

我国产业园REITs特点 与 美国ARE对比分析

行业评级：看好

2023年7月26日

分析师	杨凡
邮箱	yangfan02@stocke.com.cn
电话	13916395118
证书编号	S1230521120001

• 我国产业园REITs的特点和股价表现：

底层资产优质，部分REITs因短期内收益存在波动，整体运营状况稳定。资产层面，除东久新经济REIT底层资产分散于江苏多个三线城市以外，其他REITs底层资产均位于一二线城市，资产优质，所处地区均有其优势发达产业；**行业定位层面**，整体而言各个REITs底层资产的租户所处的行业以信息技术、高端制造业为主；**出租率层面**，2021年上市的蛇口产业园、张江REIT、东吴苏园REIT、中关村REIT 2022年均出现出租率下滑，临港创新智造产业园REIT、国泰君安东久新经济REIT、华夏和达高科REIT 2022年出租率保持接近满租状态；**租约层面**，临港创新智造产业园REIT租约期限最长，2027年或面临租户集中到期风险，其他REITs租约多在3年左右，集中在2023-2024年面临租约到期风险，需关注其招租运营情况；**运营效率层面**，2021年上市的4支REITs受宏观经济及租户行业影响，2023年Q1业绩均出现下滑。2022年上市的4支REITs仍表现良好，毛利率因折旧摊销不同而出现较大差异，净利率除和达高科REIT外均在50%以上，EBITDA利润率均在60%以上。2023年上市的湖北科投光谷REIT盈利水平处于板块内中等水平；**负债结构上**，除华夏和达高科REIT外，其他REITs的资产负债率均在22%以下，整体而言负债率较低；**二级市场价格走势上**，**首批上市REITs于2022年2月达到峰值，略有下滑后在高位区间波动，2023年3月以来持续下跌至今。**中关村REIT、华夏合肥高新REIT、华夏和达高科REIT跌破发行价，湖北科投光谷产业园REIT上市即破发，目前股价仍低于发行价；

• 对比美国产业园ARE，ARE的特点：

底层资产优质，长期价值创造能力突出，股票价格受国债利率和通货膨胀率影响较大。资产层面，ARE持有的资产具有稀缺性，多位于美国发达城市的发达区位，资产用途集中于生命科学、农业技术和科技研发办公等；**行业定位层面**，ARE所持有的资产租户也多为大学研究机构、大型科技公司、制药公司等，租户行业定位于其资产定位高度匹配；**出租率层面**，ARE常年维持90%以上的出租率；**租约层面**，ARE因其租户所处行业多与研发相关，周期长且迁徙成本高，故签订的租约多为长期租约，租金稳定增长。此外，ARE还会通过开发、改造新的空间每年用于出租，新空间租金较高，是其营收增长率提升的主要来源；**估值层面**，ARE未受到宏观经济影响前，其P/FFO估值范围在15X-30X；

• 投资建议：

ARE历年P/FFO估值区间在15X-30X，2022-2023受到国债利率及通胀环境影响，P/FFO估值下降到13X，与可比公司相比处于中等偏低位置（12X-28X）。我国目前处于降息周期且通胀较低，可以类比ARE在2022年前的P/FFO估值，估值区间可参考20X，扩募助推成长可看30X。我国产业园目前估值基本在合理区间，后续市值上涨看项目租金和分红成长性，以及扩募机会。

- **风险提示：**1) 经济下行导致部分租户退租或项目出租难度加大，进而租金收入不及预期；2) 产业园受政策影响较大，租金减免、资金要求等2政策或加大项目运营难度；3) 其他产业园产品入市或当地产业园区供应大幅增加导致市场竞争加剧；

目录

CONTENTS

第一部分

我国上市REITs产品概况

第二部分

产业园REIT底层资产分析

第三部分

美国产业园REIT案例分析——

ARE REIT

第四部分

风险提示

第五部分

附录

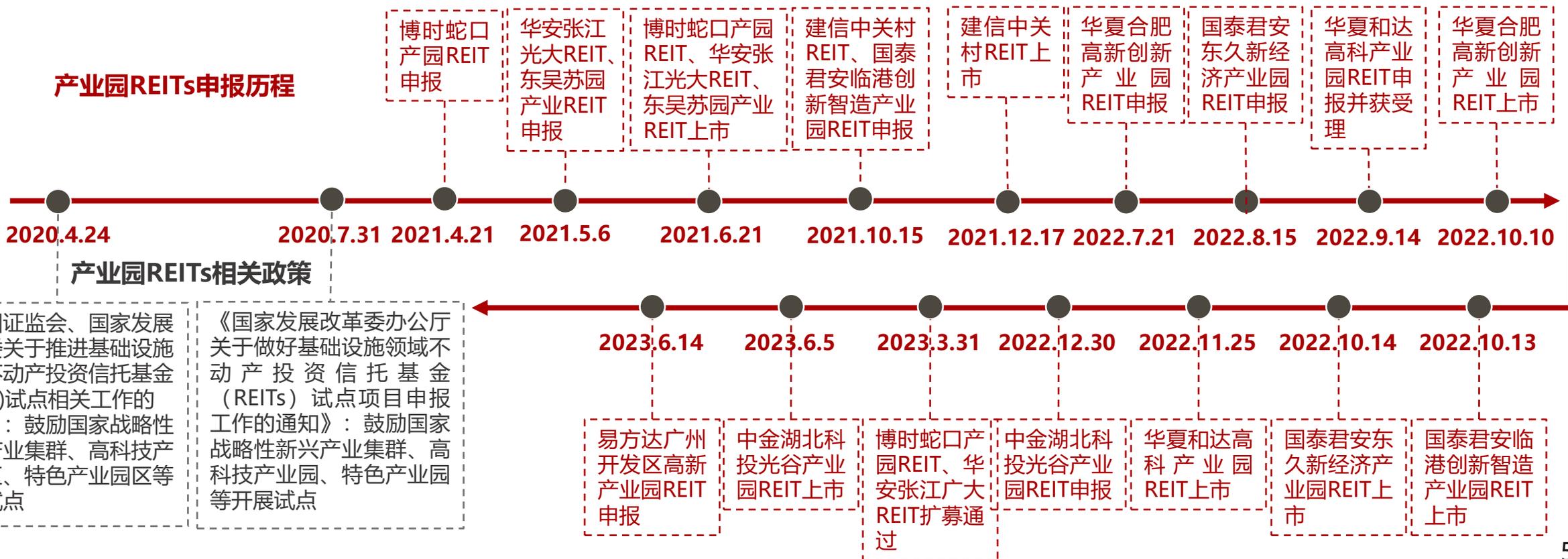
第一部分 我国上市REITs产品概况

1.1 产业园REITs申报历程

产业园REITs在基础设施公募REITs中起着中流砥柱的作用

- 目前上市的28支REITs中，园区基础设施REITs共占9席之地。已上市的园区基础设施REITs共募集195.961亿元；自上市至2023年7月14日，各REITs成交金额为3.41亿元，园区基础设施REITs自上市成交金额为1.04亿元，占比30.56%。
- 未来产业园REITs规模将进一步扩充，根据公开资料显示，易方达广州开发区高新产业园REIT目前已经申报。

产业园REITs申报历程



1.2 产业园REITs产品基本情况

9只REITs上市基础信息总结

- REIT运营机构为原始权益人，项目运营经验丰富
- 2021年首批上市产业园区底层资产主要位于一线城市，2022-2023年下沉至二线城市：2021年除东吴苏园REIT底层资产所在的苏州市为新一线城市，其余3支REITs所在的深圳、上海、北京均为一线城市。2022-2023年上市产业园REIT，除临港创新产业园REIT底层资产位于一线城市上海以外，其余REITs均位于二线城市：合肥高新创新产业园REIT底层资产位于合肥，东久新经济REIT底层资产位于江苏多个城市，和达高科REIT底层资产位于杭州，湖北科投光谷REIT底层资产均位于武汉市。
- 东吴苏州产业园REIT资金规模最大：2021-2023年上市的9只产业园REIT中，募集规模最大（包括扩募后REIT）为东吴苏园REIT，共34.92亿元。
- 博时蛇口REIT基金存续期最长：2021年第一批上市产业园REIT中，博时蛇口REIT基金存续期最长，为50年，华安张江光大园REIT基金存续期最短，为20年。2022-2023年上市REIT存续期在30-45年。
- 整体现金分派率在3.55-5.41%：2021-2023年上市产业园REIT现金分派率为3.55%-5.41%，现金分派率会因REITs股价波动而变化。

2021年上市	博时招商蛇口产业园REIT	华安张江光大园REIT	东吴苏州工业园区产业园REIT	建信中关村产业园REIT
REITs简称	蛇口产业园REIT	张江REIT	东吴苏园REIT	中关村REIT
基金管理人	博时基金管理有限公司	华安基金管理有限公司	东吴基金管理有限公司	建信基金管理有限责任公司
原始权益人	招商局蛇口工业区控股股份有限公司	上海光全投资中心(有限合伙), 光控安石(北京)投资管理有限公司	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	北京中关村软件园发展有限责任公司
基金托管人	招商银行股份有限公司	招商银行股份有限公司	招商银行股份有限公司	交通银行股份有限公司
计划管理人	博时资本管理有限公司	上海国泰君安证券资产管理有限公司	东吴证券股份有限公司	建信资本管理有限责任公司
运营管理机构	深圳市招商创业有限公司	上海集挚咨询管理有限公司	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	北京中关村软件园发展有限责任公司
底层资产	首发: 万融大厦、万海大厦 扩募(定向): 招商局光明科技园科技企业加速器二期	首发: 张江光大园 扩募(定向): 张润大厦	国际科技园五期B区项目, 2.5产业园一期、二期项目	互联网创新中心5号楼项目、协同中心4号楼项目和孵化加速器项目
项目估值	首发: 25.28亿元(26495元/平方米) 扩募: 11.720亿元(10588元/平方米)	首发: 14.80亿元(29050元/平方米) 扩募: 14.769亿元(24398元/平方米)	33.50亿元(5970元/平方米)	30.73亿元(18425元/平方米)
基金存续期	50年	20年	40年	45年
认购价格	首发: 2.310元/份; 扩募: 2.387元/份	首发: 2.990元/份; 扩募: 3.373元/份	3.880元/份	3.200元/份
募集规模	首发: 20.79亿元; 扩募: 12.439亿元	首发: 14.95亿元; 扩募: 15.527亿元	34.92亿元	28.80亿元
预期现金分派率(2023年)	新购入资产为4.35%, 扩募后整体为3.57%	新购入资产为4.39%, 扩募后: 3.55%	4.36%	4.34%

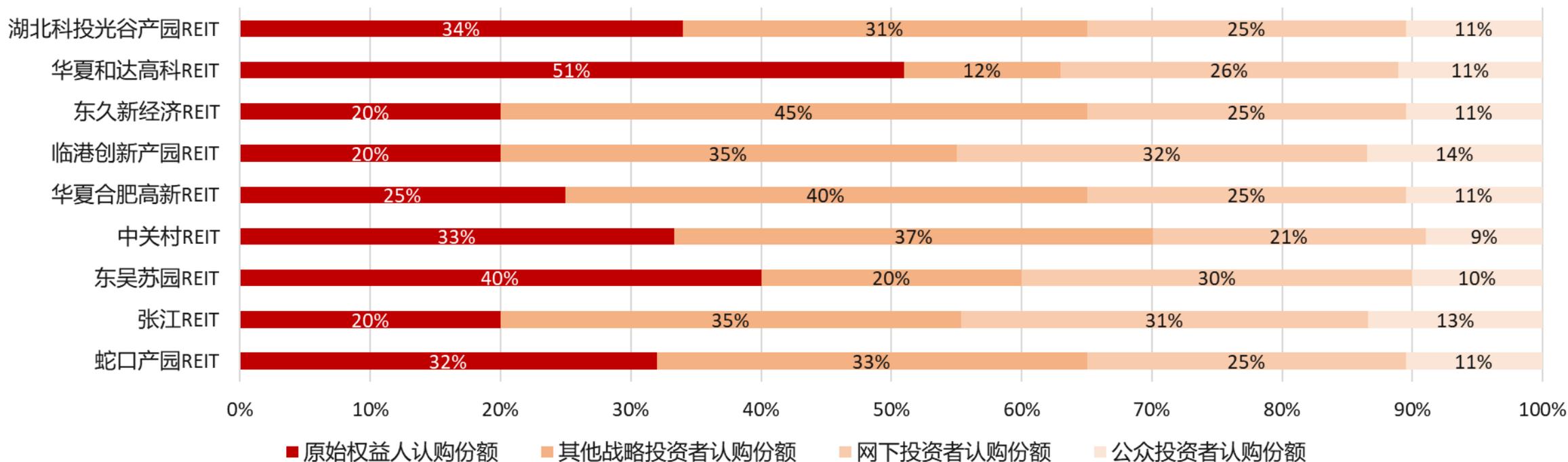
2022-23年上市	华夏合肥高新创新产业园REIT	国泰君安临港创新智造产业园REIT	国泰君安东久新经济产业园REIT	华夏和达高科产业园	中金湖北科投光谷产业园REIT
REITs简称	华夏合肥高新产业园REIT	国泰君安临港创新产业园REIT	国泰君安东久新经济REIT	华夏和达高科REIT	湖北科投光谷产业园REIT
基金管理人	华夏基金管理有限公司	上海国泰君安证券资产管理有限公司	上海国泰君安证券资产管理有限公司	华夏基金管理有限公司	中金基金管理有限公司
原始权益人	合肥高新股份有限公司	上海临港经济发展（集团）有限公司	FULL REGALIA LIMITED、CAPRICCIO INVESTMENTS LIMITED、UTMOST PEAK LIMITED 和 MILEAGE INVESTMENTS LIMITED	和达高科和万海投资	光谷资产
基金托管人	中国工商银行股份有限公司	中国银行股份有限公司	中国银行股份有限公司	兴业银行股份有限公司	中信银行股份有限公司
计划管理人	中信证券股份有限公司	国君资管	国君资管	中信证券股份有限公司	中金公司
运营管理机构	合肥高创股份有限公司	临港奉贤	东久上海	和达高科	光谷资产
底层资产	合肥高新创业园一期 A1-A4、B4-B5、D2-D9 及 D2-D9 地下车库项目；合肥高新创业园一期B1-B3、C1-C4、D1 项目	临港奉贤智造园一期、临港奉贤智造园三期	东久（金山）智造园、东久（昆山）智造园、东久（无锡）智造园、东久（常州）智造园	和达药谷一期项目和孵化器项目	光谷软件园 A1-A7 栋、光谷软件园 C6 栋、光谷软件园 E3 栋、互联网+项目
项目估值	13.51亿元(3786元/平方米)	7.3亿元(6420元/平方米)	13.76亿元(4846元/平方米)	14.241亿元(6825元/平方米)	15.40亿元(8832元/平方米)
基金存续期	38年	43年	45年	42年	30年
认购价格	2.190元/份	4.120元/份	3.035元/份	2.808元/份	2.625 元/份
募集规模	15.33亿元	8.24亿元	15.175亿元	14.04亿元	15.75亿元
2023预期现金分派率	4.44% (2023年)	5.25%	5.41%	4.22%	2023: 4.62%; 2024: 4.87%

1.3 产业园REITs认购情况

战略投资者占比较高，公众投资者份额占比低于15%

- 已上市9只产业园REITs战略投资者（原始权益人+其他战略投资者）占总体认购比例约为55-70%，其中战略投资者认购份额占比最高的为中关村REIT（70%），最低为张江REIT和临港创新REIT（55%）。
- 网下投资者认购份额占比在20%-32%区间。
- 公众投资者认购份额占比在9%-14%区间。

各产业园REITs各类投资者认购情况



第二部分 产业园REIT底层资产分析

产业园区REIT价值研究Nutshell

关键词：

租金、出租率

资产内在价值

区位
交通：交通便利度越高，越能吸引到好租户

供给：未来供给多少决定园区稀缺性，影响未来租金走势

租户
供给：未来供给多少决定园区稀缺性，影响未来租金走势

比例：前五和单一大租户占比，影响租金稳定性

定位：租户业务特性是否和园区区位匹配，影响租户粘性（续约）

行业：租户目前所在行业及行业发展前景，影响未来租户的承租能力

租约：剩余租约时长，管理层对到期续约的计划安排

管理层运营思路
出租率：园区目前出租率，管理层未来提升/维持出租率的计划

增长率：租金未来增长率，管理层拟定增长的逻辑和行动计划

租户调整：管理层对租户的远期规划

宏观环境

GDP增速：租户所在行业增长基础

通胀率：租金是否能够跑赢通胀

等.....

2.2 底层资产运营出租情况 —— 资产概览

底层资产均已成熟运营3年以上，出租率基本在85-100%。底层资产由于所在城市能级不同，租金水平存在差异。租户业态多样，信息技术业、制造业为主要组成，有一定聚集效应。

	蛇口产业园REIT		张江REIT	东吴苏园REIT		中关村REIT		
	万融大厦	万海大厦	张江光大园	国际科技园五期B区	2.5产业园一期/二期	互联网创新中心5号楼	协同中心4号楼	孵化加速器
项目区位	深圳市南山区蛇口网谷产业园		上海市浦东新区张江科学城	苏州市苏州工业园		北京市海淀区中关村软件园		
开竣工时间	2014年1月竣工	2014年7月竣工	1-6号楼：2014年竣工；7号楼：2016年竣工	B1、B2区：2009年竣工；B3区：2011年竣工	一期：2011年竣工；二期：2013年竣工	2016年4月运营	2018年9月运营	2015年4月运营
资产范围	1幢办公楼，用于工业、商业、食堂	3幢办公楼，用于工业、商业、食堂、配套	7栋办公楼	21幢研发楼、2幢配套阁楼	19幢研发楼	1幢研发楼	1幢研发楼	1幢研发楼
总建筑面积 (万平)	4.17	5.36	5.09	33.02	23.09	8.22	3.18	5.28
可租赁面积 (万平)	4.16	5.26	4.35	27.12	15.40	6.38	2.45	4.22
平均租金 (元/平方米/月)	125.78	137.20	155.70	41.42	61.20	157.34	173.45	137.95
出租率 (%)	84.25%	85.26%	99.51%	89.84%	69.95%	90.01%	100%	99.40%

	合肥高新产业园REIT		临港创新智造产业园REIT		东久新经济REIT				和达高科REIT		湖北科投光谷产业园REIT			
	高新睿成资产	高新君道资产	临港奉贤智造园一期	临港奉贤智造园三期	东久(金山)智造园	东久(昆山)智造园	东久(无锡)智造园	东久(常州)智造园	和达药谷一期项目	孵化器项目	光谷软件园A1-A7栋	光谷软件园C6栋	光谷软件园E3栋	互联网+项目
项目区位	合肥市蜀山区望江西路800号		上海临港	上海临港	上海金山	江苏昆山	江苏无锡	江苏常州	杭州市钱塘区下沙街道福城路291号	杭州市钱塘区白杨街道6号大街452号	武汉市东湖新技术开发区			武汉市东湖高新区光谷大道41号
开竣工时间	竣工时间2011年-2012年	竣工时间2011年-2012年	竣工时间2013年11月	竣工时间2017年6月	竣工时间2016年6月	竣工时间2017年12月	竣工时间2017年12月	竣工时间2017年6月	2017年建成运营	孵化器一期于2007年投入运营，孵化器二期于2012年投入运营	2009年1月运营	2009年1月运营	2001年1月运营	2017年5月运营
资产范围	位于园区内的研发办公楼、配套用房和车库	位于园区内的研发办公楼、配套用房和车库	包括6幢单层厂房、1幢设备间及1幢门卫	包括11幢单层厂房、1幢多层厂房、2幢配套用房及2幢门卫	包括13幢单层厂房、2幢多层厂房、1幢综合楼及2幢门卫	包括11幢单层厂房、2幢设备用房、1幢自行车棚及2幢门卫	包括10幢单层厂房、1幢设备用房、1幢垃圾房及1幢门卫	包括11幢单层厂房、1幢设备用房、1幢垃圾房及1幢门卫	一期项目，资产范围为东至福城路，西至乔新路，南至围垦街，北至呈瑞街，除3幢、4幢1层及7幢	东至科技园路，西至新加坡科技园，南至6号大街，北至新科街	光谷软件园1.1期A1、A2、A3、A4、A5、B、C栋	商界2栋	4.1期A3栋	现代·国际设计城一期2栋的1至2层、7至27层
总建筑面积 (万平)	16.96	18.72	4.08	7.29	8.56	7.87	8.36	3.61	8.47	12.39	10.37	3.01	1.26	2.79
可租赁面积 (万平)	14.09	15.65	3.98	7.22	8.20	7.80	8.26	3.57	8.39	11.74	10.19	2.61	1.26	2.70
平均租金 (元/平方米/月)	35	35	33.1	33.1	29.98	29.19	28.63	16.06	42	47.4	65.99	59.53	50	51.62
出租率 (%)	87.00%	90.00%	100%	99%	100%	100%	100%	100%	99.50%	89.46%	90.24%	90.98%	100.00%	87.92%

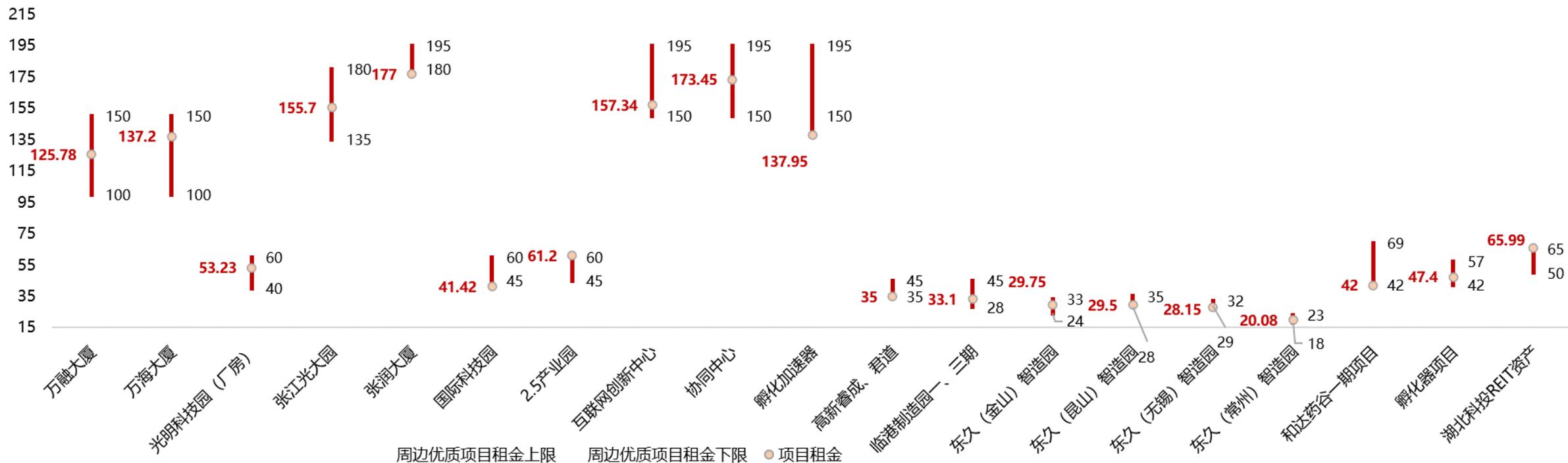
资料来源：招募说明书，浙商证券研究所；注：数据以招股说明书公布时点为准；

2.2 底层资产运营出租情况 —— 租金

租金较周边优质项目仍有一定上升空间

- 万海大厦、光明科技园、2.5产业园、东久金山智造园、湖北科投REIT资产平均租金分别为137.2元/平方米/月、53.23元/平方米/月、61.2元/平方米/月、29.5元/平方米/月和65.99元/平方米/月，较周边项目租金水平处于高位；
- 万融大厦、张江光大园、东久（昆山、无锡、常州）智造园、协同中心位于周边租金中等水平，未来仍可通过项目品质提升来提高租金水平；
- 张润大厦、国际科技园、互联网创新中心、孵化加速器高新睿成、君道、临港制造园、和达药谷一期项目和孵化器项目月平均租金基本位于周边优质项目最低租金水平，甚至低于最低租金水平，具有较强的竞争优势，未来有望通过提高品质、优化租户结构等进一步提高租金水平。

各底层资产平均租金与周边优质项目对比情况（元/平方米/月）



2.2 底层资产运营出租情况 —— 出租率

出租率逐年稳步提升，2022年部分资产出租率有所下滑

- **各底层资产运营稳定，出租率维持高位：**自2018年以来，九支产业园REITs底层资产出租率整体维持在较高水平。截至2022年底，临港创新智造产业园REIT、东久新经济REIT底层资产连续维持满租状态，表现优秀。中关村REIT、合肥高新产业园REIT的高新睿成资产和湖北科投光谷产业园REIT的光谷软件园C6栋、互联网+项目出租率分别为81.29%、82.33%、72.86%和78.83%偏低，未来仍需要进一步寻找客源，降低空置率。
- **受互联网行业下行和宏观经济下行影响，部分产业园REITs2022年底出租率下降：**蛇口产业园REIT租户所处行业为文化创意、信息技术、传统行业，受经济周期影响较大，原有租户退租后未能补足出租率缺口，出租率下滑。中关村REIT因承租人从事互联网行业居多，受互联网行业下行裁员影响，出租率下降。张江REIT底层资产出租率略有下降。张润大厦2023年5月受OPPO旗下哲库事件影响较大，但因其及时与4位有意向的租户签订租约，预计出租率不会下滑过大。

各底层资产2018-2021年出租率情况

REITs	底层资产	2018年底	2019年底	2020年底	2021年底	2022年年底
蛇口产业园REIT	万融大厦	84.08%	81.13%	84.25%	89.65%	85.00%
	万海大厦	94.36%	81.06%	85.26%	87.36%	
	光明科技园加速器二期	84.00%	91.00%	91.00%	97.00%	97.10%
张江REIT	张江光大园	74.13%	97.39%	99.51%	100.00%	92.60%
	张润大厦	12.26%	90.53%	98.93%	98.95%	96.32%
东吴苏园REIT	国际科技园五期B区	88.00%	86.00%	89.84%	95.55%	95.59%
	2.5产业园一期/二期	70.00%	64.00%	69.95%	81.60%	85.18%
中关村REIT	互联网创新中心5号楼	96.00%	88.00%	95.00%	90.01%	81.29%
	协同中心4号楼	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	
	孵化加速器	92.00%	98.00%	100.00%	99.40%	
合肥高新产业园REIT	高新睿成资产	/	85.54%	86.59%	80.84%	82.33%
	高新君道资产	/	89.27%	90.16%	90.68%	93.25%
临港创新智造产业园REIT	临港奉贤智造园一期	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
	临港奉贤智造园三期	/	99.00%	99.00%	99.00%	99.00%
国泰君安东久新经济REIT	东久(金山)智造园	/	88.00%	92.00%	94.00%	100.00%
	东久(昆山)智造园	/	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
	东久(无锡)智造园	/	96.00%	100.00%	100.00%	100.00%
	东久(常州)智造园	/	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
华夏和达高科REIT	和达药谷一期项目	/	95.00%	93.00%	93.00%	99.50%
	孵化器项目	/	92.00%	92.00%	90.00%	89.46%
湖北科投光谷产业园REIT	光谷软件园 A1-A7 栋	80.00%	87.00%	88.00%	94.97%	90.18%
	光谷软件园 C6 栋	85.00%	88.00%	61.40%	57.80%	72.86%
	光谷软件园 E3 栋	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
	互联网+项目	94.00%	95.13%	81.76%	95.33%	78.83%

2.2 底层资产运营出租情况 —— 租户比例

重要租户占比不宜过高，分散有利于风险管控

- 重要租户租赁占比情况：**从形成集聚效应和分散出租风险来看，最大租户租赁面积占比不宜过高，否则会有单一租户的风险（即单一租户出现退租会导致空置率短期迅速上升）。临港创新产业园REIT、张江REIT、湖北科投REIT前十大租户租赁面积占比最高，在70%以上，最大租户租赁面积占比也最高，在25%以上。相对来说，蛇口产业园REIT、东吴苏园REIT、华夏和达高科REIT的孵化器项目的前十大租户租赁面积占比最低，均小于40%，最大租户租赁面积占比也较低，在5%以下。

各REITs底层资产重要租户租赁面积占比

		租户数	前十大租户租赁面积占比	最大租户租赁面积占比
蛇口产业园REIT	万融大厦	79	32.11%	4.55%
	万海大厦	96	33.86%	4.80%
	光明科技园加速器二期	95	39.48%	10.08%
张江REIT	张江光大园	34	81.60%	25.94%
	张润大厦	16	96.76%	39.98%
东吴苏园REIT	国际科技园五期B区	345	21.22%	4.56%
	2.5产业园一期/二期	117	25.58%	4.29%
中关村REIT		69	62.45%	16.40%
合肥高新产业园REIT	高新睿成资产	/	38.12%	12.25%
	高新君道资产	/	42.52%	21.51%
临港创新智造产业园REIT	临港奉贤智造园一期	7	100.00%	51.36%
	临港奉贤智造园三期	15	86.75%	30.32%
国泰君安东久新经济REIT	东久（金山）智造园	14	45.66%	9.72%
	东久（昆山）智造园	12		
	东久（无锡）智造园	10		
	东久（常州）智造园	9		
华夏和达高科REIT	和达药谷一期项目	/	51.37%	14.40%
	孵化器项目	/	22.99%	3.38%
湖北科投光谷产业园REIT		49	72.81%	27.57%

2.2 底层资产运营出租情况 —— 租户比例

租户行业相近有集群效应，多元则有分散风险的效果

- **租户业态构成情况：**各项目底层资产均具有多元化的租户基础，张江REIT、合肥高新产业园REIT、东久新经济REIT、中关村REIT、临港创新智造产业园REIT底层资产的租户行业集中度较高，存在一定的产业集聚效应，有助于建立租户粘性；蛇口产业园REIT、和达高科REIT底层资产的租户同一行业集中度相对较低，但行业与行业之间存在协同效应，也有助于提升租户粘性。对于有政策调控的行业（例如教育、金融、房地产等），调控过程中稳定性较弱，可能会对底层资产出租率和租金有一定影响。

各底层资产租户前五名行业组成情况

蛇口产业园REIT					张江REIT					合肥高新产业园REIT				国泰君安东久新经济REIT							
万融大厦		万海大厦		招商局光明科技园		张江光大园		张润大厦		高新睿成资产		高新君道资产		东久(金山)智造园		东久(昆山)智造园		东久(无锡)智造园		东久(常州)智造园	
行业	面积占比	行业	面积占比	行业	面积占比	行业	面积占比	行业	面积占比	行业	面积占比	行业	面积占比	行业	面积占比	行业	面积占比	行业	面积占比	行业	面积占比
文化创意产业园	25.95%	新一代信息技术	28.44%	高端制造业	31.80%	在线新经济	51.77%	先进制造业	45.97%	电子信息	59.35%	电子信息	72.02%	汽车装备	33.73%	信息产业	44.02%	汽车装备	41.70%	精密机械	56.49%
新一代信息技术	25.57%	文化创意产业园	26.37%	生物产业	18.20%	金融科技	30.31%	信息科技	21.87%	现代服务业	23.63%	现代服务业	12.08%	精密机械	32.89%	精密机械	40.23%	高新材料	23.51%	高新材料	20.70%
传统产业	14.15%	传统产业	8.43%	新一代信息技术产业	13.70%	集成电路	8.28%	集成电路	20.51%	餐饮业	7.00%	先进制造	5.81%	高新材料	23.63%	汽车装备	10.66%	信息产业	22.08%	汽车装备	17.71%
商业	9.63%	电子商务服务	6.71%	创新创业服务	10.30%	先进制造业	6.63%	商贸服务	7.85%	先进制造	2.56%	金融	3.13%	信息产业	5.89%	高新材料	5.09%	精密机械	12.71%	生物医药	5.10%
创新创业服务	8.43%	新能源新材料	6.71%	传统产业	8.70%	产业服务配套	3.01%	产业服务配套	3.63%	生物医药与医疗器械	2.45%	新能源与节能	2.82%	环保设备	3.87%	/	/	/	/	/	/
东吴苏园REIT				中关村REIT				临港创新智造产业园REIT				华夏和达高科REIT				湖北科投光谷产业园REIT					
国际科技园(2020年底)		2.5产业园		软件和信息技术服务		科技推广和应用服务		临港奉贤智造园一期		临港奉贤智造园三期		和达药谷一期项目		孵化器项目		行业	面积占比				
行业	面积占比	行业	面积占比	行业	面积占比	行业	面积占比	行业	面积占比	行业	面积占比	行业	面积占比	行业	面积占比	行业	面积占比				
信息技术	56.44%	信息技术	29.42%	软件和信息技术服务	53.80%	汽车装备	63.77%	精密机械	40.00%	大学医药研究院	26.49%	科技推广和应用服务业	32.53%	信息技术	40.81%						
专业服务	8.22%	房地产	12.73%	科技推广和应用服务	27.85%	生物医药	12.48%	高新材料	34.64%	科技推广和应用服务业	25.59%	软件和信息技术服务业	18.70%	金融科技	27.57%						
集成电路	5.25%	科技技术	10.12%	商务服务	8.58%	高新材料	12.48%	生物医药	12.34%	医药制造业	12.31%	批发业	12.05%	专业服务	17.28%						
金融机构	5.08%	运输服务	8.01%	餐饮	2.75%	精密机械	11.27%	环保设备	7.02%	研究和试验发展	10.35%	研究和试验发展	11.08%	教育	7.36%						
人工智能	4.41%	机械仪器及制造业	5.24%	货币金融服务	2.42%	/	/	其他	5.17%	专业技术服务业	9.86%	商务服务业	7.74%	金融	2.39%						

资料来源：招募说明书，浙商证券研究所；注：数据均以招股说明书发布时间为准；

2.2 底层资产运营出租情况 —— 租约到期

各项目租约年限在3年左右，2023年-2024年多项目面临续租

- 租约年限情况：**蛇口产业园项目租约期限在1-3年，张江光大园租约期限主要集中在5年以上，东吴苏园项目的国际科技园租约期限在1-3年，中关村项目租约期限为2-3年，华夏合肥高新REIT有24%的租户租赁合约为5年，17%的租户租赁合约在3-5年，46%的租户合约在2年以下，临港REIT底层资产以3-5年和5年以上租约为主，5年以上的租约占比70.56%；东久新经济REIT签约期多在5年及5年以上；和达高科REIT底层资产租约期限以1-3年为主，湖北科投光谷REIT期限超过3年（含3年）的租约占比为66.50%，期限超过5年（含5年）的租约占比为38.24%。由此可见，各产业园项目底层资产租约期限基本为3年，设置较为合理。一定年限的租约可以保证租金的稳定性，同时留有续约调租的空间。
- 租约到期分布情况：**总体来说，各项目于2023-2024年期间或将面临一轮租约集中到期风险。2023-2024年间除了临港创新产业园REIT外，其他REIT底层资产中大部分将面临租约到期。临港创新产业园REIT底层资产租户客群多元化，租户实力较强，整体租赁期限分布合理且因其产业载体属性，主要行业集中在精密机械、高新材料、汽车装备和生物医药等高新技术行业。

各REIT底层资产租约到期统计

	蛇口产业园REIT (2021)	蛇口扩募资产 (2023)	张江光大园REIT (2021)	张江扩募资产 (2023)	东吴苏州REIT (2021)	中关村REIT (2021)	合肥高新REIT (2022)	临港创新REIT (2022)	东久新经济REIT (2022)	和达高科REIT (2022)	湖北科投光谷 REIT (2023)
2021	32.24%	/	34.86%	/	36.35%	8.93%	/			/	/
2022	27.59%	/	58.17%	/	25.52%	34.40%	30.31%	15.08%		24.21%	/
2023	30.91%	34.40%	6.72%	58.11%	26.90%	41.90%	55.86%		63.35%	60.09%	34.12%
2024	2.75%	34.30%		36.46%	5.40%	5.79%		3.32%			45.59%
2025		25.70%	0.25%	2.06%			13.83%	4.84%			14.78%
2026	6.51%	5.60%	/	3.37%	5.84%	8.98%	/	3.16%		4.94%	0.53%
2027		/	/				/	48.41%			
2028	/	/	/	/	/	/	/	25.20%	36.65%	9.14%	4.97%
2029及之后	/	/	/	/	/	/	/	/		1.62%	

2.3 收入、利润、成本情况

不同批次REITs表现分化，临港创新智造REIT运营效率最佳

- **2021年首批上市的4支REITs在2023年Q1业绩均出现下滑：**受2023年宏观经济下行影响，2021年首批上市REITs底层资产出租率均出现不同程度的下滑，营业收入相较于2022年Q1仅东吴苏园REIT上升，其余REITs营业收入均下滑。东吴REIT出租率略微下滑，影响不大。蛇口产业园、张江光大、中关村收入同比分别下滑12.7%、32.4%、27.1%。蛇口REIT2023Q1的EBITDA率不降反升，主要是其成本下降较多所致。张江REIT2023Q1营业成本上升，主要是因为其折旧摊销比重较去年增加7pct进而导致成本大幅上升，EBITDA加回折旧摊销后维持去年水平。其他两个REIT的EBITDA率下滑主要是因为其为了招商运营而增加了部分成本。
- **2022年上市的4支REITs盈利状况良好：**从前文出租率上可以得出这四支REITs今年以来出租率整体维持稳定上升趋势，表现较优，EBITDA率均维持在60%以上。其中毛利率和EBITDA率最高的位临港创新智造REIT，该REIT底层资产均接近满租且主导行业为高新制造业，受宏观经济影响较小。
- **2023年上市的湖北科投光谷REIT从盈利水平上来看处于版块内中等水平：**该REIT从项目公司披露的近两年财务数据来看，2022年收入和成本同比分别增加14.9%和12.8%，毛利率、净利率和EBITDA利润率略有下降。

各REITs成本支出及占营业收入比例（万元）

	2021年上市REITs								2022年下半年上市REITs				2023年上市REIT	
	蛇口产业园REIT		张江REIT		东吴苏园REIT		中关村REIT		合肥高新产业园REIT	临港创新智造REIT	东久新经济REIT	和达高科REIT	湖北科投光谷产业园REIT	
	2022Q1	2023Q1	2022Q1	2023Q1	2022Q1	2023Q1	2022Q1	2023Q1	2023Q1	2023Q1	2023Q1	2023Q1	2021	2022
收入	3416	2981	2374	1604	7189	7251	6199	4517	2384	1223	2713	2900	/	/
营业收入	3,340	2,935	2,374	1,604	7,189	7,098	6,151	4,403	2,359	1,640	2,702	2,761	10,587	10,744
营业成本	469	257	2,301	2,155	1,460	1,637	2,500	2,525	885	558	1,336	1,545	3,286	3,706
营业成本占比	14%	9%	97%	134%	20%	23%	41%	57%	38%	34%	49%	56%	31%	34%
毛利率	86%	91%	3%	-34%	80%	77%	59%	43%	62%	66%	51%	44%	69%	66%
净利率	32%	38%	-26%	-73%	33%	30%	33%	11%	76%	57%	52%	8%	42%	39%
EBITDA利润率	76%	85%	73%	74%	64%	61%	68%	56%	68%	84%	73%	60%	68%	65%

资料来源：招募说明书，REITs公告，浙商证券研究所；注：临港创新产业园REIT和东久新经济REIT的营业成本已另加上折旧摊销；中金湖北科投REIT的EBITDA=净利润+折旧+税金，未披露项目公司利息费和摊销费，其他项目EBITDA采用基金层面EBITDA率而非项目层面EBITDA率；中金湖北科投光谷REIT于2023年6月上市，仅可使用招股说明书中项目公司历年数据横向对比；

2.3 资产负债情况

项目财务负债结构合理，变化符合业务发展

- 资产情况：**从资产构成结构来看，投资性房地产占REITs总资产比重的75%以上，其他构成部分为货币资金、应收账款等。上市的9支产业园REITs中，有4支REITs投资性房地产占总资产比重超过90%，3支超过80%但小于90%，2支超过75%但小于80%。其中，蛇口产业园REIT投资性房地产占总资产比重最高，为96.59%。东久新经济REIT投资性房地产占总资产比重最低，为78.00%。
- 负债情况：**从资产负债率上看，除华夏和达高科REIT以外，其他REITs的资产负债率均在22%以下，财务状况良好。华夏和达高科REIT资产2022年6月底负债率较高原因是系孵化器项目的长期借款较多，长期借款系建设项目所需发生，REITs上市前已偿还大部分（借款金额3.87亿元于招股说明书出具日仍保留1.5亿元），目前科目余额已转入一年内到期的非流动负债科目，故无长期借款余额数据。张江REIT、东吴苏园REIT、华夏合肥高新REIT、湖北科投光谷产业园REIT资产负债率均在10%以下，财务稳健。

2022年底和2022年6月底资产负债情况（百万元）

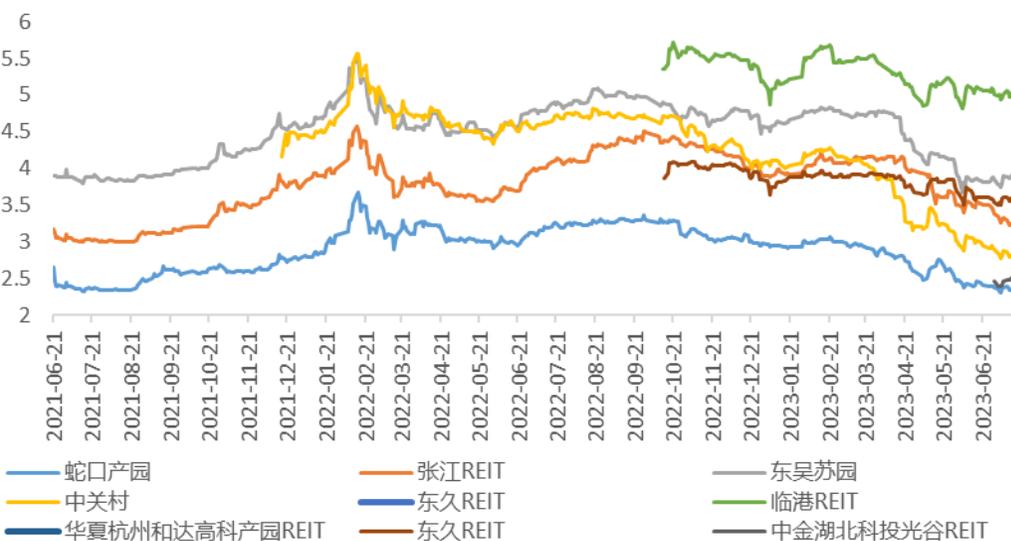
	蛇口产业园REIT	张江REIT	东吴苏园REIT	中关村REIT	华夏合肥高新REIT	临港创新产业园REIT	东久新经济REIT	华夏和达高科REIT	湖北科投光谷产业园REIT
	2022年底	2022年底	2022年底	2022年底	2022年底	2022年底	2022年底	2022年6月底	2022年底
总资产	2522.82	1428.13	3625.70	3692.84	1669.39	957.89	1753.86	1240.05	685.87
货币资金	31.09	78.20	245.36	4.71	64.19	36.52	71.52	69.41	85.09
应收账款	2.75	2.32	10.16	1.99	8.08	9.20	23.28	14.81	14.35
投资性房地产	2436.80	1347.51	3339.92	2980.65	1340.68	725.52	1368.03	1147.85	567.61
总负债	480.86	47.44	119.16	796.87	117.46	121.62	217.98	954.26	55.50
应付账款	3.10	2.57	0.00	2.86	0.00	2.86	1.00	20.20	9.41
应付管理人报酬及托管费	0.31	2.38	5.34	7.72	4.05	0.57	1.04	/	/
长期借款	300.32	0.00	0.00	460.46	0.00	0.00	0.00	/	/
其他负债	33.65	39.05	96.53	84.92	5.06	8.13	41.63	/	/
净资产	2041.97	1380.70	3506.55	2895.97	1551.93	836.27	1535.88	285.79	630.37
资产负债率	19.06%	3.32%	3.29%	21.58%	7.04%	12.70%	12.43%	76.95%	8.09%
占比									
投资性房地产/总资产	96.59%	94.35%	92.12%	80.71%	80.31%	75.74%	78.00%	92.56%	82.76%
长期借款/总负债	62.46%	0.00%	0.00%	57.78%	0.00%	0.00%	0.00%	/	/
其他负债/总负债	7.00%	82.31%	81.01%	10.66%	4.31%	6.69%	19.10%	/	/

2.3 价格、交易和估值情况

自上市以来先出现上涨，后价格回落，出租率稳定性为投资者关注要素

- **首批上市REITs于2022年2月达到峰值，略有下滑后在高位区间波动，2023年3月以来持续下跌至今，部分REITs跌破发行价：**2021年首批上市的产业园区REITs因其稀有资产属性，二级市场价格一路攀升，2022年1月底财政部、税务总局REITs试点税收优惠政策颁布后，价格达到顶峰。2022年资产运营平稳，且国内经济预期向好，2022年股价均在高位区间波动。2023年以来，经济预期持续下行，REITs底层资产租约在该时间短均面临集中到期挑战，再加上哲库退租事件影响和一季度业绩不及预期影响，投资人信心下滑，对资产运营稳定性要求更高，REITs价格下跌至今。截至2023年7月14日，现价高于发行价的REITs仅有张江REIT、东吴苏园REIT、临港创新产业园REIT、东久新经济REIT。
- **出租率稳定性是影响投资者对产业园REITs表现预期的重要因素之一：**2022年中关村REIT因其底层资产接近满租的出租率和地处北京的优越地理位置，以后来者居上姿态创下产业园REITs板块股价记录，但2023年中关村REIT股价下跌最为严重，其整体出租率下滑至81%。华安张江光大产业园REIT虽受到哲库退租事件影响，但出租率仍保持90%以上，加上有新扩募资产的增持，股价下跌后仍高于发行价。
- **产业园REITs估值整体较合理：** $PV乘数 = REITs估值 / ABS估值$ ，可用于衡量REITs溢价率水平。目前PV乘数高于1的有华夏合肥高新REIT、临港创新产业园REIT及东久新经济REIT。

各产业园REITs价格走势（元）



各产业园REITs市场表现

	蛇口产业园REIT	张江REIT	东吴苏园REIT	中关村REIT	华夏合肥高新REIT	临港创新产业园REIT	东久新经济REIT	华夏和达高科REIT	湖北科投光谷产业园REIT
	180101.SZ	508000.SH	508027.SH	508099.SH	180102.SZ	508020.SH	508088.SH	180103.SZ	508019.SH
价格情况									
发行价(元)	2.31	2.99	3.88	3.20	2.19	4.12	3.04	2.81	2.63
现价(元)	2.36	3.25	3.91	2.81	2.14	5.02	3.60	2.51	2.51
上市以来涨跌幅	2.34%	8.63%	0.88%	-12.09%	-2.47%	21.84%	18.62%	-10.68%	-4.38%
日均涨跌幅	2.32%	3.42%	1.90%	-0.38%	0.64%	5.10%	4.44%	-2.08%	-0.84%
交易情况									
日均换手率	1.06%	-3.38%	0.83%	1.16%	0.73%	1.50%	0.95%	0.54%	0.11%
日均交易量(万份)	490	373	344	378	178	134	165	99	24
占流通份额比例	0.85%	0.95%	0.64%	0.65%	0.73%	1.50%	0.95%	0.53%	0.11%
日均振幅	1.51%	1.61%	1.42%	1.24%	0.51%	0.70%	0.66%	0.36%	0.07%
估值情况									
中债估值收益率	5.86%	4.21%	4.81%	5.68%	5.60%	5.62%	6.12%	6.39%	5.80%
REITs估值(元)	2.36	3.25	3.91	2.81	2.14	5.02	3.60	2.51	2.51
ABS估值(元)	2.71	3.4118	4.37	3.80	2.09	3.88	2.92	2.99	2.58
PV乘数	0.87	0.95	0.89	0.74	1.01	1.29	1.23	0.83	0.97

2.4 REITs收益完成情况

2021年上市REITs营收不及预期，2022年上市REITs营收状况良好

- 后来者居上，首批发行REITs营收完成情况不及预期：**
 2021年上市的四支REITs2022年的实际收入均不及预期，其中博时蛇口产业园REIT完成比例最低，为75.80%，华安张江光大REIT完成比例最高，为98.76%。2022年10月上市的合肥高新REIT、临港创新智造产业园REIT、东久新经济REIT2022年Q4营业收入均完成了招股说明书中预测的2022年下半年营业收入的50%以上，完成情况较好。2023年上市的和达高科REIT2023年Q1营业收入完成了招股书中预测的2023年全年营业收入的27.37%，完成情况较好。
- 可供分配金额整体良好：**2021年上市的四支REITs受经济形势波动和退租事件的影响，营业收入虽下滑，但基金采取了下调基金管理人管理费等方式来弥补部分业绩。除博时蛇口产业园REIT2022年完成计划比例低于100%外，其余四支均完成100%以上。2022年上市的四只REIT仅披露2022年Q4季报，均完成了招股说明书中预测的2022年下半年可供分配金额预测值60%以上。其中，临港创新智造产业园REIT2022年Q4完成比例最高，为77.68%，合肥高新产业园REIT2022年Q4完成比例最低，为66.42%。和达高科REIT2023年Q1完成其全年计划的24.92%，仍需要关注其后续营收状况。

各产业园REITs收益及计划完成情况 (万元)

2021年上市REITs		博时蛇口产业园REIT	华安张江光大REIT	东吴苏园产业REIT	建信中关村REIT	
项目层面营业收入	2021实际值 (自上市半年)	7,691	5,048	14,545	/	
	2022预测值	14,532	8,395	24,445	22,190	
	2022实际值	11,016	8,291	22,326	19,200	
	2022完成本年计划比例	75.80%	98.76%	91.33%	86.52%	
基金层面EBITDA	2021实际值	6,021	3,856	8,453	/	
	2022预测值	7,208	5,927	14,662	14,665	
	2022实际值	9,348	6,333	16,541	13,420	
	2022完成本年计划比例	129.70%	106.86%	112.82%	91.51%	
基金层面可供分配金额	2021实际值	5,284	4,226	9,262	/	
	2022预测值	9,267	6,042	15,215	12,492	
	2022实际值	8,661	6,247	15,979	12,508	
	2022完成本年计划比例	93.46%	103.39%	105.02%	100.13%	
2022-2023年上市REITs		合肥高新产业园REIT	临港创新智造产业园REIT	东久新经济REIT	和达高科REIT	湖北科投光谷产业园REIT
项目层面营业收入	2022预测值 (下半年)	4,604	2,348	4,947	10594 (2023预测值)	11304 (2023预测值)
	2022实际值 (Q4)	2,705	1,499	2,750	2900 (2023Q1实际值)	/
	2022完成本年计划比例	58.76%	63.86%	55.60%	27.37%	/
	基金层面EBITDA	2022预测值 (下半年)	2,782	1,108	3,411	7089.25 (2023预测值)
	2022实际值 (Q4)	2,640	1,574	2,530	1732 (2023Q1实际值)	/
	2022完成本年计划比例	94.92%	142.05%	74.18%	24.42%	/
基金层面可供分配金额	2022预测值 (下半年)	3,127	1,731	3,696	5925.98 (2023预测值)	7271 (2023预测值)
	2022实际值 (Q4)	2,077	1,345	2,587	1477 (2023Q1实际值)	/
	2022完成本年计划比例	66.42%	77.68%	70.00%	24.92% (2023Q1完成全年计划比例)	/

2.4 实际分配及收益率情况

从上市至今表现来看，产业园REITs整体收益可观，主要来自资产增值收益

- **分红收益占综合收益率比例较低，REITs仍以股性占主导：**以发行价为基准，各产业园REITs年化分红率均高于3.7%。2021年上市的四支REITs中，博时蛇口产业园REIT、华安张江光大REIT均完成当期可供分配金额计划比例的90%以上，华安张江光大REIT分红率最高，为6.06%，显著高于其预测现金分派率。
- **资产增值收益是产业园REITs收益主要来源，REITs仍然以股性为主导：**各支REITs自上市以来均价均高于发行价，相比于分红率，资产增值带来的收益占据总收益率大部分比重，REITs的股性较强。从总收益率来看，东吴苏园产业REIT、建信中关村REIT上市以来资产增值最多，总收益率分别为98.92%、89.11%。华安张江光大REIT排第三，总收益率为70.05%。和达高科REIT总收益率最低，仅6.55%，总收益率以分红率为主导。其他三支2022年上市REITs的总收益率也不及2021年上市的REITs，其主要原因是2022年上市REITs上市时间不长，不具备2022年初政策持续利好阶段带来的资产溢价，市场持续扩容，资产稀缺属性下降，市场趋于理性。

各产业园REITs实际分配金额情况（万元）

2021年上市REITs	博时蛇口产业园REIT	华安张江光大REIT	东吴苏园产业REIT	建信中关村REIT	2022年上市REITs	合肥高新产业园REIT	临港创新智造产业园REIT	东久新经济REIT	和达高科REIT
	180101.SZ	508000.SH	508027.SH	508099.SH		180102.SZ	508020.SH	508088.SH	180103.SZ
分配基准日	2022年12月31日	2022年12月31日	2022年12月31日	2022年12月31日	分配基准日	2023年3月31日	2023年3月31日	2023年3月31日	2023年3月31日
发行价	2.310	2.310	2.310	2.310	发行价	2.190	4.120	3.035	2.808
上市至今均价	2.876	3.788	4.492	4.280	上市至今均价	2.476	5.328	3.860	2.965
实际分配金额	7,802.90	7,000.00	9,261.00	4,409.99	实际分配金额（预测） ²	1,869.38	1,210.07	2,328.62	1,329.30
可供分配金额	8,661.17	6,247.29	15,978.78	12,507.72	可供分配金额	2,077.09	1,344.52	2,587.36	1,477.00
完成当期可供分配计划比例	93.46%	103.39%	105.02%	100.13%	完成当期可供分配计划比例	66.42%	77.68%	70.00%	24.92%
分红比例	90.09%	112.05%	57.96%	35.26%	分红比例	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%
单位实际分配金额	0.0867	0.1400	0.1029	0.0882	单位实际分配金额(Q1预测) ³	0.0267	0.0605	0.0466	0.0266
分红率（按发行价）	3.75%	6.06%	4.45%	3.82%	分红率（按发行价预测，年化）	4.88%	5.87%	6.14%	3.79%
总收益率（按发行价） ¹	28.24%	70.05%	98.92%	89.11%	总收益率（按发行价）	14.29%	30.79%	28.73%	6.55%

资料来源：Wind，招募说明书，REITs公告，浙商证券研究所；注：①总收益率=资产增值收益+分红收益，分红收益基于发行价计算得到，且分红不用于再投资，资产增值收益为自上市至2023年7月14日价格涨幅；②2022年上市REITs最新报告为2023年一季报，预测的实际分配金额以报表Q1可供分配金额*90%计算；③预测的Q1单位实际分配金额用预测实际分配金额/股份数计算；中金湖北科投光谷REIT因刚上市不久，无任何经营数据披露，故此处不进行分析。

2.5 未来预期假设

对各底层资产租金增长率预期持乐观态度

- 租金增长率预期：总的来说，除租金不增长的时期以外，各个项目租金增长率预测在2%-5%之间。大部分项目的预测租金增长率随着时间的增加递减，如蛇口产业园REIT的万融大厦及万海大厦、中关村REIT的互联网创新中心5号楼、合肥高新REIT、临港创新智造产业园REIT、国泰君安东久新经济REIT、华夏和达高科REIT、湖北科投光谷产业园REIT。张江REIT两个资产均预设租约期内租金不增长，其他租约每年递增3%或3.5%，为正常情况下产业园租金增长率，预测较为保守。蛇口产业园REIT的光明科技园加速器二期办公及厂房均预设首年不增长，而后租金增长率递增，原因是估价对象所处区域是深圳战略性新兴产业聚集区，如智能网联汽车、新材料、新能源等行业，产业有充足的需求，而未来该地区同类办公、研发空间供应放缓，故预测租金稳中有升。

各REIT底层资产租金增长率预测

REITs	底层资产	阶段1	阶段2	阶段3	阶段4	阶段5	阶段6
蛇口产业园REIT	万融大厦	不增长	Y2-Y4: 4%	Y5-Y10: 3%	Y11-剩余期限: 2.5%		
	万海大厦	不增长	Y2-Y4: 4%	Y5-Y10: 3%	Y11-剩余期限: 3%		
	光明科技园加速器二期办公	2023不变	2024年起增长2%	2025年起及以后增长3%	/		
	光明科技园加速器二期厂房	2023不变	2024年起增长3%	2025年起及以后增长4%	/		
张江REIT	张江光大园	租约期外及未出租部分租金每年递增3%，年限为土地使用年限35年					
	张润大厦	租约期内假设租金不递增；租约期满后15年租金收入增长率为3.5%，期后至收益期满，租金收入增长率为3%					
东吴苏园REIT	国际科技园五期B区	2021-2022为0，之后2%					
	2.5产业园一期/二期	2021-2022为0，之后2%					
中关村REIT	互联网创新中心5号楼	第1-2年不增长	3-10年: 3%	11年及后: 2.5%	/		
	协同中心4号楼	第1年不增长	第2年: 0%; 第3年: 5%	第4年: 0%; 第5年: 5%	第6年: 0%; 第7年: 5%	第8年: 0%; 第9年: 5%	第10年: 0%; 11年及以后: 2.5%
合肥高新产业园REIT	孵化加速器	假设签约三年，首年不增，后两年每年递增2.50%					
	高新睿成资产	2022-2024年: 35元/平方米/月	2025年: 40元/平方米/月	2026-2033年: 3.0%	2034-2048年: 2.5%	2049年及以后: 2.0%	
临港创新智造产业园REIT	高新君道资产	2022-2024年: 35元/平方米/月	2025年: 40元/平方米/月	2026-2033年: 3.0%	2034-2048年: 2.5%	2049年及以后: 2.0%	
	临港奉贤智造园一期	2023-2026: 5%	2027-2029: 4%	2030及以后: 3%	/		
国泰君安东久新经济REIT	临港奉贤智造园三期	2023-2026: 5%	2027-2029: 4%	2030及以后: 3%	/		
	东久(金山)智造园	2026及之前: 5%	2027-2029: 4%	2030及以后: 3%	/		
	东久(昆山)智造园	2026及之前: 5%	2027-2029: 4%	2030及以后: 3%	/		
	东久(无锡)智造园	2026及之前: 4%	2027及以后: 3%	/			
华夏和达高科REIT	东久(常州)智造园	2022-2026: 4%	2027-2031: 3%	2032及以后: 2.5%	/		
	和达药谷一期项目研发办公及配套商业	2022年7-12月: 1.40元/平方米/天	2023: 1.51元/平方米/天	2024-2037: 3%	2038及以后: 2.5%		
	和达药谷一期项目配套公寓及商业部分	2022年7-12月: 1.40元/平方米/天	2023-2037: 3%	2038及以后: 2.5%	/		
湖北科投光谷产业园REIT	孵化器项目	2022年7-12月: 1.58元/平方米/天	2023: 1.67元/平方米/天	2024-2025: 4%	2026年及以后: 3%		
	光谷软件园 A1-A7 栋	2023年为0%	2024-2031年为3.5%	2032及以后为2.5%	/		
	光谷软件园 C6 栋	2023年为0%	2024-2031年为3.5%	2032及以后为2.5%	/		
	光谷软件园 E3 栋	2023年为0%	2024-2031年为3.5%	2032及以后为2.5%	/		
	互联网+项目	2023年为0%	2024-2031年为3%	2032及以后为2.5%	/		

2.5 未来预期假设

对各底层资产出租率的预期持乐观态度

- 出租率预期值：各项目出租率预期值均较为乐观，以95%为众数，5年后的出租率预测均稳定在85%-98%区间。预测出租率逐年递增最终稳定保持不变的项目有蛇口产业园REIT的万融大厦、东吴苏园REIT、合肥高新产业园REIT、中关村REIT的孵化器项目、华夏和达高科REIT、湖北科投光谷REIT的光谷软件园A1-A7栋、C6栋、互联网+项目，原因是其底层资产较为优质，原始出租率尚有提升空间；预测出租率先减后增的有湖北科投光谷REIT的光谷产业园E3栋项目，其原因是评估当年为满租状态，需考虑到后续租约集中到期需重新招商或续约对出租率产生的影响；预测出租率稳定或变化不大的有蛇口产业园REIT万海大厦及光明科技园加速器二期、张江REIT、中关村REIT互联网创新中心5号楼、临港创新智造产业园REIT、国泰君安东久新经济REIT，原因是其底层资产接近满租，维持原状即可；预测出租率递减的有中关村REIT的协同中心4号楼，原因是原始出租率为100%，故预测出租率未来下跌到98%，为保守预测。**

各REIT底层资产出租率预测

REITs	底层资产	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	Y6	Y7	Y8	Y9	Y10	Y11及以后
蛇口产业园REIT	万融大厦	87.00%	90.00%	/	/	/	/	/	/	/	/	/
	万海大厦	92.00%	92.00%	/	/	/	/	/	/	/	/	/
	光明科技园加速器二期办公	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%
	光明科技园加速器二期厂房	98.00%	98.00%	98.00%	98.00%	98.00%	98.00%	98.00%	98.00%	98.00%	98.00%	98.00%
张江REIT	张江光大园	98.34%	98.68%	/	/	/	/	/	/	/	/	/
	张润大厦	95.00%	/	/	/	/	/	/	/	/	/	/
东吴苏园REIT	国际科技园五期B区	86.00%	86.00%	/	/	/	/	/	/	/	/	/
	2.5产业园一期/二期	75.00%	80.00%	/	/	/	/	/	/	/	/	/
中关村REIT	互联网创新中心5号楼	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%
	协同中心4号楼	100.00%	100.00%	98.00%	98.00%	98.00%	98.00%	98.00%	98.00%	98.00%	98.00%	98.00%
	孵化器加速器	85.00%	85.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%
合肥高新产业园REIT	高新睿成资产	87.00%	87.00%	87.00%	88.00%	89.00%	89.50%	89.50%	89.50%	89.50%	89.50%	89.50%
	高新君道资产	90.00%	90.00%	90.00%	90.50%	90.50%	91.50%	91.50%	91.50%	91.50%	91.50%	91.50%
临港创新智造产业园REIT	临港奉贤智造园一期	97.00%	97.00%	97.00%	97.00%	97.00%	97.00%	97.00%	97.00%	97.00%	97.00%	97.00%
	临港奉贤智造园三期	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%
国泰君安东久新经济REIT	东久(金山)智造园	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%
	东久(昆山)智造园	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%
	东久(无锡)智造园	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%
	东久(常州)智造园	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%
华夏和达高科REIT	和达药谷一期项目办公	93.00%	93.00%	93.00%	93.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%
	和达药谷一期项目公寓	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%
湖北科投光谷产业园REIT	孵化器项目	90.00%	90.00%	91.00%	91.00%	92.00%	92.00%	92.00%	92.00%	92.00%	92.00%	92.00%
	光谷软件园 A1-A7 栋	90.00%	92.00%	93.00%	93.00%	93.00%	93.00%	93.00%	93.00%	93.00%	93.00%	93.00%
	光谷软件园 C6 栋	78.00%	83.00%	88.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%	90.00%
	光谷软件园 E3 栋	100.00%	100.00%	75.00%	80.00%	85.00%	90.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%	95.00%
	互联网+项目	80.00%	85.00%	90.00%	92.00%	92.00%	92.00%	92.00%	92.00%	92.00%	92.00%	92.00%

2.5 估值结果及预期收益

2021年上市REITs各底层资产估值单价因区位而异，预期现金分派率均高于4.10%

- 估值情况：**由于各底层资产原本以成本法计算入账，运营多年折旧摊销损失较多，故通过收益法估值较账面价值偏差较大；估值单价层面，东吴苏园底层资产位于苏州市，单价偏低，国际科技园和2.5产业园估值单价分别为5,642元/平方米和6,582元/平方米，而其余三个项目估值单价可达到五位数，其中张江光大园单价最高，为29,050元/平方米，且各底层资产估值呈小幅增长态势。
- 预期收益情况：**折现率假设层面，东吴苏园项目为6.5%，蛇口产业园REIT新扩募资产折现率为6.25%，其余均为6.0%，均采用安全利率+风险报酬率的方式确定其折现率；预测分派率层面，各项目均高于4.10%，中关村项目最高，2022年预计达到4.78%；资本化率层面，各项目分布在4.44%-5.09%，其中蛇口产业园资本化率最低，为4.44%。

2021年上市各底层资产估值及预期收益情况

项目		蛇口产业园REIT			张江REIT		东吴苏园REIT		中关村REIT		
		万融大厦	万海大厦	光明科技园加速器二期	张江光大园	张润大厦	国际科技园	2.5产业园	互联网创新中心	协同中心	孵化加速器
时点	折现率假设	6.00%	6.00%	6.25%	6.00%	6.00%	6.50%	6.50%	6.00%	6.00%	6.00%
估值情况											
2020年 12月31日	收益法估值 (亿元)	10.35	14.93	/	14.70	/	18.30	15.20	15.48	7.12	8.13
	估值单价 (元/平方米)	24,816	27,858	/	28,853	/	5,542	6,582	18,842	22,388	15,392
	账面原值 (亿元)	2.07	2.32	/	4.77	/	9.83	8.64	5.56	2.58	3.76
	评估增值率	400.2%	542.3%	/	208.2%	/	86.2%	76.0%	178.2%	176.5%	116.4%
2021年 12月31日	收益法估值 (亿元)	25.34	/	/	14.80	/	33.60	/	/	/	/
	估值单价 (元/平方米)	26,590	/	/	29,050	/	5,988	/	/	/	/
	估值变动	0.24%	/	/	0.68%	/	0.30%	/	/	/	/
2022年12月31日	总估值 (亿元)	25.11	11.72	14.71	14.77	18.35	15.25	30.76			
	账面价值 (亿元)	24.37	4.07	13.48	7.13	33.40	29.81				
	总评估增值率	3.04%	187.98%	9.15%	107.22%	0.60%	3.20%				
预期收益情况											
资本化率		4.44%	4.90%	4.73%	/	4.93%	4.56%	4.76%	5.04%	5.09%	
2021年	预测现金分派率	4.10%	/	4.74%		4.50%		4.62%			
2022年		4.16%	/	4.11%		4.54%		4.78%			
2023年		/	4.35%	/	4.39%	/	/				
2024年		/	/	/	4.35%	/	/				

资料来源：招募说明书，底层资产评估报告，浙商证券研究所；注：①中关村项目评估价值和账面价值时点均为2021年6月30日，其余项目评估价值时点为2020年12月31日，账面价值时点为2020年6月30日；②中关村项目总估值时点为2021年6月30日，其余项目总估值时点为2021年12月31日，四个项目账面价值时点均为2021年报所披露数据；③蛇口产业园项目资本化率为2021年预测值，张江项目资本化率为2020年实际值，东吴苏园项目和中关村项目资本化率为2022年预测值；

2.5 估值结果及预期收益

2022-2023年REITs各底层资产估值单价因区位而异，预期现金分派率均高于4.10%

- 估值情况：**估值单价层面，2022-2023年上市REITs估值单价均未过万。除临港创新智造产业园REIT以外，其余REIT底层资产均位于能级较低城市，所以估值单价较低。湖北科投光谷产业园REIT底层资产估值单价最高，均在6000元/平方米以上，合肥高新产业园REIT底层资产估值单价最低，均在3500-4000元/平方米。折现率假设方面，临港创新智造产业园REIT和东久新经济REIT均以十年到期国家债券的收益率 2.82%加上风险报酬率计算，其他REITs均以一年期存款基准利率 1.50%加上风险报酬率计算。理论上来说，REITs均为现金流久期较长的投资品，无风险利率的选择会影响收益法估值，但在未来现金流曲线持续向上的情况下，选择不同的无风险利率得到的估值结果相差不大。
- 预期收益情况：**2022-2023年发行的REITs的预测现金分派率均在4%以上，资本化率在4.44%-6.58%区间。其中东久新经济REIT的资本化率和预测现金分派率均最高，东久无锡智造园REIT资本化率6.58%，2023年预测现金分派率5.41%。

2022-2023年各底层资产估值及预期收益情况

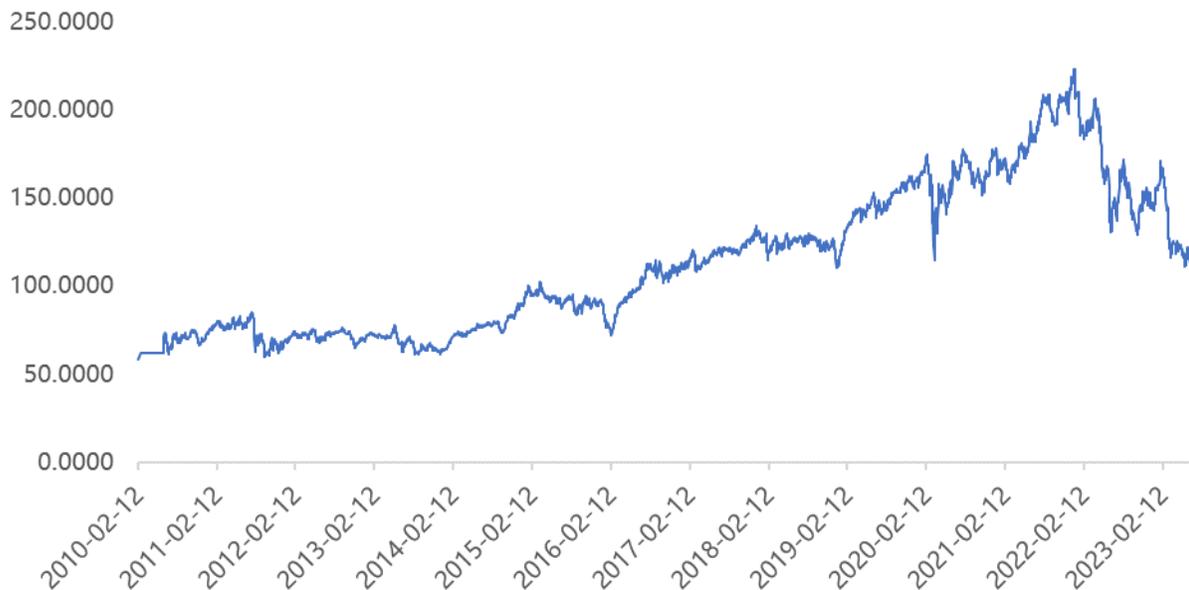
项目		合肥高新产业园REIT		临港创新智造产业园REIT		东久新经济REIT				和达高科REIT		湖北科投光谷产业园REIT			
		高新睿成资产	高新君道资产	临港奉贤智造园一期	临港奉贤智造园三期	东久(金山)智造园	东久(昆山)智造园	东久(无锡)智造园	东久(常州)智造园	和达药谷一期项目	孵化器项目	光谷软件园A1-A7栋	光谷软件园C6栋	光谷软件园E3栋	互联网+项目
时点	折现率假设	6.50%	6.50%	8.00%	8.00%	8.00%	8.25%	8.25%	8.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%	6.50%
估值情况															
2022年12月31日	总估值(亿元)	6.05	7.46	2.60	4.70	4.45	4.12	4.15	1.04	5.77	8.47	10.24	2.40	0.78	1.98
	估值单价(元/平方米)	3567	3984	6373	6447	5200	5237	4964	2883	6804	6839	9877	7965	6167	7095
	账面价值(亿元)	6.01	3.44	0.96	2.25	2.17	1.51	2.19	0.65	3.42	8.06	3.52	1.27	0.42	2.05
	总评估增值率	0.61%	117.00%	170.00%	109.00%	105.00%	173.00%	89.00%	60.00%	68.50%	5.19%	305.23%	133.71%	156.61%	8.89%
预期收益情况															
资本化率		4.44%	5.06%	5.47%	5.61%	5.82%	6.20%	6.58%	6.41%	5.12%	5.43%	5.33%			
2021年	预测现金分派率	/		/		/				/		/			
2022年		4.42%		4.74%		5.33%				4.11%		/			
2023年		4.44%		5.25%		5.41%				4.22%		4.72%			
2024年		/		/		/				/		4.98%			

第三部分 美国产业园REIT案例分析— —ARE REIT

3.1 美国ARE REIT简介

- **Alexandria Real Estate Equities, Inc.是美国马里兰州的一家公司，成立于1994年10月，已选择REIT进行联邦所得税征税，是股权类REITs。**公司是一家标准普尔500办公房地产投资信托公司，是首个也是最长的终身业主、运营商和开发商，专注于**AAA级创新集群位置的协同生命科学、农业技术和科技行业发展**。公司所处的AAA位置非常适合生命科学、技术和技术实体租赁，靠近专业技能、知识、机构和相关业务的集中地。这些关键的城市地点的特点是，新房东进入门槛高，租户退出门槛高，可用空间供应有限。
- **市值及股价走势：**ARE.N于1997年05月28日在美国纽约证券交易所上市，上市至今股价一路升高，上市初股价仅20.63USD/股，2022年3月31日股价达到巅峰值224.95USD/股，2022年底公司市值约350亿美元。截至2023年7月17日数据，目前股价下跌至119USD/股，截至2023年7月17日数据，公司市值为206.87亿美元。虽然自2022年以来股价持续下跌，但仍是上市初股价的5倍以上。
- **运营情况简介：**根据公司2022年年报，上市以来，公司管理的总面积由150万平方英尺（约14万平方米）扩张到7460万平方英尺（约690万平方米），管理的不动产数量由15个增加至432个，旗下租户由35个增加至上千个，营收从3500万美元增长至26亿美元，FFO从1700万美元增长至14亿美元。

2010-2023美国ARE.N股价走势（美元）



ARE.N上市至2022年底与可比公司、指数回报率对比

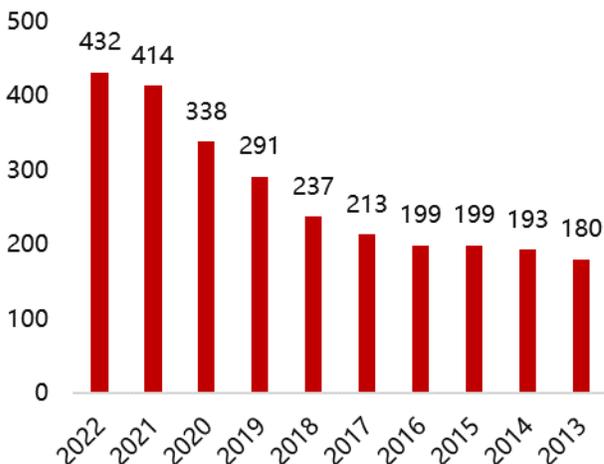
公司名	回报（自1997年5月27日至2022年12月31日）
ARE.N	1673%
沃尔玛	1349%
Berkshire Hathaway（美国保险公司）	988%
纳斯达克综合指数	838%
MSCI美国REIT指数	684%
标普500指数	628%
罗素2000指数	553%
富时NAREIT权益办公楼指数	307%

3.2 底层资产及租户基本概况

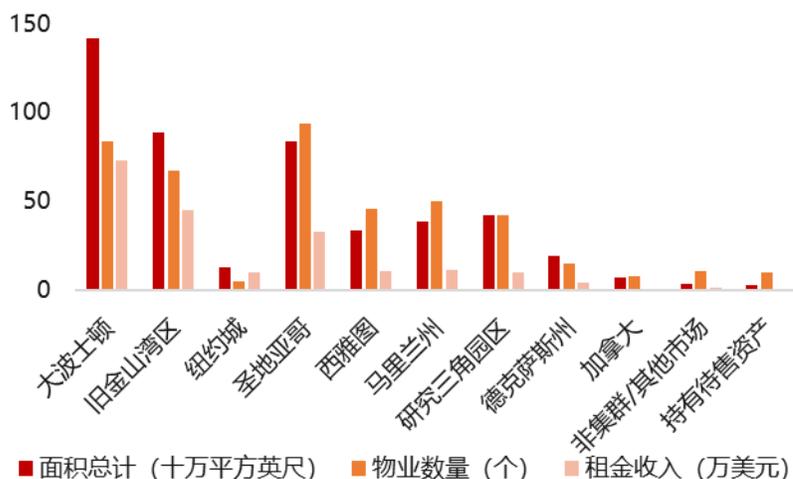
底层资产风险抵御能力较强，租户实力较强

- **底层资产主要用于生命科学、农业技术和科技行业的办公和研发，资产行业集中度较高但是地域分散性强：**该REIT聚焦生物医药、高科技领域优质资产，优质资产具有稀缺性。2013-2022年以来，该REIT底层资产数量从180个增加至432个，容量较大。从该REIT管理的物业面积、数量及租金收入地理分布上来看，该REIT的行业集中度较高，但从地域上来看，REIT底层地产遍布美国各个发达区域，区域分散度高。一般来说，行业集中度过高，会给REIT带来一定的行业风险，但也有利于管理者提升管理该行业资产的能力。此外，资产地域分散性广，也有助于分散一定的高集中度风险。**从行业性质、资产稀缺性、REIT容量、行业集中度、资产分散度等方面综合来看，该REIT风险抵御能力较强。**
- **租户所处行业、资产用途、资产所处地域核心产业均保持一致，租户实力较强且来源广泛：**从面积上来看，管理面积最大的地区为美国大波士顿区域是美国人口密度最高的区域，“大学产业”突出，该区域拥有100多所大学。其次是旧金山湾区，湾区是世界上最重要的高科技研发中心之一，是高新技术产业集群聚集地。排名第三的是圣地亚哥，经济实力仅次于洛杉矶和旧金山，拥有发达的通信工业和生物制药产业。据2022年年报统计，该REIT底层资产主要分为超大校区研究实验室（占比68%以上）和其他跨国制药、投资级和大市值的科技公司（如Uber）。
- **资产所在地区的核心产业（如大波士顿区域“大学产业”突出、旧金山湾区高科技产业突出、圣地亚哥生物制药产业发达）与ARE底层地产用途一致（68%以上为校区研究实验室、其他的为制药、科技公司），地区某一产业发达则意味着对该产业的生产/办公空间有大量需求，如圣地亚哥生物制药产业发达意味着该地区对生物制药研发类用途的空间有充足需求。我们认为，公司资产定位使其获得了较强的租户选择权和租金定价能力，可以在租金定价高的同时选择实力较强的租户，租金收缴率也有保证。**

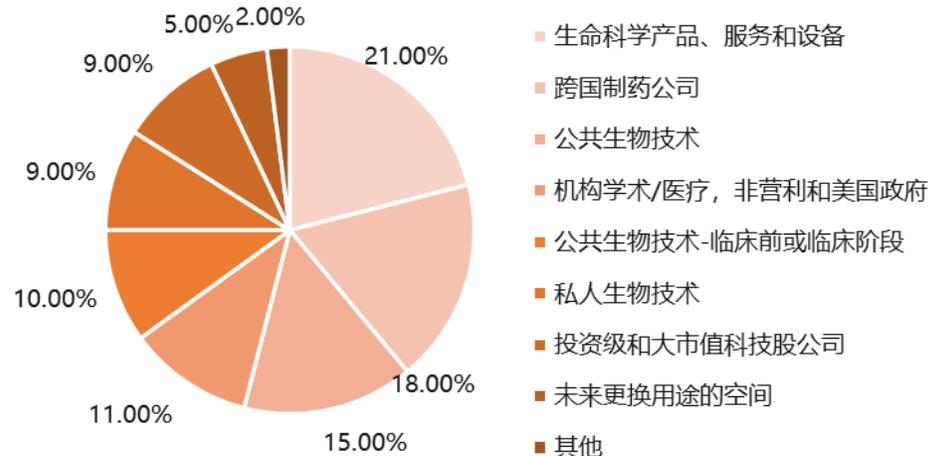
2013-2022年ARE.N底层资产数量变化



2022年ARE.N物业面积、数量及收入地理分布



2022年ARE.N租户所在行业分布

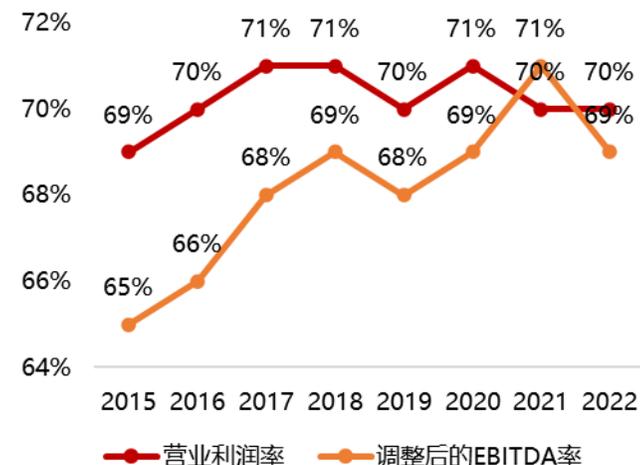


3.3 营业收入分析

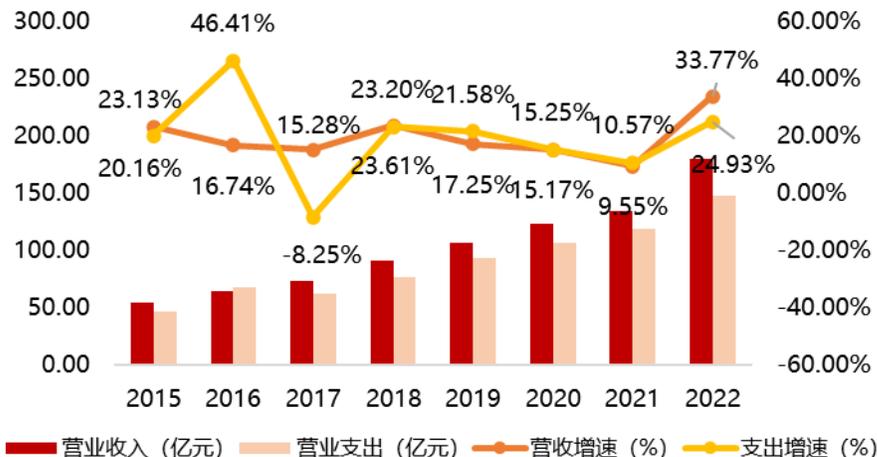
营业收入来源于租金，八年来保持连年增长

- **主要营业收入来自租金收入，营收保持连年增长：**2015年以来，公司营业收入CAGR为18.56%，保持连年增长，2022年增幅最大，为33.77%。2022年营收增加的主要原因是，2021年部分物业的出租率增加了100bp，并且于2021签订的新租约于2022年生效，2021年新签约的合约租金增长较多。
- **成本以折旧摊销和租赁开支为主，增速自2018年以来与营收保持一致：**2015年以来，公司成本支出CAGR为18.09%，略低于营业收入增速，2022年增速最大，为24.93%，主要原因是租约增加同时带来成本增加。成本结构方面以折旧摊销和租赁开支为主，2022年分别占比47.16%和36.85%。
- **毛利率、EBITDA率连年增长，三净租赁租约稳定性较强：**调整后的EBITDA=净收入+利息+税金+折旧和摊销+/-非经常性的开支/收益，如减去营业外收入、一次性出售资产等的收益，加上重组费用、法律费用、商誉减值、资产减值、外汇损失等。该数据可以更好地反应运营能力。近三年调整后EBITDA波动幅度均在1pct左右，说明其运营稳定。**我们认为，其稳定性与租约类型高度相关**，93%的租约采用的是三净租赁（Triple Net Leases）并且承租方要负责所有资本性支出，在这种租约下，承租方除了支付租金外，还需支付几乎所有的房地产税、保险、公用事业、维修和维护、公共区域费用以及其他运营费用（包括增加的费用）。这一模式保证了其运营稳定性。

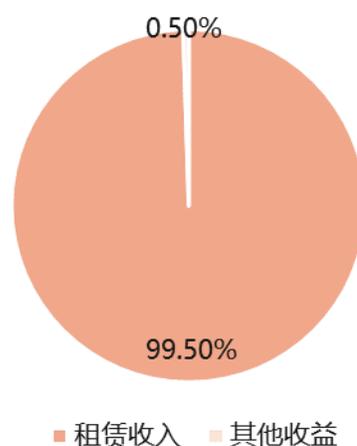
2015-2022年营业利润率、调整后的EBITDA率



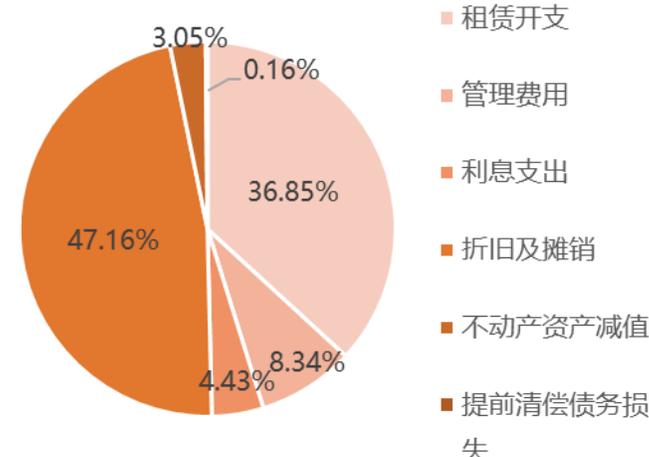
2015-2023年营业收入、成本支出及增速



2022年营业收入组成



2022年营业成本组成



3.3 营业收入分析——租金分析

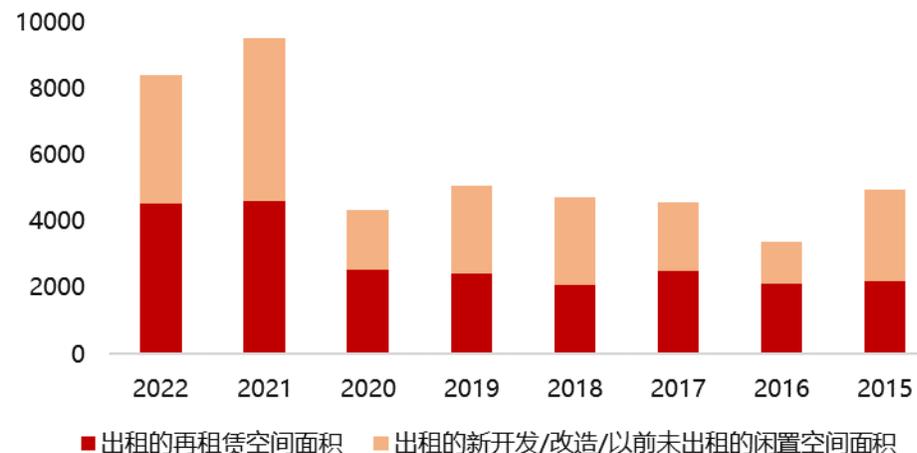
租金具备增长空间，新签订租约租金增长较高，供应存量和增量空间

- 除了管理现有的存量空间之外，ARE也会通过改造、收购、开发新的资产来扩充资产包，出售表现较差的资产。因此，ARE每年新签订的租约分为两类，一类是此前出租出租的空间于当年到期，重新签订租约；第二类是每年ARE出租新开发/改造/未出租过的闲置空间。总的来说，ARE新签订的合同租金通常会以固定利率3%作为年增长率，或者与CPI或其他指数挂钩。
- 原有空间租约到期再租赁：该类空间租金相对较低，每年新签订的租金均能比原有租金有较大的增幅，受市场情况影响相对较小。**综合近8年表现来看，该类空间租金复合增长5.04%。租约到期并且能够续约或重新租出的空间通常有较高的需求支撑。从2016-2019年表现来看，这类空间因需求稳定和原有租金较低，所以每年都能实现新签约租金较往年5%以上的增长。2019-2022年新签约租金较往年新签约租金增长率波动较大，主要是受到经济形势的影响。2019-2022年新旧租金变动率均高于30%，主要是因为于各年到期的旧租约租金较低。
- 成新开发/改造/以前为出租的闲置空间出租：该类空间租金相对较高，租金较往年增长波动较多，受市场情况影响更大。**综合近8年的表现来看，该类空间租金复合增长4.16%。新推出的出租空间缺乏旧租户的支撑，所以受市场影响大。但该类空间的需求定位往往会更超前于市场，建筑使用寿命更长，所以租金更高。
- 综合来看：ARE每年推出的两类空间从面积上来看比较均等，原有已出租空间新签约租金增长的稳定性更高，新出租空间新签约租金在市场环境较好的时候增长幅度更大。**

2015-2022年新租金及增长率

	8年 CAGR	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	2015
再租赁空间									
到期租约的租金 (美元/RSF)		38.44	42.8	35.99	44.35	44.35	40.8	38.09	29.84
再租赁空间的新租金 (美元/RSF)		50.37	59	49.51	58.65	55.05	51.05	48.6	35.7
新旧租金变动 (%)		31.04%	37.85%	37.57%	32.24%	24.13%	25.12%	27.59%	19.64%
新签约租金增长率 (%)	5.04%	-14.63%	19.17%	-15.58%	6.54%	7.84%	5.04%	36.13%	/
新开发/改造/以前未出租的闲置空间									
新增出租空间的租金 (美元/RSF)		73.46	78.52	56.67	55.95	58.45	47.56	50.24	55.24
新签约租金增长率 (%)	4.16%	-6.44%	38.56%	1.29%	-4.28%	22.90%	-5.33%	-9.05%	/
合计									
合计新租金 (美元/RSF)		60.98	69.05	52.47	57.25	56.94	49.49	49.21	46.55
新签约租金增长率 (%)	3.93%	-11.69%	31.60%	-8.35%	0.54%	15.05%	0.57%	5.71%	/
当年到期租约的租金 (美元/RSF)		37.41	41.53	36.03	43.43	42.98	39.99	32.7	28.32

2015-2022年ARE.N不同出租空间的租赁面积 (单位: 万平方英尺)



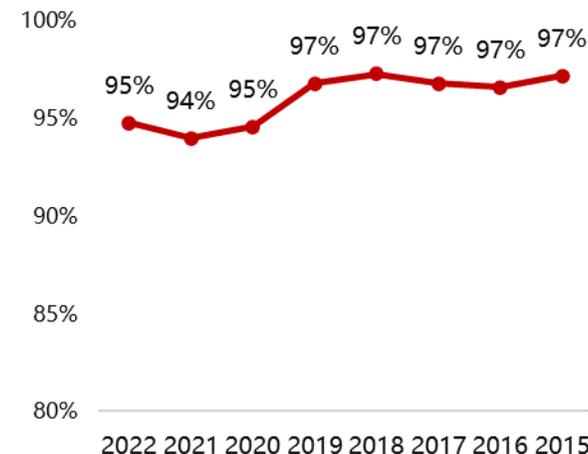
资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所; 注: 2016年的信息包括与Uber Technologies的75年土地租约; 再租赁空间指之前已经出租出并到期的空间再次租赁; 新增出租空间包括新建、改造、和从前闲置未出租的空间; RSF是rental square foot, 指出租面积;

3.3 营业收入分析——租约分析

租约稳定且年限长，出租率常年稳于高位，收入稳定有保障

- 总的来说，ARE底层资产出租率常年高于94%，稳定的出租率为收入提供了保障。此外，科技行业、生物医药行业产品研发时间通常较长，从租约年限和到期节点分布上来看，年限长、到期分布均匀也为运营方在面对不断变化的市场环境时提供了缓冲的空间。
- **租约到期年限和预期未来每年的单位租金收入稳定**：2023-2032年期间每年到期租赁面积占比在6.30%-11.10%之间，每年到期租金收入占比在3.7%-10.80%之间，分布均匀，集中到期风险低，稳定性强。
- **与机构合作开发新房产使得租约长度较长**：ARE的再租赁空间签订的租约年限比新供应空间租约年限短，且近年来新供应空间租约年限呈现越来越长的趋势。这是因为新供应空间中有一部分是与某个机构或公司共同开发的空間，这些机构或公司通常是大租户，实力强，签约年限长。如2016年新增供应空间的加权平均租期达到32.6年主要是因为其与Uber签订了75年的土地租约，2022年新增供应空间的加权平均租期达到11.9年是因为与Eli Lilly基因医学研究所签订了长期合约，助其开发。

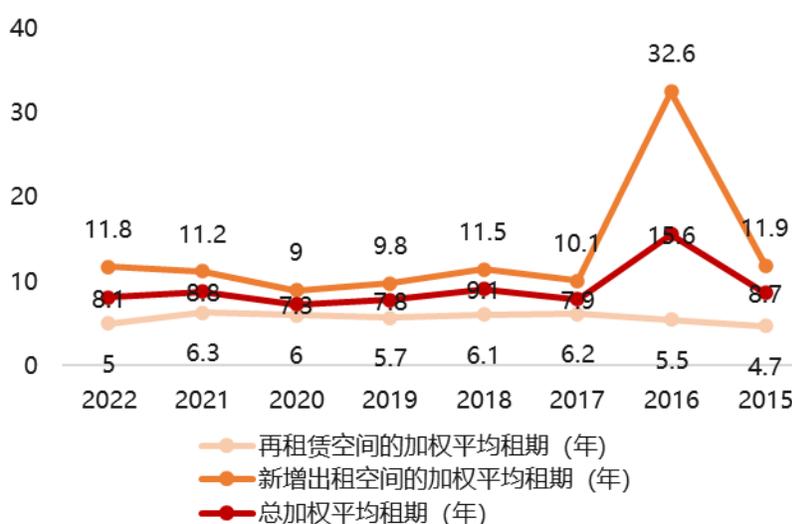
2015-2022年ARE.N 出租率



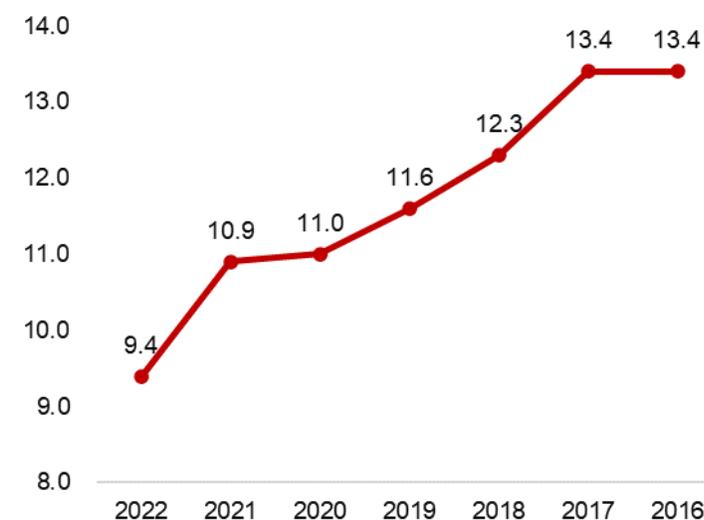
2023及后每年租约到期面积和年度单位租金收入



2015-2022年ARE.N不同出租空间的租约长度



2015-2022年ARE.N Top20租户的的租约长度



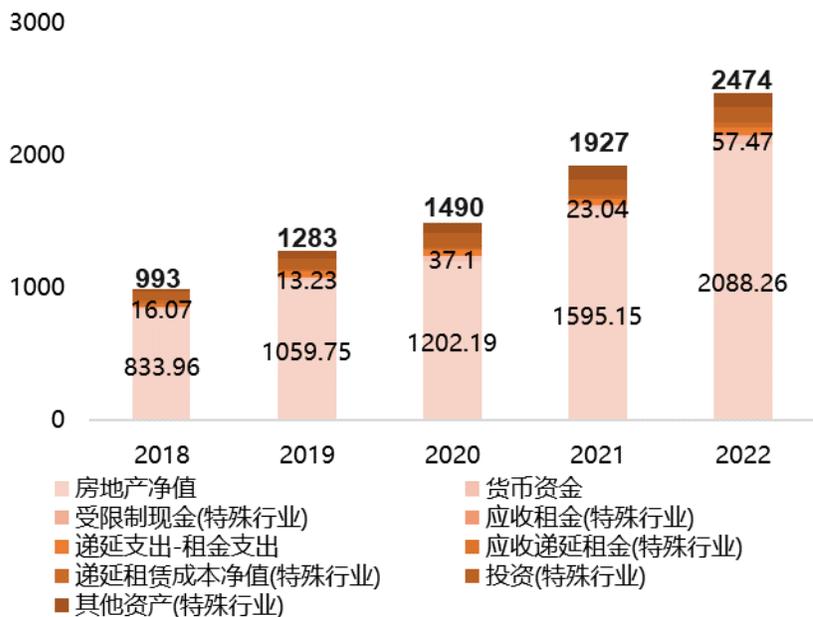
资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所；注：2016年的信息包括与Uber Technologies的75年土地租约；截至2016年12月31日，不包括土地租赁在内的平均租期为10.7年；再租赁空间加权平均租期指之前已经出租出并到期的空间再次租赁时签约的加权平均租期；新增出租空间包括新建、改造、和从前闲置未出租的空间；

3.4 资产负债表分析

资产以持有的物业为主要构成，现金充足财务稳健

- **房地产为主要资产构成：**总资产近五年年均增速为25.6%，其增长主要来自于房地产净值的增长，这种增长的原因是ARE每年会收购或者开发一批新的房产来扩充其资产池。除房产外的第二大资产为递延租金支出，占比2.7%。第三大资产为货币资金，占比2.3%。其中2022年货币资金相较于2021年增长了149.44%，源于其2022年租金收入增加。
- **负债端主要由应付无抵押票据构成：**ARE有开发和改造业务，所以会存在较多的应付无抵押票据，2022年该部分占总负债的78.67%。负债端第二大组成为应付账款、应急费用及租户保证金，2022年占比约19.25%。
- **资产负债率逐年下滑，固定费用覆盖率逐年上升：**2018-2022年，公司资产每年不断增加，同时每年会提前清偿部分债务，故资产负债率持续下滑至36%。此外，固定费用方面每年从2018年的4.2X上升至2021年的5.3X，主要是由于收入增加，2022年略有下滑。总的来说，目前ARE的财务状况逐年稳健。

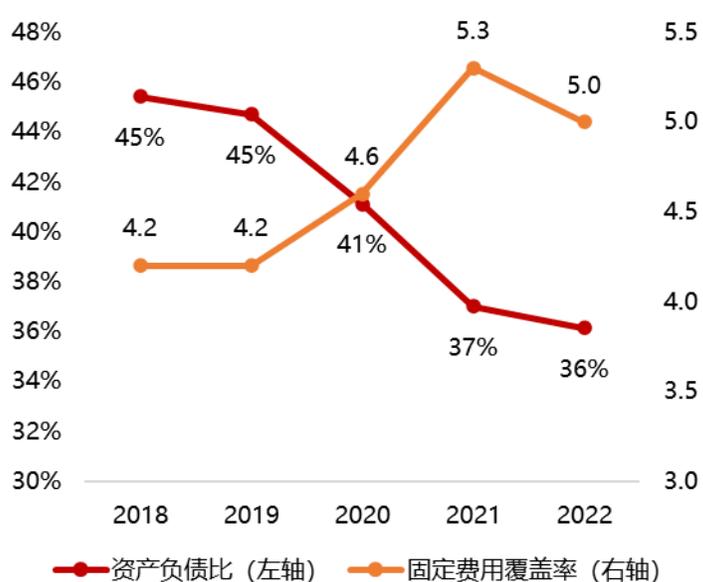
2018-2022资产构成 (亿元)



2018-2022负债组成 (亿元)



2018-2022资产负债率及固定费用覆盖率

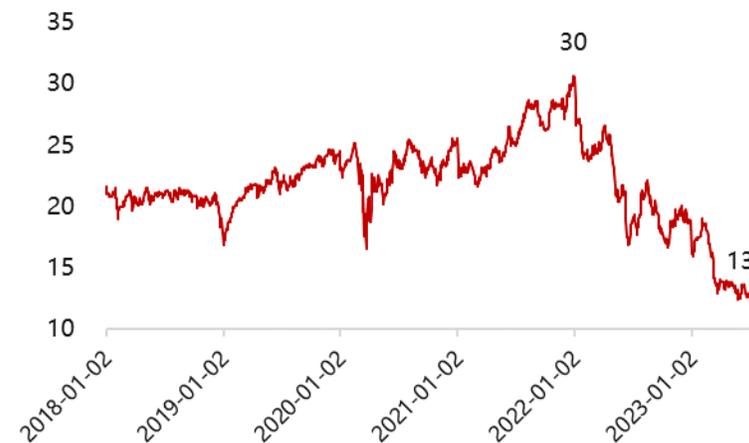


资料来源：Wind，公司年报，浙商证券研究所；注：美元对人民币汇率取0.15；注：固定费用覆盖率（Fixed-charge coverage ratio）是调整后EBITDA与固定费用的比率，可以说明公司偿还固定债务和付优先股股息的能力，公式为现金利息+资本化利息-贷款费用摊销-/+债务溢价/贬值，是一项非公认会计准则财务指标（non-GAAP）；

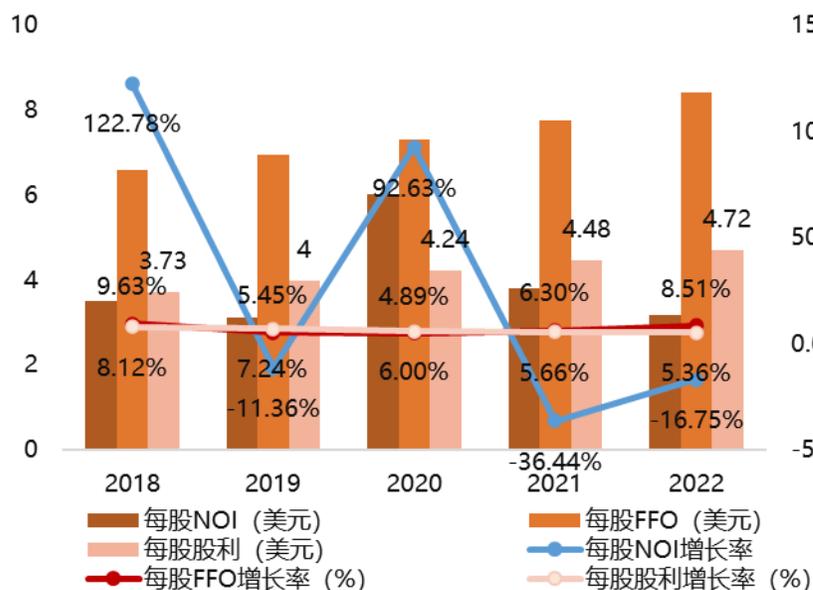
3.5 ARE资产经营能力、基层层面盈利、估值分析

- **资产经营能力波动较大，长期来看呈现稳定增长：**从NOI来看，ARE在2018-2022年期间NOI复合增速为8.97%。我们认为其增长主要推动来源于每年新入市且能够产生租金的资产。
- **基金盈利能力保持稳定增长：**2018-2022年ARE每股FFO与每股股利保持稳定增长，年均复合增速分别为6.28%和6.06%。2015-2022年股息率在2.8%-3.4%区间，期间下滑主要是受到股价增幅高于分红增幅，故股息率下滑。
- **ARE在低息低通胀的时候收益率相对优势明显：**2018-2021年，ARE的P/FFO估值范围在15X-30X。同期美国十年国债收益率均值1.84%，CPI（截止到2021年2月）月度同比1.82%。ARE的股息率在4%以上。2022年十年国债收益率、2021Q2输入性通胀走高，2022年十年国债收益率均值为2.95%，CPIQ2-2023年月度同比均值为6.2%。ARE股价和估值在2021年12月到达顶峰，至今持续下行。

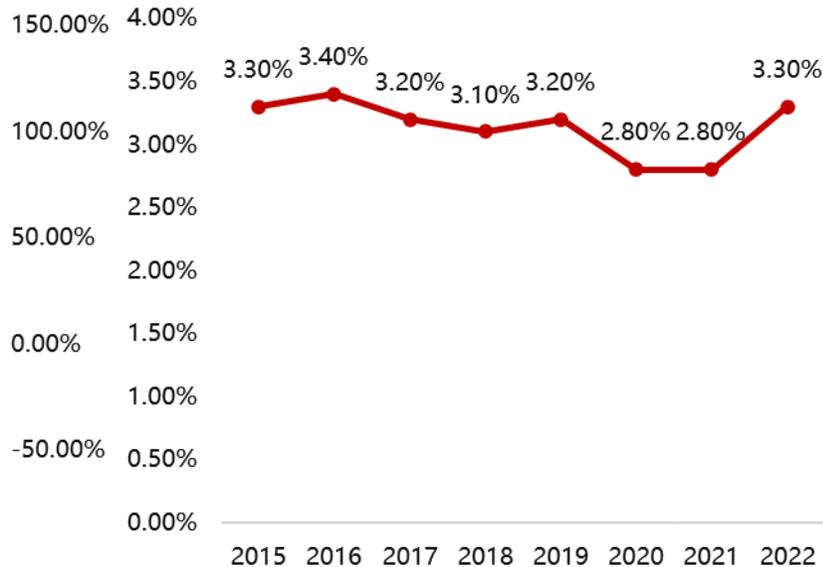
2018-2023年P/FFO估值走势



2018-2023年每股NOI、每股FFO、每股股利及增长率



2015-2023年股息率走势



2018-2023年股价与美国十年期国债利率走势



- **资产定位：**我国目前上市的产业园REITs底层资产多为单一地区的单个或者2-4个同类型资产，资产的行业集中度较高，单一资产的风险相对较大。而ARE底层资产分布地区广、容纳的资产数量多，虽然有较高的行业集中度，但地区分散度高可以减轻单一资产带来的风险。此外，ARE资产的定位是只收购管理其优势领域（租户集群为生物制药研究、科技等）的资产。
- **租约异同：**租金结构上主要有两个方面的差别，首先是租金的构成，ARE通过三净租赁控制成本结构，维护运营费用由租户自行承担，而我国REITs的底层资产因出租而产生的维护运营费用仍然由出租方承担；第二个差异是租金来源的差别，ARE的租金来源于原来已出租的物业再出租和新入市的物业，前者租金增长的稳定性强，后者增长弹性高；租约上的差别主要是期限长度，ARE签订的租约多在五年以上，加权平均租约期限在9年以上，而我国REITs中仅临港创新产业园REIT、东久新经济REIT、湖北科投光谷REIT的租约在5年左右。
- **管理异同：**我国REITs可以通过扩募的形式扩充资产，新募集资金的程序较长、审批多，而ARE可以通过使用杠杆购入资产，同时也可以根据经营情况自主选择出售经营不良的资产，管理者的主动管理自由度更高。
- 总的来说，美国REITs经过了20多年的发展，市场比较成熟，单个资产的短期盈利波动对整个REIT层面的盈利影响较小，资产风险分散。我国REITs目前尚处于起步阶段，未来制度完善还有广阔空间。

中美REITs差异总结及启示

3.7 估值启示

估值启示:

- ARE历年P/FFO估值区间在15X-30X，2022-2023受到国债利率及通胀环境影响，P/FFO估值下降到13X，与可比公司相比处于中等偏低位置（12X-28X）。我国目前处于降息租期且通胀较低，可以类比ARE在2022年前的P/FFO估值，估值区间可参考20X，扩募助推成长可看30X。
- 横向对比我国产业园REITs估值，合肥高新、临港创新、东久新经济估值接近合理估值20X，蛇口、张江、东吴、和达高科估值略高。中关村REIT因出租率影响较大，市场估值最低，为12X。
- 产业园目前估值基本在合理区间，后续市值上涨看项目租金和分红成长性，以及扩募机会。

ARE.N P/FFO估值与可比公司估值

名称	Ticker	2年相关	市值 (USD: billion)	BF 价格 /FFO	FY1 价格 /FFO	FY2 价格 /FFO	BF P/E
ARE.N	ARE US		202	13	13	12	38
当前相对可比公司溢价均值				-21	-20	-21	8
均值 (包括ARE US)			239	16	16	15	35
可比公司							
安博	PLD US	0.78	1127	22	22	22	36
STAG实业公司	STAG US	0.75	66	16	16	15	47
EastGroup 房地产公司	EGP US	0.75	77	22	23	21	45
美国铁山公司	IRM US	0.62	169	18	19	17	31
Plymouth Industrial REIT Inc	PLYM US	0.62	10	12	12	12	95
Innovative工业地产股份有限公司	IIPR US	0.52	20	9	9	9	12

我国REITs P/可供分配金额估值

REITs	底层资产初始估值 (亿元)	最新估值(亿元) (2022/12/31)		估值溢价 (%)	2022年可供分配金额 (亿元)	2023年预期可供分配金额 (亿元)	现价 (元)	P/可供分配金额 (2022)	P/可供分配金额 (2023)
		原资产	扩募资产						
蛇口产业园REIT	25.3	25.1	11.7	-0.67%	0.87	1.45	2.454	26	24
张江REIT	14.7	14.7	14.8	0.09%	0.62	1.25	3.263	26	25
东吴苏园REIT	33.5	33.6		0.30%	1.60	/	4.088	23	/
中关村REIT	30.7	30.8		0.10%	1.25	/	2.881	12	/
华夏合肥高新REIT	13.5	13.7		1.18%	0.83	/	2.211	19	/
临港创新产业园REIT	7.3	7.4		1.23%	0.54	/	5.35	20	/
东久新经济REIT	13.8	13.9		0.87%	1.03	/	3.71	18	/
华夏和达高科REIT	14.2	/		/	0.58	0.59	2.666	23	22
湖北科投光谷产业园REIT	15.4	/		/	/	0.73	2.544	/	21

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所; 注: 蛇口产业园、张江、东吴初始评估节点为2020年12月31日, 中关村初始评估节点为2021年6月20日, 华夏合肥初始评估节点为2022年3月31日, 临港创新、东久新经济、和达高科初始评估节点为2022年6月30日, 湖北科投光谷初始评估节点为2022年12月31日; 前4支REITs 2022年可供分配金额均使用年报数据, 后3支采用年报数据*4的年化处理方式, 第八支REIT采用年报数据预测值*6的年化处理方式; 现价为2023年7月26日收盘价;

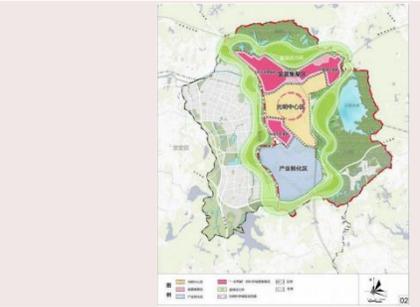
第四部分 风险提示

风险提示

- 1) 经济下行导致部分租户退租或项目出租难度加大，进而租金收入不及预期；
- 2) 产业园受政策影响较大，租金减免、资金要求等政策或加大项目运营难度；
- 3) 其他产业园产品入市或当地产业园区供应大幅增加导致市场竞争加剧；

第五部分 附录

区位优势明显：所在产业园区运营成熟、交通出行便捷、配套设施齐全

	蛇口产业园REIT	蛇口产业园REIT扩募资产	张江REIT	张江REIT扩募资产
所在产业园	深圳市南山区蛇口网谷产业园	深圳市光明科学城中心区域招商局光明科技园	上海市浦东新区张江科学城集成电路产业园核心区	上海市浦东新区中南部，内环线与外环线之间
产业园情况	<p>此次基础设施项目均位于蛇口工业区，重点发展网络信息、科技服务、文化创意等新兴服务业，与前海区块形成产业联动、优势互补，产业聚集度较高。蛇口网谷园区共获得5项国家或省部级荣誉称号：首批央企国家双创示范基地、国家电子商务示范基地、广东省电子商务示范基地、物联网产业示范基地，具有省级文化产业示范园区创建资格。</p>	<p>《深圳光明科学城总体发展规划（2020-2035年）》给了光明科学城五大战略定位：世界级大型开放原始创新策源地、粤港澳大湾区国际科技创新中心核心枢纽、综合性国家科学中心核心承载区、引领高质量发展的中试验证和成果转化基地、深化科技创新体制机制改革前沿阵地。未来，光明科学城将依托重大科研平台建设，以信息、生命、新材料重点领域关键技术创新为主攻方向，协同推进科技创新、产业创新、体制机制创新、运营模式创新和协同开放创新。招商局光明科技园是深圳市智能制造装备产业集群的重要载体，且获得了“深圳市智能装备产业园”的称号。</p>	<p>张江科学城总面积约84平方公里，优势产业有生物医药、5G和集成电路、化工与生物技术、金融（后端办公室）、数据中心、航空产业等。截至2020年6月，张江科学城汇聚企业2.20万余家，跨国公司地区总部58家，外资研发中心169家，高新技术企业1,300余家。张江科学城经济总量占上海市全市近7%。2020年一季度，工业总产值662亿元，同比增长22.60%；固定资产投资66.80亿元，同比增长29.40%；实到外资8亿美元，同比增长117%，占全市的17.10%。张江光大园凭借良好的区域优势、产业配套及交通便利，吸引了包括集成电路、先进制造业、在线经济、金融科技及产业服务配套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。</p>	<p>张江科学城发展至今，形成了众多优势产业和重点园区，成为多个专业领域的发展标杆。优势产业如：生物医药、5G和集成电路、化工与生物技术、金融（后端办公室）、数据中心、航空产业等；重点园区如：张江药谷、浦东软件园、张江集电港、张江文创园、张江医谷等。</p>
周边交通	<p>毗邻主干道南海大道，距离地铁一号线水湾站及海上世界站直线距离约500米，步行约10分钟；毗邻在建地铁12号线工业六路站（预计2022年-2023年开通），直线距离400米以内，步行约4分钟</p>	<p>光明科技园交通便捷，自驾和公交出行均可便利达到。地铁线路：光明科技园距地铁六号线凤凰城站及长圳站直线距离约2公里；公交线路：光明科技园周边设有光明留学生创业园、东江科技园、南凤派出所、招商局智慧城等多个公交站，分布有B960路、M336路、M451路、M337路、B959路、B963路，M525路等多条公交线路。</p>	<p>东临盛夏路，南临895创新基地、西临浦东新区星创科技广场，北临展想广场距离地铁2号线及21号线（在建）交汇站-广兰路站约800米，距离盛夏路祖冲之路公交站约200米，道路通达度和公交地铁便捷度均较高。</p>	<p>张润大厦位于张江北区集成电路产业园核心区，盛夏路与金秋路交叉口东南角。周边路网密集，近城市主干道中环路，距离地铁2号线及21号线（在建）交汇站-广兰路站约1.2KM，距离最近公交站约100米，道路通达度和公交便捷度高。项目距离上海火车站约17公里，距离浦东国际机场约25公里，对外交通联系便捷。</p>
所在区域情况				

5.1 9支产业园REITs底层资产情况

区位优势明显：所在产业园区运营成熟、交通出行便捷、配套设施齐全

	东吴苏园REIT		中关村REIT	合肥高新产业园REIT
	国际科技园五期B区	2.5产业园一期/二期		
所在产业园	苏州市苏州工业园区		北京市海淀区中关村软件园	合肥市蜀山区望江西路 800 号
产业园情况	<p>苏州拥有扎实的电子信息产业根基，产业体系较为完备，2020年全市实现规模以上工业总产值34,824亿元。已形成软件和集成电路、计算机及配套设备、光电通信、新型显示、电子元器件等5大重点产品群，形成较为完整的产业链，为信息技术应用创新发展打下坚实基础。苏州工业园区作为全国第一个中外中央政府级合作的开发区，品牌效应显著，受到中新两国、江苏省和苏州市各级政府的特别支持，被授予许多特殊优惠政策。园区现已逐步形成了以“电子信息、机械制造”为2大主导产业，“生物医药、人工智能、纳米技术应用”为3大战略新兴产业的“2+3”特色产业体系，并将产业作为经济发展与区域建设的内生部分与特色优势。</p>		<p>中关村软件园自成立以来始终坚持“政府主导、市场化运作”的总体发展思路，在人工智能、大数据、5G、云计算、移动互联、量子科学等方面率先形成全国领先的特色产业集群。2020年，在园从业人员达9.45万人，总产值3,366亿元，园区每平方公里产值近1,300亿元。园区是中关村国家自主创新示范区新一代信息技术产业高端专业化园区，是北京建设世界级软件名城核心区，我国创新驱动战略体系成果的展示窗口，被国家相关部门命名“国家软件产业基地”和“国家软件出口基地”。</p>	<p>合肥高新区是合肥建设“大湖名城、创新高地”的主要载体，2018年被科技部火炬中心纳入世界一流高科技园区建设序列，高新区内国家高新技术企业近2,000家，省级以上技术（工程）研究中心200余个，R&D占GDP比重达11.7%，每万人有效发明专利拥有量369件，位居全国前列，已建设成为安徽省最大的高新技术产业化基地，形成电子信息、光机电一体化、新能源、公共安全、文化创意、生物医药、新材料等高新技术产业集群。创新产业园一期（基础设施项目）作为合肥高新区区域内最优质的产业园区之一，形成了以电子信息技术为核心的产业链条，入驻核心企业包括世界500强思科系统（中国）研发有限公司，由中科大三位院士牵头开展量子精密测量产业化的国仪量子（合肥）技术有限公司，吸引了大批电子信息企业入驻，产生了良好的产业聚集效应。</p>
周边交通	<p>地处新平街与崇文路交叉口东南角；距离地铁2号线松涛街站7000米，离月亮湾站800米；500米范围内公交线路有156路、128路、115路、208路等。</p>	<p>地处凤里街与中新大道东交叉口西南角；距离地铁1号线钟南街站约2公里；500米范围内公交线路有166路、116路、258路、136路等。</p>	<p>城铁13号线西二旗站距离软件园一期东大门800米，地铁16号线西北旺站距离软件园二期西大门2公里；共有17条公交线路经过周边3个公交站点，分别为软件园东大门（软件园广场站）、软件园北门（东北旺北站）和软件园南门（软件园南站）；邻近2条高速公路，其中中关村软件园一期距离京新高速约700米；距离京藏高速约2.5公里。</p>	<p>区基础设施覆盖面积达到82.36平方公里（含新港工业园合作区）。建成区城市道路达404公里，快、干线公交30条对外连通，支线公交8条，总行程长度约580公里。绿化覆盖率44%。2013年9月托管以来，北区（空港示范区）已累计投入资金121.2亿元，建成道路总长约65公里，三纵三横路网骨架形成，城市框架拉开，路、水、电、气等城市基础设施覆盖面积达12平方公里。</p>
所在区域情况				

区位优势明显：所在产业园区运营成熟、交通出行便捷、配套设施齐全

	临港创新智造产业园REIT	东久新经济REIT			
		东久(金山)智造园	东久(昆山)智造园	东久(无锡)智造园	东久(常州)智造园
所在产业园	上海奉贤区自由贸易试验区临港新片区内	上海市金山区亭林镇金舸路 288 号	昆山市玉山镇南淞路 111 号	无锡新区飞凤路 5	常州市新北区黄河西路 585 号
产业园情况	<p>随着上海自贸区临港新片区整体方案、产业政策等文件的出台，先行启动区域内城市建设与产业进入快速发展阶段。2021年1-9月，上海自贸区临港新片区产城融合区范围内全口径工业总产值1,631亿元，同比增长91%，完成全年目标的79%。在产业发展方面，上海自贸区临港新片区将聚焦发展集成电路、人工智能、生物医药和航空航天四大重点产业，构建前沿产业和现代服务业协同发展的开放型产业体系，以高质量产业发展的方式打造更具国际市场影响力和竞争力的特殊经济功能区。</p>	<p>金山区重点发展新材料、信息技术、节能环保及装备、生命健康产业，浦东重点发展金融服务、集成电路、生命健康、航空及高端装备、汽车、航运贸易、文化创意产业。2021年颁布的《上海市产业园区转型升级“十四五”规划》指出金山工业区聚焦生命健康、智能制造和新一代信息技术产业，建成长三角先进制造业高地和上海湾区经济增长强引擎，力争创建国家级经济技术开发区。</p>	<p>电子信息产业是昆山的传统优势产业。近年来由于电子产品等劳动密集型产业产能转移到内陆城市，对昆山的整体工业产值造成了较大的影响。昆山十四五期间将坚持制造业强市，巩固电子信息产业主导地位，稳步提升装备制造、新材料等产业占比。</p>	<p>无锡将在未来重点发展物联网、集成电路、高端纺织服装、高端装备、高端软件、节能环保、特钢、高分子材料、电子新材料、电子元器件、新能源、汽车及零部件(含新能源汽车)、云计算和大数据、“两机”产业(航空发动机及燃气轮机)、生物医药和医疗器械(材)、高技术船舶和海工装备等 16 个先进制造业重点产业集群。</p>	<p>2022 年，常州市人民政府发布了《常州市制造业智能化改造和数字化转型行动计划》，指出至 2025 年常州将创造国家智能制造先行区，将常州打造成为制造技术创新策源地、示范集聚区、关键装备和解决方案输出地。</p>
周边交通	<p>拥有得天独厚的杭州湾海岸线码头资源，北接浦东地铁四团平站，地处长江口和杭州湾的交汇处，周边 G15 上海绕城高速、S2 沪芦高速、两港大道等交通干线交汇，距离临港新城主城区 20 分钟车程，距离上海浦东国际机场 45 分钟车程交通及区位优势明显。</p>	<p>上海金山工业区内，项目位于上海市金山区金舸路 288 号，距离 G15 沈海高速、S4 沪金高速仅 5 分钟车程，距离 A30 上海绕城高速 10 分钟车程。15 分钟可达金山卫站，乘坐轨道交通至上海南站仅需 30 分钟，距上海虹桥机场 38 公里，浦东机场 55 公里。</p>	<p>昆山国家高新技术产业开发区内，项目位于江苏省昆山市高新区南淞路111号，距京沪高速(S2)、距沪蓉高速(S5)3公里，距昆山南站 15 分钟车程，距上海虹桥机场车程仅需 1 小时，区位优势明显。</p>	<p>无锡国家高新技术产业开发区内，项目位于江苏省无锡市新吴区飞凤路 5 号，距离市中心 35 分钟车程，距离高速入口 5 公里，距离无锡苏南机场 10 公里，与京沪高铁和沪宁城际铁路车站仅 15 分钟车程，交通十分便利。</p>	<p>常州国家高新技术产业开发区内，沪蓉高速与江宜高速交汇处，是国内唯一——一个同时拥有综合港口、空港、高速和铁路运输网络的工业开发区，距离常州奔牛机场 12 公里，与常州北站仅 9 公里之遥。区域交通便捷，与苏州、无锡、镇江连袂成片，距上海、南京的车程在 2 小时以内。</p>
所在区域情况					

5.1 9支产业园REITs底层资产情况

区位优势明显：所在产业园区运营成熟、交通出行便捷、配套设施齐全

	和达高科REIT		湖北科技光谷产业园REIT			
	和达药谷一期项目	孵化器项目	光谷软件园 A1-A7 栋	光谷软件园 C6 栋	光谷软件园 E3 栋	互联网+项目
所在产业园	杭州医药港小镇·生物医药加速器	于杭州市钱塘区	武汉市东湖新技术开发区	武汉市东湖新技术开发区	武汉市东湖新技术开发区	武汉市东湖高新区 光谷大道 41 号
产业园情况	根据杭州市人民政府发布的“十四五”规划，2021 至 2025 年杭州市将发展成为以“5+3”重大产业集群为一体的高质量城市。其中，5 个支柱产业包括文化业、旅游业、金融业、生命健康和高端装备制造业，3 个主导产业包括人工智能、信息软件、云计算与大数据。	生命健康产业发展方面，钱塘区将以打造全产业链、提升产业创新发展水平作为发展重点，以完善产业创新服务平台、构建全国最优创新链作为发展动力，以推进产业重点领域的规模化、特色化以及高端化发展作为发展的突破口。	根据《武汉市国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》，武汉市将推进包括“光芯屏端网”新一代信息技术在内的产业基础高级化和产业链现代化的“965”现代产业体系。东湖高新区具有全国国家级高新区第一的知识创造和技术创新能力，正加快构建“两强带动、两新融合、抢抓未来的“221”产业体系，聚焦“光芯屏端网”、生命健康两大产业集群，大力发展 5G、人工智能、物联网等数字化产业。光谷光电子信息产业园是国内首个国家级光电子信息产业基地的核心载体，为光谷区域未来重点发展的万亿级光电子信息产业集群的重要载体。光谷软件园及互联网+项目作为光谷光电子信息产业园的核心子园区， 重点围绕光通信、集成电路、软件开发及金融创新服务等高新技术产业 ，不断完善创新产业链，打造创新产业集群，其中光谷软件园是科技部认定的“国家火炬计划软件产业基地”和商务部认定的“中国服务外包基地”。			
周边交通	东至福城路，西至乔新路，南至围垦街，北至呈瑞街	东至科技园路，西至新加坡科技园，南至 6 号大街，北至新科街	光谷软件园 A1-A7 栋、C6 栋、E3 栋所在园区北至南湖大道、南临软件园路、西临软件园中路、东临关山大道，周围交通便利。周边设有南湖大道大彭村、光谷天地、软件园中路等多个公交站，距离地铁 2 号线黄龙山路站约 1.9 公里。			互联网+项目北至关南园路、西临光谷大道、南临铁路线、东邻中人瑞众汽车零部件产业园，周围交通便利，地势平坦。周边设有光谷大道现代世贸中心、关南园路关南园二路、光谷大道关南村等多个公交站，距离地铁 2 号线黄龙山路站约 1 公里。
所在区域情况						

资料来源：百度地图，招募说明书，浙商证券研究所

- **Triple Net Leases**: 意思是“三重净租赁”，租户支付除了基本租金外，还需要支付房产税、保险费、维护费三重费用。这种租约有利于出租方规避突发的成本增加风险，一般长期合约会采用这种模式，且某些租金支出也可以帮助租户抵扣部分营业收入税。
- **固定费用覆盖率 (Fixed-charge coverage ratio)** 是调整后EBITDA与固定费用的比率，可以说明公司偿还固定债务和付优先股股息的能力，公式为现金利息+资本化利息-贷款费用摊销-/+债务溢价/贬值，是一项非公认会计准则财务指标 (non-GAAP)；
- **资产层面，衡量REIT底层资产盈利能力的指标通常使用NOI(Net Operating Income)**。可以近似理解为EBITDA，但是需要排除一些非营运收入和支出。NOI有两种计算方式：
 - ①NOI = 总收入- 营业费用（包括物业支出、房产税、维修费、推广费等）；
 - ②NOI = 净利润+税费（除房产税）+财务费用-/+资产出售利得/损失+折旧摊销+管理费用；
- **基金层面，由于美国REITs分红率指标通常使用FFO payout ratio来衡量其现金分派比率，所以衡量其投资人创造价值的指标通常使用FFO (Funds from operations)：**

$$\text{FFO} = \text{净利润} + \text{折旧摊销（出租资产）} - / + \text{资产出售利得/损失} + \text{非重大资产减值} - \text{资产控制权变更}；$$
- **FFO和NOI的主要区别在于三个方面：**
 - ①FFO只能加回与物业经营相关的折旧摊销费用，不包括土地租约经营的折旧摊销，也不加回承租人使用权资产摊销；
 - ②FFO可以加回资产减值准备；
 - ③FFO不加回税费、财务费用、管理费用，与运营相关的费用均在考虑之内；
- **一般来说，FFO、NOI、净利润、EBITDA之间的关系：**

$$\text{净利润} < \text{FFO} < \text{NOI} < \text{EBITDA}$$
- **美国REITs估值指标：**
 P/FFO：因美国REITs要求至少分配90%的应纳税收入给投资人，而衡量分配率的指标是基于FFO，所以也常用P/FFO来给REITs估值，FFO可类比国内REITs常用的可供分配金额。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>