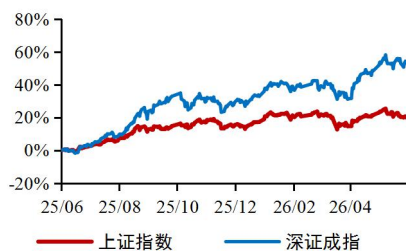


信义山证 汇通天下

研究早观点

2026年6月5日 星期五

市场走势



资料来源：常闻

【今日要点】

【衍生品研究】新券定价——国泰海通砂之船商业 REIT-西北最大奥莱之一+领先专业运营商

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	4,057.78	-0.64
深证成指	15,661.57	-0.27
沪深 300	4,904.75	-0.69
中小板指	9,425.84	0.21
创业板指	4,088.88	-0.83
科创 50	1,738.06	0.69

资料来源：常闻

分析师：

彭皓辰

执业登记编码：S0760525060001

邮箱：penghaochen@sxzq.com

【今日要点】

【衍生品研究】新券定价——国泰海通砂之船商业 REIT-西北最大奥莱之一+领先专业运营商

崔晓雁 cuixiaoyan@sxzq.com

【投资要点】

- 国泰海通砂之船商业 (508602.SH)
- 2026-05-25 认购，底层资产西安奥特莱斯项目，原始权益人砂之船(西安)购物广场 (民营企业)，存续期 30 年。发售 10 亿份，募集金额 55.31 亿元，首批获批的商业不动产 REITs 之一。
- 本项目是西北地区最大的奥特莱斯之一，位于西安市浐灞国际港商圈，交通便利，具备“地铁上盖+公路干线+交通枢纽”。2017 年 9 月开业，总建筑面积 14.13 万平方米，可供出租面积 7.84 万平方米。运营模式以联营模式为主，租赁为辅，租户结构分散。2025 年加权平均出租率 98.03%。
- 发行情况及发行估值
- 网下有效认购倍数 103 倍，公众认购倍数 330 倍，发行价 5.531 元/份，询价区间 4.525-5.531 元，上限发行。
- 2024、25 年营业收入 3.76、4.16 亿元，EBITDA 2.26、2.36 亿元。2026、27 年可供分配金额预测分别 2.75 和 2.92 亿元，发行价对应年化派息率分别 4.96%和 5.27%，对应 20.15x 2026E P/FFO。
- 评估机构深圳戴德梁行，评估价值 50.28 亿元，初始折现率 7.25%。折现率与已上市消费类 REITs 平均水平相当，发行价对应 P/NAV 1.10x。
- 新券二级市场估值推导
- 已上市同类 REITs 共 12 只，可比产品过去三个月平均 P/NAV 1.33 倍，平均 P/FFO 25.46 倍，平均派息率 TTM 4.35%。
- 华夏首创奥莱 REIT、中金唯品会奥莱 REIT 最可比。两只过去三个月平均 P/NAV、P/FFO 和派息率 TTM 分别 1.39 倍、24.90 倍和 5.04%。
- 商业不动产 REITs 试点全面启动，首批 4 只集中发行，我们认为砂之船是我国领先的奥莱运营商，在 16 座核心城市运营 18 个奥莱项目，运营能力强，本项目资产质量佳。参考可比产品，给予目标价 5.79-7.01 元，较发行价高 5-27%。
- 风险提示：租约集中到期，运营效率不佳，竞争加剧，市场估值中枢下移等

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号
华润金融大厦 23 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

