房地产

证券研究报告
2021 年 06 月 07 日

REITs 科普三：首批公募 REITs 有哪些特征?
——中国房地产资产证券化研究系列之四

5 月 31 日国内第一批公募 REITs 基金正式开启集中认购， 6 月 2 日晚间，沪深两市交易所公布了首批 REITs 产品的公众投资者认购结构，由最终的配售比数据来看，公众投资者投资热情高涨，多只产品获配比例低于 5%。

资产特征：首批 REITs 底层资产稳定性高

首批公募 REITs 共有 9 支基金，按照证券资产类别分为经营权和不动产，分别对应 5 支基金和 4 支基金；按照底层资产类别分为高速公路、物流地产、产业园、公用环保四类。9 支基金的底层资产的共同特点是均具有受宏观因素影响小、波动幅度小、现金流持续稳定的特点。从基金认购规模和资产估值相比较这一角度看，9 支首批公募 REITs 中浙江杭徽 REIT、博时招商园 REIT 折价发行，基于项目评估价值分别折价 4.45%、5.89%。其他 7 支基金认购金额均较项目评估价值溢价，其中中金普洛斯 REIT、盐港 REIT、中航首钢 REIT、富国首创 REIT、广州广河 REIT、东吴苏园 REIT、张江光大 REIT 分别溢价 9.15%、7.92%、7.15%、5.96%、4.55%、4.24%、1.70%。

结构特征：原始权益人和运营方实力强大管理优秀

首批公募 REITs 均采用如下结构：底层资产装入相应项目公司，项目公司为相应的资产支持专项计划 ABS 所有，ABS 的全部份额由 REITs 基金持有，持有 ABS 的资金由托管人托管，REITs 基金由基金公司管理。底层资产的管理运营公司均为原始权益人本身或其子公司，专业的运营机构使得项目运营更具专业性；9 支基金中，8 支基金的底层资产原始权益人为国资背景，涉及的实控人包括浙江省国资委、广州市国资委、深圳市国资委、招商局集团等。中金普洛斯 REIT 的底层资产原始权益人为普洛斯集团，业务遍及全球 17 个国家，资产管理规模超过 1000 亿美元，同样具有资产保证。

收益率特征：首批 REITs 收益率较高且稳定性好

净现金流分派率主要受底层资产每年可分配的现金流、募集基金规模两个因素影响。按照招募说明书内预计招募规模计算，首批公募 REITs9 支基金的 2021 年现金流分派率在 3.1%-11%区间内，采取 5 月 31 日的十年期国债收益率为 3.07%作为基准，9 支基金的 2021 年当年净现金流分派率均高于十年期国债收益率。以 2021 年为例，高速类 REIT 基金净现金流分派率高，浙江杭徽 10.10%、广州广河 6.19%；公用环保类 REIT 基金净现金流分派率普遍高，中航首钢 9.13%、首创水务 8.74%；物流地产类 REIT 较低，盐港 REIT 和普洛斯 REIT 分别为 4.47%、4.45%；产业园类 REIT 最低，东吴苏园 REIT、博时招商 REIT、张江光大 REIT 分别为 3.12%、4.10%、4.74%。

流动性特征：整体流动性预计会介于股债之间、未来流动性还取决于资产包的变化

9 支首批公募 REITs 基金的流动性弱于股票，除张江光大园 REIT 战略配售比例为 20%，其他 8 支基金战略配售的比例均超过 60%，9 支基金要求：原始权益人相关的战略配售份额，站基金份额的 20%的持有量锁定 5 年、剩余份额锁定 3 年；其他机构参与的战略配售份额锁定 1 年。高比例的战略配售份额和锁定期一定程度上影响基金的流动性，但结合高收益且资产稳定性高，依旧吸引了保险、券商自营等专业机构。REITs 基金的未来流动性还取决于扩募和未来资产的增值预期等。

估值特征：地产类资产估值较为合理

我们采用可分配金额/统一资产类型基金平均净现金收益率计算项目估值。项目估值主要受可分配现金和净现金流分派率均值两个因素影响，其中影响可分配现金的因素包括资产运营情况、分配比例等基本要素。根据资产分类来看，物流地产类 2 支基金的净现金流分派率互相接近，盐港、中金普洛斯 2 支基金对应的项目估值与项目评估价值相差在 2%以内，属合理估值水平内；产业园类 3 支基金的净现金流分派率较为接近，年度可分配现金或为项目估值与项目评估价值产生较大差异的主要原因；高速类和公用环保类的基金净现金流分派率相差较多，或为项目估值与项目评估价值产生差异的主要原因。

风险提示：资产经营不确定性、基金运营风险、基金价格波动

投资评级

行业评级	强于大市(维持评级)
上次评级	强于大市

作者

陈天诚 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110001
chentiancheng@tfzq.com
胡孝宇 联系人
huxiaoyu@tfzq.com

行业走势图

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《房地产-行业点评 REITs 科普二：美国基础设施 REITs 介绍——中国房地产资产证券化研究系列之三》2020-05-07
2 《房地产-行业点评：全面放宽落户限制、加速推进城镇化、支持 REITs 发行、核心城市及都市圈住宅需求有望受益》 2019-04-10
3 《房地产-行业深度研究 REITs 科普一：什么是标准的 REITs——中国房地产资产证券化研究系列之一》2019-04-05

内容目录

1. 首批 REITs 基金普遍具有高净现金流分派率 5

1.1. 底层资产现金流稳定，多数基金溢价发行 5

1.2. 高速类和公用环保类净现金流分派率较高 8

1.3. 首批基金净现金流分派率稳定，基金存续期跨度大 10

2. 高速类 10

2.1. 浙商证券沪杭甬高速 REIT 10

2.1.1. 基本情况 10

2.1.2. 财务情况 12

2.2. 平安广州交投广河高速公路 REIT 13

2.2.1. 基本情况 13

2.2.2. 财务情况 14

3. 物流地产类 15

3.1. 盐港 REIT 15

3.1.1. 基本情况 15

3.1.2. 财务情况 16

3.2. 中金普洛斯 REIT 17

3.2.1. 基本情况 17

3.2.2. 财务情况 18

4. 产业园类 19

4.1. 东吴苏州工业园区 REIT 19

4.1.1. 基本内容 19

4.1.2. 财务 21

4.2. 博时招商蛇口产业园 REIT 22

4.2.1. 1. 基本内容 22

4.2.2. 财务 24

4.3. 张江光大园 REIT 26

4.3.1. 基本内容 26

4.3.2. 财务 26

5. 公用环保类 27

5.1. 中航首钢生物质 REIT 27

5.1.1. 基本情况 27

5.1.2. 财务情况 28

5.2. 富国首创水务 REIT 29

5.2.1. 基本情况 29

5.2.2. 财务情况 30

图表目录

图 1：净现金流分派率 8
图 2：沪杭甬高速 REITs 架构 10
图 3：广河高速 REITs 基金架构图 13
图 4：广河高速标的资产 13
图 5：盐港 REITs 架构图 15
图 6：现代物流中心项目图 16
图 7：现代物流中心项目位置图 16
图 8：中金普洛斯 REITs 架构图 17
图 9：普洛斯标的资产 17
图 10：普洛斯标的资产价值 18
图 11：东吴苏园 REITs 架构图 19
图 12：国际科技园五期 B 区项目 19
图 13：国际科技园五期 B 区近三年末出租率情况 20
图 14：产业园项目图 20
图 15：产业园近三年出租率 20
图 16：博时招商 REITs 架构图（SPV 吸收合并前） 22
图 17：博时招商 REITs 架构图（SPV 吸收合并后） 22
图 18：万融大厦情况 23
图 19：万融大厦出租率 23
图 20：万海大厦情况 24
图 21：万海大厦出租率 24
图 22：万融收入 25
图 23：万海收入 25
图 24：张江光大 REITs 架构图 26
图 25：张江广大元资产价值 27
图 26：中航首钢生物质 REITs 架构图 27
图 27：富国首创税务 REITs 架构图 29
图 28：合肥项目估值 30
图 29：收益率 31

表 1：9 支 REITs 基金基础信息对比 5
表 2：9 支 REITs 基金主要参与人及管理费率 6
表 3：9 支 REITs 基金认购情况 7
表 4：9 支 REITs 财务指标对比 8
表 5：9 支 REITs 基金底层资产估值对照 9
表 6：9 支 REITs 汇总对比 10
表 7：杭徽高速公路（浙江段）昌昱段 11
表 8：杭徽高速公路（浙江段）汪昌段 11
表 9：杭徽高速公路（浙江段）留汪段 11
表 10：浙江沪杭甬标的资产收入 12
表 11：浙江沪杭甬标的资产收益率 12

表 12：收益率指标 12
表 13：广州至河源高速公路广州段项目 14
表 14：广河高速收入 14
表 15：平安广河高速收益率 15
表 16：底层资产收入 28
表 17：深圳项目收入 30
表 18：合肥项目收入 30
表 19：两项目综合收入 30

1. 首批 REITs 基金普遍具有高净现金流分派率

1.1. 底层资产现金流稳定，多数基金溢价发行

表 1：9 支 REITs 基金基础信息对比

基金名称	底层资产	资产类别	项目性质	项目主要收入来源	项目估值	基金管理人	基金存续期
浙江杭徽	沪杭甬高速浙江段及相关构筑物资产	高速类	特许经营权	高速通行费	45.63 亿元	浙商资管	20 年
广州广河	广河高速（广州段）	高速类	特许经营权	高速通行费	96.74 亿元	平安基金	99 年
盐港 REIT	深圳市盐田区物流中心项目	物流地产	产权	房屋租金、管理服务费收入	17.05 亿元	红土创新	36 年
普洛斯 REIT	7 个普洛斯物流园	物流地产	产权	房屋租金	53.46 亿元	中金基金	50 年
东吴苏园	国际科技园五期 B 区和 2.5 产业园一期、二期项目	产业园	产权	园区租金、物业费收入	33.5 亿元	东吴基金	40 年
博时招商	万融大厦、万海大厦	产业园	产权	建筑租金	25.28 亿元	博时基金	50 年
张江广大	张江光大园	产业园	产权	园区租金	14.7 亿元	华安基金	20 年
中航首钢	首钢生物质、残渣暂存场、餐厨等项目	公用环保	类特许经营权	项目运营收入	12.487 亿元	中航基金	21 年
首创水务	合肥污水处理项目深圳水质净化项目	公用环保	特许经营权	水务等公用事业项目收入	17.46 亿元	富国基金	26 年

资料来源：wind、天风证券研究所

根据资产类别来看，9 支 REITS 的基金存续期在 20-99 年区间内，其中多数基金的存续期在 20-50 年之间。从项目收入来源看，9 支基金的底层资产收入均源于具有稳定现金流的项目，如高速公路通行费、产业园区租金、物业管理收入、公用事业项目运营收入，具有受宏观因素影响小、现金流持续稳定的特点。

根据原始权益人来看，9 支 REITs 的底层资产原始权益人中金普洛斯 REITs 含有外资背景外，其他九家均为国资背景，其中原始权益人实控人以地方国资委为主。

根据运营管理机构来看，底层资产的运营管理机构全部为原始权益人全资子公司或原始权益人本身，专业的运营机构使得项目运营更具专业性。

根据管理费率来看，除博时招商蛇口产业园 REITs 外，其余 8 支基金管理费均由固定管理费+浮动管理费两部分组成，其中固定管理费主要由基金净资产计提（部分涉及基金募集规模、基金收入、基金可分配收入等），浮动管理费主要与资产收入挂钩。博时招商蛇口产业园 REITs 仅收取固定管理费。

表 2：9 支 REITs 基金主要参与人及管理费率

基金名称	底层资产	资产类别	主要原始权益人	原始权益人股东	运营管理机构	ABS 管理人	基金管理人	管理费率		
								固定管理费率	浮动管理费率	
浙商证券沪杭甬高速 REIT	沪杭甬高速浙江段及相关构筑物资产	高速类	浙江沪杭甬高速公路股份有限公司	浙江省国资委（控股股东、实控人）	浙江沪杭甬高速公路股份有限公司，同原始权益人	浙商资管	浙商资管	基金净资产*0.125%；	净现金流分派率	浮动管理费率=当年营收的
									≥10%	1.20%
									[9%,10%)	1%
									≤9%	0.80%
平安广州交投广河高速公路 REIT	广河高速（广州段）	高速类	广州交通投资集团有限公司	广州市国资委（100%控股，实控人）	广州交投、广州高速运营管理有限公司（广州交投全资子公司）	平安证券	平安基金	第一部分=基金净资产值*0.115% 第二部分=当前月度财报收入*1.37%	（项目已实现收入-预计收入）*30%-累计支付浮动管理费；不能为负	
盐港 REIT	深圳市盐田区物流中心项目	物流地产	深圳市盐田港集团有限公司	深圳市国资委（100%控股，实控人）	深圳市盐田港物流有限公司（原始权益人 100%子公司）	红土资管	红土创新	基金净资产*0.3%	第一部分=当年基础设施项目运营收入*费率*（收入/业绩指标），费率初始值为 4%，并可适当调整 第二部分=超出业绩指标部分收入*累计计算比例	
									收入是业绩指标的倍数	累计计算比例
									≤100%	0
									（100%，125%]	13%
									(125%,150%]	25%
									>150%	45%
中金普洛斯 REIT	7 个普洛斯物流园	物流地产	普洛斯中国	普洛斯集团	上海普洛斯（普洛斯中国 100%子公司）	中金公司	中金基金	基金募集规模*0.7%	首年浮动管理费=当年收入*5% 第 2 年起浮动管理费=当年收入*相应费率	
									收入（亿元）	费率
									<3.2	4.80%
									[3.2,3.8)	5%
									>3.8	5.20%
东吴苏州工业园区 REIT	国际科技园五期 B 区和 2.5 产业园一期、二期项目	产业园	苏州工业园区科技发展有限公司、苏州工业园区建武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（实控人，国有独资公司，苏州工业园区管委会全资出资设立）	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区开发有限公司，同原始权益人	东吴证券	东吴基金	第一部分=基金净资产*0.15% 第二部分=当年可供分配金额*1.05%	（运营收入-项目净收入目标）*40%	

博时招商蛇口产业园 REIT	万融大厦、万海大厦	产业园	招商蛇口工业区控股股份有限公司	招商局集团（控股股东、实控人）	深圳市招商创业有限公司（招商蛇口子公司）	博时资本	博时基金	第一部分=基金净资产*0.15% 第二部分=可供分配金额*3.5%	
张江光大园 REIT	张江光大园	产业园	上海光全投资中心(有限合伙企业)	上海张江集成电路产业区开发有限公司(81.15%出资比例，张江高科全资子公司)	上海集挚咨询管理有限公司（上海张江集成电路产业区开发有限公司子公司）	国泰君安资管	华安基金	基金净资产*0.55%	第一部分=（资产运营净收入-净收入目标 1）*10%，不得为负 第二部分=上一年资产运营收入总额*4%-当年基金净资产*0.2%
中航首钢生物质 REIT	首钢生物质、残渣暂存场、餐厨等项目	公用环保	首钢环境产业有限公司	北京市国资委（实控人）	北京首钢生态科技有限公司（首钢产业全资子公司）	中航证券	中航基金	基金净资产*0.1%	第一部分（可供分配金额-1.4 亿元）*10% 第二部分（项目运营收入-395153982.54）*20%
富国首创水务 REIT	合肥污水处理、深圳水质净化项目	公用环保	北京首创股份有限公司	北京市国资委（实控人）	北京首创股份有限公司，同原始权益人	富国资产	富国基金	第一部分=基金净资产*0.1% 第二部分=基金营业收入*0.86%	根据 EBITDA 完成率确定费率

资料来源：wind、天风证券研究所

根据认购对应项目价值/项目价值来看，浙商证券沪杭甬 REIT 和博时招商蛇口产业园 REIT 两只基金的认购价值低于基金底层资产项目价值，二者的折价率分别为 4.45%、5.89%。其他 7 支基金的认购价值高于项目价值。

表 3：9 支 REITs 基金认购情况

基金名称	认购价格（元/份）	认购数量（万份）	认购金额（亿元）	认购对应项目价值（亿元）	项目价值（亿元）	溢价率（折价率）
浙江杭徽	8.72	50000	43.6	43.6	45.63	(4.45%)
广州广河	13.02	70000	91.14	101.14	96.74	4.55%
盐港 REIT	2.3	80000	18.4	18.4	17.05	7.92%
普洛斯 REIT	3.89	150000	58.35	58.35	53.46	9.15%
东吴苏园	3.88	90000	34.92	34.92	33.5	4.24%
博时招商	2.31	90000	20.79	23.79	25.28	(5.89%)
张江光大	2.99	50000	14.95	14.95	14.7	1.70%
中航首钢	13.38	10000	13.38	13.38	12.487	7.15%
首创水务	3.7	50000	18.5	18.5	17.46	5.96%

资料来源：wind、天风证券研究所

1.2. 高速类和公用环保类净现金流分派率较高

表 4：9 支 REITs 财务指标对比

基金名称	底层资产	资产类别	项目估值	预计募集规模	净现金流分派率	
					2021 年	2022 年
浙江杭徽	沪杭甬高速浙江段及相关构筑物资产	高速类	45.63 亿元	41.35 亿元	10.10%	10.36%
广州广河	广河高速（广州段）	高速类	96.74 亿元	87 亿	6.19%	7.20%
盐港 REIT	深圳市盐田区物流中心项目	物流地产	17.05 亿元	17.05 亿	4.47%	4.75%
普洛斯 REIT	7 个普洛斯物流园	物流地产	53.46 亿元	56.18 亿元	4.45%	4.48%
东吴苏园	国际科技园五期 B 区和 2.5 产业园一期、二期项目	产业园	33.5 亿元	33.5 亿元	3.12%	4.76%
博时招商	万融大厦、万海大厦	产业园	25.28 亿元	22.295 亿元	4.10%	4.16%
张江光大	张江光大园	产业园	14.7 亿元	14.7 亿元	4.74%	4.11%
中航首钢	首钢生物质、残渣暂存场、餐厨等项目	公用环保	12.487 亿元	12.487 亿元	9.13%	8.17%
首创水务	合肥污水处理、深圳水质净化项目	公用环保	17.46 亿元	18.36 亿元	8.74%	9.15%

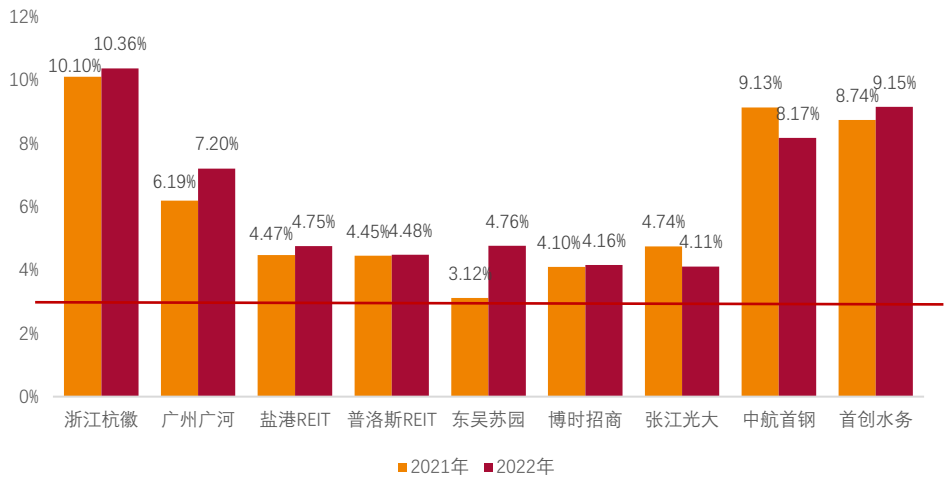
资料来源：wind、天风证券研究所

注：预计募集规模为基金招募说明书发布时预计价值

根据净现金流分派率这一指标看，9 支基金的 2021 年、2022 年现金流分派率为 3%-11%区间内。其中物流地产和产业园两类底层资产的基金净现金流分派率为 3%-5%区间内，高速类和公用环保类的基金净现金流分派率较高，落在 6%-11%区间内，其中浙江杭徽的 2021 年、2022 年净现金流分派率最高，分别为 10.10%、10.36%。净现金流分派率主要受底层资产每年可分配的现金流、募集基金规模两个因素影响。

根据与十年期国债收益率对比，选取 5 月 31 日十年期国债收盘价的收益率 3.07%为基准，9 支 REITs 基金的 2021 年和 2022 年净现金流分派率均高于十年期国债收益率，其中东吴苏州工业园区 REIT2021 年净现金流收益率高出十年期国债收益率 5bp，浙江杭徽高出十年期国债收益率 703bp。根据底层资产类别看，物流地产和产业园两类 REIT 的净现金流分派率高出十年期国债收益率 170bp 以内，去除略低的东吴苏州工业园 REIT2021 年净现金流分派率后，物流地产和产业园两类 REIT 的净现金流分派率较 10 年期国债收益率的收益率差在 100-170bp 区间内；公用环保类 REIT 的净现金流分派率较 10 年期国债收益率的收益率差在 500-610bp 区间内；高速类 REIT 的净现金流分派率较 10 年起国债收益率的收益率差在 300-730bp 区间内，其中浙江杭徽的净现金流分派率较高，其收益率差在 700bp 以上，广州广河的净现金流分派率低于浙江杭徽，其收益率差在 300-420bp 区间内。

图 1：净现金流分派率



资料来源：wind、天风证券研究所

根据项目估值这一指标，我们采用可分配金额/该类资产平均净现金流收益率来计算项目合理价值。由于 2021 年计入基金的资产所实现的收入不满一年，我们选取 2022 年的可分配现金以及同年的净现金流分派率作为计算指标，**按照 2021 年年末资产价值=（*2022年可分配现金/同一资产类型REIT2022年净现金流分派率均值*）计算，并按照 10 年期国债收益率折现至 2021 年 H1 得出项目估值与项目评估价值对照。**经过测算，我们得出项目估值如下表：

表 5：9 支 REITs 基金底层资产估值对照

基金名称	资产类别	2021 可分配现金（万元）	2022 可分配现金（万元）	2021 年净现金流分派率	2022 年净现金流分派率	项目估值（亿元）	项目价值（亿元）	项目估值与项目评估价值差别
浙江杭徽	高速类	51069.12	43219.12	10.10%	10.36%	48.49	45.63	6.26%
广州广河	高速类	53842.11	62628.76	6.19%	7.20%	70.26	96.74	-27.37%
盐港 REIT	物流地产	3814.04	8103.66	4.47%	4.75%	17.30	17.05	1.44%
普洛斯 REIT	物流地产	25010.20	25160.68	4.45%	4.48%	53.70	53.46	0.45%
东吴苏园	产业园	10043.00	15215.00	3.12%	4.76%	34.51	33.5	3.00%
博时招商	产业园	9134.57	9267.2	4.10%	4.16%	21.02	25.28	-16.87%
张江光大	产业园	6974.05	6042.28	4.74%	4.11%	13.70	14.7	-6.78%
中航首钢	公用环保	11406.11	10206.74	9.13%	8.17%	11.61	12.487	-7.03%
首创水务	公用环保	16042.42	16798.16	8.74%	9.15%	19.11	17.46	9.43%

资料来源：wind、天风证券研究所

整体来看，上表的项目估值主要受可分配现金和净现金流分派率均值两个因素影响：影响可分配现金的因素包括资产运营情况、分配比例等基本要素，净现金流分派率主要受同类资产的 REIT 基金净现金流分派率均值影响。根据资产分类来看，高速类 REIT 两支基金的净现金流分派率相差较大，导致广州广河 REIT 基金的项目估值与招募说明书的项目评估价值相差较多；物流地产类 2 支基金的净现金流分派率互相接近，2 支基金对应的项目估值与项目评估价值相差在 2%以内，属合理估值水平内；产业园类 3 支基金的净现金流分派率较为接近，年度可分配现金或为项目估值与项目评估价值产生较大差异的主要原因；公用环保类 2 支基金净现金流分派率相差接近 1pct，或为项目估值与项目评估价值产生小范围差异的原因。

1.3. 首批基金净现金流分派率稳定，基金存续期跨度大

表 6：9 支 REITs 汇总对比

基金名称	底层资产	资产类别	项目性质	项目估值	预计募集规模	净现金流分派率		基金管理人	基金存续期
						2021 年	2022 年		
浙江杭徽	沪杭甬高速浙江段及相关构筑物资产	高速类	特许经营权	45.63 亿元	41.35 亿元	10.10%	10.36%	浙商资管	20 年
广州广河	广河高速（广州段）	高速类	特许经营权	96.74 亿元	87 亿	6.19%	7.20%	平安基金	99 年
盐港 REIT	深圳市盐田区物流中心项目	物流地产	产权	17.05 亿元	17.05 亿	4.47%	4.75%	红土创新	36 年
普洛斯 REIT	7 个普洛斯物流园	物流地产	产权	53.46 亿元	56.18 亿元	4.45%	4.48%	中金基金	50 年
东吴苏园	国际科技园五期 B 区和 2.5 产业园一期、二期项目	产业园	产权	33.5 亿元	33.5 亿元	3.12%	4.76%	东吴基金	40 年
博时招商	万融大厦、万海大厦	产业园	产权	25.28 亿元	22.295 亿元	4.10%	4.16%	博时基金	50 年
张江光大	张江光大园	产业园	产权	14.7 亿元	14.7 亿元	4.74%	4.11%	华安基金	20 年
中航首钢	首钢生物质、残渣暂存场、餐厨等项目	公用环保	类特许经营权	12.48 7 亿元	12.487 亿元	9.13%	8.17%	中航基金	21 年
首创水务	合肥污水处理、深圳水质净化项目	公用环保	特许经营权	17.46 亿元	18.36 亿元	8.74%	9.15%	富国基金	26 年

资料来源：wind、天风证券研究所

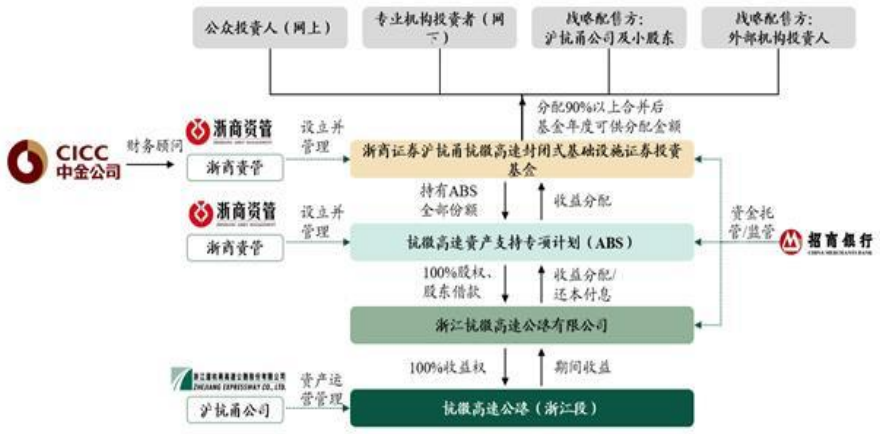
2. 高速类

2.1. 浙商证券沪杭甬高速 REIT

2.1.1. 基本情况

i.基金架构

图 2：沪杭甬高速 REITs 架构



资料来源：基金招募说明书、天风证券研究所

基金的基金管理人及资产支持证券管理人为浙江浙商证券资产管理有限公司，本基金的托管人为招商银行股份有限公司、资产支持证券托管人为招商银行股份有限公司杭州分行。浙商资管聘请浙江沪杭甬高速公路股份有限公司为运营管理机构，提供运营管理服务。因沪杭甬公司为项目公司现控股股东及基金成立后的运营管理机构，浙商资管为沪杭甬公司的下属控股公司，构成关联关系，故聘请中国国际金融股份有限公司为独立财务顾问，出具财务顾问报告。

ii.资产

基础设施项目资产范围为杭徽高速公路浙江段及其相关构筑物资产组的收费权，其中杭徽高速公路（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。

表 7：杭徽高速公路（浙江段）昌昱段

所在地	**杭州市临安区**
用地性质	公路用地
开竣工时间	于 2002 年 9 月 29 日开工，至 2004 年 12 月 25 日完工
决算总投资	98,718.10 万元
运营开始时间	2004 年 12 月 26 日
特许经营年限	浙江省人民政府批复收费期限为 25 年，从 2004 年 12 月 26 日至 2029 年 12 月 25 日

资料来源：基金招募说明书、天风证券研究所

表 8：杭徽高速公路（浙江段）汪昌段

所在地	**杭州市临安区**
用地性质	公路用地
开竣工时间	于 2004 年 12 月 1 日开工，至 2006 年 12 月 23 日完工
决算总投资	285,690.01 万元
运营开始时间	2006 年 12 月 26 日
特许经营年限	浙江省人民政府批复收费期限为 25 年，从 2006 年 12 月 26 日至 2031 年 12 月 25 日；

资料来源：基金招募说明书、天风证券研究所

表 9：杭徽高速公路（浙江段）留汪段

所在地	**杭州市余杭区**
用地性质	公路用地
开竣工时间	于 2004 年 9 月 1 日开工，至 2006 年 12 月 22 日完工
决算总投资	143,071.14 万元
运营开始时间	2006 年 12 月 26 日
特许经营年限	浙江省人民政府批复收费期限为 25 年，从 2006 年 12 月 26 日至 2031 年 12 月 25 日；

资料来源：基金招募说明书、天风证券研究所

公路及构筑物：杭徽高速公路（浙江段），起自杭州留下枢纽，终点位于浙皖两省交界昱岭关，与安徽省黄山市至昱岭关高速公路相接，沿线经过余杭区、临安市，全长 122.245 公里。杭徽高速公路分三期建设，其中昌化至昱岭关段（K85+606~K122+286）于 2004 年底建成投入运营，收费期为 2005 年至 2029 年；留下至汪家埠段（K0+000~K18+293）、汪家埠至昌化段 K18+293~K85+606）于 2006 年 12 月 26 日投入运营，收费期为 2007 年至 2031 年。

房屋建筑物：主要包括杭徽高速公路全线 13 处收费站（杭州西、老余杭、九峰、青山湖、临安、玲珑、藻溪、於潜、太阳、昌化、龙岗、颊口、白果）、2 处服务区（龙岗、临安）、1 处监控管理中心和 1 处养护中心的所有经营性房屋建筑物，均未办理房屋所有权证。

设备类：包括机器设备 6,726 台（套），主要为 ETC 收费设施、通讯设施、车牌识别系统等，设备均由专人负责使用、维修、保养及管理，设备总体维护保养状况良好。

在建工程：包括龙岗服务区卫生间改造工程等。

Iii.基金存续期

基金的存续期为除根据基金合同约定延长存续期限外，自基金合同生效之日起 20 年。

2.1.2. 财务情况

i.收入

表 10：浙江沪杭甬标的资产收入

项目	2020 年		2019 年		2018 年	
	收入（万元）	占比	收入(万元）	占比	收入（万元）	占比
高速公路通行费	45,187.74	98.94%	58,165.05	99.19%	52,910.10	98.70%
租赁业务	470.68	1.03%	472.14	0.81%	699.07	1.30%
清障业务	-	-	-	-	-	-
其他业务	15.25	0.04%	4.93	0.01%	-	-
合计	45,673.67	100.00%	58,642.12	100.00%	53,609.17	100.00%

资料来源：基金招募说明书、天风证券研究所

表 11：浙江沪杭甬标的资产收益率

项目	2020 年		2019 年		2018 年	
	毛利(万元）	毛利率	毛利(万元）	毛利率	毛利(万元）	毛利率
高速公路收费	4,149.47	9.18%	15,527.91	26.70%	19,556.28	36.96%
租赁业务	-18.36	-3.90%	-5.93	-1.26%	26.40	3.78%
清障业务	-362.42	-	-261.16	-	-264.80	-
其他业务	15.25	100.00%	-	-	-	-
合计	3,783.95		15,260.82		19,317.88	

资料来源：基金招募说明书、天天风证券研究所

ii. 资产

天源资产评估有限公司以收益法对基金管理人拟发行高速公路 REITs 项目涉及的浙江杭徽高速公路有限公司的杭徽高速公路及构筑物资产组（含收费权益）在 2020 年 12 月 31 日的市场价值进行了评估：市场价值为 456,300.00 万元。

iii.收益率

表 12：收益率指标

收益率	2020	2019	2018
资产增值率	-5.19%	-4.51%	
ROA	0.20%	3.02%	4.60%
ROE	0.26%	4.10%	6.82%
年份		**净现金流分派率**	
2021		10.10%	
2022		10.36%	
2023		11.70%	
2024		12.85%	
2025		14.13%	
2026		15.69%	
2027		16.55%	
2028		16.94%	

2029	16.95%
2030	15.98%
2031	16.75%

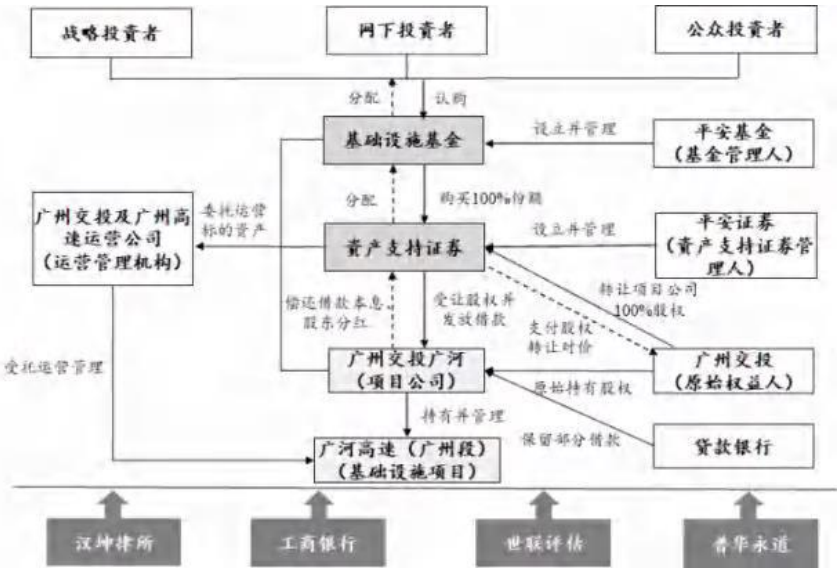
资料来源：基金招募说明书、天风证券研究所

2.2. 平安广州交投广河高速公路 REIT

2.2.1. 基本情况

ⅰ.基金架构

图 3：广河高速 REITs 基金架构图



资料来源：基金招募说明书、天风证券研究所

ⅱ.资产

图 4：广河高速标的资产

资料来源：基金招募说明书、天风证券研究所

表 13：广州至河源高速公路广州段项目

所在地	起于广州市天河区龙洞春岗立交，对接华南快速干线（三期），与华南快速干线（二期）相交，路线呈东西走向，穿越广州市天河区、白云区、黄埔区（萝岗）、增城区，终于增城区九龙江与广河高速公路惠州段相接。
用地性质	高速公路用地
开工时间	2008 年 4 月先行工程开工，2008 年 9 月全线开工
交工时间	2011 年 12 月 17 日
竣工日期	2015 年 12 月 29 日
竣工决算	693,372.27 万元
收入来源	广河高速通行费收入等高速公路运营收入
所有权人	广州交投广河高速公路有限公司

资料来源：基金招募说明书、天风证券研究所

广河高速（广州段）是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，属于基础设施补短板行业中的收费公路基础设施；位于粤港澳大湾区，属于优先支持的重点区域。广州至河源高速公路是广东省“十一五”重点建设项目，是广州市城市空间发展规划中“北优”战略和沟通广佛都市圈与粤东北之间的重要交通枢纽。广州至河源高速公路将经济发达的珠江三角洲核心区与经济欠发达山区（增城东北部、惠州龙门县、河源）连接起来，对推进珠江三角洲产业向山区及东西两翼转移、开发山区资源、促进产业布局优化、实现区域经济协调发展和完善广东省高速公路网具有十分重要的意义。

广河高速（广州段）全长 70.754 公里，投资批准概算 69.81 亿元，于 2011 年 12 月 30 日开通，由项目公司 100%持有。广河项目位于广州市东北部，路线呈东北走向，起于春岗立交与华南快速相交，终于九龙江大桥与广河高速（惠州段）相接。项目穿越广州市天河区、白云区、黄埔区、增城区，与广州市华南快速干线二期、三期，北二环高速公路，省道 S116、S118 及北三环高速，增从高速等多条干道相交，从增城区梳脑林场进入惠州市龙门县境内接广河高速（惠州段）。

Iii.基金存续期

基金存续期为除根据基金合同约定延长存续期限外，自基金合同生效之日起 99 年。

2.2.2. 财务情况

i.收入

表 14：广河高速收入

收入类型	2020 年		2019 年		2018 年	
	金额（万元）	占比	金额（万元）	占比	金额（万元）	占比
通行费业务	54,092.61	99.62%	70,039.14	99.76%	68,145.57	99.77%
其他收入	206.65	0.38%	167.88	0.24%	158.01	0.23%
合计	54,299.26	100.00%	70,207.02	100%	68,303.58	100%

资料来源：基金招募说明书、天风证券研究所

ii.资产

深圳市世联资产房地产土地评估有限公司用收益法于 2021 年 4 月 25 日对广州市高速公路有限公司广州至河源高速公路广州段特许经营权所在资产组市场价值进行评估，账面价值为 543,341.67 万元，评估价值为 967,416.02 万元，增值额为 424,074.35 万元，增值率为 78.05%。

iii.收益率

根据公 87 亿预计基金募集规模和 2021 年、2022 年可供分配现金额预测值计算，2021 年、2022 年净现金流分派率分别为 6.19%、7.20%。

表 15：平安广河高速收益率

预计募集规模(亿元）	可供分配现金（万元）		净现金流分派率	
	2021 年	2022 年	2021 年	2022 年
87	53842.11	62628.76	6.19%	7.20%

资料来源：基金招募说明书、天风证券研究所

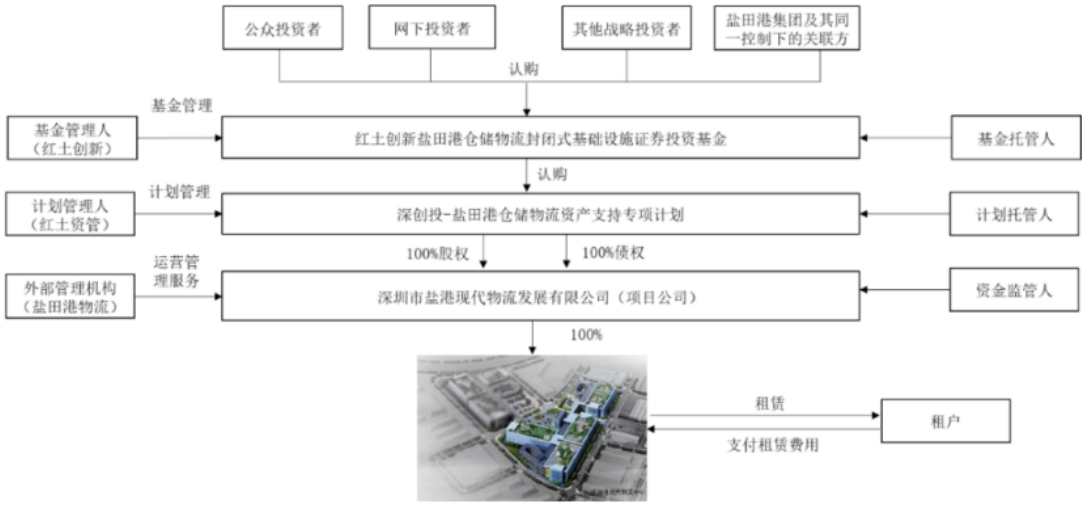
3. 物流地产类

3.1. 盐港 REIT

3.1.1. 基本情况

i.基金架构

图 5：盐港 REITs 架构图



资料来源：基金招募说明书、天风证券研究所

基金管理人将认购资金委托专项计划管理人管理，取得资产支持证券，成为该证券 100%的持有人。专项计划以认购款项向原始权益人购买 SPV 目标股权及其对于 SPV 的目标债权，成为 SPV 的股东。在收购完成后 6 个月内，项目公司将反向吸收合并 SPV。

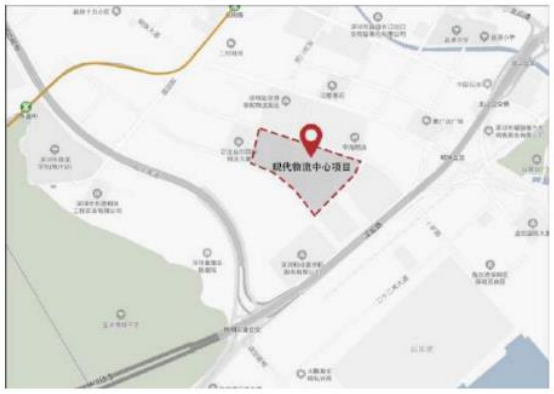
ii. 标的资产

盐港 REIT 基金投资的标的资产为现代物流中心项目，项目位于深圳市盐田区盐田综合保税区北片区。项目包括：4 座仓库（A 区的 A 仓、B 区的 B1 仓、B2 仓、B3 仓）、1 栋综合办公楼、1 座气瓶站、出入区盘道和行车道。具体资产范围包括：位于深圳市盐田区内约 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），仓储及配套部分可租赁面积约 26.6 万平方米。

图 6：现代物流中心项目图

资料来源：基金招募说明书、天风证券研究所

图 7：现代物流中心项目位置图



资料来源：基金招募说明书、天风证券研究所

iii.基金存续

基金存续期：自基金合同生效日起至 2057 年 6 月 29 日。

3.1.2. 财务情况

i.收入

项目收入来源主要包括市场化出租获的租金收入和综合管理服务费收入两部分。财报数据显示 2020、2019 年项目营收分别为：7222.18 万元、7962.82 万元；营业成本分别为：1975.98 万元和 2446.46 万元；EBITDA 为：5572.23 万元、6232.30 万元；净利润为：2413.90、3211.73 万元；毛利率为：66.13%、75.18%；净利率为：33.42%、40.33%。

ii.收益率

未来一年及一期的现金流测算，2021、2022 年度可供分配金额预计为:3814.04 万、8103.66 万;净现金流分派率预计为：4.47%、4.75%。

iii.资产价值

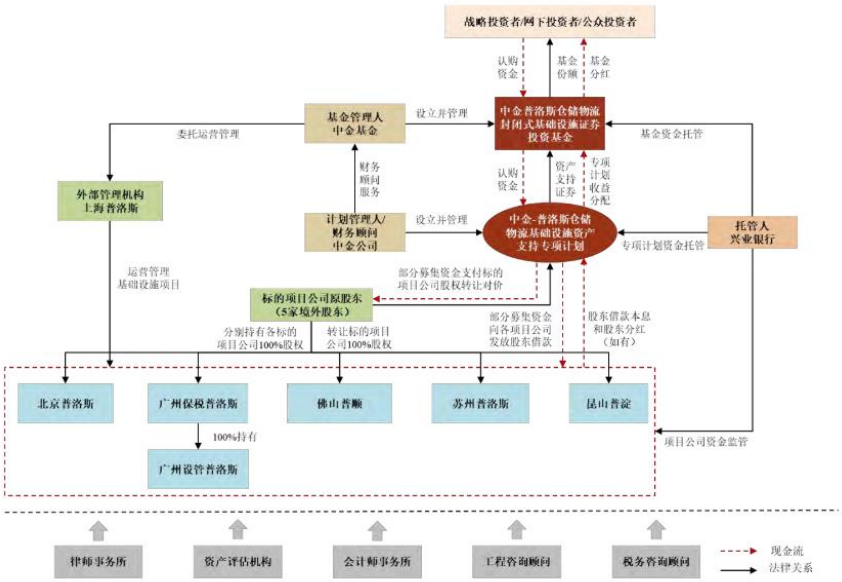
评估机构采用收益法对项目进行估价，对于 2021 年 3 月 31 日之市场价值为人民币 17.05 亿元，市场价值单价为 5,321 元/平方米。

3.2. 中金普洛斯 REIT

3.2.1. 基本情况

i.基金架构

图 8：中金普洛斯 REITs 架构图



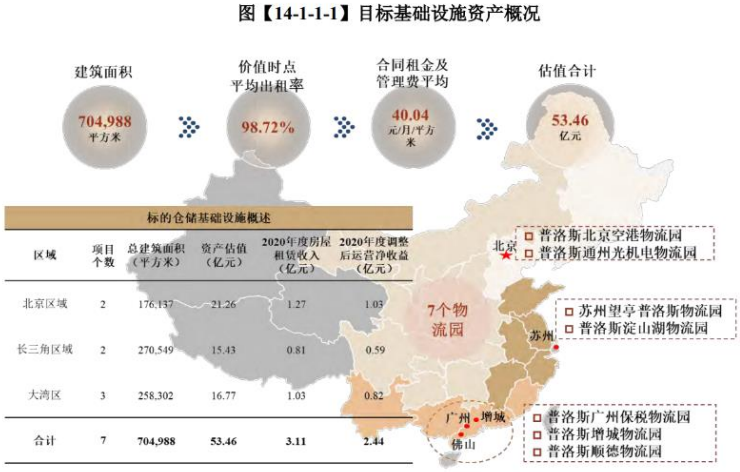
资料来源：基金招募说明书、天风证券研究所

基金管理人通过持有该基金投资的基础设施资产支持证券的全部份额，进而持有 7 处目标基础设施资产所属的 6 家项目公司的全部股权和对该等项目公司的全部股东债权。

ii.标的资产

中金普洛斯 REIT 投资基金的标的资产包含 7 个仓储物流园组成，分别位于北京市、广东省广州市、佛山市以及江苏省苏州市、昆山市的核心集散地。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%，合同租金及管理费平均约 40.04 元/月/平方米。

图 9：普洛斯标的资产



注：1、调整后运营净收益=房屋租赁收入-应缴税收-物业管理费；2、评估基准日为 2020 年 12 月 31 日

资料来源：基金招募说明书、天风证券研究所

iii.基金存续期

基金存续期：自指基金合同生效之日起 50 年。

3.2.2. 财务情况

i.收入

财报数据显示，6 个项目公司 2018 至 2020 年度，合并口径营业收入分别为 3.08 亿元、3.32 亿元和 3.29 亿元;其中房产租赁收入为主要收入,报告期内房产租赁收入分别为 2.86 亿元、3.12 亿元和 3.11 亿元，占营业收入合计的 92.73%、94.10%和 94.48%；合并口径营业成本分别为 1.32 亿元、1.28 亿元和 1.28 亿元,占营业收入合计的 42.83%、38.69%和 39.06%；合并口径毛利率分别为 57.17%、61.31%和 60.94%；合并口径净利润分别为 0.91 亿元、1.11 亿元和 1.21 亿元。

ii.收益率

合并口径净资产收益率分别为 6.29%、7.13%和 8.91%；总资产收益率分别为 4.84%、5.70%和 6.20%。

未来一年及一期的现金流测算，2021 年、2022 年预测可供分配金额分别为 2.50 亿元、2.52 亿元,假设基金发行规模 56.18 亿元,并按照预测可供分配金额的 100%向投资者分配,2021 年、2022 年预测现金流分派率分别为 4.45%、4.48%。

iii.资产价值

根据经戴德梁行出具的初始评估报告，标的资产采用收益法估价，截至 2020 年末，7 个目标基础设施资产估值合计 53.46 亿元，平均估值单价 7,583 元/平方米。

图 10：普洛斯标的资产价值

表【14-1-2-1】目标基础设施资产估值情况

序号	项目名称	所属区域	项目所在地	建筑面积（平方米）	可租赁面积[3]（平方米）	历史出租率[1]			截至2020年末出租率[1]	2020年末有效租金单价[4]	收益法折现率假设	截至2020年12月31日估值（万元）	估值单价（元/平方米）[2]
						2018年	2019年	2020年[5]					
1	普洛斯北京空港物流园	京津冀	北京市顺义区	130,540	128,061	98.49%	99.53%	95.61%	96.85%	67.38	7.50%	163,700	12,540
2	普洛斯通州光机电物流园		北京市通州区	45,597	40,530	100.00%	100.00%	81.99%	100.00%	74.35	7.75%	48,900	10,724
3	普洛斯广州保税物流园	粤港澳大湾区	广东省广州市	44,201	43,895	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	24.63	8.00%	20,100	4,547
4	普洛斯增城物流园		广东省广州市	109,093	112,757	96.89%	88.82%	99.09%	100.00%	40.13	7.75%	88,900	8,149
5	普洛斯顺德物流园		广东省佛山市	105,008	106,737	100.00%	95.53%	84.52%	100.00%	33.05	8.50%	58,700	5,590
6	苏州望亭普洛斯物流园	长三角	江苏省苏州市	92,148	94,434	95.65%	92.14%	98.28%	100.00%	33.72	8.25%	50,900	5,524
7	普洛斯淀山湖物流园		江苏省昆山市	178,401	181,223	99.80%	92.81%	71.89%	97.24%	25.24	8.00%	103,400	5,796
合计				**704,988**	**707,637**	**98.60%**	**94.57%**	**88.27%**	**98.72%**	**40.04**	**-**	**534,600**	**7,583**

注 1：2018-2020 年历史出租率为全年平均出租率，历史出租率、截至 2020 年末出租率的合计值为 7 个仓储物流园的相应加权平均出租率；

注 2：估值单价=估值/建筑面积；

资料来源：基金招募说明书、天风证券研究所

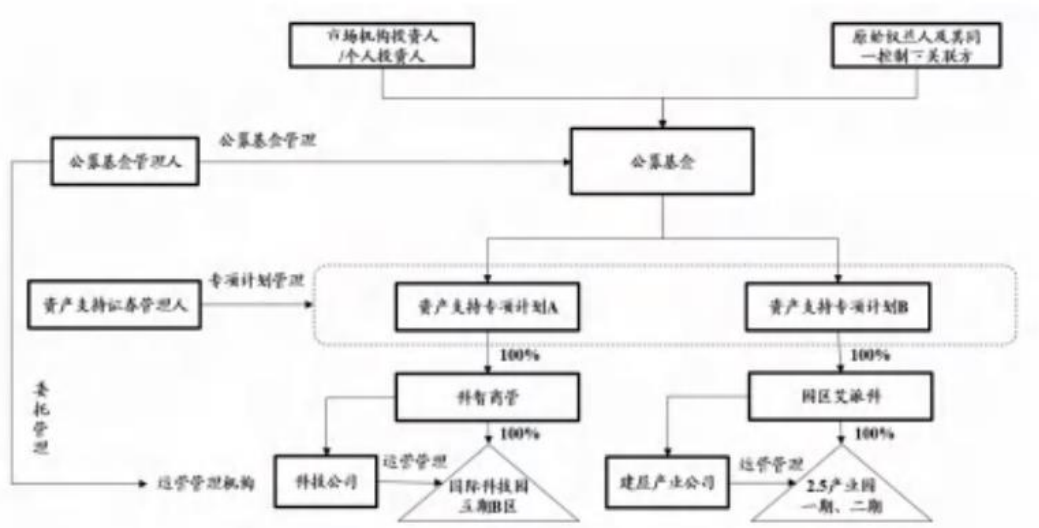
4. 产业园类

4.1. 东吴苏州工业园区 REIT

4.1.1. 基本内容

i.基金架构

图 11：东吴苏园 REITs 架构图



资料来源：基金招募说明书、天风证券研究所

ii.标的资产

本基金的基础设施项目为国际科技园五期 B 区和 2.5 产业园一期、二期项目，均位于苏州市苏州工业园区。

·国际科技园五期 B 区

图 12：国际科技园五期 B 区项目

资料来源：基金招募说明书、天风证券研究所

入池物业资产的建筑面积合计 330,206.28 平方米，其中地上部分建筑面积 282,438.76 平方米，地下建筑面积 47,767.52 平方米，配有 1,441 个地下车位。项目用地性质为科研设计用地，资产账面入账价值即决算总投资为 12.35 亿元。B1 区和 B2 区于 2007 年开工 2009 年建成，B3 区于 2008 年开工 2011 年建成。收入主要为租金收入、物业费收入及停车费收入。

国际科技园五期 B 区项目委托科技公司进行运营，项目产生的收入来源主要为租金收入、物业费收入及停车费收入。国际科技园五期 B 区项目共有 21 幢研发物业和 2 幢配套物业，总建筑面积为 330,206.28 平方米，总可出租面积为 271,216.59 平方米，截至 2020 年末，已出租面积为 243,666.23 平方米。国际科技园五期 B 区项目通过向租户出租物业获取租金收入，通过物业管理公司向租户提供物业管理服务收取物业费收入，配套停车设施每年可收取一定停车费收入。

国际科技园五期 B 区项目历史平均出租率稳定在 86%以上。

图 13：国际科技园五期 B 区近三年末出租率情况

	2018 年末	2019 年末	2020 年末
出租率	88%	86%	90%

资料来源：基金招募说明书、天风证券研究所

平均租金为 41 元/平方米/月，项目收入来源主要为租金收入、物业收入和停车费收入。其中租金收入占比 75%，物业收入占比 24%，停车费收入占比 1%。

· 产业园一期、二期项目

图 14：产业园项目图

资料来源：基金招募说明书、天风证券研究所

2.5 产业园一期、二期项目的建筑面积合计 230,923.94 平方米，其中地上部分建筑面积 180,423.08 平方米，地下建筑面积 50,500.86 平方米。入池项目用地性质为工业用地，资产账面入账价值即决算总投资为 10.11 亿元。一期开工于 2010 年，竣工 2011 年；二期开工于 2011 年，竣工 2013 年。收入主要为租金收入、物业费收入及停车费收入。

2.5 产业园一期、二期项目委托建屋产业公司进行运营，2.5 产业园一期、二期项目收入主要为租金收入、物业费收入及停车费收入。2.5 产业园一期、二期项目共有 19 幢研发物业，总建筑面积约 230,923.94 平方米，总可出租面积约 153,957.06 平方米，截至 2020 年末已出租面积约 107,696.10 平方米。2.5 产业园一期、二期项目通过向租户出租物业获取租金收入，通过物业管理公司向租户提供物业管理服务收取物业费收入，配套停车设施每年可收取一定停车费收入。

2.5 产业园一期、二期项目近三年末历史出租率情况：

图 15：产业园近三年出租率

年度	2018 年末	2019 年末	2020 年末
出租率	70%	64%	70%

资料来源：基金招募说明书、天风证券研究所

2.5 产业园一期、二期项目租户平均签约固定租金为 61.2 元/平方米/月，项目收入来源主要为租金收入、物业收入、停车费收入，2020 年租金收入占比约 80%，物业收入占比约 6%，停车费及其他收入占比 14%。

截至 2020 年 12 月末，2.5 产业园一期、二期项目租予 117 户租户，租户客群多元化，租户实力较强，整体租赁期限分布合理，收入分散程度较高。业态集中在信息科技产业、电子电器产业、生物医药产业、物流产业和新材料产业。

iii.基金存续期

本基金为公开募集基础设施证券投资基金，运作方式为契约型封闭式。基金存续期限为 40 年。

4.1.2. 财务

i.收入业绩

·科智商管

2018 年-2020 年度，科智商管营业收入分别为 14,356.85 万元、14,518.39 万元和 11,862.43 万元，2020 年营业收入下降主要由于受因疫情影响，国际科技园五期 B 区项目于 2020 年 2-4 月实行“一免两减半”的租金减免政策，即 2 月份租金全免，3 月份及 4 月份租金减半。2018 年-2020 年度，科智商管净利润分别为 4,358.99 万元、4,231.32 万元和 65,726.92 万元。

·艾派科

2018 年-2020 年度，艾派科营业收入分别为 6,612.84 万元、8,070.86 万元和 6,606.97 万元，2020 年现金流下降主要是由于项目于 2.5 产业园一期、二期项目 2020 年 2-4 月实行“一免两减半”的租金减免政策，基本保持稳定。2018 年-2020 年度，园区艾派科净利润分别为-23.15 万元、696.55 万元和 50,058.45 万元。

ii.资产价值

·科智商管

2018 年-2020 末投资性房地产分别为 102,283.22 万元、99,628.65 万元及 183,000.00 万元，2020 年末同比增长幅度较大，主要原因为 2018 年末及 2019 年末国际科技园五期 B 区项目由科技公司持有且以成本法计量，经过资产重组后国际科技园五期 B 区项目由科智商管持有，计量方式由成本法计量转变为公允价值计量，导致投资性房地产科目出现较大增长。

资产账面入账价值为 12.35 亿元，估值 18.3 亿元。

·艾派科

2018 年-2020 年末投资性房地产分别为 76,921.28 万元、75,271.39 万元及 152,000.00 万元，2018 年-2020 年末同比增长幅度较大，主要原因为园区艾派科所持有的 2.5 产业园一期、二期项目在资产重组阶段，计量方式由成本法计量转变为公允价值计量。

资产账面入账价值为 10.11 亿元，估值 15.2 亿元。

iii.收益率

·科智商管

2018 年-2020 年的 ROA 分别为 4.23%、4.23%和 34.88%，ROE 分别为 5.18%、5.21%和 95.14%。

·艾派科

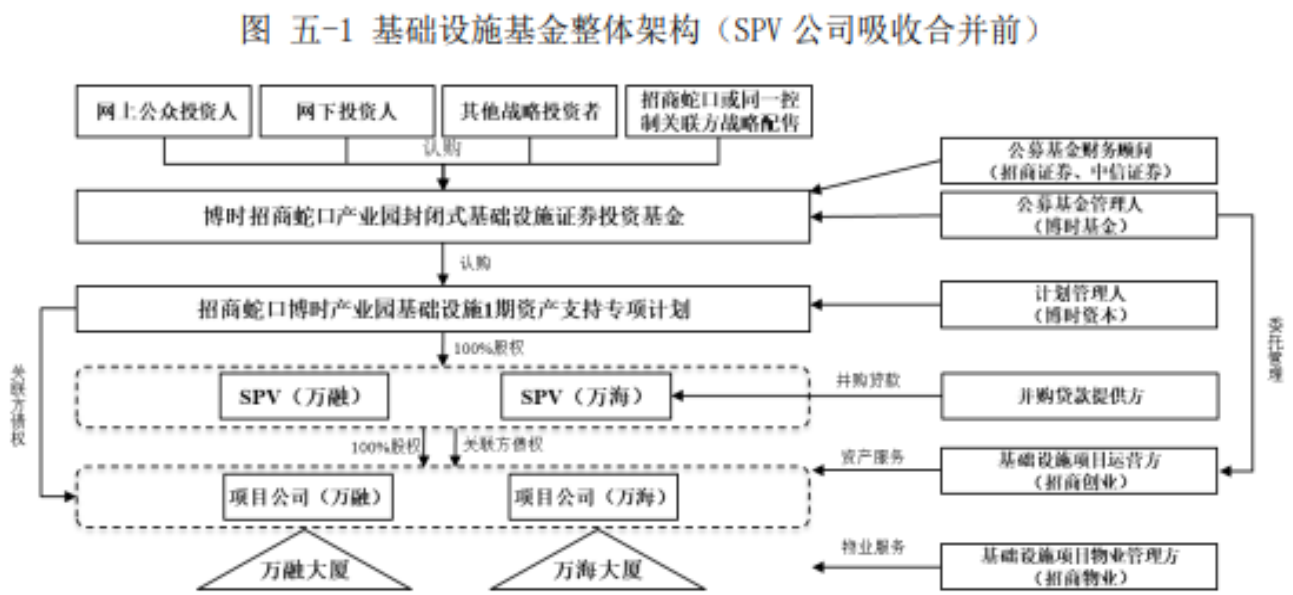
2018 年-2020 年的 ROE 分别为-0.02%、0.77%和 31.89%，ROE 分别为-0.06%、1.26%和 99.74%。

4.2. 博时招商蛇口产业园 REIT

4.2.1. 1. 基本内容

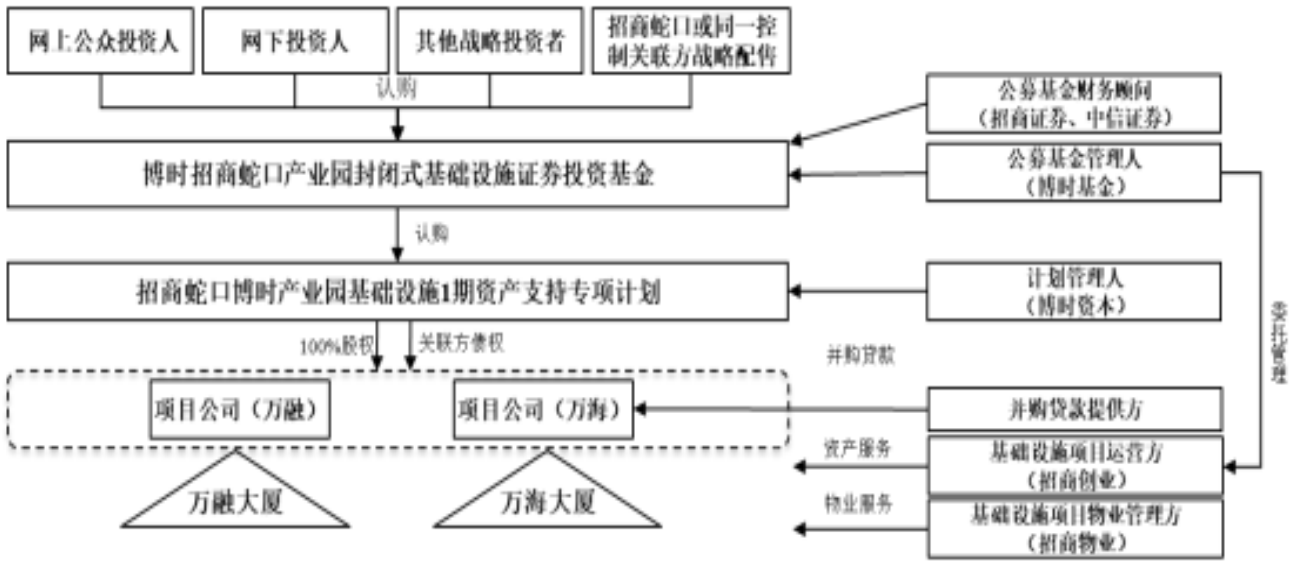
i.基金架构

图 16：博时招商 REITs 架构图（SPV 吸收合并前）



资料来源：基金招募说明书、天风证券研究所

图 17：博时招商 REITs 架构图（SPV 吸收合并后）



资料来源：基金招募说明书、天风证券研究所

ii.标的资产

基础设施项目所处的蛇口片区位于深圳南头半岛东南部，东临深圳湾片区。本基金拟初始投资的基础设施项目位于蛇口工业区的蛇口网谷产业园，在蛇口网谷产业园中从运营成熟、出租率稳定、规模适度的角度出发，选择了 最为优质的万融大厦和万海大厦优质资产装入，具体项目为万融大厦和万海大厦。

· 万融

图 18：万融大厦情况

子项目（资产）名称	万融大厦
所在地（明确到县区级）	深圳市南山区蛇口网谷产业园
产权证书号	粤（2020）深圳市不动产权第 0252616 号
资产四至范围	北侧：工业五路 西侧：中集天达及万维大厦 东侧：南海大道 南侧：工业四路
建设内容和规模	土地面积：17,243.53 平方米 建筑面积：41,707.23 平方米 用途：工业、商业、食堂
用地性质	工业用地
土地使用年限及剩余年限	土地使用期限 50 年，从 2012 年 7 月 17 日至 2062 年 7 月 16 日
开竣工时间	开工时间：2012 年 9 月 竣工时间：2014 年 1 月
可租赁面积及车位	可租赁面积：41,610.68 平方米 车位数量：322 个
交通情况	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），直线距离约 400 米，步行约 4 分钟
评估价值	人民币：1,035,000,000 元 （基于 2020 年 12 月 31 日时点）

资料来源：基金招募说明书、天风证券研究所

万融出租率、平均租金及收缴率如下：

图 19：万融大厦出租率

指标	2020 年末	2019 年末	2018 年末
期末出租率（%）	84.08	81.13	84.25
期末平均租金（元/月/平米）	127.92	131.09	125.78
期末租金收缴率（%）	99.77	99.46	99.74

资料来源：基金招募说明书、天风证券研究所

万融大厦拥有多元化的租户基础。截至 2020 年末，万融大厦共有租户 79 个，租赁面积占比超过 10%以上的行业为信息技术产业、文化创意产业及金融业。

· 万海

图 20：万海大厦情况

二、万海大厦

子项目（资产）名称	万海大厦
所在地（明确到县区级）	深圳市南山区蛇口网谷产业园
产权证书号	粤（2020）深圳市不动产权第 0251900 号 粤（2020）深圳市不动产权第 0251901 号 粤（2020）深圳市不动产权第 0251902 号
资产四至范围	北侧：TCL 科技大厦 西侧：规划一路 东侧：南海大道 南侧：工业五路
建设内容和规模	土地面积：18,241.21 平方米 建筑面积：1 栋 20,308.3 平方米、2 栋 12,065.17 平方米、3 栋 21,219.37 平方米，合计 53,592.84 平方米 用途：1 栋：工业、商业；2 栋：工业、商业；3 栋：工业、食堂、配套
用地性质	工业用地
土地使用期限及剩余年限	土地使用期限 50 年，从 2012 年 9 月 30 日至 2062 年 9 月 29 日
开竣工时间	开工时间：2013 年 3 月 竣工时间：2014 年 7 月
可租赁面积及车位	可租赁面积：52,646.25 平方米 车位数量：335 个
交通情况	毗邻主干道南海大道，距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），直线距离约 150 米，步行约 3 分钟
评估价值	人民币：1,493,000,000 元 （基于 2020 年 12 月 31 日时点）

资料来源：基金招募说明书、天风证券研究所

万海出租率、平均租金及收缴率如下：

图 21：万海大厦出租率

指标	2020 年	2019 年	2018 年
期末出租率（%）	94.36	81.06	85.26
期末平均租金（元/月/平米）	145.74	154.1	137.2
期末租金收缴率（%）	99.79	99.05	99.08

资料来源：基金招募说明书、天风证券研究所

iii.基金存续期

本基金为公开募集基础设施证券投资基金，运作方式为契约型封闭式。基金存续期限为 50 年。

4.2.2. 财务

i.收入

· 万融

2018-2020 年，项目公司（万融）营业收入分别为 5,052.46 万元、4,872.18 万元及 4,914.00 万元，营业收入平稳波动。各期营业收入构成及比例如下表所示：

图 22：万融收入

单位：万元

项目	2020 年度		2019 年度		2018 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
租赁业务收入	4,198.13	85.43%	4,284.24	87.93%	4,431.45	87.71%
物业管理费收入	552.24	11.24%	431.63	8.86%	485.56	9.61%
车位管理费收入	163.63	3.33%	156.31	3.21%	135.45	2.68%
合计	**4,914.00**	**100.00%**	**4,872.18**	**100.00%**	**5,052.46**	**100.00%**

资料来源：基金招募说明书、天风证券研究所

2018-2020 年，项目公司（万融）营业利润为 2,438.38 万元、2,735.72 万元及 2,873.26 万元，整体业务毛利率分别为 64.66%、63.02%及 63.71%。总体来看，项目公司（万融）的毛利率及净利率维持在较高水平。

· 万海

2018-2020 年度，项目公司（万海）的营业收入分别为 8,275.08 万元、8,310.09 万元及 6,579.37 万元，2018 年-2019 年呈逐年上升趋势，2020 年因受疫情影响、执行租金减免政策等因素有所下滑。各期营业收入构成及比例如下表所示：

图 23：万海收入

单位：万元

项目	2020 年度		2019 年度		2018 年度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
租赁业务收入	5,874.12	89.28%	7,473.32	89.93%	7,436.05	89.86%
物业管理费收入	553.52	8.41%	641.89	7.72%	681.02	8.23%
车位管理费收入	151.73	2.31%	194.88	2.35%	158.02	1.91%
合计	**6,579.37**	**100.00%**	**8,310.09**	**100.00%**	**8,275.08**	**100.00%**

资料来源：基金招募说明书、天风证券研究所

2018-2020 年度，项目公司（万海）的营业利润分别为 5,486.38 万元、5,776.26 万元及 4,154.68 万元，整体业务毛利率分别为 73.56%、74.71%及 67.22%；项目公司（万海）2018-2020 年度净利润分别为 4,233.81 万元、4,418.87 万元及 3,143.75 万元，净利率分别为 51.16%、53.17%及 47.78%。

ii.资产价值

万融评估价值为 10.35 亿，万海评估价值为 14.93 亿，合计 25.28 亿元。

iii.收益率

· 万融

2018 年-2020 年的 ROA 分别为 8.38%、9.77%和 9.93%，ROE 分别为 17.94%、10.30%和 10.55%。

· 万海

2018 年-2020 年的 ROE 分别为 16.31%、17.73%和 11.96%，ROE 分别为 21.10%、18.84%和 13.06%。

假设 2021 年及 2022 年预测可供分配金额 100%分派，本基金 2021 年和 2022 年

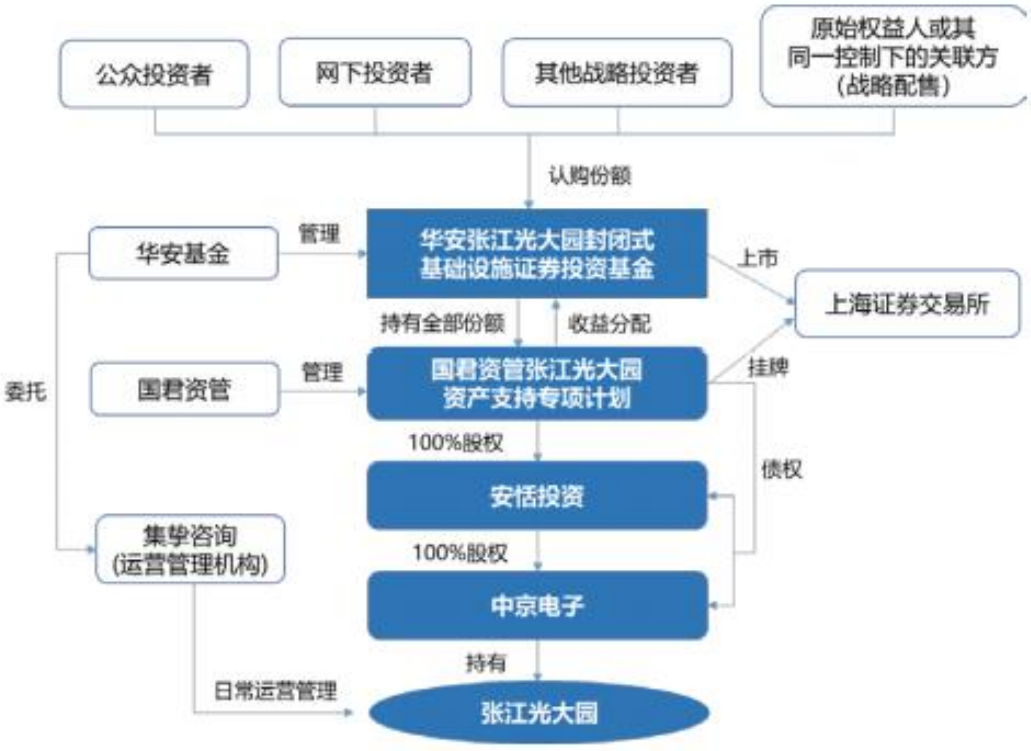
的预测净现金流分派率分别为 4.10%和 4.16%。

4.3. 张江光大园 REIT

4.3.1. 基本内容

i.基金架构

图 24：张江光大 REITs 架构图



资料来源：基金招募说明书、天风证券研究所

ii.标的资产

基础设施项目张江光大园地处中国（上海）自由贸易试验区盛夏路 500 弄，位于国家级高科技产业园区张江高科技园区核心地带。园区总建筑面积 50,947.31 平方米。截至 2020 年末，张江光大园共有 267 个可用车位，其中地库机械车位 100 个，非机械车位 99 个，地面非机械停车位 68 个。根据张江光大园项目的建设用地规划许可，项目用地性质为工业-M1。

截至 2020 年末，张江光大园出租率稳定在 99.51%左右。历史出租情况，张江光大园 2017 年末平均出租率为 96.29%，2018 年末平均出租率为 74.13%，2019 年末平均出租率为 97.39%。其中 2018 年因主动调整租户结构，导致出租率略有下降。

iii.基金存续期

自基金合同生效之日起 20 年。

4.3.2. 财务

i.收入业绩

基础设施项目公司营业收入略有波动，2017-2019 年，其实现营业收入（不含增值税）分别为 7,079.20 万元、8,074.18 万元和 7,391.51 万元，2017-2019 年，其营业毛利率分别为 56.23%、56.72%和 59.26%。2020 年，实现营业收入 8,243.87 万元。

基础设施资产 2017 年末出租率为 96.30%，2018 年末出租率为 74.10%，2019 年末出租

率为 97.40%，2020 年末出租率为 99.51%。

ii.资产价值

根据仲量联行（北京）土地房地产评估顾问有限公司出具的《房地产估价报告》，张江光大园评估结果如下：

图 25：张江光大元资产价值

估价方法及结果 估价对象及结果		收益法估价结果	估价结果
张江光大园	总价（万元）	147,000	147,000
	单价（元/平方米）	28,853	28,853
	权重	100%	

注：评估机构在评估测算过程中比较法得出总价 152,485 万元，单价 29,930 元/㎡，根据《房地产投资信托基金物业评估指引（试行）》（中房学[2015]4 号）规定，收益法应作为评估的主要方法。

资料来源：基金招募说明书、天风证券研究所

iii.收益率

2018 年-2020 年的 ROE 分别为 3.09%、-2.96%和 0.59%，ROE 分别为 6.58%、-6.82%和 1.40%。

本基金 2021 年和 2022 年的预测净现金流分派率分别为 4.74%和 4.11%。

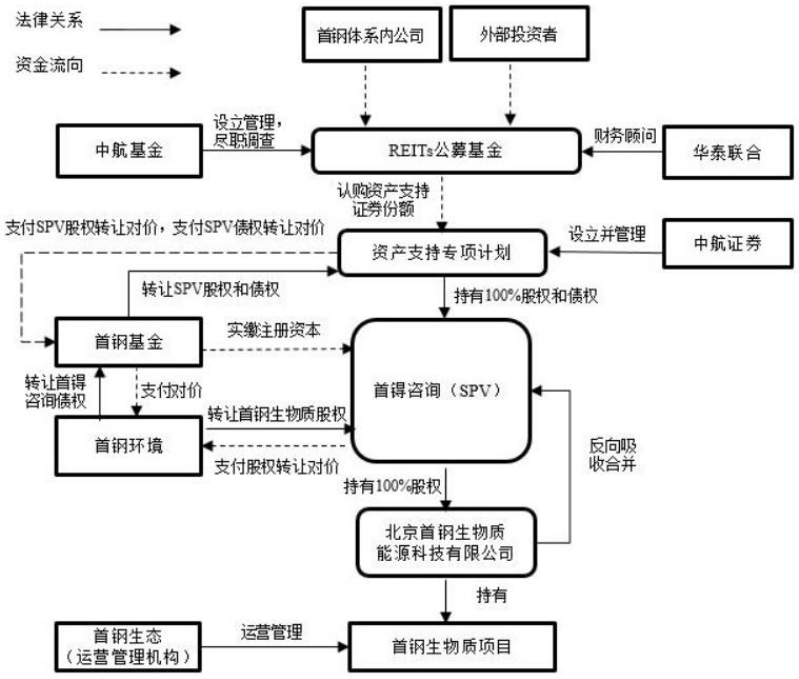
5. 公用环保类

5.1. 中航首钢生物质 REIT

5.1.1. 基本情况

i.基金架构

图 26：中航首钢生物质 REITs 架构图



资料来源：基金招募说明书、天风证券研究所

ii.标的资产

首钢生物质项目包括生物质能源项目、残渣暂存场项目、餐厨项目。

·生物质能源项目

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，包括焚烧厂房、汽机及主控厂房、沼气发电厂房、污泥脱水间等。

·残渣暂存场项目

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 。建设内容包括渗沥液检查井，渗沥液调节池，药剂储坑，储罐、除臭系统基础，地下水收集提升井，渗沥液收集提升井，渗沥液处理车间等。

·餐厨项目

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。项目分为收运系统和处理系统两部分。建设内容包括综合水处理车间、餐厨垃圾预处理车间，建设规模 5,934.17 平方米。

iii.基金存续期

根据首钢生物质与北京市城管委签署的《垃圾处理服务协议》约定，垃圾处理服务期限应至 2042 年 1 月 1 日。自 2020 年 12 月 31 日起算，基金服务期限尚余 21 年。

5.1.2. 财务情况

i.收入

表 16：底层资产收入

	2020 年度	2019 年度	2018 年度
营业收入（万元）	35,977.73	43,117.31	39,232.79
利润总额（万元）	6,185.87	9,928.08	7,602.82
毛利率（%）	26.18	31.82	30.72
净利润率（%）	14.94	19.86	16.93

资料来源：基金招募说明书、天风证券研究所

ii.资产价值

北京首钢生物质能源科技有限公司于评估基准日 2020 年 12 月 31 日总资产账面价值为 125,910.35 万元，总负债账面价值为 14,425.82 万元，净资产账面价值为 111,484.53 万元；总资产评估价值为 134,988.80 万元，总负债评估价值为 14,421.66 万元，净资产评估价值为 120,567.14 万元，净资产评估价值较账面价值增值 9,082.61 万元，增值率为 8.15%。北京首钢生物质能源科技有限公司所持有的基础设施项目资产于评估基准日 2020 年 12 月 31 日账面价值 85,307.54 万元，评估值 94,386.00 万元，评估值增值 9,078.46 万元，增值率 10.64%。

iii.收益率

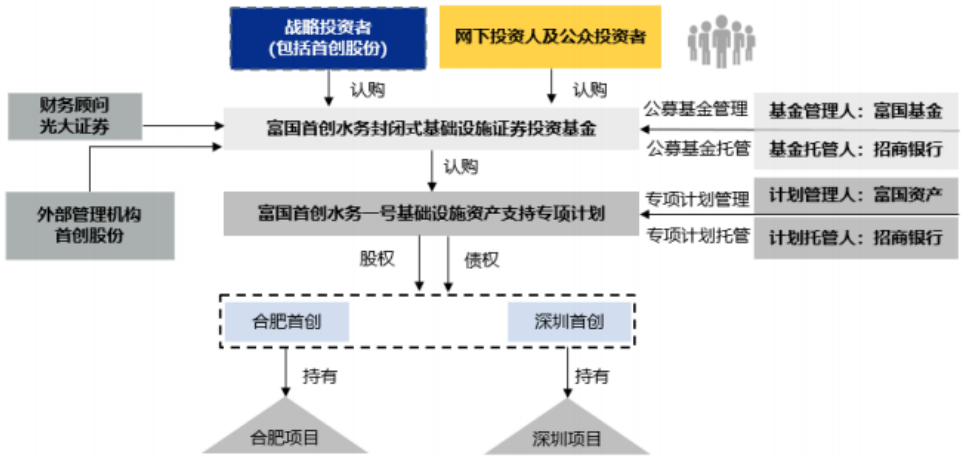
基金现金分派率根据项目估值 12.487 亿元（包括 12.057 亿元股权评估价值及期后事项影响评估增加 0.43 亿元），2021 年及 2022 年的净现金流分派率分别为 9.13%、8.17%。

5.2. 富国首创水务 REIT

5.2.1. 基本情况

i.基金架构

图 27：富国首创税务 REITs 架构图



资料来源：基金招募说明书、天风证券研究所

ii.标的资产

首创水务的资产范围为基础设施项目包括深圳市福永、松岗、公明水质净化厂 BOT 特许经营项目合肥市十五里河污水处理厂 PPP 项目 2 个子项目

·深圳项目

深圳市福永、松岗、公明水质净化厂采用 BOT 模式（Build-Operate-Transfer，即建设-运营-移交模式）的特许经营项目，由首创股份全资 设立的深圳首创负责投资建设，包含福永水厂、松岗水厂、公明水厂的特许经营权。其中，福永水厂设计规模为 12.5 万吨/日；松岗水厂设计规模为 15 万吨/日；公明水厂设计规模为 10 万吨/日。深圳首创通过收取的污水处理服务费覆盖深圳首创就项目建设及运营投入的成本及税费，并获得合理盈利。

·合肥项目

合肥市十五里河污水处理厂 PPP 项目属于污水处理类市政基础设施项目。合肥项目为采用

TOT+BOT 模式的 PPP（政府和社会资本合作）项目，由首创股份独资设立的合肥首创负责 投资建设。合肥项目共分为四期，其中一期项目设计规模为 5 万吨/日；二期项目设计规模 为 5 万吨/日；三期项目设计规模为 10 万吨/日；四期项目设计规模为 10 万吨/日。合肥项目共分为四期，一至三期为 TOT 模式，四期项目为 BOT 模式，由合肥首创负责投资建设，于 2020 年 7 月 31 日转入商业运行。合肥项目主要收入来源为污水处理服务费以及中水处理服务费。

iii.基金存续期

本基金采取封闭式运作，基金存续期为基金合同生效日至 2047 年 9 月 29 日之间的期限，存续期内不开通申购赎回，只能在二级市场交易。

5.2.2. 财务情况

i.收入业绩

表 17：深圳项目收入

深圳项目数据	2020 年度	2019 年度	2018 年度
营业收入（元）	176,010,925.74	120,300,312.84	96,312,213.01
净利润（元）	33,293,869.53	19,310,377.66	9,952,273.18
净利率	19%	16%	10%

资料来源：天风证券研究所

表 18：合肥项目收入

合肥项目数据	2020 年度	2019 年度	2018 年度
营业收入（元）	96,289,100.84	78,968,348.65	12,015,986.47
净利润（元）	6,531,907.00	7,128,087.10	1,855,288.56
净利率	7%	9%	15%

资料来源：天风证券研究所

表 19：两项目综合收入

两项目综合数据	2020 年度	2019 年度	2018 年度
营业收入 （元）	272,300,026.58	199,268,661.49	108,328,199.48
净利润（元）	39,825,776.53	26,438,464.76	11,807,561.74
净利率	15%	13%	10%

资料来源：基金招募说明书、天风证券研究所

ii.资产价值

· 深圳项目

资产评估价值：截至资产评估基准日，深圳项目资产组的市场价值为 81,700.00 万元，其中公明水厂资产组的市场价值为 26,400.00 万元，福永水厂资产组的市场价值为 25,500.00 万元，松岗水厂资产组的市场价值为 29,800.00 万元。

差异情况：深圳项目资产组评估增值 13,127.35 万元，其中，公明水厂评估增值 3,257.00 万元，增 值率 14.07%；福永水厂评估增值 3,756.21 万元，增值率 17.27%；松岗水厂评增值 6,814.14 万元，增值率 29.64%。

· 合肥项目

图 28：合肥项目估值

(1)资产组的账面价值

截至资产评估基准日，合肥项目的资产组账面价值为 100,970.50 万元。

单位：万元

项目	账面价值
其他流动资产	4,480.99
固定资产	43.96
其中：设备类	43.96
无形资产	98,678.64
其中：其他无形资产	98,678.64
递延所得税资产	19.19
经营性资产合计	**103,222.77**
预计负债	2,252.27
经营性负债合计	**2,252.27**
资产组合计	**100,970.50**

资料来源：基金招募说明书、天风证券研究所

资产组的评估价值：截至资产评估基准日，合肥项目资产组的市场价值为 92,900.00 万元。

差异情况：合肥项目评估减值 8,070.50 万元，减值率 7.99%。

iii.收益率

图 29：收益率

未来两年现金预测情况

单位：亿元

指标（深圳项目及合肥项目合并数据）	2021 年	2022 年
预计营业收入	2.95	3.00
预计年度经营性净现金流	2.20	1.82
预计年度可分配现金流（公募基金层面）	1.60	1.68
预计发行规模		18.36
预计净现金流分派率	8.74%	9.15%

资料来源：基金招募说明书、天风证券研究所

基于假设条件测算，本基金存续期内全周期内部收益率预测值约为 6%。本预测为基于本基金存续期内全周期内部收益率预测值，核心假设要素（如收入、成本税费、投资人收益分配时间等要素）与可供分配金额测算审核报告的假设一致。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com