

消费类基础设施 REITs 对房企融资影响几何？

——2024 年 3 月房地产市场跟踪



本期观点

- 3 月以来首批消费类基础设施 REITs 上市，有助于持有优质购物中心的房企补充融资渠道和战略转型。中诚信国际认为，我国商业不动产市场规模庞大，在政策支持下，消费类基础设施 REITs 发展前景较好，但目前我国基础设施 REITs 市场尚处于发展初期，消费类基础设施 REITs 发展仍受制于制度建设，同时当前市场对原始权益人股东背景仍具有明显风险偏好，一级发行阶段对原始权益人及关联方的认购依赖度较高，短期内消费类基础设施 REITs 显著扩容的难度较大，叠加政策对相关底层资产的要求较高，仅少量投资及管理能力强且拥有一定规模购物中心的房企将受益。
- 近期政策继续支持不同所有制房企合理融资，扩宽经营性物业贷款的用途范围和贷款额度上限，有助于拥有较多持有型物业的房企改善流动性；房地产融资协调机制的实施，可确保“白名单”项目顺利开发，一定程度上提振购房者信心，维护市场稳定。但其区分了房地产集团公司与项目公司，对于房企通过项目去化回笼投入资金并恢复主体信用的效果较弱。
- 今年以来，全国楼市库存压力进一步加大，尽管一线城市的库存压力整体小于低能级城市，但北上广深四地的去化周期在过去半年内均持续增长且有扩大趋势。中诚信国际发现，一线城市中上海楼市的库存压力最小，但短期内其与北京皆面临潜在项目入市后带来的一定程度去库存挑战；深圳楼市库存压力相对较大，叠加一定规模的政府保障性住房（人才房、安居房）集中入市及香港放松调控政策产生的虹吸效应，未来深圳商品房的去化压力或将显著上升，地方政策工具箱有望继续补充发力。
- 1~2 月房地产销售金额同比降幅扩大，行业维持低位运行的市场状态，市场复苏动能不足。随着北上广深和杭州、苏州等高能级城市限购政策放松，以及二手房成交带来的置换改善需求，未来销售有望边际改善。1~2 月土地市场供地节奏放缓，但成交金额同比仍有增加，高能级城市中具有区位优势的地块获得房企青睐。销售下滑带动房企回款下降，投资意愿进一步降低。二级市场交易活跃，投资类地产债券收益率整体有所下移，高收益地产债平均成交价较年初小幅上升。



联络人

作者

中诚信国际 企业评级部

应治亚 0755-82969261

zyying@ccxi.com.cn

蒋 滕 0755-82969261

tjiang@ccxi.com.cn

其他联络人

龚天璇 027-87339288

txgong@ccxi.com.cn

一、行业热点

（一）首批消费类基础设施 REITs 上市

3月以来首批消费类基础设施 REITs 上市，底层资产均具有较好的区位优势，其中华夏华润商业 REIT 运营优势明显。消费类基础设施 REITs 发展仍受制于制度建设、市场表现，叠加政策对相关底层资产的要求，受益于该利好政策的房企预计较少，仅少量投资及管理能力强且拥有一定规模购物中心的房企将获得融资渠道补充。

3月以来，华夏金茂商业 REIT、嘉实物美消费 REIT 和 华夏华润商业 REIT 陆续上市，发行规模合计为 89.23 亿元，占公募 REITs 募资总规模的比例约 8%。首批消费类基础设施 REITs 底层资产均具有较为良好的区位优势，除物美社区商业外，出租率均在 98% 以上，其中 华夏华润商业 REIT 的底层资产青岛万象城具有较高的月租金坪效，运营优势明显。从原始权益人及关联方认购比例来看，上述三只已上市 REITs 分别为 34.40%¹、51% 和 36.50%，市场化程度仍有待提升。

表 1：首批消费类基础设施公募 REITs 概况

REITs 名称	华夏金茂商业 REIT	嘉实物美消费 REIT			华夏华润商业 REIT	中金印力消费 REIT
底层资产	长沙览秀城	物美商业社区 大成项目			青岛万象城	杭州西溪印象城
		玉蜓桥项目	华天项目	德胜项目		
开业时间	2016 年	2012 年	2005 年	2005 年	2003 年	一期 2015 年，二期 2021 年
地理位置	位于长沙梅溪湖片区，毗邻长沙国际文化艺术中心	资产位于北京市丰台区、海淀区、西城区			位于青岛核心区香港中路商圈	位于余杭区大城西黄金地段
物业定位	城区级购物中心	社区商业（租户主要是超市和餐饮）			城市级标志性购物中心	城市级购物中心
总建筑面积（万平方米）	10.27	2.9	2.5	1.5	0.9	41.92
资产估值 2023H1（亿元）	10.76（成本法）	2.78	4.43	1.77	1.45	82.02（成本法）
月租金坪效（元/月/平方米 2023H1）	首层平均租金 167	54.6	110.5	71.2	88.3	295.5
出租率 2023H1	98.36%	83.21%	93.84%	90.55%	92.15%	98.49%
租金收入（亿元）2022	0.46		2.44			3.36
发行/拟发行规模（亿元）	10.68		9.53			69.02
原始权益人及其关联方认购比例	34.40%		51%			36.50%

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

¹因华夏金茂商业 REIT 的关联认购方中国对外经济贸易信托有限公司为金融机构，将其剔除。



中诚信国际观察到，2023 年受二级市场持续低迷等多重因素影响，基础设施 REITs 一级市场发行遇冷，全年仅成功发行 5 只基础设施 REITs，募集资金约 170 亿元，较 2022 年及 2021 年明显下滑。但随着 2023 年 3 月，发改委及证监会分别发文将基础设施公募 REITs 底层资产范围拓展至商业消费基础设施领域后，2023 年下半年以来交易所审核速度明显加快，前 3 月 REITs 募资总额已经达到超过 150 亿元，其中约 60% 为消费类基础设施 REITs。目前中金印力消费 REIT 已完成询价，预计将于 4 月初发售，原始权益人印力集团大股东万科的第一大股东深铁集团拟认购不超过 30% 份额；此外，首创和百联的基础设施 REITs 处于申报阶段。中诚信国际认为，我国商业不动产市场规模庞大，在政策支持下，消费类基础设施 REITs 发展前景较好，但目前我国基础设施 REITs 市场尚处于发展初期，一二级市场制度仍有待完善，投资收益表现亦有待验证，由于二级市场估值波动较大导致部分偏好长周期、稳定收益的投资人望而却步，一级发行阶段对原始权益人及关联方的认购依赖度较高，短期内消费类基础设施 REITs 显著扩容的难度较大。

从对房企的影响来看，中诚信国际认为，消费类基础设施 REITs 为房企所持有的购物中心提供退出通道，有助于持有大量购物中心的房企补充融资渠道和战略转型；但考虑到当前市场对原始权益人股东背景仍具有明显风险偏好，同时对底层物业资产质量要求较高，大多数房企或难以受益。

（二）房地产融资政策进一步放松

近期政策继续支持不同所有制房企合理融资，扩宽经营性物业贷款的用途范围和贷款额度上限，有助于拥有较多持有型物业的房企改善流动性；房地产融资协调机制的实施，可确保“白名单”项目顺利开发，一定程度上提振购房者信心，维护市场稳定。但其区分了房地产集团公司与项目公司，对于房企通过项目去化回笼投入资金并恢复主体信用的效果较弱。

《2024 年政府工作报告》重点强调了标本兼治化解房地产风险，要求“优化房地产政策，对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持”。2024 年以来，房地产融资政策持续放松，其中 2024 年 1 月 12 日，住建部和金融监管总局联合发布《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》，要求各地级以上城市建立城市

房地产融资协调机制。此外，2024年1月24日，金融监管总局和央行联合印发《关于做好经营性物业贷款管理的通知》（以下简称“《通知》”），《通知》拓宽了经营性物业贷款的用途范围和贷款额度上限²。中诚信国际认为，房地产融资协调机制的实施，可确保“白名单”项目顺利开发，一定程度上提振购房者信心，维护市场稳定。近期房地产融资协调机制加速落地，截至2月28日，全国31个省份276个城市已建立城市融资协调机制，共提出房地产项目约6,000个，商业银行审批通过贷款超2,000亿元，并且大多数项目股东为民营和混合所有制房企。但其区分了房地产集团公司与项目公司，考虑到目前房地产市场尚未企稳，项目去化周期整体依然较长，对于房企通过项目去化回笼投入资金并恢复主体信用的效果较弱。经营性物业贷款的放松，有助于拥有较多持有型物业的房企改善流动性，增强其公开市场偿债能力，其中3月8日，龙湖通过新增经营性物业贷款提前偿还2024年底行权到期的CMBS。

（三）一线城市库存去化周期持续增长且有进一步扩大的趋势

一线城市中上海楼市的库存压力最小，但受潜在项目入市影响，短期内其与北京皆面临一定程度的库存周期上行挑战；深圳楼市库存压力相对较大，叠加近期政府保障性住房（人才房、安居房）集中入市及香港放松调控政策产生的虹吸效应，未来深圳商品房的去化压力或将显著上升。

截至2024年2月末，全国商品房待售面积³75,969万平方米，同比增长15.9%，其中住宅待售面积增长23.8%，库存压力进一步加大；尽管一线城市的库存压力整体小于二、三、四线城市，但北上广深四地的去化周期在过去半年内均持续增长且有进一步扩大的趋势。

