

中国REITs市场投资研究报告

©2022.4 iResearch Inc.

摘要



公募REITs介绍

REITs是把流动性较低、非证券形态的不动产直接转化为资本市场上可流通交易基金的金融过程

- 不同市场监管层在公募REITs的**资产投向**、**收益分配**等方面做出了**严格**的要求。
- 从开发流程角度看，REITs一般**禁止**参与**物业前期开发**，而是在开发完成后的**运营环节介入**。REITs基金满足开发商及前期投资者**资金退出**的需求，因此属于**核心型**地产基金。
- 根据不同的特征，REITs可以分为**权益型**、**抵押型**、**公司型**、**契约型**等多种维度。
- 从底层资产角度，REITs基金持有资产可分为**租金收入类及收费类资产**，上述两大类资产还可进一步拆分成**8种类型**。



全球REITs市场

REITs发展60年深得国际市场认可

- 目前，公募REITs在**全球各地**均有发行。在次贷危机后，全球公募REITs**发行数量**和**市值**均进入**高速增长**区间。
- 主要国家和地区均是在经济**长期低迷**或**突然出现经济危机**时**出台REITs制度**。这是因为公募REITs与资产证券化一样，属于**边际货币政策**，是**定向货币供给的金融产品**，可以为国家经济需要的领域和产业定向增加货币供应。
- 从风险收益角度看，**中短期REITs**收益率**不及股票**，但**长期REITs**收益率**明显上扬**；二者的**波动率**区间在中短期与长期**相仿**。与此同时，**风险调整后收益**公募REITs**长期表现较股票更优**。
- 从投资组合角度看，REITs市场之间、REITs市场与股票市场的**相关系数**普遍**较低**，能够有效的**分散风险**。
- 国际市场中公募REITs底层资产类型多样，主要包括了综合不动产、商业中心、写字楼、基础设施及工业仓储等资产。



中国REITs试点

中国公募REITs试点充分借鉴了其他国家REITs发展的经验，开辟出属于中国自己的公募REITs之路

- **2020年4月**证监会及发改委联合发布的958号文并出台配套指引，标志着国内**公募REITs发展正式启航**。中国公募REITs**监管框架**是以**发改委、证监会**作为**顶层制度设计机关**；**交易所、行业协会**作为**执行保障机构**的**双层结构体系**。
- 中国公募REITs试点与其他市场最显著的区分是**底层资产**的严格限制：以**传统基础设施**为主，鼓励发展**新型基础设施**，但**禁止纳入商业地产**。从试点区域来看全国各地符合条件的项目均可申报，但**重点支持东部沿海及两江沿岸省份**。此外，中国第一批试点资产大部分为**往期运营稳定、回报率良好**的资产或行业内的**示范性工程**。
- 从REITs**需求主体**角度出发，目前中国**基建存量规模巨大**，但**投资增速下降**、**潜在需求旺盛**是目前亟需解决的**结构性矛盾**。**资产负债率高企**、**投资主体资金来源不足**以及**标的资产退出折价率高**是**投资增速下降的主要原因**。而**公募REITs**能够同时满足投资主体对资产处置时降低流动性折价、扩充项目资金来源及降低资产负债率的**诉求**。
- 从REITs**投资主体**角度出发，资管新规发布以来中国**资管行业**进入规范发展的新阶段，未来发展**潜力巨大**。但**资产配置差异化小**，低利率时代投资组合**增厚收益**的诉求是目前资管行业面临的**两大挑战**。**公募REITs**的推行为资管行业增添新型配置工具，既增加各行业资产配置的多元化和灵活性，又增厚了预期收益。

摘要



公募REITs估值、 发行及后续交易

公募REITs发行运作流程环环相扣，底层资产的选择和估值直接影响发行价格和上市交易

- **公募REITs价格传导机制为：资产尽职调查→底层资产估值→发行价格的确定→二级市场交易价格波动。**即：估值溢价率越高，询价结果在询价区间所处位置倾向于**越低**，上市交易后的**涨幅及最大回撤水平也会相对较低**；反之则相反。
- 为了进行多维度对比，报告参照沪深300指数搭建方法，报告构建了**中国REITs市场基金指数**。
- **收益法**作为底层资产的估值方法最为**合适**。该方法是通过将未来**预期现金流**利用**合适的回报率**进行折现从而求得估值结果的过程。因此，**预期现金流及折现率的估计**的准确性就显得尤为重要。
- 现金流估计因子中**租金类资产出租率及增长率**是核心，**高速公路交通量预测**是关键，**市政设施未来改扩建及价格涨幅**是重点。而**成本预测与运营收入高度相关**，一般采取的方法是按照收入的一定比例进行计提，或根据资产状况及历史因素综合计提。目前底层资产折现率的估计采用**两种方法**——**风险累加法、WACC**。**风险累加法更加灵活**，但**缺乏强有力的数据支撑**；**WACC有理论和政策基础**，但**计算更加复杂**。整体的估值结果，**租金类资产估值溢价率约168.9%**，**高于收费类资产溢价率的70.1%**。
- 公募REITs发行价格采用网下**投资者询价**机制，最终发行价格的确定体现了**投资者对基金的认可程度**。
- 二级市场**后续交易**方面，大部分REITs**首日价格便出现上涨**，**上涨动力**主要源于：发行首日**市场交易量较高**以及**大量限售股导致的市场深度较浅**。REITs收益包括**现金分派及资本利得**，对于二级市场后续投资者而言，随着REITs**交易价格升高、成本抬升**，**现金分派率会被侵蚀**。
- 从风险角度来看，REITs底层资产收入**稳定性高**，相比于国际市场中国REITs基金**波动率整体处于低位**，近一年以来各基金**最大回撤率**介于10.5%-29.8%，平均**下行周期**约为30天。REITs基金风险基本处在**中风险区间**，**大于债券**，但**小于股票风险**。
- REITs二级市场估值主要通过**P/FFO乘数**以及**资本化率**指标。从指标内涵角度看，**P/FFO乘数增幅越高的REITs易被高估**；如果**资产价值稳定**，**资本化率能够体现预期收益**。
- 从投资组合角度来看，中国**公募REITs与股票、债券相关性均较低**；**各基金之间的相关系数**也呈现出明显的**分布特征**。



中国REITs展望

中国公募REITs未来机遇与挑战并存

- **机遇**：未来中国公募REITs**底层资产覆盖区域和类型会更加多元化**；未来中国REITs**市场规模庞大**，保守估计能够达到3.2-9.7万亿元。
- **挑战**：公募REITs亟需建立**税收优惠**制度；**资产估值**制度尚待完善。

公募REITs基本介绍

1

全球REITs市场简析

2

中国公募REITs试点现状

3

公募REITs的估值、发行及后续市场表现

4

中国公募REITs未来机遇与挑战

5

REITs可类比为流动的不动产

REITs是把流动性较低、非证券形态的不动产直接转化为资本市场上可流通交易基金的金融过程



来源：公开资料整理，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

主要市场公募REITs基本要素对比

不同市场监管层在公募REITs的资产投向、收益分配等方面做出了严格的要求

基本要素	美国	英国	日本	新加坡	加拿大	中国香港	中国内地
主体类型	公司型	公司型	公司型	契约型	契约型	契约型	契约型
是否上市	非强制上市	强制上市	非强制上市	强制上市	强制上市	强制上市	符合条件可上市
股权结构	<ul style="list-style-type: none"> • 股东>100 • 前五大股东合计份额<50% 	单一股东持股比例不得超过10%	<ul style="list-style-type: none"> • 股东>1000 • 前十大股东合计份额<75% 	至少有500名以上股东，且累计持有份额高于25%	股东 > 150	NA	NA
不动产配置比例	75%	75%	<ul style="list-style-type: none"> • 上市70% • 非上市95% 	75%	90%	70%	80%以上的基金资产投资于基础设施资产支持证券
不动产收入比例	<ul style="list-style-type: none"> • 上市75% • 非上市95% 	75%	NA	90%	<ul style="list-style-type: none"> • 上市75% • 非上市90% 	NA	NA
杠杆率	NA	NA	NA	45%	NA	45%	28.6%
租金收入分配比例	90%	90%	90%	90%	通常为100%	90%	可供分配利润的90%
资本利得分配比例	NA	NA	90%	NA	通常为100%	视情况而定	可供分配利润的90%

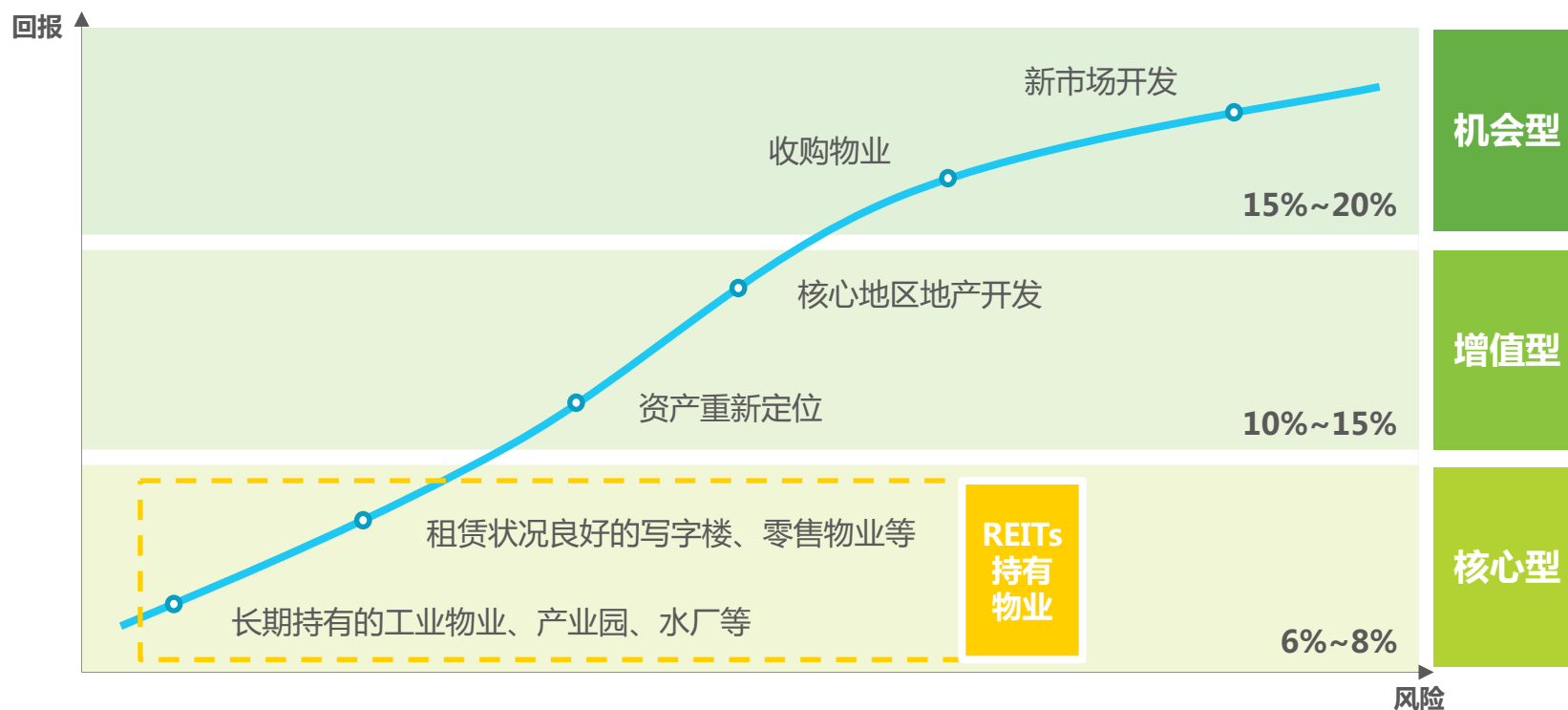
来源：公开资料整理，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

REITs基金属于核心型地产基金

不动产基金投资策略通常可分为核心型、增值型及机会型

核心投资策略风险最低，通过稳定、长期的现金流获益。增值型投资策略风险较高，通过对动产进行翻新、重新定位寻求资产的增值；亦或通过核心区位拿地开发，保证未来资产的销售水平也属于增值型投资策略。机会型投资策略是指对不动产大规模投资或房地产开发商在新市场进行开发以寻求超额收益，风险最大。

绝大部分REITs采取的是典型的核心型投资策略，以谋求长期稳定的现金流回报。部分REITs（例如私募REITs）参与资产的重新定位和开发。但各国的REITs制度往往对高风险的策略加以限制。



来源：《中国REITs市场建设》，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

REITs基金于地产开发完成之后介入

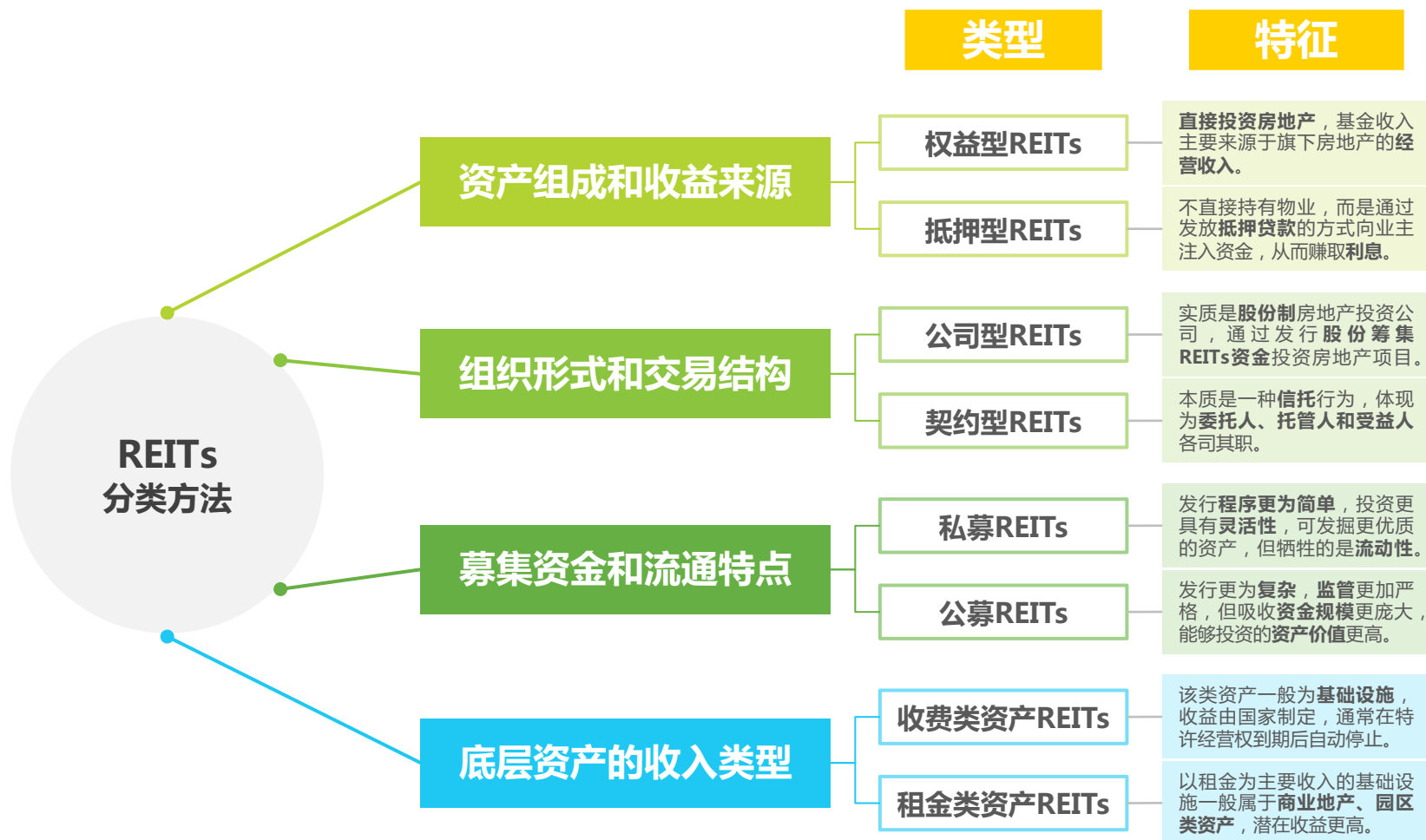
REITs一般禁止参与物业前期开发；而是在开发完成后的运营环节介入，以满足开发商及前期投资者资金退出的需求



来源：公开渠道整理，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

REITs基金的分类

根据不同维度，REITs可分为8种类型且每种类型可交叉重叠



来源：公开资料整理，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

公募REITs底层资产类型丰富

REITs基金可投资标的广泛，基本涵盖了所有物业类型

公寓类REITs

长租公寓与个人住房最主要的区别是资产所有权。主要包括了长租公寓、酒店式公寓等

购物中心类REITs

购物中心具有业态多元化、辐射范围广等优势，能够满足消费者不同类型的需求

办公写字楼REITs

具有区位优势写字楼稀缺性较高，而长期稳定的租金来源往往是REITs青睐的对象

工业仓储类REITs

此类资产大多以产业园的形式存在。产业园的优势是“因需而建”，回报也更加稳定

医疗健康类REITs

医疗类REITs并非从事医疗健康护理类业务，而是将物业出租给从事健康护理业务的公司

酒店类REITs

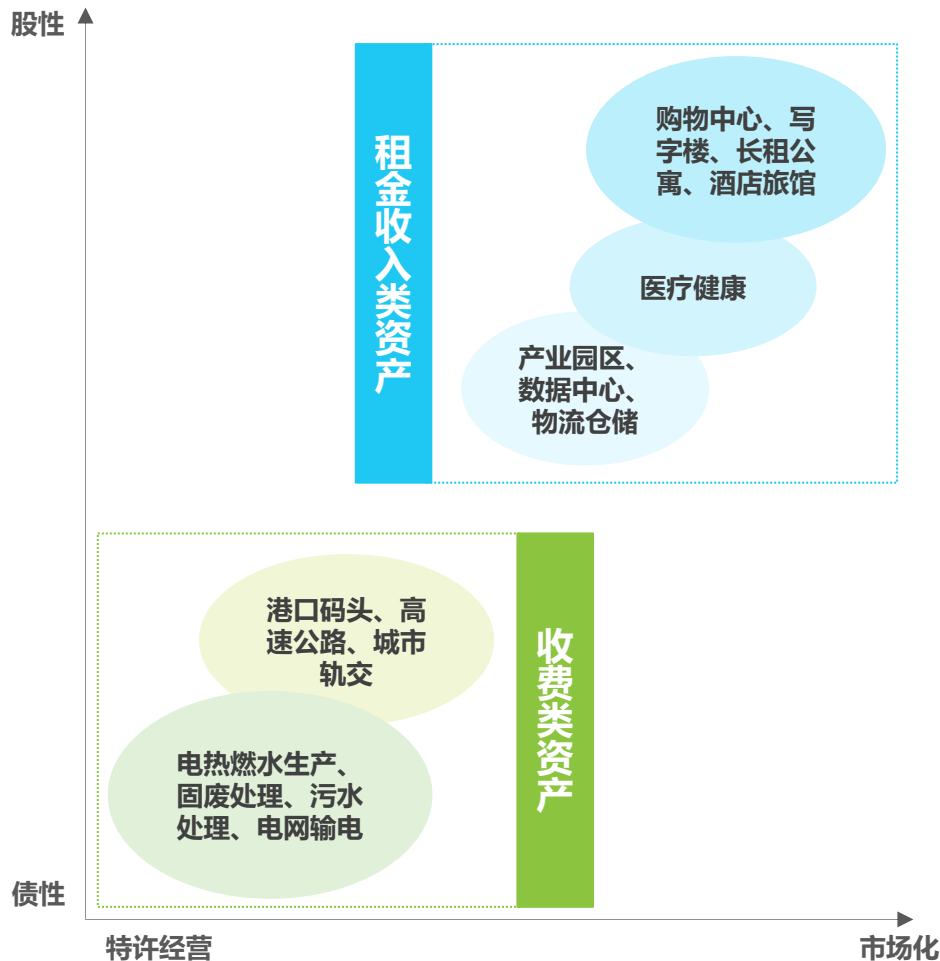
酒店的顺周期属性决定了自身收入波幅较大，大部分REITs持有物业都是广泛认可的品牌

市政设施类REITs

市政设施资产现金收益稳定，主要包括能源、通信、交通、市政等资产

其他类REITs

其他类REITs内容广泛，主要包括林地开采、度假区等。但目前市场中相关产品数量较少



来源：公开资料整理，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

REITs基金的优势

公募REITs监管更加透明，既拓宽了开发商的物业退出渠道，也优化了投资者的投资组合

严格监管 3

公募REITs产品**规则透明健全**，比照公开发行证券要求建立上市审查制度，制定了完备的发售、上市、交易、收购、信息披露、退市等具体业务规则。基础设施项目可借助资本市场公开、透明机制，通过资本市场融资，引导金融资金参与实体项目建设，实现高质量发展。



1 融资渠道

公募REITs可**盘活存量资产**，提升基础设施资产估值，获得流动性溢价，同时提供增量投资资金，改善负债水平，降低企业杠杆率，助力企业“轻资产”运营模式转型，更好地推动资本市场服务实体经济。

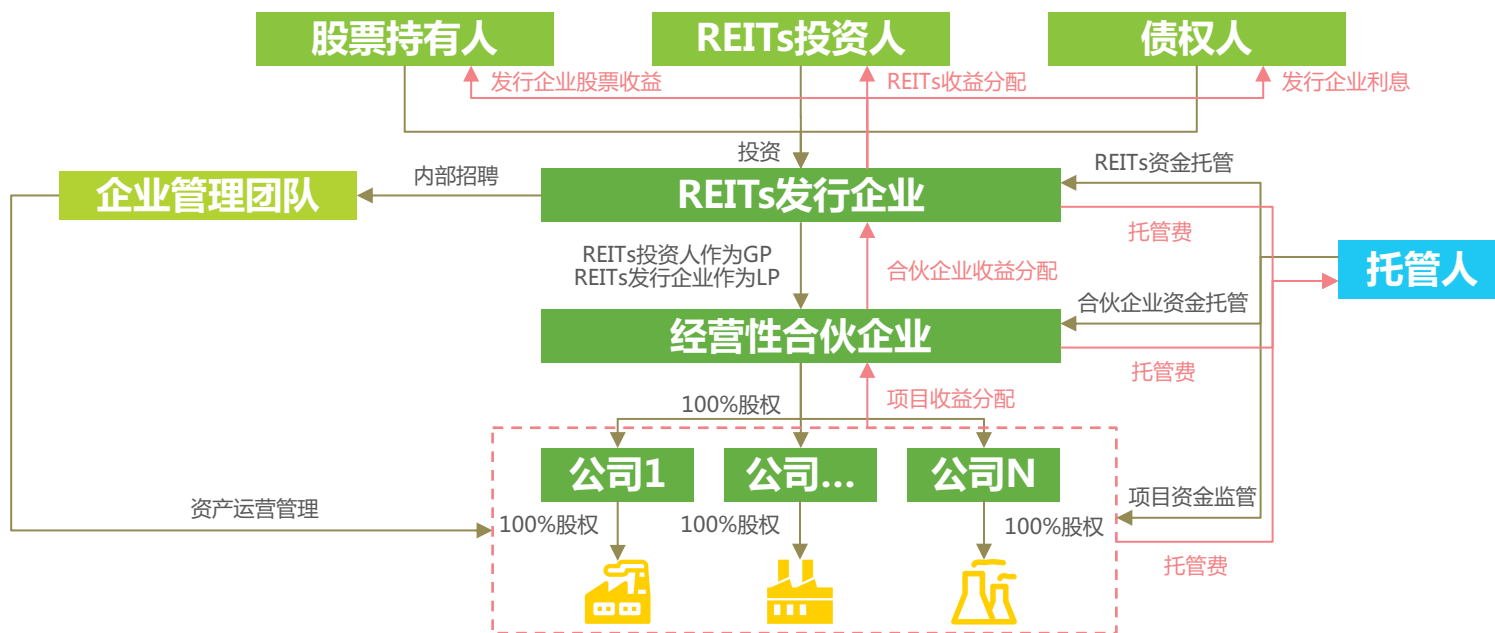
2 高额分配

公募REITs产品将**90%的基金年度可分配利润用于分配**，高比例分红，同时由于基础设施项目权属清晰，现金流持续、稳定，投资回报良好，填补了当前金融产品的空白，丰富了投资品种，便利投资者投资于流动性较弱的基础设施项目。

