

公募REITs超比例认购，投资者热情高

——公募REITs系列研究之二

证券分析师：

胡少华 S0630516090002
hush@longone.com.cn

证券分析师：

刘思佳 S0630516080002
liusj@longone.com.cn

联系人：

高旗胜
gqs@longone.com.cn

相关研究

1.坡长雪厚，公募REITs凸显投资价值——公募REITs系列研究之一

投资要点

- **公募REITs认购倍数高，“中签率”较低。**首批发行的9只公募REITs有效认购倍数多为3-10倍，网下投资者认购比例较高，平均值为14.5%。第二、三、四批平均有效认购倍数上升至43倍，网下投资者认购比例降至2%-3%。第四批之后，新增的12只REITs平均有效认购倍数进一步升至128倍，大多数产品认购比例不足1%，机构投资者认购热情高。
- **战略配售和网下认购的参与方式。****战略配售：**基金管理人在招募说明书和询价公告中披露战略投资者选取标准、向战略投资者配售的份额数量等信息，基金管理人向战略投资者事先签署配售协议，募集期结束前，战略投资者以认购价格认购其承诺认购的基金份额数量。**网下认购：**询价阶段提供有效报价的投资者可参与网下认购，网下投资者应以询价确定的认购价格参与基金份额认购。认购起始日4日前，网下投资者可通过投资者系统查询认购结果。募集期原则上不超过5个交易日，缴款截止日为认购终止日。
- **REITs项目视角：项目性质维度看，特许经营权类项目战略配售比例更高；资产类型维度看，高速公路类项目战略配售比例较高。**9只特许经营权类REITs平均战略配售比例为73.8%；16只产权类REITs的平均战略配售比例为63.3%。高速公路类、生态环保类、仓储物流类、产业园区类、租赁住房类REITs的平均战略配售比例分别为75.5%、68.7%、67.3%、62.3%、60.6%。目前已上市的高速公路类项目多位于经济发达地区，交通流量整体较为稳定，资产质量较好，机构参与高速公路REITs的战略配售热情较高。
- **投资者视角：原始权益人自持特许经营权类项目比例较高，机构投资者中资管与保险战略配售占比之和过半。**从原始权益人平均自持比例看，特许经营权类REITs为46%，产权类REITs为32.5%。除原始权益人之外，保险、券商、资管、基金的战略认购比例较高。对于保险，公募REITs收益较高、波动性较低等特点符合险资的配置偏好；对于券商，公募REITs产品与券商的自营投资、资产管理、财富管理等业务条线的匹配度较高。
- **政策支持力度大，未来发行节奏有望加快。**公募REITs的发行审批流程为：发改委先筛选，证监会和交易所同步审核。具体而言，省级发改委先对项目出具专项意见，后报至国家发改委，国家发改委综合评估后将符合条件的项目推荐至证监会，基金管理人同时向交易所提交上市申请，证监会和交易所同步审核。国家发展改革委提到“希望今年年底基础设施REITs能够超过60只”；证监会在2023年系统工作会议上提出“大力推进公募REITs常态化发行”。预计未来发行节奏有望加快，市场规模进一步扩大。
- **公募REITs与机构投资者需求相契合。**基础设施公募REITs具有较高收益、风险适中的特点，且由于其底层资产为不动产，与权益、债券等其他大类资产的相关性较低，有助于分散投资风险，使资产配置多元化，符合机构投资者的投资需求。
- **投资建议：**机构投资者可通过战略配售和网下认购两种方式参与公募REITs投资，鉴于网下认购“中签率”较低，建议机构投资者在战略配售阶段参与REITs投资。此外，为提升市场流动性，近期公募REITs密集增加做市商，券商可提供做市服务参与公募REITs。
- **风险提示：**价格波动风险；政策落地不及预期；底层资产运营风险。

正文目录

1. 发行审批	4
1.1. 发改委遴选与推荐	4
1.2. 证监会、交易所审核	4
1.3. 政策导向	6
2. 发售流程	7
2.1. 发售前工作	7
2.2. 询价与定价	8
2.3. 配售与认购	8
2.4. 基金成立与限售/锁定管理	12
2.5. 交易和投资安排	12
2.6. 扩募发售	13
2.7. 特殊情况	14
3. 上市交易	15
3.1. 上市流程	15
3.2. 交易规则	15
4. 估值定价	17
4.1. 估值思路	17
4.2. 案例分析	18
5. 发售认购情况	19
5.1. 战略配售参与情况	19
5.2. 网下投资者认购情况	22
6. 趋势展望和投资建议	24
6.1. 发行趋势	24
6.2. 收益表现	26
6.3. 投资建议	27
7. 风险提示	27

图表目录

图 1 公募 REITs 审核流程	5
图 2 公募 REITs 发售流程	11
图 3 公募 REITs 一般交易架构	13
图 4 公募 REITs 上市流程	15
图 5 公募 REITs 估值思路	17
图 6 特许经营权类 REITs 发行规模与战略配售比例, %	20
图 7 产权类 REITs 发行规模与战略配售比例, %	20
图 8 不同资产类型 REITs 平均发行规模, 亿元	20
图 9 不同资产类型 REITs 平均战略配售比例, %	20
图 10 特许经营权类 REITs 战略配售持有人结构, %	21
图 11 产权类 REITs 战略配售持有人结构, %	21
图 12 参与战略配售的专业机构投资者结构分布, %	22
图 13 机构投资者战略配售资产类型分布, %	22
图 14 机构投资者战略配售项目性质分布, %	22
图 15 产权类 REITs 网下投资者认购比例, %	23
图 16 特许经营权类 REITs 网下投资者认购比例, %	23
图 17 不同资产类型 REITs 网下投资者有效认购比例, %	23
图 18 不同批次 REITs 网下投资者有效认购比例, %	23
图 19 网下投资者有效认购比例与认购倍数, %, 倍	24
图 20 公募 REITs 上市至今累计涨幅, %	26
图 21 公募 REITs 上市至今累计总收益, %	26
表 1 公募 REITs 项目申报要求和申报材料	4
表 2 公募 REITs 主要监管机构职能	5
表 3 支持公募 REITs 发行相关政策表述	6
表 4 中金普洛斯 REIT 发售安排	9
表 5 公募 REITs 一级市场参与方式	10
表 6 三种扩募方式的具体安排	14
表 7 公募 REITs 交易规则	16
表 8 中金普洛斯 REIT 评估价值表	18
表 9 浙商沪杭甬 REIT 评估价值表	19
表 10 公募 REITs 发展重点	25

1. 发行审批

1.1. 发改委遴选与推荐

在项目正式申报之前，原始权益人通过招标选聘中介机构，主要包括牵头机构（券商或公募基金管理人）和联合体成员（公募基金管理人、专项计划管理人、财务顾问等），各中介搭建交易结构、开展尽职调查、准备申报文件，同时与省级发改委做预先沟通。

原始权益人向所在地省级发改委报送申请材料，各省级发改委主要从项目是否符合国家重大战略、产业政策、固定资产投资管理法规制度、良性投资循环等方面出具专项意见。对于省内项目，原始权益人直接向项目所在地省级发改委申报即可；对于跨省项目，原始权益人需同时向原始权益人注册地省级发改委（主申报）和项目所在地发改委申报。对符合相关条件的项目，省级发展改革委向国家发改委出具无异议专项意见。在省级发改委专项意见基础之上，国家发改委根据申报材料对项目进行综合评估，并将符合条件的项目推荐至证监会。

表1 公募 REITs 项目申报要求和申报材料

申报 项目 要求	重点区域	京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设、长三角一体化发展、海南全面深化改革开放、黄河流域生态保护和高质量发展等国家重大战略区域
	重点行业	交通（收费公路、铁路、机场、港口）； 能源（风电、光伏等）； 市政（供水、供电等）； 生态环保基础设施（污水垃圾处理、固废危废医废处理等）； 仓储物流（通用仓库、冷库等）； 园区（研发平台、工业厂房等）； 新型基础设施（数据中心、人工智能等）； 保障性租赁住房； 其他（自然文化遗产、国家 5A 级旅游景区等）
	重点项目	优先支持有一定知名度和影响力的行业龙头企业的项目
申报 材料	第一册 (基本情况)	发起人基本情况、项目基本情况、项目运营情况、项目产权/特许经营权文件、股东同意转让文件、项目公司及原始权益人审计报告等
	第二册 (产品方案)	总体方案、参与方、基金管理人合规性承诺等
	第三册 (合规性情况)	符合政策情况、固定资产投资管理手续、外商投资合规性、PPP 合规性、法律意见书等
	第四册 (其他重点)	募集资金用途、运营管理安排、运营成效、固定资产转让情况、税收情况等

资料来源：国家发改委，东海证券研究所

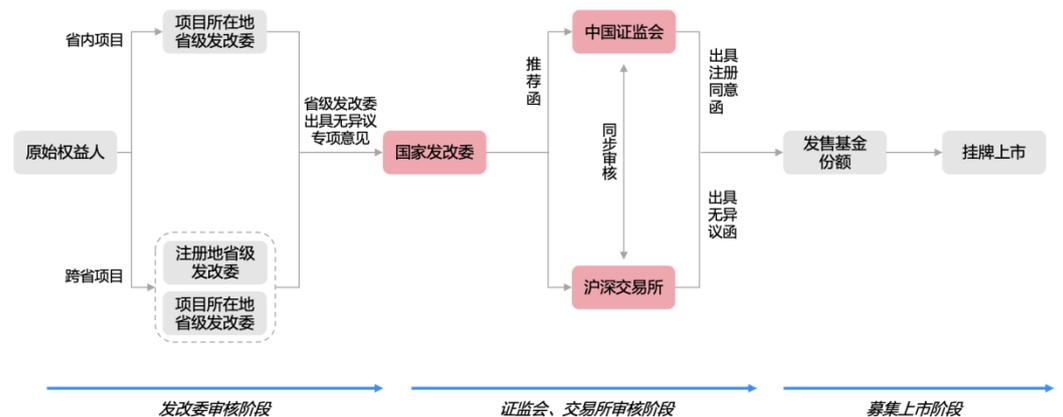
1.2. 证监会、交易所审核

证监会：国家发改委向证监会推荐后，基金管理人应当向证监会提交相关材料，主要包括公开募集证券投资基金注册申请文件、基金管理人及专项计划管理人相关说明材料、拟投资基础设施资产支持证券相关说明材料、认购协议等。基础设施基金拟在交易所上市的，基

金管理人应当同步向证券交易所提交上市申请，交易所同意基础设施资产支持证券挂牌和基础设施基金上市的，应当将无异议函在产品注册前报送证监会。基础设施基金经证监会注册后，基金管理人须在基金份额公开发售 3 日前，披露基金合同、托管协议、招募说明书、发售公告、产品资料概要等文件。

交易所：基金管理人向交易所提交上市申请，由交易所审核是否具备上市条件。同时，专项计划管理人向交易所提交基础设施资产支持证券挂牌申请，由交易所确认是否符合相关条件。交易所接收到申请文件后的 5 个工作日内将对申请文件是否齐备和符合形式要求进行形式审核。文件齐备的，予以受理。交易所自受理之日起 30 个工作日内出具首次书面反馈意见，基金管理人、专项计划管理人须在收到书面反馈意见后 30 个工作日内予以书面回复；无需出具反馈意见的，直接通知基金管理人和专项计划管理人。交易所将根据评议结果出具基础设施资产支持证券挂牌和基础设施基金上市的无异议函。

图1 公募 REITs 审核流程



资料来源：国家发改委，证监会，沪深交易所，东海证券研究所

表2 公募 REITs 主要监管机构职能

监管机构	主要职能
国家发改委	建立全国基础设施公募 REITs 试点项目库； 在省级发改委出具专项意见的基础上，根据项目申报材料对项目进行综合评估，将符合条件的项目推荐至证监会
省级发改委	负责项目遴选、入库和申报； 对本地区符合条件、拟推荐的项目出具无异议专项意见，并向国家发改委上报试点项目申请材料，或为有关中央企业出具意见
中国证监会	制定公募 REITs 相关规则，对基金管理人等参与主体的履职要求、产品注册、份额发售、投资运作、信息披露等进行规范； 指导各派出机构、沪深交易所、证券业协会和基金业协会制定完善项目遴选相关配套措施，加强业务过程监管； 对申请注册的基础设施基金进行审核、注册
沪深交易所	建立基础设施资产支持证券挂牌及基金上市审查制度； 负责基础设施基金份额的发售、上市、交易、收购、信息披露、退市等工作； 审核基础设施资产支持证券挂牌申请和基础设施基金上市申请，出具反馈意见和无异议函
证券业协会	对网下投资者进行注册，并对网下投资者的行为、各参与机构的核查等进行自律管理

基金业协会 对基金人员管理、项目尽职调查、基金相关信息披露等行为进行自律管理；
负责专项计划设立后的备案工作

资料来源：国家发改委，证监会，沪深交易所，东海证券研究所

1.3.政策导向

全国自上而下支持公募 REITs 发行，未来发行节奏有望加快。中央层面，2022 年 11 月，证监会新闻发言人在资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问时，提到“进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用”；2022 年 12 月，国家发展改革委投资司副司长在第七届中国“PPP 论坛”上提到“希望到明年年底，基础设施 REITs 能够超过 60 只，总发行规模超过 2000 亿元”；今年 2 月，证监会在 2023 年系统工作会议上明确提出“更加精准服务稳增长大局，大力推进公募 REITs 常态化发行”。地方层面，今年以来多地政府在促进经济发展相关文件中明确支持公募 REITs 发行，辽宁、湖北、四川等地对成功发行公募 REITs 的原始权益人给予奖励。

公募 REITs 作为一种直接融资工具，有助于促进基础设施建设、优化房地产行业结构、盘活存量资产；同时，相对于股票投资，REITs 收益相对稳定，风险适中，为资本市场提供了全新的金融产品供给，拓展了社会资本的投资渠道。预计未来 REITs 产品的发行节奏将进一步加快，发行规模有望持续扩大。根据上交所披露信息显示，当前有 4 只 REITs 待上市，中金山高 REIT、中信建投国投新能源 REIT、中航京能光伏 REIT、中金湖北科投光谷 REIT 均已反馈。

表3 支持公募 REITs 发行相关政策表述

发文机构	时间	政策/会议名称	主要内容
证监会	2022-11	资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问	进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用。会同有关方面加大工作力度，推动保障性租赁住房 REITs 常态化发行，努力打造 REITs 市场的“保租房板块”。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，或作为已上市基础设施 REITs 的扩募资产
中央 证监会 副主席	2022-12	首届长三角 REITs 论坛暨中国 REITs 论坛 2022 年会	保持常态化发行，推动更多优质项目发行上市。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
国家发展改革委投资司 副司长	2022-12	第七届“中国 PPP 论坛”	明年以及今后一段时期，我国基础设施投融资至少包括六大重点领域，分别是低碳减排、新型基础设施、重点民生保障、重大区域发展战略、基础设施补短板 and 城市更新。我们希望到明年年底，基础设施 REITs 能够超过 60 只，总发行规模超过 2000 亿元

	国家发改委、商务部	2023-01	《关于深圳建设中国特色社会主义先行示范区放宽市场准入若干特别措施的意见》	优化基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）市场环境。研究 REITs 税收政策，支持开展 REITs 试点，减轻企业和投资者负担
	证监会	2023-02	2023 年系统工作会议	大力推进公募 REITs 常态化发行
地方	河南省政府	2023-01	《大力提振市场信心促进经济稳定向好政策措施》	拓宽项目建设融资渠道，聚焦重点领域、重点地区、重点企业，持续梳理符合条件的存量资产项目并纳入 REITs 项目储备库。协调支持符合条件的 REITs 项目发行上市
	辽宁省政府	2023-01	《辽宁省进一步稳经济若干政策举措》	积极盘活存量资产，鼓励发行 REITs，对成功发行 REITs 基金的原始权益人按照发行额 1% 予以奖励，最高不超过 500 万元
	安徽省政府	2023-01	《进一步盘活存量资产扩大有效投资实施方案》	聚焦基础设施领域存量资产多、建设任务重的省属国有企业，每年选择 10 个以上有吸引力、代表性强的重点项目，通过产权市场公开挂牌、引进战略投资者、整体注入上市公司、发行 REITs 等方式盘活存量资产
	湖北省政府	2023-01	《关于更好服务市场主体推动经济稳健发展的若干政策措施》	研究出台省级 REITs 奖补政策，探索设立 REITs 专项资金，对成功发行产品的企业给予一次性补贴
	四川省政府	2023-02	《聚焦高质量发展推动经济运行整体好转的若干政策措施》	积极推进 REITs 试点，对成功发行且募集资金用于省内项目建设的，原始权益人可按投资规模的 0.5% 申请一次性补助、最高不超过 500 万元

资料来源：中国政府网，东海证券研究所

2. 发售流程

2.1. 发售前工作

CA 证书准备：网下投资者参与询价的，应当向本所申请获得网下发行电子平台的投资者 CA 证书，各业务参与人应于首次业务发起前 10 个工作日完成相应 CA 证书的申请工作。CA 证书可在基础设施基金份额发售中多次使用。

询价平台发行人指定：询价平台发行人可为基金管理人或其指定的财务顾问，基金管理人在业务平台指定询价平台发行人后，发行人才能在询价平台办理网下询价、认购等业务。

2.2. 询价与定价

根据《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金（REITs）业务办法（实行）》规定，基础设施基金首次发售的，基金管理人或财务顾问应当通过向网下投资者询价的方式确定基础设施基金份额认购价格，其中网下投资者包括证券公司、基金管理公司、信托公司、财务公司、保险公司及保险资产管理公司、合格境外机构投资者、商业银行及银行理财子公司、政策性银行、符合规定的私募基金管理人以及其他符合证监会及投资者适当性规定的专业机构投资者。

发售申请与信息披露：基金管理人应在 X-8 日（含）前（X 日为询价日），向交易所提交发售申请、证监会准予注册批文、发售方案和相关法律文件。其中发售方案包括基金份额初始发售数量、战略投资者认购数量、网下投资者条件、询价区间、配售方式等内容；相关法律文件包括招募说明书、基金合同、询价公告等。交易所在收到申请后的 5 个工作日内对资料进行审核，审核通过后，基金管理人应在 X-3 日前公开披露相关信息。此时，投资者可通过交易所网站查看询价公告、基金合同、招募说明书、基金产品资料概要、托管协议等文件。

首轮剔除：询价日前一个交易日，基金管理人应当在网下发行电子平台上确认基金代码、名称等相关询价参数，并确认拟参与网下发售的配售对象名称、场内证券账户或场外基金账户等相关信息，同时剔除不符合交易指引及询价公告规定的网下投资者及其配售对象账户。剔除的对象具体包括：异常账户、限制账户、禁入账户。

询价申报：网下询价时间原则上为 1 个交易日，当日 9:00-15:00 网下投资者登录投资者系统进行询价申报。网下投资者可为其管理的不同配售对象分别报价，每个配售对象只能提供 1 个报价，同一网下投资者全部报价中的不同拟认购价格不得超过 3 个。网下投资者可以多次提交报价记录，但以最后一次提交的全部报价记录为准。

次轮剔除：询价结束后，发行人可在发行人系统中查看次轮剔除前的加权平均价和中间价。认购起始日 5 日前，询价平台根据认购价格，剔除不符合条件的报价及其对应的拟认购数量。剔除不符合条件的报价后，拟认购总数量须大于等于网下发售份额总量。

确认发售价：基金管理人应当根据所有网下投资者报价的中位数和加权平均数，并结合公募证券投资基金、保险资金等配售对象的报价情况，确定认购价格。此外，基金管理人确定的认购价格高于中位数和加权平均数的孰低值时，基金管理人应至少在基金份额认购首日前 5 个工作日发布投资风险特别公告，并在公告中披露超过的原因，以及各类网下投资者报价与认购价格的差异情况。

2.3. 配售与认购

战略投资者、网下投资者和公众投资者均可以参与公募 REITs 的一级市场认购。

基础设施基金的认购价格应当通过交易所平台向网下投资者以询价的方式确定。基金份额认购价格确定后，战略投资者、网下投资者和公众投资者应当按照交易所规定的认购方式，参与基础设施基金份额认购。

战略配售：基金管理人在招募说明书和询价公告中披露战略投资者选取标准、向战略投资者配售的份额数量等信息，并在基金合同生效公告中披露最终获配的战略投资者名称、基

金份额数量及限售期安排。基金管理人应当与战略投资者事先签署配售协议。募集期结束前，战略投资者应当在约定期限内，以认购价格认购其承诺认购的基金份额数量。参与战略配售的原始权益人，可以用现金或证监会认可的其他对价进行认购；参与战略配售的投资者不得参与网下询价。

交易所鼓励下列对象参与战略配售：1) 与原始权益人经营业务具有战略合作关系或长期合作愿景的大型企业或其下属企业；2) 具有长期投资意愿的大型保险公司或其下属企业、国家级大型投资基金或其下属企业；3) 主要投资策略包括投资长周期、高分红类资产的证券投资基金或其他资管产品；4) 具有丰富基础设施项目投资经验的基础设施投资机构、政府专项基金、产业投资基金等专业机构投资者。

关于配售比例，原始权益人或其同一控制下的关联方参与基础设施基金份额战略配售的比例合计不得低于基金份额发售数量的 20%。扣除向战略投资者配售部分后，基础设施基金份额向网下投资者发售比例不得低于公开发售数量的 70%。

战略投资者的确定通常是机构投资者和基金管理人双向选择的结果。一方面，机构投资者往往关注自身熟悉的投资领域，不同机构对于底层资产的选择具有不同偏好；另一方面，基金管理人会综合考虑投资者的资质、项目资源、合作基础等情况。例如，北京银行成功参与今年最新发行的嘉实京东物流 REIT 战略配售。此前北京银行已与京东集团开展多领域合作，北京银行根据京东主要的经营场景生态，为其提供量身定制金融服务。

网下投资者：网下询价结束后，询价阶段提供有效报价的投资者可参与网下认购，网下投资者应当以询价确定的认购价格参与基金份额认购。其中，有效报价是指网下投资者提交的不低于基金管理人及财务顾问确定的认购价格，同时符合基金管理人事先确定且公告的其他条件的报价。认购起始日 4 日前，网下投资者可通过投资者系统查询认购结果，包括认购价格、认购数量等。基金管理人将在基金份额认购首日的 3 日前披露基金份额发售公告，发售公告将披露投资者详细报价情况、认购价格及其确定过程、募集期起止日、网下发售份额数量、公众投资者发售份额数量等信息。

募集期原则上不超过 5 个交易日，缴款截止日为认购终止日。网下投资者应当通过交易所网下发行电子平台向基金管理人提交认购申请，申请时间为募集期内每个交易日的 9:00-15:00，募集期原则上不得超过 5 个交易日。募集期内的每日 9:00-15:00，网下投资者可通过交易所网下发行电子平台提交、查询认购申请，并在认购终止日之前通过已确认的资金账户向基金管理人支付认购款项。网下投资者认购时填报的认购数量不得低于询价阶段填报的“拟认购数量”，也不得高于基金管理人确定的每个配售对象认购数量上限。网下投资者提交认购申请后，应当在募集期内通过基金管理人完成认购资金缴纳，并通过中国结算登记份额。

公众投资者：募集期内可通过场内证券经营机构或基金管理人及其委托的场外基金销售机构认购基金份额。

表4 中金普洛斯 REIT 发售安排

T-8 日	1、披露招募说明书、询价公告、基金合同、基金产品资料概要等文件 2、网下投资者提交核查文件 3、网下路演
T-7 日	1、网下投资者提交核查文件 2、网下路演
T-6 日	1、网下投资者提交核查文件 2、网下投资者在证券业协会完成注册截止日 3、基金管理人及财务顾问开展网下投资者核查 4、网下路演

T-5 日 (询价日)	网下投资者询价期间为 9:00-15:00
T-4 日	1、确定基金份额认购价格 2、确定有效报价网下投资者及其可认购份额数量 3、战略投资者确定最终获配金额
T-3 日	刊登基金份额发售公告
T 日 (发售首日)	1、网下基金份额认购日及缴款日 2、公众基金份额认购日及缴款日
T+1 日	1、网下基金份额认购日及缴款日 2、公众基金份额认购日及缴款日 3、战略投资者缴纳资金截止日
T+2 日	1、网下基金份额认购日及缴款日 2、公众基金份额认购日及缴款日
T+3 日	确定是否启动回拨机制及网下和公众部分最终发售份额
T+4 日	1、公众投资者份额登记日 2、刊登份额回拨公告（如有）
T+5 日	完成公众投资者余款退款
T+6 日	1、完成网下投资者余款退款 2、完成战略投资者余款退款（如有）

资料来源：Wind，东海证券研究所

表5 公募 REITs 一级市场参与方式

	战略投资者	网下投资者	公众投资者
投资者类型	原始权益人或同一控制下的关联方 专业机构投资者	专业机构投资者	公众投资者
参与主体	1) 与原始权益人经营业务具有战略合作关系或长期合作愿景的大型企业或其下属企业； 2) 具有长期投资意愿的大型保险公司或其下属企业、国家级大型投资基金或其下属企业； 3) 主要投资策略包括投资长期限、高分红类资产的证券投资基金或其他资管产品； 4) 具有丰富基础设施项目投资经验的基础设施投资机构、政府专项基金、产业投资基金等专业机构投资者； 5) 原始权益人及其相关子公司； 6) 原始权益人与同一控制下关联方的董事、监事及高级管理人员参与战略配售设立的资产管理计划	证券公司、基金管理公司、信托公司、财务公司、保险公司及保险资产管理公司、合格境外机构投资者、商业银行及银行理财子公司、政策性银行、符合规定的私募基金管理人以及其他符合中国证监会及本所投资者适当性规定的专业机构投资者	社会公众

<p>认购方式</p>	<p>在约定期限内，通过证券账户或开放式基金账户，以认购价格认购其承诺认购的基金份额数量。参与战略配售的原始权益人，可以用现金或者中国证监会认可的其他对价进行认购</p>	<p>按照确定的认购价格填报一个认购数量，填报的认购数量不得低于询价阶段填报的“拟认购数量”，也不得高于基金管理人确定的每个配售对象认购数量上限，且不得高于网下发售份额总量</p>	<p>可通过场内证券经营机构或基金管理人及其委托的场外基金销售机构认购基金份额</p>
<p>比例要求</p>	<p>原始权益人或其同一控制下的关联方参与基础设施基金份额战略配售的比例合计不得低于基金份额发售数量的 20%</p>	<p>扣除向战略投资者配售部分后，基金份额向网下投资者发售比例不得低于公开发售数量的 70%</p>	<p>-</p>
<p>限制条件</p>	<p>禁止询价：参与战略配售的投资者不得参与网下询价 委托限制：参与战略配售的投资者不得接受他人委托或委托他人参与，但依法设立并符合特定投资目的的证券投资基金、公募理财产品和其他资产管理产品，以及全国社会保障基金、基本养老保险基金、年金基金等除外</p>	<p>禁止询价：原始权益人及其关联方、基金管理人、财务顾问、战略投资者以及其他与定价存在利益冲突的主体不得参与网下询价，但基金管理人或财务顾问管理的公募证券投资基金、全国社会保障基金、基本养老保险基金和年金基金除外 认购禁止：参与网下询价的配售对象及其关联账户不得再认购面向公众投资者发售的部分</p>	<p>-</p>

资料来源：上交所，东海证券研究所

回拨机制：募集期届满，公众投资者认购份额不足时，基金管理人可以将公众投资者部分向网下发售部分进行回拨。网下投资者认购数量高于网下最低发售数量，且公众投资者有效认购倍数较高的，网下发售部分可以向公众投资者回拨。回拨后的网下发售比例，不得低于本次公开发售数量扣除向战略投资者配售部分后的 70%。网下投资者认购数量低于网下最低发售数量的，不得向公众投资者回拨。

图2 公募 REITs 发售流程



资料来源：上交所，东海证券研究所

2.4.基金成立与限售/锁定管理

基金成立：基金管理人应在备案通过当日提交基金合同生效公告，并于次日披露。基金合同生效后 10 日内，基金管理人应当在交易所报备基金成立材料，主要包括：发售总结报告、全部基金份额托管证明文件等。

限售和锁定管理：基金管理人负责提供 REITs 限售和锁定相关数据，并在发起上市申请前及时完成场内份额限售、场外份额锁定；若上市申请前无法完成限售或锁定完整流程，须推迟上市申请日期。

对于原始权益人或其同一控制下的关联方参与战略配售的部分，基金份额发售总量的 20% 持有期自上市之日起不少于 5 年；超过 20% 的部分持有期自上市之日起不少于 3 年，持有期间不允许质押。对于原始权益人或其同一控制下的关联方以外的机构投资者参与战略配售的部分，持有期自上市之日起不少于 1 年。

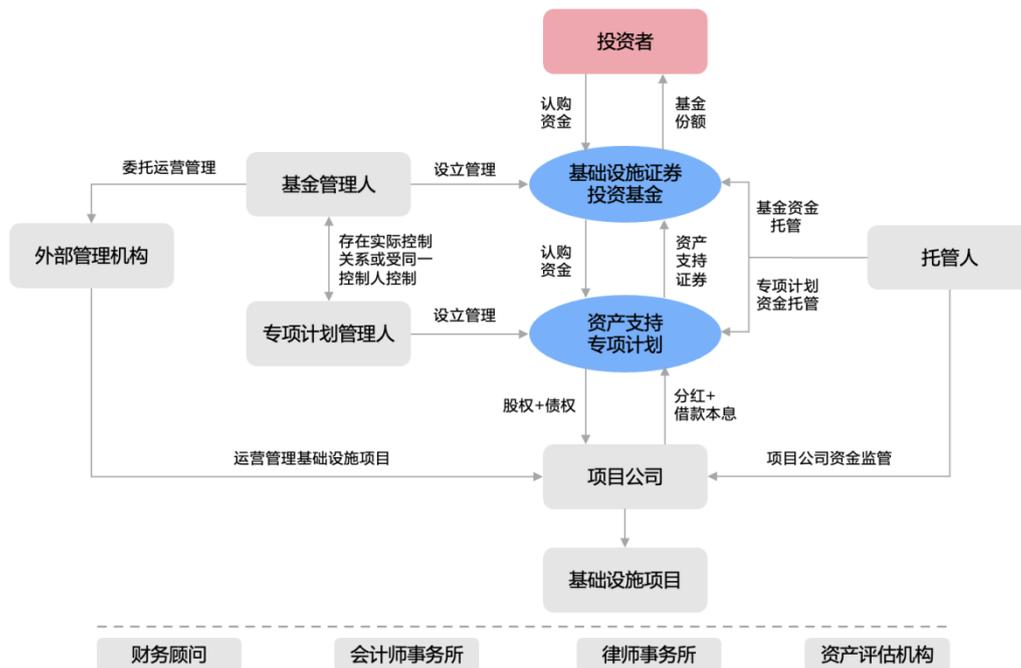
2.5.交易和投资安排

交易架构安排：基金合同生效后，基金将募集资金投资于资产支持专项计划的资产支持证券，并通过持有资产支持证券的全部份额进而对项目公司进行股权收购或其他形式投资，持有项目公司全部股权和对项目公司全部股东债权，最终投资于项目公司所持有的基础设施项目，取得基础设施项目完全所有权或经营权利。

资产支持专项计划的设立：专项计划发行期结束后，若资产支持证券认购人的认购资金总额达到或超过目标募集规模，经会计师事务所进行验资并出具验资报告后，专项计划管理人将认购资金全部划转至已开立的专项计划账户，同时宣布专项计划设立，该日为专项计划设立日。

基金与资产支持专项计划的投资运作：基金管理人主动运营管理基础设施项目，以获取基础设施项目产生的稳定现金流为主要目的，并将 90% 以上合并后基金年度可供分配金额向基金份额持有人进行分红，每年不得少于 1 次；计划管理人执行基金管理人作为资产支持证券单一持有人的决定。在基础设施项目的具体运营方面，基金管理人可委托外部管理机构（一般为原始权益人）负责项目的日常运营管理、制定及落实资产运营策略等工作。

图3 公募 REITs 一般交易架构



资料来源：上交所，东海证券研究所

2.6. 扩募发售

基础设施基金扩募的，可以向不特定对象发售，也可以向特定对象发售（定向扩募）。向不特定对象发售包括向原基础设施基金持有人配售份额（原持有人配售）和向不特定对象募集（公开扩募）。

基金管理人在向交易所提交证监会同意变更注册的批准或备案文件复印件、扩募发售方案、扩募发售公告等文件后的5个工作日内，若交易所表示无异议，基金管理人可启动扩募发售工作。扩募发售方案中应当包括基金发售的种类及数量、发售方式、发售对象及向原基金份额持有人配售安排、原战略投资者份额持有比例因本次扩募导致的变化、基金扩募价格、募集资金用途等事项。

表6 三种扩募方式的具体安排

原持有人配售	公开扩募	定向扩募
<p>配售比例: 向原持有人配售的, 应当向权益登记日登记在册的持有人配售, 且配售比例应当相同</p>	<p>原持有人优先: 基础设施基金公开扩募的, 可以全部或者部分向权益登记日登记在册的原基础设施基金份额持有人优先配售, 优先配售比例应当在发售公告中披露</p>	<p>发售对象数量: 每次发售对象不超过 35 名, 即向特定对象发售基金的法人、自然人或者其他合法投资组织不超过 35 名 (基金公司、证券公司、银行理财子、保险资管等主体以其管理的 2 只以上产品认购的, 视为一个发售对象)</p>
<p>价格确定: 基金管理人应当遵循基金份额持有人利益优先的原则, 根据基础设施基金二级市场交易价格和新购入基础设施项目的市场价值等有关因素, 合理确定配售价格</p>	<p>余额认购: 网下机构投资者、参与优先配售的原基础设施基金份额持有人以及其他投资者, 可以参与优先配售后的余额认购</p> <p>价格确定: 发售价格应当不低于发售阶段公告招募说明书前 20 个交易日或者前 1 个交易日的基础设施基金交易均价</p>	<p>价格确定: 发售价格应当不低于定价基准日前 20 个交易日基金交易均价的 90%</p> <p>限制条件: 定向扩募的基金份额, 自上市之日起 6 个月内不得转让; 发售对象属于新购入项目原始权益人或其同一控制下关联方的, 其认购的基金份额自上市之日起 18 个月内不得转让</p>

资料来源: 上交所, 东海证券研究所

参考亚太地区较为成熟的 REITs 市场, 新加坡 REITs 在扩募时并未赋予原持有人优先认购权, 我国香港 REITs 制度则明确规定了优先满足原持有人在基金扩募时的认购需求。对于国内公募 REITs 市场, 原持有人配售和公开扩募方式给予了原持有人更多参与基金扩募的机会。

2.7. 特殊情况

中止发售: 网下投资者提交的拟认购合计数量低于网下初始发售总量的, 基金管理人应中止发售, 并发布中止发售公告。中止发售后, 在证监会同意注册决定的有效期内, 基金管理人可重新启动发售。

募集失败: 基金募集期限届满, 出现以下情形的视为 REITs 募集失败: 1) 基金份额总额未达到准予注册规模的 80%; 2) 募集资金规模不足 2 亿元, 或投资人少于 1000 人; 3) 原始权益人或其同一控制下的关联方未按规定参与战略配售; 4) 扣除战略配售部分后, 网下发售比例低于公开发售数量的 70%。基金募集失败的, 基金管理人应当在募集期限届满后 30 日内返还投资者已缴纳的款项, 并加计银行同期存款利息。

3. 上市交易

3.1. 上市流程

在已完成基金成立材料报备、全部战略投资者份额限售和锁定、指定至少 1 家做市商提供做市服务后，基金管理人可发起基金上市业务申请。正常情况下，15 个工作日左右可完成上市流程。

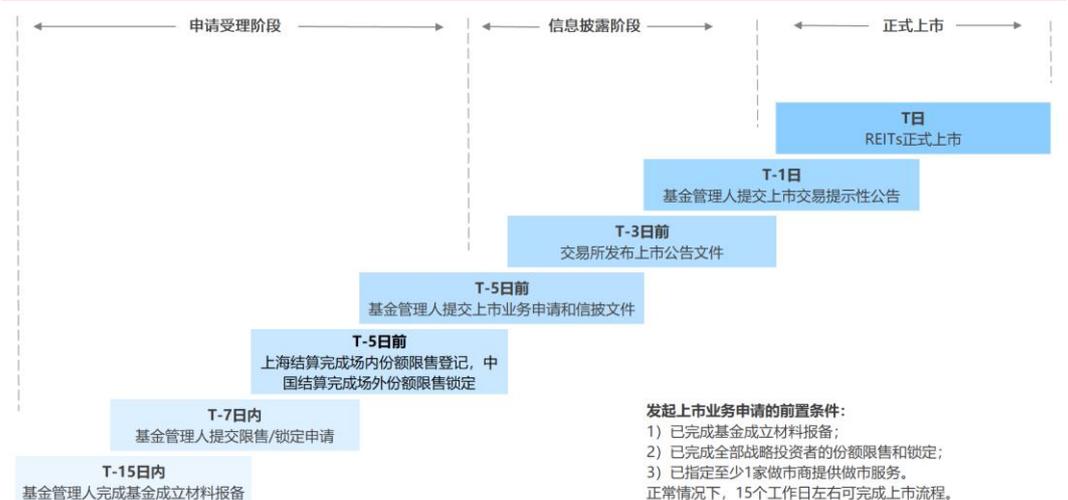
基金成立材料报备：T-15 日（T 日为正式上市日）内，基金管理人完成基金成立材料报备，包括律师事务所出具的法律意见书、发售总结报告、全部基金份额已在中国结算托管的证明文件、具有执行证券、期货相关业务资格的会计师事务所出具的验资报告。

限售/锁定申请：T-7 日内，基金管理人提交场内份额限售和场外份额锁定申请，以及基金份额限售/锁定公告。T-5 日前，上海结算完成场内份额限售登记，中国结算总部完成场外份额限售锁定。

上市业务申请：T-5 日前，基金管理人提交上市业务申请和信息披露文件。其中，上市业务申请包括上市申请函、REITs 账户信息、基金合同生效公告等；信息披露文件包括上市交易公告书等。

上市公告披露：T-3 日前，交易所发布上市公告文件。T-1 日，基金管理人提交上市交易提示性公告，公告信息包括证券代码、证券简称、上市日期、上市交易份额数量、首日涨跌幅等。

图4 公募 REITs 上市流程



资料来源：上交所，东海证券研究所

3.2. 交易规则

开盘价、收盘价与涨跌幅：基础设施基金的开盘价为当日该证券的第一笔成交价格，收盘价为当日该证券最后一笔交易前一分钟所有交易的成交量加权平均价（含最后一笔交易）。涨跌幅限制方面，基础设施基金上市首日涨跌幅限制比例为 30%，非上市首日涨跌幅限制比例为 10%。

交易方式：基础设施基金可以采用竞价、大宗、报价、询价、指定对手方和协议交易等交易方式交易。基础设施基金竞价、大宗交易适用基金交易的相关规定，报价、询价、指定对手方和协议交易等参照适用债券交易的相关规定。

交易单位：基础设施基金采用竞价交易的，上交所规定单笔申报最大数量不超过 1 亿份，深交所规定单笔申报最大数量不超过 10 亿份，且单笔申报数量应当为 100 份或其整数倍；采用询价和大宗交易的，单笔申报数量应当为 1000 份或其整数倍。此外，基础设施基金申报价格最小变动单位为 0.0001 元。

质押式业务：基础设施基金可作为质押券按照交易所规定参与质押式协议回购、质押式三方回购等业务。原始权益人或其同一控制下的关联方在限售届满后参与上述业务的，质押的战略配售取得的基础设施基金份额累计不得超过其所持全部该类份额的 50%，另有规定除外。

做市商要求：基础设施基金上市期间，基金管理人原则上应当选定不少于 1 家流动性服务商为基础设施基金提供双边报价等服务。

大户公告：投资者及其一致行动人拥有权益的基金份额达到基础设施基金份额的 10% 时，应当在该事实发生之日起 3 日内编制权益变动报告书，通知该基金管理人，并予公告；在上述期限内，不得再行买卖该基础设施基金的份额。投资者及其一致行动人拥有权益的基金份额达到基础设施基金份额的 10% 后，其交易拥有权益的基金份额占该基础设施基金份额的比例每增加或者减少 5%，应当依照前款规定进行通知和公告。在该事实发生之日起至公告后 3 日内，不得再行买卖该基础设施基金的份额，另有规定除外。

表7 公募 REITs 交易规则

	竞价交易	询价交易	协议大宗交易	盘后定价大宗交易
交易时间	集合：9:15-9:25、 连续：9:30-11:30、 13:00-15:00	上交所：9:00-15:00 深交所：9:15-11:30、 13:00-15:30	9:15- 11:30、 13:00- 15:30	15:05-15:30
交易单位	100 份或其整数倍	1000 份或其整数倍		
交易数量上限	上交所规定最大数量不超过 1 亿份；深交所规定最大数量不超过 10 亿份			
交收方式	净额结算、担保交收			
价格最小变动单位	0.0001 元			
涨跌幅限制	上市首日涨跌幅限制比例为 30%，非上市首日涨跌幅限制比例为 10%			

资料来源：上交所，深交所，东海证券研究所

4. 估值定价

4.1. 估值思路

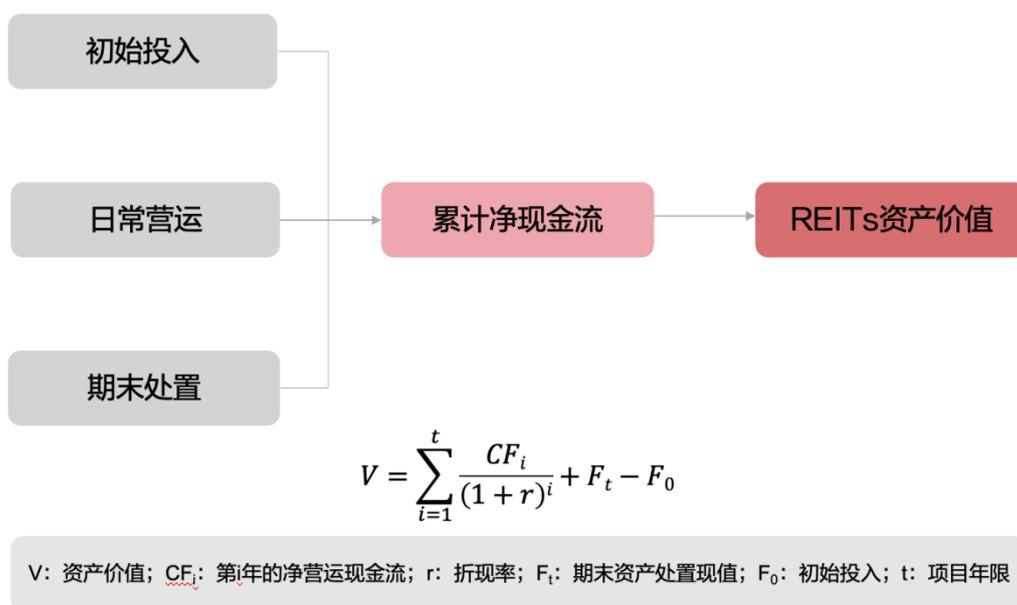
收益法为主要估价方法。2021年1月，沪深交易所均发布《公开募集基础设施证券投资基金（REITs）规则使用指引第1号——审核关注事项（试行）》，规定原则上以收益法作为基础设施项目评估的主要估价方法，并在评估报告及其附属文件中披露评估过程和影响评估的重要参数，包括但不限于土地使用权或经营权剩余期限、运营收入、运营成本、运营净收益、资本性支出、未来现金流预期、折现率等。收益法的核心思路是未来现金流折现，即通过预测底层资产未来各期的净现金流/未来收益，选取适当的折现率或资本化率，将其折现到估值时点并累加，从而得到估价对象的价值。在估值过程中，未来净现金流、折现率和项目期限是核心要素。

初始投入、日常营运、期末处置共同决定项目未来净现金流。从底层资产全生命周期角度看，项目未来净现金流可拆分为期初、期中、期末三个维度。期初现金流取决于项目初始净投入规模，期中营运阶段的现金流取决于日常运营收入、成本、税费等方面，期末现金流取决于项目终止后的资产处置情况。

折现率需要反映投资者的预期收益率。产权类项目使用项目预期收益率作为现金流折现率，特许经营权类项目则使用税前加权平均资本成本（WACCBT）。对于产权类项目，其折现率主要反映市场对于同类业态资产的预期收益，大多通过无风险收益率累加风险溢价的方式确定，其中风险溢价隐含了被评估资产的区位、流动性、经营状况、原始权益人等因素。对于特许经营权类项目，由于底层资产（以高速公路为主）具有一定地域性特征，且大多缺乏公开可靠的市场交易信息，可比交易案例较少，因此以项目公司而非底层资产作为计算折现率的对象。

项目期限取决于特许经营权或土地使用权年限。产权类项目期限一般以土地使用权年限为准；特许经营权类项目期限一般以项目与政府签订的特许经营权年限为准。

图5 公募 REITs 估值思路



资料来源：上交所，东海证券研究所

4.2.案例分析

产权类——中金普洛斯 REIT: 确定项目未来一定时期的运营净现金收入，利用适当的折现率将其折现到估价时点上并加总。中金普洛斯 REIT 的底层资产共有 7 个物流园项目，预测期间为各项目的土地剩余年限，运营收入以市场租金为主，折现率为各项目的预期收益 (7.5%-8.5%)，同时考虑运营期内的市场租金增长率 3%-5%。

以 2021 年 12 月 31 日为评估基准日，经第三方评估机构评估，在土地剩余年限内，扣除 2022 年资本性支出 535 万元，全部基础设施项目的市场价值为 54.2 亿元。中金普洛斯 REIT 募集基金份额总额为 15 亿份，对应单位份额基金价值为 3.613 元。基金管理人和财务顾问协商确定的询价区间为 3.7-4.26 元/份，根据最终询价结果确定实际认购价格为 3.89 元/份，实际募集资金 58.35 亿元，发行溢价 7.66%。

表8 中金普洛斯 REIT 评估价值表

项目名称	北京空港 物流园	通州光机 电物流园	广州保税物 流园	增城物 流园	顺德物 流园	淀山湖物 流园	苏州望亭物 流园
土地剩余 年限	一期 33 年 二期 36 年	34 年	一期 33 年 二期 35 年	35 年	35 年	一期 38 年 二期、三 期 42 年	36 年
建筑面积 平方米	130540	45597	44201	109093	105008	178401	92148
市场租金	24-73 元/平方米/月						
折现 率 %	7.5-8.5						
租金增长 率 %	3-5						
2022 年 资本性支 出 万元	535						
评估价值 万元	168000	48900	20300	89700	59600	104100	51400
全部基础 设施项目 市场价值 万元	542000						
发行份额 万份	150000						
单位份额 价值 元	3.6133						

资料来源：中金普洛斯 REIT 招募说明书、评估报告，东海证券研究所

特许经营权类——浙商沪杭甬高速 REIT: 通过预计高速公路及构筑物资产组（含收费权益）未来各期的正常净现金流，选用适当的资本化率将其折现到估价时点上并加总，以估

算高速公路及构筑物资产组的价值。预测期间为杭徽高速公路浙江段收费期限（2031年12月25日止），折现率采用税前加权平均资本成本（WACCBT=8.31%）。

以2020年12月31日为评估基准日，经第三方评估机构评估，2021-2031年，资产组（含收费权益）现金流现值之和为45.69亿元，扣除期初其他设备资产投入588.23万元，资产组净现金流现值共计45.63亿元。浙商沪杭甬高速REIT募集基金份额总额为5亿份，对应单位份额基金价值为9.127元。基金管理人和财务顾问协商确定的询价区间为8.27-9.511元/份，根据最终询价结果确定实际认购价格为8.72元/份，实际募集资金43.6亿元，发行折价4.45%。

表9 浙商沪杭甬 REIT 评估价值表

	自由现金流 万元	折现率 %	自由现金流现值 万元
期初投入			-588.23
2021	46082.38	8.31	44280.56
2022	47287.32	8.31	41953.31
2023	53371.48	8.31	43716.58
2024	58628.37	8.31	44340.63
2025	64459.14	8.31	45011.81
2026	71581.84	8.31	46155.97
2027	75503.83	8.31	44947.43
2028	77306.47	8.31	42487.64
2029	77364.38	8.31	39262.43
2030	72897.81	8.31	34159.92
2031	76424.35	8.31	33084.1
期末	-5934.77	8.31	-2470.64
资产组总价值 万元		456341.51	
发行份额 万份		50000	
单位份额价值 元		9.1268	

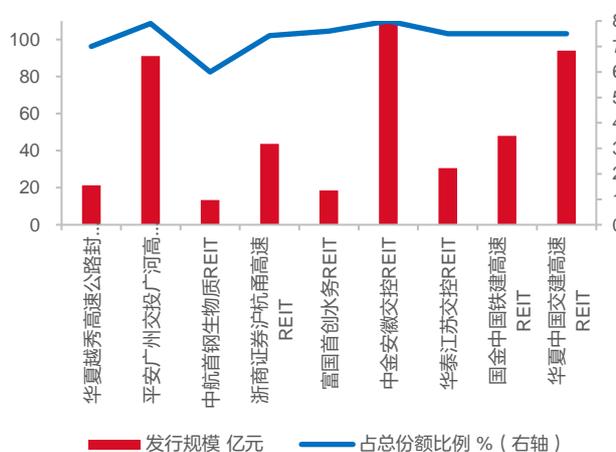
资料来源：浙商沪杭甬 REIT 招募说明书、发售公告，东海证券研究所

5. 发售认购情况

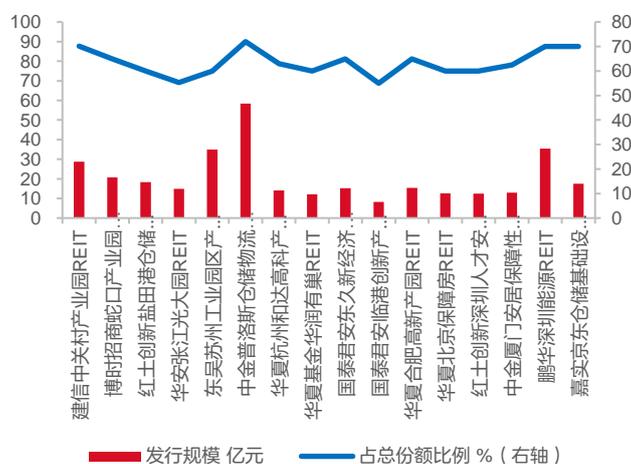
5.1. 战略配售参与情况

从项目性质看, 特许经营权类项目的战略配售比例更高。对于已发行的 25 只公募 REITs, 9 只特许经营权类 REITs 的平均发行规模为 52.1 亿元, 平均战略配售比例为 73.8%。除中航首钢生物 REIT 外, 其余 8 只特许经营权类 REITs 的战略配售比例均超 70%。其中中金安徽交控 REIT 发行规模最大, 为 108.8 亿元; 战略配售比例也最高, 为 80%。相比之下, 16 只产权类 REITs 的平均发行规模为 20.8 亿元, 平均战略配售比例为 63.3%, 大多数产权类 REITs 的战略配售比例在 55%-65%。

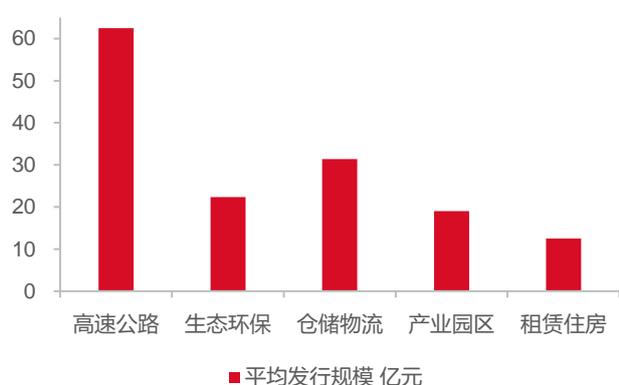
从资产类型看, 高速公路类项目的战略配售比例较高, 租赁住房类项目的比例较低。在已发行的五大类公募 REITs 产品中, 高速公路类、生态环保类、仓储物流类、产业园区类、租赁住房类 REITs 的平均战略配售比例分别为 75.5%、68.7%、67.3%、62.3%、60.6%。由于目前已上市的高速公路类项目(华夏越秀、平安广河、浙商沪杭甬、中金安徽交控、华泰江苏交控、国金中铁建、华夏中交建)多位于经济发达地区, 公路沿线经济发展水平较高, 交通流量整体较为稳定, 资产质量较好, 因此机构参与高速公路 REITs 的战略配售热情较高。

图6 特许经营权类 REITs 发行规模与战略配售比例, %


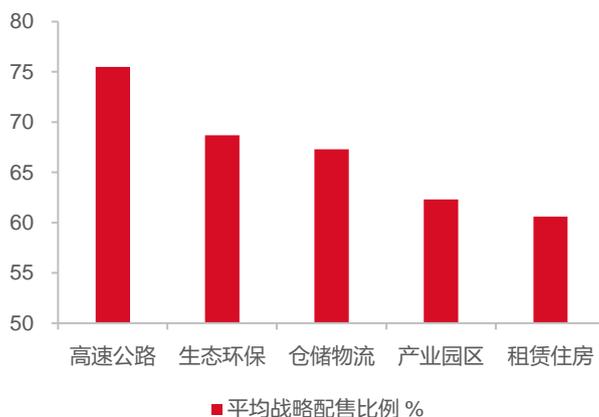
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图7 产权类 REITs 发行规模与战略配售比例, %


资料来源: Wind, 东海证券研究所

图8 不同资产类型 REITs 平均发行规模, 亿元


资料来源: Wind, 东海证券研究所

图9 不同资产类型 REITs 平均战略配售比例, %


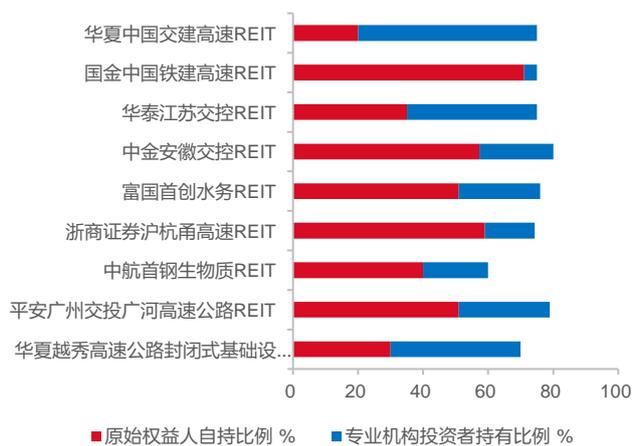
资料来源: Wind, 东海证券研究所

从原始权益人自持比例看, 特许经营权类项目原始权益人自持比例较高。特许经营权类 REITs 原始权益人平均自持比例为 46%, 产权类 REITs 原始权益人平均自持比例为 32.5%。

其中，原始权益人自持比例前三均为高速公路 REITs，国金中铁建高速 REIT、浙商沪杭甬高速 REIT、中金安徽交控 REIT 的原始权益人自持比例分别为 71%、59%、57.3%；除华夏中交建 REIT 外，以最低比例要求（20%）自持的均为产权类 REITs（3 只产业园、2 只仓储物流）。目前已发行的特许经营权类项目以高速公路为主，高速公路具有国有资产属性、稳定的经营性现金流、高毛利等特点，高自持比例有助于原始权益人保持对底层资产的控制权。

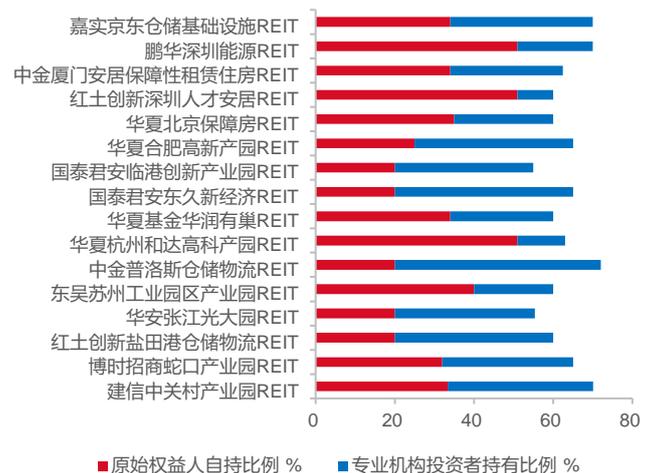
从参与战略配售的机构类型看，资管与保险占比之和过半。除原始权益人或其同一控制下的关联方之外，在所有参与战略配售的专业机构投资者中，资管、保险、券商、基金、信托、银行的平均认购比例分别为 35.7%、20.9%、17.6%、16%、4%、2.7%。对于保险，从中长期角度看，公募 REITs 具有收益较高、波动性较低等特点，符合保险资金的配置偏好。对于券商，公募 REITs 产品与券商的自营投资、资产管理、财富管理等业务条线的匹配度较高。自营端，公募 REITs 收益稳定、风险适中，具有一定的大类资产配置价值，能够分散组合风险，提高投资收益，同时还会对 REITs 提供做市商服务；资管端，拥有公募业务资格的券商资管公司可通过参与 REITs 一级市场的首发和扩募创收，并基于融资业务的理解提升投研能力，同时可为投资组合提供分散化效果；财富端，通过代销 REITs 产品提升财富条线产品丰富度。

图10 特许经营权类 REITs 战略配售持有人结构，%



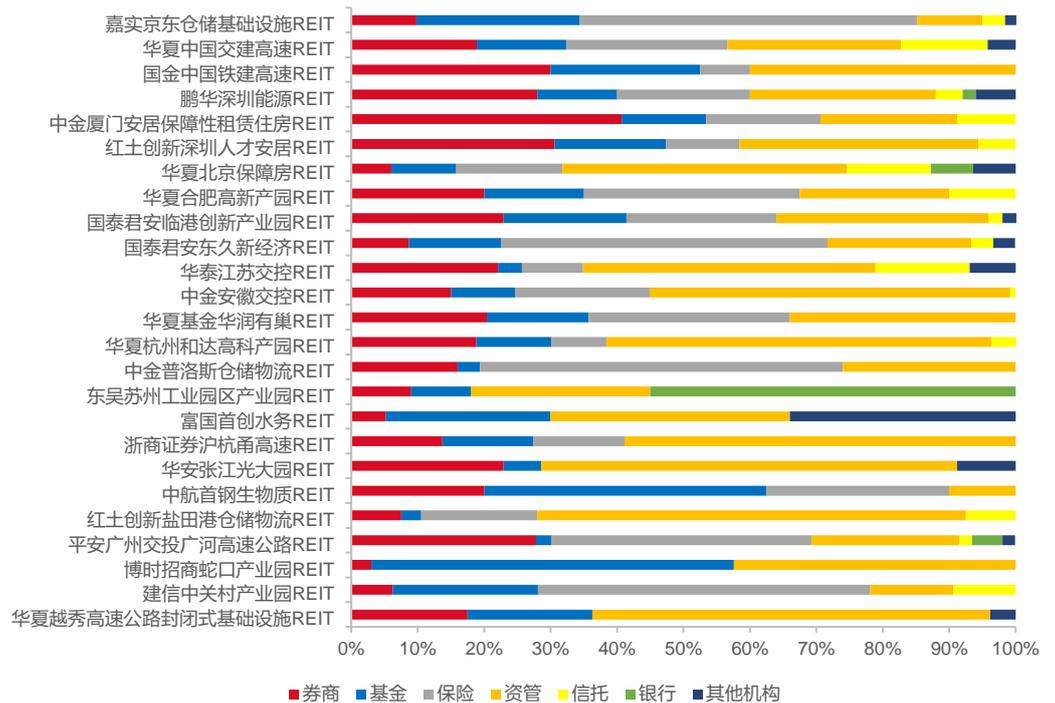
资料来源：Wind，东海证券研究所

图11 产权类 REITs 战略配售持有人结构，%



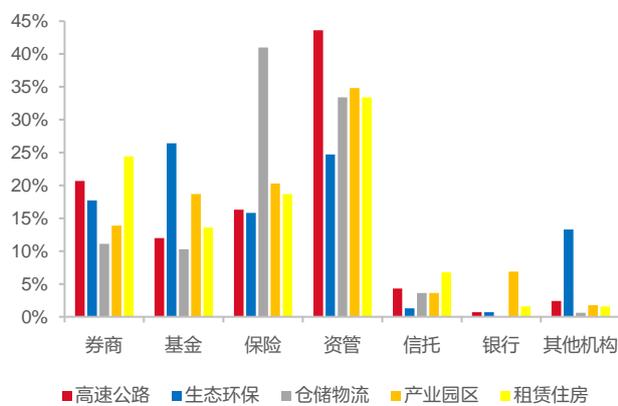
资料来源：Wind，东海证券研究所

图12 参与战略配售的专业机构投资者结构分布，%



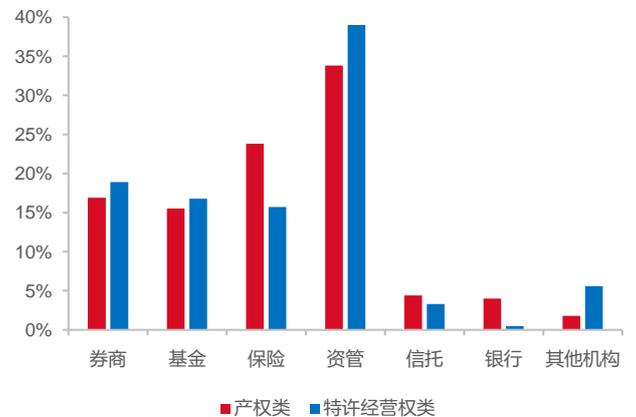
资料来源：Wind，东海证券研究所

图13 机构投资者战略配售资产类型分布，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

图14 机构投资者战略配售项目性质分布，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

5.2.网下投资者认购情况

从项目性质看，由于战略配售的比例相对较低，产权类项目网下投资者认购比例较高。在已发行的 25 只公募 REITs 中，16 只产权类 REITs 的网下平均认购比例为 25.8%，9 只特许经营权类 REITs 的网下平均认购比例为 18.8%。从资产类型看，租赁住房 and 产业园类项目的网下投资者认购比例较高。在已发行的五大类公募 REITs 产品中，租赁住房类、产业园类、仓储物流类、生态环保类、高速公路类 REITs 的网下平均认购比例分别为 27.6%、26.6%、22.9%、21.9%、17.7%。其中，国君临港创新产业园 REIT 网下认购比例最高(31.5%)，中金安徽交控 REIT 网下认购比例最低 (14%)。

从有效认购比例来看,首批产品有效认购比例较高,后续批次的有效认购比例快速下降。基础设施公募 REITs 作为国内基金市场的创新品种,对于首批发行的产品,投资者认购情绪较为克制。首批发行的 9 只公募 REITs 有效认购倍数多为 3-10 倍,网下投资者有效认购比例较高,平均值为 14.5%。2021 年 6 月,首批公募 REITs 正式上市,上市后的不俗表现使得随后发行产品的有效认购倍数显著上升。第二、三、四批的平均有效认购倍数约为 43 倍,网下投资者有效认购比例降至 2%-3%。第四批之后,新增的 12 只公募 REITs 平均有效认购倍数进一步升至 128 倍,除中金安徽交控和嘉实京东仓储外,其余产品有效认购比例均不足 1%,体现出机构投资者认购热情高涨,“中签率”较低的特点。

图15 产权类 REITs 网下投资者认购比例, %

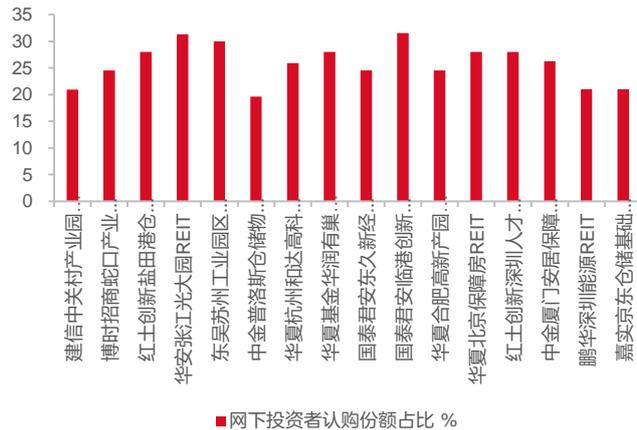
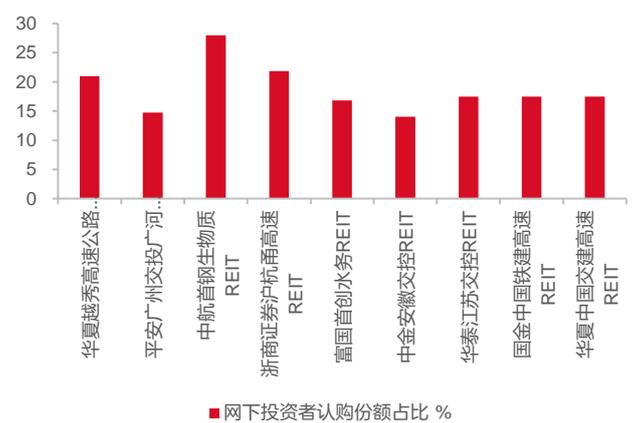


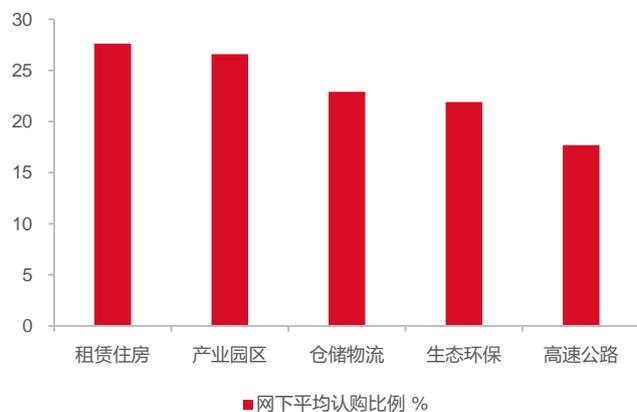
图16 特许经营权类 REITs 网下投资者认购比例, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

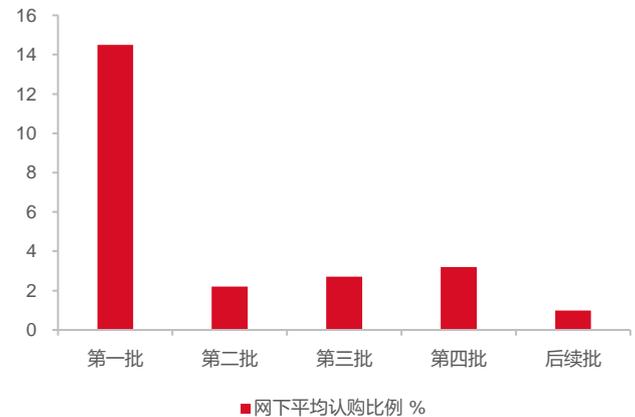
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图17 不同资产类型 REITs 网下投资者有效认购比例, %



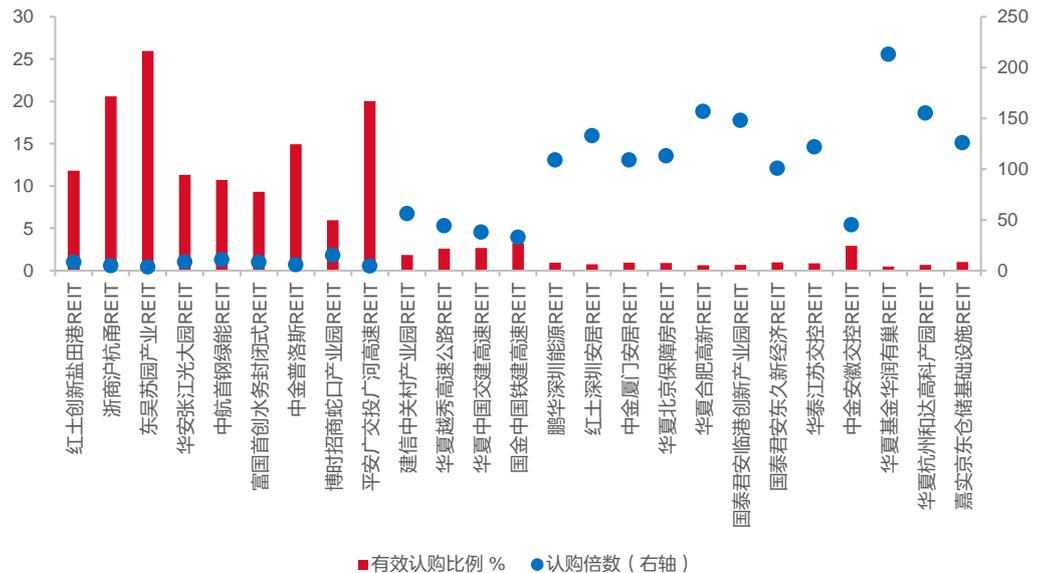
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图18 不同批次 REITs 网下投资者有效认购比例, %



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图19 网下投资者有效认购比例与认购倍数，%，倍



资料来源：Wind，东海证券研究所

6.趋势展望和投资建议

6.1.发行趋势

从市场空间来看，REITs 市场潜力为万亿量级。根据国家发改委体制政策研究室主任在《基础设施 REITs 的意义、要点和发展前景》中的测算，截至 2020 年，我国存量基础设施资产大概有 380 万亿，其中约 30%-40% 属于有经营性收入的基础设施资产。按中间值 35% 计算，经营性收入的存量资产大概为 120 万亿，如果有 5% 能够转化为 REITs，则有 5-6 万亿的市场规模。我国公募 REITs 市场尚在发展初期，目前已发行的 25 只公募 REITs 总发行规模不足千亿，未来发展空间广阔。

从政策态度来看，发改委、证监会、交易所等各方积极支持公募 REITs 发展。国家发改委已建立全国公募 REITs 试点项目库，当前可能已经形成一定规模的项目储备，且未来公募 REITs 产品有望进一步扩容。目前 REITs 项目土地用途原则上应为非商业、非住宅用地，2022 年 12 月证监会副主席李超在首届长三角 REITs 论坛暨中国 REITs 论坛 2022 年会中提到“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”。Nareit 数据显示，截至 2021 年，基础设施、租赁住宅、工业园区和购物中心在美国 REITs 市场中占比较高。长租房、购物中心等不动产能够提供较为稳健的现金流，未来长租房和商业不动产优质项目有望入围，公募 REITs 覆盖的行业领域将更加广阔。去年 12 月发改委投资司副司长在第七届“中国 PPP 论坛”上提到，今年基础设施 REITs 预计会进入快速发展期，希望今年基础设施 REITs 能够超过 60 只，总发行规模超 2000 亿元。未来公募 REITs 发行节奏有望加快，市场规模将进一步扩大。

表10 公募 REITs 发展重点

	《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》	《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点项目申报工作的通知》	《关于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》	《关于进一步盘活存量资产扩大有效投资的意见》
重点区域	<p>优先支持京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲等重点区域，支持国家级新区、有条件的国家级经济技术开发区开展试点。</p>	<p>1. 优先支持位于《京津冀协同发展规划纲要》《河北雄安新区规划纲要》《长江经济带发展规划纲要》《粤港澳大湾区发展规划纲要》《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》《海南自由贸易港建设总体方案》等国家重大战略区域范围内的基础设施项目。</p> <p>2. 支持位于国务院批准设立的国家级新区、国家级经济技术开发区范围内的基础设施。</p>	<p>重点支持位于京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设、长三角一体化发展、海南全面深化改革开放、黄河流域生态保护和高质量发展等国家重大战略区域，符合“十四五”有关战略规划和实施方案要求的基础设施项目。</p>	<p>1. 建设任务重、投资需求强、存量规模大、资产质量好的地区；</p> <p>2. 地方政府债务率较高、财政收支平衡压力较大的地区；</p> <p>3. 围绕落实京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设、长三角一体化发展、黄河流域生态保护和高质量发展等区域重大战略以及推动海南自由贸易港建设等，鼓励相关地区率先加大存量资产盘活力度。</p>
重点行业	<p>1. 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。</p> <p>2. 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。</p>	<p>1. 优先支持基础设施补短板项目，主要包括：仓储物流项目；收费公路、铁路、机场、港口项目；城镇污水垃圾处理及资源化利用、固废危废医废处理、大宗固体废弃物综合利用项目；城镇供水、供电、供气、供热项目；数据中心、人工智能、智能计算中心项目；5G、物联网、工业互联网项目。</p> <p>2. 鼓励国家战略性新兴产业集群、高科技产业园、特色产业园等开展试点。</p>	<p>1. 交通基础设施。包括收费公路、铁路、机场港口等。</p> <p>2. 能源基础设施。包括风电、光伏发电、水力发电等清洁能源项目，特高压输电项目，增量配电网等。</p> <p>3. 市政基础设施。包括城镇供水/电/气/热，以及停车场项目。</p> <p>4. 生态环保基础设施。包括城镇污水垃圾处理及资源化利用、固废危废医废处理、大宗固体废弃物综合利用等项目。</p> <p>5. 仓储物流基础设施。包括通用仓库、冷库等仓库项目。</p> <p>6. 园区基础设施。位于自贸区、国家级新区、国家级与省级开发区、战略性新兴产业集群的研发平台、工业厂房等项目。</p> <p>7. 新型基础设施。包括数据中心类、人工智能、5G、物联网、工业互联网等。</p> <p>8. 保障性租赁住房。包括各直辖市及人口净流入大城市的保障性租赁住房项目。</p> <p>9. 具有较好收益的旅游基础设施。</p>	<p>1. 交通、水利、清洁能源、保障性租赁住房、水电气热等市政设施、生态环保、产业园区、仓储物流、旅游、新型基础设施等。</p> <p>2. 盘活存量和改扩建有机结合的项目资产，包括综合交通枢纽改造、工业企业退城进园等。</p> <p>3. 长期闲置但具有较大开发利用价值的项目资产，包括老旧厂房、文化体育场馆和闲置土地等，以及国企开办的酒店、餐饮、疗养院等。</p>

重点	具有成熟的经营模式及市场化运营能力，已产生持续、稳定的收益及现金流，投资回报良好，并具有持续经营能力、较好的增长潜力。	优先支持有一定知名度和影响力的行业龙头企业的项目。	基础设施存量资产多、建设任务重、负债率较高的国有企业
-----------	---	---------------------------	----------------------------

资料来源：国务院办公厅，国家发改委，证监会，东海证券研究所

6.2.收益表现

从累计涨幅来看，生态环保和仓储物流类 REITs 涨幅较大。截至 3 月 1 日，以前复权价格为准，已上市交易的 25 只公募 REITs 平均累计涨幅为 19.7%，其中生态环保、仓储物流、产业园区、租赁住房、高速公路类 REITs 平均累计涨幅分别为 34.6%、30.3%、27.8%、14.3%、2.5%。具体标的方面，华安张江光大产业园 REIT 上市以来累计涨幅最高(40.9%)。

从累计总收益来看，5 只 REITs 累计总收益超 40%。截至 3 月 1 日，已上市交易的 25 只公募 REITs 中，23 只 REITs 实现正收益，其中 19 只 REITs 累计总收益超 10%。生态环保、仓储物流、产业园区、租赁住房、高速公路类 REITs 平均累计总收益分别为 44.4%、32.7%、29.6%、14.3%、6.5%。具体标的方面，累计总收益前三为中航首钢绿能 REIT(47.9%)、富国首创水务 REIT (46.8%)、华安张江光大园 REIT (45.7%)。

图20 公募 REITs 上市至今累计涨幅，%

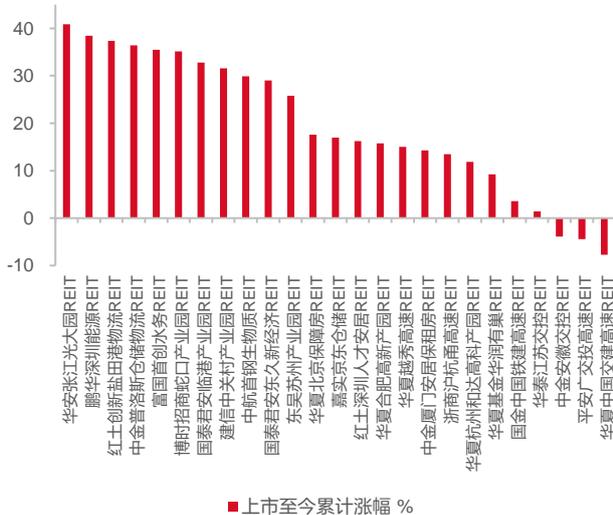
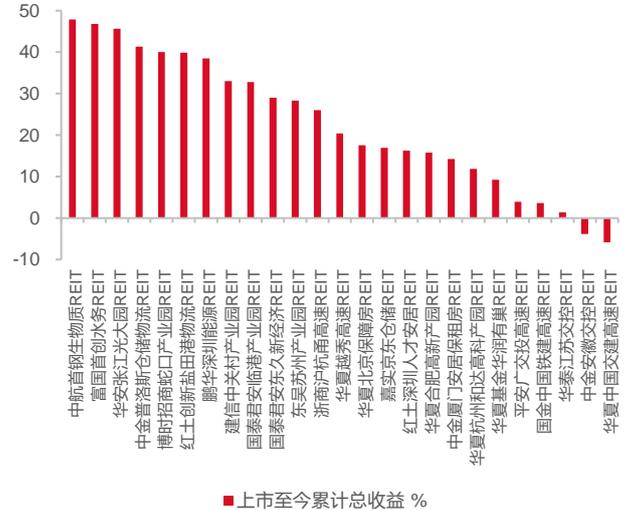


图21 公募 REITs 上市至今累计总收益，%



资料来源：Wind，东海证券研究所

资料来源：Wind，东海证券研究所

6.3.投资建议

REITs 具有较高收益、风险适中的特点，其高分红特征能够产生较为稳定的收益来源，尤其适合长期资金。建议不同机构依据自身对基础资产类型、产品派息率和期限、产品收益波动等偏好配置相应产品。机构投资者可通过战略配售和网下认购两种方式参与公募 REITs 投资，后续新发行的 12 只公募 REITs 网下认购倍数大多超百倍，机构有效认购比例不足 1%，“中签率”较低；而已发行的 25 只公募 REITs 平均战略配售比例为 67%，除原始权益人自持外，机构投资者平均战略配售比例约为 30%。鉴于此，建议机构投资者在战略配售阶段参与 REITs 投资。

此外，券商可提供做市服务参与公募 REITs。交易所规定，基金管理人发起基金上市业务申请的前提之一是至少指定 1 家做市商提供做市服务。为提高公募 REITs 流动性、稳定二级市场价格，近期公募 REITs 密集增加做市商。截至 3 月 1 日，在已上市的 25 只公募 REITs 中，平安广交投 REIT 做市商机构数量最多（10 家），建信中关村 REIT 其次（9 家），中金普洛斯 REIT、华夏中交建 REIT、中金安徽交控 REIT、华夏杭州和达高科 REIT、鹏华深圳能源 REIT 均为 7 家，做市商机构数量最少的有 4 家。

7.风险提示

价格波动风险：公募 REITs 产品受宏观经济和资本市场因素影响，二级市场价格波动可能较大。

政策落地不及预期：保障性租赁住房、生态环保类项目的发展主要受益于政策推动，政策落地效果可能不及预期。

底层资产运营风险：公募 REITs 分红主要依赖于运营底层资产所产生的现金流，项目运营不佳可能导致收益受损。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其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。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8621) 20333619
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089