



国泰君安证券  
GUOTAI JUNAN SECURITIES

## 行业专题研究

2020年06月07日

# REITs的大时代

姓名：谢皓宇（分析师）  
邮箱：xiehaoyu@gtjas.com  
电话：010-83939826  
证书编号：S0880518010002

姓名：白淑媛（分析师）  
邮箱：baishuyuan@gtjas.com  
电话：021-38675923  
证书编号：S0880518010004

姓名：单戈（研究助理）  
邮箱：shange@gtjas.com  
电话：010-83939827  
证书编号：S0880119110057

## 摘要

### 01

#### 资产配置需求是房地产基金产生的主要原因

要点：1) 以美国为代表的最早出现房地产基金的国家，并非房企融资需求带来房地产基金兴起，而是在居民收入增长之后，自发在资产配置方面加入了不动产投资这一大类，形成了对房地产基金的自发需求。2) 房地产基金使得不动产投资小型化，活跃了整个市场，金融创新引领了行业高潮，在降低投资门槛的基础上、进一步区别风险收益水平，以再次扩大潜在投资者范围。3) 和其他供应链金融类似，在行业刚刚开始下滑的时候，这样的脱媒化新增融资渠道的需求最为旺盛，房地产基金接过房地产行业融资渠道的交接棒。

### 02

#### PE和REITs是房地产基金的两大主力

要点：1) PE组织方式灵活、投资内容多元，债权、股权、持有、开发均可参与；2) REITs主要投资投资于成熟物业，主要实现固定资产的证券化，税收优惠是发展的关键。

### 03

#### REITs大时代，有利房企股权融资和居民的资产配置

要点：1) 对于房企而言，REITs退出资金可用于新项目启动，有别于ABS、MPS、PPP，可以降低整个宏观经济和全社会经济体的杠杆率水平，大幅提高资金使用效率，ROE和ROIC都大幅提高。2) 对于居民而言，新增全民参与渠道，投资小型化；社会资本主动选择项目，资金效率超过银行系间接融资，转变为直接融资渠道比银行理财、货币基金等债权类投资更能抗通胀。