来源：上海证券交易所关于基础设施公募REITs介绍，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

美国、日本等市场为公司型架构

REITs投资人持有份额为上市流通的公司股票并作为合伙企业的GP，项目管理团队也由公司进行内部招聘



律师事务所



资产评估机构



会计师事务所



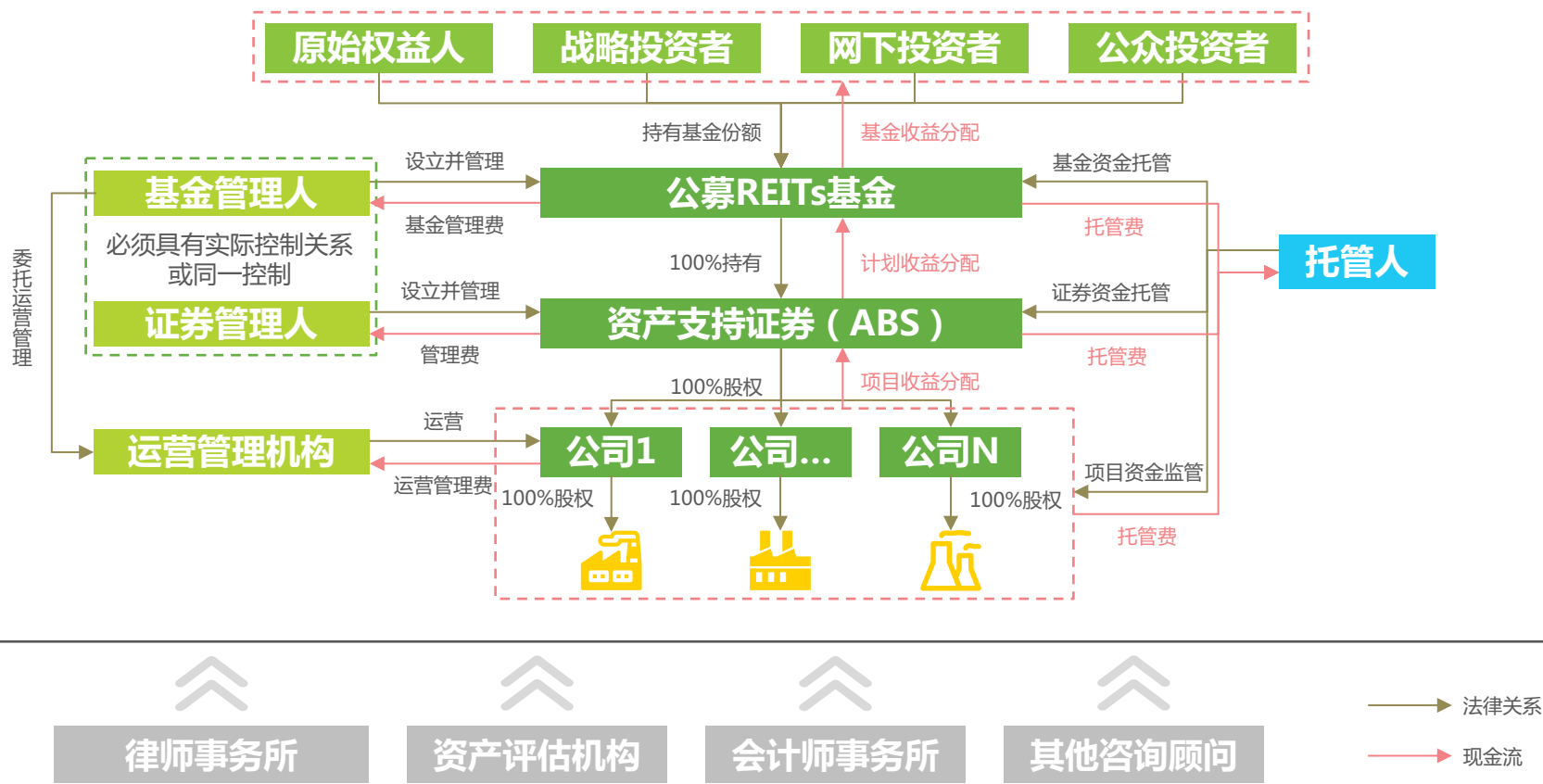
其他咨询顾问

——> 法律关系

——> 现金流

新加坡、中国等市场为契约型架构

契约型REITs参与主体包括：投资人、管理人、托管人及外部顾问；中国公募REITs采用该架构



来源：上海证券交易所关于基础设施公募REITs介绍，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

公募REITs基本介绍

1

全球REITs市场简析

2

中国公募REITs试点现状

3

公募REITs的估值、发行及后续市场表现

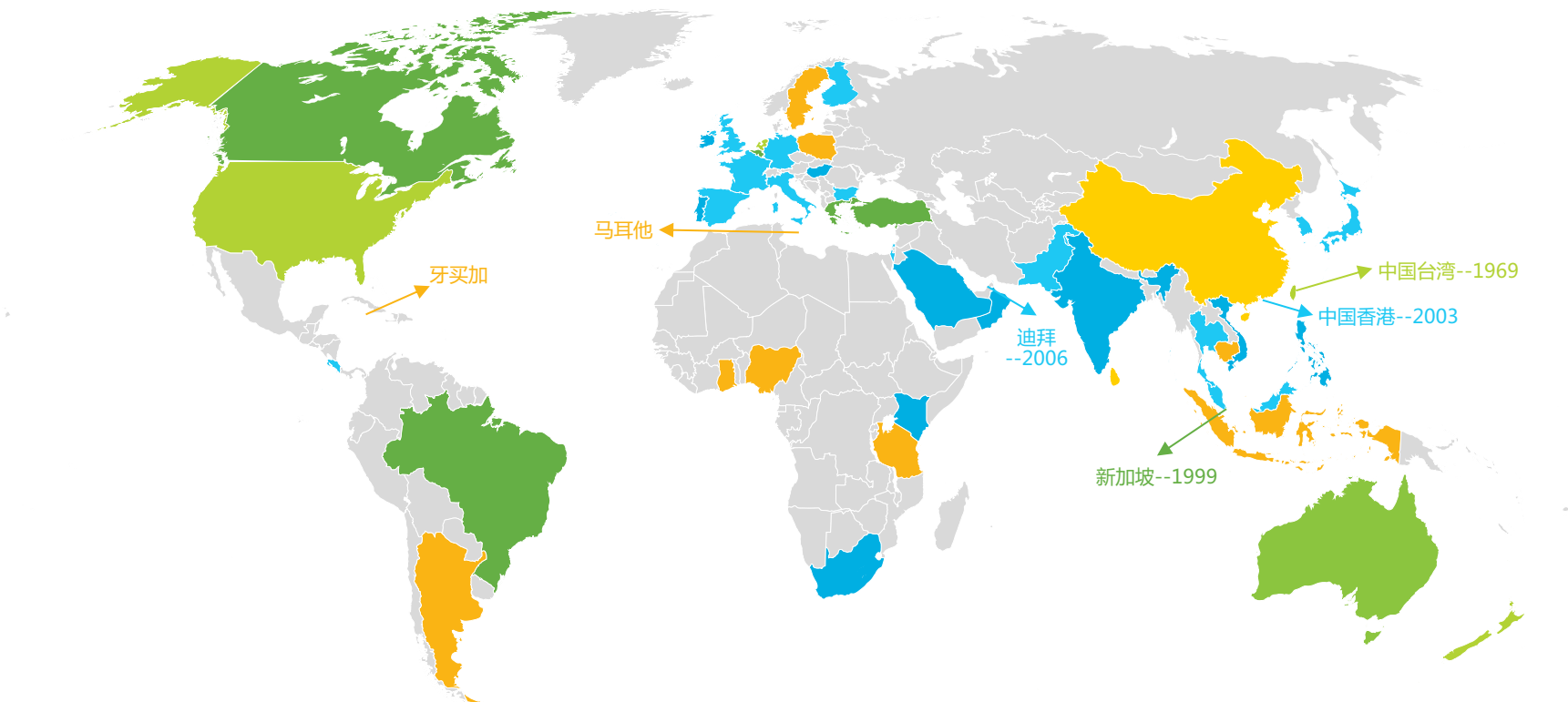
4

中国公募REITs未来机遇与挑战

5

公募REITs在全球各地均有发行

截至2021年12月，全球共有865只REITs在全球运营，总市值约为 2.5 万亿美元



来源：Nareit官网，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

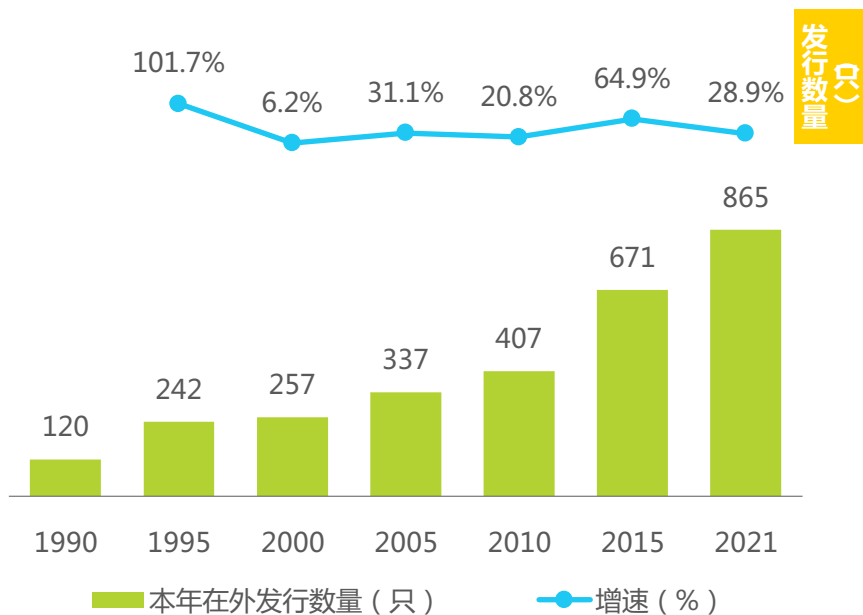
全球REITs发行数量进入高速增长区间



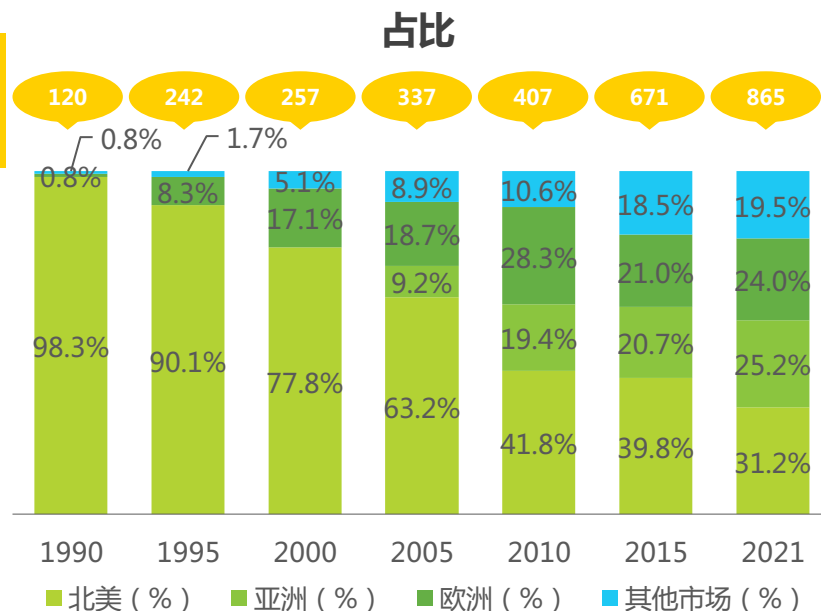
近年来REITs发展迅速，从最初的北美一家独大逐渐演变为全世界共同发展

从发行数量看，REITs在过去30年的数量从1990年的120只扩张到2021年的865只。从发行区域看，1990年REITs仅在北美、欧洲及澳洲地区发行，至2021年末全球各地区均有REITs在外发行。近年来亚洲地区REITs发行数量出现爆发式增长，发行数量从2005年的31只增长到216只，发行数量也在2015年后超过了欧洲地区。除此之外，REITs在非主要市场也有发行，例如中东地区的沙特阿拉伯和阿曼、非洲的肯尼亚等市场也有发行REITs。

1990-2021年全球REITs在运营数量



1990-2021年各地区REITs在运营数量占比



注释：其他市场包括澳洲、南美、中东地区、非洲等地。
来源：Nareit，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

来源：Nareit，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

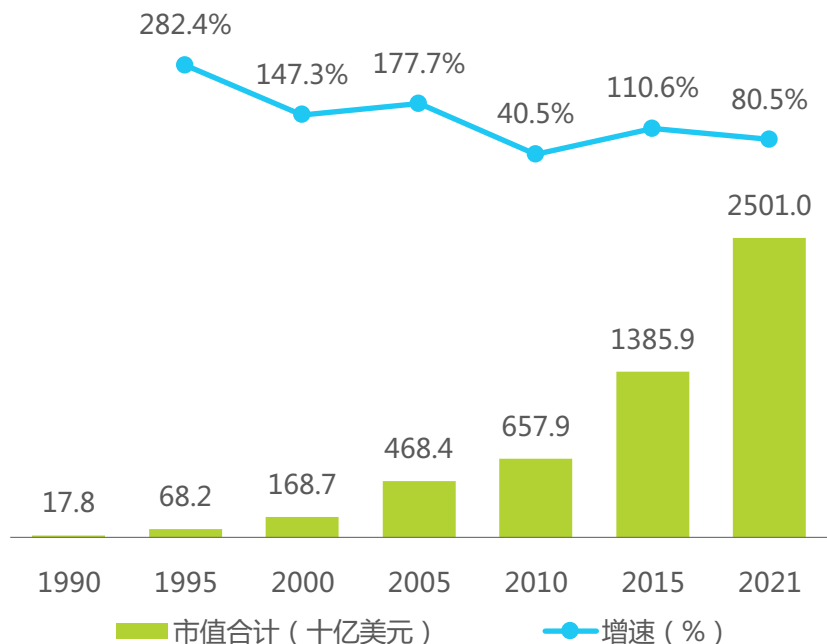
次贷危机后REITs市值迅猛增长

1990-2021年REITs市值年均增长率超过18%，但北美市场市值远超其他地区

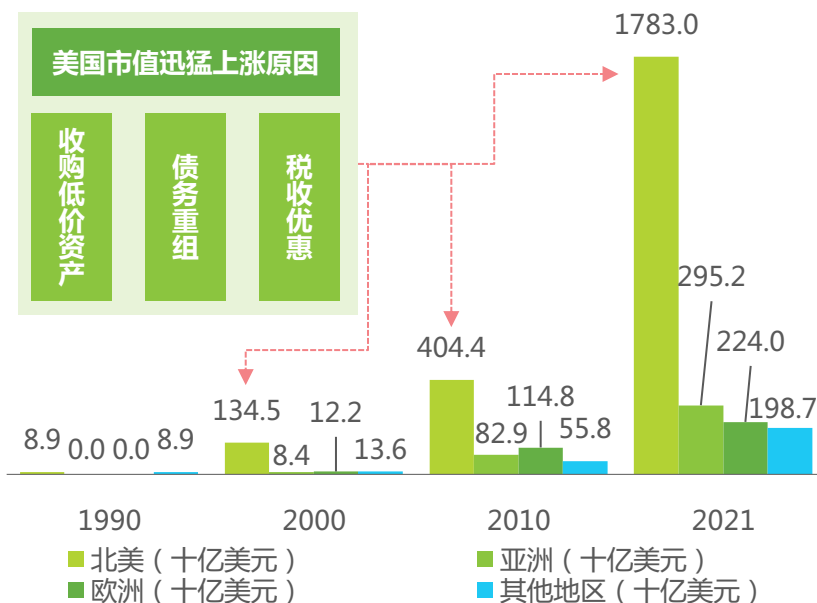
从全球角度看，REITs基金总市值由1990年的178亿美元增长至2021年的25010亿美元。平均年增长率超过了18%。从地区角度看，北美地区REITs市值规模最大。虽然其他市场REITs也在蓬勃发展，但市值远不及北美地区。

美国REITs市值于次贷危机后增长迅猛得益于：（1）危机期间底层资产估值严重下跌，REITs大举收购低价资产；（2）基金内部债务重组和再融资强化资产负债表；（3）税收优惠政策使REITs在后危机时代得到了大量资本青睐。

1990-2021年全球REITs总市值



1990-2021年各地区REITs总市值



来源：Nareit，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

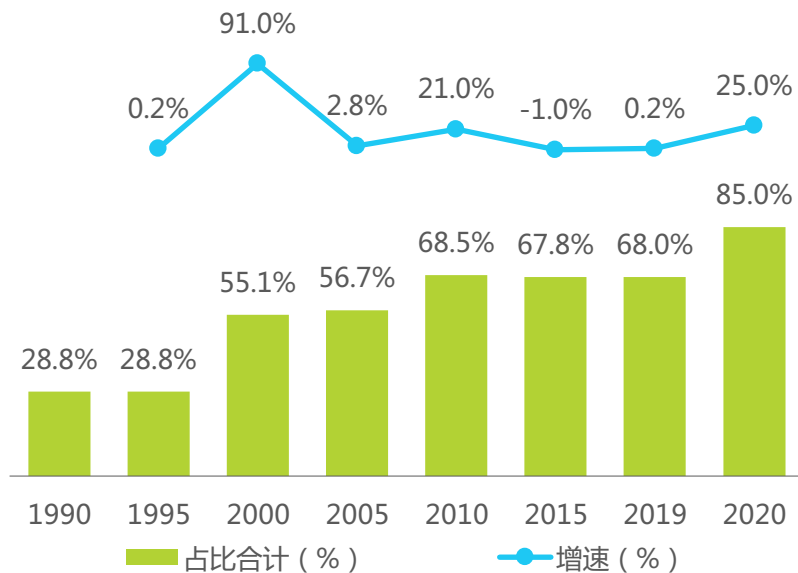
注释：其他市场包括澳洲、南美、中东地区、非洲等地。
来源：Nareit，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

REITs发展60年深得国际市场认可

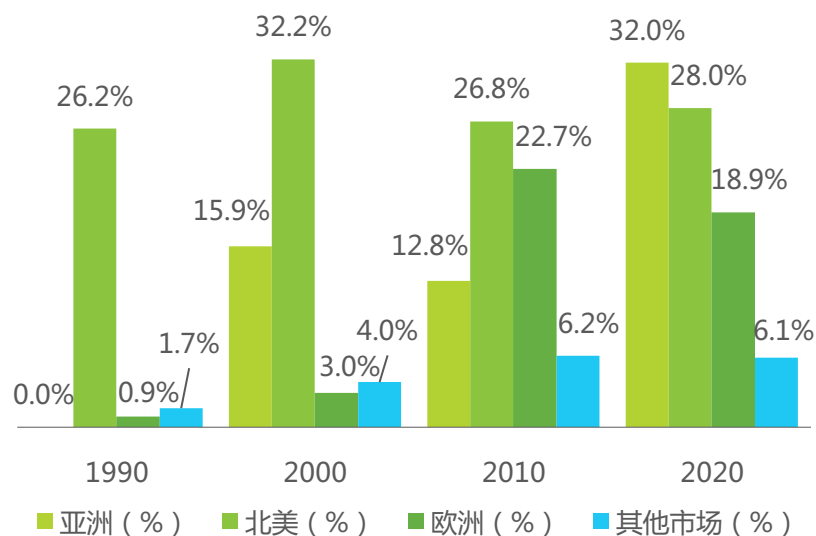
近30年来，全球REITs市值占发行市场GDP比重已达到由28.8%增长至85%

随着REITs基金在全球范围内的发行，目前已发行的国家和地区的REITs市值占2020年对应国家和地区GDP的85%，而该比重在1990年仅为28.8%。1990-2020年间，已发行REITs的国家和地区的GDP从65亿美元增加到约72万亿美元。从各地区角度来看，北美市场REITs市值占GDP比重较为稳定，介于25%-35%之间；而该比重在欧洲及亚洲市场增长迅猛，特别是亚洲市场，由1990年占比低于1%增长至2020年的32%。

1990-2020年全球REITs总市值占发行国家GDP比重



1990-2020年各地区REITs市值占GDP比重



注释：其他市场包括澳洲、南美、中东地区、非洲等地
来源：Nareit，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

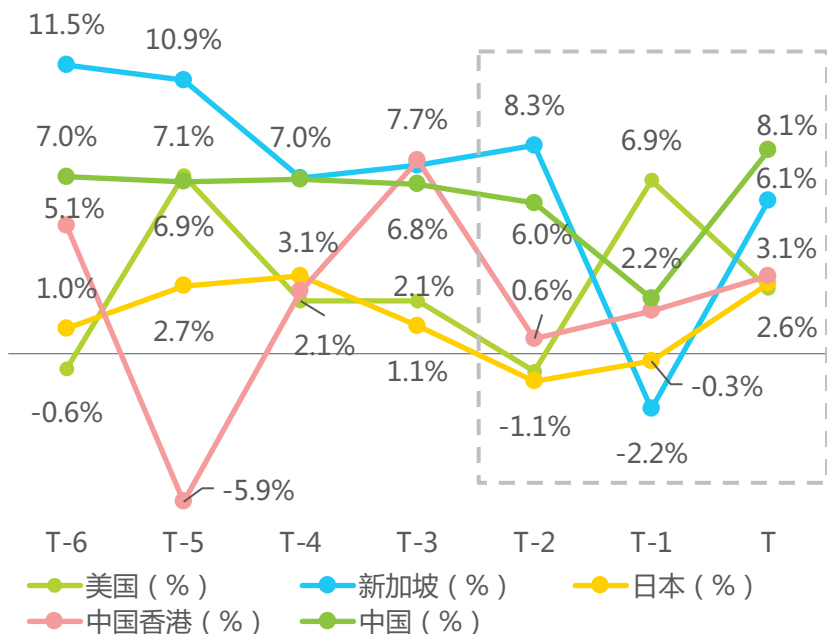
来源：Nareit，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

REITs的出台大多伴随着经济下滑

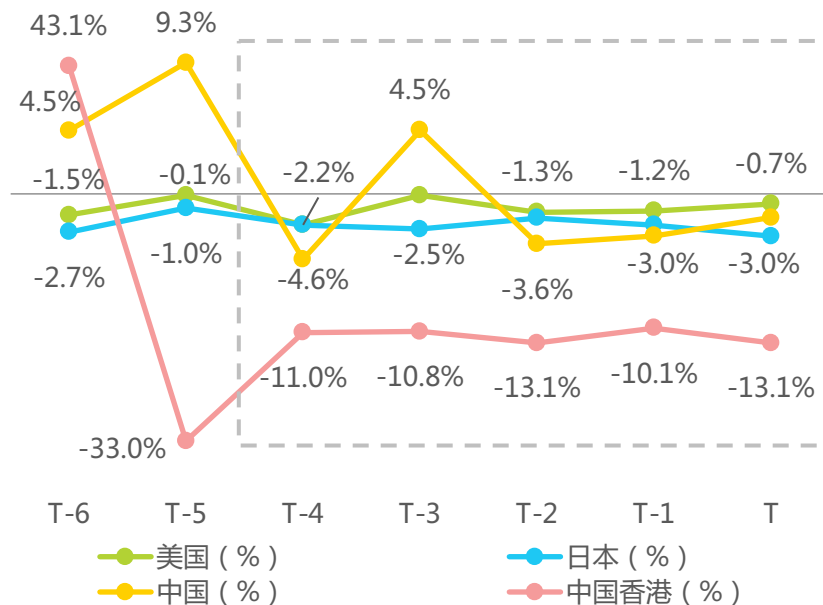
主要国家和地区REITs出台前GDP增速及房价走势均出现不同程度的下滑或低迷的现象

从经济增长角度看，REITs的推出与国家地区的经济发展形势有着密切的关联。主要国家和地区均是在经济长期低迷或突然出现经济危机时出台REITs制度。这是因为公募REITs与资产证券化一样，属于边际货币政策，是定向货币供给的金融产品，可以为国家经济需要的领域和产业定向增加货币供应。从政府视角看，经济周期以及房地产市场状况是政府制定REITs制度时考虑的主要因素。政府推出REITs期望能够对低迷的房地产行业以及整体市场环境起到提振作用。

各国家和地区REITs出台前GDP增速



各国家和地区REITs出台前房价走势



注释：根据新加坡城市重建局2001年公布的数据，1996-1999年房价跌幅达到50%。
来源：Wind，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

来源：Wind，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

REITs风险与股票相近但长期持有更佳



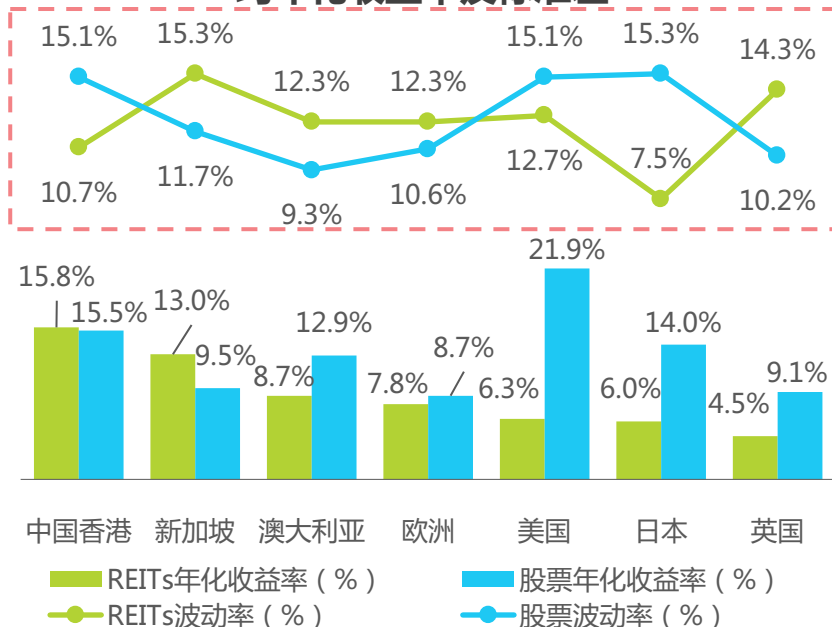
中短期REITs收益率不及股票，但长期来看REITs收益率明显上扬；二者的波动率区间在中短期与长期相仿

从收益端看，大部分市场中短期（3年）股票年化收益率明显高于REITs，而长期（10年）股票年化收益率没有明显涨幅，但REITs收益率却有明显上扬，且部分市场REITs收益率小幅超过股票。

从风险端看，各市场REITs与股票的波动率从中短期至长期均出现一定的上升，但二者波动率区间在中短期与长期相仿。

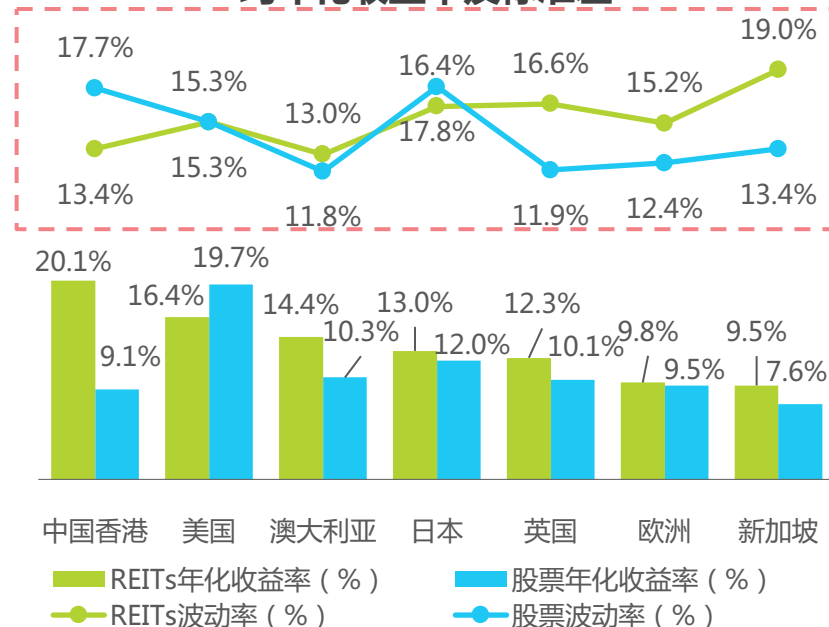
2016-2018年主要市场REITs和股票平

均年化收益率及标准差



2009-2018年主要市场REITs和股票平

均年化收益率及标准差



来源：《中国REITs市场建设》，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

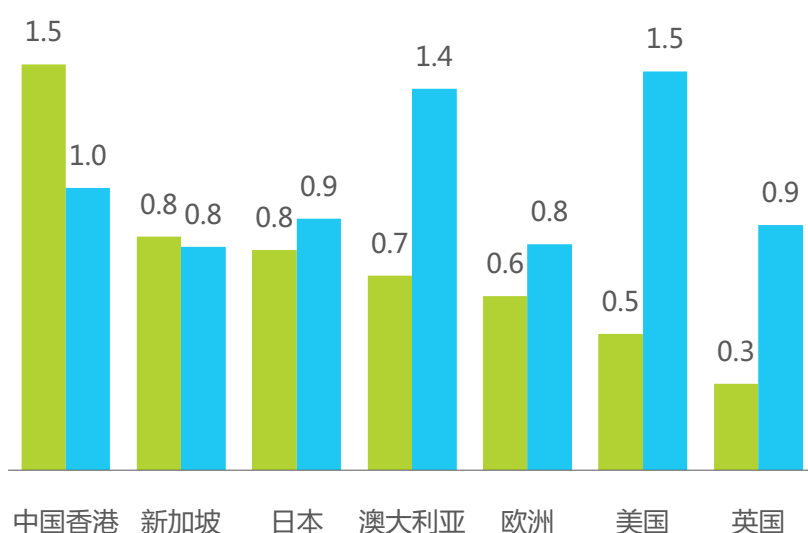
来源：《中国REITs市场建设》，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

公募REITs效益指标长期表现更优

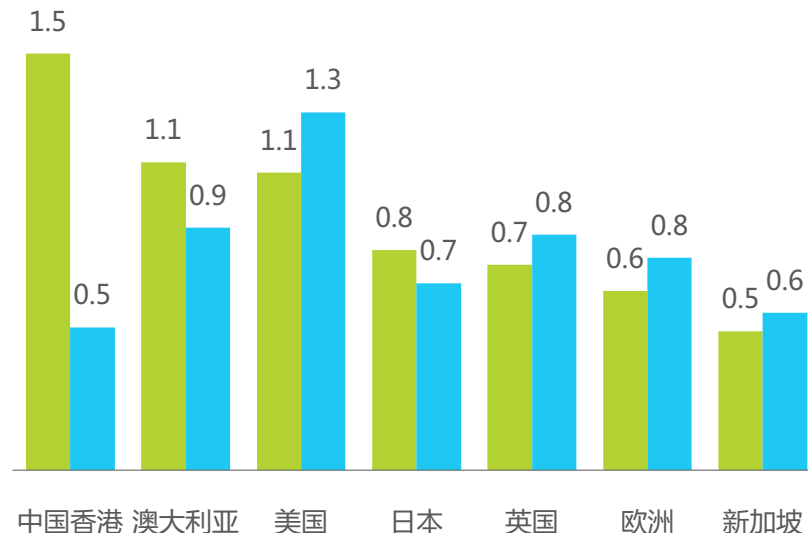
投资期由中短期向长期迈进的过程中股票效益明显下降，而REITs显著提升

中短期（3年）各市场REITs风险调整收益区间介于0.31-1.48，股票风险调整收益区间介于0.81-1.45；而长期（10年）各市场REITs风险调整收益区间介于0.5-1.5，股票风险调整收益区间介于0.51-1.29。这说明股票在中短期表现高于REITs，而在长期投资中REITs平均表现要高于股票。

2016-2018年主要市场和地区REITs及股票年均风险调整收益



2009-2018年主要市场和地区REITs及股票年均风险调整收益



■ REITs风险调整收益 (倍) ■ 股票风险调整收益 (倍)

■ REITs风险调整收益 (倍) ■ 股票风险调整收益 (倍)

注释：风险调整收益率=年化收益率/年化标准差
来源：《中国REITs市场建设》，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

注释：风险调整收益率=年化收益率/年化标准差
来源：《中国REITs市场建设》，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

