

## 行业研究

## 首批基建公募 REITs 发行超预期，期待建筑企业价值重估

## ——建筑装饰行业专题研究之四

## 要点

## 期待基建公募 REITs 政策持续优化

正式稿与征求意见稿相比，扩大了基建公募 REITs 的底层资产的范围（“特许经营权”调整为“经营权利”），并使基建公募 REITs 作为可扩充可扩展的资产证券化平台。之前市场最关注的税收问题，在“公募+ABS”框架下通过复杂的设计实现了部分的减免，但后续发展可能仍需更清晰的税收政策支持。央行、银保监会、证监会及外汇局发布的《关于金融支持海南全面深化改革开放的意见》中提出“在房地产长效机制框架下，支持海南在住房租赁领域发展房地产投资信托基金（REITs）”。北金所已有住房租赁方向的 REITs 产品（私募产品）发行。

## 基建公募 REITs 瓜熟蒂落，首批项目多溢价发行：

首批注册的 9 只基础设施公募 REITs 募集总规模为 314 亿元，不同项目的标准单价、最终认购价、最终募集规模以及折溢价率有较为明显的差别。首批注册的 9 只基础设施公募 REITs 中除蛇口产业园外，最终认购价较标准单价均有溢价；其中溢价率最高的是普洛斯，其溢价率达 9.15%；仅有蛇口产业园溢价率为负，其溢价率为-6.69%。9 只基础设施公募 REITs 中，有 6 只产品的最终募集规模超过其基础资产估值规模。

## 基建公募 REITs 的回报率较公用事业类股票有优势：

基建公募 REITs 的优势源于三部分：1) 税收优势。通过架构设计带来的所得税环节的减免；2) 资产增值。定价波动（资本利得）与公用事业类公司一样受到运营情况（如车流量变化）、中长期增速、无风险收益率等因素的影响。3) 降低“再投资”风险。特许经营权项目（非永续类）公募基建 REITs 的分红带有“还本付息”性质，产品有存续期限，理论上存续到期的价值接近于 0；产权类项目（永续类）在到期时其不动产价值可能升值。若市场认为新建基建类运营项目回报率边际下降，那么基建公募 REITs 基于自由现金流的高比例分配则有效降低了投资运营主体的“再投资”风险，最终提升了资产配置效率。

## 关注后续基建公募 REITs 项目落地情况：

REITs 具备回报率高、收益风险比高及与其他大类资产表现关联度低的特性，资产配置价值显著。从首批项目发行情况观察，市场对于基建公募 REITs 非常热情。除了我们上述提及的节税、增值、降低“再投资”风险等优势之外，首批项目底层资产质量较好也是重要因素。若后续批次项目收益率走低后，投资者依旧认可；或基建公募 REITs 上市后呈现较好的流动性，那么 REITs 将提高原始权益人将存量项目资产证券化的意愿，也将带来对持有相关资产上市公司的价值重估。

## 关注基建公募 REITs 或带来建筑公司价值重估，优选无形资产占比较高的企业

公募基建 REITs 的持续落地，将带来建筑公司价值重估。随着法规完善，REITs 出表属性将强化，或带来 1) 中期基建投资增速预期的上修；2) 建筑企业报表的改善（增厚利润表，资产负债率降低），且后续扩张将突破资产负债率限制。建议关注：1) 报表内无形资产占总资产比重较高，将直接受益于基建 REITs 推进的中国交建、中国电建；2) 受益于基建投资预期上修；借助基建 REITs，后续扩张可突破资产负债率限制的中国铁建、中国中铁、中国建筑、中国中冶。

**风险分析：**基础设施项目经营风险；基金价格波动风险；流动性风险；税收等政策调整风险；终止上市风险。

建筑和工程  
买入（维持）

## 作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebcn.com

## 行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

## 相关研报

基建公募 REITs 起航，建筑板块迎来重大机遇——建筑装饰行业专题研究之一，2020-05-01

投资 REITs 吸引力高，作为第四类大类资产有优势——建筑装饰行业专题研究之二，2020-05-02

## 投资聚焦

### 我们区别于市场的观点

市场主流观点认为，首批基建公募 REITs 产品的市场接受度较高的原因为首批项目底层资产质量佳、回报率高。我们认为，除了上述因素之外，基建公募 REITs 产品设计本身所带来的节税、增值及“再投资”风险降低等优势更为重要。基建公募 REITs 强制高比例分配（不仅仅是分红），压制了资产管理人持续投资新项目的冲动，保证了全生命周期回报率的相对稳定。

市场担心基建公募 REITs 的限定项目范围较为狭窄、政策配套不足，会影响基建公募 REITs 后续发展。我们比较了基建公募 REITs 政策出台之后的演变，注意到其适用范围正在逐步放宽，并鼓励将公募 REITs 打造成为可扩展、可扩募的资产证券化平台。我们认为，基建公募 REITs 推出的背景是我国政府部门杠杆率处于历史高位，REITs 相关政策的出台是为了盘活存量资产、降低负债率、解决项目权益资金来源问题；若后续配套政策不及时，则无法解决推行该产品的初衷。我们也注意到央行、银保监会、证监局及外汇局发布的《关于金融支持海南全面深化改革开放的意见》中提出“在房地产长效机制框架下，支持海南在住房租赁领域发展房地产投资信托基金（REITs）”。北金所已有住房租赁方向的 REITs 产品（私募产品）发行。

### 投资观点

必须承认，首批项目有一定特殊性。若后续批次项目收益率走低后，投资者依旧认可；或基建公募 REITs 上市后呈现较好的流动性，原始权益人将存量项目资产证券化的意愿将大幅提高，也会令市场对持有相关资产上市公司进行价值重估。

公募基建 REITs 的持续落地，或将带来建筑公司价值重估。**随着法规完善，REITs 出表属性将强化**，或带来 1) 中期基建投资增速预期的上修；2) 建筑企业报表的改善（增厚利润表、资产负债率降低），且后续扩张将突破资产负债率限制。建议关注：1) 报表内无形资产占总资产比重较高，将直接受益于基建 REITs 推进的**中国交建、中国电建**；2) 受益于基建投资预期上修；借助基建 REITs，后续扩张可突破资产负债率限制的**中国铁建、中国中铁、中国建筑、中国中冶**。

### 风险分析

基础设施项目经营风险；基金价格波动风险；流动性风险；税收等政策调整风险；终止上市风险。

# 目 录

<b>1、 基建公募 REITs 瓜熟蒂落</b> .....	<b>5</b>
1.1、 我国基础设施公募 REITs 推进时间表 .....	5
1.2、 基础设施公募 REITs 相关文件中正式稿与征求意见稿的主要差异 .....	7
1.3、 首批项目基础情况概览 .....	9
<b>2、 基础设施公募 REITs 架构特点</b> .....	<b>11</b>
2.1、 基础设施公募 REITs 基本架构及特点 .....	11
2.2、 各版本 REITs 架构对比 .....	12
2.3、 基础设施公募 REITs 架构实例：中航首钢公募基建 REITs 架构 .....	14
<b>3、 首批产品多数将溢价发行</b> .....	<b>17</b>
3.1、 首批注册生效的 9 只基础设施公募 REITs 发售信息 .....	17
3.2、 首批发售的 9 只产品的认购及托管费 .....	17
3.3、 首批产品多数将溢价发行 .....	18
<b>4、 REITs 回报率优势的来源</b> .....	<b>20</b>
4.1、 基础设施公募 REITs 架构的节税优势 .....	20
4.2、 资本利得（交易）环节可减少交易摩擦.....	22
4.3、 高分配比例，降低“再投资”风险.....	23
<b>5、 基建公募 REITs 或带来建筑公司重估</b> .....	<b>25</b>
<b>6、 风险分析</b> .....	<b>26</b>
<b>附录 1：公募基建 REITs 主要申报流程</b> .....	<b>27</b>
<b>附录 2：招商蛇口公募基建 REITs 架构设计</b> .....	<b>28</b>

## 图目录

图 1: 现阶段政府部门杠杆率已达历史高点 .....	5
图 2: 现阶段实体经济部门杠杆率已达历史高点 .....	5
图 3: 基础设施公募 REITs 基本架构 .....	11
图 4: 基础设施公募 REITs 上市后新增购入资产情形 .....	12
图 5: 鹏华前海万科 REITs 的“公募+ABS”架构 .....	12
图 6: 北金所版 REITs 产品结构 .....	13
图 7: 中航首钢生物质封闭式基础设施证券投资基金交易结构 .....	15
图 8: 首锔咨询与首钢环境交易完成前结构图 .....	15
图 9: 首锔咨询与首钢环境交易完成后结构图 .....	15
图 10: 首钢基金与首钢环境交易结构图 .....	16
图 11: 首锔咨询与首钢生物质反向吸收合并前的产品结构图 .....	16
图 12: 首锔咨询与首钢生物质反向吸收合并后的产品结构图 .....	16
图 13: 基建公募 REITs 简化结构与节税设计 .....	21
图 14: 二阶段 DCF 模型 (以第 6 年进入稳定增长长期为例) .....	23
图 15: 公募基建 REITs 主要申报流程 .....	28
图 16: 招商蛇口基础设施基金整体架构 (SPV 公司吸收合并前) .....	28
图 17: 招商蛇口基础设施基金整体架构 (SPV 公司吸收合并后) .....	29

## 表目录

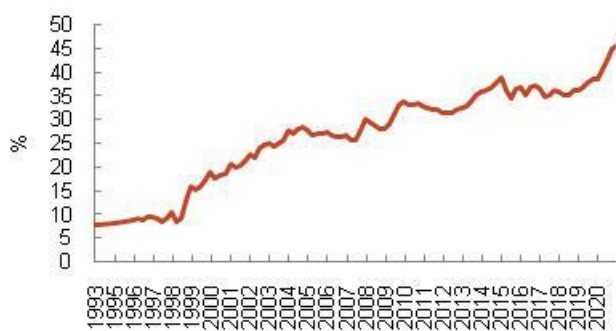
表 1: 2020 年以来基础设施公募 REITs 政策及规则梳理 .....	6
表 2: 基础设施公募 REITs 指引 (基础制度) 正式稿与征求意见稿对比 .....	7
表 3: 沪、深交易所配套规则“1 个办法+2 个指引”正式稿与征求意见稿对比 .....	9
表 4: 已受理的 10 只基础设施公募 REITs 基本信息 .....	10
表 5: 首批注册生效的 9 只基础设施公募 REITs 发售信息 .....	17
表 6: 基金认购及托管费率 .....	18
表 7: 首批注册的 9 只基础设施公募 REITs 发行规模上下限及折溢价率 .....	18
表 8: 我国境内基础设施投资及交易的相关税种 .....	20
表 9: 财税字【1998】55 号规定的基金及投资者层面所得税 .....	21
表 10: 投资人视角, 比较普通公司与基础设施公募 REITs 的税后收入 .....	22
表 11: 首批发行的 9 只基础设施公募 REITs 预期收益率 .....	23
表 12: 传统公用事业类上市公司预期收益率 .....	24

# 1、基建公募 REITs 瓜熟蒂落

## 1.1、我国基础设施公募 REITs 推进时间表

2020 年 4 月 30 日，中国证监会、国家发改委联合发布《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》（以下简称《通知》），该文件标志着中国基础设施公募 REITs 正式起航。我们已在多篇报告中强调了基础设施公募 REITs 对于基建行业投融资模式的重要意义；参考海外经验，REITs 相关政策多在经济低迷阶段推出，本质是降低整体杠杆率水平，盘活存量资产<sup>1</sup>。现阶段，我国政府部门杠杆率、实体经济部门杠杆率已达历史高点，通过以 REITs 为代表的权益类融资工具实现杠杆率的降低是切实可行之路。

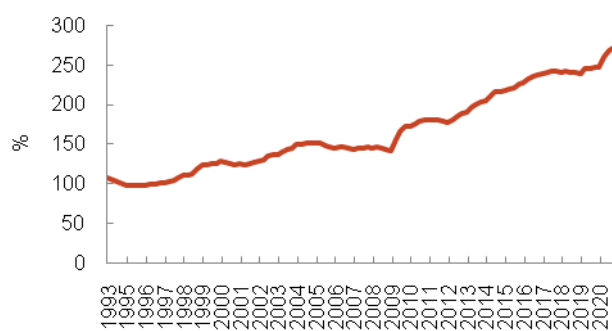
图 1：现阶段政府部门杠杆率已达历史高点



—— 政府部门杠杆率

资料来源：Wind，光大证券研究所，截止 2020 年 12 月

图 2：现阶段实体经济部门杠杆率已达历史高点



—— 实体经济部门杠杆率

资料来源：Wind，光大证券研究所，截止 2020 年 12 月

在《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》对于投资的表述，明确提出“深化投融资体制改革，发挥政府投资撬动作用，激发民间投资活力，形成市场主导的投资内生增长机制”；相较而言“十三五”规划表述为“充分发挥政府投资的杠杆撬动作用，加大对公共产品和公共服务投资力度”。“十四五”规划更加强调市场化的投资增长机制，并首次提出“规范有序推进政府和社会资本合作（PPP），推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）健康发展，有效盘活存量资产，形成存量资产和新增投资的良性循环。”<sup>2</sup>

值得注意的是，中国人民银行、银保监会、证监会、外汇局发布《关于金融支持海南全面深化改革开放的意见》中提出“在房地产长效机制框架下，支持海南在住房租赁领域发展房地产投资信托基金（REITs）”，表明随着现有项目落地及政策的演变，我国 REITs 或将不再仅限于基础设施领域。目前，北金所已有住房租赁方向的 REITs 产品（私募产品）发行。

<sup>1</sup> 参见《基建公募 REITs 起航，建筑板块迎来重大机遇——建筑装饰行业专题研究》，光大证券建筑建材团队，2020 年 5 月 1 日

<sup>2</sup> 参见《关注基建投融资机制改革与绿色改造、节能减排相关机会——建筑、建材行业对于第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要的点评》，光大证券建筑建材团队，2021 年 3 月 15 日

表 1: 2020 年以来基础设施公募 REITs 政策及规则梳理

发布机构	发布日期	政策文件	文件性质
证监会	2020.4.30	《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》	正式稿
	2020.4.30	《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》	征求意见稿
	2020.8.7	《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》	正式稿
发改委	2020.8.3	《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》	正式稿
	2020.9.8	《关于做好第一批基础设施 REITs 试点项目申报工作的通知》	正式稿
	2021.1.13	《关于建立全国基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目库的通知》	正式稿
中办、国办	2020.10.11	《深圳建设中国特色社会主义先行示范区综合改革试点实施方案（2020—2025 年）》	正式稿
上交所	2020.9.4	《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金（REITs）业务办法（试行）》	征求意见稿
	2020.9.4	《上海证券交易所基础设施证券投资基金（REITs）发售业务指引（试行）》	征求意见稿
	2021.1.29	《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金（REITs）业务办法（试行）》	正式稿
	2021.1.29	《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金（REITs）规则适用指引第 1 号——审核关注事项（试行）》	正式稿
	2021.1.29	《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金（REITs）规则适用指引第 2 号——发售业务（试行）》	正式稿
	2021.4.30	《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金（REITs）业务指南第 1 号——发售上市业务办理》	正式稿
	2021.4.30	《上海证券交易所投资者风险揭示书必备条款指南第 4 号——公开募集基础设施证券投资基金（REITs）》	正式稿
深交所	2020.9.4	《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务办法（试行）》	征求意见稿
	2020.9.4	《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务审核指引（试行）》	征求意见稿
	2020.9.4	《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金发售业务指引（试行）》	征求意见稿
	2021.1.29	《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务办法（试行）》	正式稿
	2021.1.29	《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务指引第 1 号——审核关注事项（试行）》	正式稿
	2021.1.29	《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务指引第 2 号——发售业务（试行）》	正式稿
	2021.4.30	《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务指南第 1 号——发售上市业务办理》	正式稿
	2021.4.30	《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务指南第 2 号——网下发行电子平台用户手册》	正式稿
中证协	2020.9.22	《公开募集基础设施证券投资基金网下投资者管理细则》	征求意见稿
	2021.1.29	《公开募集基础设施证券投资基金网下投资者管理细则》	正式稿
中基协	2020.9.23	《公开募集基础设施证券投资基金运营操作指南（试行）》	征求意见稿
	2020.9.23	《公开募集基础设施证券投资基金尽职调查工作指引》	征求意见稿
	2021.2.8	《公开募集基础设施证券投资基金运营操作指南（试行）》	正式稿
	2021.2.8	《公开募集基础设施证券投资基金尽职调查工作指引》	正式稿

资料来源：证监会，发改委，上交所，深交所，中证协，中基协，光大证券研究所整理

继证监会、发改委联合发布《通知》后，证监会、发改委等多部门又陆续推出了一系列相关政策文件，如：2020 年 8 月 7 日证监会发布《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（以下简称《基础设施基金指引》），该文件进一步明确了我国基础设施领域公募 REITs 试点的具体安排。

上交所、深交所、中证协以及中基协等在《通知》和《基础设施基金指引》的基础上，相继出台对应的规则，稳步推进基础设施公募 REITs 产品落地。2021 年 1 月 29 日，上交所和深交所分别正式发布了基础设施公募 REITs 配套业务规则，均包括“1 个办法+2 个指引”，其中：《业务办法》是交易所基础设施公募 REITs 业务的基本规则，规范业务全流程重要节点和关键环节；《审核指引》对业务参与机构、基础设施项目、评估与现金流、交易结构和运作管理安排等重要内容进行细化规范；《发售指引》聚焦于基础设施公募 REITs 发售环节操作要求，对基础设施基金的询价与定价、战略配售、网下和公众投资者认购、扩募、监督管理等进行规范。

## 1.2、基础设施公募 REITs 相关文件中正式稿与征求意见稿的主要差异

证监会在 2020 年 4 月 30 日和 2020 年 8 月 7 日先后发布了《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》的征求意见稿和正式稿，主要明确了基础设施公募 REITs 产品的定义以及运作模式，重申了参与主体资质职责，确定了定价方式、发售安排等。正式稿与征求意见稿相比，在产品结构、经营权范畴、收益分配、发售比例、负债率、借款和扩募的表决机制以及投资者保护等方面均有一定的改进和完善，具体说来主要有：

- 1) 产品结构方面，正式稿去除了持有“单一”资产支持证券的限制，这意味着基础设施公募 REITs 可投资于多个 ABS；
- 2) 经营权范畴方面，正式稿将前稿的“特许经营权”调整为“经营权利”，包含的范畴更广，避免“特许”的限制以适应更多经营权利的类型；
- 3) 收益分配方面，正式稿将“可供分配利润的 90%”调整为“可供分配金额的 90%”，“金额”的范畴比“利润”更广，更有利于向投资者分配收益；
- 4) 发售比例方面，正式稿将网下投资者的发售比例下限由 80%降为 70%，能够提高网上配售中个人和机构参与申购的份额，提升个人投资者的参与空间；
- 5) 负债率方面，正式稿较征求意见稿表述更加完善，新增“基金总资产不得超过基金净资产的 140%”，且限制用于基础设施项目收购的借款金额不得超过基金净资产的 20%，对负债率的安排更加灵活，有助于激发原始权益人的积极性；
- 6) 借款、扩募或关联交易的表决机制方面，正式稿做了更详细的规定，且其表决机制相较前稿更有实操性；
- 7) 投资者保护方面，正式稿新增第 43 条，更加强调对投资者的保护。

上述差异本质是扩大适用于基建公募 REITs 的底层资产的范围，并且将基建公募 REITs 作为可扩充可扩展的资产证券化平台。同时，强化利润分配机制、投资者保护，提升产品的回报率与透明度；通过控制负债率来降低基建公募 REITs 的潜在风险。

表 2：基础设施公募 REITs 指引（基础制度）正式稿与征求意见稿对比

变化内容	征求意见稿	正式稿	变化说明
产品结构	本指引所称基础设施基金，是指同时符合下列特征的基金产品：（一）80%以上基金资产持有 <b>单一基础设施资产支持证券全部份额</b> ，基础设施资产支持证券持有基础设施项目公司全部股权。	本指引所称基础设施基金，是指同时符合下列特征的基金产品：（一）80%以上基金资产 <b>投资于基础设施资产支持证券，并持有其全部份额</b> ；基金通过基础设施资产支持证券持有基础设施项目公司全部股权。	正式稿在产品结构方面去除了持有“单一”资产支持证券的限制，这意味着基础设施公募 REITs 可投资于多个 ABS。
经营权范畴	本指引所称基础设施基金，是指同时符合下列特征的基金产品：（二）基金通过资产支持证券和专项计划等载体（以下统称特殊目的载体）穿透取得基础设施项目完全所有权或 <b>特许经营权</b> 。	本指引所称基础设施基金，是指同时符合下列特征的基金产品：（二）基金通过资产支持证券和专项计划等载体（以下统称特殊目的载体）取得基础设施项目完全所有权或 <b>经营权利</b> 。	正式稿将前稿的“特许经营权”调整为“经营权利”，包含的范畴更广，避免“特许”的限制以适应更多经营权利的类型。
收益分配	本指引所称基础设施基金，是指同时符合下列特征的基金产品：（四）采取封闭式运作，收益分配比例不低于基金年度 <b>可供分配利润的 90%</b> 。	本指引所称基础设施基金，是指同时符合下列特征的基金产品：（四）采取封闭式运作，收益分配比例不低于合并后基金年度 <b>可供分配金额的 90%</b> 。	正式稿在收益分配方面，将“可供分配利润的 90%”调整为“可供分配金额的 90%”，“金额”的范畴比“利润”更广，更有利于向投资者分配收益。
发售比例	扣除向战略投资者配售部分后， <b>向网下投资者发售比例不低于本次公开发售数量的 80%</b> 。	扣除向战略投资者配售部分后， <b>向网下投资者发售比例不低于本次公开发售数量的 70%</b> 。	正式稿降低网下投资者的发售比例下限，能够提高网上配售中个人和机构参与申购的份额，提升个人投资者的参与空间。
负债率	基础设施基金直接或间接对外借款，应当遵循基金份额持有人利益优先原则， <b>借款总额不得超过基金净资产的 20%</b> ，借款用途限于基础设施项目维修、改造等。	基础设施基金直接或间接对外借入款项，应当遵循基金份额持有人利益优先原则，不得依赖外部增信，借款用途限于基础设施项目日常运营、维修改造、项目收购等， <b>且基金总资产不得超过基金净资产的 140%</b> 。其中，用于基础设施项目收购	正式稿在征求意见稿的基础上，表述更加完善，新增了一项规定，即“基金总资产不得超过基金净资产的 140%”，对负债率的安排更加灵活，有助于激发原始权益人的积极性。

	<p>的借款应当符合下列条件：                  (一) <b>借款金额不得超过基金净资产的 20%</b>；                  (二) 基础设施基金运作稳健，未发生重大法律、财务、经营等风险；                  (三) 基础设施基金已持基础设施和拟收购基础设施相关资产变现能力较强且可以分拆转让以满足偿还借款要求，偿付安排不影响基金持续稳定运作；                  (四) 基础设施基金可支配现金流足以支付已借款和拟借款本息支出，并能保障基金分红稳定性；                  (五) 基础设施基金具有完善的融资安排及风险应对预案；                  (六) 中国证监会规定的其他要求。                  基础设施基金总资产被动超过基金净资产 140% 的，基础设施基金不得新增借款，基金管理人应当及时向中国证监会报告相关情况及拟采取的措施等。</p>
<p>借款、扩募或作出重大调整；                  关联交易的表决机制</p>	<p>除《证券投资基金法》规定的情形外，发生下列情形的，应当经参加大会的基金份额持有人所持表决权的二分之一以上表决通过：                  (一) <b>金额超过基金净资产 20%且低于基金净资产 50%的基础设施项目购入或出售</b>；                  (二) <b>金额低于基金净资产 50%的基础设施基金扩募</b>；                  (三) <b>基础设施基金成立后发生的金额超过基金净资产 5%且低于基金净资产 20%的关联交易</b>；                  (四) 除基金合同约定解聘外部管理机构的法定情形外，基金管理人解聘外部管理机构的。                  正式稿中的表决机制相较前稿更有实操性。</p> <p>除《证券投资基金法》规定的情形外，发生下列情形的，应当经参加大会的基金份额持有人所持表决权的三分之二以上表决通过：                  (一) 对基础设施基金的投资目标、投资策略等作出重大调整；                  (二) <b>基础设施基金扩募</b>；                  (三) <b>基础设施项目购入或出售</b>；                  (四) <b>金额占基金资产 10%及以上的关联交易</b>；                  (五) 对基金份额持有人利益有重大影响的其他事项。证券交易所应当为基金份额持有人大会提供网络投票系统。</p> <p>除《证券投资基金法》规定的情形外，发生下列情形的，应当经参加大会的基金份额持有人所持表决权的三分之二以上表决通过：                  (一) 对基础设施基金的投资目标、投资策略等作出重大调整；                  (二) <b>金额占基金净资产 50%及以上的基础设施项目购入或出售</b>；                  (三) <b>金额占基金净资产 50%及以上的扩募</b>；                  (四) <b>基础设施基金成立后发生的金额占基金净资产 20%及以上的关联交易</b>。</p>
<p>投资者保护</p>	<p>新增第 43 条：主要原始权益人及其控股股东、实际控制人应当承诺，提供的文件资料存在隐瞒重要事实或者编制重大虚假记载等重大违法违规行为的，应当购回全部基金份额或基础设施项目权益。                  此条是正式稿中新增内容，更加强调对投资者的保护。</p>

资料来源：证监会，光大证券研究所整理

2021 年 1 月 29 日，沪、深交易所均正式颁布了基础设施公募 REITs 业务“1 个办法+2 个指引”的配套规则，其中上交所颁布的分别是《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金（REITs）业务办法（试行）》、《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金（REITs）规则适用指引第 1 号——审核关注事项（试行）》、《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金（REITs）规则适用指引第 2 号——发售业务（试行）》等，深交所颁布的分别是《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务办法（试行）》、《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务指引第 1 号——审核关注事项（试行）》、《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务指引第 2 号——发售业务（试行）》。

《业务办法》正式稿相较于之前的征求意见稿，主要在战略配售安排、交易机制安排、权益变动以及要约收购等方面进行了优化，《审核指引》主要完善了重要现金提供方定义，《发售指引》主要调整了认购价格的风险提示情形。



表 3: 沪、深交易所配套规则“1 个办法+2 个指引”正式稿与征求意见稿对比

变化内容	征求意见稿	正式稿	变化说明
战略配售	基础设施项目原始权益人或其同一控制下的关联方参与基础设施基金份额战略配售的比例合计不得低于本次基金份额发售数量的 20%，其中基金份额发售总量的 20%持有期限自上市之日起不少于 60 个月。	基础设施项目原始权益人或其同一控制下的关联方参与基础设施基金份额战略配售的比例合计 <b>不得低于本次基金份额发售总量的 20%</b> ，其中基金份额发售总量的 20%持有期自上市之日起 <b>不少于 36 个月，基金份额持有期间不允许质押。</b>	《业务办法》正式稿明确了作为基础设施项目控股东或者实际控制人的原始权益人应当持有最低战略配售份额原则上应当不低于本次基金发售总量的 20%，这样在保障基金持续稳健运营的基础上， <b>为部分特殊情形下股东参与战略配售安排预留空间。</b>
交易机制	【交易方式】基础设施基金可以采用竞价、大宗、报价、询价和协议交易等本所认可的交易方式交易。基础设施基金采用竞价交易的， <b>单笔申报的最大数量应当不超过 10 亿份</b> ；基础设施基金采用报价、询价以及协议交易的，单笔申报数量应当为 1000 份或者其整数倍，具体的委托、报价、成交等事宜按照本所相关规定执行。	本所对基础设施基金交易实行价格涨跌幅限制， <b>基础设施基金上市首日涨跌幅限制比例为 30%，非上市首日涨跌幅限制比例为 10%</b> ，本所另有规定的除外。基础设施基金涨跌幅价格的计算公式为：涨跌幅价格=前收盘价×(1±涨跌幅比例)。基础设施基金采用竞价交易的， <b>单笔申报的最大数量应当不超过 1 亿份</b> ；基础设施基金采用询价和大宗交易的，单笔申报数量应当为 1000 份或者其整数倍。	《业务办法》正式稿将上市首日涨跌幅调整到 30%，后续交易日的涨跌幅仍保持 10%，提升了二级市场的流动性。同时竞价交易中单笔申报的最大数量由 10 亿份修改为 1 亿份。
	-	基础设施基金上市期间， <b>基金管理人原则上应当选定不少于 1 家流动性服务商</b> 为基础设施基金提供双边报价等服务。	《业务办法》正式稿规定基金管理人原则上应当选定不少于 1 家流动性服务商为基础设施基金提供流动性报价服务，提升二级市场流动性。
	基础设施基金可以采取 <b>质押协议回购</b> 及本所认可的其他方式进行交易。	基础设施基金可作为质押券按照本所规定参与 <b>质押式协议回购、质押式三方回购</b> 等业务。	《业务办法》正式稿进一步明确基础设施基金可以作为质押券参与质押式协议回购和质押式三方回购业务，除原始权益人及其同一控制下关联方以外的其他投资者持有的战略配售限售份额可以参与质押式协议回购业务。
权益变动	通过本所交易， <b>投资者及其一致行动人拥有权益的基金份额达到一只基础设施基金份额的 5%时</b> ，应当在该事实发生之日起 3 日内编制权益变动报告书，通知该基金管理人，并予以公告；在上述期限内，不得再行买卖该基础设施基金的份额，但另有规定的除外。	通过本所交易或者本所认可的其他方式， <b>投资者及其一致行动人拥有权益的基金份额达到一只基础设施基金份额的 10%时</b> ，应当在该事实发生之日起 3 日内编制权益变动报告书，通知该基金管理人，并予以公告；在上述期限内，不得再行买卖该基础设施基金的份额。	《业务办法》正式稿将基础设施基金份额权益变动信息披露门槛从 5%调整为 10%，方便投资者参与。
要约收购	<b>投资者及其一致行动人拥有权益的基金份额达到基础设施基金份额的 30%时</b> ，继续增持该基础设施基金份额的，应当参照《上市公司收购管理办法》以及其他有关上市公司收购及股份权益变动的有关规定，采取要约方式进行并履行相应的程序或者义务，但符合《上市公司收购管理办法》规定情形的可免于发出要约。	<b>投资者及其一致行动人拥有权益的基金份额达到基础设施基金份额的 50%时</b> ，继续增持该基础设施基金份额的，应当参照《上市公司收购管理办法》以及其他有关上市公司收购及股份权益变动的有关规定，采取要约方式进行并履行相应的程序或者义务，但符合本办法规定情形的可免除发出要约。	《业务办法》正式稿考虑部分原始权益人存在持有超过 30%份额的需求，且基金持有人持有基金份额权益达到 30%对基金资产运营难以产生重大影响，将要约收购义务触发门槛从 30%调整为 50%。
现金提供方	-	重要现金流提供方，是指在尽职调查基准日前的一个完整自然年度中，基础设施资产的单一现金流提供方及其关联方合计提供的现金流超过基础设施资产同一时期现金流总额的 10%的现金流提供方。	《审核指引》正式稿调整重要现金流提供方界定标准，将基础设施资产的单一现金流提供方及其关联方合计提供的现金流超过基础设施资产同一时期现金流总额的占比由 5%调整为 10%。
认购价风险提示	-	基金管理人、财务顾问确定的认购价格高于本指引第二十四条规定的中位数和加权平均数的孰低值的，基金管理人、财务顾问应至少在基金份额认购首日前 5 个工作日发布投资风险特别公告，并在公告中披露超过的原因，以及各类网下投资者报价与认购价格的差异情况，同时提请投资者关注投资风险，理性作出投资决策。	考虑发行定价应基于网下投资者的实际报价情况确定，参考创业板注册制相关要求，《发售指引》正式稿明确认购价格高于所有网下投资者报价的中位数和加权平均数孰低值的，应提前发布风险提示公告。

资料来源：上交所，深交所，光大证券研究所整理

### 1.3、 首批项目基础情况概览

2021 年 4 月 23 日，上交所和深交所接受了首批共 4 只基础设施公募 REITs 项目申请；5 月 6 日，沪、深交易所又接受了共 6 只基础设施公募 REITs 项目申请。截至 2021 年 5 月 14 日，上交所和深交所共受理 10 只基础设施公募 REITs 申报，其中上交所受理 6 只，目前有 5 只审核通过已注册生效，深交所受理 4 只，目前全部审核通过已注册生效，沪、深交易所共 9 只基础设施公募 REITs 项目落地。

已受理的 10 只基础设施公募 REITs 中，涉及的基础设施项目类型主要有产业园区、收费公路、垃圾处理及生物质发电、仓储物流和污水处理等，其中产业园区类型的有 3 只，收费公路类型的有 3 只，垃圾处理及生物质发电的有 1 只，仓储物流有 2 只，污水处理有 1 只。

10 只基础设施公募 REITs 的基金管理人及 ABS 管理人均不相同，但在基金托管人的确定上，有 8 只选择招商银行作为基金托管人。

表 4：已受理的 10 只基础设施公募 REITs 基本信息

交易所	基金名称	基础设施项目类型	主要原始权益人	基金管理人	ABS 管理人	基金托管人	受理日	审核通过日	项目状态
上交所	华安张江光大园封闭式基础设施证券投资基金	产业园区	上海光全投资中心（有限合伙），光控安石（北京）投资管理有限公司	华安基金管理有限公司	上海国泰君安证券资产管理有限公司	招商银行	2021/5/6	2021/5/14	注册生效
	浙商证券沪杭甬杭徽高速封闭式基础设施证券投资基金	收费公路	浙商沪杭甬高速公路股份有限公司，杭州市交通投资集团有限公司，杭州市临安区交通投资管理有限公司	浙江浙商证券资产管理有限公司	浙江浙商证券资产管理有限公司	招商银行	2021/4/23	2021/5/14	注册生效
	富国首创水务封闭式基础设施证券投资基金	污水处理	北京首创股份有限公司	富国基金管理有限公司	富国资产管理（上海）有限公司	招商银行	2021/5/6	2021/5/14	注册生效
	东吴苏州工业园区产业园封闭式基础设施证券投资基金	产业园区	苏州工业园区科技发展有限公司，苏州工业园区建屋产业开发有限公司，苏州工业园区兆润投资控股集团有限公司	东吴基金管理有限公司	东吴证券股份有限公司	招商银行	2021/5/6	2021/5/14	注册生效
	中金普洛斯仓储物流封闭式基础设施证券投资基金	仓储物流	普洛斯中国控股有限公司	中金基金管理有限公司	中国国际金融股份有限公司	兴业银行	2021/5/6	2021/5/14	注册生效
国金铁建重庆渝遂高速公路封闭式基础设施证券投资基金	收费公路	中铁建重庆投资集团有限公司，重庆高速公路股份有限公司	国金基金管理有限公司	国金证券股份有限公司	招商银行	2021/4/23	-	已受理	
深交所	博时招商蛇口产业园封闭式基础设施证券投资基金	产业园区	招商局蛇口工业区控股股份有限公司	博时基金管理有限公司	博时资本管理有限公司	招商银行	2021/4/23	2021/5/14	注册生效
	平安广州交投广河高速公路封闭式基础设施证券投资基金	收费公路	广州交通投资集团有限公司	平安基金管理有限公司	平安证券股份有限公司	中国工商银行	2021/5/6	2021/5/14	注册生效
	红土创新盐田港仓储物流封闭式基础设施证券投资基金	港口仓储物流	深圳市盐田港集团有限公司	红土创新基金管理有限公司	深创投红土资产管理（深圳）有限公司	招商银行	2021/5/6	2021/5/14	注册生效
	中航首钢生物质封闭式基础设施证券投资基金	垃圾处理及生物质发电	首钢环境产业有限公司	中航基金管理有限公司	中航证券有限公司	招商银行	2021/4/23	2021/5/14	注册生效

资料来源：上交所，深交所，各产品招募说明书，光大证券研究所整理

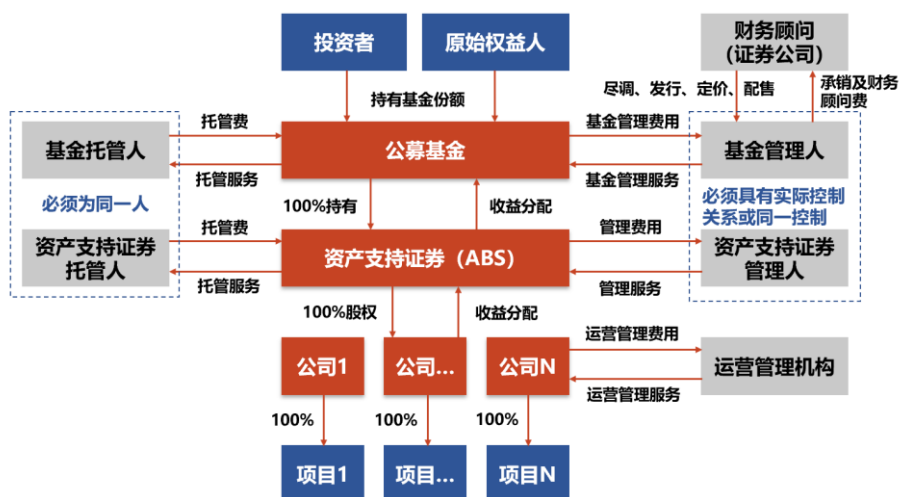
## 2、基础设施公募 REITs 架构特点

### 2.1、基础设施公募 REITs 基本架构及特点

基础设施公募 REITs 采用“公募基金+ABS”双层架构：基础设施资产支持证券（ABS）等特殊目的载体持有基础设施项目，公募基金通过持有资产支持证券全部份额而持有基础设施项目公司全部股权，从而取得基础设施项目完全所有权或经营权利。该架构主要有以下特点：

- 1) 基金资产的 80%以上投资于基础设施资产支持证券，且持有其全部份额；基金通过基础设施资产支持证券持有基础设施项目公司全部股权；
- 2) 基金通过资产支持证券和项目公司等特殊目的载体获得基础设施项目 100% 所有权或经营权；
- 3) 基金管理人主动运营管理上述基础设施项目，以取得项目租金、收费等稳定现金流为主要目标；
- 4) 基金封闭式运作，其年度可供分配金额（合并后）的 90%以上用于收益分配。

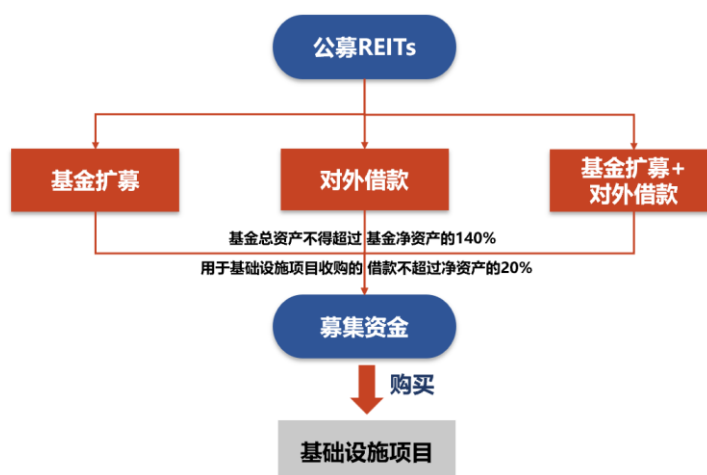
图 3：基础设施公募 REITs 基本架构



资料来源：上交所，光大证券研究所

基础设施公募 REITs 上市后，可通过基金扩募、对外借款，或两者相结合的方式，新增购入基础设施项目。其中，上交所和深交所出台的《发售指引》规定：基础设施基金扩募的，可以向原基础设施基金持有人配售份额，也可以向不特定对象或特定对象发售。同时，证监会发布的《基础设施基金指引》正式稿对基金借款也有规定，要求基金总资产不得超过基金净资产的 140%，且用于基础设施项目收购的借款金额不得超过基金净资产的 20%。

图 4：基础设施公募 REITs 上市后新增购入资产情形



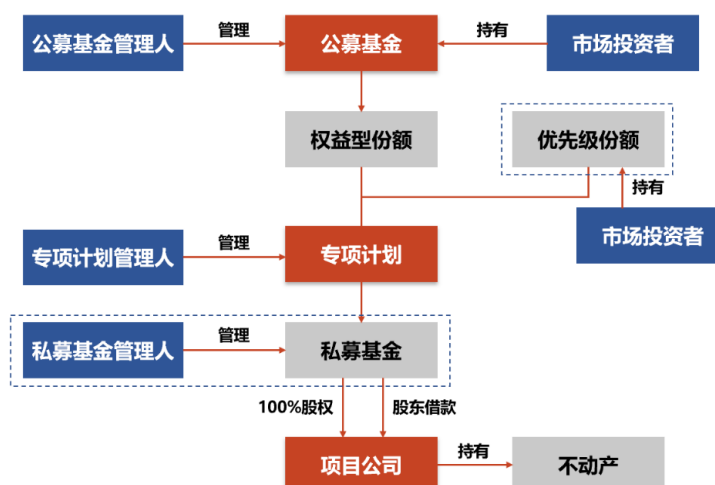
资料来源：上交所，光大证券研究所

## 2.2、各版本 REITs 架构对比

### 基础设施公募 REITs 架构与鹏华前海万科 REITs 架构对比

在基础设施公募 REITs 之前，根据林华的《中国 REITs 操作手册》，也有其他类型的 REITs 尝试“公募基金+资产支持专项计划”模式的 REITs 交易结构，如鹏华前海万科 REITs 作为我国首只投资 REITs 项目的公募基金，也使用“公募基金+ABS”的 REITs 架构。其架构与当前的基础设施公募 REITs 架构大体类似，但也有部分差异，主要在于前者相较于后者，在资产支持专项计划中区分权益型份额和优先级份额，且在资产支持专项计划与项目公司之间设有私募基金层。

图 5：鹏华前海万科 REITs 的“公募+ABS”架构



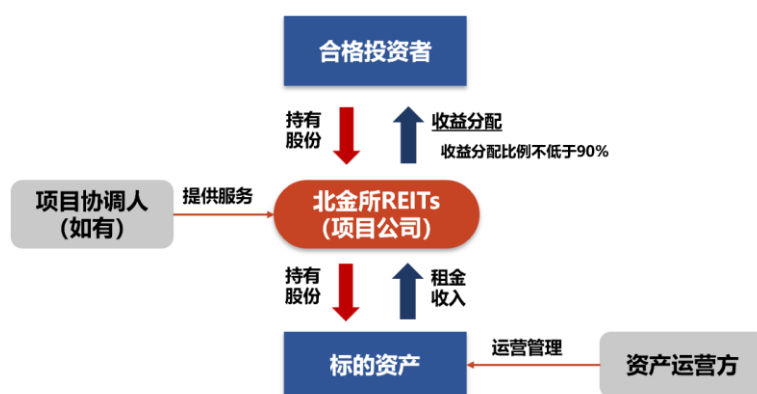
资料来源：《中国 REITs 操作手册》（林华），光大证券研究所

### 基础设施公募 REITs 与北金所 REITs 对比

2020 年 1 月 17 日，北京金融资产交易所发布《关于发布北京金融资产交易所住房租赁企业股权交易服务配套制度的通知》，推出住房租赁企业股权交易服务，发布实施相关配套制度，公布了《北京金融资产交易所住房租赁企业股权交易服务指引（试行）》等文件，对住房租赁企业的投资范围、收入来源、负债率、信息披露制度以及分红比例等方面做了明确规定。

2020 年 7 月 1 日，由建行担任项目协调人的国内首批住房租赁企业股权交易服务试点项目——北京建信瑞居物业服务有限公司完成股权转让，标志着我国住房租赁 REITs 正式起航。该服务通过严格的信息披露制度和强制分红安排，吸引社会资金投资住房租赁企业股权份额，是我国 REITs 制度的一大有益探索。

图 6：北金所版 REITs 产品结构



资料来源：北金所，光大证券研究所

基础设施公募 REITs 与北金所 REITs 均为高分红产品，但两者存在诸多差异，在产品结构、投资者数量、募集资金用途、负债率、收益分配、交易平台、主导部门以及是否可扩募等方面均有区别：

- 1) 产品结构方面，北金所版 REITs 采用公司制结构，较为简单，而基础设施公募 REITs 采用“公募基金+ABS”双层结构，且为契约型封闭式运作，结构相较于前者更复杂；
- 2) 投资者数量方面，北金所版 REITs 属于私募基金，数量受公司法限制，而基础设施公募 REITs 属于封闭式公募基金，无人数量限制；
- 3) 募集资金用途方面，北金所版 REITs 目前仅限投资住房租赁资产，包括租赁用地、租赁住房、商业物业、基础设施以及北金所认可的其他资产，而基础设施公募 REITs 目前仅限基础设施资产，包括仓储物流、收费公路、机场港口等交通设施，水电气热等市政设施，产业园区等其他基础设施；
- 4) 负债率方面，北金所版 REITs 的资产负债率原则上不超过 80%，而基础设施公募 REITs 要求基金总资产不超过基金净资产的 140%，且用于基础设施项目收购的借款不超过基金净资产的 20%；
- 5) 收益分配方面，北金所版 REITs 要求全部收益 90%以上定期分配给住房租赁企业股东，而基础设施公募 REITs 要求将年度可供分配金额的 90%以上用于收益分配；
- 6) 交易平台方面，北金所版 REITs 仅能在北金所交易，流动性相对不足，而基础设施公募 REITs 可在上交所和深交所交易，流动性相对较好；

7) 申报材料方面，北金所版 REITs 不强制要求中介机构出具报告，而基础设施公募 REITs 须中介机构出具专业报告；

8) 主导部门方面，北金所受央行、财政部的指导，而北金所 REITs 是由北金所层面出台相关文件主导的，故其文件效力等级、适用性等方面相对偏弱，而基础设施公募 REITs 由发改委、证监会层面出台正式文件指导，由上交所、深交所实施，因此效力等级、适用范围以及稳定性预期等方面相对较强；

9) 是否可扩募方面，北金所 REITs 相关文件未给出明确规定，而基础设施公募 REITs 相关的《发售指引》规定基础设施基金扩募，可以向原基础设施基金持有人配售份额，也可以向不特定对象或特定对象发售，基金管理人可以根据基础设施基金二级市场交易价格和拟投资项目市场价值等有关因素，合理确定基金扩募发售价格或定价方式，以及相应的份额数量。

**表 4: 北金所 REITs 与基础设施公募 REITs 对比**

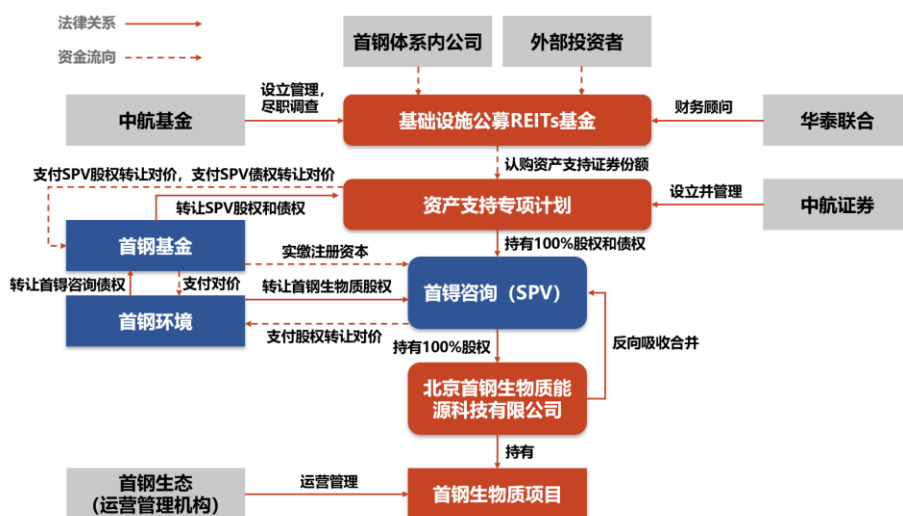
项目	北金所 REITs	基础设施公募 REITs
产品结构	公司制，架构简洁，避免了多层 SPV 结构	契约型，公募基金+ABS 双层结构
投资者数量	私募基金，数量受公司法限制	封闭式公募基金，无人数量限制
募集资金用途	目前仅限投资住房租赁资产	目前仅限投资基础设施资产（包括仓储物流、收费公路、机场港口等交通设施，水电气热等市政设施，产业园区等其他基础设施）
负债率	原则上不超过 80%	借入外债总额不得超过基金净资产的 20%，且基金总资产不得超过基金净资产的 140%
收益分配	全部收益 90% 以上定期分配给住房租赁企业股东	基金年度可供分配金额的 90% 以上用于收益分配
交易平台	北金所	上交所和深交所
申报材料	不强制要求中介机构出具报告	须各中介机构出具专业报告
主导部门	北金所层面出台文件，而北金所受央行指导，故文件效力等级、适用性等方面相对偏弱	基础设施公募 REITs 由发改委、证监会层面出台正式文件指导，由上交所、深交所实施
是否可扩募	-	基础设施公募 REITs 的扩募，可以向原基础设施基金持有人配售份额，也可以向不特定对象或特定对象发售

资料来源：北金所，证监会，上交所，深交所，光大证券研究所

### 2.3、基础设施公募 REITs 架构实例: 中航首钢公募基建 REITs 架构

为满足基础设施公募 REITs 发行及搭建合理股债结构的要求，中航首钢生物质 REITs 在发行的交易架构设计中，采用了反向吸收合并的资产重组方案，通过设立首锡咨询（SPV）收购项目公司股权及一系列反向吸收合并具体步骤，实现资产支持计划对项目公司“100%股权+股东借款”的结构搭建。在此交易架构中，首钢生物质 REITs 持有中航-华泰-首钢生物质资产支持专项计划资产支持证券全部份额，中航-华泰-首钢生物质资产支持专项计划有项目公司 100% 股权。

图 7：中航首钢生物质封闭式基础设施证券投资基金交易结构



资料来源：中航首钢 REITs 招募说明书，光大证券研究所

具体来讲，首先首钢基金设立首得咨询（SPV）公司，首得咨询（SPV）取得首钢生物质公司 100% 股权，且首得咨询向首钢环境支付股权转让对价 A 亿元，先支付第一笔股权转让对价 0.001 亿元，剩余 (A-0.001) 亿元待支付，该未支付部分各方确认为首钢环境对首得咨询享有的 (A-0.001) 亿元债权。债权本金金额在基金发行后才能确定，债权本金=基金募集规模-基金及专项计划层面预留的必要费用-首得咨询股权转让对价 10 万元。基金管理人会在债权本金确定后设定相应的还本计划，并相应确定初始借款利率，确保利率设定合法合规，不超过四倍 LPR。

图 8：首得咨询与首钢环境交易完成前结构图



资料来源：中航首钢 REITs 招募说明书，光大证券研究所

图 9：首得咨询与首钢环境交易完成后结构图

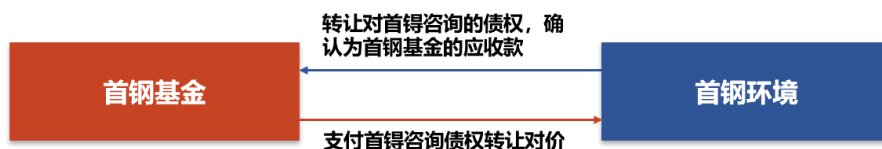


资料来源：中航首钢 REITs 招募说明书，光大证券研究所

其次，首钢基金购买首钢环境持有的对首得咨询公司 (A-0.001) 亿元债权，转让对价待支付，未支付部分各方确认为首钢环境对首钢基金的债权。之后设立专项计划、募集成立公募基金：中航基金完成公募基金产品的募集，金额为 B 亿元，将扣除必要预留后剩余的 C 亿元认购专项计划全部份额，中航证券完成专项计划的设立。

之后中航证券代表专项计划扣除必要预留后的 A 亿元购买首钢基金持有的首得咨询的股权和债权,其中股权转让对价为 0.001 亿元,债权转让对价为 (A-0.001) 亿元。此时,首钢基金可以向首钢环境支付之前待支付的债权转让对价 (A-0.001) 亿元。

图 10: 首钢基金与首钢环境交易结构图



资料来源: 中航首钢 REITs 招募说明书, 光大证券研究所

最后, 首得咨询与首钢生物质公司之间完成反向吸收合并: 即持有物业的项目公司首钢生物质与其股东首得咨询进行合并, 合并后项目公司主体存续, 首得咨询主体注销。

图 11: 首得咨询与首钢生物质反向吸收合并前的产品结构图



资料来源: 中航首钢 REITs 招募说明书, 光大证券研究所

图 12: 首得咨询与首钢生物质反向吸收合并后的产品结构图



资料来源: 中航首钢 REITs 招募说明书, 光大证券研究所



### 3、首批产品多数将溢价发行

#### 3.1、首批注册生效的9只基础设施公募REITs发售信息

此次基础设施公募 REITs 发售采用向**战略投资者定向配售**、**网下向符合条件的投资者询价配售**和**向符合条件的社会公众投资者定价发售**相结合的方式。截至 2021 年 5 月 26 日，上交所和深交所审理通过的 9 只基础设施公募 REITs 的认购价和配售比例均已公布，其中认购价最高的是首钢绿能 (180801)，为 13.38 元/份；认购价最低的是盐港 REIT (180301)，为 2.30 元/份。

广州广河、首创水务、浙江杭徽和普洛斯的战略配售比例较高，均达到 70% 以上，其中广州广河的的战略配售比例最高，达 78.97%；张江 REIT 战略配售比例最低，为 55.33%。网下投资者认购数量占比在 16.03%-32.00% 之间，公众投资者可认购的份额比例在 3.86%-13.40% 之间，为三类投资者中可认购数量最少的一方。

表 5：首批注册生效的 9 只基础设施公募 REITs 发售信息

交易所	基金名称	基金代码	场内简称	询价区间 (元)	认购价 (元)	基金总份额 (万份)	战略配售比例	网下发售比例	公众发售比例
上交所	华安张江光大园封闭式基础设施证券投资基金	508000	张江 REIT	2.78-3.20	<b>2.99</b>	50000	55.33%	31.27%	13.40%
	浙商证券沪杭甬杭徽高速封闭式基础设施证券投资基金	508001	浙江杭徽	8.27-9.51	<b>8.72</b>	50000	74.30%	21.85%	3.86%
	富国首创水务封闭式基础设施证券投资基金	508006	首创水务	3.49-4.02	<b>3.70</b>	50000	76.00%	19.20%	4.80%
	东吴苏州工业园区产业园封闭式基础设施证券投资基金	508027	东吴苏园	3.56-4.09	<b>3.88</b>	90000	60.00%	32.00%	8.00%
	中金普洛斯仓储物流封闭式基础设施证券投资基金	508056	普洛斯	3.70-4.26	<b>3.89</b>	150000	72.00%	22.40%	5.60%
深交所	博时招商蛇口产业园封闭式基础设施证券投资基金	180101	蛇口产业园	2.11-2.42	<b>2.31</b>	90000	65.00%	25.00%	10.00%
	平安广州交投广河高速公路封闭式基础设施证券投资基金	180201	广州广河	12.47-13.26	<b>13.02</b>	70000	78.97%	16.03%	5.00%
	红土创新盐田港仓储物流封闭式基础设施证券投资基金	180301	盐港 REIT	2.16-2.38	<b>2.30</b>	80000	60.00%	28.00%	12.00%
	中航首钢生物质封闭式基础设施证券投资基金	180801	首钢绿能	12.50-14.00	<b>13.38</b>	10000	60.00%	30.00%	10.00%

资料来源：上交所，深交所，各基金发售公告，光大证券研究所整理

#### 3.2、首批发售的 9 只产品的认购及托管费

截至 2021 年 5 月 26 日，上交所和深交所已注册生效 9 只基础设施公募 REITs，它们的公众投资者认购费率随认购金额的增加而递减，主要有三种类别，其中张江 REIT 属于类别 1，其认购费率为：认购金额小于 1000 万元，每笔收取 0.5% 认购费；认购金额大于等于 1000 万元，每笔认购费为 1000 元。浙江杭徽和蛇口产业园属于类型 2，其认购费率为：认购金额小于 500 万元，每笔收取 0.20% 认购费；认购金额大于等于 500 万元，每笔认购费为 1000 元。

其余属于类型 3，认购费率为：认购金额小于 100 万元，每笔收取 0.60% 认购费；认购金额大于等于 100 万元、小于 300 万元，每笔收取 0.40% 认购费；认购金额大于等于 300 万元、小于 500 万元，每笔收取 0.20% 认购费；认购金额大于等于 500 万元，每笔认购费为 1000 元。

基金认购费用不列入基金财产，主要用于基金的市场推广、销售、登记等募集期间发生的各项费用，不足部分在基金管理人的运营成本中列支。

首批注册的 9 只公募基金 REITs 中大部分基金托管费为万分之一，有部分托管费较高，如首钢绿能的托管费达到万分之五，广州广河的托管费达到万分之三，浙江杭徽的托管费为万分之二。

表 6：基金认购及托管费率

类别	场内简称	公众投资者场外认购费率	基金托管费率
1	张江 REIT	M<1000 万, 0.50%; M≥1000 万, 每笔 1000 元	0.010%
2	浙江杭徽	M<500 万, 0.20%; M≥500 万, 每笔 1000 元	0.020%
	蛇口产业园		0.015%
3	首创水务	M<100 万, 0.60%; 100 万≤M<300 万, 0.40%; 300 万≤M<500 万, 0.20%; M≥500 万, 每笔 1000 元	0.010%
	广州广河		0.030%
	东吴苏园		0.010%
	普洛斯		0.010%
	盐港 REIT		0.010%
	首钢绿能		0.050%

资料来源：各基金发售公告，光大证券研究所整理

注：认购费用在投资者认购基金过程中由基金管理人收取，重复多次认购须按每次认购对应的费率档次分别计费

### 3.3、首批产品多数将溢价发行

首批注册的 9 只基础设施公募 REITs 募集总规模为 314 亿元，不同项目的标准单价（单位发行份额对应的基础资产估值）、最终认购价、最终募集规模以及折溢价率有较为明显的差别，其中：广州广河的标准单价最高，达 12.39 元；盐港 REIT 的标准单价最低，为 2.13 元。首钢绿能的最终认购价最高，达 13.38 元；盐港 REIT 的最终认购价最低，为 2.30 元。广州广河的最终募集规模最大，为 91.14 亿元；首钢绿能的最终募集规模最小，为 13.38 亿元。

首批注册的 9 只基础设施公募 REITs 中除蛇口产业园外，其他项目的最终认购价较标准单价均有溢价，其中溢价率最高的是普洛斯，其溢价率达 9.15%，仅有蛇口产业园溢价率为负，其溢价率为-6.69%。9 只基础设施公募 REITs 中，6 只的最终募集规模超过其基础资产估值规模。

表 7：首批注册的 9 只基础设施公募 REITs 发行规模上下限及折溢价率

交易所	基金名称	基础资产估值 (亿元)	杠杆融资 (亿元)	发行份额 (亿份)	标准单价 (元)	询价下限 (元)	折溢价下限	询价上限 (元)	折溢价上限	最终认购价 (元)	最终认购价的溢价率	最终募集规模 (亿元)
上交所	华安张江光大园封闭式基础设施证券投资基金	14.70	0	5.00	2.94	2.78	94.56%	3.20	108.84%	2.99	1.70%	14.95
	浙商证券沪杭甬杭徽高速公路封闭式基础设施证券投资基金	45.63	5.00	5.00	8.13	8.27	101.77%	9.51	117.03%	8.72	7.31%	43.60
	富国首创水务封闭式基础设施证券投资基金	17.46	0	5.00	3.49	3.49	100%	4.02	115.12%	3.70	5.96%	18.50
	东吴苏州工业园区产业园封闭式基础设施证券投资基金	33.50	0	9.00	3.72	3.56	95.64%	4.09	109.88%	3.88	4.24%	34.92
	中金普洛斯仓储物流封闭式基础设施证券投资基金	53.46	0	15.00	3.56	3.70	103.82%	4.26	119.53%	3.89	9.15%	58.35
深交所	博时招商蛇口产业园封闭式基础设施证券投资基金	25.28	3.00	9.00	2.48	2.11	85.23%	2.42	97.76%	2.31	-6.69%	20.79
深交所	平安广州交投广河高速公路封闭式基础设施证券投资基金	96.74	10.00	7.00	12.39	12.47	100.63%	13.26	107.01%	13.02	5.07%	91.14

红土创新盐田港仓储物流 封闭式基础设施证券投资基金	17.05	0	8	2.13	2.16	101.35%	2.38	111.67%	<b>2.30</b>	<b>7.92%</b>	<b>18.40</b>
中航首钢生物质封闭式基 础设施证券投资基金	12.49	0	1.00	12.49	12.50	100.08%	14.00	112.09%	<b>13.38</b>	<b>7.13%</b>	<b>13.38</b>

资料来源：各 REITs 基金招募说明书，询价公告，光大证券研究所整理

注：标准单价=（基础资产估值-杠杆融资）/发行份额；最终认购价的溢价率=（最终认购价\*发行份额）/基础资产估值-1；折溢价上（下）限=（询价上（下）限\*发行份额）/（资产估值-杠杆融资）

## 4、REITs 回报率优势的来源

我们在报告《投资 REITs 吸引力高，作为第四类大类资产有优势——建筑装饰行业专题研究之二》中，提出“基建公募 REITs 类同于‘公用事业类’股票，建议采用股息率指标、FFO 折现或 P/FFO、NAV 或参考隐含资本回报率指标估值。”同时，回顾了美国近 20 年大类资产价格表现，认可 REITs 回报率有吸引力，且夏普比率较低。

此次，我们主要探讨基于产品架构设计所带来的基建公募 REITs 相较于传统公用事业类股票的优势，主要分为三部分：基建公募 REITs 相较于传统公用事业类股票的优势，主要分为三部分：1) 税收优势。通过架构设计带来的所得税环节的减免；2) 资产增值。定价波动（资本利得）与公用事业类公司一样受到运营情况（如车流量变化）、中长期增速、无风险收益率等因素的影响。3) 降低“再投资”风险。特许经营权项目（非永续类）公募基建 REITs 的分红带有“还本付息”性质，产品有存续期限，理论上存续到期的价值接近于 0；产权类项目（永续类）在到期时其不动产价值可能升值。若市场认为新建基建类运营项目回报率边际下降，那么基建公募 REITs 基于自由现金流的高比例分配则有效降低了投资运营主体的“再投资”风险，最终提升了资产配置效率。

### 4.1、基础设施公募 REITs 架构的节税优势

目前，我国并未出台针对 REITs 产品的税收政策。不过，基础设施公募 REITs 通过“公募+ABS”的架构设计有效降低了真实税收，主要体现在项目公司层面所得税减少或接近于零，以及底层资产交易环节的税收降低。

表 8：我国境内基础设施投资及交易的相关税种

交易行为	纳税义务人	所得税	增值税	土地增值税	契税	印花税
资产收购	原始权益人	√	√	√	√	√
REITs 经营	REITs	√	√	×	×	√
REITs 收益分派	REITs 投资者	√	√	×	×	×
资产回购	REITs	√	√	√	√	√

资料来源：《中国 REITs 操作手册》（林华），光大证券研究所整理

**企业所得税层面节税（项目层面）：**以股东借款的利息为税盾，降低项目公司->专项计划环节所得税。项目公司运营期内，股东借款产生的利息支出可以作为财务费用减少项目公司的应纳税所得额，进而降低项目公司的企业所得税，尤其在股东借款比例较高的情况下，其利息支出可以使项目公司应纳税所得额为零或为负，进而完全规避企业所得税。

**分红层面所得税（投资者分红）：**根据财税字【1998】55 号文件，“对投资者从基金分配中获得的股票的股息、红利收入以及企业债券的利息收入，由上市公司和发行债券的企业在向基金派发股息、红利、利息时代扣代缴 20% 的个人所得税，基金向个人投资者分配股息、红利、利息时，不再代扣代缴个人所得税。”财税【2008】1 号文件，“对证券投资基金从证券市场中取得的收入，包括买卖股票、债券的差价收入，股权的股息、红利收入，债券的利息收入及其他收入，暂不征收企业所得税；对投资者从证券投资基金分配中取得的收入，暂不征收企业所得税。”

表 9: 财税字【1998】55 号规定的基金及投资者层面所得税

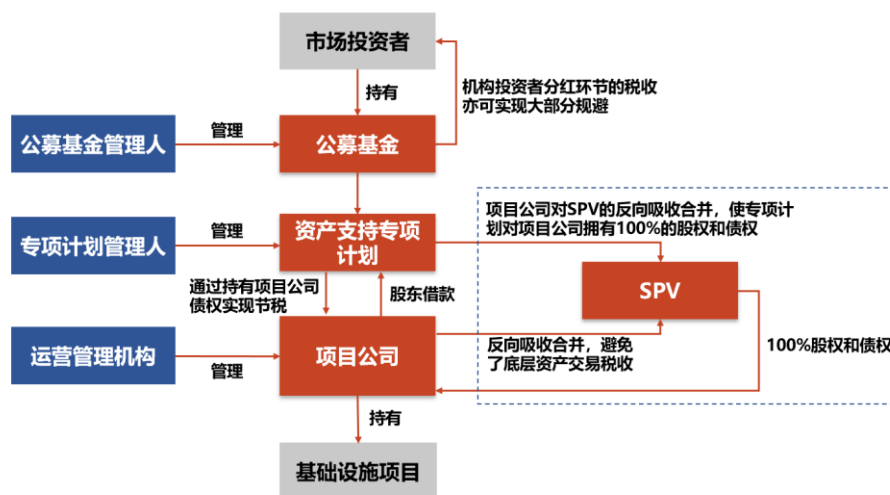
类别	取得收入类型	是否征税	扣缴出处	说明
1	基金从证券市场取得的收入（包括买卖股票、债券的差价收入，股票的股息、红利收入，债券的利息收入及其他收入	免征（企业所得税）	-	-
2	个人买卖基金的差价收入	免征（个人所得税）	-	-
	企业买卖基金的差价收入	征收企业所得税	并入企业的应纳税所得额	企业买卖基金取得的差价收入应缴企业所得税
3	投资者（个人和企业）从基金分配中获得的股票的股息、红利收入以及企业债券的利息收入	在源头上征收 20% 个人所得税，基金分配时不再代扣代缴	上市公司和发债企业代扣代缴	基金从上市公司取得的股息、红利和从发行人取得的债券利息收入，在源头上扣缴个税，扣完之后，分配给个人或机构投资者时不再重复扣除
4	投资者从基金分配中获得的国债利息、储蓄存款利息以及买卖股票价差收入	免征（所得税）	-	-
5	个人投资者从基金分配中获得的企业债券差价收入	20% 个人所得税	基金在分配时代扣代缴	个人投资者从基金分配中取得债券差价收入由基金在分配时代扣代缴个税
	企业投资者从基金分配中获得的债券差价收入	免征	-	-

资料来源：财政部国家税务总局，光大证券研究所整理

不过，基础设施公募 REITs 的分红大部分源于项目公司的贷款利息（股东借款），而非债券利息或股票股息红利；且由于基础设施公募 REITs 有存续期，且期末价值理论接近于 0，该分红既有“投资回报”又有“本金返还”的属性，我们判断机构投资者分红环节税收亦可实现大部分规避<sup>3</sup>。

**资产交易层面节税：**基础设施公募 REITs 通过项目公司股权的交易，避免了底层资产交易税收（土地增值税、增值税等）。

图 13: 基建公募 REITs 简化结构与节税设计



资料来源：光大证券研究所绘制

股票投资分红缴纳的所得税与投资者的股票持有期限有关。根据《财政部国家税务总局证监会关于上市公司股息红利差别化个人所得税政策有关问题的通知》（财税〔2015〕101 号）的规定：个人从公开发行和转让市场取得的上市公司股票，持股期限在 1 个月以内（含 1 个月）的，其股息红利所得全额计入应纳

<sup>3</sup> 财税【2008】1 号明确对投资者免征企业所得税

税所得额；持股期限在 1 个月以上至 1 年（含 1 年）的，暂减按 50% 计入应纳税所得额；上述所得统一适用 20% 的税率计征个人所得税。持股期限超过 1 年的，股息红利所得暂免征收个人所得税。

表 10：投资人视角，比较普通公司与基础设施公募 REITs 的税后收入<sup>4</sup>

一般上市公司		基础设施公募 REITs	
税前利润	100.0 元	基金可供分配金额 <sup>5</sup>	100.0 元
-税 (25%)	-25.0 元	-税 (25%)	-0 元 (利用架构设计节税)
净利润	75.0 元	收益分配 (按 90% 分配)	90.0 元 (100*90%)
-红利 (90%)	-67.5 元		
留存收益	7.5 元		

一般上市公司		基础设施公募 REITs	
红利收入	67.5 元	收益分配	90.0 元
-股票红利所得税 (20%) <sup>6</sup>	-13.5 元 (股票持有期≤1 个月) -6.75 元 (1 个月< 持有期≤1 年) -0 元 (股票持有期>1 年)	-基金分红所得税	-18.0 元 (个人投资者 20% 所得税) <sup>7</sup> -0 元 (企业投资者免征企业所得税) <sup>8</sup>
税后收入	54.0 元	税后收入	72.0 元

资料来源：国家税务总局，光大证券研究所测算

基于上述测算，同样类型的项目在相同的分配率假设下，基建公募 REITs 的股息层面收益率可比上市公司最高提升 67%。

## 4.2、 资本利得（交易）环节可减少交易摩擦

在资本利得基数相同的基础上，基础设施公募 REITs 交易较股票交易，可免除交易经手费和印花税，具有节税优势。根据上交所在 2021 年 2 月 5 日发布的《关于公开募集基础设施证券投资基金上市及交易相关收费事宜的通知》，基础设施基金在上交所上市初期，暂免收取上市初费、上市年费和交易经手费等。此外，《财政部、国家税务总局关于对买卖封闭式证券投资基金继续予以免征印花税的通知》（财税〔2004〕173 号）规定，从 2003 年 1 月 1 日起，继续对投资者（包括个人和机构）买卖封闭式证券投资基金免征印花税。

估值与定价依旧取决于现金流折现，不同的是最终价值：底层资产相同的基础设施公募 REITs 和股票，在其他条件不变的情况下，其项目每年取得的自由现金流、现金流增长率以及项目现金流的折现率高度正相关，则基础设施公募 REITs 与股票的价格变化也是高度正相关的；在项目期限很长的情况下，项目最终残值的贴现值对价格的影响很小。

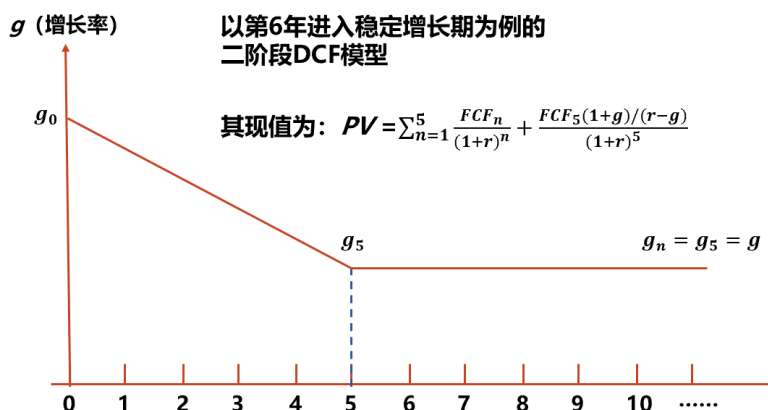
4 假设普通公司、REITs 为所得税边际为 25%，个人所得税率边际为 20%；假设普通公司和 REITs 均为 90% 的分红比率  
5 根据招募说明书，基金可供分配金额指在合并净利润基础上，进行合理调整后的金额，可包括合并净利润和超出合并净利润的其他返还。

6 根据财税〔2015〕101 号：“个人从公开发行和转让市场取得的上市公司股票，持股期限在 1 个月以内（含 1 个月）的，其股息红利所得全额计入应纳税所得额；持股期限在 1 个月以上至 1 年（含 1 年）的，暂减按 50% 计入应纳税所得额；上述所得统一适用 20% 的税率计征个人所得税。持股期限超过 1 年的，股息红利所得暂免征收个人所得税。”

7 根据财税字〔1998〕55 号文件，“对投资者从基金分配中获得的股票的股息、红利收入以及企业债券的利息收入，由上市公司和发行债券的企业在向基金派发股息、红利、利息时代扣代缴 20% 的个人所得税，基金向个人投资者分配股息、红利、利息时，不再代扣代缴个人所得税。”

8 财税〔2008〕1 号文件，“对投资者从证券投资基金分配中取得的收入，暂不征收企业所得税。”

图 14：二阶段 DCF 模型（以第 6 年进入稳定增长期为例）



资料来源：光大证券研究所根据估值理论绘制

故底层资产相同的基础设施公募 REITs 和上市公司股票，资本利得在逻辑上是相同的。具体说来，底层资产的价值取决于宏观经济状况、项目经营情况、未来现金流及折现率等因素，即底层资产的价值本质上与其属于 REITs 还是属于上市公司无关，对于底层资产相同的基础设施公募 REITs 和上市公司股票，在其他条件相同的情况下，其资本利得在逻辑上是相同的。

### 4.3、高分配比例，降低“再投资”风险

首批发行的 9 只基础设施公募 REITs 的底层项目性质主要有不动产产权和特许经营权两大类，其中蛇口产业园、张江 REIT、东吴苏园、普洛斯和盐港 REIT 等属于不动产产权类项目，而浙江杭徽、首钢绿能、首创水务和广州广河等属于特许经营权类项目。特许经营权的转让的诸多限制，使得其资产流动性部分受限。

基础设施公募 REITs 与公用事业类股票的差别主要在于封闭式基金是有存续年限，而上市公司主体可以认为是永续存在的。故而对应到红利分配方式，基建公募 REITs 多基于自由现金流进行分配<sup>9</sup>，而公用事业类上市公司的分配主要基于当年利润，其留存部分将持续用于新项目的再投资。

不过，如果新增基础设施运营类项目的长期回报率低于现有存量运营项目，那么投资主体（不论是 REITs 管理人或是上市公司管理层）若将留存利润投资于新增项目会降低投资者的中长期回报率；相较而言，将留存现金返还给投资者则能够更好地实现优化资产配置初心。现实层面，我国基础设施领域存量规模较大，具有良好回报率的基建类项目多已进入运营周期；新增基础设施运营类项目（特指同项目类型）回报率边际下行已成共识。

表 11：首批发行的 9 只基础设施公募 REITs 预期收益率

交易所	基金名称	基金存续期	基金募集规模 (亿元)	预期现金分派率		预计 IRR	基础资产	项目性质	收入来源
				2021	2022				
上交所	华安张江光大园封闭式基础设施证券投资基金	20 年	14.95	4.66%	4.04%	-	安恬投资、中京电子所持有的，位于中国（上海）自由贸易试验区盛夏路 500 弄 1-7 号的张江光大园	不动产产权	租赁收入、物业管理费收入、停车费等
	浙商证券沪杭甬杭徽高速封闭式基础设施	20 年	43.6	11.71%	9.91%	不低于 6%	杭徽高速公路浙江段及其相关构筑物资产组的收费权，其中杭徽高速公路（浙江	特许经营权	高速公路通行费收入

<sup>9</sup> 正如前文所述，基建公募 REITs 的股息分配带有“还本付息”的属性，故而 IRR 或更能反映项目收益率情况

证券投资基金		段) 包含三段					
富国首创水务封闭式基础设施证券投资基金	26年	18.50	8.67%	9.08%	6%	深圳市福永、松岗、公明水质净化厂 BOT 特许经营项目及合肥市十五里河污水处理厂 PPP 项目等 2 个子项目	特许经营权 污水处理费收入
东吴苏州工业园区产业园封闭式基础设施证券投资基金	40年	34.92	4.31%	4.36%	-	国际科技园五期 B 区和 2.5 产业园一期、二期项目, 均位于苏州市苏州工业园区	不动产权 租金收入、物业费收入及停车费收入
中金普洛斯仓储物流封闭式基础设施证券投资基金	50年	58.35	4.29%	4.31%	-	由 7 个仓储物流园组成, 分布于京津冀、长三角、大湾区三大城市群, 建筑面积合计 70.5 万平	不动产权 租金和管理费收入
博时招商蛇口产业园封闭式基础设施证券投资基金	50年	20.79	4.39%	4.46%	-	蛇口工业区的蛇口网谷产业园	不动产权 租金收入、场地租金收入、广告位租赁收入、物业管理
平安广州交投广河高速公路封闭式基础设施证券投资基金	99年	91.14	5.91%	6.87%	-	广州至河源高速公路广州段项目	特许经营权 高速公路通行费收入
红土创新盐田港仓储物流封闭式基础设施证券投资基金	36年	18.40	4.15%	4.40%	-	深圳市盐田综合保税区北片区, 临近盐田港码头的现代物流中心项目, 包含 4 座仓库、1 栋综合办公楼和 1 座气瓶站	不动产权 租金收入和综合管理服务收入
中航首钢生物质封闭式基础设施证券投资基金	21年	13.38	8.52%	7.63%	6.91%	首钢生物质项目包括生物质能源项目、残渣暂存场项目、餐厨项目	特许经营权 垃圾处理服务费、发电收入及餐厨垃圾收运、处置费

资料来源: 各基金招募说明书, 各基金发售公告, 光大证券研究所整理

注: 现金分派率=可供分配金额/发售规模, 预测期间的可供分配金额测算均假设 2021 年 1 月 1 日为基础设施基金成立日 (东吴苏园假设 2021 年 5 月 1 日为基金成立日, 首钢绿能、广州广河假设 2021 年 6 月 1 日为基金成立日, 盐港 REIT 假设 2021 年 7 月 1 日为基金成立日)

在预期收益率方面, 对比招募说明书披露的信息可以发现, 特许经营权类项目的预期现金分派率显著高于不动产权类项目: 通常特许经营权类项目的预期现金分派率在 5.9%-11.7% 之间, 最高的浙江杭徽 2021 年/2022 年的分派率分别达 11.7% 和 9.9%, 最低的广州广河 2021 年/2022 年的分派率分别为 5.9% 和 6.9%; 而不动产权类项目的预期现金分派率一般低于 5%, 最高的张江 REIT 和蛇口产业园项目 2021 年/2022 年的分派率分别为 4.66%、4.04% 和 4.39%、4.46%。主要原因在于特许经营权类项目到期时的价值清零, 而不动产权类项目在到期时其不动产可能保值增值, 因此前者需用较高的现金分派率吸引投资者。

表 12: 传统公用事业类上市公司预期收益率

上市公司名称	预计股息率		过去三年的分红比例			ROA			基础资产	项目性质	收入来源
	2021	2022	2018	2019	2020	2018	2019	2020			
宁沪高速	5.6%	6.1%	50.65%	55.18%	94.04%	9.87%	8.29%	4.32%	沪宁高速公路江苏段及其他江苏省境内的收费路桥	特许经营权	收费路桥、公路油气管理公司
山东高速	5.0%	5.4%	29.09%	34.93%	89.66%	6.07%	4.12%	2.47%	山东省境内的济青高速公路、泰曲一级公路、济南黄河大桥、滨州黄河大桥、平阴黄河大桥和济南黄河二桥	特许经营权	收费路桥、服务区经营
深高速	5.8%	6.4%	19.02%	61.95%	55.20%	9.11%	5.90%	4.47%	深圳市高速公路专营权	特许经营权	收费公路、道路投资建设及运营管理
重庆水务	6.1%	6.6%	101.30%	80.72%	69.55%	6.94%	7.99%	7.68%	重庆市政府授予的供排水特许经营权, 对向政府提供的污水处理服务和向用户提供供水服务享有直接收费权利	特许经营权	城市污水的收集处理、自来水的生产销售以及供排水设施的建设

资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

注: 2021/2022 年股息率的计算中, 假设股利支付率为 2016-2020 年的平均值, EPS 采用 Wind 一致预期中 2021/2022 年的值, 股价均以 2021 年 6 月 11 日收盘价为基础



## 5、基建公募 REITs 或带来建筑公司重估

### 基建公募 REITs 部分解决资金来源问题，将改善中长期基建投资增速预期

基建公募 REITs 对基建及相关资产运营持续性发展有重要意义。基建投资受多因素影响，增速阶段性放缓，且经历数十年快速增长后积累了巨大体量的存量基础设施资产。对行业而言，基础设施 REITs 试点文件出台对行业意义非凡，具体体现在几方面：**1) 存量基础设施资产运营往精细化、专业化方向迈进**。优质的存量基础设施资产 REITs 化，通常会引入专业的该类资产运营机构，资产增值将成为首要目的，其运营向精细化、专业化方向迈进；**2) 更为重要的是基建投资资金来源明显拓宽**。通过权益化融资的方式盘活存量基础设施资产，有助于降低宏观/微观部门杠杆率，募集的资金以资本金的形式参与基建投资，可撬动数量可观的增量基建投资资金<sup>10</sup>；**3) 提供资产价格锚，提升社会资本参与基础设施投资热情**。该类资产 REITs 化后信息披露透明化程度提升，借助资本市场公开透明的定价机制，有助于形成该类资产的价格锚，叠加 REITs 化带来的项目推出路径拓宽，有望提升社会资本参与基础设施投资的热情。

### 关注后续基建公募 REITs 项目落地情况

REITs 具备回报率高、收益风险比高及与其他大类资产表现关联度低的特性，资产配置价值非常显著。同时 REITs 对于商业地产、基建等行业及相关参与企业有重要意义。

从首批项目发行情况观察，市场对于基建公募 REITs 非常热情。除了我们上述提及的节税、增值、降低“再投资”风险等优势之外，首批项目底层资产质量较好也是重要因素。**若后续项目收益率走低，但投资者认购依旧踊跃，或基建公募 REITs 上市后呈现较好的流动性**，那么该产品将提高原始权益人将存量项目资产证券化的意愿，也可带来对于持有相关资产上市公司的价值重估。

### 关注基建公募 REITs 或带来建筑公司价值重估，优选无形资产占比较高的企业

投资角度，公募基建 REITs 的持续落地，将带来建筑公司价值重估。**随着法规完善，REITs 出表属性将强化**，或带来 1) 中期基建投资增速预期的上修；2) 建筑企业报表的改善（增厚利润表、资产负债率降低），且后续扩张将突破资产负债率限制。建议关注：1) 报表内无形资产占总资产比重较高，将直接受益于基建 REITs 推进的**中国交建、中国电建**；2) 受益于基建投资预期上修；借助基建 REITs，后续扩张可突破资产负债率限制的**中国铁建、中国中铁、中国建筑、中国中冶**。

<sup>10</sup>参考 20 年 5 月 1 日外发报告《基建公募 REITs 起航，建筑板块迎来重大机遇》，光大证券建筑建材团队

## 6、风险分析

### 基础设施项目经营风险

基础设施项目可能因经济环境变化或运营不善等因素影响,存在基金收益率不佳的风险。

### 基金价格波动风险

受经济环境、运营管理等因素影响,基础设施项目市场价值及现金流情况可能发生变化,可能引起基础设施基金价格波动。

### 流动性风险

基础设施基金采取封闭式运作,不开通申购赎回,只能在二级市场交易,存在流动性不足的风险。

### 税收等政策调整风险

如果国家税收等政策发生调整,可能影响投资运作与基金收益。

### 终止上市风险

基础设施基金运作过程中可能因触发法律法规等情形而终止上市。

## 附录 1：公募基建 REITs 主要申报流程

公募基建 REITs 的申报流程主要分为六个步骤：

### 1) 发起人（原始权益人）与政府部门进行初步沟通

发起人（原始权益人）与注册地及项目所在地的发改委、国资委及税务局等部门进行一定的沟通交流，初步确认项目的可行性。

### 2) 发起来（原始权益人）报送项目申请材料

发起人（原始权益人）向项目所在地省级发改委报送试点项目申请材料，若其拟整合跨地区的多个项目一次性发行 REITs 产品的：发起人（原始权益人）向注册地省级发改委报送完整的项目申请材料，并分别向相关省级发改委报送涉及该地区的项目材料。

### 3) 省级发改委的受理和审查

省级发改委需要按照“聚焦合规优质资产”的试点原则，严格把握试点项目的质量，对于不满足试点项目基本条件或重要手续材料缺失的项目，不予受理。

对于发起人（原始权益人）拟整合跨地区的多个项目一次性发行 REITs 产品的，其注册地省级发改委对本地区项目和 REITs 发行总体方案审核把关，其他相关省级发改委对本地区项目审核把关。

对于项目收益是否满足试点基本条件，需以打包后项目整体收益进行判断。

### 4) 国家发改委审查及评估

省级发改委需要对符合相关条件、拟推荐开展试点的项目向国家发改委出具无异议专项意见，文字内容需包含“经初步审核，所推荐项目符合国家重大战略、发展规划、宏观调控政策、产业政策、固定资产投资管理法规制度，以及试点区域、行业等相关要求，推荐该项目开展基础设施 REITs 试点”的表述，同时一并报送试点项目申请材料。

国家发改委对于报送过来的文件，需组织评审对项目进行细致、全面评估，并委托中咨公司对各地报审的基础设施项目进行评估。

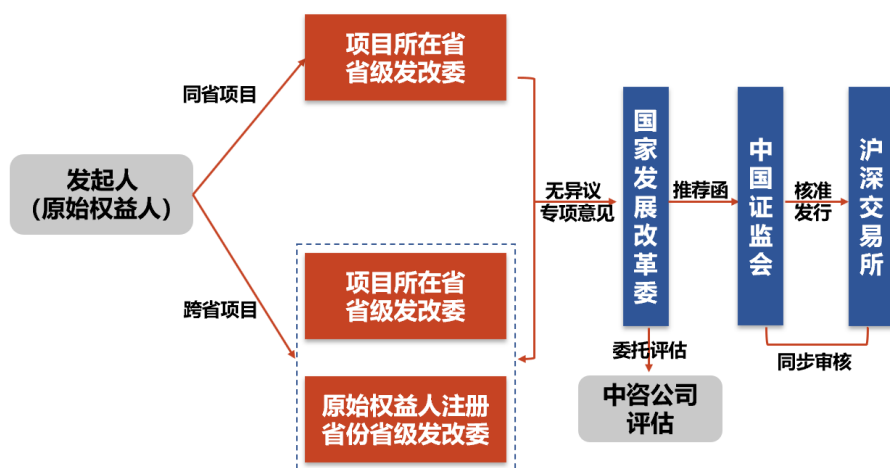
### 5) 证监会及交易所审核及批复

国家发改委在省级发改委出具专项意见的基础上，把符合要求的项目推至证监会，由证监会及沪、深两大交易所依据法律法规独立进行注册、审查、决策。

### 6) 注册发行

项目审核通过后，由该 REITs 的基金管理人向证监会或交易所提交封闭式公募基金的注册、上市申请，同时该 REITs 专项计划管理人向证监会或交易所申请基础设施资产专项计划。

图 15: 公募基建 REITs 主要申报流程

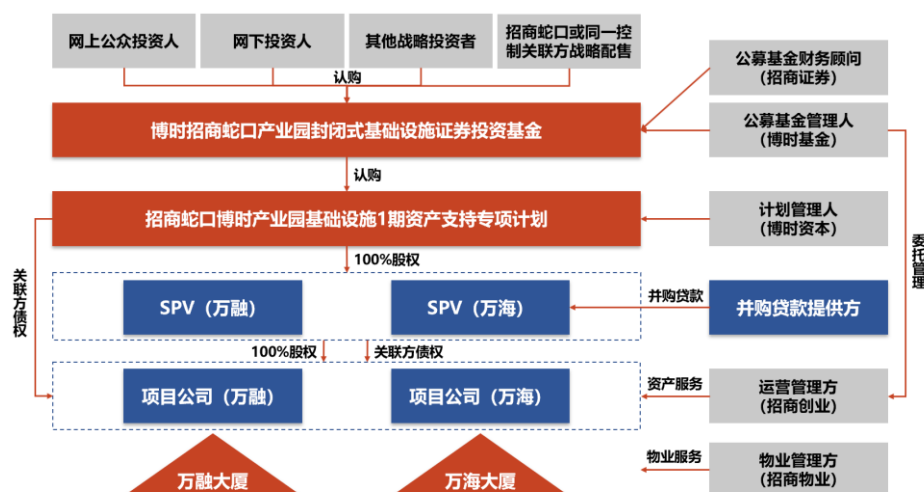


资料来源：发改委，天弘基金，光大证券研究所

## 附录 2: 招商蛇口公募基建 REITs 架构设计

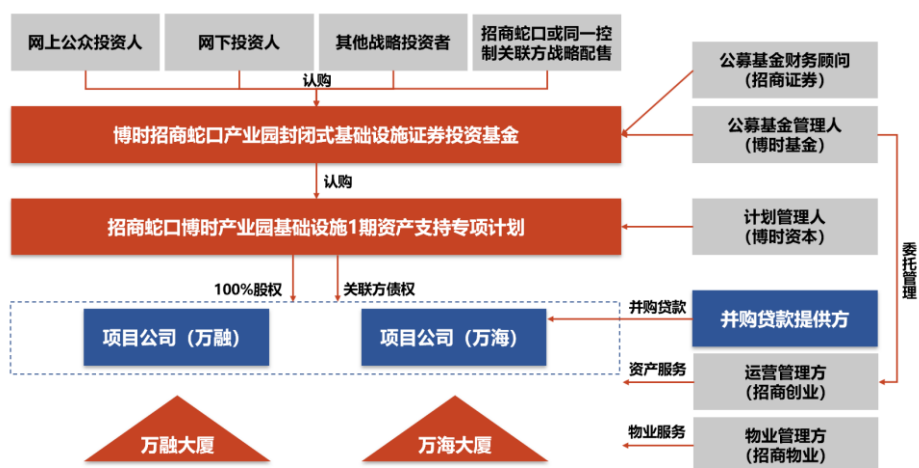
与中航首钢公募基建 REITs 类似，招商蛇口公募基建 REITs 交易方案的核心为“公募基金+ABS+项目公司”架构。先由公募基金管理人注册公募 REITs 基金，向投资者募集资金；其次用 REITs 基金募集的资金购买招商蛇口博时产业园基础设施 1 期资产支持专项计划（ABS）的全部份额；之后 ABS 通过 SPV（万融）和 SPV（万海）分别购买项目公司（万融）和项目公司（万海）的全部股权。最后，项目公司反向吸收合并 SPV：即持有物业的项目公司（万融）与其股东 SPV（万融）进行合并、持有物业的项目公司（万海）与其股东 SPV（万海）进行合并，合并后项目公司主体存续，SPV 主体注销。

图 16: 招商蛇口基础设施基金整体架构（SPV 公司吸收合并前）



资料来源：招募说明书，光大证券研究所

图 17: 招商蛇口基础设施基金整体架构 (SPV 公司吸收合并后)



资料来源: 招募说明书, 光大证券研究所

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE