

建筑行业深度研究报告

基础设施 REITs 试点启动，新模式打开新空间

推荐（维持）

- **基础设施公募 REITs 试点工作正式启动。**4月30日，证监会、国家发改委联合发布《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》以及配套试点方案，通知首先肯定了当下推行基础设施 REITs 的积极意义，包括盘活存量资产、拓宽社会资本融资渠道、提升直接融资比重等，其次提出了此次试点工作的六条基本原则，重点关注“优质资产”、“权益导向”、“运营能力”，并指明了优先支持的区域和项目领域：**1）聚焦重点区域。**优先支持京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲等重点区域，支持国家级新区、有条件的国家级经济技术开发区开展试点；**2）聚焦重点行业。**优先支持基础设施补短板行业，包括仓储物流、收费公路等交通设施，水电气热等市政工程，城镇污水处理、固废危废处理等污染治理项目。鼓励信息网络等新型基础设施，以及国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等开展试点；**3）聚焦优质项目：**整体看与专项债的支持项目范围类似，但更强调“成熟的经营模式”与“持续稳定的现金流”。我们认为，行业需求并未完全步入存量时代，资金面是近几年基建增速最大掣肘，模式创新有望重新打通基建成长之路。
- **国内 REITs 试点发力基础设施领域。**与美国起点为房地产领域不同，国内 REITs 试点工作以基础设施领域为起点。一方面，在近几年去杠杆和减税降费的宏观背景下，地方政府财政愈发吃紧，基建存量市场巨大，回款时间又长，增量项目缺乏有效资金；另一方面，当前发展基建的必要性和紧迫性增强，以基础设施领域 REITs 为试点体现了基建稳增长的重要地位。基础设施公募 REITs 有助于形成存量市场促进增量市场的良性循环，此次 REITs 试点是从存量市场（已进入运营期的项目）入手，通过资产证券化的形式，以存量资产为基础发行公募基金，一方面减轻投资主体的资金压力，降低杠杆，为增量市场打开空间，同时提高存量项目的运营效率，另一方面也为普通投资者提供了一种相对稳定的全新投资品种，有望形成多赢局面。
- **对比梳理中美 REITs 差异在何处：****1）投资要求方面，**中国资质审核要求更加严苛，对投资标的资产限制、基础资产准入条件、投资者数量门槛等进行了相关要求；**2）投资领域方面，**美国投资标的领域多元化，目前已拓展至公路铁路、输变电系统、污水处理设施、通信网络、医疗健康中心等基础设施和服务项目，中国公募 REITs 试点则是在基建领域发力；**3）收益分配方面，**美国 REITs 普遍采用“同股同权”的模式，不需要任何外部的增信措施。2019 年美国主要 REITs 占比分布为：权益型 REITs 高达 94%，抵押型 REITs 为 6%。权益型 REITs 的分红比例较高，中国参考美国收益分配经验，但由于尚处试点初期且领域不同，我们认为短期内尚无法参考海外经验预测具体收益率；**4）税收政策方面：**美国配套政策较为完善，且对 REITs 的发展影响较大，后续可期待中国 REITs 税收相关法规出台。
- **个股推荐：**重点推荐业绩稳健、资产优异、估值底部的基建央企中国交建、中国铁建、中国中铁；建议关注：四川路桥、葛洲坝、龙元建设。
- **风险提示：**疫情扩散超预期，基础设施 REITs 试点方案推行不及预期，基建投资增速不及预期。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			PB	评级
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E		
中国交建	8.06	1.36	1.48	1.61	5.93	5.45	5.01	0.65	推荐
中国铁建	9.78	1.68	1.85	2.04	5.82	5.29	4.79	0.78	强推
中国中铁	5.86	0.98	1.11	1.24	5.98	5.28	4.73	0.76	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2020 年 04 月 30 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：王彬鹏

邮箱：wangbinpeng@hcyjs.com

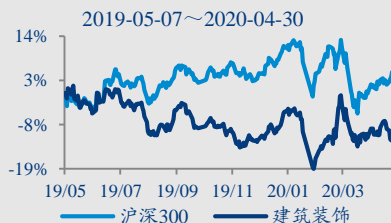
执业编号：S0360519060002

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	130	3.39
总市值(亿元)	14,064.01	2.16
流通市值(亿元)	11,662.56	2.43

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	0.99	-1.47	-15.8
相对表现	-4.38	0.79	-15.78



相关研究报告

《建筑装饰行业周报（20200413-20200419）：政治局会议明确提及新老基建，继续看好基建逆周期》

2020-04-19

《建筑装饰行业周报（20200420-20200426）：基建政策、资金、项目持续向好，估值底部，继续推荐》

2020-04-26

《建筑装饰行业周报（20200427-20200503）：基础设施公募 REITs 试点正式启动，行业有望迎来崭新模式》

2020-05-05

投资主题

报告亮点

- 1、我们对最新文件进行了详细解读，并结合专项债的相关政策进行了支持项目对比，整体看，REITs 试点项目与专项债支持项目在区域和领域上均具有一定的重合性，且均强调了项目的收益性，不同之处在于基建 REITs 的支持领域相对更加具体，且针对存量市场，有望形成良性循环，另外衡量收益性的标准也不同。
- 2、我们从投资要求、投资领域、收益分配和税收政策等多维度对中美 REITs 进行了差异化对比，参考现行的《试点通知》和《意见稿》，我们认为存在两个重要区别，首先我国 REITs 试点是从基础设施领域开展，而美国最初是以房地产为底层资产，我们认为一方面是由于近几年基建资金问题较为严峻，另一方面也体现了当前发展基建的必要性和紧迫性；另外一个重要区别在于税收政策，美国的高收益率很大程度上是受益于相关的税收优惠政策，而我国相关配套政策尚未具体出台，目前尚处试点初期且领域不同，我们认为短期内仍无法参考海外经验预测具体收益率。

投资逻辑

从近期的财政政策、货币政策以及我们一直跟踪的行业数据（专项债、审批投资）、公司订单数据来看，2020 年基建成长逻辑本身已足够清晰，随着各地复工复产推进，Q2 行业需求和企业业绩均有望迎来反弹，且在今年的严峻形势下，我们认为赶工状态有望持续至年底，专项债的增量资金也为项目推进加了一道重要保险。此次《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》出台，则是为行业打开了更大的想象空间，有望延长基建成长周期。我们认为试点工作刚刚启动，相关措施尚未出台，关于收益率水平、公司报表改善程度、行业增速提升空间等细节问题仍需要更多的时间去验证，但可预见的是，基建投资模式不断进化，创新与探索一直在路上。建筑板块基本面逐渐向好，估值正处历史低位，继续推荐基建链。

目录

一、文件解读：基础设施 REITs 启动扩大行业想象空间	6
1、为什么推行基础设施公募 REITs?	6
2、基础设施 REITs 试点工作的基本原则	7
3、优先支持哪些项目?	7
4、基金产品结构要求及运作要求	8
二、REITs 的定义与四种分类	9
三、对标美国：中国基础设施 REITs 有哪些不同?	11
1、审核要求：中国资质审核要求更严格	11
2、投资领域：美国投资标的多元化，中国基建领域发力	12
3、收益分配：美国 REITs 投资表现强劲	14
4、税收政策：美国政策较为完善，中国目前无配套政策	15
四、涉及运营类相关公司梳理	16
1、中国交建：在运营资产较多，且过半进入三年以上运营期	16
2、中国铁建：业绩稳健，订单亮眼	17
3、中国中铁：2019 出售中铁高速 51% 股权，短期内运营收入或将减少	17
4、葛洲坝：业绩稳健，运营资产质量优异	18
5、龙元建设：在手 PPP 项目较多，城市建设、市政占比较高	19
6、四川路桥：营收、业绩增速均创新高	20
五、风险提示	21

图表目录

图表 1	传统基建项目周期与基建 REITs 项目周期对比	6
图表 2	2019 年各行业资产负债率 (%)	7
图表 3	2019 年各行业经营性现金流净额/负债	7
图表 4	基础设施 REITs 支持项目与专项债支持项目对比	8
图表 5	全国主要城市群建设批复文件及批复时间	8
图表 6	公募、私募 REITs 比较	9
图表 7	公司型 REITs 模式	10
图表 8	契约型 REITs 模式	10
图表 9	权益型、抵押型、混合型 REITs 比较	10
图表 10	UPREITs 架构	11
图表 11	DOWNREITs 架构	11
图表 12	全球七大 REITs 市场市值 (亿美元)	11
图表 13	美国与中国的 REITs 投资要求对比	12
图表 14	1972-2019 美国 REITs 总规模 (亿美元)	12
图表 15	2019 美国权益性 REITs 底层资产结构	12
图表 16	国内已发行类基建 REITs 情况简介	13
图表 17	2000 年至今我国公路及高速公路里程 (万公里)	13
图表 18	PPP 与 REITs 结合得到政策支持	13
图表 19	2016 年至今 PPP 项目投资总额	14
图表 20	2016 年至今 PPP 项目落地情况	14
图表 21	美国各类不动产公募 REITs 的投资表现 (截止 2019.12.31)	14
图表 22	美国 REITs 指数与股票指数收益率比较 (1972-2019)	14
图表 23	1972-2019 美国 REITs 收益回报率	15
图表 24	美国 REITs 税收规定	15
图表 25	与美国 REITs 发展相关的重要政策	15
图表 26	我国 REITs 各交易环节相关税种	16
图表 27	中国交建 2012-2019 年业绩及增速	16
图表 28	中国交建 15Q1-20Q1 新签订单累计增速	16
图表 29	中国交建运营期三年以上的项目梳理 (截止 2019 年底)	17
图表 30	中国铁建 2012-2019 年业绩及增速	17
图表 31	中国铁建 15Q1-20Q1 新签订单累计增速	17
图表 32	中国中铁 2012-2019 年业绩及增速	18

图表 33	中国中铁 15Q1-20Q1 新签订单累计增速	18
图表 34	公司 2019 年运营的重大基础设施投资项目（BOT、PPP 项目）	18
图表 35	葛洲坝 2012-2019 年业绩及增速	19
图表 36	葛洲坝 15Q1-20Q1 新签订单累计增速	19
图表 37	龙元建设 2012-2019 年业绩及增速	19
图表 38	龙元建设 18Q2-20Q1 新签订单累计增速	19
图表 39	龙元建设 PPP 项目在手订单地区分布	20
图表 40	龙元建设 PPP 项目在手订单行业占比	20
图表 41	四川路桥 2012-2019 年业绩及增速	20
图表 42	四川路桥 18Q2-20Q1 新签订单累计增速	20
图表 43	截止 2019 年末公司对子公司投资的长期股权投资	20

一、文件解读：基础设施 REITs 启动扩大行业想象空间

基础设施公募 REITs 试点工作正式启动。4 月 30 日，证监会、国家发改委联合发布《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》以及配套试点方案，通知首先肯定了当下推行基础设施 REITs 的积极意义，包括盘活存量资产、拓宽社会资本融资渠道、提升直接融资比重等，其次提出了此次试点工作的六条基本原则，重点关注“优质资产”、“权益导向”、“运营能力”，并指明了优先支持的区域和项目领域，整体看与专项债的支持项目范围类似，但更强调“成熟的经营模式”与“持续稳定的现金流”。

值得关注的是，与美国不同，国内 REITs 试点工作开展以基础设施领域为起点，而非房地产，一方面，在近几年去杠杆和减税降费的宏观背景下，地方政府财政愈发吃紧，基建存量市场巨大，回款时间又长，增量项目缺乏有效资金；另一方面，当前发展基建的必要性和紧迫性增强，以基础设施领域 REITs 为试点体现了基建稳增长的重要地位。

1、为什么推行基础设施公募 REITs？

《通知》原文：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。

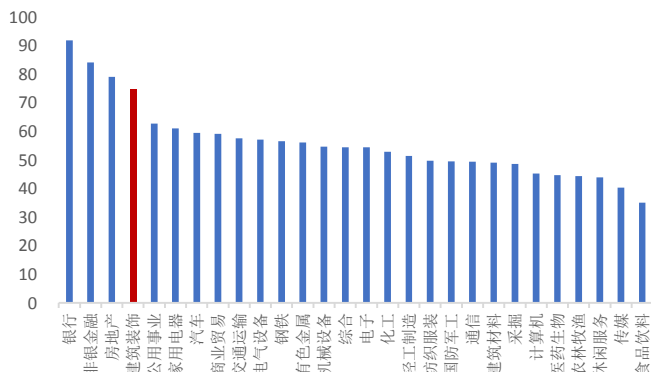
基础设施公募 REITs 有助于形成存量市场促进增量市场的良性循环。传统基建项目具有重资产、建设周期长、回款慢等典型特点，资金需求较大，故投资建设主体多为地方政府、央企、国企等，社会资本参与较少。我们在今年 3 月 16 日外发报告《建筑行业深度跟踪报告：逆周期调节持续加码，水资源环境是专项债亮点》中曾简单梳理了“城投债→PPP→专项债”的基建融资模式变化，其核心点就在于如何减轻政府在进行基础设施建设时面对的资金压力。与以上三种方式的不同点在于，此次 REITs 试点是从存量市场（已进入运营期的项目）入手，通过资产证券化的形式，以存量资产为基础发行公募基金，一方面减轻投资主体的资金压力，降低杠杆，为增量市场打开空间，同时提高存量项目的运营效率，另一方面也为普通投资者提供了一种相对稳定的全新投资品种，有望形成多赢局面。

图表 1 传统基建项目周期与基建 REITs 项目周期对比



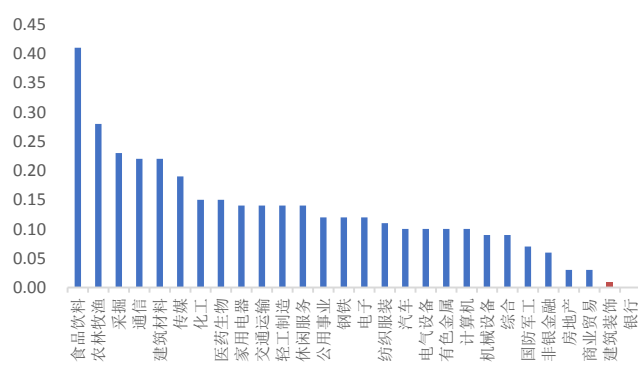
资料来源：发改委、证监会、华创证券

图表 2 2019 年各行业资产负债率 (%)



资料来源: wind、华创证券

图表 3 2019 年各行业经营性现金流净额/负债



资料来源: wind、华创证券

2、基础设施 REITs 试点工作的基本原则

《通知》原文: (一)符合国家政策,聚焦优质资产;(二)遵循市场原则,坚持权益导向;(三)创新规范并举,提升运营能力;(四)规则先行,稳妥开展试点;(五)强化机构主体责任,推动归位尽责;(六)完善相关政策,有效防控风险。

三个核心词汇: 优质资产、权益导向、运营能力。试点工作将从重点领域的重点项目开展,遵循市场化原则,公开上市交易,有助于扩大市场空间,同时重点强调了项目的运营能力(稳定的现金流),具体操作标准将依托“现行法律法规框架”,而关于对海外 REITs 发展意义重大的税收政策并未提及。另外,后三条基本原则也体现了新政出台的谨慎性。

3、优先支持哪些项目?

《通知》原文: (一)聚焦重点区域。优先支持京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲等重点区域,支持国家级新区、有条件的国家级经济技术开发区开展试点;(二)聚焦重点行业。优先支持基础设施补短板行业,包括仓储物流、收费公路等交通设施,水电气热等市政工程,城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目。鼓励信息网络等新型基础设施,以及国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等开展试点;(三)聚焦优质项目: 1.项目权属清晰,已按规定履行项目投资管理,以及规划、环评和用地等相关手续,已通过竣工验收。PPP 项目应依法依规履行政府和社会资本管理相关规定,收入来源以使用者付费为主,未出现重大问题和合同纠纷; 2.具有成熟的经营模式及市场化运营能力,已产生持续、稳定的收益及现金流,投资回报良好,并具有持续经营能力、较好的增长潜力; 3.发起人(原始权益人)及基础设施运营企业信用稳健、内部控制制度健全,具有持续经营能力,最近 3 年无重大违法违规行。基础设施运营企业还应当具有丰富的运营管理能力。

我们对比了专项债与此次基建 REITs 试点通知的支持区域和支持领域,整体重合度较高,我们认为,行业需求并未完全步入存量时代,资金面是近几年基建增速最大掣肘,模式创新有望重新打通基建成长之路。

- 1) **区域上积极推进城市群建设**,我国城市群建设这一概念最早是在 2006 年的《国家“十一五”规划纲要》中提出,但直至 2014 年才明确发展基调,2016 年才正式批复《长江三角洲城市群发展规划》,截止目前真正的建设时间仅 3~4 年,部分地区甚至刚刚开始。而参考海外经验,从城市群规划提出到建成大多需要几十年的时间,行业依然存在增量空间;
- 2) **新老基建并行**,重点支持交通、市政、环保等老基建项目,另外鼓励信息建设、产业园区等新基建试点,与专

项债支持领域类似，但范围更小；老基建面临的资金问题或许更为严峻；

- 3) **项目收益均为硬性要求**，不同之处在于，基建 REITs 针对存量项目，故评判收益的标准是运营取得的现金流，即过去的经验值，而专项债用于在建或新建项目，故评判标准主要参考融资平衡方案中的本息覆盖倍数，即未来的预期值。

图表 4 基础设施 REITs 支持项目与专项债支持项目对比

	基础设施 REITs	专项债
重点支持区域	优先支持京津冀、长江经济带、雄安新区、粤港澳大湾区、海南、长江三角洲等重点区域，支持国家级新区、有条件的国家级经济技术开发区开展试点	京津冀协同发展、长江经济带发展、“一带一路”建设、粤港澳大湾区建设、长三角区域一体化发展、推进海南全面深化改革开放等重大战略和乡村振兴战略
重点支持领域	仓储物流、收费公路等交通设施，水电气热等市政工程，城镇污水垃圾处理、固废危废处理等污染治理项目。鼓励信息网络等新型基础设施，以及国家战略性新兴产业集群、高科技产业园区、特色产业园区等开展试点。	铁路、轨道交通、城市停车场等交通基础设施，城乡电网、天然气管网和储气设施等能源项目，农林水利，城镇污水垃圾处理等生态环保项目，职业教育和托幼、医疗、养老等民生服务，冷链物流设施，水电气热等市政和产业园区基础设施；应急医疗救治设施、公共卫生设施、城镇老旧小区改造；不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目。
项目要求	1.项目权属清晰，已通过竣工验收，PPP 项目收入来源以使用者付费为主；2.具有成熟的经营模式及市场化运营能力，已产生持续、稳定的收益及现金流，投资回报良好；3.发起人（原始权益人）及基础设施运营企业信用稳健、内部控制制度健全，具有持续经营能力，最近 3 年无重大违法违规行为。	按照“资金跟项目走”的要求，专项债额度向手续完备、前期工作准备充分的项目倾斜，优先考虑发行使用好的地区和今冬明春具备施工条件的地区， <u>项目必须有收益。</u>

资料来源：国常会、证监会、华创证券

图表 5 全国主要城市群建设批复文件及批复时间

城市群	批复文件	批复时间
长江中游城市群	《国务院关于长江中游城市群发展规划的批复》	2015 年 3 月
哈长城市群	《国务院关于哈长城市群发展规划的批复》	2016 年 2 月
成渝城市群	《国务院关于成渝城市群发展规划的批复》	2016 年 4 月
长江三角洲城市群	《国务院关于长江三角洲城市群发展规划的批复》	2016 年 5 月
中原城市群	《国务院关于中原城市群发展规划的批复》	2016 年 12 月
北部湾城市群	《国务院关于北部湾城市群发展规划的批复》	2017 年 1 月
关中平原城市群	《国务院关于关中平原城市群发展规划的批复》	2018 年 1 月
呼包鄂榆城市群	《国务院关于呼包鄂榆城市群发展规划的批复》	2018 年 2 月
兰西城市群	《国务院关于兰州—西宁城市群发展规划的批复》	2018 年 2 月
粤港澳大湾区	《粤港澳大湾区发展规划纲要》	2019 年 2 月

资料来源：国务院、发改委、华创证券

4、基金产品结构要求及运作要求

- 1) **产品结构要求**：①80%以上基金资产持有单一基础设施资产支持证券全部份额；②基金通过资产支持证券和项

目公司等特殊目的载体穿透取得基础设施项目完全所有权或特许经营权；③基金管理人以获取基础设施项目租金、收费等稳定现金流为主要目的；④封闭式运作，收益分配比例不低于基金年度可供分配利润的 90%；

- 2) **发售安排：**原始权益人必须参与战略配售，比例不少于基金份额发售总量的 20%，且持有期不少于 5 年，其他专业机构投资者可以参与战略配售，配售比例由基金管理人和财务顾问协商确定，持有期限不少于 1 年。
- 3) **基金管理人：**除应当具备常规公募基金投资管理能力外，还应当配备不少于 3 名具有 5 年以上基础设施项目投资管理或运营经验的主要负责人员。

二、REITs 的定义与四种分类

REITs（全称 Real Estate Investment Trusts，不动产投资信托基金）是一种介于股票与债券之间的投资工具，通常以不动产为基础资产发行权益投资证券从而募集资金，由专门机构进行不动产投资管理，将投资收益按照规定的比例分配给投资者。REITs 起源于美国，最初的底层资产是房地产，后来逐渐衍生至仓储、医疗、基础设施等多个行业。我国目前已发行的 REITs，底层资产多为地产，且形式上以私募基金为主，由于缺少标准化流程和相关法律法规，故实际上与真正的 REITs 仍有一定差别。

1、根据资金募集方式分类：公募 REITs 和私募 REITs

公募 REITs 以公开发行的方式募集资金，需要经过证券监管机构的注册和审批，在法定交易场所注册并公开发行交易；私募 REITs 以非公开方式募集资金，且不在法定交易场所公开交易。此外，美国还设有公募非上市 REITs，指已经在美国证券交易委员会注册，但没有在证券交易所进行交易。三者之间的主要差别在于资金募集方式的不同以及是否可以公开进行交易。

图表 6 公募、私募 REITs 比较

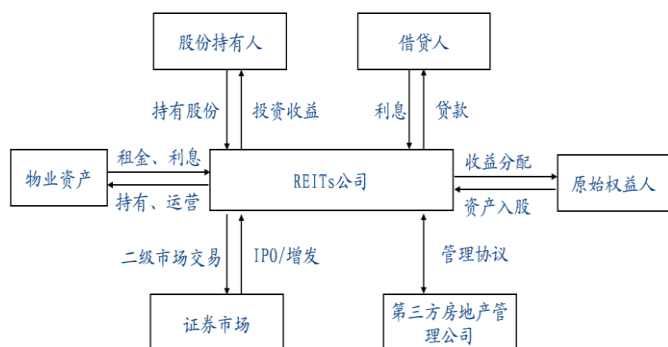
	资金募集方式	上市状态	二级市场
公募 REITs	公开	可以在交易所上市	可交易
公募非上市 REITs	公开	不能在交易所上市	可交易或回购，但受到一定限制
私募 REITs	非公开，向特定投资者募集	不能在交易所上市	不可交易

资料来源：Nareits、华创证券

2、根据组织形式分类：公司型 REITs 和契约型 REITs

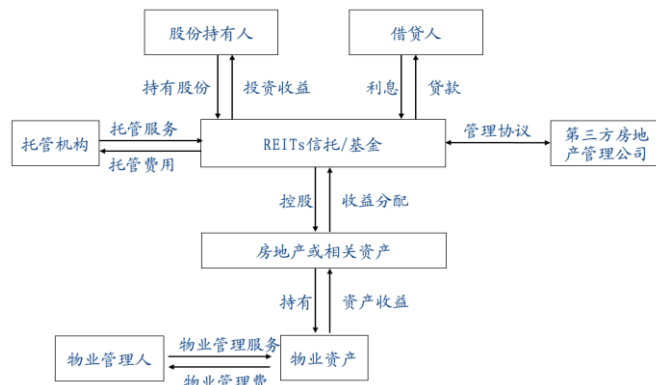
公司型 REITs 是以公司作为 REITs 的载体发行股票募集资金，以《公司法》为发行依据，具有独立的法人资格，持有者是公司的股东；契约型 REITs 则以信托契约作为载体，而非独立法人。美国市场以公司型 REITs 为主，而亚洲市场多为契约型。两者的核心区别在于载体的不同，另外公司型 REITs 的份额主要体现为股票，而契约型 REITs 的份额主要体现为信托收益凭证。

图表 7 公司型 REITs 模式



资料来源：孟明毅《不动产信托投资基金的美国经验借鉴》、华创证券

图表 8 契约型 REITs 模式



资料来源：孟明毅《不动产信托投资基金的美国经验借鉴》、华创证券

3、根据投资形式分类：权益型 REITs、抵押型 REITs、混合型 REITs

权益型 REITs 直接经营标的物业，投资者的收益主要来自租金收益、买卖标的物业的交易利润和分红。抵押型 REITs 类似于债券的形式，扮演金融中介的角色，通过购买或者发起抵押信贷或抵押贷款证券为收益型房地产提供融资，以利息为其主要收益来源。混合型 REITs 是将权益性 REITs 和抵押型 REITs 相结合的一种形式，既拥有部分产权，也进行抵押贷款。目前，美国的 REITs 中权益性占据了绝大多数。权益型 REITs 与抵押型 REITs 的区别主要在于投资形式的差异，前者直接经营标的物业，而后者主要是为收益性房地产提供融资，因而两者的收入来源也有所不同。

图表 9 权益型、抵押型、混合型 REITs 比较

	收入来源	投资方式	是否拥有产权
权益型 REITs	物业租金、交易利润	直接经营标的物业	是
抵押型 REITs	利息	为房地产提供融资	否
混合型 REITs	物业租金、交易利润、利息	既控制标的物业，也为提供融资	是

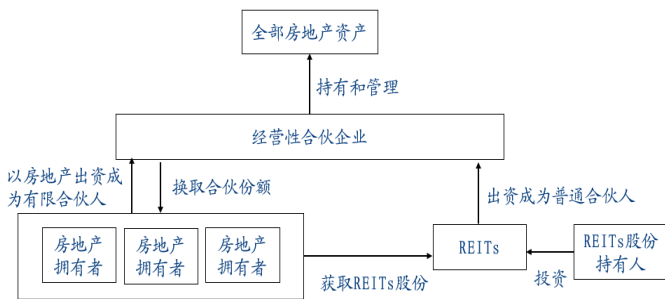
资料来源：陆序生《REITs 的国际经验、国内实践与建议》、华创证券

4、根据交易架构层级关系分类：传统 REIT 结构、UPREIT 结构、DOWNREIT 结构

传统 REIT 结构是指 REITs 直接持有标的物业¹。UPREIT 结构（Umbrella Partnership TEIR，伞形合伙房地产投资信托）是指在 REITs 通过持有合伙企业份额间接持有标的物业，并购标的物业时通过合伙企业份额换取标的所有权，这种形式的优势在于递延纳税、增强灵活度以及增强融资能力。DOWNREIT 结构（伞形多重合伙房地产投资信托）是指在伞形 REITs 结构的基础上加入多个合伙企业，进一步提高了剩余权益的可流动性，但需要平衡多方的转换定价。美国目前新上市的 REITs 大多采用 UPREIT 结构。

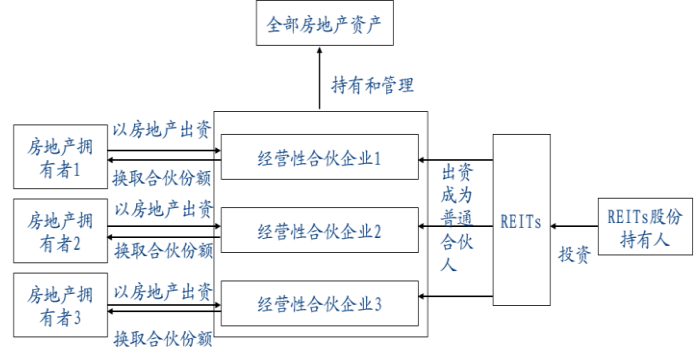
¹ 此处参考论文，将 REITs 底层资产统一称为标的物业

图表 10 UPREITs 架构



资料来源：孟明毅《不动产信托投资基金的美国经验借鉴》、陆序生《REITs 的国际经验、国内实践与建议》、华创证券

图表 11 DOWNREITs 架构

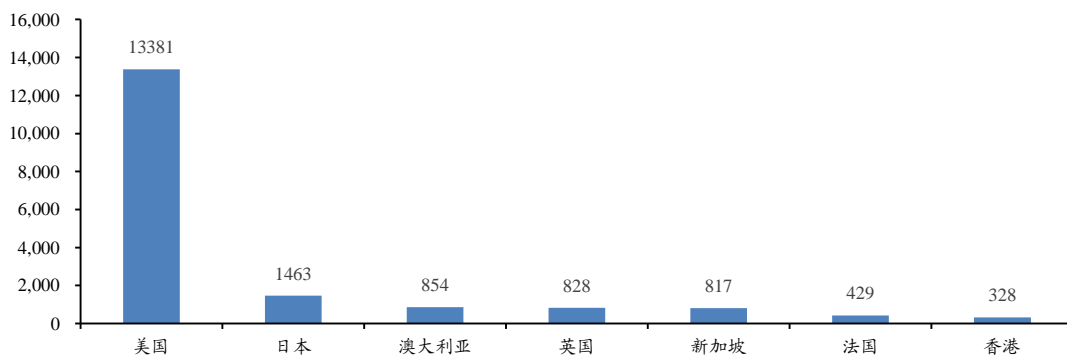


资料来源：孟明毅《不动产信托投资基金的美国经验借鉴》、陆序生《REITs 的国际经验、国内实践与建议》、华创证券

三、对标美国：中国基础设施 REITs 有哪些不同？

REITs 于 1960s 在美国诞生，后续被引入欧洲和亚洲市场。目前，全球已经有超过 40 个国家和地区推行立法并推出 REITs。在亚洲，日本、新加坡、中国香港的 REITs 市场发展较为成熟。截至 2020 年 1 月 31 日，美国 REITs 市场市值已达到 13381 亿美元。中国对 REITs 市场的探索开发可追溯至 2005 年，越秀 REITs 是首支以内地资产为标的在香港上市的 REITs。后来发展出依托资产证券化为载体、合格投资者认购为特征的“类 REITs”模式，2014 年中信启航专项资产管理计划发行，成为国内首单类 REITs。

图表 12 全球七大 REITs 市场市值（亿美元）



资料来源：Bloomberg、NAREIT、华创证券

我们从审核要求、投资领域、收益分配、税收政策 4 个方面对比梳理了美国 REITs 和中国 REITs 的不同点，由于暂时未出台具体配套措施，故国内标准我们主要参考此次《通知》及《意见稿》：

1、审核要求：中国资质审核要求更严格

对比来看，我国对 REITs 资产层面的要求及投资行为有着更为严苛的要求：**1) 投资标的资产限制**：投资标的必须主要投资于基础设施资产；**2) 基础资产准入条件更严格**，较为严格的准入条件设置将为市场成功发展提供重要保障。**3) 提高公募投资者数量门槛**，我国 REITs 要求至少 1000 个投资者，美国要求至少 100 个股东；**4) 将上市作为强制要求**；**5) 对原始权益人的资质也做出了相关要求等。**

图表 13 美国与中国的 REITs 投资要求对比

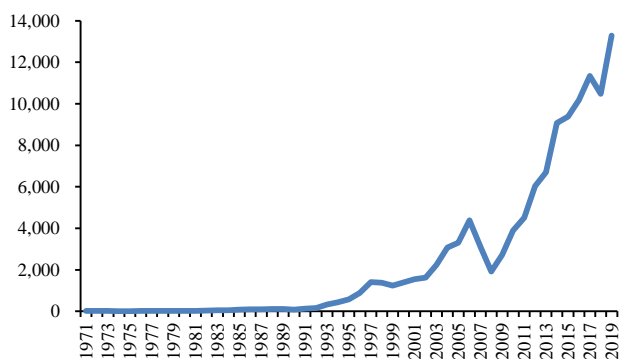
	美国	中国
资产层面及投资行为	<ol style="list-style-type: none"> 至少 75% 的资产必须是不动产，政府证券或现金； 在其他公司的持股比例不得超过 10%，除非是其他的 REIT 或是 REIT 的应纳税附属机构； 其资产总价值中持有任何一个发行人的证券比例不得超过 5%，除非是其他的 REIT 或是 REIT 的应纳税附属机构； 在其资产中，持有其他一个或多个应纳税 REIT 附属机构的证券比例不得超过 20%。 	<ol style="list-style-type: none"> 至少 80% 以上的资产必须是投资于基础设施支持证券 REITs 产品必须主要投资于基础设施资产； 基础设施项目必须经营 3 年以上，已产生持续、稳定的现金流； 原始权益人最近 3 年无重大违法违规行，其享有基础设施项目的完全所有权或特许经营权，不存在经济或法律纠纷和他项权利设定；
投资者要求	<ol style="list-style-type: none"> 至少 100 个股东； 5 个或更少的股东不能持有超过 50% 的股份； 对于境外股东没有限制 	<ol style="list-style-type: none"> 至少 1000 个投资者； 扣除战略配售部分后，网下发售比例不低于本次公开发售数量的 80%； 原始权益人按规定参与战略配售； 基金份额总额达到准予注册规模的 80% 以上。
上市要求	无强制要求	有

资料来源：US-REITs、国家发改委、中国证监会、华创证券

2、投资领域：美国投资标的多元化，中国基建领域发力

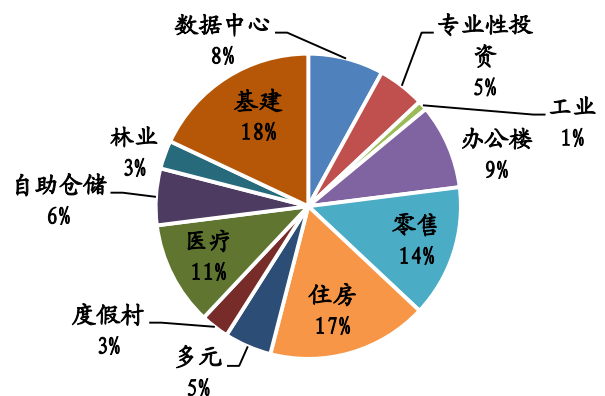
美国是 REITs 发源地，最初的底层资产主要是房地产。2000 年以后，除传统地产外，美国的 REITs 可投资标的拓展到了公路铁路、输变电系统、污水处理设施、天然气储存与运输管线、固定储气罐、通信网络、医疗健康中心、林场等基础设施和服务项目。根据 NAREIT，2019 年美国 REITs 总规模达到 13288.06 亿元，底层资产结构丰富。

图表 14 1972-2019 美国 REITs 总规模（亿美元）



资料来源：NAREIT、华创证券

图表 15 2019 美国权益性 REITs 底层资产结构



资料来源：NAREIT、华创证券

对比来看，我国目前已发行的 REITs 底层资产多为地产，且形式上以私募基金为主，由于缺少标准化流程和相关法律法规，故实际上与真正的 REITs 仍有一定差别。此次公募 REITs 试点主要投向基础设施建设领域，我们认为有两个原因：1) 在近几年去杠杆和减税降费的宏观背景下，地方政府财政愈发吃紧，基建存量市场巨大，回款时间又长，增量项目缺乏有效资金；2) 当前发展基建的必要性和紧迫性增强，以基础设施领域 REITs 为试点体现了基建稳增长的重要地位。我国基础设施领域已形成大量的优质资产库存，以高速公路为例，截止 2018 年底我国高速公路累计投资 8.8 万亿，里程为 14.3 万公里，高速公路通行费收入 5522 亿。通过发行基建 REITs 能盘活资产，将收回资金用于短板项目建设，形成良好的资金循环。目前国内已经发行 3 单类基建 REITs 产品，分别是 2019 年 6 月的“广朔实业

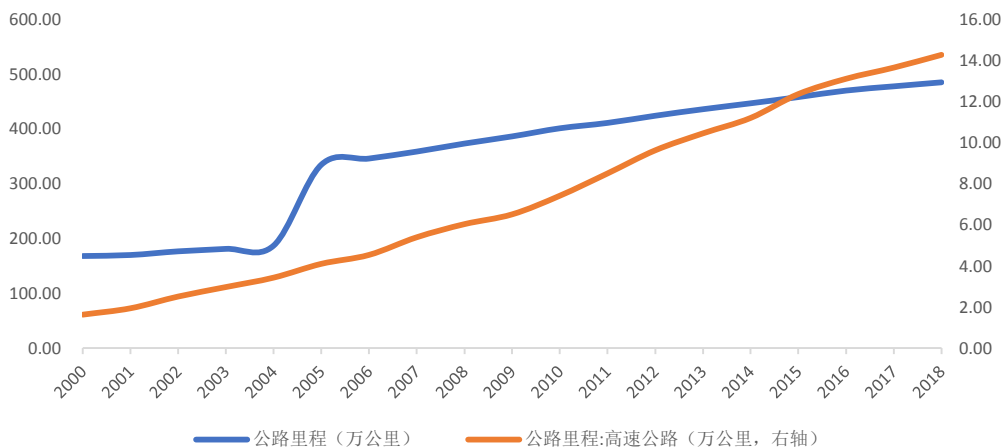
-光证资产支持票据”、2019 年 9 月的“中联基金-浙商资管-沪杭甬徽杭高速资产支持专项计划”以及 2019 年 12 月“华泰-四川高速隆纳高速公路资产支持专项计划”。

图表 16 国内已发行类基建 REITs 情况简介

发行日期	产品名称	底层资产	交易结构	总规模（亿元）	产品细节
2019.6	广朔实业-光证资产支持票据	沿海高速秦皇岛至冀津段高速公路	私募+资产专项计划+项目公司	87.53	每半年付息，到期还本付息，票面利率 6.48%
2019.9	中联基金-浙商资管-沪杭甬徽杭高速资产支持专项计划	沪杭甬徽杭高速	私募+资产专项计划+项目公司	20.13	发行利率：3.70%
2019.12	华泰-四川高速隆纳高速公路资产支持专项计划	隆纳高速公路	私募+资产专项计划+项目公司	19.77	发行利率 3.68%

资料来源：募集说明书、华创证券

图表 17 2000 年至今我国公路及高速公路里程（万公里）



资料来源：wind、华创证券

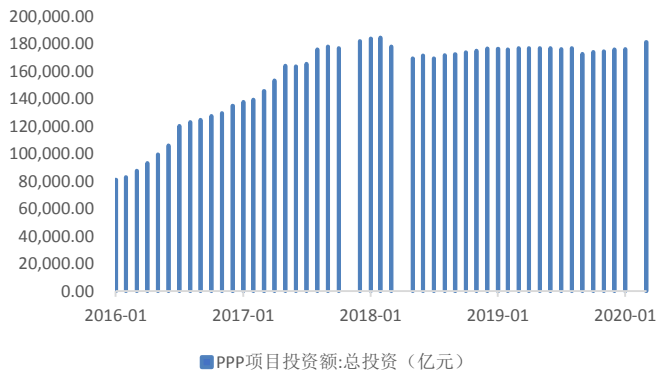
同时，随着多数 PPP 项目进入运营期，我们认为 PPP 项目将为我国公募 REITs 提供大量的投资标的。截至 2020 年 3 月末，我国财政部 PPP 项目管理库累计项目总数 9493 个，投资额 14.5 万亿元，其中累计落地 6421 个，投资额 10.2 万亿元，项目落地率 67.6%。近年来出台的相关政策也为“PPP+REITs”提供了有利的发行条件。

图表 18 PPP 与 REITs 结合得到政策支持

时间	文件	内容
2015 年 4 月	财综〔2015〕15 号文	支持以未来收益覆盖本息的公共租赁住房资产发行房地产投资信托基金，探索建立以市场机制为基础、可持续的公共租赁住房投融资模式
2016 年 12 月	发改投资〔2016〕2698 号文	共同推进不动产投资信托基金（REITs），进一步支持传统基础设施项目建设
2017 年 6 月	财金〔2017〕55 号文	推动不动产投资信托基金（REITs）发展，鼓励各类市场资金投资 PPP 项目资产证券化产品

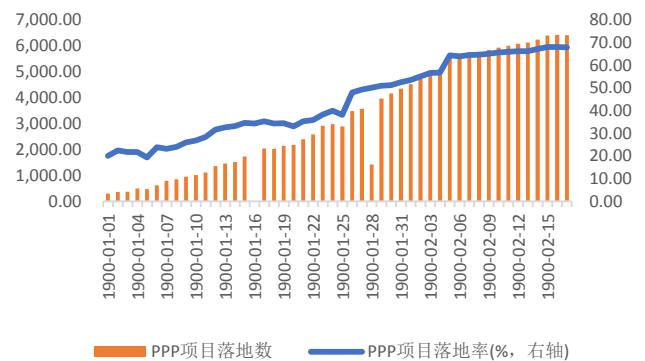
资料来源：财政部、国家发改委、华创证券

图表 19 2016 年至今 PPP 项目投资总额



资料来源: wind、华创证券

图表 20 2016 年至今 PPP 项目落地情况

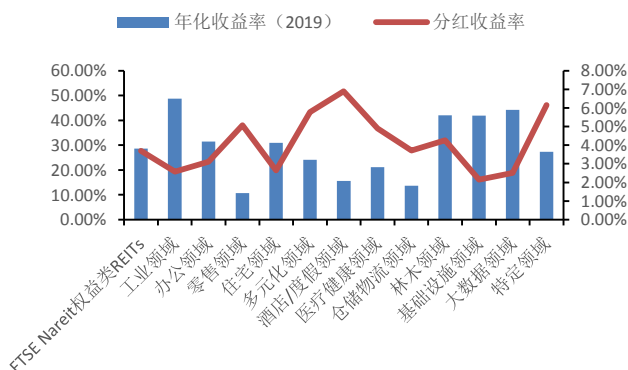


资料来源: wind、华创证券

3、收益分配: 美国 REITs 投资表现强劲

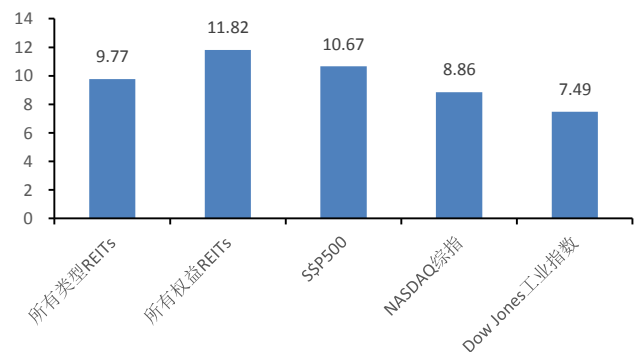
美国 REITs 投资者群体多元, 二级市场交易活跃, 在良好投资者基础的支持下, 美国 REITs 普遍采用“同股同权”的模式, 即投资者以获取底层不动产的租金收益以及增值收益为目标, 不需要任何外部的增信措施。根据 NAREIT 的数据, 2019 年美国主要 REITs 占比分布为: 权益型 REITs 高达 94%, 抵押型 REITs 为 6%。权益型 REITs 的分红比例较高 (传统上市公司分红比例约为 30%, 权益型 REITs 分红比例或达 90%), 同时分红基准也较高 (传统上市公司为净利润口径, REITs 为现金流口径)。美国 REITs 给投资者带来了丰厚收益, 投资者在持有 REITs 期间可以获得对应的租金收益, 并且还可在交易转让时获得资产增值收益。截止 2019 年 12 月 31 日, 美国各类不动产公募 REITs 的投资表现及美国 REITs 指数与股票指数收益率对比如下图所示。

图表 21 美国各类不动产公募 REITs 的投资表现(截止 2019.12.31)



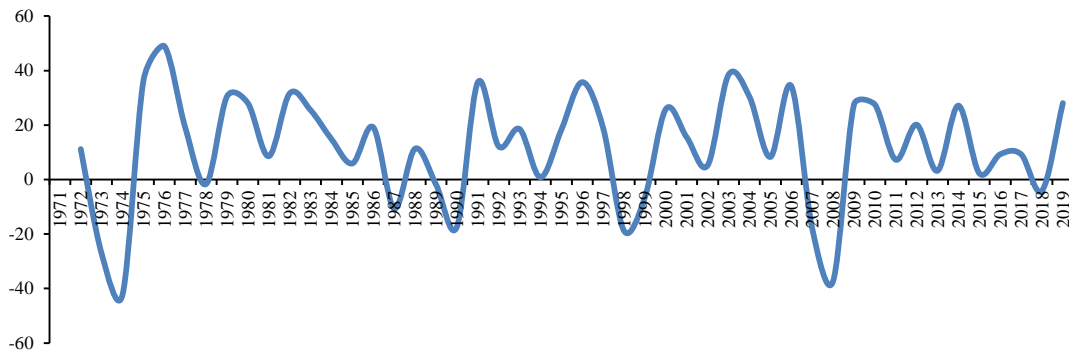
资料来源: FTSE、NAREIT、华创证券

图表 22 美国 REITs 指数与股票指数收益率比较 (1972-2019)



资料来源: FTSE、NAREIT、华创证券

图表 23 1972-2019 美国 REITs 收益回报率



资料来源：NAREIT、华创证券

以目前我国发行的类 REITs 产品对比来看，主要投资者是银行类金融机构，严重依赖产品的信用评级、发行主体或外部机构提供的信用增级措施等。且我国类 REITs 普遍采用了 ABS 产品中的“结构化”模式，次级产品主要由发行企业支持，优先级产品向市场进行发行，市场投资者仅获取固定的本息收入，不参与不动产的增值收益，也不承担不动产贬值的风险。随着中国公募 REITs 正式起航，我国要求 REITs 产品应当将 90% 以上经审计年度可供分配利润以现金形式分配给投资者，与美国相同。

4、税收政策：美国政策较为完善，中国目前无配套政策

税收优惠是国际上 REITs 产品的通用处理方式，自 REITs 诞生以来，美国多次发布与其相关的税收优惠政策，税收优惠极大驱动了美国 REITs 发展，在交易环节方面，美国在 REITs 产品涉及的资产转让、运营和收益分配等环节均有明确的税收规定及相应的优惠政策。

图表 24 美国 REITs 税收规定

交易环节	税收项目	税收规定
资产收购与处理环节	转让税	征税的基准为交易的实际价格，税率各州自行确定
	企业所得税	出售方在资产转让中所获取的利润，按 21% 进行缴纳
资产持有与运营环节	房产税	各州通过立法自行决定其计税方式
	企业所得税	1. 以经营环节的收益作为计税基础，按统一的税率进行征收； 2. 向股东分红的部分都不需再缴税，以避免双重纳税； 3. 未分配的部分，经营收益需按照 21% 的税率计税，资本利得收益需按照 15% 或 20% 的税率计税。
投资者分红环节		无税收优惠，实行差异化税收，投资者自行缴税

资料来源：孟明毅《不动产信托投资基金的美国经验借鉴》，华创证券

图表 25 与美国 REITs 发展相关的重要政策

时间	重要事项	重要细节
1960 年	发布《国内税法》	包括对于 REITs 的免税，确立 REITs 的税收中性原则
1960 年	发布《房地产投资型托基金法案》	制定 REITs 相关制度，明确规定 REITs 享有与共同基金同样的特殊税收优惠政策。
1976 年	发布《REITs 简化修正案》	允许 REITs 在原有商业信托基础上以公司的形式成立
1986 年	发布《税收改革法案》	进一步改革包括 REITs 内的相关税收法律法规，强化了 REITs 相比其他形式

时间	重要事项	重要细节
		的组织结构的税收优势，并允许 REITs 直接拥有和经营不动产
2001 年	上市 REITs 被纳入 S&P 指数	将上市 REITs 纳入 S&P 指数，美国 REITs 交易量快速增长
2017 年	发布《减税与就业法案》	从 2018 年 1 月 1 日开始，公司所得税税率统一调整为 21%。

资料来源：李平《美国房地产投资信托税收政策研究及借鉴》，华创证券

中国目前暂无配套的 REITs 税收政策，根据《中国 REITs 操作手册》，我国 REITs 在各交易环节应缴税费负担较重，税收可能成为目前制约 REITs 发展的最大因素。随着公募 REITs 市场开始试点，若未来我国 REITs 采用与美国类似的税收政策，则回报率能有较大提升。

图表 26 我国 REITs 各交易环节相关税种

交易环节	纳税义务人	应交税种
资产收购	原始权益人	所得税、增值税、土地增值税、契税、印花税
REITs 经营	REITs	所得税、增值税、印花税
REITs 收益分配	REITs 投资者	所得税、增值税
资产回购	REITs	所得税、增值税、土地增值税、契税、印花税

资料来源：林华《中国 REITs 操作手册》，华创证券

四、涉及运营类相关公司梳理

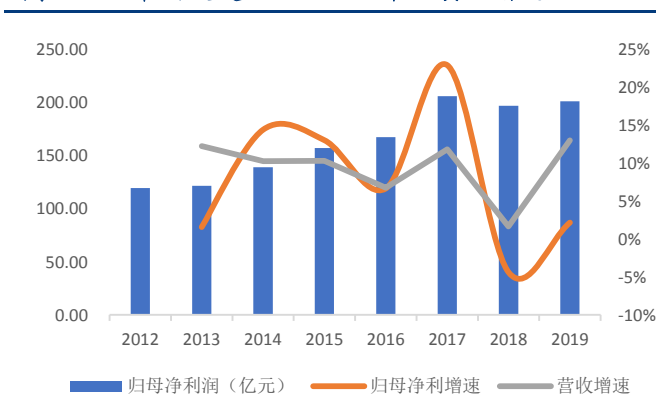
重点推荐中国交建、中国铁建、中国中铁，建议关注四川路桥、葛洲坝、龙元建设。

1、中国交建：在运营资产较多，且过半进入三年以上运营期

公司 2019 年实现营收 5547.92 亿元，同比+13.02%，归母净利润 201.08 亿，同比+2.17%，净利增速低于营收，主要系少数股东权益增加，但较 2018 年仍有一定程度提速。受在手运营资产影响，公司 2019 年经营性现金流净额同比-34.8%至 59.3 亿元。公司 20Q1 新签订单小幅提速，主要系港口订单、市政环保订单大幅增长。

截止 2019 年末，公司特许经营权类进入运营期项目 20 个（另有 12 个参股项目），其中 12 个项目运营期已在 3 年以上；2019 年公司运营收入为 63.22 亿元，净亏损为 26.14 亿元，基础设施 REITs 的推行预计将对公司形成一定利好。

图表 27 中国交建 2012-2019 年业绩及增速



资料来源：wind、华创证券

图表 28 中国交建 15Q1-20Q1 新签订单累计增速



资料来源：wind、华创证券

图表 29 中国交建运营期三年以上的项目梳理（截止 2019 年底）

项目名称	项目类型	运营时间	2019 年运营收入（万元）
贵州省道瓮高速公路	高速公路	4.0	361770.1
贵州省江瓮高速公路	高速公路	4.0	70300.0
贵州省沿德高速公路	高速公路	4.0	74500.0
贵州省贵黔高速公路	高速公路	3.0	9700.0
湖北省武深高速公路湖北嘉通段项目	高速公路	3.3	58200.0
重庆忠万高速公路	高速公路	3.0	48800.0
贵州省贵都高速公路	高速公路	8.8	6600.0
重庆永江高速公路	高速公路	5.0	77600.0
牙买加南北高速公路	高速公路	4.0	7200.0
湖北省咸通高速公路	高速公路	6.0	22500.0
山西省翼侯高速公路	高速公路	12.0	12800.0
G109 内蒙古自治区清水河至大饭铺段	高速公路	11.0	16700.0

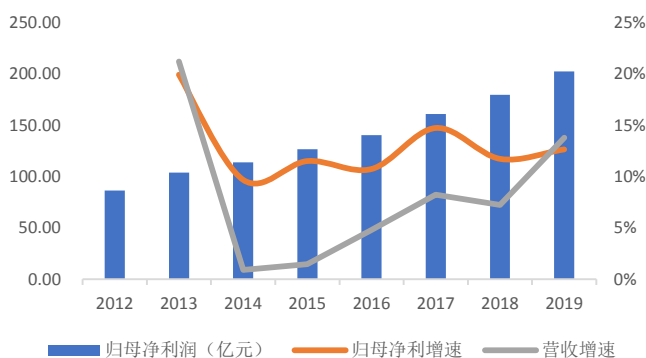
资料来源：公司年报、华创证券

2、中国铁建：业绩稳健，订单亮眼

公司 2019 年实现营收 8304.52 亿元，同比+13.74%，归母净利润 201.97 亿元，同比+12.61%，营收业绩增速均较 2018 年有所提升。19H2 起订单明显提速，19Q3-20Q1 新签订单增速各为 25.07%、26.66%、26.66%，充沛订单有望护航业绩增长。

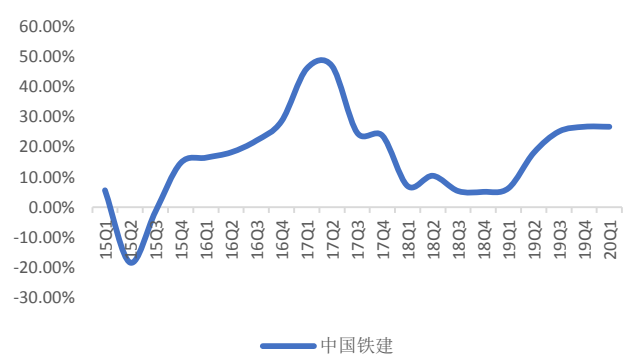
截止 2019 年末，公司长期股权投资账面余额 496.94 亿元，较年初增长 71.48%。公司目前已有在手公路项目开始产生收入，高速公路仍在培育期。

图表 30 中国铁建 2012-2019 年业绩及增速



资料来源：wind、华创证券

图表 31 中国铁建 15Q1-20Q1 新签订单累计增速



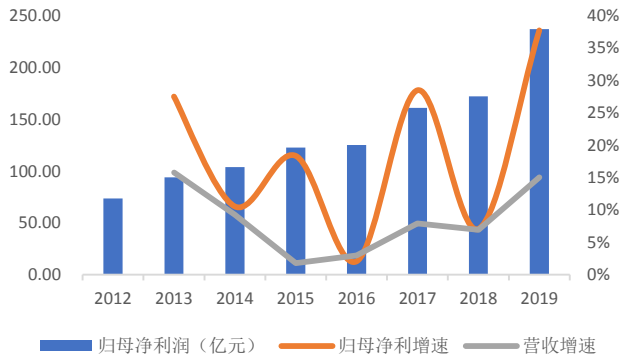
资料来源：wind、华创证券

3、中国中铁：2019 出售中铁高速 51%股权，短期内运营收入或将减少

公司 2019 年实现营收 8508.84 亿元，同比+14.92%，其中基建业务大幅提速；归母净利 236.78 亿元，同比+37.68%，扣非后利润增速下降近 25pp，主要系出售中铁高速 51%股权形成 49.55 亿的非流动资产处置收益。PPP(BOT)运营业务实现收入 29.91 亿元，同比增长 3.64%；毛利率为 47.71%，同比减少 2.55 个百分点。

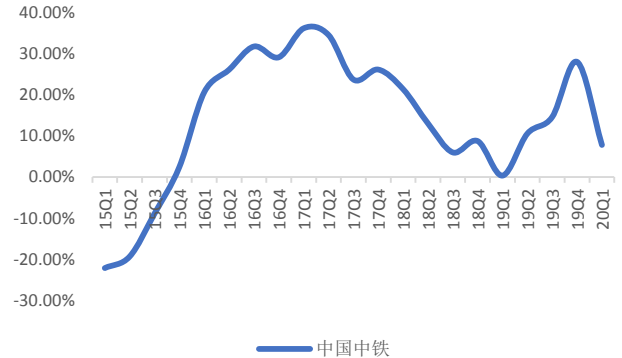
截至 2019 年末公司在手 PPP (BOT) 运营项目 37 个, 主要包括轨道交通、高速公路、水务、市政道路、产业园区、地下管廊等, 运营期均在 8 至 25 年之间。其中运营的 11 条高速公路总里程达 952 公里, 为公司 PPP (BOT) 运营业务贡献了 90% 以上的收入。但在 2019 年 12 月, 公司已转让了持有该 11 条高速公路运营资产的平台公司- 中铁高速 51% 的股权, 目前持股比例为 49%。

图表 32 中国中铁 2012-2019 年业绩及增速



资料来源: wind、华创证券

图表 33 中国中铁 15Q1-20Q1 新签订单累计增速



资料来源: wind、华创证券

图表 34 公司 2019 年运营的重大基础设施投资项目 (BOT、PPP 项目)

合同名称	合同签约主体	合同金额 (亿元)	签订时间
陕西榆林至神木高速公路 BOT 项目	中国中铁	51.7	2007 年 10 月
广西岑溪至兴业高速公路 BOT 项目	中国中铁	51.6	2005 年 8 月
云南富宁至广南、广南至砚山高速公路 BOT 项目	中国中铁	64.4	2005 年 12 月

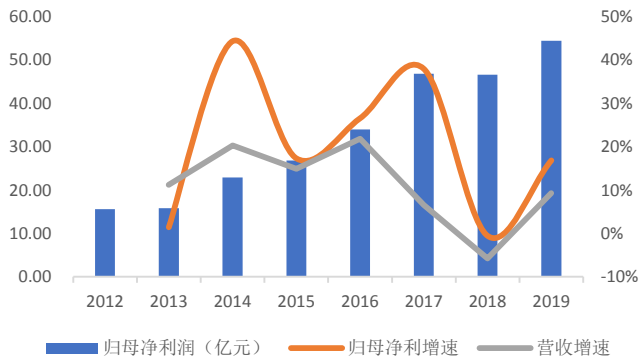
资料来源: 公司年报、华创证券 (注: 已全部出售 51% 股权)

4、葛洲坝: 业绩稳健, 运营资产质量优异

公司 2019 年实现营收 1099.46 亿元, 同比+9.26%, 归母净利 54.42, 同比+16.83%, 投资运营收入 131.28 亿元, 同比+20.77, 毛利率 33.48%, 同比+0.73 个百分点。

公司运营项目主要集中在高速公路、水务、水电站三个领域: **1) 高速公路方面**, 公司运营和代运营的公路项目有四川内江至遂宁高速、G55 襄阳至荆州段、山东巨单高速公路、山东济泰高速公路连接线、巴万高速巴州至通江段, 运营总里程 477 公里。2019 年, 公司对大广北高速 100% 股权进行了处置, 未来不再并表; **2) 水务运营方面**, 公司共计拥有污水处理厂 58 座, 分布在北京、天津、山东、河南、河北、湖南、湖北、四川、浙江等多个地区, 全年水务处理量近 4 亿吨; **3) 水电站运营方面**, 公司共控股运营 5 座水电站, 装机容量 31.45 万千瓦, 全年销售电量 76835 万度。

图表 35 葛洲坝 2012-2019 年业绩及增速



资料来源: wind、华创证券

图表 36 葛洲坝 15Q1-20Q1 新签订单累计增速



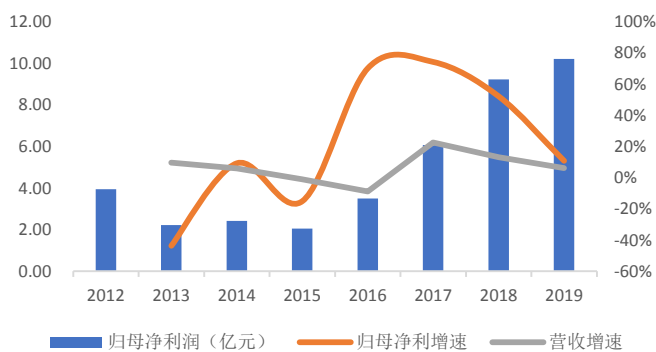
资料来源: wind、华创证券

5、龙元建设: 在手 PPP 项目较多, 城市建设、市政占比较高

公司 2019 年实现营收 214.27 亿元, 同比+6.01%, 归母净利 10.21 亿元, 同比+10.69%, 增速较 2018 年均有所下滑, 新签订单仍为负增长, 但降幅收窄。

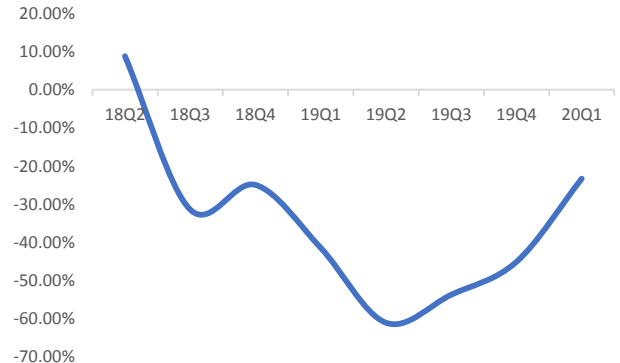
公司重点培育运营板块, 目前公司运营内容包括物业维护 360 万平方米、场馆 69 万平方米、市政道路 50 多条、站前广场 13 万平方米等, 大多集中在浙江、山东、陕西、江西、福建、安徽、贵州。2019 年公司新成立龙元明兴企业发展有限公司, 注册资本 5000 万元, 统筹集团运营业务。

图表 37 龙元建设 2012-2019 年业绩及增速



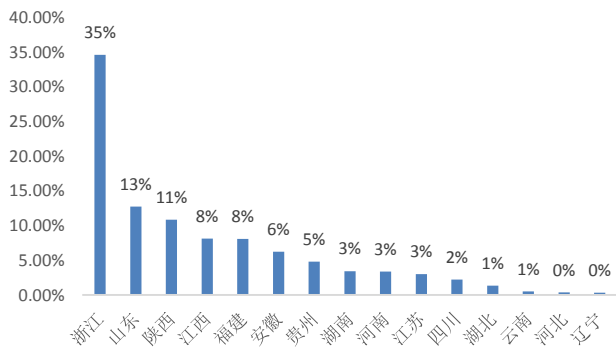
资料来源: wind、华创证券

图表 38 龙元建设 18Q2-20Q1 新签订单累计增速



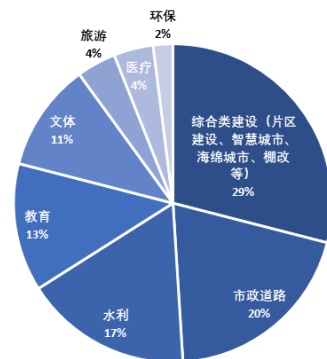
资料来源: wind、华创证券

图表 39 龙元建设 PPP 项目在手订单地区分布



资料来源：公司年报、华创证券

图表 40 龙元建设 PPP 项目在手订单行业占比

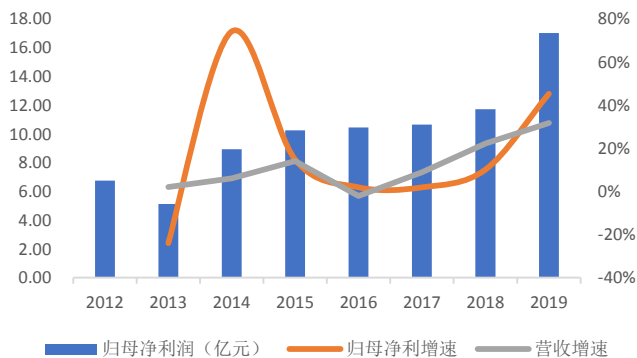


资料来源：公司年报、华创证券

6、四川路桥：营收、业绩增速均创新高

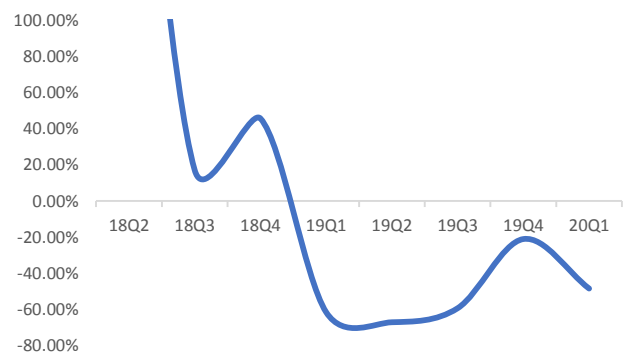
公司 2019 年实现营收 527.25 亿元，同比+31.75%，归母净利 17.02 亿元，同比+45.24%，增速均创 2016 年来新高，新签订单继续下滑。截止 2019 年末，公司对子公司的长期股权投资账面价值 83.71 亿元，较期初增长 3.2 亿元。

图表 41 四川路桥 2012-2019 年业绩及增速



资料来源：wind、华创证券

图表 42 四川路桥 18Q2-20Q1 新签订单累计增速



资料来源：wind、华创证券

图表 43 截止 2019 年末公司对子公司投资的长期股权投资

被投资单位	期末余额	被投资单位	期末余额
四川蜀南路桥开发有限责任公司	1.43	四川公路桥梁建设集团有限公司	71.64
宜宾金沙江中坝大桥开发有限责任公司	0.34	四川铁投售电有限责任公司	0.60
宜宾长江大桥开发有限责任公司	0.67	四川新锂想能源科技有限责任公司	2.75
四川路桥城乡建设投资有限公司	0.39	四川路桥泰阳保险代理有限公司	0.11
四川巴郎河水电开发有限公司	3.41	四川鑫展望碳材科技集团有限公司	1.00
四川巴河水电开发有限公司	1.36		

资料来源：公司年报、华创证券

五、风险提示

疫情扩散超预期，基础设施 REITs 试点方案推行不及预期，基建投资增速不及预期。

建筑建材组团队介绍

组长、首席分析师：王彬鹏

上海财经大学数量经济学硕士，4 年建筑工程研究经验，曾就职于招商证券，2019 年 5 月加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟建筑行业新锐分析师第一名。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyi@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500