东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

房地产行业深度报告

# 消费类 REITs 的估值方法和投资价值分析

2024 年 06 月 30 日

增持（维持）

证券分析师 房诚琦
执业证书：S0600522100002
fangcq@dwzq.com.cn
证券分析师 肖畅
执业证书：S0600523020003
xiaoc@dwzq.com.cn
证券分析师 白学松
执业证书：S0600523050001
baixs@dwzq.com.cn

## 投资要点

- **REITs 的底层资产估值方法与核心指标：**底层资产的估值方法主要有市场法、成本法和收益法三种，消费类 REITs 的底层资产为收益性物业，其收益情况及相关费用均具有可预测性和持续性，通常使用收益法中的现金流折现法进行估算。在 NOI 维持不变的情况下，资本化率 CAP RATE 越低，资产估值越高，反之亦然。当收益年限 n 足够大时，资本化率的计算公式可以简化为：CAP RATE= r-g，即资本化率等于折现率 r 和 NOI 增长率 g 的差值。

- **消费类底层资产基本面分析：**对研究消费类 REITs 底层资产估值时，往往其基本面指标的历史数据能帮助我们判断其折现率和 NOI 增长率的合理性。我们从六大方面对三支消费类 REITs 的底层资产基本面进行分析。**（1）城市及商圈方面**：人口水平与经济发展指标越好，折现率越低；**（2）业态配比方面**：重点关注零售业态占比，从而判断未来租金增长潜力和风险；**（3）收入结构和计租方式方面**：重点关注抽成租金的收入占比；**（4）租金水平与租售比方面**：租金水平越高，增速越快，NOI 的增长率也应当越快，良好稳定的租售比代表购物中心与租户间的利益平衡和共赢；**（5）前十大租户方面**：往往均为具有较强品牌影响力的商户，决定了购物中心的发展定位；**（6）租约到期情况方面**：剩余租期越长，意味着换铺机会越少，购物中心的稳定性越强，但租金增长潜力偏弱。前三方面因素有助于判断折现率的合理性；而后三方面因素和 NOI 增长率的关联度更高。经过综合分析研究我们认为，按照折现率由低到高排列，青岛万象城<西溪印象城<长沙览秀城；按照 NOI 增长率排列，青岛万象城>西溪印象城>长沙览秀城。

- **分派率背后的故事：**简单来讲，我们可以通过资本化率判断底层资产估值，通过分派率判断 REITs 产品的投资价值。但是从资本化率到最终的分派率需要经历一系列计算，而预留现金调节以及外部杠杆都会对分派率产生较为明显的提升作用。**（1）预留现金调节**：公司在购买项目公司股权后，可能会沉淀一部分资金，这部分沉淀资金往往用于重大资本性支出，若未能用于资本性支出，也可以将沉淀资金通过向投资者分配来充实投资者的投资收益，提升分派率。**（2）外部杠杆方面**：随着实体经济融资成本下降，合理利用负债，可以为基金份额持有人创造更高价值。只要贷款利率低于资产收益率，就能带来正杠杆效果，提升股权层面的分派率。

- **总结：**（1）消费类 REITs 底层资产的估值是否合理，不能从资本化率简单判断，而需要结合基本面情况逐一分析 NOI 增长率和折现率是否合理；（2）REITs 的投资价值也不能简单从分派率去判断，预留现金调节以及外部杠杆都会对分派率产生较为明显的提升作用。这些影响因素可能在未来发生变化。某个时点的分派率并不代表未来的分派率。

- **投资建议：**随着政策支持力度加大，我国公募 REITs 试点范围逐步扩大，建议关注底层资产经营状况良好，分派率较高的 REITs 项目，包括华夏华润商业 REIT/中金印力消费 REIT/华夏金茂商业 REIT。同时考虑到公募 REITs 发展对持有型物业“投融管退”一体化进程具有重要推动作用，可以帮助地产开发商优化资产负债表，穿越周期。建议关注拥有大量优质持有型物业储备、经营稳健财务健康的开发商，推荐：华润置地、招商蛇口、越秀地产，建议关注：龙湖集团、中国海外发展。

- **风险提示：**市场经营环境超预期恶化；政策边际变化；REITs 数据时效性及完整性风险。

## 行业走势




## 相关研究

《新房二手房成交环比提升，住建部加快推动地方收购存量商品房》

2024-06-25

《新房成交环比小幅下滑，央行提出加快推动存量房去库存》

2024-06-17



请务必阅读正文之后的免责声明部分

# 内容目录

**1. REITs 的底层资产估值方法与核心指标 ..... 4**
1.1. 底层资产的估值方法 ..... 4
1.2. 资本化率的换算公式 ..... 4
1.3. 收益法中的三个关键指标 ..... 5
**2. 消费类底层资产基本面分析 ..... 8**
2.1. 城市及商圈区位 ..... 8
2.2. 业态配比 ..... 10
2.3. 收入结构和计租方式 ..... 11
2.4. 租金水平和租售比 ..... 12
2.5. 前十大租户情况 ..... 14
2.6. 租约到期情况 ..... 15
**3. 分派率背后的故事 ..... 16**
3.1. 从资本化率到分派率需要经历哪些计算 ..... 16
3.2. 三支消费类 REITs 管理费的不同 ..... 17
3.3. 预留现金调节对分派率的提升作用 ..... 18
3.4. REITs 杠杆对分派率的提升作用 ..... 19
**4. 总结及投资建议 ..... 20**
**5. 风险提示 ..... 21**


请务必阅读正文之后的免责声明部分

# 图表目录

图 1: 收益法的计算公式及核心参数.....4
图 2: 资本化率的换算公式.....5
图 3: 青岛万象城预测期内收入的增长假设（单位：万元）.....5
图 4: 三座购物中心估值结果所隐含的年化 NOI 增长率.....6
图 5: 折现率细项参数情况.....7
图 6: 收益年限对估值的边际贡献逐步递减.....7
图 7: 三支消费类 REITs 要素概览.....8
图 8: 2004-2023 年青岛/杭州/长沙社零变化.....9
图 9: 2004-2023 年三座城市年人均可支配收入变化.....9
图 10: 三座购物中心所在城市的商圈位置.....10
图 11: 三座购物中心不同业态的面积和收入占比.....10
图 12: 西溪印象城 2020-2023Q3 业态收入分布变化.....11
图 13: 长沙览秀城 2020-2023Q2 业态收入分布变化.....11
图 14: 固租与提成两者取高模式说明图.....12
图 15: 三座购物中心收入结构对比.....12
图 16: 2023 年三座购物中心主力店和专门店的固定租金水平.....13
图 17: 青岛万象城 2020-2023Q3 租金水平变化.....13
图 18: 西溪印象城 2018-2023Q3 租金水平变化.....13
图 19: 三座购物中心 2020-2022 年的销售额和租售比.....14
图 20: 2023M1-9 前十大租户收入及业态.....15
图 21: 三座购物中心前十大租户的面积占比和收入占比.....15
图 22: 三座购物中心到期时间分布对比.....16
图 23: 从资本化率到分派率经历的计算流程示意图.....17
图 24: 三支消费类 REITs 管理费一览.....18
图 25: 预留现金对分派率提升作用示意图.....18
图 26: 某 REIT2024-2025 年可供分配金额预测表.....18
图 27: 华夏华润商业 REIT 和中金印力消费 REIT 的还款借本安排.....19
图 28: 杠杆对分派率提升作用示意图.....20
图 29: 中金印力消费 REIT 有无对外借款的分派率变动.....20


请务必阅读正文之后的免责声明部分

# 1. REITs 的底层资产估值方法与核心指标

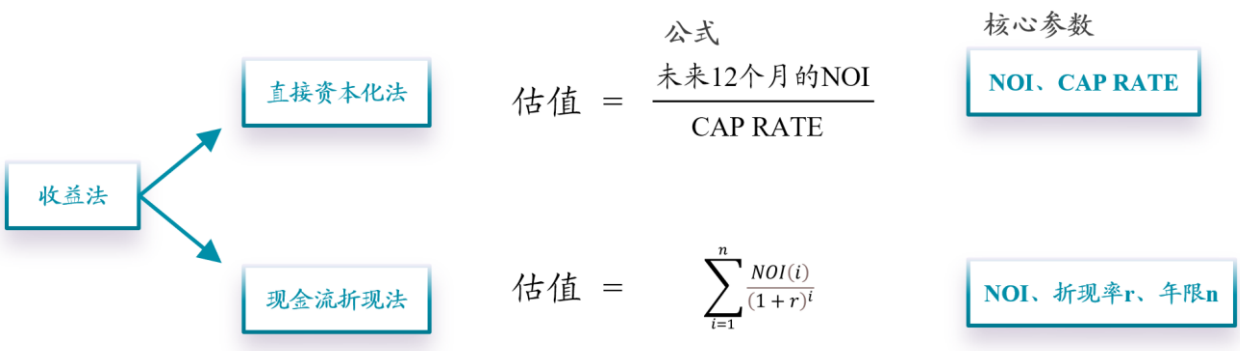
**当前我国 REITs 一级市场定价普遍采用以下方法：由第三方机构采用收益法评估底层资产价值，根据杠杆等因素计算出基金 NAV，在评估结果基础上展开询价。底层资产价值的评估是重中之重。本章将重点介绍收益法中的三个关键指标，并对华夏华润商业 REIT/中金印力消费 REIT/华夏金茂商业 REIT 的底层资产青岛万象城/西溪印象城/长沙览秀城进行分析。**

## 1.1. 底层资产的估值方法

**底层资产的估值方法主要有市场法、成本法和收益法三种。**考虑到我国 REITs 尚处发展起步阶段，同类型基础设施的交易案例较少，用重置成本估算底层价值的难度也较大，因此当前普遍使用收益法。

收益法分为直接资本化法和现金流折现法。（1）直接资本化法使用未来 12 个月的运营净收入除以同类型资产交易的资本化率 CAP RATE 计算得到。需要注意此处的 CAP RATE 为经验值，估值结果受 CAP RATE 影响较大，而同类型资产的基本面情况往往差异较大。（2）**消费类 REITs 的底层资产为收益性物业，其收益情况及相关费用均具有可预测性和持续性，通常使用现金流折现法。**核心参数为预测期内每年的运营净收入 NOI、折现率 r、收益年限 n。

**图1：收益法的计算公式及核心参数**




数据来源：东吴证券研究所绘制

## 1.2. 资本化率的换算公式

资本化率 CAP RATE=未来一年的运营净收入 NOI/资产估值 P。**在 NOI 维持不变的**


请务必阅读正文之后的免责声明部分

**情况下，CAP RATE 越低，资产估值越高，反之亦然。**

若假设预测期内每年的 NOI 以相同的增速 g 增长，且每年的折现率 r 也维持不变，在 DCF 折现模型下，我们可以得到 CAP RATE 的计算公式。**当收益年限 n 足够大时，此公式可以简化为：CAP RATE= r-g，即资本化率等于折现率和 NOI 增长率的差值。**因此只需要知道三个关键指标：NOI 增长率 g、折现率 r、收益年限 n，我们就可以计算出资本化率。

**图2：资本化率的换算公式**

P—估值
a—未来12个月的NOI
g—年NOI增长率
n—收益年限
r—折现率

$$P=\frac{a}{r-g}\times\left[1-\left(\frac{1+g}{1+r}\right)^{n}\right]$$

$$CAP\ RATE=\frac{r-g}{\left[1-\left(\frac{1+g}{1+r}\right)^{n}\right]}$$

n趋近为无限时

$$P=\frac{a}{r-g}$$

$$CAPRATE=r-g$$

数据来源：东吴证券研究所绘制

## 1.3. 收益法中的三个关键指标

### （1）NOI 增长率

**在实际测算中，NOI 并非直接简单的假设一个年化增长率，而是会对运营收入和运营成本的各个细项结合实际情况进行预测。**以华夏华润商业 REIT 为例，运营收入就拆分为了 7 个细项：（1）固定租金收入；（2）提成租金收入；（3）固定推广费收入；（4）物业管理费收入；（5）停车场收入；（6）多种经营收入；（7）冰场收入。并且各个分项每年的增长率也会可能发生变化，例如青岛万象城预测期内专门店市场租金增长率为第 2 年至第 3 年年增长率为 6%，第 4 年至第 5 年为 5%，第 6 年至第 8 年为 4%，预测期内后续年度年增长率为 3%。

**如此多的增速假设难以进行横向对比，三个消费类 REITs 的招募说明书中，提供了资本化率 CAP RATE 和折现年份以及折现率，我们可以由此倒算出估值模型中隐含的年化 NOI 增长率**：青岛万象城/西溪印象城/长沙览秀城的 CAP RATE 分别为 5.41%/6.00%/5.46%，**隐含的年化 NOI 增长率分别为 4.15%/3.91%/4.03%**，西溪万象城相对较低，青岛万象城相对较高，长沙览秀城介于两者之间。

**图3：青岛万象城预测期内收入的增长假设（单位：万元）**


请务必阅读正文之后的免责声明部分

| | 第2年 | 第3年 | 第4年 | 第5年 | 第6年 | 第7年 | 第8年 | 第9年 | 第10年 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2024年 | 2025年 | 2026年 | 2027年 | 2028年 | 2029年 | 2030年 | 2031年 | 2032年 | 备注 |
| 1 营业总收入 | 69,372 | 73,708 | | | | | | | | |
| 1.1固定租金收入 | 38,594 | 41,097 | | | | | | | | |
| 同比增长 | | 6.5% | | | | | | | | |
| 1.1.1专门店 | | | 专门店市场租金假设76-542 元/平方米/月 | | | | | | | |
| 同比增长 | 6% | 6% | 5% | 5% | 4% | 4% | 4% | 3% | 3% | |
| 1.1.2 主力店 | | | 主力店（不含超市）市场租金假设为81-139 元/平方米/月<br>主力店（超市）市场租金假设为20-24 元/平方米/月 | | | | | | | |
| 同比增长 | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% | |
| 1.2提成租金收入 | 12,865 | 13,699 | | | | | | | | |
| 同比增长 | | 6.5% | | | | | | | | 按照预测期内总租金收入的25%测算 |
| 1.3固定推广费收入 | 1,147 | 1,216 | | | | | | | | |
| 同比增长 | | 6.0% | | 10.0% | | | | | 10.0% | 假设单价在第5 年及第10 年分别递增10% |
| 1.4物业管理费收入 | 9,904 | 10,720 | | | | | | | | |
| 同比增长 | | 8.2% | | 10.0% | | | | | 10.0% | 假设单价在第5 年及第10 年分别递增10% |
| 1.5停车场收入 | 2,113 | 2,113 | | | | | | | | |
| 同比增长 | | 0.0% | | 10.0% | | | | | 10.0% | 假设单价在第5 年及第10 年分别递增10% |
| 1.6多种经营收入（万元） | 2,844 | 2,930 | | | | | | | | |
| 同比增长 | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | |
| 1.7冰场收入（万元） | 1,385 | 1,413 | | | | | | | | |
| 同比增长 | 2.0% | 2.0% | 2.0% | 2.0% | 2.0% | 2.0% | 2.0% | 2.0% | 2.0% | |

数据来源：华夏华润商业 REIT 招募说明书，东吴证券研究所

**图4：三座购物中心估值结果所隐含的年化 NOI 增长率**

| | 青岛万象城 | 西溪印象城 | 长沙览秀城 |
|---|---|---|---|
| CAP RATE | 5.41% | 6.00% | 5.46% |
| 折现年份n | 27.7 | 24.7 | 29.2 |
| 折现率r | 7.00% | 7.00% | 7.25% |
| 预测期外长期增长率 | 2.75% | 2.75% | 2.75% |
| 隐含的年化收益增长率g | 4.15% | 3.91% | 4.03% |

数据来源：各基金招募说明书，东吴证券研究所

### （2）折现率

**折现率=无风险报酬率+风险报酬率**。无风险报酬率通常参照评估基准日 10 年到期国家债券收益率进行确定；而风险报酬率体现投资人对长期投资超出安全利率以外的回报要求，包含（1）投资不动产的风险补偿；（2）缺乏流动性风险补偿；（3）区位风险补偿；（4）行业及管理风险补偿；（5）合规风险和特殊经营风险补偿等。

**理论上底层资产所在城市及商圈能级越高，经营情况越好，竞争优势越大，风险报酬率越低，折现率越低**。下图展示了西溪印象城（折现率 7.00%）和长沙览秀城（折现率 7.25%）的细项参数情况，两座购物中心资产折现率的差异主要体现在两方面：（1）不同评估基准日 10 年国债收益率的变化；（2）考虑市场流动性、项目长期增长情况及经营情况导致的风险报酬率的差异。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

**图5：折现率细项参数情况**

| 风险因素 | 西溪印象城 | 长沙览秀城 |
|---|---|---|
| 无风险报酬率 | 2.68% | 2.64% |
| 风险报酬率——投资不动产风险补偿均值 | 3.50% | 3.50% |
| 风险报酬率——估价对象流动性、区位、行业及管理负担、合规、增长、特殊经营等方面风险补偿调整 | 0.875% | 1.00% |
| **报酬率（折现率）** | **7.00%** | **7.25%** |

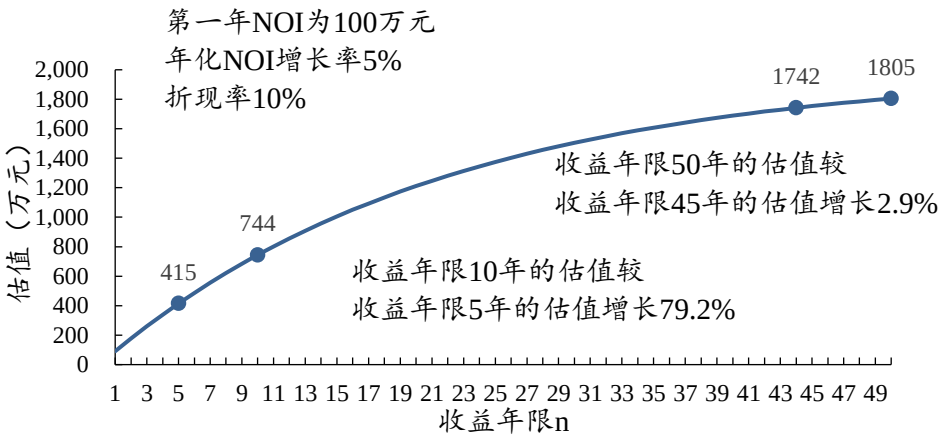
数据来源：各基金招募说明书，东吴证券研究所

### （3）收益年限

**通常收益年期取（1）基础设施项目土地使用权的剩余使用年期和（2）基础设施项目剩余经济耐用年限两者之间的较小值。**青岛万象城/西溪印象城/长沙览秀城的收益年限分别为 27.7 年/24.7 年/29.2 年。

收益年期越长，估值越高，但不确定性也随之增加，且边际增长率越来越低。5 年和 10 年对估值的影响很大，但是 50 年和 55 年的估值几乎相同。

**图6：收益年限对估值的边际贡献逐步递减**




数据来源：东吴证券研究所绘制

**在得到各 REITS 的三项核心指标后，我们需要对其估值合理性进行判断，往往其基本面指标的历史数据能帮助我们判断其折现率和 NOI 增长率的合理性。**


请务必阅读正文之后的免责声明部分

## 2. 消费类底层资产基本面分析

**本章我们将从（1）城市及商圈；（2）业态配比；（3）收入结构和计租方式；（4）租金水平和租售比；（5）前十大客户情况；（6）租约到期情况六大方面对三支消费类 REITs 的底层资产基本面进行分析。其中前三方面有助于判断折现率的合理性；而后三方面和 NOI 增长率的关联度更高，有助于判断其合理性。通过分析研究我们认为，按照折现率由低到高排列，青岛万象城<西溪印象城<长沙览秀城；按照 NOI 增长率排列，青岛万象城>西溪印象城>长沙览秀城。**

**图7：三支消费类 REITs 要素概览**

| 要素 | 华夏华润商业REIT | 中金印力REIT | 华夏金茂购物中心REIT |
|---|---|---|---|
| 资产名称 | 青岛万象城 | 杭州西溪印象城 | 长沙览秀城 |
| 总建筑面积（平方米） | 419,224 | 249,701 | 102,742 |
| 可租赁面积(平方米，截至2023年6月30日) | 134,244（不包含业态调整及装修区域） | 99,964 | 61,180 |
| 资产估值单价(元/平方米) | 19,565 | 15,927 | 10,500 |
| 建筑层数 | 青岛万象城一期共10层(B3-L6)，二期共8层(B2-L5) | A馆共6层，其中地下2层，地上3层、局部有4层；B馆共7层，其中地下3层，地上3层、局部有4层 | 地下2层、地上4层 |
| 土地剩余年限(年,截至2023年6月30日) | 28.0（商业部分）；38.0(车位配套部分) | 25.0 | 29.2 |
| 土地使用权终止日期 | 2051/6/21日(商业部分)；2061/6/21日(车位配套部分) | 2048/6/29 | 2052/8/15 |
| 运营开始时间 | 商业一期：2015年；二期：2021年 | A馆：2013年5月；B馆：2019年5月 | 2016年 11月 |
| 月租金坪效（元/月/平方米，2023年1-6月） | 295.5 | 190.5 | |
| 租金增长率 | 2023年1-6月租金收入增长率:12.88% | 已签约租户租期内年均租金增长率:2%(主力店);5.3%(专门店,次主力店) | 2023年1-6月平均租金单价增长率:6.84%(主力店):5.92%(专门店) |
| 2023年6月末出租率 | 98.19% | 99.20% | 98.36% |

数据来源：各基金招募说明书，东吴证券研究所

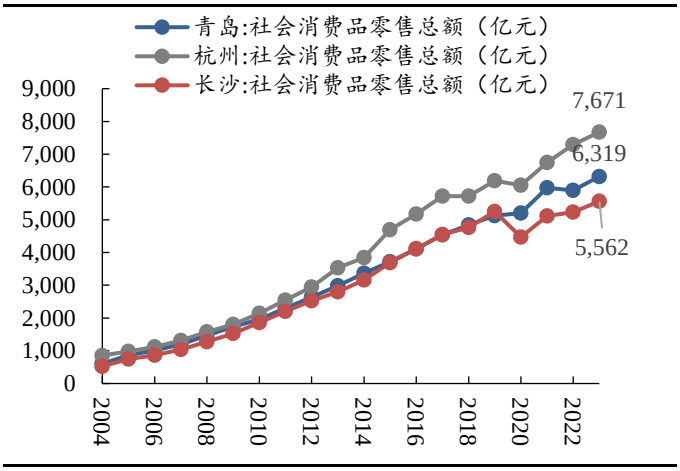
### 2.1. 城市及商圈区位

**经济发展方面，购物中心受经济景气度、居民收入水平和购买力的影响较为明显；人口方面，购物中心受周边商圈人气和客流量的影响较为明显。上述因素若产生不利变化，均会导致风险报酬率中区位风险补偿的上升，从而导致折现率提高。**

从社会消费品零售额看，青岛>杭州>长沙，其中长沙和杭州的差距主要是在 2020 年拉开，长沙当时受疫情影响更为严重；从人均可支配收入看，青岛（80587 元）>长沙（67276 元）>杭州（65751 元），长沙在社零低于杭州的情况下，人均可支配收入却略高于杭州，意味着长沙具有较大的消费潜力等待挖掘。

