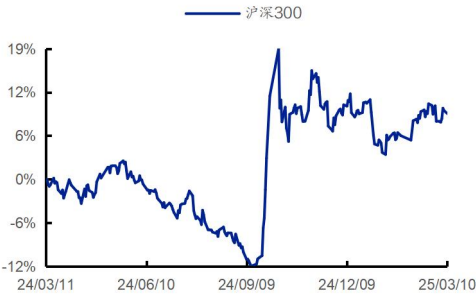


研究所：  
证券分析师：林加力 S0350524100005  
linjl01@ghzq.com.cn

## 从政策红利到配置价值 ——公募 REITs 投资策略

### 最近一年走势



### 相关报告

- 《资产配置点评报告：1月企业信贷开门红带动社融超预期\*林加力，徐凝碧》——2025-02-15
- 《资产配置动态报告：考核方式长期化、入市形式丰富化\*林加力，徐凝碧》——2025-01-24
- 《资产配置报告：12月社零增速回升，消费延续温和复苏\*林加力，徐凝碧》——2025-01-18
- 《资产配置报告：红利顺风，消费方向或接力\*林加力，徐凝碧》——2024-12-28
- 《资产配置报告：服务业与消费复苏路径下的资产配置观点\*林加力，徐凝碧》——2024-12-14

### 投资要点：

- **政策红利持续释放，供给端扩容：**2024年7月我国公募REITs正式迈入常态化发展阶段，显著提升了底层资产多样性。在政策驱动下，2024年全年新发REITs达29单，总募集规模655亿元，推动市场存量规模突破1800亿元，其中消费基础设施当年发行规模198.13亿元，跃居第二大资产类别。
- **资金配置逻辑重构，长期资本加速布局：**2024年2月财政部发布的《监管规则适用指引——会计类第4号》，首次从会计准则层面确认REITs的权益属性，有效隔离价格波动对利润表的冲击。与此同时，低利率环境强化配置需求，战略投资者占比的持续攀升进一步印证长期资金偏好，2021-2024年首发项目战略配售比例从67.4%升至76.3%。
- **估值体系分化，结构性机会显现：**2024年12月以来的上涨行情与基本面出现阶段性背离，显示市场交易重心向政策预期倾斜，后续交易可能趋向基本面价值回归。此外REITs市场呈现显著的估值分层特征，截至2025年2月20日，61单首发上市REITs中39单PV乘数超过1，部分项目存在溢价风险，部分仍存在估值修复空间。
- **消费复苏背景下，可选消费类REITs或跑赢：**消费类和仓储物流REITs凭借市场化定价机制，在商品销售增长、物流需求扩张的情况下，或成为核心受益方向。产业园区REITs中高端制造园区受益产业升级带动的研发需求，租金弹性优于传统工业厂房。保障房REITs因限租政策，虽维持高出租率但收益弹性有限。而经营权类REITs（如高速公路、能源、生态环保等）依赖政府定价的刚性收入，传导链条长。整体看，消费敏感型产权类资产弹性最大，价格管制类资产或在利率上行阶段估值受损。
- **风险提示：**基础资产未来经营情况具有不确定性；募集说明书中的未来现金流预测可能与实际偏差较大；项目扩募节奏不及预期；行业政策超预期调整风险；国内经济修复不及预期或影响底层资产收益。

## 内容目录

1、 市场回顾：政策框架与周期演进 .....	4
2、 本轮行情：政策推动与资金配置逻辑 .....	7
2.1、 供需共振，资金加速布局 .....	7
2.2、 基本面与估值有待进一步重估 .....	10
3、 底层资产：宏观特征解析与未来展望 .....	17
3.1、 消费基础设施：直接受益于消费复苏 .....	17
3.2、 仓储物流：电商与零售需求驱动 .....	19
3.3、 园区基础设施：产业赋能逻辑 .....	21
3.4、 保障性租赁住房：防御性价值 .....	23
3.5、 交通基础设施：车流量周期与收益刚性 .....	25
3.6、 能源基础设施、生态环保等：利率敏感型 .....	26
4、 风险提示 .....	27

## 图表目录

图 1: REITs 上市规模 (亿元) 和时间分布 (首发+扩募) .....	5
图 2: REITs 全收益指数、沪深 300 指数、十年国债收益率走势 .....	5
图 3: REITs 首次发行的战略配售、网下、公众分别占总份额比 (%) .....	7
图 4: 本轮上涨行情中 REITs 各类资产涨幅及日均换手率 (%) .....	8
图 5: 上市 REITs 总市值及交易量 .....	9
图 6: 消费基础设施 REITs 季度租金收入 (万元) 及 2024Q4 环比 .....	19
图 7: 消费基础设施 REITs 季度出租率 .....	19
图 8: 仓储物流 REITs 季度租金收入 (万元) 及 2024Q4 环比 .....	21
图 9: 园区基础设施 REITs 季度租金收入 (万元) 及 2024Q4 环比 .....	22
图 10: 规模以上工业增加值累计同比及制造业 PMI .....	23
图 11: 保障性租赁住房季度出租率 (%) .....	25
表 1: REITs 全收益指数、沪深 300 指数、中债-新综合财富指数相关性 .....	6
表 2: 上市 REITs (2024 年之前上市) 单季度营业收入同比 .....	10
表 3: 上市 REITs (2024 年后上市) 单季度营业收入和 EBITDA 环比 .....	12
表 4: 上市 REITs 现金分派率 (由 2024 年可供分配金额测算得) 及估值数据 .....	13
表 5: 消费基础设施 REITs 基本情况 .....	18
表 6: 仓储物流 REITs 基本情况 .....	20
表 7: 园区基础设施 REITs 基本情况 .....	21
表 8: 保障性租赁住房基本情况 .....	23
附表: REITs 市场重要政策文件汇总 .....	27

## 1、市场回顾：政策框架与周期演进

自 2020 年 4 月基础设施 REITs 试点启动以来，政策体系从试点先行走向扩围提质，如今迈入常态化发展的道路，逐步构建起发行审核、资产运营、财税处理、资金回收的全链条制度框架。

2020 年 4 月，《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》首次提出试点基本原则、规定试点项目要求、规范试点工作安排，标志着我国公募 REITs 正式启航。同年 8 月，《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报工作的通知》出台，细化项目聚焦的区域、行业、基本条件及申报程序，确立了试点项目申报的框架。

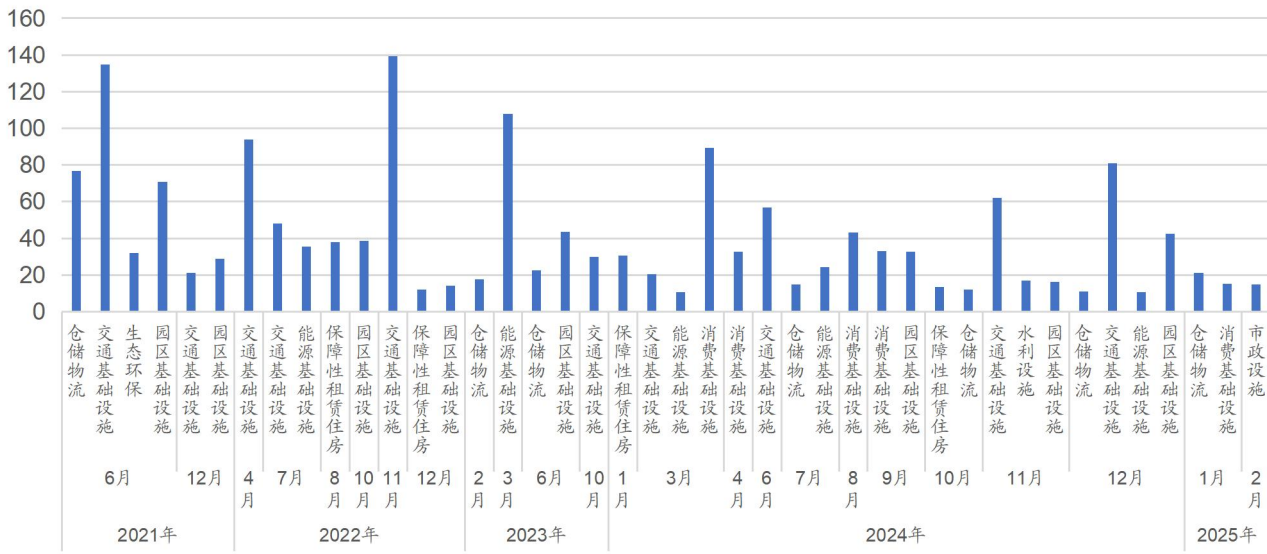
2021 年至 2023 年，政策重心朝向扩大试点范围与完善配套规则。2021 年 1 月，国家发展改革委发布《关于建立全国基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目库的通知》，通过建立“意向——储备——存续”三级试点项目库，为筛选和储备试点项目奠定基础。《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》和《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）新购入项目申报推荐有关工作的通知》先后出台，前者拓宽了试点区域和行业范围，后者明确扩募流程，支持已上市 REITs 通过扩募提升资产规模。2023 年 3 月，国家发展改革委发布《关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目申报推荐工作的通知》，首次引入消费基础设施项目，进一步推动底层资产多元化。

随着 REITs 市场日益成熟，2024 年后政策转向常态化与高质量发展。2024 年 2 月，证监会发布《监管规则适用指引——会计类第 4 号》，在制度层面明确了 REITs 的权益属性。2024 年 7 月，国家发展改革委发布《关于全面推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目常态化发行的通知》，提出全面推动 REITs 的常态化发行，标志着市场进入新阶段。

整体来看，政策呈现从试点探索到制度完善、从基本领域到多元资产、从项目审核到全周期监管的发展脉络。早期政策侧重于搭建框架，中期聚焦在流程优化与市场扩容，如今则更加关注市场的广度和深度。

在政策的持续推动下，截至 2025 年 2 月 20 日，公募 REITs 市场累计上市（含扩募）项目共计 65 单，总上市规模 1711.46 亿元。其中首发上市项目 61 单，首发规模达 1660.81 亿元，较 2021 年首批上市规模 314.03 亿元增长逾 5 倍，扩募上市项目 4 单，扩募规模合计 50.65 亿元。资产类型从最初的园区基础设施、交通基础设施、仓储物流、生态环保四类基础资产，扩展至涵盖保障性租赁住房、能源基础设施、市政设施、水利设施、消费基础设施等九大类资产。从上市时间分布来看，2021 年上市时间集中在 6 月和 12 月，2022 年资产类型进一步丰富，发行规模显著增长，全年累计发行规模超过 400 亿元，2023 年累计发行规模及数量均有所回落，2024 年全年各月基本均有项目上市，资产类型进一步扩展，发行规模超过 600 亿元。

图 1: REITs 上市规模 (亿元) 和时间分布 (首发+扩募)



资料来源: WIND, 国海证券研究所, 数据截至 2025 年 2 月 20 日

截至 2025 年 2 月 20 日, 中证 REITs 全收益指数自 2021 年 9 月 30 日基日以来累计涨幅 5.91%, 同期沪深 300 指数下跌 19.26%, 十年期国债活跃券收益率下行 118BPs。分阶段来看, 2023 年 REITs 与沪深 300 均受宏观经济因素影响而下挫, 并在 2024 年 2 月政策预期改善和估值修复作用下反弹。2024 年 12 月以来, REITs 与十年期国债收益率呈现一定反向关系, 利率下行时 REITs 作为高分红资产吸引力提升。整体而言, 中证 REITs 全收益指数与股债阶段性存在一定的替代效应, 但长期来看呈现弱相关, 走势较为独立, 大致可分为五个阶段。

图 2: REITs 全收益指数、沪深 300 指数、十年国债收益率走势



资料来源: WIND, 国海证券研究所, 数据自 2021-09-30 至 2025-02-20

表 1: REITs 全收益指数、沪深 300 指数、中债-新综合财富指数相关性

相关性	中证 REITs 全收益	沪深 300	中债-新综合财富
中证 REITs 全收益	1.00	0.11	0.03
沪深 300	0.11	1.00	-0.21
中债-新综合财富	0.03	-0.21	1.00

资料来源: WIND, 国海证券研究所, 数据自 2022-12-15 至 2025-02-20 (中证 REITs 全收益指数发布于 2022-12-15)

第一阶段 (2021 年 9 月—2022 年 2 月): 试点落地后的拔估值行情

首批公募 REITs 上市后, REITs 市场交易迅速升温, 自 2021 年 10 月 8 日至 2022 年 1 月 28 日春节前夕, 中证 REITs 全收益指数累计涨幅超 20%, 并在 2 月 15 日盘中到达高峰, 累计涨幅突破 30%。此阶段政策体系的逐步完善以及市场对 REITs 产品认识的提升推动 REITs 市场上行, 同时受宏观环境影响, 权益市场表现萎靡, 公募 REITs 风险适中、回报稳定等特点凸显, 资金涌入 REITs 市场。

第二阶段 (2022 年 2 月—2022 年 6 月): 解禁压力与溢价风险带来回调

随着首批 REITs 限售份额解禁临近, 叠加部分 REITs 二级市场价格迅速上涨使得现金分派率预期下调, 中证 REITs 全收益指数自高点回落, 2022 年 2 月 15 日至 5 月 31 日跌幅超 16%。

第三阶段 (2022 年 6 月—2022 年 9 月): 政策驱动下的修复性反弹

2022 年 7 月国家发展改革委出台政策, 推动基础设施 REITs 扩募机制建设。这一时期 REITs 审批发行速度有明显提升, 政策刺激以及产品持续上新共同驱动 REITs 市场回暖, 中证 REITs 全收益指数自 2022 年 6 月 2 日至 9 月 13 日从低点回升约 10%。

第四阶段 (2022 年 10 月—2024 年 1 月): 基本面承压与流动性困局

自 2022 年 10 月 10 日至 2024 年 1 月 15 日, 长达 16 个月的持续下行中, 中证 REITs 全收益指数累计跌幅达 33%, 核心矛盾在于疫后宏观经济修复不及预期, 影响部分 REITs 项目的经营修复。2022 年年报及 2023 年一季报先后于 2023 年 3 月及 4 月发布, 均显示出 REITs 经营业绩整体表现欠佳。

第五阶段 (2024 年 2 月—2024 年 11 月): 会计新政叠加利率下行, 推动长期资金入场

十年期国债收益率自 2023 年末持续下行，自 2024 年 1 月 2 日至 2 月 9 日春节前，活跃券到期收益率已下探 12bp。同时，2024 年 2 月 8 日，证监会明确公募 REITs 的权益属性，意味着自营机构可将 REITs 计入 FVOCI 科目，平滑其二级价格变动对利润表的影响。利率陡峭下行的环境，叠加 REITs 市场自 2022 年末以来历经长期回调的超跌反弹需求，中证 REITs 全收益指数 2 月单月涨幅达 12.30%。同年 7 月，国家发展改革委宣布全面推动 REITs 常态化发行，政策刺激叠加长端利率突破下探，REITs 指数再次开启上涨行情。

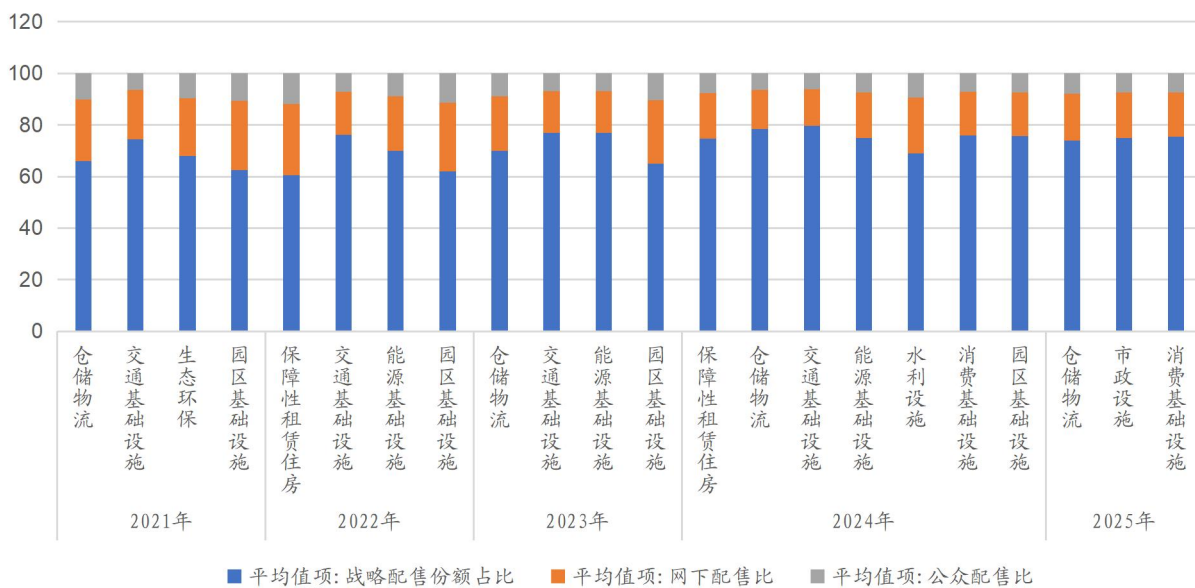
回顾市场，中证 REITs 全收益指数呈现显著的周期性特征，受到政策面、资金面、底层资产基本面等多种因素的共同催化作用。随着会计处理规则改善、上市扩募常态化和资产类型多元化，REITs 市场价格或进一步向内在价值回归，长期走势更趋稳健。

## 2、本轮行情：政策推动与资金配置逻辑

### 2.1、供需共振，资金加速布局

在政策的持续支持下，REITs 一级市场的认购热度持续攀升。2 月 13 日九州通医药集团发布公告，汇添富九州通医药 REIT 的公众投资者有效认购倍数达 1192 倍（公众投资者配售比例 0.084%），创下公募 REITs 公众认购倍数历史新高。此外，战略投资者占比也在同步攀升，显示出长期资金锁定优质资产的需求上升。2021-2024 年 REITs 首次发行的年平均战略配售比例从 67.4% 升至 76.3%，战略投资者占比的提升有助于稳定市场流动性。

图 3：REITs 首次发行的战略配售、网下、公众分别占总份额比（%）

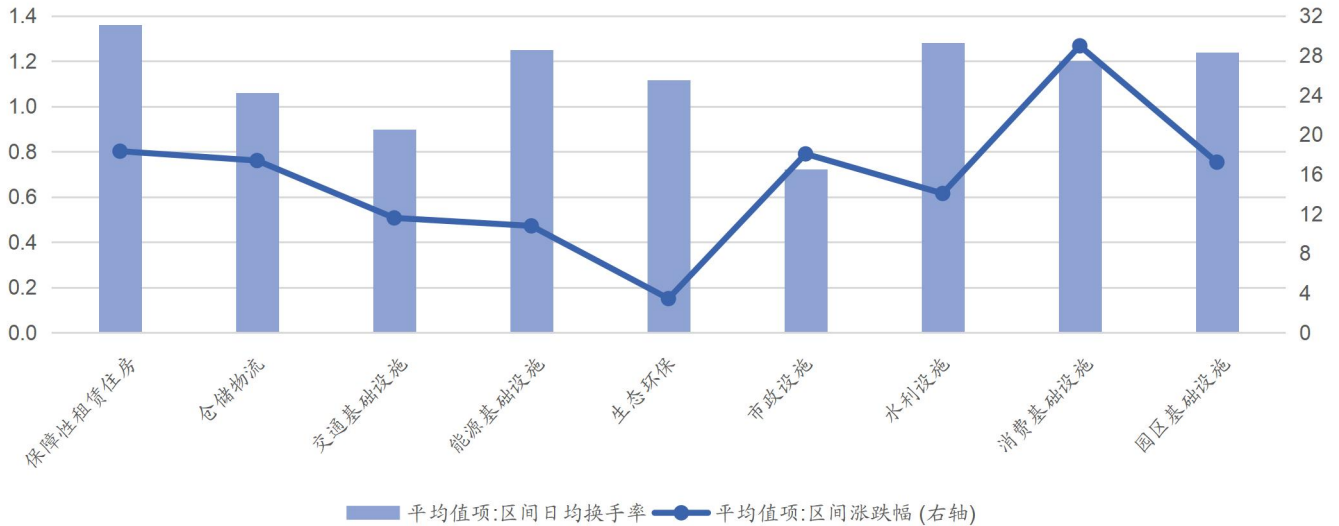


资料来源：WIND，国海证券研究所，数据自 2021-09-30 至 2025-02-20

二级市场参与热度同样高涨。本轮上涨行情自 2024 年 12 月 10 日启动，截至 2025 年 2 月 20 日，中证 REITs 全收益指数上涨 14.24%。其中消费基础设施

REITs 成为领涨板块，日均换手率同样居前，生态环保 REITs 表现相对落后，或因其底层资产以污水处理、固废处理等市政项目为主，收入弹性较弱，且地方财政压力可能难以保证污水垃圾等治理设施运营维护费用。

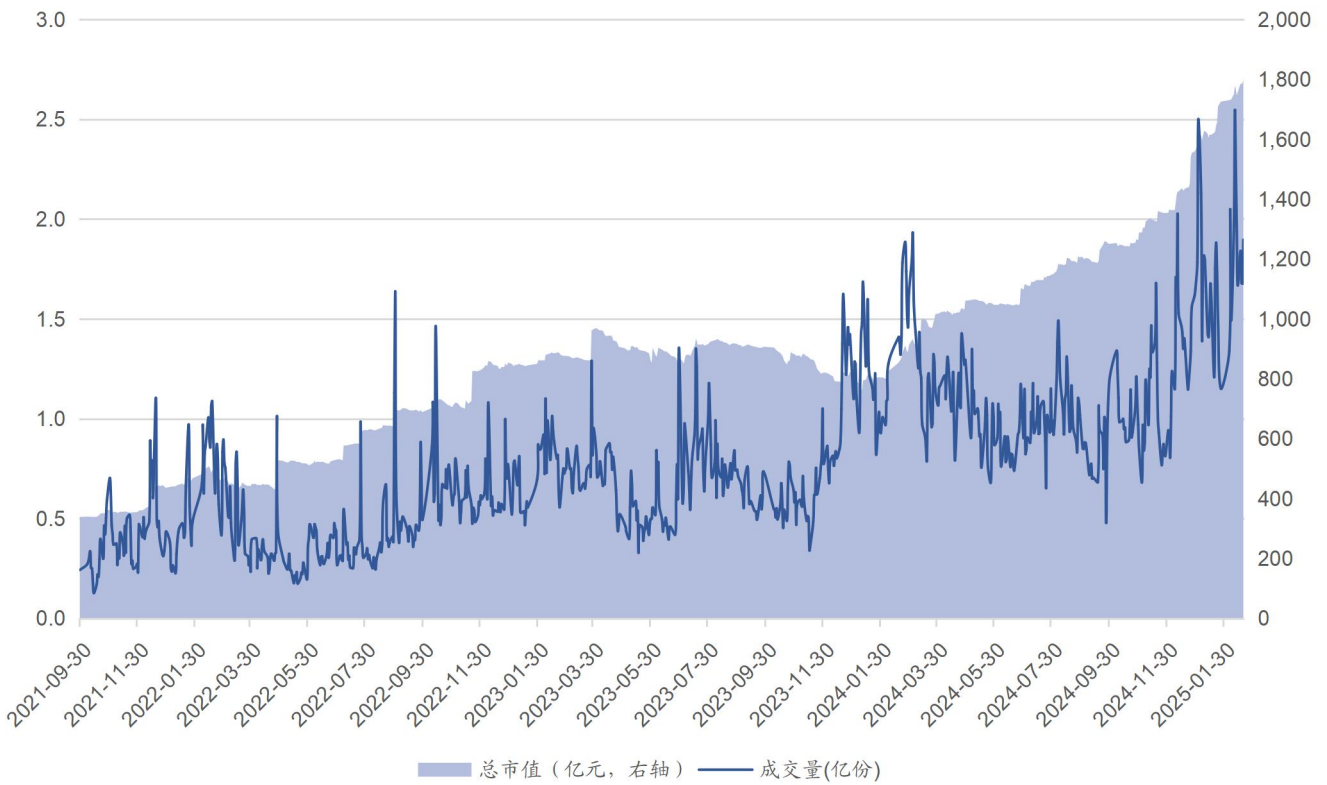
图 4: 本轮上涨行情中 REITs 各类资产涨幅及日均换手率 (%)



资料来源: WIND, 国海证券研究所, 数据自 2024-12-10 至 2025-02-20

REITs 市场一二级行情的共振，既得益于政策红利的持续释放，更深层次则源于资产荒背景下的供需关系重构。供给端扩容效应显著，2024 年 7 月《关于全面推动基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 项目常态化发行的通知》出台，资产类别从 9 类扩展至 12 类，新增燃煤发电、市场化租赁住房、养老设施等资产类型，同时将旅游景区资产范围拓宽至包含配套酒店的复合型业态。在政策驱动下，2024 年全年新发 REITs 达 29 单，资产类别新增消费基础设施和水利设施，推动市场总规模从 2024 年 3 月 11 日不足千亿快速跃升至 2025 年 2 月 20 日近 1800 亿元。消费基础设施 2024 年发行规模即达 198.13 亿元，成为仅次于交通基础设施的第二大类别。优质供给的扩容并未稀释市场质量，反而形成优质供给与配置需求相互强化的正循环。

图 5：上市 REITs 总市值及交易量



资料来源：WIND，国海证券研究所，数据自 2021-09-30 至 2025-02-20

需求端同样受益于制度性突破，2024 年 2 月《监管规则适用指引——会计类第 4 号》的出台为公募 REITs 市场引入更多配置型资金提供了制度基础。此前，由于公募基金等资产管理产品通常具有交易性特征<sup>1</sup>，不符合指定为 FVOCI 的条件，导致多数机构将自有资金投资的公募 REITs 归类为 FVTPL。这种分类下，REITs 二级市场价格波动直接影响企业当期利润表，尤其在市场流动性不足时，少量交易引发的剧烈波动对财务表现冲击显著。

《监管规则适用指引——会计类第 4 号》明确指出从基础设施 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，首次从会计层面确认了基础设施 REITs 的权益属性，使得 REITs 满足了新会计准则关于“非交易性权益工具可指定为 FVOCI”<sup>2</sup>的前提条件之一——权益工具。从实践看，多数长期资金（如保险、养老金）投资 REITs 的核心目标是长期配置以获取稳定分红，而非短期交易获利，因此另一条件“非交易性”也得到满足。机构可将自有资金持有的 REITs 从 FVTPL 分类至 FVOCI。但需注意的是，权益工具投资一旦指定为 FVOCI 即不可撤销，只有持有期间的分红收益可以计入利润表，公允价值变动计入其他综合收益，且出售时这部分累计利得/损失和处置收益都要计入留存收益。这种机制并不适合股息率较低的资产，而对高股息资产如

<sup>1</sup> 根据《资产管理产品相关会计处理规定》（财政部，2022 年 5 月 25 日，财会〔2022〕14 号）

<sup>2</sup> 2017 年，我国财政部修订的《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》将金融资产分类简化为以摊余成本计量（AMC）、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益（FVOCI）和以公允价值计量且其变动计入当期损益（FVTPL）三类。

REITs 资产具有一定优势，既能通过分红支撑利润表，又可隔离价格波动对当期业绩的影响，利好保险、养老金等长期资金入市。

长期资金加速布局 REITs 市场的另一核心驱动力源于低利率环境下的资产荒逻辑。2024 年货币政策持续宽松背景下，年内降息 3 次、降准 2 次，十年期国债活跃券收益率呈现阶梯式下行，从年初的 2.57% 下行至 12 月末的 1.66%。在此背景下，REITs 凭借 2023 年报披露的普遍高于 4% 的现金分派率形成显著利差优势。

## 2.2、基本面与估值有待进一步重估

值得关注的是，2024 年 12 月以来的上涨行情与披露业绩呈现出脱钩迹象，如部分营收同比为负的项目涨幅居前，显示出市场交易逻辑可能由政策预期驱动。

REITs 市场整体营收仍呈现同比下降趋势。根据季度数据测算，REITs 全市场整体营收同比仍处于下降趋势，2024 年三季度和四季度分别录得 -4.65% 和 -5.14% 的同比增速。具体来看，不同板块间差异较大，部分基础设施 REITs 板块内也存在一定分化。各资产类型中，保障性租赁住房项目经营表现最为平稳，收入同比各季度基本持平，平均波动率低于  $\pm 1%$ 。园区基础设施项目内部经营情况分化最大，头部项目通过扩募实现外延增长，如博时招商蛇口产业园 REIT 在 2023 年 6 月完成扩募后，2023Q3 单季营收同比跃升，显著拉高板块均值。仓储物流板块业绩弹性较大。能源基础设施和生态环保业绩持续承压，多数时间收入同比为负。

表 2：上市 REITs（2024 年之前上市）单季度营业收入同比

证券简称	资产类型	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	区间涨跌幅
红土创新盐田港 REIT	仓储物流	7.43%	-9.26%	0.22%	6.24%	21.92%	18.07%	14.86%	7.21%	-10.67%	-9.12%	13.47%
中金普洛斯 REIT	仓储物流	-0.21%	-2.41%	-3.81%	9.61%	30.51%	36.04%	34.32%	23.19%	-5.26%	-31.30%	15.46%
平安广州广河 REIT	交通基础设施	-0.10%	-29.73%	14.57%	22.86%	9.83%	40.00%	-3.41%	-10.56%	-7.44%	-4.02%	8.11%
浙商沪杭甬 REIT	交通基础设施	-3.29%	-9.20%	13.83%	35.96%	21.26%	28.75%	0.92%	-0.60%	-5.36%	2.02%	10.50%
中航首钢绿能 REIT	生态环保	4.42%	-0.20%	-1.86%	-9.75%	-3.00%	12.67%	-12.59%	7.51%	-15.96%	-19.45%	2.31%
富国首创水务 REIT	生态环保	-8.59%	-12.02%	-4.01%	5.23%	2.38%	5.37%	6.26%	-1.65%	3.54%	-0.97%	4.57%

证券简称	资产类型	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	区间涨跌幅
博时蛇口产业园 REIT	园区基础设施	-50.24%	-18.17%	-12.10%	22.57%	179.89%	87.67%	67.34%	40.87%	0.56%	-1.97%	20.76%
东吴苏园产业 REIT	园区基础设施	3.98%	-1.12%	-0.24%	236.56%	17.21%	-4.16%	-3.28%	-5.16%	-13.49%	-4.79%	16.94%
华安张江产业园 REIT	园区基础设施	-6.02%	-10.33%	-31.07%	1.22%	63.85%	43.59%	99.50%	49.79%	-0.61%	24.57%	21.20%
华夏越秀高速 REIT	交通基础设施			15.38%	16.04%	17.85%	25.26%	-11.36%	-2.89%	-7.40%	-5.99%	5.65%
建信中关村 REIT	园区基础设施			-28.43%	-22.64%	25.39%	-5.10%	-19.75%	-19.38%	-25.67%	-22.76%	11.36%
华夏中国交建 REIT	交通基础设施				20.33%	3.03%	19.20%	-10.19%	-10.84%	-2.27%	-5.70%	9.35%
国金中国铁建 REIT	交通基础设施					22.30%	38.65%	1.21%	-4.87%	-3.62%	-9.82%	11.27%
鹏华深圳能源 REIT	能源基础设施					3.46%	-15.97%	-13.35%	-25.66%	-19.48%	-7.41%	4.99%
华夏北京保障房 REIT	保障性租赁住房							0.40%	-2.03%	-1.67%	-0.45%	17.14%
红土创新深圳安居 REIT	保障性租赁住房						-1.73%	-0.69%	0.41%	0.28%	-1.74%	19.53%
中金厦门安居 REIT	保障性租赁住房						2.36%	2.74%	2.25%	3.44%	3.71%	14.22%
华夏合肥高新 REIT	园区基础设施						-4.31%	-4.71%	-1.34%	-1.68%	-5.91%	25.14%
国泰君安临港创新产业园 REIT	园区基础设施						-11.69%	-10.86%	-0.40%	-5.68%	-12.72%	8.38%
国泰君安	园区基						-0.15%	-3.99%	3.50%	2.76%	3.88%	16.67%

证券简称	资产类型	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	区间涨跌幅
安东久新经济REIT	基础设施											
华泰江苏交控REIT	交通基础设施							-6.45%	-8.20%	-14.12%	11.02%	15.10%
中金安徽交控REIT	交通基础设施							-19.24%	-19.17%	-16.11%	0.52%	15.29%
华夏基金华润有巢REIT	保障性租赁住房							1.57%	1.87%	1.56%	-0.01%	20.41%
华夏和达高科REIT	园区基础设施							-6.96%	-4.91%	-9.27%	-11.15%	16.23%
嘉实京东仓储基础设施REIT	仓储物流							13.90%	-0.96%	-1.22%	-1.09%	37.41%
中航京能光伏REIT	能源基础设施								3.50%	-10.65%	-30.58%	18.31%
中信建投国家电投新能源REIT	能源基础设施								-34.23%	38.47%	-6.25%	12.14%
中金湖北科技光谷REIT	园区基础设施									-3.19%	-17.43%	18.36%
中金山东高速REIT	交通基础设施										15.92%	12.67%

资料来源：WIND，国海证券研究所，区间涨跌幅数据日期为 2024-12-10 至 2025-02-20

表 3: 上市 REITs (2024 年后上市) 单季度营业收入和 EBITDA 环比

证券简称	资产类型	营收环比			EBITDA 环比			区间涨跌幅
		2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024Q2	2024Q3	2024Q4	
国泰君安城投宽庭保租房REIT	保障性租赁住房	-4.24%	1.16%	5.78%	-5.57%	2.76%	7.06%	18.61%
嘉实物美消费REIT	消费基础设施	52.39%	0.62%	-1.19%	46.95%	0.62%	14.66%	42.03%

华夏金茂商业 REIT	消费基础设施	63.69%	-0.80%	0.72%	58.72%	1.87%	-3.75%	26.71%
华夏华润商业 REIT	消费基础设施	79.09%	7.56%	-3.14%	66.64%	9.26%	-8.29%	23.82%
嘉实中国电建清洁能源 REIT	能源基础设施		103.47%	-13.99%		131.35%	-8.70%	14.34%
易方达深高速 REIT	交通基础设施		26.23%	-18.87%		47.63%	-47.41%	6.40%
中金印力消费 REIT	消费基础设施		22.97%	0.49%		15.41%	4.69%	29.21%
工银河北高速 REIT	交通基础设施			-10.95%			-14.38%	7.00%
华夏特变电工新能源 REIT	能源基础设施			-17.94%			-23.64%	12.07%
华夏深国际 REIT	仓储物流			6.67%			-0.66%	27.95%
中信建投明阳智能新能源 REIT	能源基础设施			76.54%			56.00%	3.83%
华安百联消费 REIT	消费基础设施			-2.98%			-11.79%	34.65%

资料来源：WIND，国海证券研究所，区间涨跌幅数据日期为 2024-12-10 至 2025-02-20

从估值维度分析，各板块差异亦显著。REITs 的估值方法在海外已有一套成熟标准，海外市场 REITs 估值方法分为收益法、市场法和成本法。收益法是将 REITs 的预期收益现金流贴现以确定其价值的估值方法，常用模型是股利折现模型（DDM）。市场法通过对比类似资产的市场价格来确定价值，需活跃公开市场和可比资产，常用指标主要有 P/FFO 和 P/AFFO。成本法则以净资产价值模型（NAV）为基础，通过直接资本化法或现金流贴现法评估底层资产公允价值。

由于国内 REITs 市场仍处于发展初期，且信息披露的标准化程度与海外成熟市场存在差异，因此无法直接沿用国际上普遍采用的估值模型。国内衡量 REITs 资产价值的重要指标是现金分派率，在现行监管框架下，基础设施基金应当将合并后基金年度可供分配金额的 90% 以上分配给投资者，因此估算现金分派率非常重要。实务操作中普遍采用“净现金流分派率=年度可供分配现金流÷目标不动产评估净值”的公式进行测算。

此外，目前市场上中债、中证两家机构会每日公布 REITs 估值，为投资者提供了实时定价参照基准。其中中证估值可参考其公布的 PV 乘数，在底层逻辑上接近于 P/NAV 的概念。中证 PV 乘数的计算方法为“REITs 估值/REITs 底层 ABS 估值”，可反映 REITs 市场价格相对于底层 ABS 估值的偏离程度。中证 REIT-ABS 估值每日更新，以 REITs 项下所有基础资产每期净现金流入作为分子，分母端取无风险利率与估值利差加和值，通过折现加总算出资产支持证券这一层估值，可以从一个侧面来反映 REIT 的基本面情况，具有一定参考价值。PV 乘数在 1 附近时，表明市场估值与底层资产估值趋同，若显著高于 1 则提示 REITs 存在溢价风险。

表 4：上市 REITs 现金分派率（由 2024 年可供分配金额测算得）及估值数据

上市日期	证券简称	项目属性	资产类型	测算现金分派率	预测现金分派率	中证估值	ABS 估值	PV 乘数
2021-06-21	红土创新盐田港 REIT	产权类	仓储物流	4.37%	4.24%	2.27	2.55	0.89
2021-06-21	中金普洛斯 REIT	产权类	仓储物流	5.03%	4.97%	3.69	4.37	0.84
2021-06-21	平安广州广河 REIT	特许经营权类	交通基础设施	7.81%		9.63	15.02	0.64
2021-06-21	浙商沪杭甬 REIT	特许经营权类	交通基础设施	11.58%		7.43	6.97	1.07

上市日期	证券简称	项目属性	资产类型	测算现金分派率	预测现金分派率	中证估值	ABS估值	PV乘数
2021-06-21	中航首钢绿能REIT	特许经营权类	生态环保	5.88%		12.84	11.97	1.07
2021-06-21	富国首创水务REIT	特许经营权类	生态环保	6.45%		3.98	3.07	1.30
2021-06-21	博时蛇口产业园REIT	产权类	园区基础设施	4.24%	4.40%	2.35	3.12	0.75
2021-06-21	东吴苏园产业REIT	产权类	园区基础设施	4.33%		3.79	4.35	0.87
2021-06-21	华安张江产业园REIT	产权类	园区基础设施	4.25%	4.49%	2.94	3.37	0.87
2021-12-14	华夏越秀高速REIT	特许经营权类	交通基础设施	6.52%		6.54	8.13	0.80
2021-12-17	建信中关村REIT	产权类	园区基础设施	2.05%		2.28	3.55	0.64
2022-04-28	华夏中国交建REIT	特许经营权类	交通基础设施	4.98%		5.31	10.72	0.50
2022-07-08	国金中国铁建REIT	特许经营权类	交通基础设施	10.25%		9.31	8.29	1.12
2022-07-26	鹏华深圳能源REIT	产权类	能源基础设施	9.38%		6.32	5.61	1.13
2022-08-31	华夏北京保障房REIT	产权类	保障性租赁住房	2.83%		3.80	3.02	1.26
2022-08-31	红土创新深圳安居REIT	产权类	保障性租赁住房	2.83%		3.49	3.10	1.12
2022-08-31	中金厦门安居REIT	产权类	保障性租赁住房	3.09%		3.76	3.15	1.19
2022-10-10	华夏合肥高新REIT	产权类	园区基础设施	4.79%		2.26	2.45	0.92
2022-10-13	国泰君安临港创新产业园REIT	产权类	园区基础设施	3.68%		4.54	4.35	1.04
2022-10-14	国泰君安东久新经济REIT	产权类	园区基础设施	4.05%		3.83	3.29	1.16
2022-11-15	华泰江苏交控REIT	特许经营权类	交通基础设施	8.63%		6.60	7.49	0.88
2022-11-22	中金安徽交控REIT	特许经营权类	交通基础设施	7.93%		7.57	10.54	0.72
2022-12-09	华夏基金华润有巢REIT	产权类	保障性租赁住房	3.12%		3.14	2.93	1.07
2022-12-27	华夏和达高科REIT	产权类	园区基础设施	4.57%		2.50	3.35	0.75
2023-02-08	嘉实京东仓储基础设施REIT	产权类	仓储物流	4.43%		3.57	3.39	1.05
2023-03-29	中航京能光伏REIT	特许经营权类	能源基础设施	9.71%	9.30%	11.96	8.62	1.39

上市日期	证券简称	项目属性	资产类型	测算现金分派率	预测现金分派率	中证估值	ABS估值	PV乘数
2023-03-29	中信建投国家电投新能源 REIT	特许经营权类	能源基础设施	4.86%	7.96%	11.01	9.54	1.15
2023-06-30	中金湖北科投光谷 REIT	产权类	园区基础设施	4.69%	4.85%	2.64	2.88	0.92
2023-10-27	中金山东高速 REIT	特许经营权类	交通基础设施	5.58%	5.32%	8.45	7.54	1.12
2024-01-12	国泰君安城投宽庭保租房 REIT	产权类	保障性租赁住房	3.27%	3.27%	4.00	3.90	1.02
2024-03-12	嘉实物美消费 REIT	产权类	消费基础设施	3.99%	4.31%	3.88	2.81	1.38
2024-03-12	华夏金茂商业 REIT	产权类	消费基础设施	3.79%	4.02%	3.27	3.12	1.05
2024-03-14	华夏华润商业 REIT	产权类	消费基础设施	3.39%	3.67%	9.29	8.31	1.12
2024-03-28	嘉实中国电建清洁能源 REIT	特许经营权类	能源基础设施	6.21%	4.98%	4.09	2.91	1.40
2024-03-29	易方达深高速 REIT	特许经营权类	交通基础设施	18.76%	13.86%	6.65	7.07	0.94
2024-04-30	中金印力消费 REIT	产权类	消费基础设施	4.05%	4.14%	4.10	4.54	0.90
2024-06-28	工银河北高速 REIT	特许经营权类	交通基础设施	8.84%	10.83%	5.54	5.60	0.99
2024-07-02	华夏特变电工新能源 REIT	特许经营权类	能源基础设施	5.78%	5.71%	5.24	3.76	1.39
2024-07-09	华夏深国际 REIT	产权类	仓储物流	4.26%	4.03%	2.90	2.71	1.07
2024-07-23	中信建投明阳智能新能源 REIT	特许经营权类	能源基础设施	8.25%	12.17%	7.91	6.26	1.26
2024-08-16	华安百联消费 REIT	产权类	消费基础设施	4.28%	4.48%	2.94	2.51	1.17
2024-08-28	华夏首创奥莱 REIT	产权类	消费基础设施	4.11%	2.82%	3.59	2.71	1.32
2024-09-19	博时津开产业园 REIT	产权类	园区基础设施	4.47%	3.10%	3.10	2.65	1.17
2024-09-20	华夏大悦城商业 REIT	产权类	消费基础设施	4.10%	1.97%	4.42	3.39	1.30
2024-09-23	易方达广开产业园 REIT	产权类	园区基础设施	5.20%	3.40%	2.55	2.66	0.96
2024-10-23	招商基金蛇口租赁住房 REIT	产权类	保障性租赁住房	3.15%	1.45%	3.71	2.71	1.37
2024-10-29	华泰宝湾物流 REIT	产权类	仓储物流	4.32%	3.12%	4.16	4.31	0.97
2024-11-01	华夏南京交通高速公路 REIT	特许经营权类	交通基础设施	20.26%	5.47%	6.98	5.65	1.24

上市日期	证券简称	项目属性	资产类型	测算现金分派率	预测现金分派率	中证估值	ABS估值	PV乘数
2024-11-05	中金联东科创 REIT	产权类	园区基础设施	3.59%	3.22%	3.69	3.42	1.08
2024-11-08	银华绍兴原水利 REIT	特许经营权类	水利设施	9.94%	2.47%	4.06	2.80	1.45
2024-11-21	招商高速公路 REIT	特许经营权类	交通基础设施	26.97%	6.74%	6.98	7.46	0.94
2024-12-03	华泰南京建邺 REIT	产权类	园区基础设施		0.64%	3.43	2.64	1.30
2024-12-10	工银蒙能清洁能源 REIT	特许经营权类	能源基础设施		11.75%	6.98	5.17	1.35
2024-12-11	中金重庆两江 REIT	产权类	园区基础设施		1.95%	3.29	2.62	1.26
2024-12-19	广发成都高投产业园 REIT	产权类	园区基础设施		1.11%	4.05	3.17	1.28
2024-12-25	华安外高桥 REIT	产权类	仓储物流		1.96%	3.51	2.64	1.33
2024-12-26	平安宁波交投 REIT	特许经营权类	交通基础设施		2.38%	9.72	8.11	1.20
2024-12-31	招商科创 REIT	产权类	园区基础设施		1.17%	3.35	3.38	0.99
2025-01-24	中航易商仓储物流 REIT	产权类	仓储物流		0.76%	3.03	3.06	0.99
2025-01-24	易方达华威市场 REIT	产权类	消费基础设施		2.19%	4.49	2.98	1.51
2025-02-17	国泰君安济南能源供热 REIT	特许经营权类	市政设施			11.48	6.98	1.65

资料来源：WIND，国海证券研究所，数据截至 2025-02-20

注：测算分派率=近一年单位可供分配金额/基金最新收盘价，其中近一年单位可供分配金额数据截至 2024-12-31，具体计算方法为近 1 年披露 1 期季报的基金年化系数为 4，披露 2 期季报的年化系数为 2，披露 3 期季报的年化系数为 4/3，完整披露 4 期季报的年化系数为 1；预测分派率=可供分配金额(预测)/基金最新市值，其中可供分配金额(预测)数据由招募说明书直接披露，数据截至 2024-12-31；P/V=REITs 最新收盘价/ABS 估值

从以上表格可以看出，特许经营权类 REITs 会比产权类 REITs 拥有更高的现金分派率，原因在于产权类项目拥有永续资产的属性，在 REITs 到期后依然具备一定市场价值，此类产品更加看重底层资产在未来的增值机会，因而对现金分派率的要求不高；而特许经营权的价值随时间推移会逐渐降低直至为 0，投资者往往对现金分派率也有一定要求。2025 年以来，价格上涨导致现金分派率显著下降。当前测算现金分派率与预测现金分派率负偏离较大的项目是中信建投国家电投新能源 REIT、中信建投明阳智能新能源 REIT。

截至 2025 年 2 月，61 只 REITs 中 39 只 PV 乘数超过 1，占比 63.93%，显示短期价格快速上涨已部分透支未来收益。PV 乘数在资产类型和项目属性上并无明显规律，整体而言 2024 年以来上市项目 PV 乘数相对更高。结合分派率偏离度以及 PV 乘数，当前仍有相对低估的资产，如易方达深高速 REIT、招商高速公路 REIT 等。

### 3、底层资产：宏观特征解析与未来展望

2024年12月中央政治局会议释放出增量政策的明确信号。会议首提“实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，强调“加强超常规逆周期调节”。值得注意的是，“大力提振消费”和“全方位扩大国内需求”的战略部署被提到“建设现代化产业体系”之前，凸显需求侧管理在当前经济工作中的优先级提升。

春节消费数据的结构性回暖验证了政策效力：1) 以旧换新政策效应释放下的商品消费强劲增长，商务部数据显示，春节期间全国重点零售和餐饮企业销售额比去年同期增长4.1%，国家税务总局数据显示，消费相关行业日均销售收入同比提升10.8%，商品消费同比增长9.9%；2) 电影行业高质量供给带来的票房历史新高，2025年春节期间达成95亿元总票房，取得历年春节档冠军，同比2024年增长18.6%；3) 出行消费达成“量价双击”，经文化和旅游部数据中心测算，2025年春节假期8天，国内出游5.01亿人次，同比增长5.9%，国内出游总花费6770.02亿元，同比增长7.0%。

1月CPI数据同比增长0.5%，其中核心CPI同比连续4个月回升至0.6%。春节因素叠加气温下降影响，食品项中鲜菜、肉类、水产品类领涨，同比环比均提升。春节期间出行和文娱消费需求大幅增加，服务消费亮眼，其中教育文化和娱乐中的旅游项同比上涨7%，环比上涨11.6%。尽管受到春节因素影响，消费复苏路径与节奏仍需要继续观察，但基础设施REITs的价值评估体系或受到消费回暖的影响。

从资产属性和收益特征来看，产权类REITs中消费基础设施、仓储物流、产业园区及保障性租赁住房等类型虽均以租金收入和物业管理费为核心现金流来源，但其市场化程度、价格弹性及抗周期能力呈现显著差异。消费基础设施类REITs与仓储物流类REITs因市场化定价机制较为完善，对经济周期敏感度较高，其租金水平与出租率往往随消费复苏呈现强弹性。产业园区类REITs表现分化明显，集成电路、生物医药等高端制造园区以研发类办公楼为主，租金弹性高于传统工业厂房用地。保障性租赁住房REITs受政府租金管制约束，弹性较小，目前需求旺盛，出租率长期维持在90%以上，防御属性突出。

经营权类REITs的收益结构则呈现显著的政策依赖性，收入主要来源于政府定价的公用事业、垄断经营的商品和服务收费，包括高速公路通行费、垃圾处理费及清洁能源发电收入等。此类资产市场化程度相对较低，受宏观经济波动影响较小，但定价机制刚性特征导致收益弹性受限。

#### 3.1、消费基础设施：直接受益于消费复苏

消费基础设施公募REITs底层资产以购物中心、奥特莱斯、社区商业和农贸市场等项目为主，收入主要来源是租金物业收入，主要受出租率、租金水平、地理位置等因素影响。

购物中心通常位于城市的核心商圈，提供购物、餐饮、娱乐等综合服务，覆盖的区域广、人口多。作为流量枢纽，购物中心的客流量和销售额数据是市场观测消费复苏的重要指标。当经济进入上行周期时，餐饮娱乐等消费需求的回暖将转化为商户扩租和商场租金提价需求。

社区商业聚焦于社区居民的日常需求，需求端稳定性强但客单价低于购物中心，随居民可支配收入回升同样将迎来客单价上移。而农产品批发市场如易方达华威农贸市场 REIT，交易品类以蔬菜瓜果、肉禽蛋奶等农产品及其加工品为主，商品价格弹性较低，在宏观经济波动中表现出较强韧性。

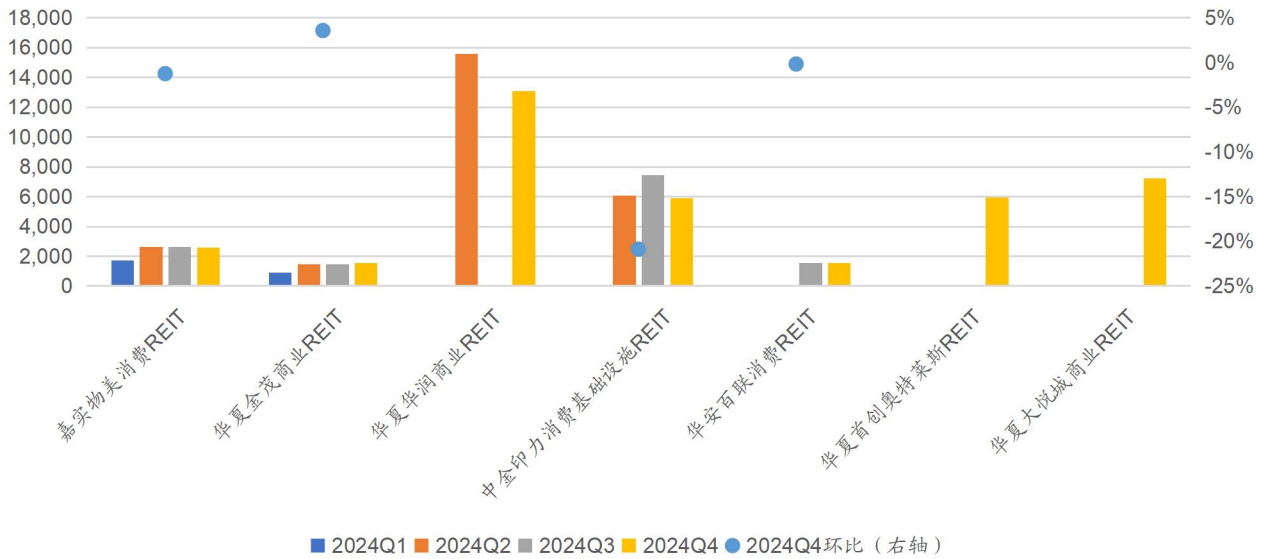
**表 5: 消费基础设施 REITs 基本情况**

代码	简称	项目属性	租赁模式	租约期限结构	上市日期	底层资产所在城市
508011.SH	嘉实物美消费 REIT	社区商业	固定租金为主	2024Q4 报告期末加权平均剩 余租期为 7.33 年	2024-03-12	北京
508017.SH	华夏金茂商业 REIT	购物中心	固定租金、固定/抽成 取高、纯抽成租金	2024Q4 报告期末加权平均剩 余租期为 4.36 年	2024-03-12	长沙
180601.SZ	华夏华润商业 REIT	购物中心	固定租金、固定/抽成 取高、纯抽成租金	2024Q4 报告期末加权平均剩 余租期为 2.17 年	2024-03-14	青岛
180602.SZ	中金印力消费基础设施 REIT	购物中心	固定租金、提成租金	2024Q4 报告期末加权平均剩 余租期为 3.1 年	2024-04-30	杭州
508002.SH	华安百联消费 REIT	购物中心	固定租金、固定/抽成 取高、纯抽成租金	2024Q4 报告期末加权平均签 约年限 3.61 年，加权平均剩余 租期 2.39 年	2024-08-16	上海
508005.SH	华夏首创奥特莱斯 REIT	奥特莱斯	联营、抽成和固租	2024Q4 报告期末加权平均剩 余租期为 1.70 年	2024-08-28	济南、武汉
180603.SZ	华夏大悦城商业 REIT	购物中心	固定/抽成取高为主	2024Q4 报告期末加权平均剩 余租期为 3.43 年	2024-09-20	成都
180605.SZ	易方达华威农贸市场 REIT	农产品交易中心	固定租金	2024Q2 报告期末加权平均剩 余期限为 6.13 年	2025-01-24	福州

资料来源：各 REITs 招募说明书，各基金公告，WIND，国海证券研究所

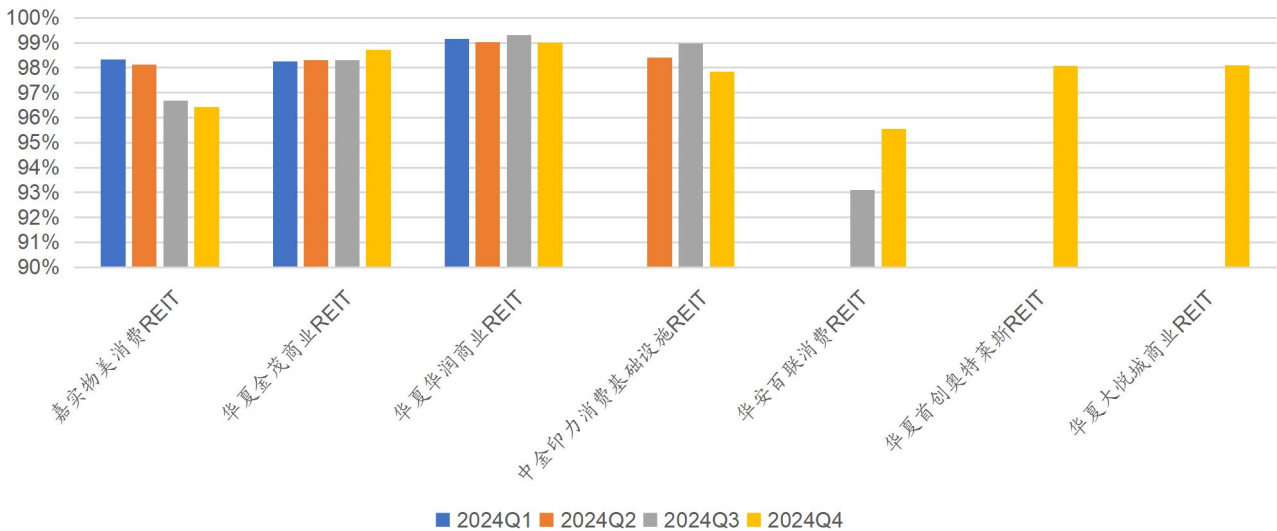
从租金收入和出租率来看，消费温和复苏的背景下，2024 年四季度各 REITs 的出租率维持在 92%以上的高位区间，大部分租金收入维持温和涨幅 5%以内。不同区位资产存在结构性分化，其中华夏华润商业 REIT 四季度租金收入有所下滑，中金印力消费 REIT 租金收入三季度上涨后回落至二季度水平。

图 6: 消费基础设施 REITs 季度租金收入 (万元) 及 2024Q4 环比



资料来源: WIND, 国海证券研究所, 空余部分为未披露数据

图 7: 消费基础设施 REITs 季度出租率



资料来源: WIND, 国海证券研究所, 空余部分为未披露数据

在消费驱动经济复苏的背景下, 2025 年消费基础设施 REITs 有望成为衔接的核心载体。购物中心、社区商业等场景的终端需求扩张, 将提升项目公司的租金议价能力, 实现运营现金流增长, 其中具备区位优势与业绩弹性的购物中心类 REITs 或将最为受益。

### 3.2、仓储物流: 电商与零售需求驱动

仓储物流是指利用自建或租赁的库房地和场地, 通过专业化库房设施对货物实施储存、分拣、配送等全流程管理。REITs 产品所涉仓储物流底层资产普遍

采用高标准仓库建设规范，主要服务于第三方物流、电子商务平台及制造企业的供应链管理需求。地域上主要集中在珠三角、长三角、环渤海及一线城市等，依托交通枢纽优势与产业集群效应形成网络化布局。

仓储物流 REITs 的收入构成以租金收入为主体，整体增长弹性主要来自租金和底层资产估值的提升。租金收入是最主要的收入来源，由出租率和租金水平共同决定，主要与租约到期期限、租户行业、租户集中度、关联客户占比等有关，进一步受区位优势、区域配套设施完善程度、宏观经济形势、市场供需等多种因素影响。

不同仓储物流的租约期限及租客集中度差异较大。如红土创新盐田港仓储物流 REIT 的世纪物流园项目租户为单一租户，嘉实京东仓储基础设施 REIT 租户均为京东物流子公司，中金普洛斯仓储物流 REIT 以 3 年以内租期为主，嘉实京东仓储基础设施 REIT 租金在 5-6 年。

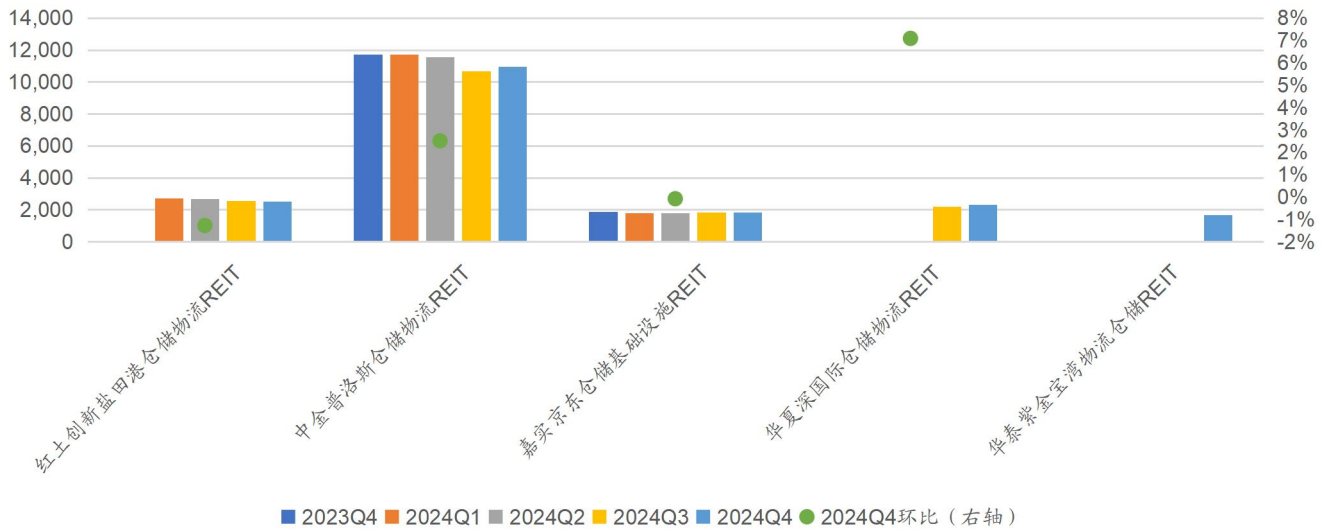
表 6: 仓储物流 REITs 基本情况

代码	简称	租约期限结构	上市日期	主要底层资产所在城市
180301.SZ	红土创新盐田港仓储物流 REIT	2024Q4 报告期末现代物流中心项目租赁期限 0.09-14.83 年不等,世纪物流园项目租赁期限为 4.75 年	2021-06-21	深圳
508056.SH	中金普洛斯仓储物流 REIT	2024Q4 报告期末加权平均剩余期限 546.98 天	2021-06-21	京津冀、长三角、环渤海经济区、粤港澳大湾区和成渝经济圈
508098.SH	嘉实京东仓储基础设施 REIT	2024Q4 报告期末重庆项目剩余租期为 2191 天,武汉项目剩余租期为 1461 天,廊坊项目剩余租期为 485 天	2023-02-08	武汉、重庆、廊坊
180302.SZ	华夏深国际仓储物流 REIT	2024Q4 报告期末加权平均剩余租期 1.11 年	2024-07-09	杭州、贵州
180303.SZ	华泰紫金宝湾物流仓储 REIT	2024Q4 报告期末加权平均剩余租期为 517.04 天	2024-10-29	天津、南京、嘉兴
508048.SH	华安外高桥仓储物流 REIT	2024Q2 报告期末 5 年以上占比 60%	2024-12-25	上海
508078.SH	中航易商仓储物流 REIT	2024Q2 报告期末 3 年以内占比 68%	2025-01-24	昆山

资料来源: 各 REITs 招募说明书, 各基金公告, WIND, 国海证券研究所

从各上市 REITs 的租金收入来看, 中金普洛斯 REIT 近两个季度有所下降但四季度企稳, 华夏深国际仓储物流 REIT 四季度环比增长 7%, 增速最快。

图 8: 仓储物流 REITs 季度租金收入 (万元) 及 2024Q4 环比



资料来源: WIND, 国海证券研究所

经济复苏的情况下, 居民消费水平的提高, 一方面电商渗透率的提升可带动高标准仓库需求, 另一方面快时尚零售商到大型超市在内的各类实体零售连锁店的仓储需求推动仓储物流进一步发展。

此外, 传统仓储设施因技术壁垒较低面临同质化竞争压力, 但物联网技术与自动化设备的应用显著提升资产运营效率, 可提升分拣效率和库存周转率, 推动投资者从单纯关注区位优势转向综合评估运营效率指标。

### 3.3、园区基础设施: 产业赋能逻辑

根据《国家发展改革委关于全面推动基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 项目常态化发行的通知》, 产业园的区域位置“位于自由贸易试验区、国家级新区、国家级与省级开发区、战略性新兴产业集群”, 产业园的资产业态应属于“研发平台、工业厂房、创业孵化器、产业加速器、产业发展服务平台”等。这种政策筛选机制使得产业园区 REITs 天然具备产业集聚与创新孵化的双重基因。

产业园区当前的主要盈利模式为物业租售和园区服务, 其收入来源主要为产业类租户的租金收入。产业园区 REITs 的租约期限结构存在显著分化, 研发办公类项目租约期限普遍较短, 租户调整频率较高, 以博时招商产业园为例, 其底层资产万融大厦 3 年以上长租约占比仅 3.15%, 这种灵活性在 CPI 上行周期可快速转化为租金弹性。而工业厂房类产业园, 租户在装修和设备上的投资更高, 租约稳定性突出, 如国君临港 REIT 项目 3 年内到期租约占比不足 5%, 抗周期缓冲垫更强。

表 7: 园区基础设施 REITs 基本情况

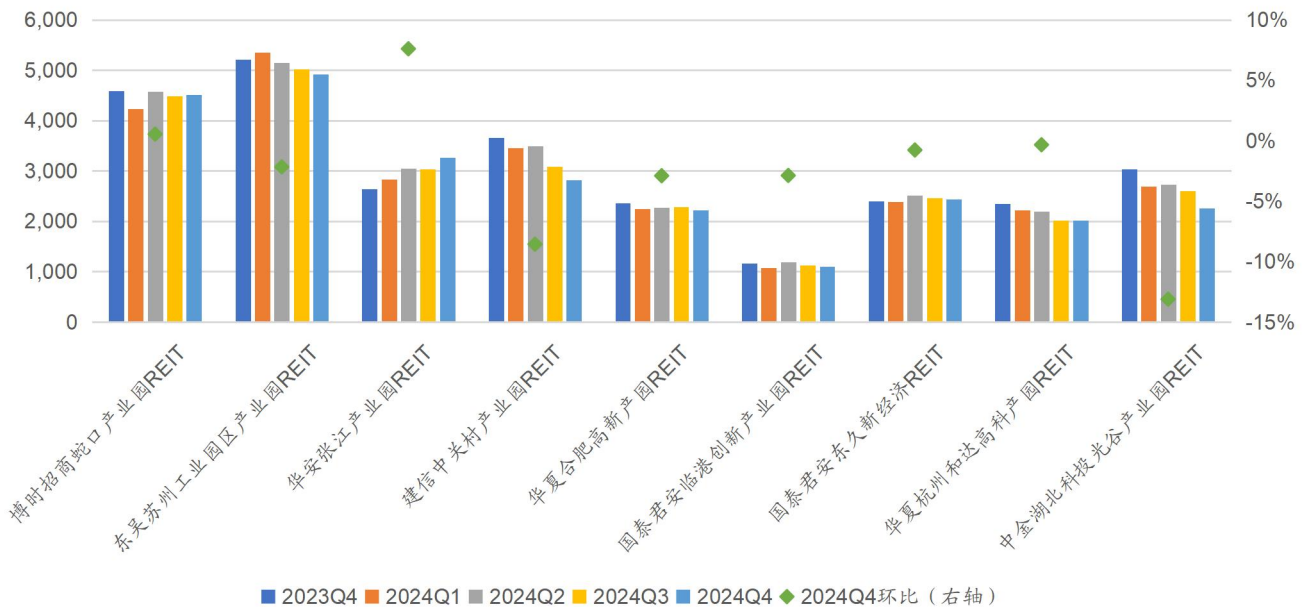
代码	简称	土地/房屋性质	上市日期	主要底层资产所在城市
180101.SZ	博时招商蛇口产业园 REIT	研发办公楼	2021-06-21	深圳

508027.SH	东吴苏州工业园区产业园 REIT	研发办公楼	2021-06-21	苏州
508000.SH	华安张江产业园 REIT	研发办公楼	2021-06-21	上海
508099.SH	建信中关村产业园 REIT	研发办公楼	2021-12-17	北京
180102.SZ	华夏合肥高新产业园 REIT	研发办公楼	2022-10-10	合肥
508021.SH	国泰君安临港创新产业园 REIT	工业厂房	2022-10-13	上海
508088.SH	国泰君安东久新经济 REIT	工业厂房	2022-10-14	长三角区域
180103.SZ	华夏杭州和达高科产业园 REIT	研发办公楼	2022-12-27	杭州
508019.SH	中金湖北科投光谷产业园 REIT	研发办公楼	2023-06-30	武汉
508022.SH	博时津开科工产业园 REIT	工业厂房	2024-09-19	天津
180105.SZ	易方达广州开发区高新产业园 REIT	研发办公楼	2024-09-23	广州
508003.SH	中金联东科技创新产业园 REIT	生产制造及研发的多层标准工业厂房	2024-11-05	北京
508097.SH	华泰紫金南京建邺产业园 REIT	研发办公楼	2024-12-03	南京
508010.SH	中金重庆两江产业园 REIT	工业厂房	2024-12-11	重庆
180106.SZ	广发成都高投产业园 REIT	研发办公楼	2024-12-19	成都
508012.SH	招商科创孵化器 REIT	研发办公楼	2024-12-31	上海

资料来源：各 REITs 招募说明书，WIND，国海证券研究所

从租金收入来看，产业园区内部分化较大，华安张江产业园自 2023Q4 以来维持正增长趋势，大部分项目 2024Q4 跌幅基本企稳，而建信中关村产业园和中金湖北科投光谷产业园仍在下滑通道。

图 9：园区基础设施 REITs 季度租金收入（万元）及 2024Q4 环比

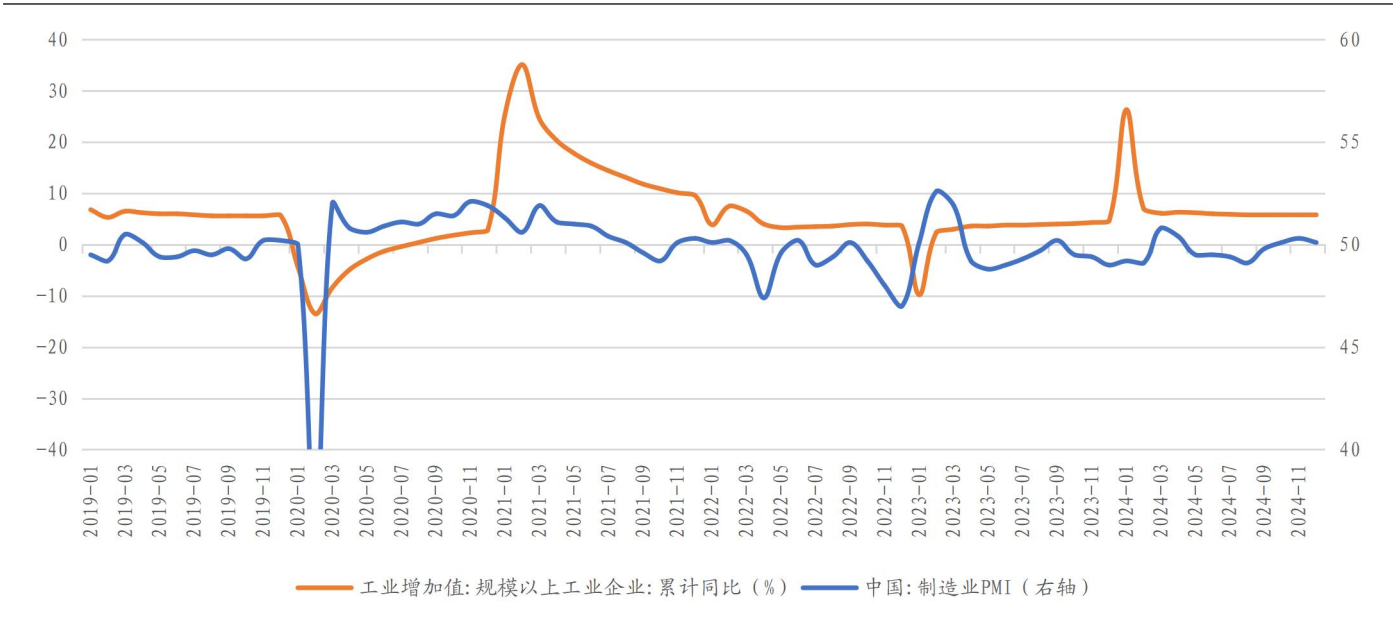


资料来源：WIND，国海证券研究所

产业园区作为产业集群地，在推动制造业发展、转型升级方面起到重要作用，从需求端来看，产业园的需求受到下游工业企业经济活动的影响。2024 年 12 月规模以上工业增加值累计同比 5.8%，相比 2023 年 12 月累计同比 4.6% 有所提升。制造业 PMI2024 年多个月份均处在荣枯线以下，其中 3 月、4

月跃过荣枯线，后有所回落，10月开始小幅回升，稳定性有待继续观察。整体而言，2024年经济弱复苏背景下，产业园区需求侧或见底回升。

图 10：规模以上工业增加值累计同比及制造业 PMI



资料来源：WIND，国海证券研究所

产业园区 REITs 的价值重构路径正经历从土地开发、空间租赁向生态服务、产业投资的范式转变。随着园区运营模式的不断成熟，逐渐提供多种增值服务，通过打造产业集群效应增加租户黏性。未来产业园区 REITs 多元化发展，可能开拓第二增长曲线，在经济复苏背景下有更大增长潜力。

### 3.4、保障性租赁住房：防御性价值

保障性租赁住房 REITs 作为住房供给侧改革的重要金融工具，其底层资产兼具民生保障与政策红利的双重属性。这类 REITs 锚定城镇化进程中新市民、青年群体的住房需求，且租金定价机制呈现显著的政策约束特征，如北京市住房和城乡建设委员会提出租金年度涨幅应低于周边租金涨幅，且不高于 5%。因此保障房现阶段供小于求，资产抗周期性的特征明显。

表 8：保障性租赁住房基本情况

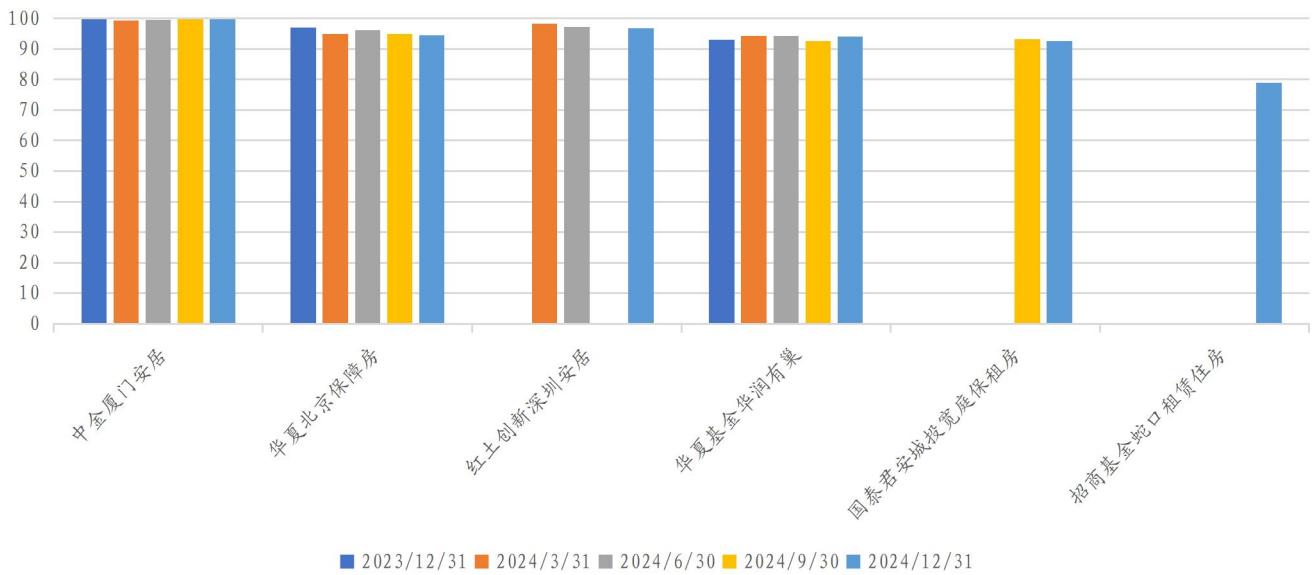
简称	上市日期	基础资产	位置	房屋类型	租金模式
中金厦门安居 REIT	2022-08-31	珩琦公寓、园博公寓	厦门	保租房	租金按不高于同地段同品质市场化租赁住房租金 95% 的标准执行，年度租金涨幅不超过 5%
华夏北京保障房 REIT	2022-08-31	文龙家园	北京	公租房	相较西三旗板块平均价格低约 46%

简称	上市日期	基础资产	位置	房屋类型	租金模式
		熙悦尚郡			相较青年路板块平均价格低约44%
红土创新深圳安居 REIT	2022-08-31	安居百泉阁	深圳	保租房	届时同地段市场商品住房租金的60%左右
		安居锦园			
		保利香槟苑			
		凤凰公馆			
华夏基金华润有巢 REIT	2022-12-09	有巢东部经开区、有巢泗泾	上海	保租房	初次定价在同地段同品质市场租赁住房租金的九折以下，后续调价幅度不高于同地段同品质租赁住房同期增幅，且年增幅不高于5%
国君资管城投宽庭保租房 REIT	2024-01-12	光华社区、江湾社区	上海	保租房	在同地段同品质市场租赁住房租金的九折以下，后续调价幅度不高于同地段同品质租赁住房同期增幅，且年增幅不高于5%
招商基金蛇口租赁住房 REIT	2024-10-23	太子湾项目	深圳	保租房	蛇口自贸区内符合优惠政策的企业或个人基准按照租金80%；蛇口自贸区外的企业或个人按照基准租金90%；符合《深圳市人才认定办法》的按60%
		林下项目		公租房	

资料来源：各 REITs 招募说明书，各基金公告，WIND，国海证券研究所

2024年10月住建部、财政部等多部门发声，支持地方通过专项债资金收储存量房源转化为保租房，理论上可加速供给放量。但整体来看，目前轮候人数和租户人群仍然远远超过租赁住房供给，保租房 REITs 的稳定属性依旧很强。根据各季度的出租率情况来看，除了2024Q4招商基金蛇口租赁住房 REIT 出租率不足80%外，其余各上市 REITs 2023Q4 以来出租率均高于90%。招商基金蛇口租赁住房 REIT 出租率较低的主要原因是林下项目原重要租户于2024年12月25日到期退租，退租时点临近报告期末，若按报告期内自然天数计算，报告期内的平均出租率为93.72%。

图 11: 保障性租赁住房季度出租率 (%)



资料来源: WIND, 国海证券研究所

尽管保租房 REITs 具备抗周期属性, 其分红率的提升空间受制于政策约束, 短期难以依赖价格驱动实现大幅提升。当前保租房 REITs 出租率均维持在高位水平, 接近满租状态, 因此收入高度依赖租金参数的动态调整, 若租金年增幅上限适当放宽, 则空间将打开。

### 3.5、交通基础设施: 车流量周期与收益刚性

交通基础设施 REITs 是我国公募 REITs 中规模最大的类别。《2023 年交通运输行业发展统计公报》显示, 截至 2023 年底, 我国高速公路里程已达 18.36 万公里。这类资产需要大量前期投资且回收周期长, 但成熟运营后能产生稳定现金流。目前市场上的高速公路 REITs 底层资产普遍处于成熟运营阶段, 多集中在经济活跃、人口密集的东中部地区。

高速公路 REITs 的收入主要依赖通行费, 由车流量和收费标准共同决定。其中, 收费标准由政府根据公路技术等级、投资成本、物价水平、贷款偿还期限等因素制定, 并受《收费公路管理条例》约束。除政策调整外, 节假日免费等临时优惠也会影响收入, 但整体费率波动较小。

在收费标准稳定的前提下, 车流量成为收入的核心变量。车流量受地理位置(如经济发达地区需求更高)、路网结构(新增路段可能分流)、天气条件(极端天气减少出行)、宏观经济(经济增速影响客运和货运需求)等因素影响, 呈现季节性波动。此外, 客车和货车有不同的收费标准、增长弹性和抗周期能力, 其比例结构也会影响通行费收入。

总体来看, 高速公路行业具有公益属性, 收费政策受政府严格监管。尽管车流量与宏观经济关联性较强, 但传导速度较慢。但相比其他特许经营权类项

目（如生态环保、能源类），高速公路 REITs 对经济复苏的敏感性更高，具备估值修复潜力。

### 3.6、能源基础设施、生态环保等：利率敏感型

能源基础设施主要包括清洁能源项目（涵盖风电、太阳能发电、水力发电等）、储能设施项目、清洁高效燃煤发电项目和电力传输与配售设施。当前中国正在推进能源结构调整，从传统能源向风电、光伏等新能源转型。在国家政策支持和财政补贴推动下，新能源领域展现出较强发展潜力。具体表现在电力装机结构上，传统火电比重持续下降，风电和太阳能发电占比快速提升，能源转型步伐明显加快。

能源类 REITs 的收入主要依赖发电收益，受地域条件、资源禀赋和天气因素影响较大。具体而言，发电收入由电价和上网电量决定，其中电价由政府制定的基准价格主导，波动幅度有限，因此发电量成为主要变量。而发电量又高度依赖自然条件和气候环境，在资源充沛、天气良好时往往表现突出。

生态环保 REITs 的底层资产是用于污水处理和垃圾处理的生态环保基础设施，目前市场仅有两支相关产品，分别是富国首创水务 REIT 和中航首钢生物质 REIT。前者收入来源于污水处理量及处理单价，后者收入则包括垃圾处理服务费和发电收入。由于政府部门对污水处理费、垃圾处理费和电价实行指导定价，相关收入保持相对稳定。

这类基础设施项目通常具有现金流稳定但增长空间有限的特点，对利率变动较为敏感。随着经济由消费复苏驱动逐步回暖，市场利率中枢可能随之上移，由此引发的折现率调整或将其资产估值形成下行压力。

总结而言，2024 年末启动的 REITs 行情主要由政策发力推动叠加低利率环境的资金欠配，从供需两端形成支撑。2025 年以来，REITs 市场的政策支持力度不减，重点领域持续拓宽。1 月国务院发布的《关于推动文化高质量发展的若干经济政策》明确提出，支持符合条件的文化和旅游类项目发行公募 REITs。2 月中国证券监督管理委员会《关于资本市场做好金融“五篇大文章”的实施意见》进一步将 REITs 资产范围扩展至人工智能、数据中心、智慧城市等新基建领域，同时鼓励探索以养老设施等作为基础资产发行资产支持证券和 REITs，为市场注入新增长点。

而 REITs 与债市的高相关性在利率波动环境下是否能够维持是下一阶段的矛盾之一，2025 年 1 月债市收益率以低位震荡为主，增量资金更倾向于流向股息率较高的 REITs 板块，且 REITs 的收益吸引力因市场对一季度分红的预期而进一步增强，投资者在估值时已将分红收益纳入考量。步入 2 月，经济复苏预期逐渐升温，利率上行的环境下，收益弹性更大的 REITs 或能够跑赢。

此外，市场流动性特征也需警惕，由于 REITs 整体换手率较低，少量交易即可能引发价格剧烈波动，这种高波动性特征使得投资者对市场情绪变化保

持敏感。REITs 与债市的相关性可能导致债市利率波动的情况下，金融机构负债端压力传导到 REITs 市场。在此背景下，交易型资金需密切关注利率走势、风险偏好等边际变化，而配置型资金则可把握稳定优质项目回调后的介入机会。整体来看，REITs 市场的机遇与风险并存，需通过精细化择时和资产筛选实现收益与波动的平衡。

## 4、风险提示

基础资产未来经营情况具有不确定性；募集说明书中的未来现金流预测可能与实际偏差较大；项目扩募节奏不及预期；行业政策超预期调整风险；国内经济修复不及预期或影响底层资产收益。

附表：REITs 市场重要政策文件汇总

日期	发文字号/主体	文件	主要内容
2020/4	证监发〔2020〕40号	《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》	<b>标志着境内基础设施 REITs 试点正式起步。</b> 明确推进试点工作的重要意义，包括盘活存量资产、拓宽投资渠道、提升直接融资比重等；提出试点基本原则，如符合国家政策、遵循市场原则、创新规范并举等；规定试点项目要求，聚焦重点区域（京津冀、长江经济带等）、重点行业（交通设施、市政工程、产业园区等）、优质项目（权属清晰、有稳定收益等）；规范试点工作安排，如设立公开募集基础设施证券投资基金流程，各单位职责分工等。
2020/7	发改办投资〔2020〕586号	《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报工作的通知》	<b>切实做好试点项目组织申报工作：</b> 聚焦重点区域，如国家重大战略区域范围内的基础设施项目；锁定重点行业，涵盖仓储物流、收费公路等传统基建，数据中心、5G 等新型基建，及战略性新兴产业集群、高科技产业园等项目，酒店、商场等房地产项目除外。规定试点项目基本条件，要求权属清晰、运营时间不低于 3 年、预计未来 3 年净现金流分派率不低于 4%等，并对申请材料、申报程序、项目合规性审查等环节细致说明。
2020/8	证监会公告〔2020〕54号	《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》	<b>证监会指导 REITs 发行的重要基础性文件</b> ，明确了基金管理人、托管人、其他专业机构等主体的资质要求和职责，规范了基金发售流程和投资者适当性管理，并在基金投资运作、风险管理、信息披露、清算等方面做出规定。
2021/1	发改办投资〔2021〕35号	《关于建立全国基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目库的通知》	按照统一标准和规则，设立覆盖试点各区域、各行业的全国基础设施 REITs 试点项目库，包含意向项目、储备项目和存续项目三类。严格把握入库项目条件；强化入库项目政策支持和协调服务；做好入库项目梳理和报送工作；统一规则、加强协作，切实做好基础设施 REITs 试点工作。

2021/6	发改投资〔2021〕958号	《国家发展改革委关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》	对公募 REITs 试点项目的申报要求进行调整， <b>将试点区域扩展到全国范围内，试点行业扩围至交通、能源、市政等 9 大领域（增加能源、停车场、保障房、景区等），</b> 并在项目基本条件、项目审查内容等方面提出了更高要求，如最低规模、募集资金投向等。
2021/12	发改办投资〔2021〕1048号	《国家发展改革委办公厅关于加快推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）有关工作的通知》	按照十四五规划纲要，进一步加快推进基础设施 REITs 试点有关工作。加强宣传解读，调动参与积极性；摸清项目底数，分类辅导服务，做到项目“愿入尽入、应入尽入”；安排专人对接，做好服务工作；加强部门协调，落实申报条件；及时沟通反映，加快申报进度等。
2022/1	财政部税务总局公告 2022 年第 3 号	《关于基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点税收政策的公告》	<b>标志着我国公募 REITs 税收制度建设的正式开启。</b> 在基础设施资产重组环节不征收企业所得税、原始权益人向 REITs 转让项目公司股权时递延缴纳企业所得税，避免原始权益人在 REITs 成功发行之前付出大量税收成本，降低企业负担，促进 REITs 市场发展。
2022/5	证监办发〔2022〕53号	《关于规范做好保障性租赁住房试点发行基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）有关工作的通知》	<b>首个公募 REITs 对基础资产专项领域的特别支持文件，</b> 规范做好保障性租赁住房发行基础设施 REITs 工作，深入落实房地产市场平稳健康发展有关要求、严格规范回收资金用途、进一步压实参与方监督职责等，推动保障性租赁住房资产证券化，盘活存量资产。
2022/7	发改办投资〔2022〕617号	《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）新购入项目申报推荐有关工作的通知》	贯彻国务院关于盘活存量资产、扩大有效投资的部署， <b>推动基础设施 REITs 扩募机制建设，</b> 包括简化申报要求、优化申报推荐程序、提出项目质量保障措施、协调落实发行条件、监管与引导回收资金。
2023/3	发改投资〔2023〕236号	《关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目申报推荐工作的通知》	<b>研究支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行基础设施 REITs。</b> 优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，保障基本民生的社区商业项目发行基础设施 REITs。
2024/2	证监会	《监管规则适用指引——会计类第 4 号》	旨在对实务操作中频繁涉及的会计准则相关问题提供统一回复，主要包含金融工具、收入、研发支出、长期股权投资等问题。其中并表原始权益人合并财务报表层面对于基础设施 REITs 其他方持有的份额，列报为负债还是权益，主要取决于 REITs 是否可以避免现金分配义务和到期强制清算义务。
2024/7	发改投资〔2024〕1014号	《关于全面推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目常态化发行的通知》	<b>提出全面推动 REITs 常态化发行，</b> 要求各参与方适应常态化发行要求，明确推荐重点、提高推荐效率、压实各方责任。进一步明确和细化 REITs 试点项目申报要求， <b>行业涵盖 12 类基础设施领域，</b> 符合条件的全国项目均可申报。此外对项目基本条件、合规要求、回收资金使用、申报流程和责任机制都做出了指导，推动更多优质项目开展试点。
2024/9	财政部 税务总局公告 2024 年第 14 号	《关于企业改制重组及事业单位改制有关印花税政策的公告》	对企业改制、合并、分立、破产清算以及事业单位改制书立的产权转移书据免征印花税，对同一投资主体内部划转土地使用权、房屋等建筑物和构筑物所有权、股权

---

书立的产权转移书据，免征印花税。这将在一定程度上降低 REITs 发行成本，增强市场吸引力。

---

资料来源：国家发展改革委，证监会，财政部，中证鹏元资信评估公司，新华财经客户端，安永官方微信公众号，中国基金报，国海证券研究所，截至 2024 年末

## 【银行&资产配置小组介绍】

林加力，国海证券研究所副所长、首席资产配置官、金融首席分析师。毕业于浙江大学、复旦大学，曾就职于海通证券、民生证券、浦发银行。2019-2023年连续上榜新财富最佳分析师评选，分别获得银行方向第五名、第四名、第三名、第三名、第四名。在境内其他分析师评选活动中也持续获得佳绩，擅长信用风险、监管政策、银行经营、资产负债管理等方面的研究。

徐凝碧，国海证券研究所银行&资产配置分析师。毕业于中国人民大学、北京国家会计学院，金融专业，2年证券从业经验，主要覆盖银行和机构资产配置方向。

## 【分析师承诺】

林加力，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
 增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
 中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
 卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，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。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。