

# 中国REITs市场投资研究报告

©2022.4 iResearch Inc.



## 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。



## 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



# 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"> <li>• 股东&gt;100</li> <li>• 前五大股东合计份额&lt;50%</li> </ul>	单一股东持股比例不得超过10%	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 股东&gt;1000</li> <li>• 前十大股东合计份额&lt;75%</li> </ul>	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"> <li>• 上市70%</li> <li>• 非上市95%</li> </ul>	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"> <li>• 上市75%</li> <li>• 非上市95%</li> </ul>	75%	NA	90%	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 上市75%</li> <li>• 非上市90%</li> </ul>	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



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\\_41131](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_41131)

