



批发零售业

2016.09.28

评级: 增持
 上次评级: 增持

REITs 蓬勃发展，资产价值唤醒

	瞿猛 (分析师)	林浩然 (分析师)	陈彦辛 (研究助理)
	021-38676442	0755-23976851	021-38676430
	zimeng@gtjas.com	linhaoran@gtjas.com	Chenyanxin@gtjas.com
证书编号	S0880513120002	S0880514070005	S0880115050030

本报告导读:

通过深入研究国内外 REITs 发展模式及趋势，我们认为中国 REITs 未来将蓬勃发展，并将推动物业等资产价值重估，尤其是小市值、转型意愿强的核心城市重资产企业。

摘要:

- **REITs 发展推动零售行业重资产企业资产价值重估，建议增持翠微股份、鄂武商 A、苏宁云商、中百集团，受益标的海印股份、华联股份、大商股份、欧亚集团、银座股份等。**商业地产开发由于回收时间长，REITs 是重要融资手段。政策逐渐松绑尤其是未来相关税收改革实现后，我们预计 REITs 发展会更加迅速。对零售行业来说，REITs 等新型资产运作方式将为公司运营提供资金支持，短期来看 REITs 进展将促进重资产企业一二级市场估值体系融通，相关企业将迎来资产价值回归。
- **从物业位置、改革进展及经营状态（转型意愿）三个角度判断企业盘活存量物业资产成功可能性。**1) 物业所属城市及商圈。通常来看，一线城市及部分二线城市核心商圈运作难度较小，并将持续受益城市圈经济发展及区域人口集中，尤其是百货等业态（单体体量大多在 10 万平方米以内）；2) 是否为国企及区域改革进展。苏宁、海印等均为民企，而国企资产运作由于决策链较长则须视区域改革温度；3) 主业经营状态及转型或业务拓展意愿。零售企业普遍为现金流富裕型，近年来普遍受电商分流、竞争加剧及需求萎缩压制，小市值尤其是股东具备资源优势的企业运作积极性较为领先。
- **传统商业往往通过自建或长期租约获得经营场所，并利用线下营销方式持续运作逐渐度过门店培育期，即通过连续经营获取 II 级级差地租，盈利模式基础为通过核心商圈有限及渠道相对稀缺。**然而随着电商横空出世，渠道稀缺性受到破坏，高效的线上营销悄然改变着人们消费习惯。而对零售商来说，除了沿产品延伸（品牌及采购端等）外，向地产产业链上游延伸获得 I 级级差地租同样是不错选择，国际快餐巨头麦当劳及国内卖场龙头高鑫零售均是佼佼者。
- **新加坡嘉德置地平衡风险核心是资产类型的分解与投资人的匹配。**培育期投资物业具有低现金回报、高资本收益、高价值波动风险特征，对投资人风险承受要求较高；而成熟期物业租金回报率处于较合理市场水平且波动较小，更适合保守投资人；美国 REITs 最为发达，成功关键在于打造可持续扩张增长路径，最终通过规模效应创造溢价。FRT 通过对物业重新布局及再招商实现增值，充分利用规模效应；KIM 低价收购次级商业地产，通过招商优势将租金提升至均值，创造 10% 以上投资回报；MAC 将高端物业进一步升级获取增值收益，笼络大批奢侈品牌；Realty Income 利用金融属性将商业地产融资租赁模式放大，多样化物业组合抵御周期风险；REG 借助合资基金融资平台将租户定制开发模式做大，形成品牌效应。
- **风险提示：政策再次收紧；高税率降低运作热情；运作周期过长。**

相关报告

批发零售业：《电商新趋势——流量去中心、盈利重增值》	2016.09.17
批发零售业：《基本面仍下滑，重视资产重估与国企改革》	2016.08.31
批发零售业：《B2C 盈利新模式——零售引流，服务变现》	2016.08.08
批发零售业：《地方国改加速，蓝筹价值凸显》	2016.08.04
批发零售业：《拥抱低估值蓝筹，看好国改、黄金珠宝》	2016.07.31

目 录

1. 零售业与商业地产结合为大势所趋.....	3
1.1. 商业地产运营属重资产，融资瓶颈亟须解决.....	3
1.2. 商业地产运营模式分析.....	7
1.3. 零售商多种形式参与商业地产运营.....	8
2. 嘉德置地：资产阶段分解与投资人匹配.....	10
3. 国外 REITs 已百花齐放.....	12
3.1. REITs 已是国际热点投资方式.....	12
3.2. 美国 REITs：可持续扩张，规模效应创造溢价.....	15
3.2.1. 二次开发提升物业价值.....	16
3.2.2. 售后返租提供新模式.....	18
3.2.3. 利用合资基金打造规模效应.....	19
4. 从越秀、领展看中国 REITs 现状.....	20
4.1. 越秀房产信托，最接中国地气的 REITs.....	20
4.2. 领展房地产信托，亚洲最大 REITs 之一.....	22
5. 政策松绑完成，A 股争相试水 REITs.....	23
5.1. REITs 中国化进程.....	23
5.2. A 股企业纷纷试水 REITs，重资产企业迎来价值重估.....	25
6. 风险提示.....	28

REITs 是地产融资重要手段，商业地产开发由于回收时间长尤其需要融资支持。政策逐渐松绑后，我们预计 REITs 发展会更加迅速，尤其是未来相关税收改革实现后。对零售行业来说，REITs 等新型资产运作方式将为公司运营提供资金支持，短期来看 REITs 进展将促进重资产企业一二级市场估值体系融通，相关企业将迎来资产价值回归。

我们从以下几个角度判断企业通过 REITs 盘活存量物业资产成功实现可能性，建议增持翠微股份、鄂武商 A、苏宁云商、中百集团，受益标的海印股份、华联股份、大商股份、欧亚集团、银座股份等。

1) 物业所属城市及商圈。通常来看，一线城市及部分二线城市核心商圈运作难度较小，并将持续受益城市圈经济发展及区域人口集中，尤其是百货等业态（单体体量大多在 10 万平米以内）；

2) 是否为国企及区域改革进展。苏宁、海印等均为民企，而国企资产运作由于决策链较长则须视区域改革温度；

3) 主业经营状态及转型/业务拓展意愿。零售企业普遍为现金流富裕型，近年来普遍受电商分流、竞争加剧及需求萎缩压制；“船小好调头”，小市值尤其是股东具备资源优势的企业运作积极性较为领先。

1. 零售业与商业地产结合为大势所趋

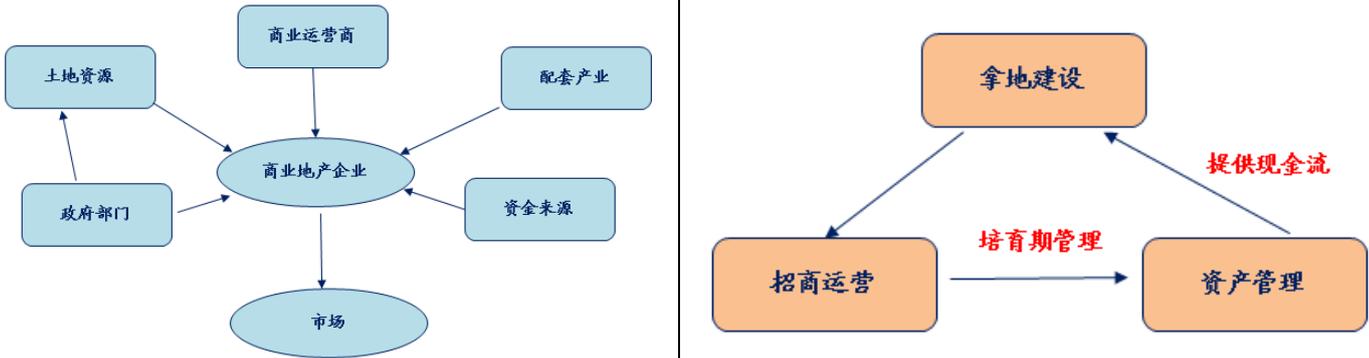
商业地产为零售业载体，从租金水平来看核心地段商业物业价值具备价值刚性，万达等商业地产商通过“订单地产”等实现招商建设一体化。为应对物业成本上涨压力，部分商业企业参与商业地产运营或合作赚取 I 级级差地租，鄂武商等企业较早转型更注重体验业态的购物中心，以抵御电商分流压力。长期来看，零售业与商业地产结合为大势所趋。

1.1. 商业地产运营属重资产，融资瓶颈亟须解决

商业地产是指用于商业服务业经营的物业形式，主要业态包括零售、餐饮、娱乐休闲等。由于复合了“地产+商业”，其开发、融资、经营模式及功能用途等都有别于住宅地产，主要包括地产、商业、投资、金融等多个领域，其业态组合也往往具备艺术性。

图表 1 商业地产产业链一般形式

图表 2 商业地产产业链一般形式



数据来源：《中国商业地产投资分析》、国泰君安证券研究

整体来看，商业地产运营分为拿地建设、招商运营和资产管理三个环节，其中招商运营通常在拿地建设的同时进行，如万达的“订单模式”。

➤ 低价拿地，快速建设

能够以低价获得项目用地是商业地产运营商基础优势，万达即是其中佼佼者。除了出色的公关能力外，万达通过四大工程（就业、税收、提升城市商业、标志性建筑）取得了地方政府的大力支持。

➤ 招商运营，集客能力是关键

商业部分往往决定项目整体成败，好的商业项目往往能够提升项目整体价值，从而增强项目盈利能力。如海印番禺又一城项目，由于奥特莱斯及沃尔玛等出色运营，其配套住宅项目较周边楼盘溢价 15% 以上。反过来看，拥有较强集客能力的餐饮、影院及大卖场等业务通过都能得到地厂商租金优惠。

➤ 资产管理，为项目增值保驾护航

由于投资性强、收益持久等特点，商业地产成为资管管理首选物业类型，在国外尤其受 REITs 等青睐。专业的资产管理服务包括投资分析、价值评估、交易管理，以及通过资本运作（REITs、地产私募基金等）实现商业地产价值增值。也就是说，资产管理等于物业管理加资产运营以及相应的财务管理。

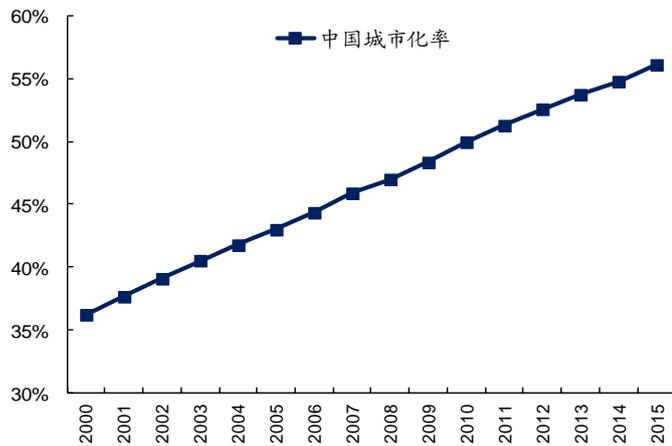
资产管理是对资产投资和资产价值提升的重要环节，通过制定运营策略控制物业运营成本，并定期进行投资与运营状态分析，实现项目整体目标；此外，后续的物业管理与物业租金直接相关。不同于普通住宅物业管理，商业体开业一年内租户置换率达 20%-40%，因而补充招商成为其重要内容。

从开发主体来看，商业地产商处于价值链中心，其他主体对行业发展影响各不相同，大致可分为需求和成本两个层面。

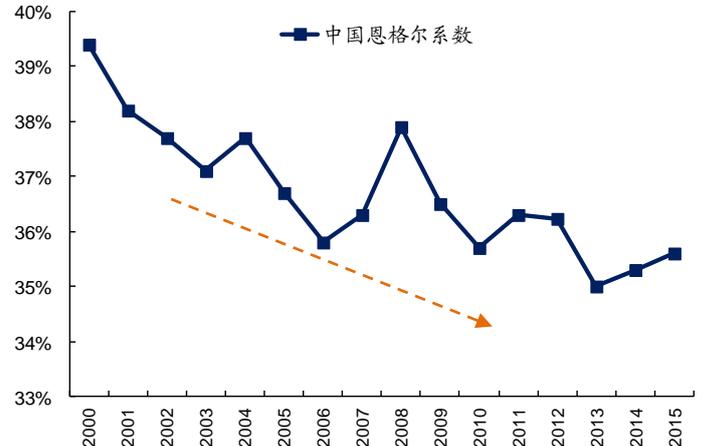
需求层面主要由国家（区域）经济发展水平、城市化率、区域商业发达程度、居民消费习惯等，主要分为收入需求和投资需求。改革开放后，

我国城市化水平及居民可支配收入不断提升，2001-2013 年 CAGR 达 14.7%，恩格尔系数由 40% 下降至 35%，根据联合国划分标准已进入相对富裕社会。伴随物质生活富足，人们对文化、娱乐休闲等层面需求增强，在此趋势下商业地产行业迅速发展，2008 年至今投资规模 CAGR 超过 30%。

图表 3 我国城市化率持续快速上升趋势



图表 4 中国恩格尔系数仍处下行通道



数据来源: wind、国泰君安证券研究

图 5: 国民可支配收入及消费水平持续上升

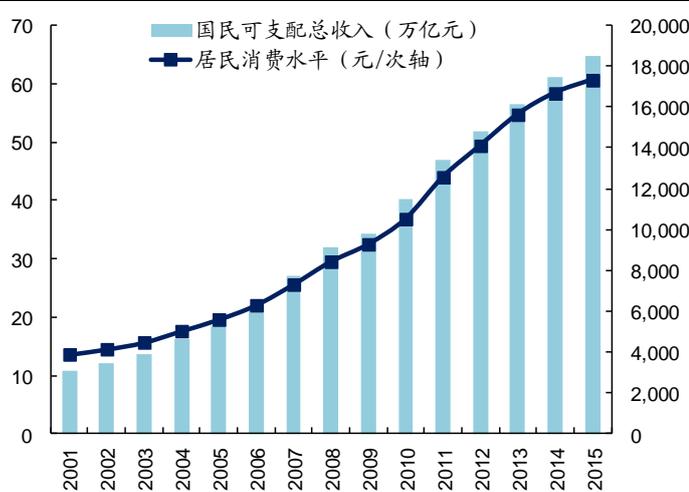
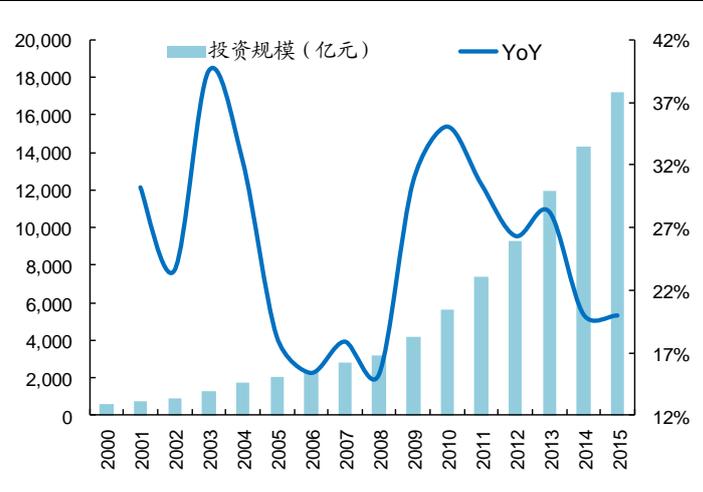


图 6: 2000-2015 中国商业地产投资规模



数据来源: 国家统计局、国泰君安证券研究

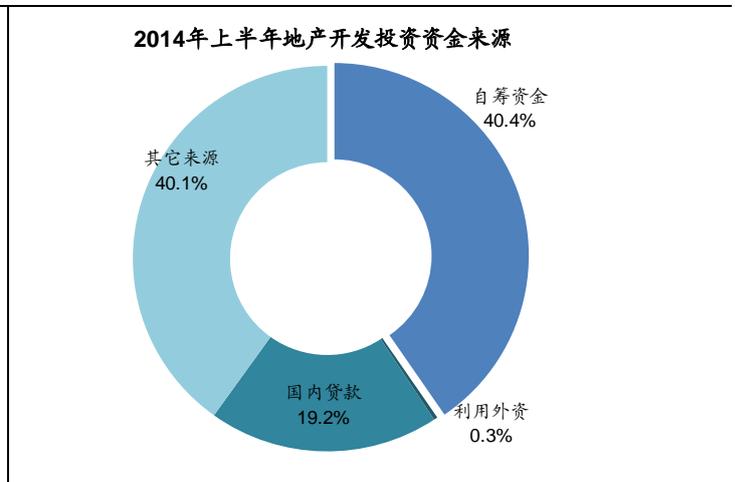
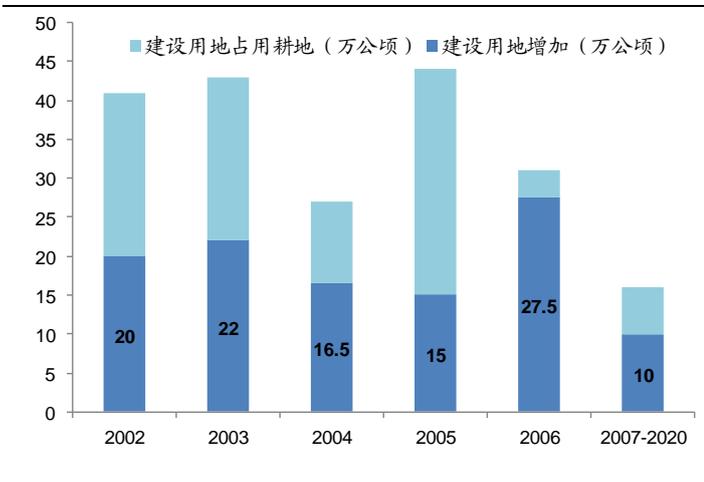
商业地产企业成本主要包括土地成本、拆迁补偿、建安成本、资金成本和开发税费等，除了建安成本相对稳定，近年来地价、拆迁补偿、资金成本等均不断上升。虽然垄断特性及产品稀缺性使得商业地产企业可将成本转嫁给商户或消费者，但部分区域由于供给过剩导致的发展不利日益显现。长期来看，商业地产成本端仍然具有一定刚性。

首先，土地资源的限制导致供应短缺。我国实行严格的耕地保护制度，2020 年前将严守 1.2 亿公顷耕地红线。城市多位于平原地区，周边多为农用耕地，由此决定土地供给具备稀缺性；其次，商业地产运营属重资产投资，项目以出租为主势必导致资金回收期较长，融资加杠杆成为常

态。虽然近期涉房融资有所放松，但融资难及融资方式少、资金成本高
等问题仍然存在。从 2014 年上半年地产开发资金来源来看，自筹资金
比例超过 40%，REITs 等新型融资工具仍有待开发。

图 7：2002 年以来我国建设用地净增加面积

图 8：目前地产开发资金来源仍以自筹资金为主



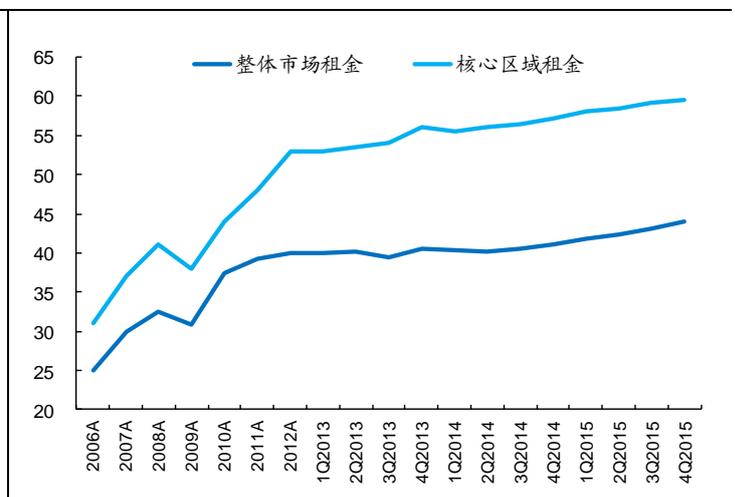
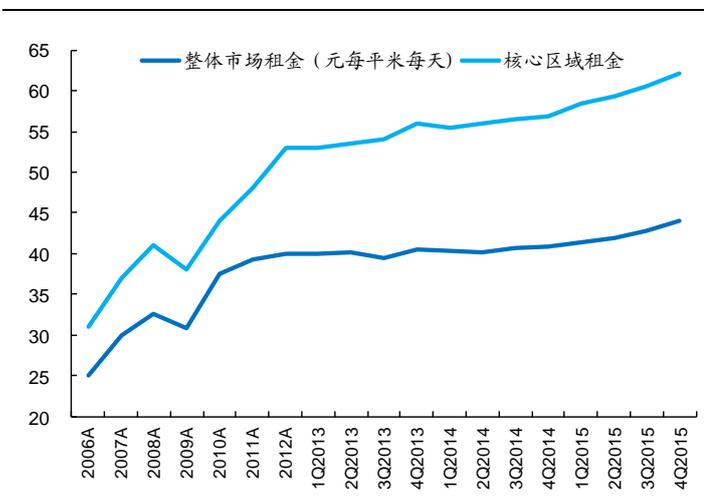
数据来源：国家统计局、国泰君安证券研究

在城市发展过程中，核心商圈由于承载了交通、商业甚至情感交流等功能，往往能够代表一个城市的顶尖消费水平。从盈利本质上看，反映地段价值的并非其业态盈利能力，而是其长期租金水平走势，由于具备稀缺性核心地段租金水平长期保持稳定上升态势，这实际上是 REITs 等地产金融工具的基础。

由于历史原因，百货门店通常开设在当地主流商圈核心地带。虽然电商等新业态冲击导致百货业务盈利能力下滑，但从核心城市商业物业市场租金表现来看，各地商业物业租金水平几乎未出现下降情形，反应出核心商圈物业资产由于具有稀缺性仍具备可观价值。由于二级市场主要采用 PE 相对估值方法，使得部分重资产企业市值与资产价值脱离。

图 9：北京商业物业市场日租金保持平稳上升

图 10：上海商业物业日租金保持平稳上升



数据来源：高力国际、国泰君安证券研究

图 11: 广州首层商业物业月租金增长较快

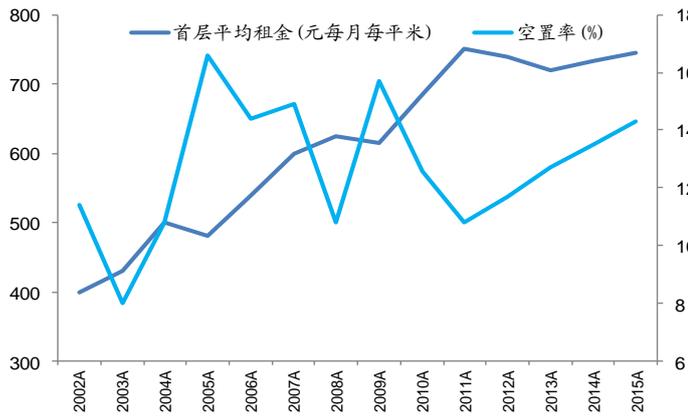
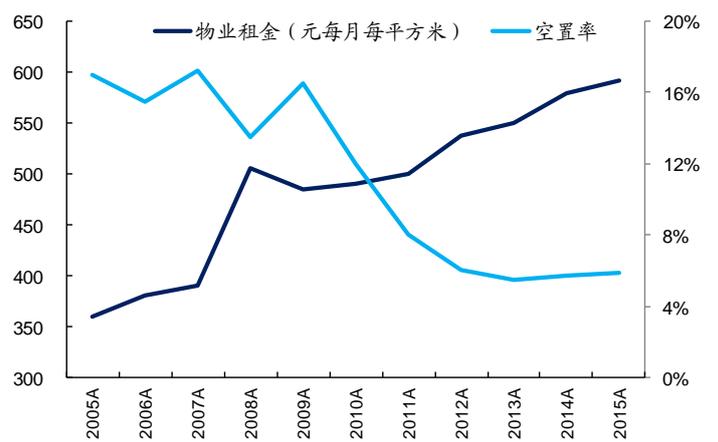


图 12: 天津商业物业月租金保持整体上升趋势



数据来源: 高力国际、国泰君安证券研究

图 13: 南京首层商业物业月租金同样具备刚性

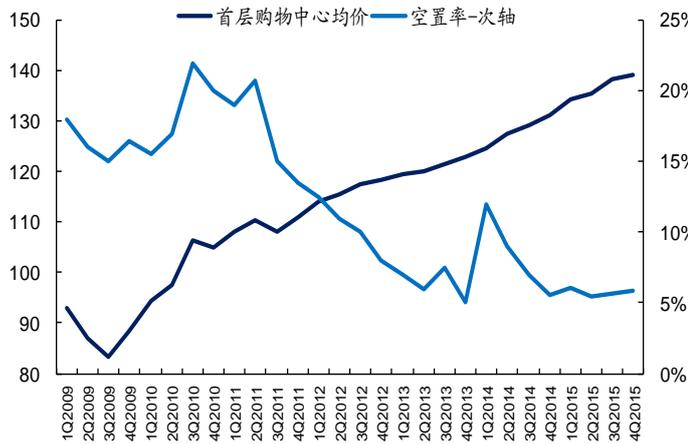
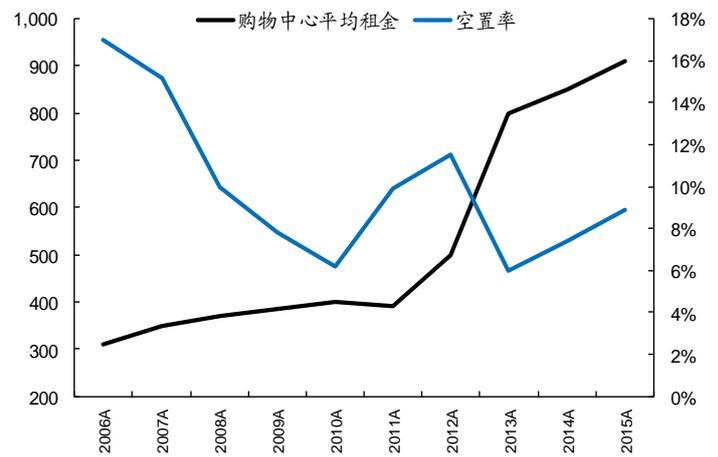


