

评级：看好

核心观点

王嵩

SAC 执证编号：S0110520110001

wangsong@sczq.com.cn

电话：010-81152629

相关研究

- 公募 REITs 2023 年一季报点评：高速公路板块修复弹性得以兑现，产业园区业绩仍承压
- 公募 REITs（1 月）月报：多省市推动 REITs 试点，春节后板块行情复苏
- 公募 REITs 2022 年四季报点评：复苏主线中寻找板块确定性

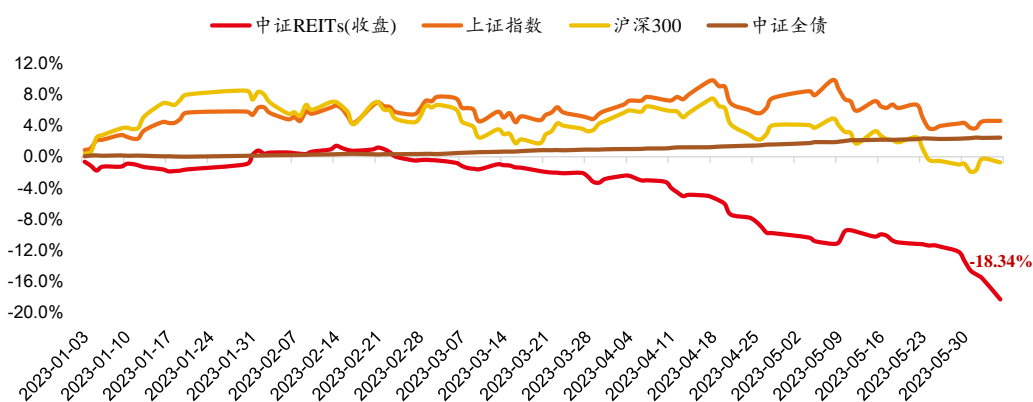
- **REITs 二级市场表现加速下探。**自 2 月中旬以来 REITs 指数便持续下跌，截至 6 月 5 日收盘年内已累计下跌 18.34%。其中 4 月份单月累计下跌 7.18%，为公募 REITs 上市以来最大的月度跌幅，5 月单月又进一步下跌 5.3%，6 月 3 个交易日即下跌 4.38%。同期 REITs 表现显著弱于股债市场，市场对于公募 REITs 二级市场定价仍存在较大分歧。
- **市场发展初期流通规模较小，资金容纳度有限。**公募 REITs 可交易份额以及能容纳的增量资金较为有限，市场参与度并不高，少量投资行为便能对市场的变化趋势产生影响，进而对于市场定价造成扰动，加剧了市场波动性。
- **机构投资者占比高，投资行为具有趋同性。**投资者结构仍偏重于中长期配置，同时面临个人投资者持有份额不断缩水的现状，持仓集中度较高容易进一步导致投资行为的趋同性，对市场波动形成放大效应。
- **底层资产运营仍承压，基本面修复兑现存在不确定性。**个体事件的负面扰动短期形成冲击，尤其对于产业园区类型，由于租赁市场的恢复具备滞后性，未来仍需持续关注出租率及租金指标的变化趋势。当前市场对于基本面修复的悲观预期占据主导，因此风险事件容易进一步放大市场情绪，在一定程度上影响投资信心。
- **估值体系尚不完善，锚定标准存在分歧。**我们假定市场以 1 倍 P/NAV 作为锚定标准，则当前产权类 REITs 产品市场定价尚处于合理区间。对于经营权类 REITs，我们以 P/FFO 相对估值作为其主要估值参考，可以看到 P/FFO 与 REITs 估值收益率指标基本呈现正向关联度，但当前市场同向涨跌的趋势下难以给出一个特定的锚定中枢。综合来看，在市场急速下跌后其实并不能完全断定当前 REITs 已处于低估状态，上市初期估值的高点位也意味着市场必将经历一段合理的估值消化过程，未来仍有待于我国公募 REITs 估值体系的逐步优化。
- **投资建议：**公募 REITs 板块行情在近期加速下跌，各类型估值整体回落，交投活跃度同样有所下降。同时 4 单扩募产品发行价格多以下限发行，体现了市场情绪的低迷状态，诸多因素强化了市场悲观预期。展望后续投资机会，我们认为市场超跌后投资机会已然显现，而由于当前 REITs 估值定价体系尚不明确，我们建议关注在市场充分定价后，部分未能反映其经营优势及稀缺性的 REITs 存在的估值修复预期；此外继续从基本面修复的逻辑出发，并参考当前估值水平及分红率布局相应投资机会。
- **风险提示：**相关政策法规出台及实施进展不及预期的风险；年化后数据未考虑季节因素所造成的预测偏差风险；项目经营指标预测存在偏差的风险；REITs 市场扩募及资产扩容进度低于预期；项目运营收入和盈利水平不及预期；REITs 基金价格伴随市场流动性波动等风险。

REITs 二级市场表现加速下探

复盘 2023 年至今的公募 REITs 市场行情，年初中证 REITs（收盘）指数呈现弱势震荡行情，春节后随着疫情负面影响的消退及经济修复预期增强，指数迎来一波短暂修复，而自 2 月中旬以来 REITs 指数便持续下跌，截至 6 月 5 日收盘年内已累计下跌 18.34%。其中 4 月份行情受到 REITs 一季报经营修复情况弱于预期、分红兑现以及流动性匮乏之下交投活跃度低迷等因素影响，单月累计下跌 7.18%，为公募 REITs 上市以来最大的月度跌幅，5 月单月又进一步下跌 5.3%，6 月 3 个交易日即下跌 4.38%。

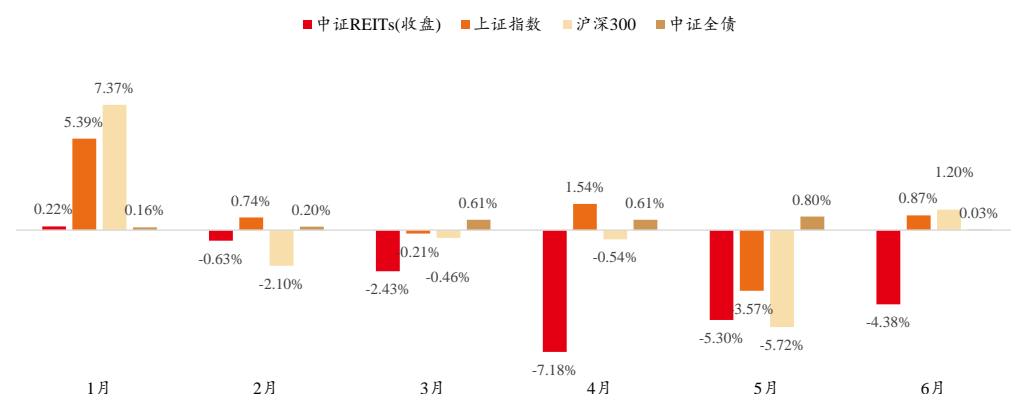
相对于股市及债市表现，同期上证综指及沪深 300 指数分别上涨 4.63% 和下跌 0.71%，中证全债指数上涨 2.48%，REITs 表现显著弱于股债市场，市场对于公募 REITs 二级市场定价仍存在较大分歧。

图 1 公募 REITs 与股债指数年内表现对比



资料来源：Wind，首创证券

图 2 公募 REITs 与股债指数单月表现对比

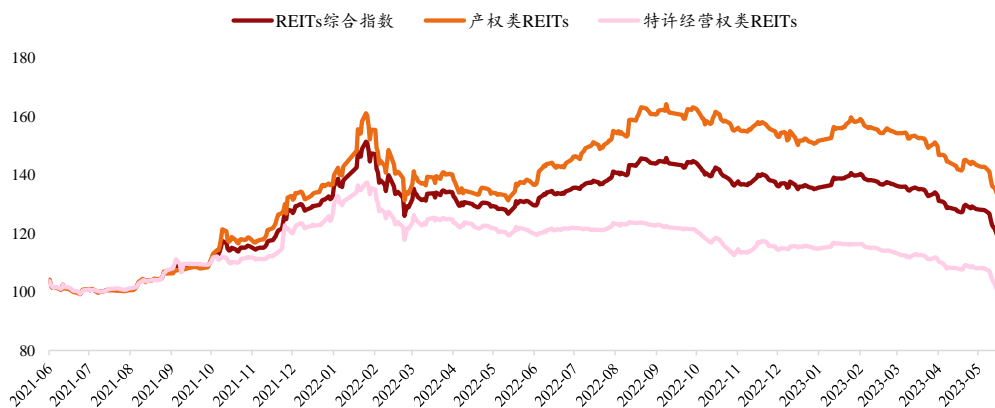


资料来源：Wind，首创证券

注：6 月数据为 6.1-6.5 日

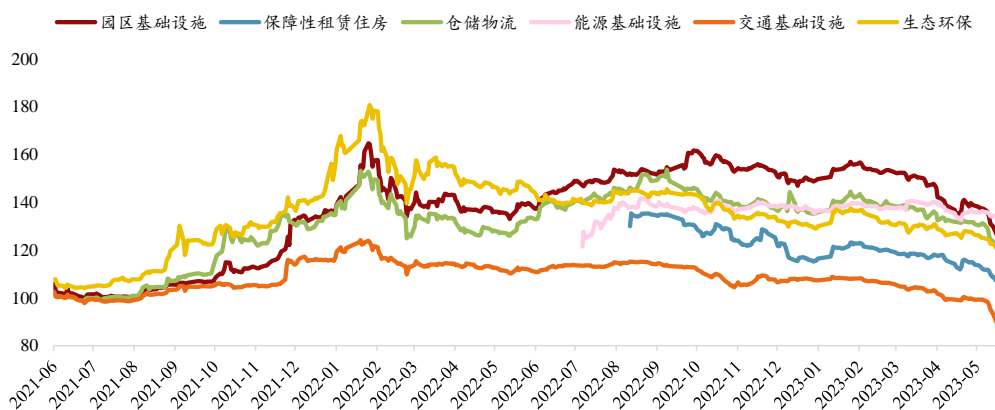
按照我们采用流通市值加权方式所统计的公募 REITs 综合指数及各分类下的 REITs 指数，2023 年以来 REITs 综合指数下跌 14.4%，其中产权类和经营权类指数分别下跌 14.8% 和 14.2%。各板块均出现不同程度的回调，分类别来看，各细分板块表现分别为能源基础设施（-3.3%）、生态环保（-7.9%）、保障性租赁住房（-8.5%）、产业园区（-15.5%）、仓储物流（-16.7%）、高速公路（-17.2%）。

图 3 REITs 整体及分类指数表现



资料来源: Wind, 首创证券

图 4 REITs 细分板块指数表现



资料来源: Wind, 首创证券

具体到已上市各公募 REITs, 截至 6 月 5 日 27 只已上市产品全部为负收益 (今年上市的 3 只 REITs 年内涨跌幅去除上市首日), 其中 14 只 REITs 年内累计跌幅达到 10% 以上。跌幅靠前的主要集中于产业园区、高速公路和仓储物流板块, 跌幅较为明显的为产业园区类型的建信中关村 REIT、博时蛇口产业园 REIT、东吴苏园产业 REIT, 高速公路类型的平安广州广河 REIT、华夏中国交建 REIT、中金安徽交控 REIT 以及仓储物流类型的中金普洛斯 REIT、红土创新盐田港 REIT。

相比于发行价, 目前已有 13 只产品破发, 主要集中于产业园区、高速公路和保障性租赁住房类型, 其中高速公路类型 REITs 全部跌破发行价, 究其原因, 从基本面的角度, 该类型底层项目受疫情冲击最为显著, 作为主要收入来源的通行费收入波动显著, 对应 2022 年全年经营业绩及可供分配金额均不及预期, 也反映出高速公路类型项目现金流稳定性较差, 影响预期分红收益率, 进而影响投资者预期; 从估值定价的角度, 高速公路类型 REITs 首发估值仍属偏高水平, 作为特许经营权类产品, 受其剩余经营使用权年限影响而导致隐含分派率存在波动, 在该类型整体流通市值占比较高叠加流动性制约的背景下, 市场对其二级市场定价并未给予充分认可。

表 1 公募 REITs 行情表现

类型	代码	名称	收盘价 (元)	年内涨跌幅	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	发行价格 (元)	上市至今涨跌幅	上市日期
园区基础设施	180101.SZ	博时蛇口产业园 REIT	2.43	-17.1%	21.90	14.06	2.31	5.3%	2021-06-21
	180102.SZ	华夏合肥高新 REIT	2.19	-9.2%	15.36	5.36	2.19	0.2%	2022-10-10
	180103.SZ	华夏和达高科 REIT	2.73	-11.1%	13.65	5.04	2.81	-2.8%	2022-12-27

	508000.SH	华安张江光大 REIT	3.47	-9.0%	17.33	13.62	2.99	15.9%	2021-06-21
	508021.SH	国君临港创新 REIT	4.82	-6.0%	9.64	4.30	4.12	16.9%	2022-10-13
	508027.SH	东吴苏园产业 REIT	3.67	-16.5%	33.07	19.68	3.88	-5.3%	2021-06-21
	508088.SH	国君东久新经济 REIT	3.57	-6.1%	17.84	6.22	3.04	17.5%	2022-10-14
	508099.SH	建信中关村 REIT	2.91	-26.5%	26.17	16.79	3.20	-9.1%	2021-12-17
交通基础设施	180201.SZ	平安广州广河 REIT	8.99	-21.9%	62.93	30.69	13.02	-31.0%	2021-06-21
	180202.SZ	华夏越秀高速 REIT	6.61	-12.0%	19.84	13.50	7.10	-6.8%	2021-12-14
	508001.SH	浙商沪杭甬 REIT	8.26	-6.9%	41.30	16.84	8.72	-5.3%	2021-06-21
	508008.SH	国金中国铁建 REIT	8.15	-9.6%	40.76	10.15	9.59	-15.0%	2022-07-08
	508009.SH	中金安徽交控 REIT	8.44	-19.6%	84.42	16.84	10.88	-22.4%	2022-11-22
	508018.SH	华夏中国交建 REIT	6.21	-25.2%	62.05	48.83	9.40	-34.0%	2022-04-28
	508066.SH	华泰江苏交控 REIT	6.65	-11.3%	26.60	6.64	7.64	-12.9%	2022-11-15
生态环保	180801.SZ	中航首钢绿能 REIT	13.61	-4.1%	13.61	8.14	13.38	1.7%	2021-06-21
	508006.SH	富国首创水务 REIT	3.87	-11.5%	19.33	8.83	3.70	4.5%	2021-06-21
仓储物流	180301.SZ	红土创新盐田港 REIT	2.57	-13.6%	20.59	16.45	2.30	11.9%	2021-06-21
	508056.SH	中金普洛斯 REIT	4.27	-19.5%	64.04	50.95	3.89	9.7%	2021-06-21
	508098.SH	嘉实京东仓储 REIT	3.68	-6.2%	18.40	5.51	3.51	4.7%	2023-02-08
保障性租赁住房	180501.SZ	红土创新深圳安居 REIT	2.46	-8.4%	12.29	4.91	2.48	-1.1%	2022-08-31
	508058.SH	中金厦门安居 REIT	2.56	-10.4%	12.81	4.74	2.60	-1.5%	2022-08-31
	508068.SH	华夏北京保障房 REIT	2.58	-8.0%	12.92	5.15	2.51	2.9%	2022-08-31
	508077.SH	华夏基金华润有巢 REIT	2.37	-8.0%	11.87	4.73	2.42	-1.8%	2022-12-09
能源基础设施	180401.SZ	鹏华深圳能源 REIT	6.59	-10.7%	39.54	11.79	5.90	11.8%	2022-07-26
	508028.SH	中信建投国家电投新能源 REIT	9.81	-1.8%	78.51	19.59	9.80	0.1%	2023-03-29
	508096.SH	中航京能光伏 REIT	10.40	-5.4%	31.20	6.55	9.78	6.3%	2023-03-29

资料来源:Wind, 首创证券

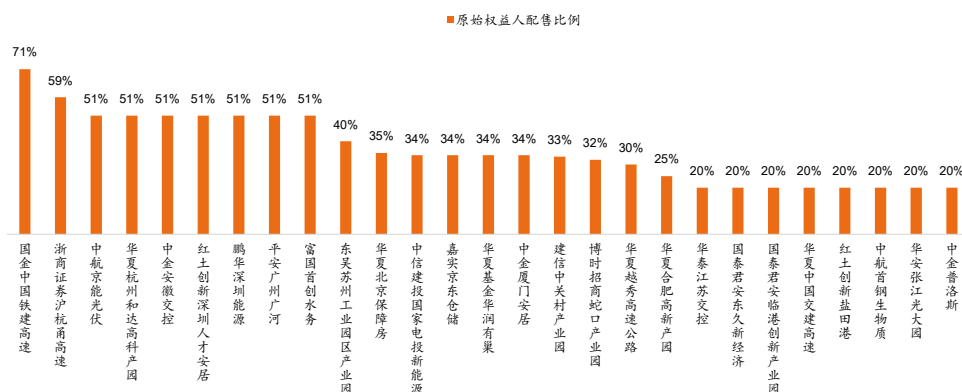
注:收盘价及市值数据均截至2023.6.5

关于如何理解此轮公募 REITs 的大幅下跌,我们从市场规模、投资者结构、底层资产经营情况以及估值定价的角度,简要分析各方面因素对于公募 REITs 二级市场定价的影响。

➤ 市场发展初期流通规模较小, 资金容纳度有限

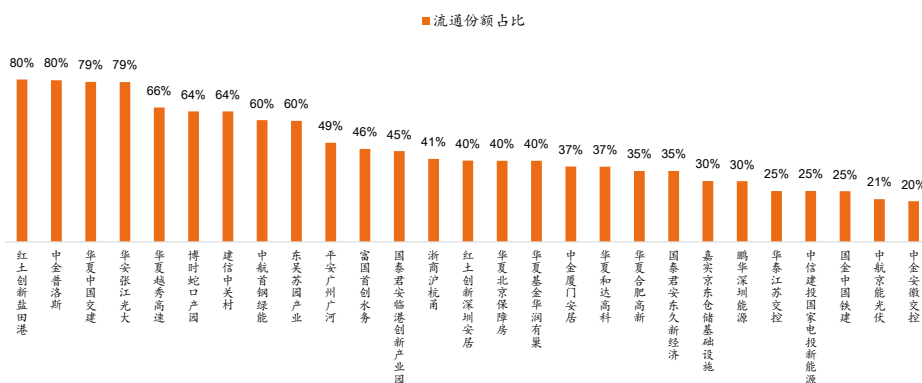
由于当前公募 REITs 的投资者以战略投资者为主,最大持有人均为原始权益人及其关联方,按照《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》要求,战略配售中基金份额发售总量的 20% 持有期自上市之日起不少于 60 个月,超过 20% 部分持有期不少于 36 个月。当前原始权益人及其关联方所持有份额仍处于锁定期,其他参与战略配售的专业机构投资者持有份额锁定期为不少于 12 个月,因此从市场流通规模的角度,公募 REITs 可交易份额以及能容纳的增量资金较为有限,市场参与度并不高。

图 5 各公募 REITs 原始权益人获得配售比例



资料来源: Wind, 首创证券

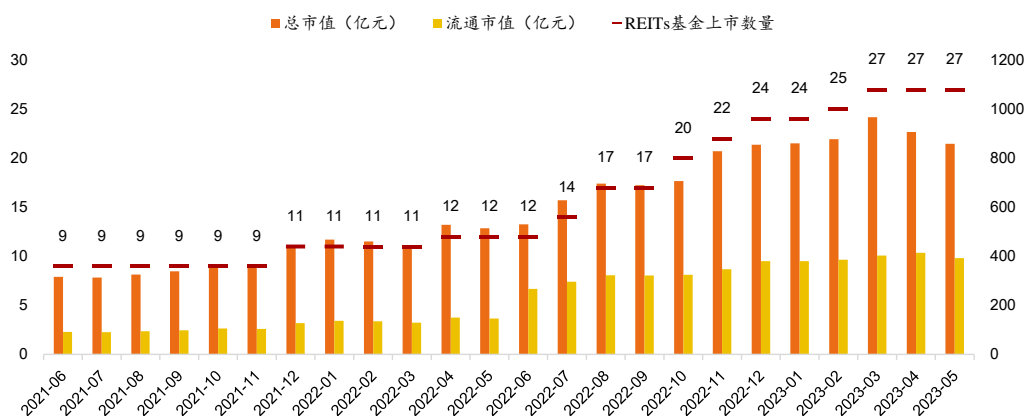
图 6 各公募 REITs 当前流通市值占比



资料来源: Wind, 首创证券

截至 5 月末已经上市的 27 只公募 REITs 总市值规模为 858.3 亿元, 其中流通市值规模为 392 亿元, 仅占比 45.7%, 其中上市较早的高速公路、产业园区及仓储物流类型流通盘规模领先。尽管市场规模的大小与公募 REITs 下跌并不存在必然联系, 但少量投资行为便能对市场的变化趋势产生影响, 进而对于市场定价造成扰动, 加剧了市场波动性。

图 7 我国公募 REITs 上市数量及市值变化



资料来源: Wind, 首创证券

图 8 各类型 REITs 总市值分布

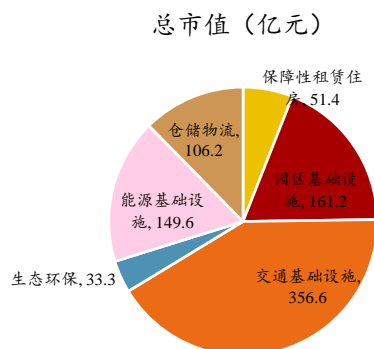
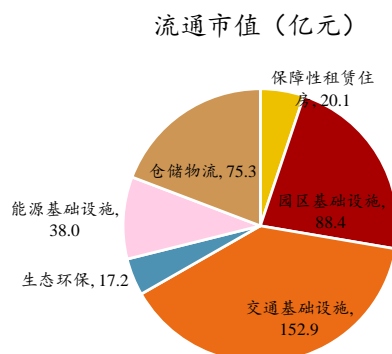


图 9 各类型 REITs 流通市值分布

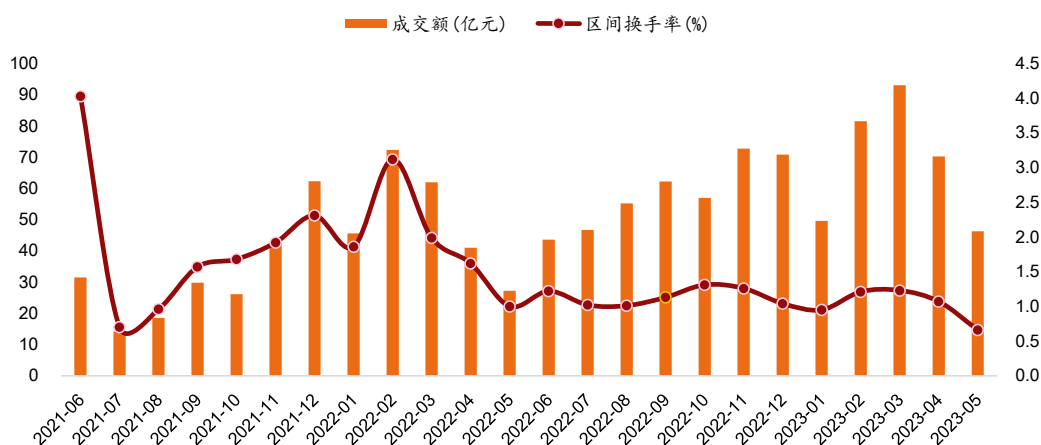


资料来源：Wind，首创证券

资料来源：Wind，首创证券

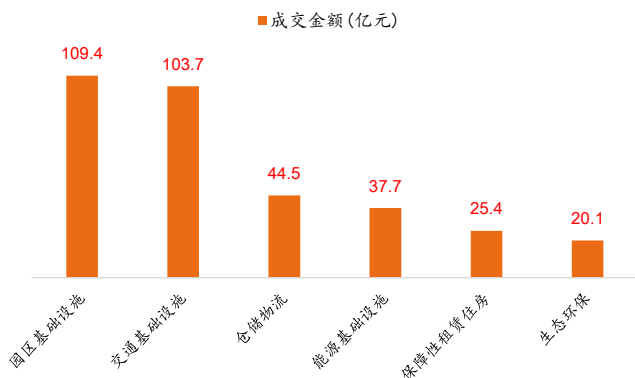
反馈至成交量及换手率的表现，前 5 月各类公募 REITs 共成交 67.4 亿份，成交额为 340.85 亿元，平均换手率仅为 1.02%，相较于 2022 年全年的 1.47% 进一步下降，且 4 月、5 月的交易活跃度持续降低，换手率分别仅为 1.07%、0.66%，市场交投情绪陷入冰点。

图 10 REITs 市场成交规模及换手率



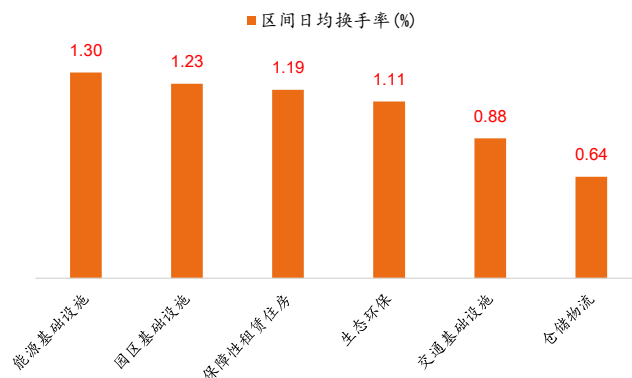
资料来源：Wind，首创证券

图 11 各类型 REITs 前 5 月成交金额



资料来源：Wind，首创证券

图 12 各类型 REITs 前 5 月日均换手率



资料来源：Wind，首创证券

► 机构投资者占比高，投资行为具有趋同性

根据已公布 2022 年年报的 20 只 REITs 的数据统计,机构投资者占比平均值为 92.3%,其中 10 只 REITs 的机构投资者占比超过 95%,若剔除掉处于限售期的战略投资者,则 2022 年末流通盘中专业机构投资者持有份额平均占比依旧高达 85.3%。具体来看,机构投资者占比低于 80% 仅有 2 只,分别为中航首钢绿能 REIT 和富国首创水务 REIT,占比最高的为华夏合肥高新 REIT,占比达到 97.79%。

从变化趋势上来看,对于有 2022 年中报可比数据的上市较早的 12 只 REITs,其机构投资者占比均有所提升,平均占比由 2022 年中报的 87.64% 提升至 2022 年年报的 89.66%。

表 2 各公募 REITs 机构持仓比例

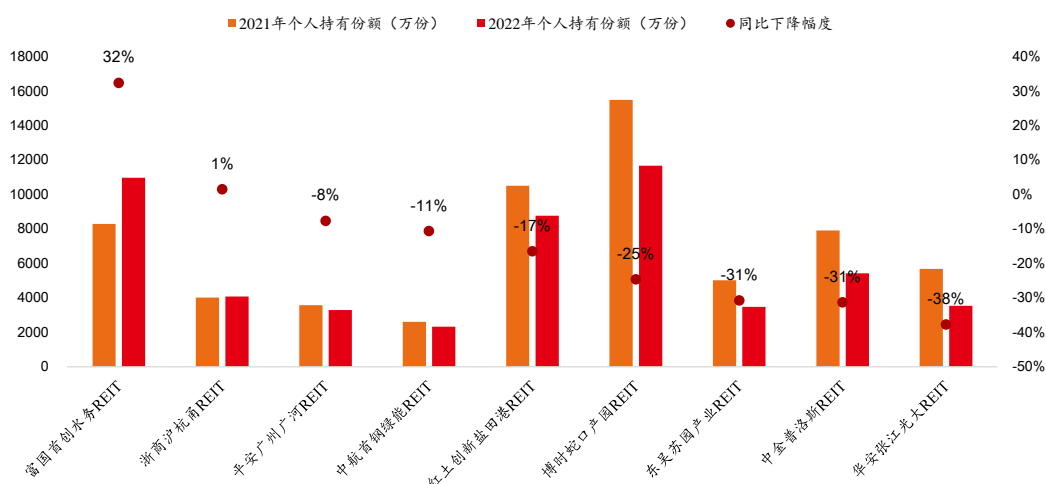
名称	2021 年报	2022 中报	2022 年报	2022 年报 (流通盘)
博时蛇口产园 REIT	82.78%	83.43%	87.03%	79.8%
华夏合肥高新 REIT			97.79%	93.6%
平安广州广河 REIT	94.90%	94.49%	95.29%	90.3%
华夏越秀高速 REIT		85.80%	89.50%	84.1%
红土创新盐田港 REIT	86.87%	85.09%	89.04%	86.3%
鹏华深圳能源 REIT			96.95%	89.8%
红土创新深圳安居 REIT			94.53%	86.3%
中航首钢绿能 REIT	73.95%	75.81%	76.72%	61.1%
华安张江光大 REIT	88.64%	89.56%	92.93%	91.0%
浙商沪杭甬 REIT	91.96%	91.82%	91.84%	80.0%
富国首创水务 REIT	83.43%	75.57%	78.06%	52.0%
国金中国铁建 REIT			97.01%	88.0%
华夏中国交建 REIT		91.86%	92.84%	90.9%
国泰君安临港创新产业园 REIT			97.41%	94.2%
东吴苏园产业 REIT	94.42%	95.07%	96.14%	93.5%
中金普洛斯 REIT	94.73%	95.76%	96.38%	95.5%
中金厦门安居 REIT			96.33%	90.1%
华夏北京保障房 REIT			95.29%	88.2%
国泰君安东久新经济 REIT			95.35%	86.7%
建信中关村 REIT		87.44%	90.14%	84.6%

资料来源: Wind, 首创证券

同时公募 REITs 面临个人投资者持有份额不断缩水的现状,对于 2021 年上市的公募 REITs,对比其近两年的变化,华安张江光大 REIT、中金普洛斯 REIT、东吴苏园产业 REIT 2022 年个人投资者持有份额同比下降幅度均超过 30%,仅富国首创水务 REIT 的个人投资者占比有较大程度提升。

剖析个人投资者参与度不高的原因,一方面在流动性匮乏的制约下,市场本身缺少弹性,对于想参与短期套利交易的个人投资者,配置意愿度不足;另一方面,市场初期公募 REITs 的市场定价机制尚处于摸索阶段,而且基础设施基金以获取底层项目租金、收费等稳定现金流为主要目的,该特性意味着其估值逻辑偏中长期,但短期交易情绪又受项目经营状况影响而呈现波动,因此从配置性价比的角度来看并无优势。

图 13 公募 REITs 个人持有份额变化



资料来源：Wind，首创证券

我们进一步通过分析参与网下配售的机构投资者结构，可以看到保险资金以及券商自营为主要市场参与者，其中券商参与 REITs 的主要驱动力在于做市，而保险资金多以长期配置为目标，以博取稳定分红收益，短期而言则缺乏交易驱动力。其中在 2022 年及以后上市的 REITs 中，保险资金参与网下配售的占比进一步提升。总体按类型来划分，券商自营在产业园区、生态环保和仓储物流类型配置占比较高，而保险资金在能源基础设施及保租房两类上市较晚的类型中配置占比更高。

尽管中长期来看，积极培育专业化 REITs 投资者群体，推动社保基金、养老金、企业年金等配置型长期机构投资者参与投资为大势所趋，但也意味着投资者结构仍偏重于中长期配置，同时持仓集中度较高容易进一步导致投资行为的趋同性，对市场波动形成放大效应。

表 3 按上市时间划分公募 REITs 网下发售各类机构投资者占比

上市时间	保险资金	券商自营	券商资管	基金资管	集合信托	私募基金
2021 年上市	3.93%	14.18%	1.58%	1.76%	0.27%	1.58%
2022 年及以后上市	9.73%	6.53%	2.00%	2.30%	0.92%	0.78%

资料来源：Wind，首创证券

注：暂未考虑市值加权因素

表 4 按类型划分公募 REITs 网下发售各类机构投资者占比

类型	保险资金	券商自营	券商资管	基金资管	集合信托	私募基金
园区基础设施	6.88%	12.05%	2.32%	2.56%	1.16%	1.57%
生态环保	1.56%	13.55%	3.38%	1.95%	0.01%	1.97%
能源基础设施	9.79%	5.54%	0.96%	0.83%	0.23%	0.38%
交通基础设施	6.21%	7.82%	0.65%	1.86%	0.39%	0.81%
仓储物流	6.63%	12.09%	1.61%	1.30%	0.31%	0.89%
保障性租赁住房	12.01%	7.35%	2.95%	3.13%	1.00%	0.97%

资料来源：Wind，首创证券

注：暂未考虑市值加权因素

➤ 底层资产运营仍承压，基本面修复兑现存在不确定性

从已公布 2023 年一季报的 25 单公募 REITs 经营业绩来看，其经营表现在不同类型间以及板块内部存在分化。高速公路类型 REITs 受益于整体经济活动的恢复和春运期间出行意愿的增强，车流量和通行费出现显著回升，带动底层资产项目经营业绩同环比均取得较高增长；而产业园区类型 REITs 部分项目出租率受到重要租户退租及市场新增需求不足的影响而有所下降，一季度经营仍承压；生态环保类型一季度整体表现较为稳健，

清洁能源类型 REITs 同样受季节因素影响经营数据环比下滑；相对而言，仓储物流及保租房类型由于底层资产租户结构的稳定，项目业绩表现较为平稳。

表 5 各类型 REITs 2022 年至今各季度收入情况

名称	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	Q1 环比增速	Q1 同比增速	2022 年收入实际完成 (万元)	2023 年收入预测值 (万元)	Q1 收入完成度
东吴苏园产业 REIT	7188.6	2138.2	6379.9	7672.8	7251.5	-5.5%	0.9%	23380.1		
建信中关村 REIT	6199.3	5801.6	4111.2	4740.5	4517.3	-4.7%	-27.1%	20852.9		
博时蛇口产业园 REIT	3415.8	3125.7	1879.5	2888.9	2980.9	3.2%	-12.7%	11310.7	13481.2	22.1%
华夏和达高科 REIT					2900.5				10593.8	27.4%
国君东久新经济 REIT				2697.9	2712.9	0.6%			10102.6	26.9%
华夏合肥高新 REIT				2497.6	2383.8	-4.6%			9432.4	25.3%
华安张江光大 REIT	2373.7	2215.7	2091.1	2031.3	1604.0	-21.0%	-32.4%	8711.9	7134.5	22.5%
国君临港创新产业园 REIT				1430.4	1222.9	-14.5%			4714.7	25.9%
中金安徽交控 REIT					26950.7				124191.7	21.7%
平安广州广河 REIT	16970.8	15349.9	20742.9	13512.0	19487.2	44.2%	14.8%	66575.4		
国金中国铁建 REIT			16699.2	13797.0	18692.1	35.5%			73680.8	25.4%
浙商沪杭甬 REIT	16354.2	12840.4	17409.1	13962.3	18506.0	32.5%	13.2%	60566.0		
华夏中国交建 REIT		10628.9	11493.7	9885.5	11732.4	18.7%			59218.1	19.8%
华泰江苏交控 REIT					9300.6				41207.6	22.6%
华夏越秀高速 REIT	5669.0	4994.8	5634.1	4563.3	6531.6	43.1%	15.2%	20861.2		
中航首钢绿能 REIT	10383	10987.7	11467.1	10207	10204.3	0.0%	-1.7%	43044.9		
富国首创水务 REIT	7107.3	7453.6	7925.8	6961.4	6876.8	-1.2%	-3.2%	29448.2		
鹏华深圳能源 REIT			64057.9	43797.3	32419.5	-26.0%			155054	20.9%
中金普洛斯 REIT	9305.3	8794.2	8857.9	8826.4	8971.5	1.6%	-3.6%	35784.1	36012.6	24.9%
红土创新盐田港 REIT	2944.2	2942.6	2948.5	2930.2	2990.1	2.0%	1.6%	11765.8	11474	26.1%
嘉实京东仓储 REIT					2609.7				10705	24.4%
华夏华润有巢 REIT					1926.4				7144.4	27.0%
中金厦门安居 REIT				1882.7	1895.2	0.7%			7174.4	26.4%
华夏北京保障房 REIT				1781.5	1803.7	1.2%			6946	26.0%
红土创新深圳安居 REIT				1385.4	1377.6	-0.6%			5388.3	25.6%

资料来源：Wind，REITs 季报，首创证券

从可供分配金额的角度，多数高速公路类型 REITs 一季度可供分配金额完成度较高，产业园区类型 REITs 内部存在分化，博时蛇口产业园 REIT 和国君临港创新产业园 REIT 一季度完成率较低，保租房以及仓储物流项目一季度可供分配金额完成度均超过季度平均值，清洁能源类型 REITs 由于一季度与运营机构结算 2022 年四季度的运营管理支出导致应付项目变动较大，一季度可供分配金额环比下降明显。

表 6 各类型 REITs 2022 年至今各季度可分配金额完成情况

名称	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	Q1 环比增速	Q1 同比增速	2022 年可分配金额实际完成 (万元)	2023 年可分配金额预测值 (万元)	Q1 可分配金额完成度
东吴苏园产业 REIT	3484.1	1760.5	4131.2	6603.0	3118.1	-52.8%	-10.5%	15978.8		
建信中关村 REIT	3864.7	3928.5	2350.1	2370.1	2361.2	-0.4%	-38.9%	12513.5		
博时蛇口产业园 REIT	1623.4	1247.6	2212.2	3566.6	1465.1	-58.9%	-9.8%	8661.2	8601.4	17.0%
华夏和达高科 REIT					1476.9				5926.0	24.9%
国君东久新经济 REIT				1877.8	1993.4	6.2%			7503.9	26.6%
华夏合肥高新 REIT				1855.1	1851.6	-0.2%			6227.2	29.7%

华安张江光大 REIT	1699.4	1657.8	1688.9	1201.2	1473.4	22.7%	-13.3%	6247.3	5993.2	24.6%
国君临港创新产业园 REIT				902.3	841.0	-6.8%			3835.1	21.9%
中金安徽交控 REIT					23087.9				88871.8	26.0%
平安广州广河 REIT	10593.4	12663.5	17671.4	9214.5	14803.1	60.6%	39.70%	47691.2		
国金中国铁建 REIT			9111.7	7907.7	14561.2	84.1%			46040.7	31.6%
浙商沪杭甬 REIT	11523.4	7502.4	10460.2	2383	13946	485.2%	21.00%	31869		
华夏中国交建 REIT		8290.5	9492.5	7276.8	9339.9	28.4%			41424.7	22.5%
华泰江苏交控 REIT					7654.4				22512.3	34.0%
华夏越秀高速 REIT	3718.6	3309.4	3809.4	2905.3	4433.4	52.6%	19.20%	13742.7		
中航首钢绿能 REIT	2319	1586.8	1078.8	8757.3	3811.1	-56.5%	64.30%	13741.9		
富国首创水务 REIT	3627.7	3791.4	4890.4	4501.1	3321.3	-26.2%	-8.40%	16810.6		
鹏华深圳能源 REIT				17984.1	8852	378330.0%	-57.30%		31577.5	12.0%
中金普洛斯 REIT	6765.1	7057.4	6266	6132	6685.1	9.0%	-1.20%	26485.3	26167.7	25.5%
红土创新盐田港 REIT	2301.4	2205.2	2034.3	2153.9	2348.2	9.0%	2.00%	8694.8	8310	28.3%
嘉实京东仓储 REIT					1972.8				7026.3	28.1%
华夏华润有巢 REIT					1591.1				4849.2	32.8%
中金厦门安居 REIT				1389.2	1401.6	0.9%			5263.3	26.6%
华夏北京保障房 REIT				1356.1	1371.8	1.2%			4960	27.7%
红土创新深圳安居 REIT				1362.9	1261.7	-7.4%			4918.4	25.7%

资料来源: Wind, REITs 季报, 首创证券

往后来看, 我们认为高速公路类型 REITs 在车流量增长态势仍有望延续的背景下, 业绩表现大概率将显著好于去年可比同期; 产业园区类型 REITs 由于租赁市场的恢复具备滞后性, 未来仍需持续关注出租率及租金指标的变化趋势; 考虑到保租房以及仓储物流类型 REITs 项目运营中长期稳定的特性, 从业绩层面预计项目整体波动并不大; 生态环保及清洁能源类型 REITs 预计随着季节变化, 其经营指标将得以改善。

但同时我们也观察到, 对于有可比数据的 4 单拟扩募 REITs, 其 2023 年预期可供分配金额均低于 2022 年实际完成情况, 因此通过基本面改善来强化投资逻辑难以具有充分说服力。

此外, 尽管公募 REITs 二季度整体经营业绩有望呈现边际回暖, 但部分个体突发事件仍对市场信心形成冲击, 华安张江光大 REIT 扩募拟新购入资产张润大厦的重要承租方哲库科技退租事件, 引发市场对于其后续经营状况的担忧, 消息公布后的 5 月 12 日至今, 华安张江光大 REIT 累计跌幅已达到 10.42%, 高于同期各 REITs 平均-7.85% 的跌幅。

图 14 哲库退租事件导致张江光大 REIT 股价回调



资料来源：Wind，REITs 公告，首创证券

总体而言，尽管我们认为公募 REITs 底层资产经营环比有望逐步向好，但个体事件的负面扰动短期仍形成冲击，当前市场对于基本面修复的悲观预期占据主导，因此风险事件容易进一步放大市场情绪，在一定程度上影响投资信心。

➤ 估值体系尚不完善，锚定标准存在分歧

基金底层资产估值方面，从 2022 年年报披露的资产估值变动情况来看，产权类 REITs 中，博时蛇口产业园 REIT 及华安张江光大 REIT 2022 年末估值较 2021 年末小幅下降，其它产权类 REITs 项目资产估值则较初始估值或 2021 年末估值持平或小幅上涨，整体而言产权类型 REITs 底层资产估值变化幅度并不大。

而经营权类 REITs 项目资产估值变动有所分化，由于经营权类资产有一定的经营期限，到期后资产价值基本归零，因此随着使用期限的逐年减少，2022 年多数经营权类 REITs 项目资产估值呈下降趋势，其中生态环保类型平均下降幅度较大；而华夏越秀高速由于折现率下调、华夏中国交建由于预期通行费收入增加以及鹏华深圳能源由于营收预期值较招募说明书有显著增长，此 3 只经营权类 REITs 底层资产估值有所上调。

表 7 REITs 底层资产估值情况（亿元）

REITs 名称	初始估值	2021 年末	2022 年末
东吴苏园产业 REIT	33.5	33.6	33.6
建信中关村 REIT	30.73	30.73	30.76
博时蛇口产业园 REIT	25.28	25.34	25.11
华夏和达高科 REIT	14.24		14.24
国泰君安东久新经济 REIT	13.76		13.88
华夏合肥高新 REIT	13.51		13.67
华安张江光大 REIT	14.7	14.8	14.71
国泰君安临港创新产业园 REIT	7.3		7.39

华夏基金华润有巢 REIT	11.1		11.1
中金厦门安居 REIT	12.14		12.23
华夏北京保障房 REIT	11.51		11.54
红土创新深圳安居 REIT	11.58		11.6
中金普洛斯 REIT	53.46	54.2	54.42
红土创新盐田港 REIT	17.05	17.28	17.609
嘉实京东仓储基础设施 REIT	15.65		15.65
中金安徽交控 REIT	111.98		111.98
平安广州广河 REIT	96.74	96.72	96.38
国金中国铁建 REIT	46.12	46.12	45.16
浙商沪杭甬 REIT	45.63	44.5	42.18
华夏中国交建 REIT	98.32	98.32	101.51
华泰江苏交控 REIT	28.5		28.5
华夏越秀高速 REIT	22.86	22.86	23.32
鹏华深圳能源 REIT	32.64	32.64	36.27
中航首钢绿能 REIT	9.44	9.13	8.38
富国首创水务 REIT	17.61	16.22	15.87
中航京能光伏 REIT	24.54		24.54
中信建投国家电投新能源 REIT	71.65		71.65

资料来源: Wind, REITs 公告, 首创证券

从公募 REITs 估值的角度, 对于产权类 REITs 产品, 以 P/NAV 估值为例, 在深度跌幅后 P/NAV 已处于 0.90-1.25 区间, 多数围绕 1.0 倍数上下波动, 若我们假定市场以 1 倍 P/NAV 作为锚定标准, 则当前产权类 REITs 产品市场定价尚处于合理区间。

对于经营权类 REITs, 我们以 P/FFO 相对估值作为其主要估值参考, 除华夏中国交建 REIT 处于较高的 18.04 倍之外, 其余经营权类 REITs 的 P/FFO 处于 8.6-13.7 区间。同时对于经营权类资产, 采用内部回报率 IRR 更能反映其全周期持有的回报水平, 由于 IRR 的估算本身包含了未来现金流的预测因素, 存在较多不确定性, 计算难度较大, 因此我们使用中债 REITs 估值收益率近似模拟 IRR, 可以看到 P/FFO 与 REITs 估值收益率指标基本呈现正向关联度, 但当前市场同向涨跌的趋势下难以给出一个特定的锚定中枢。

因此综合来看, 在市场急速下跌后其实并不能完全断定当前 REITs 已处于低估状态, 上市初期估值的高点位也意味着市场必将经历一段合理的估值消化过程, 未来仍有待于我国公募 REITs 估值体系的逐步优化。

表 8 REITs 基金估值情况

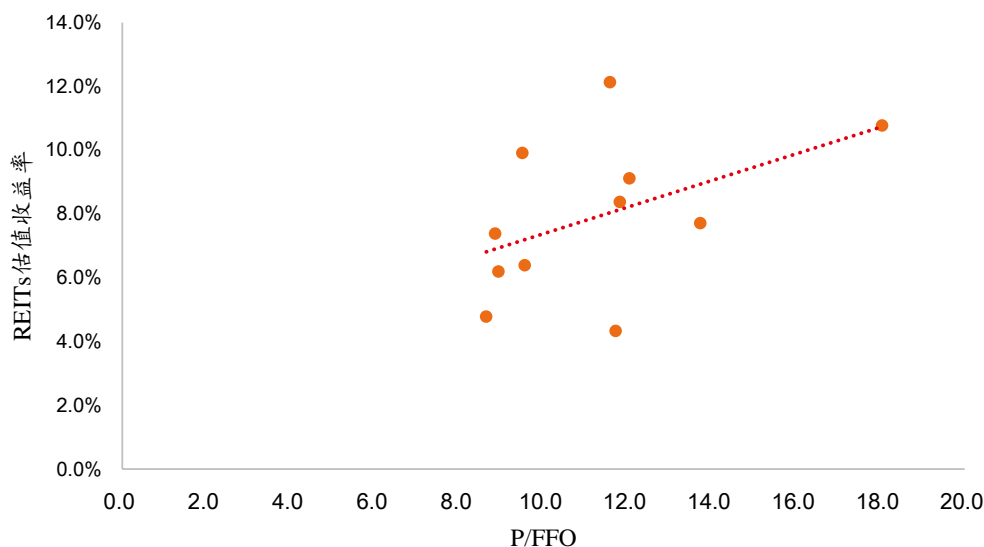
REITs 名称	P/FFO	P/NAV	REITs 估值收益率
中航首钢绿能 REIT	8.93	1.21	6.20%
中信建投国家电投新能源 REIT	8.64	1.00	4.79%
华夏越秀高速 REIT	13.72	0.95	7.72%
华泰江苏交控 REIT	11.81	0.87	8.38%
中金厦门安居 REIT	24.33	0.98	5.40%
国泰君安东久新经济 REIT	23.77	1.16	6.29%
华夏和达高科 REIT	23.03	0.97	5.78%
鹏华深圳能源 REIT	12.52	1.02	3.83%
国泰君安临港创新产业园 REIT	25.13	1.15	6.12%
红土创新深圳安居 REIT	24.98	0.98	4.38%
东吴苏园产业 REIT	21.18	0.94	5.15%
嘉实京东仓储基础设施 REIT	26.19	1.05	5.43%
华安张江光大 REIT	28.77	1.25	3.29%

华夏基金华润有巢 REIT	24.47	0.98	5.82%
建信中关村 REIT	23.77	0.90	5.48%
中金安徽交控 REIT	9.50	0.78	9.92%
博时蛇口产园 REIT	25.79	1.07	6.42%
富国首创水务 REIT	11.71	1.13	4.34%
浙商沪杭甬 REIT	12.04	1.11	9.12%
中金普洛斯 REIT	24.50	1.14	5.97%
平安广州广河 REIT	11.58	0.73	12.14%
红土创新盐田港 REIT	23.56	1.11	5.37%
华夏中国交建 REIT	18.04	0.67	10.78%
国金中国铁建 REIT	8.85	0.85	7.39%
华夏北京保障房 REIT	26.04	1.02	5.04%
华夏合肥高新 REIT	24.66	0.99	5.82%
中航京能光伏 REIT	9.56	1.06	6.40%

资料来源: Wind, REITs 年报, REITs 招募说明书, 首创证券

注: 数据截至 2023.6.5

图 15 P/FFO 与 REITs 估值收益率关系



资料来源: Wind, 首创证券

投资建议

公募 REITs 板块行情在近期加速下跌, 各类型估值整体回落, 交投活跃度同样有所下降。同时 4 单扩募产品发行价格多以下限发行, 体现了市场情绪的低迷状态, 诸多因素强化了市场悲观预期。展望后续投资机会, 我们认为市场超跌后投资机会已然显现, 而由于当前 REITs 估值定价体系尚不明确, 我们建议关注在市场充分定价后, 部分未能反映其经营优势及稀缺性的 REITs 存在的估值修复预期; 此外继续从基本面修复的逻辑出发, 并参考当前估值水平及分红率布局相应投资机会。

风险提示:

相关政策法规出台及实施进展不及预期的风险;

年化后数据未考虑季节因素所造成的预测偏差风险;

项目经营指标预测存在偏差的风险；
REITs 市场扩募及资产扩容进度低于预期；
项目运营收入和盈利水平不及预期；
REITs 基金价格伴随市场流动性波动等风险。

分析师简介

王嵩，曾就职于国海证券、中信建投证券，2020 年 11 月加入首创证券。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15% 以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15% 之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5% 之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5% 以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现