

建筑装饰

REITs 大潮下的冷思考：有哪些不得不正视的问题？

海外经验：何种基建 REITs 能行稳致远？

我们简要回顾了美国、日本的通信电塔、数据中心、物流、自助仓储和太阳能电站等方面泛基建 REITs 案例，然后深入分析澳大利亚和印度 3 个高速公路 REITs 案例，从正反两个角度总结了 REITs 发展的经验教训，并简要分析了中国各类基建 REITs 的发展前景。

我们得到的启示是：成功的 REITs 权益收购行为活跃，市值管理战略有效；公司有效税率较高会导致业绩难以改善，净利率长期处于低位，市值管理战略失灵；REITs 采用上市公司的组织形式可能更有竞争力，由于其股票可在交易所由公众交易，流动性极强，退出方式健全；在经济不景气、政府基建需求不高时，基建 REITs 的业绩也会受到很大压力。

“公募基金+ABS”结构带来的诸多问题需要政策解决

本次公募 REITs 试点采用“公募+ABS”结构，与其他国家上市公司型基建 REITs 略有不同。鉴于我国经济体制和配套法律制度有待完善，试点可能面临几个亟待解决的问题：首先，与其他国家不同的地方在于权益转让困难，绝大部分资产没有“出表”，“明股实债”问题严重；其次，税负方面的优惠政策明显缺位，这是与国外最大的区别；另外，我国 REITs 试点虽采取“公募+ABS”方式，但公募端流动性仍然有限。

PPP 及其资产证券化的经验教训可供参考

我们担忧这次试点会像 2016 年年底国家发改委、中国证监会联合推动的 PPP 资产证券化一样发展进程缓慢，因为在地方政府、国有企业和社会资本的激励方面，PPP 及其资产证券化和公募 REITs 面临类似的问题；PPP 资产证券化推出时也引起了社会热议，但这种热情未能持续很久，后续几年真正完成的项目数不多、规模不大。我们或可吸取 PPP 及其资产证券化的教训，为试点做更多的准备工作。我们也无需过于悲观——新冠疫情对我国一季度宏观经济影响较大，政府工作报告指出“积极的财政政策要更加积极有为”、“扩大有效投资”，“各级政府必须真正过紧日子”。考虑到这一背景，公募 REITs 应运而生，可以缓解地方政府融资平台的财政资金压力。

投资建议

部分国家的 REITs 已有数十年的发展历程，参考重点案例的经验教训，我们认为通过融资扩募增大资本支出、收获资本市场正面反馈的市值管理政策是 REITs 做强做大的核心举措。由于中外市场经济和法律制度区别众多，外国 REITs 的发展经验不能完全照搬我国，我们认为国内 IDC、仓储物流行业的发展前景可能好于高速公路等传统基础设施。

我国公募 REITs 试点的路上存在诸多亟待澄清和解决的问题，其中处于核心地位的是税收优惠和基础资产经营权转移问题。鉴于学术界和业界对税收优惠的呼声比较大，我们认为税收问题可能会较早解决；基础资产经营权转移困难则是老问题，PPP 资产证券化进展缓慢、现有类 REITs 基础资产难出表就是例证，由于这里涉及国有资产的产权问题，可能需要政府高层的深入研究论证，我们预期这一问题将较晚得到解决。

在上述问题解决之前，我们认为试点期间仍然有资质较好的一些资产可以做，建议投资者瞄准私营资本较多、与新基建关系密切的产品进行投资。待政策澄清、解决各类问题后，传统基建 REITs 可能会有更为快速增长。

风险提示：税收优惠政策推进不及预期；基础设施经营权转移仍然缺乏政策支持；交易结构复杂，中间费用较高；试点硬性要求过于严格，可行项目少；二级市场流动性有限，退出困难。

证券研究报告

2020 年 06 月 04 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

唐笑

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517030004
tangx@tfzq.com

岳恒宇

分析师

SAC 执业证书编号：S1110517040005
yuehengyu@tfzq.com

肖文劲

分析师

SAC 执业证书编号：S1110519040001
xiaowenjin@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《建筑装饰-行业专题研究:从美日澳基建 REITs 发展看我国 REITs 未来发展方向》 2020-05-06



内容目录

1. 展望海外：何种基建 REITs 能行稳致远？	5
1.1. 国外基建 REITs 的经验教训：扩募购买资产与股价市盈率的良性循环	5
1.1.1. 成功典范：美国电塔、易昆尼克斯、安博、Takara Leben	5
1.1.2. 增速放缓的美国自助仓储与日本物流业上市公司	9
1.2. 高速公路 REITs 的估值源泉：里程、客流量、持股比例	12
1.2.1. 正面案例 1：澳大利亚 Atlas Arteria	12
1.2.2. 正面案例 2：澳大利亚 Transurban Group	13
1.2.3. 反面案例：印度 IRB Infrastructure Developers	15
1.3. 国外案例对我国基建 REITs 的启示	16
2. “公募基金+ABS” 结构带来的诸多问题需要政策解决	18
2.1. 税收优惠政策缺位	18
2.2. 基础设施经营权难以“出表”	20
2.3. 交易结构复杂、参与主体众多	22
3. PPP 及其资产证券化的经验教训	23
3.1. 地方政府与市场主体的积极性可能不及预期	24
3.2. “高举轻放” 的 PPP 资产证券化带来的启示	26
4. 投资建议	28
5. 风险提示	29

图表目录

图 1：2015-2019 年美国电塔公司拥有电塔数（单位：个）	5
图 2：1998-2020 年美国电塔公司股价走势及债务融资情况	5
图 3：美国电塔公司资产负债率随资产总额稳步上升	6
图 4：近 5 年美国电塔公司 PE 较为稳定	6
图 5：易昆尼克斯转型后总资产增长迅速，负债率相对平稳	6
图 6：易昆尼克斯 15 年变更为 REITs 后 PE 波动较大，现逐步企稳	6
图 7：2011 年安博公司合并设立，此后资产规模震荡上行	7
图 8：安博 PE 波动幅度更大，但通常落在 17-37 倍区间内	7
图 9：TIF 的交易结构	7
图 10：TIF 上市以来融资扩募较为积极，股价震荡上行	8
图 11：美国自助仓储每月投资水平（单位：百万美元）	9
图 12：美国自助仓储完工面积	9
图 13：Public Storage 仓储设施个数与面积	9
图 14：Extra Space Storage 仓储设施个数与面积	9
图 15：Cubesmart 仓储设施个数	10
图 16：PSA 股价不断突破市盈率下轨，投资者情绪逐步冷淡	10
图 17：安博日本地产增速先下降，再企稳并低位波动	11

图 18: GLP 同样地产增速下降, 但未见企稳	11
图 19: 安博日本与 GLP 股票复权指数 (以 2013 年 2 月 1 日为 100): 平台期内获利机会较少	11
图 20: REITs 市值的可持续管理方法	12
图 21: Atlas Arteria 各公路持股比例与营业收入关系	13
图 22: 2010 年以来 Atlas Arteria 股价走势及权益融资扩募情况	13
图 23: 澳大利亚政府道路投资额 (单位: 十亿澳元)	14
图 24: 澳大利亚乘用车、公交车每公里通行量 (单位: 十亿)	14
图 25: 澳大利亚道路建设和维护成本指数 (RCMPI) 总体上升	14
图 26: 2009 年以来 TCL 股价走势与重大融资情况	15
图 27: 印度高速公路里程数及增速 (按财政年度)	16
图 28: IRB 股价走势 (单位: 卢比)	16
图 29: 我国高速公路里程数及增速	17
图 30: 我国公路客运量及增速 (2013 年统计口径变更)	17
图 31: 2014-2022 年我国 IDC 市场规模	17
图 32: 2017-2022 年全球托管 (多租户) 数据中心市场规模	17
图 33: 仓储业收费价格指数和业务量指数	18
图 34: 物流业务价格指数与总量指数	18
图 35: 我国公募基建 REITs 主要涉税环节	19
图 36: 基础设施 ABS 发行情况	20
图 37: 基础设施 ABS 增信与出表情况	20
图 38: 上海广朔案例项目公司控制权示意 (简化)	21
图 39: 隆纳高速案例项目公司控制权示意 (简化)	21
图 40: 我国基建 REITs 交易结构及多重管理/服务费示意	22
图 41: 日本 J-REITs 交易结构	23
图 42: 新加坡 S-REITs 交易结构	23
图 43: 截至 2019 年底财政部 PPP 项目地区分布情况	25
图 44: 2019 年末 PPP 管理库累计项目数、投资金额按回报机制占比	25
图 45: 2020 年公共财政收入预算增速首次为负	26
图 46: 2020 年公共财政支出预算稳步增长, 增大政府融资压力	26
图 47: PPP 资产证券化产品发行情况	26
图 48: PPP 资产证券化产品增信与出表情况	26
表 1: 2015 年后易昆尼克斯股权融资情况	6
表 2: 安博公司转型后业绩明显改善	7
表 3: 2016 年以来 TIF 主要经营数据	8
表 4: Atlas Arteria 高速公路资产状况	12
表 5: 2010-2019 年 Atlas Arteria 主要财务指标	13
表 6: TCL 目前收费公路情况	13
表 7: TCL 公司财务和分红情况	14
表 8: IRB 所持收费公路一览	15

表 9: 2008-2019 年 IRB 主要财务数据	16
表 10: 美国、日本、新加坡、中国香港地区的部分重点 REITs 税收政策	18
表 11: 各环节增值税（营业税）、企业所得税税收政策一览.....	20
表 12: 2016 年 12 月 26 日起对 PPP 进行规范化要求的重要文件汇总.....	24
表 13: 18 个 PPP 资产证券化产品简要信息汇总	27

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》(简称“《通知》”)。同时，证监会发布《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)(征求意见稿》(简称“《指引》”)，这两份文件拉开了我国公募基金基建 REITs 试点的序幕。我们于5月6日发布了一篇《从美日澳基建 REITs 发展看我国 REITs 未来发展方向》，总结了美国、日本、澳大利亚三个国家基建 REITs 的发展情况，并对我国基建 REITs 试点提出了初步的发展建议。本次我们将先行总结海外基建 REITs 的经验教训，再回顾《通知》和《指引》的具体要求，深入剖析试点中可能遇到的难点和问题，希望对监管部门和业界同仁在规章制度、市场实践方面有所启发。

1. 海外经验：何种基建 REITs 能行稳致远？

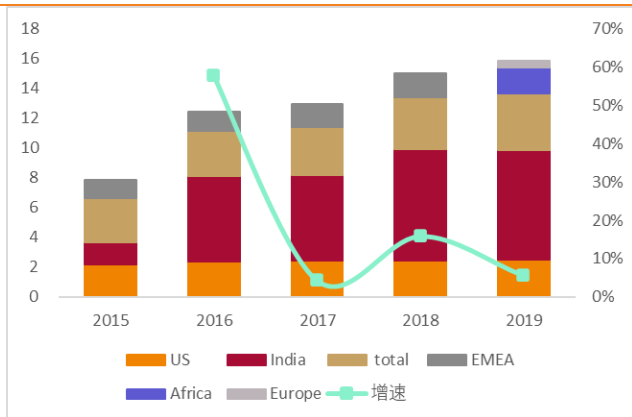
1.1. 国外基建 REITs 的经验教训：扩募购买资产与股价市盈率的良性循环

REITs 这一投资安排在全球已有大约 60 年的发展历程，目前在美国最为繁荣，总市值接近万亿美元，其中包括工业仓储物流、自助仓储、医疗保健、数据中心等“泛基建”在内的基础设施 REITs 市值占比总共超过 50%，发展前景非常广阔。除美国外，日本、澳大利亚、中国香港地区、新加坡等多国均已推出 REITs 相关政策，诞生了一批经营稳健的 REITs 上市公司。在这些基建 REITs 中，我们将对**通信电塔、数据中心 (IDC)、工业物流、太阳能电站的龙头公司**成功经验进行分析，再对**自助仓储、工业物流**近年来表现一般的泛基建 REITs 稍作解读。

1.1.1. 成功典范：美国电塔、易昆尼克斯、安博、Takara Leben

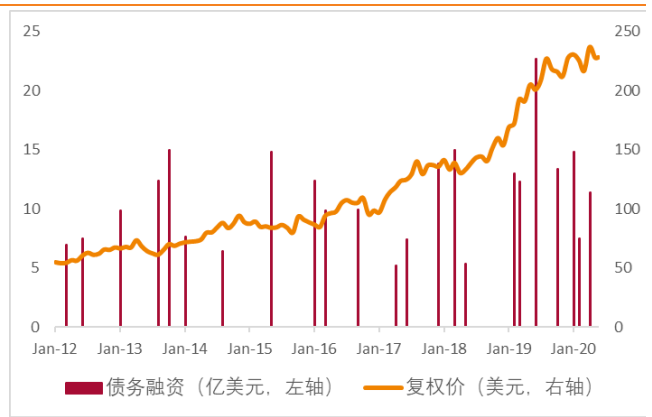
首先看电塔行业龙头美国电塔公司 (American Tower Corporation)，其主要业务是持有或长期租赁无线通信铁塔、出租无缝连接的分布式天线系统网络、提供无线通讯覆盖解决方案。美国电塔在 2011 年末转型为 REITs 前股价是长期波动的，转型后股价从 2011 年的 40 美元上涨至 2019 年的 230 美元，走势稳健，说明这一 REITs 转型得到了资本市场的认可。近年来公司 5G 业务加速布局，从 2018 年起积极宣传 5G 投入，并通过**新建或并购方式**每年增加近万台铁塔，扩张速度稳定，保持优质资产的不断注入。

图 1：2015-2019 年美国电塔公司拥有电塔数（单位：万台）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