图 14: 成都商业物业市场保持上升趋势



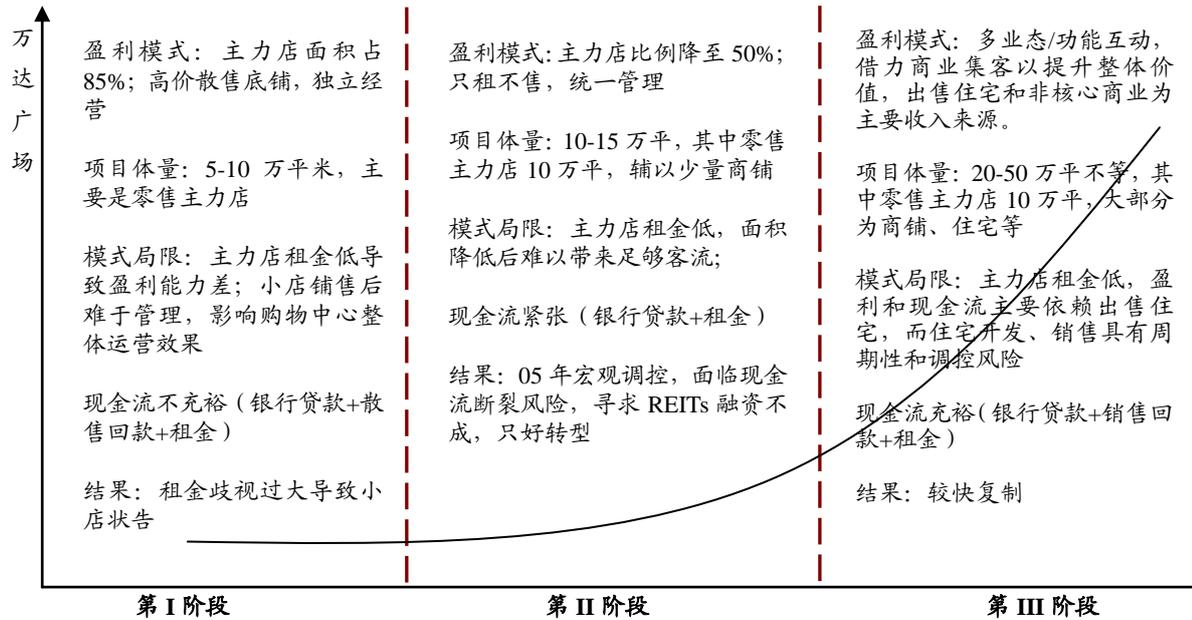
数据来源: 高力国际、国泰君安证券研究

1.2. 商业地产运营模式分析

“地产+商业”运营模式主要有两种: “地产大鳄+商业巨头”战略联盟及控股企业模式, 优势主要有 1) 合理的市场定位、准确的商圈分析以及业态组合可减少资源浪费; 2) 商业巨头的稳定租金可提高项目整体经营稳定性, 并利用商业品牌效应促进配套项目(住宅或商铺)销售; 3) 更容易统筹资金, 减少周期性因素对建设影响。

战略联盟模式是指地产商在商业地产开发前便与若干商业企业结成联盟, 在开发过程中商业企业参与相关规划工作, 较有代表性的是万达订单地产。万达集团与沃尔玛、欧倍德等国际巨头签订长期合作协议建立战略联盟, 在商业体开工前即吸引其入驻其主力店, 以租金优惠换取强大集客能力。“订单地产”不仅可转嫁开发风险, 而且较好地提升商业地产品牌层次, 并带动周边物业增值实现项目整体收益提升。

图 15: 万达三代“订单地产”进化史



数据来源：《万达商业模式研究》，国泰君安证券研究

控股企业运营模式下地产商与零售商同属一家母公司，是在同一平台的产业整合。该模式立足于长期可持续发展，从整体上保证所有权与经营权高度同一，对地产资源与商业资源高度整合，在运营中进行专业协同、全程一体化管理。典型案例是国美与鹏润集团合作运营北京丰台核心商务区商业地产，鹏润集团通过零售现金流补贴地产开发，并利用国美打造商业主力店提升项目整体价值。

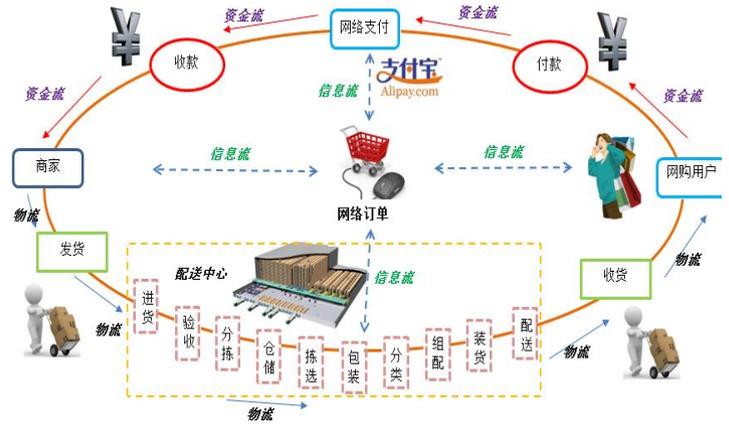
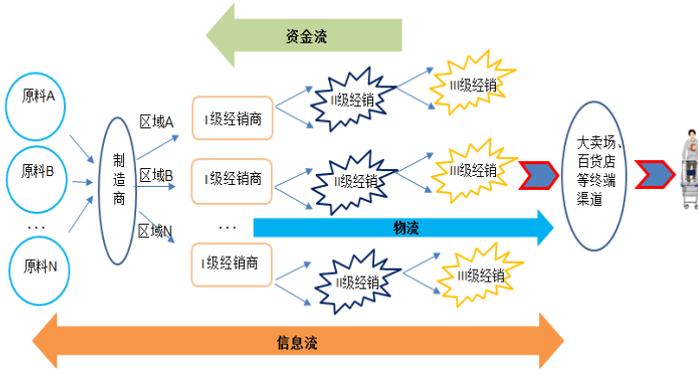
1.3. 零售商多种形式参与商业地产运营

从马克思经济学理论来看，传统商业往往通过自建或长期租约获得经营场所，并利用线下营销方式持续运作逐渐度过门店培育期，即通过连续经营获取 II 级级差地租，盈利模式基础为通过核心商圈有限及渠道相对稀缺。然而随着电商横空出世，渠道稀缺性受到破坏，高效的线上营销悄然改变着人们消费习惯。而对零售商来说，除了沿产品延伸（品牌及采购端等）外，向地产产业链上游延伸获得 I 级级差地租同样是不错选择，国际快餐巨头麦当劳及国内卖场龙头高鑫零售均是佼佼者。

应该说，零售商涉足商业地产运营很大程度上与电子商务快速发展有关。2008 年全球金融海啸后，由于外贸受阻生产型企业销售压力陡增，而随后的四万亿经济刺激计划进一步导致高库存，企业去库存需求迫切。在此背景下，供应链效率更高的电子商务蓬勃发展，快速抓取网购用户的同时在传统零售主力品类领域大肆渗透，并利用技术手段有效巩固网购消费习惯，通过自建或整合社会化物流资源完善配送体系，阿里巴巴、京东等电商企业的快速崛起催生中国网购时代来临。

图 16: 传统零售供应链以多级经销体系为特征

图 17: 电子商务供应链以信息化为特征



数据来源：艾瑞咨询、CNNIC、国泰君安证券研究

图 18：2008 年后网络零售高速增长

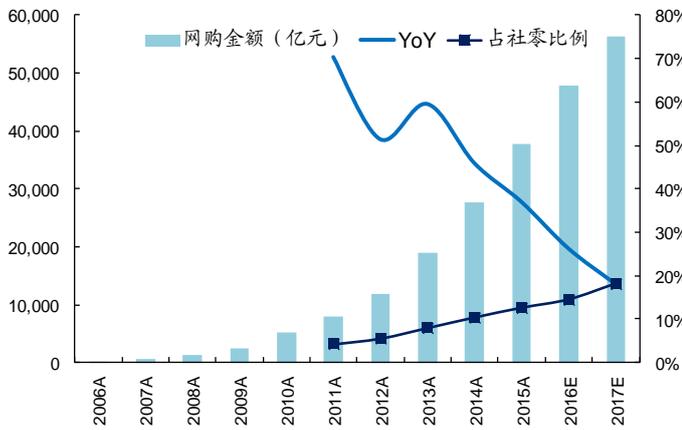
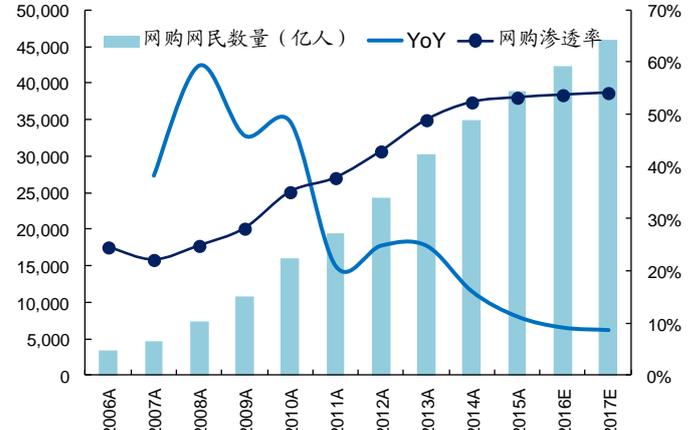


图 19：网购渗透率持续上升



数据来源：艾瑞咨询、CNNIC、国泰君安证券研究

图 20：消费者网购习惯固化、频次加深（2014 年）

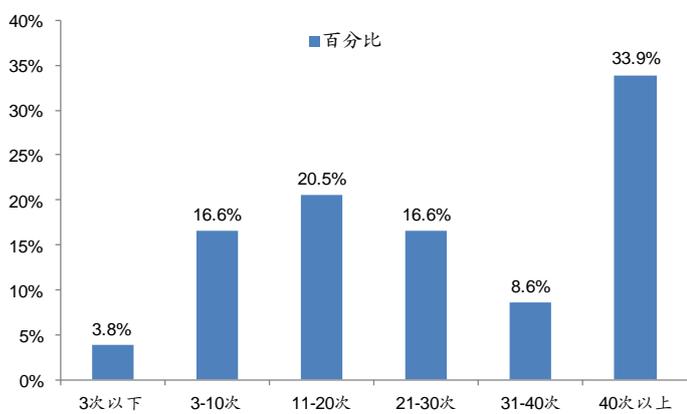
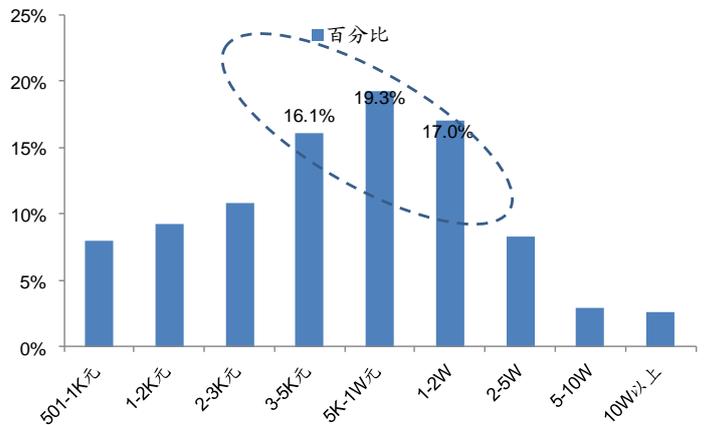


图 21：网购年消费额 5W 以上占比近半（2014 年）



数据来源：艾瑞咨询、CNNIC、国泰君安证券研究

传统零售业态以占据核心商圈为基础优势，依靠区域经销体系构建护城河，长年来重跑马圈地而轻供应链生态建设，价格体系较电商供应链处

于明显劣势。由于互联网营销更为精准有效，线下传统的打折促销效果区域下降，最终导致销售及盈利效率同时承压，行业 ROE 回报率不断下滑。

为应对电商冲击及顺应品牌消费升级趋势，不少零售企业对存量商业体经营品类进行调整，通过品牌化方式与电商进行差异化经营；另外，鄂武商、王府井等企业较早进行战略转型，通过自建或与地产商合作方式运营拥有体验优势的大型购物中心。

王府井与恒大集团合资建设城市综合体或商业地产，充分发挥恒大集团商业物业开发建设优势，持续为公司输入商业地产资源，规避物业获得成本高、来源不稳定等不利。与地产商合资建设商业地产将实现定制式地产，按市场需求及公司经营需要配置物业，并获得一定开发收益。

图 22: 2011 年开始行业收入及盈利增速快速下滑

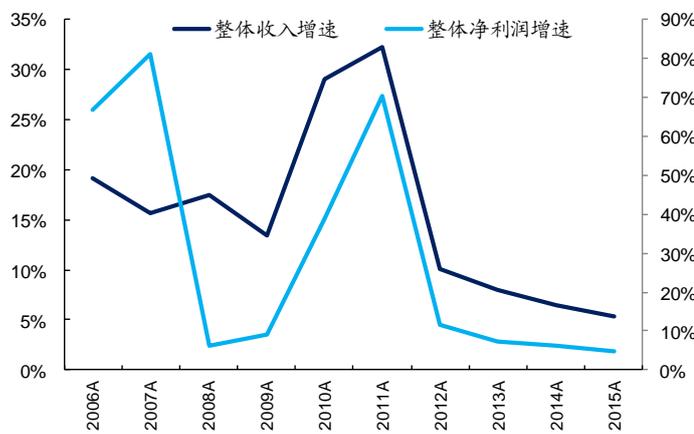
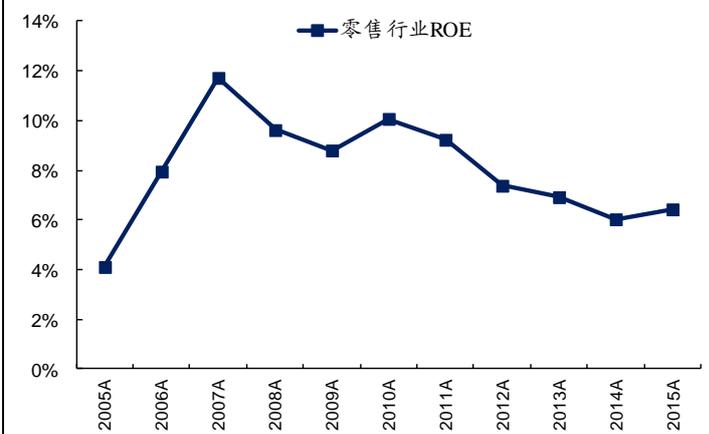


图 23: 行业 ROE 回报率呈下降趋势



数据来源: wind、国泰君安证券研究 (选取 A 股 25 家主要零售企业)

