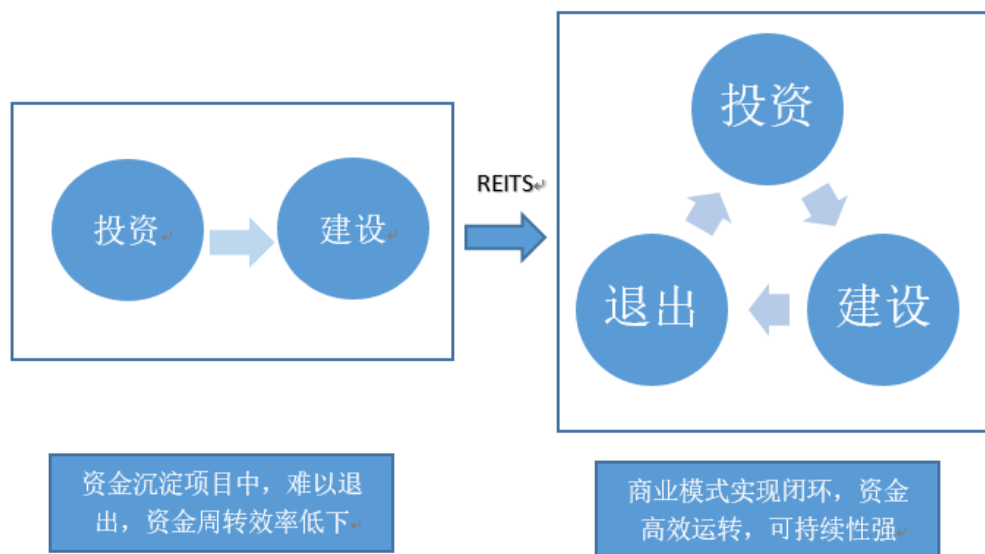
图表 27: PPP 资产证券化首批 4 单项目

项目名称	原始权益人	管理人	基础资产	期限	规模	利率
广发恒进-广晟东江环保虎门绿源 PPP 项目资产支持专项计划	东莞市虎门绿源水务有限公司	广发资管	污水处理收费收益权	15 年（优先共 5 档，3×5）	3.2 亿（优先 3 亿，次级 0.2 亿）	4.15%（优先）
中信建投-网新建投庆春路隧道 PPP 项目资产支持专项计划	杭州庆春路过江隧道有限公司	中信建投	杭州市庆春路隧道《专营权合同》债权	14 年（各档证券均为 14 年）	11.58 亿（优先 A 级 7 亿，优先 B 级 4 亿，次级 0.58 亿）	4.05%（优先 A）；4.15%（优先 B）
中信证券-首创股份污水处理 PPP 项目收费收益权资产支持专项计划	北京首创股份有限公司在山东的 6 家下属水务公司	中信证券	污水处理收费收益权	18 年（优先共 18 档，1×18）	5.3 亿（优先 5 亿，次级 0.3 亿）	3.7%-4.6%（优先）
华夏幸福固安工业园区新型城镇化 PPP 项目供热收费收益权资产支持专项计划	固安九通基业公用事业有限公司	招证资管	固安工业园区供热收费收益权	6 年（优先共 6 档，1×6）	7.06 亿（优先 6.7 亿，次级 0.36 亿）	3.9%-5.2%（优先）

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

基建 REITs 提高资金周转效率，实现建筑企业商业模式闭环，业务可持续发展。基建 REITs 的推出可盘活在手的运营资产存量，解放沉淀在项目中的自有资金，显著提升资金使用效率，从而降低资产负债率，使得业务从“投-建”变为“投-建-退-投”的商业模式闭环，走上可持续发展道路。

图表 28: REITs 带来的建筑企业商业模式变革示意图



资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

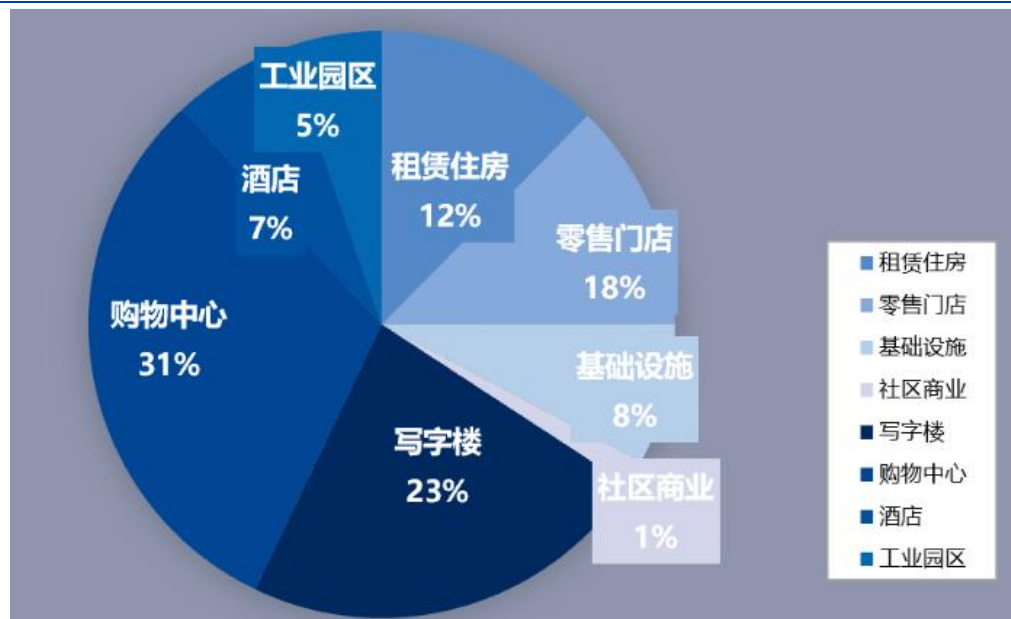
4.3. 对金融市场投资者：提供新的大类资产配置渠道

4.3.1. 基建 REITs 提供了一种新的大类资产配置渠道，从海外市场看取得了较好的回报

当前资本市场投资基建项目渠道较窄，基建 REITs 有望成为一种新的大类资产配置方向。目前资本市场投资者直接投资基建的渠道较窄，主要以基建行业的贷款、非标资产、政府债券等债权类投资为主，参与的机构也多是银行等机构投资者，资产流动性也较为缺乏。而基建 REITs 可以为投资者提供全新的投资于基建的渠道，丰富资本市场投资品种，提升基建类资产的流动性，可以引入个人投资者、私募基金、公募基金等更广泛的参与者，最终形成一类流动性强、参与者广泛、回报相对较高的新的大类资产配置方向。

相比于美国，我国基建 REITs 占比较低，提升空间大，未来可承载更多的资金。根据不动产投资信托基金研究中心(RCREIT)最新数据统计，目前我国已经累计发行类 REITs 产品 68 支，合计规模 1403 亿元，其中基础设施类占比 8%；而购物中心、写字楼、酒店三类占比最大，分别为 31%/23%/7%。长期来看，发展基础设施 REITs 不仅可以我国类 REITs 向 REITs 推进，同时可以拓展目前 REITs 的投资范围。相比美国基建 REITs 占比 16%，我国基础设施类 REITs 占比依然较小，未来有较大的提升空间。

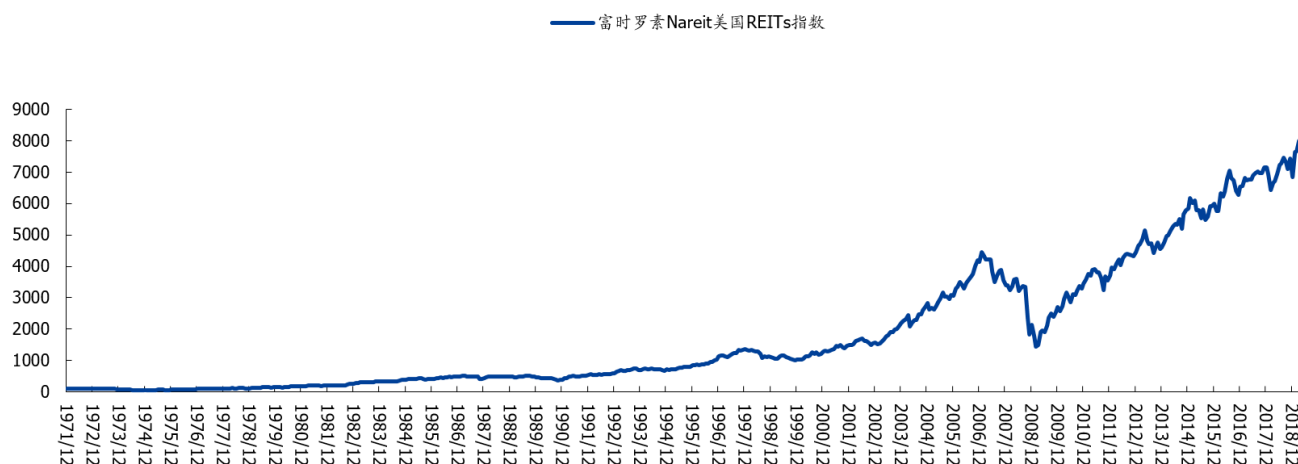
图表 29: 我国类 REITs 持有资产类型



资料来源: RCREIT, 国盛证券研究所

美国的 REITs 为投资者们提供了丰厚的回报。REITs 市场的内在驱动力是其作为投资产品在风险和收益上的特点: 即相对稳定的收益率和与其他投资品较低的相关性。以美国市场为例, 截止 2019 年 6 月底, 富时罗素 Nareit 美国 REITs 总回报指数为 8139 点, 相比于 1971 年 12 月份已经上涨 81 倍, 47 年年化复合收益率高达 9.4%, 为 REITs 投资者们提供了近半个世纪的稳健收益率。

图表 30: 富时罗素 Nareit 美国 REITs 指数历史走势



资料来源: Nareit, 国盛证券研究所

4.3.2. 基建 REITs 与银行、保险等长线资金相契合

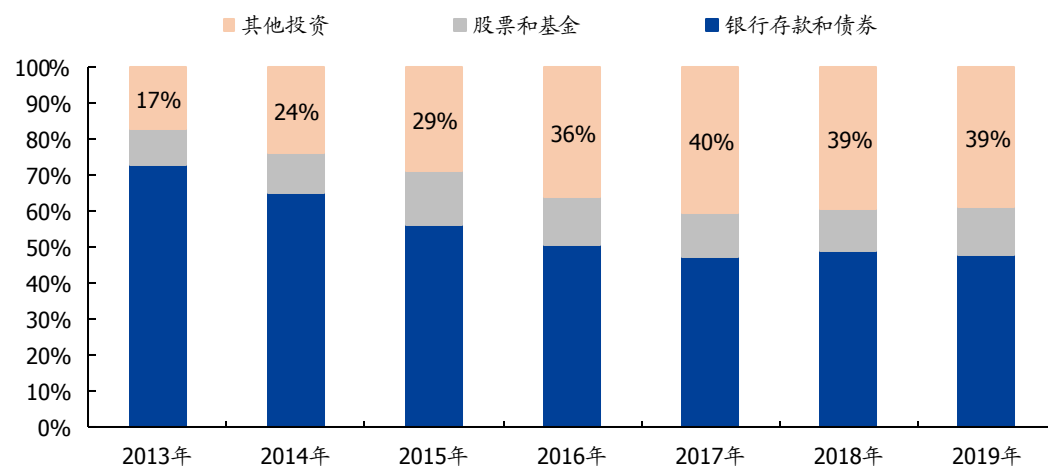
商业银行长期以来就是我国基建领域的主要资金来源之一。此前商业银行与地方融资平台处于长期合作关系, 积累了大量的基建项目投资经验。虽然近年来随着隐形债务的不断监管、融资平台的规范化、以及资管新规的出台使非标资产趋于收缩, 但未来银行仍可以通过自营或者银行理财子公司参与到基建 REITs 等资产证券化项目中, 银行依然是我国基建资金来源不可或缺的一环。

商业银行投资资产证券化有利于降低其风险资本占用。我国当前监管框架下，对于资产证券化风险资本占用比例的法律依据主要来源于《商业银行资本管理办法（实行）》（证监会 2012 年第 1 号令），其中附件 9《资产证券化风险加权资产计量规则》详细规定了评级在 AAA 到 AA- 的 ABS 可以按照 20% 风险权重占用，与商业银行对公共部门的债权风险权重处于同一水平。相比之下，商业银行对一般企业债权的风险权重为 100%，对微型和小型企业债权的风险权重为 75%，对个人住房抵押贷款的风险权重为 50%。同时考虑到进入运营期的基础设施项目往往都具备风险低、收益稳定的特点，因此商业银行投资基础设施 REITs 可以切实有效地降低风险资本占用。

险资与基建 REITs 天然契合。险资天然存在配置长期资产的需求，且对资产流动性要求不高。而基建项目投资回收期长，与险资在资金周期上存在天然匹配。若开辟出基建 REITs 的途径，则基建 REITs 有望凭借项目规模大、经营期限长、现金流稳定的特征而对险资具备较大吸引力。

根据 2018 年保监会颁布的《保险资金运用管理办法》中规定，险资运用方向限于 5 个方向，分别为：银行存款、买卖债券、股票、证券投资基金份额等证券，投资不动产，投资股权，以及国务院规定的其他资金运用形式。此外，《办法》还规定保险资金可以投资设立不动产、基础设施、养老等专业保险资产管理机构。近年来险资正积极配置商业物业、基础设施等优质不动产，根据银保监会数据，2019 年我国险资资金运用余额 18.5 万亿元，其中其他领域投资 7.2 万亿元，占比 39%，较 2013 年的 17% 以大幅提升 22 个 pct，由于险资资金运用方向仅限于上述 5 个方向，因此整体可以反映出险资对于不动产的配置力度正不断加大。

图表 31：我国各方向险资资金运用余额占比



资料来源：中国银保监会，国盛证券研究所

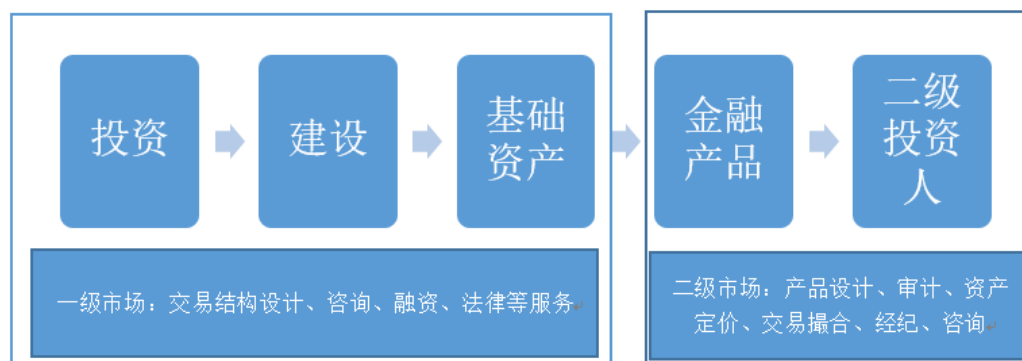
4.4. 对相关服务商：为基建资产评级、咨询、交易等服务带来新机遇

REITs 推出将加速衍生相关服务市场形成，提前布局公司显著受益。随着 REITs 等基建项目衍生资产的逐步推出及规模越来越大，参与的各类资金也越来越丰富，资产流动性将得到显著提高，一个有关基础设施资产投资的二级市场将逐步建立。类似于股票与债券市场，基础设施类的资产投资也将形成评级、研究咨询、投资管理等方面的服务市场。

由于基础设施项目投资，如 PPP 项目涉及金额比较大，合同周期较长，交易结构也比较

复杂，使得二级市场在把握资产交易的合规性、真实性和估值的合理性方面具备一定的专业门槛。此时各类第三方服务中介就可以发挥重要作用，为二级市场交易提供经纪、法律、咨询、审计、评估等多项服务。比如交易撮合、尽职调查、资产价值评估、衍生金融产品定价等具体服务。具备相关专业能力的公司未来有望在这些专业市场中充分受益。

图表 32: 基础设施第三方专业服务示意图



资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

5. 投资建议及重点标的

REITs 有望给建筑业带来业务模式变革，行业将走上可持续发展道路。此次证监会与发改委的文件下发，打开了发展基建 REITs 的新时代，将加速建筑行业的变革。首先，基建 REITs 推出可改善基建资金来源，盘活存量资产，给资金密集性的建筑业注入“强心剂”，行业需求持续增长预期明显增强，利好整个建筑板块。其次，对于从事基建投资运营业务的建筑企业来说，REITs 可显著提升资金使用效率，降低资产负债率，使得业务从“投-建”变为“投-建-退-投”的商业模式闭环，走上可持续发展道路。第三，随着基础设施资产二级市场建立，将形成基础设施评价、咨询、投资等服务市场，具备相关能力的公司将显著受益。

我们认为可以从以下三个维度来筛选重点受益标的：1) 目前运营能力强，已经储备了规模较大、运营成熟的基建资产的公司。特别是持有符合本次政策重点支持的高速公路、仓储物流、市政环保、产业园区等类型项目的企业。2) 目前在手 PPP 等投资类项目较多的公司。3) 具备专业的基础设施投资、咨询、定价等服务能力和专业团队的公司。

根据以上标准，重点推荐具备基础设施领域专业服务能力的民营 PPP 龙头**龙元建设**（14XPE，1.34XPB）；央企中运营类资产规模较大的**中国交建**（6.1 XPE，0.65XPB）、**葛洲坝**（5.7XPE，0.98XPB）等，以及国企中的**四川路桥**（0.89XPB）。其他可关注在手 PPP 项目较多的央企如**中国铁建**、**中国中铁**等。

图表 33: 重点公司估值表

股票简称	股价	EPS				PE				PB
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
龙元建设	9.48	0.67	0.70	0.77	0.85	14.1	13.5	12.3	11.2	1.34
中国交建	8.06	1.24	1.33	1.46	1.59	6.5	6.1	5.5	5.1	0.65
葛洲坝	6.53	1.18	1.15	1.26	1.39	5.5	5.7	5.2	4.7	0.98
四川路桥	3.81	0.47	0.53	0.58	0.64	8.1	7.2	6.5	5.9	0.89
中国铁建	9.78	1.49	1.68	1.87	2.06	6.6	5.8	5.2	4.7	0.77
中国中铁	5.86	0.96	0.93	1.05	1.16	6.1	6.3	5.6	5.1	0.75

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 股价为 2020 年 4 月 30 日收盘价

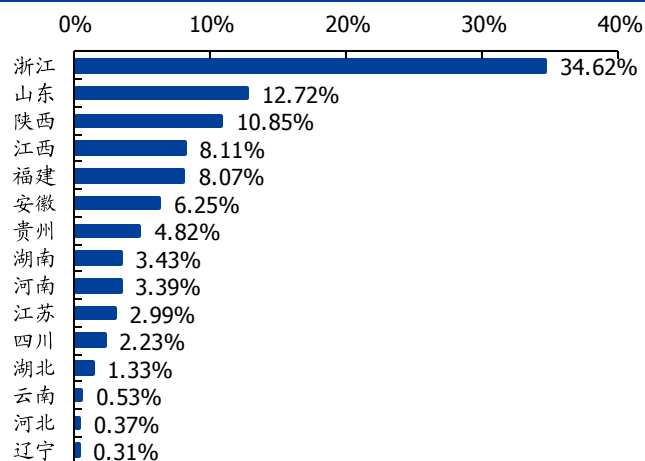
5.1. 重点标的一：龙元建设

公司于 2011 年开始探索基础设施投资，2014 年积极响应国家相关政策，率先进入政府与社会资本合作（PPP）市场，凭借先发策略、专业团队、建筑施工等优势，迅速实现在城市基础设施及公共服务设施投资、建设、运营服务方向的业务布局。2019 年公司 PPP 项目完成项目新增融资批复 47.44 亿，实现 PPP 项目回款 13.74 亿，随着进入收款期的 PPP 项目的逐步增加，公司将逐渐步入 PPP 项目资金投出与投资回笼良好平衡的发展阶段。

累计 PPP 订单承接额超过 850 亿元，在手订单饱满。截至 2019 年末，公司累计中标 PPP 项目超 850 亿，2019 年公司综合考虑整个市场环境和金融市场变化，提高了项目筛选

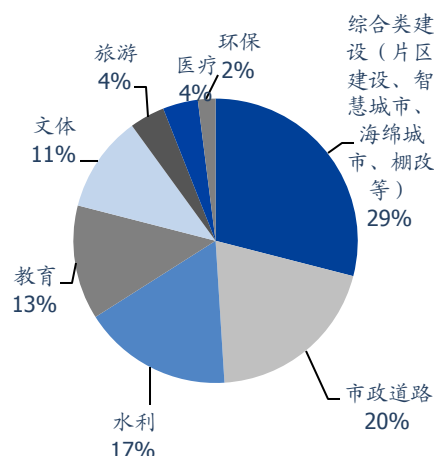
标准，聚焦重点市场区域，积极对接优质高回报项目，跟踪项目区域主要集中在长三角、珠三角及各省会城市和地级市、百强县。目前，公司 PPP 项目订单主要集中在江浙地区，项目占比 38%；按行业分类统计，除城镇综合开发和市政工程外，教育、医疗、文化、体育、环保、旅游等民生类强运营项目占比近几年持续提升。PPP 业务板块是公司自 2014 年业务转型升级的重要内容之一，经过近五年的发展，公司与全国多数省的地方政府建立合作关系，进一步拓展了基建领域版图，通过与更多的金融机构合作，丰富了集团的融资资源，PPP 业务与公司传统业务实现了较好的成长良性互动。公司将持续关注行业发展，积极把握国家重点投向、新基建、城市化等方向，结合集团产业布局，挖掘适合公司发展的业务机会与模式。

图表 34: 公司 PPP 在手订单地区分布



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 35: 公司 PPP 在手订单行业分布

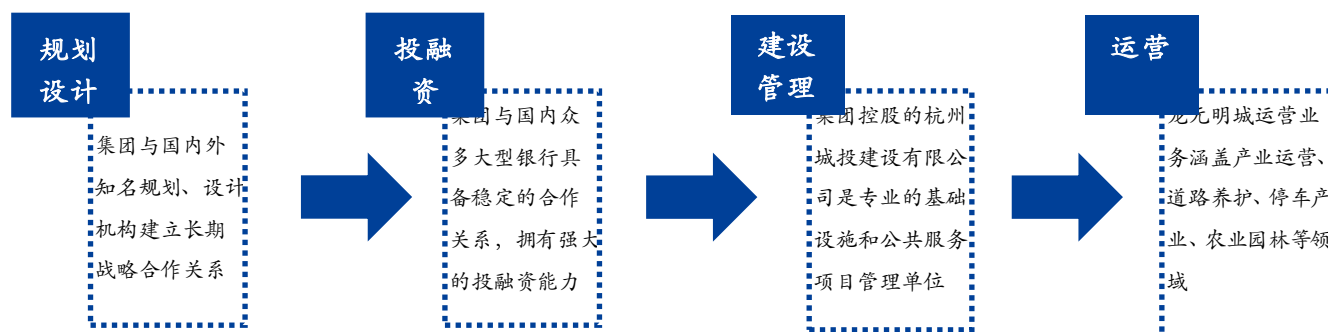


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司利用资源整合的优势，提供 PPP 全生命周期的一站式综合服务，具备基建二级市场衍生出的评价、咨询、投资管理能力。公司并非以承接 PPP 投资带动施工主业，而是沿着 PPP 全生命周期全方位开展业务，为政府提供从规划、设计、融资、投资、建设、运营全生命周期的一站式综合服务，实现多方共赢。不以承揽施工项目为目的，是公司参与 PPP 项目投融资过程中与其他大多数建筑企业最根本的区别。

注重培育专业能力，业务覆盖众多领域。以 PPP 为战略发展方向，布局公司的业务体系与业务架构，在基础设施、房屋建设、交通工程、水利电力工程、环保旅游、文化体育、医疗教育、高铁高速、农业林业等 PPP 领域，通过整合平台资源提供量身定制的解决方案。

图表 36: 龙元建设全周期开展业务示意图



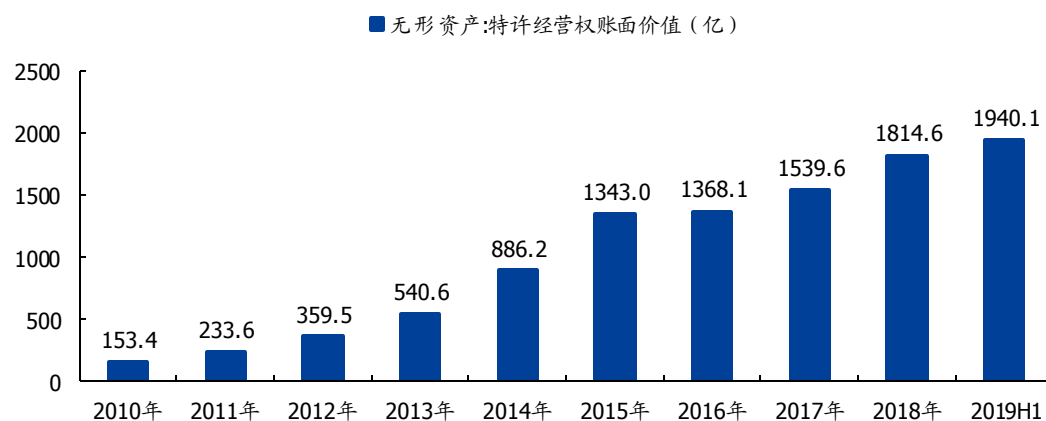
资料来源：公司官网，国盛证券研究所

5.2. 重点标的二：中国交建

中国交建是全球领先的特大型基础设施综合服务商。公司主要从事交通基础设施的投资建设运营、房地产及城市综合开发等，提供投资融资、咨询规划、设计建造、管理运营一揽子解决方案和一体化服务。公司于 2007 年开始发展基础设施投资类项目，以获得包括合理设计、施工利润之外的投资利润，从而实现从承包商、制造商向投资商、运营商的转型升级。经过多年发展，投资业务规模稳步扩大，效益逐年攀升，正在成为公司持续健康发展的新引擎。

