

分类号 _____
UDC _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 中金普洛斯 REITs 融资模式案例研究

研究生姓名: 雷一鸣

指导教师姓名、职称: 黄萍 教授

学科、专业名称: 应用经济学 金融硕士

研究方向: 金融理论与政策

提交日期: 2022年6月5日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 雷一鸣 签字日期： 2022年6月5日

导师签名： 黄萍 签字日期： 2022年6月5日

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意（选择“同意” / “不同意”）以下事项：

1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 雷一鸣 签字日期： 2022年6月5日

导师签名： 黄萍 签字日期： 2022年6月5日

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

A Case Research on CICC-ProLogis REITs Financing Mode

Candidate : Lei Yiming

Supervisor: Huang Ping

摘要

2021年6月21日，我国首批公募基础设施不动产信托基金（Real Estate Investment Trusts，以下简称 REITs）正式在上海交易所发行上市，这标志着我国不动产信托投资基金领域进入了一个全新的发展阶段。基础设施建设在我国国民经济中发挥了举足轻重的作用，发展公募 REITs 融资模式进行基础设施融资既有利于缓解政府债务、盘活存量资产，又有利于企业减轻经营负担，同时还可以为资本市场和投资者提供新的投资标的。目前我国的公募基础设施 REITs 相较于海外市场还处于起步阶段，国内对于公募基础设施 REITs 的研究主要聚焦在投资者角度，结合具体案例对公募基础设施 REITs 这种融资模式进行的研究较少。鉴于首批公募基础设施 REITs 对我国资本市场以及基础设施融资领域意义重大，对于今后我国其他企业拓展融资路径具有非常好的示范效应，因此对基础设施 REITs 融资模式进行研究具有十足的必要性。

本文选取本次在上交所发行的公募基础设施 REITs 中规模最大的中金普洛斯 REITs 进行分析。中金普洛斯 REITs 通过搭建合理高效的交易结构，成功融资 58.35 亿元，改善了资产方的经营状况。本文通过文献研究法、案例分析法与对比分析法，首先梳理了基础设施 REITs 的相关理论，其次对中金普洛斯 REITs 融资模式进行了多角度的研究分析。最后得出研究结论认为中金普洛斯 REITs 融资模式可以有效盘活存量资产，并为其他有 REITs 融资需求的资金需求者提供了可以借鉴的经验，但也存在一些潜在问题，并针对以上结论，提出如下建议：加强对资产方的监管与信息披露、严格把控底层资产质量与发行过程以及进一步完善相关支持政策与税收制度。

关键词：基础设施，公募 REITs，融资模式

Abstract

On June 21, 2021, The first batch of publicly offered infrastructure real estate trust funds (Real Estate Investment Trusts, hereinafter referred to as REITs) of our country was officially issued and listed on the Shanghai Stock Exchange, which means that our country's real estate investment trust fund field has gotten into a new development stage. Infrastructure construction has played a vital role in our country's national economy. The development of public offered REITs financing model for infrastructure financing is not only conducive to alleviating government debt, revitalizing principal assets, but also assisting enterprises to reduce operating burdens, Meanwhile, it can also provide capital markets and investment. provide new investment targets. At present, our country's public infrastructure REITs are still in their infancy compared to overseas markets. Domestic research on public infrastructure REITs mainly focuses on the investor's perspective, and there are few studies on the financing model of public infrastructure REITs combined with specific case. For the sake of the great significance of the first batch of public infrastructure REITs to our country's capital market and the field of infrastructure financing, it will have a very beneficial demonstration effect for other enterprises in our country to expand financing paths in the future. Therefore, it is necessary

to study the financing model of infrastructure REITs.

This paper selects CICC-ProLogis REITs, the largest public infrastructure REITs issued on the Shanghai Stock Exchange this time for analyzing. By building a reasonable and efficient transaction structure, CICC-ProLogis REITs successfully raised funds of 5.835 billion yuan and improved the operating conditions of the asset side. This paper firstly sorts out the relevant theories of infrastructure REITs through literature research method, case analysis method and comparative analysis method, and then conducts a multi-angle research and analysis on the financing model of CICC-ProLogis REITs. Finally, through the research above, it is concluded that the financing model of CICC-ProLogis REITs can effectively revitalize the stock assets, and provides experience for the issuance of similar products, but there are also some potential problems, and in view of the above conclusions, put forward the following Recommendation: Strengthen the supervision and information disclosure of the asset side, strictly control the quality of the underlying assets and the issuance process, and further improve the relevant support policies and taxation systems.

Keywords : Infrastructure Construction, Public Offering REITs, Financing Mode

目 录

1 引言	1
1.1 研究背景与研究意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 文献综述.....	3
1.2.1 国外文献综述.....	3
1.2.2 国内文献综述.....	4
1.2.3 文献述评.....	6
1.3 研究内容及方法.....	6
1.3.1 研究方法.....	6
1.3.2 研究内容.....	8
1.4 创新点与不足.....	9
1.4.1 研究创新点.....	9
1.4.2 研究不足之处.....	9
2 基础设施 REITs 相关概念界定与理论基础	11
2.1 基础设施 REITs 基本概念.....	11
2.1.1 基础设施 REITs 定义.....	11
2.1.2 基础设施 REITs 融资模式与其他融资模式对比.....	11
2.1.3 基础设施 REITs 发展现状.....	12
2.2 基础设施 REITs 理论基础.....	15
2.2.1 资产证券化理论.....	15
2.2.2 委托代理理论.....	15
2.2.3 交易成本理论.....	16
2.2.4 风险隔离理论.....	16
3 中金普洛斯 REITs 融资模式案例简介	18

3.1 产品发行背景与基本要素.....	18
3.1.1 发行背景.....	18
3.1.2 基本要素.....	20
3.2 原始权益人与主要参与方.....	21
3.2.1 原始权益人.....	21
3.2.2 项目发行公司.....	23
3.2.3 公募基金与专项计划管理人.....	23
3.3 交易结构搭建.....	24
3.3.1 资产端.....	24
3.3.2 资金端.....	25
3.3.3 完整交易结构.....	26
3.4 发行结果.....	28
4 中金普洛斯 REITs 融资模式分析	29
4.1 交易结构分析.....	29
4.1.1 资产交易与风险隔离.....	29
4.1.2 资金流动路径.....	30
4.2 融资可行性分析.....	31
4.2.1 营运情况分析.....	31
4.2.2 财务指标分析.....	32
4.2.3 现金流分析.....	34
4.2.4 底层资产估值分析.....	35
4.3 对融资方的影响分析.....	36
4.3.1 优化融资方财务状况.....	36
4.3.2 降低融资方运营成本.....	38
4.3.3 减少融资方资金使用成本.....	38
4.4 融资效果分析.....	39
4.4.1 定价分析.....	39
4.4.2 资本结构分析.....	40
4.4.3 业绩分析.....	40

4.5 中金普洛斯 REITs 融资模式潜在问题	41
4.5.1 资产方身份杂糅问题.....	41
4.5.2 物流地产行业经营风险.....	42
4.5.3 税收问题.....	43
5 结论与建议	45
5.1 结论.....	45
5.2 建议.....	46
5.2.1 加强对资产方的监管与信息披露.....	46
5.2.2 严格把控底层资产质量与发行过程.....	47
5.2.3 完善税收制度并推进各类支持政策.....	48
参考文献.....	50
后记.....	54

1 引言

1.1 研究背景与研究意义

1.1.1 研究背景

自改革开放以来，我国在经济方面取得了令全世界瞩目的成果，国内生产总值从 1987 年的 3642 亿元增长到 2021 年的 114.37 万亿元，CAGR 高达 13.96%。而在支撑起国民经济的总消费、总投资以及净出口这三大支柱中，大规模的基础设施资产建设形成了高额的总投资，从而使我国国民经济逐年攀升。然而国民经济高速发展的势头却在 2008 年受次贷危机影响而停滞。随后我国政府通过“四万亿”放水政策，将巨量资金投向了基础设施建设，该政策虽然在一定程度上帮助宏观经济恢复平稳运行，却也因此积累下来大量的存量资产。长期以来，为达到经济发展的目的，我国一直通过在各个市场提供产品的方法来刺激经济快速增长。尤其是在基础设施领域，持续增加供给的结果是很多地方政府因此陷入财政赤字危机，地方政府债务的加剧往往伴随着巨大的系统性金融风险。因此，优化生产要素配置与防范系统性金融风险仍然是我国政府在未来很长一段时期内的工作重心，利用好存量市场和存量资产，也成为了防范系统性金融风险的重要手段。而现在我国为寻找新的经济增长点，力求从单纯依靠增加生产要素投入从而实现经济增长的路径，转变为依靠提高生产要素的质量和利用率实现经济增长的路径，而从各方面加强基础设施的建设，正是提高生产要素利用率的重要方法之一。在此过程中，将存量基础设施于现代化的金融工具相结合，可以实现提升存量资产边际收益，提高经济增长质量的重要转变。

经过各方的长期筹备，2021 年 6 月 21 日，首批 9 支以基础设施为底层资产的不动产投资信托基金（Real Estate Investment Trusts，以下简称 REITs）成功在沪深交易所上市，9 支 REITs 的发行极大地吸引了投资者的认购热情，申购结束后，总融资规模超过 300 亿元，覆盖了多个仓储物流、高速公路和产业园等多个领域，开创了引入资本市场资金破解我国基建融资难题的新途径。

如表 1.1 所示，在 2019-2021 年间，沪深两交易所联同住建部等多部门在各

个会议以及各个场合中公开了许多支持不动产信托投资基金发展的政策文件。随着支持政策的逐步落地，市场上愿意尝试用 REITs 或者类 REITs 进行融资的主体也逐渐增多。对于大部分基础设施资产的持有者而言，都有意愿将自己所持有的成熟的基础设施资产出售换取流动性更强的现金，随后将现金再投入到自己所持有的其他基础设施资产的建设中，本案例中的中金普洛斯 REITs 就采取了这样的投融资方式。

表 1.1 近 3 年（2019-2021）基础设施 REITs 相关政策与文件

时间	部门	会议/文件	主要内容
2019 年 1 月	上交所	债券监管发展业务座谈会	加大力度推进公募 REITs 规则出台以及业务试点，力争取得进一步突破。
2019 年 3 月	上交所	券商和公募基金会议	鼓励机构做好上报公募 REITs 项目的准备，并择期以上交所作为首个试点。
2019 年 4 月	发改委	《2019 年新型城镇化建设重点任务》	支持资产方以优质资产发行 REITs 产品并集中向社会资本推广
2020 年 4 月	证监会、 发改委	《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》	基础设施 REITs 应聚焦重点行业，优先支持基础设施补短板行业，并鼓励信息网络等新型基础设施开展试点。
2020 年 9 月	上交所、 深交所	基础设施基金的业务办法、发售业务指引、业务审核指引等配套文件的征求意见稿	保障基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点的顺利实施，规范深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金上市审核、持续监管
2021 年 1 月	上交所、 深交所	基础设施基金的业务办法、发售业务指引、业务审核指引等配套文件（试行）	内容同 2020 年 9 月《征求意见稿》

资料来源：根据公开资料整理

1.1.2 研究意义

1.理论意义

出于监管政策与国情考虑，我国现行市场上目前还没有国际标准意义的 REITs 产品流通，但是相关法律以及税收制度正在逐步健全。目前市场上已经存

在以基础设施为底层资产的类 REITs 产品，这种类 REITs 产品与国际标准意义上的 REITs 在功能上较为相似，但是交易结构却有一定的差异。本次发行的以中金普洛斯 REITs 为代表的 9 支公募基础设施 REITs 在交易结构上向国际标准 REITs 又靠近了一步，上述产品都是我国 REITs 市场向国际标准 REITs 市场发展的中间产物，也是在当下环境下我国资本市场对于 REITs 的积极探索，因此在理论上具有非常高的研究价值与研究意义。

2.现实意义

对于资产方而言，持有基础设施资产的风险是非常大的，尤其是民营企业参与基础设施建设往往要施加较高的财务杠杆，使得企业背负较高的资产负债率，会大大增加企业的运营风险和财务风险。本文以中金普洛斯 REITs 为例，一方面从产品本身角度出发，研究产品的交易结构设计、现金流路径、底层资产估值等多种影响融资效果的因素。另一方面从该融资模式中的融资主体视角分析本次融资过程，本次利用 REITs 进行融资对资产方的积极影响以及各个环节中可能发生的潜在问题。这些分析可以给市场上其他潜在的资金需求者提供融资经验和可借鉴的操作过程，在实务角度有很强的现实意义。

1.2 文献综述

1.2.1 国外文献综述

1.基础设施 REITs 融资模式研究

Turan Erol (2011) 主要研究了土耳其使用 REITs 这一工具进行基础设施融资模式的情况，Turan 表示包括土耳其在内的大多数西方国家，例如美国的 REITs 采用的是公司制基金，并认为 REITs 的出现使得更多的公众投资者有机会参与基础设施资产的投融资活动，从而增加了基础设施资产的资金来源。Biswas R (2018) 总结了亚非拉地区的基础设施 REITs 发展现状后发现，亚非拉地区以发展中国家为主，其基础设施建设的主要资金来源是养老基金与保险基金，基础设施资产类别的投资也成为社保基金和大型全球资产管理公司投资策略的一部分，但政府通常对养老基金投资此类资产的能力进行监管限制。而 REITs 的出现为亚非拉地区基础设施资产融资创造了一个高流动性的资产池，在增加了基础设施建设资金的

同时，REITs 的高流动性降低了发展中国家的系统性金融风险。Rosli Said, Md Nasir Daud 和 Olusegun O. Olanrele（2013）对比分析了马来西亚市场与尼日利亚市场的 REITs 后认为尽管马来西亚和尼日利亚在 REITs 方面启用的法律法规和运营方式非常相似，但受到其他外部因素影响当前亚洲地区的 REITs 发展要优于非洲地区，亚洲地区也更适合 REITs 的发展。

2. 基础设施 REITs 融资动因研究

K. Wang（2021）认为就市场规模而言，基础设施 REITs 在中国拥有巨大的市场潜能，同时这种融资模式可以帮助地方政府优化资本结构、降低财务杠杆，缓解财务风险。Yin Zixiao（2019）通过分析认为，由于中国的土地财政和土地公有化，在城镇化建设快速推进的背景下，各地政府需要大量的资金兴建公租房，因此借鉴了香港地产的模式将 REITs 引入到了中国大陆。Shu Li 与 Jun Song（2021）认为基础设施 REITs 拥有着与以往不同的产品设计和政策导向的结合方式，是一个全新品类的生态链，不仅对投资者来说是一片新的投资领域，对融资方、资产方和资产管理者来说，也是应当考虑的新的运营模式。Yingjie Ju 和 Yue Wang（2018）认为中国物流行业引入 REITs 融资的主要动因是：资产具有稳定的未来净流入现金流、法律有义务调解其收入分配、投资者广泛以及风险有限。

3. 基础设施 REITs 融资风险研究

Olusegun Olaopin Olanrele 等人（2018）分析了尼日利亚国内的基础设施 REITs 产品后发现，政治风险的大小对基础设施 REITs 的表现影响非常大，同时安全风险也是影响基础设施 REITs 表现的重要因素。Giannotti 等（2013）通过建立一个基于主要风险因素的模型进行实证研究后发现 REITs 的规模也会影响 REITs 的抗风险能力，规模大的 REITs 可以更好的分散风险、抵御风险。So 和 Yu（2015）使用计量模型对使用美国市场上的大量 REITs 产品与标准普尔 500 指数构建的投资组合进行了实证分析，该投资组合的风险价值表明了 REITs 可以在投资组合中分散系统性风险的作用。

1.2.2 国内文献综述

1. 基础设施 REITs 融资模式研究

我国内地 REITs 市场起步较晚，直至 2007 年，中国人民银行以及其他相关

部门才启动我国 REITs 市场的推进工作。杜如昌（2021）认为我国基础设施融资在 2007 年之前以地方财政、城投债以及 PPP 为主，近年来 REITs 市场在我国快速发展，未来应利用好 REITs 这种融资工具，选择“PPP+REITs”方式进行基础设施融资。徐钊、王瑜婕和田昕明（2020）认为 2014 年之后我国 REITs 市场结束了探索期，市场上已经发行了以长租公寓为底层资产的类 REITs 产品，但产品仍以私募发行为主，距离国际标准的 REITs 相差较远。宫传凯（2021）总结了我国 REITs 的发展现状后认为，尽管在 2020 年年底这个时间点上，我国 REITs 市场已经取得了长足的进步，但是基础设施 REITs 产品数量仍然较少，发展潜力巨大，已经进入到快速发展的窗口期。

2. 基础设施 REITs 融资动因研究

杜如昌（2021）认为“PPP+REITs”的基础设施融资模式可以克服基础设施建设周期长给政府带来的隐性债务和期限错配问题，同时可以改善收益率，也为社会资本方提供了资本退出的路径。何川、孙沛香和舒伟（2021）通过分析我国基础设施类 REITs 产品和基础设施 REITs 试点，认为 REITs 的出现是用金融打破基础设施和资本市场界限的手段，给基础设施在金融市场融资提供了一条十分优质的渠道。王甫忠、马可以及何滔（2021）认为相较于 PPP 融资模式对社会资本的长期占用，REITs 具有流动性高、收益稳定、安全性强的优势。赵晓玲（2021）分析了我国首批公募基础设施 REITs 的发行机制后认为，基础设施 REITs 融资模式可以降低原始权益人的财务杠杆和财务风险，使得企业运行更加平稳。

3. 基础设施 REITs 融资风险研究

顾家明、汪宵（2019）通过熵权法-CIM 模型混合法构建了我国公租房 REITs 的风险评价指标体系，并经过测算后发现公租房 REITs 产品的风险主要在于利率和房租的制定与收取。陈彬、夏旭（2021）从税收的角度分析了公募基础设施 REITs 的相关风险，认为在现有政策下，由于 REITs 的产品特性，不动产未实际转让给发行人（原始权益人）带来了超高税负，增加了原始权益人的税务风险，另外 REITs 融资身份判断及融资利息抵扣链条断裂 REITs 融资在税务方面是一个比较大的隐患。彭琨（2021）认为，公募发行的基础设施 REITs 以其独有的特性，具有不同于传统股债投资的判断标准，在投融资过程中，既要关注资产端的合规与安全性，也要考虑资金端的收益与风险，这就要求监管部门、资产方以及

投资者要同时关注投前尽调以及投后管理。

1.2.3 文献述评

从国内外学者的研究中不难看出，在各个国家，基础设施的建设都是国民经济发展的支柱，此类资产的建设运营都面临这大量的资金需求。从融资模式上来看，各个国家都是以国家财政为基础设施融资的主要来源，其原因是基础设施建设周期长，且建成后基础设施的权益流动性极低，对社会资本的吸引力很小，也无法提供合理的退出路径。在众多融资路径中，起源于上世纪 60 年代的 REITs 由于其低风险、可调节的收益以及高流动性收到了投资者的青睐，因此有越来越多的基础设施建设方愿意采用 REITs 进行融资。但同时需要关注的是，尽管 REITs 在发达国家是一个比较成熟的融资路径，但是在我国，REITs 仍然是新兴事物，尽管我国拥有稳定的政治环境作为 REITs 成长的土壤，但是在政策、合规性以及税收方面，原始权益人仍然面临着较多隐患。综上所述，经过多年发展，我国在基础设施方面的融资路径越来越丰富，但是现有的融资模式仍然对地方财政有较大的依赖，无法有效激发社会资本的效用。究其根本，是在现有融资模式下，社会资本投入基础设施的建设或运营后缺乏有效的退出路径，进而需要承担巨大的流动性风险，因此资金需求方通过公募发行 REITs 是在我国当前的社会经济环境下的正确选择，也是我国资本市场的一次创新尝试。

1.3 研究内容及方法

1.3.1 研究方法

本文主要使用了以下三种研究方法对中金普洛斯 REITs 融资模式进行研究：

1. 文献分析法

本文通过对现有关于我国基础设施融资与 REITs 发展的相关学术刊物进行梳理归纳，整理分析现有的研究方法及研究结论，从中找出本文研究的主要切入点，为后文公募基础设施 REITs 具体案例的分析提供理论依据。

2. 案例分析法

从实务层面入手，基于产品交易结构、基础资产、对原始权益人的影响、融资过程现存问题等多个角度，结合中金普洛斯 REITs 来对基础设施 REITs 发行和融资过程进行系统的分析，将理论融合于实践，为后文中公募基础设施 REITs 发行以及其他组织形式的结构化产品提供现实依据。

3. 比较分析法

本文从公募基础设施 REITs 产品的质和量两个角度出发，对比分析国内外基础设施 REITs 的发展现状，同时，对基础设施融资模式与类 REITs 等产品也进行了比较分析，从而在后文中更好地对公募基础设施 REITs 具体案例的进行研究分析。在案例分析部分将本次发行的中金普洛斯 REITs 与普洛斯集团的其他资产证券化产品对比。对比分析法贯穿全文，充分体现公募基础设施 REITs 与其他产品的异同。

1.3.2 研究内容

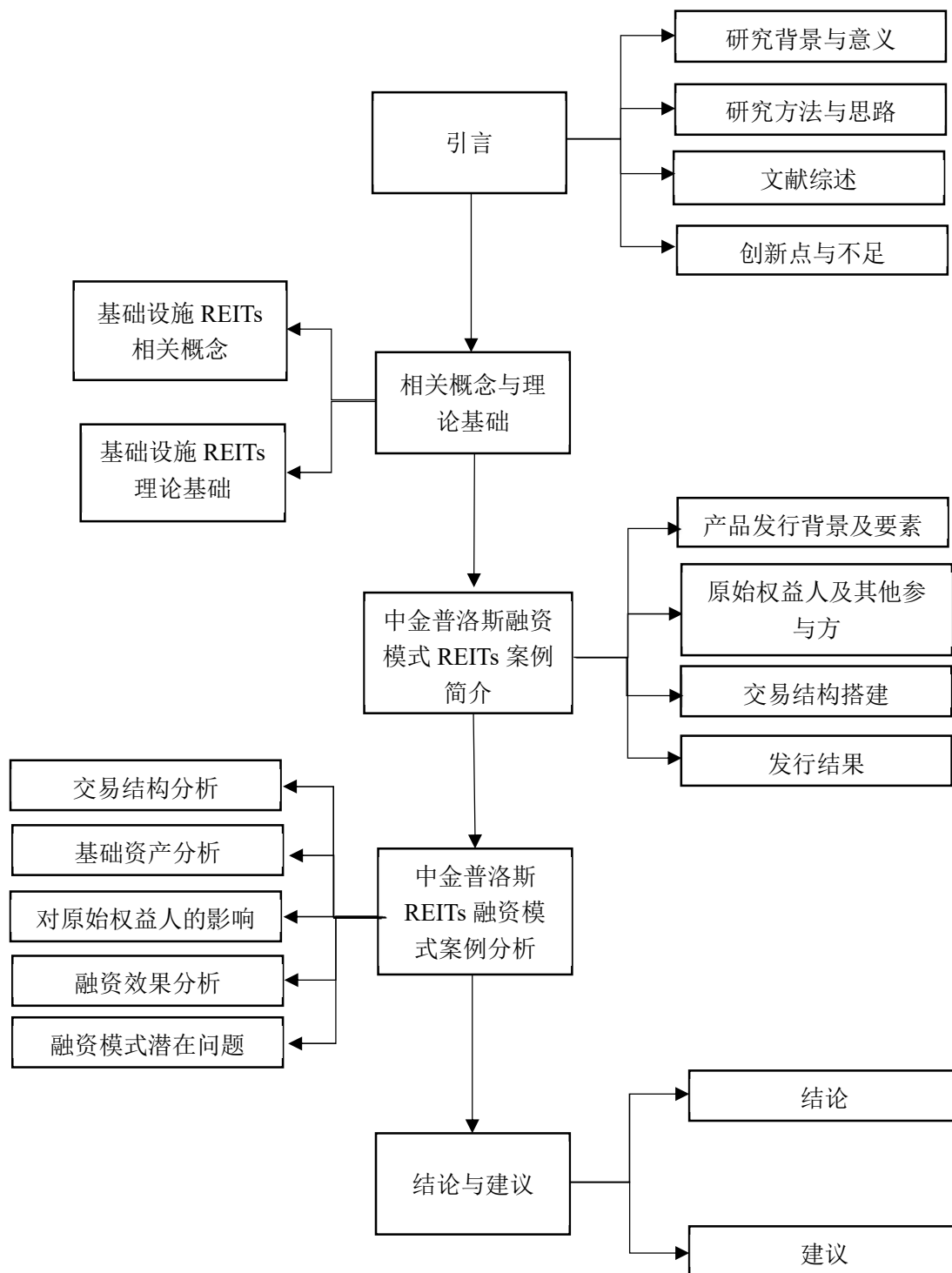


图 1.1 技术路线图

本文研究内容具体安排如下：

第一章为引言。主要包括了研究背景与研究意义、研究内容与研究方法、国内外文献综述与文献述评以及本文的创新点和不足之处。

第二章为基础设施 REITs 相关概念与理论基础。主要包括基础设施 REITs 融资模式的定义、与其他融资模式的对比以及发展现状，并梳理了基础设施 REITs 融资模式的理论基础。

第三章为中金普洛斯 REITs 融资案例概述，包括产品发行背景、产品基本要素、原始权益人及其他主要参与方、交易结构搭建和最后的发行结果。

第四章为中金普洛斯 REITs 融资案例分析。本文从交易结构、基础资产、对原始权益人的影响、融资效果和潜在问题五个方面对该融资模式进行了分析。

第五章为建议和结论。本章结合了前文研究，得出了中金普洛斯 REITs 融资模式的相关结论，并针对研究结论为公募基础设施 REITs 在我国进一步发展提出了建议。

1.4 创新点与不足

1.4.1 研究创新点

REITs 这一融资工具在我国起步较晚，目前市场上的产品主要也是私募发行的类 REITs 产品居多，在交易结构与发行方式上和国际标准 REITs 差异较大，我国关于 REITs 的研究也多数集中在监管方面和投资者方面。本文的创新点在于选取了本次发行的 9 支公募 REITs 中运行相对优秀的中金普洛斯 REITs 对其融资模式进行研究，中金普洛斯 REITs 通过公募发行，并且在资金端完全使用权益证券，是我国在应用 REITs 融资模式的一次积极尝试。本文的研究不仅拓宽了基于现有政策环境下公募基础设施 REITs 案例分析领域的研究思路，也给予了后续其他资金需求方试图通过公募 REITs 进行融资一些可供借鉴的经验，在后续期间内，这些经验可以使得公募基础设施 REITs 得到更好的发展。

1.4.2 研究不足之处

本文在研究过程中主要依靠外部公开渠道获取文章内的数据与相关资料，获取资料有限。其次 REITs 这种融资模式涉及多项工作，对其融资过程的影响因素也很多，笔者本人研究水平有限，因此对案例中的某些问题分析可能会有些不到位，力争在走向工作岗位后不断锻炼自己的分析能力，以在相关问题上做出更深入的研究。

2 基础设施 REITs 相关概念界定与理论基础

2.1 基础设施 REITs 基本概念

2.1.1 基础设施 REITs 定义

基础设施是为企业的生产活动和居民日常生活提供必要条件与服务的工程设施，是用于保证国家或地区社会经济活动正常进行的公共服务系统。而基础设施 REITs 是指以基础设施资产为底层资产搭建的不动产信托投资基金（Real Estate Investment Trusts，简称 REITs）。

REITs 是一种起源于美国的权益基金，国际标准意义上的 REITs 是公开募集面向公众投资者的，且流动性良好，可以在交易所内交易流通。在交易结构的设计上，标准的 REITs 以公司型基金为核心，分别连接投资人和物业资产，并由基金管理人运营管理，并将每年的运营收益中不低于一定比例的部分（美国为 90%）向投资者进行分配。从定义角度看，我国之前发行的类 REITs 产品与本次发行的公募基础设施 REITs 和标准 REITs 之间仍存在一些差异。

2.1.2 基础设施 REITs 融资模式与其他融资模式对比

REITs 在我国还属于一种新兴的金融产品，其概念与性质还是比较容易被公众与其他类似金融产品混淆，因此本节将会对比 REITs 与其他类似的产品或者融资模式进行对比，以进一步明确 REITs 的定义与性质。

1. REITs 与商业抵押贷款支持证券对比

商业房地产抵押贷款支持证券通常被称为 CMBS，是资产支持证券的一种表现形式。本质上仍然是先通过抵押获取贷款，然后将贷款证券化后出售，并以抵押物的未来经济收益偿还本息的债券产品。REITs 也是不动产资产证券化的一种表现形式，国际上标准的 REITs 通常是权益证券，在我国目前主要是以“股+债”的形式出现。CMBS 的投资者因为在本质上出资购买的是证券化的抵押贷款，产品的实质是债券类的固收产品。而公募 REITs 投资者享有证券份额背后所代表的资产的所有权（我国的私募类 REITs 产品为股债结合的产品，不在本节讨论

范围内),在形式上与共同基金更为相似,收益和风险均需要投资者自身来承担。在会计处理上,CMBS 与 REITs 也有显著的区别,在 CMBS 的设立过程中,底层资产只进行抵押,不进行转让,所有权不发生变动。而在标准化的 REITs 中,底层资产会从资产方的资产负债表中完全剥离,并出让给特殊目的载体(Special Purpose Vehicle,以下简称 SPV)所持有,SPV 最后由 REITs 所设立的基金持有。无论是否公募发行,一般都设立为公司型基金。值得关注的是,底层资产所有权发生转让并不意味着底层资产会脱离处资产负债表,至少在我国国内发行的 REITs 产品,仍需要进一步根据 REITs 整体交易结构和交易实质进行判断。

2. REITs 与类 REITs 对比

自 2013 年起,我国市场陆续出现了一批交易结构以“专项计划+信托基金”为核心并且私募发行的类 REITs 产品。加上本次发行的 9 支公募基础设施 REITs,我国 REITs 市场规模早已超过千亿元人民币。尽管上述产品与国际标准 REITs 都是按照信托原理设计,但是通过比较还是可以明确发现二者还存在显著的差别:首先,我国的类 REITs 多以私募发行,严格意义上并不符合 REITs 的设计理念;其次,我国的类 REITs 产品中多数含有债券成分,而标准意义上的 REITs 完全由权益证券构成;最后,在基金的组织形式上,我国的类 REITs 以及本次发行的 9 支公募基础设施 REITs 均为契约型基金,而标准化的 REITs 为公司型基金,公司型基金具有更高的灵活性。因此我国的 REITs 还需要进一步的国际化、标准化。

2.1.3 基础设施 REITs 发展现状

1. 美国 REITs 发展现状

美国是 REITs 的起源之地,目前也拥有世界上最为成熟的 REITs 产品和制度。在美国 REITs 的第一个繁荣期(1969-1972)结束后,美国的 REITs 市值从不足 10 亿美元增加至 18.81 亿美元,而截至 2020 年 12 月 31 日,根据公开数据显示,美国 REITs 产品市值高达 1.25 万亿美元,占全球 REITs 总市值的 64%^①,年复合增长率高达 14.31%。在 2008 年美国《REITs 多样化投资法案》获得通过后,美国的 REITs 市场开始向非传统领域的资产敞开大门,仓储中心、数据交换

^① 数据来源: European Public Real Estate Association

中心以及医疗保健设施行业内的多家企业成为了 REITs 融资的受益者。

2.日本 REITs 发展现状

日本的公募 REITs 出现于 2001 年，彼时日本地区在经历了上世纪后半叶资产泡沫破裂导致的经济大衰退之后，在 20 世纪 90 年代曾经短暂刺激过经济增长，但是在随后又进入了衰退阶段。其中房地产市场的低迷是造成经济不景气的主要原因之一，日本为了刺激房地产业发展，选择 REITs 作为商用房地产行业的融资工具以期提振日本经济。日本的公募 REITs 在基建方面的应用和我国较为类似，和我国的公募基础设施 REITs 一样，同属于新生事物，根据天风证券研究所的研报和东京证券交易所发布的《J-REITs Guide Book》中的数据显示，截至到 2019 年 8 月，日本的公募基础设施 REITs 仅有 63 支，规模 12.4 万亿日元（约合 1040.24 亿美元）。

3.非洲地区 REITs 发展现状

非洲地区作为全球贫困状况相对严重的地区，迫切地需要进行基础设施建设，基础设施的融资也是非常重要的一个环节，非洲地区的基础设施融资还是以传统融资模式为主，REITs 这种新兴金融工具在整个非洲地区较为罕见，而且起步也相对较晚。截至 2019 年，整个非洲市场的 REITs 规模仅 292 亿^①美元，并且主要集中在经济较为发达的南非（119 亿美元），这一规模甚至刚刚超过日本 REITs 规模的 20%。非洲地区的 REITs 在监管层面同样落后，即便在非洲 REITs 发展最集中也最为先进的南非，REITs 也是在 2012 年才被纳入金融体系监管，因此非洲地区的 REITs 发展十分缓慢，但从另一方面来说，非洲大多数国家的基础设施并不完善，融资需求还会进一步扩张，因此 REITs 这一融资工具在未来可能还有很大的发展潜力。

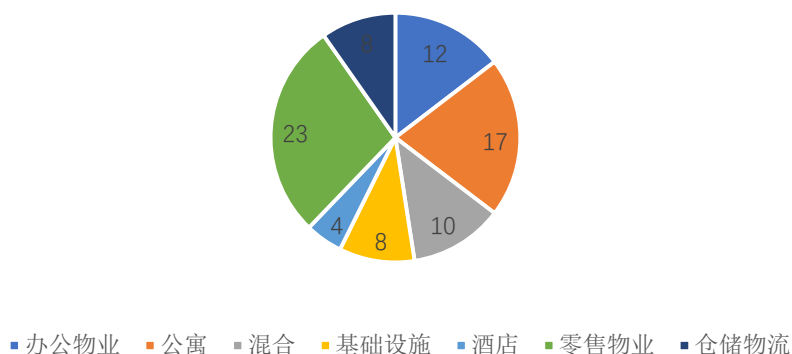
4.我国 REITs 发展现状

在本批次公募基础设施 REITs 发行之前，我国结合实际国情，并参考周边其他国家，以“股+债”结合契约式基金的交易结构发行了一批类 REITs 产品，因为有益证券的存在，这种产品符合一定的 REITs 标准，但也与标准 REITs 存在着很大的差异。这些类 REITs 产品已经在基础设施融资中投入了应用，但都是

^① 数据来源：Bloomberg，兴业证券整理

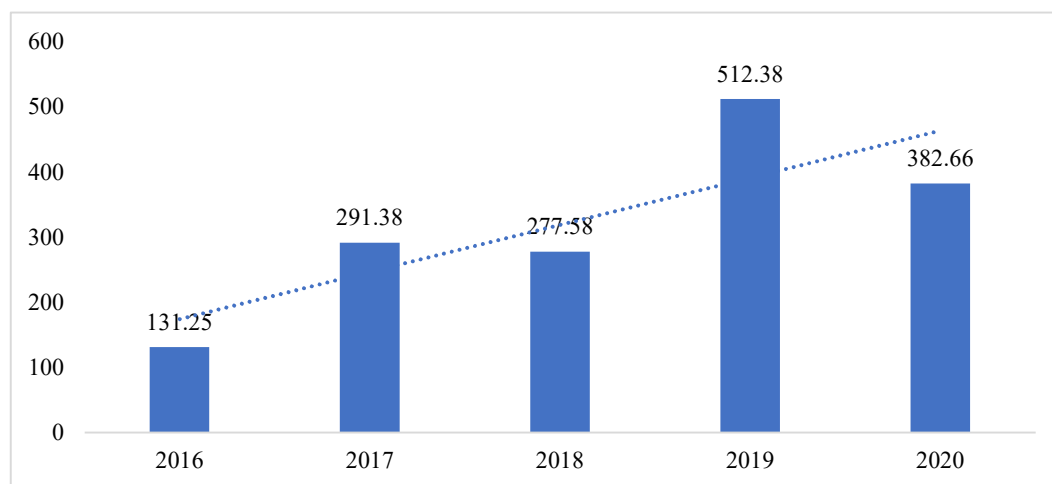
以私募的形式发行，募集范围小，融资规模也会收到募集范围的限制，并且在流动性和退出路径上和公募 REITs 相比存在较大的劣势。尽管市场上流通的类 REITs 均为阶段性产物，但还是可以说明我国的 REITs 发展还是取得了明显的进步，并且在逐步朝着国际标准迈进。

从图 2.2 与图 2.3 中不难发现，自 2016 年以来，我国每年都有超过百亿的 REITs 或者类 REITs 产品发行，2019 年一年的发行规模甚至超过 500 亿。并且这些产品覆盖了我国国民经济中的多个行业，这也为本次公募基础设施 REITs 的发行提供了宝贵的经验和路径。



数据来源：中国 ABS 分析网

图 2.1 近五年国内类 REITs 产品行业分布



数据来源：中国 ABS 分析网

图 2.2 近五年国内类 REITs 产品发行规模 (亿元)

截至 2020 年末,我国已经发行 8 支基础设施类 REITs,发行规模超过百亿,产品形式多样,主要覆盖了交通运输行业。在已发行的 8 支基础设施 REITs 中,仅 1 支为公募发行,虽然这 8 支产品与国际标准的 REITs 有很多不同之处,但其交易结构搭建、会计处理、与基础设施资产价值评估方法都在逐步接近国际标准的 REITs 产品。

2.2 基础设施 REITs 理论基础

2.2.1 资产证券化理论

资产证券化是指以资金的需求方将低流动性的资产的未来现金流作为偿付,将所有权进行证券化出售的过程,发行中会辅以信用赠级等支持手段。资产持有方发行进行资产证券化的主要目的是将自己所持有的流动性较差的资产转或者非流动资产转化为权益证券或者债券,从而在未来换取流动性更强的现金或其他流动资产,对于投资者而言,可以根据自身的风险偏好选择资产证券化产品进行投资,从而完成金融资产的合理配置。资产证券化的产生是为了满足各个参与主体对自身利益最大化的需求。对于资金的需求方,也就是原始权益人而言,资产证券化的出现拓宽了资金需求方的融资路径,提高了自身持有的低流动性或非流动资产的流动性,降低了资金需求方的融资成本,减小了与流动性有关的经营风险。无论公募还是私募发行,REITs 都是资产证券化的一种表现形式,因此对 REITs 的分析要在资产证券化的理论框架内进行。在中金普洛斯 REITs 这一产品中,被证券化的资产是由专项计划收购而来的 6 家项目公司股权。

2.2.2 委托代理理论

委托代理理论起源于公司制企业中所有权和经营权的分离,是建立在非对称信息博弈基础上的理论,其内容是:企业的所有者放弃了企业的经营权只保留收益权和所有权,而将企业的经营权转让给外部聘请或招募的专业经理人,以实现公司财务管理的目标。REITs 中也存在着委托代理关系,由于海外市场的 REITs

大多是公募发行并且使用了公司型基金架构，所以 REITs 在财务管理上的目标 and 公司是一致的。

我国市场上目前流通的 REITs 或类 REITs 中，包括本案例中的中金普洛斯 REITs，均存在着“资产支持专项计划”管理人这一角色，专项计划和基金管理人共同成为了 REITs 中委托代理关系的中间环节，因此 REITs 中存在的委托代理关系相较于一般的公募基金和海外 REITs 而言更为复杂。

2.2.3 交易成本理论

交易成本这一概念最早由科斯提出，科斯曾试图用交易成本解释企业存在的原因。他认为，企业与市场是不同的交易机制，市场以价格机制配置资源，企业以行政手段配置资源，但是企业不能无线扩张，二者的边界就是交易成本。

REITs 的交易结构中，原始权益人和 REITs 的基金管理人之间存在强关联关系，且两者都追求自身利益最大化，那么就有动机为了减少制定和达成协议等的交易成本而在未来的第二次、第三次项目选择中优先选择对方作为自己的合作方，即 REITs 管理人选择资产方持有的其他同类项目创建新 REITs，这对于同业的其他资产方来说就增加了由于机会主义行为而产生的交易成本。

2.2.4 风险隔离理论

风险隔离理论是资产证券化过程中的一个重要理论。风险隔离是指通过分离或复制风险单位，使任一风险事故的发生不至于导致所有财产损毁或灭失。风险隔离是诸多风险控制手段中有效程度较高的一种，可以从总体和根源上减少风险所造成的损失。资产证券化的操作过程中，离不开一个必要的参与主体，特殊目的载体，也就是通常所说的 SPV，风险隔离理论对于 SPV 的设立十分重要。在资产证券化的实际操作过程中，SPV 的主要作用是受让原始权益人转让的基础资产，基础资产脱离原始权益人后，即使原始权益人发生重大经营风险或者面临清算，在此之前出售给 SPV 的用于资产证券化的相关资产也不会受到重大影响，最大化的保障了投资者及其他参与主体的利益，这个过程也叫破产隔离。对于 REITs 而言，投资者的收益源于基础资产的运营收入，如果不进行风险隔离，基

础资产需要和原始权益人共同承担风险，如果原始权益人经营情况突然恶化，对于投资者来说是不可接受的，因此在 REITs 中进行风险隔离十分必要。在本案例中，作为 SPV 存在的是中金普洛斯仓储物流基础设施资产支持专项计划，专项计划在连接资金供需双方的同时，也将资金需求方除项目资产外的风险与投资者相分离，保证了融资过程的顺利进行。

3 中金普洛斯 REITs 融资模式案例简介

3.1 产品发行背景与基本要素

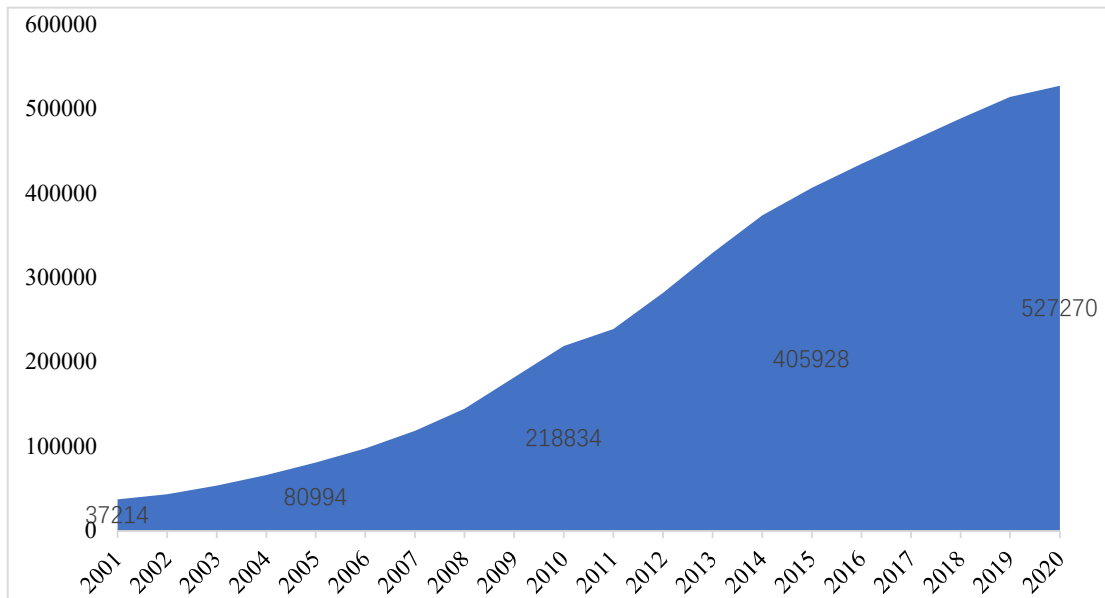
3.1.1 发行背景

1. 外部事件冲击

受新冠肺炎疫情影响，国内积极向上的发展势头受到严重冲击，基础设施建设成为了恢复经济增长的手段。但与此同时，由于生产活动停滞，国家财政受到严重打击，以往承担了基础设施建设大部分资金来源的政府、国有企业和大型民营企业在疫情背景下也面临着巨大的经济压力，因此寻找新的融资路径迫在眉睫。而公募 REITs 的适时出现既能缓解地方政府压力，又可以让社会资本有效参与，在一定程度上重新激发国民经济的活力。

2. 盘活存量资产

基础设施建设投入的资金总量表现为固定资产投资完成额。通过对基础设施建设投资规模的了解，进一步明确各行业中基础设施资产规模。有助于更好的分析基础设施持有人如何选取融资模式开展融资行为。

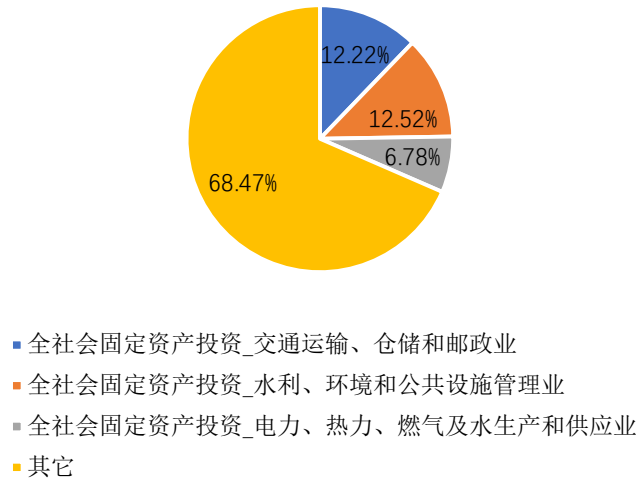


数据来源：《中国统计年鉴 2021》

图 3.1 2001-2020 年我国全社会固定资产年投资完成额

图 3.1 显示，我国的全社会固定资产投资完成额自 2001 年起迅速增长，中间只有个别年份稍稍放缓增速如 2010、2019 年。经过多年快速发展的积累，全社会中有大量的存量基础设施资产由于缺乏建设或运营资金从而没有得到充分的利用，因此通过公开发行业 REITs 进行融资，可以起到盘活存量资产的作用。

本次发行的 9 支公募基础设施 REITs 分别属于水利、环境和公共设施管理业、交通运输、仓储和邮政业以及电力、燃气及水的生产和供应业，本文的研究对象中金普洛斯仓储物流 REITs 属于交通运输、仓储和邮政业。



数据来源：中经网统计数据库

图 3.2 全社会部分行业基础设施存量资产比重

图 3.2 中的数据显示，此次发行的 9 支公募基础设施 REITs 所涉及的三个行业占我国全社会基础设施投资存量资产的 31.52%，其中中金普洛斯 REITs 所属的交通运输、仓储和邮政业就占据了 12.22% 的份额。因此利用好 REITs 融资，形成良好的投资循环，有利于拓宽基础设施建设资金来源。对于地方政府而言，利用 REITs 融资在帮助地方政府减轻债务负担的同时可以优化私营企业的资产结构，既能降政府杠杆率，又能缓解企业融资难问题。企业可以通过提高基础设施融资对社会资本的吸引力，丰富企业融资路径，从而实现融资目的。另外对于基础设施建设项目来说，能够吸引到经验丰富的成熟社会资本参与，能够在提高提高项目运营效率的同时，降低运营成本。对于企业来说，可以推动企业的改革，

国企进行混合所有制改革。对于整个社会来说可以加快基础设施建设的完善，补齐缺口，进而推进供给侧结构性改革进程。

3. 政策支持

在首批公募 REITs 发行之前，我国已经进行了长期的政策铺垫和实验研究，其中包括发改委在内的多个相关部门早已出台多项政策，同时在房地产行业出现使用 RIES 进行融资的行为。因此 REITs 市场的快速发展，离不开各方的配合与支持。基础设施资产由于其在通常情况下能拥有用相对稳定的净流入现金流而成为了抗风险能力较强的资产，以普洛斯集团所处的物流地产行业为例，物流地产非常适合通过发行公募进行 REITs 融资。物流地产企业大多数都是通过外部融资来获取经营所需的房屋等资产，并且此类资产在资产负债表内通常作为以公允价值计量的投资性房地产进行核算，一方面会提高企业的资产负债率，另一方面投资性房地产的公允价值受外部环境影响较大，会增加企业的财务风险与运营风险，通过公募方式发行 REITs 恰好可以提升企业资产的流动性并降低企业的杠杆率。基于当下的外部环境、政策支持和自身的融资需求，普洛斯集团与中国国际金融股份有限公司（以下简称“中金公司”）联合发行了中金普洛斯 REITs 来完成此次融资。

3.1.2 基本要素

中金普洛斯仓储物流封闭式基础设施证券投资基金（以下简称“中金普洛斯 REITs”）于 2021 年 5 月 14 日获得上交所批准后成立，并于同年 6 月 21 日正式在上交所进行挂牌交易，同日还有其他 8 支基础设施 REITs 基金挂牌交易，这标志着我国公募基础设施 REITs 基金迈出了第一步。中金普洛斯 REITs 具体要素如表 3.1 所示。

表 3.1 中金普洛斯 REITs 产品基本要素

产品要素	内容
专项计划名称	中金普洛斯仓储物流封闭式基础设施支持专项计划
发行规模	58.35 亿元
原始权益人	普洛斯中国控股有限公司
期限和利率	50 年，不设固定收益率，以基础资产运营收益的 90% 以上向投资者分配
产品要素	内容
项目公司	北京普洛斯空港物流发展有限公司、普洛斯（广州）保税仓储有限公司等 6 家项目公司
基础设施资产	位于北京、广东、江苏三地的合计 70 余万平方米的 7 个仓储物流园
信用评级	权益证券不参与信用评级
发行方式	公开发行
上市交易所	上海证券交易所

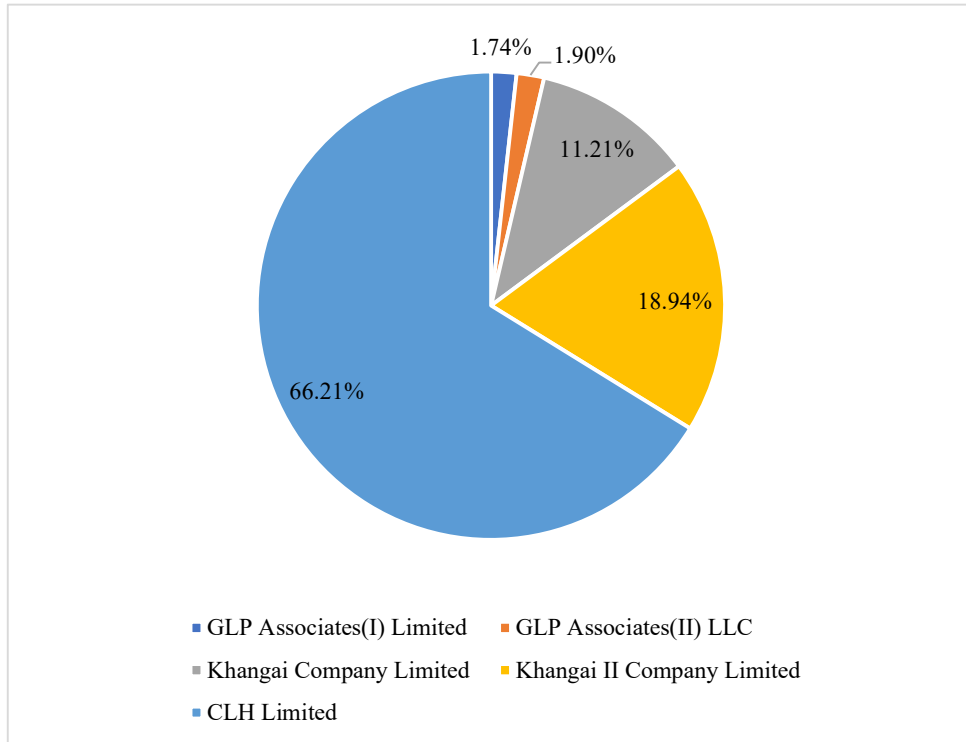
资料来源：上海证券交易所公开信息

中金普洛斯 REITs 发行规模合计 58.35 亿元人民币，证券端未做分级处理，因中金普洛斯 REITs 为权益型 REITs 基金，故不参与信用评级。在收益分配上，不设置固定收益率或者最低收益率，而是根据基础设施资产运营情况将未来产生的净现金流入的 90% 以上向权益持有人进行分配。

3.2 原始权益人与主要参与方

3.2.1 原始权益人

中金普洛斯 REITs 的原始权益人为普洛斯中国控股有限公司（以下简称“普洛斯中国”），控股股东为 CLH Limited。截至 2020 年末，其股权结构如图 3.4 所示。



数据来源：香港公司注册中心

图 3.3 普洛斯中国股权结构图

目前，普洛斯集团的仓储租赁企业大部分为全球 500 强企业、跨国企业及国内大型企业集团，横跨覆盖了电商零售、医药、第三方物流等行业。在 2018-2020 年之间，主营业务收入占比分别为 93.53%、84.94%和 85.44%，说明公司业务结构稳健。截至 2020 年年末，普洛斯中国持有的本次发行 REITs 的仓储物流园与对应的土地使用权情况如表 3.2 所示。

表 3.2 中金普洛斯 REITs 基础设施资产详情

项目名称	项目所在地	可租赁面积（平方米）	2020 年末出租率
普洛斯北京空港物流园	北京市顺义区	128,061.00	96.85%
普洛斯通州光机电物流园	北京市通州区	40,530.00	100.00%
普洛斯广州保税物流园	广东省广州市	43,895.00	100.00%
普洛斯增城物流园	广东省广州市	112,757.00	100.00%
普洛斯顺德物流园	广东省佛山市	106,737.00	100.00%
苏州望亭普洛斯物流园	江苏省苏州市	94,434.00	100.00%
普洛斯淀山湖物流园	江苏省苏州市	181,223.00	97.24%

数据来源：《中金普洛斯 REITs 发行募集说明书》

从上表中可以看出，本次发行的 REITs 产品所涉及的 7 处仓储物流园都得到了充分利用，出租率均达到了 95%以上，仓储物流园充分的出租率是本次融资顺利完成的重要保障。

3.2.2 项目发行公司

中金普洛斯 REITs 的项目公司为北京普洛斯空港物流发展有限公司、普洛斯（广州）保税仓储有限公司、广州普洛斯仓储设施管理有限公司、佛山市顺德区普顺物流园开发有限公司、苏州普洛斯望亭物流园开发有限公司以及昆山普淀仓储有限公司六家仓储物流公司，6 家项目公司在产品发行前的股东均为境外股东，其境外股东又均由普洛斯中国控制，因此在法律关系上，原始权益人普洛斯中国在产品发行前通过股权穿透控制 6 家项目公司及项目公司旗下的仓储物流园。

中金普洛斯 REITs 的基础资产为公募封闭式基金，但是该基金并不直接产生现金流，主要承担特殊目的载体作用。因此需要从实际现金流的来源进行追溯，该 REITs 的底层资产为项目公司所持有的 7 家仓储物流园的所有权，在该 REITs 存续的 50 年内，底层资产的运营服务由原始权益人关联方上海普洛斯提供，由运营产生的收益中 90%以上的部分将会用于对权益证券（基金份额）持有人的分配。

3.2.3 公募基金与专项计划管理人

中金普洛斯 REITs 的融资过程与交易结构中涉及许多代理关系，因此封闭式公募 REITs 基金与资产支持专项计划的管理人要有与之适配的管理能力，否则会对融资过程以及后续产品管理造成种种不利影响。

在中金普洛斯 REITs 中，担任基金管理人角色的是中金基金管理有限公司（以下简称“中金基金”）。中金基金成立于 2014 年 2 月，是证监会批准设立的第 90 家公募基金公司，也是第一家由单一股东 100%持股并发起设立的基金公司。

担任专项计划管理人角色的是中金公司。中金公司是上文提到的全资持股中金基金的单一股东。据中国基金业协会发布的资产管理数据报告显示，2021 年

第三季度，中金公司资产管理规模高达 8423.79 亿元人民币，位居全国第二，其在资产管理方面的能力非常优秀，并且内部设立有健全的风控机制，但仍需特别关注作为本案例中原始权益人全资股东的中金公司利用内幕消息和其他未公开消息进行不当获利的风险。

3.3 交易结构搭建

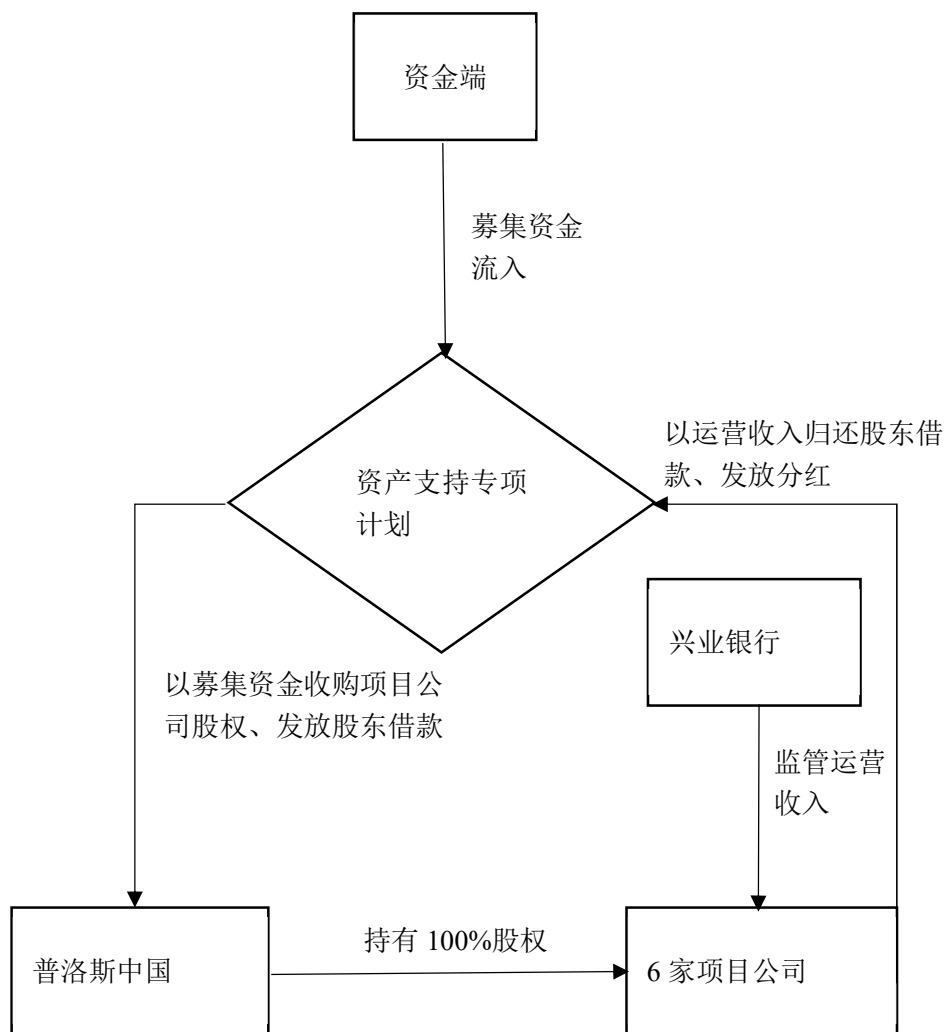
中金普洛斯 REITs 的交易结构搭建和其他 REITs 产品并无太大区别，都是分别在资产端和资金端进行交易结构的搭建。资产端和资金端的界定通常以现金流流向为依据，资产端是指资金的需求方，在 REITs 融资中为原始权益人；而资金端通常是指资金的供给方，在 REITs 融资中为投资人。

刘桐君（2021）指出：根据现行《指引》^①和配套业务规则的征求意见稿，当前官方认可的标准交易结构只有一种，即 REITs(公募基金产品) —ABS(资产支持证券)—SPV 基础设施项目公司)的三级结构^[27]。本文的后续内容中将会分别从资产端和资金端对中金普洛斯 REITs 的交易结构进行阐述。

3.3.1 资产端

中金普洛斯 REITs 的资产端交易结构如图 3.5 所示。在本案例中，实际的资金需求方为普洛斯中国控股的 6 家项目公司。在中金普洛斯 REITs 发行之前，6 家项目公司的 100%股权由普洛斯中国通过 5 家境外公司股东穿透持有，在融资过程中，专项计划管理人中金公司设立并管理中级-普洛斯仓储物流基础设施资产支持专项计划，该专项计划将资金端募集的将分别用于收购 6 家项目公司 100% 股权。在后续期间，借款本息由项目公司归还，资金来源为 6 家项目公司拥有的基础设施资产运营收入，运营收入资金与专项计划收购的股权对价均由监管银行兴业银行进行监管与托管。

^① 指《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》

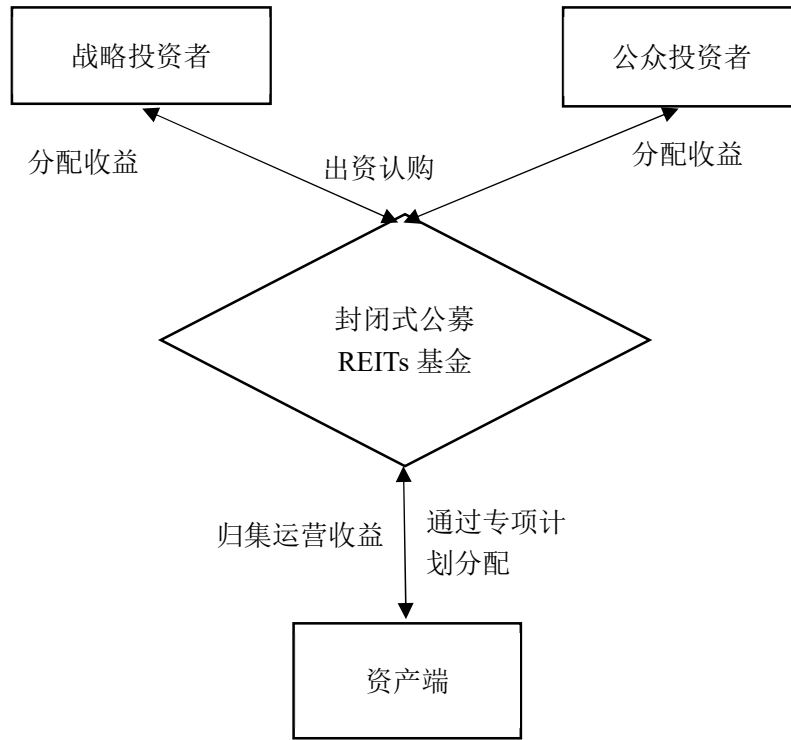


资料来源：根据公开资料整理

图 3.5 资产端交易结构

3.3.2 资金端

中金普洛斯 REITs 资金端交易结构如图 3.6 所示。基金管理人中金基金设立并管理封闭式公募基金“中金普洛斯仓储物流封闭式基础设施证券投资基金（即本文所述“中金普洛斯 REITs”）”，该基金在上海证券交易所面向公众投资者公开发售。投资者出资认购后，认购资金流向上文所述的资产支持专项计划，再经由专项计划向资产端进行分配，从而完成整个投资过程。



资料来源：根据公开资料整理

图 3.6 资金端交易结构

3.3.3 完整交易结构

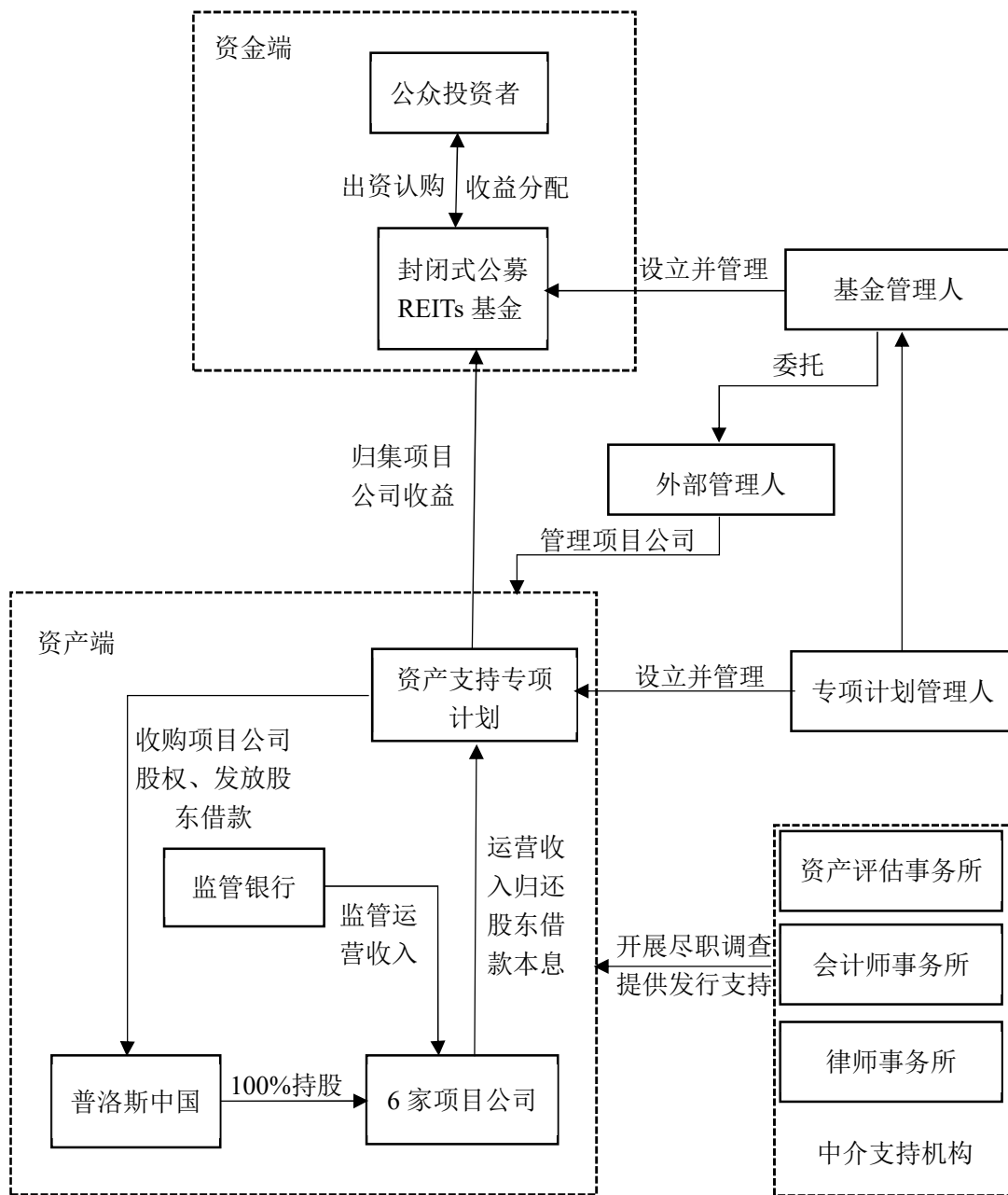
除了前文中提到的专项计划管理人、基金管理人等参与主体，整个产品的交易结构设计中还涉及表 3.3 中的其他参与主体，这些参与主体同样在本次融资过程和产品发行过程中承担了各自相应的任务，保证了融资过程顺利完成。

表 3.3 其他参与主体

机构性质	机构名称
会计师事务所	毕马威华振会计师事务所
律师事务所（基础设施资产）	北京市海问律师事务所
评估机构	深圳市戴德梁行土地房地产评估有限公司
直销机构	中金基金管理有限公司
资产管理人	普洛斯中国控股有限公司
公募基金托管人	兴业银行股份有限公司
律师事务所（基金）	上海市通力律师事务所

资料来源：中国 ABS 分析网公开信息

基于前文所述的资产端与资金端交易结构搭建，再加上其他各个参与主体，将各部分按照法律关系和现金流关系进行联系，可以得到中金普洛斯 REITs 完整的交易结构，如图 3.7 所示。



资料来源：根据中国 ABS 分析网、发行说明书等公开资料整理

图 3.7 中金普洛斯 REITs 完整交易结构示意图

资产端与资金端各自的交易关系已在前文陈述，在中金普洛斯 REITs 的完整

交易结构中主要存在着如下关系：

1.两个 SPV 主体，分别是资产支持专项计划和公募 REITs 基金。资产支持专项计划负责将收购来的基础资产证券化，然后传递给封闭式公募 REITs 基金以进行融资。后续期间资产支持专项计划将归集基础资产收益并传递给封闭式公募 REITs 基金向投资者分配。

2.作为专项计划管理人的中金公司设立并管理资产支持专项计划，同时担任基金管理人的财务顾问。

3.作为基金管理人的中金基金设立并管理封闭式公募 REITs 基金。

4.基金管理人中金基金由于缺乏专业经验，聘请上海普洛斯作为外部管理机构对基础资产的经营进行管理。

5.以会计师事务所、律师事务所为代表的各个机构对融资方公募发行 REITs 进行融资提供尽职调查服务以及必要的发行支持服务。中介机构详细信息可见表 3.3。

3.4 发行结果

在产品发行结果方面，本次中金普洛斯 REITs 共发行 58.35 亿元证券，募集证券份额为 15 亿份。此次发行采取公募发行的方式，由中金基金管理公司面向公众投资者销售。在全部的 58.35 亿元发行证券中，战略投资者认购比例达到了 72%，除 GLP 投资外，均不是普洛斯中国的关联方。基金份额的持有者可从场内场外双通道实现资金的退出。基于这种退出机制，各个战略投资者限售期最短为 1 年，认购比例最高的 GLP 投资限售期为 5 年，有充分的时间使得中金普洛斯 REITs 在发行后在二级市场稳定价格，防止战略投资者在短期内赚取价格差价，极大地保证了基金发行后的稳定性。

4 中金普洛斯 REITs 融资模式分析

4.1 交易结构分析

中金普洛斯 REITs 作为一款结构化金融产品，前文已提到其交易结构可以从 SPV 处按资金流动方向划分为资产端和资金端。其中资产端连接了各个资产方的各个主体，资金端则对接了各个投资者主体，本章将对中金普洛斯 REITs 的交易结构入手，分别分析资产端和资金端中存在的各种关系，以及评价交易结构的运行效率。

4.1.1 资产交易与风险隔离

1. 高效的底层资产交易

根据中金普洛斯 REITs 募集发行说明书所载，本案例中的底层资产为 6 家项目公司所持有的 7 家仓储物流园的房屋与对应的土地使用权。在现存于我国资产证券化市场上的大量类 REITs 产品中，多数情况下原始权益人是底层资产的持有者，在类 REITs 产品的交易过程中，原始权益人会将底层资产从资产负债表中剥离，随后转让至项目公司。然而在任何经济活动中，每增加一次交易过程，就会增加对应的交易成本，而在中金普洛斯 REITs 的交易结构设计中，6 家项目公司直接持有 7 家仓储物流园，因此无需再进行底层资产的交易，提高发行效率并降低交易成本的同时减小了相关的风险。

2. 双 SPV 进行风险隔离

SPV 通常由基金或信托等组织担任，对项目公司的净资产进行收购从而实现对项目公司的控制。在本案例中，图 3.7 中的资产支持专项计划和投资基金两个主体共同担任了 SPV 角色。常见的专项计划对项目公司形成控制的模式主要有三种，分别是直接收购、间接收购与反向收购。从图 3.7 中可以看出，尽管本案例的交易结构采取了双 SPV 进行搭建，但本质上还是使用的直接收购法完成了对项目公司的交易，资产支持专项计划直接收购了 6 家项目公司 100% 的股份并用募集资金向项目公司原股东支付股权对价和发放股东借款，这是因为项目公司直接持有了底层资产，无需“绕路”去将底层资产剥离再转让至专项计划（本案

例不涉及国有资产的交易，这一点对涉及国有资产交易的公募 REITs 效果更为明显)。专项计划完成对项目公司的收购后，连同投资基金、6 家项目公司组成了一个独立运营、分配、披露信息的一个主体，同原始权益人及其关联方实现了风险隔离，相较于单 SPV 主体的 REITs，双 SPV 的风险隔离程度更高。

双 SPV 的一个优势在于，尽管 6 家项目公司在被专项计划收购后同处于专项计划控制下，但是其日常经营仍是相互独立的，产生的现金流归各个项目公司所有。专项计划的存在充当了控股公司的角色，6 家项目公司独立产生的现金流可以通过专项计划进行归集后流入投资基金向投资者进行分配，尽管在效率上相较于单 SPV 有所降低，但是可以提高交易的安全性，并有利于信息披露和监管。

4.1.2 资金流动路径

在本案例中，资金的流动主要有两条路径，分别是资金融入路径与资金流出路径，本节内容将分别从这两条路径入手对中金普洛斯 REITs 的资金流动进行分析。

首先是资金融入路径，中金普洛斯 REITs 发行规模 58.35 亿元，已经由各类投资者全部认购，认购后的融入资金中 29.39 亿元用于支付收购 6 家项目公司 100%的股权对价，向项目公司发放股东借款 26.80 亿元，剩余部分用于偿还关联公司借款本息。最终有 96.30%的融资款可以由融资方支配，进行债务偿还或开展经营活动，融资效率非常高。

在资金的流出路径上，投资者购买基金份额的款项用于支持专项计划收购项目公司，收购完成后专项计划形成对 6 家项目公司的控制，在基金封闭期内 6 家项目公司产生的运营收益通过专项计划归集，再经由基金管理人通过公募基金向投资者进行分配。本案例所涉及的资产支持证券均为权益证券，因此不设分级且不做信用评级，同样也无需进行外部的信用增级。投资人的收益来源是底层资产的运营收入，项目公司可分配利润的 90%以上将会用于向投资者进行分配，因此中金普洛斯 REITs 在资金端的兑付环节上几乎没有信用风险。在投资者实现资金退出的环节上，投资者可等待公募基金的封闭期结束后申请赎回，中金普洛斯 REITs 不设申购和赎回费用。另外一种退出方式是在上海证券交易所交易投资人所持的基金份额，双通道退出机制保证了基金份额和投资人资金的流动性，降低

了投资人的流动性风险，提高了基金的稳定性。

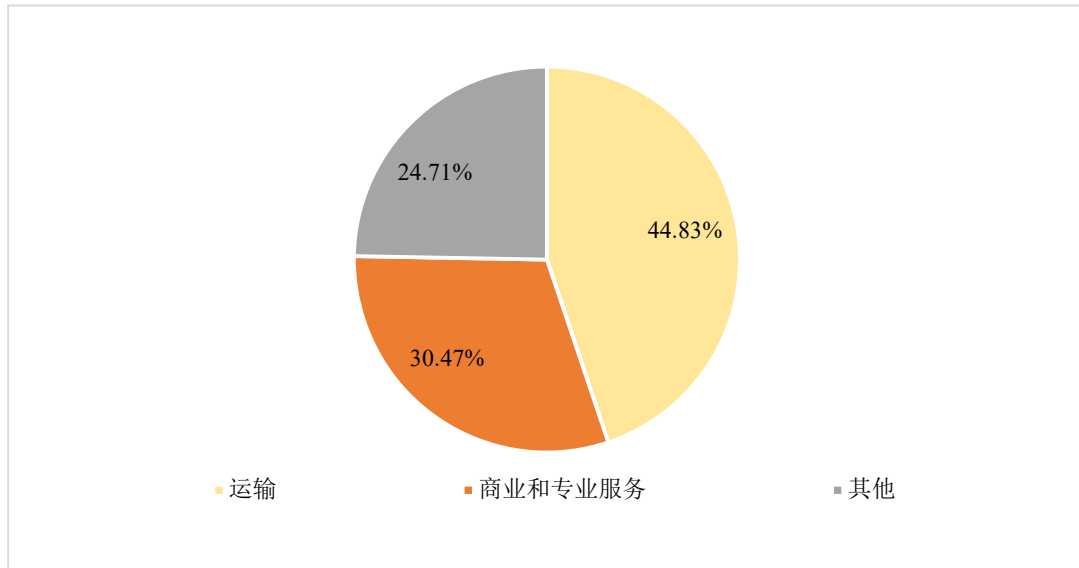
4.2 融资可行性分析

基础资产是基础设施 REITs 交易依赖的资产，应当且有能力持续产生稳定的现金流以供向投资者分派收益。如本文前文所述，本案例中的基础资产是 6 家项目公司全部股权和债权债务。公募基金设立并募集足额资金后，按照专项计划的安排向 6 家项目公司的境外股东收购项目公司 100% 股权，从而持有项目公司享有的 7 家仓储物流园的经营权、房屋所有权以及土地使用权，并以获取 7 家仓储物流园运营收入为稳定的现金流。在本文的后续内容中将通过对这 6 家项目公司的财务、运营、现金流和估值情况进行分析来判断普洛斯中国通过公募发行 REITs 进行融资的可行性。

4.2.1 营运情况分析

中金普洛斯 REITs 的基础设施资产由 7 个仓储物流园组成，分布于京津冀、长三角、大湾区三大城市群，且均位于各城市群的核心集散地。三大城市群是我国华北地区、东南地区以及华南地区重要的物流集散地，具有交通便利、人口密集和各类产业丰富的特点，十分有利于仓储物流园的经营。据《中金普洛斯 REITs 发行募集说明书》内容显示：7 处产业园合计建筑面积合计约 704,988 平方米，估值合计约 53.46 亿元。经测算，截至 2020 年 12 月 31 日，目标基础设施资产合计平均出租率约 98.72%，合同租金及管理费平均约 40.04 元/月/平方米。

在客源方面，6 家项目公司的主要租赁客户包括京东、美团、德邦物流、等知名企业。截至 2020 年 12 月 31 日，项目公司所持有的 7 家仓储物流园共拥有 53 个租户，其中前十大客户的租金或管理费收入超过 6 家项目公司租金或管理费收入的一半，不存在对某一客户有较强的依赖性。关联租户的租金或管理费收入占比在 5% 左右，不存在有明显的利益输送关系。整体来看，6 家项目公司经营较为分散且合规，可以作为公开资产向社会公众募集资金。



数据来源：根据同花顺财经公开数据整理

图 4.1 基础设施资产租户行业分布

从图 4.1 中可以看出，基础设施资产的租户中，运输业和商业专业服务两个行业的客户占比高达 70%，这两个行业中的客户所提供的服务需求旺盛且毛利稳定，在相同条件下受外部事件冲击较小。除此之外，其余客户均为毛利率较高的行业，因此租金方面的信用风险得以减小，这为中金普洛斯 REITs 未来向投资人支付分红、分派收益提供了保障与基础。同时根据《中金普洛斯 REITs 发行募集说明书》中的记录，2018-2020 年，6 家项目公司的合计运营成本均在 1.3 亿元左右，因此此次融资可以很好地支持项目公司的日常运营。

4.2.2 财务指标分析

在本案例中，真正产生可供分配收益的基础资产是 7 处仓储物流园，这 7 处仓储物流园的资产质量将直接影响公募 REITs 的发行是否可行，只有高质量、成熟的资产才可以吸引投资者的资金投入。由于 6 家项目公司的资产规模、经营范围和业务模式高度相似，因此可以站在共同控制方普洛斯中国的合并财务报表视角上仅对 6 家项目公司进行集团层面的财务分析，即将 6 家项目公司视作一个处于同一控制下的集团整体对基础资产的财务状况进行分析。

表 4.1 2018-2020 年项目公司模拟合并资产负债表（部分）

单位：亿元人民币

项目	2018 年	2019 年	2020 年
流动资产合计	5.23	6.70	7.48
投资性房地产	13.57	12.77	12.08
非流动资产合计	13.58	12.78	12.09
资产合计	18.81	19.48	19.57
流动负债合计	3.70	1.50	3.57
长期借款	0.55	2.33	2.30
非流动负债合计	0.64	2.41	2.39
负债合计	4.34	3.91	5.96
所有者权益合计	14.46	15.57	13.61
负债与所有者权益合计	18.81	19.48	19.57
资产负债率	23.10%	20.05%	30.46%

数据来源：根据巨潮资讯网公开数据整理

根据表 4.1 所示的财务数据，可以对项目公司以及底层资产的偿债能力、营运能力、获利能力以及发展能力以及相关分析。

偿债能力方面，在 2018-2020 年之间，6 家项目公司的平均合并总资产 19.28 亿元，平均合并总负债 4.74 亿元，其中大部分为流动负债，表明 6 家项目公司通过经过多年运营已经发展成熟，通过外部进行长期融资的需求小，日常运营通过自身的净现金流入和少量短期借贷即可正常维持。平均资产负债率 24.54%，处于合理区间内。本次融资募集的部分款项也将用于项目公司的债务清偿因此偿债能力有极大的保证，公司的存量债务不会对生产经营造成重大风险。

营运能力方面，公司运营获得收入主要依靠出租房屋和土地使用权或者提供服务，基本不涉及产品货物的交易，因此存货周转带来的收入或其他资产带来的非经常性损益数额极小，可以忽略不计。

表 4.2 2018-2020 年项目公司业绩变化表

单位：亿元人民币

项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入	3.08	3.32	3.29
营业成本	1.32	1.28	1.28
毛利率	57.17%	61.31%	60.94%
营业利润	1.21	1.47	1.56
净利润	0.91	1.11	1.21
营业收入增长率	-	7.79%	-1.00%
净利润增长率	-	21.98%	9.01%
权益净利率	6.29%	7.13%	8.91%
总资产报酬率	-	7.41%	8.20%

数据来源：根据巨潮资讯网公开数据整理

盈利能力方面，结合表 4.1 与表 4.2 的数据，6 家项目公司的收益来源均为各自持有的仓储物流园，且仓储物流园在财务报表中作为投资性房地产核算，由表 4.1 中数据可计算出 2019、2020 两个年度的总资产报酬率分别为 8.20%和 7.41%，与权益净利率接近，进一步说明 6 家项目公司运营成熟。明源地产研究院发布的数据显示，同行业中高标仓的同类指标为 5.5%-6.75%，可见本案例中的基础资产盈利能力显著高于同行业平均水平。

发展能力方面，6 家项目公司在 2018-2019 年度的营业收入增长率为 31.52%，营业利润增长率为 21.08%，受新冠疫情影响，全球物流行业均受到巨大冲击，但是 2019-2020 年度 6 家项目公司的营业收入增长率仅有-0.88%的小幅下降，而营业利润增长率保持 6.59%的增长。

综上所述，从财务角度进行分析，6 家项目公司所持有的 7 处仓储物流园经营状况稳定，财务状况良好，是适合用于 REITs 融资的优质资产。

4.2.3 现金流分析

由于中金普洛斯 REITs 在资金端的证券完全由权益证券组成，因此可分派给投资者的收益将由经营性现金流入决定。

表 4.3 2018-2020 年项目公司现金流量表（部分）

单位：亿元人民币

项目	2018 年	2019 年	2020 年
房产租赁收到的现金	3.23	3.44	3.28
收到其他与经营活动有关的现金	0.08	0.03	0.13
经营活动现金流入小计	3.31	3.47	3.40
经营活动现金流出小计	-1.39	-1.47	-1.50
经营活动产生的现金流量净额	1.92	1.99	1.90
房产租赁现金流入占比	97.58%	99.13%	96.47%

数据来源：根据巨潮资讯网公开数据整理

在 2018-2020 年之间，各个年度的经营性现金流入均至少有 96%以上来源于房屋租赁收到的现金，可见项目公司的主营业务稳健，与其业务结构相符。并且各年度经营活动产生的现金流量净额变动在 5%以内，变化较为稳定。

基金管理人中金基金于 2021 年 10 月 21 日发布的《中金普洛斯仓储物流封闭式基础设施证券投资基金 2021 年第 3 季度报告》（以下简称“三季度报告”）显示，2021 年第三季度 6 家项目公司经营性净现金流入要显著高于过去三个年度的平均值，从而可以看出融资后项目公司经营压力减小，有更多流动资金可以投入生产经营，经营状况良好，有利于向投资者进行收益分配。

4.2.4 底层资产估值分析

本案例中，绝大多数的现金流入都是由位于三个城市群的 7 处仓储物流园所产生的，通过对戴德梁行土地房地产评估有限公司出具的相关资产评估报告进行梳理后可以确认，其估值工作流程如下：

首先，各个物流园的房屋以及土地使用权权属与使用土地的到期日需要由评估机构确认，并确定产生现金流流入的资产是作为投资性房地产核算的；其次，通过租赁合同确定客户和租赁关系的真实性以及实际出租率，并观测各个物流园的园区建设情况与实际运营情况，以房屋租赁收入的资产采取收益法估值；最后，确定本次评估的方法，并公示各影响因素的统计口径。本次对中金普洛斯 REITs 所持有的 7 家仓储物流园估值使用的方法是收益法，该估值方法是物流地产行业内使用较为普遍的方法，其核心思想是通过将被估值资产未来产生的现金流进行

折现得到估值。

案例中作为基础资产的 6 家项目公司运营状况较好,位于三个城市群的 7 处仓储物流园出租率高、权属明确并且没有客户行业分散,不存在对某单一客户的一览,所产生的现金流具有稳定性以及成长性,即使在经济下行的环境下,相较于其他金融产品仍然可以给投资者较为稳定的投资回报,这会极大地激发投资者的投资热情,使融资过程更加顺利。在估值方面,通过参考中金普洛斯 REITs 项目的土地评估报告可以发现,7 处仓储物流园的估值从 2.01 亿元到 16.37 亿元不等,合计估值 53.46 亿元,略低于融资规模。各个仓储物流园所使用的地块剩余到期年限在 37-44 年不等,短期内无土地使用权权属问题。6 家项目公司的价值会随土地使用权到期日的临近而递减,这本质上是土地使用权作为寿命有限的无形资产因摊销造成的减值,因此这并不影响封闭期内底层资产的运营以及每期的现金流入,使得该产品在同类 REITs 产品中更具竞争性。中金普洛斯 REITs 的发行过程中虽然涉及了借款,但由于 6 家项目公司的 100%股权已经全部转让给专项计划,但是在专项计划的财务视角来看,作为控股公司角色的专项计划和作为子公司的 6 家项目公司债权债务是相互抵消的,故本案例完全是一次权益融资。在实际融资过程中,本次融资计划发行 58.35 亿元权益证券全部被认购,高于 7 处仓储物流园的合计估值 53.46 亿元,且 6 家项目公司的主要资产为其所持有的仓储物流园,由此可见投资者和市场对本次发行的中金普洛斯 REITs 十分认可。

4.3 对融资方的影响分析

本节主要讨论通过公募发行 REITs 进行融资对融资方,即原始权益人普洛斯中国的影响,主要包括对普洛斯中国的财务影响、运营成本影响以及资金使用成本的影响。

4.3.1 优化融资方财务状况

普洛斯中国的主营业务为投资控股,其控股子公司主营业务主要有提供物流设施、基金管理以及互联网数据中心业务等。中金普洛斯 REITs 的公开发行人文件

显示，普洛斯中国各项资产权属明确，作为底层资产的 7 处仓储物流园及对应的土地使用权均有相应的产权、使用权证书，为公司合法持有。普洛斯中国通过股权关系，穿透持有 6 家项目公司的股权从而对其形成控制。

通过表 4.4 可以看出(表中各项数据已按当年平均汇率将美元折算为人民币，下同)，普洛斯中国在 2018-2020 年间的总资产逐年增长，但 2021 年 9 月的总资产稍有下降，其原因是在普洛斯中国的合并财务报表中，6 家项目公司所占的资产份额被剥离出表。尽管总资产在中金普洛斯 REITs 发行后下降，但通过发行 REITs 产品，普洛斯中国完成了融资，进而在 2021 年实现了资产负债率的下降。

表 4.4 2018-2021Q3 普洛斯中国部分财务数据及指标测算表

单位：亿元人民币

日期	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
总资产	1,552.84	1,891.30	2,260.15	2,000.13
所有者权益	858.56	1,023.11	1,211.62	1,195.79
营业收入	49.88	68.38	79.29	59.21
投资性房地产公允价值变动	161.10	74.65	36.77	37.86
净利润	127.55	72.97	106.04	58.79
毛利率	57.41%	57.20%	47.07%	50.33%
资产负债率	44.71%	45.90%	46.39%	40.21%
投资性房地产公允价值变动/净利润	126.30%	102.29%	34.67%	64.39%

数据来源：根据普洛斯中国各年（季）度报告整理

在损益方面，通过表 4.5 可以看出，普洛斯中国的营业收入在中金普洛斯 REITs 发行前呈现逐年增长的趋势，2021 年前三季度的营业收入也超过了上一年度的 75%，预计在 2021 年年底仍可实现营业收入的增长。投资性房地产公允价值变动和净利润之比也呈现整体下降的趋势，表明公司来自于真实业务的利润比例在升高，具备了更强的经营能力。

本次公开发行中金普洛斯 REITs 进行融资，普洛斯中国通过持有 6 家项目公司境外股东股权，从转让 6 家项目公司股权至专项计划的交易中获得了约 29.53 亿人民币的股权受让对价，该笔款项数额占 2021 年前三季度净利润的 50.24%。中金普洛斯 REITs 将 7 家仓储物流园这种缺乏流动性但能够在可预见的期间内产生稳定净现金流入的成熟基础设施资产转化成流动性强的金融产品，可有效降

低企业融资成本，提高资金的利用效率，可以很好地支持企业运营或用于降低企业杠杆率，使得普洛斯中国可以在运营方面有更多资金可以投入，从而降低运营风险以及 2020 年新冠疫情带来的不利影响。

值得关注的是，作为普洛斯中国的主要经济利益流入来源，投资性房地产的公允价值在最近三年一期的核算中的正增长显著，尤其是在新冠疫情大规模扩散之前的涨幅甚至超过了当年净利润。但投资性房地产公允价值的增长不会给企业带来现金流，反而增加的净利润会给企业的税负增添压力，本文将在后续章节中对此展开进行论述。

4.3.2 降低融资方运营成本

在本案例中，中金普洛斯 REITs 的原始权益人为普洛斯中国，原始权益人实际控制的普洛斯投资（上海）有限公司（以下简称“上海普洛斯”）作为本基金和基础设施项目的外部管理机构。普洛斯中国在发行过程中将 6 家项目公司连同底层资产剥离后转让给作为 SPV 的专项计划，基金管理人中金基金设立公募基金并认购专项计划，随后聘请上海普洛斯进行 6 家项目公司与底层资产的运营管理。结合普洛斯中国与上海普洛斯之间的关系来看，6 家项目公司的经营管理权并未脱离原始权益人。相较于聘请外部企业进行对基础资产进行经营管理，将基础设施交给原始权益人子公司经营更具有信息优势，此时，资产管理人一方面对底层资产可以更快地获取关于底层基础设施资产的相关专业信息和人才支持，减少了信息处理成本，另一方面其与原始权益人属于利益一致方，减少了委托代理成本，从而减少了对底层基础设施资产的总体运营成本，并提高了基础资产的运营效率。

4.3.3 减少融资方资金使用成本

本次发行的中金普洛斯 REITs 作为一种直接融资工具完全由权益证券组成，相比于此前发行的类 REITs 产品（例如“中信证券-普洛斯仓储物流 1 期资产支持专项计划”），无论是项目公司还是原始权益人，在融资后均不会面临到期还本付息的压力。同时，在 50 年的封闭运作期内，中金普洛斯不设固定收益率，投

投资者回报完全来源于经营净利润。

无论是发行债券还是通过银行贷款融资，抑或是发行私募的类 REITs 产品，都会产生资金使用成本。本次融资的目的是建设 6 家项目公司拥有的其他仓储物流园而仓储物流园建设规模大、建设周期长，期间占用资金较多，融资方如果主要以提升杠杆率的方式融资，成本和风险较高。通过公募发行 REITs，融资方可以将优质资产打包出售，提前实现资金入账并投入生产经营，减少仓储物流园在建设期间的风险，加快获得现金流的速度，提升项目内部收益率。同时，由于本次发行的中金普洛斯 REITs 完全为权益证券，对于原始权益人而言，其最大的优势就是有利于减小企业债务压力，降低杠杆率，从而达到减轻经营负担的效果。

4.4 融资效果分析

4.4.1 定价分析

REITs 的产品定价是整个融资过程中非常重要的环节，融资的实质是交易，而交易的前提是合理的定价。本次公募发行的中金普洛斯 REITs 是运作期 20 年的封闭式基金，如果产品定价不能与其风险相适配，则有可能出现投资者认购不足从而导致融资失败的情况。本文拟采用资本资产定价模型评价中金普洛斯的发行定价是否符合其风险水平。资本资产定价模型的设定如下：

$$E(r_m) = r_f + \beta(E(r_M) - r_f)$$

其中 r_m 为需要测算的标的收益率， r_M 为其所在市场的整体收益率， r_f 为无风险收益率。在本案例中，中金普洛斯 REITs 的发行价格为 3.888 元，在首次分红中实际收益分配率为 4.85%，即 $E(r_m)=4.85%$ 。 r_f 采用 2021 年 6 月时与中金普洛斯 REITs 封闭运作期相同的 20 年年国债利率 3.50%^①。2021 年 6 月 21 日至中金普洛斯股权登记日 2022 年 4 月 6 日间的基金市场整体收益率为 -9.08%，据此测算出的中金普洛斯 REITs 相对于国内基金市场的 $\beta=-0.11$ 。结果表明中金普洛斯 REITs 的发行定价合理，符合其基础资产质量，具有在经济环境下行时抵御市场

^① 数据来源：东方财富 Choice 数据库

风险的效果，可以丰富各类投资者的资产配置，这成为了本次融资顺利完成的重要前提。

4.4.2 资本结构分析

普洛斯中国通过公募发行 REITs 进行融资的效果可以通过公司融资前后的资本结构进行检验。在本案例中，普洛斯中国融资后将融资款用于公司所持有的位于其他地区的数个仓储物流园的建设运营与公司债务的偿还。从表 4.7 中可以看出，相较于 2020 年，普洛斯中国在 2021 年通过公募发行 REITs 进行融资后的投资性房地产账面价值出现了大幅下降，一年内的下降幅度达到了-28.58%，但利润表显示投资性房地产的公允价值在 2021 年度是正增长的。这一现象的出现是由于普洛斯中国在融资过程中转让了其所控制的 6 家项目公司股权而导致的。值得注意的是，尽管普洛斯中国转让 6 家项目公司股权导致公司减少了大量的投资性房地产，但同时也为公司带来了大量的流动性更高的资产，使得公司的资产负债率在 2021 年年末下降到了 42.47%，流动比率也从 2020 年融资前的 73.24% 迅速上升为 2021 年融资后的 121.99%。公司在融资前后的资本结构得到了进一步的改善，短期偿债能力也有了更高的提升，这对公司未来的后续经营有非常大的帮助。在房地产市场萎靡时期，减少投资性房地产的持有额可以规避投资性房地产公允价值变动对公司业绩的影响，同时增加流动资产也可以提高公司的抗风险能力。因此，本次融资具有优化公司资本结构的作用。

4.4.3 业绩分析

在经营业绩方面，普洛斯中国在 2021 年的营业收入保持了和近几年相同的稳步增长趋势，但投资性房地产公允价值因为本次融资活动而得到了大幅上升，成为了 2021 年度净利润的主要增长点。值得注意的是，由投资性房地产公允价值变动带来的净利润上升并不会给企业带来实际的现金流入，反而会增加企业当年的所得税税负。

表 4.5 2019-2021 年普洛斯中国业绩指标测算表

单位：亿元人民币

日期	2019 年	2020 年	2021 年
营业收入	68.38	79.29	82.16
投资性房地产公允价值变动	74.65	36.77	62.80
净利润	72.97	106.04	121.65
毛利率	57.20%	47.07%	46.19%
总资产净利率	3.86%	4.69%	5.46%
权益净利率	7.13%	8.75%	9.50%

数据来源：根据上海清算所公开数据整理

表 4.6 数据显示出融资前后普洛斯中国的总资产净利率由 4.69% 上升为 5.46%，权益净利率由 7.13% 逐年提升到了 9.50%，说明在融资后公司具有了更强的盈利能力。综上所述，本次融资使公司在业绩方面得到了改善，并提升了公司的竞争力。

4.5 中金普洛斯 REITs 融资模式潜在问题

4.5.1 资产方身份杂糅问题

从图 3.7 中的交易结构可以看出，作为资产方的普洛斯集团（包括但不限于融资方普洛斯中国）在整个中金普洛斯 REITs 的发行过程中是存在身份杂糅问题的。本次发行的中金普洛斯 REITs，用于融资的底层资产——位于三个城市群的 7 处仓储物流园，被上海普洛斯运营管理，由普洛斯中国（原始权益人）通过股权穿透持有，而普洛斯中国与 6 家项目公司以及上海普洛斯（资产管理方）又同属于普洛斯集团，普洛斯中国的关联方 GLP 投资（战略投资者）认购了 20% 的基金份额。这样就形成了基础设施（底层资产）所有权、经营管理权以及处置权同属一个集团主体的局面。

在中金普洛斯 REITs 顺利发行后，普洛斯集团和底层资产之间原有的所属关系并没有因为产品的发行完全割裂，而是以基金份额持有人的关联方、外部管理机构关联方等身份继续和基础资产之间产生关联。在本案例中，资产方普洛斯集团尽管出让项目公司股权剥离了 7 处仓储物流园，但在股权关系上既是外部管理

机构上海普洛斯的关联方,又是通过基金份额穿透持有了 20%的项目公司股权战略投资者 GLP 投资的关联方。且普洛斯中国将 6 家项目公司剥离后,普洛斯集团又在行业上和 6 家项目公司形成了一定的竞争关系。因此便形成了如下问题:

首先是表决权问题。在本案例中,尽管普洛斯集团的关联方 GLP 投资作为战略投资者认购了 20%的基金份额且不是基金管理人的关联方,但仍然可以使普洛斯集团在基金份额持有人大会中对有关全体投资者利益的重大事项行使表决权,或者通过表决权干预 6 家项目公司的生产经营,甚至可以通过正常的商业行为挤压 6 家项目公司的生存空间或者为其输送利益,从而改变迫使公募基金的经营决策做出改变。

其次是同业竞争问题。作为资产方的普洛斯集团、作为外部管理机构的上海普洛斯以及融资后的融资方普洛斯中国,在业务上都和 6 家项目公司有一定的重合。因此如何确保普洛斯集团及其关联方,能在商业运营商公平合理地对待 6 家项目公司,不利用管理上的漏洞或其他优势侵占 6 家项目公司的商业机会,也不利用关联关系向 6 家项目公司输送利益从而改变基金净值,也是亟待解决的问题。

4.5.2 物流地产行业经营风险

作为中金普洛斯 REITs 底层资产的 7 个仓储物流园分布于我国最大的三个城市群——京津冀、珠三角和长三角,中金普洛斯 REITs 的可供分派收益也完全来源于这 7 处仓储物流园的运营收入。物流地产行业作为房地产行业的一个子行业,其快速兴起主要依托于近 20 年内线上经济和电子商务的迅猛发展。从《中金普洛斯 REITs 募集发行说明书》中也可以看出,6 家项目公司的主要客户均为物流公司或电子商务公司。在现有社会环境下,线上消费已经成为居民消费的刚性需求环,这固然为仓储物流园一类的基础设施提供了稳定且充盈的现金流来源。但是近 3 年来的社会和市场变化也让高度依赖线上经济的物流地产行业面临着巨大的行业风险,主要体现在如下方面:

1.房地产市场整体下行。2020 年来,我国房地产市场开始出现下行通道,由于中金普洛斯 REITs 所涉及的 7 处仓储物流园和其对应的土地使用权均为公司自有资产,所以房地产价格的下降主要影响各年度 6 家项目公司对于房屋设

施的公允价值估计，并不会影响实际的现金流入。但长期来看，房地产市场价格下降可能会导致行业内平均租金的下降，因此在本轮租赁客户合约到期后，未来能否保持现有的租赁收入水平，是基金管理人需要重点考虑的问题。

2. 疫情冲击导致的物流停滞。在过去的 1-2 年内，因快递包裹携带新冠病毒导致某一地区出现大面积感染新冠病毒的情况并不少见。对此，我国的应对措施除尽可能对快递物品进行消杀外，暂时切断该地区的物流路径也是举措之一。中金普洛斯 REITs 的 7 处仓储物流园所在地均为大城市群，人口密度高、交通便利的特点一旦遭遇疫情侵犯导致物流路径被暂时性关闭，会对仓储物流园的收入带来和封闭时间成正相关的打击。

3. 区域规划变更导致城市群功能改变。在当前社会环境下、京津冀、珠三角以及长三角既承担了大量交通、物流集散地功能，同时也聚集了大量传统产业和新兴产业，如京津冀地区的钢铁、纺织以及华南地区的跨境电商、电子科技产业等。产业的聚集和交通的便利成为了当下位于这三个城市群的 7 处仓储物流园的优势，但随着我国经济结构的变化，以及未来可能发生的产业转移，东部地区城市群的功能可能会分散到中西部地区，届时中金普洛斯 REITs 所涉及的 7 处仓储物流园有可能面临短期内的收入下降。

4.5.3 税收问题

包括但不限于本案例中的中金普洛斯 REITs，同批次其他 8 支公募基础设施 REITs 也同样采用了契约型的基金架构，契约型基金确实可以在盈利的情况下绕过企业所得税，但并不意味着中金普洛斯 REITs 在其他税收方面不存在争议。在本案例中，普洛斯中国是将持有 7 处仓储物流园的 6 家项目公司连同其他资产负债一起向专项计划转让并出售，属于股权融资行为。如果仅将作为底层资产的 7 处仓储物流园剥离出表，则应当视同资产转让进行相关处置，但目前已发行的 9 支公募基础设施 REITs 尚没有这种交易出现。对于底层资产的不同处理方式将会适用不同的税收政策，在 REITs 的筹备、发行以及运营阶段，不同的税收主体需要依照税法、会计准则结合交易实质来承担相应的税收义务。我国首次实施公募 REITs 的产品发行，同一参与主体可能会因为处于不同阶段产生税收义务的差异，而现行税收政策又无法准确适用首次出现的交易情形。因此如何利用现有税收政

策处理可能出现的新型税务问题，以及后续如何完善相应的税收政策，是我国公募 REITs 发展道路上有必要解决的问题。

在本案例中，REITs 的一个主要的税收问题存在于产品的资产端中基础资产交易环节。在该环节中，7 处仓储物流园不会被直接出售，而是融资方将作为基础资产的 6 家项目公司直接向 SPV 转让。由于 6 家项目公司账面上持有较大数额的投资性房地产（主要为仓储物流园内的房屋建筑和对应的土地使用权），而在资产重组这一时点上，作为以公允价值计量的投资性房地产的底层资产是运营多年的成熟、优质资产，一般情况下是具有远高于历史成本的公允价值，就会在不产生现金流的情况下大幅增加企业净利润，如果没有税收优惠政策，那么原始权益人将面临较大的税收压力。

5 结论与建议

5.1 结论

通过本文的研究可以发现，融资方通过公募发行 REITs 进行融资，可以优化自身的财务结构、提高经营业绩并减少资金使用成本。公募 REITs 的发行也是对我国资本市场的良好补充。基础设施建设是我国重要的经济活动，它在满足人民群众正常生活需求的同时推动了生产活动的发展，进而促进了经济发展，经济的快速增长又会进一步改善人民生活，使得我国社会发展实现良性循环。自进入 21 世纪以来，我国全社会固定资产投资完成额呈现高速上涨的态势。公开数据显示，我国基础设施存量规模已超过 150 万亿元人民币。大量的基础设施在给我国国民经济发展提供便利条件、改善人民生活的时候，也暴露出其在经济方面的一些问题，如资金利用率低、融资对地方财政的依赖性强、杠杆融资过度、社会资本参与度低等。发展公募基础设施 REITs 的意义不仅在于盘活存量资产、引入社会资本以减轻地方财政的负担，同时可以改变目前我国基础设施融资以债权融资为主流的现状，使得基础设施更好地运营和建设。另一方面，公募 REITs 所蕴含的让公众投资者在享受基础资产设施便利的同时享有收取基础设施收益的权利的设计理念，也十分值得推广，并可以丰富我国经济利益的分配方式。

同时，包括中金普洛斯在内的首批公募基础设施 REITs 成功发行，是我国相关领域的一次重大创新应用。公募基础设施 REITs 拥有着与我国之前的类 REITs 产品不同设计和发展方向，二者和国家政策的结合造就了这一新的产品。不仅可以拓宽基础设施资产持有方的融资路径，对投资者而言也是日常投资选择的极大丰富。公募基础设施 REITs 的核心是资产方以自身所持有的优质且稳定的项目收益权为核心竞争力，面向公众融资，并将募集到的资金投入到新项目建设或者其他生产过程中去，是一种高效率的通过优质资产融资的方法，能够帮助企业将资源投入到价值更高的市场工作中。成熟项目未来通常不会再取得大幅度的成长空间，但能够持续地在可预见的时期内产生较为稳定的现金流入。融资方将稳定、充盈的现金流转让给希望通过牺牲一定的流动性来获取风险较低、回报较高的稳定现金流的投资者，来获得流动性更高的现金，以此来缩短项目建设会维护的人

力时间成本，从而带着较小的资金需求压力进入到新的运营阶段，同时也可以在这个过程中得到资本结构的优化。这不仅对企业来说是一种良性发展的手段，改善资产的可进入性和推出的便利性，提升资产金融价值，也大大有利于整个社会的可持续发展，实现资源的合理配置。

在首批公募基础设施 REITs 成功发行的同时，各个产品也还存在着相应的问题，公募 REITs 的相关发展也仍然需要社会各界的支持。截至 2021 年 6 月底，公募 REITs 的规模超过 300 亿元人民币。REITs 的发展主要得益于市场的选择以及不动产自身的优质属性，如果一个新兴的金融产品对于投资者而言有较高的投资价值，自然会有更多的投资需求，进而推动更多的产品发行。

中金公司与普洛斯集团共同搭建了一个完全由权益证券组成的 REITs 基金，此举是我国 REITs 向国际标准 REITs 靠近的重要标志。从全球视角来看，公募发行且完全由权益证券组成是 REITs 这一产品的主流形态，我国的 REITs 市场在经历了很长一段时间的私募发行并且产品由“股权+债权”共同组成的时期后也首次进行了变革，并且最终会与国际市场接轨。在此过程中，既需要监管部门逐步完善相关政策与顶层设计，特别是税收优惠、信息披露与资产转让流程的简化，也需要广大投资者提升风险意识、加强投资理念的学习来进行配合。

5.2 建议

为了使公募基础设施 REITs 在我国进一步发展推广，针对本文研究结论，提出如下建议。

5.2.1 加强对资产方的监管与信息披露

针对前文中所述的由资产方身份杂糅可能引发的监管问题，监管部门可以从以下几个角度来对资产方进行约束和限制。

通过前文分析可以得知，资产方在公募 REITs 发行后仍然可以通过直接持有基金份额或者关联关系享有基础资产的一定所有权或投票表决权。如果资产方有类似于上市公司大股东试图通过收购基金份额达到对基础资产形成控制的行为，监管部门应的监管方法参照对上市公司大股东的监管办法对其进行处理，严格防

范资产方滥用自身因持有基金份额而享有投票权与控制权，坚决杜绝资产方依靠自身所持有的表决权满足私利从而损害投资者利益的现象出现。

在处理关联关系时，投资人利益是此类金融产品受监管的基本原则和底线，除此之外，基金管理人也应当对自身提出更高的要求。基金管理人也应当明确自身的职责，坚守职业道德，保护基金受益人，也就是 REITs 基金份额的持有人的合法利益。尤其是资产方和基金管理人存在关联关系的情形（本案例中不存在此类情形），基金管理人在处理与外部的非关联关系时应当以投资者利益和自身职责要求为重，优先考虑公募 REITs 利益而非关联关系，任何通过关联关系对关联方进行利益输送从而形成对公募 REITs 和投资人的利益损害是在任何监管中都不被允许发生的情形。

在处理同业竞争的问题上，基金管理人应当遵循监管要求，进行深度的、真实的、及时的信息披露。本案例中普洛斯中国将 6 家项目公司转让至专项计划持有，但是融资款用于募集自身所持有的其他仓储物流园，在未来期间内可能与 REITs 的底层资产构成同业竞争，有可能会对公募 REITs 的运营收益造成一定影响。此外，中金普洛斯 REITs 的外部管理管理机构也在业务上和 6 家项目公司有一定范围的重合，形成了同业竞争关系，同样会产生上述影响。因此中金基金作为基金管理人，为了便于投资者做出正确决策，保护投资者利益，有义务对相关事项进行真实、完整、及时地披露。

5.2.2 严格把控底层资产质量与发行过程

REITs 发行前应尽可能严格把控底层资产的质量，一项高质量的底层资产不仅可以使中介机构快速地完成尽职调查，还拥有更强的抗风险能力，在行业周期风险到来时也可以较为稳定地运行，从而增强投资者的信心与投资意愿，使得募集资金的过程更加顺利。

在底层资产方面，底层资产必须是运营成熟且稳定的优质资产，优质资产可以产生持续、稳定的现金流，并具备较好的增长潜力的条件，这是投资人未来收益的重要来源于保障，没有优质的底层资产，则很难利用 REITs 模式进行融资。例如发达地区的高速公路、仓储物流园更适合使用 REITs 进行融资，因为此类资产的使用率、资金周转率显然会高于欠发达地区的同类资产，高利用率与强现金

流显然在资产自身运营收入与投资者收益分派方面都有很强的保障。同时，底层资产必不能存有潜在的权属纠纷，明确资产所有权及抵押、质押情况也是产品发行前尽职调查工作中的重要程序，公开发行交易的金融产品中一旦涉及权属不明确的资产，投资人的利益将有很大可能受到严重侵害。

在发行过程上，基础设施 REITs 的发行最好选择公募发行，在 2021 年之前我国同类产品几乎都采用私募发行方式，但 REITs 的设计初衷是可以让更多的投资者参与到不动产的收益分配中，但是私募发行恰恰与这一理念相悖。另一方面，公募 REITs 也是对我国众多个人投资者日常资产配置的一个重要补充。同时从经济效应上来看，公募基础设施 REITs 发行更是让公众在享受基础设施带来的便利的同时，也赋予了公众收取基础设施资产运营收益的权利，从主观上可以提高公民对基础设施资产使用情况的监督积极性，从而降低了公民在使用基础设施资产过程中可能出现的负外部性效应。

5.2.3 完善税收制度并推进各类支持政策

通过前文分析，在通过公开发行业 REITs 进行融资的过程中，如果没有税收优惠政策的支持，资产方将会在将基础资产剥离至 SPV 时因为基础资产公允价值上升导致净利润的上升，从而使自己面而临较大的税收压力，这种压力将会阻碍公募 REITs 这一融资模式在我国的推广。此类现象在现阶段还没有更合理的解决办法，只能沿用类似产品发行过程中的处理方式或者传统的税收筹划方法来规避高额税负。但是在未来期间，随着公募 REITs 的发行不断增加，税收政策的解读上会对基金管理者提出更高的要求。国家的相关部门也应该尽快出台相关的税收优惠政策，尽早消除或者减轻资金需求方在税收方面的顾虑。欧美发达国家的资本市场中，关于 REITs 的税务处理问题已经有较多的解决方案，政策的制定者可以考虑借鉴国外的相关税务处理经验。但考虑到我国的公募 REITs 市场才刚刚起步，在制定政策时应结合我国的具体国情，依托现有的税收体系，与监管部门协同，逐步完成税收体系和具体的优惠政策。

此外，在首批公募基础设施 REITs 的落地发行之之前，相关部门先后出台了大量的支持政策并且做了大量的支持工作，主要集中在基础设施公募 REITs 的法律制度到交易支持，再到交易流转过程中税收等方面。上交所在 2019 年 1 月提出

推进公募 REITs 规则的建立健全并尽快确定试点，使得公募 REITs 有了在我国发行的先决条件。随后证监会、发改委等部门的进一步支持推动了公募 REITs 在我国的落地，但是在本次 9 支公募 REITs 的发行中仍存在一些政策空白，例如本案例中的中金普洛斯 REITs 的基础设施资产所有者普洛斯集团并非国有企业，但是在我国基础设施的持有者多为国有企业，受法律法规监管非常严格导致交易流程复杂，所以有待国资委体系出台相关的政策，简化审批流程，加速公募 REITs 的发行和成长；其次在交易支持方面，尽管上交所和深交所不断推出指引，但我国的公募 REITs 至今上市发行仍不满一年，交易活跃度仍有待提升。所以需要有关部门交易过程中不断监测、探索并借鉴欧美发达国家市场的经验，逐步打造属于带有我国特色的公募基础设施 REITs 的交易市场，进一步提升交易者的参与积极性和市场有效性。

参考文献

- [1] Biwas. R. Financing Infrastructure for Developing Countries[J]. *Emerging Markets Megatrends*, 2018(07): 88-100.
- [2] Can Chen, John R. Bartle. Infrastructure Financing: A Guide for Local Government Managers[J]. *Public Administration Faculty Publications of University of Nebraska at Omaha*, 2017(01): 4-32.
- [3] Giannotti C, Mattarocci G. Risk Diversification in a Real Estate Portfolio: Evidence from the Italian Market[J]. *Journal of European Real Estate Research*, 2013, 269(3):86-87.
- [4] K. Wang, Analysis of China's REITs Factors and Development Suggestions[C]. 2021 3rd International Conference on Economic Management and Cultural Industry, 2021.
- [5] Olusegun Olaopin Olanrele, Rosli Said, Md Nasir Daud & Rohayu Ab Majid. The Impact of Operating Environment Factors on REITs' Development and Performance in Nigeria[J]. *Journal of Surveying, Construction and Property*, 2018, Vol 9(1): 32-44.
- [6] Rosli Said, Md Nasir Daud, Olusegun O. Olanrele. A Study of REITs Performance and its Acceptability as Alternative Source of Fund to Direct Real Estate Finance in Nigeria: Malaysia REIT (MREIT) as Benchmark[C]. IBCC, 2013
- [7] Shu Li, Jun Song. Infrastructure REITs: A New Thinking on Asset Management[J]. *China Investments*, 2021, 11(21): 66-67.
- [8] Shuai Li, Dulcy Abraham & Hubo Cai. Infrastructure financing with project bond and credit default swap under public-private partnerships[J]. *International Journal of Project Management*, 2017, Vol 35(3): 406-419.
- [9] So L C , Yu J Y . IMPROVED DETECTION OF RARE-EVENT RISK OF A PORTFOLIO WITH U.S. REITs[J]. *Annals of Financial Economics*, 2015, 10.
- [10] Turan Erol, Deniz D. Ozuturk. An Alternative Model of Infrastructure Financing Based on Capital Markets : Infrastructure REITS (InfraREITs) in Turkey[J] *Journal of Economic Cooperation and Development*, 2011,32(3): 65-88.

- [11] Yin Zixiao, A comparative analysis of apartment REITs in US and China and examination of challenges and opportunities[D], Massachusetts Institute of Technology, 2019
- [12] Yingjie Ju, Yue Wang. Research on Logistics Real Estate Operation Mode under REITs[C]. IOP Conference, 2018
- [13] Yuanxin Zhang, Zeyu Wang, Jiaying Deng, Zaijing Gong, Ian Flood & Yueren Wang. Framework for a Blockchain-Based Infrastructure Project Financing System[J]. IEEE, 2021, Vol 9: 141555-141570
- [14]蔡瑞林, 田林, 董晓伟. 新型基础设施建设不动产投资信托基金的运作探索[J].金融理论与实践, 2021 (04): 46-50
- [15]程昱, 李雪, 陈健恒, 朱韦康, 杨冰. 引领价值: 详解公募基础设施 REITs [EB/OL].中金固定收益研究, 2020-12-17
- [16]陈彬,夏旭. 公募基础设施 REITs 发展税收相关问题研究[J]. 地方财政研究, 2021 (01): 67-73.
- [17]陈玲玲,刘东,高新阳. 特许经营公共基础设施 PPP 项目融资模式分析[J]. 建筑经济, 2021 (06): 82-85.
- [18]杜如昌. PPP+REITs 创新融资模式助推新基建[J]. 财会通讯.2021 (20): 147-151.
- [19]杜妍慧, 伍迪, 王守清, 吴璟. 产业园 REITs 收益的关键风险分析[J]. 建筑经济, 2022 (01): 32-38.
- [20]顾家明,汪霄. 基于熵权法-CIM 的公租房 REITs 融资风险评价[J]. 建筑经济, 2019 (06): 116-120.
- [21]何川, 孙沛香, 舒伟. 基础设施 REITs 试点的现状、问题和对策.[J]. 金融理论与实践, 2021 (12): 99-107.
- [22]洪艳蓉, 基础设施 REITs 融资中资产方的身份转换与权利限制[J]. 中国法律评论, 2021 (06): 202-210.
- [23]宫传凯. 国内基础设施 REITs 基础资产发展探究[J]. 财会学习, 2021(05): 162-163.
- [24]李明, 龙晓燕. “十四五”时期我国数字基础设施投融资:模式、困境及对策

- [J]. 当代经济管理, 2021 (06): 90-97.
- [25]李明, 龙晓燕. 政府与市场关系视角下我国新基建投融资路径选择[J]. 地方财政研究, 2021 (12): 67-75.
- [26]刘坤阳, 周鑫, 梁舒雯. 公募 REITs 涉及的国有资产交易核心问题研究[J]. 产权导刊, 2021 (10): 35-38.
- [27]刘桐君. 基础设施公募 REITs 的交易结构设计[J]. 中国经贸导刊 (中), 2021 (03): 97-100.
- [28]刘月怡, 张冀南. 英国基础设施融资的三种模式[J]. 中国金融, 2021 (17): 86-87.
- [29]罗桂连. 推行公募 REITs 的要点[J]. 中国金融, 2021 (09): 59-60.
- [30]罗桂连, 郑学旺. 金融创新破解 PPP 融资困境[J]. 中国金融, 2021 (06): 37-39.
- [31]马欣, 白青刚. 雄安新区基础设施投融资模式创新[J]. 中国金融, 2019(10): 20-22.
- [32]苗峰. 皖新传媒 REITs 项目交易结构分析[J]. 财务与会计, 2017 (11): 29-31.
- [33]彭琨. 基础设施公募 REITs 投资思考[J]. 中国金融, 2021 (05): 36-38.
- [34]盛磊, 杨白冰. 新型基础设施建设的投融资模式与路径探索[J]. 改革, 2020 (05): 49-57.
- [35]孙伟. 基础设施建设 PPP 模式融资的经验性规律及策略优化——基于两个典型案例的分析[J]. 经济纵横, 2019 (07): 120-128
- [36]唐夕雅, 解学成. 基建 REITs 的瓶颈及其突破[J]. 中国金融, 2021 (17): 65-67.
- [37]王甫忠, 马可, 何滔. 基础设施 REITs 生态运行机理及其发展策略研究[J]. 建筑经济, 2021 (17): 65-67.
- [38]奚康. REITs 融资模式应用分析——以绿地康养为例[J]. 财会通讯, 2021(06): 151-154+158.
- [39]星焱. 公募 REITs 支持新型城镇化: 机理、问题与对策[J]. 证券市场导报, 2021 (04): 12-19.
- [40]徐钊, 王瑜婕, 田昕明. REITs 发展的中外差异[J]. 金融博览, 2020(07): 54-

55.

[41]余靖雯,王敏,郭凯明.土地财政还是土地金融?——地方政府基础设施建设融资模式研究[J].经济科学,2019(01):69-81.

[42]张捷.公募 REITs:基础设施融资新方式[J].宏观经济管理,2021(08):14-21.

[43]赵晓玲.首批基础设施公募 REITs 分析[J].中国金融,2021(21):68-70.

[44]赵芸淇,张新.城市基础设施建设融资方式探析[J].经济体制改革,2013(04):57-60.

后记

当我在键盘上敲下这一页的字符，便意味着我在段家滩 496 号的三年研究生求学生涯行将结束。新冠疫情不合时宜的出现，让本来就短暂的三年过得又快了那么一点。站在 2022 的开端回看 2018 年我辞去投行工作决定考研的那一天，也同样是阳光明媚的春日，就好像时间从来没有流逝过。

我十分幸运，能在我的导师的庇护下过完这三年，尽管我不是从一个校门直接踏入另一个校门，但导师还是在学习和生活中给了我应有尽有的庇护，我很感激她，我知道走出校门、离开兰州之后，再不会遇到像导师一样负责又慈祥的长辈了。

我十分幸运，父母在得知我要辞去工作去做一件不知道能否完成的事情之时，没有任何阻挠，而是无条件的给予了我一切支持，就像他们过去二十多年一直以来做的那样，没有他们就没有我的今天。

我十分幸运，我的本科生涯并不是那么顺利，不过我的两位室友以及 2019 级金融专硕全体同学，给了我无法复制的生活，尽管大家相识时间很短，但是这三年我确实过得充实又不失快乐。还有师兄师姐，感谢你们一直以来的照顾。

感谢开源证券的田甜女士，以及汇生咨询的 David 和一众同事，能和你们一起工作是我短暂职业生涯中最重要的部分，也谢谢你们对我学业和生活的支持，你们是我职业生涯的领路人，希望以后可以用我的社会资源回报你们。

感谢陪伴我考研、读研的仓鼠哈蒙德以及陪伴我多年的宠物狗，作为独生子，像家人一样存在的宠物对我而言十分重要。哈蒙德在 2021 年 3 月回了吱星，希望它在吱星一切都好。

我想这个世界是神奇的，尽管大部分时间都是事与愿违，但是生活最终还都是发展成了我们最想看到的样子。我第一次感受兰州的春天之时，那时候我还没有入学，我当时认为毕业还很遥远，可转眼间就要说再见了，不过我相信，这一次看似普通的再见，就一定就只是一次普通的再见！