

行业研究

解禁冲击下，REITs 二级市场表现超预期

——建筑装饰行业基建公募 REITs 专题研究之十三

要点

首批 REITs 解禁压力较大，市场担心 REITs 二级市场表现。

我们在前期深度报告《REITs 与 PPP：相似的节奏，不同的结局》（2022 年 2 月 18 日）中提出，REITs 的二级市场表现将直接影响后续 REITs 项目的发行，也将最终影响 REITs 盘活存量资产、缓解地方债务的规模。首批 REITs 项目解禁为“大考”，考验 REITs 这一金融工具对于投资者的真实吸引力：1) 首批 REITs 解禁规模较大，占 9 只 REITs 市值比重约为 32%；解禁完成后，流通份额将扩展一倍；前期 REITs 优异的市场表现，是否与其流通市值较小有关？2) 此轮解禁的机构投资者原本对于项目的投资回报预期较低，现实情况下 9 只 REITs 过去一年综合收益率均值高达 27%；在如此收益率情景下，机构投资者是否会兑现收益亦值得观察。

交易层面“量增价稳”，“大考”交出完美成绩单。

从价格维度观察，首批上市的 9 只 REITs 价格周涨跌幅均值为+0.76%（解禁后首周）。从成交量维度观察，除华安张江光大 REIT 及富国首创水务 REIT 周度成交明显放量之外，其他 7 只 REITs 本周成交量平均涨幅仅为 3.97%。解禁首周，REITs 呈现“量增价稳”的态势，其二级市场表现有效打消市场前述顾虑；**再度确认：“资产荒”是 REITs 二级表现超预期的核心原因。**首批解禁资金主要为保险、银行理财资金及产业资本，虽然过去一年 REITs 贡献较高收益，但现在缺乏可替代的优质资产，故而选择继续持有。

回顾并对比年初观点：政策力度超预期，但项目发行节奏低于预期。

1) **政策支持力度超出预期：**自 2020 年 40 号文发布以来，REITs 相关政策最高为部委级别文件；2022 年 5 月 25 日，国办发布了《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》，指出要推动基础设施公募 REITs 的健康发展。这是国家层面首次以书面方式对 REITs 的重要性进行确认；近期各个相关部委（不仅仅包含发改委及证监会）都陆续针对 REITs 出台配套性支持政策。

2) **项目发行节奏低于预期：**截至 2022 年 6 月 25 日，今年已发行或即将发行的 REITs 仅有 3 只，主要由于各 REITs 项目的非标属性较强，从产品设计、项目申报到监管审核等各个环节的工作量比较大；导致最终项目发行节奏偏慢。

重申 REITs 对基建投资的意义，判断后续 REITs 发行挂牌将提速。

经济下行期，REITs 是重要的信用扩张工具。于基建投资而言，通过盘活存量资产的方式，回笼前期沉淀的资金，改善相关资产持有者的资产负债表；其次，通过缩短资金回收久期、提升投资回报率（项目内部收益率+资本增值）的方式，提高相关各方的投资意愿；第三，通过缓解投资方对于中长期负债率的担忧，引导投资预期、增强其现阶段的投资信心。

REITs 发行必将加速：主要由于政策支持力度较大，各地方、各企业积极参与 REITs 发行；参与各方及监管部门，对此类非标项目的处理经验日渐增加；后期项目扩容亦将缩短发行流程。

投资建议：解禁潮过后，进一步确认 REITs 运营资产估值溢价将长期存在；最终将会影响 A 股对该类资产的估值定价体系。建议关注运营资产占比较高或旗下已有资产挂牌 REITs 平台的企业，如：**中国交建、中国电建、中国中铁、中国铁建、首创环保、招商蛇口、南山控股。**

风险分析：REITs 项目申报不及预期，二级市场价格大幅波动，政策不及预期。

建筑和工程 买入（维持）

作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：冯孟乾

执业证书编号：S0930521050001

010-58452063

fengmq@ebsecn.com

联系人：陈奇凡

021-52523819

chenqf@ebsecn.com

联系人：高鑫

021-52523872

xingao@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

宏观调控力度将加强，稳增长是下半年主线——建筑装饰行业关于习近平主席在金砖国家工商论坛开幕式演讲的点评（2022-06-23）

把握“稳增长”主线，建筑央企王者归来——建筑行业 2022 年中期投资策略（2022-06-14）

国办首次发文强调盘活存量资产，REITs 加速势在必行——建筑装饰行业基建公募 REITs 专题研究之十二（2022-05-26）

基建投资基本面强劲，房贷利率下降助力地产需求企稳——建材、建筑及基建公募 REITs 周报（5 月 14 日-5 月 20 日）（2022-05-22）

扩募政策出炉，行业发展加速——建筑装饰行业基建公募 REITs 专题研究之十一（2022-04-17）

1、首批 REITs 解禁规模较大但对市场冲击有限，中长期 REITs 溢价有望维持

首批 REITs 解禁规模较大，释放充足流动性。2022 年 6 月 21 日，首批 9 只基础设施公募 REITs 迎来解禁，此次解禁份额总计 21.71 亿份，占 9 只 REITs 总份额比重为 33.92%，解禁市值及总市值分别为 114.50、362.55 亿元；解禁前的流通份额为 20.74 亿份，占总份额的比重为 32.41%，略低于此次解禁份额；解禁后的流通份额为 42.45 亿份，占总份额的比重为 66.33%，解禁后流通份额扩展一倍。

表 1：首批 9 只 REITs 解禁情况

REITs 名称	解禁份额 (亿份)	总份额 (亿份)	解禁份额占总份额的比重	收盘价 (元)	解禁市值 (亿元)	总市值 (亿元)	解禁前流通份额 (亿份)	解禁前流通份额占总份额的比重	解禁后流通份额 (亿份)	解禁后流通份额占总份额的比重
华安张江光大 REIT	1.77	5.00	35.33%	3.80	6.71	18.99	2.23	44.67%	4.00	80.00%
东吴苏园产业 REIT	1.80	9.00	20.00%	4.73	8.51	42.53	3.60	40.00%	5.40	60.00%
博时蛇口产业园 REIT	2.97	9.00	33.00%	3.02	8.98	27.21	3.15	35.00%	6.12	68.00%
浙商沪杭甬 REIT	0.77	5.00	15.35%	9.01	6.92	45.05	1.29	25.70%	2.05	41.05%
平安广州广河 REIT	1.96	7.00	27.97%	12.10	23.69	84.70	1.47	21.03%	3.43	49.00%
中金普洛斯 REIT	7.80	15.00	52.00%	5.10	39.80	76.53	4.20	28.00%	12.00	80.00%
红土盐田港 REIT	3.20	8.00	40.00%	3.23	10.34	25.85	3.20	40.00%	6.40	80.00%
富国首创水务 REIT	1.25	5.00	25.00%	4.91	6.14	24.55	1.20	24.00%	2.45	49.00%
中航首钢绿能 REIT	0.20	1.00	20.00%	17.17	3.43	17.17	0.40	40.00%	0.60	60.00%
合计	21.71	64.00	33.92% (=21.71/64)	-	114.50	362.55	20.74	32.41% (=20.74/64)	42.45	66.33% (=42.45/64)
均值 (9 只 REITs 各自占比的算术平均)	-	-	29.85%	-	-	-	-	33.16%	-	63.01%

资料来源：各 REITs 基金公告，Wind，光大证券研究所；收盘价为 2022 年 6 月 24 日数据

从首周表现观察，解禁对二级市场表现冲击有限。首先，从价格维度观察，本周 (2022.06.20-2022.06.24) 首批上市的 9 只 REITs 价格周涨跌幅均值为+0.76%，整体表现较为稳健；除了前期涨幅较大的富国首创水务 REIT 价格有所下跌外，其他 8 只 REITs 价格均有小幅上涨。其次，从成交量维度观察，除华安张江光大 REIT 及富国首创水务 REIT 周度成交明显放量之外，其他 7 只 REITs 本周成交量平均涨幅仅为 3.97%。解禁首周，REITs 呈现“量增价稳”态势，其二级市场表现有效打消市场之前的顾虑。

表 2：首批 9 只 REITs 本周价格及交易量涨跌幅情况

名称	现价 (元)	52 周最高 (元)	52 周最低 (元)	周涨跌幅	月涨跌幅	年初至今	IPO 以来涨跌幅	本周成交量 (万份)	上周成交量 (万份)	本周成交量较上周涨幅
博时蛇口产业园 REIT	3.02	3.71	2.28	0.83%	1.82%	10.12%	30.87%	2801	2731	2.57%
平安广州广河 REIT	12.10	14.25	11.81	0.07%	-1.79%	-6.22%	-7.07%	564	534	5.54%
红土盐田港 REIT	3.23	4.15	2.10	3.26%	10.80%	7.35%	40.48%	1667	1596	4.45%
中航首钢绿能 REIT	17.17	19.61	12.22	0.49%	0.13%	4.84%	28.30%	202	151	33.74%
华安张江光大 REIT	3.80	4.53	2.93	2.37%	6.87%	4.05%	26.99%	2390	473	405.54%
浙商沪杭甬 REIT	9.01	10.02	7.38	0.07%	3.47%	-3.74%	3.31%	453	481	-5.78%
富国首创水务 REIT	4.91	7.52	3.56	-6.16%	-5.01%	-5.76%	32.68%	2886	1155	149.89%

东吴苏园产业 REIT	4.73	5.42	3.72	2.74%	6.06%	6.24%	21.78%	1046	1288	-18.79%
中金普洛斯 REIT	5.10	5.41	3.69	3.15%	8.62%	5.92%	31.16%	1747	1647	6.06%
均值	-	-	-	0.76%	3.44%	2.53%	23.17%	本周交易量涨幅为： 64.80% (剔除华安张江及富国水务外的其他 7 只 REITs 交易量平均涨幅仅为 3.97%)		

资料来源：Wind，光大证券研究所；数据截至 2022 年 6 月 24 日收盘

我们认为，首批 9 只 REITs 解禁后市场价格走势较为平稳的主要原因在于：

1) REITs 资产优异、分红稳定、回报率高，在“资产荒”的背景下具有稀缺性、对投资者吸引力较强。首批上市的 REITs 审核较为严格，通常是优中选优项目，因此其资产质地优异；同时基础设施资产自身运营较为稳定，且 REITs 强制要求 90% 以上的可分配金额用于分红，能够为投资者提供稳定的现金流和高额的回报率，首批上市 REITs 年内综合收益均值高达 27%¹。

此外，在当前“资产荒”的背景下，REITs 由于数量较少本身具备一定的稀缺性，处于“供不应求”状态，对投资者吸引力较强。因此，即使解禁后相关持有人卖出一定份额，也会有新的投资者及时买入，不会引起价格的大幅波动。

表 3：首批 REITs 年内综合收益较高（2021.06.21-2022.06.20）

名称	发售价（元）	解禁前一日收盘价（元）（6 月 20 日）	单位份额分红（元）	年内的综合收益率=[(分红+资本增值)/发售价]
博时招商蛇口 REIT	2.31	2.96	0.0575	30.67%
平安广州广河 REIT	13.02	12.01	0.7376	-2.08%
红土盐田港 REIT	2.30	3.11	0.0575	37.50%
中航首钢绿能 REIT	13.38	16.99	1.6758	39.51%
华安张江光大 REIT	2.99	3.69	0.0800	26.02%
浙商沪杭甬 REIT	8.72	8.94	1.0657	14.73%
富国首创水务 REIT	3.70	5.18	0.2714	47.34%
东吴苏园 REIT	3.88	4.55	0.1029	19.92%
中金普洛斯 REIT	3.89	4.93	0.1006	29.27%
均值	-	-	-	26.99%

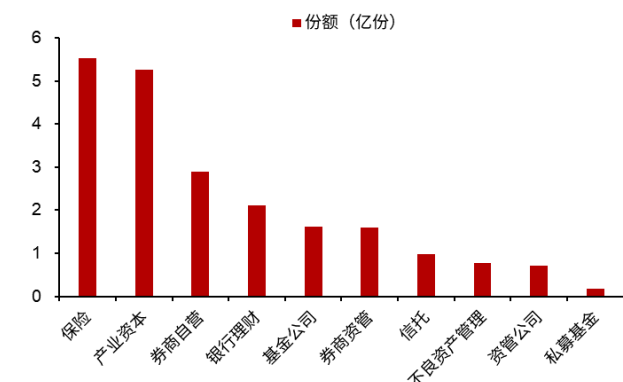
资料来源：Wind，同花顺 iFinD，光大证券研究所

2) 首批解禁资金主要为保险资金及产业资本，其偏向中长期投资，倾向于长期持有相关资产。首批 9 只 REITs 解禁份额总计 22 亿份，其中保险资金、产业资本份额最多，分别为 5.5 亿份、5.3 亿份，占解禁总份额的比重分别为 25.5%、24.2%，两者之和占解禁份额的一半；而保险资金及产业资本均偏向于长期投资、获得长期稳定回报，倾向于长期持有相关资产，因此不会轻易卖出持有的 REITs 基金份额。

从交易量的角度观察也能进行验证（表 2）：除前期涨幅较大的富国首创水务 REIT 及华安张江光大 REIT 外，其他 7 只 REITs 本周成交量平均涨幅不到 4%，表明市场交易总体较为平稳，基金份额持有者并未有大规模抛售行为。

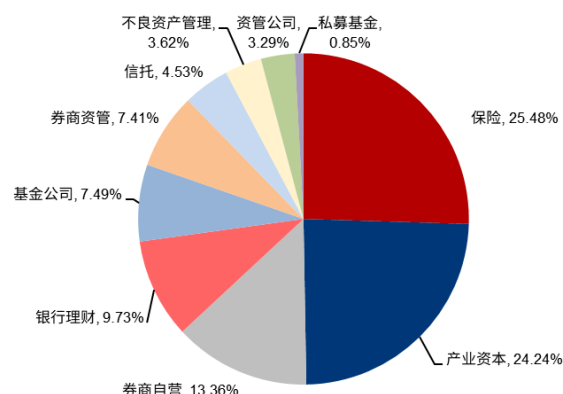
¹ 年内的综合收益率=（分红+资本增值）/发售价，时间区间为 2021.06.21-2022.06.20

图 1：解禁份额中保险资金及产业资本份额最多



资料来源：各 REITs 基金公告，光大证券研究所

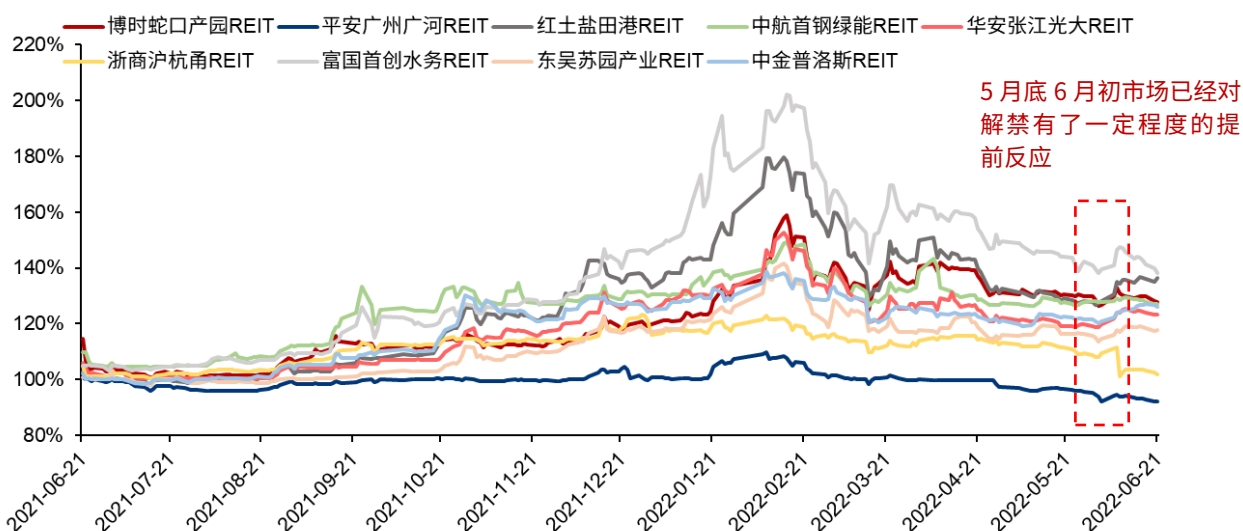
图 2：解禁份额中保险资金及产业资本占比最高



资料来源：各 REITs 基金公告，光大证券研究所

3) 市场预期解禁影响短期价格，部分压力提前释放。此次解禁规模较大，市场预期解禁后短期内 REITs 价格可能会受到一定冲击，因此部分持有者提前卖出以规避风险。5 月底 6 月初，首批上市的 9 只 REITs 均经历了不同程度的回调，提前释放了解禁压力。

图 3：首批上市 9 只 REITs 价格走势 (每日收盘价/发行价，时间区间为 2021.06.21-2022.06.21)



资料来源：Wind，光大证券研究所

我们认为，此次解禁释放的份额能够大幅改善 REITs 市场的流通性和交易活跃度，促进市场平稳健康发展。同时，基于 REITs 自身的优势及其解禁后首周的表现，我们认为，中长期 REITs 溢价或可维持。

2、今年以来，REITs 政策力度超预期，但发行节奏低于预期

我们在年初外发的 REITs 深度报告（《REITs 与 PPP，相似的节奏，不同的结局》2022 年 2 月 18 日）中，详细梳理了 REITs 的政策节奏并与当前 PPP 的发展历程进行对比，判断今年将是 REITs 大年。我们认为年初以来，REITs 的整体表现有两大特点：1) 政策推进力度超出预期；2) 项目发行节奏低于预期。

1) 今年以来，政策推进力度超出预期。自 2020 年 4 月 30 日发改委和证监会联合发布 40 号文以来，REITs 主要由发改委牵头推动，相关政策也多为发改委、证监会、财政部、住建部等部委级别文件。2022 年 5 月 25 日，国务院办公厅发布了《国务院办公厅关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》，就进一步盘活存量资产、扩大有效投资提出相关意见，指出要推动基础设施公募 REITs 的健康发展。这是国家层面首次以书面方式对 REITs 的重要性进行确认，REITs 的政策推进力度进一步加强。

近期各个相关部委（不仅仅包括发改委及证监会）均陆续针对 REITs 出台配套性支持政策。REITs 政策支持力度升格是我们在年初没有意料到的，最终也强化了我们的判断，即“REITs 能够救投资，REITs 能够救债务”。

表 4：2022 年上半年 REITs 政策推进力度超预期

日期	部门	文件名称	主要内容
2020/4/30	发改委和证监会联合发布	《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》	中国证监会与国家发展改革委将加强合作，按照市场化、法治化原则，充分依托资本市场，积极支持符合国家政策导向的重点区域、重点行业的优质基础设施项目开展 REITs 试点。
2020/8/3	发改委	《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》	充分认识推进基础设施 REITs 试点的重要意义、基本原则、试点项目要求、试点工作安排，进一步创新投融资机制，有效盘活存量资产，促进基础设施高质量发展。
2021/1/13	发改委	《关于建立全国基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》	要求地方抓紧将符合条件的项目纳入基础设施 REITs 项目库，切实加强基础设施 REITs 试点项目储备管理。将入库项目分为意向项目、储备项目、存续项目 3 类，并严格把握入库项目条件。
2021/6/29	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》	放宽公募 REITs 试点范围（区域扩大，行业领域扩大），对发起人资产规模及扩募能力提出要求，明确回收资金再投入的新项目以及积极推动公募 REITs 的项目单位在同等条件下可获得中央预算内投资、地方政府专项债券的优先支持。
2021/11/17	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》	允许保险资金投资基础设施公募 REITs，从制度层面明确投资规范和监管规则，进一步建立健全保险资金投资基础设施公募 REITs 的长效机制，防范相关业务风险。
2021/12/27	文旅部	《关于推动国家级文化产业园区高质量发展的意见》	支持园区运用基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）、政府和社会资本合作（PPP）模式等，改造完善基础设施和服务设施。
2021/12/31	发改委	《国家发展改革委办公厅关于加快推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）有关工作的通知》	在项目管理上强调要做到“愿入尽入、应入尽入”；更加重视项目的申报，在放宽项目申报限制的同时，完善项目申报的辅导工作，尽可能压缩项目准备周期，加速项目申报；强调对回收资金的监督，其明确指出要加强回收资金使用情况的跟踪监督。
2022/1/26	财政部税务总局	《关于基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点税收政策》	对基础设施 REITs 运营、分配等环节涉及的税收，按现行税收法律法规的规定执行。
2022/1/28	住建部	《关于加强公共供水管网漏损控制的通知》	鼓励符合条件的城市和县城供水管网项目申报基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目。
2022/1/30	国家发展改革委、国家能源局	《关于完善能源绿色低碳转型体制机制和政策措施的意见》	推动清洁低碳能源相关基础设施项目开展市场化投融资，研究将清洁低碳能源项目纳入基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点范围。
2022/2/9	国家发改委、生态环境部、住建部、国家卫健委	《关于加快推进城镇环境基础设施建设的指导意见》	在不新增地方政府隐性债务的前提下，支持符合条件的企业通过发行企业债券、资产支持证券募集资金用于项目建设，鼓励具备条件的项目稳妥开展基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点。
2022/4/15	证监会	《公开募集基础设施证券投资基金（REITs）业务指引第 3 号——新购入基础设施项目（试行）（征求意见稿）》	规范和引导 REITs 基金存续期间新购入基础设施项目及相关扩募、信息披露等事项的基本规则，对新购入项目业务全流程节点、扩募份额发售等关键事项进行规定。
2022/5/19	水利部	《关于推进水利基础设施投资信托基金（REITs）试点工作的指导意见》	推进水利基础设施投资信托基金（REITs）试点工作；锚定盘活水利基础设施存量资产、扩大水利基础设施有效投资的目标，建构水利基础设施存量资产和新增水利基础设施投资的良性循环机制。
2022/5/25	国务院	《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》	《意见》就进一步盘活存量资产、扩大有效投资提出相关意见，指出要推动基础设施公募 REITs 的健康发展。这是国家层面首次以书面方式对 REITs 的重要性进行

			确认
2022/5/25	证监会	《新购入基础设施项目（试行）》	推出 REITS 扩募机制，有利于 REITS 通过增发份额收购资产，开展并购重组活动，进一步促进投融资良性循环。
2022/5/27	中国证监会办公厅、国家发展改革委办公厅联合发布	《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》	严格落实房地产市场调控政策，在发起主体、回收资金用途等方面构建了有效的隔离机制，压实参与机构责任，切实防范 REITs 回收资金违规流入商品住宅和商业地产开发领域。
2022/5/30	国家发改委、国家能源局发布	《关于促进新时代新能源高质量发展实施方案的通知》	研究探索将新能源项目纳入基础设施不动产投资信托基金（REITs）试点支持范围。
2022/6/10	国务院	《关于印发城市燃气管道等老化更新改造实施方案（2022—2025 年）的通知》	支持专业经营单位采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据进行债券融资。优先支持符合条件、已完成更新改造任务的城市燃气管道等项目申报基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目。

资料来源：各级政府官方网站，光大证券研究所整理

2) 项目发行节奏低于预期。我们在年初判断今年将是 REITs 大年，预计将发行数十只 REITs，体量或可达 1500-2000 亿元。但截至 2022 年 6 月 25 日，今年已发行或即将发行的 REITs 仅有 3 只，其中已发行 2 只 REITs（华夏中国交建 REIT 和国金中国铁建 REIT），即将发行 1 只（鹏华深圳能源 REIT，预计 7 月 6 日发行），整体进度低于预期。

我们认为，发行节奏偏慢的主要原因在于：各 REITs 项目的非标属性较强，从产品设计、项目申报到监管审核等各个环节的工作量比较大，耗时间比较长。

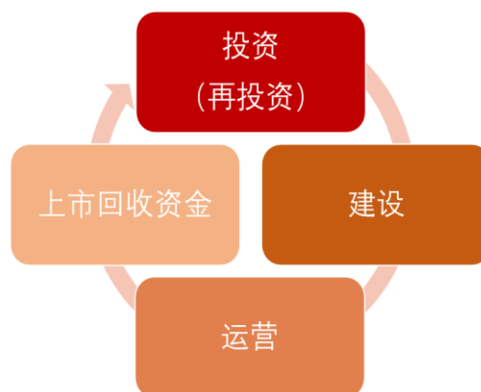
3、重申 REITs 对基建投资的意义，判断后续 REITs 发行挂牌将提速

经济下行期，REITs 是重要的信用扩张工具，对基建投资具有重要意义

1) 通过 REITs 盘活存量资产回笼资金扩大再投资，实现基建的持续扩张。原始权益人通过 REITs 市场盘活存量资产，可回笼前期沉淀的资金；这一过程中，其资产负债表得到改善、资产由重转轻。同时，回收的权益性资金可通过杠杆效应扩大再投资规模，可在不提升负债率的前提下，实现基建投资的持续稳定扩张。

目前，受限于 REITs 市场体量，直接回笼的资金规模较小、对基建投资的直接拉动作用有限；但未来随着市场的不断扩容，REITs 对基建投资的直接贡献将逐步显现。

图 4：“投资-建设-运营-上市回收权益性质资金-杠杆效应扩张（再投资）”循环



资料来源：光大证券研究所绘制

2) REITs 可缩短资金回收久期、提升投资回报率（项目内部收益率+资本增值），进而提高相关各方的投资意愿。社会资本参与基建投资的核心制约在于其权益部分退出较难：通常基建项目单体投资规模较大，且面临回报周期较长、回报率不高（IRR 在 6%左右）等现实情况，若缺乏较好的退出通道，社会资本参与相关投资的意愿不高。

REITs 有效解决了基建项目流动性及回报率低的问题：流动性方面，项目运营满 3 年即可申请在 REITs 市场上市，极大缩短资金回收期；回报率方面，项目不仅具备良好的内部收益率，同时上市后二级市场投资回报较高（目前首批 9 只 REITs 过去一年的综合收益率高达 27%）。因而，不论从流动性及收益表现等角度，REITs 均能有效提升相关各方参与基建项目投资的热情。

3) REITs 引导基建投资者的预期、增强其投资信心：运营三年后，项目可以通过 REITs 实现有效退出，则投资者的资金占用压力降低，对于中长期负债率的担忧亦降低，故可在现阶段加大对基建类项目的投入力度，从而带动基建投资的增长。

我们预计后续 REITs 发行挂牌将提速

后续 REITs 发行将加速的主要原因在于：

- 1) 政策支持力度较大，各地方、各企业均积极参与 REITs 发行。
- 2) 参与各方及监管部门，对此类非标项目的处理经验日渐增加。
- 3) 后期项目扩募，亦将缩短发行流程。
- 4) 当前处于实质性推进阶段的储备项目较多，具备加速发行 REITs 的基础。年初发改委指出，当前有 100 多单 REITs 项目处于实质性推进阶段；同时，根据交易所公布的信息，目前有 4 只 REITs 处于已申报、在审核阶段。

表 5：目前有 4 只 REITs 处于已申报在审核阶段

公募 REITs 名称	管理人	项目状态	更新日期	受理日期
华泰紫金江苏交控高速公路封闭式基础设施证券投资基金	华泰资管	已反馈	2022-06-17	2022-05-06
中金厦门安居保障性租赁住房封闭式基础设施证券投资基金	中金基金	已反馈	2022-06-17	2022-05-30
国泰君安临港东久智能制造产业园封闭式基础设施证券投资基金	国泰君安资管公司	已反馈	2021-10-29	2021-10-15
红土创新深圳人才安居保障性租赁住房封闭式基础设施证券投资基金	红土创新基金管理有限公司	已问询	2022-06-17	2022-05-30

资料来源：上交所官网，深交所官网，光大证券研究所整理

4、投资建议

解禁潮过后，进一步确认 REITs 运营资产估值溢价将长期存在；最终将会影响 A 股对该类资产的估值定价体系。建议关注运营资产占比较高或旗下已有资产挂牌 REITs 平台的企业，如：中国交建、中国电建、中国中铁、中国铁建、首创环保、招商蛇口、南山控股。

5、风险提示

二级市场价格大幅波动风险

受经济环境、运营管理等因素影响，基础设施项目市场价值及现金流情况可能发生变化，引起二级市场价格大幅波动。

REITs 项目申报不及预期风险

若相关企业受经济环境等因素影响，申报 REITs 积极性低于预期，则 REITs 市场发展速度将下降，对基建投资的拉动作用可能降低。

政策不及预期风险

REITs 相关政策发行/落地力度不及预期风险。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

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。

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE