



# 中国基础设施 REITs 取费结构与机制的分析



报告执笔人：张峥、李文峥、杨扬、王梓媚

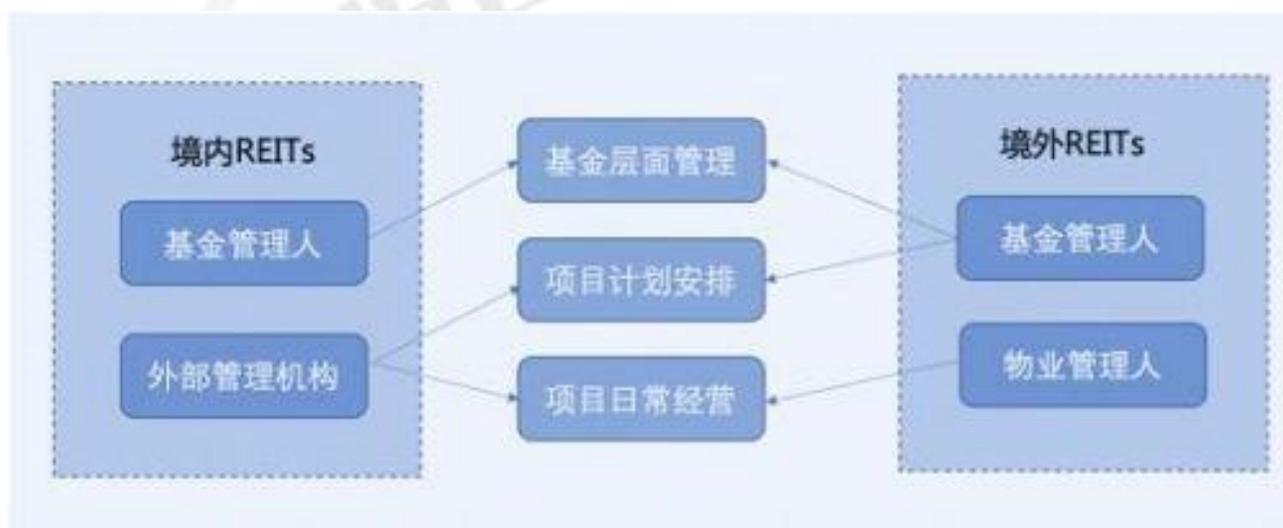
REITs 采取委托代理模式，投资者将资金委托给管理人，由管理人进行不动产的投资和运营管理，管理人收取相关管理费用。REITs 的取费结构与机制安排，不仅直接影响 REITs 投资者的收益水平，也是 REITs 管理人激励机制的重要组成部分。因此，REITs 取费结构与机制是否能够帮助有助于形成激励相容的治理机制，是我国 REITs 市场长期健康发展的重要问题。

基于我国基础设施 REITs 的产品模式，本文所指的基础设施 REITs 取费，包括基金管理人、专项计划管理人及外部管理机构所收取的总体费用。我国基础设施 REITs 涉及的管理费用主要分为两组：一组是基金管理人与专项计划管理人收取的“产品管理费”，另一组是外部管理机构收取的“运营管理费”。取费机制方面，大体也分为两种模式：一种是与“管理规模”挂钩的方式，另一种是与“经营业绩”挂钩的方式。两种取费机制在同一只 REITs 中可能以交叉组合的形式同时出现。

境外 REITs 市场的取费结构与我国基础设施 REITs 存在相似之处。境外 REITs 管理人 (RM 或 AM) 负责基金层面以及底层资产层面运营管理工作的统筹安排，运营管理人 (TM) 与物业管理人 (PM) (以下合称“物业管理人”) 负责执行 REITs 管理人确定的经营计划。REITs 管理人与物业管理人根据职责定位的不同，也按照管理规模、经营业绩等不同机制收取费用，但境内外 REITs 市场在取费结构方面可能并不是简单的“一一对应”关系。我们认为，应当在 REITs 的管理模式和治理结构基础上，进行取费

结构的对比分析。根据监管规则，我国基金管理人承担对基础设施 REITs 的运营管理责任，但由于公募基金公司在产业运营方面的专业性仍有待加强，现阶段客观上外部管理机构在底层资产的运营管理方面对基金管理人起到了较为重要的支持和补充作用，因此从实际发挥的作用而言，我国的“基金管理人+外部管理机构部分职能”更加接近于境外市场的 REITs 管理人，而外部管理机构在基础资产部分日常事务的执行层面，与境外市场的物业管理人可比性较强。图 1 展示了境内外 REITs 管理角色的映射关系。

图 1 境内外 REITs 基金管理人和外部管理机构定位映射



实践中，我国基础设施 REITs 的外部管理机构取费难以根据所承担的职责做进一步拆分，为了更加完整地分析我国基础设施 REITs 当前取费结构与机制特点，我们从包含了基金管理人、专项计划管理人和外部管理机构的全口径进行观察。与境外市场对比时，为了增强可比性，也从“REITs 管理人+物业管理人”这个相对完整的角度进行对标。

## 我国基础设施 REITs 总体收费情况

根据当前全部已上市 REITs 的招募说明书及部分基金披露的首次年报内容，我国基础设施 REITs 的总体收费情况如表 1 所示：

表 1 我国基础设施 REITs 总体收费情况

	归属基金管理人及计划管理人		归属外部管理机构		合计占总募集规模比重 (年化)
	管理费 (万元)	说明	管理费 (万元)	说明	
首创水务	259.46	基金净资产*0.1%+基金营业收入*0.86%	509.41	净收入总额的一定比例+净收入与目标差额全额累进取费	0.74%
首钢绿能	1613.2	基金净资产*0.1%+可供分配金额*7%+可供分配金额超出 1.4 亿元部分*10%	591.05	(年度运营收入-395,153,982.54)*20%	2.90%
东吴苏园	465.07	基金净资产*0.15%+可供分配金额*1.05%+净收入与目标差额*40%*25%	186.84	净收入与目标差额*40%*75%	0.33%
招商蛇口	245.34	基金净资产*0.15%+可供分配金额*0.1%	130.16	可供分配金额*2.5%	0.32%
沪杭甬	310.58	基金净资产*0.125%	448.09	运营收入*全额累进费率	0.30%
广州广河	597.28	基金净资产*0.115%	590.38	运营收入*1.37%+自交割日起已实现收入与目标差额*30%	0.23%
普洛斯	351.7	基金净资产*0.1%	2936.38	基金净资产*0.6%+仓储租赁收入*5%	0.98%

张江 光大	127.84	基金净资产*0.15%	339.28	基金净资产*0.4%+MAX (净收入与目标差额 *10%+运营收入 *4%-基 金净资产*0.2%, 0)	0.54%
盐田 港	313.81	基金净资产*0.3%	286.72	运营收入*年度调整费率+ 运营收入与目标差额*超 额累进费率	0.37%
华夏 越秀	基金净资产*0.45%+指标I*R% (I=项目公司通行费收入+其他业务现金流入+营业外净收支-付现的营业成本和管理费用-增值税及附加-资本性支出; R首年为2.5, 之后根据I指标业绩浮动取值)				0.68%
中关 村	基金净资产*0.24%+资产一运营收入*10%+资产二运营收入*8.2%+资产三运营收入*10%+(运营收入净额-运营收入净额目标值)*相应超额累进比例				0.29%
华夏 交建	基金净资产*0.1%+净收入*6%				0.39%
国金 铁建	基金净资产*0.2%+净现金流分派率超过7%的净现金流部分*9% (基于净现金流部分不得高于营业收入的5%)				0.20%
深圳 鹏华	基金净资产*0.28%+净收入*3.5%+(净收入'-净收入'目标值)*浮动费率 (净收入'=净收入-固定管理费; 浮动费率由EBITDA 完成率确定)				0.82%
深圳 安居	基金净资产*0.2%+营业收入*4%+运营收入超出指标部分超额累进计算				0.38%
厦门 安居	基金净资产*0.19%+(营业收入-应收账款增加)*浮动费率+MAX【(营业收入-应收账款增加-预测营业收入), 0】*20%				0.93%

注:

1. 首钢绿能、东吴苏园、招商蛇口和普洛斯部分费率根据年报披露数据推算得出，非年报直接披露。

2. 未发布年报的 REITs，由于监管部门要求招募说明书中以“三费合一”的形式披露取费情况，因此难以在基金管理人和外部管理机构之间进行拆分，仅作整体展示，“合计占总募集规模比重”基于招募书中预测数据并进行年化处理后得出。

3. 管理费具体金额来源于基金年报中实际披露数据，未进行年化处理。

4. 厦门安居的浮动费率，2022 和 2023 年是 13%；之后为挂钩收入增长的浮动费率，但上限为 13%。

总体而言，我国基础设施 REITs 涉及的管理费用可以分为两部分：一部分归属于基金管理人及专项计划管理人，另一部分归属于外部管理机构。其中，专项计划管理人由于与基金管理人属于同一控制关系，在存续期管理方面一般也采用联合工作机制，因此二者在取费方面可以视为一个整体进行看待。无论是在取费机制方面还是取费水平方面，总体来看，基金管理人与外部管理机构之间存在较为鲜明的差异。此外，在收费的主体安排上，也存在由两类主体分别向基金收取费用的情况，以及先由基金管理人（含计划管理人）收取总体费用之后，再向外部管理机构支付的情况。

### （一）取费机制

从取费机制来看，我国基础设施 REITs 主要涉及三种模式：一是按基金净资产的一定比例取费。这种本质上以“管理规模”作为取费基础的方式，在每年的取费金额方面具有较强的稳定性，但由于我国公募基金净资产一般按成本法计量，因此受到基础设施项目摊销折旧的影响，按该口径收取的管理费用可能出现逐年衰减的特点。二是按某种经营业绩指标的一定比例取费，如营业收入、净收入、可供分配金额等。这种取费模式具有一定的“激励”作用，管理团队每年获取的管理费收入会直接受到基础设施项目当期经营表现的影响。三是将事先确定的某种经营业绩指标作为基

准，以每年经营业绩实际水平与该基准之间的差额作为取费基础，获取一定比例的“超额浮动管理费”。这种取费模式同样具有明确的激励作用，而激励作用的强弱与“基准值”的设定方式及数值水平具有直接关系。

在上述三类取费机制的选用方面，我国基础设施 REITs 全部采取了至少两种以上的“混合”模式，其中按基金净资产的一定比例取费是所有 REITs 均选用的方式之一。

## （二）取费水平

为了更好地对我国基础设施 REITs 当前取费水平进行对比观察，我们将各支 REITs 在招募说明书或基金年报中披露的收费金额进行必要年化处理后，统一转化为“占基金总募集规模的比重”。从数据结果来看，我国基础设施 REITs 按募集规模占比测算的费率水平总体处于 0.2%-1.0%之间

（首钢绿能首年实际费率较高，约 2.90%，主要系首年实际可供分配金额大幅超出预测数据导致。若按照招募说明书中披露的预测数据模拟测算，费率水平约为 1.17%）。

各支 REITs 确定费率水平的影响因素较多，但维持必要的管理水平所需的“刚性”成本可能是现阶段一个主要考虑因素。对于募集规模较小的项目而言，这种“刚性”管理成本就可能体现为形式上更高的费率水平，而对于体量较大的项目，管理成本也不会随着募集规模的增大而持续直线上升。因此，在适当考虑各支 REITs 募集规模差异的情形下，可以看出募集规模的 0.3%-0.4%大致是我国 REITs 现阶段比较集中的取费区间。

与国内其他公募基金品种对比而言，我国基础设施 REITs 目前的费率水平并不高：国内货币基金的管理费率大致在 0.14%-0.33%之间，债券型基金的管理费率大致在 0.15%-1.0%之间，混合型基金的管理费率大致在 0.4%-1.5%之间，股票型基金的管理费率多数为 1.5%。也就是说，国内基础设施 REITs 目前的费率大致相当于债券型基金的中等偏下水平。中国香港、新加坡 REITs 市场如果也按照相同的数据口径大致估算，其管理费率水平大致处于 0.5%-0.7%之间。

### 我国基础设施 REITs 基金管理人的收费情况

我国 REITs 基金管理人普遍以“管理规模”取费的方式作为主要、甚至全部的管理费收入来源。根据 2021 年年报，各家基金管理费均包含归属于基金管理人（含专项计划管理人）和外部管理机构的两部分管理费（即“三费合一”），剔除支付给外部管理机构的管理费后，9 家 REITs 中仅 4 家按照以“基金净资产”为基础、叠加以“经营业绩”为基础的方式收取管理费，其余 5 家仅收取基于“基金净资产”的管理费：

表 2 基础设施 REITs 基金管理人收费情况

**预览已结束，完整报告链接和二维码如下：**

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_45400](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45400)

