



REITs发展报告

2021年10月

因我不同
成就不凡
始于1845

目录

1 全球不动产投资信托基金概览	2
2 政策背景	4
3 发展现状	8
4 问题挑战	16
5 未来展望	19



1 全球不动产投资信托基金概览

不动产投资信托 (Real Estate Investment Trusts, 缩写: REITs) 又称房托基金、地产信托, 于1960年发源于美国, 是一种通过发行收益信托凭证/股份汇集资金, 由管理人进行房地产投资、经营和管理, 并将投资综合收益分配给投资者的证券。对于物业所有者来说, REITs是一种有效的盘活存量、改善资产负债表的融资方式。对于投资者而言, REITs藉由不动产的证券化及许多投资人的资金集资, 使没有庞大资本的一般投资人也能以较低门槛参与不动产市场, 获得不动产市场交易、租金与增值所带来的收益。同时投资人不需要实质持有不动产标的, 就可在证券市场交易, 因此市场流通性优于不动产。

全球房托基金广受投资者欢迎, 在中国内地、美国、日本、新加坡以及香港等市场有广泛的影响力。根据香港金融发展局的数据, 截至2021年3月, 全球房托基金的总市值达到21,902亿美元, 较香港金融发展局2013年9月报告发表时的12,946亿美元增长近70%。全球竞争格局整体不变, 全球七个最大的房托基金市场仍占主导地位, 约占总市值的90%。美国仍然是规模最大的市场, 占全球总市值的66%, 较2013年上升8个百分点。

海外REITs的投资标的通常包括商业地产、基础设施等。其中, 主要投资于基础设施的产品被称为基础设施类REITs。此外还有主流的零售商业、办公楼、住宅公寓和酒店类, 新兴养老医疗类, 以及工业、数据中心、物流仓库、通讯基站和林地类REITs。

2021年6月, 我国首批9单公募基础设施REITs项目分别在上海证券交易所及深圳证券交易所完成资金募集, 并成功挂牌上市交易。

遴选适合发行公募REITs的基础资产要遵循三个原则:

- 为较好匹配投资人的权益投资风险溢价要求, 基础资产需具备较高收益率;
- 基础资产须具备长期、稳定的现金流;
- 基础资产市场化运作, 且权益无瑕疵、可转移和法律隔离。

根据上述原则, 适合开展境内公募REITs的大类基础设施有: 5G基站、城际高速铁路和城际轨道交通、新能源汽车停车场/充电桩、大数据中心、产业园区、工业物流园区等。基本覆盖大类基础设施。



2 政策背景

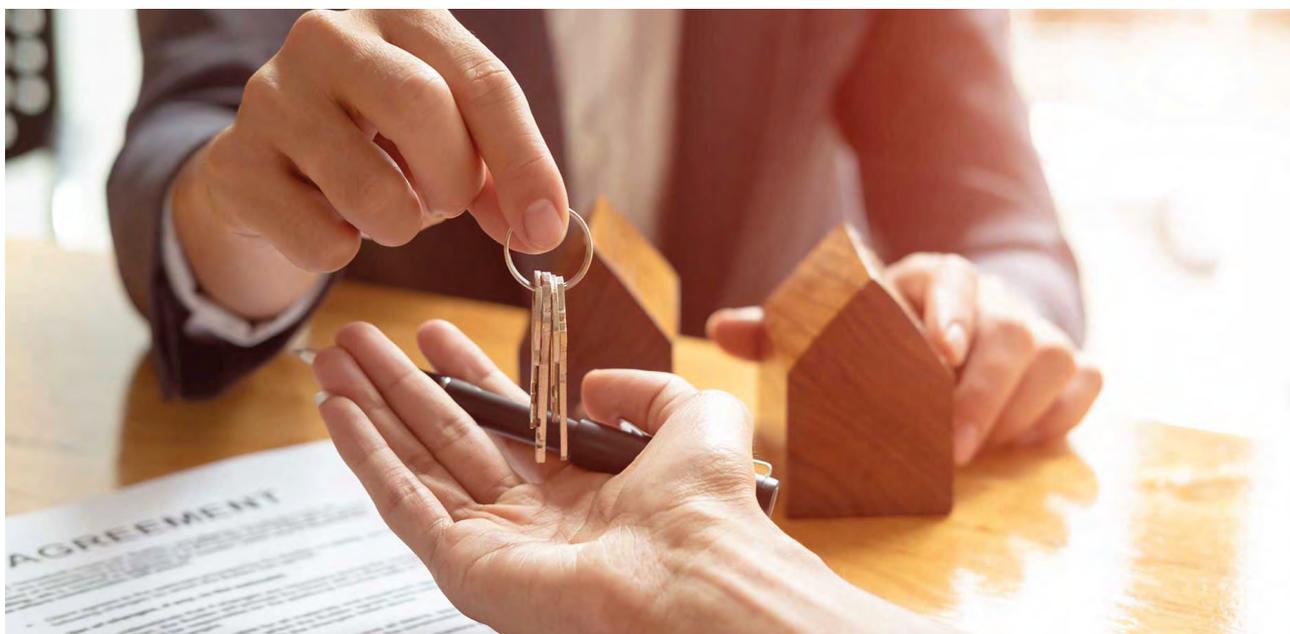
近年来，监管层积极探索、加大力度推进我国REITs发展，相关监管部门、主管部委等积极推进公募REITs发展。

2020年4月，国家发改委和中国证监会联合发布了《关于推进基础设施领域不动产投资信托（REITs）试点相关工作的通知》，明确了采用“**公募基金+单一基础设施资产支持证券**”的产品架构，优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施，水电气热等市政工程，城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目。鼓励信息网络等新型基础设施，以及国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等开展试点。此通知标志着**境内基础设施领域公募REITs**试点正式起步，对于盘活存量基础设施资产，扩大有效投资，强化资本市场服务实体经济功能，进一步丰富资本市场投融资工具等具有重要意义。

2021年5月，首批9单公募基础设施REITs项目获得中国证监会、上海证券交易所及深圳证券交易所审核通过。

2021年6月，首批9单公募基础设施REITs项目分别在上海证券交易所及深圳证券交易所完成资金募集，并成功挂牌上市交易。

2021年7月，国家发改委发布了《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》，将基础设施REITs试点区域扩展到了全国各地区，并在重点支持区域中增加了黄河流域生态保护和高质量发展国家重大战略区域。同时，将能源基础设施、停车场项目市政基础设施、保障性租赁住房、具有供水、发电等功能的水利设施和具有较好收益的旅游基础设施加入到试点行业中。



表：2018-2020 REITs相关政策变化梳理

时间	部门	文件/会议	相关内容
2018年1月23日	中基协	类REITs业务专题研讨会	<ul style="list-style-type: none"> 明确私募基金可参与类REITs业务
2018年1月31日	证监会	2018年工作会议	<ul style="list-style-type: none"> 研究出台公募REITs相关业务细则 支持符合条件的住房租赁、PPP项目开展资产证券化
2018年2月9日	深交所	《发展战略规划纲要(2018-2020年)》	<ul style="list-style-type: none"> 研究推进REITs产品，形成具有深圳特色的REITs板块 全力开展REITs产品创新，为住房租赁、政府和社会资本合作(PPP)项目、保障性住房建设、商业物业等领域提供金融支持 探索发行公募REITs，引入多元化投资者
2018年4月25日	中国证监会、住房城乡建设部	《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》	<ul style="list-style-type: none"> 重点支持住房租赁企业发行以其持有不动产物业作为底层资产的权益类资产证券化产品 推动多类型具有债权性质的资产证券化产品，试点发行REITs
2019年11月12日	证监会	中新(重庆)战略性互联互通示范项目金融峰会	<ul style="list-style-type: none"> 研究推进在国家政策重点扶持区域的公募REITs试点工作 支持中新产业园区等新加坡在华投资基础设施项目通过公募REITs融资
2020年4月24日	证监会、国家发改委	《关于推进基础设施领域不动产投资信托(REITs)试点相关工作的通知》	<ul style="list-style-type: none"> 疫情以后，明确了采用“公募基金+单一基础设施资产支持证券”的产品架构，优先支持基础设施补短板行业 鼓励信息网络等新型基础设施，以及国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等开展试点
2020年7月31日	国家发改委	《关于做好基础设施领域不动产投资信托(REITs)试点项目申报工作的通知》	<ul style="list-style-type: none"> 聚焦重点，准确把握试点项目的地区和行业范围 确保试点项目满足基本条件；明确试点项目申请材料要求；规范试点项目申报程序；严格开展项目合规性审查
2020年8月7日	证监会	《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》	<p>《指引》共五十一条，主要包括以下内容：</p> <ul style="list-style-type: none"> 明确产品定义与运作模式 压实机构主体责任，严控基础设施项目质量 明确基金份额发售方式，采取网下询价的方式确定基金份额认购价格，公众投资者以询价确定的认购价格参与基金份额认购 规范基金投资运作，加强风险管控，夯实投资者保护机制 明确证监会监督管理和相关自律组织管理职责，强化违规行为约束
2020年8月17日	国家发改委	《关于做好基础设施领域不动产投资信托(REITs)试点项目申报工作的通知》政策解读	<ul style="list-style-type: none"> 对《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》的政策解读 当前推进基础设施REITs试点的意义和作用；准确把握基础设施REITs的试点范围 项目合规性审查的核心要点；对募集资金用途的具体要求；对PPP项目的具体要求；促进项目持续健康平稳运营的要求

时间	部门	文件/会议	相关内容
2020年9月4日	上交所	《关于就基础设施领域不动产投资信托 (REITs) 相关配套业务规则公开征求意见的通知》	为保障基础设施REITs试点顺利开展，规范上海证券交易所基础设施基金份额发售、上市、交易、收购、信息披露、退市等行为，上交所起草了以下办法和规则，向社会公开征求意见： <ul style="list-style-type: none"> • 上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金 (REITs) 业务办法 (试行) (征求意见稿) • 关于《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金 (REITs) 业务办法 (试行)》的起草说明 • 上海证券交易所基础设施证券投资基金 (REITs) 发售业务指引 (试行) • 关于《上海证券交易所基础设施证券投资基金 (REITs) 发售业务指引 (试行)》的起草说明
2021年1月29日	沪深交易所	《公开募集基础设施证券投资基金业务办法 (试行)》、《公开募集基础设施证券投资基金 (REITs) 规则适用指引第1号——审核关注事项 (试行)》、《公开募集基础设施证券投资基金 (REITs) 规则适用指引第2号——发售业务 (试行)》	<ul style="list-style-type: none"> • 简化了申请文件、优化了交易相关安排、完善了新购入基础设施项目的信息披露安排、强化了多原始权益人情形下的自持要求、优化了基金收购及份额权益变动的有关要求 • 就基础设施项目运营时间和历史现金流要求、现金流测算应考虑的因素、重要现金流提供方的定义和尽职调查范围等进行了完善 • 明确了扩募发售方式、调整了网下投资者参与询价的限制安排和报价个数限制以及延长募集期限等
2021年7月2日	国家发改委	《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》	<ul style="list-style-type: none"> • 将基础设施REITs试点区域扩展到了全国各地区 • 将能源基础设施、停车场项目市政基础设施、保障性租赁住房、具有供水、发电等功能的水利设施和具有较好收益的旅游基础设施加入了试点行业中 • 对已能够实现长期稳定收益的项目，可适当降低运营年限3年的要求；对因商业模式或者经营业态等原因，现金流提供方较少的，重要现金流提供方应当资质优良，财务情况稳健；明确要求项目现金流投资回报良好，近3年内总体保持盈利或经营性净现金流为正，预计未来3年净现金流分派率原则上不低于4%

来源：公开资料整理，德勤研究

为提高基础设施REITs项目质量，政策要求基础设施项目需满足权属清晰无瑕疵，现金流持续、稳定，投资回报良好，现金流由市场化运营产生，不依赖第三方非经常性收入等条件。同时，政策要求基金管理人严把项目准入关，对基础设施项目权属、现金流、运营等相关情况进行独立、全面的尽职调查，并聘请取得保荐机构资格的证券公司担任财务顾问对项目进行平行尽调。此外，基金管理人还应当聘请资产评估机构对基础设施项目进行评估，聘请律师事务所对基础设施项目转让行为合规性等出具专业法律意见，聘请会计师事务所对基础设施项目财务状况进行审计。

对于发起人来说，基础设施公募REITs明确以权益融资模式进行推动，有别于以往通过负债进行的基础设施投融资模式，基础设施公募REITs能够带来稀缺的长期限的权益

性资本，构建了嫁接社会资本参与基础设施项目的桥梁，解决了目前负债空间不足的难题。借助公募REITs，建立一个市场化的投融资机制，有利于吸引更专业的市场机构主导项目投资和运营，可有力提升基础设施投资的投资效率，优化资源配置。

对于投资者来说，基础设施公募REITs投资的是挂钩地区发展以及对抗通胀的优质基础设施，在目前市场利率持续走低的环境下，是难得的优质资产。同时，基础设施公募REITs可在二级市场交易，为项目提供了有效的退出渠道，有效解决了以往基础设施投资周期长的难题。另外，基础设施公募REITs投资门槛低，投资、交易便利，信息披露公开，为普通大众投资者开辟了新的资产配置路径。



3 发展现状

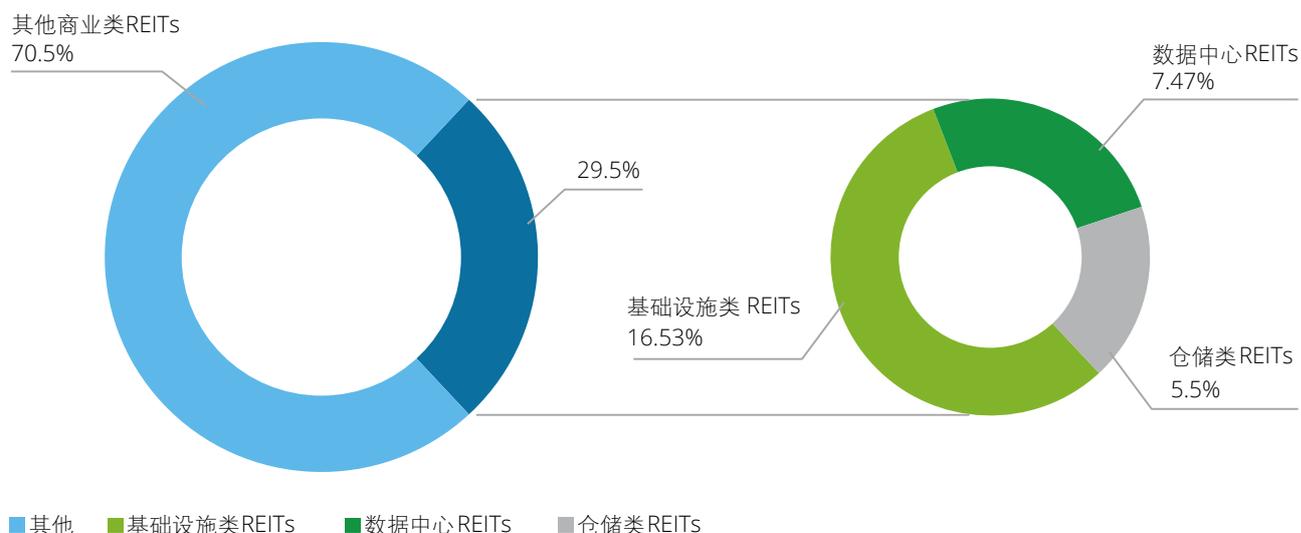
3.1 美股REITs：起步早发展快，收益率高，流动性风险小

美国是基础设施REITs最为成熟的市场。截至2020年第一季度，美股中REITs有219只，市值规模达到创纪录的1.33万亿美元。包括覆盖了大量医院类不动产的 Medical Properties Trust (MPW)，校园类的 American Campus Communities (ACC)，新能源方面的 Brookfield Renewable Partners (BEP) 等等。

基础设施类REITs市值占比高

截至2020年2月底，美国市场进入到成分股的权益型REITs共163只，所有成分股总市值约1.16万亿美元。其中基础设施REITs共5个（最小口径），占权益型REITs总数的3%，市值占比16.53%；数据中心REITs共5个，数量占比3%，市值占比7.47%；仓储类REITs共5个，数量占比3%，市值占比5.5%。狭义来看，基础设施REITs在数量占比较少的情况下流通市值排名居各类型REIT第一。

图：截至2020.2美国市场成分股权益型REITs市值百分比分布



数据来源：天风证券，德勤研究

3.2 港股REITs：投资于房地产项目的集体投资计划

2005年，香港证券及期货事务监察委员会(证监会)发布了《房地产投资信托基金守则 (Code on Real Estate Investment Trusts) 》，为香港REITs的发展奠定了法律基础。

根据《房地产投资信托基金守则》的定义，香港房地产投资信托基金是以信托方式组成而主要投资于房地产项目的集体投资计划。有关基金旨在向持有人提供来自房地产的租金收入的回报。房地产投资信托基金透过出售基金单位获得的资金，会根据组成文件加以运用，以在其投资组合内维持、管理及购入房地产。

2005年到2020年，证监会不断优化房托基金的政策。以下为有关的修订：

年份	主要修订
2014年	容许房托基金投资于物业发展项目,但项目的累积合同价值不可超过其房托基金现有总资产价值的10%。
2020年5月	积金局早前修订强积金投资指引，放宽房托基金的投资限制。积金局决定扩大强积金可投资于房托基金的比例及市场数目，并加入加拿大、法国、日本、新加坡及荷兰上市的房托基金作准许的投资项目。
2020年12月	<p>香港证监会于2020年6月进行了业界咨询后，于2020年12月4日在宪报刊登《房地产投资信托基金守则》的修订(修订)，令房托基金在获得单位持有人的批准和符合其他条件下，对于物业发展的投资总额由不得超过房托基金资产总值的10% 提高到25%。</p> <p>在融资方面，房托基金可以为投资的融资或营运的目的，直接或透过其SPV借入款项，但无论在任何时候，借款总额都不得超逾房地产投资信托基金的资产总值的50% (修订前：45%)。</p> <p>在投资方面，房托基金所持有的由任何单一公司集团发行的相关投资 (于在联交所或其他国际认可证券交易所上市的证券，非上市债务证券，政府证券及其他公共证券，及本地或海外地产基金) 的价值不可超过房地产投资信托基金资产总值的10% (修订前：5%)。房托基金对于相关投资、非合格少数权益物业、物业发展及其他附属投资的总额不得超过房地产投资信托基金资产总值的25%。</p>



表：上市香港房地产投资信托一览表

名称	发行时间	代表投资	物业类型
领展房地产投资信托基金	2005-11-25	海滨汇、北京欧美汇购物中心	综合，集市、商铺、和车位
泓富产业信托	2005-12-16	红袋国际都会大厦	综合
越秀房地产投资信托基金	2005-12-21	广州国际金融中心	综合，金融中心和服装批发市场
冠君产业信托	2006-5-24	花园道三号、朗豪坊地标级物业	综合
阳光房地产基金	2006-12-29	阳光中心、富时中心	综合
富豪产业信托	2007-3-30	五间初步酒店、富荟上环酒店	酒店
置富产业信托	2011-4-20	置富第一城、置富都会	零售
汇贤产业信托	2011-4-29	北京东方广场	综合
开元产业投资信托基金	2013-7-31	开元酒店	酒店
春泉产业信托	2013-12-5	北京中心商业区(CBD)	综合，写字楼
招商局商业房地产投资信托基金	2019-12-10	深圳新时代广场	综合
顺丰房托基金	2021-05-17	香港顺丰大厦、佛山桂城丰泰产业园、芜湖丰泰产业园	物业产业园区

来源：公开资料整理，德勤研究

德勤有幸能为上表当中的诸多公司提供服务，为彼此的成长结下一段善缘。另外不得不提的是，港股REITs的特点是和母公司关系较为密切，比如越秀房产信托基金就较为依托越秀地产。

3.3新加坡REITs：领先的多元化REITs市场

新加坡是亚洲领先的亚洲全球性房托及商业信托中心，超过80%的房托和地产类商业信托拥有离岸资产。截至2020年新加坡目前拥有44支房托和商业信托，总市值超过800亿美元，平均股息率为5.2%，是亚洲除日本外最大的房托市场。

城市发展有限公司 (City Development Limited) 的房托可能在第三季度上市的这个重磅消息使我们预期房托和商业信托将继续在新加坡交易所占据重要地位。

早期，新加坡房地产商几乎全部靠银行贷款，导致房地产商在信贷收紧的经济情况下没办法及时得到融资，再加上经济不好的时候，资产情况表现不是很好，价值会受到很大的波动，所以，1999年新加坡出台了房地产投资信托的监管框架。1999年到2021年，新加坡经过了不下8次的框架调整。新加坡刚推出房地产投资信托时杠杆的要求是25%，适用于当时的经济和资产情况。几次的框架调整也对一些披露要求和房地产投资信托的治理方面做出了改变。2020年，房地产投资信托的杠杆率也从45%调整到了50%。这就是新加坡所采取的渐行式监管所取得的成果。

新加坡可以吸引到许多来自不同地区的资本选择在新加坡投资房地产投资信托产品。同时，新加坡也成功地吸引到了来自不同地方的开发商用它们当地的资产来新加坡发行房地产投资信托。新加坡的市场，无论在投资群体方面或资产分布方面都非常国际化，这个特点吸引到非常广泛的资金进入新加坡资本市场。

新加坡的REITs单位通常都会由原始发起人持有一部分，产品上市之后还会吸引到一些机构和散户。新加坡对原始股东持股比例没有限制，但会希望原始股东对资产有一定的掌控能力并促进其很好的发展。对于资产的掌控，信托管理公司和物业管理公司通常都是原始发起人或者房地产开发商所成立的全资子公司。新加坡的REITs通过资产管理公司和物业管理公司管理信托资产，加上单位持有人对信托的掌控，利益是得到保护的，这也确保信托在新加坡有很好的发展。

3.4国内REITs实践：公募基础设施REITs方兴未艾市场巨大

在首批公募基础设施REITs产品上市前，国内投资者可以通过合格境内机构投资者 (QDII) 介入美股的REITs，比如说场内交易的美国REITs、场外的广发美国房地产等。但是存在两个问题：一个是场内的交易量极小，场外的目前限制申购。另一个是追踪美股的REITs基金指数，目前看存在不太同步的情况。

从2001年到如今，房地产政策的变动客观上影响了REITs的发展进度。特别是疫情之后，为了支持经济新发展，经过各监管部门的努力，最终我国REITs产品以基础设施REITs的形式推出了试点文件。我国采用的是典型的信托制结构，以公募基金为载体，通过投资ABS产品实现对物业股权的控制。

截至2020年末，上交所所有39单“类REITs产品”发行，规模达631亿元，覆盖仓储物流、产业园区、租赁住房、商业物业、高速公路等多种不动产。此外，上交所于2019年推出首单基础设施私募REITs (沪杭甬REITs产品)，引领境内市场储架式产品、可扩募产品 (菜鸟REITs产品) 等多轮创新，为试点公募REITs积累了丰富的实践经验。

在进行了一系列创新尝试后，首批9只公募基础设施REITs产品终于在2021年6月千呼万唤始出来。这9只公募基础设施REITs产品涵盖了产业园区 (3只)、仓储物流 (2只)、生态环保设施 (2只) 和高速公路 (2只) 等4大类技术设施，覆盖了京津冀、长江经济带、粤港澳大湾区、长三角等国家重大战略区域。我们选取了首批公募基础设施REITs中具有行业代表性和区域代表性的案例进行分析。

3.4.1 华安张江光大园REIT及博时蛇口产业园REIT

基本信息

简称	不动产类型	项目估值(亿元)	类别	期限	募集份额(亿份)	认购价额(元)	募集金额合计(亿元)	原始权益人持有比例	2021预期现金分派率
张江REIT	产业园区	14.70	产权	20年	5	2.99	14.95	20%	4.74%
蛇口产业园	产业园区	25.28	产权	50年	9	2.31	20.79	32%	4.10%

华安张江光大园REIT

华安张江光大园REIT的基础设施资产为张江光大园，地处中国（上海）自由贸易试验区盛夏路500弄，位于国家级高科技产业园区张江高科技园区核心地带。园区总建筑面积50,947.31平方米。张江光大园凭借良好的区域优势、产业配套及交通便利，吸引了包括集成电路、先进制造业、在线经济、金融科技及产业服务配套等符合国家重大战略、宏观调控及产业政策、发展规划的行业内优质企业入驻。张江光大园收益来源为基础设施不动产经营所得，包括租金、物业费、车位费及日常服务收入。截至2020年末，张江光大园出租率稳定在99.51%左右，平均租金5.19元/平方米/天。

华安张江光大园REIT获准发售的基金份额总额为5亿份。其中，战略配售基金份额数量为2.77亿份，占本次基金发售比例的55.33%。网下初始发售份额为1.56亿份，占扣除初始战略配售份额数量后发售份额的70%；公众初始发售份额为6,700万份，占扣除初始战略配售数量后发售份额的30%。华安张江光大园REIT公众初始发售份额在首批公募基础设施REITs中占比最高。

博时蛇口产业园REIT

博时蛇口产业园REIT的基础设施资产为蛇口网谷产业园区内定位为产业研发办公的万海大厦和万融大厦，为蛇口网谷产业园区内的优质资产，依托蛇口网谷产业园互联网示范基地定位、产业集群效应和运营优势，结合低密度、多层次绿化的花园式环境打造，为企业提供优质的产业办公环境和空间。截至2020年12月31日，万融大厦租户行

业中，新一代信息技术产业、文化创意行业面积合计占比51.52%。万海大厦租户行业中，新一代信息技术产业、文化创意行业租赁面积合计占比54.81%。租户符合与蛇口网谷产业园区的新一代信息技术、物联网、电子商务、文化创意四大核心产业集群定位匹配。具有较强的产业集聚性，保障了基础设施项目租户的稳定性，有利于产业园的稳定发展。博时蛇口产业园收益来源为基础设施不动产经营所得，包括租金、物业费、车位费、广告及其他基础设施服务收入。截至2020年末，万海大厦出租率为94.36%左右，期末平均租金145.74元/平方米/月；万融大厦出租率为84.08%左右，期末平均租金127.92元/平方米/月。

博时蛇口产业园REIT获准发售的基金份额总额为9.00亿份。其中，战略配售基金份额数量为5.85亿份，占发售份额总数的比例为65%。网下发售的基金份额数量为2.25亿份，占发售份额总数的比例为25%；公众投资者认购的基金份额数量为0.90亿份，占发售份额总数的比例为10%。

产业园区作为基础设施资产有着独有的优势。首先，全国范围内各类产业园区存量巨大，其中符合产权清晰、现金收益稳定且具备一定增值空间要求的具有一定数量。其次，随着生物医药、人工智能、新一代移动通讯等高新产业集群的有序建设推进，较强的产业集群也为优质的产业园区带来稳定的出租率，并且可以吸引更多上下游客户，未来收益增长势头较好。第三，公募基础设施REITs为产业园区开发主体提供了更广阔的融资方式，也促进了产业园区的发展。

3.4.2 富国首创水务REIT

基本信息

简称	不动产类型	项目估值(亿元)	类别	期限	募集份额(亿份)	认购价格(元)	募集金额合计(亿元)	原始权益人持有比例	2021预期现金分派率
首创水务	污水处理	17.46	经营权	26年	5	3.70	18.50	51%	8.74%

富国首创水务REIT的基础设施资产主要为深圳市福永、松岗、公明水质净化厂BOT特许经营项目及合肥市十五里河污水处理厂PPP项目。深圳项目为采用BOT模式的特许经营项目,包含福永水厂(设计规模为12.5万吨/日)、松岗水厂(设计规模为15万吨/日)、公明水厂(设计规模为10万吨/日)的特许经营权。合肥项目为采用TOT+BOT模式的PPP项目,合肥项目共分为四期,前三期采用TOT模式,第四期采用BOT模式,四期合计设计规模为30万吨/日。通过污水处理特许经营权以收取污水处理费作为主要收入来源。

富国首创水务REIT获准发售的基金份额总额为5.00亿份。其中,战略配售基金份额数量为3.8亿份,占发售份额总数的比例为76%。网下初始发售份额为9,600万份,占扣除

初始战略配售份额数量后发售份额的80%;公众初始发售份额为2,400万份,占扣除初始战略配售数量后发售份额的20%。

环保污水处理行业是城市服务中的刚性需求,商业模式确定,项目基于合理收益的原则进行定价,可以将原材料价格上涨等成本增加因素通过协议申请调价的方式转嫁,保证了收入和盈利的稳定,避免了经济周期波动的影响。环保污水处理项目具有投资金额大、项目回收期长的特点,公募基础设施REITs的推出增加了与环保污水处理产业发展模式相适合的融资渠道,也为市场投资者提供了环保基建领域的良好投资机会。

3.4.3 中金普洛斯REIT

基本信息

简称	不动产类型	项目估值(亿元)	类别	期限	募集份额(亿份)	认购价格(元)	募集金额合计(亿元)	原始权益人持有比例	2021预期现金分派率
普洛斯	仓储物流	53.46	产权	50年	15	3.89	58.35	20%	4.45%

中金普洛斯REIT基础设施资产由7个仓储物流园组成,建筑面积合计约704,988平方米。截至2020年12月31日,目标基础设施资产合计平均出租率约98.72%,合同租金及管理费平均约40.04元/月/平方米,估值合计约53.46亿元。中金普洛斯REIT基础设施资产收入主要来自于租金和管理费收入。中金普洛斯REIT基础设施资产位于京津冀、长三角、大湾区等产业核心集散地,交通便利,产业聚集度高,主要租户包括京东、美团、德邦物流、上海医药、捷豹路虎等。基础设施资产所持有的租约结构合理,租户行业分布方面,运输业占比44.83%,商业与专业服务业占比30.47%,软件与服务业占比7.80%。

中金普洛斯REIT获准发售的基金份额总额为15亿份。战略配售基金份额数量为10.8亿份,占发售份额总数的比例为72%。网下初始发售份额为3.36亿份,占扣除初始战略配售份额数量后发售份额的80%;公众初始发售份额为8,400万份,占扣除初始战略配售数量后发售份额的20%。

在首批9只公募基础设施REITs中,只有中金普洛斯REIT的基础设施资产具有外商投资背景,而实际上,目前公募基础设施REITs指导文件中并没有对涉及外商投资背景项目的相关处理做出特殊规定。基础设施资产项目股权交割后项目公司将会从外商投资企业变更为内资企业。

根据国家统计局提供的数据，近年来国内仓储物流业经历了迅速扩张的过程，行业固定资产投资额从2011年的人民币2,437.19亿元增长到人民币2019年的6,245.62亿元，年复合增长率达到14.39%。伴随近年来电商以及高端制造业的发展，国内对优质物流设施的需求不断提升，优质物流设施的供给缺口不断扩大，未来高标仓储设施市场空间

依旧广阔。基础设施公募REITs为仓储物流业开发主体提供了除了IPO之外的新的融资渠道，将为我国的物流基础设施建设提供了新的助力。

3.4.4 浙商沪杭甬杭徽REIT

基本信息

简称	不动产类型	项目估值(亿元)	类别	期限	募集份额(亿份)	认购价额(元)	募集金额合计(亿元)	原始权益人持有比例	2021预期现金分派率
浙江杭徽	高速公路	45.63	经营权	20年	5	8.72	43.6	58.95%	12.4%

浙商沪杭甬杭徽REIT基础设施项目资产为杭徽高速公路浙江段及其相关构筑物资产组的收费权，其中杭徽高速公路包含昌昱段、汪昌段和留昌段。基础设施项目资产收入来自于高速公路通行费收入，项目公路是连接黄山和杭州两大重要旅游胜地及经济体的交通要道，沿线地区经济发展状况良好，优良的地理位置对项目公路车流量和通行费收入形成了保障。基础设施项目资产车流量在2018-2020年的同比增长率分别为10.28%、11.14%以及8.41%。

浙商沪杭甬杭徽REIT获准发售的基金份额总额为5亿份。战略配售基金份额数量为3.71亿份，占本次基金发售份额的74.3%。网下初始发售份额为1.09亿份，占扣除初始战略配售份额数量后发售份额的85%；公众初始发售份额为1,927.74万份，占扣除初始战略配售数量后发售份额的15%。

由于浙商沪杭甬杭徽REIT原始权益人浙江沪杭甬高速公路股份有限公司为香港联交所上市公司，其下属项目公司股权转让构成分拆上市，原始权益人获得了香港联交所上市委员会同意其可根据《香港上市规则》第15项应用指引进行分拆上市。

在已经上市的9只公募基础设施REITs中浙商沪杭甬杭徽REIT预测的净现金流分派率最高，2021度的现金分派率预测值为12.4%，2022年度的现金分派率预测值为10.5%。

需要强调的是分派现金流非永续现金流，每年度分派之后基金净值将相应下降，基金分派年限以所投资的底层基础设施项目高速公路收费期限为限，目前底层资产收费期限最长至2031年，在所投资的基础资产收费权年限到期后，基金的净值将趋向于零。

根据交通运输部提供的数据，截至2020年末，我国高速公路通车里程16.10万公里，稳居世界第一。但传统融资工具也受到了瓶颈制约，资管机构大幅度收缩非标融资规模，大力推行的PPP也暴露出了项目管理较为松散、地方政府隐形担保、地方政府收入在新冠疫情后大幅下降、民间资本参与较少等较多问题，大量的存量债务也使通过扩表融资的方式触及天花板。高速公路基础设施REITs的推出，有望成为高速公路建设融资的新模式，在盘活存量资产的同时，拓宽地方政府财政融资渠道及为实现降杠杆提供可能，也为资本市场的投资者提供现金流充沛及收率有保障的金融产品。

借着首批公募基础设施REITs打造的良好市场示范效应，截至目前，由地方发改委推荐至国家发改委REITs试点项目库的项目数量较多，涵盖的行业类别和所处的区域也更为丰富，将促进未来基础设施REITs进一步扩大试点。



4 问题挑战

4.1 REITs融资效果有待商榷

以基础设施为底层资产的公募REITs，应当具备期限较长、透明度较高、流动性较好、可供分配收益率高等优势，首批及目前处于审批阶段的前几批公募基础设施REITs项目确实具有这些优势，但是大多数有融资需求的基础设施项目都无法满足期限、流动性及收益率方面的要求，从而无法成为公募基础设施REITs的底层资产，限制了公募基础设施REITs融资的适用范围。在首批及后续几批REITs上市热度过后，真正具有稳定且持续的可供分配金额的项目，是否仍愿意放弃在流动性更高、融资规模更大的权益资本市场上融资，而是利用REITs完成融资还值得观察。

4.2 管理模式可能存在代理成本高企的问题并需要磨合

基础设施公募REITs采用“公募基金+资产支持证券（ABS）”的架构，但公募基金过去并不涉及物业投资管理业务。“公募基金+ABS”架构下的主要委托代理关系包括：REITs持有人委托公募基金管理人来进行投资管理、公募基金管理人委托ABS管理人进行资产管理及公募基金管理人委托外部管理机构负责底层资产的运营与管理。在

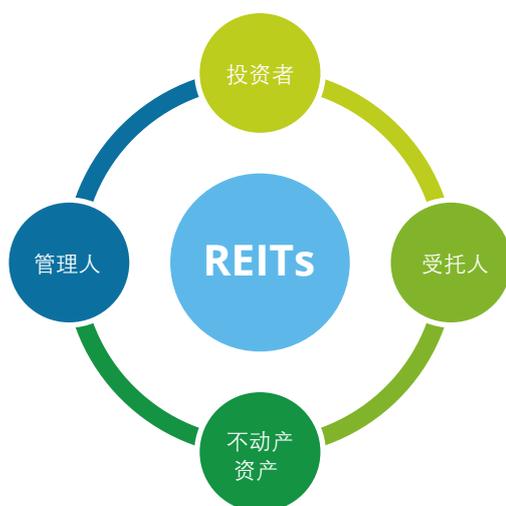
这种多层委托代理关系的架构下，信息不对称问题和利益冲突问题可能更加严重，产生道德风险的可能性更大，由此产生的代理成本可能更高。

同时，公募基金是基础设施公募REITs的基金管理方，过往投资类REITs产品的经验普遍缺乏，相关的团队人员建设、与外部机构的合作机制都需要不断的探索和尝试。在首批基础设施公募REITs项目中，公募基金、ABS管理人、原始权益人以及专业的资产管理、物业管理团队的后续磨合及各司其职将决定了相关公募REITs项目上市后的管理及后续扩募再投资的效率。

REITs管理模式

REITs本身为公司、信托或基金实体，由外聘的管理人执行所有的管理职责，包括资产运营和物业管理等。作为资产管理的回报，外部管理者收取管理费，管理费的结构包括固定比例的基本费用、基于净收入、净资产或相对于REITs份额价格的浮动绩效费用及其他额外的管理费用。

图：REITs管理模式



来源：德勤研究

4.3未来税收问题仍需要解决

当前公募基础设施REITs的产品结构比较复杂，税收方面可能会存在重复征税和税收过重的问题，进而拖累产品收益。税收问题尽管并非设立REITs的先决条件，但对调动各方积极性、推动市场发展壮大至关重要。

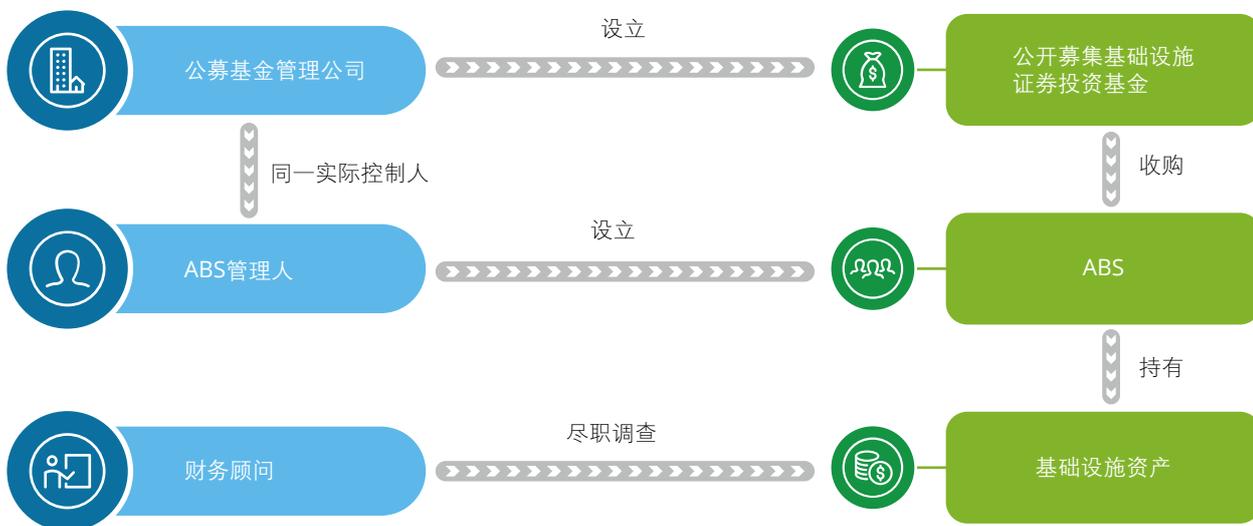
在欧美、新加坡等REITs较为发达的国家和地区，REITs成为投资者青睐的投资产品，不仅仅由于收益率较高且较为稳定，还因为REITs在满足特定要求的情况下可就投资人分红收入和份额转让所得享受一定免税待遇，对于REITs上市前重组也给予了特定税收优惠。美国没有专门的REITs立法，而是在税法中对于符合特定条件的房地产投资公司或契约型基金定义为REITs而享受免税政策，其分配给投资者的分红部分可在所得税前予以扣除，新加坡也给予REITs诸多税收优惠政策。然而，目前我国税法下境外投资人取得的REITs分红、公司投资人取得的REITs份额转让所得以及REITs上市前重组的相关税务成本仍较高，亟待相关税收优惠政策的出台。

此外，在我国现行税收制度下，以园区基础设施或物流基础设施为例，按现行税制涉及的税收包括：租金收入对应的约9%（或5%）的增值税及附加税、12%的房产税（如为从租计征）和千分之一的印花税（合同双方各承担一半），之后相关应税利润还要缴纳25%的所得税，由此造成REITs可供分配金额分派比率低于国际市场同行的REITs收益率（7%-8%的水平）。未来REITs发展仍需要突破相关税收政策的痛点。

4.4交易结构的精简

当前基础设施REITs采用了公募基金+ABS的结构，对市场已有模式的延续有利于产品的顺利推出，也有利于短期在税务方面的借鉴处理。但复杂的架构并不是必须的，如果其他配套的相关法律制度逐步推出，公募基础设施REITs结构也可以更为精简，例如由基金直接持有股权，也有助于公募基础设施REITs引入更多元化的基础设施资产及投资人。

图：REITs交易结构



来源：公开资料，德勤研究

而在基础设施ABS层面，考虑到类REITs产品在我国已有多年的运行实践，基础设施采用ABS产品直接持有项目公司股权的形式，取消类REITs项目中常见的私募基金架构，有利于精简交易结构、减少决策流程，强化公募基金的管理人责任，更好的避免出现治理问题。

4.5扩募再融资的简化及利用债务杠杆融资

首批9只公募基础设施REITs首发上市共计融资人民币314

亿元，平均融资规模在人民币35亿元左右，相对各只REITs的原始权益人整体资产情况，融资规模并不大。但根据目前的规定，公募基础设施REITs后续扩募仍需要进行类似首发的层层审核流程，不利于原始权益人优质资产的不断注入，持续提升公募基础设施REITs的资产质量。此外，从海外REITs市场经验来看，利用债务杠杆融资能提升REITs收益率，而目前对于公募基础设施REITs债务融资的规模及类型，尚无特别的规定。



5 未来展望

5.1 公募REITs市场前景广阔

自1960年REITs在美国出现以来，在过去几十年中迅猛发展，在海外发达经济体中，REITs已在各自的整体资本市场中占有重要地位。作为REITs的发源地美国，截至2019年末公募REITs市场规模约1.3万亿美元，约占GDP规模的6.5%，按照该比例推算，我国公募REITs市场可达6万亿人民币。

考虑目前我国基础设施品类繁多、规模较大，为公募基础设施REITs提供了丰富的基础资产，公募基础设施REITs未来市场空间巨大。此外，相信在试点完成及相关配套政策机制建立以后，公募REITs也将进一步拓展到基础设施以外的其他类别的不动产，丰富公募REITs的种类，为投资人提供更多类别底层资产选择。

5.2 产业园区及物流园区迎发展契机

近年来，国内工业用地需求处于持续回暖通道，工业用地供给、成交增速自2014年见底以来持续回升，已接近2012年顶部水平。从供应来看，一线城市产业转型升级“腾笼换鸟”过程已逐步完成，产业地产业结构中工业工地比重进一步降低，商业用地规模上升，而二三线将进一步受益于一线城市产业迁出与本地工业化深化带来的需求提振，接棒一线城市成为工业用地需求主力。

由于产业园区及物流园区在开发过程中沉淀的资金量较大，投资回收期较长，产业园区及物流园区开发主体融资需求强烈。但目前我国产业园区及物流园区融资方式较为单一，基本上以银行贷款和土地出让的模式为主，与此同时在土地出让和抵押方面的政策限制进一步加大了产业园区及物流园区的融资难度，造成目前产业园区及物流园区的融资和盈利能力普遍较弱。

公募基础设施REITs的推出将有效拓宽产业园区及物流园区开发主体的融资渠道，降低融资成本，带动更多盈利能力较强、开发情况较好的产业园区及物流园区脱颖而出，加速转型升级。

而对于开发主体而言，公募基础设施REITs将实现园区资产出表成为可能，分离园区资产的经营权和所有权，带动园区开发主体向轻资产模式发展。此外，公募基础设施REITs基于基础资产本身状况的融资模式，将激发园区开发主体提高园区运营能力、提升园区盈利能力，进一步促进园区产业转型。

5.3 公募基础设施REITs将有效支持保障性租赁住房发展

将保障性租赁住房纳入公募基础设施REITs的试点范围将有效支持保障性租赁住房的发展，成为扩大保障性租赁住房建设的主要金融工具。目前，我国保障性租赁住房仍是住房系统的主要短板之一。政府部门主导保障性租赁住房建设，在前期通过让渡地价促进土地供应，在后端建立统一的资产运营和管理平台，并最终通过公募基础设施REITs实现资产退出回笼财政资金，将有效加快实现供给。公募基础设施REITs在这个过程中还可以起到租赁住房产品（和土地）的价格发现作用，而且在让渡部分收益权的同时不影响管理权的完整保留。

公募基础设施REITs的推行在“房住不炒”政策背景下也极具必要性。公募基础设施REITs的本质是为我国居民家庭提供门槛更低、资金压力更小且更具流动性的房地产投资渠道，让广大中小机构乃至个人投资人参与到大宗房地产投资中。从资产风险频谱的分布来看，REITs的投资风险介于股票、债券之间，既可以获得有明确预期的现金回报，又可以享受资产增值，长期来看，REITs的长期回报率也表现优异，对于降低居民部门住房杠杆水平、平抑炒房预期、防范系统性市场风险也具有重要意义。

联系我们

联络信息

罗远江

德勤中国

房地产行业领导合伙人

电话: +852 2852 5658

电子邮件: phlaw@deloitte.com.hk

倪敏

德勤中国

房地产行业审计及鉴证咨询领导合伙人

电话: +86 21 6141 2027

电子邮件: ani@deloitte.com.cn

陈振国

德勤中国

房地产行业税务与法律领导合伙人

电话: +86 21 6141 1033

电子邮件: sitan@deloitte.com.cn

方栋

德勤中国

房地产行业财务咨询领导合伙人

电话: +86 21 6141 1626

电子邮件: carfang@deloitte.com.cn

刘寅石

德勤中国

房地产行业管理咨询领导合伙人

电话: +86 10 8512 5803

电子邮件: yslu@deloitte.com.cn

赵健

德勤中国

房地产行业风险咨询领导合伙人

电话: +86 10 8520 7259

电子邮件: jizhao@deloitte.com.cn

吴汪斌

德勤中国

审计及鉴证咨询合伙人

电话: +86 755 3353 8326

电子邮件: rwu@deloitte.com.cn

王崇斌

德勤中国

审计及鉴证咨询高级经理

电话: +86 21 2316 6187

电子邮件: allencwang@deloitte.com.cn

李嘉敏

德勤中国

审计及鉴证咨询总监

电话: +852 2852 1625

电子邮件: carmlee@deloitte.com.hk

何翠红

德勤中国

审计及鉴证咨询高级经理

电话: +86 755 3353 8737

电子邮件: clohe@deloitte.com.cn

林晓慧

德勤中国

审计及鉴证咨询高级经理

电话: +852 2109 5301

电子邮件: carolam@deloitte.com.hk

刘佩娟

德勤中国

房地产行业项目高级经理

电话: +852 2852 6407

电子邮件: llau@deloitte.com.hk

研究与撰稿人

陈岚

德勤中国

德勤研究合伙人

电话: +86 21 6141 2778

电子邮件: lydchen@deloitte.com.cn

周菲

德勤中国

德勤研究高级经理

电话: +86 10 8512 5843

电子邮件: annizhou@deloitte.com.cn

办事处地址

北京

北京市朝阳区针织路23号楼
国寿金融中心12层
邮政编码：100026
电话：+86 10 8520 7788
传真：+86 10 6508 8781

长沙

长沙市开福区芙蓉北路一段109号
华创国际广场3号栋20楼
邮政编码：410008
电话：+86 731 8522 8790
传真：+86 731 8522 8230

成都

成都市高新区交子大道365号
中海国际中心F座17层
邮政编码：610041
电话：+86 28 6789 8188
传真：+86 28 6317 3500

重庆

重庆市渝中区民族路188号
环球金融中心43层
邮政编码：400010
电话：+86 23 8823 1888
传真：+86 23 8857 0978

大连

大连市中山路147号
申贸大厦15楼
邮政编码：116011
电话：+86 411 8371 2888
传真：+86 411 8360 3297

广州

广州市珠江东路28号
越秀金融大厦26楼
邮政编码：510623
电话：+86 20 8396 9228
传真：+86 20 3888 0121

杭州

杭州市上城区飞云江路9号
赞成中心东楼1206室
邮政编码：310008
电话：+86 571 8972 7688
传真：+86 571 8779 7915

哈尔滨

哈尔滨市南岗区长江路368号
开发区管理大厦1618室
邮政编码：150090
电话：+86 451 8586 0060
传真：+86 451 8586 0056

合肥

安徽省合肥市蜀山区潜山路111号
华润大厦A座1506单元
邮政编码：230022
电话：+86 551 6585 5927
传真：+86 551 6585 5687

香港

香港金钟道88号
太古广场一座35楼
电话：+852 2852 1600
传真：+852 2541 1911

济南

济南市市中区二环南路6636号
中海广场28层2802-2804单元
邮政编码：250000
电话：+86 531 8973 5800
传真：+86 531 8973 5811

澳门

澳门殷皇子大马路43-53A号
澳门广场19楼H-L座
电话：+853 2871 2998
传真：+853 2871 3033

蒙古

15/F, ICC Tower, Jamiyan-Gun Street
1st Khoroo, Sukhbaatar District,
14240-0025 Ulaanbaatar, Mongolia
电话：+976 7010 0450
传真：+976 7013 0450

南京

南京市建邺区江东中路347号
国金中心办公楼一期40层
邮政编码：210019
电话：+86 25 5790 8880
传真：+86 25 8691 8776

宁波

宁波市海曙区和义路168号
万豪中心1702室
邮政编码：315000
电话：+86 574 8768 3928
传真：+86 574 8707 4131

三亚

海南省三亚市吉阳区新风街279号
蓝海华庭（三亚华夏保险中心）16层
邮政编码：572099
电话：+86 898 8861 5558
传真：+86 898 8861 0723

上海

上海市延安东路222号
外滩中心30楼
邮政编码：200002
电话：+86 21 6141 8888
传真：+86 21 6335 0003

沈阳

沈阳市沈河区青年大街1-1号
沈阳市府恒隆广场办公楼1座
3605-3606单元
邮政编码：110063
电话：+86 24 6785 4068
传真：+86 24 6785 4067

深圳

深圳市深南东路5001号
华润大厦9楼
邮政编码：518010
电话：+86 755 8246 3255
传真：+86 755 8246 3186

苏州

苏州市工业园区苏绣路58号
苏州中心广场58幢A座24层
邮政编码：215021
电话：+86 512 6289 1238
传真：+86 512 6762 3338 / 3318

天津

天津市和平区南京路183号
天津世纪都会商厦45层
邮政编码：300051
电话：+86 22 2320 6688
传真：+86 22 8312 6099

武汉

武汉市江汉区建设大道568号
新世界国贸大厦49层01室
邮政编码：430000
电话：+86 27 8538 2222
传真：+86 27 8526 7032

厦门

厦门市思明区鹭江道8号
国际银行大厦26楼E单元
邮政编码：361001
电话：+86 592 2107 298
传真：+86 592 2107 259

西安

西安市高新区锦业路9号
绿地中心A座51层5104A室
邮政编码：710065
电话：+86 29 8114 0201
传真：+86 29 8114 0205

郑州

郑州市金水东路51号
楷林中心8座5A10
邮政编码：450018
电话：+86 371 8897 3700
传真：+86 371 8897 3710

因我不同
成就不凡

始于1845

关于德勤

Deloitte (“德勤”)泛指一家或多家德勤有限公司, 以及其全球成员所网络和它们的关联机构(统称为“德勤组织”)。德勤有限公司(又称“德勤全球”)及其每一家成员所和它们的关联机构均为具有独立法律地位的法律实体, 相互之间不因第三方而承担任何责任或约束对方。德勤有限公司及其每一家成员所和它们的关联机构仅对自身行为及遗漏承担责任, 而对相互的行为及遗漏不承担任何法律责任。德勤有限公司并不向客户提供服务。请参阅 www.deloitte.com/cn/about 了解更多信息。

德勤是全球领先的专业服务机构, 为客户提供审计及鉴证、管理咨询、财务咨询、风险咨询、税务及相关服务。德勤透过遍及全球逾150个国家与地区的成员所网络及关联机构(统称为“德勤组织”)为财富全球500强企业约80%的企业提供专业服务。敬请访问www.deloitte.com/cn/about, 了解德勤全球约330,000名专业人员致力成就不凡的更多信息。

德勤亚太有限公司(即一家担保有限公司)是德勤有限公司的成员所。德勤亚太有限公司的每一家成员及其关联机构均为具有独立法律地位的法律实体, 在亚太地区超过100座城市提供专业服务, 包括奥克兰、曼谷、北京、河内、香港、雅加达、吉隆坡、马尼拉、墨尔本、大阪、首尔、上海、新加坡、悉尼、台北和东京。

德勤于1917年在上海设立办事处, 德勤品牌由此进入中国。如今, 德勤中国为中国本地和在华的跨国及高增长企业客户提供全面的审计及鉴证、管理咨询、财务咨询、风险咨询和税务服务。德勤中国持续致力于中国会计准则、税务制度及专业人才培养作出重要贡献。德勤中国是一家中国本土成立的专业服务机构, 由德勤中国的合伙人所拥有。敬请访问 www2.deloitte.com/cn/zh/social-media, 通过我们的社交媒体平台, 了解德勤在中国市场成就不凡的更多信息。

本通讯中所含内容乃一般性信息, 任何德勤有限公司、其全球成员所网络或它们的关联机构(统称为“德勤组织”)并不因此构成提供任何专业建议或服务。在作出任何可能影响您的财务或业务的决策或采取任何相关行动前, 您应咨询合资格的专业顾问。

我们并未对本通讯所含信息的准确性或完整性作出任何(明示或暗示)陈述、保证或承诺。任何德勤有限公司、其成员所、关联机构、员工或代理方均不对任何方因使用本通讯而直接或间接导致的任何损失或损害承担责任。德勤有限公司及其每一家成员所和它们的关联机构均为具有独立法律地位的法律实体。

© 2021。欲了解更多信息, 请联系德勤中国。

Designed by CoRe Creative Services. RITM0839922



这是环保纸印刷品