

## REITs研究

---

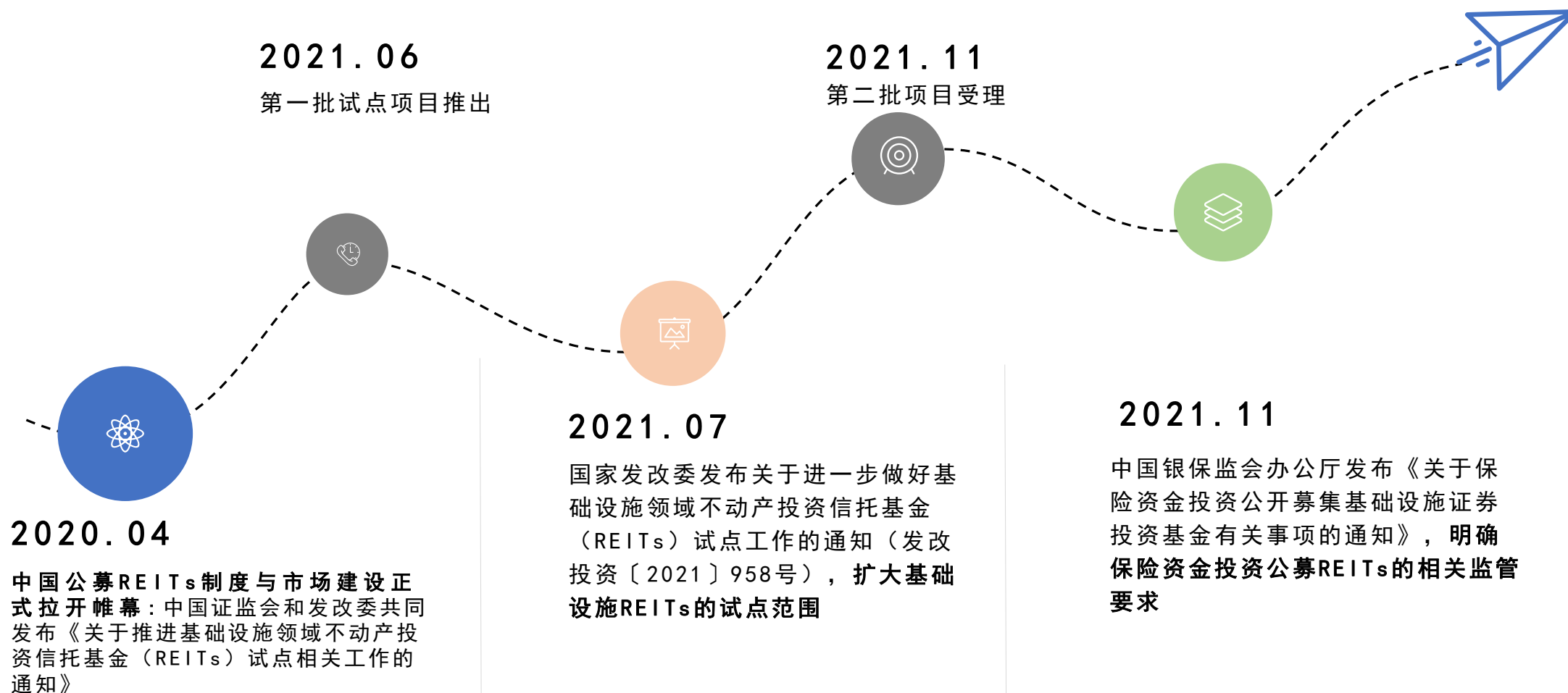
# 公募REITs市场特征与投资展望

中信证券研究部 房地产和物业服务行业组  
陈聪 张全国 李宗儒  
2021年12月4日

## **PART ONE: C-REITs来了**

---

## 1.1 C-REITs来了



资料来源：中信证券研究部整理

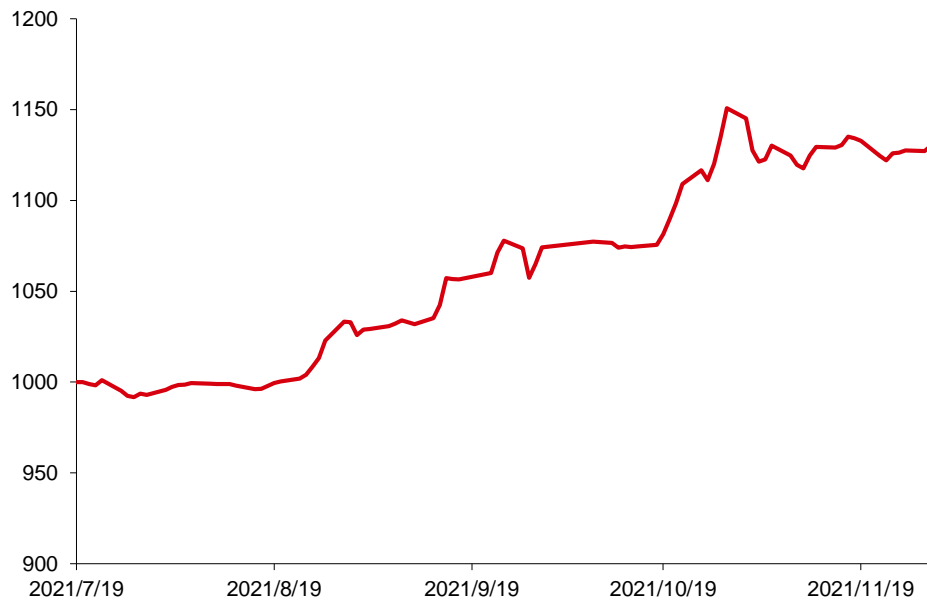


## 1.2 全新的投资标的C-REITs市场表现回顾

### ■ 资产独特，走出独立于股票和债券的市场行情

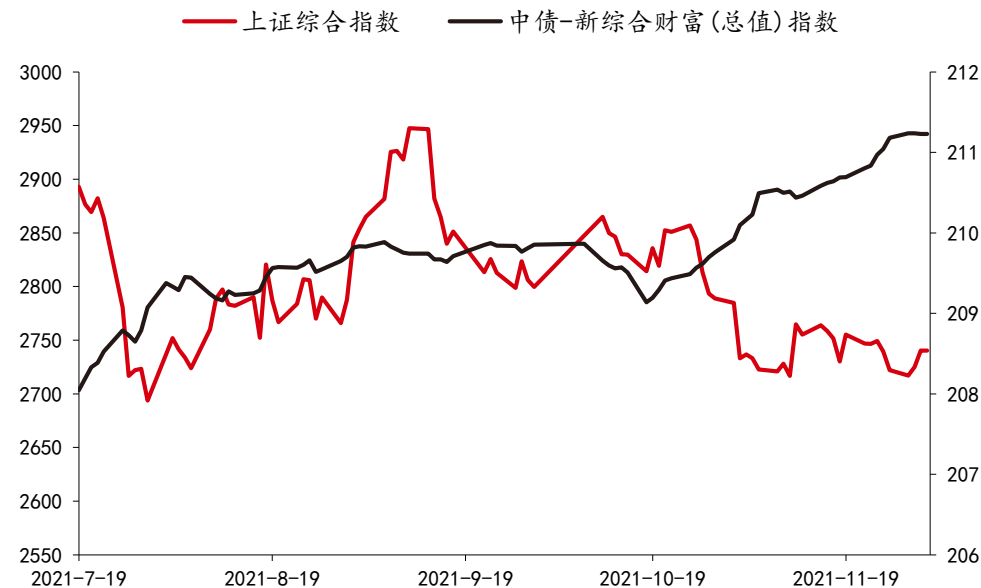
➢ 剔除发行影响，自2021年7月19日以来，C-REITs的综合涨幅达到11.3%，且回撤较小

#### 公募REITs组合综合表现



资料来源：Wind，中信证券研究部

#### 股票及债权相关指数走势



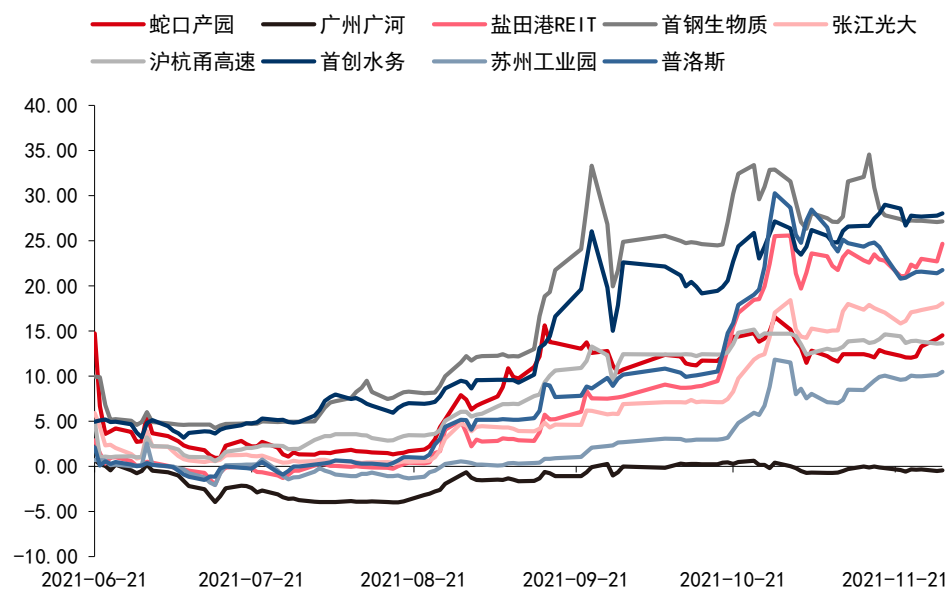
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：右轴为中债指数，左轴为上证综合指数



## 1.3 C-REITs市场交易活跃度稳步上升

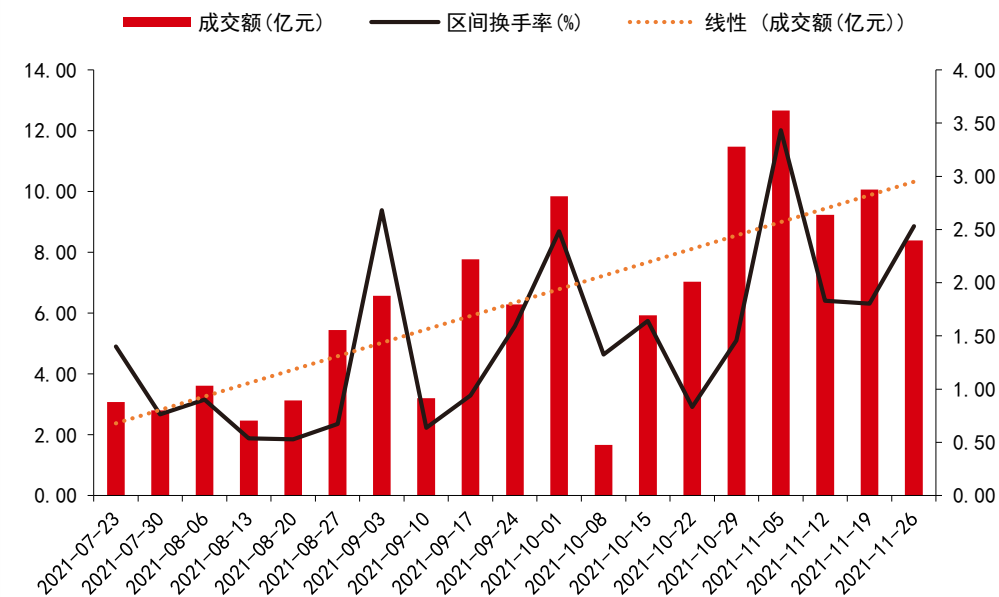
- 公募REITs市场从无到有，关注度从低到高
- 成交活跃度稳步上升，投资者群体日渐丰富

### 上市以来收益率走势



资料来源：Wind，中信证券研究部

### 周度成交及换手情况



资料来源：Wind，中信证券研究部

## **PART TWO: 股还是债？公募REITs探源**

---



## 2.1 公募REITs是什么

- **REITs(Real Estate Investment Trusts)**即不动产投资信托基金，是不动产资产证券化的一种重要手段，最早产生于美国20世纪60年代初
- **中国证监会 国家发展改革委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提出：**
  - 基础设施REITs是国际通行的配置资产，具有流动性较高、收益相对稳定、安全性较强等特点，能有效盘活存量资产，填补当前金融产品空白，拓宽社会资本投资渠道，提升直接融资比重，增强资本市场服务实体经济质效
  - 短期看有利于广泛筹集项目资本金，降低债务风险，是稳投资、补短板的有效政策工具
  - 长期看有利于完善储蓄转化投资机制，降低实体经济杠杆，推动基础设施投融资市场化、规范化健康发展

## 2.1 公募REITs是什么

### ■ 经营权类：

- 底层资产属于特许经营权类，底层资产所有权归国家，约定期限届满后，由国家收回
- 市场要求预期收益率相对较高

### ■ 产权类：

- 具有底层资产的产权，其到期后仍有市场价值，现金流不归零，需要关注不动产公允价值的变动
- 市场要求收益率相对较低

部分REITs底层资产类别示例

| REITs名称         | 底层资产                      | 土地性质          | 资产类型         | 资产评估价值（万元） | 主要收入来源                  |
|-----------------|---------------------------|---------------|--------------|------------|-------------------------|
| 东吴-苏州工业园区产业REIT | 国际科技园五期B区项目               | 科研设计用地        | 不动产权         | 183,000    |                         |
|                 | 2.5产业园1、2期项目              | 工业用地          | 不动产权         | 152,000    | 租金收入，物业费，停车费            |
| 华安张江光大园REIT     | 张江光大园                     | 工业用地          | 不动产权         | 147,000    |                         |
| 中航首钢生物质REIT     | 生物质能源项目                   |               |              |            |                         |
|                 | 餐厨项目                      | 公共设施用地        | 特许经营权        | 94,386     | 生活垃圾处置及发电收入、餐厨垃圾收运及处置收入 |
|                 | 残渣暂存场项目                   |               |              |            |                         |
| 富国首创水务REIT      | 深圳市福永、松岗、公明水质净化厂BOT特许经营项目 | 雨水，污水处理用地     | BOT特许经营权     | 81,700     | 污水处理服务费，垃圾渗滤液处理服务费      |
|                 | 合肥市十五里河污水处理厂PPP项目2个子项目    | 公共设施用地（污水处理厂） | TOT+BOT特许经营权 | 92,900     | 污水处理费，中水处理费，污泥处置费用      |





## 2.2 中央和地方支持REITs市场发展

| 时间       | 部门                    | 会议/文件  | 相关内容  |
|----------|-----------------------|--|---|
| 2021年7月  | 国家发改委                 | 《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》         | <b>全国范围内的项目均可申报</b> ，并且新增包括 <b>能源基础设施、保障性租赁住房、水利设施、自然文化遗产、国家AAAAA级旅游景区资产</b> 等在内的资产类别，同时进一步放松对资产的运营年限及现金流来源分散度的要求   |
| 2021年7月  | 财政部、税务总局、住建部          | 《关于完善住房租赁有关税收政策的公告》                            | 住房租赁企业向个人出租住房适用简易计税方法并进行预缴的， <b>减按1.5%预征率预缴增值税</b> ；对企事业单位、社会团体以及其他组织向个人、专业化规模化住房租赁企业出租住房的， <b>减按4%的税率征收房产税</b>   |
| 2021年8月  | 深圳市发改委                | 《深圳市发展和改革委员会关于进一步做好基础设施REITs试点项目库申报工作的通知》      | 将基础设施REITs试点项目库申报工作的具体工作安排进行了详细介绍   |
| 2021年8月  | 商务部等九部门               | 《商贸物流高质量发展专项行动计划（2021-2025年）》                  | 到2025年，初步建立畅通高效、协同共享、标准规范、智能绿色、融合开放的现代商贸物流体系。 <b>加强商贸物流网络与国家综合运输大通道及国家物流枢纽衔接</b> ，提升全国性、区域性商贸物流节点城市集聚辐射能力。 <b>加强冷链物流规划</b> ，布局建设一批国家骨干冷链物流基地，支持大型农产品批发市场、进出口口岸等建设改造冷冻冷藏仓储设施           |
| 2021年8月  | 上海市人民政府办公厅            | 《上海市住房发展“十四五”规划》                               | <b>加快促进租赁住房有效供应，加大保障性租赁住房推进力度</b> 。聚焦不同群体的租赁需求，实现租赁住房精准供应。“十四五”时期，形成供应租赁住房超过42万套（间、宿舍床位），占住房供应总套数的40%   |
| 2021年8月  | 北京市发改委                | 《关于进一步做好本市基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报有关工作的通知》 | 各区发展改革委进一步加强项目储备，主动与相关原始权益人对接沟通，做好政策解读和指导工作，鼓励原始权益人拿出优质资产，积极参与基础设施REITs试点。今后项目申报要严格按照国家发展改革委958号文件精神，成熟一个、申报一个  |
| 2021年9月  | 国家发改委                 | 专题新闻发布会  | 加强跨周期调节，充分发挥中央预算内投资和地方政府专项债券作用，促进投资稳定增长。同时， <b>协调推进一批具有吸引力的交通运输领域PPP项目、REITs项目</b> ，吸引和撬动社会资本。鼓励社会资本参与具有供水、发电等经营性收益项目的建设管理。 <b>积极引导地方通过REITs方式盘活水利工程存量资产</b> ，形成投资良性循环，以市场化改革推动工程加快建设 |
| 2021年9月  | 广州市发改委                | 《广州市支持基础设施领域REITs发展措施》                         | 以项目储备、政府服务、市场服务、风险防控和发展目标五个方面的支持为主线，内容包括 <b>加强项目谋划和储备、加大财税政策支持力度、培育壮大基础设施REITs中介机构市场、打造粤港澳大湾区基础设施REITs发展高地</b> 等  |
| 2021年10月 | 南京市发改委                | 11条政策措施支持REITs                                 | 一是充分发挥各板块的主体作用；二是对基础设施运营投入更大关注；三是加大对相关主体的政策激励；四是强化区域联动；五是其他配套服务措施   |
| 2021年11月 | 广东省政府办公厅              | 《关于加快发展保障性租赁住房的实施意见》                           | 提出了六大方面的支持政策，包括 <b>土地支持政策、简化审批流程、做好资金保障、落实税费优惠政策、执行民用电气价格以及提高金融支持水平</b>   |
| 2021年11月 | 工业和信息化部、人民银行、银保监会、证监会 | 《关于加强产融合作推动工业绿色发展的指导意见》                        | <b>支持在绿色低碳园区审慎稳妥推动基础设施领域不动产投资信托基金（基础设施REITs）试点</b> 。鼓励金融机构开发针对钢铁石化等重点行业绿色化改造、绿色建材与新能源汽车生产应用、老旧船舶电动化改造、绿色产品推广等方面的金融产品  |

## 2.3 公募REITs的底层资产

- 公募REITs的底层资产一般可以稳定产生现金流，当前包涵交通、能源、市政、生态环保、仓储物流、园区、新型基础设施（IDC等）、保障性租赁住房项目、水利设施、旅游基础设施等领域，我们预计未来会稳步扩围

国家发改委历次试点资产范围对比

| 资产类别        | 40号文（20年4月30日）             | 958号文（21年7月2日）   | 958号文改变  |
|-------------|----------------------------|--|--|
| 交通基础设施      | 收费公路等交通设施                  | 包括收费公路、铁路、机场、港口项目  | 大致无变化  |
| 能源基础设施      | 水电气热等市政工程                  | 包括风电、光伏发电、水力发电、天然气发电、生物质发电、核电等清洁能源项目，特高压输电项目，增量配电网、微电网、充电基础设施项目，分布式冷热电项目   | 进一步明确能源基础项目的范围。发电设施被明确定义，并且火电被排除在外。充电基础设施被明确定义 |
| 市政基础设施      |                            | 包括城镇供水、供电、供气、供热项目，以及停车场项目  | 明确了停车场的基础设施地位                                  |
| 生态环保基础设施    | 城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目     | 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  | 大致无变化  |
| 仓储物流基础设施    | 仓储物流                       | 应为面向社会提供物品储存服务并收取费用的仓库，包括通用仓库以及冷库等专业仓库   | 明确了仓储物流项目的定义，点名冷链物流                            |
| 园区基础设施      | 国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区 | 位于自由贸易试验区、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、创业孵化器、产业加速器、产业发展服务平台等园区基础设施。其中，国家级与省级开发区以《中国开发区审核公告目录（2018年版）》发布名单为准，战略性新兴产业集群以国家发展改革委公布名单为准 | 大致无变化  |
| 新型基础设施      | 信息网络等新型基础设施                | 包括数据中心类、人工智能项目，5G、通信铁塔、物联网、工业互联网、宽带网络、有线电视网络项目，智能交通、智慧能源、智慧城市项目  | 大致无变化。智能计算中心和数据中心应是融合为数据中心类                    |
| 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  | 纯新增项目  |
| 其他基础设施      |                            | 具有供水、发电等功能的水利设施；自然文化遗产、国家AAAAA级旅游景区等具有较好收益的旅游基础设施，其中自然文化遗产以《世界遗产名录》为准  | 纯新增项目  |
| 非试点项目（负向排除） |                            | 酒店、商场、写字楼等商业地产项目不属于试点范围。项目土地用途原则上应为非商业、非住宅用地   | 非试点项目进一步明确。定义上将商业地产单提，和此前有所区别                  |



## 2.4 谁在买入REITs

- 基础设施基金份额的发售，分为战略配售、网下询价并定价、网下配售、公众投资者认购等活动
- 基础设施基金份额认购价格通过向网下投资者询价的方式确定，网下投资者通过交易所网下发行电子平台参与基金份额的网下配售，公众投资者可以通过场内证券经营机构或者基金管理人及其委托的场外销售机构认购

### 公开募集基础设施证券投资基金（REITs）发售、上市与交易关键规则

| 环节   | 关键规则   |
|------|--|
| 战略配售 | 基础设施项目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本次基金份额发售数量的20%，其中基金份额发售总量的20%持有期自上市之日起不少于60个月，超过20%部分持有期自上市之日起不少于36个月，基金份额持有期间不允许质押。  |
|      | 基础设施项目原始权益人或其同一控制下的关联方以外的专业机构投资者可以参与基础设施基金份额战略配售，战略配售比例由基金管理人合理确定，持有基础设施基金份额期限自上市之日起不少于12个月。                                       |
| 网下申购 | 网下投资者为证券公司、基金管理公司、信托公司、财务公司、保险公司、合格境外机构投资者、商业银行及其理财子公司、符合规定的私募基金管理人以及其他中国证监会认可的专业机构投资者。全国社会保障基金、基本养老保险基金、年金基金等可根据有关规定参与基础设施基金网下询价。 |
|      | 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本次公开发售数量的70%。  |
| 公众发售 | 网下询价结束后，基金管理人应当及时向公众投资者公告基金份额认购价格。公众投资者通过基金销售机构以询价确定的认购价格参与基础设施基金份额认购  |

## 2.4 谁在买入REITs

### ■ 首批公募REITs合计募资达314.03亿

- 战略配售占70.77%，其中125.93亿为原始权益人和关联方，分别锁定36-60个月，剩余96.31亿元锁定12个月
- 机构投资者网下申购占比22.60%
- 公众发售，占比6.62%

首批公募基础设施REITs发行定价及发行情况 单位：元/份，亿份

| 简称     | 基础设施项目类型 | 募集份额（亿份） | 询价下限  | 询价上限  | 发行价（元/份） | 募集规模（亿元） | 现金分派率2022E | 战略配售  | 网下发售 | 公众发售 |
|--------|----------|----------|-------|-------|----------|----------|------------|-------|------|------|
| 蛇口产业园  | 产业园      | 9.00     | 2.10  | 2.42  | 2.31     | 20.79    | 4.46%      | 5.85  | 2.25 | 0.90 |
| 沪杭甬高速  | 收费公路     | 5.00     | 8.27  | 9.51  | 8.72     | 43.60    | 9.91%      | 3.71  | 1.09 | 0.19 |
| 首钢绿能   | 污染治理     | 1.00     | 12.50 | 14.00 | 13.38    | 13.38    | 7.63%      | 0.60  | 0.30 | 0.10 |
| 张江光大园  | 产业园      | 5.00     | 2.78  | 3.20  | 2.99     | 14.95    | 4.04%      | 2.77  | 1.56 | 0.67 |
| 普洛斯    | 仓储物流     | 15.00    | 3.70  | 4.26  | 3.89     | 58.35    | 4.31%      | 10.80 | 3.36 | 0.84 |
| 苏州工业园  | 产业园      | 9.00     | 3.56  | 4.09  | 3.88     | 34.92    | 4.36%      | 5.40  | 2.88 | 0.72 |
| 首创水务   | 市政设施     | 5.00     | 3.49  | 4.02  | 3.70     | 18.50    | 9.08%      | 3.80  | 0.96 | 0.24 |
| 广州广河   | 收费公路     | 7.00     | 12.47 | 13.26 | 13.02    | 91.14    | 6.87%      | 5.53  | 1.12 | 0.35 |
| 盐港REIT | 仓储物流     | 8.00     | 2.16  | 2.38  | 2.30     | 18.40    | 4.40%      | 4.80  | 2.24 | 0.96 |

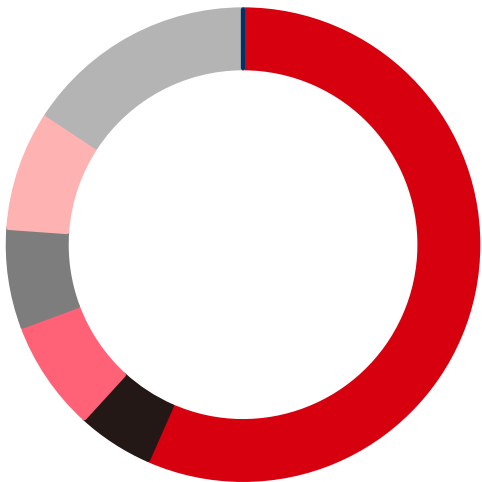
资料来源：各基金公告，中信证券研究部测算 注：现金分派率为根据基金募集说明书中的2022年预测可分配现金流总额除以募集规模得出

## 2.4 谁在买入REITs：网下申购

- 网下询价中，9家REITs合计获得516.87亿元资金认购，其中有效认购金额457.45亿元
- 投资者来源广泛，包含公募基金、保险资管、私募基金、信托、券商自营、券商资管、QFII等
- 但目前的申购金额来源较为集中，其中券商自营认购总金额达292.60亿元，占比56.6%，其次是保险，认购金额占比15.7%；公募专户、信托、私募基金、券商资管则分别认购了8.2%、7.6%、6.8%和5.2%

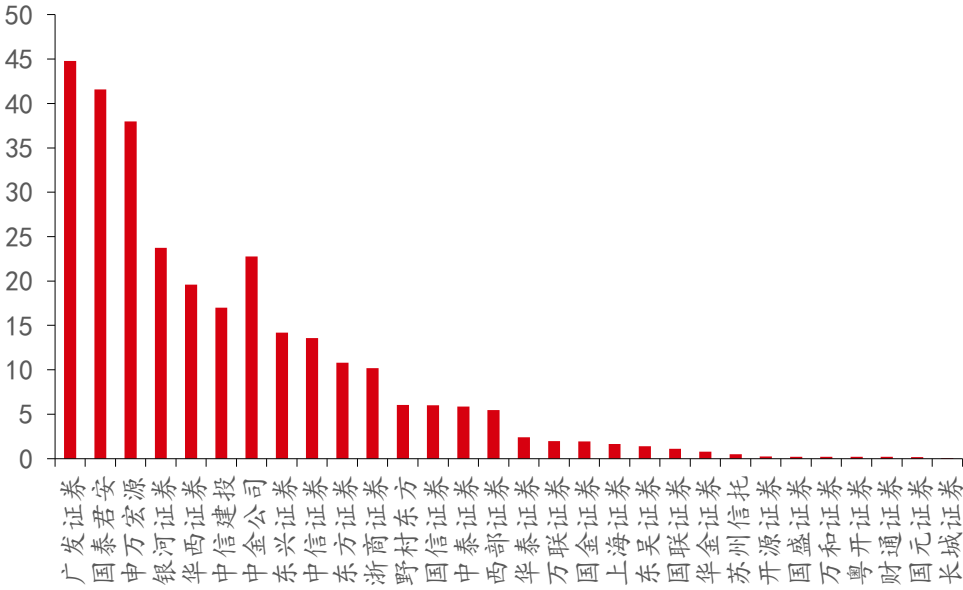
首批公募REITs的网下认购资金来源分布

■ 券商自营 ■ 券商资管 ■ 信托 ■ 私募基金 ■ 公募专户 ■ 保险 ■ QFII



资料来源：相关基金公告，中信证券研究部

券商自营网下认购额度与参与财务顾问无明显关联



资料来源：相关基金公告，中信证券研究部 单位：亿元 注：数据为首批公募REITs中券商自营的网下认购额度

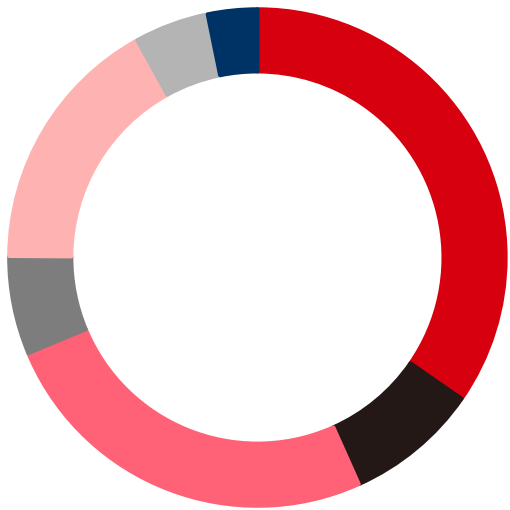


## 2.4 谁在买入REITs：战略配售

- 保险类战略投资者申购金额最高，达33.36亿元，占比为34.64%，其中泰康人寿、中国平安，分别占保险类合计申购金额的41%及27%；其他机构、券商自营申购金额次之，占总申购金额比为25.40%、16.86%
- 从各类机构资金配置比例来看，保险机构、私募、信托均最看好物流仓储，该类REITs的认购金额占总金额的比例分别达到59.75%、49.44%、84.05%；公募专户、券商资管、券商自营资金第一大投向都为收费公路，认购金额占比在48.17%-49.30%，偏好差异较为明显

战略投资者（剔除原始权益人部分）认购资金来源分布

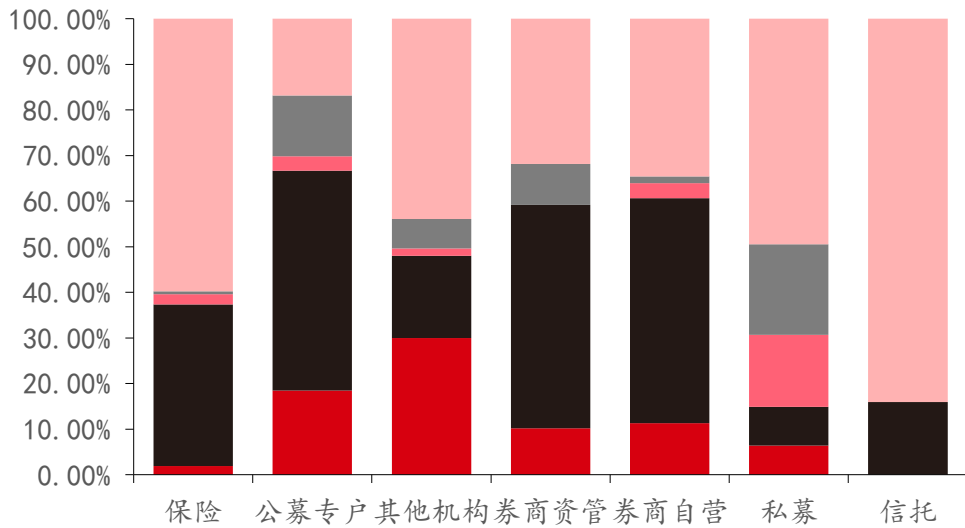
■ 保险 ■ 公募专户 ■ 其他机构 ■ 券商资管 ■ 券商自营 ■ 私募 ■ 信托



资料来源：相关基金公告，中信证券研究部 注：数据样本为首批公募REITs

不同类型战略投资者资产偏好

■ 产业园 ■ 收费公路 ■ 污染治理 ■ 污水处理 ■ 物流仓储

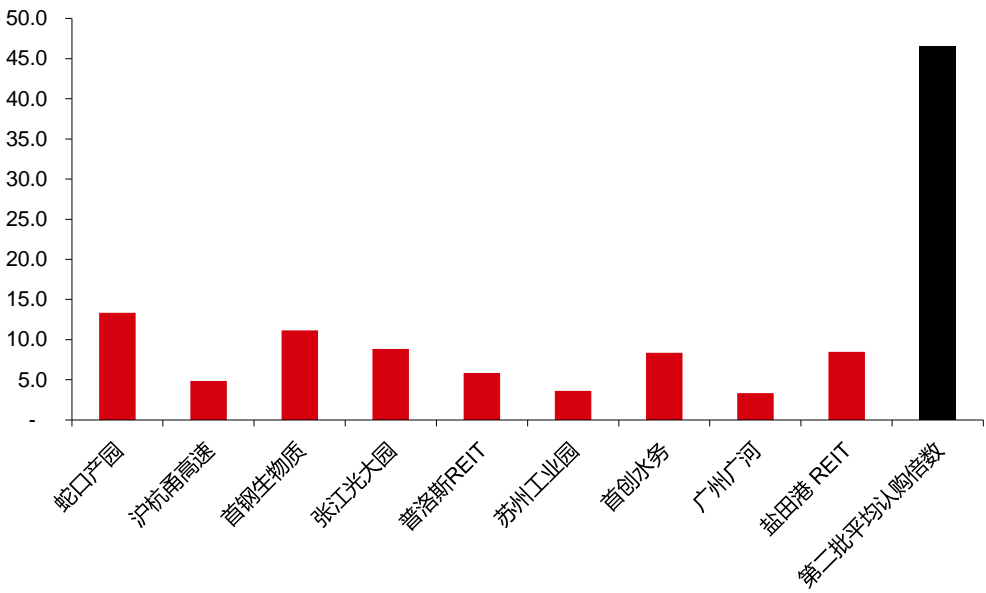


资料来源：相关基金公告，中信证券研究部 注：数据样本为首批公募REITs

## 2.4 谁在买入REITs：认购热情高涨

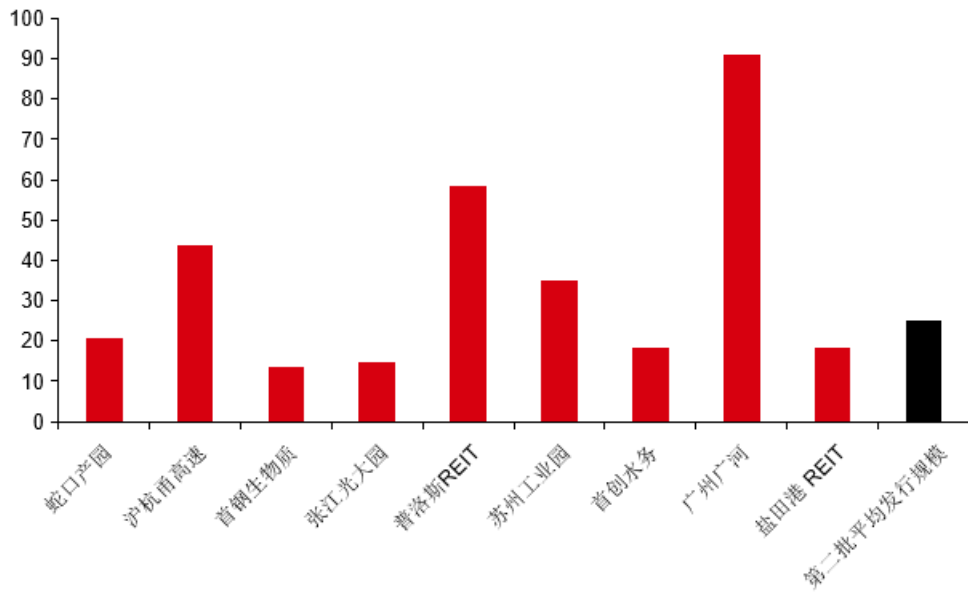
- **第一批产品：**网下申购有效认购倍数为6.45倍，最高认购倍数为蛇口产园的13.4倍，最低为广州广河的3.3倍
- **第二批产品：**根据已披露信息，网下申购认购倍数约47倍、公众投资者认购倍数接近49倍

有效认购倍数



资料来源：各基金公告，中信证券研究部

募集规模 单位：亿元



资料来源：各基金公告，Wind，中信证券研究部 注：第二批仅包含目前已披露询价公告的两只产品

## 2.5 基础设施扩围和机构投资者进场的正循环

- 一方面，我们预计REITs底层资产准入不断扩围，从而有利于增加投资者的选择余地
- 另一方面，我们预计关于机构投资者入场的规范将不断完善，从而增加了REITs市场的活水



水电



风电



核电



光伏



分布式冷热电  
生物质发电



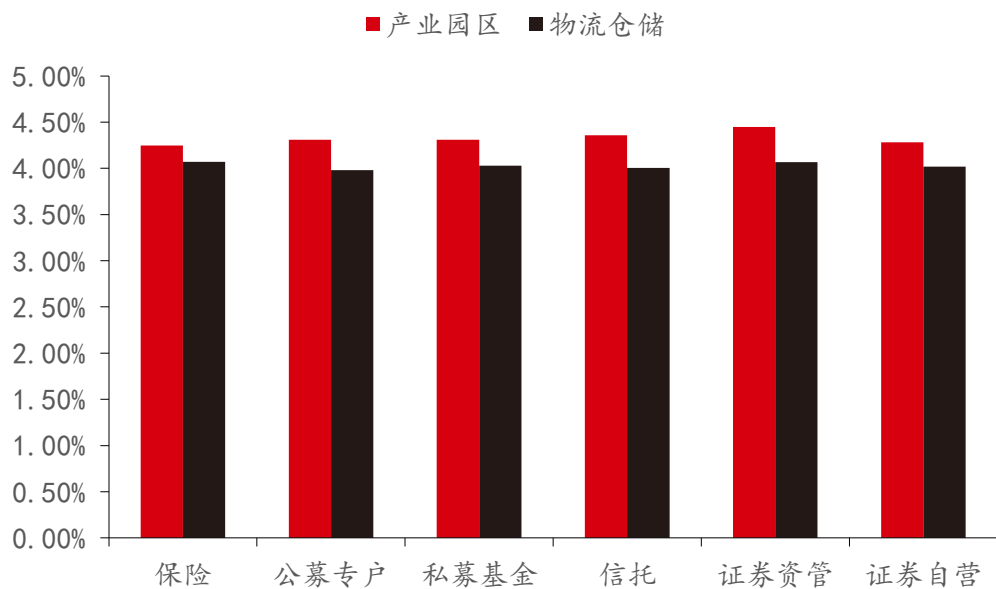
....等其他能源基  
础设施



## 2.6 第一批公募REITs的申购预期现金分派率

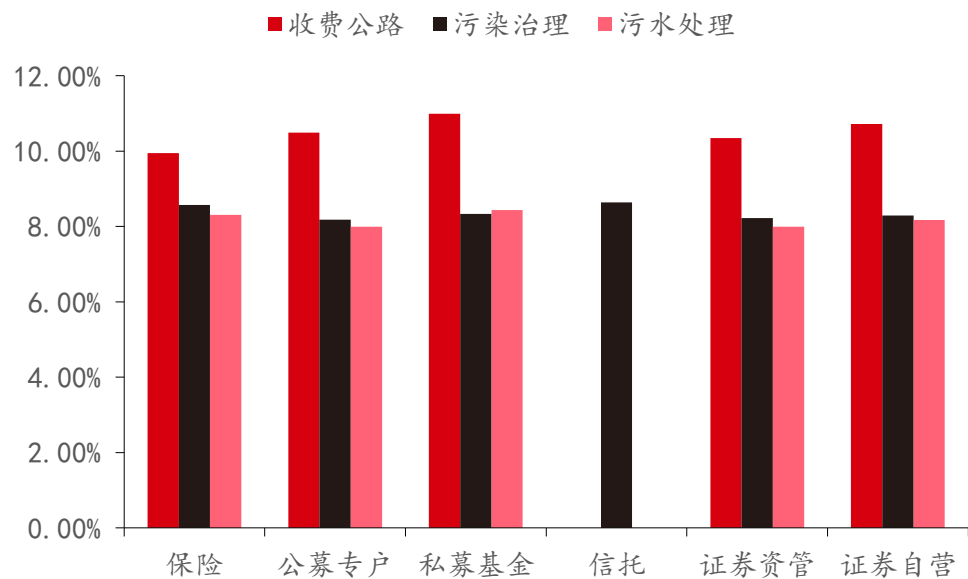
- 收费权、运营权资产：有期限，根据久期不同，投资者认购的2021年预期现金分派率在8%-12%之间
- 持有型资产：长期经营特性，投资者的认购预期现金分派率在4.0%左右
- 物流仓储类资产：稳定性较强，提价空间大的，更存在预期现金分派率4.0%以下的报价
- 这预示着投资者认可REITs的股权属性和提价能力

网下各类投资者对持有类资产平均预期现金分派率要求



资料来源：相关基金公告，中信证券研究部测算 注：数据样本为首批公募REITs；现金分派率为根据基金募集说明书中的2021年预测可分配金额除以预期募集规模得出，预期募集规模根据各类投资者的平均报价进行计算

网下各类投资者对特许经营权类资产平均预期现金分派率要求



资料来源：相关基金公告，中信证券研究部测算 注：数据样本为首批公募REITs；现金分派率为根据基金募集说明书中的2021年预测可分配金额除以预期募集规模得出，预期募集规模根据各类投资者的平均报价进行计算

## 2.7 当前市场的交易情况

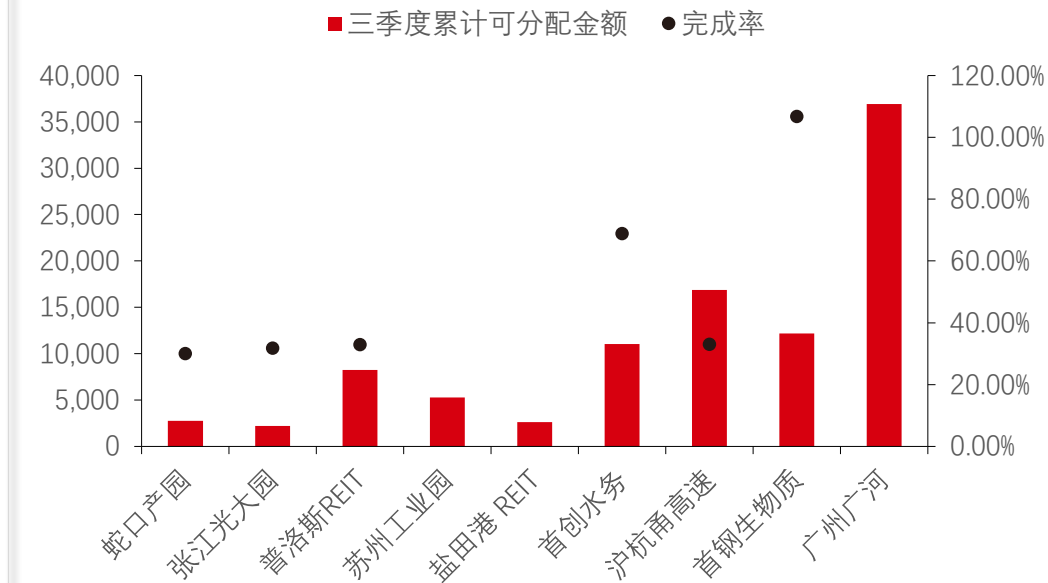
- 除广州广河外，其余第一批REITs上市以来涨幅均较为可观
- 除首钢生物质外，其余REITs三季度累计可分配金额完成度不高

第一批REITs的上市以来涨跌幅

| 基金简称             | 收盘价    | 单位净值    | 较首日涨跌幅 (%) |
|------------------|--------|---------|------------|
| 博时招商蛇口产业园REIT    | 2.617  | 2.3100  | 13.29      |
| 平安广州交投广河高速公路REIT | 13.030 | 13.0200 | 0.08       |
| 红土创新盐田港仓储物流REIT  | 3.003  | 2.3009  | 30.51      |
| 中航首钢生物质REIT      | 17.204 | 13.3800 | 28.58      |
| 华安张江光大园REIT      | 3.589  | 2.9900  | 20.03      |
| 浙商证券沪杭甬高速REIT    | 9.984  | 8.7200  | 14.50      |
| 富国首创水务REIT       | 4.831  | 3.7000  | 30.57      |
| 东吴苏州工业园区产业园REIT  | 4.368  | 3.8800  | 12.58      |
| 中金普洛斯仓储物流REIT    | 4.867  | 3.8900  | 25.12      |

资料来源：Wind，中信证券研究部 注：数据截至2021年12月3日

第一批REITs三季度累计可分配金额及完成率

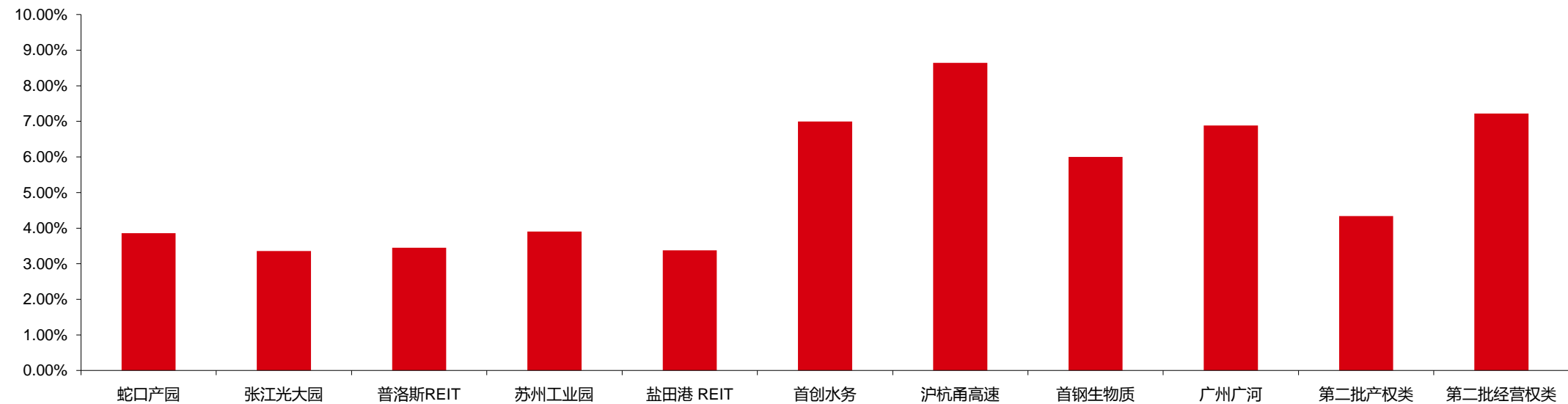


资料来源：各基金公告，中信证券研究部 注：单位为万元，%，完成率为三季度末累计可分配金额/募集说明书中对于2021年可分配金额预测，部分REITs披露的2021年预测可分配现金流非全年数，故未进行完成度计算

## 2.8 当前市场隐含预期现金分派率

- 根据已披露信息，第二批公募REITs的报价对应的预期现金分派率在4.27%（产权类）、7.13%（经营权类）
- 市场对于第一批REITs的报价对应的预期现金分派率要求在3.52%（产权类）、10.23%（经营权类）

目前市场交易隐含预期现金分派率（2022E）

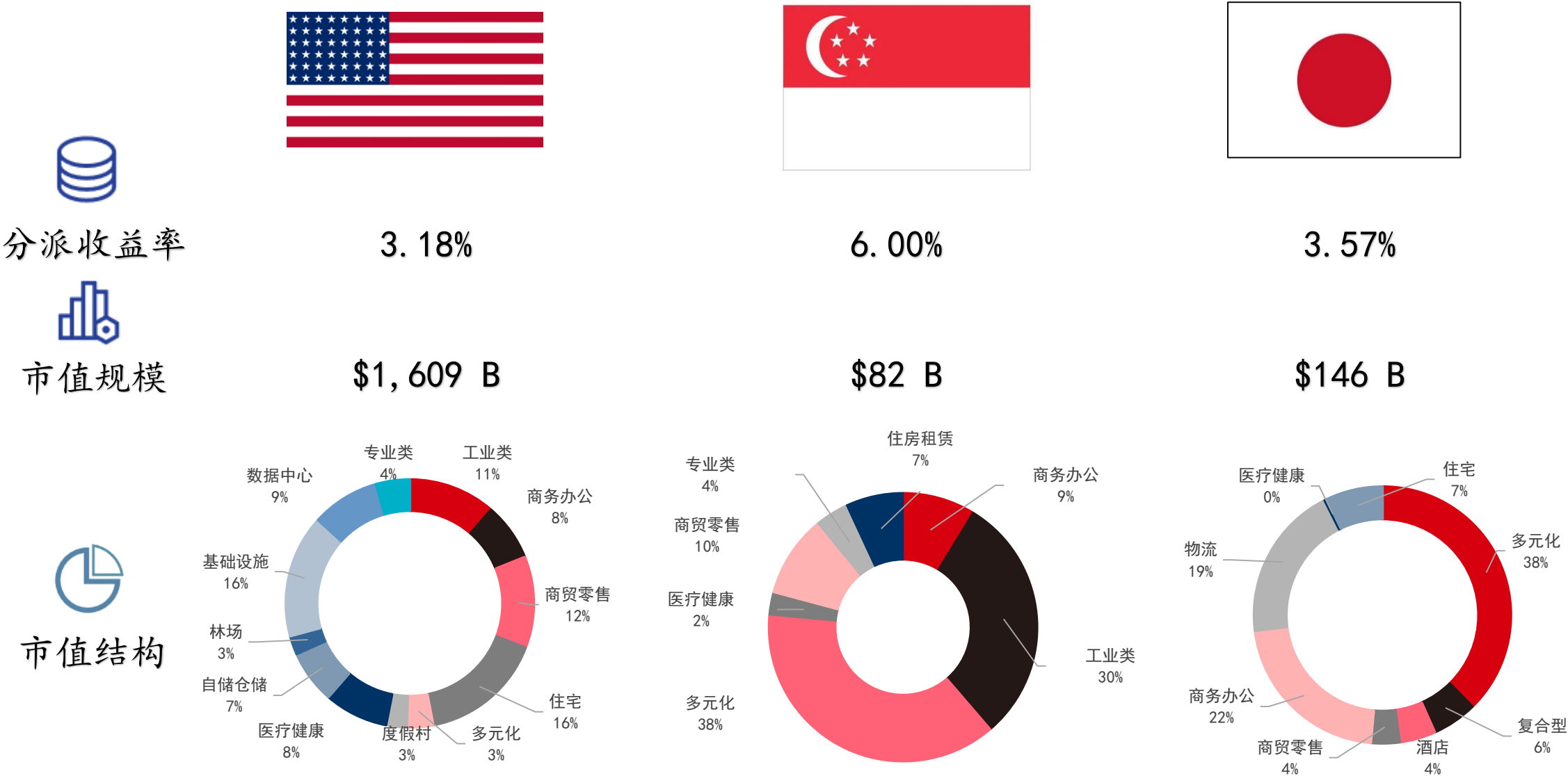


资料来源：Wind，中信证券研究部测算 注：现金分派率为根据基金募集说明书中的2022年预测可分配现金除以当前总市值得出，其中第二批产品由于还未完成发行，分母为根据平均报价计算的预期募集规模

## **PART THREE: 他山之石**

---

### 3.1 三大境外REITs市场简述



资料来源: NAREIT, SGX, JREIT, 中信证券研究部 注: 数据截至2021年11月30日



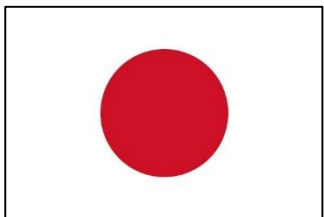
## 3.2 三大境外REITs市场典型产品



| 代码   | 简称           | 所属REITs分类 | 公司简介                             |
|------|--------------|-----------|----------------------------------|
| AMT  | 美国铁塔         | 基础设施      | 北美最大的铁塔公司之一，主营业务为通讯铁塔的租赁和管理      |
| PLD  | 安博(Prologis) | 工业/物流     | 全球最大的物流配送设施和服务的投资开发商之一，主营业务为物流仓储 |
| CCI  | 冠城国际         | 基础设施      | 北美最大的铁塔公司之一，主营业务为通讯铁塔的租赁和管理      |
| EQIX | 易昆尼克斯        | 数据中心（IDC） | 全球最大的数据中心服务商之一，主营业务为数据中心及托管服务    |
| PSA  | 大众仓储信托       | 自助仓储      | 北美最大的自助仓储服务商，提供自助仓储空间            |

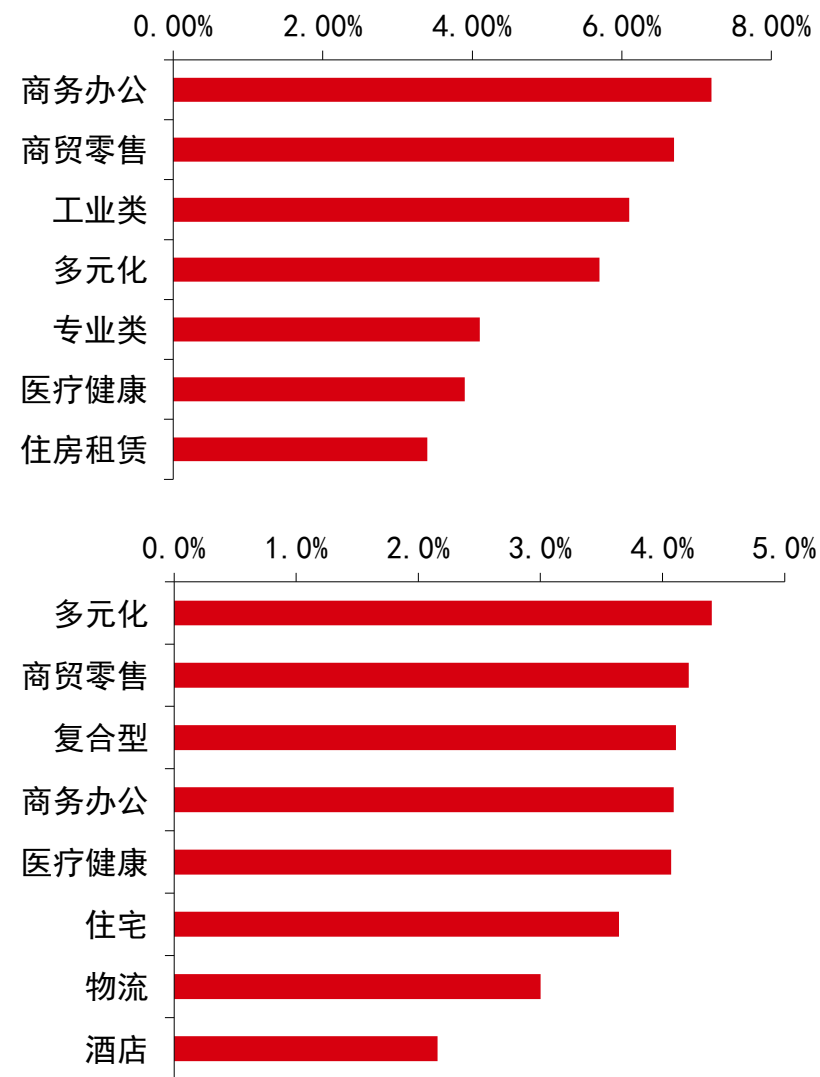
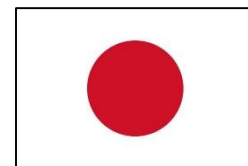
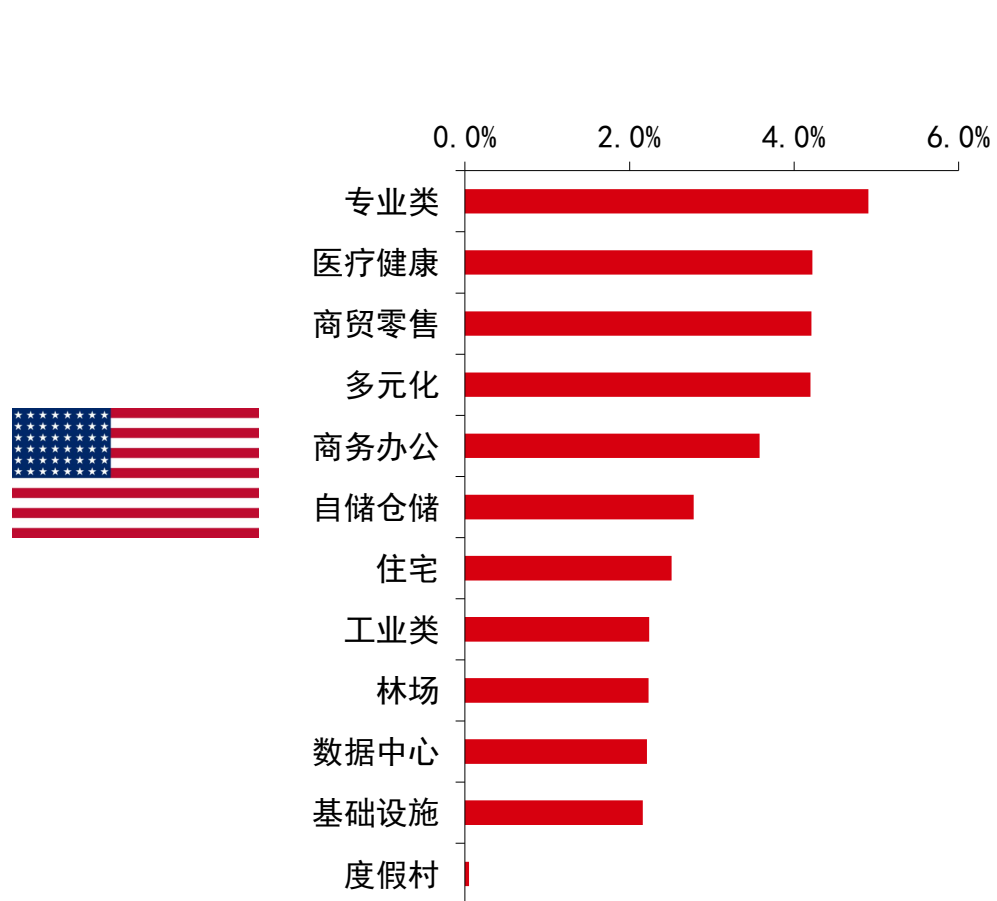


| 代码    | 简称       | 所属REITs分类 | 公司简介  |
|-------|----------|-----------|---|
| CITC  | 凯德综合商用信托 | 零售/办公     | 拥有零售和商务物业，管理新加坡最大的商业地产组合                                      |
| AREIT | 腾飞房地产信托  | 工业/物流     | 公司的多元化地产组合，涵盖商务园和科学园、综合开发项目、便利设施及零售物业、高规格产业地产、轻工业地产以及物流和配送中心。 |
| MLT   | 丰树物流信托   | 工业/物流     | 丰树集团旗下的物流仓储信托，主要布局于新加坡、中国香港、中国大陆、澳大利亚等地                       |
| MCT   | 丰树商业信托   | 商贸零售      | 丰树集团旗下的商业地产信托，包含新加坡的五处物业，其中四处位于海滨区，另一处位于中央商务区。                |
| MINT  | 丰树工业信托   | 工业/物流     | 丰树集团旗下的工业地产信托，主要投资于位于新加坡的工业物业和数据中心                            |



| 代码   | 简称          | 所属REITs分类 | 公司简介                              |
|------|-------------|-----------|-----------------------------------|
| 8951 | 日本建筑基金（NBF） | 商务办公      | 日本最大的商写物业投资基金                     |
| 8952 | 日本房地产投资     | 商务办公      | 日本最大的商写物业投资基金之一                   |
| 3283 | NIPPON物流    | 工业/物流     | 日本最大的物流仓储服务商之一                    |
| 3462 | 野村房地产投资     | 多元化       | 广泛投资于日本的各类物业，包括商务办公、商贸零售、住宅、物流、酒店 |
| 3281 | GLP J-REIT  | 工业/物流     | GLP（中文名：普洛斯）的日本业务板块               |

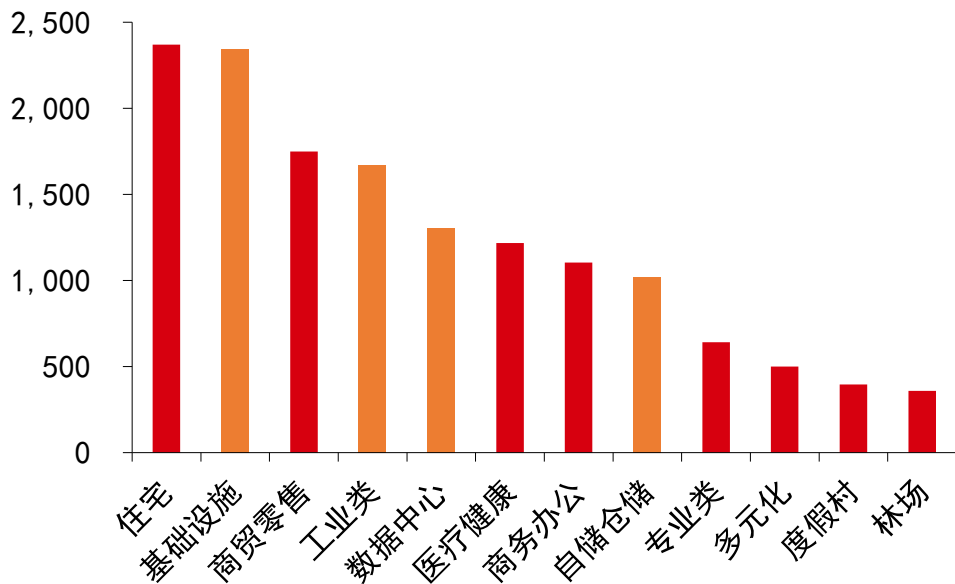
### 3.3 不同资产的预期分红率



### 3.4 美国经验：基础设施REITs发展快，规模大

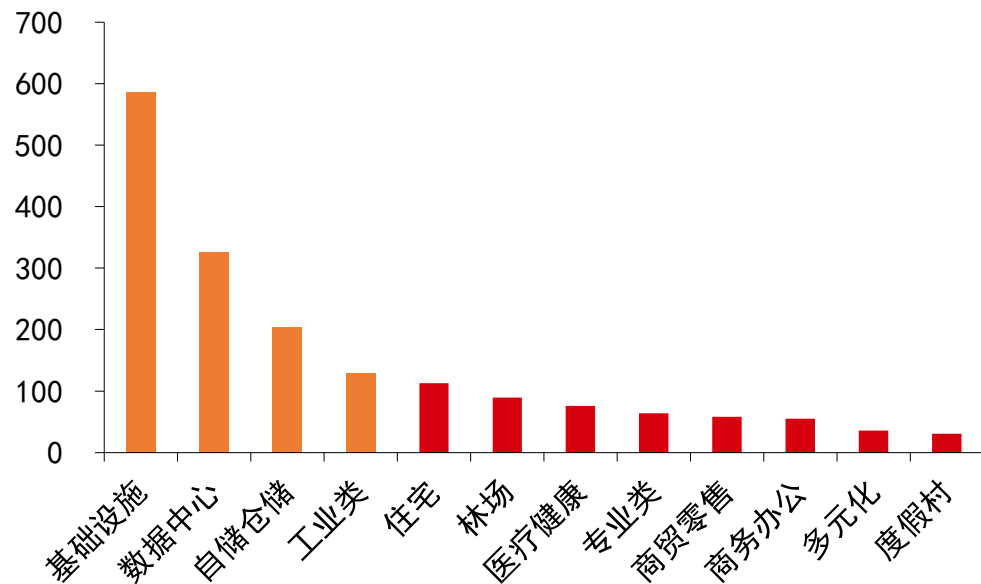
- 截止2021年11月30日，全美上市权益类REITs共计217只，市值合计1.61万亿美元
- 我们测算，美国广义基础设施REITs的市值超过6300亿美元，占比达约40%
  - 不仅包括美国REITs协会定义的基础设施，也包括数据中心、物流、工业等基础设施
  - 广义基础设施类单产品平均市值较大，四个细分类分别占据前四

美国各类别REITs市值构成情况 单位：亿美元



资料来源：NAREIT（美国REIT协会），中信证券研究部 注：专业类主要包含户外广告、博彩、农田、私人监狱、剧院、档案馆等业态

美国各类别REITs平均市值 单位：亿美元



资料来源：NAREIT（美国REIT协会），中信证券研究部



### 3.4 美国经验：基础设施REITs发展快，规模大

美国市值前10的权益类REITs构成情况 单位：亿美元

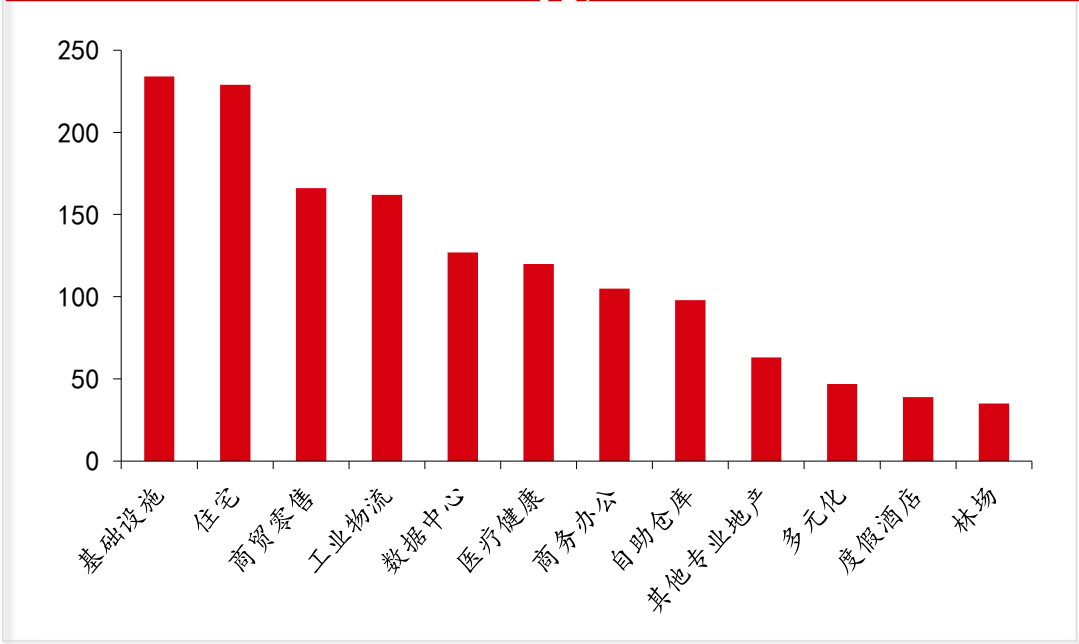
| 代码   | 简称           | 所属REITs分类 | 总市值      | 公司简介   |
|------|--------------|-----------|----------|--|
| AMT  | 美国铁塔         | 基础设施      | 1,195.37 | 北美最大的铁塔公司之一，主营业务为通讯铁塔的租赁和管理                                    |
| PLD  | 安博(Prologis) | 工业/物流     | 1,114.54 | 全球最大的物流配送设施和服务的投资开发商之一，主营业务为物流地产                               |
| CCI  | 冠城国际         | 基础设施      | 785.10   | 北美最大的铁塔公司之一，主营业务为通讯铁塔的租赁和管理                                    |
| EQIX | 易昆尼克斯        | 数据中心（IDC） | 731.31   | 全球最大的数据中心服务商之一，主营业务为数据中心及托管服务                                  |
| PSA  | 大众仓储信托       | 自助仓储      | 574.08   | 北美最大的自助仓储服务商，提供自助仓储空间  |
| SPG  | 西蒙地产         | 商贸零售      | 502.26   | 美国最大上市地产开发商之一  |
| DLR  | 数字房地产信托      | 数据中心（IDC） | 476.03   | 全球最大的数据中心服务商之一，主营业务为数据中心及托管服务                                  |
| SBAC | SBA通信        | 基础设施      | 373.99   | 北美最大的铁塔公司之一，主营业务为通讯铁塔的租赁和管理                                    |
| AVB  | 艾美隆海湾社区      | 住宅        | 333.80   | 公司从事发展、重建、收购和管理公寓社区。如今公司的业务领域覆盖了美国东北部、大西洋中部、中西部以及太平洋西北部和南加州区域。 |
| EQR  | 公平住屋         | 住宅        | 319.93   | 公司定位于在美国最高增长和最繁华地区收购、开发和管理高品质公寓，通过出租居民公寓单位获得相关收入。              |

资料来源：Bloomberg，中信证券研究部 注：市值为2021年11月30日收盘市值

### 3.5 美国经验：资本市场长期表现良好

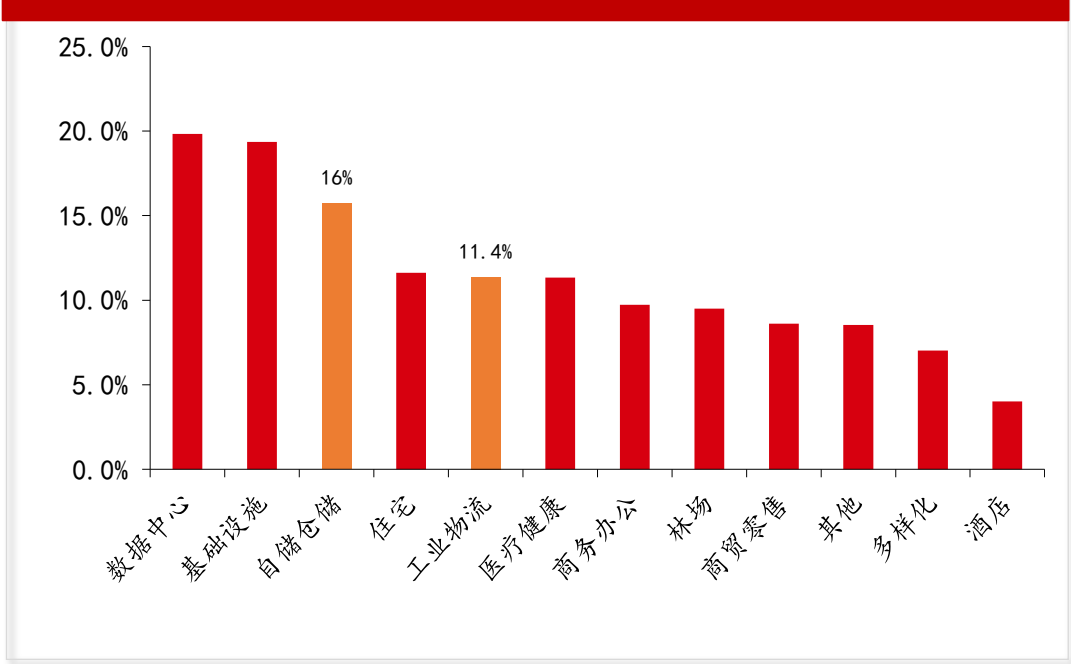
- 基础设施类物业虽然在美国发展较晚，但是发展更快，投资收益回报率却更高
- 基础设施类、数据中心类REIT符合信息化发展潮流，年化复合收益率在15%以上
- 传统的大众仓储、工业/物流年化复合收益亦很高
- 而传统的商业地产受到经济周期影响大，收入相对不稳定，尤其是酒店，表现相对最差，复合收益率仅有5.1%

美国各类别REITs市值构成情况（单位：百万美元）



资料来源：NAREIT（美国REIT协会），中信证券研究部 注：其他专业地产主要包含户外广告、博彩、农田、私人监狱、剧院、档案馆等业态

美国各类REITs自1994年-2020年年均复合收益率



资料来源：NAREIT（美国REIT协会），中信证券研究部 注：林场、基础设施、数据中心收益率起始日分别为2011、2012、2015年

### 3.6 基础设施类REITs是潮流所向

- 基础设施类资产经营难度相对不高，回报却较为稳定，也比较容易复制
- 最重要的是，无论是IDC还是物流仓储，还具备网络效应和品牌效应，有规模壁垒
- 从结果来看，基础设施REITs的长期收益率的确更高
- REITs在最初的确是以房地产为主，但如今全球来看，基础设施REITs都是潮流所向

基础设施类和传统商业类、住宅类资产的差别

|        | 基础设施类                | 传统商业类                       | 住宅类                  |
|--------|----------------------|-----------------------------|----------------------|
| 管理经营难度 | 标准化程度高，管理难度相对较低，价格敏感 | 管理难度高，运营能力要求高，同样物业在不同经营下差距大 | 标准化程度高，管理难度相对较低，价格敏感 |
| 地段相关性  | 与地段有一定相关性，重点是城市区域    | 与地段相关性高，但是好地段也不一定成功         | 与地产相关性高，好地段成功概率大     |
| 收益稳定性  | 受经济波动影响小             | 高度影响                        | 中等影响                 |
| 异地复制难度 | 模式成熟，异地复制容易          | 非标化程度高，难以异地复制               | 模式成熟，异地复制容易          |
| 网络效应   | 网络效应明显，规模具有溢价        | 不明显                         | 不明显                  |

## **PART FOUR: 行业研究——物流仓储**

---

## 4.1 案例研究——普洛斯

- 中金普洛斯仓储物流封闭式基础设施证券投资基金（以下简称“普洛斯REIT”）是首批2单物流仓储REIT之一
- 普洛斯REIT最终发售价格为3.89元，募集资金58.35亿元
  - 获得网下有效报价认购倍数为5.85倍
- 涨幅可观，交易活跃
  - 上市首日收盘价3.972元，比申购价3.89元上涨1.3%，成交额约3亿元。最新收盘价为4.87元，较首日涨幅为25.12%
  - 以最新交易结果看，投资者对2021年和2022年的要求股息回报率分别为3.43%和3.45%

普洛斯REIT发售信息

| 名称                     | 发行规模（亿元） | 准予募集份额（亿份） | 战略配售认购份额（亿份） | 询价区间              | 封闭期 | 基金管理人      | 原始权益人       | 交易场所    |
|------------------------|----------|------------|--------------|-------------------|-----|------------|-------------|---------|
| 中金普洛斯仓储物流封闭式基础设施证券投资基金 | 58.35    | 15         | 10.80        | 3.70 元/份-4.26 元/份 | 50年 | 中金基金管理有限公司 | 普洛斯中国控股有限公司 | 上海证券交易所 |

## 4.2 底层资产位处核心区

- 普洛斯REIT共包含7个底层资产，分布于京津冀、长三角、大湾区三大都市群
- 整体来看，所有的底层资产都位于经济较为发达的核心都市圈，出租率则基本都维持在接近满租的状态，静态来看底层资产基本面还是不错的

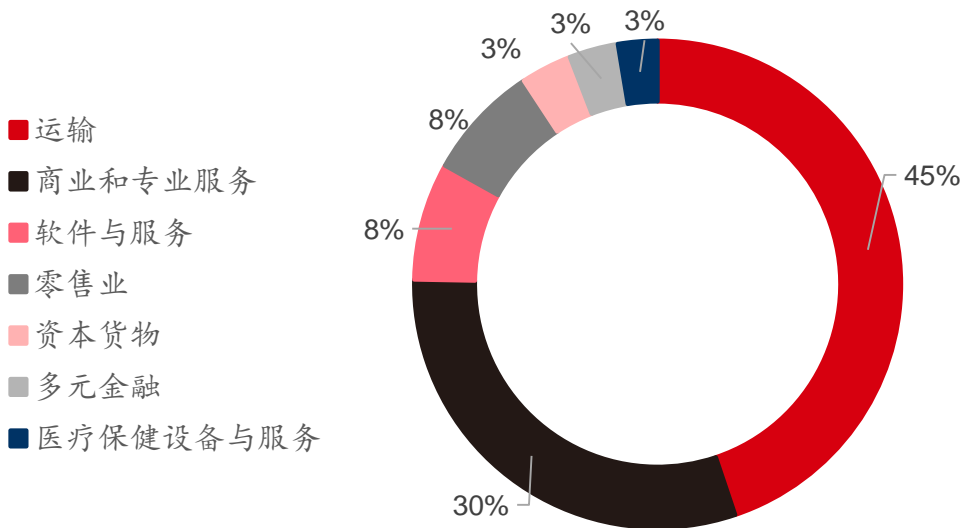
| 底层资产详情      |            |            |               |                |        |        |            |                 |                 |
|-------------|------------|------------|---------------|----------------|--------|--------|------------|-----------------|-----------------|
| 项目名称        | 所属区域       | 项目所在地      | 建筑面积<br>(平方米) | 可租赁面积<br>(平方米) | 出租率    | 有效租金单价 | 估值<br>(万元) | 估值单价<br>(元/平方米) | 资产组成            |
| 普洛斯北京空港物流园  | 京津冀        | 北京市<br>顺义区 | 130,540       | 128,061        | 96.9%  | 67.38  | 163,700    | 12,540          | 5栋仓库、<br>1栋办公楼  |
| 普洛斯通州光机电物流园 | 京津冀        | 北京市<br>通州区 | 45,597        | 40,530         | 100.0% | 74.35  | 48,900     | 10,724          | 3栋仓库            |
| 普洛斯广州保税物流园  | 粤港澳<br>大湾区 | 广东省<br>广州市 | 44,201        | 43,895         | 100.0% | 24.63  | 20,100     | 4,547           | 2栋仓库            |
| 普洛斯增城物流园    | 粤港澳<br>大湾区 | 广东省<br>广州市 | 109,093       | 112,757        | 100.0% | 40.13  | 88,900     | 8,149           | 6栋仓库            |
| 普洛斯顺德物流园    | 粤港澳<br>大湾区 | 广东省<br>佛山市 | 105,008       | 106,737        | 100.0% | 33.05  | 58,700     | 5,590           | 5栋仓库            |
| 苏州望亭普洛斯物流园  | 长三角        | 江苏省<br>苏州市 | 92,148        | 94,434         | 100.0% | 33.72  | 50,900     | 5,524           | 6栋仓库、<br>1栋办公楼  |
| 普洛斯淀山湖物流园   | 长三角        | 江苏省<br>昆山市 | 178,401       | 181,223        | 97.2%  | 25.24  | 103,400    | 5,796           | 10栋仓库、<br>1栋办公楼 |
| 普洛斯REIT     | -          | -          | 704,988       | 707,637        | 98.7%  | 40.04  | 534,600    | 7,583           | -               |

资料来源：普洛斯REITs招募说明书，中信证券研究部

### 4.3 大品牌强运营能力，良好资产组合

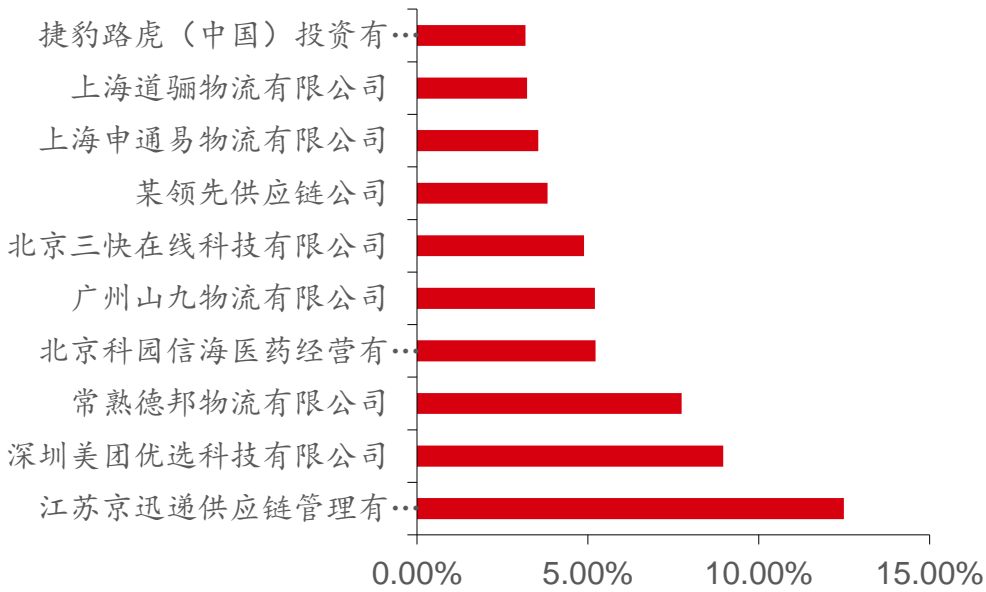
- 普洛斯作为外部管理机构，租户基本全都为第三方客户，按现金流来源算普洛斯关联方仅占5.7%
- 普洛斯租户结构较为多样，前十大租户占比58%，物流仓储有天然的抗周期属性，但多样化结构依然可以从微观层面提供更加稳定的现金流；租户行业上，接近一半为物流运输行业的公司

租户行业结构



资料来源：普洛斯REIT公告，中信证券研究部

前十大租户占比58%（按金额）

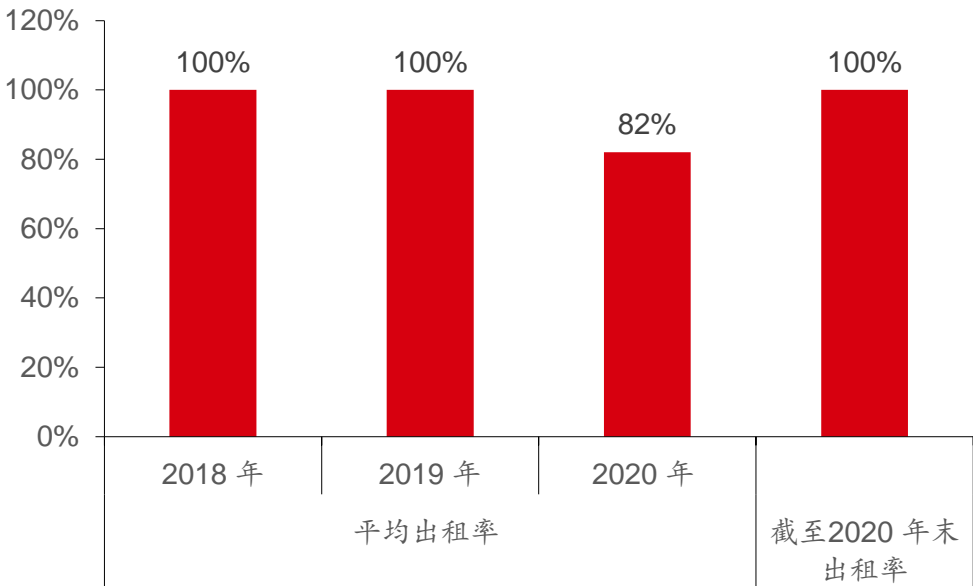


资料来源：普洛斯REIT公告，中信证券研究部

### 4.3 大品牌强运营能力，良好资产组合

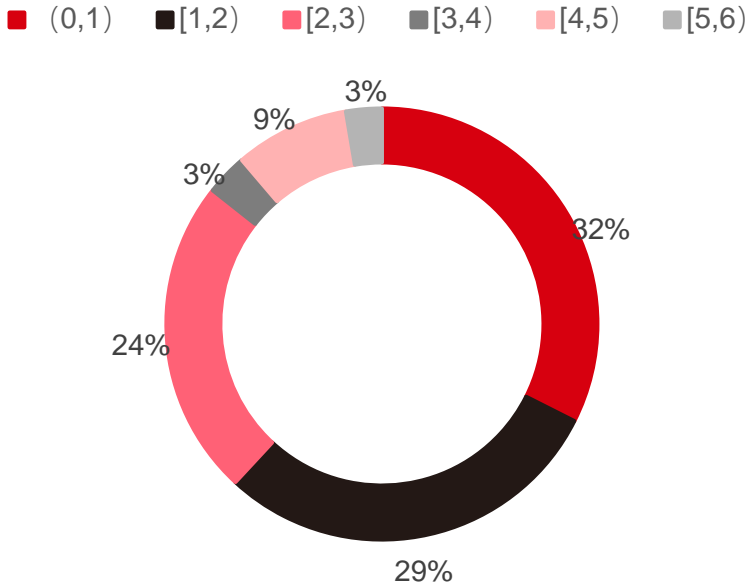
- 2020 年普洛斯通州光机电物流园和普洛斯顺德物流园历史出租率下降都是由租户换租引起（但2020年末也都恢复至100%），分散的租户毫无疑问可以帮助REIT平缓空置期
- 从租赁合同剩余期限看，未来三年每年的到期金额几乎相等，滚动到期滚动换租进一步印证多样租约结构可为公司带来预期稳定的现金流入

普洛斯通州光机电物流园历史出租率



资料来源：普洛斯REIT公告，中信证券研究部

普洛斯REIT租赁合同剩余期限（年，按合同金额）



资料来源：普洛斯REIT公告，中信证券研究部



## 4.4 租金的涨幅有空间，分红率稳定

- 从此次仓库资产所在区位上来讲，全部处于我国三大核心都市圈
- 其中更是有部分地区近年来几乎未有出让任何仓储用地，先发优势显著

普洛斯REITs底层资产所在区域的市场情况

| 区域 | 市场特点   | 市场空置率          | REITs资产                |
|----|--|----------------|------------------------|
| 北京 | 近年几乎无新增一手物流用地供应                                | 2.01%          | 普洛斯北京空港物流园和普洛斯通州光机电物流园 |
| 广州 | 近几年的仓储供应用地较少，高标仓整体供不应求                         | 黄埔区1%<br>增城区2% | 普洛斯广州保税物流园和普洛斯增城物流园    |
| 佛山 | 承接广州的物流需求外溢，但新增供应缓慢                            | 顺德区1%          | 普洛斯顺德物流园               |
| 苏州 | 苏州仓储物流用地供应逐年减少，高标库供应速度明显放缓。另外，上海市仓储市场供需紧张，需求外溢 | 苏州北物流片6.9%     | 苏州望亭普洛斯物流园             |
| 昆山 | 高标库仓储物流设施存量较高，但昆山仓储物流用地供应开始收紧                  | 2.50%          | 普洛斯淀山湖物流园              |

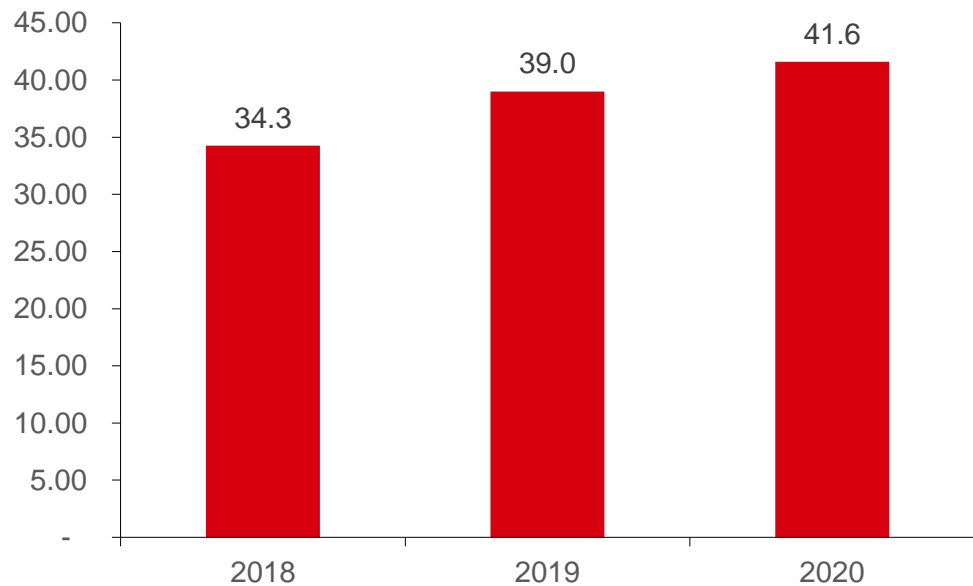
资料来源：普洛斯REIT公告，中信证券研究部



## 4.4 租金的涨幅有空间，分红率稳定

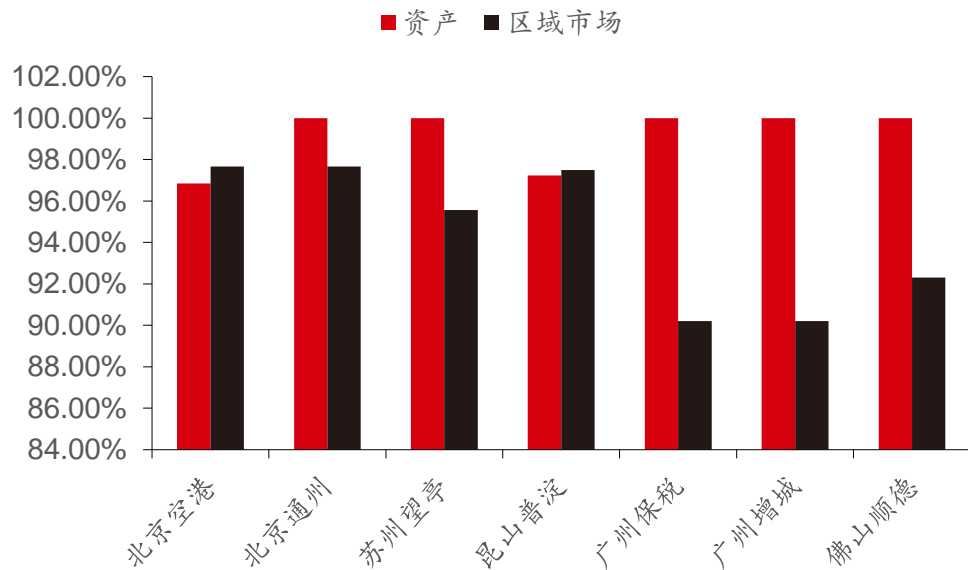
- 近三年的单位租金都处于上升状态，年平均租金从2018年的34.3元/月·平方米上涨至2020年的41.6元/月·平方米，年均涨幅约10%
- 普洛斯作为物流仓储中国市场最好的品牌之一，以其强大的网络化布局，在一些地方确实会有租金溢价，如北京、苏州、广州增城的2020年末租金都高于当地水平

普洛斯REIT历史平均租金（元/月·平方米）



资料来源：普洛斯REIT公告，中信证券研究部

普洛斯REIT资产及所在区域市场的出租率



资料来源：普洛斯REIT公告，中信证券研究部

## **PART FIVE: 行业研究——产业园区**

---

## 5.1 案例研究——蛇口产业园

- 博时招商蛇口产业园封闭式基础设施证券投资基金是首批被深交所接受申报的基础设施公募REITs项目之一，先行示范效应显著。
- 蛇口产业园最终发售价格为2.31元，募集资金20.79亿元
  - 获得网下有效报价认购倍数为15.31倍
- 发行首日涨幅最高，近日交易热情有所升温
  - 蛇口产业园上市首日收盘价为2.65元，首日涨幅14.72%，表现为九只上市标的最优。首日成交103.9万手，成交金额2.76亿元，换手率约为11.54%，交易也较为活跃
  - 蛇口产业园最新收盘价为2.62元，较发行价格涨幅为13.29%
- 以最新交易结果看，投资者对2021年和2022年的要求股息回报率分别为3.81%和3.86%

| 蛇口产业园发售信息              |          |            |              |                   |     |       |       |       |
|------------------------|----------|------------|--------------|-------------------|-----|-------|-------|-------|
| 名称                     | 发行规模（亿元） | 准予募集份额（亿份） | 战略配售认购份额（亿份） | 询价区间              | 封闭期 | 基金管理人 | 原始权益人 | 交易场所  |
| 博时招商蛇口产业园封闭式基础设施证券投资基金 | 20.79    | 9          | 5.85         | 2.10 元/份-2.42 元/份 | 50年 | 博时基金  | 招商蛇口  | 深圳交易所 |

## 5.2 区域发展迅速，底层资产优质

- 蛇口产业园底层资产项目所处园区为2010年南山区政府与招商局蛇口工业区签约联手打造的蛇口网谷产业园，其定位为“互联网及电子商务产业基地”，是首批国家双创示范基地项目，是深圳市最具代表性和最具活力的科创类产业园区之一。
- 蛇口产业园底层资产项目由蛇口网谷产业园的万融大厦及万海大厦组成。
- 底层资产项目组合主要收入来源为租赁业务、物业管理费及车位管理费，其中租金收入2020年末占总收入比例超过87%。

蛇口产业园底层资产详情

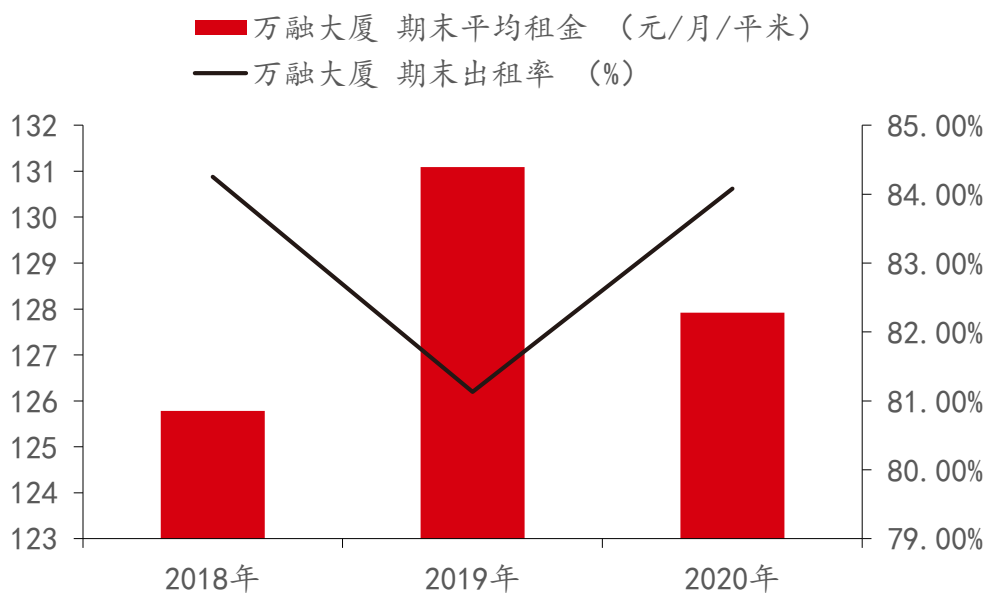
| 项目名称            | 万融大厦                    | 万海大厦  |
|-----------------|-------------------------|---|
| 项目位置            | 深圳市南山区招商街道沿山社区南海大道万融大厦  | 深圳市南山区招商街道沿山社区南海大道万海大厦                      |
| 《不动产权证书》编号      | 粤（2020）深圳市不动产权第0252616号 | 粤（2020）深圳市不动产权第0251900号、第0251901号及第0251902号 |
| 土地使用年限          | 2012年7月17日至2062年7月16日   | 2012年9月30日至2062年9月29日                       |
| 竣工时间            | 2014年1月                 | 2014年7月                                     |
| 建筑面积(m²)        | 41,707.23               | 53,592.84                                   |
| 可租赁面积(m²)       | 41,610.68               | 52,646.25                                   |
| 车位数量(个)         | 322                     | 335   |
| 期末出租率 (%)       | 84.08%                  | 94.36%                                      |
| 期末平均租金 (元/月/平米) | 127.92                  | 145.74                                      |
| 期末租金收缴率 (%)     | 99.77%                  | 99.79%                                      |
| 评估价值(亿元)        | 10.35                   | 14.93                                       |



## 5.3 到期结构健康，租户组合持续优化

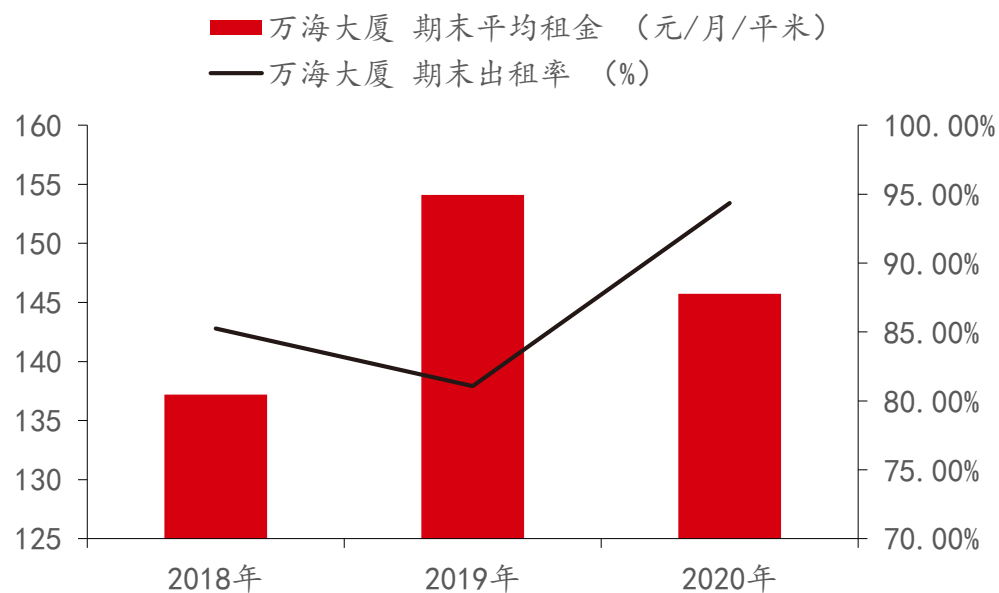
- 目前，项目组合租约结构已调整为以1-3年为主。从租赁面积到期情况来看，2021-2023年三年期间年均到期比例在30%左右，较以前更为分散，到期结构更为均衡。
- 项目组合通过及时调整租金水平、积极与业主方沟通，保持了年内较为优秀的出租率水平。

### 万融大厦期末平均租金及出租率



资料来源：蛇口产业园REITs基金招募说明书，中信证券研究部

### 万海大厦期末平均租金及出租率

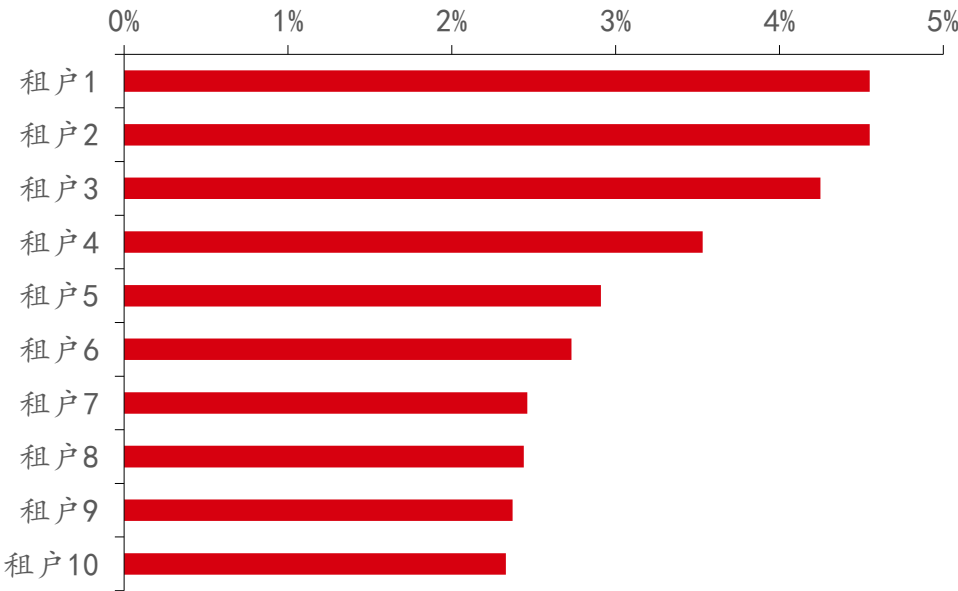


资料来源：蛇口产业园REITs基金招募说明书，中信证券研究部

### 5.3 到期结构健康，租户组合持续优化

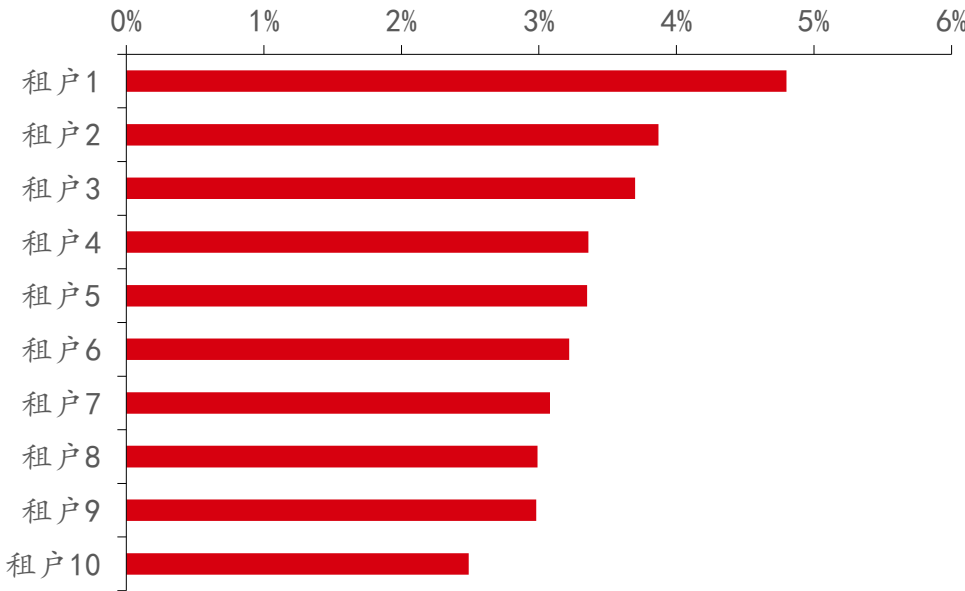
- 蛇口网谷以新一代信息技术、电子商务、物联网、文化创意为四大核心产业，而项目组合租赁面积占比超过25%的行业为新一代信息技术行业及文化创意产业，租户结构与园区重点发展产业吻合，具备较强的产业集聚效应。
- 万融大厦、万海大厦前十大租户租赁面积占比分别为32.11%、33.86%，第一大客户占比均不超过5%，客户集中度也较为合理。

万融大厦前十大租户占比



资料来源：蛇口产业园REITs基金招募说明书，中信证券研究部

万海大厦前十大租户占比

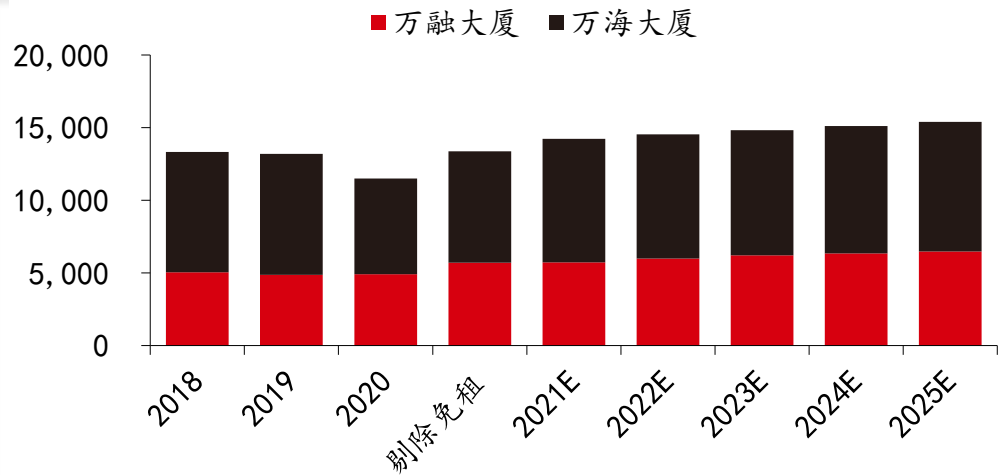


资料来源：蛇口产业园REITs基金招募说明书，中信证券研究部

## 5.4 需求稳定，回报率具备吸引力

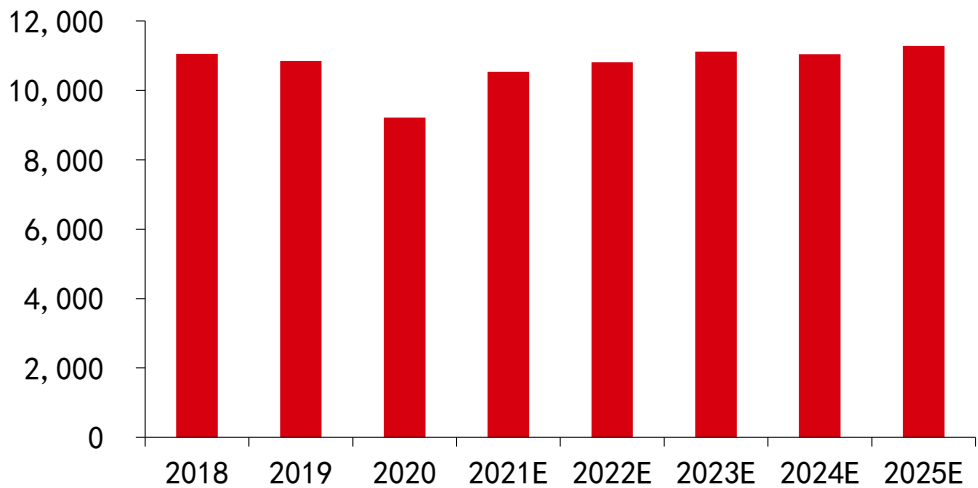
- 由于深圳中心城区产业基础雄厚，城市配套持续跟进，且产业用房租金较一般办公项目更低，需求相对稳定，成熟产业用房项目的出租率一般能够维持在较高水平。
- 随着疫情影响的缓解、基金的主动投资运营管理，有望实现租约合同期限的进一步优化，租金的阶段性提升，从而提供稳定的收益分配及长期可持续的收益分配增长。

营业收入（单位：万元）



资料来源：蛇口产园REITs基金招募说明书，中信证券研究部预测

EBITDA（单位：万元）



资料来源：蛇口产园REITs基金招募说明书，中信证券研究部预测





# 感谢您的信任与支持！

## THANK YOU

陈聪（首席基础设施和现代服务产业分析师）

执业证书编号：S1010510120047

张全国（房地产和物业服务联席首席分析师）

执业证书编号：S101051705000

李宗儒（房地产和物业服务分析师）

执业证书编号：S1010521070008

# 免责声明

证券研究报告 2021年12月4日

### 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：（i）本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；（ii）该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

### 评级说明

| 投资建议的评级标准   |      | 评级   | 说明                            |
|---|------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上        |
|   |      | 增持   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%～20%之间   |
|   |      | 持有   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～5%之间  |
|   |      | 卖出   | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上        |
|   | 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上        |
|   |      | 中性   | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%～10%之间 |
|   |      | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上        |

### 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

### 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或 CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

### 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）(商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159) 受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

### 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券2021版权所有。保留一切权利。