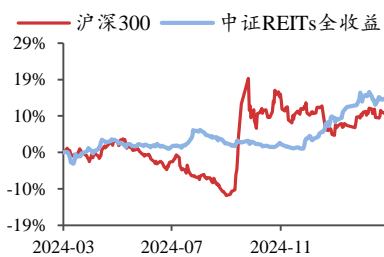


## REITs

2025 年 03 月 14 日

投资评级：看好（维持）

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《推动基础设施领域 REITs 扩围扩容，产业园区 REIT 单周表现优异——行业周报》-2025.3.9

《首单城市更新项目 REITs 正式上市，REITs 市场成交规模同比增长——行业周报》-2025.3.2

《全国首单市政基础设施 REITs 正式上市，高速公路 REITs 表现持续优异——行业周报》-2025.2.23

## 保障房 REITs 专题报告：租赁住房 REIT 陆续入市，优质资产助力搭建房地产新模式

——行业深度报告

齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

胡耀文（分析师）

huyaowen@kysec.cn

证书编号：S0790524070001

杜致远（联系人）

duzhiyuan@kysec.cn

证书编号：S0790124070064

### ● 租赁住房 REIT 陆续入市，优质资产助力搭建房地产新模式

保障房 REITs 属产权类 REITs，包含底层资产增值属性与收益现金流双重回报，P/ffo 稳定于 25-35 之间。从底层资产角度看，目前发布保障房 REITs 的各项目均属于优质资产，底层资产价值稳定的同时能保证稳定经营现金流，具有稀缺性。从资产配置的角度看，保障房 REITs 资产本身收益源于本身项目资产升值及经营收益，与股票市场及债券市场短期相关性较低，同时收入现金流存在相对可预见性，在整体收益率下行环境下，具有高性价比。我们认为，债券市场利率中枢下行压力下，“资产荒”逻辑将继续演绎，保障房 REITs 作为高分红、中低风险的资产，在政策力度加强以及社保金和养老金入市预期下，将持续提升配置性价比，板块具备较好的投资机会，维持行业“看好”评级。

### ● 保障性租赁住房 REITs 陆续入市，发行产品市场认可度持续提升

2021 年 7 月，随着国家发展改革委发布“958 号文”，保障性租赁住房纳入基础设施 REITs 试点范围。2022 年 8 月 31 日，红土深圳安居 REIT、中金厦门安居 REIT、华夏北京保障房 REIT 作为首批保障性租赁住房 REITs 试点项目正式上市，发行规模总计 37.97 亿元。截至 2024 年 8 月末，统计范围内 40 只 REITs 基金中，保障房 REITs 占据 5 只，在 REIT 总市值中占据 6%。其中 2022 年下半年集中发行 4 只，中金厦门安居 REIT、红土创新深圳安居 REIT、华夏基金华润有巢 REIT、华夏北京保障房 REIT；2024 年 1 月国泰君安城投宽庭保租房 REIT 发行。保障房 REITs 登录上市后持续受到市场密切关注，多组 REIT 于发行环节，网下和网上认购倍数均突破百倍，市场对保租房 REITs 资产品类认可度持续提升。

### ● 招商基金蛇口租赁住房 REIT：优质保障房资产，稳定经营现金流

招商蛇口保租房 REIT 项目持有的基础设施项目的资产范围包括深圳市南山区港湾大道太子湾人才公寓一期的太子湾项目以及深圳市南山区工业八路东招商桃园五期的林下项目。2023 年，招商蛇口保租房 REIT 项目营业收入达 8328.42 万元，同比增长 4.33%，其中租赁住房租金收入 7648.24 万元，同比增长 2.91%，配套商业租金收入 106.99 万元，同比增长 224.61%，项目整体净利润 3062.01 万元，同比增长 18.17%，息税折旧摊销前利润 6327.83 万元，同比增长 3.49%。招商基金蛇口租赁住房 REIT 于评估基准日 2024 年 6 月 30 日市场价值为人民币 12.46 亿元，按总产证建筑面积计算的市场价值单价为 19094.83 元/平方米。

● **风险提示：**（1）公募 REITs 价格变动及运营风险；（2）调控政策超预期变化，行业波动加剧；（3）各类别资金入市进度不及预期；（4）项目长期分派率不及预期。

## 目 录

1、保障性租赁住房 REITs 陆续入市，发行产品市场认可度持续提升	4
2、招商基金蛇口租赁住房 REIT (180502.SZ)：优质保障房资产，稳定经营现金流	6
2.1、招商蛇口保租房 REIT 运营模式	6
2.1.1、基金整体治理结构概述	6
2.1.2、招商蛇口保租房 REIT 管理人	7
2.1.3、招商蛇口保租房 REIT 托管人	7
2.1.4、招商蛇口保租房外部管理机构	8
2.2、招商蛇口保租房 REIT 项目基本情况	8
2.2.1、太子湾项目基本情况	9
2.2.2、林下项目	12
2.3、招商蛇口保租房 REIT 项目运营现状	14
2.3.1、项目出租基本情况	14
2.3.2、项目出租收入情况	15
2.4、招商蛇口保租房 REIT 项目市场展望	16
2.4.1、项目市场基本信息	16
2.4.2、项目周边出租情况	17
2.5、招商蛇口保租房 REIT 项目估值	18
2.5.1、项目估值方法	18
2.5.2、项目估值结果	20
2.6、招商蛇口保租房 REIT 项目发展情况评估	21
2.6.1、项目指标预测	21
2.6.2、项目分派率预估	23
3、投资建议	23
4、风险提示	25

## 图表目录

图 1：保障房类 REITs 市场总市值占 REITs 产品的 6%	5
图 2：保障房类 REITs 上市后市场价值认可度高	5
图 3：招商蛇口保租房 REIT 运营体系成熟	6
图 4：招商蛇口保租房 REIT 治理结构清晰	7
图 5：招商蛇口保租房基金管理团队经验丰富	7
图 6：招商蛇口保租房外部管理机构深受客户认可	8
图 7：招商蛇口保租房 REIT 资产股权结构	8
图 8：太子湾项目通过自有房屋租赁、物业管理、车位出租等获取经营收入	9
图 9：太子湾项目整体交通及区位优势明显	10
图 10：太子湾项目周边配套齐全	11
图 11：太子湾项目租赁住房项目质量高	11
图 12：林下项目整体交通及区位优势明显	12
图 13：林下项目整体交通及区位优势明显	13
图 14：林下项目小区质量高，客群适配度高	13
图 15：项目营业收入整体呈现上升趋势	15
图 16：项目租赁住房收入稳健增长	15

图 17: 项目配套商业收入增长迅速 .....	16
图 18: 项目其他收入维持稳定 .....	16
图 19: 项目净利润呈现上升趋势 .....	16
图 20: 项目 EBITDA 呈现上升趋势 .....	16
图 21: 深圳市及南山区常住人口呈现持续增长趋势 .....	17
图 22: 南山区租赁市场受办公区域影响需求较大 .....	17
图 23: 预计项目租赁房收入保持稳健 .....	21
图 24: 预计项目配套商业收入继续增长 .....	21
图 25: 预计项目营业收入整体继续呈现上升趋势 .....	22
图 26: 预计项目其他收入维持稳定 .....	22
图 27: 预计项目净利润继续呈现上升趋势 .....	22
图 28: 预计项目 EBITDA 继续呈现上升趋势 .....	22
图 29: REITs 资产与股票市场及债券市场相关性较小 .....	25
表 1: 保障性住房 REITs 及相关政策 .....	4
表 2: 太子湾项目资产包含租赁住房及其配套商业、地下车库及设备用房 .....	9
表 3: 林下项目资产包含租赁住房及其地下车库、设备用房 .....	12
表 4: 招商蛇口保租房 REIT 项目时点出租率情况优异 .....	14
表 5: 招商蛇口保租房 REIT 项目租金水平合理 .....	14
表 6: 招商蛇口保租房 REIT 项目平均出租率呈现积极态势 .....	15
表 7: 招商蛇口保租房 REIT 项目平均租金呈现上升态势 .....	15
表 8: 项目出租收入情况呈现上升态势 .....	15
表 9: 项目周边竞品出租率稳定于 90% 以上 .....	18
表 10: 招商蛇口保障房估值相关参数 .....	18
表 11: 招商蛇口保租房 REIT 项目估值 .....	20
表 12: 基础设施项目账面价值与评估价值对比 .....	21
表 13: 项目收入及利润情况预测 .....	22
表 14: 项目分派率预估情况 .....	23
表 15: 保障房 REITs 的 p/ffo 稳定于 25-35 之间 .....	23

# 1、保障性租赁住房 REITs 陆续入市，发行产品市场认可度持续提升

2021 年 7 月，随着国家发展改革委发布“958 号文”，保障性租赁住房纳入基础设施 REITs 试点范围。经过一年监管部门与行业各方的积极推进，2022 年 8 月 31 日，红土深圳安居 REIT、中金厦门安居 REIT、华夏北京保障房 REIT 作为首批保障性租赁住房 REITs 试点项目正式上市，发行规模总计 37.97 亿元。

表1：保障性住房 REITs 及相关政策

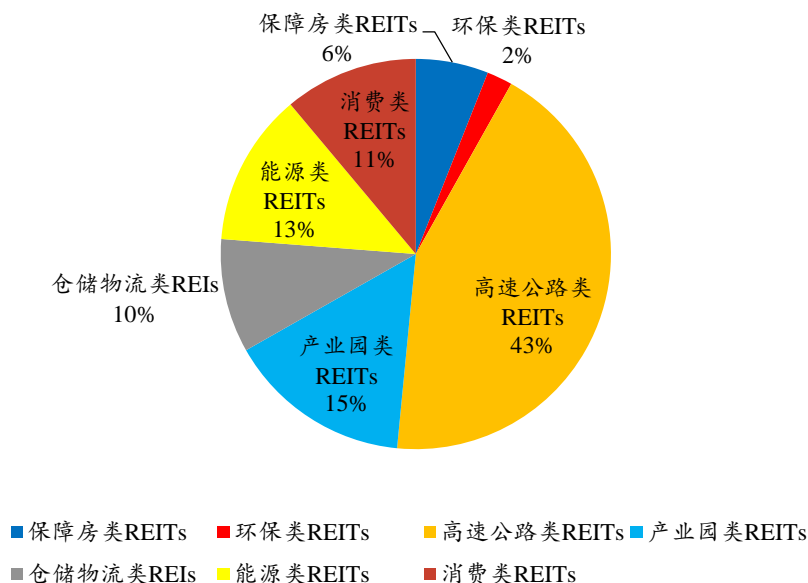
时间	发文部门	文号	文件名称	主要内容
2022 年 5 月	国务院办公厅	国办发[2022]19 号	《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资提出意见》	进一步扩展了聚焦盘活存量资产的重点领域、区域和企业;提出了要优化完善存量资产盘活方式,包括推动基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)健康发展和 PPP 项目;要求加大盘活存量资产政策支持,包括落实落细支持基础设施 REITs 有关税收政策;要求用好回收资金增加有效投资;要求严格落实各类风险防控举措保障及基金存续期间项目持续稳定运营,包括推动基础设施 REITs 基金管理人与运营管理机构健全运营机制,更好发挥原始权益人在项目运营管理中的专业作用。
2022 年 5 月	沪深交易所	上证发[2022]83 号 深证上[2022]530 号	《公开募集基础设施证券投资基金(REITs)规则适用指引第 3 号-新购入基础设施项目(试行)》	规范了目前已上市的基础设施基金存续期内新购入基础设施项目以及相关的扩募、信息披露等事项。
2022 年 5 月	证监会	证监办发[2022]53 号	《关于规范做好保障性租赁住房试点发行基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)有关工作的通知》	强调了保障性租赁住房发行公募基础设施 REITs 的重要意义及落实房地产市场平稳健康发展有关要求;严格规范了回收资金用途;进一步压实发起人(原始权益人)的责任。
2022 年 6 月	国资委	国资发产权规[2022]39 号	《关于企业国有资产交易流转有关事项的通知》	明确了通过发行基础设施 REITs 盘活存量资产,涉及国有产权非公开协议转让按规定报同级国有资产监督管理机构批准。同时,要求合理确定交易价格,并对后续运营管理责任和风险防范作出安排。
2022 年 7 月	沪深交易所	上证发[2022]109 号 深证上[2022]675 号	《公开募集基础设施证券投资基金(REITs)规则适用指引第 4 号-保障性租赁住房(试行)》	对于以保障性租赁住房项目作为底层资产的公募基础设施 REITs 相关条件,包括原始权益人资质、认定标准、配租对象/租金标准等政策合规性、回收资金使用与监管、运营管理与信息披露等方面,进行了特别指引。

资料来源：国家发改委官网、开源证券研究所

截至 2024 年 8 月末,统计范围内 40 只 REITs 基金中,保障房 REITs 占据 5 只,在 REIT 总市值中占据 6%。其中 2022 年下半年集中发行 4 只,中金厦门安居 REIT、红土创新深圳安居 REIT、华夏基金华润有巢 REIT、华夏北京保障房 REIT; 2024 年 1 月国泰君安城投宽庭保租房 REIT 发行。保障房 REITs 登录上市后持续受到市场密

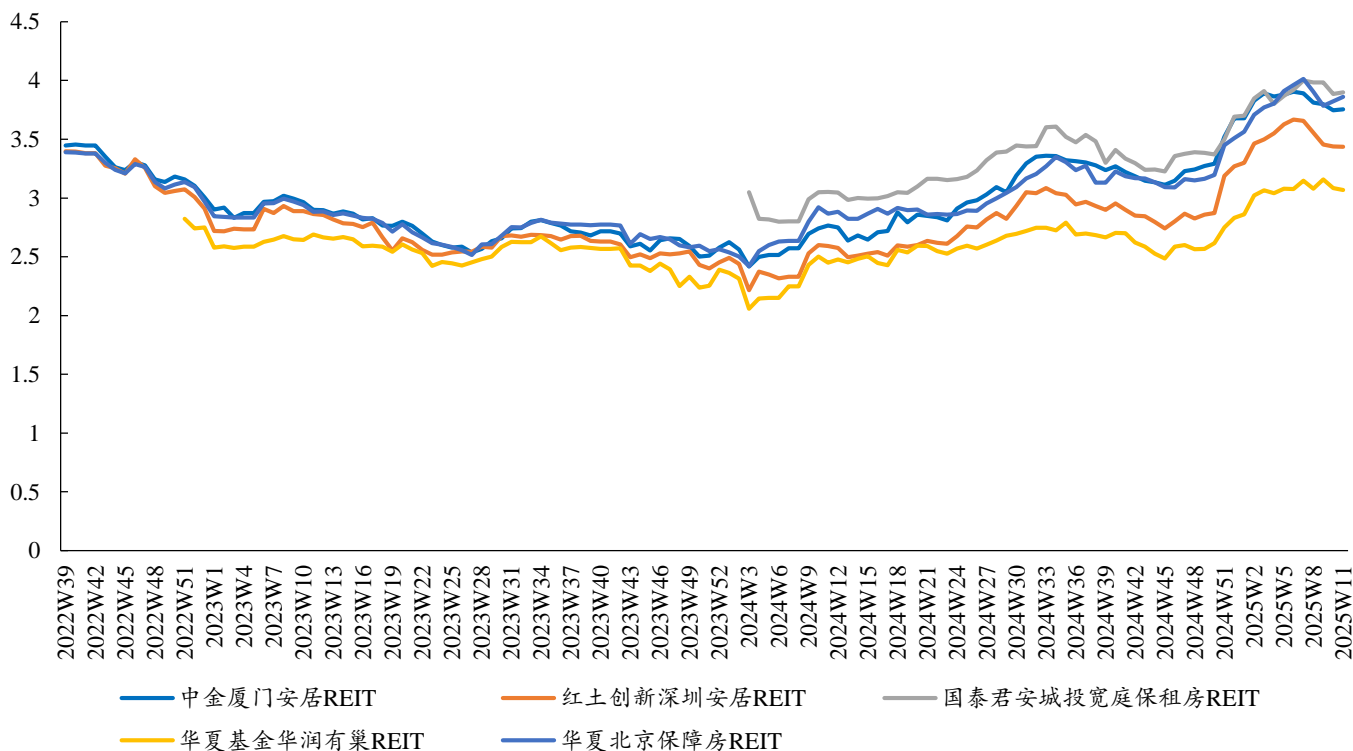
切关注，多组 REIT 于发行环节，网下和网上认购倍数均突破百倍，市场对保租房 REITs 资产品类认可度持续提升。

图1：保障房类 REITs 市场总市值占 REITs 产品的 6%



数据来源：Wind、开源证券研究所（时间截至 2024 年 8 月 31 日）

图2：保障房类 REITs 上市后市场价值认可度高



数据来源：Wind、开源证券研究所（上市 Reits 价格变动情况，单位：元）

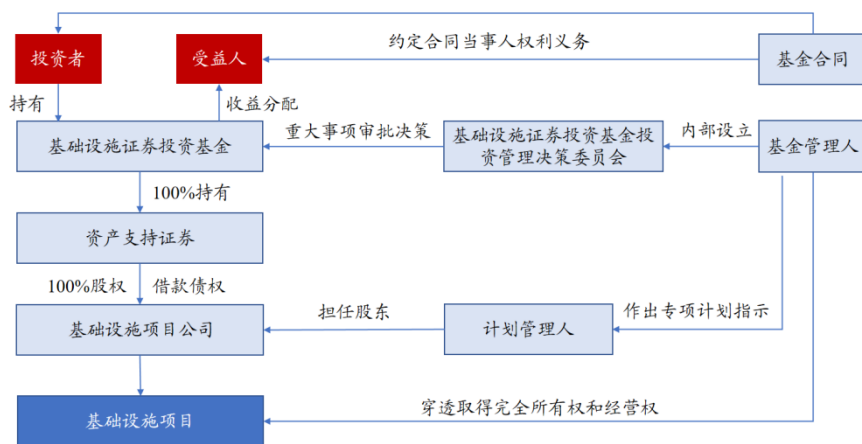
## 2、招商基金蛇口租赁住房 REIT (180502.SZ)：优质保障房资产，稳定经营现金流

招商基金蛇口租赁住房 REIT (180502.SZ) (下称“招商蛇口保租房 REIT”) 基金成立于 2024 年 9 月 26 日，上市于 2024 年 10 月 23 日，是保障性租赁住房类的契约型封闭式基金，存续期 52 年。

### 2.1、招商蛇口保租房 REIT 运营模式

招商蛇口保租房 REIT 由投资人（包括网上投资人、网下投资人、其他战略投资人、招商公寓及其关联方）认购，招商蛇口保租房 REIT 再通过认购“招商财富招商蛇口租赁住房 1 号资产支持专项计划”（下称“招商蛇口保租房专项计划”），从而获得项目收益。招商蛇口保租房专项计划持有公司林下及太子湾项目公司 100% 股权，由计划管理人进行管理，项目运营由招商蛇口保租房 REIT 委托外部管理机构（招商伊敦）进行管理。

图3：招商蛇口保租房 REIT 运营体系成熟



资料来源：基金募集说明书、开源证券研究所

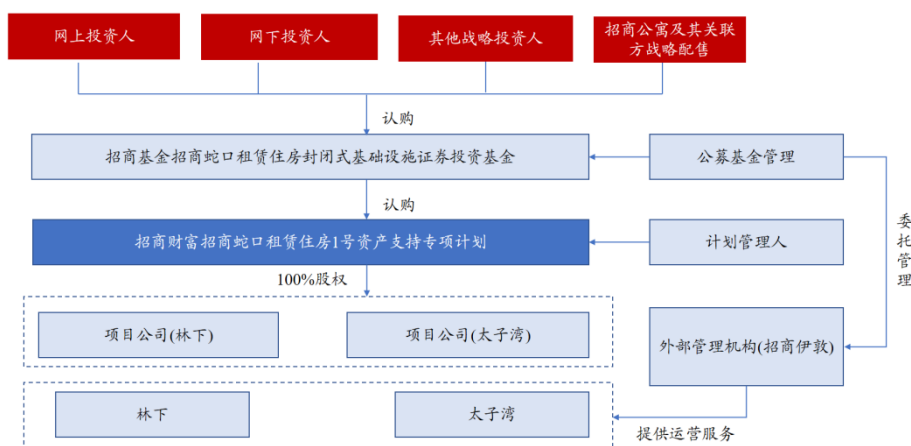
#### 2.1.1、基金整体治理结构概述

基础设施基金采用“公募基金+基础设施资产支持证券”的产品结构。基金管理人通过资产支持证券和项目公司取得基础设施项目完全所有权或经营权利。

基金层面，通过基金合同约定基金份额持有人大会的决策权限与议事规则、基金合同当事人的权利义务等。此外，基金管理人内部设立基础设施证券投资基金投资管理决策委员会负责对基础设施基金重大事项的审批决策。

专项计划层面，在基金管理人作为单一基础设施资产支持证券持有人期间内，计划管理人根据《专项计划标准条款》的约定按照基金管理人事先作出的专项计划直接决议或其他书面形式的指示，行使及履行其作为项目公司股东的权利。

图4：招商蛇口保租房 REIT 治理结构清晰

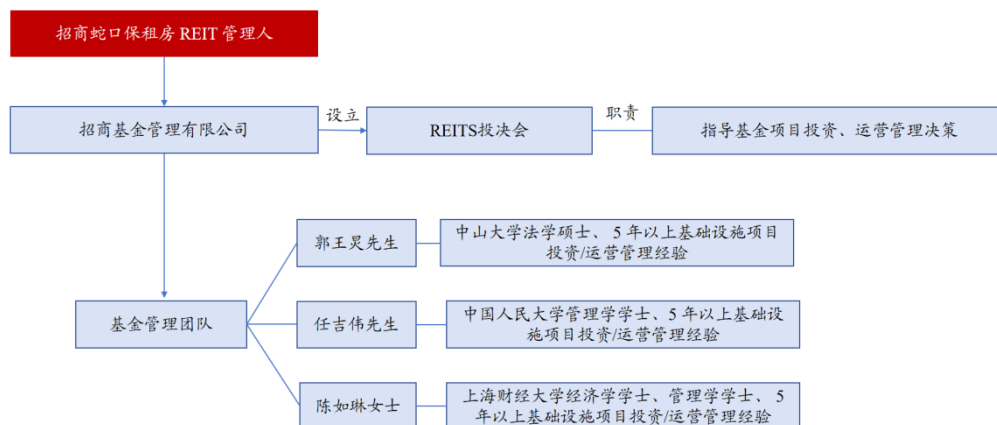


资料来源：基金募集说明书、开源证券研究所

### 2.1.2、招商蛇口保租房 REIT 管理人

招商蛇口保租房 REIT 管理人为招商基金管理有限公司，招商基金设立的 REITs 投决会是公司投资决策委员会下设的专业委员会，是公司负责基础设施证券投资基金的专门投资管理决策机构，总体负责指导公司所有基础设施证券投资基金及相关项目的投资和运营管理决策。公司基金管理团队经验丰富，团队成员均有 5 年以上基础设施项目投资/运营管理经验。

图5：招商蛇口保租房基金管理团队经验丰富



资料来源：基金募集说明书、开源证券研究所

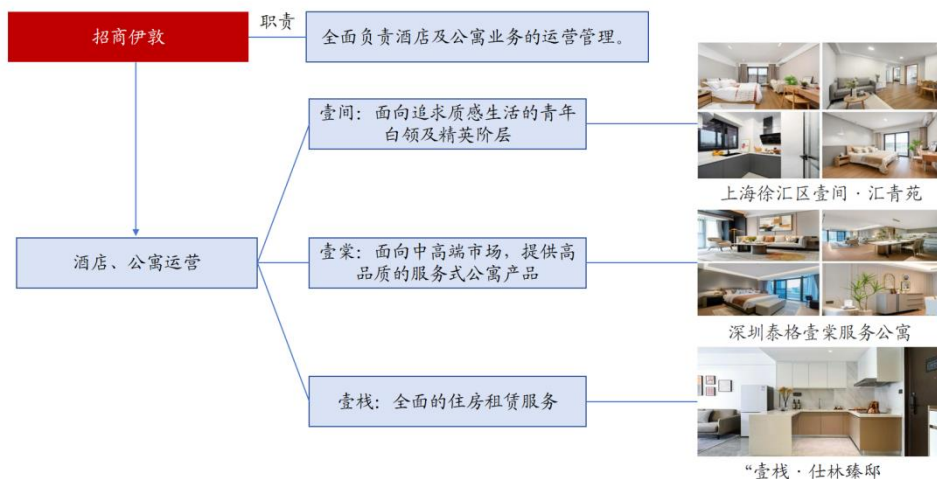
### 2.1.3、招商蛇口保租房 REIT 托管人

招商蛇口保租房 REIT 托管人为兴业银行股份有限公司，主要对基金管理机构的投资操作进行监督和对基金资产进行保管。其综合金融服务能力强大，经验丰富。托管产品包括中金普洛斯仓储物流 REIT、中金厦门安居保障性租赁住房 REIT、华夏和达高科产业园 REIT 等。

### 2.1.4、招商蛇口保租房外部管理机构

招商蛇口保租房 REIT 外部管理机构为招商伊敦。招商伊敦为招商蛇口旗下酒店经营公司，经 30 余年的酒店、公寓运营经验沉淀，成为行业中成熟的运营商，成为招商蛇口存量资产运营、战略发展业务重要组成部分。2020 年 11 月“深圳招商伊敦酒店及公寓管理有限公司”正式成立，全面负责酒店及公寓业务运营管理。招商伊敦荣获蝉联了“2023-2024 中国住房租赁企业综合实力 TOP10”奖项，获得市场及客户的高度认可。

图6：招商蛇口保租房外部管理机构深受客户认可

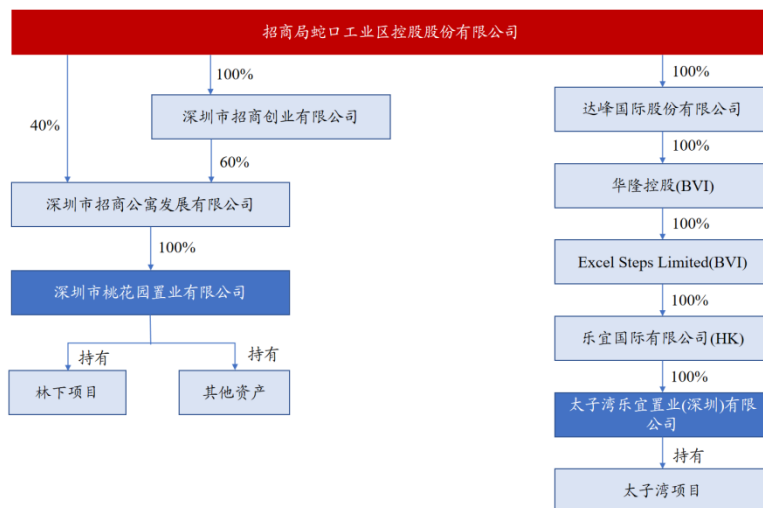


资料来源：基金招募说明书、开源证券研究所

### 2.2、招商蛇口保租房 REIT 项目基本情况

招商蛇口保租房 REIT 项目持有的基础设施项目的资产范围包括深圳市南山区港湾大道太子湾人才公寓一期的太子湾项目以及深圳市南山区工业八路东招商桃园五期的林下项目。

