

关注公募 REITs 配置价值

华泰研究

2024 年 2 月 28 日 | 中国内地

专题研究

研究员 张继强
SAC No. S0570518110002 zhangjiqiang@htsc.com
SFC No. AMB145 +(86) 10 6321 1166

研究员 文晨昕
SAC No. S0570520110003 wenchenxin@htsc.com
SFC No. BSF414 +(86) 21 2897 2068

联系人 王晓宇
SAC No. S0570122070156 wangxiaoyu@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

报告核心观点

存款利率下调、LPR 降息、广谱利率下行、机构“资产荒”背景下，公募 REITs 作为较高分红、风险适中、较低相关性的资产，在经历 2023 年回调后，配置价值凸显，同时随着 REITs 权益属性的明确，流动性有望改善。高速 REITs 作为上市只数较多、业绩明显修复、绝对分红相对较高的一类，今年以来价格走势稳健，可关注其中业绩明显修复、分派率较高、价格下跌带来边际安全性较高的项目。同时，一级市场方面，近期公募 REITs 市场“扩面提质”不断推进，可关注高股息、估值稳健新项目配置机会。

资产荒+高股息+权益属性明确，REITs 春节以来表现突出

截至 2024 年 2 月 23 日，以市值测算 2023 年可供分配金额分派比率，特许经营权类 REITs 23 年全年累计平均分派率为 9.16%，而产权类 REITs 23 年全年累计平均分派率为 5.02%。存款利率下调、LPR 降息、广谱利率下行、机构“资产荒”背景下，公募 REITs 等具备高分红属性的资产具备长期投资价值。今年以来，高速公路和环保类等业绩可预见性和经营稳定性较强的板块走势更好，价格表现更加抗跌，特许经营权类走势表现整体优于产权类。同时会计新规明确 REITs 权益属性，有助于调和 REITs 长期资产配置与机构行为考核短期化的矛盾，改善流动性。

收费公路项目分析框架，关注路产区位与成长性

收费公路项目的盈利增长主要来自：1) 经济增长驱动通行费收入提升；2) 贷款逐步归还使财务费用下降。引起盈利波动的要素还包括：1) 路网变化和收费标准变化引起的收入波动；2) 维修周期引起的付现运营成本波动。在影响盈利的诸多要素中，成本端相对可控并且可预测；收入端需要着重分析区域经济增速、路网规划和收费标准。公路估值方面，PE 和现金分派率指标对于特定经营期限不同的资产并不可比，IRR 更可靠。投资者将 REITs 的 IRR 与债券回报率进行比较，可以根据债市波动做出 REITs 投资决策；在考虑不同项目风险差异后，REITs 项目的 IRR 可以进行横向比较。

高速公路 REITs 经营情况

23 年已上市高速公路类项目持续修复，通行费收入同比多数上升，在国内新旧动能切换背景下，货车占比较高的高速修复预计较慢，客货比较高的高速公路，收入表现相对亮眼，如平安广州广河、浙商沪杭甬、华夏越秀高速、苏交控等。从通行费收入预期完成率来看，部分项目 2023 年全年累计完成率不及预期，后续或将下调通行费收入预测。我们以中债估值 IRR 为基础，根据评估报告计算通行费收入复合增速，在保守情况下，分别考虑未来收入零增长、增速为 1%、增速为 2% 等情形下的估值收益率情况。若保守情况下，估值收益率仍能满足投资回报要求，则说明价格存在低估，可适当增配。

高速 REITs 发售情况

公募 REITs 市场“扩面提质”不断推进，从高速 REITs 历史发售来看，战投比例均处于 70%-80% 之间，机构自营和保险资金对高速 REITs 的认购热度较高，已上市的高速 REITs 中机构自营认购比例在 3.5%-16%，保险资金认购比例在 0%-11%，认购价多处于询价区间的 45% 左右。近期待询价新项目易方达深高速 REIT 战投比例达 80%，流通份额较低，仅占 20%，且发行规模较小。从打新收益来看，22 年以来高速类项目打新收益均较低，主要系基本面不及预期、二级价格偏弱影响。未来随着新上项目增加、REITs 高分红配置性价比提升，可关注其中高分红、估值稳健、业绩稳定的项目。

风险提示：数据统计估算偏差，公募 REITs 运营风险，高速路网分流。



正文目录

资产荒+高股息+权益属性明确，REITs 春节以来表现突出	3
收费公路项目分析框架，关注路产区位与成长性	6
盈利着重分析：区域经济增速、路网规划、收费标准	6
估值重点关注：现金流成长能力、贴现率	7
PE/PB/现金流分派率都有局限性，内含报酬率 IRR 更可靠	8
高速 REITs 经营情况：通行费收入同比多修复，部分不及通行费收入预期	10
新项目待上市：易方达深高速 REIT	12
项目基本情况	12
估值情况对比	15
高速 REITs 发售情况	18
风险提示	20

资产荒+高股息+权益属性明确，REITs 春节以来表现突出

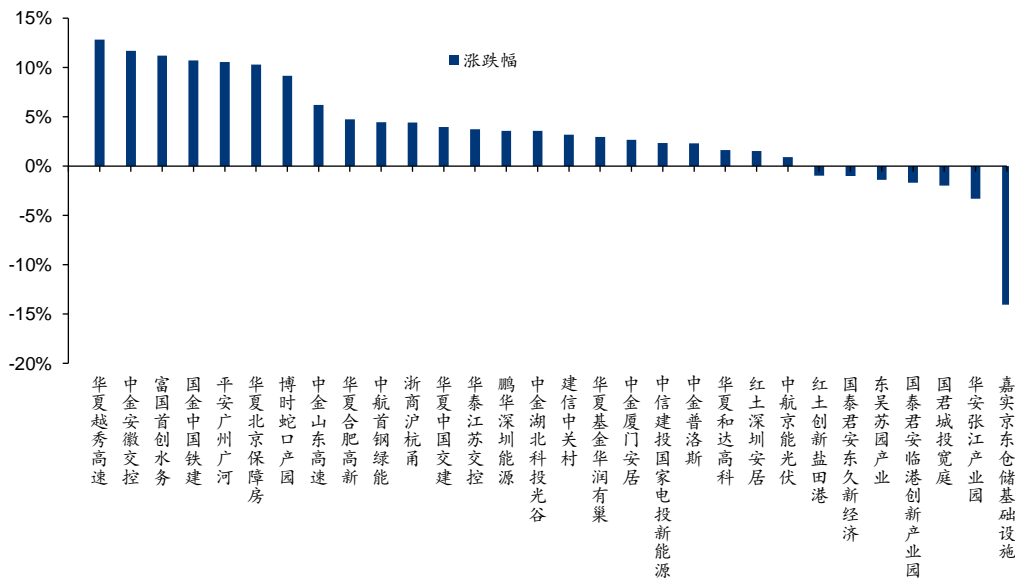
2023 年以来，预期反复、市场流动性偏弱、交易型资金的止损叠加投资者对底层资产基本面预期的走弱，共同构成了 2023 年估值中枢整体下行的行情。步入 2024 年，REITs 市场先下跌后反弹，截至 2024 年 2 月 23 日，中证 REITs 指数上涨 4.18%，其中高速、环保、保租房、能源和产业园年内平均涨幅分别为 8.01%、7.84%、3.09%、2.28%和 1.66%，仓储物流平均跌幅为 4.23%。受嘉实京东租金下调事件和部分项目出租率下滑的影响，春节前仓储物流和产业园类价格跌幅较大，分别为 14.50%和 8.79%，春节后表现为超跌反弹走势，分别为 18.81%和 16.14%。但整体表现来看，高速公路和环保类等业绩可预见性和经营稳定性较强的板块走势更好，价格表现更加抗跌，特许经营权类走势表现整体优于产权类。

图表1：各板块公募 REITs 阶段涨跌幅 (%)

区间平均涨跌幅	2021.9.30-2022.2.15-2	2022.2.15-2022.7.1-20	2022.7.1-2022.9.29-2	2022.9.29-2022.12.23-	2022.12.23-2023.2.14	2023.2.14-2023.7.4	2023.7.4-2023.8.10	2023.8.10-2024.1.4	2024.1.4-2024.2.7	2024.2.7-2024.2.23	2024.2.23-2024.1.1-20
中证 REITs 指数	27.98	-14.22	3.83	-8.50	2.54	-23.38	9.03	-17.58	-3.40	10.79	4.18
保租房			34.91	-7.34	0.08	-13.36	10.03	-7.90	-3.32	8.40	3.09
环保类	45.31	-20.89	2.86	-8.78	3.78	-12.07	5.21	-12.29	1.60	7.24	7.84
高速公路	21.51	-7.78	1.68	-4.38	1.01	-16.68	10.12	-8.56	1.63	7.34	8.01
产业园区	49.57	-13.24	7.79	5.31	3.47	-17.41	7.75	-22.90	-8.79	16.14	1.66
仓储物流	46.70	-9.45	7.90	-9.61	2.83	-20.61	16.37	-20.29	-14.50	18.81	-4.23
能源			39.30	-0.26	0.18	-5.74	8.27	-2.83	-0.84	6.58	2.28

