

内地房地产周度观察

REITs 营收稳步增长，分配金额优于预期

首批 REITs 营收同比均有所增长，预测完成率呈现分化。首批 9 支 REITs 2021 年营收平均增速提升约 32.3pct 至 26.3%，相对募集说明书中预测值的完成率均值达 100.5%，整体而言目标完成情况较好、内部存在一定分化。1) **产业园区**：东吴苏园、张江 REIT 营收超预期约 6%、5%，2021 年下半年起写字楼租赁市场复苏及优质运营提振租金；蛇口 REIT 营收低于预期约 5%，主要源于疫情及行业政策调控下三四季度租户续租情况偏弱甚至提前退租。2) **物流仓储**：全球疫情及年内国际形势助力盐港 REIT 营收高于预期 5%，国内疫情散发叠加高标库激烈竞争中中金普洛斯 REIT 营收完成率仅 91%。3) **高速公路**：受疫情防控影响最大，2021 年下半年广东、福建等地疫情散发带动广州广河营收完成率约 90%，浙江杭徽经营相对平稳、实际营收与预测值相若。4) **环保**：首创水务、首钢绿能营收分别高于预期约 7%、4%，由双碳及水利等政策力度提升、生产生活复苏拉动需求、首创水务合肥项目投入运营等共同驱动。各 REITs 所处行业和运营能力的差异或将继续驱动营收表现的分化。

可供分配金额高于预期，盈利能力及调整项共同作用。首批 9 支 REITs 均达成了可供分配金额的预期目标，平均完成率约 125.5%，其中部分经营权类 REITs 完成率大幅领先，浙江杭徽、首钢绿能、首创水务可供分配金额分别高于预期约 87%、56%、50%；除营收表现外，盈利能力、可供分配金额计算方法的差异导致了各 REITs 可供分配金额完成率的差异。**EBITDA 利润率方面**，多数 REITs 与预期差异不大，首钢绿能较低的 EBITDA 完成率（约 53%）主要系预测中未充分体现实际经营过程中收入成本在年内分布不均的影响、EBITDA 利润率低于预期约 11pct。**各 REITs 在可供分配金额计算中的调整项上差异较大，能够在保障分派收益的同时为合理的未来支出提供支持**：1) **将期初现金计入调整项增厚可供分配金额**：浙江杭徽、首创水务、盐港 REIT、中金普洛斯 REIT 调增项中均包含期初现金余额，与国际市场中常见的酌情分派较为相似，有效增厚了 REITs 份额持有人的投资回报。2) **底层资产工程及维护提升需求及运营费用范围不同，预留金额差异较大**：各 REITs 调减项中预留金额差异较大，如浙江杭徽、广州广河无预留相关调减项，首创水务调减的预留金额则达到可供分配金额的 110%。拆分看工程款及资本性支出占比较高，如首创水务预留工程款占可供分配金额约 94%，与底层资产工程情况相关；另外，6 支 REITs 预留部分运营费用、但包含范围不同导致了预留金额的差异，如东吴苏园、首钢绿能预留运营费用分别占可供分配金额约 24%、3%。

资产估值如期分化，避险属性提振收益。各 REITs 底层资产估值变动方向与估值理论大致相符，2021 年末首批经营权类 REITs 资产估值均有所下降、平均降幅约 3.2%；产权类 REITs 资产估值则均呈小幅提升、平均增幅约 0.8%，主要由租金提升等因素驱动。短期来看，在避险情绪和优质资产稀缺的作用下，经营相对平稳的公募 REITs 产品仍具吸引力；但需注意目前部分 REITs 市净率偏高（首批 REITs 平均市净率 1.32x），同时 6 月部分战略配售份额限售期将至，可能对 REITs 二级价格带来一定压力。长期而言，既有资产及潜在扩募资产的质量、管理方的运营能力仍将继续驱动优质 REITs 综合收益的增长。

风险提示：政策规划及疫情防控存不确定性；REITs 产品流动性或不及预期。

强于大市

(维持)

微信公众号



蔡鸿飞

分析师

+852 3958 4629

caihongfei@cwghl.com

SFC CE Ref: BPK 909

诸葛莲昕

分析师

+852 3958 4660

zhugelianxin@cwghl.com

SFC CE Ref: BPK 789

洪宁蔚

联系人

+852 3958 4600

Sabrinahong@cwghl.com



目录

1. 整体营收表现良好，行业、运营驱动分化.....	3
2. 可供分配金额高于预期，盈利能力及调整项共同作用.....	8
2.1 盈利能力：部分 REITs EBITDA 利润率与预期差异较大.....	10
2.2 调整项：期初现金、预留金额等调整存在差异.....	10
3. 资产估值如期分化，避险属性提振价格.....	13

图表目录

图 1：深圳、上海、苏州 2021 年平均租金呈上升趋势.....	5
图 2：深圳、上海 2021 年甲级写字楼空置率有所下降.....	5
图 3：2021 年下半年广东、福建出现散发疫情.....	7
图 4：厨余垃圾收运处置拉动首钢绿能 2021 年收入增长.....	8
图 5：REITs 价格表现优于 A 股整体.....	14
图 6：2021 年 10 月后产权类 REITs 价格表现更佳.....	14
图 7：住宅类 REITs 价格的变动领先于住房销售价格.....	14
图 8：流动性及投资者等差异致 REITs 价格变动更快.....	14
表 1：首批 REITs 营收平均完成率达 100.5%，营收同比均值约 26.3%.....	3
表 2：产业园 REITs 出租率、租金变动及营收目标完成率呈现差异.....	4
表 3：全球疫情及国际形势助力盐港 REIT 营收增长.....	6
表 4：高速公路 REITs 营收目标完成率呈现差异.....	6
表 5：合肥项目拉动首创水务 2021 年收入增长.....	7
表 6：首批 REITs 2021 年可供分配金额均高于预期.....	9
表 7：营收表现、盈利能力、调整项等共同导致可供分配金额完成率差异.....	9
表 8：各 REITs 实际 EBITDA 利润率与预期存在差异.....	10
表 9：各 REITs 可供分配金额调整项呈现差异.....	11
表 10：底层资产工程需求、预留运营费用包含范围等导致预留相关调减项差异较大.....	12
表 11：产权类 REITs 资产估值提升，经营权类有所下降.....	13
表 12：中金普洛斯 REIT、盐港 REIT、张江 REIT 2022 年 6 月解禁份额占比较高.....	15
表 13：首批 REITs 上市至今价格及分派收益表现良好.....	15

首批 9 支公募 REITs 的年报已披露完毕、近期新上市 REITs 热度再创新高，本文试图从公募 REITs 的首次年报出发，对 REITs 业务经营、财务情况及市场状况进行简要分析。

1. 整体营收表现良好，行业、运营驱动分化

6 支 REITs 达成营收目标，首批 REITs 营收同比均有所增长。在首批上市的 9 支 REITs 中，6 支 2021 年的营业收入达到其募集说明书的预测值、平均完成率达到了 100.5%，整体而言目标完成情况较好、内部存在一定分化。2021 年首批 9 支 REITs 的营业收入均实现了同比增长（简单年化处理后与 2020 年全年营收对比）、平均增速较 2020 年提升约 32.3 个百分点至 26.3%，主要系：1) 在 2020 年疫情期间租金减免及类资产经营受阻等因素的影响下，2020 年营收基数相对偏低；2) 2021 年生产生活有序复苏、REITs 上市后经营可能进一步改善。各 REITs 所处环境的变化与经营的差异共同驱动了其收入的增长和营收完成率的分化。

表 1：首批 REITs 营收平均完成率达 100.5%，营收同比均值约 26.3%

简称	代码	基础设施项目类型	营业收入(亿元)			营收同比	
			2021A	2021E	完成率	2021A 折算	2020A
首创水务	508006.SH	经营权类	1.79	1.68	106.6%	15.4%	36.6%
东吴苏园	508027.SH	产权类	1.45	1.37	106.3%	38.2%	-18.2%
盐港 REIT	180301.SZ	产权类	0.65	0.61	105.4%	57.4%	-9.3%
张江 REIT	508000.SH	产权类	0.50	0.48	104.7%	7.5%	11.5%
首钢绿能	180801.SZ	经营权类	2.33	2.24	103.9%	13.6%	-16.6%
浙江杭徽	508001.SH	经营权类	3.73	3.67	101.7%	43.5%	-22.1%
蛇口产业园	180101.SZ	产权类	0.77	0.81	94.8%	17.4%	-12.8%
中金普洛斯 REIT	508056.SH	产权类	1.96	2.16	91.0%	4.7%	-0.9%
广州广河	180201.SZ	经营权类	4.31	4.78	90.1%	39.3%	-22.7%
平均					100.5%	26.3%	-6.0%

数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究；注：由于大部分 REITs 营收预测值仅包含营业收入、利息收入等其他收入为 0 或不计入总营业收入，故此处完成率根据营业收入计算；2021E 营收根据募集说明书预测值及 2021 年报报告期天数计算（9 支 REITs 报告期均为 2021 年 6 月 7 日至 2021 年 12 月 31 日，合计 208 天）；2021A 营收同比将 2021 年报披露营收进行简单年化调整后计算，或与实际情况存在差异



产业园区：出租率及租金变动导致营收完成率差异。3支产业园区 REITs 在营收目标完成率及增速上呈现差异，东吴苏园、张江 REIT 顺利达成营收预测目标，完成率分别达 106.3%/104.7%，其中东吴苏园主要受出租率表现优于预期拉动（两底层资产预计 2021 年末出租率 86%/75%，实际出租率 95.55%/81.6%），张江 REIT 主要受租金提升拉动（预期/实际平均租金为 4.98/5.35 元/平方米/日）。蛇口产业园营收预测完成率约 94.8%，受到出租率和租金的双重拖累：出租率方面，万融大厦、万海大厦出租率分别高于预期约 2 个百分点、低于预期 5 个百分点，主要系年内疫情、宏观及部分行业调控政策等影响下：1) 部分租户续租情况偏弱，为保持出租率稳定运营管理团队三四季度运营管理机构对续租及新租租户租金进行了一定调整；2) 部分租户提前退租，退租租户行业以文化创意产业为主、主要包括景观设计及工业设计等。

写字楼租赁市场有所复苏，REITs 招商、管理能力对冲部分行业经营变化。从写字楼租赁市场整体情况来看，3 支产业园 REITs 所处城市的写字楼市场 2021 年下半年起均有所复苏，深圳、上海、苏州平均租金在 2021 年下半年均出现同比回升，深圳、上海甲级写字楼空置率 2021 年下半年起均有所下降，**写字楼租赁市场的复苏为产业园区 REITs 的营收增长提供了支持。**但是，宏观环境变化对部分行业租户自身的经营带来了冲击，如前所述蛇口产业园部分文化创意产业租户提前退租、对整体出租率和营收带来了一定拖累。**各运营管理人及时的招商和租户管理能力或能够有效对冲上述影响**，例如，张江 REIT 于四季度完成了两个重要现金流提供方的续租，并根据产业发展政策和自身定位于 2022 年初持续开展聚焦于集成电路、金融后台、在线经济等产业的招商续租工作，**优秀的运营管理能力为其实现出租率 100%、平均租金超预期提升的重要基础。**