2. 嘉德置地: 资产阶段分解与投资人匹配

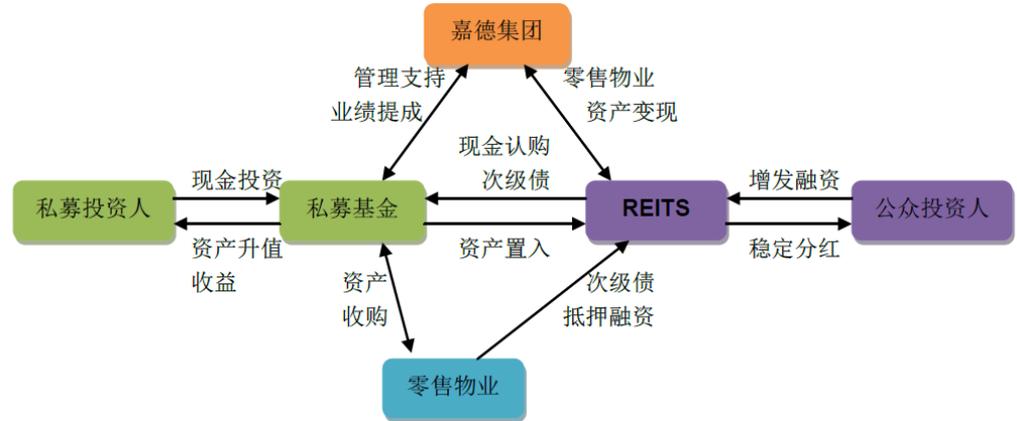
商业地产开发属重资产运营，与住宅地产相比具有开发时间久、回款周期长、后续不确定性高等特点，从设计施工、招商运营到最终的物业管理，需要成熟的运营体系和深厚的资金实力。从国际经验来看，绝大多数公司均利用金融工具来解决资金难题。

商业地产开发过程中，核心矛盾是培育期投资物业耗用大量资金，却无法提供高租金回报，甚至不足以覆盖利息成本；另一方面，物业升值受益在资产变现前为非现金受益，且短期波动性较大，在市场低谷中物业的升值收益可能变为贬值损失。与之相反，成熟期投资物业随着出租率上升及租金水平提高，租金回报率稳步上行，且在经济周期中波动较小。

嘉德置地是亚洲最大的房地产集团之一，同时也是亚洲最大的房地产基金管理者之一，旗下房地产业务包括住宅、办公楼、购物商场、服务公寓等，嘉德平衡现金流风险核心是资产类型分解与相应投资人匹配。根据投资人偏好，将不同发展阶段、不同风险特征的物业资产进行了分离，

用私募基金与 REITs 结合的方式运营商业地产。

图 24: 嘉德集团的基金地产模式



数据来源: 公司网站, 国泰君安证券研究

基金地产模式下, 嘉德置地平衡风险的核心是资产类型的分解与投资者的匹配。培育期投资物业具有低现金回报、高资本收益、高价值波动风险的特征, 这使它比纯粹的开发物业面临更高的风险, 对投资人也提出了更高的风险承受要求。与之相对, 成熟期的投资物业则不同, 随着出租率的上升和租金水平的提高, 租金回报率逐步提升到一个相对合理的市场水平, 并具有低谷中波动较小的特征, 相对稳定的风险收益特征使其更适合保守投资人。

嘉德置地按发展阶段将投资物业分为培育期和成熟期, 培育期风险较高, 资本升值潜在回报空间也更大, 更适合私募投资人; 成熟期物业收益率在 7-10% 之间, 具有稳定分红能力, 适合 REITs 投资人; 分离出这两部分收益后, 集团公司在保留开发物业的同时, 借助基金平台分享投资物业的管理费收益, 在提升收益率同时降低风险。

图 25: 嘉德置地基金地产模式: 私募+REITs

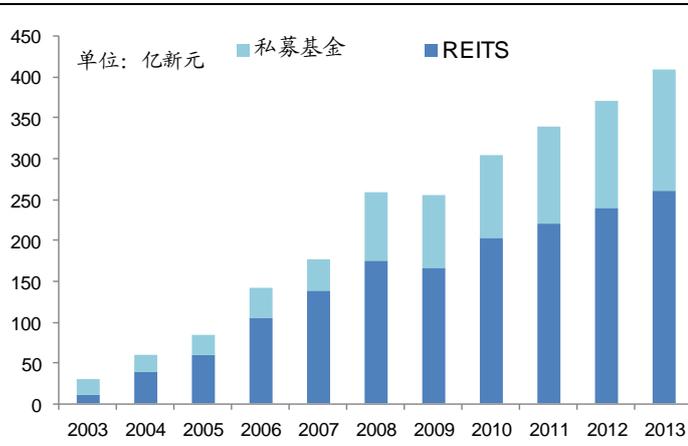
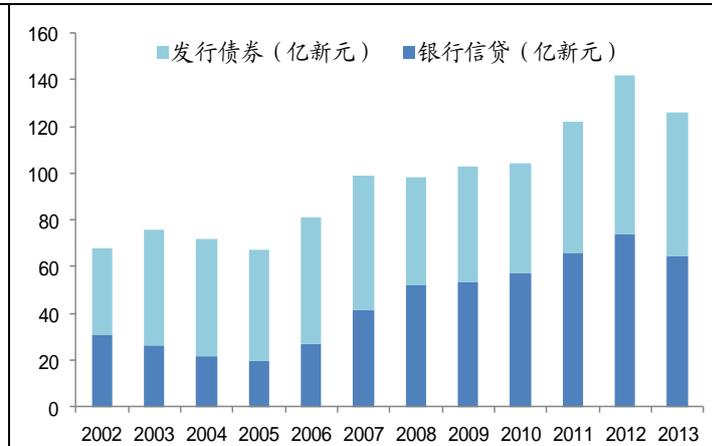


图 26: 嘉德置地负债结构企业债与银行贷款几乎对等



数据来源: wind、国泰君安证券研究

嘉德集团轻资产战略的核心是推动以费用收益为主的基金和物业管理

模式，适时对非核心资产的坚决剥离和核心资产的适时收割，不仅能够强化轻资产模式效果，充分套利行业周期，而且能够提供现金流帮助集团公司度过企业发展过程中可能出现的经济低谷。

表 1: 嘉德置地非核心资产剥离及核心资产适时收割

时间	剥离进程
非核心资产的坚决剥离	
2000-2003 年	累计剥离 30 亿新元的非核心资产，减债 21 亿新元
2004 年	累计变现总值 75 亿新元的非核心资产
2005 年	将物业服务 and 酒店管理两项业务列为非核心资产，Raffles Hotels 和 PREMAS 剥离接近 20 亿新元
2006 年	卖出剩余酒店权益，变现 2.3 亿新元，澳洲子公司卖出了在澳的住宅物业管理公司和 11 处工业物业
核心资产的适时收割	
2004 年	出售新加坡和曼谷的服务型公寓
2006 年	剥离了 10 亿新元的物业
2007 年	通过资产剥离产生 9.2 亿新元的收益，其中包括在新加坡 CBD 地区的 8 Shenton way
2008 年	在新加坡卖出 Hitachi Tower 50% 的权益，将 One George Street 置入 REITS，在中国将嘉德大厦卖给韩国 SK 集团，全年累计变现 33 亿新元资产。

数据来源：公司年报、国泰君安证券研究

3. 国外 REITs 已百花齐放

3.1. REITs 已是国际热点投资方式

REITs 是房地产证券化的重要手段，将流动性低、非证券形态的房地产投资，直接转化为资本市场证券资产金融交易。REITs 通常由专业人员管理，可采取投资公司、信托计划、投资基金等形式，并将物业销售或租金收入等分红形式分配给股东。最初于 1960 年在美国出现，目前美国是全球最大的 REITs 市场，共有 REITs 超过 200 家、规模超过 6000 亿美元。

从投资类型来看 REITs 可分为三类：1) 资产类：投资并拥有物业，主要收入来源于物业租金，美国 REITs 市场中资产类占比达 95.3%；2) 房地产贷款类：投资房地产抵押贷款或房地产贷款支持证券，收益主要来源于房地产贷款的利息；3) 混合类：采取上述两类投资策略，投资领域既包括房地产本身也包括房地产贷款。

REITs 主要分为美国和亚洲两种模式，美国模式从税收角度确立 REITs 优惠条件，根据税法和市场状况在结构、经营策略等方面作出相应决策。在美国取得 REITs 资质须满足 1) 75% 以上资产投资于房地产行业；2) 75% 以上毛收入与地产资产有关；3) 90% 以上应纳税收入用于分配红利；4) 股东数超过 100 个；5) 前五大股东持有股权不得超过 50%。亚洲模

式则是以美国模式为基础，在结构、投资目标、收入分配等方面制定类似规定，但没有相关税收优惠驱动特征。

表 2: REITs 两种模式比较

	美国模式	亚洲模式			
		新加坡	日本	韩国	香港
立法角度	税收	专项法规	专项法规	专项法规	专项法规
产品结构	公司	信托单位或共同基金	投资信托或投资公司	公司	信托单位
地产区域	无限制	无限制	无限制	无限制	仅限香港
股份限制	前五大股东合计持股不可超 50%	股东持股超过 5% 须通知管理人	最大股东持股不可超过 75%	单个股东持股不可超过 10%	无专门限制
房地产投资比例下限	75%	70%	75%	70%	90%
分红比例	不低于 90%	不低于 90%	不低于 90%	不低于 90%	不低于 90%
最高负债比	无限制	35% 总资产	无限制	不可借贷	35% 净资产
税收优惠	对分红优惠	对分红优惠	对分红和交易有优惠	对分红和交易有优惠	无

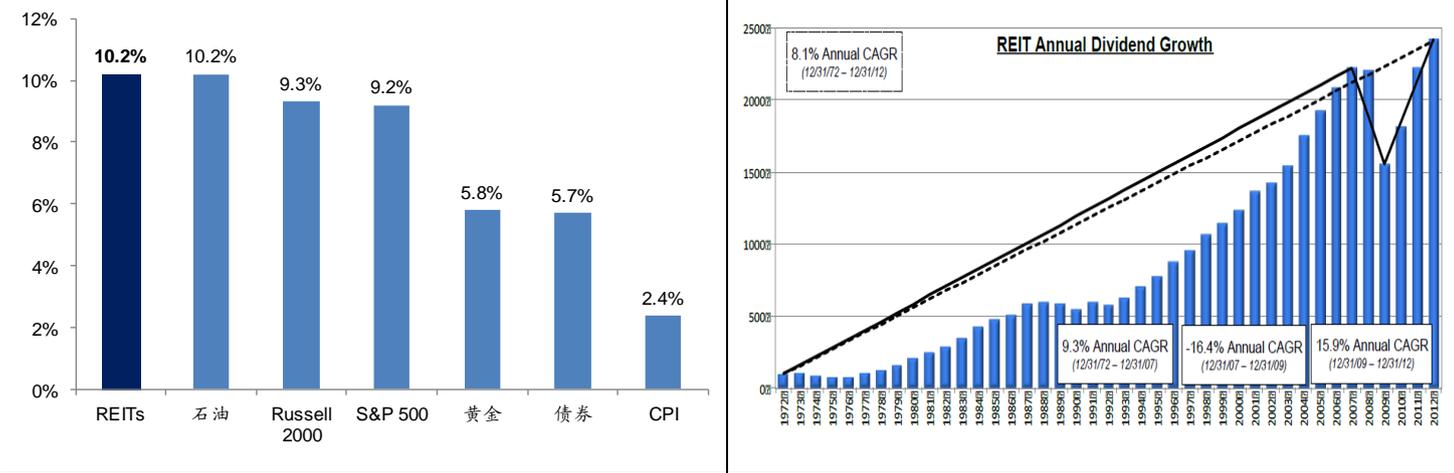
数据来源: Asia Law、国泰君安证券研究

从美国 REITs 的发展历史来看，REITs 凭借收益稳定、与股指相关性小且流动性较好等特点获得投资者青睐：

- 1、收益率在大类资产配置中占据优势。根据 Bloomberg 统计数据，过去 20 年（1993-2013）REITs 年化平均收益达 10.2%，明显跑赢 S&P500 及黄金、债券等。
- 2、稳定高额的分红收益。REITs 成功的关键在于稳健的分红回报，美国十年期国债长期保持在 2%-3%，通常投资者要求 REITs 收益率较之高 2 个百分点以上。根据 NAREIT 统计数据，目前权益类 REITs 分红率在 3%-6% 之间，过去 40 年分红年化增长率超过 8%。

图 27: 1993-2013 年大类资产配置中 REITs 占据优势

图 28: REITs 年化红利增长趋势



数据来源：Bloomberg、NAREIT、国泰君安证券研究

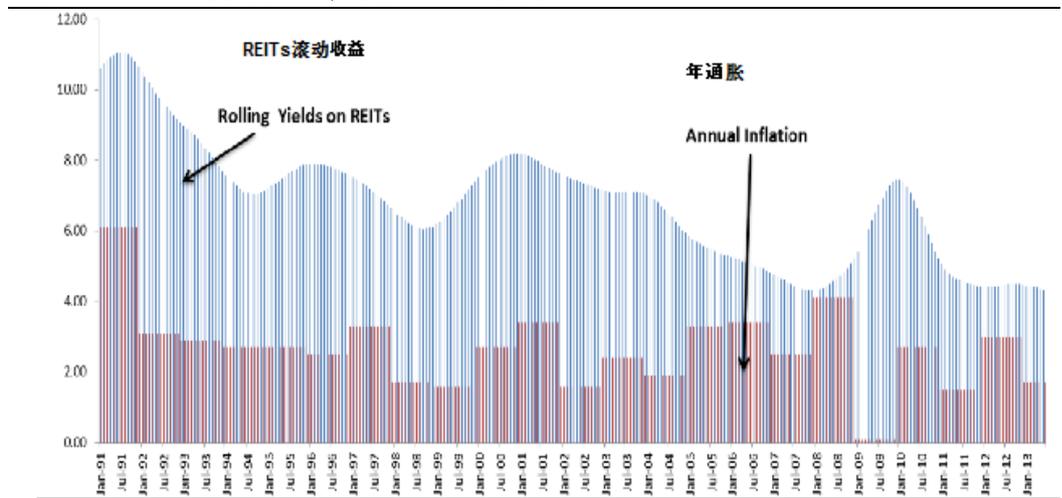
3、与其他权益类资产相关性较低，较好抵御通胀。据 Bloomberg 2003-2013 统计数据，REITs 与其他主要资产相关性在 0.4-0.8 之间；此外，REITs 还有极强的通胀抵御能力，以及流动性强等特点，因而成为众多美国投资者追捧的投资方式，尤其是养老基金、大学基金会、共同基金等长期投资者。

表 3: REITs 与其他权益类资产相关性较低

	大市值股票	小市值股票	债券	高收益公司债	商品	对冲基金	REITs
大市值股票	1	0.95	-0.26	0.77	0.52	0.81	0.79
小市值股票	-	1	-0.31	0.73	0.45	0.75	0.83
债券	-	-	1	-0.03	-0.18	-0.21	0.02
高收益公司债	-	-	-	1	0.56	0.78	0.72
商品	-	-	-	-	1	0.72	0.39
对冲基金	-	-	-	-	-	1	0.58
REITs	-	-	-	-	-	-	1

数据来源：Bloomberg、国泰君安证券研究

图 29: REITs 实际收益率 (收益-CPI) 明显



数据来源：NAREIT、Bloomberg、国泰君安证券研究

3.2. 美国 REITs: 可持续扩张, 规模效应创造溢价

美国是 REITs 历史最悠久的国家, 1986 年美国颁布《税制改革法案》, 允许 REITs 以公司形式自我管理, 极大促进了 REITs 发展, 目前 REITs 已被投资者广泛接受。截至 2013 年底, 美国商业地产估摸约 9 万亿美元, 同时住宅市场规模约 15 万亿, REITs 及其它房产运营公司持有约 1.5 万亿美元, 其中上市 REITs 总市值 6700 亿美元。

REITs 普遍要求较高的收益率水平 (一般高于十年期国债 2 个百分点以上), 美国 REITs 通过商业模式与金融模式的搭配, 打造出可持续扩张的增长路径, 并通过规模效应创造溢价。

图 30: 美国 REITs 数量及规模增长趋势

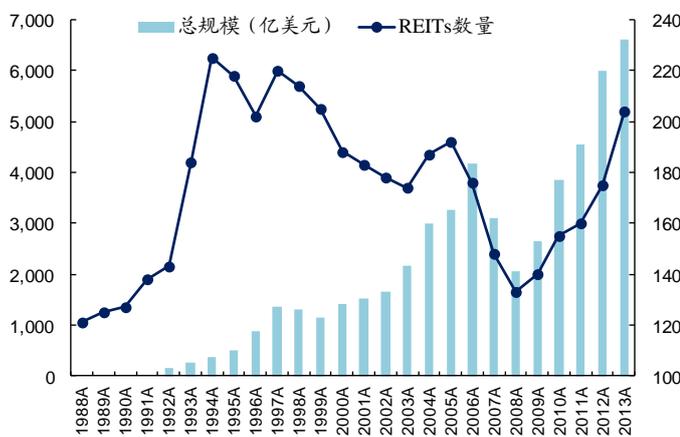
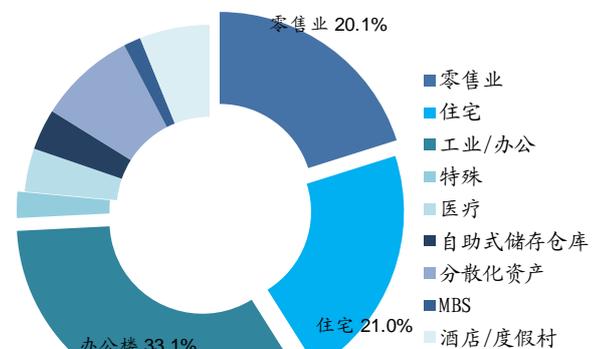
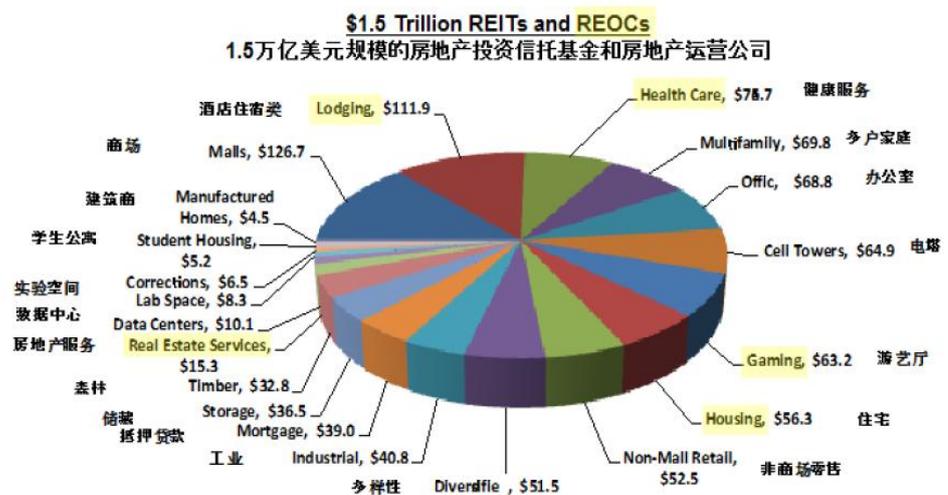


图 31: 美国 REITs 投资结构图



数据来源: NAREIT、国泰君安证券研究

图 32: 美国 REITs 及房产运营公司持有 1.5 万亿美元物业资产



数据来源: NAREIT、Bloomberg、国泰君安证券研究

REITs 成功的关键在于优秀商业模式+先进金融模式, 打造可持续扩张

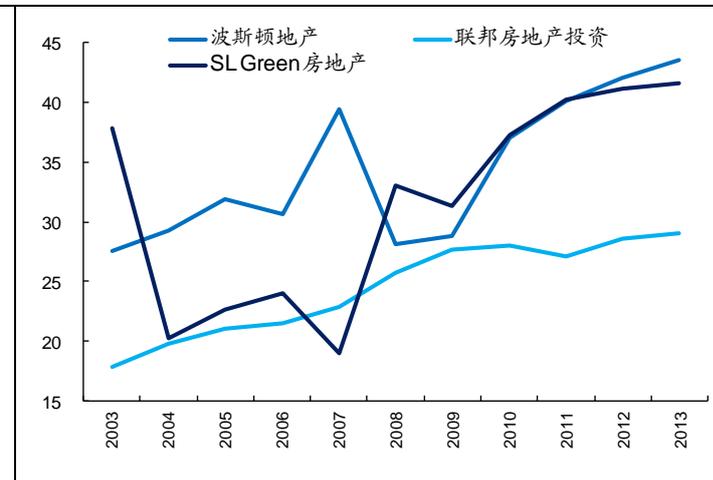
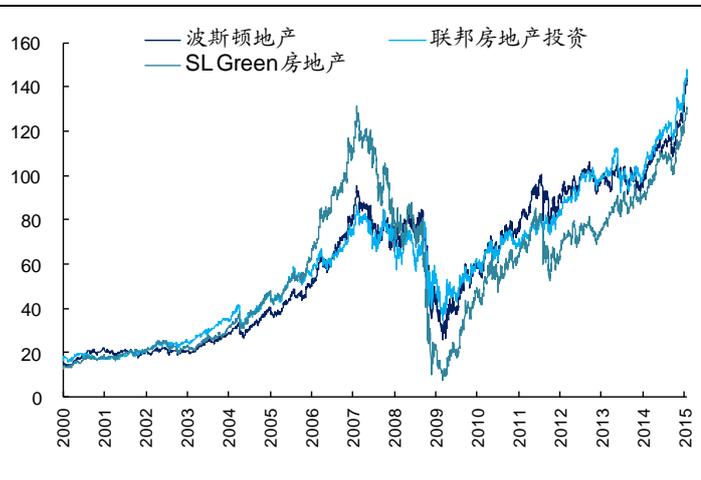
增长路径，最终通过规模效应创造溢价。FRT 通过对物业重新布局及再招商实现增值，然后利用规模效应扩大优势；KIM 善于低价收购次级商业地产，通过招商优势将租金提升至平均水平，创造了 10% 以上的投资回报；MAC 将高端物业进一步升级获取增值收益，笼络了大批奢侈品牌，但也更易受经济周期扰动；Realty Income 利用金融属性将商业地产融资租赁模式放大，并利用多样化物业组合抵御周期风险；REG 借助合资金融平台将租户定制开发模式做大，形成品牌效应。

3.2.1. 二次开发提升物业价值

由于时间问题核心地段物业往往为较早开发，物业设计等较难匹配商业业态进化，从而制约商户经营水平提升。II 级级差地租是指对同一土地连续运作获得的超额地租，通过针对性设计及较强的招商能力对商户组合进行调整，不旺转旺的案例层出不穷。

图 33: 剔除金融危机影响美股 REITs 多为长线牛股

图 34: REITs 平均租金具备价值刚性 (美元/平方英尺)



数据来源: Bloomberg、国泰君安证券研究

- ✓ **FRT** (联邦房地产投资) 于 1962 年成立, 1970 年专项零售商业地产, 聚焦于市区成熟社区老建筑, 由于区域人口密度大、收入水平高且闲置土地少, 因此进入门槛高、再开发风险较低。将老旧物业翻新、重新招商、重新布局以获得商机, 称为“3R”战略。根据公司计划, 未来 50% 以上收入将来自重新招商及续租增长, 20% 来自重新装修后收入增长。

保证分红率的同时 FRT 利用外部融资保持了快速扩张, 除了股票和优先股融资, 债权融资是 REITs 类公司更常用的融资手段, 对外融资决定了公司在资金成本和投资回报上的敏感性, 优先股及债务融资平均融资在 5-10% 之间, 因此要求投资回报率须更高。

老社区商业中心改造经验为 FRT 贡献了超额投资收益, 经营明确、财务保守使得其回报率稳健, 至今保持着连续四十年每股红利增长记录, 2001~2007 年均综合回报率 (资本+红利) 达到 26.5%。**FRT** 成功之处在于通过再开发过程中特色商圈设计, 使老商业区焕发新活力, 从而创造增值收益。

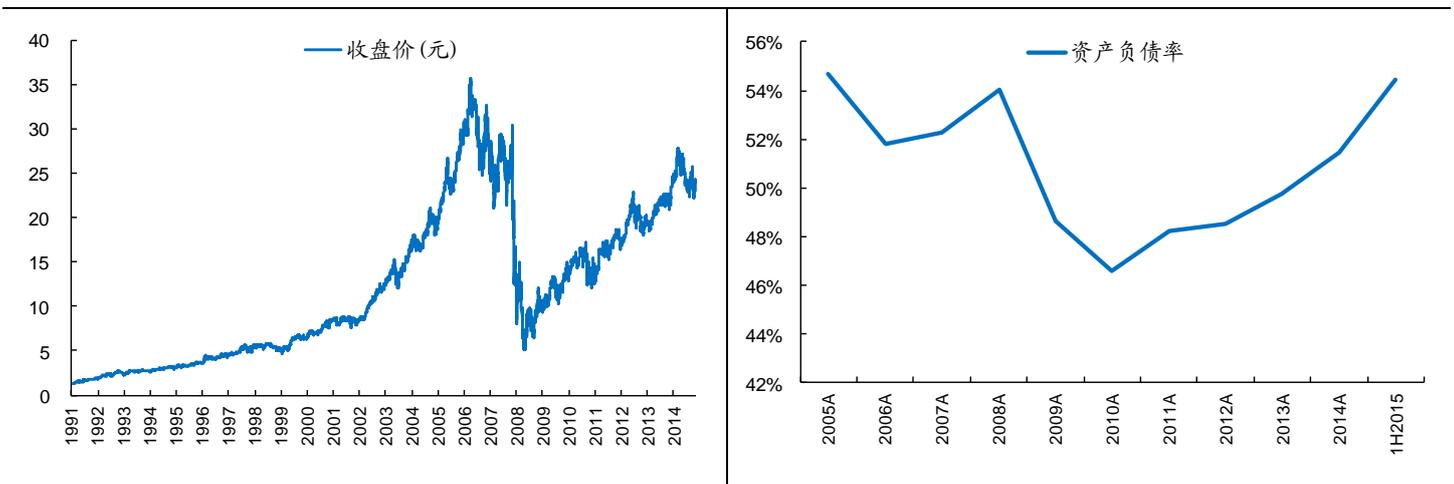
- ✓ **Kimco** 成立于 1958 年，早期仅从事地产开发，上世纪 80 年代随着流动性增强及郊区发展开始收购商业体。2007 年公司共在 1973 处物业中拥有权益，权益面积达 1.83 亿平方英尺，以露天式购物中心为主，金融危机后有所下降。

Kimco 先以低价收购经营不善的低租金物业，然后重新装修转租战略合作伙伴（大型连锁超市、折扣店、药店等）。与 FRT 不同，Kimco 更强调规模效应（坪效仅为行业平均水平）及标准化扩张模式，定位为成本导向型的商业体运营商，通过构建露天式社区购物中心降低固定资产投入，从而灵活适应商业业态变化。

与 FRT 类似，Kimco 注重发挥公开市场融资能力，1991 年上市后已实现融资近百亿美元。2007 年上半年金融危机到来前发行了 3 亿美元无抵押债券（固定利率 5.7%），2007 年 10 月又以 7.75% 利率发行了 4.6 亿美元优先股，从而为 2008 年金融寒冬做足了准备。尽管债务融资成本更低，但 Kimco 始终保持较低的财务杠杆，并通过较低收购价和规模效应使得再开发项目投资回报率保持在 10% 以上，1991 年上市以来 Kimco 年均综合回报率近 20%。综合来看，Kimco 是典型的“地主”型企业，以规模效应下低成本进行稳健扩张。

图 35: 剔除金融危机期间，Kimco 股价保持长牛

图 36: Kimco 资产负债率保持在 50% 左右



数据来源: Bloomberg、国泰君安证券研究

- ✓ **Macerich (MAC)**: 与奢侈品同步增长，打造更高端
MAC 更注重高端物业市场，首先收购繁华地段物业并打造为更高端地标性建筑，然后通过重新招商引入一线品牌，从而提升整体利润率及租金水平。为树立自身高端形象，MAC 与诸多奢侈品零售商保持战略合作关系。前期奢侈品市场的繁荣使得 MAC 保持了 10% 以上投资回报率，并利用外部融资渠道不断快速扩张，成为全美第三大购物中心类 REITs。

然而随着高档物业价格增速放缓，MAC 回报率开始呈下降趋势，且高端定位使得其对经济周期更为敏感，金融危机爆发后公司经营大幅下滑（2008 年前三季度利润下降 67%）。此外，由于储备项目较多公司资本开支压力凸显（08/09 支出均超过 5 亿美元），使得 2009 年净负债达 10

亿美元以上，股价亦大幅下滑 80%。

图 37: 诸多大牌企业在 MAC 旗下开设分店

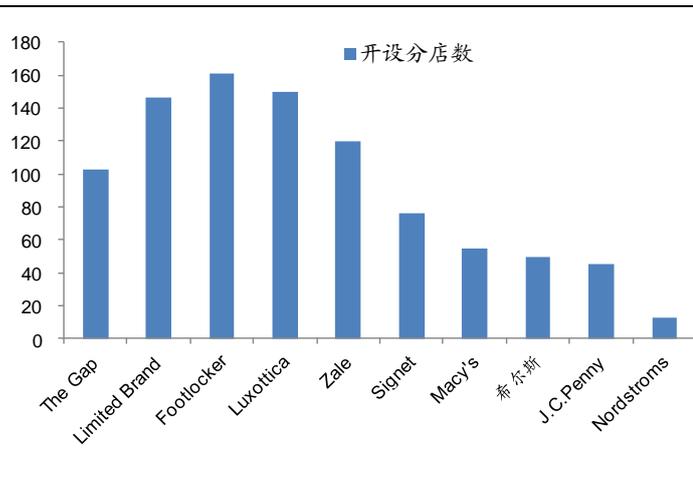
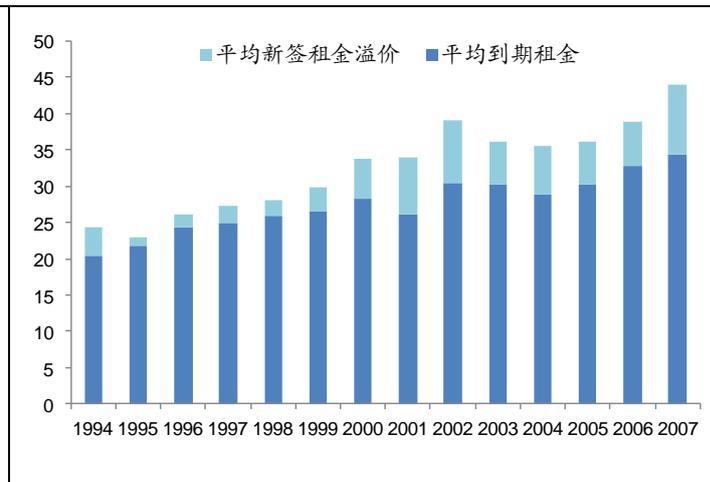


图 38: 新签租金溢价明显 (美元/平方英尺)



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

3.2.2. 售后返租提供新模式

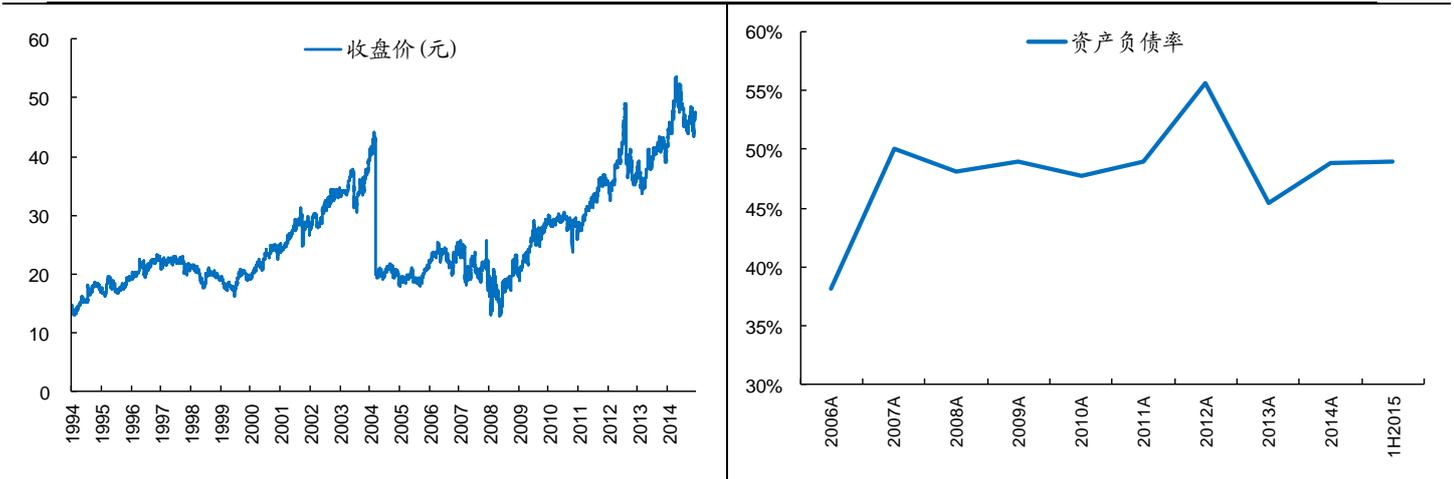
Realty Income 是一家以创造稳定分红为核心目标的 REITs, 经营模式为购买连锁零售商独立店面, 然后返租以缓解其资本压力, 从而赚取租金收益与融资成本差额。Realty Income 不仅是一家地产商, 更是金融服务公司, 本质为零售店面的融资租赁。Realty Income 目标为相对保守的投资者, 另一方面又为快速扩张的轻资产零售商提供支持, 是一种介于股票和债权之间的投资工具。1994 年以来其年均分红增速保持在 5% 以上, 且其物业接近满租。

Realty Income 商业模式的核心是降低融资成本, 公司主要采用股权融资 (普通股+优先股), 因此公司须将估值水平保持在相对高位, 即使在金融危机期间 Realty Income 仍保持 20X 以上 PE。一方面租户保持多样化, 目前 Realty Income 在 49 个州拥有近三千处物业, 分别来自 30 个行业的近百家连锁商, 从而保证其有较强的抗周期性; 此外, Realty Income 通常与租户签订长期合约以锁定租金持续性。

应该说, 连锁零售繁荣缔造了 Realty Income。随着规模扩大, 大部分零售商倾向于以轻资产方式进行扩张, Realty Income 以战略定位清晰和对 REITs 深刻理解赢得了独特市场空间。作为一家坐拥 2300 多处商业物业、年收入 3 亿美元的公司, 全部员工仅 74 人, 主要负责选定物业、签定租约和安排融资, 而与物业相关的税负、保险和维修费用均由租户承担, 商业模式简单清晰使得其受众多投资人青睐。

图 39: Realty Income 股价及租金收入表现

图 40: Realty Income 负债端保持在 50% 左右



数据来源: bloomberg、国泰君安证券研究

3.2.3. 利用合资基金打造规模效应

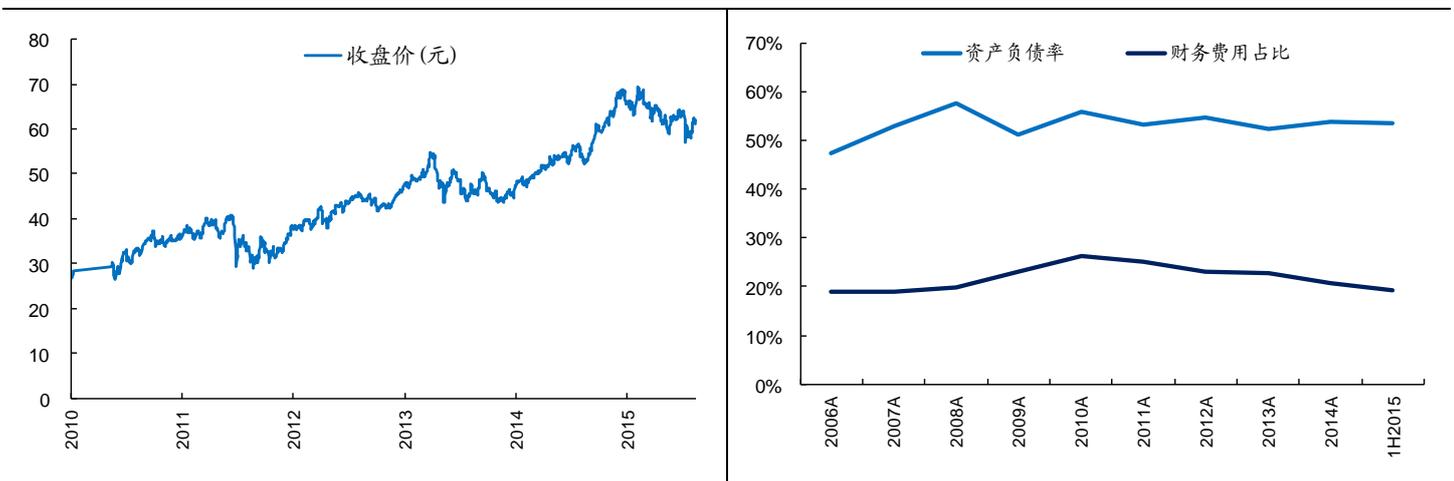
Regency Centers 成立于 1963 年，截至 2014 年底拥有 120 座购物中心合计可租面积 3820 万平米。主要位于高收入社区，定位于以超市为核心的社区购物中心。为降低经营风险，REG 主力商家为知名连锁零售商，成为美国零售业知名的租户定制型商业中心开发者。

定制模式加强了 REG 与租户间合作关系，但也增加其资金负担，为缓解资金压力 REG 搭建了合资基金平台。2000 年期 REG 成立了其第一支合资商业地产基金，经过十几年发展 REG 已成立了 XX 家合资基金(2009 年为 19 家)，合资基金中 REG 平均仅持有 20% 左右权益。

合资基金极大缓解了 REG 资本压力。REG 一方面不断承接组合定制开发需求，不断加强与租户联系；另一方面不断将部分定制开发物业出售给合资基金或第三方，以回收现金用于新开发。借助合资平台 REG 将其定制开发物业能力放大到极致，并且保持着相对稳健的财务状况，使得公司保持了较好的流动性。不确定性在于合资方能否如约提供稳定资金，以及开放式基金能否抵御赎回压力等。

图 41: REG 股价表现稳健

图 42: REG 资产负债率保持在 50% 左右



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

4. 从越秀、领展看中国 REITs 现状

4.1. 越秀房产信托，最接中国地气的 REITs

越秀 REITs 与 2005 年底在香港上市，是第一支投资中国内地物业的上市 REITs。截至 2014 年中报，物业组合包括位于广州的六项商用物业，物业产权面积共计 68 万平方米，可供出租面积 44 万平方米。物业整体出租率为 93.48%，新物业国金中心综合出租率 90.71%，其中写字楼出租率 88.75%，零售商场出租率 98.37%。

表 4: 越秀 REITs 旗下物业资产情况

物业名称	类型	位置	落成年份	产权面积 (万平方米)	可出租面积 (万平方米)	出租率	租金单价 (元/平方米)
白马大厦	批发市场	越秀区	1990	5.01	5.01	100%	554
财富大厦	甲级写字楼	天河区	2003	4.14	4.14	99.27%	138
城建大厦	甲级写字楼	天河区	1997	4.24	4.24	96.6%	120
维多利亚场	零售商场	天河区	2003	2.77	2.73	92.19%	192
越秀新都会	综合商务楼	越秀区	2007	6.2	4.99	97.6%	100
国金中心	商业综合体	天河区	2010	45.74	23.03	88.01%	203
其中							
甲级写字楼				26.78	18.35	85.37%	221
零售商场				4.70	4.67	98.37%	140
酒店				9.15	-	-	-
服务式公寓				5.11	-	-	-
合计				68.1	44.13	92.59%	219

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

表 5: 按业态划分物业资产情况

出租物业	产权面积 (万平方米)	可出租面积 (万平方米)	出租率	租金单价 (元/ 平方米)	经营收入 (百万元)
写字楼	41.35	31.72	90.61%	174	573.1
零售商场	7.47	7.4	96.09%	159	123.06
批发	5.02	5.01	100%	554	339.32
经营物业	类型	开业时间	产权面积 (万平方米)	单位数量 (套)	平均入住 率
广州四季酒店	五星级酒店	2012 年 8 月	9.15	344	53.9%
国金中心雅诗阁 服务式公寓	高端服务式 公寓	2012 年 9 月	5.11	314	44.0%

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

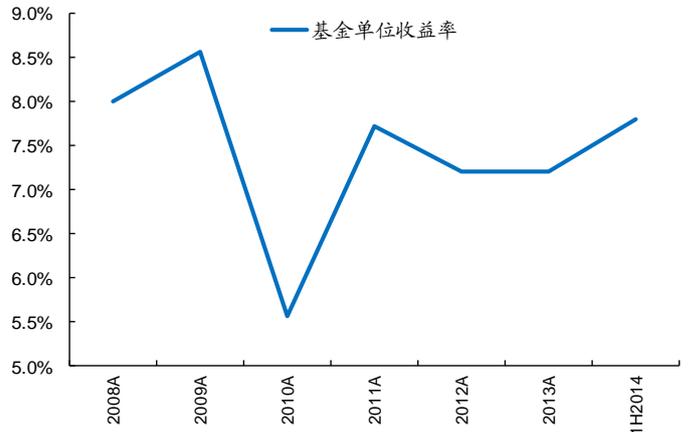
根据契约规定，越秀 REITs 每年至少须分配 90% 可分派收入，实际上越秀 REITs 已披露 2012-2016 年拟 100% 分派收益，这也是对 REITs 投资者最大的魅力所在。

投资 REITs 收益来自两部分,一方面来自基金分红,2012/2013 越秀 REITs 分红收益率均为 7.2%;另一方面来自 REITs 投资收益,从历史表现来看,越秀 REITs 价格走势稳定增长。综合测算,2008-2014 年越秀 REITs 综合年化收益率超过 30%。毫无疑问,对大部分投资者而言是极具吸引力的。

图 43: 越秀 2008 年后为长线牛股



图 44: 越秀保持较高历史收益率

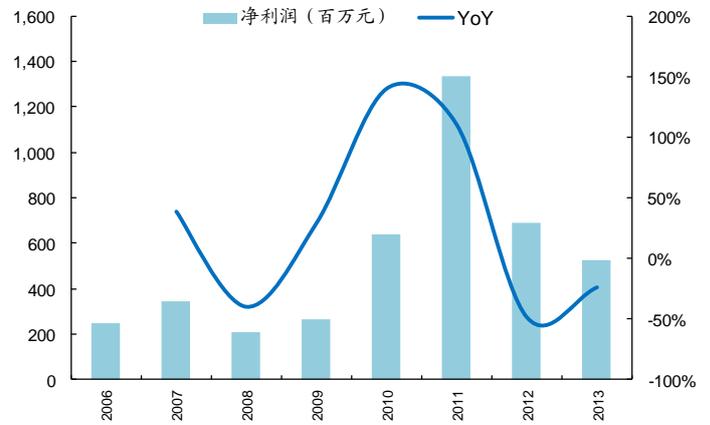


数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

图 45: 金融危机后越秀收入增长稳定



图 46: 2011 年物业估值大幅提升致净利润达高点



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

从越秀 REITs 多年来经营同样可以看出,核心地段商业物业由于具备稀缺性其价值具备刚性,这一点从每年公允价值变动即可看出。虽然从百货等业态经营层面来看,由于电商新渠道冲击盈利能力有所下降,但专业 REITs 历史收益率几乎不受影响(大的经济周期除外)。

越秀 REITs 最大的优势在于通过“众筹”方式将物业所有权转变成轻资产,依靠专业的招商运营、物业管理能力,从而攫取 II 级级差地租(在同一块土地上连续追加投资)。除了接手时间较短的国金中心外,白马大厦、财富大厦等基本接近满租。此外,由于招商经营能力突出,商户租约以短期为主,按租金来看近 60%为两年以内,物业提租将为后续增

长提供支撑。

图 47: 越秀 REITs 出租率基本保持在 90% 以上

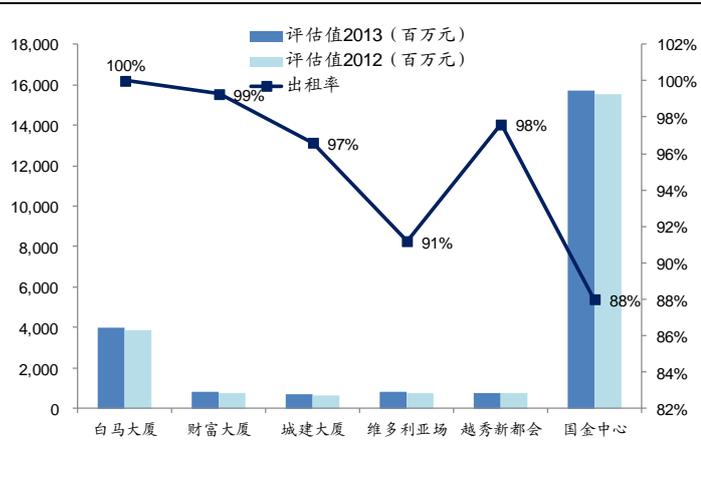
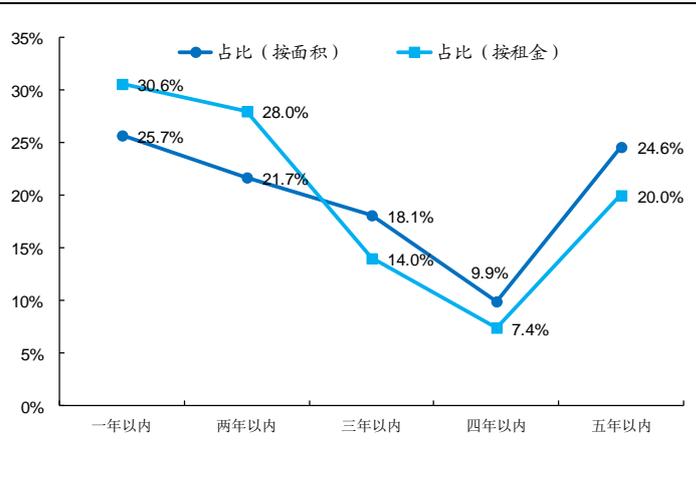


图 48: 越秀 REITs 租户到期情况



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

4.2. 领展房地产信托, 亚洲最大 REITs 之一

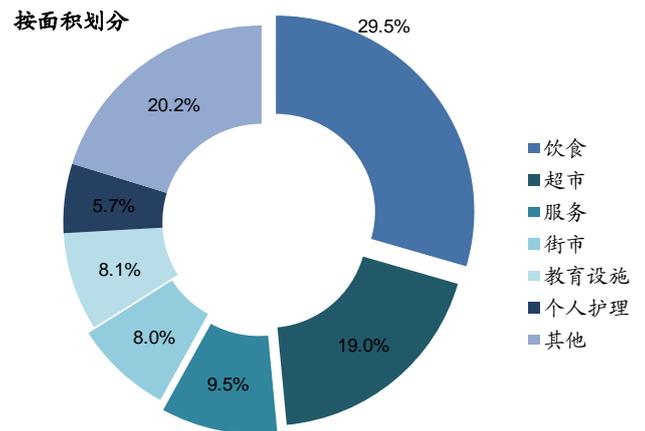
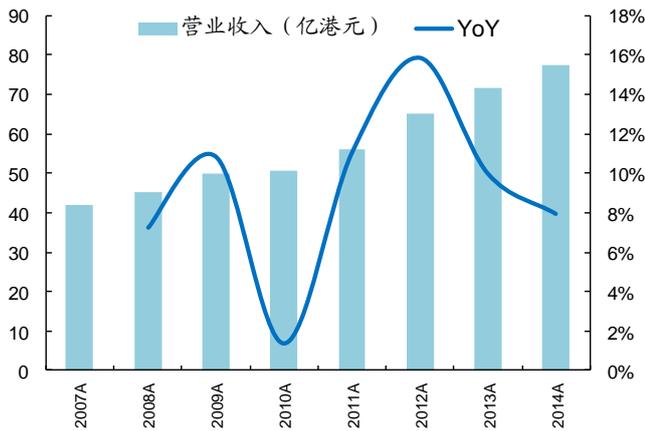
领展房产信托原名领汇, 是首家香港上市也是目前亚洲市场最大的房地产投资信托基金, 也是全球最大的零售地产投资信托之一, 基金完全由私人及机构投资者持有。旗下物业组合包括 1100 万平方尺零售物业(175 座物业) 及 7.6 万停车位, 零售设施位于香港各区, 为居民提供零售商业配套。2015 年 4 月, 领展购入首座内地物业资产北京欧美汇购物中心, 并收购上海企业天地 1 号及 2 号。

公司资产收购目标多是社区型零售商场, 利用协同效应及规模经济扩大地区覆盖率。通过多样化行业组合迎合本地顾客需求, 并改善环境人流等活化商场实现资产提升。在资产管理层面, 公司不断提升行业组合改善租用率, 维持强劲的续租租金调整率, 并通过物业管理增强粘性。

领展擅长将旧物业通过重新规划及资产管理等实现价值创造, 以旗下乐富广场为例, 1991 年建成后内部楼面面积约 39 万平方尺, 领展于 2008-2013 年间对商场进行了翻新, 总投资约 5.46 亿港元。改造完成后顾客逗留时间平均上升 10%-14%、总消费额增长 50%、顾客数增加近 30%, 而物业估值自上市后也增长 200%。

图 49: 领展 REITs 收入增长稳健

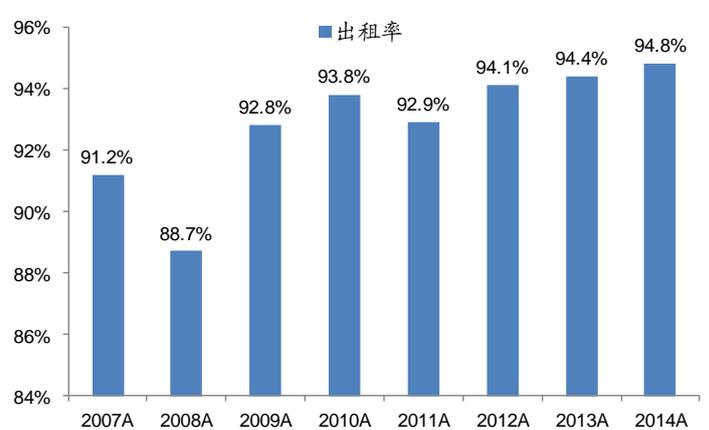
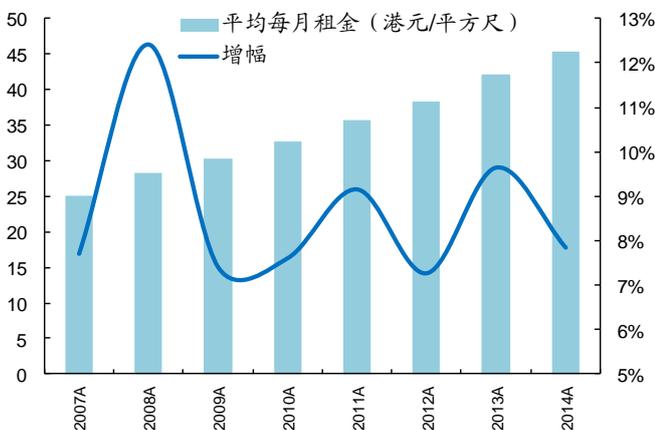
图 50: 物业出租以饮食、超市等为主



数据来源: 公司年报、国泰君安证券研究

图 51: 物业租金保持 7% 以上增长

图 52: 除 2008 年外, 出租率均超过 90%



数据来源: 公司年报、国泰君安证券研究

5. 政策松绑完成, A 股争相试水 REITs

5.1. REITs 中国化进程

作为舶来品, 中国此前对于 REITs 地产融资政策此前较为谨慎, 政策与税收等层面束缚导致 REITs 发展缓慢。2015 年 1 月住建部发布《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》, 明确表示将积极推进 REITs 试点, 从政策层面对 REITs 发展进行松绑。通过发行 REITs 可充分利用社会资金进入租赁市场, 多渠道增加住房租赁房源供应, 并逐渐推开各城市 REITs 试点。

政策试点使得税收体制改革可能为期不远, 在美国 REITs 无须缴纳公司所得税, REITs 投资的房地产资产也属于免税资产; 香港 REITs 还可豁免缴纳资产利得税。税收体制束缚使得目前中国 REITs 目标收益率上浮, 从而进一步加大了运作难度。

国内地产商在转型压力之下致力于实现轻资产。2013 年万科将北京金隅万科广场股权售予麦格理, 万科负责操盘管理运营实现商业地产资本

化。2014 年 12 月，万科再次联手东方藏山进行资产管理合作，东方藏山收购万科旗下涉及一二线城市共计五个社区商业物业，并计划打造中国首支社区商业 REITs。此外，万达 2015 年 1 月与光大安石、嘉实基金、四川信托和快钱公司签署投资框架协议，拟投资 240 亿建设 20 座万达广场。2014 年底由全经联等发起的中国 REITs 联盟成立，联合发起人包括中信产业基金、中信证券、华润信托、金融街等。

表 6: 我国 REITs 政策经历了多次反复曲折发展

时间	政策变化	备注
2002.7	央行颁布《信托投资公司资金信托管理暂行办法》	为开展房地产投资信托计划提供契机
2003 年 9 月	中国第一个房地产产业基金——精瑞基金宣告正式成立，此后信托基金得到迅速发展。	
2004 年 9 月	央行 212 号文件公布，大幅提高房地产信托进入门槛	REITs 作为一种新融资渠道受到广泛关注
2005 年	银监会颁布《加强信托公司部分风险业务提示的通知》对房地产信托进行了严格规定，首支 REITs 越秀于香港上市。	国内首支 REITs 成功发行
2006 年 7 月	《关于规范房地产市场外资准入和管理的意见》公布，外资不能再用越秀模式直接用海外离岸公司持有内地物业，然后将离岸公司上市	国内 REITs 发展在越秀成功后受阻，对于非住宅类地产业仅理论上可能。
2007 年 1 月	央行从金融稳定的角度，开始着手研究制定 REITs 的相关政策，并计划于年底推出管理办法及试点，后来由于全球性金融危机爆发而搁浅。	
2007 年 4 月	中国证监会“房地产投资基金专题研究领导小组”正式成立	
2007 年 6 月	央行召开 REITs 专题座谈会。发改委、财政部、建设部等部门参会，并达成“试点与立法平行推进”的共识。	
2008 年 3 月	银监会曾召集五家信托公司共同起草《信托公司房地产投资信托业务管理办法草案》征求意见稿。	REITs 第一次在中国被提上决策层面推进
2008 年 4 月 10 日	央行在《2007 年中国金融市场发展报告》中称，要加快金融创新，择机推出房地产投资信托基金（REITs）产品。	
2008 年 12 月 3 日	国务院常务会议出台九条促进经济增长的措施，房地产政策措施中，首次将 REITs 作为一种国家层面上企业融资渠道方式提出来，被认为是一种创新的融资形式。	
2008 年 12 月 13 日	国务院办公厅发布了“金融 30 条”，REITs 被再次提及，其中明确规定证监会和央行分别开展试点，证监会负责开发上市交易的股权类 REITs。	
2009 年 1 月	《中国银监会关于当前调整部分信贷监管政策促进经济稳健发展的通知》，银监会表态“积极推动信托公司开展如 REITs、资产支持信托等直接融资型创新业务”	
2009 年 1 月	上海市发展和改革委员会在起草的《上海市 2009 年国民经济和社会发展规划》中提出，争取开展 REITs 上市试点	
2009 年 3 月 18 日	中国人民银行和银监会联合发布了《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》，明确指出支持房地产企业发行企业债券和进行 REITs 试点。	
2009 年下半年	央行召集相关部委召开会议并成立 REITs 试点协调小组，按照原计划，REITs 试点协调小组制定的相关制度于 2009 年 9 月上报国务院，并计划在 2009 年底由上海、北京、天津三地各推出一例试点。监管层尝试了两种 REITs 模式，即央行推出的偏债型 REITs 和证监会推出的偏股型 REITs。	协调小组在上海、天津召开了会议，但试点仍未推行
2009 年 10 月之后	中央对房地产企业融资的相关政策有所收紧，在国务院层面，REITs 试点推出的具体时机要与房地产调控节奏协调。	
2010 年 5 月	国务院要求央行在当前市场形势下，就 REITs 试点能否以及	

	怎样支持保障性住房建设补充材料。浦东新区金融服务局书面答复央行，承诺浦东新区将把 REITs 试点募集的资金主要用于保障性住房建设	
2010年6月	住建部等七部门联合发布《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》，意见鼓励金融机构探索运用保险资金、信托资金和房地产信托投资基金拓展公共租赁住房融资渠道	
2010年8月	《房地产集合投资信托业务试点管理办法》正式出台，该办法明确要求由信托公司作为受托机构，通过银行间市场承销方式发行，为中国 REITs 运营模式的创立奠定了基础。	
2011年1月	浦东新区政府报告指出，浦东 REITs 试点方案待国务院审批	
2011年1月	国务院批准在天津成立一只旨在为保障房融资 REITs 作为试点。	
2011年	汇贤产业信托在香港上市、国投瑞银亚太地区 REITs 产品完成合同备案、鹏华美国房地产基金成为中国大陆首只投资美国房地产的基金。	
2013年3月	证监会发布《证券公司资产证券化管理规定》，指出商业物业等不动产财产可作为基础资产进行资产证券化，商业物业要求有可预测的现金流，资产支持证券可转让。	
2013年	广发美国房地产指数基金作为国内首只美国房地产指数基金开盘；开元酒店地产基金作为内地首个上市的酒店地产基金也成功在香港上市。	
2014年1月	证监会批复同意中信证券设立中信启航产品。中信证券通过旗下非公募基金，以不低于 50.4 亿价格，接收持有北京、深圳两地中信证券大厦产权，并拟对此进行不动产证券化业务。中信启航专项资产管理计划被认定为中国第一单准确意义上的股权类 REITs 产品。	批准三年后将在政策允许的情况下可以上市流通，我国首支真正意义上权益型 REITs 浮出水面。
2014年6月	证监会发布《关于大力推进证券投资基金行业创新发展的意见》，其中的业务创新上就提到支持基金公司推出不动产投资基金。	
2014年9月29日	央行、银监会发布了关于进一步做好住房金融服务工作通知，继续支持房地产开发企业的合理融资需求，积极稳妥开展房地产投资信托基金（REITs）试点，促进房地产市场持续健康发展。	
2014年11月8日	根据住建部及有关部门部署要求，北京、上海、广州、深圳四个特大型城市，正在根据本地实际情况，分别编制 REITs 试点方案，试点方案有望于近期初步编制完成。	

数据来源：住建部网站等、国泰君安证券研究

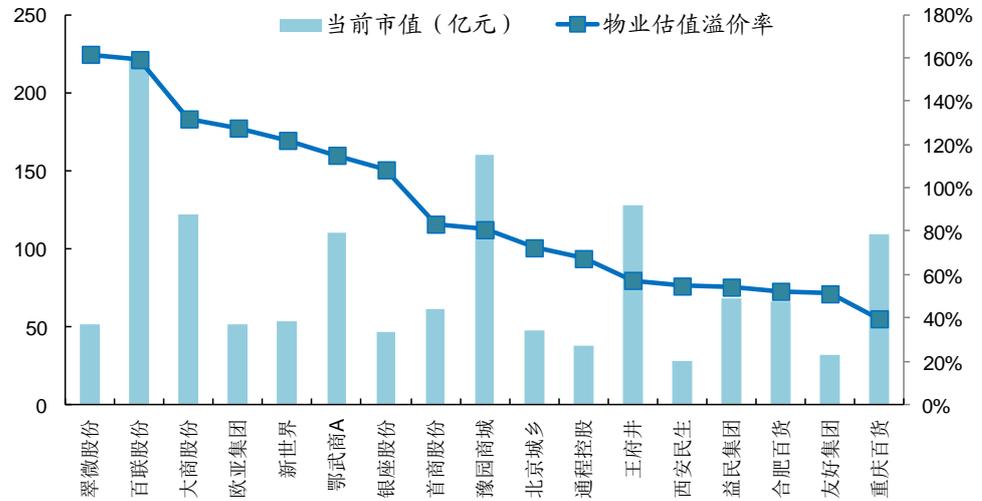
5.2.A 股企业纷纷试水 REITs，重资产企业迎来价值重估

目前重资产零售企业仍以区域国资控制为主，市场目前 1) 质疑国企是否有“变现”意愿，2) 中国资金成本较高，在没有税收优惠情况下 REITs 产品收益率是否吸引力。但我们认为，一方面国企改革大背景下，重资产的经营不善企业具备变现可能；另一方面，即使上市公司层面“变现”意愿较弱，产业资本运作仍有可能推动一二级市场估值方法融合。可以预见，一旦税收制度改革完成（如取消企业所得税及资本利得税等），REITs 将快速推动企业资产价值回归。

近期随着涉房融资政策放松，苏宁云商、海印股份、华联股份等零售企业纷纷利用资产证券化进行变现。以苏宁为例，2014年12月以旗下11家自有物业房屋及土地所有权为资产，由中信金石资金（中信证券、华夏资本）运作成立转向计划，作价43.42亿元（贡献税后净利润19.74亿），

中国首支商业物业私募 REITs 诞生；2015 年 5 月，再次启动物业资产创新运作，将旗下 14 家自有物业打包，作价 30 亿贡献净利润 20.22 亿。

图 53: 大部分零售企业物业资产价值较市值溢价率明显



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

我们认为，REITs 等工具放开后重资产零售企业将获得一二级市场估值趋同机会，原本纯 PE 估值体系将叠加资产价值要素，届时相关重资产企业将迎来估值提升。我们统计了 A 股主要 33 家零售企业相关数据，并根据其物业资产情况进行价值重估，翠微股份、百联股份、大商股份、欧亚集团、新世界、鄂武商 A 等企业排名居前。从物业所属城市及商圈位置等综合考虑，建议增持翠微股份、鄂武商 A、苏宁云商、中百集团，受益标的海印股份、华联股份、大商股份、欧亚集团、银座股份等。

➤ 翠微股份：换届落地，步入多元化新时期，关注海淀优质教育资源整合进展

翠微股份是海淀国资唯一直属资本平台，监管政策趋严使得存量资本平台价值凸显，未来有望成为海淀区重要资源整合平台，业务多元化预期+资产价值殷实构成核心逻辑。换届落地核心高管留任使得布局速度有望加快。需求不振+竞争加剧使得商业主业扩张承压，国资主导下携手道勤资产等成立教投公司发力 K12 教育，未来依托股东资源及资本平台优势发力进行多元化延伸概率较大。

董事会换届正常落地，多元化布局有望加速。市场此前对换届有一定不确定预期（按国资规定董事长连任一般不超过三届），本次董事长获特批续任一方面显示国资认可，另一方面核心管理层留任使得多元化布局摩擦成本大幅降低，未来获得国资优质资源对接可能性增加。考虑此前资产重组国资获股价格仍倒挂，我们预计改革背景下公司对二级市场表现重视程度将提升。

海淀国资旗下唯一直属资本平台，资产殷实后续资源对接概率大。教育为海淀区核心教育资源，三聚环保（海淀国投控股）、中泰桥梁（2016

年控股股东变更为八大处控股)在环保与国际学校经营业务上已获得市场认可,翠微资产优良(14亿账面现金+19万方北京核心地段物业)且几乎没有负债(重估溢价率超140%),利用海淀教育资源+唯一资本平台优势发力多元化值得期待。预计未来将继续依托资本优势进行教育资源平台化整合,并逐渐向周边区域进行辐射输出内容及渠道。

➤ 鄂武商 A: 低估值、高资产价值,业绩高增长助估值回升

鄂武商为湖北省商业龙头,自建购物中心扩张模式成熟,自有资产价值极高。公司以国企改革为契机,先后推出股权激励和员工持股计划,力度之大冠绝行业,激励机制发生彻底改变;随着银泰系逐渐退出,股权之争暂歇,公司业绩释放和分红有望回归常态。公司2016年中报归母净利润5.15亿元,同比增长18.22%,大超预期,再次印证公司强激励机制下的高运营效率。我们认为,公司主力门店成熟稳健、新开门店逐步迈向盈利、超市业务减员增效成果显著,业绩持续高增长可期。

公司自持湖北核心商圈物业,资产价值极高。截至2016年中,公司共拥有自有物业体量接近105万平米,其中武广商圈的三大购物中心面积即达47万平米。我们保守估算公司的物业资产重估价值达到227亿元,较市值溢价率近100%。公司后续将继续在武昌亚贸商圈大手笔投资兴建武汉梦时代广场,地段+品牌优势打造江南第一商城,前景看好。

强效激励机制+基本面向好,业绩持续高增长可期。公司员工总持股比例达到10.94%,其中限制性股权激励2177万股,尚有2/3待解锁。解锁条件要求2016/2017年扣非加权ROE不低于2015年(20.18%),对公司挑战较高。此前市场对公司能否达成抱有疑虑,但我们认为强效激励机制叠加基本面向好,公司业绩持续高增长可期。

➤ 苏宁云商: 自营电商导流,开放平台+物流服务+金融服务+IT服务完成生态闭环

电商回归新常态,B2C导流+开放平台+增值服务将是盈利新模式。电商行业增速逐渐下降至30%左右亚高速,B2C市场格局逐渐趋于稳定。长期而言,电商B2C零售导流,开放平台+物流服务+金融服务+IT服务,最终实现生态圈构造,才是未来可行盈利模式。2011年至2015年,亚马逊开放平台营收增长占比上升至50%以上,毛利率从22.4%提高到33.0%,主要就是由于Prime,Marketplace和AWS三大增值服务业务规模快速提升。

□

苏宁目前拥有455万平方米仓储面积,傲视国内零售行业,不仅为自身电商放量提供支撑,与阿里菜鸟网络逐步展开对接,更将打开全新盈利空间。金融服务方面,蚂蚁金服拥有4.5亿活跃用户和5.6万亿交易规模,一路领跑;而京东和苏宁位于第二梯队,分别拥有1.5亿和5078万活跃用户,4000亿元和1300亿元交易规模。苏宁金融拥有支付、消费金融、供应链金融等11个行业牌照或资质,收入和利润近两年均有望保持翻倍增长,长期发展潜力巨大。

□

增发、员工持股倒挂提供安全边际，线上高成长有望促低估值回归。苏宁云商 2016 年完成向阿里增发募资 292 亿元，包括员工持股 10 亿元，增发价格均为 15.17 元；目前仍倒挂近 30%，安全垫充足。同时，苏宁易购线上 2016 年全年仍将保持 80% 增速，远超出 B2C 行业，物流与金融服务基础牢固，未来将成盈利重点。

表 7: 重点覆盖公司最新盈利预测表

公司简称	EPS				PE				目标价	评级
	2015	2016E	2017E	2018E	2015	2016E	2017E	2018E		
翠微股份	0.32	0.25	0.26	0.27	30.69	39.28	37.77	36.37	13.5	增持
鄂武商 A	1.51	1.69	1.92	2.12	12.40	11.08	9.75	8.83	30	增持
苏宁云商	0.12	0.03	0.08	0.13	89.75	359.00	134.63	82.85	17.9	增持
中百集团	0.01	0.33	0.09	0.19	746.00	22.61	82.89	39.26	12	增持
欧亚集团	2.04	2.17	2.3	2.44	15.61	14.67	13.84	13.05	43.4	增持
银座股份	0.2	0.29	0.32	0.34	43.95	30.31	27.47	25.85	10.35	增持

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

截止日期: 2016年9月25日

6. 风险提示

- 1、REITs 政策解绑进度低于预期;
- 2、宏观经济下滑, 终端需求萎缩;
- 3、商业地产开发过剩导致竞争加剧。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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。

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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出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，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		