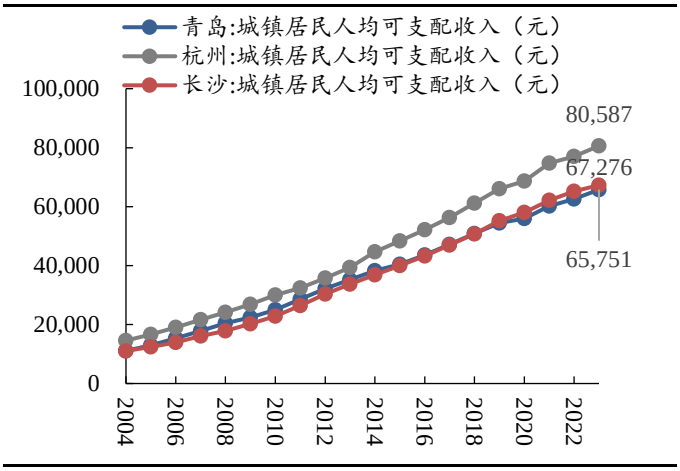

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图8：2004-2023 年青岛/杭州/长沙社零变化




数据来源：wind，东吴证券研究所

图9：2004-2023 年三座城市年人均可支配收入变化




数据来源：wind，东吴证券研究所

**从商圈核心程度看，我们认为青岛万象城>长沙览秀城≈西溪印象城。**

青岛万象城：属于香港中路商圈，香港中路商圈是目前青岛市最核心商圈之一，是青岛市知名的中高端商业聚集区。香港中路商圈商业氛围浓厚，甲级写字楼、中高端住宅、星级酒店林立，周边商业配套设施完善，交通便利，地铁 2、3 号线贯穿整个区域，在辐射青岛全市的同时，也是外省市甚至国际游客来青岛旅游消费的必经之地。

西溪印象城：属于大城西商圈，大城西商圈覆盖余杭区和西湖区两个行政区域，包括了城西、西溪、未来科技城、老余杭多个板块，背靠近年来快速发展的产业集群、扎实稳定的消费客群、优质的基础设施条件及优越的自然环境禀赋，已成为杭州市最重要且最为活跃的新兴商圈之一。但东边即为核心区的武林商圈和湖滨商圈，受到一定的辐射影响。

长沙览秀城：属于梅溪湖商圈，梅溪湖商圈是长沙新兴商圈之一，自 2007 年长沙投资 600 亿启动梅溪湖综合开发项目以来，随着规划利好，梅溪湖引进大量优质开发企业。借助梅溪湖风景区的影响力以及麓谷高科产业园区的商务办公人群，打造河西新兴商圈。梅溪湖商圈与核心区五一商圈之间间隔荣湾镇商圈。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

**图10：三座购物中心所在城市的商圈位置**



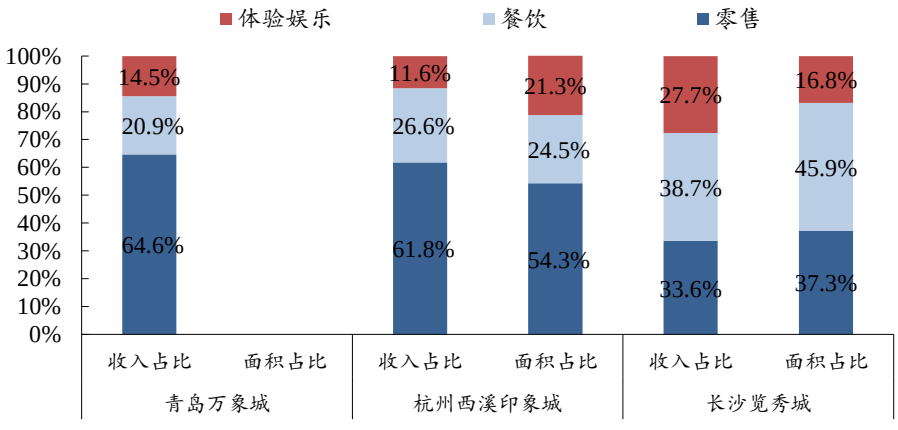

数据来源：各基金招募说明书，东吴证券研究所

## 2.2. 业态配比

**业态配比方面我们重点关注零售业态占比，判断未来租金增长潜力和风险。**通常来说，零售业态的承租能力更强，但销售波动性也更大。体验业态的承租能力较弱，但对客流的吸引力强，在客流稳定时销售的整体波动更小。餐饮业态的属性介于两者之间。**我们认为 40%以上的零售业态收入占比反映出购物中心已具备较强的经营能力和可持续能力，风险报酬率应当较零售业态占比较低的资产更低。**

**青岛万象城/西溪印象城/长沙览秀城的零售收入占比分别为 64.6%/61.8%/33.6%。**

**图11：三座购物中心不同业态的面积和收入占比**



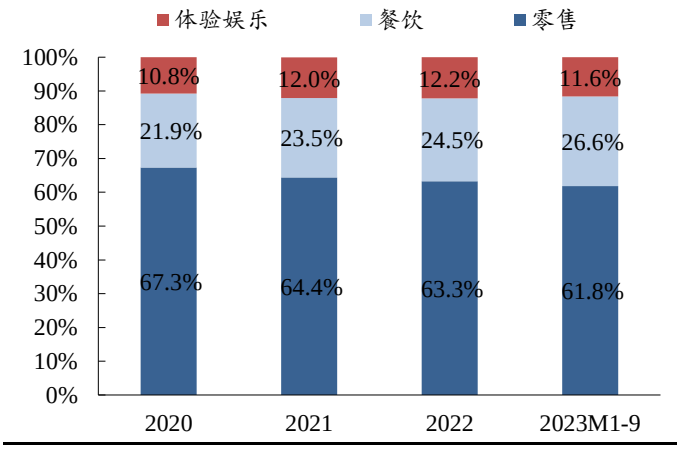

数据来源：各基金招募说明书，东吴证券研究所

电商尤其是近年来崛起的直播电商，凭借着以量换价的低价优势和精准推送的缩短


请务必阅读正文之后的免责声明部分

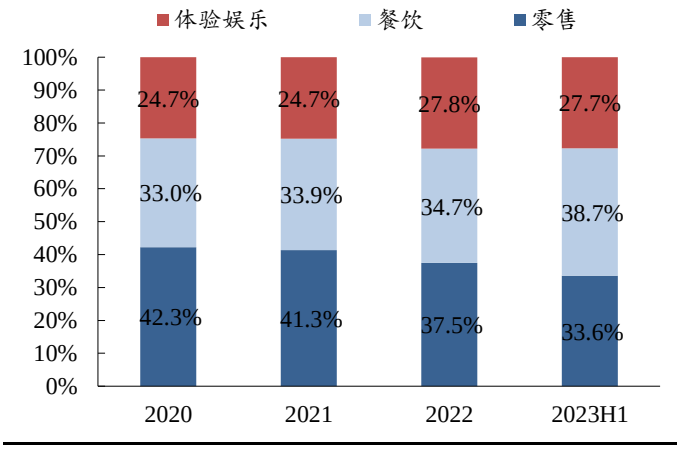
决策路径优势，进一步冲击线下商业份额。适当降低零售业态占比、提高餐饮和文体娱业态占比、减少与电商的正面冲突形成优势互补，已成为当下购物中心业态招调的重要方向之一。观察西溪印象城和长沙览秀城近 4 年的业态收入分布变化可以发现，西溪印象城的零售业态收入占比从 2020 年的 67.3%下降至 2023 年 1-9 月的 61.8%，降幅 5.5pct；长沙览秀城的零售业态收入占比从 2020 年的 42.3%下降至 2023 年 1-9 月的 33.6%，降幅 8.7pct。

