

房地产行业研究

买入（维持评级）

行业点评

证券研究报告

房地产组

分析师：杜昊旻（执业 S1130521090001） 联系人：王祎馨
duhaomin@gjzq.com.cn wangyixin@gjzq.com.cn

联系人：方鹏
fang_peng@gjzq.com.cn

REITs 扩容消费基建，开启万亿商业资管市场

事件

2023年3月24日，国家发改委发布《关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目申报推荐工作的通知》（简称 236 号文）。提出支持消费基础设施建设，研究支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行基础设施 REITs。优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，保障基本民生的社区商业项目发行基础设施 REITs。

点评

REITs 扩容消费商业地产，商业 REITs 空间大有可为。在上版 REITs 试点相关工作通知中，规定了底层资产为仓储物流、园区基础设施、新型基础设施和保障房等类型，同时明确购物中心、酒店、写字楼等商业综合体不在试点范围内。本次 236 号文将消费类基础设施建设纳入试点，将为 REITs 市场带来巨大增量空间：①2000-2022 年间，全国商业营用房（不含办公楼）总销售面积达 15.6 亿方，销售金额达 13.8 万亿元；②全球目前 REITs 总规模约为 13.5 万亿元（1.96 万亿美元），其中美国约 9.1 万亿元、日本 7700 亿元、新加坡 4800 亿元，而国内目前基础设施 REITs 总规模仅 870 亿元左右。中国拥有的商业资产预计长期能支撑 REITs 市场达到万亿级规模。

优化多项发行要求及流程，助力项目落地效率提升。本次 236 号文在发行条件、申报流程周期等方面进一步完善：①调整项目收益率要求，特许经营权类项目基金存续期 IRR 原则上不低于 5%（新增）；产权类项目未来 3 年每年净现金流分派率原则上不低于 3.8%（原为 4%）。②降低评估净值要求，保障性租赁住房项目当期目标评估净值原则上不低于 8 亿元（原为 10 亿元）。③限定申报流程周期，要求项目申报受理在 5 个工作日内，要求省级发展改革委报送、委托咨询评估、有关业务司局会签、向中国证监会推荐项目等全流程在 3 个月内。预计此前有积压流程的项目推进速度将有所提升，如万科的物流类 REITs 等。

规范回收资金用途，限制流向住宅开发。对回收资金“一放一收”：①不超过 30%的净回收资金可用于盘活存量资产项目（新增），不超过 10%的净回收资金可用于已上市基础设施项目的小股东退出或补充发起人（原始权益人）流动资金等（原规定 90%以上的净回收资金应当用于在建项目或前期工作成熟的新项目）；②项目发起人（原始权益人）应为持有消费基础设施、开展相关业务的独立法人主体，不得从事商品住宅开发业务。虽然商业 REITs 必须和住宅开发在业务和资金端隔离，但新政的实施将提升商业资产的流动性，需对其重新估值，引领房企的估值重塑；同时完善持有型物业的退出机制，形成闭环，有助于吸引新资金参与新发展模式，助力房地产行业长期稳健发展。

龙头央企以及具备优秀商业能力的公司或率先受益于 REITs 扩容。①虽然发行 REITs 可能带来短期估值提升，但剥离资产会对净资产体量较小的企业产生一定冲击；②部分商管业务不成熟的公司会在发行 REITs 和壮大商管业务间做权衡；③部分民企商业资产或有经营贷展期、额外抵押等情况，发行 REITs 周期将拉长。因此预计拥有较强品牌能力、优秀管理能力及商业资产丰富的头部央企将率先受益，预计今年落地的商业 REITs 或为个位数的央国企项目，如华润置地、大悦城、越秀地产等。

投资建议

REITs 扩容至消费商业地产，短期能带动房企估值的提升，中长期有利于完善新发展模式所需的“投融资管退”的闭环，推动行业长期稳健发展。具备优秀商业能力龙头央企或率先受益，如华润置地、招商蛇口、大悦城、越秀地产等；拥有丰富商业资产（包括 TOD）的混合所有制企业和民企，渠道疏通后也能推动 REITs 落地，如万科 A 等。

风险提示

REITs 发行进度不及预期；宽松政策对市场提振不佳；多家房企出现债务违约

图表目录

图表 1: 典型上市房企投资性房地产情况.....	3
图表 2: 全球各地区或国家 REITs 数量和规模.....	3
图表 3: 美国 2022 年末各类 REITs 资产占比.....	4
图表 4: A 股地产 PE-TTM.....	4
图表 5: 港股地产 PE-TTM.....	4
图表 6: 港股物业股 PE-TTM.....	5
图表 7: 覆盖公司估值情况.....	5

图表附录

图表1: 典型上市房企投资性房地产情况

代码	房企简称	市值	投资性房地产/市值	计量方法	2021投资性房地产	1H22投资性房地产	1H22总资产	投资性房地产/总资产	2021租赁收入	1H22租赁收入	1H22营业收入	租赁收入/营业收入	概况
1109.HK	华润置地	2,199	101%	公允价值法	2175	2224	10,110	22%	174	76	729	10%	截至1H22, 酒店面积73万方, 写字楼面积122万方, 购物中心面积726万方, 购物中心在管74个
0960.HK	龙湖集团	1,229	147%	公允价值法	1748	1805	8,890	20%	104	59	948	6%	截至2022期末, 开业商场建面722万方, 购物中心商业运营项目数量76座, 签约项目139座
601155.SH	新城控股	392	287%	公允价值法	1070	1123	5,149	22%	81	44	417	11%	已在全国范围内布局 189座吾悦广场, 已开业及委托管理的吾悦广场达 131 座
001979.SZ	招商蛇口	1,043	106%	成本法	1091	1106	8,804	13%	—	—	548	—	截至2022期末, 集中商业在管项目33个, 总建面约288万方; 酒店总建面50万方; 长租公寓总建面108万方; 产业园总建面257万方; 写字楼总建面113万方
601828.SH	美凯龙	223	432%	公允价值法	956	962	1,339	72%	81	43	70	62%	截至1H22, 经营 94 家自营商场, 其中自有商场 61 家
000002.SZ	万科A	1,785	49%	成本法	860	878	18,792	5%	76	40	2,069	2%	截至2021, 累计开业211个商业项目(含 113 个社区商业项目)
1238.HK	宝龙地产	54	1471%	公允价值法	783	796	2,386	33%	17	9	169	5%	截至1H22, 公司持有及管理的购物中心60家, 另管理8家轻资产购物中心, 拥有20家酒店
600823.SH	世茂股份	84	665%	公允价值法	555	556	1,383	40%	14	7	33	21%	写字楼、商业、酒店等业态
000402.SZ	金融街	153	256%	公允价值法	387	393	1,537	26%	16	7	102	7%	写字楼、商业、酒店等业态
600663.SH	陆家嘴	375	104%	成本法	385	388	1,200	32%	35	17	47	37%	截至1H22, 公司持有长期在管甲级写字楼共23幢, 总建筑面积超过191万方; 高品质研发楼超32万方; 商业物业总建筑面积46万方; 4家酒店物业
000031.SZ	大悦城	168	196%	成本法	319	330	2,180	15%	28	10	141	7%	截至1H22, 公司商业在管 27 家(含轻资产和非标准化产品)购物中心
0817.HK	中国金茂	184	171%	公允价值法	316	316	4,318	7%	16	7	287	2%	截至1H22, 已有4家自营酒店, 11家公寓开业, 累计获取9个览秀城项目
600606.SH	绿地控股	426	45%	成本法	208	193	13,598	1%	15	6	1,989	0%	超高层、大型城市综合体、高铁新城、特色小镇、会展中心、现代产业园等。截至1H22, 营运酒店45家, 其中自营31家, 海外1家
0123.HK	越秀地产	316	35%	公允价值法	110	109	3,209	3%	16	8	313	3%	截至2022期末, 累计开业13个写字楼、8个商场、18个酒店、长租公寓等

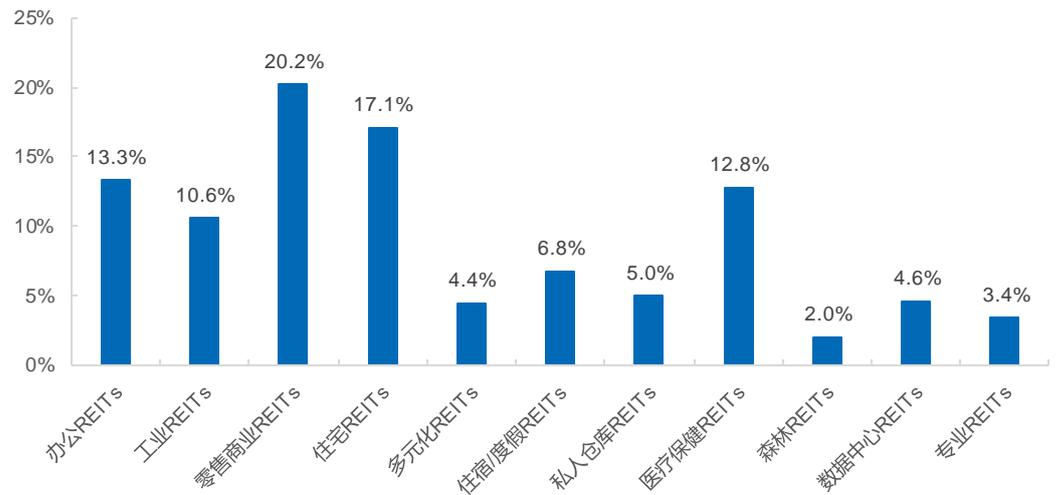
来源: wind, 公司公告, 国金证券研究所 注: 截至 2023 年 3 月 24 日; 单位亿元

图表2: 全球各地区或国家REITs数量和规模

地区	数量(支)	市值(亿美元)	市值(亿人民币)
美国	232	13,228	90,852
亚洲	249	2,537	17,427
其中:			
中国	25	127	872
日本	60	1,119	7,685
新加坡	36	699	4,801
欧洲	255	1,793	12,311
加拿大	38	569	3,909
澳大利亚	54	959	6,587
其他	99	546	3,748
合计	927	19,632	134,834

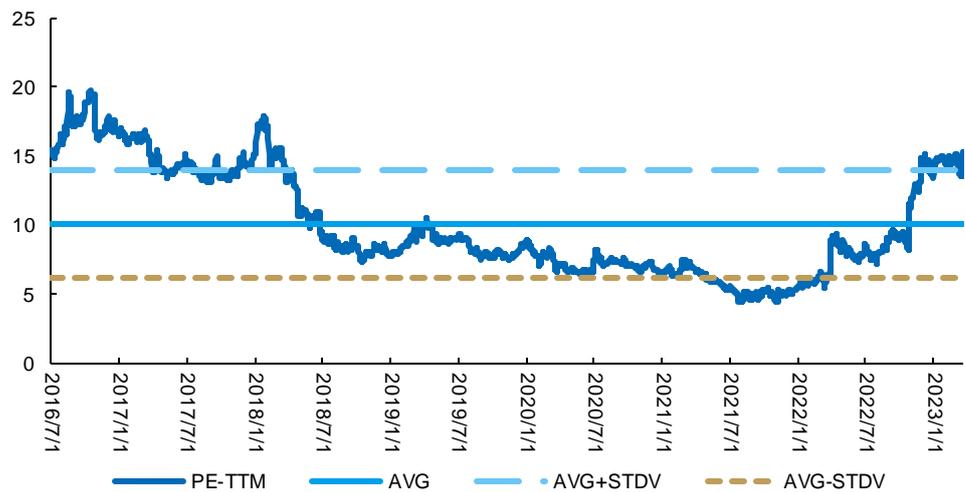
来源: Bloomberg, 国金证券研究所 注: 截至 2023 年 2 月底

图表3: 美国 2022 年末各类 REITs 资产占比



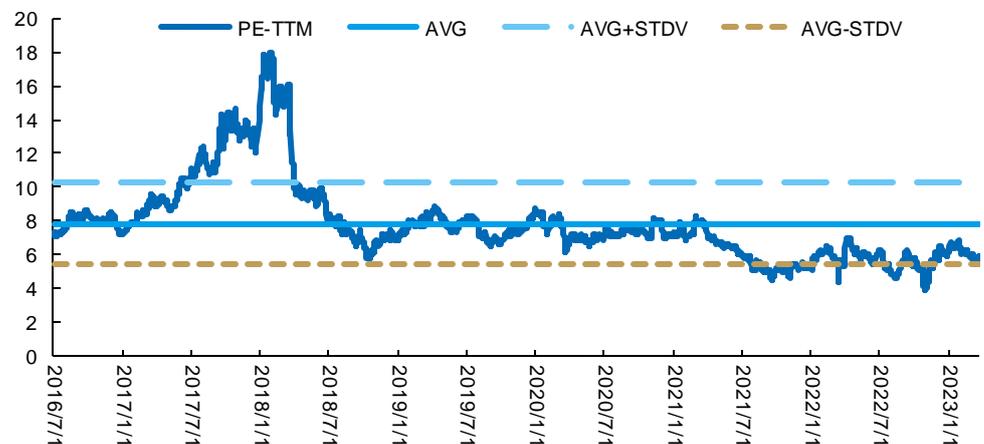
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表4: A 股地产 PE-TTM



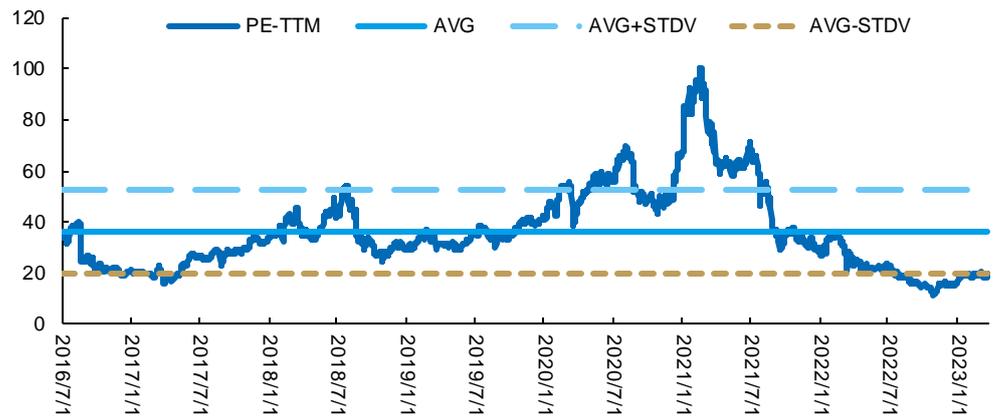
来源: wind, 国金证券研究所

图表5: 港股地产 PE-TTM



来源: wind, 国金证券研究所

图表6: 港股物业股 PE-TTM



来源: wind, 国金证券研究所

图表7: 覆盖公司估值情况

股票代码	公司	评级	市值 (亿元)	PE			归母净利润 (亿元)			归母净利润同比增速		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
000002.SZ	万科 A	增持	1,795	8.0	7.6	7.0	225.2	235.5	257.1	-46%	5%	9%
600048.SH	保利发展	买入	1,725	6.3	9.4	7.7	273.9	183.0	224.8	-5%	-33%	23%
001979.SZ	招商蛇口	买入	1,072	10.3	25.5	19.3	103.7	42.1	55.5	-15%	-59%	32%
600153.SH	建发股份	买入	368	6.0	5.7	4.8	61.0	65.1	76.9	35%	7%	18%
002244.SZ	滨江集团	买入	293	9.7	7.3	5.5	30.3	40.1	52.9	30%	32%	32%
0688.HK	中国海外发展	买入	1,904	4.7	4.7	4.3	401.6	409.1	440.0	-9%	2%	8%
3900.HK	绿城中国	买入	231	5.2	4.1	2.6	44.7	56.0	88.2	18%	25%	58%
1908.HK	建发国际集团	买入	391	12.3	8.0	5.4	31.7	48.8	72.2	42%	54%	48%
2423.HK	贝壳*	买入	1,646	71.8	57.9	21.3	22.9	28.4	77.4	-60%	24%	172%
9666.HK	金科服务	买入	71	6.7	8.7	7.1	10.6	8.2	9.9	71%	-23%	21%
9983.HK	建业新生活	买入	32	5.1	4.6	4.1	6.2	6.9	7.8	45%	11%	14%
6098.HK	碧桂园服务	买入	398	9.9	7.7	6.1	40.3	51.8	65.2	50%	28%	26%
1209.HK	华润万象生活	买入	837	48.5	37.3	29.5	17.2	22.5	28.4	111%	30%	26%
1995.HK	旭辉永升服务	买入	46	7.5	5.7	4.5	6.2	8.2	10.4	58%	33%	26%
3316.HK	滨江服务	买入	55	17.0	12.5	9.4	3.2	4.4	5.8	47%	35%	33%
6626.HK	越秀服务	买入	53	14.6	12.6	10.9	3.6	4.2	4.8	81%	16%	16%
2156.HK	建发物业	买入	54	33.9	22.8	15.9	1.6	2.4	3.4	50%	49%	43%
	平均值		645	16.3	14.2	9.7	75.5	71.6	87.1	30%	14%	36%
	中位值		368	9.7	8.0	7.0	30.3	40.1	55.5	42%	24%	26%

来源: wind, 国金证券研究所 注: 1) 数据截至 2023 年 3 月 24 日; 2) 预测数据为国金预测; 贝壳的利润数据为 Non-GAAP 净利润口径。

风险提示

REITs 发行进度不及预期。若商业类资产申报发行 REITs 的进度较为缓慢, 则对持有物业资产流动性的改善效果有所下降, 新政作用也将不及预期。

市场对宽松政策反应钝化。目前房地产调控宽松基调已定, 各地均陆续出台房地产利好政策, 若政策利好对市场信心的提振不及预期, 市场销售将较长一段时间处于低迷态势。

多家房企出现债务违约。若在宽松政策出台期间, 多家房企出现债务违约, 将对市场信心产生更大的冲击, 房企自救意愿低落、消费者观望情绪加剧、金融机构挤兑债务等, 房地产业良性循环实现难度加大。

行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402