



Research and
Development Center

REITs 扩容至消费类基础设施，

商业地产“投融资退”渠道打通

——消费基础设施类公募 REITs 纳入试点范围点评

2023 年 4 月 2 日

证券研究报告

行业研究

行业专题报告

房地产行业

投资评级 看好

上次评级 看好

江宇辉房地产行业首席分析师

执业编号: S1500522010002

联系电话: +8618621759430

邮箱: jiangyuhui@cindasc.com

REITs 扩容至消费类基础设施，商业地产“投融管退”渠道打通

2023 年 4 月 2 日

摘要:

政策：资产扩容，消费类基础设施纳入试点。为进一步健全 REITs 市场功能，推进 REITs 常态化发行，完善基础制度和监管安排，证监会 3 月 24 日发布《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》正式将试点资产类型拓宽至百货商场、购物中心等城乡商业网点项目，标志着商业地产发行 REITs 政策正式落地。除扩充资产类别外，新规还有三个重点值得关注：要求原始权益人为独立法人主体，与住宅开发业务隔离。我们认为房企通过业务、资产隔离仍然有望发行公募 REITs，但回收资金无法回流母公司用作偿债和补充流动性资金。分类调整项目收益率和资产规模要求。申报规模将保租房项目的规模下调至首发 8 亿元，扩募 16 亿元，其他项目未变，体现了对于保租房发行 REITs 的鼓励与呵护。

REITs 扩容至商业地产将对地产行业带来哪些改变？ 不动产投资层面：盘活优质商业资产，拓宽商业不动产投资工具。本次将百货商场、购物中心等消费类商业地产纳入 C-REITs 试点资产类型，有望盘活优质商业资产。行业层面：推动房地产业向新发展模式平稳过渡。1) 短期提供去杠杆途径，缓解资金困境。2) 长期向追求高质量管理能力模式过渡。企业层面：商业资产打通“投融管退”反哺上市公司。商业地产获准发行公募 REITs 后，实质上会打通一条除了拓展第三方项目之外的轻资产发展途径——打通“投融管退”渠道，即：1) 通过 REITs 出表项目募集资金，获得业务拓展资金；2) 通过旗下商管子运营底层资产获得管理费用，实现真正的轻资产运营；3) 通过认购 REITs 获得稳定分派收益。

哪些房企有望率先受益？ 1) 主体方面：已出险或资金状况较为困难的房企事实上较难顺利发行公募 REITs，资金情况较好、现金流充裕的高信用房企才有望顺利发行公募 REITs。另外从目前已经发行上市的公募 REITs 主体情况来看：国企或行业龙头有望成为最先顺利完成公募 REITs 发行的主体。2) 资产方面：无论是监管审核要求还是交易所层面监管要求，申报的重点都是成熟优质、运营稳定的基础设施项目。为了确保公募 REITs 产品收益相对稳定，要求底层资产现金流预期相对明确、波动性较小。首批试点发行的公募 REITs 对于资产质量要求通常更高——一线城市购物中心资产更有可能成为第一批消费类公募 REITs 发行底层资产。资产包或为最可能的模式，对发行人的资产质量和资产规模提出要求。

长期受益主体底层逻辑：投资端和管理端优势价值凸显。结合 Pre-REITs，商业地产“投融管退”已打通。2023 年 2 月 20 日，中国证券投资基金业协会正式发布《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》，规定不动产私募投资基金的投资范围包括特定居住用房（包括存量商品住宅、保障性住房、市场化租赁住房）、商业经营用房、基础设施项目等。除居住用房外，投资范围与公募 REITs 底层资产范围有一定的重合性，因此结合 Pre-REITs 和公募 REITs 来看，资金占用较大、回报周期长的商业地产项目的“投融管退”渠道已经打通。从“投融管退”四个环节来看，其中“投资”与“管理”由房企主导，因此在投资端和管理端的优势有望在获准发行公募 REITs 中得以凸显。

