

基建 REITs 系列深度报告之一：总览篇一 【好风凭借力，一举入高空】

推荐 (维持)

2020 年 05 月 08 日

重点公司

重点公司	20E	21E	评级
葛洲坝	1.31	1.45	审慎增持
中国交建	1.39	1.54	审慎增持
粤水电	0.25	0.31	审慎增持
四川路桥	0.54	0.63	审慎增持

相关报告

《兴业建谈之二十六：“谈一谈”基础设施 REITs 新政出台意味着什么》2020-05-05

《本周观点：基建 REITs 试点启动，继续看好基建板块》2020-05-05

《基建数据周报：4 月申报金额同比上升 208.6%，中标金额同比下降 10.3%》2020-05-05

分析师：

孟杰

mengjie@xyzq.com.cn

S0190513080002

团队成员：孟杰、黄杨、蔡琨

投资要点

- **REITs 具备多重优势、在海外得到规模发展，新政出台将打开市场容量、优化交易结构。**REITs 具有“税收驱动+稳定现金流资产+强制分红+可上市”优势，股息率及长期回报率较优，在成熟及新兴市场均得到规模发展。新政启动试点，迈出发展国内 REITs 的关键一步，在资产集中度和利润分配方面靠拢国外规范，将打开基础设施 REITs 市场并持续规范产品结构。两个角度测算市场空间，均在万亿规模以上。
- **REITs 应用遍及运营基础设施和房地产领域。**代表案例包括通讯电力类的 AMT、Indigrid，仓储公路类的 PSA、徽杭高速，商业地产类的领展、PEAK 等。这些 REITs 往往具备如下特征：底层资产量大质优、轻资产化运作、低运营成本、业绩持续稳健增长、持续高分红、受资本市场认可度较高。
- **新政出台适逢其时，天降大任后续可期。**面对当前宏观形势，逆周期政策持续加码、基建资金面及项目端持续改善。新政出台有望在一定程度上推动解决基建领域结构性问题，更好地支撑基建作为对冲工具。我们认为 REITs 政策出台是难得的政策机遇，后续发展值得市场积极期待。
- **横向来看利好五类群体，支撑基建修复、驱动企业价值重估。**新政利好政府、企业、居民、金融机构、资本市场五类群体。助力政府降杠杆、化解地方债务风险，补充中长期资金，支撑逆周期加码；助力企业轻资产化运营，特别对于中游建筑企业将构成业绩和估值双重利好，有望增益企业订单业绩，同时驱动市场对企业内部估值受到压制的优质沉淀资产进行价值重估，从而实现企业整体估值重塑。
- **纵向来看推动解决三个问题，完善基建投融资机制：**通过发展 REITs，短期通过盘活存量资产实现稳投资、补短板；中期有望提供市场定价锚，挖掘市场价格发现功能；长期推动完善投融资机制，提高效率、降低成本；
- **与 PPP 结合兼具必要性和可行性，将是未来重要方向。**REITs 为 PPP 提供退出渠道和商业闭环，增强 PPP 流动性。PPP 为 REITs 提供重要的基础设施投资标的。二者结合可行性较高，有望得到政策引导支持。
- **建筑企业优质运营资产将显著受益。**重视企业估值重塑逻辑，当前推荐估值较低、运营资产表现优异的【葛洲坝】、【中国交建】、【粤水电】、【四川路桥】，建议关注【中国中铁】、【中国铁建】、【中国建筑】、【中国电建】。

风险提示：宏观经济下行风险、政策落地情况不达预期、政策力度低于预期、融资环境未能好转

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目 录

1、REITs 简介：启动试点打开万亿市场空间	- 4 -
1.1、基本定义：什么是 REITs/基础设施 REITs?	- 4 -
1.2、产品种类：权益型为主，股息率及长期回报率较优	- 5 -
1.3、海外实践：经济强心剂，在成熟及新兴市场均得到规模发展	- 5 -
1.4、国内发展：蓄力已久、万众期待，启动试点迈出关键一步	- 7 -
1.5、打开容量：两个角度看市场空间，均在万亿规模以上	- 10 -
1.6、优化结构：政策到位将持续规范交易结构	- 12 -
2、应用遍及运营基础设施和房地产领域	- 14 -
2.1、综述：基础设施类规模大，地产类股息率高	- 14 -
2.2、通讯电力类案例：AMT/ Indigrid	- 14 -
2.3、仓储公路类案例：PSA/ 徽杭高速	- 16 -
2.4、商业地产类案例：领展/ PEAK	- 17 -
3、天降大任、适逢其时	- 20 -
3.1、当前经济面临下滑风险，逆周期调控必要性提升	- 20 -
3.2、基建相关政策不断加码，资金面及项目端持续改善	- 21 -
3.3、新政出台适逢其时，天降大任后续可期	- 26 -
3.4、横向来看利好五类群体，支撑基建修复、驱动企业价值重估	- 27 -
3.5、纵向来看推动解决三个问题，完善基建投融资机制	- 28 -
3.6、为 PPP 提供商业闭环，增强社会资本投资信心	- 29 -
4、建筑企业优质运营资产将显著受益	- 30 -
5、风险提示	- 34 -
图 1、美国 REITs 应用领域拓展历程	- 6 -
图 2、澳大利亚 LIF 合订交易结构	- 6 -
图 3、2018 年各国 REITs 市值及占当年 GDP 比重（亿美元，美国为 2019 年数据）	- 11 -
图 4、1995-2019 年广义基建投资（亿）	- 11 -
图 5、各类 REITs 产品结构示意图	- 13 -
图 6、《指引》规定的“公募基金+ABS”产品结构示意图	- 13 -
图 7、AMT 2005-2019 营收、净利润（亿美元）	- 15 -
图 8、AMT 2011-2019 经营净现金流、股利（亿美元）	- 15 -
图 9、PSA 2007-2019 营收、净利润（亿美元）	- 16 -
图 10、PSA 2007-2019 经营净现金流、股利（亿美元）	- 16 -
图 11、领展 2010-2018 营收及现金流变化（百万元）	- 17 -
图 12、领展历年单位分红变化（元）	- 17 -
图 13、领展上市以来价格走势	- 18 -
图 14、领展 2019 年所持物业估值结构	- 18 -
图 15、工业增加值当月增速（%）	- 20 -
图 16、固定资产投资（亿元）&增速（%）	- 20 -
图 17、社零当月增速（%）	- 20 -
图 18、出口当月增速（%）	- 20 -
图 19、制造业投资（亿元）&增速（%）	- 21 -
图 20、房地产投资（亿元）&增速（%）	- 21 -
图 21、基建投资（亿元）&增速（%）	- 21 -
图 22、房屋销售面积同比增速	- 21 -
图 23、2020 年 1-4 月各省新增专项债金额（亿元）	- 23 -
图 24、2020 年 1-4 月单月新增专项债（亿元）	- 23 -

图 25、政府预期目标: 赤字率(%)	- 24 -
图 26、中央赤字(亿元)占比远高于地方	- 24 -
图 27、2017 年 8 月以来各月基建项目申报金额(亿元)及增速(%)	- 25 -
图 28、全国月度中标额(亿元)&增速(%)	- 26 -
图 29、2020 年 1-4 月各省中标金额(亿元)&增速(%)	- 26 -
图 30、PPP 库 2020 年 Q1 投资额(亿元)	- 29 -
图 31、部分重点领域 2020 年 Q1 在库额(亿元)	- 29 -
表 1: 主要指数年复合回报率对比(%, 截至 2020Q1, 最高回报率以红色标出)	- 5 -
表 2: REITs 相关政策整理	- 9 -
表 3: 美国《国内税收法》对享受税收优惠的 REITs 产品要求	- 10 -
表 4: 富时各类权益 REITs 资产类别和指标对比(截至 2020 年 Q1)	- 14 -
表 5: 2019 年 PEAK 持有物业及经营情况(千美元)	- 18 -
表 6: 2019 年下半年以来资金面有关的政策	- 22 -
表 7: 美国《国内税收法》对享受税收优惠的 REITs 产品要求	- 22 -
表 8: 历年新增专项债金额(亿元)用途汇总	- 23 -
表 9: 历次特别国债发行金额(亿元)及用途	- 24 -
表 10、2019 年以来各月基建项目各主体申报金额(亿元)及同比增速(%)	- 25 -
表 11、2019 年以来各月基建项目各分项申报金额(亿元)及同比增速(%)	- 25 -
表 12、葛洲坝基础设施领域投资运营项目统计(截至 2020 年 Q1)	- 31 -
表 13、2019 年中国交建运营期特许经营项目统计(亿元)	- 32 -
表 14、粤水电能源运营项目 2018 年业绩统计	- 32 -
表 15: 四川路桥 BOT 高速资产情况统计(万)	- 33 -
表 16: 兴业证券建筑团队推荐标的	- 33 -

报告正文

1、REITs 简介：启动试点打开万亿市场空间

1.1、基本定义：什么是 REITs/基础设施 REITs？

基础设施 REITs 即投资于基础设施资产且具备 REITs 核心特征的金融产品，适用于高速公路、物流仓储、电力配送网络、新能源汽车充电桩、5G 电信塔、数据中心等新老基础设施资产。是具有“税收驱动+具备稳定现金流的资产+强制分红+可上市”等核心特征的稳健增长型产品，作为与基础设施特性高度匹配的创新金融工具，有望盘活存量资产、化解地方债务风险，并提供基础设施项目定价锚。

- **什么是 REITs？** REITs (Real Estate Investment Trusts, 不动产投资信托基金)，于 1960s 起源于美国房地产领域，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。
- **REITs 应用覆盖房地产、经营性基础设施资产等领域，其中还包括新能源汽车充电桩、5G 电信塔、数据中心等新基础设施。** REITs 初期投资标的以传统房地产为主，由于经营性基础设施资产亦具备收益稳定的特点，REITs 及类似产品在全球基础设施领域亦得到广泛应用。当前 REITs 不动产投资范围包括零售、办公、公寓、酒店、医疗健康、养老、交通运输、市政公用等，参照美国 REITs 市场经验，还包括了新能源汽车充电桩、5G 电信塔、数据中心等新基础设施资产，当前政府大力推广新基建亦将为未来 REITs 的发展提供更多可选底层资产。
- **什么是基础设施 REITs？即投资于基础设施资产且具备 REITs 核心特征的金融产品。** REITs 是与基础设施特性高度匹配的创新金融工具，随着市场不断发展，其适用范围不断扩展，基础设施资产逐步包含通讯设施、电力配送网络、高速公路、污水处理设施及其他能产生收入的不动产资产。
- **REITs 的核心特征：税收驱动+具备稳定现金流的资产+强制分红+可上市。** 税收支持政策是 REITs 发展的基石，REITs 主要优势即在于税收优惠待遇，能避免双重征税。美国国税局规定享受 REITs 税收优惠的条件包括：75%以上总资产投资于不动产相关领域；75%以上营收来自于不动产租金、转让所得或抵押贷款利息；年末将 90%以上应税收入分配给股东。从风险收益特征角度看，REITs 是中低风险、中等回报的稳健增长型产品。
- **基础设施 REITs 的优势：有望盘活存量资产、化解地方债务风险，提供基础设施项目定价锚。** REITs 有望改变基础设施领域现有投融资模式、推动解决基建领域结构性问题，提升资源配置效率、促进金融市场发展，具体而言：
(1) 一方面，实现权益份额公开上市交易，提升直接融资比重，可为社会资本提供多种可供选择的退出方式，盘活存量资产、降低企业和政府杠杆率、化解地方债务风险；
(2) 另一方面可提供基础设施项目定价锚，发挥市场价格引导作用。

1.2、产品种类：权益型为主，股息率及长期回报率较优

按所有权形式，REITs 可分为权益型、抵押型与混合型三类，其中权益型 REITs 在全球 REITs 中占比约达 90%。REITs 股息率及长期回报率指标较优，其中富时权益 REITs 指数在 20 年/25 年/40 年/48 年年复合回报率上均高于其他主要大盘指数。

- **权益型**。直接投资持有并经营房地产，藉地产经营租金和地产买卖收入赚取利润。相对而言，权益型 REITs 能提供更好的长期投资回报与更大的流动性，市场价格也更具有稳定性。根据 Nareit 公开数据，截至 2020 年 4 月富时 REITs 市值为 9931 亿美元，其中权益性 REITs 市值为 9496 亿美元，占比高达 95.6%。
- **抵押型**。投资住宅或商业房地产抵押贷款或住宅或商业房地产抵押支持证券，其收益主要来源于房地产贷款利息与资金募集成本的差额。许多抵押型 REITs 通过抵押投资、动态对冲技术及相关衍生策略进行利率管理与信用风险控制。
- **混合型**。介于上述二者之间，自身拥有部分物业产权，同时从事抵押贷款服务。
- **REITs 在长期回报率和股息率指标上具有一定优势**。（1）从长期回报率指标来看，富时权益型 REITs 的 20 年/25 年/40 年/48 年年复合回报率均高于美股其他主要指数，分别达到 9.99%、9.72%、11.35%、11.14%；（2）从股息率指标来看，根据 Nareit 公开数据，2018 年富时 REITs 及权益型 REITs 股息率分别为 5.39%、4.75%，均高于当年标普 500 的 1.99%。

表 1：主要指数年复合回报率对比（%，截至 2020Q1，最高回报率以红色标出）

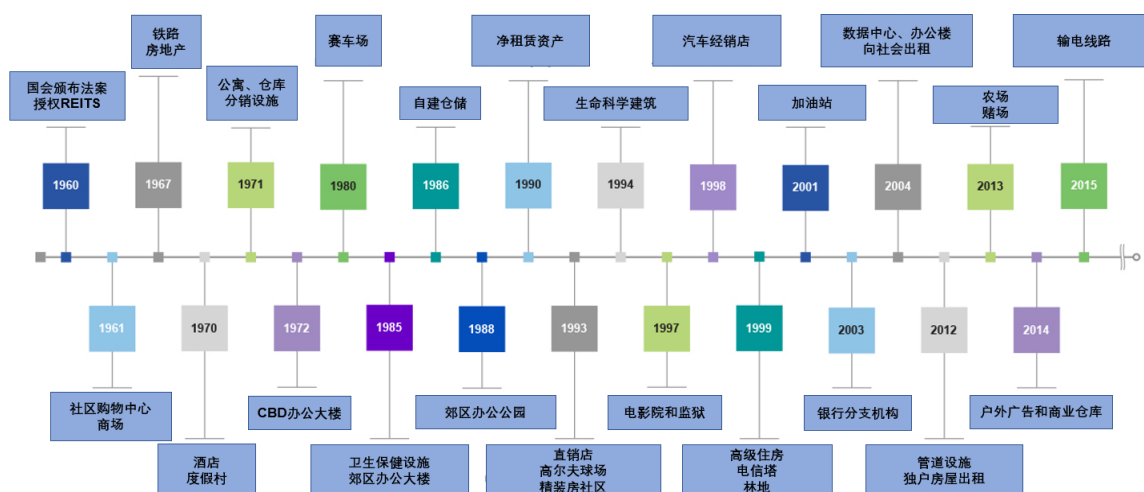
时间段	富时 REITs	富时权益 REITs	标普 500	罗素 2000	纳指	道指
2020YTD	-25.42	-23.44	-19.6	-30.61	-13.95	-22.73
1-Year	-18.16	-15.93	-6.98	-23.99	0.7	-13.38
3-Year	-0.94	0.06	5.1	-4.64	10.39	4.42
5-Year	1.46	1.99	6.73	-0.25	10.7	6.86
10-Year	8.22	8.58	10.53	6.9	13.67	10
15-Year	6.28	6.96	7.58	5.71	9.41	7.73
20-Year	9.58	9.99	4.79	5.28	2.64	6.06
25-Year	9.25	9.72	8.85	7.57	9.39	6.88
30-Year	9.37	9.94	9.28	8.25	10.05	7.22
35Year	8.25	9.69	10.42	8.43	9.94	8.49
40Year	10.23	11.35	11.32	10.1	10.72	8.68
1972-2020	9.05	11.14	10.11	-	8.79	6.86

数据来源：Nareit、兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、海外实践：经济强心剂，在成熟及新兴市场均得到规模发展

REITs 在 1960s 起源于美国房地产，随后拓展至不同行业 and 不同国家地区，当前在美国、加拿大、日本、法国、德国、意大利、澳大利亚、新加坡等发达地区，以及印度、泰国等新兴经济体均得到快速发展，发展趋于成熟，预计总市值超过 2 万亿美元。这些经济体往往选择在经济低迷、增长动力不足时推出 REITs，旨在为经济注入定心剂，为经济转型发展提供动力。

图 1、美国 REITs 应用领域拓展历程



资料来源：Nareit，兴业证券经济与金融研究院整理

美国：在 REITs 领域具有市场领先地位，经济及就业受 REITs 反哺。

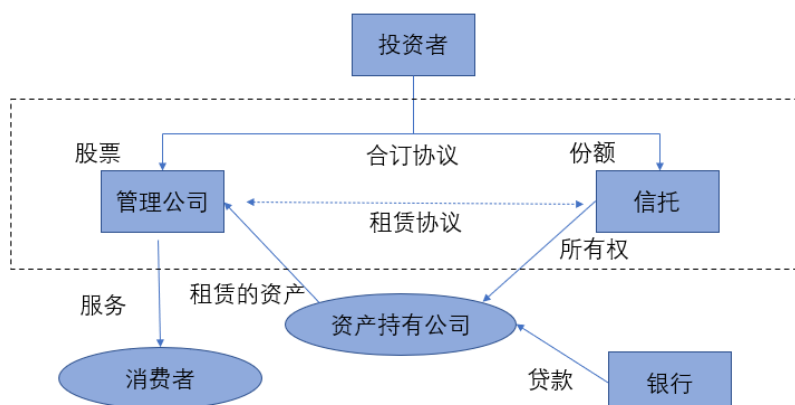
- **美国 REITs 运作模式最成熟、市场最发达，产品覆盖 12 大板块，所发行 REITs 数量和规模均在全球市场占据主导地位。**根据 Nareit，截至 2019 年美国 REITs 总市值 13288 亿美元，预计占全球市场份额一半以上。预计有 8700 万美国居民持有 REITs 股份，充分体现 REITs 创立之初使所有投资者均有途径参与收益型设施资产的宗旨。
- **REITs 对美国经济及就业有一定拉动作用。**根据安永报告，2018 年 REITs 及相关业务经济贡献约为 1482 亿美元收入，占当年全美 GDP 总量的 0.8%；创造 240 万个全职当量（FTE）工作，占当年 ADP 就业人口的 1.9%。

澳大利亚：REITs 市场重要参与者，并以 LIF 模式投资经营性基础设施资产，有力推进国家长期基础设施建设。

- **澳洲 REITs 类产品包括了 REITs 和 LIF（Listed Infrastructure Fund，上市基础设施基金），**截至 2018 年 8 月两类产品总市值分别约 900 亿美元和 490 亿美元，规模在世界市场占有一席之地。
- **澳洲以 LIF 专门投资于经营性基础设施资产。**共计 7 只产品，包括了高速公路及铁路、机场服务、电力设施、天然气设施四大类，市值占比分别为 47%、23%、16%、14%，在国家能源市场、地区基础设施以及港口和陆地交通体系建设中充分发挥了推进作用，助力《澳大利亚基础设施 15 年计划》实施；
- **LIF 同样具备 REITs 的基本特征。**（1）从底层资产来看，LIF 以基础设施资产为主，在资产构成上与 REITs 相同，收入主要是资产的类租金收入；（2）同样存在分红惯例；（3）从交易结构来看，单位份额持有人对信托有表决权，但无法取代管理公司作为信托管理责任实体的角色。管理公司与信托还会有合订的组织结构，使得投资者既可以参与基金分红，又能参与管理公司股票投资。

图 2、澳大利亚 LIF 合订交易结构

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



资料来源：光华管理学院，兴业证券经济与金融研究院整理

新加坡：税收透明+优惠政策降低参与方成本，收益率处于世界领先地位。

- **市场起步和规模在亚洲仅次于日本，物业国际化程度较高。**新加坡 1998 年即提出设立 REITs 以增加投资品种、促进房地产市场发展，并于 2002 年在主板上市了国内第一支 REITs——凯德商用新加坡信托。根据新交所数据，截至 2018 年亚洲 REITs 总市值为 2348 亿美元，其中日本、新加坡份额分别为 48%、30%，新加坡拥有 42 只 REITs 和商业信托，总市值超过 620 亿美元，平均股息率达 5.9%。大量 REITs 持有基础物业位于马来西亚、中国、印尼等境外区域，体现作为亚洲 REITs 募资中心的地位。
- **税收透明和优惠政策降低参与方成本，收益率跻身世界领先地位。**2002-2015 年间，新加坡共推出和更新了 7 次税收优惠政策，包括免征个人投资者股息收入所得税、对满足条件的 REITs 的地产相关资产收入可完全免税、将外国机构投资者作为单位持有人的税率由 20% 降至 10% 等等。相关举措在整体上降低了各参与方成本，并提高收益率水平。

印度：已在电力和公路领域成功发行 InvIT。

- 印度于 2014 年出台《基础设施投资信托守则 InvITs》，截至 2018 年已成功发行上市两家基础设施项目：IndiGrid 和 IRB，总市值约 14 亿美元，前者经营电力网络，包括 5 个运营项目，合计 3360km 输电线路和 2 座变电站；后者经营收费公路，包括 6 条路产，合计 702km。

1.4、国内发展：蓄力已久、万众期待，启动试点迈出关键一步

国内 REITs 市场发展起步较早但因故宕机，停留在类 REITs 的探索阶段。一系列 REITs 相关的支持政策铺垫已久，近年来围绕打通投融资渠道、解决公租房融资、盘活存量资产等主题的政策密集出台。2019 年 REITs 推动节奏进一步加速，近日证监会和发改委发布《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》（下简称《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）（下简称《指引》），正式启动基础设施领域公募 REITs 试点工作，迈出大力发展 REITs 市场的关键一步。总体而言，《通知》系基础设施 REITs

纲领性文件,《指引》是进一步细化。在产品结构上部分沿袭国内市场惯例,产品要求上则在资产集中度和利润分配方面向国外规范靠拢,项目布局上聚焦重点区域、重点行业和优质项目。

一、国内市场发展历程:起步较早但因故宕机,停留在类 REITs 的探索阶段。

- **初步尝试。**2002 年央行发布《信托投资公司资金信托管理暂行办法》打开我国信托市场。2005 年越秀投资成功于港市发行越秀 REITs,以内地物业作为投资资产,系我国第一支离岸 REITs;
- **因故宕机。**2008 年国务院发布《关于当前金融促进经济发展的若干意见》,明确提出“开展房地产信托投资基金试点,拓宽房地产企业融资渠道”,开始进行 REITs 试点的相关调研和准备工作,并批准北京、上海、天津为试点城市。但后续央行面对金融危机出于抑制风险考虑而推迟发行 REITs;
- **不断尝试。**2011 年国务院批准天津在保障房建设中采用 REITs 模式融资方案,2014 年央行和银监会发布《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 REITs 试点”,2014 年“中信启航”、2015 年万达“稳赚 1 号”均在不断尝试,2015 年鹏华前海万科 REITs 登陆深交所,系我国内地首款公募 REITs 产品(其商业物业股权资产配置不超过 50%),流动性远高于交易所其他类 REITs 产品。但整体来看,当前国内还停留在类 REITs 探索阶段,常采用“私募+ABS”模式,在 ABS 框架下,以存量房地产为基础资产,依靠稳定现金流设立资产支持专项计划,私募基金作为项目公司的权益载体,罕见真正意义上的公募 REITs;
- **只欠东风。**根据戴德梁行数据,截至 2019 年境内成功发行 68 单类 REITs,发行规模达 1321 亿元,平均每单规模约 19.4 亿元。经过多年积淀,市场已为 REITs 加快发展奠定实践基础。另一方面,仅 1995-2019 年间我国广义基建固定资产投资完成额即达到 149.5 万亿,基础设施存量规模庞大,亟需政策引导盘活。

二、政策支持:蓄力已久,万众期待,启动试点迈出关键一步

- **一系列 REITs 相关的支持政策铺垫已久,近年来围绕打通投融资渠道、解决公租房融资、盘活存量资产等主题的政策密集出台。**2008 年《国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见》即提出开展 REITs 试点。2014 年以来国务院《关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》《关于深化投融资体制改革的意见》等一系列重磅文件相继发布,提出大力发展资产支持计划等融资工具,打通投融资渠道。2015 年《关于运用政府和社会资本合作模式推进公共租赁住房投资建设和运营管理的通知》正式确立了公共租赁住房 REITs,2017 年《关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》提出规范有序盘活基础设施存量资产
- **2019 年 REITs 推动节奏进一步加速,本次新政出台水到渠成,迈出大力发展 REITs 市场的关键一步。**《新型城镇化建设重点任务》提出支持发行有利于住房租赁产业发展的房地产投资信托基金等金融产品,上交所深交所等部门均提出加大力度推进公募 REITs 规则出台和试点,浙江等省份也提出要积极推

进基础设施项目资产证券化融资模式创新，盘活优质存量资产。本次《通知》
《指引》出台水到渠成，迈出了推动 REITs 大力发展的关键一步。

表 2: REITs 相关政策整理

发布时间	相关会议/文件	Reits 相关政策内容
20 年 4 月 30 日	《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）	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
19 年 6 月 6 日	《浙江省人民政府办公厅关于进一步加大对基础设施领域补短板力度的实施意见》	积极推进基础设施项目资产证券化（REITs）融资模式创新，盘活优质存量资产
19 年 3 月 31 日	《2019 年新型城镇化建设重点任务》	健全城市投融资机制。大力盘活存量优质资产，回收资金补充地方财力。支持发行有利于住房租赁产业发展的房地产投资信托基金等金融产品
19 年 1 月	上交所新年致辞 深交所债券监管发展业务座谈会 中基协资产证券化业务培训	推动公募 REITs 试点，加快发展住房租赁 REITs； 积极回应市场关切，努力满足市场需求，深化市场改革创新，加大力度推进公募 REITs 规则出台及业务试点，力争取得进一步突破； 完善 ABS 自律规则体系，积极探索 REITs 发展路径
18 年 9 月 13 日	《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，依法依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。
18 年 4 月 24 日	《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 REITs。
17 年 7 月 20 日	《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》	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基金（REITs）
17 年 7 月 3 日	《国家发展改革委关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》	规范有序盘活基础设施存量资产。保障基础设施存量资产盘活工作顺利实施。对采用 PPP 模式盘活存量资产的基础设施项目，支持通过资产证券化、发行 PPP 项目专项债券等方式开展市场化融资，提高资产流动性，拓宽资金来源，吸引更多社会资本以不同方式参与
17 年 2 月 23 日	《关于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》	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，并会同国家发展改革委及有关部门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。
16 年 7 月 5 日	《中共中央国务院关于深化投融资体制改革的意见》	大力发展直接融资。依托多层次资本市场体系，拓宽投资项目融资渠道，支持有真实经济活动支撑的资产证券化，盘活存量资产，优化金融资源配置，更好地服务投资兴业。 设立政府引导、市场化运作的产业（股权）投资基金，积极吸引社会资本参加，鼓励金融机构以及全国社会保障基金、保险资金等在依法合规、风险可控的前提下，经批准后通过认购基金份额等方式有效参与。
16 年 5 月 17 日	《国务院办公厅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
15 年 4 月 21 日	《关于运用政府和社会资本合作模式推进公共租赁住房投资建设和运营管理的通知》	支持以未来收益覆盖融资本息的公共租赁住房资产发行房地产投资信托基金（REITs），探索建立以市场机制为基础、可持续的公共租赁住房投融资模式
14 年 11 月 16 日	《国务院关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》	大力发展债权投资计划、股权投资计划、资产支持计划等融资工具，延长投资期限，引导社保资金、保险资金等用于收益稳定、回收期长的基础设施和基础产业项目。
14 年 9 月 29 日	《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》	扩大市场化融资渠道，支持符合条件的房地产企业在银行间债券市场发行债务融资工具。积极稳妥开展房地产投资信托基金（REITs）试点。
10 年 5 月 7 日	《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》	鼓励民间资本参与政策性住房建设。支持和引导民间资本投资建设经济适用住房、公共租赁住房等政策性住房，参与棚户区改造，享受相应的政策性住房建设政策
08 年 12 月 8 日	《国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见》	信托投资基金试点，拓宽房地产企业融资渠道

数据来源：政府网站，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

三、《通知》《指引》主要内容解读

- 总体上，《通知》系基础设施 REITs 纲领性文件。其规定了项目要求、融资用途限制、产品的载体和发行方式、试点期间的监管协作机制等；《指引》征求意见稿则是进一步细化《通知》的部分规定；
- 产品结构上，确立“公募+ABS”模式。此前我国市场实践中衍生出了借助资产支持专项计划的“类 REITs”产品，产品模式包括“私募+ABS”、“信托收益权+ABS”等，此次《指引》正式规定了“公募基金+ABS”产品交易结构；
- 产品要求上，在资产集中度和利润分配方面向国外规范靠拢，美国经验或可借鉴。美国《国内税收法》对享受税收优惠的 REITs 产品要求包括股权结构分散、资产及收益结构集中、强制分红等，而本次新政策对产品具体要求主要包括了：（1）80%以上基金资产持有单一基础设施 ABS 全部份额，基础设施 ABS 持有基础设施项目公司全部股权；（2）基金通过资产支持证券和项目公司等载体穿透取得基础设施项目完全所有权或特许经营权；（3）管理人以获取基础设施项目租金、收费等稳定现金流为主要目的；（4）封闭式运作，收益分配比例不低于基金年度可供分配利润的 90%；（5）除投资基础设施 ABS 外，其余资金应投资利率债、AAA 信用债或货币市场工具；
- 项目布局上，聚焦重点区域、重点行业和优质项目。《通知》规定：（1）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；（2）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）试点项目应满足项目权属清晰、经营模式及市场化运营能力成熟、发起人及基础设施运营企业信用稳健、加强融资用途管理等要求；

表 3：美国《国内税收法》对享受税收优惠的 REITs 产品要求

规定方面	具体内容
股权结构	运营第二年起，股东人数需大于 100 人，且前 5 大股东不能持有超过 50% 的股份；
资产结构	总资产的 75% 以上应由房地产、现金或政府债券组成；除政府债券外，持有任何一个企业发行的证券价值不超过 REITs 总资产的 5%，不能持有任何一个单位超过 10% 的投票权证券；
收益结构	REITs 总利润必须保证 75% 以上是来自被动性的房地产租金、房地产抵押投资利息或投资其他 REITs 所得的分配收益，其中扣除非经常性投资收益后的总利润中必须满足超过 95% 来自于以上收益
利润分配	95% 以上的应税利润分配给股东

数据来源：Internal Revenue Code，兴业证券经济与金融研究院整理

1.5、打开容量：两个角度看市场空间，均在万亿规模以上

《通知》《指引》正式启动国内基础设施 REITs 市场大规模发展，未来市场空间辽阔。根据光华管理学院预测，我国公募 REITs 整体市场潜在规模在 5~14 万亿。我们从占经济比重和底层资产存量规模两个角度，分别粗略测算基础设施 REITs 直

接市场空间约为 1.4 万亿/1.5 万亿。政策重点发力领域的优质底层资产储备充裕，投资有望维持较高增速水平，将有力支撑 REITs 市场规模发展。

一、从占经济比重角度测算

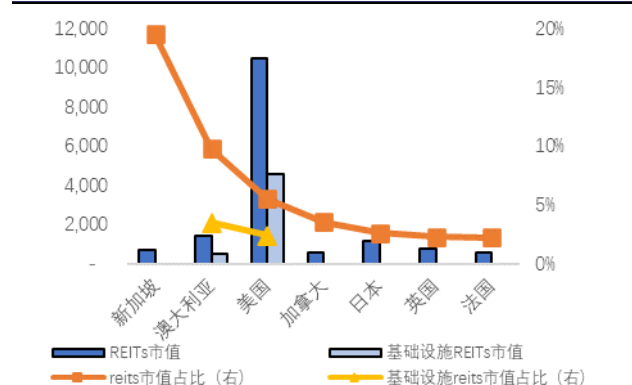
- **规模经济体 REITs 市值规模占 GDP 比重一般 2%以上，最成熟市场比重可能在 5%以上。**我们统计新加坡、澳大利亚、美国、加拿大、日本、英国、法国等经济体 REITs 市值占当年 GDP 比重分别为 19.5%、9.8%、5.5%、3.5%、2.6%、2.3%、2.2%（美国为 2019 年数据，其余为 2018 年；澳大利亚数据包括 LIF）。
- **基础设施 REITs 占全部 REITs 比重或在 40%上下。**澳大利亚 LIF 市值占 GDP 比重达 3.5%，占全体 REITs 及 LIF 市值比重约 35%；美国基础设施、仓储物流、数据中心类 REITs 占 GDP 比重约 2.4%，占全体 REITs 比重约 44%；
- 取美日加英法五国 REITs 占 GDP 比重的平均值 3.2%，并假设我国基础设施 REITs 在政策大力扶持下占全体 REITs 比重达到 50%左右水平，则据此可**粗略测算我国 REITs/基础设施 REITs 直接市场容量分别约 2.9 万亿/1.4 万亿**；。

二、从底层资产存量规模角度测算

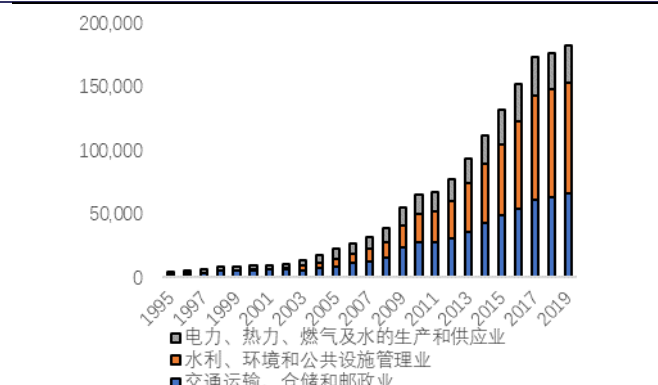
- **我国广义基建存量规模巨大，按 1%可证券化率保守测算基础设施 REITs 直接市场容量超 1.5 万亿。**根据发改委，1981-2018 年我国基础固定资产投资存量总量约 420 万亿，扣除非经营性资产、折旧损耗，以公募 REITs 形式约能盘活 4~12 万亿，据此可粗略测算我国基础资产整体可证券化率可能处在 0.95~2.86%水平。我国 1995-2019 新增广义基建投资约 149.5 万亿，其中交通运输、仓储和邮政业固定资产投资完成额为 58.09 万亿，水利、环境和公共设施管理业固定资产投资完成额为 60.49 万亿，电力、热力、燃气及水的生产和供应业固定资产投资完成额为 30.92 万亿，以此为口径，假设可证券化率为 1%，估算基础设施 REITs 直接市场容量在 1.5 万亿以上；
- **政策重点发力领域的优质底层资产储备充裕。**《通知》提出优先支持基础设施补短板行业，覆盖了交通（仓储物流、收费公路）、市政（水电气热）、污染治理（城镇污水垃圾处理、固废危废处理）、新型基础设施（信息网络）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。截至 2018 年我国收费公路累计投资额为 8.88 万亿，仓储业累计投资额为 4.65 万亿，市政供水排水、燃气、供热累计投资额为 3.34 万亿，污染防治和新基建当前保持较高投资增速水平，这些基础资产为 REITs 发展提供了充裕储备，预计在政策扶持下证券化率将高于一般基础资产水平，其中收费公路可经营性较强，若可证券化率达 10%，将直接提供约 8882 亿市场空间。

图 3、2018 年各国 REITs 市值及占当年 GDP 比重
（亿美元，美国为 2019 年数据）

图 4、1995-2019 年广义基建投资（亿）



数据来源: Wind, Nareit, 兴业证券经济与金融研究院整理



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

1.6、优化结构：政策到位将持续规范交易结构

一、按照国际惯例，传统 REITs 基于产权制度可大致划分为契约型、公司型、有限合伙型三类结构。

- **契约型：基于信托协议和原则，建立投资人-受托人-托管人关系。** REITs 将基金资产以信托方式委托给受托人（一般为基金管理公司），后者以专业投资管理服务让委托资产不断增值并。托管人（一般为商业银行）负责监督、保管、交易；
- **公司型：基于公司法设立管理。** REITs 发行股份融资用于项目建设，投资者成为股东并行使相应权利义务；
- **有限合伙型：基于普通合伙制的改进。** 投资主体包括有限合伙人、普通合伙人。前者通常出资 99%，不参与经营管理，承担有限责任；后者一般出资 1%，负责企业经营管理、获取管理费 and 收益分成，并承担无限连带责任。

二、我国市场实践中衍生出“类 REITs”结构产品。

- **此前国内配套立法不够健全，罕见完全符合国际惯例的标准 REITs 产品。** 在本次《通知》《指引》出台前，国内市场缺少缺乏专门针对 REITs 的法律法规或业务指引。除兴业皖新等少数产品外，国内 REITs 基本均面向合格投资者进行私募发行；
- **舶来品本土化后衍生出“类 REITs”产品。** 在多年实践中我国机构提出“类 REITs”私募产品，大多借助资产支持专项计划，采用“私募+ABS”、“信托收益权+ABS”等模式设立产品，衍生出“双 SPV”或“三 SPV”的交易结构。在该结构下，投资者认购私募基金或委托信托公司设立信托计划，由后者收购项目公司股权并发放贷款建设项目，再选择证券公司或基金管理公司子公司担任专项计划管理人，代表专项计划向合格投资者发行 ABS，再由资产支持专项计划向原始投资者收购所持基金份额/信托单位，REITs 投资者则通过认购专项计划来间接持有对项目公司的“股+债”投资。

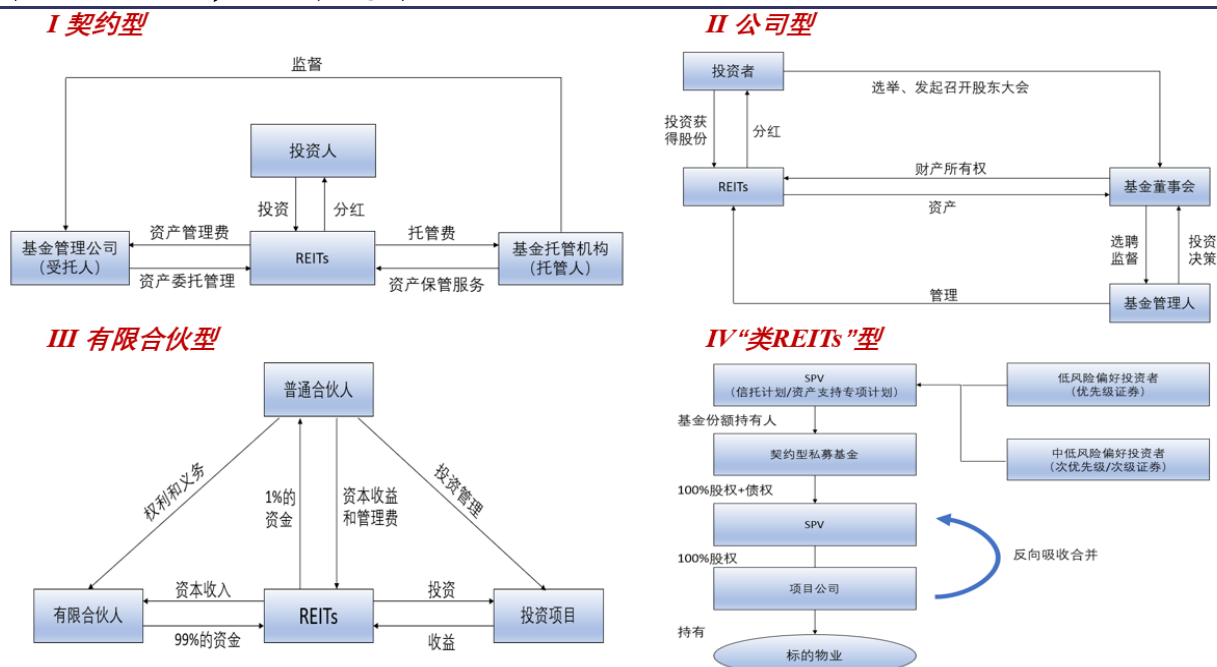
三、《通知》《指引》及后续跟进政策有望持续规范产品交易结构

- 此次《指引》确立了“公募+单一基础设施资产支持证券”产品结构，实现

REITs 公募化，打通与大众投资者连接通道。

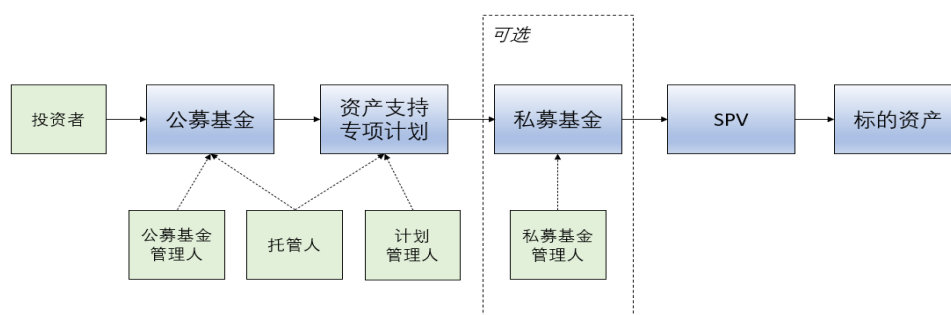
- 新政策出台在一定程度上填补了立法空白，在推动 REITs 市场规模快速发展的同时，有望持续规范产品交易结构。

图 5、各类 REITs 产品结构示意图



资料来源：知网，资管云，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、《指引》规定的“公募基金+ABS”产品结构示意图



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）》，兴业证券经济与金融研究院整理

2、应用遍及运营基础设施和房地产领域

2.1、综述：基础设施类规模大，地产类股息率高

借鉴美国成熟市场经验，REITs 按底层资产类别大致可分为零售、办公、住宅、酒店、工业、伐木业、医疗保健、自建仓储、基础设施、数据中心、多元化、专业化等 12 大类。根据 Nareit 数据，富时 177 只权益类 REITs 产品 2019 年合计营运净收入、营运现金流量、股息分别为 816.84 亿美元、512.27 亿美元、411.34 亿美元。截至 2020 年 Q1，合计市值约 9444 亿美元，平均市值约 53 亿美元，平均股息率为 4.36%，其中：

- **基础设施和数据中心类 REITs 单体规模最大，但股息率较低。**两类 REITs 单体规模分别约 300 亿美元、212 亿美元，远超整体平均规模，股息率分别为 2.17%、2.49%，低于平均水平。基础设施类 REITs 合计市值约 1803 亿美元，居各类 REITs 之首；
- **专业化、零售、酒店、多元化、医疗保健等五类 REITs 股息率较高，体现了此类物业良好的可经营性和较高回报水平。**五类股息率分别约 9.92%、9.91%、9.19%、8.73%、7.9%。

表 4：富时各类权益 REITs 资产类别和指标对比（截至 2020 年 Q1）

REITs 类别	持有并管理物业类型	当前数量	2019 年股息率	2019 财务指标/百万美元		
				FFO	NOI	股息
零售	购物中心、商场、独立式站点等	38	9.91%	13,410	16,986	10,317
办公	办公地产	20	4.08%	6,625	9,228	5,325
住宅	（学生）公寓、工业住宅、独户住宅等	21	3.70%	8,179	11,998	5,428
酒店	酒店、度假村等	17	9.19%	4,953	7,383	3,376
工业	物流仓储、配送中心等	14	3.05%	5,062	5,663	3,218
伐木业	伐木业	4	7.10%	-	2,169	1,300
医疗保健	医院，医疗办公大楼等	17	7.90%	7,091	9,712	6,271
自建仓储	仓储设施	6	4.11%	3,250	3,981	2,708
基础设施	光纤电缆，无线基础设施，电信塔和能源管道等	6	2.17%	7,018	11,836	3,913
数据中心	数据存储设施	5	2.49%	3,654	6,463	2,636
多元化	多种类型组合，e. g. 办公+工业	18	8.73%	1,912	5,961	3,686
专业化	独特物业类型，e. g. 电影院、赌场等	11	9.92%	3,483	7,290	3,273
合计/平均		177	4.36%	51,227	81,684	41,134

数据来源：Nareit、兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、通讯电力类案例：AMT/ Indigrid

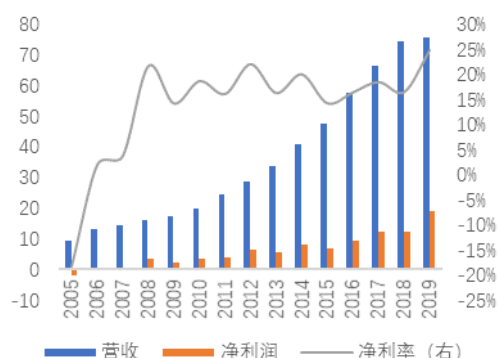
AMT (American Tower Corporation, 美国铁塔公司) 系全球最大公司型 REITs 之一，通讯资产实力雄厚、遍布全球，运营模式较优，充分共享红利，深受资本市场认可，业绩长期稳健增长，是基础设施类 REITs 可鉴之经典案例。

- **公司简介：全球最大 REITs 之一。**创立于 1995 年，主业系向广播公司、无线数据商等机构提供通信租赁服务，2005 年合并 SSC 后打造北美最大铁塔公司

之一，2011 年成功实施向 REITs 转换。2019 年底营收、净利润、经营现金流、市值分别达到 75.8 亿美元、18.9 亿美元、37.5 亿美元和 1018 亿美元；

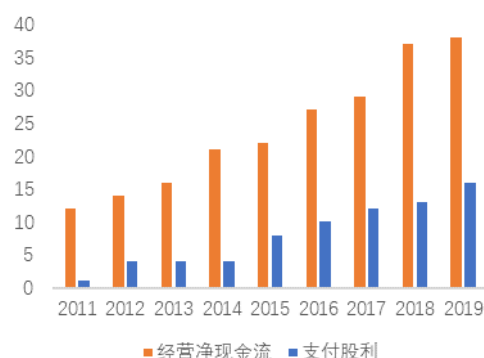
- **行业简介：铁塔公司行业在运营商“去铁塔化”背景下更趋资本密集型，资金需求较强。**美国电信运营商早期自行建设、运营电信铁塔，2008 年后各大运营商纷纷通过“售后回租”——向铁塔公司出售铁塔然后支付租金租回铁塔——来实现“去铁塔化”的轻资产运营模式，而将资金压力转嫁给铁塔公司，后者融资需求进一步加强；
- **运营模式：以 REITs 融资支撑公司运作，向承租人收取租金和三大费用降低运维成本。**AMT 依靠 REITs 资产证券化铁塔资产，募资用于资本开支、并购，将电塔、土地租赁给承租人并收取管理维护费、税金、保险费等，从而实现降低维护成本。
- **资产状况：通讯资产实力雄厚、遍布全球，加大在新兴市场布局。**AMT 起家于北美，但当前通讯资产已遍布全球，截至 2019 年底，其 17950 个通讯站点分布在亚洲、美国、拉美、非洲、欧洲各地，分别有 74712 座、40974 座、40728、18370 座、4736 座，2019 年在非洲新增了 5800 座；
- **市场表现：充分共享红利，深受资本市场认可，业绩长期稳健增长。**公司机构股东数量庞大，充分体现与大众共享社会红利特征，截至 2019 年底持股机构达 1398 家，前十家合计持股比例仅 33.8%，大股东 VANGUARD 持股仅 13.2%。AMT 市值于 2011-2019 年间从 236 亿美元大幅增长 331%至 1018 亿美元，同期股利 CAGR 达 40.3%。业绩亦实现了长期快速增长，2006-2019 年间营收、净利润 CAGR 分别为 14.4%、38.6%，净利率从 2.1%提升至 24.9%。

图 7、AMT 2005-2019 营收、净利润（亿美元）



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、AMT 2011-2019 经营净现金流、股利（亿美元）



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

IndiGrid (INDIA GRID TRUST, 印度电网信托): 新兴市场 REITs 代表、印度电力基础设施 REITs 先驱、有经营年限类项目 REITs 化的可鉴范例。

- **公司简介：**于 2017 年上市，旨在盘活印度输电资产、推动电力基础设施发展，系印度首个电力基础设施 REITs。发起人母公司为 Sterlite，系印度电力传输领域私营龙头，拥有 11 个邦际电力传输项目、合计约 7733km。公司初始基础资产为 2 个电力传输项目、估值约 374 亿卢比、合计 1936km 输电线路，均位于电力传输枢纽区域，且未来有权优先购买母公司另 8 个电力项目；
- **引入 KKR 强化资本化运作、有望持续受益印度电力市场增长。**公司引入 KKR

助力融资解决方案，在资本加持下收购母公司 5 个输电资产、合计约 1150 亿卢比。预计未来十年印度电力需求增长将带动大量电力传输基础设施投资，IndiGrid 资产及业绩规模有望不断扩张；

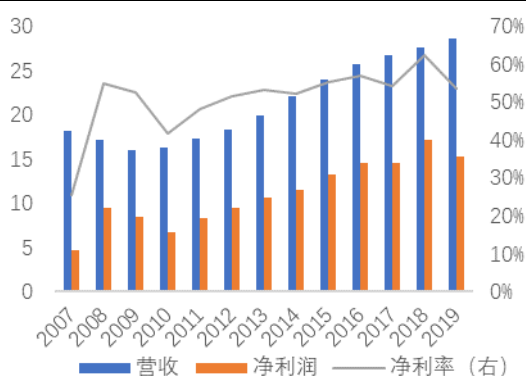
- **资产不断注入，经营年限续期可期。**当前公司在手 8 个项目、18 条输电线路、合计 4900km，未来收购步伐不止，公司预期在 2022 年之前有望实现 3 万亿卢比（折合约 2800 亿元）资产管理规模。公司初始基础资产剩余经营年限约 30 年，且到期后拥有续期权利，是有经营年限类项目 REITs 化的可鉴范例。

2.3、仓储公路类案例：PSA/徽杭高速

PSA (Public Storage, 大众仓储信托公司)，全球最大仓储 REITs 之一，S&P 500 成员。

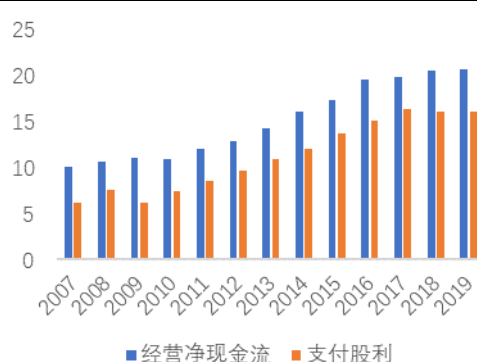
- **全美最大自助式存储设施服务商，仓储类资产规模庞大。**组建于 1980 年，主营收购、开发、持有、运营自建仓储设施。依赖 REITs 模式不断壮大，截至 2019 年底，在美国拥有 2483 个仓储设施、净可出租面积达 1570 万平，并分别持有 PSB、Shurgard 达 42%、35% 股份，其中 PSB 系办公和工业类 REITs，净可出租面积达 256 万平，Shurgard 系欧洲最大仓储服务商，在 7 个国家拥有 234 个仓储设施、净可出租面积达 121 万平；
- **业绩分红和市值成长较为稳定：**PSA 在 2007-2019 年间实现了长足稳健增长，营收从 18.1 亿美元增长至 28.5 亿美元，CAGR 为 3.9%，净利润从 4.6 亿美元增长至 15.2 亿美元，CAGR 为 10.5%，经营净现金流从 10.1 亿美元增长至 20.7 亿美元，CAGR 为 6.2%，支付股利从 6.2 亿美元增长至 16.1 亿美元，CAGR 达 8.3%。其市值从 2010 年底的 124 亿美元持续增长至 2019 年底的 371 亿美元，涨幅达 171%。当前 ROE 达 16.7%，负债率仅 20.1%；
- **机构股东数量众多：**截至 2019 年底持股机构达 802 家，前十家合计持股比例仅 29.9%，大股东 VANGUARD 持股仅 11.7%。

图 9、PSA 2007-2019 营收、净利润（亿美元）



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、PSA 2007-2019 经营净现金流、股利（亿美元）



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

沪杭甬公司的徽杭高速 ABS 系国内首单基础设施类 REITs 产品，开盘活国内基础设施存量资产之先河。

- **收费公路将是 REITs 重要应用领域之一。**《通知》提出优先支持收费公路等基础设施补短板行业。2018 年我国收费公路累计投资额达 8.88 万亿，其中沉

淀了大量优质资产，部分路产资质较好、运营成熟，是开展 REITs 的高潜在标的，未来有望不断依靠 REITs 盘活；

- **发行利率创同类新低。**发行于 2019 年 9 月，原始权益人为浙江沪杭甬高速股份有限公司，发行规模 20.13 亿，产品期限 15 年，发行利率 3.7% 创同类产品新低，充分体现市场对底层资产及其公司的认可度；
- **底层资产系三省交界要道。**沪杭甬旗下徽杭高速公路（安徽段）。徽杭高速全长 81.6km、投资额 22.3 亿，于 2004 年通车，收费期限为 30 年，为四车道、全封闭标准高速，属于国家高速路网 G56，系安徽“横八”路网规划重要组成部分，连接皖、浙、赣三省。项目引入上海理工大学区域规划与交通运输系统研究所作为项目的车流量预测机构，利于路产价值评估。

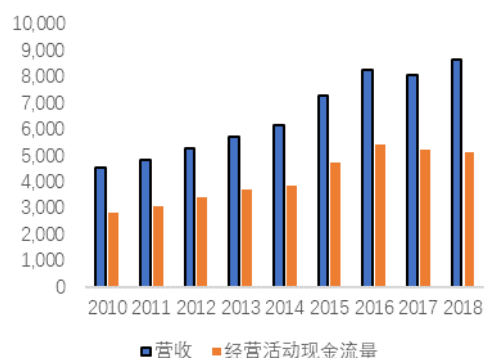
2.4、商业地产类案例：领展/PEAK

领展房地产投资信托基金（0823.HK）：开亚洲 REITs 之先河并保持规模领先地位，专注零售、办公、停车场等商业地产领域，不断迭代拓展物业区域布局，运营较为成熟，规模持续稳定增长。其推动房地产轻资产化运作的运营模式可供借鉴。

- **基金简介：亚洲市值最大 REITs，中国香港首只上市和蓝筹 REITs。**2003 年中国香港房委会整合多处商业设施和停车场成立领展，旨在丰富投资品种、解决公租房资金问题。领展 2005 年登陆港交所，系中国香港首只上市 REITs、亚洲市值最大和唯一推行内部管理的 REITs，并于 2014 年被纳入恒生指数，系首只晋升蓝筹股的 REITs。
- **推动房地产轻资产化运作，运营模式可供借鉴。**领展依赖 REITs 模式实现轻资产化运作，过去 5 年平均负债率仅 18.9%。业务模式为：以自有资金、贷款及私募等方式融资建设公租房，获取持续租金流后将优质资产打包并以 REITs 产品形式出售回笼资金，过程中享受税收优惠。与直接交易不动产相比，REITs 以基金份额形式大大增强了资产流动性，减轻开发商资金压力；
- **不断迭代拓展物业区域布局。**领展选择出售面积较小的、与其他物业协同效益不高的、未来增长潜力较差的物业，并于近年相继出手在中国大陆一线城市获取项目。当前持有物业估值约 2180 亿，其中中国香港和中国内地（北上广深）所持物业占比为 86.8%、13.2%，在港物业包括 1439 亿零售商铺、349 亿停车场、105 亿办公室，在大陆物业包括 211 亿零售商铺、76 亿办公室（以上单位均为港币）；
- **成长型标的，财务表现较优。**领展 2010-2018 年间营收和经营现金流 CAGR 分别为 8.4%、7.6%，增长较为稳定，市价在过去 5 年上涨 141%，同期单位分派 CAGR 达 10.3%；

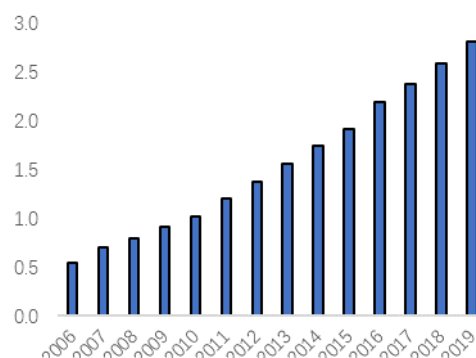
图 11、领展 2010-2018 营收及现金流变化（百万元）

图 12、领展历年单位分红变化（元）



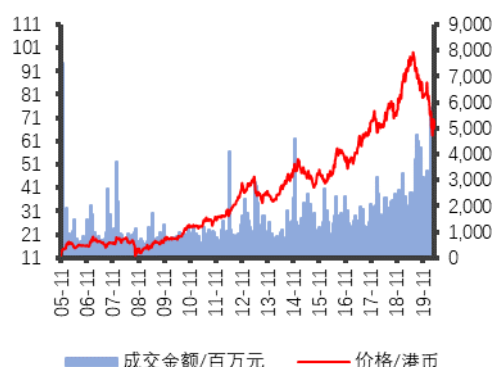
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 13、领展上市以来价格走势



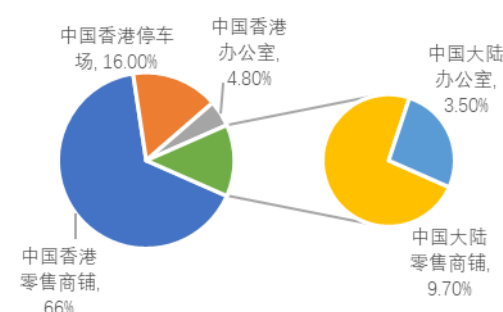
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、领展 2019 年所持物业估值结构



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

合计: 2180亿港元



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

PEAK (Healthpeak Properties), 世界领先的医疗养老类 REITs。

- **优选赛道上的卓越龙头。**老龄化趋势提升医疗、养老、创新药等需求, 医养市场备受 REITs 青睐。近年医疗保健费用占美国 GDP 比重已增长至 18%, 医养市场规模庞大, 且预计未来将维持稳定增长。PEAK 成立于 1985 年, 专注健康护理类地产业务, 系全美最大医疗养老类 REITs;
- **资产规模领跑行业。**截至 2019 年底, 公司医老物业总值约 139 亿美元, 包括 90 座养老物业、115 座理疗养老院、134 个生命科学园、267 个医疗办公楼、11 座医院类物业;
- **租住率保持在较高区间, 收费水平稳步提升。**2015-2019 年间公司主要物业均保持了较高租住率水平, 理疗养老院处在 83%-87%, 生命科学园处在 95%-98%, 医疗办公楼处在 92%-93%, 同期收费水平稳步提升, 理疗养老院单元年收入从 4.1 万美元增长至 5 万美元, 生命科学园单方英尺年收入从 46 美元增长至 57 美元;
- **运营模式: 采用 NNN 三净租赁模式极大降低运营成本、获取稳定收益。**有别于通常“毛租赁”业务模式 (即房东支付税金、公共费等费用), PEAK 采取“三净租赁”模式, 即让租客承担不动产税金、运营费用和保障费, 以此降低运营成本、获取相对稳定收益。截至 2019 年底公司员工仅 204 人, 在养老物业和医院业务板块运营开销占收入比重仅 2.3%、0.2%。

表 5: 2019 年 PEAK 持有物业及经营情况 (千美元)

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

类别	数量	容量	资产总值	不动产收入	运营开销
NNN 养老物业	90	8623 个房间	968,327	199,441	4,565
理疗养老院	115	13176 个房间	2,727,105	725,171	565,713
生命科学园	134	8275 平方英尺	5,526,770	440,784	107,472
医疗办公室	267	20712 平方英尺	4,380,750	571,530	201,538
医院	11	1242 张床位	286,629	49,641	82
总共	617		13,889,851	1,987,539	879,370

数据来源：PEAK、兴业证券经济与金融研究院整理

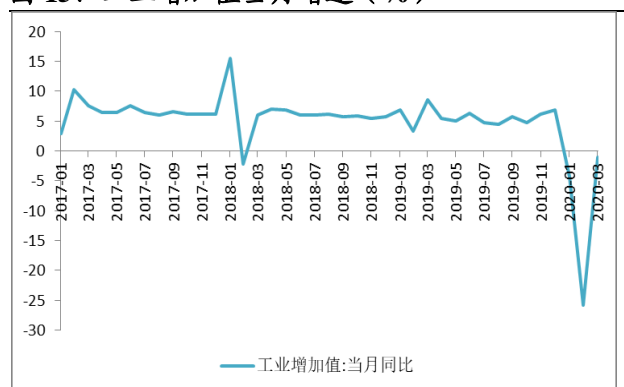
3、天降大任、适逢其时

3.1、当前经济面临下滑风险，逆周期调控必要性提升

2020 年一季度，GDP 同比下滑 6.8%，创有数据以来最大跌幅，第一、第二、第三产业同比分别为-3.2%、-9.6%和-5.2%，三产均受到影响。2020 年 1 季度实际 GDP 同比为-6.8%，季调环比-9.8%。分项来看：

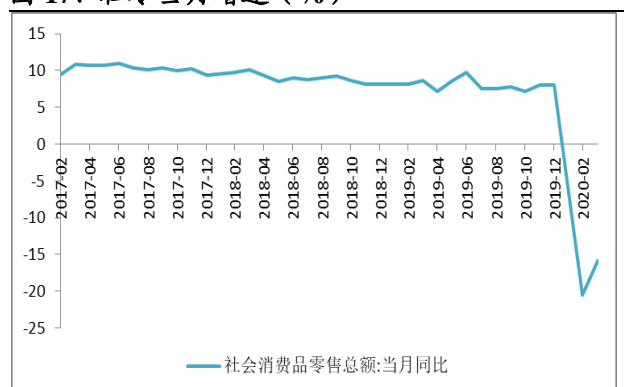
- 1-3 月工业增加值同比-8.40%，其中 1 月、2 月、3 月分别同比变动-4.31%、-25.87%、-1.10%，工业增加值依然未完全复苏。
- 1-3 月固定资产投资累计同比-16.1%，其中 1-2 月、3 月分别同比变动-24.5%、-9.49%，受到地产&基建活动的复苏，3 月固定资产投资有所改善。
- 1-3 月社会消费品零售总额同比-19.00%；其中 1-2 月、3 月分别同比变动-20.50%、-15.80%，第三产业的复苏速度慢于第二产业；
- 1-3 月出口总额同比-13.30%；其中 1-2 月、3 月分别同比变动-17.11%、-6.60%；考虑到海外疫情短期内难以改善、贸易风险加剧，二季度出口压力难以改善。

图 15、工业增加值当月增速 (%)



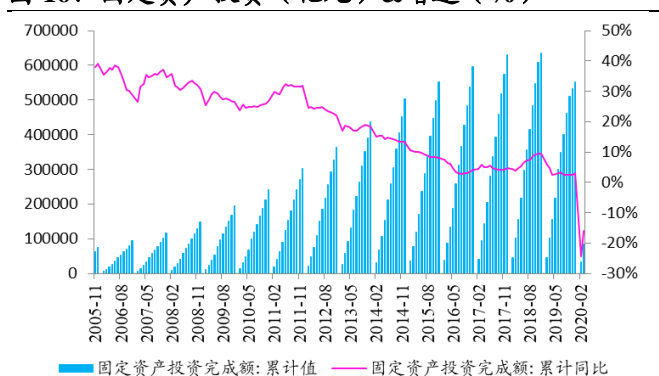
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、社零当月增速 (%)



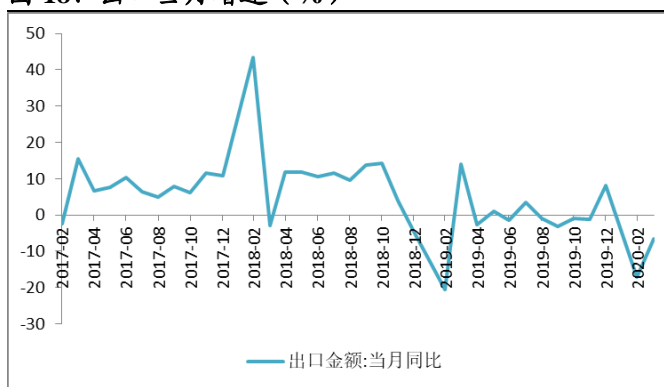
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 16、固定资产投资 (亿元) & 增速 (%)



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、出口当月增速 (%)



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

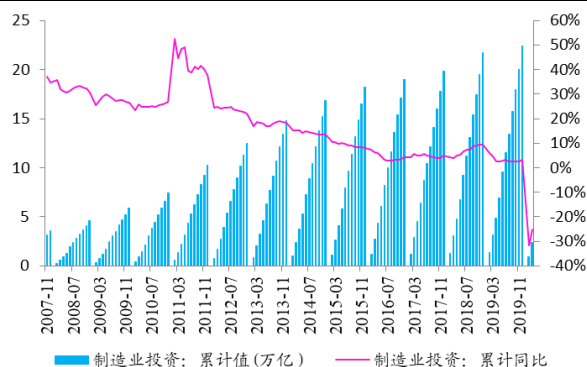
地产政策依然较紧，企业端需求难以改善，投资端压力较大，基建刺激是稳经济的必要手段。从投资端来看，在商业活动逐渐恢复的情况下，固定资产投资将会有所提升；但是考虑到内外需求均较弱，投资端主动扩张的幅度有限，通过政府端刺激基建来稳投资的必要性很大：

- 弱需求限制制造业投资回升。一季度制造业投资增速为-25.20%，其中 1-2

月、3月分别同比变动-31.50%、-20.59%，虽然逐月降幅收窄，但是从PMI、工业增加值等数据来看，目前制造业整体受到境内外需求影响很大，短期内经营环境大幅回暖的空间有限，资本开支的增加也将受到限制。

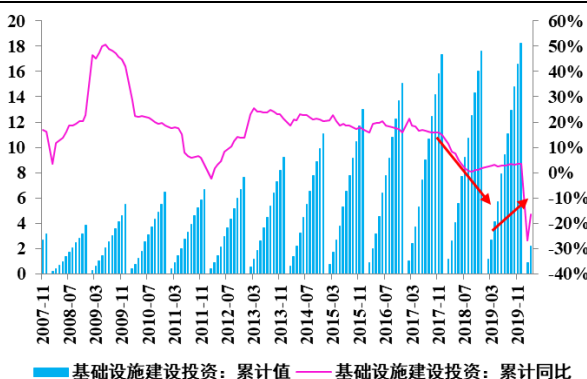
- **地产端依然未看到边际放松的迹象。**一季度房地产开发投资增速为-7.73%，其中1-2月、3月分别同比变动-16.33%、1.14%，三月地产投资转正，为三大投资分项中表现最好的部分；但是从政策端来看，目前政策对地产的表述依然较为谨慎，总体来看政策放松的可能性依然较小，房地产投资对固定资产投资的正面驱动或将下降；
- **基建刺激是稳投资、稳就业、稳需求的重要手段。**一季度基建投资增速（旧口径）为-16.36%，其中1-2月、3月分别同比变动-26.86%、-7.99%，随着复工的推进，基建改善明显。在制造业资本开支难扩张、地产政策依然较严的背景下，基建是投资分项中最确定的一环；并且，在就业压力较大、内外需冲击的环境下，基建也是稳经济中阻力最小的一环。

图 19、制造业投资（亿元）&增速（%）



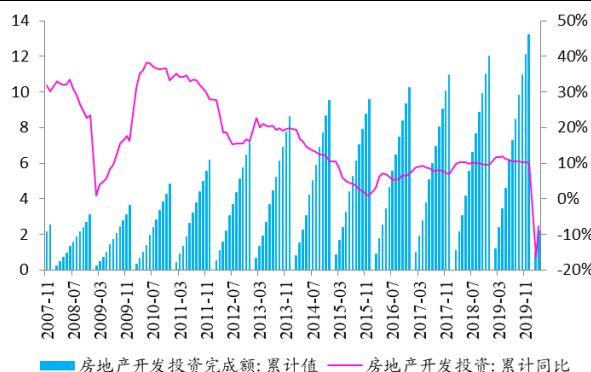
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 21、基建投资（亿元）&增速（%）



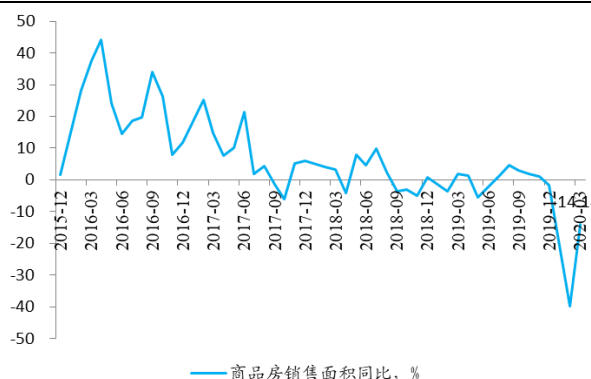
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、房地产投资（亿元）&增速（%）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、房屋销售面积同比增速



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、基建相关政策不断加码，资金面及项目端持续改善

一、政策面持续改善，着力解决基建资金难的问题。

2019 年 6 月份以来，基建政策频出，政策均指向基建资金难问题，包括将部分专项债额度转用资本金，下调部分基建项目资本金比例，提前批复 1.29 万亿专项债额度等，一系列基建政策组合拳扩大了基建资本金的资金来源，又提升了基建项

目加杠杆的能力。

表 6、2019 年下半年以来资金面有关的政策

发布时间	相关会议/文件	政策内容
19 年 6 月 10 日	《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》	允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金，但不得超越项目收益实际水平过度融资；
19 年 9 月 4 日	国务院常务会议	1) 扩大专项债券使用范围； 2) 专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例可为 20% 左右。
19 年 11 月 13 日	国务院常务会议	1) 港口、沿海及内河航运项目，项目最低资本金比例由 25% 调整为 20%
19 年 11 月 27 日	《国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》	2) 补短板基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控的前提下，可以适当降低项目最低资本金比例，但下调不得超过 5 个百分点。
19 年 11 月 27 日	第十三届全国人大常委会第七次会议审议	提前下达 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元
20 年 2 月 11 日	财政部网站	财政部再下达 2900 亿新增地方政府专项债务限额
20 年 2 月 21 日	政治局会议	积极的财政政策要更加积极有为，发挥好政策性金融作用
20 年 2 月 24 日	国务院新闻发布会	财政部将扩大地方政府专项债券发行规模，按照资金跟着项目走的原则，指导地方做好项目储备和前期准备工作，尽快形成有效的投资。
20 年 3 月 17 日	发改委新闻发布会	扩大地方政府专项债券规模，抓紧准备专项债券项目，支持有一定收益的基础设施和公共服务项目建设。
20 年 3 月 27 日	政治局会议	要抓紧研究提出积极应对的一揽子宏观政策措施，积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度，适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模，引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕。
20 年 3 月 30 日	国常会	要在前期已下达一部分今年专项债限额的基础上，抓紧按程序再提前下达一定规模的地方政府专项债，按照“资金跟着项目走”原则，对重点项目多、风险水平低、有效投资拉动作用大的地区给予倾斜，加快重大项目和重大民生工程建设。各地要抓紧发行提前下达的专项债，力争二季度发行完毕。
20 年 4 月 17 日	政治局会议	提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。

数据来源：政府网站，兴业证券经济与金融研究院整理

政治局会议频繁提及加快基建或重大工程建设进度。我们判断一方面是今年经济整体仍有下行压力的情况下，基建的“逆周期”调节仍将是“稳增长”的重要抓手；另一方面，“加快进度”意味着基建投资将有进一步放量的空间。

表 7：美国《国内税收法》对享受税收优惠的 REITs 产品要求

政治局会议时间	基建或重大项目的相关内容
2 月 3 日	要在做好防控工作的前提下，全力支持和组织推动各类生产企业复工复产，加大金融支持力度，加大企业复产用工保障力度，用好用足援企稳岗政策， 加大新投资项目开工力度，积极推进在建项目。
2 月 12 日	要聚焦重点领域，优化地方政府专项债券投向，用好中央预算内投资，调动民间投资积极性， 加快推动建设一批重大项目。
2 月 23 日	要积极扩大有效需求，促进消费回补和潜力释放，发挥好有效投资关键作用， 加大新投资项目开工力度，加快在建项目建设进度。
3 月 4 日	要选好投资项目，加强用地、用能、资金等政策配套， 加快推进国家规划已明确的重大工程和基础设施建设。 要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。要注重调动民间投资积极性。

数据来源：政府网站，兴业证券经济与金融研究院整理

二、资金面不断改善。

截止4月底，财政部已分三批次提前下达2.29万亿专项债额度，已披露的全国新增专项债发行金额已达到10829亿元，其中投入基础建设的金额比例大幅提升，专项债成为基建2020年最大的增量资金。其中：

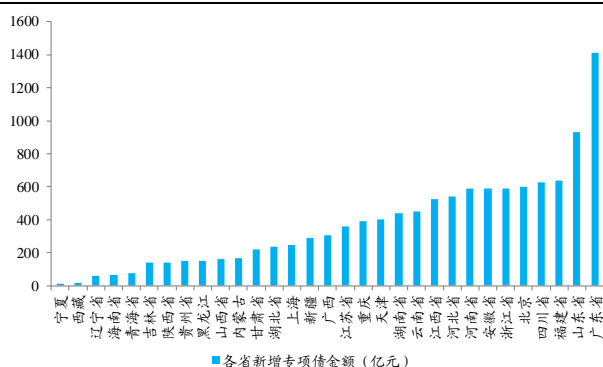
- 分月度来看，1月、2月、3月、4月发行新增专项债金额为7148.2亿元、2349.7亿元、1330.93亿元、610.94亿元；而上年同期新增专项债金额分别为1411.7亿元、1666.5亿元、3581.99亿元、636.52亿元，2020年发行进度大幅提前。
- 从用于基建项目资金占比来看，用于基建的专项债发行金额为9039.1亿元，占总金额比例为78.4%；而2017年、2018年、2019年投入基建项目的专项债占比分别为31.2%、22.7%、34.1%；考虑到地产相关的专项债资金将会受到严格限制，2020年投入基建的发行占比预计将明显提升。
- 分省来看，发行排前五的省份分别为广东省、山东省、福建省、四川省、北京。目前已经有30个省发行了专项债，其中广东、山东、福建、四川、北京分别发行专项债1411亿元、928亿元、636亿元、624亿元、600亿元，排全国前五。
- 从具体资金投向来看，专项债主要投向交通等基础设施项目。2020年前4月基础设施（包括交通运输、水利工程、市政建设、生态环保）、工业园区、科教文卫（包括医院、教育、社会事业）专项债资金分别为8251.2亿元、787.9亿元、1838.7亿元，占比分别为71.6%、6.8%、16.0%；其中基础设施建设中交通运输、水利工程、市政建设、生态环保方向资金分别为3177.1亿元、294.2亿元、673.0亿元、771.2亿元，交通运输类专项债的占比最高，是资金重点投放的领域。从专项债作资本金的项目来看，主要集中在铁路、公路、市政轨交等重要的交通类基建项目上。
- 总的来看，今年专项债发行发行进度明显加快，并且基建项目占比将明显提升，前4月投入基建的专项债金额已经超过上年全年水平，基建资金面大幅改善，专项债是2020年最确定的基建资金增量。

表8：历年新增专项债金额（亿元）用途汇总

	2020年 1-3月	占比(%)	2019年	占比(%)	2018年	占比(%)	2017年	占比(%)
新增专项债金额	11522		21522	—	13527	—	7916	—
基建	9039	78.4%	7331	34.1%	3064	22.7%	2469	31.2%
棚改	0	0.0%	7028	32.7%	3163	23.4%	1546	19.5%
土储	0	0.0%	6688	31.1%	5903	43.6%	3086	39.0%

数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图23、2020年1-4月各省新增专项债金额（亿元）



特别国债&赤字率提升减缓财政对基建资金端的影响。专项债的扩容，将直接为基建提供大量的资金；而通过特别国债的扩容及赤字率的提升，财政扩张的空间较大，间接利好基建资金面：

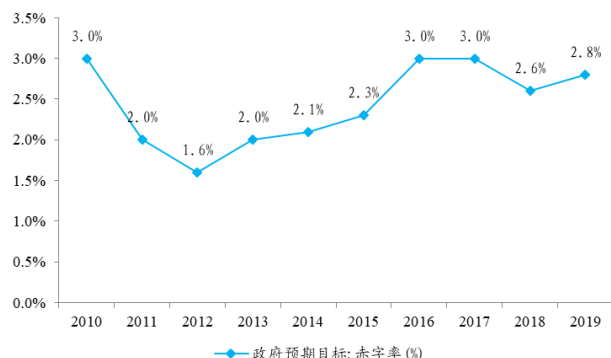
- **特别国债发行：**此次发行特别国债与前几次不同，主要目的为宽财政，主要投入到疫情相关领域，医院等公共设施建设将受益，预计将配合宽松的货币政策。用途来看，特别国债收入属于政府性基金总收入的一部分，此次发行特别国债主要为补充财政资金缺口，将部分消除财政紧张对基建资金面的负面影响。
- **赤字率提升：**赤字率提升主要由于一般财政收支缺口拉大，2020 年大概率将突破 3%。从一般财政支出来看，2018 年，一般财政支出投入基建领域金额占比约 12.3%，投入金额占比不断下降，说明基建支出挤压其他支出的可能性较低；赤字率提升虽然并不能大幅提升一般财政支出对基建领域的投放量，但将缓解财政收支紧张对基建资金的负面影响。

表 9：历次特别国债发行金额（亿元）及用途

时间	金额（亿）	发行期限	用途
1998 年 8 月	2700	30 年	补充国有独资商业银行资本金，化解不良资产
2007 年 8 月-12 月	15500	10-15 年	购买 2000 亿美元外汇，作为中投公司的资本金
2017 年 8 月-11 月	7568	5-10 年	对到期的 2007 年发行的特别国债进行续作
土储	43.6%	3086	39.0%

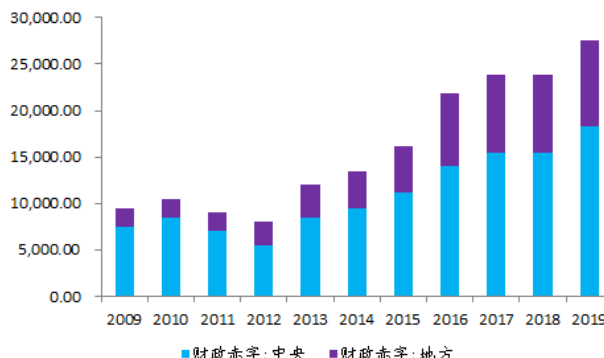
数据来源：政府网站，兴业证券经济与金融研究院整理

图 25、政府预期目标:赤字率(%)



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 26、中央赤字（亿元）占比远高于地方



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

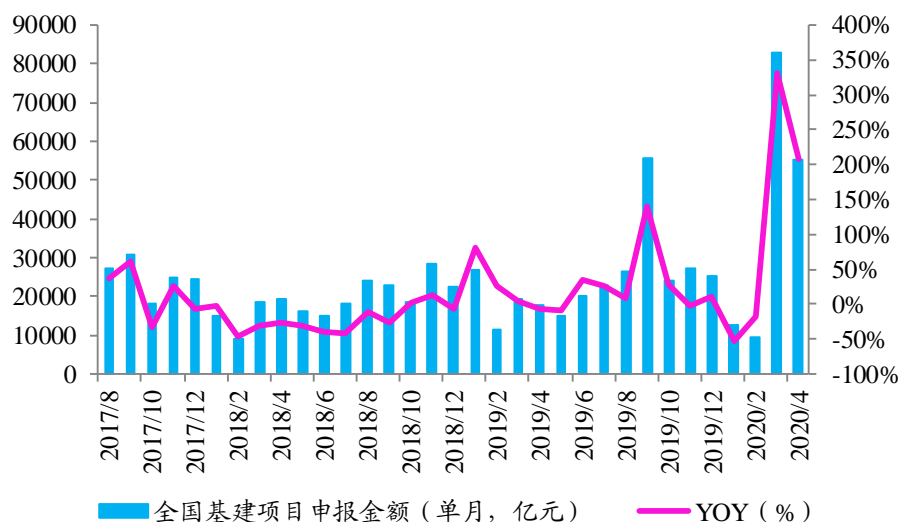
三、项目端明显改善。

2020 年 1-4 月基建申报金额累计同比增长 112.8%，主要得益于 3 月、4 月申报金额的大幅提升，并且，地方申报金额改善更明显。

- **逐月来看，**1 月、2 月、3 月、4 月基建申报金额增速分别为-52.9%、-17.2%、331.7%、208.6%，3 月、4 月基建申报金额大幅增长。
- **分属性来看，**1-4 月中央、地方申报增速分别为 29.5%、118.6%，地方申报增速大幅提升，代表地方政府的投资意愿有明显回升；其中 1-4 月中央项目申报增速分别为-64.8%、-93.0%、585.3%、3.2%，地方项目申报增速分别为-52.2%、-5.0%、322.8%、224.6%，地方边际改善明显。
- **专项债发行比项目申报有一定的提前量，**从 2019 年专项债发行情况来看，6 月-9 月是发行高峰，当月分别发行专项债 5267.46 亿元、3024.4 亿元、3113.03

亿元、1586.5 亿元，但对应项目申报的高峰是 9 月份。2020 年 1 月发行专项债 7148 亿元，且用于基建的比例大幅提高，对比 19 年，我们判断项目申报的高峰期应在 3-4 月份。2 月同比下降 17.2% 主要是受复工推迟影响。3 月以来基建项目申报开始放量，3 月、4 月申报金额分别达到 82809 亿元、55444 亿元，3 月申报金额为 2016 年以来单月历史新高。

图 27、2017 年 8 月以来各月基建项目申报金额（亿元）及增速（%）



资料来源：全国投资项目在线审批监管平台，兴业证券经济与金融研究院整理

表 10、2019 年以来各月基建项目各主体申报金额（亿元）及同比增速（%）

	2019-01	2019-02	2019-03	2019-04	2019-05	2019-06	2019-07	2019-08
中央	1393	1597	650	1296	452	1693	4228	1641
YOY	302.1%	1070.6%	-40.6%	7210.5%	172.0%	2017.2%	490.5%	23.1%
地方	25290	9942	18530	16669	14502	18534	18814	24692
YOY	74.8%	10.4%	7.3%	-13.2%	-10.6%	23.4%	7.3%	8.9%
	2019-09	2019-10	2019-11	2019-12	2020-01	2020-02	2020-03	2020-04
中央	1851	1991	2047	1022	490	112	4456	1337
YOY	146.5%	0.4%	34.2%	496.0%	-64.8%	-93.0%	585.3%	3.2%
地方	53677	22027	25378	24174	12090	9442	78354	54107
YOY	141.0%	31.7%	-5.4%	7.8%	-52.2%	-5.0%	322.8%	224.6%

资料来源：全国投资项目在线审批监管平台，兴业证券经济与金融研究院整理

表 11、2019 年以来各月基建项目各分项申报金额（亿元）及同比增速（%）

	2019-01	2019-02	2019-03	2019-04	2019-05	2019-06	2019-07	2019-08
电力	4773.25	1801.35	4688.47	3928.7	2647.66	3903.29	5957.7	7692.05
YOY	63.50%	-7.00%	15.90%	-24.40%	-40.20%	-5.90%	41.80%	28.30%
交通	11844.1	4746.34	7656.52	6839.48	5775.48	8456.5	10524.35	8146.66
YOY	100.80%	67.30%	29.70%	9.90%	10.60%	59.20%	32.40%	-17.90%
水利	10065.5	4991.05	6835.58	7196.52	6531.04	7867.22	6559.44	10494.2
YOY	67.80%	14.30%	-18.80%	-7.70%	-3.00%	39.40%	7.60%	29.50%
	2019-09	2019-10	2019-11	2019-12	2020-01	2020-02	2020-03	2020-04
电力	10166.17	6869.64	9042.73	8923.89	2844.41	1515.4	12328.5	10341.2
YOY	53.10%	13.30%	4.10%	-2.20%	-40.41%	-15.87%	163.0%	163.2%
交通	20391.83	7670.06	9042.73	6820.89	3778.48	2917.81	21679.7	17715.9

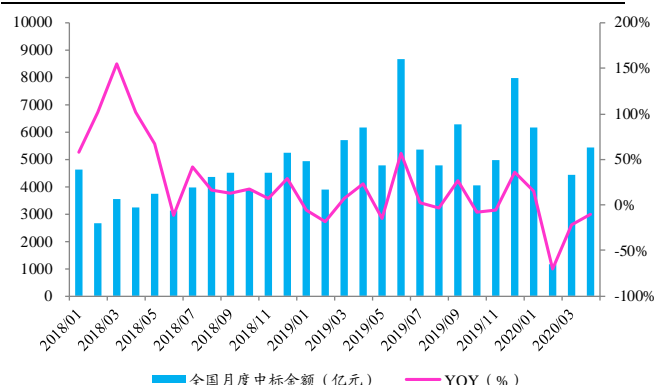
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

YOY	119.00%	1.30%	-7.20%	-0.90%	-68.10%	-38.53%	183.2%	159.0%
水利	24970.38	9478.1	9339.02	9450.94	5956.86	5120.21	48801.2	27387.1
YOY	253.10%	86.90%	-5.70%	43.30%	-40.82%	2.59%	613.9%	280.6%

资料来源：全国投资项目在线审批监管平台，兴业证券经济与金融研究院整理

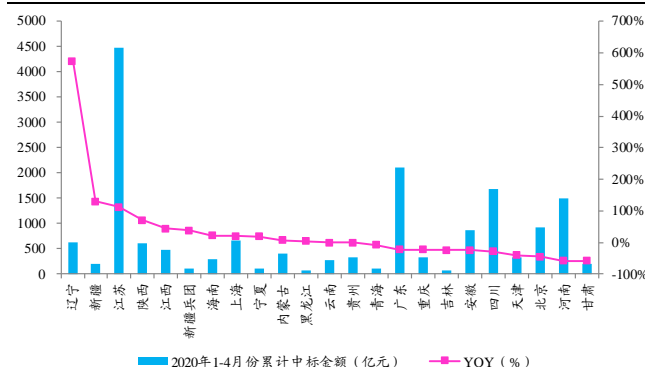
从招投标情况来看，2020年1-4月份，23个省份累计中标项目金额17209.45亿元，较上年同期下滑18.74%，其中1月、2月、3月、4月中标金额分别同比变动15.6%、-70.4%、-22.1%、-10.3%，2-4月下滑幅度逐渐收窄。1月份在春节假期影响下，增速依然达到15.6%，代表基建项目的投放进度在加快。2月同比下滑70.4%，主要是受到复工推迟的影响。3月、4月依然受到商业活动疲弱影响，但下滑幅度已明显收窄。预计随着5月全面复工，招投标数据将有进一步回升。

图 28、全国月度中标额（亿元）&增速（%）



数据来源：各省公共资源交易网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 29、2020年1-4月各省中标金额（亿元）&增速（%）



数据来源：各省公共资源交易网，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3、新政出台适逢其时，天降大任后续可期

面对上述宏观形势，基建政策持续加码、资金面及项目端持续改善，而REITs政策出台有望在一定程度上推动解决基建领域结构性问题，更好地支撑基建作为逆周期对冲工具。我们认为REITs政策出台是难得的政策机遇，后续发展值得市场积极期待。

- 首先，REITs有望更好地支撑基建作为逆周期对冲工具。我国基建市场在传统投融资模式下存在一些挑战，包括融资渠道狭窄、资本退出难、投资效益不确定等。实体杠杆率过高、低效投资较多一直是掣肘基建投资的主要因素，也会对后续财政货币政策发力产生负面影响。大力发展公募基础设施REITs，有望改变基础设施领域现有投融资模式、推动解决基建领域结构性问题，提升资源配置效率，为基建投资补充中长期资金，从而支撑逆周期加码；
- 其次，宏观形势一定程度上抬升稳增长需求、推动市场翘首以盼的REITs政策落地，是难得的政策机遇。近日中央政治局会议强调“当前经济发展面临的挑战前所未有”，首提“六保”，释放清晰信号。我们认为REITs新政出台，一方面是因为REITs模式本身具备多重优势、在海外有丰富可鉴经验，近十余年政策持续铺垫、市场不断尝试，为其正式启动做好了准备；另一方面则是由于当前稳增长需求有所抬升，盘活巨量存量资产的需求进一步提升，一定程度上推动REITs落地；

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 再者，我们对 REITs 后续发展抱有较为积极的预期。信心主要来源于政策上的支持、巨量优质底层资产的支撑。我们认为 REITs 市场发展节奏尚有待观察，但方向确定性较高、空间亦较为可观，对首批试点项目成功落地和相关配套政策到位保持积极展望。

3.4、横向来看利好五类群体，支撑基建修复、驱动企业价值重估

横向来看，新政出台正式启动国内基础设施 REITs 市场大规模发展，未来将持续利好五类群体，有望降低实体杠杆率、化解地方政府债务风险、实现企业轻资产化运营，有力支撑逆周期对冲加码、基建投资修复。

一、利好政府。盘活存量资产，降低政府杠杆率、化解地方债务风险，补充中长期资金，支撑逆周期加码。

- 改善投融资环境，撬动基建投资。当前面临一定经济下行和就业压力，REITs 发展有望推动解决基建市场融资渠道窄、效率低、退出困难等症结，为基建投资补充中长期资金，更好地发挥基建作为逆周期对冲工具的作用，起到稳投资补短板的作用；
- 推动投资良性循环，降低政府杠杆。基建存量资产缺乏流动性，REITs 化后增强流动性，可置换出项目原有国资，并在新增投资中替代政府资金，降低地方政府对债务融资依赖程度以及债务压力；

二、利好企业，降低企业杠杆率，实现轻资产化运营，并驱动市场对上市企业资产价值重估。

- 对于地产、高速等下游重资产企业，REITs 能实现轻资产化运作、改善经营财务状况。REITs 交易较不动产直接交易更为灵活，可以盘活资产、提升直接融资比重、降低杠杆率、实现轻资产化运作，以领展 REITs 为例，持有物业估值约 2180 亿，而过去 5 年平均负债率仅 18.9%，其以自有资金、贷款及私募等方式融资建设公租房，获取持续租金流后将优质资产打包并以 REITs 产品形式出售回笼资金；
- 对于中游建筑企业，我们认为 REITs 新政将对其业绩和估值构成双重利好。
- （1）增益企业订单业绩。REITs 有望盘活存量资产、改善投融资，补充中长期资金，刺激基建投资，建企订单业绩有望持续受益于下游投资修复；（2）驱动企业估值重塑。部分上市建筑企业拥有运营表现优异的优质底层资产，包括收费公路、铁路、水电、风电、光伏、水务、管廊等，这些沉淀资产估值在企业整体估值体系内受到压制，考虑到这部分运营资产未来 REITs 化的可能，将其对标现有同业上市标的，存在一定估值提升空间，从而有望驱动企业整体估值重塑。同时，REITs 重塑、优化项目投融资模式，或使得建企将更有动力沿项目生命周期向前（投融资端）向后（运营端）一体化拓宽产业链，更多涉足基础设施地产运营、地产开发等业务，并凭借 REITs 模式降低自身负债率；
- 对于未上市企业，可以提供更多融资选择。参考中国铁塔，业务性质可对标 AMT，是较为合适的 REITs 标的，但由于此前国内 REITs 市场机制不够成熟，

选择赴港上市。REITs 市场完善能让企业不同产品之间做比较（例如估值水平），做出更优融资选择；

三、利好居民，提供了投资稳定分红产品和共享社会发展红利的途径

- REITs 设立之初即旨在使所有投资者（尤其中小投资者）均有途径参与投资收益型设施资产，能赋予居民共享社会发展红利的权利。预计当前持有 REITs 股份的美国居民约达到 8700 万。另一方面，社会储蓄存款余额截至 2018 年达到 71.6 万亿，与部分补短板民生领域资金缺口的景况形成对比，大量闲置社会资金需要寻找投资出路，公募 REITs 将起到连接作用。

四、利好金融机构，提供优质标的资产。

- 对于银行、基金、保险等金融机构提供了具备政策扶持、长期平稳产出回报的优质资产，鼓励机构直接投资优质基础设施资产。对于长期资金，REITs 具备“税收优惠+稳定现金流+强制分红+可上市”组合优势，是更加稳健的投资品种，能满足其长期安全性与回报率要求。

五、利好资本市场，丰富投资品种

- 从风险收益特征角度看，REITs 是中低风险、中等回报的稳健增长型产品，具有流动性高、收益稳定、安全性强等特点，丰富资本市场投资品种；
- 从长期回报率指标来看，富时权益型 REITs 的 20 年/25 年/40 年/48 年年复合回报率均高于美股其他主要指数，分别达到 9.99%、9.72%、11.35%、11.14%；从股息率指标来看，根据 Nareit 公开数据，2018 年富时 REITs 及权益型 REITs 股息率分别为 5.39%、4.75%，均高于当年标普 500 的 1.99%。

3.5、纵向来看推动解决三个问题，完善基建投融资机制

我们认为 REITs 市场正式启动有望回答如下三个基建市场的关键问题：（1）如何实现增量时代向存量时代切换；（2）如何寻找市场缺失的定价锚；（3）如何完善投融资机制，降低融资成本。通过发展 REITs，短期能够通过盘活存量资产实现稳投资补短板，中期有望带动建立市场定价锚，长期利于完善储蓄转化投资机制、推动基础设施投融资市场化。

- **短期：应对复杂经济形势，通过盘活存量资产来实现稳投资、补短板。**REITs 可盘活存量基础设施并置换出流量资金，解放大量沉淀资金，满足重点基础设施的新建，为社会资本提供多种退出方式选择，有利于广泛筹集项目资金，降低债务风险，利于稳投资、补短板；
- **中期：提供市场定价锚，充分挖掘资本市场价格发现功能。**“定价锚”的缺失是当前基建投融资市场的一大短板。REITs 将成熟底层资产证券化，纳入市场化资源配置体系，通过合理估值、定价、发行、交易而实现价格发现功能，有望提供项目定价锚，推动基础设施投融资体制改革。
- **长期：完善投融资机制，提高效率、降低成本。**当前大量社会闲置资金与部分补短板民生领域资金缺口的景况形成对比，需要打通资金与资产通道，将大众投资者与底层资产连接。REITs 利于完善储蓄转化投资机制，降低实体

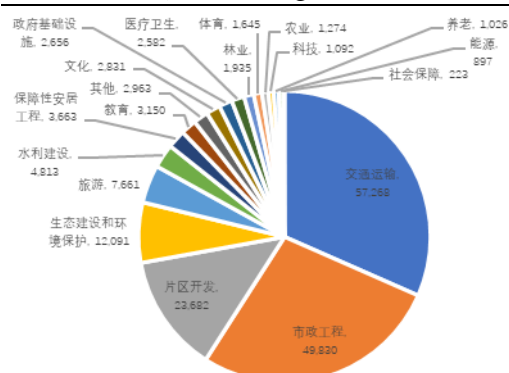
杠杆，推动基建投融资市场化、规范化，方便长期资本对接长期资产，提升金融服务实体经济的效率，推动金融供给侧改革。

3.6、为 PPP 提供商业闭环，增强社会资本投资信心

我们认为 REITs 与 PPP 结合兼具必要性和可行性，将是未来基建市场重要方向。

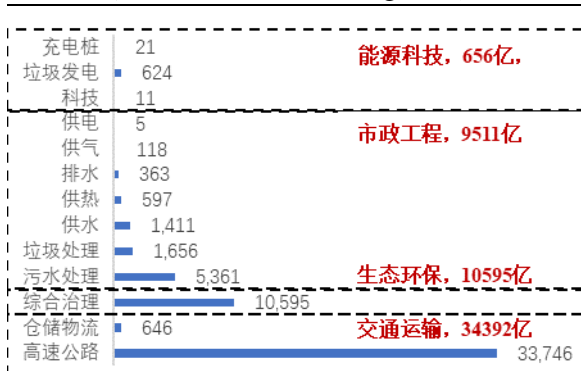
- **REITs 为 PPP 提供退出渠道和商业闭环，增强 PPP 流动性。**部分 PPP 项目资产流动性低，资本退出通道不顺畅，一旦 REITs 化，能形成上市产品通过交易释放沉淀资金。同时 REITs 公开上市、强制分红、加强监管和披露的特征将促使项目营运更专业化，有效约束地方政府，提升项目建设运营质量；
- **PPP 为 REITs 提供重要的基础设施投资标的。**截至 2020 年 Q1，PPP 库项目投资额合计 18.13 万亿，管理库金额达 14.39 万亿；其中交通运输、市政工程、片区开发、生态环保投资额分别达到 5.73 万亿、4.98 万亿、2.37 万亿、1.21 万亿；从《通知》提及的交通（仓储物流、收费公路）、市政（水电气热）、污染治理（城镇污水垃圾处理、固废危废处理）、新型基础设施（信息网络）等重点发力领域来看，估算在库相关项目总额约 5.52 万亿；
- **REITs 与 PPP 结合可行性较高，有望得到政策引导支持。**二者基础资产相似，例如市政轨交、医疗养老、交通运输等项目，依托资产运营获取收益的分配方式也相似。此前一系列政策为二者结合铺垫，例如 2017 年《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》提出“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。”当前 PPP 在库额庞大，REITs 正式启动，后续有望在政策引导下结合应用，盘活存量资产。

图 30、PPP 库 2020 年 Q1 投资额（亿元）



数据来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 31、部分重点领域 2020 年 Q1 在库额（亿元）



数据来源：wind、兴业证券经济与金融研究院整理

4、建筑企业优质运营资产将显著受益

我们认为 REITs 新政策出台对建筑企业业绩和估值构成双重利好。(1) 增益企业订单业绩。REITs 有望盘活存量资产、改善投融资, 补充中长期资金, 刺激基建投资, 建企订单业绩有望持续受益于下游投资修复; (2) 驱动企业估值重塑。部分上市建筑企业拥有运营表现优异的优质底层资产, 包括收费公路、铁路、水电、风电、光伏、水务、管廊等, 这些沉淀资产估值在企业整体估值体系内受到压制, 考虑到这部分运营资产未来 REITs 化的可能, 将其对标现有同业上市标的, 存在一定估值提升空间, 从而有望驱动企业整体估值重塑。

从这个逻辑出发, 当前推荐估值较低、运营资产表现优异的【葛洲坝】、【中国交建】、【粤水电】、【四川路桥】, 建议关注【中国中铁】、【中国铁建】、【中国建筑】、【中国电建】。

一、葛洲坝。

- 覆盖交通、能源、市政等多个基础设施运营领域, 资产实力雄厚。估算在手收费公路权益里程约为 863km (349km 进入运营), 路产均布局山东、广东、四川、湖北等高潜力市场, 收入规模和盈利能力达到高速板块上市公司中游以上水平; 运营铁路权益里程 30.7km; 在手水电装机规模约 3765MW (259MW 进入运营); 运营国内 58 座水厂水处理能力 300 万 t/d、国外巴西圣诺伦索项目、水处理能力 93 万 t/d; 在手多个核心市场管廊项目;
- 运营业务持续高速增长、优化整体业务结构, 当前运营资产规模扩张步伐不止。2003-2018 年间公司运营资产营收从 0.54 亿增长至 34.3 亿, CAGR 高达 32%, 毛利从 0.36 亿增长至 18.2 亿, CAGR 高达 30%。结构上来看, 2018 年运营资产营收占比仅 3.4%, 毛利、利润总额占比达到 11%/13%。2018 年公路及水务子公司分别实现归母净利润 1.42 亿和 0.72 亿。当前公司通过 PPP/BOT/并购等模式储备了一大批高速、水电、水务、市政项目, 随着后续项目落地有望进一步夯实业务多元化优势。

二、中国交建。

- 基建龙头, 在手运营资产规模庞大, 已进入运营项目多达 32 个。截至 2019 年公司累计签订 BOT 合同额约 4276 亿元、累计完成投资额达 2166 亿元, 已进入运营期项目有 32 个, 其中包含 12 个参股项目。全年运营业务收入达 63.22 亿元。

三、粤水电。

- 资产覆盖水电、风电、光伏等多个清洁能源领域, 项目数量众多。据不完全统计, 粤水电运营项目包括 15 个光伏项目、7 个风电项目、3 个水电项目, 2018 年合计实现营收 5.9 亿, 毛利率为 59.53%。另有在建项目包括广东乳源 120MW 风电项目、山东沾化 36MW 风电项目等;

四、四川路桥。

- 在手 6 条 BOT 高速、总投资额达 266 亿元。其中已进入运营期项目总额约 194 亿;

➤ 在手 2 个水电资产，净资产 5.91 亿元。2019 年营收 2.23 亿元，净利润 0.19 亿元。

表 12、葛洲坝基础设施领域投资运营项目统计（截至 2020 年 Q1）

分类	项目/营业主体	项目资质	开工年	投产年	持股比例
高速	湖北襄荆高速	185km	2000	2004	61%
高速	四川内遂高速	120km	2009	2012	100%
高速	山东济泰连接线	61km	2017	部分通车	66%
高速	G3W 德上高速	115km	2017	2020	66%
高速	山东日荷高速	188km	2017	在建	66%
高速	四川巴万高速	119km	2016	在建	99%
高速	湖北武阳高速	91km	-	-	49%
高速	陕西省延黄和宁石泉高速	221km	2017	在建	40%
高速	G7611 线昭西高速	168km	2019	在建	9%
高速	广东肇高高速	121km	-	-	47.5%
一级	南宁市新崇公路	70km	2015	在建	95%
铁路	汉宜铁路	292km	2008	2012	10.5%
水电	湖北保康过渡湾水电站	25.5MW	1995	1998	-
水电	重庆大溪河鱼跳水电站	48MW	1998	2001	80%
水电	湖南张家界木龙滩水电站	15MW	1999	2002	-
水电	湖北保康寺坪水电站	60MW	2003	2006	-
水电	斯木塔斯水电站	110MW	2009	2014	-
水电	新疆伊犁水电站	80MW	2012	在建	-
水电	玛纳斯河流域水电开发	414MW	2013	在建	-
水电	巴基斯坦阿扎德帕坦电站	700MW	2018	在建	80%
水电	巴基斯坦苏基克纳里水电站	870MW	2016	2023E	98%
水电	尼泊尔贝瑞流域梯级电站	724MW	2019	在建	-
水电	新疆巩乃斯河流域一库七级电站	528MW	2010	待开发	-
水电	新疆阿克牙孜河流域水电开发剩余	190MW	2010	待开发	-
管廊	合肥市高新区综合管廊一期	20km	2016	2020E	80%
管廊	孝感市云梦县管廊	11km	2017	在建	99%
管廊	南京江北新区地下空间一期	-	2017	2023E	70%
水务	凯丹水务（曾用名）	污水处理 42.5 万 t/d，工业供水 10 万 t/d	-	已收购	100%
水务	湖南海川达	污水处理 28.5 万 t/d	-	已收购	100%
水务	北京中凯	污水处理 40 万 t/d，中水处理 2 万 t/d	-	已收购	100%
水务	保定尧润（曾用名）	污水处理 12.1 万 t/d	-	已收购	51%
水务	巴西圣诺伦索供水项目	原水取水 52 万 t/d、水处理 41 万 t/d	2014	2018	100%

数据来源：公司公告、公司官网、葛洲坝集团年鉴、兴业证券经济与金融研究院整理

表 13、2019 年中国交建运营期特许经营项目统计（亿元）

项目	投资额	本年 运营收入	收费期限（年）	已收费期限（年）
云南省新嵩昆、宣曲、蒙文砚高速公路	271.08	8.3	30	2
贵州省道瓮高速公路	264.13	7.03	30	4
广西省贵港至隆安高速公路	173.15	1.09	30	0.5
贵州省江瓮高速公路	142.51	7.45	30	4
首都地区环线高速公路通州至大兴段项目	62.89	2.62	25	1.5
贵州省沿德高速公路	75.65	0.97	30	4
贵州省贵黔高速公路	92	5.82	30	3
湖北省武深高速公路湖北嘉通段项目	89.72	4.88	30	3.3
重庆忠万高速公路	75.78	0.66	30	3
贵州省贵都高速公路	73.91	7.76	30	8.8
重庆永江高速公路	59.97	0.72	30	5
重庆九龙坡至永川高速公路	51.93	1.82	30	2
湖北省武汉沌口长江大桥项目	48.25	0.55	30	2
牙买加南北高速公路	50.57	2.25	50	4
湖北武深高速嘉鱼北段项目	25.62	2.09	30	1
湖北省咸通高速公路	31.2	1.28	30	6
广东省清西大桥及连接线	26.76	5.76	25	1.3
山西省翼侯高速公路	24.04	1.67	30	12
云南省宣曲高速公路马龙联络线	18.9	0.19	30	2
G109 内蒙古自治区清水河至大饭铺段	5.88	0.31	26	11

数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

表 14、粤水电能源运营项目 2018 年业绩统计

分类	项目	上网电量（万 kwh）	上网电价（元/kwh）（含税）	收入/万	毛利率%
水电	湖南安江水电站	43150	0.38	13903.92	65.3%
	湖南修山水电站	26285	0.34	7638.45	57.7%
	广东新丰县鲁古河水电站	1569	0.50	670.57	60.7%
风电	海南东方感城风电场	8468	0.61	4414.79	40.9%
	新疆布尔津县城南风电场（一期、二期）	16660	0.48	6790.53	49.3%
	新疆木垒县老君庙风电项目（一期、二期）	21983	0.39	7312.73	25.3%
	新疆华容老君庙风电一场	10964	0.39		
	新疆达坂城风电项目	14587	0.39	4803.62	43.9%
	广东韶光乳源大布风电项目一期	5968	0.62	3162.61	53.5%
	山东沾化风电项目一期（2019H1 数据）	404	0.60	207.14	37.6%
	甘肃金塔光伏发电场	7778	0.86	5717.27	53.7%
光伏	新疆阿克苏阿瓦提光伏发电项目一、二期	4911	0.92	3861.80	57.4%
	新疆阿克苏柯坪县光伏发电项目一、二期	2892	0.93	2309.40	57.4%
	新疆和布克赛尔蒙古自治县粤水电光伏发电项目	2527	0.80	1722.77	40.5%
	广东徐闻县鲤鱼潭水库光伏发电项目一期	5062	0.99	4283.54	79.2%
	广东徐闻县鲤鱼潭水库光伏发电项目二期	2715	0.99	2297.11	79.7%
	广东徐闻县鲤鱼潭水库光伏发电项目三期	3782	0.97	3135.59	79.3%
	湖南平江县伍市镇农光互补项目	2059	0.91	1601.46	71.6%
	广东博展物流园光伏分布式发电项目	858	1.13	828.78	57.5%
	广东致诚晋丰 0.954MWp 分布式光伏电站	20	1.02	17.28	-121.7%
	新疆昌吉华瑞雀仁光伏一电站	2986	0.85	2164.20	50.6%
	新疆阿勒泰青河 1MW 屋顶光伏项目	156	0.65	86.83	37.4%

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

西藏腾能曲水 40 兆瓦光伏发电项目	832	0.90	640.37	53.0%
甘肃金塔 80 兆瓦光伏并网发电项目	3526	0.56	1687.63	29.0%
甘肃金塔 5 兆瓦光伏扶贫电站建设项目	313	0.80	214.09	50.3%

数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

表 15: 四川路桥 BOT 高速资产情况统计 (万)

项目名称	项目金额	指标	2017	2018	2019
宜宾至叙永高速	618,931	完工进度 (%)	100%		
		本期收入	3,378		
江津 (渝黔界) 经习水至古蔺 (黔川界) 高速	512,277	完工进度 (%)	93.08%	99.68%	
		本期收入	243,784	42,307	
绵阳至西充高速	473,373	完工进度 (%)	91.94%	99.20%	
		本期收入	283,939	37,611	
攀枝花至大理高速	376,929	完工进度 (%)	48.88%	71.76%	93.70%
		本期收入	115,970	96,439	90,656
巴中至南充至广安 (川渝界) 高速	338,177	完工进度 (%)	99.75%	100.00%	
		本期收入	10,701	7,650	
叙永至威信 (四川境) 高速	337,989	完工进度 (%)			73.10%
		本期收入			103,968

数据来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

表 16: 兴业证券建筑团队推荐标的

公司简称	收盘价	EPS			PE		
	2020-5-8	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
葛洲坝	6.58	1.18	1.31	1.45	5.6	5.0	4.5
中国交建	8.20	1.24	1.39	1.54	6.6	5.9	5.3
粤水电	3.08	0.20	0.25	0.31	15.4	12.3	9.9
四川路桥	3.92	0.46	0.54	0.63	8.5	7.3	6.2
中国中铁	5.78	0.96	1.08	1.20	6.0	5.4	4.8
中国铁建	9.76	1.49	1.73	1.93	6.6	5.6	5.1
中国电建	3.66	0.47	0.51	0.56	7.8	7.2	6.5
中国建筑	5.19	0.95	1.07	1.19	5.5	4.9	4.4

数据来源：兴业证券经济与金融研究院预测

5、风险提示

- 1) 宏观经济下行风险;
- 2) 政策落地情况不达预期;
- 3) 政策力度低于预期;
- 4) 融资环境未能好转。

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