中国交建运营类资产规模已达 1940 亿元。公司运营类资产规模自 2010 年至今持续提升，截至 2019 年上半年，公司运营类资产规模已达 1940 亿元，较 2010 年已扩大十余倍。公司目前运营类资产规模基本都是高速公路，进入运营期的高速公路项目有 19 个，合计总投资规模 1644 亿元，2019 年上半年运营类业务贡献收入 21.88 亿元，同增 28%。中国交建作为央企基建龙头公司，旗下优质的特许经营权类资产丰富，若基建 REITs 政策推出，则有望充分受益于国内 REITs 发展。

图表 37：公司历年无形资产-特许经营权账面价值



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 38: 截至 2019H1 公司特许经营权类进入运营期项目

序号	项目名称	累计投资金额 (亿元)	2019H1 运营 收入 (亿元)	收费期限 (年)	已收费期限 (年)
1	云南省新嵩昆、宣曲、蒙文砚高速公路	321.25	4.03	30	1.5
2	贵州省道瓮高速公路	263.33	3.4	30	3.5
3	贵州省江瓮高速公路	160.66	3.71	30	3.5
4	首都地区环线高速公路通州至大兴段项目	99.5	0.96	25	1
5	贵州省沿德高速公路	106.73	0.49	30	3.5
6	贵州省贵黔高速公路	94.79	2.57	30	3
7	湖北省武深高速公路湖北嘉通段项目	91.62	1.85	30	2.8
8	重庆忠万高速公路	78.4	0.32	30	2.5
9	贵州省贵都高速公路	75.02	4.35	30	8.3
10	重庆永江高速公路	60.01	0.38	30	4.5
11	重庆九龙坡至永川高速公路	54.28	0.82	30	1.5
12	湖北省武汉沌口长江大桥项目	51.19	0.27	30	1.5
13	牙买加南北高速公路	49.75	1.1	50	3.5
14	湖北武深高速嘉鱼北段项目	29.43	0.87	30	0.5
15	湖北省咸通高速公路	31.07	0.47	30	5.5
16	广东省清西大桥及连接线	25.78	1.6	25	0.8
17	山西省翼侯高速公路	23.98	0.78	30	11.5
18	云南省宣曲高速公路马龙联络线	21.37	0.09	30	1.5
19	G109 内蒙古自治区清水河至大饭铺段	5.87	0.13	26	10.5
合计		1644.03	28.19	/	/

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司已开始积极推动基建资产证券化, 盘活存量资产。2016 年公司投资类项目资产证券化工作率先取得破题进展, 利用中交路桥基金盘活重庆丰涪、丰石、铜合和佛山广明四条高速公路资产。公司向合营公司中交招银路桥转让全资子公司所持有的佛山广明高速公路有限公司、重庆丰涪高速公路发展有限公司、路桥建设重庆丰石高速公路发展有限公司以及重庆四航铜合高速公路投资有限公司 85% 股权, 于 2016 年 11 月底在北京产权交易所成功实现股权交易, 降低集团带息负债约 138.50 亿元。2017 年公司通过产权交易所公开挂牌, 成功转让贵州贵瓮、陕西榆佳、湖北通界三条高速公路资产; 中交疏浚成功在上交所发行以应收账款为基础资产的 ABS 产品, 发行规模 12.30 亿元, 票面利率 4.88%。

5.3. 重点标的三: 葛洲坝

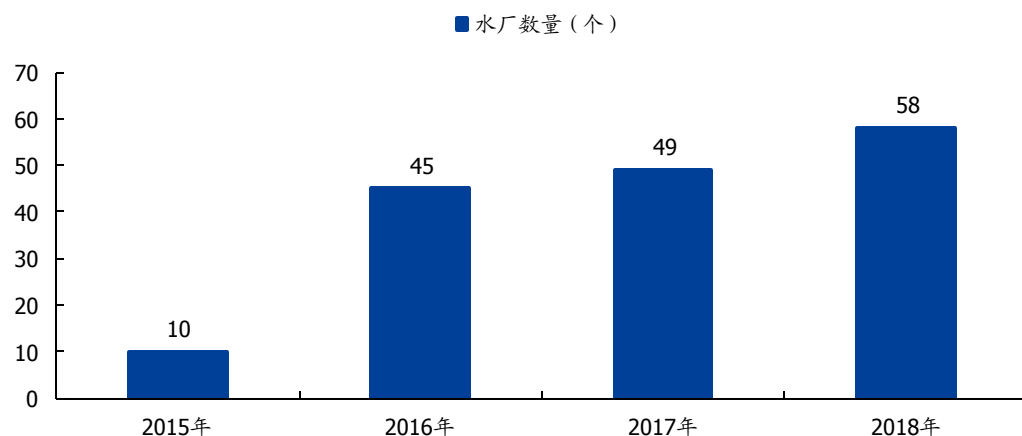
葛洲坝目前是一家集建筑、环保水务、高端装备制造、公路投资运营、房地产、水泥、民用爆破和金融等八大主营业务为一体、具有国际竞争力的综合性跨国集团。其中, 葛洲坝在水务、水电站、公路等领域均拥有较多的运营类资产:

1) 水务运营方面: 在国内, 目前公司运营管理分布在北京、雄安新区、天津、河北、山东、河南、四川、湖北、湖南、浙江、海南等国内十多个省市自治区的 58 座水厂 (水处理规模达到 300 万吨/日)、1000 余公里管网、33 个泵站, 已初步实现全国性战略布局。2018 年公司水务处理量达 34633 万吨, 实现营业收入 6.4 亿元, 利润总额 1.2 亿元。

在国外, 公司葛洲坝海外投资有限公司所属葛洲坝巴西有限公司于 2018 年 5 月完成对

圣诺伦索供水公司的股权并购，成为项目公司 100%控股股东，截至 2019 年上半年项目公司累计结算特许权服务款项（含税）34,766 万雷亚尔，折合人民币约 6.13 亿元。

图表 39: 葛洲坝历年水厂数量



资料来源：公司年报，国盛证券研究所

2) 水电站运营方面：公司现在运行和管理的水电站共有 5 座，分别为重庆大溪河鱼跳水电站、湖北南河过渡湾水电站、湖北保康寺坪水电站、湖南张家界木龙滩水电站和新疆伊犁斯木塔斯水电站。5 座水电站工程总投资约 30 亿元，总装机容量 258.5 兆瓦，水库总库容为 55340 万立方米，年设计发电量 8.44 亿度。2018 年公司国内运营水电站累计发电量 73870 万度，实现营业收入 2.4 亿元。

图表 40: 葛洲坝水电站发电量及营业收入

年份	水电站发电量（万度）	水电站营业收入（亿元）
2017 年	84,651	3.14
2018 年	73,870	2.43

资料来源：公司年报，国盛证券研究所

3) 公路运营方面：目前公司运营高速公路总里程达 457 公里，包括 G55 襄阳至荆州段、G45 湖北麻城至浠水段、四川内江至遂宁高速公路、山东济泰高速公路连接线。葛洲坝旗下中国葛洲坝集团公路运营有限公司是公司运营类子公司中资产规模最大的子公司，主营公路运营，资产规模达 133.3 亿元，公司持股 100%，2019 年上半年实现净利润 2.06 亿元。

图表 41: 葛洲坝旗下所有参控股基建资产运营公司列表

序号	单位名称	主营业务	资产金额 (亿元)
1	中国葛洲坝集团公路运营有限公司	公路运营	133.3
2	四川葛洲坝巴通万高速公路有限公司	高速公路投资建设及运营	109.2
3	中国葛洲坝集团水务运营有限公司	水务运营	66.2
4	葛洲坝(海口)引水工程投资有限公司	投资建设、运营管理	26.0
5	葛洲坝水务(荆门)有限公司	投资建设、运营管理	17.5
6	福州市江阴工业区葛洲坝填海投资有限公司	基础设施投资与运营	16.4
7	合肥葛洲坝高新管廊投资建设有限公司	基础设施投资与运营	13.4
8	葛洲坝新扶(南宁)公路建设投资有限公司	高速公路投资建设及运营	8.3
9	葛洲坝水务(台州)有限公司	基础设施投资与运营	7.1
10	乐清葛洲坝投资有限公司投资建设有限公司	基础设施投资与运营资与运营	6.6
11	葛洲坝(海口)水环境治理投资有限公司	投资建设、运营管理	5.4
12	北京葛洲坝正和于永水环境治理有限公司	基础设施投资与运营	2.7
13	葛洲坝(海南)投资有限公司	基础设施投资与运营	0.7
14	乐清葛洲坝投资有限公司	基础设施投资与运营	0.3

资料来源: 公司 2019 中报, 国盛证券研究所

5.4. 重点标的四: 四川路桥

2012 年资产注入时承接了路桥集团成熟高速公路资产。公司主营业务为交通基础设施投资与建设, 前身为四川路桥建设股份有限公司, 由四川公路桥梁建设集团公司作为主发起人发起设立于 1999 年, 并于 2003 年 3 月在上交所挂牌交易, 是四川省交通系统首家 A 股上市企业; 2009 年, 四川公路桥梁建设集团公司将所持有的公司股份划转至四川省铁路产业投资集团有限责任公司; 2012 年, 铁投集团将经资产剥离后路桥集团 100% 股权(包括路桥施工资产和业务以及部分成熟的高速公路 BOT/BT 资产)注入上市公司, 实现路桥施工资产的整体上市。

图表 42: 四川路桥历史沿革

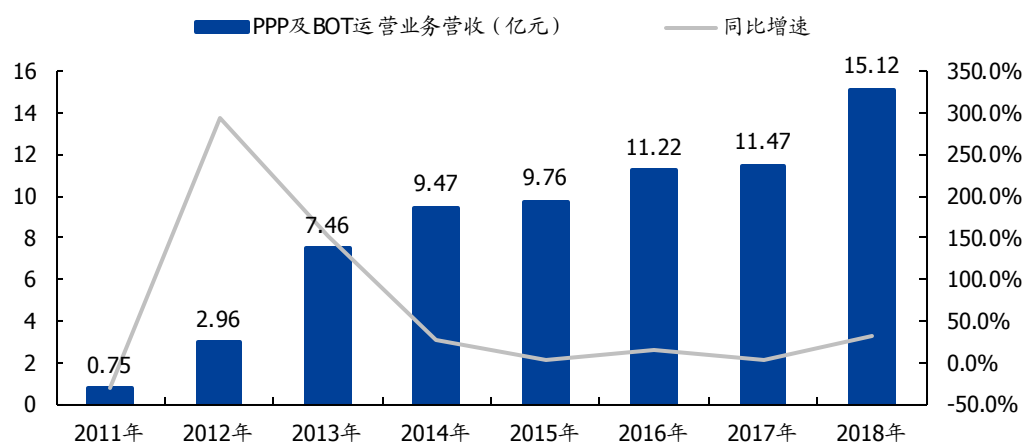
时间	主要事件
1999 年	前身为四川路桥建设股份有限公司, 由四川公路桥梁建设集团公司作为主发起人发起设立
2003 年	四川路桥建设股份有限公司在上交所挂牌交易
2008 年	母公司四川省铁路产业投资集团有限责任公司作为省委、省政府批准出资设立的国有特大型投资集团正式设立
2009 年	四川公路桥梁建设集团公司将所持有的公司股份划转至四川省铁路产业投资集团有限责任公司, 路桥集团与股份公司均成为铁路产业投资集团的下属二级公司
2012 年	铁路产业投资集团将经资产剥离后路桥集团 100% 股权注入上市公司, 实现路桥施工资产的整体上市
2015 年	公司正式更名为四川路桥建设集团股份有限公司

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

保持传统主业优势的同时, 转型升级综合投资运营商。公司在持续保持传统主营业务优势的同时, 竞占产业链前端和价值链高端, 以 BOT、EPC、PPP 等方式建设一批优质项目。公司通过设计、投资、建造、运营全产业链一体化, 既可以获得稳定的施工利润,

又通过项目运营获得投资收益，已经从单一建筑承包商转型升级为综合投资运营商。2018 年公司 PPP 及 BOT 运营业务实现营业收入 15.12 亿元，同比大幅增长 32%，且毛利率达 48.5%，是公司毛利率最高的业务板块。

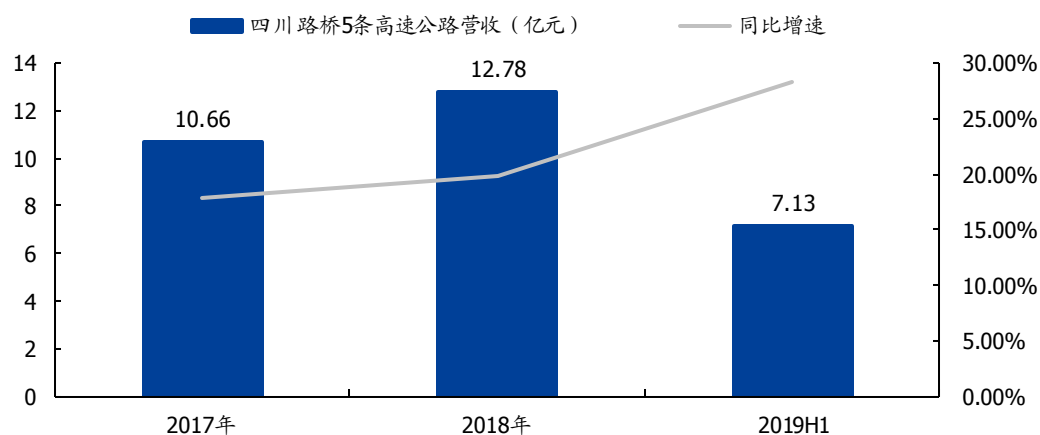
图表 43: 四川路桥 PPP 及 BOT 运营业务营收及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

旗下高速公路运营资产质量高，收入持续高增长。公司交通基础设施投资运营板块收入持续高增长，2018 年，公司旗下内威荣和自隆高速被评为全省“五好”高速，成德绵、成自泸、内威荣、自隆、江习古 5 条高速公路共实现营业收入 12.78 亿元，同比增长 19.89%；2019 年上半年实现营收 7.13 亿元，同比大增 28.37%，连续实现较高增长。

图表 44: 四川路桥 5 条高速公路营收及增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

6. 风险提示

政策落地风险、上市公司推进 REITs 不及预期风险、REITs 运营风险等。

政策落地风险：目前支持基建 REITs 的纲领性文件已经推出，但后续还需要进一步细化、完善，才能将纲领性文件中的要点落实落地。如果政策发生变化或推动进程不达预期，可能存在政策无法真正落地风险。

上市公司推进 REITs 不及预期风险：REITs 的推行需要满足政策要求的合格优质项目。如果上市公司在手项目无法满足政策要求，则可能无法顺利推进。

REITs 运营风险：若后续成功发行基建 REITs，则还需要管理机构专门从事 REITs 的运营管理，而我国相关的行业并不健全，经验缺乏，可能存在 REITs 项目运营管理的风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com