图7：招商蛇口保租房 REIT 资产股权结构



资料来源：基金招募说明书、开源证券研究所

### 2.2.1、太子湾项目基本情况

太子湾项目为保障性租赁住房项目，属于租赁住房行业。项目经营模式主要为通过自有房屋租赁、物业管理、车位出租等获取经营收入。深圳市住房和建设局已就太子湾项目出具了《深圳市保障性租赁住房项目认定书》，认定太子湾项目为深圳市保障性租赁住房项目。

图8：太子湾项目通过自有房屋租赁、物业管理、车位出租等获取经营收入



资料来源：基金招募说明书

太子湾项目于 2019 年 11 月建成，主要包含 1 栋租赁住房及其配套商业、地下车库及设备用房。其中，地上共 31 层，配套商业部分位于第 1 层，租赁住房部分位于第 3-31 层；项目共有可出租保障性租赁住房 462 套、配套商业 15 套、地下车位 182 个。

表2：太子湾项目资产包含租赁住房及其配套商业、地下车库及设备用房

项目类别	项目配套信息	
项目总体情况	土地使用权面积	5,464.87m <sup>2</sup>
	产证建筑面积	25,948.85m <sup>2</sup>
	可租赁面积	25,051.85m <sup>2</sup>
租赁住房 (位于第 3-31 层)	租赁住房数量	462 套
	其中:单房户型	176 套
	其中:一房一厅户型	172 套
	其中:两房一厅户型	114 套
架空 绿化休闲 (位于第 2 层)	/	
配套商业 (位于第 1 层)	可租赁面积	897.00 m <sup>2</sup>
	配套商业数量	15 套
配套车位 (位于地下)	地下车库建筑面积	6,355.05 m <sup>2</sup>
	地下车位数量	182 个

资料来源：基金招募说明书、开源证券研究所

**太子湾项目整体交通及区位优势明显。**太子湾项目位于南海大道和兴海大道两条区域交通主干道交汇处的东侧，轨道交通便利，距地铁 2 号线、8 号线换乘站“蛇口港站”和地铁 12 号线“太子湾站”约 400 米。项目所处片区是南山区三大示范工程之一，也是南山区规划建设重点专业服务业发展集聚片区之一，重点布局电子信息、海洋金融、生物医药、港口物流等产业，项目 3 公里范围内分布有招商积余大厦、招商局广场、中集集团总部大楼等优质商务办公楼，以及分布有蛇口网谷、南海意库等高品质产业办公园区。

图9：太子湾项目整体交通及区位优势明显



资料来源：基金招募说明书

**太子湾项目周边配套齐全。**太子湾项目周边以商务办公楼和商务公寓为主，享有南山公园、文天祥纪念公园、小南山公园等公园景观资源和滨海景观资源，同时周边分布有深圳市蛇口人民医院、海上世界文化艺术中心、招商局历史博物馆、G&G 创意社区、深圳蛇口外籍人员子女学校等公共设施配套资源。项目 1.5 公里范围内分布有海上世界广场，3 公里范围内分布有汇港购物中心、盒马鲜生、蛇口市场等多类消费基础设施，同时片区内在建大型文化零售综合体“K11 ECOAST”。

图10：太子湾项目周边配套齐全



资料来源：基金招募说明书

太子湾项目租赁房项目质量高，小区设施齐全且室内装修标准较高。项目小区出入口配有人脸识别系统、24 小时监控及消防安保系统等设备设施，室内标配家具家电包括空调、衣柜、电磁炉、热水器等，另可根据租户实际需要额外配置家私，包括床、床头柜、书桌、椅子、沙发、茶几、电视柜、鞋柜、冰箱、洗衣机等，并相应收取一定的家私使用费。

图11：太子湾项目租赁房项目质量高



资料来源：基金招募说明书

## 2.2.2、林下项目

林下项目于 2015 年建成，主要包含 3 栋租赁住房及其地下车库、设备用房。其中，1 栋地上共 33 层，租赁住房部分位于第 3-33 层；2 栋地上共 32 层，租赁住房部分位于第 2-32 层；5 栋地上共 33 层，租赁住房部分位于第 3-33 层；项目共有可出租租赁住房 465 套，享有地下车位 320 个。

表3：林下项目资产包含租赁住房及其地下车库、设备用房

项目类别	项目配套信息	
项目总体情况	土地使用权面积	29,691.13 m <sup>2</sup>
	产证建筑面积	39,304.42 m <sup>2</sup>
租赁住房 (位于第 3-33 层或第 2-32 层)	可租赁面积	39,304.42 m <sup>2</sup>
	租赁住房数量	465 套
	其中:两房一厅户型	93 套
	其中:三房二厅户型	372 套
架空绿化与配套 (位于第 1-2 层或第 1 层)	/	
配套车位 (位于地下)	地下车位数量	320 个

资料来源：基金招募说明书、开源证券研究所

**林下项目整体交通及区位优势明显。**林下项目位于东滨路和南海大道两条区域主要道路交汇处的西南侧，可便捷驱车前往前海片区、后海片区、蛇口国际海洋城以及深圳人才公园、深圳湾体育中心等区域。公共交通便利，距地铁 9 号线“南油西站”约 600 米，距地铁 12 号线、15 号线换乘站“四海站”约 700 米。

图12：林下项目整体交通及区位优势明显



资料来源：基金招募说明书

**林下项目周边配套齐全。**项目周边主要为传统住宅片区，享有南山公园、四海公园等景观资源，居住氛围浓厚，同时周边分布有深圳市蛇口人民医院、蛇口体育中心、风华大剧院、G&G 创意社区、深圳市育才三小等公共设施配套资源。项目 1.5 公里范围内分布有 City 花园城、沃尔玛（深圳蛇口店），3 公里范围内分布有深圳来福士广场、海岸城、宝能太古城等多个区域型消费基础设施。

图13：林下项目整体交通及区位优势明显



资料来源：基金招募说明书

**林下项目小区质量高，客群适配度高。**项目小区出入口配有小区门禁、24 小时监控及消防安保系统等设备设施，室内标配家具家电包括空调、鞋柜、燃气灶、热水器等，具体配备情况根据房型有一定差异；部分房间可根据租户实际需要额外配置家私，包括沙发、茶几、电视柜、餐桌、餐椅、床、床垫、衣柜、橱柜等，并相应收取一定的家私使用费。

图14：林下项目小区质量高，客群适配度高

两房一厅（71-72㎡）



三房二厅（87-88㎡）



资料来源：基金招募说明书、开源证券研究所

## 2.3、招商蛇口保租房 REIT 项目运营现状

### 2.3.1、项目出租基本情况

截至 2024 年 6 月 30 日，太子湾项目可出租保障性租赁住房 462 套，可出租面积为 2.51 万平方米，已出租保障性租赁住房 442 套，已出租面积为 2.37 万平方米，按租赁面积计，时点出租率约为 94.61%；可出租配套商业 15 套，可出租面积为 897 平方米，已出租配套商业 12 套，已出租面积为 681.99 平方米，按租赁面积计，时点出租率约为 76.03%。

截至 2024 年 6 月 30 日，林下项目可出租公共租赁住房（高级人才公寓）465 套，可出租面积为 39304.42 平方米，已出租公共租赁住房（高级人才公寓）455 套，已出租面积为 38460.26 平方米，按租赁面积计，时点出租率约为 97.85%。

**表4：招商蛇口保租房 REIT 项目时点出租率情况优异**

项目名称	可租赁房屋 (套)	已租赁房屋 (套)	可租面积 (平方米)	已租面积 (平方米)	期末时点出 租率
太子湾项目 -租赁住房	462	442	25,051.85	23,702.65	94.61%
林下项目 -租赁住房	465	455	39,304.42	38,460.26	97.85%
租赁住房部分 小计	927	897	64,356.27	62,162.91	96.59%
太子湾项目 -配套商业	15	12	897.00	681.99	76.03%

资料来源：基金招募说明书、开源证券研究所

**表5：招商蛇口保租房 REIT 项目租金水平合理**

项目	项目时点平均签约租金 (元/平方米/月)
太子湾项目-租赁住房	106.36
林下项目-租赁住房	106.21
太子湾项目-配套商业	236.51

资料来源：基金招募说明书、开源证券研究所

太子湾项目于 2020 年 5 月正式开业运营，至 2024 年 6 月末项目已运行超过 4 年。项目自 2020 年开业后，在较短的时间内实现了出租率的快速提升，截至 2024 年 6 月末租赁住房部分时点出租率为 94.61%。近三年及一期，太子湾项目租赁住房部分全年平均出租率分别为 91.77%、92.18%、93.76%和 94.66%。截至 2024 年 6 月末，配套商业部分出租率为 76.03%。近三年及一期，太子湾项目配套商业部分全年平均出租率分别为 12.97%、28.67%、54.18% 和 76.03%。

