

首批公募REITs上市两周年启示录:

寻找价值锚点 引入长钱活水

□本报记者 张凌之 葛瑶



视觉中国图片 制图/王春燕

做REITs是演“连续剧”

首批公募REITs上市两年来,中国证券报记者的足迹遍布北京、上海、武汉、榆林、随州等地,实地调研了中航首钢绿能REIT、建信中关村REIT、中金普洛斯REIT、华夏基金华润有巢REIT、中金湖北科投光谷REIT、中航京能光伏REIT等REITs底层项目。项目类型涵盖产业园、保障房、仓储物流、光伏、生物质发电,其中既有特许经营权类项目,也有产权类项目。

近日,中国证券报记者再次实探首批基础设施公募REITs底层项目,寻找两年来公募REITs“结出的果实”。在中航首钢绿能REIT项目入口,可以看到长达20多米的“中航首钢绿能REIT”标识立在大门口。在垃圾吊操控室、项目沙塔周围、走廊展示区,更是随处可见“中航首钢绿能REIT”标识。

“做REITs是演一部连续剧,而不是演一场电影。要想演好这部连续剧,就要有很强的内生动力,必须用市场化方式做REITs。要深度参与项目,探索精细化管理。”在第二次调研中航首钢绿能REIT底层项目现场,中航基金不动产投资部总经理宋鑫告诉中国证券报记者。

“中航首钢绿能REIT上市时,我们就请了一家第三方工程咨询机构为项目把脉,希望一方面可以查漏补缺,另一方面可以帮助项目提质增效。”宋鑫介绍,这家咨询机构每年都会制作一份评估报告,他要求团队积极落实报告中提出的改进意见。上市以来,首钢绿能项目已对包括烟气设备、焚烧炉、在线监测系统进行了更新改造,今年项目还规划了11项资本性支出,对项目进行优化和改造。

在中航首钢绿能REIT项目现场交流中,中国证券报记者了解到,中航首钢绿能REIT基金经理之一——汪应伟的工作地点就在项目现场,他也是公募REITs基金经理中为数不多的真正在项目上班的人。汪应伟曾供职于北京首钢生物质能源科技有限公司,担任经营管理专业负责人。宋鑫介绍,让基金经理驻场,一方面可以保证项目稳定运营,另一方面希望借助基金经理的专业能力为项目赋能。

在中金湖北科投光谷REIT调研现场,中金基金副总经理、创新投资部负责人李耀光说,基金经理人和外部管理机构会通过充分的主动管理动作,保障租赁的连续性和稳定性。正常情况下,外部管理机构会对租赁面积较大、租赁期限较长的租户,提前6至12个月启动沟通,了解他

从落地生根到开花结果,6月21日,首批基础设施公募REITs上市已整整两年。

两年来,中国证券报记者的调研足迹遍及全国多地,深入多个基础设施公募REITs底层项目现场,看到了不少优秀基金管理人不断探索REITs精细化管理之路;也看到那些沦为盖章签字“工具人”和融资通道的REITs管理人,正在苦苦寻找话语权。

近期,公募REITs二级市场价格持续波动,引发投资者广泛关注,也让行业进一步反思:只有丰富投资者结构,不断引入“长钱活水”,同时REITs管理人做好信息披露,让投资者找到资产价值的“锚”,才能助力REITs市场健康发展。

们的意愿和需求,为续租或换租提前布局。

此外,基金管理人在REITs产品设计时借鉴了以往产品经验,将大租户可能退租带来的波动纳入考虑范围。李耀光举例称:“对于部分入驻园区10年以上的租户,结合其租赁历史、经营特点及长期租赁意愿来看,搬迁概率较低,但进行现金流预测时,我们会降低成功出租的预期,将出租率下降概率纳入预测模型,为的是降低风险,保护投资者权益。”

要“演好REITs连续剧”,基金管理人需看得更远。

“不少基金管理人给REITs基金经理购买了董事责任险,这是优化REITs治理机制的有益尝试。”宋鑫说。

在宋鑫看来,要做好REITs,未来需招聘两类人员,一类是REITs投研人员,另一类是RE-

ITs市场人员。“REITs专业性很强,需要投研人员与监管、投资人进行交流,也需要输出专业的研究内容。随着REITs发行常态化,未来REITs不会像现在这样一票难求,需要专业市场人员进行产品推介。”宋鑫说。

探索REITs管理人角色定位

作为新兴行业,虽然法规对REITs基金管理人职责有清晰界定,但在实际运营中,其角色定位能否真正落实?中国证券报记者了解到,面对较为强势的原始权益人,基金管理人可能沦为“融资通道”,难以获得实质话语权。

中航基金不动产投资部副总经理、中航京能光伏REIT基金经理张为表示,REITs上市并引入基金管理人,意味着管理流程多了一环,往往引发原始权益人对项目生产经营的担心,他们会希望在项目投委会或管委会中占主导地位。

“相比于基金管理人,企业在业务方面更有优势。以京能项目为例,光伏项目均属基础设施类项目,其中涉及专业技术、复杂的运维流程以及严格的生产安全要求等。在具体问题方面,自然是企业更懂行。”张为说,如何与原始权益人充分沟通,划分职责,尽到基金管理人应有之责,成为基金公司在两年中探索的重中之重。

张为认为,信任往往建立在沟通和对话上。为了更好地沟通,基金管理人首先要成为内行,才能与企业同频对话。“基金管理人在财务管理、信息披露、关联交易管理方面有专业知识,在这些方面发挥专业优势十分重要。”中金普洛斯REIT基金经理刘宇宇补充说。

业内人士指出,应基于基金和项目运营管理特点,将基金管理人的审批节点融入项目管理团队的审批流程中,保障项目上市前后经营模式和审批效率基本一致。

近期,张江产业园大租户退租事件受到多方关注。在扩募关键期,华安张江光大REIT拟新购入资产上海张润大厦的主要租户——哲库科技被母公司关闭而被迫退租,凸显了基础设施项目运营管理风险。

华夏基金基础设施和不动产投资部高级副总裁、基金经理林伟鑫强调,要在产品发行前进行充分尽职调查,对项目风险点进行判断,如实披露于项目申报材料中。在产品存续期,基金管理人应严格按照法律法规、基金合同约定主动履行运营管理职责、严格监督外部管理机构履行职

为,重视公募REITs的风险控制。对于租约集中度偏高的产权项目考虑主动提升分散度,以降低底层资产经营受到少数租户调整的影响。

寻找价值之“锚”

除基金管理人的管理有效性以外,近期公募REITs二级市场价格波动引发市场关注和行业深思。

Wind数据显示,REITs在2022年整体溢价严重。然而截至2023年6月21日,今年以来中证REITs指数累计下跌18.83%。其中,华夏中国交建REIT、建信中关村REIT、中金普洛斯REIT二级市场累计跌幅均超20%。此外,还有平安广州广河REIT等9只产品累计跌幅超10%。虽然出现明显超跌趋势,但市场交易情绪仍处冰点,5月以来全市场REITs日均换手率0.83%,相较于2022年日均1.47%的换手率降幅明显。

一位基金经理向中国证券报记者透露:“不少投资经理是真的想买REITs,风险部门也不认为其资产基本面有问题,但担心REITs二级市场价格继续下跌,拖累业绩。”

REITs持有人以机构投资者为主,其中包括大型保险机构。虽被视作长线资金,但许多保险机构对投资经理的考核期限较短,在市场流动性不佳的情况下,投资经理可能被迫进行REITs卖出操作,以防止浮亏过大。上述基金经理指出,当前REITs市场发展尚处初期,单只产品规模较小,对投资者而言意味着风险相对集中。一旦出现如大租户退租等风险事件,更容易影响投资者的交易信心。

波动蔓延,泥沙俱下,暴露出机构投资者交易风格同质化的问题。不少REITs持有人从事债券、固收投资,会使用投资债券的方式投资REITs。李耀光表示:“部分投资机构和投资经理会设置预警线或止损线。一旦跌幅到达预警线,就会卖出持仓。”公募REITs产品流通盘较小,若下跌触及一家机构的止损线,很可能引发被动卖盘涌出,进而引发市场大幅下跌。

目前,市场迫切需要形成一套针对REITs的投资方法论。“参考债券交易设置止损线方式是否适合REITs投资有待进一步研讨。”李耀光强调,多元化投资者构成十分重要。“比如允许企业年金、社保投资REITs,或将REITs纳入融资融券标的范围,或允许和鼓励更多公募基金投资REITs,这些都有利于提高投资者多元化程度。同时,如果允许长期持有策略的投资者选择采用基金净值入账方式,也会在一定程度上缓解REITs二级市场价格波动。”

值得注意的是,高速公路等特许经营权类REITs二级市场波动较大。华夏中国交建REIT、平安广州广河REIT等特许经营权REITs波动幅度居前。Wind数据显示,截至6月21日,华夏中国交建REIT今年以来的二级市场跌幅26.72%,平安广州广河REIT跌幅接近20%。李耀光告诉中国证券报记者:“高速公路、污水处理等特许经营权项目,当前REITs市场的投资经理找到其价值锚点难度更大,因此二级市场波动更为剧烈。”

实际上,REITs的主要功能之一是在金融市场为不动产市场定价,这意味着上市后的REITs应为没有一级市场价格的特许经营权项目在二级市场找到价值锚点。“相对于境外REITs市场法规出台后的起步期,这两年我国REITs市场取得了显著成绩,当前市场对很多资产的定价中枢尚未形成一致认识。我们正在进行研究工作,争取大家一起努力推动定价中枢的形成。”李耀光说。

“比如,研究尝试提高REITs净值及关键运营数据披露频率。”李耀光认为,进一步提升信息披露频率和透明度,有助于投资者更好地评判资产、寻找价值锚,让投资者有可比较的基准。

北大光华管理学院金融学教授、副院长张峥表示,完善我国公募REITs市场定价机制,提升REITs市场信息披露有效性,抑制REITs市场投机,使REITs价格能够反映底层资产价值,是未来我国REITs市场健康发展的客观要求。