注：区间涵盖项目上市首日的，初始价格以认购价为计算基础
资料来源：Wind，华泰研究

图表2：2024 年以来公募 REITs 涨跌幅

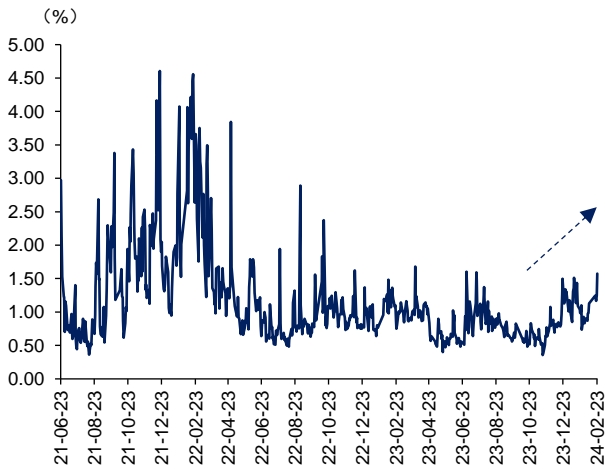


注：数据计算区间为 2024.1.1-2024.2.23
资料来源：Wind，华泰研究

近期 REITs 会计新规明确产品权益属性，有助于调和 REITs 长期资产配置与机构行为考核短期化的矛盾。2024 年 2 月 8 日，中国证监会发布了《监管规则适用指引——会计类第 4 号》，对基础设施 REITs 的相关准则予以明确，文件指出并表原始权益人在合并财务报表层面应将基础设施 REITs 其他方持有的份额列报为权益。从基础设施 REITs 其他投资方的会计处理角度看，其持有的份额在性质上属于权益工具投资。配置型投资人在会计核算时，可以选择将公募 REITs 指定为非交易性权益工具，按照 FVOCI（以公允价值计量且公允价值变动计入其他综合收益）计量，分红计入利润表，价格波动不计入当期损益而计入其他

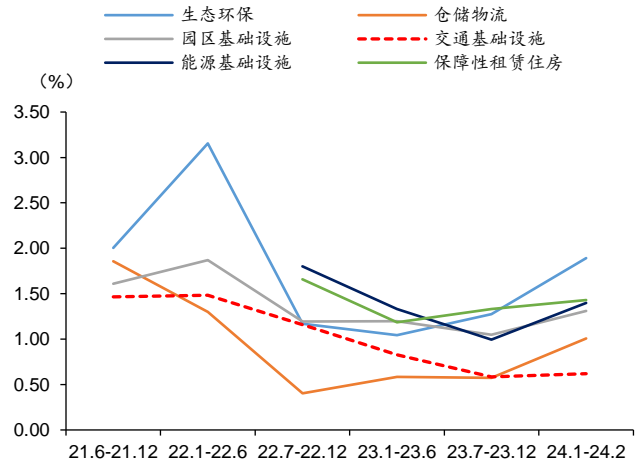
综合收益,从而降低价格波动对业绩考核的影响,平滑战略配置资金盈亏稳定性,缓解 REITs 长期资产配置的属性与机构行为和考核短期化的矛盾,有利于吸引更多长期配置型资金入市,进一步降低市场波动性,形成市场稳定运行和吸引资金参与的正反馈。

图表3: 近期 REITs 换手率有所改善



资料来源: Wind, 华泰研究

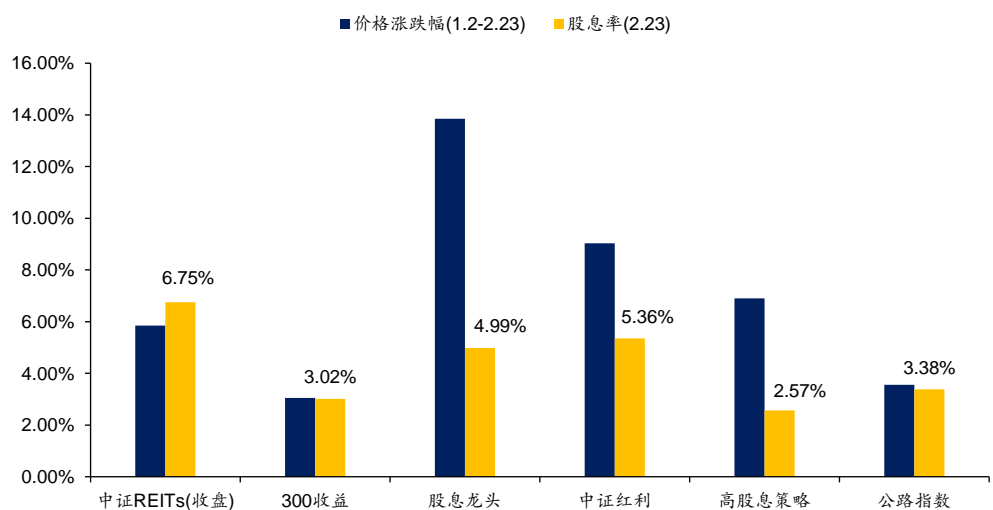
图表4: REITs 不同资产类型区间换手率走势



注: 区间统计始末日期为 2021 年 6 月 21 日和 2024 年 2 月 23 日
资料来源: Wind, 华泰研究

存款利率下调、LPR 降息、广谱利率下行, REITs 等高分红属性的资产具备长期投资价值。相较于主流股指和其他固收类产品, REITs 具备稳定且持续的高分红特性, 在高息资产欠配背景下, 具备明显配置优势。自 2024 年初以来, 中证 REITs 收盘全收益指数 932006CNY01.CSI、沪深 300 全收益指数 H00300.CSI、中证股息龙头全收益指数 921373.CSI、中证红利全收益指数 H00922.CSI、高股息策略全收益指数 H21053.CSI 的价格涨跌幅分别为 5.85%、3.05%、13.85%、9.04%和 6.90%, 而股息率分别为 6.75%、3.02%、4.99%、5.36%和 2.57%, REITs 股息率显著高于其他典型红利概念股指, 同行业比较来看, 高速公路类 REITs 平均股息率达 8.95%, 高速公路指数股息率为 3.38%, 具备明显的高股息优势。

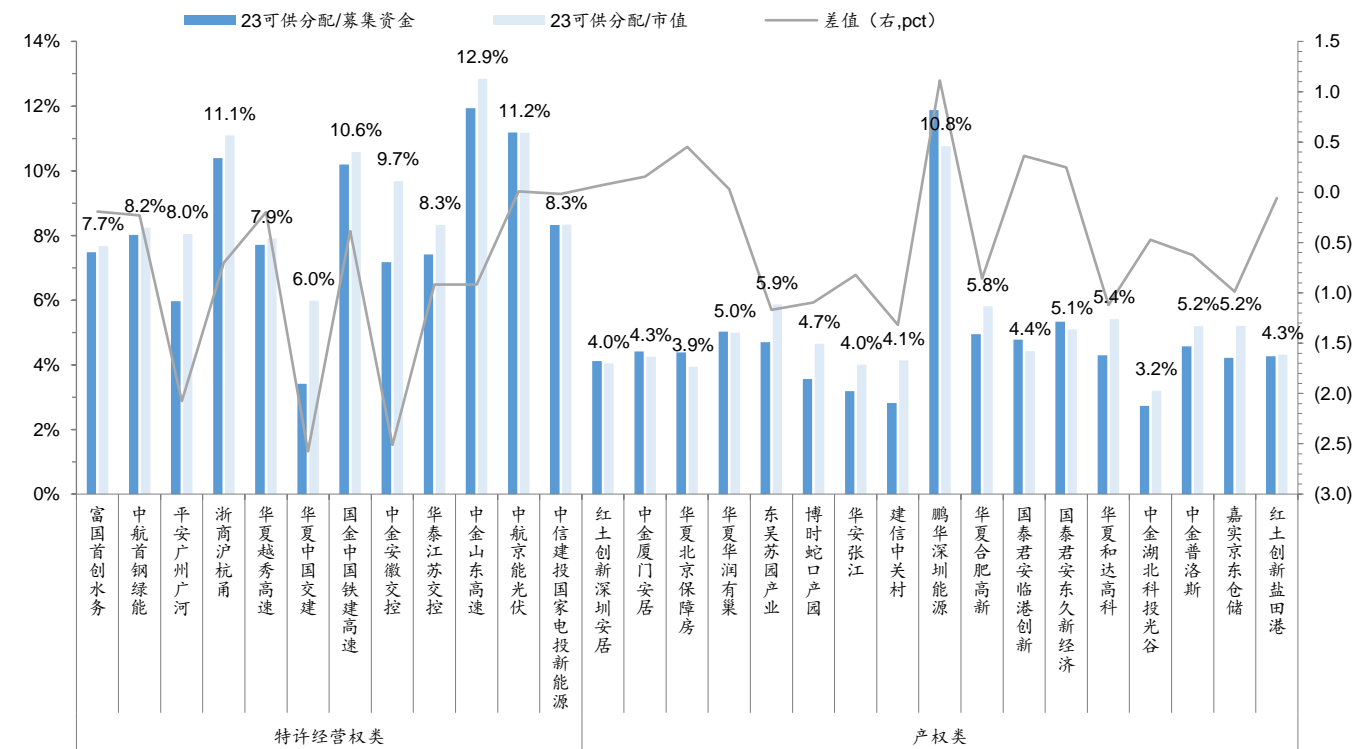
图表5: REITs 与高股息股指股息率对比



注 1: 价格涨跌幅计算区间为 2024 年 1 月 2 日至 2024 年 2 月 23 日。
注 2: 股息率计算基准为 2024 年 2 月 23 日数据。中证 REITs 股息率为除国君城投宽庭 REIT 和中金湖北科技 REIT 外已上市 28 只 REITs 的股息率均值。
注 3: 中证 REITs 收盘全收益指数 932006CNY01.CSI、沪深 300 全收益指数 H00300.CSI、中证股息龙头全收益指数 921373.CSI、中证红利全收益指数 H00922.CSI、高股息策略全收益指数 H21053.CSI、公路指数 886030.WI。
资料来源: Wind, 华泰研究

“资产荒”持续演绎，公募 REITs 配置性价比提升。2024 年以来，债券市场利率中枢下行中继、α 难寻，实体融资需求偏弱+城投发债严监管，“资产荒”逻辑持续强化，非银机构配置压力仍大，优质资产稀缺，REITs 作为较高分红、风险适中、较低相关性的资产，在经历 2023 年回调后，配置价值凸显。截至 2024 年 2 月 23 日，以市值测算 2023 年可供分配金额分派比率，特许经营权类 REITs 23 年全年累计平均分派率为 9.16%，而产权类 REITs 23 年全年累计平均分派率为 5.02%。向后看，社保基金和养老金 FOF 等资金入市，会继续为市场带来稳定的增量资金，配套制度、会计处理的不断完善、以 REITs 为标的的 ETF 产品的不断探索，也有助于流动性的改善，在险资资产欠配的背景下，REITs 或成为以险资为主的长期资金的重要配置方向。

图表6：公募 REITs 2023 年全年可供分派比率情况



注 1：中金普洛斯、华安张江光大、博时蛇口产业园、红土盐田港募集资金使用扩募后募集资金金额值。

注 2：京能光伏和中信建投国家电投累计区间为 2023 年 3 月 20 日至 2023 年 12 月 31 日，中金山东高速累计区间为 2023 年 10 月 16 日至 2023 年 12 月 31 日，中金湖北科投光谷累计区间为 2023 年 6 月 9 日至 2023 年 12 月 31 日，嘉实京东仓储累计区间为 2023 年 1 月 11 日至 2023 年 12 月 31 日。其余 REITs 可供分配金额数据期间均为 2023 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日。

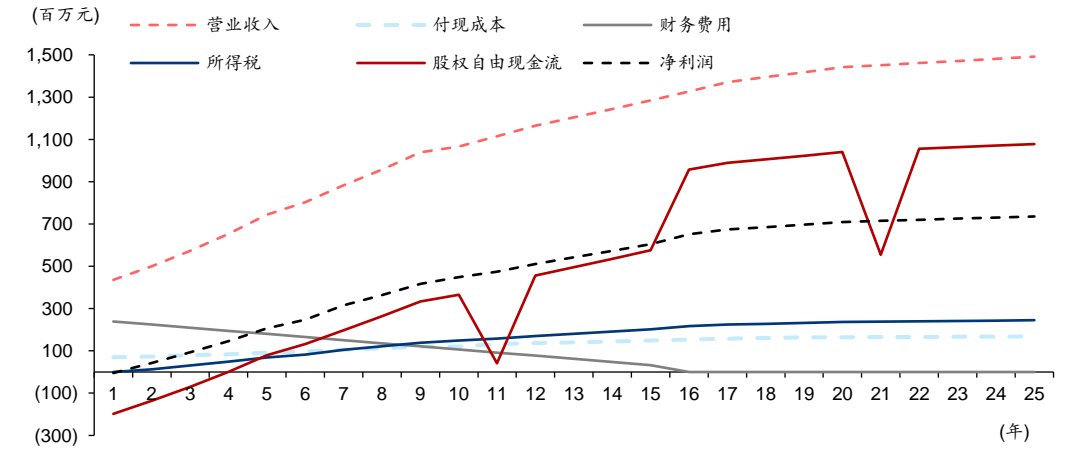
注 3：市值数据为 2024 年 2 月 23 日收盘数据。

资料来源：Wind，华泰研究

分板块来看，产权类中保租房板块出租率整体保持稳健，经营表现出一定韧性，具备一定抗周期性。特许经营权类中受宏观景气度影响较小的 REITs 蕴含投资机会，如经营业绩较为稳定的能源板块，表现较为抗跌。另外高速公路 REITs 目前上市 8 单，市值占比整个 REITs 市场 42.47%（2024 年 2 月 23 日），以市值计算 23 年累计平均分派率达到 9.31%，23 年四季度业绩环比三季度持续修复，通行费收入同比大多改善，整体来看高速 REITs 绝对分红较高，业绩普遍改善，安全垫相对较厚，可以关注其配置价值。

高速公路是重资产行业，资产负债率较高导致财务费用较大。高速公路的现金流特征是建设期资金投入较重、运营期资本开支较轻。随着项目在运营期回收现金流，并且逐步归还银行贷款，财务费用随之下降。在银行贷款本金还清后，可分配现金流将出现跃升。此外，高速公路通常以 10 年为周期进行大修，大修年份涉及较重的资本性支出。

图表9：典型收费公路项目的现金流示意图



注：上图为根据行业整体情况绘制的模拟项目的现金流。
资料来源：华泰研究

在影响盈利的诸多要素中，成本端相对可控并且可预测；收入端需要着重分析区域经济增长、路网规划和收费标准。其中，区域 GDP 增速波动性小且可预测性高；路网变化的预计影响与实际影响可能有较大差异，预测可靠性相对较低；收费标准的变化与政策相关，基本无法预判。

估值重点关注：现金流成长能力、贴现率

项目评估的基本方法分为收益法、市场法与成本法。收益法是通过预计高速公路未来现金流，使用适当的贴现率将其折算到估值时点，并将各期现金流现值累加得出收费权益价值。市场法通常因为缺乏公开可靠的可比高速公路交易案例而无法使用。成本法一般不适用于高速公路估值。

项目现金流成长性与车辆保有量增速和路网变化密切相关。车辆保有量增速是高速公路行业的需求代表，高速公路新通车里程代表行业的新增供给，路网变化影响行业竞争格局。路网变化主要涉及到路产所属地区未来新建高速公路和高铁的规划。总体看，中国中西部地区的车辆保有量增速比东部地区更高，但同时中西部地区的新通车里程增速也较高，面临更激烈的行业竞争。聚焦到项目层面，道路两侧产业规划与区域路网规划，都会对项目价值产生重要影响。

REITs 基金的公允价值是基于项目未来现金流贴现得出，关键的变量是交通量预测机构出具的对未来车流量、付现成本与资本开支的假设。在项目运行期间，每年需要重新评估公允价值，如果实际现金流量达不到当初预测数字，对未来现金流的预测可能下调，导致基金公允价值下降，例如，如果项目公司对未来车流量的预测下调，未来预测收入也将下调，这将引起基于车流量摊销法计算的每期摊销费用增加，使报表净利润进一步下降；反之同理。

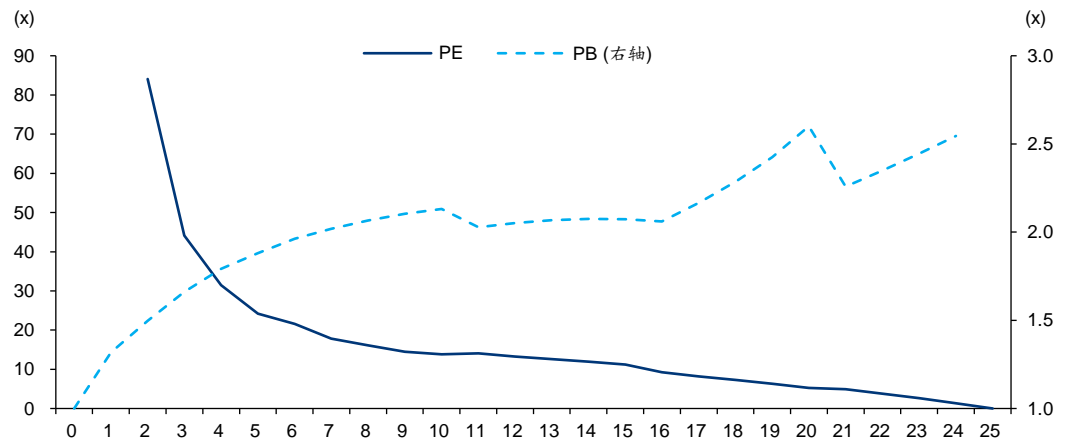
在 REIT 项目发行时，DCF 估值的贴现率越高对投资者越有利。但优质项目获得超额认购可能触发 REIT 基金溢价发行，使实际贴现率下降。在 REIT 项目运行时，贴现率与市场利率水平同步波动，体现 REIT 的债性。如果 REIT 项目贴现率相同，则可以比较潜在风险，现金流波动性越小代表风险越小。

PE/PB/现金流分派率都有局限性，内含报酬率 IRR 更可靠

对于不同特定经营期限的单项资产，市盈率 PE 指标并不可比。我国东部地区经营性高速公路的收费期限最长不超过 25 年，中西部地区最长不超过 30 年（《收费公路管理条例》第十四条）。当路产的剩余收费期限逐年缩短，根据绝对估值法，现金流折现总期数的减少会引起项目现值的下降；根据相对估值法，PE 倍数本质上反映的是在现有盈利回报水平下，投资者愿意用多长时间收回投资，剩余收费期限减少会使得 PE 倍数下移。

市净率 PB 具有一定参考价值，但随着时间流逝，账面净资产与公允价值的差异会扩大。我国基础设施项目原则上采用成本模式计量，以购买日的账面价值为基础，对其计提折旧、摊销及减值。购买日的账面价值体现为资产组未来每期现金流现值之和，再减去负债并加回溢余资产；后续计量将按照成本法核算，每期账面价值都将计提摊销费用，账面价值的变化并不反映货币时间价值的变化。假设预测现金流与实际情况一致，随着时间推移，资产组公允价值与账面价值的差异会扩大，这个差异本质上为货币时间价值。对于不同时间上市的 REIT 项目，越接近上市时点的项目 PB 越趋近于 1，离上市时点越远的项目 PB 会逐渐提高，到收费期终点时公允价值与账面价值都为零。这只是计量方式引起的 PB 变化，与 REITs 投资回报率的高低并不相关。

图表10：典型收费公路项目的 PE 和 PB 示意图

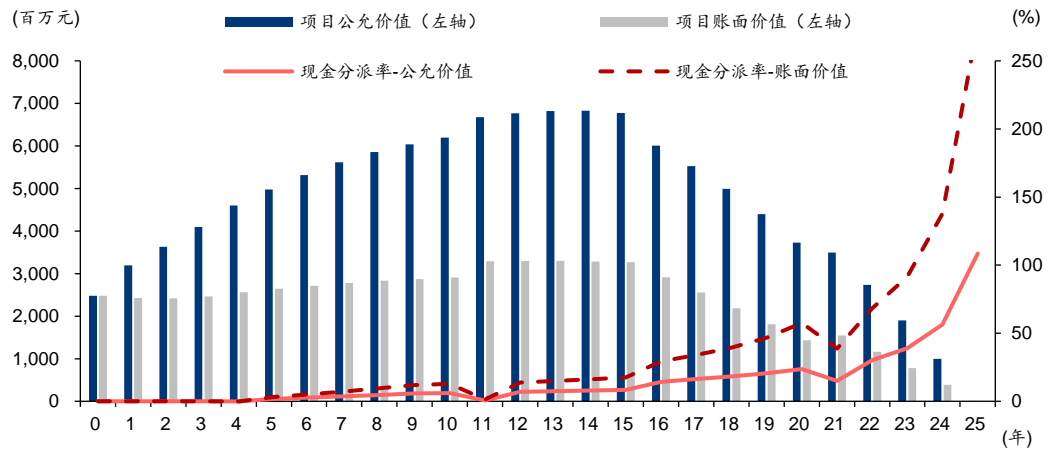


注：上图为根据行业整体情况绘制的模拟项目的 PE 和 PB，并且假设项目的市场价值总是等于项目的公允价值
资料来源：华泰研究

对于有特定经营期限的单项资产，现金流分派率指标的可比性是受限的。在分子端，可供分配现金流因盈利增长和贷款归还而逐步提升；在分母端，在剩余收费期较短时，收费期限逐渐减少使特许经营权项目的账面价值和公允价值都逐渐下降，最终残值为零。在剩余收费期较短时，分子向上、分母向下，使得收费期限越短的项目现金流分派率越高，现金流分派率体现为投资回报率与本金归还比例之和，不适用于不同期限资产的横向比较。当特许经营期足够长时，收费期对现金流分派率影响较小，现金流分派率才具备横向可比性。

更合理的估值指标是内含报酬率 IRR。内含报酬率的计算是基于：1) 对项目未来现金流进行合理预测；2) 测算未来现金流贴现到当前市值的贴现率。在考虑不同项目风险差异后，REITs 项目的 IRR 可以进行横向比较。公募 REITs 的风险收益特征介于股债之间，投资者将 REITs 的 IRR 与债券回报率进行比较，根据债市波动快速做出 REITs 投资决策。使用内含报酬率 IRR 的缺点在于：1) 搭建估值模型与计算 IRR 对投资者的能力要求较高；2) 对未来现金流的预测具有主观性。

图表11：典型收费公路项目的现金分派率示意图



注：上图为根据行业整体情况绘制的模拟项目的项目公允价值、项目账面价值以及基于两种口径计算的现金分派率。其中，
 现金分派率-公允价值 = 当年年度现金分派金额/当年年初项目公允价值；
 现金分派率-账面价值 = 当年年度现金分派金额/当年年初项目账面价值
 资料来源：华泰研究

高速 REITs 经营情况：通行费收入同比多修复，部分不及通行费收入预期

23 年四季度，高速类业绩同比持续修复，各项目通行费收入同比多数上升。同时由于高速通行费收入呈现一定的季度性特征，三季度涵盖暑期，是居民出行意愿较为强烈且也是天数最多的一季，通行费收入通常是一年中最多的，因此四季度通行费收入环比均有所下降。其中，中金安徽交控同比下降 11.65%，环比下降 22.85%，主要系周边路网变化、路段改扩建及恶劣天气影响。此外，在国内新旧动能切换背景下，货车占比较高的高速修复预计较慢，客货比较高的高速公路，收入表现相对亮眼，如平安广州广河、浙商沪杭甬、华夏越秀高速、苏交控等。

从通行费收入预期完成率来看，2023 年全年累计完成率部分不及预期，后续或将下调通行费收入预测。具体来看，国金中国铁建和中金山东高速均超预期完成，其中中金山东高速主要得益于宏观经济的恢复及周边济菏高速由于改扩建带来的交通量引流。华夏中国交建 2023 年完成率仅 81.01%，主要是由于货运订单恢复不及预期，叠加货运成本仍处于较高水平导致整体收入偏低。

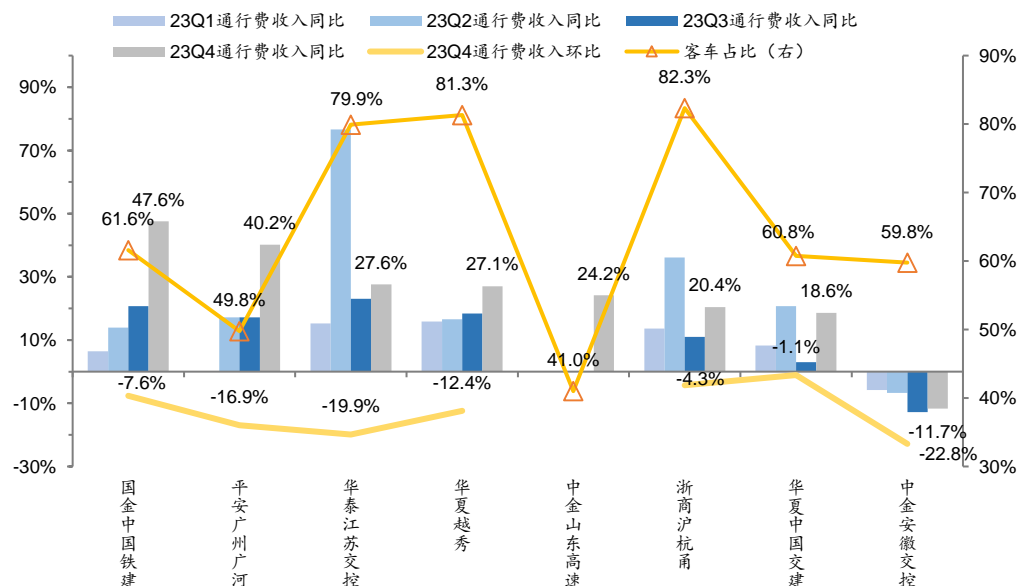
图表 12：高速公路 REITs 区位状况与客货车流结构

	平安广州 广河	浙商沪杭甬	华夏越秀高速	华夏中国交建	国金中国铁建	华泰江苏交控	中金安徽交 控	中金山东 高速
起止点情况	广州至河源高速公路 路广州段	杭徽高速公路(浙江段) 昌昱段	汉孝高速公路 主线路和机场北连接线	武汉至深圳高速公路嘉鱼至通城段	渝遂高速(重庆段)	沪苏浙高速公路	沿江高速公路芜湖(张韩)至安庆(大渡口)段	鄞甬高速
23Q4 通行费收入(万元)	18,733	19,872	5,510	11,536	18,258	8,670	19,755	6,790
23Q4 通行费收入同比	40.18%	20.44%	27.05%	18.60%	47.55%	27.59%	-11.65%	24.18%
23Q4 通行费收入环比	-16.95%	-4.32%	-12.40%	-1.08%	-7.60%	-19.88%	-22.85%	-
客车占比	82.80%	82.33%	81.30%	49.78%	61.60%	79.90%	59.76%	41.00%
货车占比	17.20%	17.67%	18.70%	50.22%	38.40%	20.10%	40.24%	59.00%

注：华泰江苏交控 23Q4 通行费收入不含税不含统筹发展费用；各项目通行费收入均不含税。华夏中国交建、中金安徽交控客货比为 23 年 4 季报数据；平安广州广河 REIT、国金中国铁建 REIT、华泰江苏交控 REIT、中金山东高速 REIT 客货结构数据来自招募说明书，其余高速公路 REITs 客货结构数据来自 2022 年评估报告，其中客货结构数据对应时间上，平安广州广河 REIT 为 2020.5-12，浙商沪杭甬 REIT 和华夏越秀 REIT 为 2022 年，国金中国铁建 REIT 为 2022 年预测值，华泰江苏交控 REIT 为 2022.7-12，中金山东高速 REIT 为 2023 年预测客货比，华夏中国交建 REIT 和中金安徽交控 REIT 为 23Q4。

资料来源：基金公告，华泰研究

图表 13：23Q4 高速公路 REITs 通行费收入同比多有改善，环比均下降



资料来源：基金公告，华泰研究

图表14：高速公路 REITs 通行费收入预期完成情况

	平安广州 广河	浙商沪杭甬	华夏越秀 高速	华夏中国 交建	国金中国 铁建	华泰江苏 交控	中金安徽 交控	中金山东 高速
2022 通行费收入 (万元)	65903.22	73609.68	19873.18	41859.78	61893.31	-	108880.59	26595.42
2022 年预期通行费收入	85339.81	72082	24241	55355	67813	20293	117553	-
2022 年预期完成率	79.54%	102.12%	84.44%	77.89%	94.01%	-	95.40%	-
2023 年通行费收入 (万元)	81,692	76,227	24,354	46,715	76,657	39,326	98,653	33,307
2023 年预期通行费收入	92300	73792.23	24340.9	57663	74323	40082.46	127529	30279
2023 年预期完成率	88.51%	100.29%	100.05%	81.01%	103.14%	98.11%	77.36%	110.00%

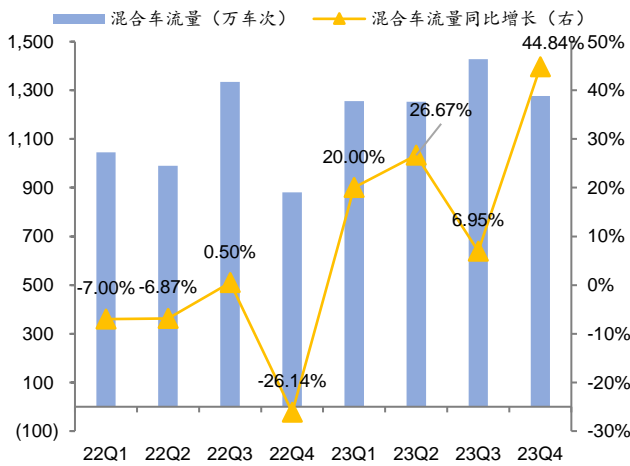
注1：浙商沪杭甬通行费收入值预测不含税，其余项目通行费收入预测值含税。

注2：平安广州广河、浙商沪杭甬、华夏越秀、华夏中国交建、华泰江苏交控 2023 年预期通行费收入来源于 2022 年评估报告，其余 2023 年预期通行费收入数据均来自募集说明书。

注3：2023 年通行费收入数据为 12 月份披露的运营数据中的累计含税通行费收入。

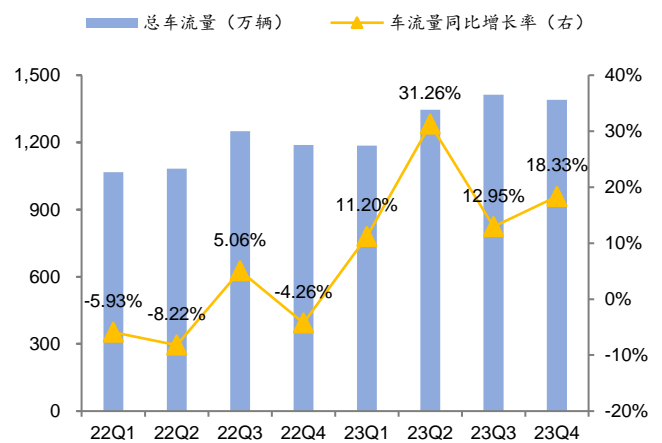
资料来源：招募说明书，评估报告，华泰研究

图表15：23Q4 平安广州广河混合车流量同比增长 44.84%



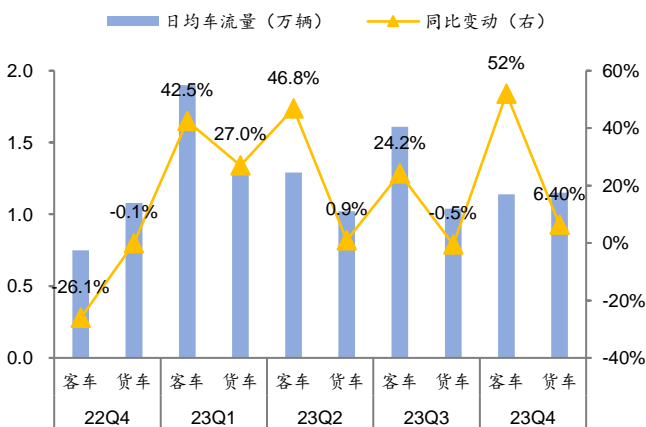
资料来源：基金公告，华泰研究

图表16：23 年 Q4 浙商沪杭甬项目车流量同比增长 18.33%



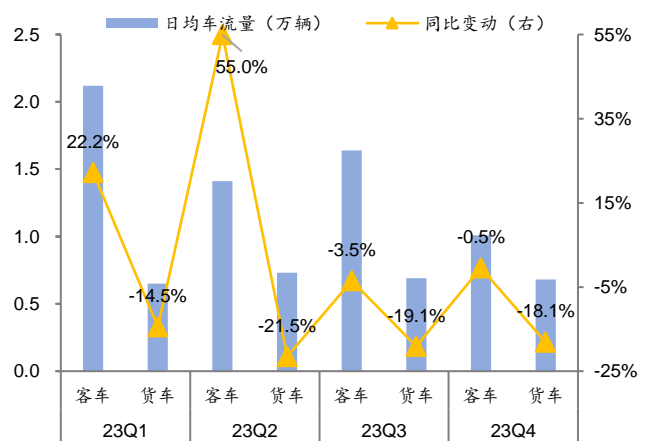
资料来源：基金公告，华泰研究

图表17：23Q4 华夏中国交建项目客、货车日均车流量同比均上升



资料来源：基金公告，华泰研究

图表18：23Q4 中金安徽交控项目客、货车日均车流量同比均下降



资料来源：基金公告，华泰研究

新项目待上市：易方达深高速 REIT

项目基本情况

原始权益人为 A+H 股上市公司，当前拟用于 REITs 扩募的高速公路共 2 条。深高速项目的原始权益人为深圳高速公路集团股份有限公司，在 A 股和 H 股同时上市，实际控制人为深圳市国资委。根据联合资信 2023 年 5 月的跟踪评级报告，深高速主体信用评级为 AAA 级，且连续三年资产负债率控制在 60% 左右。公司的主营业务收入来自公路收费、能源清洁、固废资源化管理和委托管理服务，其中公路收费近三年占比超过 50%。根据深高速申报至国家发改委的材料，公司拟用于 REITs 扩募的高速公路主要有 2 条，分别为深圳外环高速深圳段（一期+二期）和清连高速，二者的长度分别为 60/216 公里，日均混合车流量（不含节假日实施免费方案通行的免费车流量）分别达 306/52 千辆次，日均路费收入分别为 327.5/192.8 万元。

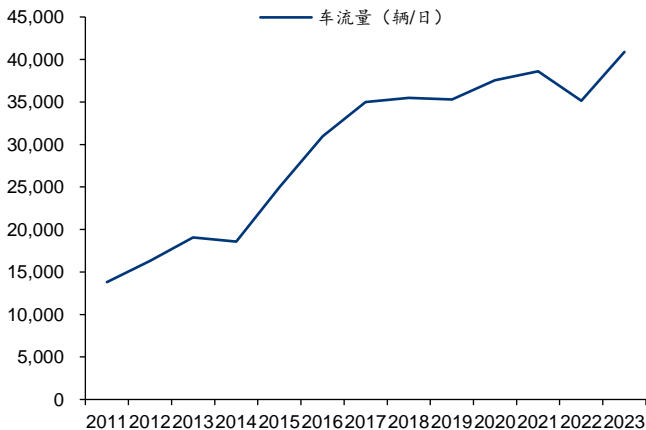
项目途径区域经济较为发达，且现金流稳定。易方达深高速 REITs 项目的底层资产为湖南省益阳至常德高速公路车辆征收通行费的收费权及附属设施的经营权（下简称“益常高速公路”）。该高速公路成立于 2004 年，起点位于湖南省益阳市资阳区资江二桥，终点位于湖南省常德市武陵区德山镇檀树坪村，途经益阳市和常德市。2022 年，湖南省地区生产总值（GDP）48670 亿元，比上年增长 4.5%，高于全国平均水平；益阳市实现地区生产总值（GDP）2108 亿元，比上年增长 4.6%；常德市实现地区生产总值 4275 亿元，比上年增长 4.5%。根据 2022 年国内 GDP 排名，湖南省位列第 9 位，属于国内区域经济较发达的省份，其中常德市的 GDP 排名位列湖南省内第 3 名。2021 年湖南省/益阳市/常德市/汽车保有量分别为 1026/54.1/74.2 万辆，2017-2021 年复合增速分别达 10.8%/11.1%/11.3%。

图表19：途径区域经济发展状况（2022 年）

	湖南省	益阳市	常德市
GDP（亿元）	48670	2108	4275
GDP 增速	4.50%	4.60%	4.50%
人均 GDP（元）	73598	55620	82054
常住人口（万人）	6604	379	521
城镇化率	60.30%	51.90%	57.70%
2021 年汽车保有量	1026	54.1	74.2
2017-2021 年汽车保有量复合增速	10.80%	11.10%	11.30%

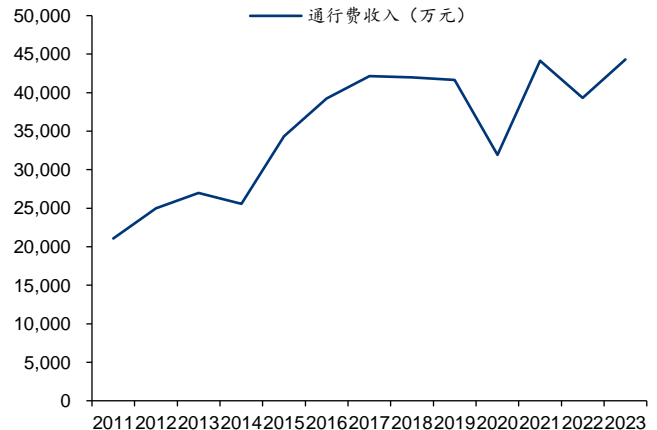
资料来源：项目募集说明书，华泰研究

图表20：益常高速观测站平均车流量



资料来源：项目募集说明书，华泰研究

图表21：益常高速通行费收入（万元）



资料来源：项目募集说明书，华泰研究

项目自成立以来现金流稳定,通车量稳中有升态势良好。2022年观测站平均车流量达35144辆/日,同期实现通行费收入3.93亿元;2023年,两个观测站全年客货比均值为客车84.7%和货车15.3%。项目作为《国家公路网规划》中国家高速公路网北南纵线的“二连浩特—广州”的组成部分,对形成广覆盖、深通达的公路网和带动沿线地方经济发展和资源综合利用开发具有重要作用。根据《交调报告》中方案(推荐)通行费年收入预测假设与方法,预计2024年含税通行费收入将达到4.62亿元,平均客货比将达到83.26%(客车)、16.74%(货车)。此外,益常高速公路也是国高网第六纵G55二广高速联络线张家界至长沙高速(G5513)的一段,是湖南高速公路规划“五纵七横”主骨架的重要组成部分。

竞争路段方面,未来主要将形成益常高速、常长高速、平洞-呼北高速三条高速平行通道。在未来区域内新增可比项目分流方面,项目将主要受常长高速和平洞-呼北高速的影响。在过境交通量中,预计常德市区东部北部往益阳、长株潭的交通量和二广高速东常段沿线往益阳、长株潭的交通量将有较大部分分流;但在对外交通量中,考虑到途经区域人口占沿线区域比例、工业产业园货运比例等因素,预计仅有少量分流至常长高速。根据项目募集说明书,汇总以上两部分分流比例,常长高速的分流比例约占本项目当年车流量的26.5%。平洞-呼北高速在行使里程方面占优(较益常高速短12km,占总里程的3%),但由于该高速需穿越山区,隧道多且收费标准高,综合考虑该路段线位、沿线城镇化及人口聚集度、价格敏感度等因素,预计和益常高速共同承担通道流量,分流比例为60%。

图表22: 车流量分流情况



资料来源: 募集说明书, 华泰研究

图表23：现状交通主要组成部分的分流情况

主要方向	占总量比例	分流比例	
常德、益阳、长株潭市区之间	常德市区东北-益阳市区	3.1%	常长高速分流 100%
	常德市区西南-益阳市区	4.1%	
	常德市区东北-长株潭市区	10.1%	常长高速分流 100%
	常德市区西南-长株潭市区	12.9%	
	小计	30.3%	
益阳、长株潭往张家界方向	益阳市区-张家界方向	1.3%	
	长沙市区-张家界方向	14.2%	
	株洲湘潭-张家界方向	1.7%	
	小计	17.2%	
益阳、长株潭往二广方向	益阳市区-临澧及以北方向	1.1%	常长高速分流 100%
	长沙市区-临澧及以北方向	6.0%	常长高速分流 100%
	株洲湘潭-临澧及以北方向	0.6%	常长高速分流 100%
	小计	7.7%	
益阳、长株潭往湘西方向	益阳市区-湘西方向	1.5%	
	长沙市区-湘西方向	8.8%	平洞-呼北高速分流 60%
	株洲湘潭-湘西方向	1.2%	
	小计	11.5%	
沿线点对外交通	16.7%	常长高速线分流 37%	
沿线点内部交通	3.9%		
以上部分合计值	87.3%	常长高速分流总量的 26.5% 平洞-呼北高速分流总量的 5%	

资料来源：项目募集说明书，华泰研究

图表24：底层资产情况

原始权益人	深圳高速公路集团股份有限公司
底层资产	湖南省益阳至常德高速公路车辆征收通行费的收费权及其附属设施的经营权
路产区位	高速公路起点位于湖南省益阳市资阳区的资江二桥 (K76+000)，终点位于湖南省常德市武陵区德山镇檀树坪村 (K149+083)



湖南省2022年GDP排名位列国内第九,属于国内区域经济较发达的省份,其中常德市的GDP排名位列湖南省内第3名。2022年,湖南省地区生产总值(GDP)48670亿元(+4.5%),高于全国平均水平;益阳市实现地区生产总值(GDP)2108亿元(+4.6%);常德市实现地区生产总值4275亿元,比上年增长4.5%。

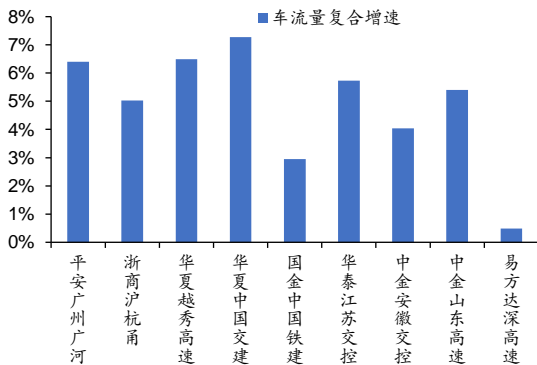
收费里程(km)	76.183
特许经营权期限	2004/1/1-2034/3/20
收费车型构成(2023年)	客车(84.7%)、货车(15.3%)
自然车流量(辆/日)	2020年: 37,570, 2021年: 38,627, 2022年: 35,144
通行费收入(万元)	2020年: 31,933, 2021年: 44,151, 2022年: 39,335
资产评估	
未来车流量预测(辆/日)	2023年: 33,872, 2024年: 34,929, 2025年: 27,272
2022-2033车流量复合增长率(%)	0.55
折现率假设	11.40%
资产估值(亿元)	21.016
评估增值率(%)	59.08
项目IRR预测	约6.94%
预期分派率	2023/10-2023/12: 11.87%; 2024: 13.50%

资料来源：项目募集说明书，华泰研究

估值情况对比

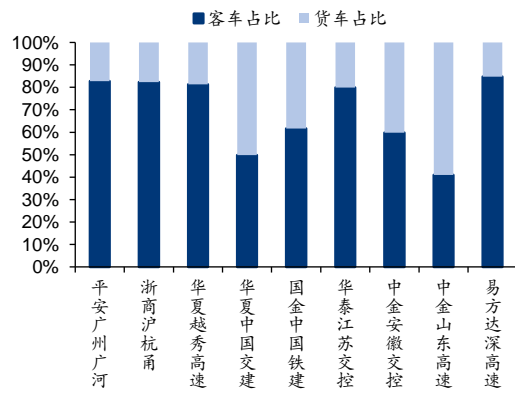
在车流量增速预测方面，中国交建、越秀和广河复合增长率相对较高，中国铁建和深高速复合增长率较低。其中，深高速复合增长率为0.49%，为九个项目中最低值，主要原因为基于路网规划分流影响的保守预测。根据项目募集说明书，深高速车流量预测2025年降至最低值，主要受到益阳至常德高速扩容工程预计2025年通车后对项目产生分流影响，预测分流比例为26.5%，为较高的分流比例预测。由于深高速相较常德高速扩容工程具备里程较短和沿线区域产业密集度更高的优势，增速预测值后期逐渐稳定在区间2.30%-5.20%。

图表25：高速公路 REITs 车流量增速预测情况



资料来源：招募说明书、评估报告、华泰研究

图表26：高速公路 REITs 车流结构情况



注：华夏中国交建、中金安徽交控客货比为 23 年 4 季报数据；平安广州广河 REIT、国金中国铁建 REIT、华泰江苏交控 REIT、中金山东高速 REIT 客货结构数据来自招募说明书，其余高速公路 REITs 客货结构数据来自 2022 年评估报告，其中客货结构数据对应时间上，平安广州广河 REIT 为 2020.5-12，浙商沪杭甬 REIT 和 华夏越秀 REIT 为 2022 年，国金中国铁建 REIT 为 2022 年预测值，华泰江苏交控 REIT 为 2022.7-12，中金山东高速 REIT 为 2023 年预测客货比，华夏中国交建 REIT 和中金安徽交控 REIT 为 23Q4，易方达深高速数据来源为 2023 年客货比。

资料来源：招募说明书、评估报告、华泰研究

从车流结构看，2023 年客车占比较高的项目表现较好。在通行费率方面，货车相较客车单价高；在通行频率方面，在不考虑路网高铁规划对客车分流的情况下，由于货车受周边产业发展及经济周期波动影响，客车车流相对刚性，客车占比较高的项目受宏观经济和传统行业影响较小。深高速、广河、沪杭甬和越秀客车 23 年占比较高，均超 80%。其中深高速客车占比高达 85%。

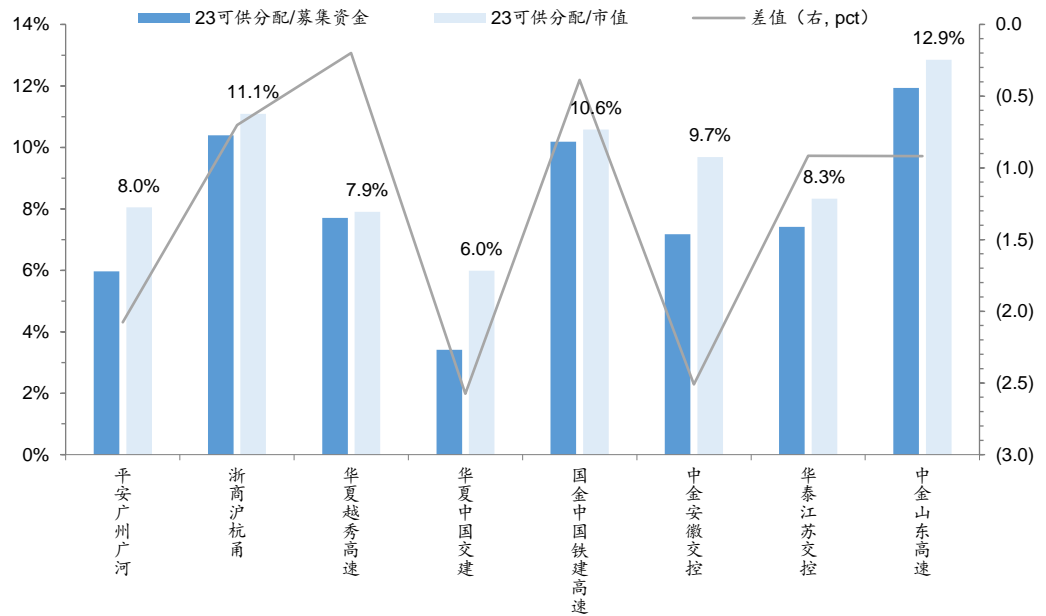
从折现率看，折现率较高的项目估值相对谨慎。在相同预计现金流水平和剩余期限情况下，折现率越高，估值水平越低，估值越谨慎保守。从折现率看，高速公路类 REITs 对折现率的选取在 8%-14.2%之间。其中，广河、中国交建和江苏交控折现率较低，折现率分别为 8%、8.24%和 8.31%。越秀、深高速折现率较高，折现率区间分别为 9.79%-14.16%、10.08%-11.40%，估值较为保守谨慎。从 IRR 看，全周期 IRR 是长期战略配置为目的投资者的重要参考指标。高速全周期 IRR 多在 6%-7%之间，其中深高速和广河较高，分别为 6.94%和 6.8%。

图表27：高速公路 REITs 估值相关指标情况

	平安广州 广河	浙商沪杭甬	华夏越秀高 速	华夏中国交 建	国金中国铁 建	华泰江苏交 控	中金安徽交 控	中金山东 高速	易方达深高 速
折现率	8%	8.41%	9.79%-14.16%	8.24%	9.15%-10.37%	8.31%	8.5%	9%	10.08%-11.4%
全周期 IRR	6.80%	不低于 6%	6.80%	6.89%	不低于 5.8%	6.12%	6.19%	6.58%	6.94%

资料来源：招募说明书，华泰研究

从可供分派比率看，截至 2024 年 2 月 23 日，以市值测算 23 年可供分配金额分派比率，高速公路 REITs 23 年全年累计平均分派率为 9.31%。山东高速、沪杭甬和铁建 23 年可供分派比率较高，高于均值。根据招募说明书，深高速 23 年和 24 年现金分派率均较高，分别为 11.87%和 13.50%。

图表28：高速公路 REITs 2023 年可供分配率情况


注1：中金山东高速区间为2023年10月16日至2023年12月31日，其余REITs可供分配金额数据期间均为2023年1月1日至2023年12月31日。

注2：市值数据为2024年2月23日收盘数据。

资料来源：Wind，华泰研究

如果估值假设下调，如何衡量当前收益？我们以中债估值IRR为基础，以高速公路为例，用通行费收入实际值/预期值得到完成率（采用2023年12个月的累计通行费收入/2023年预期通行费收入），进而用完成率对中债估值IRR进行调整，得到考虑实际完成情况的IRR'收益率。此时的IRR'包含了未来通行费收入的增长预期，我们根据评估报告计算通行费收入复合增速，根据复合增速对该IRR'进行调整，考虑保守情况下，未来收入零增长、增速为1%、增速为2%等情形下的估值收益率情况。若保守情况下，估值收益率仍能满足投资回报要求，则说明价格存在低估，可适当增配。

图表29：高速公路不同增长假设下估值收益率测算

	平安广州 广河	浙商沪杭甬	华夏越秀 高速	华夏中国 交建	国金中国 铁建	华泰江苏 交控	中金安徽 交控	中金山东 高速	易方达深 高速
2023年预期通行费收入	92300	73792.23	24340.9	57663	74323	40082.46	127529	30279	-
2023年1-12月累计通行费收入	81692.00	76227.20	24354.00	46715.00	76657.00	39326.00	98653.00	33307.00	-
2023年全年完成比例	88.51%	100.00%	100.00%	81.01%	100.00%	98.11%	77.36%	100.00%	-
中债估值收益率(2024.2.23)	11.28%	7.96%	6.94%	12.62%	6.00%	8.18%	9.25%	8.65%	6.94%
考虑预期完成率后的估值收益率	9.98%	7.98%	6.94%	10.22%	6.00%	8.03%	7.16%	8.65%	-
通行费收入复合增速	6.33%	3.12%	5.78%	5.85%	3.18%	5.29%	3.08%	4.60%	0.64%
零增长时的估值收益率	3.43%	4.72%	1.09%	4.13%	2.73%	2.60%	3.95%	3.87%	6.26%
估值收益率 (g=1%)	4.47%	5.76%	2.10%	5.17%	3.76%	3.63%	4.99%	4.91%	-
估值收益率 (g=2%)	5.50%	6.81%	3.11%	6.21%	4.79%	4.65%	6.03%	5.95%	-
估值收益率 (g=3%)	6.54%	7.86%	4.13%	7.25%	5.81%	5.68%	7.07%	6.99%	-
特许经营权剩余期限(年)	13	8	13	23	11	9	13	17	10

注1：浙商沪杭甬通行费收入预测值不含税，其余项目高速通行费收入预测值均含税。

注2：平安广州广河、浙商沪杭甬、华夏越秀、华夏中国交建、华泰江苏交控2023年预期通行费收入来源于2022年评估报告，其余预期通行费收入数据均来源募集说明书。

注3：实际计算浙商沪杭甬2023年预期完成率为100.29%，华夏越秀高速2023年预期完成率为100.05%，国金中国铁建2023年预期完成率为103.14%，中金山东高速2023年预期完成率为110.00%，均按100%处理。

注4：易方达深高速中债估值收益率为招募说明书披露全周期IRR；预测全周期通行费收入复合增长率0.64%，2025年分流后收费收入复合增长率3.50%

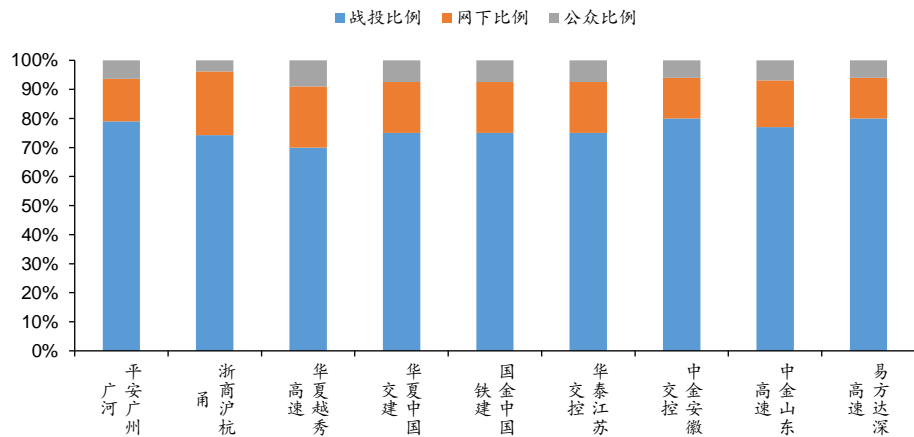
资料来源：Wind，华泰研究

高速 REITs 发售情况

近期，公募 REITs 市场“扩面提质”不断推进，目前已有 4 只消费 REITs、1 只高速 REIT、1 只清洁能源 REIT 通过交易所审核待上市，其中 2024 年 2 月 28 日，易方达深高速 REIT 将开始询价，高速公路 REITs 上市只数较多，我们对其历史一级发行配售情况进行了统计。

从一级配售来看，高速 REITs 的最大持有人是原始权益人，以战略投资者的身份认购 REITs，战投比例均超过 70%；其次则是网下发售的专业投资者。从高速 REITs 配售比例来看，战投比例均处于 70%-80%之间，其中安徽交控、深高速战投比例较高，为 80%。

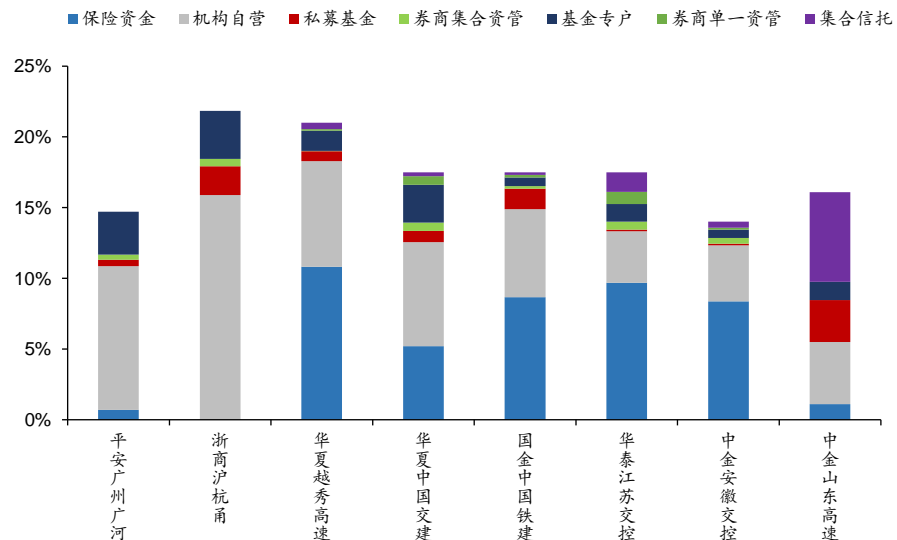
图表30：公募 REITs 发售时的投资者结构



资料来源：Wind，华泰研究

网下配售部分，机构自营和保险资金对高速 REITs 的认购热度较高。已上市的高速 REITs 中机构自营认购比例在 3.5%-16%，保险资金认购比例在 0%-11%，21 年 6 月上市的高速 REIT 中，机构自营配置比例较高，主要系当时保险资金尚无法投资公募 REITs，券商自营由于有做市需求+券商多部门参与便于打新，首批的参与度较高。22 年新上市的高速 REIT 中，机构自营认购比例有所下降，在 3.6%-7.5%之间，保险资金配置比例在 1%-11%之间。23 年新上市的中金山高 REIT 机构自营、保险的参与比例分别为 4.39%和 1.11%。公募基金主要以专户形式参与认购，对高速 REITs 的认购比例在 3.5%以下，公募 REITs 运营满一年后可以满足 FOF 投资要求，未来可期。

图表31：机构自营和保险资金对高速公路 REITs 的认购热度较高



资料来源：Wind，华泰研究

从认购价处于询价区间的位置看，高速的认购价多处于询价区间的 45%左右，在 8 只已上市高速 REITs 中，4 只的最终认购价处于询价区间的 50%以上，受发售时二级市场偏弱等因素影响，中金山高 REIT 认购价位于询价区间的下限，易方达深高速公告询价区间为 6.825 元/份—7.168 元/份，若按平均值 45%则认购价约为 6.979。我们以（认购价/首发估值均价-1）来衡量认购价与首发估值均价的偏离度，对于高速 REITs 而言，该指标在-7%到 8%之间小幅波动，最终确认的认购价格多低于估值均价，当前市场对 REITs 估值定价尚未形成一致预期，经济修复偏弱的环境下，估值预期或下调。

图表32：高速 REITs 询价情况

项目名称	估值均价(元/份)	管理人确定认购价格(元/份)	认购价与估值的偏离度	询价上限	询价下限	(实际认购价-询价下限)/询价上下限区间
平安广州广河	13.8202	13.02	-5.79%	13.257	12.471	0.70
浙商沪杭甬	9.1260	8.72	-4.45%	9.511	8.27	0.36
华夏越秀高速	7.6200	7.1	-6.82%	7.499	6.512	0.60
华夏中国交建	9.8320	9.399	-4.40%	10.067	8.467	0.58
国金中国铁建	9.2249	9.586	3.91%	10.516	9.133	0.33
华泰江苏交控	7.1250	7.635	7.16%	8.125	7.056	0.54
中金安徽交控	11.1980	10.88	-2.84%	11.716	10.188	0.45
中金山东高速	6.9748	7.463	7.00%	7.836	7.463	0.00
易方达深高速	7.0053			7.168	6.825	

资料来源：Wind，华泰研究

据易方达深高速 REIT 询价公告，网下投资者及其管理的配售对象自该金上市之日起前三个交易日（含上市首日）内可交易的份额不超过其获配份额的 20%；自基金上市后的第四个交易日起，网下投资者的全部获配份额可自由流通。网下限售安排有助于降低上市后抛售压力，易方达深高速 REIT 战投比例高达 80%，流通份额较低，且发行规模较小为 20.48 亿元。

图表33：高速 REITs 流通份额情况

	平安广州广河	浙商沪杭甬	华夏越秀高速	华夏中国交建	国金中国铁建	华泰江苏交控	中金安徽交控	中金山东高速	易方达深高速
发行规模(亿元)	91.14	43.6	21.3	94	47.93	30.5	108.8	29.85	20.48
流通份额(亿份)	3.41	2.04	2.04	7.87	1.44	1	4.27	0.91	0.6
未流通份额(亿份)	3.59	2.96	0.96	2.13	3.56	3	5.73	3.09	2.4
流通份额占比	48.71%	40.80%	68.00%	78.70%	28.80%	25.00%	42.70%	22.75%	20.00%

资料来源：wind，华泰研究

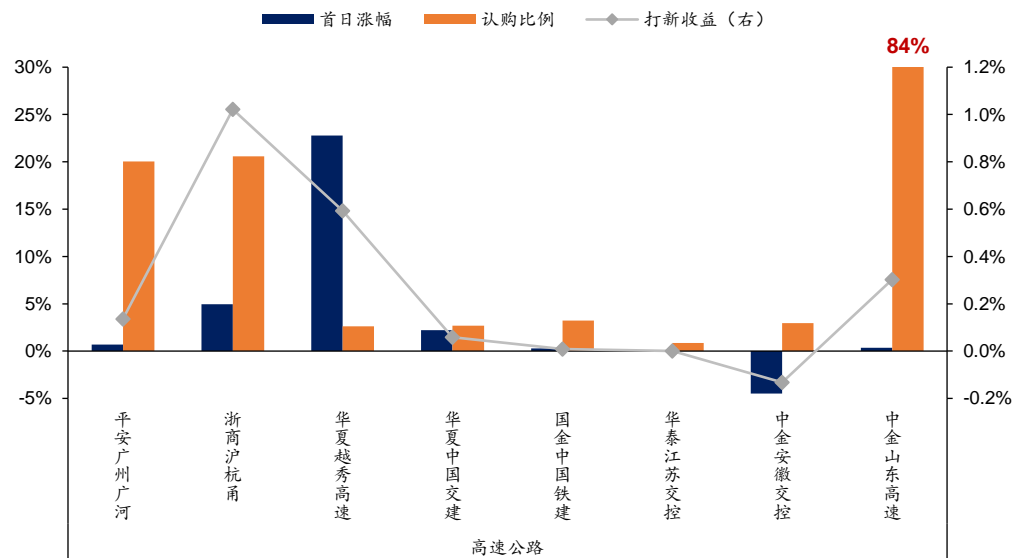
图表34：高速 REITs 关联方占比情况

	平安广州广河	浙商沪杭甬	华夏越秀高速	华夏中国交建	国金中国铁建	华泰江苏交控	中金安徽交控	中金山东高速	易方达深高速
关联方份额(亿份)	3.57	2.95	0.90	2.00	3.55	1.40	5.73	2.12	1.2
募集份额(亿份)	7.00	5.00	3.00	10.00	5.00	4.00	10.00	4.00	3.00
关联方占比	51.00%	58.95%	30.00%	20.00%	71.00%	35.00%	57.29%	52.93%	40.00%

资料来源：wind，华泰研究

高速 REITs 首日涨幅与认购比例均有所分化，首日涨幅多数低于 3%，平均打新收益为 0.25%。我们用上市首日涨幅乘以认购比例来衡量打新收益，21 年 6 月上市的 2 只高速 REITs 打新收益在 0.1%-1.1%之间，其认购比例在 20%左右，上市首日涨幅在 0.5%-5%之间。随着公募 REITs 产品被市场熟知，投资者范围逐步扩大，新上市 REITs 认购火爆，认购倍数屡创新高，21 年末-22 年末上市的高速 REITs 认购比例不足 3.5%。此期间除华夏越秀外多只高速 REITs 首日涨幅低于 3%，打新收益低于 0.2%。23 年新上市的中金山高 REIT 受基本面不及预期、已上市 REITs 二级市场弱化，认购比例约 84%，在以询价下限发行行情况下上市首日仅收涨 0.36%，打新收益为 0.3%。未来随着新上项目增加、REITs 高分红配置性价比提升，可关注其中高分红、估值稳健、业绩稳定的项目。

图表35：高速 REITs 上市首日涨幅与打新收益



资料来源：Wind，华泰研究

风险提示

- 1) 数据统计估算偏差。**为使数据可比，我们简单将部分数据进行年化处理，存在较大的偏差风险。
- 2) 公募 REITs 运营风险。**REITs 收益来自底层资产所产生的现金流，鉴于 REITs 存续期较长，业务持续性、基金管理人及项目管理人运营能力等要素均会产生运营风险。
- 3) 高速路网分流。**若高速路段周边出现新增竞争路段，则原有增长预期实现可能性较低。

免责声明

分析师声明

本人，张继强、文晨昕，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师张继强、文晨昕本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司