

REITs 未满足，类 REITs 已达

2019年09月26日

评级 同步大市

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
房地产	0.85	-5.98	4.78
沪深 300	2.79	2.02	13.28

龙靛 分析师
执业证书编号: S0530516040001
longliang@cfzq.com 0731-84403365

韩偲瑶 研究助理
hancy@cfzq.com 18670333068

相关报告

- 《房地产：国家统计局8月房地产行业数据点评：投资增速延续回落，竣工开启修复》
2019-09-17
- 《房地产：房地产行业2019年8月月报：主流房企销售稳定，行业融资政策收紧》
2019-09-16
- 《房地产：国家统计局7月房地产行业数据点评：融资政策持续收紧，投资增速延续回落》
2019-08-14

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
保利地产	1.59	9.03	1.99	7.21	2.40	5.98	谨慎推荐
大悦城	0.77	8.79	0.66	10.26	0.77	8.79	谨慎推荐
光大嘉宝	0.76	5.82	0.59	7.49	0.64	6.90	谨慎推荐

资料来源：财富证券

投资要点:

- **REITs 发展正当时。**过去房地产外部融资主要依靠银行贷款，随着居民部门杠杆率持续走高，房地产行业金融风险逐渐上升，国家多次对房地产行业融资政策进行整治和收紧，探索新的融资模式正成为房地产行业发展的突破口，而 REITs 正在房地产行业新融资渠道探索中逐渐崭露头角。房地产市场由增量开发市场向存量运营市场转变，恰好为 REITs 提供了丰富的基础资产和运营空间。同时，随着居民投资意识的不断提升，REITs 由于兼具房地产和金融产品的双重属性，在未来有望成为房产投资的最佳替代产品。
- **REITs 是一种以发行收益凭证的方式集合投资者的资金，由专门投资机构进行房地产投资经营管理，并将投资综合收益按比例分配给投资者的信托基金。**REITs 起源于美国，2000 年左右在亚洲市场崭露头角。REITs 具有投资门槛低、收益稳定、组合风险分散、流动性高等特点，在美国、新加坡、香港等地市场发展迅速。
- **REITs 未满足，类 REITs 已达。**尽管由于法律制度尚未健全、税收政策有待完整出台、标的资产成熟度有待提高等问题，我国市场暂未有真正意义上 REITs，但类 REITs 探索已然开始。类 REITs 主要指以不动产为基础资产、主要以私募形式发行的资产支持专项计划。截至 2018 年底，我国共发行类 REITs 产品 43 支，发行金额累计 903.21 亿元。类 REITs 已初具规模。我国目前市场上的类 REITs 产品主要可分为三类，交易所挂牌类 REITs、交易所上市封闭式类 REITs 和银行间类 REITs。根据《中国 REITs 制度的特征与实现路径》总结，结合三类类 REITs 产品的形式和 REITs 发展历程，未来 REITs 的推进路径或将从可操作性较强的“企业 ABS 公募化模式”、“公募基金+ABS”入手推进 REITs 发展，同时探索设立 REITs 新券模式。
- **随着 REITs 进程推进，房企不动产管理兴起。**建议关注两条主线：1) 在不动产资产管理业务中发力的企业，建议关注光大嘉宝、保利地产；2) 拥有大量持有型物业，具有 REITs 发展基础资产的房企，建议关注大悦城。
- **风险提示：房产税出台超预期；经济下行致持有型物业发展不振；REITs 政策的推出缓慢。**

内容目录

1 房地产行业融资现状	4
1.1 房地产行业融资结构.....	4
1.2 REITs 发展正当时.....	5
1.2.1 传统房地产融资政策持续收紧.....	5
1.2.2 房地产市场由增量市场转向存量市场.....	7
1.2.3 资金的投资新渠道.....	8
2 什么是 REITs	9
2.1 REITs 起源及发展.....	10
2.1.1 REITs 起源于美国.....	10
2.1.2 REITs 进入亚洲市场.....	10
2.1.3 成熟市场 REITs 政策与发展.....	12
2.2 REITs 特点.....	13
3 REITs 未滿，类 REITs 已达	14
3.1 我国 REITs 市场仍待完善.....	14
3.1.1 法律制度尚未健全.....	14
3.1.2 税收优惠政策有待完整出台.....	14
3.1.3 标的资产成熟度有待提高.....	15
3.2 类 REITs 初具规模.....	15
3.3 从三大案例看类 REITs.....	17
3.3.1 中信启航专项资产管理计划.....	17
3.3.2 鹏华前海万科 REIT.....	18
3.3.3 兴业皖新阅嘉一期 REIT.....	19
3.4 REITs 推进形式.....	20
4 房企不动产资产管理兴起	21
4.1 光大嘉宝.....	21
4.2 保利地产.....	22
4.3 大悦城.....	23
5 风险提示	24

图表目录

图 1：房地产开发资金.....	4
图 2：房地产开发资金结构（2019 年 8 月）.....	4
图 3：居民部门杠杆率.....	5
图 4：商业营业用房新开工面积累计增速.....	8
图 5：办公楼新开工面积累计增速.....	8
图 6：一线城市写字楼空置率.....	8
图 7：城镇居民人均可支配收入.....	9
图 8：中国家庭资产配置.....	9
图 9：美国家庭资产配置.....	9
图 10：REITs 结构.....	10

图 11: 全球主要市场 REITs 规模 (截至 2019 年 3 月)	11
图 12: 美国 REITs 指数	12
图 13: 新加坡 REITs 指数	13
图 14: 香港恒生房地产信托指数	13
图 15: 办公楼投资收益率 (年化收益)	15
图 16: 商业营业用房投资收益率 (年化收益)	15
图 17: 类 REITs 发行数量	16
图 18: 类 REITs 发行规模	16
图 19: 类 REITs 基础资产	16
图 20: 中信启航专项资产管理计划结构	18
图 21: 鹏华前海万科 REIT 结构	19
图 22: 兴业皖新闻嘉一期 REIT 结构	20
图 23: 光大嘉宝结构图	22
图 24: 保利不动产金融板块	23
表 1: 房地产开发资金来源内容	4
表 2: REITs 推进文件	6
表 3: 美国、新加坡、日本、香港 REITs 对比	12
表 4: 成熟市场 REITs 与境内市场类 REITs 区别	16

1 房地产行业融资现状

1.1 房地产行业融资结构

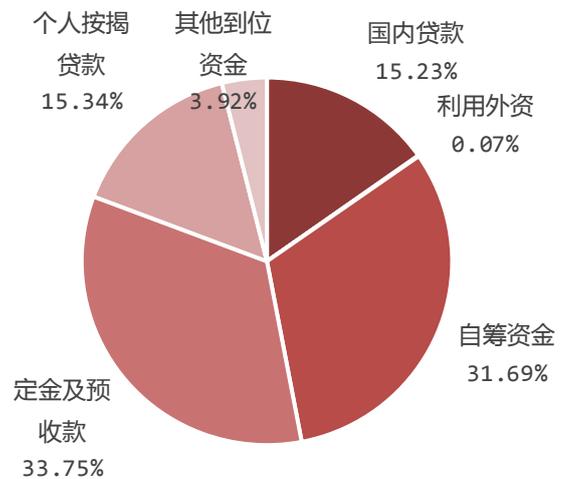
房地产行业的资金来源可分为：国内贷款，利用外资，自筹资金，定金及预收款，个人按揭贷款和其他资金。自筹资金、定金及预收款主要来源于房地产行业自身经营；外部融资主要包括国内贷款、利用外资、其他资金中的 IPO、发行债券融资等，其中国内贷款是房地产行业外部融资的主要力量。从结构上来看，主要以定金及预收款、自筹资金和国内贷款为主。

图 1：房地产开发资金



资料来源：wind，财富证券

图 2：房地产开发资金结构（2019 年 8 月）



资料来源：wind，财富证券

表 1：房地产开发资金来源内容

资金	内涵	主要类别	来源
国内贷款	房企向银行及非银行金融机构借入各种国内借款，包括银行贷款、信托贷款、金融租赁借款等。	银行贷款 非银贷款	外部融资 外部融资
利用外资	房企收到的境外（包括外国及港澳台地区）资金，包括对外借款、对外发行债券和股票、外商直接投资、外商其他投资等。	境外 IPO 海外债券	外部融资 外部融资
自筹资金	房企自身筹集用于固定资产投资的资金，包括房企的自有资金和从其他单位筹集的资金。	自有资金	经营资金
定金及预收款	房企销售回款渠道之一，购房者所付定金、首付款等。	定金及首付款	经营资金
个人按揭贷款	银行对购房者发放的个人住房贷款，房企销售回款渠道之一。	个人住房按揭贷款	经营资金
其他资金	房企通过发行债券等方式筹集资金。	发行债券	外部融资

资料来源：国家统计局，wind，财富证券

1.2 REITs 发展正当时

1.2.1 传统房地产融资政策持续收紧

由于居民部门杠杆率持续走高，2019 年一季度末居民部门杠杆率高达 54.28%，房地产行业金融风险逐渐上升，国家多次对房地产行业融资政策进行整治和收紧，有意控制房地产行业风险。

图 3：居民部门杠杆率



资料来源：wind，财富证券

2016 年 9 月 30 日，北京首先对房地产市场进行调控，随后，包括上海、广州、深圳等一线城市及部分房价上涨过快的共计 20 多个城市密集出台针对房地产市场的限购限贷政策。而后 2017 年 3 月 17 日，北京市住建委、市规划国土委、市住房公积金中心、市银监局、人民银行营业管理部联合举行新闻发布会，北京楼市调控进一步升级，限贷、限售进一步收紧，随后 52 个城市或地区房地产市场均调控加码。调控政策的升级无疑给房地产行业投资资金带来较大冲击。

2017 年 5 月下旬，银监会向各银监局下发《2017 年信托公司现场检查要点》——重点检查信托公司“是否通过股债结合、合伙制企业投资、应收账款收益权等模式变相向房地产开发企业融资规避监管要求，或协助其他机构违规开展房地产信托业务；‘股+债’项目中是否存在不真实的股权或债权，是否存在房地产企业以股东借款充当劣后受益人的情况，是否以归还股东借款名义变相发放流动资金贷款”。此次检查收紧过去房地产信托常用的“股+债”模式，导致地产信托渠道融资进入寒冬。

2018 年 4 月 27 日，中国人民银行、银保监会、证监会、外汇局联合印发了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，统一了同类资管产品的监管标准，要求平等准入，将嵌套层级限制为一层，直接消除了多层嵌套和通道业务的可能性，对房地产行业非标类融资形成较大冲击。

2019 年 5 月 17 日，银保监会下发《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作

的通知》，对房地产融资业务进行多项整治，关注银行业务中的“表内外资金直接或变相用于土地出让金融资；未严格审查房地产开发企业资质，违规向‘四证’不全的房地产开发项目提供融资；个人综合消费贷款、经营性贷款、信用卡透支等资金挪用于购房；资金通过影子银行渠道违规流入房地产市场；并购贷款、经营性物业贷款等贷款管理不审慎，资金被挪用于房地产开发”现象，关注信托业务中的“向‘四证’不全、开发商或其控股股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资，或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资；直接或变相为房地产企业缴交土地出让价款提供融资，直接或变相为房地产企业发放流动资金贷款”现象，金融资产管理业务中的“未执行关于房地产业务的各项政策和监管要求”现象和金融租赁“违规开展房地产业务”现象。

今年以来，尽管房地产市场资金面有所放松，但整体来看，国家层面对于房地产行业融资仍保持相对谨慎态度，多次提及“严控房地产行业风险”、“防止房地产行业过度融资”等。房地产企业融资环境仍然面临严峻考验。企业过去依赖的发行公司债、定增等传统融资模式纷纷受到一定限制，探索新的融资模式正成为房地产行业发展的突破口，而 REITs 正在房地产行业新融资渠道探索中逐渐崭露头角。

从 2005 年央行首次提出 REITs 试点以来，国家多部门均发声，推动 REITs 试点和发展。

表 2：REITs 推进文件

时间	部门	文件	要点
2008.12	国务院	关于当前金融促进经济发展的若干意见	提出开展房地产信托投资基金试点，拓宽房地产企业融资渠道。
2010.6	住建部、发改委、财政部、国土资源部、央行、国务院、银监会	关于加快发展公共租赁住房的指导意见	提出鼓励探索运用保险资金、信托资金和房地产信托投资基金拓展公共租赁住房融资渠道。
2014.9	央行、银监会	关于进一步做好住房金融服务工作的通知	提出将积极稳妥开展 REITs 试点工作。
2016.2	国务院	关于深入推进新型城镇化建设的若干意见	提出支持城市政府推行基础设施和租赁住房资产证券化，按照“真实出售、破产隔离”原则，积极开展以基础设施、商业物业等不动产财产或财产权益为基础资产的资产证券化业务。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。
2016.10	国务院	关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见	提出支持符合条件的住房租赁企业发行债券、不动产证券化产品，稳步推进房地产投资信托基金（REITs）试点。
2016.6	国务院办公厅	关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见	提出支持符合条件的住房租赁企业发行债券、不动产证券化产品，稳步推进房地产投资信托基金（REITs）试点。

2018.2	深交所	深圳证券交易所发展战略规划纲要(2018-2020年)	明确指出研究推进 REITs 产品, 形成具有深市特色的 REITs 板块。
2018.4	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	将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。

资料来源: 证监会网站, 住建部网站, 国务院网站, 人民银行网站, 财富证券

REITs 的底层资产相对多样化, 除了常见的酒店、公寓、办公楼等, 可产生稳定现金流的公共基础设施、物流地产、养老地产均可作为基础资产。因而, 除了解决房企融资缺口、盘活房企存量资产, REITs 对于降低房地产行业整体杠杆率乃至整体宏观杠杆率也有着重大意义。

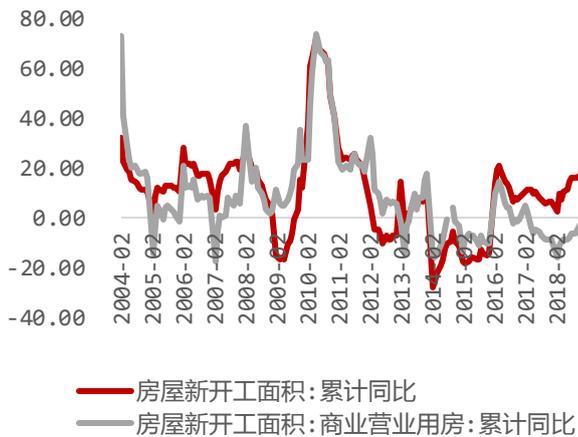
1.2.2 房地产市场由增量市场转向存量市场

目前, REITs 的基础资产主要为办公楼、酒店、公寓等现金流稳定且市场规模相对成熟的房地产细分市场资产。

根据联商网的数据, 2019 年上半年全国新开业的商业项目数量达 194 个 (不含专业市场、酒店及写字楼, 商业建筑面积 ≥ 2 万平方米)。新增商业项目建筑面积 1451.45 万平方米, 平均单体建筑面积 7.48 万平方米。今年上半年新开业商业项目数量出现近五年来首次出现同比下滑。同时, 根据统计局数据, 商业营业用房的新开工增速从 2017 年 4 月以来一直保持负增长态势, 2014 年以来增长力度大不如 2014 年前, 显示出商业市场的黄金增量时代进入疲软期, 而存量运营迎来发展机遇。

一线城市由于具有产业集中、人口集中的特点, 办公楼市场相对更为成熟。根据第一太平戴维斯的数据, 办公楼方面由于入市供应面积增大, 一线城市中, 除了广州空置率有所降低, 空置率仅为 4.9% 以外, 北京、上海、深圳三城空置率居有所上升, 分别达到 8.6%、11.9%、18.2%。随着办公楼空置率的不断上行, 房地产市场新建、开发办公楼的意愿将会降温, 市场的重心也将由新建开发向持有运营切换。

图 4：商业营业用房新开工面积累计增速



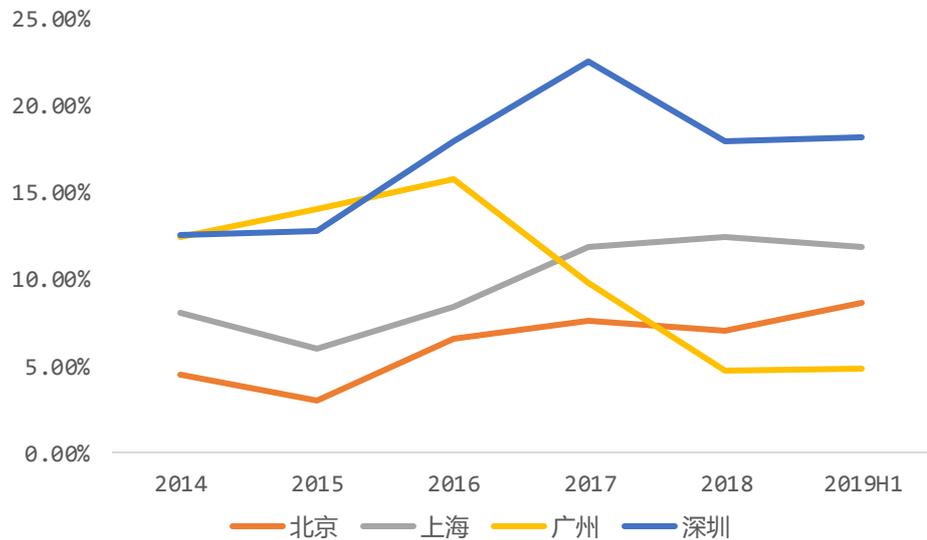
资料来源: wind, 财富证券

图 5：办公楼新开工面积累计增速



资料来源: wind, 财富证券

图 6：一线城市写字楼空置率



资料来源: 第一太平戴维斯, 财富证券

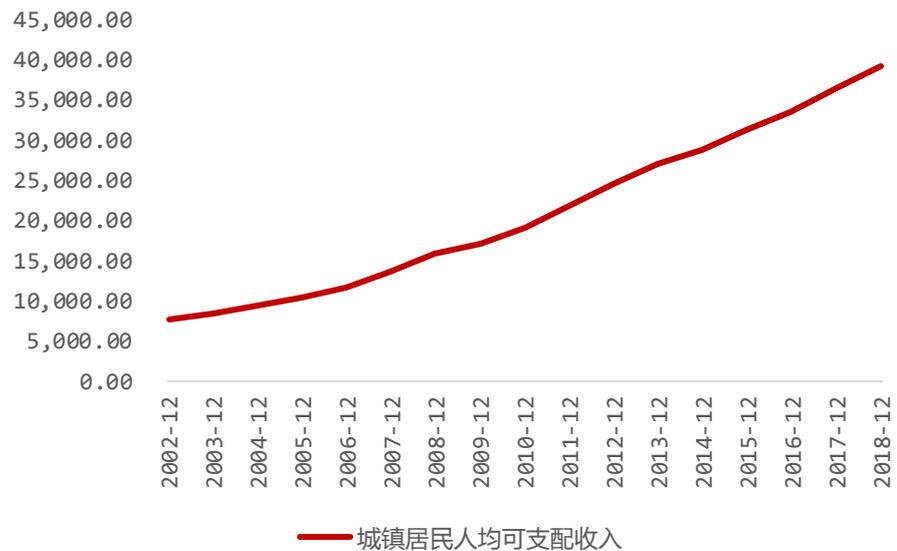
注: 广州、深圳为一季度数据

综合来看，房地产市场正由增量开发市场向存量运营市场转变，而这样的转变恰好为 REITs 提供了丰富的基础资产和运营空间。

1.2.3 资金的投资新渠道

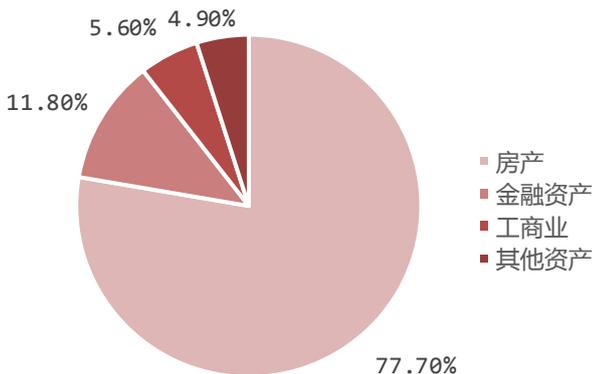
随着我国综合实力的增强，居民财富不断积累，2018 年人均可支配收入 39251 元，同比增长 7.8%。随着居民财富的不断积累，居民投资不动产的意愿也在增强。从国内家庭资产结构来看，2017 年国内家庭房产配置比例高达 77.7%，配置比例明显偏高。在“房住不炒”的背景下，不动产买卖投资将受到政策抑制。而 REITs 由于兼具房地产和金融产品的双重属性，在未来有望成为房产投资的最佳替代产品。

图 7：城镇居民人均可支配收入



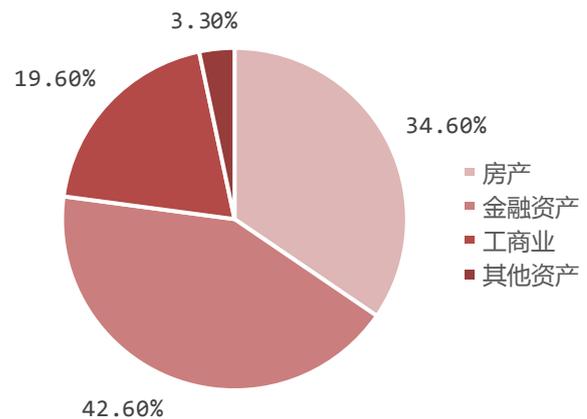
资料来源：wind，财富证券

图 8：中国家庭资产配置



资料来源：《2018 中国城市家庭财富健康报告》，财富证券

图 9：美国家庭资产配置



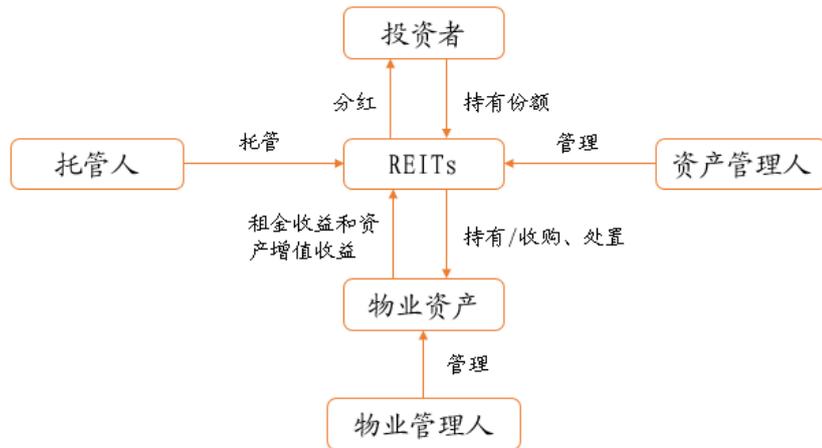
资料来源：《2018 中国城市家庭财富健康报告》，财富证券

换言之，REITs 发展正当时。

2 什么是 REITs

REITs(Real Estate Investment Trusts，房地产投资信托基金)是一种以发行收益凭证的方式集合投资者的资金，由专门投资机构进行房地产投资经营管理，并将投资综合收益按比例分配给投资者的信托基金。REITs 具有金融和不动产的双重属性，是跨越资本市场和房地产市场的创新型金融工具。

图 10: REITs 结构



资料来源：财富证券

尽管早在 2008 年 12 月，国务院出台了《国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见》，意见中明确提出要“开展房地产信托投资基金试点”，但截止目前，内地在房地产信托投资基金开展方面尚处于筹备和试点阶段。REITs 对于房地产行业来说仍是一个年轻事物。

2.1 REITs 起源及发展

2.1.1 REITs 起源于美国

REITs 起源于 20 世纪 60 年代的美国。19 世纪中叶，财富的不断增长以及房地产业的发展使得美国许多投资人有投资房地产的需求，但房地产具有投资额大、流动性差的特点，限制了中小投资者的房地产投资热情。随着投资需求的不断累积，1960 年《房地产投资信托法案》和《国内税收法典》两部法案相继出台，标志着首部 REITs 法律的正式发布，其推出的 REITs 税收优惠激励政策和上市交易流通制度，一定程度上解决了传统的房地产资产流动性差的问题，立法的进一步完善为当时房地产市场的健康发展注入了活力。经过几十年的发展，美国 REITs 市场已较为成熟，成为国际 REITs 市场的代表。

美国的房地产投资信托以公司型、公开募集、上市交易 REITs 为主，同时私募 REITs、非公开交易 REITs 等其它类别 REITs 产品并存。截至 2019 年 3 月，美国 REITs 总市值达到 82408 亿元，遥遥领先其他市场。

2.1.2 REITs 进入亚洲市场

REITs 自 2000 年左右开始进入亚洲并取得了快速发展。

在亚洲金融危机之后，日本房地产价格不振，市场陷入恐慌，银行地产相关贷款收紧，陷入融资困境的房地产企业迫切需要挖掘新的融资渠道，房地产市场急需新的资金

流入，消化低流动性资产。21 世纪初，日本出台政策引导民间资金通过 REITs 注入房地产行业，在提振房地产市场的同时，协助金融机构解决不良债权问题，推动了日本房地产证券化的发展。2001 年 9 月，以日本两大房地产巨头三菱地所和三井不动产作为发起人的两只 REITs 产品上市，标志着日本 REITs 的落地，日本房地产投资从此进入多元化发展时代。日本 REITs 的设立不但解决了房企的资金问题，同时也为物业持有者和开发商提供了项目退出渠道，为投资者提供了以房地产为基础的金融工具。

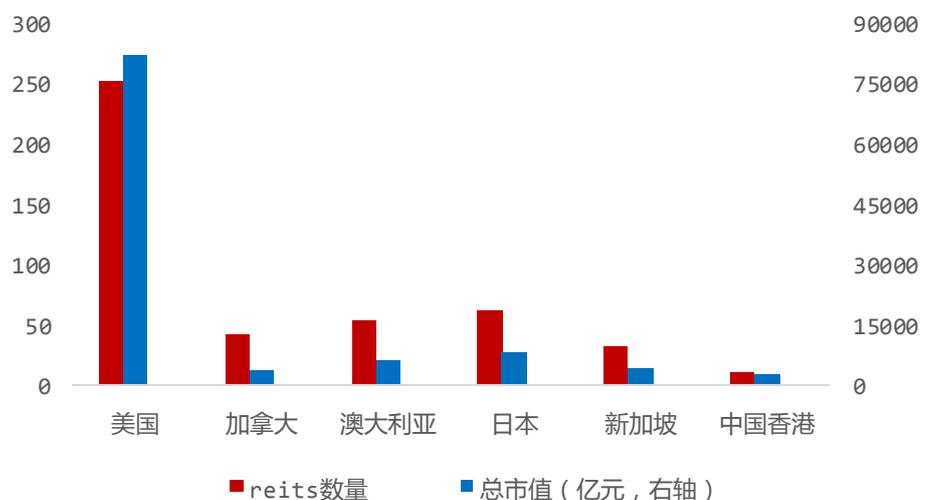
经过十几年的发展，截止 2019 年 3 月，日本 REITs 市值规模达到 8558 亿元，位居亚洲第一、全球第二，仅次于美国。

新加坡的不动产基金条例早于日本，1999 年 5 月，新加坡金融管理局发布了《新加坡房地产基金指引》，为 REITs 的发展奠定了基础，随后，税务机关在 2001 年制定了税收透明规则，REITs 只要遵守分红比例（90%）要求，其在 REITs 层面免征所得税，仅在投资者层面征收，避免了重复征税问题，从而加快了 REITs 的落实。在多项政策的推动之下，直至 2002 年 7 月，新加坡的第一支 REIT——凯德商用新加坡信托(CapitaLand Mall Trust)——在新加坡交易所主板成功上市，拉开了新加坡 REITs 的发展序幕。

截至 2019 年 3 月，新加坡拥有 33 家 REITs，总市值超过 4209 亿元。新加坡是亚洲最多元化资产和地域的 REITs 和商业信托市场，新交所中大多数的 REITs 都拥有离岸资产，资产遍布亚太地区、南亚地区、美洲和欧洲。

香港政府 2003 年 7 月 30 日，香港证监会颁布了《房地产投资信托基金守则》，为房地产投资信托基金的发展提供了法律基础。香港的土地收入曾经是政府最重要的收入来源之一，在香港房地产市场陷入低迷后，政府土地收入急剧下降。作为减少政府赤字的手段之一，REITs 应运而生。2005 年，香港特别行政区下属香港房屋委员会，将旗下的核心商业物业打包成立房地产投资信托基金(REITs)，由领展统一管理，并于 2005 年 11 月 25 日在香港成功上市，由此拉开了香港 REITs 市场发展的序幕。

图 11：全球主要市场 REITs 规模（截至 2019 年 3 月）



资料来源：Bloomberg，财富证券

2.1.3 成熟市场 REITs 政策与发展

目前,美国、新加坡、日本、香港等市场均对 REITs 产品形成了专项法规,规范 REITs 发展,为 REITs 发展提供法律支撑。各市场对于 REITs 的法规不尽相同,在主体形式、税收优惠、投资比例等方面根据各自市场的特点做出了不同的要求。

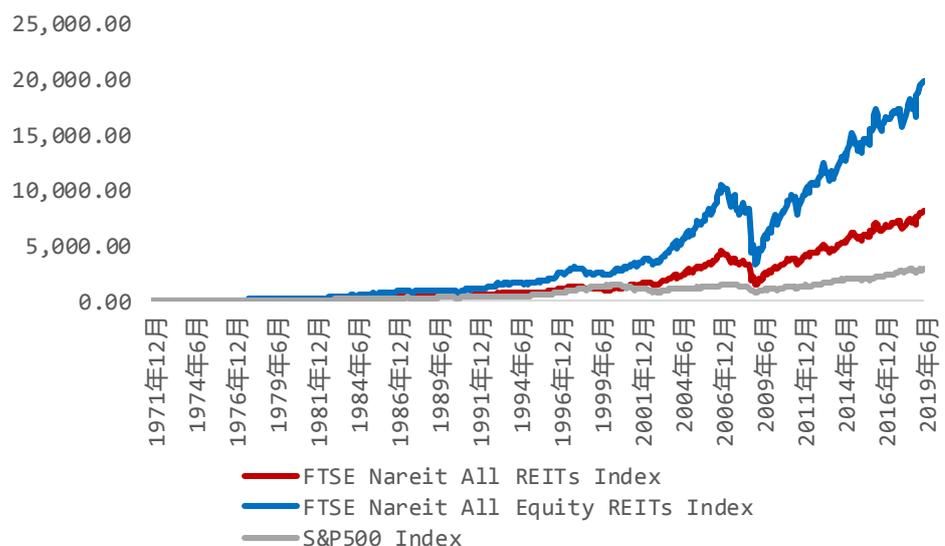
表 3: 美国、新加坡、日本、香港 REITs 对比

	美国	新加坡	日本	香港
主体形式	公司	信托单位或共同基金	信托单位或公司	信托单位
不动产资产投资比例	不低于 75%	不低于 75%	上市产品 70%, 非上市产品 95%	不低于 90%, 投资于未完工项目不超过 10%
投资范围	开发、收购、管理房地产项目	禁止参与开发项目	禁止参与开发项目	禁止投资于空置土地和开发项目
REITs 杠杆率	无限制	不超过 35%	无限制	不超过 45%
项目持有期	无限制	1 年以上	无限制	2 年以上
税收优惠	用于分红的收入部分免征所得税	用于分红的收入部分免征所得税,个人投资者免税	用于分红的收入部分免征所得税	投资者层面免税
分红比例	不低于 90%	不低于 90%	不低于 90%	不低于 90%

资料来源: 财富证券

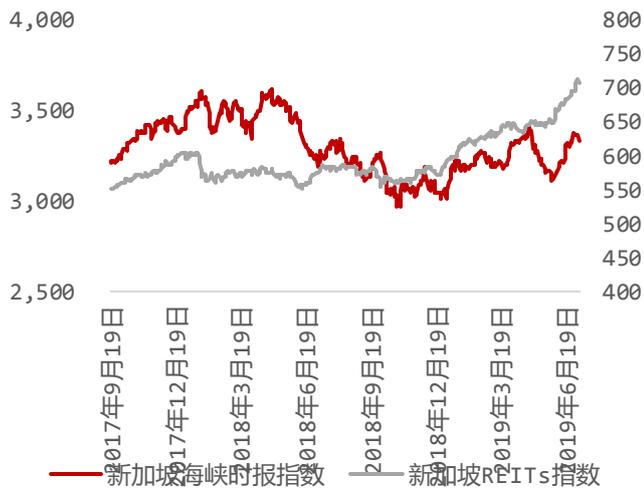
从美国、新加坡和香港等成熟市场 REITs 指数的表现来看,相较于权益市场,REITs 产品的收益更具有稳定性,且长期来看,收益率更优于 SP500、海峡时报指数、恒生指数等各市场具有代表性的指数收益。

图 12: 美国 REITs 指数



资料来源: NAREIT, wind, 财富证券

图 13: 新加坡 REITs 指数



资料来源: Bloomberg, 财富证券

图 14: 香港恒生房地产信托指数



资料来源: wind, 财富证券

2.2 REITs 特点

成熟市场中，受到资金追捧，主要源于它具有以下几个特点：

1) 投资门槛低：由于房地产投资涉及资金通常较大，多数投资者难以进行大宗房地产投资，REITs 发展最初的目的之一即满足和推动中小投资者对房地产的投资需求，因而 REITs 具有投资门槛相对较低的特点。

2) 收益稳定：REITs 的底层资产主要为能够产生稳定现金流的不动产（包括商业物业、写字楼、长租公寓、物流地产等），或是房地产抵押贷款以及相关证券，各成熟市场对于 REITs 投资不动产有一定的比例要求，例如美国要求 75% 以上投向不动产，新加坡要求 70% 以上，而香港的要求最高，要求占比不低于 90%。由于 REITs 的收益主要来源于租金收入和房地产升值，且每年要求将收益的大部分占比分红予投资者（美国、香港、新加坡等地区均要求分红比例不低于 90%），因而收益相对稳定。随着社会经济发展，物业租金收入和持有物业的公允价值的增加也将给 REITs 产品带来一定成长性。

3) 分散投资组合风险：在成熟市场中，一个 REITs 产品的底层资产通常是由多个项目和产品构成，REITs 通过投资于不同地区的不同种类的物业，以分散风险。同时，成熟市场中的 REITs 底层资产可新纳入或退出产品，通过专业管理机构的判断与选择不同的底层资产从而达到分散产品风险的目的。

4) 流动性较高：成熟市场中，REITs 发行后一般会在证券市场上挂牌交易，由此产品的流动性和变现能力将远远大于传统投资房地产的方式。

3 REITs 未达，类 REITs 已达

3.1 我国 REITs 市场仍待完善

3.1.1 法律制度尚未健全

健全的法律规定是成熟市场推行 REITs 的重要支撑。美国、加拿大、澳大利亚、新加坡、日本、香港均在原有法律基础上，出台了 REITs 专项法规，建立了较为完善的制度，使得 REITs 的推行更具有可操作性，产品更标准化。

我国 REITs 发展起源从 2005 年“越秀房地产投资信托基金”在港交所上市开始。“越秀房地产投资信托基金”是首个以中国内地物业为底层资产的标准化公募 REITs 产品。此后，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，我国各界开始围绕 REITs 展开深入研究。我国虽然在《公司法》《信托法》《证券投资基金法》的基础上发布了《信托投资公司资金信托管理暂行办法》，但相关条款尚不能为 REITs 产品和业务提供完备的法律保障，已发行的类 REITs 产品在设立标准、运行结构、投资范围、信息披露、关联交易等诸方面尚未统一制度规范。

3.1.2 税收优惠政策有待完整出台

基础资产的证券化过程是资产的重组转让过程，存在基础资产端与投资端双重征税问题，双重征税增大了 REITs 的交易成本，使得产品持有回报降低，从而降低投资者的投资意愿和发行人的发行意愿，限制了 REITs 的发展。因而，成熟市场在大力发展 REITs 的过程中均推出了一定税收优惠政策。例如，美国市场中 REITs 分红达到一定比例后在运营层面用于分红的租金收入免征所得税；新加坡市场通过对个人投资者不收税、国外投资者税收低于国内的税收优惠政策；香港市场对 REITs 组织层面征税，但在投资者层面不收税。

目前，我国未出台相关优惠政策，在资产转移过程中，由于所有权发生转移，根据现行法律，原始权益人需缴纳 25% 的企业所得税，如果原始权益人为房地产开发公司还需按照累进税率缴纳 30-60% 的土地增值税，如若未来《公司法》允许的条件下通过公司制成立 REITs 公司，在 REITs 公司运营层面还需缴纳公司所得税，因此我国 REITs 所承受税负还处于比较高的水平，税收优惠政策也是境内市场 REITs 在推行过程中需要解决的关键问题之一。

中国 REITs 制度应使得以 REITs 持有并经营资产所承担的税负不应大于投资者自行持有并经营资产所承担的税负，从而推动房地产投资向 REITs 投资切换。

8 月 21 日，中国证券投资基金业协会发布《协会 2019 年下半年工作计划：正视行业问题，再望资管行业辉煌》，表明将矢志推动基金税收中性和征缴机制改革，对 REITs 等长期投资工具实行税收穿透，避免重复征税。税收穿透工作的推进，将从政策层面极大

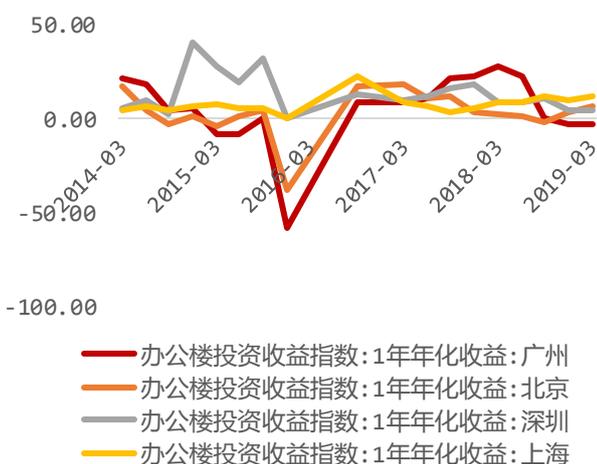
地推动公募 REITs 的成型。未来，公募 REITs 值得期待。

3.1.3 标的资产成熟度有待提高

持有型物业的租金收益率从很大程度上影响了 REITs 的发展，如果基础资产的租金收益率低，则 REITs 产品的收益率将随之收到影响。而持有型物业租金水平在一定程度上与宏观经济具有正相关性。从目前一线城市的办公楼和商业营业用房投资收益指数来看，办公楼方面，上海和深圳的投资收益指数相对稳定，商业营业用房投资收益指数则与经济呈现较大的相关性。

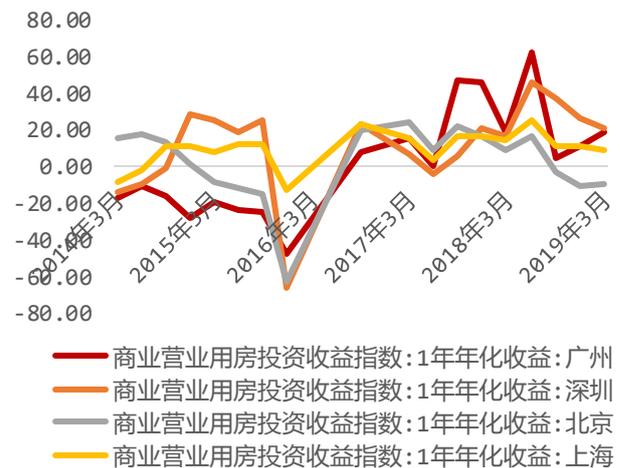
相对于成熟市场，我国过去房地产市场的重点聚焦于买卖交易市场，而对物业资产的管理、持有、运营等方面有所忽视，随着房地产市场重点由增量转向存量市场，通过寄希望于房价上涨而创造效益的天花板逐渐清晰，越来越多的房企开始注重产品质量与服务，目光投向房地产后端市场。随着物业服务水平提升，物业资产管理运营效率的提升，未来持有型物业的投资收益率有望提升。

图 15: 办公楼投资收益率 (年化收益)



资料来源: wind, 财富证券

图 16: 商业营业用房投资收益率 (年化收益)



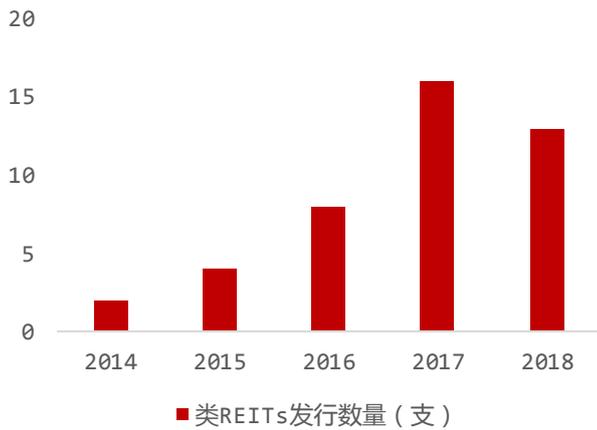
资料来源: wind, 财富证券

3.2 类 REITs 初具规模

由于我国 REITs 法规政策仍待完善，目前市场中仍未有真正意义上的 REITs 产品，在越秀房托开启了香港 REITs 探索之路后，境内展开了对 REITs 的探索，目前市场上对 REITs 的探索形式以类 REITs 为主，更类似于 REITs 与 ABS 的结合产物。类 REITs 主要指以不动产为基础资产、主要以私募形式发行的资产支持专项计划。

近年来，境内类 REITs 发展已初具规模。根据 RCREIT 数据统计，截至 2018 年底，我国共发行类 REITs 产品 43 支，发行金额累计 903.21 亿元。

图 17：类 REITs 发行数量



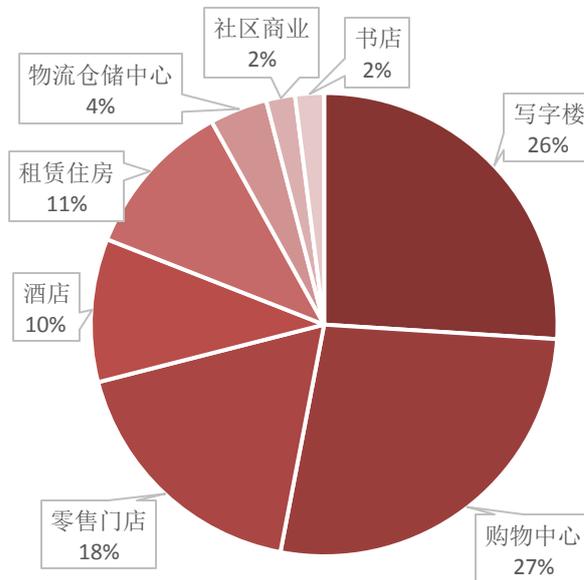
资料来源：RCREIT，财富证券

图 18：类 REITs 发行规模



资料来源：RCREIT，财富证券

图 19：类 REITs 基础资产



资料来源：RCREIT，财富证券

类 REITs 与成熟市场 REITs 在基础资产、发行目的等方面基本一致。二者的基础资产均主要为现金流稳定的各类优质物业项目，又以集中于一二线城市的商业物业为主；二者的目的均主要在于盘活存量资产，为企业新的融资渠道。

但二者在投资门槛、发行方式、流动性、投资期限等诸多方面仍存在差别。

表 4：成熟市场 REITs 与境内市场类 REITs 区别

	成熟市场 REITs	境内市场类 REITs
发行方式	一般为公募发行	一般为私募发行
产品类型	以权益型产品为主，抵押型和混合型为辅	以固定收益型产品为主，权益型和混合型为辅
投资门槛	较低	较高
投资者属性	机构投资与个人投资并存	机构投资为主

流动性	较高	较低
产品期限	一般无期限	有存续期，且存续期相对较短
融资	可通过银行贷款等方式融资 以不动产物业资产为主，亦可投资地产相关股票、债券等以及其他 REITs 或 CMBS 产品，但比例通常较小	不可融资，产品可分级
投资范围	通常由多个物业组成，基础资产池中物业可增加或出售	项目的股权+债券，以及监管部门规定的合格投资
物业管理	以主动管理为主	以被动管理为主
增信措施	一般不设差额补足增信	大部分产品有租金差额补足增信，或通过主体回购作为本金偿付增信
退出机制	二级市场交易	到期项目方回购，处置或清算资产，以及少数可通过公募退出

资料来源：财富证券

3.3 从三大案例看类 REITs

我国市场上目前发行类 REITs 以“股+债”形式为主，具体操作体现为以专项资管计划为载体的资产证券化类 REITs。我国目前市场上的类 REITs 产品主要可分为三类，交易所挂牌类 REITs、交易所上市封闭式类 REITs 和银行间类 REITs。

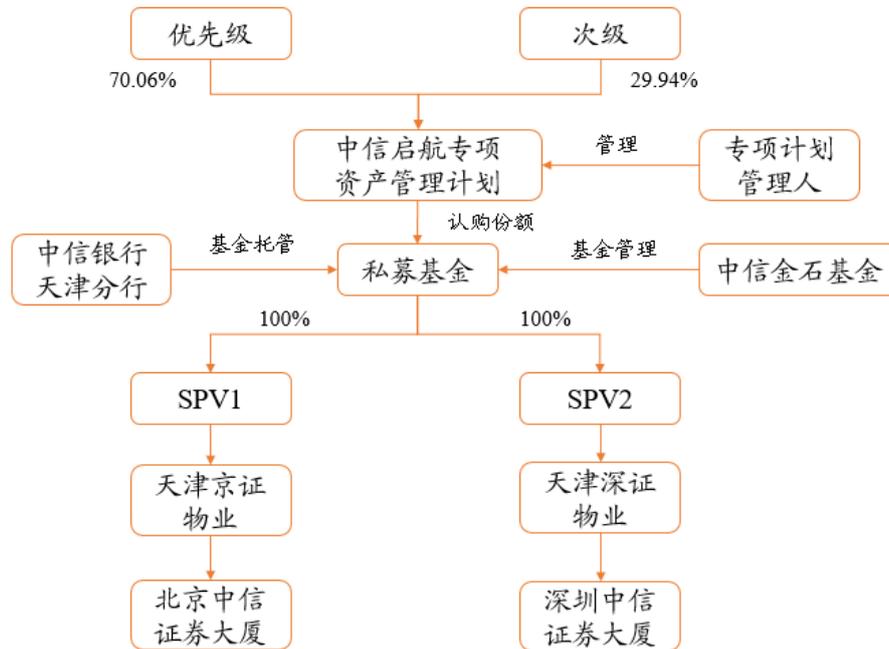
在企业资产证券化业务框架下，交易所挂牌类 REITs 产品是最早实现突破的“类 REITs”发行载体，也是目前发行规模最大、可复制性最强的产品类型。

3.3.1 中信启航专项资产管理计划

2014 年 5 月 21 日，经中国证监会批准，中信证券发起设立的“中信启航专项资产管理计划”成功在深交所综合交易平台挂牌交易。中信启航专项资产管理计划是一支典型的以专项资管计划为载体的资产证券化类 REITs 产品，是境内第一支股权类 REIT，也是第一支交易所挂牌交易的私募 REIT，为之后类 REITs 的发展提供了样板，对 REITs 的推动具有重要意义。

在交易结构中，中信启航专项资管计划设立了一个私募基金来持有两个物业所对应的项目公司的股权，再以专项资产管理计划认购基金份额，中信金石基金作为管理人对该私募基金进行管理。产品总规模 52.1 亿元，分为优先级受益凭证和次级受益凭证，优先级证券规模 36.5 亿元，信用评级 AAA；次级证券规模 15.6 亿元，无信用评级。其中，优先级收益由 7% 的固定收益和退出时项目资产增值的 10% 的浮动收益共同组成。产品期限不超过 5 年。中信证券认购次级份额的 10%。

图 20：中信启航专项资产管理计划结构



资料来源：中信启航专项资产管理计划受益凭证募集说明书，财富证券

在交易结构中，中信启航专项资管计划设立了一个私募基金来持有两个物业所对应的项目公司的股权，再以专项资产管理计划认购基金份额，中信金石基金作为管理人对该私募基金进行管理。产品总规模 52.1 亿元，分为优先级受益凭证和次级受益凭证，优先级证券规模 36.5 亿元，信用评级 AAA；次级证券规模 15.6 亿元，无信用评级。其中，优先级收益由 7% 的固定收益和退出时项目资产增值的 10% 的浮动收益共同组成。产品期限不超过 5 年。中信证券认购次级份额的 10%。

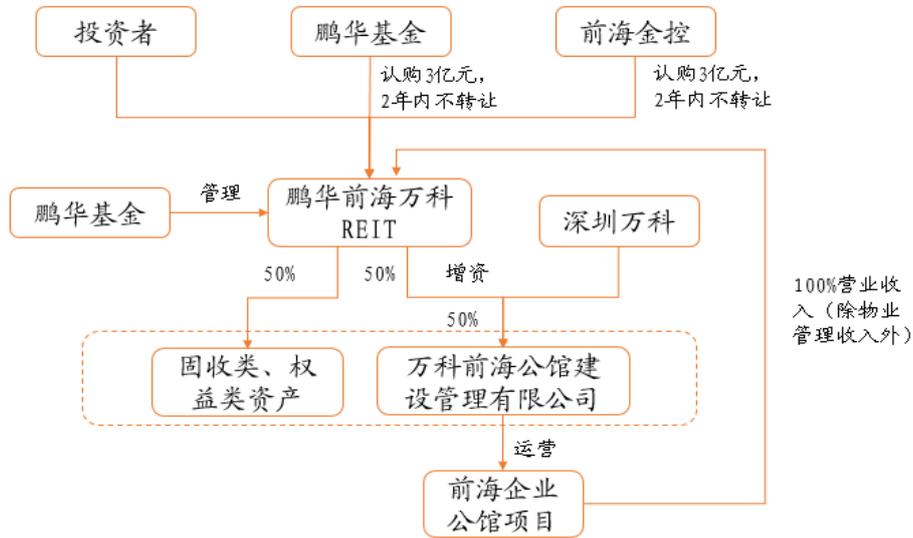
中信启航专项资管计划的结构特点在于退出机制：在退出机制中，中信启航专项资管计划设计了两种退出方案：第一种方式是以公募 REITs 方式退出，即首先中信金石基金管理有限公司在交易所发起设立 REITs，然后私募基金在退出时出售其所持物业 100% 的权益给该 REITs，根据相关约定，其中 75% 的对价将以现金方式支付，剩余 25% 将以 REITs 份额的方式由该基金持有并锁定 1 年，优先级投资者在 IPO 时点将全现金方式退出，而次级投资者将获得部分现金及 REITs 份额；第二种补充方案是除了第一种方式退出外，该基金还可以市场公允价格出售给第三方实现退出。由于产品的基础资产位于北京和深圳的核心区，资产较为优质，物业租金收益及市场价值在未来有较大的升值空间，将资产出售第三方是产品退出方式的重要补充。

3.3.2 鹏华前海万科 REIT

2015 年 7 月，“鹏华前海万科 REIT”成功发行，成为境内市场中首次使用公募基金作为发行载体的类 REITs 产品。鹏华前海万科 REIT 在发行期间单个投资者的单笔认购门槛仅为 10 万元，上市后在深圳交易所场内进行二级市场交易的最低份额为 1 万元，在类

REITs 产品的投资门槛和流动性上均实现了重大突破。

图 21：鹏华前海万科 REIT 结构



资料来源：鹏华前海万科 REITs 封闭式混合型发起式证券投资基金招募说明书，财富证券

鹏华前海万科 REIT 的特点在于：1) 在投资组合中，受限于《证券投资基金运作管理办法》中关于投资范围的规定，公募基金无法直接投资项目公司股权，鹏华前海万科 REIT 在注册时取得了证监会的特别批准，允许其将不超过基金资产 50% 的资金投资特定的、单一的非上市公司股权。由于只能以不超过 50% 的资产配置在商业物业股权上，未体现出商业地产投资基金的行业特征。由于投资范围和投资集中度问题的存在，公募基金 REITs 产品需要特别批准，因而产品的可复制性较差。2) 鹏华前海万科 REIT 中设置了业绩补偿机制，根据产品招募说明书，深圳万科将开立保证金账户，一次性存入不低于 2000 万元的保证金并确保每年维持不低于 2000 万的保证金，若目标公司当期营业收入扣减物业管理费收入后的余额（“实际业绩收入”）低于深圳万科提供并经基金管理人确认的目标公司当期业绩比较基准（当期目标公司预测营业收入）的，深圳万科应以保证金账户资金余额为限按目标公司当期实际业绩收入低于业绩比较基准的差额（“业绩补偿款”）向基金进行支付。因而 2018 年 7 月，由于 2017 年度业绩未达标，产品收到业绩补偿款。

3.3.3 兴业皖新闻嘉一期 REIT

2016 年 12 月，央行批复同意兴业皖新闻嘉一期 REIT 发行，并允许其根据相关规定在银行间市场流通。

兴业皖新闻嘉一期 REIT 是基于信托计划的产品，采用两层 SPV 结构：第一层 SPV 是信托形式的私募投资基金；第二层 SPV 是信托计划。

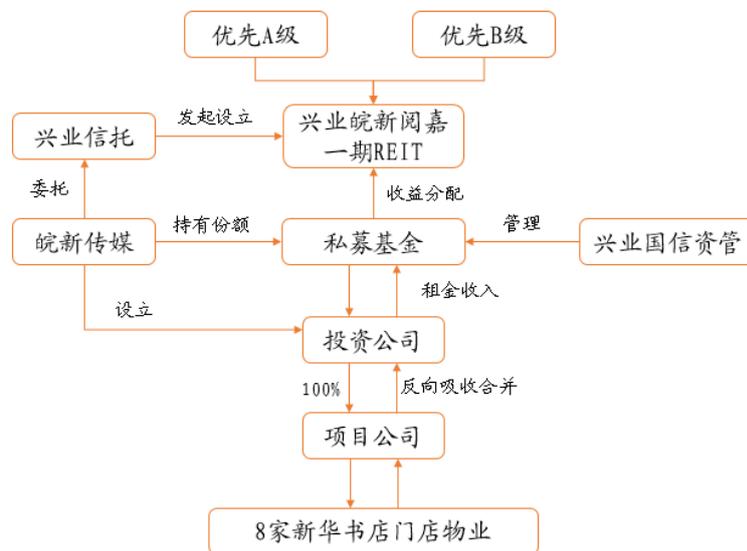
原物业持有人作为股东，以标的物业作为出资设立项目公司，使项目公司成为标的

物业的持有方。之后，皖新传媒出资设立多家投资公司，用来收购项目公司 100% 的股权。皖新传媒发起设立私募投资基金，用所募集的部分资金收购投资公司 100% 的股权，并且基金管理人代表私募投资基金通过委贷银行向投资公司发放了 36850 万元的贷款。投资公司由此收购了项目公司 100% 的股权，并将其所控制的项目公司持有的 8 处新华书店物业资产抵押给委贷银行，用于担保贷款本息偿付。之后，项目公司吸收合并投资公司。最终，原始权益人皖新传媒通过私募股权投资基金型 SPV 达到控股项目公司间接持有标的物业，并且同时持有项目公司股权和债权的目的。皖新传媒将其持有的私募投资基金份额作为基础资产委托给受托人兴业信托设立财产权信托，并由兴业信托作为发行人在银行间市场发行资产支持票据。投资人认购取得资产支票据，取得标的信托受益权。

兴业皖新闻嘉一期 REIT 的底层资产为 8 处新华书店，其现金流主要来源于皖新传媒未来 20 年整租该底层资产所产生的租金收入、场地收入、物管收入、运营管理收入以及其他收入。此外，也可通过处置项目公司所持有的标的物业和交易结构设置的各种增信或风险缓释措施来保障投资者投资本息的偿付。

由于信托制度本身能够实现良好的破产隔离效果，兴业信托发行“兴业皖新 REITs”具有先天的制度优势，同时，产品能较好的把流动性较低的、非证券形态的房地产投资，直接转化为资本市场上的证券资产，达到融资目的。兴业皖新闻嘉一期 REIT 设立，开启了银行间 REITs 的先河，对类 REITs 在提升产品流动性、市场参与度均有积极意义，但产品在期限、税收等方面仍与真正意义上的权益型 REITs 存在差距。

图 22：兴业皖新闻嘉一期 REIT 结构



资料来源：兴业皖新闻嘉一期房地产投资信托基金（REIT）资产支持证券募集说明书，财富证券

3.4 REITs 推进形式

基于能够产生长期、稳定现金流的优质不动产，以专项资产管理计划为载体的不动产资产证券化类 REITs 已经初具规模，但目前类 REITs 的劣后级比例偏低且多为发行人自持，主要作为固定收益产品，缺乏权益属性。

根据北京大学光华管理学院“光华思想力”REITs 课题组的《中国 REITs 制度的特征与实现路径》，提出未来 REITs 实现的三条路径分别是：（1）将 REITs 作为与股票、债券并列的新券种的“新券模式”；（2）对类 REITs 进行公募化的“ABS 公募化模式”；（3）以公募基金投资不动产 ABS 为基础的“公募基金 +ABS 模式”。三者各自存在其优点和限制：若采用方式（1），则需要完善 REITs 作为新券的法律法规，完善监管环境，需要较长时间的探索和发展；对于方式（2），可操作性较强，但考虑到目前市场上 ABS 产品劣后级多为发起人自持，直接将类 REITs 产品公募化后产品权益型特征不够明显，距离真正意义上 REITs 仍有一段差距；方式（3）到目前为止是最具有可操作性的一种，但多层架构或带来一定治理问题。

结合三类典型类 REITs 产品案例，从目前市场类 REITs 产品的基本特征出发，考虑到经济新常态下 REITs 制度出台的紧迫性，预期未来 REITs 的试点推进工作，将以“企业 ABS 公募化模式”、“公募基金+ABS”模式为起点尽快推出 REITs 制度，同时逐步探索新券模式。