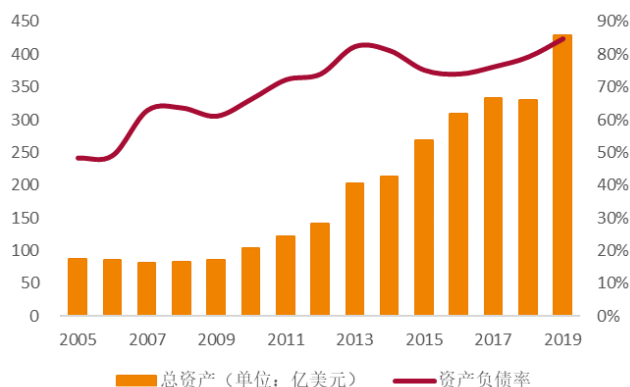
图 2：1998-2020 年美国电塔公司股价走势及债务融资情况



资料来源：公司公告、yahoo finance、天风证券研究所

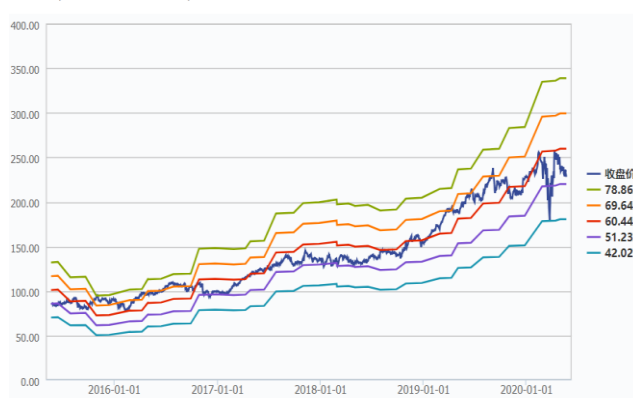
美国电塔公司规模扩张伴随着资产负债率的稳步提升，原因是公司为**加大资本开支，主要依靠债务融资**（票据或银行借款）：2019 年总负债 362.15 亿美元，接近 2011 年末 88.22 亿美元的 4 倍；部分依靠股权融资，股东权益仅增至不足 2011 年末 2 倍的水平。公司股权融资次数不多，转型后在 2014 年发行 6 亿美元强制转换优先股；2015 年增发 22.80 亿美元普通股和 12.75 亿元优先股存托凭证，当年资产负债率下降近 6 个百分点。从市值管理的角度看，公司 PE 常年维持在 50-70 倍之间，非常稳定。

图 3：美国电塔公司资产负债率随资产总额稳步上升



资料来源：wind、天风证券研究所

图 4：近 5 年美国电塔公司 PE 较为稳定



资料来源：wind、天风证券研究所

对于数据中心（IDC）行业，易昆尼克斯（Equinix, Inc.）市值最大、收入占有率最高，是全球数据中心提供商，提供数据中心主机托管、互联与连接性服务以及各类解决方案。2012 年公司宣布计划变更为 REIT，耗时两年后终于在 2014 年完成全部流程，2015 年 1 月 1 日起正式成为 REIT。

易昆尼克斯采用重资产模式，战略布局是建设或收购覆盖全球范围的数据中心，这一方面有助于提高客户粘度、帮助用户实现区域扩张，但另一方面也使易昆尼克斯面临资产流动性低、周转率差等状况，同时由于需要筹集大量资金自建或收购数据中心，财务成本较高。虽然公司每年总资产增速较快，但由于公司从 15 年起通过股票市场扩募，资产负债率维持 60% 左右。

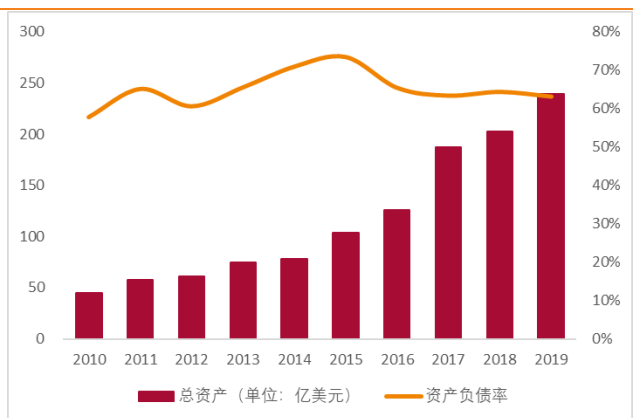
表 1：2015 年后易昆尼克斯股权融资情况

公告日	规模（亿美元）
2020 年 5 月 14 日	16.84
2019 年 3 月 4 日	12.14
2018 年 12 月 19 日	7.5
2017 年 8 月 4 日	7.5
2017 年 3 月 14 日	21.22
2015 年 11 月 24 日	8.3

资料来源：公司公告、天风证券研究所

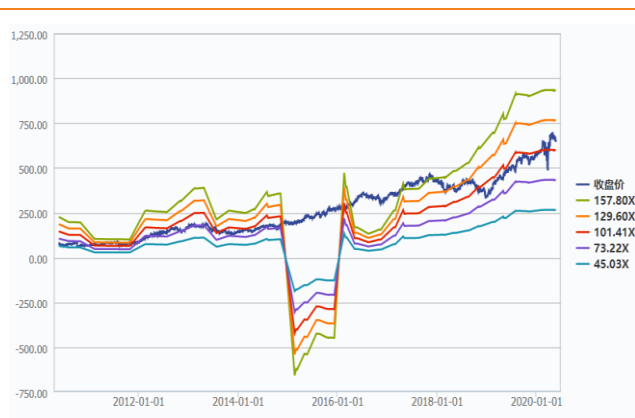
从市盈率通道看，公司在转为 REITs 后 PE 有些波动，但后续市值管理策略逐步起效，目前 PE 稳定在 100 倍上下，恢复至 REITs 转型前的水平。

图 5：易昆尼克斯转型后总资产增长迅速，负债率相对平稳



资料来源：wind、天风证券研究所

图 6：易昆尼克斯 15 年变更为 REITs 后 PE 波动较大，现逐步企稳



资料来源：wind、天风证券研究所

在工业物流领域，股票市值最大的安博公司（Prologis）由 AMB 地产公司与 ProLogis 于 2011 年合并设立，当时公司管理资产额达 400 多亿美元（含表外），具备一个物流平台和

遍及四个大洲的派发分部。公司转型为 REITs 后随即开展多次收购交易，**并购不动产设施**的步伐在逐步加快，经营业绩从原来的时有亏损变为**稳定盈利**。2013-2019 年，公司净利润从 3.43 亿美元增至 15.73 亿美元，年均复合增长率 28.90%。

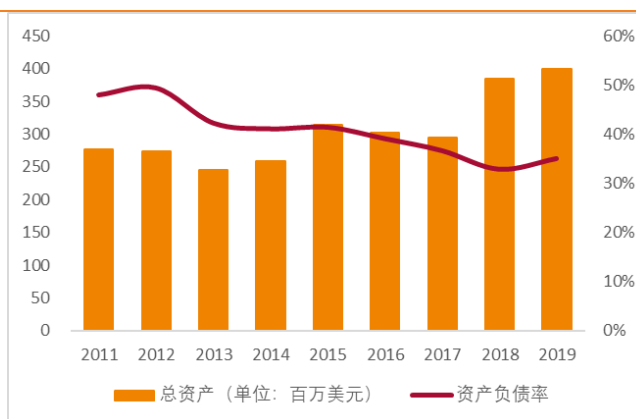
表 2：安博公司转型后业绩明显改善

年份	营业收入 (亿美元)	净利率	资本支出 (亿美元)	ROE	P/E(TTM)
2019	33.31	47.22%	31.23	7.00%	31.67
2018	28.04	58.81%	31.80	8.70%	27.54
2017	26.18	63.10%	23.13	10.79%	19.21
2016	25.33	47.77%	23.68	8.16%	31.67
2015	21.97	39.55%	24.68	6.07%	19.52
2014	17.61	36.12%	18.76	4.60%	78.90
2013	17.50	19.60%	15.88	2.56%	666.42
2012	20.06	-1.99%	12.62	-0.30%	164.39
2011	15.33	-9.98%	11.70	-1.81%	-3,907.38
2010	6.33	4.27%	2.73	0.87%	-2,158.25

资料来源：wind、天风证券研究所

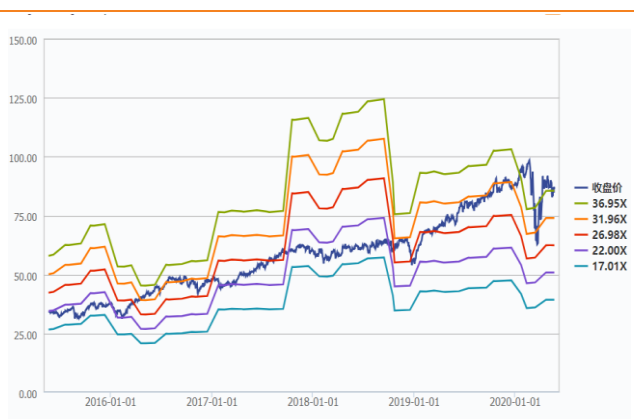
公司在 2007、2009、2010、2011、2013 五年公开发行股票扩募（前三次在 5 亿美元上下，后两次高于 10 亿美元），之后主要靠**并购扩大规模**（收购目标包括 DCT 工业信托、自由财产信托），总资产也水涨船高，资产负债率一路下降。近年来 PE 在 17-37 倍之间宽幅震荡，公司股价总体来看稳定上涨，**扩张型战略表现较为成功**。

图 7：2011 年安博公司合并设立，此后资产规模震荡上行



资料来源：wind、天风证券研究所

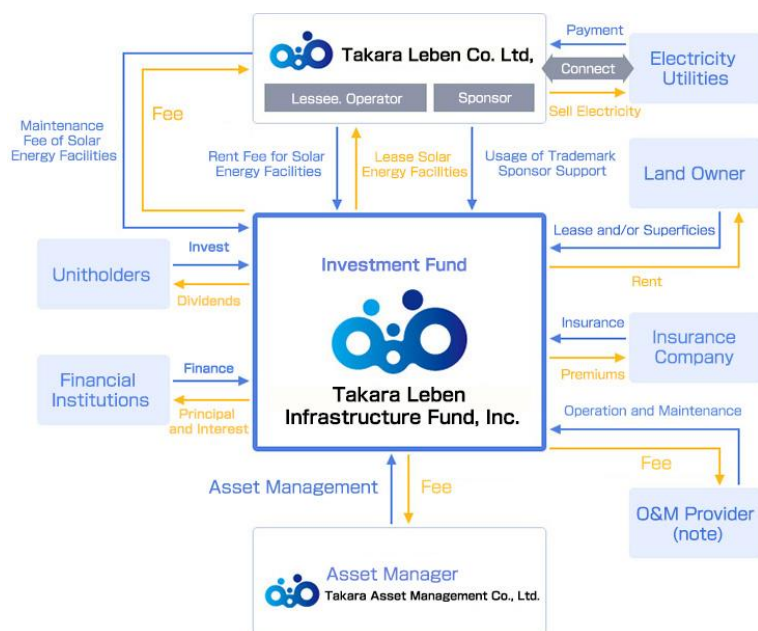
图 8：安博 PE 波动幅度更大，但通常落在 17-37 倍区间内



资料来源：wind、天风证券研究所

日本第一只基础设施 REIT 在 2016 年 6 月上市，主要的资产为太阳能发电站，而后上市的基础设施 REITs 也都是以**太阳能电站运营**为主。我们认为上市最早、总资产 453.2 亿日元的 Takara Leben Infrastructure Fund（简称“TIF”）是值得探讨的成功典范。TIF 是集团母公司 Takara Leben Co. Ltd. 控制下的投资机构，与集团管理机构合作经营基础设施资产，目前公司持有日本 32 家发电站。

图 9：TIF 的交易结构



资料来源：公司官网、天风证券研究所

公司业绩增长比较迅速，从第二财年营收 3.82 亿日元到最近一个财年营收已达 14.76 亿日元，总资产更是从设立之初的 2 亿多日元增长到 289 亿日元，各年的每股股利维持在 3000 日元以上；净利率虽然随规模扩大而有所下滑，但仍然有 28.79% 之高。

表 3：2016 年以来 TIF 主要经营数据

财政年度	营业收入 (百万日元)	净利率	每股股利 (日元)	总资产 (百万日元)	负债率
8th FP	1,476	28.79%	3,397	28,903	53.6%
7th FP	1,517	31.84%	3,826	28,849	53.1%
6th FP	1,493	32.62%	3,871	29,334	53.7%
5th FP	1,205	34.36%	3,976	24,538	53.9%
4th FP	1,062	34.65%	3,586	23,071	50.9%
3rd FP	409	36.43%	3,021	8,915	45.5%
2nd FP	382	41.36%	3,121	9,041	46.3%
1st FP	-	-	0	222	12%

资料来源：公司官网、天风证券研究所

近年来，公司结合运用股权、债务融资，投资新的电站。债务方面，公司在 2017 年 11 月、2018 年 5 月、2019 年 6 月和 11 月举借定期贷款；股权方面，则主要是 2016、2017、2018 年 6 月和 2019 年 12 月公开募集的规模较大。公司似乎确定了目标杠杆率，自第五财政年度以来，负债率长期维持在 53%-54%（18、19 年也是股权融资紧随债务融资）。公司规模扩张战略取得了较好的成效，2017 年业绩企稳后，股价波动上涨。

图 10：TIF 上市以来融资扩募较为积极，股价震荡上行

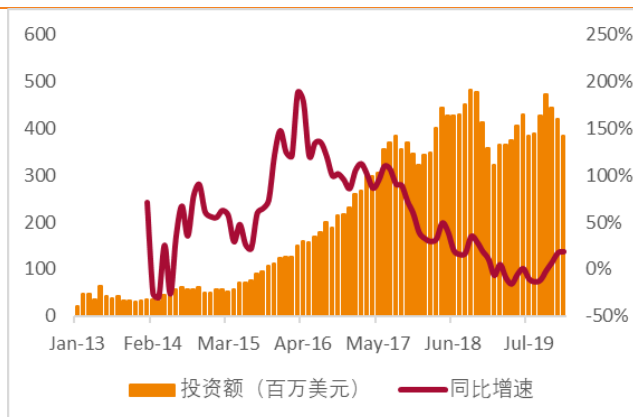


资料来源：公司官网、yahoo finance、天风证券研究所

1.1.2. 增速放缓的美国自助仓储与日本物流业上市公司

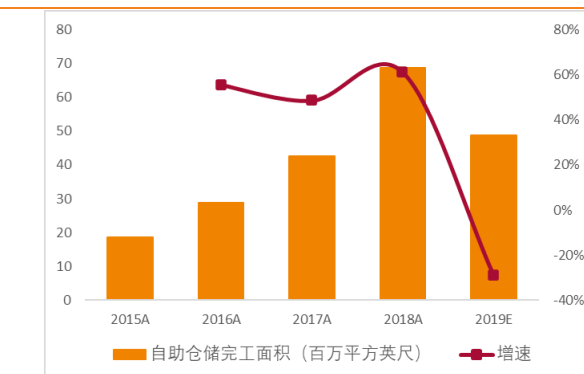
美国自助仓储行业的发展历史不长，近五年投资增速明显放缓，完工面积增速相对稳定，但据 Statista 上预测显示 2019 年将大幅下降。该行业本质上是出租物理空间，更新换代需求不高；同时建设较快、门槛较低，一旦萌生市场需求，竞争者进入速度会很快；此外，自助仓储与工业物流类似，前者消费弹性更大。

图 11: 美国自助仓储每月投资水平



资料来源：Sparefoot、天风证券研究所

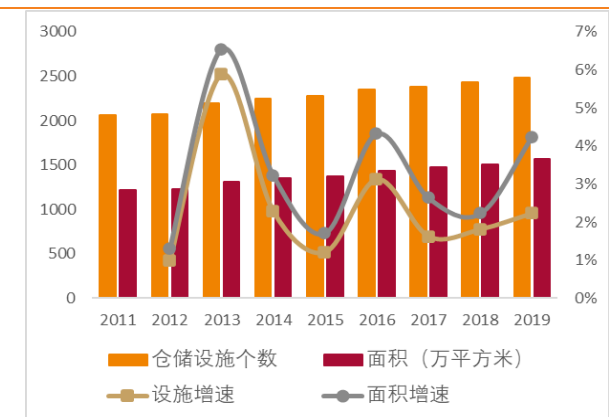
图 12: 美国自助仓储完工面积



资料来源：Statista、天风证券研究所

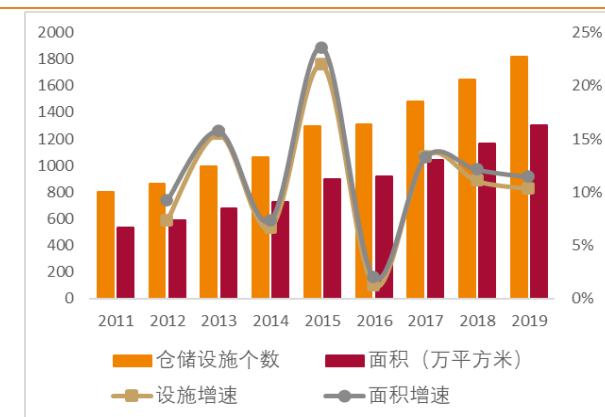
上市公司近年来的建设和并购速度则显著落后于全美平均水平。我们选取 Public Storage (PSA)、Extra Space Storage (EXR) 和 Cubesmart (CUBE) 三家公司为例，其中 EXR 增速相对较快，2012 年以来仓储设施个数与面积的年增速在 10% 左右，但还是远不及 2016-2018 年全美仓库完工面积增速（50% 左右），说明小型竞争者在布局方面可能更加灵活迅速，该行业难以形成强有力的寡头联盟。

图 13: Public Storage 仓储设施个数与面积



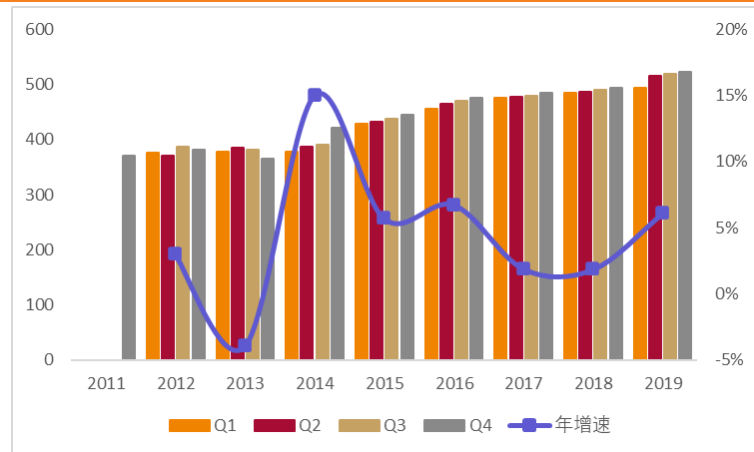
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 14: Extra Space Storage 仓储设施个数与面积



资料来源：公司公告、天风证券研究所

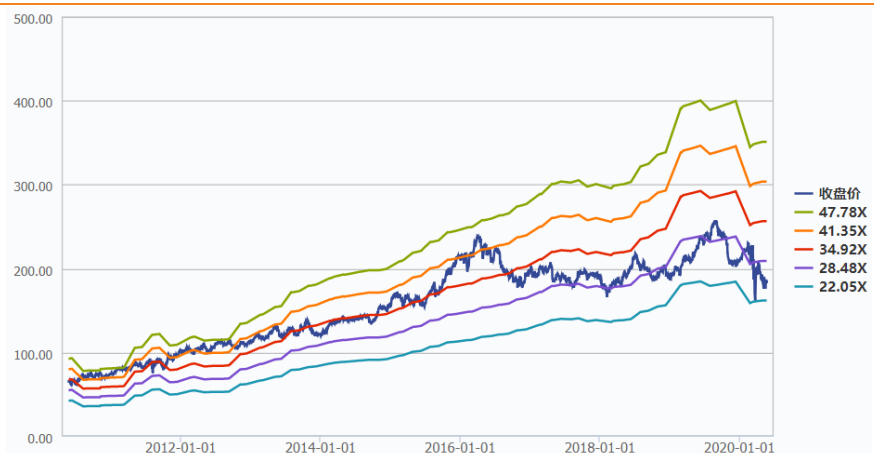
图 15: Cubesmart 仓储设施个数



资料来源：公司公告、天风证券研究所

我们同时发现，这种缓慢的布局速度也导致上市公司股价增速放缓。PSA 等仓储公司近年来并没有放慢融资步伐，2016、2017、2019 年多次发行优先股存托凭证；2019、2020 年各发行了 5 亿美元和欧元票据，但仍不能阻止其 PE 下滑——投资者并不看好行业的发展前景。

图 16: PSA 股价不断突破市盈率下轨，投资者情绪逐步冷淡

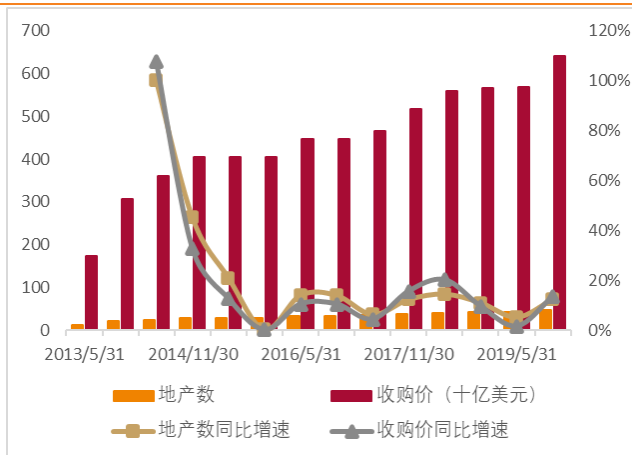


资料来源：wind、天风证券研究所

物流业与仓储业比较类似，如果不能扩大地理经营范围、打入新市场，就会陷入僵局、被投资者放弃。2020 年 5 月 26 日 JAPAN-REIT 统计的全 J-REIT 股利收益率为 4.46%，高于物流业的 3.66%，且物流业在各类 REITs 当中股利收益率最低。股票吸引力下降和股价的萎靡不振会影响公司融资扩募的能力，可能会陷入扩张困难的恶性循环。

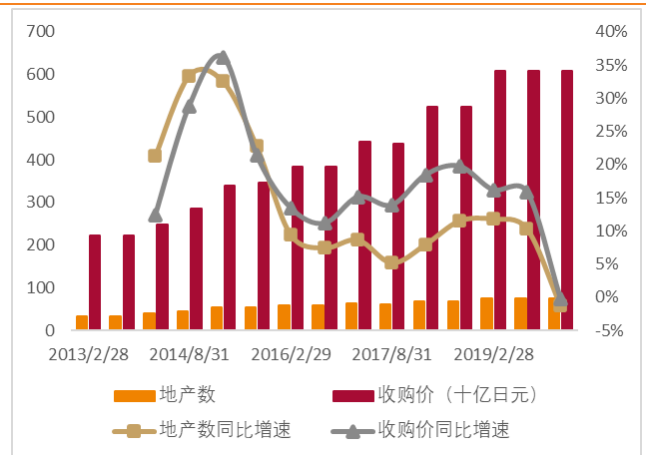
我们再来看日本物流业两家 REITs——Nippon Prologis（安博日本）、GLP J-REIT（GLP），两家市值占据 9 家日本物流业 REITs 的前二位，分别达 7570.16 亿日元和 5485.62 亿日元，总占比 57.05%。两公司共同点为立足国内收购地产、上市前几年收购速度较快（无论看地产数还是收购总价）。对安博日本来讲，其地产增速从上市不久就开始下降，2015 年左右增速开始上下波动；而 GLP 从 2015 年上旬起地产增速下滑，且趋势一直在延续。

图 17：安博日本地产增速先下降，再企稳并低位波动



资料来源：wind、天风证券研究所

图 18：GLP 同样地产增速下降，但未见企稳

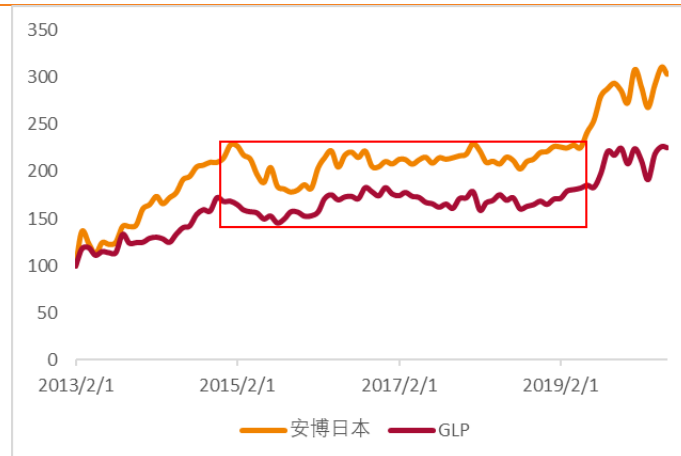


资料来源：wind、天风证券研究所

两家公司的股价在 2015-2018 年也处于一个平台期，基本没有大的变动，2019 年稍有起色，突破了平台上沿；2020 年 6 月 3 日，安博日本和 GLP 的 PE 分别为 37.10 和 29.88，我们 5 月 6 日发布的深度报告中显示，其他日本基建 REITs 的 PE 通常在 20 倍上下，这说明日本物流行业 PE 仍然较高，或许与美国仓储业局面不同——**投资者对行业的未来回报还有一定的期望。**

我们认为物流行业的技术含量明显高于仓储业，信息化背景下物流业可以通过**电子化管理技术不断革新、优化企业供应链的货运能力**，因此虽然地理空间上发展有限，但仍存在经济增长点，可以支撑估值。不过目前来看行业发展不及预期的可能性仍然较大。

图 19：安博日本与 GLP 股票复权指数（以 2013 年 2 月 1 日为 100）：平台期内获利机会较少



资料来源：wind、天风证券研究所

以上外国基建 REITs 案例带来的启示可总结为如下几点：

(1) REITs 应保持一定的扩张速度，资产数量与规模是发展的硬道理。在行业景气、企业布局速度较快的情况下，投资者看好公司发展前景，公司可以较高的 PE 做权益融资，负债率未必会随资产总额增长而上升。目前，我国传统基础设施建设行业投资水平有限，景气度不足，而 IDC、仓储物流等民间资本介入较多的行业可能更适合持续融资扩募的战略。

(2) 我们不应指望 REITs 仅靠存量资产运营来支撑业绩和股价，随时间的推移，资产的贬值和变卖是难以避免的，即使提供优质运营服务也不能使老旧项目“起死回生”，没有新项目的购入，折旧会使公司价值不断下降。我国公募 REITs 试点若要取得较大成果，必须采取更为积极进取的态度，**以项目增速而非存量为业绩的考核标准。**

(3) 以顺畅的市值管理为持续运营的生命线。纵观成功的 REITs 案例，其市值都在一次次

的融资扩募中波浪式上涨，良好的市值管理战略主要包括四个环节：①转换为 REITs；②利润表变好、公司重资产投入形象确立；③资本市场正面反馈，股价上升；④股权融资，加大资本支出。随后资本市场继续正面反馈，股价上升，如此循环。

具体来讲，由于政府通常要求 REITs 持有较高比例的资产股权，并将租金收入较大比例作为分红支付，公司在转型为 REITs 后**重资产的特征明显**；在满足分红比例等要求后，通常还能享有**专门的免税或低税待遇**。通过以上转型使公司的**净利润和经营活动现金流得到显著改善**。股东利益增加，**股价随之上涨**。公司在股价表现较好时**增资扩募**，一方面降低杠杆率，一方面继续走重资产道路，利用税收优惠政策继续稳定估值。

图 20：REITs 市值的可持续管理方法



资料来源：天风证券研究所

1.2. 高速公路 REITs 的估值源泉：里程、客流量、持股比例

在考察美国各类基建和泛基建行业后，我们将具体研究更为传统的高速公路经营业。高速公路 REITs 的估值提升主要靠**通行费收入能力**，这是投资者分红的主要来源。若道路沿线经济形势好、通行量增加、单位通行费上涨，估值自然会推动股价；对相关 REITs 管理人来讲，增加业绩的主要途径包括对高速路增资控股、延长高速路里程、改善通车条件和沿途相关服务等。美日由于过了高速公路快速发展期，没有高速公路 REITs，我们选取**澳大利亚 Atlas Arteria**、**Transurban Group** 和**印度 IRB Infrastructure Developers** 三个案例以阐明上述论点。

1.2.1. 正面案例 1：澳大利亚 Atlas Arteria

Atlas Arteria 是澳大利亚一家全球收费公路的投资者、运营商和开发商，主要收入来源是法国 APRR 项目，2019 年收入占公司总收入近 86%，主因**法国家庭收入上涨、制造业表现良好**，该公路正在不断扩建。公司目前共有 4 条运营公路。

表 4：Atlas Arteria 高速公路资产状况

公路名称	地理位置	长度	持股比例	终止时间	起始时间
APRR	法国东部	2318km (4km 在建)	31.14%	2060.12.31	2006
ADELAC	法国东部阿讷西-瑞士日内瓦	20km	31.17%	2060.12.31	2008
Dulles Greenway	美国大华盛顿地区	22km	100%	2056.2.15	1995.9
Warnow Tunnel	德国东北部罗斯托克市	2.1km	100%	2053.9.12	2003.9

资料来源：公司官网、天风证券研究所

回顾公司发展历程，可以发现**优良的业绩来自于不断扩募、增加所持高速公路资产的总里程和控股比例**。2013 年之前公司只有一条 M6 公路有收费收入，其他公路只有投资分配所得。2013 年对 M6 控股公司进行债务重组后公司负债率大幅好转，但由于公司不再取得该项目收费收入，所以收入大幅下滑。2013 年净利润上升的原因则是法国和美国公路项目均取得较大的投资收益。