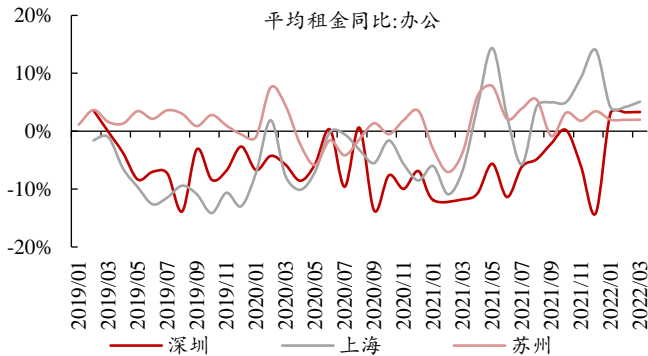
表 2：产业园 REITs 出租率、租金变动及营收目标完成率呈现差异

	蛇口产业园 (万融/万海)	东吴苏园 (国际科技园五期 B 区/2.5 产业园一期、二期)	张江 REIT
出租率			
2020 年末	84.08%/94.36%	90%/70%	99.51%
2021E	87.00%/92.00%	86%/75%	100%
2021 年末	89%/87%	95.55%/81.6%	100%
租金	元/平方米/月	元/平方米/月	元/平方米/日
2020 年末	145.74/127.92	41.0/61.2	4.94
2021E	124.70/144.38	-	4.98
2021 年末	122.85(期间平均)	38.89/58.73	5.35
营业收入			
2020A 营收同比	-12.8%	-18.2%	11.5%
2021 年化营收同比	17.4%	38.2%	7.5%
2021 营收目标完成率	94.8%	106.3%	104.7%

数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

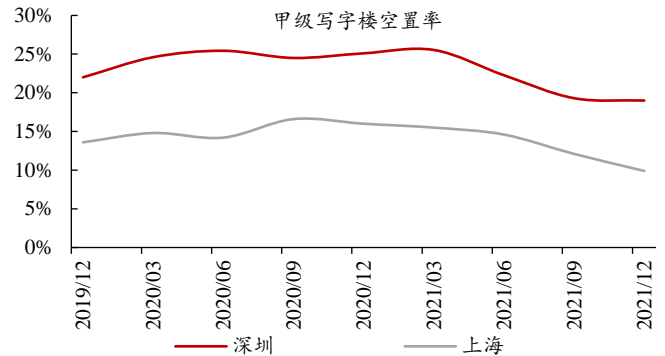


图 1：深圳、上海、苏州 2021 年平均租金呈上升趋势



数据来源：Wind，中达证券研究

图 2：深圳、上海 2021 年甲级写字楼空置率有所下降



数据来源：Wind，中达证券研究

物流仓储：全球疫情及国际形势助力盐港 REIT 营收增长，国内疫情散发叠加激烈竞争影响中金普洛斯 REIT 营收完成率。 2 支仓储物流 REITs 营收目标完成率及同比增速差异较大，盐港 REIT/中金普洛斯 REIT 营收目标完成率分别约 105.4%/91.0%，年化营收同比增速分别约 57.4%/4.7%，二者所处细分行业的差异导致了上述差别。盐港 REIT 底层资产主要面向港口运营商、国际海运船公司、国际货代、跨国采购商等企业，2021 年全球疫情及国际形势的波动下海运供应链受阻、海运运力紧张，为盐港 REIT 带来了充足的仓储需求，2021 年末实际出租率 99% 明显高于营收预测采用的 91.1%，带动其营收目标完成情况较好。中金普洛斯 REIT 2021 年末出租率及平均租金均实现了稳步增长，平均出租率较 2020 年末提升 0.06 个百分点、有效租金较上年末提升 7.2%，带动 2021 年化营收同比稳步增长 4.7%；其底层的 7 座普洛斯物流园更面向国内的仓储需求，2021 年内疫情反复、电商自建整合高标库等因素对营收目标的完成率带来了一定影响。预计国内外疫情不确定性、高标库竞争更趋激烈的影响均将延续，影响物流仓储 REITs 的租金收入。



表 3：全球疫情及国际形势助力盐港 REIT 营收增长

	盐港 REIT	中金普洛斯 REIT
出租率		
2020 年末	100.0%	98.7%
2021E	91.1%	-
2021 年末	99.0%	98.8%
租金		
	元/月/平方米	元/月/平方米
2020 年末	38.84	40.04
2021E	39.71	-
2021 年末	39.32	42.92
营业收入		
2020A 营收同比	-9.3%	-0.9%
2021 年化营收同比	57.4%	4.7%
2021 营收目标完成率	105.4%	91.0%

数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究；注：盐港 REIT 2020A 及 2021E 平均租金由仓库、办公楼平均租金根据可出租面积加权计算

高速公路：区域疫情防控影响车流量，营收完成率呈现差异。首批两支高速公路 REITs 广州广河及浙江杭徽均实现了较高的营收增速（2021 年化收入分别同比增长 39.3%/43.5%），主要源于 2021 年生产生活回归正轨后的客运量回升（全年收费车流量分别同比增长 53.1%/12.1%）和 2020 年高速公路通行费的减免（这也使得上述 REITs 2020 年营收降幅最大，分别同比下降 22.7%/22.1%）带来的偏低基数。不过，二者营收目标的完成率呈现出一定差异，浙江杭徽完成率达 101.7%、广州广河营收完成率则为 9 支 REITs 中最低的 90.1%，主要系募集说明书编制完成后的 2021 年 6-7 月广东出现散发疫情、9 月周边省份福建出现疫情等，对高速公路车流量带来了一定影响。2022 年来广东、长三角等地再次陆续出现散发疫情，或亦将对高速公路 REITs 2022 年的营收增长及目标完成情况带来一定压力。

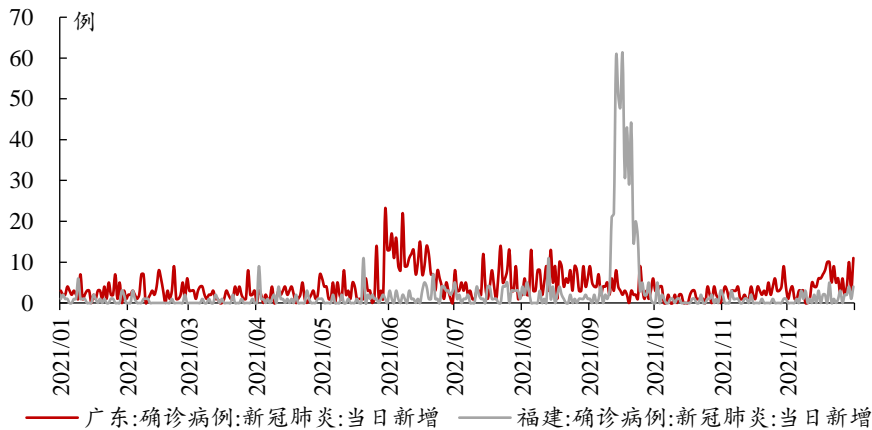
表 4：高速公路 REITs 营收目标完成率呈现差异

	广州广河	浙江杭徽
全年收费车流量(万辆)	4707.94	4872.42
同比	53.05%	12.14%
2020A 营收同比	-22.7%	-22.1%
2021 年化营收同比	39.3%	43.5%
2021 营收目标完成率	90.1%	101.7%

数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究



图 3：2021 年下半年广东、福建出现散发疫情



数据来源：Wind，广东省卫健委，福建省卫健委，中达证券研究

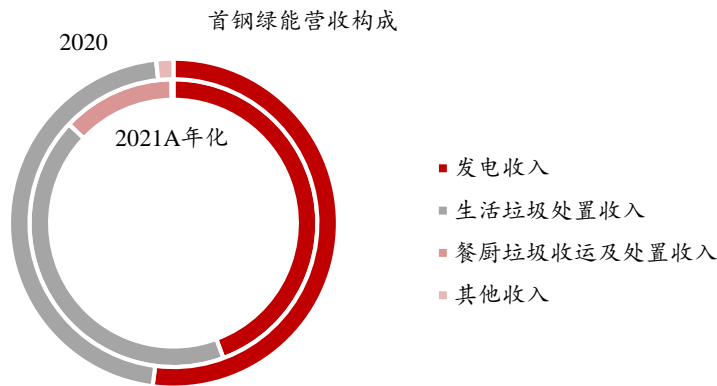
环保：政策支持、生产生活复苏、产能扩张提振环保 REITs 营收。2 支环保 REITs 2021 年营收目标完成率均超过 100%、首创水务/首钢绿能完成率分别达 106.6%/103.9%，年化营收分别同比增长 15.4%/13.6%，增长相对稳健。上述 REITs 营收的增长主要系：**1) 政策支持力度加大：**双碳目标下首钢绿能的业务符合政策导向，近期水利、污水处理相关政策陆续出台；**2) 生产生活复苏：**生产生活产生的垃圾及污水规模提升，带动相应 REITs 底层项目业务需求有所提升，如餐饮企业正常营业带动首钢绿能厨余垃圾收运处置量大幅提升，其中全年累计收运厨余垃圾量同比增长 33.5%至 4.9 万吨、处理厨余垃圾量同比增长 18.2%至 6.9 万吨；**3) 产能扩张：**首创水务旗下合肥项目四期于 2020 年 7 月投入运营、预计其实际结算水量将持续提升至设计产能，对 2021 年 REIT 收入的增长提供了支持。环保 REIT 的业务符合目前政策导向，但公用事业的性质使其提价存在难度、目前疫情散发亦可能对其业务需求带来一定影响。

表 5：合肥项目拉动首创水务 2021 年收入增长

	合肥项目	深圳项目
污水处理结算量同比	33.8%	3.6%
产能利用率	89.5%(同比+6.7pct)	108.7%(同比+4.1pct)
2021 年化营收同比	30.1%	7.4%

数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

图 4：厨余垃圾收运处置拉动首钢绿能 2021 年收入增长



数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

2. 可供分配金额高于预期，盈利能力及调整项共同作用

首批 REITs 可供分配金额均高于预期。与部分 REITs 未达成营收目标的情况不同，将可分配金额目标按实际运营天数调整后，首批 9 支 REITs 均达成了相应目标。从基础设施项目类型来看，经营权类 REITs 可供分配金额的完成率更高，浙江杭徽、首钢绿能、首创水务可供分配金额分别达到预测值的 186.8%、155.8%、150.0%，大幅领先于其他 REITs。



表 6：首批 REITs 2021 年可供分配金额均高于预期

简称	代码	基础设施项目类型	报告期内可供分配金额(亿元)			可供分配金额/募集规模
			2021A	2021E	完成率	
浙江杭徽	508001.SH	经营权类	5.44	2.91	186.8%	12.5%
首钢绿能	180801.SZ	经营权类	1.73	1.11	155.8%	12.9%
首创水务	508006.SH	经营权类	1.37	0.91	150.0%	7.4%
盐港 REIT	180301.SZ	产权类	0.47	0.43	109.7%	2.6%
东吴苏园	508027.SH	产权类	0.93	0.85	109.1%	2.7%
张江 REIT	508000.SH	产权类	0.42	0.40	106.3%	2.8%
中金普洛斯 REIT	508056.SH	产权类	1.51	1.43	105.9%	2.6%
广州广河	180201.SZ	经营权类	5.41	5.23	103.3%	5.9%
蛇口产业园	180101.SZ	产权类	0.53	0.52	102.0%	2.5%

数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究；注：2021E 可供分配金额根据募集说明书预测值及 2021 年报显示的实际运营天数简单年化调整计算，或与实际情况存在差异

营收表现、盈利能力、可供分配金额计算方法的差异导致了各 REITs 可供分配金额完成率的差异。除营收完成率的差异外，各 REITs 项目的盈利能力和可供分配金额的计算方法亦导致了可供分配金额完成率的差异。REITs 的可供分配金额由 EBITDA 与调整项共同组成，其中 EBITDA 反映盈利能力、调整项的差异则源于综合因素。

