

投资评级 优于大市 维持

大股东优势明显，稳健性和成长性兼具

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

《房地产行业 2024 年展望——政策聚焦化风险，加速行业新均衡》2024.01.15

《中央经济工作会议地产表态解读：重点防范行业风险，新模式发展势在必行》2023.12.19

《首单仓储物流公募 REITs 成功扩募，经营业绩超预期完成》2023.09.29

分析师:涂力磊

Tel:021-23185710

Email:tl5535@haitong.com

证书:S0850510120001

分析师:张紫睿

Tel:(021)23185652

Email:zzr13186@haitong.com

证书:S0850522120001

联系人:曾佳敏

Tel:(021)23185689

Email:zjm14937@haitong.com

投资要点:

- **基金基本情况。**2023 年 11 月 24 日，华夏华润商业 REIT 于深交所正式注册生效，成为我国首批落地的消费基础设施公募 REITs。基金管理人华夏基金管理有限公司，同时管理六只已上市的基础设施 REITs 项目。基金原始权益人为华润商业资产，系华润置地旗下购物中心资产的持有、运营和管理主体。华润置地购物中心综合实力行业第一，商管运营经验丰富，致力于将华润商业 REIT 打造为行业领先的 REIT 平台。本次基金的发售价格为 6.902 元/份，基金份额总额为 10.00 亿份，预计募集资金总额为 69.02 亿元（不含认购费用和认购资金在募集期产生的利息）。
- **基础设施项目及其所在行业基本情况。**基金拟持有华润置地旗下核心区位标杆项目青岛万象城作为首发资产，属于购物中心行业。近年来，消费作为我国经济稳定运行的压舱石，购物中心行业对于促进消费升级、推动经济高质量发展起到了重要作用。青岛万象城位于我国山东省青岛市市南区，毗邻市政府和五四广场，双地铁上盖，商业氛围浓厚，区位优势，交通便利，是青岛市建筑面积最大的城市级购物中心。
- **基础设施项目主要经营指标。**2020-2022 年及 2023 年 1-9 月，青岛万象城出租率分别为 91.67%、95.75%、98.55%及 98.82%；租金收入增长率分别为 -6.14%、22.71%、13.23%及 21.64%，年化增长率 19.09%。我们认为项目在出租率和租金增长率能够保持稳定增长的主要原因在于运营管理机构华润万象生活卓越的商业运营管理能力和具备行业领先的购物中心全价值链运营管理能力，将持续赋能青岛万象城；另一方面，青岛万象城地理位置优越、定位设计领先，承租租户超 500 户且各业态承租种类丰富，规模聚集效应明显，是众多商业品牌进驻山东省及青岛市的首选之地。
- **基础设施项目资产价值情况。**根据基金招募说明书援引戴德梁行就基础设施资产出具的评估报告，截至 2023 年 9 月 30 日，目标基础设施项目估值为 81.47 亿元，账面价值为 41.27 亿元，评估结果较该账面价值增值 40.20 亿元，增值率 97.39%。根据基金招募说明书，基金 2024 年度和 2025 年度的现金分派率（年化）分别为 4.93%和 5.27%，出租率分别为 97.50%和 97.50%，2025 年度主力店和专门店的固定租金增长率分别为 6.00%和 3.00%。
- **当前估值与投资建议。**消费基础设施 REITs 板块发展前景广阔，其长期投资价值或逐步显现。第一，消费基础设施存量庞大，REITs 市场有较大增长潜力。第二，消费基础设施业态更加丰富，对运营管理的要求更高，而首批发行 REITs 的消费基础设施均来自行业龙头，在区位、运营等方面具备优势。第三，消费基础设施的经营状况更为透明，投资者能够更直观便捷地进行业绩追踪。此外，海外经验也表明，消费基础设施品类在所有 REITs 品类中具备相对优势。2 月初至 3 月上旬，REITs 市场整体表现亮眼，估值有所修复，3 月中旬重回震荡行情，短期内华夏华润商业 REIT 表现或跟随市场波动；长期来看，青岛万象城位置与规模兼具优势，近几年经营渐入佳境，随着经济逐步修复，华夏华润商业 REIT 的未来估值有一定业绩支撑。
- **风险提示：**1) 基础设施项目运营风险、流动性风险、终止上市风险、税收等政策调整风险；2) 不同类 REITs 数据口径偏差导致存在一定不可比性。

目 录

1. 基金情况介绍	5
1.1 基金管理人	5
1.2 原始权益人	5
1.3 基金交易结构	7
1.4 基金发行情况	8
2. 基础设施项目所在行业情况	9
2.1 行业监管与政策	9
2.2 行业现状与发展趋势	9
2.3 行业竞争格局	10
3. 基础设施项目基本情况	11
3.1 商业模式	11
3.2 所在区位	12
3.3 租户及业态	15
3.4 主要经营指标	15
4. 基础设施项目估值情况	17
4.1 基础设施项目资产价值情况	17
4.2 未来现金流预测	18
5. 募集资金投向和未来扩募潜力	18
6. 投资建议	18
7. 风险提示	18

图目录

图 1	华夏基金股权结构图（截止 2024 年 1 月 6 日）	5
图 2	原始权益人股权结构图（截止 2023 年 6 月 30 日）	6
图 3	华润置地旗下购物中心三大产品线及定位	7
图 4	项目公司吸收合并 SPV 公司后基金整体架构示意图	8
图 5	青岛万象城	11
图 6	青岛万象城项目区位	12
图 7	青岛市商圈分布图	13
图 8	青岛万象城近年来营业收入及构成（万元）	16
图 9	青岛万象城近年来租赁收入占营业收入比重	16
图 10	青岛万象城近年来出租率	16
图 11	青岛万象城近年来收缴率	16
图 12	青岛万象城近年来月租金坪效（元/平方米/月）	16
图 13	青岛万象城租金增长率	16

表目录

表 1	基金发售情况.....	9
表 2	购物中心商铺运营模式简介、收入计取方式.....	12
表 3	青岛各主要商圈基本情况.....	14
表 4	青岛万象城主要租户分布及收入贡献情况	15
表 5	基础设施项目账面价值及评估价值情况	17
表 6	基础设施项目评估假设条件	17
表 7	基础设施项目未来现金流及运营数据预测	18
表 8	FTSE Nareit 权益 REITs 指数及零售板块指数收益率 (%)	19
表 9	各产品估值情况	19

1. 基金情况介绍

2023 年 11 月 24 日，华夏华润商业 REIT 于深交所正式注册生效，成为我国首批落地的消费基础设施公募 REITs。

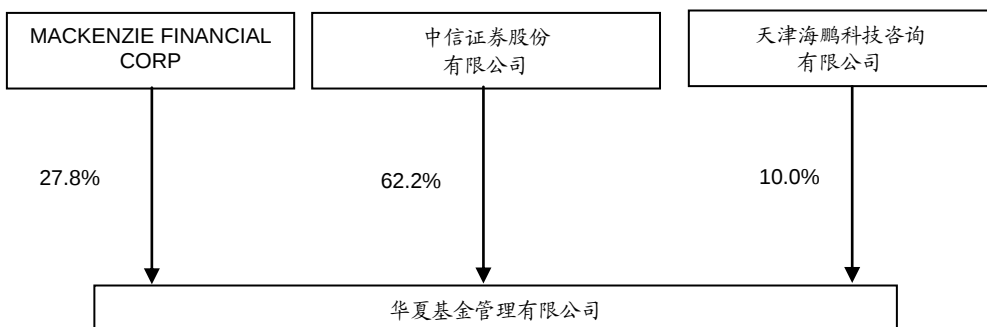
1.1 基金管理人

华夏华润商业资产封闭式基础设施证券投资基金（以下简称“华夏华润商业 REIT”）的基金管理人系华夏基金管理有限公司。

华夏基金成立于 1998 年，是境内最早成立的公募基金管理人之一。公司定位于综合型、全能化资产管理公司，服务范围覆盖多个资产类别、行业和地区，构建了以公募基金和机构业务为核心，涵盖华夏基金（香港）、华夏资本和华夏财富三家子公司的多元化资产管理平台。

25 年来，华夏基金积极顺应资本市场的高质量发展带来的变化，不断定义和创设资产，为管理资产创造工具，力争成为多资产全能投资平台。公司旗下管理合计 923 个产品及组合，其中包括公募基金 353 只，企业年金组合 173 个，职业年金组合 76 个，是境内规模最大、管理产品及组合最多的基金公司之一。截止 2022 年末，华夏基金管理资产规模超 1.77 万亿。

图1 华夏基金股权结构图（截止 2024 年 1 月 6 日）



资料来源：wind，海通证券研究所

股东实力雄厚。截止 2024 年 01 月 06 日，中信证券股份有限公司持有华夏基金 62.2% 的股权，为公司第一大股东。股权结构均衡、稳定，主要股东对资产管理行业有深刻理解，并支持公司的长期稳健发展，成为公司长期发展的基石。

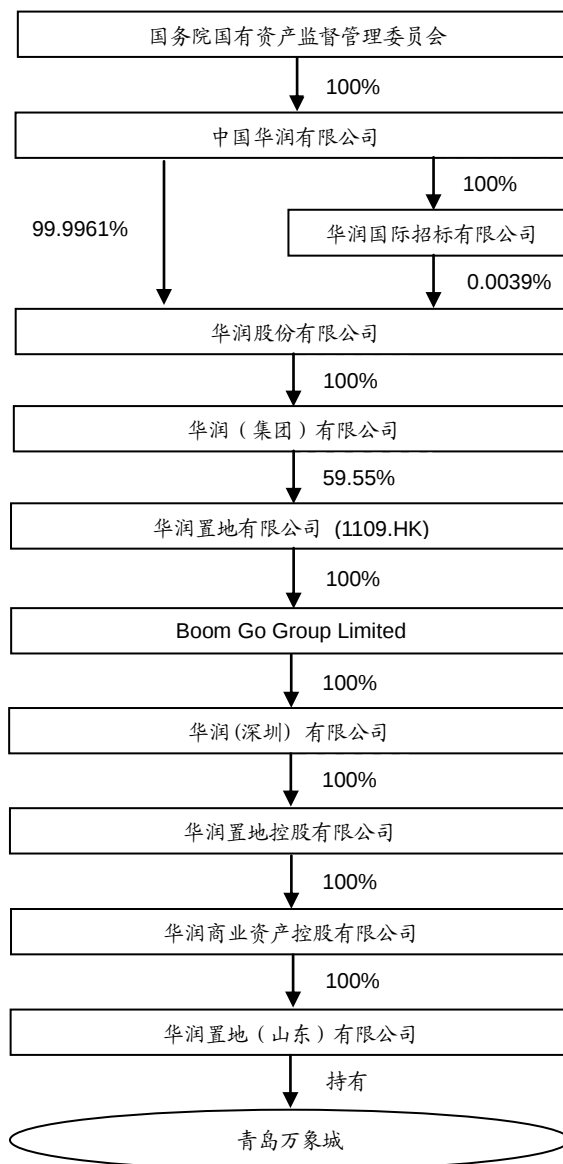
基础设施与不动产领域经验丰富。华夏基金作为基金管理人同时管理六只已上市的基础设施 REITs 项目，包括华夏越秀高速 REIT、华夏中国交建 REIT、华夏北京保障房 REIT、华夏合肥高新 REIT、华夏和达高科 REIT、华夏基金华润有巢 REIT。早在 2015 年，华夏基金就着手组建了专门的 REITs 团队，积极探索业务形态、不断塑造工作方法，目前已搭建了包括公募 REITs 领导小组、公募 REITs 投资决策委员会和公募 REITs 工作小组在内的多层次组织架构，设有专门的基础设施与不动产业务部，开展公募 REITs 相关业务，建立了包括 Pre-REITs 前期项目培育、投行项目执行、战略配售投资、运营管理、发行销售、上市流动性管理在内的全流程业务链条。

1.2 原始权益人

原始权益人华润商业资产的控股股东为华润置地控股有限公司，实际控制人为中国华润有限公司，背靠国资委。截至 2023 年 6 月 30 日，华润（集团）有限公司间接合计持有华润置地有限公司 59.55% 的股权。

华润商业资产是华润置地旗下购物中心资产的持有、运营和管理主体。1994 年，华润置地有限公司改组成立，是《财富》“世界 500 强”华润（集团）有限公司旗下负责城市建设运营的业务单元，战略定位于“城市投资开发运营商”。公司于 1996 年在香港联交所上市并于 2010 年被纳入香港恒生指数成份股。2020 年，华润置地成功分拆商业运营与物业管理业务，成立华润万象生活有限公司（以下简称“华润万象生活”，港交所股票代码：01209.HK）。2022 年，公司旗下华夏基金华润有巢 REIT（以下简称：华润有巢 REIT，基金代码：508077.SH）在上海证券交易所挂牌上市。

图2 原始权益人股权结构图（截止 2023 年 6 月 30 日）



资料来源：wind、基金招募说明书，海通证券研究所

购物中心综合实力行业第一，重奢品牌资源筑牢护城河。华润置地持续聚焦一、二线及省会等核心城市，落实“多城多汇”及“一城多汇”的布局策略，提升重点城市的零售市场份额，推动市场地位及业绩贡献的稳步提升。

目前，华润置地购物中心板块已形成了“万象城”、“万象汇”和“万象天地”三大商业产品线的战略布局。其中，“万象城”作为城市商业的制高点，定位“引领高品质风尚标杆”，位于一、二线城市的核心或潜力地段，以满足追求品位和风尚的消费人群的需求；“万象汇”定位“感受活力与热爱的聚集地”，位于一、二线城市区域中心或三线城市的核心地段；“万象天地”定位“融合城市精神文化的潮流策源地”，一般位于高能级城市核心地段，有更大户外空间面积，和当地人文精神结合更紧密。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/416025125234010102>