物流仓储行业之高标仓篇——

公募 REITs 试点启动，高标仓影响几何

王海量

行业研究员

☎：0755-83076585

✉：hailiang_wang@cmbchina.com

■**公募 REITs 试点启动，提供资产盘活新路径。**近期证监会、发改委联合发布《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》。《通知》指出公募 REITs 将优先支持包括仓储物流等补短板行业，并列示试点区域的范围和优质项目的标准，标志着境内 REITs 正式拉开序幕。与市场上主要的固定资产证券化产品相比，公募 REITs 在投资者类别、底层资产权属和产品架构上都存在明显区别，为发行人创造了资产盘活的新型工具。

■**高标仓具有良好的 REITs 属性，投资者偏好有助于降低发行难度。**高标仓作为优质的仓储物流资产，具有经营模式成熟、租约时间长、投资回报稳定和资产权属明晰等特点，且大多数分布于粤港澳大湾区、长三角和京津冀等重点支持区域，与本次公募 REITs 的要求高度匹配，有望成为重要的受益类别。资金方面，近年来投资者对于高标仓的偏好持续上升，世邦魏理仕的数据显示这一趋势将在未来 5 年延续，这将有助于降低公募 REITs 产品的发行难度。

■**高标仓估值压力预计因 REITs 而有所缓释，基本面表现呈现区域分化。**2014 年以来，国内高标仓资产价格快速上升，投资回报率相对购物中心、写字楼的领先幅度明显收窄，估值压力渐显。公募 REITs 的推出开辟了新型交易模式并降低投资门槛，有望为高标仓市场引入长期流动性，部分缓解其估值压力。但是，高标仓的基本面受 REITs 直接影响较小，主要取决于供需结构。去年以来行业整体空置率有所提升且区域分化现象加剧。按租赁稳健程度排序，珠三角>长三角>京津冀>中西部，一线城市及其周边优于其他区域城市。

■**REITs 对高标仓企业的影响和风险因素。**（招商银行各行部如需要报告原文，请参照文末联系方式联系研究院）

相关研究报告

《行业深度|物流仓储：高标仓当前的项目估值水平几何？》

2019.7.30

《行业深度|物流仓储：高标仓整体供不应求，业务布局重视项目选址和开发商竞争力》

2019.4.24

目录

1.公募 REITs 简介 1
1.1 证监会和发改委联合推动，基础设施公募 REITs 拉开序幕 1
1.2 公募 REITs 与 CMBS 模式、类 REITs 模式存在明显区别 2
2.高标仓是良好的 REITs 资产，市场资金偏好有助于降低发行难度 3
2.1 高标仓具有良好的 REITs 属性 3
2.2 市场资金对高标仓偏好提升，有助于降低 REITs 发行难度 3
3.高标仓估值压力预计因 REITs 而有所缓释，运营表现呈现区域分化 5
3.1 公募 REITs 为高标仓引入长期流动性，部分缓解估值压力 5
3.2 运营表现仍取决于项目区位，分化现象预计将加剧 6
短期供给上量快于需求消化，预计 2020—2021 年整体空置率有所上升 6
区域分化现象加剧，一线城市及周边相对稳健 7
4.REITs 对高标仓企业的影响和风险因素 9

图目录

图 1：《指引》对基础设施公募 REITs 产品要求 1
图 2：公募 REITs 与 CMBS 的区别 2
图 3：公募 REITs 与类 REITs 的区别 2
图 4：投资人配置商业不动产的首要目标 4
图 5：封闭式跨境地产基金的投资偏好 4
图 6：北上广深高标仓项目的 Cap Rate 优势持续缩小 5
图 7：高标仓存量市场及新增供应 6
图 8：主要电商系企业自建库面积 6
图 9：高标仓整体空置率预计将有所提升 7
图 10：各城市高标仓新增供应（2020—2021） 7
图 11：分区域高标仓空置率 8
图 12：分区域高标仓租金涨幅 8

1. 公募 REITs 简介

1.1 证监会和发改委联合推动，基础设施公募 REITs 拉开序幕

2020 年 4 月 30 日，中国证监会和国家发改委联合发布《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》（下称《通知》），标志着境内基础设施公募 REITs 试点正式启动。

《通知》对基础设施 REITs 试点项目的要求主要包括：

1）聚焦重点区域：优先支持京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲等重点区域，支持国家级新区、有条件的国家级经济技术开发区开展试点；

2）聚焦重点行业：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；

3）项目质地优秀：包括项目权属清晰，具有成熟的经营模式及市场化运营能力，已产生持续、稳定的收益及现金流，投资回报良好，并具有持续经营能力、较好的增长潜力。

同时中国证监会起草了《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（征求意见稿），针对公募 REITs 的投资比例、投资者结构、分红比例及债务杠杆等重点做出规定，未来还将根据公开征求的意见情况进一步明确和完善。

图 1：《指引》对基础设施公募 REITs 产品要求

主要指标	具体规定
投资比例	80%以上基金产品单一基础设施资产支持证券全部份额，证券持有基础设施项目公司全部股权
投资者结构	1、原始权益人应当参与基金份额战略配售，配售比例不得低于20%，持有期限自上市之日起不得少于5年；2、扣除向战略投资者配售部分后，基础设施基金份额网下发售比例不得低于本次公开发售数量的80%
分红比例	1、基础设施基金封闭式运作，应当将90%以上经审计年度可供分配利润以现金形式分配给投资者；2、基础设施基金的收益分配在符合分配条件的情况下，每年不得少于1次
杠杆限制	借款总额不得超过基金资产的20%，借款用途限于基础设施项目维修、改造等

资料来源：中国证监会，招商银行研究院

1.2 公募 REITs 与 CMBS 模式、类 REITs 模式存在明显区别

公募 REITs 不同于 CMBS（商业地产贷款证券化）。CMBS 属于债权投资工具，而此次的公募 REITs 是权益型 REITs，属于权益类投资工具，两者的本质区别在于底层资产所有权是否发生转移。基于这一属性差异，公募 REITs 和 CMBS 在会计处理、管理人对资产项目的经营和控制力、投资人及其收益方式等方面均有所区别。

另一方面，公募 REITs 也不同于此前国内市场发行的类 REITS，后者多为私募型产品，不具有公募属性。所以两者在产品本身（产品的结构及期限、标准化程度、流动性）和业务实操（募集方式、增信措施、收益及退出方式）等方面也有所差异。

图 2：公募 REITs 与 CMBS 的区别

	CMBS	公募REITs
底层资产所有权	底层资产的所有权不转移	物业所有权进行转移
会计处理	底层资产不出表	底层资产出表
运营管理	物业运营参与度低	对物业进行主动管理
投资人	以大额机构投资者交易为主	个人投资者可通过交易所投资
收益方式	租金收益	租金收益+资产增值

资料来源：公开资料，招商银行研究院

图 3：公募 REITs 与类 REITs 的区别

	类REITs	公募REITs
产品结构	私募基金+专项资产管理计划	公募基金+单一基础设施资产支持证券
产品期限	设有存续期，期限长短不一	永续或长期
标准化程度	低	高
流动性	面向场外市场，交易门槛较高，流动性较低	面向公开市场，交易门槛较低，流动性较高
募集方式	以私募为主，原始权益人有优先回购权	公开发行募集
收益模式	固定收益属性强	股性较强，体现高分红特征
退出方式	引入公募REITs或发行人回购等	二级市场减持

资料来源：公开资料，招商银行研究院

2. 高标仓是良好的 REITs 资产，市场资金偏好有助于降低发行难度

2.1 高标仓具有良好的 REITs 属性

仓储物流行业属于公募 Reits 优先支持的领域，高标仓作为优质的物流仓储资产，具有经营模式成熟、租约时间长、投资回报稳定和资产权属明晰等特点，与本次公募 REITs 的要求较为匹配，有望成为此次政策推出重要的受益类别。

- **经营模式成熟：**高标仓的使用主要分成两类，高标仓开发商（包括房地产企业）的投资建设主要用于对外出租，通过租金获取回报，目前已形成较为成熟的市场运营机制；电商系（含快递公司）投建的高标仓大部分属于自营，也有少部分采取售后回租的方式进行运营。
- **租约时间长、投资回报稳定：**下游租户在选择仓储地点时提前进行全盘规划，不轻易搬迁，所以下游租户一般选择长租约，期限可达 3—5 年。此外，高标仓的投资回报率普遍高于其他物业，根据世邦魏理仕统计，2019 年一线城市高标仓投资净回报率较写字楼和零售物业高约 1.2 pcts。
- **资产性质清晰：**高标仓项目需要在仓储用地上进行规划建设，土地性质明确、所有权属清晰，可避免 REITs 运营过程中的纠纷，保障项目顺利推进。

2.2 市场资金对高标仓偏好提升，有助于降低 REITs 发行难度

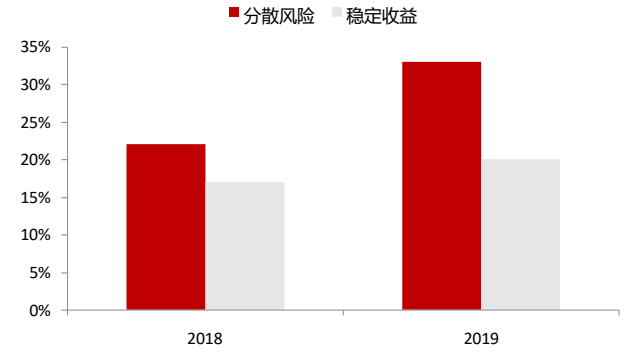
目前在投资者的配置结构中，高标仓资产比重并不算高，根据世邦魏理仕的统计，2017—2019 年跨境基金配置于高标仓的比例不足 10%。但是，随着近年来购物中心、写字楼等项目空置率攀升和收益率下行，高标仓稳定的租金表现和投资回报已形成相对吸引力，成为投资人多元化配置的重要选择。

- **国内资金：**保险机构是高标仓主要投资人之一，目前国内保险业管理的总资产庞大，保险公司对投资性物业配置比例的小幅增加就意味着显著的资金增量，而这其中将有部分会投资于高标仓资产。
- **境外资金：**根据世邦魏理仕的调研，跨境资金仍将活跃于中国的大宗交易市场。以封闭式地产基金为例，未来五年其将向中国资产投放 100 亿美元，高标仓配置比例有望达到 20%。

市场资金的活跃将从供需角度共同营造良好的高标仓 REITs 市场。一方面，以成熟型物业作为目标的投资资金可以推升市场的认购积极性，使得

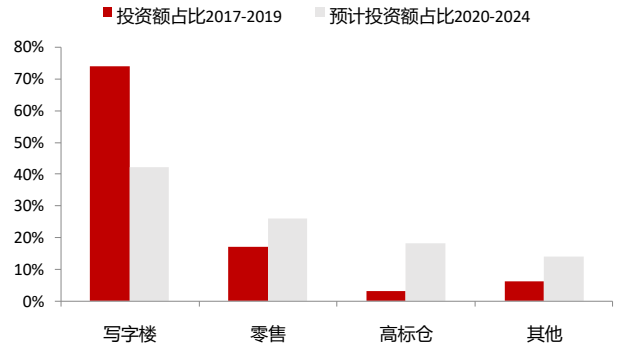
REITs 产品更具增值保值功能；另一方面，以开发型物业作为目标的资金可以增加优质物业存量，为 REITs 提供底层资产。

图 4：投资人配置商业不动产的首要目标



资料来源：世邦魏理仕，招商银行研究院

图 5：封闭式跨境地产基金的投资偏好



资料来源：世邦魏理仕，招商银行研究院

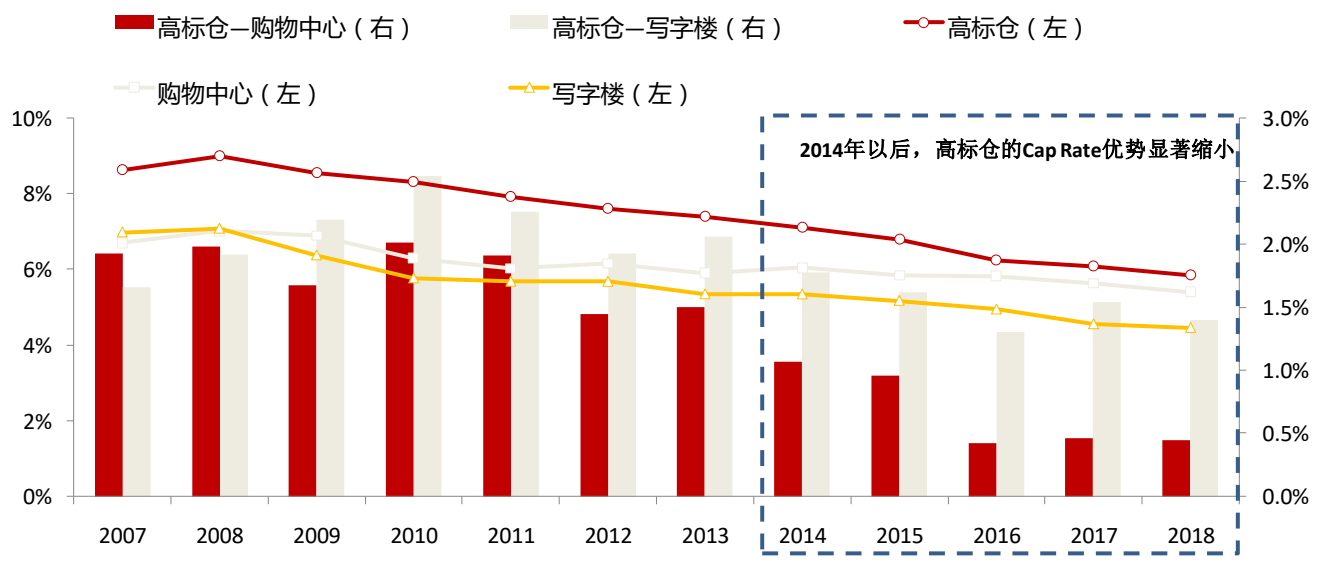
3. 高标仓估值压力预计因 REITs 而有所缓释，运营表现呈现区域分化

3.1 公募 REITs 为高标仓引入长期流动性，部分缓解估值压力

2014 年以来，我国高标仓市场经历了一轮快速的估值拔高过程，市场对于高标仓价格的潜在下行风险存在担忧。随着资产价格上升，目前高标仓的投资回报率相对购物中心、写字楼等物业的领先幅度已明显收窄。2014 年之前，高标仓 Cap Rate 相对购物中心的领先幅度约 1-2pct 的范围，2014 年以后迅速压缩至 0.5pct 左右；高标仓与写字楼的 Cap Rate 差距，也从领先 1.5-2.5pct，压缩至 1.5pct 以下。从全球经验来看，高标仓项目收益率高于购物中心、写字楼的水平是一般规律，跌破现象少有。当高标仓的 Cap Rate 逐渐接近这一底线时，市场对资产跌价风险的担忧程度也将有所抬升。

但是，公募 REITs 的推出有望对估值压力形成缓解。由于高标仓单体项目价值高且不可分割，因此高标仓整体流动性表现欠佳。目前国内高标仓的退出渠道主要为并购整合和 ABS，参与主体包括产业投资人、保险或私募基金，资金和专业门槛相对较高，因此项目难免存在折价。公募 REITs 的推出则使得个人投资者可以在能力范围内，通过购买产品份额的形式参与高标仓的投资，以获得稳定的投资回报。这为高标仓的退出渠道增添更多选择，从流动性层面对估值压力形成缓解。

图 6：北上广深高标仓项目的 Cap Rate 优势持续缩小



资料来源：Bloomberg，高力国际，招商银行研究院

3.2 运营表现仍取决于项目区位，分化现象预计将加剧

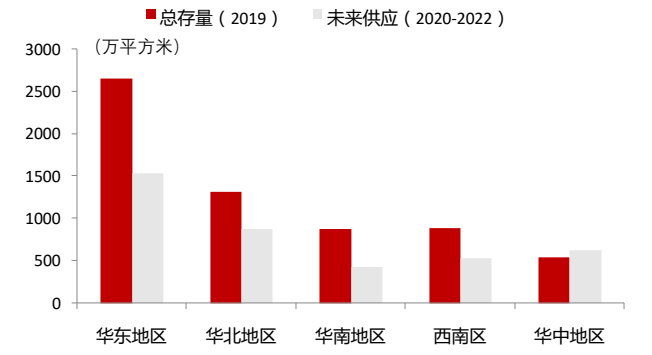
短期供给上量快于需求消化，预计 2020—2021 年整体空置率有所上升

随着越来越多的开发商关注高标仓市场，近两年上市项目稳步增加。根据戴德梁行统计，2019 年国内高标仓存量规模约 6300 万平米，较 2018 年增加约 1200 万平米，预计到 2022 年末中国高标仓库市场存量将超过 1 亿平米，3 年内新增供应将达到 4000 万平米。面积总量上，华北、华东是最主要的供应来源；从增速来看，华中、西南快于其他区域。

需求层面，为了用更快的物流服务和更高的运营效率来增强客户体验，电商系企业（含快递公司等）纷纷采取自建物流体系的战略。随着其自有仓库投入使用，预计租赁需求将有所减弱。此外，今年疫情的出现对国内外供应链造成较大冲击，企业对库存扩张采取审慎态度，也增加了短期内高标仓需求的不确定性。

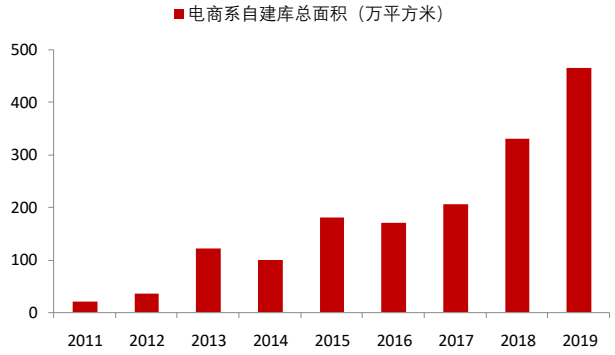
短期内供给集中上量和下游需求调整使得市场去化压力有所增加。世邦魏理仕预计 2020—2021 年整体空置率将有所上升，达到约 15%的水平。

图 7：高标仓存量市场及新增供应



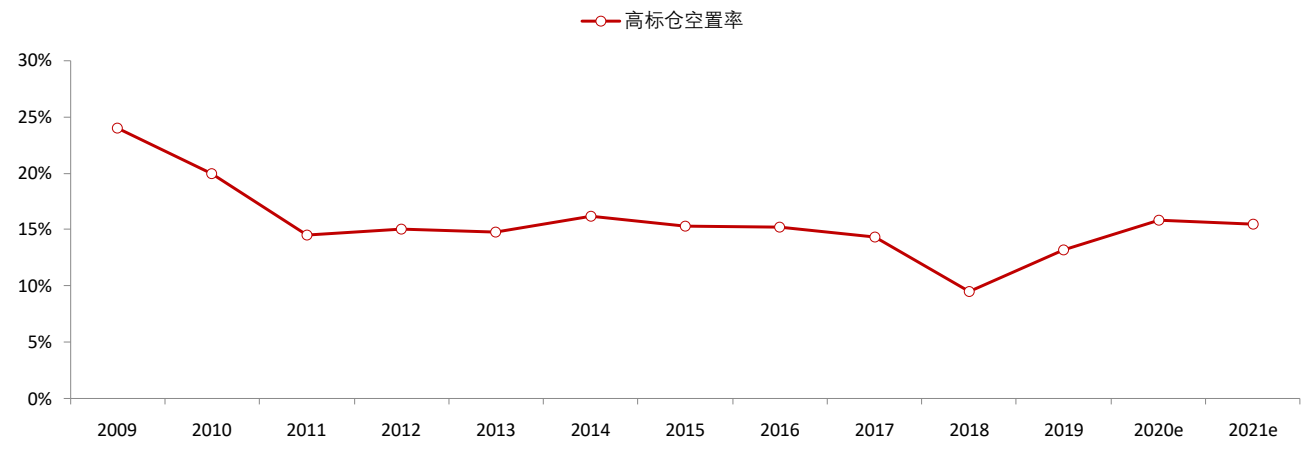
资料来源：戴德梁行，招商银行研究院

图 8：主要电商系企业自建库面积



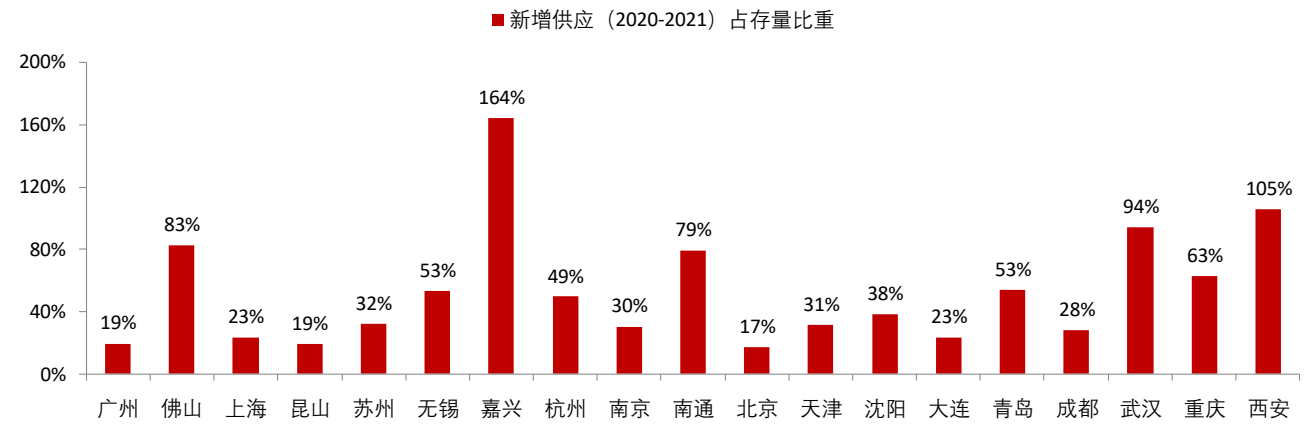
资料来源：世邦魏理仕，招商银行研究院

图 9：高标仓整体空置率预计将有所提升



资料来源：世邦魏理仕，招商银行研究院

图 10：各城市高标仓新增供应（2020—2021）



资料来源：戴德梁行，招商银行研究院

区域分化现象加剧，一线城市及周边相对稳健

珠三角是表现最好的区域。由于中心城市广州、深圳的高标仓存量低，高标仓租赁需求继续向东莞、佛山、惠州等城市溢出，形成“中心城市+周边城市”良性发展的局面。高力国际统计的珠三角五市（广、深、莞、佛、惠）中，2019 年底高标仓平均出租率 94%，且租金普遍处于上涨过程，整体表现好于长三角、环渤海和中西部等地区。由于未来两年供给节奏相对稳健，我们预计珠三角有望延续稳定表现。

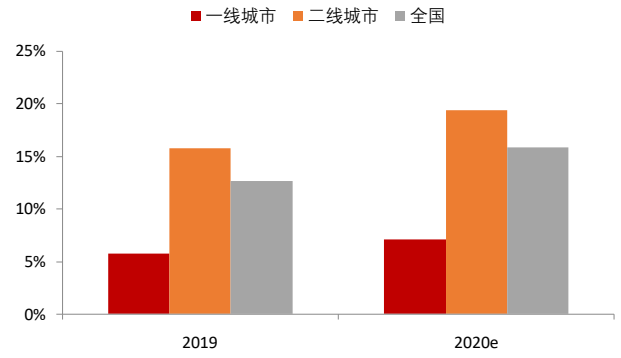
长三角整体出租率回落，租金表现具有韧性。由于部分城市（例如嘉兴等）的新建项目在近期密集上市，导致整体出租率下滑，2019 年底长三角整体出租率为 89%。租金呈现刚性特征，受新增供应影响较小，整体表现与去

年持平，约 1.04 元/平方米。从各城市表现来看，上海和周边城市（昆山、太仓、苏州）表现最为稳健，而与上海距离超过 100 公里的城市则面临相对更大的市场波动。

环渤海受益于北京疏解非首都功能，东北市场拖累整体表现。由于核心城市北京推出多项措施疏解非首都功能，高标仓供给难以匹配需求增长，市内项目出租率仍然维持高位，年租金涨幅超过 8%，并且带动廊坊等周边城市的稳定表现。然而，东北区域的供应量明显偏大，拖累了环渤海的整体表现。2019 年底环渤海区域的平均出租率为 80%，租金约 0.94 元/平米。

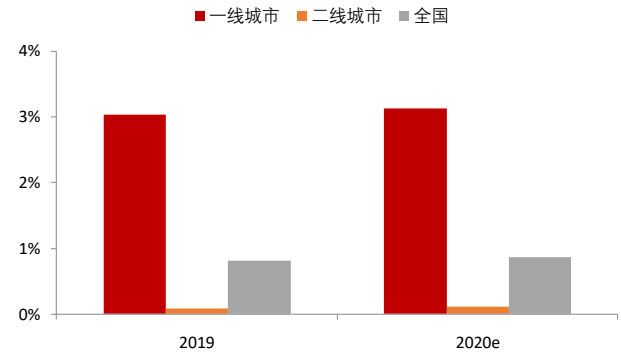
中西部过热现象仍将延续。2017 年以来，中西部城市的高标仓整体处于去库存阶段，消化节奏相对缓慢。由于到未来 2 年中西部仍然是供给增速最快的区域，我们认为整体过热现象仍将延续。

图 11：分区域高标仓空置率



资料来源：世邦魏理仕，招商银行研究院

图 12：分区域高标仓租金涨幅



资料来源：世邦魏理仕，招商银行研究院

从长期视角来看，目前我国高标仓规模占整体仓储的比重尚不足 10%，与美国相比存在明显差距，未来潜在市场有望逐步释放。**国内居民日益增长的消费能力和物流配送提效的需求将成为高标仓长期发展的两大支撑点。**

尽管近年来中国的消费增速有所放缓，且短期内受到疫情冲击的干扰，但是消费总量的提升和结构上的优化升级仍是大势所趋，电商、日用品、汽车、生鲜等消费需求有望稳健增长，创造高标仓的新增需求；此外，部分非高标仓在使用过程中面临着效率不佳的问题，例如内部无法放置自动化分拣设备、货车作业空间不足等，随着国内商品供应链对于周转时效性的要求日益提高，下游租户自发搬迁到高标仓，也会带来仓储领域的升级需求。

4. REITs 对高标仓企业的影响和风险因素

（招商银行各行部如需要报告原文，请参照文末联系方式联系研究院。）

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-83195702

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085

更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