



REITs 资产扩容至消费基础设施， 利好持有型业务头部开发商

投资要点

- **事件：**3月24日国家发展改革委发布《关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目申报推荐工作的通知》，同日，证监会发布《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》。文中指出，将研究支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行基础设施 REITs，优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目。
- **底层资产扩容，消费基础设施 REITs 发行获支持。**2020 年基础设施 REITs 试点启动以来，已上市 REITs 25 只，总募集资金超过 800 亿元，项目涵盖收费公路、产业园区、仓储物流、清洁能源、保障房等多种资产类型，但整体规模仍较小。此次新政将消费基础设施纳入发行范围，可丰富公募 REITs 市场底层资产池，对我国 REITs 市场的完善和发展具有重要意义。我国消费基础设施资产体量巨大，中指院数据显示，以新开工面积计算，全国商业营业用房存量达 33.2 亿平方米。
- **收益率和资产规模分类调整，部分类型基础设施的发行条件有所下调。**同时此次新政还对收益率和资产规模进行了分类调整，特许经营权、经营收益权类项目 IRR 原则上不低于 5%，非特许经营权、经营收益权类项目未来 3 年净现金流分派率原则上不低于 3.8%（调整前为 4.0%），首次申报发行 REITs 的保障租赁住房项目当期目标不动产评估净值原则上不低于 8 亿元，部分类型基础设施的发行条件有所下调，可满足条件的资产可进一步增加，利于公募 REITs 整体市场的扩容。
- **与住宅开发业务进行隔离，明确资金合理用途。**新政明确，项目发起人（原始权益人）应为持有消费基础设施、开展相关业务的独立法人主体，不得从事商品住宅开发业务。严禁规避房地产调控要求，不得为商品住宅开发项目变相融资。同时发改委进一步要求，发起人（原始权益人）应利用回收资金加大便民商业、智慧商圈、数字化转型投资力度。此次隔离机制的设计，能有效避免回收资金的滥用，对房地产行业新模式转型起到积极作用。参考成熟市场，随着房地产市场逐步进入存量阶段，持有型业务将越来越重要，此次 REITs 底层资产扩容至商业资产，长期来看可能推动行业逻辑重新梳理，使开发、持有、运营、投资各个环节实现分离并价值重估。
- **信用良好且持有优质商业资产的头部企业更有望收益。**商业项目 REITs 的发行或对原始权益人的信用以及资产质量存在要求，财务存在风险、盈利较差的非核心资产可能不符合当下 REITs 发行要求，因此行业龙头更有望受益。核心受益企业包括信用良好且持有优质商业资产的华润置地、龙湖集团、新城控股、大悦城、中国国贸等。
- **风险提示：**发行进展不及预期、政策调控风险等。

西南证券研究发展中心

分析师：池天惠

执业证号：S1250522100001

电话：13003109597

邮箱：cth@swsc.com.cn

联系人：刘洋

电话：18019200867

邮箱：ly21@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	115
行业总市值(亿元)	15,148.35
流通市值(亿元)	14,525.48
行业市盈率 TTM	13.0
沪深 300 市盈率 TTM	12.0

相关研究

1. 房地产行业周报（3.6-3.12）：二手房回暖势头良好，住建部积极表态（2023-03-12）
2. 房地产行业 2023 年春季投资策略：基本面筑底，利好政策加速释放（2023-03-11）
3. 地产链系列报告 2：地产销售复苏初现端倪，产业链投资正当时（2023-03-09）
4. 房地产行业周报（2.27-3.5）：百强房企销售同比转正，土地市场点状回暖（2023-03-05）
5. 房地产行业周报（2.20-2.26）：近期地产销售恢复能否持续？（2023-02-26）

事件及点评

事件：3月24日国家发展改革委发布《关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目申报推荐工作的通知》，同日，证监会发布《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》。文中指出，将研究支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行基础设施 REITs，优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目。

底层资产扩容，消费基础设施 REITs 发行获支持。2020 年基础设施 REITs 试点启动以来，已上市 REITs 25 只，总募集资金超过 800 亿元，项目涵盖收费公路、产业园区、仓储物流、清洁能源、保障房等多种资产类型，但整体规模仍较小。此次新政将消费基础设施纳入发行范围，可丰富公募 REITs 市场底层资产池，对我国 REITs 市场的完善和发展具有重要意义。我国消费基础设施资产体量巨大，中指院数据显示，以新开工面积计算，全国商业营业用房存量达 33.2 亿平方米。

收益率和资产规模分类调整，部分类型基础设施的发行条件有所下调。同时此次新政还对收益率和资产规模进行了分类调整，特许经营权、经营收益权类项目 IRR 原则上不低于 5%，非特许经营权、经营收益权类项目未来 3 年净现金流分派率原则上不低于 3.8%（调整前为 4.0%），首次申报发行 REITs 的保障租赁住房项目当期目标不动产评估净值原则上不低于 8 亿元，部分类型基础设施的发行条件有所下调，可满足条件的资产可进一步增加，利于公募 REITs 整体市场的扩容。

与住宅开发业务进行隔离，明确资金合理用途。新政明确，项目发起人（原始权益人）应为持有消费基础设施、开展相关业务的独立法人主体，不得从事商品住宅开发业务。严禁规避房地产调控要求，不得为商品住宅开发项目变相融资。同时发改委进一步要求，发起人（原始权益人）应利用回收资金加大便民商业、智慧商圈、数字化转型投资力度。此次隔离机制的设计，能有效避免回收资金的滥用，对房地产行业的新模式转型起到积极作用。参考成熟市场，随着房地产市场逐步进入存量阶段，持有型业务将越来越重要，此次 REITs 底层资产扩容至商业资产，长期来看可能推动行业逻辑重新梳理，使开发、持有、运营、投资各个环节实现分离并价值重估。

信用良好且持有优质商业资产的头部企业更有望收益。商业项目 REITs 的发行或对原始权益人的信用以及资产质量存在要求，财务存在风险、盈利较差的非核心资产可能不符合当下 REITs 发行要求，因此行业龙头更有望收益。核心受益企业包括信用良好且持有优质商业资产的华润置地、龙湖集团、新城控股、大悦城、中国国贸等。

表 1：重点房企持有商业资产情况

证券简称	商业面积（万方）	运营商场个数	出租率	租金收入（亿元）	租金收入占比
万科 A	1139	211	95.3%	75.1	1.7%
招商蛇口	288	33	79.8%	57.1	3.1%
华润置地	726	59	96.4%	174	8.2%
龙湖集团	618	130	95.6%	81.5	3.6%
新城控股	1189	131	96.0%	86	5.1%
大悦城	300	27	90.5%	58	13.6%
中国国贸	7.9	1	99.1%	11.1	31.0%

证券简称	商业面积（万方）	运营商场个数	出租率	租金收入（亿元）	租金收入占比
金融街	58.2	14	93.0%	15.7	6.5%
陆家嘴	45.8	6	-	4.5	3.3%
中国海外发展	171	18	-	46.7	1.9%

数据来源：公司公告，wind，西南证券整理 注：以上统计为购物中心相关数据，不同公司数据披露口径存在差异，租金收入为年度数据（22年报未披露的采用21年数据），其他数据采用最新报告期披露数据

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
北京	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyx@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn