

基金操盘：REITs 的天使、VC、PE 轮投资

01 “什么是 REITs”

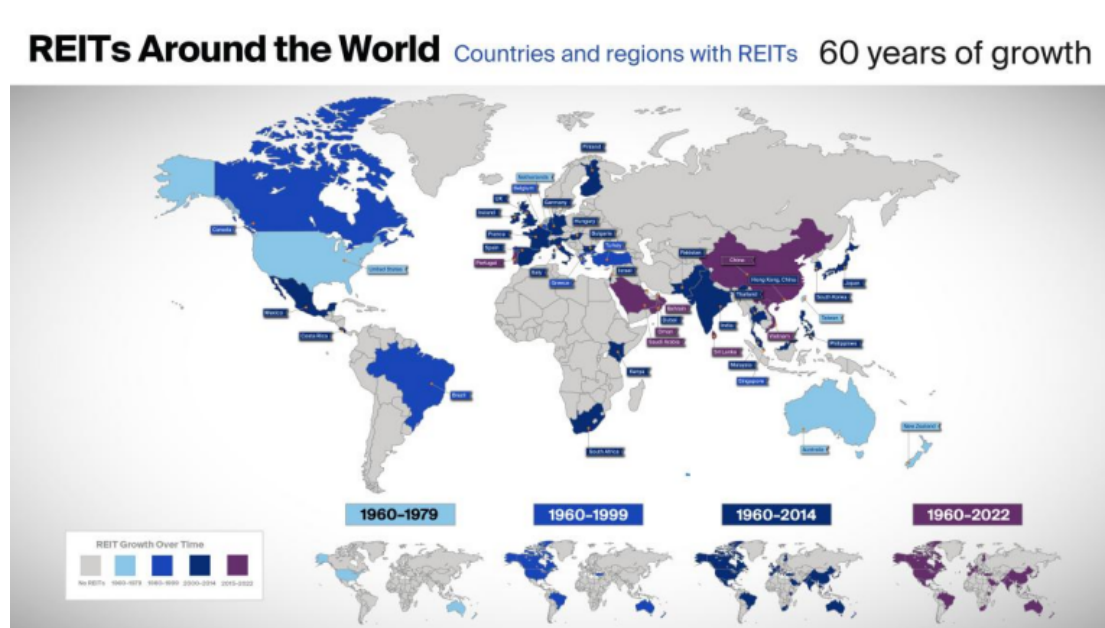
REITs (Real Estate Investment Trusts), 即 “不动产投资信托基金”, 是由专业团队进行经营管理, 并运营良好、产生稳定现金流的资产——对于产业园区来说就是产业物业, 包括建设在产业用地上的厂房、研发办公楼等——以发行收益凭证的方式向社会投资者募集资金, 投资者以资产产生的收益为主要收入来源的一种信托基金。

如果上面一段话, 过于学术, 不易理解, 则可以简单粗暴地理解为如同企业上市一样: 物业的老股东, 将物业的部分“股权”出让给其他投资人; 老股东获得了股权的对价款, 回收了现金, 可用于后续的项目开发或者股东套利退出; 新股东获得了物业的部分收益权, 包括物业每年的盈利分红, 以及物业增值带来的股价上涨; 更为重要的是, 尽管老股东出让了部分股权, 但一般情况下, 仍然拥有物业的经营权, 可以做到合理的所有权和经营权分离, 保持了专业团队的独立性。

因此, 可简单认为, IPO 是企业上市, REITs 是物业上市。

02 “REITs 的全球发展现状”

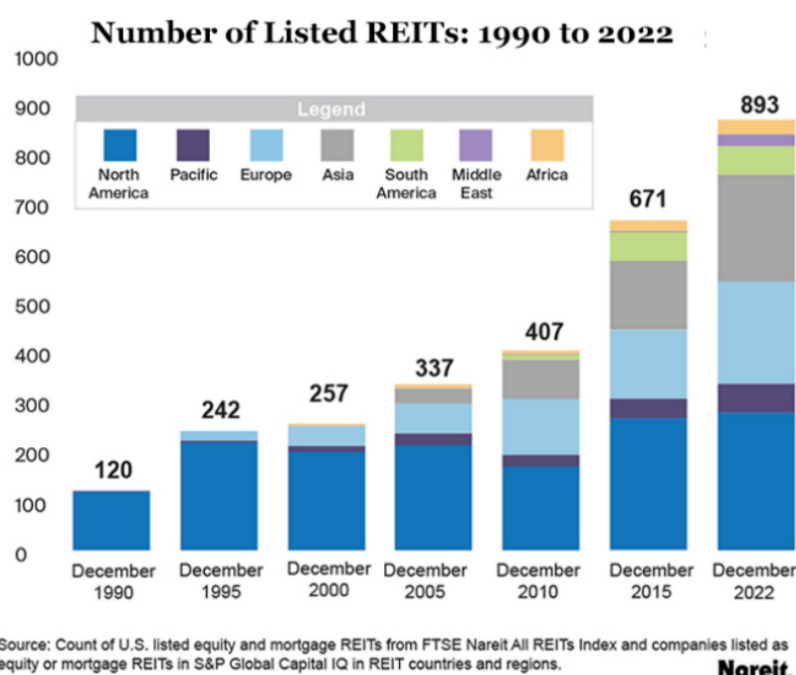
上世纪 60 年代, REITs 在美国起源。经过 60 年的发展, 全球 40 多个国家和地区已经发行了 REITs 产品。



来源：Nareit

截止 2022 年底，全球总计有 893 支 REITs 发行运营，总规模达到 1.9 万亿美金。从上世纪 90 年代到本世纪 20 年代的 30 年间，从只有 2 个国家（美国、澳大利亚）120 支，快速增长到了 40 个国家和地区 893 支，可谓蓬勃发展。

特别需要支出的是，亚洲的 REITs 市场非常强劲（以中东地区、新加坡、香港为代表），从 2005 年的 6 个国家和地区 31 支，剧增到 2022 年的 11 个国家和地区的 223 支，约占全球 REITs 发行数的 1/4。



来源：N

03 “REITs 的全球收益率”

REITs 归根到底是一种金融产品。任何金融产品，都是两大属性的矛盾综合体：收益和风险。追求收益，降低风险，是所有投资人的追求，但两者不可能同时做到。因此，我们研究某类产品的收益率，应当将其和其他风险类似的产品进行比较。

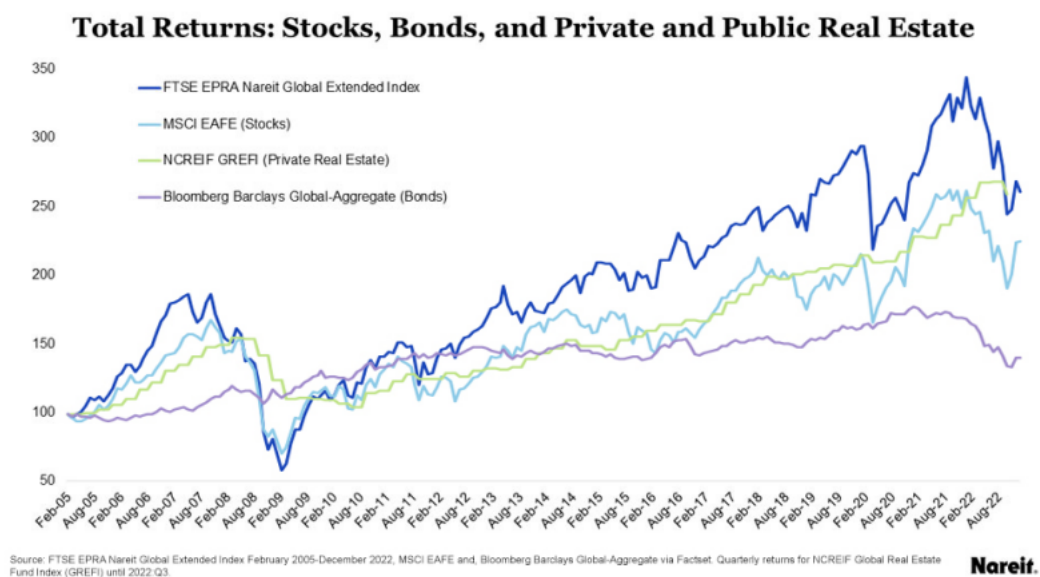
REITs 是以不动产及其衍生权利作为投资标的的金融产品，同类的投资不动产及其衍生权利的产品还包括了直接投资房地产企业的股票、债券，甚至直接购买房产等。这一类产品的风险均来自于房地产市场的风险，除债券只具有相对固定的利率回报外（以优先清算权作为补偿），其他三者，都同时享有了短期的年度分红和长期的物业增值（股权增值）。

