



# 建筑装饰行业公募基建 REITS 系列研究之九：REITS与PPP： 相似的节奏 不同的结局



引言：拥抱基建公募 REITs 的历史性机遇。基建公募 REITs 是极为重要的投融资机制改革，对于建筑业（以及其他相关行业）的影响及变革将超越当年 PPP。

REITs 与 PPP：宏观背景较为相似，政策踏着同样的节拍。

REITs 与 PPP 均是重要的投融资机制改革，均是在经济下行周期诞生；与此同时，“稳增长”面临财政收入下滑、地方债务风险等资金因素制约，导致信用难以扩张。PPP 的方案是引入社会资本参与；REITs 则是盘活存量资产回笼资金用于再投入。

2022 年将是 REITs 加速发行的一年。参考 PPP 经验，从标志性政策出台到小批量项目试点再到大批量项目出炉，通常需要两年左右的时间，期间会观察到：1) 项目标准由紧到松；2) 地方/企业申报积极性提升。REITs 标志性文件自 2020 年出台以来，已观察到上述变化趋势：1) 项目的所属行业及区域要求放松、对项目现金流是否含政府补贴的要求放松、对项目现阶段是否盈利的要求有所放松；2) 各个地方出台 REITs 配套政策、发改委表示近百个项目处于实质性推进阶段。

REITs 与 PPP：不同的融资机制，决定不同的结局。

PPP 从 2014 年标志性文件出台到 2017 年政策收紧仅历时三年。梳理历史政策脉络，可总结为“PPP 始于地方债务，也中止于地方债务”；主因 PPP 仅转移杠杆而非消灭债务。

社会资本通过“表外化”的方式，使其业务扩张突破负债率的约束，实则放大宏观债务风险，与政策初衷相违背。

REITs 为权益型融资工具，其通过二级市场募集权益资金，对存量资产进行市场化出售，并用权益性资金置换项目存量债务；由于 REITs 降低政府债务风险，故其大概率不会面临类似于 PPP 政策转向的风险。另一方面，REITs 为市场化募集权益资金，若市场对该资产给予较为明显的折价，或会影响 REITs 市场后续发展。

2022 年 REITs 发行是否会遇冷？此担忧应置于“资产荒”框架下分析：截至 2022 年 2 月 11 日，11 只挂牌 REITs 自上市以来累计涨幅平均值达 48%，主要由于：1) 在经济下行期，流动性虽然保持宽裕，但信用扩张难度较大；2) 原“高收益、低风险”资产的违约风险逐步暴露，REITs 对原始权益人主体风险实现有效隔离；3) 在机制设计上，强调决策及财务的高透明度，并强制高分红比例，故而有效降低风险溢价。

REITs 对基建投资以及上市企业的影响重大，意义深远。

REITs 将是基建投资资金来源的重要变量，是“宽信用”的重要抓手。参考 11 只挂牌项目，其评估价较账面价约有 71% 的溢价率；若回收资金全部用于再投入，则 REITs 撬动基建投资约为其募资金额的 2.25 倍。考虑到近百个 REITs 项目处于实质性推进阶段，故我们对全年基建投资提速有信心。



REITs 对于拥有庞大运营资产的上市公司，将带来：1) 运营资产账面价值的一次性重估；出售项目可带来投资性收益；2) 对于部分建筑企业而言，可以观察到 ROE 以及 FCFF 的边际改善；3) 融资改善，负债率约束降低，重拾高增长。

投资建议：随着项目密集发行，或带来 1) 中期基建投资增速预期的上修；2) 建筑企业报表的改善（增厚利润表、提升资产周转效率、改善现金流），以及后续扩张将突破资产负债率限制。关注：1) 报表内无形资产占比较高，将直接受益于基建 REITs 推进的中国交建、中国铁建、中国电建、中国能源建设；2) 借助基建 REITs，后续扩张可突破资产负债率限制的中国中铁、中国建筑、中国中冶、中国化学。

风险分析：REITs 项目经营业绩低于预期风险，市场流动性收紧风险，REITs 市场表现不及预期风险，REITs 项目储备/发行不及预期。

**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\\_37452](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_37452)

