

行业研究/深度研究

2019年04月04日

行业评级:

房地产

增持(维持)

正本清源，元年开启

——公募 REITs 系列研究之一

陈慎 执业证书编号: S0570519010002
研究员 chenshen@htsc.com

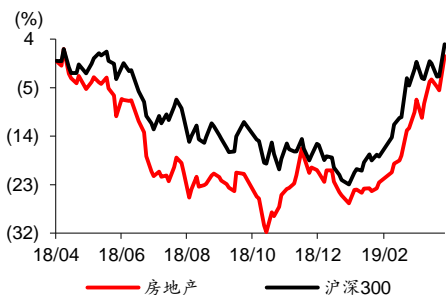
韩笑 执业证书编号: S0570518010002
研究员 hanxiao012792@htsc.com

林正衡 021-28972087
联系人 linzhengheng@htsc.com

相关研究

- 1 《房地产: 增速持续修复, 金三成色显现》
2019.04
- 2 《华侨城 A(000069,买入): 异地积极拓展, 业绩稳步前行》2019.04
- 3 《世联行(002285,增持): “三升一降” 强化转型定力》2019.03

一年内行业走势图



资料来源: Wind

核心观点

随着我国 ABS 发展及相关制度的推进,我们认为公募 REITs 出台条件逐渐成熟,今年相关试点有望先行,预示着我国公募 REITs 正本清源、开启元年。未来随着试点完善和路径破冰,我们有理由期待我国公募 REITs 市场不断完善,为我国不动产投资带来新的渠道和空间。我们建议投资者从四个角度关注 A 股相关投资机会:具备不动产“募投管退”经验的私募基金;拥有优质集中式长租公寓的企业,建议关注万科 A、中华企业等;拥有优质商办类资产的企业,建议关注金融街、大悦城、新城控股、世茂股份、中国国贸等;拥有优质园区类资产的企业。

公募 REITs 缘起美国, 具备四大核心特点

房地产投资信托基金(REITs)是以发行股票或收益凭证的方式募集投资者的资金,由专门管理机构进行不动产投资和运营,并将租金和不动产增值收益按比例分配给投资者的一种公司型或契约型基金。REITs 起源于 20 世纪 60 年代的美国,期间相关税收制度革新驱动其大幅发展,2018 年末全球总市值超过 2 万亿美元。REITs 具备四大核心特点:底层资产以成熟不动产为主;收入来源以租金为主;强制分红比例;遵循税收中性原则。按投资对象区分,可以分为权益型、抵押贷款型和混合型;按发行方式区分,可以分为公募型和私募型;按组织形式区分,可以分为公司型和契约型。

我国资产证券化推进有成效, 但也存在一定障碍

我国 REITs 起源于 2005 年,越秀 REITs 在香港上市,此后央行和证监会等部门持续推进 REITs 制度建设。2014 年,在资产证券化迎来备案制利好、房地产融资环境改善的驱动下,类 REITs 规模开始快速扩张,为公募 REITs 的推出奠定良好基础。但相对公募 REITs,类 REITs 在标准化程度、税收负担、增信措施、投资期限、底层资产周转、投资者准入门槛、流动性、透明度等方面仍然存在诸多差距。产品属性认知不清、与房价关系认知不清、法律法规不完善、租金收益率偏低、资产配置功能被忽视是制约我国公募 REITs 推出的五大因素,其中租金收益率偏低是实质性障碍。

公募 REITs 推进试点先行, 期待正本清源

我国公募 REITs 迎来三大积极因素:政策层面加速推进、核心城市不动产逐渐彰显投资吸引力、流动性宽松叠加大资管时代到来。从底层资产和政策支持的角度看,长租公寓和基础设施有望成为试点突破口,雄安、海南、北上广深有望成为试点区域。参考北大光华 REITs 课题组等的研究成果,推进存在三种可能路径:公募基金+ABS、ABS 公募化、新券模式。其中,公募基金+ABS 模式以公募基金为 REITs 载体,允许公募基金投资满足底层资产、收入来源和分红比例要求的 ABS 产品,同时给予税收中性支持。该模式充分借鉴现有制度框架和产品经验,推进可能性最大。

风险提示:公募 REITs 推进节奏不及预期,公募 REITs 具体内涵存在不确定性,符合投资者收益率要求的底层资产偏少。

正文目录

缘起美国，具备四大核心特点	4
什么是 REITs?	4
REITs 的四大核心特点	6
REITs 的主要分类	8
REITs 的主要优势	10
我国资产证券化推进有成效，但也存在一定障碍	12
我国 REITs 起步于 2005 年，2014 年起加速推进	12
REITs 未至，类 REITs 先行	13
类 REITs 的积极意义和不足	14
公募 REITs 的障碍在哪里?	15
公募 REITs 推进试点先行，期待正本清源	17
国内公募 REITs 有望试点先行	17
推进切入点：长租公寓和基础设施有望优先成为试点突破口	22
推进可能路径：公募基金+ABS 模式可能性较大	23
投资建议	25

图表目录

图表 1： REITs 产品结构示意图	4
图表 2： 美国 REITs 发展大事记	5
图表 3： 美国 REITs 市值变化（1971-2018 年）	5
图表 4： 主要国家或地区 REITs 数量和市值（截至 2019 年 3 月末）	6
图表 5： 2018 年末已有将近 40 个国家或地区创设 REITs 产品	6
图表 6： REITs 的四大特点	7
图表 7： 主要国家和地区 REITs 四大核心特点	8
图表 8： 权益型、抵押贷款型和混合型 REITs 对比	8
图表 9： 权益型 REITs 逐渐成为美国 REITs 的主流产品	9
图表 10： 2017 年公募 REITs 占美国 REITs 分红总规模的 93%	9
图表 11： 公司型和契约型 REITs 对比	10
图表 12： REITs 总收益指数与主要股票指数历史走势对比	10
图表 13： 1972-2019M1 美国权益型 REITs 复合年化收益约为 12%，与标普 500 指数相比具有吸引力	11
图表 14： 权益型 REITs 收益率和主要股票指数收益率相关系数较低	11
图表 15： 我国 REITs 大事记（2001-2017 年）	12
图表 16： 类 REITs 产品结构示意图	13
图表 17： 截至 2018 年末，我国类 REITs 累计规模达 903 亿元	13
图表 18： 截至 2018 年末，我国类 REITs 底层资产类型以商办物业为主	13
图表 19： 类 REITs 与标准化公募 REITs 仍然存在明显差距	14

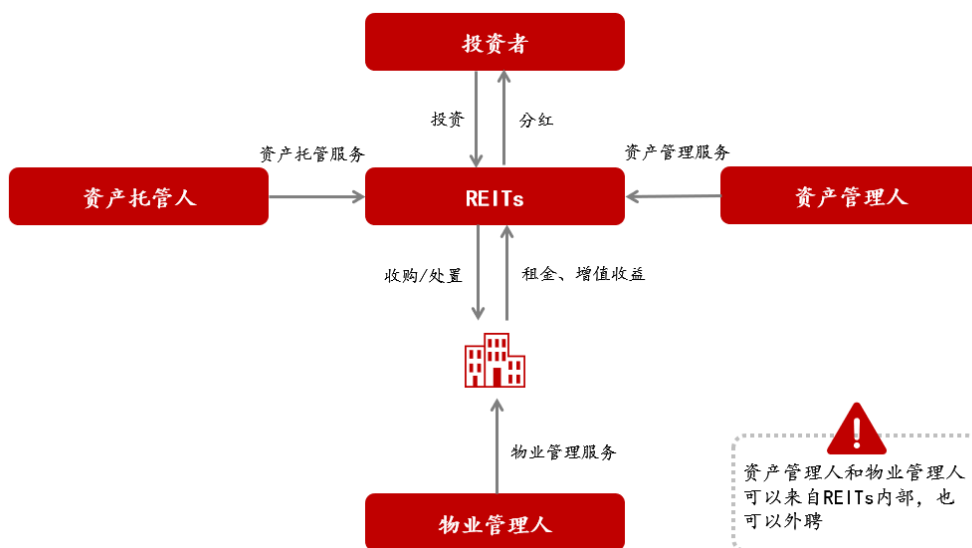
图表 20: 2011-2018 年美国 REITs 累计从资本市场融资 5335 亿美元, 体现融资属性	15
图表 21: 2018 第四季度上海各类物业净租金收益率	16
图表 22: 重点城市住宅租金收益率 (统计时间为 2019 年 3 月 22 日)	16
图表 23: 制约我国公募 REITs 的五大因素	16
图表 24: 2018 年以来公募 REITs 呼之欲出	17
图表 25: 我国办公楼成交面积长期保持上升趋势	18
图表 26: 我国商业营业用房成交面积长期保持上升趋势	18
图表 27: 2010 年以来我国不动产大宗成交金额 (单位: 亿元)	18
图表 28: 上海不动产大宗交易金额和外资占比	19
图表 29: 北京不动产大宗交易金额和外资占比	19
图表 30: 2016 年以来我国不动产大宗交易中外资占比持续提升	19
图表 31: 2019 年以来外资继续布局我国核心城市不动产	19
图表 32: 2018 年末香港上市 REITs 持有中国境内物业情况	20
图表 33: 香港上市持有中国境内物业的 REITs 股价表现 (前复权, 截至 2019 年 3 月 22 日)	20
图表 34: 2018 年以来人民币存款准备金率再次下行	21
图表 35: 2018 年以来 1 年期 SHIBOR 下行	21
图表 36: 2018 年以来国债到期收益率下行	21
图表 37: 我国城市家庭户均资产持续增长	22
图表 38: 2017 年我国城市家庭户均资产的 78% 为房产, 明显高于美国	22
图表 39: 中国家庭 60% 金融资产配置于低风险银行存款、理财、现金	22
图表 40: 中国家庭投资品多样性不及美国	22
图表 41: 2012 年以来以收费基础设施和 PPP 项目为基础资产的 ABS 产品发行规模	23
图表 42: 三种可能路径对比	24
图表 43: 关注公募 REITs 推进带来的 A 股投资机会	25

缘起美国，具备四大核心特点

什么是 REITs?

房地产投资信托基金（REITs, Real Estate Investment Trusts）是以发行股票或收益凭证的方式募集投资者的资金，由专门管理机构进行不动产投资和运营，并将租金和不动产增值收益按比例分配给投资者的一种公司型或契约型基金。本质上来看，REITs 是将不动产产生的稳定现金流在资本市场证券化，连接资金供给方和需求方，从而实现资源整合与跨期配置的重要手段。

图表1：REITs 产品结构示意图



资料来源：NAREIT，华泰证券研究所

REITs 起源于 20 世纪 60 年代的美国，期间税收制度革新驱动美国 REITs 发展。1956-1959 年美国陷入二战后的第三次经济衰退，不动产市场成为联邦政府拉动投资、提振经济的重要选择之一，但传统的融资渠道短期内不足以支撑不动产投资所需要的大量资金。为了吸引增量社会资本进入不动产市场，1960 年联邦政府先是通过《房地产投资信托法》（Real Estate Investment Trust Act of 1960）针对 REITs 制定了明确的标准，又通过《国内税收法》（Internal Revenue Code of 1960）豁免了 REITs 主体分红部分的所得税，从而解决了 REITs 和投资者层面双重征税的问题。此后，美国 REITs 规模开始缓慢扩张，而几个重要事件的出现加快了 REITs 的扩张速度：

1986 年：联邦政府颁布《税收改革法》（The Tax Reform of 1986），一方面允许设立公司型 REITs，允许 REITs 由内部管理人进行投资决策，结束了 REITs 只能被动持有不动产的历史，为 REITs 进行主动管理打下基础，突出了 REITs 的权益属性；另一方面限制了合伙制房地产企业利用加速折旧会计处理的避税行为，使得 REITs 的税收优势更加凸显。在此之后，根据 NAREIT 的数据，权益型 REITs 的比例由 1986 年的 44% 一路增长至 2000 年的 97%，此后常年保持在 90% 左右，成为美国 REITs 市场的主流产品。

1992 年：Taubman Center REIT 成功 IPO，出现伞形有限合伙房地产投资信托基金（UPREIT, Umbrella Partnership REITs）的结构创新，通过 REITs 下设有限合伙企业，起到避免物业转让、递延增值税的作用，大幅降低 REITs 扩大在管规模的门槛，REITs 规模扩张进一步提速。

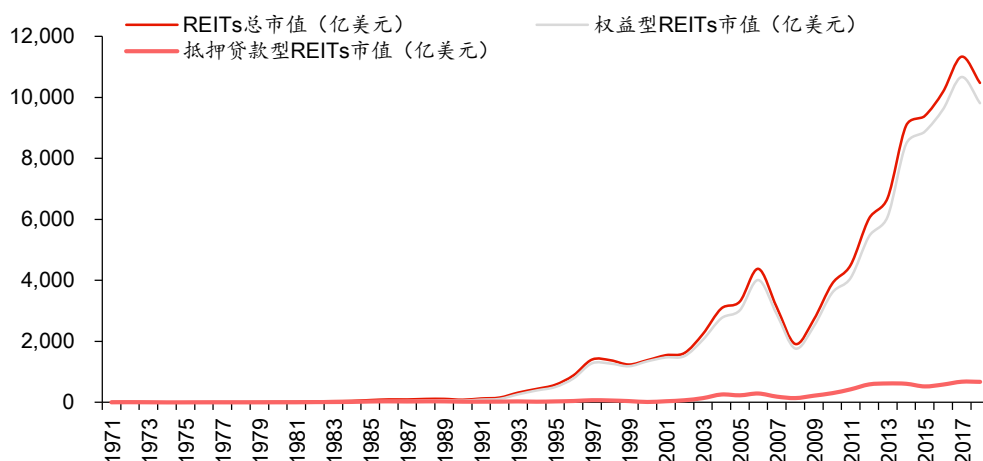
1993年：联邦政府颁布《综合预算改革法》(The Omnibus Budget Reconciliation Act of 1993)，新增股东穿透条款，降低以养老金为代表的机构投资者购买 REITs 的难度。

图表2：美国 REITs 发展大事记

时间	事件	详情
19世纪末期	-	美国东岸一些富人创设 REITs 的前身马萨诸塞商业信托 (MBT, Massachusetts Business Trusts)，希望在获得有限责任保护的前提下集资投资商业地产，但该结构存在双重征税的问题
1960年	《房地产投资信托法》(Real Estate Investment Trust Act of 1960) 和《国内税收法》(Internal Revenue Code of 1960) 颁布	REITs 有了现代化的正式标准，并且通过立法豁免对 REITs 主体的税收，从而解决了双重征税的问题
1986年	《税制改革法》(The Tax Reform of 1986) 颁布	取消《国内税收法》关于 REITs 必须以信托方式委托外部机构管理的规定，允许设立公司型 REITs，允许 REITs 由内部管理人进行决策
1992年	Taubman Center 成功 IPO	出现 UPREIT 的结构创新，物业转让以参股合伙的方式进行，起到递延增值税的作用，大幅降低了 REITs 扩大在管规模的门槛
1993年	《综合预算改革法》(The Omnibus Budget Reconciliation Act of 1993) 颁布	新增股东穿透条款，降低以养老金为代表的机构投资者购买 REITs 的难度

资料来源：NAREIT，华泰证券研究所

图表3：美国 REITs 市值变化 (1971-2018年)



资料来源：NAREIT，华泰证券研究所

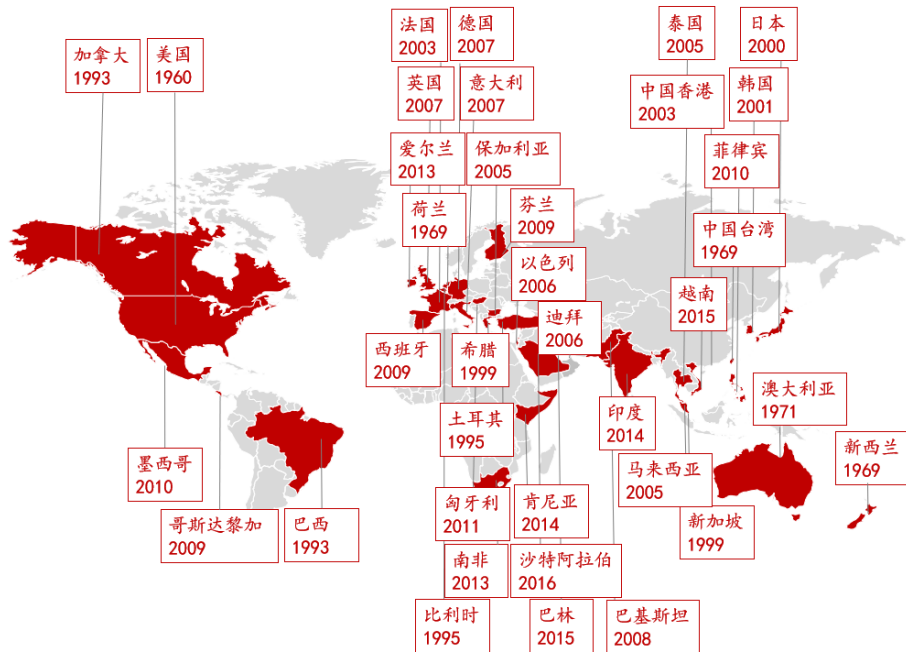
根据 NAREIT 和 Bloomberg 的数据，截至 2018 年末 REITs 已遍布将近 40 个国家和地区，全球总市值超过 2 万亿美元，其中仅美国就超过 1 万亿美元。根据安永的报告《全球 REITs 调查》(Global REIT Survey)，截至 2017 年末全球已有 12 个国家和地区建立了较为完善的 REITs 制度，包括美国、加拿大、澳大利亚、日本、新加坡、中国香港、新西兰、英国、法国、德国、比利时、荷兰，截至 2019 年 3 月末，这些国家 REITs 总市值达到 1.8 万亿美元，大约占到全球的 90%。

图表4： 主要国家或地区 REITs 数量和市值（截至 2019 年 3 月末）

国家或地区	REITs 数量 (个)	总市值 (亿美元)
美国	252	12290
日本	63	1276
澳大利亚	55	949
英国	58	767
新加坡	33	628
法国	30	577
加拿大	42	575
中国香港	11	403
荷兰	4	265
比利时	18	169
德国	6	48
新西兰	2	22

资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表5： 2018 年末已有将近 40 个国家或地区创设 REITs 产品



注：数字为该国家或地区创设 REITs 的年份

资料来源：NAREIT，华泰证券研究所

REITs 的四大核心特点

各个国家或地区对 REITs 的认定标准不尽相同,但总体来看 REITs 具有以下四个核心特点:

第一，底层资产以成熟不动产为主。REITs 大部分资金投资于能够产生稳定现金流的成熟不动产（商业物业、写字楼、长租公寓、公共基础设施等），或是房地产抵押贷款及相关资产支持证券。大部分国家和地区均设定了 REITs 不动产相关资产的最低比例，其中美国要求不动产投资比例超过 75%。澳大利亚、法国、中国香港等国家和地区则以审核是否主要进行“合格不动产投资”作为税收优惠的前提条件。

第二，收入来源以租金为主。为了避免 REITs 成为房地产开发的融资工具，引导社会资本投向存量物业，各国和地区通常对 REITs 进行房地产开发、短期交易、持有其他公司股票等加以限制。新加坡、中国香港、英国、法国、荷兰等国家和地区均对开发投资比例做出限制，确保 REITs 的收入来源以稳定的租金为主。

第三，强制分红比例。REITs 强制规定将绝大部分收益分配给投资者。美国、新加坡、日本、中国香港、英国等国家和地区明确规定租金等一般性收入的分红比例不得低于 90%，澳大利亚、加拿大、新西兰等则对不分红的部分按最高税率进行征税，以激励 REITs 向投资者进行高比例分红。

第四，遵循税收中性原则。税收中性指的是不因 REITs 结构给持有不动产增添新的税收负担，包括在 REITs 设立阶段免除或递延不动产产权转移产生的税费，以及在 REITs 运营阶段豁免部分税费。美国、澳大利亚、新加坡、日本等国家均免除 REITs 主体对于租金收入等一般性收入的所得税，避免了投资者到手现金流被双重征税。此外，相关税收政策未对不动产买卖中的交易税、印花税、财产税等税种进行大量减免，从而鼓励 REITs 进行长期投资。

图表6： REITs 的四大特点



资料来源：北大光华《中国 REITs 制度的特征与实现路径》，华泰证券研究所

图表7: 主要国家和地区 REITs 四大核心特点

国家和地区	不动产资产比例	不动产收入比例	分红比例	REITs 层面税收制度
美国	75%	上市 75%，非上市 95%	租金收入的 90%	分红部分免所得税
澳大利亚	主要进行合格不动产投资	无要求	通常 100%，否则收税	免印花税和所得税，但不分红部分按最高税率征税
新加坡	75%，开发投资限制	90%	租金收入的 90%	租金收入征 10% 房产税，免印花税，分红部分免所得税；出售收入免所得税
日本	上市 70%，非上市 95%	无要求	租金和出售收入的 90%	租金收入征 1.4% 房产税，5.3% 营业税，出售收入征印花税，分红部分免所得税
中国香港	70%，开发投资不超 10%，不得投资闲置土地	无要求	租金收入的 90%	正常征税，但在投资者层面免税
英国	75%，不得投资开发成本超过收购成本 30% 的不动产	75%	租金收入的 90%	租金收入免所得税，住宅不免；出售收入征印花税、土地税，三年以上免所得税
法国	主要投资不动产，开发投资不超 20%	无要求	租金收入的 95%，出售收入的 60%	免所得税，租金收入不免公证费，出售收入不免印花税
加拿大	90%	上市 75%，非上市 90%	租金和出售收入的 100%，否则最高税率	租金收入分红部分免税；出售收入 50% 的部分应税，且 50% 的损失可抵扣未来利得
德国	75%	75%，购入不动产后 5 年内不可卖出	租金收入的 95%，出售收入的 50%	免所得税，出售收入不免交易税
比利时	主要投资不动产	无要求，购入不动产后 5 年内不可卖出	租金收入的 80%，出售收入 4 年内必须再投资	合格的不动产收入免所得税
荷兰	只能进行被动不动产组合投资，不允许进行不动产开发	无要求	租金收入的 100%	免所得税，出售收入不免交易税
新西兰	90%	90%	通常为租金收入的 100%，否则高额收税	租金收入分红部分免税，出售收入视情况决定是否征税

资料来源：北大光华《中国 REITs 制度的特征与实现路径》，华泰证券研究所

REITs 的主要分类

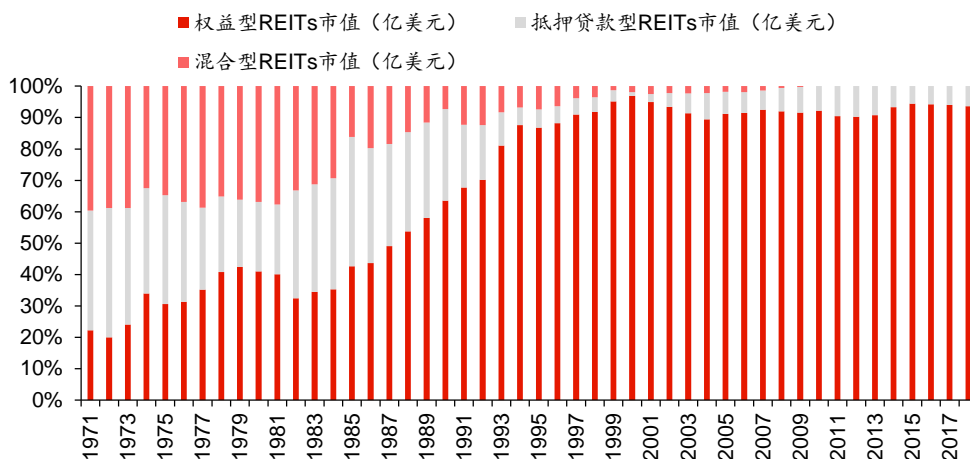
根据投资对象的不同，REITs 可以分为权益型、抵押贷款型和混合型三类。权益型 REITs 投资对象为商业物业、写字楼、长租公寓、公共基础设施等不动产或项目公司股权，收入来源为租金和物业增值。抵押贷款型 REITs 类似扮演金融中介的角色，利用所募集的资金发放房地产抵押贷款，或是购买抵押贷款支持证券。混合型 REITs 则是权益型和抵押贷款型 REITs 的综合体。根据 NAREIT 的统计，2018 年末美国超过 90% 的 REITs 为权益型。

图表8: 权益型、抵押贷款型和混合型 REITs 对比

区别	权益型	抵押贷款型	混合型
投资对象	商业物业、写字楼、长租公寓、公共基础设施等不动产或项目公司股权	房地产抵押贷款或抵押贷款支持证券	不动产或项目公司股权，房地产抵押贷款或抵押贷款支持证券
收入来源	租金和物业增值	利息	租金，物业增值和利息

资料来源：NAREIT，华泰证券研究所

图表9： 权益型 REITs 逐渐成为美国 REITs 的主流产品

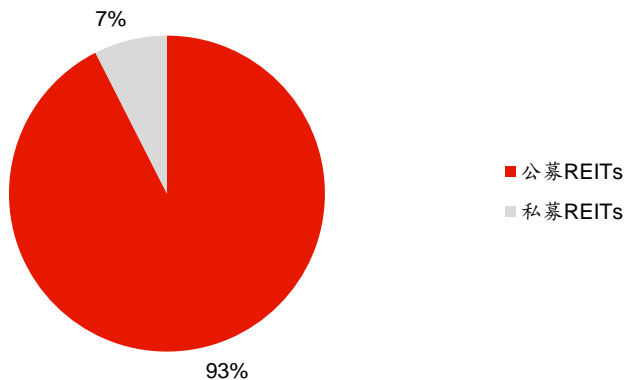


资料来源：NAREIT，华泰证券研究所

根据发行方式的不同，REITs 可以分为公募型和私募型两类。公募 REITs 是指以公开发行的方式向社会公众投资者筹集资金的 REITs，发行时需要经过监管机构严格的审批，通常可以上市交易。私募 REITs 是指以非公开方式向特定投资者募集资金，通常不上市交易。

根据 NAREIT 的数据，2017 年末全球 REITs 总市值中超过 70% 为上市交易的 REITs，且非上市交易 REITs 通常与上市交易 REITs 相关，部分为退市产品，部分为拟上市孵化产品；2017 年美国 REITs 总计 575 亿美元分红中，93% 来自公募 REITs，仅 7% 来自私募 REITs。

图表10： 2017 年公募 REITs 占美国 REITs 分红总规模的 93%



资料来源：NAREIT，华泰证券研究所

根据组织形式的不同，REITs 可以分为公司型和契约型两类，具体采用哪一种形式取决于当地对于 REITs 法律载体的规定，不同的载体由不同的法律法规约束，受不同的监管机构监管，具有不同的行为和运作模式。

美国、英国等国家主要采用公司型，即 REITs 主体是基于公司法律成立的一家公司，通过发行股份的方式向股东筹集资金，并将利润以股利的方式分配给投资者。新加坡、中国香港、澳大利亚、荷兰、新西兰等国家或地区主要采用契约型，即 REITs 主体是基于信托/基金法律成立的一个信托契约/基金，通过发行信托收益凭证/基金份额向投资者募集资金，并将利润以信托利益/基金红利的方式分配给投资者。

图表11: 公司型和契约型 REITs 对比

区别	公司型	契约型
法律依据	公司法	信托法/基金法
资金使用	按照公司章程	按照信托契约/基金条款
资产属性	公司财产	信托/基金财产
与投资人的关系	股东关系	信托契约关系
利润分配	分配股利	分配信托利益/基金红利

资料来源:《中华人民共和国公司法》,《中华人民共和国信托法》,《中华人民共和国证券投资基金法》,华泰证券研究所

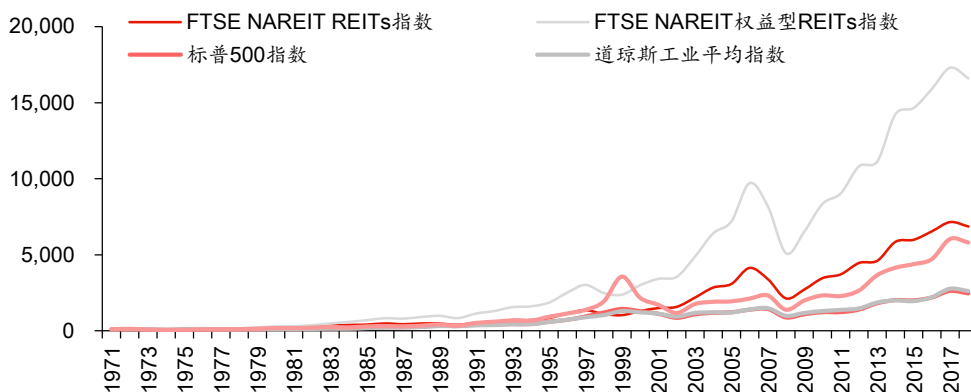
REITs 的主要优势

REITs 的推进无论对于投资者还是不动产持有者而言, 都具备明显的意义。对于不动产持有者而言, REITs 不仅是融资工具, 还为不动产投资提供新的退出渠道, 是盘活存量资产、提高资金周转速度、优化财务报表的有效工具。对于投资者而言, REITs 降低了普通投资者投资不动产的门槛和交易成本, 提高了不动产投资的流动性和透明度。

除此之外, 高收益率和低相关性使得 REITs 深受美国保险基金、养老基金、退休计划、主权基金、共同基金等机构投资者的认可, 同时成为个人投资者配置不动产的有力工具, 这也是美国 REITs 市值规模得以快速扩张的重要原因。

由于 REITs 具备高分红特性, 统计其收益率的时候不能仅考虑资本利得。根据 NAREIT 的数据, 自 1972 年指数设立以来, 权益型 REITs 指数(包括分红收益)大幅跑赢标普 500、道琼斯工业平均指数和纳斯达克综合指数。假设股利全部用于再投资, 权益型 REITs 指数 1972-2019 年 1 月的年化收益率为 11.73%, 而同期标普 500 指数年化收益率仅为 10.42%, 权益型 REITs 的绝对收益优于标普 500 指数, 且收益率波动程度低于标普 500。

图表12: REITs 总收益指数与主要股票指数历史走势对比



注: 以 1985 年指数为 100 进行标准化

资料来源: NAREIT, Bloomberg, 华泰证券研究所

图表13： 1972-2019M1 美国权益型 REITs 复合年化收益约为 12%，与标普 500 指数相比具有吸引力

	FTSE NAREIT REITs 指数	FTSE NAREIT 权益型 REITs 指数	标普 500 指数
过去 1 年	10.42%	10.32%	-2.31%
过去 3 年	9.75%	9.42%	14.02%
过去 5 年	9.93%	10.00%	10.96%
过去 10 年	15.70%	15.95%	15.00%
过去 15 年	8.42%	9.00%	8.19%
过去 20 年	10.29%	10.67%	5.81%
过去 25 年	9.88%	10.27%	9.27%
过去 30 年	9.64%	10.48%	9.99%
过去 35 年	9.32%	10.85%	10.98%
过去 40 年	10.95%	12.32%	11.62%
1972-2019M1	9.65%	11.73%	10.42%

注：假设股利全部用于再投资的总收益率

资料来源：NAREIT，华泰证券研究所

REITs 底层资产通常是现金流稳定的不动产物业，基础资产类型多样，地域分布广泛，在投资属性上具有较强的防御性，因此与其它大类资产，尤其是股票类资产的收益率相关性较低。根据 NAREIT 的数据，1989-2018 年期间权益型 REITs 指数收益率与三大股票指数收益率的相关性系数均低于 0.6，而三大股票指数互相之间相关性系数均高于 0.7。更低的收益率相关性有利于投资者通过分散化资产配置降低整体投资组合的风险，拓宽投资可能性边界。

