

专题 | 从越秀与招商 REITs 上市，看存量资产出路

◎ 研究员 / 房玲、易天宇、陈家凤

在国际资本市场上，**标准 REITs** 是常见的房地产金融投资工具。按组织形式来分，标准 REITs 主要分为公司制和契约制。**公司制 REITs** 类似有限责任公司（法人），其资产为公司股东所有，由股东选择董事会，由董事会选聘 REITs 管理公司来负责管理 REITs 业务，**适用于美国、英国、日本和法国等**。而**契约制 REITs** 并非独立法人，属于信托资产，由 REITs 管理人发起设立，并作为受托人根据信托契约对 REITs 进行投资管理，**适用于澳大利亚、新加坡、加拿大和香港等**。相较于国内的类 REITs，在产品性质上，标准 REITs 是权益类永续产品，而类 REITs 属于债券，一般设置增信或优先回购安排；在发行方式上，标准 REITs 公开发行为主，而类 REITs 为私募发行，流动性较弱；资产管理方面，标准 REITs 管理人对物业进行主动管理，可以选择收购或出售项目，而类 REITs 以被动管理为主，存续期内物业为静态，资产结构不发生变化。

2019 年 12 月 10 日，招商局商业房托（以下简称“招商局 REITs”）成功于港交所上市，成为继越秀房产信托基金（以下简称“越秀 REITs”）后为数不多的境内房企赴境外发行 REITs 的成功案例。作为境外 REITs 上市的先行者，越秀 REITs 与招商局 REITs 在上市结构、资产运营、管理模式等方面能为境内房企寻求存量退出提供怎样的经验与借鉴？

01

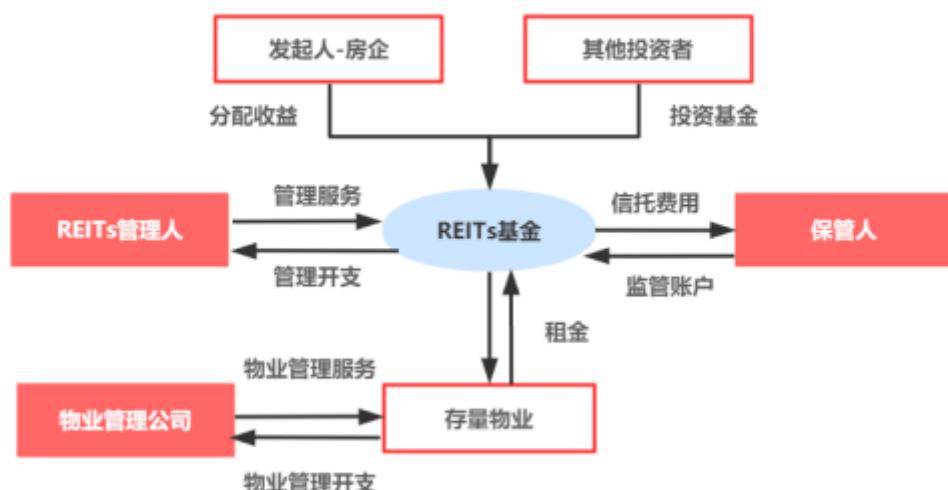
政策背景：2006 年后境外 REITs 上市离岸结构再无可能

1、多重政策利好，香港 REITs 市值规模亚洲第三（部分略）

首个标准 REITs 是由美国于 1965 年推出，目前全球共有 **42 个国家或地区** 制定了 REITs 制度，全球市场规模近 **2 万亿美元**。中国香港 REITs 起步于 **2003 年**。2003 年 7 月香港正式颁布《房地产投资信托基金守则》，对 REITs 的设立条件、组织结构、投资范围、利润分配、从业人员资格等做出明确规定，同时规定境外资金（含内地）无法在香港发行 REITs。2005 年 6 月，中国香港证监会修订了《房地产投资信托基金守则》，其中**允许内地商业地产项目以 REITs 形式到香港上市融资**，并对香港 REITs 的最高负债比例由总资产的 35% 提升至 45%。

根据《房地产投资信托基金守则》，香港 REITs 采取**契约型（信托型）**，并强制要求 REITs 在**港交所上市**。香港 REITs 是由发起人设立，通过公开发行受益凭证（股票）将资金筹集起来组成信托资产。**REITs 管理人**（通常是 REITs 发起人）与投资者签订信托契约，并根据信托契约进行投资。为了保障投资者利益，REITs 托管人（通常是银行）与 REITs 管理人订立信托契约，根据信托契约保管信托资产。而投资物业经营上，由**物业管理人**与项目公司订立物业管理协议，提供物业管理和服务。

图：契约型 REITs 组织构架



资料来源：CRIC 整理

与其余发达经济体 REITs 制度相似，香港 REITs 对投资范围、资产结构、收益分配、杠杆限制等均设置相应要求。1) 投资范围上，要求不少于 75% 投资于稳定收益的投资物业且必须持有物业最低年限 2 年；2) 收益分配上，分红率不低于可分派收入的 90%；3) 杠杆比例限制上，借贷总额不得超过总资产的 50%。而在单一投资限定、收入结构和投资者分散程度等方面，香港 REITs 并未设定要求。

表：中国香港 REITs 相关制度要求与美国、日本和新加坡的比较

	中国香港	日本模式	新加坡模式	美国模式
产品结构	信托制	公司型	多数选择信托型	多数选择公司型
制度首推年份	2003	2001	2002	2006
资产最低持有年限	2 年	/	/	/
是否必须上市	是	否	否	否
不动产投资比例	≥90%	≥70%	≥75%	≥70%
单一投资的上限	/	/	≤总资产 5%	≤总资产 10%
收入结构	/	/	90% 收入来自不动产	75% 收入来自不动产
分红比例	≥90%	≥90%	≥90%	≥90%
最高杠杆比例	≤总资产 45%	借款必须来自合格机构	≤总资产 35%； 若公开信用评级则 60%	≤总资产 30%
投资者分散	/	至少 50 名投资者，单个 持有上限 50%；	股东持有 5% 以上的股份， 必须通知管理人	持有人最少 100 人； 大股东不得少于 5%
税收优惠	用于分红/出售物业利 得免税；投资者免税；	分红免征所得税；	用于分红/出售物业利得 免税；个人投资者免税；	用于分红免 税；机构投资者交易享 受税收优惠

数据来源：《中国 REITs 操作手册》、公开资料

2、离岸结构再难复制，间接持有结构成本高

目前国内标准 REITs 仅试点至基础设施类领域，并未推广至不动产。然而目前越来越多房企开始布局存量物业，如何通过金融创新来盘活存量、优化资本结构成为房企亟待解决的难题，而境外发行 REITs 成为房企解决存量退出的可选策略之一。

2006 年建设部、商务部等六部委共同出台《关于规范房地产市场外资准入和管理的意见》（建住房[2006]171 号，简称“171 号文”），其中规定“境外机构和个人在境内投资购买非自用房地产，应当遵循商业存在的原则，按照外商投资房地产的有关规定，申请设立外商投资企业”。

171 号文的颁布，基本排除境外机构从境外直接持有国内物业的可能，并以此为分水岭，可将境内房企到境外发行 REITs 划分为前后两种形式——**离岸结构和间接持有结构**。

离岸结构的代表，则是 171 号文出台前就已经赴港上市的**越秀 REITs**，由 BVI（离岸公司）直接持有境内物业。而 2019 年上市的**招商局 REITs 采取间接持有结构**，REITs 必须先在境内设立公司，再由 BVI 通过境内外商投资公司间接持有境内物业。相比离岸结构，间接持有结构的税收和运营成本更高，同时产品发行流程也更为复杂。

- 离岸结构：海外避税效应明显（略）
- 间接持有结构：资产出境限制多，税收和运营成本双高（略）

02

REITs 运营：越秀 REITs 行稳致远

招商局 REITs 有望厚积薄发

自 REITs 上市后，越秀 REITs 成功完成“四连跳”，资产规模从 45 亿元提升至 2020 上半年的 363 亿元，招商局 REITs 未来发展也相对可期。下文中，将着重盘点越秀和招商局 REITs 的物业规模、物业类型和运营效率等方面，比较这两家之间的差异以及各自的优劣势。

1、规模：越秀 REITs 异地复制加速，招商局 REITs 深耕蛇口

2005 年越秀 REITs 上市伊始，旗下仅有 4 个位于广州项目，产权面积 16.52 万方，可租赁面积 16.11 万方，其中**白马大厦是其核心资产**，估值 25.42 亿港元，占总估值的 63.5%。2008 年越秀地产以 6.77 亿港元转让广州新都会予 REITs（2018 年已出售给第三方），2012 年再次折价 12.5% 将广州国金中心注入 REITs。**广州国金中心**一跃超越白马大厦，成为最核心资产，

交易完成当年越秀 REITs 估值同比增长 245%至 223.26 亿元，其中国金中心估值占比 69.5%，白马大厦 17.3%。

依靠母公司资产注入，越秀 REITs 异地复制能力逐渐凸显。2015 年开始，越秀 REITs 开启外拓步伐，同年 8 月以 3.82 亿美元从第三方凯雷集团处收购上海宏嘉大厦（现越秀大厦）。2017 年和 2018 年依靠越秀地产陆续收购武汉汉口沿江商务区和杭州维多利商务中心，合计对价 28.71 亿元。交易结束后，**越秀 REITs 陆续进驻上海、武汉和杭州等热点城市**，降低了广州物业集中风险。

截至 2020 上半年，越秀 REITs 共持有 8 个物业，物业产权面积 97.3 万方，可租赁面积 63.29 万方，整体估值 345.99 亿元，其中国金中心涵盖的四季酒店和雅诗阁服务式公寓为**委托经营**。城市分布方面，**广州物业可租赁建面占比降至 61.8%**，武汉占比 27.3%，上海和杭州分别 7.3% 和 3.6%。

表：截至 2020 上半年，越秀 REITs 物业情况（单位：万平）

物业名称	类型	城市	竣工年份	产权面积	可出租面积	资产注入年份
白马大厦	批发商城	广州	1990	5.02	5.01	2005 年上市前
财富广场	写字楼	广州	2003	4.28	4.14	2005 年上市前
城建大厦	写字楼	广州	1997	4.45	4.24	2005 年上市前
维多利广场	零售商场	广州	2003	2.77	2.73	2005 年上市前
国金中心	商业综合体	广州	2010	45.74	23.03	2012 年注入
越秀大厦	综合商务楼	上海	2010	6.21	4.60	2015 年注入
武汉物业	商业综合体	武汉	2014-2016	24.82	17.30	2017 年注入
杭州维多利	写字楼	杭州	2017	4.01	2.25	2018 年注入
合计				97.30	63.29	

数据来源：公司公告、CRIC 整理

而招商局 REITs 于 2019 年 12 月上市，刚上市时旗下共有 5 个位于深圳蛇口项目，后续尚未收购其他资产。截至 2020 上半年，招商局 REITs 共持有物业的产权面积 26.24 万方，可租赁面积 25 万方，整体估值较上市初期提升 0.46%至 66.09 亿元。

表：截至 2020 上半年，招商局 REITs 物业情况（单位：万平）

物业名称	类型	城市	竣工年份	产权面积	可出租面积	资产注入年份
新时代广场	写字楼综合体	深圳蛇口	1997 年	8.73	6.76	2019 年上市前
数码大厦	写字楼综合体	深圳蛇口	2009 年	4.04	4.04	2019 年上市前
科技大厦	写字楼	深圳蛇口	2002 年	4.16	4.15	2019 年上市前
科技大厦二期	写字楼	深圳蛇口	2010 年	4.25	4.31	2019 年上市前
花园城	零售商场	深圳蛇口	2006 年	5.05	5.73	2019 年上市前
合计				26.24	25.00	

数据来源：公司公告、CRIC 整理

2、类型：越秀 REITs 资产多元化，招商局 REITs 资产注入值期待（略）

3、收益：复合收入增速仅 3% 显疲软，NPI 增长较快（略）

4、净收益率：两家均表现较好，酒店物业受疫情影响大（略）

5、出租率：整体出租率稳中有升，疫情下越秀抗性更强（略）

6、租约单价：平均租金上升明显，招商局仍需提升区域溢价（略）

03

问题与借鉴：赴港 REITs 盘活资产

规则限制仍需警惕

越秀 REITs 与招商局 REITs 作为境内房企赴港发行 REITs 的先行者，给境内房企运营商提供宝贵的上市经验。下文中，将重点分析房企香港 REITs 上市中可能存在问题与优势，为其他也有相同上市意愿的房企提供借鉴与参考。

1、上市：REITs 上市盘活资产，释放商业价值

商业物业于港交所 REITs 上市，实际上帮助持有物业的母公司实现了退出，完成了投融管退的最后一环，提前释放商业物业的自身价值。对于母公司而言，商业物业的 REITs 上市缩短了回

报周期，有效提升了资金的使用效率；上市后的募集资金能够继续使用到商业物业的投资开发中，从而寻找下一个具有发展潜力的商业项目。对于负债压力大的房企运营商而言，将旗下商业项目 REITs 打包上市，也会提升母公司的财务指标，减轻债务压力。此外，上市以来越秀和招商局 REITs 保持 100% 分派水平，分红收益率大多维持 6% 以上，而母公司作为 REITs 最大份额的持有人，可定期享有 REITs 稳定分红和物业提升带来的资本增值。

