

强于大市

商业不动产 REITs 点评

首批商业不动产 REITs 发行在即，存量盘活规模可期

核心观点

- 公募 REITs 市场从基础设施领域拓展至商业不动产领域。证监会于 2025 年 12 月 31 日发布了《中国证监会关于推出商业不动产投资信托基金试点的公告》... 2025 年 12 月 31 日，上交所与深交所分别发布了公募 REITs 最新的业务办法... 在相关政策落地打通后，1 月 29-30 日已有 8 只商业不动产 REITs 申报至交易所...

- 一、华安锦江封闭式商业不动产证券投资基金：原权益人为上海锦江资产管理有限公司... 二、汇源上海地产封闭式商业不动产证券投资基金：原权益人为上海世海发展(集团)有限公司... 三、中金唯品会封闭式商业不动产证券投资基金：原权益人为杉杉商业集团... 四、华安怡康封闭式商业不动产证券投资基金：原权益人为上海前滩国际商务区投资(集团)有限公司... 五、华夏保利发展封闭式商业不动产证券投资基金：原权益人为保利发展... 六、华夏复康封闭式商业不动产证券投资基金：原权益人为复康百货... 七、华夏凯德封闭式商业不动产证券投资基金：原权益人为凯德商用... 八、国泰君安封闭式商业不动产证券投资基金：原权益人为国泰君安... 九、国泰君安封闭式商业不动产证券投资基金：原权益人为国泰君安... 除了以上 8 只已经申报至交易所的商业不动产 REITs 以外，目前，还有公司正在积极筹备...

相关研究报告

- 《正视困境，冲出重围；长坡薄雪，向阳而生——房地产行业 2026 年年度策略》(2026/01/13)
《资产证券化系列报告二：从“证券化”到“通证化”，RWA 重构资产投资逻辑》(2025/09/24)
《资产证券化系列报告一：我国资产支持证券存量规模超 3 万亿元；公募 REITs 从破冰到常态化发行，未来空间可期》(2025/06/30)
《保租房 REITs 深度研究：住房租赁市场缺口较大，保租房 REITs 起航，租赁住房行业加速步入专业化资管时代》(2023/05/08)

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
房地产行业

证券分析师：夏亦丰
(8621)20328348

yifeng.xia@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521070005

证券分析师：许佳璐
(8621)20328710

jialu.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521110002

投资建议

商业不动产 REITs 不仅是盘活存量的有效路径，也为原始权益人提供标准化退出渠道，同时为投资者提供稳定收益的投资工具... 我们建议：1) 率先进行资产梳理与筛选、制定发行方案的企业可能更加具备先发优势... 2) 存量资产成熟稳定、具备成熟融资能力和运营能力、发行主体信用可靠的标的...

风险提示

REITs 支持政策推进力度不及预期；商业不动产 REITs 发行节奏不及预期；底层资产租赁市场需求变化风险，租赁需求超预期下行，租金水平波动等。

附录

图表 1. 首批商业不动产 REITs 相关信息

首批商业不动产 REITs (1月29日申报至交易所)					
基金名称	汇添富上海地产封闭式商业不动产证券投资基金		华安锦江封闭式商业不动产证券投资基金		中金唯品会封闭式商业不动产证券投资基金
原始权益人	上海世博发展(集团)有限公司(上海地产全资子公司)		上海锦江资产管理有限公司(“锦江资管”)(锦江国际全资子公司)		杉杉商业集团有限公司(唯品会全资子公司)
基金管理人	汇添富基金		华安基金		中金基金
(预计)募集规模	40.02 亿元		17.03 亿元		74.70 亿元
底层资产	鼎保大厦	鼎博大厦	国内 18 个城市的 21 家锦江都城酒店		郑州杉杉奥特莱斯项目 哈尔滨杉杉奥特莱斯项目
业态	办公、配套商业	办公、配套商业	酒店		奥特莱斯 奥特莱斯
城市	上海		酒店		郑州 哈尔滨
项目所在地	上海市黄浦区世博滨江板块	上海市黄浦区世博滨江板块	广州、郑州、长沙、合肥、武汉、沈阳、石家庄、福州、常州、江阴、南昌、绍兴、晋江、泰州、廊坊、芜湖、宁德、镇江		河南省郑州市中牟县 黑龙江省哈尔滨市利民开发区
项目体量	建面 7.46 万平;可供出租面积 5.14 万平	建面 9.88 万平;可供出租面积 5.96 万平	酒店整幢面积在 6168-8800 平左右,客房数在 129-162 间		建筑面积 11.20 万平 建筑面积 13.06 万平
投入运营时间	2019 年 12 月	2022 年 12 月	大部分在 2010-2013 年建成并开业		2016 年 9 月 2015 年 9 月
核心运营指标	2025 年末出租率 100%; 2025 年租金单价 179.11 元/平/月	2025 年末出租率 99.33%; 2025 年租金单价 172.68 元/平/月	2025 年 1-9 月平均入住率 61.58%; 平均房价 258.33 元/间		2025 年项目整体销售额 21.58 亿元;出租率 99.52%;月整体销售坪效 3026 元/平/月,月租金坪效 373 元/平/月。 2025 年项目整体销售额 16.72 亿元;出租率 99.89%;月整体销售坪效 2232 元/平/月,月租金坪效 242 元/平/月。
可供分配金额测算	2026 年可供分配金额 1.80 亿元,分派率 4.50%; 2027 年 1.83 亿元,分派率 4.57%		2026 年可供分配金额 8600 万元,分派率 5.05%		2026 年可供分配金额 3.41 亿元,分派率 4.57%; 2027 年 3.73 亿元,分派率 4.99%

资料来源:上交所,中银证券

图表 2. 首批商业不动产 REITs 相关信息

首批商业不动产 REITs (1月30日申报至交易所)										
基金名称	华安陆家嘴封闭式商业不动产证券投资基金			华夏保利发展封闭式商业不动产证券投资基金		华夏银泰百货封闭式商业不动产证券投资基金		华夏凯德封闭式商业不动产证券投资基金		国泰海通砂之船封闭式商业不动产证券投资基金
原始权益人	上海前滩国际商务区投资(集团)有限公司			保利发展		银泰百货有限公司		凯德商用、深圳凯来和绵阳凯浩		砂之船(西安)购物广场有限公司
基金管理人	华安基金			华夏基金		华夏基金		华夏基金		国泰海通
(预计)募集规模	28.10 亿元			20.93 亿元		42.785 亿元		40.54 亿元		50.64 亿元
底层资产	晶耀前滩 T1 办公楼项目以及相关车位	晶耀前滩商场北区及西区项目	晶耀前滩商场东区及南区项目	广州保利中心项目	佛山保利水城项目	合肥银泰中心一期项目	合肥银泰中心二期项目	深圳来福士项目	绵阳涪城项目	砂之船(西安)奥特莱斯项目
业态	办公、车位	商业	商业	办公及配套商业	商业零售	商业零售(购物中心)	商业零售(购物中心)	商业综合体,包括购物中心、办公楼、服务式公寓	购物中心	奥特莱斯
城市	上海			广州	佛山	合肥		深圳	绵阳	西安
项目所在地	上海浦东前滩板块			广州市天河区	佛山市南海区桂城街道	安徽省合肥市庐阳区		深圳市南山区	四川省绵阳市涪城区	陕西省西安市浐灞国际港
项目体量	可租赁面积 2.59 万平	可租赁面积 1.89 万平	可租赁面积 1.98 万平	总建面 7.94 万平,共计 41 层	总建面 15.31 万平,共计 5 层	商业及停车位建面 10.55 万平,地上 9 层,地下 3 层,可租赁面积 4.46 万平	商业、停车位及其他建面 7.99 万平,地上 10 层,地下 4 层,可租赁面积 2.50 万平	总建面 2099 万平;购物中心可租赁面积 4.06 万平、办公可供租赁面积 3.11 万平,服务式公寓可出租房间数 182 间	总建面 13.01 万平;可租赁面积 6.07 万平	建筑面积 14.13 万平;可供出租面积 7.84 万平
投入运营时间	2019 年 9 月			2010 年	2009 年	2012 年 1 月	2023 年 4 月	2017 年 6 月	一期:2007 年 2 月;二期 2014 年 12 月	2017 年 9 月
核心运营指标	租户数量 15 个,出租率为 95.93%	租户数量 59 个,出租率为 93.22%	租户数量 97 个,出租率为 94.66%	整体出租于广州保利商业物业发展有限公司,出租率为 100%	出租率为 88.60%	截至 2025 年末,出租率 97.00%	截至 2025 年末,出租率 96.78%	截至 2025 年 9 月末的出租率:购物中心业态: 92.13%;办公业态: 87.53%;服务式公寓业态: 78.72%	98.23%	截至 2025 年 9 月末,出租率为 98.85%。
可供分配金额测算	2026 年可供分配金额 1.30 亿元,分派率 4.63%; 2027 年 1.33 亿元,分派率 4.75%。			2026 年可供分配金额 1.09 亿元,分派率 5.21%。		2026 年预测可供分配金额 2.11 亿元,分派率 4.93%; 2027 年 2.26 亿元,分派率 5.28%		2026 年预测可供分配金额 1.85 亿元,分派率 4.57%		2026 年预测可供分配金额 2.77 亿元,分派率 5.47%; 2027 年 2.94 亿元,分派率 5.81%。

资料来源:上交所,中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371