风险因素：政策风险：政策存在变化风险。市场风险：公募 REITs 发行不及预期。

信达证券股份有限公司
CINDASECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

目录

1 政策：资产扩容，消费类基础设施纳入试点	4
2. REITs 扩容至商业地产将对地产行业带来哪些改变？	7
3. 哪些房企有望率先受益？	9
4. 长期受益主体底层逻辑：投资端和管理端优势价值凸显	13
风险因素	13

图表目录

图表 1：公募 REITs 政策文件中关于底层资产类型扩容变化	5
图表 2：全国购物中心体量	7
图表 3：全国购物中心数量	7
图表 4：发行上市产权类公募 REITs 原始权益人及性质一览	9
图表 5：发行上市仓储物流类 REITs 底层资产情况一览	11

1 政策：资产扩容，消费类基础设施纳入试点

为进一步健全 REITs 市场功能，推进 REITs 常态化发行，完善基础制度和监管安排，证监会 3 月 24 日发布《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》。其中在加快推进市场体系建设，提升服务实体经济能力方面提出：**1）拓宽试点资产类型。**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。**2）分类调整项目收益率和资产规模要求。**申报发行基础设施 REITs 的特许经营权、经营收益权类项目，基金存续期内部收益率（IRR）原则上不低于 5%；非特许经营权、经营收益权类项目，预计未来 3 年每年净现金流分派率原则上不低于 3.8%。**3）推动扩募发行常态化。**鼓励运营业绩良好、投资运作稳健、会计基础工作规范的上市 REITs 通过增发份额收购资产，开展并购重组活动。

1.1 政策回顾：资产类型扩容试点，商业地产发行 REITs 政策落地

《国家发展改革委办公厅关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报工作的通知》首次试点资产类型包括仓储物流、收费公路等在内的 8 种资产，《国家发展改革委关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》将资产种类扩充至保障性租赁住房 and 能源基础设施。同时，作为海外广泛接受做底层资产的商业地产方面的试点表态也逐渐增加，2022 年末证监会副主席李超表示将研究推动 REITs 试点范围拓展到市场化的长租房及商业不动产等领域，这是监管首次提出商业地产 REITs 试点可能性。2023 年 2 月，中基协发布《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》，明确不动产私募投资基金的投资范围包括了存量商品住宅、市场化租赁住房、商业经营用房。证监会 3 月 24 日发布的《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》正式将试点资产类型拓宽至百货商场、购物中心等城乡商业网点项目，标志着商业地产发行 REITs 政策正式落地，尽管写字楼、酒店等业态尚未扩容，但本次政策对于商业地产部分业态的扩容仍然是商业地产不动产投资的重大进展。

图表 1：公募 REITs 政策文件中关于底层资产类型扩容变化

政策文件	公募 REITs 扩容类型
《国家发展改革委办公厅关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报工作的通知》	1. 仓储物流项目。 2. 收费公路、铁路、机场、港口项目。 3. 城镇污水垃圾处理及资源化利用、固废危废医废处理、大宗固体废弃物综合利用项目。 4. 城镇供水、供电、供气、供热项目。 5. 数据中心、人工智能、智能计算中心项目。 6. 5G、通信铁塔、物联网、工业互联网、宽带网络、有线电视网络项目。 7. 智能交通、智慧能源、智慧城市项目。 8. 鼓励国家战略性新兴产业集群、高科技产业园、特色产业园等开展试点。
《国家发展改革委关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》	1. 交通基础设施。包括收费公路、铁路、机场、港口项目。 2. 能源基础设施。包括风电、光伏发电、水力发电、天然气发电、生物质发电、核电等清洁能源项目，特高压输电项目，增量配电网、微电网、充电基础设施项目，分布式冷热电项目。 3. 市政基础设施。包括城镇供水、供电、供气、供热项目，以及停车场项目。 4. 生态环保基础设施。包括城镇污水垃圾处理及资源化利用环境基础设施、固废危废医废处理环境基础设施、大宗固体废弃物综合利用基础设施项目。 5. 仓储物流基础设施。 7. 新型基础设施。包括数据中心类、人工智能项目，5G、通信铁塔、物联网、工业互联网、宽带网络、有线电视网络项目，智能交通、智慧能源、智慧城市项目。 8. 保障性租赁住房。包括各直辖市及人口净流入大城市的保障性租赁住房项目。 9. 探索在其他基础设施领域开展试点。 （1）具有供水、发电等功能的水利设施； （2） 自然文化遗产、国家 AAAAA 级旅游景区等具有较好收益的旅游基础设施。
《证监会关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》	拓宽试点资产类型。贯彻落实中央经济工作会议关于着力扩大国内需求，优化政策措施，充分发挥消费的基础作用，把恢复和扩大消费摆在优先位置的决策部署， 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。

资料来源：证监会官网，发改委官网，信达证券研发中心

1.2 新规亮点：要求隔离开发业务、分类调整收益与规模、细化回收资金用途

除扩充资产类别外，新规还有三个重点值得关注：

要求原始权益人为独立法人主体，与住宅开发业务隔离。通知强调“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。”由于绝大多数的购物中心等商业资产持有者均为有住宅开发业务的房企，且当前房企信用风险仍未完全化解、房地产的三高模式并未完全转变，因此无论是从潜在风险角度还是从促进房地产市场健康发展角度，避免公募 REITs 募集资金成为商品住宅开发项目变相融资都有其合理性和必要性。此外，新规也强调“发起人（原始权益人）应利用回收资金加大便民商业、智慧商圈、数字化转型投资力度，更好满足居民消费需求”。从华夏基金华润有巢 REIT 来看，**1) 房企通过业务、资产隔离仍然有望发行公募 REITs。**华夏基金华润有巢 REIT 的原始权益人为有巢深圳，与华润置地在资产、业务、财务、人员和机构等方面进行了隔离，隔离完成后有巢深圳成为开展保障性租赁住房业务的独立法人实体，与商业住宅与商业地产开发业务进行了有效隔离，顺利完成了公募 REIT 的发行。**2) 回收资金无法回流母公司用作偿债和补充流动性资金。**有巢深圳就发行基础设施 REITs 回收资金的管理建立了《基础设施 REITs 回收资金使用管理制度》，对募集资金专户存储、资金使用的申请、分级审批权限、决策程序、风险控制措施及信息披露程序作出了明确规定，并承诺严格管控发行基础设施 REITs 的回收资金净额，确保不会流入房地产开发领域。

分类调整项目收益率和资产规模要求。1) **收益率方面:** 此前文件要求申报项目需满足未来三年净现金分派率原则上不低于 4%，新规对收益率要求进行分类细化，申报发行基础设施 REITs 的特许经营权、经营收益权类项目，基金存续期内部收益率（IRR）原则上不低于 5%；而非特许经营权、经营收益权类项目，预计未来 3 年每年净现金流分派率原则上不低于 3.8%，下调了 0.2pct。2) **申报规模:** 此前发行要求规定首发申报规模不少于 10 亿元，扩募申报规模不少于 20 亿元，本次将保租房项目的规模下调至首发 8 亿元，扩募 16 亿元，其他项目未变，体现了对于保租房发行 REITs 的鼓励与呵护。

细化回收资金用途。以前规定 90%以上净回收资金应当用于在建项目或前期工作成熟的项目，本次细化资金用途，不超过 30%用于盘活存量资产项目，不超过 10%用于已上市基础设施项目的小股东推出或补充发行人流动资金。

2. REITs 扩容至商业地产将对地产行业带来哪些改变？

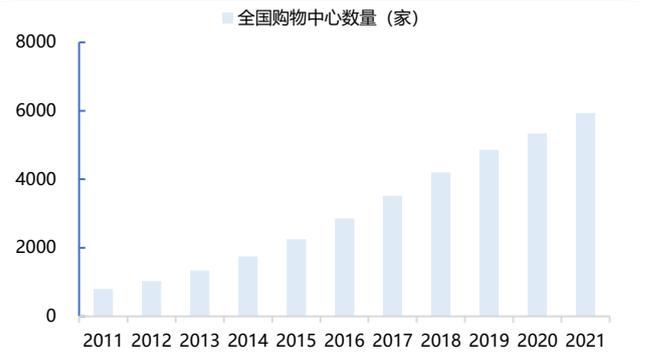
不动产投资层面：盘活优质商业资产，拓宽商业不动产投资工具。根据 EPRA，截至 2021 年我国商业不动产存量市值约 35 万亿元人民币，全国购物中心体量达到 48832 万平，但成交活跃度偏低，而制约不动产存量交易活跃度的核心原因在于在没有合适金融工具的情况下，不动产大宗交易的金额较大导致投资门槛过高。而公募 REITs 则以资产证券化的方式，使不动产投资的门槛降低，使普通投资者能够参与投资。因此，本次将百货商场、购物中心等消费类商业地产纳入 C-REITs 试点资产类型，有望盘活优质商业资产。

图表 2: 全国购物中心体量



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图表 3: 全国购物中心数量



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

行业层面：推动房地产业向新发展模式平稳过渡。中国房地产市场过去二十余年在城镇化快速发展的背景下快速发展，而房地产行业在享受高额利润的同时，不可避免地过度金融化，为追求融资资金利差，开发商通过不断获取新增土地用于扩大资金来源和开发规模，行业形成了“高杠杆、高负债、高周转”的三高重资产模式。随着城镇化接近尾声、行业进入低增长、低利润的发展平台期，行业“三高”重资产模式在新的市场背景下亟待转型。**1) 短期提供去杠杆途径，缓解资金困境。**短期来看，发行公募 REITs 募集大量资金和资产退出的两大特点，短期内可以助力拥有优质商业资产的房企通过发行消费类基础设施 REITs 的方式盘活资产，提供去杠杆的有效途径，从而应对可能存在的流动性危机，缓解行业的资金困境。**2) 长期向追求高质量管理能力模式过渡。**从长期来看，消费类公募 REITs 的收益取决于底层资产的租金收入和资产增置的空间，其中租金收入与公募 REITs 的分红率息息相关，因此房企对资产的专业运营管理能力提出了更高的要求，有助于推动房企追求高质量的运营管理能力来提升资产吸引力，而非仅以高杠杆高周转追求投资收益的旧模式。

企业层面：商业资产打通“投融管退”反哺上市公司。从房企角度来看，当前的运营持有商业地产的模式大多为自持并自主运营，这种模式的优点在于房企及其旗下商管公司可以获得运营收入，也有望获得资产增值的投资收益，但当行业进入深入调整阶段，一方面自持带来的资金沉淀庞大，成为房企面临资金困境时的资产“包袱”，另一方面在经济下行压力较大叠加行业下行周期中，出售商业资产也可能导致投资损失。因此头部企业普遍都提出了加大轻资产拓展的力度。**商业地产获准发行公募 REITs 后，实质上会打通一条除了拓展第三方项目之外的轻资产发展途径——打通“投融管退”渠道，即：1) 通过 REITs 出表项目募集资金，获得业务拓展资金；2) 通过旗下商管子公司运营底层资产获得管理费用，实现真正的轻资产运营；3) 通过认购 REITs 获得稳定分派收益。**以华夏越秀高速公路 REIT 为例，原始权益人越秀中国的唯一股东越秀交通基建在收购路产自行培养运营方面经验丰富，旗下大多数路产为外部购得，且置入公司后收益良好，但占用资金量大，投资回收期长。公募 REITs 正式落地后，越秀交通基建搭建了上市平台、REITs 平台、孵化平台三大平台，通过公募 REITs 平台缩短公司的投资回收周期，提升整体盈利水平，

对接上市平台和孵化平台，反哺上市公司资金和项目拓展能力，2021 年华夏越秀高速公路 REIT 上市发行，越秀交通基建回笼资金 13.92 亿元，录得处置收益 9.61 亿元，同时越秀中国也认购了 REIT 平台 30% 的份额享受分派收益，同时广州越通公路管理运营有限公司（越秀交通基建全资子公司）负责运营和管理底层资产。

3. 哪些房企有望率先受益？

3.1 主体：强调权属清晰，行业高信用龙头国企有望最先发行

根据公募 REITs 的相关法规，主体是否能发行公募 REITs 的核心关键点在于：底层资产的权属是否清晰。

底层资产权属要求方面：发改委、证监会和交易所对于“合格的底层资产”提出了权利完整、边界明确清晰的要求。发改委要求基础设施项目权属清晰、资产范围明确，并特别提到发起人依法合规直接或间接拥有项目所有权、特许经营权或经营收益权；证监会要求原始权益人对基础设施项目享有完全所有权或经营权利，不存在重大经济或法律纠纷；交易所要求基础设施项目应当权属清晰，资产范围明确，并依照规定完成了相应的权属登记。

由于商业地产项目是重资产投资，且所有者如果是房地产开发公司，通常会在项目建设时或建成后设立相关的不动产抵押、项目公司股权质押或者应收款项质押用于债务融资，而有担保的债权人对于抵质押资产的所有权优先于资产所有人，也优于公募 REITs 投资者。因此出于保护投资者目的，监管机构要求基础设施项目不存在抵押、查封、扣押、冻结等其他权利限制和应付未付义务。

因此，无论是国企还是民企，在将商业资产作为底层资产发行公募 REITs 之前均需要厘清底层资产的权属，同时 C-REITs 采取的是“公募基金-专项计划-项目公司”三层结构，因此原始权益人需要先将包含底层资产的项目公司股权转让给专项计划，在这个阶段需要保证项目公司的债务清偿。因此，尽管公募 REITs 能够为作为原始权益人的房企带来项目出表资金，但至少在项目发行前，房企需要提前偿付项目相关联的债务，事实上对于资金仍然有一定要求，因此已出险或资金状况较为困难的房企事实上较难顺利发行公募 REITs，资金情况较好、现金流充裕的高信用房企才有望顺利发行公募 REITs。

另外从目前已经发行上市的公募 REITs 主体情况来看：国企或行业龙头有望成为最先顺利完成公募 REITs 发行的主体。已上市的 16 只产权类公募 REITs 原始权益人中，13 只为地方国有企业或中央国有企业，仅有 3 只为外资企业，其中仅有中金普洛斯 REIT 为批发行，主要由于普洛斯为中国仓储物流行业龙头，其余两只嘉实京东仓储基础设施 REIT、国泰君安临港创新产业园 REIT 均为所属项目类型的第二或第三批上市公募 REITs。参考中国商业地产市场，我们认为消费类基础设施 REITs 中最先顺利发行的主体较大概率为国有企业。