**图12：西溪印象城 2020-2023Q3 业态收入分布变化**




数据来源：中金印力消费 REIT 招募说明书，东吴证券研究所

**图13：长沙览秀城 2020-2023Q2 业态收入分布变化**




数据来源：华夏金茂商业 REIT 招募说明书，东吴证券研究所

## 2.3. 收入结构和计租方式

**收入结构我们重点关注抽成租金的收入占比，抽成租金收入占比越高，购物中心相对于租户的话语权越强，往往意味着销售额表现更加强劲，风险报酬率应当较抽成租金收入占比低的资产更低。**

购物中心常用的计租方式有三种：固定租金模式、抽成租金模式、两者取高模式。

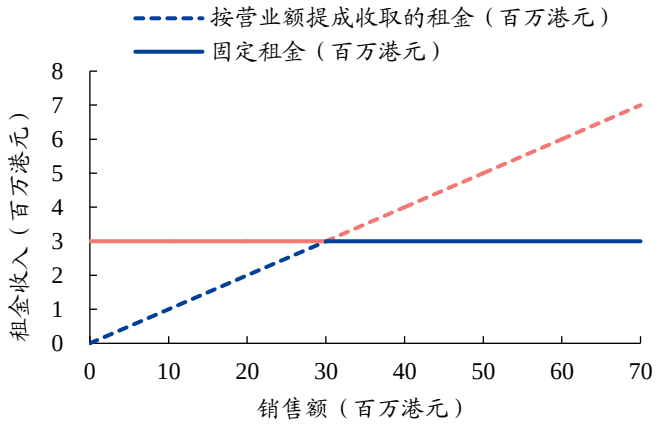
（1）固定租金模式，即租赁合同中约定租金只有保底租金，未约定抽成租金扣率。风险由租户承担，但购物中心无法与租户分享销售额上涨带来的利润。

（2）抽成租金模式，即租赁合同中约定租金只有抽成扣率，未约定保底租金。风险由租户和购物中心共同承担，购物中心可以与租户分享销售额上涨带来的利润。

（3）两者取高模式，即租赁合同中约定的租金收取方式为固定租金/抽成租金取高，同时约定了保底租金单价及抽成扣率。**风险由租户承担，且购物中心可以与租户分享销售额上涨带来的利润。**


请务必阅读正文之后的免责声明部分

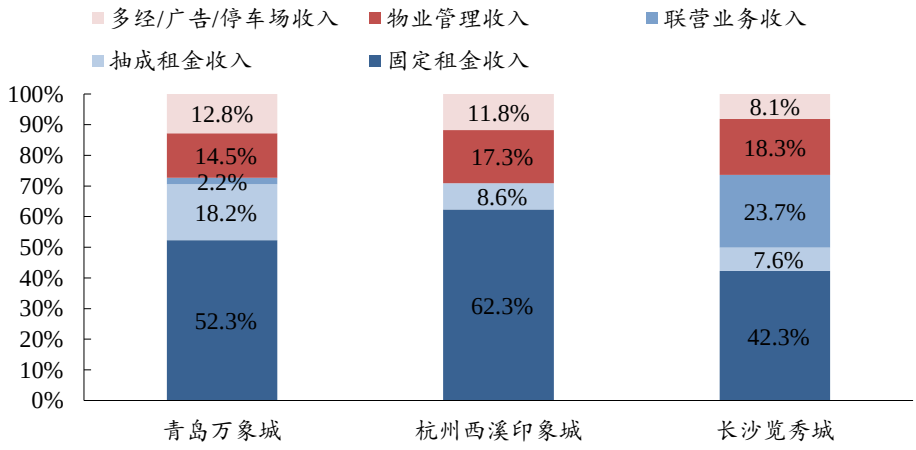
**图14：固租与提成两者取高模式说明图**




数据来源：东吴证券研究所绘制

**青岛万象城/西溪印象城/长沙览秀城的抽成租金收入占比分别为 18.2%/8.6%/7.6%。**租金收入=固定租金+抽成租金+联营租金，我们将三座购物中心口径对齐，整体来看，租金收入占比均在 70%附近。但青岛万象城的抽成租金收入比例最高为 18.2%，展现出较强的销售业绩表现。

**图15：三座购物中心收入结构对比**




数据来源：各基金招募说明书，东吴证券研究所
备注：长沙览秀城为 2023H1 数据外，青岛万象城和西溪印象城为 2023M1-9 数据

## 2.4. 租金水平和租售比

**租金水平越高，增速越快，NOI 的增长率也应当越快。**

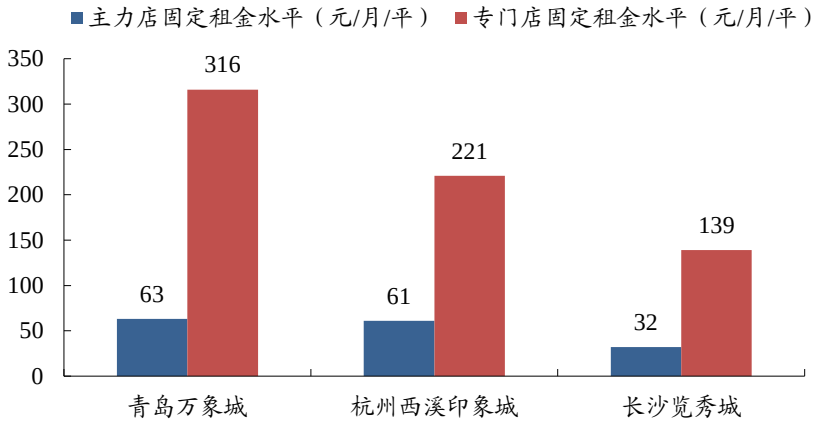
**主力店奠定基础，专门店提供租金水平成长空间。**购物中心通常将门店分为主力店


请务必阅读正文之后的免责声明部分

和专门店。主力店为可以为商场吸引大量客流或有较大品牌影响力的租户，一般具有面积大（租赁面积一般在 1,000 平方米及以上）、租期长（10 年以上）、租金水平较低的特点。而专门店一般具有面积相对较小、租期较短、租金单价较高的特点。

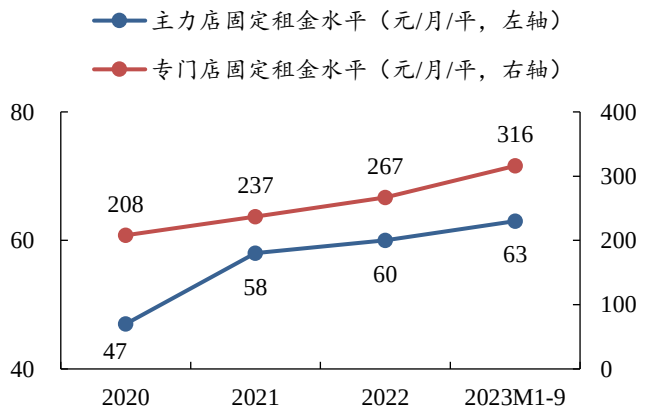
**从租金水平和增速看，我们认为青岛万象城>西溪印象城>长沙览秀城。**从 2023 年的专门店固定租金水平看，青岛万象城/西溪印象城/长沙览秀城分别为 316 元/月/平、221 元/月/平、139 元/月/平；从 2023 年的主力店固定租金水平看，青岛万象城/西溪印象城/长沙览秀城分别为 63 元/月/平、61 元/月/平、32 元/月/平。对比青岛万象城和西溪印象城可以发现，两者的主力店租金水平均呈现稳步增长态势，增速及绝对值都较为接近；但青岛万象城的专门店租金水平增速更快，2020-2023 年的 CAGR 为 15.0%，而西溪印象城仅为 8.9%。

**图16：2023 年三座购物中心主力店和专门店的固定租金水平**



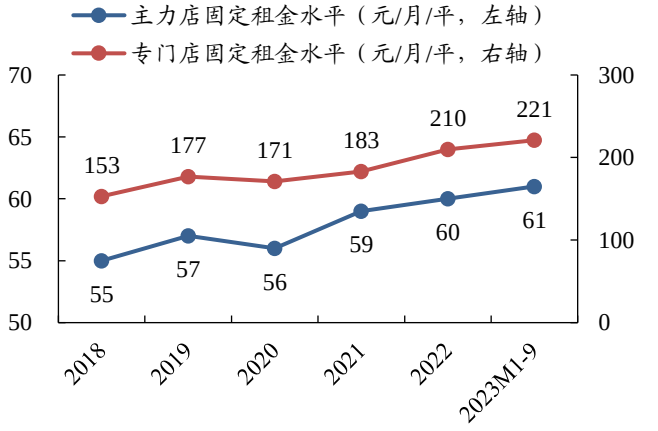

数据来源：各基金招募说明书，东吴证券研究所

**图17：青岛万象城 2020-2023Q3 租金水平变化**




数据来源：华夏华润商业 REIT 招募说明书，东吴证券研究所

**图18：西溪印象城 2018-2023Q3 租金水平变化**



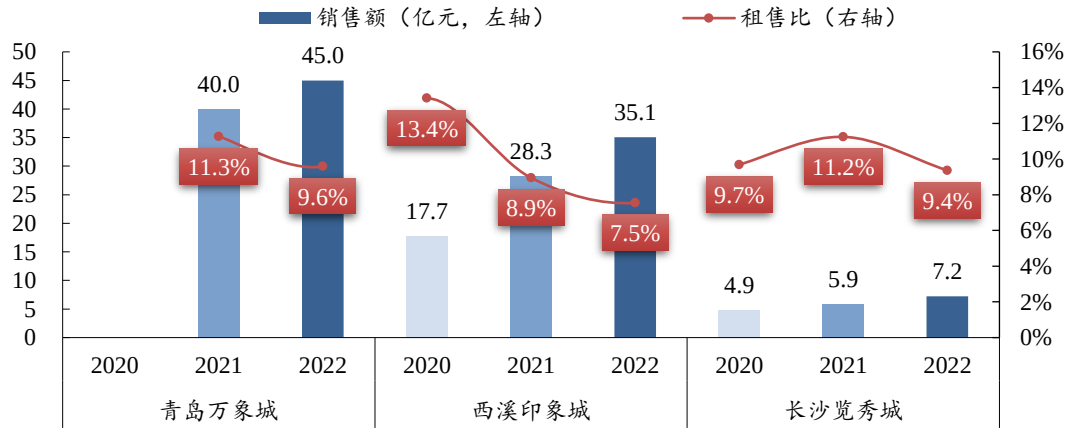

数据来源：中金印力消费 REIT 招募说明书，东吴证券研究所


请务必阅读正文之后的免责声明部分

**租售比=（租金收入+物管费收入）/销售额，良好稳定的租售比代表购物中心与租户间的利益平衡和共赢。**租售比太高意味着租户难以负担高额的租金成本，但租售比太低也意味着购物中心收取的租金较低。如何取得两者利益分配之间的平衡也是购物中心运营永恒的研究课题。通常认为 10-15%的租售比较为合理。

**对比三家购物中心 2022 年的租售比，青岛万象城和长沙览秀城都在 10%附近，西溪印象城在 7.5%左右相对较低。**西溪印象城的租售比自 2020 年逐年下降，很大一部分原因是收租模式以固定租金为主，未来若收租模式不断调整，租售比有较大提升空间。

**图19：三座购物中心 2020-2022 年的销售额和租售比**




数据来源：各基金招募说明书，东吴证券研究所

## 2.5. 前十大租户情况

**前十大租户往往均为具有较强品牌影响力的商户，其经营的稳健情况，决定了购物中心的发展定位。**

从业态看，青岛万象城未公布前十大租户业态，西溪印象城前十大租户以零售为主，而长沙览秀城以文娱配套为主，这也奠定了两家购物中心不同的发展方向。从前十大租户的面积占比和收入占比看，青岛万象城的大租户面积占比小于收入占比，意味着购物中心整体经营效率较高。西溪印象城和长沙览秀城的大租户面积占比高于收入占比，意味着需要靠主力租户引流辐射其他租户，主力租户的重要性更高。

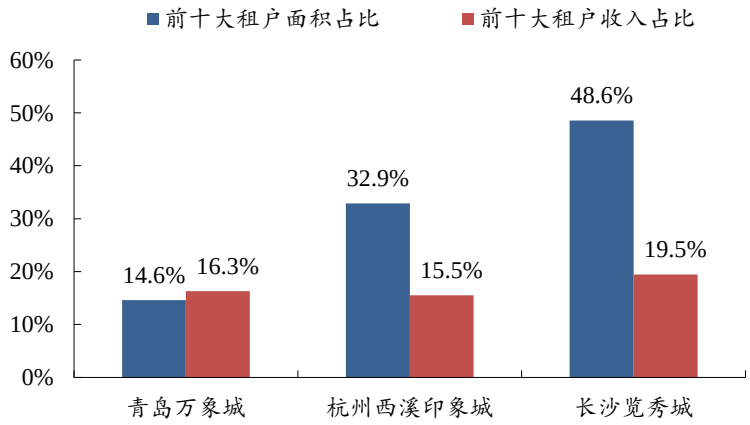

请务必阅读正文之后的免责声明部分

**图20：2023M1-9 前十大租户收入及业态**

| 2023M1-9前十大租户收入及业态（览秀城为M1-6） | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 青岛万象城 | | 杭州西溪印象城 | | 长沙览秀城 | |
| 序号 | 业态 | 租金收入占比 | 业态 | 租金收入占比 | 业态 | 租金收入占比 |
| 1 | | 5.1% | 零售（山姆） | 5.9% | 文娱及配套 | 4.6% |
| 2 | | 2.4% | 零售 | 1.9% | 餐饮 | 2.9% |
| 3 | | 1.4% | 零售 | 1.2% | 文娱及配套 | 2.2% |
| 4 | | 1.1% | 零售 | 1.1% | 文娱及配套 | 2.2% |
| 5 | 未披露 | 1.1% | 零售 | 1.1% | 文娱及配套 | 1.9% |
| 6 | | 1.1% | 零售 | 1.0% | 零售 | 1.3% |
| 7 | | 1.1% | 娱乐 | 0.9% | 零售 | 1.2% |
| 8 | | 1.0% | 娱乐 | 0.8% | 文娱及配套 | 1.2% |
| 9 | | 1.0% | 零售 | 0.8% | 文娱及配套 | 1.1% |
| 10 | | 1.0% | 娱乐 | 0.8% | 文娱及配套 | 0.9% |
| 合计 | | 16.3% | | 15.5% | | 19.5% |

数据来源：各基金招募说明书，东吴证券研究所

**图21：三座购物中心前十大租户的面积占比和收入占比**




数据来源：各基金招募说明书，东吴证券研究所

## 2.6. 租约到期情况

**剩余租期越长，意味着换铺机会越少，购物中心的稳定性越强，但租金增长潜力偏弱（通常换铺的租金增长幅度>续约的租金增长幅度）。因此从租约到期情况我们可以看出购物中心在稳定与成长之间的取舍。**主力店作为购物中心的基石，通常租约较长。以长沙览秀城为例，主力店剩余租期高达 7.7 年，这使得购物中心未来租金收入的稳定性较高。

**从加权平均剩余租期看，青岛万象城/西溪印象城/长沙览秀城分别为 2.5 年/3.6 年/5.0 年。**从到期时间分布看，青岛万象城 65.1%的租户在 2024-2026 年之间到期，而西溪印象城 60%的租户在 2026 年及以后到期，长沙览秀城 50.6%的租户在 2028 年及以后到期。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

图22：三座购物中心到期时间分布对比

| 到期时间 | 青岛万象城 | 杭州西溪印象城 | 长沙览秀城 |
|---|---|---|---|
| 2023 | 5.8% | 6.7% | 5.4% |
| 2024 | 65.1% | 19.2% | 23.0% |
| 2025 | | 14.1% | 5.5% |
| 2026 | | 60% | 9.8% |
| 2027 | 29.1% | | 5.7% |
| 2028及以后 | | | 50.6% |
| 加权平均剩余租期（截至2023年9月） | 2.5年 | 3.6年 | 5.0年 |
| 其中：主力店 | 4.4年（面积占比30.7%） | 5.7年（面积占比29.5%） | 7.7年（面积占比54.7%） |
| 其中：非主力店 | 1.6年（面积占比69.3%） | 2.7年（面积占比70.5%） | 1.1年（面积占比45.3%） |

数据来源：各基金招募说明书，东吴证券研究所

## 3. 分派率背后的故事

**简单来讲，我们可以通过资本化率判断底层资产估值，通过分派率判断 REITs 产品的投资价值。但是从资本化率到最终的分派率需要经历一系列计算，而预留现金调节以及外部杠杆都会对分派率产生较为明显的提升作用。这些影响因素可能在未来发生变化，例如对外借款到期一次性还本或预留现金消耗完毕，因此今年的分派率不代表未来的分派率。同时，在做横向的投资价值比较时，我们也应该尽量还原以上因素的影响。**

### 3.1. 从资本化率到分派率需要经历哪些计算

如下图所示，从资本化率到分派率可分为以下 5 个计算步骤，影响分子的主要指标有管理费用、其他支出、预留现金调节、对外借款利息。需要注意的是在最后一个步骤中，虽然分子变小，减去了对外借款的利息，但与此同时分母也变小减去了对外借款金额。因此最终导致分派率的提升。

（1） CAP RATE=NOI/资产估值

（2） EBITDA YIELD=EBITDA/资产估值，EBITDA=NOI-管理费用（包含基金固定管理费、托管费、部分营运管理费等）+公允价值变动损益（如有）

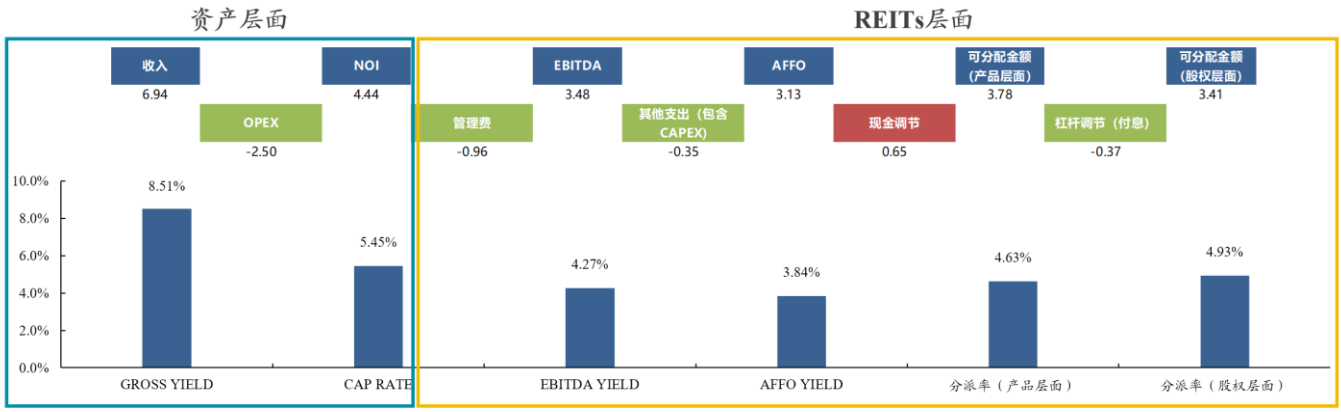
（3） AFFO YIELD=AFFO/资产估值，AFFO=EBITDA-其他支出（包含资本性支出、应收及应付款项变动等）

（4） 分派率（产品层面）=可供分配金额（产品层面）/资产估值，可供分配金额=AFFO+预留现金调节


请务必阅读正文之后的免责声明部分

（5） 分派率（股权层面）=（可供分配金额（产品层面）-利息）/（资产估值-对外借款）=可供分配金额（股权层面）/基金募集规模

**图23：从资本化率到分派率经历的计算流程示意图**




数据来源：各基金招募说明书，东吴证券研究所

## 3.2. 三支消费类 REITs 管理费的不同

**三支 REITs 的基金固定管理费和基金托管费基本一致，差异主要在于运营管理费用（包括基础管理费和浮动管理费）。**

从财报科目上看，金茂览秀城的运营管理费用在营业成本科目；西溪印象城的运营管理费用在管理费用科目；青岛万象城的运营管理费用一部分在营业成本科目，一部分在管理费用科目。**当运营管理费用计入营业成本科目时，NOI 会下降，从而影响底层资产的估值水平。**

从具体收费模式上看，金茂览秀城的运营管理费用抽成比例最高为：当年实收运营收入×（27%~32%）；青岛万象城的运营管理费用次之为：项目公司营业收入×（10.5%~11.4%）+项目公司经营利润×8%；西溪印象城的运营管理费用抽成比例最低为：项目公司总收入×8.5%+项目公司 NOI×8%。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

**图24：三支消费类 REITs 管理费一览**

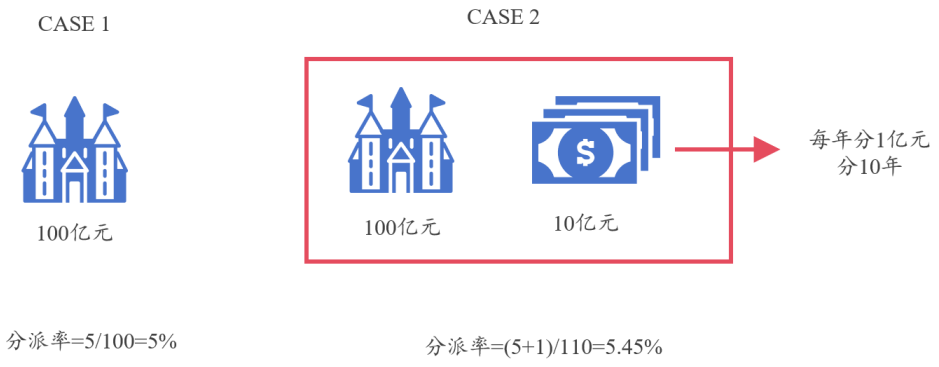
| | | 青岛万象城 | 杭州西溪印象城 | 金茂览秀城 |
|---|---|---|---|---|
| 管理费用 | 基金固定管理费 | 0.2%×上年度合并报表NAV（0.16%基金管理费+0.04%计划管理费） | 0.2%×上年度合并报表NAV | 0.2%×上年度合并报表NAV（0.16%基金管理费+0.04%计划管理费） |
| | 基金托管费 | 0.01%×上年度合并报表NAV | 0.01%×上年度合并报表NAV | 0.01%×上年度合并报表NAV |
| | 基础管理费 | 项目公司营业收入×4%+项目公司经营利润×8%。 | 项目公司总收入×8.5%+项目公司NOI×8% | |
| | 浮动管理费 | | （实际NOI-目标NOI）×20% | |
| 营业成本 | 基础管理费 | 项目公司营业收入×（6.5%~7.4%） | | 当年实收运营收入×（27%~32%） |
| | 浮动管理费 | （实际NOI-目标NOI×105%）×15% | | （实际运营净收益-目标运营NOI）×（10%~20%） |

数据来源：各基金招募说明书，东吴证券研究所

## 3.3. 预留现金调节对分派率的提升作用

根据公式：预留总费用+其他调整项=基础设施基金募集资金总额+项目公司对外借款总额-项目公司股权的转让价款-项目公司的其他应付款可以看出，在购买项目公司股权后，可能会沉淀一部分资金，在报表中体现为“年初现金余额”科目。**这部分沉淀资金往往用于重大资本性支出例如基础设施项目的购入，若未能用于资本性支出，也可以将沉淀资金通过向投资者分配来充实投资者的投资收益，提升分派率**。图 25 为某 REIT2024-2025 年可供分配金额预测表，可以看到 2025 年的预留现金为 4.83 亿，若每年从中分派 0.40 亿元，还可以分派约 12 年左右。

**图25：预留现金对分派率提升作用示意图**




数据来源：东吴证券研究所绘制

**图26：某 REIT2024-2025 年可供分配金额预测表**


请务必阅读正文之后的免责声明部分

| 单位（亿元） | 2024 | 2025 |
|---|---|---|
| 今年的ebitda | 3.48 | 3.88 |
| 其他支出 | -0.71 | -0.63 |
| **理论可供分配金额** | **2.76** | **3.25** |
| 购买项目公司股权后剩余现金 | 5.88 | 5.23 |
| 预留现金 | -5.23 | -4.83 |
| 分派现金 | 0.65 | 0.40 |
| **实际可供分配金额** | **3.41** | **3.65** |

数据来源：某 REITs 招募说明书，东吴证券研究所

### 3.4. REITs 杠杆对分派率的提升作用

**随着实体经济融资成本下降，合理利用负债，可以为基金份额持有人创造更高价值。**根据《基础设施基金指引》第二十八条的规定：“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，且**基金总资产不得超过基金净资产的 140%。**”即贷款比例不超过 28.6%。

华夏华润商业 REIT 和中金印力消费 REIT 的贷款比例均在 15%左右，浮动利率均为 5 年期 LPR-122bp，利率较低。还款计划方面，两个基金均呈现出前少后多的情况。以中金印力消费 REIT 为例，贷款期限为 15 年，前 2 年每年还本 50 万元，后续 12 年还本 1%（598 万元），贷款到期当年还本 5.25 亿元，若不进行续贷预计将对当期的可供分配金额造成一定不利影响。

**图27：华夏华润商业 REIT 和中金印力消费 REIT 的还款借本安排**

| 指标 | 青岛万象城 | 西溪印象城 |
|---|---|---|
| 基础设置资产估值（亿元） | 81.47 | 39.59 |
| 贷款金额（亿元） | 12.303 | 5.98 |
| 贷款比例 | 15.1% | 15.1% |
| 贷款利率 | 浮动利率：5 年期以上LPR-122BP（2.98%） | 浮动利率：5 年期以上LPR-122BP（2.98%） |
| 贷款期限 | 10年 | 15年 |
| 还款计划 | 前2年每年还本10 万元，后续7年还本1%（1230万元），第10年剩余到期一次性结清（11.44 亿元） | 前2年每年还本50 万元，后续12年还本1%（598 万元），第15年剩余到期一次性结清（5.25 亿元） |

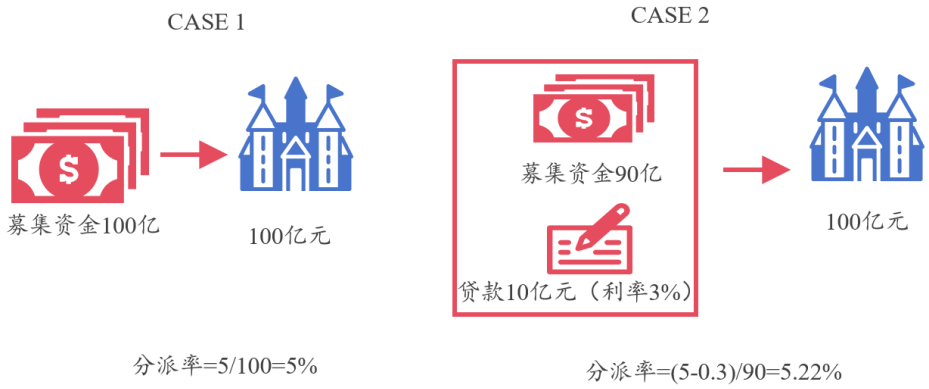
数据来源：各基金招募说明书，东吴证券研究所

**只要贷款利率低于资产收益率，就能带来正杠杆效果，提升股权层面的分派率。**以中金印力消费 REIT 为例，有对外借款的 2024 年的分派率为 5.05%，较无对外借款的 2024 年分派率 4.76%提升 0.30pct。在控制融资风险的前提下，满足以基金份额持有人利


请务必阅读正文之后的免责声明部分

益优先为原则的资本管理目标，并通过保持间接融资能力提升基金长期的抗风险能力。

**图28：杠杆对分派率提升作用示意图**




数据来源：东吴证券研究所绘制

**图29：中金印力消费 REIT 有无对外借款的分派率变动**

| | 有对外借款 | 无对外借款 | 分派率变动 |
|---|---|---|---|
| 2023 年 10-12 月分派率 | 4.25% | 4.09% | 0.16 pct |
| 2024 年分派率 | 5.05% | 4.76% | 0.30 pct |

数据来源：中金印力消费 REIT 招募说明书，东吴证券研究所

## 4. 总结及投资建议

通过对三支消费类 REITs 的研究分析，我们得出以下结论：（1）消费类 REITs 底层资产的估值是否合理，不能从资本化率简单判断，而需要结合基本面情况逐一分析 NOI 增长率和折现率是否合理；我们认为按照折现率由低到高排列，青岛万象城<西溪印象城<长沙览秀城；按照 NOI 增长率排列，青岛万象城>西溪印象城>长沙览秀城。（2）REITs 的投资价值也不能简单从分派率去判断，预留现金调节以及外部杠杆都会对分派率产生较为明显的提升作用。这些影响因素可能在未来发生变化。某个时点的分派率并不代表未来的分派率。

随着政策支持力度加大，我国公募 REITs 试点范围逐步扩大，建议关注底层资产经营状况良好，分派率较高的 REITs 项目，包括华夏华润商业 REIT/中金印力消费 REIT/华夏金茂商业 REIT。同时考虑到公募 REITs 发展对持有型物业“投融管退”一体化进程具有重要推动作用，可以帮助地产开发商优化资产负债表，穿越周期。建议关注拥有大量优质持有型物业储备、经营稳健财务健康的开发商，推荐：华润置地、招商蛇口、越秀地产，建议关注：龙湖集团、中国海外发展。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

## 5. 风险提示

（1） 市场经营环境超预期恶化：实际经营过程中，有可能由于竞争激烈，消费萎靡等因素导致市场经营环境恶化，从而影响底层资产的租金收入下滑，对基金分配造成不利影响；

（2） 政策边际变化：市场政策具有较强的不确定性，可能导致投资风险加大；

（3） REITs 数据时效性及完整性风险：底层资产的经营情况数据时效性较强，同时数据整理可能发生遗漏或缺失，对投资建议产生影响。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn