



任泽平：中国公募 REITs 研究报告 2022



意见领袖 | 任泽平团队

导读

首批公募 REITs 试点自 2021 年 6 月正式推出，至今已有 17 只公募 REITs 上市，整体表现平稳，新增三大亮点：1) 从底层资产看，行业类型多元化，新增保障性租赁住房、清洁能源行业，认购热情高涨。2) 从市场表现看，作为大类资产的新品种，REITs 兼具股性和债性，截至 2022 年 8 月 31 日，已上市的 17 只 REITs 产品合计募资 579 亿元，战略配售占比均高于 50%，16 只保持正收益，平均涨幅 28.38%。3) 从配套规则看，税收优惠优化，明确国有资产划转责任。年初财政部联合税务总局提出两项主要针对原始权益人的税收优惠政策。国资委发文明确提出“涉及国有产权非公开协议转让按规定报同级国有资产监督管理机构批准”。

三大维度看发展公募 REITs 正当时，短期稳增长，长期有助于实现房地产软着陆、破解土地财政，化解金融风险。1) 从国际经验看，经济下行、不动产增量开发市场饱和和资本市场发展是推出 REITs 的良机。1960 年的美国正值经济衰退期，2000 年的日本泡沫破灭后需要寻找新增长点，新加坡则是在亚洲金融危机之后推出 REITs。2) 从国内形势看，中国经济新旧动能转换，城镇化率 64.72%，房地产从大开发时代步入存量时代，土地财政持续承压，REITs 短期内有助于稳增长、提振市场信心，长期盘活存量资产、温和去杠杆、防范系统性金融风险。已上市的 17 只公募 REITs 原始权益人累计净回收资金约 355 亿元，并投资 80 个新的项目，撬动总投资规

模约 3000 亿元，实现近 10 倍的杠杆效应。3) 从发展前景看，现有 REITs 试点运行良好，供不应求，底层资产扩容潜力巨大。以我国存量基础设施资产规模预测，若 1% 可以转化为 REITs，则募集资金达万亿人民币，将带动 10 万亿投资。

未来 REITs 大有可为。REITs 试点开了一个好头，但仍存在一些问题，例如如何激发底层资产供给意愿，简化资产划转的跨部门协同，产品的投资属性有待明确等。启示：一是顶层设计上，加强政府部门协同，出台一揽子政策，打通目前制度瓶颈。二是产品定位上，明确 REITs 在大类资产类别和属性，明确参与机构责任权利边界。三是底层资产上，扩大底层资产种类，适时推动商业地产 REITs。四是政策层面，继续推进税收优惠，完善配套税收政策。



正文

1 中国公募 REITs 回顾

1.1 现状：公募 REITs 持续扩容、运行平稳

中国首批公募 REITs 自 21 年 6 月正式推出,运行效果符合市场预期。自 2021 年 6 月 21 日,9 只基础设施 REITs 产品正式上市交易,截至 2022 年 8 月底,中国公募 REITs 已发行 17 只。

1) 产品架构：全部采取“公募基金+ABS”契约型架构。我国公募 REITs 采取“公募基金+ABS”交易结构,该结构可以规避《基金法》所规定的公募基金不能直接投资于非上市公司股权的限制,在不修改现有法律框架的基础上,利用我国相对成熟的资产证券化发展经验,实现了基础设施不动产证券化。

2) 底层资产：分为产权与特许经营权两大类,覆盖类型多元化,主要涉及三大都市圈。

从资产性质看,17 只公募 REITs 分为产权与特许经营两大类,产权类项目最终进行市场化处置,偏股性,而特许经营权项目后期需移交政府部门,偏债性。由于特许经营权产品收益以收取费用为主,如通行费、垃圾处理费,现金流相对稳定,且底层资产最终由政府收回,随着资产摊销,本金也逐渐分配。从业绩表现看,特许经营权项目派息率和分红比例整体高于产权类产品。相应的,产权类产品未来盈利增长性空间更大,收益率

也更高。

从行业分布看，底层资产从最初的产业园、高速公路、仓储物流已经扩展到保障性租赁住房、清洁能源等。具体来看，产业园区 4 只、仓储物流 2 只、收费公路 5 只、生态环保 2 只、新增清洁能源 1 只和保障性租赁住房 3 只。

从地区看，从集中于长三角、粤港澳、京津冀三大都市圈到涉及成渝地区、长江中游。新上市的 8 只 REITs 中，有 2 只属京津冀地区、2 只属粤港澳地区，新增 2 只属长江中游、1 只属成渝地区和 1 只属海峡西岸。据 958 号规定，公募 REITs 试点地区已扩至全国，未来产品将涉及更多地区。

3) 一级发行情况：均顺利发行，且战略配售比整体较高。17 只产品合计募资 579 亿元，其中首批公募 REITs 募资 314 亿元，一年内新增 265 亿元，战略配售占比均高于 50%。

4) 二级市场表现：整体表现平稳，年初走出独立行情，且首批 REITs 平稳渡过解禁潮。公募 REITs 上市一年以来大受欢迎，二级市场溢价价格长时间处于溢价交易状态。截至 2022 年 8 月底，已上市的 17 只 REITs 产品有 16 只收益率为正，最高一只涨幅 49%。首批 REITs 战配解禁当天涨跌幅区间为-1.37%-1.00%，面对流通份额的增加，市场表现稳定。

图表：首批公募 REITs 发行交易情况

名称	蛇口产园	张江光大	苏园产业	盐港 REITs	中金普洛斯	广州广河	浙商沪杭甬	首钢绿能	首创水务
所属地区	粤港澳	长三角	长三角	粤港澳	京津冀	粤港澳	长三角	京津冀	粤港澳
资产性质	产权					特许经营权			
底层资产行业	产业园区			仓储物流		收费公路		生态环保	
发行规模 (亿)	20.79	14.95	34.92	18.4	58.35	91.14	43.6	13.38	18.5
发行价	2.31	2.99	3.88	2.3	3.89	13.02	8.72	13.38	3.7
原始权益人及关联方战略投资比例	32%	10%	40%	20%	20%	51%	59%	20%	51%
其他战略投资者比例	33%	45%	20%	40%	52%	28%	15%	40%	25%
网下投资比例	25%	31%	30%	28%	20%	15%	22%	28%	17%
公众投资比例	11%	13%	10%	12%	8%	6%	4%	12%	7%
收盘价	3.28	4.31	4.99	3.41	5.41	12.46	9.29	17.22	5.16
收益率 (%)	41.99	43.98	28.69	48.74	39.1	-4.27	6.56	28.7	39.57
分红比例 (%)	1.24	2.70	2.63	2.47	1.30	2.85	6.30	6.79	7.20

资料来源：Wind，泽平宏观 注：数据截至 8 月 15 日

图表：一年以来新上市八只 REITs 发行交易情况

名称	中关村 REITs	越秀高速	中国交建	中国铁建	深圳能源	中金厦门	红土深圳	华夏北京
所属地区	京津冀	长江中游	长江中游	成渝地区	粤港澳	海峡西岸	粤港澳	京津冀
资产性质	产权	特许经营权						
底层资产行业	产业园区	收费公路			清洁能源	保障性租赁住房		
发行规模 (亿)	28.8	21.3	93.99	47.93	35.376	13	12.42	12.55
发行价	3.2	7.1	9.399	9.586	5.896	2.6	2.484	2.51
原始权益人及关联方战略投资比例	33%	30%	20%	71%	51%	34%	51%	35%
其他战略投资者比例	37%	40%	55%	20%	19%	28%	9%	25%
网下投资比例	21%	21%	18%	0%	21%	26.2%	28%	28%
公众投资比例	9%	9%	8%	9%	9%	11.2%	12%	12%
收盘价	4.77	8.86	9.56	10.17	8.13	3.38	3.23	3.26
收益率 (%)	49	24.75	1.67	6.06	37.96	30	29.99	30

资料来源：Wind，泽平宏观 注：数据截至 8 月 31 日

1.2 新增三大亮点：保障房 REITs、出台税收优惠政策、明确国有资产划转责任

1) 公募 REITs 不断扩容，保障性租赁住房成市场关注的新亮点。

政策端，加速推进保障房 REITs 落地。5 月 25 日，《国务院办公厅关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》指出，“重点盘活存量规模较大、当前收益较好或增长潜力较大的基础设施项目资产，包括交通、水

利、清洁能源、保障性租赁住房、水电气热等市政设施、生态环保、产业园区、仓储物流、旅游、新型基础设施等。推动基础设施领域 REITs 健康发展”。5月27日，证监会、发改委联合发布《关于规范做好保障性租赁住房试点发行基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）有关工作的通知》，对发起主体、回收资金用途等方面构建了有效的隔离机制，压实参与机构责任。截至2021年8月31日，来自深圳、厦门、北京的三只保障房 REITs 已上市，上海、西安、合肥等地区正积极筹备保障性租赁住房 REITs 项目。

资产端，均为热点城市核心区域的优质资产，收益稳定，增值潜力较大。一是3支 REITs 的底层资产均分别位于深圳、厦门、北京，且都处于核心区域，项目的区位优势明显。二是租金收益稳定，截至2022年1季度，三只 REITs 底层资产的出租率分别达98.7%、99.3%与94.7%，周边配套完善。三是均是通过出让土地获得的土地使用权，例如厦门安居项目为了获得法定规范内的处置权，就是在其原有划拨地基础上，进行转让、出租和抵押，通过补缴土地出让金将其转变为出让用地。

资金端，网下认购火爆，市场认可度高。首批保障性租赁住房 REITs 三个月内快速上市，募集资金共计38亿元。在缺优质资产的投资环境中，公众对首批保障房 REITs 的认购热情高涨，网下投资者配售比例均低于1%，其中红土深圳安居 REIT 公众认购153亿份，配售比例低至0.39%，刷新了公募 REITs 产品记录。三只 REITs 上市首日均涨停，体现了市场对保障房 REITs 的较高认可度。

2) 新出台税收政策，迈出公募 REITs 税收优惠第一步

财政部联合税务总局对基础设施 REITs 的发行重组和存续运营环节的重要问题做出明确安排。一般 REITs 的设立结构可以简化为公募基金-资产管理计划-项目公司，即公募基金管理人发起设立公募基金，购买资产管理计划，资产管理计划再购买项目公司股权，至此完成对标的资产的持有。此过程涉及的核心税务问题就包括原始权益人对标的资产的内部重组和资管计划对项目公司的股权收购。

2022 年 1 月 29 日，财政部、税务总局发布了《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》，公告提出两项优惠政策，一是 REITs 设立前的内部重组适用特殊性税务处理，即用资产换股权，资产增值部分不征收所得税；二是在 REITs 设立阶段，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，当期可暂不缴纳企业所得税，允许递延至基础设施 REITs 完成募资并支付股权转让价款后缴纳，也就是说该部分纳税义务递延至实际转让基金份额时。在我国当前的税制下，两项主要针对原始权益人的税收优惠政策，迈出了我国公募

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_46590