图表 4：发行上市产权类公募 REITs 原始权益人及性质一览

代码	名称	项目属性	项目类型	原始权益人	原始权益人性质
508068.SH	华夏北京保障房 REIT	产权类	保障性租赁住房	北京保障房中心有限公司	地方国有企业
508098.SH	嘉实京东仓储基础设施 REIT	产权类	仓储物流	北京京东世纪贸易有限公司	外商独资企业
508058.SH	中金厦门安居 REIT	产权类	保障性租赁住房	厦门安居集团有限公司	地方国有企业
508027.SH	东吴苏园产业 REIT	产权类	园区基础设施	苏州工业园区建屋产业园开发有限公司	地方国有企业
508088.SH	国泰君安东久新经济 REIT	产权类	园区基础设施	FULL REGALIA LIMITED	外资企业
508021.SH	国泰君安临港创新产业园 REIT	产权类	园区基础设施	上海临港奉贤经济发展有限公司	中央国有企业
508056.SH	中金普洛斯 REIT	产权类	仓储物流	普洛斯中国控股有限公司	外商独资企业
508077.SH	华夏基金华润有巢 REIT	产权类	保障性租赁住房	有巢住房租赁(深圳)有限公司	中央国有企业
508000.SH	华安张江光大 REIT	产权类	园区基础设施	光控安石(北京)投资管理有限公司	地方国有企业
180301.SZ	红土创新盐田港 REIT	产权类	仓储物流	深圳港集团有限公司	地方国有企业
180102.SZ	华夏合肥高新 REIT	产权类	园区基础设施	合肥高新股份有限公司	地方国有企业

180103.SZ	华夏和达高科 REIT	产权类	园区基础设施	杭州和达高科技发展集团有限公司	地方国有企业
508099.SH	建信中关村 REIT	产权类	园区基础设施	北京中关村软件园发展有限责任公司	地方国有企业
180401.SZ	鹏华深圳能源 REIT	产权类	能源基础设施	深圳能源集团股份有限公司	地方国有企业
180501.SZ	红土创新深圳安居 REIT	产权类	保障性租赁住房	深圳市福田人才安居有限公司	地方国有企业
180101.SZ	博时蛇口产业园 REIT	产权类	园区基础设施	招商局蛇口工业区控股股份有限公司	中央国有企业

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3.2 资产质量：一线城市核心区域运营成熟稳定的项目

根据公募 REITs 的相关法规要求，对于底层资产的规范要求细化为 3 方面：**1) 资产规模要求：**首发规模不低于 10 亿元，扩募规模不少于 20 亿元；**2) 运营时间要求：**根据“958 号文”规定，底层资产运营时间最低门槛为 3 年，但对于已能够实现长期稳定收益的项目可适当降低运营时间的要求；**3) 募集资金用途：**净回收资金应主要用于在建项目、前期工作成熟的新项目，其中不超过 30% 的净回收资金可用于盘活存量资产项目，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流动资金等。

无论是监管审核要求还是交易所层面监管要求，申报的重点都是**成熟优质、运营稳定**的基础设施项目：1) 项目具备成熟稳定的运营模式，运营收入有较好的增长潜力；2) 运营时间原则上不低于 3 年，投资回报良好；3) 对于依托租赁收入的基础设施项目，近 3 年的出租率保持较高水平，租金收缴情况良好，承租人行行业分布合理，主要承租人资信状况良好、租约稳定。**可见为了确保公募 REITs 产品收益相对稳定，要求底层资产现金流预期相对明确、波动性较小。**

考虑到购物中心如果作为公募 REITs 底层资产，其产权类属性、强地域属性与仓储物流类公募 REITs 存在一定相似度，因此我们参考首批、二批发行的 3 只公募 REITs 中金普洛斯 REIT、红土创新盐田港 REIT 和嘉实京东仓储基础设施 REIT 底层资产作为分析对象，探讨首批以购物中心为底层资产发行的公募 REITs 的底层资产可能有哪些特点：

- 1) **首批试点发行的公募 REITs 对于资产质量要求通常更高——一线城市购物中心资产更有望成为第一批消费类公募 REITs 发行底层资产。**中金普洛斯 REIT 与红土创新盐田港 REIT 为首批上市发行的仓储物流类公募 REIT，其中红土盐田港为位于深圳的 32 万平单一物流园区，租金成长率为 2.5%-3%，仓储物流的租金 39.3 元/平/月，处于较高水平；中金普洛斯为北京、广州的四个一线城市和佛山、苏州和昆山的三个一线城市周边交通枢纽类卫星城物流园，平均出租率接近 100%，其中面积较大、估值水平较高的北京、广州、佛山三个物流园区的租金水平均在 30 元/平/月以上，同时由于普洛斯为物流地产行业的龙头企业，运营水平领先，因此租金成长率可以达到 3%-5%。第二批次发行的嘉实京东仓储基础设施 REIT 为位于重庆和武汉两个二线城市的物流园与位于北京周边卫星城廊坊的物流园，租金水平较第一批相对较低，租金增长率水平相对较弱，但出租率也均达到 100%。因此，总体来看作为第一批发行的公募 REIT 在资产质量上明显更高。**因此，我们认为购物中心作为公募 REITs 底层资产发行上市过程中，考虑到购物中心也具有较强的区域差异，因此有望获准第一批发行的底层资产包最有可能是一线城市核心商圈、运营稳定、接近满租、租金增长率稳定的购物中心。**

图表 5：发行上市仓储物流类 REITs 底层资产情况一览

	资产名称	城市	2020 年出租率	租金 (元/平/月)	建筑面积 (万平)	估值 (亿元)	租金成长率 (%)
中金普洛斯 REIT	普洛斯北京空港物流园	北京市	96.85%	67.38	13.05	16.37	3%-5%
	普洛斯通州光机电物流园	北京市	100%	74.35	4.56	4.89	
	普洛斯广州保税物流园	广州市	100%	24.63	4.42	2.01	
	普洛斯增城物流园	广州市	100%	40.13	10.91	8.89	
	普洛斯顺德物流园	佛山市	100%	33.05	10.50	5.87	
	苏州望亭普洛斯物流园	苏州市	100%	33.72	9.21	5.09	
	普洛斯淀山湖物流园	昆山市	97.24%	25.24	17.84	10.34	
红土创新盐田港 REIT	现代物流中心项目	深圳市	100%	仓储物流：39.3 配套办公：53	32.04	17.05	2.5%-3%
嘉实京东仓储基础设施 REIT	京东重庆电子商务基地项目(中转配送中心)一期	重庆市	100%	22.53	19.98	6.24	2%-3%
	京东亚洲一号廊坊经开物流园	廊坊市	100%	36.05	10.02	6.62	
	京东商城亚洲 1 号仓储华中总部建设项目	武汉市	100%	32.4	5.10	2.79	3%

资料来源：嘉实京东仓储基础设施 REIT 招募说明书，信达证券研发中心

2) 资产规模较大：资产包或为最可能的模式，对发行人的资产质量和资产规模提出要求。“958 号文”规定，首次发行公募 REITs 对应的基础设施项目当期评估净值原则上应不低于 10 亿元，从实际发行来看无论是第一批或第二批发行的物流仓储公募 REITs，资产规模均超过 10 亿元，其中除了规模较大的红土盐田港 REIT 外均为资产包形式打包多个物流园作为底层资产上市。另外从扩募情况来看，要求扩募资产规模原则上不低于拟首次发行公募 REITs 底层资产规模的 2 倍，按照目前的扩募进度来看，新购入资产股东与原始权益人为同一人或同一控制人的扩募流程更畅通。**因此我们认为，除底层资产规模较大、经营具有特殊性等情况外，将多个购物中心打包上市或为购物中心作为底层资产发行公募 REITs 最可能的模式，同时本身专注于商业地产、有可以持续扩募注入优质商业资产的发行人或更能满足 REITs 发行对资产质量、规模和扩募的要求。**

通过分析公募 REITs 发行主体和资产情况，我们将可能发行消费类基础设施公募 REITs 的房企划分为三类：

- 1) 专注于商业地产开发运营的国央企房企。**综合考虑此前公募 REITs 发行主体多为国企和当前民企资金压力等因素，并且考虑到政策将购物中心纳入消费类公募 REITs 发行范围意在促进消费，因此我们认为最有可能率先进行消费类公募 REITs 发行的主体可能为专注于商业地产开发运营的国央企房企，具有代表性的有大悦城、中国国贸、金融街、和陆家嘴等。
- 2) 持有优质商业资产的开发类国央企房企。**其他持有大量优质商业资产的开发类房企，例如招商蛇口、华润置地、保利发展等也拥有优质商业资产，这类房企如果有项目出表的意愿，凭借较高的信用水平、稳健的运营能力也有望受益于消费类基础设施建设公募 REITs。
- 3) 持有优质商业资产且具有商业资产运营优势的民企。**民企方面，例如万科 A、龙湖