表 7：营收表现、盈利能力、调整项等共同导致可供分配金额完成率差异

简称	代码	基础设施项目类型	EBITDA(亿元)			2021A 可供分配金额	调整项净额/EBITDA
			2021A	2021E	完成率		
张江 REIT	508000.SH	产权类	0.39	0.34	112.1%	0.93	140.2%
东吴苏园	508027.SH	产权类	0.85	0.79	106.6%	0.42	-50.0%
盐港 REIT	180301.SZ	产权类	0.50	0.47	106.2%	0.47	-5.3%
中金普洛斯 REIT	508056.SH	产权类	1.39	1.35	103.0%	1.51	8.4%
首创水务	508006.SH	经营权类	1.03	1.02	101.2%	0.53	-48.7%
蛇口产业园	180101.SZ	产权类	0.60	0.60	100.7%	5.44	803.0%
广州广河	180201.SZ	经营权类	3.43	3.49	98.4%	1.37	-60.0%
浙江杭徽	508001.SH	经营权类	2.49	2.56	97.0%	5.41	117.5%
首钢绿能	180801.SZ	经营权类	0.26	0.50	52.5%	1.73	559.9%

数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究；注：2021E EBITDA 根据募集说明书预测值及 2021 年报显示的实际运营天数简单年化调整计算，或与实际情况存在差异



2.1 盈利能力：部分 REITs EBITDA 利润率与预期差异较大

部分 REITs EBITDA 利润率与预测值存在较大差异。从各 REITs 物业 EBITDA 的表现来看，6 支 REITs 达成 EBITDA 目标，另外广州广河主要受营收拖累、浙江杭徽 EBITDA 利润率略低于预期、首钢绿能较低的 EBITDA 完成率主要系预测中未充分体现实际经营过程中收入成本在年内分布不均的影响。需注意目前国内 REITs 项目业务的差异极大、不宜直接对 EBITDA 利润率进行横向对比。

表 8：各 REITs 实际 EBITDA 利润率与预期存在差异

简称	代码	基础设施 项目类型	EBITDA(亿元)			EBITDA 利润率		
			2021A	2021E	完成率	2021A	2021E	差额 (pct)
张江 REIT	508000.SH	产权类	0.39	0.34	112.1%	76.4%	71.4%	5.0
东吴苏园	508027.SH	产权类	0.85	0.79	106.6%	58.1%	58.2%	(0.1)
盐港 REIT	180301.SZ	产权类	0.50	0.47	106.2%	77.1%	76.5%	0.6
中金普洛斯 REIT	508056.SH	产权类	1.39	1.35	103.0%	71.0%	62.8%	8.3
首创水务	508006.SH	经营权类	1.03	1.02	101.2%	57.5%	60.5%	(3.1)
蛇口产业园	180101.SZ	产权类	0.60	0.60	100.7%	78.3%	74.0%	4.3
广州广河	180201.SZ	经营权类	3.43	3.49	98.4%	79.6%	75.0%	4.6
浙江杭徽	508001.SH	经营权类	2.49	2.56	97.0%	66.6%	69.8%	(3.3)
首钢绿能	180801.SZ	经营权类	0.26	0.50	52.5%	11.2%	22.2%	(11.0)

数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究；注：由于大部分 REITs 营收预测值仅包含营业收入、利息收入等其他收入为 0 或不计入总营业收入，故此处 EBITDA 利润率根据营业收入计算；2021E EBITDA 根据募集说明书预测值及 2021 年报显示的实际运营天数简单年化调整计算，或与实际情况存在差异

2.2 调整项：期初现金、预留金额等调整存在差异

各 REITs 可供分配金额调整项呈现差异。首批 REITs 在 2021 年报中共同的调整项主要包含募集资金、购买基础设施项目的支出（由于 9 支 REITs 均于 2021 年内成立，其中浙江杭徽将净额计入调增项）、应收应付项目调整（除盐港 REIT 外其余 8 支 REITs 均包含，主要系应收应付款结算并非在一年内平均发生而首批 REITs 报告期并非完整年度）。其他调整项则差异较大，如部分 REITs 调增项中包含期初现金余额、直接增厚了可供分配金额，部分 REITs 调减项中包含了对工程款、运营费用、资本支出、债务利息、不可预见费用等的预留。



表 9：各 REITs 可供分配金额调整项呈现差异

	蛇口产业园	东吴苏园	张江 REIT	盐港 REIT	中金普洛斯 REIT	浙江杭徽	广州广河	首创水务	首钢绿能
	产业园	产业园	产业园	仓储物流	仓储物流	收费公路	收费公路	市政设施	污染治理
REIT募集资金	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
期初现金余额				✓	✓	✓		✓	
应收项目变动	✓	✓	✓		✓				
应付项目变动	✓	✓	✓		✓		✓		
调增项					✓				
处置基础设施项目资产取得的现金					✓				
金融资产相关调整					✓				
存贷变动									✓
政府补助									✓
取得借款收到的本金	✓								
购买基础设施项目的支出	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
支付的利息及所得税费用	✓		✓		✓	✓	✓	✓	
偿还借款支付的本金			✓				✓		
应收项目变动						✓	✓	✓	✓
应付项目变动						✓		✓	✓
不可预见费用				✓					
预留工程款				✓				✓	
调减项									
预留运营费用	✓	✓		✓	✓			✓	✓
预留重大资本支出			✓	✓	✓				✓
预留债务利息	✓				✓				
预留不可预见费用									✓
期末负债余额									✓
期末租赁押金及保证金余额			✓						
当期资本性支出								✓	✓
本期支付原股东分配款									✓
金融资产相关调整				✓					
基础设施项目资产减值准备的变动	✓								

数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

交易架构的差异导致了部分 REITs 对借款相关项目的调整，实际仍为购买底层资产项目所需。各 REITs 发行份额募集的资金均主要用于购买基础设施项目公司，但实际操作过程中存在一定差异。蛇口产业园调增项中包含取得借款收到的本金、张江 REIT 及广州广河调减项中包含偿还借款支付的本金，与上述 REIT 的交易结构相关。蛇口产业园 REIT 交易架构中包含招商银行对 SPV 公司的 3 亿元外部借款、用于 SPV 向招商蛇口支付相应项目公司的股权转让价款，实际亦属于为购买基础设施项目筹集的资金，对应调整项中的“取得借款收到的本金”（蛇口产业园调增项中 REIT 发行份额募集资金 20.79 亿元、借款 3 亿元，调减项中购买基础设施项目支出 23.92 亿元）。另一方面，首批 REITs 的最终结构均为资产支持专项计划持有项目公司的股权及债权，债权结构搭建过程中若项目公司有一定的存量债务，资产支持计划收购项目公司 100% 股权时可发放股东借款置换原债务，实际上亦属于购买基础设施项目的所需支出，对应调整项中“偿还借款支付的本金”，如张江 REIT（调增项中 REIT 发行份额募集资金 14.95 亿元，调减项中购买基础设施项目支出 4.36 亿元、偿还借款支付本金



10.31 亿元)、广州广河(调增项中 REIT 发行份额募集资金 91.14 亿元,调减项中购买基础设施项目等资本性支出 62.69 亿元、偿还借款支付本金 26.28 亿元)。

浙江杭徽、盐港 REIT 将期初现金计入调整项,增厚期内可供分配金额。浙江杭徽、首创水务、盐港 REIT、中金普洛斯 REIT 的调增项中均包含期初现金余额。以浙江杭徽为例,其将 REIT 报告期实际运营日之前(即 2021 年 6 月 8 日之前)的经营成果以“期初现金余额”形式计入可供分配金额的调整,使其在实际运营的 207 天内完成了以全年为报告期测算的可供分配金额的 106.5%。上述 REITs 对期初现金的调整与国际 REITs 市场中常见的酌情分派较为相似(如领展 2020 及 2021 财年均在 100% 派发可分派收入总额的基础上追加酌情分派,合计可分派总额为可分派收入总额的 105%),有效增厚了 REITs 单位持有人的投资回报。

底层资产工程及维护提升需求差异、运营费用范围有所不同,预留金额差异较大。各 REITs 调减项中预留金额的规模相对于可供分配金额的比例差异较大,浙江杭徽、广州广河无预留相关调减项,首创水务调减的预留金额则达到可供分配金额的 109.7%。拆分看,工程款、维护提升所需的重大资本性支出预留金额中较大的组成部分,如首创水务预留工程款占可供分配金额约 93.8%、首钢绿能预留资本性支出占可供分配金额的 18.4%,与相应底层资产的建设、维护的需求相关。各 REITs 预留运营费用范围有所不同,如东吴苏园预留运营费用包含预计于下一分红日前支付的 2021 年度管理人报酬、托管费、基础运营管理费、物业管理费、其他费用及税费支出,预留运营费用占可供分配金额的 24.4%;首钢绿能预留的运营费用则仅包括 2022 年一季度实际需要支付的专业服务费、保险费及相关税金等,预留运营费用仅占其可供分配金额的 2.7%。

表 10: 底层资产工程需求、预留运营费用包含范围等导致预留相关调减项差异较大

简称	预留相关调减项占可供分配金额比重				合计
	预留工程款	预留运营费用	预留重大资本支出	预留不可预见费用	
蛇口产业园	-	18.6%	-	-	18.6%
东吴苏园	-	24.4%	-	-	24.4%
张江 REIT	-	-	8.3%	-	8.3%
盐港 REIT	-	0.2%	1.4%	-	1.6%
中金普洛斯 REIT	-	-	18.7%	-	18.7%
浙江杭徽	-	-	-	-	-
广州广河	-	-	-	-	-
首创水务	93.8%	15.9%	-	-	109.7%
首钢绿能	-	2.7%	18.4%	1.2%	22.3%

数据来源: Wind, 公司公告, 中达证券研究; 注: 中金普洛斯将未来重大资本支出、债务利息、运营费用共同计为“未来合理相关支出预留”, 表格中在预留重大资本支出中列示; 蛇口产业园预留运营费用中包含预留债务利息



3. 资产估值如期分化，避险属性提振价格

产权类估值提升，经营权类有所下降。我国公募 REITs 均采用收益法进行估值（根据未来现金流及资本化率等折现），故经营权类 REITs 底层资产价值应随剩余经营期限缩短而有所下降（预测期变短且终值为 0）、产权类 REITs 底层资产价值更取决于自身经营和市场情况的波动。各 REITs 2021 年年报中披露的资产估值变动方向与估值理论大致相符，首批经营权类 REITs 底层资产估值均有所下降、平均降幅约 3.2%；产权类 REITs 底层资产估值则均呈小幅提升、平均增幅约 0.8%，主要由租金提升等因素驱动。

表 11：产权类 REITs 资产估值提升，经营权类有所下降

简称	代码	基础设施 项目类别	资产估值		
			2020A(亿元)	2021A(亿元)	同比
中金普洛斯 REIT	508056.SH	产权类	53.5	54.2	1.4%
盐港 REIT	180301.SZ	产权类	17.1	17.3	1.4%
张江 REIT	508000.SH	产权类	14.7	14.8	0.7%
东吴苏园	508027.SH	产权类	33.5	33.6	0.3%
蛇口产业园	180101.SZ	产权类	25.3	25.3	0.2%
广州广河	180201.SZ	经营权类	96.7	96.7	0.0%
浙商杭徽	508001.SH	经营权类	45.6	44.5	-2.5%
首钢绿能	180801.SZ	经营权类	9.4	9.1	-3.3%
首创水务	508006.SH	经营权类	17.5	16.2	-7.1%

数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究

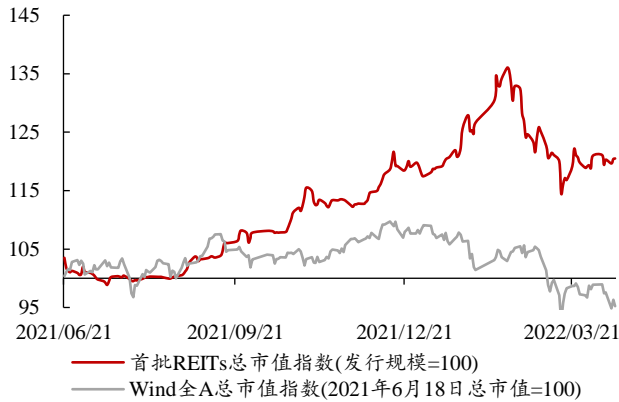
2021 年 9 月以来 REITs 二级市场价格表现亮眼。2021 年 9 月下旬以来，首批 REITs 总市值表现明显跑赢 A 股整体，截至 2022 年 4 月 13 日 Wind 全 A 总市值较首批 REITs 上市前一日下降 4.8%、首批 REITs 总市值则较募集规模增长 20.5%，其中产权类/经营权类 REITs 总市值分别较募集规模增长 28.8%/13.2%。

市场偏好、资产估值、标的供给较少等共同影响 REITs 综合收益。REITs 的价格表现受到多方面因素的影响：1) 避险情绪提振 REITs 市值：2021 年 9 月起地产行业风险暴露、多地疫情反复，市场避险情绪升温，经营及收益相对稳定的 REITs 更受市场青睐，10 月起产权类 REITs 涨幅明显扩大，产权类/经营权类 REITs 总市值相对发行规模的涨幅由 2021 年 9 月中旬的 7.2%/5.1% 分别提升至 11 月末的 17.4%/8.7%。2) 资产估值带动 REITs 市值提升：REITs 的价值理论上与底层资产估值正相关，从国际经验来看 REITs 价格与底层资产价值亦正相关、资产流动性及投资者差异等导致 REITs 价格变动且领先于底层资产价格，如 2008 年金融危机和 2020 年新冠疫情期间，美国权益型住宅类 REITs 的价格



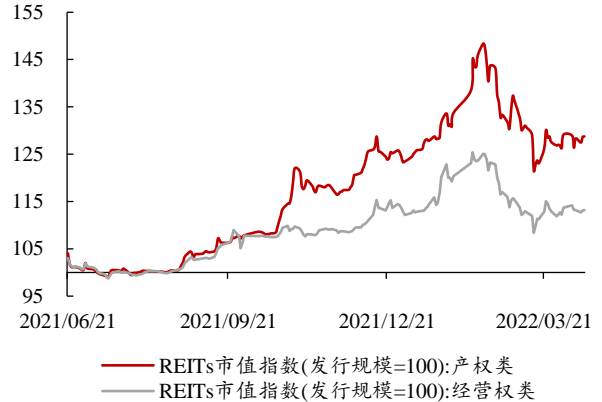
指数在下跌和上涨时均领先于新建住房销售价格的变动；如前所述，产权类 REITs 底层资产价值的增长一定程度上支持了相应 REITs 价格的提升。3) 公募 REITs 标的供给偏少：截至目前我国公募 REITs 市场仅成立 12 支 REITs、合计发行规模约 374 亿元，较少的标的供给一定程度上对存续 REITs 的价格表现带来了积极影响。短期来看，在市场偏好和优质资产稀缺的作用下，经营相对平稳的公募 REITs 产品仍具吸引力；但需注意目前部分 REITs 市净率偏高（首批 REITs 平均市净率 1.32x），同时 6 月部分战略配售份额限售期将至（其中中金普洛斯 REIT、盐港 REIT、张江 REIT 2022 年 6 月解禁份额比例较高，分别达 52.0%、40.0%、35.3%），可能对 REITs 二级价格带来一定压力。长期而言，既有资产及潜在扩募资产质量、管理方运营能力仍将继续驱动优质 REITs 综合收益的增长。

图 5：REITs 价格表现优于 A 股整体



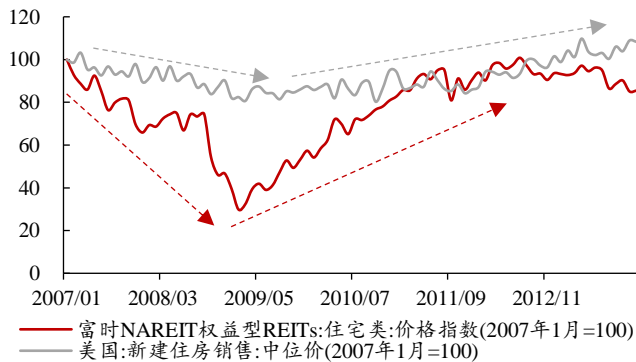
数据来源：Wind，中达证券研究

图 6：2021 年 10 月后产权类 REITs 价格表现更佳



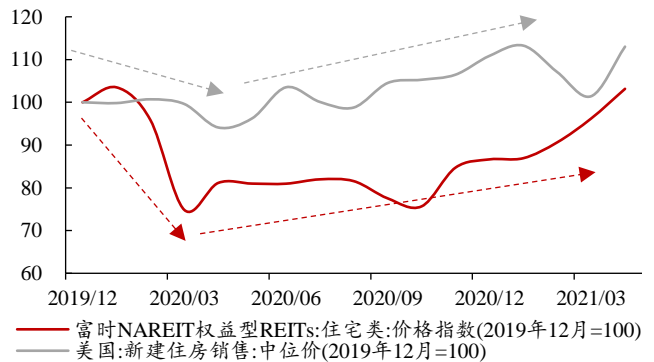
数据来源：Wind，中达证券研究

图 7：住宅类 REITs 价格的变动领先于住房销售价格



数据来源：Wind，NAREIT，中达证券研究

图 8：流动性及投资者等差异致 REITs 价格变动更快



数据来源：Wind，NAREIT，中达证券研究



表 12：中金普洛斯 REIT、盐港 REIT、张江 REIT 2022 年 6 月解禁份额占比较高

简称	代码	合计募集规模 (亿元)	限售期安排（占发售份额比例）				战略配售份额 合计占比
			60 个月	36 个月	12 个月	其他	
张江 REIT	508000.SH	15.0	20.0%	0.0%	35.3%	-	55.3%
盐港 REIT	180301.SZ	18.4	20.0%	0.0%	40.0%	-	60.0%
东吴苏园	508027.SH	34.9	20.0%	20.0%	20.0%	-	60.0%
首钢绿能	180801.SZ	13.4	20.0%	20.0%	20.0%	-	60.0%
蛇口产业园	180101.SZ	20.8	20.0%	12.0%	33.0%	-	65.0%
中金普洛斯 REIT	508056.SH	58.4	20.0%	0.0%	52.0%	-	72.0%
浙江杭徽	508001.SH	43.6	20.0%	38.9%	15.4%	-	74.3%
首创水务	508006.SH	18.5	-	-	25.0%	51.0%	76.0%
广州广河	180201.SZ	91.1	20.0%	31.0%	28.0%	-	79.0%

数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究；注：富国首创水务 REIT 原始权益人限售期与深圳基础设施项目和合肥基础设施项目的特许经营权期限相同（分别为 22 年和 29 年），以届时存续的前述基础设施项目的特许经营权到期日孰晚为准

表 13：首批 REITs 上市至今价格及分派收益表现良好

简称	代码	底层资产 类别	上市至今 涨跌幅	2021A 可供分 配金额完成率	分派收益率 (根据最新收盘价计算)		市净率
					2021A 年化	2022E	
东吴苏园	508027.SH	产业园	21.0%	109.1%	3.8%	3.6%	1.21
蛇口产业园	180101.SZ	产业园	24.2%	102.0%	3.2%	3.2%	1.40
张江 REIT	508000.SH	产业园	24.0%	106.3%	3.9%	3.1%	1.30
中金普洛斯 REIT	508056.SH	仓储物流	23.8%	105.9%	3.7%	3.5%	1.25
盐港 REIT	180301.SZ	仓储物流	43.5%	109.7%	3.1%	3.0%	1.44
广州广河	180201.SZ	收费公路	3.2%	103.3%	10.4%	6.9%	1.03
浙江杭徽	508001.SH	收费公路	13.8%	186.8%	19.0%	8.6%	1.21
首创水务	508006.SH	环保	58.7%	150.0%	8.1%	5.7%	1.57
首钢绿能	180801.SZ	环保	30.4%	155.8%	17.3%	5.8%	1.46

数据来源：Wind，公司公告，中达证券研究；注：上市至今涨跌幅、分派收益率、市净率以 2022 年 4 月 13 日收盘价计算；2021 年分派收益率及可供分配金额完成率根据各 REITs 2021 年报披露的可供分配金额简单年化处理计算，可能与实际情况存在差异

风险提示：

- 1.政策规划及疫情控制或存在一定不确定性，影响底层项目经营收入；
- 2.REITs 产品流动性或不及预期。



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：

- (1) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了该分析师个人对标的公司及其股票的看法；
- (2) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论在过去、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或我司投资银行部相联系；
- (3) 该分析师未直接或间接地受我司投资银行部授意或向我司投资银行部报告；
- (4) 标的公司不处于证监会操守准则16.5(g)定义的安静期内；
- (5) 该分析师未于本研究报告涉及的上市公司任高级职员；
- (6) 该分析师及/或其助理与本研究报告涉及的上市公司无利益关系。

评级说明

报告中涉及的评级以报告发布后12个月内市场表现为比较标准，A股市场以沪深300指数为基准，港股市场以恒生指数为基准。

1) 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。

2) 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。

免责声明

中达证券投资有限公司与本报告所涵盖的公司或有业务往来。因此，投资者应该意识到公司可能存在利益冲突，这可能会影响报告的客观性。投资者在做出投资决策时，应仅将本报告视为参考因素之一。

本研究报告所提供的任何资料仅供参考，并不考虑任何特定接受者的投资目标、财务状况或风险承受能力，也不构成任何招标或买卖任何证券或任何其他金融工具的要约。本报告并未经香港证监会审核。投资有风险，在签订任何投资合同之前，个人应在必要时做出判断或寻求专业意见。

本报告所载资料来自中达证券投资有限公司认为可靠的来源，但在本报告所载材料的准确性、完整性或可靠性方面，中达证券投资有限公司不提供任何明示或暗示的表述或保证。所有与价格相关的信息均为指导性信息，本报告中提到的投资价值 and 来自这些信息的收入可能会波动。本报告所载资料随时可能有所改变，中达证券投资有限公司不承诺就该等更改发出通知。



过往业绩不能代表未来表现，未来回报不可保证，并可能发生本金的损失。中达证券投资有限公司及其附属公司、高级职员、董事和雇员可能不时买卖本报告中提到的证券、认股权证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具。

在任何情况下，本报告中的信息或意见均不构成对任何人的投资建议。中达证券投资有限公司或中达证券投资有限公司的任何其他成员在任何情况下均不对依赖本报告内容发生的任何第三方的作为或不作为造成的任何直接、间接、后果或附带损失承担责任。

本报告不会发送或打算发送给任何处于此种发送、公布、提供或使用将违反任何法律、条例、规则或其他登记或执照要求的任何地方、国家或其他管辖范围内的个人或实体使用。

本报告在香港只向专业投资者（定义见《证券及期货条例》（香港法律第571章）及在香港颁布的任何法规）以及不违反香港证券法的情况下分发。

未经中达证券投资有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、发送或出版本报告。中达证券保留所有权利。