



资产分层、量化赋能，多视角解锁策略选择

2024年下半年公募REITs投资策略

联系人：赵 佳

分析师：田露露

执业编号：S1130521110001

国金证券金融产品研究部

国内公募REITs上市运作至今已有三年，市场已进入扩容提质、向常态化发行不断迈进的阶段；对于投资者而言，在国内利率中枢处于下行通道、高息资产稀缺的环境下，REITs作为分子端相对稳定的一类高分红资产，有望成为资产配置环节中的重要角色。本篇报告重点聚焦于2023年以来REITs一、二级市场的新变化，从底层资产经营情况和收益分配情况两个维度出发对REITs基本面进行解析，并详细梳理了投资者类型的变迁；对应至投资策略部分，本文基于多重投资视角全面梳理和构建了可参考的策略框架，提出了相应的配置思路，并创新性引入量化手段，一方面探索各类指标对REITs收益的预测能力，另一方面尝试借助有效因子赋能组合构建。

□ 市场回顾

一级市场方面，2023年四季度以来上新节奏显著加快，并且在经历了2023年部分产权类项目退租以及续租租金不及预期等黑天鹅事件后，2024年以来获批通过的产权类REITs均在针对交易所问询函的反馈回复中明显压降了估值；在发售环节REITs定价逐步趋于谨慎，多数REITs最终认购价格贴近询价区间下限。二级市场方面，2023年以来底部反弹行情主要由政策利好催化，在贝塔属性的反弹演绎过后，二级市场定价仍将回归至底层资产基本面、市场风险偏好等要素。

□ 基本面解析

2023年以来国内宏观经济虽温和复苏，但结构分化仍然明显，在经济波浪式的修复进程下，部分REITs底层资产运营基本面同样呈现出波动态势。板块层面，保租房与能源类REITs业绩韧性优势稳固，仓储物流REITs受供需及欧美贸易等要素影响，业绩稳健性有所下滑，产业园区、高速公路REITs内部分化明显，而一季度新上市的消费类REITs整体经营稳健，业绩符合预期。分红方面，2023年多数REITs实际分红水平符合预期，纵向对比来看多数REITs近两年分红率具备稳定性，2023年分红率相比2022年基本持平，部分高速类REITs边际改善明显。

□ 投资者结构梳理

从整体的持有人结构来看，机构占比超九成，能源类与保租房板块REITs机构持有比例整体较高，并且2023年以来多数REITs流通份额结构趋于分散；结合年报/半年报披露的前十大流通份额持有人明细来看，机构自营、保险资金为主要参与类型，其次是证券公司资管计划与专业投资管理平台；同时2023年以来，信托资金以及商业银行理财对REITs的投资力度有小幅增加，公募FOF也首次出现在REITs前十大流通份额持有人名单中，机构类型向多元化方向小步迈进。

□ 多重视角下的配置策略选择

从一级市场、二级市场以及量化赋能三类视角出发，其中在二级市场维度，首先基于自上而下视角从大类资产比价、REITs自身估值判断、内外部流动性环境三个维度判断REITs投资性价比并把握择时窗口；其次在组合构建上，考虑到不同行业板块的REITs在经营特征、二级市场价格变动特征方面呈现出分化和差异，因此可考虑在资产分层的基础上，按照配置型底仓+适度交易的思路优选标的。此外，伴随REITs市场可回溯数据期的增加，为了探索各类指标对REITs收益的解释性与预测性、识别REITs市场投资特征，本文借助量化手段搭建由不同维度指标构成的多因子体系，并进行因子有效性检验，利用有效的因子尝试构建量化视角下的REITs组合，从结果来看，基本面因子、规模因子、动量因子对于预测REITs未来收益相对有效，并且借助这三类因子所构建的REITs组合相较基准指数的表现占优，年化超额为10.10%。

风险提示：政策调整风险、项目运营风险、流动性风险、估值波动风险、基金治理风险。

注：基金相关信息及数据仅作为基金研究使用，不作为募集材料或者宣传材料；本文涉及所有基金历史业绩均不代表未来表现。

目录

01

市场回顾：聚焦2023年以来市场变化

02

基本面：底层资产经营情况解析

03

收益分配：REITs分红收益统计

04

投资者结构：梳理参与机构类型的变迁

05

策略视角：多重视角下的配置策略选择

01 市场回顾： 聚焦2023年以来市场变化

1.1 一级市场：供给放量节奏加快

- 项目申报节奏有所加快，包含已申报项目在内全市场已有近60只公募REITs产品
- 2023年四季度以来，公募REITs一级市场上新节奏加快，一方面以购物中心、社区商业为代表的消费基础设施REITs以及投资者关注度较高的新能源REITs相继发行上市，另一方面存量类型REITs也在持续扩容，产业园区、仓储物流、消费类板块均有3只及以上REITs申报至交易所。
- 估值方面，REITs从申报到获批通过往往会经历数周到数月不等的时间，底层资产最终估值较初始申报时通常会下调，但下调幅度受板块基本面、未来经营预期等要素影响各有差异；在经历了2023年部分产权类项目退租以及续租租金不及预期等黑天鹅事件后，2024年以来获批通过的产权类REITs均在针对交易所问询函的反馈回复中明显压降了估值，其中部分产业园项目的估值下调幅度达16%，其中涉及调整的参数主要为出租率、租金增长率。

获批通过待发行&交易所审批阶段的REITs项目一览

所处阶段	REITs简称	项目类型	受理日期	原始权益人	底层项目	项目估值（亿元）
获批通过待发行	易方达广州开发区高新REIT	产业园区	2023/6/14	广州开发区控股集团有限公司	位于广州开发区科学城的创新基地、创新大厦园区和创意大厦园区	24.02
	博时津开科工业产业园REIT	产业园区	2023/9/25	天津泰达科技工业园有限公司	天津经济技术开发区天河数字产业园和大陆汽车厂房产业园项目	14.69
	华泰紫金宝湾物流仓储REIT	仓储物流	2023/12/8	天津宝湾国际物流有限公司;廊坊宝湾国际物流有限公司;南分分别位于天津、廊坊、南京、嘉兴的宝湾物流园项目		18.49
	招商基金招商公路高速REIT	高速公路	2023/11/10	招商局公路网络科技控股股份有限公司	济广高速安徽省亳州市至阜阳段	42.81
	华安百联消费REIT	购物中心	2023/12/29	上海百联集团股份有限公司	位于上海市杨浦区的上海又一城购物中心	24.86
已反馈	建信金风新能源REIT	风电	2023/9/4	青岛天润启航（实际控制人为金风科技）	位于江西省赣州市的全南天排山风电项目	8.81
已反馈	华泰紫金南京建邺产业园REIT	产业园区	2023/10/20	南京市建邺区高新科技投资集团有限公司	位于江苏省南京市建邺区「国际研发总部园」的部分建筑	16.50
已反馈	中金重庆两江产业园REIT	产业园区	2023/10/27	重庆两江新区产业发展集团有限公司	位于重庆两江数字经济产业园的双鱼座、双子座、凤凰座与拓D一期项目	12.03
已反馈	中航易商仓储REIT	仓储物流	2023/12/8	易商集团	位于江苏昆山花桥经济开发区三个富莱德昆山物流园项目	28.70
已反馈	华夏首创奥特莱斯REIT	购物中心	2023/12/29	北京首创商业管理有限公司	分别位于济南市历城区和武汉市东湖新技术开发区的首创奥特莱斯项目	20.53
已反馈	建信建融家园租赁住房REIT	保租房	2024/3/1	建信住房服务有限责任公司	分别位于北京大兴、上海宝山、江苏苏州的保障房项目	9.86
已反馈	中金联东科技创新产业园REIT	产业园区	2024/3/1	北京联东金园管理科技有限公司	分别位于北京大兴、北京顺义、北京房山的科创产业园、马坡科技园一期、奥得赛产业园	17.20
已反馈	华夏金隅智造工场产业园REIT	产业园区	2024/3/4	北京金隅集团股份有限公司	位于北京海淀的金隅智造工场产权一期项目	15.30
已反馈	华夏万纬仓储物流REIT	仓储物流	2024/3/1	深圳市万纬物流投资有限公司	位于广州的佛山南海项目、浙江的绍兴诸暨项目和浙江的湖州德清项目，均为高标准物流仓储项目	11.49
已反馈	中信建投明阳智能新能源REIT	风电	2024/3/18	明阳智慧能源集团股份公司;北京洁源新能源投资有限公司;内蒙古明阳新能源开发有限公司	内部分别位于河北沧州、内蒙古赤峰的黄骅日域风电场项目、红土井子风电场项目	13.25
已反馈	招商科创孵化器REIT	产业园区(孵化器)	2024/3/28	上海杨浦科技创业中心有限公司	位于上海张江国家自主创新示范区杨浦园范围内的3处孵化器物理空间	11.84
已受理	华夏大悦城购物中心REIT	购物中心	2024/5/24	卓尔地产（成都）有限公司	位于四川省成都市武侯区的成都大悦城购物中心项目	33.23
已受理	招商基金招商蛇口REIT	保租房	2024/5/30	深圳市招商公寓发展有限公司	位于深圳市南山区的太子湾项目与林下项目	12.87

2024年以来获批通过的部分产权类项目估值调整幅度

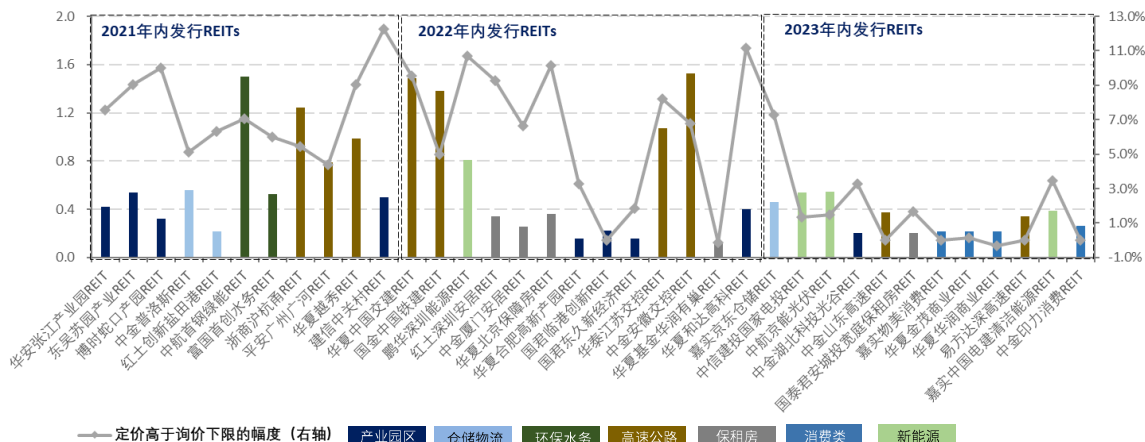
简称	初次申报到反馈时点的天数	申报估值（亿元）	反馈估值（亿元）	变化幅度
国泰君安城投宽庭保租房REIT	21	31.08	30.53	-1.77%
华夏金茂商业REIT	28	10.76	10.65	-1.02%
嘉实物美消费REIT	41	10.44	10.02	-4.02%
华夏华润商业REIT	28	82.02	81.47	-0.67%
中金印力消费REIT	28	39.77	39.59	-0.45%
华夏深国际仓储REIT	105	16.05	15.13	-5.73%
易方达广州开发区高新REIT	282	24.02	20.17	-16.03%
博时津开科工业产业园REIT	179	14.48	12.17	-15.95%

1.1 一级市场：发行定价趋于谨慎

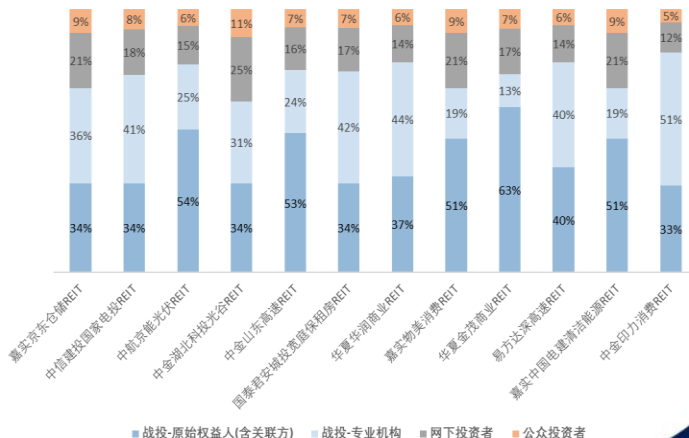
➤ 一级发行定价贴近询价下限，战配份额提升叠加网下限售期安排凸显REITs长期配置导向

- 从公募REITs一级市场的询价定价情况来看，2023年以来受相对低迷的二级市场表现影响，为了降低破发风险、引导二级市场合理定价，REITs发售定价逐步趋于谨慎，最终认购价格平均高于询价区间下限的1.53%，而2021年、2022年这一数值分别为7.47%、6.34%；此外，从询价上下限构成的价格区间来看，不同板块REITs的询价区间存在差异，其中以高速公路、环保水务REITs为代表的经营权项目整体的区间相对宽泛，体现出该类资产相较产权类项目在评估定价方面存在一定难度。
- 从初始发售结构来看，2023年以来已发行REITs的战略配售份额占比平均为75.12%，而2021年与2022年这一占比分别为67.43%、66.57%；同时网下配售方面，2023年9月中金山东高速REIT在发售公告中首次对网下配售增加限售安排，目前对于网下投资者，在REITs上市前三个交易日内可交易的份额不超过获配份额的20%，自第四个交易日起全部获配份额可自由流通。

已发行REITs一级市场询价区间（左轴）&定价高于询价下限的幅度（右轴）



2023年以来已发行REITs一级市场发售结构



1.2 二级市场：普涨行情多由政策事件驱动

► 2023年以来底部反弹行情主要由政策利好催化，今年以来交投活跃度有明显好转

- 2023年以来，公募REITs二级市场经历了震荡下行→触底反弹的行情走势，结合期间发生的重点事项来看，二级市场底部反弹行情均由政策利好的释放所触发，且对应政策均与增量资金入市预期相关，尤其是2024年2月初证监会发布《监管规则适用指引——会计类第4号》，REITs的权益属性被确定，从投资端来看，REITs可在满足非交易性条件的前提下，作为权益工具投资在会计处理时指定为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产（FVOCI），这将有利于减小二级市场价格波动对利润表的影响，提升长线资金入市预期。
- 此外，考虑到增量资金的大规模入市仍需REITs市场进一步扩容以及相关政策机制的进一步完善，因此政策利好催化的普涨行情持续性较弱，在贝塔属性的反弹演绎过后，二级市场定价仍将回归至底层资产基本面、市场风险偏好等要素。