集团、新城控股、中骏集团控股和宝龙地产等房企，虽然目前仍然受制于行业景气度低带来的资金承压，短期内无论从发行实力还是政策意义上发行难度均较大，但随着资金困境逐步缓解，这类民企在商业资产运营方面具有独特优势。例如万科、龙湖和新城控股在核心城市的购物中心品牌效应较强，而中骏集团控股、宝龙地产则有成熟的上市商业运营管理公司，管理运营能力在轻资产输出方面也得以验证，成熟的运营能力和品牌效应对租金、出租率等方面有提升作用，从而有望提升公募 REITs 的收益水平。因此我们认为在消费类 REITs 发行进入常态化、民企主体资金压力缓解后，民企凭借运营优势也有发行公募 REITs 的可能性。

4. 长期受益主体底层逻辑：投资端和管理端优势价值凸显

结合 Pre-REITs，商业地产“投融管退”已打通。2023年2月20日，中国证券投资基金业协会正式发布《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》，明确不动产投资范围、管理人试点要求、向适格投资者募集、适度放宽股债比及扩募限制、加强事中事后监测等，从基金募集、投资、运作、信息披露等方面进行规范。规定不动产私募投资基金的投资范围包括特定居住用房（包括存量商品住宅、保障性住房、市场化租赁住房）、商业经营用房、基础设施项目等。除居住用房外，投资范围与公募 REITs 底层资产范围有一定的重合性，因此不动产私募投资基金的推出可以理解为 Pre-REITs 基金，投资者通过不动产私募投资基金提前投资于有望发行公募 REITs 的底层资产的建设、运营和培育过程，待到项目成熟时联通公募 REITs 实现资金退出。因此结合 Pre-REITs 和公募 REITs 来看，资金占用较大、回报周期长的商业地产项目的“投融管退”渠道已经打通。

“投”与“管”为房企受益于 REITs 发行的核心环节，投资端和管理端优势价值有望凸显。从“投融管退”四个环节来看，其中“投资”与“管理”由房企主导，因此在投资端和管理端的优势有望在获准发行公募 REITs 中得以凸显。以亚洲知名大型多元化房地产集团凯德集团为例，凯德集团采取“PE+REITs”双基金模式，对于开发期和培育期这类高风险、高收益的商业物业项目，凯德通过房地产私募基金进行投资；对于现金流稳定的成熟期商业物业项目，通过 REITs 进行投资，REITs 对凯德私募培育的项目具有优先购买权，形成了私募基金培育，打包出售给 REITs 的双基金配对运作模式。其中 PE 阶段需要公司有较好的商业地产投资能力，对资产的做出准确的投资判断，而 REIT 阶段仍由公司担任物业管理人，对公司的商业地产管理运营能力提出要求，具有投资端和管理运营端的双重优势才能加速资本高效流动。因此我们认为从 Pre-REITs+公募 REITs 的长期模式来看，在商业地产方面具有更强的投资能力和管理运营能力的房企有望长期受益于这种模式。

风险因素

政策风险：政策存在变化风险

市场风险：消费类公募 REITs 发行进度不及预期

研究团队简介

江宇辉，信达证券房地产行业首席分析师，中南财经政法大学管理学学士，上海财经大学金融硕士，从事地产行业研究六年，先后供职于中信建投证券、中梁地产集团。曾获 2015 年第十三届新财富房地产最佳分析师第二名，2016 年第十四届新财富房地产最佳分析师第五名，2017 年第十五届新财富房地产最佳分析师第三名。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。