

中信证券研究部
核心观点


陈聪
首席基地产业分析师
S1010510120047



张全国
房地产行业联席首席分析师
S1010517050001



李金哲
房地产分析师
S1010520090001



联系人：李宗儒

目前，首批 REITs 的三单产业园区项目均已完成询价。本篇我们将对其中两单产业园区 REITs 招募说明书进行详解，对其资产禀赋、经营状况、租户结构等方面进行分析。

■ **产业园区是经济发展重要载体。**产业园区是区域经济发展、产业调整和升级的重要空间聚集形式，是落实经济发展战略的重要抓手。产业园区发展模式逐步多样，由最初的产城分离、以产带城逐步演变至产城联动、产城融合。

■ **公募 REITs 完善园区融资体制。**在首次试点 9 单基础设施 REITs 中，3 单底层资产为产业园区，我们重点研究张江光大园 REIT 和苏州工业园 REIT。张江光大园 REIT 询价结果为 2.99 元/份，苏州工业园 REIT 询价结果为 3.88 元/份。两者对应基础设施项目价值分别为 14.95 亿元、34.92 亿元。

■ **底层资产禀赋较好。**张江光大园 REIT 基础资产位于张江高科技园区核心地带，交通便利。项目总建面 50,947 平米，可租赁面积 43,488 平米，共有 267 个可用车位。截至 2020 年末，平均租金单价为 5.2 元/平方米/天，出租率达 99.5%，运营状况良好。苏州工业园 REIT 基础项目资产为科技园项目和 2.5 产业园项目，总建面 56.11 万平米，可出租面积为 42.52 万平米。2020 年末，租金水平分别为 41、61 元/平方米/月，出租率则分别达到 89.94% 以及 69.95%。

■ **运营管理经验丰富，租金水平高。**作为首批试点项目，运营管理机构经验丰富。张江光大园过去三年租金为 5.16-5.22 元/平米/日，高于区域水平。出租率由 2018 年的 74.1% 提升至 2020 年的 99.5%，连续两年保持基本满租。2018、2019 年张江板块净吸纳量均超过供应量 15%，需求相对旺盛，新增供给影响不大。2020 年科技园项目及 2.5 产业园项目租金水平分别为 41 元、61.2 元/平米/月。前者出租率在 90% 左右，后者出租率在 70% 左右。园区未来三年新增供给中三个项目为企业自用，两个项目偏重生产办公一体化服务及医疗、生物科技等，与基础资产定位不同，预计对其租金及空置率影响有限。

■ **预计两单产业园 REITs 租金水平、出租率及分红率仍能保持稳定。**张江光大园 REIT 2021/2022 年预期分红率为 4.66%、4.04%；苏州工业园 REIT 2021/2022 预期分红率为 4.31%、4.36%。相比于美国和新加坡具备产业园资产的成熟 REITs 资产而言，处于中等偏高水平。张江光大园 REIT 产业集中度较高，租赁面积的 52% 为在线新经济行业，30% 为金融科技行业，前十大租户合计租赁面积占比为 81.6%，未来两年合计到期租赁面积占比 93%。苏州工业园 REIT 科技园项目租赁面积 56% 为信息技术行业，2.5 产业园项目租赁面积 29% 为信息技术业，到期面积分布更为均衡，到期结构更优。

■ **风险提示：**REITs 基础资产的经营受到宏观经济、政策规划、疫情等突发事件影响，租金存在不及预期的风险。REITs 作为试点型金融产品，存在流动性不及预期的可能。

房地产行业
评级
强于大市（维持）
相关 REITs 产品信息表

简称	募集规模 (亿元)	资产评 估价值	可租面积 (平方米)	认 购 价 格	认购倍数	分红率	
						21E	22E
张江光大园 REIT	14.95	14.70	43,488	2.99	8.85	4.66%	4.04%
苏州工业园 REIT	34.92	33.50	425,174	3.88	3.613	4.31%	4.36%

资料来源：公司公告（含预测），中信证券研究部，注：分红率按募集规模计算

目录

产业园区：经济发展的重要载体	1
产业园区：政策高度支持，经济紧密相关	1
园区发展进入新阶段	2
公募 REITs：打通退出渠道	4
REITs 园区类项目发售认购情况	4
基础设施项目公司负债情况	6
底层资产禀赋优异	7
张江光大园：板块成熟，配套完善	7
苏州工业园：首个中外中央政府级合作的开发区	8
运营管理：“长期投资”及“资产管理”的结合艺术	10
试点项目运营经验丰富	10
租金水平较高，空置率稳中有降	13
存在一定新增供给，料影响不大	15
租户结构存在差异，但到期压力均可控	17
风险提示	20

插图目录

图 1：国家级经开区生产总值及占全国比例	3
图 2：国家级经开区财政收入及占全国公共财政收入比例	3
图 3：国家级经济开发区区域分布	4
图 4：张江光大园 REIT 战略投资者结构	5
图 5：苏州工业园 REIT 战略投资者结构	5
图 6：网下投资者结构	6
图 7：上海市 GDP 及张江高新技术产业开发区占全市比	8
图 8：上海常住人口及浦东新区常住人口占比	8
图 9：张江高新区国家高新区评价排名	8
图 10：张江光大园地理位置	10
图 11：苏州工业园地理位置	10
图 12：科技公司及建屋公司股权结构	13
图 13：上海产业园区空置率及平均租金（2020 年三、四季度）	14
图 14：张江光大园平均租金及出租率走势 单位：元/平方米·日，%	14
图 15：苏州工业园 REIT 两个基础资产项目出租率	14
图 16：苏州工业园部分园区租金情况 单位：元/平方米·月	15
图 17：各区域错位发展	15
图 18：张江板块及上海核心产业园区平均租金走势	16
图 19：张江板块供应及需求 单位：万平方米	16
图 20：上海市核心产业园区未来供应项目建筑面积（2021-2023 年）	16
图 21：两单产业园 REITs 及海外含产业园 REITs 分红率	17
图 22：张江光大园租户结构（分行业领域）	18
图 23：张江光大园前十大租户租赁面积占比	18
图 24：张江光大园到期续租率	18
图 25：张江光大园租约剩余年限分布情况	18
图 26：张江光大园年平均租金（元/平方米·天）	19
图 27：张江光大园租户数量及出租率 单位：个，%	19
图 28：国际科技园五期 B 区租户结构（分行业领域）	19
图 29：2.5 产业园一期、二期项目租户结构（分行业领域）	19
图 30：国际科技园五期 B 区租约面积到期结构	19
图 31：2.5 产业园一期、二期项目租约面积到期结构	19
图 32：租户结构及出租率对比 单位：个，%	20

表格目录

表 1：我国产业园区发展阶段	1
表 2：部分产业园区发展阶段的相关政策	1
表 3：中国产业园区领域的五类典型参与者	3
表 4：园区运营管理能力要求全面	4
表 5：两单产业园区 REITs 发售信息 单位：亿份，元/份	5
表 6：两单产业园区 REITs 认购情况及分派率预测 单位：元/份，亿份，亿元	5

表 7：安恬投资资产负债情况（单位：万元）	6
表 8：科智商管公司最近三年主要财务指标（单位：万元）	7
表 9：园区艾派科公司最近三年主要财务指标（单位：万元）	7
表 10：两单产业园区 REITs 基础资产情况对比.....	9
表 11：集挚咨询的管理层及拟配备核心运营管理人员情况	10
表 12：集挚咨询股东具备丰富的园区运营和管理经验	11
表 13：科技公司同类项目运营管理经验	11
表 14：科技公司运营管理人员情况	12
表 15：建屋公司同类项目运营管理经验	12
表 16：建屋公司运营管理人员情况	12
表 17：苏州工业园未来三年内入市竞品分析	17

■ 产业园区：经济发展的重要载体

产业园区：政策高度支持，经济紧密相关

产业园区是各级政府部门或企业进行开发和管理，聚集若干工商业企业，具有明确的管辖边界和管理权限的区域。区域内实行特殊的优惠政策，提供专门的配套和服务来吸引投资，是区域经济发展、产业调整和升级的重要空间聚集形式，是落实经济发展战略的重要抓手。产业园区的表现形式多样，包括自由贸易区、出口加工区、经济特区、高新科技园区、保税区、自由港、企业区、各类产业园、总部基地等。从大的分类上可以划分为科技园区、一般工业园区、专业园区三大类。

1979 年蛇口工业区的成立，拉开了中国产业园区开发建设大幕。20 世纪 90 年代末，国民经济逐步由传统纺织、煤炭、机械等产业转向先进制造业、高新技术产业等新兴产业，产业园区的规划、开发、建设和运营也逐步走向精细化和专业化。中国的产业园区具备其独特性。发达国家设立产业园区更多是为了解决工业环境污染和压力，而我国作为发展中国家，更多是为了解决特定发展时期生产力不足，资金、人才、技术匮乏等问题，并逐步承担对外开放、推动城市化建设、集聚培育新兴产业等重要使命，与经济发展紧密相关。

表 1：我国产业园区发展阶段

时间	发展阶段	发展特点
1979-1991	改革初立	促进体制改革、发展开放型经济、行政特征明显
1991-2003	快速发展	推进改革开放、促进城市化进程、促进产业聚集
2003-2016	整顿调整	产业园区数量过多，效率低下，06 年发布了《中国开发区审核公告目录》（简称《目录》）
2016-至今	创新升级	适应新的经济发展阶段，18 年新版《目录》发布，政策向战略新兴等产业倾斜

资料来源：国家发改委，中信证券研究部

表 2：部分产业园区发展阶段的相关政策

实施时间	法律法规名称	核心内容
2003.07	《国务院办公厅关于暂停审批各类开发区的紧急通知》（国办发〔2003〕30 号）	对于开发区过快发展进行控制。
2003.07	《国务院办公厅关于清理整顿各类开发区加强建设用地管理的通知》（国办发〔2003〕70 号）	对开发区的全面清理整顿：1、对国家级开发区未经国务院批准擅自扩建的部分，予以核减，依法收回所占用的土地；2、对省级开发区中布局不合理、功能重复、占用土地过多的进行整合；对长期得不到开发、项目资金不落实的予以撤销，收回占用土地；3、对省级及以下各级政府擅自批准设立的各类开发区按照“撤销、核减、整合”的要求统一进行整改。
2003.11	《国务院关于加强工作力度进一步治理整顿土地市场秩序的紧急通知》（国发〔2003〕7239 号）	
2003.12	《关于清理整顿现有各类开发区的具体标准和政策界限的通知》（发改外资〔2003〕2343 号）	规范了开发区由国务院和省、自治区、直辖市政府（以下称“省级政府”）两级审批的制度，指导各类开发区进行整改，纠正违规擅自设立开发区、盲目扩大开发区规模的现象，解决开发区过多过滥、违规用地等突出问题。
2004.12	国家发改委“布局集中、用地集约、产业集聚”设立开发区进设立审核规定	通过设立审核的开发区，落实开发区“四至范围”（东、南、西、北四周边界），设置界桩，将开发区清理整顿成果落到了实地。
2005.03	《清理整顿开发区的审核原则和标准》（发改外资〔2005〕1521 号）	规范了省级及以下开发区的审核制度。
2005.08	《商务部办公厅关于印发〈国家级经济技术开发区扩建审批原则和审批程序〉的通知》	规范了国家级开发区扩建的审批制度。
2007.03	国家发展改革委会同国土资源部、建设部上	经过清理整顿，全国开发区数量由 6,866 家减少到 1,568 家，减少 77.2%，规

	报国务院《全国各类开发区清理整顿工作总结报告》	划面积由 3.86 万平方公里压缩 9,949 平方公里，减少 74.0%。国家只保留三类开发区，即综合性经济技术开发区、高新技术产业区和特色产业园区。在每个县、县级市和城市远郊区原则上只保留一家开发区。
2012.10	商务部发布的《国家级经济技术开发区和边境经济合作区“十二五”发展规划（2011-2015 年）》	“十二五”期间，国家级开发区发展的重点任务为：营造优良投资发展环境；提高先进制造业竞争力；大力发展战略性新兴产业；壮大提升高新技术产业；推动现代服务业发展；着力构建区域创新体系；提升要素资源集聚整合能力；优化开放型经济格局；强化生态环境保护管理；全面促进区域协调发展。
2014.10	《国务院办公厅关于促进国家级经济技术开发区转型升级创新发展的若干意见》（国办发〔2014〕54 号）	以国家级经济技术开发区为试验田、排头兵，对开发区转型升级、创新发展进行探索。
2016.03	《关于完善国家级经济技术开发区考核制度促进创新驱动发展的指导意见》国办发〔2016〕14 号	商务部牵头负责组织考核评价工作，会同相关部门加强对国家级经开区的宏观指导和管理。对发展好的国家级经开区一方面在金融、土地、人才等方面给予激励政策。
2016.03	《国务院办公厅关于完善国家级经济技术开发区考核制度促进创新驱动发展的指导意见》国办发〔2016〕14 号	围绕完善国家级经开区综合发展水平考核评价制度，从夯实产业基础、激发创新活力、发挥区域带动作用、强化绿色集约发展、推进体制机制创新等五个方面，提出具体考核内容及通过考核促进国家级经开区实现的目标要求，加大政策支持力度，提高政策精准度，充分调动国家级经济技术开发区加快转型升级、实现创新驱动发展的积极性。
2017.01	《国务院办公厅关于促进开发区改革和创新发展的若干意见》国办发〔2017〕7 号	对于建立促进和规范开发区发展的长效机制、推进供给侧结构性改革、振兴实体经济具有重要意义，将更好地发挥开发区在稳增长、调结构、促发展中的积极带动作用。
2018.05	《国务院关于印发进一步深化中国（广东）自由贸易试验区改革开放方案的通知》	率先对标国际投资和贸易通行规则，建立与国际航运枢纽、国际贸易中心和金融业对外开放试验示范窗口相适应的制度体系，打造开放型经济新体制先行区、高水平对外开放门户枢纽和粤港澳大湾区合作示范区。强化自贸试验区同广东省改革的联动，开拓协调发展新领域，打造粤港澳大湾区合作示范区
2019.05	《国务院关于推进国家级经济技术开发区创新提升打造改革开放新高地的意见》国发〔2019〕11 号	提升开放型经济质量：拓展利用外资方式、优化外商投资导向、提升对外贸易质量；赋予更大改革自主权：深化“放管服”改革、优化开发建设主体和运营主体管理机制、支持开展自贸试验区相关改革试点；打造现代产业体系：加强产业布局统筹协调、实施先进制造业集群培育行动、实施现代服务业优化升级行动、鼓励国家级经开区复制推广自贸试验区、自主创新示范区等试点经验等
2019.08	《国务院关于印发 6 个新设自由贸易试验区总体方案的通知》国发〔2019〕16 号	《中国（山东）自由贸易试验区总体方案》、《中国（江苏）自由贸易试验区总体方案》、《中国（广西）自由贸易试验区总体方案》、《中国（河北）自由贸易试验区总体方案》、《中国（云南）自由贸易试验区总体方案》、《中国（黑龙江）自由贸易试验区总体方案》
2020.10	《深圳建设中国特色社会主义先行示范区综合改革试点实施方案（2020-2025 年）》	以设立经济特区 40 周年为契机，在中央改革顶层设计和战略部署下，支持深圳实施综合授权改革试点。推进二三产业混合用地。支持盘活利用存量工业用地；放宽能源、电信、公用事业、交通运输、教育等领域市场准入，进一步放宽前沿技术领域的外商投资准入限制；提升城市空间统筹管理水平；扩大金融业、航运业等对外开放等

资料来源：中国政府网，国家发展改革委网站，中信证券研究部

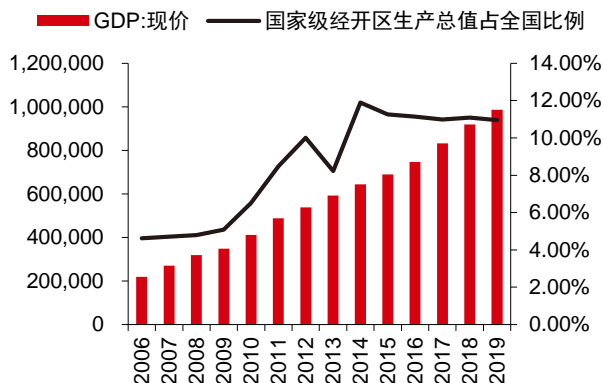
园区发展进入新阶段

根据《中国开发区审核公告目录（2018 年版）》文件，我国目前共有 2,543 个开发区，其中国家级开发区 552 个（经济技术开发区 219 个、高新技术产业开发区 156 个、海关特殊监管区域 135 个、边境/跨境经济合作区 19 个、其他类型开发区 23 个）、省级开发区 1,991 个。我们判断，如果考虑到未进入《目录》内的开发区，各类产业园区应该会超过 15,000 个。

经历四十余年发展，产业园区相关的规章制度、激励政策日益完善，形式及内涵日渐丰富，对国家经济发展起到了重要的支撑作用。2019 年，我国 218 个国家级经开区实现生产总值 10.8 万亿，贡献财政收入 2.1 万亿，分别占国内生产总值的 10.95%、全国公共

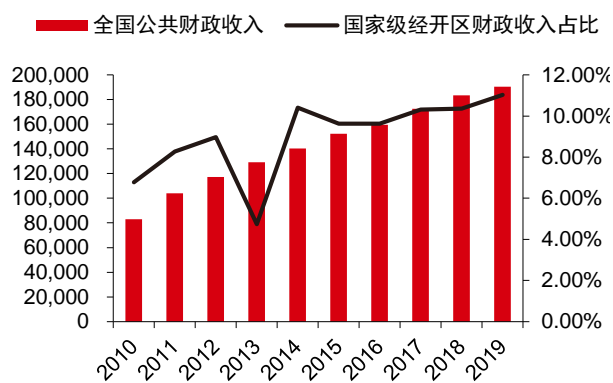
财政收入的 11.03%；169 家国家高新区实现生产总值 12.20 万亿元，上缴税费 1.90 万亿元，分别占国内生产总值的 12.30%、税收收入的 11.80%。

图 1：国家级经开区生产总值及占全国比例



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：单位：亿元，%

图 2：国家级经开区财政收入及占全国公共财政收入比例



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：单位：亿元，%

产业园区的发展模式逐步多样化，由最初的产城分离、以产带城逐步演变至产城联动、产城融合。产业园区与共享经济、平台经济、互联网、生物医药等新兴产业及模式进一步结合，产业园区的开发和建设参与者也日益丰富。近期公募 REITs 的推出有望解决产业园区融资模式难、退出渠道少等问题，进一步促进产业园区发展。

表 3：中国产业园区领域的五类典型参与者

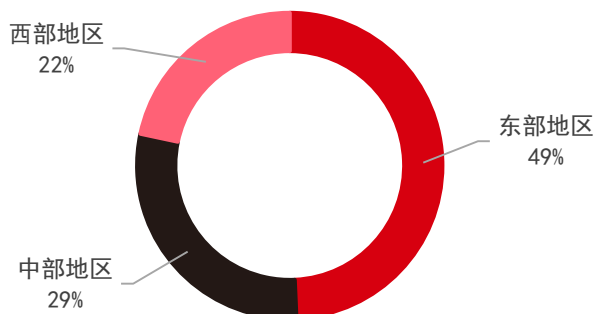
园区类型	代表公司	优势	劣势
政府背景	陆家嘴、上海临港、张江高科、东湖高新等	政策、土地和资源优势，招商引资力度大，项目成功率较高	体制机制限制，发展活力不足，服务体系创新速度慢，大势判断可能存在滞后性
房地产开发商出身	亿达中国、金地、荣盛发展	房地产综合体开发经验，雄厚的资金实力、地方政府关系	缺乏产业资源、开发模式与常见“快周转”策略违背、资金沉淀造成资金链紧张
产业巨头背景	诺基亚工业园、海尔工业园、汽车产业园、近年京东、菜鸟联合物流园区企业	拥有自身产业 IP，诸多上下游与企业；易获得地方政府政策扶持和优惠条件，快速形成产业聚集	对园区的开发运营较为“陌生”、同业竞争和排斥
轻资产运营	锦和商业等	熟悉产业、有一定的品牌影响力和产业资源、以产业服务见长、机制灵活	资产和营收规模小、对于载体的掌控力弱、“二房东”模式经营压力较大
创投机构出身	力合创投等	资金实力雄厚，拥有产业集群和 IP，对被投资企业有“话语权”，易获得地方政府的支持、政策优惠，能够获取优质园区土地资源	园区拿地、规划、建设，后期运营服务和产业投资，存在“跨界”后的诸多不适应

资料来源：REITs 招募说明书，中信证券研究部

新时代，产业园区面临新要求。以国家级经济开发区为例，随着经济发展和社会进步，定位和要求也随之变化。设立初期主要是为了解决审批手续繁杂、机构叠床架屋等制约经济社会发展的体制问题，后面定位逐渐演变为改革开放的试验田、对外开放的排头兵、区域发展的增长极。

自 2016 年起，商务部开展国家级经开区综合发展水平考核评价工作，完善经开区退出机制。近两年，甘肃酒泉经开区、宁夏石嘴山经开区由于经营质量较低，退出国家级经开区序列。至此，国家级经开区数量由 219 个减少为 217 个，区域分布日趋平衡。

图 3：国家级经济开发区区域分布



资料来源：《中国开发区审核公告目录（2018 年版）》，中信证券研究部

表 4：园区运营管理能力要求全面

管理职能	组成部分	说明
地块和框架设施分配	房地产管理	地块和设施租赁或出售
基础设施、上层建筑 和设施管理	景观美化、基础设施和公用事业服务的提供、运营和维护，以及公用设施使用费的收取，包括电信线路、内部运输网络、排水、废物管理和配水	保证公用事业和其它基础设施管理服务的正常运行和供应
行政服务	注册和许可（在相应政府机构授权的情况下）；确保监管合规；确保园区安全和安保；提供总体园区财务管理	确保企业能够快速便捷地入驻园区；充分保护人员、财产和环境，以及确保园区内的安全生产和活动
业务开发与创新管理	提供关于园区服务的信息，吸引新住户以及在有些时候（通常通过公共资助计划）吸引技术员工，以及进行支持创新的企业孵化	吸引企业入驻园区；提供平台鼓励研发和知识共享
社会服务管理	直接或间接确保在园内提供医疗保健、培训、零售、社区和民间团体关系、员工娱乐住宿和消防等服务和功能，且这些服务和功能的费用计入住户支付的费用（如消防服务、社区关系），或基于使用费提供（如医疗保健、员工住宿），或可由相关商业企业（如零售、餐饮等）提供	创造有利的工作和生活环境；与社区合作；促进与利益团体的对话
绩效管理与监控	编制报告、调查住户、绩效评估	经济、社会和环境绩效监测

资料来源：工发组织编制，中信证券研究部

公募 REITs：打通退出渠道

作为我国经济增长的重要驱动，产业园区仍然存在不少挑战。比如部分园区定位不清晰，发展主业不够突出，同质化竞争严重，资源浪费；部分园区产业结构落后，企业技术含量及效益贡献不足，科研能力普遍较弱；不少园区缺乏综合管理运营能力，投融资渠道制约较多。其中投融资渠道不完善是制约产业园区发展和升级的核心问题，园区将经营重心放在投融资方面，而在经营管理中投入不足，并未产生预期的社会经济效益。

公募 REITs 的推出有望打通退出渠道，为产业园区的“投融管退”全产业链奠定基础，支持具备较强管理和运营能力的优质园区企业轻资产发展。

REITs 园区类项目发售认购情况

在首次试点的 9 单基础设施 REITs 中，有 3 单底层资产为产业园区。我们重点分析华安张江光大园封闭式基础设施证券投资基金（下称张江光大园 REIT）和东吴-苏州工业园区产业园封闭式基础设施证券投资基金（下称苏州工业园 REIT）。

目前这两单 REITs 均已完成询价，投资者热情高涨。张江光大园 REIT 询价区间为 2.78-3.20 元/份，询价结果为 2.99 元/份，有效拟认购份额数量总和为 138,430 万份，为初始网下发售份额的 8.85 倍；苏州工业园 REIT 询价区间为 3.558-4.094 元/份，询价结果为 3.88 元/份，有效拟认购份额数量总和为 104,050 万份，为初始网下发售份额的 3.613 倍。两者对应基础设施项目价值分别为 14.95 亿元、34.92 亿元。

表 5：两单产业园区 REITs 发售信息 单位：亿份，元/份

名称	战略配售 认购份额	网下发 售份额	公众发 售份额	询价 区间	封闭期	基金管理人	原始权益人	交易场所
华安张江光大园封闭式基础设施证券投资基金	2.77	1.56	0.67	2.78 -3.20	20 年	华安基金管理有限公司	上海光全投资中心（有限合伙），光控安石（北京）投资管理有限公司	上海证券交易所
东吴-苏州工业园区产业园封闭式基础设施证券投资基金	5.40	2.88	0.72	3.558 -4.094	40 年	东吴基金管理有限公司	苏州工业园区	上海证券交易所

资料来源：Wind，中信证券研究部

表 6：两单产业园区 REITs 认购情况及分派率预测 单位：元/份，亿份，亿元

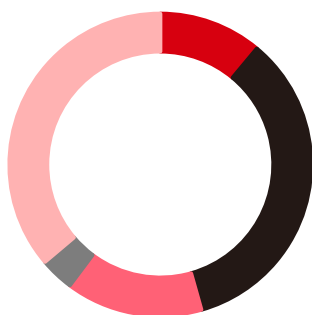
项目	询价结果	认购倍数	发售份额	对应基础设施项目价值	资产评 估价值	可供分配金额预测		现金分派率预测	
						2021	2022	2021	2022
张江光大园 REIT	2.99	8.85	5	14.95	14.70	0.70	0.60	4.66%	4.04%
苏州工业园 REIT	3.88	3.613	9	34.92	33.50	1.00	1.52	4.50%	4.54%

资料来源：REITs 招募说明书，基金份额发售公告，中信证券研究部

从申购投资者结构来看，张江光大园 REIT 及苏州工业园 REIT 战略投资人（含原始权益人）认购份额占比分别为 55.33%、60%；网下初始发售份额，分别占扣除初始战略配售份额数量后发售份额的 70%及 80%；网下投资者申购情况来看，均是券商自营占比最高，其占网下投资者申购份额总量比例分别为 62.78%、84.51%，次多认购为保险机构，占比分别为 10.84%、5.82%。

图 4：张江光大园 REIT 战略投资者结构

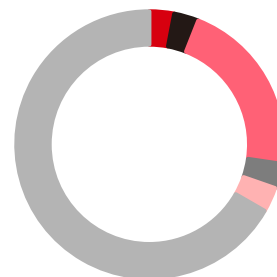
■公募专户 ■其他机构 ■券商自营 ■私募 ■原始权益人



资料来源：基金份额发售公告，中信证券研究部

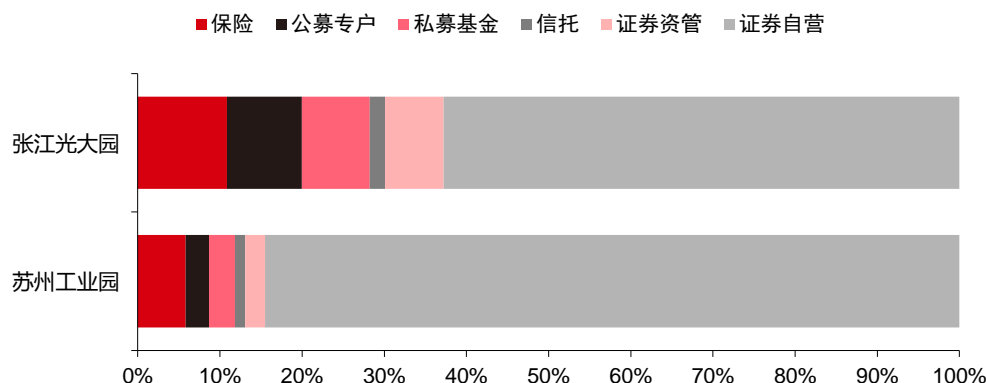
图 5：苏州工业园 REIT 战略投资者结构

■保险 ■公募专户 ■其他机构
■券商资管 ■券商自营 ■原始权益人



资料来源：基金份额发售公告，中信证券研究部

图 6：网下投资者结构



资料来源：基金份额发售公告，中信证券研究部

基础设施项目公司负债情况

张江光大园 REIT 架构中基础设施项目公司系安恬投资。2020 年末，安恬投资资产负债率为 91.78%，主要负债为银行长期借款 43,488.8 万元，年利率为全国银行间拆借中心公布的 1 年期贷款基准利率上浮 7.50 个基点，借款期限为 2019 年 10 月 17 日至 2024 年 1 月 25 日止。

表 7：安恬投资资产负债情况（单位：万元）

项目	2020 年末	2019 年末	2018 年末	2017 年末
流动资产合计	125.11	7.95	5.81	100,837.40
非流动资产合计	100,729.60	100,729.60	100,729.60	-
资产总计	100,854.71	100,737.55	100,735.41	100,837.40
其他应付款	15,602.17	10,551.19	8,549.78	3,414.53
流动负债合计	16,602.17	11,051.19	8,549.78	3,479.61
长期借款	42,488.80	43,488.80	44,438.80	44,838.80
长期应付款				54,850.00
其他非流动负债	33,471.32	36,151.32	52,250.32	
非流动负债合计	75,960.12	79,640.12	96,689.12	99,688.80
负债合计	92,562.29	90,691.31	105,238.90	103,168.41
资本公积	16,000.00	16,000.00		
未分配利润	-7,807.58	-6,053.76	-4,503.49	-2,331.01
所有者权益（或股东权益）	8,292.42	10,046.24	-4,503.49	-2,331.01
负债和所有者权益（或股东权益）总计	100,854.71	100,737.55	100,735.41	100,837.40

资料来源：张江光大园 REIT 招募说明书，中信证券研究部

苏州工业园 REIT 的两个底层资产为国际科技园五期 B 区项目与 2.5 产业园一期、二期项目，对应项目公司为苏州工业园区科智商业管理有限公司及苏州工业园区艾派科项目管理有限公司。两个项目公司在 2020 年末负债同比增长幅度均较大，主要原因为资产划转造成的应偿还债务（其他应付款）大幅增加，后续将通过由资产支持证券管理人（代表专项计划）发放的股东借款进行置换。项目实际无银行贷款、类 REITs、基金等债务。两个入池资产对应项目公司的存量债务均为关联方债务，不存在任何对外负债，因此不存在

偿还外部债务情况。

表 8：科智商管公司最近三年主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年末	2019 年末	2018 年末
资产总计	188,463.18	100,074.54	103,082.12
负债合计	119,379.08	18,798.45	18,967.08
所有者权益合计	69,084.09	81,276.09	84,115.03
营业收入	11,862.43	14,518.39	14,356.85
营业成本	4,399.57	5,389.24	5,476.24
营业利润	87,595.62	5,411.02	5,706.22
净利润	65,726.92	4,231.32	4,358.99
资产负债率（%）	63.34	18.78	18.40
流动比率（倍）	0.06	0.11	0.20
速动比率（倍）	0.06	0.11	0.20

资料来源：苏州工业园 REIT 招募说明书，中信证券研究部

表 9：园区艾派科公司最近三年主要财务指标（单位：万元）

项目	2020 年末	2019 年末	2018 年末
资产总计	156,993.40	90,196.69	92,665.33
负债合计	106,802.20	35,068.26	51,460.54
所有者权益合计	50,191.20	55,128.43	41,204.79
营业总收入	6,606.97	8,070.86	6,612.84
营业总成本	2,779.48	3,436.38	2,889.94
营业利润	66,252.09	642.36	-418.40
净利润	50,058.45	696.55	-23.15
资产负债率（%）	68.03	38.88	55.53
流动比率（倍）	0.06	0.05	0.05
速动比率（倍）	0.06	0.05	0.05

资料来源：苏州工业园 REIT 招募说明书，中信证券研究部

■ 底层资产禀赋优异

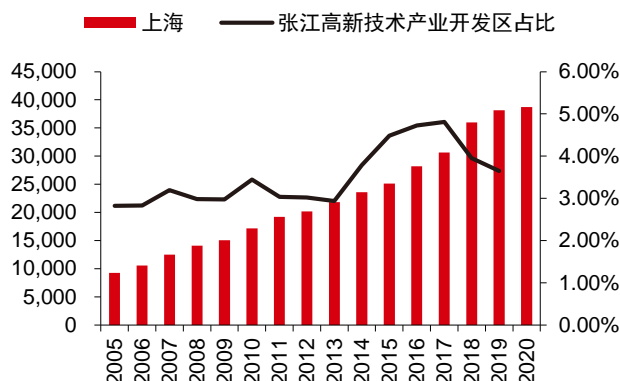
产业园区和城市、区域发展关系紧密，相辅相成。通过建立科学高效的产业发展体系，合理产业配比及资源配置，产业园区建设能够推动城市功能的不断完善，而城市的高质量发展也将带来园区的持续健康发展，从而实现区域内人才、信息、资本等多要素的高水平集聚。因此，产业园区 REITs 基础资产的自身因素（区位、资产实物）以及所处区域的规划、经济、人口等先天禀赋是其价值的重要组成部分。

张江光大园：板块成熟，配套完善

上海市产业园区市场依据发展成熟度的差异，可以分为核心型产业园区和成长型产业园区。核心型产业园区包括张江、漕河泾、金桥、临空和市北板块，主要集中于中环线附近；成长型产业园区则空间分布相对分散，距离中心城区相对更远。平均而言，更为成熟的核心型产业园区在空置率及租金水平上是优于成长型产业园区的，而张江高科技园区又是核心型产业园区中的佼佼者。

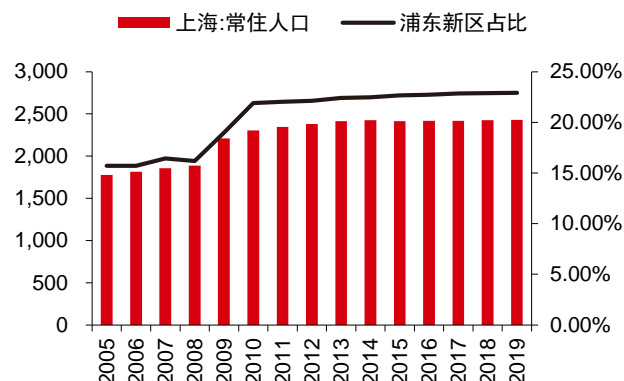
目前，张江高新区已形成“一区二十二园”的发展格局，总面积 531 平方公里，覆盖全市 16 个行政区。拥有 2,000 余家研发机构，400 余家公共服务平台，8,000 余家高新技术企业。2019 年张江高新区生产总值达 1,391 亿元，同比小幅回落，但仍占上海市 GDP 比达 3.65%。根据科技部火炬中心 2020 年的国家高新区评价结果，张江高新区在 169 家国家高新区中综合排名为第二名，单项排名中高新区可持续发展能力排名第一，均较上年继续提升，发展势头良好。

图 7：上海市 GDP 及张江高新技术产业开发区占全市比



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：单位：亿元，%

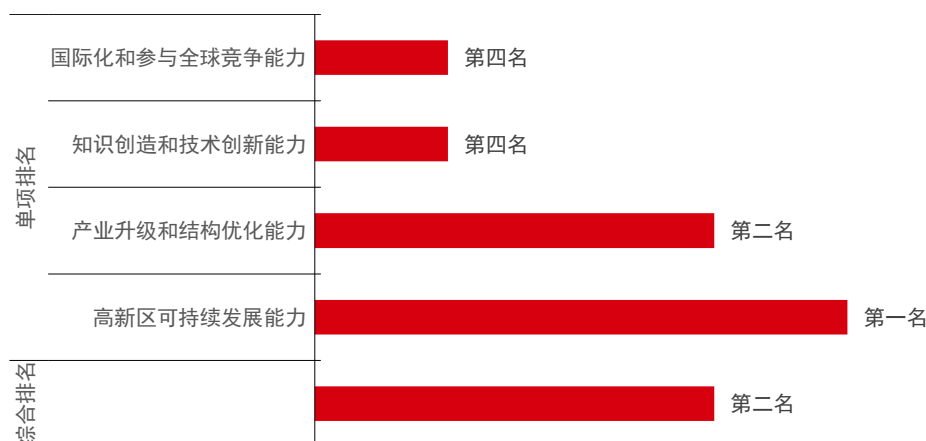
图 8：上海常住人口及浦东新区常住人口占比



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：单位：亿元，%

张江光大园 REIT 基础项目资产地处中国（上海）自由贸易试验区，位于张江高科技园区核心地带，路网密集，紧邻城市主干道中环路，距离地铁约 800 米，距离公交站约 200 米，道路通达度和公交地铁便捷度均较高。基础设施项目总建筑面积 50,947 平米，可租赁面积为 43,488 平米，共有 267 个可用车位。截至 2020 年末，平均租金单价为 5.2 元/平方米·天，出租率达 99.5%，运营状况良好。

图 9：张江高新区国家高新区评价排名



资料来源：科技部火炬中心，中信证券研究部

苏州工业园：首个中外中央政府级合作的开发区

苏州工业园区作为全国第一个中外中央政府级合作的开发区，品牌效应显著，受到中

新两国、江苏省和苏州市各级政府的特别支持，享受诸多优惠政策。苏州工业园区地处长江三角洲中心腹地，拥有便捷发达的立体交通网络，包括上海港、张家港以及京杭大运河等水上运输通道、沪宁高速、苏嘉杭高速、312 国道以及建设中的京沪高速铁路、沪宁城际铁路。园区距离上海虹桥机场 80 公里。2019 年 8 月 26 日，国务院同意设立中国(江苏)自由贸易试验区，发布了《中国(江苏)自由贸易试验区总体方案》，标志着江苏自贸区建设启幕，区域进一步协同发展值得期待。

苏州工业园区经济密度、创新浓度、开放程度已跃居全国前列。2020 年，苏州工业园区实现地区生产总值 2,907 亿元；进出口总额 942 亿美元；实际利用外资 19.7 亿美元；服务业增加值占 GDP 比重达 51.6%；城镇居民人均可支配收入 7.97 万元。在商务部公布的国家级经开区综合考评中，苏州工业园区连续五年位列第一，在国家级高新区综合排名中位列第四，并跻身科技部建设世界一流高科技园区行列，2018 年入选江苏省改革开放 40 周年先进集体。截至 2020 年底，苏州工业园区累计有效期内国家高新技术企业超 1,837 家，科技创新型企业 8,000 多家，集聚众创空间达 107 家。

苏州工业园 REIT 基础项目资产为国际科技园五期 B 区（简称“科技园项目”）和 2.5 产业园一期、二期项目（简称“2.5 产业园项目”），均位于苏州市苏州工业园区，能够享受上述园区的各类优势及完善配套，先天禀赋优异。基础资产合计总建筑面积为 56.11 万平米，可出租面积为 42.52 万平米，总评估价值为 33.50 亿元。两个资产包的出租率及租金有所差异，2020 年末，租金水平分别为 41、61 元/平方米·月，出租率则分别达到 89.94% 以及 69.95%。

整体看，这两单产业园区 REITs 的底层资产基本面条件良好，均处于全国排名前五的产业园区，且均处于核心都市圈。租金水平及出租率表现上两者有所差异，张江光大园租金水平在区域范围内属于较高水平，出租率也接近满租，较为优质；而苏州工业园 REIT 的两个资产中科技园项目租金为区域较低水平，但出租率接近 90%，而 2.5 产业园项目在区域内较高，但出租率仅为 70%，存在一定运营管理提升空间。

表 10：两单产业园区 REITs 基础资产情况对比

		张江光大园 REIT	苏州工业园 REIT
基础设施项目		张江光大园	国际科技园五期 B 区 2.5 产业园一期、二期
所属园区		张江高科技园区	苏州工业园区
项目位置	中国（上海）自由贸易试验区盛夏路 500 弄	苏州市苏州工业园区星湖街 328 号	苏州市苏州工业园区东长路 88 号
用地性质	工业-M1	科研设计用地	工业用地
竣工时间	1-6 号项目：2014 年 2 月 14 日 7 号项目：2016 年 12 月 23 日	B1 区、B2 区：2009 年 B3 区：2011 年	一期：2011 年 二期：2013 年
总建筑面积(m²)	50,947.31	330,206.28	230,923.94
可用车位	267 个	1,441 个	-
可租赁面积(m²)	43,487.84	271,216.59	153,957.06
出租率	99.51%	89.84%	69.95%
租金单价(元/m²/天)	5.19	41	61.2
评估价值	14.70	18.30	15.20
评估价值单价(元/m²)	28,853	5,542	6,582

张江光大园 REIT	苏州工业园 REIT
资产构成	21 幢研发楼和 2 幢配套综合楼
1-6 号项目及扩建 7 号项目	19 幢研发楼

资料来源：REITs 招募说明书，中信证券研究部

图 10：张江光大园地理位置



资料来源：张江光大园 REIT 招募说明书

图 11：苏州工业园区地理位置



资料来源：苏州工业园区管理委员会

运营管理：“长期投资”及“资产管理”的结合艺术

资产运营管理和投资运作能力也是影响产业园区 REITs 价值的重要因素。

资产运营管理是指业态规划、布局、招商、租赁、续租等面向企业的管理以及使用、监督、维护、整修等面向基础设施的管理。优质的资产运营管理能力意味着底层资产能够保持稳定租金收入，持续改善经营绩效。

投资运作管理能力是管理人在市场低迷时购入资产，在市场回暖时进行资产处置的能力。投资运作管理能够改善投资组合结构、获取资产增值收益，也是现金流分红外利润的额外来源。我们相信随着公募 REITs 市场和制度进一步完善，基金管理人经验的不断积累，公募 REITs 能够打通“融投管退”的全链条，赋能优质管理公司的持续扩张。

试点项目运营经验丰富

张江光大园 REIT 拟委托上海集挚咨询管理有限公司（简称“集挚咨询”）作为基础设施项目的运营管理机构，由张江集电、光控安石和国泰君安证裕投资有限公司共同出资设立。为项目所配备的运营管理人员，包括租赁、人事、出纳、法律、管理等，核心管理人员多具备 10 年以上的行业经验。

表 11：集挚咨询的管理层及拟配备核心运营管理人员情况

人员姓名	主要经历	职责安排	是否为运营管理人员
卢纓	曾任职于上海众华沪银会计师事务所、上海申真企业发展有限公司。卢女士自 2003 年加入上海张江高科技园区开发股份有限公司，现任张江高科总会计师。	董事长 董事	否
祝越	任职于国泰君安、通用电气，拥有 7 年投资及管理经验	董事	否
曾景	拥有近 10 年的资本市场业务经验，曾任职于中信证券，担任债务资本市场部副总裁，	董事	否

人员姓名	主要经历	职责安排	是否为运营管理人员
	负责多单创新型资产证券化项目、信贷资产证券化项目，参与了多单私募结构化融资项目、一般债券发行及上市公司股权融资及并购项目。曾女士现任职于光大安石，担任资本市场部董事总经理，主要负责不动产相关资本市场业务。		
所付晶	任职于光大安石、中国保利、世邦魏理仕拥有 18 年产业园区发展经验，曾经负责或参与“第一上海中心”、“半岛科技园”、“亚芯科技园”、“浦东嘉里城”、“越虹广场”等项目的经营管理。	总经理	是
陈晨	曾任职于同策咨询、策源房地产策划有限公司。陈女士自 2016 年加入上海张江高科技园区开发股份有限公司，已有 11 年产业园区规划和投资经验。	总经理助理	否
张波	曾任职于成浦集团、交大昂立。张先生自 2002 加入上海张江高科技园区开发股份有限公司，长期从事张江高科持有资产管理和园区租金核算管理工作。	财务经理兼会计	否
夏燕丽	任职于光大安石、英国莱坊、宏腾物业，拥有 12 年的租赁经验。	租赁经理	是
胡燕倩	任职于光大安石、高力国际，拥有 6 年的租赁经验。	租赁助理	是
梅贇	任职于光大安石、中粮置地，拥有 13 年的人事行政经验。	综合主管	是
陈佩莲	任职于光大安石、高力国际，拥有 15 年的出纳经验。	出纳	是
赵亮	任职于光大安石、正大集团，拥有 15 年的法律及管理经验。	法务	是

资料来源：张江光大园 REIT 招募说明书

表 12：集挚咨询股东具备丰富的园区运营和管理经验

	张江高科	光控安石
招商引资	引进紫光长存、超威半导体（AMD）、普拉斯半导体、美高森美通信科技、新华三半导体、英伟达、钛米机器人、空气化工、透景生命、高通智能汽车、KSat 医疗设备等	投资产业园区、物流仓储等领域，建立业务发展、招商运营、工程管理、物业管理等职能部门，在管基础设施项目面积约 90 万平米
物业管理	管理园区面积 120 万平米，在管资产中 9 个园区项目被认定为纳税亿元楼宇	
基金管理	发起设立上海张江科技创新股权投资基金 25 亿，同时参与投资上海科创母基金 300 亿、浦东科创母基金 55 亿、上海集成电路产业投资基金 285 亿	光大安石平台在管项目 40 个，在管规模人民币 471.88 亿元。

资料来源：张江光大园 REIT 招募说明书，中信证券研究部

苏州工业园 REIT 则拟委托苏州工业园区科技发展有限公司（简称“科技公司”）及苏州工业园区建屋产业园开发有限公司（简称“建屋公司”）作为基础设施项目的运营管理机构，分别管理科技园项目及 2.5 产业园项目。两家运营管理机构所配别管理人员经验丰富，也具备多个同类项目的运营管理经验，其中，科技公司在国际科技园一期已管理近 20 年。但同样需要关注到，两家公司在 2020 年疫情冲击下利润表均有所亏损，公司稳健程度及服务水平的变化有待进一步观察和调研。

表 13：科技公司同类项目运营管理经验

项目名称	地址	起始运营时间	总建筑面积（平米）	总投资（万元）
国际科技园一期	苏州工业园区	2001 年 4 月	43,911	19,864
国际科技园二期	苏州工业园区	2003 年 4 月	64,488	19,573
国际科技园三期	苏州工业园区	2005 年 6 月	58,278	24,712
国际科技园四期	苏州工业园区	2007 年 12 月	159,129	83,614
国际科技园五期	苏州工业园区	2009 年 11 月	422,316	231,088
国际科技园六期	苏州工业园区	2007 年 12 月	17,788	3,664
国际科技园七期	苏州工业园区	2018 年 6 月	262,934	144,795
微软项目	苏州工业园区	2016 年 7 月	30,729	36,826
合计			1,059,573	564,135

资料来源：苏州工业园 REIT 招募说明书

表 14：科技公司运营管理人员情况

姓名	简介
徐健	45 岁，中国国籍，无境外永久居住权，硕士。现任科技公司董事长、总经理职务。曾任苏州工业园区科技和信息化局副局长。
赵怡琳	55 岁，中国国籍，无境外永久居住权，硕士。现任科技公司副总经理、财务总监职务，曾任金鸡湖酒店集团副总裁兼财务总监，拥有 18 年不动产经营管理经验
朱利锋	39 岁，中国国籍，无境外永久居住权，硕士。现任科技公司副总经理职务，曾任金苏州工业园区企业发展服务中心处长
吴文杰	41 岁，中国国籍，无境外永久居住权，硕士。现任科技公司副总经理职务，曾任苏州独墅湖科教创新区管委会副局长
袁周	34 岁，中国国籍，无境外永久居住权，博士。现任科技公司副总经理职务，曾任苏州工业园区大数据管理中心副主任
肖楠	40 岁，中国国籍，无境外永久居住权，硕士。现任科技公司企业服务部副总经理职务，曾任科技公司高级主管、经理助理、副经理、经理，拥有 14 年不动产经营管理经验
陈斌	36 岁，中国国籍，无境外永久居住权，硕士。现任科技公司企业服务部副经理职务，拥有 12 年不动产经营管理经验
许郁	44 岁，中国国籍，无境外永久居住权，硕士。现任科技产业发展公司（科技公司全资子公司）总经理，拥有 14 年不动产经营管理经验

资料来源：苏州工业园 REIT 招募说明书

表 15：建屋公司同类项目运营管理经验

项目名称	地址	起始运营时间	总建筑面积（平米）	总投资（万元）
2.5 产业园三期 1 区	苏州工业园区	2016 年	153,422.28	60,764.30
2.5 产业园三期 2 区	苏州工业园区	2021 年	54,886.7	28,500
产业园泛博项目	苏州工业园区	2014 年	4,162.78	3,101.00
合计			212,471.76	92,365.30

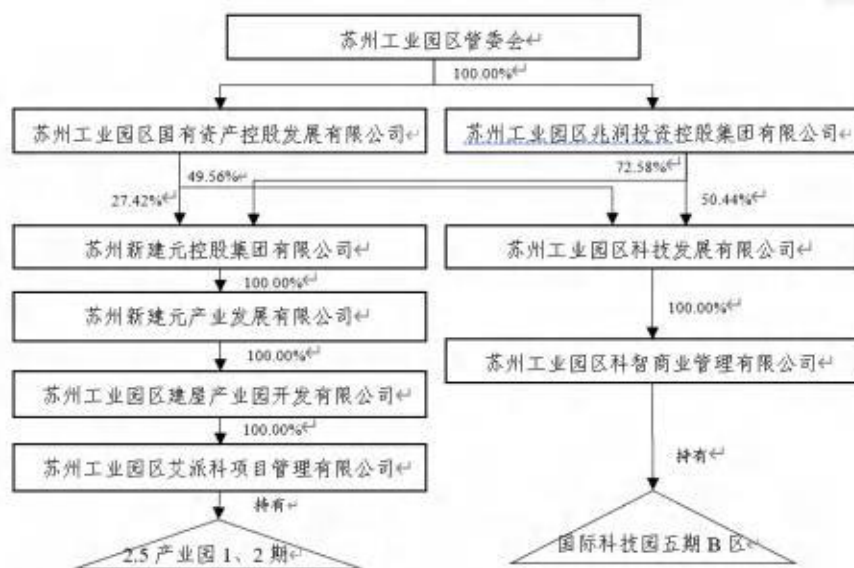
资料来源：苏州工业园 REIT 招募说明书

表 16：建屋公司运营管理人员情况

姓名	简介
朱翌旻	1964 年 1 月出生,中国国籍,无境外永久居留权,本科。现任公司执行董事、总经理职务,拥有 20 余年房地产开发及商业物业资产经营管理经验。曾任建屋发展集团商业运营部总监、建屋体育发展有限公司总经理
陈慧辉	1980 年 7 月出生,中国国籍,无境外永久居留权,本科。现任公司副总经理职务,拥有 16 余年房地产开发及商业物业资产经营管理经验。曾任绍兴市建屋置业副总经理、建屋发展集团工程经理
任智杰	1983 年 11 月出生,中国国籍,无境外永久居留权,本科。现任公司副总经理职务,拥有 12 余年房地产开发及商业物业资产经营管理经验。曾任苏宿建屋置业副总经理、建屋产业园运营部经理

资料来源：苏州工业园 REIT 招募说明书

图 12：科技公司及建屋公司股权结构



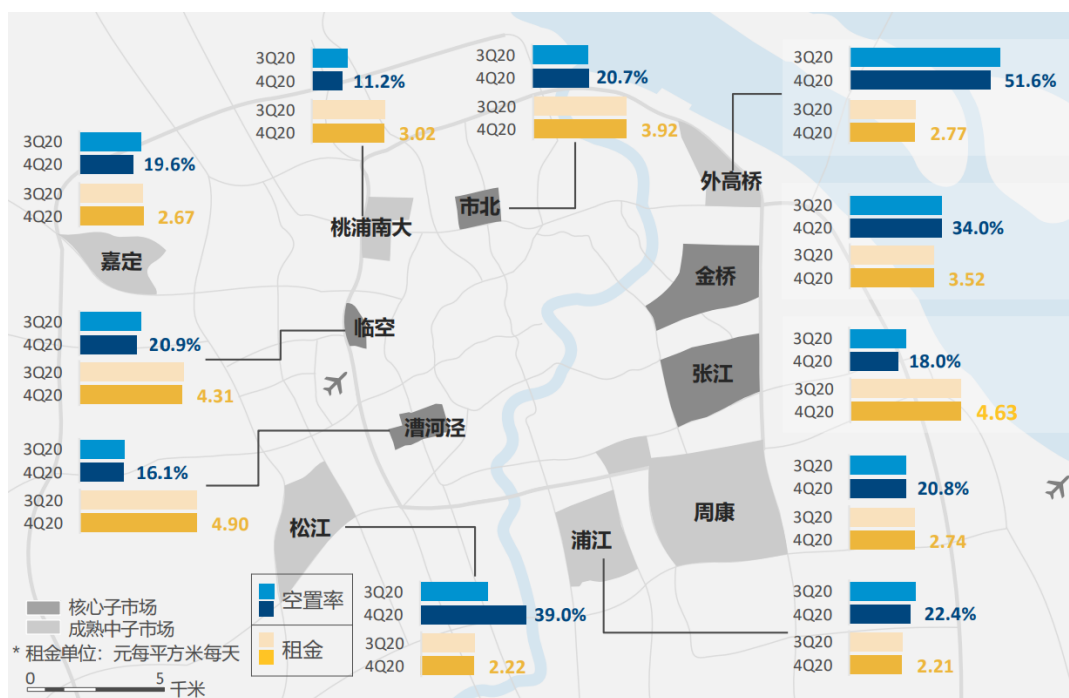
资料来源：苏州工业园 REIT 招募说明书

租金水平较高，空置率稳中有降

从租金及空置率表现来看，三个底层资产各有特色。

张江光大园 REIT：从所处区域市场情况来看，空置率及租金水平趋势保持良好。根据高力国际的数据，2020 年四季度张江高科技园区空置率环比下降至 18%，在 11 个板块中仅次于漕河泾、桃浦南大两个板块；租金水平保持在 4.63 元/平方米·日的高位，仅次于漕河泾板块。

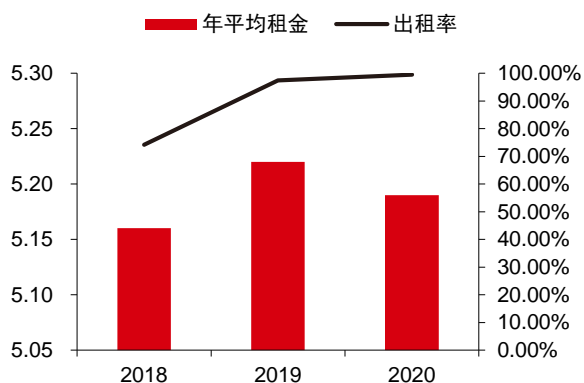
图 13：上海产业园区空置率及平均租金（2020 年三、四季度）



资料来源：高力国际

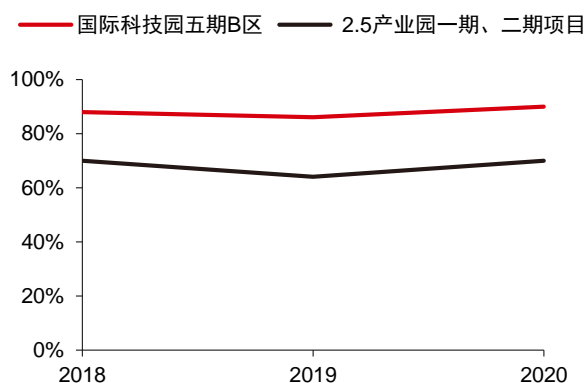
其中，REIT 底层资产张江光大园表现极为优异，过去三年租金水平在 5.16-5.22 元/平方米·日，显著高于区域 4.63 元的平均水平。在维持高租金的同时，出租率由 2018 年的 74.13%大幅提升至 2020 年的 99.51%，连续两年基本保持满租状态。

图 14：张江光大园平均租金及出租率走势 单位：元/平方米·日，%



资料来源：张江光大园 REIT 招募说明书，中信证券研究部

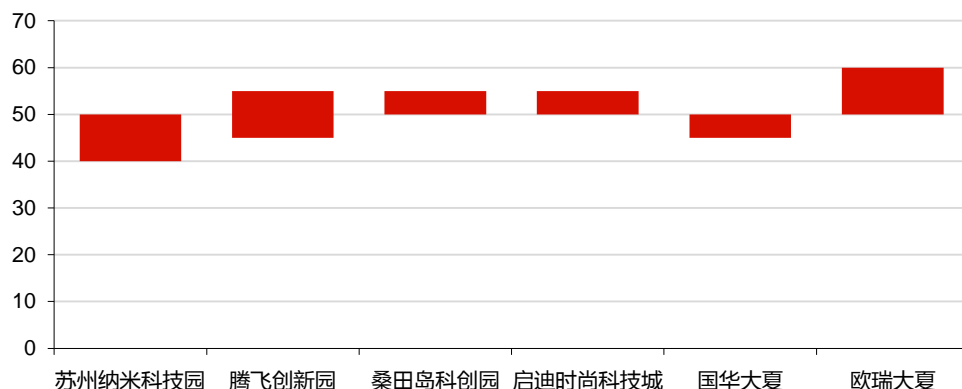
图 15：苏州工业园 REIT 两个基础资产项目出租率



资料来源：苏州工业园 REIT 招募说明书，中信证券研究部

苏州工业园 REIT：招募说明书中数据显示，苏州市产业园区租金大约为 40-55 元/平方米·月，其中苏州工业园内代表性的产业园租金大约为 45-60 元/平方米·月。2020 年，科技园项目及 2.5 产业园项目租金水平分别为 41 元、61.2 元/平方米·月。前者以较低的租金水平保证了 90%左右的稳定高出租率；而后者以区域内顶级租金水平，维持了 70%左右的相对低出租率。两个项目的租金及出租率其中一个指标均低于园区平均，甚至是接近下限的水平，而另一个指标则是园区上限水平，租赁策略的调整空间极大，灵活度较高。

图 16：苏州工业园部分园区租金情况 单位：元/平方米·月



资料来源：苏州工业园招募说明书，中信证券研究部

存在一定新增供给，料影响不大

张江光大园 REIT：板块产业集群特色较为鲜明，园区同质化压力相对较小。以五大核心型产业园区为例，其产业构成各具特色，错位发展，避免城区之间内耗。

图 17：各区域错位发展

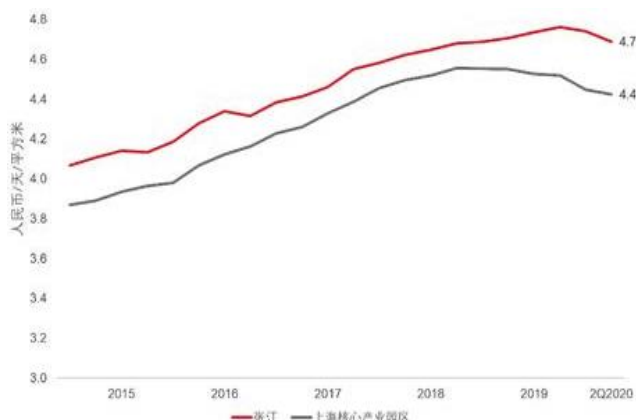


资料来源：仲量联行

据张江光大园招募说明书，预计 2021 年至 2023 年底上海核心产业园区共有超 200 万平米新增供应，存在一定供给压力。但可以观察到，2015-2019 年，张江板块与上海核心产业园区的租金走势处于明显的上升通道，且张江板块平均租金水平要高于核心产业园区的租金水平，两者之间的差异在 2020 年疫情冲击下继续扩大，说明张江板块韧性更足。

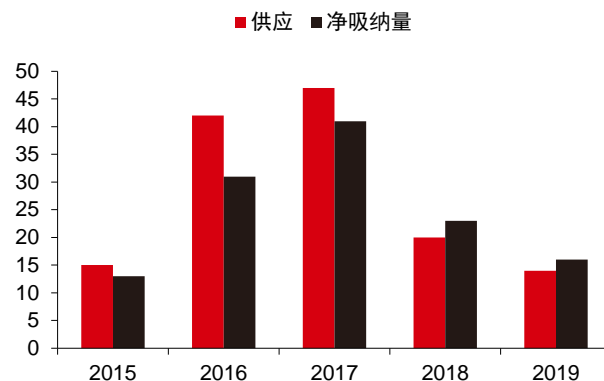
叠加 2018、2019 年张江板块的净吸纳量均超过供应量约 15%，充分说明张江板块需求仍然相对旺盛，未来新增供给料影响不大。

图 18：张江板块及上海核心产业园区平均租金走势



资料来源：仲量联行，张江光大园 REIT 招募说明书 注：单位：元/平方米/日

图 19：张江板块供应及需求 单位：万平方米



资料来源：仲量联行，中信证券研究部

图 20：上海市核心产业园区未来供应项目建筑面积（2021-2023 年）



资料来源：仲量联行 注：单位：万平方米

苏州工业园 REIT：园区未来三年的确存在一定量的新增供给，但具体来看，博瑞、艾隆及华为的三个项目主要为企业自用产业园，联创产业园与新虹产业园侧重点为生产办公一体化服务及医疗、生物科技等，而苏州工业园 REIT 基础资产的主要租户为信息技术业。未来新入市的各个产业园之间产业导向、发展定位及地理位置与科技园项目和 2.5 产业园项目均存在一定的差异，且如前文所述，两个基础资产项目的租赁策略调整空间极大，灵活度较高，我们认为新增供给整体影响较小且可控。

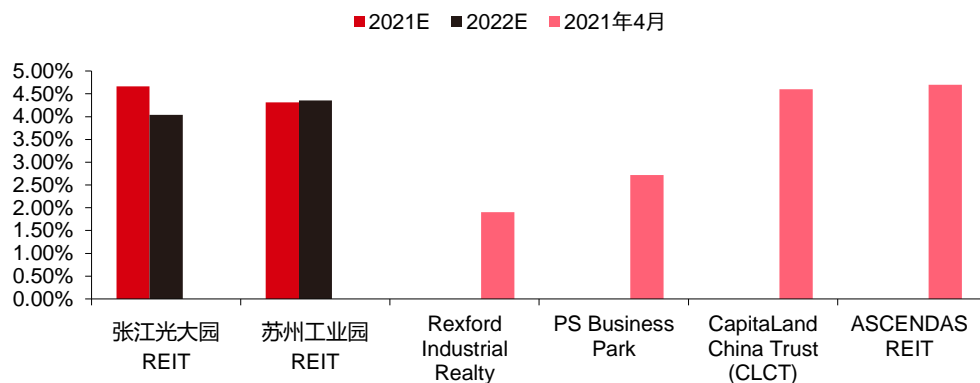
表 17：苏州工业园未来三年内入市竞品分析

名称	面积（平米）	预计竣工	定位
博瑞医药全球总部	16,000	2022	包含多条高活性抗肿瘤产品生产线和非肿瘤高端注射剂生产线，产品涉及羧基麦芽糖铁注射液、甲磺酸艾日布林注射液等高端制剂
艾隆科技医疗总部园	14,000	2021	专注医疗物资的智能管理领域，目前主要为各级医疗服务机构提供医疗物资智能化管理整体解决方案，产品主要包括覆盖智慧药房、智慧病区、智慧物流三大板块的医疗物资智能管理设备及软件信息平台。公司产品已覆盖国内 600 余家医疗卫生机构（其中包含 300 余家三甲医院）
华为桑田岛基地	431,333	2021	“四总部”包括华为公司中国区政企总部、华为公司中国区云与计算总部、华为公司 EBG 全球 OpenLab 总部、华为公司 WLAN 全球研发总部。“六中心”包括工业互联网赋能中心、人工智能创新中心、智能网联汽车测试中心、数字产业链协同中心、数字化治理与服务示范中心、ICT 人才培养中心
联创产业园	61,889	2022	包含办公楼、厂房、地下车库等 20 个建构筑物单体，将形成集绿化、景观、共享空间为一体的现代绿色产业园
新虹产业园	64,667	2021	新虹产业园通过“改造+新建”模式全新打造的产业园，为医疗研发、智能制造、生物科技、纳米科技等高精尖制造业提供厂房类载体

资料来源：苏州工业园 REIT 招募说明书，中信证券研究部

综上，我们预计两单产业园 REITs 的租金水平及出租率未来仍能够保持稳定，且存在一定上涨空间，预计分红率也能够保持稳定。由最新的募集资金结果计算，张江光大园 REIT 2021/2022 年预期分红率为 4.66%、4.04%；苏州工业园 REIT 2021/2022 预期分红率为 4.31%、4.36%。相对于美国和新加坡具备产业园资产的成熟 REITs 资产而言，处于中等偏高水平。

图 21：两单产业园 REITs 及海外含产业园 REITs 分红率



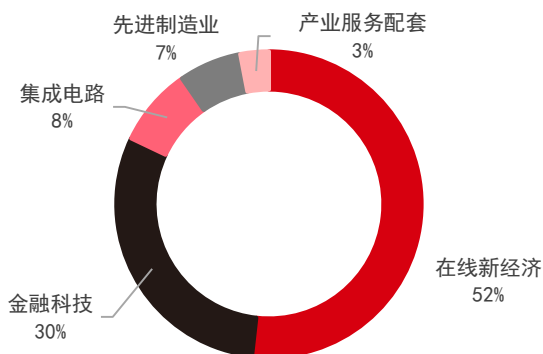
资料来源：公司公告（含预测），SGX, Nareit, 中信证券研究部 注：国内分红率按预测分配金额/募集资金计算

租户结构存在差异，但到期压力可控

张江光大园 REIT：张江光大园产业集中度较高，租赁面积的 52%为在线新经济行业，30%为金融科技行业。2018 年出租率的明显下降也有较大原因是主动调整租户结构所致（引入更多在线新经济行业）。2020 年 4 月 8 日上海市发布《上海市促进在线新经济发展行动方案(2020-2022 年)》，进一步推动和提倡借助人工智能、5G、互联网、大数据、区块链等智能交互技术，与现代生产制造、商务金融、文娱消费、教育健康和流通出行等深度融合，具有在线、智能、交互特征的新业态新模式。

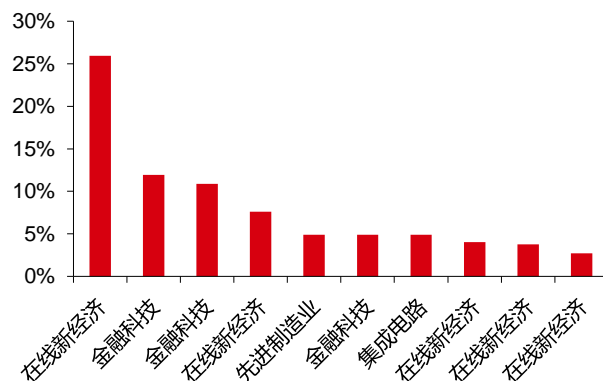
张江光大园客户集中度同样较高，采取的是少租户的租赁模式，2020 年租户数量仅为 34 个，且第一大客户租赁面积占比超过 25%，前十大租户合计租赁面积占比高达 81.60%。客户关系及服务、运营能力在这种模式中变得更为重要，单个核心客户的租约变动会对到期压力及出租率造成较大影响。

图 22：张江光大园租户结构（分行业领域）



资料来源：张江光大园 REIT 招募说明书，中信证券研究部

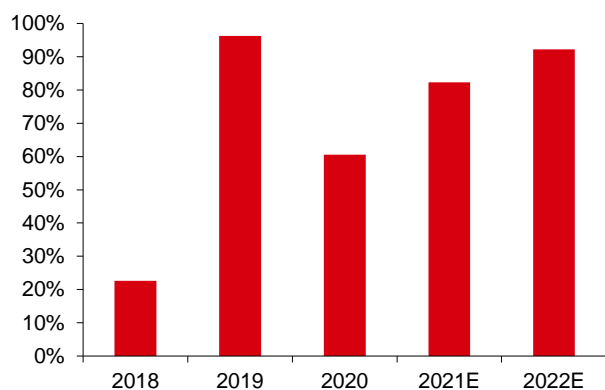
图 23：张江光大园前十大租户租赁面积占比



资料来源：张江光大园 REIT 招募说明书，中信证券研究部

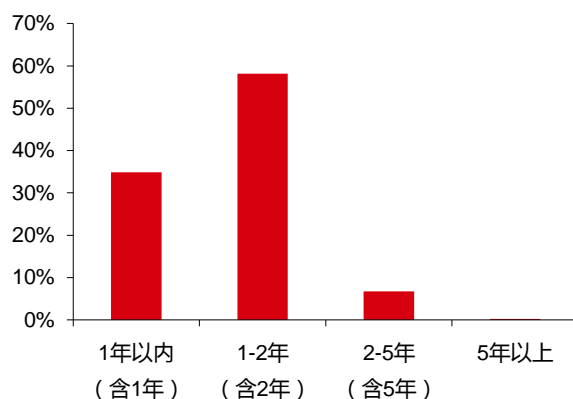
租约到期年限集中在两年内，未来两年合计到期租赁面积占比达 93%。我们认为，未来两年园区的确存在一定到期压力，但其少租户的策略已保持四年，且历史上园区也始终面临两年集中到期的问题，从运营结果看，园区与租赁客户维持了相对长期的较为良好关系。基础资产有望通过保持良好服务水平和客户沟通、寻找合理面积比例的新租约优化租户结构，继续维持优异表现。

图 24：张江光大园到期续租率



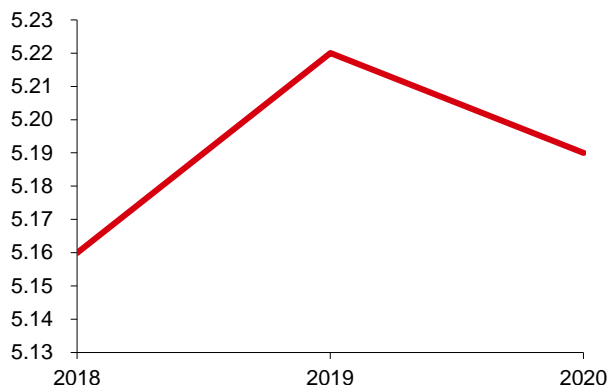
资料来源：张江光大园 REIT 招募说明书，中信证券研究部

图 25：张江光大园租约剩余年限分布情况



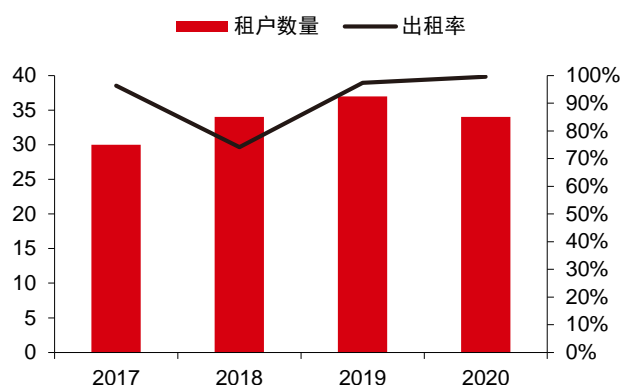
资料来源：张江光大园 REIT 招募说明书，中信证券研究部

图 26：张江光大园年平均租金（元/平方米·天）



资料来源：张江光大园 REIT 招募说明书，中信证券研究部

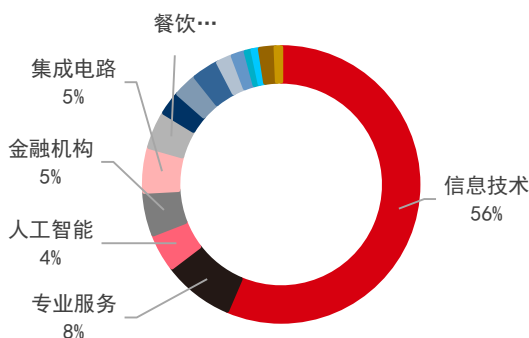
图 27：张江光大园租户数量及出租率 单位：个，%



资料来源：张江光大园 REIT 招募说明书，中信证券研究部

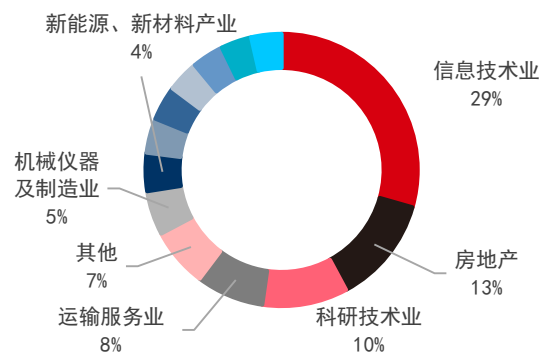
苏州工业园 REIT：科技园项目产业集中度与张江光大园类似，但重点发展领域不同，其租赁面积 56%为信息技术行业；2.5 产业园项目同样以信息技术业为主，租赁面积占比达到 29%，辅以房地产、科研技术业等，租户结构更为均衡。苏州工业园 REIT 的两个基础资产项目到期面积分布更为均衡，到期结构较张江光大园项目更优。

图 28：国际科技园五期 B 区租户结构（分行业领域）



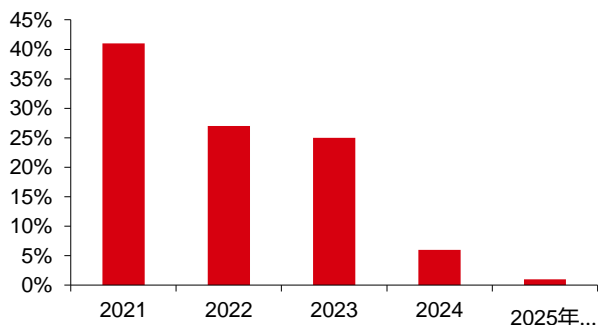
资料来源：苏州工业园 REIT 招募说明书，中信证券研究部

图 29：2.5 产业园一期、二期项目租户结构（分行业领域）



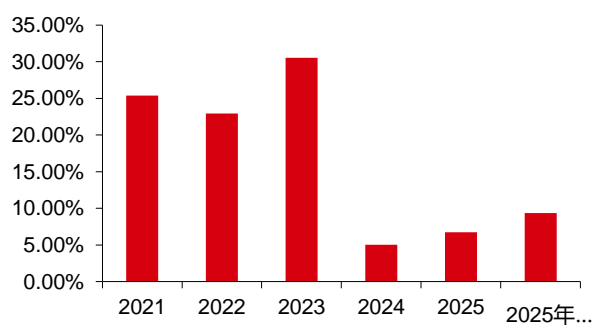
资料来源：苏州工业园 REIT 招募说明书，中信证券研究部

图 30：国际科技园五期 B 区租约面积到期结构



资料来源：苏州工业园 REIT 招募说明书，中信证券研究部

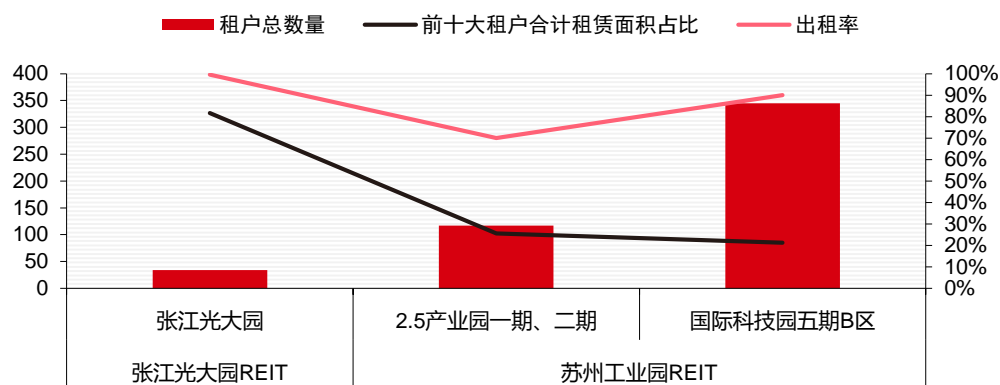
图 31：2.5 产业园一期、二期项目租约面积到期结构



资料来源：苏州工业园 REIT 招募说明书，中信证券研究部

租赁策略来看，与张江光大园项目相反，科技园项目及 2.5 产业园项目租户数量多。截至 2020 年末，科技园项目共有租户 345 名，为区域较高水平。前十大租户合计租赁面积占比仅为 21.2%。2.5 产业园项目租户数量虽然不如科技园项目，但同样达到 117 家，前十大租户合计租赁面积占比为 25.6%。客群多元化，收入分散程度较高，能够带来更高租赁稳定度及更均衡的到期结构，但同样也对出租方主动管理资产的能力提出更高要求，运营开支一般也更大。

图 32：租户结构及出租率对比 单位：个，%



资料来源：张江光大园及苏州工业园 REITs 招募说明书，中信证券研究部

风险提示

1. 宏观经济波动风险：若基础设施项目所处区域经济下滑，甚至深圳或中国市场出现衰退或低迷，可能会导致基础设施项目经营的不确定性，包括租金水平及出租率超预期下降，对现金流产生不利影响。
2. 行业竞争风险：产业园发展现正处于前期刺激政策消化期，在市场产业园存量资源较大的形势下，基础设施项目存在与周边同类型产业园的行业竞争风险。
3. 疫情等事件风险：若疫情影响持续，但运营团队无法持续及时调整租赁策略，可能会导致月租金水平、出租率无法维持良好水平，从而导致收入及盈利不及预期。
4. 区域规划变化风险：若基础设施项目所处区域规划产生变化，可能导致周边配套建设不及预期，或土地供给过量导致周边产业用房供给压力超预期。
5. 其他突发因素导致营运成本大幅增加，或预期之外的主体工程及设备设施大修、更换及改造等事件（如地震、台风等）导致额外资本性支出等风险。

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会员）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。