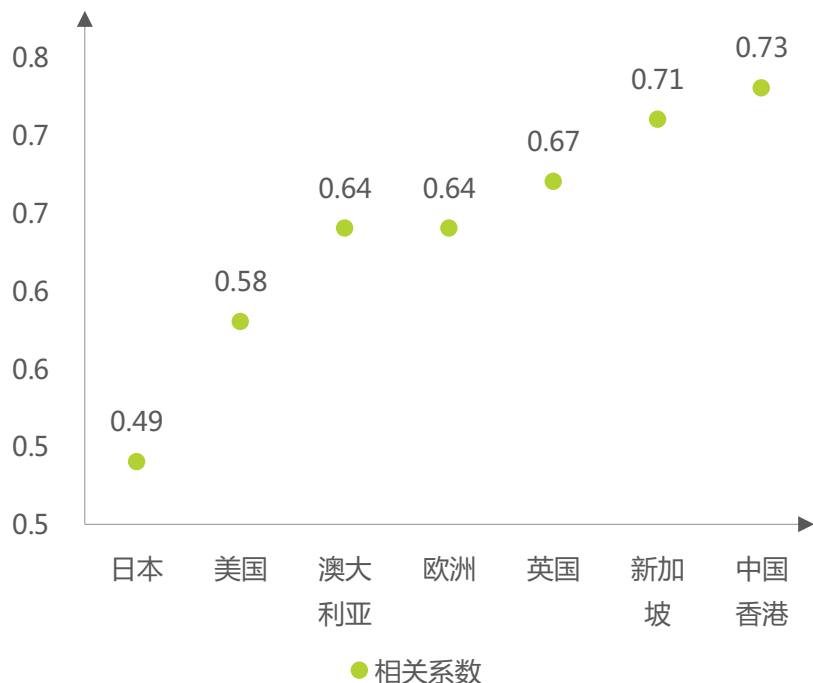
公募REITs能够有效的分散风险

REITs市场之间、REITs市场与股票市场的相关系数普遍较低

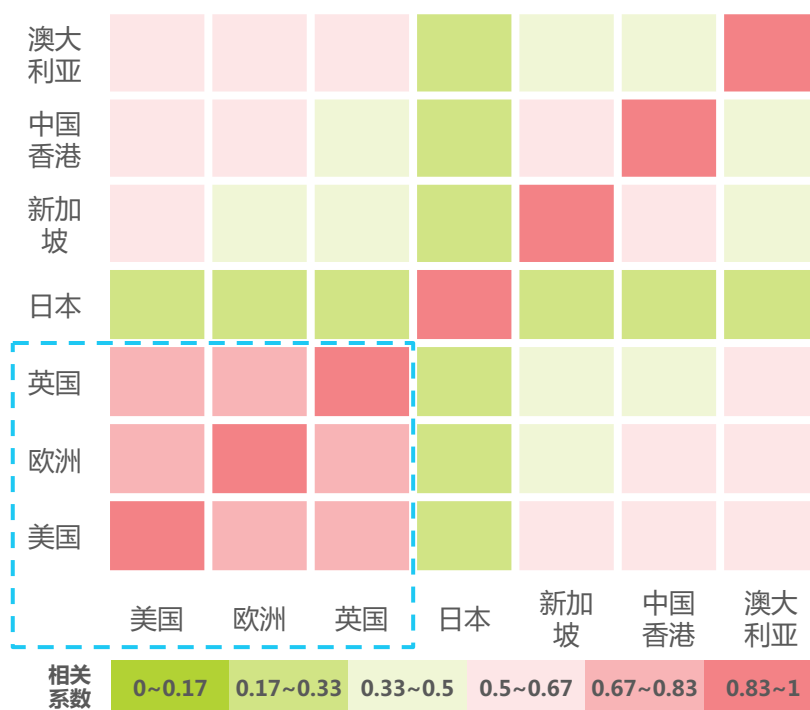
整体而言，REITs市场之间以及与股票市场的相关性普遍较低，能够实现风险分散化。日本、美国、澳大利亚、欧洲以及英国市场相关系数低于0.7，而新加坡及中国香港市场相关系数介于0.7-0.75之间。

从REITs市场之间相关系数看，美国、欧洲、英国市场之间的相关系数高于日本、新加坡、中国香港、澳大利亚市场之间的相关系数。此外，日本市场不论与自身股票市场还是与其他REITs市场之间的相关性显著低于其他市场。

主要国家和地区REITs与股票相关性



主要国家和地区REITs市场之间相关性



注释：相关系数采用10年月度收益率进行计算，数据截止日期为2018年12月31日。
来源：《中国REITs市场建设》，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

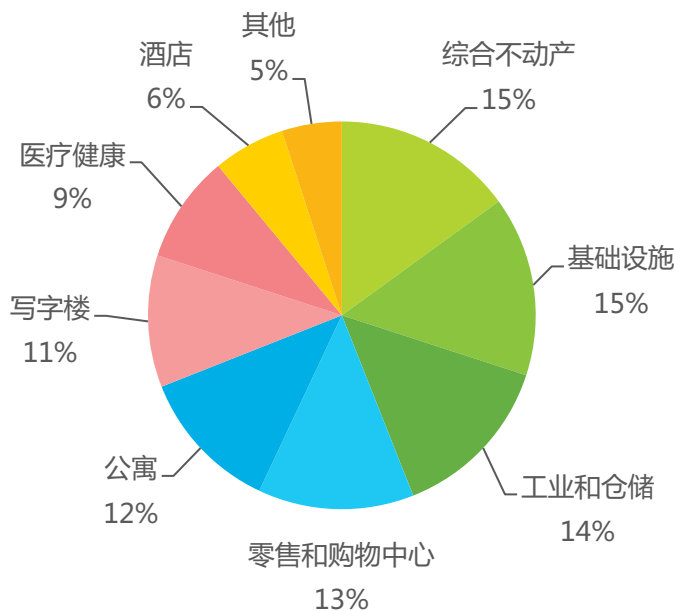
来源：《中国REITs市场建设》，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

美国与日本REITs底层资产类型

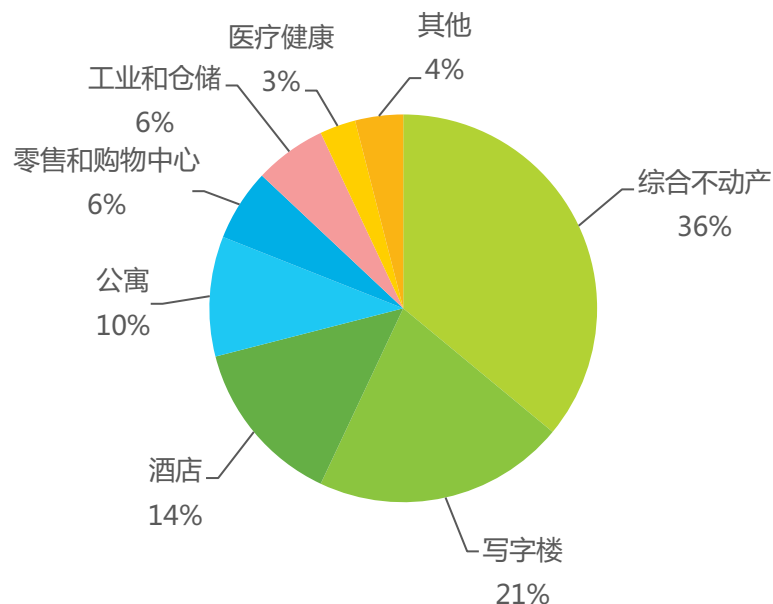
美国REITs底层资产类型分布最多元，且集中度较低；日本底层资产类型较美国更集中，但依然保持一定的多元化水平

美国REITs市场于1960年初步建立，美国REITs市场发展时间最久、规模最大、资产类型最丰富。REITs市值占比前三的物业类型包括了：综合不动产（15%）、基础设施（15%）以及工业和仓储（14%）。其余物业类型还包括零售和购物中心、公寓、写字楼等。日本REITs市场于2000年建立，底层资产分布也相对多元，但较美国市场相对集中。其中，综合不动产市值占比为36%，写字楼占比21%，酒店占比14%。

2018年美国REITs底层资产类型分布



2018年日本REITs底层资产类型分布



来源：《中国REITs市场建设》，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

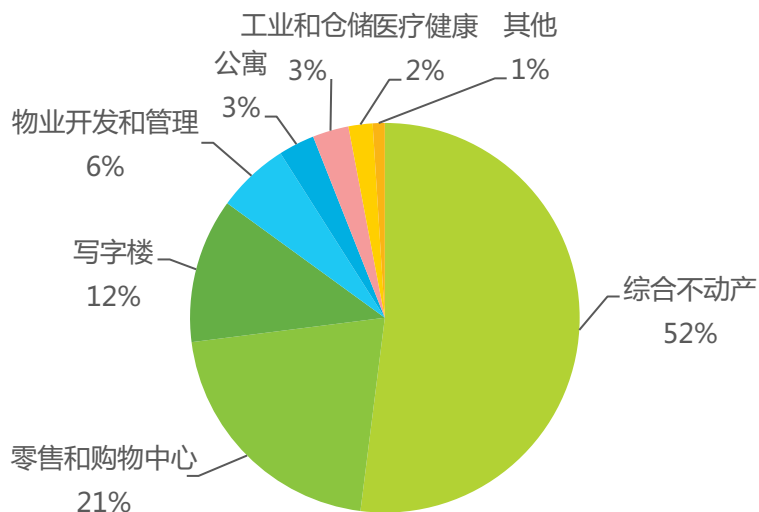
来源：《中国REITs市场建设》，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

欧洲与新加坡REITs底层资产类型

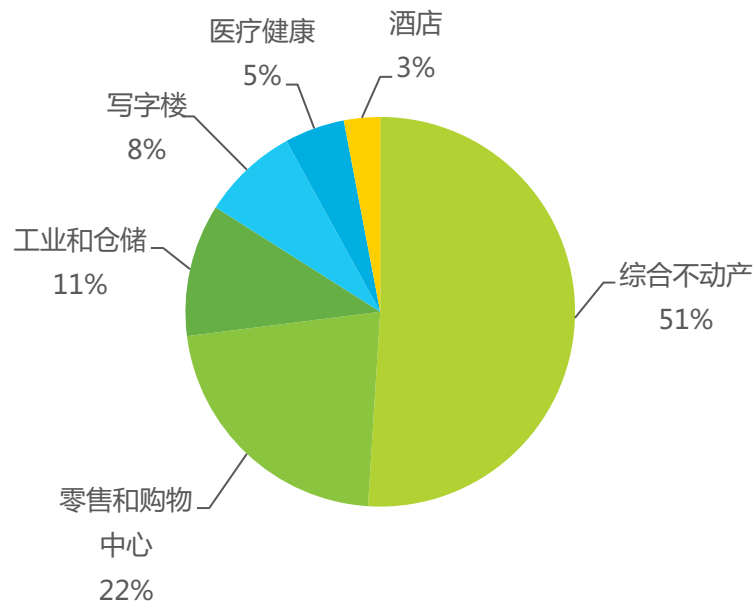
欧洲市场资产类型集中度高，但保持着一定水平的多元化；新加坡市场资产类型集中度与欧洲类似，但多元化水平较低

荷兰于1969年率先在欧洲建立了REITs市场，但市场规模较小。直到21世纪初，欧洲主要国家才逐步发展REITs市场。其中法国于2003年建立，德国、英国、意大利于2007年开启REITs发行，而西班牙则于2009年建立REITs市场。新加坡REITs市场于2002年建立，该时间与欧洲主要国家建立REITs市场时间接近。欧洲与新加坡REITs市场底层资产类型集中度也较为相似——均以综合不动产、零售和购物中心为主。但新加坡REITs底层资产多元化程度较欧洲市场低。

2018年欧洲REITs底层资产类型分布



2018年新加坡REITs底层资产类型分布



来源：《中国REITs市场建设》，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

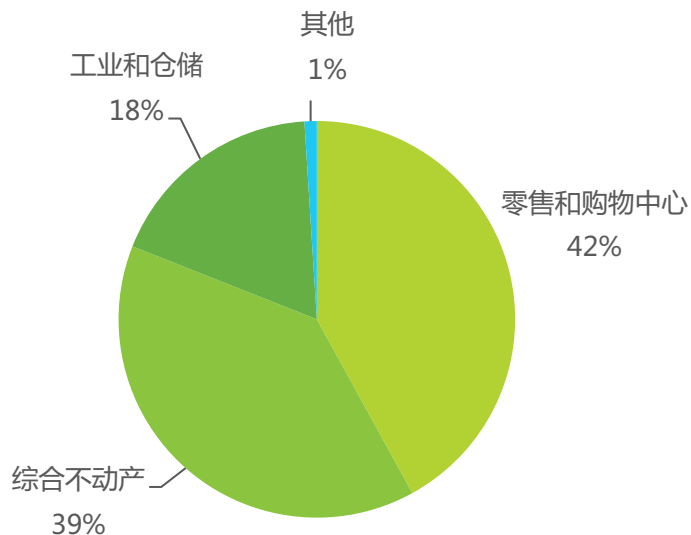
来源：《中国REITs市场建设》，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

澳大利亚与香港REITs底层资产类型

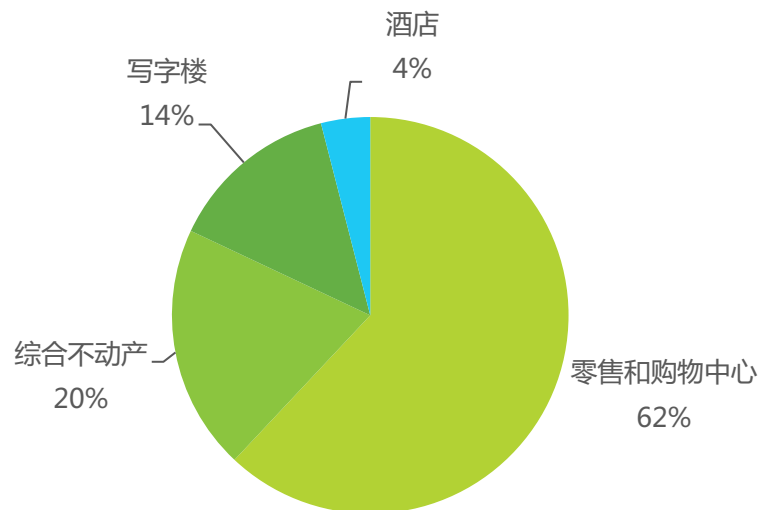
澳大利亚与中国香港REITs底层资产集中度高于其他主要市场，多元化水平也低于其他市场

澳大利亚于1971年建立REITs市场，但市场活跃度一直较低，这在底层资产类型集中度较高以及多元化水平较低中得以体现。其中零售和购物中心占比42%、综合不动产占比39%、工业和仓储资产占比18%。而香港REITs市场于2005年建立，但由于香港地区面积较小、物业类型多元化程度较低等原因使得香港REITs市场底层资产集中度较高。其中零售和购物中心占比达到62%，综合不动产占比20%，写字楼占比14%，而酒店类占比约为4%。

2018年澳洲REITs底层资产类型分布



2018年香港REITs底层资产类型分布



来源：《中国REITs市场建设》，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

来源：《中国REITs市场建设》，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

公募REITs基本介绍

1

全球REITs市场简析

2

中国公募REITs试点现状

3

公募REITs的估值、发行及后续市场表现

4

中国公募REITs未来机遇与挑战

5

中国REITs发行基本信息

截止2022年3月25日我国公募REITs累计发行11只；行业分布在高速公路、产业园区、物流地产以及环保基建领域

序号	名称	证券代码	发行日期	底层资产	发行期限 (年)	发行份额 (万份)	发行价 (元/份)	募资规模 (万元)
1	富国首创水务 REIT	508006	2021年6月21日	污水处理	26	50000	3.70	185000.00
2	红土盐田港 REIT	180301	2021年6月21日	物流地产	36	80000	2.30	184000.00
3	博时蛇口产业园 REIT	180101	2021年6月21日	产业园区	50	90000	2.31	207900.00
4	中航首钢绿能 REIT	180801	2021年6月21日	垃圾处理	21	10000	13.38	133800.00
5	华安张江光大 REIT	508000	2021年6月21日	产业园区	20	50000	2.99	149500.00
6	中金普洛斯 REIT	508056	2021年6月21日	物流地产	50	150000	3.89	583500.00
7	东吴苏园产业 REIT	508207	2021年6月21日	产业园区	40	90000	3.88	349200.00
8	浙商沪杭甬 REIT	508001	2021年6月21日	高速公路	20	50000	8.72	436000.00
9	平安广州广河 REIT	180201	2021年6月21日	高速公路	99	70000	13.02	911400.00
10	华夏越秀高速 REIT	180202	2021年12月14日	高速公路	50	30000	7.10	213000.00
11	建信中关村 REIT	508099	2021年12月17日	产业园区	45	90000	3.20	288000.00

来源：Wind，各REITs基金招募说明书，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

中国公募REITs监管框架

中国REITs监管框架是以发改委、证监会作为顶层制度设计机关；交易所、行业协会作为执行保障机构的双层结构体系



来源：公开资料整理，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

中国公募REITs重点政策梳理

公募REITs政策逐渐由顶层制度细化至实际操作与行业规范

2020年4月30日，中国证监会、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）试点相关工作的通知》（下称《通知》），并出台配套指引，标志着国内公募REITs发展正式启航。未来基础设施 REITs 将聚焦于新基建、交通、能源、仓储物流，信息网络、园区开发等领域。

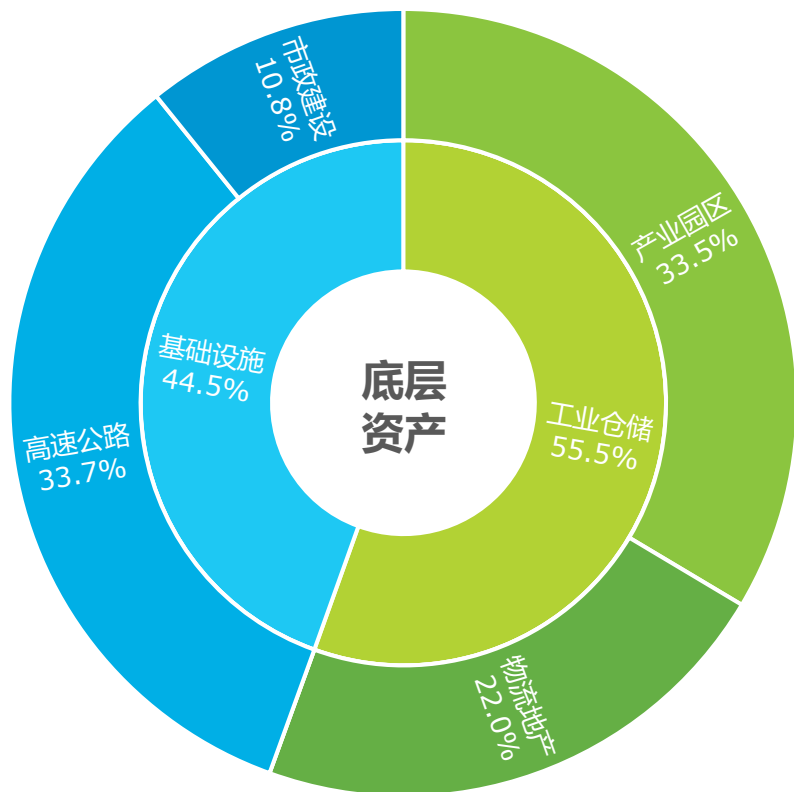
序号	文件名称	签发机关	签发日期	主要内容
1	《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》	证监会 发改委	2020年4月24日	明确了基础设施REITs 试点的基本原则 ， 试点项目要求和试点工作安排 ，属于公募REITs试点阶段的 顶层制度 设计。
2	《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报工作的通知》	发改委	2020年7月31日	细化试点项目要求 ，明确试点项目的 申报条件、合规要求、流程及材料 等具体细则。
3	《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》	证监会	2020年8月6日	明确 基础设施范围 ，细化 基础设施项目准入要求 ，规范REITs的 发行、投资、管理、扩募、收益分配、决策机制 ，规范参与机构 准入条件及权利义务 。
4	《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点有关工作的通知》	发改委	2020年11月27日	对各 主管部门 就试点项目的 审核、落实及协调 等进行规范。
5	《公开募集基础设施证券投资基金（REITs）业务办法（试行）》	上交所 深交所	2021年1月29日	规范基础设施REITs 上市申请条件与确认程序 ，规范基础设施REITs的 发售、上市、交易 ，规范基础设施REITs的 存续期管理及信息披露 。
6	《公开募集基础设施投资基金登记结算业务指引（试行）》	中证登	2021年2月5日	进一步规范上交所与深交所关于基础设施REITs的 登记结算业务 。
7	《公开募集基础设施证券投资基金三项主要工作（试行）》	基金业协会	2021年2月8日	规范基础设施REITs的 尽职调查工作、财务报表编制、收益分配、信息披露 等业务操作，进一步完善基金经理的自律管理。
8	《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》	发改委	2021年6月29日	进一步规范基础设施领域不动产投资信托基金试点工作 。
9	《关于基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点税收政策的公告》	财政部	2022年1月26日	规定了原始权益人在向项目公司 划转基础设施资产 取得的项目公司股权时 不缴纳所得税 ，原始权益人向基础设施REITs转让项目公司股权实现的资产转让评估增值， 所得税缴纳时点递延 至支付股权转让价款后缴纳。

来源：公开资料整理，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

底层资产——聚焦重点行业

目前我国公募REITs底层资产类型要求严格、多元化程度低

中国公募REITs底层资产类型分布



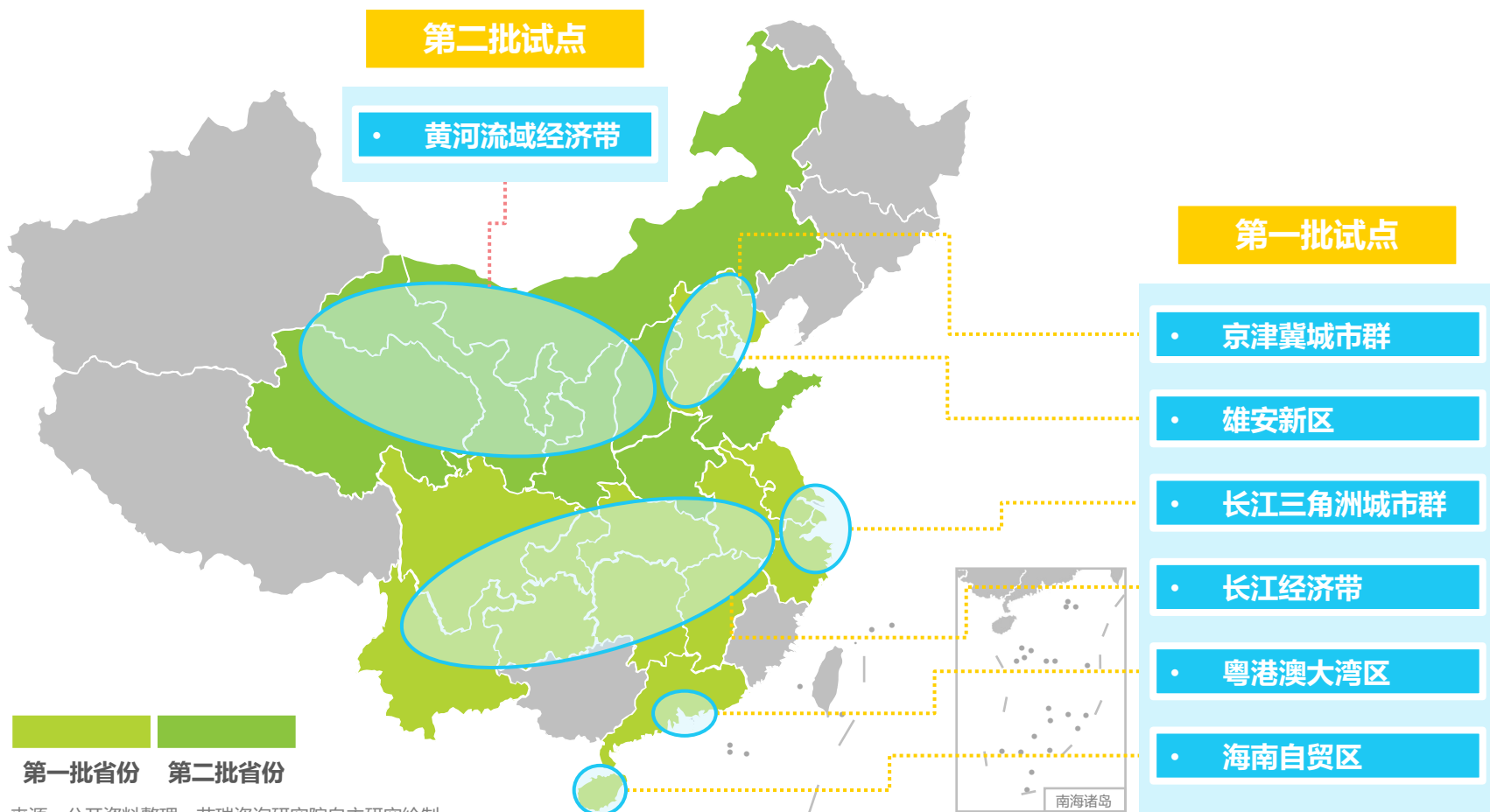
类型	资产投向	具体领域
允许类	交通基础设施	收费公路、铁路、机场、港口等
允许类	能源基础设施	发电、清洁能源、特高压输电，电网建设、充电基础设施等
允许类	市政基础设施	供水、供电、供气、供热项目，以及停车场等
允许类	生态环保基础设施	污水垃圾处理及资源再利用基础设施、固废危废医废处理环境基础设施等
允许类	仓储物流基础设施	通用仓库以及冷库等专业仓库等
允许类	园区基础设施	自贸区、各级别开发区、战略性新兴产业集群研发平台、创业孵化器、产业加速器等
允许类	新型基础设施	数据中心类、人工智能项目，5G、通信铁塔、物联网、工业互联网、宽带网络、有线电视网络项目，智能交通、智慧能源、智慧城市项目
允许类	保障性租赁住房	各直辖市及人口净流入大城市的保障性租赁住房项目
允许类	其他类型	自然文化遗产等
禁止类	商业地产项目	酒店、商场、写字楼等商业地产项目不属于试点范围

注释：占比采用2022年3月25日各REITs市值累计占比计算得出。
来源：Wind，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

来源：公开资料整理，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

底层资产——聚焦重点区域

全国各地区符合条件的项目均可申报，但重点支持东部沿海及两江沿岸省份



来源：公开资料整理，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

底层资产——聚焦优质资源

中国公募REITs试点底层资产大部分为往期运营稳定、回报率良好的资产或行业内的示范性工程

项目权属清晰

REITs试点要求取得基础设施项目**完全所有权或经营权利**。已按规定履行项目投资管理，以及规划、环评和用地等相关**手续，已通过竣工验收**。



规模性与成长性

REITs试点文件明确规定，首次发行的基础设施REITs项目，当期目标**不动产评估净值**原则上不低于**10亿元**。发起人（**原始权益人**）具有较强**扩募能力**。

良好的业绩表现

项目开始运营时间原则上**不少于3年**，已产生**持续、稳定的现金流**。对项目的现金流回报，要求预计未来3年**净现金流分派率不低于4%**。



发起人信用良好

具有持续经营能力，最近3年**无重大违法违规**行为。企业**内部控制制度健全**，基础设施运营企业还应当具有丰富的运营管理能力。

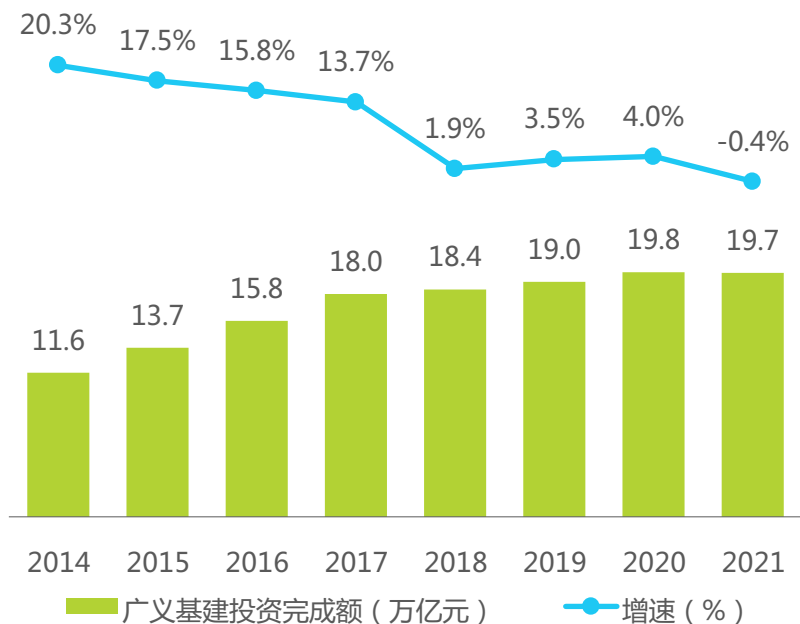


REITs发行有充足的资产供给

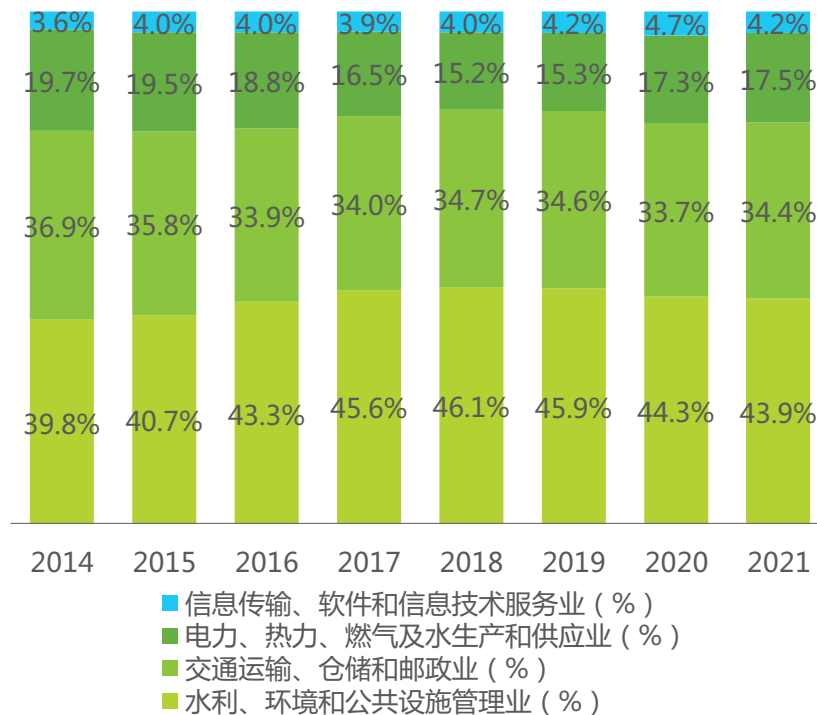
中国基建存量规模巨大，但主要集中在传统基建领域

改革开放以来，伴随着城镇化、工业化进程，中国在基础设施领域进行了巨额投资。根据国家发改委的统计，1995年-2018年中国基础设施投资累计高达130万亿元，CAGR达到18%。2021年广义基建投资完成额约为19.7万亿元，规模较2020年下降了0.4%。现阶段中国基础设施领域尽管已经拥有庞大的存量资产，但基础设施领域投资大部分集中在传统基建领域。

