

基建公募 REITs 起航，建筑板块迎来重大机遇

——建筑装饰行业专题研究

行业动态

◆事件：2020年4月30日，中国证监会、国家发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》。该文件标志着中国基建公募 REITs 正式起航。

◆经济下行压力下，REITs 推出有重要意义：REITs 自 1960s 于美国诞生以来，迄今约有 42 个国家和地区建立了 REITs 市场。统计相关国家及地区发布的背景，发现其中约有 30 个国家及地区在经济危机、低迷或减速的情况下，推出相关政策。在经济下行通道中，政策对投资的支持尤为重要，然而传统的融资渠道，限制了财政发力、信用扩张的路径。14-15 年，PPP 模式引导社会资本参与基建投资；2017 年下半年，政策上要求对 PPP 项目资本金实行“穿透”使项目“出表”更严格；同时 PPP 项目股权缺乏退出渠道，导致社会资本参与热情消退。2018-2019 年，基建投资连续两年低个位数增长，经济下行压力逐步增大，在这个时点基建公募 REITs 的推出有重要意义。

◆基建 REITs 推出的影响：2019 年，美国 REITs 中“新老基建”规模达 4058 亿美元。基建 REITs 将带来如下影响：1) 盘活存量资产的同时，解决新增投资资金来源问题。中期基建投资增速预期将向上修正。2) REITs 出表的属性，有利于部分企业改善报表，使建筑企业订单承接突破资产负债率限制。此外，基建 REITs 推出，或改变存量运营公司的定价方式。

◆投资建议：建筑板块迎来重大机遇

权益型 REITs 项目的底层资产通常为“使用者付费”类项目。因此需要重点关注企业资产负债表中无形资产科目（注：长期应收账款通常对应政府付费项目）。建筑板块中，无形资产/总资产比重较高的有四川路桥、中国电建、北新路桥、中国交建。

我们以中国交建为例，假设其特许经营权资产全部以 REITs 出售（财务费用减少、折旧摊销减少、同时相关运营利润亦减少），则其归母净利润增厚约 64 亿元，占 2019 年中国交建归母净利润比例约为 31%。参考中国中铁经验，相关资产出售还可获得一次性收益。同时，企业资产负债率亦将降低，为后续承接新项目留有空间。

建筑板块迎来重大机遇：前期建筑板块估值压制主要由于 1) 基建投资增速下行，且后续基建融资来源有不确定性；2) 主要建筑企业仍处在“去杠杆”阶段，负债率限制其规模的扩张。随着我国公募 REITs 破冰，建筑板块迎来重大机遇。REITs 天然出表，带来中期基建投资增速的上修以及建筑企业报表的改善且后续扩张将突破资产负债率限制。**建议关注：**1) 报表内运营类资产占总资产比重较高，将直接受益于基建 REITs 推进的中国交建、中国电建；2) 受益基建投资预期上修；借助基建 REITs，后续扩张可突破资产负债率限制的中国中铁、中国铁建、中国建筑、中国中冶。

◆风险分析：REITs 税法制定不及预期，建筑企业 REITs 推进不及预期。

买入（维持）

分析师

孙伟风（执业证书编号：S0930516110003）

021-52523822

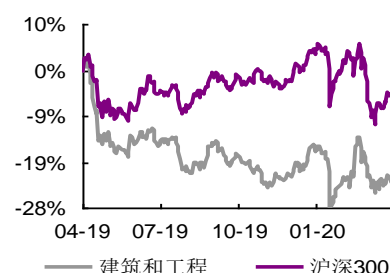
sunwf@ebsecn.com

联系人

武慧东

wuhuidong@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

目 录

1、 基建 REITs 启航.....	3
2、 REITs 简介与我国 REITs 历程	6
2.1、 REITs 具备较好投资价值	6
2.2、 公募 REITs 的基本特征	8
2.3、 税收对 REITs 长期发展较为重要	10
3、 基建 REITs 的重要意义	13
4、 二级市场角度看基建 REITs.....	15
4.1、 基建 REITs 有利于解决新增基建投资资金来源	15
4.2、 REITs 天然出表属性，有利于改善企业报表，使企业扩张突破报表限制	16
4.3、 权益型 REITs，或影响运营类资产定价	17
5、 投资建议	18
6、 风险分析	19

1、基建 REITs 启航

REITs 自 1960s 于美国诞生以来，推出 REITs 的国家及地区逐步增多，迄今约有 42 个国家和地区建立了 REITs 市场。统计相关国家及地区发布的背景，发现其中约有 30 个国家及地区在经济危机、低迷或减速的情况下，推出相关政策。

确立美国 REITs 的核心法律《国内税收法》的推出过程并不顺利，其中对赋予 REITs 税收中性待遇为分歧的主要来源。1960 年前后，由于美国经济面临较大危机与压力，需要吸引更多社会资本参与投资，故该法案最终得以通过。

表 1：部分国家及地区 REITs 出台时的经济形势

国家/地区	时间点	经济周期	简述	国家/地区	时间点	经济周期	简述
美国	1960	危机	1956 年起，经济不景气；1958Q1GDP 同比下降 10%	阿联酋	2006	强劲	2003 年起经济快速增长
荷兰	1969	减速	经济高速增长，但增速快速下滑	以色列	2006	强劲	2003 年其经济快速增长
比利时	1990	强劲	经济快速增长	泰国	2007	减速	经济高增，增速下滑
巴西	1993	危机	1990 年经济危机，GDP 同降 4.2%	德国	2007	低迷	2002 年起，增速较为低迷
加拿大	1994	低迷	1990 年起经济长期低迷	巴基斯坦	2008	减速	经济高增，增速下滑
土耳其	1995	危机	经济剧烈波动	哥斯达黎加	2009	减速	受 2008 年金融危机影响，增速下滑
新加坡	1999	危机	1998 年受东南亚金融危机影响	芬兰	2009	减速	受 2008 年金融危机影响，增速下滑
希腊	1999	强劲	经济快速增长	菲律宾	2009	减速	受 2008 年金融危机影响，增速下滑
日本	2000	低迷	1997 年起经济陷入低迷	西班牙	2009	减速	受 2008 年金融危机影响，增速下滑
韩国	2001	危机	1998 年受金融危机影响，但已反弹	匈牙利	2011	低迷	2007 年起增速低迷，2009 年经济危机
马来西亚	2002	危机	1998 年危机反弹良好，但 2001 年经济增速仅有 0.5%	爱尔兰	2013	低迷	2009 年起经济持续低迷
法国	2003	低迷	2000 年起经济低迷	肯尼亚	2013	减速	经济高增，增速下滑
中国台湾	2003	危机	2001 年台湾地区出现经济危机	南非	2013	减速	经济高增，增速下滑
中国香港	2003	危机	1998 年经济危机，2000 年起经济低迷	印度	2014	减速	经济高增，增速下滑
保加利亚	2004	强劲	2000 年起经济快速增长	越南	2015	强劲	经济高增
墨西哥	2004	危机	2001 年陷入经济危机	巴林	2016	减速	经济高增，增速下滑
英国	2006	平稳	经济增速平稳	沙特阿拉伯	2016	减速	经济高增，增速下滑
意大利	2006	低迷	2001 年以来经济较为低迷				

资料来源：NAREITs，《REITs 市场建设与经济转型发展》（北大光华管理学院），光大证券研究所整理

面对经济的衰退和萧条，“积极的财政政策和货币政策”是政策制定者常用的方法，其中财政支出通常作用于不动产和基建投资领域。部分推出 REITs 的国家不动产和建筑业占 GDP 比重较高（见表 2）。

在经济衰退和低迷时，政策制定者也通常会面临信用难以扩张和财政支出扩张受限的窘境，由于 REITs 具备权益融资、流动性高的属性，可以有效盘活存量资产，为原始权益人重新获取资金支持；同时，也可以降低整体杠杆率水平。

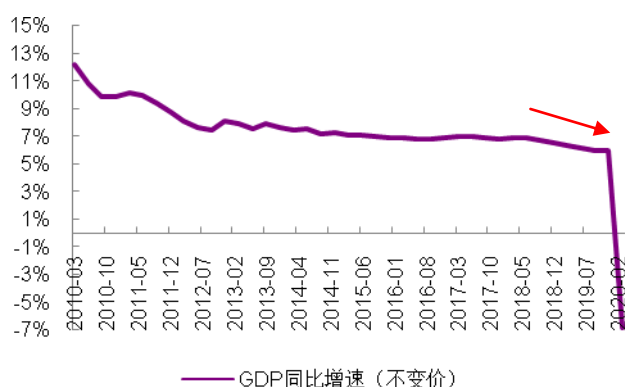
表 2：部分推出 REITs 国家不动产和建筑业增加值占全部增加值的比重¹

国家	年份	比重	国家	年份	比重	国家	年份	比重
新西兰	1971	14.9%	墨西哥	2004	20.5%	匈牙利	2011	12.9%
比利时	1990	13.9%	意大利	2006	18.1%	爱尔兰	2013	10.3%
土耳其	1998	11.8%	英国	2006	19.8%	加拿大	2014	19.6%
希腊	1999	18.1%	德国	2007	15.3%	澳大利亚	2016	20.4%
日本	2000	17.1%	芬兰	2009	18.0%	荷兰	2016	10.8%
法国	2003	16.9%	哥斯达黎加	2009	15.6%	美国	2016	17.1%

资料来源：《REITs 市场建设与经济转型发展》（北大光华管理学院）

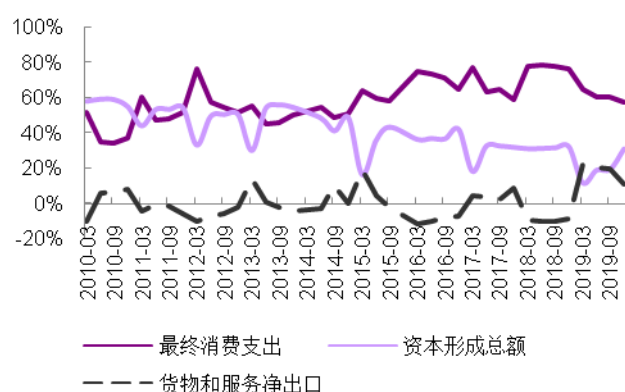
我国金融周期持续下行，2018 年以来 GDP 增速持续放缓；2020Q1 受新冠疫情冲击，单季度 GDP 实现负增长。现阶段，资本形成总额对于 GDP 的拉动依旧扮演较为重要的作用；短期受疫情影响，消费及出口依然受到限制。“新老基建”将是“六稳”、“六保”的重要抓手之一。

图 1：我国 GDP 同比增速（不变价）



资料来源：Wind

图 2：三大需求对 GDP 增长的贡献率（截止 2019 年末）



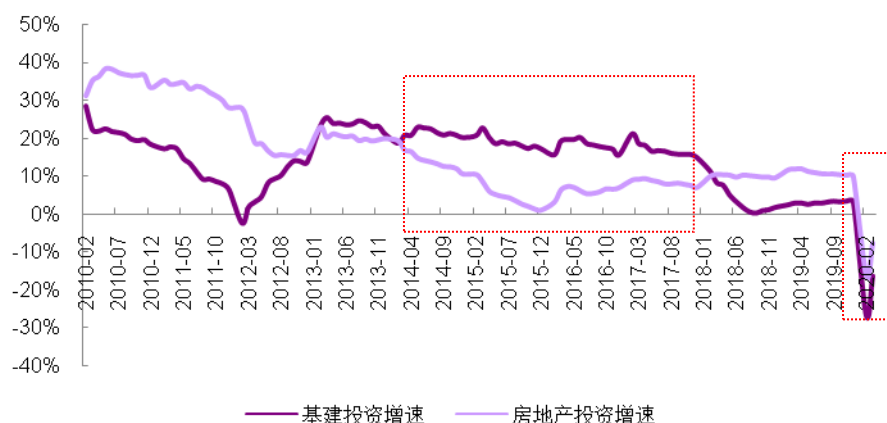
资料来源：Wind

在经济下行通道中，政策对投资的支持尤为重要，然而传统的融资渠道，限制了财政发力、信用扩张的路径：14-15 年，我国也面临经济下行压力，彼时地方隐性债务风险逐步暴露、地方融资平台债务风险积聚，同时地产投资亦出现较为明显下滑。新预算法和国发【2014】43 号文的出台，限制了地方债务/融资平台扩张的规模与速度。2014 年 11 月 16 日，国务院发布《关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》（PPP），通过引入社会资本参与的形式，阶段性解决了基建投资资金来源问题。

2017 年下半年起，PPP 合规趋严，政策上要求对 PPP 项目资本金实行“穿透”使项目“出表”更严格；同时，PPP 权益资产证券化尚未突破，导致社会资本缺乏退出渠道、PPP 投资热情消退。应当承认，PPP 阶段性支撑了基建投资，但地方债务问题尚未完全化解。随着社会资本参与热情的消退，2018-2019 年基建投资增速快速回落至个位数水平。

¹ 若该国家在 REITs 的年份无对应数据，则给出最新的数据作为估计

图 3：基建投资及房地产投资增速



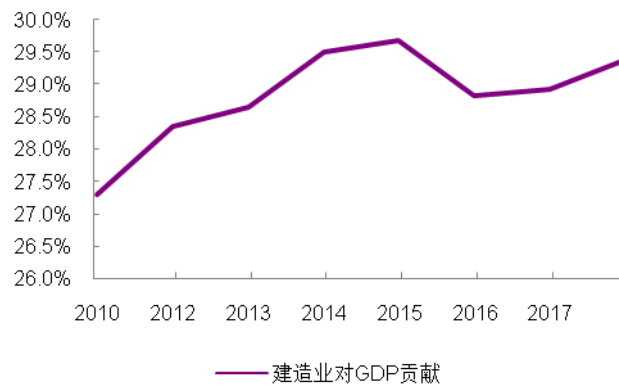
资料来源：Wind，光大证券研究所测算

现阶段，建筑业对我国 GDP 贡献依旧较高；“新老基建”将是“六稳”、“六保”的重要抓手之一。不过，目前我国政府部门杠杆率又回到 2014 年末的高位，亟需新的融资模式破壳而出。目前来看，基建类 REITs 或是最佳的突破口。

图 4：我国政府部门杠杆率水平（截止 2019 年末）



资料来源：Wind

图 5：我国建筑业对 GDP 贡献²（截止 2019 年末）

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

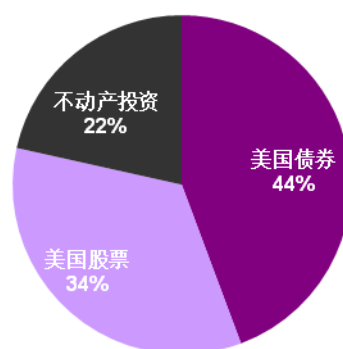
² 该指标测算方法为（固定资产资本形成总额/GDP 支出法）*（固定资产投资完成额中建安工程/固定资产投资完成额）

2、REITs 简介与我国 REITs 历程

2.1、REITs 具备较好投资价值

不动产投资（含 REITs），是除债券和股权之外第三大投资品种。参考美国经验，不动产投资占到大类投资约 22%。

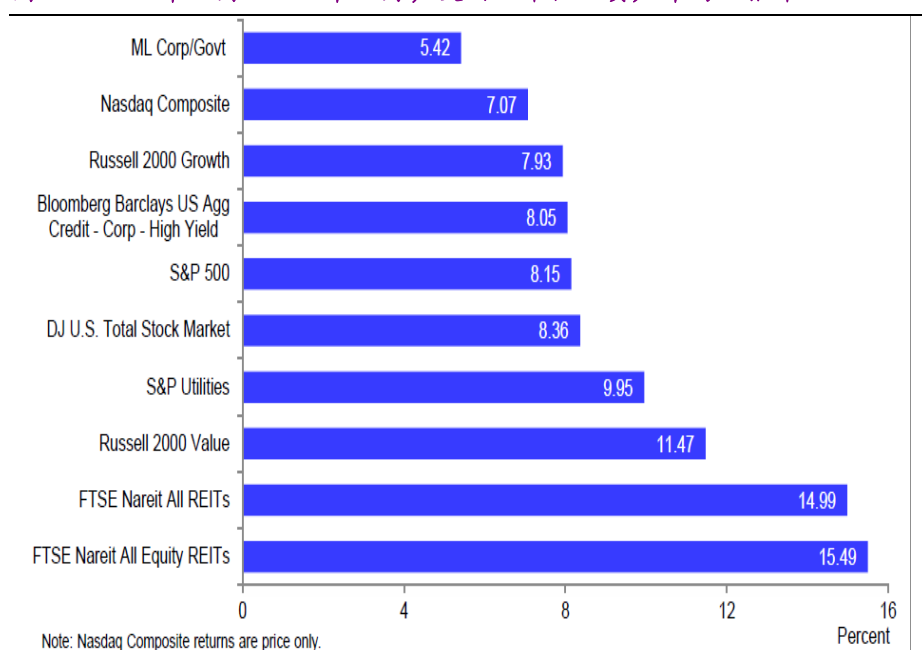
图 6：美国三大资产类别



资料来源：《REITs 分析与投资指南》（Stephanie Krewson-kelly、R.Brad Thomas）

根据 NAREIT 统计，1999 年 2 月-2020 年 2 月的二十年间，美国上市权益资产的年均回报率中，权益型 REITs 达 15.5%，位列第一。表明 REITs 有较好的投资价值。

图 7：1999 年 2 月-2020 年 2 月，美国上市权益资产年均回报率



资料来源：NAREIT

REITs 定义：REITs 是一种按照信托原理设计，以发行受益凭证的方式公开/非公开汇集特定多数投资者的资金，交由专门投资机构进行投资经营管理，并将投资综合收益按比例分配给投资者的一种金融投资产品。REITs 的基础资产通常为商业地产，不过从海外经验观察，其内涵可以扩充至高速公路、铁路、通信设施等具有经济价值的土地附着物不动产。

REITs 有多种分类：1) 以资产组成及投资收益来源，可分为权益型、抵押型及混合型；2) 以组织形式及交易结构区分，可分为公司型、契约型及合伙型；3) 以资金募集及流通特点，可分为公募型和私募型。

表 3：以资产组成及投资收益来源分类

	权益型	抵押型	混合型
标的资产	拥有和管理能够产生现金流的不动产项目	向不动产管理者或投资商提供抵押贷款或购买相关抵押债券	既包括不动产项目，也包括债权类资产
收益来源	以标的资产组合的租金收入作为主要的收益来源，此外还包括标的资产升值和可能的资产注入	以相关贷款/债券的利息收入作为主要来源	以租金收入/资产升值/债权利息收入作为收益来源

资料来源：《中国 REITs 操作手册》（林华）

表 4：公司型、契约型和合伙型 REITs 的差别

组织形式	公司型	契约型	合伙型
资金属性	公司的财产	信托财产	合伙企业的财产
资金使用	按公司章程规定	按信托契约规定	按合伙协议规定
与投资人的关系	股东与公司的关系	信托契约关系	合伙协议关系
与受托人的关系	本身即受托人	以受托人的存在为前提	本身即受托人
收益分配	依据股权凭证分配股利	依据受益凭证分配信托收益	依据合同约定
经营主体	股份有限公司、信托协会	股份有限公司、信托协会	合伙企业

资料来源：《中国 REITs 操作手册》（林华）

表 5：公募及私募 REITs 的差别

	公募	私募
发行方式	公募发行	私募发行
二级市场流动性	较强	较弱
产品属性	以权益型 REITs 为主，抵押型和混合型 REITs 为辅	以固定收益产品为主，权益型和混合型 REITs 为辅
入池资产	通常为多个不动产，强调分散性，产品	目前主要为单一不动产，存续期内不动产为静态，资产构成不发生变化
资产管理	对资产进行主动管理，可以新增投资或出售资产	被动管理为主
投资范围	不动产项目；不动产相关股票；债权、贷款；其他 REITs 或 CMBS（商业物业抵押支持证券）	项目公司股权及债权，监管部门规定的合规投资项目
融资方式	银行贷款、发债及股票增发	产品本身不融资、可分级

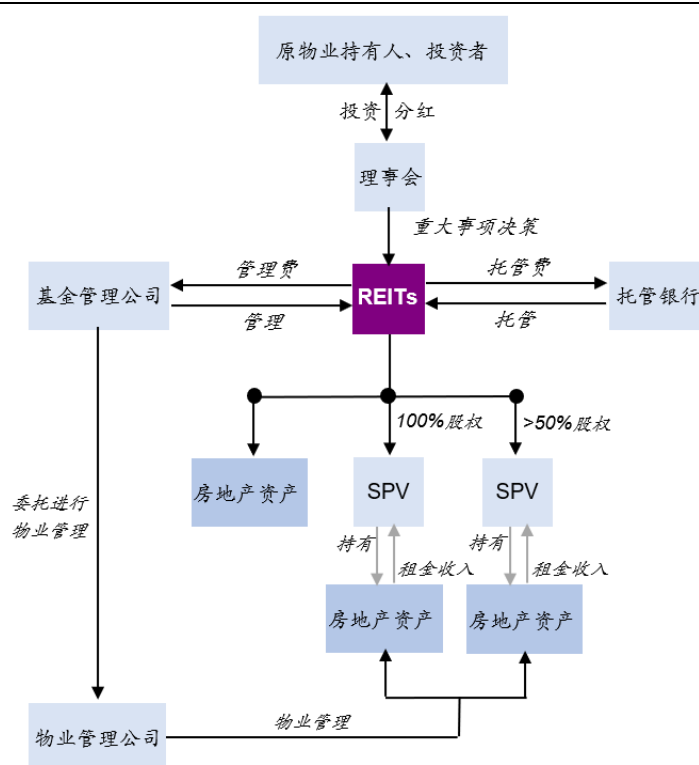
产品期限	长期或永续	有存续期
投资者退出方式	以二级市场证券交易为主	到期通过主体回购或物业处置退出；也可以通过二级市场交易退出，但市场流动性较弱
增信措施	极少部分产品有差额补足增信	多有租金差额补足增信，大部分产品还可通过主体回购为本金偿付增信

资料来源：《中国 REITs 操作手册》（林华）

2.2、公募 REITs 的基本特征

按照资金募集和流通的特点，REITs 可分为公募 REITs 和私募 REITs 两大类。其中公募 REITs 是国际资本市场不动产金融产品的主流形式，与股票一样具有高流动性，可以上市交易，通常亦称作标准 REITs。

图 8：公募 REITs 的典型交易结构（以地产资产作为底层资产为例）



资料来源：《中国 REITs 操作手册》（林华），光大证券研究所

表 6：公募 REITs 和私募 REITs 的主要区别

	成熟市场标准 REITs	境内类私募 REITs
发行方式	公募发行	私募发行
二级市场流动性	较强	较弱
产品属性	以权益型 REITs 为主，抵押型和混合型 REITs 为辅	以固定收益产品为主，权益型和混合型 REITs 为辅
入池物业	通常为多个物业，强调分散性，产品存续期入池物业可新增或出售（会有对应限制）	目前主要为单一物业，存续期内物业为静态，资产构成不发生变化
资产管理	对物业进行主动管理，可以新增投资或出售物业	对物业以被动管理为主

投资范围	物业项目；地产相关股票；债权、贷款；其他REITs或CMBS（商业物业抵押支持证券）	项目公司股权及债权，监管部门规定的合格投资项目
融资方式	银行贷款、发债及股票增发	产品本身不融资，可分级
产品期限	长期或者永续	有存续期，且有效久期相对较短
投资者退出方式	以二级市场证券交易为主	到期通过主体回购或物业处置退出；也可通过二级市场交易退出，但市场流动性较弱
增信措施	极少部分产品有租金差额补足增信	多有租金差额补足增信，大部分产品还通过主体回购为本金偿付增信

资料来源：《中国 REITs 操作手册》（林华），光大证券研究所

公募 REITs 作为市场主流 REITs 主流形式，具有如下基本特征：

● 可上市交易，具备高流动性

公募 REITs 将完整的不动产资产分成相对较小的单位，在证券交易所挂牌交易，成为开放式基金。类似股票、债券，REITs 是证券的一种，不仅可以回购、赎回，还可以在公开市场上市、流动、转让，具有很好的流动性；同时降低投资者门槛，并拓宽不动产投资退出机制。

● 资产多元化，经营管理专业化

公募 REITs 大部分资金用于购买并持有能产生稳定现金流的不动产，包括办公楼、购物中心等物业及高速公路、通信设施等基础设施。其收入主要来自经营不动产的现金流，也可以是抵押支持证券、房地产相关贷款等。REITs 促使不动产所有权与经营权分离，为不动产的专业化经营管理奠定基础。同时 REITs 这种多元而专业的投资方式，可以在分散风险的同时，有效捕捉市场机会。公开交易的 REITs 大多为主动管理型公司，积极参与不动产经营；同时，和上市公司一样，REITs 拥有比较完善的公司治理结构。

● 具有税收中性优势

REITs 不因本身的结构带来新的税收负担，同时部分国家、地区还给予 REITs 产品一定的税收优惠，在美国尤为明显。REITs 结构的关键在于能够避免双重征税，同时税法的特别规定及修订往往是推动 REITs 诞生、调整和发展的因素。

● 高比例派息

在美国等成熟市场，法律要求 REITs 必须将绝大部分收益（通常为 90% 以上的利润）分配给份额持有人。

● 低杠杆运作

在大部分国家和地区，法律对 REITs 有明确的最高杠杆率限制，比如新加坡规定 REITs 的杠杆率不能超过 35%，中国香港证监会明确 REITs 的杠杆率不能超过 40%。

2.3、税收对 REITs 长期发展较为重要

如上文所述，REITs 的资产构成、组织形式、资金募集有多种形式。如果我们深究其本质，REITs 不是一种特定的公司形式，而是符合特定要求的组织的一种报税形式，从而实现“税收中性”待遇。

当然，目前国内 REITs 税收优惠政策尚未出台。我们相信若基建 REITs 要大规模推广，考虑到基建项目整体回报率偏低且较为稳定，则需要在所得税³环节予以一定优惠。

表 7：我国境内 REITs 相关税种

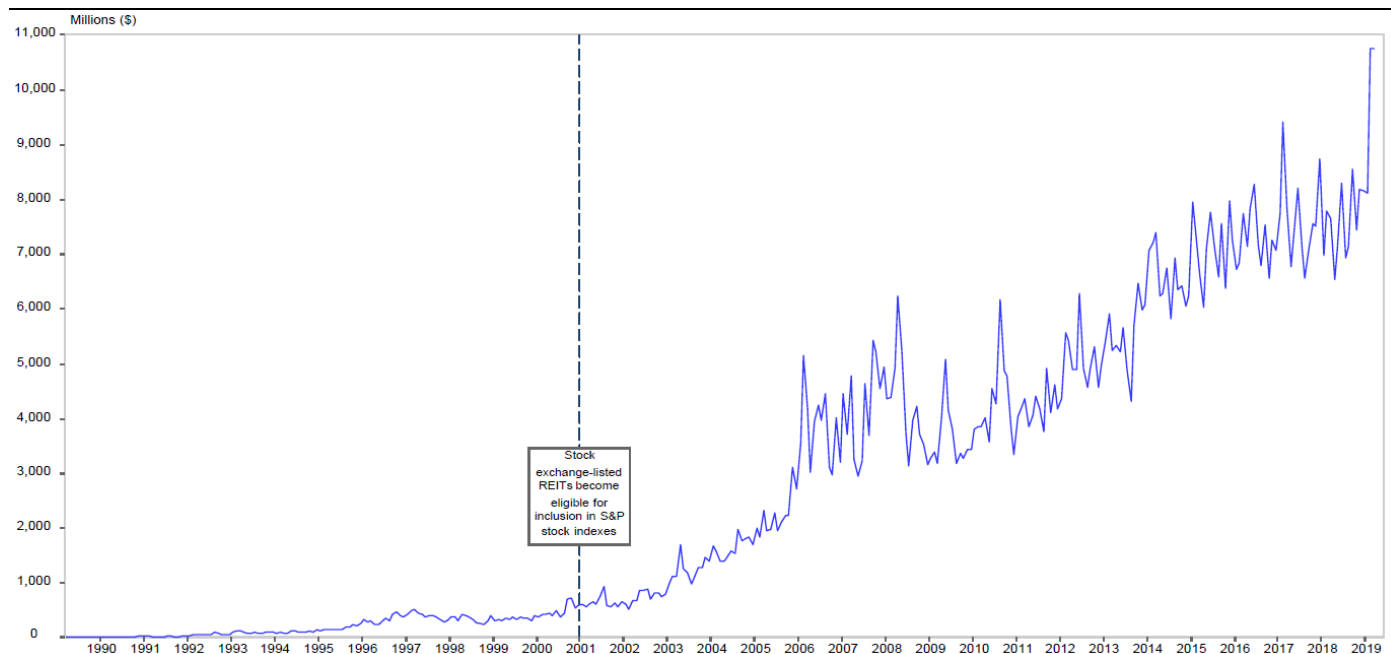
交易行为	纳税义务人	所得税	增值税	土地增值税	契税	印花税
资产收购	原始权益人	✓	✓	✓	✓	✓
REITs 经营	REITs	✓	✓	×	×	✓
REITs 收益分派	REITs 投资者	✓	✓	×	×	×
资产回购	REITs	✓	✓	✓	✓	✓

资料来源：《中国 REITs 操作手册》（林华）

美国 REITs 的发展离不开税收优惠的驱动：1960 年，艾森豪威尔总统签署了《国内税收法》，其中包括对于 REITs 的免税，确立 REITs 的税收中性原则；同年，美国国会通过《房地产投资型托基金法案》，标志着现代 REITs 制度的确立；1976 年，福特总统签署了《REITs 简化修正案》，允许 REITs 在原有商业信托基础上以公司的形式成立；1986 年，美国国会通过了《税收改革法案》，并相继出台了 REITs 相关的法律法规，其中强化了 REITs 相比其他形式的组织结构的税收优势，并允许 REITs 直接拥有和经营不动产。2001 年，上市 REITs 被纳入 S&P 指数，交易量快速增长。

³ 土增税及契税主要针对地产类 REITs

图 9：上市 REITs 日均成交规模（百万美元）



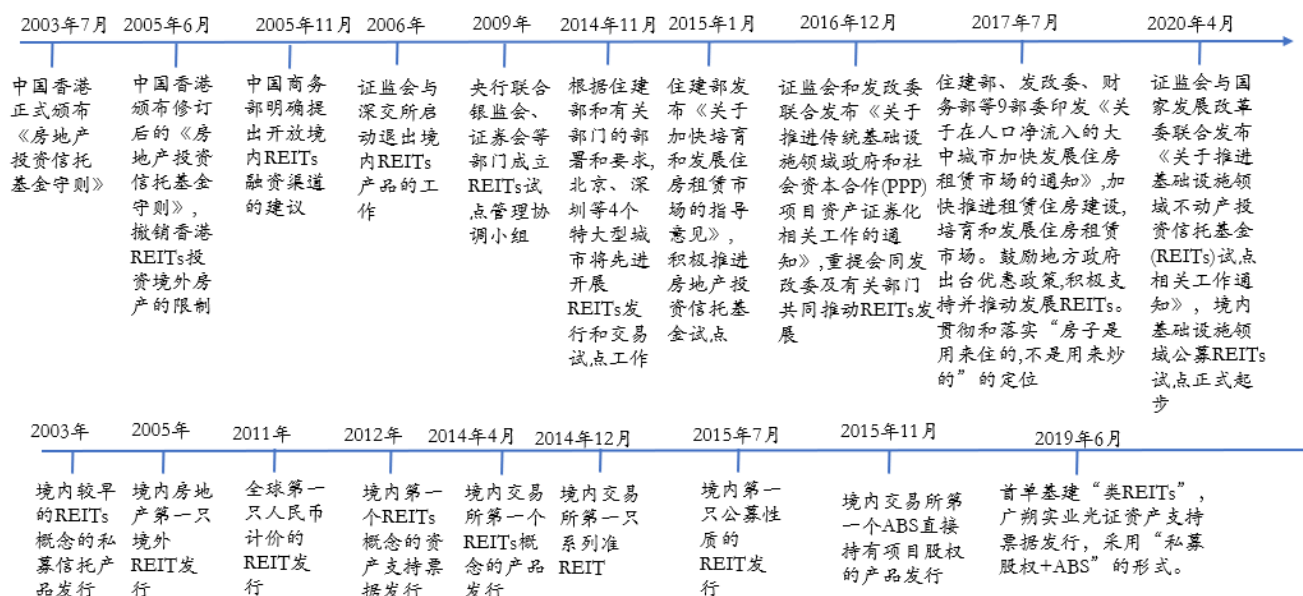
资料来源：NAREIT

我国政府于十余年前已启动 REITs 的相关探讨, 2016 年底证监会和发改委联合发布了《关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作项目资产证券化相关工作的通知》⁴, 明确提出“中国证监会将积极研究推出主要投资于资产支持证券的证券投资基金, 并会同国家发改委及有关部门共同推动不动产投资信托基金, 进一步支持传统基础设施项目建设”。

2020 年 4 月 30 日, 证监会、国家发改委发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金》试点相关工作的通知, 表明中国公募 REITs 正式起航。

⁴ https://www.ndrc.gov.cn/xxgk/zcfb/tz/201612/t20161226_962914.html

图 10: 我国 REITs 历史政策里程碑



资料来源:《中国 REITs 操作手册》(林华)

3、基建 REITs 的重要意义

传统认知中，REITs 更多作为房地产资产证券化的品种出现，其底层资产为能够产生稳定现金流并能够持续分红的不动产。这一范畴下，具有“使用者付费”属性的公共产品（含基建）也可作为 REITs 的底层资产。

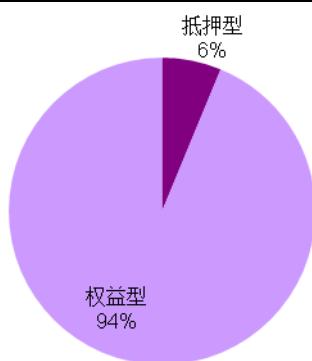
表 8：商业地产和基础设施 REITs 对比

	商业地产类 REITs	基础设施 REITs
标的资产	写字楼、商场、酒店等	铁路公路水电气输送管道等
收入来源	物业租金和物业处置收入	财政补贴、设施租金和资产处置收入
债权投资形式	物业抵押贷款、开发贷款	融资租赁、开发贷款
股权投资形式	资产或项目公司股权	资产或项目公司股权

资料来源：《中国基础设施 REITs 的发展路径初探》（郭杰群）

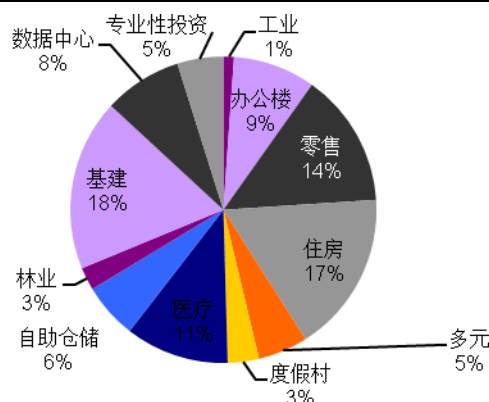
2019 年，美国 REITs 总规模达到 13,288 亿美元，其中权益型占比达 94%。基建类 REITs 占比达 18%，总计 1922 亿美元。若我们将基建内涵扩充至“新老基建”，则占比达 43%，约合 4058 亿美元。

图 11：2019 年美国主要 REITs 占比⁵



资料来源：NAREIT

图 12：2019 年美国权益型 REITs 的底层资产结构



资料来源：NAREIT

相较于传统的基建融资渠道，REITs 有如下优势：1) 流动性较好；2) 增量的可扩容性；3) 投资者结构多元化；4) 税务优惠；5) 回报稳定。

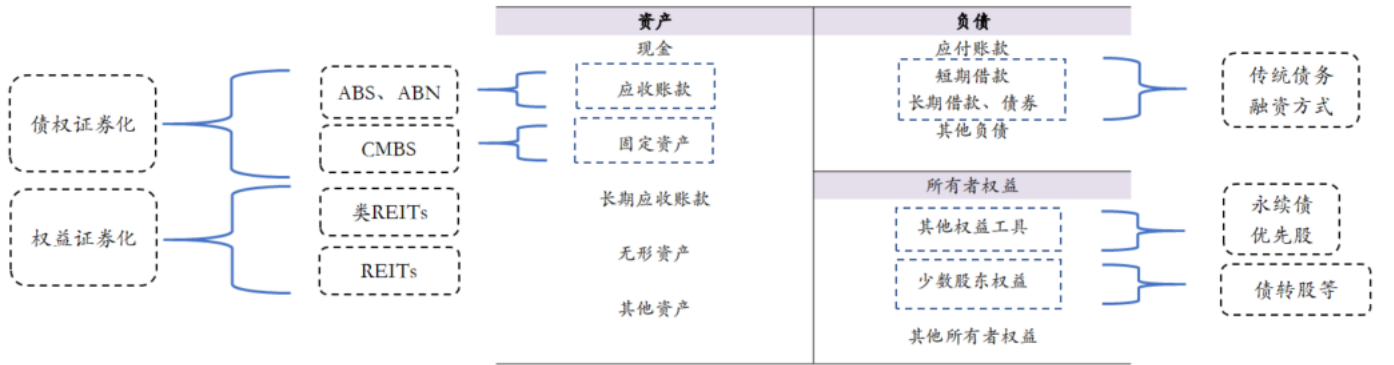
⁵ 2009 年之后，混合型 REITs 规模缩减至 0

表 9：基建 REITs 的主要优势

优势	内容
流动性	若挂牌公开交易，REITs 份额可以通过正规渠道灵活买卖
增量的可扩容性	投资项目开始后仍可对增量投资募集资本。额外募资部分可比照预计项目规模与投资池大小灵活准确的实现，较传统基金模式在增量扩容方面有较大优势。
多元化	能更有效介入由各种机构与个人投资者所构成的资本市场
税务	通常情况下可享受多个税务层面的优惠与手续简化
回报稳定	通常其分红比例较高，且较为稳定

资料来源：《中国 REITs 操作手册》（林华）

图 13：建筑类/基建运营类企业资产证券化的主要方式



资料来源：光大证券研究所绘制

基础设施项目建设可以分为 1) 褐地项目，即对存量项目进行更新改造；2) 绿地项目，即投资新建项目。通常情况下，褐地项目已进入稳定运营期，项目自身能产生较为稳定的现金流；绿地项目，会面临一定的完工风险，且建设期现金流较少、甚至不产生现金流。故权益型 REITs 往往以褐地项目为主。

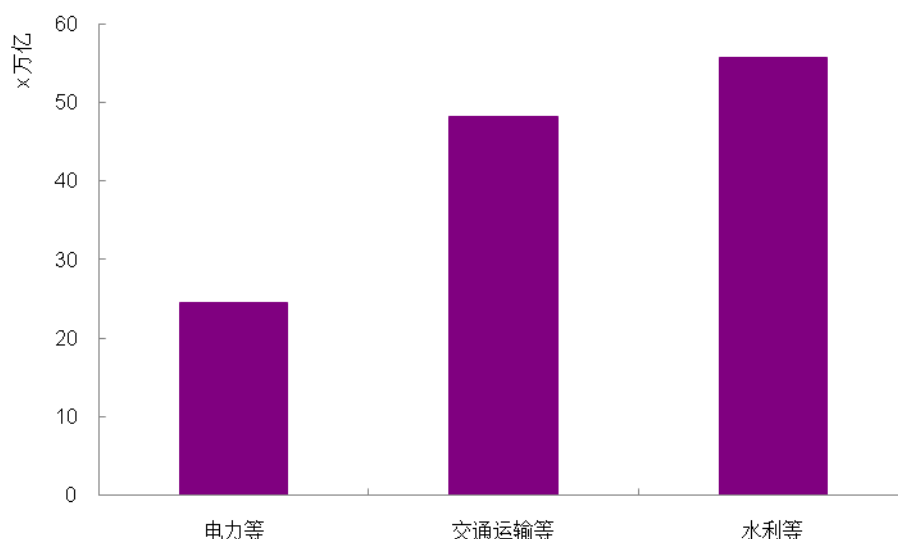
4、二级市场角度看基建 REITs

基建 REITs 的推出有如下影响：1) 盘活存量资产的同时，解决新增投资资金来源问题。中期基建投资增速预期将向上修正。2) REITs 出表的属性，有利于部分企业改善报表，并实现扩张。此外，基建 REITs 推出，或改变存量运营公司的定价方式。

4.1、基建 REITs 有利于解决新增基建投资资金来源

2009-2019 年，传统基建累计投资规模达 128 万亿元。其中电力等类累计投资 24.5 万亿元，交通运输等类累计投资约 48.2 万亿元，水利等类累计投资约 55.6 万亿元。未来 3 年，若有 5% 的基建类资产通过 REITs 实现资产证券化，则规模可达 6.4 万亿元；若有 3% 的基建类资产通过 REITs 实现资产证券化，则规模可达 3.8 万亿元。

图 14：2009-2019 年，基建累计投资规模



资料来源：Wind，光大证券研究所

若地方政府将存量盘活后的资金用于基建再投资，则在 5% 资产证券化假设下约可撬动 32 万亿投资⁶；在 3% 资产证券化假设下约可撬动 19 万亿投资。由于目前限制基建投资的关键因素来源于融资端⁷，基建 REITs 的推出，或可上修中期基建投资增速预期。

如前文所述，权益型 REITs 往往投资于褐地项目，但由于绿地项目建设完毕之后也能够通过权益型 REITs 进行融资，社会资本有退出的渠道，故也将提升社会资本参与基建投资的意愿。

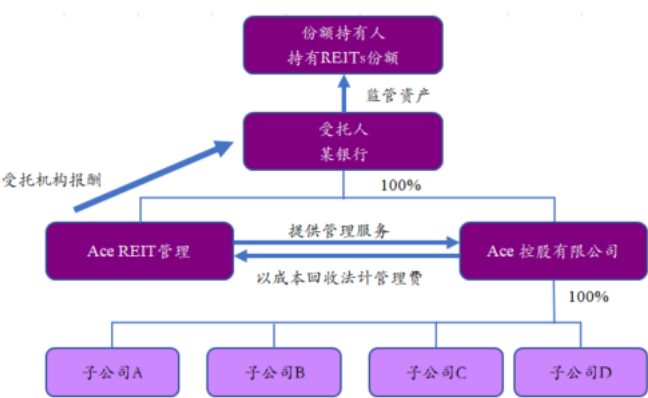
⁶ 假设项目资本金比例为 20%

⁷ 《这个时点，怎么看 20 年基建投资》，光大证券，孙伟风、武慧东

4.2、REITs 天然出表属性，有利于改善企业报表，使企业扩张突破报表限制

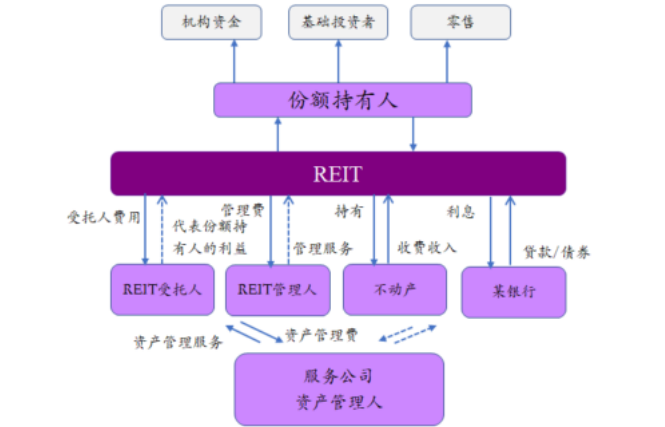
REITs 有内部管理人及外部管理人两种模式，其中内部管理人模式下 REITs 的受托人及管理人控制其资产，故需并表；外部管理人模式，通常不并表。

图 15：内部管理人模式



资料来源：《全球 REITs 投资手册》（梁凯文等）

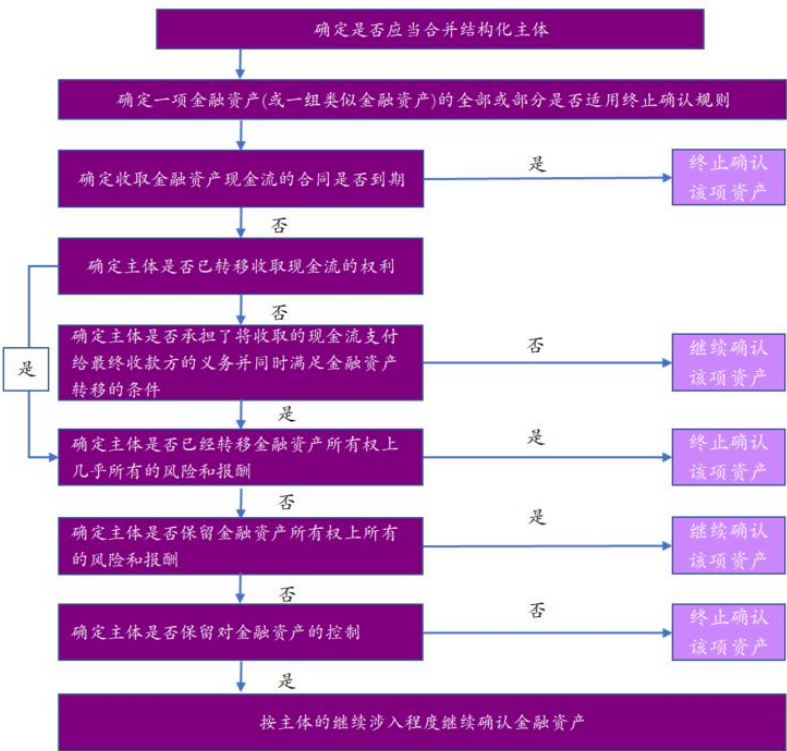
图 16：外部管理人模式



资料来源：《全球 REITs 投资手册》（梁凯文等）

参考图 16，在外部管理人模式下，原始权益所有人已将所有权、风险和报酬转移给了 REITs 主体，故原始权益所有人可以实现相关资产的“出表”。

图 17：资产证券化“出表”会计判断



资料来源：《中国 REITs 操作手册》（林华）

4.3、权益型 REITs，或影响运营类资产定价

1. 纯运营的上市公司是否会通过权益型 REITs 实现出表？权益型 REITs 出表，本质上是原始权益人出售资产的行为。若上市公司的核心资产、主要利润均来源于运营类资产，则相关资产的出售行为将大幅降低其公司价值。
2. 权益型 REITs，或将影响运营类上市公司定价。前文所述，权益型 REITs 有两大特点 1) 分红比例较高（强制分红）；相较于传统运营类上市公司，其分红基准较高（传统上市公司为净利润口径，REITs 为现金流口径），分红比例亦较高（传统上市公司分红比例约为 30%，权益型 REITs 分红比例或达 90%）；2) 税收中性待遇；传统上市公司分红不可抵税，而 REITs 通常可以抵税。

以美国为例，为达到美国国税局的合规 REITs 条件，其 REITs 必须至少将 90% 的应税收入以普通股和优先股红利的方式分配给股东，否则需缴税。若保留 10% 的应税收入仍需缴纳公司所得税；分配全部应税收入（包括资本利得）并符合其他合格 REITs 的条件，该 REITs 才可以免缴公司所得税。

表 10：投资人视角，比较普通公司与 REITs 的税后收入⁸

	普通公司		REITs
税前利润	100.0 元	税前利润	100.0 元
-税 (25%)	-25.0 元	-红利 (90%)	-90 元
净利润	75.0 元	应税收入	10.0 元
-红利 (90%)	-67.5 元	-税 (25%)	-2.5 元
留存收益	7.5 元	留存收益	7.5 元
	投资者		投资者
红利收入	67.5 元	红利收入	90.0 元
-个人所得税 (20%) ⁹	-13.5 元	-个人所得税 (20%)	-18.0 元
税后收入	54.0 元	税后收入	72.0 元

资料来源：光大证券研究所测算

由于目前尚未针对 REITs 明确的税收规范，若未来我国 REITs 采用与美国类似的税收政策，则回报率能有较大提升。参考上表，投资者可从 REITs 中额外获取约 18 元（+33%）的税后红利收入。

⁸ 假设普通公司、REITs 为所得税边际为 25%，个人所得税率边际为 20%；假设普通公司和 REITs 均为 90% 的分红比率

⁹ 根据财税【2015】101 号：“个人从公开发行和转让市场取得的上市公司股票，持股期限在 1 个月以内（含 1 个月）的，其股息红利所得全额计入应纳税所得额；持股期限在 1 个月以上至 1 年（含 1 年）的，暂减按 50% 计入应纳税所得额；上述所得统一适用 20% 的税率计征个人所得税”

5、投资建议

综上所述，REITs 有利于解决基建投资资金来源（盘活存量资产），也有利于部分企业改善其资产负债表。同时我们强调，纯运营类公司较难从权益型 REITs 中受益。

须注意，权益型 REITs 项目的底层资产通常为“使用者付费”类项目，“可行性缺口补助”或也可涵盖，但纯“政府付费”类项目或不可作为权益型 REITs 的底层资产。因此需要重点关注企业资产负债表中无形资产科目（注：长期应收账款通常对应政府付费项目）。

我们统计了建筑板块中，无形资产占资产比重较高的前四家公司，如下：

表 6：截止 2019 年 12 月 31 日（按顺序排列）

	无形资产/总资产
四川路桥	28.9%
中国电建	22.3%
北新路桥	20.0%
中国交建	19.0%

资料来源：Wind

以中国交建为例，阐述 REITs 出表对其的意义。截止 2019 年年末，中国交建无形资产账面价值约为 2235 亿元，其中特许经营权 2121 亿元。若假设中国交建将其所有特许经营权进行资产证券化，预计可以减少长期贷款约 1697 亿元¹⁰，相应减少财务费用约 68 亿元¹¹；同时折旧摊销科目可减少 17 亿元；考虑到收费权对应 2019 年主营业务毛利约为 6 亿元，故营业利润可直接增厚约 79 亿元，归母净利润增厚约 64 亿元，占 2019 年中国交建归母净利润比例约为 31%。此外，参考中国中铁经验，此类资产出售还可额外获得一次性收益。同时，企业资产负债率亦将降低，为后续承接新项目留有空间。

前期建筑板块估值压制主要由于 1) 基建投资增速下行，且后续基建资金来源有不确定性；2) 主要建筑企业仍处在“去杠杆”阶段，负债率限制其规模的扩张。随着我国公募 REITs 破冰，建筑板块逻辑或将重构。REITs 天然出表，带来中期基建投资增速的上修以及建筑企业报表的改善且后续扩张将突破资产负债率限制。**建议关注：1) 报表内运营类资产占总资产比重较高，将直接受益于基建 REITs 推进的中国交建、中国电建；2) 受益基建投资预期上修；借助基建 REITs，后续扩张可突破资产负债率限制的中国中铁、中国铁建、中国建筑、中国中冶。**

¹⁰ 假设项目资本金占比 20%

¹¹ 假设长期贷款成本为 4%

6、风险分析

REITs 相关税收法规制定不及预期：

目前 REITs 仍处在试点阶段，尚缺乏明确的税收法规。若未来我国 REITs 规模持续增大，后续税收相关法规的出台可以期待。

建筑企业 REITs 推进不及预期：

基建 REITs 尚处试点阶段，项目要求严格且首批规模尚未确定。目前无法判断建筑企业有多大规模的运营资产可以符合基建 REITs 要求。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