

结合国际经验看公募 REITs 的估值和机会

核心观点

- **REITs 是对不动产的收益权进行交易，我国公募 REITs 试点稳步推进，全球 REITs 市值正在快速扩张。**从全球范围来看，REITs 在不同市场展现出不尽相同的收益风险特征，资本利得与分红收益比例较股票均衡长期收益表现较中短期更好。
- **对不同市场进行估值比较分析，REITs 形式上市估值优于上市公司形式，境外市场投资者对中国内地资产收益率要求更高。**国际市场 REITs 市值正在快速扩张，底层资产类型丰富。我们通过选取香港、新加坡、美国等市场上市的持有型物业上市公司及 REITs，进行估值比较分析后得到如下结论：（1）对于资产持有人而言 REITs 形式上市估值优于上市公司形式；（2）国际市场不同类型资产 REITs 收益率要求差异较大，境外投资者对中国内地资产收益率要求较平均更高，公募 REITs 将为内地资产提供更优上市渠道；（3）2000 年以来美国权益型 REITs 估值呈整体上升趋势，估值中枢在 15-20 倍 P/FFO 之间，住宅、基础设施、工业、仓储类型 REITs 的估值高于平均。
- **我国公募 REITs 整体估值较国际市场更高，以资本利得为主的收益表现优秀。**公募 REITs 底层资产具有成熟的经营模式和市场化运营能力，首批上市产品预测可供分配金额的实现度较高。经营权类 REITs 由于剩余期限不同，分派率差异较大，内部收益率是衡量其收益水平更合理的指标。产权类 REITs 截至 2022 年底市价较净资产平均溢价 31.2%，平均股息率为 2.4%，均优于国际市场可比类型 REITs。以股价/可供分配金额观测产权类 REITs 的估值变化，其上市以来估值倍数迅速提升，22 年维持在 30-35 倍的较高水平。高估值推动上市 REITs 价格上涨，已上市产品截至 2022 年底价格涨幅的算术平均值为 15.1%，资本利得占据 REITs 全收益的 90%。新发 REITs 的认购热度持续提升，机构投资者占主导地位。
- **公募 REITs 常态化发行主线确立，首批项目扩募进入实施阶段，底层资产有望继续扩围。**我国基础设施投资存量规模较大，与美国市场相比 REITs 发展尚处于起步阶段，发展空间广阔。REITs 后续发展的三条线索：（1）在常态化发行的政策推动下，REITs 上新速度加快；（2）首批项目扩募进入实施阶段，扩募后基金收益水平提升；（3）政策释放积极信号，底层资产类型有望继续扩围。

投资建议与投资标的

- **REITs 价值体现为持续运营过程中通过底层资产赚取现金流的能力，看好底层资产收益稳定、管理团队运营成熟的 REITs 长期内赢得优秀的收益表现，同时关联方存量资产丰富且优质的 REITs 有望通过扩募提升投资价值。**公募 REITs 的高估值或与较强股性相关，原因在于产权类 REITs 能够受益于底层资产增值获得超额投资收益，需注意增值收益的实现应取决于底层资产的质量和管理运营的能力。从已有 REITs 的扩募情况来看，新购入资产能够提升基金整体收益率，为原份额持有人创造价值，同时为管理团队提供正向激励，看好潜在扩募资产丰富的存量 REITs。
- **公募 REITs 打通了不同业态不动产的投融资退全过程，利好不动产企业盘活优质存量资产。**对于运营成熟、提升潜力中等的不动产资产，REITs 提供了优质出表通道，有助于企业释放资金占用压力。发行人通常作为 REITs 资产的运营方，通过长时间运营稳步提升底层资产价值，进而提升 REITs 价格，形成管理团队在资本市场的信用，放大企业轻资产运营优势。短期内 REITs 市场资金流向物流仓储、产业园区、保租房等泛基础设施资产，中长期来看底层资产或向市场化长租房和商业不动产等扩容，存量资产丰富、质素较高、管理能力优异的房地产企业有望进一步分享 REITs 发展红利。

风险提示

- 现金流分派率不及预期。整体估值波动风险。扩募存在不确定性。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

行业评级

看好（维持）

国家/地区

中国

行业

房地产行业

报告发布日期

2023 年 01 月 31 日



证券分析师

赵旭翔

zhaoxuxiang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860521070001

联系人

张续远

zhangxuyuan@orientsec.com.cn

相关报告

- 春节期间市场惯性下滑，基本面仍将延续 2023-01-31
- 弱复苏：——2023 年第 3-4 周地产周报
- 12 月无明显改善：——12 月统计局数据点评 2023-01-20
- 研究推出保交楼等政策工具：——2023 年第 2 周地产周报 2023-01-17

目 录

综述：我国公募 REITs 持续扩容，全球范围 REITs 处于高速增长区间	5
我国公募 REITs 试点稳步推进	5
REITs 是对不动产的收益权进行交易	6
国际市场 REITs 市值高速增长，底层资产类型丰富	7
REITs 长期收益表现占优，资本增值与分红收益比例均衡	9
国际比较：REITs 形式上市能提供一定程度的估值优势	11
不动产资产以上市公司形式上市折价率较深	11
市净率维度下，REITs 形式上市更具估值优势	12
股息率维度下，境外市场投资者对内地资产 REITs 的收益要求更高	14
美国 REITs 估值呈整体上升趋势，波动较股票市场更小	16
公募 REITs：底层资产优质，高估值赢得高收益	17
公募 REITs 底层资产具有成熟的经营模式和市场化运营能力	17
产权类估值优于国际市场，经营权类需关注剩余期限	21
上市以来收益表现亮眼，资本利得为主要来源	23
认购热度持续提升，机构投资者份额占比较高	25
展望：首发与扩募并进，底层资产或继续扩围	27
公募 REITs 市场发展空间广阔	27
常态化发行主线确立，REITs 发行进入快车道	27
首批扩募项目蓄势待发，底层资产有望继续扩围	28
投资建议	30
风险提示	30

图表目录

图 1：我国公募 REITs 简要发展历程	5
图 2：目前已有 25 只公募 REITs 成功发售，24 只已上市	6
图 3：权益型 REITs 在美国市场占据主流	7
图 4：1990-2021 年全球 REITs 发行数量迅速增长	8
图 5：1990-2021 年全球 REITs 总市值迅速扩张	8
图 6：1990-2021 年各地区在发行 REITs 数量占比	8
图 7：1990-2021 年各地区 REITs 总市值（十亿美元）	8
图 8：美国 REITs 不同底层资产类型市值分布	9
图 9：日本 REITs 不同底层资产类型市值分布	9
图 10：收租型资产收益弹性大、股性偏强，收费型资产收入稳定、债性偏强	9
图 11：REITs 中短期收益随市场而不同	10
图 12：REITs 长期收益在主要市场均优于股票	10
图 13：美国市场 REITs 与股票全收益表现比较	10
图 14：日本市场 REITs 与股票全收益表现比较	10
图 15：美国权益型 REITs 总收益构成情况	11
图 16：标普 500 总收益构成情况	11
图 17：日本 REITs 总收益构成情况	11
图 18：日经 225 总收益构成情况	11
图 19：商业不动产以上市公司形式和 REITs 形式市值较净资产溢价/折价率比较	13
图 20：2021 年中国香港市场 REITs 不同类型资产股息率情况（%）	15
图 21：2021 年新加坡市场不同类型资产 REITs 股息率情况（%）	15
图 22：2021 年美国市场权益型 REITs 不同类型资产平均股息率情况（%）	15
图 23：美国权益型 REITs 与标普 500 相对估值指标对比	17
图 24：已上市公募 REITs 不同资产类型数量分布	18
图 25：已上市公募 REITs 不同资产类型市值分布	18
图 26：REITs 底层资产以收益法计量公允价值时较历史成本产生增值	19
图 27：经营权类 REITs 现金流分派率与剩余期限有关	20
图 28：2021 年上市的 11 只公募 REITs 市值较净资产溢价/折价情况	21
图 29：2021 年上市的 11 只公募 REITs 股息率（TTM）	22
图 30：产权类 REITs 平均股价/可供分配金额	22
图 31：各只产权类 REITs 股价/可供分配金额	22
图 32：公募 REITs 上市以来二级市场价格涨幅	23
图 33：公募 REITs 价格涨幅与沪深 300 对比	24
图 34：目前资本利得构成公募 REITs 收益主要部分	24

图 35: 产权类 REITs 价格涨幅高于经营权类 REITs	24
图 36: 不同底层资产 REITs 价格涨幅	24
图 37: 公募 REITs 基金份额配售情况	26
图 38: 公募 REITs 持有结构以机构投资者为主	26
图 39: 机构投资者认购情况	26
图 40: 我国基础设施投资完成额及同比增速	27
图 41: 公募 REITs 市值规模迅速扩大	28
图 42: 5 只 REITs 拟购入资产与原资产估值对比	29
表 1: 不同市场 REITs 对资产投向和收益分配均进行严格要求	7
表 2: A 股、港股、新加坡上市商业地产及物流地产公司具体估值情况	12
表 3: 香港、新加坡、美国上市 REITs 不同类别底层资产估值情况	13
表 4: 商业不动产以上市公司形式和 REITs 形式市值较净资产溢价/折价率比较	13
表 5: 2021 年中国香港、新加坡、美国市场不同资产类型 REITs 股息率 (%)	14
表 6: 2021 年香港市场内地资产和香港本地资产 REITs 股息率对比	16
表 7: 2021 年新加坡市场内地资产和其他地区资产 REITs 股息率对比	16
表 8: 已发行公募 REITs 底层资产基本情况	17
表 9: 产权类 REITs 使用收益法估价时选取的折现率相对更低	19
表 10: 2021 年第一批上市公募 REITs 实际可供分配金额均高于招募说明书中的预测值	21
表 11: 产权类 REITs 与香港、新加坡上市内地资产 REITs 比较	22
表 12: 公募 REITs 询价和认购情况 (按发行时间顺序)	25
表 13: 公募 REITs 常态化发行主线确立	28
表 14: 5 单 REITs 扩募拟置入资产情况及对基金收益率的影响	29

综述：我国公募 REITs 持续扩容，全球范围 REITs 处于高速增长区间

我国公募 REITs 试点稳步推进

我国 REITs 市场起步较晚，2014 年设立的中信启航专项资产管理是我国第一只类 REITs 产品，但此类产品在设计、发行、流动性、投资回报等诸多方面均与海外标准化 REITs 产品存在一定差异。2020 年 4 月证监会、发改委发布《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》，标志着我国正式进入公募 REITs 时代。

我国公募 REITs 规则制度逐步完善，市场稳步扩容。2021 年 6 月首批 9 只基础设施公募 REITs 在沪深交易所上市，底层资产覆盖高速公路、生态环保、产业园区和仓储物流四种类型。首批 REITs 上市后，发改委出台《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》，进一步扩展试点区域和行业。2022 年 5 月证监会指导证券交易所制定发布《新购入基础设施项目（试行）》，支持上市 REITs 通过扩募等方式收购资产，加大 REITs 市场建设力度。7 月深圳红土能源 REIT 上市，8 月三只保障房 REITs 上市，12 月证监会表示正研究推动试点范围拓展到市场化的长租房及商业不动产等领域，公募 REITs 正在稳步扩容和多样化。截至 2022 年底累计已有 25 只公募 REITs 成功发售，24 只已上市，包含 6 类底层资产，另外 4 只首发、5 只扩募 REITs 申请受理中，基础设施公募 REITs 常态化发行正在加快推进。

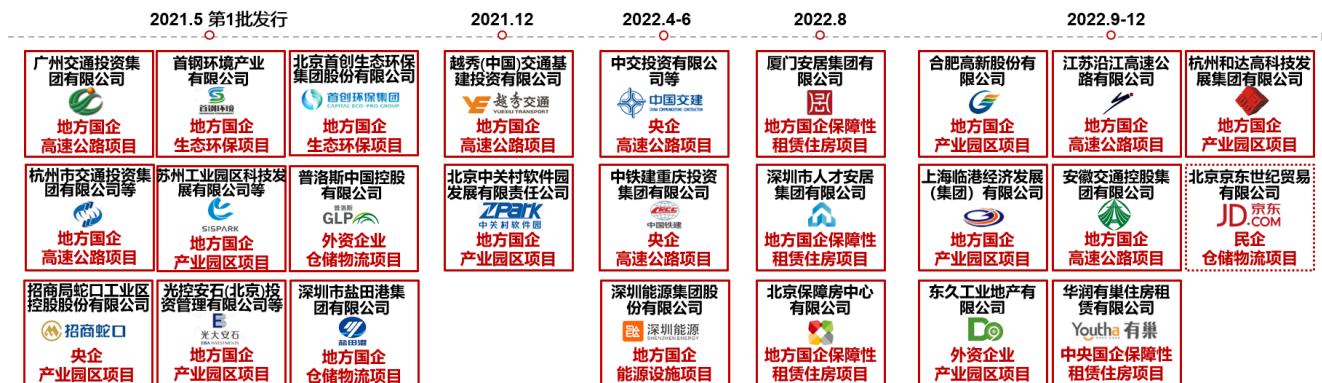
图 1：我国公募 REITs 简要发展历程



数据来源：证监会官网，观点地产网等，东方证券研究所绘制

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 2：目前已有 25 只公募 REITs 成功发售，24 只已上市



数据来源：Wind，东方证券研究所绘制

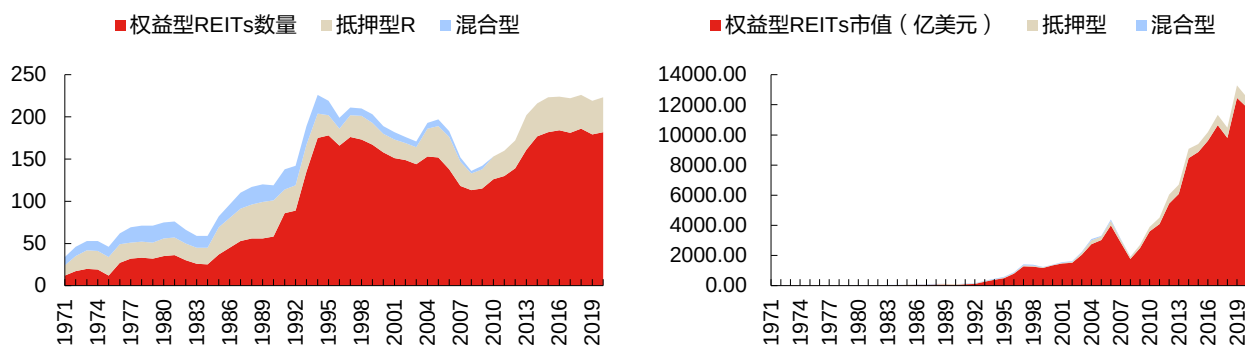
REITs 是对不动产的收益权进行交易

REITs 是把流动性较低、非证券形态的不动产直接转化为资本市场上可流通交易基金的金融过程，兼具不动产属性和金融属性。对投资者而言，藉由不动产的证券化及许多投资人的资金集资，没有庞大资本的一般投资人也能以较低门槛参与不动产市场，获得不动产市场交易、租金与增值所带来的获利，不需实质持有不动产标的，并可在证券市场交易。对不动产企业而言，REITs 作为一种结构化投融资工具，可为企业提供传统融资途径以外的融资手段，优化企业资产负债结构，实现轻资产运营。

按投资标的类型可分为权益型 REITs、抵押型 REITs 和混合型 REITs，权益型 REITs 占据主流。以 REITs 发展最为成熟的美国市场为例，权益型 REITs 在数量和市值上均占据主流，截至 2020 年美国权益型 REITs 的数量和市值占美国整体 REITs 市场的比重分别为 81.61% 和 94.79%。此外，按组织形式可分为公司型 REITs 和契约型 REITs，按资金募集方式和产品流通特点可分为公募 REITs 和私募 REITs，按底层资产类型可分为产权类 REITs 和特许经营权类 REITs。

REITs 对资产投向和收益分配进行严格要求，呈现税收中性特点。为了最大化发挥 REITs 的效用，其投向不动产的资金比例被严格规定，对不动产以外的投资予以限制。REITs 具有强制派息特点，其产生的绝大部分收益都被要求分配给投资者，典型国家的分红比例均要求在 90% 以上。国际市场中，REITs 通常享受超出上市公司的税收支持政策，不因本身的结构带来新的税收负担，某些国家和地区还给予一定的税收优惠，在不同征税环节避免重复征税，因此 REITs 呈现税收中性特点。

图 3：权益型 REITs 在美国市场占据主流



数据来源：Nareit，东方证券研究所

表 1：不同市场 REITs 对资产投向和收益分配均进行严格要求

基本要素	美国	澳大利亚	英国	日本	新加坡	加拿大	中国香港	中国内地
主体类型	公司型	契约型	公司型	公司型	契约型	契约型	契约型	契约型
是否上市	非强制上市	非强制上市	强制上市	非强制上市	强制上市	强制上市	强制上市	条件上市
不动产配置比例	75%	NA	75%	上市 70% 非上市 95%	75%	90%	70%	80%
不动产收入比例	上市 75% 非上市 85%	NA	75%	NA	90%	上市 75% 非上市 90%	NA	NA
杠杆率	NA	NA	NA	NA	45%	NA	45%	28.60%
最低分红比例	90%	NA	90%	90%	90%	通常为 100%	90%	90%
税收优惠政策	REIT 层级可 免征部分企业 所得税	REIT 层级 可免征部分 企业所得税	REIT 层级 可免征部分 企业所得 税；个人投 资者免征分 红所得税	REIT 层级可 免征部分企 业所得税	REIT 层 级可免征 部分企业 所得税； 个人投资 者免征分 红所得税	REIT 层级可 免征部分企 业所得税	无优惠	资产重组 及发行阶 段递延企 业所得 税；收益 分配阶段 暂无优惠

数据来源：深交所，艾瑞咨询，东方证券研究所

国际市场 REITs 市值高速增长，底层资产类型丰富

REITs 最早 1960 年起源于美国，至今已有逾 60 年的发展历史。截至 2021 年末，REITs 已扩展至全球 41 个国家和地区，成为全球不动产投资的重要组成部分。

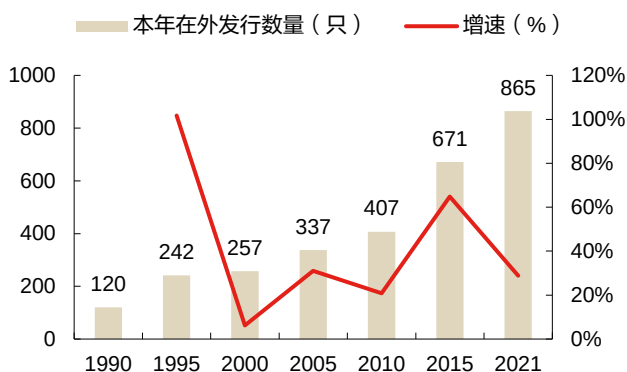
全球 REITs 正处于高速发展时期，覆盖国家和地区不断增多，市值迅速扩张。根据 Nareit 数据统计，过去三十年的全球 REITs 数量从 1990 年的 120 只扩张到 2021 年的 865 只，总市值由 1990 年的 178 亿美元增长至 2021 年的 2.5 万亿美元，年复合增长率 17.3%。覆盖的国家和地区的 GDP 总和占全球 GDP 比重从 1990 年的 28% 上升至 85%，目前已扩展至全球 41 个国家和地区。

美国 REITs 市场发展最为成熟，日本、新加坡和中国香港是亚洲主要的 REITs 市场。根据 Nareit 数据，目前 1.45 亿美国人即 44% 的美国家庭拥有 REITs 投资，总市值超 1.62 万亿美元，约占

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

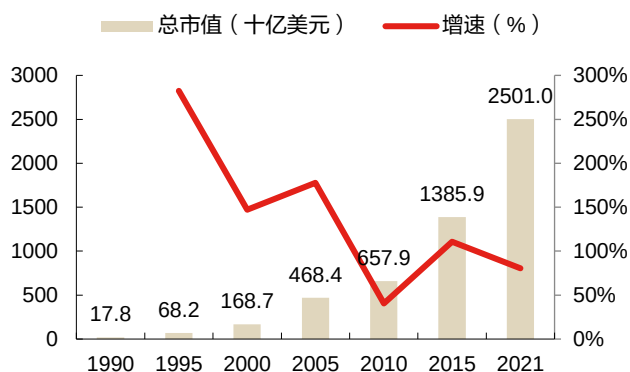
REITs 全球总市值的 65%，遥遥领先世界其他市场。相比于美国，亚洲 REITs 市场发展较晚，但近年来发展迅速。亚洲地区 REITs 发行数量从 2005 年的 31 只爆发式增长到 2021 年的 216 只，数量占全球市场比重从 9.2% 上升至 25.2%，总市值从 2010 年的 829 亿美元增长至 2021 年的 2952 亿美元。根据戴德梁行数据，截至 2021 年末日本、新加坡、中国香港三地 REITs 市值合计占亚洲市场 REITs 总市值的比重近九成。

图 4：1990-2021 年全球 REITs 发行数量迅速增长



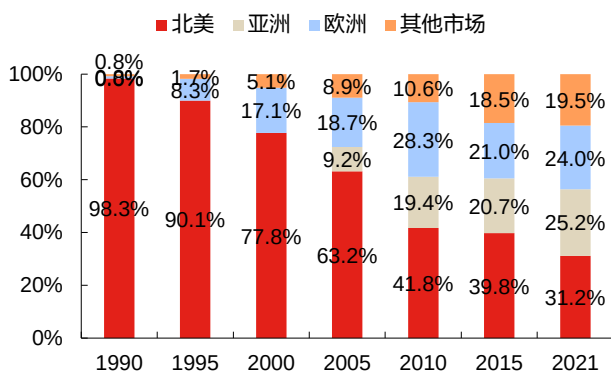
数据来源：Nareit，东方证券研究所

图 5：1990-2021 年全球 REITs 总市值迅速扩张



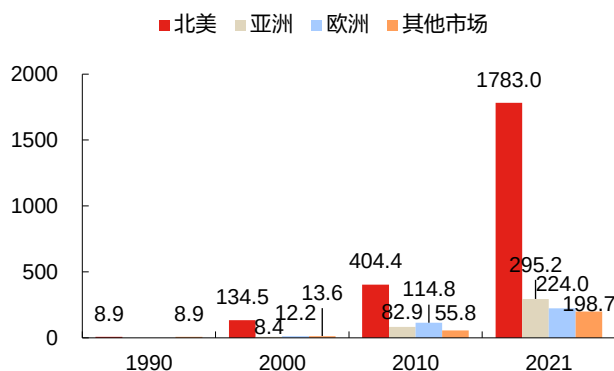
数据来源：Nareit，东方证券研究所

图 6：1990-2021 年各地区在发行 REITs 数量占比



数据来源：Nareit，东方证券研究所

图 7：1990-2021 年各地区 REITs 总市值（十亿美元）



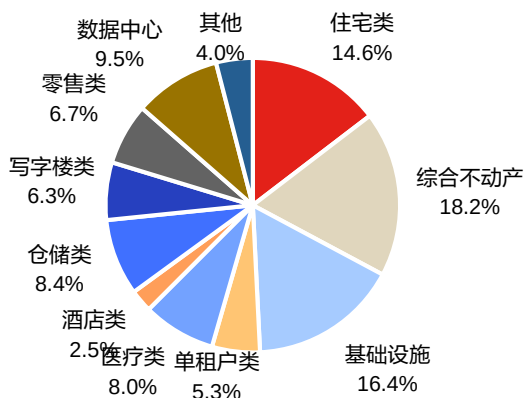
数据来源：Nareit，东方证券研究所

国外成熟市场 REITs 可投资的底层资产丰富，基本涵盖所有物业类型。常见的底层资产类型包括公寓类、购物中心类、写字楼类、工业仓储类、医疗健康类、酒店类、市政设施类等。美国 REITs 市场截至 2021 年末市值占比最高的底层资产类型依次为综合类、基础设施和住宅类资产，分别占比 18.2%、16.4%、14.6%。日本市值占比最高的 REITs 底层资产类型依次为综合类、写字楼类和工业类资产，市值分别占比 27.4%、26.9%、16.6%。

不同类型底层资产因经营模式不同而呈现偏股性和偏债性的区别。REITs 作为二级市场基金，不仅可以上市流通转让，同时还兼具股和债的双重属性。租金收入类资产市场化程度高，收益弹性大，股性偏强，例如购物中心、写字楼、产业园区、物流仓储等；收费类资产市场化程度低，较多为特许经营权类资产，收益弹性较小，债性偏强。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

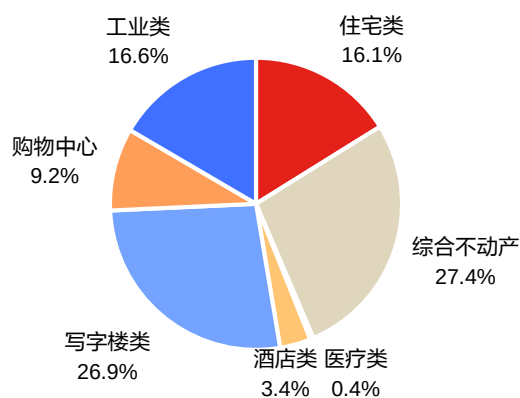
图 8：美国 REITs 不同底层资产类型市值分布



注：数据截至 2022 年 6 月 30 日

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

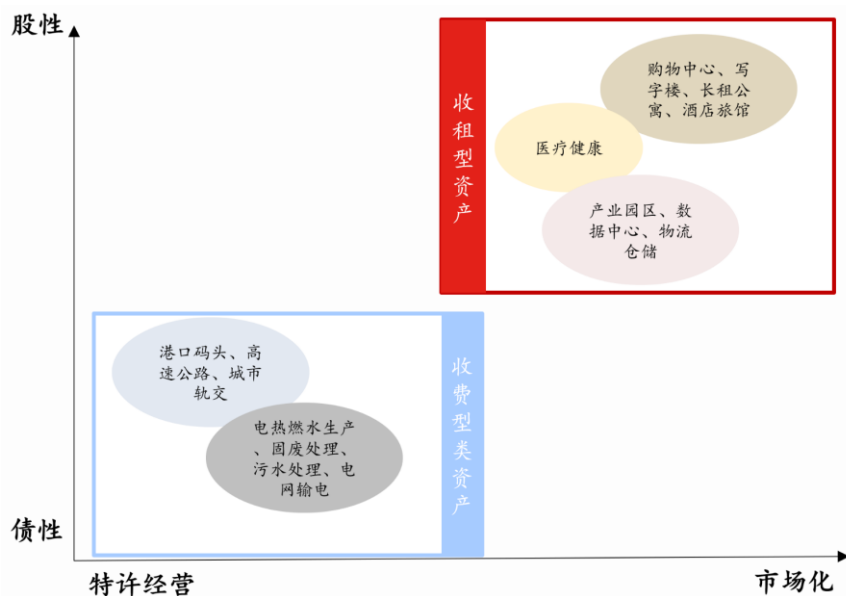
图 9：日本 REITs 不同底层资产类型市值分布



注：数据截至 2022 年 6 月 30 日

数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 10：收租型资产收益弹性大、股性偏强，收费型资产收入稳定、债性偏强

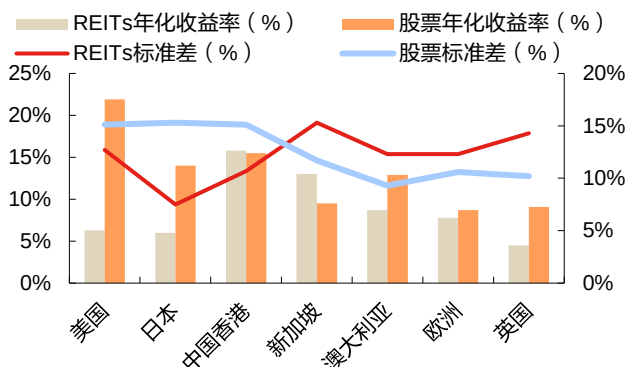


数据来源：东方证券研究所绘制

REITs 长期收益表现占优，资本增值与分红收益比例均衡

从全球范围来看，REITs 在不同市场展现出不尽相同的收益风险特征，长期收益表现较中短期更好。对投资者而言，REITs 的流动性较好，兼具股债双重属性，其投资收益由分红收入和资本利得两部分组成，二级市场的价格波动也导致了 REITs 具有收益风险。将全球主要市场 REITs 的收益特征按时间维度划分为中短期（3 年）和长期（10 年），REITs 在中短期的收益特征随市场变化而不同，而长期收益较中短期收益提升明显，在大部分主要市场的表现略高于股票。

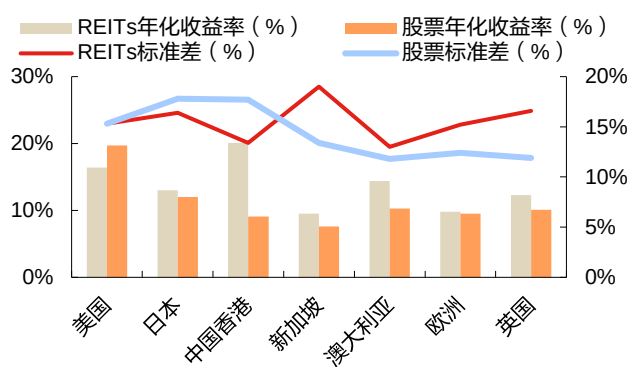
图 11: REITs 中短期收益随市场而不同



注：数据时间范围为 2016-2018 年

数据来源：《中国 REITs 市场建设—蔡建春等》，东方证券研究所

图 12: REITs 长期收益在主要市场均优于股票



注：数据时间范围为 2009-2018 年

数据来源：《中国 REITs 市场建设—蔡建春等》，东方证券研究所

用全收益指数追踪 REITs 和股票的相对收益表现，REITs 在样本市场的表现更好。以美国和日本市场为例，对比 REITs 和股票加总分红收益和价格增值收益的全收益。美国富时全美权益型 REITs 指数自 2000 年到 2022 年的年化收益率约 10.0%，同期标普 500 指数的年化收益率约 6.5%，美国权益型 REITs 的长期收益表现明显优于股票。日本东京交易所 REITs 指数自 2003 年 8 月创立至 2022 年 8 月的年化收益率约 7.1%，而同期日经 225 指数的年化收益率约 6.8%，日本 REITs 的收益表现也略优于股票市场。

图 13: 美国市场 REITs 与股票全收益表现比较



注：所用指数均以 2000 年 1 月 31 日收盘价为基数 100 重新调整计算

数据来源：Nareit, Wind, 东方证券研究所

图 14: 日本市场 REITs 与股票全收益表现比较

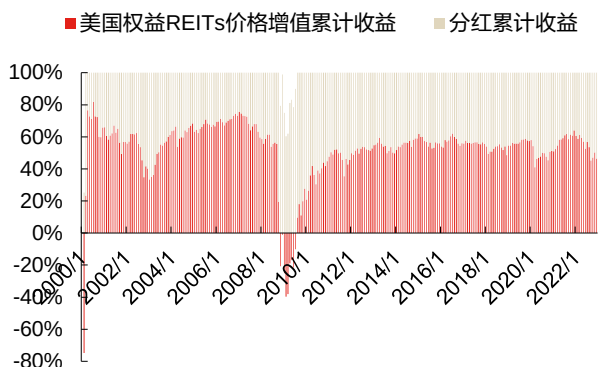


注：所用指数均以 2003 年 9 月 1 日收盘价为基数 100 重新调整计算

数据来源：Investing.com, Wind, 东方证券研究所

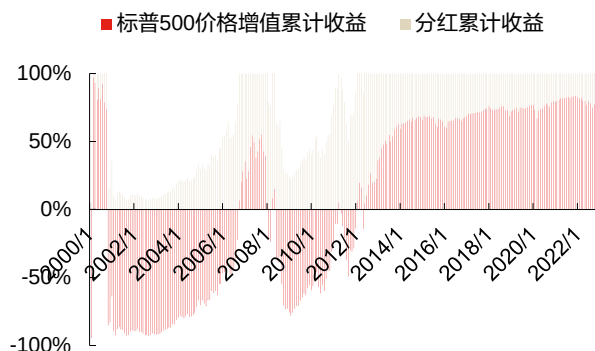
REITs 的资本增值与分红收益比例较股票更均衡，故长期持有收益更加稳定。无论是美国还是日本的 REITs 市场，以较长期限来看 REITs 的资本增值收益与分红收益占比基本维持在均衡水平，而股票收益中的绝大部分来自于估值上浮的资本利得，收益波动性可能更大。单从 REITs 价格增值收益来看，资本利得体现了 REITs 资产价值的增长和资产溢价/折价两个方面，受到资产运营、市场供需和市场偏好等因素影响。

图 15：美国权益型 REITs 总收益构成情况



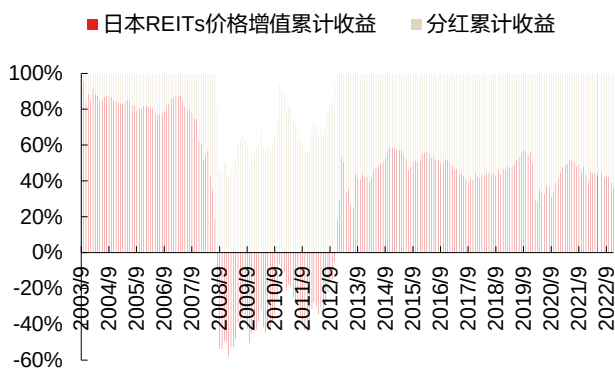
数据来源：Nareit, Wind, 东方证券研究所

图 16：标普 500 总收益构成情况



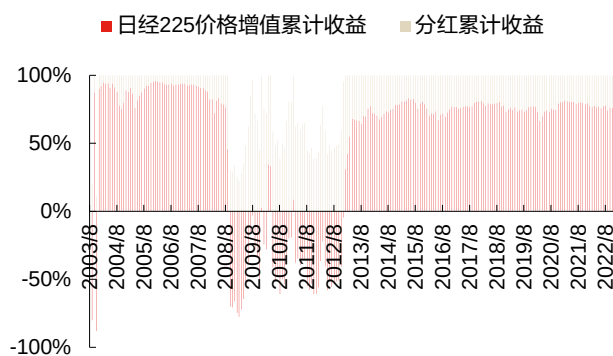
数据来源：Wind, 东方证券研究所

图 17：日本 REITs 总收益构成情况



数据来源：Investing.com, Wind, 东方证券研究所

图 18：日经 225 总收益构成情况



数据来源：Wind, 东方证券研究所

国际比较：REITs 形式上市能提供一定程度的估值优势

不动产资产以上市公司形式上市折价率较深

使用公允价值计量的不动产资产以上市公司形式上市折价率较深。我们选取了 A 股、港股、新加坡以不动产经营为主要业务的上市公司样本 18 家，对比代表性上市公司 2021 年的估值情况，我们发现公允价值计量方法在国际市场上更加常用，且不动产资产以上市公司形式上市折价率较深。

具体来看，2021 年仅 A 股上市公司市价较净资产平均有 11% 的溢价，主要业务位于大陆的港股上市商业公司、主要业务位于香港的港股上市商业公司及新加坡上市商业公司市价较净资产的折价率均较深，折价率平均值分别为 73%、52%、33%。A 股样本公司市价较净资产溢价的原因在于 A 股上市公司多以成本法计量不动产，导致投资性房地产账面价值远低于市场价值，占总资产比例较低，进而出现为股票的估值溢价。如果仅考虑公允价值计量不动产的 A 股样本公司，2021 年市价较净资产折价率为 54%。

物流地产上市公司估值更高，中国内地资产在香港市场以上市公司形式上市折价率更深。2021年港股物流地产公司市价较净资产均产生了溢价，较商业地产公司估值表现更好。仅考虑商业地产公司的市净率，业务位于内地的上市公司折价率较香港本地上市公司更深。

表 2：A 股、港股、新加坡上市商业地产及物流地产公司具体估值情况

代码	公司名称	类型	地区	分红率 (%)	股息率 (%)	每股股价 (元/股)	P/B	市价较净资产溢价/折价	投资性房地产占比	每股净资产 (元)	计量方法
600007.SH	中国国贸	商业	大陆	59.0	4.2	14.40	1.68	68%	54%	8.57	成本
600663.SH	陆家嘴	商业	大陆	50.1	4.9	10.86	1.94	94%	32%	5.60	成本
600622.SH	光大嘉宝	商业	大陆	30.4	2.5	2.92	0.62	-38%	25%	4.74	成本
000402.SZ	金融街	商业	大陆	5.5	0.5	5.66	0.46	-54%	24%	12.42	公允价值
000031.SZ	大悦城	商业	大陆	0.0	0.0	3.73	0.85	-15%	15%	4.40	成本
持有型物业 A 股上市公司				29.0	2.4	-	1.11	11%	23%	-	-
仅考虑公允价值计量资产的样本				5.5	0.5	-	0.46	-54%	24%	-	-
0004.HK	九龙仓集团	商业	大陆	20.3	1.7	23.95	0.45	-55%	30%	43.35	公允价值
0207.HK	大悦城地产	商业	大陆	0.0	0.0	0.40	0.17	-83%	47%	1.98	公允价值
0410.HK	SOHO 中国	商业	大陆	0.0	0.0	1.72	0.20	-80%	90%	6.96	公允价值
业务主要位于大陆的港股商业地产公司				6.8	0.6	-	0.27	-73%	46%	-	-
0012.HK	恒基地产	商业	香港	66.0	5.4	33.20	0.48	-52%	47%	56.58	公允价值
0016.HK	新鸿基地产	商业	香港	53.8	5.2	94.60	0.46	-54%	50%	170.51	公允价值
0083.HK	信和置业	商业	香港	63.5	8.5	9.71	0.48	-52%	34%	17.46	公允价值
0101.HK	恒隆地产	商业	香港	90.7	4.9	16.04	0.51	-49%	79%	25.75	公允价值
1972.HK	太古地产	商业	香港	78.0	4.9	19.54	0.39	-61%	79%	40.83	公允价值
1997.HK	九龙仓置业	商业	香港	90.6	3.3	39.60	0.58	-42%	89%	55.50	公允价值
业务主要位于香港的港股商业地产公司				73.8	5.4	-	0.48	-52%	59%	-	-
1589.HK	中国物流资产*	物流	大陆	0.0	0.0	4.30	1.05	5%	92%	3.35	公允价值
1821.HK	ESR	物流	大陆	0.0	0.0	26.35	2.64	164%	40%	8.15	公允价值
业务主要位于大陆的港股物流地产公司				0.0	0.0	-	1.85	85%	55%	-	-
UOL.SG	华业集团	商业	新加坡	55.2	2.1	33.44	0.59	-41%	54%	56.80	公允价值
C09.SG	城市发展	商业	新加坡	205.2	1.1	31.31	0.74	-26%	17%	42.04	成本
新加坡上市商业地产公司				130.2	1.6	-	0.67	-33%	34%	-	-
仅考虑公允价值计量资产的样本				55.2	2.1	-	0.59	-41%	54%	-	-

注：样本上市公司数据选取时间均为 2021 年 12 月 31 日，中国物流资产于 2022 年 7 月退市。

数据来源：Wind, Bloomberg, 东方证券研究所

市净率维度下，REITs 形式上市更具估值优势

香港和新加坡 REITs 的底层资产以公允价值入账，整体市价较净资产仍有折让。我们选取样本包含 12 只香港 REITs，42 只新加坡 REITs，197 只美国权益型 REITs，截至 2021 年底香港、新加坡上市 REITs 市价较净资产平均分别有 44.5%、4.5% 的折价率，美国权益型上市 REITs 市价较净资产溢价 226%。香港 REITs 并不是很活跃，平均折价率较新加坡市场高。由于美国投资性物业适用成本法记账，其账面净资产价值与市价可能存在较大差异，在市净率维度下可比性不足。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

酒店类资产折价最深，医疗类和以仓储物流为主的工业类 REITs 更具估值优势。香港工业类 REITs 的折价率处在相对低位，新加坡医疗类和工业类 REITs 估值也较其他类型资产更高，原因可能是医疗类和工业类（主要为仓储物流）不动产的经营收入受疫情影响较小或有积极影响，当前阶段更受投资者青睐。酒店类资产收入受疫情影响最为严重，在三个市场的折价率都最深。

表 3：香港、新加坡、美国上市 REITs 不同类别底层资产估值情况

行业	市价较净资产溢价率/折价率		
	香港 REITs	新加坡 REITs	美国权益型 REITs
零售类	-24.2%	-19.1%	*177.8%
写字楼类	-47.1%	-18.2%	*49.5%
酒店类	-63.4%	-19.4%	*27.1%
综合类	-53.6%	-	*254.9%
商业类不动产资产	-45.6%	-18.9%	*191%
工业类	-32.0%	17.5%	*401.3%
医疗类	-	49.4%	*97.9%
基础设施	-	-	*860.2%
住宅及公寓类	-	-	*444.2%
所有类别资产平均	-44.5%	-4.5%	*226.4%

*注：样本 REITs 数据选取时间均为 2021 年 12 月 31 日，香港和新加坡上市 REITs 的投资性房地产以公允价值入账，美国上市 REITs 的投资性房地产以成本法入账。

数据来源：Wind, Bloomberg, 东方证券研究所

不动产资产以企业整体形式上市较以 REITs 形式上市折价率更深。将前述样本上市公司与可比的商业不动产类 REITs 的市净率进行对比，可以发现以上市公司形式上市的估值较以 REITs 形式上市的估值更低，主要原因是 REITs 底层多为成熟物业，强制派息政策规避了用资产运营收益对其他项目进行投资的不确定性；而上市公司没有分红比例的承诺，投资者较难认可尚未发生的资产增值和处置收益，因此要求更高的资本化率导致公司估值偏低。

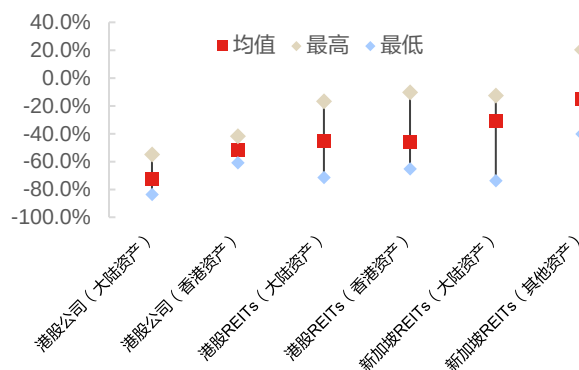
表 4：商业不动产以上市公司形式和 REITs 形式市值较净资产溢价/折价率比较

类型	净资产溢价/折价率		
	最低	均值	最高
港股公司（内地资产）	-83.5%	-72.7%	-54.8%
港股公司（香港资产）	-60.9%	-51.6%	-41.7%
港股 REITs（内地资产）	-71.3%	-45.3%	-16.5%
港股 REITs（香港资产）	-65.1%	-45.8%	-10.2%
新加坡 REITs（内地资产）	-73.6%	-30.4%	-12.6%
新加坡 REITs（其他资产）	-40.0%	-16.3%	20.4%

注：数据选取时间为 2021 年 12 月 31 日

数据来源：Wind, Bloomberg, 东方证券研究所

图 19：商业不动产以上市公司形式和 REITs 形式市值较净资产溢价/折价率比较



注：数据选取时间为 2021 年 12 月 31 日

数据来源：Wind, Bloomberg, 东方证券研究所

股息率维度下，境外市场投资者对内地资产 REITs 的收益要求更高

股息率可作为 REITs 直接有效的相对估值方法。以市价较净资产折让率来衡量 REITs 的估值水平在采用公允价值计量资产价值的市场比较有效，但对于资产价值以成本法入账的市场，净资产与底层资产真实价值偏离较大。美国市场常采用 P/FFO 作为 REITs 的相对估值指标，FFO 与可供分配现金流的差异体现在非经常性损益、运营支出和外部借款等方面，通常两者可以相互代替。由于 REITs 有明确的高分红比例限制，在不同市场间进行比较时，股息率是一个更直接有效的指标。

2021 年 12 只港股 REITs 平均股息率 6.57%，最高为 9.92%（招商局商业房托），最低为 3.21%（朗廷酒店投资）；42 只新加坡上市 REITs 的平均股息率为 6.36%，最高为 22.86%（Elite 英国办公楼 REIT），最低为 0.96%（亚腾美国酒店信托）；197 只美国权益型 REITs 的平均股息率为 3.55%。分市场来看，美国市场各类型资产 REITs 股息率明显低于其他市场，新加坡市场上市 REITs 的平均股息率也略低于香港市场。REITs 发展较成熟的市场的投资者对于该类品种的理解更深入，因而会给予更高估值。

投资者在不同市场上对资产类型表现出不同的偏好，三地市场对写字楼资产的收益率要求普遍更高，对工业资产的收益率要求普遍更低。2021 年中国香港市场平均股息率最低的是工业物流类（4.95%），最高的是写字楼类 REITs（8.39%）；新加坡市场平均股息率较低的是酒店类 REITs（3.88%）和工业类 REITs（5.40%），股息率最高的是写字楼类 REITs（8.84%）；美国市场平均股息率较低的是住宅类 REITs（2.25%）、酒店类 REITs（2.76%）和基础设施 REITs（2.89%），较高的是医疗类 REITs（4.89%）和写字楼类 REITs（4.13%）。

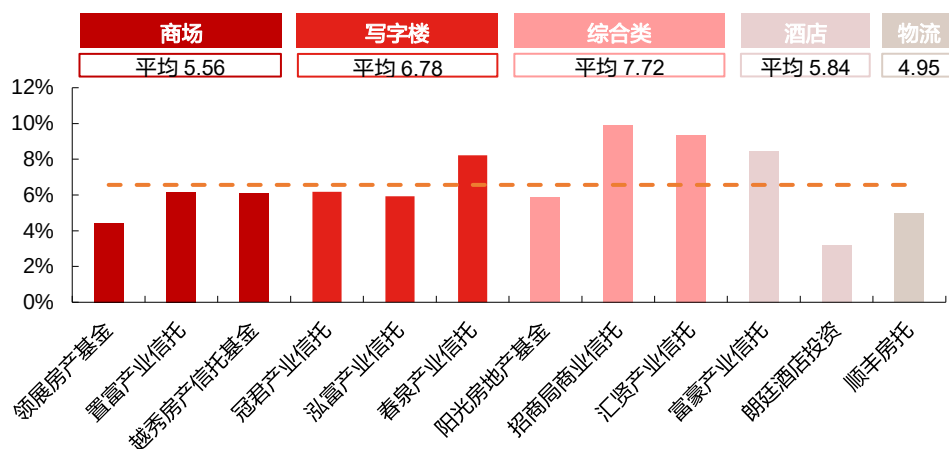
综合来看，三地市场写字楼和医疗类 REITs 的股息率较高，酒店和工业类 REITs 的股息率较低。结合各类 REITs 市价较净资产溢价/折价的情况，医疗类 REITs 两个指标均处相对较高位置，酒店类 REITs 均处于相对较低位置，其股息率可能更多受收入因素而非估值因素的影响。写字楼 REITs 市净率低而股息率高，说明投资者对其收益要求更高，可能由于疫情导致写字楼租金收入不确定性增强，风险回报溢价提高所致。相比较住宅、基础设施和工业类 REITs 市净率较高而股息率较低，说明此类资产租金回报确定性相对较强，收益价值更受投资者认可，因而估值更高。

表 5：2021 年中国香港、新加坡、美国市场不同资产类型 REITs 股息率（%）

	零售	写字楼	酒店	综合类	工业	医疗	住宅	基础设施	整体
香港	5.56	6.78	5.84	7.72	4.95	-	-	-	6.57
新加坡	6.41	8.84	3.85	-	5.40	7.72	-	-	6.36
美国	3.57	4.13	2.76	3.75	2.90	4.89	2.25	2.89	3.55

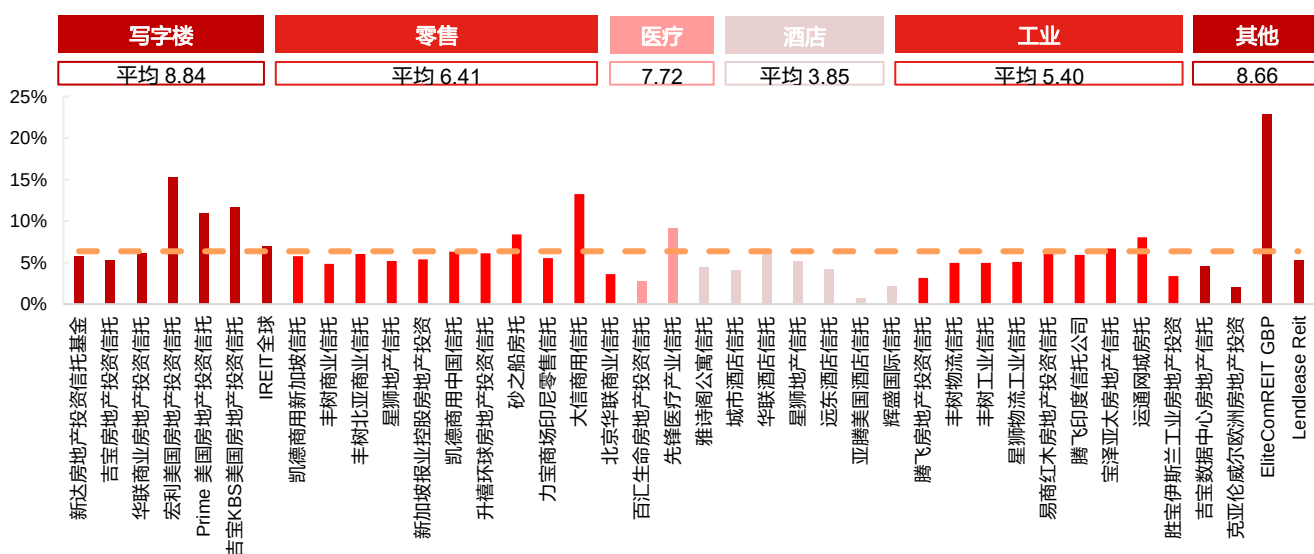
数据来源：Wind, Bloomberg, 东方证券研究所

图 20：2021 年中国香港市场 REITs 不同类型资产股息率情况（%）



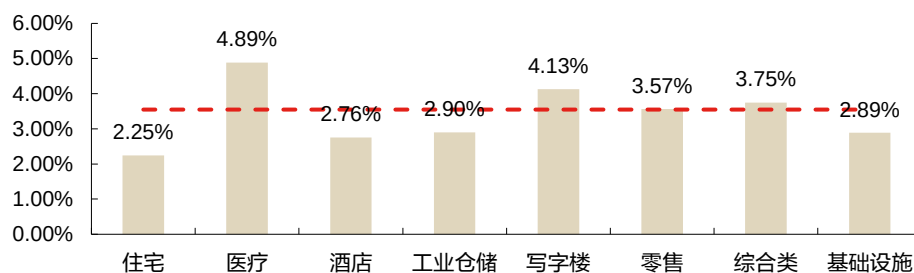
数据来源：Wind, Bloomberg, 东方证券研究所

图 21：2021 年新加坡市场不同类型资产 REITs 股息率情况（%）



数据来源：Wind, Bloomberg, 东方证券研究所

图 22：2021 年美国市场权益型 REITs 不同类型资产平均股息率情况（%）



注：美国权益型 REITs 样本共 197 只，剔除极端值和未分红样本，剩余样本数 150 个。

数据来源：Bloomberg, 东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

境外市场投资者对于中国内地资产 REITs 要求更高的回报率，国内公募 REITs 将为内地资产提供更优质的上市渠道。2021 年香港市场中国内地资产 REITs 的平均股息率为 7.71%，而香港本地资产 REITs 的平均股息率仅为 5.75%，新加坡市场中国内地资产 REITs 的平均股息率为 7.40%，也高于其他地区资产 6.15% 的平均股息率。中国内地资产在境外以 REITs 上市估值更为弱势，除包含汇兑损失、跨境交易的额外税收成本等风险外，与境外投资者对境内资产运营情况和市场价值难以准确理解有关。

表 6：2021 年香港市场内地资产和香港本地资产 REITs 股息率对比

行业	中国内地资产 (%)	香港本地资产 (%)
零售	越秀房产信托基金 6.08	领展房产基金、置富产业信托 5.30
写字楼	春泉产业信托 8.22	冠君产业信托、泓富产业信托 6.05
综合体	汇贤产业信托、招商局商业信托 9.64	阳光房地产基金 5.87
酒店	无 -	富豪产业信托、朗廷酒店投资 4.25
物流	顺丰房托 4.95	- -
整体	7.71	5.75

数据来源：Wind, Bloomberg, 东方证券研究所

表 7：2021 年新加坡市场内地资产和其他地区资产 REITs 股息率对比

行业	中国内地资产 (%)	其他地区资产 (%)
商场	凯德、丰树、北京华联、大信、砂之船 7.52	5.30
写字楼	华联商业房地产投资信托 6.14	8.95
工业	运通网城房托 8.05	5.07
酒店	无 -	3.88
医疗	无 -	5.96
整体	7.40	6.15

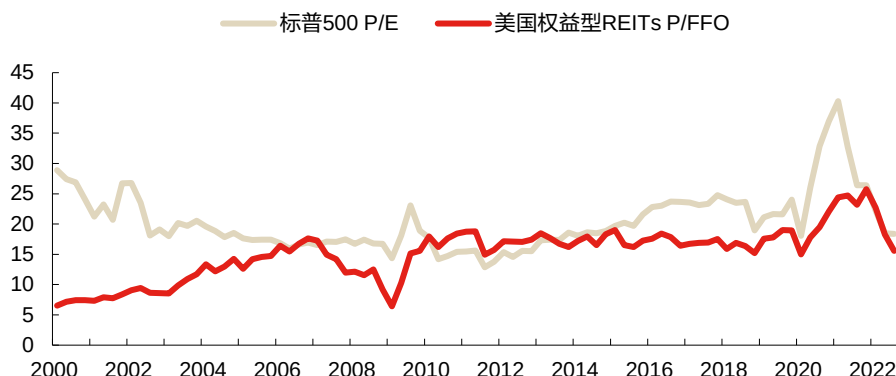
数据来源：Wind, Bloomberg, 东方证券研究所

美国 REITs 估值呈整体上升趋势，波动较股票市场更小

2000 年以来美国权益型 REITs 呈整体上升趋势，估值中枢在 15-20 倍之间。2000-2022Q3 美国权益型 REITs 的 P/FFO 倍数由 6.6 倍增长到 15.6 倍，增长了 1.4 倍。整体来看美国 REITs 的估值中枢在 15-20 倍之间，22 年间有 56% 的时间位于此区间，其中有两次比较明显的波动。2008 年美国次贷危机爆发后，房地产价格迅速下跌，使得 REITs 估值随之下降，2009 年底开始反弹。2020-2022 的估值波动主要受到新冠疫情的影响，货币政策经历了宽松和紧缩的周期，REITs 的估值也随之大起大落，2021 年底的最高值为 25.8 倍。分类型来看，住宅、基础设施、工业、仓储类型 REITs 的估值高于平均，P/FFO 大约在 20-25 倍之间。

与股票相比，REITs 估值的波动范围更小，投资价值更加稳健。对比同期标普 500 P/E 倍数的变动，两者的估值水平趋于接近，但美国权益型 REITs 的估值波动范围明显更小。

图 23：美国权益型 REITs 与标普 500 相对估值指标对比



数据来源：Nareit, Wind, 东方证券研究所

公募 REITs：底层资产优质，高估值赢得高收益

公募 REITs 底层资产具有成熟的经营模式和市场化运营能力

公募 REITs 自上市以来稳步扩容和多样化，目前涵盖 6 类底层资产，产权类 REITs 数量占优，特许经营权类 REITs 发行规模更大。自 2021 年 6 月首批公募 REITs 上市交易以来，国内公募 REITs 试点正逐步落地，截至 2022 年底，A 股市场已经上市 24 只公募 REITs 产品，总市值超 850 亿元，包括 10 只特许经营权类 REITs 和 14 只产权类 REITs，底层资产涵盖高速公路、生态环保、能源设施、仓储物流、产业园区和保租房 6 种类型。从数量上看，产业园区 REITs 已上市数量最多，已有 8 只；从市值上看，7 只高速公路 REITs 市值占所有公募 REITs 接近一半。

表 8：已发行公募 REITs 底层资产基本情况

REITs			底层资产概况					现金流测算分析	
类别	底层资产类型	REITs 简称	项目情况	原始权益人	特许经营权剩余年限	账面价值 / 亿	估值 / 亿	发行规模 / 亿	次年预计现金分派率
特许经营权类	高速公路	平安广州广河	广州至河源高速公路广州段项目	广州交投	15	54.3	96.7	91.1	6.87%
		浙商沪杭甬	杭徽高速公路(浙江段) 昌昱、汪昌、留汪段	浙江沪杭甬等	8~10	50.0	45.6	43.6	9.91%
		华夏越秀高速	汉孝高速主线及机场北连接线	越秀交通	15	10.4	22.9	21.3	7.22%
		华夏中国交建	武汉至深圳高速公路嘉鱼至通城段及附属设施	中国交建	24	83.9	98.3	94.0	4.41%
		国金中国铁建	合川至璧山至江津、合川至潼南至安岳(重庆境)	中国铁建	12	15.8	46.1	48.0	9.60%
		华泰江苏交控	沪苏浙高速公路	江苏沿江高速	11	21.3	28.5	30.5	7.37%
		中金安徽交控	沿江高速公路芜湖(张韩)至安庆(大渡口)段公路收费权及对应公路资产	安徽交控	14~16	37.9	115.4	108.8	8.17%
	生态环保	富国首创水务	深圳市福永水质净化厂等	首创环保	10~26	16.9	17.5	18.5	9.08%
		中航首钢绿能	北京首钢餐厨垃圾收运处一体化项目(一期)等	首钢环境	21	8.5	9.4	13.4	7.63%
	能源	鹏华深圳能源	深圳能源东部电厂(一期)项目	深圳能源	19	6.1	32.6	35.4	8.92%

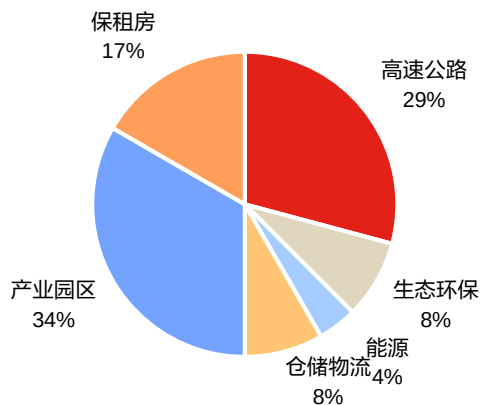
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

产 权 类	仓储物流	中金普洛斯	普洛斯北京空港物流园等	普洛斯中国	-	11.8	53.5	58.4	4.31%
		红土盐田港	现代物流中心项目	深圳盐田港	-	9.8	17.1	18.4	4.40%
		嘉实京东仓储	重庆、武汉、廊坊三个项目	京东世纪贸易	-	10.0	15.7	17.6	4.00%
	产业园区	东吴苏园产业	2.5 产业园一期、二期，国际科技园五期 B 区项目	苏州工业园区科技发展有限公司等	-	18.5	33.5	34.9	4.36%
		博时蛇口产园	万海大厦、万融大厦	招商蛇口	-	4.4	25.3	20.8	4.46%
		华安张江光大	张江光大园项目	光控安石等	-	3.9	14.7	15.0	4.04%
		建信中关村	协同中心 4 号楼项目等	北京中关村软件园	-	11.9	30.7	28.8	4.34%
		国泰君安东久	东久金山、昆山、无锡、常州智造园	东久工业地产	-	6.5	13.8	15.2	4.94%
		国泰君安临港	临港奉贤智造园一期、三期	临港集团	-	3.2	7.3	8.2	4.65%
		华夏合肥高新	合肥高新创业园一期	合肥高新	-	9.5	13.5	15.3	4.06%
		华夏和达高科	和达药谷一期、孵化器项目	杭州和达高科等	-	11.5	14.2	14.1	4.22%
		红土深圳安居	安居百泉阁项目等	深圳人才安居等	-	9.3	11.6	12.4	3.97%
	保障性租赁住房	华夏北京保障房	文龙家园、熙悦尚郡	北京保障房中心	-	7.6	11.5	12.6	3.95%
		中金厦门安居	珩琦公寓、园博公寓	厦门安居	-	10.9	12.1	13.0	4.79%
		华夏华润有巢	有巢泗泾、有巢东部经开区项目	华润有巢	-	8.7	11.1	12.1	4.01%

注：现金流分派率=预测可供分配金额/REITs 实际发售规模。由于各 REITs 发行首年现金流分派率预测周期不尽相同，为方便比较，均采用次年预计现金流分派率作为参考。

数据来源：REITs 招募说明书，东方证券研究所

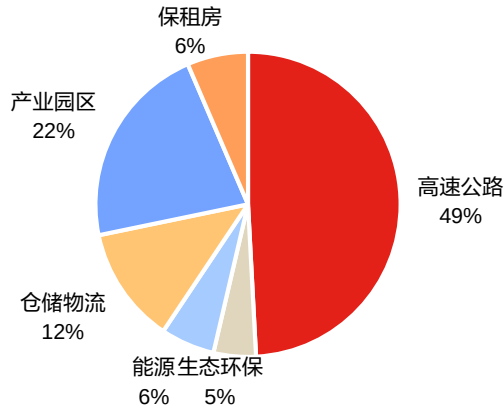
图 24：已上市公募 REITs 不同资产类型数量分布



注：数据统计截至时间为 2022 年 12 月 31 日

数据来源：Wind，东方证券研究所

图 25：已上市公募 REITs 不同资产类型市值分布

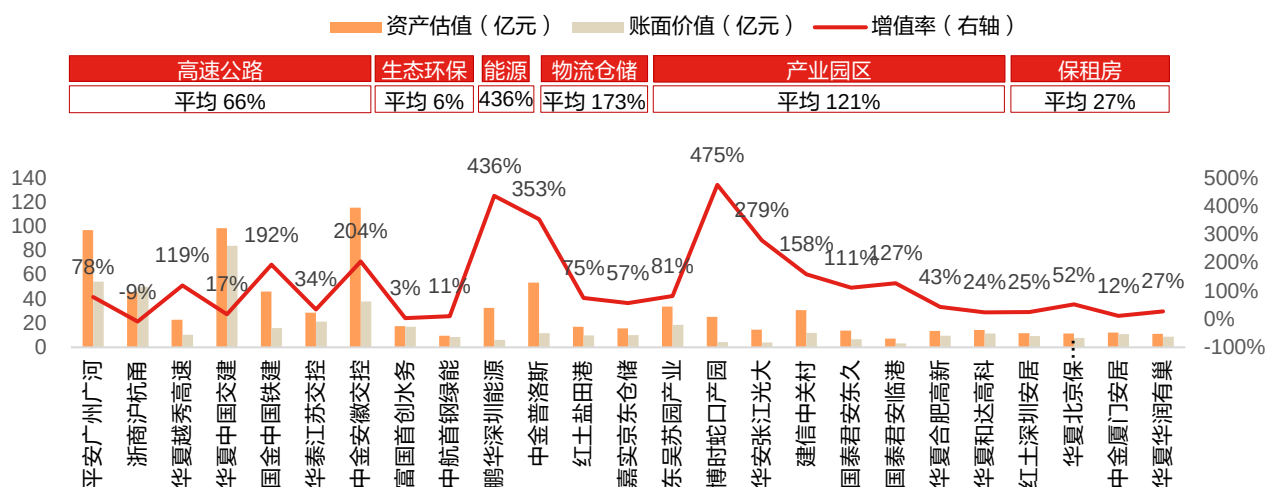


注：数据统计截至时间为 2022 年 12 月 31 日

数据来源：Wind，东方证券研究所

REITs 底层资产运营均处于成熟期，采用收益法重新计量的公允价值较历史成本产生较大增值。我国基础设施公募 REITs 估值定价以净资产估值（NAV）为基础，而计算 NAV 的关键在于对底层资产公允价值的重新计量，主要采用收益法。收益法涉及未来现金流和折现率的确定，产权类 REITs 以土地使用权和建筑使用期限中较短者作为估值的收益期限，特许经营权类 REITs 则考虑经营权的剩余期限。公募 REITs 的底层资产具有成熟的经营模式和市场化运营能力，经收益法重新计量的公允价值较账面价值（历史成本）产生较大增值，25 只已发行 REITs 底层资产的平均增值率达 80.5%。

图 26: REITs 底层资产以收益法计量公允价值时较历史成本产生增值



数据来源：REITs 招募说明书，东方证券研究所

产权类 REITs 使用收益法时选取的折现率更低，公允价值较账面价值增值也更多。在未来现金流的确上，经营权类 REITs 与产权类 REITs 的计算差别较小；在折现率的选择上，特许经营权类资产较多选用经营权持有公司的税前加权平均资本成本（WACCBT），而产权类资产较多选用同类优质资产的期望投资折现率或使用累加法计算得出。从招募说明书披露的折现率选用情况来看，产权类资产折现率更低，多为 6%-7% 之间，而经营权类资产折现率多在 8% 以上。从估值结果上看，产权类资产较账面价值增值更多，平均增值率为 108.0%，特许经营权类资产较账面价值平均增值率为 68.2%。

表 9：产权类 REITs 使用收益法估价时选取的折现率相对更低

类别		REITs 简称	折现率
特许经营权类 REITs	高速公路	平安广州广河	8.00%
		浙商沪杭甬	8.31%
		华夏越秀高速	9.72%-14.16%（逐年递增）
		华夏中国交建	8.24%
		国金中国铁建	9.15%-10.37%
		华泰江苏交控	8.31%
	生态环保	中金安徽交控	8.50%
		富国首创水务	未披露
	能源设施	中航首钢绿能	未披露
鹏华深圳能源		6.95%(2022-2031 年) 8.95%(2032-2037 年)	
产权类 REITs	物流仓储	中金普洛斯	7.50%-8.50%
		红土盐田港	7.00%
		嘉实京东仓储	8.00%
	产业园区	东吴苏园产业	6.50%
		博时蛇口产业园	6.00%
		华安张江光大	6.00%
		建信中关村	6.00%
		国泰君安东久	8.00%-8.5%

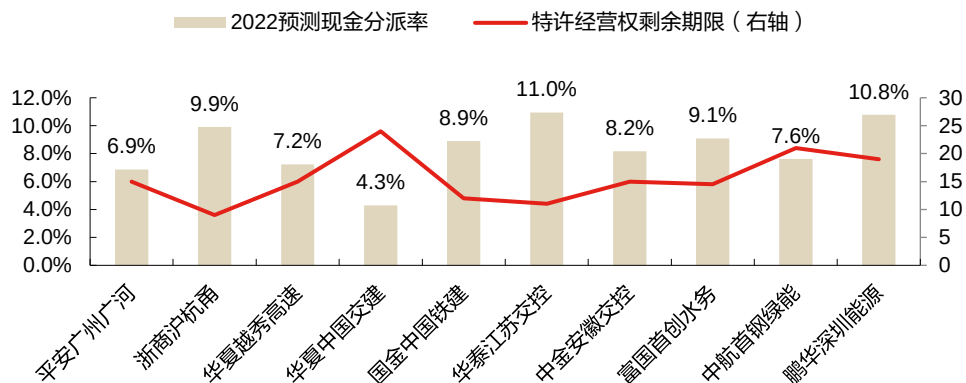
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

		国泰君安临港	8.00%
		华夏合肥高新	6.50%
		华夏和达高科	6.50%
	保租房	红土深圳安居	6.00%
		华夏北京保障房	6.00%
		中金厦门安居	6.50%
		华夏华润有巢	6.25%

数据来源：REITs 招募说明书, 东方证券研究所

产权类 REITs 预计现金流分派率较为接近，经营权类 REITs 分派率由于剩余期限不同差异较大。
 REITs 的可供分配金额是在净利润基础上进行合理调整（至少包括基础设施项目资产的公允价值变动损益、折旧与摊销）后的金额。根据招募说明书中预测可供分配金额与实际发行规模，对预测期间调整后得出 2022 年 25 只已发行 REITs 预测现金分派率位于 3.9%-11.0% 之间（不包含中金安徽交控 REIT）。其中产权类 REITs 分派率均在 3.9%-4.9% 之间，产品间产别较小。而经营权类 REITs 分派率分布在 4.3%-11.0%，主要原因在于经营权类 REITs 经营期限明确，到期后基金净值可能归零，故其分派率与特许经营权剩余期限相关。对于特许经营权类 REITs，内部收益率包含了经营期限的影响，是衡量基金持有到期收益水平更合理的指标。

图 27：经营权类 REITs 现金流分派率与剩余期限有关



注：2022 现金分派率=预测 2022 可供分配金额/实际发行规模，若 REIT 底层资产存在多种特许经营权剩余期限，采用其算术平均值作图。对于部分 2022 新发行 REITs，预测 2022 可供分配金额=招募说明书原预测金额/预测期包含月份数*12。中金安徽交控 REIT 仅 2022 年 11-12 月的预测现金流分派率为 6.28%，按照上述算法修正后的全年分派率显著高于其他 REIT，选取其 2023 年分派率作为对比。

数据来源：REITs 招募说明书，东方证券研究所

从实际运营情况来看，去年第一批上市公募 REITs 对预测可供分配金额的实现度较高，反映公募 REITs 底层资产具有成熟的经营模式和市场化运营能力。第一批公募 REITs 于 2021 年 6 月 21 日上市，9 只 REITs 在 2021 年年报中披露的实际可供分配金额均高于招募说明书中相同时间段内的预测值，平均完成度为 116%，体现出公募 REITs 依托于优质的底层资产，通过成熟的运营能力，能够为投资者带来稳定的收益预期。

2022 年以来受宏观经济环境和疫情反复形势的影响，部分类型资产 REITs 收入能力有所下降，如长途车流量减少造成高速公路通行费收入不及预期，租户履约意愿或能力下降及疫情期间小微企

业租金减免政策导致短期内产业园区的租金收入出现波动等，第一批上市公募 REITs 截至 2022Q3 的累计可供分配金额完成度平均为 68.6%，全年完成度达成 100%的压力较大。

表 10：2021 年第一批上市公募 REITs 实际可供分配金额均高于招募说明书中的预测值

REITs 简称	2021.6.7-2021.12.31 (亿元)			2022 年 (亿元)		
	实际可供分配金额	预测可供分配金额	完成度	Q3 累计可供分配金额	预测可供分配金额	完成度
平安广州广河	5.41	5.38	100.4%	4.09	6.26	65.3%
浙商沪杭甬	5.44	5.11	106.5%	2.95	4.32	68.2%
富国首创水务	1.37	0.91*	150.0%	1.23	1.68	73.3%
中航首钢绿能	1.73	1.11*	155.8%	0.50	1.02	48.8%
中金普洛斯	1.51	1.43*	105.9%	2.04	2.52	80.9%
红土盐田港	0.47	0.43*	109.7%	0.65	0.81	80.7%
东吴苏园产业	0.93	0.85*	108.6%	0.94	1.52	61.6%
博时蛇口产业园	0.53	0.52*	101.5%	0.51	0.93	55.0%
华安张江光大	0.42	0.40*	106.3%	0.50	0.60	83.5%
平均			116.1%			68.6%

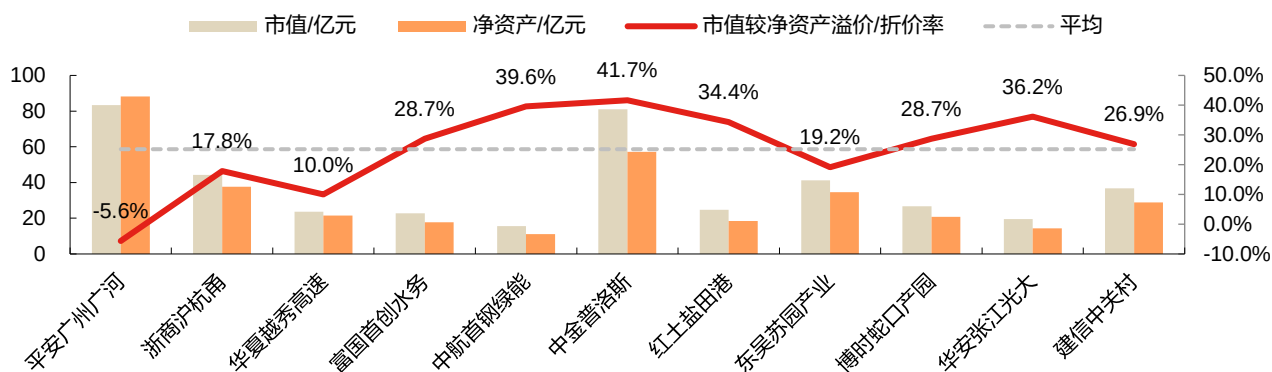
注：标红*的数据是用（招募说明书 2021 年全年预测值*实际运营天数/365）处理为相同周期（2021.6.7-2021.12.31）后的预测值。

数据来源：Wind，REITs 招募说明书，东方证券研究所东方证券研究所

产权类估值优于国际市场，经营权类需关注剩余期限

公募 REITs 市值较净资产平均溢价率达 25.2%，优于香港和新加坡可比产品。以 2022 中报披露的净资产和截至 2022 年底的市值数据，计算得出 2021 年上市的 11 只公募 REITs 市值较净资产平均溢价率为 25.2%，仅平安广州广河 REIT 有所折价。分类型来看，高速公路/生态环保/仓储物流/产业园区类 REITs 市值较净资产平均溢价率分别为 7.4%/34.1%/38.0%/27.7%，高速公路类 REITs 的市净率明显低于其他资产，原因可能在于高速公路收入受到经济环境及疫情影响较大。考虑到公募 REITs 以成本法计量不动产资产的后续价值，净资产账面价值与底层资产公允价值间的相关性将逐渐下降。

图 28：2021 年上市的 11 只公募 REITs 市值较净资产溢价/折价情况



注：市值数据统计时间为 2022 年 12 月 31 日，净资产数据来源为各 REITs 2022 中报（最近报告期）。

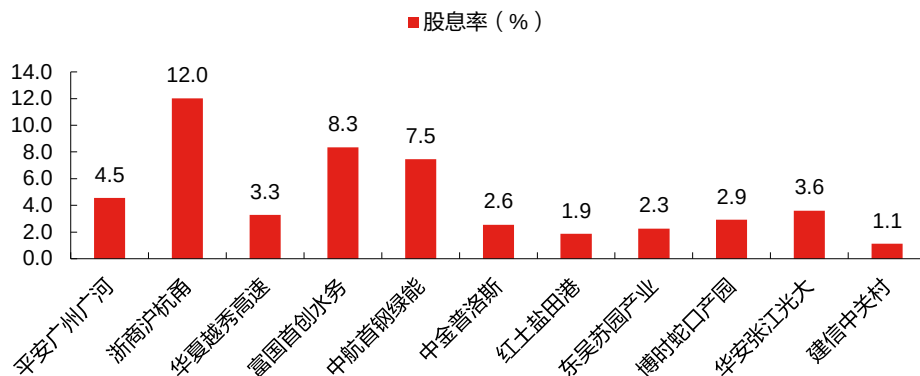
数据来源：Wind，东方证券研究所

产权类 REITs 股息率较国际市场可比类型 REITs 更低。截至 2022 年底，2021 年上市的 11 只公募 REITs 股息率分布在 1.1-12.0 之间，其中高速公路/生态环保/仓储物流/产业园区 REITs 的平均股息率分别为 6.6%/7.9%/2.2%/2.5%。由于上市以来价格上涨较多，产权类 REITs 股息率不及招

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

募说明书预测值，较国际市场可比类型 REITs（物流、工业等非商业不动产）明显更低，经营类 REITs 的股息率由于剩余期限的不同呈现较大差异。

图 29：2021 年上市的 11 只公募 REITs 股息率（TTM）



数据来源：Wind，东方证券研究所

表 11：产权类 REITs 与香港、新加坡上市内地资产 REITs 比较

	产权类公募 REITs	香港可比类型 REITs	新加坡可比类型 REITs	美国可比类型 REITs
市价较净资产溢价率	31.2%	-32.0%	17.5%	-
股息率	2.4%	5.0%	5.4%	2.9%

注：可比 REITs 选取各市场物流、工业等泛基础设施资产。

数据来源：Wind，Bloomberg，东方证券研究所

产权类 REITs 上市以来股价/可供分配金额倍数迅速提升，目前维持在较高水平。用可供分配金额替代 FFO 计算 REITs 的估值倍数，产权类 REITs 的 P/FFO 上市以来迅速提升，在 2022 年基本保持在 30-35 倍之间，分别在 2 月中旬和 9 月下旬达到高点，当前回调至 30 倍左右。与美国可比 REITs 20-25 倍相比，我国产权类 REITs 的估值仍较高，原因除了经济环境的差别外，可能还包括 REITs 投资标的稀缺、首批 REITs 底层资产质量较高、部分投机者进入市场等。长期来看，REITs 常态化发行机制已经建立，随着市场不断成熟，公募 REITs 估值会回归至合理中枢。

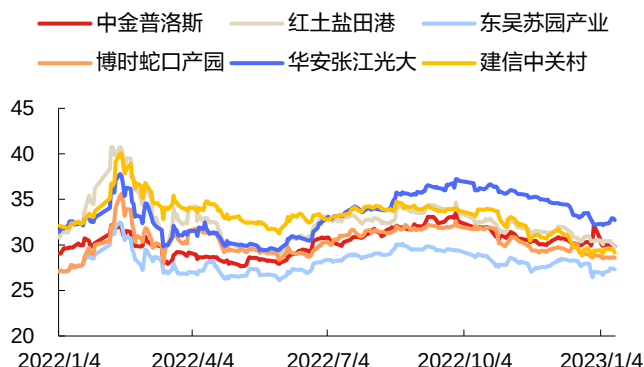
图 30：产权类 REITs 平均股价/可供分配金额



注：由于上市时间较短，可供分配金额均选取招募说明书 2022 年预测值。

数据来源：Wind，东方证券研究所

图 31：各只产权类 REITs 股价/可供分配金额



数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

上市以来收益表现亮眼，资本利得为主要来源

公募 REITs 上市以来在二级市场收益表现强劲，价格上涨带来的资本利得占据收益主要部分。从二级市场价格来看，已上市的 24 只公募 REITs 上市截至 2022 年底涨幅的算术平均值为 15.1%，其中仅发行首日的涨幅平均值就已达到 13.4%。将上市 REITs 按照流通市值占比加权计算板块整体涨跌幅，公募 REITs 自上市截至 2022 年底较沪深 300 指数的相对收益为 61.9%。由于公募 REITs 整体上市时间不长，目前来看价格上涨仍是主要收益来源，占全收益比例为 90.0%，如果计算分红所得后的总收益，公募 REITs 相对沪深 300 的超额收益将进一步扩大至 65.5%。

公募 REITs 自上市以来的整体表现可总结为四个阶段：

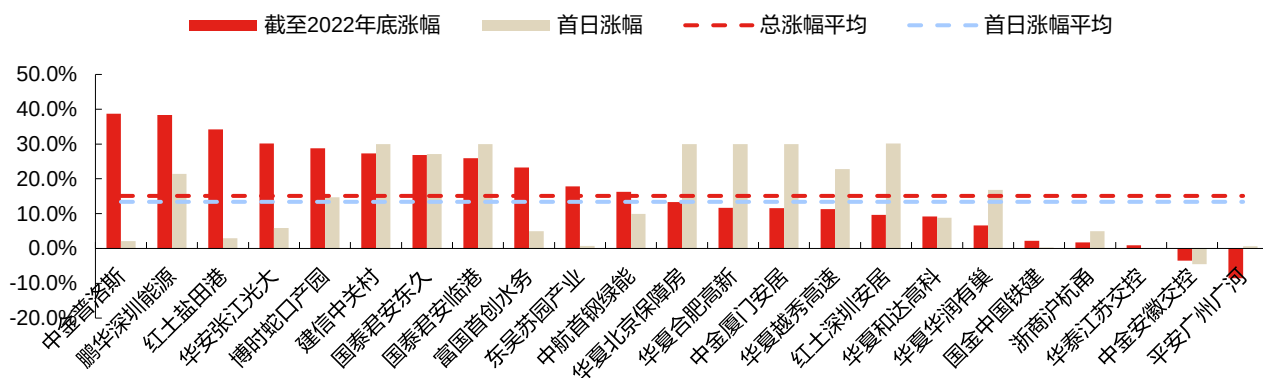
第一阶段，首批 REITs 上市至 2021 年 9 月上旬，REITs 新上市经历了一波上涨行情，但随后受到市场情绪减弱，投机投资者离场等因素影响，REITs 价格总体略有下降；

第二阶段，2021 年 9 月中旬至 2022 年 2 月中旬，受宏观环境影响，股债市场表现萎靡，公募 REITs 股债属性兼备、回报稳定等特点凸显，投资者对基础设施公募 REITs 的关注度、参与度提升，公募 REITs 市场较热并与沪深 300 趋势分化；

第三阶段，2022 年 2 月中旬至 2022 年 6 月下旬，REITs 价格上涨过快导致现金流分派率迅速下调，基金管理方多次提示交易风险及公募 REITs 临时停牌影响，加之国内外经济形势变化，REITs 价格逐渐下滑，向价值中枢回归；

第四阶段，2022 年 6 月下旬至今，第一批上市 REITs 战略投资者的份额解除限售，流动性上升推动 REITs 价格有所上涨。同时新 REITs 上市节奏加快，产品标的数量增多，投资者渐趋理性，REITs 整体价格在合理范围内上下波动。

图 32：公募 REITs 上市以来二级市场价格涨幅



数据来源：Wind，东方证券研究所

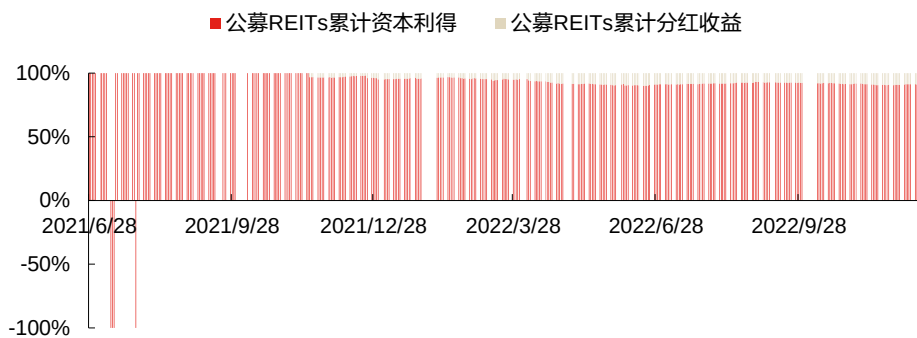
图 33：公募 REITs 价格涨幅与沪深 300 对比



注：以 2021.6.21=100，公募 REITs 价格指数以流通市值加权，全收益指数包含价格涨跌及分红收益。

数据来源：Wind，东方证券研究所

图 34：目前资本利得构成公募 REITs 收益主要部分



数据来源：Wind，东方证券研究所

产权类 REITs 价格涨幅高于特许经营权类 REITs，物流仓储、产业园区、生态环保类涨势居前。以相同的方法分别统计不同类型 REITs 的二级市场价格表现，截至 2022 年底，特许经营权类/产权类 REITs 累计涨幅分别为 20.2%/51.4%，高速公路/生态环保/物流仓储/产业园区/能源设施/保租房类 REITs 的累计涨幅分别为 7.9%/31.5%/44.3%/54.0%/38.5%/16.6%。产权类 REITs 整体价格弹性更大，其中物流仓储和产业园区 REITs 的收益表现更好。

图 35：产权类 REITs 价格涨幅高于经营权类 REITs



注：2021.6.21=100，以流通市值加权。

数据来源：Wind，东方证券研究所

图 36：不同底层资产 REITs 价格涨幅



注：能源、保租房类 REITs 以上市日为基数 100。

数据来源：Wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

认购热度持续提升，机构投资者份额占比较高

所有 REITs 均实现超额配售，认购热度持续上涨。所有公募 REITs 发行阶段的认购份额均超过配售份额，尤其是公众投资者配售份额较少，认购倍数普遍高于网下投资者。由于回报稳定、上市以来收益表现优秀、新上市 REITs 涨势较好等原因，投资者对于新发行 REITs 的认购热情持续高涨，2022 年下半年发行的公募 REITs（除发行规模最高的中金安徽交控外）平均认购倍数均超 100 倍，华夏合肥高新/华夏华润有巢两只 REITs 的平均认购倍数分别达到 239/247 倍。从发行价格上看，80% 的 REITs 发行价格都在询价区间的中上位置。综合来看，目前投资者对新 REITs 的投资热情仍较高。

表 12：公募 REITs 询价和认购情况（按发行时间顺序）

	发行日期	询价区间 (元)	区间中位 数(元)	发行价格 (元)	认购倍数(倍)		
					网下投资者	公众投资者	平均
平安广州广河	2021-05-31	12.47~13.26	12.86	13.02	4.99	9.26	6.27
浙商沪杭甬	2021-05-31	8.27~9.51	8.89	8.72	4.86	27.16	8.21
富国首创水务	2021-05-31	3.49~4.02	3.75	3.70	10.75	41.45	19.96
中航首钢绿能	2021-05-31	12.50~14.00	13.25	13.38	9.32	56.84	23.58
中金普洛斯	2021-05-31	3.70~4.26	3.98	3.89	6.69	9.96	7.67
红土盐田港	2021-05-31	2.16~2.38	2.27	2.30	8.47	11.37	9.34
东吴苏园产业	2021-05-31	3.56~4.09	3.83	3.88	3.85	8.13	4.92
博时蛇口产业园	2021-05-31	2.10~2.42	2.26	2.31	16.82	41.76	24.30
华安张江光大	2021-05-31	2.78~3.20	2.99	2.99	8.85	23.49	13.24
华夏越秀高速	2021-11-29	6.51~7.50	7.01	7.10	38.41	46.76	40.91
建信中关村	2021-11-29	2.85~3.35	3.10	3.20	54.61	50.79	53.47
华夏中国交建	2022-04-07	8.47~10.07	9.27	9.40	37.17	119.50	61.86
国金中国铁建	2022-06-21	9.13~10.52	9.82	9.59	31.03	40.88	33.99
鹏华深圳能源	2022-07-05	5.33~6.14	5.74	5.90	107.66	86.20	101.22
红土深圳安居	2022-08-16	2.27~2.61	2.44	2.48	130.21	254.35	167.45
华夏北京保障房	2022-08-16	2.28~2.64	2.46	2.51	112.29	157.38	125.81
中金厦门安居	2022-08-16	2.44~2.70	2.57	2.60	106.20	144.63	117.73
华夏合肥高新	2022-09-14	1.98~2.28	2.13	2.19	156.83	431.75	239.31
国泰君安临港	2022-09-19	3.61~4.34	3.98	4.12	148.03	304.20	194.88
国泰君安东久	2022-09-20	2.72~3.14	2.93	3.04	100.53	296.29	159.26
华泰江苏交控	2022-10-28	7.06~8.13	7.59	7.64	116.49	119.87	117.50
中金安徽交控	2022-11-07	10.19~11.72	10.95	10.88	34.02	16.80	28.85
华夏华润有巢	2022-11-14	2.20~2.55	2.38	2.42	213.24	325.23	246.84
华夏和达高科	2022-12-12	2.53~2.93	2.73	2.81	151.26	271.03	187.19
京东嘉实仓储	2023-01-05	3.24~3.74	3.49	3.51	98.76	215.53	133.79

注：平均认购倍数=（网下投资者认购份额+公众投资者认购份额）/（网下投资者配售份额+公众投资者认购份额）。

数据来源：Wind，东方证券研究所

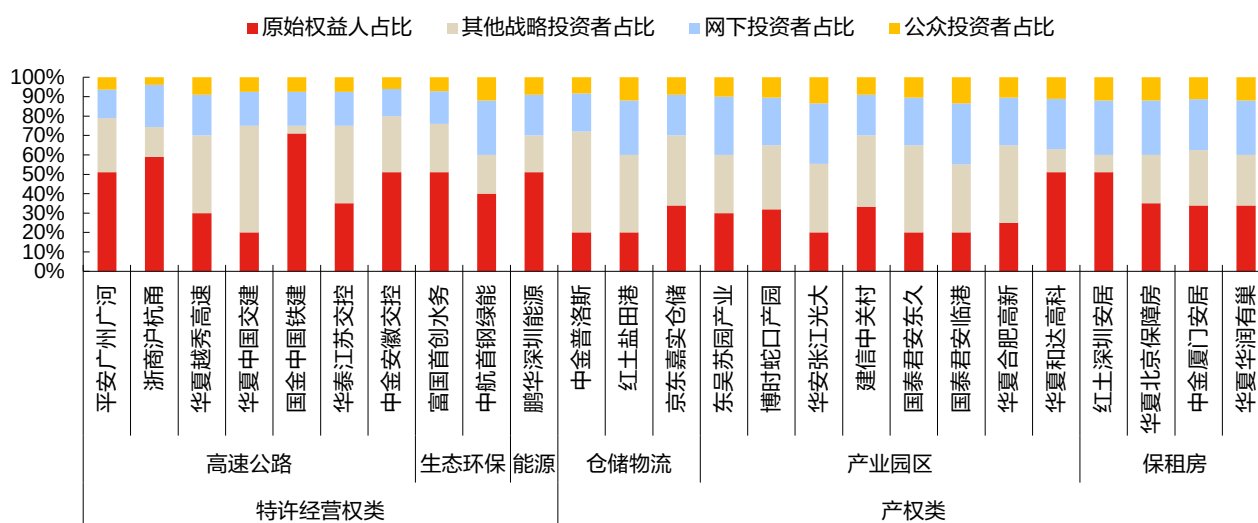
公募 REITs 战略配售比例较高，新上市 REITs 流通份额占比较少。上市 REITs 发行时原始权益人/其他战略投资者/网下投资者/公众投资者的份额占比平均分别为 37%/30%/23%/10%，战略配售比例达 67%。较高战配比例可提前锁定投资者需求，降低发行风险，但从限售角度看，原始权益人限售期 3-5 年（基金总份额 20% 的部分限售期 5 年），其他战略投资者限售期 1 年，过高的战配比例会压降流通份额，导致基金公开发售后市场深度较浅，价格易受到交易量的影响而波动，

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

不利于投资组合的估值管理。**经营权类资产自持比例高于产权类资产。**特许经营权类 REITs 和产权类 REITs 的原始权益人自持比例平均分别为 46%/31%，高自持比例有助于原始权益人保持对底层资产的控制权（底层资产仍并表），本次发行对资产负债表影响相对较小。整体来看，产权类资产原始权益人企业市场化运营程度高，更倾向于资产出表以降低资产负债率。

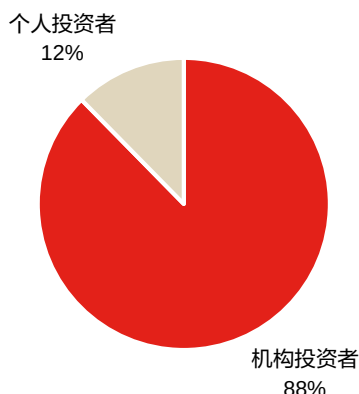
机构投资者占主导地位，机构自营、保险资金认购踊跃。根据 2022 年中报披露数据，机构投资者持有份额占全部 REITs 份额比例约 88%，以机构投资者为主的持有人结构可以减少 REITs 市场中的投机性交易行为和不合理波动。从网下机构投资者的认购情况来看，机构自营和保险资金的参与度较高。不同类型机构考虑 REITs 的出发点或有所不同，券商自营等机构以绝对收益的投资策略为主，兑现收益的动机较强，而保险资金一般以长期投资为主，属于配置型机构。

图 37：公募 REITs 基金份额配售情况



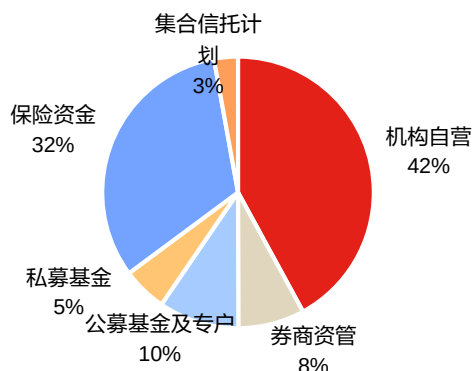
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 38：公募 REITs 持有结构以机构投资者为主



注：数据截至 2022 中报。
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 39：机构投资者认购情况



注：截至 2022 年底，统计数据仅包括网下机构投资者。
数据来源：Wind，REITs 成立公告，东方证券研究所

展望：首发与扩募并进，底层资产或继续扩围

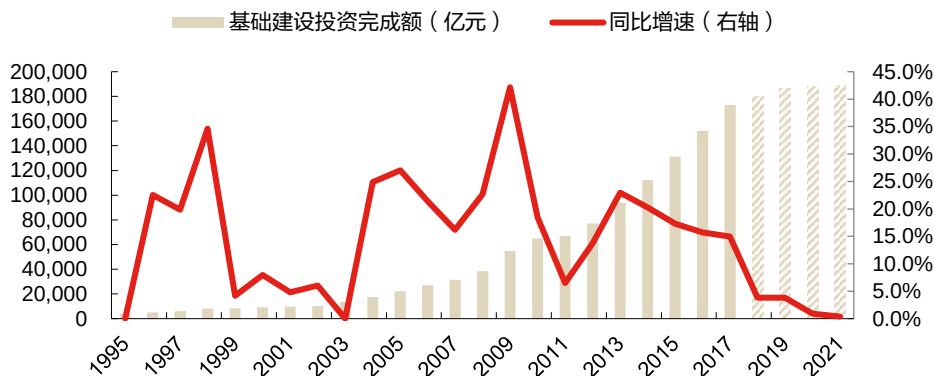
公募 REITs 市场发展空间广阔

公募 REITs 作为优质融资通道具备发展必要性。我国公募 REITs 目前仍主要投向基础设施领域，高速公路、生态环保、能源设施及仓储物流类 REITs 市值总和 613 亿（2022 年末），占比超过 70%。从我国基础设施存量上看，基础设施累计投资额可粗略视为以成本计量的基础设施存量规模，自 2001 年以来我国基础设施累计投资额总和为 184 万亿，年复合增长率达 16.1%。随着工业化和城镇化进程不断推进，基础设施投资和建设规模仍会保持增长，公募 REITs 能为部分优质基础设施项目提供有效退出途径，促进基础设施相关领域资产的市场化、专业化运营，必然会在基础设施的投融资过程中扮演更加重要的角色。

与美国市场比较，我国公募 REITs 市场发展程度较低。截至 2022H1，美国 REITs 总市值已达 1.4 万亿美元，其中与我国公募 REITs 类型可比的传统基础设施和仓储类 REITs 总占比约 24.8%，即 0.35 万亿美元市值，远高于我国公募 REITs 市场规模。以 REITs 总市值/GDP 作为观测指标，美国 2021 年 GDP 为 23.3 万亿美元，传统基础设施和仓储类 REITs 市值占 GDP 比例约 1.5%。我国 2021 年 GDP 为 114.9 万亿元，若我国公募 REITs 规模占 GDP 比例能达到美国发展水平，公募 REITs 总市值应为 1.7 万亿元。

综合来看，我国公募 REITs 发展尚处于起步阶段，发展空间广阔。

图 40：我国基础设施投资完成额及同比增速



注：2018 年起基础设施投资完成额不再公布绝对值，后续年度根据同比增速推算，但由于统计口径变化可能存在误差。
数据来源：Wind，东方证券研究所

常态化发行主线确立，REITs 发行进入快车道

推进公募 REITs 常态化发行成为今年政策主线。2022 年 5 月国务院出台《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》，肯定了 REITs 盘活存量资产的作用。2022 年 8 月证监会会同发改委研究提出加快基础设施 REITs 常态化发行的十条措施，REITs 项目的发审速度得到明显提升。2022 年 12 月证监会负责人再次强调继续推进基础设施 REITs 常态化发行十条措施落实落地，充分发挥规模效应、示范效应。

在常态化发行的政策推动下，2022 年下半年以来 REITs 发行速度明显加快，市值规模迅速扩大。2021 年共有 11 只 REITs 上市，截至 2021 年末总市值 436 亿元，流通市值 127 亿。2022 年共有

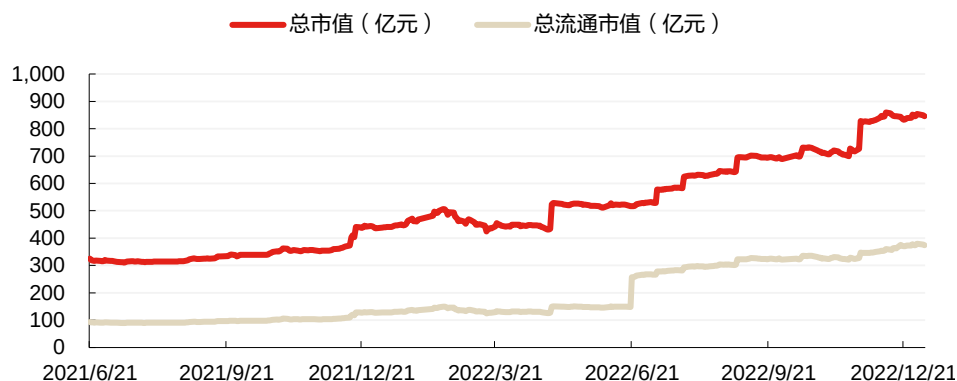
13 只 REITs 上市流通，其中 12 只为下半年发行上市，发行速度明显加快。截至 2022 年末公募 REITs 总市值 854 亿元，流通市值 379 亿元，较年初分别增长 95.9%和 198.4%。随着常态化发行的主线确立，以及配套制度规则逐步完善，预计 2023 年新 REITs 上市速度和密度仍会保持。

表 13：公募 REITs 常态化发行主线确立

时间	发布单位	主要内容
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》肯定了 REITs 盘活存量资产的作用，进一步提高推荐、审核效率，鼓励更多符合条件的基础设施 REITs 项目发行上市。
2022.8.31	证监会、发改委	研究提出加快基础设施 REITs 常态化发行的十条措施，包括提高项目发审速度，拓宽试点项目类型，强化常态化发行需要的资源保障。
2022.11.15	深交所	加快推进基础设施公募 REITs 常态化发行。
2022.11.28	证监会	进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用，推动保障性租赁住房 REITs 常态化发行，鼓励优质房地产企业依托符合条件的仓储物流、产业园区等资产发行基础设施 REITs。
2022.12.8	证监会	保持常态化发行，充分发挥规模效应、示范效应。继续推进基础设施 REITs 常态化发行十条措施落实落地，进一步扩大 REITs 试点范围。

数据来源：中国政府网，证监会发布，观点地产，东方证券研究所

图 41：公募 REITs 市值规模迅速扩大



数据来源：Wind，东方证券研究所

首批扩募项目蓄势待发，底层资产有望继续扩围

扩募制度规则逐渐完善，首批项目扩募进入实施阶段。2022 年 5 月，上交所、深交所发布新购入基础设施项目规则指引，明确新购入基础设施项目的条件、程序安排等。7 月，发改委发布做好 REITs 新购入项目申报推荐有关工作的通知，合理简化 REITs 扩募项目申报要求。9 月，华安张江光大 REIT、博时蛇口产业园 REIT、中金普洛斯 REIT、红土盐田港 REIT、富国首创水务 REIT 相继在沪深交易所披露了拟新购入基础设施项目的公告，目前均已更新至已反馈及已问询的状态。

拟扩募资产预计分派率表现良好，有利于提高基金整体收益水平。REITs 扩募规则指引要求扩募资产原则上与基础设施基金当前持有资产为同一类型，各 REITs 拟购入资产均符合要求，且来源均为首发项目原始权益人或其同一控制下的关联方。在扩募资金来源及发售方式上，5 单 REITs 均采用定向扩募的方式，发售价格不低于基金发售前 20 个交易日交易均价的 90%。根据各 REITs 披露的扩募草案，新购入资产的预计现金流分派率表现良好，产权类 REITs 扩募后的分派率均有所提升，符合原基金份额持有人的利益诉求，能保证扩募顺利进行。其中富国首创水务 REIT 的

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

分派率有所下降，原因在于新购入资产的特许经营权剩余期限长于首发资产，从 IRR 的角度来看基金的收益水平也有提高。

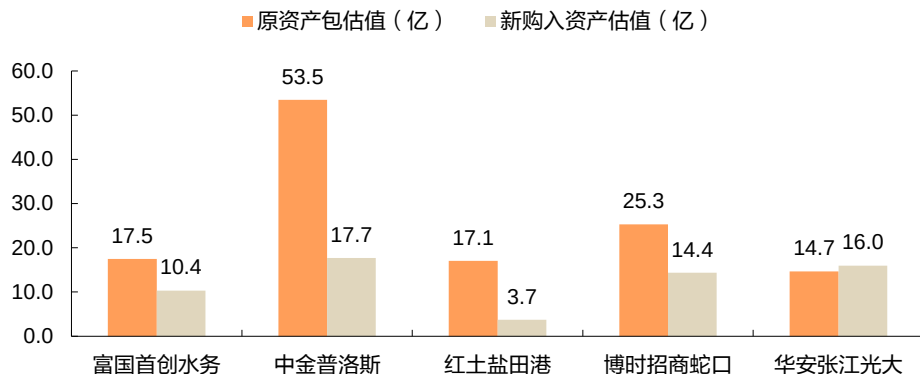
表 14：5 单 REITs 扩募拟置入资产情况以及对基金收益率的影响

类型	REITs 名称	拟置入资产	新购入资产估值 (亿)	原资产包估值 (亿)	扩募前 2023 年现金分派率	扩募后 2023 年现金分派率
特许经营权类	富国首创水务	长治市污水处理特许经营 PPP 项目	10.4	17.5	6.82%	6.64%
					1.14% (IRR)	2.66% (IRR)
产权类	中金普洛斯	山东青岛、广东江门、重庆的三个仓储物流园区项目	17.7	53.5	3.33%	3.64%
产权类	红土盐田港	深圳盐田港世纪物流园项目	3.7	17.1	2.96%	3.10%
产权类	博时招商蛇口	招商局光明科技园科技企业加速器二期项目	14.4	25.3	3.04%	3.35%
产权类	华安张江光大	上海张润大厦项目	16.0	14.7	2.74%	3.37%

注：根据招募说明书，REITs 扩募前现金流分派率=预计年度可分配现金流/本基金扩募公告日（9.28）前 20 个交易日市值均价，扩募后现金流分派率=预计年度可分配现金流/新购入基础设施项目估值与原资产前二十个交易日市值均价合计。。内部收益率（IRR）为使得投资基金产生的未来现金流折现值等于买入成本的收益率，其中买入成本与现金流分派率分母的计算方式相同。

数据来源：REITs 扩募招募说明书（草案），东方证券研究所

图 42：5 只 REITs 拟购入资产与原资产估值对比



数据来源：REITs 扩募招募说明书（草案），东方证券研究所

公募 REITs 底层资产类型有望进一步扩围。证监会负责人 12 月初在 REITs 论坛 2022 年会上表示将进一步扩大 REITs 试点范围，尽快覆盖到新能源、水利、新基建等基础设施领域，加快打造 REITs 市场的保障性租赁住房板块，研究推动试点范围拓展到市场化的长租房及商业不动产等领域。12 月底首批 2 只新能源 REITs 申请随即获交易所正式受理，支持政策快速落地，预计未来 REITs 市场各已有板块容量增加和水利、新能源等品类扩充将继续进行。

与国际市场相比，我国公募 REITs 资产类型仍有较大扩充空间。本次监管部门首次将市场化长租房及商业不动产等资产类型纳入讨论范围，释放了 REITs 类型有望进一步扩围的积极信号，为房企和其他涉房企业的存量资产盘活提供了新的机会。

投资建议

REITs 价值体现为持续运营过程中通过底层资产赚取现金流的能力，看好底层资产收益稳定、管理团队运营成熟的 REITs 长期内赢得优秀的收益表现，同时关联方存量资产丰富且优质的 REITs 有望通过扩募提升投资价值。公募 REITs 的高估值或与较强股性相关，原因在于产权类 REITs 能够受益于底层资产增值获得超额投资收益，需注意增值收益的实现应取决于底层资产的质量和运营的能力。从已有 REITs 的扩募情况来看，新购入资产能够提升基金整体收益率，为原份额持有人创造价值，同时为管理团队提供正向激励，看好潜在扩募资产丰富的存量 REITs。

公募 REITs 打通了不同业态不动产的投融资退全过程，利好不动产企业盘活优质存量资产。对于运营成熟、提升潜力中等的不动产资产，REITs 提供了优质出表通道，有助于企业释放资金占用压力。发行人通常作为 REITs 资产的运营方，通过长时间运营稳步提升底层资产价值，进而提升 REITs 价格，形成管理团队在资本市场的信用，放大企业轻资产运营优势。短期内 REITs 市场资金流向物流仓储、产业园区、保租房等泛基础设施资产，中长期来看底层资产或向市场化长租房和商业不动产等扩容，存量资产丰富、素质较高、管理能力优异的房地产企业有望进一步分享 REITs 发展红利。

风险提示

现金流分派率不及预期。若管理方对 REITs 未来的经营情况假设过于乐观，可能出现可供分配金额不及预期的风险；若 REITs 价格上涨过高，可能出现现金流分派率下降的风险。

估值波动风险。目前公募 REITs 估值处于较高水平，若经济环境发生变化，导致板块估值波动的风险。

扩募存在不确定性。首批项目扩募目前处于反馈和问询阶段，后续推进进度存在不确定性。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。