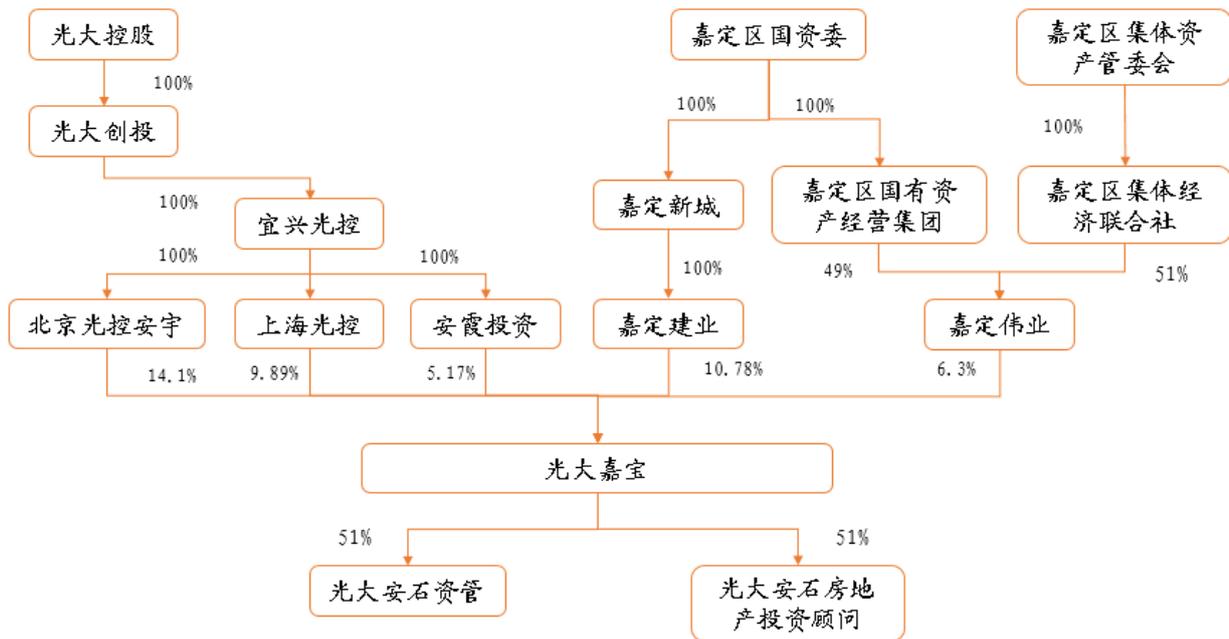
4 房企不动产资产管理兴起

随着房地产市场由增量市场逐渐转向存量市场，各房地产企业开始探索长租公寓、物流地产、商业地产等多元化转型业务，多维度存量持有物业给 REITs 的发展提供了丰富的基础资产。从房企角度来看，未来，房地产企业在保证自身开发能力的同时，也将在不动产资产管理方向中加大投入力度。由此，建议关注两条主线：1）在不动产资产管理业务中发力的企业，建议关注光大嘉宝、保利地产；2）拥有大量持有型物业，具有 REITs 发展基础资产的房企，建议关注大悦城。

4.1 光大嘉宝

公司以房地产开发和不动产资产管理为主营业务。其中，不动产资产管理业务通过控股的光大安石作为私募基金管理平台，重点投资于未来能持续产生现金流的持有型物业，以管理人的身份或品牌输出的形式，通过对相关物业进行开发改造、转型升级、运营管理，从而创造回报。截止 2018 年末，公司不动产资产管理业务收入 6.56 亿元，同比增长 23.54%，占比 13.79%。

图 23：光大嘉宝结构图



资料来源：wind，财富证券

公司具有一定“募投管退”闭环式资产管理的能力。截至2019年第1季度末，公司控股子公司光大安石累计管理规模超过1050亿人民币，已成功退出超过580亿投资、逾100个项目。2018年12月28日，“光证资管-光控安石商业地产第1-X期资产支持专项计划”获得深交所出具的无异议函，获批规模100亿元人民币，成为全国首单地产基金模式下的储架式商业REITs。光大安石也获得由深圳证券交易所颁发的2018年度“优秀固定收益业务创新机构”奖项。2019年上半年，公司新增投资项目9个，新增管理规模70.08亿。截至二季度末，公司在管项目规模达到42个，在管基金规模达到469.39亿，预期公司未来基金规模有望进一步增长，为公司带来稳定的管理费和业绩提成。

同时，公司拥有在商业管理方向上继续拓展“大融城”商业产品线及市场布局。2019年上半年，公司在管及在建商业项目达到17个，较18年底再增加2个项目，总建面达到180万平。公司也继续加强与华住酒店管理集团、上海建工集团的合作，分别拓展国内酒店及公寓等居住类不动产业务、上海区域的城市更新投资领域。未来公司可证券化的基础资产将进一步增厚，公司也将持续发力不动产资产管理，打造行业标杆，将在行业证券化水平提升的进程中和REITs试点取得突破的推进下持续受益。

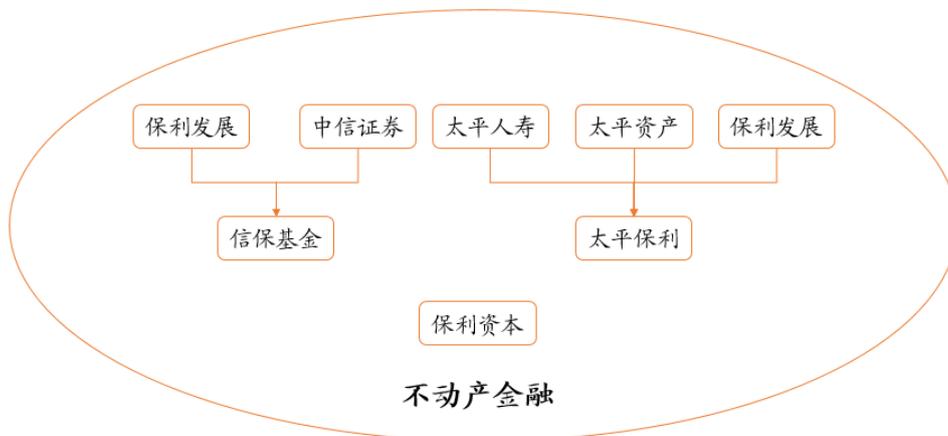
预计公司2019/2020年实现归母净利润8.90、9.61亿元，对应EPS0.59、0.64元，给予“谨慎推荐”评级。

4.2 保利地产

公司一直以来坚持“以不动产投资开发为主，以综合服务与不动产金融为翼”的战

略，持续在不动产金融中发力。2016年起，公司大力推动资本创新，大力发展房地产基金，探索实践商业地产资产证券化，运用资本手段促进养老、商业、代理、物业等专业平台的市场化运营，开拓新的盈利增长点。在不动产金融板块，公司以产融结合为理念，在产业基金、资产证券化和创新型产业孵化和资产运作上，发挥自身的先发优势，通过资本对接，对标国际知名投资机构，致力打造产融结合的新型行业生态。公司不动产金融板块有三个子公司，信保基金、保利资本和太平保利，公司累计基金管理规模逾 1000 亿元，累计投资项目超过 150 个，其中信保基金多次被评为“中国房地产基金十强”。2019 年 3 月，信保基金拟通过其下属全资子公司凰朝投资发起设立信保基金三期，投资于不动产相关领域未上市企业，产品规模预计不超过 50 亿元；公司拟认购信保基金三期 15% 有限合伙份额，对应不超过 7.5 亿元。公司不动产金融布局更加完善。

图 24：保利不动产金融板块



资料来源：公司官网，财富证券

同时，保利地产积极布局文旅、公寓等产业，积极拓展商业管理等地产综合服务的多元业务。2019 年上半年新拓展购物中心、酒店和公寓合计 7 个项目，商业管理板块运营项目超过 70 个，商业管理面积近 300 万平方米。丰富的业务板块能为公司未来推动不动产金融发展提供优质的基础资产，在 REITs 的推进进程中有望受益。

预计公司 2019/2020 年实现归母净利润 236.72、285.30 亿元，对应 EPS 分别为 1.99、2.40 元，维持公司“谨慎推荐”评级。

4.3 大悦城

2018 年 4 月，中粮地产发行股份向明毅有限公司收购其持有的大悦城地产有限公司总股本 59.59% 的股份，2019 年 1 月完成资产过户，3 月公司更名为“大悦城控股集团股份有限公司”。公司主业由住宅和工业地产变为“住宅+商业地产”的双驱动。随着住宅和商业双主业的确立，一方面住宅销售能给公司带来迅速的资金回笼，另一方面优质商业能为住宅业务稳定客群，两者协同作用将逐步显现。

公司在商业地产中打造了大悦城、大悦春风里、祥云小镇三条产品线路，以年轻中

产和成熟中产为核心客群，立体化布局，位列“2019 中国购物中心运营优秀企业”第三。公司拥有购物中心、写字楼和酒店等 29 个一二线核心商业项目，轻资产和重资产模式并行。大悦城的平均出租率约 95%，处于较高水平，成熟项目 2018 年总客流达到 1.4 亿人次，且能够保持相对稳定的增长。

由于一二线核心商业资产具有租金相对稳定、客流稳定等优势，REITs 产品在选择基础资产时通常优先考虑一二线核心商圈，而公司的商业项目布局方向正与之契合，因而在 REITs 的持续发展中，公司将首先受益。

预计公司 2019/2020 年实现归母净利润 25.88、30.35 亿元，对应 EPS0.66、0.77 元，给予“谨慎推荐”评级。

5 风险提示

房产税出台超预期；经济下行致持有型地产发展不振；REITs 政策的推出缓慢。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438