随后几年，公司的**股权收购行为非常活跃**。2014 年公司募集 6000 万澳元收购 APRR 的 0.7%

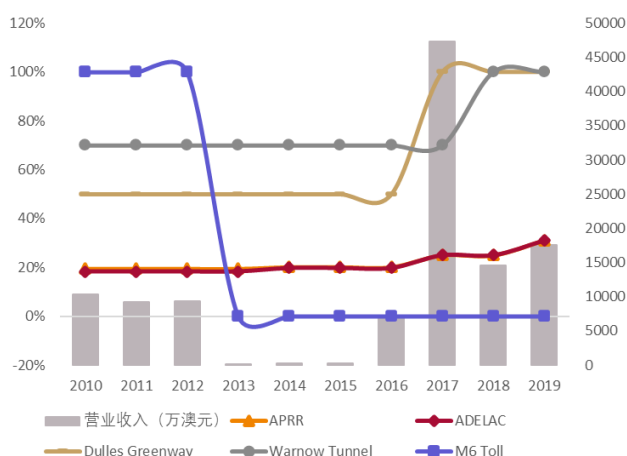
股权；2017 年增发股票募集 6.5 亿澳元对 Dulles Greenway 进行 100%控股并收购 APRR 的 4.86%股权，资产负债率由于同时进行债务融资而回升，同时 Dulles Greenway 的重新评估确认了 3.76 亿澳元收益；2018 年，公司又以 370 万欧元对 Warnow Tunnel 进行 100%控股；2019 年，公司再度募集 13.5 亿澳元并收购欧洲 APRR 和 ADELAC 的 6.14%股权。公司 EBITDA 稳步上升，市场股价也持续上涨。

表 5：2010-2019 年 Atlas Arteria 主要财务指标

年份	每股分红	营业收入 (万澳元)	净利润 (万澳元)	EBITDA (百万澳元)	负债率
2019	0.3	17519	-982	922.9	40.66%
2018	0.24	13238	5985	869.4	49.69%
2017	0.20	47300	51958	652.8	46.08%
2016	0.18	7065	22511	562.4	8.83%
2015	0.16	260	8508	523.7	3.18%
2014	0.132	214	-5056	500	5.22%
2013	0.057	89 (口径变更)	142347	484	0.77%
2012	0	9348	-124435	467	161.96%
2011	0	9189	-28949	454	150.39%
2010	0	10311	-22690	423	112.17%

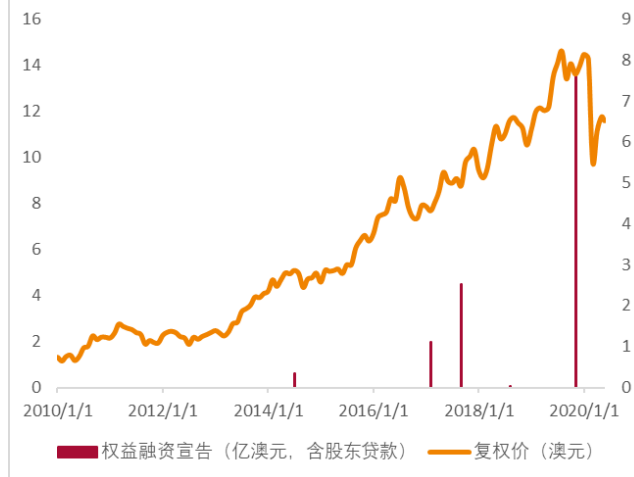
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 21：Atlas Arteria 各公路持股比例与营业收入关系



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 22：2010 年以来 Atlas Arteria 股价走势及融资扩募情况



资料来源：公司公告、yahoo finance、天风证券研究所

1.2.2. 正面案例 2：澳大利亚 Transurban Group

Transurban Group (TCL) 是澳大利亚著名收费公路融资、建设、运营和维护商。公司于 1999 年底在澳洲证券交易所作为基础设施基金上市，目前在澳大利亚的维多利亚州、昆士兰州、新南威尔士州和北美华盛顿地区共运营 18 条收费高速公路。

表 6：TCL 目前收费公路情况

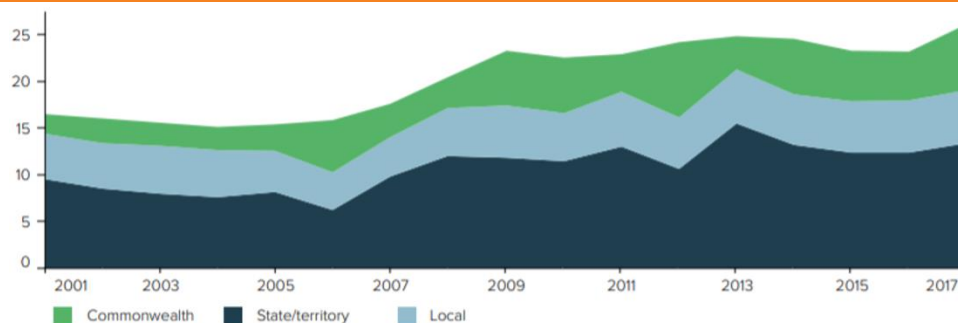
公路	地理位置	股权比例	剩余年限
Cross City Tunnel	新南威尔士州悉尼	100%	30
A25	加拿大蒙特利尔	100%	31
M5	新南威尔士州悉尼	100%	34
CityLink	维多利亚州墨尔本	100%	35
M4-m5 Link	新南威尔士州悉尼	25.50%	37
Lane Cove Tunnel	新南威尔士州悉尼	100%	41
Clem7	昆士兰州布里斯班	62.50%	41
Airportlink M7	昆士兰州布里斯班	62.50%	41
Westlink M7	新南威尔士州悉尼	50%	43
M1 Eastern Distributor	新南威尔士州悉尼	75.10%	49
Legacy Way	昆士兰州布里斯班	62.50%	50
Hills M2	新南威尔士州悉尼	100%	51

Go Between Bridge	昆士兰州布里斯班	62.50%	53
Logan	昆士兰州布里斯班	62.50%	63
Gateway	昆士兰州布里斯班	62.50%	65
395 Express Lane	美国华盛顿区	100%	68
95 Express Lane	美国华盛顿区	100%	73
495 Express Lane	美国华盛顿区	100%	75

资料来源：公司公告、天风证券研究所

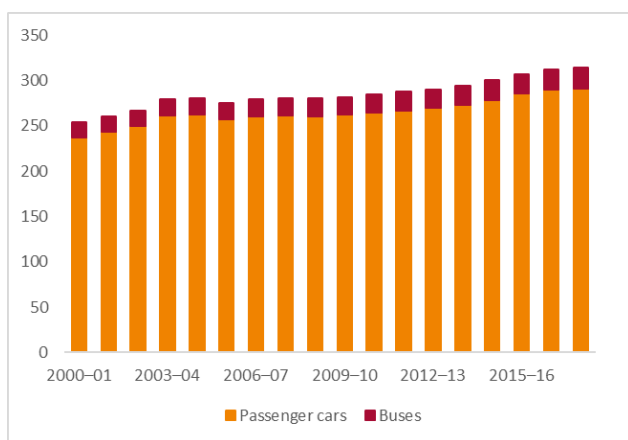
澳大利亚对道路桥梁等基础设施建设较为重视，政府道路投资额从 2001 年约 170 亿澳元增长至 2017 年约 250 亿澳元，年均增速约 2.44%；2013-2018 年高速公路总里程年均增长率则为 0.19%；从公路客运量看，每公里乘用车、公交车行车数量基本呈稳步上行态势，支撑了国内基础设施需求量，这反映在不断增长的道路建设和维护成本指数（RCMPI）上。道路投资增加、交通需求量上升，为主要立足本土 TCL 公司提供有力的估值支撑。

图 23：澳大利亚政府道路投资额（单位：十亿澳元）



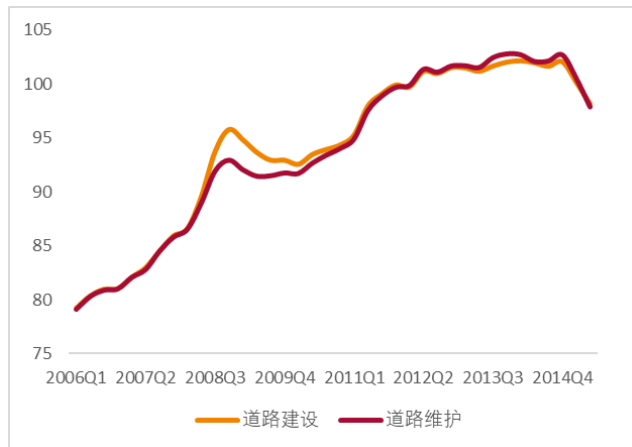
资料来源：Infrastructure Australia、天风证券研究所

图 24：澳大利亚乘用车、公交车每公里通行量（单位：十亿）



资料来源：BITRE、天风证券研究所

图 25：澳大利亚道路建设和维护成本指数（RCMPI）总体上升



资料来源：BITRE、天风证券研究所

TCL 公司每年都会在高速公路的建设上有大笔的资本支出。近年由于新修建的高速公路陆续投入运营和原有高速公路车流量加大，公司收入从 15 年开始稳步增长，公司资本开支也随之加大，2019 财年的资本支出高达 18.74 亿澳元。目前公司正在建设计划当中的有 7 条收费公路，预计陆续会在 2023 财年通车。

从公司常年股价表现来看，2009 年开始持续上涨，近 5 年的年化回报率接近 17%；公司每年分红随业绩逐步提升，分红率略高于 100%；资产负债率在 75%左右，比较稳定。

表 7：TCL 公司财务和分红情况

年份	每股收益 (澳元)	每股分红 (澳元)	资产负债率	资本开支 (百万澳元)	收入 (百万澳元)
2019	0.59	0.61	72.50%	1874	4166
2018	0.55	0.57	74.40%	1260	3298
2017	0.5	0.545	75.10%	778	2732

2016	0.45	0.48	72%	515	2210
2015	0.39	0.425	71.80%	280	1860

资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 26：2009 年以来 TCL 股价走势与重大融资情况



资料来源：公司公告、yahoo finance、天风证券研究所

1.2.3. 反面案例：印度 IRB Infrastructure Developers

通过研究印度的一家企业，我们发现**基建 REITs 回报率受宏观经济和税收政策的影响也比较大**。印度的 IRB Infrastructure Developers（简称“IRB”）是一家收费公路建设和运营公司，公路资产均在国内，运营收益与当地经济情况密切相关。公司目前未到期的 BOT 项目共 19 个，其中 O&M（运营+维护）模式 7 个、在建 BOT 项目 6 个。**公司官网上仅披露 3 次重大融资活动**：2016 年 6 月、2018 年 2 月为施工工程分别筹集 165 亿和 102 亿卢比；2020 年 5 月 21 日宣布发行 20 亿卢比私募债。

表 8：IRB 未到期 BOT 项目一览

公路	类型	主路长度	开支（亿卢比）	合同起始年份
Hapur-Moradabad	在建	99.867km	未披露	2018
Bharuch-Surat	O&M	47.35km	147	2017
Jaipur-Deoli	O&M	148.77km	173.3	2017
Kishangarh Gulabpura	在建	90km	153	2017
Omaller-Salem-Namakkal	O&M	68.625km	30.7	2017
Pathankot-Amritsar	O&M	102.42km	144.53	2017
Surat-Dahisar	O&M	239km	253.72	2017
Talegaon-Amravati	O&M	66.725km	88.8	2017
Tumkur-Chitradurga	O&M	114.45km	144.2	2017
Gulabpura Chittorgarh	在建	124.87km	210	2016
Udaipur-Rajasthan	在建	113.8km	210	2016
Agra Etawah	在建	124.52km	252.3	2015
Kaithal-Rajasthan Border	运营中	166.26km	229	2014
Solapur Yedeshi	运营中	98.717km	139.2	2014
Yedeshi Aurangabad	运营中	189.09km	337	2014
Goa-Kundapur	在建	189.6km	344.7	2013
Ahmedabad Vadodara	运营中	102.3km	488	2011
Thane-Ghodbunder	运营中	14.9km	24.62	2005
Pune Nashik	运营中	29.81km	7.3	2003

资料来源：公司官网、天风证券研究所

2012 年，由于印度政府的不配合，**公司退出了价值 1400 亿卢比的 Sewri-Nhava Sheva Trans Harbour 项目招标**，此外 IRB 董事长兼总经理 Virendra Dattatray Mhaiskar 陷入谋杀案调查事件，这些负面消息导致公司股价和净利率不断下滑；**莫迪 2014 年上台后，经济增速缓慢回升**，印度开展大规模公路修建计划，促进 BOT 业务发展，在此期间 IRB 的净利润和净利率都有所上升；2016 年底**政府实施去货币化并用简单的商品和服务税替换复杂**

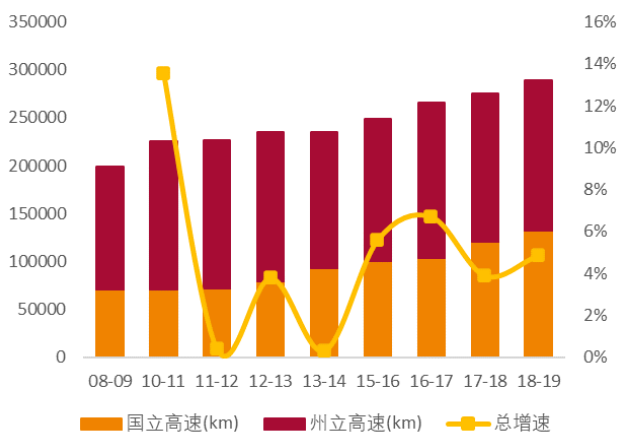
税制，对经济产生了一定负面影响，2017-2019 年 GDP 增速持续下降，不断恶化的经济形势使 IRB 公司的净现金流量也受到影响；而且由于公司不满足 90%以上收入分给投资者这一联邦税收免征条件，实际税率处于较高水平，对净利率的影响较大。

表 9：2008-2019 年 IRB 主要财务数据

年份	股利分配率	营业收入 (千万卢比)	有效税率	净现金流量 (千万卢比)	EBITDA (千万卢比)	净利率 (%)
2019	26.72%	6707	42.31%	66.13	3133	12.67
2018	63.3%	5863	37.18%	-78.98	2848	15.69
2017	34.58%	5969	27.29%	9.47	3172	11.98
2016	43.26%	5254	26.50%	-133.22	2785	12.18
2015	98.87%	3951	20.98%	1.55	2325	13.72
2014	46.12%	3853	28.39%	186.43	1875	11.94
2013	70.96%	3822	21.65%	-53.45	1768	14.5
2012	36.05%	3258	23.83%	195.27	1495	15.2
2011	55.29%	2503	19.41%	37.21	1158	18.54
2010	89.27%	1754	3.19%	24.06	848	22.98
2009	86.92%	1021	10.10%	-14.4	467	17.34
2008	0	784	24%	90.76	464	16.2

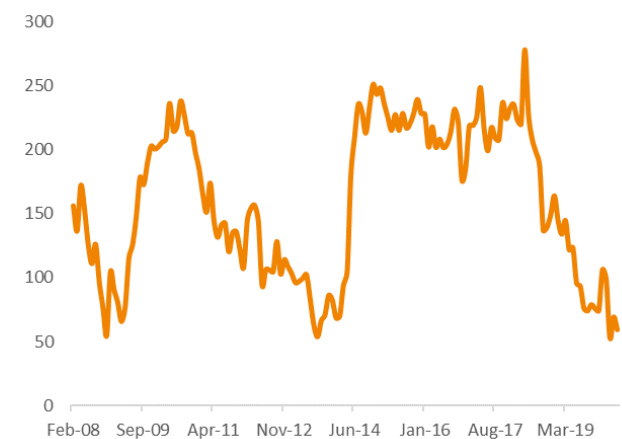
资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 27：印度高速公路里程数及增速（按财政年度）



资料来源：Ministry of Road Transport & Highways、天风证券研究所

图 28：IRB 股价走势（单位：卢比）



资料来源：yahoo finance、天风证券研究所

1.3. 国外案例对我国基建 REITs 的启示

对比美国多家基建 REITs 和澳大利亚、印度的高速公路 REITs，我们得到的启示有以下几点：

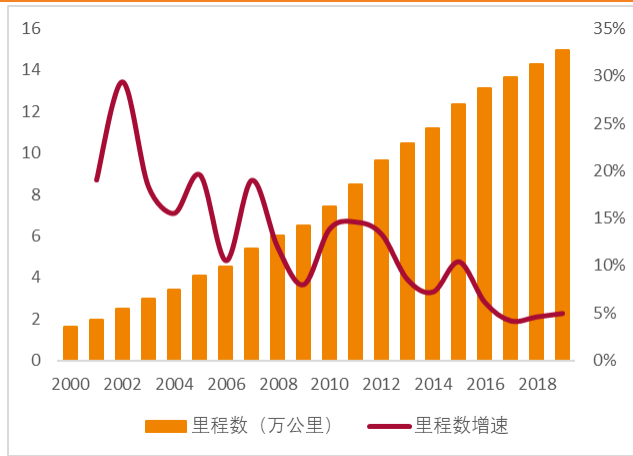
（1）根据我们在 1.1 中的总结，成功的 REITs 权益收购行为活跃，市值管理战略有效。这未必要体现在较高的负债率上，借助税收优势和重资产经营，通过股权融资发挥规模经济，REITs 可以通过净利润的较快增长和现金流的迅速积累，使负债率稳定甚至略有下降，并将公司 PE 保持在合理均衡水平之上；（2）公司有效税率较高会导致业绩难以改善，净利率长期处于低位，市值管理战略失灵；（3）其他国家 REITs 龙头企业无一例外皆为上市公司，股票可在交易所由公众交易，流动性极强，退出方式健全；（4）在经济不景气、政府基建需求不高时，高速公路 REITs 的业绩也会受到很大压力。

参考上述启示，我们可以结合中国实际对高速公路、数据中心（IDC）、仓储物流等行业进行初步分析；对于国外不存在，而《通知》包括在内的市政、污染治理、产业园区等行业，可以做一些类比。

对于高速公路，我们可以更多参考 1.2 的经验教训，关注里程、客流量、持股比例几大因素。我国高速公路里程数增速是稳步降低的，传统基建毕竟受地理条件约束较大，高速公路建设需求逐步得到满足、替代交通方式有所兴起；客运量方面，2013 年统计口径变更前增速时有震荡，但多数年份处于 10% 以下，2013 年后则每年均为负增长，这同样受替代交

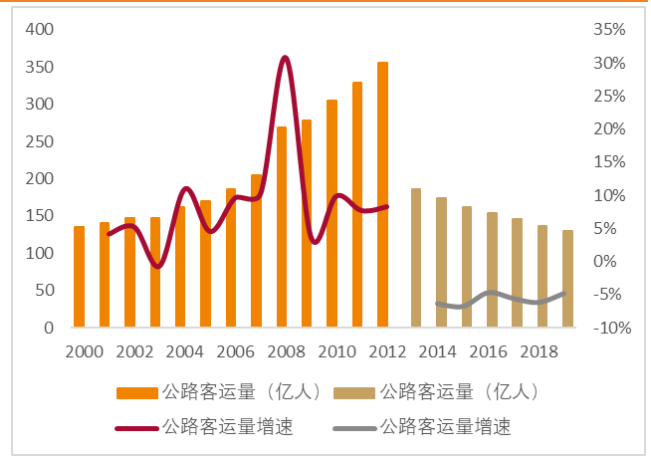
通方式的影响较大；对于未来 REITs 的高速公路持股比例这点，我们在后面 3.1. 将详细论述其难点。综上，我国高速公路 REITs 发展可能面临较大的难处。

图 29：我国高速公路里程数及增速



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

图 30：我国公路客运量及增速（2013 年统计口径变更）

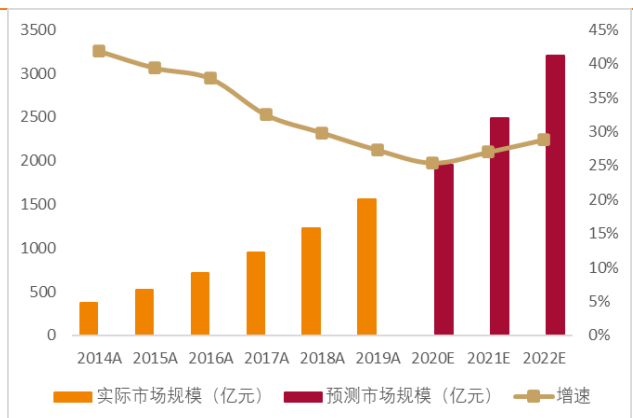


资料来源：国家统计局、天风证券研究所

IDC 方面，据中国 IDC 圈统计，国内市场规模从 2014 年的 372 亿元增至 2019 年 1562.5 亿元，年均增长率 33.23%；近几年增速持续下滑的原因是北京、上海、深圳等地政府出台数据中心能耗指标管控政策、新兴行业客户需求尚未形成规模。但我们对未来 IDC 行业的加速发展抱有信心。2020 年 3 月 4 日政治局常委召开会议，明确强调加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度；由于冠状病毒疫情，政府和企事业单位使用多种科技手段防疫；基于云计算的远程办公、远程教育、电子商务以及各类生活措施也培育了大量需求。中国 IDC 圈预测 2022 年我国 IDC 业务市场规模超过 3200 亿元，同比增长 28.8%。

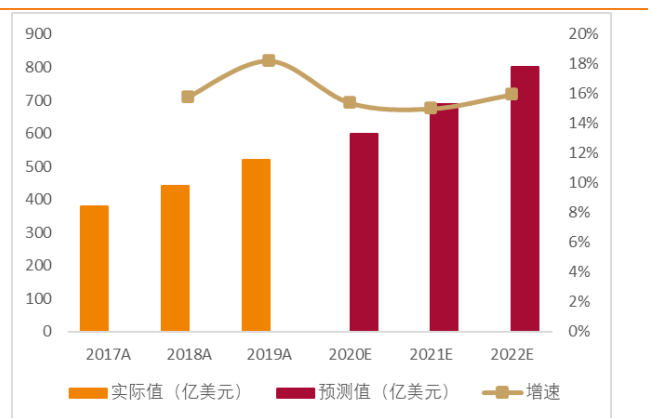
从全球角度看，与 REITs 关系更为密切的托管数据中心未来发展前景也较大。托管数据中心是一种可以向零散公司客户出租设备、空间和带宽的数据中心，是 IDC 最大的一个子市场。由于全球 IT 服务需求增加、运营成本低、灵活性强、节能减排等原因，托管数据中心市场规模有望从 2019 年的 520 亿美元以大约 16% 的速度增长至 2022 年的 800 亿美元。

图 31：2014-2022 年我国 IDC 市场规模



资料来源：中国 IDC 圈、天风证券研究所

图 32：2017-2022 年全球托管（多租户）数据中心市场规模



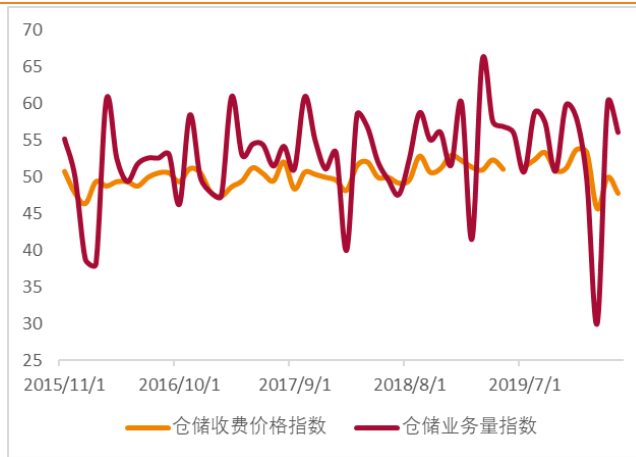
资料来源：T4、天风证券研究所

我国仓储物流类 REITs 后续发展空间也较为广阔。据中国物流与采购联合会统计，最近 54 个月内仓储业收费价格指数和业务量指数分别有 28 个月和 40 个月反映扩张（高于 50）；物流业总量指数近 103 个月有 98 个月反映扩张。

据南山控股不完全统计，2020 年 4 月约有近 300 亿新基金成立，目标投向物流仓储领域；从资本化率看，世邦魏理仕研究显示去年我国核心城市物流资产资本化率呈下降趋势，在

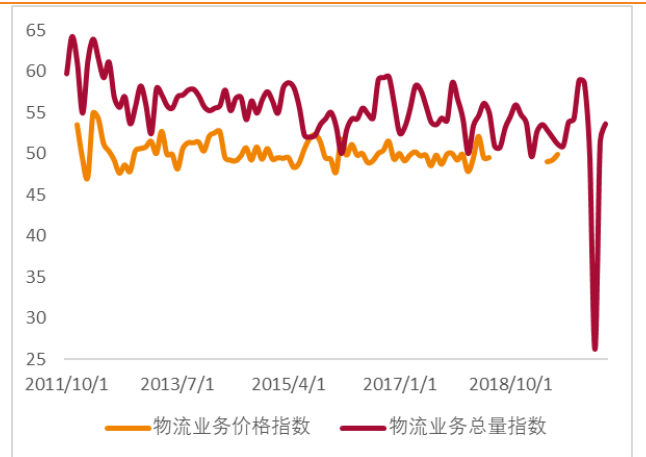
欧美等国这一趋势也同样存在，说明全球范围内投资人普遍看好物流地产；从需求端看，近年来高标准物流仓库租赁势头强劲，需求也呈现多元化发展趋势。高力国际数据显示，一季度一线城市物流仓储租金录得小幅增长，核心地段高标仓依然维持稳定租金增长。尤北京和深圳新增供应有限，租金将保持稳定增长。

图 33：仓储业收费价格指数和业务量指数



资料来源：wind、天风证券研究所

图 34：物流业务价格指数与总量指数



资料来源：wind、天风证券研究所

市政、污染治理、产业园区方面，国外并没有较多典型案例。我们认为这些行业的发展与地方政府民生、经济发展思路有很大关系。其中市政类资产在经营权、股权的转让方面与高速公路类似，存在一定的难点，而且部分市政设施项目的收入在很大程度上需要依靠政府付费；污染治理行业则在收费层面存在一定问题，城镇垃圾焚烧发电、污水处理等项目如果还需要政府对差额部分进行支持，可能就不符合市场化运营的要求；产业园区类似于工业地产，与传统基建业务相比风险更大，需要管理人对相关产业有深入的了解。

2. “公募基金+ABS”结构带来的诸多问题需要政策解决

本次 REITs 试点面临一些亟待解决的问题。首先，基础设施经营权转让困难，绝大部分资产没有“出表”，“明股实债”问题严重，这是由于法律制度缺乏对资产购买方的保障，而且不同所有制企业的融资能力差异较大，关于这点的具体分析将在 3.1 展开；其次，税负方面优惠政策明显缺位，这是与国外最大的区别，我们将在 2.1 进行深入讨论；最后，我国 REITs 试点公募基金端的流动性有限。《指引》规定原始权益人战略配售不低于 20%、网下机构投资者认购不低于扣除战略配售部分的 80%（即不超过 64%），剩余部分才在网上配售给公众投资者，虽有投资人不少于 1000 人的规定，但真正的流通盘可能并不大（如果再由机构投资者向公众发行份额，则整个链条会更加冗长）。本部分我们将按税收优惠政策缺位、基础设施权属转移困难、交易结构复杂的顺序展开深入分析。

2.1. 税收优惠政策缺位

税收优惠政策不足是我国 REITs 试点的最大阻碍，各界专家、学者均在呼吁税收减免政策尽快出台。外国政府在 REITs 出台之际往往就配合推出多项税收优惠政策，我们上述提及的多家案例企业之所以从传统建设公司转型为 REITs，主要就是希望利用税收优惠提高利润率。可以说税收减免是 REITs 发展的前提和目的之一，不应仅仅视为一种附属性的政策。借鉴外国 REITs 相关税收优惠政策，我们可以发现基金用于分红的收入通常无需缴纳企业所得税，这是减税力度最大的一个环节。

表 10：美国、日本、新加坡、中国香港地区的部分重点 REITs 税收政策

国家	重点税收政策
美国	房地产租金收入用于分红的部分不缴纳企业所得税，未分配部分征收企业所得税；85%的普通所得和 95%的净资本利得中未分配的部分征收 4%的消费税；

	持有 5% 比例以下的投资者，投资满 5 年后转让 REITs 的所得免所得税。
澳大利亚	若基金投资者超过 300 人且投资于具有现金流的成熟物业，则该基金可免除资产交易印花税；二级市场上对 REITs 股份交易免征印花税； REITs 基金管理费不需缴纳商品及服务税（GST）； REITs 分红不征企业所得税，只征个人所得税； 投资者资本收益减半征税。
日本	REITs 购买房产的契税税率由 5% 下调到 1.7%； 用于分红的所得不缴纳企业所得税； 持有房地产 5 年以下，出售后的收益所得税率为 39%，持有房地产 5 年以上，出售后的收益所得税率为 20%。
新加坡	免除新注入 REITs 的不动产物业的印花税； 若 REITs 将 90% 以上的信托收益分配给份额持有人，则免除企业所得税，否则应缴纳企业所得税； 免除个人投资者分红和资本利得的个人所得税。
中国香港地区	REITs 支付的收益、地区外收入免企业所得税； 免征机构和个人投资者资本利得和分红的所得税； 境外投资者享受香港居民待遇。

资料来源：中债资信、税屋、董敏《浅谈房地产信托投资基金在中国发展路径选择》、天风证券研究所

我们对目前我国“信贷资产证券化”、“公募基金”等与公募 REITs 试点相关方面的税收政策进行了汇总，可能有一定参考价值。**土地增值税**方面，财税【2015】5 号将房地产开发企业排除在优惠范围之外，对于持有优质物业的房地产开发企业而言，设立 REITs 过程中划转物业资产仍需缴纳高额的土地增值税；**契税**方面，项目公司接受划转地产时需缴纳契税，虽然财税【2015】37 号有在满足一定条件下公司之间土地、房屋划转免征契税的规定，但有时不能完全适用于 REITs 事项；对于**印花税**，财税【2006】5 号规定**信贷资产证券化**各环节印花税基本免征，但基础设施 ABS 则无规定；**房产税**方面，苏地税函【2007】3 号、辽地税函【2004】325 号均开过对高速公路收费站予以免征的先例（现已废止）；**个人所得税**方面，财税字【1998】55 号、财税【2002】128 号规定**个人投资者买卖基金单位的价差收入免个税、而分配的利息、红利（除规定免税外）和企业债券价差收入由基金代扣代缴个税**。

除此外的**增值税（原营业税）、企业所得税**，我们可以先将公募基金 REITs 操作流程加以分解，再具体分析各环节的相关政策。

图 35：我国公募基金 REITs 主要涉税环节



资料来源：天风证券研究所

首先是步骤①与②涉及的项目公司设立与资产过户行为，主要操作是原始权益人将基础设施经营权转移给项目公司。参考**信贷资产支持证券**相关规定，财税【2006】5 号**未给予增值税税收优惠**，可能限制发起机构的真实出售，激励发起人将证券化交易设计为担保融资，从而无法真正实现破产隔离，信用评级也会受到影响；发起机构转让信贷资产取得的收益还应**计算缴纳企业所得税**。由此可见，在这一环节基本不存在两税种的税收优惠。

第③与④环节主要涉及项目公司股权转让与发行 ABS，应对**股权转让价差征收企业所得税**，而根据国税发【2002】9号，由于**项目公司通常非上市**，其股权不属于金融商品，**股权的转让或无需征收增值税**。此外，环节④还涉及股权的出售，此时适用财税字【1998】55号、财税【2002】128号规定**基金证券投资价差收入免征增值税政策**；财税【2006】5号则规定**机构投资者从信托项目清算分配中取得的收入应缴企业所得税**。

在⑤资产运营阶段，对于专项计划通过运营收取试点前开工的高速公路通行费，**应按财税【2016】47号规定征收增值税**，简易计税征收率为5%；同时财税【2006】5号规定受托机构从信贷资产信托项目中取得的贷款利息收入应**全额征收增值税**，运营阶段的增值税是免不了的。按财税【2017】56号规定，**公募基金投资资产支持计划过程中发生的应税行为适用增值税简易计税，征收率3%**。对于企业所得税，财税【2006】5号规定信贷资产支持证券在取得收益当年向机构投资者分配的部分，**信托环节暂不征收企业所得税，由机构投资者环节缴纳**；在取得当年未向机构投资者分配的部分，由专项计划缴纳企业所得税，已完税收益再分配时无需征税（除非存在税率差异）。因此，**税法模糊的地方在于 REITs 基金是否应征企业所得税——**财税【2008】1号规定证券投资基金的价差和投资收益均不征收企业所得税，这与上述“机构投资者环节缴纳企业所得税”形成矛盾。未来公募基金 REITs 究竟如何适用税法，或有待进一步明确。

对于⑥投资与分红阶段，我们上述已提及个税和企业所得税的相关规定。

而对于各金融服务机构，财税【2006】5号规定**均应照章征收增值税、企业所得税**。

表 11：各环节增值税（营业税）、企业所得税税收政策一览

环节	增值税（营业税）	企业所得税
项目公司设立与资产过户	√	√
项目公司股权转让与发行 ABS	×	√
REITs 处置项目公司股权	×	√
资产运营	√	待明确
机构服务	√	√

资料来源：税屋、税乎、中国证监会、国家税务总局、天风证券研究所

由此可见，除部分小税种涉及税收优惠政策外，**增值税和企业所得税**在多数环节均应照章征收。由于有关部门尚未推出总括性的解释文件，我们的整理可能会有疏漏，但大体可以得出一个结论：相比国外宽松、成熟的税收优惠政策，我国基建 REITs 起步就面临较为不利的税收负担，学术界和实务界有很多专家也表明应当推出税收优惠政策，为我国 REITs 试点多减一些负担。

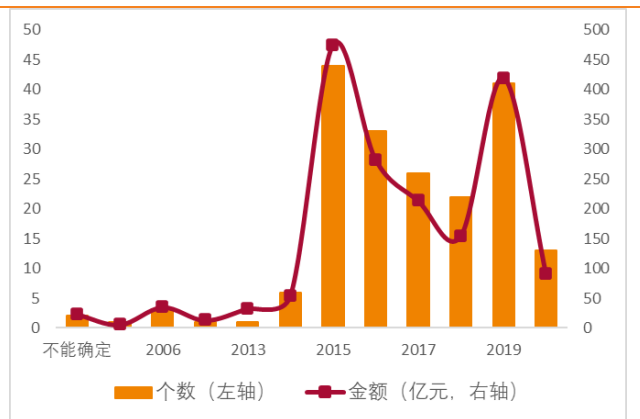
2.2. 基础设施经营权难以“出表”

基础设施经营权难以脱离原始权益人资产负债表，是基建 ABS、已有的高速公路类 REITs 和基建 REITs 试点面临的挑战。实际上“难出表”这个问题主要发生在 ABS 阶段——如果这里能出表，后续设立公募基金自然不是什么难事。我们可以针对基础设施 ABS 和类 REITs 的基础资产出表情况进行深入研究。

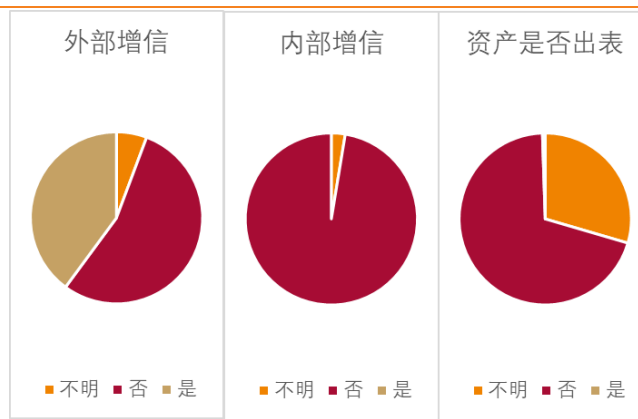
基础设施 ABS 方面，据 wind 统计，截至 2020 年 5 月 20 日我国未到期且基础资产类型为基础设施收费（债权）的 ABS 共计 193 项，总规模约 1798.81 亿元，占比 2.09%，总体来看规模较小。同时各年发行规模则似乎受当年监管当局态度影响较大，和资本市场表现有一定相似之处——2015、2019 年基础设施收费 ABS 发行规模较高，同期资本市场表现也较好。我国确有大量优质基建项目，但这些项目能否做 ABS、进而能否做公募 REITs，似乎有待**监管当局、有关部门的政策护航**。基础设施 ABS 的平均发行金额为 9.32 亿元，明显低于全部 ABS 项目均值的 18.38 亿元；优先级利率 5.66%，高于总体均值 4.90%；绝大多数基础设施 ABS 有内部增信，但相当比例产品的外部增信与出表情况不能确定，在能确定的产品当中，**大部分没有出表**、具有外部增信的项目略多一些。

图 36：基础设施 ABS 发行情况

图 37：基础设施 ABS 增信与出表情况



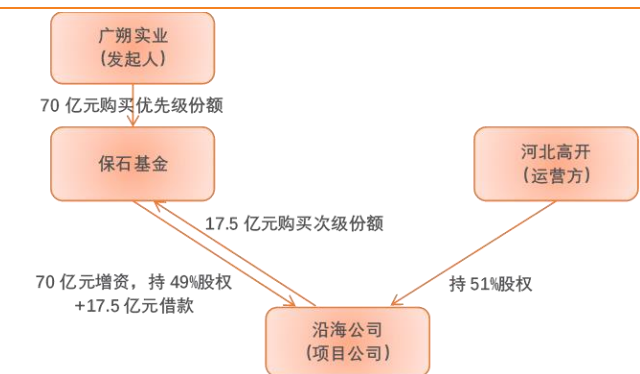
资料来源: wind、天风证券研究所



资料来源: wind、天风证券研究所

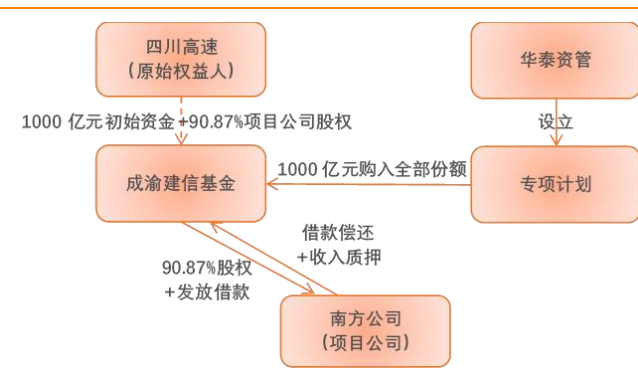
类 REITs 方面，我们可以参考 3 起案例的出表情况：①上海广翔实业有限公司 2019 年第一期光证资产支持票据（简称“上海广翔案例”）、②中联基金-浙商资管-沪杭甬徽杭高速资产支持专项计划（简称“徽杭高速案例”）和③华泰-四川高速隆纳高速公路资产支持专项计划（简称“隆纳高速案例”）。①上海广翔案例中，专项计划实际控制项目公司 49% 的股份，**原始权益人并未失去项目控制权**，基础资产被认定为抵押物而留在表内；②徽杭高速案例中，项目公司同样留在原始权益人沪杭甬公司并表内，且沪杭甬公司承担处置期对标的资产或优先级 ABS 按约定价格的收购义务，项目公司股权过户只是形式上的处理，实质认定为股权转让附加回购的融资行为；③隆纳高速案例则有所不同：专项计划控制项目公司 90.87% 股份，但是底层资产运营主体没有发生变化，**资产购买者只是享有未来收益，对于资产的实际控制权非常有限**。

图 38: 上海广翔案例项目公司控制权示意（简化）



资料来源: 募集说明书、天风证券研究所

图 39: 隆纳高速案例项目公司控制权示意（简化）



资料来源: 资产界、天风证券研究所

结合基础设施 ABS 整体情况和三个类 REITs 案例可以看到，**基础设施经营权的出表比较困难——基础资产难以出表体现原始权益人不愿真实出售标的资产**：高速公路类 REITs 的基础资产质量很好，原始权益人做 ABS 只为暂时性融资而非所谓的“盘活资金”。**地方政府也有观望情绪**，因为项目公司法律定位尚不明确，相应的税收与会计政策也未出台，推动 ABS 最重要的破产隔离目前也仅有证监会的规范性文件，缺少上位法支撑。此外，我们将在 3.2 提到政策明确要求 PPP 的资产证券化不得改变项目的实际控制权和项目运营责任，因此**对于部分项目，即使原始权益人希望彻底转让也或许存在法律障碍**。

《指引》要求基金“**穿透取得基础设施项目完全所有权或特许经营权**”并“**积极运营管理基础设施项目**”，对于上述未出表的资产，其实际控制权未必能转到公募基金管理人处，REITs 未必成立得起来。这里可能需要政策出台，明确支持资产出表，以打破“剪不断、理还乱”的权属关系，让基金管理人真正代替原始权益人运营资产。

除了出表问题外，还有一点值得注意：在基础设施中，涉及水、电、市政、交通等设施的，往往需要特许经营，《基础设施和公用事业特许经营管理办法》规定，特许经营应当通过**招标、竞争性谈判等竞争方式选择特许经营者**；国有资产的管理规定也要求国有基础设施转让（除个别特例外）应当采用**公开竞价**的交易方式。对于公募 REITs 试点，这暗示**基金难**

以较低价格顺利接手资产；而若定价过高，有可能损害投资者兴趣，导致发行失败。

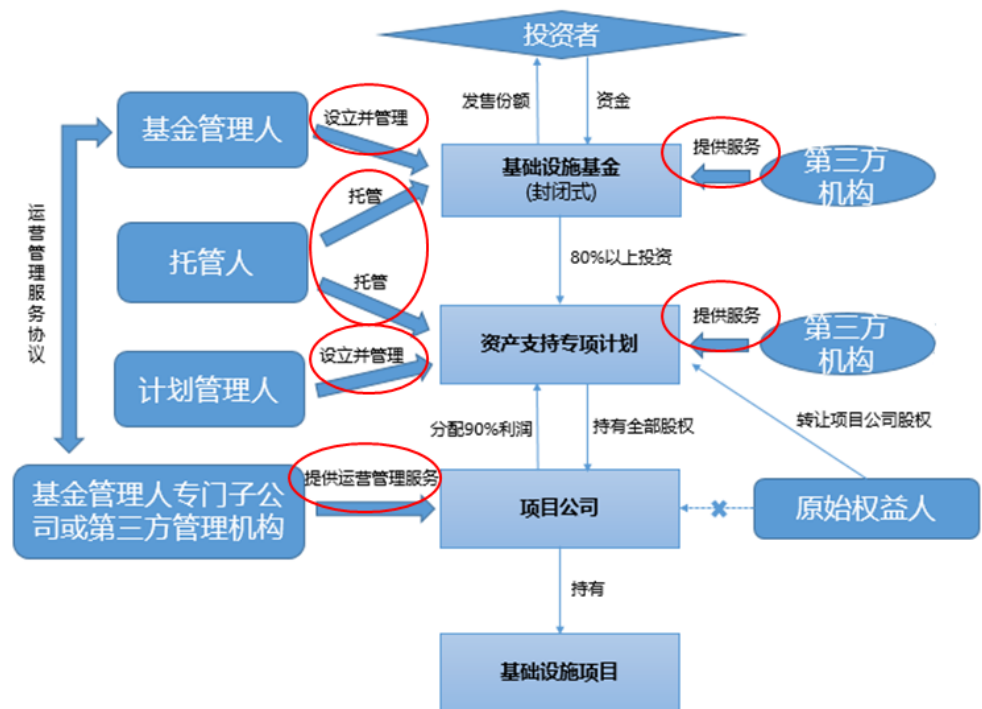
2.3. 交易结构复杂、参与主体众多

与其他类型基金一样，REITs 可以根据组织形式分为公司型和契约型、根据运作方式可分为封闭型与开放型、根据基金募集方式不同又可分为公募型与私募型。REITs 特别的地方在于，根据投资形式的不同还可被分三类：权益型、抵押型与混合型。

权益型 REITs 直接投资于房地产并拥有所有权，从事经营活动，如租赁和客户服务等，利率下行区间表现更好，与传统房地产公司的主要区别在于主要目的是对房地产进行运营，而非开发后进行转售，我们的几个外国 REITs 案例就是标准的权益型 REITs 上市公司；抵押型 REITs 是投资房地产抵押贷款或房地产抵押支持证券，收益主要来源于房地产贷款利息和证券回报，利率上行时收益更为丰厚；混合型 REITs 则介于权益与抵押型 REITs 之间，两种业务都会从事。

证监会的《指引》要求，公募 REITs 投资比例的 80% 以上应持有单一基础设施 ABS 全部份额，发行 ABS 的专项计划 SPV 则持有项目公司全部股权。我国 REITs 不能直接持有项目公司股权，原因是现行的法律法规尚未对证券投资基金直接进行股权投资放开通道：《证券投资基金法》第七十三条规定，“基金财产应当用于下列投资：（一）上市交易的股票、债券；（二）国务院证券监督管理机构规定的其他证券及其衍生品种。”基础设施基金仅能投资于上市公司股票，不能直接持有非上市公司股权，必须通过资产支持证券间接持有项目公司股权。

图 40：我国基建 REITs 交易结构及多重管理/服务费示意



资料来源：中国律师网、天风证券研究所

国家发改委 PPP 专家库专家郑建平先生认为，“（公募 REITs）与 ABS、CMBS 等债务型资产支持证券不同。债务型资产支持证券依托发行主体的信用，需要发行主体在规定的年限内偿还本金和收益。现在要试点的 REITs，是拿证券化基金来真正买进持有这些资产”，而将其归入权益型一类。我们认为，由于法律上的限制，我国只能采用“公募基金+ABS”的模式，这一模式使得我国所试点的 REITs 在实质上是权益型，但形式（交易结构）上接近抵押型。

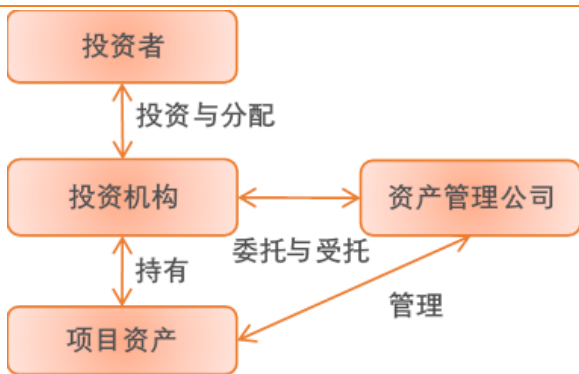
“公募+ABS”模式的缺点在于，位于权属链条上的每个参与方（项目公司、专项计划等）需在依法提取资产折旧、当年净利润 10% 的法定公积金等之后才能向 REITs 基金分配利润，

导致投资者的最终回报率被逐级压缩；REITs 基金管理人与原项目资产服务机构（或由项目公司充当）间的**协调管理**也可能增加资产运营的间接管理成本。

除此之外，**多家中介服务机构的参与**又会增加数层直接成本。具体来讲，在**公募基金端**，基金管理人对基础设施项目进行尽职调查，聘请财务顾问、评估机构、律师事务所、会计师事务所等提供尽职调查、估值、法律、审计等专业服务；**ABS 计划端**，计划管理人同样要按要求对基础设施项目开展尽职调查，聘请具有从事证券期货相关业务资格的会计师事务所、资产评估机构、律师事务所等相关中介机构出具专业意见。上述工作存在重复性，**ABS 计划端是否可以聘请与公募基金相同的中介机构**有待政策的进一步明确。

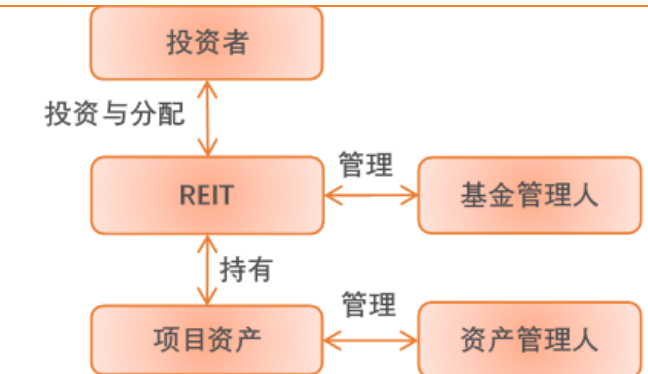
对于 REITs 的交易结构，我们还可以参考日本与新加坡。日本 J-REITs 采用“**管理+投资**”的模式，设立一家管理公司，可以与多家投资公司签订契约、管理投资公司持有的资产，而投资者交易的是各个投资公司发行的股票、债券；新加坡 S-REITs 则更为直接：**基金公司直接持有资产**，并将资产管理业务外包出去，与美国、澳大利亚类似。**这几种 REITs 是标准的权益型**，即由投资基金直接持有项目资产股权，且权属完全转移。虽然我国目前进行试点的 REITs 从性质上看也属权益型，但其交易结构颇为复杂，在此方面则与抵押型比较类似。

图 41：日本 J-REITs 交易结构



资料来源：Tokyo Reality Investment Management, Inc.、天风证券研究所

图 42：新加坡 S-REITs 交易结构



资料来源：REITAS、天风证券研究所

需要指出的是，本次试点的交易结构不仅仅是在 ABS 后面附加了一个公募基金端口：除了管理资产包内现有资产外，基金管理人还要**研究包内资产配置**，而且这一新职责相对更为重要。根据我们借鉴国外案例得出的市值管理战略，**融资扩募是 REITs 稳健增长的生命线**，而有了扩募就有了**资金投向和多元化**等问题。许多持有一些优质基础设施经营权的建筑企业将自身有多少满足要求的项目作为关注的重点，我们认为略微有失偏颇，在做 REITs 之前，需更多关注**单个项目的成长能力和整个行业新增项目的数量与质量**，只有项目或行业具有增长能力、有更多潜在优质项目可能在未来稳定纳入到资产包内，REITs 才有做强做大的基础。

我们在 2.2.中提到绝大多数基础设施 ABS 并未出表，原始权益人仍然主要负责资产的运营管理，专项计划本身没有什么选择权。此时 **ABS 更多被视为一种固定收益工具**，发行前后资产的运营及其收益可能是相对稳定的。如果引入公募基金管理 ABS 资产包，由于需要扩募进行资产改造和多元化管理配置，收益水平的波动性或许更强，**REITs 份额应当具备更多权益投资的特征**。

3. PPP 及其资产证券化的经验教训

本次公募 REITs 试点是在基建 ABS 的基础上打开了一个公众投资入口，然而试点政策并未解决上述提到的各种问题。我们担忧这次试点会像 PPP 的资产证券化一样发展缓慢，因为在**地方政府、国有企业和社会资本的激励**方面，PPP 及其资产证券化和公募 REITs 面临类似的问题；2016 年 12 月 26 日国家发改委、中国证监会联合印发《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》后，当时也引起了社会热议，但**后续几年实际完成的项目数并不多**。我们可以吸取 PPP 及其资产证券化的教训，对试点做更多的准备工作。

3.1. 地方政府与市场主体的积极性可能不及预期

PPP 资产证券化在 2016 年底开始推进后，不少问题逐步浮现，政府陆续推出多项政策进行规范发展。本次基建 REITs 试点由于重复收费、高税收、高要求等问题受到一定束缚，倘若采取“蹭热点”的态度盲目推进，或许会导致资金供求错配、结构设计不具备可持续性等问题，造成“竹篮打水”的结果，因此基建 REITs 虽前景广大，但短期不宜过度包装。

表 12：2016 年 12 月 26 日起对 PPP 进行规范化要求的重要文件汇总

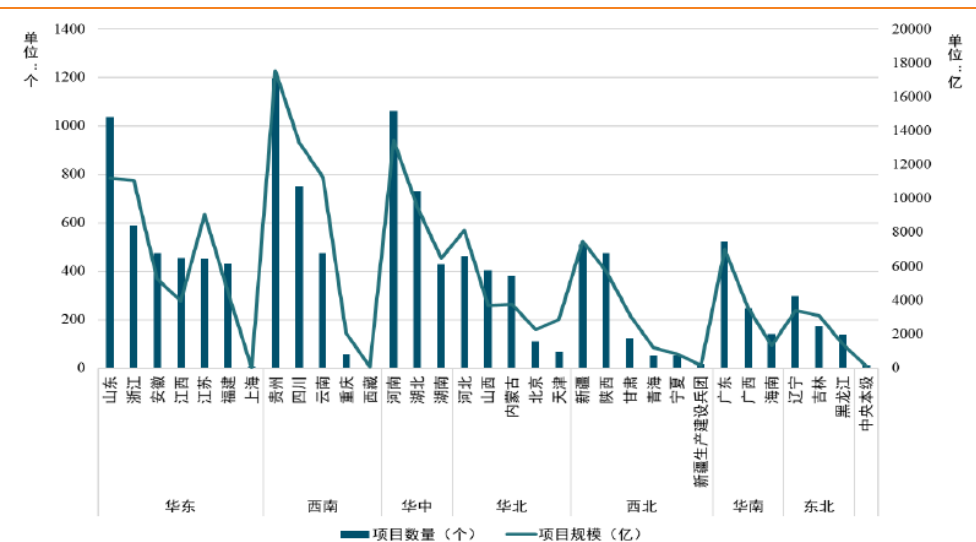
日期	文件
2016.12.26	关于推进传统基础设施领域政府和社会资本合作（PPP）项目 资产证券化 相关工作的通知
2016.12.26	国务院关于扩大对外开放 积极利用外资 若干措施的通知
2016.12.30	国务院关于加强 政务诚信建设 的指导意见
2017.1.24	政府和社会资本合作（PPP） 综合信息平台 信息公开管理暂行办法
2017.1.25	关于 扩大国有土地有偿使用范围 的意见
2017.1.13	政府出资产业投资基金 管理暂行办法
2017.4.10	中国银监会关于 银行业风险防控 工作的指导意见
2017.5.3	关于进一步 规范地方政府举债融资 行为的通知
2017.5.3	政府和社会资本合作（PPP）项目 专项债券 发行指引
2017.5.5	中国保监会关于 保险资金投资 政府和社会资本合作项目有关事项的通知
2017.6.2	关于坚决制止地方以 政府购买服务名义违法违规融资 的通知
2017.6.19	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
2017.7.7	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
2017.7.18	政府采购货物和服务 招标投标 管理办法
2017.9.15	国务院办公厅关于进一步 激发民间有效投资活力 促进经济持续健康发展的指导意见
2017.10.19	PPP 项目资产支持证券 挂牌条件确认指南 、PPP 项目资产支持证券 信息披露指南
2017.10.31	应收账款质押 登记办法（修订版）
2017.11.3	关于全面开展 民间投资项目报建审批情况清理核查 工作的通知
2017.11.16	关于规范政府和社会资本合作（PPP） 综合信息平台项目库 管理的通知
2017.12.23	关于坚决制止 地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量 情况的报告
2018.2.6	财政部关于公布 第四批政府和社会资本合作示范项目名单 的通知
2018.3.31	关于规范 金融企业对地方政府和国有企业投融资 行为有关问题的通知
2018.4.27	关于规范 金融机构资产管理业务 的指导意见
2018.4.28	关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP） 示范项目规范管理 的通知
2019.3.12	关于推进政府和社会资本合作 规范发展 的实施意见
2019.5.5	政府投资 条例
2019.6.10	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
2019.7.1	国家发展改革委关于依法依规加强 PPP 项目 投资和建设管理 的通知
2019.7.4	重大建设项目领域 基层政务公开标准 指引
2019.12.10	最高人民法院关于 审理行政协议案件 若干问题的规定
2019.12.24	政府会计准则第 10 号——政府和社会资本合作项目合同
2019.12.11	政府采购信息发布 管理办法
2020.2.10	关于 加快加强 PPP 项目入库和储备 管理工作的通知

资料来源：360 金融 PPP 研究中心、天风证券研究所

对于 PPP 的资产证券化，从项目供给方面看，一方面实力雄厚、信誉良好的资产运营企业的融资能力强，发行 ABS 盘活资金的动机可能不如完全市场化的主体强；另一方面实力有限的民营企业虽然融资需求较大，但项目规模和数量通常较小，这方面的约束是刚性的，国企央企即使有技术或许也难从其他企业接手多少项目。因此，我国虽然不缺少优质的基建项目，但这可能与发行 ABS 进而做基建 REITs 的关系不大。我们或许不能指望用 REITs 带动 ABS 发行和基建扩张，因为这种解决问题的方式与正确逻辑相反。

国企民企融资能力差距大在本质上导致了这一问题：真正优质的 PPP 项目并不愁钱，轮不到通过 ABS 渠道发行，如北京、上海、天津等较发达的地区，PPP 项目都很少，因为 PPP 旨在缓解地方政府的债务压力，发达地区财政能力好，可以直接购买服务。

图 43：截至 2019 年底财政部 PPP 项目地区分布情况



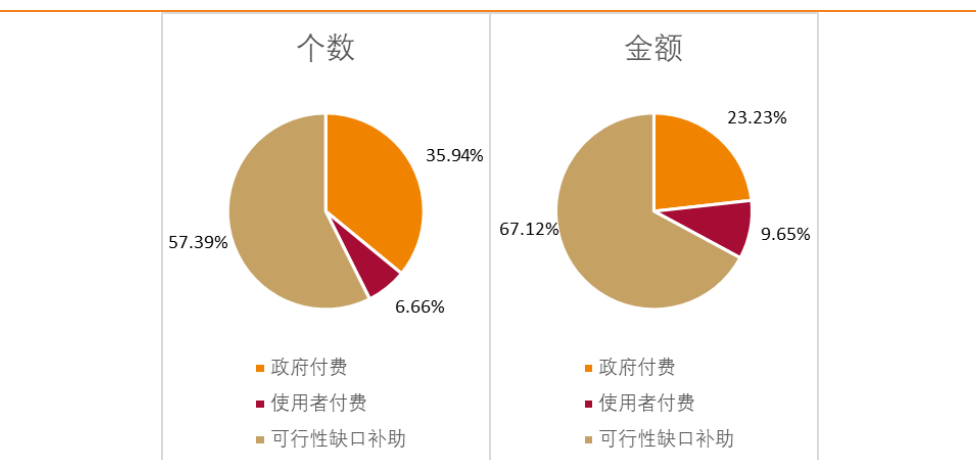
资料来源：明树数据、天风证券研究所

我们应重点解决原始权益人意愿和能力问题——对于资信能力强的国企，应激励其提高资金利用效率、限制过度举债，产生搞基建 ABS、公募 REITs 的需求；对于暂时得不到、难得到银行授信的建筑私企，应鼓励政府下放地方性、小规模基建项目，让私企手中吸引力强的项目丰富起来，具备做资产证券化的能力。这是解决问题的正向逻辑。

目前试点工作在具体要求上也卡得过严。针对 PPP 项目，《通知》要求符合“收入来源以使用者付费为主”，而《全国 PPP 综合信息平台管理项目库 2019 年报》显示，截至 2019 年末，PPP 在库项目中累计使用者付费类项目 629 个、投资额 1.4 万亿元，分别仅占 6.7% 和 9.6%；《指引》则要求“基础设施基金拟持有的基础设施项目应当经营 3 年以上，已产生持续、稳定的现金流，投资回报良好，并具有持续经营能力、较好增长潜力”，如此一来，更是减少了满足条件的 PPP 项目数量和规模，限制了试点工作推进的速度。

我国基建市场、国企改革、金融体系、资本市场等方面的制度建设也有待完善，金融机构、机构与个人投资者、市场机制均不成熟，公募 REITs 或许不能一步到位。

图 44：2019 年末 PPP 管理库累计项目数、投资金额按回报机制占比

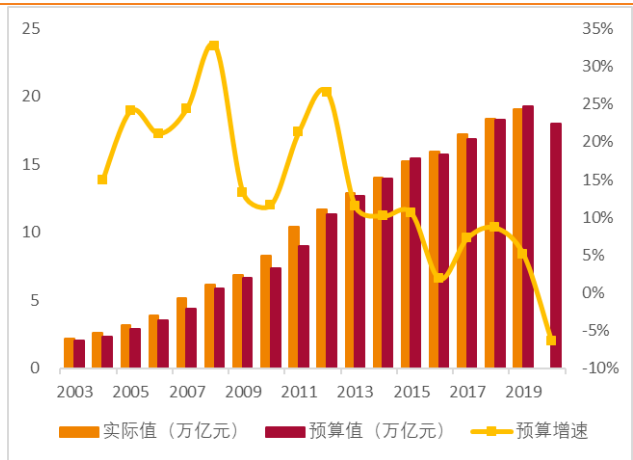


资料来源：《全国 PPP 综合信息平台管理项目库 2019 年报》、天风证券研究所

但是，回想试点《通知》和《指引》的出台背景，我们也无需过于悲观——新冠疫情对我国一季度宏观经济影响较大，政府工作报告指出“积极的财政政策要更加积极有为”、“扩大有效投资”，“各级政府必须真正过紧日子”。根据《关于 2019 年中央和地方预算执行情况

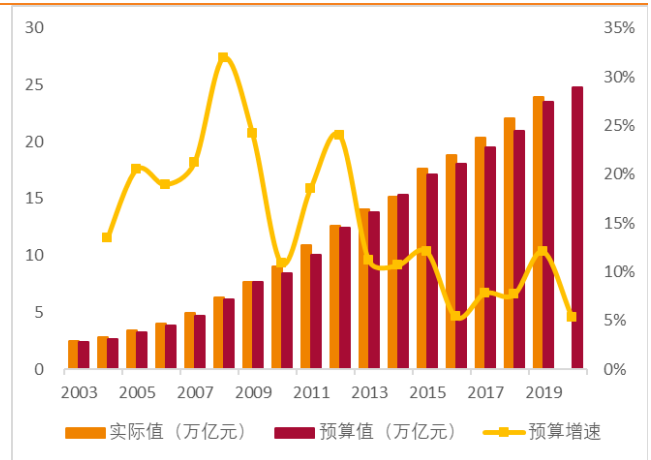
况与 2020 年中央和地方预算草案的报告》，2020 年全国一般公共预算收入 18.03 万亿元，同比去年实际值下降 5.3%；全国一般公共预算支出 24.79 万亿元，同比去年实际值增长 3.8%。公募 REITs 应运而生，可以缓解地方政府融资平台的财政资金压力。

图 45：2020 年公共财政收入预算增速首次为负



资料来源：wind、天风证券研究所

图 46：2020 年公共财政支出预算稳步增长，增大政府融资压力



资料来源：wind、天风证券研究所

此外，资产运营、资金运作能力较强的**建筑企业**（如中国交建等建筑央企）手上也有满足条件的项目（虽然占比可能有限）；最后，我们也不妨放眼 **IDC、仓储物流等民企较多的行业**，其中真正市场化的龙头企业可通过本次试点分得 REITs 在我国的第一杯羹，发展前景十分广阔，可参考我们之前提到的几家案例企业。

3.2. “高举轻放”的 PPP 资产证券化带来的启示

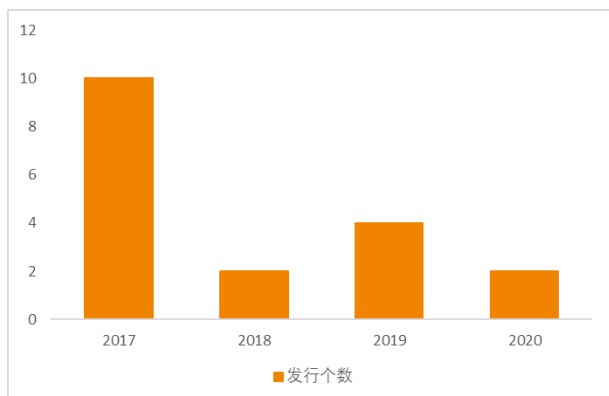
在 2016 年 12 月的政策支持下，“PPP+ABS”模式正式投入实践。然而截至 2020 年 5 月 17 日，据 wind 统计我国仅有 18 支基础资产为 PPP 的 ABS 产品，发行总额共计 172.32 亿元，仅占 17 年后发行各类 ABS 的 0.26%，显然投资者对 PPP 资产证券化并没有“买账”。鉴于市场对 PPP 资产证券化情绪冷淡，发改委、财政部 PPP 项目库专家张继峰做出判断：最主要的矛盾在于**风险与收益无法匹配**。

收益率方面，投资者因为 ABS 流动性较差、风险不确定，要求较高；而发行方却无法调高 PPP 项目资产证券化的收益率，因为 PPP 项目不是暴利品种，产生的现金流有限，而且做成 ABS 产品的利率不能高于原融资成本，否则发行方没有动力。从落地的产品看，早期项目采用 BOT 模式推行，多是使用者付费项目，占比较少，与市场需求无法匹配。

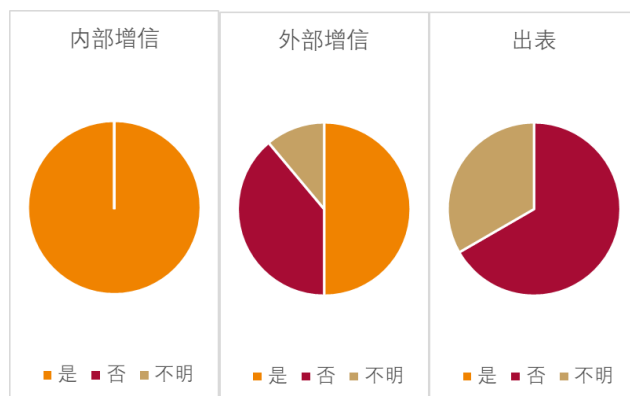
具体来看，现有 18 起 PPP 资产证券化交易的基础资产涵盖停车场、水务、产业园区、道路、学校建设、市政物业、供热等领域，覆盖面较广。**这些项目与 2.2.中基础设施 ABS 相比特征相似**：规模普遍不大，平均发行金额 9.57 亿元，约为全部 ABS 业务均值 18.38 亿元的一半，最大一笔金额也仅 32 亿元；优先级利率平均 5.15%，略高于总体均值 4.90%；次级占比 6.82%，低于总体均值的 8.72%；全部具备内部增级而未出表、半数具备外部增级；2017 年发行个数最多，为 10 个，其次为 2019 年的 4 个，近年市场的发行情绪明显冷淡。

图 47：PPP 资产证券化产品发行情况

图 48：PPP 资产证券化产品增信与出表情况



资料来源: wind、天风证券研究所



资料来源: wind、天风证券研究所

在此需要指出, PPP 资产证券化均未出表或受《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》中“不得通过资产证券化改变控股股东对 PPP 项目公司的实际控制权 and 项目运营责任, 实现变相‘退出’, 影响公共服务供给的持续性和稳定性”这一规定所影响, 因此本次试点中以 PPP 项目为基础资产的 REITs 基金本身或许也要服从原始权益人的管理。

表 13: 18 个 PPP 资产证券化产品简要信息汇总

项目名称	发行金额(亿)	优先级利率(%)	次级占比(%)	发起机构/原始权益人	发行起始日
国金-川投航信停车场 PPP 项目 2 号资产支持专项计划	9.16	4.19	5.02	南充高坪航信停车投资管理有限公司, 成都市金堂县航信物业管理有限公司	2020-02-28
申万宏源证券-北控水务楚雄州亚行配套 PPP 项目资产支持专项计划	10.5	5.11	4.76	禄丰北控水务城投有限公司, 武定北控水务城投有限公司	2020-02-26
国金-川投航信停车场 PPP 项目 1 号资产支持专项计划	5.3	4.34	5.66	南充高坪航信停车投资管理有限公司	2019-09-27
安信证券-四川发展国润环境绵竹供排水一体化 PPP 项目资产支持专项计划	7.14	4.89	4.48	四川发展(控股)有限责任公司	2019-09-27
平安汇通-华夏幸福武汉市新洲区问津产业新城 PPP 项目资产支持专项计划	21	6.73	12.38	九通基业投资有限公司	2019-06-25
徐州粤海水务有限责任公司 2019 年度第一期资产支持票据	17.32	4.25	3	徐州粤海水务有限责任公司	2019-02-18
中信建投-京蓝沐禾 PPP 项目可持续发展资产支持专项计划	4.11	7.5	5.11	京蓝沐禾节水装备有限公司	2018-06-15
国君资管山财大莱芜校区 PPP 资产支持专项计划	6.7	5.6	4.93	莱芜华瑞城投发展有限公司	2018-04-26
华西证券-川投 PPP 项目资产支持专项计划	2.4979	4.67	1.2	四川省投资集团有限责任公司	2017-12-28
华夏幸福固安工业园区新型城镇化 PPP 项目资产支持专项计划	32	6.43	6.25	九通基业投资有限公司	2017-12-13
中海恒信-联储证券-仪征技师学院 PPP 项目资产支持专项计划	3.8	6.35	7.37	仪征市精诚教育发展有限公司	2017-11-28
华夏幸福固安新型城镇化 PPP 项目市政物业服务 2017 年度第一期	2	4.8	5	幸福基业物业服务有限公司	2017-08-11

资产支持票据					
富诚海富通-浦发银行 PPP 项目资产支持专项计划	15.248	4.45	30.88	上海浦东发展银行股份有限公司	2017-08-01
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	3.2	4.15	6.25	东莞市虎门绿源水务有限公司	2017-03-14
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	7.06	5.77	5.1	固安九通基业公用事业有限公司	2017-03-13
中信建投-网新建投庆春路隧道 PPP 项目资产支持专项计划	11.58	4.05	5.01	杭州庆春路过江隧道有限公司	2017-03-13
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	5.3	4.55	5.66	临沂首创博瑞水务有限公司, 沂南首创水务有限公司, 梁山首创水务有限公司, 郯城首创水务有限公司	2017-03-10
太平洋证券新水源污水处理服务收费收益权资产支持专项计划	8.4	4.89	4.76	新疆昆仑新水源科技股份有限公司	2017-02-03

资料来源: wind、天风证券研究所

对于 PPP 资产证券化风险方面的问题, 刘瑞、李圆圆 (2020) 则从债券和股权两种形式展开分析: 债权方面 PPP 资产证券化采取的形式包括地方政府专项债或企业债 (含 ABS、ABN、REITs 等), 其中政府专项债的问题比较大, 由于地方政府和社会资本存在“共谋”风险, 可能放大信息优势, 专项债发行利率普遍高于国债利率, 同时 PPP 项目开发周期长, “新官不理旧账”的问题也较为显著。从政府角度来看, 对支付责任进行法律约束, 消除政府不兑现支付承诺的潜在风险是增信的关键; 股权形式则体现为以 PPP 项目投标为主营业务的上市公司, 其中又可按建设期长短分为两类, 建设期较长的上市公司 (PPP 业务以市政园林、生态环保为主) 所签合同都具有回款慢、偿付时间长的特点, 因而短期表现不佳, 甚至出现股价破发、企业债认购不足的情况, 需要较多的政府补贴和税收优惠政策。

期限方面, PPP 项目周期长, 经营期一般在 10-30 年, 而资产证券化产品的存续期限大部分在 7 年以内 (超过 10 年的很少), 由此产生了项目产品期限错配问题。在实践操作中, 单个资产支持专项计划无法覆盖 PPP 项目整个期限, 中长期资金配长期资产仍需要第三方出具流动性支持。即使发起人选择续发新的资产支持专项计划, 不仅程序繁琐, 也会增加融资成本。

针对公募 REITs 试点, 我们认为其推行会遇到类似的问题, 但情况比 PPP 及其资产证券化要好一些。首先, ABS 已经是市场对基建资产认可后发行的产物, 在资信水平上比其他项目更有保证, 信用风险较低; 其次, 公募基金投资标的将更多涉及使用者付费项目, 能够通过管理机构深入项目运营, 破除原本 ABS 投资人的信息不对称, 而且有改善经营效率的潜力。但是基建 REITs 无疑是“优中选优”, 满足各种条件的项目比 PPP 资产证券化时更加稀少, 推行节奏将比较缓慢, 若无后续配套政策及时补位, 试验意义可能大于实际意义。

4. 投资建议

部分国家的 REITs 已有数十年的发展历程, 参考重点案例的经验教训, 我们认为通过融资扩募增大资本支出、收获资本市场正面反馈的市值管理政策是 REITs 做强做大的核心举措。由于中外市场经济和法律制度区别众多, 外国 REITs 的发展经验不能完全照搬我国, 我们认为国内 IDC、仓储物流行业的发展前景可能好于高速公路等传统基础设施。

我国公募 REITs 试点的路上存在诸多亟待澄清和解决的问题, 其中处于核心地位的是税收优惠和基础资产经营权转移问题。鉴于学术界和业界对税收优惠的呼声比较大, 我们认为税收问题可能会较早解决; 基础资产经营权转移困难则是老问题, PPP 资产证券化进展缓慢、现有类 REITs 基础资产难出表就是例证, 由于这里涉及国有资产的产权问题, 可能需要政府高层的深入研究论证, 我们预期这一问题将较晚得到解决。

在上述问题解决之前，我们认为试点期间仍然有资质较好的一些资产可以做，**建议投资者瞄准私营资本较多、与新基建关系密切的产品进行投资**。待政策澄清、解决各类问题后，传统基建 REITs 可能会有更为快速的增长。

5. 风险提示

税收优惠政策推进不及预期；基础设施经营权转移仍然缺乏政策支持；交易结构复杂，中间费用较高；试点硬性要求过于严格，可行项目少；二级市场流动性有限，退出困难。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com