当然，金融产品还需要考虑其流动性，对于在市场可以公开交易的产品来说，流动性较强。股票可以在大众股票市场交易，流动性最强；REITs 和债券需要在特定投资人组成的市场交易，流动性次之；直接房产投资，则流动性最差。

我们经常听到这样的说法，买房还不如买房地产公司的股票，这种说法对不对？如果再加上 REITs 和债券，究竟应该如何在地产领域进行投资配置？今天我们讨论的 REITs 在资产配置中起到了什么样的角色？回答这些问题至关重要。

由于我国的 REITs 才刚刚起步，标的数量少，历史表现时间太短，不具有可比价值。因此，研究重点还是得放到 REITs 的鼻祖美国。

Wilshire Associates 是全球领先的独立投资咨询和服务公司，对房地产市场的各类产品回报率进行了研究。Nareit 基于此研究，结合自身的 Nareit 全球 REITs 指数，形成了 2005 年 2 月到 2022 年 8 月的回报率对比。



来源：Nareit

上图中的从上到下四条曲线的数据来源分别为：

全球首屈一指的指数供应商富时 FTSE 联合欧洲公共房地产协会 EPRA 和 NAREIT 共同发布的全球房地产指数系列中的 REITs 指数。

MSCI EAFE 是包含欧洲，澳大利亚，新西兰和远东国家的股票市场指数。MSCI 代表摩根士丹利资本国际，一家专注于股票市场指数的金融机构，EAFE 代表欧洲，澳大利亚和远东地区。MSCI EAFE 是历史最悠久的国际股票市场指数，它已成为许多国际基金最受欢迎的基准。

私人商业房地产市场，交易分散、产品差异性大，可比性差，指数不容易建立。CNREIF 地产指数在美国已有近 30 年的历史，是投资人主要使用，反应房地产市场的主要指标之一。

彭博巴克莱全球综合债券指数 (Bloomberg Barclays Global Aggregate, BBGA) 是全球最具影响力的固定收益指数系列，也是追踪全球投资级固定收益资产的旗舰指数，Bond 表示为选取的是其中的债权。

根据上述研究，Wilshire 得出结论：对于目标日期基金 (Target Date Funds)，即有明确的退出期限的基金而言，REITs 在提升收益、降低风险的投资组合中，扮演了至关重要的作用。

04 “中国产业园区 REITs 现状”

截至 2023 年 2 月，我国共有 25 只基础设施公募 REITs 获批注册。其中以产业园区基础设施为基础资产的项目共 8 只，发行情况如下表所示。

项目名称	城市	资产情况	建筑面积(m²)	用地性质	规模(亿元)	发行期限 (年)	原始权益人
博时蛇口产业园REIT	深圳	万海大厦 万胜大厦	95,200.00	工业用地	20.79	50	招商局蛇口工业区 控股股份有限公司
华安张江光大REIT	上海	张江光大园项目	50,947.31	工业-M1	14.95	20	光控安石(北京)投资管理有限公司 上海光全投资中心 (有限合伙)
东吴苏园产业REIT	苏州	2.5 产业园一期、二期项目 国际科技园五期B区项目	561,130.22	/	34.92	40	苏州工业园区科技发展有限公司 苏州工业园区建屋产业园开发有限公司
建信中关村产业园REIT	北京	孵化加速器项目 互联网创新中心 5 号楼项目 协同中心 4 号楼项目	166,780.48	研发用地	28.8	45	北京中关村软件园 发展有限责任公司
华夏合肥高新REIT	合肥	高新睿成资产 高新君道资产	356,837.41	工业用地	15.33	38	合肥高新股份 有限公司
国泰君安临港创新产业园 REIT	上海	临港奉贤智造园三期 临港奉贤智造园一期	113,699.00	工业用地	8.24	43	上海临港奉贤经济 发展有限公司
国泰君安东久新经济 REIT	上海 昆山 无锡 常州	东久(无锡) 智造园 东久(昆山)智造园 东久(金山)智造园 东久(常州) 智造园	283,934.00	工业用地	15.18	45	FULL REGALIA LIMITED
华夏和达高科REIT	杭州	孵化器项目 达谷药谷一期项目	258,379.74	工业用地	14.04	42	杭州和达高科技发展集团有限公司 杭州万海投资管理有限公司

今年 3 月，国家发改委和证监会同时发文，宣告公募 REITs 进入“常态化”时代。据“选址中国”公众号的不完全统计，目前正在申请 Reits 发行的园区有 17 家。中国的产业园区正式迎来“资本操盘”时代。

进程	项目名称	城市
证券交易所所有反馈	中金湖北科技投光谷产业园REIT	武汉
	华安张江光大园REIT	上海
	博时招商蛇口产业园REIT	深圳
申报中	天津泰达科技工业园有限公司公募REITs	天津
	沈阳国际软件园REITs	沈阳
	青岛中科研发城公募REITs	青岛
	济南高新园区REITs	济南
	郑州高新园区REITs	郑州
	南京软件园公募REITs	南京
	厦门火炬高新区产业园公募REITs	厦门
	厦门软件园公募REITs	厦门
招标完成	西安高新区公募REITs	西安
	成都高新投资集团REITs	成都
	泰州医药高新产业园基础设施REITs	泰州
	广州国际生物岛标准厂房园区公募REITs	广州
招标中	贵州贵安产投产业园公募REITs	贵州
	科学城集团公募REITs	广州

从国外的情况来看，REITs 在资产配置上起到了至关重要的作用。那么，中国的产业园区 REITs 表现如何呢？

海通证券研究所的数据显示：截至 2023 年 4 月 25 日，首批 REITs 整体溢价率水平呈现：仓储物流类>产业园类>生态环保类>高速公路类的规律。

产业园类排名第二，仅次于仓储物流类。但需要明确指出的是，仓储物流用地的审批日益困难，其占地面积大，容积率低，亩均产值税收也低。因此，尽管其财务投资回报率较好，但供给并不充分。

产业园类首批 REITs 平均溢价率达到了 24.25%。这个成绩来之不易，因为三年疫情，产业园区遭受到了新增客户严重萎缩，老客户租金减免的双重打击。可以说，产业园区 REITs 经受住了疫情的压力测试。

首批 REITs 基本要素一览

REITs 名称	项目类型	发行份额 (亿)	存续期 (年)	资产简称	资产分布	单位净值 (元)	资产规模 (亿元)	溢价率 (%)	种类平均溢价率 (%)
华安张江光大REIT	产业园	5	20	张江光大园	上海	2.76	13.81	43.04%	24.25%
东吴苏园产业REIT	产业园	9	40	2.5产业园一期、二期，国际科技园五期B区	江苏	3.90	35.07	12.98%	
博时蛇口产园REIT	产业园	9	50	万海大厦，万融大厦	广东	2.27	20.42	16.71%	

资料来源：WIND，海通证券研究所，截至 4 月 25 日

后续上市 REITs 基本要素一览

REITs 名称	项目类型	发行份额 (亿)	存续期 (年)	资产简称	资产分布	资产规模 (亿元)	当前溢价率
建信中关村REIT	产业园	9	45	中关村软件园互联网创新中心5号楼，协同中心4号楼以及孵化加速器	北京	28.96	1.00%
华夏合肥高新REIT	产业园	7	38	合肥创新产业园（一期）及范围内国有建设用地使用权	合肥	15.52	11.50%
国泰君安临港创新产业园REIT	产业园	2	43	临港奉贤智造园（一期）和（三期）项目	上海	8.36	22.33%
国泰君安东久新经济REIT	产业园	5	45	东久（金山）制造园，东久（昆山）智造园，东久（无锡）智造园，东久（常州）智造园	上海，昆山，无锡，常州	15.36	22.99%
华夏和达高科REIT	产业园	5	42	孵化器项目，和达药谷一期项目	杭州	14.09	6.83%

资料来源：WIND，海通证券研究所，截至 4 月 25 日

05 “产业园区 REITs 的投资轮次”

从上述数据可以看到，无论在国外还是国内，REITs 都是资产相对稳定、收益相对较高的投资产品。如同企业 IPO 一样，如果只是在二级市场交易股票，并不能很好地分享企业成长红利，赚取高额回报；产业园区 REITs，如果只是在二级市场交易 REITs 份额，同样不能很好地分享产业园区从拿地、建设到运营的发展红利。

当 REITs 大规模推广后，可以预期，和企业的融资流程一样，未来 REITs 的投资链条，也可以分为四轮。

REITs 天使轮。产业地产商在拿地前会产生规划设计、预招商等费用，拿地时会产生土地款，该部分资金，可以通过 REITs 天使基金来投入。

REITs VC 轮。在取得土地后，开展项目建设和招商运营时，建安成本和运营费用可以通过 REITs VC 基金来投入。

REITs PE 轮。即将满足或已经满足 REITs 发行条件的项目，上市前，因为需要调整股东结构、优化资产负债表、偿还必须结清的某些负债等原因，需要投入一大笔资金，此时，可以通过 Pre-REITs 基金来投入。

最后，才是真正的二级市场 REITs 发行和交易。

需要特别指出的是，上市企业对未上市企业的兼并重组或借壳上市，并不是企业退出的常态。但在园区 REITs 中，已上市平台，收购符合条件的其他业主的园区资产可能会成为投资退出的主要通道之一，因此，相对于股权投资来说，产业园区的一级市场投资资产更稳定，退出通道更畅通，风险相对更小，当然代价就是投资回报率也不可能像股权投资一样数倍甚至数十倍的增长。

投资轮次	投资要点	企业IPO	产业园区REITs
天使轮	发展阶段	创业思路、产品概念或雏形、0到1	拓展期
	决策要点	团队、行业、技术积累、市场容量	团队、地块区位、产业规划、指标测算、监管协议
	投资金额	百万级	地价款
VC轮	发展阶段	产品量产、市场推广、1到100	建设期
	决策要点	性价比、技术壁垒、商业模式	产品设计、成本控制、预招商、执行团队组建
	投资金额	千万级	建安成本
PE轮	发展阶段	龙头企业、独角兽、隐形冠军	运营期
	决策要点	市场份额、财务报表、上市预期	资产回报率、收益稳定性、行业集聚度、品牌美誉度
	投资金额	亿级	运营成本、股权结构调整需要、资产结构调整需要

06 “一级市场的 REITs 基金”

股权投资，除了二级市场的证券投资基金外，一级市场的天使投资基金、VC 投资基金、PE 投资基金也高度发达。基金由专业的 GP 公司负责打理，并对外募集 LP 资金，投向一级市场的高成长性企业。

同样的，REITs 一级市场，也会出现产业园区的各阶段基金。REITs 一级市场基金的 GP 必须具备如下能力：

- 1、具有获取优质产业用地的能力，包括：优势的区位、有竞争力的地价、符合产业需要的容积率、合理的自持比例、可达成的产业监管条件等；
- 2、具有落地的产品设计和成本管控能力；
- 3、具有广泛的产业招商资源和灵活的产业招商政策；
- 4、具有深度的行业上下游资源和生态圈服务能力，帮助入驻企业成长；

- 5、具有全流程的资管经验，成功发行过以 REITs 为主线的资产证券化产品；
- 6、具有实际操盘经验，能快速组建优秀的招商运营执行团队；
- 7、具有对外募资的能力；
- 8、具有良好的政府口碑和社会公信力。