

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

浅谈产权类REITs投资逻辑 ——收租资产系列报告之六

行业深度报告 地产行业强于大市（维持）

证券分析师

杨侃 投资咨询资格编号：S1060514080002

王懂扬 投资咨询资格编号：S1060522070003

2024年08月02日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

投资要点

- **“资产荒”背景下，原始权益人剥离优质资产动因何在？** “资产荒”下市场优质资产供给稀缺，我们认为原始权益人愿意剥离其优质资产发行公募REITs一是出于出表融资、降低负债，原始权益人降低负债率后可重新获取其他增量资金支持，盘活资产；二是当前非一线城市核心资产缺少其他盘活路径，难以通过私募市场转让，如若原始权益人已发行公募REITs，即存在定价锚，或更有助于其持有型物业私募交易。
- **剩余年限、资本化率、折现率等为资产评估核心指标：**公募REITs以“收益法”中“现金流折现法”作为主要估值方法，核心参数包含预测期内的运营净收入NOI、CAPEX、折现率、收益年限等。投资者关注REITs收益主要是底层资产增值收益及派息收益，通常用CAP RATE衡量底层资产资质，分派率衡量二级市场投资价值，但仍需通过底层资产多维基本面情况充分论证风险报酬率、NOI增长率、折现率等合理性；此外预留现金调节、杠杆利息支出等亦会对分派率产生影响，对比海外，国内REITs仍较少使用杠杆撬动分派收益率。收益年限方面，若项目收益水平进入成熟稳定期，CAP RATE会随年限缩短明显提高，进而影响项目估值，如嘉实物美消费REIT资本化率明显相对较高；资本化率方面，我们通常对比参考大宗交易，如领展2021年、2024年收购七宝万科广场50%权益，尽管资产账面估值增幅约7.3%，但交易定价对应Cap Rate由4.8%上升至6.5-7%，除卖方处于流动性压力急于出售优质资产外，亦反映当下投资人对于零售大宗交易要求回报率有所提高；折现率以无风险利率与风险报酬率累加法计算，无风险报酬率参照时点十年到期国债收益率，风险报酬率更多为主观赋值，主要包含投资不动产风险补偿、缺乏流动性风险补偿，叠加评估底层资产实体状况、供需情况及经营状况等。
- **产权类REITs中保障房等弱周期属性品类及项目表现良好：**年初以来保障房REITs因运营稳定且具备抗周期性，涨幅居前，其中中金厦门安居REIT、华夏北保REIT资产更优，出租率/租约更具保障，相对收益明显。仓储/产业园与宏观经济关联性较强，出现租金&租约不稳定(以价换量)、租约期限缩短、净利润波动大、拟发行REITs剔除项目、估值打折等现象，上市以来二级市场整体表现不佳，但红土创新盐田港REIT兼具一线城市地理位置、港口高标仓等稀缺性，产业园REIT中底层资产为高标准生产厂房的临港REIT、东久REIT，表现相对稳定。消费基础设施中嘉实物美消费REIT固租收入占比高，超市业态的民生服务属性强，虽缺少收入弹性但安全垫足，亦有明显相对收益；评估购物中心则相对看重零售业态收入、抽成及取高租金、多经收入占比，占比高通常反映运营能力较强，如华夏华润商业REIT；此外国内首只以奥特莱斯为底层资产的消费基础设施REIT获批，其联营模式与销售额关系更为紧密，业态优劣势并存，资本化率通常比同区位购物中心高约0.5%-1.0%。
- **投资建议：**在当前鼓励存量资产盘活、缓解地方财政压力背景下REITs市场利好不断。一级市场发行方面，年内消费基础设施REIT完成首发上市，1014号文推动REITs常态化发行，不再对投资收益率统一要求，对发行资产范围进行扩充与完善（新增市场化租赁住房、养老设施等，酒店写字楼若与消费基础设施物理上不可分割、产权上归属于同一原始权益人的，也可纳入项目底层资产），放宽回收资金使用限制等，有望激发市场活力，做大市场规模；二级交易层面，公募REITs拟纳入社保基金投资范围，推动FOF参与投资基础设施REITs、会计记账方式上原始权益人及投资者可将REITs确认为权益属性产品等，亦从交易层面引入资金活水。我们认为拥有优质存量持有型资产、运营能力成熟的地产商有望受益，建议关注华润置地、万科A等，同时建议关注运营与分派率均较为稳定的REITs配置机会。
- **风险提示：**1) 国内经济增速回落，产业收入、消费增速大幅下行；2) 市场竞争加剧导致净利润下滑；3) 利率波动影响。



目录CONTENTS

● 前言

● 资产评估核心指标

● 各类型资产需关注的要点

● 投资建议与风险提示

- ▶ 近期产权类REITs（底层资产为消费基础设施、仓储物流、产业园区、保障性租赁住房等）有几大关注事件：
- **首支以奥特莱斯项目为底层资产的消费基础设施REITs获批：**继4只产品首发上市发行后，近日又有两只产品（华安百联消费REIT、华夏首创奥特莱斯REIT）获批、其中华夏首创奥特莱斯REIT是国内首只以奥特莱斯项目为底层资产的消费基础设施REITs；
- **中金普洛斯REITs出现大面积退租导致空置期延长事件，华泰紫金宝湾物流REIT申报删除部分底层资产：**中金普洛斯REITs昆山项目主要承租人江苏京速递提前大面积退租（截至2024年1季度末，江苏京速递承租昆山普淀项目占昆山普淀项目租赁面积87.8%，占基金全部基础设施项目可租赁面积13.68%），其中2024年8月31日到期租赁面积拟不续约，双方协商约定于2024年6月30日退租8.2万平方米，尽管2024年6月30日退租面积8.2万平方米中，已与替换租户完成7.1万平方米租赁签署，但起租日为2024年9月1日，租赁期限仅1.8年。5月6日华泰紫金宝湾物流仓储REIT获深交所审核通过，因廊坊市高标仓新增供应较多，整体空置率大幅上升、去化压力较大拟删除廊坊宝湾物流园，以天津、南京和嘉兴三个仓储物流园作为首发资产，亦是REITs项目首次在申报反馈中出现删除底层资产的情况。
- **产业园区REITs发行估值打折：**易方达广州开发区高新产业园REIT、博时天津科工产业园REIT、中金重庆两江产业园REIT因底层资产租金下调、出租率下滑，拟对底层资产采取降低估值操作，下调幅度约15-16%。
- ▶ 因此本篇报告将聚焦如何评估底层资产、原始权益人对于优质资产的发行意愿等展开讨论。



目录CONTENTS

● 前言

● 资产评估核心指标

● 各类型资产需关注的要点

● 投资建议与风险提示

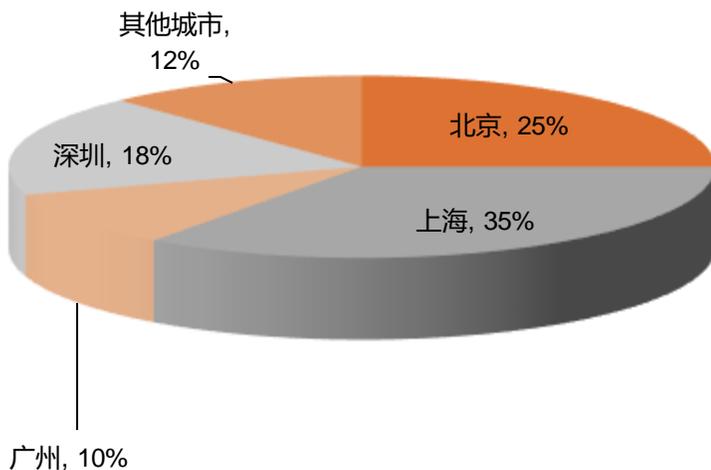
资产荒的背景下，原始权益人剥离优质资产动因何在？

- 当前“资产荒”的背景下优质资产供给稀缺，我们认为原始权益人愿意剥离其优质资产发行公募REITs，主要出于以下原因：
 - 出表融资，降低负债，原始权益人重新获取其他资金支持，盘活资产。以平安广州广河REIT为例：根据广东国资委官网数据，发行广河REIT后，广州交投集团资产增加46亿元，负债减少26亿元，资产负债率从68%降至63%，资产负债率下滑对应带来的融资空间增加逾200亿元，一定程度上可解决未来基础设施建设项目资金需求。
 - 非一线城市核心资产缺少其他盘活路径，大宗交易仍有局限性：根据戴德梁行统计，大宗交易市场更多集中于4个一线城市的写字楼、综合体等业态，其他非一线城市资产仍难以通过私募市场转让。如若原始权益人已有资产发行公募REITs，即存在定价锚，或有助于其持有型物业私募交易。
- 除企业战略（构建轻资产模式体系、享受税收优惠）外，原始权益人还需统筹考虑财税成本、合规问题等，早年项目不排除手续补办等流程；同时仍要为REITs入市做市销售、承受价格波动、引入长期资金等做好铺垫。

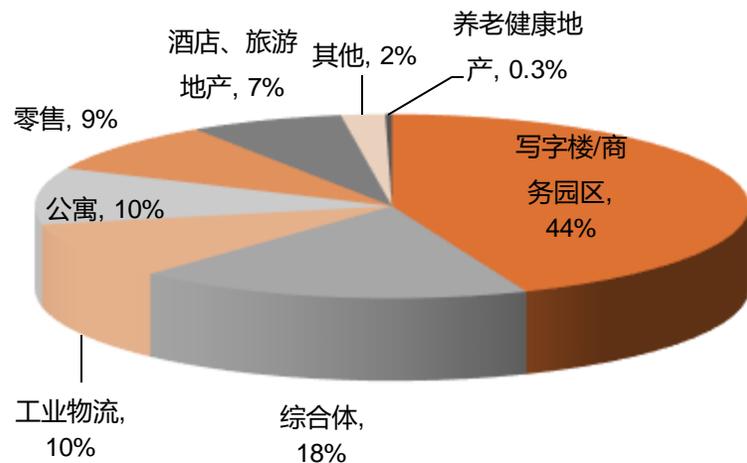
① 十年期国债收益率走低



② 戴德梁行大宗交易（2023年，按城市投资总额）



③ 戴德梁行大宗交易（2023年，按资产投资总额）



以收益法为主要估值方法，需关注折现率合理性、现金流等指标

- **以收益法作为底层资产的主要估值方法：**资产评估的常用方法分为：市场法、成本法和收益法。当前国内同类型基础设施交易案例较少，且用重置成本评估底层资产难度较大，市场普遍使用收益法对REITs底层资产进行评估。
- **收益法又可分为直接资本化法与现金流折现法，后者适配度较高：**直接资本化法即用（未来1年NOI/CAP RATE）计算，但估算结果受CAP RATE影响较大，且通常为经验值，同类型资产基本面差异较大，可比性弱；考虑REITs底层资产通常为收益性物业，其收益开支具备持续性与可预测性，我们通常使用现金流折现法进行估算（同时使用其他估值方法进行校验），核心参数包含预测期内的运营净收入NOI、CAPEX、折现率、收益年限（土地使用权年限、经营权剩余年限、固定资产使用寿命）等。

◎ 现金流评估的重要维度

现金流条件

- 合规性收入、市场化（不含第三方补贴等非经常性收入）
- 行业分布合理、区域竞争优势
- 土地使用年限、固定资产使用寿命、运营成本、折现率

历史现金流

- 稳定性（异常波动）、分散性（穿透后现金流提供方多元、重要提供方资信良好）

现金流评估维度

关联交易及风险

- 关联交易定价公允性与必要性，项目运营独立性与稳定性、相应风险缓释措施

分配金额测算

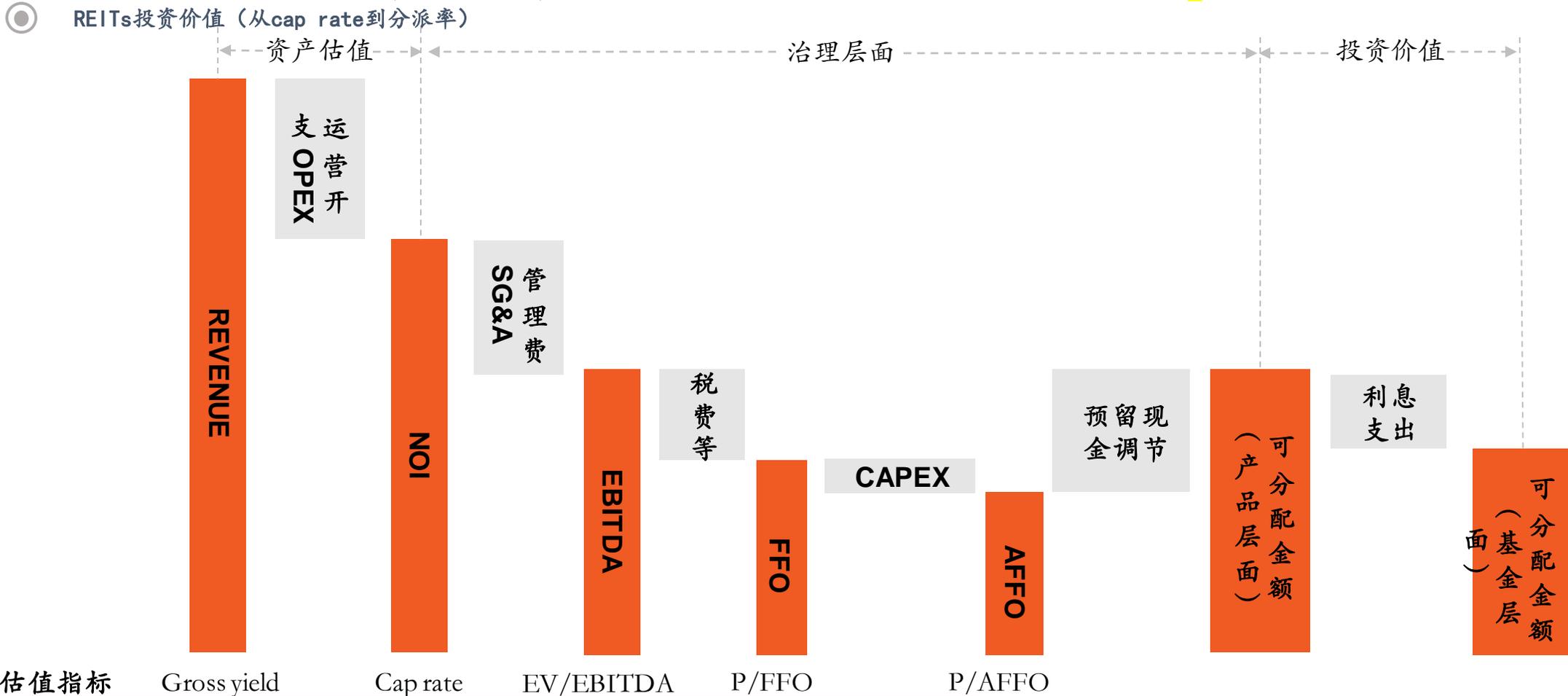
- 可比项目，宏观与区域环境、业态及用途、定期评估、评估与测算可供分配金额差异比例超5%，需披露原因

大修支出

- 未来大修支出与历史水平是否具有延续性、与运营年限匹配

从底层资产到投资价值（从cap rate到分派率）

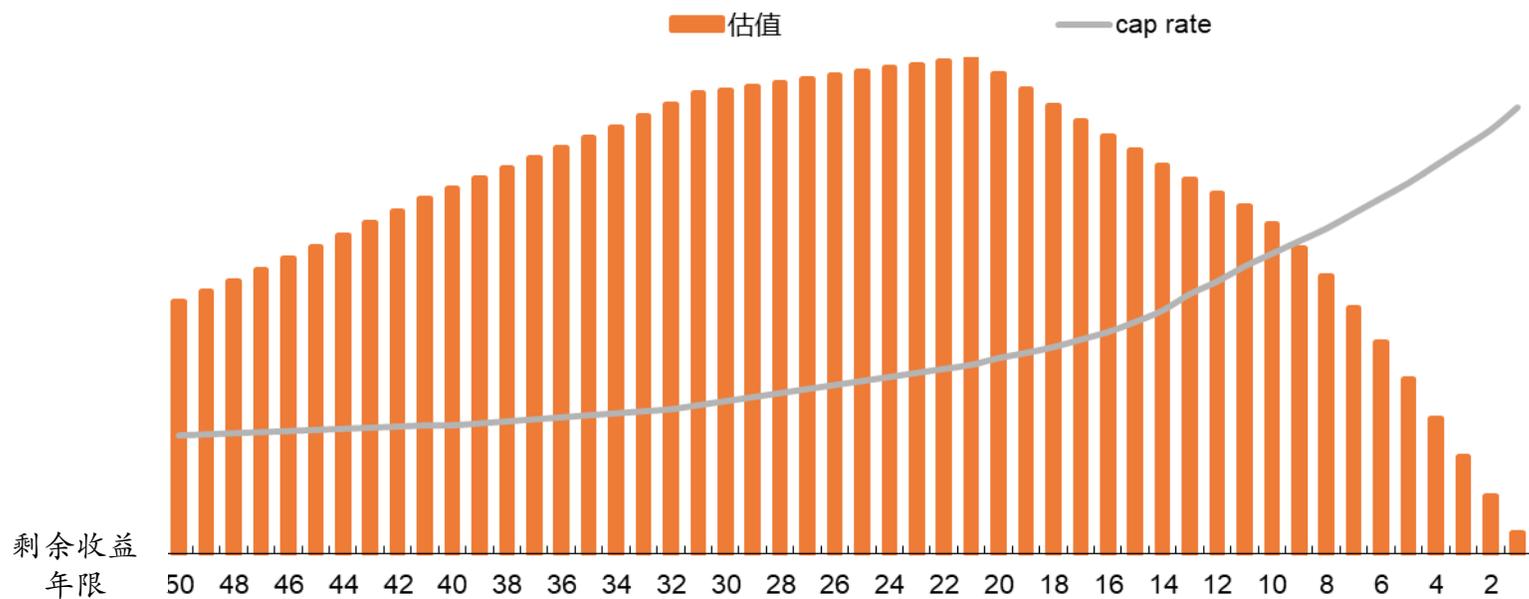
➤ 投资者关注REITs收益主要是底层资产增值收益及派息收益：我们通常用CAP RATE衡量底层资产资质，分派率衡量REITs投资价值，但我们仍需通过底层资产的多维基本面情况充分论证风险报酬率、NOI增长率、折现率等合理性，此外预留现金调节、杠杆利息支出等亦会对分派率产生影响。其中预留现金调节可用于资本性支出，也可用于提升分派率；利息支出方面，若资产回报率高于融资成本，亦可提升基金分派率。与监管政策有关，对比海外，当前国内REITs仍较少使用杠杆撬动分派收益率。



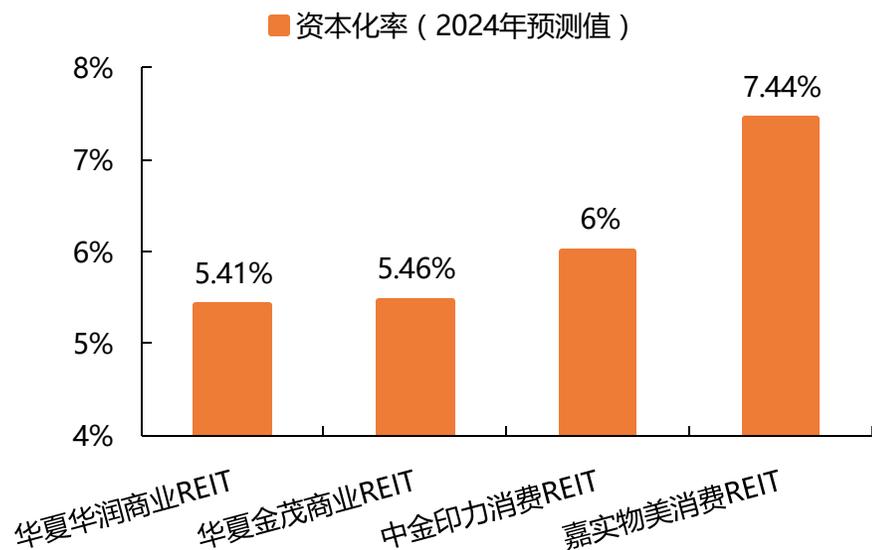
关注剩余年限对估值影响

- ▶ 产权类REITs收益年限一般取“基础设施项目土地使用权的剩余使用年期”和“基础设施项目剩余经济耐用年限”两者较小值。收益法估值受收益年限影响，如若项目收益水平进入成熟稳定期，cap rate会随年限缩短明显提高，进而影响项目估值。
- ▶ 以首批4单消费基础设施REITs为例，青岛万象城/西溪印象城/长沙览秀城/物美的上市剩余收益年限分别约为28年/25年/29年/19-21年（统一以基金招募说明书中日期为基准日），消费基础设施REITs整体剩余年限短于其他类型产权类REITs，其中物美剩余收益年份较短，因而资本化率相对较高。

● 剩余收益年限减少带来项目估值下滑及cap rate要求上升（下图仅为走势图，不代表实际价格）



● 首批4单消费类REITs Cap Rate比较（未扣除资本性支出）



合理评估资本化率，当下投资人对回报率要求趋高

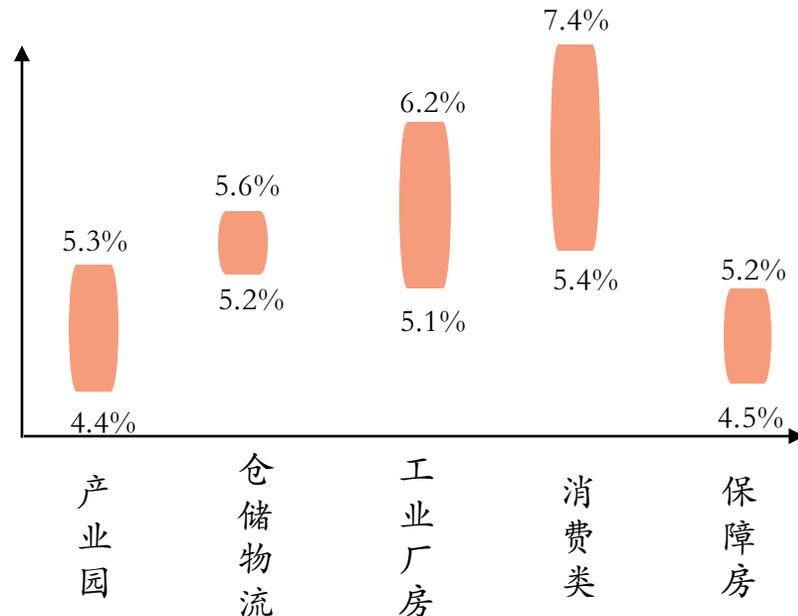
➤ 同类型资产项目，需根据所处区域等合理确定资本化率中的“风险溢价”；跨类型资产比较时，需注意消费基础设施REITs公布的Cap Rate通常并未计入资本性支出（大宗交易统一口径），主要系商场若涉及改造维修，资本性支出具有一定的不确定性（单年波动较大），但评估项目估值时会考虑。

➤ **当下投资人对回报率要求趋高：**据领展房产基金（0823.HK）公告，2021年领展收购七宝万科广场50%权益，2024年2月领展完成剩余50%权益收购，成为该项目唯一持有人。对比同一交易对手方的对于同一物业的两笔交易，尽管2023年该项目营收较2021年提升近17%，且项目长期维持约 95% 出租率，账面资产估值由65.8亿元提升至70.6亿元（增幅约7.3%），根据戴德梁行估计资产交易定价Cap Rate从4.8%上升至6.5%以上水平，但2024年交易定价（52亿元）低于资产估值（70.6亿元）约26.3%；除卖方处于流动性压力急于出售优质资产外，亦反映当下投资人对于零售大宗交易要求回报率有所提高。

七宝万科广场50%权益交易（2021年 VS 2024年）

	2021年	2024年
交易	50%权益	50%权益
资产估值（亿元）	65.8	70.6
50%权益交易对价（亿元）	27.7	23.8
对应资产定价（亿元）	64	52
商业建筑面积（万平方米）	14.9	14.9
折合单价（万元/平米）	4.3	3.5
Cap Rate（推测值）*	4.8%	6.5-7%

国内公募REITs Cap Rate大致范围（上市时点）



资产估值及二级价格假设对应cap rate（资产估值以100为基准值，以直接资本化法计算）*

假设条件	资产估值	发行溢价率	IPO发售价格	二级市场涨幅	二级市场交易价格
资产估值	100		105		115.5
资本化率	5%	5%	4.8% (隐含资本化率)	10%	4.3% (隐含资本化率)

注：假设未来1年NOI=资产估值100*资本化率5%不变；资料来源：戴德梁行，基金公告，平安证券研究所

折现率以累加法求取，综合分析风险报酬率合理性

- **折现率的细项参数分为无风险利率与风险报酬率：**无风险报酬率通常参照时点十年到期国债收益率确定，当前国债收益率下行，因而（以消费基础设施REITs为例）拟上市2单REITs无风险报酬率较首批下滑。风险报酬率（主观赋值）主要体现投资人对长期投资超出安全利率以外的回报要求，主要包含投资不动产的风险补偿、缺乏流动性风险补偿，再综合评估底层资产实体状况、供需情况及经营状况、行业及管理负担等，得到风险报酬率。
- 通常一线城市大宗交易流动性更强、经济/人口基础更好，风险报酬率较低，如华安百联消费REIT折现率属同类型较低水平；同属新城区的长沙金茂览秀城和杭州西溪印象城，因运营表现差异问题，风险报酬率取值亦有不同。

◎ 首批4单及拟上市2单消费类REITs折现率拆分（以各基金招募书公布时点为准）

拆分细项	中金印力消费REIT	华夏华润商业REIT	华夏金茂商业REIT	嘉实物美消费REIT	华安百联消费REIT（拟上市）	华夏首创奥特莱斯REIT（拟上市）	
项目	杭州西溪印象城	青岛华润城	长沙览秀城	4个北京超市	上海又一城购物中心	武汉首创奥莱	济南首创奥莱
无风险报酬率	2.68%	2.68%	2.64%	2.69%	2.56%	2.56%	2.56%
风险报酬率——投资不动产风险补偿均值	3.5%		3.5%	3.3%：投资风险补偿率2.5%+流动性风险1.5%-投资优惠率如融资0.7%	3.5%	3.5%	3.5%
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%	4.375%	1%	1%	0.375%	1.87%	2.13%
折现率	7%	7%	7.25%	7%	6.5%	8%	8.25%

注：折现率通常按照0.25%归整；资料来源：各基金招募说明书，平安证券研究所



目录CONTENTS

① 前言

② 资产评估核心指标

③ 各类型资产需关注的要点

④ 投资建议与风险提示

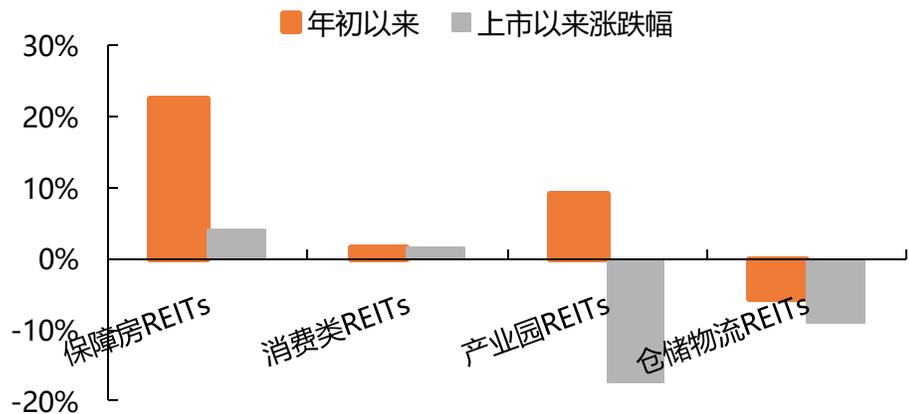
各类型底层资产各有差异，当下弱周期属性品类及项目表现良好

	产业园	保障房	消费基础设施	仓储物流
流动性与资产交易活跃度	存在大宗交易市场，可用于CAP RATE定价	大宗交易不活跃	大宗交易活跃，可用于CAP RATE定价	存在大宗交易市场，可用于CAP RATE定价
区域	一线及核心二线，对产业、配套、交通敏感	一线及核心二线，对配套、交通敏感	各城市能级间有差异	依托城市集群，对交通敏感
行业及管理	租户分散、经营管理难度低，较为标准化	租户分散、经营管理难度低	租户分散、有一定经营管理难度	租户集中、经营难度较低但管理运营难度较高、行业集中
经营模式及收入来源	租金+物业管理费；纯租赁获取收入	租金收入为主；纯租赁获取收入	多元化：租金+多经等+物业费	租金+物业管理费；纯租赁获取收入
与产业、政策、经济关联性	强	弱	强	强
其他对比及需关注维度	资本支出、现金流稳定性、可扩募性等			

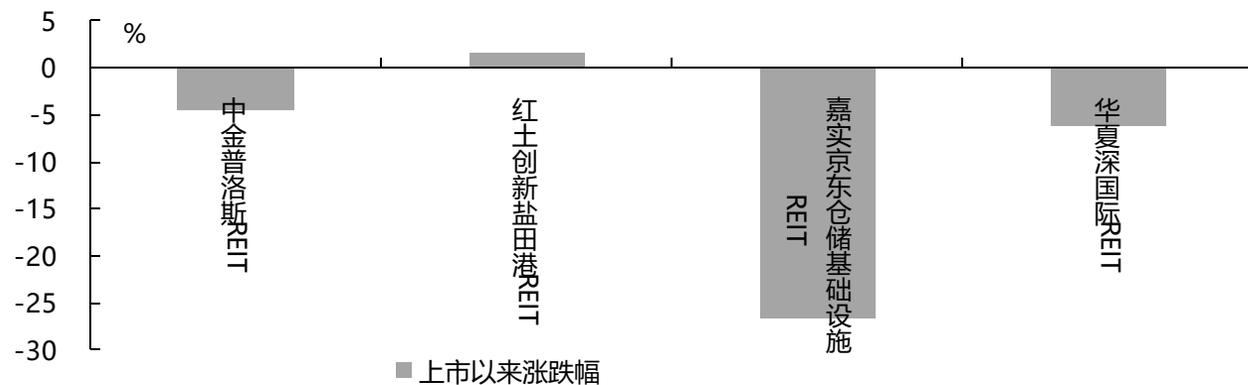
仓储/产业园租约租金不稳，权益属性更重（波动大）

- 仓储/产业园与宏观经济关联性较强，当下出现租金&租约不稳定（以价换量），租约期限有缩短趋势，净利润波动较大等现象：
- **京东REITs底层资产数据的“信任危机”**：张江REIT及京东仓储REIT为2023年唯二出现亏损的公募REITs，其中嘉实京东REIT亏损3589.4万元，主要受约7025.8万元商誉减值影响；嘉实京东REIT主要承租人如重庆京邦达物流、湖北京邦达科技、北京京讯递，股权穿透之后均为京东物流，属关联交易范畴。武汉项目降租续约、满租情况下商誉减值等上市后业绩“变脸”，引发市场对于资产价值评估严谨性、关联交易定价真实性等信任危机。
- **中金普洛斯REIT主力租户替换租约缩短**：江苏京讯递承租昆山普淀项目，原租赁合同2024年8月31日到期租赁面积拟不续约，退租面积8.2万平方米中7.1万平方米已完成替换租户租赁签署，但租赁期限仅1.8年。
- **拟发行REITs剔除项目、估值打折**：宝湾物流仓储REIT申报剔除廊坊项目，为REITs项目首次在申报反馈中出现删除底层资产的情况；易方达广州开发区高新产业园REIT、博时天津科工产业园REIT、中金重庆两江产业园REIT答复交易所反馈，估值下调15-16%。

① 产权类REITs涨跌幅，产业园、物流表现相对不佳*



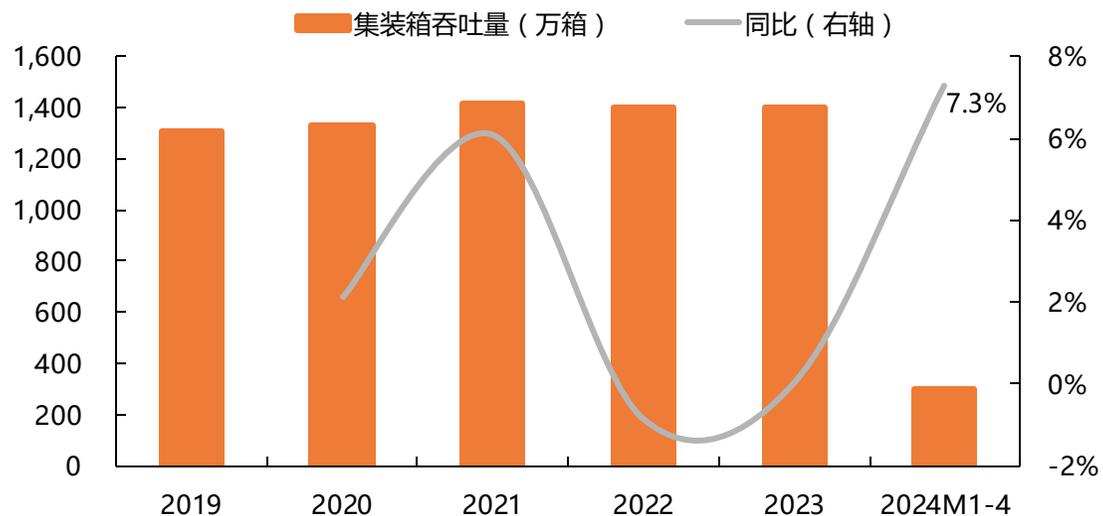
② 仓储物流REITs涨跌幅



仓储物流REIT中，红土创新盐田港REIT稳定性较好

- **红土创新盐田港REIT一线城市地理位置、港口高标仓具备稀缺性：**近年深圳市仓储用地供应持续收紧，缺乏新增仓储项目入市，存量高标仓主要分布于盐田物流园区及前海湾物流园区两个依托集装箱枢纽港的物流功能节点，红土创新盐田港REIT的仓储需求与盐田港吞吐量具备强相关性。
- **租户稳定，深圳港为租赁面积占比最大客户：**深圳港集团不仅是港口投资商，还提供综合物流服务，对海运仓储有强需求，给予一定租金支持。截止2023年末，2个底层项目共有租户24家，其中租赁面积占比最大的为深圳市深圳港集团有限公司，占总可租赁面积的36%。

盐田港集装箱吞吐量近年表现稳定



红土创新盐田港REIT股价表现相对具备韧性*

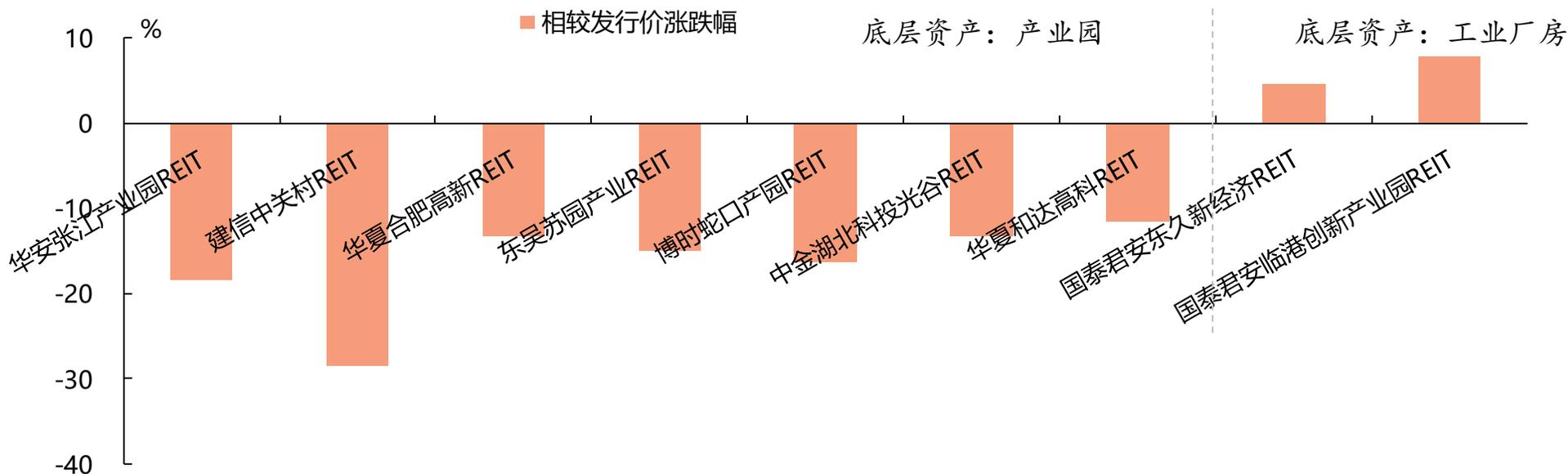


注：股价截至2024年7月26日，华夏深国际REIT上市时间较短，未在图中列出；资料来源：wind，平安证券研究所

产业园REIT中，东久REIT、临港REIT相较发行价仍有溢价

- ▶ 产业园REIT中，临港REIT、东久REIT为高标准生产厂房，其余产业REIT均为研发办公类产业园：
- **工业厂房稳定性强，单层厂房匹配市场需求：**相比研发办公类产业园，工业厂房租户租约期限较长，产业链挂钩集聚，租约相对稳定，客户黏性强；如临港REIT临近特斯拉超级工厂，产业供应链上下游响应速度及库存管理要求较高，更加趋于在物理空间上形成集聚。以东久REIT4个产业园为例，厂房以单层标准厂房为主，制造类企业产品生产制造更偏好于单层厂房，外资出于园区管理和合规性要求更加青睐标准化园区；园区厂房普遍以办公与厂房相结合的“火车头”形式，厂房两侧同时均配有货物出口，可满足大型智能制造生产型企业需求。
- **区位优势：**东久REIT、临港REIT在物业类型、区域分布、客群定位上具有优势，东久金山、昆山、无锡、常州智造园匹配上海及邻近产业外溢及扩张需求；临港REIT两处资产均位于临港核心区，交通及区位优势明显。
- **密切关注租户变化：**实时通过用电量、出货量密切关注园区内租户动态变化，与企业负责人及时沟通，了解生产变化、市场波动、订单减少原因等。

◎ 产业园REITs相较发行价涨跌幅



注：涨跌幅为截至2024年7月26日；资料来源：wind, 上海临港公众号，平安证券研究所

消费基础设施：资产评估筛选思路

- 城市能级及商圈
- 业态配比
- 收入结构及收租方式
- 租金、租售比
- 租约到期
- 前十大客户



NOI、折现率合理性

客观数据

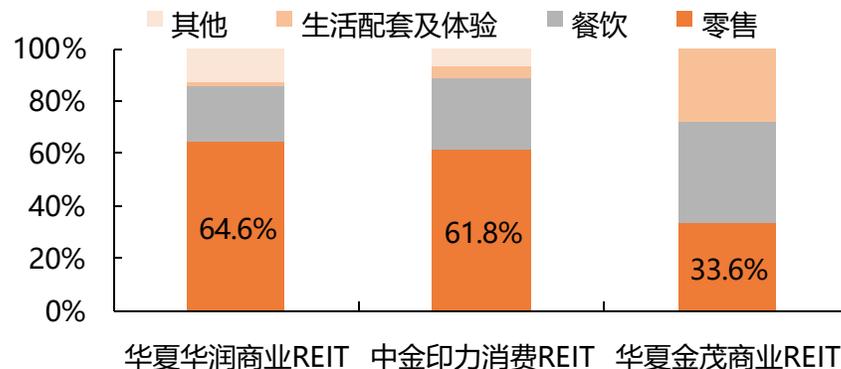
业态

交叉印证

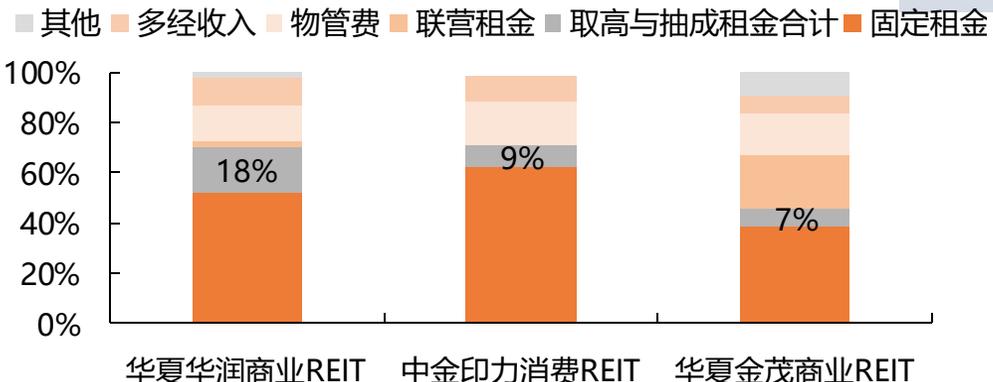
收入结构

实地考察

零售业态承租能力更强但波动大，体验业态承租能力弱但客流吸引力强，餐饮业态介于两者之间；通常购物中心零售业态收入占比高，反映运营能力较强



抽成及取高租金、多经收入占比高，反映购物中心运营能力较强



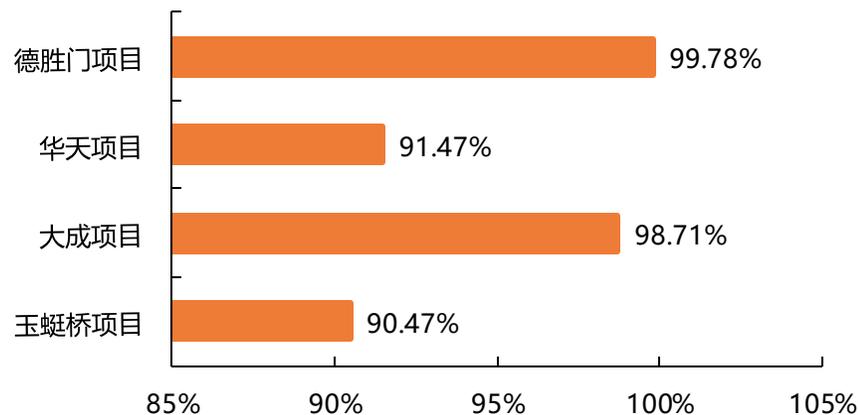
- 对商场整体观察：
- 公区维护情况；
 - 商场主力店有无压缩可能性等：如商场进入稳定增长周期，可选择性清掉部分主力店或减少主力店面积（或切成小铺），释放更多商业空间，明显提升整体租金收益。整个施工期间改造过程考验商场交叉施工能力、管理铺排、品牌租户协商能力、物业管理团队综合实力等

资料来源：华夏REITs公众号，基金招募说明书，平安证券研究所；注：华夏华润商业REIT、中金印力消费REIT、华夏金茂商业REIT为2023M1-9、2023M1-9、2023M1-6数据；多经收入指除租金收入以外的其他经营性收入，如推广费等；抽成及取高租金为抽成租金与两者（固租与抽成租金）取高模式租金的合计值，抽成租金指按销售额比例抽取租金，两者取高租金指分别计算固定租金和抽成租金，按较高值收取

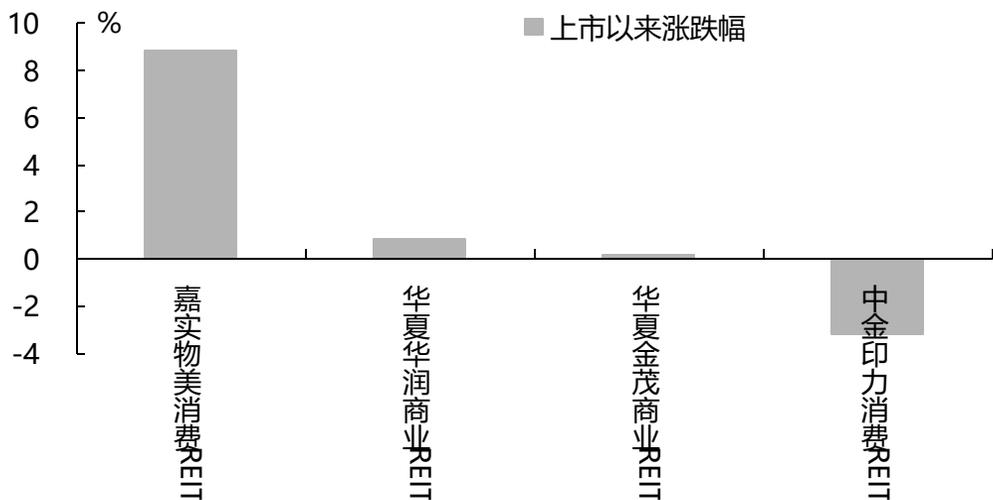
消费基础设施：物美民生属性较强、经营分散度高，现金流有保障

- 嘉实物美消费REIT底层资产为4个超市，民生服务属性强，行业分散度高：截至2023H1，基础设施项目租户业态中超市类租户租赁面积占比最大，其次则是餐饮食品类、医疗健康类租户，具备较强民生服务属性，经营风险弱。
- 收入以固租为主，缺少弹性但安全垫较足：对比购物中心固定提成租金取高为主的模式，4个超市租约类型以固定租金为主（比例达90%-100%），仅包含少量提成租金、固定+提成租金、固定提成租金取高的形式。

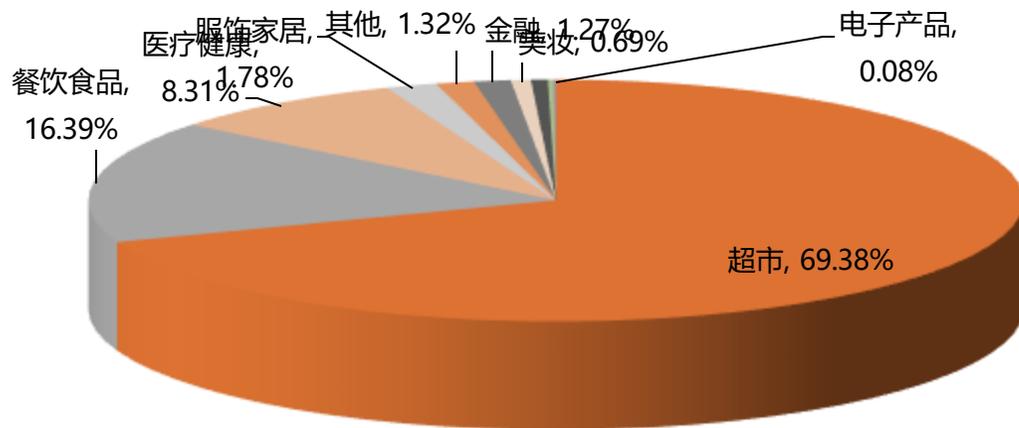
嘉实物美消费REIT旗下4个超市固租收入占比（2023H1）



消费基础设施REITs涨跌幅（截至2024.7.26）



嘉实物美消费REIT租户业态分布（按面积，截至2023H1）



注：涨跌幅为截至2024年7月26日收盘价相较于上市首日收盘价涨跌幅；资料来源：wind，基金招募说明书，平安证券研究所

消费基础设施资产新类别——奥特莱斯

- 国内首只奥莱REITs获批，丰富消费基础设施REITs资产类型：6月28日华夏首创奥莱REIT正式获批，为国内首只以奥特莱斯为底层资产的消费基础设施REIT，底层资产为武汉首创奥莱项目、济南首创奥莱项目。区别于传统购物中心，奥特莱斯具备以下特点：
 - 区位：一般位于城市近郊，与正品店保持一定距离；
 - 业态：零售业态与折扣品牌占比较高，租赁面积占比通常不低于60%；
 - 收入模式：区别于购物中心以租金收入为主（固租+抽成），奥特莱斯通常采用联营模式（是指项目公司向品牌商提供经营场所，与品牌商签订合作经营合同，约定合同扣率，每月与品牌商按照合同约定对销售收入进行分成结算）

奥特莱斯业态优势

门槛高、供给少、具备先发优势

- 品牌商对奥莱店指标有严格限制，通常每5-20个正价店商品满足1个奥莱店商品配置需求，只有品牌资源丰富和能力较高运营商才能吸引优质品牌；前期培育难度大，一旦在区域内建立起竞争优势，可覆盖周边10-20公里，新项目很难发展

客群广泛、具备韧性、迎合极致性价比追求

- 奥特莱斯多采用联营模式，相比固租模式，联营模式下随经济增长经营可获取更高回报，经济调整期又可避免品牌商大面积撤退空店，品牌商更加依赖奥莱折扣渠道去化库存积压；
- “名品+折扣模式”吸引追求高性价比的消费者，经济增长时期满足低收入群体上移消费，经济下行期满足部分高收入群体下移消费，客群基础广泛：

价格优势、注重体验式

- 奥莱入驻品牌多数由品牌公司直营，具备价格优势、渠道规范，产品质量有保障
- 奥莱社交属性较强，主打开放式街区休闲购物体验，可满足家庭一站式购物和微度假需求

消费基础设施：奥特莱斯联营模式与销售额关系更为紧密

➤ 奥特莱斯业态商业模式同样具备特有风险：

- **与销售额挂钩紧密：**奥特莱斯项目以联营/抽成模式为主的收入结构与商户销售额密切相关，因此商户的销售业绩波动对项目公司收入影响较大；若重要联营、抽成商户的销售业绩较差或者重要商户突然撤租，将对项目收入造成较大影响。
- **运营管理风险：**奥特莱斯运营商深度参与商户经营管理及货品管理，联营模式下的商户销售款由项目公司统一收取并由项目公司开具发票，奥特莱斯运营商可能面临包括与商品质量相关的索赔、诉讼等。
- **联营及抽成模式中销售额及合同扣率波动风险、品牌资源短缺等：**奥特莱斯项目联营和抽成收入具体计算方式为商户销售额乘以合同扣率，可能受到经济环境、同区域/品类竞争等多方面影响；在项目经营过程中，不排除品牌数量减少或者品牌级次下降情形。

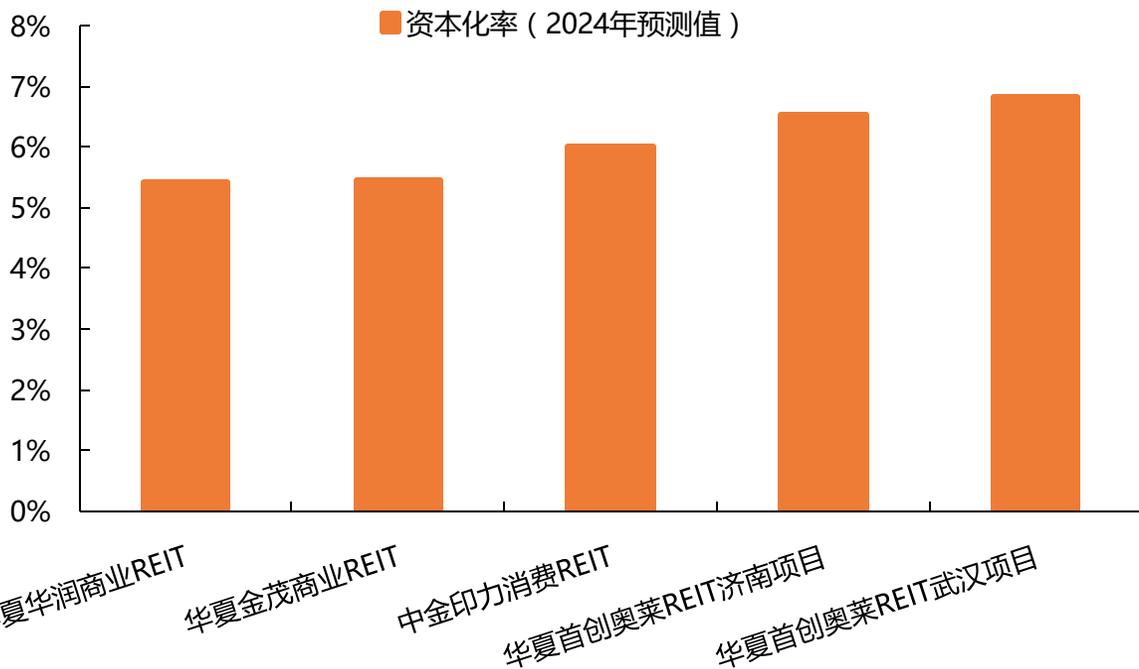
◎ 联营模式&抽成模式&固租模式对比

收入类型	模式	简介	项目公司营业收入计算方式	主要适用商户类型
联营收入	联营模式	项目公司提供经营场所，与商户签订合作经营合同，经营过程中商户销售款全部进入项目公司账户，项目公司按合同比例提取分成后，剩余部分返给商户	联营商户销售额X合同扣率	以服装零售为主，对大部分商户采用联营模式
租赁收入	抽成模式	项目公司作为业主将店铺出租给商户，商户是经营主体，商户按照销售额的一定比例支付租金	抽成商户销售额X合同扣率	1) 对经营资质有特殊要求或售后责任大、鉴定专业性强的零售品类，如黄金珠宝、化妆品等； 2) 在全国有统一经营模式的上市公司； 3) 国际连锁快餐
	固租模式	项目公司作为业主将店铺出租给商户，按照合同约定的租金水平和租赁面积向商户收取租金	出租面积X租金单价	1) 中式餐饮店、便利店； 2) 体验业态

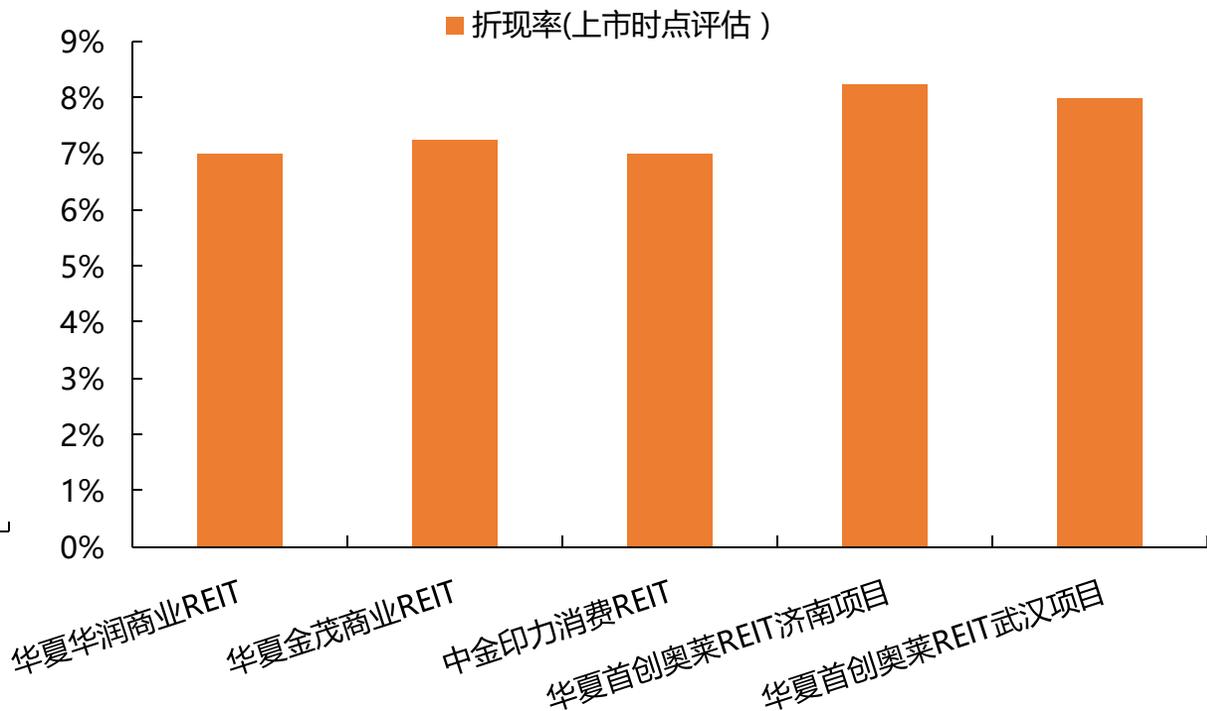
消费基础设施：奥特莱斯资本化率、折现率要求更高

- 据戴德梁行资本化率调研结果，考虑到资产交易流动性、经营难度等，投资人普遍认为奥特莱斯资本化率比同区位购物中心高出0.5%-1.0%。在大宗交易资本化率统计口径一致（NOI不扣减CAPEX）情况下，华夏首创奥莱REIT济南项目2024年资本化率为6.54%，武汉项目2024年资本化率为6.83%，高于同位于二线城市的华润（5.41%）、印力（6%）、金茂（5.46%）项目。（因物美底层资产为超市且剩余年限较短，华安百联消费REIT底层资产位于一线城市，因此未纳入横向对比）

● 消费基础设施REITs资本化率



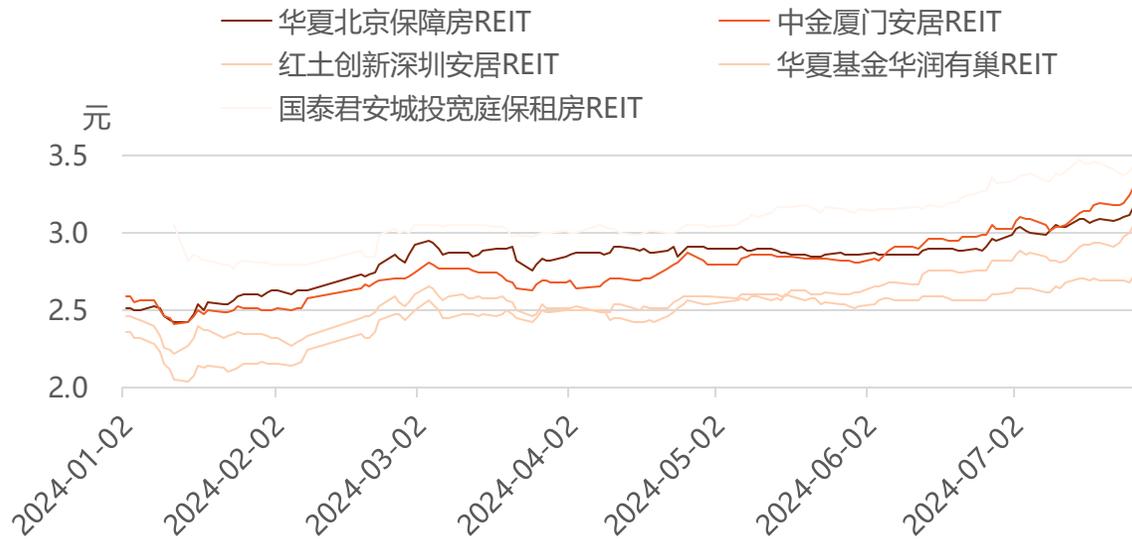
● 消费基础设施REITs折现率



保障房REIT：稳定且具备抗周期性，年初以来涨幅居前

- 租约稳定&租金优势，叠加住房租赁需求扩大，5支已上市保障性租赁住房REITs表现较强抗周期属性，投资属性类似“长债”逻辑。
- 折现率集中在6-6.5%：一线城市核心区6%、一线城市非核心区6.25%、二线城市折现率6.5%。
- 资本开支方面，保障房由于装修、家具家电维修频繁，需注意资本开支假设审慎原则等情况。

年初以来保障房REITs二级市场表现较好



5单保障房REITs底层资产及折现率

项目	中金厦门安居REIT		红土创新深圳安居REIT				华夏北京保障房REIT		华夏基金华润有巢REIT		国泰君安城投宽庭保租房REIT	
资产	园博公寓	珩琦公寓	凤凰公馆	安居百泉阁	安居锦园	保利香槟苑	文龙家园	熙悦尚郡	有巢泗泾	有巢东部经开区	光华社区	江湾社区
区位	厦门集美		深圳坪山	深圳福田	深圳罗湖	深圳大鹏	北京海淀	北京朝阳	上海松江	上海松江	上海杨浦	
折现率	6.5%		6%				6%		6.25%		6%	

保障房REITs底层资产差异：保障性租赁住房与公租房

➤ **非市场化与准市场化运营区分保障性租赁住房及公租房：**华夏北京保障房REIT底层资产为北京保障房中心持有的2个公共租赁住房项目，针对中低收入家庭；其余4单保障房REITs为保障性租赁住房，面向无房新市民、青年人等，为准市场化的经营方式。

◎ 保租房&公租房区别

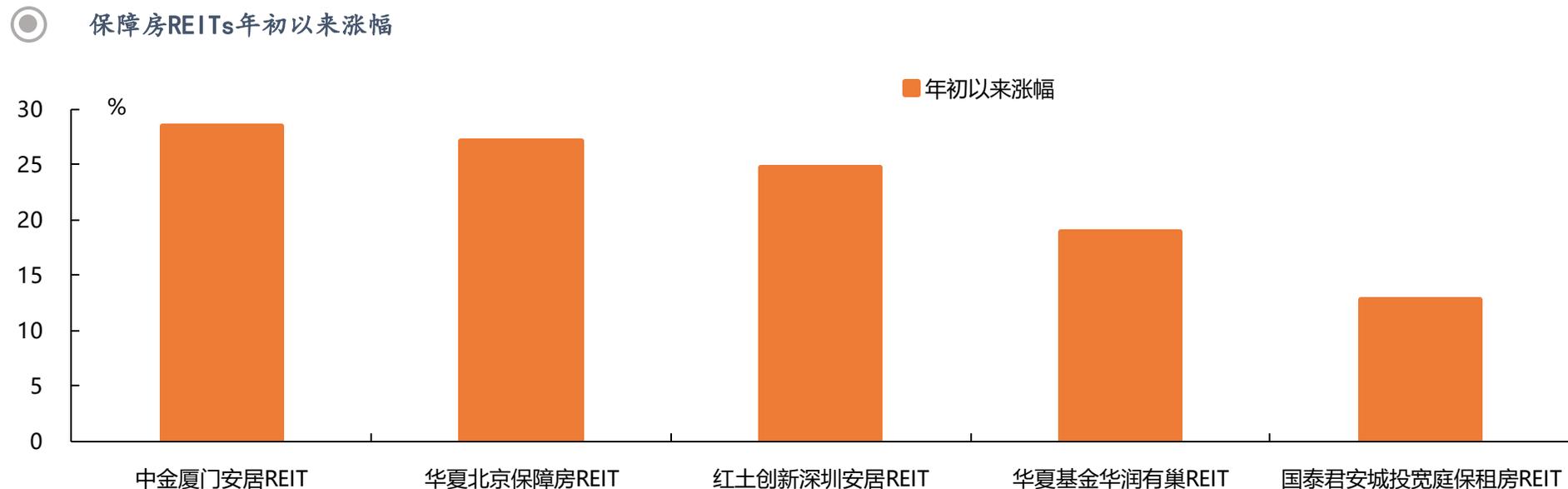
◎ 深圳、上海保租房租金及价格调整规定

模式	租金及价格调整规定
深圳	<p>政府组织配租型：租金按照同期同区域同品质租赁住房市场参考租金的60%确定。市场参考租金由市主管部门委托专业机构评估测算确定，并根据市场变动情况适时调整</p> <p>社会主体出租型：租金不高于同期同区域同品质租赁住房市场参考租金的90%。保障性租赁住房运营期间，运营管理机构确定或者调整社会主体出租的保障性租赁住房租金的，应当符合规定并报主管部门备案后执行</p>
上海	<p>租金需在同地段同品质市场租赁住房租金的九折以下；</p> <p>租金价格调增的，调增幅度应不高于市房屋管理部门监测的同地段市场租赁住房租金同期增幅，且年增幅应不高于5%</p>

	保障对象	推行区域	房屋主要来源	用地支持政策	户型
保障性租赁住房	符合条件的新市民、青年人等群体	人口净流入的大城市和省人民政府确定的城市	主要利用集体经营性建设用地、企事业单位自有闲置土地、产业园区配套用地和存量闲置房屋建设，闲置和低效利用的商业办公、旅馆、厂房、仓储、科研教育等非居住存量房屋适当利用新供应国有建设用地建设	提高住宅用地中保障性租赁住房用地供应比例，在编制年度住宅用地供应计划时，单列租赁住房用地计划、优先安排、应保尽保，主要安排在产业园区及周边、轨道交通站点附近和城市建设重点片区等区域	以建筑面积不超过70平方米的小户型为主
公租房	符合条件的城镇中等偏下收入住房困难家庭、新就业无房职工和在城镇稳定就业的外来务工人员	无重点推行区域，各地均有推行	未明确房源主要供应方式，一般通过新建、改建、收购、长期租赁等多种方式筹集	各地要把公共租赁住房建设用地，纳入年度土地供应计划，予以重点保障。面向经济适用住房对象的公共租赁住房，建设用地实行划拨供应，其他方式投资的公共租赁住房，建设用地可以采用出让、租赁或作价入股等方式有偿使用	以40平方米左右的小户型为主，单套建筑面积控制在60平方米以内

中金厦门安居REIT、华夏北保REIT资产更优，出租率/租约更具保障

- **中金厦门安居REIT**：根据厦门政策，保租房租金仅低于同地段同品质住房租金5%，但由于项目区位较好，交通便利，对租户吸引力仍然较强，办公地点附近园区企业及企业员工可享受租金优惠，以个人租户（应届生、青年人）为主，出租率接近饱和。
- **华夏北京保障房REIT**：面向中低收入家庭，运营进入成熟期，根据招募书数据，租金比同板块市场租金平均低约45%；但公租房配租安排需统筹安排，配租效率高低（流程长短）可能导致房源长时间空置，拉低出租率；出租率达到瓶颈后，收入增长需依靠周边市场租金上涨带动项目租金上调。
- **红土创新深圳安居REIT**：4个项目分别位于福田区、罗湖区、大鹏新区和坪山区，承租群体主要是企业和事业单位员工，租金约为同板块市场租金60%；值得注意的是，位于深圳市大鹏新区的保利香槟苑项目，地理位置较为偏远，对于周边企业客户依赖性较强，出租率已出现下降，或为部分企业客户出现退租情况。
- **华润华夏基金华润有巢REIT & 国泰君安城投宽庭保租房REIT**：华润有巢需关注周边竞品情况，宽庭需关注出租率及租约短问题；此外根据上海“十四五”期间保租房供应计划，二者均需考虑市场竞争加剧的隐忧问题。



注：涨跌幅截至2024年7月26日；资料来源：wind，基金招募说明书，平安证券研究所



目录CONTENTS

- ① 前言
- ② 资产评估核心指标
- ③ 各类型资产需关注的要点
- ④ 投资建议与风险提示

投资建议与风险提示

- **投资建议：**在当前鼓励存量资产盘活、缓解地方财政压力背景下REITs市场利好不断。一级市场发行方面，年内消费基础设施REIT完成首发上市，1014号文推动REITs常态化发行，不再对投资收益率做出统一要求，对发行资产范围进行扩充与完善（新增市场化租赁住房、养老设施等，酒店写字楼与消费基础设施物理上不可分割、产权上归属于同一原始权益人的酒店和商业办公用房，也可纳入项目底层资产），放宽回收资金使用限制等，有望激发市场活力，从而做大市场规模；二级交易层面，公募REITs拟纳入社保基金投资范围，推动FOF参与投资基础设施REITs、会计记账方式上原始权益人及投资者可将REITs确认为权益属性产品等，亦从交易层面引入资金活水。我们认为拥有优质存量持有型资产、运营能力成熟的地产商有望受益，建议关注华润置地、万科A等，同时建议关注运营与分派率均较为稳定的REITs配置机会。
- **风险提示：**1) **国内经济增速回落，产业收入、消费增速大幅下行：**物流、产业园、消费基础设施等与宏观经济、产业政策等关联度较高，若经济增速不及预期，导致产业收入、消费增速下行，或对租约需求产生负面影响；2) **市场竞争加剧导致净利润下滑：**十四五期间各地保障房供给增多，叠加收储落地进行配租，市场化租赁住房纳保，为稳定租约不排除现有项目“以价换量”，导致利润率下滑；3) **利率波动影响：**物流、产业园、消费基础设施等涉及私募市场大宗交易，投资人收益率要求受利率影响较为显著，如果未来国内外利率大幅波动，将对投资人、原始权益人资金成本、项目估值，投资回报率等产生影响。

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推 荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中 性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回 避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中 性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。