

公募 REITs 的前景分析与定价方法研究

白向东

(浙江沪杭甬高速公路股份有限公司, 浙江 杭州 310020)

摘要 我国公募 REITs 的试点范围为基础设施领域, 涵盖 9 大行业, 不涉及酒店、商场、写字楼等商业地产项目, 与美国权益型 REITs 中的工厂、数据中心、基础设施、仓储等行业重叠度较高, 受房地产周期影响较小。伴随着经济的增长具备获取资本利得的空间, 长期来看产品的年化综合回报率可以达到 10% 左右, 是一个值得长期持有的投资品种。国内公募 REITs 较美国权益型 REITs 存在杠杆使用受限、重运营轻扩张特点, 因而估值稳定性总体上会强于美国权益型 REITs。

关键词 公募 REITs 蓝海市场 定价 产业发展

中图分类号: F832.5

文献标识码: A

文章编号: 1007-0745(2022)09-0068-03

1 公募 REITs 的市场前景分析

近期我国在推行基础设施公募 REITs 实践过程中, 按照相关法律法规的要求, 在交易结构中通过不动产支持证券等特殊目的载体持有不动产项目, 实现底层资产的证券化。

1.1 2020 年是我国公募 REITs 元年

为鼓励中央企业积极发行基础设施 REITs 产品, 如果发起人(原始权益人)为中央企业的跨地区打包项目, 有关中央企业可将申报请示文件和项目申报材料直接报送国家发展改革委, 同时须附项目所在地省级发展改革委意见。

2021 年 4 月, 首批基础设施公募 REITs 正式进入项目审核阶段。上交所和深交所审核系统分别各收到 2 个基础设施公募 REITs 项目申请材料。首批 4 个项目的情况如表 1 所示。

1.2 基础设施基金整体框架

专项计划层面的准 REITs 仍采用股票 + 债权的结构, 即专项计划持有项目公司股权 + 债权, 尽可能节省企业所得税费用。为实现持有项目公司股权和债权的专项计划, 首批公募 REITs 中的三只将重点关注 SPV 公司的建设和 SPV 公司的债权。SPV 公司持有项目公司股权, 项目公司吸收合并其股东 SPV 公司(反向并购), SPV 公司注销, 专项计划直接持有项目公司股权 + 债权。在此过程中, 三个项目之间存在细微的运营差异。

首批公募 REITs 整体架构特点表现得较为统一。募资成功后, 最终的结构框架层级为: 一是封闭式公募基金; 二是专项计划; 三是项目公司; 四是项目本身,

不同于此前预期的专项计划和项目公司, 也可以打造更简洁直接的私募基金。

1.3 底层资产

首批 4 个公募 REITs 的底层资产和业务模式分析如表 2 所示。

2 常用 REITs 估值方法

2.1 我国 REITs 估值方法的特殊性

具体到定价方法的影响上, 我国公募 REITs 较美国权益型 REITs 呈现了如下特点, 这些是我们需要注意的。

1. 我国公募 REITs, 杠杆使用受限, 纳入新的不动产资产以扩募资金为主, 参与证券化项目均为成熟稳定运营项目, 重运营不重扩张; 同时, 从政策上来看, 我国公募 REITs 不鼓励进行不动产的频繁买卖, 与美国 REITs 公司顺应房地产周期经常进行资产买卖获取商业地产价差这一业务模式存在较大差异, 此二者导致我国公募 REITs 的现金流获取能力呈现“上有顶下有底”的相对稳定状态, 即 FFO 和分红的波动幅度较美国权益型 REITs 小。若 REITs 价格出现大幅波动, 则主要源于投资者对 NAV 中折现率 r 的预期变化, 但由于其现金流获取能力的稳定性, REITs 价格的波动幅度预期比美国权益型 REITs 小, 其 P/FFO 倍数波动区间应较小^[1]。

2. 我国公募 REITs 的试点范围为基础设施领域, 涵盖 9 大行业, 不涉及酒店、商场、写字楼等商业地产项目, 与美国权益型 REITs 中的工厂、数据中心、基础设施、仓储等行业重叠度较高, 受房地产周期影响较小, REITs 运营的稳定型强于美国权益型 REITs,

表1 公募REITs相关信息梳理(单位:亿元、年)

基金名称	基础设施项目	项目估值	原始权益人	基金管理人	当期派息收益率	内部收益率	期限	到期处置方式
博时招商蛇口产业园 REITs	蛇口网谷产业园中的万融大厦和万海大厦	25.28	招商局蛇口工业区控股股份有限公司	博时基金	4.10%	-	50	市场化处置
中航首钢生物质 REITs	生物质能源项目、残渣暂存场项目、餐厨项目	12.00	首钢环境产业有限公司	中航基金	8.00%	6.91%	21	首钢无偿优先回购
浙商证券沪杭甬高速 REITs	杭徽高速公路浙江段及其相关构筑物资产组的收费权	41.30	浙江沪杭甬高速公路股份有限公司、杭州市交通投资集团有限公司	浙商证券	12.00%	全周期不低于6%	20	资产为0
国金铁建重庆渝遂高速公路 REITs	渝遂高速公路重庆段项目	45.74	中铁建重庆投资集团有限公司、重庆高速公路股份有限公司	国金基金	8.20%	6.26%	14	资产为0

表2 首批4个公募REITs的底层资产和业务模式分析

REITs	底层资产	业务模式
沪杭甬高速 REITs、渝遂高速公路 REITs	高速公路的特许经营权	对标的路段进行养护、维修、路政及交通安全管理以保证高速公路的通行质量,并按照行业监管部门制定的收费标准对过往车辆收取通行费。项目公司通过与当地政府部门签订《特许经营权协议》享有标的路段的特许经营权,即通行费的收费权,并沿线范围内公路服务设施。
首钢生物质 REITs	包括生物质能源项目、残渣暂存场项目、餐厨项目三个项目在内的首钢生物质项目,均含不动产权,土地性质为划拨用地	项目公司拥有电力业务许可证、排污许可证、从事生活垃圾(含粪便)及餐厨垃圾(含粪便)经营性处理服务行政许可、从事生活垃圾(含粪便)经营性清扫、收集、运输服务许可,其收入来源包括垃圾处理服务费、发电收入(含可再生能源补助资金)、餐厨项目收入。
蛇口产业园 REITs	位于蛇口网谷产业园的万融大厦和万海大厦	土地性质为工业用地,可租赁面积分别为4.16万平方米和5.26万平方米,估值合计25.28亿元,按照公允对价的转让原则,最终的募集规模应为25.28亿元左右。该不动产的运用模式极其类似于商业地产,营业收入主要来源于物业租赁、物业管理、车位管理。

进行折现率 r 和 P/FFO 分析预测时可参考美国权益型 REITs 的相关数据^[2]。从数据表现来看,美国基础设施类 REITs 的估值倍数普遍高于全权益型 REITs,2021 年分红收益率在 2.75-3.48% 区间,2021Q2 的 P/FFO 在 24-30 倍区间。

3. 我国公募 REITs 按照资产类型可分为永续产权类型和特许经营权类型,前者与美国权益型 REITs 在存续期限、净值等方面相对一致,后者在特许经营权到期后基金净值为 0,因此体现在 REITs 估值上,应是随剩余存续期限递减的,而每期的分红则类似于债券

过手摊还本息。

2.2 绝对视角的估值方法

我们认为,我国公募 REITs 绝对估值模型可参考美国权益型 REITs 的 NAV 模型:

NAV= 总资产估值 - 负债

总资产估值 = $\sum_{i=1}^n \frac{A_i}{(1+r)^i}$, 其中, i 为年数, r 为折现率。

2.2.1 自由现金流 A

自由现金流 A 可选择 FFO 或分红金额,由于 FFO 未披露,需投资者自行调整计算,分红金额是可供分配现金流的 90% 以上^[3],各 REITs 的分红比例并不完

全一致,且可供分配现金流定期披露,因此我们认为,考虑到便利性和可比性,可将年化可供分配现金流金额作为自由现金流A。

2.2.2 折现率 r

由于国内公募REITs处于业务初始阶段,该类资产和单只REITs运行状况以及市场投资者的接受度缺乏历史数据和认知,在选择以可供分配现金流作为自由现金流的前提下,我们在美国权益型REITs的分红收益率基础上叠加中美无风险利率的差值来确定折现率r:我国公募REITs折现率r=中美二者无风险利率的利差+美国权益型REITs分红收益率。

近期中美5年期国债收益率利差从100BP以上不断收窄至60-70BP,我们以70BP作为二者无风险利率利差,并分别选用美国权益型REITs中数据中心、基础设施、工厂、仓储等行业近一年和三年的分红收益率测算了国内公募REITs可能的折现率范围,未来随着美国货币政策收紧和国内货币政策宽松,二者无风险利差可能仍会收窄,国内公募REITs要求的折现率将出现一定程度下降,但若同时考虑美国权益型REITs分红收益率的变化,还需要进一步获取数据进行测算。

2.3 相对视角的估值方法

鉴于前文所述国内公募REITs的独特性,我们认为需要分类探讨其相对估值方法。

2.3.1 产权类型REITs

产权类型REITs永续资产的属性与美国权益型REITs特点一致,可采用P/FFO作为其相对估值方法,由于国内公募REITs普遍不存在大额不动产出售损益,因此FFO与可供分配现金流的差异主要体现在运维成本和对外借款本息支出预留,当前公募REITs存在对外借款的不多,运维成本占运营收入的比例相对稳定,因此在FFO指标未披露前,可使用可供分配现金流金额代替^[4]。若可供分配现金流100%进行分红,则P/可供分配现金流=1/分红收益率,因此分红收益率可被作为当前公募产权类型REITs有效、快速的相对估值方法。另外,若产权类型REITs在会计处理中不动产以公允价值入账,那么净利润不仅反映了经营现金流情况,亦可反应资产增值,净资产亦可反映资产价值变化,我们认为P/E或P/B的相对估值方法对于以分红和资本利得为收益来源的公募REITs亦可^[5]。但入账的不动产公允价值是基金管理人委托会计师事务所或第三方评估机构给出的估值。

2.3.2 特许经营权类型REITs

特许经营权类型REITs的价值与特许经营权剩余

期限呈现高度相关,处置资产发生的概率相对较低,一般会持有资产至特许经营权到期。我们认为:若仅以P/可供分配现金流或分红收益率进行相对估值分析,则忽视了剩余期限的影响。例如,若当前10年期特许经营权类型公募REITs的FFO与15年期特许经营权类型公募REITs的可供分配现金流相等,若根据P/可供分配现金流和分红收益率进行估值,则二者应该拥有相同的估值,但后者估值明显高于前者^[6]。

若以P/(可供分配现金流*n)(n为剩余期限)或分红收益率*n进行相对估值测算,则引入了剩余期限概念,但未考虑复利的情况,亦无法与产权类型REITs估值结果进行对比。因此我们认为在产权类型REITs采用P/可供分配现金流和分红率进行相对估值时,特许经营权类型REITs可采用内部收益率作为相对估值方法。为与产权类型REITs可对比,特许经营权类型REITs需要基于分红收益率计算其IRR,再将IRR与产权类型REITs的分红收益率做对比;或,将IRR=产权类型REITs分红收益率,计算投资者要求的分红收益率,再与其实际分红收益率进行对比。

另外,特许经营权类型REITs会计处理与美国REITs相对一致,即每年计提折旧直至在特许经营权到期后残值为0,特许经营权折旧后的账面价值反映了其剩余期限内可产生现金流的情况,因此P/B亦可作为相对估值指标。采用P/B对特许经营权类型REITs进行估值亦存在与采用P/B对产权类型REITs进行估值相同的问题,即存在不动产账面价值为第三方机构评估结果、非投资者判断的问题。

参考文献:

- [1] 张继强,文晨昕.税收新政与公募REITs发展展望[J].债券,2022(03):82-89.
- [2] 彭文华,杨咏梅.基础设施公募REITs试点的要求与影响[J].中国集体经济,2022(08):83-85.
- [3] 徐珊,欧忠辉.交易模式视角下的公募REITs税收政策探讨[J].宝鸡文理学院学报(社会科学版),2022,42(01):93-98.
- [4] 郭永全.PPP项目发行基础设施公募REITs的难点及政策建议[J].债券,2021(12):20-25.
- [5] 沈雪梅.国际视角下的中国公募REITs投资风险管理工作研究[J].国际商务财会,2021(16):67-69.
- [6] 陈君.我国公募基础设施REITs涉税问题研究[J].当代会计,2021(20):136-138.