注：上图中红色圆圈表示2023年以来REITs市场的利好事项，绿色圆圈表示发生的基本面负向超预期事件

数据来源：Wind，发改委、证监会官网，REITs相关公告，国金证券研究所；统计截至2024/5/31

02 基本面： 底层资产经营情况解析

2.1 经营业绩回顾：业绩仍有分化，保租房与能源韧性凸显

► 2023全年多数REITs业绩达到预期，2024年一季度业绩完成率表现边际走弱

■ 结合2023年报与2024年一季度披露的业绩数据整体来看，2023年多数REITs营收较2022年同比提升，其中高速公路REITs受低基数影响业绩同比增幅明显；2024年一季度多数项目业绩同比及完成率表现则出现边际走弱迹象。

■ 聚焦至行业板块层面，综合2023年以来业绩表现来看，**保租房与能源类REITs**业绩韧性优势稳固，收入同比表现与可供分配金额完成度表现相对占优，其中北京保障房REIT、华润有巢REIT、京能光伏REIT业绩相对较优；环保水务REITs易受季节性因素影响，但整体波动相对可控；**仓储物流REITs**受供需及欧美贸易等要素影响，业绩稳健性有所下滑。**产业园区、高速公路REITs**内部分化明显，其中在产业园区类型下，部分一线地区研发办公类资产受供强需弱局面影响，业绩完成度靠后，且一季度运营态势并未看到明显好转；高速公路类型下各REITs业绩分化主要源于车流量结构，客车占比较高的公路项目，如广州广河REIT、沪杭甬REIT、中国铁建REIT，业绩向上态势明显。此外，一季度新上市的消费类REITs整体经营稳健，业绩达到预期。

2023年以来REITs收入同比表现与可供分配金额完成度情况

行业类型	代码	简称	上市日期	收入（万元）				可供分配金额（万元）			
				2023年	同比变化	2024年Q1	同比变化	2023年	完成率	2024年Q1	完成率
仓储物流	180301.SZ	红土创新盐田港REIT	2021/6/21	13137.82	11.66%	3405.80	13.90%	9718.20	99.06%	2526.61	110.00%
	508056.SH	中金普洛斯REIT	2021/6/21	42857.14	19.61%	11943.47	33.13%	35040.51	101.46%	8884.01	99.95%
	508098.SH	嘉实京东仓储基础设施REIT	2023/2/8	11479.61	-	2645.58	14.05%	7351.84	107.88%	2003.74	114.07%
产业园区	180101.SZ	博时蛇口产业园REIT	2021/6/21	18077.93	59.84%	4969.85	66.72%	11819.66	81.74%	2767.62	75.38%
	508027.SH	东吴苏园产业REIT	2021/6/21	28594.68	22.20%	6960.68	-4.01%	16396.94	102.62%	3873.27	94.49%
	508000.SH	华安张江产业园REIT	2021/6/21	12363.86	46.20%	4386.38	173.47%	9709.64	77.78%	3283.33	103.57%
	508099.SH	建信中关村REIT	2021/12/17	17314.27	-14.56%	3633.00	-19.58%	8111.60	64.85%	1064.16	52.48%
	180102.SZ	华夏合肥高新REIT	2022/10/10	9515.05	-26.66%	2311.18	-3.05%	7583.51	121.78%	1891.88	99.79%
	508021.SH	国君临港创新产业园REIT	2022/10/13	4919.37	-36.70%	1098.85	-10.14%	3940.99	102.76%	773.78	78.54%
	508088.SH	国君东久新经济REIT	2022/10/14	10947.33	-14.82%	2629.15	-3.09%	8059.14	107.40%	2032.19	100.86%
	180103.SZ	华夏和达高科REIT	2022/12/27	11232.73	-	2695.35	-7.07%	6032.84	101.80%	1473.85	97.72%
保障性租赁住房	508019.SH	中金湖北科技光谷REIT	2023/6/30	6319.71	-	2797.98	-	4285.55	104.94%	1952.11	101.87%
	180501.SZ	红土深圳安居REIT	2022/8/31	5490.72	-20.59%	1362.74	-1.08%	5109.63	103.89%	1340.88	104.97%
	508058.SH	中金厦门安居REIT	2022/8/31	7687.10	-13.39%	1954.04	3.10%	5741.93	109.09%	1425.13	99.28%
	508068.SH	华夏北京保障房REIT	2022/8/31	7300.52	-12.57%	1820.78	0.95%	5505.30	110.99%	1343.94	97.65%
	508077.SH	华夏基金华润有巢REIT	2022/12/9	7841.07	-	1961.75	1.84%	6076.14	125.30%	1220.25	89.33%
消费基础设施	508031.SH	国泰君安城投宽庭保租房REIT	2024/1/12	-	-	4574.33	-	-	-	3276.51	100.40%
	508017.SH	华夏金茂商业REIT	2024/3/12	-	-	1462.13	-	-	-	887.28	102.73%
	508011.SH	嘉实物美消费REIT	2024/3/12	-	-	1964.90	-	-	-	1211.32	109.99%
	180601.SZ	华夏华润商业REIT	2024/3/14	-	-	10074.34	-	-	-	5122.19	103.41%
高速公路	180201.SZ	平安广州广河REIT	2021/6/21	80120.34	20.28%	18750.52	-3.78%	54372.21	114.01%	15110.76	111.17%
	508001.SH	浙商沪杭甬REIT	2021/6/21	74846.66	23.58%	18707.64	1.09%	45396.04	144.07%	14499.52	127.76%
	180202.SZ	华夏越秀REIT	2021/12/14	24528.34	17.58%	5828.28	-10.77%	16409.50	119.41%	3398.73	82.85%
	508018.SH	华夏中国交建REIT	2022/4/28	46181.60	3.57%	10576.76	-9.85%	32035.81	77.34%	7200.34	88.90%
	508008.SH	国金中国铁建REIT	2022/7/8	78412.78	28.93%	18834.88	0.76%	48832.84	106.06%	12406.89	101.63%
	508066.SH	华泰江苏光伏REIT	2022/11/15	39037.13	-	8706.40	-6.39%	22777.86	101.18%	7026.31	123.39%
	508009.SH	中金安徽交控REIT	2022/11/22	97025.78	-	21594.06	-19.88%	78044.60	87.82%	12942.32	66.33%
	508007.SH	中金山东高速REIT	2023/10/27	6976.64	-	7126.68	-	35617.73	105.32%	4904.75	109.21%
环保水务	508006.SH	富国首创水务REIT	2021/6/21	29940.94	1.68%	7233.19	5.18%	13829.21	82.09%	4169.44	120.60%
	180801.SZ	中航首钢绿能REIT	2021/6/21	42819.99	-0.52%	8943.65	-12.35%	10723.71	78.04%	1265.34	47.20%
能源类	180401.SZ	鹏华深圳能源REIT	2022/7/26	190094.89	-16.75%	28121.24	-13.26%	42008.59	133.03%	5127.99	48.83%
	508096.SH	中航京能光伏REIT	2023/3/29	32835.20	-	9380.65	-	32816.84	128.27%	15838.10	189.91%
	508028.SH	中信建投国家电投新能源REIT	2023/3/29	68273.85	-	30236.51	-	65687.12	110.73%	13649.04	77.85%

注1：完成率基于2023年以及2024年可供分配金额预测值计算，对于招募说明书未披露2023年/2024年预测值的REITs，采用2023年/2024年年报披露的实际值替代；

注2：对于上市时间不满统计区间的REITs，同比与完成率统计过程中均对数据区间做了统一处理；

注3：盐田港REIT、普洛斯REIT、蛇口产业园REIT、张江产业园REIT由于2023年完成扩募，受低基数影响同比增幅较高。

➤ 产权类出租率承压，改扩建、季节性变化等要素触发经营权项目不确定性

- ❑ 2023年以来国内宏观经济虽温和复苏，但结构分化仍然明显，在经济波浪式的修复进程下，REITs底层资产运营基本面同样呈现出波动态势。结合各类REITs底层资产的关键运营指标来看，受到行业供给端压力以及需求不足等因素的影响，以研发办公业态为主的产业园资产由于难以保持客户黏性，出租率显著承压，其中部分招租、续租明显不及预期的资产通过“以价换量”的方式提升出租率；仓储物流类资产虽较园区类资产稳健，但2023年四季度以来受相应地区高标仓供应增多和以欧美贸易为主的保税区增长乏力等因素影响，部分仓储资产出租率与租金水平出现向下波动；相比之下，保租房类资产整体运营稳健，消费类资产一季度上市以来运营表现稳中有升，出租率较发行初期有所提升。
- ❑ 相比之下经营权项目2023年以来的运营基本面尚未出现明显超预期的“黑天鹅”事件，其中高速公路类资产呈现出一定的顺周期特征，且运营表现受客货车比例、路网改扩建等要素的影响较为直接；环保水务与能源类资产运营波动主要由季节性因素或例行检修导致，整体相对可控。

2023年以来产权类REITs出租率表现

代码	简称	行业类型	出租率 (%)						季度变化
			23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1		
180301.SZ	红土创新盐田港REIT	仓储物流	99.00	99.50	99.50	97.62	95.58		
508056.SH	中金普洛斯REIT	仓储物流	92.70	87.58	88.46	89.63	85.79		
508098.SH	嘉实京东仓储基础设施REIT	仓储物流	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00		
180101.SZ	博时蛇口产业园REIT	产业园区	82.00	93.00	92.00	94.00	94.00		
508027.SH	东吴苏园产业REIT	产业园区	-	90.11	89.75	85.40	83.70		
508000.SH	华安张江产业园REIT	产业园区	70.57	82.31	67.60	72.00	81.03		
508099.SH	建信中关村REIT	产业园区	68.47	67.84	63.73	63.75	72.00		
180102.SZ	华夏合肥高新REIT	产业园区	90.03	91.11	91.81	89.87	86.53		
508021.SH	国君临港创新产业园REIT	产业园区	98.85	98.16	97.63	97.63	94.07		
508088.SH	国君东久新经济REIT	产业园区	100.00	100.00	100.00	99.39	97.42		
180103.SZ	华夏和达高科REIT	产业园区	95.78	93.09	92.13	93.23	91.78		
508019.SH	中金湖北科投光谷REIT	产业园区	-	-	87.63	85.11	86.95		
180501.SZ	红土深圳安居REIT	保障性租赁住房	99.02	98.87	98.68	98.34	98.37		
508058.SH	中金厦门安居REIT	保障性租赁住房	99.49	99.64	99.55	99.83	99.40		
508068.SH	华夏北京保障房REIT	保障性租赁住房	96.05	97.03	97.00	96.94	94.95		
508077.SH	华夏基金华润有巢REIT	保障性租赁住房	94.72	96.44	92.93	93.07	94.34		
508031.SH	国泰君安城投宽庭保租房REIT	保障性租赁住房	-	-	-	-	91.02	-	
508017.SH	华夏金茂商业REIT	消费基础设施	-	-	-	-	98.26	-	
508011.SH	嘉实物美消费REIT	消费基础设施	-	-	-	-	98.33	-	
180601.SZ	华夏华润商业REIT	消费基础设施	-	-	-	-	99.16	-	

2023年以来经营权类REITs运营指标表现

代码	简称	行业类型	日均车流量 (万车次)					季度变化
			23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	
180201.SZ	平安广州广河REIT	高速公路	13.95	13.76	15.52	13.87	13.62	
508001.SH	浙商沪杭甬REIT	高速公路	13.18	14.79	15.35	15.11	14.22	
180202.SZ	华夏越秀REIT	高速公路	3.70	3.01	3.53	2.93	3.34	
508018.SH	华夏中国交建REIT	高速公路	3.18	2.31	2.65	2.29	2.42	
508008.SH	国金中国铁建REIT	高速公路	10.79	10.77	10.27	10.75	10.94	
508066.SH	华泰江苏交控REIT	高速公路	4.94	4.69	4.80	3.45	3.63	
508009.SH	中金安徽交控REIT	高速公路	2.88	2.26	2.37	1.96	2.29	
508007.SH	中金山东高速REIT	高速公路	-	-	-	-	2.29	-
代码	简称	行业类型	污水/垃圾平均处理量 (万吨/天)					季度变化
			23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	
508006.SH	富国首创水务REIT	生态环保	47.93	61.86	66.51	58.70	55.78	
180801.SZ	中航首钢绿能REIT	生态环保	0.31	0.32	0.35	0.37	0.28	
代码	简称	行业类型	发电量 (万千瓦时)					季度变化
			23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	
180401.SZ	鹏华深圳能源REIT	能源类	59369.75	108807.05	141972.60	68366.10	57421.10	
508096.SH	中广核光伏REIT	能源类	-	15200.00	15100.00	12200.00	12700.00	
508028.SH	中信建投国家电投新能源REIT	能源类	-	35060.22	19844.52	35183.46	41716.50	

注：鹏华深圳能源REIT与中信建投国家电投新能源REIT发电量对应上网电量，中航核能光伏REIT对应结算电量；

注：受REITs信息披露影响，不同REITs的运营指标口径可能略有差异，横向对比可参考性不强

2.3

年度评估情况：产权类资产估值与经营预期多有下调



➤ 产权类：仓储物流与部分产业园区资产估值下调，保租房估值小幅提升

❑ 从2023年末资产评估报告披露的估值结果来看，除保租房与部分以工业厂房业态为主的产业园区类资产以外，其余多数产权类资产受行业供求关系变化以及景气度走弱影响，资产价值与未来经营预期向下共振，估值相较前一评估期有所回落，其中2023年基本面发生超预期波动的建信中关村REIT、嘉实京东仓储REIT、华安张江产业园REIT估值下调幅度显著，调整的估值参数主要为租金增长率、起始租金水平与出租率。