截至2024年2月末，一线城市中上海楼市的狭义库存⁴压力最小，以过去6个月月均流速计算，上海楼市的狭义库存去化周期在1年左右，广州（约24个月）、北京（约26个月）、深圳（约30个月）的库存压力依次上升，且较半年前的库存去化周期上升了4~10个月不等。此外，考虑到上述城市近年仍维持了一定量的新项目供应，

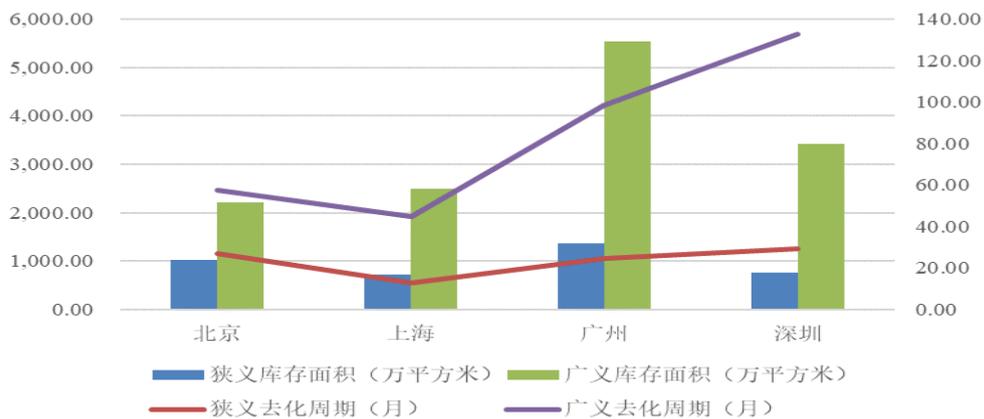
² 2024年底以前，对于经营规范的房企，还可用于偿还该企业及其集团控股公司（含并表子公司）存量房地产领域相关贷款和公开市场债券；同时，《通知》将经营性物业贷款额度上限从原来的承贷物业评估价值的60%提高到70%。

³ 统计局数据口径，指报告期末已竣工的可供销售或出租的商品房屋建筑面积中，尚未销售或出租的商品房屋建筑面积。

⁴ 狭义库存=项目已取证数据-已成交数据。

随着未取证项目、已出让未转化土地等潜在项目入市，将进一步抬升一线城市的去化压力。从广义库存⁵角度看，一线城市中北京、上海的潜在项目供应量与广州、深圳相比较小，其中北京、上海的广义库存去化周期与其狭义库存口径相比上升了约 30 个月，预计未来这些项目的逐步入市将一定程度抬升两地的去化压力。广州、深圳的广义库存去化周期较狭义口径下分别增加了约 70 个月和 100 个月，其中深圳除了待入市项目规模大外，其近期亦面临一定规模的政府保障性住房集中入市，具有明显价格优势的人才房（周边商品房价格的 6 折）和安居房（周边商品房价格的 5 折）预计将对刚需型商品住宅市场产生一定挤压；此外，2 月底香港撤销所有楼市“辣招”，对深圳市场产生一定虹吸效应，未来深圳商品房的去化压力或将明显加重。

图 1：截至 2024 年 2 月末，北京、上海、广州、深圳库存压力情况



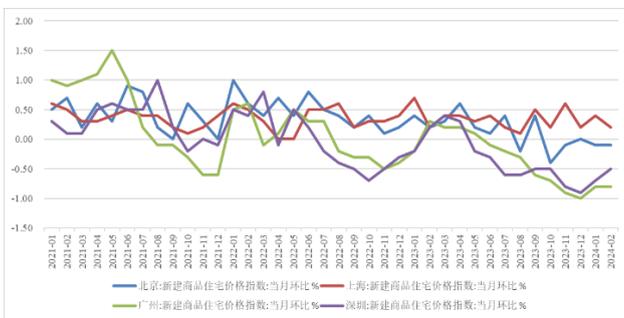
数据来源：AUR 数据库，中诚信国际整理

二、行业近况

1~2 月房地产销售金额同比降幅扩大，行业维持低位运行的市场状态，市场复苏动能不足。随着多个高能级城市限购政策放松，以及二手房成交带来的置换改善需求，未来销售有望边际改善。1~2 月土地市场供地节奏放缓，但成交金额同比仍有增加，高能级城市中具有区位优势的地块获得房企青睐。销售下滑带动房企回款下降，投资意愿进一步降低。1 月以来房企境内债券市场融资情况改善，净融资额转正，但民营房企融资仍有难度。二级市场交易活跃，投资类地产债券收益率整体有所下移，高收益地产债平均成交价较年初小幅上升。

⁵ 广义库存=狭义库存+项目未取证数据+土地未转化项目数据。

需求端方面，1~2月，房价下行蔓延至高能级城市，其中一线城市中仅上海环比上升。受2023年12月房企加大营销力度集中释放部分需求、1~2月房企推盘意愿较弱以及春节前后极端天气等因素影响，1~2月商品房销售面积及销售金额同比分别下降29.3%和20.5%，降幅较2023年各月份均明显扩大，预计随着放松政策效果的显现，3月销售数据将环比改善，但在2023年高基数背景下同比仍将承压。二手房市场方面，根据中指数据，1~2月重点25城二手住宅成交面积同比仅下降13.1%，未来有望为新房市场提供更多置换改善需求。

图2：一线城市新建商品房住宅价格指数环比变化


数据来源：国家统计局，中诚信国际整理

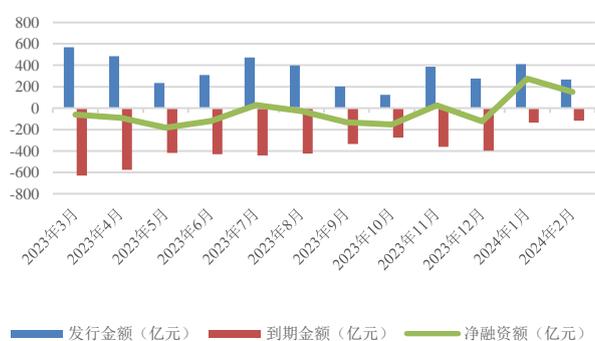
图3：2023年以来商品房销售情况变化


数据来源：国家统计局，中诚信国际整理

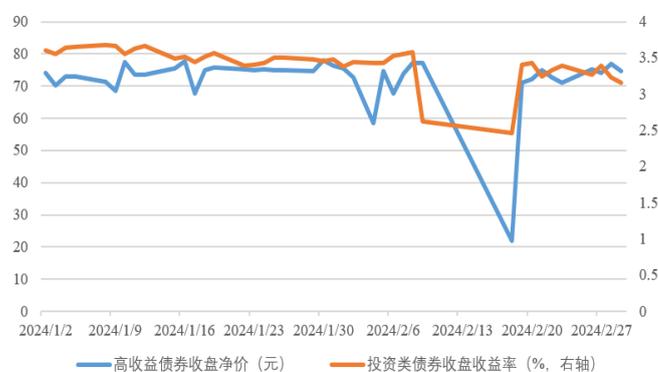
供给端方面，2024年1~2月，全国房屋新开工面积同比下降29.7%，延续2023年以来下降趋势，销售低迷及库存高企影响房企开工意愿。竣工面积同比下降20.2%，增速自2023年以来首次转负。土地市场方面，年初土地市场供地节奏明显放缓，房企拿地整体较为谨慎，除北京、上海、杭州等重点城市部分热点地块溢价成交，大多数地块仍以底价成交。房地产开发投资方面，1~2月房地产开发投资规模同比下降9.0%，同比降幅扩大。与此同时，房地产开发企业到位资金同比下降24.10%，其中作为最主要的其他资金来源的购房者个人按揭贷款和定金及预付款同比分别下降36.60%和下降34.80%，在销售低迷的情况下房企销售回款下降明显。考虑到目前经济复苏节奏波动起伏，房价下行压力犹存，市场对地方政策工具箱继续补充发力仍存在强预期。

房企债券融资仍以央国企为主，境内债券净融资额因到期规模较小转正，而境外市场则无发行。3月房地产企业境内债整体到期规模295亿元，偿付风险整体可控。境外市场有约26亿美元境外债到期，以前期已发生违约或要约交换的房企为主，此外

金辉控股未能于3月20日偿还3亿美元境外债，首次出现违约。二级市场方面，1月以来，房企境内债券成交较为活跃，投资类地产债券收益率⁶2月以来有所波动，整体收益率水平有所下移，平均收益率在2.46%~3.68%之间；月末高收益地产债平均成交价达到74元左右，较年初小幅上升。值得关注的是，3月1日以来，受相关舆情影响，万科企业境内多支债券价格出现较大波动，并影响部分房企一级市场债券发行计划。境外市场方面，已出险房企债券价格总体有所下降，其中万达商管24年12月到期的美元债价格有所上升。

图4：房企信用债发行与到期


数据来源：wind，中诚信国际整理

图5：地产债收益率及价格表现


数据来源：wind，中诚信国际整理

⁶ 按中诚信国际的分类，成交收益率在6%及以上的为高收益债，成交收益率在6%以下的为投资类债券。

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京市东城区朝阳门内大街
南竹竿胡同2号银河SOHO5号楼
邮编：100020
电话：（86010）66428877
传真：（86010）66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT
RATINGCO.,LTD
ADD: Building 5, Galaxy SOHO,
No.2Nanzhuganhutong , Chaoyangmennei Avenue,
Dongchengdistrict, Beijing, 100020
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>