林下项目于 2016 年 3 月正式开业运营，至 2024 年 6 月末项目已运行超过 8 年。截至 2024 年 6 月末，林下项目时点出租率为 97.24%。近三年及一期，林下项目年度平均出租率分别为 93.63%、98.31%、98.18%和 97.24%。

**表6：招商蛇口保租房 REIT 项目平均出租率呈现积极态势**

项目	2024 年 1-6 月	2023 年	2022 年	2021 年
太子湾项目-租赁住房	94.66%	93.76%	92.18%	91.77%
林下项目-租赁住房	97.24%	98.18%	98.31%	93.63%
太子湾项目-配套商业	76.03%	54.18%	28.67%	12.97%

资料来源：基金招募说明书、开源证券研究所

**表7：招商蛇口保租房 REIT 项目平均租金呈现上升态势**

项目	2024 年 1-6 月	2023 年	2022 年	2021 年
太子湾项目-租赁住房	106.25	105.50	102.67	101.75
林下项目-租赁住房	106.18	105.76	103.48	92.40
太子湾项目-配套商业	227.44	226.65	224.69	226.80

资料来源：基金招募说明书、开源证券研究所（单位：元/平方米/月）

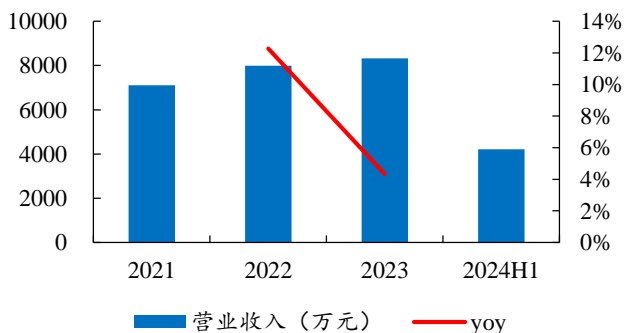
### 2.3.2、项目出租收入情况

2023 年，招商蛇口保租房 REIT 项目（太子湾和林下合计）营业收入达 8328.42 万元，同比增长 4.33%，其中租赁住房租金收入 7648.24 万元，同比增长 2.91%，配套商业租金收入 106.99 万元，同比增长 224.61%，项目整体净利润 3062.01 万元，同比增长 18.17%，息税折旧摊销前利润 6327.83 万元，同比增长 3.49%。

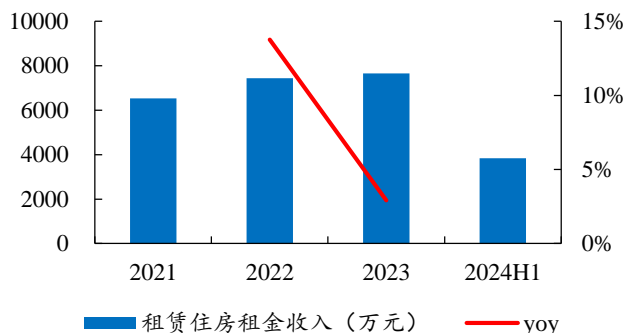
**表8：项目出租收入情况呈现上升态势**

类别	2024 年 1-6 月	2023 年	2022 年	2021 年
营业收入	4,208.30	8,328.42	7,983.07	7,110.49
其中:租赁住房租金收入	3,834.89	7,648.24	7,432.13	6,533.50
其中:配套商业租金收入	88.20	106.99	32.96	27.00
其中:其他收入	285.21	573.19	517.98	549.98
净利润	1,641.10	3,062.01	2,591.20	2,442.96
息税折旧摊销前利润	3,260.01	6,327.83	6,114.34	5,971.23

资料来源：基金招募说明书、开源证券研究所（单位：万元）

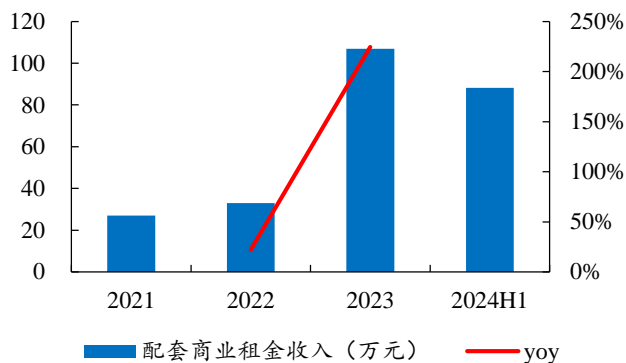
**图15：项目营业收入整体呈现上升趋势**


数据来源：基金招募说明书、开源证券研究所

**图16：项目租赁住房收入稳健增长**


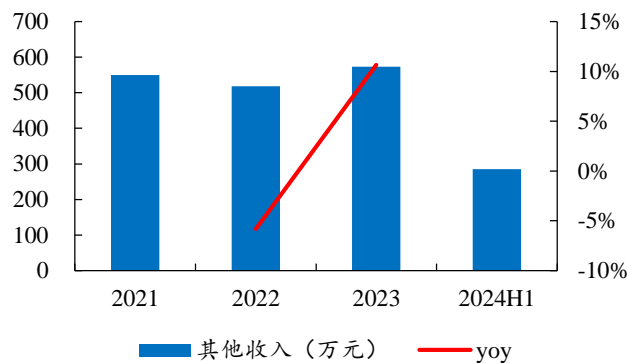
数据来源：基金招募说明书、开源证券研究所

图17：项目配套商业收入增长迅速



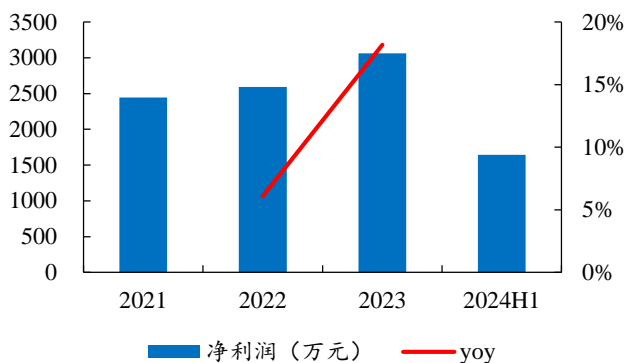
数据来源：基金招募说明书、开源证券研究所

图18：项目其他收入维持稳定



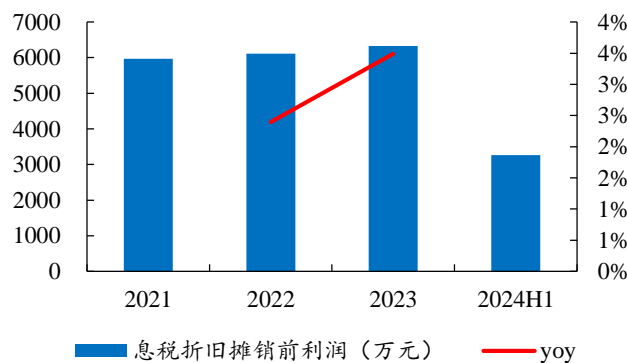
数据来源：基金招募说明书、开源证券研究所

图19：项目净利润呈现上升趋势



数据来源：基金招募说明书、开源证券研究所

图20：项目 EBITDA 呈现上升趋势



数据来源：基金招募说明书、开源证券研究所

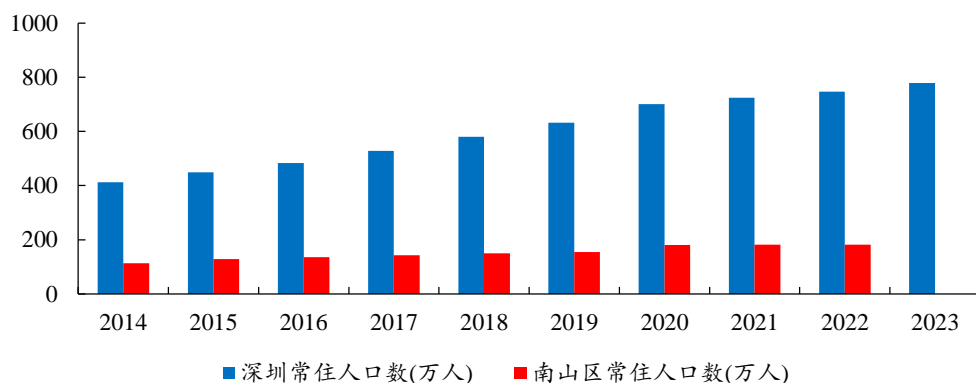
## 2.4、招商蛇口保租房 REIT 项目市场展望

项目所在地深圳南山区保障性住房市场呈现供不应求状态，项目市场需求有所保障。截至 2023 年 12 月底，深圳市公共租赁住房轮候库内排队等待的户数已经超过 48 万户，但每年保障性住房供应套数有限，2021 年实际供应约 4 万套，2022 及 2023 年计划供应约 6.5 万-8 万套，公共租赁住房呈现明显的供不应求情况，招商蛇口保租房 REIT 旗下两处核心保障房资产长期收益率稳健。

### 2.4.1、项目市场基本信息

深圳市及南山区人口呈现增长趋势，深圳市租房市场需求广阔。截至 2023 年末，深圳常住人口达到 1779.01 万人，创历史新高，其中户籍人口为 606.14 万人，非户籍人口为 1172.87 万人，户籍人口占比为 34.07%。同时，深圳先后制定“深圳经济特区人才工作条例”“促进人才优先发展 81 条”“鹏城英才计划”等多维度政策措施，加速优秀人才流入深圳。

图21：深圳市及南山区常住人口呈现持续增长趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

项目所在地南山区产业密集，租赁市场需求量大且客群支付能力强。南山区为深圳市写字楼及商务园区分布的主要片区之一，重点写字楼及商务园区主要分为华侨城板块、深圳湾超级总部基地、科技园板块、后海板块、南山商业文化中心、蛇口板块及前海板块。整体来看，南山区内办公人群聚集，对租赁住房的需求较大，同时该类人群多为现代高新科技人才，对租赁住房的品质有一定的要求并具备一定的支付能力。

图22：南山区租赁市场受办公区域影响需求较大



资料来源：基金招募说明书、开源证券研究所

## 2.4.2、项目周边出租情况

从出租率情况看，项目区域周边同类型项目出租率高位稳定。南山区长期稳定运营的长租公寓项目出租率基本稳定于90%以上，部分优质项目可达95%以上或接近满租状态。市场出租率因春节假期、毕业季等重要时间节点及留存房间维护等情况出现波动情况，但整体出租率维持在较高水平，优质的长租公寓项目呈现供不应求

求的状态。从租金递增情况看，租期内租金一般不递增（租期一般为一年或以内），合同到期后租金递增率一般为 3%。

表9：项目周边竞品出租率稳定于 90%以上

项目名称	壹栈·仕林臻邸	环水泊寓·生态软件园	冠寓海上世界店一期	泊寓东角头雷岭公社	壹栈山前
项目类型	保障性租赁住房	保障性租赁住房	市场化租赁住房	市场化租赁住房	公共租赁住房 (高级人才公寓)
项目地址	育才路 12 号	南海大道 3033 号	太子东路水湾商贸大厦水湾路 1 号	蛇口花果路雷公岭村	工业八路东招商桃园六期
所在区位	蛇口	科技园	蛇口	蛇口	蛇口
开业年份	2024 年 3 月	2023 年	2019 年	2019 年	2017 年
运营商	招商伊敦	万科泊寓	龙湖冠寓	万科泊寓	招商伊敦
物业品质	中端	中端	中端	中低端 (城中村改造项目)	中端
出租率	约 100%	约 97%以上	约 95%以上	约 90%以上	约 90%以上
户型/面积(m²)	单间 36 一房一厅 55 两房一厅 70	单间 27-38 一室一厅 48-50	单间 27-40 一室一厅 50-62 两室一厅 35-50	单间 16-33 一室一厅 21-36	两室一厅约 70 三室二厅约 90
月租金(元/平方米/月)	单间 130-140 一房一厅 123-131 两房一厅 116-119 (保租房 9 折后价格)	单间 120-140 一室一厅 109-115 (保租房 9 折后价格, 需长租才可享受)	单间 118-158 一室一厅 104-108 两室一厅 129-150	单间 86-127 一室一厅 89-100	两房基准租金 114.46 三房基准租金 105.57 签约租金根据《招蛇租赁管理办法》定价
押金	押二付一	押一付一	押一付一	押一付一	押二付一
房内设施	空调、抽油烟机、燃气热水器	冰箱、洗衣机、空调、抽油烟机	冰箱、洗衣机、空调、抽油烟机	冰箱、洗衣机、空调、抽油烟机	热水器、燃气灶、抽油烟机、空调等
公区设施	便民服务站	活动场地、健身房	洗衣房、台球厅、电影厅、健身房、瑜伽室、书吧等	洗衣房、影音区、桌球区、健身房、会客厅等	活动场地

资料来源：基金招募说明书、开源证券研究所

2.5、招商蛇口保租房 REIT 项目估值

2.5.1、项目估值方法

招商蛇口保租房整体采取收益法进行项目估值。招商蛇口项目按照预测期内及预测期外进行测算，对于预测期内每年收入、成本费用及税金进行估算后取得预测期内每年的净收益，对预测期内的每年净收益进行贴现，预测期外至收益期届满的净收益按照经预测的增长率持续计算至收益期届满并贴现至评估基准日。由于基础设施项目为收益性物业，其收益情况及相关费用均具有可预测性和持续性，符合收益法的应用条件及适用范围。因此根据基础设施项目的特点和实际状况，采用收益法作为基础设施项目评估的评估方法。

表10：招商蛇口保障房估值相关参数

项目名称	太子湾项目	林下项目
收益年期	32.34 年	50.17 年

折现率	6.0%	6.0%
长期增长率	2.2%	1.8%
预测期(2024年下半年-2033年)运营收入端参数——租金收入		
价值时点基准租金 (租赁住房)	113.10 元/平方米/月	两房: 113.31 元/平方米/月 三房: 104.51 元/平方米/月
基准租金增长率(租赁住房)	2024年下半年: 不增长 2025年及以后: 每年递增 2.2%	2024年下半年: 不增长 2025年及以后: 每年递增 1.8%
优惠后标配租金(租赁住房)	按基准租金 90%进行预测	两房: 按两房基准租金 91%进行预测 三房: 按三房基准租金 93%进行预测
价值时点增配家私 标准价(租赁住房)	13 元/平方米/月	4.55 元/平方米/月
增配家私标准价增 长率(租赁住房)	2024年下半年-2027年: 不增长 2028年: 价值时点标准价上涨 5% 2029年及以后: 保持 2028年价格不变	2024年下半年-2027年: 不增长 2028年: 价值时点标准价上涨 5% 2029年及以后: 保持 2028年价格不变
价值时点配套商业 租金(配套商业)	236.51 元/平方米/月	/
配套商业租金增长 率(配套商业)	2024年下半年: 不增长 2025年及以后: 每年递增 3.5%	/
预测期(2024年下半年-2033年)运营收入端参数——物业管理费收入、停车位收入		
价值时点物业管理 费标准价(租赁住房)	9.20 元/平方米/月	3.75 元/平方米/月
物业管理费增长率 (租赁住房)	2024年下半年-2027年: 不增长 2028年: 价值时点标准价上涨 5% 2029年及以后: 保持 2028年价格不变	2024年下半年-2027年: 不增长 2028年: 价值时点标准价上涨 5% 2029年及以后: 保持 2028年价格不变
价值时点物业管理 费标准价(配套商业)	12 元/平方米/月	/
物业管理费增长率 (配套商业)	2024年下半年-2027年: 不增长 2028年: 价值时点标准价上涨 5% 2029年及以后: 保持 2028年价格不变	
停车位收入	2024年下半年-2027年: 以 2023年及 2024 年上半年不含税收入确定 2028年: 在 2027年收入的基础上上涨 5% 2029年及以后: 保持 2028年收入不变	2024年下半年-2027年: 以 2023年及 2024 年上半年不含税收入确定 2028年: 在 2027年收入的基础上上涨 5% 2029年及以后: 保持 2028年收入不变
预测期(2024年下半年-2033年)运营收入端参数——出租率		
出租率(租赁住房)	2024年下半年-2025年: 93% 2026年及以后: 94%	2024年下半年: 90% 2025年: 93% 2026年及以后: 97%
出租率(配套商业)	2024年下半年-2025年: 70% 2026年-2027年: 80% 2028年及以后: 85%	/
预测期(2024年下半年-2033年)运营成本端参数		
委托管理费	不含税运营收入的 9%	不含税运营收入的 9%
物业管理成本	以 2023年实际数据为基准, 在此基础上每 年递增 2%	以 2023年实际数据为基准, 在此基础上每 年递增 2%

维修费	2024 年下半年-2025 年:	2024 年下半年-2025 年:不含税租金收入
	不含税租金收入的 1.6%	的 1.6%
	2026 年及以后:不含税租金收入的 2.5%	2026 年及以后:不含税租金收入的 2.5%
		(此外,2024 年下半年补充维修费约 27.9 万元)
市场营销费	2024 年下半年-2025 年:不含税租金收入的 1.2%	2024 年下半年及以后:不含税租金收入的 0.3%(此外,2024 年下半年-2025 年补充营销费合计约 91 万元)
	2026 年及以后:不含税租金收入的 0.5%	
保险费	57,300 元/年	89,300 元/年
公区能源及网络费	以 2023 年实际数据为基准,在此基础上每年递增 2%	以 2021-2023 年平均数据为基准,在此基础上每年递增 2%(此外,2024 年下半年补充公区能源及网络费约 5.9 万元)
预测期(2024 年下半年-2033 年)资本性支出参数		
资本性支出	2024 年下半年-2025 年:约 4.05 万元、4.05 万元	2024 年下半年-2025 年:约 58.32 万元、59.34 万元
	2026 年及以后:不含税租金收入的 2.3%	2026 年及以后:不含税租金收入的 2.3%
预测期(2024 年下半年-2033 年)税金及附加参数		
增值税税率	租赁住房租金(企业):9%	租赁住房租金(企业):9%
	租赁住房租金(个人):1.5%	租赁住房租金(个人):1.5%
	配套商业租金:9%	
	物管费:6%	物管费:6%
	停车收入:9%	停车收入:9%
增值税附加税率	合计 12%	合计 12%
房产税税率	个人租户部分:从租计征,按照不含税租金收入的 4.0%计	公租房,免缴该项税费
	企业租户、配套商业租户及空置部分:从价计征,按原值 70%余值的 1.2%计	
土地使用税	6 元/平方米/年	公租房,免缴该项税费
印花税税率	0.10%	公租房,免缴该项税费