简称	行业类型	底层资产评估价值 (亿元)				折现率 (%)			未来租金增速 (%)		
		2021	2022	2023	估值变动幅度	2021	2022	2023	2021	2022	2023
红土创新盐田港REIT	仓储物流	17.28	21.31	20.94	-1.73%↓	7	7	7	2.5-3	2.5-3	首发：前5年每年3%，第6年起每年2.5% 扩募：前5年每年5%，第6-10年每年3%，第11年起每年2.5%
中金普洛斯REIT	仓储物流	54.20	70.14	68.70	-2.05%↓	7.5-8.5	7.5-8.5	7.5-8.75	3.0-5.0	3.0-5.0	3.0-5.0
嘉实京东仓储REIT	仓储物流	-	15.65	14.44	-7.73%↓	-	8	8	-	重庆项目2026以前2.0，2026及以后3.0，其余项目3.0	2.75
博时蛇口产业园REIT	产业园区	25.34	36.83	36.11	-1.95%↓	6	6	首发：6% 扩募：6.25%	2.5-4.0	3.0-4.0	首发：3.0%-4.0% 扩募：研发办公2%-3%；研发厂房3%-4%
东吴苏园产业REIT	产业园区	33.60	33.60	32.57	-3.07%↓	6.5	6.5	6	【国际科技园五期B区】2.0-5.0 【2.5产业园】2.0-4.0	【国际科技园五期B区】3.0-5.0 【2.5产业园】2.0-4.0	【国际科技园五期B区】2.0-3.0 【2.5产业园】2.0-3.5
华安张江产业园REIT	产业园区	14.80	29.48	28.07	-4.78%↓	6	6	6	3	3	首发：3 扩募：3.5
建信中关村REIT	产业园区	30.73	30.76	28.01	-8.94%↓	6	6	6	-	【孵化加速器】1-2年0%，3-10年假设签约三年首年不增，后两年每年2.5% 【互联网创新中心5号楼项目】1-2年0%，3-10年3% 【协同中心4号楼项目】1-10年每2年5%	【孵化加速器项目】研发用房2024-2026年不增长，2027年起2.75% 【互联网创新中心5号楼项目】研发用房2024-2026年不增长，2027年开始2.75% 【协同中心4号楼项目】研发用房2024-2026年不增长，2027年开始2.75% 【办公类房产】2024年35元/平方米/月，2025年40元/平方米/月，2026-2033：3%，2034-2048：2.5%，2049至收益期结束：2% 【园区配套房地产】2024-2025不增长，2026-2033：3%，2034-2048：2.5%，2049至收益期结束：2%
华夏合肥高新REIT	产业园区	-	13.67	14.00	2.41%↑	-	6.5	6.5	-	【办公类房产】2023-2024维持不变，2026-2033：3%，2034-2048：2.5%，2049-收益期结束：2% 【园区配套房地产】2023-2025维持不变，2026-2033：3%，2034-2048：2.5%，2049-收益期结束：2%	【办公类房产】2024年35元/平方米/月，2025年40元/平方米/月，2026-2033：3%，2034-2048：2.5%，2049至收益期结束：2% 【园区配套房地产】2024-2025不增长，2026-2033：3%，2034-2048：2.5%，2049至收益期结束：2%
国君临港创新产业园REIT	产业园区	-	7.39	7.41	0.27%↑	-	8	8	-	3%-5%	3%-5%
国君东久新经济REIT	产业园区	-	13.88	13.90	0.14%↑	-	8.0-8.5	8.0-8.5	-	【东久金山/昆山智造园】3.0-5.0 【东久无锡/常州智造园】3.0-4.0 【和达药谷一期】2.5-3.0 【孵化器】3.0-4.0 【光谷软件园】2.5-3.5 【互联网+项目】2.5-3	【东久金山/昆山智造园】3.0-5.0 【东久无锡/常州智造园】3.0-4.0 【光谷软件园】1.5-3.5 【互联网+项目】1.5-3
华夏和达高科REIT	产业园区	-	14.24	14.24	-0.01%↓	-	6.5	6.5	-	0%-3%	0%-3%
中金湖北科投光谷REIT	产业园区	-	15.40	14.94	-2.99%↓	-	6.5	6.5	-	【安居百泉阁/安居锦园/凤凰公馆】前十年两次租金调整，现存租赁合同期满后第二、三个合同期起始年增长2% 【保利香苑】两次租金调整，合同到期后的第一、二个合同期起始年增长2%	【安居百泉阁/安居锦园/凤凰公馆】前十年两次租金调整，现存租赁合同期满后第二、三个合同期起始年增长2% 【保利香苑】两次租金调整，合同到期后的第一、二个合同期起始年增长2%
红土深圳安居REIT	保租房	-	11.60	11.70	0.84%↑	-	6	6	-	0-2.5	0-2.5
中金厦门安居REIT	保租房	-	7.08	7.11	0.42%↑	-	6.5	6.5	-	【文龙家园】2024年调整至55元/平方米/月，后续每三年调增4% 【熙悦尚郡】2024年调整至64元/平方米/月，后续每三年调增4%	【文龙家园】2024年7月1日调整至55元，后续每三年调增4% 【熙悦尚郡】自2027年起每三年调增4%
华夏北京保障房REIT	保租房	-	11.54	11.57	0.26%↑	-	6	6	-	0-2.5	0-2.5
华夏基金华润有巢REIT	保租房	-	11.10	11.17	0.63%↑	-	6.25	6.25	-	0-2.5	0-2.5

注：对于上市日期不满2021/2022年统计区间的REITs，对应数值采用招募说明书披露结果

数据来源：Wind，国金证券研究所；注：指标统计截至2023年末

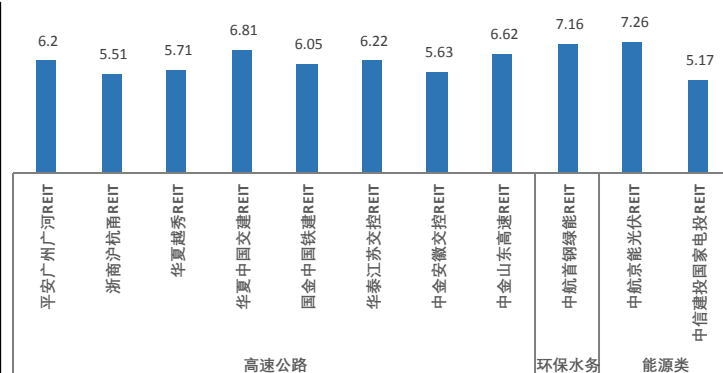
➤ 经营权类：多数资产折现率虽有下降但预测净现金流调减与收益年期缩短主导资产估值下行

- 除中金山东高速REIT外，其余REITs底层资产评估价值均较上一评估期有所降低；其中在高速公路类型下，沪杭甬REIT、中交REIT、中国铁建REIT、安徽交控REIT底层资产折现率有所下降，但预测期内通行费收入调减与特许经营权期限缩短两方面要素仍主导资产估值回落。在环保水务类型下，首创水务REIT、首钢绿能REIT底层资产折现率均较发行初期有所提升，叠加收益权期限缩短，资产估值调降明显。在能源类型下，深圳能源REIT由于成本端购气费用增加，带动资产估值有所降低，但该底层资产2022年末估值较发行初期提升较多，2023年末估值较初始值（32.64亿元）仍有小幅提升；此外京能光伏REIT与国家电投REIT底层资产折现率虽有下调，但发电收入下降与期限缩短仍是估值下行的主导因素。
- 此外，2023年报披露了部分经营权REITs的全周期内部收益率（IRR），但测算基准有所差异，其中沪杭甬REIT、中国铁建REIT基于2023年末二级市场收盘价进行计算，其余则根据2023年末基金份额公允价值参考净值进行计算；在口径一致的REITs中横向对比来看，首钢绿能REIT与京能光伏REIT内部收益率水平较高。

经营权类REITs底层资产估值及折现率变化

简称	行业类型	底层资产评估价值（亿元）				折现率（%）		
		2021	2022	2023	估值变动幅度	2021	2022	2023
平安广州广河REIT	高速公路	96.72	96.38	95.59	-0.82%↓	8	8	8
浙商沪杭甬REIT	高速公路	44.50	42.18	39.36	-6.69%↓	8.2	8.41	8.18
华夏越秀REIT	高速公路	22.86	23.39	22.45	-4.02%↓	9.72-14.16	8.86-14.30	9.33-13.63
华夏中国交建REIT	高速公路	-	101.51	95.64	-5.79%↓	-	8.24	8.11
国金中国铁建REIT	高速公路	-	45.16	42.72	-5.40%↓	-	2022-2030: 9.15 2031-2034: 10.37	2024-2030: 8.60 2031-2034: 9.30
华泰江苏交控REIT	高速公路	-	28.52	28.07	-1.58%↓	-	8.31	-
中金安徽交控REIT	高速公路	-	111.98	107.21	-4.26%↓	-	8.5	8.18
中金山东高速REIT	高速公路	-	27.90	27.97	0.25%↑	-	9	8.7
富国首创水务REIT	环保水务	16.22	15.87	14.68	-7.49%↓	8.28	-	9.19
中航首钢绿能REIT	环保水务	9.13	8.38	8.14	-2.90%↓	7.9	/	10.27
鹏华深圳能源REIT	能源类	-	36.27	32.83	-9.50%↓	/	2024-2031: 7.07 2032-2037: 9.07	2024-2031: 6.4 2032-2037: 8.4
中航京能光伏REIT	能源类	-	24.54	23.21	-5.42%↓	/	榆林项目: 9.03 晶泰项目: 9.89	榆林项目: 8.92 晶泰项目: 9.77
中信建投国家电投REIT	能源类	-	71.65	71.63	-0.03%↓	/	8.69-9.45	9.21

经营权类REITs2023年报披露的内部收益率（IRR）



注：对于上市日期不满2021/2022年报统计区间的REITs，对应数值采用招募说明书披露结果

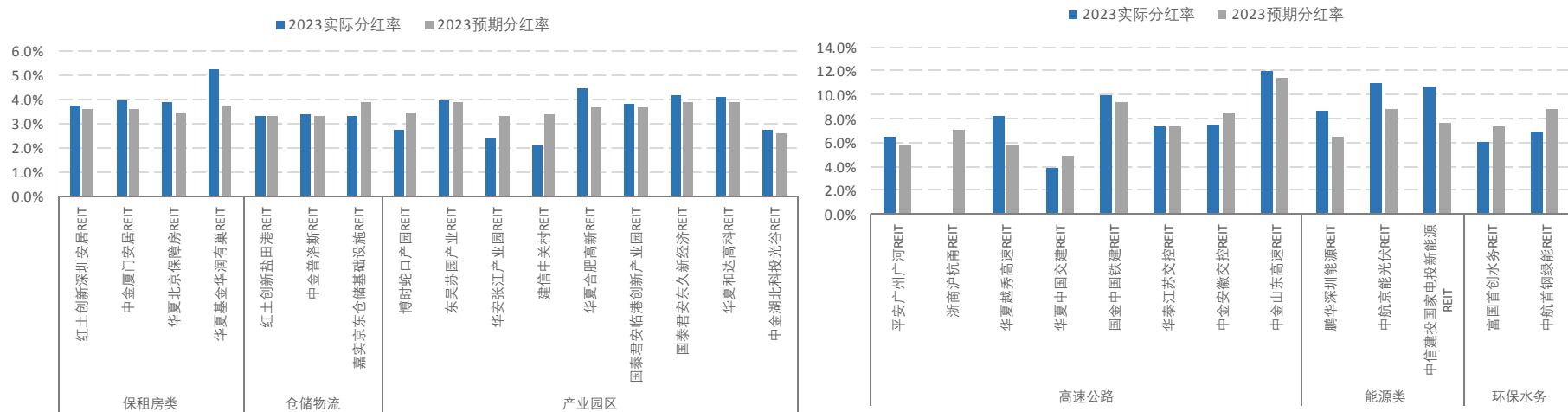
03 收益分配： REITs分红收益统计

► 保租房与能源类REITs实际分红率普遍超预期，其余板块内部分红率分化程度与底层资产基本面挂钩

■ 公募REITs2023年度收益分配事项已基本完成，结合各REITs实际分红率与基于2023年可供分配金额预测值计算的预期分红率来看，多数REITs实际分红水平符合预期，具体到行业板块层面，前文所提及盈利稳定性较强的保租房与能源类REITs 2023年实际分红率均显著超预期，其中华夏基金华润有巢REIT、中信建投国家电投REIT分红水平超预期幅度相对更高。

■ 其余板块内部分红率表现有所分化，且分化差异主要源于底层资产基本面态势，其中实际分红水平不及预期的标的多为2023年运营表现发生负向波动的资产。具体来看，产业园区类型下，华夏合肥高新REIT、国泰君安东久新经济REIT、华夏和达高科REIT实际分红率超预期较明显；高速公路类型下，华夏越秀REIT、平安广州广河REIT、国金中国铁建REIT实际分红率超预期明显。

REITs 2023年分红率实际值&预期值对比



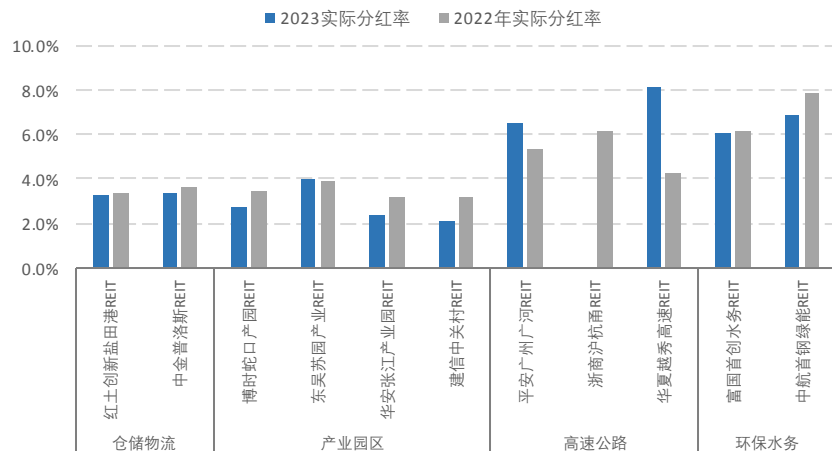
注1：预期分红率=2023年预期可供分配金额/2023年初市值规模（2023年以来成立的为募集规模），实际分红率=分配基准日在2023年的实际分配金额/2023年初市值规模（2022年以来成立的为募集规模）；

注2：对于招募说明书未披露2023年可供分配金额预测值的REITs，采用2023年报披露的实际值替代。

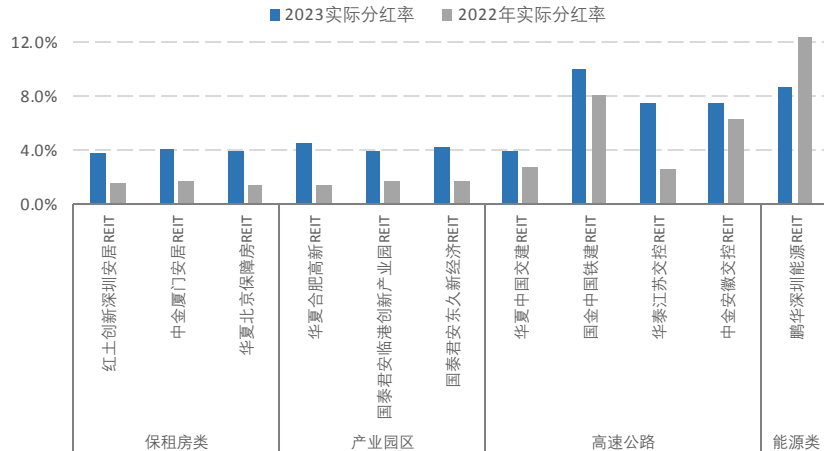
➤ 2023年多数REITs分红率相比2022年基本持平，部分高速类REITs边际改善明显

- 结合2022年与2023年实际分红率纵向对比来看，在2022年以前成立的REITs中，除基本面发生明显负向波动的REITs以外，其余标的近两年分红率基本保持稳定，且高速公路类型REITs在2023年交通出行需求恢复带动车流量、通行费收入有所提升的影响下，分红率边际改善较为明显，其中广州广河与华夏越秀REIT实际分红水平提升幅度较高。
- 在2022年内成立的REITs中，对于分红派息不包含本金摊还、仅涉及资产当期运营收益的产权类REITs而言，若将2022年实际分红率年化后进行对比，仅有华夏北京保障房REIT实现了分红率的边际提升，其余产权类REITs则小幅弱于前一期表现；对于分红包含本金摊还与运营收入派息两部分的经营权REITs而言，考虑到年化值参考性不强，从分红率的绝对水平来看，国金中国铁建REIT、鹏华深圳能源REIT分红率有较强吸引力。

2021年成立的REITs近两年实际分红率对比（2023 v.s. 2022）



2022年成立的REITs近两年实际分红率对比（2023 v.s. 2022）



注1：实际分红率=分配基准日在2023年与2022年的实际分配金额/对应年度年初市值规模（年内以来成立的为募集规模）；

注2：对于2022年成立的REITs，2022年实际分红率为非年化值。

➤ 产权类：保租房REITs分配次数与时间点较为统一，普洛斯REIT、合肥高新REIT、和达高科REIT分红次数靠前

行业类型	代码	简称	2023年收益分配情况*					
			公告日期	收益分配基准日	分配金额(万元)	分红比例	分配方案(元/10份)	说明*
仓储物流	180301.SZ	红土创新盐田港REIT	2023/9/18	2023/6/30	4627.96	99.99%	0.4853	2023年度第1次分红
			2024/3/29	2023/12/31	5089.52	99.99%	0.5337	2023年度第2次分红
			2023/8/31	2023/6/30	16326.04	95.00%	0.8423	2023年度第1次分红
	508056.SH	中金普洛斯REIT	2023/12/16	2023/9/30	8237.64	95.00%	0.4250	2023年度第2次分红
			2024/3/29	2023/12/31	10476.34	100.00%	0.5405	2023年度第3次分红
	508098.SH	嘉实京东仓储基础设施REIT	2023/11/24	2023/6/30	3295.00	92.97%	0.6590	2023年度第1次分红
			2024/2/7	2023/9/30	2521.00	99.98%	0.5042	2023年度第2次分红
产业园区	180101.SZ	博时蛇口产业园REIT	2023/10/27	2023/9/30	6809.33	100.00%	0.4790	2023年度第1次分红
			2024/4/10	2023/12/31	4776.11	95.28%	0.3360	2023年度第2次分红
	508027.SH	东吴苏园产业REIT	2024/4/11	2023/12/31	16396.94	100.00%	1.8218	2023年度第1次分红
			2023/5/8	2023/3/31	1450.00	98.41%	0.2900	2023年度第1次分红
	508000.SH	华安张江产业园REIT	2024/4/15	2023/12/31	7550.00	92.69%	0.7862	2023年度第2次分红
			2023/8/9	2023/6/30	4410.00	98.50%	0.4900	2023年度第1次分红
	508099.SH	建信中关村REIT	2024/5/7	2023/12/31	3331.44	99.69%	0.4100	2023年度第2次分红
			2023/8/28	2023/6/30	3742.90	99.86%	0.5347	2023年度第1次分红
	180102.SZ	华夏合肥高新REIT	2024/1/15	2023/9/30	1922.20	99.98%	0.2746	2023年度第2次分红
			2024/3/29	2023/12/31	1922.90	99.97%	0.2747	2023年度第3次分红
	508021.SH	国泰君安临港创新产业园REIT	2024/4/18	2023/12/31	3940.80	99.99%	1.9704	2023年度第1次分红
			2023/12/14	2023/6/30	4352.00	99.99%	0.8704	2023年度第1次分红
	508088.SH	国泰君安东久新经济REIT	2024/4/18	2023/12/31	3700.00	99.81%	0.7400	2023年度第2次分红
			2024/4/11	2023/12/31	4285.20	99.99%	0.7142	2023年度第1次分红
	508019.SH	中金湖北科投光谷REIT	2023/8/21	2023/6/30	3265.00	99.99%	0.6530	2023年度第1次分红
180103.SZ	华夏和达高科REIT	2024/1/22	2023/9/30	1530.00	99.99%	0.3060	2023年度第2次分红	
		2024/4/19	2023/12/31	1498.50	99.98%	0.2997	2023年度第3次分红	
保租房类	180501.SZ	红土深圳安居REIT	2023/9/18	2023/6/30	2694.80	99.99%	0.5390	2023年度第1次分红
			2024/3/29	2023/12/31	2414.00	99.97%	0.4828	2023年度第2次分红
	508058.SH	中金厦门安居REIT	2023/8/31	2023/6/30	2600.50	90.00%	0.5201	2023年度第1次分红
			2024/3/29	2023/12/31	3141.00	99.99%	0.6282	2023年度第2次分红
	508068.SH	华夏北京保障房REIT	2023/10/11	2023/6/30	2752.00	99.99%	0.5504	2023年度第1次分红
			2024/4/19	2023/12/31	2753.00	99.98%	0.5506	2023年度第2次分红
	508077.SH	华夏基金华润有巢REIT	2023/8/17	2023/6/30	3923.00	99.99%	0.7846	2023年度第1次分红
		2024/4/3	2023/12/31	2869.00	99.99%	0.5738	2023年度第2次分红	

注1：分红情况根据REITs收益分配基准日在2023年的REITs产品进行统计，分红比例为分配金额占收益分配基准日累计可供分配金额的比例；

注2：各REIT的分红说明根据收益分配基准日为参照依据

3.3 附：2023年收益分配统计明细

➤ 经营权类：多数REITs能够及时兑现收益，其中以越秀REIT、中国交建REIT为代表的部分高速公路REITs分红次数靠前

行业类型	代码	简称	2023年收益分配情况*					
			公告日期	收益分配基准日	分配金额(万元)	分红比例	分配方案(元/10份)	说明*
高速公路	180201.SZ	平安广州广河REIT	2023/8/9	2023/6/30	25467.18	100.00%	3.6381	2023年度第1次分红
			2023/12/20	2023/9/30	17003.00	99.98%	2.4290	2023年度第2次分红
			2024/4/22	2023/12/31	11900.00	99.98%	1.7000	2023年度第3次分红
	508001.SH	浙商沪杭甬REIT	-	-	-	-	-	-
			2023/5/19	2023/3/31	7338.60	99.99%	2.4462	2023年度第1次分红
			2023/8/21	2023/6/30	3777.00	99.94%	1.2590	2023年度第2次分红
	180202.SZ	华夏越秀REIT	2023/11/29	2023/9/30	4276.00	99.98%	1.4253	2023年度第3次分红
			2024/4/9	2023/12/31	3923.10	99.99%	1.3077	2023年度第4次分红
			2023/6/9	2023/3/31	9339.00	99.97%	0.9339	2023年度第1次分红
	508018.SH	华夏中国交建REIT	2023/8/24	2023/6/30	7046.00	99.99%	0.7046	2023年度第2次分红
			2023/11/22	2023/9/30	7889.00	99.99%	0.7889	2023年度第3次分红
			2024/4/24	2023/12/31	7763.00	99.99%	0.7763	2023年度第4次分红
	508008.SH	国金中国铁建REIT	2024/3/30	2023/12/31	48830.00	99.00%	9.7660	2023年度第1次分红
	508066.SH	华泰江苏交控REIT	2023/10/24	2023/6/30	13003.20	99.99%	3.2508	2023年度第1次分红
			2024/5/16	2023/12/31	9774.40	99.99%	2.4436	2023年度第2次分红
	508009.SH	中金安徽交控REIT	2023/8/31	2023/3/31	23000.00	99.62%	2.3000	2023年度第1次分红
			2023/10/25	2023/6/30	17500.00	99.46%	1.7500	2023年度第2次分红
			2024/1/19	2023/9/30	19000.00	99.37%	1.9000	2023年度第3次分红
508007.SH	中金山东高速REIT	2024/3/29	2023/12/31	18500.00	99.76%	1.8500	2023年度第4次分红	
		2023/12/21	2023/10/31	23175.01	70.00%	5.7938	2023年度第1次分红	
		2024/4/23	2023/12/31	12440.00	99.98%	3.1100	2023年度第2次分红	
环保水务	508006.SH	富国首创水务REIT	2023/9/7	2023/6/30	6255.00	99.92%	1.2510	2023年度第1次分红
			2024/4/2	2023/12/31	7570.00	99.94%	1.5140	2023年度第2次分红
	180801.SZ	中航首钢绿能REIT	2023/12/8	2023/9/30	6290.00	99.93%	6.2900	2023年度第1次分红
			2024/4/19	2023/12/31	4430.00	99.92%	4.4300	2023年度第2次分红
能源类	180401.SZ	鹏华深圳能源REIT	2023/12/7	2023/6/30	20400.00	99.52%	3.4000	2023年度第1次分红
			2024/4/23	2023/12/31	21600.00	99.96%	3.6000	2023年度第2次分红
	508096.SH	中航京能光伏REIT	2023/11/8	2023/9/30	32160.00	99.93%	10.7200	2023年度第1次分红
			2023/9/19	2023/6/30	22990.40	99.98%	2.8738	2023年度第1次分红
	508028.SH	中信建投国家电投新能源REIT	2023/12/18	2023/9/30	29520.00	99.00%	3.6900	2023年度第2次分红
			2024/4/18	2023/12/31	31360.00	99.00%	3.9200	2023年度第3次分红

注1：分红情况根据REITs收益分配基准日在2023年的REITs产品进行统计，分红比例为分配金额占收益分配基准日累计可供分配金额的比例；

注2：各REIT的分红说明根据收益分配基准日作为参照依据

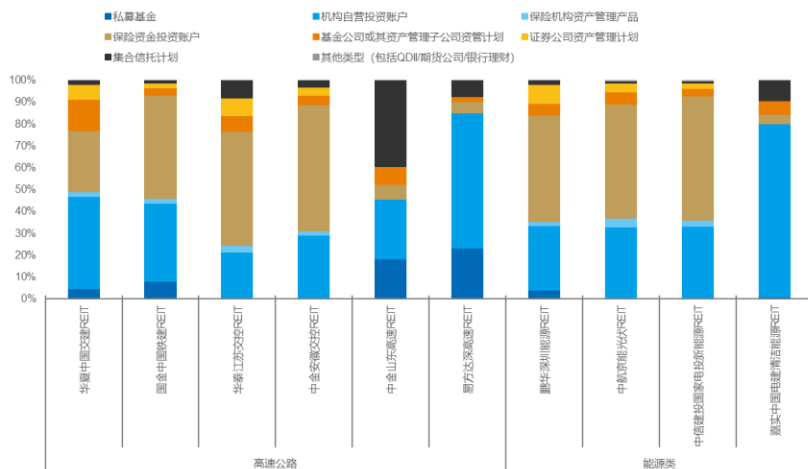
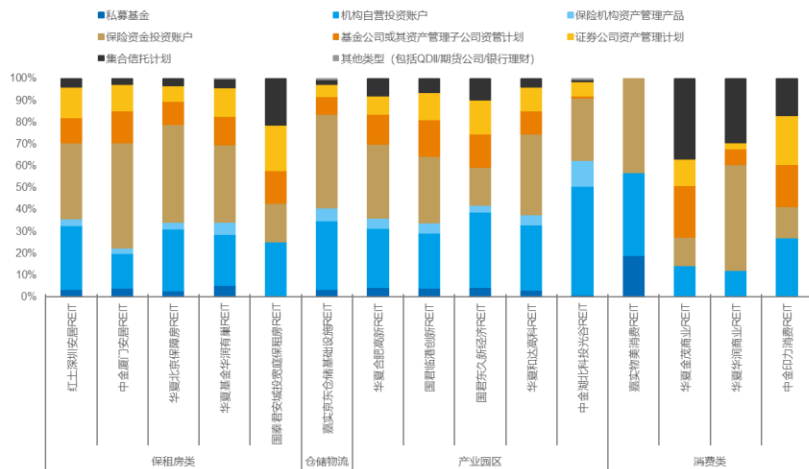
04 投资者结构： 梳理参与机构类型的变迁

➤ 产权类REITs网下参与机构更为多元，经营权REITs以机构自营与保险资金为认购主力

❑ 为了观测不同属性资金对REITs的配置偏好以及近两年网下参与机构类型的变化，本文基于2022年以来上市REITs的一级市场网下配售结构进行分类统计。整体来看，2023年以来在网下配售名单中尚未看到增量机构类型的出现，保险资金与机构自营仍为多只REITs网下部分的主要参与类型，同时信托资金近两年参与度有所提高。

❑ 具体到不同行业板块层面，在保租房类型下，保险资金与机构自营占比略高，同时伴随信托计划与证券公司资管计划的投资比例提升，整体配售结构趋于均衡；在产业园区类型下，机构自营与保险机构资管产品的投资占比有一定增加，私募基金与基金公司资管账户占比同步压缩；在消费基础设施类型下，华夏金茂商业REIT与中金印力消费REIT整体结构较为均衡，相比之下嘉实物美消费REIT更受机构自营与险资青睐，华夏华润商业REIT则以险资与信托认购居多；在高速公路类型下，2023年以来上市的REITs中，私募基金与信托资金的参与程度明显提升；在能源类型下，配售结构相对单一，机构自营资金占比有显著增加。

2022年以来已上市REITs一级市场网下配售投资者结构（基于配售金额统计）



注：上图中不同行业类型内部的各REITs基于上市时间由远至近依次排序

► 能源类与保租房板块REITs机构持有比例整体较高，2023年多数REITs流通份额结构趋于分散

公募REITs持有人结构及前十大持有份额集中度变化

行业类型	简称	上市日期	机构投资者持有比例				个人投资者持有比例				前十大流通份额占流通总份额比			
			2021年末	2022年末	2023年末	变化情况	2021年末	2022年末	2023年末	变化情况	2021年末	2022年末	2023年末	同比变化
仓储物流	红土创新盐田港REIT	2021/6/21	86.87%	89.04%	91.81%		13.13%	10.96%	8.19%		51.08%	63.37%	52.47%	-10.91%
	中金普洛斯REIT	2021/6/21	94.73%	96.38%	95.25%		5.27%	3.62%	4.75%		65.18%	73.40%	69.10%	-4.29%
	嘉实京东仓储基础设施REIT	2023/2/8	-	-	96.11%	-	-	-	3.89%	-	-	-	40.90%	-
	博时蛇口产业园REIT	2021/6/21	82.78%	87.03%	88.48%		17.22%	12.97%	11.52%		39.88%	58.76%	38.95%	-19.81%
产业园区	东吴苏园产业REIT	2021/6/21	94.42%	96.14%	95.34%		5.58%	3.86%	4.66%		65.18%	63.49%	61.07%	-2.42%
	华安张江产业园REIT	2021/6/21	88.64%	92.93%	95.45%		11.36%	7.07%	4.55%		62.93%	63.15%	51.38%	-11.77%
	建信中关村REIT*	2021/12/17	91.03%	90.14%	85.99%		8.97%	9.86%	14.01%		-	61.34%	56.68%	-4.66%
	华夏合肥高新REIT	2022/10/10	-	97.79%	97.27%		-	2.21%	2.73%		-	39.45%	54.09%	14.64%
	国君临港创新产业园REIT	2022/10/13	-	97.41%	97.61%		-	2.59%	2.39%		-	47.14%	36.35%	-10.79%
	国君东久新经济REIT	2022/10/14	-	95.35%	94.58%		-	4.65%	5.42%		-	45.81%	36.55%	-9.26%
	华夏和达高科REIT*	2022/12/27	-	88.90%	97.81%		-	11.10%	2.19%		-	-	39.06%	-
保障性租赁住房	中金湖北科技光谷REIT	2023/6/30	-	-	95.81%	-	-	-	4.19%	-	-	-	41.46%	-
	红土深圳安居REIT	2022/8/31	-	94.53%	93.87%		-	5.47%	6.13%		-	31.96%	25.17%	-6.79%
	中金厦门安居REIT	2022/8/31	-	96.33%	96.52%		-	3.67%	3.48%		-	42.40%	41.76%	-0.64%
	华夏北京保障房REIT	2022/8/31	-	95.29%	94.92%		-	4.71%	5.08%		-	37.74%	44.23%	6.49%
高速公路	华夏基金华润有巢REIT*	2022/12/9	-	88.00%	95.71%		-	12.00%	4.29%		-	-	47.80%	-
	平安广州广河REIT	2021/6/21	94.90%	95.29%	94.04%		5.10%	4.71%	5.96%		63.01%	60.19%	57.20%	-2.89%
	浙商沪杭甬REIT	2021/6/21	91.96%	91.84%	93.00%		8.04%	8.16%	7.00%		60.33%	56.79%	59.18%	2.39%
	华夏越秀REIT*	2021/12/14	91.00%	89.50%	88.95%		9.00%	10.50%	11.05%		-	57.49%	57.04%	-0.44%
	华夏中国交建REIT	2022/4/28	-	92.84%	88.74%		-	7.16%	11.26%		-	32.29%	33.80%	1.51%
	国金中国铁建REIT	2022/7/8	-	97.01%	96.93%		-	2.99%	3.07%		-	48.08%	46.16%	-1.92%
	华泰江苏交控REIT*	2022/11/15	-	92.50%	98.44%		-	7.50%	1.56%		-	-	42.86%	-
环保水务	中金安徽交控REIT*	2022/11/22	-	94.00%	97.56%		-	6.00%	2.44%		-	-	32.61%	-
	中金山东高速REIT	2023/10/27	-	-	97.79%	-	-	-	2.21%	-	-	-	89.41%	-
	富国首创水务REIT	2021/6/21	83.43%	78.06%	73.10%		16.57%	21.94%	26.90%		25.65%	37.53%	23.61%	-13.92%
	中航首钢绿能REIT	2021/6/21	73.95%	76.72%	75.54%		26.05%	23.28%	24.46%		30.15%	49.81%	40.91%	-8.89%
能源类	鹏华深圳能源REIT	2022/7/26	-	96.95%	94.42%		-	3.05%	5.58%		-	45.14%	41.24%	-3.90%
	中航京能光伏REIT	2023/3/29	-	-	98.04%	-	-	-	1.96%	-	-	-	36.00%	-
	中信建投国家电投新能源REIT	2023/3/29	-	-	98.54%	-	-	-	1.46%	-	-	-	34.46%	-

注1：机构及个人投资者持有比例均为持有份额占发行总份额的比例；前十大流通份额占比为前十大流通份额持有比例合计占统计节点REITs流通份额的比例；
注2：对于临近年末上市，未披露当年年报数据的REITs（标*），采用首发募集时的投资者结构数据。

各REITs上市以来均以机构持有为主，其中能源类与保租房类型REITs对应的平均机构投资者占比相对较高，最新统计期（2023年末）均在95%以上；相较之下环保水务类型REITs个人投资者持有占比靠前，最新平均占比为25.68%；此外，具体到REITs层面，截至2023年末，国家电投REIT、江苏交控REIT、京能光伏REIT为机构持有占比靠前的前3只产品。

纵向对比来看，盐田港REIT、蛇口产业园REIT、张江产业园REIT、临港REIT、厦门安居REIT、华润有巢REIT、沪杭甬REIT、江苏交控REIT上市以来对应机构占比持续提升，体现出机构资金对部分经营稳健、资产质量与原始权益人赋能情况较优的REITs的配置偏好。

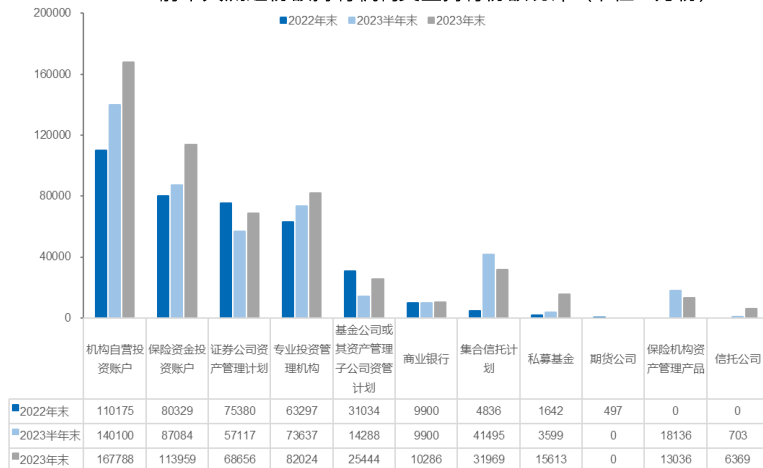
此外，考虑到流通份额集中度一定程度会影响公募REITs二级市场的交易活跃度与价格稳定性，因此本文重点统计了前十大流通份额占流通总份额的比重；从结果来看，仓储物流、高速公路与产业园区板块REITs流通份额集中度略高，对应平均占比分别为54.16%、52.28%、46.18%。若从集中度的纵向变化来看，相比于2022年末，2023年末除合肥高新REIT、北京保障房REIT外，多数REITs的前十大流通份额占比有所下降，流通份额结构趋于分散化。

4.3 流通份额持有机构：机构类型向多元化小幅迈进

➤ 机构自营与保险资金为二级市场主要参与机构，公募FOF首次出现在REITs前十大流通份额持有人名单

- 为了得到参与公募REITs二级市场交投的机构类型，本文基于年报/半年报披露的前十大流通份额持有人名单进行统计；首先，从参与类型来看，机构自营、保险资金的合计持有份额相对靠前，其次是证券公司资管计划与专业投资管理平台；纵向来看，2023年以来，信托资金以及商业银行理财对REITs的投资力度有小幅增加，同时公募FOF也首次出现在REITs前十大流通份额持有人名单中，机构类型向多元化方向小步迈进。
- 此外，从2023年末前十大流通份额持有人持有份额靠前的机构来看，在险资类型下，泰康人寿、太平人寿、中国人寿、新华人寿等保险机构持有份额靠前，且其中太平人寿、平安人寿出现在5只以上REITs的前十大名单中；在机构自营类型下，中金、中信、东兴等机构持有份额靠前，在参与的REITs数量方面，中金、国信、申万、银河等机构相对较多，其中部分是出于做市商的角色参与，部分则以投资配置的视角参与。

前十大流通份额持有机构类型持有份额统计（单位：万份）



2023年末前十大流通份额持有人持有份额靠前的具体机构明细

保险资金投资账户TOP 10	持有总份额 (万份)	参与数量	机构自营投资账户TOP 10	持有总份额 (万份)	参与数量
泰康人寿保险有限责任公司	34475.73	5	中国国际金融股份有限公司	35463.66	20
太平人寿保险有限公司	13376.17	6	中信证券股份有限公司	15712.73	12
国寿投资保险资产管理有限公司	11410.00	5	东兴证券股份有限公司	13815.23	5
新华人寿保险股份有限公司	10309.61	4	申万宏源证券有限公司	13814.95	11
中国平安人寿保险股份有限公司	9877.87	6	国信证券股份有限公司	10127.14	12
长城人寿保险股份有限公司	5867.53	5	浙商证券股份有限公司	10085.31	7
工银安盛人寿保险有限公司	4000.00	1	国泰君安证券股份有限公司	10052.08	5
中信保诚人寿保险有限公司	3497.00	2	中国银河证券股份有限公司	9020.51	10
中国太平洋人寿保险股份有限公司	2618.11	1	中国中金财富证券有限公司	8861.75	7
工银安盛人寿保险有限公司	2487.70	3	中信建投证券股份有限公司	8483.91	5

注：上表基于2023年报披露的前十大流通份额持有人名单进行统计，参与数量表示该机构进入前十大流通份额持有人的REITs数量

2024年一季度REITs仓位靠前的公募FOF产品

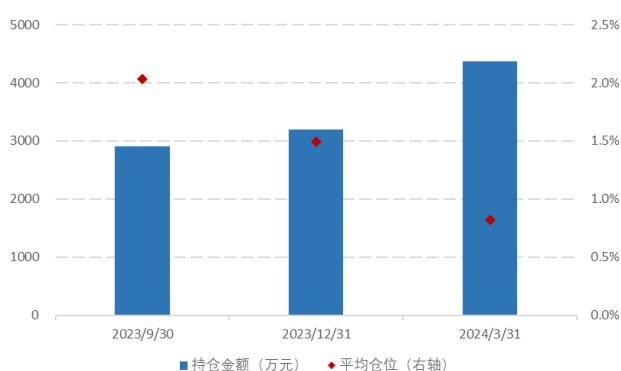
代码	FOF名称	FOF类型	REITs仓位 ¹	持仓规模（万元）
017580.OF	汇添富添福鑫添益均衡养老目标三年持有	平衡混合型	4.47%	42.23
008158.OF	招商盛鑫优选3个月持有期(FOF)A	偏股混合型	3.54%	166.74
016660.OF	招商和惠养老2045五年持有	目标日期型	2.12%	228.98
016394.OF	天弘睿享3个月持有A	偏债混合型	2.05%	21.40
016974.OF	招商智安稳健配置1年持有A	偏债混合型	1.81%	588.56
015241.OF	汇添富鑫添利6个月持有A	偏债混合型	1.43%	30.79
017267.OF	招商乐颐和惠养老目标日期2035三年持有	目标日期型	1.27%	17.47
013512.OF	汇添富添福增长稳健养老目标一年持有A	偏债混合型	1.25%	528.87
016669.OF	招商和享均衡养老目标三年持有A	平衡混合型	1.23%	265.81
012743.OF	汇添富添福睿选稳健养老目标一年持有A	偏债混合型	0.59%	248.88
012791.OF	汇添富聚焦经典一年持有A	偏股混合型	0.57%	769.30
012190.OF	汇添富添福盈和稳健养老目标一年持有A	偏债混合型	0.49%	964.00
015999.OF	中欧预见稳健养老一年持有A	偏债混合型	0.43%	226.47
013155.OF	汇添富添福汇盈稳健养老目标一年持有A	偏债混合型	0.41%	63.87
014033.OF	富国智盈稳进12个月持有A	偏债混合型	0.15%	14.81

注：2024年一季度末共有29只公募FOF产品投资REITs，上表仅展示仓位靠前的15只FOF产品

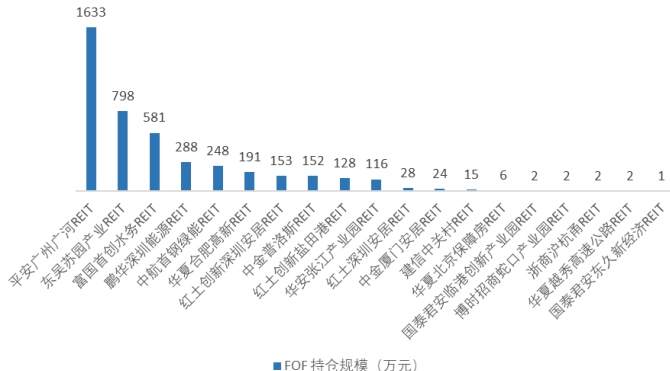
➤ 汇添富、招商旗下公募FOF参与力度明显，经营业绩稳健的项目为主要配置方向

- 自2023年7月6日多家基金公司发布公告正式将公募REITs纳入旗下FOF产品的投资范围后，公募FOF作为REITs市场的一类增量资金持续入市，从2023年三季度末以来的持仓情况来看，FOF对REITs的参与程度逐步提升，截至2024年一季度末，持仓规模为4371.70万元，就类型而言，偏债混合型FOF的参与数量较多；仓位方面，FOF平均持有REITs的比例不超过3%，其中汇添富、招商、天弘旗下部分FOF产品的REITs仓位较高，基本在2%以上。在基金公司层面，目前共有9家基金公司的FOF产品投资REITs，其中汇添富、招商的参与力度相对突出，旗下配置REITs的FOF产品数量分别为7只、5只。
- 在REITs层面，从FOF持仓规模靠前的REITs来看，多为底层资产运营基本面较为稳健的产品，且相比之下对高速公路、环保水务等经营权类型REITs以及保障房REITs的投资金额较多。