图表14： 权益型 REITs 收益率和主要股票指数收益率相关系数较低

	FTSE NAREIT 权益型 REITs 指数	标普 500 指数	道琼斯工业平均指数	纳斯达克综合指数
FTSE NAREIT 权益型 REITs 指数	1.000	0.557	0.520	0.431
标普 500 指数		1.000	0.948	0.838
道琼斯工业平均指数			1.000	0.730
纳斯达克综合指数				1.000

注：统计时间范围为 1989-2018 年

资料来源：NAREIT，华泰证券研究所

我国资产证券化推进有成效，但也存在一定障碍

我国 REITs 起步于 2005 年，2014 年起加速推进

我国 REITs 的起源可以追溯至 2005 年，首个以中国内地物业为底层资产的标准化公募 REITs 产品“越秀房地产投资信托基金”在香港上市。自此之后，我国各界开始围绕 REITs 展开深入研究，人民银行和证监会分别成立了 REITs 专题研究小组，银监会、住建部等相关监管部门也在积极推动我国 REITs 市场建设的准备工作。此后，随着“中信启航”和“鹏华前海万科 REITs”两个标杆产品的设立，我国 REITs 的发展逐渐进入了新的阶段：

2014 年，首个类 REITs 产品“中信启航”成功发行。该产品底层资产为北京和深圳的中信证券大厦，通过私募基金持有两个物业所对应的项目公司股权，再以专项资产管理计划认购私募基金份额，并在深交所综合交易平台挂牌交易，从而实现类似 REITs 的商业模式。中信启航拉开了我国类 REITs 产品发行的序幕，此后发行规模快速提升，同时证监会、发改委、住建部等部门再次提出推动 REITs 试点。

2015 年，首个类公募 REITs 产品“鹏华前海万科 REITs”在深交所上市。该产品底层资产为前海企业公馆项目公司股权对应的“特许经营权”收益权，此外还可投资于固定收益类、权益类资产，通过封闭式公募基金持有项目公司股权和其他投资标的。该产品首次使用公募基金作为发行载体，弥补了类 REITs 产品在流动性方面的不足。但由于不动产并不是主要底层资产（仅占比 42%），且项目公司股权对应的只是 10 年期收益权而非真正的产权，无法分享物业增值收益，该产品仍不能算是符合国际标准的公募 REITs。

图表15：我国 REITs 大事记（2001-2017 年）

时间	事件
2001-2002 年	《信托法》《信托投资公司管理办法》《信托投资公司资金信托管理暂行办法》等文件发布，为我国房地产信托打下制度基础
2002 年	上海国际信托投资公司发行新上海国际大厦项目资金信托计划，形似抵押贷款型 REITs
2003 年	深交所开始研究发行 REITs 的可能性
2005 年	联华国际信托发行联信宝利中国优质房地产投资信托计划，形似混合型 REITs；越秀集团发行我国首个标准公募 REITs 产品越秀 REITs，在香港上市
2006 年	外管局《关于规范房地产市场外资准入和管理的意见》，严格限制境外公司收购内地物业，“越秀模式”受到限制
2007 年	证监会成立“房地产投资基金专题研究领导小组”；央行联合多部委召开会议，提出按照“试点与立法平行推进”的原则推进 REITs，起草《关于开展投资信托基金试点工作的请示》
2008 年	央行《2007 年中国金融市场发展报告》，提出择机推出 REITs 产品，请示国务院启动 REITs 试点的准备工作；银监会《信托公司房地产信托业务管理暂行办法》；国务院《关于促进房地产市场健康发展的若干意见》，支持开展 REITs 试点
2009 年	央行、银监会《房地产集合投资信托业务试点管理办法》，提出 REITs 将被两家监管机构共同监管；上海浦东新区尝试发行 REITs 项目失败
2010 年	央行、住建部等多部门《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》，提出应当鼓励公租房的创新融资渠道，探索使用 REITs、信托等形式
2014 年	我国首个类 REITs “中信启航”发行；证监会《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》，提到建立 REITs 的制度方案；住建部要求北上广深提交 REITs 试点计划
2015 年	住建部《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》，推动 REITs 试点项目的发展；鹏华前海万科 REITs 在深交所上市，形似公募 REITs
2016 年	国务院《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》，提出支持房地产企业通过发展房地产信托投资基金向轻资产经营模式转型；发改委、证监会《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》，提出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，推动 REITs 建设
2017 年	住建部等多部委《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》，提出加大对住房租赁企业的金融支持力度，积极支持并推动发展房地产投资信托基金

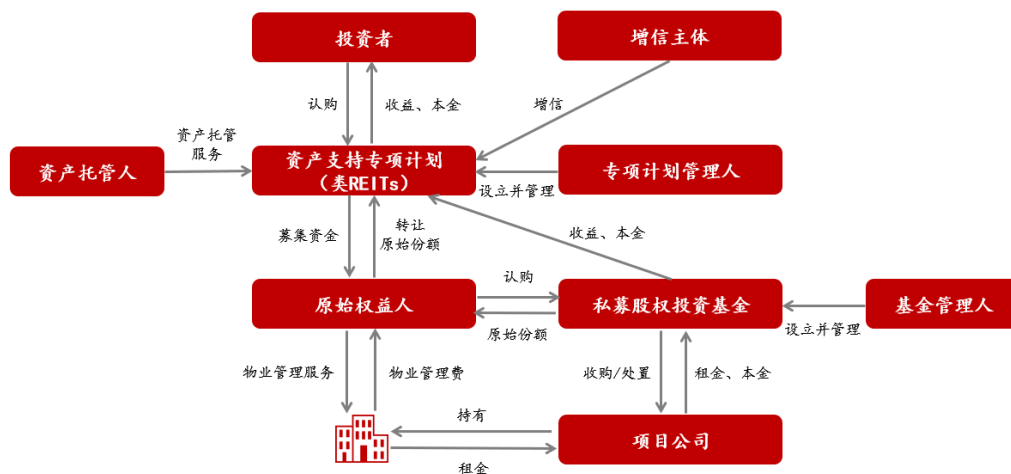
资料来源：RCREIT，新华网，华泰证券研究所

REITs 未至，类 REITs 先行

2014年，证监会颁布《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定（修订稿）》及配套指引，将资产证券化产品由审批制改为备案制，此后我国资产证券化业务迎来高速发展。而在房地产领域，部分不动产持有者希望借助资产证券化发行条件灵活、结构化增信处理下发行成本较低的优势，盘活存量资产，开辟新的融资渠道。

在此背景下，市场在会计处理、税务筹划、资产评估、产品增信、法务处理等方面进行多种探索，在 REITs 相关制度尚未完善的环境下，创新设立了一批“类 REITs”产品。类 REITs 顾名思义，是部分符合 REITs 四大核心特点的 ABS 产品，通常通过设立资产支持专项计划向特定投资者募集资金，认购私募股权投资基金份额（或专项信托计划份额），再由私募基金（或信托计划）收购持有标的物业的项目公司股权，最终实现不动产证券化。部分类 REITs 产品可在交易所大宗交易平台或固定收益平台挂牌。

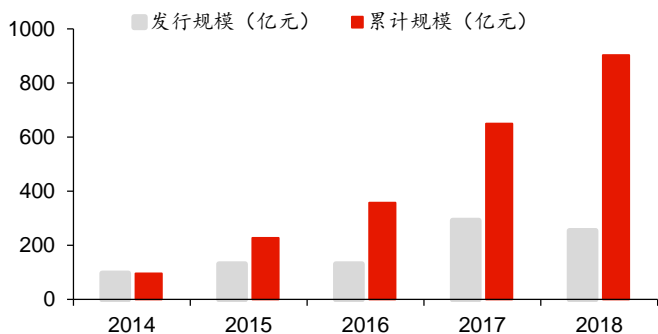
图表16：类 REITs 产品结构示意图



资料来源：RCREIT，华泰证券研究所

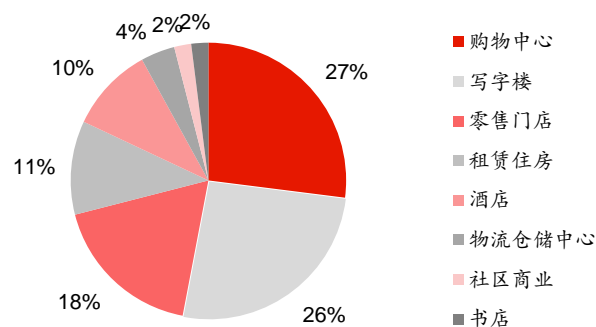
类 REITs 规模快速扩张，底层资产以商办物业为主。根据 RCREIT 的数据，自 2014 年首个类 REITs 产品“中信启航”发行以来，截至 2018 年末，我国共发行类 REITs 产品 43 个，累计发行金额 903 亿元。底层资产以商办物业为主，购物中心、写字楼、零售门店占比分别为 27%、26%、18%，另外租赁住房占比达到 11%。

图表17：截至 2018 年末，我国类 REITs 累计规模达 903 亿元



资料来源：RCREIT，华泰证券研究所

图表18：截至 2018 年末，我国类 REITs 底层资产类型以商办物业为主



资料来源：RCREIT，华泰证券研究所

类 REITs 的积极意义和不足

类 REITs 为公募 REITs 的推出奠定良好基础。经过 4 年多来的探索，类 REITs 在当前税制与法律法规环境下，通过双 SPV 模式组建了商业有效的交易架构，近似实现了标准化 REITs 的商业模式，为从业者积累了丰富的不动产证券化实操经验。更重要的是，类 REITs 为公募 REITs 培育了投融资市场。

一方面对于投资者而言，通过优质资产的引进，类 REITs 逐渐引导投资者开始关注底层资产的权益投资价值，而非仅关注资产证券化的内外部增信措施等债券属性，为公募 REITs 的发行培育了一批成熟投资者。另一方面对于不动产持有人而言，他们逐渐认识到类 REITs 或公募 REITs 将是利用存量不动产融资、提高资金周转速度、优化财务报表的有效工具，为公募 REITs 的发行培育了一批底层资产供给。

但不可忽视的是，类 REITs 相对公募 REITs，在标准化程度、税收负担、增信措施、投资期限、底层资产周转、投资者准入门槛、流动性、透明度等方面，仍然存在诸多差距。

从产品设计的角度看，类 REITs 由于受到诸多税务、法律法规条款的限制，结构颇为复杂，不同产品结构不完全相同，标准化程度较低。由于缺少量身定做的税收条款，类 REITs 在设立阶段会因为资产重组产生额外的土地增值税、企业所得税、增值税及附加等负担，运营阶段不仅需要承担相对个人不动产持有者更高的增值税及附加、房产税和企业所得税，还存在 SPV 端和投资者端双重征税的问题，税收负担较重。发行环节重增信措施而轻底层资产，债券属性较强，权益属性较弱。

从底层资产的角度看，类 REITs 通常具有到期期限，需要考虑退出问题，与不动产较长的投资周期不一定匹配。底层资产在存续期内无法周转，不能体现主动投资的特性，对不动产持有人而言更类似于基于特定项目创设的融资工具。

从投资者的角度出发，类 REITs 通常为面向合格投资者的私募产品，投资者准入门槛较高、流动性较低，注定是一个偏小众的投资产品。缺乏信息披露规范，加之结构复杂，整体透明度较低。

图表19：类 REITs 与标准化公募 REITs 仍然存在明显差距

	类 REITs	公募 REITs
标准化程度	低：受诸多税务、法律法规条款的限制，结构较为复杂，不同产品结构不完全相同	高
税收负担	高，设立阶段资产重组产生额外税收负担，运营阶段 SPV 和投资者层面双重征税	税收中性原则，部分国家和地区给予额外税收优惠
增信措施	有，债券属性较强	无，投资属性较强
投资期限	非永续，需要考虑退出问题，与不动产较长的投资周期不一定匹配	永续，能够匹配不动产较长的投资周期
底层资产周转	不可周转，存续期内需持续持有	可以周转，即可以处置、更新底层资产以提高收益率
投资者准入门槛	高	低，机构投资者和个人投资者都能参与
流动性	低，通常为私募产品，无法上市公开交易	高
透明度	结构复杂，缺乏信息披露规范，透明度较低	信息披露制度严格，透明度较高

资料来源：RCREIT，华泰证券研究所

我们认为，当前我国经济发展面临复杂而严峻的内外部环境，房地产行业正在逐步从“增量开发+粗放发展”的“上半场”，向“存量运营+长效机制”的“下半场”转变。REITs 恰好能够为存量资产的更新改造、长租公寓的开发运营、PPP 基础设施的投资建设引入大量社会资本，有利于促进房地产转型和经济社会持续健康发展。

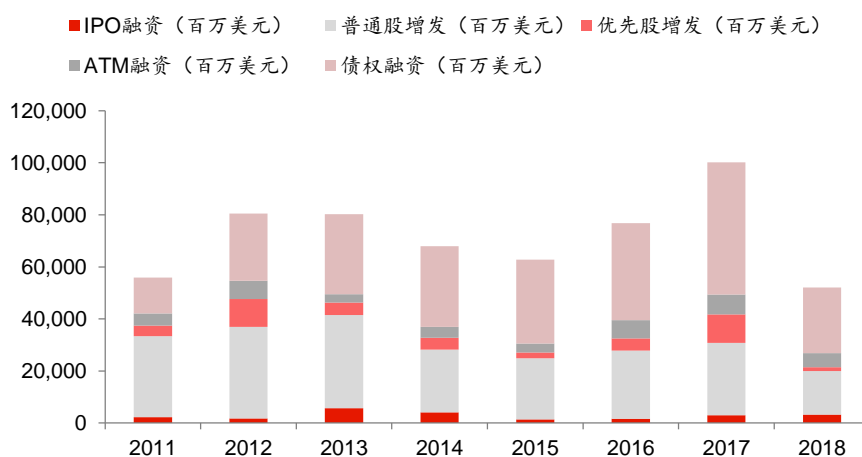
通过增加 REITs 专业投资人的比重、发挥他们的价值发现作用，有利于熨平房地产周期和稳定市场预期；作为权益融资符合“去杠杆”的监管要求，有利于降低系统性金融风险；同时还能投资者新开辟一条资产配置渠道，降低不动产投资的门槛。类 REITs 受现有税收和法律法规限制体量有限，不足以充分发挥这些作用，公募 REITs 才是解决问题的理想答案。

公募 REITs 的障碍在哪里？

为什么经过长期的研究推进，我国还是无法推出符合国际标准的公募 REITs？证监会前主席肖钢于 2019 年 2 月发表《制约我国公募 REITs 的五大因素和破解路径》，对这一问题进行解答。

第一，对 REITs 属性存在认知困境。REITs 具有融资与投资双重属性：融资属性方面，根据 NAREIT 的数据，2011-2018 年美国 REITs 累计从资本市场融资 5335 亿美元，其中 54% 来自股权融资，46% 来自债权融资；投资属性方面，REITs 底层资产并非一成不变，境外市场上 REITs 作为投资者频繁出现于不动产交易市场，买卖不动产项目。REITs 的双重属性干扰了国内对 REITs 作用的研究，影响了 REITs 规则制定的逻辑起点。

图表20： 2011-2018 年美国 REITs 累计从资本市场融资 5335 亿美元，体现融资属性



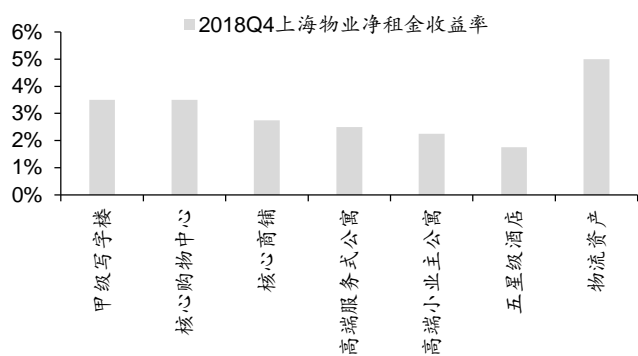
资料来源：NAREIT，华泰证券研究所

第二，对 REITs 与房地产市场价格关系存在认知误区。部分学者担忧 REITs 成为房地产新的融资工具，进而引发房地产泡沫。但其实 REITs 的底层资产主要为能够产生稳定租金收益的不动产，不涉及居民住宅，与传统开发模式存在明显区别；强制分红特征使得投资者注重股息率，通过制度设计和市场约束双重制约 REITs 增发扩募，能够激励管理人购买低估值、高收益率不动产，抛售高估值、低收益率不动产，反而有助于平滑房地产周期；有助于推动传统房地产向“轻资产、重运营”的模式转型。

第三，法律法规没有对 REITs 做出规定。我国现行《公司法》《证券法》没有认定 REITs 是证券品种，《基金法》禁止公募基金投资未上市公司股权或不动产，上位法的缺失导致证券监督部门很难推动公募 REITs 的实施，相应的税收中性等配套政策也难以制定。

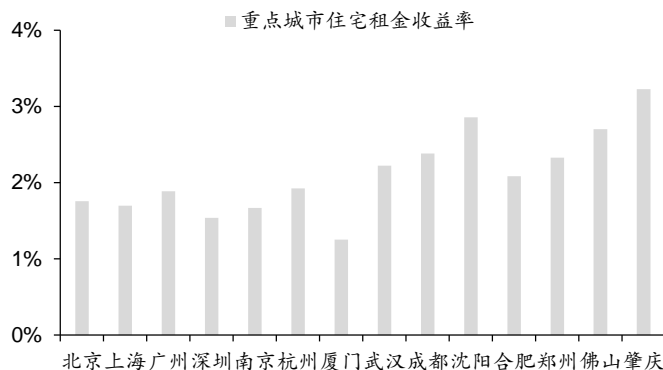
第四，国内租金收益率不高限制 REITs 发展。当前国内房价较高，租金收益率偏低。租金收益是公募 REITs 估值和分红的基础，租金收益率过低将难以满足 REITs 的发行要求。

图表21: 2018 第四季度上海各类物业净租金收益率



资料来源: 第一太平戴维斯, 华泰证券研究所

图表22: 重点城市住宅租金收益率 (统计时间为 2019 年 3 月 22 日)



资料来源: 中国房价信息网, 华泰证券研究所

第五, 忽视 REITs 的资产配置功能。作为一种收益稳定、流动性强、风险适中的投资品种, REITs 能够有效填补当前金融产品空白, 扩展社会资本投资方式, 拓宽居民财产性收入渠道。尤其对于险资、养老金等长期资金, REITs 由于具有抗通胀、期限匹配以及高分红三大特征, 具有天然吸引力; REITs 的地域分散化特性可引导更多海外资本投入国内的不动产行业, 有助于稳定外汇市场, 减少汇率波动。

图表23: 制约我国公募 REITs 的五大因素



资料来源: 肖钢《制约我国公募 REITs 的五大因素和破解路径》, 华泰证券研究所

我们认为以上五条制约因素中, 第一、第二、第三和第五条随着相关立法和试点的推进、市场对于公募 REITs 熟悉度的提升, 相对容易解决。第四条租金收益率偏低则是制约我国公募 REITs 大范围推进的实质性障碍, 既需要产品发起人对于底层资产更加精挑细选, 也需要税务部门在税收中性的基础之上, 给予我国公募 REITs 更多税收优惠。

公募 REITs 推进试点先行，期待正本清源

国内公募 REITs 有望试点先行

随着我国 ABS 的发展以及相关制度的推进，我们认为国内公募 REITs 的出台条件逐渐成熟，多个积极因素也为其落地带来良机。

第一个积极因素是政策层面的加速推进。2018 年以来，央行、证监会、交易所等均在积极推进公募 REITs 的试点方案，底层资产推进方向包括长租公寓类、基础设施以及核心城市商办项目等，试点区域包括北上广深和雄安、海南。

2019 年 1 月，上交所在新年致辞中提出推动公募 REITs 试点，加快发展住房租赁 REITs。2019 年 3 月 21 日，据彭博报道，上交所鼓励机构上报公募 REITs 项目，以期推出第一批试点，试点项目最好和政策导向相关，鼓励上报北京、上海、广州、深圳、雄安、海南、长租公寓等相关项目，这是迄今为止监管层对于公募 REITs 试点项目底层资产最具体的一次描述。2019 年 3 月 31 日，据中证报报道，国务院发展研究中心 REITs 课题组长王步芳表示，公募 REITs 首批试点产品近期将推出，并且首批试点不是一个产品，而是一批产品。我们认为今年证监会和人民银行的相关试点有望迎来突破。

图表24： 2018 年以来公募 REITs 呼之欲出

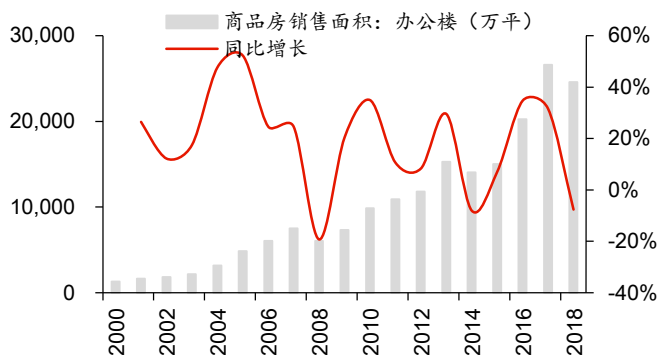
时间	来源	具体内容
2018 年 1 月	证监会	证监会系统 2018 年工作会议提出研究出台公募 REITs 相关业务细则，支持符合条件的住房租赁、PPP 项目开展资产证券化。
2018 年 2 月	深交所	《发展战略规划纲要（2018-2020 年）》提出研究推进 REITs 产品，形成具有深市特色的 REITs 板块。全力开展 REITs 产品创新，为住房租赁、政府和社会资本合作（PPP）项目、保障性住房建设、商业物业等领域提供金融支持。探索发行公募 REITs，引入多元化投资者。
2018 年 3 月	证监会	证监会副主席李超在论坛上表示，研究推出投资不动产、基础设施类 ABS 公募基金产品。
2018 年 4 月	央行	央行行长易纲在论坛上表示，将从政策上考虑如何更有效发展中国 REITs 市场。
2018 年 4 月	证监会、住建部	《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》，提出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，推动多类型具有债权性质的资产证券化产品，试点发行 REITs。
2018 年 5 月	海南	海南省委副书记、省长沈晓明表示将尽快推动自贸区内 REITs 试点。
2018 年 6 月	深圳住建局	《关于深化住房制度改革加快建立多主体供给多渠道保障租购并举的住房供应与保障体系的意见（征求意见稿）》提出稳步推进 REITs 试点。
2018 年 11 月	上交所	目前相关的金融监管部门正在研究基础设施 REITs 相关制度和推进方式。等相关制度出台以后，如果 PPP 项目资产已经形成，拥有 PPP 项目或者是这种基础设施所有权的一方，可以通过转移 PPP 这一基础设施及其他的收益权来开展基础设施的 REITs 业务。
2019 年 1 月	上交所	新年致辞中提出推动公募 REITs 试点，加快发展住房租赁 REITs。
2019 年 3 月	上交所	鼓励机构准备上报公募 REITs 项目，以期推出第一批试点。试点项目最好和政策导向相关，鼓励上报北京、上海、广州、深圳、雄安、海南、长租公寓等相关项目。
2019 年 3 月	海南	海南省发行首单 REITs 产品，也是全国首单省级人才租赁住房 REITs
2019 年 3 月	国务院发展研究中心	证券化 REITs 课题组长王步芳表示，公募 REITs 首批试点产品近期将推出，并且首批试点不是一个产品，而是一批产品。证监会第一批试点城市包括北上广深以及雄安和海南；底层资产方面，长租公寓、基础设施资产、公共服务设施资产、经营性物业以及证监会认可的其他资产都为可选项。

资料来源：RCREIT，各部门官网，华泰证券研究所

第二个积极因素是我国正逐步进入存量时代，核心城市不动产逐渐彰显投资吸引力，有利于推出符合投资者收益率要求的公募 REITs 产品。

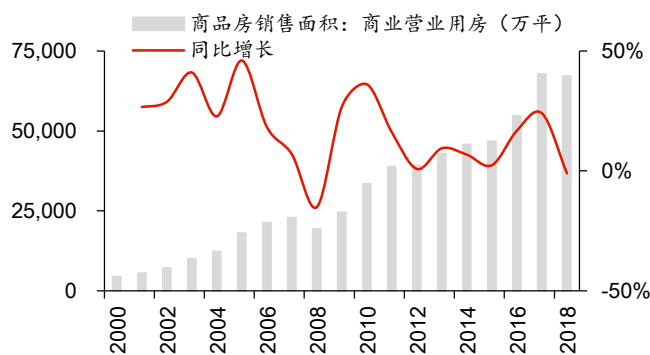
存量不动产体量逐渐增长,为大宗交易提供舞台。根据国家统计局的数据,2000-2018年,我国商品房市场办公楼累计成交面积已达19.02亿平,CAGR为17.75%;商业营业用房累计成交面积已达58.18亿平,CAGR为16.40%。存量不动产规模逐渐扩张,为大宗交易提供了丰富供给。根据第一太平戴维斯的数据,2015年以来以写字楼、酒店、工业(主要是物流)为代表的大宗交易规模提升,推动我国不动产大宗交易达到年均2000亿元左右的水平。

图表25: 我国办公楼成交面积长期保持上升趋势



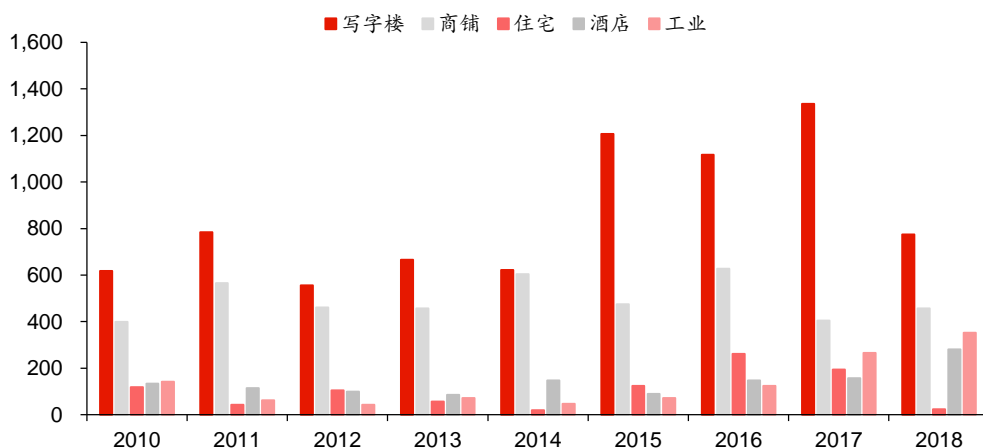
资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表26: 我国商业营业用房成交面积长期保持上升趋势



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表27: 2010年以来我国不动产大宗成交金额(单位:亿元)

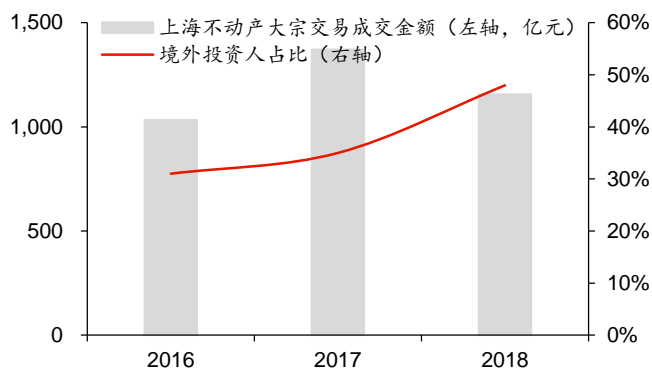


注: 大宗成交指人民币1亿元以上的成交, 不含开发地块

资料来源: 第一太平戴维斯, 华泰证券研究所

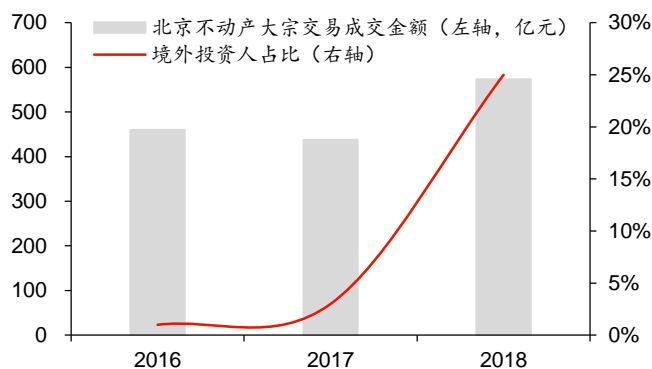
而且去年以来,核心城市不动产大宗交易活跃,外资持续加大投资力度,彰显核心不动产投资价值。根据高力国际的数据,2018年上海不动产大宗交易金额连续第三年保持在1000亿元以上,境外投资人金额占比持续提升至48%;2018年北京不动产大宗交易金额同比提升31%,境外投资人金额占比大幅提升至25%。其中,凯德集团205亿元收购上海星港国际中心、33亿元收购广州乐峰广场,黑石集团110亿元收购上海丰树商业城,基汇资本30亿元收购上海海洋大厦等案例均引起市场高度关注。进入2019年,外资布局的脚步仍未停止。

图表28: 上海不动产大宗交易金额和外资占比



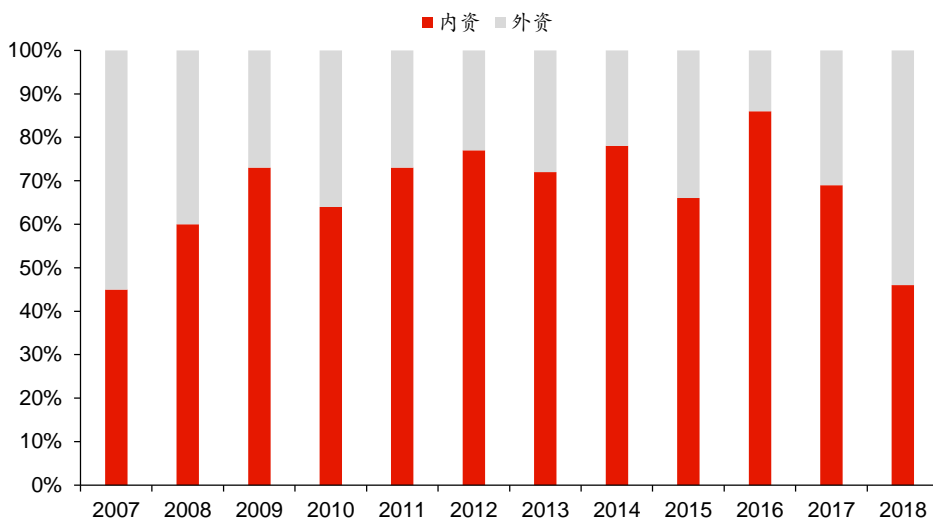
资料来源: 高力国际, 华泰证券研究所

图表29: 北京不动产大宗交易金额和外资占比



资料来源: 高力国际, 华泰证券研究所

图表30: 2016年以来我国不动产大宗交易中外资占比持续提升



资料来源: 第一太平戴维斯, 世邦魏理仕, 华泰证券研究所

图表31: 2019年以来外资继续布局我国核心城市不动产

时间	收购方	项目	对价
2019年1月	基汇资本	上海 MixC 万象城 4 栋超甲级写字楼	未知
2019年1月	凯德集团	上海浦发大厦	27.52 亿元
2019年2月	领展 REITs	深圳福田新怡景商业中心	66 亿元
2019年3月	黑石集团	上海长泰广场	100 亿元

资料来源: 观点地产网, 华泰证券研究所

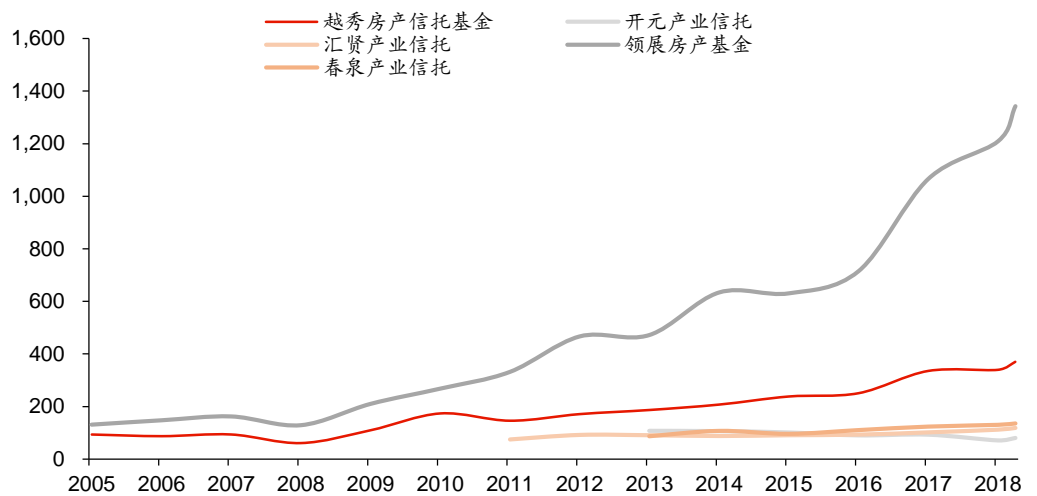
资本市场表现来看, 香港上市的持有中国物业的公募 REITs 取得不俗收益。根据各 REITs 公告, 截至 2018 年末, 港交所共有 5 只公募 REITs 持有中国境内的 23 处物业。其中, 除持有酒店物业的开元 REITs 外, 领展、越秀、春泉、汇贤 REITs 自上市至 2018 年末分别取得 18.62%、10.46%、8.37%、6.01% 的年化收益率, 充分体现我国境内物业的投资价值。

图表32： 2018 年末香港上市 REITs 持有中国境内物业情况

香港上市 REITs	持有物业
越秀房地产投资信托基金 (405.HK)	办公：广州财富广场，广州城建大厦 综合体：广州新都会大厦，上海越秀大厦，广州国金中心，武汉财富中心 零售：广州维多利亚广场，广州白马大厦
开元产业投资信托基金 (1275.HK)	酒店：杭州开元名都大酒店，杭州开元萧山宾馆，杭州千岛湖开元度假村，宁波开元名都大酒店，长春开元名都大酒店，开封开元名都大酒店
汇贤产业信托 (87001.HK)	综合体：北京东方广场，重庆大都会广场 酒店：重庆海逸酒店，沈阳丽都索菲特酒店，成都天府丽都喜来登酒店
领展房地产投资信托基金 (823.HK)	零售：北京欧美汇购物中心，广州西域都荟广场 办公：上海领展企业广场 1-2 座
春泉产业信托 (1426.HK)	办公：北京华贸中心写字楼 1-2 座

资料来源：REITs 公告，华泰证券研究所

图表33： 香港上市持有中国境内物业的 REITs 股价表现（前复权，截至 2019 年 3 月 22 日）



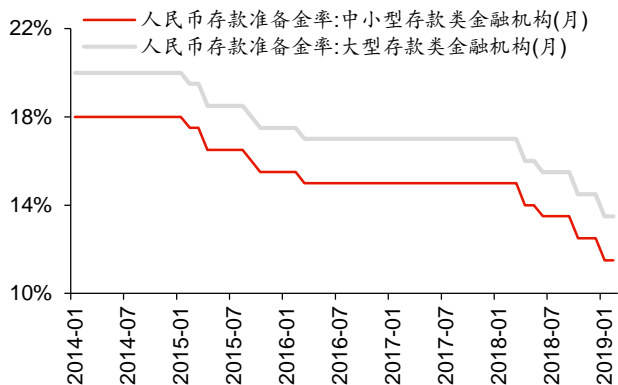
注：以上市日开盘价为 100 进行标准化。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

第三个积极因素是流动性宽松叠加大资管时代，公募 REITs 投资吸引力相对提升。

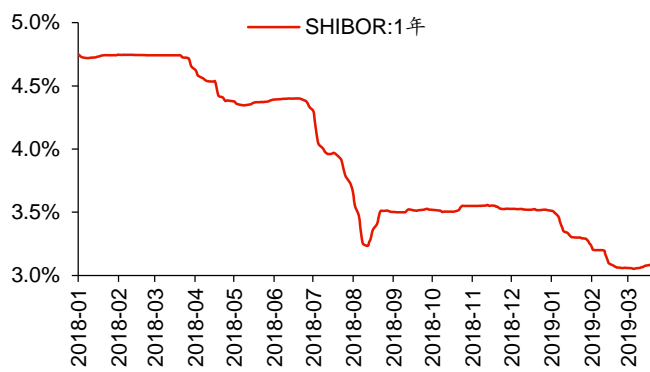
随着流动性持续宽松，存款准备金率、SHIBOR、国债到期收益率等反映市场实际利率的指标均处于下行趋势。华泰宏观团队认为，2019 年央行货币政策大概率将保持中性偏宽松，以此解决社融增速内生动力匮乏的问题，预计 2019 年央行会有 3-4 次降准，并且有望在二季度下调政策利率。

图表34： 2018年以来人民币存款准备金率再次下行



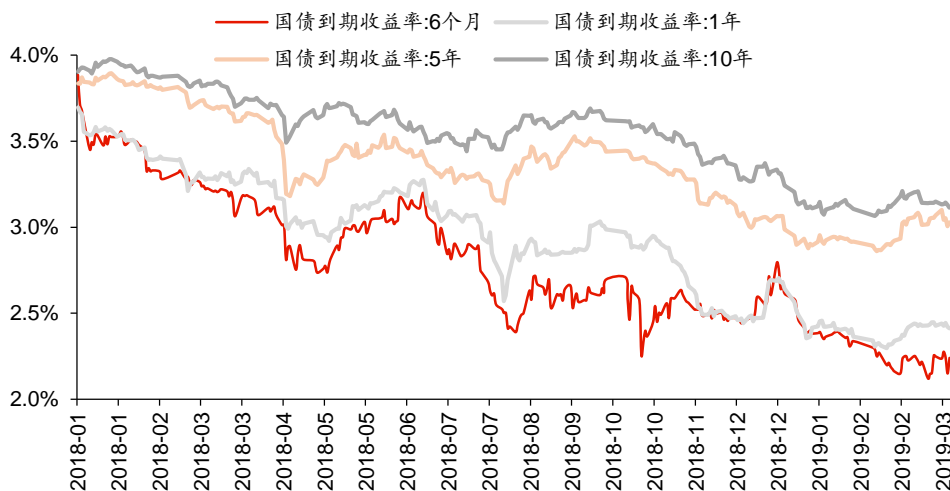
资料来源：央行，华泰证券研究所

图表35： 2018年以来1年期SHIBOR下行



资料来源：全国银行间同业拆借中心，华泰证券研究所

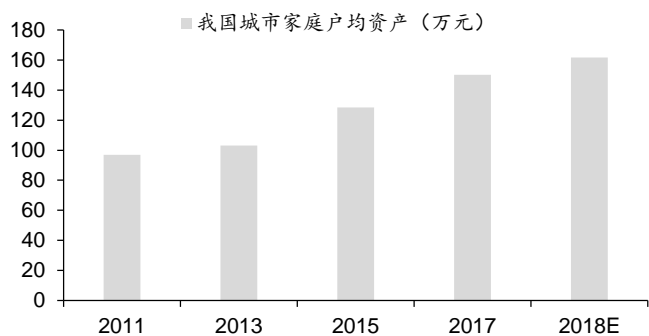
图表36： 2018年以来国债到期收益率下行



资料来源：中证指数公司，华泰证券研究所

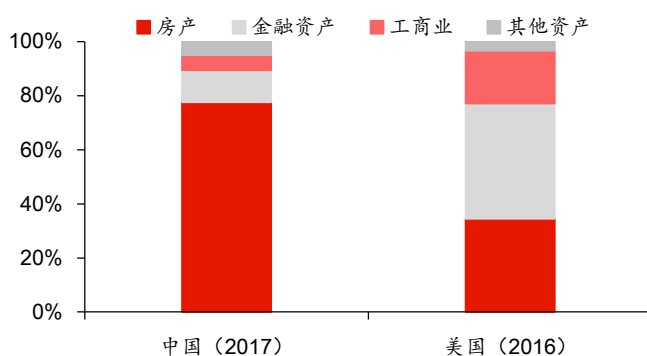
根据《2018 中国城市家庭财富健康报告》，2011-2017 年我国城市家庭户均资产 CAGR 为 7.6%，以此增速推算，2018 年将达到 161.7 万元，全国城市家庭总资产将达到 428.5 万亿元。与美国相比，2017 年我国城市家庭将 78% 的资产配置于房产，比例明显偏高；12% 的资产配置于金融资产，比例明显偏低。而金融资产中，银行存款、理财、现金等低风险品种占比高达 60%，投资品多样性也不及美国。造成这一现象的原因一方面是我国房价收入比较高，另一方面则是我国家庭理财意识和可选投资品种不足。

图表37: 我国城市家庭户均资产持续增长



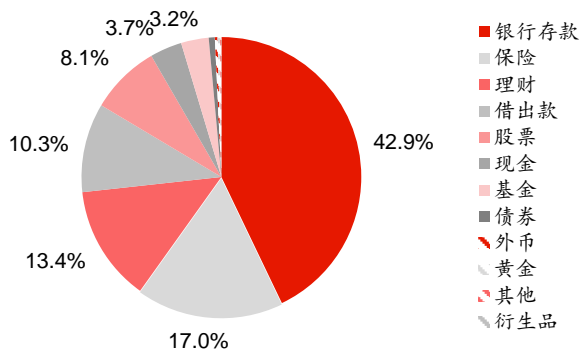
资料来源:《2018中国城市家庭财富健康报告》, 华泰证券研究所

图表38: 2017年我国城市家庭户均资产的78%为房产, 明显高于美国



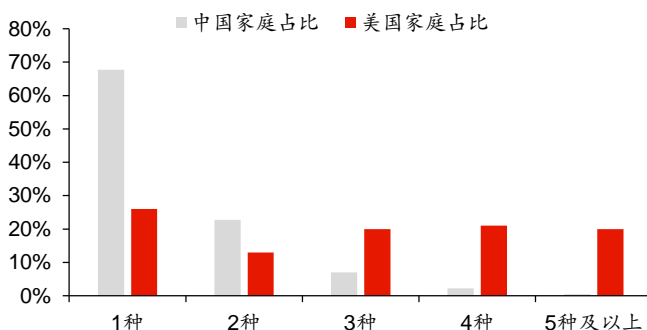
资料来源:《2018中国城市家庭财富健康报告》, 华泰证券研究所

图表39: 中国家庭60%金融资产配置于低风险银行存款、理财、现金



资料来源:《2018中国城市家庭财富健康报告》, 华泰证券研究所

图表40: 中国家庭投资品多样性不及美国



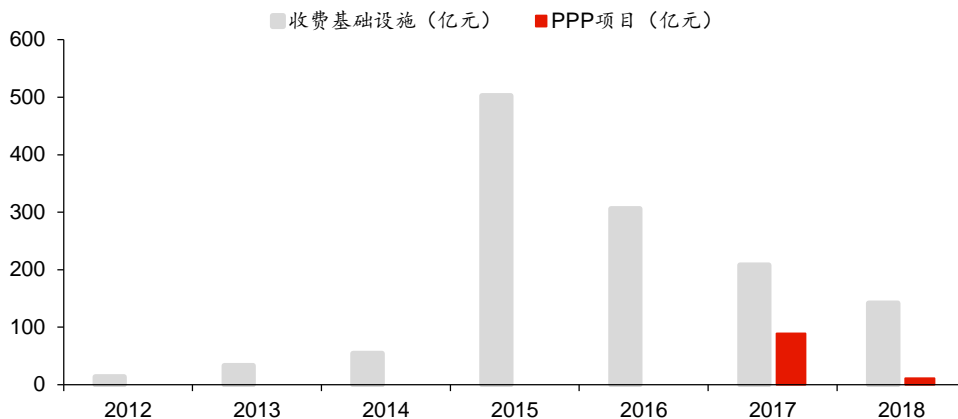
资料来源:《2018中国城市家庭财富健康报告》, 华泰证券研究所

我国庞大的城市家庭资产亟需配置上的再平衡, 降低直接房产配置比例, 提高金融资产配置比例。除了现有的股票、基金等主流产品之外, 需要创设更多合适的金融投资品种承接居民财富, 大资管时代渐行渐近。而在流动性趋于宽松、实际利率下行的环境下, 居民资产再配置的诉求将进一步加强。

推进切入点: 长租公寓和基础设施有望优先成为试点突破口

就底层资产而言, 我们认为长租公寓和基础设施有望成为我国推出公募 REITs 试点的突破口。

一方面从资产属性的角度看, 租赁住房和部分基础设施(如收费高速公路、物流仓储项目等)具有“资产特定化、现金流收入稳定、运营模式清晰”的特点, 符合资产证券化对底层资产的要求。根据 RCREIT 和 Wind 的数据, 截至 2018 年末我国以租赁住房为底层资产的类 REITs 发行金额占比达到 11%, 2018 年以基础设施和 PPP 项目为底层资产的 ABS 产品发行规模达到 152.55 亿元。

图表41： 2012年以来以收费基础设施和PPP项目为基础资产的ABS产品发行规模


资料来源：Wind，华泰证券研究所

另一方面从政策支持的角度看，长租公寓公募 REITs 符合“房住不炒”、“租购并举”的政策导向，能够吸引社会资本流入住房租赁领域，为住房租赁企业开发或收购长租公寓、实现规模化发展提供资金支持。基础设施公募 REITs 有助于盘活存量基础设施资产，降低地方政府和国有企业债务负担，降低宏观杠杆率，防范系统性金融风险；通过为基建投资创设退出渠道，有助于推进基础设施行业的投融资模式变革，吸引社会资本参与基础设施投资，提高 PPP 的落地数量和项目质量。

推进可能路径：公募基金+ABS 模式可能性较大

参考北大光华《中国 REITs 制度的特征与实现路径》、证监会前主席肖钢《制约我国公募 REITs 的五大因素和破解路径》、中国 REITs 联盟秘书长王刚《千呼万唤的中国公募 REITs》《中国公募 REITs 呼之欲出，三种路线可试水》等学者的研究成果，我们认为未来我国发展公募 REITs 既可以选择对现有公募基金、类 REITs 等产品的管理办法进行改造升级，也可以选择制定全新的 REITs 管理办法。具体来看，存在几种可能的路径：

第一种，公募基金+ABS 模式：以公募基金作为 REITs 的载体，允许公募基金投资满足底层资产、收入来源和分红比例要求的 ABS 产品，同时给予税收中性支持。该路径可能涉及《公开募集证券投资基金运作管理办法》的修订。

该路径的优势在于充分借鉴了现有公募基金和类 REITs 的制度框架，制度设计成本较低；能够充分发挥类 REITs 的成熟经验和外部管理人的专业技能，对不动产进行合理估值，降低交易成本。劣势在于管理层级较多，需要清晰界定公募基金管理人、ABS 资产管理人、物业管理人之间的权责关系，避免委托代理问题造成投资者的利益受损。

第二种，ABS 公募化模式：以 ABS 作为公募 REITs 的载体，对于满足底层资产、收入来源和分红比例要求的 ABS 产品，允许其以公募模式发行，同时给予税收中性支持。该路径可能涉及《关于证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》的修订。

该路径的优势在于充分借鉴了现有类 REITs 的制度框架，相当于对类 REITs 进行升级，解决了类 REITs 私募发行、缺乏流动性的问题。劣势在于我国 ABS 多为结构化产品，体现权益属性的劣后级占比不大且多由原始权益人自持，需要提升面向普通投资者发行的劣后级比例，或是取消结构化要求，更好地体现公募 REITs 的权益属性。

第三种，新券模式：创设 REITs 为新的证券品种，制定全新的 REITs 管理办法。该路径可能涉及《证券法》的修订，将 REITs 作为与股票、债券等传统证券并列的新设券种。根据肖钢《制约我国公募 REITs 的五大因素和破解路径》，也可比照优先股、CDR 等证券品种的规定出台方式，在适用《证券法》的基础上，由国务院批准授权证监会先将 REITs 认定为单独证券品种并出台管理办法，之后再对《证券法》进行修订。

该路径的优势在于 REITs 结构最为简单，不会受到公募基金、企业 ABS 等现有规定的束缚，增加了中国版公募 REITs 的自由度。劣势在于需要从零开始进行 REITs 制度设计，难度较大，行政审批流程较长。

图表42： 三种可能路径对比

模式	关键立法	优势	劣势
公募基金+ABS	修订《公开募集证券投资基金运作管理办法》	借鉴了现有公募基金和类 REITs 的制度框架，可操作性强	多层级架构引发治理难题
ABS 公募化	修订《关于证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》	借鉴了现有类 REITs 的制度框架	需要改变 ABS 结构化特征，加强权益属性
新券模式	修订《证券法》； 国务院发布《关于开展 REITs 试点的指导意见》； 证监会制定《REITs 试点管理办法》及相关指引	自由度高	从零开始进行 REITs 制度设计，行政审批流程较长

资料来源：北大光华《中国 REITs 制度的特征与实现路径》，肖钢《制约我国公募 REITs 的五大因素和破解路径》，王刚《千呼万唤的中国公募 REITs》《中国公募 REITs 呼之欲出，三种路线可试水》，华泰证券研究所

投资建议

随着我国 ABS 发展及相关制度的推进，我们认为公募 REITs 出台条件逐渐成熟，今年相关试点有望先行，预示着我国公募 REITs 正本清源、开启元年。未来随着试点完善和路径破冰，我们有理由期待我国公募 REITs 市场不断完善，为我国不动产投资带来新的渠道和空间。

我们建议投资者从四个角度关注公募 REITs 推进带来的 A 股投资机会。第一类是具备不动产“募投管退”经验的私募基金；第二类是拥有优质集中式长租公寓的企业，建议关注万科 A、中华企业等；第三类是拥有优质商办类资产的企业，建议关注金融街、新城控股、大悦城、世茂股份、中国国贸等；第四类是拥有优质园区类资产的企业。

图表43： 关注公募 REITs 推进带来的 A 股投资机会

关注角度	关注公司	公司详情
长租公寓	万科 A	公司长租公寓业务以“泊寓”为主要产品线，以拥有自有产权的集中式长租公寓为主要产品形态；截至 2019 年 3 月末，公司长租公寓业务覆盖 35 个主要城市，累计开业超过 6 万间，开业 6 个月以上项目的平均出租率约 92%
长租公寓	中华企业	控股股东上海地产（集团）有限公司拥有租赁住房业务品牌“城方”，2018 年初在上海首批确定 17 宗租赁地块，主要将通过招拍挂底价获得，2020 年全部建成后可供应约 2 万套集中式长租公寓
商办物业	金融街	截至 2018 年末自建建面 118.2 万平，主要为北京、上海、天津等核心城市的写字楼、商场、酒店和公寓物业；2018 年公司资产管理业务实现营收 25.1 亿元，同比增长 11%，实现息税前利润 12.9 亿元，同比增长 9%；年末投资性房地产（公允价值计量）账面价值 385.8 亿元
商办物业	大悦城	旗下大悦城地产（207.HK）2018 年投资物业租金及相关物业管理服务收入 36.3 亿元，同比增长 5.8%；其中，大悦城购物中心租金收入 26.0 亿元，同比增长 11.4%，开业运营项目增至 12 个；年末投资性房地产（公允价值计量）账面价值 586.1 亿元
商办物业	新城控股	截至 2018 年末，公司已实现 80 个大中城市、96 个综合体项目的布局，累计开业 42 座吾悦广场，已开业面积 390.4 万平，同比增长 72.3%，全年实现租金及管理费收入 21.2 亿元，同比增长 107.4%，平均出租率达 98.8%；年末投资性房地产（公允价值计量）账面价值 407.6 亿元
商办物业	世茂股份	截至 2018 年末自持经营性物业建面 131 万平，2018 年出租房地产租金收入 6.9 亿元，同比增长 20.3%，酒店服务收入 2.6 亿元，同比增长 13.3%；年末投资性房地产（公允价值计量）账面价值 298.5 亿元
商办物业	中国国贸	公司持有北京中国国际贸易中心，2018 年三季度末出租房地产的建筑面积 62.0 万平，同比增长 7.1%，投资性房地产（成本模式计量）账面价值 73.2 亿元；前三季度租金收入 15.9 亿元，同比增长 11.8%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

风险提示

公募 REITs 推进节奏不及预期。回顾 REITs 的发展历史，对于任何一个国家或地区而言，创设 REITs 需要建立和完善与之相配套的法律制度、税收制度、交易制度，需要理顺与过往制度相冲突的部分，需要监管层、发行方、投资者的学习和适应，是一个非常复杂的过程。这使得我国公募 REITs 的试点在推进节奏方面存在不确定性。

公募 REITs 具体内涵存在不确定性。各个国家或地区对 REITs 的认定标准不尽相同，我国将如何定义公募 REITs 存在不确定性。具体而言，我国公募 REITs 的底层资产、收入来源、分红制度、税收制度、实现路径等方面均存在不确定性。

符合投资者收益率要求的底层资产偏少。我国租金收益率偏低，能够符合投资者收益率要求的底层资产偏少，对投资者的吸引力不足，可能拖慢公募 REITs 规模扩张的速度。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com