



策略专题

证券分析师

吴开达

资格编号: S0120521010001

邮箱: wukd@tebon.com.cn

张冬冬

资格编号: S0120521020004

邮箱: zhangdd@tebon.com.cn

研究助理

相关研究

- 1.《休闲服务行业盈利修复加速——深挖财报之 2021 中报业绩分析》，2021.9.6
- 2.《稳信用渐近，风格再平衡》，2021.9.5
- 3.《关注北交所“专精特新”储备军的双击机会——周观新股 2021 年 9 月第 1 周-》，2021.9.4
- 4.《设立北交所，利好 A 股“专精特新”公司设立北交所四问四答-》，2021.9.3
- 5.《如何衡量打新策略对净值贡献？打新基金精选手册 v1.1-》，2021.9.2

产业园区 REITs 价值的一些思考

以华安张江光大园 REIT 为例

投资要点:

- **产业园区需求逐步大于供应。主动调租源于优质资产注入，转型公募目标长期持久经营。**张江光大园 2018 年开启主动调整租户结构，将金融型企业转为更为优质的集成电路、先进制造业、在线经济、金融科技及产业服务；从交易型私募转为持有型公募，从根本上打造可持续性发展产业园区。张江光大园另设有光伏屋顶，约占全年发电量 20 万度电的 7% 左右，从经营角度再次削减经营成本。
- **张江光大园估价探索。物业增值隐含内部收益率：物业实际期末价值增加内部收益率，折旧残值差随久期拉长逐步放大。**实际使用权与基金存续期存在时间差，两者之间的残值差在长久期的过程中将被逐步暴露并放大。**收益水平增速有所低估：在收益法估值体系中，张江光大园净收益增速有所被低估。**根据 2018-2020 年的经营净收入，光大园区平均净收入增长率为 5.22%，剔除主动调租均值为 3.60%。历史平均经营净收入增长率较高，年净收益增长率预估 3% 略低，设定为 4% 更合理。**高折旧增加实际派息率：高折旧计提增加可供分配金额，实际派息率将随之提高。**派息率是可供分配金额与发行规模的比值，高折旧计提增加可供分配金额，在发行规模固定的前提下，高折旧额增加了实际派息率。**经营性净现金流稳定增长：折旧年限较低使折旧额偏高，增加当期成本计入减少税负。**FFO=净收入+折旧+摊销-非经常性损益；高折旧额会增加当期成本计入，从而减少了公司纳税额，有助于较少公司营业成本。因房屋建筑物及土地使用权折旧长期来看保持稳定不变，随着净收入水平的增加，经营性现金流有望保持稳定增长。
- **华安张江光大 REIT 横纵对比。张江光大 REIT 估值达美国产业园区类 REIT 估值上沿。**对比美国成熟 REITs，美国持有产业园区资产的 REITs 的 P/FFO 均值为 12.59，其中估值最高达 20.14。总体来看，张江光大园的项目估值高于美国持有产业园区资产的 REITs。一般来说，在发达国家的成熟市场，REITs 的 P/FFO 一般为 10~20 倍，而对于一个快速成长阶段的 REITs 来说，估值波动空间较大。考虑到中美差异，而且张江光大 REIT 发展前景向好，具备稀缺性，估值也有所反应。**美国 REITs 发展已较为成熟，中国 REITs 仍处于成长期，中国同类 REIT 与张江光大园区可对比性更强。**横向比较时，与东吴苏园产业 REIT 和蛇口产业园相比，华安张江光大 REIT 的 P/FFO 估值最大，招商蛇口相对估值较为便宜。但随着华安张江光大 REIT2022 运营资金快速增长，估值也会快速消化。
- **基金到期后的三种择优方案思考。**华安张江光大 REIT 将以扩募形式为主，以可持续持有型发展为主要路径。**存续期满后基金清盘仍有底层资产溢价；续期将省去额外多重税负；再获经营权可降低企业成本。**
- **风险提示：**政策调整风险，基础设施项目的市场风险和运营风险，利益冲突风险，项目预期收益及资本市场波动带来基金价格波动风险。



内容目录

1. 产业园区需求逐步大于供应.....	4
1.1. 政策导向对 REITs 资产的要求择优选取.....	4
1.2. 张江光大园经营稳定.....	5
2. 张江光大园估价探索.....	7
2.1. 物业增值隐含内部收益率.....	7
2.2. 收益水平增速有所低估.....	7
2.3. 高折旧增加实际派息率.....	8
2.4. 经营性净现金流稳定增长.....	9
3. 华安张江光大 REIT 横纵对比.....	10
3.1. 海外类园区估值纵向对比.....	10
3.2. 国内首批三只园区估值横向对比.....	13
4. 基金到期后的三种择优方案思考.....	13
4.1. 存续期满后基金清盘仍有底层资产溢价.....	13
4.2. 续期将省去额外多重税负.....	13
4.3. 再获经营权可降低企业成本.....	14
5. 风险提示.....	14

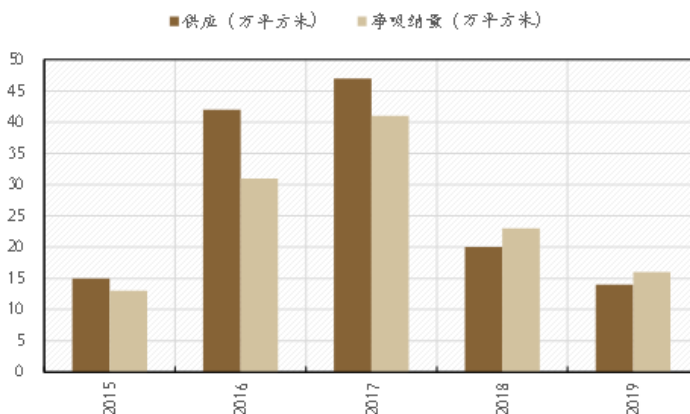
图表目录

图 1: 张江板块产业园区供不应求.....	4
图 2: REITs 相关政策逐步推进.....	5
图 3: 张江光大园出租率接近满租状态.....	5
图 4: 张江光大园历史出租率与平均租金(元/天/平方米)稳步增长.....	6
图 5: 张江光大园主动调租后营业收入回升(万元).....	6
图 6: 张江光大园实际折旧率低于基金存续折旧.....	7
图 7: 张江光大园区历史经营净收入增长率高于 3%.....	8
图 8: 高折旧额增加实际派息率.....	9
图 9: 经营性净现金流有望稳定增长.....	10
图 10: 美国海伍兹物业资产占比与张江类似.....	10
图 11: 美国海伍兹运营现金流汇总.....	11
图 12: 美国 PS Business Parks, Inc. 资产类型占比与国内产业园区相似.....	11
图 13: 美国 PS Business Parks, Inc. 运营现金流情况.....	12
图 14: 产业园区类 REITs 估值纵向对比.....	12
图 15: 产业园区类 REITs 估值横向对比.....	13

1. 产业园区需求逐步大于供应

产业园区在各地经济发展中扮演着催化剂与助推器的角色，是区域经济与产业发展间的桥梁。产业园区是各区域经济发展中的重要角色，可推动地方经济社会的发展和进步。作为新兴招商引资的载体，产业园区发挥了产业集聚、金融服务及高新科技等多维效用。以张江光大园为例，该园区是上海市以及浦东新区重点发展的产业园区，也是浦东新区经济发展的重要增长极，园区凭借其自身区位优势、交通条件及产业服务等优势，吸引了包括集成电路、先进制造业、在线经济、金融科技及产业服务配套等优质企业的入驻，逐渐发挥了产业聚集效应，营造了良好的产业发展环境。园区内金融服务企业的入驻可促进社会资本的流入，从而整合社会资源，推动园区建设，有助于区域经济的发展。疫情期间，园区的集聚优势及高新科技产业发展需求使其表现出较强韧性，体现出一定抗风险能力，长期来看有较大发展潜力。

图 1：张江板块产业园区供不应求



资料来源：招募说明书，德邦研究所

1.1. 政策导向对 REITs 资产的要求择优选取

国家陆续出台相关政策，大力支持 REITs 发展。2017 年 4 月，科技部发布《国家高新技术产业开发区“十三五”发展规划》，明确提出将国家高新区建设成为具有重大引领作用和全球影响力的创新高地，培育和发展战略性新兴产业的关键载体，转变发展方式和调整经济结构的重大引擎，成为建设创新型国家和世界科技强国的重要支点。2018 年 1 月，中基协 REITs 业务专题会议首次明确提出私募基金可参与类 REITs 业务。2019 年 5 月，国务院发布《关于推进国家级经济技术开发区创新提升打造改革开放新高地的意见》，支持在有条件的国家经济开发区开展不动产投资信托基金等试点。2020 年 4 月，证监会、国家发改委出台的《关于推进基础设施领域不动产投资信托（REITs）相关工作的通知》，明确了采用“公募基金+单一基础设施资产支持证券”的产业架构，优先支持基础设施补短板行业，鼓励新型基础设施，以及国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等开展试点。国家政策的大力支持有利于调整产业园区的架构和发展方向，在不断推动短板行业和新行业的集聚发展的同时，鼓励高科技和创新型产业的发展，为产业园区的持续竞争力和永续发展能力提供了强有力的支持和保障。

图 2：REITs 相关政策逐步推进

时间	政策规划	要点
2017年4月	《国家高新技术产业开发区“十三五”发展规划》	将国家高新区建设成为具有重大引领作用和全球影响力的创新高地，培育和发展战略性新兴产业的关键载体。
2018年1月	《关于市场化银行债权转股权实施中有关具体政策问题的通知》	允许实施机构发起设立私募股权投资基金，且可向符合条件的合格投资者募集资金。
2018年2月	深交所《发展战略规划纲要（2018-2020年）》	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4月	中国证监会、住房城乡建设部《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》	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。
2019年5月	国务院《关于推进国家及经济技术开发区创新提升打造改革开放新高地的意见》	提升开放型经济质量，赋予更大改革自主权，打造现代产业体系，以充分发挥产业优势和制度优势。
2019年7月	《浙江省人民政府办公厅关于进一步加大对基础设施领域补短板力度的实施意见》	加大补短板重大项目金融支持力度。加强银行和项目对接，加大对在建项目和补短板重大项目的信贷投放力度。——积极推进基础设施项目资产证券化（REITs）融资模式创新，盘活优质存量资产。
2020年4月	证监会、国家发展改革委《关于推进基础设施领域不动产投资信托（REITs）相关工作的通知》	采用“公募基金+单一基础设施资产支持证券”的产品架构，支持基础设施补短板行业、新型基础设施、国家战略性新兴产业。
2020年7月	《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》（发改办投资〔2020〕586号）	鼓励国家战略性新兴产业集群、高科技产业园、特色产业园等开展试点。
2021年7月	《国家发展改革委关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》（发改投资〔2021〕958号）	将产业集群和产业园正式纳入试点范围，并将“高科技产业园、特色产业园”这一定性描述确定为“自由贸易试验区、国家级新区、国家级与省级开发区”，同时开展投融资创新，打通投资合理退出渠道，形成投融资闭环，促进企业成长以助力公募REITs长效发展。

资料来源：发改委，国务院，证监会，德邦研究所

1.2. 张江光大园经营稳定

张江光大园其主要收入来源为物业租金、物业管理费和地下车库停车费收入。项目估值高达 14.7 亿元，入驻企业主要涵盖了集成电路、在线新经济、科技金融、新能源和生物医药等新兴创新企业，如腾讯旗下微众银行、平安、叮咚买菜等。

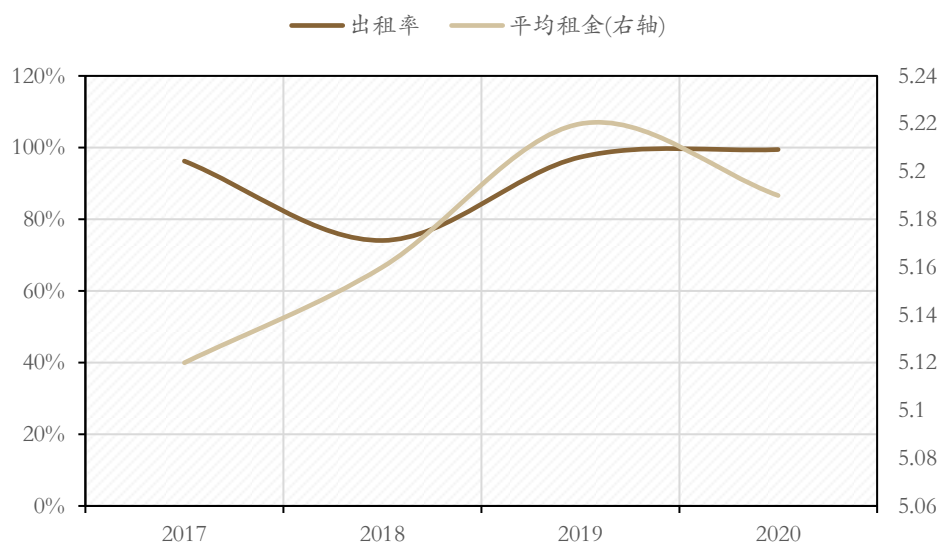
图 3：张江光大园出租率接近满租状态

华安张江光大园REIT	
项目估值	14.7亿
建筑面积（万平方米）	5.09
2020 出租率	99.51%
2020净利润（万元）	335.8
2020日均租金（元/平方米）	5.19
2021 预计现金流分派率	4.74%
2022 预计现金流分派率	4.11%

资料来源：招募说明书，德邦研究所

出租率接近饱和，空置率逐步减少。截止至 2020 年末，张江光大园出租率稳定在 99.51%。2018 因园区主动调整租户结构导致出租率有所下降，为 74.13%，其余各年平均出租率均稳定在 95% 以上。其中，2019 年末平均出租率为 97.39%，2017 年末平均出租率为 96.29%。自 2015 年来，张江园区空置率保持在较低水平，剔除 2016 及 2017 因市场不平稳导致空置率有所提升外，其余各年均均在 10%-15% 间波动，空置率波动较为稳定。市场入住率稳定在 80% 以上，有助于保持较高的租金及物业管理收入来源。

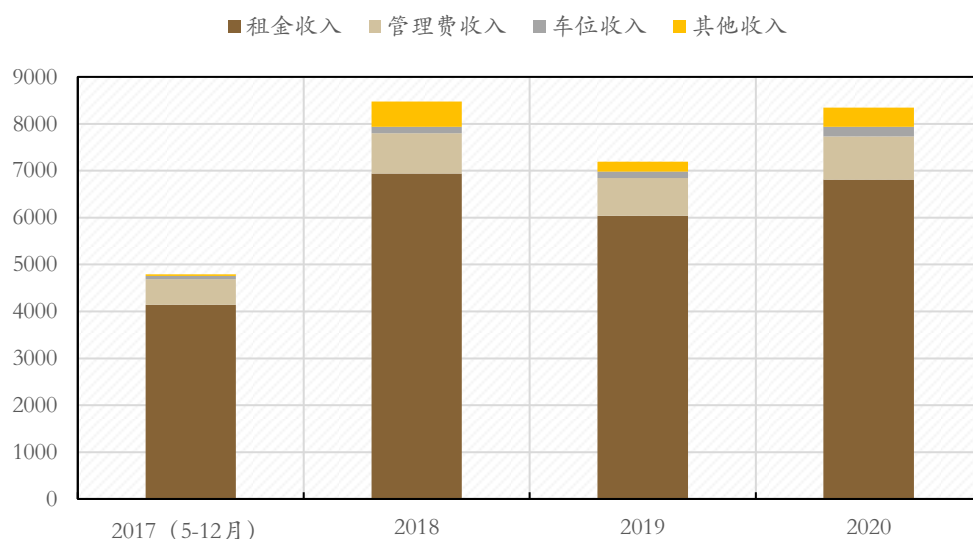
图 4：张江光大园历史出租率与平均租金(元/天/平方米)稳步增长



资料来源：招募说明书，德邦研究所

可持续盈利能力强，现金流较为稳定。张江光大园区主要收入来源为物业租金收入、物业管理费收入和地下车库停车费收入，因其底层资产本质为不动产，所以资产价值有一定成长上升空间，可获得较为稳定的现金流入。2018-2019 年，张江光大园区营业收入分别为 8474 和 7184 万元，经营性净收入分别为 6472 与 5619 万元。2020 年实现营业收入 8344 万元，经营净收入 6947 万元。

图 5：张江光大园主动调租后营业收入回升(万元)



资料来源：招募说明书，德邦研究所

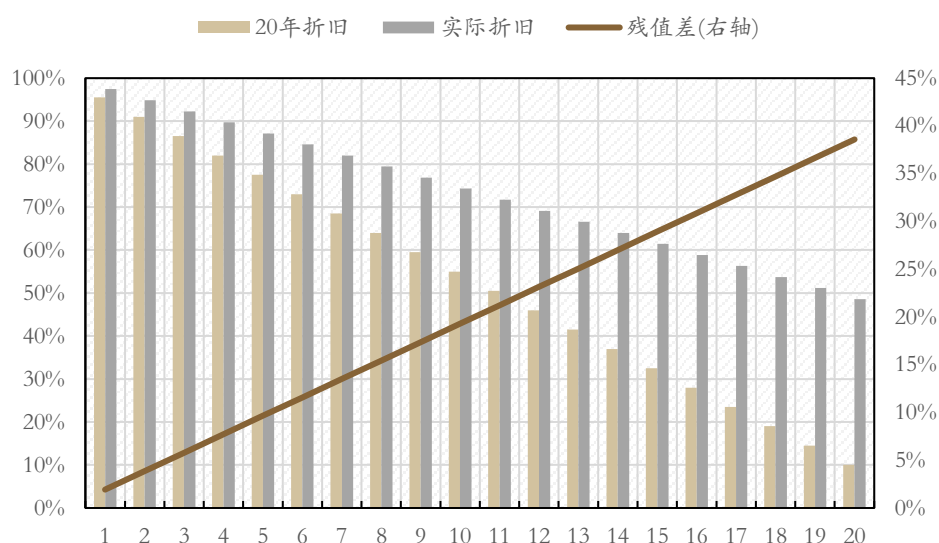
2. 张江光大园估价探索

华安张江光大 REIT 三方评估过程中容易被忽略的估价因素更值得思考。主动调租源于优质资产注入，转型公募目标长期持久经营。张江光大园 2018 年开启主动调整租户结构，将金融型企业转为更为优质的集成电路、先进制造业、在线经济、金融科技及产业服务；从交易型私募转为持有型公募，从根本上打造可持续性发展产业园区。张江光大园另设有光伏屋顶，约占全年发电量 20 万度电的 7% 左右，从经营角度再次削减经营成本。

2.1. 物业增值隐含内部收益率

物业实际期末价值增加内部收益率，折旧残值差随久期拉长逐步放大。实际使用权与基金存续期存在时间差，35 年的使用权中仅 20 年作为 REIT 产品进行折旧估算，在设置残值为 10% 时，评估用年折旧率为 4.5%；而真实情况中，若以 35 年使用权为基准，年折旧率仅为 2.57%。两者之间的残值差，在长久期的过程中将被逐步暴露并放大。在现有的评估体系中，物业资产 6% 的报酬率与张江光大产业园 4% 左右的派息率，都将随着年度基金的财务报表被市场认知并修正，随之对应的内部收益率也将得到增值。基金到期后的扩募与退出同样值得注意，无论是否继续运营此园区，产业的剩余价值都赋值基金净值。

图 6：张江光大园实际折旧率低于基金招股书内估算折旧



资料来源：招募说明书，德邦研究所

2.2. 收益水平增速有所低估

在收益法估值体系中，张江光大园区净收益增速有所被低估。根据收益年限和 2022 年的可供分配金额，以预估房地产的收益年限为 35 年为基准，华安张江光大 REIT 现估值为 14.7 亿元，根据收益法计算， $P = \frac{a}{(i-g)} \times \{1 - \frac{[(1+g)/(1+i)]^n}{1}\}$ ，其中 P 为收益价格，a 为 2022 年净收益 60,422,791.5 元，g 为年净收益增长率，n 为收益年限 35 年，i 为报酬率 6%，当年净收益增长率为 3% 时，收益价

格接近 14.7 亿。招募说明书中对于净收益增长率的预测值为 3%，净收益增长率设定为 4% 更合理。

历史平均经营净收入增长率较高。根据 2018-2020 年的经营净收入，光大园区平均净收入增长率为 5.22%，剔除主动调租均值为 3.60%，皆高于其估值水平的 3%；且张江区域有非常强的产业聚集效应，在整个租户结构达到了一户难求状态的前提下，张江光大园区通过调整租户结构——选取龙头企业或产业链的核心企业、设定租约期限——以三年作为期限，保证租户有较高的稳定性，从而在产生稳定的现金流的同时，优化租户平衡和增值服务。在供不应求的产业园租赁市场，出租率水平的维持较为容易，租金水平在三年内增长较少，净收益无法保证稳定且较高水平的增长率，但净收益水平的下限较高，项目的租金收入能够得到有力的保障。

图 7：张江光大园区历史经营净收入增长率高于 3%

经营净收入情况	2018年	2019年	2020年
经营净收入(万元)	6472.23	5618.98	6946.89
经营净收入增值(万元)		-853.25	1327.91
经营净收入增长率		-13.18%	23.63%
		剔除18年主动调租 算术平均值	
平均净收入增长率		3.60%	5.22%

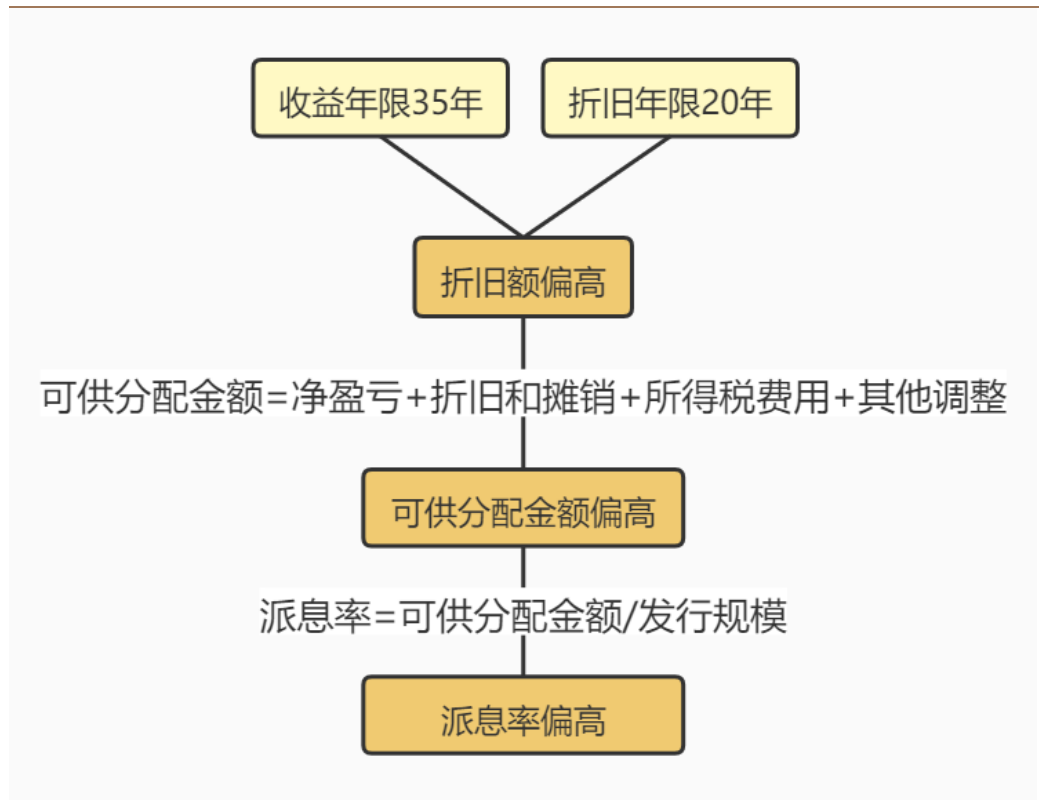
资料来源：招募说明书，德邦研究所

年净收益增长率预估 3% 略低，设定为 4% 更合理。未来净收益增长率 3% 低于历史平均净收益增长率的原因主要为以下几点：（1）2018-2020 年，出租率分别为 74.13%、97.39% 和 99.51%，租金分别为 5.16 元/平/月、5.22 元/平/月和 5.19 元/平/月。即近几年经营净收入的快速增长主要依靠空置率的降低，但 2020 年出租率已达 99.51%，提升空间小，因此用历史平均增长率对未来情况进行估计不具有可信度；（2）考虑到产业园区的成新度将随时间年限而有所降低，对于租约期外及未出租部分面积，为保持园区较高的出租率及稳定的收益水平，未来可能需要降低租金增速以维持园区较高的出租率及稳定的收益水平，故无法保证稳定的租金增长率与净收益水平，总体来看 4% 的净收益增长率更为合理。

2.3. 高折旧增加实际派息率

高折旧计提增加可供分配金额，实际派息率将随之提高。张江光大项目折旧年限为 20 年，产业园区内房地建筑的经济耐用年限为 60 年，截至价值时点，剩余经济耐用年限为 54 年，而剩余的土地使用年限为 35 年，根据孰短原则，预估收益年限为 35 年，折旧年限与收益年限相比较短，由于项目采用平均年限法对投资性房地产进行折旧，根据年折旧额 = (资产原值 - 预计净残值) / 折旧年限，折旧年限较短使得年折旧额相较于实际折旧额偏高。因派息率是可供分配金额与发行规模的比值，发行规模为发行价与发行数量的乘积，为 14.95 亿元。由于股价受多种因素共同作用，因难以预测未来宏观环境及园区自身发展状况，华安张江光大 REIT 未来股价将被假定为发行价格，而发行规模的 14.95 亿元也将被假设为定值。由于派息率与可供分配金额成正比，而可供分配金额等于净盈亏、折旧和摊销、所得税费用以及其他调整的总和，当不考虑其他因素的影响时，高折旧计提增加可供分配金额。在发行规模固定的前提下，高折旧额增加了实际派息率。

图 8：高折旧额增加实际派息率



资料来源：德邦研究所

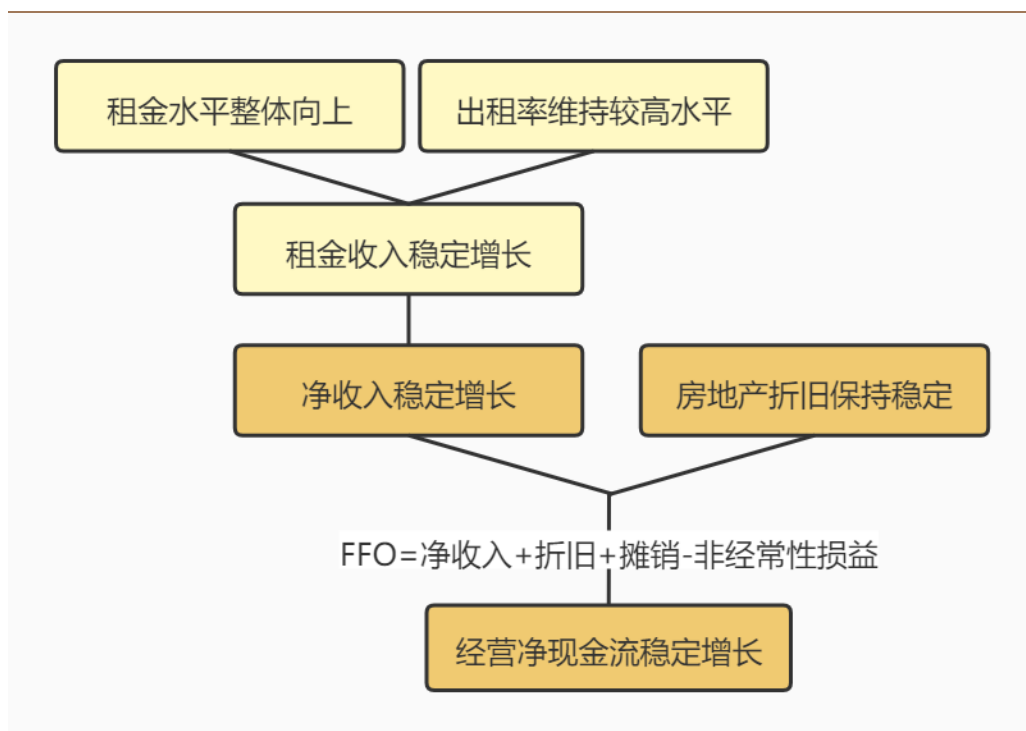
2.4. 经营性净现金流稳定增长

折旧年限较低使折旧额偏高，增加当期成本计入减少税负。据招募书，张江光大园区 2020 年营业收入为 8344.48 万元，2021 及 2022 预测营业收入分别为 8458.09 和 8394.84 万元，其中营业收入的减少量主要来源于预测经营性物业租赁收入下降，其主要原因系预计新签租赁合同的免租期较长，在免租期内，该部分无法产生租金收益；但长期来看，租金水平整体向上，空置率也稳定在较低水平，所以园区未来营业收入情况预计将维持在较为稳定的水平。

$$\text{FFO} = \text{净收入} + \text{折旧} + \text{摊销} - \text{非经常性损益}$$

截止至 2020 年，张江光大园区土地剩余使用年期为 35 年，但折旧年限以 20 年为基准，所以折旧年限小于收益年限，较低的折旧年限加快了固定资产的折旧速度，将使折旧率与折旧额高于实际折旧水平。由于折旧年限比收益年限短，折旧额偏高，营业成本会随折旧的增加而有所增加。从税收角度来看，当营业收入稳定、营业成本增加时，两者的差值，即净利润会随之下降，企业需要负担的所得税费用因为较高的折旧而有所降低，从而减少了企业的税负，有助于减少公司营业成本。因房屋建筑物及土地使用权折旧长期来看保持稳定不变，随着净收入水平的增加，经营性现金流有望保持稳定增长。综合来看，张江光大园区整体净收入水平较历史情况有所增加，整体发展情况向好。

图 9：经营性净现金流有望稳定增长



资料来源：德邦研究所

3. 华安张江光大 REIT 横纵对比

3.1. 海外类园区估值纵向对比

根据 P/FFO 相对估值法，2021 年张江光大 REIT 估值为 33.21。P/FFO 相对估值法通过计算股价与营运资金的比值，可以对同行业内不同 REITs 进行估值，进而比较其内含价值。华安张江光大 REIT 发行规模为 14.95 亿元，2021 年运营现金流约为 4500 万元，其 P/FFO 为 33.21。

底层资产包括产业园区的海伍兹与张江光大园区具有较强的可比性，其估值为 10.82。美国海伍兹物业主营业务及底层资产主要为开发、管理、租赁并收购郊区办公和工业地产，其底层资产包括产业园区。根据 2018 和 2019 年的业务构成来看，2020 年的业务构成未发生较大变化，写字楼租金占比超过 98%，2020 年张江光大园的租金收入和管理费收入总占比 92.68%，海伍兹与张江光大园区有一定相似性。以海伍兹 2020 年数据为基准，其 2020 年每股经营现金流为 \$3.58，根据 P/FFO 估值法得到该 REIT 估值为 10.82。

图 10：美国海伍兹物业资产占比与张江类似

资产类型	业务收入情况	2018年	2019年
写字楼	业务收入（亿美元）	7.072	7.229
	业务收入占比	98.21%	98.22%
其他	业务收入（亿美元）	0.1288	0.1307
	业务收入占比	1.79%	1.78%

资料来源：东方财富，德邦研究所

INCOME OPPORTUNITY REALTY INVESTORS INC 投资对象多为办公楼与工业中心，与产业园区具有较大的相似性，其估值为 **10.96**。美国 **INCOME OPPORTUNITY REALTY INVESTORS INC** 主要投资于公寓楼、工业中心、购物中心与办公楼，据公司年报，2020 年该 REIT 运营现金流为 4,312,000 美元，以 2020 年 12 月 31 日为基准，该 REIT 的 P/FFO 估值为 10.96。

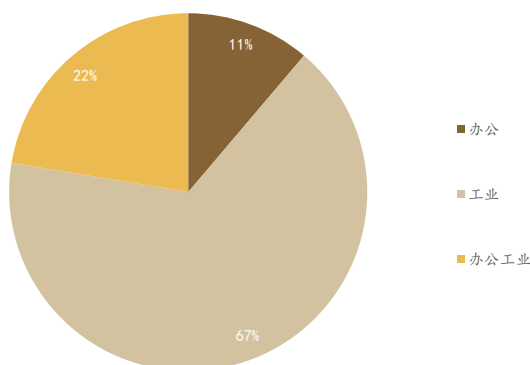
图 11：美国海伍兹运营现金流汇总

	Year Ended December 31 2020
Funds from operations:	
Net income	\$ 357,914
Net (income) attributable to noncontrolling interests in consolidated affiliates	(1,174)
Depreciation and amortization of real estate assets	238,816
Impairments of depreciable properties	1,778
(Gains) on disposition of depreciable properties	(215,173)
Unconsolidated affiliates:	
Depreciation and amortization of real estate assets	2,395
Funds from operations	384,556
Dividends on Preferred Stock	(2,488)
Funds from operations available for common stockholders	\$ 382,068
Funds from operations available for common stockholders per share	\$ 3.58
Weighted average shares outstanding (1)	106,714

资料来源：美国证券交易委员会，德邦研究所

与张江光大园区同为产业园区 REIT 的 **PSB** 公司估值为 **20.14**。PS Business Parks, Inc. (PSB) 公司是美国为数不多的产业园区 REIT，主要负责开发、管理、租赁并收购郊区办公和工业地产，底层资产为工业、办公和工业办公组合(flex space)。截止 2020 年底，该公司共拥有 98 个产业园区和 675 栋物业，可出租面积总计 257 万平方英尺，其中包括工业、办公工业组合、办公面积分别为 18.4、6.2 和 3.1 万平方英尺。据公司 2020 年年报，该 REIT 每股经营现金流为 \$6.51，根据 P/FFO 估值法得到该 REIT 估值为 20.14。

图 12：美国 PS Business Parks, Inc. 资产类型占比与国内产业园区相似



资料来源：美国证券交易委员会，德邦研究所

BRANDYWINE REALTY TRUST 估值为 **8.42**，底层资产与收入来源与张江光大园区相似。BRANDYWINE REALTY TRUST 为美国房地产投资信托公司，主要提供租赁、物业管理、开发、改造、兼并收购和其它与办公室、工业用地等有关的租赁服务。截至 2020 年底，该公司共经营 82 栋物业，总面积约 1,390 万平方英尺，包括 73 个写字楼物业和 5 个混合用途物业。收入主要来源于市场对办公、住宅、停车场的租赁需求，其底层资产和收入来源与张江光大园区相似，通过 P/FFO 估值法，可得到该 REIT 的 2020 年估值为 8.42。

图 13：美国 PS Business Parks, Inc. 运营现金流情况

	Year Ended December 31
	2020
Net income allocable to common shareholders	\$ 124,645
Adjustments	
Gain on sale of real estate facilities	(27,273)
Depreciation and amortization expense	96,314
Net income allocated to noncontrolling interests	33,158
Net income allocated to restricted stock unit holders	716
FFO allocated to JV partner	(118)
FFO allocable to diluted common shares and units	227,442
Non-capitalizable demolition costs	335
Acceleration of stock compensation expense due to President and CEO retirement	1,687
Preferred Redemption Allocation	-
Core FFO allocable to diluted common shares and units	\$ 229,464
Adjustments	
Recurring capital improvements	(9,521)
Tenant improvements	(15,948)
Capitalized lease commissions	(8,878)
Non-cash rental income (1)	(4,713)
Non-cash stock compensation expense (2)	3,961
Cash paid for taxes in lieu of shares upon vesting of restricted stock units	(4,216)
FAD allocable to diluted common shares and units	\$ 190,149
Weighted average outstanding	27,475
Common shares	7,305
Common operating partnership units	51
Restricted stock units	88
Common share equivalents	34,919
Total common and dilutive shares	
Reconciliation of Earnings per Share to FFO per Share	
Net income per common share — diluted	\$ 4.52
Gain on sale of real estate facilities	(0.77)
Depreciation and amortization expense	2.76
FFO per share	6.51
Non-capitalizable demolition costs	0.01
Acceleration of stock compensation expense due to President and CEO retirement	0.05
Preferred Redemption Allocation	-
Core FFO per share	\$ 6.57

资料来源：美国证券交易委员会，德邦研究所

张江光大 REIT 估值达美国产业园区类 REIT 估值上沿。对比美国成熟 REITs，美国持有产业园区资产的 REITs 的 P/FFO 均值为 12.59，其中 PS Business Parks, Inc. 公司 P/FFO 估值最大，达 20.14。总体来看，张江光大园区的项目估值高于美国持有产业园区资产的 REITs。一般来说，在发达国家的成熟市场，REITs 的 P/FFO 一般为 10~20 倍，而对于一个快速成长阶段的 REITs 来说，估值波动空间较大。考虑到中美差异，而且张江光大 REIT 发展前景向好，具备稀缺性，估值也有所反应。

图 14：产业园区类 REITs 估值纵向对比

产业园区 REITs 估值对比	
REITs	P/FFO
华安张江光大 REIT	33.21
PSB	20.14
IOR	10.96
HIW	10.82
BDN	8.42

资料来源：美国证券交易委员会，德邦研究所

3.2. 国内首批三只园区估值横向对比

美国 REITs 发展已较为成熟，中国 REITs 仍处于成长期，中国同类 REIT 与张江光大园区可对比性更强。考虑到中美国情不同，且 REITs 的估值会受到整体经济形势、不同市场环境和行业竞争强度的影响。因此将国内其他发展周期处于类似阶段、同属于首批公募 REITs、且均以产业园区作为基础设施资产的蛇口产业园和东吴苏园产业 REIT，与张江光大产业园的资产估值水平进行对比。

图 15：产业园区类 REITs 估值横向对比

产业园区 REITs 估值对比			
REITs	P (亿元)	FFO (亿元)	P/FFO
华安张江光大 REIT	14.95	0.45	33.21
东吴苏园产业 REIT	34.92	1.09(5-12月)	31.98
蛇口产业园	20.79	1.10	18.97

资料来源：招募说明书，德邦研究所

横向比较时，与东吴苏园产业 REIT 和蛇口产业园相比，华安张江光大 REIT 的 P/FFO 估值最大，招商蛇口相对估值较为便宜。但随着华安张江光大 REIT2022 运营资金快速增长，估值也会快速消化。

4. 基金到期后的三种择优方案思考

华安张江光大 REIT 将以扩募形式为主，以可持续持有型发展为主要路径。

4.1. 存续期满后基金清盘仍有底层资产溢价

高折旧额使实际资产处置可获收入高于评估残值。以招募书中房屋建筑物及土地的使用寿命为基准，假设 20 年后张江光大园选择卖掉园区而非继续续租，由于净残值率偏高将导致实际折旧低于评估折旧，使得处置投资性房地产时获得的其他业务收入比其他业务成本（即残值）高，其差值即为净利润的增加额，且最终受益人仍为基金持有者。同时，考虑到园区后续仍有 15 年的可获收益年限，而高折旧额与剩余收益年限都将使得产业实际剩余价值高于预估残值价格。换言之，园区内部实际隐含价值将高于园区评估价值，随之保证了园区出售后可获较预期更高的收益。

4.2. 续期将省去额外多重税负

目前国内 REITs 税负较重，未来税收政策将给予更多支持。在 7 月 23 日中国 REITs 论坛 2021 年会上，中国建设银行副行长张敏提出在基础设施公募 REITs 试点推进过程中应推动税收支持政策尽快出台的建议，对比美国成熟 REITs 行业，其在设立、运营环节和避免双重征税上给予很多政策支持，如在设立环节免征印花税和降低契税税率，在运营阶段鼓励通过股息分配降低税收金额，并通过仅对投资者征税解决双重征税问题，未来随着国内 REITs 行业发展逐渐成熟，相关优惠政策也会逐渐完善，企业会受到更大的政策扶持，国家对产业园区内企业的政策扶持或可为园区提高租金水平提供契机。

我国现有税收政策在某种程度上限制了 REITs 的发展，如在 REITs 搭建过程中，底层资产发生的重组通常涉及税收问题，如：增值税、企业所得税、土地增值

税等，我国现有税收体系并无相关的避免双重征税的措施，美国成熟 REITs 市场或可为我国税收优惠政策的发展提供经验依据。

4.3. 再获经营权可降低企业成本

土地使用权到期后若获继续经营权，投资者所获分红或将增加，基金未来发展向好。当张江光大园区 35 年的土地剩余使用权结束后，若国家继续授予光大园区土地使用与经营权，则应重新签订土地使用权出让合同，企业将依照规定支付土地使用权出让金，并将其计入“无形资产——土地使用权”。而无形资产摊销金额实际低于投资性房地产折旧与摊销金额，继而使得企业成本降低，收益将随租金的增加而稳定增长，从而促进净利润的增加；因 REITs 强制规定 90% 以上的分红，投资者所获分红也随之增加。从另一角度而言，若张江光大园区历史经营状况良好，收益年限到期后选择继续经营，那么华安张江光大 REIT 或会出现扩募及展期的可能性，则 REIT 产品本身将具有很强的成长性与发展潜能。从投资者角度而言，基金持有人可获收益年限将随之增长、可获收益额提升。

张江将逐渐形成多元化产业集群，预计将有更多新兴资产纳入。结合招募书中上海市核心产业园区及张江板块未来规划，张江园区预计未来将成为新增供应项目的主力增长点与重要增长极，未来也将不断有新兴资产纳入张江板块。《上海市浦东新区总体规划暨土地利用总体规划（2017-2035）》（以下简称“浦东 2035 规划草案”）中指出张江板块未来将成为浦东新区未来城市副中心，将与陆家嘴新城实现“双城联动”，逐渐推动园区向城区的转变。目前张江光大园区主要入驻企业类型为集成电路、在线经济、金融科技和先进制造业等四大产业，而张江光大园区毗邻的其他园区办公企业主要吸引了科技互联网、金融类企业的入驻，预计未来张江光大园区将吸引更多相似类型企业的入驻。浦东 2035 规划草案的颁布有助于促进科创办公、金融企业的纳入，规划同时指出张江科学城将重点打造生物医药、人工智能、集成电路、智能网联汽车、软件信息、民用航空等创新型特色产业集群的形成，以此推动了张江光大园区所在的张江科学城成为服务科创的城市副中心。此外，浦东 2035 规划草案中还提出在张江科学城副中心新增教育、体育以及医药卫生设施，逐渐囊括了更多企业类型，进而推动张江板块企业类型逐渐趋向多元化与丰富化。

张江光大园区的一大主要竞争力是其完整齐全的商业配套设施。以集成电路类企业为例，张江板块汇聚了整个产业设计、封装、测试以及制造的相关企业，整个产业链的所有环节均齐聚张江，使得入驻的企业大大减少了生产与时间成本、同时也得到了整条产业链的支撑，进而将不断吸引同类型企业的相继入驻，有助于不断提高张江产业园区的产业聚集度，使张江园区在整个市场中保持“一房难求”的状态。基于集成电路的企业发展现状，若张江今后可不断形成多种不同行业的完整产业链，则预计后续将不断有优秀储备资产纳入张江板块，从而有利于张江不断形成完整产业链，提高了其底层资产的成长性与竞争力。

5. 风险提示

政策调整风险，基础设施项目的市场风险和运营风险，利益冲突风险，项目预期收益及资本市场波动带来基金价格波动风险。

信息披露

分析师与研究助理简介

吴开达，德邦证券研究所副所长、总量大组长、首席策略分析师（兼中小盘、新股研究），复旦大学、上海财经大学金融专硕导师。曾任国泰君安策略联席首席，拥有超过 10 年资本市场投资及研究经历，同时具备一级市场、二级市场买方投资及二级市场卖方研究经验。践行“自由无用、策略知行”，主要研究市场微观结构。吴开达策略知行团队成员大多具有买方工作经验，细分为：大势研判、行业比较、公司研究、微观流动性、新股研究五个领域，落地组合策略+增强策略，较传统卖方策略更具买方思维、更重知行。

张冬冬，德邦证券研究所策略分析师，于策略知行团队主要负责微观流动性领域研究，3 年策略研究经验，买卖双方研究经验交叉。曾任华安证券、华鑫证券策略分析师，覆盖范围从流动性、估值、行业比较、基金研究到大势研判、金股筛选、主题投资等。力求以微观资金的边际变化与交易结构做可验证、可交叉、可辨伪的实体化策略研究，2020 年 Wind 金牌分析师策略组第五名。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。