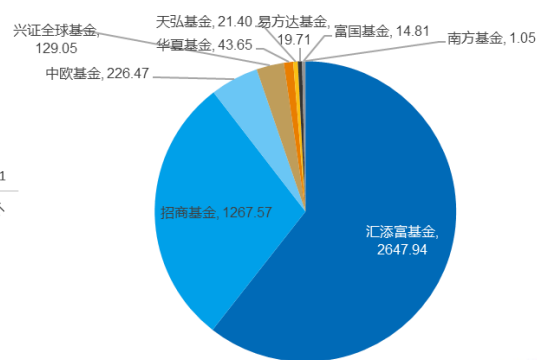
公募FOF持仓REITs金额及平均仓位变化



公募FOF投资的REITs及对应持仓规模情况



公募FOF参与REITs规模统计（基金公司层面，单位：万元）



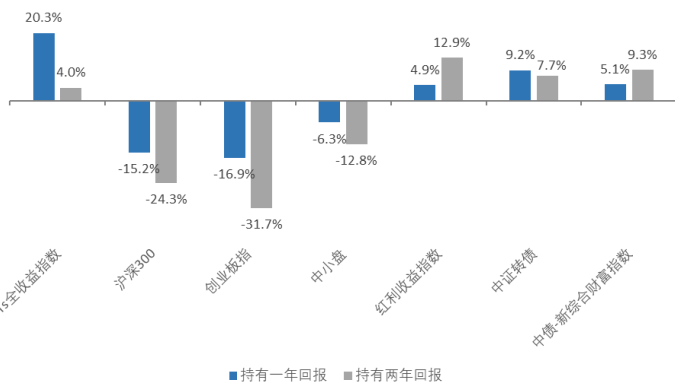
05 REITs投资策略： 多重视角下的配置策略选择

5.1 策略视角之一级市场：战略配售

➤ 战配策略在参与份额方面具备优势，经营稳健且具有一定分红保护的资产可作为配置方向

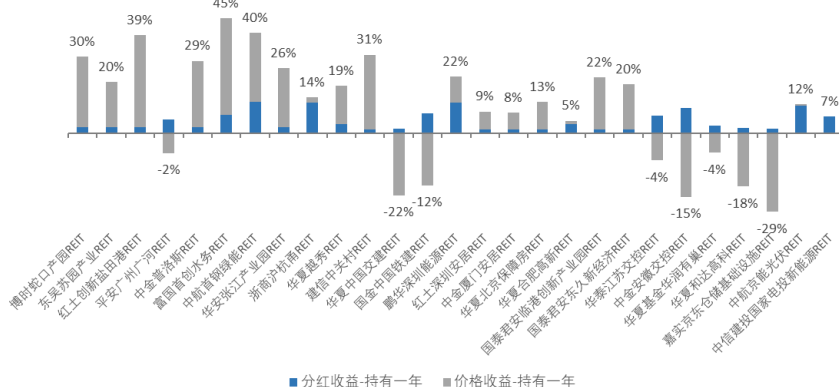
■ 战略配售作为机构投资者参与REITs资产的一类方式，相比一级网下认购和二级市场买入能够获取更多的参与份额，更适合对流动性要求不高的长线资金参与。站在战配视角下，从持有一年与持有两年的总回报来看，在相对确定的分红保护下，多数产品在持有满一年后的解禁期能够实现10%以上的收益；若持有满两年，除部分规模较大的高速公路以及基本面有显著负向波动的产业园REITs外，其余REITs累计回报基本为正，其中环保水务REITs与部分经营稳健的产业园、仓储REITs收益相对可观。

■ 此外，从大类资产比价的角度来看，若以首批REITs上市作为考察起始点，在持有一年维度（2021/6/21-2022/6/21），REITs资产的回报优势较为显著；在持有两年维度（2021/6/21-2023/6/21），由于REITs市场经历了系统性走弱，收益有所收窄，但考虑到REITs具备的高分红属性突出，在优质高息资产荒的背景下，可在组合配置中作为固收安全垫之上实现增益的可选方向。



注：持有一年的统计区间为2021/6/21-2022/6/21，持有两年的统计区间为2021/6/21-2023/6/21

持有一年REITs产品持有期回报统计



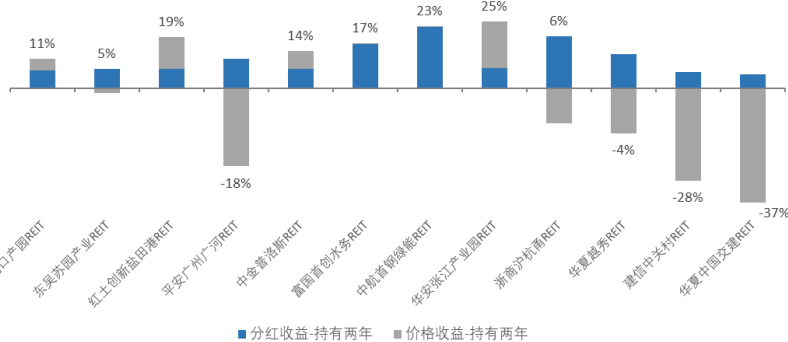
■ 分红收益-持有一年 ■ 价格收益-持有一年

注：分红收益=区间累计单位分红/发行价，价格收益为区间尾日收盘价较发行价的涨跌幅，上图数据标签对应持有期累计总回报

数据来源：Wind，国金证券研究所

公募REITs与股债资产持有期回报对比

上持满两年REITs产品持有期回报统计



■ 分红收益-持有两年 ■ 价格收益-持有两年

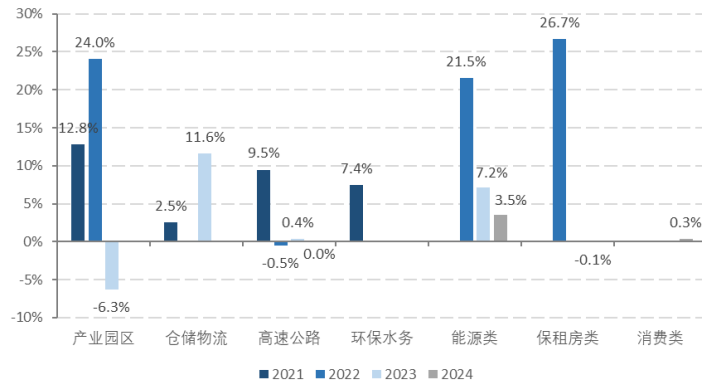
5.1 策略视角之一级市场：网下认购

➤ 打新策略有效性由二级市场情绪、REITs所处板块供需格局及底层资产现金流稳健性主导

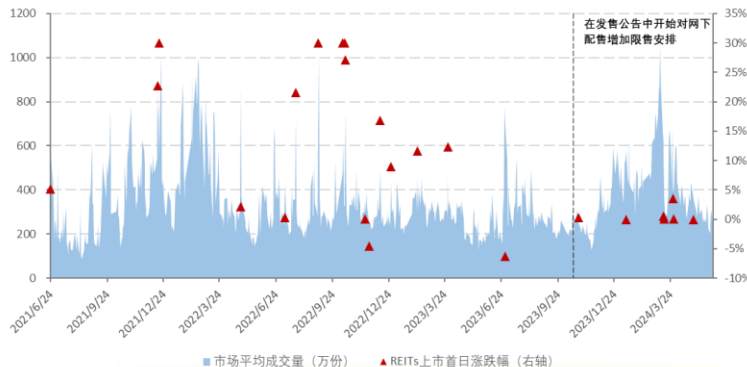
❑ 2023年以来受到REITs新发节奏放缓、二级市场交投情绪较为低迷的影响，REITs上市首日涨幅收窄，部分项目一度出现破发情形，为了稳定REITs上市初期的交易价格，2023年9月以来上市的公募REITs在发售公告中增加了对网下配售份额的限售安排。

❑ 基于以上调整后的网下配售安排，考虑到前三个交易日REITs价格相对稳定，且在可交易份额受限的前提下，进行价差博弈对组合的增益有限，因此本文按照上市第四个交易日卖出作为网下打新收益测算的前提。从结果来看，一方面市场情绪的演绎对REITs打新收益有较为直接的影响，结合已上市REITs首日涨跌幅与二级市场成交量来看，2024年之前在市场交投活跃阶段，REITs首日涨幅相对可观；在2024年以来上市的REITs项目中，首日涨幅虽受网下限售安排影响有所收窄，但仍与市场情绪有一定联动关系。另一方面资产所处板块及其现金流稳健性同样影响打新收益，从各行业板块来看，能源与保租房上市首日表现整体较优，园区与公路受制于近两年基本面稳健性有所波动的影响，首日回报表现趋弱。

各年度不同行业板块REITs上市首日平均涨跌幅



公募REITs上市首日涨跌幅及二级市场交投情绪变化



网下配售增加限售安排的REITs打新收益测算（仅供参考）

代码	简称	上市日期	全份额可自由流通日期	网下获配率	上市首日涨跌幅	打新收益率	持定期涨跌幅	可以覆盖锁定期成本的涨跌幅
508007.SH	中金山东高速REIT	2023/10/27	2023/11/1	83.53%	0.36%	-0.92%	-0.90%	0.02%
508031.SH	国泰君安城投宽庭保租房REIT	2024/1/12	2024/1/17	94.40%	-0.07%	-6.63%	-6.59%	0.04%
508017.SH	华夏金茂商业REIT	2024/3/12	2024/3/15	49.04%	0.56%	0.42%	0.49%	0.07%
508011.SH	嘉实物美消费REIT	2024/3/12	2024/3/15	75.95%	0.67%	1.42%	1.47%	0.04%
180601.SZ	华夏华润商业REIT	2024/3/14	2024/3/19	91.83%	0.04%	-0.80%	-0.77%	0.04%
508026.SH	嘉实中国电建清洁能源REIT	2024/3/28	2024/4/2	17.43%	3.51%	6.72%	6.92%	0.19%
508033.SH	易方达深高速REIT	2024/3/29	2024/4/3	50.30%	0.04%	-0.34%	-0.28%	0.07%
180602.SZ	中金印力消费REIT	2024/4/30	2024/5/8	86.23%	0.00%	-2.65%	-2.61%	0.04%

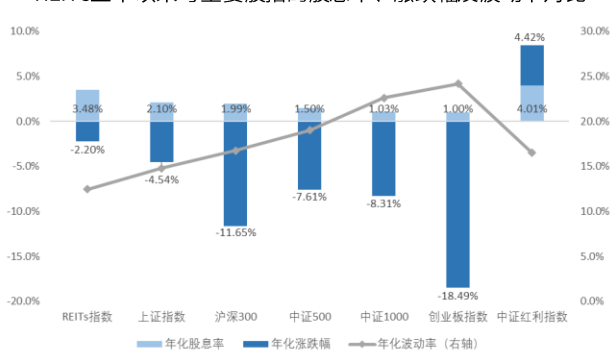
注1：考虑到新增的网下限售安排是REITs上市后第四个交易日起全部获配份额可自由流通，因此上表打新收益按照上市第4个交易日卖出作为测算前提；

注2：假设网下打新资金的锁定期成本为货币市场基金收益，取货币市场基金平均7日年化收益率作为锁定期收益率。

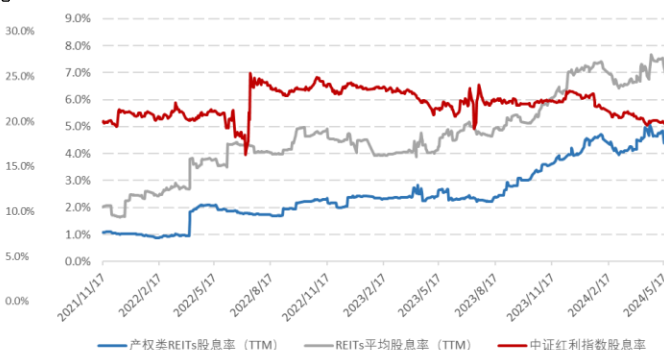
➤ 维度一：与股债资产比价确定REITs投资价值及其在资产组合中的定位

- ❑ 为了在自上而下维度进一步确定REITs资产所具备的投资价值及其在资产配置环节中的具体定位，本节重点将REITs与国内股债资产分别进行比价。总结来看，REITs可作为具备防御属性的红利类资产的补充方向，但配置过程中仍不可忽视二级市场在流动性、基本面不及预期等要素牵制下的潜在价格波动；同时，在国内低利率以及高息资产荒的环境下，部分现金流稳健、预期分红持续性较强的REITs品种可作为配置型底仓以增厚纯债部分收益安全垫。
- ❑ 与股票资产对比：REITs上市以来相较于多数宽基指数在分红及考虑二级市场涨跌后的总回报层面有一定优势，且指数层面的年化波动水平较低；但若与红利指数相比，REITs资产年化股息率略低的同时二级市场价格向下空间较大。考虑到REITs的高分红特征显著，进一步对比REITs与红利指数的股息率来看，在经历了2023年的趋势性回调后，2024年以来REITs整体股息率水平超过红利类资产，且在红利股票持续吸金的环境下，两类资产的股息率正利差有所扩大。此外，考虑到经营权REITs分红包含本金摊还部分，较高的股息率对判断REITs的分红优势有一定扰动性，因此结合产权类REITs的股息率同步来看，今年以来与红利资产股息率的负利差同样有所收窄，高分红优势在持续显现。
- ❑ 与债券资产对比：由于REITs是一类具备权益属性的风险资产，在与债券资产对比时，可将视角重点置于REITs预期分红率与十年期国债收益率代表的无风险利率之差，从而来衡量REITs资产的风险溢价水平，并结合该溢价水平的走势及所处分位数水平来判断投资性价比。

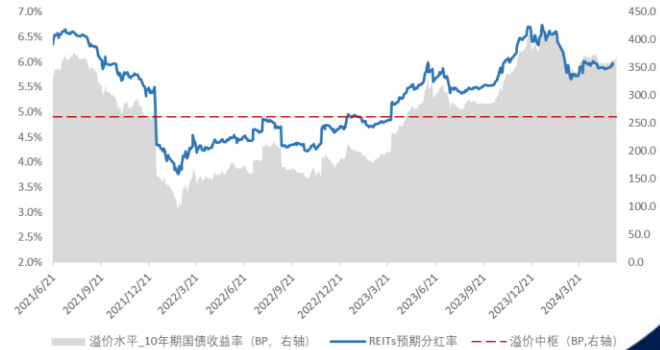
REITs上市以来与主要股指的股息率、涨跌幅及波动率对比



与股票资产比价：股息率对比



与债券资产比价：与十年期国债收益率的相对利差



注：REITs与主要股指的对比数据统计区间为2021/6/21-2024/5/31

数据来源：Wind，国金证券研究所；数据统计截至2024/5/31

➤ 维度二：根据REITs估值水平衡量投资性价比与安全边际

除了与其他大类资产比价判断相对价值外，也可结合资产自身估值水平等方面来衡量投资性价比、支撑建仓及加减仓决策。对于公募REITs而言，发展初期虽然在估值层面还未形成统一体系，但已有部分估值指标显现出较强的参考性。为了衡量REITs二级市场投资性价比与安全边际，本文从三个视角出发构建估值指标。

首先是衡量REITs市场整体估值位置的价格指数以及衡量市场情绪的价格偏离度指标，其中价格偏离度自REITs上市以来整体在-8%至8%范围内变动，可作为判断加减仓的一类辅助观测指标。

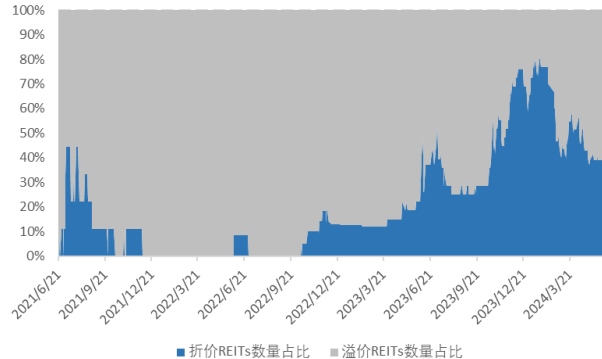
其次是折溢价REITs的数量占比，在市场情绪相对低迷、行情走势疲软阶段，折价标的的数量会相应攀升，结合历史环境来看，当折价数量占比超过50%时，市场估值及情绪处于相对底部位置。

最后是结合产权类与经营权REITs各自的估值分位数判断估值的相对位置及参与的安全边际，从5月末的结果来看，产权类REITs平均P/NAV为0.97，处于历史16.2%的分位数；经营权REITs平均IRR为7%，处于历史26%的分位数，两类项目二级市场估值均处于中性偏低水平。

REITs上市以来价格指数走势&市场平均价格偏离度

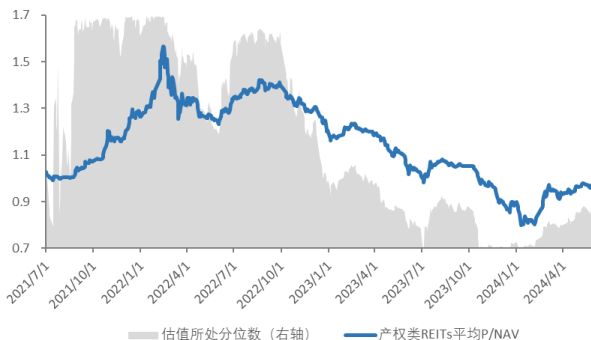


折溢价REITs数量占比变化



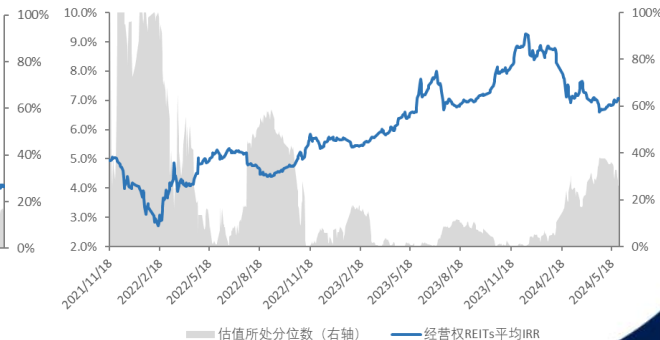
注：折溢价计算：收盘价/发行价-1，其中对于产权类REITs，收盘价取不复权口径；对于经营权类REITs，收盘价取后复权口径

产权类REITs平均P/NAV及估值分位数变化



注：估值分位数越大表明处于上市以来估值水平相对高位

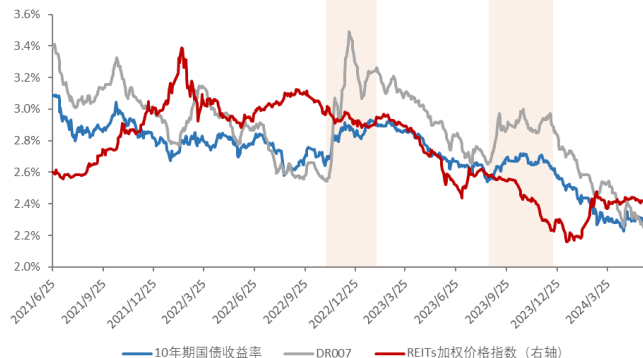
经营权类REITs平均IRR及估值分位数变化



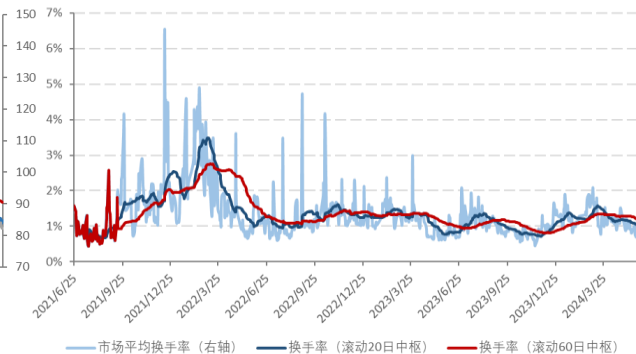
➤ 维度三：结合内外部流动性环境及市场成交情绪把握择时窗口

- ❑ 现阶段参与REITs二级市场的投资者结构仍较为单一，且类型上以固收属性资金居多，市场走势及成交情绪易受外部资金面环境以及短期趋同化的交易行为所影响，因此在自上而下视角把握REITs的配置窗口和交易时机时，需同时结合部分衡量债市资金面松紧与否的资金利率指标，如DR007、R007等，以及衡量REITs市场情绪的流动性指标。
- ❑ 其中，在外部流动性方面，考虑到中短期内国内货币政策环境仍以稳健偏松基调为主，外部流动性的影响相对可控，但在部分资金面趋紧阶段，仍需警惕该要素对资金交易行为以及市场走势的干扰。梳理过往市场行情可以发现，在2022年及2023年四季度，资金面的收紧均对REITs指数走势产生了一定程度的向下压制；此外，在当前国内广谱利率处于下行通道的背景下，较低的无风险收益率在利好风险偏好抬升的同时，也有望对分子端现金流相对稳健的REITs资产形成估值层面的提升作用。
- ❑ 内部流动性方面，2023年在市场整体呈现单边下跌行情的阶段下，REITs二级市场流动性问题日趋显现，考虑到市场扩容以及投资者结构趋于均衡仍需一定时间，短期在流动性相对有限的环境下，可重点观测换手率以及衡量市场价格对成交额敏感性的流动性指标判断市场交投情绪，在情绪处于相对极致位置时，可适当进行择时操作。

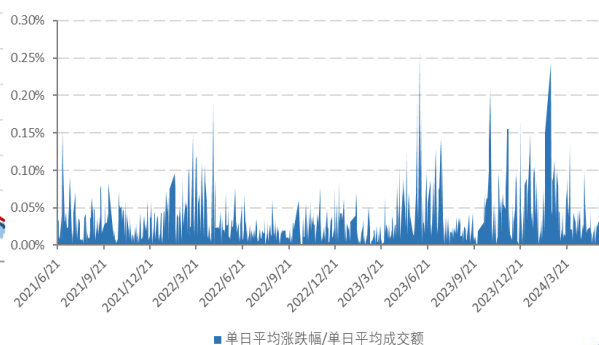
REITs价格指数走势与资金面、十年期国债收益率走势对比



REITs市场平均换手率及滚动中枢变化情况



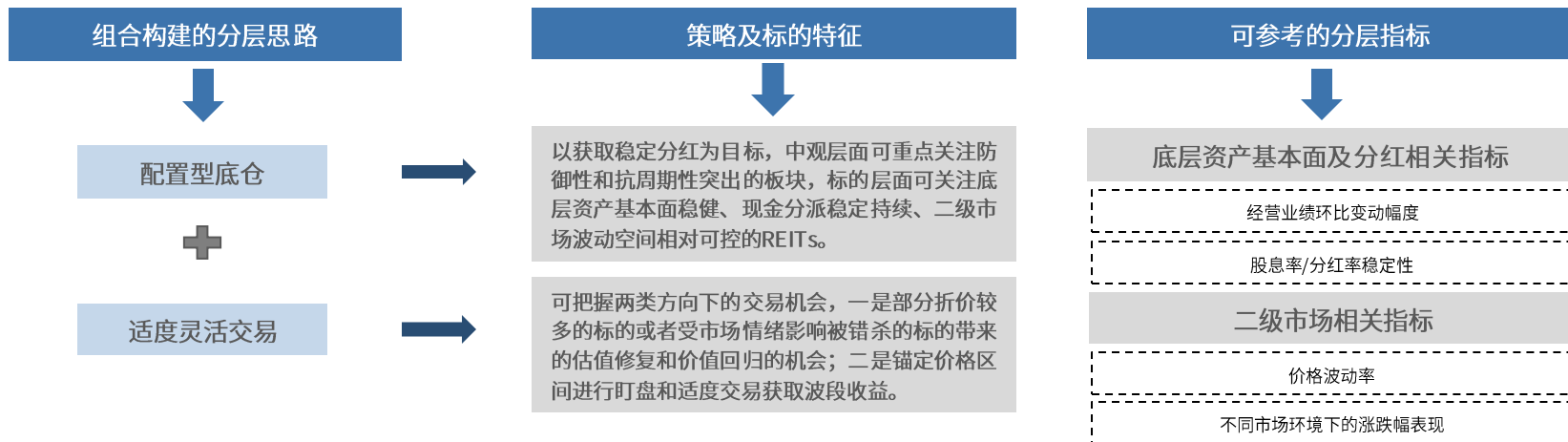
REITs市场流动性指标 (衡量市场价格对成交额敏感性)



➤ 基于投资视角适当分层，组合构建维度可考虑配置型底仓+适度交易型品种

- 伴随公募REITs市场的逐步发展，不同行业板块的REITs在经营特征、二级市场价格变动特征方面呈现出分化和差异，展望未来在扩容增量势头下，REITs标的数量会持续增多、覆盖的行业类型也将进一步趋于多元，对于投资者而言，针对这类资产的跟踪难度无疑将有所提升。基于此，在REITs组合构建上，可以考虑根据不同的投资视角对二级市场存量标的进行适当分层。
- 具体到组合构建思路，可以将REITs仓位划分为配置型底仓以及交易型仓位，其中配置型底仓部分以获取稳定分红派息为目标，在品种上可重点关注资产经营稳健、现金分派稳定且预期可持续以及二级市场波动空间相对可控的标的；交易部分可适度灵活把握两类方向下的资本利得机会，一是部分折价较多的标的或者受市场情绪影响被错杀的标的带来的估值修复和价值回归的机会；二是锚定价格区间进行盯盘和适度交易获取波段收益。基于以上思路，在针对存量REITs进行跟踪分层时，可重点参考的指标如下图所示。

基于REITs资产分层思路下的组合构建

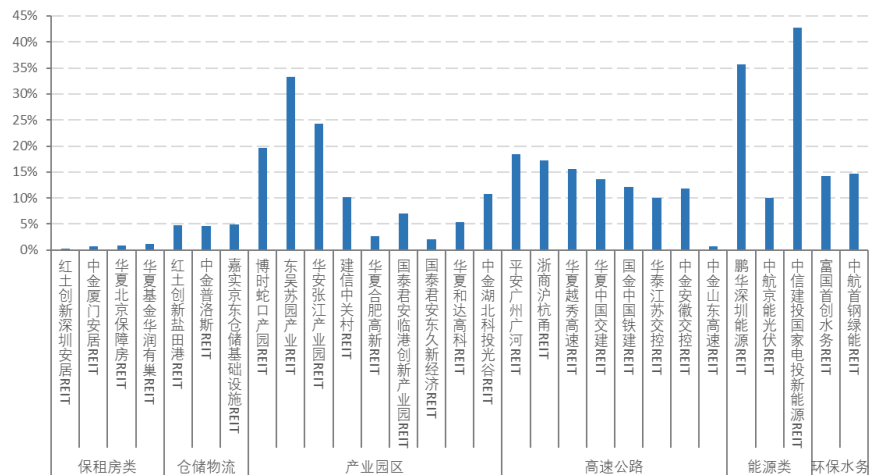


► 配置型底仓品种：保租房、能源以及部分运营稳健的高速REITs为首选，对于热点品种可关注逢低配置和加仓的机会

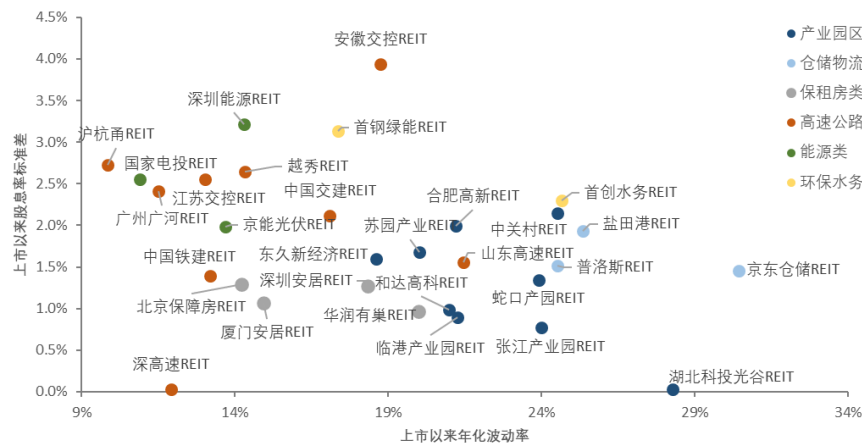
□ 结合前文所述，对于配置型底仓品种的选择以获取稳定分红为首要目标，基于这一前提，在中观层面可重点关注防御性和抗周期性突出的板块，标的层面可结合REITs经营业绩指标以及衡量股息率与二级市场价格稳定性的指标，优选底层资产基本面稳健、现金分派稳定持续、二级市场波动空间相对可控的REITs。

□ 本文重点从REITs层面的营收稳定性以及上市以来分红率、二级市场价格稳定性出发进行相应统计，从结果来看，在板块层面，保租房、能源以及部分运营基本面较为稳健的高速REITs在业绩、分红和交易价格层面的稳定性较优；具体到标的层面，在保租房类型下，可关注北京保障房REIT、厦门安居REIT；在能源类型下，可关注京能光伏REIT、国家电投REIT；在高速类型下，可关注深高速REIT、中国铁建REIT、沪杭甬REIT、广州广河REIT。此外，考虑到保租房及能源类型下的部分REITs年初以来上涨较多，可关注溢价收敛后的逢低参与机会。

REITs层面收入环比变动幅度绝对值均值



已完成首次分红的上市REITs股息率标准差与年化波动率分布

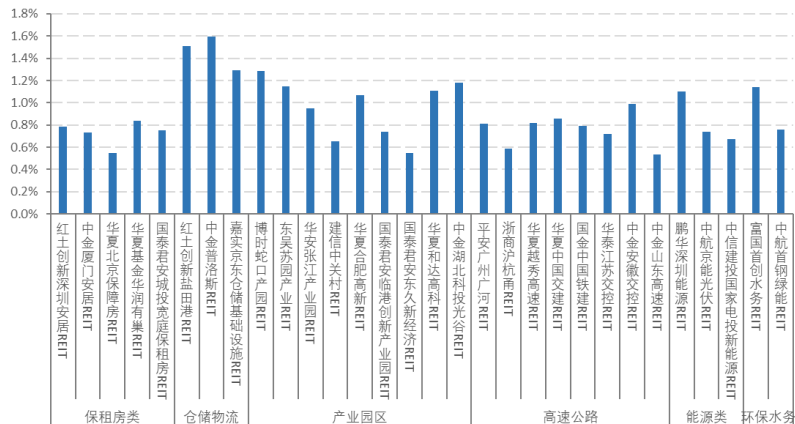


注：上市以来股息率标准差根据REITs股息率-TTM（近12个月滚动值）计算

► 适度交易型品种：结合估值与折溢价率等指标把握政策利好与市场情绪向上共振阶段的资本利得机会

■ 复盘2023年以来REITs二级市场普涨的贝塔行情可以发现，反弹幅度靠前的REITs多为折价率较为明显的园区、仓储及环保水务类标的，这类REITs一方面在前期市场无差别下跌阶段里超跌程度较深，另一方面由于流通盘体量不大，每单位交易量对价格的拉升幅度更为显著。因此，短期视角下，当政策利好与市场情绪向上共振时，可结合估值与折溢价率指标把握估值修复与价值回归带来的资本利得机会。具体到交易型品种层面，依据最新的估值分位数及折溢价率来看，可以关注京东仓储REIT、张江产业园REIT、东吴苏园REIT、蛇口产业园REIT、江苏交控REIT、安徽交控REIT、首创水务REIT。

2023年以来二级市场反弹阶段各REITs平均日涨幅统计



注：平均日涨幅基于三个反弹阶段统计，分别是2023/7/6-2023/7/18、2023/12/20-2023/12/29、2024/2/19-2024/3/5

已上市REITs二级市场估值分位数及折溢价率统计（截至2024/5/31）

行业类型	基金代码	基金简称	P/NAV分位数	P/FFO分位数	折溢价率
消费类	508017.SH	华夏金茂商业REIT	66.00%	66.00%	0.90%
	508011.SH	嘉实物美消费REIT	84.90%	84.90%	8.31%
	180601.SZ	华夏华润商业REIT	88.20%	88.20%	0.25%
保租房类	180501.SZ	红土创新深圳安居REIT	43.20%	44.60%	5.07%
	508058.SH	中金厦门安居REIT	59.60%	57.00%	8.00%
	508068.SH	华夏北京保障房REIT	55.50%	59.30%	13.80%
	508077.SH	华夏基金华润有巢REIT	39.40%	45.90%	4.53%
	508031.SH	国泰君安城投宽庭保租房REIT	88.70%	88.70%	3.41%
仓储物流	180301.SZ	红土创新盐田港REIT	18.00%	24.90%	2.04%
	508056.SH	中金普洛斯REIT	19.10%	14.70%	-7.02%
	508098.SH	嘉实京东仓储基础设施REIT	10.00%	10.00%	-19.81%
产业园区	180101.SZ	博时蛇口产业园REIT	20.10%	16.40%	-15.02%
	508027.SH	东吴苏园产业REIT	18.50%	15.20%	-17.50%
	508000.SH	华安张江产业园REIT	7.50%	6.00%	-15.62%
	508099.SH	建信中关村REIT	39.70%	18.90%	-22.34%
	180102.SZ	华夏合肥高新REIT	25.00%	25.30%	-10.55%
	508021.SH	国泰君安临港创新产业园REIT	13.30%	18.60%	7.80%
	508088.SH	国泰君安东久新经济REIT	18.90%	19.20%	4.74%
	180103.SZ	华夏和达高科REIT	51.80%	36.40%	-13.68%
	508019.SH	中金湖北科技光谷REIT	55.40%	50.40%	-12.61%
	180201.SZ	平安广州广河REIT	34.90%	39.50%	-11.67%
高速公路	508001.SH	浙商沪杭甬REIT	81.50%	48.40%	18.40%
	180202.SZ	华夏越秀高速REIT	30.20%	22.00%	10.90%
	508018.SH	华夏中国交建REIT	16.20%	13.20%	-39.26%
	508008.SH	国金中国铁建REIT	55.30%	10.00%	8.75%
	508066.SH	华泰江苏交控REIT	5.80%	9.30%	-8.44%
	508009.SH	中金安徽交控REIT	10.50%	5.70%	-20.71%
	508007.SH	中金山东高速REIT	95.80%	95.80%	12.76%
能源类	180401.SZ	鹏华深圳能源REIT	13.60%	38.20%	37.31%
	508096.SH	中航京能光伏REIT	79.80%	25.00%	18.83%
	508028.SH	中信建投国家电投新能源REIT	87.90%	87.90%	14.73%
	508026.SH	嘉实中国电建清洁能源REIT	63.40%	63.40%	18.28%
环保水务	508006.SH	富国首创水务REIT	23.70%	12.00%	16.86%
	180801.SZ	中航首钢绿能REIT	36.60%	29.60%	28.04%

注：折溢价率=收盘价/发行价-1，其中对于产股权类REITs，收盘价取不复权口径；对于经营类REITs，收盘价取后复权口径

■ 考虑到国内公募REITs市场可回溯的数据期已近三年，为了探索各类指标对REITs收益的解释性与预测性，识别REITs市场投资特征，本文借助量化手段，搭建由不同维度指标构成的多因子体系，并进行因子有效性检验，在此基础上利用有效的因子尝试构建量化视角下的REITs组合。

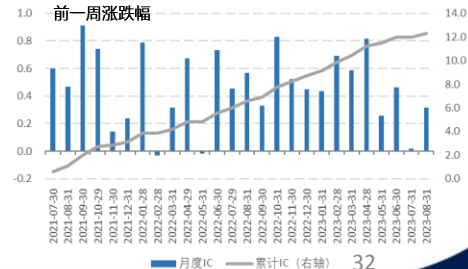
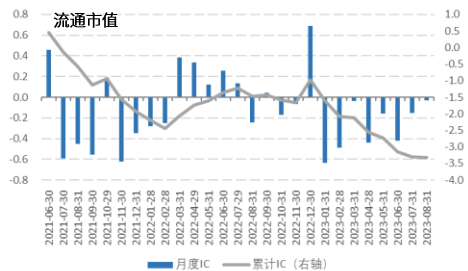
■ 在因子指标的选取上，本文主要落脚于基本面、估值、流动性、规模、动量、波动、分红、资金流等八个方向，在每个方向下分别构建细分指标作为单因子的替代变量，具体分类及指标见右图所示。为了检验每类因子对于REITs未来收益表现的预测能力，本文利用因子IC与ICIR衡量单因子的有效性，其中IC (Information Coefficient) 表示当期因子值与下一期REITs收益率的相关系数，可用于判断该因子对下期收益的预测能力；ICIR (Information Ratio) 为IC均值与IC标准差的比值，可用于判断该因子是否具备持续稳定的收益预测性；在有效性的检验标准上，因子需同时满足IC均值大于5%、ICIR大于0.3。

■ 从结果来看，在所有因子中，基本面因子中的可供分配金额完成率、规模因子以及动量因子通过检验，表明其对REITs未来收益有一定预测能力。

REITs市场多因子量化体系及单因子表现汇总

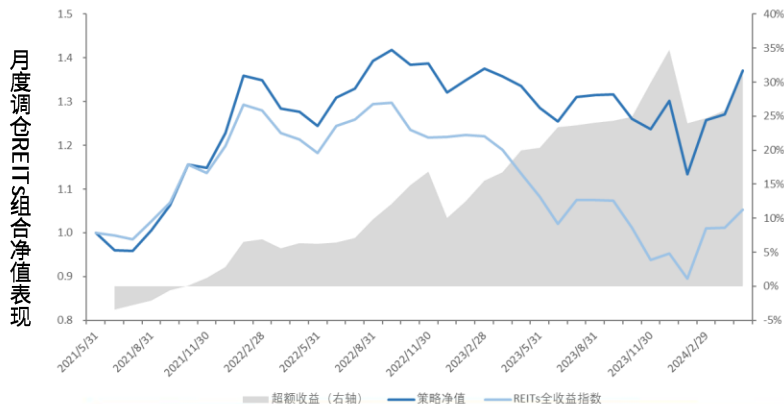
因子类型	因子指标	因子IC表现
基本面因子	可供分配金额完成率	IC=11.17%，ICIR=0.41
	季度收入增速	IC=5.67%，ICIR=0.22
估值因子	IRR	IC=-5.97%，ICIR=-0.17
	P/NAV	IC=7.45%，ICIR=0.19
流动性因子	换手率	IC=9.28%，ICIR=0.22
	每单位交易额对价格的冲击	IC=10.06%，ICIR=0.29
规模因子	流通市值	IC=-12.31%，ICIR=-0.35
动量因子	前一周涨跌幅	IC=47.26%，ICIR=1.80
波动因子	周波动率	IC=3.23%，ICIR=0.07
分红因子	预期分派率	IC=-0.70%，ICIR=-0.02
资金流因子	资金净流入量占比	IC=2.29%，ICIR=0.06

通过有效性检验的因子IC时序表现



注：上市以来股息率标准差根据REITs股息率-TTM（近12个月滚动值）计算

- 基于单因子有效性检验结果，本文利用可供分配金额完成率、流通市值、前一周涨跌幅这三类因子构建REITs组合；在构建思路上，采用月度调仓的方式，即每月选择因子值最高的7只REITs进行等权投资。
- 从REITs组合的回测表现来看，基于多因子构建的量化REITs组合业绩表现相对较好，2021年6月末至2024年5月末组合年化收益率为11%，最大回撤为20%，同期基准指数的年化收益为1.28%，最大回撤为31%；结合净值表现来看，自2021年12月开始组合累计净值跑赢基于REITs涨跌幅构建的全收益指数，且超额表现逐步走强。上述回测结果表明本文所构建的量化REITs组合在收益和回撤波动上相对占优，结合2024年以来的月度持仓结果来看，组合在收益层面同样好于基准指数。
- 总结而言，本文认为在REITs市场发展初期，量化策略的运用更多是从数据统计层面帮助投资者识别市场趋势和特征，而在挖掘alpha收益的有效性和稳定性方面，仍有待进一步观察和验证。



数据来源：Wind，国金证券研究所

月度调仓REITs组合2024年以来持仓明细

调仓时点	持仓周期	代码	简称	持仓期间涨跌幅	组合平均收益	基准收益
2023/12/29	2024年1月	508006.SH	富国首创水务REIT	0.92%	-6.80%	-6.17%
		180102.SZ	华夏合肥高新REIT	-9.11%		
		508077.SH	华夏基金华润有巢REIT	-8.55%		
		180301.SZ	红土创新盐田港REIT	-14.52%		
		180401.SZ	鹏华深圳能源REIT	-4.16%		
		508007.SH	中金山东高速REIT	1.81%		
		508019.SH	中金湖北科技光谷REIT	-14.01%		
2024/1/31	2024年2月	508056.SH	中金普洛斯REIT	18.00%	15.13%	12.90%
		180501.SZ	红土创新深圳安居REIT	9.02%		
		508077.SH	华夏基金华润有巢REIT	13.70%		
		508098.SH	嘉实京东仓储基础设施REIT	24.25%		
		508000.SH	华安张江产业园REIT	17.64%		
		508021.SH	国泰君安临港创新产业园REIT	13.45%		
		180401.SZ	鹏华深圳能源REIT	9.82%		
2024/2/29	2024年3月	180401.SZ	鹏华深圳能源REIT	2.80%	1.28%	0.21%
		508021.SH	国泰君安临港创新产业园REIT	2.55%		
		508019.SH	中金湖北科技光谷REIT	3.04%		
		508077.SH	华夏基金华润有巢REIT	1.06%		
		508031.SH	国泰君安城投宽庭租房REIT	-0.23%		
		180501.SZ	红土创新深圳安居REIT	-1.61%		
		508007.SH	中金山东高速REIT	1.39%		
2024/3/29	2024年4月	180401.SZ	鹏华深圳能源REIT	2.94%	5.03%	3.99%
		508068.SH	华夏北京保障房REIT	4.64%		
		508026.SH	嘉实中国电建清洁能源REIT	12.64%		
		180501.SZ	红土创新深圳安居REIT	5.07%		
		508088.SH	国泰君安东久新经济REIT	2.08%		
		508077.SH	华夏基金华润有巢REIT	4.65%		
		508021.SH	国泰君安临港创新产业园REIT	3.20%		
2024/4/30	2024年5月	508011.SH	嘉实物美消费REIT	2.62%	0.18%	-1.03%
		508017.SH	华夏金茂商业REIT	1.35%		
		508033.SH	易方达深高速REIT	-1.87%		
		180401.SZ	鹏华深圳能源REIT	-1.13%		
		508077.SH	华夏基金华润有巢REIT	0.50%		
		508007.SH	中金山东高速REIT	1.15%		
		508026.SH	嘉实中国电建清洁能源REIT	-1.37%		

注：基准收益为REITs全收益指数当月涨跌幅表现

- 1、政策调整风险：REITs相关政策规定存在不确定性；
- 2、项目运营风险：项目运营受市场或团队变动等影响可能不及预期；
- 3、流动性风险：二级市场流动性不足风险；
- 4、估值波动风险：经济冲击等导致项目估值波动的风险；
- 5、基金治理风险：外部委托管理模式下可能存在的利益冲突风险等；

注：基金相关信息及数据仅作为基金研究使用，不作为募集材料或者宣传材料；本文涉及所有基金历史业绩均不代表未来表现。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

Thanks
