

## 万亿蓝海扬帆起航，行远自迩未来可期

### 基本结论

2021年4月23日，沪深交易所正式受理REITs项目，随后首批9只公募基础设施REITs陆续获批并完成网下询价、定价及发售工作，于6月21日在交易所正式上市，我国公募基础设施REITs靴子落地，万亿蓝海市场正式扬帆起航。

- **国内公募基础设施REITs采取现金流折现法进行估值。**在美国REITs常用估值方法为P/FFO法，FFO(Fund from Operations)是NAREIT提出的用于衡量REITs表现的指标，P/FFO乘数是参考同类REITs并结合市场环境所确定的乘数，属于相对估值思路。国内公募REITs处于起步阶段，考虑到基础设施REITs现金流相对稳定，《公开募集基础设施证券投资基金运营操作指引(试行)》提出将收益法中现金流折现法(DCF)作为主要评估方法。

DCF估值的核心参数一是未来现金流、二是贴现率、三是存续期限，对于产权类项目，期末资产处理损益也将对估值结果产生一定影响。本文基于招募说明书披露的相关信息，设定各估值参数，对首批9只REITs产品进行DCF估值分析，从测算结果看首批REITs项目内部收益率(IRR)在5%-8%之间，其中普洛斯REIT的IRR最高，为7.50%(测算值仅供参考)。

除估值模型计算的评估价值之外，基金净值与交易价格也是与公募基础设施REITs相关的价格指标，其中基金净值在半年末/年末披露，以成本法进行估值计量；交易价格实时披露，由买卖双方交易形成。REITs的评估价值与交易价格对投资决策更具参考意义。

- **首批公募基础设施REITs涨幅亮眼，影响REITs交易价格的因素包括底层资产基本面变化、供需格局变化、宏观环境变化等。**首批产品上市首日平均涨幅为5.21%，其中博时蛇口产业园REIT涨幅最高(14.72%)；上市以来(截至2021/11/5)平均涨幅为17.15%，其中中金普洛斯REIT涨幅最高(28.46%)。影响REITs价格变化的因素较多，如底层资产运营基本面变化、供需格局变化、宏观环境变化等等。

目前公募基础设施REITs价格波动主要受需求端影响，上市初期由于市场此前并无此类标的，且在利率中枢下行、地产收紧的大背景下，CMBS、类REITs、融资类信托等产品发行量下降，更突显产品的稀缺性与配置价值，市场的投资情绪高涨，上市首周过后交投活跃度下降，REITs长期配置属性强于交易属性。在7月中旬央行全面降准、8月下旬以来创业板大幅调整下跌时，REITs交投有所回暖，可见在流动性充裕或高风险资产下跌有避险需求时，资金对REITs的关注度大幅提升，从而推升二级市场价格。

- **公募基础设施REITs分析框架核心聚焦于底层标的的质量及运营管理能力。**首批公募基础设施REITs持有的标的分别属于产业园区、仓储物流、收费公路、环保水务。不同行业中影响现金流的因素各不相同，因此分析指标也有所差异，产业园区类/仓储物流类的REITs关注地段、租金、出租率/空置率、租户结构、租约期限分布等指标；收费公路类REITs关注地段、车道数、收费里程、车流量、特许经营权期限等指标；环保水务类REITs关注污水/垃圾处理价、处理量、处理成本、政策补贴、特许经营权期限等指标。
- **建议投资者以打新或长期配置的方式参与公募基础设施REITs市场。**优质项目在发售中往往供不应求，首批中部分REITs上市首日涨幅超10%，打新收益可观。此外，对于市场价格波动相对低的基础设施类项目而言，配置属性强于交易属性，建议采取长期配置的方式分享基础设施项目发展红利。

**风险提示：**政策调整、项目营收不及预期、流动性不足、估值波动等风险。

田露露 分析师 SAC 执业编号: S1130521110001  
(8621) 60753902  
tianlulu@gjzq.com.cn

张剑辉 分析师 SAC 执业编号: S1130519100003  
(8610) 66211648  
zhangjh@gjzq.com.cn

## 一、公募基础设施 REITs 靴子落地，万亿蓝海扬帆起航

REITs (Real Estate Investment Trusts, 即不动产投资信托基金) 是以发行收益凭证的方式募集投资者的资金, 主要以能够产生相对稳定收益的不动产为投资标的, 由专业团队经营管理, 以标的不动产产生的收益为主要收入来源, 并且将绝大部分收益分红给投资者的一种信托基金。自 20 世纪 60 年代在美国推出以来, 已有 40 多个国家 (地区) 发行了该类产品, 其投资领域由最初的房地产拓宽到酒店商场、工业地产、基础设施等, 已成为专门投资不动产的成熟金融产品。

2020 年 4 月底, 随着证监会与发改委联合出台《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点项目申报工作的通知》, 我国公募 REITs 试点工作正式拉开帷幕; 2021 年 4 月 23 日, 上海证券交易所与深圳证券交易所正式受理 REITs 项目, 经过不到一个月的时间, 5 月中旬首批 9 只公募基础设施 REITs 通过审核, 获证监会批复注册生效, 并于 2021 年 6 月 21 日分别在沪深两地交易所上市。我国公募基础设施 REITs 靴子落地, 万亿蓝海市场正式扬帆起航。

### 1.1、国内公募基础设施 REITs 政策框架已初步成型

2020 年 4 月底, 证监会与发改委联合出台《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点项目申报工作的通知》, 公募基金 REITs 试点工作正式拉开帷幕。2020 年 8 月起相关指导意见不断印发, 试点工作紧锣密鼓展开, 证监会发布《公开募集基础设施证券投资基金指引 (试行)》(下文简称《指引》); 上交所、深交所相继起草相关配套业务规则并向社会公开征求意见, 进一步厘清基础设施 REITs 发售、上市、交易、收购、信息披露、退市等业务环节相关操作细节; 中证协发布《公开募集基础设施证券投资基金网下投资者管理细则》, 梳理了基础设施基金的网下询价细节, 基金业协会发布了《公开募集基础设施证券投资基金尽职调查工作指引 (试行)》、《公开募集基础设施证券投资基金运营操作指引 (试行)》, 规范了公募 REITs 尽职调查工作, 明确了运行过程中关于会计核算、收益分配等问题, 自上而下的公募基础设施 REITs 政策体系初步成型。

**图表 1: 公募基础设施 REITs 政策框架**

规则属性	文件简称	文件	发布时间	发布机构	涉及环节
顶层设计	《通知》	《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》	2020/4/24	发改委、证监会	总体推进工作统筹
	《试点申报通知》	《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点项目申报工作的通知》	2020/8/4	发改委	项目申报
	《指引》	《公开募集基础设施证券投资基金指引 (试行)》	2020/8/7	证监会	基金审核
核心配套规则	《业务办法》	《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金 (REITs) 业务办法 (试行)》	2021/1/29	上交所	基金发售、上市、交易、运营
		《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务办法 (试行)》	2021/1/29	深交所	
	《业务审核指引》	《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金 (REITs) 规则适用指引第 1 号——审核关注事项 (试行)》	2021/1/29	上交所	基金上市
		《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务指引第 1 号——审核关注事项 (试行)》	2021/1/29	深交所	
	《发售业务指引》	《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金 (REITs) 规则适用指引第 2 号——发售业务 (试行)》	2021/1/29	上交所	基金发售
		《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务指引第 2 号——发售业务 (试行)》	2021/1/29	深交所	
配套自律规则	《网下投资者管理细则》	《公开募集基础设施证券投资基金网下投资者管理细则》	2021/1/29	中国证券业协会	基金发售 (网下询价、认购环节)
	《尽调工作指引》	《公开募集基础设施证券投资基金尽职调查工作指引 (试行)》及《起草说明》	2021/2/8	中国基金业协会	基金审核
	《运营操作指引》	《公开募集基础设施证券投资基金运营操作指引 (试行)》及《起草说明》	2021/2/8	中国基金业协会	基金运营

来源: 发改委、证监会、中证协、中基协网站, 国金证券研究所

根据上述政策框架梳理公募基础设施 REITs 申报监管流程，发改委、证监会、交易所分别对项目审批、基金审核、上市交易三个核心环节分别进行把关：1) 由地方发改委按照“聚焦合规优质资产”的试点原则进行项目初审，并对合格项目报送至国家发改委；2) 国家发改委将符合条件项目推荐至中国证监会，由证监会进行基金层面的审批；3) 拟在交易所上市的基金，同步向交易所提交相关材料进行上市审核与挂牌条件确认。

REITs 的核心是底层标的项目，从项目申报审批的相关规定看，试点政策强调聚焦重点地区、重点行业的优质合规资产，同时鼓励信息网络等新型基础设施以及国家战略性新兴产业集群等开展试点，项目应具有成熟的经营模式及市场化运营能力，已产生持续稳定的收益及现金流，投资回报良好，并具有持续经营能力，较好的增长潜力。同时，政策明确指出酒店、商场、写字楼、公寓、住宅等房地产项目不属于试点范围。

《指引》作为公募基础设施 REITs 的纲领性文件，对公募 REITs 的产品运作模式、投资范围、融资限制、发售方式、成立条件、各主体资质与责任等方面均有所规定。

**产品运作模式方面**，我国公募 REITs 采取契约制模式，封闭式运作，据已申报项目披露，公募 REITs 基金期限应不低于特许经营期限。公募 REITs 在经交易所依法审核同意后，可上市交易。

**投资范围方面**，80%以上基金资产投资于基础设施资产支持证券（资产支持证券的发行人应为与基金管理人存在实际控制关系或受同一控制人控制的管理人），其余基金资产应当依法投资于利率债，AAA 级信用债，或货币市场工具。

**融资限制方面**，《指引》明确公募 REITs 直接或间接对外借入款项，不得依赖外部增信，用途限于基础设施项目日常运营、维修改造、项目收购等，且基金总资产不得超过基金净资产的 140%。

**分配比例方面**，《指引》中规定，基金管理人主动运营管理基础设施项目以获取稳定现金流，并将 90%以上合并后基金年度可供分配金额按要求分配给投资者。

**发售方式方面**，公募 REITs 份额认购价格类似于新股上市询价，通过网下询价的方式确定，网下投资者为证券公司、基金管理公司、信托公司、财务公司、保险公司、合格境外机构投资者、商业银行及其理财子公司、符合规定的私募基金管理人以及其他中国证监会认可的专业机构投资者。全国社会保障基金、基本养老保险基金、年金基金等可根据有关规定参与基础设施基金网下询价。发售比例方面，基础设施项目原始权益人或其同一控制下的关联方参与基础设施基金份额战略配售的比例合计不得低于本次基金份额发售数量的 20%，其中基金份额发售总量的 20%持有期自上市之日起不少于 60 个月，超过 20%部分持有期自上市之日起不少于 36 个月，基金份额持有期间不允许质押。扣除战略配售部分后，向网下投资者发售比例不得低于本次公开发售数量的 70%。对网下投资者进行分类配售的，同类投资者获得的配售比例应当相同。公众投资者通过基金销售机构以询价确定的认购价格参与基础设施基金份额认购。

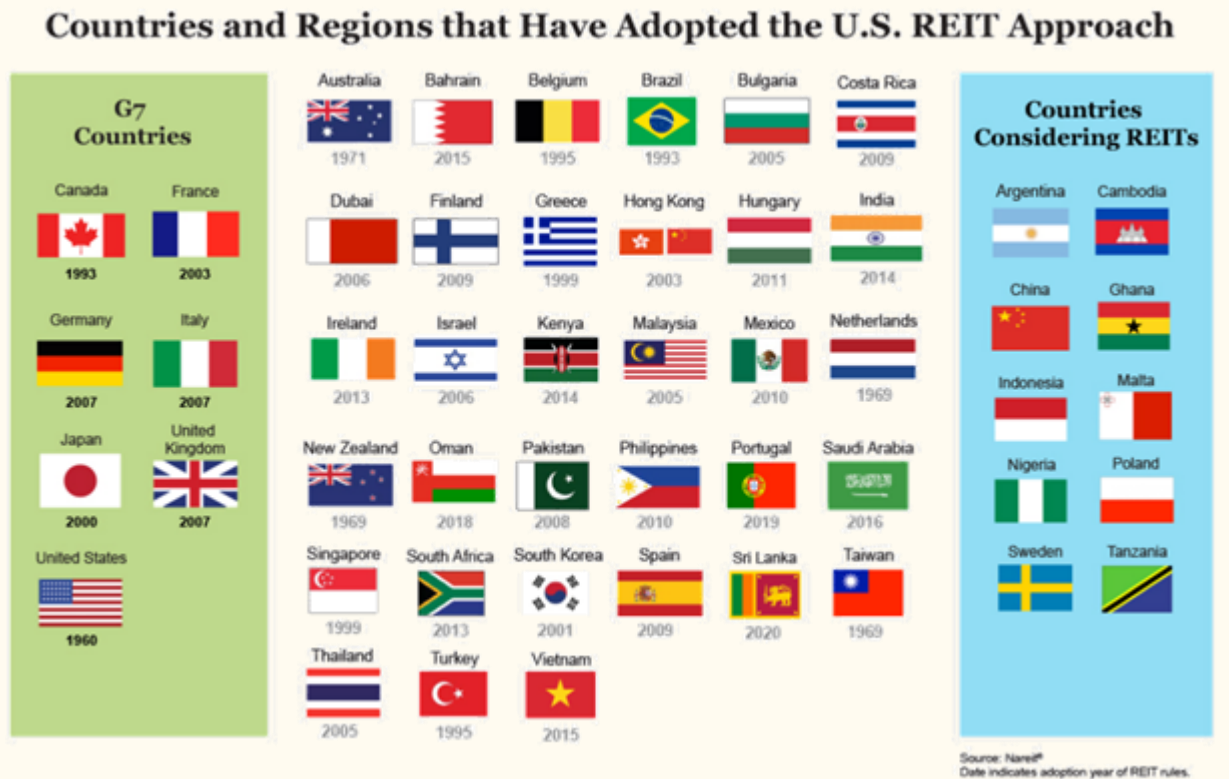
**成立条件方面**，基金募集期届满时需满足基金份额总额达到准予注册规模的 80%，募集资金规模不低于 2 亿元，投资人不少于 1000 人，原始权益人或其同一控制下的关联方按规定参与战略配售。

**各主体资质与责任方面**，《指引》对基金管理人与托管人提出专业胜任要求，明确其诚实守信、谨慎勤勉的受托职责，同时可借力发挥外部管理机构、会计师事务所、评估机构等的专业能力。基金管理人需成立满 3 年，有独立的基础设施基金投资管理部门，配备不少于 3 名具有 5 年以上基础设施项目运营或基础设施项目投资管理经验的主要负责人员，其中至少 2 名具备 5 年以上基础设施项目运营经验。

## 1.2、海外 REITs 市场发展经验与借鉴

自 1960 年美国推出 REITs 以来，目前已有近 40 个国家/地区搭建了 REITs 市场，为更多投资者提供参与不动产项目投资的机会，并为不动产项目提供更丰富的融资渠道及退出方式。

图表 2: 全球近 40 个国家/地区建立了 REITs 市场 (截至 2020 年末)

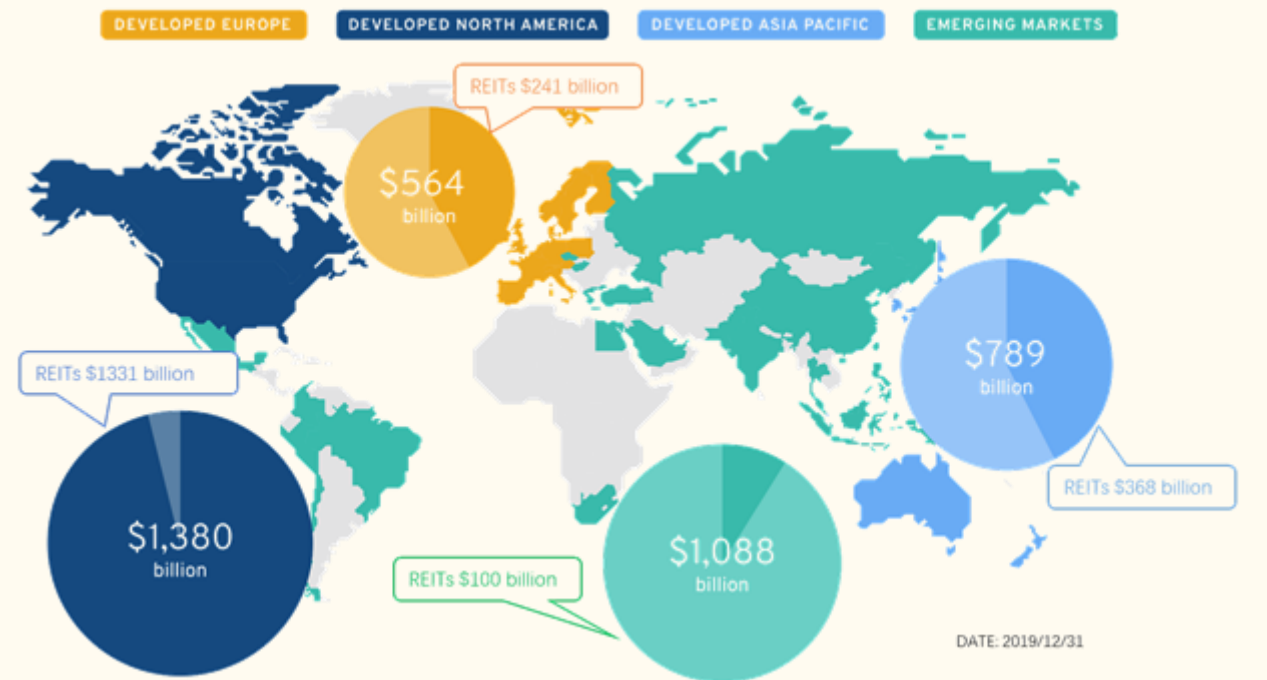


来源: NAREIT, 国金证券研究所

根据 EPRA (EUROPEAN PUBLIC REAL ESTATE ASSOCIATION) 披露的数据, 2019 年末全球 79 个国家/地区商业不动产的总市值超 31.1 万亿美元, 其中公开上市证券部分市值约为 3.8 万亿美元, 在公开上市证券内, REITs 市值约为 2 万亿美元。

分区域来看, 北美发达市场上市房地产证券市值总额约为 1.38 万亿美元, 其中上市 REITs 市值约为 1.33 万亿美元, 占比约 96%; 欧洲发达市场上市房地产证券市值总额约为 5640 亿美元, 其中上市 REITs 市值约为 2410 亿美元, 占比约 43%; 亚太发达市场上市房地产证券市值总额约为 789 亿美元, 其中上市 REITs 市值约为 368 亿美元, 占比约 47%; 全球发展中市场上市房地产证券市值总额约为 1088 亿美元, 其中上市 REITs 市值约为 100 亿美元, 占比约 9%。由此可见北美作为 REITs 的起源地, 也是目前 REITs 发展最为成熟区域, REITs 占上市房地产证券比例超九成; 欧洲及亚太发达市场其次, REITs 占上市房地产证券比例均超四成; 而发展中市场 REITs 大多处于尚待建设或刚起步阶段, REITs 占上市房地产证券比例不足一成。