# 目录 / CONTENTS

01 因资产配置而生

02 两大主力：REITs和PE

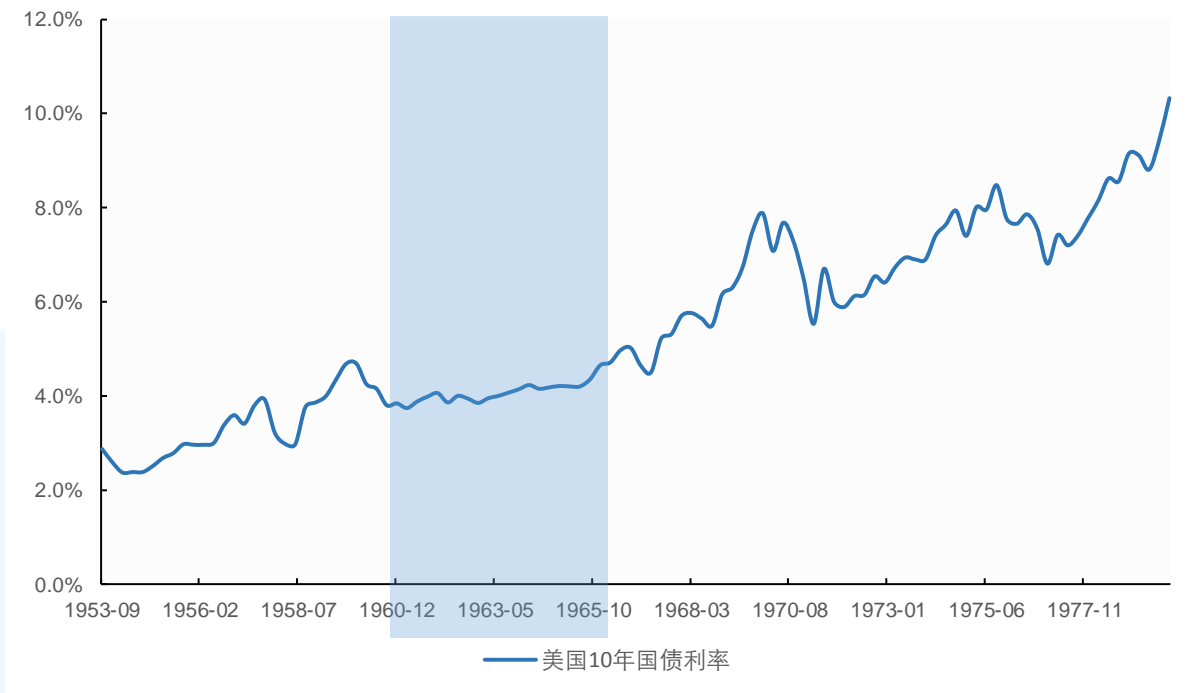
03 REITs的大时代

# 01 / 因资产配置而生

	公募 ( Public Offering )	私募 ( Private Placement )
<b>债权投资 (抵押型)</b>	住房按揭抵押证券 ( RMBS ) 商业地产抵押贷款支持证券 ( CMBS )	房地产信托 债券基金 银行贷款
<b>股权投资 (权益型)</b>	房地产投资信托基金 ( REITs )	房地产信托 房地产私募股权基金 ( Private Equity Real Estate Fund )
<b>股+债投资 (混合型)</b>	-	-

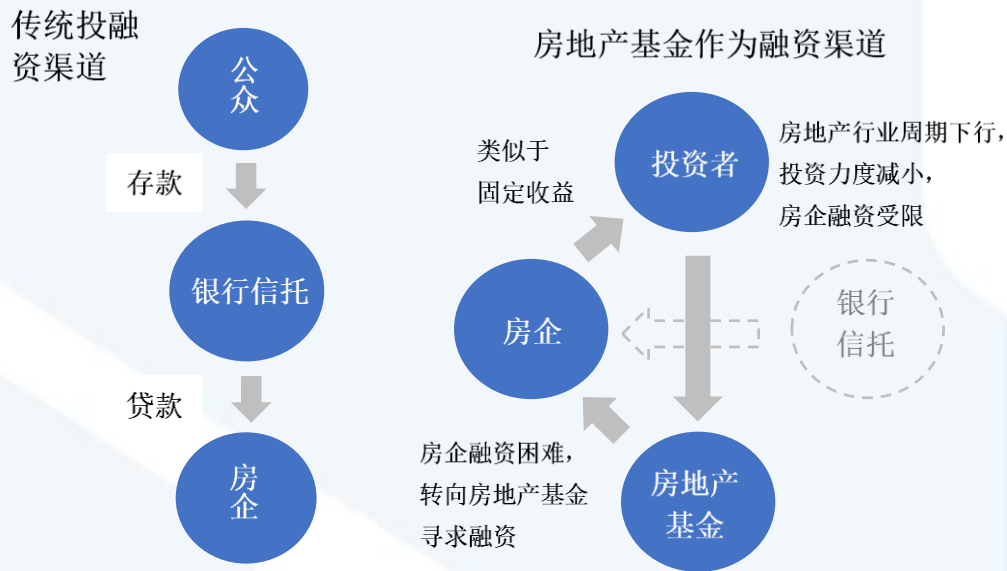
资料来源：国泰君安证券研究

# 房地产基金需求①：财产性收入需求增加，投资小型化，对收益率的要求



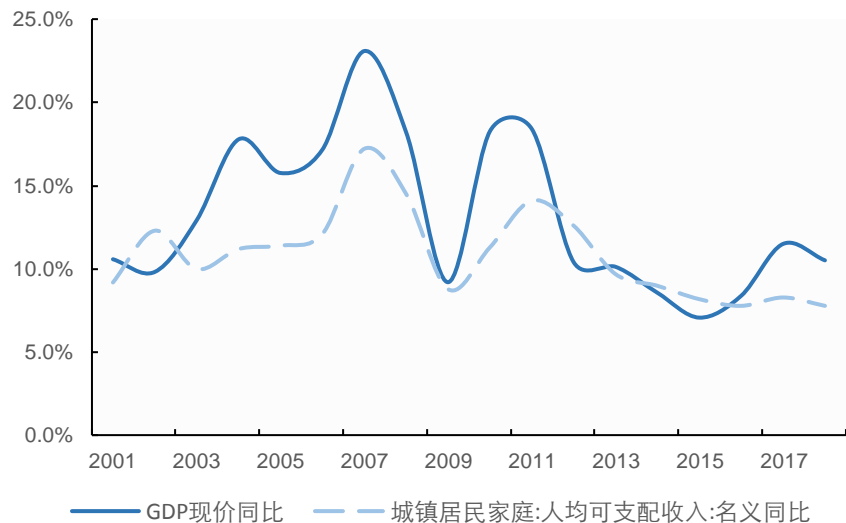
资料来源：美联储、国泰君安证券研究

## 房地产基金需求②：融资脱媒，最后的融资渠道

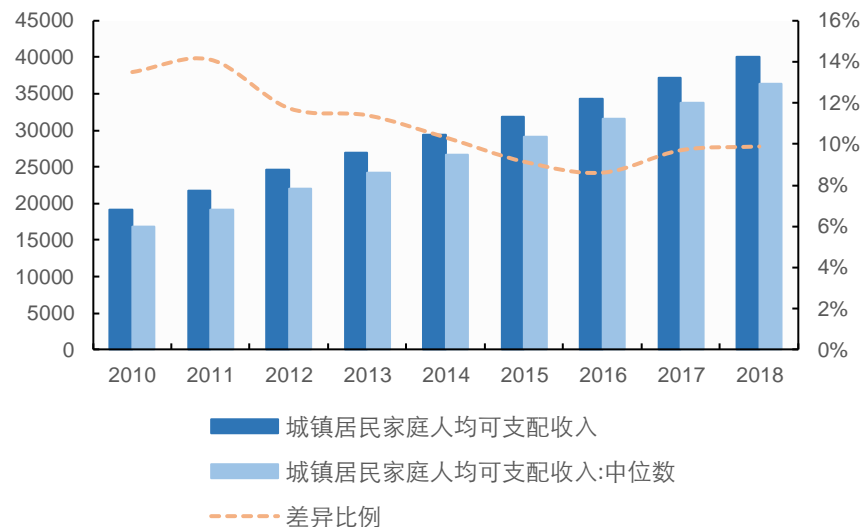


资料来源：国泰君安证券研究

## 居民保持较高收入增速、收入差距收窄，资产配置需求到来

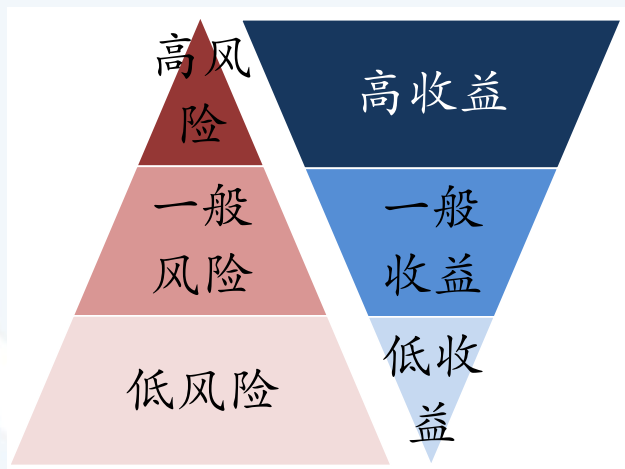


资料来源: Wind、国泰君安证券研究



资料来源: Wind、国泰君安证券研究



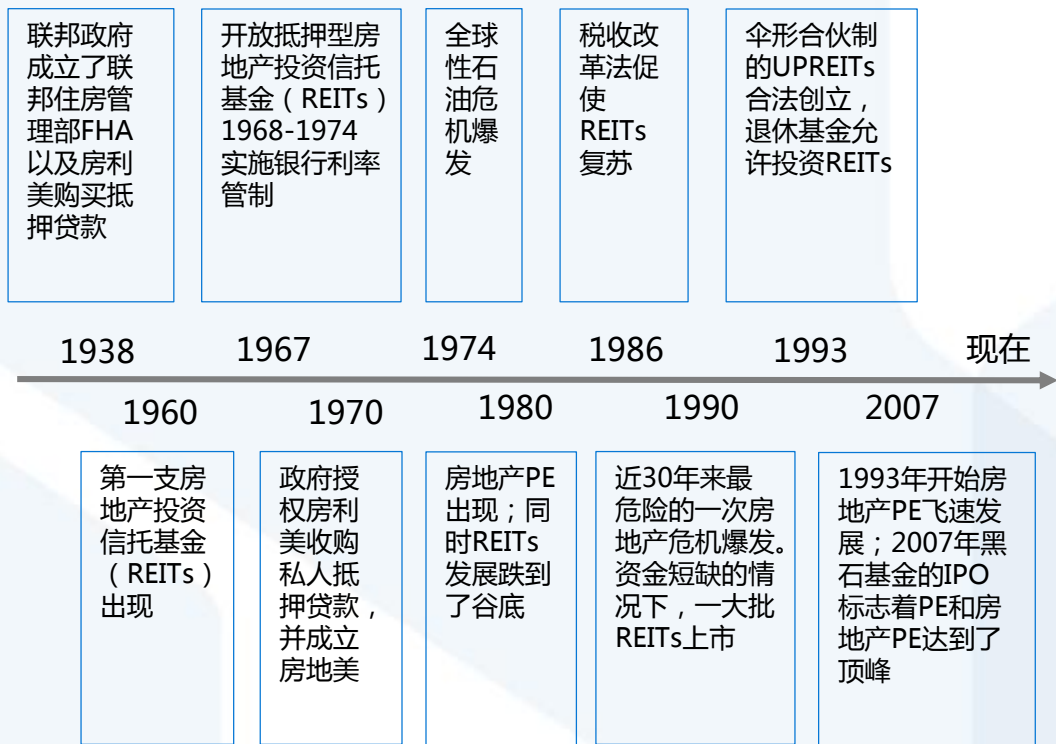


资料来源：国泰君安证券研究

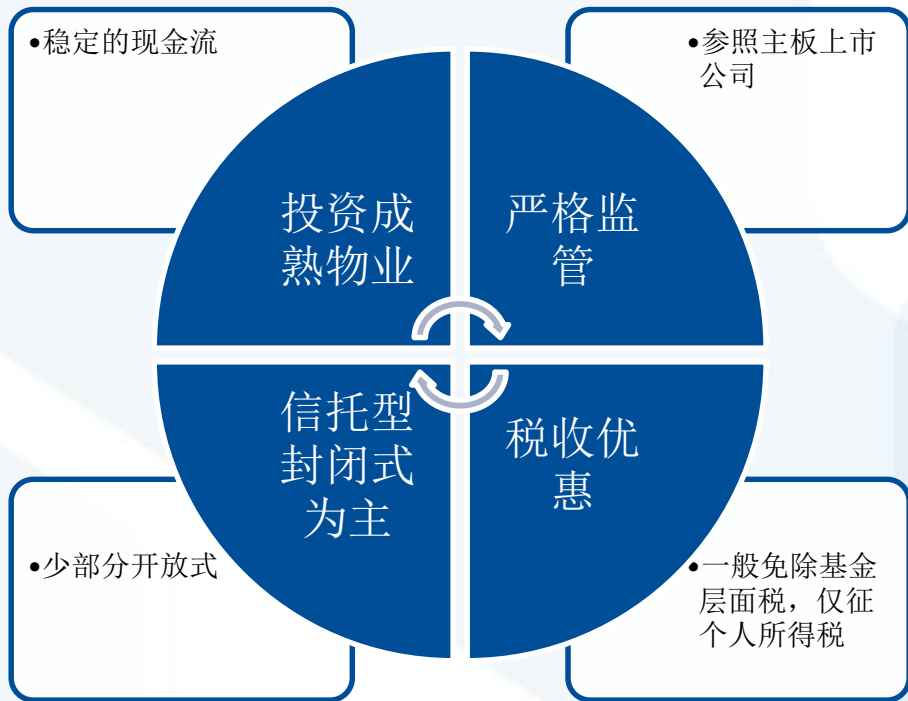
# 02

## 两大主力：REITs、PE

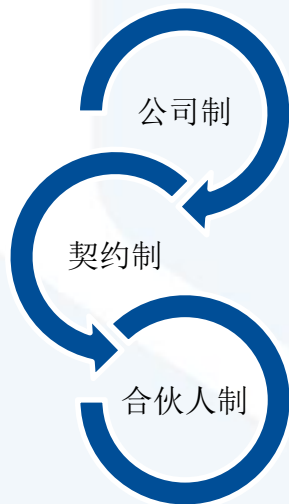
## 美国REITs产生早于PE，欧洲、亚洲借鉴美国成熟经验



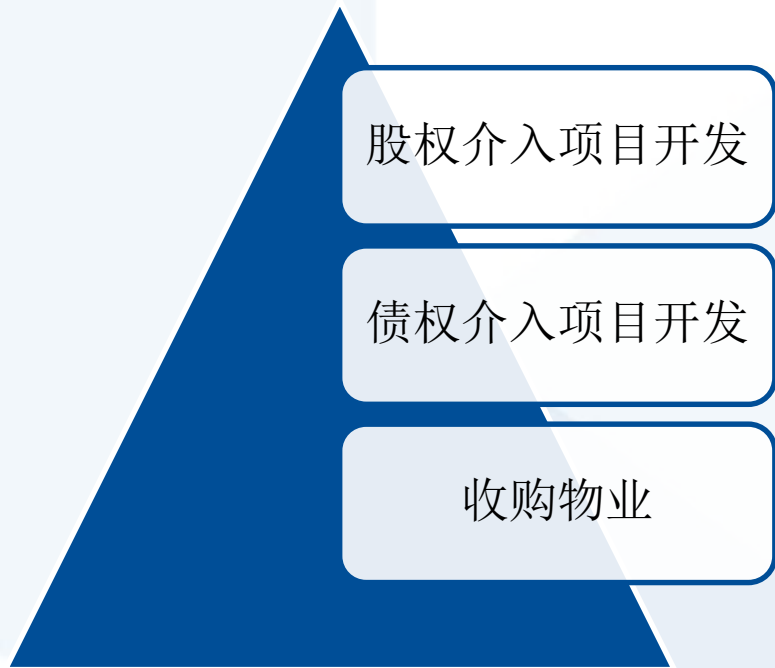
资料来源：国泰君安证券研究



资料来源：国泰君安证券研究

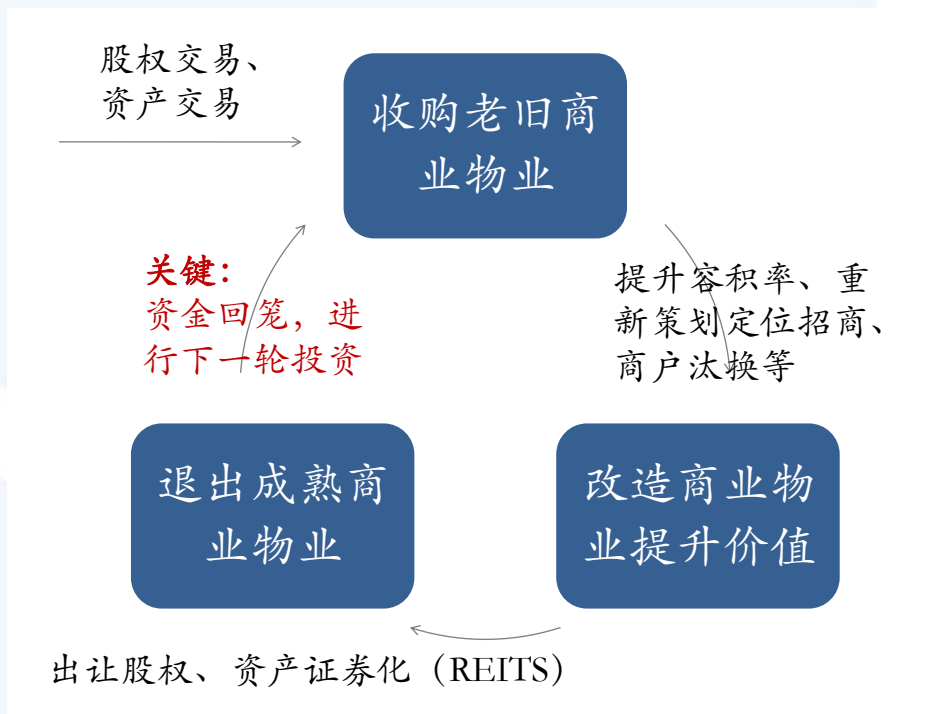


资料来源：国泰君安证券研究



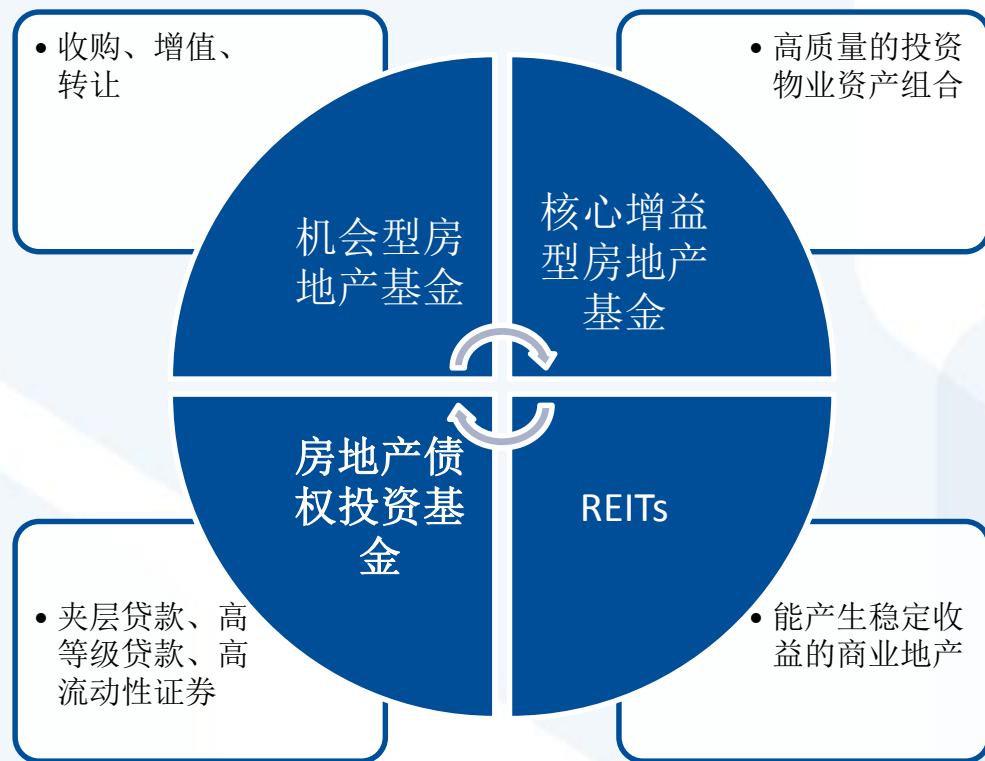
资料来源：国泰君安证券研究

## 案例1：凯德模式，PE收购改造，出售给REITs



资料来源：国泰君安证券研究

## 案例2：黑石多元化模式



资料来源：国泰君安证券研究

# 03 REITs的大时代



- 一、股权融资，退出资金可以用于新项目的启动资金，有别于ABS、MBS市场和PPP融资
- 二、降低整个宏观经济和全社会经济体的杠杆率水平
- 三、大幅度提高资金使用效率，ROE和ROIC都大幅度提高

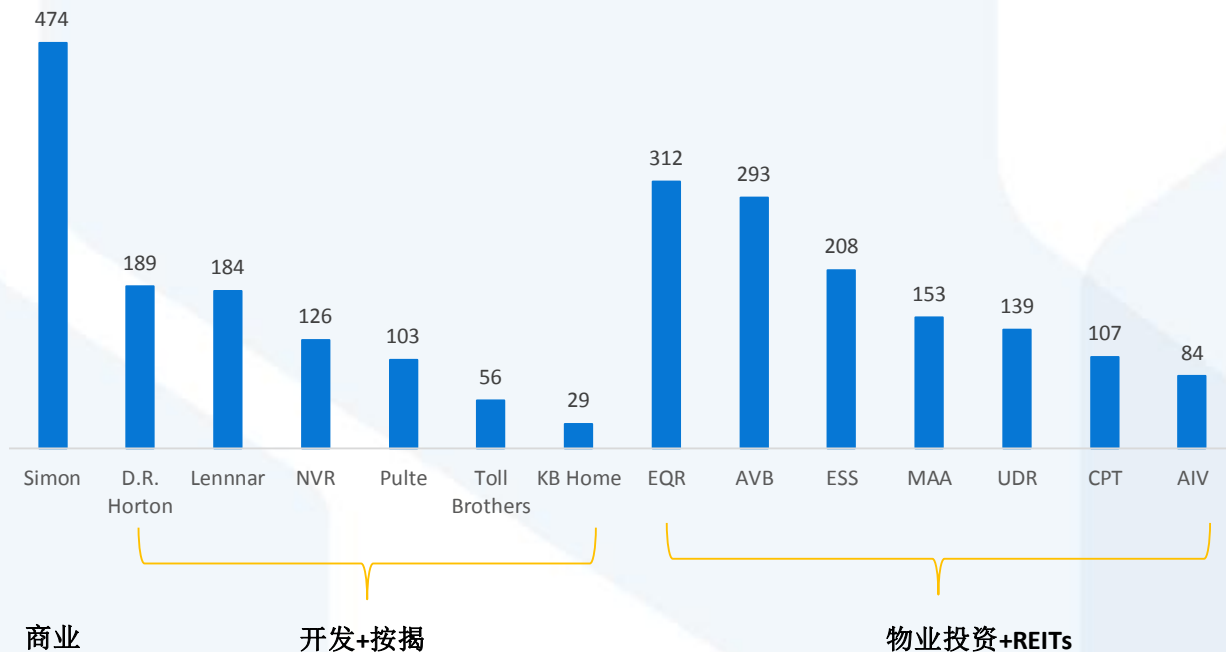
- 一、新增全民参与渠道，投资小型化
- 二、社会资本主动选择项目，资金使用效率超过银行系间接融资，转变为直接融资渠道
- 三、比银行理财、货币基金等债权类投资更能抗通胀

一、土地作为抵押物时代，派生信用的主体从房地产企业转变为全市场拥有可持续性现金流的资产持有方

二、项目甄别，对于没有现金流、或者现金流不佳的项目，存在融资困难，避免僵尸项目

三、大幅度提高基金在资源分配中的功能

■ 美国房地产公司市值对比（亿美元）



资料来源：Wind、国泰君安证券研究

# 01 先行者：招商蛇口、大悦城

代码	名称	股东	物业						
			物业	类型	城市	落成年份	可租面积（万平）	出租率（%）	不含税单价
0405. HK	越秀房产信托基金	DRAGON YIELD HOLDINGS LIMITED（52.3%）实际控制人广州国资委	财富广场	写字楼	广州	2003	4.1	99.6	155.2
			城建大厦	写字楼	广州	1997	4.2	95.9	139.1
			维多利亚广场	商场	广州	2003	2.7	99.4	242.9
			国金中心	综合体	广州	2010	23	95.3	218.3
			越秀大厦	商务楼	上海	2010	4.6	95	272.5
			武汉物业	综合体	武汉	2016	17.3	74.3	83.2
			杭州维多利	写字楼	杭州	2017	2.2	96.7	113.7
1503. HK	招商局商业房托	招商蛇口（33%）	招商局商业房托基金的物业组合将由五栋物业组成，其中一栋为甲级写字楼；三栋为写字楼综合体（技术上划为工业用途）及一栋为购物中心；均位于深圳市南山区蛇口。于2019年9月30日可租赁总面积为249,990.8平方米。物业为新时代广场、数码大厦、科技大厦、科技大厦二期及花园城。						
大悦城	Joy City Commercial Property Fund L.P.	GIC（1/3）、中国人寿（2/3）	定位收购成熟型大悦城，已收购北京西单大悦城、上海大悦城、天津大悦城、北京朝阳大悦城、北京中粮广场、中粮置地广场项目合计6个项目的49%股权。						
	Garbo Commercial Property Fund L.P.	大悦城（36.36%）	定位于收购具有发展潜力的大悦城项目，2019年8月收购西安大悦城和长风大悦城100%股权。						
	中粮高和城市更新并购基金	大悦城（51%）、高和资本（49%）	定位于收购北京及环京存量商业项目及写字楼，目前已收购火神庙春风里100%股权。						

资料来源：公司公告、国泰君安证券研究

# 免责声明

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。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，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。

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。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墙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作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。





国泰君安证券  
GUOTAI JUNAN SECURITIES

国泰君安房地产团队

Thank you for listening