



## 宏观研究

## 【粤开宏观】万字长文详解基础设施 REITs：全球比较与中国实践

2021年08月10日

## 投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001

电话：010-83755580

邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：贺晨

研究助理：牛琴

## 近期报告

《【粤开宏观】未雨绸缪，重回稳增长：6月经济数据解读》2021-07-15

《【粤开宏观】大国基建：国际比较与区域分化》2021-07-22

《【粤开宏观】大棋局：中国的贫富分化与共同富裕》2021-07-25

《【粤开宏观】政治局会议释放的十大信号》2021-07-30

《【粤开宏观】内外政策变局下的中概股：现状、大跌原因及未来走势》2021-08-04

## 导读：

REITs，即不动产投资信托基金，最早于1960年出现在美国，历经半个多世纪的发展，境外REITs市场臻于成熟。2020年4月，中国证监会和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）相关试点工作的通知》，标志着境内公募REITs正式起航。基础设施REITs的本质是什么？我国和全球REITs的发展历程与现状如何？怎样对REITs进行估值？基础设施REITs的市场前景如何？本文着重回答以上问题。

## 摘要：

## 一、理解基础设施REITs的四个基本概念

基础设施REITs的本质是基础设施项目的上市，以基础设施为底层资产进行资产证券化，投资人可通过购买基金份额分享底层资产产生的收益。

**一个核心模式**：我国REITs以“公募基金+ABS”模式为主。当前基础设施REITs主要通过购买资产支持证券穿透持有项目的所有权，以满足现行制度下我国公募基金不得购买非上市公司股权的监管要求。

**二重收益属性**：REITs收益兼具股债特性，是优质的抗通胀资产。基础设施REITs的收益来源于分红收益与增值收益两部分：强制分红政策一般规定将90%以上可供分配金额分配给投资者，保障投资收益的稳定性，具有债的特性；增值收益受宏观周期、底层资产经营质量的影响较大，更偏向股的特性。

**三种投资类型**：根据投资方式的不同，REITs可分为权益型、抵押型和混合型。权益型REITs投资并拥有底层不动产的所有权，收益来自于租金和资产增值；抵押型REITs通过提供抵押贷款，或者购买MBS向不动产所有者提供融资，收益来源于利息。混合型REITs则是上述两种类型的混合。

**四个发行环节**：当前我国公募REITs的发行流程包括发起人申报、国家发改委审查、中国证监会和交易所审核、上市后运营管理等四个环节。

## 二、全球REITs市场分析：美国市场占据主导地位，主要收益来自于分红

**第一，全球REITs市场规模超过2万亿美元，美国占据半壁以上。**截至2020年底，全球共有43个国家和地区发行REITs，全球公募REITs市场的总市值超过2万亿美元。其中，美国REITs运作模式最成熟，产品数量和规模在全球市场中占据主导地位，总市值规模占全球市场的63.4%。

**第二，以美国为代表的REITs市场具有三大特点。**一是从产品类型上看，权益型REITs成为主流，在美国REITs市场中的占比超过90%。二是从行业维度来看，美国基础设施REITs市值最大，占比达到17.4%，住宅、工业REITs市值占比分别为15.5%和11.4%。三是从投资主体来看，机构投资者是主要的参与者。截至2020年10月末，机构投资者持有的市场规模约有1.11万亿



美元，约占总规模的 88.8%。

**第三，分红收益是 REITs 的主要收入来源，随着通货膨胀水平的上升而提高。**将美国 REITs 的回报率拆分为分红收益和增值收益两部分。分红收益率与美债收益率高度相关，近 40 年平均分红收益率为 8.0%，贡献了全体收益的 69.8%。增值收益与标普 500 收益率具有高度相关性，平均增值收益率仅为 3.5%。

### 三、我国 REITs 发展现状：从类 REITs 迈向公募 REITs

**2020 年以前，受到国内监管因素限制，我国发行的 REITs 产品以商业地产类 REITs 为主，尚未出现真正的公募 REITs。**截至 2020 年底，类 REITs 产品累计发行额达到 1743.4 亿元，底层资产以传统商业地产为主，基础设施仅占 8%。类 REITs 的本质是债，而 REITs 则是一种股权融资工具，两者存在本质差别。

**2020 年以来，REITs 进入以基础设施为主的突破期，首批 9 支公募 REITs 于 2021 年 6 月挂牌上市，并呈现出三大特征：**

第一，当前我国 9 支公募 REITs 主要投向收费公路、仓储物流、产业园区和生态环保四类基础设施资产，募集资金占比分别为 42.9%、24.4%、22.5% 和 10.2%。同时产品存续期较长，20 年~99 年不等。

第二，公募 REITs 底层资产可分为产权类和特许经营类，两者的现金流分布存在较大差异。产权类项目以仓储物流、产业园区为主，享有处置收益权，因此最后一期现金流较大；特许经营权项目以收费公路、生态环保为主，项目现金流主要来自于收费，每期现金流分布较为稳定。由于项目属性不同，特许经营类项目的派息率普遍高于产权类项目，均值可达到 8.7%，而产权类项目的派息率均值为 3.7%。

第三，公募 REITs 的主要投资者是战略投资者。从已发行的 9 支公募 REITs 来看，战略投资者配售比例均在 50% 以上，网下配售比例在 14%~32%，公众配售比例在 3%~14%。

### 四、REITs 市场前景展望：空间广阔、种类丰富

**基础设施 REITs 发展具有五重意义，潜在市场规模可达万亿级。**现阶段发行基础设施 REITs 具有拓宽投资渠道、盘活存量资产、化解城投债务风险、提升直接融资比重、推进国家重大战略和新型基础设施项目等意义。当前我国基础设施业态丰富，包含交通运输、生态环保、市政工程、产业园区等多种类型。截至 2021 年 6 月，我国基建投资累计额达到 170.7 万亿，即使按照 1% 证券化率计算，公募 REITs 的市场规模也将达到 1.7 万亿，潜在市场空间广阔。

**但同时应注意到，当前我国 REITs 尚在发展初期，未来应持续推进配套环境及制度建设，促进 REITs 市场健康发展。**一方面，应出台针对性、系统性税收制度安排，明确目标项目收购、公募 REITs 发行、运营、收益分配等环节的税收政策，稳定投资者预期。另一方面，可参照海外经验，逐步丰富 REITs 品类，探索 REITs 在公共租赁住房、零售、工业等领域试点。

**风险提示：**运营管理风险；金融市场系统风险



## 目 录

一、基础设施 REITs 的本质：基础设施项目的“IPO”盛宴 .....	5
二、全球 REITs 市场：以美国市场为主导，市场规模突破 2 万亿 .....	7
(一) 总量概况 .....	7
(二) 结构特点 .....	8
(三) 收益特征 .....	10
三、我国 REITs 市场的历史与现状 .....	12
(一) 实践历程：从类 REITs 迈向公募 REITs .....	12
(二) 当前我国 REITs 市场概况 .....	14
四、REITs 发展前景展望：未来可期、种类丰富 .....	17
(一) 基础设施 REITs 发展具有五大意义 .....	17
(二) 公募 REITs 前景展望 .....	19

## 图表目录

图表 1：我国基础设施 REITs“公募基金+ABS”的产品架构 .....	5
图表 2：REITs 的分类 .....	6
图表 3：我国公募 REITs 发行的四个环节 .....	6
图表 4：全球推出 REITs 制度的经济体及推出时间 .....	7
图表 5：1971-2020 年美国 REITs 市场规模与产品数目 .....	7
图表 6：主要经济体 REITs 市值规模占比 .....	8
图表 7：截至 2020 年底，前十大市场 REITs 市值占 GDP 比重 .....	8
图表 8：权益型 REITs 占比逐渐提升 .....	9
图表 9：主要经济体 REITs 市值规模占比 .....	9
图表 10：美国 REITs 市场中机构投资者的结构 .....	10
图表 11：美国 REITs 的分红收益与增值收益 .....	11
图表 12：分红收益与美债收益率高度相关 .....	11
图表 13：分红收益与通货膨胀呈正相关 .....	12
图表 14：2014 年以来，国内类 REITs 发行情况 .....	13
图表 15：类 REITs 底层资产结构 .....	13
图表 16：类 REITs 与 REITs 的区别 .....	13
图表 17：我国基础设施 REITs 发展历程 .....	13
图表 18：我国首批公募 REITs 全景 .....	14
图表 19：平安广州交投广河高速公路 REIT 产品结构图 .....	16
图表 20：平安广州交投广河高速公路 REIT 利润预测 .....	16
图表 21：平安广州交投广河高速公路 REIT 可供分配金额预测 .....	16
图表 22：REITs 指数与其他指数收益对比（标红数字为各阶段收益率领先的资产） .....	17
图表 23：我国基础设施投资进入存量时代 .....	18
图表 24：2008 年以后，非金融企业部门杠杆率攀升 .....	18



图表 25： 地方政府负债率快速上行.....	18
图表 26： 我国高速公路总里长及增长情况.....	19
图表 27： 我国仓储物流设施情况 .....	19
图表 28： 各阶段 REITs 相关政策及主要内容（附件） .....	19

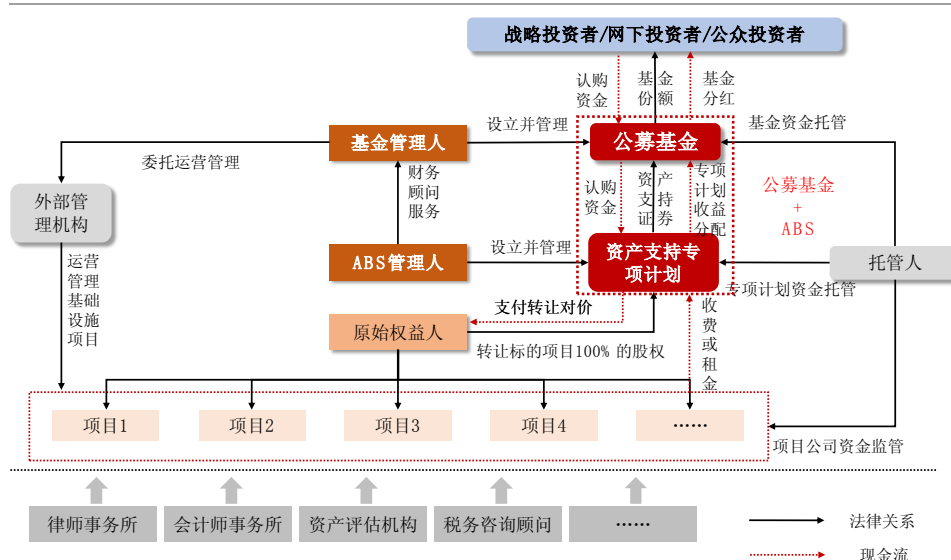


## 一、基础设施 REITs 的本质：基础设施项目的“IPO”盛宴

基础设施 REITs 通过不动产证券化，实现基础设施项目的上市。基础设施 REITs，顾名思义是以基础设施项目为底层资产的 REITs，通过发行基金份额汇集投资者资金，投资于基础设施项目，并将底层资产产生的租金或收费分配给投资者。这一过程把流动性低、非证券化的基础设施项目，转化为资本市场上的金融产品，类似于企业的“IPO”。当前我国基础设施公募 REITs 具有四大特点：

**一个核心模式：**当前我国基础设施 REITs 普遍采用“公募基金+ABS”的产品架构。在现行制度框架下，公募基金不得购买非上市公司股权，无法直接拥有基础设施项目的所有权。目前的最优选择是：1) 由 ABS 管理人设立发行资产支持证券 B，收购底层基础设施项目 C 的股权；2) 公募 REITs 管理人公开发售公募基金 A 募集资金，用于购买基础设施资产支持证券 B，实现对标的基础设施项目 C 的投资。同时，基金管理人与 ABS 管理人必须属于同一实际控制人。这种“公募基金+ABS”的模式与海外典型架构不同，主要是与我国当前监管政策相适应。

图表1：我国基础设施 REITs“公募基金+ABS”的产品架构



资料来源：基础设施 REITs 招股说明书汇总，粤开证券研究院

**二重收益特性：**基础设施 REITs 的收益率来源于持有期间取得的基金分红与资产价格波动产生的资本利得两部分，因此兼具债权和股权的双重属性。我国采用收益法，即预期收益折现作为基础设施 REITs 的估值方法。投资者的预期收益率计算如下所示，从中可以看出，收益率来源于基金分红和资本利得两部分。一方面，我国 REITs 实施强制分红政策，一般规定将 90% 以上可供分配金额分配给投资者、未来 3 年项目派息率不低于 4%，保障了投资者收益的稳定性，具有债的特性；另一方面，资本利得的收益受宏观周期、底层资产经营质量的影响较大，更偏向股的特性。总体来看，REITs 的收益与风险介于股票与债券之间，可以帮助投资者改善投资组合边界，是股票、债券、现金之外的第四大类资产配置类别。

$$P_0 = \sum_1^n \frac{D_t}{(1+i)^t} + \frac{P_t}{(1+i)^n} \quad (1)$$

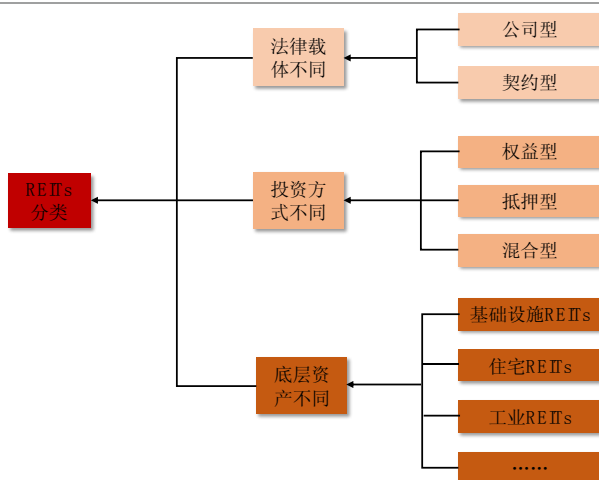
其中， $P_0$  为投资者买入价格， $D_t$  为持有期分红收入， $P_t$  为最终处置价格。



**三种分类标准** :REITs 可以根据法律载体、投资方式以及底层资产的不同进行分类。需要说明的是, **权益型 REITs** 投资并拥有底层不动产的所有权, 通过经营资产取得收入, 收益来自于租金和不动产的增值, 是 REITs 的主导类型, 占全球 REITs 总市值的 90% 以上。 **抵押型 REITs** 向不动产所有者或开发商直接提供抵押贷款, 或者通过购买抵押贷款支持证券 ( MBS ) 间接提供融资, 收益来源于抵押贷款或 MBS 的利息, 受利率影响比较大。 **混合型 REITs** 是上述两种类型的混合, 既购买并经营不动产, 又向不动产所有者和开发商提供信贷资金。

**四个发行环节** : 当前我国基础实施 REITs 的发行流程包括发起人申报、国家发改委审查、中国证监会和交易所审核、运营管理四个环节, 确保基础设施 REITs 发行的合规性。

图表2 : REITs 的分类



资料来源 : 粤开证券研究院

图表3 : 我国公募 REITs 发行的四个环节



资料来源 : 国家发改委、中国证监会、粤开证券研究院



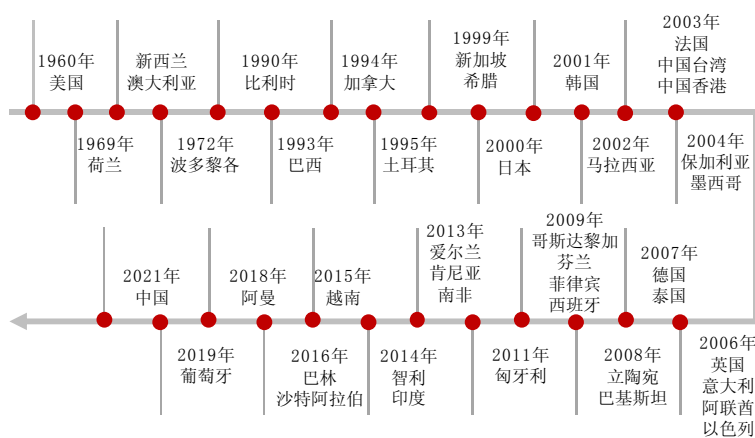


## 二、全球 REITs 市场：以美国市场为主导，市场规模突破 2 万亿

### (一) 总量概况

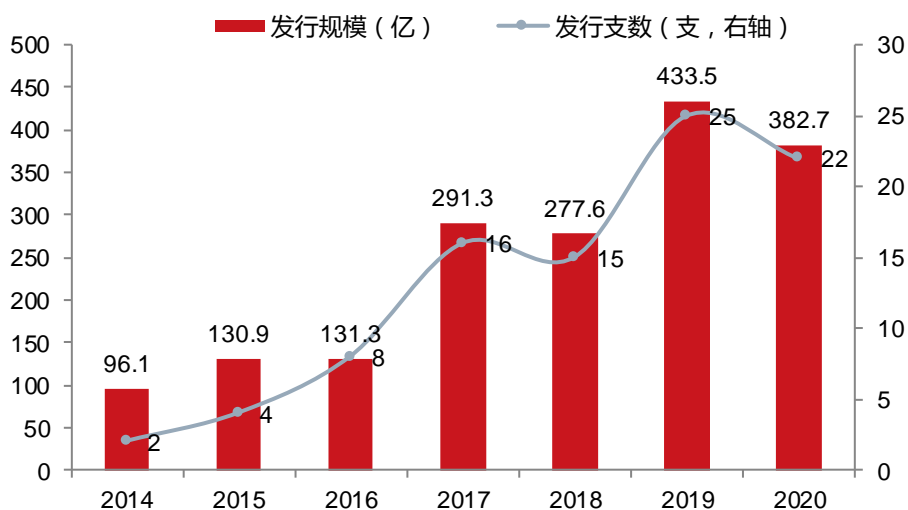
当前全球 REITs 市场规模超过 2 万亿美元，美国占据半壁以上。截至 2020 年底，全球共有 43 个国家和地区推出 REITs，全球公募 REITs 市场的总市值已经超过 2 万亿美元。其中，美国 REITs 运作模式最为成熟，REITs 产品数量和规模在全球市场中占据主导地位。1971 年以来，美国 REITs 规模年复合增速达到 14.7%。截至 2020 年底，在美国上市的 REITs 约有 2333 支，总市值规模达到 12491.9 亿美元，占全球市场的 63.4%。日本以 1401.9 亿美元的总市值成为亚洲最大的 REITs 市场，占全球总规模的 7.2%。

图表4：全球推出 REITs 制度的经济体及推出时间



资料来源：Nareit，EPRA，粤开证券研究院

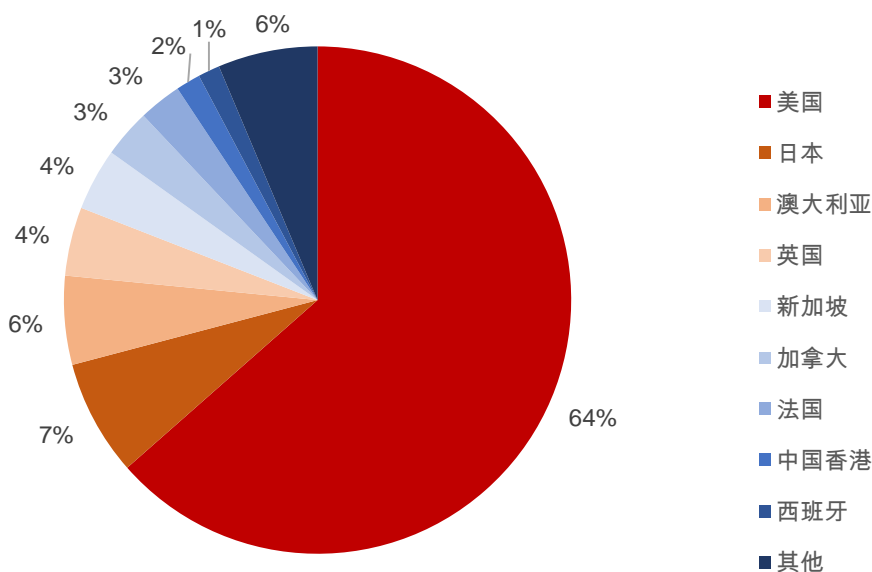
图表5：1971-2020 年美国 REITs 市场规模与产品数目



资料来源：Nareit，粤开证券研究院



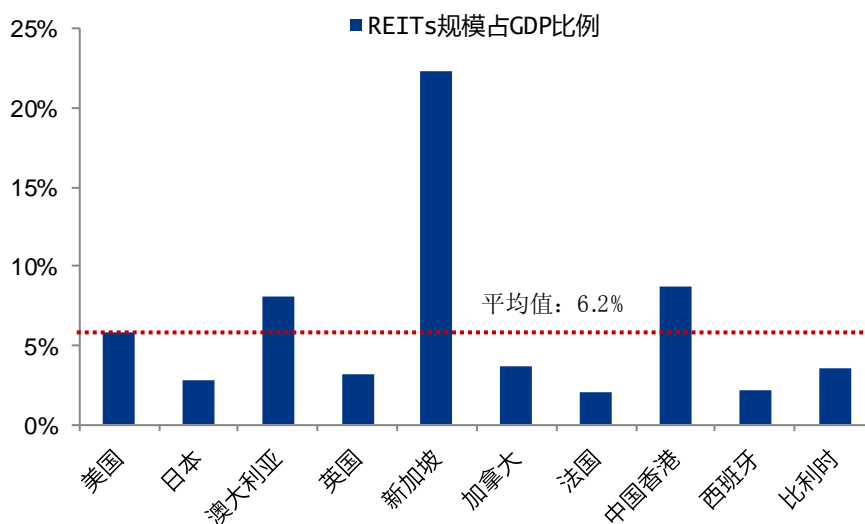
图表6：主要经济体 REITs 市值规模占比



资料来源：Bloomberg，粤开证券研究院

主要经济体 REITs 市值占 GDP 比重约为 6.2%。新加坡 REITs 遍布亚洲、北美洲和欧洲，具有高度国际化的特征，其 REITs 占 GDP 的比重高达 22.3%，远远高于其他经济体。作为第一大市场，美国 REITs 市值占 GDP 比重为 5.8%；澳大利亚、中国香港占 GDP 比重较高，分别为 8.0%和 8.7%；日本、英国等其他经济体占比较低，在 2%~4% 之间。综合前十大 REITs 市场来看，REITs 市值规模占 GDP 比重约为 6.2%。

图表7：截至 2020 年底，前十大市场 REITs 市值占 GDP 比重



资料来源：Bloomberg，粤开证券研究院

## (二) 结构特点

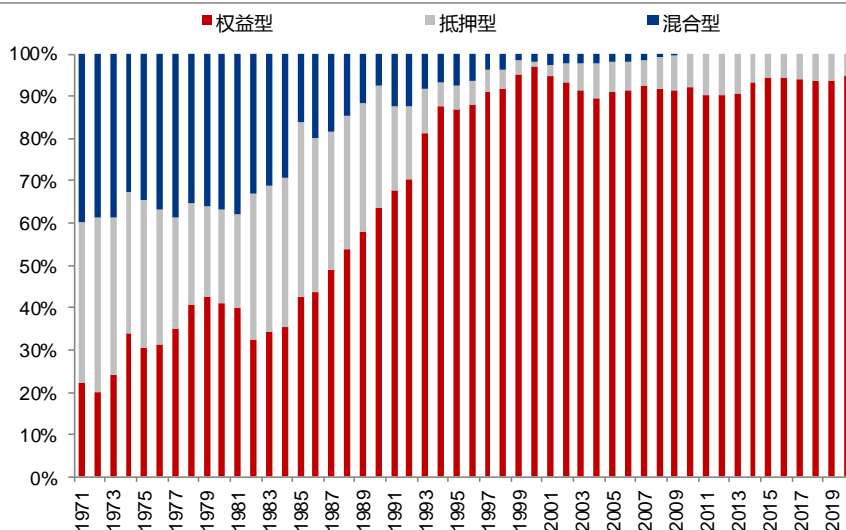
从产品分类来看，权益型 REITs 为主导，混合型 REITs 逐步退出历史舞台。在 1971





年，美国 REITs 市场呈现出权益型、抵押型、混合型三分天下的格局，规模占比分别为 22.2%、38.2%和 39.6%。20 世纪 80 年代，美联储加息叠加房地产商融资缺口的扩大，抵押型 REITs 因高分红、高杠杆的特点受到房地产商的青睐、野蛮生长，1985 年抵押型 REITs 市值占全部 REITs 比重达到 41.2%。但随着 80 年代以来美国利率中枢水平的不断下移，权益型 REITs 的整体收益率逐步高于抵押型，市场逐利导致权益型 REITs 占比逐渐提升。截至 2020 年底，抵押型 REITs 总市值仅有 650.4 亿美元，占全部 REITs 的 5.2%；权益型 REITs 的市值规模高达 1.2 万亿美元，占全部 REITs 的 94.8%。混合型 REITs 的占比逐渐下降，在 2020 年后由于规模和数量太小，不再纳入统计。

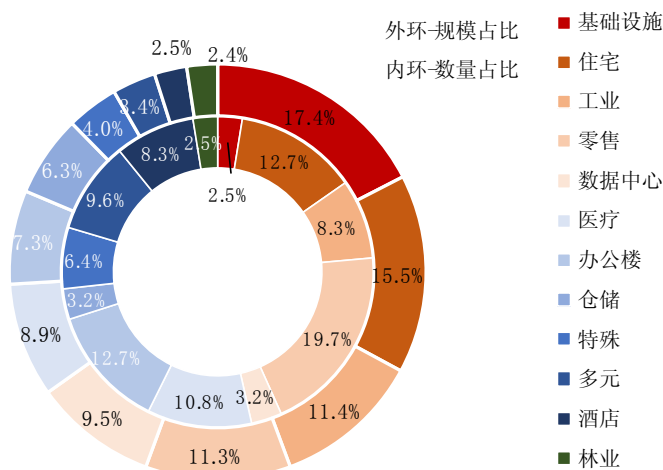
图表8：权益型 REITs 占比逐渐提升



资料来源：Nareit，粤开证券研究院

从行业维度来看，美国基础设施类 REITs 市值最大，零售类 REITs 数量最多。美国权益 REITs 的底层资产覆盖广泛，包括基础设施、住宅、工业、零售等 12 大品类。截至 2021 年 7 月，美国权益类 REITs 达到 1.45 万亿。其中，基础设施类 REITs 虽然起步较晚，但发展迅速，产品数量仅有 4 支，但市值达到 2530 亿美元，占所有权益型 REITs 的 17.4%；零售类产品数量最大，达到 31 支，市值达到 1635 亿美元；住宅和工业类 REITs 的市值规模分别排第二、第三位，占比为 15.5%和 11.4%。

图表9：主要经济体 REITs 市值规模占比

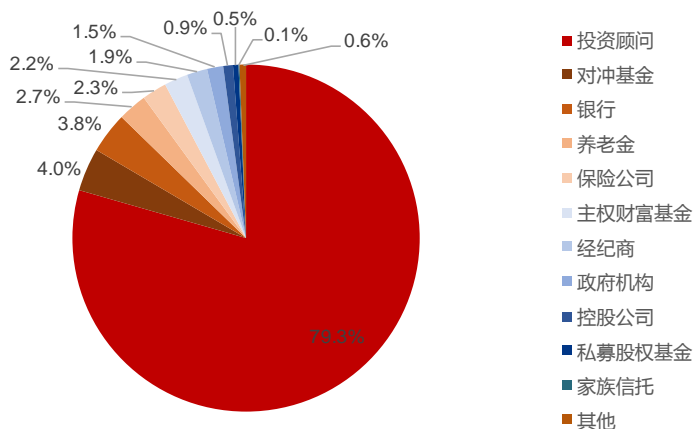


资料来源：Nareit，粤开证券研究院



从投资主体来看，机构投资者是 REITs 的主要投资方。REITs 的投资者总体可以分为两类：机构投资者和个人投资者，前者主要包括投资基金、养老金、银行、保险公司和主权财富基金等专业机构，后者包含高净值客户和零售客户。从全球市场来看，机构投资者持有规模占比较重，大约在七成左右。以美国为例，截至 2020 年 10 月末，机构投资者持有的市场规模约有 1.11 万亿，约占总规模的 88.8%。机构投资者中以投资顾问为主，投资规模达到 8813 亿美元，占机构投资者的 79.3%；对冲基金、银行、养老金、保险公司次之，分别占机构投资者的 4.0%、3.8%、2.7%和 2.3%。

图表10：美国 REITs 市场中机构投资者的结构



资料来源：韩志峰等，粤开证券研究院

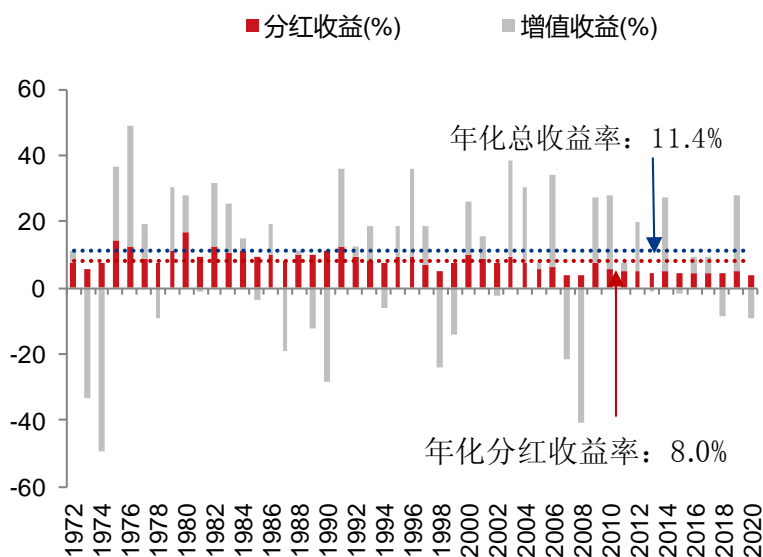
### (三) 收益特征

从收入结构来看，美国 REITs 的总收益中近七成来自于分红收益。REITs 的回报率可以拆分为两部分：分红收益和增值收益，前者来自于基金分红，后者来自于底层资产增值。自 1972 年以来，美国 REITs 的分红收益较为稳定，平均分红收益率为 8.0%，贡献了全体收益的 69.8%。增值收益的波动相对较大，平均增值收益率仅有 3.5%，占全体收益的 30.2%。

从影响因素来看，REITs 的分红收益受到实际利率、通货膨胀等因素的影响较多，更具有债的特性。自 1972 年以来，REITs 分红收益率与 10 年期美债收益率的相关系数高达 0.75。REITs 的增值收益主要受商业周期、市场流动性等因素的影响，该部分收益更具股的特性。从历史表现来看，REITs 增值收益与美国标普 500 的相关系数高达 0.61。REITs 与股票和债券的相关系数都小于 1，可以帮助投资者分散投资风险，优化投资组合边界。



图表11：美国 REITs 的分红收益与增值收益



资料来源：Nareit，粤开证券研究院

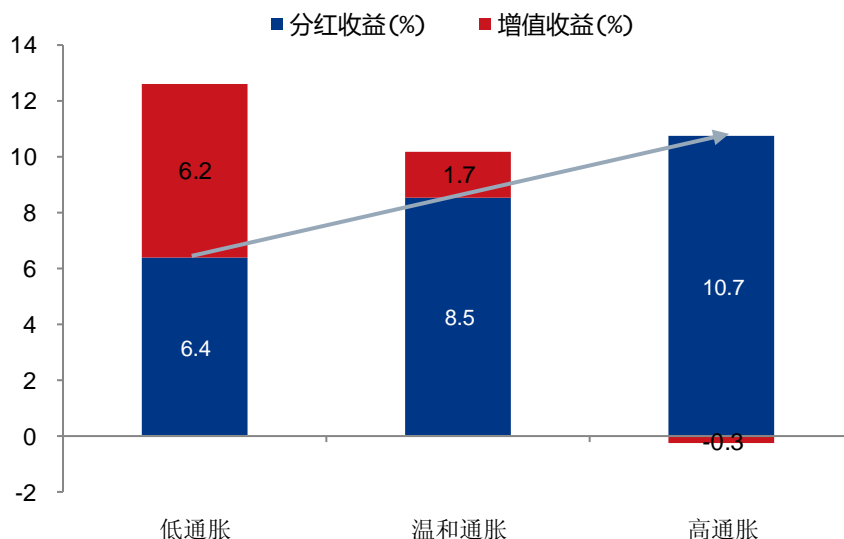
图表12：分红收益与美债收益率高度相关



资料来源：Nareit，粤开证券研究院



图表13：分红收益与通货膨胀呈正相关



资料来源：Nareit，wind，粤开证券研究院

### 三、我国 REITs 市场的历史与现状

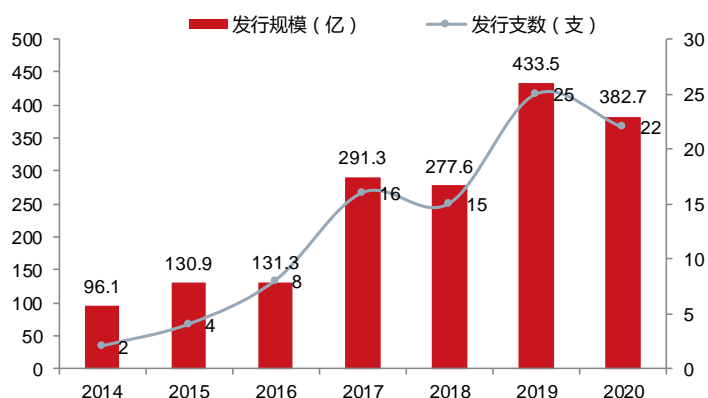
#### (一) 实践历程：从类 REITs 迈向公募 REITs

2020 以前，受到国内监管因素限制，我国发行的 REITs 产品以商业地产类 REITs 为主，尚未出现真正的公募 REITs。事实上，类 REITs 的本质是债，而 REITs 则是一种股权融资工具，两者存在本质差别。2005 年 12 月，越秀房地产信托基金在港交所成功上市，成功发行我国第一支离岸 REITs。随即，中国证监会等有关部门开启了对 REITs 的研究工作，与海外市场一样，这一阶段的政策探索主要围绕商业地产展开，北京、上海、天津一度被批准进行试点尝试，公募 REITs 呼之欲出。但次贷危机后，监管出于防风险的考虑搁置了 REITs 的发行。2010 年以来，房价上涨过快、中等偏低收入家庭住房困难的现象引起监管注意，住建部联合其他部门鼓励发展 REITs，拓宽公共租赁住房的融资渠道。2014 年 5 月，中信启航 REITs 发行，成为我国第一支类 REITs 产品。随后，国内类 REITs 产品不断涌现，截至 2020 年底，共发行 92 支类 REITs 产品，累计发行 1743.4 亿元。从底层资产来看，国内类 REITs 仍以传统商业地产为主，其中购物中心 31%，写字楼 23%，租赁住房 12%，零售门店 12%，基础设施仅占 8%。

2020 年以来，REITs 发行进入以基础设施为主的突破期，首批公募 REITs 于 2021 年 6 月挂牌上市。2020 年 4 月，国家发改委与中国证监会联合发布了《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》。2021 年 6 月，首批基础设施公募 REITs 在沪深交易所正式挂牌，标志着境内基础设施领域公募 REITs 正式起航。

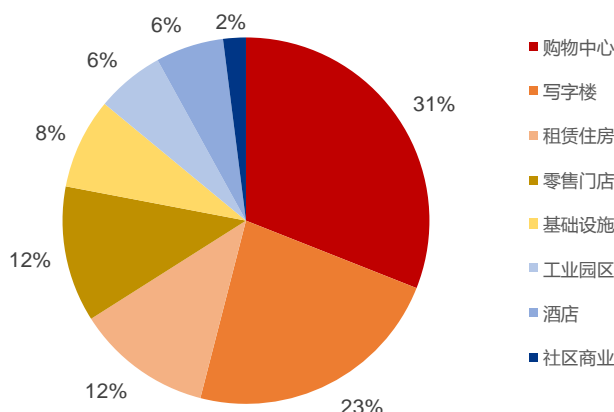


图表14：2014年以来，国内类REITs发行情况



资料来源：上海证券交易所，深圳证券交易所，粤开证券研究院

图表15：类REITs底层资产结构



资料来源：RCREIT，粤开证券研究院

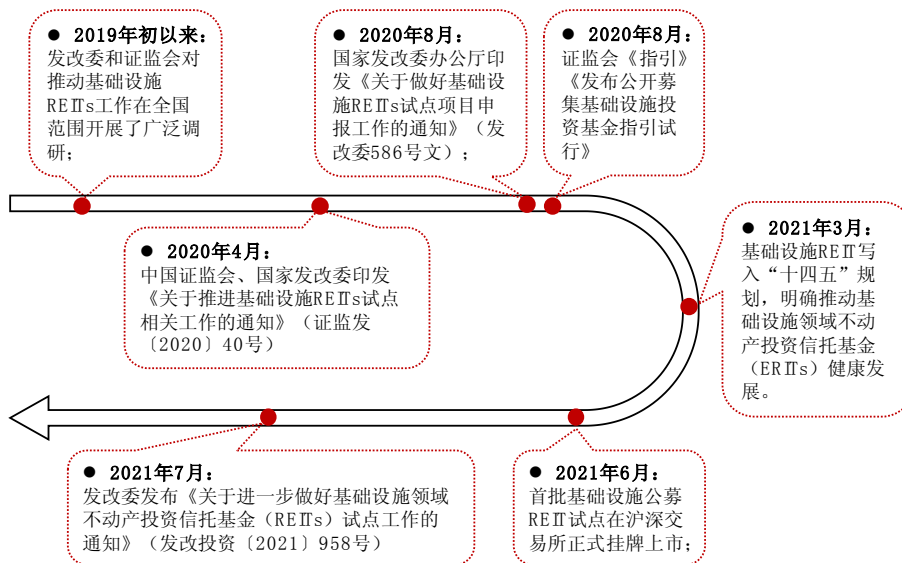
图表16：类REITs与REITs的区别

	REITs	类REITs
融资属性	权益工具	混合偏债
组织形式	封闭式公募基金(境内)	资产支持专项计划
产品结构	平层	设置优先级、劣后级
流动性	可在二级市场交易	大宗交易平台，最低门槛100万元
投资人数	无上限	不超过200人
投资期限	永续	固定期限
收益分配	强制分红比例90%(境内)	优先级固收益、次级浮动收益
投资者收益	分红及资本增值	优先级固定收益、次级主要享受资本增值

资料来源：韩志峰等<sup>1</sup>，粤开证券研究院

图表17：我国基础设施REITs发展历程

<sup>1</sup> 韩志峰 张铮. REITs: 中国道路[M]. 人民出版社, 2021.



资料来源：国家发改委，中国证监会，粤开证券研究院

## （二）当前我国 REITs 市场概况

当前我国 REITs 发行呈现三大特征：

一是当前我国发行公募 REITs 募集资金规模为 314 亿元，主要投向收费公路、仓储物流、产业园区和生态环保四类基础设施项目，分别占发行规模的 42.9%、24.4%、22.5% 和 10.2%。从存续期限来看，由于基础设施项目的运营时间一般较长，9 支公募 REITs 的存续期分别在 20 年~99 年不等。

二是我国公募 REITs 底层资产包含产权类和特许经营类，两者的现金流分布存在较大差异。产业园区、仓储物流等产权类项目的底层资产，可在到期后进行市场化处置，因此最后一期现金流较大；而收费公路、生态环保等特许经营类项目，需在到期后要移交政府部门，同时项目现金流主要来自于收费，因此现金流相对较为平稳。受到项目性质的影响，特许经营类项目的派息率普遍高于产权类项目，均值可达到 8.7%，而产权类项目的派息率均值为 3.7%。

三是公募 REITs 主要投资方是战略投资者。公募 REITs 的配售渠道包括战略配售、网下配售和公众配售三种方式。战略投资者包括原始权益人及其关联方，以及专业投资机构。从已发行的 9 支公募 REITs 来看，战略投资者的配售比例均在 50% 以上，网下配售的比例在 14%~32%，公众配售的比例在 3%~14%。

图表18：我国首批公募 REITs 全景

基金简称	蛇口产业园	张江 REIT	东吴苏园	盐港 REIT	普洛斯	广州广河	浙江杭微	首钢绿能	首创水务
基金代码	180101.S Z	508000.S H	508027.S H	180301.S Z	508056.S H	180201.S Z	508001.S H	180801.S Z	508006.S H
交易所	深交所	上交所	上交所	深交所	上交所	深交所	上交所	深交所	上交所
基金管理人	博时基金	华安基金	东吴基金	红土创新基金	中金基金	平安基金	浙商资管	中航基金	富国基金
ABS 管理人	博时资本	国君资管	东吴证券	红土资管	中金公司	平安证券	浙商资管	中航证券	富国资管
资产类型	产业园区			仓储物流		收费公路		生态环保	





基金简称	蛇口产业园	张江 REIT	东吴苏园	盐港 REIT	普洛斯	广州广河	浙江杭微	首钢绿能	首创水务
项目性质	产权类					特许经营类			
存续期 (年)	50	20	40	36	50	99	20	21	26
发行规模 (亿元)	20.79	14.95	34.92	18.40	58.35	91.14	43.60	13.38	18.50
战略配售比例 (%)	65.00	55.33	60.00	60.00	72.00	78.97	74.30	60.00	76.00
网下配售比例 (%)	24.50	31.27	30.00	28.00	19.60	14.72	21.85	28.00	16.80
公众配售比例 (%)	10.50	13.40	10.00	12.00	8.40	6.31	3.86	12.00	7.20
资产估值 (亿元)	25.28	14.70	33.50	17.05	53.46	96.74	45.63	9.44	17.46
账面价值 (亿元)	4.39	-	18.47	9.77	11.80	54.33	22.54	8.53	16.88
增值率 (%)	475.35	-	81.42	74.59	353.00	78.05	83.24	10.64	3.41
可分配金额 (截至 2021/12/31, 万元)	9,134.57	6,974.05	10,043.00	3,814.04	25,010.20	53,842.11	51,069.12	11,406.11	16,042.42
派息率 (%)	4.39	4.66	2.88	2.07	4.29	5.91	11.71	8.52	8.67

资料来源：wind、粤开证券研究院

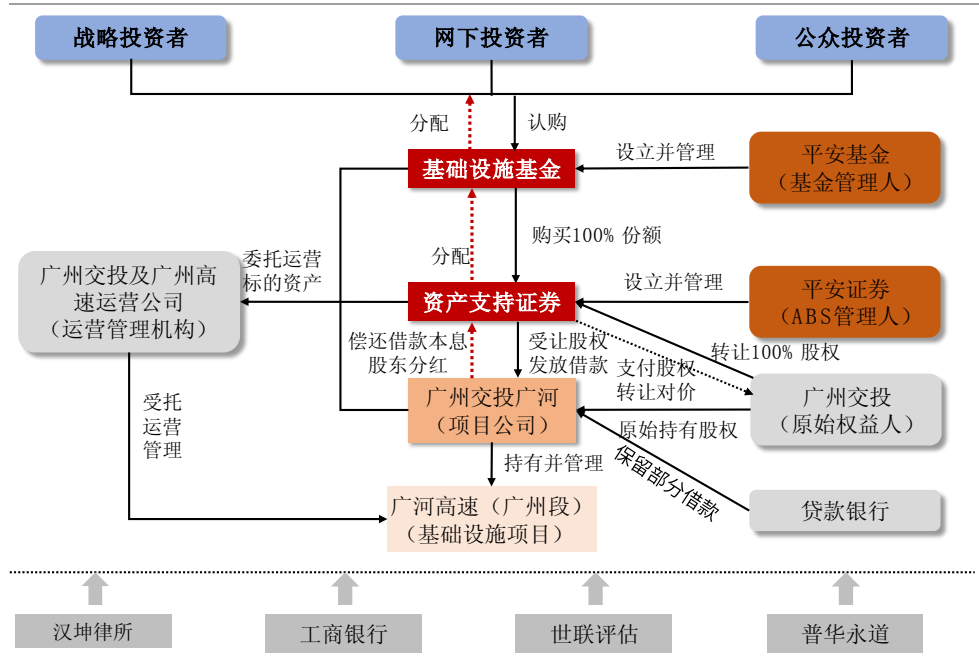
### 以平安广州交投广河高速公路 REIT 为例：

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的底层资产是广州至河源高速公路的广州段，位于粤港澳大湾区，属于基础设施补短板行业中的收费公路项目。其原始权益人为广州交通投资有限公司，基金管理人为平安基金管理有限公司，资产支持证券管理人为平安证券股份有限公司。该项目的营业收入主要来源于车辆通行费，收入来源分散。

从历史经营情况来看，2018-2020 年通行费收入分别为 6.81 亿元、7 亿元和 5.41 亿元，在总收入中占比达到 99% 以上。2021 年下半年及 2022 年基于车流量估计，基金的预计利润与可分配利润整体较为稳定，产品派息率较高，体现了特许经营权项目高派息率的特征。



图表19：平安广州交投广河高速公路 REIT 产品结构图



资料来源：平安广州交投广河高速公路 REIT 招募说明书，粤开证券研究院

图表20：平安广州交投广河高速公路 REIT 利润预测

项目	2022年(预测)	2021年6-12月(预测)
营业总收入 (车辆通行费收入)	85339.8	47848.5
营业总成本	59678.5	37829.7
营业成本	50864.3	32264.6
税金及附加	1853.7	1093.9
基金管理费及基金托管费	2448.7	1393.0
利息支出	4398.7	2583.1
其他费用	113.1	495.0
利润总额	25661.3	10018.8
所得税费用	-4090.7	-3668.4
净利润	29752.0	13687.2

资料来源：平安广州交投广河高速公路 REIT 招募说明书，粤开证券研究院

图表21：平安广州交投广河高速公路 REIT 可供分配金额预测

项目	2022年(预测)	2021年6-12月(预测)
一、净利润	29752.0	13687.2
利息支出	4398.7	2583.1
折旧和摊销	37486.9	23262.1
所得税费用	-4090.7	-3668.4
二、息税折旧及摊销前利润	67546.9	35864.1
三、其他调整		



基础设施基金发行份额募集资金	-	867416.0
偿还外部借款本金	-200.0	-262779.0
购买基础设施项目的支出	-	-582666.9
支付的利息变动	-4400.9	-4137.8
应收项目的变动	-501.5	-219.4
应付项目的变动	184.3	1313.2
本期/本年资本性支出	-	-948.1
四、本期/本年可供分配金额	62628.8	53842.1

资料来源：平安广州交投广河高速公路 REIT 招募说明书，粤开证券研究院

## 四、REITs 发展前景展望：未来可期、种类丰富

### （一）基础设施 REITs 发展具有五大意义

一是投资者层面，基础设施 REITs 降低了公众投资者进入基础设施领域的门槛，拓宽了投资者的投资渠道。由于底层资产为不动产，公募 REITs 天然具有抗通胀属性，是中等收益、中等风险的优质投资产品。美国 REITs 指数过去 40 年年化收益率达到 12.1%，收益与风险位于股票与债券之间。同时公募 REITs 可像股票一样，在二级市场进行买卖，流动性较强。

图表22：REITs 指数与其他指数收益对比（标红数字为各阶段收益率领先的资产）

	所有 REITs (%)	权益 REITs (%)	标普 500 (%)	罗素 2000 (%)	纳斯达克 指数 (%)	道琼斯工 业指数 (%)
2021:YTD	21.19	21.35	15.25	17.54	12.92	13.79
1 年	34.24	32.80	40.79	62.03	45.23	36.34
3 年	11.49	11.97	18.67	13.52	25.72	15.02
5 年	8.04	8.10	17.65	16.47	25.80	16.66
10 年	10.17	10.29	14.84	12.34	19.32	13.50
15 年	7.33	7.67	10.73	9.51	13.49	10.58
20 年	10.12	10.48	8.61	9.26	9.99	8.75
25 年	10.12	10.59	9.76	9.33	10.54	7.50
30 年	10.59	11.13	10.73	10.65	12.06	8.60
35 年	9.18	10.20	10.90	9.64	10.76	8.65
40 年	10.23	11.51	11.92	10.46	11.09	9.32

资料来源：Nareit，粤开证券研究院

二是在原始权益人层面，基础设施 REITs 的发行，有助于原始权益人盘活存量资产，缩短资金回收周期，解决融资需求。长期以来，基础设施项目存在投资大、周期长、资金回收慢、项目退出难等问题，REITs 的推行能够有效解决这些痛点。同时，回收资金用于新建的基础设施项目，提升了原始权益项目建设能力，并探索向轻资产模式转变。

三是在基础设施行业发展层面，发行 REITs 能为行业发展引入活水，形成基础设施投资资金的良性循环。经过多年来的快速发展，我国基础设施项目已经进入存量时代，盘活存量资产、唤醒底层资产价值成为行业面临的难题。发行基础设施 REITs 可以：1）吸引更广泛的社会资本进入，拓宽融资渠道，解决基础设施补短板领域的融资需求；2）上市后将基础设施项目交给专业的运营管理机构运营，提升运营管理效率，保障公共服



务水平；3) 发挥二级市场“价格发现”功能，对基础设施进行合理估值，提供定价之“锚”。

图表23：我国基础设施投资进入存量时代

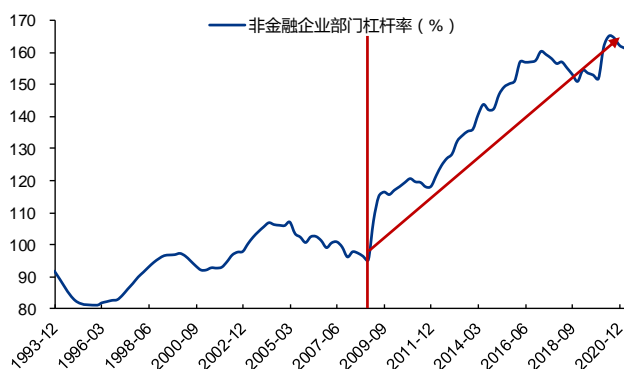


资料来源：wind、粤开证券研究院

四是在金融市场层面，REITs 增加了金融市场产品的多样性，提升了资本市场服务实体经济的能力。作为股票、债券、现金之外的第四类资产，REITs 具有分红稳定、价格波动较小、投资期限长的特性，比较适合保险、养老金等追求稳健增值的投资者；同时 REITs 与其他资产的相关性较弱，纳入 REITs 有利于投资者改善风险收益前沿，优化投资组合。

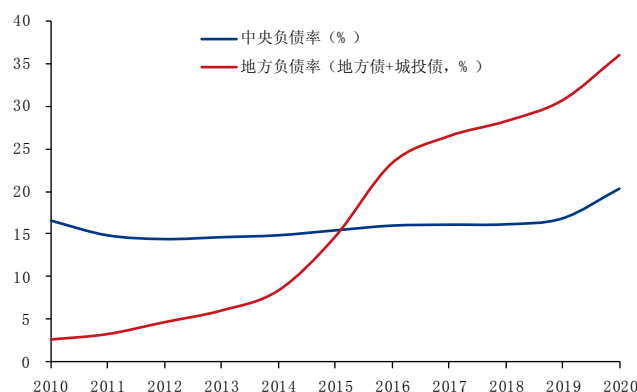
五是在宏观经济层面，REITs 有助于化解城投债务风险，推进国家重大战略、新型基础设施项目。过去我国经济增长对债务融资的依赖性较强，宏观杠杆率上升过快、系统性风险提升，非金融企业部门和地方政府债务风险突出，杠杆率在 2008 年以后快速攀升。发行基础设施 REITs 有助于：1) 提高直接融资比重，化解城投债务风险；2) 扩大新增投资，原始权益人发行 REITs 获得的等价现金资产，可以投资到新的项目，为基建投资提供新的增长点；3) 有利于推动国家重大战略实施，推进新型基础设施项目建设。

图表24：2008 年以后，非金融企业部门杠杆率攀升



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表25：地方政府负债率快速上行



资料来源：wind、粤开证券研究院

注：中央负债率=国债余额/GDP

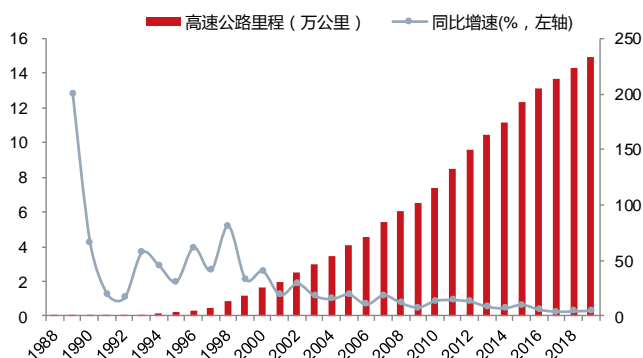
地方负债率= (地方债余额+城投债余额) / GDP



## (二) 公募 REITs 前景展望

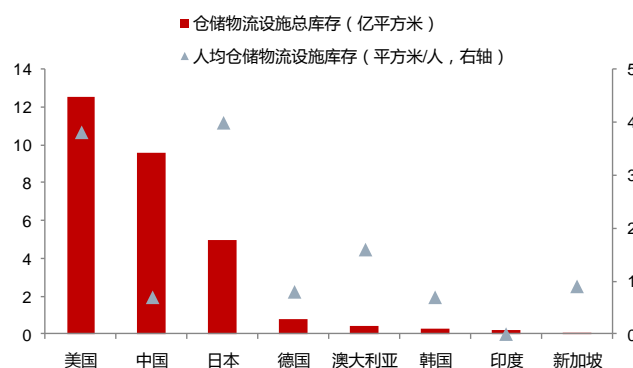
我国基础设施 REITs 空间广阔、种类丰富，可支撑万亿级 REITs 市场。截至 2021 年 6 月，我国基建投资累计额达到 170.7 万亿，即使按照 1%的证券化率计算，可募集资金达到 1.7 万亿，按照 10%的证券化率计算，可募集资金达到 17.1 万亿，未来潜在市场空间广阔。2020 年 10 月，标准普尔发布报告称，我国基础设施 REITs 市场在未来 5-10 年可能扩大至 2-5 万亿元，成为全球最大的 REITs 市场之一。从类型上看，我国基础设施包含交通运输、生态环保、市政工程、产业园区等多种类型，业态十分丰富。例如，截至 2019 年底，全国铁路营业里程达 13.9 万千米，公路营业里程 501 万千米，均居世界第一位；我国仓储物流设施总库存达 9.6 亿平方米，居世界第二位。

图表26：我国高速公路总里程及增长情况



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表27：我国仓储物流设施情况



资料来源：中金普洛斯仓储物流封闭式基础设施证券投资基金招募说明书、粤开证券研究院

此外，值得注意的是，当前我国 REITs 市场仍处发展初期，未来应持续推进配套环境及制度建设，促进 REITs 市场健康发展。

一方面，当前我国尚未建立针对 REITs 的税收制度，应对相关税收制度予以明确。税收支持政策是 REITs 发展的基石。在美国，REITs 的税基为应税收入扣除向投资者分配的收益，换言之，如果当期收入全部分配给投资者，则当年无需缴纳公司所得税，从而避免双重征税。而我国目前尚未针对公募 REITs 出台系统性的税收安排，尚未明确在目标项目收购、公募 REITs 发行、REITs 运营、收益分配等环节的税收政策，不利于 REITs 市场的健康发展。

另一方面，当前我国 REITs 底层资产仅限于基础设施，应进一步提高 REITs 品种多样化程度。目前，我国公募 REITs 的底层资产仅限于基础设施项目，而海外 REITs 涉及零售、公寓、酒店、林地等多种类型的不动产，后续可适时探索在公共租赁住房、工业、零售等其他领域试点 REITs。

图表28：各阶段 REITs 相关政策及主要内容 (附件)

阶段	发布时间	发布机构/会议	政策文件	主要内容
第一阶段：萌芽阶段	2002-07-18	央行	《信托投资公司资金信托管理暂行办法》	本办法所称 <b>资金信托业务</b> 是指委托人基于对信托投资公司的信任，将自己合法拥有的资金委托给信托投资公司，由信托投资公司按委托人的意愿以自己的名义，为受益人的利益或者特定目的管理、运用和处分的行为。
	2004-01-31	国务院	《关于推进资本市场改	建立以市场为主导的品种创新机制……积极探





阶段	发布时间	发布机构/会议	政策文件	主要内容
第二阶段： 探索阶段			革开放和稳定发展的若干意见》	索并开发资产证券化品种。
	2008-12-13	国务院	《关于当前金融促进经济发展的若干意见》(国办发〔2008〕126号)	开展 <b>房地产信托投资基金试点</b> ，拓宽房地产企业融资渠道。
	2010-06-12	住房和城乡建设部等七部门	《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》	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。
	2014-09-30	央行、银监会	《关于进一步做好住房金融服务工作通知》	积极稳妥开展 <b>房地产投资信托基金 (REITs) 试点</b> 。
	2015-04-21	财政部、国土资源部等六部委	《关于运用政府和社会资本合作模式推进公共租赁住房投资建设和运营管理的通知》	支持以未来收益覆盖融资本息的公共租赁住房资产 <b>发行房地产投资信托基金 (REITs)</b> ，探索建立以市场机制为基础、可持续的公共租赁住房投融资模式。
	2016-06-03	国务院	《关于加快培育和发	提供金融支持…… <b>稳步推进房地产投资信托基金 (REITs) 试点</b> 。
	2016-12-26	国家发改委、中国证监会	《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》(发改投资〔2016〕2698号)	中国证监会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，并会同国家发展改革委及有关部门 <b>共同推动不动产投资信托基金 (REITs)</b> ，进一步支持传统基础设施项目建设。
	2017-07-18	住房和城乡建设部、国家发改委等9部门	《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》(建房〔2017〕153号)	鼓励地方政府出台优惠政策，积极支持并推动发展 <b>房地产投资信托基金 (REITs)</b>
2018-04-24	中国证监会、住房和城乡建设部	《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》证监发〔2018〕30号	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，积极推动多类型具有债权性质的资产证券化产品， <b>试点发行房地产投资信托基金 (REITs)</b> 。	
第三阶段： 突破阶段	2019-06-06	浙江省人民政府	《浙江省人民政府办公厅关于进一步加大基础设施领域补短板力度的实施建议》(浙政办发〔2019〕39号)	积极推进 <b>基础设施项目资产证券化 (REITs) 融资模式创新</b> ，盘活优质存量资产。
	2020-04-30	中国证监会、国家发改委	《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》(证监发〔2020〕40号)	明确了 <b>基础设施 REITs 试点的基本原则、试点项目要求和试点工作安排</b> ，标志着 <b>境内基础设施领域公募 REITs 试点正式起步</b> 。
	2020-08-03	国家发改委	《国家发展改革委办公厅关于做好基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点项目申报	<b>聚焦重点行业</b> 。优先支持基础设施补短板项目，鼓励新型基础设施项目开展试点





阶段	发布时间	发布机构/会议	政策文件	主要内容
			《 <b>工作的通知</b> 》(发改办投资〔2020〕586号)	
	2020-08-07	中国证监会	《 <b>公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)</b> 》	80%以上基金资产投资于基础设施资产支持证券,通过资产支持证券和项目公司等特殊目的载体取得基础设施项目完全所有权或经营权利;基金管理人主动运营管理基础设施项目以获取稳定现金流,并将 <b>90%以上</b> 合并后基金年度可供分配金额按要求分配给投资者。
	2021-01-21	国家发改委	《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》(发改办投资〔2021〕35号)	基础设施 REITs 试点项目库包含 <b>意向项目、储备项目和存续项目</b> 3 类项目。
	2021-01-29	上海证券交易所	《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)》	“1 个办法+2 个指引”
	2021-03-13	十三届全国人大四次会议	《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》	规范有序推进政府和社会资本合作(PPP), <b>推动基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)健康发展</b> ,有效盘活存量资产,形成存量资产和新增投资的良性循环。
	2021-06-18	上海市国家发改委	《关于上海加快打造具有国际竞争力的 <b>不懂茶</b> 投资信托基金(REITs)发展新高地的实施意见》	加快打造具有国际竞争力的 REITs 发展新高地和 REITs 产品发行交易首选地。
	2021-07-02	国家发改委	《 <b>关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点工作的通知</b> 》(发改投资〔2021〕958号)	鼓励重点领域项目原始权益人用好基础设施 REITs 模式, <b>开展投融资创新,打通投资合理退出渠道</b> ,形成投融资闭环,推动企业长期健康发展。

资料来源：国务院、央行、国家发改委、中国证监会、上海证券交易所、粤开证券研究院



## 分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任研究院副院长、首席宏观分析师，证书编号：S0300520110001。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供,旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不构成所述证券的买卖出价或询价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内,本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此,投资者应注意,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或期权交易,也可能为这些公司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。在法律许可的情况下,本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险,投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素,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,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的,须在允许范围内使用,并注明出处为“粤开证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

## 联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址: [www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)