

REITs 新政出台 支持消费基础设施

REITs 发行

——房地产行业研究周报



申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

每周一谈: REITs 新政出台 支持消费基础设施 REITs 发行

3月24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》,要求:①认真做好项目前期培育;②合理把握项目发行条件;③切实提高申报推荐效率;④充分发挥专家和专业机构作用;⑤用好回收资金促进有效投资;⑥六、切实加强运营管理。同日,发改委发布《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》,要求:①加快推进市场体系建设,提升服务实体经济能力;②完善审核注册机制,提高制度化规范化透明化水平;③规范与发展并重,促进市场平稳运行;④进一步凝聚各方合力,推动市场持续健康发展。

从内容来看,本次证监会与发改委发布的政策通知在 REITs 市场完善上有进一步明确,在标的范围、资产要求、资金使用、机制建设等方面有突破或细化:

- 从发行范围来看,本次消费类基础设施获支持, REITs 发行范围的进一步拓宽,盘活商业不动产资产。两部门通知均表示优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目,保障基本民生的社区商业项目发行基础设施 REITs,此举将加速对规模巨大的商业不动产的资产盘活,为相关行业注入流动性资金,并激发居民消费相关的投资;
- 从资产要求来看,通知明确了资产收益要求,对投资人收益提供保障。要求特许经营权、经营收益权项目,存续期内部收益率原则上不低于 5%;非特许经营权、经营收益权项目,未来 3 年每年净现金流派率原则上不低于 3.8%,这一回报水平可确保投资人收益,为 REITs 产品设立资产质量门槛;
- 从资金使用要求来看,时间上尽快使用,范围聚焦消费类投资并严禁用于商业住宅开发,将提升消费类投资投入。净回收资金应主要用于在建项目、前期工作成熟的新项目,不超过 30%的净回收资金可用于盘活存量资产项目,购入项目(含首次发行与新购入项目)完成之日起 2 年内,净回收资金使用率原则上应不低于 75%,3 年内应全部使用完毕。
- 从融资主体来看,要求项目发起人应为持有消费基础设施、开展相关业务的独立法人主体,且不得从事商品住宅开发业务,或将刺激独立商业平台涌现。由于我国多数消费类基础设施项目开发主体同时从事商品住宅开发业务,满足政策对发起人的要求,推动消费类基础设施 REITs 发行,或将出现住宅与商业地产业务拆分独立。
- 从商业地产 REITs 落地进程来看,本次的政策内容仍处于起步阶段,虽然部分要求有所细化,但操作细则仍需在具体项目落地时同步细化。从具体标的来看,优质国央企在手优质商业项目或将率先受益进入试点项目。

数据追踪(3月13日-3月19日):

- 新房市场:30城成交面积单周及累计同比分别为+66pct、-2pct,一线城市+71pct, -7pct,二线城市+54pct, -5pct,三线城市+89pct, +35pct。
- 二手房市场:13城二手房成交面积单周同比+86pct,累计同比+30pct。
- 土地市场:100城土地供应建筑面积累计同比-6pct,成交建筑面积累计同比+17pct,成交金额累计同比+12pct,土地成交溢价率为 4.5%。
- 城市行情环比:北京(+67pct),上海(+30pct),广州(+24pct),深圳(+156pct),南京(-9pct),杭州(+23pct),武汉(-7pct)。

投资策略:关注头部稳健国央企华润置地、保利发展,关注拿地销售转化,规模及行业占比提升的房企滨江集团、越秀地产、建发国际;关注态度转为积极拿地强度有提升空间房企万科 A、龙湖集团、金地集团;关注中小盘国央企规模扩张机会天地源、城建发展;代建行业推荐龙头绿城管理控股。

风险提示:销售市场复苏不及预期,个别房企出现债务违约。

评级

增持

2023年3月26日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号:
S1660519040001

瞿苏宁

研究助理

SAC 执业证书编号:
S1660121100010

行业基本资料

股票家数	115
行业平均市盈率	12.55
市场平均市盈率	11.92

行业表现走势图



资料来源:wind 申港证券研究所

- 1、《房地产行业研究周报:1-2月基本面改善 销售回暖趋势延续》2023-03-19
- 2、《房地产行业研究周报:销售市场热度延续 形成底部复苏特征》2023-03-12
- 3、《房地产行业研究周报:2月房企销售改善 民企拿地回温》2023-03-05

内容目录

1. 每周一谈：REITs 新政出台 支持消费基础设施 REITs 发行	3
1.1 REITs 新政出台 支持消费基础设施 REITs 发行	3
1.2 投资策略	5
2. 本周行情回顾	5
3. 行业动态	6
4. 数据追踪	7
4.1 新房成交数据	7
4.2 二手房成交数据	8
4.3 土地成交数据	8
4.4 部分重点城市周度销售数据	9
5. 风险提示	9

图表目录

图 1：申万一级行业涨跌幅（%）	5
图 2：本周涨跌幅前十位（%）	5
图 3：本周涨跌幅后十位（%）	5
图 4：房地产行业近三年 PE（TTM）	6
图 5：房地产行业近三年 PB（LF）	6
图 6：30 大中城市商品房周度成交面积及同比环比增速	7
图 7：一二三线城市（30 城）周度成交面积同比	7
图 8：一二三线城市（30 城）累计成交面积同比	8
图 9：13 城二手房周度成交面积及同比环比增速	8
图 10：13 城二手房周度成交面积累计同比增速	8
图 11：100 大中城市土地成交及供应建筑面积累计同比	8
图 12：100 大中城市土地成交总价累计同比及周度溢价率	8
图 13：一线城市成交及供应土地建筑面积累计同比	8
图 14：二三线城市成交及供应土地建筑面积累计同比	8
图 15：一二三线城市成交土地总价累计同比	9
图 16：一二三线城市成交土地周度溢价率	9
表 1：部分重点城市周度销售面积（万平方米）及环比增速	9

1. 每周一谈：REITs 新政出台 支持消费基础设施 REITs 发行

1.1 REITs 新政出台 支持消费基础设施 REITs 发行

根据按照《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》（国办发〔2022〕19号）、《中国证监会、国家发展改革委关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》（证监发〔2020〕40号）等要求，3月24日，发改委、证监会 REITs 相关政策文件出台，促进 REITs 市场建设：

- ◆ 3月24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》，进一步推进 REITs 常态化发行，完善基础制度和监管安排，健全市场功能，更好服务构建新发展格局和经济高质量发展，具体要求：1、认真做好项目前期培育；2、合理把握项目发行条件；3、切实提高申报推荐效率；4、充分发挥专家和专业机构作用；5、用好回收资金促进有效投资；6、切实加强运营管理。
- ◆ 3月24日，发改委发布《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（发改投资〔2023〕236号）》，进一步提升基础设施 REITs 项目申报推荐质量和效率，促进基础设施 REITs 市场平稳健康发展，具体做到：1、加快推进市场体系建设，提升服务实体经济能力；2、完善审核注册机制，提高制度化规范化透明化水平；3、规范与发展并重，促进市场平稳运行；4、进一步凝聚各方合力，推动市场持续健康发展。

综合两项通知主要内容，部分重点内容包括如下方向：

- ◆ **拓宽试点资产类型，支持消费基础设施建设。**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，保障基本民生的社区商业项目发行基础设施 REITs。
- ◆ **项目用地性质应符合土地管理相关规定。**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。
- ◆ **分类调整项目收益率和资产规模要求，合理把握项目收益与规模。**申报发行基础设施 REITs 的特许经营权、经营收益权类项目，基金存续期内收益率（IRR）原则上不低于 5%；非特许经营权、经营收益权类项目，预计未来 3 年每年净现金流分派率原则上不低于 3.8%。可通过剥离低效资产、拓宽收入来源等多种方式，努力提高项目收益水平达到要求。首次发行基础设施 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。
- ◆ **严格把握回收资金用途。**基础设施 REITs 净回收资金应主要用于在建项目、前期工作成熟的新项目（含新建项目、改扩建项目）；其中，不超过 30% 的净回收资金可用于盘活存量资产项目，不超过 10% 的净回收资金可用于已上市基础设施项目的小股东退出或补充发起人（原始权益人）流动资金等。
- ◆ **督促回收资金尽快使用。**加快基础设施 REITs 净回收资金的投资进度，基础设施 REITs 购入项目（含首次发行与新购入项目）完成之日起 2 年内，净回收资金使用率原则上应不低于 75%，3 年内应全部使用完毕。

- ◆ **推动扩募发行常态化。**按照市场化法治化原则，鼓励运营业绩良好、投资运作稳健、会计基础工作规范的上市 REITs 通过增发份额收购资产，开展并购重组活动。加快推动首批扩募 REITs 项目落地，完善扩募定价机制，鼓励更多符合条件的扩募项目发行上市。
- ◆ **扩大市场参与主体范围。**支持经营规范、治理健全、资产管理经验丰富的优质保险资产管理公司等金融机构开展资产证券化业务试点，允许符合条件的机构参与基础设施 REITs，依托其在基础设施项目储备和运营管理优势，促进形成存量资产和新增投资的良性循环。
- ◆ **加强二级市场建设。**健全二级市场流动性支持制度安排，完善做市机制，加强对做市商的考核评价，督促其积极履行做市义务。适时推出 REITs 实时指数。
- ◆ 其他证监会发布政策通知还包括优化审核注册流程，构建全链条监管机制，市场主体归位尽责，建立重点地区综合推动机制，推动完善配套政策等要求；发改委发布政策通知还包括严把投资管理合规性，规范项目申报受理流程，完善中央企业申报流程，及时开展咨询评估等要求。

从内容来看，本次证监会与发改委发布的两则政策通知在 REITs 市场完善上有进一步的明确，主要体现在标的范围、资产要求、资金使用、机制建设等方面有突破或细化。

从发行范围来看，本次消费类基础设施获支持，REITs 发行范围的进一步拓宽，盘活商业不动产资产。两部门通知均表示优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，保障基本民生的社区商业项目发行基础设施 REITs，此举将加速对规模巨大的商业不动产的资产盘活，为相关行业注入流动性资金，并激发居民消费相关的投资；

从资产要求来看，通知明确了资产收益要求，对投资人收益提供保障。本次通知要求特许经营权、经营收益权类项目，存续期内部收益率原则上不低于 5%；非特许经营权、经营收益权类项目，预计未来 3 年每年净现金流分派率原则上不低于 3.8%，这一回报水平可确保投资人收益，并为 REITs 产品设立资产质量门槛；

从资金使用要求来看，时间上尽快使用，范围聚焦消费类投资并严禁用于商业住宅开发，将提升消费类投资投入。净回收资金应主要用于在建项目、前期工作成熟的新项目，不超过 30% 的净回收资金可用于盘活存量资产项目，购入项目（含首次发行与新购入项目）完成之日起 2 年内，净回收资金使用率原则上应不低于 75%，3 年内应全部使用完毕。

从融资主体来看，要求项目发起人应为持有消费基础设施、开展相关业务的独立法人主体，且不得从事商品住宅开发业务，或将刺激独立商业平台涌现。由于我国多数消费类基础设施项目开发主体同时从事商品住宅开发业务，满足政策对发起人的要求，推动消费类基础设施 REITs 发行，或将出现住宅与商业地产业务拆分独立。

从商业地产 REITs 落地进程来看，本次的政策内容仍处于起步阶段，虽然部分要求有所细化，但操作细则仍需在具体项目落地时同步细化。从具体标的来看，优质国央企在手优质商业项目或将率先受益进入试点项目。

1.2 投资策略

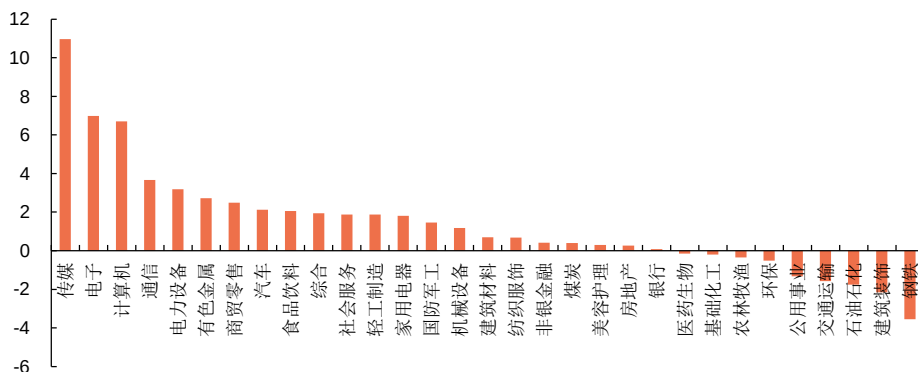
关注头部稳健国央企华润置地、保利发展，关注拿地销售转化，规模及行业占比提升的房企滨江集团、越秀地产、建发国际；关注态度转为积极拿地强度有提升空间房企万科A、龙湖集团、金地集团；关注中小盘国企规模扩张机会天地源、城建发展；代建行业推荐龙头绿城管理控股。

2. 本周行情回顾

3月20日-3月24日，沪深300指数涨跌幅+1.72%，在申万一级行业中，传媒(+10.97%)、电子(+6.99%)、计算机(+6.71%)等板块涨跌幅靠前，钢铁(-3.54%)、建筑装饰(-2.16%)、石油石化(-1.75%)等板块排名靠后。

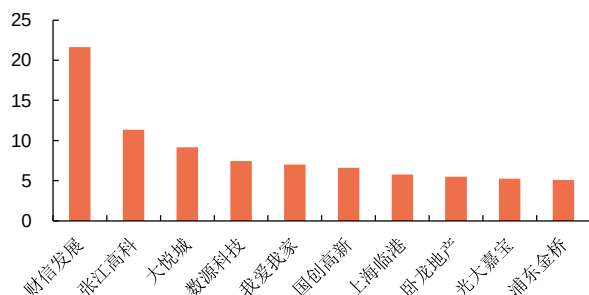
3月20日-3月24日，申万房地产板块涨跌幅+0.26%，在申万一级行业中排名23/31，落后沪深300指数1.46个百分点。具体个股方面，涨跌幅前三位个股为财信发展(+21.6%)、张江高科(+11.3%)、大悦城(+9.2%)，涨跌幅后三位个股为格力地产(-7.6%)、世荣兆业(-5.3%)、城建发展(-4.7%)。

图1：申万一级行业涨跌幅(%)



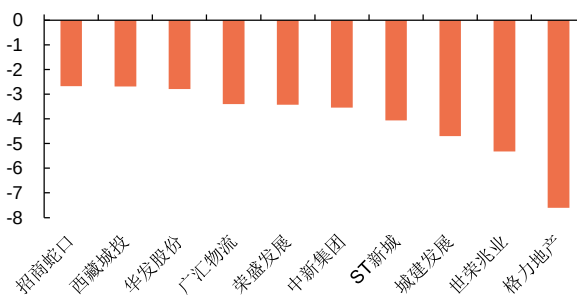
资料来源：wind 申港证券研究所

图2：本周涨跌幅前十位(%)



资料来源：wind 申港证券研究所

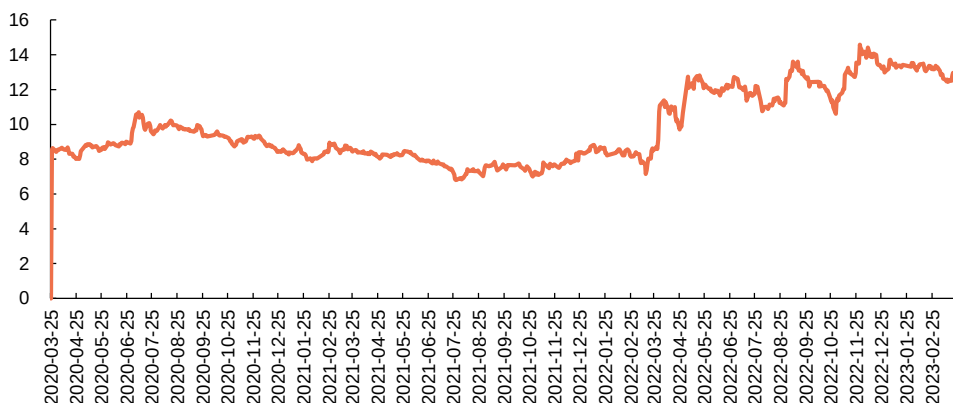
图3：本周涨跌幅后十位(%)



资料来源：wind 申港证券研究所

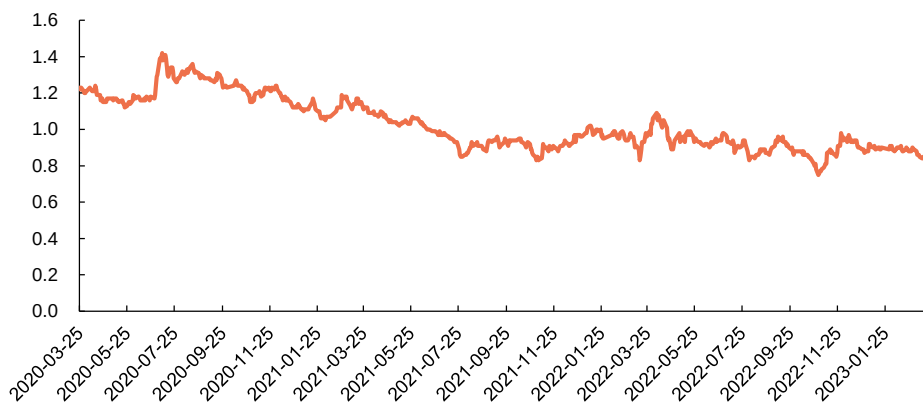
3月24日，申万房地产行业PE(TTM)为12.95倍，较前一周增加0.4，近三年均值为9.75倍；PB(LF)为0.85倍，与前一周持平，近三年均值为1.02倍。

图4：房地产行业近三年 PE (TTM)



资料来源：wind 申港证券研究所

图5：房地产行业近三年 PB (LF)



资料来源：wind 申港证券研究所

3. 行业动态

中国恒大公布债务重组阶段性进度内容及 2021 年财务经营数据

3月24日，中国恒大公告债务重组阶段性协议成果以及2021年经营数据，自中国恒大停牌2022年3月21日起，停牌满一年之际，恒大债务重组方案终货阶段性进程。

从2021年公司财务经营数据来看，截止至2021年末公司已陷入资不抵债，流动性枯竭的困境，公司总资产1.699万亿元，其中现金640亿元，存货9980亿元，负债1.898万亿元，其中短期借款及一年内到期长期借款5580亿元，应付账款862亿元，其他债务4780亿元。不包括恒大物业、恒大汽车等子公司的合并现金余额534.22亿元，其中520.82亿元为受限资金，非受限资金近13.41亿元。

根据公司聘请的德勤香港清算分析，在对中国恒大净资产约80%的覆盖率下，预计清算后对境外无担保债权人的预计回收约人民币97.28亿元，恒大集团及天基集团债权人或票据持有人的预计回收率在2.05%-9.34%之间，预计清算回收率极低。

本次债务重组共涉及三个对象，依次为恒大集团发行的美元高级担保票据现有恒大票据 139.225 亿美元，景程有限公司发行由天基控股有限公司及其子公司合称天基集团担保的美元优先票据现有景程票据 52.26 亿美元，与现有恒大票据。

截止至公告发出时，公司和包括债权人特别小组签署了三份主要条款，在债务重组过程中已取得进展，并将在此基础上进一步协议，以实施债务重组。

对于 139.225 亿美元的恒大美元票据债权人，公司拟议 2 中方案：

- ◆ 方案一：按获偿金额 1:1 转换比例获得公司发行新票据，期限 10-12 年，按时间推移偿还；
- ◆ 方案二：将获偿金额转换为①期限为 5-9 年的公司发行新票据；②由 5 笔与恒大物业、恒大新能源汽车或公司上市股票挂钩的股权挂钩票据构成的组合；③二者组合。

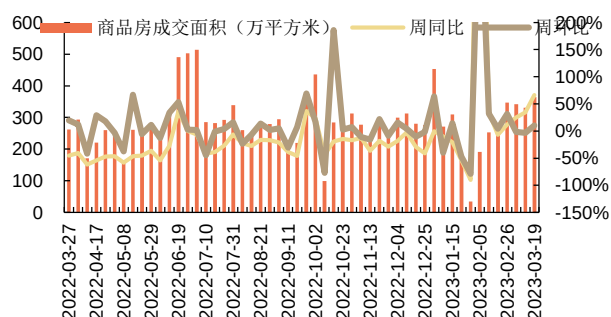
景程票据债权人，获得 5 笔由景程发行的期限 4-8 年新票据，本金总额 65 亿美元。天基票据债权人，获得 4 笔由天基发行的期限 5-8 年新票据，本金总额 8 亿美元。

基于公司公告的现金流预测，未来三年中国恒大核心任务聚焦“保交楼”，预计需额外 2500-3000 亿元融资支持，期间项目产生的无杠杆现金流主要用于续建所需新增融资，对公司无抵押担保债务偿还能力较弱。预计从第四年开始，不考虑项目层面的存量债务并假设公司基本恢复正常经营，尚需实施主体的旧改项目得以继续开发，公司自由现金流将逐步增加，预计 2026-2036 年年均可实现自由现金流 1100-1500 亿元。2023-2026 年恒大物业预计累计无杠杆现金流 130-170 亿元，恒大新能源汽车预计累计无杠杆现金流-70 至-50 亿元。

4. 数据追踪

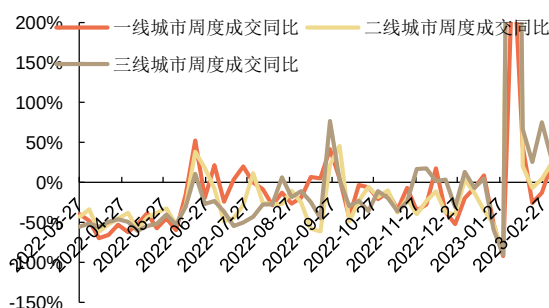
4.1 新房成交数据

图6：30 大中城市商品房周度成交面积及同比环比增速



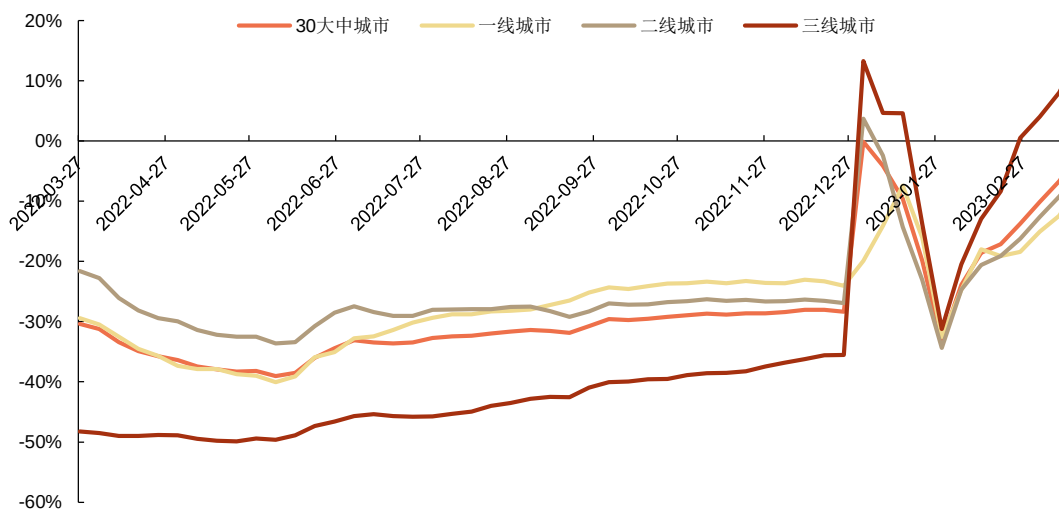
资料来源：wind 申港证券研究所

图7：一二三线城市（30 城）周度成交面积同比



资料来源：wind 申港证券研究所

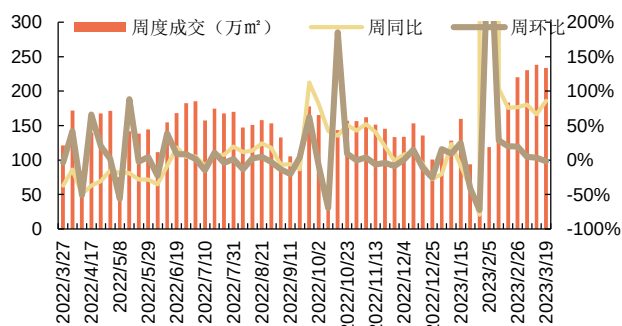
图8：一二三线城市（30城）累计成交面积同比



资料来源：wind 申港证券研究所

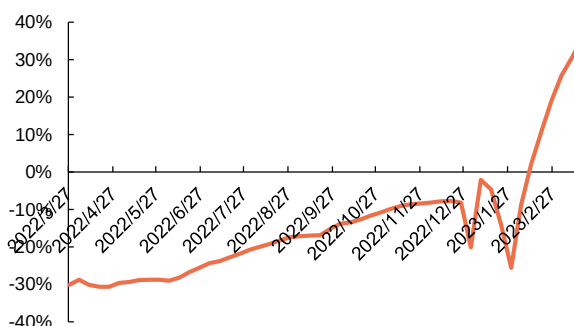
4.2 二手房成交数据

图9：13城二手房周度成交面积及同比环比增速



资料来源：wind 申港证券研究所

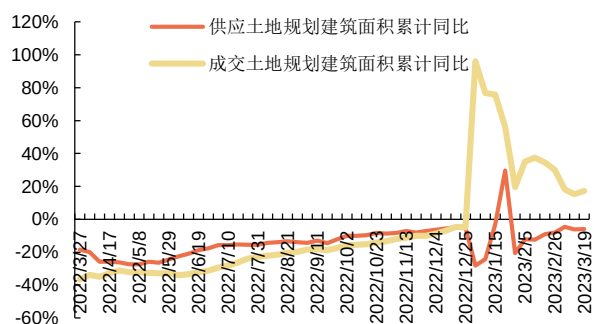
图10：13城二手房周度成交面积累计同比增速



资料来源：wind 申港证券研究所

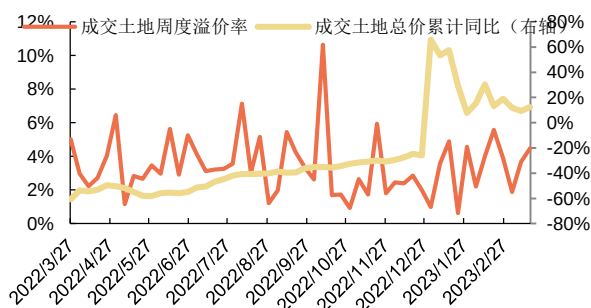
4.3 土地成交数据

图11：100大中城市土地成交及供应建筑面面积累计同比



资料来源：wind 申港证券研究所

图12：100大中城市土地成交总价累计同比及周度溢价率

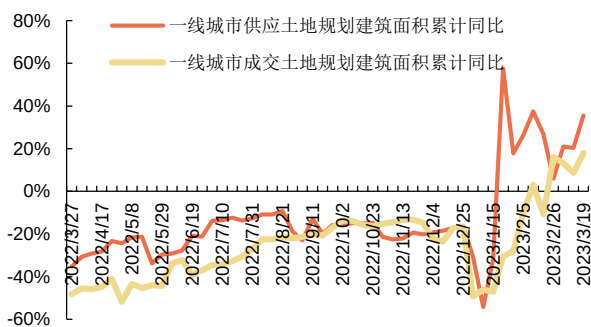


资料来源：wind 申港证券研究所

图13：一线城市成交及供应土地建筑面面积累计同比

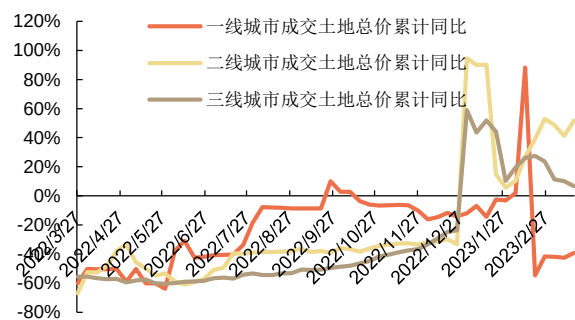
敬请参阅最后一页免责声明

图14：二三线城市成交及供应土地建筑面面积累计同比

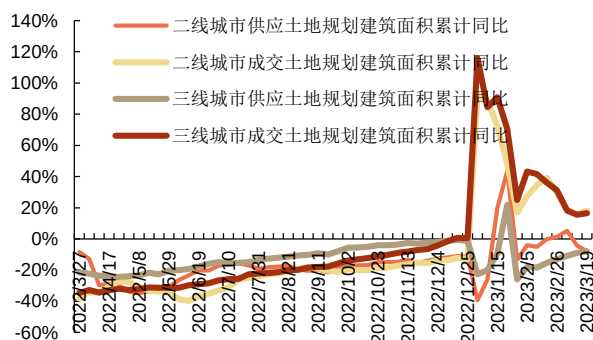


资料来源: wind 申港证券研究所

图15: 一二三线城市成交土地总价累计同比

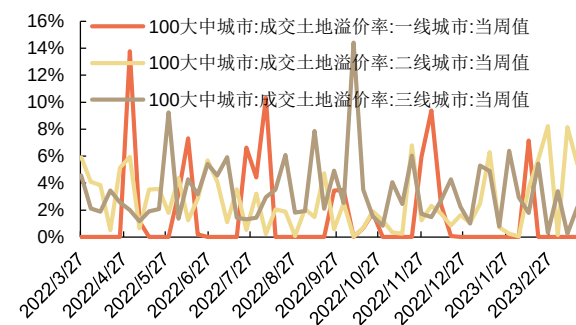


资料来源: wind 申港证券研究所



资料来源: wind 申港证券研究所

图16: 一二三线城市成交土地周度溢价率



资料来源: wind 申港证券研究所

4.4 部分重点城市周度销售数据

表1: 部分重点城市周度销售面积（万平方米）及环比增速

	城市	北京	上海	广州	深圳	杭州	南京	武汉	成都	青岛	苏州
销售 面积	02/20-02/26	17.2	30.5	21.2	6.4	24.1	19.6	51.5	39.3	57.7	16.7
	02/27-03/05	23.1	33.9	26.2	8.5	17.9	22.9	46.0	40.5	40.9	19.0
	03/06-03/12	17.9	33.5	21.3	10.8	18.9	22.7	46.1	42.0	29.6	15.7
	03/13-03/19	29.9	43.4	26.3	27.7	23.3	20.8	43.1	39.1	36.3	16.5
环比	02/20-02/26	-24%	-12%	3%	7%	48%	32%	33%	18%	163%	9%
	02/27-03/05	34%	11%	24%	34%	-26%	17%	-11%	3%	-29%	14%
	03/06-03/12	-23%	-1%	-19%	27%	6%	-1%	0%	4%	-27%	-17%
	03/13-03/19	67%	30%	24%	156%	23%	-9%	-7%	-7%	23%	5%

资料来源: wind 申港证券研究所

5. 风险提示

销售市场复苏不及预期，个别房企出现债务违约。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上