

REITs 产品全解析与配置价值

➤ REITs产品种类日益丰富，市场热度不减

我国REITs发展自2021年正式起步，目前国内发行REITs产品共17只，在审项目3只，已募集规模合计达541.43亿元。2022年以来第三批REITs产品行业丰富度提高，除产业园、高速公路、仓储物流、生态环保外，新增了首只底层资产为清洁能源基础设施的公募REITs，以及三只以保障性租赁住房为底层资产的REITs。投资者认购情绪持续高涨，保障性租赁住房REITs关注度最高，三只产品有效认购确认比例均低于0.64%。整体来看，市场对能源类、仓储物流、保租房的现金流弹性或稳定性有较好的预期，平均发行溢价率在7.8%以上。

➤ REITs上市以来业绩表现优异，疫情下底层资产收益略有波动

REITs在股票和债券市场走弱时投资价值尤其显著，2021/12/13至2022/4/26期间所有REITs产品涨跌幅在-7.11%-9.53%之间，其中生态环保板块REITs上涨幅度达9.53%。特许经营权项目总收益率主要来自分红率，且分红率显著高于产权类项目，更具债性；而产权类项目的总收益率主要来自区间涨跌幅，更具股性。高速公路项目分红率在1.74%-13%之间，区间涨跌幅在-0.65%-13.26%之间；生态环保类项目分红收益率在7.26%-12.5%之间，区间涨跌幅均超过29%；产业园区项目分红收益率仅在2.21%-2.69%之间，区间涨跌幅在25.5%-38.35%之间；仓储物流项目分红收益率仅在2.59%以内，区间涨跌幅在37.31%-49.18%之间。

收入视角下，疫情期间生态环保REITs受疫情影响较小，中航首钢生物质与富国首创水务营收完成率分别为54%/49%；产业园区REITs中华安张江光大和建信中关村完成度较高，均达53%；仓储物流REITs中红土创新盐田港完成度达53%，其余产品完成度均低于50%，受疫情影响较为严重。**可供分配金额视角下**，仓储物流REITs表现最好，完成度均在55%左右；产业园区REITs中华安张江光大和建信中关村项目完成度也均超50%，其余产品均受影响较大，可供分配金额表现不及预期。

➤ REITs具备抗通胀、分散风险的特点

抗通胀：从近10年的月度美国CPI同比与 FTSE Nareit All Equity REITs指数历史数据来看，REITs有59.68%的时间是在通货膨胀上升时期获取了正收益，温和通胀期总收益跑赢S&P500 3.9%。**分散风险**：近十年来FTSE NAREIT ALL REITS与美国债券综合指数ETF月度收益率的相关性系数较低，为0.35。美国REITs在利率上升期也表现优秀：自1993年Q1至2021年Q2期间，随着十年期美债利率上升，FTSE Nareit All Equity REIT指数 84%的年度滚动回报率均保持正收益，且有近50%的滚动回报率优于S&P500 的表现。

➤ 风险提示

项目运营收入或因不可抗力不及预期从而导致分红不及预期；政策导向变化可能影响二级市场定价。

分析师：朱人木
 执业证书编号：S0590522040002
 邮箱：zhurm@glsc.com.cn

相关报告

1、《趋于均衡，注重选股能力》2022.09.01

2、《流动性宽松，稳经济政策发力：——基金周报 20220828——基金周报 20220828》2022.08.28

3、《北向流入化工，煤炭、石化交易情绪好》2022.08.28

正文目录

1	国内 REITs 梳理.....	3
1.1	REITs 产品种类日益丰富, 市场热度不减.....	3
2	REITs 业绩分析.....	7
2.1	REITs 上市以来业绩表现优异.....	7
2.2	疫情下 REITs 底层资产业绩略有波动.....	10
3	REITs 投资价值分析.....	15
3.1	REITs 具备抗通胀、分散风险的特点.....	15
3.2	美国 REITs 在利率上升期也表现优秀.....	16
4	REITs 市场未来展望.....	17
4.1	能源类、保租房 REITs 蓄势待发.....	17
4.2	当前政策尚不支持商业地产 REITs.....	19
5	风险提示.....	20

图表目录

图表 1: REITs 产品概览.....	3
图表 2: REITs 上市配售比例.....	5
图表 3: REITs 发行情况.....	6
图表 4: 能源类、仓储物流、保租房板块溢价率偏高.....	7
图表 5: 各类 REITs 与上证指数、中债指数的走势对比.....	7
图表 6: 仓储物流板块上市期间涨幅最高.....	8
图表 7: REITs 上市以来总收益率情况.....	9
图表 8: 高速公路 REITs 收入拆分.....	10
图表 9: 产业园区 REITs 收入拆分.....	10
图表 10: 仓储物流 REITs 收入拆分.....	11
图表 11: 富国首创 REIT 收入拆分.....	12
图表 12: 中航首钢生物质项目收入拆分.....	12
图表 13: 鹏华深圳能源收入拆分.....	13
图表 14: 保租房项目收入拆分.....	13
图表 15: REITs 营业收入表现.....	14
图表 16: REITs 可分配现金流表现.....	14
图表 17: REITs 具抗通胀性.....	16
图表 18: REITs 在温和通胀时期表现最优.....	16
图表 19: REITs 和股债相关性较低.....	16
图表 20: REITs 在 84% 的利率上升期间获得正收益.....	17
图表 21: REITs 在 48% 的利率上升期间跑赢 S&P500.....	17
图表 22: 我国基础设施建设投资稳定.....	18
图表 23: 金风科技风电 REITs 架构.....	18
图表 24: 海外 REITs 资产的结构变化.....	19
图表 25: REITs 试点资产范围.....	19

1 国内 REITs 梳理

1.1 REITs 产品种类日益丰富，市场热度不减

我国 REITs 发展自 2021 年正式起步，目前国内发行 REITs 产品共 17 只，在审项目 3 只，底层资产质优，均位于京津冀、长江经济带、粤港澳大湾区等重大战略区域，能提供稳定的现金流，已募集规模合计达 541.43 亿元。

从 REITs 产品涉及行业来看，品类日渐丰富。2021 年 6 月 21 日首批发行的 REITs 产品中行业覆盖了产业园、高速公路、仓储物流、生态环保 4 个行业；2021 年 11 月 29 日第二批 REITs 产品涵盖高速公路、产业园行业；2022 年以来第三批 REITs 产品行业丰富度提高，除基本的四大行业外，新增了首只底层资产为清洁能源基础设施的公募 REITs——鹏华深圳能源 REIT，以及三只以保障性租赁住房为底层资产的 REITs。目前高速公路 REITs 仍是规模占比最高的一类产品，占比达 51.43%。REITs 在不同领域的大力拓展预示着 REITs 市场发展提速。

图表 1: REITs 产品概览

代码	REITs 名称	属性	底层资产明细	底层资产特点	主要收入	发行规模(亿元)	剩余存续期(年)
第一批							
180101.SZ	博时招商蛇口产业园 REIT	园区基础设施	万融大厦、万海大厦	租户大多为新兴服务业领域	租金	20.79	49
508000.SH	华安张江光大园 REIT	园区基础设施	张江光大园	租户大多在线新经济+金融科技领域	租金	14.95	19
508027.SH	东吴苏州工业园区产业园 REIT	园区基础设施	国际科技园五期 B 区项目；2.5 产业园 1、2 期项目	租户大多为新兴产业领域	租金	34.92	39
180201.SZ	平安广州交投广河高速公路 REIT	交通基础设施	广河高速(广州段)	联接广佛都市圈-山区，货车多	通行费	91.14	221
508001.SH	浙商证券沪杭甬高速 REIT	交通基础设施	杭徽高速(浙江段)-昌昱段、汪昌段、留汪段	联接黄山-杭州	通行费	43.60	19
180301.SZ	红土创新盐田港仓储物流 REIT	仓储物流	保税区 4 个仓库；1 栋综合办公楼；1 座气瓶站	近港口	租金	18.40	35
508056.SH	中金普洛斯仓储物流 REIT	仓储物流	7 个分布在京津冀、长三角、大湾区的仓储用地	重点城市均有布局	租金	58.35	49
180801.SZ	中航首钢生物质 REIT	生态环保	生物质能源项目、残渣暂存场项目、餐厨项目	有保底	服务费+发电费	13.38	20

