

行业深度报告

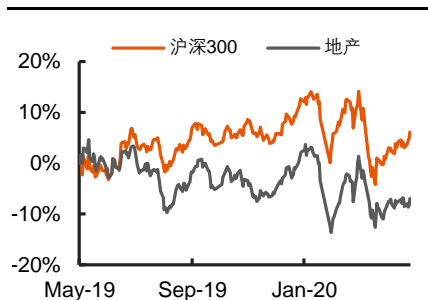
千呼万唤始出来，REITs 开启新篇章

地产 强于大市（维持）

建筑建材 强于大市（维持）

环保公用 强于大市（维持）

行情走势图



证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号
S1060514080002
0755-22621493
YANGKAN034@PINGAN.COM.CN

严晓倩 投资咨询资格编号
S1060517070005
021-20662256
YANXIAOQING384@PINGAN.COM.CN

庞文亮 投资咨询资格编号
S1060518110002
010-53827011
PANGWENLIANG732@PINGAN.COM.CN

研究助理

郑南宏 一般从业资格编号
S1060120010016

ZHENGNANHONG873@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

■ **为什么推出基础设施 REITs:** 1) 利于广泛筹集项目资本金，加快国内基础设施领域建设，在疫情导致经济下行的背景下，有助于发挥稳投资的作用。从国际经验看，多数经济体在经济低迷或出现危机时推出 REITs 制度。2) 有助于提高直接融资占比，盘活存量资产，降低实体经济杠杆。2019 年我国直接融资占比仅 14%，远低于中高收入国家 65%-75% 水平。3) 无风险利率快速下行背景下，有助于解决资产荒问题，满足社会资本投资需求。

■ **基础设施 REITs 和类 REITs 区别:** 从审批流程看，基础设施 REITs 审批流程较类 REITs 复杂；从投资对象看，基础设施 REITs 主要为权益型产品，类 REITs 以固收产品为主；从产品结构看，基础设施 REITs 为平层结构，类 REITs 多设立优先级与劣后级；从募集方式看，基础设施 REITs 采取公募方式，类 REITs 一般为私募发行，以机构投资者为主，流动性相对较差；从基金管理人要求看，基础设施 REITs 较类 REITs 要求更严格，核心工作更倾向于运营基础设施项目；从退出方式看，基础设施 REITs 可通过二级市场交易退出，类 REITs 一般到期回购、处置或清算资产。

■ **基础设施 REITs 与国外 REITs 区别:** 从应用领域看，成熟国家 REITs 底层物业类型丰富且分散，美国权益型 REITs 市值分布中住宅与基础设施均仅占 15.6%，国内 REITs 则要求应用于基础设施领域；从 REITs 模式看，成熟市场包括“公募基金+股权”、“公募基金+ABS”两种，国内受相关法律限制，基础设施 REITs 只试点“公募基金+ABS”；从资产、负债要求看，国内基础设施 REITs 更加严格，包括 80% 以上基金资产持有单一基础设施资产支持证券全部份额，对外借款总额不超过基金资产 20% 等；从税收政策看，成熟市场大多对 REITs 实行租金收入优惠等，国内方面暂无相关优惠政策；从分红来看，国内与新加坡、美国等均要求分红比例不低于 90%。

■ **投资建议:** 随着公募 REITs 试点工作开启，国内基础设施领域有望加速发展。地产板块，本次试点明确不包括住宅和商业地产，但纳入试点的仓储物流与产业园区有望受益，建议关注拥有优质园区类资产的企业，如招商蛇口，以及拥有优质仓储物流类资产的企业，如万科、南山控股。建筑建材板块，REITs 利好基础设施建设，建材建筑龙头有望受益，建议关注建材龙头东方雨虹、华新水泥、垒知集团，以及建筑龙头中国建筑、中国中铁、中国铁建、葛洲坝。环保公用板块，当前我国城镇供热、污水、垃圾处理领域正处于快速发展期，投资需求较大，且存量项目现金流稳定，非常适合推进 REITs 试点；REITs 政策出台有利于企业盘活存量资产，扩展融资渠道，加速项目建设进度，强烈推荐供热领域联美控股，推荐固废领域瀚蓝环境、中国天楹，关注污水处理领域国祯环保。

■ **风险提示:** 1) 《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》尚处于征求意见稿阶段，若后续发生变动或政策推动不及预期，或存在政策落地风险；2) 基础设施 REITs 试点要求严格，若企业入手项目不满足相关要求，或存在 REITs 推进不达预期风险；3) 若新型冠状病毒肺炎疫情持续时间超预期，行业资金压力加大将带来中小企业资金链断裂风险。

正文目录

- 一、国内 REITs 发展历程..... 4
- 二、国内公募 REITs 正式启航..... 7
 - 2.1 基础设施 REITs 试点开启，公募 REITs 正式启航 7
 - 2.2 推行公募 REITs 对经济发展、金融体系改革等具有重要意义 9
 - 2.3 对基建环保形成利好，物流仓储及产业园区亦将受益 11
- 三、基础设施 REITs 与类 REITs 对比..... 12
- 四、基础设施 REITs 与国外 REITs 对比..... 14
 - 4.1 REITs 应用领域 14
 - 4.2 REITs 应用模式 14
 - 4.3 REITs 设定要求 15
 - 4.4 REITs 税收优惠 16
- 五、投资建议 17
- 六、风险提示 17

图表目录

图表 1	REITs 简介	4
图表 2	REITs 分类	4
图表 3	美国 REITs 指数与标准普尔 500 指数走势.....	5
图表 4	主要经济体 REITs 发行情况	5
图表 5	我国 2014-2019 年类 REITs 发行情况	6
图表 6	国内类 REITs 持有物业类型	6
图表 7	国内 REITs 主要政策梳理	7
图表 8	国内基础设施 REITs 试点项目要求	8
图表 9	各经济体出台 REITs 时经济形势.....	9
图表 10	2020 年一季度我国 GDP 同比下滑 6.8%	10
图表 11	目前国内直接融资占比不足 15%	10
图表 12	当前十年期国债降低至 2.54%（截至 4 月 30 日）	11
图表 13	1993 年以来地方政府杠杆率显著攀升	12
图表 14	我国基建投资近两年明显放缓	12
图表 15	基础设施 REITs 对基金管理人要求	13
图表 16	美国权益型 REITs 市值分布	14
图表 17	国外成熟市场运用“公募基金+”的两种 REITs 模式.....	15
图表 18	主要经济体 REITs 设定要求对比	16
图表 19	主要经济体 REITs 税收优惠	16

一、国内 REITs 发展历程

不动产信托投资基金（Real Estate Investment Trusts，简称 REITs）最早于 20 世纪 60 年代出现在美国，是一种通过发行收益凭证募集资金后交由专门投资机构投资于不动产（商业物业、写字楼、长租公寓、公共基础设施等），并将综合收益（以租金为主）按一定比例分配给投资者的信托基金。按资金投向，可分为权益型、抵押型和混合型；按资金募集方式，可分为公募型和私募型；按组织形式，可分为公司型和契约型；按运作方式，可分为封闭型和开放型。

图表1 REITs 简介



资料来源: 北大光华管理学院, 平安证券研究所

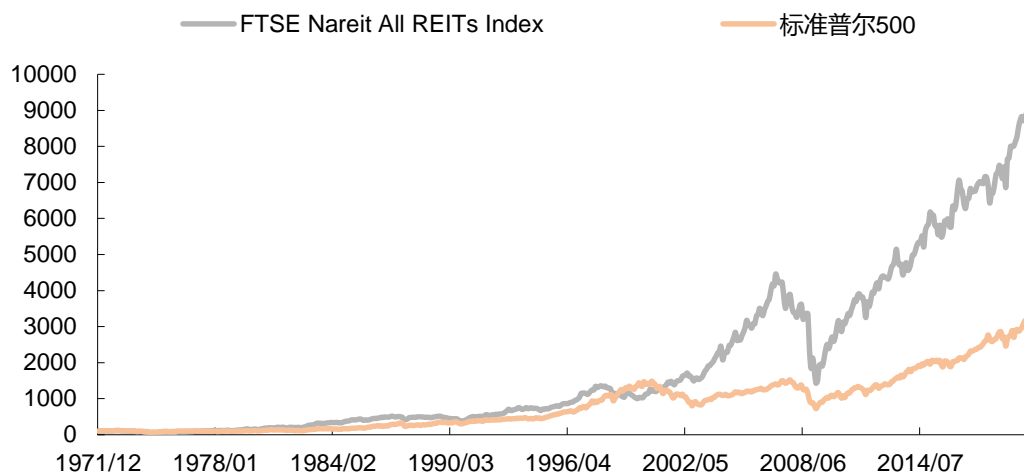
图表2 REITs 分类

分类	说明
按投资对象	<p>权益型: 拥有并经营收益型基础设施资产, 同时提供运营管理服务, 获得资产产权以取得经营收入, 投资者收益来自租金和资产的增值, 是 REITs 主导类型</p> <p>抵押型: 直接向资产所有者提供抵押信贷, 或者通过购买抵押贷款支持证券间接提供融资, 其主要收入来源为贷款利息, 价值受利率影响比较大</p> <p>混合型: 既拥有并经营资产, 又向资产所有者提供资金, 是上述两种类型的混合</p>
按募集方式	<p>公募: 面向社会公众募集资金, 流动性较强, 风险分散化</p> <p>私募: 面向特定投资者非公开发行, 灵活性高</p>
按运行方式	<p>封闭: 在存续期内份额不变, 不可赎回, 可交易</p> <p>开放: 在存续期内份额不定, 可赎回</p>
按组织形式	<p>契约型: REITs 载体是契约基金或信托计划, 体现为受益凭证、信托法律关系</p> <p>公司型: REITs 载体是公司, 体现为股东与公司关系</p>

资料来源: 《中国公募 REITs 发展白皮书》, 平安证券研究所

REITs 作为一种高分红比例、高风险收益比的长期投资工具，与其它金融资产关联性低，具有较好的资产配置价值。从国际经验看，境外权益型 REITs 长期的年化收益率普遍超过同期股票指数。以美国为例，1971-2019 年 FTSE Nareit All REITs Index 年均增速达 9.8%，高于同期标准普尔 500 指数年均增速（7.5%）。

图表3 美国 REITs 指数与标准普尔 500 指数走势

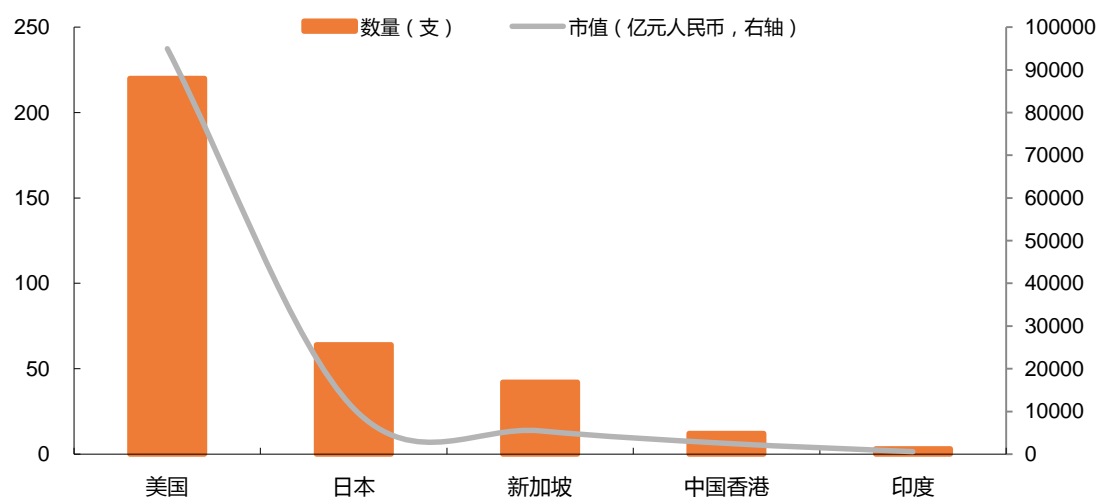


资料来源: NAREIT, Wind, 平安证券研究所

注: 两个指数均以 1972 年 12 月为 100

据北大光华管理学院统计，截至 2019 年 12 月，全球共有 42 个国家和地区建立 REITs 市场（其中 37 个有 REITs 发行），公募 REITs 总市值约 2 万亿美元。其中，美国为最大的 REITs 市场，总市值占比超过一半，折合人民币超过 9.5 万亿元；日本 REITs 市场仅次于美国，总市值约 1.1 万亿元人民币；新加坡、中国香港、印度的 REITs 总市值分别约 5456 亿元人民币、2519 亿元人民币、586 亿元人民币。

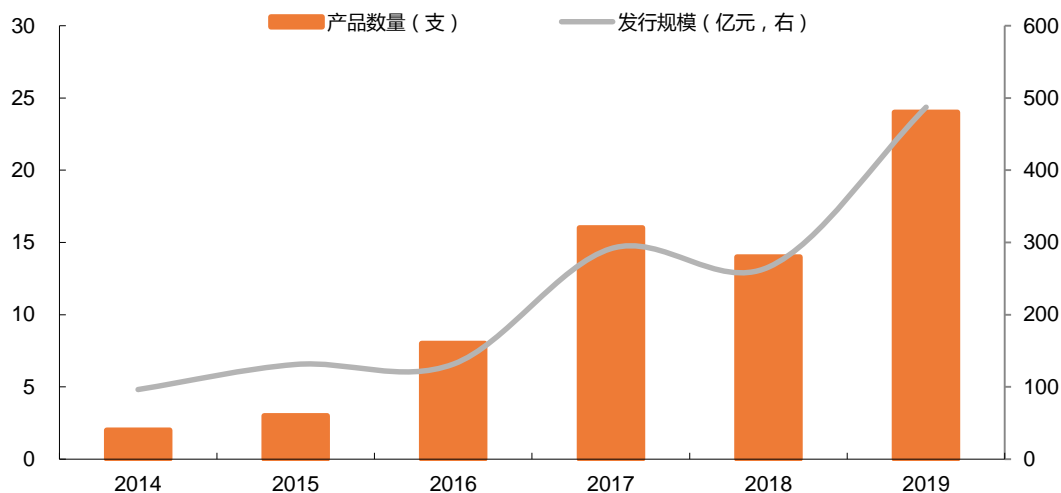
图表4 主要经济体 REITs 发行情况



资料来源: 北大光华管理学院, 平安证券研究所

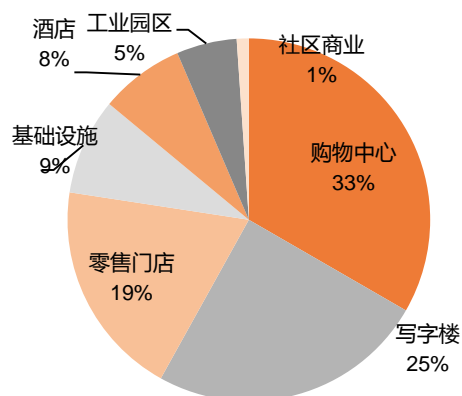
目前,我国境内尚无真正意义上的公募 REITs,但监管层与各市场主体对于不动产证券化的探索一直没有停止过。一方面在境外市场尝试发行以国内资产为投资标的的 REITs 产品,另一方面在国内现有监管法律框架下推出在功能上与成熟市场公募 REITs 具有一定相似性的“类 REITs”产品。根据 REITs 研究中心统计,自 2014 年国内首单类 REITs 产品“中信启航专项资产管理计划”发行至 2019 年末,我国共发行类 REITs 产品 68 支,累计发行金额 1402.81 亿元。其中排名前三的物业类型为购物中心、写字楼和零售门店,分别占比 33%、25%和 19%。

图表5 我国 2014-2019 年类 REITs 发行情况



资料来源: REITs 研究中心, 平安证券研究所

图表6 国内类 REITs 持有物业类型



资料来源: REITs 研究中心, 平安证券研究所

二、国内公募 REITs 正式启航

2.1 基础设施 REITs 试点开启，公募 REITs 正式启航

早在 2008 年 12 月，国务院发布《关于当前金融促进经济发展的若干意见》提出，开展房地产信托投资基金试点，拓宽房地产企业融资渠道。此后中央多次发文鼓励推进 REITs 试点，希望将其运用于住房租赁、基础设施等国家重点关注领域。2020 年 4 月 30 日，中国证监会、国家发展改革委联合印发了《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》，标志着国内公募 REITs 正式启航。

图表7 国内 REITs 主要政策梳理

时间	部门	会议或文件	相关内容
2008.12	国务院	《关于当前金融促进经济发展的若干意见》	开展房地产信托投资基金试点，拓宽房地产企业融资渠道
2009.03	央行、银监会	《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》	支持资信条件较好的房地产企业发行企业债券和开展房地产投资信托基金试点，拓宽房地产企业融资渠道
2010.06	住建部等七部委	《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》	鼓励金融机构探索运用保险资金、信托资金和房地产信托投资基金拓展公共租赁住房的融资渠道
2014.09	央行、银监会	《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》	支持房地产企业积极稳妥开展房地产投资信托基金（REITs）试点
2015.01	住建部	《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》	积极推进房地产投资信托基金（REITs）试点。各城市要积极开展 REITs 试点，并逐步推开。
2016.06	国务院	《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》	支持符合条件的住房租赁企业发行债券、不动产证券化产品。稳步推进房地产投资信托基金（REITs）试点
2016.1	国务院	《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》	积极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。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
2018.04	证监会	《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）
2019.01	上交所	上交所 2019 年新年致辞	进一步深化债券产品创新，时间部门文件或会议主要内容具体内容推动公募 REITs 试点，加快发展住房租赁 REITs，积极引入债券国际投资者
2020.01	证监会	2020 年系统工作会议	提升服务实体经济质效，稳妥推动基础设施 REITs 试点
2020.04	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》、《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（征求意见稿）	推进基础设施领域不动产投资信托基金试点相关工作，包括优先支持京津冀、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；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

资料来源：各部门政府官网，平安证券研究所

根据《通知》内容，此次基础设施 REITs 试点项目要求：

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。一方面重点区域基础设施相对较好、管理水平较高、人口与产业更具优势等，更加适合推行 REITs 试点；另一方面，聚焦重点区域也有利于落实中央部署、推动重大战略实施，2017 年以来中央先后作出海南自由贸易试验区、粤港澳大湾区、雄安新区、长三角一体化等重大战略，明确要求大力实施一批重大基础设施工程，加快构建现代基础设施体系。

2) **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。

3) **聚焦优质项目**，包括项目权属清晰，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，发起人及基础设施运营企业信用稳健、内部控制制度健全等。考虑试点阶段项目将经过层层筛选，质量或将更加优质。

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。此次试点通过限制融资资金用途，进一步促进基建投资，有助于形成内部良性循环。

图表8 国内基础设施 REITs 试点项目要求

类型	具体要求
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。
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。
项目	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。基础设施运营企业还应当具有丰富的运营管理能力。
资金	发起人（原始权益人）通过转让基础设施取得资金的用途应符合国家产业政策，鼓励将回收资金用于新的基础设施和公用事业建设，重点支持补短板项目，形成投资良性循环

资料来源：中国证监会，平安证券研究所

2.2 推行公募 REITs 对经济发展、金融体系改革等具有重要意义

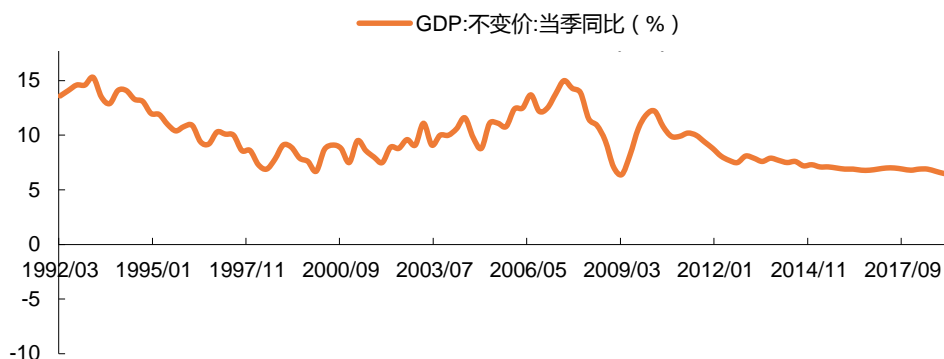
经济发展方面：稳投资重要政策补充，对冲经济下行风险。根据北大光华学院的统计，35 个经济体在推出 REITs 前五年（含出台当年），仅比利时、希腊等 6 个经济体量较小国家在经济强劲时出台 REITs，其余 29 个国家和地区均在经济低迷或出现危机时推出 REITs 制度，侧面印证 REITs 对经济发展的推动作用。受疫情影响，一季度全国 GDP 同比下降 6.8%，短期经济及就业压力依旧较大，在此背景下推出公募基础设施 REITs 试点，有利于广泛筹集项目资本金，降低债务风险，加快新老基建的建设，是稳投资、补短板的有效政策工具。

图表9 各经济体出台 REITs 时经济形势

经济体	推出时间	前一年 GDP 增速	当年 GDP 增速	GDP 增速变化	经济体	推出时间	前一年 GDP 增速	当年 GDP 增速	GDP 增速变化
美国	1960	6.9%	2.6%	-4.3%	阿联酋	2006	4.9%	9.8%	4.9%
荷兰	1969	6.4%	6.4%	0.0%	以色列	2006	4.1%	5.7%	1.6%
比利时	1990	3.5%	3.1%	-0.4%	泰国	2007	5.0%	5.4%	0.4%
巴西	1993	-0.5%	4.7%	5.2%	德国	2007	3.9%	3.4%	-0.5%
加拿大	1994	2.7%	4.5%	1.8%	巴基斯坦	2008	5.5%	5.0%	-0.5%
土耳其	1995	5.5%	7.2%	1.7%	哥斯达黎加	2009	4.7%	-1.0%	-5.7%
新加坡	1999	-2.2%	6.1%	8.3%	芬兰	2009	0.7%	-8.3%	-9.0%
希腊	1999	3.9%	3.1%	-0.8%	菲律宾	2009	4.2%	1.1%	-3.1%
日本	2000	-0.3%	2.8%	3.1%	西班牙	2009	1.1%	-3.6%	-4.7%
韩国	2001	8.9%	4.5%	-4.4%	匈牙利	2011	0.7%	1.7%	1.0%
马来西亚	2002	0.5%	5.4%	4.9%	爱尔兰	2013	0.0%	1.7%	1.7%
法国	2003	1.1%	0.8%	-0.3%	肯尼亚	2013	4.6%	5.9%	1.3%
中国台湾	2003	5.6%	4.1%	-1.5%	南非	2013	2.2%	2.5%	0.3%
中国香港	2003	1.7%	3.1%	1.4%	印度	2014	6.4%	7.4%	1.0%
保加利亚	2004	5.2%	6.4%	1.2%	越南	2015	6.0%	6.7%	0.7%
墨西哥	2004	1.4%	3.9%	2.5%	巴林	2016	2.9%	3.2%	0.3%
英国	2006	3.1%	2.5%	-0.6%	沙特阿拉伯	2016	4.1%	1.7%	-2.4%
意大利	2006	1.0%	2.0%	1.0%					

资料来源：北大光华学院，平安证券研究所

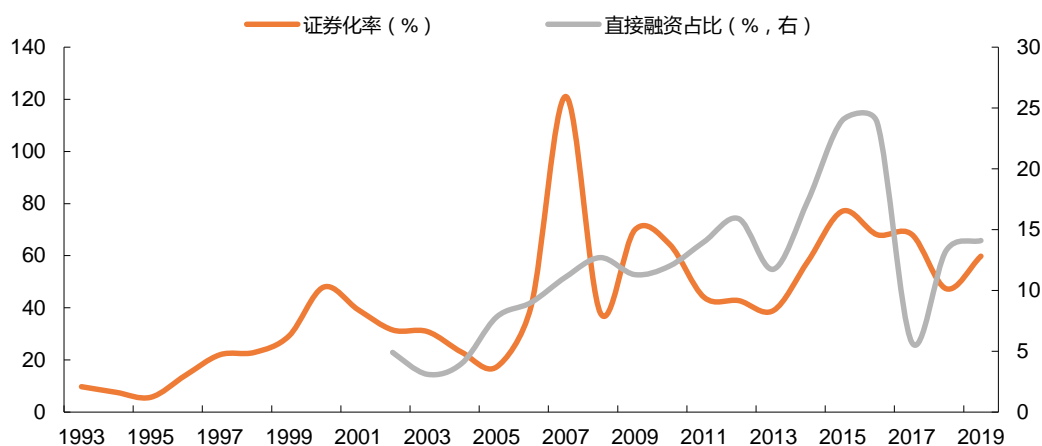
图表10 2020年一季度我国GDP同比下滑6.8%



资料来源:Wind, 平安证券研究所

金融体系方面：有利于完善储蓄转化投资机制，提高直接融资占比，降低实体经济杠杆。我国直接融资占比最高不超过 25%，2019 年降至 14%左右；而海外无论是高收入国家还是中等收入国家，直接融资比重均处于 65%-75%区间；在直接融资结构中，企业债券融资比重相对较高超过 80%，股权融资规模相对较低。从证券化率来看，国内市场证券化率自 2001 年的 39%波动抬升至 2019 年的 60%，远低于美国超 150%的证券化率水平。基础设施 REITs 作为一种重要的直接融资工具，未来将有效缓解我国直接融资占比过低问题，降低实体经济杠杆水平。

图表11 目前国内直接融资占比不足 15%



资料来源:Wind, 平安证券研究所

资产配置方面：丰富投资产品种类，有效缓解资产荒。受流动性宽松影响，国内无风险利率快速下行，十年期国债收益率降至 2.538%，部分 ABS 发行利率也跌破 3%，此时推行基础设施 REITs，有利于吸引更广泛的社会资金参与基础设施建设，**为保险资金、社保基金等机构投资者提供长期稳定的投资标的**，同时丰富广大居民的投资品种，满足其资产配置需求，解决资产荒问题。此外，REITs 与其它金融资产关联性较低，有助于投资者资产配置多元化，分散投资风险。

图表12 当前十年期国债降低至 2.54% (截至 4 月 30 日)



资料来源:Wind, 平安证券研究所

2.3 对基建环保形成利好，物流仓储及产业园区亦将受益

从行业影响看，此次 REITs 试点**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。

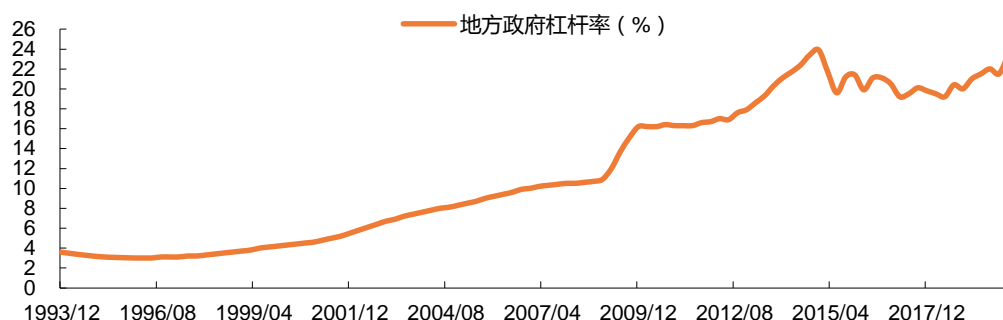
对于**基建行业**，经过地方政府近十年杠杆扩张，2008 年末至 2020 年一季度末，我国地方政府杠杆率从 10.9% 提高到 23.3%。此次在基建领域引入 REITs 模式，具有多方面功能：

1) 能够盘活大量存量资产，完善退出机制，缓解地方政府债务压力，实现中央防风险、去杠杆的决策部署。经过改革开放 40 多年的发展，我国在交通、能源、环保、市政等领域形成了大量优质资产。据北大光华学院测算，截至 2017 年我国基建存量规模高达 113.7 万亿。

2) 改变以往基建融资方式，庞大的基建存量资产有望为增量投资提供有力支持，实现基建投资内生循环。在当前防风险、去杠杆的情况下，要进一步加强基础设施建设，实现中央稳投资、补短板的决策部署，更好满足高质量发展需要，基础设施建设主体面临的重大问题正是资金来源。按照 2017 年末 113.7 万亿基建存量规模，若 REITs 发行占比 1%，则对应万亿投资体量。

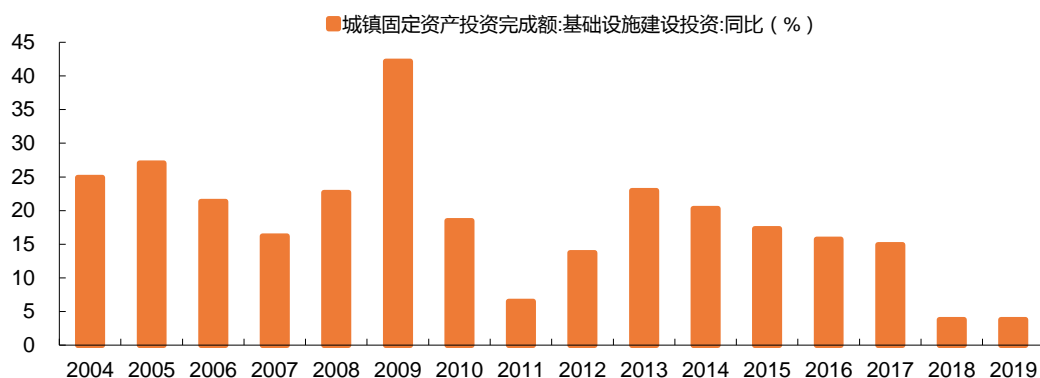
3) 通过引进市场专业机构，促进基础设施领域管理效率提升。基础设施领域长期以来面临诸多问题，包括市场化程度偏低、专业化程度不高、管理相对粗放、许多项目收益偏低等。此次引进基础设施 REITs，有助于吸引更专业的市场化机构来主导基建项目投资和运营，提高投资建设及运营管理效率。

图表13 1993年以来地方政府杠杆率显著攀升



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表14 我国基建投资近两年明显放缓



资料来源:Wind, 平安证券研究所

对于地产行业，此次 REITs 试点提出优先支持仓储物流等基础设施补短板行业，并鼓励高科技产业园区、特色产业园区等开展试点，物流仓储与产业园区亦有望加速发展。通知同时明确不包括住宅和商业地产，这与目前地产宏观政策导向相一致。展望未来，无论是国外发展经验还是国内商业地产现状，包括商业地产在内的持有型房地产试点公募 REITs 仍值得期待。

对于环保公用行业，当前我国城镇供热、污水、垃圾处理领域正处于快速发展期，投资需求较大，且存量项目现金流稳定，适合推进 REITs 试点。此次公募 REITs 政策出台，有利于企业盘活存量资产，扩展融资渠道，加速项目建设进度。

三、基础设施 REITs 与类 REITs 对比

根据《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》与《公开募集基础设施证券投资基金指引 (试行)》(征求意见稿)，本次基础设施 REITs 较此前国内发行的类 REITs 产品在审批流程、投资对象、产品结构、募集方式等方面存在显著差异。

从审批流程看，基础设施 REITs 要求先由省发改委出具专项意见，再由国家发改委进行推荐，最后再由证监体系的监管机构进行相应的决策，审批流程较类 REITs 产品复杂，但也意味着试点阶段基础设施 REITs 项目质量或更优。

从投资对象看，基础设施 REITs 试点按照“遵循市场原则，坚持权益导向”原则，针对权益型产品；而类 REITs 以固定收益型产品为主，权益型与混合型为辅，产品特性上更多地体现债券属性，比如投资者获得的是固定收益、产品有明确的存续期限、会设置增信措施等。

从产品结构看，基础设施 REITs 为平层结构，而类 REITs 多设立优先级与劣后级。

从募集方式看，基础设施 REITs 采取公募方式（募集资金规模超过 2 亿元且至少 1000 个投资者），可在交易所公开发行业并上市交易，个人投资者与机构投资者均可参与投资；而类 REITs 一般为私募发行，以机构投资者为主，流动性相对较差。

从基金管理人要求看，基础设施 REITs 对于基金管理人要求更加严格，包括要求 80% 以上基金资产投资于与其存在实际控制关系或受同一控制人控制的管理人设立发行的单一基础设施资产支持证券全部份额，从而穿透取得基础设施项目完全所有权或特许经营权，同时要求设置独立的基础设施基金投资管理部门等，促使基金管理人本职工作转向运营基础设施项目，而非构建投资组合；类 REITs 产品则无相关要求。

从退出方式看，基础设施 REITs 可通过二级市场交易退出；而类 REITs 一般是到期方回购，处置或清算资产。

图表15 基础设施 REITs 对基金管理人要求

项目	具体要求
一	应当符合《证券投资基金法》《公开募集证券投资基金运作管理办法》规定的相关条件
二	公司成立满 3 年，资产管理经验丰富，公司治理健全，内控制度完善
三	设置独立的基础设施基金投资管理部门，配备不少于 3 名具有 5 年以上基础设施项目运营或基础设施项目投资管理经验的主要负责人员，其中至少 2 名具备 5 年以上基础设施项目运营经验
四	具有不动产研究经验，并配备充足的专业研究人员
五	具有同类产品或业务投资管理或运营专业经验，且同类产品或业务不存在重大未决风险事项
六	财务状况良好，能满足公司持续运营、业务发展和风险防范的需要
七	具有良好的社会声誉，在金融监管、工商、税务等方面不存在重大不良记录
八	具备健全有效的基础设施基金投资管理、项目运营、风险控制制度和流程
九	中国证监会规定的其他要求

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

四、基础设施 REITs 与国外 REITs 对比

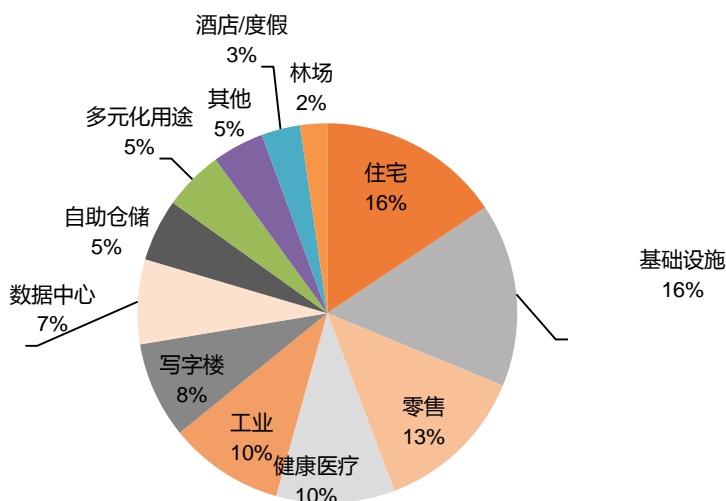
从国际对比看，此次国内基础设施 REITs 试点与海外国家 REITs 在应用领域、产品结构、资产负债要求、税收优惠政策等方面仍存在差异。

4.1 REITs 应用领域

REITs 成熟国家的物业类型丰富且较为分散。据 Nareit 统计，美国权益型 REITs 市值中，住宅类、基础设施类、零售类、健康医疗类、工业类、写字楼类、数据中心类、自助仓储类、多元化用途类、其他类、酒店/度假类、林场类分别占比 15.6%、15.6%、13.0%、10.1%、9.8%、8.2%、7.2%、5.3%、5.1%、4.4%、3.3%、2.3%。

国内基础设施 REITs 则要求应用于基础设施领域：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，不含住宅和商业地产。

图表16 美国权益型 REITs 市值分布



资料来源:Nareit, 平安证券研究所

4.2 REITs 应用模式

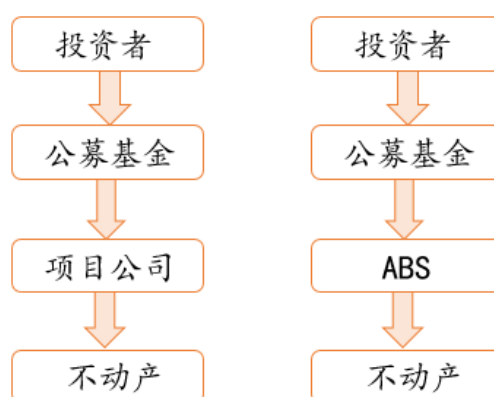
除采用公司型 REITs，国外成熟市场运用“公募基金+”的 REITs 模式有两种：一是公募基金+股权，将公募基金制度与公司制度结合，由公募基金通过投资项目公司股权方式完成对标的资产收购；二是公募基金+ABS，将公募基金制度和资产证券化制度结合，由公募基金通过购买标的资产 ABS 的方式完成对标的资产的收购。

在我国现行法律法规框架下，公募基金不能直接投资于不动产项目公司股权，且公司型 REITs 在国内面临《证券法》关于股票发行上市的严格限制，同时《公司法》中关于公司设立、股份转让及利润分配等规定与 REITs 运作也不相适应，因此本次国内基础设施 REITs 试点采取“公募基金+ABS”模式。具体来说，由符合条件的取得公募基金管理资格的证券公司或基金管理公司，依法依规设立

公开募集基础设施证券投资基金，经中国证监会注册后，公开发售基金份额募集资金，通过购买同一实际控制人所属的管理人设立发行的基础设施资产支持证券，完成对标的基础设施的收购，开展基础设施 REITs 业务。

其中，考虑公募基金+ABS 属于外部管理人模式，且为多层委托代理关系，即基金持有人委托基金管理人进行投资，基金管理人委托 ABS 管理人进行资产管理，ABS 管理人委托运营管理人对资产进行经营管理，导致存在管理界限模糊、责任较难分辨的问题，因此，此次试点夯实了基础设施证券投资基金管理人的核心管理责任，要求其购买的 ABS 的管理人需由同一实际控制人所属。

图表17 国外成熟市场运用“公募基金+”的两种 REITs 模式



资料来源:平安证券研究所

4.3 REITs 设定要求

资产选择方面，国内公募基础设施 REITs 要求 80%以上基金资产持有单一基础设施资产支持证券全部份额，基础设施资产支持证券持有基础设施项目公司全部股权；成熟市场大多规定 REITs 大部分资金需投资于不动产领域，如新加坡要求至少 75%以上的资产投资于房地产和相关领域，中国香港要求总资产 75%以上投资于产生定期租金收入房地产项目，美国要求总资产 75%以上为房地产、现金及现金等价物、政府证券，但成熟市场一般不要求持有项目全部股权。

负债限制方面，国内要求基础设施基金直接或间接对外借款总额不得超过基金资产的 20%，借款用途限于基础设施项目维修、改造等；新加坡要求 REITs 资产负债率不得超过 45%，中国香港要求 REITs 借款总额不得超过资产 45%，美国无明确杠杆限制，整体来说成熟市场对 REITs 的杠杆要求较我国内地宽松。

收入要求方面，国内要求基础设施 REITs 现金流来源具备较高分散度，且主要由市场化运营产生，不依赖第三方补贴等非经常性收入；成熟市场多明确收入来源比例，例如中国香港要求收入主要来自房地产出租收益，美国要求总收入至少 75%来自不动产出租或出售利得等。

分红要求方面，国内与新加坡、美国等均要求分红比例不低于 90%。

图表18 主要经济体 REITs 设定要求对比

国家	资产限制	负债限制	收入限制	分红要求
中国	80%以上基金资产持有单一基础设施资产支持证券全部份额，基础设施资产支持证券持有基础设施项目公司全部股权	基础设施基金直接或间接对外借款总额不得超过基金资产的20%，用途限于基础设施项目维修、改造等	现金流来源具备较高分散度，且主要由市场化运营产生，不依赖第三方补贴等非经常性收入	不低于基金年度可供分配利润的90%，每年不得少于1次
新加坡	至少75%以上的资产需投资于房地产和房地产相关领域	资产负债率不得超过45%	S-REITs 收入90%以上来自自持不动产的租金收入、利息与分红等	每年90%以上的应税收入用于分配
中国香港	总资产75%以上投资于产生定期租金收入的房地产项目	借款总额不得超过总资产的45%	收入应主要来自房地产出租收益	每年90%以上的税后净收入用于分配
美国	总资产75%以上为房地产、现金及现金等价物、政府证券	无明确限制	总收入中至少75%来自不动产出租或出售利得等房地产相关收入	每年90%以上的应税收入用于分配
日本	资产总值50%以上投资于合格资产(证券、地产、出租权等)	只能向合格机构借款	无限制	需将90%以上的租金收入及出售利得进行分配

资料来源：《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（征求意见稿），新加坡金融管理局等，平安证券研究所

4.4 REITs 税收优惠

美国、澳大利亚、新加坡、日本等经济体均对 REITs 租金收入分红部分免征所得税，避免投资者到手现金被双重征税，澳大利亚、新加坡等还对 REITs 免征印花税，国内方面暂无相关税收优惠政策。

图表19 主要经济体 REITs 税收优惠

国家	税收优惠
美国	分红部分免所得税
澳大利亚	免印花税和所得税，但不分红部分按最高税率征税
新加坡	租金收入征10%房产税，免印花税，分红部分免所得税；出售收入免所得税
日本	租金收入征1.4%房产税，5.3%营业税，出售收入征印花税，分红部分免所得税
中国香港	正常征税，但在投资者层面免税
英国	租金收入免所得税，住宅不免；出售收入征印花税、土地税，三年以上免所得税
法国	免所得税，租金收入不免公证费，出售收入不免印花税

加拿大	租金收入分红部分免税；出售收入 50% 的部分应税，且 50% 损失可抵扣未来利得
德国	免所得税，出售收入不免交易税

资料来源：北大光华《中国 REITs 制度的特征与实现路径》，平安证券研究所

五、投资建议

随着国内公募 REITs 试点工作开启，基础设施领域有望迎来加速发展。

地产板块，产业园区与仓储物流有望受益，建议关注拥有优质园区类资产的企业，如招商蛇口，以及拥有优质仓储物流类资产的企业，如万科、南山控股。

建筑建材板块，REITs 利好基础设施建设，建材建筑龙头有望受益，建议关注建材龙头东方雨虹、华新水泥、垒知集团，以及建筑龙头中国建筑、中国中铁、中国铁建、葛洲坝。

环保公用板块，目前我国城镇供热、污水、垃圾处理领域正处于快速发展期，投资需求较大，且存量项目现金流稳定，非常适合推进 REITs 试点；REITs 政策的出台有利于企业盘活存量资产，扩展融资渠道，加速项目建设进度，强烈推荐供热领域联美控股，推荐固废领域瀚蓝环境、中国天楹，关注污水处理领域国祯环保。

六、风险提示

- 1)《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》尚处于征求意见稿阶段，若后续发生变动或政策推动不及预期，或存在政策落地风险；
- 2) 基础设施 REITs 项目试点阶段要求严格，若企业在手项目不满足相关要求，或存在 REITs 推进不达预期风险；
- 3) 若新型冠状病毒肺炎疫情持续时间超预期，行业资金压力加大将带来中小企业资金链断裂风险。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033