

# 时穷“节”乃现，REITs 发展正当时

## ——房地产行业深度报告

强于大市 (维持)

2022 年 04 月 15 日

### 行业核心观点:

借鉴海外 REITs 发展经验，长期视角下，REITs 在大类资产配置中具有收益稳定的优势，我国公募 REITs 供给规模仍然较小，潜在市场空间较大，政策推动下市场扩容在即，保障性租赁住房 REITs 有望近期落地，建议积极关注新品种上市认购机会以及已上市 REITs 估值回归后的投资机会。

### 投资要点:

**全球 REITs 规模迅速扩张，基础设施/数据中心/工业部门 REITs 市值合计占比 30%:** 截至 2021 年末，REITs 已经成为全球商业地产投资的重要部分，全球已上市 REITs 数量达到了 865 支，总市值从 1990 年的 100 亿美元增长至 2021 年末的 2.5 万亿美元。美国占比约 63%，日本 7.5%、澳大利亚 5%、英国 4.5%、新加坡 3.7%、法国 3.3%、加拿大 3.2%、香港 1.6% (2019 年末)；过去 10 年全球 REITs 资产结构发生较大变化，截至 2021 年末，基础设施、数据中心和工业部门占房地产投资信托基金市值的 30%，2010 年仅 4%。

**我国公募 REITs 发展正当时，潜在发展空间广阔:** 我国经过十多年的探索，2021 年正式推出基础设施公募 REITs，迈出了跨越性的一步，我国基础设施公募 REITs 采用“封闭式公募基金-ABS 专项计划-项目公司-项目”的结构，当前已上市 11 只公募 REITs 总市值达到 480 亿元。政策推进下，保障性租赁住房 REITs 有望加速落地，后续能源基础设施、停车场项目市政基础设施等均有希望有序推出，REITs 扩容将迎来较快发展。参考海外成熟 REITs 市场市值占 GDP 的比重估计，我国 REITs 潜在市场规模或将达到 5 万亿。

**我国公募 REITs 获得资金认可度较高，上市以来表现亮眼:** 目前已上市的公募 REITs 在认购以及上市后均获得资金认可，整体表现亮眼。从派息率角度来看，根据 wind 数据显示，预计首批上市 REITs 派息率平均为 6.53%，明显高于银行、保险、开发类房企等高股息率类板块的平均股息率水平，体现了 REITs 较强的收益稳定性。

**长期投资角度下，REITs 收益来源稳定，在大类资产配置中具有优势地位:** REITs 的价值来源主要资产价值增值、租金等收益。参考海外成熟 REITs 历史市场表现，在大类资产中表现较好，FTSE EPRA Nareit Global REITs Extended Index 在 2009 年 6 月至 2021 年 12 月期间年复合收益率达到 13%，明显超过同期股票、债券以及未上市房地产资产收益率。从区域间看，美国、日本、新加坡、香港 10 年期 REITs 年化收益率分别达到 10.07%、8.9%、8.8%、10.8%，海外成熟 REITs 市场在长期资产配置中均表现出了较稳定收益能力。从各类 REITs 收益率来看，根据 JPMOREITs 市场工业/物流类 REITs 收益率表现突出，10 年期年化综合收益率达到 13.80%。

**风险因素:** 收益率不及预期风险；REITs 底层资产过度集中；市场流动性风险等。

### 行业相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

### 相关研究

行业改善性政策持续落地

政策利好持续，预期改善可期

房贷利率进一步下调，区域性改善政策持续释放

分析师:

潘云娇

执业证书编号:

S0270522020001

电话:

02032255210

邮箱:

panyj@wlzq.com.cn

## 正文目录

<b>1 全球 REITs 市场快速发展</b> .....	<b>4</b>
1.1 REITs 简介.....	4
1.1.1 按标的资产和收益来源分类.....	4
1.1.2 根据底层资产分类.....	5
1.1.3 按组织形式分类.....	5
1.1.4 按资金募集方式分类.....	6
1.2 全球 REITs 规模迅速扩张，基础设施/数据中心/工业市值合计占比 30%.....	7
1.2.1 全球 REITs 分布情况.....	7
1.2.2 各国 REITs 制度建设比较.....	10
<b>2 我国公募 REITs 发展正当时</b> .....	<b>12</b>
2.1 我国 REITs 发展前期探索情况.....	12
2.2 我国基础设施 REITs 试点确立.....	14
<b>3 REITs 具有较高的资产配置价值，发展空间广阔</b> .....	<b>16</b>
3.1 REITs 收益来源稳定.....	16
3.2 REITs 收益率在大类资产配置中居前.....	17
3.3 我国基础设施 REITs 上市以来表现亮眼.....	19
3.3.1 我国基础设施 REITs 获资金追捧.....	19
3.3.2 我国基础设施 REITs 收益预期较好.....	21
<b>4 我国 REITs 迎来扩容发展期，保障性租赁住房 REITs 试点有望加快落地</b> .....	<b>21</b>
<b>5 估值与投资建议</b> .....	<b>23</b>
<b>6 风险提示</b> .....	<b>24</b>
图表 1: 权益型、债券型和混合型 REITs 的比较.....	4
图表 2: 公司型 REITs 的组织结构.....	5
图表 3: 契约型 REITs 的组织结构.....	5
图表 4: 公司型、契约型、合伙型 REITs 的比较.....	6
图表 5: 公募 REITs 典型交易结构.....	6
图表 6: 全球 REITs 过去 60 年发展历程.....	7
图表 7: 全球上市 REITs 数量变化趋势（支）.....	7
图表 8: 全球已上市不动产市值分布情况.....	8
图表 9: 2019 年全球已上市 REITs 区域分布结构.....	8
图表 10: 2010 年全球 REITs 资产结构.....	9
图表 11: 2021 年全球 REITs 资产结构.....	9
图表 12: 亚洲各物业类型 REITs 数量（支）.....	9
图表 13: 美国各物业类型 REITs 数量.....	10
图表 14: 主要国家/地区 REITs 制度基本信息.....	10
图表 15: 类 REITs 发行数量及规模.....	12
图表 16: 2021 年类 REITs 底层资产结构.....	12
图表 17: CMBS 发行数量及规模.....	12
图表 18: 2021 年 CMBS 底层资产结构.....	12
图表 19: 公募 REITs 与我国类 REITs 的对比.....	13
图表 20: 类 REITs 交易结构.....	14
图表 21: 公募 REITs 交易结构.....	14

图表 22: 当前已上市的 11 单 REITs 的基本信息.....	15
图表 23: 2019 以来 REITs 相关政策变化梳理.....	15
图表 24: 基础资产归集安排及现金流分配在各个账户之间流转以及 REITs 收益构成.....	17
图表 25: REITs 与各类资产收益率比较.....	17
图表 26: 按资产类别分列的平均年净收益和费用 (1998-2019) .....	17
图表 27: 亚洲主要国家 REITs 年化综合收益率情况 (2020 年) .....	18
图表 28: 美国 REITs 年化综合收益率情况 (2022 年 2 月, %) .....	18
图表 29: 亚太 REITs 市场各物业类型年化综合收益率情况 (2020 年) .....	19
图表 30: 美国不同类型 REITs 收益结构情况.....	19
图表 31: 11 只公募 REITs 投资者构成 (按照份额统计) .....	19
图表 32: 基础设施 REITs 认购情况.....	20
图表 33: 金融地产股息率与 REIT 派息率比较 .....	21
图表 34: 我国已上市 REIT 涨幅与沪深 300 比较 .....	21
图表 35: 涉及保障房项目的 ABS 规模 .....	22
图表 36: “人行版”租赁住房 REITs 项目 .....	23
图表 37: 我国已上市公募 REITs 中证估值情况.....	23

# 1 全球 REITs 市场快速发展

## 1.1 REITs 简介

不动产信托投资基金(Real Estate Investment Trusts, 简称REITs)是指通过发行收益凭证募集投资者资金,并由专门投资机构进行不动产投资经营管理,且其份额可进入资本市场流通的一种信托基金,是一种嫁接于资本市场的权益性直接融资工具。国际市场上的REITs大部分是标准化、可流通的公募金融产品,投资人可通过证券市场自由买卖份额,也有小部分属于公募但非上市流通型及私募型的金融产品。REITs是将大型不动产项目金融化、普惠化的一种最为重要的手段。通过多年来的不断发展,其所覆盖的基础资产类型也远远超出了房地产本身。只要是能够产生稳定租金收益的资产,无论是办公楼、商场、酒店、公寓等物业,还是高速公路、通信设施等基础设施,甚至是学校、电影院、监狱等公共设施以及林场等自然资源,都可以转换成为REITs。

REITs作为一种重大的金融创新,它所代表的是一套全新的、更为健康的城市建设投融资模式,而不是一种简单的融资替代。REITs对重塑企业再投资能力,化解地方债务负担,推动金融市场稳定健康发展,深化混合所有制改革及政府与社会资本合作,引导社会资本投资方向具有重要意义。

从不同的角度出发,REITs有着不同的分类。根据标的资产和收益来源的不同,可以分为权益型、债权型和混合型REITs三种。根据组织形式的不同,可以分为公司型、契约型和合伙型REITs三种。根据资金募集方式的不同,可以分为公募和私募 REITs两种;根据底层资产不同,可以分为基础设施和商业不动产两大类。

### 1.1.1 按标的资产和收益来源分类

权益型REITs是指投资者直接拥有底层资产的股权并且负责对其进行日常管理和运营,投资者能够获得的收益不仅有租金收入,还拥有底层物业资产的未来增值收益。权益型REITs可以持有多种类型的物业资产,范围非常广泛,具体可包括酒店、商业地产、医院、仓库和租赁住房等。从定义上来看,权益型REITs似乎与普通房地产公司十分相似,两者之间最大的区别在于REITs购买和开发自持物业资产,而不仅仅只是建设房屋后直接销售。

债权型REITs也可以称为抵押型REITs,它是指投资者拥有底层资产的债权,债权型REITs直接向底层基础资产所有者或房地产开发企业发放贷款,或者投资于抵押贷款二级市场。债权型REITs能够为投资者提供稳定的贷款利息收入,但是不能为投资者高额的资产增值收益,因为其本身并未直接持有实体底层资产。

混合型REITs则是指其兼具权益型REITs和债权性REITs的特点,投资者既拥有底层资产的股权,又能够获得一部分贷款利息收入。因此,从理论角度来看,混合型REITs既可以为投资者获得一部分稳定的抵押贷款利息收入,同时还能获得一定的资产增值收益。

图表1: 权益型、债券型和混合型REITs的比较

分类	标的资产	收益来源
权益型 REITs	拥有并管理运营能够产生稳定现金流的房地产项目，包括酒店、商业地产、医院、仓库和租赁住房等	主要来源于标的物业资产产生的租金收入，此外还包含标的物业资产带来的资产升值收益
债券型 REITs	向房地产所有者、物业资产或房地产企业发放抵押贷款	主要收益来源于其提供的抵押贷款提供的利息收入
混合型 REITs	既包括房地产项目，又包括提供抵押贷款	既有租金收入，又有抵押贷款提供的利息收入

资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

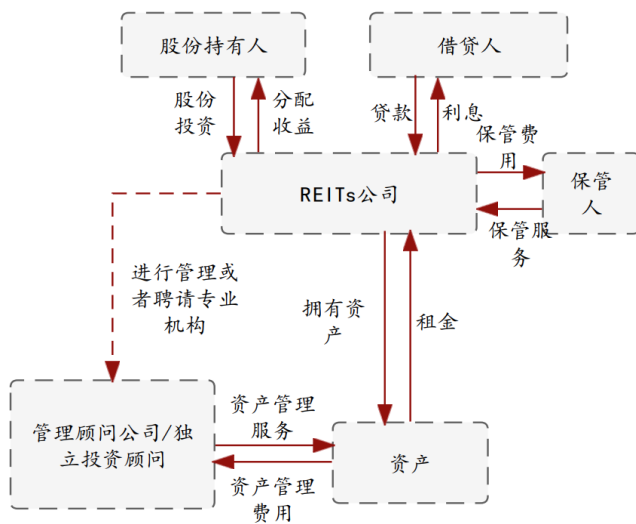
### 1.1.2 根据底层资产分类

根据底层资产，REITs可分为基础设施和商业不动产两大类。基础设施包括交通基础设施、能源基础设施、市政基础设施、生态环保基础设施、仓储物流基础设施、园区基础设施、新型基础设施、保障性租赁住房等；商业地产包括写字楼、出租公寓、零售物业、工业地产和酒店等。

### 1.1.3 按组织形式分类

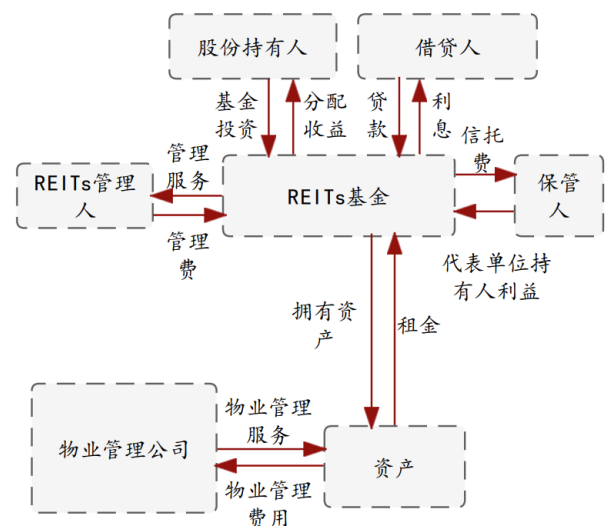
公司型REITs是指投资者出资成立一家投资于特定对象的股份制投资公司，股份持有人持有该REITs公司股份，自己进行管理或者聘请专业机构管理公司各项事务，借贷人为REITs公司提供贷款并获得利息收入，同时REITs公司需要支付保管人保管费用以获取保管服务。REITs公司持有各类房地产资产获得租金收入，聘请专业的管理顾问公司或者独立投资顾问，缴纳资产管理费用以获取资产管理服务。

图表2：公司型REITs的组织结构



资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

图表3：契约型REITs的组织结构



资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

契约型REITs是指投资者并不直接持有投资公司股份，而是与投资公司签订信托契约，投资公司再与REITs托管人签订信托契约，投资者获得受益凭证。REITs基金份额由基金投资者购买，投资者获得基金收益，借贷人为REITs基金提供贷款并获得利息收入，同时REITs基金需要支付保管人保管费用以获取保管服务。REITs基金持有各类房地产

资产获取租金收入，聘请专业的物业管理公司，交纳物业管理费用以获取物业管理服务。

合伙型REITs比较少见，它实质上是一家合伙企业，通常是由普通合伙人和有限合伙人组成，普通合伙人负责REITs的日常事务管理并且对REITs具有无限连带责任，有限合伙人不用管理REITs的日常事务并且仅仅承担其出资额度内的有限责任。

图表4: 公司型、契约型、合伙型REITs的比较

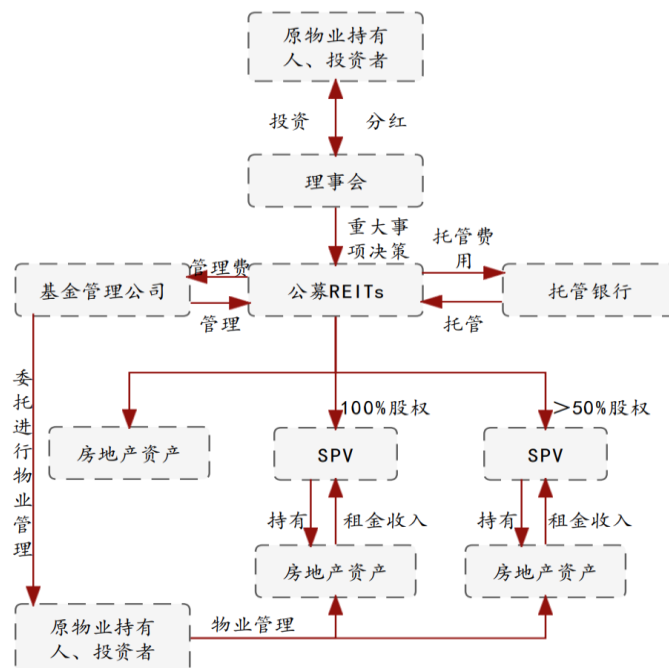
组织形式	公司型 REITs	契约型 REITs	合伙型 REITs
资金属性	公司的财产	信托财产	合伙企业的财产
资金使用	按公司章程规定	按信托契约规定	按合伙协议规定
与投资人的关系	股东与公司的关系	信托契约关系	合伙协议关系
与受托人的关系	本身即受托人	以受托人的存在为前提	本身即受托人
收益分配	按照股权凭证分配股利	按照受益凭证分配信托收益	按照合同约定
经营主体	股份有限公司、信托协会	股份有限公司、信托协会	合伙企业

资料来源: 公开资料整理, 万联证券研究所

### 1.1.4按资金募集方式分类

目前国际上标准的REITs产品都是公募REITs，公募REITs是指通过公开发行的方式，面向社会公众投资者募集资金的REITs产品。公募REITs面对投资者范围较广，既包括机构投资者，也包括个人投资者，单次投资最低额度通常不受任何限制。公募REITs的流动性非常高，可以进入二级交易市场上市流通。我国公募REITs尚未正式推出，目前正处于试点阶段。

图表5: 公募REITs典型交易结构



资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

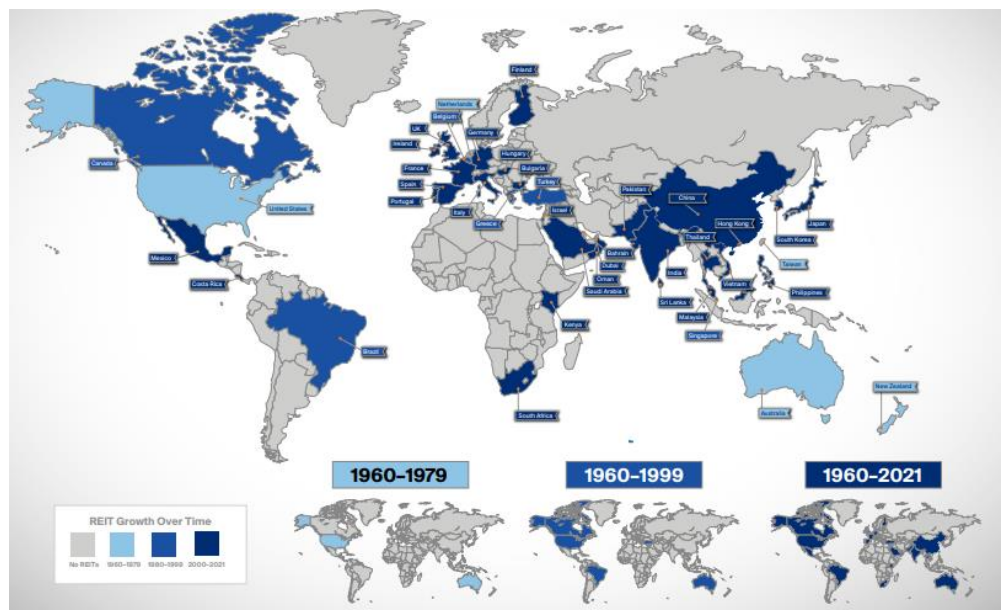
私募REITs是指通过非公开发行的方式，面向特定投资者（一般是机构投资者）募集资金的REITs产品。私募REITs对投资者的要求较高，一般由REITs发起人通过电话或者面谈的方式直接向一些机构投资者推销REITs产品。

## 1.2 全球 REITs 规模迅速扩张,基础设施/数据中心/工业市值合计占比 30%

### 1.2.1 全球 REITs 分布情况

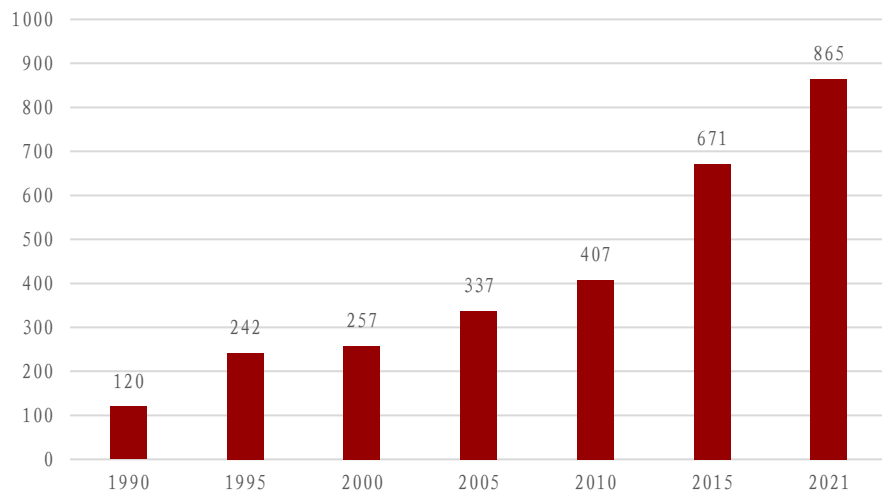
REITs自20世纪60年代在美国推出以来，全球REITs市场的规模不断扩大，开始应用REITs的国家和地区也越来越多，根据Nareit，截至2021年末，全球已经有41个国家或地区开始应用REITs，REITs已经成为全球商业地产投资的重要部分，全球已上市REITs数量达到了865支，总市值从1990年的100亿美元增长至2021年末的2.5万亿美元。

图表6: 全球REITs过去60年发展历程



资料来源：Nareit 《Global REIT Approach to Real Estate Investing》，万联证券研究所

图表7: 全球上市REITs数量变化趋势（支）

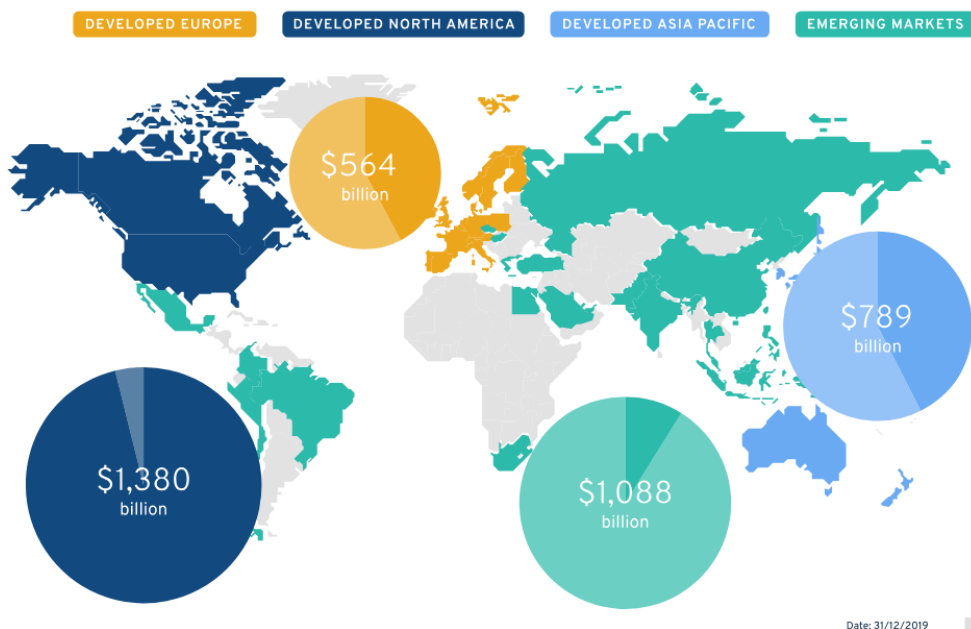


资料来源：Nareit 《Global REIT Approach to Real Estate Investing》，万联证券研

究所

根据EPRA (EUROPEAN PUBLIC REAL ESTATE ASSOCIATION) 披露的数据, 2019年末全球商业不动产的总市值超30.11万亿美元, 其中已上市不动产部分市值约为3.8万亿美元, 在公开上市证券内, REITs市值约为2万亿美元。分区域来看, 北美发达市场已上市不动产市值总额约为1.38万亿美元, 其中上市REITs市值约为1.33万亿美元; 欧洲发达市场已上市不动产市值总额约为5640亿美元, 其中上市REITs市值约为2136.7亿美元, 占比约38%; 亚太发达市场已上市不动产市值总额约为7890亿美元, 其中上市REITs市值约为3681.3亿美元, 占比约47%; 全球发展中国家已上市不动产市值总额约为10880亿美元, 其中上市REITs市值约为1003亿美元, 占比约9.2%。由此可见北美作为REITs的起源地, 也是目前REITs发展最为成熟区域, REITs占已上市不动产比例超九成; 欧洲及亚太发达市场其次, REITs占已上市不动产比例均超四成; 而发展中国家REITs大多处于尚待建设或刚起步阶段, REITs占已上市不动产比例不足一成。

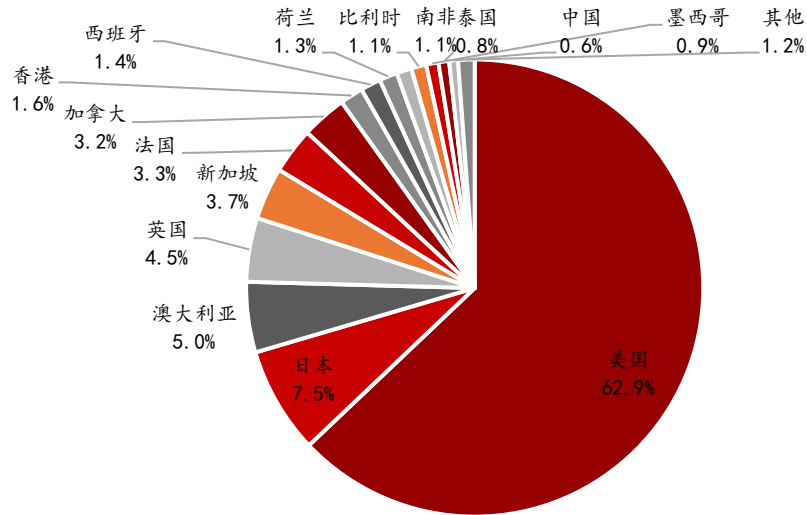
图表8: 全球已上市不动产市值分布情况



资料来源: EPRA, 万联证券研究所

图表9: 2019年全球已上市REITs区域分布结构



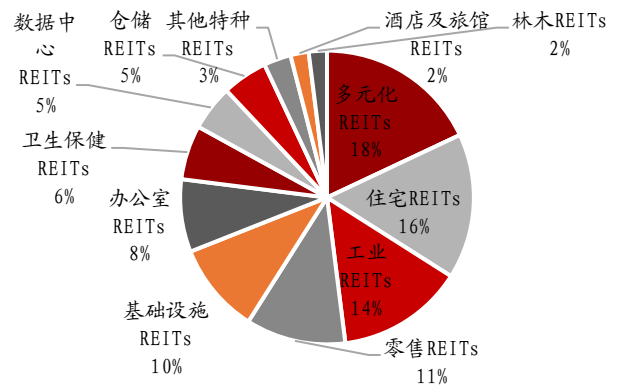
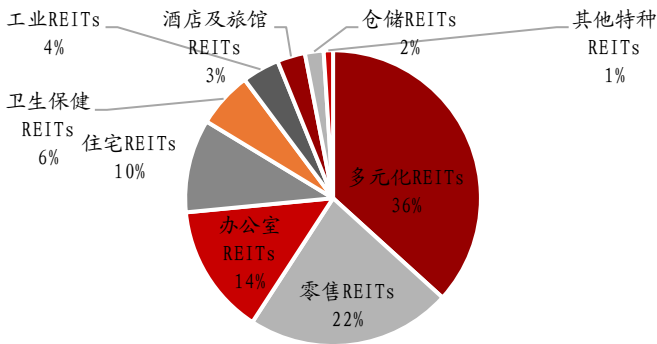


资料来源: EPRA, 万联证券研究所

从底层资产部分来看, 根据Nareit, 由于过去10年房地产及相关领域的快速发展, 房地产投资信托基金的市值结构发生了巨大变化。拥有和经营数字经济的房地产投资信托基金一直处于领先地位。2010年, 工业房地产投资信托基金仅占房地产投资信托基金总市值的4%, 那时通讯塔尚未被引入、数据中心还没有发展成一个独立的领域。2021年, 基础设施、数据中心和工业部门占房地产投资信托基金市值的30%。

图表10: 2010年全球REITs资产结构

图表11: 2021年全球REITs资产结构

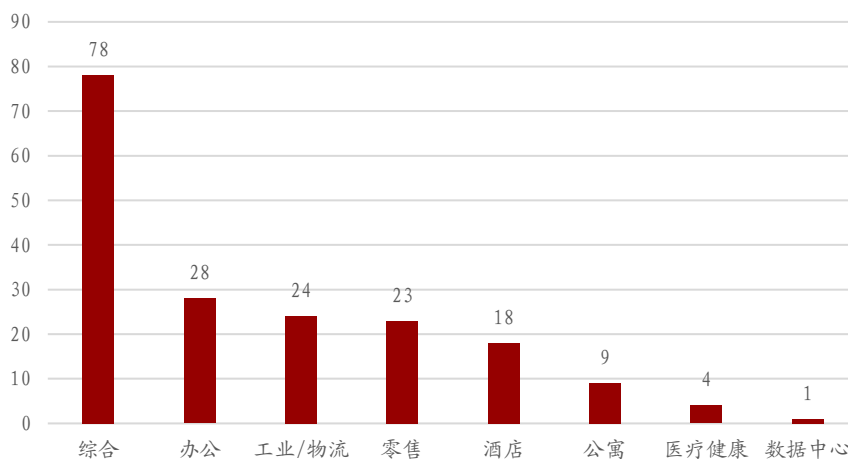


资料来源: Nareit, 万联证券研究所

资料来源: Nareit, 万联证券研究所

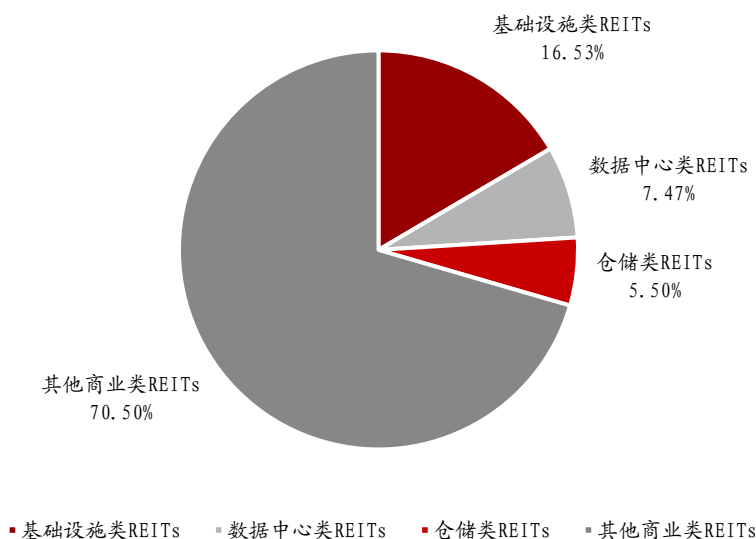
根据《亚洲房地产投资信托基金 (REITs) 研究报告》, 2020年末, 亚洲市场上活跃的REITs数量总计185支, 从底层资产来看, 综合类78支、办公28支、工业/物流24支、零售23支、酒店18支、公寓9支、医疗健康4支、数据中心1支。

图表12: 亚洲各物业类型REITs数量 (支)



资料来源:《亚洲房地产投资信托基金 (REITs) 研究报告》, 万联证券研究所

图表13: 美国各物业类型REITs数量



资料来源: 德勤, 万联证券研究所

### 1.2.2 各国 REITs 制度建设比较

截至2021年末, 全球已经有超过四十多个国家和地区出台了关于REITs相关的制度, 但是不少国家仍处于REITs市场的初步建设阶段。目前制度较为完善的主要有美国、加拿大、澳大利亚、日本、新加坡、中国香港、新西兰、法国、德国、比利时、荷兰等国家和地区。

对比海外制度较为完善的REITs市场, 都在组织结构、资产要求、收入分配、长期负债限制、税收以及是否上市等方面对REITs进行规范, 而成熟的REITs制度均具有税收驱动的特点。

图表14: 主要国家/地区REITs制度基本信息

	美国	日本	澳大利亚	新加坡	香港
主体性质	公司	信托或公司	单位信托为主	单位投资信托	单位信托, 可通过SPV持有资产

是否强制上市	非强制	非强制	非强制	强制	强制
大股东持股比例	至少100个股东；前五大占比不得超过50%	前十大股权占比 $\leq 75\%$ ，前十大股权以外的股东 $\leq 1000$ 个		至少25%的份额由500个以上股东持有	-
投资不动产资产的占比	75%	$\geq 70\%$ 投资不动产资产； $\geq 95\%$ 投资不动产相关资产	要求主要进行合格的不动产投资	75%	要求主要投资于不动产；若REITs产品名称中涉及某类不动产，则总资产中该类不动产的占比不得低于70%
来自不动产收入的占比	至少75%来自不动产出资或抵押贷款利息；至少95%来自不动产相关资产			90%	-
投资行为禁止	拥有应税子公司（TRS）的股份不得超过总资产的25%；禁止拥有发行方证券超过10%的份额或自身5%的总资产			不允许以任何形式参与房地产开发	投资不得超过总资产的10%，不得投资闲置土地
杠杆率	-	无限制	$\geq 60\%$ 后，税盾效应减弱	50%	50%
租金收入分配比例	90%	90%	通常100%，否则收税	90%	90%
资本利得分配比例		90%	通常100%，否则收税		参照发行说明书
REITs租金收入税负	分红部分免所得税	分红部分免所得税	分红部分免所得税	10%的房产税，免印花税，分红部分免所得税	土地税、印花税、直接拥有不动产缴纳房地产税、间接拥有SPV缴利润税、从SPV得到的股利免税
REITs物业出售税负	分红部分免所得税	分红部分免所得税	分红部分免所得税	免所得税	印花税、利得税
投资者租金收入分红税负	所得税（不同投资者比例不同）	所得税（不同投资者比例不同）	分红部分征收所得税，企业30%，个人47%	机构投资者17%，个人投资者免税	免税
投资者物业出售分红税负	所得税（不同投资者比例不同）	所得税（不同投资者比例不同）	分红部分征收所得税，企业30%，个人47%（本国个人投资者按50%折扣）	机构投资者17%，个人投资者免税	免税
投资者售出REITs的税负	资本利得税	资本利得税（不同投资者比例不同）	征收所得税，企业30%，个人47%（本国个人投资者按50%折	免税	免税

扣)

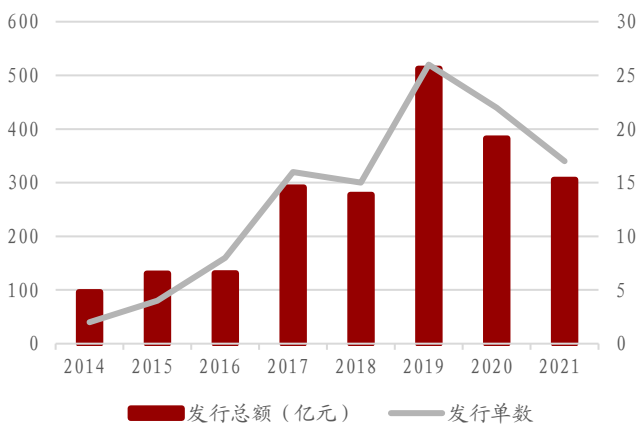
资料来源:《中国REITs市场建设》,《亚洲房地产投资信托基金(REITs)研究报告》,万联证券研究所

## 2 我国公募 REITs 发展正当时

### 2.1 我国 REITs 发展前期探索情况

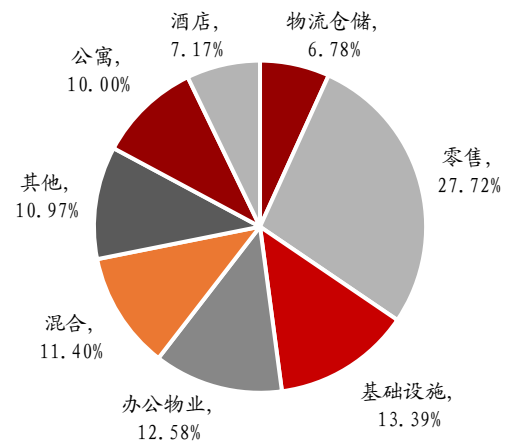
类REITs的发展为公募REITs的推出奠定基础。我国在REITs正式出台之前,国内不动产进行REITs证券化进行项目退出主要利用ABS、CMBS或类REITs等手段。2007年,中国人民银行、中国证监会和中国银监会分别成立 REITs专题研究小组,开始了中国境内 REITs市场建设工作。2014年5月,“中信启航专项资产管理计划”在深交所挂牌,发行金额52.1亿元,成为国内首支类REITs产品;2015年,“鹏华前海万科REITs”在深交所挂牌,成为国内首个“类公募REITs”产品;2016年“高和招商—金茂凯晨专项资产管理计划”在上海证券交易所成功发行,成为国内首单成功发行的交易所CMBS。近几年国内类REITs及CMBS发行产品数量与金额快速增长,据中国资产证券化分析网(CNABS)统计,截至2021年末,共发行110支类REITs、255支CMBS,发行规模分别为2127.63亿元和5326.06亿元。从目前存量的94支类REITs的底层资产结构来看,零售的规模占比最多,为27.72%,其次是基础设施13.39%,目前存量的231支CMBS中,混合类占37.24%,零售占22.74%。

图表15: 类REITs发行数量及规模



资料来源: CNABS, 万联证券研究所

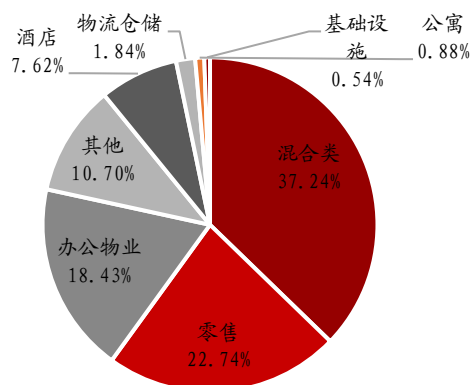
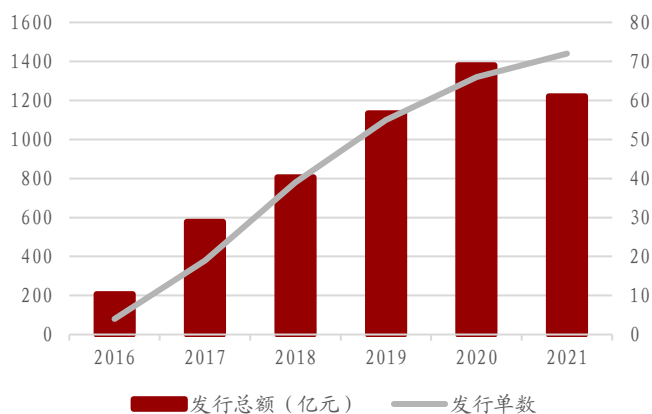
图表16: 2021年类REITs底层资产结构



资料来源: CNABS, 万联证券研究所

图表17: CMBS发行数量及规模

图表18: 2021年CMBS底层资产结构



资料来源: CNABS, 万联证券研究所

资料来源: CNABS, 万联证券研究所

但CMBS、类REITs等并不是真正意义上的“退出”，而是对开发贷的融资替换。CMBS是将多种商业不动产的抵押贷款重新包装，透过证券化过程，以债券形式向投资者发行，其销售收入将返给地产的原始拥有者，用于偿还贷款本息，盈余则作为公司的运营资本。而类REITs产品的主流特征是设立一个私募基金来持有底层物业所对应的项目公司股权，再以专项资产管理计划认购其私募基金份额，大部分是债性产品，分优先级、劣后级，一般获得固定收益。

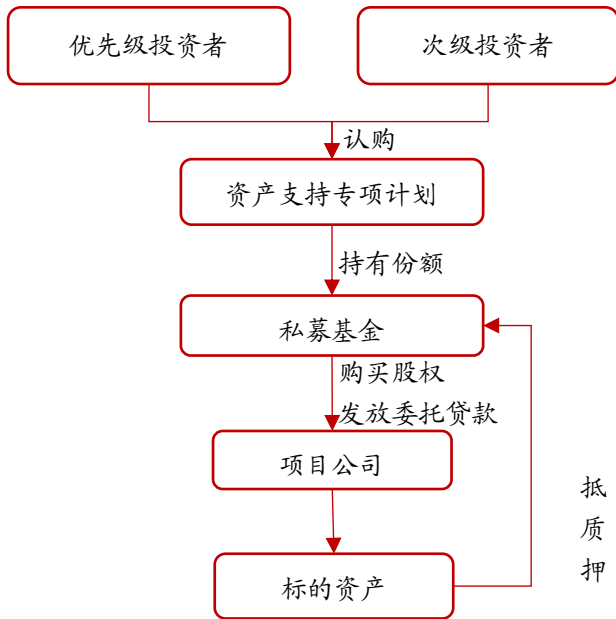
我国公募基础设施REITs采用“封闭式公募基金-ABS专项计划-项目公司-项目”的结构，而非国外REITs通用的信托制或公司制，具有以下四个基本特征：一是80%以上基金资产投资于基础设施资产支持证券；二是通过资产支持证券和项目公司等特殊目的载体取得基础设施项目完全所有权或经营权利；三是基金管理人主动运营管理基础设施项目以获取稳定现金流；四是采用封闭运作，收益分配比例不低于合并后基金年度可供分配金额的90%。

图表19: 公募REITs与我国类REITs的对比

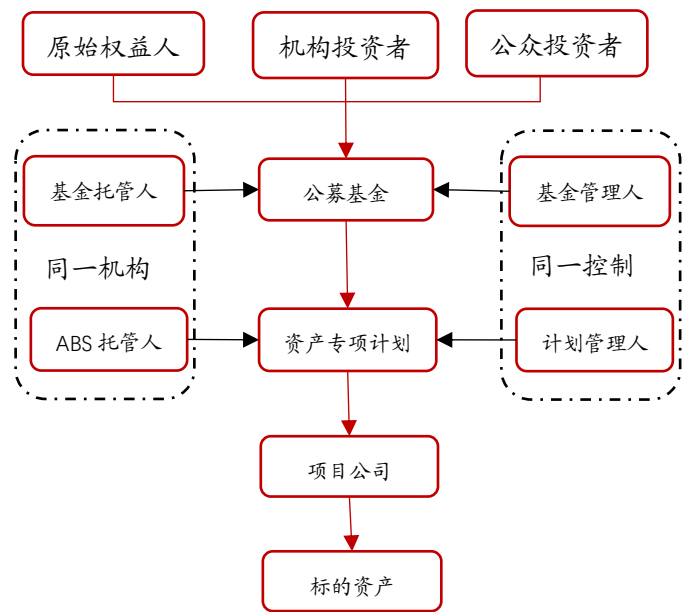
项目	公募 REITs	类 REITs
产品载体	单位信托、公司、公募基金	资产支持证券
产品实质	权益型永续运作产品	大多是债性产品
结构化分层	不分层	优先级、劣后级
交易平台	集合竞价交易平台	大宗交易平台
投资者数量	1000人以上	200人以下
投资者构成	机构+个人	机构
增信措施	极少增信	一般设置增信或优先回购安排
流动性	公开市场交易，流动性较强	大宗交易平台，100万以上，流动性较弱
收益分配	强制分红比例，无固定收益	优先级获得固定收益，次级主要享受资本增值
投资者退出方式	场内交易退出	资产处置为主
募集资金用途	鼓励再投入补短板基础设施项目建设	符合国家政策，无具体明确要求
治理机制及分配安排	基金管理人主动决定	由原始权益人被动管理

资料来源: 公开资料整理, 万联证券研究所

图表20: 类REITs交易结构



图表21: 公募REITs交易结构



资料来源: 公开资料整理, 万联证券研究所

资料来源: 公开资料整理, 万联证券研究所

## 2.2 我国基础设施 REITs 试点确立

中国REITs市场的发展道路不同于大多数国家和地区, 其最大特色在于从基础设施领域开始推进公募REITs试点。2020年4月, 国家发改委和中国证监会联合发布了《关于推进基础设施领域不动产投资信托(REITs)试点相关工作的通知》, 明确了采用“公募基金+单一基础设施资产支持证券”的产品架构, 优先支持基础设施补短板行业, 包括仓储物流、收费公路等交通设施, 水电气热等市政工程, 城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目。鼓励信息网络等新型基础设施, 以及国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等开展试点。

此后中国证监会、国家发展改革委、沪深交易所、基金业协会、证券业协会等陆续发布相关政策、规则与通知; 国家和地方发展改革委、中国证监会与沪深交易所进行了首批项目的推荐、申报、审核工作, 基础设施公募REITs试点工作有条不紊地推进。

2021年5月, 首批9单公募基础设施REITs项目获得中国证监会、上海证券交易所及深圳证券交易所审核通过。

2021年6月, 首批9单公募基础设施REITs项目分别在上海证券交易所及深圳证券交易所完成资金募集, 并成功挂牌上市交易。首批上市的REITs项目中, 产权类项目5单, 包括产业园3单, 物流仓储2单; 特许经营权类项目4单, 包括收费公路2单, 污水处理1单, 垃圾处理及生物质发电1单。

2021年7月, 国家发改委发布了《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点工作的通知》, 基础设施REITs试点区域扩展到了全国各地区, 并在重点支持区域中增加了黄河流域生态保护和高质量发展国家重大战略区域。同时, 将能源基础设施、停车场项目市政基础设施、保障性租赁住房、具有供水、发电等功能的水利设施和具有较好收益的旅游基础设施加入到试点行业中。

2021年11月12日，第二批公募REITs正式获批，分别为华夏越秀高速公路REIT和建信中关村产业园REIT。华夏越秀高速公路REIT标的资产是汉孝高速，位于湖北武汉。该项目是福银高速(G70)的重要组成部分，同时连通京港澳高速(G4)和沪蓉高速(G42)，是武汉西北方向放射性通道，毗邻武汉天河国际机场。建信中关村产业园REIT的标的资产包含3栋物业，均位于北京市海淀区中关村软件园，地理位置优越、区域发展成熟、配套设施齐全、交通出行便利。

2022年1月财政部印发《关于基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点税收政策的公告》，明确资产重组阶段适用特殊性税务处理，不征收企业所得税；REITs设立阶段，企业所得税允许递延至完成募资并支付股权转让价款后缴纳，战略配售要求自持部分递延至实际转让时缴纳。

2022年3月迎来第三批公募REITs发行，华夏中国交建高速REIT于3月29日完成认购。

图表22: 当前已上市的11单REITs的基本信息

简称	发行价 (元)	发行规模 (亿元)	底层资产	截至3月7日 以来涨幅
普洛斯	3.89	58.35	普洛斯北京空港物流园，普洛斯通州光机电物流园，普洛斯广州保税物流园，普洛斯增城物流园，普洛斯顺德物流园，苏州望亭普洛斯物流园，普洛斯淀山湖物流园；合计约70.5万平方米	21.57%
东吴苏园	3.88	34.92	国际科技园五期B区和2.5产业园一期、二期；共56万平方米	18.09%
首创水务	3.7	18.5	深圳福永、松岗、公明水质净化厂BOT特许经营项目，合肥十五里河污水处理厂PPP项目	51.86%
浙江杭徽	8.72	43.6	杭徽高速公路(浙江段)，全长122公里	11.62%
张江REIT	2.99	14.95	张江光大园，总建筑面积5.1万平米，7栋研发楼	21.17%
首钢绿能	13.38	13.38	生物质能源项目，餐厨项目，残渣暂存场项目	28.47%
盐港REIT	2.3	18.4	现代物流中心项目(包括4座仓库、1栋综合办公楼及1座气瓶站)，总建筑面积32万平方米	32.17%
广州广河	13.02	91.14	广州至河源高速公路(广州段)，71公里	0.52%
蛇口产业园	2.31	20.79	万融大厦、万海大厦，合计约9.53万平方米	33.29%
中关村	3.2	28.8	中关村软件园二期的互联网创新中心5号楼、协同中心4号楼以及一期的孵化加速器项目，建筑面积合计达16.68万平方米	116.25%
越秀高速REIT	7.1	21.3	汉孝高速(由汉孝高速公路主线路和机场北连接线组成)	21.45%

资料来源: wind, 万联证券研究所

图表23: 2019以来REITs相关政策变化梳理

时间	部门	文件/会议	主要内容
2019年11月	证监会	中新(重庆)战略性互联互通示范项目金融峰会	进在国家政策重点扶持区域的公募REITs试点工作;支持中新产业园区等新加坡在华投资基础设施项目通过公募REITs融资。

2020年4月	证监会、发改委	《关于推进基础设施领域不动产投资信托（REITs）试点相关工作的通知》	明确采用“公募基金+单一基础设施资产支持证券”的产品架构，优先支持基础设施补短板行业；鼓励信息网络等新型基础设施，以及国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等开展试点。
2020年7月	发改委	《关于做好基础设施领域不动产投资信托（REITs）试点项目申报工作的通知》	确保试点项目满足基本条件，明确试点项目申请材料要求，规范试点项目申报程序，严格开展项目合规性审查。
2020年8月	证监会	《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》	明确产品定义与运作模式；压实机构主体责任，严控基础设施项目质量；规范基金投资运作，加强风险管控，夯实投资者保护机制等。
2021年7月	发改委	《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》	将基础设施REITs试点区域扩展至全国；将能源、停车场、保障性租赁住房、水利、景区资产等基础设施加入试点；对已经能够实现长期稳定收益的项目，可适当降低运营年限3年要求；明确要求项目现金流投资回报良好等。
2021年11月	银保监会	《关于保险资金投资公开募集基础设施证券投资基金有关事项的通知》	明确保险资金自行投资基础设施基金的要求，并对相应风险控制流程做出要求。
2022年1月	财政部	《关于基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点税收政策的公告》	资产重组阶段适用特殊性税务处理，不征收企业所得税；REITs设立阶段，企业所得税允许递延至完成募资并支付股权转让价款后缴纳，战略配售要求自持部分递延至实际转让时缴纳。
2022年3月	证监会	《深入推进公募REITs试点进一步促进投融资良性循环》	进一步深入推进基础设施REITs试点，完善制度机制，拓宽试点范围，一方面研究制定基础设施REITs扩募规则，另一方面，抓紧推动保障性租赁住房公募REITs试点项目落地。

资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

### 3 REITs 具有较高的资产配置价值，发展空间广阔

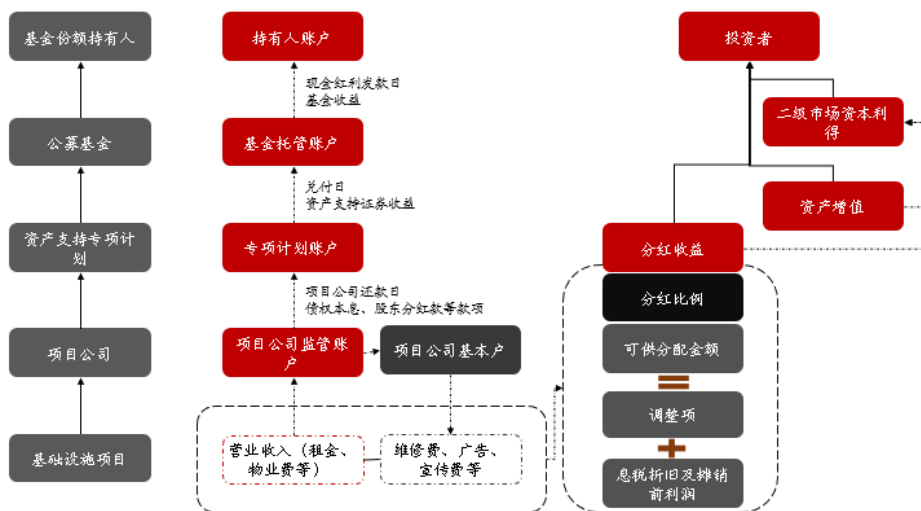
#### 3.1 REITs 收益来源稳定

REITs的价值来源主要有持有底层不动产获得的资产价值增值、专业管理机构运营管理不动产带来的租金（使用费）等收益等。同时，REITs底层资产的价值变动影响基金二级市场的价格，会产生资本利得。因而，REITs是一种设计标准化、投资门槛低、流动性较高、收益风险中等、分红相对稳定、主动管理型的权益型投资工具；其兼具金融属性和不动产属性，是全球金融市场中与股票、债券并列的大类资产配置形式。

以我国基础设施公募REITs为例，REITs的分红逻辑可以总结为：分红收益来源主要以基础设施项目产生收入为基础，扣除对应成本等形成项目公司息税折旧摊销前利润，考虑基础设施基金发行费用、取得的借款、应收应付科目变动、购买基础设施项目支出及其他合理税费等调整项最终得到当年的可供分配金额，结合90%以上的分红比例形成REITs投资者分红收益，具体如下图：



图表24: 基础资产归集安排及现金流分配在各个账户之间流转以及REITs收益构成

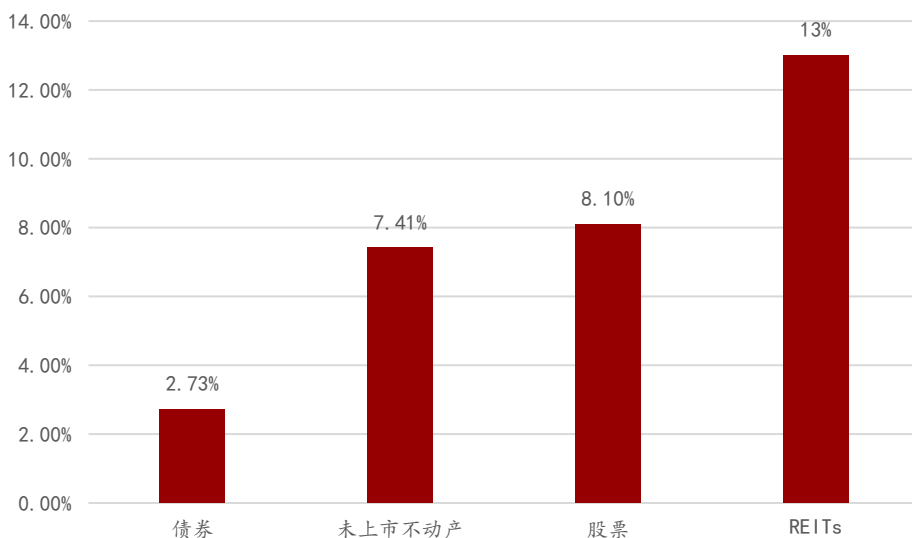


资料来源: 募集说明书, 万联证券研究所

### 3.2 REITs 收益率在大类资产配置中居前

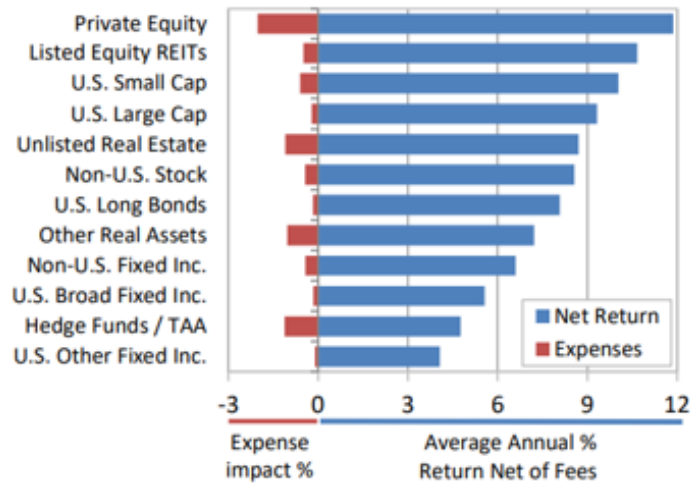
全球资产配置中REITs收益表现亮眼。根据Nareit发布的相关统计数据显示, FTSE EPRA Nareit Global REITs Extended Index在2009年6月至2021年12月期间年复合收益率达到13%, 明显超过同期股票、债券以及未上市房地产资产收益率。

图表25: REITs与各类资产收益率比较



资料来源: Nareit, 万联证券研究所, 注: Nareit analysis of monthly returns for FTSE EPRA Nareit Global REITs Extended Index June 2009–December 2021 via FTSE and Factset and MSCI EAFE and Bloomberg Barclays Global-Aggregate via Factset. Quarterly returns for NCREIF Global Real Estate Fund Index (GREFI) as of 2021: Q3

图表26: 按资产类别分列的平均年净收益和费用 (1998-2019)

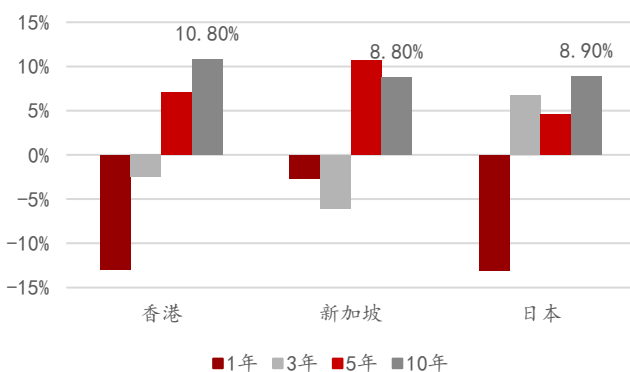


资料来源: CEM Benchmarking, 万联证券研究所

根据CEM Benchmarking发布的《ASSET ALLOCATION AND FUNDPERFORMANCE OF DEFINED BENEFITPENSION FUNDS IN THE UNITEDSTATES, 1998-2019》研究比较了12个资产类别的年平均投资成本和年平均净收益率, 私募股权在此期间的平均总回报率最高, 平均为13.9%。私募股权公司拥有最高的平均净回报, 估计为11.9%, 由于费用的影响, 远低于总回报。在此期间, 上市权益型房地产投资信托基金的总回报率排名第二, 平均为11.2%, 平均净回报率排名第二, 为10.7%。

根据2020年《亚洲房地产投资信托基金(REITs)研究报告》公布数据, 2020年由于受疫情短期影响导致当年香港、新加坡、日本REITs表现均不佳, 但从10年期来看, 香港、新加坡、日本REITs收益率分别为10.8%、8.8%与8.9%, 表现亮眼; 根据Nareit公布的最近一期数据看, FTSE Nareit All REITs Index与the FTSE Nareit All Equity REITs Index的10年收益率分别为10.07%和10.27%。

图表27: 亚洲主要国家REITs年化综合收益率情况 (2020年)



资料来源: 《2020年亚洲房地产投资信托基金(REITs)研究报告》, 万联证券研究所

图表28: 美国REITs年化综合收益率情况 (2022年2月, %)

	REITs	权益型 REITs
2022YTD	-11.33	-11.52
1年	20.55	21.8
3年	10.12	10.81
5年	8.46	8.84
10年	10.07	10.27
20年	9.98	10.41
30年	10.29	10.81
40年	10.4	11.74

资料来源: Nareit, 万联证券研究所

**亚太REITs市场中工业/物流类REITs收益率表现突出。**根据2020年《亚洲房地产投资信托基金(REITs)研究报告》REITs市场中综合、零售、办公、工业/物流、公寓、医疗健康等业态的10年期年化综合收益率分别为10.40%、8.90%、8.70%、13.80%、11.60%、13.10%。

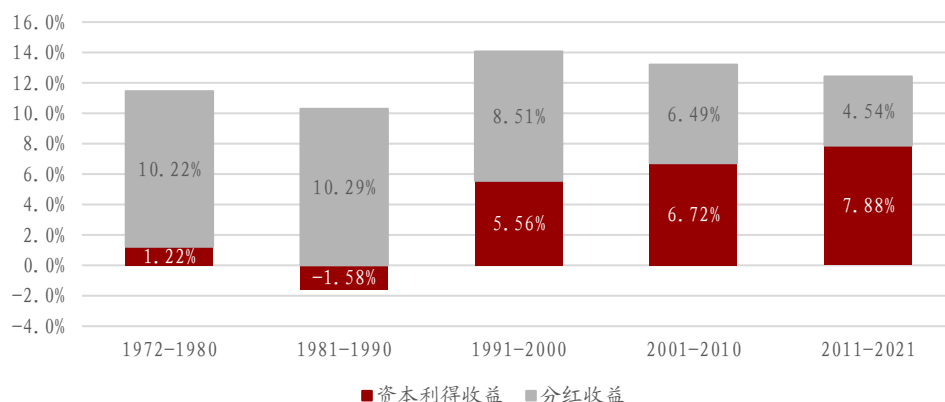
图表29: 亚太REITs市场各物业类型年化综合收益率情况 (2020年)

	1年	3年	5年	10年
综合	-14.90%	5.70%	6.90%	10.40%
零售	-15.50%	-0.30%	3.70%	8.90%
办公	-16.80%	5.20%	6.10%	8.70%
酒店	-23.90%	-4.80%	0.10%	-
工业/物流	21.70%	17.20%	14.30%	13.80%
公寓	-5.50%	9.70%	8.60%	11.60%
医疗健康	-14%	1.10%	6.10%	13.10%

资料来源:《亚洲房地产投资信托基金 (REITs) 研究报告》, 万联证券研究所

美国REITs收益结构, 分红收益占比下降, 同时资本利得收益提升, 综合收益率保持相对稳定: 根据Nareit数据统计来看, 美国资本利得收益占比逐渐提升, 分红收益占比下降, 综合收益率稳定在12%左右。

图表30: 美国不同类型REITs收益结构情况



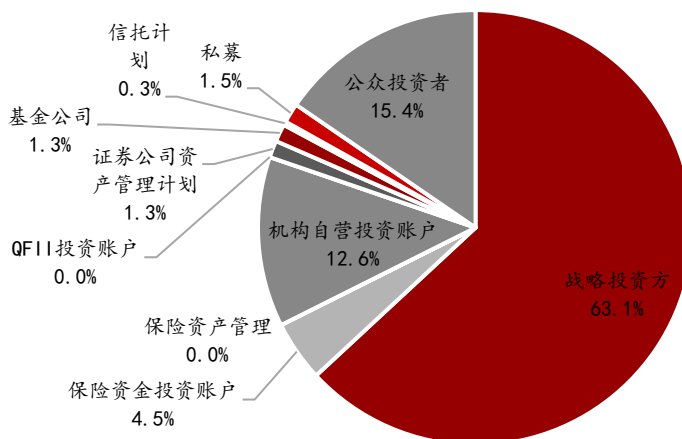
资料来源: Nareit, 万联证券研究所

### 3.3 我国基础设施 REITs 上市以来表现亮眼

#### 3.3.1 我国基础设施 REITs 获资金追捧

我国基础设施公募REITs的主要的投资者包含战略配售、网下投资者、公众投资者, 根据《公开募集基础设施证券投资基金指引 (试行)》要求, 基础设施项目原始权益人或其同一控制下的关联方参与基金份额战略配售的比例合计不得低于本次基金份额发售数量的20%, 网下投资者不得低于70% (扣除战略配售, 即实际不低于总份额的56%), 剩余的是公众投资者配售比例最高为24%。有资格参与线下配售的机构投资者类型包含战略投资者、私募基金、机构自营投资账户、保险资金投资账户、基金公司或其资产管理子公司、基金公司或其资产管理计划、集合信托计划、证券公司集合资产管理计划、QFII投资账户、证券公司单一资产管理计划等。统计上市的11只公募REITs投资者结构, 除战略投资方占比63.1%较高外, 机构自营占比达到12.6%、保险投资账户占比4.5% (未考虑战略投资部分)。

图表31: 11只公募REITs投资者构成 (按照份额统计)



资料来源: wind, 万联证券研究所

从已上市的11只公募REITs认购情况来看, 均实现了超额认购, 尤其是公众投资者有效认购比例持续创新低。

图表32: 基础设施REITs认购情况

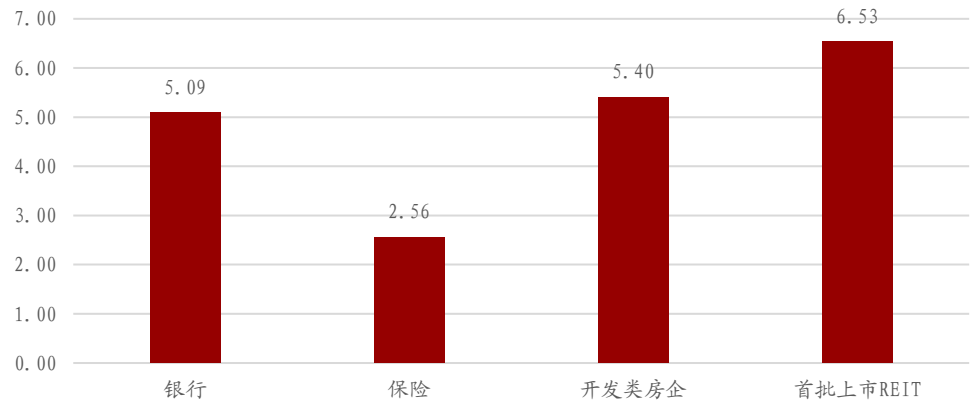
名称	战略投资者		网下投资者		公众投资者	
	占总份额比例 (%)	有效认购确认比例 (%)	占总份额比例 (%)	有效认购确认比例 (%)	占总份额比例 (%)	有效认购确认比例 (%)
东吴苏州工业园区产业园 REIT	60.00	100.00	30.00	25.95	10.00	12.30
平安广州交投广河高速公路 REIT	78.97	100.00	14.72	20.03	6.31	10.80
中金普洛斯仓储物流 REIT	72.00	100.00	19.60	14.95	8.40	10.04
红土创新盐田港仓储物流 REIT	60.00	100.00	28.00	11.80	12.00	8.80
华安张江光大园 REIT	55.33	100.00	31.27	11.29	13.40	4.26
浙商证券沪杭甬高速 REIT	74.30	100.00	21.85	20.58	3.86	3.68
富国首创水务 REIT	76.00	100.00	16.80	9.30	7.20	2.41
博时招商蛇口产业园 REIT	65.00	100.00	24.50	5.94	10.50	2.39
华夏越秀高速公路封闭式基础设施 REIT	70.00	100.00	21.00	2.60	9.00	2.14
建信中关村产业园 REIT	70.09	100.00	20.94	1.83	8.97	1.97
中航首钢生物质 REIT	60.00	100.00	28.00	10.72	12.00	1.76
华夏中国交建高速 REIT					7.50	1.08

资料来源: wind, 万联证券研究所

### 3.3.2 我国基础设施 REITs 收益预期较好

我国基础设施REITs上市以来表现亮眼，截止2022年3月18日，已上市的11只REITs自上市以来涨跌幅介于-1.07%-51.22%。从派息率角度来看，根据wind数据显示，预计首批上市REITs派息率平均为6.53%，明显高于银行、保险、开发类房企等高股息率类板块的平均股息率水平，体现了REITs较强的收益稳定性。

图表33: 金融地产股息率与REIT派息率比较



资料来源: wind, 万联证券研究所, 以上银行、保险、开发类房企的股息率以2020年全年现金分派情况估算

图表34: 我国已上市REIT涨幅与沪深300比较

名称	近三月 (%)	近半年 (%)	今年以来 (%)	成立至今 (%)
博时招商蛇口产业园 REIT	11.03	19.27	11.87	18.19
平安广州交投广河高速公路 REIT	1.83	5.79	-0.17	3.94
华夏越秀高速公路封闭式基础设施 REIT	-11.96	-1.07	-5.18	-1.07
红土创新盐田港仓储物流 REIT	-3.62	25.44	-0.75	28.31
中航首钢生物质 REIT	-1.69	8.06	-2.01	19.66
华安张江光大园 REIT	-5.34	15.70	-2.85	14.31
浙商证券沪杭甬高速 REIT	-2.94	3.73	-4.25	9.32
富国首创水务 REIT	10.02	36.08	8.48	51.22
东吴苏州工业园区产业园 REIT	-0.37	16.07	-0.04	16.30
中金普洛斯仓储物流 REIT	-5.72	13.05	-3.70	19.23
建信中关村产业园 REIT	13.22	13.22	5.89	13.22
沪深 300	-13.90	-12.15	-13.65	-16.40

资料来源: wind, 万联证券研究所, 截止2022年3月18日

## 4 我国 REITs 迎来扩容发展期，保障性租赁住房 REITs 试点有望加快落地

我国REITs潜在市场空间广阔，有望持续扩容。2019年末，全球主要REITs市场占经济

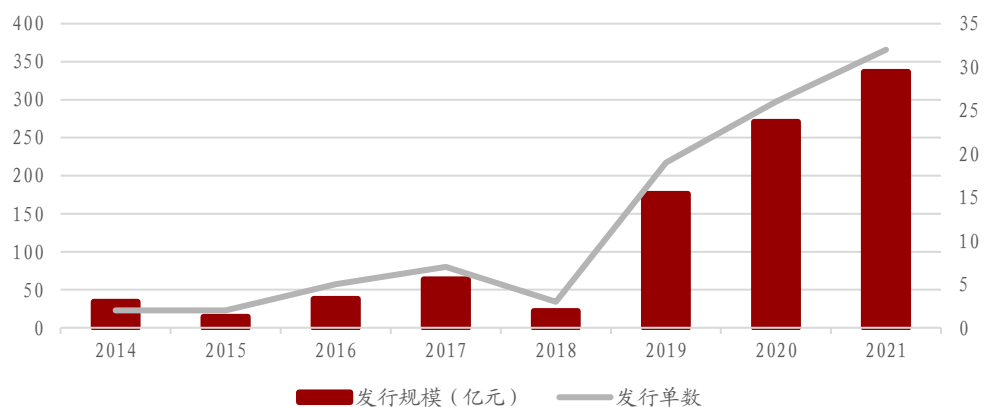
总量的相对规模大约在2%-20%之间，其中新加坡占比最高达到19.9%，西班牙最低2.1%，澳大利亚7.2%，美国达到5.9%，我们统计的10个主要REITs市场的平均占比达到5.6%，中位数是3.7%，以此估计我国REITs潜在市场规模或超5万亿。

**REITs有望在多领域推广，政策推进下保障性租赁住房REITs试点有望加快落地。**当前我国REITs发展以基础设施REITs试点为切入点，同时，将能源基础设施、停车场项目市政基础设施、保障性租赁住房、具有供水、发电等功能的水利设施和具有较好收益的旅游基础设施加入到试点行业中，不断延伸推进REITs的全面发展，

2022年3月18日，证监会发布《深入推进公募REITs试点进一步促进投融资良性循环》，文件指出，一方面，正在研究制定基础设施REITs扩募规则。目前，证监会正在指导交易所抓紧制定REITs扩募规则，将适时征求市场意见。另一方面，抓紧推动保障性租赁住房公募REITs试点项目落地。推进保障性租赁住房REITs项目试点，是落实党中央、国务院关于加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举住房制度决策部署的有效政策工具，有利于拓宽保障性租赁住房建设资金来源，更好吸引社会资本参与，促进行业向新发展模式转型，实现平稳健康发展。目前，证监会正在会同相关部委研究推动保障性租赁住房REITs试点工作，尽快推动项目落地。

**保障性租赁住房REITs的发展，有助于地产新发展模式构建。**2021年12月8日至10日，中央经济工作会议以及2022年3月两会上均提及“探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”。目前我国保障性租赁住房仍是住房系统的主要短板之一，将保障性租赁住房纳入公募基础设施REITs的试点范围将有效支持保障性租赁住房的发展，成为扩大保障性租赁住房建设的主要金融工具。截止2021年，我国累计建设各类保障性住房和棚改安置住房8000多万套，主要的融资工具包含企业债、专项债、发行保障房ABS等，据CNABS数据，截至2021年末，ABS市场上成功发行的涉及保障房项目约96单，总发行规模约955.04亿元，保障性租赁住房REITs未来的发展规模可期。

图表35：涉及保障房项目的ABS规模



资料来源：CNABS，万联证券研究所

**将租赁住房纳入REITs标的早有尝试。**2020年初，北金所在人民银行指导下，参照主流国际REITs的模式，明确推出面向住房租赁企业的专项服务，为市场引入优质住房租赁企业资产。其为公司制权益类产品，不涉及结构化分层，公司股权即为REITs份额。因产品为股权型产品，也无需评级，且80%以上的收入来源与投资限于租赁类房地产项目，90%以上的收益定期向住房租赁企业股东分配，产品本质上与REITs类似。截至目前共8个项目，参与者包含万科、首创集团、地方政府等，其中大型房企参与

的项目规模较大，项目资产主要以公寓为主。

长期视角下，随着“人行版REITs”的日益完善及保障租赁住房REITs的快速推进，将资产拓展到住房租赁领域，利好拥有长租公寓和优质商业不动产运营的企业。为未来整体不动产运营实现REITs上市打下基础。

图表36: “人行版”租赁住房REITs项目

项目名称	底层资产	产品定位	总建筑面积 (万 m <sup>2</sup> )	套数	土地剩余年限	关联企业
蓝海创盈	北京平谷区白各庄村 955 套集体土地租赁住房	年轻群体的共享社区	12.24	955	37	首创集团
成都融园祥	成都市青白江区集体租赁住房试点项目	白领公寓	0.61	98	69	政府
建信瑞善	北京星光视界西红门项目	蓝领公寓	1.42	336	37	北京星光影视园
建信瑞建	泉世界壹品公寓项目 4 号楼 3-8 层	青年白领公寓	0.33	86	64	山东泉世界
建信瑞居	无锡凤凰城长租公寓	中端白领公寓	0.31	92	33	无锡太阳置业
汇瀛万恒	大兴区瀛海镇区级统筹集体租赁住房	青年型公寓、家庭型公寓	22.15	4589	69	万科
孚茸置业	上海中山街道租赁用房项目	大型白领生活社区	16.61	2300	68.38	中国建筑
苏州工业园	苏州明日之星小区等 9 个小区	人才优租房	87.61	8856	--	政府

资料来源: 北金所, 天眼查, 万联证券研究所

## 5 估值与投资建议

目前REITs估值方法有P/FFO<sup>1</sup>、P/ AFFO、IRR、NAV等。我国公募REITs估值主要以现金流分派为核心，涵盖了REITs底层资产评估、ABS估值、基金净资产评估，根据中证估值，目前已上市交易的11只REITs估值相对较高，仅平安广州交投广河高速公路REIT的REITs估值低于ABS估值，国内经济承压，股市自年初以来呈现较大波动，REITs成为市场追捧的一项资产，但是由于供给不足，导致估值溢价。

借鉴海外REITs发展经验，从长期投资角度看，REITs在大类资产配置中具有优势地位，当前我国公募REITs供给规模仍然较小，潜在规模较大，市场扩容在即，保障性租赁住房REITs有望近期落地，建议积极关注新品种上市认购机会以及已上市REITs估值回归后的投资机会。

图表37: 我国已上市公募REITs中证估值情况

名称	收盘价	REITs估值	最新净值	相对净值折溢价率 (%)	ABS估值	PV乘数	ABS估值收益率 (%)	剩余期限 (年)
博时招商蛇口产业园封闭式基础设施证券投资基金	3.24	3.24	2.31	39.98	3.04	1.06	5.14	9.73

<sup>1</sup> FFO=净收入 (Net Income) +折旧 (Depreciation) +摊销 (Amortization) -不动产出售的资本利得 (Gains on Sales of Property)

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	13.01	13.01	13.02	-0.11	14.60	0.89	7.04	14.69
华夏越秀高速公路封闭式基础设施证券投资基金	8.74	8.74	7.10	23.08	7.90	1.11	9.41	14.67
红土创新盐田港仓储物流封闭式基础设施证券投资基金	3.34	3.34	2.33	43.60	2.32	1.44	6.05	9.73
中航首钢生物质封闭式基础设施证券投资基金	17.61	17.61	11.94	47.48	11.59	1.52	9.36	19.73
华安张江光大园封闭式基础设施证券投资基金	3.93	3.93	2.97	32.42	3.18	1.23	5.13	9.73
浙商证券沪杭甬杭徽高速封闭式基础设施证券投资基金	10.07	10.07	8.72	15.47	8.94	1.13	7.75	9.71
富国首创水务封闭式基础设施证券投资基金	5.88	5.88	3.77	55.94	3.26	1.81	7.94	25.48
东吴苏州工业园区产业园封闭式基础设施证券投资基金	4.66	4.66	3.88	20.08	4.04	1.15	5.60	9.73
中金普洛斯仓储物流封闭式基础设施证券投资基金	4.81	4.81	3.89	23.70	3.90	1.23	6.86	9.73
建信中关村产业园封闭式基础设施证券投资基金	4.79	4.79	3.20	49.69	3.50	1.37	5.90	9.73

资料来源: wind, 万联证券研究所, 截止2022年4月12日

## 6 风险提示

收益率不及预期风险; REITs底层资产过度集中; 市场流动性风险等。



## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

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。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场