以招商局 REITs 为例，招商局 REITs 于 2019 年 12 月在香港联交所主板上市，全球发售发行 7.5 亿个基金单位，发售价为每基金单位 3.42 港元，募集款项约 25.65 亿港元。此外，招商局 REITs 获得人民币 19 亿元银行贷款。招商局 REITs 从全球发售募集款项以及上述银行贷款中共获得约 46.78 亿港元，而招商蛇口预计从此次的房托上市中实现净利润不低于人民币 20 亿元。招商蛇口表示，此次房托上市将有助于增进招商蛇口对商业物业的资本运作与管理能力，有利于盘活持有型物业，进一步增强城市发展与产业升级综合服务中物业管理业务的综合竞争力。

表：越秀 REITs 与招商局 REITs 招股书中募资所得款计划用途（单位：亿港元）

	资金用途	按最低发售价 3.42 港元计算	按最高发售价 4.00 港元计算
	收购前身集团	58.35	64.80
招商局 REITs	交易成本	1.14	1.24
	一般企业用途	0.57	0.57
	总计	60.06	66.60
	资金用途	按最低发售价 2.85 港元计算	按最高发售价 3.075 港元计算
	支付承兑票据款项	28.24	29.52
越秀 REITs	白马单位翻新工程	0.27	0.27
	全球发售成本及债项相关成本	0.96	0.99
	柏达应占租金收入	0.02	0.02
	总计	29.486	30.797

数据来源：招股书、CRIC 整理

2、规则限制：分红及杠杆限制，影响房托扩张速度（略）

3、运作：形成“开发孵化-增值出售”的双平台互动模式（略）

4、税收：BVI 结构税负压力小，现今复制再无可能（略）

5、管理：偏向内部管理，缺乏第三方独立性和专业性（略）

6、资本市场：分红收益率 6% 以上，而市场“不买账”配置热度低（略）

04

总结：出境 REITs 须面对三大障碍

盘活资本仍值得考虑

当前,中国内地城镇化发展已逐步迈入成熟阶段,房地产市场也从之前的住宅及增量市场过渡至存量运营的发展阶段。香港离岸市场较低的融资成本及灵活的再融资机制对于内地急需盘活存量资产的房企运营商而言具有较大吸引力。

对于想要将内地存量物业打包至香港 REITs 的房企运营商而言,要成功赴港发行 REITs,仍需要面对以下几个难点。

首先,是法律障碍。自 2006 年《关于规范房地产市场外资准入和管理的意见》出台后,企业需要通过境内设立外商独资企业或合资企业的方式持有境内物业。将境内物业打包注入境外 SPV,搭建架构时必然会涉及到外资并购(如“返程并购”、“关联并购”等问题)。而以上过程需要经商务部审批同意,在实践中获得商务部门审批存在一定难度,对于实际控制人而言存在一定的法律障碍。

其次,税收也是企业所无法避免的一个问题。REITs 在香港上市后,项目的租金收益或者处置收益是 REITs 分红的主要来源。在境外 REITs 的典型架构下,该等租金收益的转付将通过境内外商独资企业或合资企业以支付股息的方式转移到境外 SPV。根据现行《企业所得税法》,境内的外商独资企业或合资企业向境外 SPV 支付股息之前,应先行缴纳 25%的企业所得税;在缴纳了企业所得税后,境内外商独资企业或合资企业要为境外 SPV 代扣代缴 10%的预提企业所得税,否则无法购汇汇出。这也意味着,境外 SPV 将承担两道中国法项下的两道企业所得税。

最后，则是香港 REITs 的制度限制。 REITs 对投资范围、资产结构、收益分配、杠杆限制等均设置相应要求。在投资范围上，要求不少于 90% 投资于投资性物业且必须持有物业最低年限 2 年；在收益分配上，分红率不低于可分派收入的 90%；在杠杆比例限制上，借贷总额不得超过总资产的 45%，这些限制规定也无疑将会降低部分企业的上市热情。

值得注意的是，我国内地的公募 REITs 也在加快推进中。2020 年 4 月 30 日，多部门发布《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》及相关配套文件。2020 年 8 月 6 日，国家发布《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》。但目前来看，试点领域仍限于基础设施、产业地产等，未有包括商业地产。在当前房地产融资渠道收紧、融资成本上升的背景下，对于境内房地产企业而言，通过相关安排在香港发行 REITs 产品仍或是盘活存量资产、扩大融资规模的最优解决方案之一。