508006.SH	富国首创水务 REIT	生态环保	深圳市福永、松岗、公明水质净化厂 BOT 特许经营项目；合肥污水处理厂 PPP 项目 2 个子项目	有保底	服务费	18.50	25
第二批							
180202.SZ	华夏越秀高速公路封闭式基础设施 REIT	交通基础设施	汉孝高速，包括汉孝高速公路主线路和机场北连接线	主干线、机场线	通行费	21.30	49
508099.SH	建信中关村产业园 REIT	园区基础设施	中关村软件园互联网创新中心 5 号楼、协同中心 4 号楼和孵化加速器	租户为高科技产业领域	租金	28.80	44
第三批							
180401.SZ	鹏华深圳能源 REIT	能源基础设施	深圳能源东部电厂（一期）项目	灵活供电，帮助电网调峰	售电收入	35.38	34
508008.SH	国金中国铁建高速 REIT	交通基础设施	渝遂高速（重庆段）	联接重庆-成都	通行费	47.93	40
508018.SH	华夏中国交建高速 REIT	交通基础设施	嘉通高速，武深高速嘉鱼至通城段	沿线产业多	通行费	93.99	40
508068.SH	华夏北京保障房 REIT	保障性租赁住房	文龙家园、熙悦尚郡	公租房	租金	12.55	62
180501.SZ	红土创新深圳人才安居 REIT	保障性租赁住房	安居百泉阁、安居锦园、保利香槟苑、凤凰公馆	人才公寓	租金	12.42	66
508058.SH	中金厦门安居保障性租赁住房 REIT	保障性租赁住房	园博公寓、珩琦公寓	保障性租赁住房	租金	13	65

来源：招募说明书，国联证券研究所

从投资者认购情绪来看，第二批与第三批 REITs 产品热度持续。REITs 产品的投资者包含战略投资者、网下投资者、公众投资者三类。所有 REITs 产品的战略配售比例均超过 55%，对应的公开配售比例均不超过 13.4%，首年流通规模也均不超过 46.39 亿元。我们可以从公众投资者的有效认购确认比例来观察投资者的认购踊跃度。第二批、第三批 REITs 延续了第一批 REITs 发售时的盛况，有效认购确认比例均不超过 2.45%；其中保障性租赁住房 REITs 关注度最高，三只产品有效认购确认比例均低于 0.64%，红土创新深圳人才安居 REIT 为目前为止投资者认购最踊跃的 REITs 产品，有效确认比例仅为 0.39%。

图表 2: REITs 上市配售比例

REITs 投资者结构								
代码	REITs 名称	底层资产	战略投资者		网下投资者		公众投资者	
			总份额 比例%	有效认购确 认比例%	总份额 比例%	有效认购确 认比例%	总份额 比例%	有效认购 确认比例%
第一批								
180101.SZ	博时招商蛇口产 业园 REIT	园区基础设施	65.00	100.00	24.50	5.94	10.50	2.39
508000.SH	华安张江光大园 REIT	园区基础设施	55.33	100.00	31.27	11.29	13.40	4.26
508027.SH	东吴苏州工业园 区产业园 REIT	园区基础设施	60.00	100.00	30.00	25.95	10.00	12.30
180201.SZ	平安广州交投广 河高速公路 REIT	交通基础设施	78.97	100.00	14.72	20.03	6.31	10.80
508001.SH	浙商证券沪杭甬 高速 REIT	交通基础设施	74.30	100.00	21.85	20.58	3.86	3.68
180301.SZ	红土创新盐田港 仓储物流 REIT	仓储物流	60.00	100.00	28.00	11.80	12.00	8.80
508056.SH	中金普洛斯仓储 物流 REIT	仓储物流	72.00	100.00	19.60	14.95	8.40	10.04
180801.SZ	中航首钢生物质 REIT	生态环保	60.00	100.00	28.00	10.72	12.00	1.76
508006.SH	富国首创水务 REIT	生态环保	76.00	100.00	16.80	9.30	7.20	2.41
第二批								
180202.SZ	华夏越秀高速公 路封闭式基础设 施 REIT	交通基础设施	70.00	100.00	21.00	2.60	9.00	2.14
508099.SH	建信中关村产业 园 REIT	园区基础设施	70.09	100.00	20.94	1.83	8.97	1.97
第三批								
180401.SZ	鹏华深圳能源 REIT	能源基础设施	70.00	100.00	21.00	0.93	9.00	1.16
508008.SH	国金中国铁建高 速 REIT	交通基础设施	75.00	100.00	17.50	3.22	7.50	2.45
508018.SH	华夏中国交建高 速 REIT	交通基础设施	75.00	100.00	17.50	2.69	7.50	0.84
508068.SH	华夏北京保障房 REIT	保障性租赁住 房	60.00	100.00	28.00	0.89	12.00	0.64
180501.SZ	红土创新深圳人 才安居 REIT	保障性租赁住 房	60.00	100.00	28.00	0.77	12.00	0.39
508058.SH	中金厦门安居保 障性租赁住房 REIT	保障性租赁住 房	62.47	100.00	26.27	0.94	11.26	0.69

来源: wind, 国联证券研究所

从行业角度来看, 能源类、仓储物流、保租房的溢价率偏高。 整体来看, 市场

对能源类、仓储物流、保租房的现金流弹性或稳定性有较好的预期，平均溢价率在 7.8% 以上，高于其它板块。最新发行的三只保租房 REITs 更是在避险情绪的推动下首日均获得 30% 的涨幅。但值得注意的是，投资者在不同的时间节点对不同行业的产品预期有较大差异。以高速公路 REITs 为例，华夏越秀高速公路封闭式基础设施 REIT 在 2021 年 12 月 14 日发行，溢价率达 10.02%。随着 2022 年上半年疫情反复，高速公路营收规模显著缩减，导致在 2022 年发行的两单高速公路 REITs 溢价率降低至 4% 以内。除此之外，我们还发现折价发行的产品通常首日会有更大的涨幅，其中建信中关村产业园 REIT 折价 6.28% 发行，上市首日涨幅为所有产品里最高，达 30%。

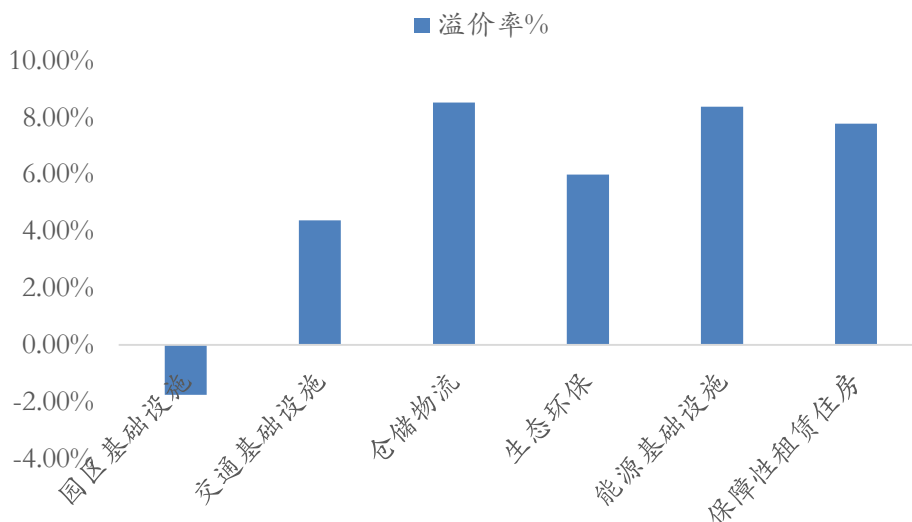
图表 3: REITs 发行情况

代码	REITs 名称	底层资产	发行折溢价率%	首年流通份额占比%	解禁后流通份额占比%	首日换手率%	首日涨跌幅%
第一批							
180101.SZ	博时招商蛇口产业园 REIT	园区基础设施	-6.69	34.08	63.18	33.87	14.72
508000.SH	华安张江光大园 REIT	园区基础设施	1.70	44.13	78.60	29.33	5.89
508027.SH	东吴苏州工业园区产业园 REIT	园区基础设施	4.24	39.28	59.49	12.06	0.70
180201.SZ	平安广州交投广河高速公路 REIT	交通基础设施	5.07	20.61	48.72	12.55	0.68
508001.SH	浙商证券沪杭甬高速 REIT	交通基础设施	7.31	25.13	40.76	19.68	4.97
180301.SZ	红土创新盐田港仓储物流 REIT	仓储物流	7.92	39.84	79.90	15.80	2.91
508056.SH	中金普洛斯仓储物流 REIT	仓储物流	9.15	27.15	79.50	18.61	2.11
180801.SZ	中航首钢生物质 REIT	生态环保	7.13	39.41	59.85	30.03	9.95
508006.SH	富国首创水务 REIT	生态环保	4.88	23.65	43.21	29.62	4.95
第二批							
180202.SZ	华夏越秀高速公路封闭式基础设施 REIT	交通基础设施	10.02	28.21		39.16	22.76
508099.SH	建信中关村产业园 REIT	园区基础设施	-6.28	29.36		3.07	30.00
第三批							
180401.SZ	鹏华深圳能源 REIT	能源基础设施	8.38	29.76		37.06	21.52
508008.SH	国金中国铁建高速 REIT	交通基础设施	3.92	24.86		19.36	0.28
508018.SH	华夏中国交建高速 REIT	交通基础设施	-4.40	24.76		29.32	2.20
508068.SH	华夏北京保障房 REIT	保障性租赁住房	9.04	40.00		10.01	30.00
180501.SZ	红土创新深圳人才	保障性租赁住房	7.25	40.00		8.46	29.99

	安居 REIT	房					
508058. SH	中金厦门安居保障性租赁住房 REIT	保障性租赁住房	7.08	37.53		19.15	30.00

来源：wind，国联证券研究所

图表 4：能源类、仓储物流、保租房板块溢价率偏高



来源：wind，国联证券研究所

2 REITs 业绩分析

2.1 REITs 上市以来业绩表现优异

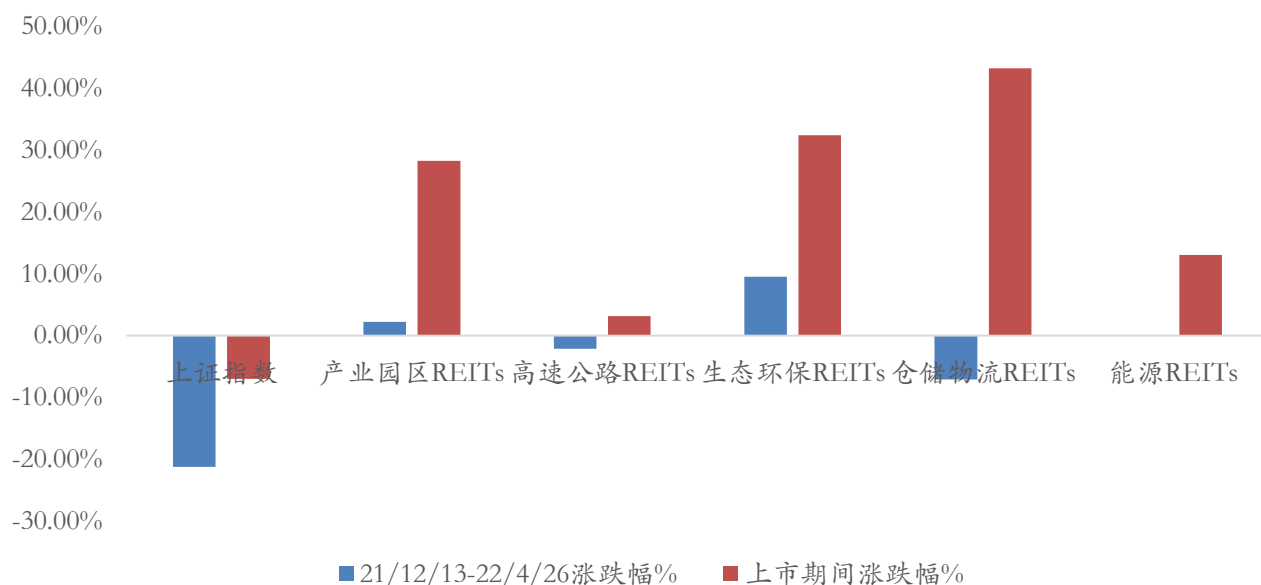
REITs 在股票和债券市场走弱时投资价值尤其显著。在 2021 年 12 月 13 日至 2022 年 4 月 26 日的时间段里，上证指数下跌 21.27%，国债利率也震荡走弱，投资收益稳定的 REITs 成为了避险的选择之一。在此期间所有类别的 REITs 产品涨跌幅在 -7.11%-9.53% 之间，其中生态环保板块 REITs 上涨幅度达 9.53%。整体来看，目前所有已发行的 REITs 产品总规模达 579.4 亿元，仓储物流板块涨幅最高，达 43.25%；产业园区/高速公路/生态环保/能源板块 REITs 较上市首日收盘价涨幅分别为 28.29%/3.16%/32.4%/13.02%。2022 年 6 月，第一批上市的 REITs 产品迎来解禁。从股价表现来看，承接良好，市场热度不减。

图表 5：各类 REITs 与上证指数、中债指数的走势对比



来源: wind, 国联证券研究所

图表 6: 仓储物流板块上市期间涨幅最高



来源: wind, 国联证券研究所

REITs 根据底层资产性质不同可分为两类: 特许经营权项目(高速公路、生态环保、能源发电)和产权类项目(产业园区、仓储物流、保租房)。通常, 特许经营权项目由于项目价值会归零, 每年派发的分红里包含了部分归还的本金, 分红率较高。特许经营权项目总收益率主要来自分红率, 且分红率显著高于产权类项目, 更具债性; 而产权类项目的总收益率主要来自区间涨跌幅, 更具股性。截止 2022 年 8 月 22 日, 特许经营权项目中高速公路项目分红率在 1.74%-13%之间, 区间涨跌幅在 -0.65%-13.26%之间; 而生态环保类项目分红收益率虽同样偏高, 在 7.26%-12.5%

之间，但区间涨跌幅同样也很高，均超过 29%，与产权类项目差别不大，主要原因系生态环保类项目收入大多有政府托底，稳定性高，受投资者青睐。产权类项目中产业园区项目分红收益率仅在 2.21%-2.69%之间，区间涨跌幅在 25.5%-38.35%之间；仓储物流项目分红收益率同样仅在 2.59%以内，区间涨跌幅在 37.31%-49.18%之间。

图表 7: REITs 上市以来总收益率情况

代码	REITs 名称	底层资产	区间涨跌幅%	分红收益率%	总收益率%	上市首日收盘价(元)	现价(元)	单位累计分红(元)	上市日期
第一批									
180101.SZ	博时招商蛇口产业园 REIT	园区基础设施	25.50%	2.21%	27.71%	2.60	3.26	0.06	2021-06-21
508000.SH	华安张江光大园 REIT	园区基础设施	38.35%	2.58%	40.93%	3.10	4.29	0.08	2021-06-21
508027.SH	东吴苏州工业园区产业园 REIT	园区基础设施	32.67%	2.69%	35.36%	3.82	5.07	0.10	2021-06-21
180201.SZ	平安广州交投广河高速公路 REIT	交通基础设施	1.18%	5.95%	7.13%	12.39	12.54	0.74	2021-06-21
508001.SH	浙商证券沪杭甬高速 REIT	交通基础设施	13.26%	13.00%	26.26%	8.20	9.28	1.07	2021-06-21
180301.SZ	红土创新盐田港仓储物流 REIT	仓储物流	49.18%	2.47%	51.65%	2.33	3.47	0.06	2021-06-21
508056.SH	中金普洛斯仓储物流 REIT	仓储物流	37.31%	2.59%	39.89%	3.89	5.34	0.10	2021-06-21
180801.SZ	中航首钢生物质 REIT	生态环保	29.19%	12.50%	41.69%	13.41	17.32	1.68	2021-06-21
508006.SH	富国首创水务 REIT	生态环保	35.60%	7.26%	42.86%	3.74	5.07	0.27	2021-06-21
第二批									
180202.SZ	华夏越秀高速公路封闭式基础设施 REIT	交通基础设施	-0.65%	1.74%	1.09%	8.56	8.51	0.15	2021-12-14
508099.SH	建信中关村产业园 REIT	园区基础设施	16.65%	1.19%	17.84%	4.11	4.80	0.05	2021-12-17
第三批									
180401.SZ	鹏华深圳能源 REIT	能源基础设施	13.02%		13.02%	7.17	8.10		2022-07-26
508008.SH	国金中国铁建高速 REIT	交通基础设施	2.59%		2.59%	9.61	9.86		2022-07-08
508018.SH	华夏中国交建高速 REIT	交通基础设施	-0.59%		0.59%	9.61	9.55		2022-04-28

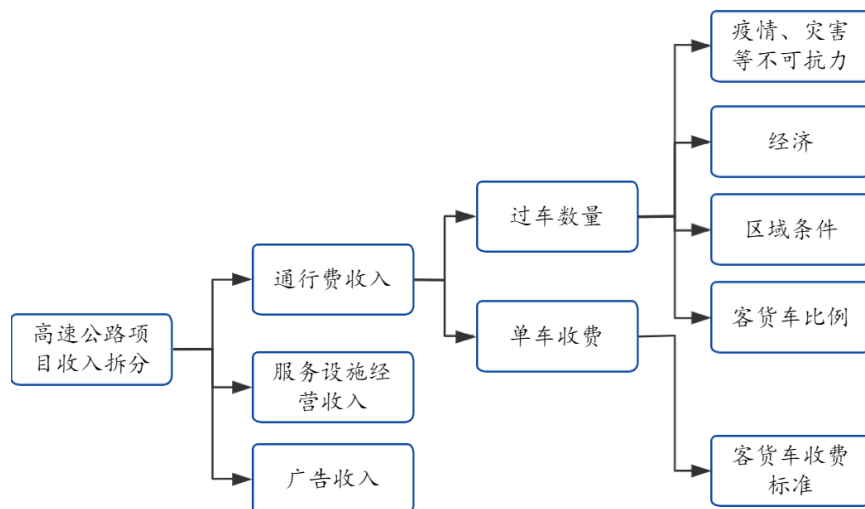
来源：wind，国联证券研究所

2.2 疫情下 REITs 底层资产业绩略有波动

我们对每类 REITs 的底层资产收入进行拆分，理清影响运营收入的因素可以帮助判断现金流的稳定性。

高速公路项目：高速公路项目收入主要来源于三部分：通行费、服务设施经营和广告收入。以浙商沪杭甬为例，通行费收入占比高达 98% 以上，故我们以分析通行费收入构成为主。由于单车收费主要由政府定价，所以影响通行费收入的唯一变量就是车流量。一般来说，沿途宏观形势向好，进出口贸易、各产业企业均正常运作且高速公路沿线区域经济发展水平高，产业集群丰富的项目收入水平会更高也更稳定。若附近路网发生变化，则有可能带来分流或增流的作用；以及疫情、自然灾害等这些也都是对收入影响较大的不确定性因素。

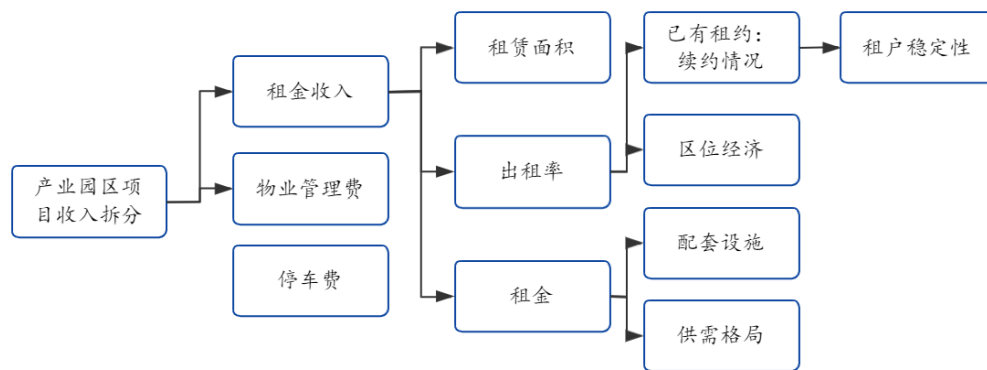
图表 8：高速公路 REITs 收入拆分



来源：招募说明书，国联证券研究所

产业园区项目：产业园区项目收入主要来源于两部分：租金、物业管理和停车收入。以东吴苏园产业为例，租金占比超 90%，故我们以分析租金收入构成为主。租金收入受产业园区的租赁面积、出租率与租金影响。一般来说，可租赁的面积越大，园区设施完备，且租户实力较强续约情况稳定；区位优势良好，企业正常运行，周边无新园区开发，租赁需求旺盛，则有可能提升出租率与租金。

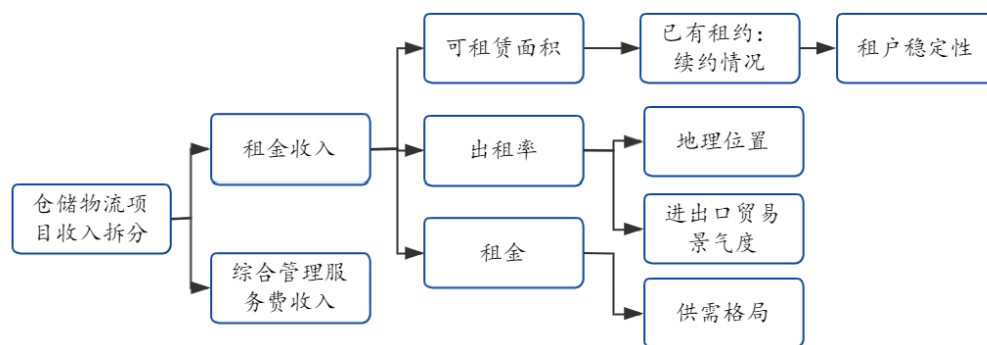
图表 9：产业园区 REITs 收入拆分



来源：招募说明书，国联证券研究所

仓储物流项目：仓储物流项目收入主要来源于三部分：租金和综合管理服务费。以中金普洛斯为例，租金收入占比高达 92% 以上，故我们以分析租金收入构成为主。租金收入受租赁面积、出租率与租金影响。一般来说，可租赁的面积越大，租户实力较强续约情况稳定；仓库地理位置处于交通要道；进出口贸易或租户所处行业景气，租赁需求旺盛，则有可能提升出租率与租金。

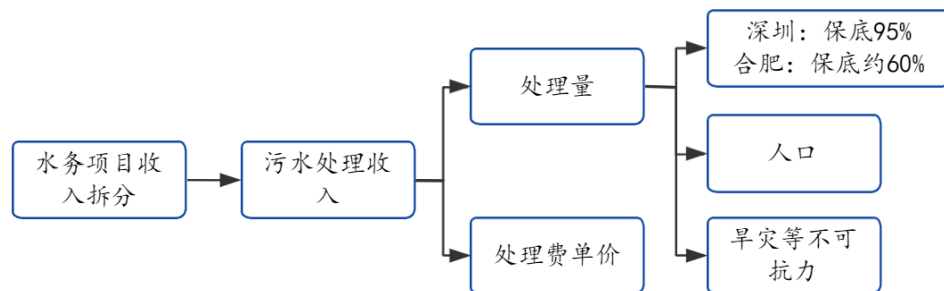
图表 10：仓储物流 REITs 收入拆分



来源：招募说明书，国联证券研究所

水务项目主要来自污水处理收入，污水处理收入主要受处理水量和处理水价的影响。处理水价的吨水价格为各社会投资人通过投标比选所得，特许经营期内根据协议约定进行调整，一般不会发生重大变化。故收入主要受处理水量影响，通常人口密集，无干旱现象出现的地区污水量较为稳定。此外，政府对污水量也有相应的保底措施，故收入整体有托底，确定性较高。

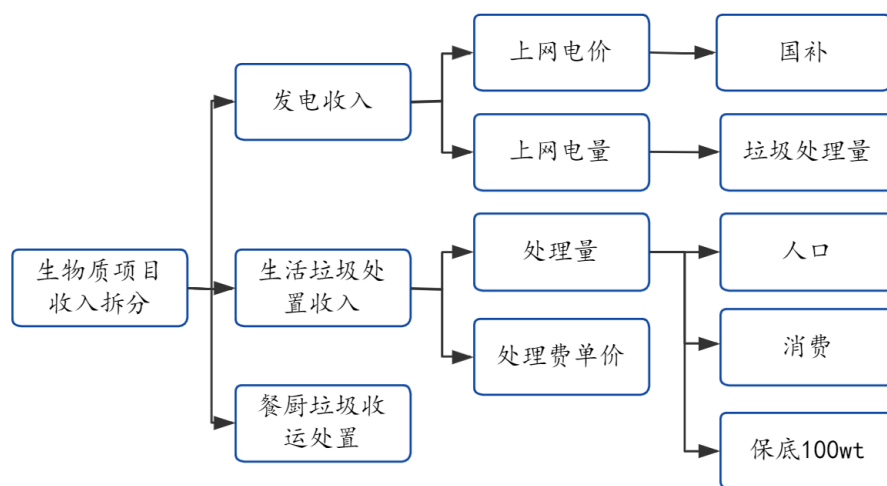
图表 11：富国首创 REIT 收入拆分



来源：招募说明书，国联证券研究所

生物质项目收入主要来自三部分：发电收入、生活垃圾处置收入和餐厨垃圾收运处置。由于发电收入和生活垃圾处置收入分别占比达 46.3%/42.79%，我们主要分析这两部分收入。发电收入主要受上网电价和电量影响。上网电价目前由基础电价和国补组成，2029 年国补退坡后，据协议约定，北京市城市管理委员会应按照“恢复约定经济地位”的原则，对垃圾处理服务费价格进行调整，仍存跌价风险。电量主要受垃圾处理量影响，由于特许经营协议中有 100 万吨/年的保底量，而预测量在 110 万吨/年，相差较小，垃圾处理量将保持相对稳定的水平。生活垃圾处置收入主要受垃圾处理量和单价影响。其单价由政府制定，保持稳定，而垃圾处理量受当地人口数量和消费能力影响会小幅波动，但如上文所述，波动可控。

图表 12：中航首钢生物质项目收入拆分

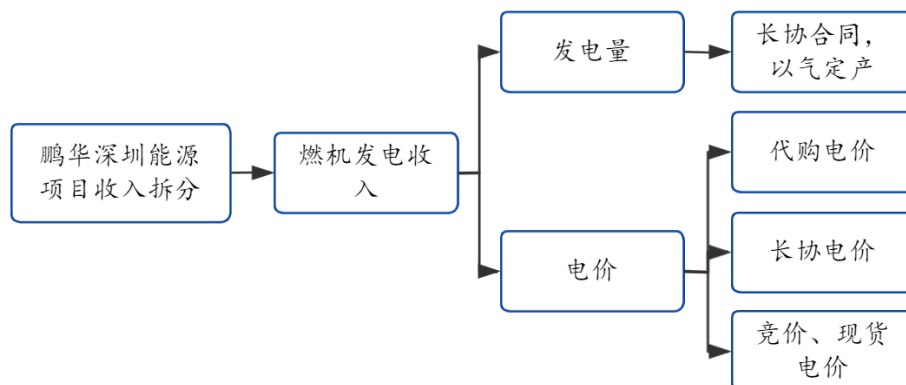


来源：招募说明书，国联证券研究所

鹏华深圳能源项目收入主要来自燃机发电收入。发电收入主要受电量和电价影响。项目采取以气定产的方式，根据长协合同获取的天然气量来定售电量，在电量紧缺的时候也会采购现货气，故发电量较为固定。电价方面比较灵活，分为政府代购电价、长协电价和竞价/现货电价三种，其中政府代购电价会根据发电侧变动成本补偿电价。目前长协电价和代购收入占比为 95%，其中长协电价占比 60%左右。长协电价占比

越大则电价也越稳定，否则可能会受到市场电价的波动影响。

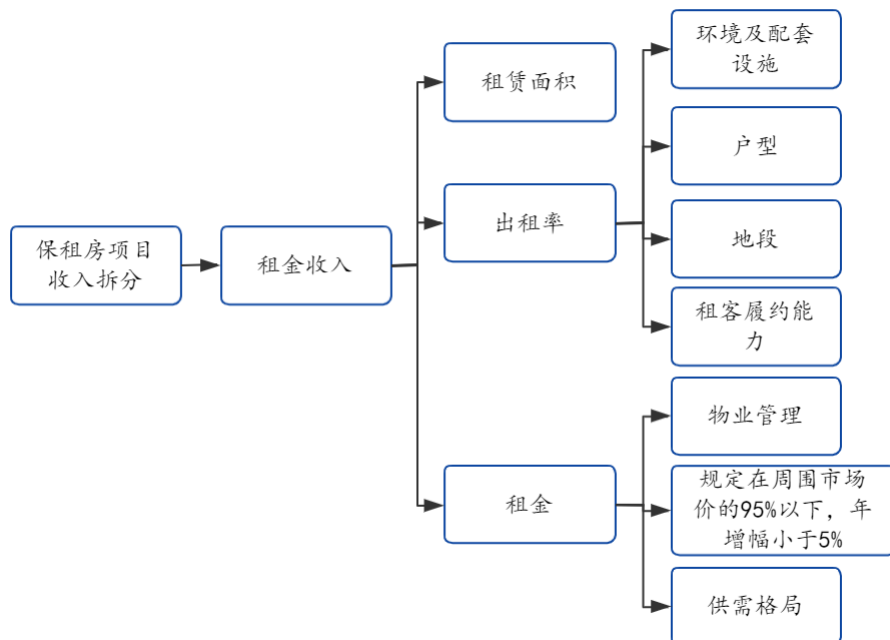
图表 13：鹏华深圳能源收入拆分



来源：招募说明书，国联证券研究所

保租房项目：收入主要来源于租金。租金收入受租赁面积、出租率与租金影响。一般来说，可租赁房屋数量越大，户型大小适中；地段方便，物管较好，配套生活设施齐全；租户履约能力强，租赁需求旺盛，则有可能提升出租率与租金。值得注意的是，虽然租金会随市场租房价格变化而变化，但目前保租房租金均比周边低 30%-50%，下调空间有限，且均处于供不应求的状态，能够保持租金价格的稳定。

图表 14：保租房项目收入拆分



来源：招募说明书，国联证券研究所

从营业收入完成度来看，高速公路项目受上半年疫情影响较为严重，生态环保类 REITs 业绩韧性高。由于高速公路车流量减少，高速公路 REITs 2022 年营业收入完成度均不及预期（第一第二批 REITs 预期完成率为 50%；第三批 REITs 预期完成率

为 30%)。相比之下, 生态环保 REITs 受疫情影响较小, 中航首钢生物质与富国首创水务营收完成率分别为 54%/49%。

产业园区与仓储物流 REITs 的业绩完成度表现良莠不齐。华安张江光大和建信中关村完成度较高, 均达 53%; 其余产业园均因疫情原因影响了出租率, 并采取了租金减免政策, 故收入完成度低于 44%。其中东吴苏园产业园称将通过基金管理人放弃部分基金管理费, 运营管理机构将放弃部分运营管理费, 同时通过补贴申请、相应税收减免等方式全额化解本次减免租金的影响。故整体收入水平可控。仓储物流方面红土盐田港较中金普洛斯表现更优, 主要原因是其资产均处于保税区域较为单一, 且临近港口的地理位置优越, 故出租率受疫情影响小。反观中金普洛斯底层资产分散于各地的 7 个仓储物流园, 出租率稳定性相对较弱。

图表 15: REITs 营业收入表现

代码	REITs名称	底层资产	营业收入（亿元）				
			22Q2（单季）	22Q1（单季）	22年完成度	2021	21年完成度
第一批							
180101.SZ	博时招商蛇口产业园REIT	园区基础设施	0.30	0.33	44%	0.80	99%
508000.SH	华安张江光大园REIT	园区基础设施	0.22	0.23	53%	0.53	109%
508027.SH	东吴苏州工业园区产业园REIT	园区基础设施	0.21	0.72	38%	1.48	108%
180201.SZ	平安广州交投广河高速公路REIT	交通基础设施	1.53	1.69	38%	4.34	93%
508001.SH	浙商证券沪杭甬高速REIT	交通基础设施	1.27	1.62	41%	3.78	103%
180301.SZ	红土创新盐田港仓储物流REIT	仓储物流	0.29	0.29	53%	0.67	109%
508056.SH	中金普洛斯仓储物流REIT	仓储物流	0.86	0.91	46%	2.09	97%
180801.SZ	中航首钢生物质REIT	生态环保	1.09	1.03	54%	2.36	105%
508006.SH	富国首创水务REIT	生态环保	0.75	0.71	49%	1.82	109%
第二批							
180202.SZ	华夏越秀高速公路封闭式基础设施REIT	交通基础设施	0.49	0.56	44%		
508099.SH	建信中关村产业园	园区基础设施	0.57	0.62	53%		
第三批							
508018.SH	华夏中国交建高速REIT	交通基础设施	0.90		23%		

来源: 招募说明书, wind, 国联证券研究所

从可供分配金额完成度来看, 仓储物流 REITs 表现最好。仓储物流 REITs 由于营业收入也相对坚挺, 可供分配金额完成度最高, 均在 55% 左右。高速公路 REITs 可供分配金额受营业收入拖累, 完成度均低于 46%。产业园区 REITs 可供分配金额同样受营收影响较大, 华安张江光大和建信中关村项目完成度高, 分别为 55.6%/62.4%; 博时蛇口和东吴苏园产业园均不及预期。中航首钢 REITs 与富国首创水务 REITs 完成率也较低, 分别为 38%/44%。

图表 16: REITs 可分配现金流表现

代码	REITs名称	底层资产	可供分配现金流（亿元）				
			22Q2（单季）	22Q1（单季）	22年完成度	2021	21年完成度
第一批							
180101.SZ	博时招商蛇口产业园REIT	园区基础设施	0.27	0.16	<div><div>47%</div></div>	0.53	<div><div>102%</div></div>
508000.SH	华安张江光大园REIT	园区基础设施	0.17	0.17	<div><div>56%</div></div>	0.42	<div><div>107%</div></div>
508027.SH	东吴苏州工业园区产业园REIT	园区基础设施	0.18	0.35	<div><div>34%</div></div>	0.93	<div><div>109%</div></div>
180201.SZ	平安广州交投广河高速公路REIT	交通基础设施	1.27	1.06	<div><div>37%</div></div>	5.41	<div><div>103%</div></div>
508001.SH	浙商证券沪杭甬高速REIT	交通基础设施	0.75	1.15	<div><div>44%</div></div>	5.44	<div><div>187%</div></div>
180301.SZ	红土创新盐田港仓储物流REIT	仓储物流	0.22	0.23	<div><div>56%</div></div>	0.47	<div><div>110%</div></div>
508056.SH	中金普洛斯仓储物流REIT	仓储物流	0.71	0.68	<div><div>55%</div></div>	1.51	<div><div>106%</div></div>
180801.SZ	中航首钢生物质REIT	生态环保	0.16	0.23	<div><div>38%</div></div>	1.73	<div><div>127%</div></div>
508006.SH	富国首创水务REIT	生态环保	0.38	0.36	<div><div>44%</div></div>	1.37	<div><div>150%</div></div>
第二批							
180202.SZ	华夏越秀高速公路封闭式基础设施REIT	交通基础设施	0.33	0.37	<div><div>46%</div></div>		
508099.SH	建信中关村产业园REIT	园区基础设施	0.39	0.39	<div><div>62%</div></div>		
第三批							
508018.SH	华夏中国交建高速	交通基础设施	0.83		<div><div>21%</div></div>		

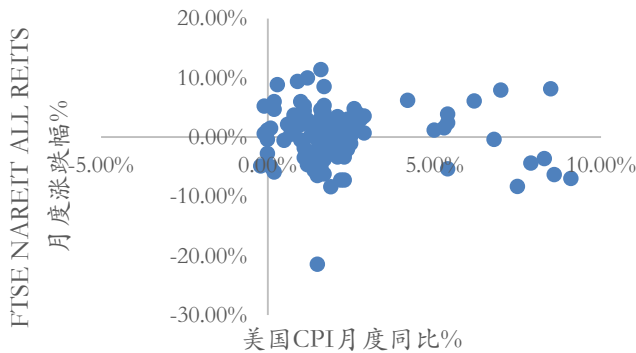
来源：招募说明书，wind，国联证券研究所

3 REITs 投资价值分析

3.1 REITs 具备抗通胀、分散风险的特点

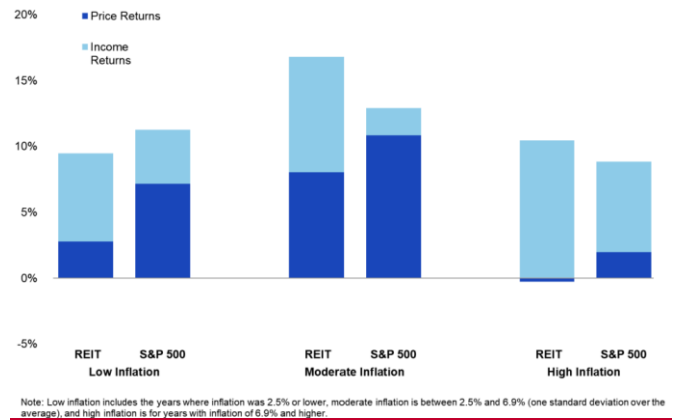
REITs 可提供通胀对冲。当 CPI 上升时，房产价值往往也会跟随价格而上涨，同时具备价格转嫁能力的资产还可提高租金水平，REITs 将同时受益于现金流的增长与资产增值。从近 10 年的月度美国 CPI 同比与 FTSE Nareit All Equity REIT 指数历史数据来看，REITs 有 59.68% 的时间是在通货膨胀上升时期获取了正收益。根据 Nareit 研究结果表明，REITs 在温和通胀与高通胀时期表现强于 S&P500。在温和通胀期间，REITs 的分红收益远高于 S&P500，故总收益跑赢 S&P500 3.9%。

图表 17: REITs 具抗通胀性



来源: Yahoo Finance, wind, 国联证券研究所

图表 18: REITs 在温和通胀时期表现最优



来源: Nareit, 国联证券研究所

虽然不同类别的 REITs 具备了股性或债性, 但是 REITs 与股债相关性较低, 可帮助组合分散风险。近十年来 FTSE NAREIT ALL REITS 与美国债券综合指数 ETF 月度收益率的相关性系数仅为 0.35。

图表 19: REITs 和股债相关性较低

相关性系数	FTSE NAREIT ALL REITS	S&P500	美国债券综合指数 ETF
FTSE NAREIT ALL REITS	1		
S&P500	0.70	1	
美国债券综合指数 ETF	0.35	0.11	1

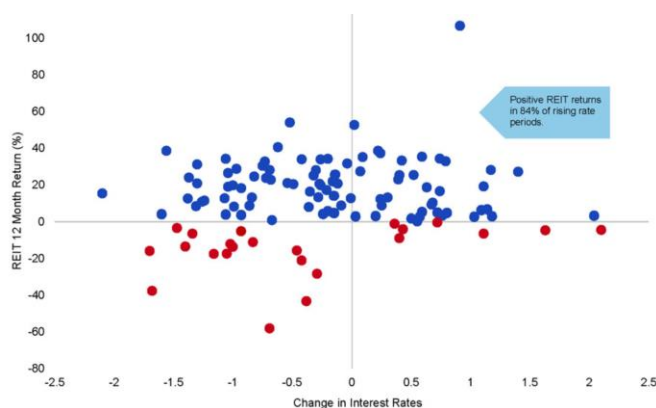
来源: Yahoo Finance, 国联证券研究所

3.2 美国 REITs 在利率上升期也表现优秀

美国 REITs 市场在利率上升时表现优秀。利率上升通常伴随着 GDP 的增长, 在此类大背景下会推动出租率的上升、租金的增长、房产升值等等, 利好 REITs 产品。从历史数据来看, 自 1993 年 Q1 至 2021 年 Q2 期间, 随着十年期美债利率上升, FTSE Nareit All Equity REIT 指数 84% 的年度滚动回报率均保持正收益, 且有近 50% 的滚动回报率优于 S&P500 的表现。

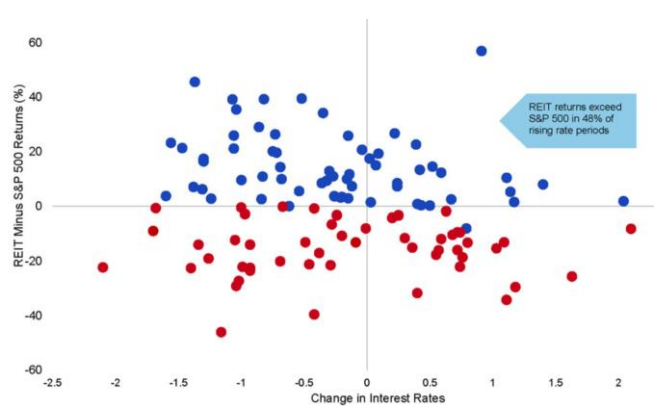
我国 REITs 市场目前处于低利率、流动性高的大环境下, 投资者为寻求更高的收益率相较债市会更偏好股市与 REITs, 且低折现率能使得 REITs 估值提升, 故 REITs 在低利率环境下也有不错的表现。

图表 20: REITs 在 84% 的利率上升期间获得正收益



来源: Nareit, 国联证券研究所

图表 21: REITs 在 48% 的利率上升期间跑赢 S&P500



来源: Nareit, 国联证券研究所

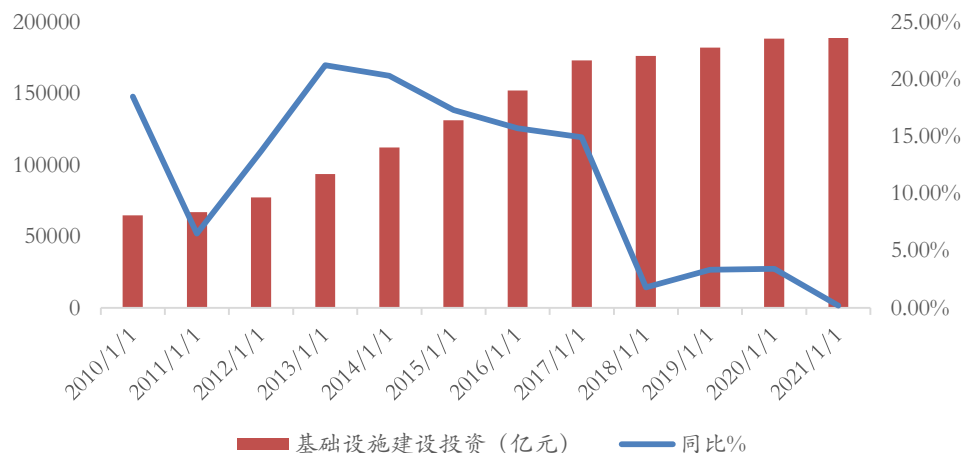
4 REITs 市场未来展望

美国 REITs 是全球发展最成熟的国家之一, 目前 REITs 规模达 1.3 万亿, 市值占 GDP 比例为 5.8%。2021 年我国 GDP 为 114.4 万亿人民币, 若未来我国 REITs 占 GDP 比例在 6% 附近, 我国 REITs 市场规模或达 6.9 万亿元。

4.1 能源类、保租房 REITs 蓄势待发

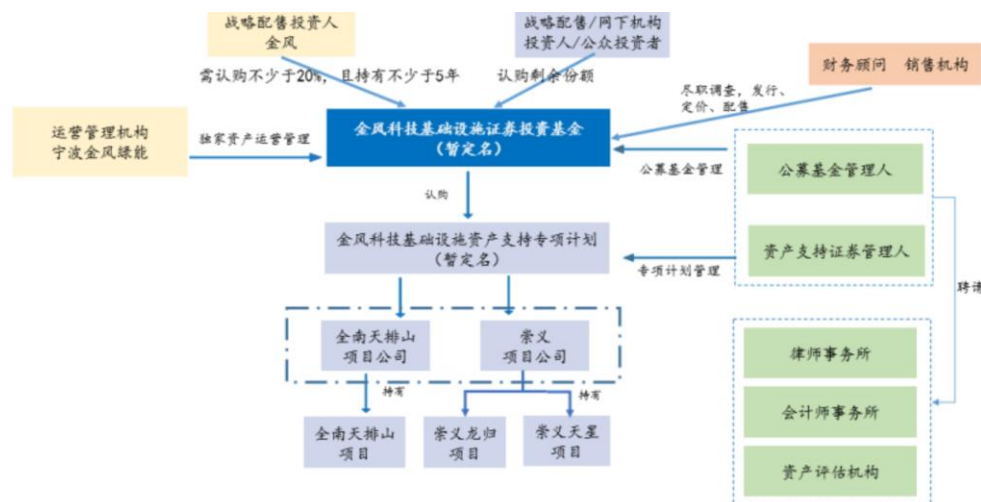
国内基础设施领域投资远超美国, 能源基础设施建设 REITs 发力在即。我国 2021 年基础设施建设投资额高达 18.9 万亿元, 而美国 1.2 万亿美元基建法案为期 5 年, 故我国潜在的基础建设类资产规模较美国更大。不光是传统基建领域, 未来能源基础设施领域也有望成为重要的增量市场。能源基础设施建设包括风电、光伏发电、水力发电、核电等清洁能源项目; 亦包括特高压、充电等基础设施。我们以分布式光伏发电项目为例: 对于投资者来说, 此类项目的优势在于原始权益人大多为大型国企和央企, 能稳定地运营资产, 且扩募资产质量均为上乘; 对于企业来说, 可以降低债务杠杆, 增添现金流, 对于投资电站这类重资产商业模式来说大有裨益。据北极星太阳能光伏网披露, 2020 年仅风电光伏存量项目规模就达 2.6 万亿元, 且部分项目现金流分派率等规定条件均满足申报要求, IRR 也均在 5% 以上。目前, 金风科技、京能国际、特变电工等风光龙头企业均已公告发行风光发电项目 REITs 的计划, 清洁能源 REITs 已箭在弦上。

图表 22: 我国基础设施建设投资稳定



来源: wind, 国联证券研究所

图表 23: 金风科技风电 REITs 架构



来源: 公司公告, 国联证券研究所

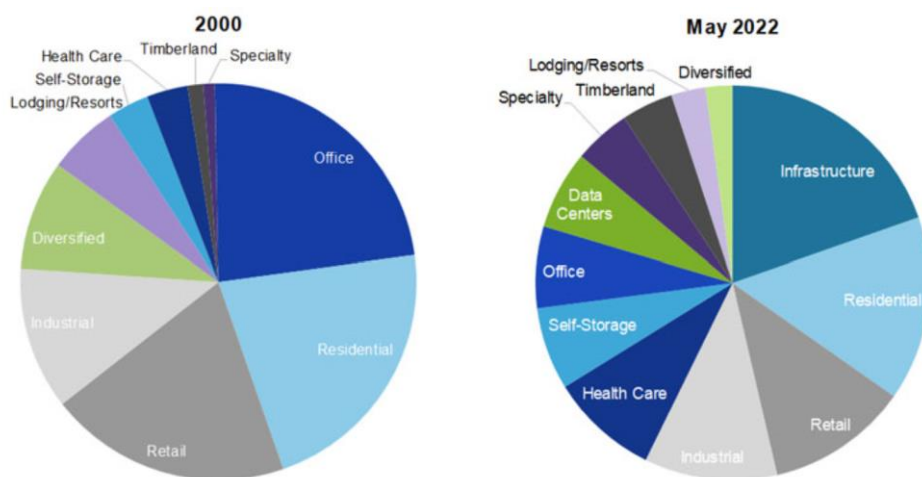
保障性租赁住房将成为地产类 REITs 长期发展重点。从供给端来看，首先，保租房已是国家战略，2022 年将成保租房建设大年。住建部表示“十四五”期间 40 个重点城市初步计划新增保障性租赁住房 650 万套（间），其中 2022 年 40 个城市计划筹建 240 万套，相比 2021 年任务量高出 1.5 倍，占“十四五”总目标比例达 36.9%。自顶层政策发布，浙江、广东、上海等省份均已出台文件明确支持组织开展保租房 REITs 试点项目，扩募指日可待。其次，对于企业方来说，REITs 改善了以往保租房项目投资周期长且回报率不高的痛点，运营时间缩短至 3 年左右，成为了新的融资路径与资金退出模式，可以降低负债率，盘活存量资产，改善企业现金流。从需求端来看，一二线城市租房需求旺盛，且保租房租金相比市场价格约低 15%-20%，进一步提振需求。目前比如上海等地均已采取摇号排队的方式分配保租房，通常需等

待 1-2 年，整体市场供不应求。

4.2 当前政策尚不支持商业地产 REITs

对比《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》中圈定的试点项目范围，我国因“房住不炒”政策导向，对于美国 REITs 产品大力投向的零售行业、办公、酒店等商业地产领域尚未开放，故我国 REITs 在商业地产领域较美国有较大发展空间。美国 REITs 底层资产行业分布较为均衡，主要集中于基础设施、公寓、零售、产业、数据中心五大板块，规模合计占比达 64%。其中基础设施类 REITs 占比最高，为 17%。

图表 24：海外 REITs 资产的结构变化



来源：Nareit, FactSet, 国联证券研究所

图表 25：REITs 试点资产范围

行业	具体内容
交通基础设施	收费公路、铁路、机场、港口项目。
能源基础设施	风电、光伏发电、水力发电、天然气发电、生物质发电、核电等清洁能源项目，特高压输电项目，增量配电网、微电网、充电基础设施项目，分布式冷热电项目
市政基础设施	城镇供水、供电、供气、供热项目，以及停车场项目。
生态环保基础设施	城镇污水垃圾处理及资源化利用环境基础设施、固废危废医废处理环境基础设施、大宗固体废弃物综合利用基础设施项目。
仓储物流基础设施	应为面向社会提供物品储存服务并收取费用的仓库，包括通用仓库以及冷库等专业仓库。
园区基础设施	位于自由贸易试验区、国家级新区、国家级与省级开发区、战略性新兴产业集群的研发平台、工业厂房、创业孵化器、产业加速器、产业发展服务平台等园区基础设施。
新型基础设施	数据中心类、人工智能项目，5G、通信铁塔、物联网、工业互联网、宽带网络、有线电视网络项目，智能交通、智慧能源、智慧城市项目。

保障性租赁住房	各直辖市及人口净流入大城市的保障性租赁住房项目。
其他（探索中）	(1) 具有供水、发电等功能的水利设施； (2) 自然文化遗产、国家AAAAA级旅游景区等具有较好收益的旅游基础设施，其中自然文化遗产以《世界遗产名录》为准。
酒店、商场、写字楼等商业地产项目不属于试点范围。项目土地用途原则上应为非商业、非住宅用地，租赁住房用地以及为保障项目正常运转而无法分割的办公用房、员工宿舍等少数配套设施用地除外。	

来源：发改委，国联证券研究所

5 风险提示

项目运营收入或因不可抗力不及预期从而导致分红也不及预期；政策导向变化可能影响二级市场定价。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门内大街 208 号中粮置地广场 4 层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场 1 座 37 层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心 29 层

电话：0755-82775695