图表 3: 全球公募 REITs 规模分布 (截至 2019 年末)



来源: EPRA, 国金证券研究所

注: 图中圆圈内数值表示各区域上市房地产证券市值总额, 深色部分代表上市 REITs 市值总额

在目前已搭建 REITs 市场的近 40 个国家/地区里, 美国的 REITs 市场是目前全球最为成熟的 REITs 市场, 是各国 REITs 体系搭建的标杆; 新加坡的 REITs 市场采取契约制模式, 与我国当前公募基础设施 REITs 试点相同, 在制度建设上具备一定借鉴意义; 中国香港的 REITs 同样采取契约制, 且部分 REITs 项目的底层标的位于大陆地区, 在项目投资框架上具备一定借鉴意义。

REITs 大多在经济衰退、萧条或房地产市场遭受冲击的背景下推出, 以增强房地产融资能力, 提高房地产资产竞争力, 盘活巨额存量市场为目的。比如美国, 20 世纪 50 年代美国经济增长下滑, 二战后的退伍军人以及广大居民的住房需求旺盛, 推动了房地产市场的发展, 助力 REITs 的诞生。对于新加坡而言, 20 世纪 80 年代的经济萧条, 叠加 1997 年的亚洲金融危机, 让市场与政府均认识到房地产开发及投资的风险, 以及房地产融资途径扩充的迫切性, 在此背景下, 新加坡金融监管局开始研制 REITs 的指导方针, 建立了新加坡 REITs 市场。对于中国香港而言, 1997 年的亚洲金融危机同样对香港房价产生了巨大冲击, 出台新政为房地产市场注入新活力势在必行, 香港证监会颁布 REITs 守则, 打开了香港 REITs 市场。

从组织架构上看, REITs 有契约制和公司制两种模式, 公司制下 REITs 持有人持有的为公司股份, 契约制下 REITs 持有人持有的为基金份额。公司制的优势是组织结构稳定; 契约制的优势是各方的权利义务明确。目前美国 REITs 大多以公司制的形式存在, 新加坡、中国香港的 REITs 以契约制的形式存在。

在设立要求上, 美国和新加坡均对投资者数量以及集中度做了相关规定, 中国香港在此方面无限制。在上市规定上, 美国可以自由选择, 新加坡如果要享受税收优惠则必须在新交所上市, 香港则必须在联交所上市。

在投资要求上, 美国、新加坡、中国香港均明确要求主要投资于可实现营收的不动产 (75%以上)。整体看, 除了 75% 原则之外的部分, 美国的投资范围相对更宽泛一些。在融资杠杆限制上, 美国没有上限规定, 新加坡 2020 年将杠杆上限由此前的 45% 提高至 50%, 中国香港的杠杆上限规定为 45%。

在分配要求上, 美国、新加坡、中国香港均明确要求将至少 90% 以上的相应收入分配出去。高分配比例的要求限制了 REITs 的外围拓展能力, 约束其作

为投资工具而非经营工具的定位，避免过度资金涌入房地产行业，充分保护投资者利益。

在税收优惠政策上，REITs 往往涉及不动产转移交易，其中涉及的税务繁多，海外成熟的 REITs 市场一般对 REITs 层面以及投资者层面均有特定的税收政策，对重复征税以及税率过重的部分提供一部分优惠，税收优惠政策可以说是各国家/地区 REITs 市场得以发展的基本保障。在美国，REITs 分配股利部分免税，交易部分的税收可通过 UPREIT 结构递延；在新加坡，REITs 已分配利润部分免税，对交易层面涉及的印花税等也有一定的优惠政策；在中国香港，REITs 可通过设立 SPV 的方式持有不动产享受更多税收优惠，同样的，REITs 已分配利润部分免税。整体来看，三地均对 REITs 分配环节产生的税费有较大的优惠力度，而对 REITs 交易环节的税费，优惠力度会弱一些。这种税收政策也体现出 REITs 是一个投资品种的特征，防止发行人利用 REITs 进行投机交易，

图表 4：美国、新加坡、中国香港 REITs 市场对比

项目	美国	新加坡	中国香港
REITs元年	1960	1999年	2003年
REITs立法框架	未独立立法 基于税法 <i>Internal Revenue Code</i>	专项立法 <i>Property Fund Guidelines</i>	专项立法 <i>Code on Real Estate Investment Trusts</i>
REITs架构	公司制 可自主选择是否上市	契约制 若想享受税优条款，需在新加坡交易所上市	契约制 必须在香港联合交易所上市
设立要求	至少有100位投资人 前五大投资人持有的份额不能超过50%	不少于500名份额持有人持有25%以上的 REITs总市值 在新交所上市需初始市值不低于3亿新元	获得SFC的授权 有指定的信托人、管理公司、独立的评估机构
投资要求	至少75%以上投资于房地产	至少75%的资产投向可产生利润的不动产标的	主要投资于可盈利的房地产标的 非盈利房地产部分不得超过REITs净资产的10%
融资杠杆	无限制	上限50%	上限45%
分红比例	至少90%以上应税收入	至少90%的应税收入	至少90%的税后净收入
税优政策	REITs层面-已分配股利部分免税；UPREIT 解构递延交易税费 持有人层面-对个人投资者有税率优惠 境外REITs资产-按美国税法框架纳税	REITs层面-已分配利润部分免税；交易需 缴纳印花税 持有人层面-对个人投资者免税 境外REITs资产-REIT层面同境内规定；个人及机构均免税	REITs层面-直接持有、通过SPV持有规定不同；交易层面印花税 持有人层面-个人与机构投资者均免税 境外REITs资产-REIT层面根据当地的纳税规定执行

来源：EPRA，国金证券研究所

在市场规模方面，根据 NAREIT 披露的数据，截至 2020 年末，美国公募 REITs 共计 223 只，规模达 1.25 万亿美元；根据 SGX 披露的数据，截至 2021 年 4 月末，在新交所上市的 REITs 合计有 42 只，总市值超过 1110 亿新元；根据 SFC 披露的数据，截至 2020 年半年末，共有 12 只 REITs 在香港联合交易所交易，市值合计为 2165 亿港币。

从上述数据来看，不论是公司制为主的美国 REITs 市场，还是采取契约制的新加坡、中国香港 REITs 市场，均呈现出市场整体规模大、但 REITs 数量不多的特征，单只 REITs 规模的体量更接近一家上市公司的规模，比传统资管产品要大很多。单体规模大是因为 REITs 的底层标的为不动产物业，单个不动产物业的价值/估值往往较高，这导致 REITs 天然具备规模较大的特征。而从数量上看，股票市场的个股数量与资管市场产品数量往往动辄上千，但 REITs 的数量，即便是最发达的美国市场也不过数百只，新加坡和中国香港的 REITs 甚至不足百只，这往往是因为：

1) 各国对能作为 REITs 的不动产物业有稳定运营及盈利要求，虽然不动产种类繁多，数量庞杂，但能达到相应要求的仍属少数。

2) REITs 对设立主体的要求很高，如果是内部管理模式，则要求公司不仅具备房地产信托管理能力、还要具备商业运营能力，在美国如果想不停的扩募变大，还需要具备一定的房地产开发能力。而如果是外部管理模式，除了需要具备房地产信托管理能力外，也需要有遴选外部管理人员的能力，同时要有专业团队与外部管理方进行对接，能满足各方要求的主体也属少数。

3) 在美国这样相对成熟的 REITs 市场中，REITs 可以通过并购的方式扩募规模，前期具备 REITs 运营经验的公司更能吸引优质的标的资产，REITs 市场存在一定马太效应。总的来看，REITs 虽然为公众投资者提供了参与规模庞

大的不动产投资途径，但对不动产项目、设立方以及运营方的要求均较高，这在一定程度上对供给形成抑制，从而形成规模大、数量少的市场特征。

## 二、首批公募基础设施 REITs 概况

2021 年 4 月 23 日，上海证券交易所与深圳证券交易所正式受理 REITs 项目；5 月 17 日，首批 9 只公募基础设施 REITs 获证监会批复，注册生效；6 月，首批 9 只公募基础设施 REITs 陆续完成网下询价定价及发售工作，于 6 月 21 日分别在对应申请的交易所上市交易。

### 2.1、首批公募基础设施 REITs 基本情况

首批 9 只公募基础设施 REITs 有 4 只经深交所受理注册，分别是博时招商蛇口产业园封闭式基础设施证券投资基金、红土创新盐田港仓储物流封闭式基础设施证券投资基金、平安广州交投广河高速公路封闭式基础设施证券投资基金、中航首钢生物质封闭式基础设施证券投资基金（下文分别简称“博时招商蛇口产业园 REIT”、“红土创新盐田港 REIT”、“平安广交投广河高速 REIT”、“首钢绿能 REIT”）；有 5 只经上交所受理注册，分别是东吴-苏州工业园区产业园封闭式基础设施证券投资基金、富国首创水务封闭式基础设施证券投资基金、华安张江光大园封闭式基础设施证券投资基金、浙商证券沪杭甬高速封闭式基础设施证券投资基金、中金普洛斯仓储物流封闭式基础设施证券投资基金（下文分别简称“东吴苏园 REIT”、“首创水务 REIT”、“张江 REIT”、“浙江杭徽 REIT”、“普洛斯 REIT”）。

首批 9 只公募基础设施 REITs 的管理人分别为博时基金、红土创新基金、平安基金、中航基金、东吴基金、富国基金、华安基金、浙商资管、中金基金，其所管理 REIT 持有的 ABS 管理人分别为博时资本、深创投红土资管、平安证券、中航证券、东吴证券、富国资管、国泰君安证券资管、浙商证券资管、中金公司，各 REIT 所持项目的运营管理人均为项目原始的运营管理方。

图表 5：首批公募基础设施 REITs 概况

基金名称	上市场所	基金管理人	ABS 管理人	项目运营管理人	财务顾问
博时招商蛇口产业园封闭式基础设施证券投资基金	深交所	博时基金	博时资本	深圳市招商创业有限公司	招商证券
红土创新盐田港仓储物流封闭式基础设施证券投资基金	深交所	红土创新基金	深创投红土资产管理（深圳）	深圳市盐田港物流有限公司	国信证券
平安广州交投广河高速公路封闭式基础设施证券投资基金	深交所	平安基金	平安证券	广州交通投资集团有限公司 广州高速运营管理有限公司	平安证券
中航首钢生物质封闭式基础设施证券投资基金	深交所	中航基金	中航证券	首钢生态	华泰联合
东吴-苏州工业园区产业园封闭式基础设施证券投资基金	上交所	东吴基金	东吴证券	苏州工业园区科技发展有限公司、苏州工业园区建屋产业园开发有限公司	-
富国首创水务封闭式基础设施证券投资基金	上交所	富国基金	富国资管	北京首创股份有限公司	光大证券
华安张江光大园封闭式基础设施证券投资基金	上交所	华安基金	国泰君安证券资管	上海集挚咨询管理有限公司	国泰君安
浙商证券沪杭甬高速封闭式基础设施证券投资基金	上交所	浙商资管	浙商证券资管	浙江沪杭甬高速公路股份有限公司	中金公司
中金普洛斯仓储物流封闭式基础设施证券投资基金	上交所	中金基金	中金公司	普洛斯投资（上海）有限公司	中金公司

来源：产品招募说明书，国金证券研究所

各家管理人均为基础设施 REIT 配备了多名基金经理，除首钢绿能 REIT 配置 4 位基金经理以外，其余各家均配置了 3 位基金经理，基金经理多为拥有多年相关基础设施项目运营管理经验的资深从业者。多基金经理管理模式下，内部通常也会有进一步的职能分工，如有的基金经理负责投资的相关事项，有的基金经理负责项目的运营管理事项；基于所承担的不同的管理工作，可能有的

基金经理在基金公司工作，协调内部相关事项，而有的基金经理在项目所在地工作，便于对项目的日常运营进行管理。

从各 REITs 持有的底层资产性质看，可分为产权和特许经营权两大类，产权类项目的现金流来源包括现金分派及到期资产处置两部分，特许经营权项目的现金流来源为现金分派，到期以后若无续期安排，资产通常是无偿上交国家。首批公募基础设施 REITs 中有 5 只为产权类项目，其中 3 只为产业园区类项目，2 只为仓储物流类项目；其余 4 只为特许经营权类项目，其中 2 只为环保类项目，2 只为收费公路类项目。

具体来看，张江 REIT 持有的基础设施项目为张江光大园，基金存续期为 20 年；东吴苏园 REIT 持有的基础设施项目为苏州工业园区的国际科技园五期 B 区和 2.5 产业园一期、二期，基金存续期为 40 年；博时招商蛇口产业园 REIT 持有的基础设施项目为蛇口网谷产业园，基金存续期为 50 年；普洛斯 REIT 持有的基础设施项目为分布于京津冀、长三角、大湾区三大城市群的 7 个仓储物流园，基金存续期为 50 年；红土创新盐田港 REIT 持有的基础设施项目为现代物流中心项目，包括 4 座仓库、1 栋综合办公楼及 1 座气瓶站，基金存续期为基金合同生效日起至 2057 年 6 月 29 日；首钢绿能 REIT 持有的基础设施项目为生物质能源项目、残渣暂存场项目、餐厨项目，基金存续期为 21 年；首创水务 REIT 持有的基础设施项目为深圳市福永、松岗、公明水质净化厂 BOT 特许经营项目及合肥市十五里河污水处理厂 PPP 项目 2 个子项目，基金存续期为基金合同生效日至 2047 年 9 月 29 日；浙江杭徽 REIT 持有的基础设施项目为杭徽高速公路浙江段及其相关构筑物资产组的收费权，基金存续期为 20 年；平安广交投广河高速 REIT 持有的基础设施项目为广州至河源高速公路广州段项目，基金存续期为 99 年。

图表 6：首批公募基础设施 REITs 所持底层资产及存续期

基金代码	基金简称	项目类型	底层资产	基金存续期	项目性质
508000	张江 REIT	产业园区	张江光大园	20 年	产权
508027	东吴苏园	产业园区	位于苏州市苏州工业园区的国际科技园五期 B 区和 2.5 产业园一期、二期项目	40 年	产权
180101	博时招商蛇口产业园 REIT	产业园区	位于蛇口工业区的蛇口网谷产业园	50 年	产权
508056	普洛斯	仓储物流	分布于京津冀、长三角、大湾区三大城市群的 7 个仓储物流园	50 年	产权
180301	红土创新盐田港 REIT	仓储物流	现代物流中心项目，包括 4 座仓库、1 栋综合办公楼及 1 座气瓶站	基金合同生效日起至 2057 年 6 月 29 日	产权
180801	首钢绿能	垃圾处理及生物质发电	生物质能源项目、残渣暂存场项目、餐厨项目	21 年	特许经营权
508006	首创水务	污水处理	深圳市福永、松岗、公明水质净化厂 BOT 特许经营项目及合肥市十五里河污水处理厂 PPP 项目 2 个子项目	基金合同生效日至 2047 年 9 月 29 日	特许经营权
508001	浙江杭徽	收费公路	杭徽高速公路浙江段及其相关构筑物资产组的收费权	20 年	特许经营权
180201	平安广交投广河高速 REIT	收费公路	广州至河源高速公路广州段项目	99 年	特许经营权

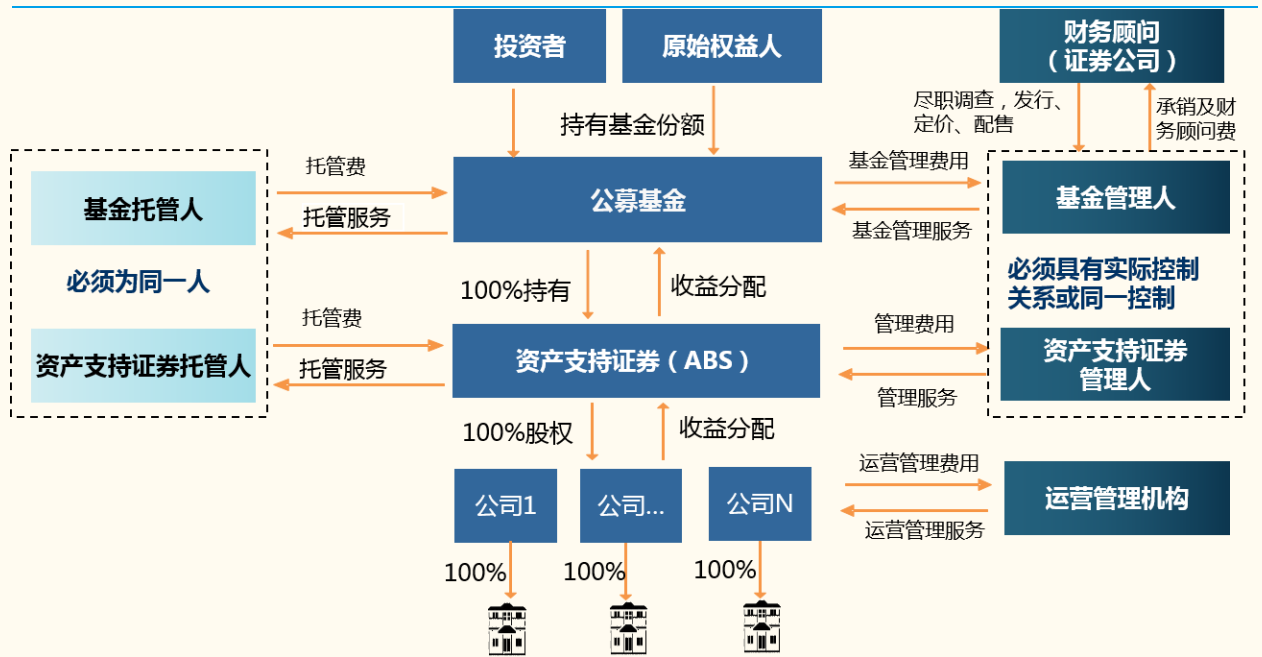
来源：产品招募说明书，国金证券研究所

## 2.2、首批公募基础设施 REITs 产品结构

公募 REITs 主要采取“公募+专项计划+项目公司（SPV）+标的资产”的交易结构，主要特点是：1）80%以上基金资产投资于基础设施资产支持证券，并持有其全部份额；2）基金通过资产支持证券和项目公司等特殊目的载体取得基础设施项目完全所有权或经营权利；3）基金管理人主动运营管理基础设施项目（可委托外部专业运营管理机构运营，但不因委托而免责），以获取基础设施项目租金、收费等稳定现金流为主要目的。



图表 7：公募基础设施 REITs 结构示意图



来源：上海证券交易所，国金证券研究所

首批 9 只公募基础设施 REITs 的产品架构均通过“公募基金+ABS”的模式向下穿透实现了对项目公司股权的直接持有，但在具体交易流程上，存在一定的差异。这个差异点在于 REITs 所对应持有的资产支持专项计划，是直接受让项目公司原股东 100% 的股权和债权，如普洛斯 REIT；还是先设立 SPV 间接持有，后续再通过项目公司反向吸收合并 SPV 的方式实现直接持有，如博时招商蛇口产业园 REIT。前者需要 REITs 有充足的现金流，而后者可降低短期的现金流压力。此外，经营收益向股东方还本付息的部分不需要缴纳企业所得税，加入一定比例的债权可以达到税收结构优化的作用，因此部分 REITs 在搭建架构时选择“股权+债权”的模式。

### 2.3、首批公募基础设施 REITs 费用结构

公募基础设施 REITs 在基金层面的费用主要有管理费、托管费、认购费，首批的 9 只产品在托管费和认购费的费率和结构上差异不大，但在管理费的设置上显著不同。

管理费方面，首批 9 只产品，除了博时招商蛇口产业园 REIT 采取固定管理费模式以外，其余 8 只均采取“固定管理费+浮动管理费”模式。

博时招商蛇口产业园 REIT 每年的固定管理费分为两个部分，一部分是“基金净资产\*0.15%”，按日预提，另一部分是“当年度可供分配金额\*3.50%”，一次性收取。

采取“固定管理费+浮动管理费”模式的 8 只产品，在固定管理费基数、费率设置，以及浮动管理费计提结构上也存在较大差异。固定管理费方面，部分 REITs 按基金净资产或募集规模的固定比例收取，也有部分 REITs 在前述基础上，额外收取可供分配金额或营业收入的固定比例。浮动管理费方面，首批 REITs 激励的锚定标准有所不同，主要分为考核收入与现金分派率两大类，以收入目标为锚定标准设置不同浮动计提比例是相对主流的方法，但收入的计算口径有所差异，有净收入、租赁收入、营业收入等。

**图表 8: 首批公募基础设施 REITs 管理费概况**

基金简称	管理费
张江 REIT	A-固定管理费/年: 基金净资产*0.55% B-浮动管理费/年: $H=H1+H2$ H 为每年应支付的浮动管理费, 最低为 0, 不得为负 $H1=(上一自然年度物业资产运营净收入-物业资产运营净收入目标) \times 10\%$ $H2=上一自然年度 2 物业资产运营收入总额 3 \times 4\%- 基金净资产 \times 0.2\%$
东吴苏园 REIT	A-固定管理费 固定管理费 1/年: 基金净资产*0.55% 按日计提 固定管理费 2/年: 当年度可供分配金额*1.05% 一次性收取 B-浮动管理费 浮动管理费 1=(科智商管于每一基础设施项目运营收入回收期内实际收到净收入-该基础设施项目运营收入回收期对应的国际科技园五期 B 区项目净收入目标金额) $\times 40\%$ 浮动管理费 2=(园区艾派科于每一基础设施项目运营收入回收期内实际收到的净收入-该基础设施项目运营收入回收期对应的 2.5 产业园一期、二期项目净收入目标金额) $\times 40\%$ 为避免歧义, 基础设施项目运营收入回收期内实际收到的净收入含回收期内实际收到的归属于当年及归属于以往年度的净收入
博时招商蛇口产业园 REIT	A-固定管理费 固定管理费 1/年: 基金净资产*0.15% 按日预提 固定管理费 2/年: 当年度可供分配金额*3.50% 一次性收取
普洛斯 REIT	A-固定管理费/年: 基金募集规模*0.70% B-浮动管理费/年: 首年: 仓储租赁收入*5% 第 2 年及以后: 当年仓储租赁收入 I*浮动管理费率 R 当 $I < 3.2$ 亿元 R 取 4.8% 当 $3.2$ 亿元 $\leq I \leq 3.8$ 亿元 R 取 5% 当 $I > 3.8$ 亿元, R 取 5.2%

A-固定管理费/年: 基金净资产\*0.3%

B-浮动管理费/年:

浮动管理费系指以每一项目公司该自然年度的基础设施项目运营收入为基数并结合该项目公司基础设施项目运营业绩指标计算的费用。

浮动管理费总额为针对每一项目公司计算的浮动管理费相加之和。

其中,运营业绩指标按照如下方式确定:

(a)第一、二个自然年度的运营业绩指标确定方式

于公募基金间接享有项目公司股东权利之日当年及下一个自然年度,该项目公司基础设施项目运营业绩指标以《可供分配金额测算报告》中记载的该自然年度对应的预测运营收入(不含税、不含物业费)为准。

(b)第三个自然年度至第五个自然年度的运营业绩指标确定方式

自第三个自然年度起至第五个自然年度止,该项目公司基础设施项目对应的运营业绩指标为上一自然年度运营业绩指标\*(1+上一自然年度通货膨胀率)。

(c)自第六个自然年度起的运营业绩指标确定方式

自第六个自然年度起,每年的运营业绩指标为以上一个自然年度12月31日为基准日

的评估报告(如果没有以该日为基准日的评估报告,则为基准日在12月31日之前且距离

12月31日最近的评估报告)所记载的按照收益法进行估值时采用的当年度基础设施项目运

营收入水平(不含税、不含物业费)。

红土创新盐田港  
REIT

浮动管理费具体包括如下两个部分:

(a)第一部分

第一部分浮动管理费的计算方法为:  $M = N \times K \times L$ 。

其中, N 为该项目公司该自然年度的基础设施项目运营收入(不含税、不含物业费),具体按本基金在该年度内间接持有该项目公司股权的天数计算; K 为该项目公司对应的费率; L = 该项目公司该自然年度的基础设施项目运营收入(不含税、不含物业费)/该项目公司该自然年度的运营业绩指标,若最终计算的结果大于100%,则 L 为100%。

K 的初始值为4%。如任一项目公司基础设施项目运营收入(不含税、不含物业费)连续两个自然年度均大于运营业绩指标的110%,则自下一个自然年度起该项目公司适用的K调整为5%。如任一项目公司基础设施项目运营收入(不含税、不含物业费)连续两个自然年度均大于运营业绩指标的120%,则自下一个自然年度起该项目公司适用的K调整为6%。如任一项目公司基础设施项目运营收入(不含税、不含物业费)连续两个自然年度均大于运营业绩指标的130%,则自下一个自然年度起该项目公司适用的K调整为7%。如任一项目公司某一自然年度的基础设施项目运营收入(不含税、不含物业费)未能达到该自然年度对应运营业绩指标的90%,则自下一个自然年度起该项目公司适用的K调整为4%。

(b)第二部分

第二部分浮动管理费累进计算。如任一项目公司基础设施项目年度运营收入(不含税、不含物业费)超过该项目公司该年度运营业绩指标,则该项目公司基础设施项目年度运营收入(不含税、不含物业费)处于该年度运营业绩指标的100%-125%区间的13%作为第二部分浮动管理费;进一步,如该项目公司基础设施项目年度运营收入(不含税、不含物业费)超过该年度运营业绩指标的125%,则该项目公司基础设施项目年度运营收入(不含税、不含物业费)处于该年度运营业绩指标的125%-150%区间的25%作为第二部分浮动管理费;再进一步,如该项目公司基础设施项目年度运营收入(不含税、不含物业费)超过该年度运营业绩指标的150%,则该项目公司基础设施项目年度运营收入(不含税、不含物业费)超过150%部分的45%作为第二部分浮动管理费。

首钢绿能

A-固定管理费/年: 基金净资产\*0.1%+可供分配金额\*7%

B-浮动管理费/年: 年度基金可供分配金额超出1.4亿元部分\*10%+项目公司年度运营收入超过395,153,982.54元部分\*20%

A-固定管理费/年: 基金净资产\*0.1%+基金营业收入\*0.86%

B-浮动管理费/年:

年度 EBITDA 完成率=经审计的当期净收入指标/基金初始发行评估预测的当期净收入指标

(a) 当 EBITDA 完成率  $\geq 120\%$  时, 浮动管理费=2.6%\*基金初始发行评估预测的当期“净收入指标”+(经审计当期的净收入指标-基金初始发行评估预测的当期净收入指标)\*40%

首创水务 (b) 当  $110\% \leq \text{EBITDA 完成率} < 120\%$  时, 浮动管理费=2.6%\*基金初始发行评估预测的当期“净收入指标”+(经审计当期的净收入指标-基金初始发行评估预测的当期净收入指标)\*30%

(c) 当  $105\% \leq \text{EBITDA 完成率} < 110\%$  时, 浮动管理费=2.6%\*基金初始发行评估预测的当期“净收入指标”+(经审计当期的净收入指标-基金初始发行评估预测的当期净收入指标)\*20%

(d) 当  $95\% \leq \text{EBITDA 完成率} < 105\%$  时, 浮动管理费=2.6%\*审计的净收入指标

(e) 当  $85\% \leq \text{EBITDA 完成率} < 95\%$  时, 浮动管理费=2.6%\*审计的净收入指标\*50%

(f) 当 EBITDA 完成率  $< 85\%$  时, 浮动管理费=0

A-固定管理费/年: 基金净资产\*0.125%

B-浮动管理费/年:

浙江杭徽 净现金流分派率=当年年度可供分配金额/基金设施基金募集资金金额

1) 如测算结果显示的基础设施基金净现金流分派率高于 10%(含)的, 浮动管理费为考核年度当年运营收入的 1.2%;

2) 如测算结果显示的基础设施基金净现金流分派率高于 9%(含)的且不足 10%的, 浮动管理费为考核年度当年运营收入的 1%;

3) 如测算结果显示的基础设施基金净现金流分派率不足 9%的, 浮动管理费为考核年度当年运营收入的 0.8%

A-固定管理费

固定管理费 1/年: 基金净资产\*0.115% 按季计提

固定管理费 2/月: 月度已实现营业收入\*1.37% 按月计提

B-浮动管理费

平安广交投广河高速 REIT 以项目公司累计实现营业收入及预计累计实现营业收入等基数计算, 按年度计提, 计算公式为:  $J = \text{MAX}[(K-H) * 30\% - I], 0]$

J 为每年度应计提的浮动管理费

K 为自项目公司股权交割日起至当前年度最后一日期间内, 项目公司经审计财务报表累计已实现的营业收入

H 为自项目公司股权交割日起至当前年度最后一日期间内, 《基础设施项目初始评估报告》载明的项目公司预计累计实现的营业收入

I 为自基金合同生效之日起已累计支付的浮动管理费

来源: 产品招募说明书, 国金证券研究所

托管费方面, 张江 REIT、东吴苏园 REIT、红土创新盐田港 REIT、浙江杭徽 REIT、首创水务 REIT 的年托管费为“基金净资产\*0.01%”, 普洛斯 REIT 的年托管费为“基金募集规模\*0.01%”, 博时招商蛇口产业园 REIT、平安广交投广河高速 REIT、首钢绿能 REIT 分别为“基金净资产\*0.015%”、“基金净资产\*0.03%”、“基金净资产\*0.05%”。

认购费方面, 首批 REITs 按照认购金额的多少设置不同的费率, 张江 REIT 以 1000 万为界分为两档, 低于 1000 万的认购费率为 0.5%, 大于等于 1000 万的, 按每笔 1000 元收取; 博时招商蛇口产业园 REIT 与浙江杭徽 REIT 以 500 万为界分为两档, 500 万以下的, 前者认购费率为 0.50%, 后者认购费率为 0.20%, 大于等于 500 万的, 按每笔 1000 元收取; 其余 6 只 REITs 认购费收取模式相同, 认购金额大于等于 500 万的, 按每笔 1000 元收取, 认购金额不足 500 万的分为 (0, 100 万)、[100 万, 300 万)、[300 万, 500 万) 三档, 费率分别为 0.60%、0.40%、0.20%。

**图表 9：首批公募基础设施 REITs 托管费及认购费概况**

基金简称	托管费	认购费
张江 REIT	基金净资产*0.01%	M<1000 万 0.50% M≥1000 万 每笔 1000 元
东吴苏园 REIT	基金净资产*0.01%	M<100 万元 0.6% 100 万≤M<300 万元 0.4% 300 万≤M<500 万元 0.2% M≥500 万元 每笔 1000 元
博时招商蛇口产业园 REIT	基金净资产*0.015%	M<500 万 0.50% M≥500 万 每笔 1000 元
普洛斯 REIT	基金募集规模*0.01%	M<100 万 0.60% 100 万≤M<300 万 0.40% 300 万≤M<500 万 0.20% M≥500 万 每笔 1000 元
红土创新盐田港 REIT	基金净资产*0.01%	M<100 万 0.60% 100 万≤M<300 万 0.40% 300 万≤M<500 万 0.20% M≥500 万 每笔 1000 元
首钢绿能	基金净资产*0.05%	M<100 万 0.60% 100 万≤M<300 万 0.40% 300 万≤M<500 万 0.20% M≥500 万 每笔 1000 元
首创水务	基金净资产*0.01%	M<100 万 0.60% 100 万≤M<300 万 0.40% 300 万≤M<500 万 0.20% M≥500 万 每笔 1000 元
浙江杭徽	基金净资产*0.01%	M<500 万 0.20% M≥500 万 每笔 1000 元
平安广交投广河高速 REIT	基金净资产*0.03%	M<100 万 0.60% 100 万≤M<300 万 0.40% 300 万≤M<500 万 0.20% M≥500 万 每笔 1000 元

来源：产品招募说明书，国金证券研究所

### 三、首批公募基础设施 REITs 估值

REITs 本质上是资产的 IPO，对 REITs 的估值核心是对底层资产的估值，采取的方法与股票估值有一定的相似性，但不完全相同。通过合理的方法测算出合理的估值，方能判断目前 REITs 在市场上是高估还是低估，继而做出持有还是买卖的决策。

REITs 在美国已经成长为一类成熟的资产，对 REITs 的估值也形成了相对成熟的方法论，常见的 REITs 估值方法有三种：1) 基金资产净值法 (NAV, Net Asset Value)；2) P/FFO 或 P/AFFO 法；3) 现金流折现法。

目前国内首批基础设施 REITs 评估机构对底层基础设施项目的估值均采取的是收益法，即现金流折现法，在基金存续期间，基金管理人会聘请评估机构

对基础设施项目资产每年进行至少 1 次评估。但值得关注的是，在 REITs 成立后，基于其封闭式的运作性质，基金管理人将于每半年末及年末披露基金资产净值，基金管理人对基础设施基金的各项资产和负债进行后续计量时，招募书规定除依据《企业会计准则》规定可采用公允价值模式进行后续计量外，基础设施项目资产原则上采用成本模式计量，即以购买日的账面价值为基础，对其计提折旧、摊销及减值，因此基金资产净值所隐含的基础设施项目价值或与评估机构评估出的基础设施项目价值存在差异。

### 3.1、海外 REITs 常用估值方法

#### ■ 资产净值法 (NAV)

通过基金资产净值来衡量 REITs 的真实价值，如独立的 REITs 研究机构 Green Street Advisor 即采取此方法对 REITs 进行估值，REITs 的净资产=经营资产价值+其他资产价值-总负债。经营资产价值通过测算未来 12 个月的净营运收入，并计算净营运收入的现值获取，但 REITs 经营资产公允价值的估算并不是简单的通过列示在财务报表上的数据即可获取的，而是需要基于一系列假设条件进行测算的值，模型假设较为复杂，该方法目前在成熟市场的使用率不高。

#### ■ P/FFO 或 P/AFFO 法

一些投资者认为资产净值法过度聚焦项目价值，但忽视了 REITs 的商业价值（包括运营管理带来的价值等），REITs 本质为资产的 IPO，可以类比股票进行估值，即 P/FFO 或 P/AFFO 估值，该指标类似股票估值体系中的 P/E 值，目前该估值方法在海外成熟市场中使用较为普遍。

具体的公式是  $FFO \times (P/FFO \text{ 乘数})$  或  $AFFO \times (P/AFFO \text{ 乘数})$ ，其中 FFO (Fund from Operations) 是 NAREIT 在 1991 年提出的用于衡量 REITs 表现的指标， $FFO = (\text{净收入} + \text{折旧} + \text{摊销} + \text{资产处置损失}) - \text{资产处置收益} - \text{利息收入}$ ， $AFFO (\text{Adjusted Fund from Operations}) = FFO + \text{租金增加} - \text{资本支出} - \text{日常维护费用}$ ；而 P/FFO 及 P/AFFO 则是参考同类 REITs 并结合市场环境所确定的乘数，所以该方法是一种相对估值的思路，不同行业通常不具备可比性。

#### ■ 现金流折现法 (DCF)

现金流折现法的核心是认为 REITs 的价值等于未来现金流的现值，即：

$$P = \left( \sum_{i=1}^n \frac{AFFO_i}{(1+r)^i} + \frac{A}{(1+r)^n} - O \right) / \text{Shares}$$

其中 AFFO 为每期现金流，n 为期数，r 为贴现率，A 为期末资产处置价值，O 为期初资金，Shares 为份额数。现金流折现法是一种绝对估值的思路，该方法需要考虑的核心参数包括每期现金流、折现率、以及资产处置价格等。

图表 10: REITs 常用估值方法

估值方法	计算方式	核心因素
资产净值法	净资产=经营资产价值+其他资产价值-总负债 经营资产价值通过测算未来 12 个月的净营运收入	资产公允价值估算基于一系列相关市场参数测算，模式假设较为复杂；该方法目前在成熟市场的使用率不高
P/FFO 或 P/AFFO 法	$FFO = (\text{净收入} + \text{折旧} + \text{摊销} + \text{资产处置损失}) - \text{资产处置收益} - \text{利息收入}$ $AFFO = FFO + \text{租金增加} - \text{资本支出} - \text{日常维护费用}$	P/FFO 及 P/AFFO 乘数参考同类 REITs 并结合市场环境确定，相对估值法，不同行业不具备可比性；海外市场常用估值方法
现金流折现法	REITs 的价值等于未来现金流的现值	核心参数包括每期现金流、折现率、以及资产处置价格等

来源：《Investing in REITs》，国金证券研究所

### 3.2、首批公募基础设施 REITs 估值方法

国内公募基础设施 REITs 价格相关指标主要有三个，基金净值、交易价格、评估价值，其形成方式、披露频率各不相同。其中基金净值在半年末/年末披露，以成本法进行估值计量；交易价格实时披露，由买卖双方交易形成；评估价值

年度披露，由第三方专业估值机构进行评估，目前评估方法均为收益法，即上文所述的现金流折现法。

**图表 11：国内公募基础设施 REITs 的三类价格指标**

价格类型	估值方法	披露频率	核心影响因素
基金净值	成本法	半年度	初始评估值、利润、分红、折旧摊销等
交易价格	成交价	实时	供给与需求、监管政策、市场情绪等
评估价值	收益法	年度	未来现金流、折现率、资产处置收益率等

来源：产品招募说明书，国金证券研究所

### ■ 基金净值

公募基础设施 REITs《指引》规定“季度报告主要财务指标包括基金本期收入、本期净利润、本期经营活动产生的现金流量、本期可供分配金额和单位可供分配金额及计算过程、本期及过往实际分配金额（如有）和单位实际分配金额（如有）等；中期报告和年度报告主要财务指标除前述指标外还应当包括期末基金总资产、期末基金净资产、期末基金份额净值、基金总资产占基金净资产比例等，年度报告需说明实际可供分配金额与测算可供分配金额差异情况（如有）”，由此可见 REITs 的基金净值披露时点为半年末与年末。

基金业协会发布的《公开募集基础设施证券投资基金运营操作指引（试行）》中指出“基金管理人应当将基础设施基金持有的资产支持证券在个别财务报表上确认为一项长期股权投资，采用成本法进行后续计量”，由此可见基金净值在存续期内以成本法进行计量，不反映公允价值变动，而从上文对海外 NAV 估值法的介绍中可以看到海外的基金净值采用的是公允价值计量法，这意味着国内 REITs 的基金净值和海外 REITs 的基金净值有着本质差异。国内 REITs 的基金净值因无法反应公允价值变动且披露频率较低，其对投资者做投资决策的参考性较弱（尤其是公允价值可能有明显波动的产权类项目）。

### ■ 评估价值

《指引》规定“基础设施基金存续期间，基金管理人应当聘请评估机构对基础设施项目资产每年进行 1 次评估”，基金业协会在《公开募集基础设施证券投资基金运营操作指引（试行）》中指出“基金管理人和评估机构在确定基础设施项目或其可辨认资产和负债的公允价值时，应当将收益法中现金流量折现法作为主要的评估方法，并选择其它分属于不同估值技术的估值方法进行校验”，从首批 9 只公募基础设施 REITs 招募书所披露的评估报告中可以看到，目前第三方评估机构所采取的评估方法均为收益法。

采取收益法进行估值，核心的参数一是未来现金流、二是贴现率、三是存续期限，对于产权类项目，期末资产处置时也会有一定损益，期末资产处理价值也将对估值结果产生一定影响。

以张江 REIT 为例来看，估算其标的项目 2020 年 12 月 31 日的市场价值：

未来现金流情况取可供分配金额的测算值，基金业协会在《公开募集基础设施证券投资基金运营操作指引（试行）》中对可供分配现金流做出基于利息折旧及摊销前利润（EBITDA）调整的算法计算说明，从净利润出发，加回折旧摊销、利息支出、所得税费用得到 EBITDA，再进行相应的调整得到可供分配金融，如扣除（加回）资产置收益（亏损）等一次性损益，并考虑 REITs 重资产的特点调整资本支出及项目资产维护等费用，此外在 SPV 层面，还需考虑税费，资产支持计划管理费、托管费，基金管理费、托管费等相关费用。根据招募书披露数据，张江 REIT 首年（2021 年）与次年（2022 年）的现金流测算值分别为 6974.0 万元、6042.28 万元，预计项目净收益水平未来年增长率为 3%。

图表 12: 可供分配金额计算说明

【可供分配金额的计算】

净利润
+ 折旧和摊销
+ 利息支出
+ 所得税费用
<b>税息折旧及摊销前利润 (EBITDA)</b>
- 当期购买基础设施项目等资本性支出
-/+ 基础设施项目资产的公允价值变动损益
-/+ 基础设施项目资产减值准备的变动
-/+ 基础设施项目资产的处置利得或损失
- 支付的利息及所得税费用
-/+ 应收和应付项目的变动
- 未来合理相关支出预留
-/+ 其他可能调整项*
<b>可供分配金额</b>

\* 基础设施基金发行份额募集的资金、处置基础设施项目资产取得的现金、金融资产相关调整、期初现金余额等

来源: 基金业协会, 国金证券研究所

贴现率从理论的角度看应该等于同等风险条件下的平均获利率或者资本成本, 根据首批 3 只产业园 REITs 招募书中所披露第三方评估机构市场调查结果, 国内优质产业用房类物业预期回报为 5%-7%, 从而贴现率取 5%-7%较为合适, 本文取 6%为折现率进行测算。

存续期限方面, 根据产品招募说明书披露信息, 产品存续年份为 20 年, 对应规定估值测算区间取 20 年。

张江 REIT 为产权类 REITs, 涉及期末资产处置损益, 假设期末资产处置时较期初涨幅为 50%。

根据上述参数条件, 经测算可得张江 REIT 标的项目 2020 年 12 月 31 日的市场价值约为 15.64 亿元, 内部收益率 (IRR) 为 6.34%。

图表 13: 张江 REIT 标的项目估值测算 (测算值仅供参考)

	年份	现金流	现金流增长率	现值
<b>【参数】</b>	0	-1,495,000,000	-	-1,495,000,000
首年现金流测算值	1	69,740,508.90	-	65,792,932.92
次年现金流测算值	2	60,422,791.50	-	53,776,069.33
REIT 现金流增长率	3	62,235,475.25	3.00%	52,254,105.10
贴现率	4	64,102,539.50	3.00%	50,775,215.34
REIT 募集规模	5	66,025,615.69	3.00%	49,338,180.94
期末资产处置涨跌幅	6	68,006,384.16	3.00%	47,941,817.33
预计募集份额	7	70,046,575.68	3.00%	46,584,973.44
基金存续年份	8	72,147,972.95	3.00%	45,266,530.80
	9	74,312,412.14	3.00%	43,985,402.57
	10	76,541,784.51	3.00%	42,740,532.68
<b>【估值结果】</b>	11	78,838,038.04	3.00%	41,530,894.97
内部收益率	12	81,203,179.18	3.00%	40,355,492.28
基础设施 REITs 估值	13	83,639,274.56	3.00%	39,213,355.70
	14	86,148,452.79	3.00%	38,103,543.75
	15	88,732,906.38	3.00%	37,025,141.57
	16	91,394,893.57	3.00%	35,977,260.20
	17	94,136,740.38	3.00%	34,959,035.86
	18	96,960,842.59	3.00%	33,969,629.18
	19	99,869,667.87	3.00%	33,008,224.58
	20	2,345,365,757.90	3.00%	731,296,129.59

来源: 产品招募说明书, 国金证券研究所



对其他 8 只 REITs 产品对的标的项目，同样可采取收益法进行估值，并测算内部收益率，从测算结果看首批 REITs 项目内部收益率在 5%-8% 之间，其中普洛斯 REIT 的 IRR 最高，为 7.50%（测算值仅供参考，实际情况或与假设条件偏离，导致测算值与实际值有一定偏离）。

**图表 14：首批公募基础设施 REITs 标的项目估值测算（测算值仅供参考）**

参数假设& 测算结果	张江REIT	东吴苏园	博时招商蛇口产业园REIT	浙江杭徽	平安广交投广河高速REIT
首年现金流测算值（元）	69,740,508.90	100,427,686.00	91,345,700.00	510,691,200.00	538,421,100.00
次年现金流测算值（元）	60,422,791.50	152,147,691.00	92,672,000.00	432,191,200.00	626,287,600.00
REIT 现金流增长率	3.00%	2.00%	3.00%	年通行费增长率预估值*	车流量年增长率预估值**
贴现率	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
REIT 募集规模（元）	1,495,000,000	3,492,000,000	2,079,000,000	4,360,000,000	9,114,000,000
期末资产处置涨跌幅	50.00%	50.00%	50.00%	-100.00%	-100.00%
预计募集份额（份）	500000000	900000000	900000000	500000000	700000000
基金存续年份	20	40	50	20	99
<b>内部收益率</b>	<b>6.34%</b>	<b>5.84%</b>	<b>6.85%</b>	<b>5.72%</b>	<b>6.55%</b>
<b>基础设施REITs估值（元）</b>	<b>1,563,894,468.15</b>	<b>3,391,852,132.83</b>	<b>2,455,917,712.11</b>	<b>4,294,490,686.80</b>	<b>9,526,892,104.84</b>

参数假设& 测算结果	首创水务	首钢绿能	普洛斯	红土创新盐田港REIT
首年现金流测算值（元）	160,424,160.99	114,061,075.03	250,102,048.00	38,140,408.85
次年现金流测算值（元）	167,981,610.89	102,067,411.78	251,606,801.40	81,036,624.44
REIT 现金流增长率	1.00%	1.00%	4.00%	2.00%
贴现率	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
REIT 募集规模（元）	1,850,000,000	1,338,000,000	5,835,000,000	1,840,000,000
期末资产处置涨跌幅	-100.00%	-100.00%	50.00%	50.00%
预计募集份额（份）	500000000	100000000	1500000000	800000000
基金存续年份	27	21	50	37
<b>内部收益率</b>	<b>5.21%</b>	<b>5.68%</b>	<b>7.50%</b>	<b>5.84%</b>
<b>基础设施REITs估值（元）</b>	<b>1,735,280,567.24</b>	<b>1,300,713,089.00</b>	<b>7,912,403,911.79</b>	<b>1,788,280,352.77</b>

\* REIT 现金流增长率根据招募书中对于项目公路通行费的年增长率预测值而定，2021-2031 年增长率分别为 41.60%、9.40%、9.60%、7.70%、6.90%、6.60%、5.80%、0.50%、4.80%、-11.70%、2.60%

\*\* REIT 现金流增长率根据招募书中对于项目公路车流量的年增长率预测值而定，2022-2036 年增长率分别为 8.84%、9.97%、9.11%、4.39%、7.81%、7.82%、7.84%、7.85%、6.25%、4.84%、4.85%、4.86%、4.87%、4.88%、3.11%

来源：产品招募说明书，国金证券研究所

## ■ 交易价格

首批公募基础设施 REITs 采取封闭式的运作方式，基金成立以后投资者无法在场外进行申赎操作，但在基金上市后，投资者可以在交易所市场根据交易价格进行买卖。交易价格的形成因素较为复杂，供求关系、政策波动、市场情绪等因素均可能对交易价格带来一定影响。

考虑到封闭式基金在上市后通常会面临一定的流动性不足问题，为了保证基础设施 REITs 在上市期间平稳运行，沪深两市交易所规定基金管理人原则上应当选定至少 1 家做市商提供双边报价等相关服务，首批 9 只公募基础设施 REITs 选定的做市商数量平均有 4 家。其中红土创新盐田港 REIT 选定 2 家做市商，数量最少；平安广交投广河高速 REIT 选定 7 家做市商，数量最多。

**图表 15：首批公募基础设施 REITs 做市商概况**

基金代码	基金简称	做市商
508000	张江 REIT	国泰君安证券、中国国际金融、广发证券
508027	东吴苏园	中国国际金融、广发证券、中信证券、申万宏源证券、华泰证券
180101	博时招商蛇口产业园 REIT	中信证券、中国国际金融、招商证券、申万宏源证券
508056	普洛斯	国泰君安证券、广发证券、申万宏源证券、中国国际金融
180301	红土创新盐田港 REIT	中国国际金融、中信证券
180801	首钢绿能	华泰证券、中国银河证券、中国国际金融
508006	首创水务	东方证券、广发证券、申万宏源证券、中国银河证券、中信证券
508001	浙江杭徽	申万宏源证券、中信证券、广发证券、中信建投证券、东方证券、中国国际金融
180201	平安广交投广河高速 REIT	平安证券、中国国际金融、申万宏源证券、华泰证券、东方证券、中国银河证券、广发证券

来源：上交所，深交所，国金证券研究所

## 四、首批公募基础设施 REITs 募集情况

### 4.1、发售规则

公募 REITs 的发售流程与注册制新股相似，发售价格通过网下询价的方式确定，发售比例方面，基础设施项目原始权益人或其同一控制下的关联方参与基础设施基金份额战略配售的比例合计不得低于本次基金份额发售数量的 20%；扣除战略配售部分后，向网下投资者发售比例不得低于本次公开发售数量的 70%；公众投资者通过基金销售机构以询价确定的认购价格参与基础设施基金份额认购。

**图表 16: 公募基础设施 REITs 发售规则**

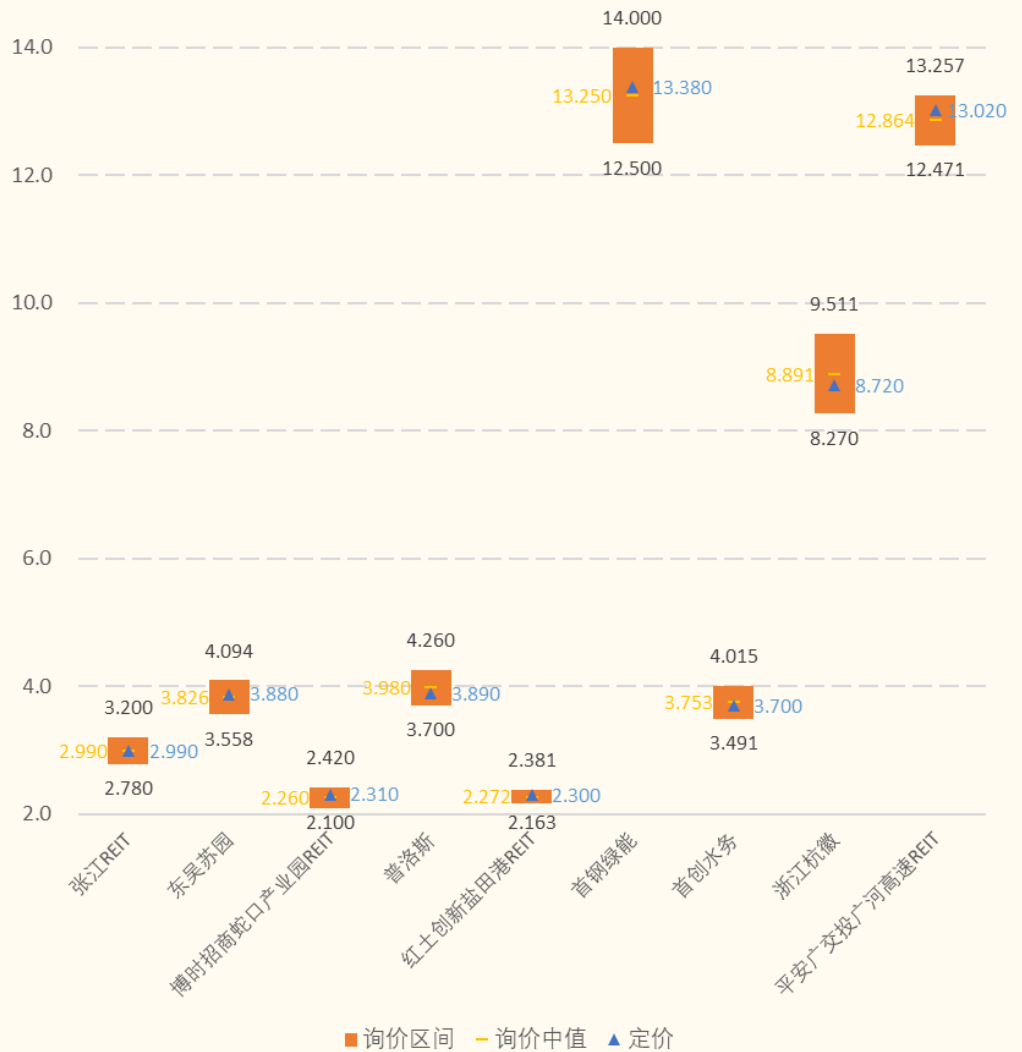
公募基础设施 REITs—发售	
<b>战略配售</b>	<b>对象:</b> 基础设施项目原始权益人或其同一控制下的关联方、符合规定的专业机构投资者
	<b>比例:</b> 基础设施项目原始权益人或其同一控制下的关联方配售比例合计不得低于基金份额发售总量的20%
	<b>锁定:</b> 基础设施项目原始权益人或其同一控制下的关联方持有的基金份额发售总量的20%持有期自上市之日起不少于60个月, 超过20%部分持有期自上市之日起不少于36个月, 基金份额持有期间不允许质押
	<b>其他规定:</b> 参与本次战略配售的投资者不得参与本次基础设施基金份额网下询价, 但依法设立且未参与本次战略配售的证券投资基金、理财产品和其他资产管理产品除外
<b>网下配售 (询价及定价)</b>	<b>对象:</b> 证券公司、基金管理公司、信托公司、财务公司、保险公司、合格境外机构投资者、商业银行及其理财子公司、符合规定的私募基金管理人*、以及政策性银行、保险资产管理公司等其他中国证监会认可的专业机构投资者, 在协会注册后, 可以参与基础设施基金网下询价。全国社会保障基金、基本养老保险基金、年金基金等可根据有关规定参与基础设施基金网下询价。网下投资者应当按照规定向中国证券业协会注册, 接受中国证券业协会自律管理
	<small>* (一) 已在中国证券投资基金业协会完成登记; (二) 具备一定的投资经验。依法设立并持续经营时间达到两年(含)以上, 从事证券交易或基础设施项目投资时间达到两年(含)以上; (三) 具备一定的资产管理实力。私募基金管理人管理的在中国证券投资基金业协会备案的产品总规模最近两个季度均为10亿元(含)以上, 且近三年管理的产品中至少有一只存续期两年(含)以上的产品; 申请注册的私募基金产品规模应为6000万元(含)以上, 已在中国证券投资基金业协会完成备案, 且委托第三方托管人独立托管基金资产。其中, 私募基金产品规模是指基金产品资产净值。</small>
	<b>比例:</b> 扣除向战略投资者配售部分后, 基础设施基金份额向网下投资者发售比例不得低于本次公开发售数量的70%
	拟认购数量不得超过网下初始发行总量, 也不得超过相关询价公告确定的单个配售对象认购数量上限, 拟认购金额不得超过该配售对象的总资产或资金规模
	<b>询价与定价:</b> 网下投资者及其管理的配售对象的报价应当包含每份价格和该价格对应的拟认购数量, 且同一网下投资者全部报价中的不同拟认购价格不得超过3个
	剔除不符合条件的报价后, 基金管理人、财务顾问应当根据所有网下投资者报价的中位数和加权平均数, 并结合公募证券投资基金、公募理财产品、社保基金、养老金、企业年金基金、保险资金、合格境外机构投资者资金等配售对象的报价情况, 审慎合理确定认购价格
	<b>渠道:</b> 网下投资者通过上海证券交易所/深圳证券交易所网下发行电子平台参与基金份额的网下配售
	<b>其他规定:</b> 参与网下询价的配售对象及其关联账户不得再通过面向公众投资者发售部分认购基金份额
<b>公众投资者认购</b>	<b>渠道:</b> 通过场内证券经营机构或者基金管理人及其委托的场外销售机构认购基础设施基金
	<b>时间:</b> 网下投资者和公众投资者应在募集期内认购, 募集期原则上不得超过5个交易日;
<b>回拨机制</b>	募集期届满, 公众投资者认购份额不足的, 基金管理人、财务顾问可以将公众投资者部分向网下发售部分进行回拨。网下投资者认购数量低于网下最低发售数量的, 不得向公众投资者回拨
	网下投资者认购数量高于网下最低发售数量, 且公众投资者有效认购倍数较高的, 网下发售部分可以向公众投资者回拨。回拨后的网下发售比例, 不得低于本次公开发售数量扣除向战略投资者配售部分后的70%
<b>其他相关规则</b>	<b>涨跌幅:</b> 基础设施基金上市首日涨跌幅限制比例为30%, 非上市首日涨跌幅限制比例为10%
	<b>收盘价:</b> 收盘价为当日该证券最后一笔交易前一分钟所有交易的成交量加权平均价(含最后一笔交易)。基础设施基金份额上市首日, 其即时行情显示的前收盘价为基础设施基金发售价格
	<b>开盘价:</b> 开盘价为当日该证券的第一笔成交价格

来源: 上交所, 深交所, 国金证券研究所

## 4.2、定价与募集规模

公募基础设施 REITs 的定价与标的资产估值以及证监会批准募集的份额数量相关, 其价格的相对大小并不代表产品的优劣。从首批 9 只公募基础设施基金的询价区间与定价结果可以看到, 各 REITs 基金最终定价结果均位于询价区间中值附近, 其中有 1 只 REIT 最终定价等于询价区间中值, 5 只 REITs 最终定价大于询价区间中值, 3 只 REITs 最终定价小于询价区间中值。

图表 17: 首批公募基础设施 REITs 询价区间与发行定价 (元/份)



来源: 上交所, 深交所, 国金证券研究所

机构投资者与公众投资者对首批公募 REITs 产品的参与热情高涨, 9 只产品均触发超额配售, 其中 6 只产品启动回拨机制, 部分网下发售份额回拨至公众发售, 个别产品的公众投资者有效认购倍数甚至达到 40 倍以上。

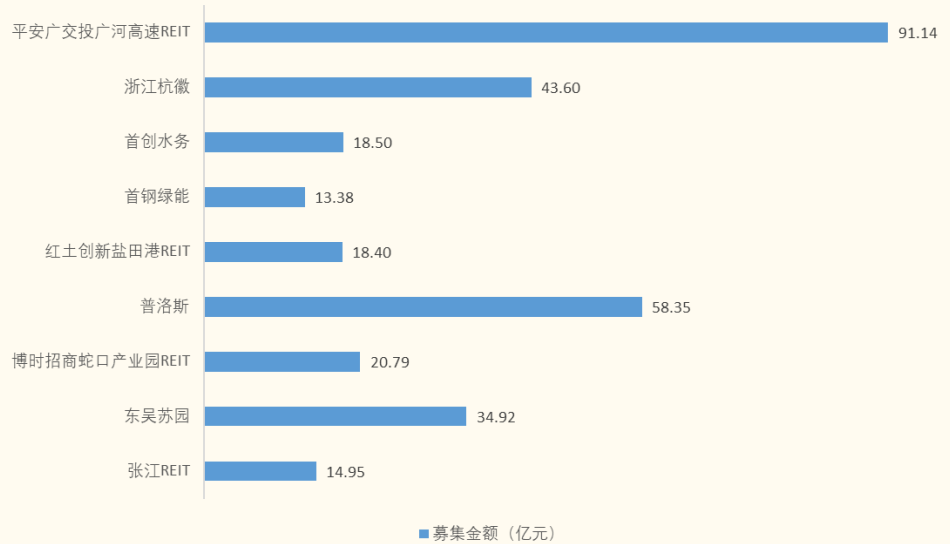
图表 18: 首批公募基础设施 REITs 配售情况

基金简称	超额配售比例		有效认购倍数 (回拨前)		有效认购倍数 (回拨后)	
	网下投资者	公众投资者	网下投资者	公众投资者	网下投资者	公众投资者
张江 REIT	11.29%	4.26%	8.854	23.489	未启动回拨	-
东吴苏园	25.95%	12.30%	3.613	10.172	3.854	8.138
博时招商蛇口产业园 REIT	5.94%	2.39%	16.485	43.848	16.821	41.763
普洛斯	14.95%	10.04%	5.85	14.94	6.69	9.96
红土创新盐田港 REIT	11.80%	8.80%	8.473	11.366	未启动回拨	-
首钢绿能	10.72%	1.76%	8.703	68.211	9.325	56.842
首创水务	9.30%	2.41%	9.41	62.50	10.75	41.45
浙江杭徽	20.57%	3.68%	4.861	27.160	未启动回拨	-
平安广交投广河高速 REIT	20.03%	10.80%	4.927	11.677	4.993	9.255

来源: 上交所, 深交所, 国金证券研究所

首批 9 只公募基础设施 REITs 最终募集金额合计 314.03 亿元，平均单只募集规模达 34.89 亿元，募集规模位列前三的分别为平安广交投广河高速 REIT、普洛斯 REIT、浙江杭徽 REIT，规模分别为 91.14 亿元、58.35 亿元、43.60 亿元。

图表 19: 首批公募基础设施 REITs 募集金额



来源：上交所，深交所，国金证券研究所

### 4.3、首募投资者结构

首批 9 只公募基础设施 REITs 持有人均以机构为主，战略投资者的认购份额均占一半以上，网下投资者根据政策要求均占扣除战略投资者份额后全部份额的 70% 以上。首批 9 只 REITs 战略投资者认购份额占比均值为 66.84%，其中平安广交投广河高速 REIT 的战略投资者占比最高为 78.97%，张江 REIT 的战略投资者占比最低为 55.33%；网下投资者认购份额占比均值为 23.86%，其中张江 REIT 网下投资者占比最高为 31.27%，平安广交投广河高速 REIT 占比最低为 14.72%；公众投资者认购份额占比均值为 9.30%，其中张江 REIT 公众投资者占比最高为 13.40%，浙江杭徽 REIT 公众投资者占比最低为 3.86%。

图表 20: 首批公募基础设施 REITs 投资者结构

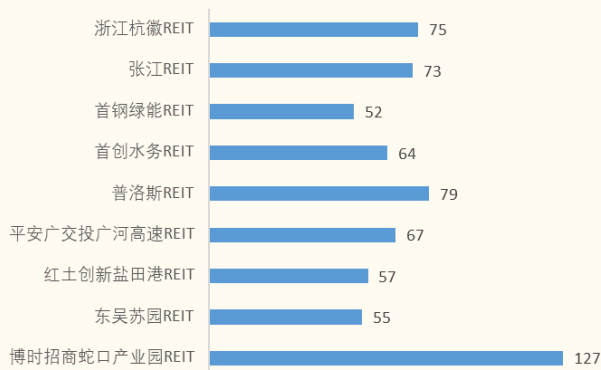
基金代码	基金简称	发售份额 (亿份)	份额占比				
			战略投资者	战投-原始权益人	战投-专业机构	网下投资者	公众投资者
508000	张江 REIT	5	55.33%	20.00%	35.33%	31.27%	13.40%
508027	东吴苏园	9	60.00%	30.00%	30.00%	30.00%	10.00%
180101	博时招商蛇口产业园 REIT	9	65.00%	32.00%	33.00%	24.50%	10.50%
508056	普洛斯	15	72.00%	20.00%	52.00%	19.60%	8.40%
180301	红土创新盐田港 REIT	8	60.00%	20.00%	40.00%	28.00%	12.00%
180801	首钢绿能	1	60.00%	40.00%	20.00%	28.00%	12.00%
508006	首创水务	5	76.00%	51.00%	25.00%	16.80%	7.20%
508001	浙江杭徽	5	74.30%	58.95%	15.35%	21.85%	3.86%
180201	平安广交投广河高速 REIT	7	78.97%	51.00%	27.97%	14.72%	6.31%

来源：上交所，深交所，国金证券研究所

对 REITs 获配明细（战略投资者及网下投资者）进行分析，可得首批 9 只 REITs 平均配售对象数量为 72 个，其中博时招商蛇口产业园 REIT 配售对象数量最多为 127 个，首钢绿能配售对象数量最低为 52 个。从配售对象类型看，除战略投资者以外，私募基金、券商自营账户以及保险资金是网下认购的主力，除此之外，基金公司/基金公司资管子公司/证券公司的资管计划、集合信托计划、以及 QFII 投资账户也有参与。

值得注意的是公募基金因相关政策规则约束未能参与首批公募 REITs 的发行认购。对于非 FOF 公募基金而言，暂不能直接参与 REITs 投资；对于 FOF 基金而言，主要受基金运作时间约束，《基金中基金(FOF)审核指引》规定“除 ETF 联接基金外，基金中基金投资其他基金时，被投资基金的运作期限应当不少于 1 年”。

图表 21: 首批 REITs 配售对象数量-按 REITs 统计



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 22: 首批 REITs 配售对象数量-按配售对象类型统计



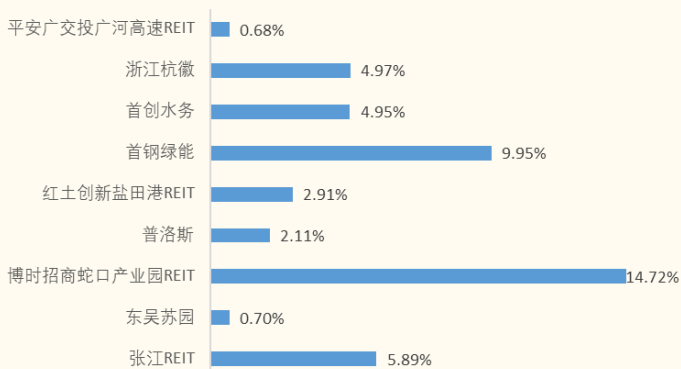
来源: Wind, 国金证券研究所

## 五、首批公募基础设施 REITs 业绩表现

### 5.1、上市表现

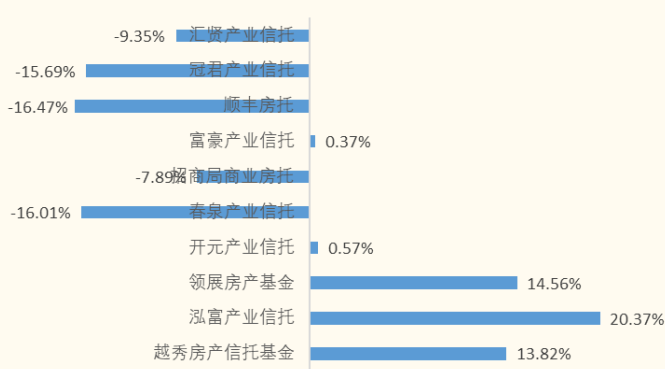
首批公募基础设施 REITs 底层标的均较为优质，其上市首日价格均有一定涨幅，平均涨幅为 5.21%。上市首日涨幅最高的为博时招商蛇口产业园 REIT，为 14.72%；涨幅最低的为平安广交投广河高速 REIT，为 0.68%。对比来看，中国香港 REITs 市场上市首日表现有涨有跌且幅度更大。

图表 23: 国内首批公募基础设施 REITs 上市首日涨跌幅



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 24: 部分中国香港 REITs 上市首日涨跌幅



来源: Wind, 国金证券研究所

首批公募 REITs 自筹备起便备受瞩目，认购期间不论是网下发售还是公众发售均供不应求，首日有一定涨幅也体现了各类投资者对 REITs 产品的参与热情。但与其他国家/地区以商业地产为主要投资标的不同，国内公募 REITs 以基础设施项目为投资标的，其市场价值相对稳定，投资者收益预期可能更多来源

于高比例的现金分派，因此对于公募基础设施 REITs 而言，配置属性强于交易属性；同时从上文的投资者结构也可以看到 REITs 以机构投资者为主，且有锁定期要求的战略投资者持有份额占比较高，这样的持有人结构进一步抑制了 REITs 的交易属性。自上市首日市场参与热情释放后，各 REITs 交易量以及价格波动均大幅下降，这也体现出 REITs 这一品种“重配置、轻交易”的特征。

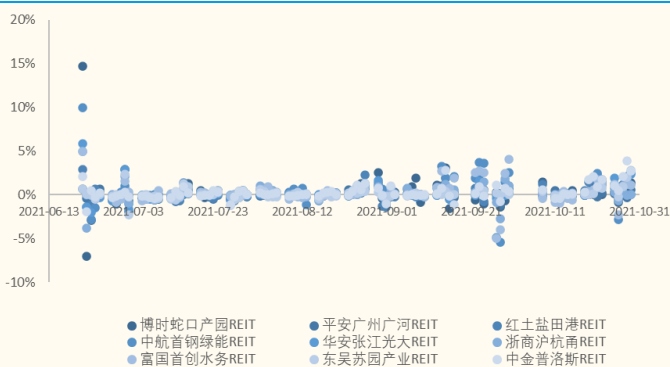
截至 2011 年 11 月 5 日，首批 REITs 上市以来相对发行价的平均涨幅为 17.15%，其中涨幅最高的为中金普洛斯 REIT (28.46%)。上市以来涨幅超 20% 的有四只产品，中金普洛斯 REIT (28.46%)、中航首钢绿能 REIT (28.05%)、富国首创水务 REIT (26.19%)、红土盐田港 REIT (23.65%)。

图表 25: 首批公募基础设施 REITs 上市首周涨跌幅

涨跌幅%	180101.SZ	180201.SZ	180301.SZ	180801.SZ	508000.SH	508001.SH	508006.SH	508027.SH	508056.SH
2021-06-21	14.7186	0.6759	2.9130	9.9477	5.8863	4.9656	4.9459	0.6959	2.1080
2021-06-22	-7.0189	-0.4425	-1.3519	-0.0748	-1.4214	-3.7802	0.1288	0.0000	-1.9637
2021-06-23	-2.8815	-0.1839	-1.1563	-2.8027	-1.9865	0.0795	0.1029	-0.0256	0.4366
2021-06-24	0.2925	-0.4836	0.6499	-1.5258	0.0981	-0.0681	-0.2826	-0.5376	-0.2557
2021-06-25	0.2917	0.6326	0.0430	0.0569	-0.3592	0.0681	0.0515	0.0515	0.2051
2021-06-28	-0.3739	-0.6439	-0.4303	-0.1705	-0.6555	0.0340	-0.2575	-0.1544	-0.2814

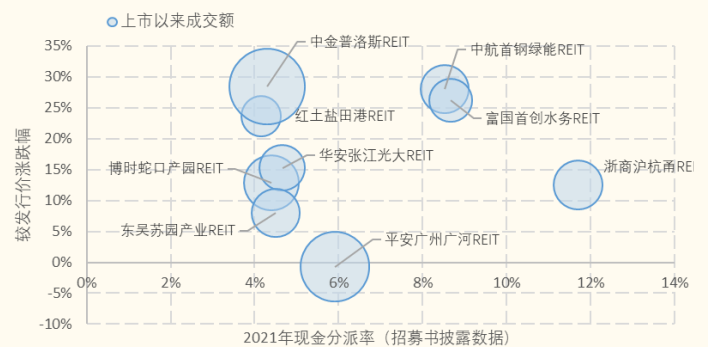
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 26: 首批 REITs 上市以来日涨跌幅分布



来源: Wind, 国金证券研究所; 数据区间为 2021/6/21-2021/11/5

图表 27: 首批 REITs 上市以来涨跌幅气泡图



来源: Wind, 国金证券研究所; 数据区间为 2021/6/21-2021/11/5

与其他大类资产的相关性上，首批公募基础设施 REITs 上市以来 (2021/6/21-2021/11/5) 与创业板指数呈现负相关性，与上证指数呈现一定的正相关性，但与沪深 300 指数、十年期国债收益率并无明显一致的相关关系，由此可见在组合中加入 REITs，可以起到一定程度的分散风险的作用。需要指出的是，公募 REITs 上市时间较短，数据样本偏少可能会影响相关性结果，仍需持续保持关注。

图表 28: 首批公募基础设施 REITs 与股债市场的相关性 (2021/6/21-2021/11/5)

相关系数	博时蛇口产业园REIT	平安广州广河REIT	红土盐田港REIT	中航首钢绿能REIT	华安张江光大REIT	浙商沪杭甬REIT	富国首创水务REIT	东吴苏园产业REIT	中金普洛斯REIT
沪深300	-0.3648	0.0799	-0.3707	-0.4773	-0.3289	-0.5162	-0.4952	-0.2397	-0.4146
上证指数	0.5451	0.5450	0.1882	0.3394	0.2523	0.3541	0.2834	0.1690	0.2042
创业板指	-0.5665	-0.4570	-0.2765	-0.4720	-0.3188	-0.4978	-0.4225	-0.1886	-0.3084
10Y期国债	0.0642	0.5773	0.0854	-0.0356	0.1181	-0.0875	-0.0725	0.1900	0.0230

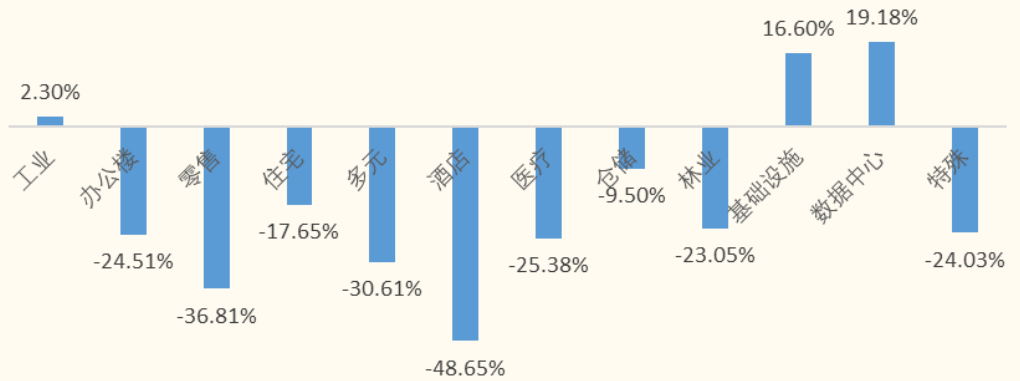
来源: Wind, 国金证券研究所

公募 REITs 上市以后价格会逐渐趋于稳定，参与者由情绪投资逐渐转向价值型的配置投资，之后 REITs 的市场价格波动大多由底层资产基本面变化、供需格局变化、宏观环境变化等因素造成。

### ■ 底层资产运营基本面变化对 REITs 价格的影响

底层资产运营基本面变化是指底层资产运营发生显著的利好或者冲击，这往往会对 REITs 价格产生较大影响，如底层资产的扩募、底层资产运营受创等等。基本面变化导致 REITs 价格大幅波动的最显著的案例，即 2020 年初，受新冠肺炎疫情冲击，以商业地产为底层资产的中国香港 REITs 与美国 REITs 价格暴跌。

图表 29: 2020 上半年新冠肺炎疫情冲击下美国各类型 REITs 回报表现



来源: NAREIT, 国金证券研究所

我国首批公募 REITs 项目资质较好且上市时间较短，所以暂未出现受到基本面时间驱动而导致价格异常波动的情况。可以通过与相关行业指数相比，来持续观察 REITs 是否因整个板块受到某时间冲击而导致二级市场价格波幅放大。

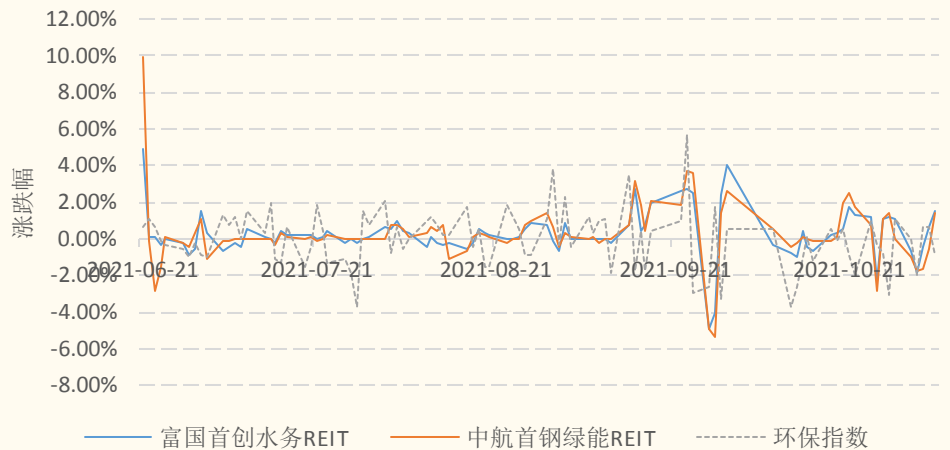
从上市以来 (2021/6/21-2021/11/5) 的表现来看，产业园区类 REITs 的价格波动与行业指数相近，而环保类 REITs、高速公路类 REITs 以及仓储物流类 REITs (仓储物流类无合适基准指数，因此以相关个股“盐田港”为对比标的) 的价格波动明显低于行业指数。

环保类公募 REITs 有富国首创水务 REIT 及中航首钢绿能 REIT，与环保指数相比，除上市首周受市场高涨的投资情绪影响 REITs 价格波动幅度较大外，首周之后 REITs 的价格波动幅度整体低于环保指数，且在指数有较大幅度下跌时，REITs 并非持续跟跌，可见其有一定的抗跌属性，近期市场交投活跃，环保类 REITs 的波动有所放大。

富国首创水务 REIT 及中航首钢绿能 REIT 上市以来 (2021/6/21-2021/11/5) 二级市场交易价格均在发行价之上，相对发行价保持溢价状态。相较而言，富国首创水务 REIT 的走势更为平稳，而中航首钢绿能 REIT 溢价程度更高。

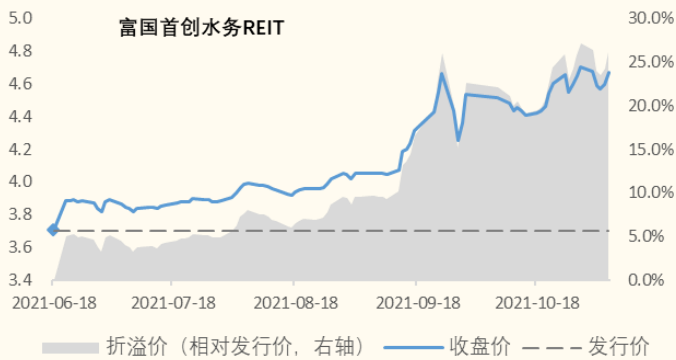


图表 30: 环保类公募 REITs 上市以来涨跌幅 (2021/6/21-2021/11/5)



来源: Wind, 国金证券研究所

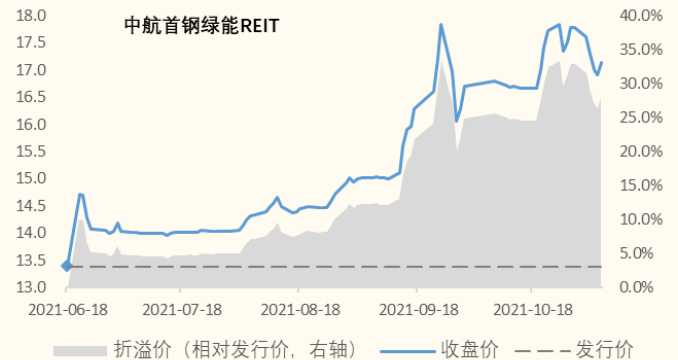
图表 31: 富国首创水务 REIT 上市以来价格



来源: Wind, 国金证券研究所

注: 数据区间为 2021/6/21-2021/11/5

图表 32: 中航首钢绿能 REIT 上市以来价格



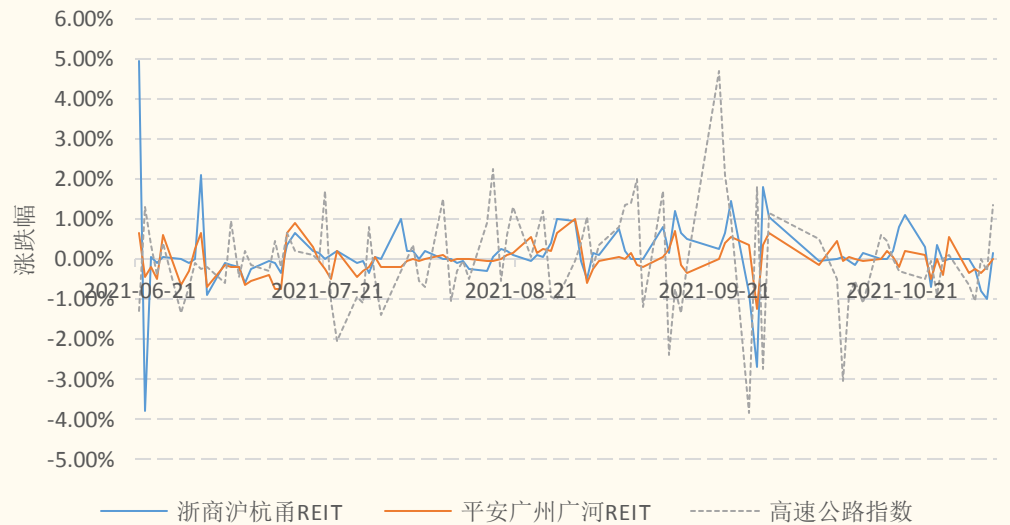
来源: Wind, 国金证券研究所

注: 数据区间为 2021/6/21-2021/11/5

高速公路类公募 REITs 有浙商沪杭甬 REIT 以及平安广州广河 REIT, 与高速公路指数相比, 除上市首周受市场高涨的投资情绪影响 REITs 价格波动幅度较大外, 首周之后 REITs 的价格波动小幅低于高速公路指数, 且在指数上涨与下跌幅度较大时, REITs 波动幅度较弱, 表现相对稳定。

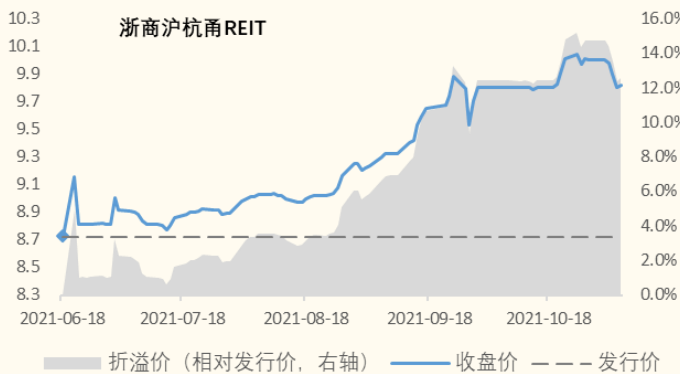
浙商沪杭甬 REIT 上市以来 (2021/6/21-2021/11/5) 二级市场交易价格均在发行价之上, 相对发行价保持溢价状态, 且近期溢价率呈现走高趋势。而平安广州广河 REIT 的市场价格在上市初期围绕发行价波动, 随后价格下跌, 相对发行价呈现折价状态, 8 月下旬开始折价率有所收窄, 10 月中旬有小幅溢价, 月末再度回落至折价状态。

图表 33: 高速公路类公募 REITs 上市以来涨跌幅 (2021/6/21-2021/11/5)



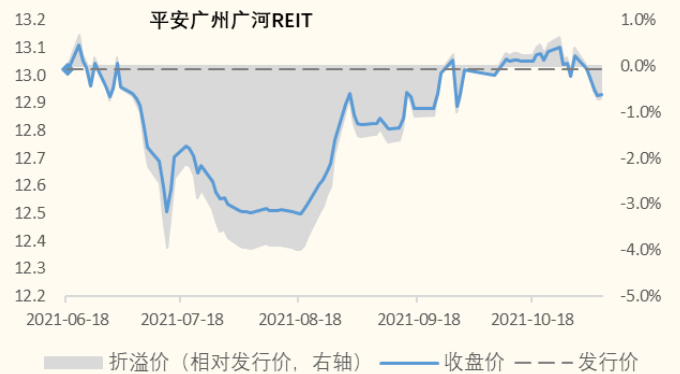
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 34: 浙商沪杭甬 REIT 上市以来价格



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 35: 平安广州广河 REIT 上市以来价格



来源: Wind, 国金证券研究所

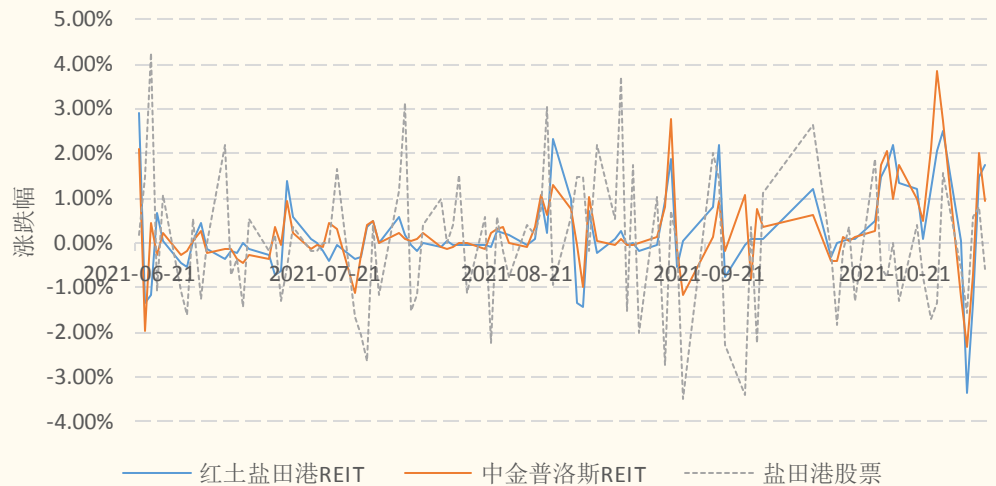
注: 数据区间为 2021/6/21-2021/11/5

注: 数据区间为 2021/6/21-2021/11/5

仓储物流类公募 REITs 有红土盐田港 REIT 以及中金普洛斯 REIT, 因无合适的可比指数, 本文取相关上市股票“盐田港”作为对比标的。整体来看仓储物流类 REITs 的价格涨跌幅度不高, 上市以来大多在 3% 以内波动, 与盐田港股票相比, 仓储物流类 REITs 的波动更低, 尤其是下行波动。

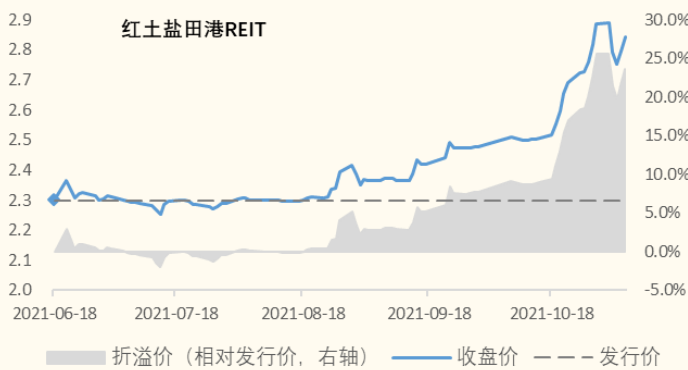
红土盐田港 REIT 及中金普洛斯 REIT 上市以来 (2021/6/21-2021/11/5) 的价格走势相似, 成立以来首个季度价格围绕发行价小幅波动, 8 月下旬以来价格持续上行, 溢价率不断走高。

图表 36: 仓储物流类公募 REITs 上市以来涨跌幅 (2021/6/21-2021/11/5)



来源: Wind, 国金证券研究所

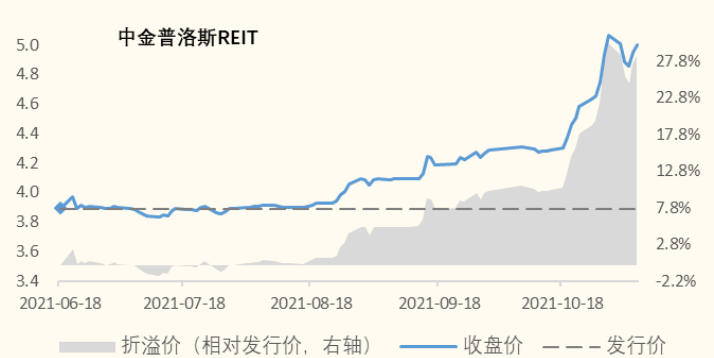
图表 37: 红土盐田港 REIT 上市以来价格



来源: Wind, 国金证券研究所

注: 数据区间为 2021/6/21-2021/11/5

图表 38: 中金普洛斯 REIT 上市以来价格



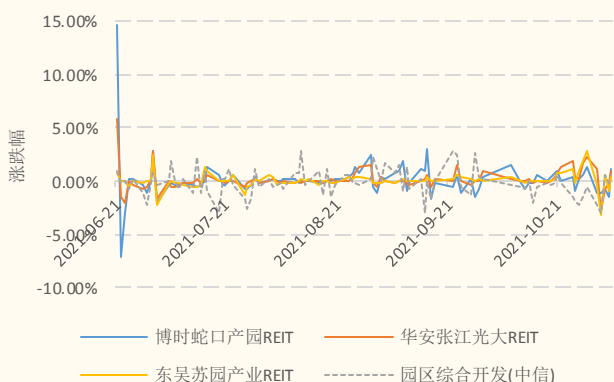
来源: Wind, 国金证券研究所

注: 数据区间为 2021/6/21-2021/11/5

产业园区类公募 REITs 有博时蛇口产业园 REIT、华安张江光大 REIT 以及东吴苏园产业 REIT, 与园区综合开发指数相比, 除上市首周受市场高涨的投资情绪影响 REITs 价格波动幅度较大外, 首周之后 REITs 的价格波动幅度与指数相近, 整体波动较低, 表现相对稳定。

博时蛇口产业园 REIT 及华安张江光大 REIT 上市以来首个季度的价格走势相似, 相对发行价维持一定溢价, 自 8 月下旬以来溢价率有所提升, 其中博时蛇口产业园 REIT 的溢价率高于华安张江光大 REIT。9 月中旬之前东吴苏园产业 REIT 的二级市场价格波动极低, 自上市以来围绕发行价小幅波动, 9 月下旬以来价格随着 REITs 市场热度提升而走高, 溢价率也一度冲高至 10% 以上。

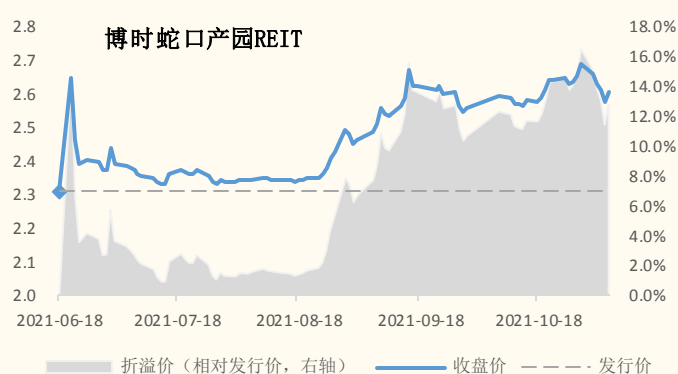
图表 39: 产业园区类公募 REITs 上市以来涨跌幅



来源: Wind, 国金证券研究所

注: 数据区间为 2021/6/21-2021/11/5

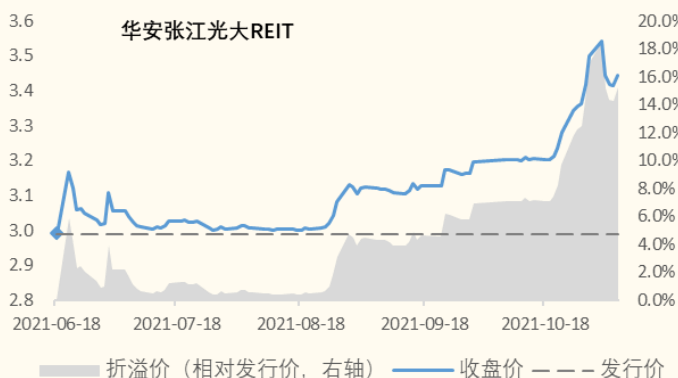
图表 40: 博时蛇口产业园 REIT 上市以来价格



来源: Wind, 国金证券研究所

注: 数据区间为 2021/6/21-2021/11/5

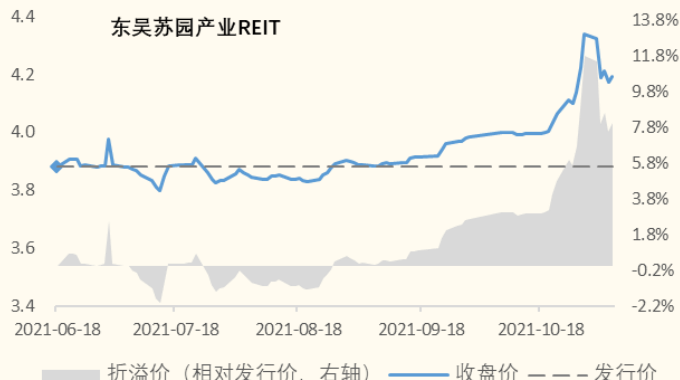
图表 41: 华安张江光大 REIT 上市以来价格



来源: Wind, 国金证券研究所

注: 数据区间为 2021/6/21-2021/11/5

图表 42: 东吴苏园产业 REIT 上市以来价格



来源: Wind, 国金证券研究所

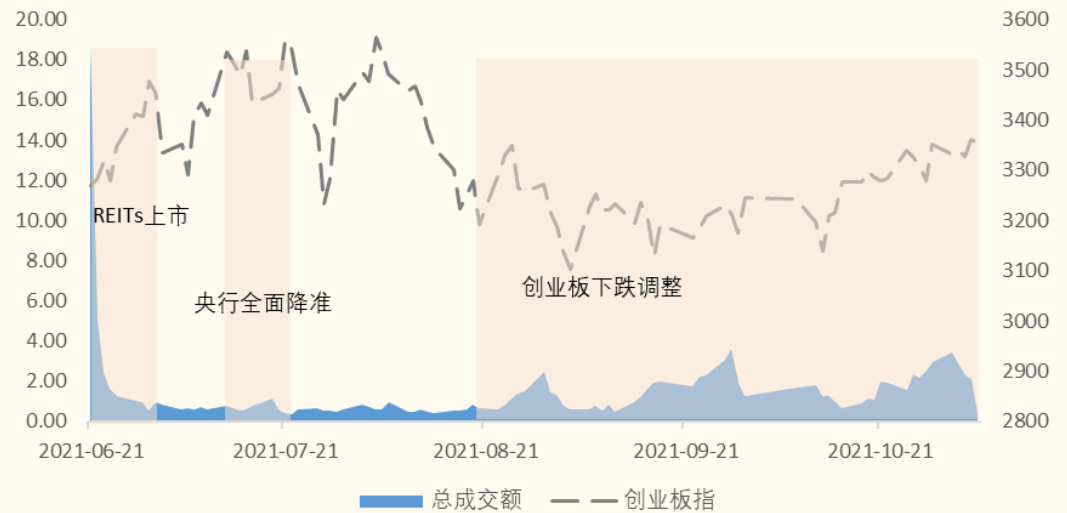
注: 数据区间为 2021/6/21-2021/11/5

### ■ 供需格局变化对 REITs 价格的影响

除基本面驱动外, 供需格局的变化也会对二级市场价格产生较大影响。从供给端看, 对于公募 REITs 而言, 如果出现同类型的更为优质的资产, 可能会对现有的产品造成一定冲击, 但该情景出现的概率相对较低, 因现有的 REITs 可以通过扩募的方式吸收优质资产, 来提升产品吸引力。从需求端看, 影响资金进出的因素有很多, 如政策变动、对高风险资产的避险情绪、标的稀缺性等。

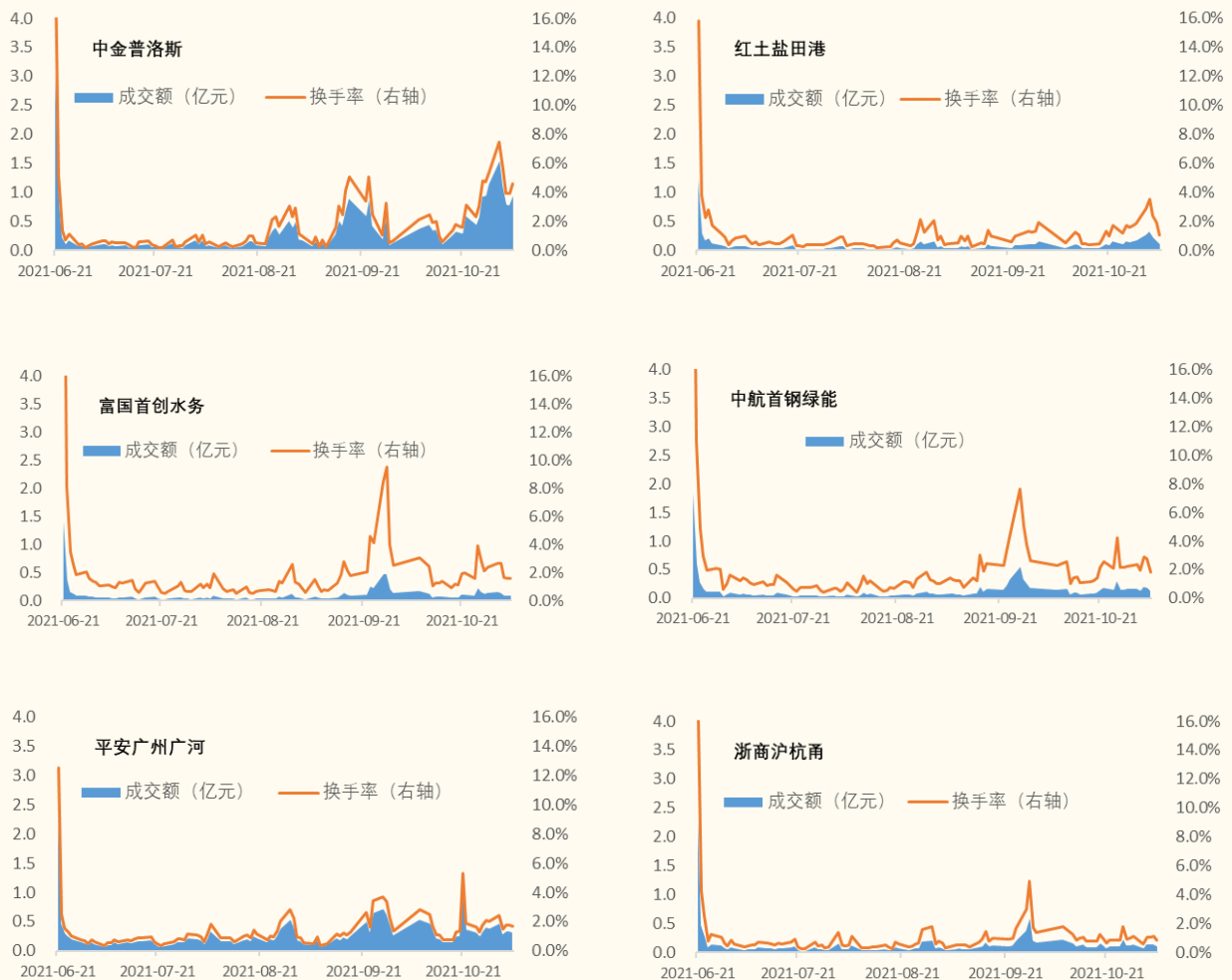
从首批公募 REITs 上市以来的成交额变化来看, 上市初期由于市场此前并无此类标的, 且在利率中枢下行、地产收紧的大背景下, CMBS、类 REITs、融资类信托等产品发行量下降, 更突显公募 REITs 的稀缺性与配置价值, 市场的投资情绪十分高涨, 在首周的情绪性投资逐渐平息后, REITs 的成交量有所回落。虽然此后成交额的变化幅度并不大, 但可以看到在 7 月中旬央行全面降准、8 月下旬以来创业板大幅调整下跌时, REITs 的成交额有一定幅度的上升, 可见在流动性充裕时, 或者高风险资产下跌有避险需求时, 资金对 REITs 的关注度会有所提升, 从而对二级市场价格有所影响。

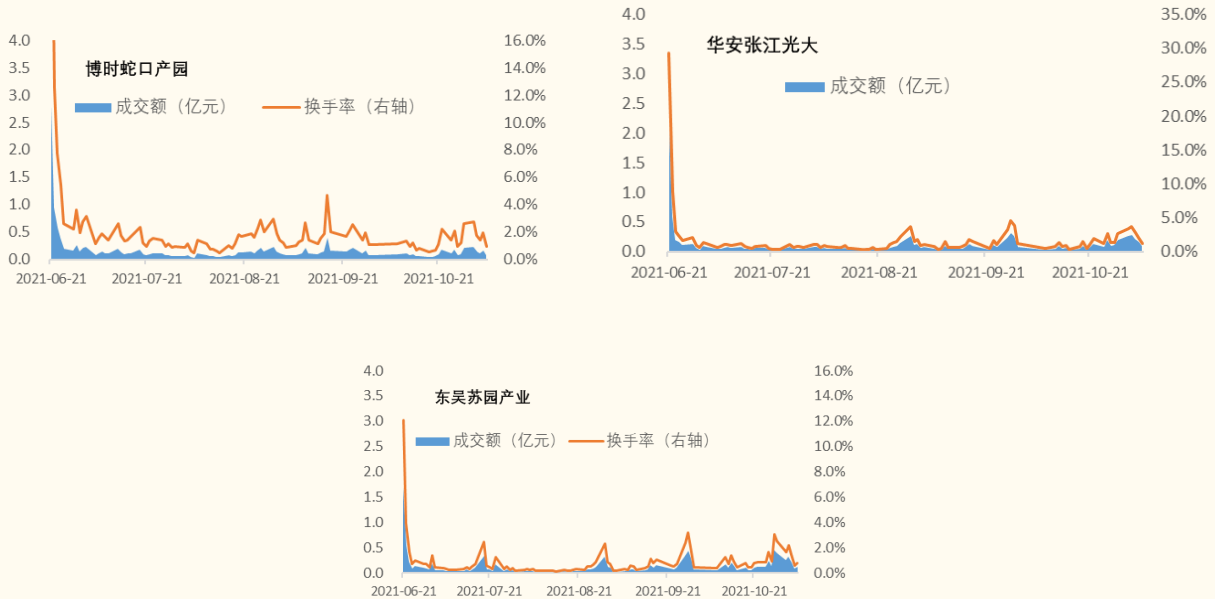
图表 43: 首批公募基础设施 REITs 上市以来成交额 (2021/6/21-2021/11/5)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 44: 首批公募基础设施 REITs 上市以来交易概况 (2021/6/21-2021/11/5)



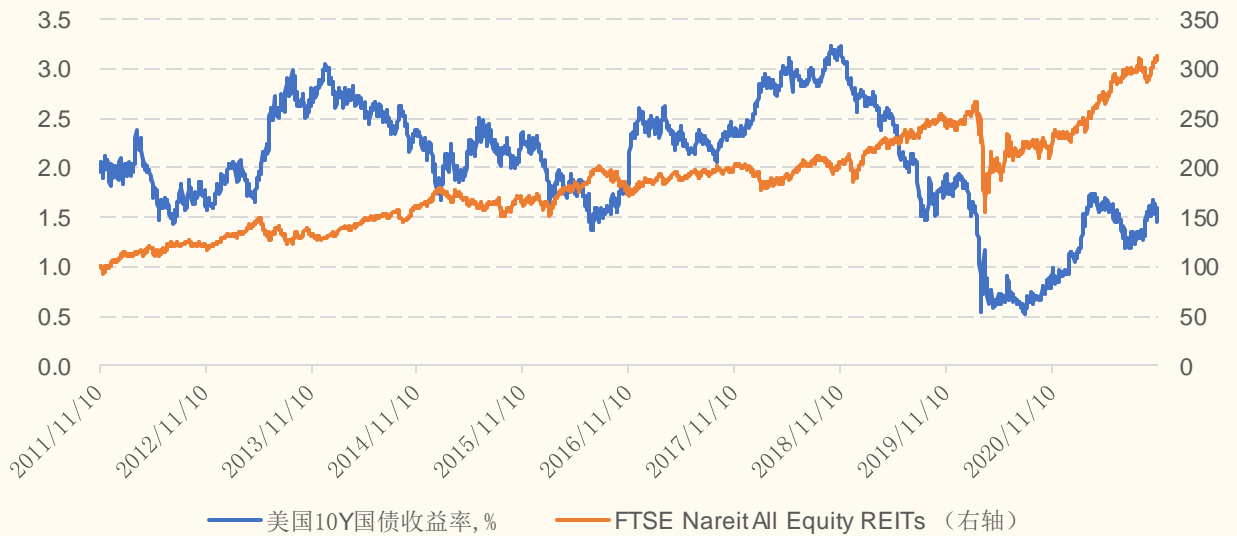


来源: Wind, 国金证券研究所

### ■ 影响 REITs 价格变动的其他因素

除了上述的基本面、供需等因素以外，宏观环境以及 REITs 标的资产所在行业环境变化均可能会导致 REITs 价格的变化与波动，但宏观与行业环境的变化对 REITs 价格的作用路径相对复杂，可能并无趋势性的相关性。以利率为例来看，作为宏观环境变化的核心代理变量之一，利率一方面与经济基本面息息相关，一方面对资本市场环境也有较大影响。从 REITs 的角度来看，通常来说利率下降的环境下，债务成本降低且贴现率下降，对于 REITs 的估值和回报均是有利的，从美国 REITs 表现来看，在除金融危机及疫情冲击以外的时间内，大部分时候 REITs 与利率存在一定的负相关关系。但利率变化不仅通过贴现率等方式直接影响 REITs 价格，也会通过影响外部其他环境对 REITs 带来一些间接影响，比如利率在下行通道时，宏观经济的长期增速往往也在下行，经济的衰退会给 REITs 底层资产的运营带来一定负面影响，这些影响可能会超过利率下降本身给 REITs 带来的利好。国内的 REITs 起步时间较晚，当前数据量较少且利率短期波动较大趋势暂不明显，REITs 成立以来和利率的相关关系并不明晰，还有待进一步观察。

图表 45: 美国权益型 REITs 价格指数与美国十年期国债收益率走势



来源: Wind, NAREIT, 国金证券研究所

注: FTSE Nareit All Equity REITs 价格指数取 2011/11/10 为基期, 起始值为 100

## 5.2、现金分派情况

《指引》规定公募基础设施 REITs 采取封闭式运作, 收益分配比例不低于合并后基金年度可供分配金额的 90%。首批公募基础设施 REITs 中, 除平安广交投广河高速 REIT 年度最低分配比例为 95%以外, 其余 8 只产品的最低分配比例均为 90%, 其中东吴苏园 REIT 特别规定基金成立日起前 2 个自然年度的分配比例为 100%。

现金分派是 REITs 产品的核心收益来源之一, 尤其是对于市场价值波动相对较低的基础设施项目而言。根据产品招募说明书中披露的年可供分配金额测算值, 以及首募金额, 可以估算出首批 9 只公募基础设施 REITs 年度现金分派率, 从测算结果可以看到产权类项目的年度现金分派率大多在 4%-5%区间, 而收益权类项目因到期项目要无偿上交国家, 期末无处置资产收益, 资产的价值其实相当于分摊在存续期内, 因此年度现金分派率要显著高于产权类项目, 大多在 8%以上。

**图表 46: 首批公募基础设施 REITs 现金分派率**

基金代码	基金简称	募集金额 (亿元)	年度最低分配比例	现金分派率-以募集金额计算
508000	张江 REIT	14.95	90%	2021 年: 4.66% 2022 年: 4.04%
508027	东吴苏园	34.92	90%; 成立日起前 2 个自然年度, 分配比例为 100%	2021 年: 4.50% 2022 年: 4.54%
180101	博时招商蛇口产业园 REIT	20.79	90%	2021 年: 4.39% 2022 年: 4.46%
508056	普洛斯	58.35	90%	2021 年: 4.29% 2022 年: 4.31%
180301	红土创新盐田港 REIT	18.40	90%	2021 年: 4.15% 2022 年: 4.40%
180801	首钢绿能	13.38	90%	2021 年 (6 月-12 月): 8.52% 2022 年: 7.63%
508006	首创水务	18.50	90%	2021 年: 8.67% 2022 年: 9.08%
508001	浙江杭徽	43.60	90%	2021 年: 11.71% 2022 年: 9.91%
180201	平安广交投广河高速 REIT	91.14	95%	2021 年 (6 月-12 月): 5.91% 2022 年: 6.87%

来源: 上交所, 深交所, 国金证券研究所

## 六、公募基础设施 REITs 分析框架

### 6.1、与股票、债券、公募基金的差异点

公募基础设施 REITs 作为一类创新型投资品种, 兼具股票、债券、公募基金的部分属性, 但与股票、债券、公募基金也存在较大差异。

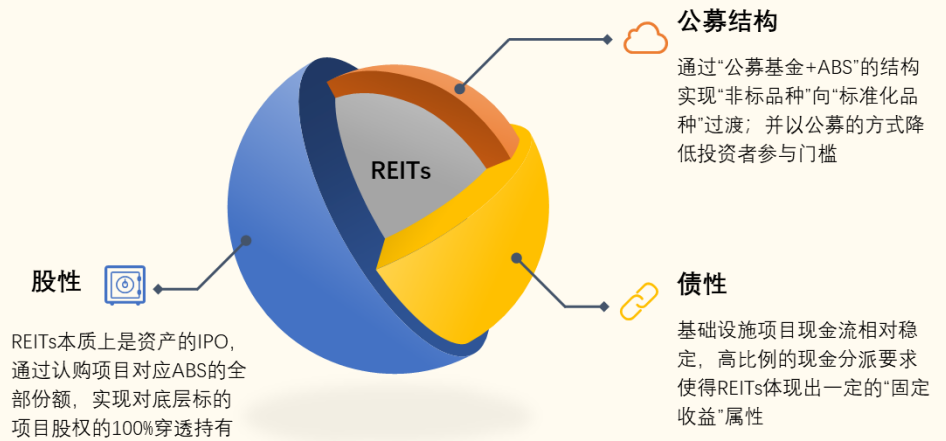
首先, 公募基础设施 REITs 采取公募基金的契约型模式, 属于公募基金市场的一员, 与此前市场上的私募 REITs 相比, 降低了投资者的参与门槛; 但在定价方式、投资范围限制上与传统公募基金产品完全不同。

其次, 公募基础设施 REITs 本质上是资产的 IPO, 通过认购项目对应 ABS 的全份额, 实现对底层标的项目股权的 100% 穿透持有, 从这个层面来看, 公募 REITs 本质上与股票类似, 是权益属性突出的产品; 但与股票产品不同的是, 公募 REITs 在现金分派上有非常严格的高要求, 且优质的基础设施项目具备较强的逆周期、抗通胀属性, 因此波动相对较小。

最后, 公募基础设施 REITs 高比例的现金分派要求使得其呈现一定的固定收益属性, 尤其是对于收益权类的产品而言, 现金流相对稳定, 在风险收益特征上会更类似“固收+”品种; 但与债券不同的是, 产品持有的是基础设施项目的股权 (或“股权+债权”)。



图表 47: 公募基础设施 REITs 产品特点



来源：产品招募说明书，国金证券研究所

特殊的产品性质使得 REITs 在海外成熟市场已经成为独立的大类资产品种，具备特有的风险收益特征，在投资组合中加入 REITs，可以在一定程度上提高分散度，降低风险。从美国近十年各类资产指数相关性上看，FTSE Nareit 全美 REITs 指数与权益类指数的相关系数在 0.6-0.7 之间，中性略高；与债券指数的相关性极低。

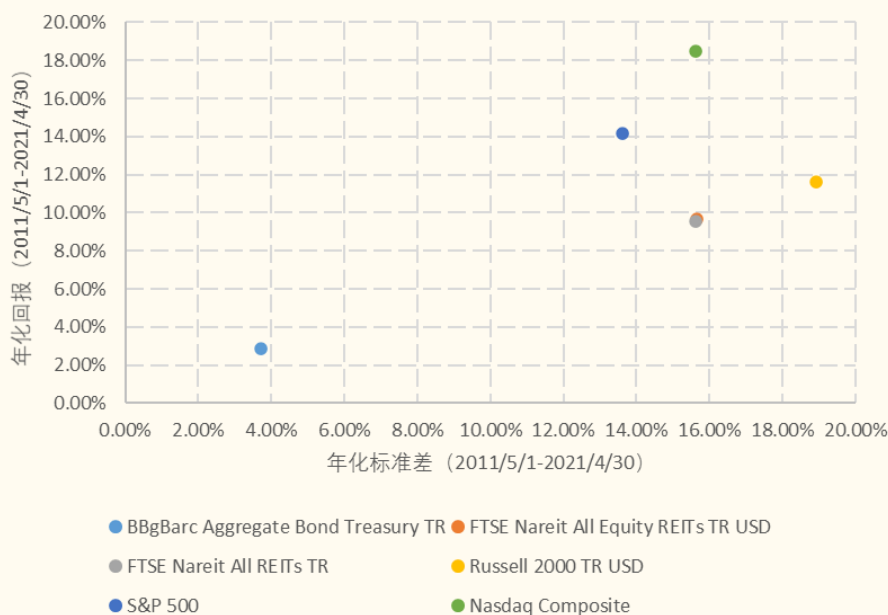
图表 48: 美国各类资产指数相关系数矩阵 (2011/5 - 2021/4)

相关系数矩阵 (2011/5 - 2021/4)	BBgBarc Aggregate Bond Treasury TR	FTSE Nareit A II REITs TR	Russe II 2000 TR USD	标准普尔500全收益指数 (美元)	纳斯达克综合指数TR
BBgBarc Aggregate Bond Treasury TR	1.00	-	-	-	-
FTSE Nareit A II REITs TR	0.00	1.00	-	-	-
Russe II 2000 TR USD	-0.47	0.67	1.00	-	-
标准普尔500全收益指数 (美元)	-0.41	0.70	0.89	1.00	-
纳斯达克综合指数TR	-0.35	0.61	0.86	0.95	1.00

来源：Morningstar，国金证券研究所

从风险收益表现上看，过去十年（2011/5/1-2021/4/30）美股大部分时间处于一个长期慢牛市场，标普 500 指数年化回报在 10%以上，纳斯达克指数年化回报接近 20%，而 REITs 与之相比并不逊色，年化回报也接近 10%。在波动率上，REITs 指数介于罗素 2000 指数与标普 500 指数之间。整体看来，REITs 的风险收益特征介于固收类与权益类资产之间，更接近于权益类资产，具备较强的权益属性。

图表 49: 美国近十年 REITs 指数与重点股指风险回报 (2011/5/1-2021/4/30)



来源: Morningstar, 国金证券研究所

但需要指出的是, 海外成熟市场的 REITs 标的目前以商业地产为主, 受经济周期、市场因素影响较为明显, 而我国公募 REITs 标的目前以基础设施项目为主, 具有一定的逆周期、抗通胀属性, 因此海外 REITs 指数的风险收益表现对我国目前 REITs 市场的参考性相对较弱。

## 6.2、公募基础设施 REITs 分析方法

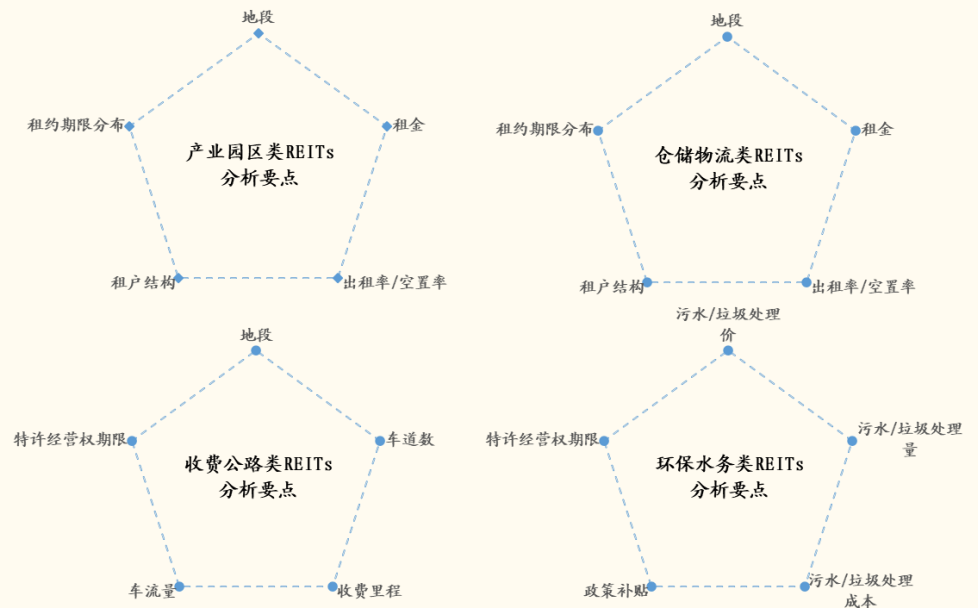
对于公募基础设施 REITs 进行研究分析的过程中, 关注的重点是底层基础设施标的的质量以及运营管理机构的能力, 这与传统基金评价分析中注重历史绩效归因以及基金经理主动管理能力有较大差异, 本部分旨在探索对公募基础设施 REITs 的分析方法。

### ■ 公募 REITs 分析维度

从成熟 REITs 市场——美国市场的研究经验来看, 海外研究机构更多是以股票研究的视角对 REITs 进行分析, 以晨星为例, 在定性维度分析师会关注: REITs 的经营战略及未来展期 (Business Strategy and Outlook)、护城河 (Economic Moat)、市值与盈利驱动 (Fair Value and Profit Drivers)、风险和不确定性 (Risk and Uncertainty)、资本配置效率 (Capital Allocation); 在定量维度主要关注以下数据: 折溢价情况 (Price vs. Fair Value)、回报表现 (Returns)、财务数据 (Financials)、分红情况 (Dividends & Splits) 等。

对于国内公募基础设施 REITs 而言, 由于暂无历史可比标的以及过往数据可以追溯分析, 因此当前的研究核心首先是持有标的项目的质量, 其次是运营管理机构对项目运营的赋能。首批公募基础设施 REITs 所持有的标的项目分属于不同的行业, 有产业园区、仓储物流、收费公路、环保水务, 对项目质量进行分析研究时, 不同行业所关注的指标维度也会有所差异, 比如对于产业园区类/仓储物流类的 REITs 而言, 地段、租金、出租率/空置率、租户结构、租约期限分布是对未来现金流影响较大的因素; 对于收费公路类 REITs 而言, 地段、车道数、收费里程、车流量、特许经营权期限是对未来现金流影响较大的因素; 对于环保水务类 REITs 而言, 污水/垃圾处理价、处理量、处理成本、政策补贴、特许经营权期限是对未来现金流影响较大的因素。

图表 50: 各类型公募基础设施 REITs 分析要点



来源: 国金证券研究所

### ■ 产品招募说明书解构

根据监管要求, 公募基础设施 REITs 在发行时, 会在其招募说明书中披露基础设施项目基础情况、现金流测算、第三方估值报告等各类重要信息, 但招募书动辄接近千页, 对于普通投资者而言解读起来耗时耗力。为了产品审核的便利与效率, 同类产品的申报材料通常有一套标准模板格式, 对于公募基础设施 REITs 的招募说明书, 虽然在章节标题或排序上会存在小幅差异, 但整体架构大同小异, 披露信息的广度与深度也相差不大。通过对招募书内容的解构, 可在近千页的内容中快速把握 REITs 产品的核心信息。

图表 51: 公募基础设施 REITs 招募说明书内容解构

		【招募书相关章节】
REITs 核心关注信息	核心参与机构	基金管理人 【基金管理人】--披露基金管理人概况、REITs相关部门设置、不动产研究经验、基金经理履历等 原始权益人 【原始权益人】--披露原始权益人概况、股权结构、治理结构、主营业务、主要财务数据等 运营管理机构 【基础设施项目运营管理机构】 【基础设施项目运营管理安排】--披露运营管理机构概况、主要财务数据、运营管理安排等
	产品基础信息	产品整体架构 【基础设施基金整体架构】--披露产品结构以及具体操作流程等 收益分配安排 【基金的收益与分配】--披露基金收益分配比例要求等 各类费用情况 【基金费用与税收】--披露基金费用计提方法、计提标准和支付方式等 产品运作期限 【基金募集】--披露基金募集方式、运作方式/期限、资金流向、认购费用等 投资范围限制 【基金的投资】--披露基金投资范围及比例、投资策略、投资限制、风险收益特征等
	标的项目信息	项目基本情况 【基础设施项目基本情况】--披露项目概况、项目所属行业/市场/地区概况、项目合规情况、项目相关风险等 项目报表数据 【基础设施项目财务状况及经营业绩分析】--披露基础设施项目财务状况及经营状况、重要现金流提供方等 未来现金流测算 【基础设施项目现金流测算分析及未来运营展望】--披露目标资产未来特定期间现金流预测情况、未来运营展望及运营计划等 项目评估报告 【附件部分 基础设施项目评估报告】--披露第三方评估机构、采取的估值方法、核心假设及数据、估值结果等
	信息披露安排	【基金的信息披露】明确基金应当充分披露的重要信息, 并阐明部分不适用的常规基金披露事项, 基础设施基金可不予披露
风险揭示	【重要提示】 【风险揭示】披露基金的特定风险与其他风险	

来源: 产品招募说明书, 国金证券研究所

下面我们以首批 3 只产业园区类公募基础设施 REITs (张江 REIT、东吴苏园 REIT、博时招商蛇口产业园 REIT) 为例, 通过解构 REITs 招募书, 挖掘项目核心内容, 并进行比较分析。

产业园区一般是采取对工业用地的开发和工业房产项目的投资建设, 建设完成后主要以出租方式获得长期稳定回报, 具有“提供增值服务、长期稳定回

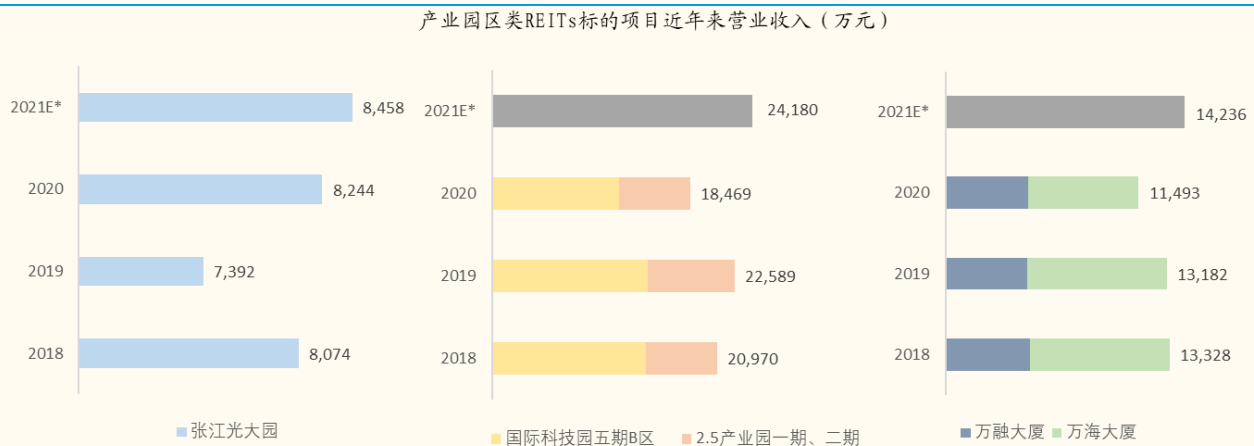
报”的特性。成熟的园区一般都有特定的、稳定的客户群体，产业集群效应对客户的稳定增长具有积极影响，为投资者提供了稳定的投资回报。从大的分类上可以划分为科技园区、一般工业园区、专业园区三大类。截至 2020 年底，全国共有 218 家国家级经开区和 169 家国家级高新区。

根据开发与运营主体的不同，产业园区的开发模式可分为：政府主导模式、企业主导模式、政府与企业联合模式。政府主导模式是目前我国较为常见的产业园区开发运营模式。在政府主导模式下，地方政府通常在园区设立产业园区管理委员会，管委会通过下设投资开发公司负责园区基础设施建设。从园区产业布局来看，基本集中在新兴战略产业以及现代农业，反映了园区建设受国家政策引导性非常强。从地域看，我国国家级产业园区呈现东部园区先发优势明显，中西部园区发力赶超的局面。首批 3 只产业园区类 REITs 标的所在产业园区的开发模式均为政府主导模式，集中在新兴战略产业，位于发展相对充分的东部地区。

对于产业园区类项目，收益来源主要是产业类办公物业租赁收入，基础设施管理收入、及基础设施服务收入（如物业管理费、停车费等），营业收入主要是市场运营产生，不依赖第三方补贴等非经常性收入。

首批 3 只产业园区类公募基础设施 REITs 持有标的项目的营收水平整体比较稳定，博时招商蛇口产业园 REIT 持有的标的项目 2020 年数据有所下降系新冠肺炎疫情期间响应国家政策，对受影响的小微企业和个体工商户实行不超过三个月的租金减免政策所致，截至 2020 年末，减免工作已全部完成，剔除减免影响后，整体营收保持平稳。东吴苏园 REIT 持有的标的项目 2020 年营业收入下降也主要由于受因疫情影响，国际科技园五期 B 区项目，以及于 2.5 产业园一期、二期项目于 2020 年 2-4 月实行“一免两减半”的租金减免政策，即 2 月份租金全免，3 月份及 4 月份租金减半。张江 REIT 持有的标的项目在 2018 年、2019 年开始主动进行租户结构调整，通过调租换租等形式进一步引入在线新经济、集成电路等符合国家重大战略、宏观调控及产业政策、发展规划的行业内优质企业入驻；在变动的过程中因新客户招商、谈判导致的时点出租率下降、新客户入驻有一定时长的装修免租期等因素，对张江光大园项目 2018 年、2019 年的新产生租金收入有一定影响。

图表 52：首批产业园区类公募基础设施 REITs 标的项目营收情况



\*：2021年营收为预测值，同一REITs所持有的不同项目合并预测

来源：产品招募说明书，国金证券研究所

对于产业园区类的项目，建议重点关注所处地段、租金及增长率、出租率/空置率、租户结构、租约期限分布等因素，所处地段具备相对完善的生态圈、交通四通八达、租金位于市场平均水平之上、出租率较高（空置率较低）、租户结构平衡度高、租约期限分布分散（集中到期风险较低）的产业园区更具生命力和竞争力。

下表梳理了截至 2020 年末，3 只产业园区类公募基础设施 REITs 持有标的的核心要素，可以看到基础设施项目的地段都是优质产业园的核心地带，地

段优势明显；从租金水平看，位于上海张江光大园与位于深圳的蛇口网谷受益于当地经济的快速发展，租金水平相对较高；出租率方面，张江光大园出租率高达 99.51%，近乎满租，博时招商蛇口产业园 REIT 以及东吴苏园 REIT 所持项目的出租率也在 80%以上；在租户结构上，张江 REIT 标的的项目的租户集中度较高，前十大租户的租赁面积占比超 80%，其余两只 REITs 标的的项目的前十大集中度均不足 40%；在租约期限分布上，三只 REITs 所持项目的租约到期时间分布均以三年内为主。

图表 53：首批产业园区类公募 REITs 重点分析要素（截至 2020 年末）

基金简称	张江 REIT	东吴苏园 REIT		博时招商蛇口产业园 REIT	
项目名称	张江光大园	国际科技园五期 B 区	2.5 产业园一期、二期	万融大厦	万海大厦
地段	中国（上海）自由贸易试验区盛夏路 500 弄，国家级高科技产业园区张江高科技园区核心地带	苏州市苏州工业园区星湖街 328 号	苏州市苏州工业园区东区长路 88 号	深圳市南山区蛇口网谷产业园优质项目	
租金	估价对象：158 元/平方米/月 产业园区平均：156 元/平方米/月	41 元/平方米/月	61 元/平方米/月	128 元/平方米/月	146 元/平方米/月
出租率	99.51%	90.00%	70.00%	84.08%	94.36%
租户结构	前三大租户面积占比	前三大面积占比	前三大面积占比	前三大面积占比	前三大面积占比
	前十大租户面积占比	前十大面积占比	前十大面积占比	前十大面积占比	前十大面积占比
租约期限分布	2-3 年租约年度租金占比与面积占比最高，分别为 59.76%、62.55%	1、2、3 年到期面积占比合计 93.00%	1、2、3 年到期面积占比合计 78.84%	1、2、3 年到期面积占比合计 96.85%	1、2、3 年到期面积占比合计 85.72%

来源：产品招募说明书，国金证券研究所

## 七、公募基础设施 REITs 投资建议

对国家而言，基础设施建设是经济发展的重要基石及动力引擎，基础设施 REITs 的设立有助于盘活巨额存量资产，维稳经济，控制宏观杠杆率。对资管市场而言，REITs 的推出将丰富资管市场的产品图谱，推动资管市场规模进一步扩充，助力资产管理回归本源，提升资管机构的管理能力。对原始权益人而言，公募 REITs 可以有效拓宽融资途径，改善资产负债表。对投资者而言，可以通过公募的形式降低参与门槛，享受到国家基础设施建设发展的红利。2020 年 9 月中国 REITs 论坛上，中国 REITs 论坛 2020 年会主席、国务院参事、北京大学光华管理学院特聘教授徐宪平表示：“我国标准的公募 REITs 产品潜在规模应在 5 万亿-14 万亿元，可以撬动 3 倍约 15 万亿-42 万亿元的投资”，基础设施投融资渠道的拓展有助于实现增量投资与存量盘活良好共振，未来可期。

从 2020 年 4 月 30 日，证监会与国家发展和改革委员会联合颁布《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报工作的通知》（586 号文），拉开公募 REITs 试点的大幕以来，各配套政策相继落地，不到一年半的时间首批 REITs 产品便实现了上市交易，可见国家对 REITs 品种的重视程度。2021 年 7 月 2 日，国家发展改革委发布《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》（958 号文），相较于 586 号文，958 号文的核心是放宽了基础设施项目的试点范围，将能源基础设施、保障性租赁住房、水利设施、景区等其他基础设施纳入试点行业范围，但酒店、商场、写字楼等商业地产项目目前仍不在试点范围内。

目前国内公募 REITs 仍在起步阶段，未来政策可能会进一步加码，尤其是围绕流动性、税收政策、试点范围等方面。如，从流动性角度看，目前公募基

金及银行理财子的公募产品参与 REITs 的路径尚未明确，未来有望加入 REITs 市场，进一步丰富投资者类型，加强 REITs 流动性；从税收的角度看，虽然国内可以通过“股+债”等产品结构设计降低税收费用，但相较海外 REITs 市场而言，国内 REITs 在税优方面吸引力不足，未来是否有特别税收政策出台，值得关注；从试点范围的角度来说，958 号文进一步拓宽了基础设施项目的试点行业范围，但权益属性更强的商业地产项目目前仍在范围之外，待基础设施项目 REITs 试行稳定后，未来 REITs 项目或进一步拓展至商业地产范围，为投资者提供更多选择。

对于公募基础设施 REITs 的投资，我们建议投资者以打新或长期配置的方式参与。

公募基础设施 REITs 以机构投资者持有为主，战略配售的权重较高，网下投资者与公众投资者认购热情高涨，供不应求；在网下询价的过程中，最终定价基本在询价区间中值附近，且高于发行价的询价才有机会获得配售，因此持有份额的投资者大多对定价更为乐观。在 market 需求的进一步释放与乐观者定价的作用下，首批 REITs 上市首日均实现了收涨，部分项目首日涨幅超 10%，打新收益可观。

REITs 的核心特征之一是高比例分红要求，现金分红是 REITs 的核心收益来源之一，尤其是对于市场价格波动相对低的基础设施类项目而言，因此公募基础设施 REITs 是配置属性更强的投资品种，建议投资者采取长期配置的方式分享基础设施项目发展红利。

**风险提示：**1) 政策调整风险；2) 试点项目运营不及预期；3) 二级市场流动性不足；4) 估值波动超预期；5) 基金治理风险等。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH