

Pre-REITs 的价值评估：向光而行

——公募 REITs 系列研究之二

核心观点

Pre-REITs 是指以尚处于建设期或未形成稳定现金流的基础设施等项目为投资标的，以公募 REITs、类 REITs 等为主要退出手段，以获取二级市场溢价为投资目的的金融投资产品。Pre-REITs 的产品主要包括私募投资基金、信托计划、有限合伙等，投资形式包括但不限于股权、开发贷、经营贷等。Pre-REITs 通过培育、运营直至项目成熟，实现退出获得溢价收益。我们认为，借助 Pre-REITs 产品，机构投资者可以在一级市场提前锁定优质资产，并绑定运营方深度合作，为中长期价值投资提供必要的项目储备。

□ 公募 REITs 为 Pre-REITs 提供有效退出路径

Pre-REITs 持有或以合理的价格收购具备发行公募 REITs 产品可能性的新建、存量基础设施资产，待基础设施项目进入稳定运营期后，再通过发行基础设施公募 REITs 实现基金退出。借助 Pre-REITs 产品，机构投资者可以在基础设施投资一级市场提前锁定优质资产，获得项目的控制权，并绑定产业运营方深度合作，有针对性地从事资产合规性、尽职调查、相关中介业务参与方选定等方面对标的资产进行梳理和培育，为中长期投资机构提供基础设施 REITs 项目储备。

我们认为，Pre-REITs 成长空间广阔，蕴含较大预期差。鉴于我国基建存量规模与资产证券化率，基础设施公募 REITs 的潜在市场规模将超万亿元。私募基金以寻找具有良好成长前景、可预期退出路径的投资机会为其主要商业目的，而公募 REITs 采用“公募+ABS”架构作为载体，因此私募基金为公募 REITs 增加了前端资产供给。作为公募 REITs 底层资产的基础设施项目通常需要经历较长的培育与运营方能获得稳定、持续的现金流，达到稳定盈利状态。目前我国公募 REITs 规则允许的项目行业领域限于交通基础设施、能源基础设施、市政基础设施、生态环保基础设施、仓储物流基础设施、园区基础设施、新型基础设施、保障性租赁住房等，预计未来将有更多基础设施领域作为公募 REITs 的底层资产。

□ Pre-REITs 边际提升公募 REITs 项目发行成功概率

基础设施建设通常具有一定的建设期和培育期，在建设阶段、初始运营阶段，无法积累足够的现金流，不满足发行公募 REITs 的要求。另外，在资产规模上，也可能无法达到目前国内 REITs 发行的 10 个亿门槛，需要进行资产的打包。同时，少数已建成但收益不佳的资产也可能被收购后进行改造提升，这都需要专业的产业方运营机构对其进行培育、孵化，以及重组、整合，促进项目提质增效，降低成本，以达到 REITs 发行要求。

Pre-REITs 产品的设立、发行或投资通常有产业方的参与，可以合理运用专业技能、资源优势，对基础设施类资产进行梳理和培育，提供优质的孵化整合服务，全面提升项目公司的盈利能力和合规性，提高未来发行公募 REITs 的概率。例如：首程控股发起百亿规模绿色基础设施发展 Pre-REITs 基金，由首程控股附属公司北京合寿联合首钢基金与中国人寿合作成立，份额比例分别为 1%、66.67%、32.33%，首期规模为 45 亿元人民币。此只 Pre-REITs 基金通过收购优质基础设施资产进行储备和培育，为资产赋能实现项目价值提升，未来将孵化成熟的项目置入基础设施公募 REITs 基金，确立全链条的闭环模式。

□ 国际实践案例：凯德集团私募基金+REITs 配对发展模式实现资金闭环

凯德集团 (Capitaland Limited)，曾用名嘉德置地，于 2000 年 11 月由百腾置地 (Pidemco Land 原新科集团附属公司) 及发展置地 (DBS Land 原星展集团附属公司) 合并组成，主业为地产开发商及持有楼房资产，2000 年在新加坡上市。凯德集团同时是一家成熟资产管理公司，管理多只私募基金和 REITs。

对于高风险、高收益的项目，如开发物业和培育期的商业物业，凯德集团主要通过私募基金进行投资；对于现金流稳定的成熟商业物业，凯德集团主要用 REITs

分析师：李超
执业证书号：S1230520030002
lichao1@stocke.com.cn

相关报告

进行投资。而 REITs 通常对私募基金培育的项目具有优先购买权，从内部孵化到私募基金的开发培育，再到 REITs 的价值变现和稳定收益，已形成“从进到退”的全周期投资通道，即私募基金和 REITs 配对发展。

凯德集团的投资组合横跨多元房地产类别，包括综合体、购物中心、办公楼、旅店、住宅、产业园区、工业及物流地产和数据中心，遍及全球 40 多个国家的 260 多个城市，以新加坡和中国为核心市场，并不断开拓印度、越南、澳大利亚、欧洲和美国等市场。

凯德集团于 1994 年进入中国，中国是其核心市场之一。发展至今，凯德已在中国 40 多座城市运营 200 多个项目，其中大部分商业项目背后均有私募基金或 REITs 的身影，例如：凯德商用中国信托、凯德商用中国发展基金、凯德商用中国入息基金。实践中，凯德商用中国发展基金通常在项目拿地、建设期即开始介入；待项目经历几年开发收益率达到一定水平后，再将相对成熟的项目输送给凯德商用中国入息基金。最后，项目运营成熟，并有了稳定回报后，凯德商用中国信托再以优先认购权的方式对商业物业进行收购，从而实现退出。通过这种模式，凯德集团实现了私募基金负责商业项目前期的开发、收购以及培育，然后利用 REITs 实现退市套现的资金回路。

□ 国内实践案例：华安张江光大园 Pre-REITs 私募基金

华安张江光大园 REITs（华安张江光大园封闭式基础设施证券投资基金），其原始权益人为私募基金管理人及其管理的私募基金，是典型的 Pre REITs 私募基金衔接公募 REITs 的模式。

在华安张江光大园 REITs 项目申报前，上海光全投资中心（有限合伙）（“光全投资”）与光控安石（北京）投资管理有限公司（“光控安石”）分别持有上海安恬投资有限公司（“安恬投资”）99%和 1%股权。根据《上海光全投资中心（有限合伙）之合伙合同》，光全投资为有限合伙形式的私募基金，光全投资已于 2017 年 3 月 6 日完成私募基金备案（基金编号为 SR4501），其管理人为光控安石。华安张江光大园 REITs 项目产品发行过程中，光全投资与光控安石作为原始权益人，将其持有的安恬投资 100%股权转让给华安基金管理有限公司（代表国君资管张江光大园资产支持专项计划），实现了光全投资从张江光大园项目的退出（见图 1）。

□ 公募 REITs 的配置热度保持高位，增强一二级联动投资吸引力

2020 年，我国公募 REITs 拉开序幕。2020 年 4 月 30 日，中国证监会、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（REITs）试点相关工作的通知》（证监发〔2020〕40 号），标志着公募 REITs 落地。2020 年 8 月 7 日，《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》正式出炉。2021 年 1 月 29 日，上海证券交易所、深圳证券交易所分别发布公募 REITs 相关配套业务规则，为公募 REITs 产品公开发行提供依据。

2021 年，中国基础设施 REITs 取得突破性进展。2021 年 6 月 7 日，首批 9 只基础设施公募 REITs 正式公告成立，募集资金达 314 亿元，网下机构平均有效认购倍数接近 7 倍，面向公众发售超募 15 倍以上。2021 年 6 月 21 日，第一批 9 只基础设施公募 REITs 上市。2021 年 11 月，第二批公募 REITs 也启动发行。截至 2021 年底，共 11 个项目发行上市，涵盖产业园区、高速公路、污水处理、仓储物流、垃圾焚烧发电等重点领域，共发售基金 364 亿元，其中用于新增投资的净回收资金约 160 亿元，可带动新项目总投资超过 1900 亿元，对盘活存量资产、形成投资良性循环产生了良好示范效应。

我们认为，基础设施建设类资产的一二级价差主要取决于市场流动性、信息透明度、交易门槛等方面。鉴于一级市场中基础设施类资产体量通常在几十亿以上、投资周期较长，Pre REITs 如果可以实现上市退出，可以获得丰厚的溢价收益。REITs 上市本质上是一个市场化的选择，原始权益人往往具有一定择时能力，这也可以增厚 Pre REITs 的资本利得。

□ Pre-REITs 退出存在不确定性，建议高频跟踪监管动态

Pre-REITs 通过公募 REITs 发行退出，在发行价格、发行成功时间与结果方面均存在不确定性。第一，退出价格。项目公司股权转让的对价一般根据公募 REITs 募集资金确定，募集资金根据网下投资者询价方式确定的基础设施基金份额认购价格确定；且转让对价将受限于交割审计的调整。因此，退出价格在公募 REITs

注册与取得交易所无异议函时尚不确定。第二，退出时间。鉴于公募 REITs 发行需经历发改委预沟通、发改委申报及推荐、基金注册、交易所出具无异议函、询价、定价、销售、产品设立等多个环节，所需的时间及能否成功发行均具有极大的不确定性。

当前我国公募 REITs 发行面临一系列既定的审核流程，比如资产的转让、重组可能会面临土地使用权的转让限制，对于通过划拨方式取得的土地使用权可能需要补缴土地出让金及较高税负。不同类型资产、特别是特许经营权资产可能涉及各个主管部门的管理意见。

□ 城市更新项目有望成为 Pre-REITs 的重要投资方向

城市更新是一种新型的城市开发建设方式，包括“三区一村一老”更新，即老旧小区、老旧街区、老旧厂区、城中村和老旧建筑改造，补强城市基础设施和公共服务短板。

目前部分城市已步入存量时代，城市更新受中央及地方政策扶持，大部分项目早期多在深圳、广州等地开展试点。其中，深圳的城市更新相关政策出台最为密集，早在 2009 年已发布全国首部城市更新办法，即《深圳市城市更新办法》，2021 年又发布全国首部城市更新条例，即《深圳经济特区城市更新条例》。

第一，城市更新项目占用资金量大，客观上需要增量资金投入。城市更新项目一般位于核心区域，需要经历“投资-建设-运营”三大阶段，改造成本高。**我们预计，十四五期间，每年城市更新项目对应的投入资金规模 2 万亿左右。**

第二，城市更新项目周期跨度大，需要中长期资金孵化。老旧厂区改造多为单一业主，产权清晰，前期协调难度低，整体开发周期约为 3-5 年，而城中村、老旧街区和老旧小区产权复杂，开发周期一般为 5-8 年，若项目进展受阻，周期一般大于 10 年。

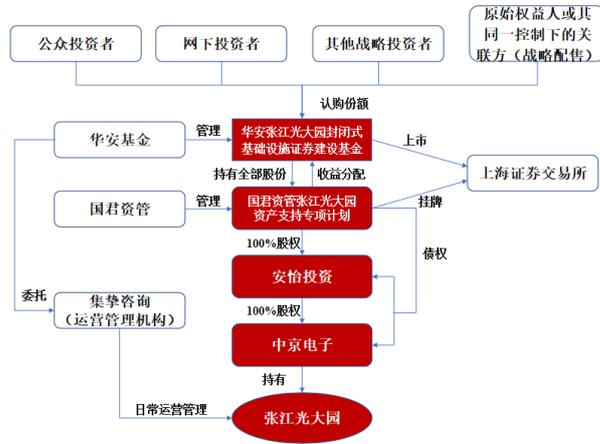
第三，城市更新项目存在不确定性，需要权益类资金覆盖风险。城市更新项目需在招拍挂前付出大量资金成本村集体与地方政府的青睐，对参与主体在经营能力、融资能力以及协调能力等方面提出了更高的要求。此外，城市更新项目中要嵌入物业、文创、旅游业等多元化业务，要求参与主体具备主营业务丰富、具有多业态开发经验。

□ 风险提示

地方政府隐性债务化解不及预期；新冠疫情超预期扩散影响城市更新项目进度。

1 重要图表

图1：华安张江光大园 REITs 项目发行后整体架构图



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>