资料来源：基金招募说明书、开源证券研究所

### 2.5.2、项目估值结果

招商蛇口保租房 REIT 项目估值采用 100%收益法就基础设施资产进行评估。基础设施资产总产证建筑面积为 6.53 万平方米，土地使用权面积为 3.52 万平方米，于评估基准日 2024 年 6 月 30 日市场价值为人民币 12.46 亿元，按总产证建筑面积计算的市场价值单价为 19094.83 元/平方米。

表11：招商蛇口保租房 REIT 项目估值

项目名称	土地使用权面积 (平方米)	产证建筑面积 (平方米)	评估总价 (万元)	评估单价 (元/平方米)
太子湾项目	5465	25949	46300	17843
林下项目	29691	39304	78300	19921
合计	35156	65253	124600	19095

资料来源：基金招募说明书、开源证券研究所

截至 2024 年 6 月 30 日,太子湾项目、林下项目账面价值分别为 1.94 亿元和 2.19 亿元,评估价值分别为 4.63 亿元和 7.83 亿元,评估增值率分别为 138.47%和 256.95%。基础设施项目土地获取年份相对较早且投资性房地产采取成本法计量,考虑折旧等因素,账面价值较低,因此在 100%收益法评估下,账面增值幅度较高。

表12: 基础设施项目账面价值与评估价值对比

项目名称	土地使用权起始时间	2024 年 6 月 30 日 账面价值(万元)	评估总值(万元)	评估增值率
太子湾项目	2016 年	19415.66	46300.00	138.47%
林下项目	2004 年	21935.77	78300.00	256.95%
合计	/	41351.43	124600.00	201.32%

资料来源:基金招募说明书、开源证券研究所

## 2.6、招商蛇口保租房 REIT 项目发展情况评估

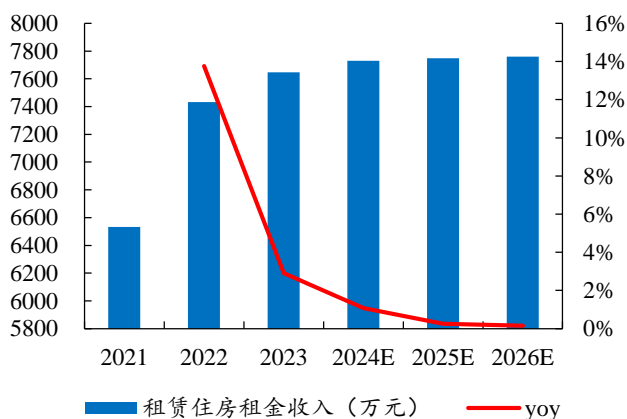
我们认为,招商蛇口保租房 REIT 项目盈利能力及稳定性强于预期。招商蛇口保租房 REIT 项目具备稀缺性并且项目凭借稀缺性长期需求旺盛,拥有较强议价能力,在客源群体确认上,相比相近类型租赁项目,具有更高的持续性和稳定性。

### 2.6.1、项目指标预测

分收入构成看,预计保障租赁住房收入度过平稳增长后期后,出租率能维持相对高位,客单价有望小幅提升,从而持续维持相对稳定营业收入,预计 2024-2026 年租赁住房租金收入分别为 7730.08 万元、7749.40 万元、7761.03 万元,同比分别增长 1.07%、0.25%、0.15%。

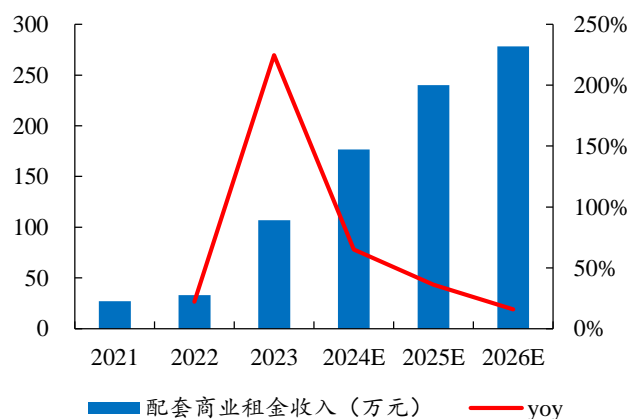
配套商业租金收入方面,预计随商家入驻及商场整体运营效率提升,收入水平将持续增长,增长率逐渐收敛于稳定,预计 2024-2026 年配套商业租金收入分别为 176.64 万元、240.18 万元、278.2 万元,同比分别增长 65.10%、35.97%、15.84%。

图23: 预计项目租赁住房收入保持稳健



数据来源:基金招募说明书、开源证券研究所

图24: 预计项目配套商业收入继续增长

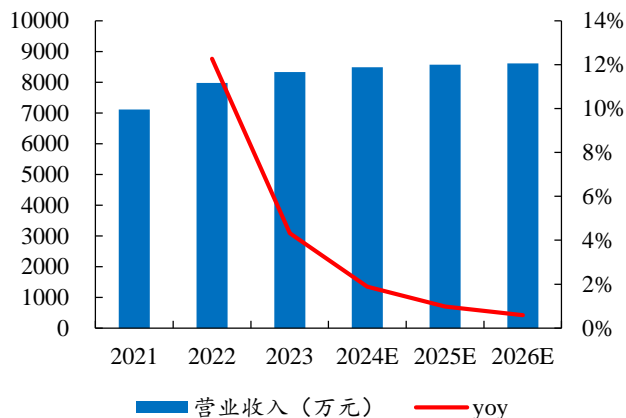


数据来源:基金招募说明书、开源证券研究所

其他收入方面，随租赁住房级配套商业运营成熟程度不断完善，车位租金收入等其他设施收入将逐步趋于稳定，预计 2024-2026 年其他收入分别为 578.52 万元、578.69 万元、578.75 万元，同比分别增长 0.93%、0.03%、0.01%。

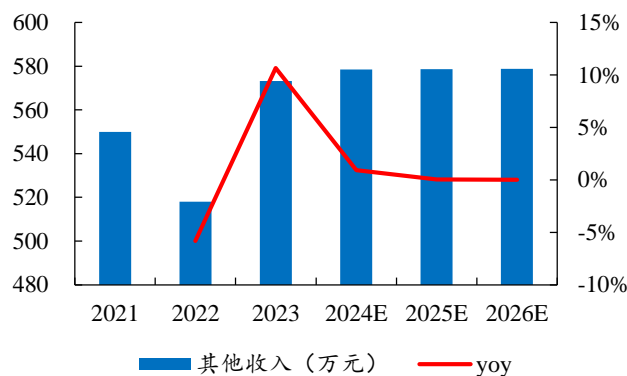
总体来看，预计项目整体 2024-2026 年营业收入分别为 8485.24、8568.27、8618.00 万元，同比分别增长 1.88%、0.98%、0.58%；项目净利润分别为 3283.09 万元、3513.23 万元、3758.46 万元，同比分别 7.22%、7.01%、6.98%；息税折旧摊销前利润为 6518.93 万元、6713.85 万元、6913.25 万元，同比分别 3.02%、2.99%、2.97%。

图25：预计项目营业收入整体继续呈现上升趋势



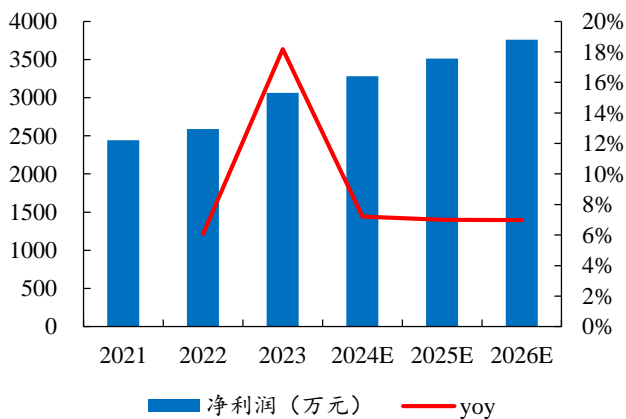
数据来源：基金招募说明书、开源证券研究所

图26：预计项目其他收入维持稳定



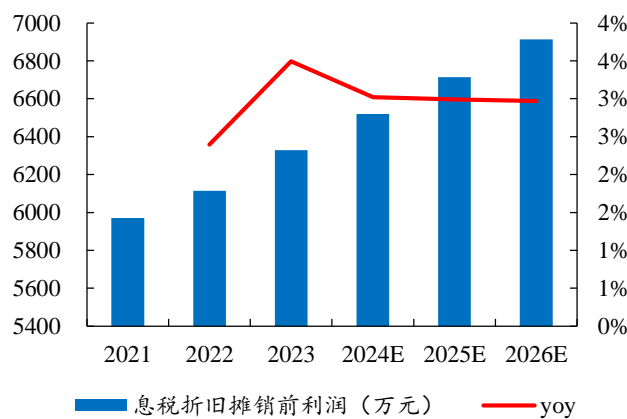
数据来源：基金招募说明书、开源证券研究所

图27：预计项目净利润继续呈现上升趋势



数据来源：基金招募说明书、开源证券研究所

图28：预计项目 EBITDA 继续呈现上升趋势



数据来源：基金招募说明书、开源证券研究所

表13：项目收入及利润情况预测

类别	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（万元）	7,110.49	7,983.07	8,328.42	8,485.24	8,568.27	8,618.00
yoy		12.27%	4.33%	1.88%	0.98%	0.58%
租赁住房租金收入（万元）	6,533.50	7,432.13	7,648.24	7,730.08	7,749.40	7,761.03
yoy		13.75%	2.91%	1.07%	0.25%	0.15%
配套商业租金收入（万元）	27	32.96	106.99	176.64	240.18	278.22
yoy		22.07%	224.61%	65.10%	35.97%	15.84%

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

类别	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
其他收入（万元）	549.98	517.98	573.19	578.52	578.69	578.75
yoy		-5.82%	10.66%	0.93%	0.03%	0.01%
净利润（万元）	2,442.96	2,591.20	3,062.01	3,283.09	3,513.23	3,758.46
yoy		6.07%	18.17%	7.22%	7.01%	6.98%
息税折旧摊销前利润（万元）	5,971.23	6,114.34	6,327.83	6,518.93	6,713.85	6,913.25
yoy		2.40%	3.49%	3.02%	2.99%	2.97%

数据来源：基金招募说明书、开源证券研究所

## 2.6.2、项目分派率预估

招商蛇口保租房 REIT 项目分派率保障情况较好。根据项目预估 2024 年下半年及 2025 年可分配金额及拟募集规模计算，2024 年下半年可供分配金额为 2681.54 万元，拟募集规模 12.485 亿元，2024 年年化分派率为 4.37%，2025 年可供分配金额预计为 5522.13 万元，2025 年年化分派率为 4.42%。以实际募集规模来看，招商蛇口保租房 REIT 项目实际募集规模 13.635 亿元，预估年化分派率 4.05%。

表14：项目分派率预估情况

项目	2024 年 7 月 1 日至 12 月 31 日止期间	2025 年度
可供分配金额	26815375.81	55221333.85
基金拟募集规模	1248500000	
分派率(年化)	4.37%	4.42%
基金拟募集规模	1363500000	
分派率(年化)	/	4.05%

数据来源：招商蛇口保租房 REIT 项目募集说明书、开源证券研究所（单位：元）

## 3、投资建议

从整体 REITs 资产角度看，保障房 REITs 属产权类 REITs，包含底层资产增值属性与收益现金流双重回报，P/ffo 稳定于 25-35 之间。从底层资产角度看，目前发布保障房 REITs 的各项目均属于优质资产，底层资产价值稳定的同时能保证稳定经营现金流，具有稀缺性。

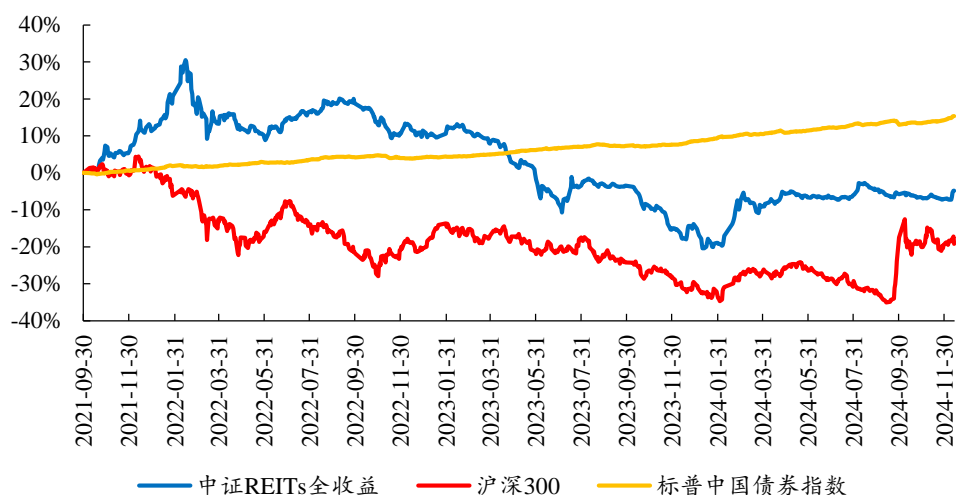
表15：保障房 REITs 的 p/ffo 稳定于 25-35 之间

行业类别	基金简称	基金代码	中债 REITs 估值收益率	p/ffo
保障房	招商基金蛇口租赁房 REIT	180502.SZ	4.05%	32.30
	中金厦门安居 REIT	508058.SH	2.95%	34.80
	红土创新深圳安居 REIT	180501.SZ	4.63%	29.85
	国泰君安城投宽庭保租房 REIT	508031.SH	3.85%	31.29
	华夏基金华润有巢 REIT	508077.SH	3.39%	35.84
环保	华夏北京保障房 REIT	508068.SH	2.66%	14.97

	富国首创水务 REIT	508006.SH	5.06%	16.84
	中航首钢绿能 REIT	180801.SZ	10.89%	12.40
	平安广州广河 REIT	180201.SZ	4.63%	8.60
	浙商沪杭甬 REIT	508001.SH	11.58%	20.19
	华夏中国交建 REIT	508018.SH	6.61%	15.08
高速公路	华夏越秀高速 REIT	180202.SZ	3.25%	9.94
	国金中国铁建 REIT	508008.SH	8.82%	11.38
	华泰江苏交控 REIT	508066.SH	5.42%	17.06
	中金山东高速 REIT	508007.SH	9.86%	12.59
	中金安徽交控 REIT	508009.SH	7.30%	11.22
	工银河北高速 REIT	508086.SH	6.25%	5.34
	易方达深高速 REIT	508033.SH	5.42%	22.47
	东吴苏园产业 REIT	508027.SH	5.98%	23.01
	博时蛇口产业园 REIT	180101.SZ	4.57%	23.92
	华安张江产业园 REIT	508000.SH	5.67%	20.12
产业园区	华夏合肥高新 REIT	180102.SZ	5.58%	47.08
	建信中关村 REIT	508099.SH	6.54%	27.04
	国泰君安临港创新产业园 REIT	508021.SH	6.37%	23.87
	国泰君安东久新经济 REIT	508088.SH	6.28%	21.24
	华夏和达高科 REIT	180103.SZ	5.46%	20.49
	中金湖北科投光谷 REIT	508019.SH	5.87%	19.73
	中金普洛斯 REIT	508056.SH	5.55%	21.77
仓储物流	嘉实京东仓储基础设施 REIT	508098.SH	5.82%	22.99
	华夏深国际 REIT	180302.SZ	6.23%	22.13
	红土创新盐田港 REIT	180301.SZ	2.55%	16.36
	嘉实中国电建清洁能源 REIT	508026.SH	1.99%	12.07
能源	中信建投明阳智能新能源 REIT	508015.SH	1.54%	16.79
	华夏特变电工新能源 REIT	508089.SH	2.87%	20.41
	中信建投国家电投新能源 REIT	508028.SH	3.65%	10.76
	鹏华深圳能源 REIT	180401.SZ	1.21%	10.15
	中航京能光伏 REIT	508096.SH	1.89%	22.75
消费	嘉实物美消费 REIT	508011.SH	3.80%	28.13
	华夏华润商业 REIT	180601.SZ	4.99%	23.22
	中金印力消费 REIT	180602.SZ	5.45%	24.89
	华夏金茂商业 REIT	508017.SH	4.05%	32.30

数据来源：Wind、开源证券研究所（时间截止 2025 年 3 月 7 日）

从资产配置的角度看，REITs 资产与股票市场及债券市场相关性均较小，作为分散风险的资产配置性价比极高。保障房 REITs 资产本身收益源于本身项目资产升值及经营收益，与股票市场及债券市场短期相关性较低，同时收入现金流存在相对可预见性，在整体收益率下行环境下，具有高性价比。

**图29：REITs 资产与股票市场及债券市场相关性较小**


数据来源：Wind、开源证券研究所

我们认为，债券市场利率中枢下行压力下，“资产荒”逻辑将继续演绎，保障房REITs 作为高分红、中低风险资产，在政策力度加强以及社保金和养老金入市预期下，将持续提升配置性价比，板块具备较好的投资机会，维持行业“看好”评级。

## 4、风险提示

- (1) 公募 REITs 底层资产运营状况发生变化，将直接影响盈利情况，并影响未来收益的持续性及稳定性；
- (2) 调控政策对不动产投资信托基金的支持力度降低，从而导致资产流动性下降，行业波动加剧；
- (3) 各类别资金入市进度不及如社保金和养老金等进入 REITs 板块投资进度不及预期；
- (4) REITs 项目受项目类别影响，致使板块收益率明显低于预期，致使项目长期分派率不及预期。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn