

# 基础设施 REITs 破茧待出，10 家试点项目对比分析

## 投资要点

- ◆ **国内基础设施 REITs 破茧待出，10 单项目已获交易所受理。**基础设施公募 REITs 对于盘活存量资产、促进基础设施高质量发展、强化资本市场服务实体经济能力等具有重要意义。2020 年 4 月 30 日，中国证监会、国家发展改革委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，宣告国内基础设施公募 REITs 正式启航。截至目前，沪深交易所正式受理新申报的 10 个基础设施项目，国内基础设施 REITs 项目破茧待出。
- ◆ **核心交易方案包括“公募基金+ABS+项目公司”三层架构，采取反向吸收合并构建股债交易结构。**按照现行法律法规要求，公募基金并不能直接持有未上市公司股权，为推进基础设施 REITs 产品的发行，本次 10 单试点项目的核心交易方案由“公募基金+ABS+项目公司”三层架构组成。在产品设立初期借助设立 SPV 后通过反向吸收合并搭建股债结构，同时为保障基础设施资产的平稳运营，基本维持现有的优秀运营管理团队不变，并设置市场化激励约束机制，充分调动运营团队的积极性。
- ◆ **项目均聚焦于重点大湾区和长三角地区。**当前申报的十单项目中，除了中金普洛斯仓储物流的 7 个仓储物流园分布于京津冀、长三角、粤港澳大湾区三大城市群以及富国首创水务的污水处理厂处于粤港澳大湾区和长三角地区，其余项目均位于单一区域内，大湾区、长三角项目最多均为 3 个，京津冀、长江经济带分别有 1 个。
- ◆ **项目所属行业以基础设施补短板为主，高速公路、产业园区项目数量占比六成。**当前试点申报的十单项目所属行业以基础设施补短板领域为主，其中高速公路、产业园区是本次申报项目的主力，分别有 3 单项目获得交易所受理，占比六成。此外，仓储物流项目 2 单，城镇固废处理、污水处理类等属于基础设施补短板项目各有 1 单。
- ◆ **底层基础设施资产优质，项目估值合计超 360 亿。**本次 10 单试点项目合计估值超 360 亿元（项目估值并非 REITs 募集规模），估值最大为平安广州交投广河高速公路 REITs 项目接近百亿，规模最小的中航首钢生物质 REITs 估值也超过 12 亿。（1）高速公路项目平均估值超 60 亿，但剩余经营年限相对较短，涉及的特许经营权剩余年限分别约为 15、13、10 年。（2）产业园区项目出租率较高，后续现金流回报有保障。产业园区项目均位于我国经济发达区域的核心地段，客户基础好，整体出租率较高大多超过 90%。（3）两个仓储物流项目客户基础扎实，出租率分别为 100% 和 99%，几乎已全部出租。（4）相比之下，城镇固废处理与污水处理类项目资产规模较小。
- ◆ **受资产属性影响，当期现金流分配率差异较大。**不同类型资产的产品投资价值不能仅依据当期现金分派率确定。（1）整体而言三单高速公路类项目现金分配率较高；仓储物流类与产业园类项目的预测现金流分配比率在 4.1%-4.75% 之间，差距不大；中航首钢生物质与富国首创水务项目较高，年化后现金流分配比率在 8%-9.5% 之间。（2）高速公路收费权属于特许经营权，收费期限届满后相关资产需要无偿归还给政府，届时资产价值将归为零，当期分配的现金隐含着部分本金。（3）产权类项目可能长期经营，资产市场价值具有升值可能性。（4）在银行借贷成本低于资产运营收益率的情况下，借助杠杆效应，能够有效增厚产品盈利水平，提升投资者的收益回报。
- ◆ **风险提示：**项目推进不及预期，基础设施资产运营不及预期，流动性不足等。

## 作者

朱志强

分析师

SAC 执业证书：S0380517030001

联系电话：0755-82830333（127）

邮箱：zhuzq@wanhesec.com

黎云云

分析师

SAC 执业证书：S0380520120003

联系电话：0755-82830333（125）

邮箱：liyy@wanhesec.com

相关报告：《创新基础设施 REITs，提升服务实体经济能力》



## 正文目录

一、历经孕育，基础设施公募 REITs 破茧待出.....	3
二、基础设施 REITs 产品交易结构.....	5
三、首批受理项目汇总要素分析.....	6
(一) 试点项目主要集中于大湾区、长三角.....	7
(二) 高速公路、产业园区项目数量占比六成.....	7
(三) 底层基础设施资产优质，项目估值合计超 360 亿.....	8
(四) 受资产属性影响，当期现金流分配率差异较大.....	10
四、风险提示.....	11

## 图表目录

图 1 首批基础设施 REITs 试点优先支持区域.....	3
图 2 博时招商蛇口产业园 REITs 交易结构 (SPV 公司吸收合并前).....	5
图 3 博时招商蛇口产业园 REITs 交易结构 (SPV 公司吸收合并后).....	5
图 4 十单项目位于区域汇总.....	7
表 1 基础设施公募 REITs 政策文件体系.....	4
表 2 基础设施 REITs 基本信息一览.....	6
表 3 10 单试点项目所属行业一览.....	7
表 4 项目基础资产情况一览.....	8
表 5 项目 2021E-2022E 预测现金分派率.....	10

基础设施公募 REITs 是贯彻落实党中央、国务院关于防风险、去杠杆、稳投资、补短板决策部署的有效金融工具，对于盘活存量资产、促进基础设施高质量发展、强化资本市场服务实体经济能力等具有重要意义。公募 REITs 是一种区别于股票和债券的大类金融产品，是一类全新的投资品种，有效丰富金融产品种类，潜在市场空间巨大。

## 一、历经孕育，基础设施公募 REITs 破茧待出

我国对于 REITs 研讨由来已久，但一直未正式落地。2005 年，我国相关部委便提出开放国内 REITs 融资渠道，之后我国陆续不断有来自各方的声音提议开放 REITs，政策不断酝酿。在公募 REITs 正式出台前，沪深交易所逐步探索类 REITs 产品发行。

两部委联合发布《试点通知》，助力基础设施 REITs 工作正式启航。2020 年 4 月 30 日，中国证监会、国家发展改革委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点相关工作的通知》，明确了推进基础设施 REITs 试点的基本原则、试点项目要求、试点区域以及相关工作安排，宣告国内基础设施公募 REITs 正式启航。

图 1 首批基础设施 REITs 试点优先支持区域



资料来源：世联研究，万和证券研究所

国家发改委稳步推进基础设施 REITs 试点工作。基础设施 REITs 在国内属于创新产品，为稳妥推进相关工作开展，从 2020 年 7 月开始，国家发改委相关部门陆续出台了《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点项目申报工作的通知》、《关于做好第一批基础设施 REITs 试点项目申报工作的通知》、《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点有关工作的通知》等一系列文件，对基础设施 REITs 项目的申报提出具体条件要求和操作指引，并组织专家对相关项目进行评审，助力基础设施 REITs 发行工作稳步推进。

证监会发布《基金指引》，为 REITs 发行奠定制度基础。2020 年 8 月 10 日，中国证监会发布了《公开募集基础设施证券投资基金指引 (试行)》(简称《基金指引》)，明确了基础设施 REITs 试点的基本条件、项目要求、产品架构，同时对公募基金发展不动产投资信托基金的参与主体资质职责、投资运作等多方面进行了规范，《基金指引》的发布为 REITs 的发行奠定了坚实的制度基础。

**交易所、协会等部门的配套业务制度陆续出台。**在证监会《基金指引》的框架下，沪深交易所、中国证券业协会、中国基金业协会、中国证券登记结算公司等机构，陆续发布了《审核关注事项（试行）》、《发售业务指引（试行）》、《网下投资者管理细则》、《登记结算业务实施细则（试行）》、《尽职调查工作指引（试行）》、《运营操作指引（试行）》等相关配套业务制度，为产品的发行提供更加细致的制度支撑。

**交易所正式受理 10 个试点项目，基础设施 REITs 破茧待出。**截止到 5 月中旬，根据交易所同步发布公告，累积已收到 10 家公司提交的申请文件。4 月 23 日，沪深交易所更新项目进展，正式受理 4 个基础设施项目，其中深圳证券交易所受理的两个项目为中航首钢生物质封闭式基础设施证券投资基金（简称“中航首钢生物质 REITs”）、博时招商蛇口产业园封闭式基础设施证券投资基金（简称“博时招商蛇口产业园 REITs”），上海证券交易所受理的两个项目分别是浙商证券沪杭甬高速封闭式基础设施证券投资基金（简称“浙商沪杭甬高速 REITs”）、国金铁建重庆渝遂高速公路封闭式基础设施证券投资基金（简称“国金铁建渝遂高速 REITs”），进展最快的博时招商蛇口产业园 REITs 已于 4 月 27 日收到了深交所的审核问询函。5 月 6 日，沪深交易所正式受理新申报的 6 个基础设施项目，平安广州交投广河高速公路封闭式基础设施证券投资基金（简称“平安广州交投广河高速公路 REITs”）、红土创新盐田港仓储物流封闭式基础设施证券投资基金（简称“红土创新盐田港仓储物流 REITs”）、中航首钢生物质封闭式基础设施证券投资基金（简称“中航首钢生物质 REITs”）、富国首创水务封闭式基础设施证券投资基金（简称“富国首创水务 REITs”）、华安张江光大园封闭式基础设施证券投资基金（简称“华安张江光大园 REITs”）、中金普洛斯仓储物流封闭式基础设施证券投资基金（简称“中金普洛斯仓储物流 REITs”）。历经精心筹备，基础设施 REITs 项目破茧待出。

表 1 基础设施公募 REITs 政策文件体系

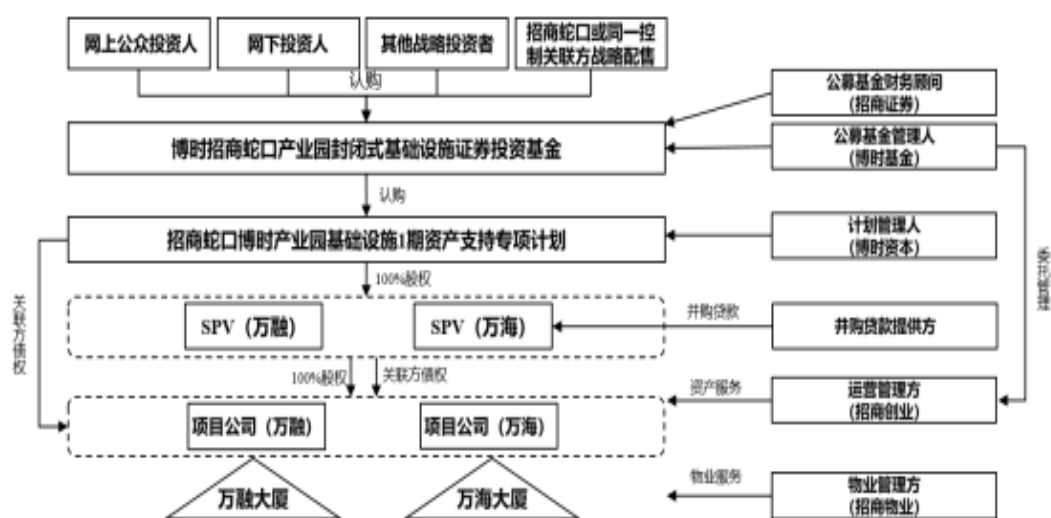
时间	政策名称	发布机构
2020.4.30	《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》	发改委证监会
2020.7.31	《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报工作的通知》	发改委
2020.8.6	《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》	证监会
2021.1.29	《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金（REITs）业务办法（试行）》	上交所
2021.1.29	《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金（REITs）规则适用指引第 1 号——审核关注事项（试行）》	上交所
2021.1.29	《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金（REITs）规则适用指引第 2 号——发售业务（试行）》	上交所
2021.1.29	《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金（REITs）业务办法（试行）》	深交所
2021.1.29	《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务指引第 1 号——审核关注事项（试行）》	深交所
2021.1.29	《深圳证券交易所公开募集基础设施证券投资基金业务指引第 2 号——发售业务指引（试行）》	深交所
2021.1.29	《公开募集基础设施证券投资基金网下投资者管理细则》	证券业协会
2021.2.5	《中国结算公开募集基础设施证券投资基金登记结算业务实施细则（试行）》	中证登
2021.2.8	《公开募集基础设施证券投资基金尽职调查工作指引（试行）》	基金业协会
2021.2.8	《公开募集基础设施证券投资基金运营操作指引（试行）》	基金业协会

资料来源：公开网站，万和证券研究所

## 二、基础设施 REITs 产品交易结构

核心交易方案包括“公募基金+ABS+项目公司”三层架构。按照现行法律法规要求，公募基金并不能直接持有未上市公司股权，为推进基础设施 REITs 产品的发行，本次 10 单试点项目的核心交易方案由“公募基金+ABS+项目公司”三层架构组成，并保障公募基金管理人和资产支持证券计划（ABS）管理人由同一主体实际控制。在产品设立过程中，首先基金管理人注册公募 REITs 基金并向投资者募集资金；REITs 基金募集的资金再用于购买基础设施资产支持专项计划（ABS）的全部份额；ABS 购买项目公司全部股权。存续期内，项目公司向公募基金投资者分配现金流。

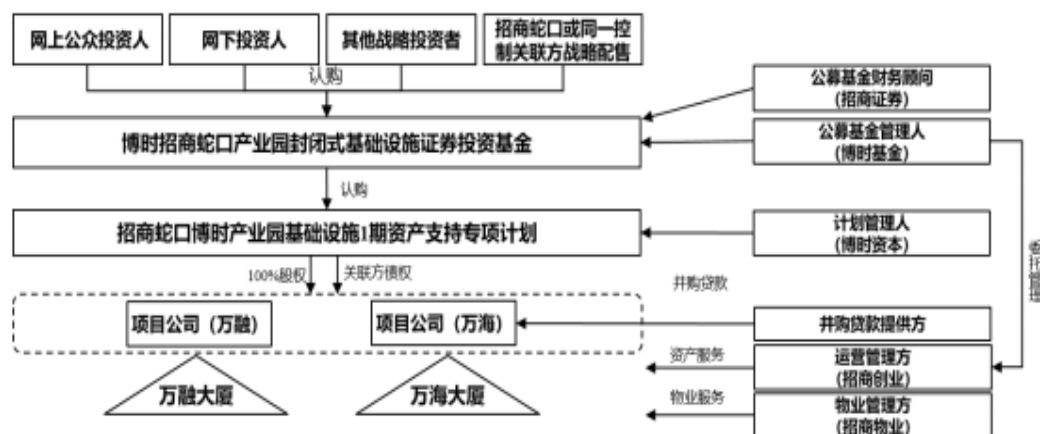
图 2 博时招商蛇口产业园 REITs 交易结构（SPV 公司吸收合并前）



资料来源：项目招募说明书，万和证券研究所

采取发反向吸收合并，构建股债交易结构。产品设立之初，基础设施资产支持专项计划拟收购 SPV 及其持有的项目公司，并间接持有基础设施资产。收购完成后，项目公司将反向吸收合并 SPV。反向吸收合并完成后，SPV 注销，项目公司继承 SPV 的所有资产和负债，计划管理人（代表资产支持专项计划的利益）成为项目公司 100% 的股东，进而持有底层基础设施资产，同时持有相关关联方债权。

图 3 博时招商蛇口产业园 REITs 交易结构（SPV 公司吸收合并后）



资料来源：项目招募说明书，万和证券研究所

维持原有优秀运营管理团队，保障基础设施资产平稳健康运营。首批试点基础设施 REITs 项

目无论是资产质量还是运营维护能力，均处于比较优秀的水平。为保障基础设施资产的平稳运营，试点项目在交易结构中，基本维持了现有的优秀运营管理团队不变，同时设置市场化激励约束机制，充分调动运营团队的积极性，更好地为投资者创造价值。

### 三、首批受理项目汇总要素分析

我们从 10 单受理项目已公开披露的信息出发，从基础设施 REITs 项目的原始权益人、拟发行场所、所在地区、所属行业范围、基础资产情况、基础资产历年经营情况以及预测的现金分派率进行了梳理。

表 2 基础设施 REITs 基本信息一览

编号	基金全称	原始权益人	交易所	受理日期	审核状态	基金管理人	ABS 管理人	基金托管人
1	平安广州交投广河高速公路封闭式基础设施证券投资基金	广州交通投资集团有限公司	深交所	2021-5-6	已受理	平安基金管理有限公司	平安证券股份有限公司	中国工商银行股份有限公司
2	红土创新盐田港仓储物流封闭式基础设施证券投资基金	深圳市盐田港集团有限公司	深交所	2021-5-6	已受理	红土创新基金管理有限公司	深创投红土资产管理（深圳）有限公司	招商银行股份有限公司
3	博时招商蛇口产业园封闭式基础设施证券投资基金	招商局蛇口工业区控股股份有限公司	深交所	2021-4-23	已询问	博时基金管理有限公司	博时资本管理有限公司	招商银行股份有限公司
4	中航首钢生物质封闭式基础设施证券投资基金	首钢环境产业有限公司	深交所	2021-4-23	已受理	中航基金管理有限公司	中航证券有限公司	招商银行股份有限公司
5	富国首创水务封闭式基础设施证券投资基金	北京首创股份有限公司	上交所	2021-5-6	已受理	富国基金管理有限公司	富国资产管理（上海）有限公司	招商银行股份有限公司
6	华安张江光大园封闭式基础设施证券投资基金	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	上交所	2021-5-6	已受理	华安基金管理有限公司	上海国泰君安证券资产管理有限公司	招商银行股份有限公司
7	东吴-苏州工业园区产业园封闭式基础设施证券投资基金	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，苏州工业园区兆润投资控股集团有限公司	上交所	2021-5-6	已受理	东吴基金管理有限公司	东吴证券股份有限公司	招商银行股份有限公司
8	中金普洛斯仓储物流封闭式基础设施证券投资基金	普洛斯中国控股有限公司	上交所	2021-5-6	已受理	中金基金管理有限公司	中国国际金融股份有限公司	兴业银行股份有限公司
9	国金铁建重庆渝遂高速公路封闭式基础设施证券投资基金	中铁建重庆投资集团有限公司，重庆高速公路股份有限公司	上交所	2021-4-23	已受理	国金基金管理有限公司	国金证券股份有限公司	招商银行股份有限公司
10	浙商证券沪杭甬高速公路封闭式基础设施证券投资基金	浙江沪杭甬高速公路股份有限公司，杭州市交通投资集团有限公司，杭州市临安区交通投资有限	上交所	2021-4-23	已受理	浙江浙商证券资产管理有限公司	浙江浙商证券资产管理有限公司	招商银行股份有限公司

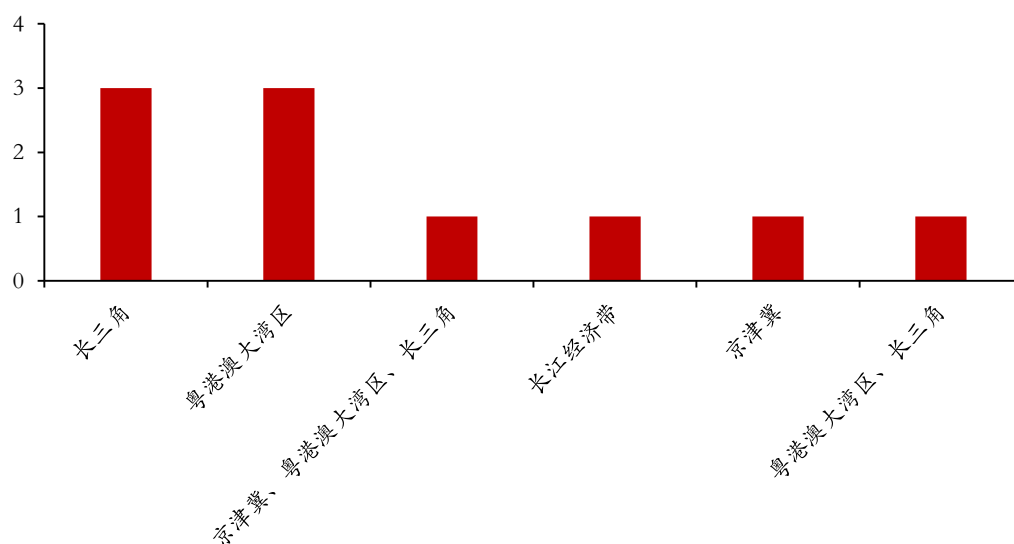
资料来源:上交所官网,深交所官网,万和证券研究所

## (一) 试点项目主要集中于大湾区、长三角

项目均聚焦于重点区域,大湾区、长三角项目数量最多。中国证监会和国家发改委《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》中要求“聚焦重点区域,优先支持京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲等重点区域,支持国家级新区、有条件的国家级经济技术开发区开展试点”。当前申报的十单项目中,有8单项目位于单一区域内,大湾区、长三角项目最多,均为3个,京津冀、长江经济带分别有1个。

中金普洛斯、富国首创水务项目涉及资产跨越多个区域。中金普洛斯仓储物流的7个仓储物流园分布于京津冀、长三角、粤港澳大湾区三大城市群,富国首创水务的污水处理厂处于粤港澳大湾区和长三角地区,跨区域优质资产的整合为项目规模提供坚实保障。

图4 十单项目位于区域汇总



资料来源:项目招募说明书,万和证券研究所

注:中金普洛斯、富国首创水务资产涉及多个区域

## (二) 高速公路、产业园区项目数量占比六成

项目所属行业以基础设施补短板为主,高速公路、产业园区项目数量占比六成。当前试点申报的十单项目所属行业以基础设施补短板领域为主,其中高速公司、产业园区是本次申报项目的主力,分别有3单项目获得交易所受理,占比六成。此外,仓储物流项目2单,城镇固废处理、污水处理类等属于基础设施补短板项目各有1单。

表3 10单试点项目所属行业一览

项目名称(已简称)	所属行业
平安广州交投广河高速公路 REITs	高速公路
国金铁建重庆渝遂高速公路 REITs	高速公路
浙商证券沪杭甬高速 REITs	高速公路

项目名称(已简称)	所属行业
中金普洛斯仓储物流 REITs	仓储物流
红土创新盐田港仓储物流 REITs	仓储物流
博时招商蛇口产业园 REITs	产业园区
华安张江光大园 REITs	产业园区
东吴-苏州工业园区产业园 REITs	产业园区
中航首钢生物质 REITs	城镇固废处理
富国首创水务 REITs	污水处理类

资料来源：项目招募说明书，万和证券研究所

### (三) 底层基础设施资产优质，项目估值合计超 360 亿

**10 单试点项目估值合计超 360 亿，将有效支持我国基础设施建设。**国家大力推行本次基础设施 REITs 试点，主要目标之一就是借助创新工具为我国基础设施建设提供资金保障。本次 10 单试点项目合计估值超 360 亿元（项目估值非基础设施 REITs 募集规模），平均规模约 36 亿元。其中，估值最大的项目为平安广州交投广河高速公路 REITs 项目，其资产估值接近百亿，规模最小的中航首钢生物质 REITs 估值也超过 12 亿。

**高速公路项目估值最高，平均估值超 60 亿，但剩余经营年限相对较短。**本次高速公路类基础设施 REITs 共有 3 单，基础资产的收入来源均以高速公路通行费收入为主，高速公路的建设运营对于区域一体化发展、增强区域经济社会联系、落实交通强国战略具有重要意义。平安广州交投广河高速公路、国金铁建重庆渝遂高速公路、浙商证券沪杭甬高速这三个高速公路类项目资产估值规模分化主要受剩余特许经营权年限和收入规模不同影响，基础资产涉及的特许经营权剩余年限分别约为 15、13、10 年，估值分别为 96.74、45.72、45.63 亿元。

**产业园区项目出租率较高，后续现金流回报有保障。**产业园区项目均位于我国经济发达区域的核心地段，客户基础好，整体出租率较高，为项目的持续经营提供坚实保障。其中，位于中国（上海）自由贸易试验区华安张江光大园 REITs 园区出租率高达 99.51%，几乎满租；位于深圳蛇口的博时招商蛇口产业园 REITs 的两个资产万融大厦出租率为 84.08%、万海大厦出租率为 94.36%；位于苏州市苏州工业园区的东吴-苏州工业园区产业园 REITs，两项资产国际科技园五期 B 区出租率为 90%，2.5 产业园一二期出租率为 70%，均保持在相对较高水平。三个基础设施 REITs 项目的估值分别为 14.7、25.38、33.5 亿元。

**两个仓储物流项目几乎满租，客户基础扎实。**红土创新盐田港仓储物流与中金普洛斯仓储物流以租金收入和管理费用为主，二者客户基础十分扎实，出租率分别为 100% 以及 99%，可租赁面积几乎已全部出租。两单仓储物流基础资产的估值规模分别为 17.05、53.46 亿元，主要受仓储物流中心面积以及地理位置的不同影响。

**城镇固废处理与污水处理类项目资产规模相对较小。**与高速公路、产业园区类基础设施 REITs 项目相比，城镇固废处理与污水处理类项目资产规模相对较小。中航首钢生物质项目收入来源以垃圾处理服务费、发电收入及餐厨垃圾收运和处置费为主，估值 12.06 亿元，富国首创水务以污水处理费收入为主，估值 17.46 亿元。

表 4 项目基础资产情况一览



项目名称	基础资产	基础资产简介	收入来源	估值 (亿)
平安广州 交投广河 高速公路 REITs	广河高速 (广州段) 特许经营权	广东省境内连接广州市、惠州市与河源市的广州至河源高速公路的广州段, 全长 70.754 公里	高速公路通行费收入	96.74
国金铁建 重庆渝遂 高速公路 REITs	渝遂高速公路重庆段 特许经营权	渝遂高速重庆段, 途径重庆市沙坪坝区、璧山区、铜梁区、潼南区, 涉及高速公路 93.26 公里, 全线采用四车道高速公路标准建设	车辆通行费、租金等收入	45.72
浙商证券 沪杭甬高 速 REITs	杭徽高速公路浙江段 及其相关构筑物资产 组的收费权	杭徽高速公路 (浙江段) 包含三段, 分别为杭徽高速公路昌化至昱岭关段、杭徽高速公路汪家埠至昌化段和杭徽高速公路留下至汪家埠段, 全长 122.245 公里	高速公路通行费收入	45.63
红土创新 盐田港仓 储物流 REITs	现代物流中心项目	包括位于深圳市盐田区盐田综合保税区北片区, 约 11.9 万平方米的国有建设用地使用权及地上建筑面积共计约 32.0 万平方米的房屋 (含附属设施设备), 可租赁面积约 26.6 万平方米	租金收入和综合管理服务收入两部分	17.05
中金普洛 斯仓储物 流 REITs	7 个仓储物流园	分布于京津冀、长三角、大湾区三大城市群, 建筑面积合计约 704,988 平方米。截至 2020 年 12 月 31 日, 目标基础设施资产合计平均出租率约 98.72%	租金和管理费收入	53.46
博时招商 蛇口产业 园 REITs	万融大厦和万海大厦	该项目位于深圳蛇口网谷, 截至 2020 年 12 月末, 万融大厦出租率为 84.08%, 平均租金为 127.92 元/月/平米, 万海大厦出租率为 94.36%, 平均租金为 145.74 元/月/平米	租金收入、场地租金收入、广告位租赁收入、物业管理	25.28
华安张江 光大园 REITs	张江光大园	位于中国 (上海) 自由贸易试验区盛夏路 500 弄 1-7 号, 园区主要包括 7 幢研发楼, 总建筑面积 50865 平方米, 其中地上面积 42663 平方米, 土地性质为工业用地。截止 2020 年末, 园区出租率高达 99.51%, 平均租金 5.19 元/平米/天。评估单价 28853 元/平米	租赁收入、物业管理费收入、停车费用等	14.7
东吴-苏州 工业园区 产业园 REITs	国际科技园五期 B 区和 2.5 产业园一期、二期项目	位于苏州市苏州工业园区, 两个项目总建筑面积达到 56 万平米, 平均单价为 5982 元/平米, 其中 2.5 产业园一二期, 单价 6582 元/平米, 2020 年末出租率为 70%, 平均租金为 61.2 元/平米/月, 国际科技园五期 B 区 2020 年末出租率为 90%, 平均租金为 41 元/平米/月	租金收入、物业费收入及停车费收入	33.5
中航首钢 生物质 REITs	项目的收费权; 基础设施项目范围内的土地、房屋等建筑物、构筑物等不动产权; 与基础设施项目相关的所有机器、设备、无形资产等。	生物质能源项目, 日焚烧生活垃圾 3,000 吨, 总建筑面积 69,933.43 平方米; 餐厨项目, 总建筑面积 6,044.44 平方米, 餐厨垃圾设计处理能力 100 吨/天; 残渣暂存场项目, 总建筑面积 160.36 平方米 (以规划部门最终审定为准), 总库容 128 万立方米, 设计残渣填埋能力 700 吨/日、渗沥液处理能力 35 吨/日	垃圾处理服务费、发电收入及餐厨垃圾收运、处置费	12.06

项目名称	基础资产	基础资产简介	收入来源	估值 (亿)
富国首创水务 REITs	深圳市福永、松岗、公明水质净化厂 BOT 特许经营项目及合肥市十五里河污水处理厂 PPP 项目 2 个子项目	深圳市三个水厂合计设计规模 34.5 万吨/日，合肥市四期项目合计设计规模 30 万吨/日	污水处理费收入	17.46

资料来源：项目招募说明书，万和证券研究所

#### (四) 受资产属性影响，当期现金流分配率差异较大

当期预测现金可分配率受资产类别属性不同而出现较大差异。项目的现金分派率受资产属性不同呈现不一样的收益特征，高速公路类项目受剩余特许经营年限以及资产估值不同，现金分配率差异较大，但整体而言三单高速公路类项目现金分配率较高；仓储物流类与产业园类项目的预测现金流分配比率在 4.1%-4.75% 之间，差距不大；中航首钢生物质与富国首创水务项目较高，年化后现金流分配比率在 8%-9.5% 之间。

高速公路项目当期现金分配率最高，收费权剩余期限越短当前分配率越高。高速公司收费权属于特许经营权，收费期限届满后，相关资产需要无偿归还给政府，基础设施 REITs 不再拥有相关权益。因此，随着剩余经营年限的不断缩短，资产的价值在客观上是逐渐减少的，理论上讲，到期后资产价值将归为零。因此，在存续期间相关资产的每年现金分配比例是最高的，隐含着每年向投资者偿还一部分本金。平安广州交投广河高速公路 REITs、国金铁建重庆渝遂高速公路 REITs、浙商证券沪杭甬高速 REITs 三只产品的底层资产的剩余年限分别约为 15、13、10 年，对应的现金分配率为 6.19%、8.20%、12.00%。对比三只高速公路类 REITs 产品，剩余期限越短的项目其现金分配率越高。

产权类项目可能长期经营，资产市场价值具有升值可能性。一般而言产权类资产（如产业园区、仓储物流等）存在较大可能长期持续经营，随着期限的延续，底层资产的租金收入有可能缓慢增长，有望提升项目的收益水平。同时考虑到在核心区域的产权类基础设施资产，随着城市经济的不断发展，其稀缺性进一步得到市场的追捧，相关资产的市场价值具备升值的可能性。

申请商业贷款，借助杠杆效应提升投资者回报率。为提高投资人收益水平，部分产品在遵从监管要求的前提下，可以通过向银行申请较低成本的商业贷款。根据募集说明书，博时招商蛇口产业园 REITs 在产品设立之初，即向招商局体系内的招商银行深圳分行申请了 3 亿元商业贷款（授信额度 4 亿元，首次提款金额为 3 亿元），在银行借贷成本低于资产运营的收益率的情况下，能够有效增厚产品盈利水平，提升投资者的收益回报。

表 5 项目 2021E-2022E 预测现金分派率

基金名称	2021E	2022E
平安广州交投广河高速公路 REITs	6.19%	7.20%
国金铁建重庆渝遂高速公路 REITs	8.20%	8.40%
浙商证券沪杭甬高速 REITs	12.00%	11.00%
红土创新盐田港仓储物流 REITs	4.47%	4.75%
中金普洛斯仓储物流 REITs	4.45%	4.48%
博时招商蛇口产业园 REITs	4.10%	4.17%

基金名称	2021E	2022E
华安张江光大园 REITs	4.74%	4.11%
东吴-苏州工业园区产业园 REITs	4.50%	4.54%
中航首钢生物质 REITs	5.92%	8.32%
富国首创水务 REITs	8.71%	9.13%

资料来源：项目招募说明书，万和证券研究所

注：中航首钢生物质项目的分派率为 2021 年后三个季度计算的值

## 四、风险提示

项目推进不及预期，基础设施资产运营不及预期、流动性不足等。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**分析师声明：**本研究报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级标准：

**行业投资评级：**自报告发布日后的 12 个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

**强于大市：**相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

**同步大市：**相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间；

**弱于大市：**相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

**股票投资评级：**自报告发布日后的 12 个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

**买入：**相对沪深 300 指数涨幅 15%以上；

**增持：**相对沪深 300 指数涨幅介于 5%—15%之间；

**中性：**相对沪深 300 指数涨幅介于-5%—5%之间；

**回避：**相对沪深 300 指数跌幅 5%以上。

**免责声明：**本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作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。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

## 万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦西座 20 楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>