2014-2021年中国基建投资完成额



2014-2021年基建投资各分项占比



注释：广义基建包含电力、热力、燃气及水的生产和供应业，交通运输、仓储和邮政业，信息传输、软件和信息技术服务业以及水利、环境和公共设施管理业。
来源：Wind，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

来源：Wind，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

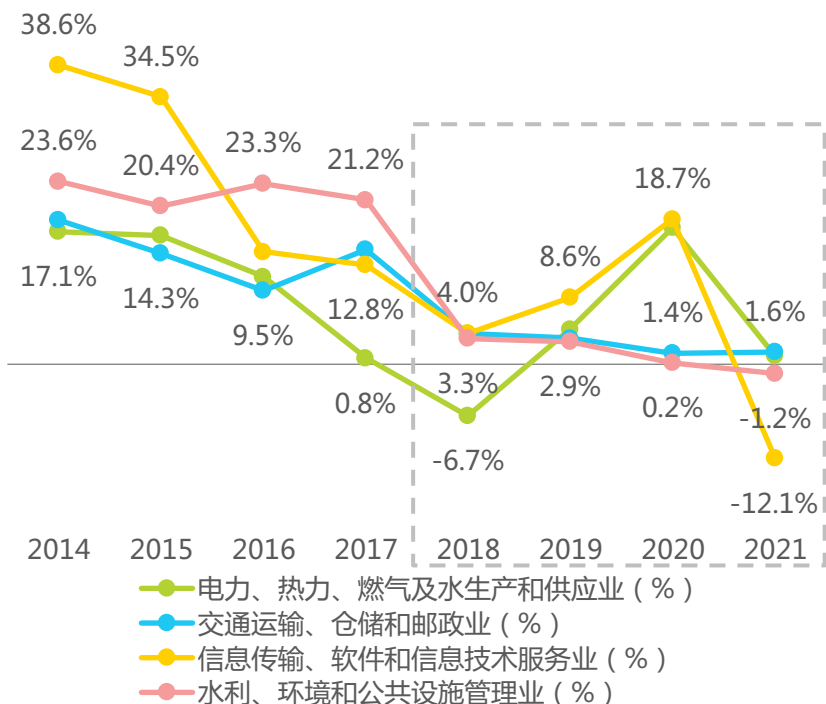
目前中国基建投资处在关键调整时期

基建投资结构性矛盾凸显——投资增速下降、潜在需求旺盛

广义基建投资各分项在2014-2021年增速均出现了不同程度的下滑。2018年至今，除2020年新冠疫情的政策性刺激因素，各行业增速水平基本维持在4%以内。在此期间还有部分行业投资规模出现萎缩的情况。

目前尽管中国基础设施领域已经拥有庞大的存量资产，但基础设施补短板投资需求仍然巨大。投资需求主要集中在：国家战略基建需求、存量基建翻新改造、落后地区基建不完善以及代表着未来发展方向的新基建需求。

2014-2021年基建投资分项增速变化



来源：Wind，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

来源：《中国REITs市场建设》，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

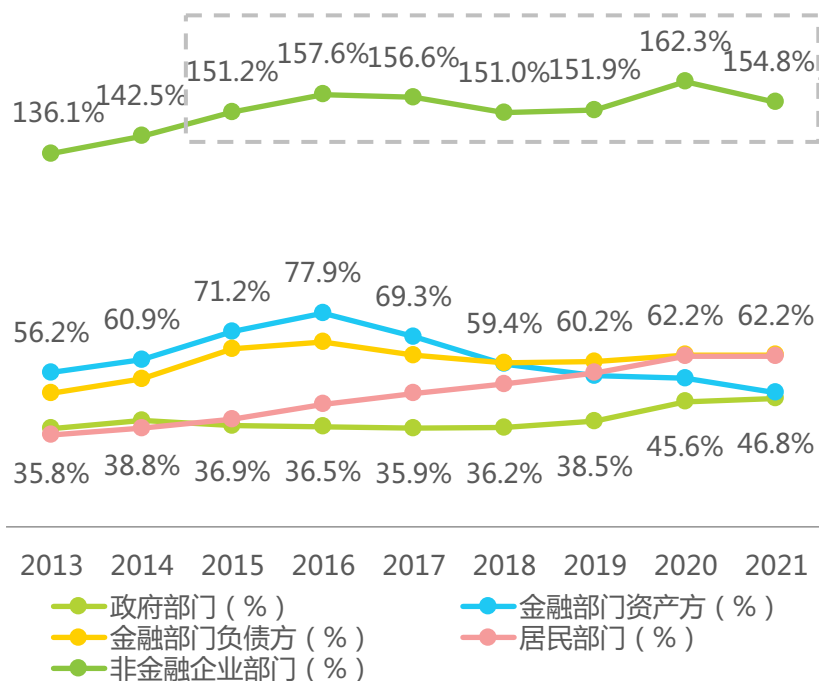
基建投资挑战一：资产负债率高企

基建行业平均资产负债率较高，债务风险较大

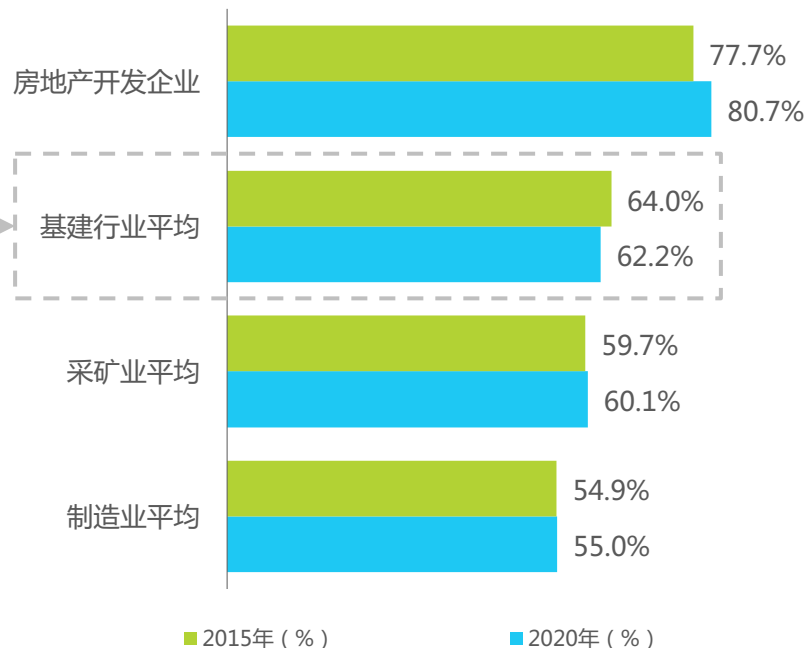
从宏观杠杆率来看，在2016年“三去一降一补”任务提出以来，虽然整体杠杆率得到了一定的控制，但非金融企业杠杆率持续高企以及居民部门杠杆率增速过快依然是债务风险的主要问题。

从行业角度看，2020年房地产开发企业资产负债率达到80.7%，远超其他行业。基建行业资产负债率5年间下降约1.8%，但绝对水平依然排在第二位，达到62.2%。而采矿业与制造业资产负债率5年间未发生明显变化，2020年资产负债率分别为60.1%及55.0%。

2013-2021年实体经济部门杠杆率



2015和2020年主要行业资产负债率



注释：基建行业平均=基建行业各分项的算数平均值。
来源：Wind，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

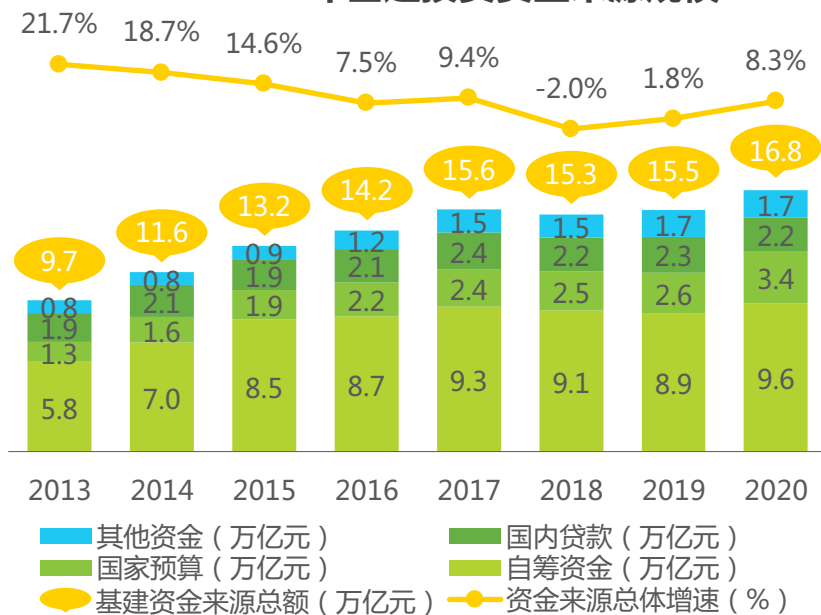
来源：Wind，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

基建投资挑战二：资金来源不足

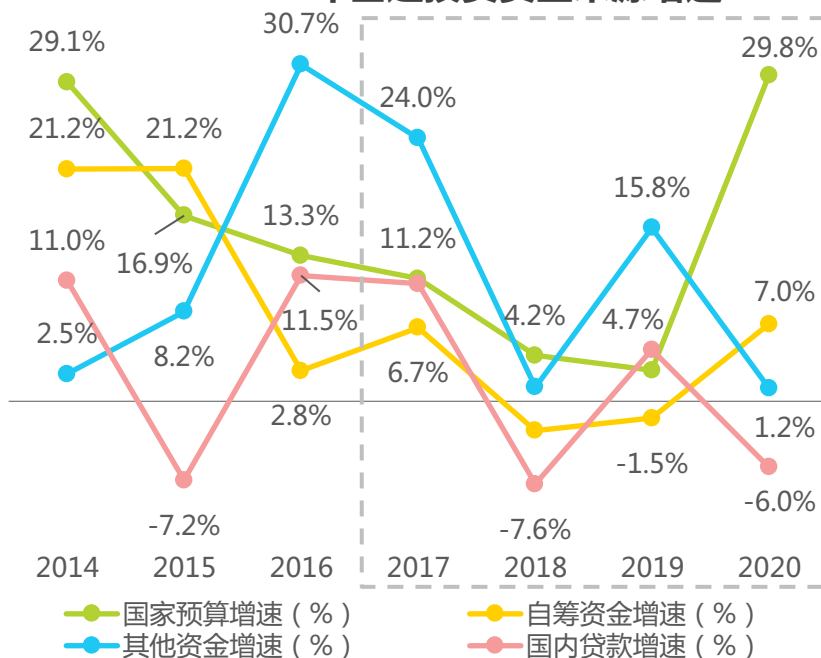
自筹资金、国家预算及国内贷款增速的下滑使得投资主体开发基建项目受到限制

2020年基建投资资金来源增长至16.8万亿元，但增速却呈现递减趋势。从结构角度看，自筹资金作为基建行业主要资金来源，近年来增速明显下滑。原因主要是：中央规范PPP及政府购买服务相关制度，致使社会资本投资基建领域意愿明显减弱。与此同时，为贯彻落实“三去一降一补”任务，宏观层面信贷投放意愿的减弱使得银行理财通道业务等传统融资渠道被限制。此外随着经济下行压力的加大，地方政府财政收入的下降，使得近年国家预算资金增速下滑明显。

2013-2020年基建投资资金来源规模



2014-2020年基建投资资金来源增速



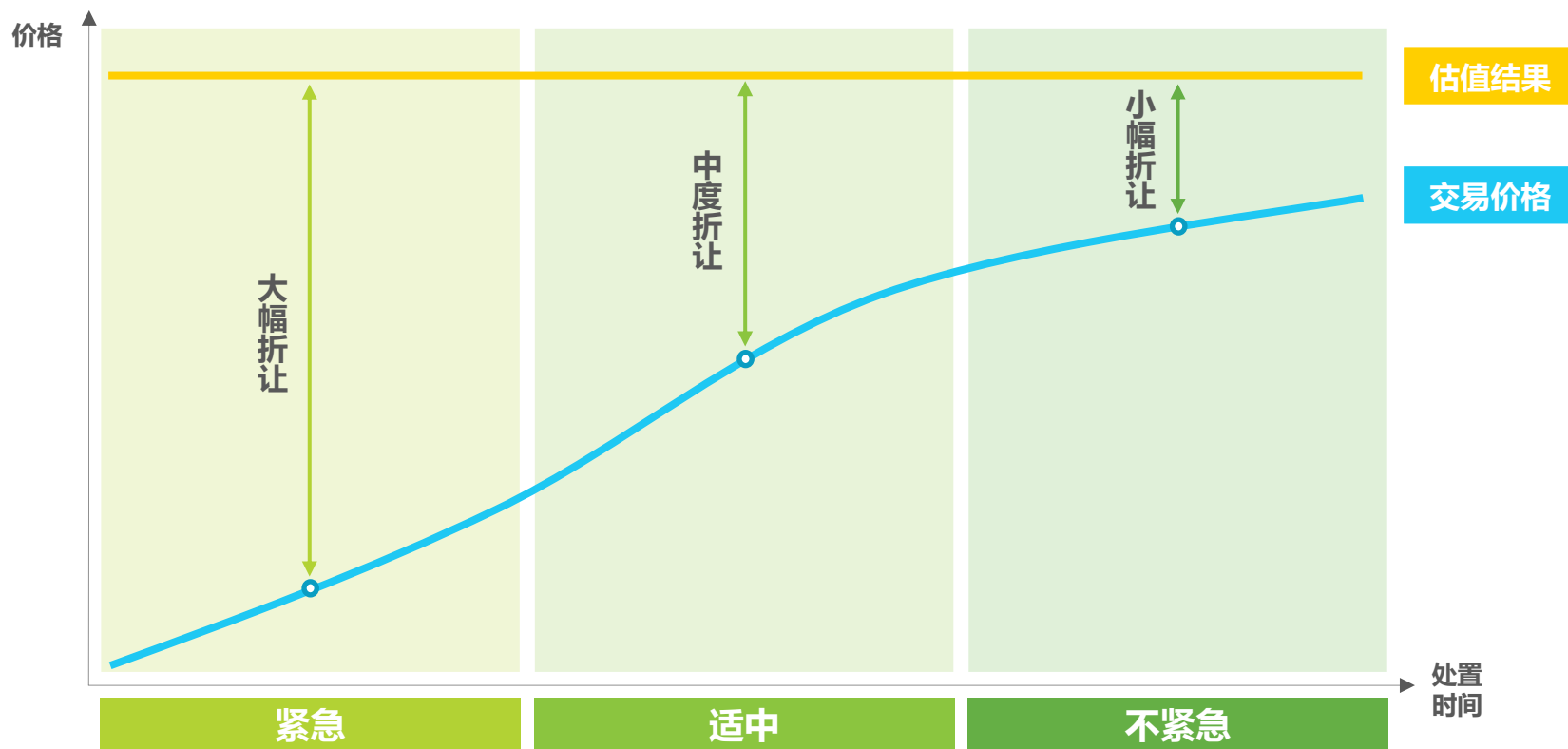
注释：广义基建包含电力、热力、燃气及水的生产和供应业，交通运输、仓储和邮政业，信息传输、软件和信息技术服务业以及水利、环境和公共设施管理业。
来源：Wind，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

来源：Wind，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

基建投资挑战三：退出折价率高

基建行业基础资产交易量少，流动性低，处置折价率高

资产流动性与该类资产交易活跃程度直接相关。金融资产由于有标准化的交易流程、丰富的参与主体和相对较低的投资门槛，使其流动性远远好于非标准化且单价昂贵的不动产。近年来随着经济下行压力的增大、项目收益受到影响，使得投资主体债务及现金流压力凸显。部分投资主体甚至不惜处置物业来换取现金流。但由于基础设施资产收益率低、单资产估值较高，市场活跃度较低，物业处置价格往往在估值的基础上大幅折让。资产退出成本现已成为基建投资的另一大挑战。



来源：公开渠道整理，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

REITs能应对基建投资面临的挑战

公募REITs能够同时满足投资主体对资产处置时降低流动性折价、扩充项目资金来源及降低资产负债率的诉求



来源：公开渠道整理，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

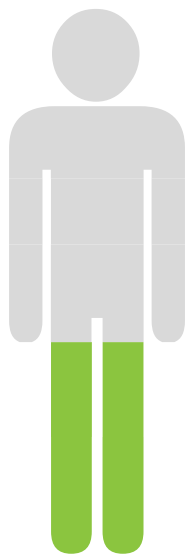
中国公募REITs投资者分为4类

原始权益人和战略投资者持股比例较大且限售期长、网下投资者以及公众投资者持股比例较低但无限售期

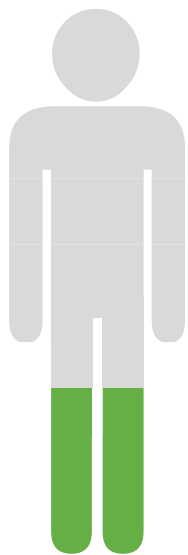
持股比例及限售期安排

原始权益人限售期**不少于36月**，其他战略投资者**不少于12月**

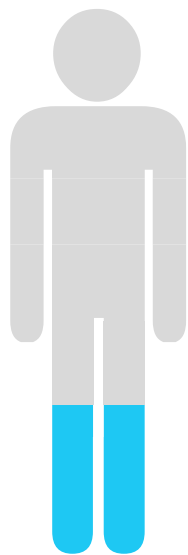
网下发售及公众发售部分的基金份额无流通限制及锁定期安排



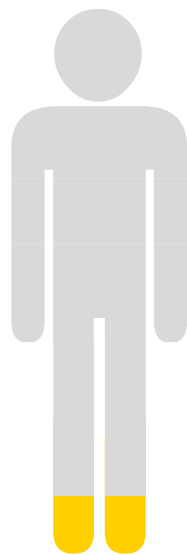
37.8%



29.6%



24.3%



8.2%



原始权益人

指基础设施基金持有的基础设施项目的**原所有人**。



其他战略投资者

指符合本基金战略投资者选择的**特定标准**、事先与**基金管理人签署配售协议**、认购的基金份额期限具有**锁定期**的投资者。



网下投资者

指参与**网下询价和认购业务**的**专业机构投资者**。



公众投资者

除上述投资者外，符合法律法规规定的可投资于证券投资基金的**个人投资者**、**机构投资者**、**合格境外机构投资者**和**人民币合格境外机构投资者**以及法律法规或中国证监会允许购买证券投资基金的其他投资人。

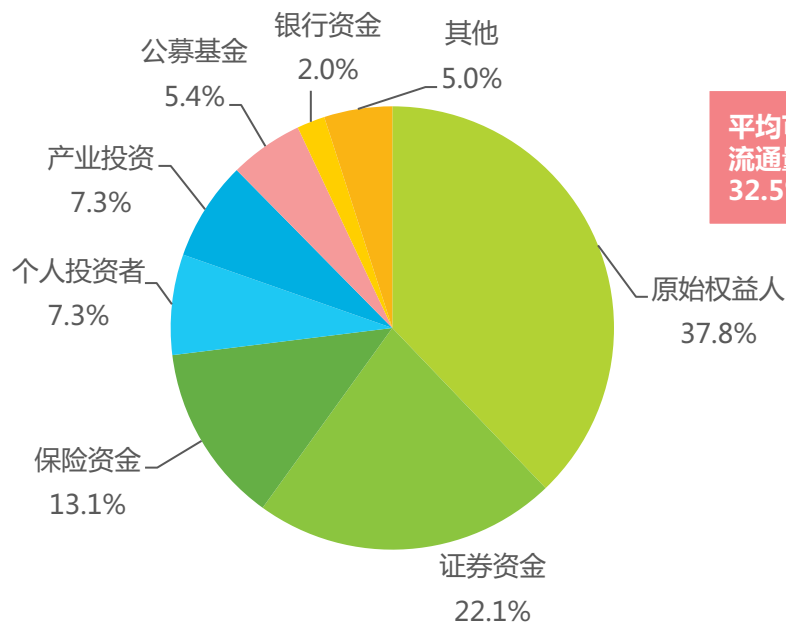
注释：1.原始权益人持股比例≤20%的部分限售期为60个月，持股比例>20%的部分限售期为36个月；2.持股比例为11只REITs基金各投资者持股比例的算数平均。
来源：各基金招募说明书，各基金发售公告，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

REITs市场中机构投资者占主导地位

除原始权益人持有的份额外，机构投资者累计持有约54.8%的份额，而个人投资者仅持有7.3%的份额

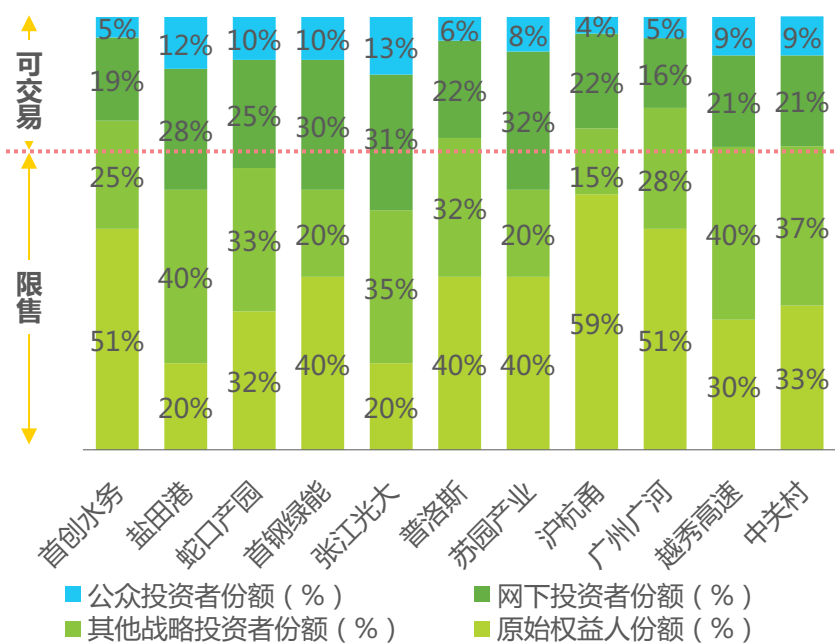
从限售角度看，一年以内限售的投资者包括原始权益人（持有份额介于20%-59%）以及其他战略投资者（持有份额介于15.3%-40%），二者累计持有份额接近70%。而无限售限制的网下投资者（持有份额介于16%-30%）和公众投资者（持有份额最低），二者累计持有比例在30%左右。由于原始权益人限售期超过36个月，其他战略投资者限售期均为12个月，使得大部分基金份额无法在短期内进行交易。这会导致基金公开发行后市场深度较浅，价格会受到交易量的影响而波动。

REITs基金投资者结构



平均可流通量
32.5%

各REITs基金投资者持有份额



来源：Wind，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

来源：各基金招募说明书，各基金发售公告，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

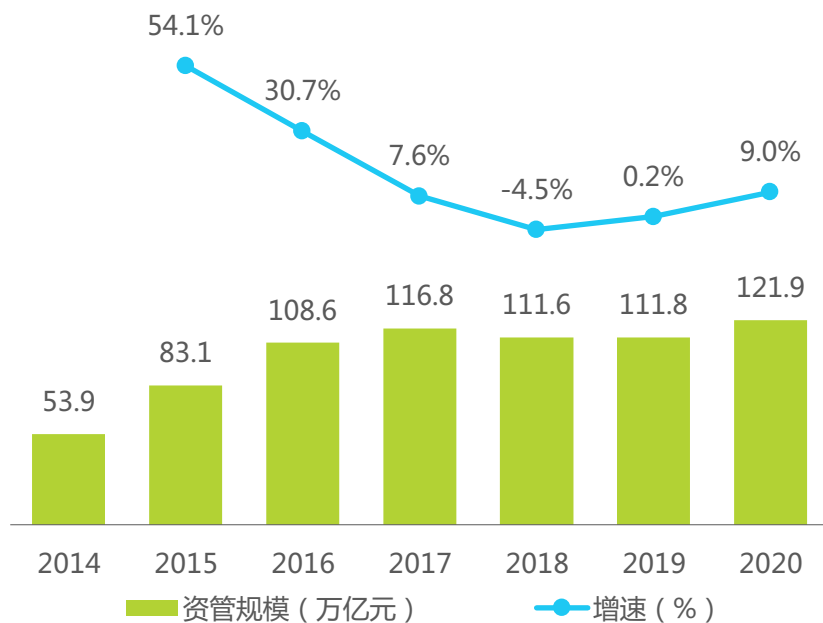
中国资管行业未来发展前景广阔

资管新规发布以来中国资管行业进入规范发展的新阶段

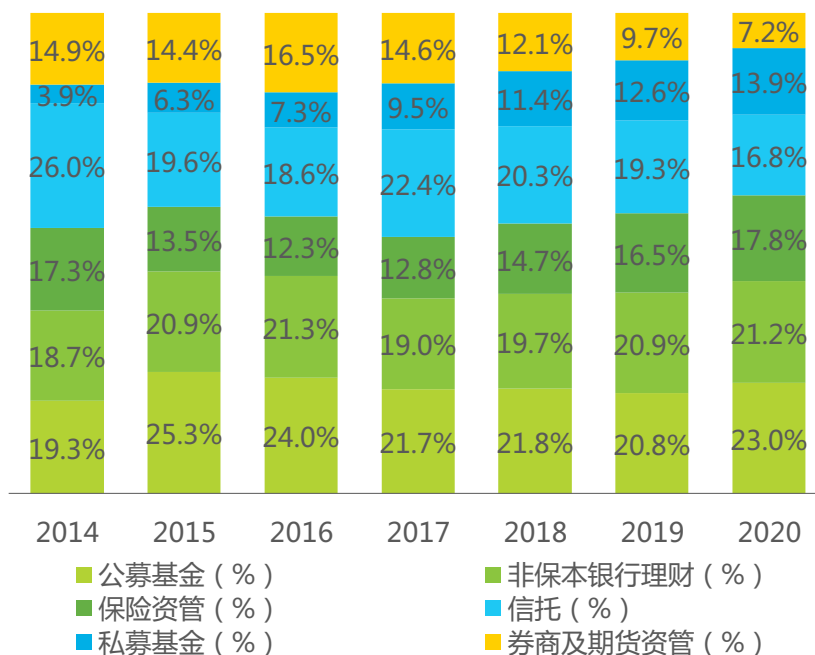
资管新规发布以来，我国资产管理行业增速放缓、结构分化，进入规范发展的新阶段，资管业务逐步正本清源。这一阶段行业增速放缓，体现了破刚兑、禁错配、去通道、消嵌套、限杠杆的要求。

目前中国资管行业管理规模占比前三名的分别是公募基金、银行理财以及保险资管，三者占比接近65%。得益于中国潜在金融市场规模庞大以及伴随着“房住不炒”的理念深入人心，居民财富向金融资产转移的长期趋势，未来中国资管行业发展广阔。

2014-2020年资管行业规模及增速



2014-2020年资管机构管理规模分布



注释：资管类型包括非保本银行理财、信托、保险资管、公募基金（含专户）、券商资管、期货资管、私募基金。

来源：《2021年中国资产管理行业发展报告》，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

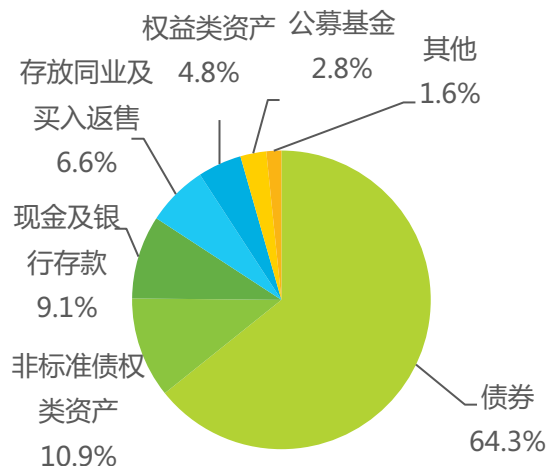
来源：《2021年中国资产管理行业发展报告》，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

资管行业挑战一：资产配置差异化小

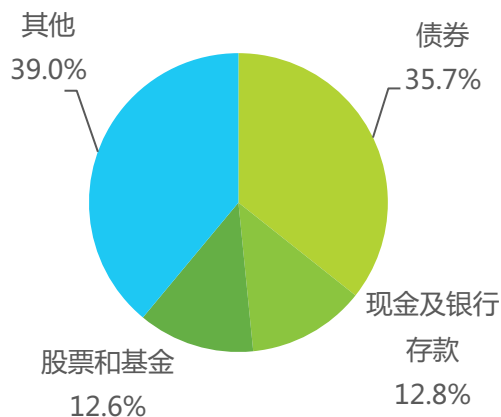
中国资管行业金融产品多元化水平较低，机构可选范围较少

虽然中国资产管理市场的发展在规上已经取得了突出的成绩，但在质量方面还有很大的发展空间。根据《中国资产管理行业发展报告中》的数据，近年来资产管理行业各子行业资产配置结构整体较为稳定，各子行业以固定收益类产品为主。目前中国资管行业的现状有以下三个特点：（1）各类资产管理机构产品同质化现象仍然十分明显；（2）中国金融市场的完善程度低，市场上大类金融产品仍有缺失；（3）中国金融市场现存高质量的可投资产品较少。

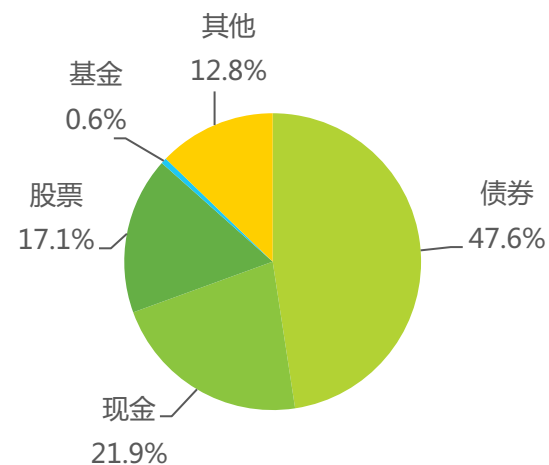
2020年银行理财产品资产配置结构



2019年保险公司资产配置结构



2019年公募基金资产配置结构

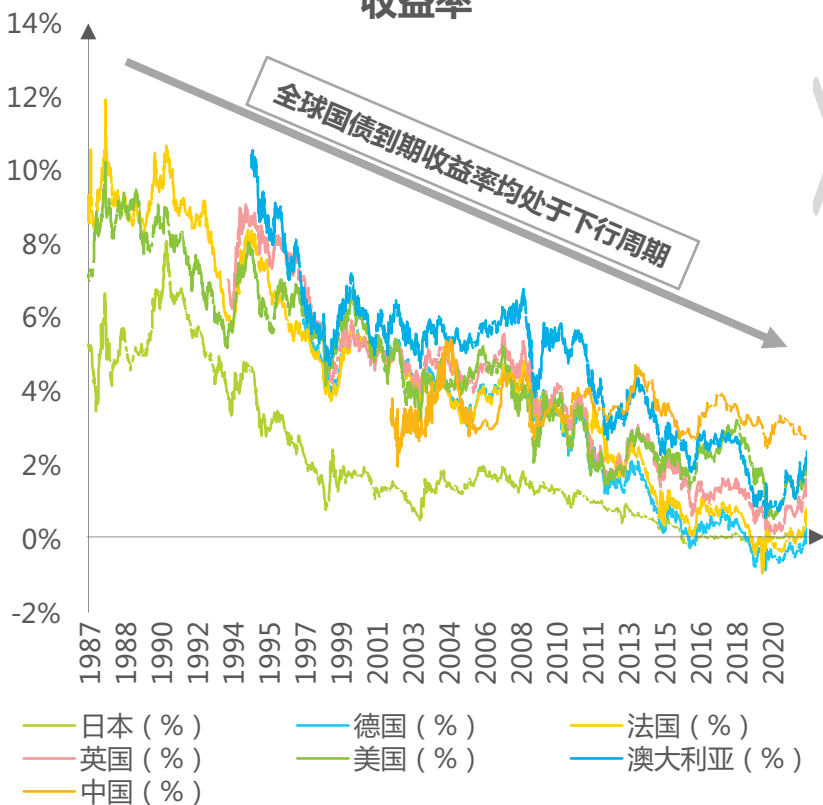


来源：2020、2021年《中国资产管理行业发展报告》，《中国REITs市场建设》，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

资管行业挑战二：低利率时代的冲击

在低利率时代，投资者需要在风险可控的情况下更灵活的配置资产以增厚自身收益

1987-2020年主要国家10年国债到期收益率



来源：Wind，《2021年中国资产管理行业发展报告》，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

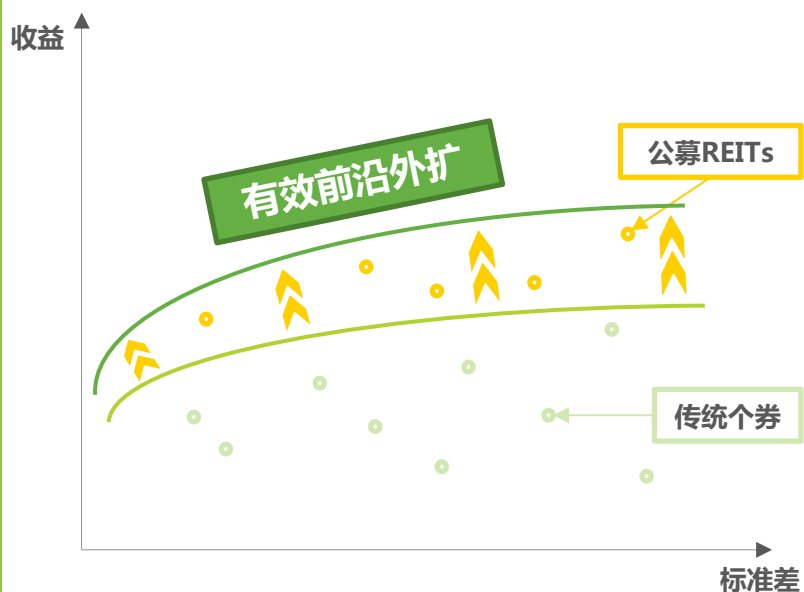
利率下行的影响	资产端	<ul style="list-style-type: none"> 固定收益市场：回报率下行 股票市场：短期上行，但长期会受冲击 大宗商品市场：通胀加剧带动大宗商品价格上涨
	产品端	<ul style="list-style-type: none"> 债权类资产持有价值弱化，但交易价值增强 风险资产的配置价值趋强，凸显增厚收益 现金类资产流动性出色，防御价值上升
	资金端	<ul style="list-style-type: none"> 利率下行，储蓄意愿让位于抗通胀需求，游离资产端行业吸纳更多资金 资金端风险偏好抬升
国际经验	债券资产	债券所起的“压舱石”、保持资产流动性、分散风险作用，使得机构虽然对其配置份额有所降低，但总体仍处于较高配置比例。
	风险资产	低利率环境下，资管机构适当增加风险资产配置比例以确保投资收益。
	另类资产	REITs、贵金属、私募基金等资产在低利率环境中是应对“传统资产荒”的选择之一。

REITs能应对资管行业面临的挑战

公募REITs的推行为资管行业增添新型配置工具，既增加各行业资产配置的多元化和灵活性，又增厚了预期收益

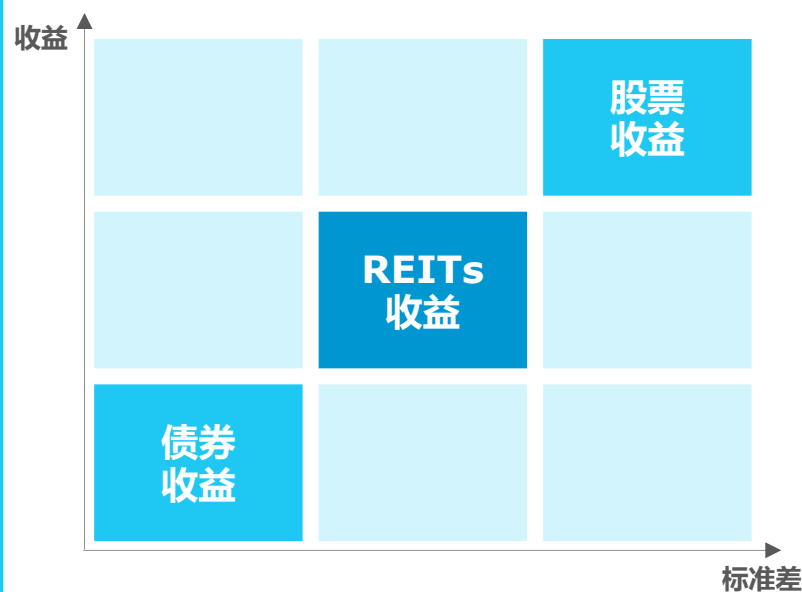
拓宽投资的有效前沿

REITs与其他金融资产的关联性低，有助于中国投资者资产配置的多元化以及**有效前沿的外扩**，具有极高的配置价值。此外，投资者通过配置REITs有助于资产管理行业**多元化竞争**态势的形成。



提供丰厚的长期收益

REITs作为一种**高分红比例、高收益风险比**的长期投资工具，是高质量、成熟的金融产品。在低利率时代，公募REITs的推出能够有效拓宽社会资本投资渠道，满足**险资、银行资金、养老金以及社保资金**等需求。



来源：《中国REITs市场建设》，《2021年中国资产管理行业发展报告》，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

公募REITs基本介绍

1

全球REITs市场简析

2

中国公募REITs试点现状

3

公募REITs的估值、发行及后续市场表现

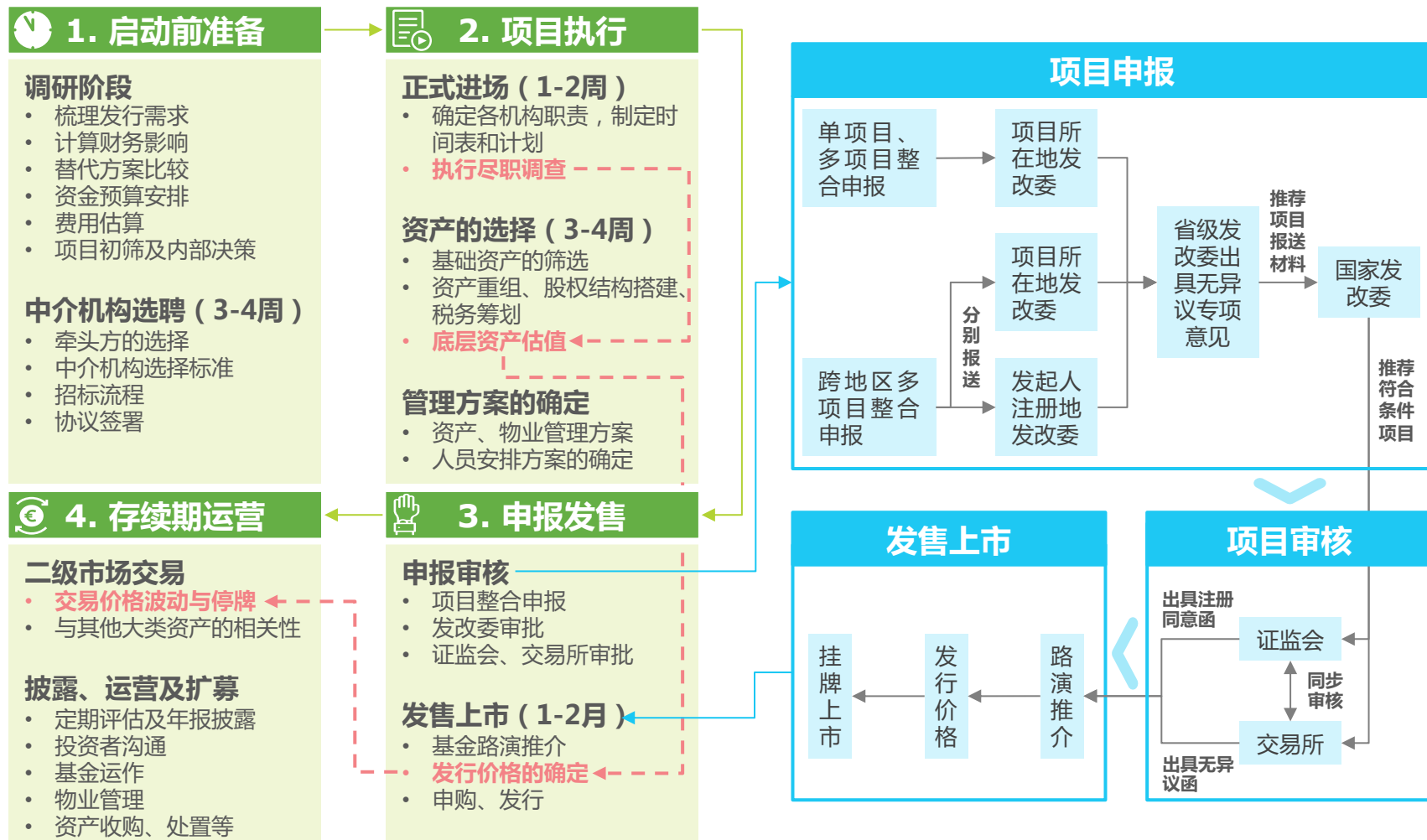
4

中国公募REITs未来机遇与挑战

5

公募REITs发行运作流程环环相扣

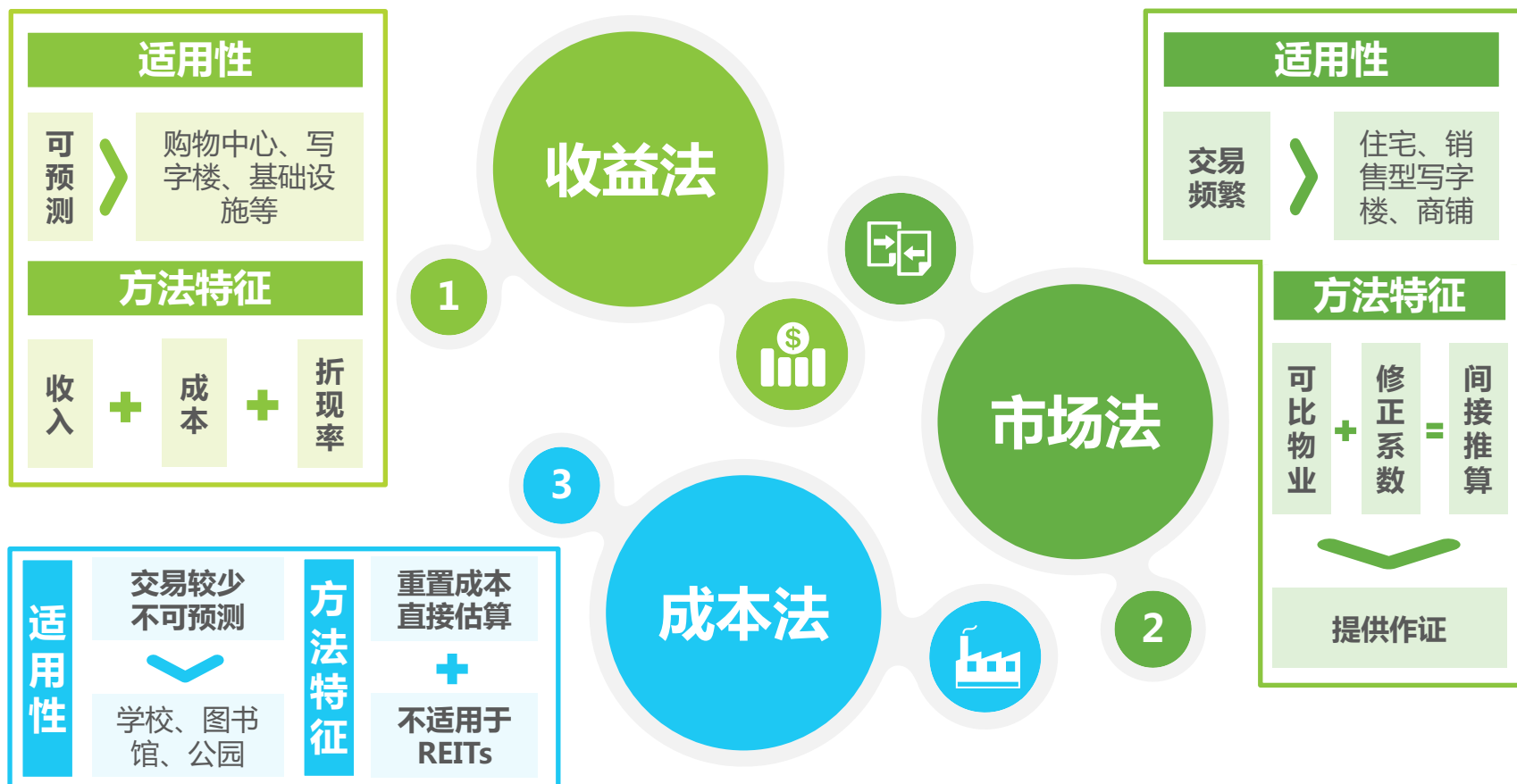
底层资产的选择和估值直接影响发行价格和上市交易



来源：公开渠道整理，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

物业估值主要使用三种方法

公募REITs要求底层项目有成熟的经营模式及市场化运营能力，已产生持续、稳定的收益及现金流，因此收益法最为合适



来源：公开渠道整理，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

公募REITs基础资产估值流程

每个环节中重要因子的估计均对结果产生重要影响

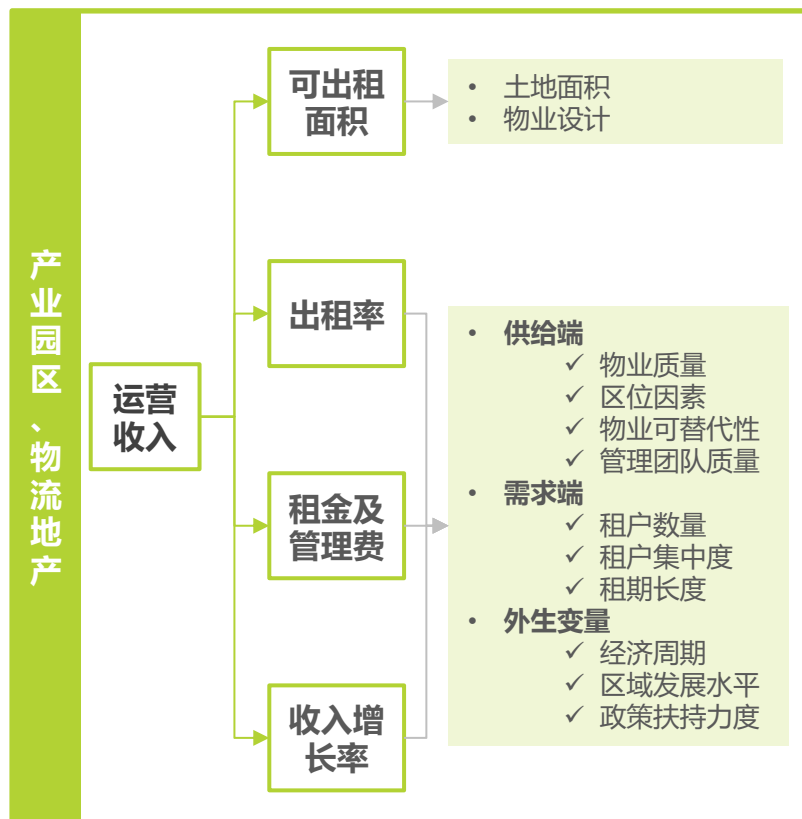


来源：公开渠道整理，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

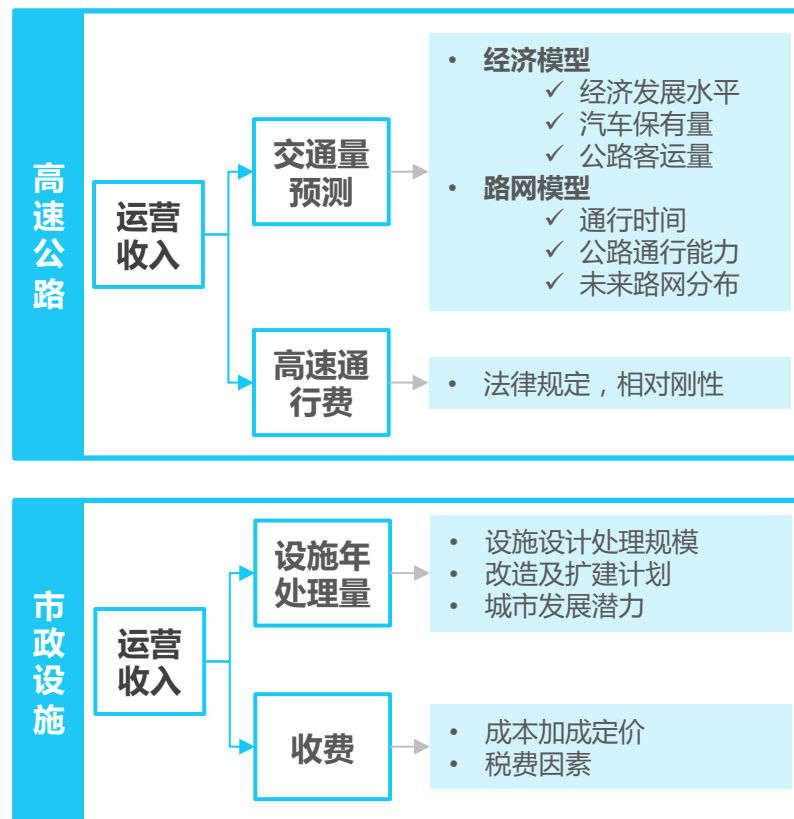
不同类型资产运营收入预测因子不同

租金类资产出租率及增长率是核心，高速公路交通量预测是关键，市政设施未来改扩建及价格涨幅是重点

租金类资产营业收入影响因素



收费类资产营业收入影响因素



来源：REITs招募说明书，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

租金类资产及高速公路收入关键因子

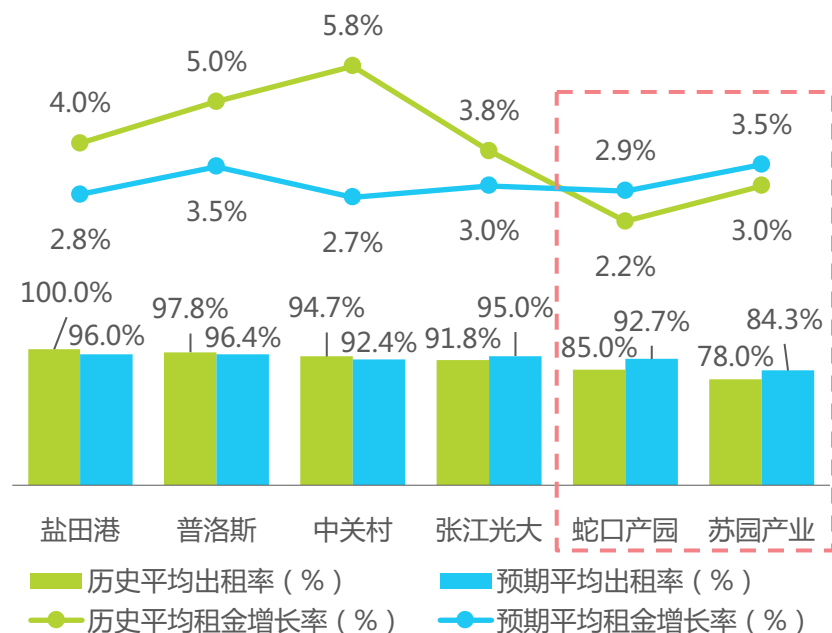


租金类项目未来租金增长率估计相对于出租率估计更为保守，高速公路类项目车流量增速基本与收入增速匹配

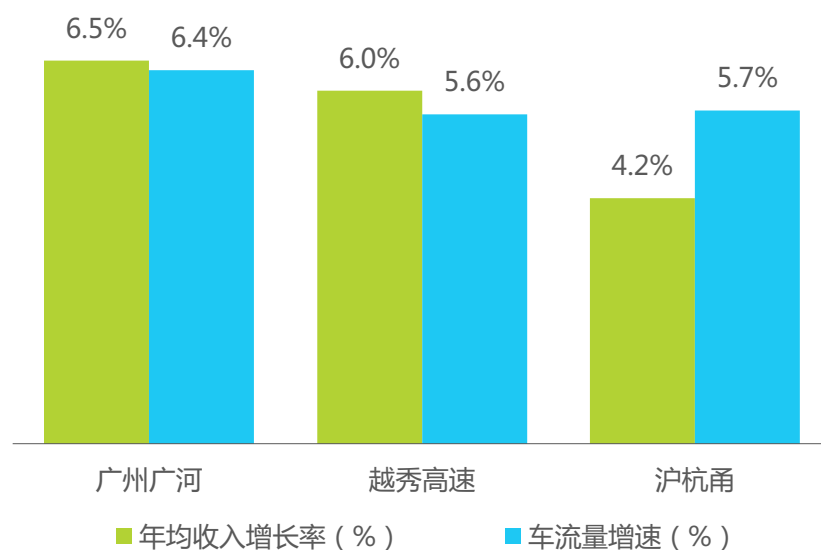
从租金类资产看，预期平均出租率高于历史平均出租率的资产有张江光大园、蛇口产业园、苏园产业园；而预期租金增长率高于历史增长率的资产仅有有蛇口产业园及苏园产业园。

从高速公路类资产看，资产未来收入增长率基本与车流量增幅匹配。

租金类资产出租率及租金增长率



公路类资产年均收入与车流量增长率



注释：1.历史期间为2018-2020年；预期年限为估值截止日期；2.由于底层资产可能涉及多个项目，为方便对比，平均出租率选择使用算数平均法。
来源：REITs招募说明书，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

注释：1.预期年限为估值截止日期；2.由于底层资产可能涉及多个项目，为方便对比，增长率选择使用算数平均法。
来源：REITs招募说明书，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

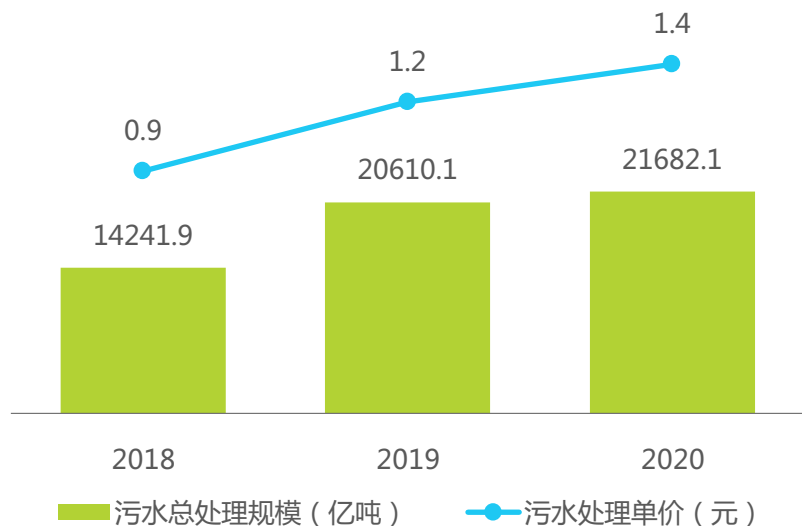
市政设施收入关键因子

首创水务近三年污水处理总规模及价格均有所上涨，而首钢生物的垃圾处理量价方面未发生明显变化

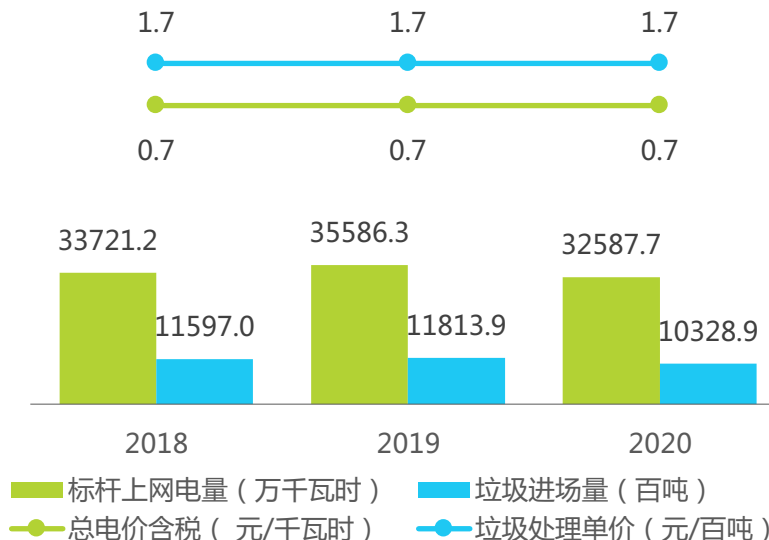
首创水务污水处理规模的增长主要由于：深圳三家水厂根据《特许经营协议》的要求，污水处理量从开始运营年至第五年每年递增5%，而合肥水厂则于2020年中旬第四期项目扩建完成。污水处理单价上涨是由于在此期间部分污水处理成本上升所致。

首钢生物近年未发生改扩建，垃圾处理成本也未发生明显变化，故垃圾进场量、发电量及价格未发生明显变化。

2018-2020年首创水务污水处理规模、单价及增速



2018-2020年首钢生物发电量、发电单价及垃圾处理量、垃圾处理单价



注释：由于估值报告中未披露处理规模和处理单价预测，故采用2018-2020年数据。
来源：REITs招募说明书，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

注释：由于估值报告中未披露关键指标的预测值，故采用2018-2020年数据。
来源：REITs招募说明书，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

成本预测与运营收入高度相关

预测方法为按照收入的一定比例进行计提，或根据资产状况及历史因素综合计提

运营费用

对于REITs底层资产而言，运营费用包括了人工成本、服务费用、水电费、增值税、资产日常维修成本、资产折旧及摊销等。此类费用的预测基本采用营业收入的一定比例进行计提。

资本性支出

在标的收益年期内，资本性支出主要包括主体工程及设备设施的大修、更换及改造。资本性支出一般按标的资产设计使用情况并结合历史支出水平综合判断。



其他税费

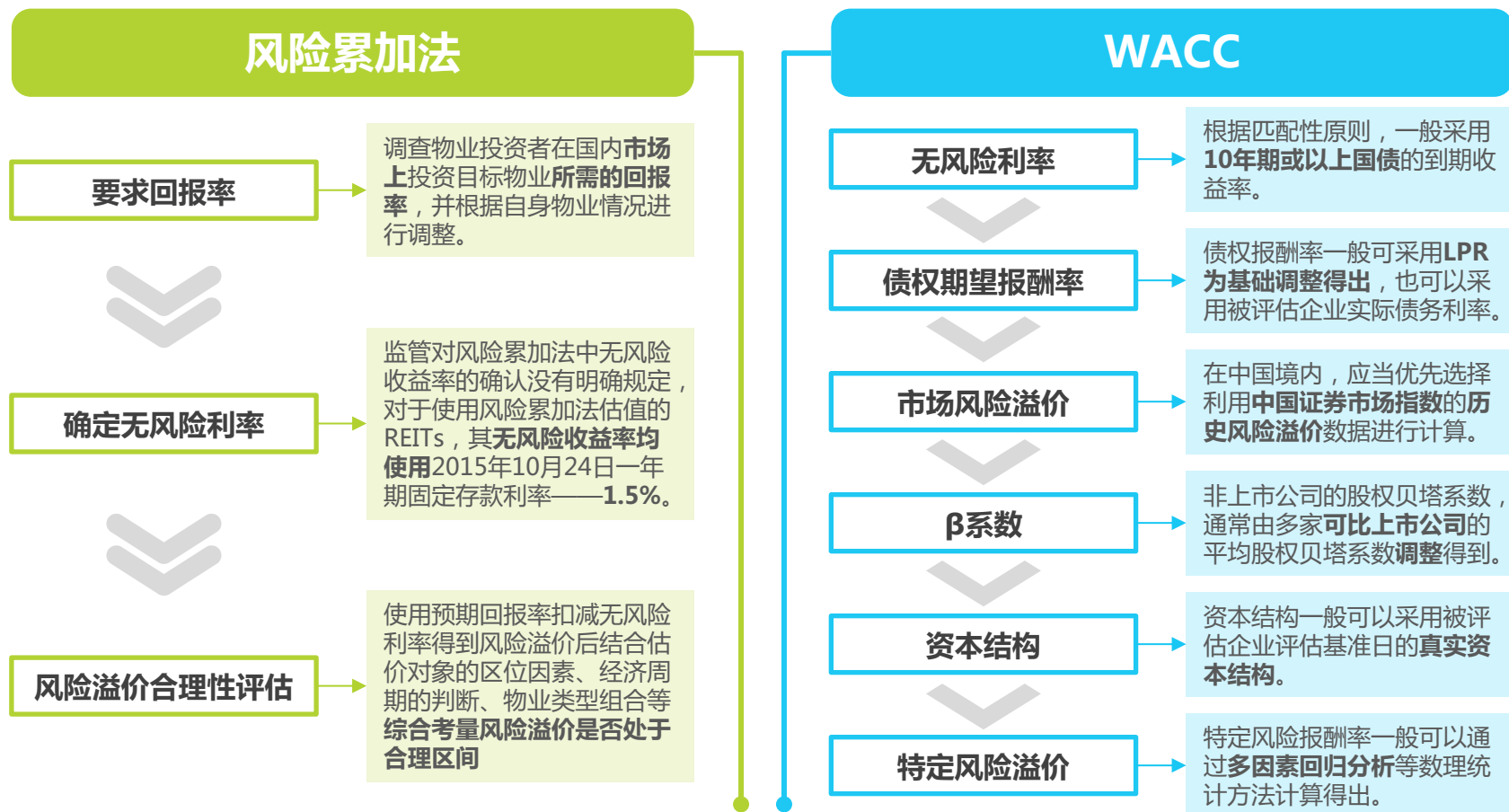
资产运营的其他税种包括了教育费附加、地方教育费附加、城建税、房产税、土地使用税、印花税等税种。以上水费均按相关规定进行计提。

保险费

保险费用主要包括财产险、营业中断险和公众责任险等险种。保险费用均按保险合同中相关规定进行预测。

不同折现率计算方法各有优劣

风险累加法更加灵活，但缺乏强有力的数据支撑；WACC有理论和政策基础，但计算更加复杂



来源：REITs招募说明书，监管规则适用指引——评估类第1号，中国资产评估协会关于印发《资产评估专家指引第12号——收益法评估企业价值中折现率的计算》的通知，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

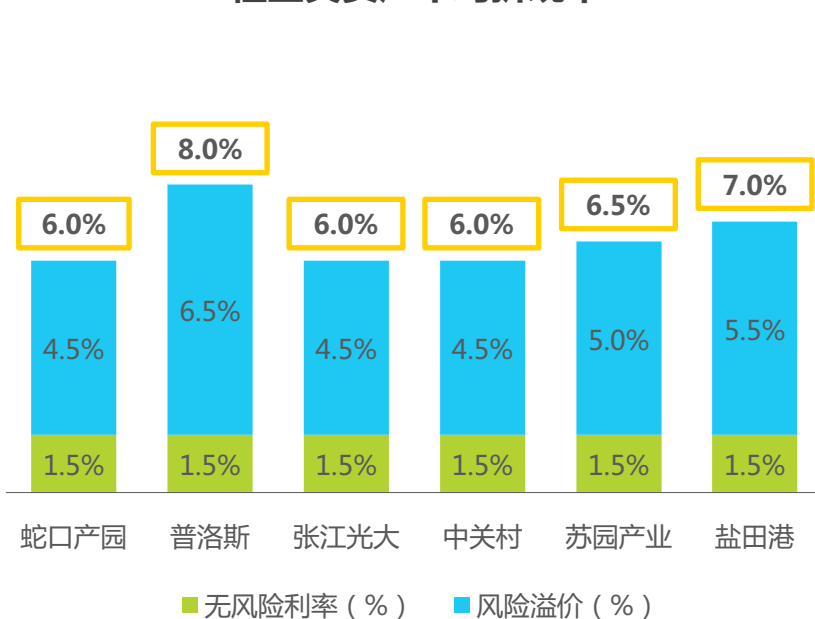
租金类与收费类资产折现率差异明显



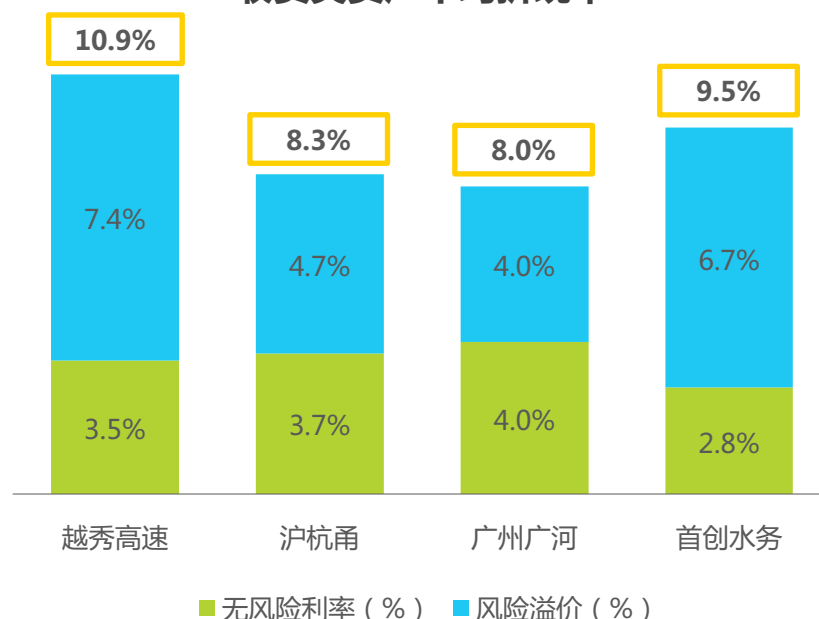
租金类资产折现率介于6.0%-8.0%，而收费类资产折现率介于8.0%-10.9%之间

折现率是底层资产估值的重要因子。对于所有REITs资产，折现率的估计逻辑大体为无风险利率 + 市场风险溢价 + 特别风险溢价。从结果来看，租金类资产无风险利率均为1.5%，低于收费类资产；而大部分收费类资产总体风险溢价水平也高于租金类资产。因此，收费类资产折现率整体高于租金类资产。

租金类资产平均折现率



收费类资产平均折现率



注释：1.租金类资产折现率计算均采用期望折现率累加法；2.无风险利率均的选择均为2015年10月24日一年期固定存款利率。

来源：REITs招募说明书，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

注释：1.收费类资产折现率计算均采用税前加权平均资本成本法（WACCBT）；2.无风险利率的选取越秀高速采用16年国债YTM，沪杭甬采用10年以上国债YTM，广州广河采用10年以上国债YTM，首创水务未明确给出，报告采用10年国债YTM；3.首钢绿能资产评估报告未披露相关数据，未纳入对比。

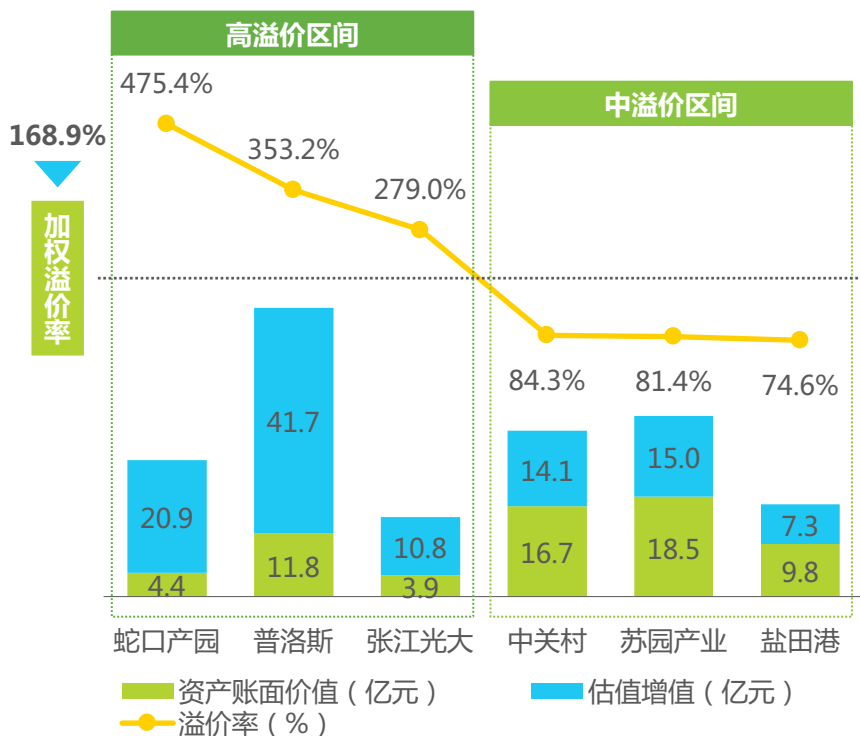
来源：REITs招募说明书，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

租金类资产估值溢价率高于收费类资产 iResearch 艾瑞咨询

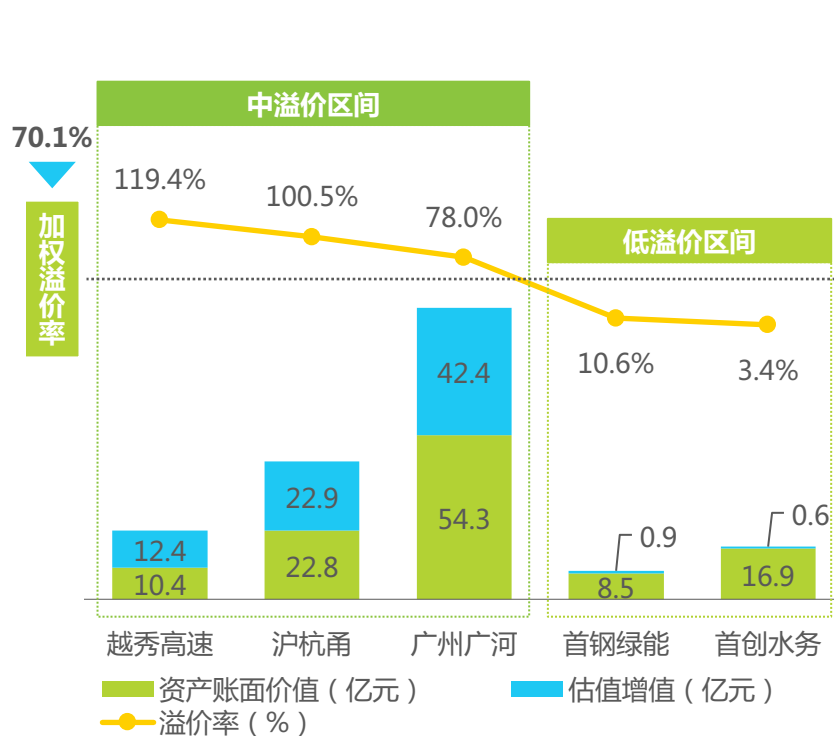
租金类加权溢价率约168.9%，收费类加权溢价率约70.1%

估值溢价率体现了物业预期现金流折现结果与账面价值的差异，估值溢价率更多取决于估值结果。高溢价物业均集中在租金类资产，其中包括蛇口产业园、普洛斯、张江光大园，而其余租金类资产溢价率也超过了70%。收费类资产溢价率均处在中低区间，其中高速公路类溢价率介于78%-120%之间，而市政设施类资产溢价率均低于10%。

租金类资产账面价值、增值及溢价率



收费类资产账面价值、增值及溢价率



注释：加权溢价率采用账面价值加权，以避免高估值偏差。
来源：REITs招募说明书，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

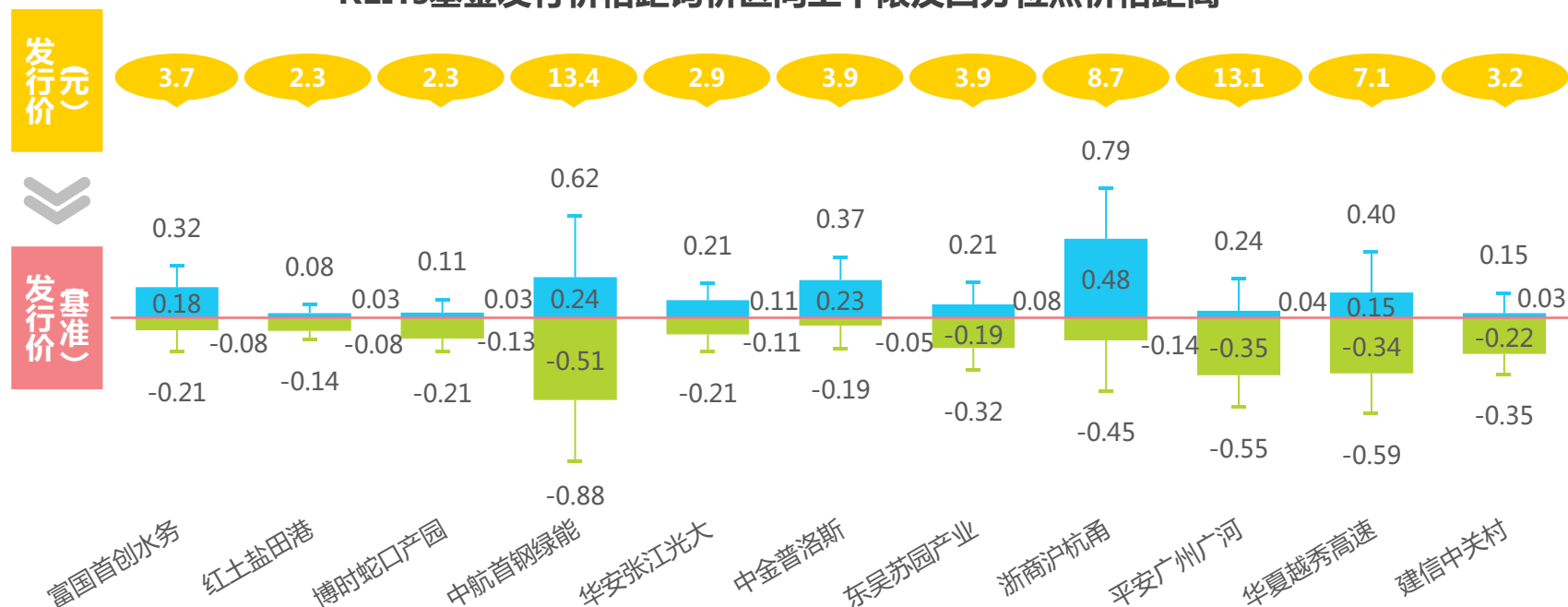
注释：加权溢价率采用账面价值加权，以避免高估值偏差。
来源：REITs招募说明书，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

发行价格体现部分投资人的购买意愿

REITs发行价格采用网下投资者询价机制，最终发行价格的确定体现了投资者对基金的认可程度

根据各REITs产品发售公告，询价采取拟认购价格与拟认购份额数量同时申报的方式进行，网下投资者通过分析基金招募说明书以及其他信息渠道，结合投资者自身的风险承受度以及对市场预期的判断最终确定认购价格。基金最终认购价格不高于剔除不符合条件的报价后网下投资者报价的中位数和加权平均数的孰低值。

REITs基金发行价格距询价区间上下限及四分位点价格距离



■ 发行价距离上四分位数 (元) ■ 发行价距离下四分位数 (元) - 发行价距离询价区间上限 (元) - 发行价距离询价区间下限 (元)

注释：发行价 (元) 是指REITs基金实际发行价格，发行价 (基准) 是指为了将发行价格与询价区间进行对比而将实际发行价格转换为0元后的基准价格。

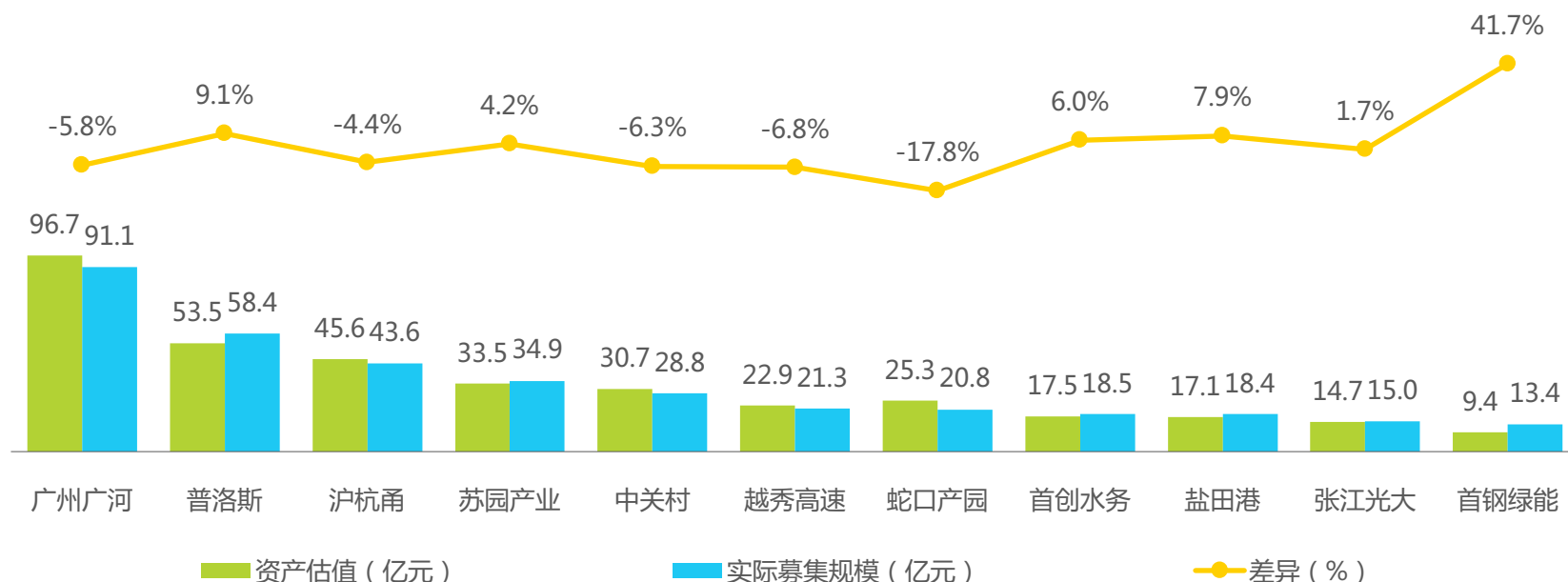
来源：各REITs产品发售公告，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

REITs募资规模与资产估值结果相近

大部分基金募资规模围绕资产估值±10%区间上下浮动，REITs能够有效解决不动产出售时面临折价率较高的问题

对开发商而言，二级市场自持物业处置可变现能力较差。流动性折价一般较高。但公募REITs的出现解决了投资主体以下问题：（1）从REITs实际募资规模与资产估值结果对比来看，大部分REITs基金募资规模围绕资产估值结果上下波动，这说明REITs能够解决处置物业时所面临的折价率高的问题；（2）公募REITs拓宽了投资主体物业的退出渠道，缓解了部分自筹资金的需求；（3）企业通过REITs退出物业还能够提高资产端的流动性，优化财务报表结构和资产负债率。

REITs基金实际募集规模与资产估值结果对比

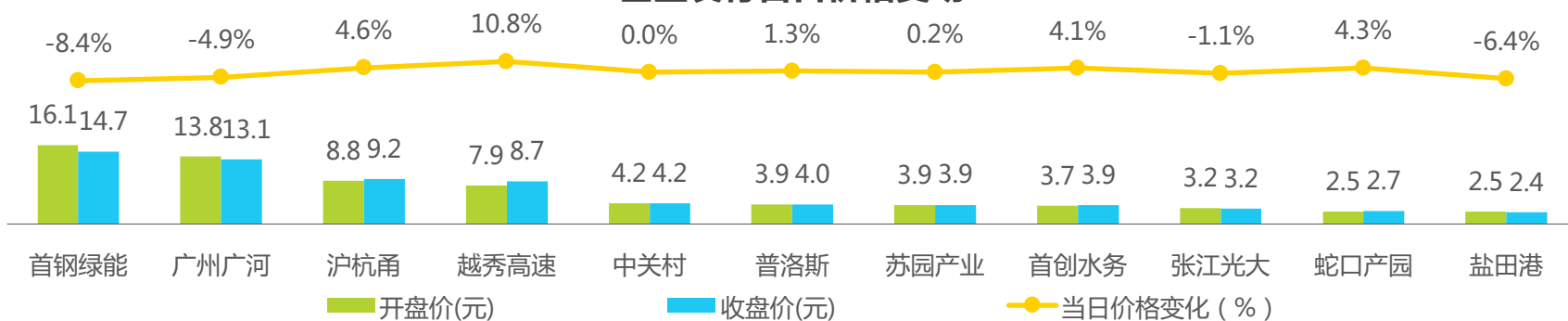


来源：REITs招募说明书，Wind，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

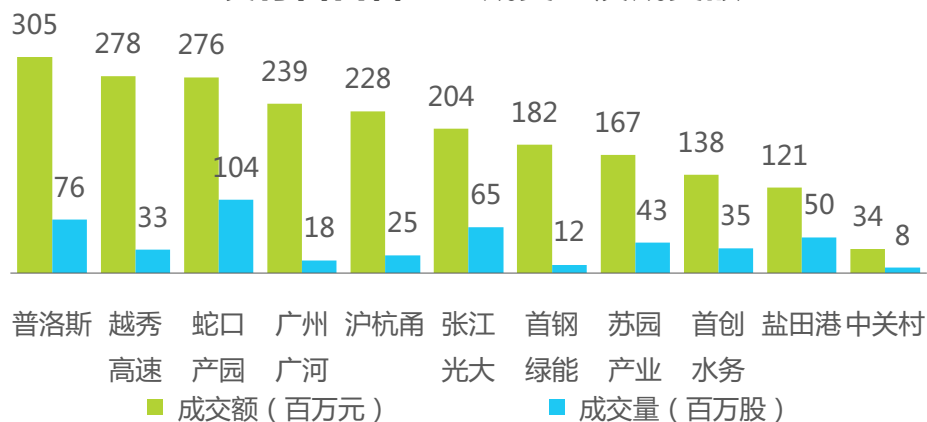
大部分REITs首日价格便出现上涨

上涨动力主要源于：发行首日市场交易量较高以及大量限售股导致的市场深度较浅

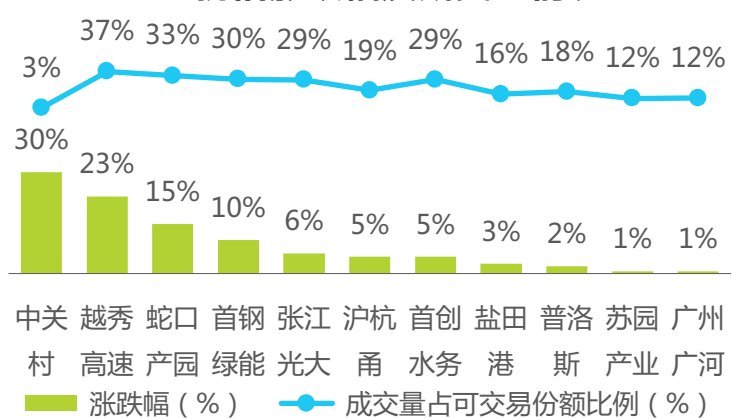
基金发行首日价格变动



发行首日各基金成交量及成交额



基金价格涨跌幅及成交量情况



注释：1.当日价格变化=(收盘价-开盘价)/开盘价；2.涨跌幅=(当日收盘价-昨日收盘价(发行价))/发行首日收盘价；3.中关村REITs首发当日开盘即达到价格上浮30%的限制，因此当日无价格变化，但有涨跌幅变化。

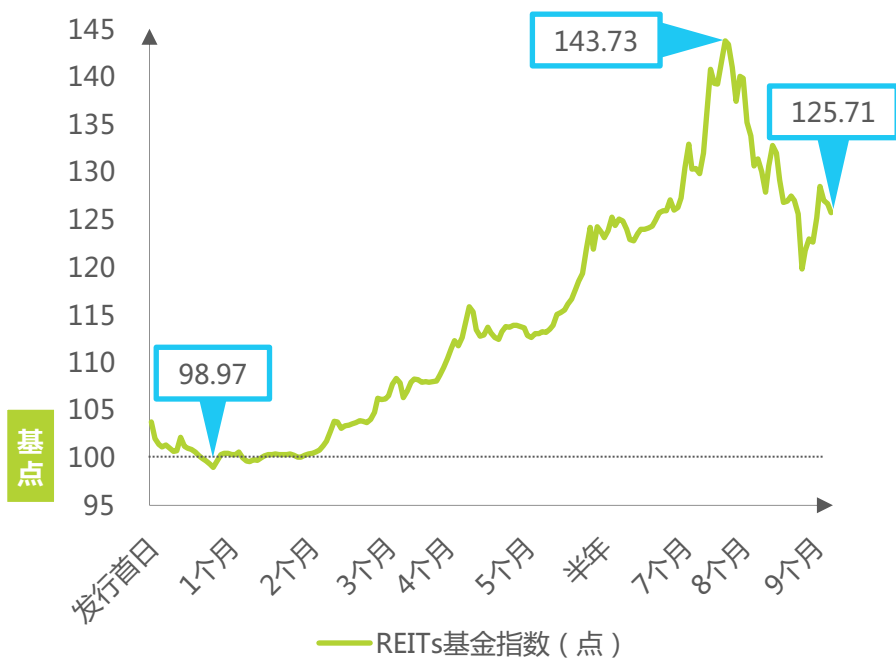
来源：Wind，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

REITs指数搭建

采用沪深300相同方法搭建的REITs指数能够作为行业基准

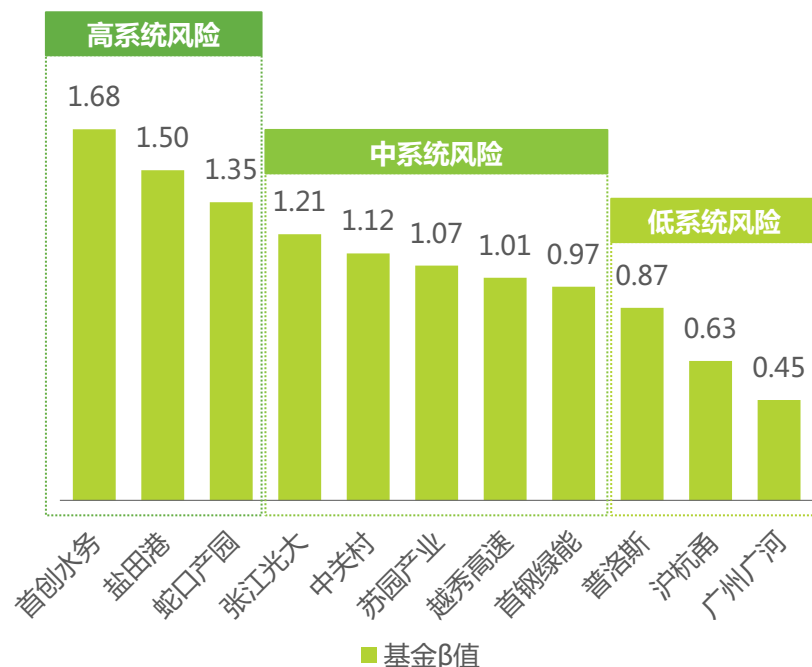
为了测度REITs基金的收益，风险以及和其他大类资产的相关性，寻找合适的指数作为基准是核心环节。但目前市场中缺少与公募REITs可比的基准指标。因此，报告参照中证指数有限公司关于沪深300指数构建方法搭建了REITs指数。选取沪深300指数构建方法主要原因是：沪深300指数构建方法为自由流通量市值加权法，搭建逻辑更符合REITs基金现阶段的交易情况。从结果来看，指数整体趋势与各基金走势相符，而各REITs基金的β系数也处在合理范围内。

中国REITs市场基金指数



注释：1.本指数以2021年6月21日即首个交易日的开盘价为基础，基点为100点；2.指数截止日期为2022年3月25日。
来源：沪深300指数编制方案，Wind，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

各REITs基金β系数

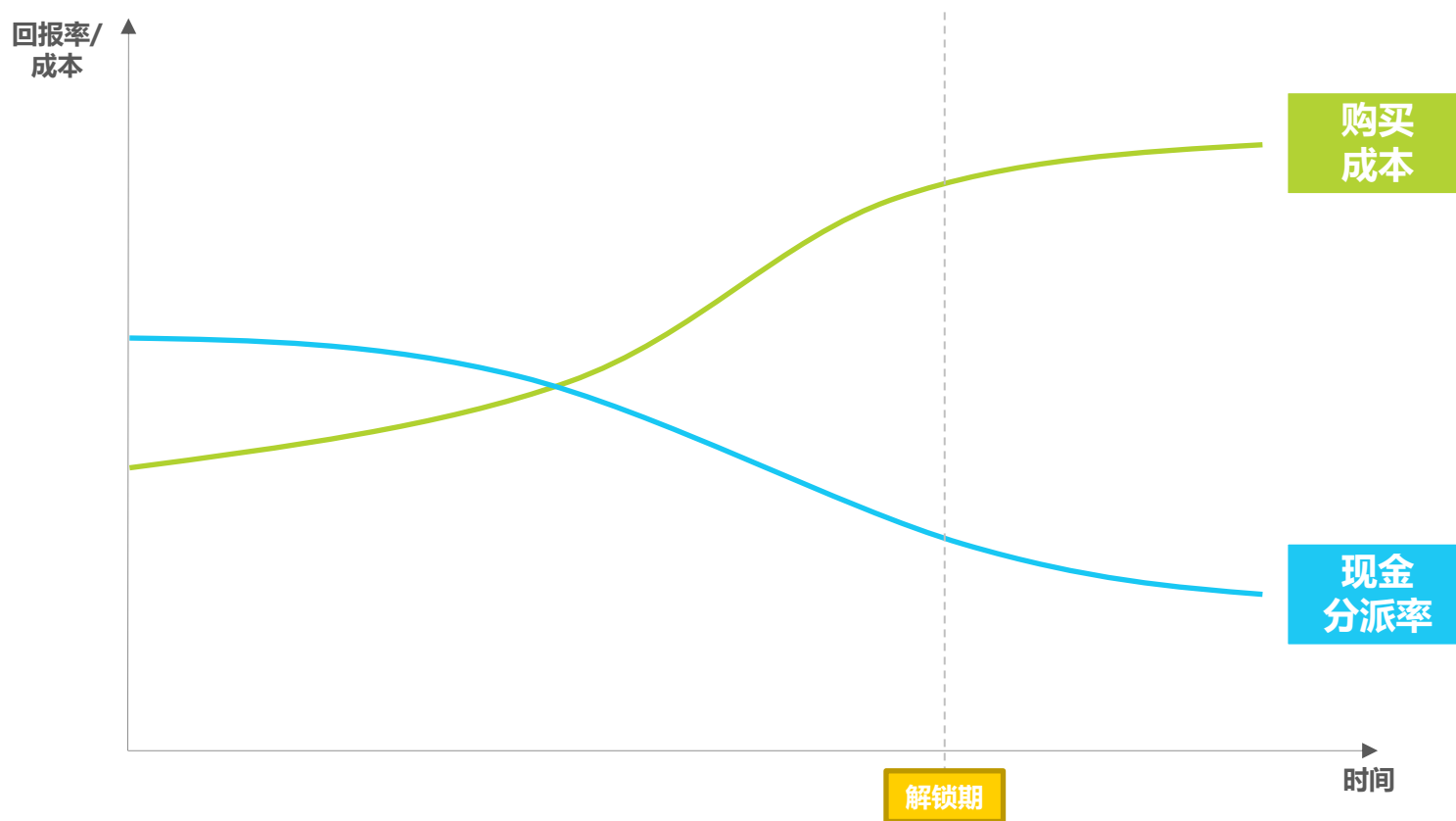


注释：β系数指基金的系统风险。
来源：Wind，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

REITs收益包括现金分派及资本利得

随着REITs交易价格升高、成本抬升，现金分派率会被侵蚀

REITs基金的优势是长期持有并获取稳定的现金回报，但公募REITs的现金分派率与资本利得收益率成反比关系。这是因为投资者的现金分派率=每股现金分派金额/持有成本，伴随着基金价格的上扬，购买者的持有成本会按购买价格进行计算，届时后续投资者的现金分派率会受到一定程度的侵蚀。



来源：REITs招募说明书，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

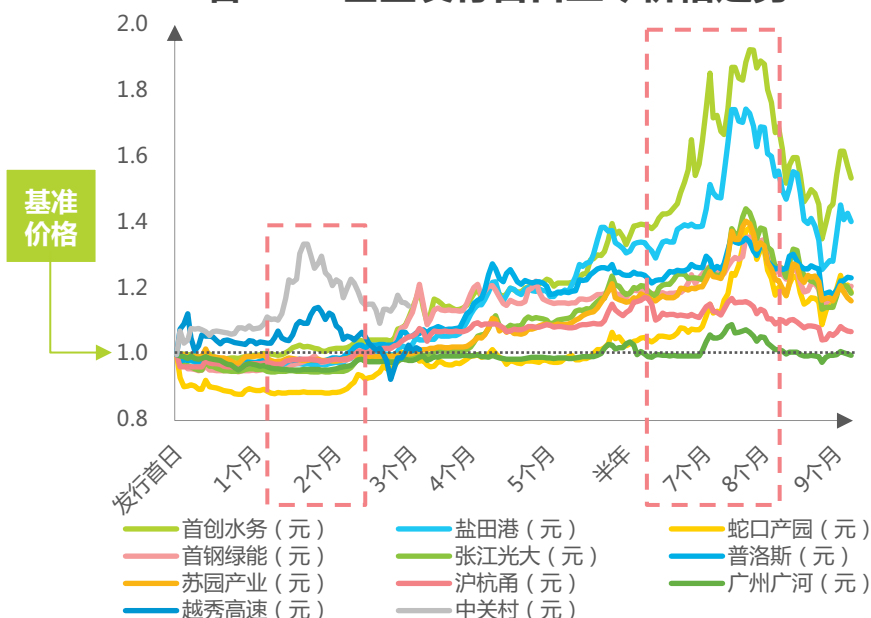
公募REITs上市交易增长迅猛

REITs基金加权平均年化资本利得回报率约为23.2%

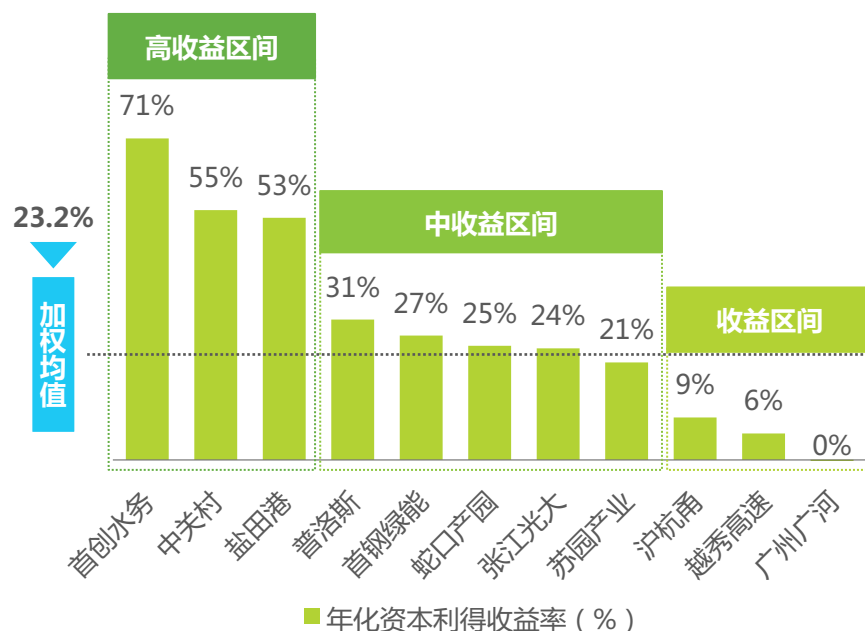
从价格走势看，第一批REITs基金价格从发行首日至价格峰值花费7-8个月，而第二批发行的越秀高速REITs（2021年12月14日发行）和中关村REITs（2021年12月17日发行）从发行首日至价格峰值仅用2个月左右。此外由于地缘政治原因导致的2022年2月底资本市场异动也传导至REITs市场。

从收益率角度看，目前上市的REITs资本利得收益率显著分为3个区间，该收益率主要反映了：（1）REITs标的资产估值是否与投资人预期相符；（2）投资人对标的资产所处行业的认可程度。

各REITs基金发行首日至今价格走势



2021年REITs预期年化资本利得收益率



注释：1.为了方便对比，报告将发行首日基准价格转化为1；2.越秀高速REITs发行日期为2021年12月14日，中关村REITs发行日期为2021年12月17日，其余REITs发行日期均为2021年6月21日；3.价格截止于2022年3月25日。
来源：Wind，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

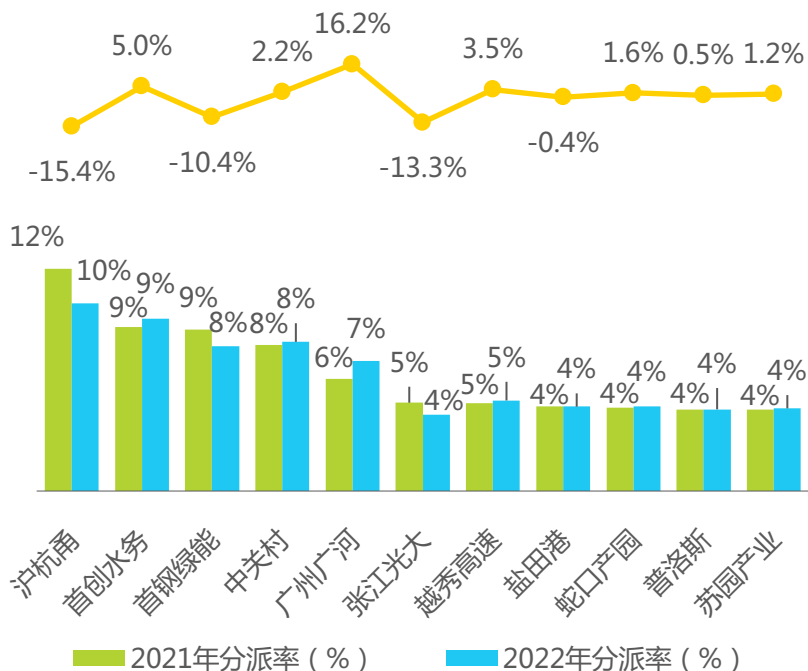
注释：1.目前所有公募REITs发行时间均不到一年，故采用年化法对收益率进行处理；2.价格截止于2022年3月25日，加权平均值采用各基金募资规模占比计算。
来源：Wind，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

基金现金分派率出现了不同程度的侵蚀 iResearch 艾瑞咨询

早期投资者会享有更高的现金分派率，但随着持有成本的升高，基金的现金分派率均受到不同程度的侵蚀

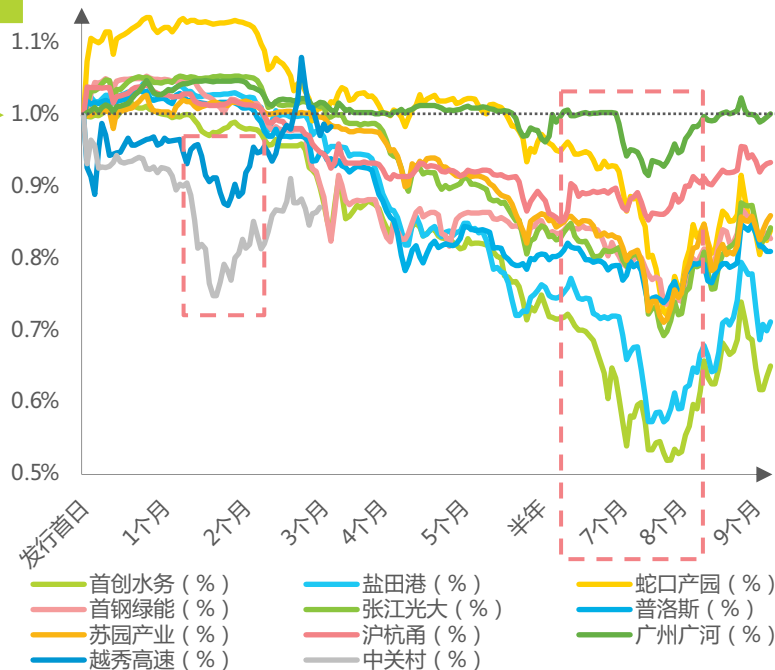
根据REITs基金招募说明书测算结果显示，21年及22年预测现金分派率均超过4.3%，最高值达到了11.7%。而2021-2022年预测现金分派率变化幅度也基本介于±16%以内，稳定性较强。但随着交易成本的提升，后续投资者持有REITs基金的实际现金分派率受到了不同程度的侵蚀，根据定基动态现金分派率测算，最高侵蚀率达到0.44%。

2021-2022年REITs预计现金流分派率



基准分派率

发行首日至今定基动态现金分派率



注释：为了方便对比，报告将现金分派率进行转换，创立定基动态现金分派率。公式为（预计每股分派金额/当日股价）/首日现金分派率；价格截止于2022年3月25日。
来源：REITs招募说明书，Wind，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

REITs基金风险度量维度

基金风险度量的核心是标的资产未来收益的稳定性

资产收入稳定性

REITs基金持有的物业大多收取租金的形式获利。因此标的**资产出租率及收入涨幅稳定性**从根本上决定了REITs基金的风险。

二级市场价格波动率

市场价格**波动率用收益率的标准差**表示，该指标直观体现了投资人对标的资产收益稳定性的预期。

最大回撤率

最大回撤率为一段时期内REITs基金的最大跌幅，该指标反映了REITs基金的**市场韧性**。



REITs底层资产收入稳定性高

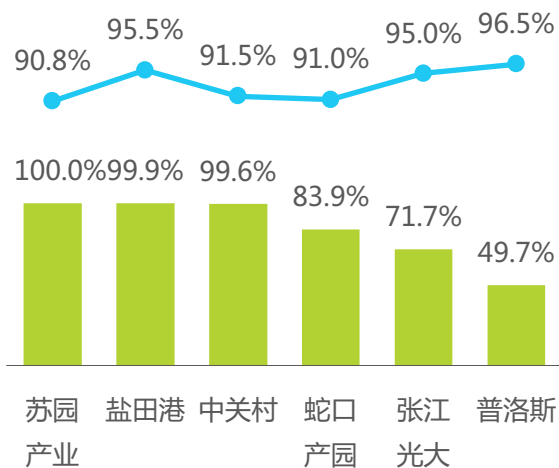
租金收入类REITs出租率维持在90%以上，高速公路类未来交通量年增速超过5.5%，而市政设施类未来收入

租金收入类资产包括物流地产和产业园，二者市场化程度较高。此类型资产承租主体分散，不确定性较高。因此分析该类资产未来收入稳定性主要参考出租率。

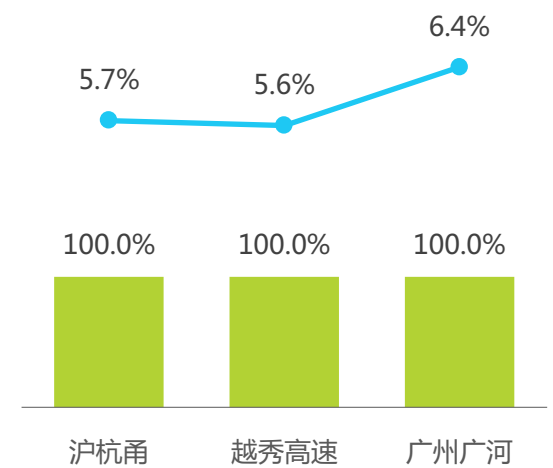
市政设施运营属于政府特许经营权，该类物业收入来源稳定、应收款项主体集中，市场竞争压力较小。因此该类资产未来收入增幅是否稳健，增幅极差是否较小是判断该类稳定性至关重要的因素。

高速公路运营也属于政府特许经营。但与市政设施不同的是，区域内高速公路网替代性较强，因此交通量增速是关键指标。

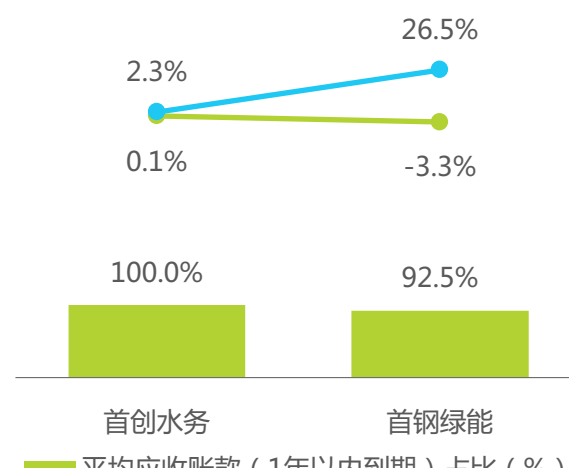
租金收入类底层资产情况



高速公路类底层资产情况



市政设施类底层资产情况



■ 平均应收账款（1年以内到期）占比（%）
● 未来平均资产出租率/使用率（%）

■ 平均应收账款（1年以内到期）占比（%）
● 平均交通量增速预测值（%）

■ 平均应收账款（1年以内到期）占比（%）
● 营业收入年均涨幅（%）
● 收入涨跌幅极差（%）

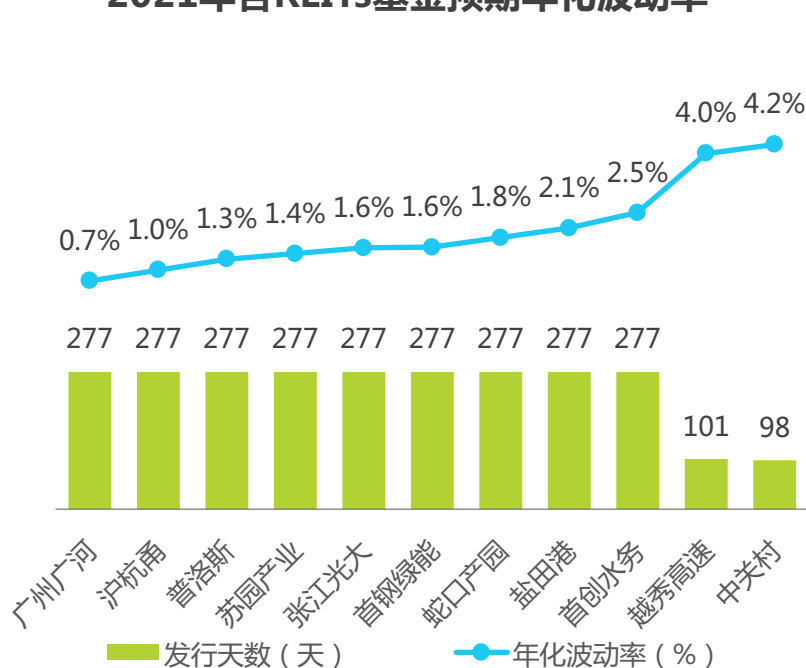
注释：由于首钢绿能REITs估值报告未公布未来收入预测结果，因此报告采用历史三年增长率近似替代。
来源：REITs招募说明书，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

中国REITs基金波动率整体处于低位

中国各REITs基金波动率差异不明显；但与其他市场相比，中国REITs基金波动率整体处于低位

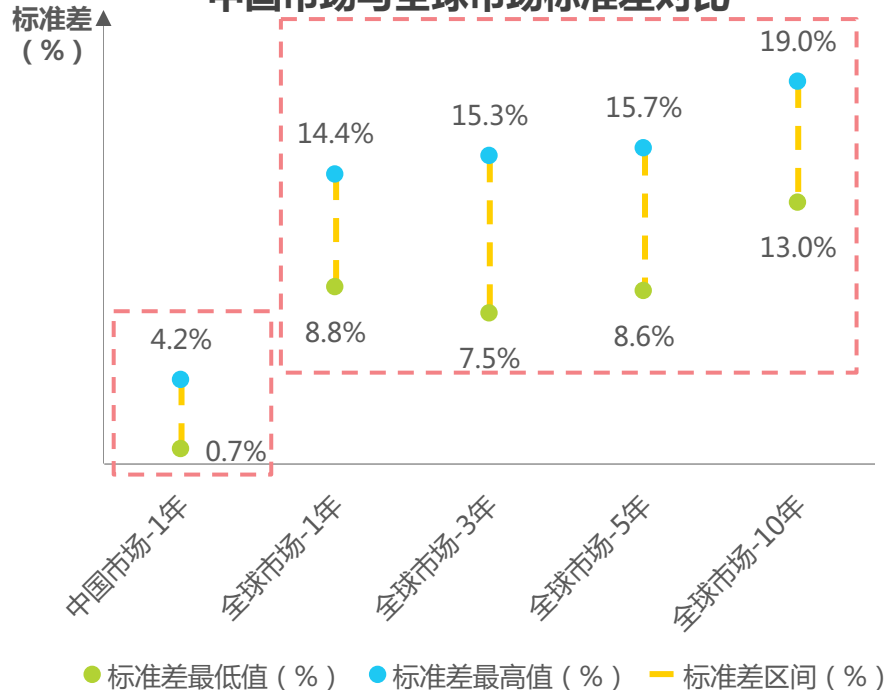
REITs基金收益率标准差反映了基金发行后二级市场波动情况。由于中关村和越秀高速REITs发行期限较短，且经历了2022年2月整体行情的大幅波动，故年化标准差较大。但排除这两只基金后不难发现，其余9只REITs基金波动率整体差异不明显。这体现了各REITs基金整体波幅区域一致性的特点。从国际市场角度看，中国市场1年年化波动率介于0.7%-4.2%之间，而全球市场各年期间年化波动率区间也都处在7.5%以上的水平，这说明中国REITs基金波动率整体处在低位。

2021年各REITs基金预期年化波动率



注释：年化波动率为REITs基金收益率从发行日至2022年3月25日的年化值。
来源：Wind，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

中国市场与全球市场标准差对比



来源：Wind，《中国REITs市场建设》，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

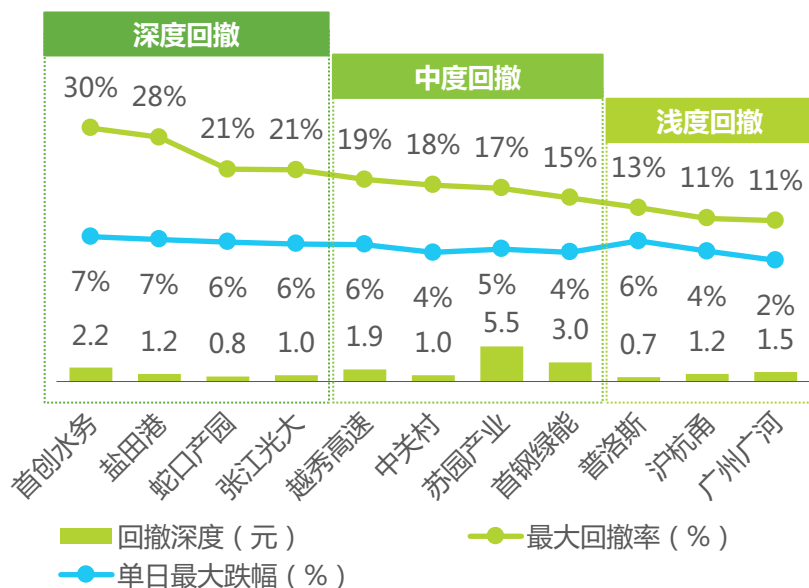
不同REITs下行风险有明显差异

基金最大回撤率介于10.5%-29.8%，平均下行周期约为30天

最大回撤率反映了一只基金的市场韧性，能够充分展现基金的抗风险能力。回撤率超过20%的基金包括了首创水务、盐田港、蛇口产业园以及张江光大园REITs，其中首创水务回撤率接近30%；而单日最大跌幅也介于5.7%-7.2%之间。回撤率介于15%-20%之间的基金包括越秀高速、中关村、苏园产业园以及首钢绿能REITs，其中越秀高速回撤率接近19%；单日最大跌幅介于4%-5.6%。最后浅度回撤REITs包括了普洛斯、沪杭甬以及广州广河REITs，回撤率介于10.55-13.2%；而单日最大跌幅除普洛斯REITs外基本保持在4%以下。

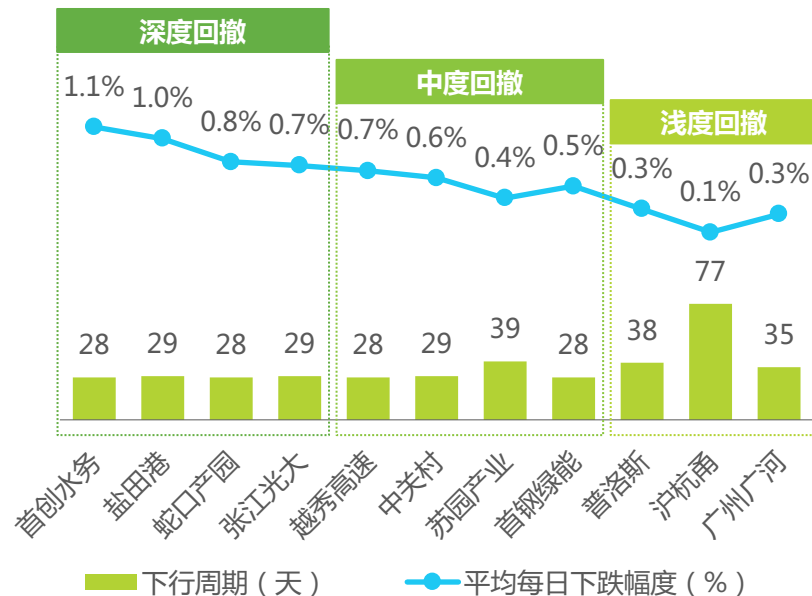
从下行周期角度看，除沪杭甬REITs外，其余基金回撤天数基本围绕在30-35天左右。而平均每日下行幅度也与最大回撤率有明显同步性。深度回撤REITs单日下跌幅度超过0.7%，中度回撤REITs介于0.5%-0.7%，而浅度回撤REITs则低于0.3%。

REITs基金发行至今最大回撤率



来源：Wind，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

REITs最大回撤周期及平均下跌幅度



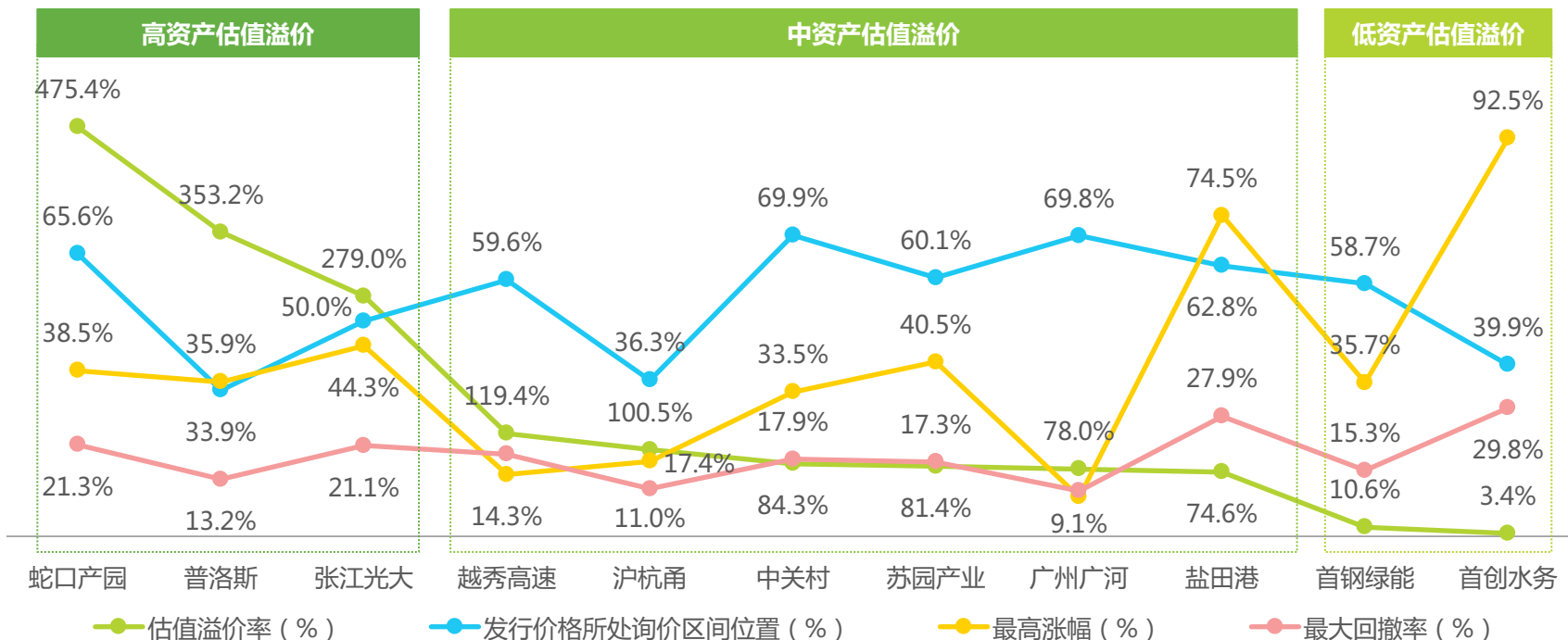
来源：Wind，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

REITs估值会影响基金后续价格涨跌

资产估值溢价率会一定程度影响发行价格进而影响基金上市的后继涨跌幅

REITs底层资产估值溢价率越高（如：蛇口产业园、张江光大REITs等），基金询价结果在询价区间所处位置倾向于越低，而上市交易后的涨幅及最大回撤水平也会相对较低。反之，若REITs底层资产估值溢价率越低（如：首创水务、盐田港等），基金询价结果所处位置倾向于越高，上市交易后的涨跌幅也会相对较高。

REITs基金资产估值、发行价格、后续涨跌幅对比



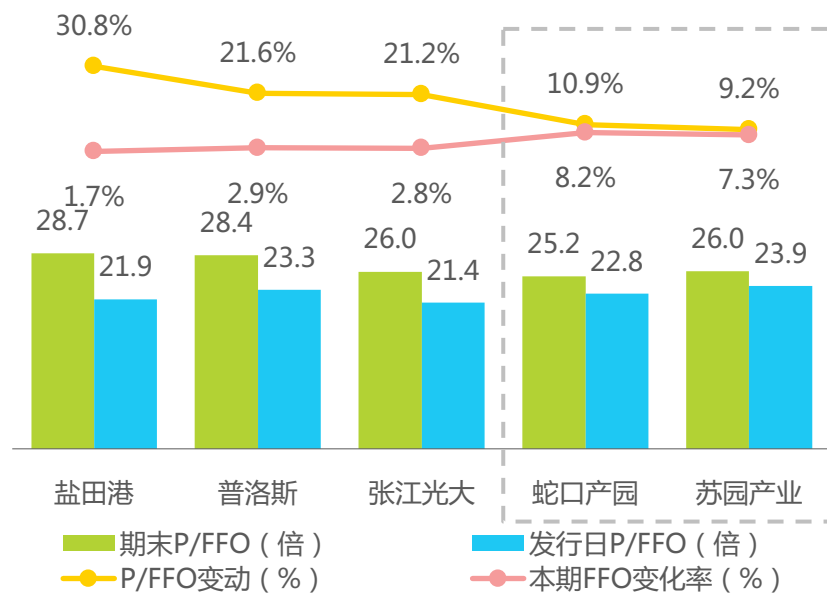
来源：Wind，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

P/FFO乘数增幅越高的REITs易被高估

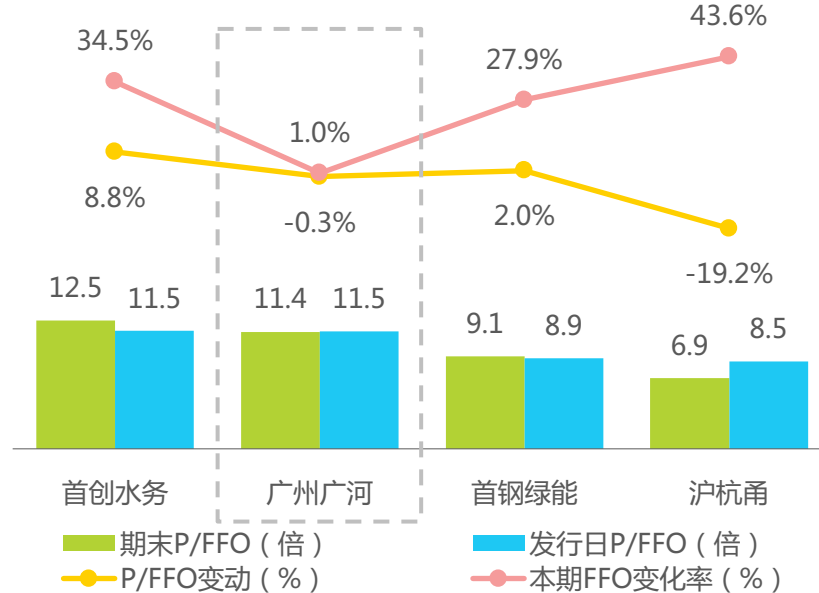
租金类资产更加看好蛇口产业园、苏园产业；收费类资产更加看好广州广河

P/FFO乘数法属于相对估值模型的一种，类似于股票估值中的市盈率、市净率等指标。从结果来看，租金类REITs乘数显著高于收费类REITs——租金类介于20-30之间，而收费类介于7-13之间。此外，租金类P/FFO乘数的增速也明显高于收费类REITs。P/FFO乘数具有以下两点性质：（1）不同类型的资产P/FFO乘数所处区间不同，对于具有高成长性的资产而言，估值乘数也会更高；（2）若当期FFO变化较小，乘数增幅越高的基金越容易发生高估。

2021年租金类REITs P/FFO乘数



2021年收费类REITs P/FFO乘数



注释：1.FFO为运营基金，本质是基金可供分配现金流；2.发行日为2021年6月21日，期末时点为2021年12月31日；3.中关村产业园于2021年12月公开发售，尚未披露年报。
来源：REITs招募说明书，REITs2021年报，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

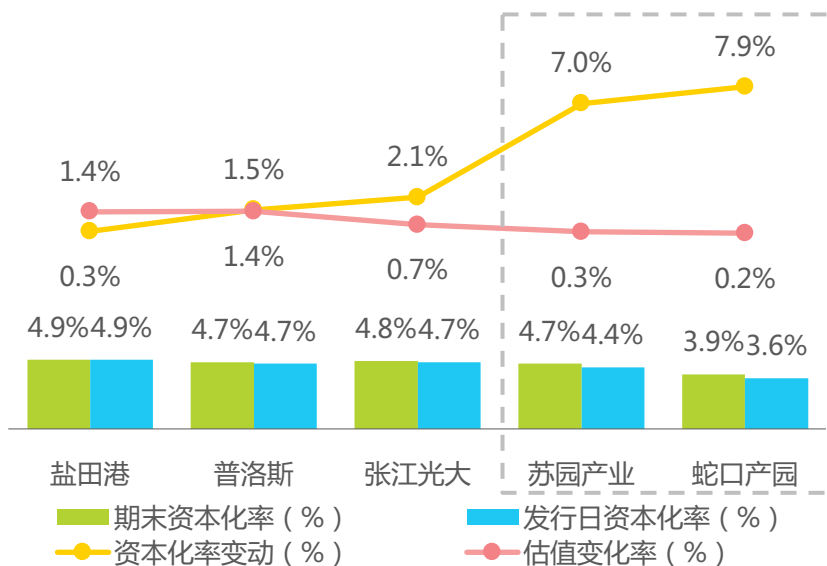
注释：1.FFO为运营基金，本质是基金可供分配现金流；2.发行日为2021年6月21日，期末时点为2021年12月31日；3.广州广河与2021年12月公开发售，尚未披露年报。
来源：REITs招募说明书，REITs2021年报，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

资产价值稳定，资本化率体现预期收益 iResearch 艾 瑞 咨 询

租金类REITs资本化率增幅主要来自净营业收入的上涨；收费类REITs除净营业收入上涨外，资产估值收缩也是重要原因

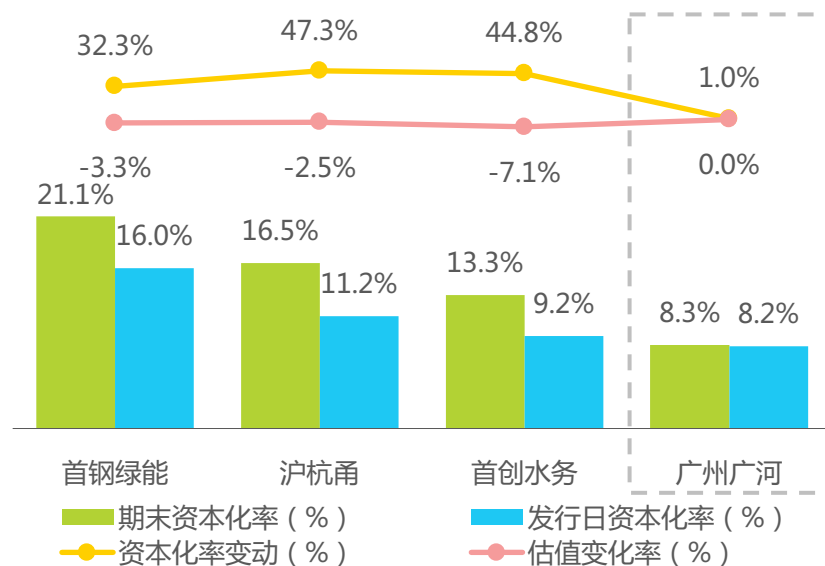
资本化率是衡量资产购买者未使用杠杆的预期回报。而同一类型物业的资本化率可能差异很大，这取决于物业资产的品质，地理位置以及运营方的专业能力等因素。从结果来看，租金类REITs的资本化率明显低于收费类REITs——租金类REITs资本化率介于3.5%-5%之间且各REITs之间差异较小，而收费类REITs资本化率则介于8.2%-21.1%之间。此外，收费类REITs资本化率增幅明显超过租金类REITs，租金类REITs增幅的主要因素是净营业收入的增长，而收费类REITs除净营业收入上涨外，资产估值收缩也是重要原因。

2021年租金类REITs资本化率



注释：1.资本化率=净营业收入/资产估值；2.发行日为2021年6月21日，期末时点为2021年12月31日。
来源：REITs招募说明书，REITs2021年报，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

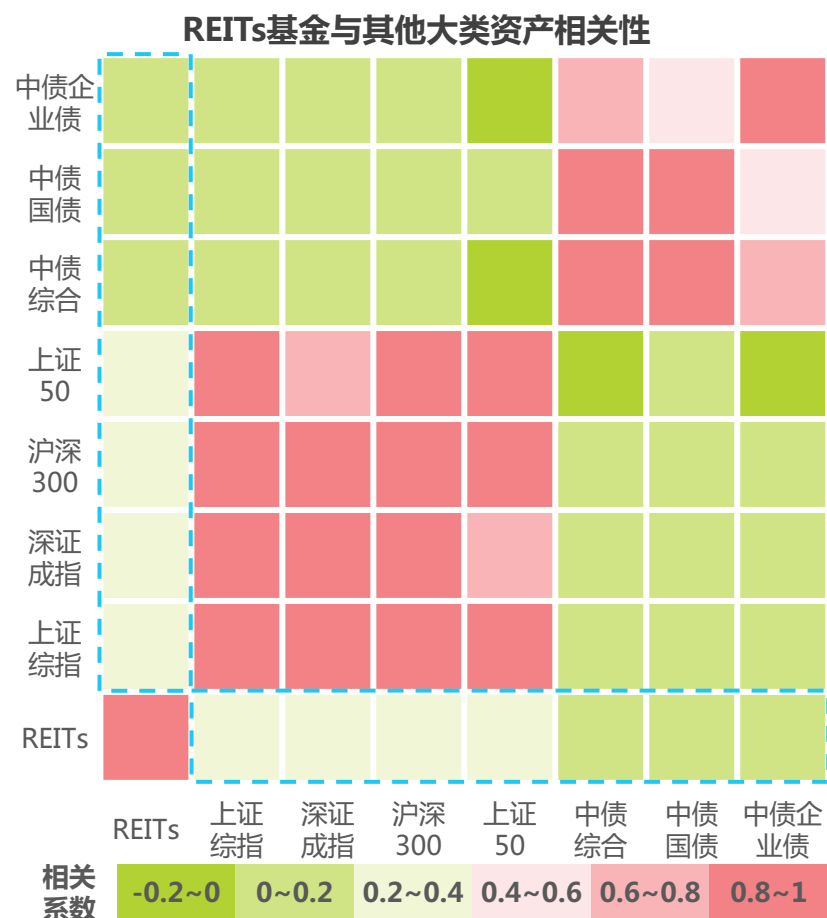
2021年收费类REITs资本化率



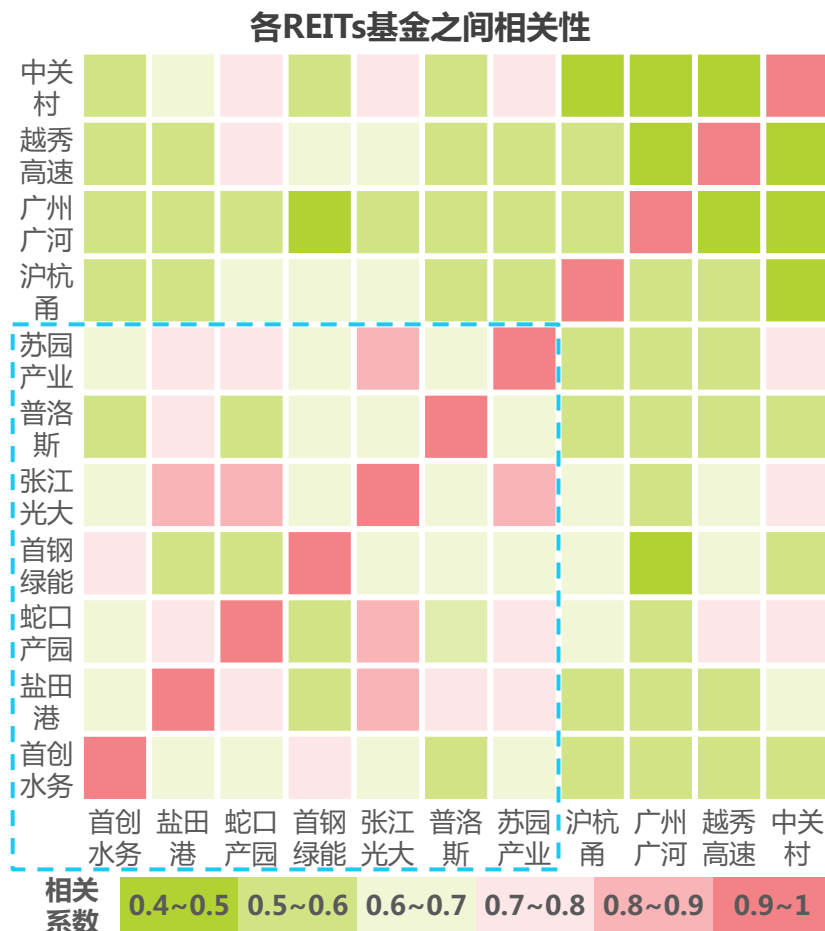
注释：1.资本化率=净营业收入/资产估值；2.发行日为2021年6月21日，期末时点为2021年12月31日。
来源：REITs招募说明书，REITs2021年报，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

公募REITs能够有效的分散风险

REITs与股票、债券相关性均较低；各基金之间的相关系数也呈现出明显的分布特征



注释：数据期间为2021年6月21日-2022年3月25日。
来源：Wind，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。



注释：数据期间为2021年6月21日-2022年3月25日。
来源：Wind，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

公募REITs基本介绍

1

全球REITs市场简析

2

中国公募REITs试点现状

3

公募REITs的估值、发行及后续市场表现

4

中国公募REITs未来机遇与挑战

5

机遇1：资产覆盖区域和类型的多元化

结合目前REITs试点情况及国际经验，未来中国公募REITs在资产覆盖区域及类型多元化方面前景广阔



注释：1.重点区域包括京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲；2.基础设施行业既包括传统类型基础设施，如：仓储物流、收费公路等交通设施，水电气热等市政工程，又包括信息网络、国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等新型基础设施。

来源：公开资料整理，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

机遇2：未来中国REITs市场规模庞大

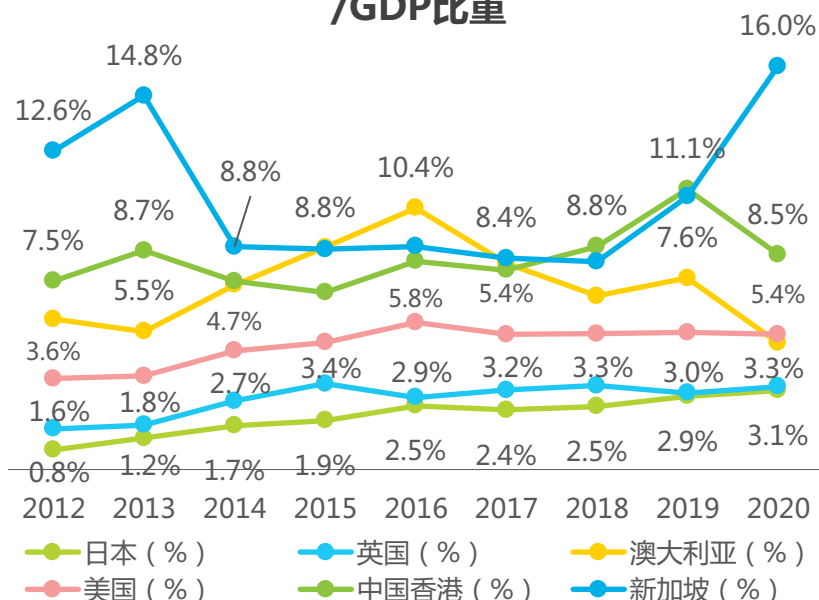


根据测算，我国公募REITs规模能达到3.2-9.7万亿元

从REITs市值占GDP比重来看，2012-2020年，该比重在全球主要市场逐渐提升。2020年，该指标介于3.1%-16.0%之间。2020年，中国GDP水平约为101万亿元，根据该指标的简单推算中国境内REITs市场规模约为3.1-16.3万亿元之间，均值为9.7万亿元。

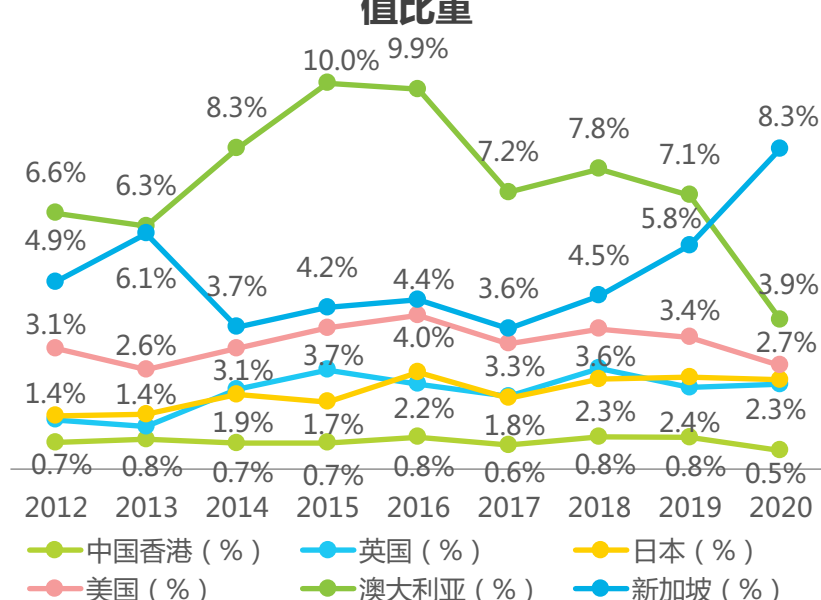
从REITs市值占股票市值比重来看，除新加坡与澳大利亚两个市场波幅较大外，其余市场比值相对较稳定。2020年，该指标介于0.5%-8.35%之间。2020年，中国全量股票市值约为79.9万亿元，根据该指标推算中国境内REITs市场规模约为0.6-5.7万亿元之间，均值为3.2万亿元。

2012-2020年主要市场REITs市值 /GDP比重



来源：Wind，2012-2020《EPRA Global REIT Survey》，《中国REITs市场建设》，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

2012-2020年主要市场REITs/股票市值比重



来源：Wind，2012-2020《EPRA Global REIT Survey》，《中国REITs市场建设》，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

挑战1：资产估值制度尚待完善

目前中国公募REITs底层资产估值尚未建立完备的制度体系

折现率
的计算

现金流
的估计

披露详
尽程度

01 折现率的估计

底层资产在确定折现率时，**无风险收益率**的选取**差异较大**。而**风险溢价测算**过程也有明显**差异**。

02 未来现金流的评估

相对于收费类资产，租金类资产的现金流评估对出租率和租金增长率判断的不确定性更大。而目前此类判断主要是基于历史数据，而**对未来经济的周期性判断有所缺失**。

03 估值结果的披露

不同底层资产估值报告对估计因子的测算过程及**披露详尽程度各不相同**，这对后续投资者评估该资产带来更大阻力。

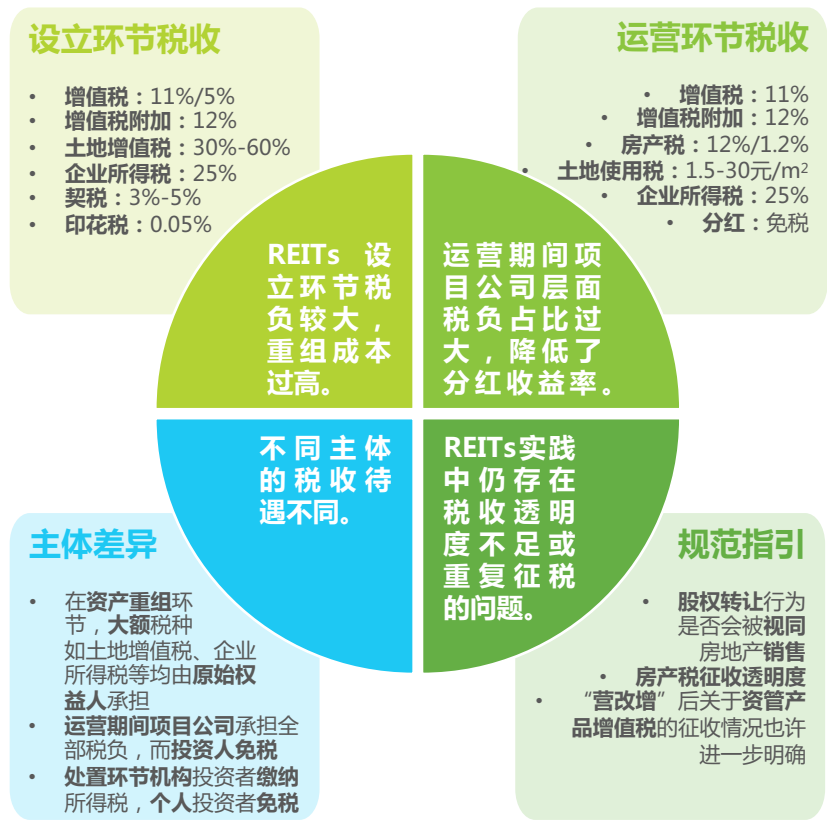
挑战2：亟需建立税收优惠制度

目前中国公募REITs设立及运营环节税负较大；同时往期税收制度在REITs领域的适用性以及主体差异问题仍需解决

全球主要市场REITs税收制度

类型	美国	日本	新加坡	中国香港
原始权益人物业处置	<ul style="list-style-type: none"> 买卖双方0.5%-1%转让税 出售物业利润缴纳所得税，用于分红部分免税 	<ul style="list-style-type: none"> 8%左右的交易流转税金及附加 出售所得应缴纳所得税 	<ul style="list-style-type: none"> 印花税 REITs出售物业免征利得税，其他机构不适用 	<ul style="list-style-type: none"> 印花税 利得税
运营方收入所得税	<ul style="list-style-type: none"> 1%-3%的房地产税 分红部分免税 	<ul style="list-style-type: none"> 1.4%的房地产税 5.3%的营业税金及附加 分红部分免税 	<ul style="list-style-type: none"> 按租金的10%缴纳房产税 按17%的税率征收所得税 分红部分免税 	<ul style="list-style-type: none"> 缴纳差饷 印花税 所得税
投资者收入分红税	个人和投资机构按不同税率缴纳所得税	个人和机构按不同税率缴纳所得税	<ul style="list-style-type: none"> 机构投资者征收17% 个人投资者免税 	免税
投资者处置利得税	资本利得税	投资者处置REITs适用税率与分红的所得税税率相同	免税	免税

中国REITs税收制度亟待完善



注释：税收问题无法穷举，仅列出具有代表性的情况以供参考。
来源：《中国REITs操作手册》，《中国REITs市场建设》，艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

艾瑞新经济产业研究解决方案



行业咨询

- 市场进入 为企业提供市场进入机会扫描，可行性分析及路径规划
- 竞争策略 为企业提供竞争策略制定，帮助企业构建长期竞争壁垒



投资研究

- IPO行业顾问 为企业提供上市招股书编撰及相关工作流程中的行业顾问服务
- 募 投 为企业提供融资、上市中的募投报告撰写及咨询服务
- 商业尽职调查 为投资机构提供拟投标的所在行业的基本面研究、标的项目的机会收益风险等方面的深度调查
- 投后战略咨询 为投资机构提供投后项目的跟踪评估，包括盈利能力、风险情况、行业竞对表现、未来战略等方向。协助投资机构为投后项目公司的长期经营增长提供咨询服务

关于艾瑞




艾瑞咨询是中国新经济与产业数字化洞察研究咨询服务领域的领导品牌，为客户提供专业的行业分析、数据洞察、市场研究、战略咨询及数字化解决方案，助力客户提升认知水平、盈利能力和综合竞争力。

自2002年成立至今，累计发布超过3000份行业研究报告，在互联网、新经济领域的研究覆盖能力处于行业领先水平。

如今，艾瑞咨询一直致力于通过科技与数据手段，并结合外部数据、客户反馈数据、内部运营数据等全域数据的收集与分析，提升客户的商业决策效率。并通过系统的数字产业、产业数据化研究及全面的供应商选择，帮助客户制定数字化战略以及落地数字化解决方案，提升客户运营效率。

未来，艾瑞咨询将持续深耕商业决策服务领域，致力于成为解决商业决策问题的顶级服务机构。

联系我们 Contact Us

 400 - 026 - 2099

 ask@iresearch.com.cn



企 业 微 信



微 信 公 众 号

法律声明

版权声明

本报告为艾瑞咨询制作，其版权归属艾瑞咨询，没有经过艾瑞咨询的书面许可，任何组织和个人不得以任何形式复制、传播或输出中华人民共和国境外。任何未经授权使用本报告的相关商业行为都将违反《中华人民共和国著作权法》和其他法律法规以及有关国际公约的规定。

免责条款

本报告中行业数据及相关市场预测主要为公司研究员采用桌面研究、行业访谈、市场调查及其他研究方法，部分文字和数据采集于公开信息，并且结合艾瑞监测产品数据，通过艾瑞统计预测模型估算获得；企业数据主要为访谈获得，艾瑞咨询对该等信息的准确性、完整性或可靠性作尽最大努力的追求，但不作任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的观点均不构成任何建议。

本报告中发布的调研数据采用样本调研方法，其数据结果受到样本的影响。由于调研方法及样本的限制，调查资料收集范围的限制，该数据仅代表调研时间和人群的基本状况，仅服务于当前的调研目的，为市场和客户提供基本参考。受研究方法和数据获取资源的限制，本报告只提供给用户作为市场参考资料，本公司对该报告的数据和观点不承担法律责任。

为商业决策赋能

EMPOWER BUSINESS DECISIONS

