

# 公募REITs当下的配置逻辑思考

## ——公募REITs分析框架初探

张紫睿（固定收益分析师） SAC编号：S0850522120001

2023年7月14日

REITs同时具备股性和债性特征，具有风险适中、税收减免等优势，是分散风险、扩充投资范围的合意标的。截至2023年6月30日，我国共有28只公募REITs产品成立。

各板块底层资产分析逻辑差异较大。高速公路类修复态势良好；产业园类业绩承压；仓储物流类运营整体保持平稳；保租房类表现稳健，出租率维持高位；清洁能源类、生态环保类资产受季节性影响较大，项目出现业绩分化。

二级市场表现：消化高溢价，估值回落，目前换手率处于低位，近两年长期配置型机构（保险）持仓占比上升。

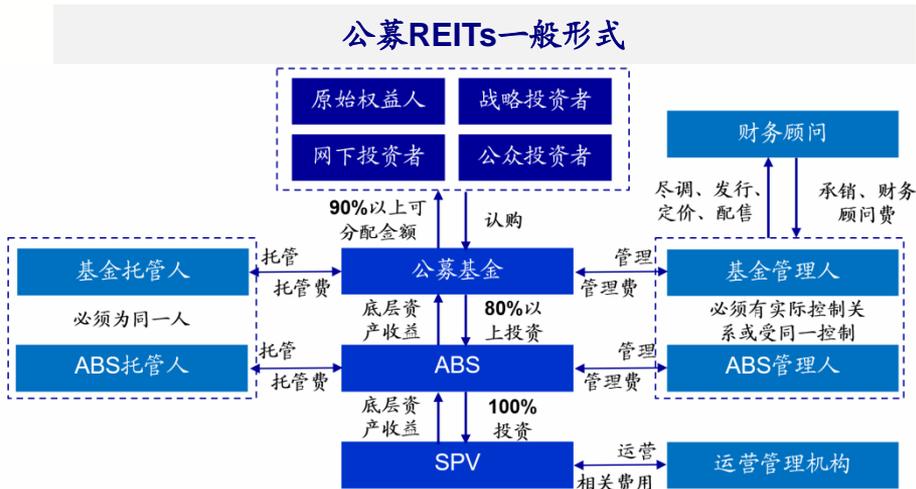
市场扩容，规模可期。一级打新建议关注政策重点支持的REITs品类；REITs价格逐步向价值回归，投资性价比凸显，市场情绪反复过程中波段交易机会可适当关注。

# ● 1 REITs基本概念及我国发展历程

REITs兼具股性和债性特征，具有风险适中、税收减免等优势。集成长性和稳定性于一体，具有较好的风险分散效果。

# REITs的基本概念和结构

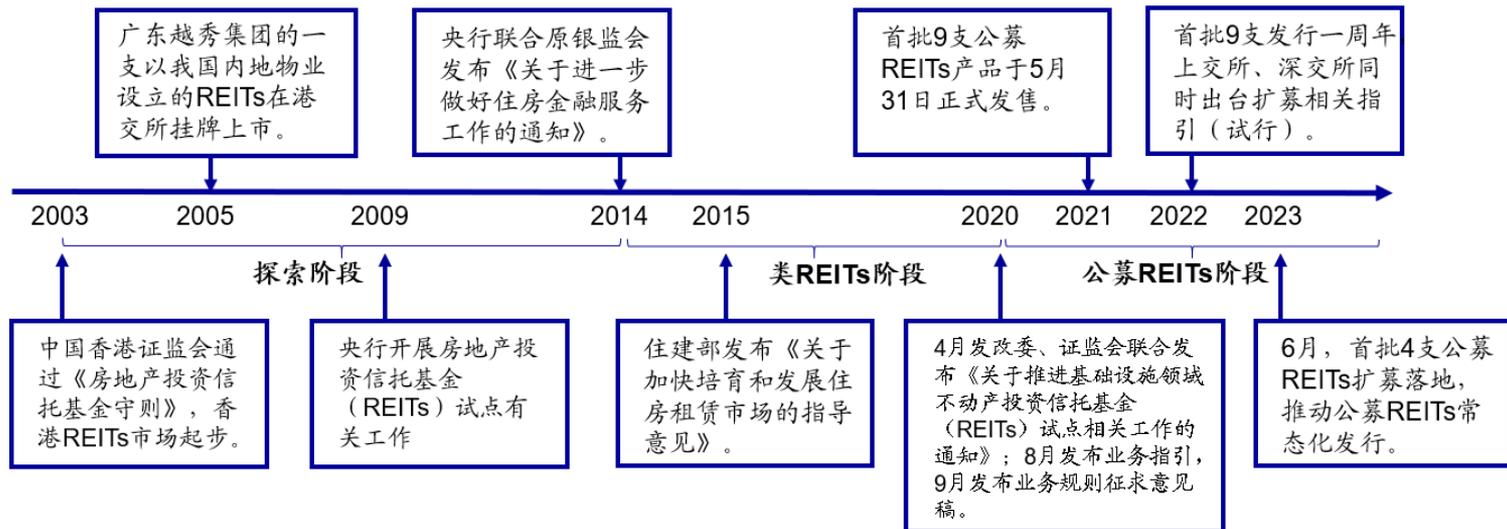
- **Real Estate Investment Trusts**，简称**REITs**，是一种以发行收益凭证的方式，汇集特定多数投资者的资金，由专门投资机构从事不动产投资经营管理，并将投资综合收益按比例分配给投资者的信托基金。其收益同时具备股性和债性的特征，具有风险适中、税收减免等优势，有助于提升资产流动性，是分散风险、扩充投资范围的合意标的。
- **REITs种类**:
  - 资产投资方式：权益型REITs；契约型REITs；混合型REITs；
  - 组织形式：公司型REITs；信托型REITs；
  - 资金募集方式：私募REITs；公募REITs。



# 中国公募REITs推进历程

- 我国REITs发展起步较早，2003年8月中国香港REITs起步，2005年内地首只REITs赴港上市，2009年央行开展房地产投资信托基金（REITs）试点有关工作。2014年类REITs产品兴起，2021年首批9只公募REITs产品正式上市，截至目前，我国共有28只公募REITs产品，涵盖产业园、高速公路、仓储物流、生态环保、保障性租赁住房、能源基础设施等领域。

## 我国REITs发展历程

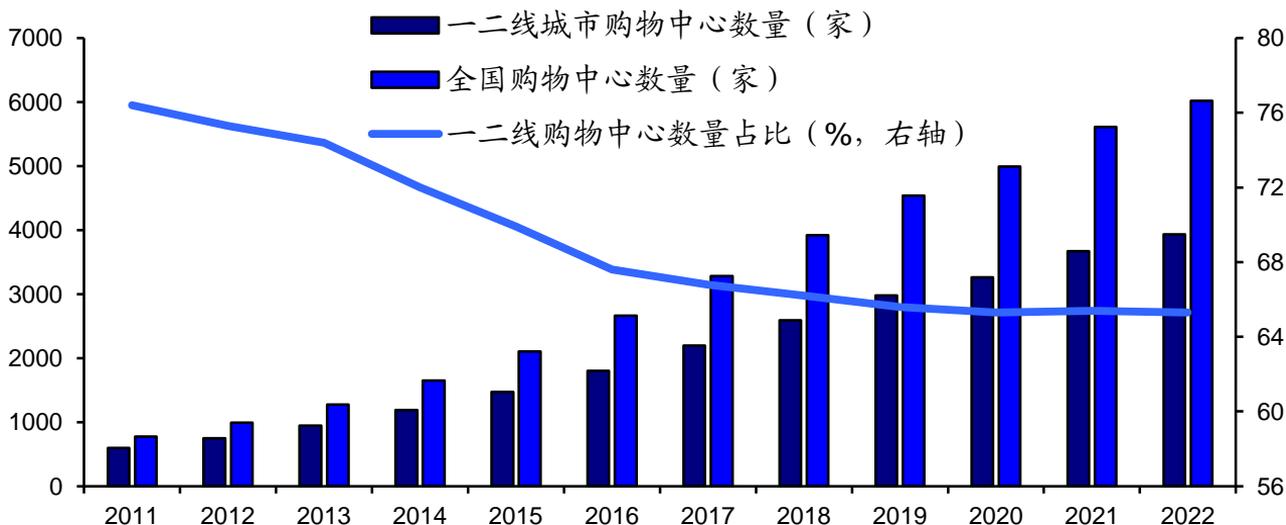


# 消费基础设施纳入REITs试点范围

2023年3月，证监会发布《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》。

- 消费基础设施纳入REITs试点范围。分类调整项目收益率和资产规模要求。完善审核注册机制，明确项目评估时间。

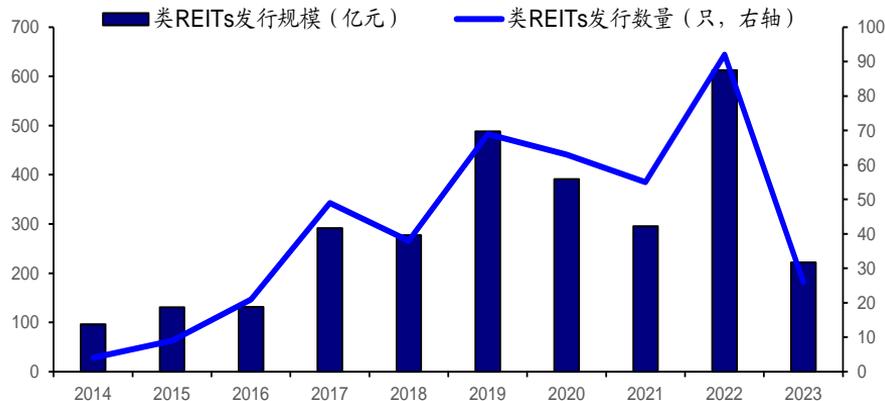
全国及一二线城市购物中心市场存量



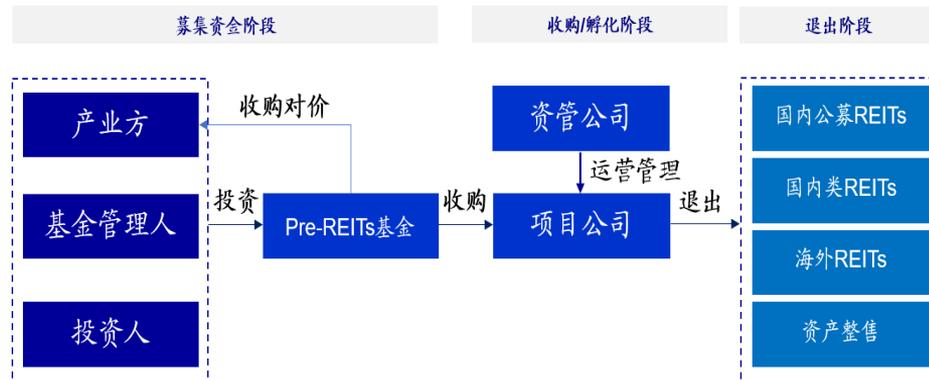
# 类REITs与Pre-REITs

- 类REITs具备一定REITs特征，是我国早期的REITs实践。类REITs架构多样，有专项资产管理计划（如中信启航）、公募基金（如鹏华前海万科REITs）、信贷资产证券化（如兴业皖新REITs）等等。
- Pre-REITs指投资者提前介入有着成为公募REITs标的资产潜力的资产的前期建设培育过程，最终通过公募REITs实现退出的投资业务模式。

### 类REITs发行情况



### Pre-REITs结构流程



# 存量REITs产品基本要素一览



REITs名称	项目类型	上市日期	存续期 (年)	发行份数 (万份)	发行价格 (元)	资产简称	资产分布	资产规模 (亿元)	最新收盘价 (元)
国泰君安东久新经济REIT	产业园类	2022-10-14	45	50000	3.04	东久(金山)制造园,东久(昆山)智造园,东久(无锡)智造园,东久(常州)智造园	上海,昆山,无锡,常州	15.36	3.53
中金湖北科投光谷产业园REIT	产业园类	2023-06-30	30	60000	2.63	光谷软件园A1-A7栋,互联网+项目,光谷软件园E3栋,光谷软件园C6栋	武汉	15.76	2.46
华夏杭州和达高科产业园REIT	产业园类	2022-12-27	42	50000	2.81	孵化器项目,和达药谷一期项目	杭州	14.09	2.53
国泰君安临港创新产业园REIT	产业园类	2022-10-13	43	20000	4.12	临港奉贤智造园(一期)和(三期)项目	上海	8.36	5.00
东吴苏州工业园区产业园REIT	产业园类	2021-06-21	40	90000	3.88	2.5产业园一期,二期,国际科技园五期B区	江苏	35.07	3.85
华安张江产业园REIT	产业园类	2021-06-21	20	50000	2.99	张江光大园	上海	13.81	3.38
建信中关村产业园REIT	产业园类	2021-12-17	45	90000	3.20	中关村软件园互联网创新中心5号楼,协同中心4号楼以及孵化加速器	北京	28.96	2.89
博时招商蛇口产业园REIT	产业园类	2021-06-21	50	90000	2.31	万海大厦,万融大厦	广东	20.42	2.37
华夏合肥高新产业园REIT	产业园类	2022-10-10	38	70000	2.19	合肥创新产业园(一期)及范围内国有建设用地使用权	合肥	15.52	2.15
中航首钢生物质REIT	生态环保类	2021-06-21	21	10000	13.38	北京首钢餐厨垃圾收运处一体化(一期),北京首钢鲁家山残渣暂存场,北京首钢生物质能源	北京	11.25	13.50
富国首创水务REIT	生态环保类	2021-06-21	26	50000	3.70	合肥市十五里河污水处理厂;深圳市福永,深圳市公明,深圳市松岗水质净化厂	安徽,广东	17.09	3.72
中信建投国家电投新能源REIT	能源类	2023-03-29	20	80000	9.80	中电投滨海北区H1#100MW海上风电工程和中电投滨海北区H2#400MW海上风电工程、国家电投集团滨海北H1#海上风电运维驿站工程项目	盐城	78.43	9.85
鹏华深圳能源REIT	能源类	2022-07-26	34	60000	5.90	深圳能源东部电厂(一期)项目	深圳	38.88	6.42
中航京能光伏REIT	能源类	2023-03-29	21	30000	9.78	榆林市榆阳区300MWp光伏发电项目、湖北随州100MWp光伏发电项目	随州,榆林	29.42	10.18

# 存量REITs产品基本要素一览



REITs名称	项目类型	上市日期	存续期 (年)	发行份数 (万份)	发行价格 (元)	资产简称	资产分布	资产规模 (亿元)	最新收盘价 (元)
华夏越秀高速公路封闭式基础设施REIT	高速公路类	2021-12-14	50	30000	7.10	汉孝高速公路主线路，机场北连接线	湖北	20.82	6.76
华泰江苏交控REIT	高速公路类	2022-11-15	12	40000	7.64	G50沪渝高速江苏段及其附属设施	江苏	30.56	6.83
中金安徽交控REIT	高速公路类	2022-11-22	17	100000	10.88	安徽省沿江高速公路芜湖（张韩）至安庆（大渡口）段，不含服务区及停车区配套资产	安徽	108.85	8.15
浙商证券沪杭甬高速REIT	高速公路类	2021-06-21	20	50000	8.72	杭徽高速公路(浙江段)昌昱段，汪昌段，留汪段	浙江	37.16	7.56
平安广州交投广河高速公路REIT	高速公路类	2021-06-21	99	70000	13.02	广州至河源高速公路广州段项目	广东	86.01	9.03
国金中国铁建高速REIT	高速公路类	2022-07-08	40	50000	9.59	合川至璧山至江津高速公路，合川至潼南至安岳（重庆境）高速公路	重庆	47.87	7.46
华夏中国交建高速REIT	高速公路类	2022-04-28	40	100000	9.40	武汉至深圳高速公路嘉鱼至通城段及其附属设施	武汉，深圳	92.75	5.89
嘉实京东仓储基础设施REIT	仓储物流	2023-02-08	46	50000	3.51	京东商城亚洲1号仓储华中总部、京东亚洲一号廊坊经开区物流园、京东重庆电子商务基地	武汉、廊坊、重庆	17.66	3.53
中金普洛斯仓储物流REIT	仓储物流	2021-06-21	50	150000	3.89	普洛斯北京空港，淀山湖，广州保税，顺德，通州光机电，增城，苏州望亭普洛斯物流园	北京、上海、广东、江苏	55.95	3.96
红土创新盐田港仓储物流REIT	仓储物流	2021-06-21	36	80000	2.30	现代物流中心	广东	18.57	2.50
中金厦门安居保障性租赁住房REIT	保租房类	2022-08-31	65	50000	2.60	珩琦公寓项目，园博公寓项目	厦门	13.13	2.54
红土创新深圳人才安居REIT	保租房类	2022-08-31	66	50000	2.48	安居百泉阁项目，安居锦园项目，保利香槟苑项目，凤凰公馆项目	深圳	12.55	2.54
华夏基金华润有巢REIT	保租房类	2022-12-09	67	50000	2.42	有巢东部经开区项目，有巢泗泾项目	上海	12.16	2.45
华夏北京保障房REIT	保租房类	2022-08-31	62	50000	2.51	文龙家园项目，熙悦尚郡项目	北京	12.68	2.52

## • 2

# 底层资产分析框架及业绩表现

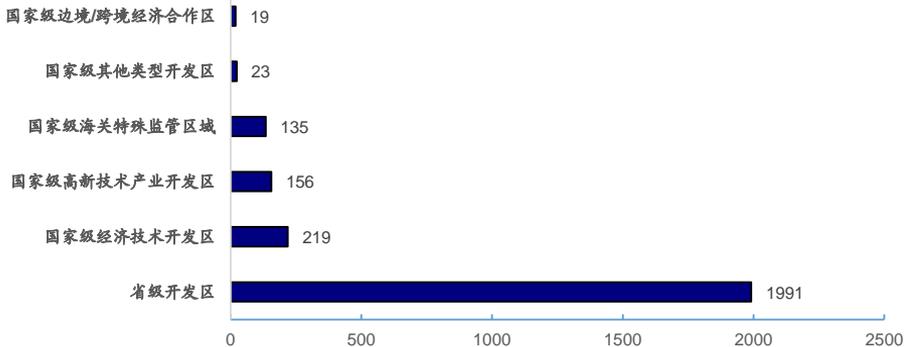
各板块公募REITs整体保持底层资产优质，整体完成度较高。

# 产权类REITs资产运营情况及分析框架-产业园类

## 概念及项目范围

- ▶ 产业园是由政府或企业为实现产业发展目标而创立的特殊区位环境，是在规划区域内建设、运营特定产业的集聚区，底层资产主要包括标准工业厂房、研发楼、孵化器和实验室等。
- ▶ 2021年7月发改委发布《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》（958号文），对园区基础设施REITs涵盖的项目范围进行了界定。
- **区域位置：**位于自由贸易试验区，国家级新区，国家级及省级开发区，战略性新兴产业集群。
- **资产业态：**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。

产业园类型分布（个）



## 行业特点

政策主导性较强

产业园区内的主导产业会较大程度上受到政府相关政策的影响。产业园区对主导产业的规划定位，必须符合地方政府的产业政策，从而增强吸引优秀企业落户的竞争力。

提供增值服务  
关注长期回报

增值服务推动园区发展，为经营者带来更大的盈利空间。产业集群效应对客户的稳定增长具有积极影响，为投资者提供了较稳定的投资回报。

产业集聚及周边  
辐射效应显著

产业集群形成规模经济，产业园区向周边区域辐射，带动周边生产、生活配套产业发展，因而产业园区对于周边的第二、三产业具有较大的带动作用。

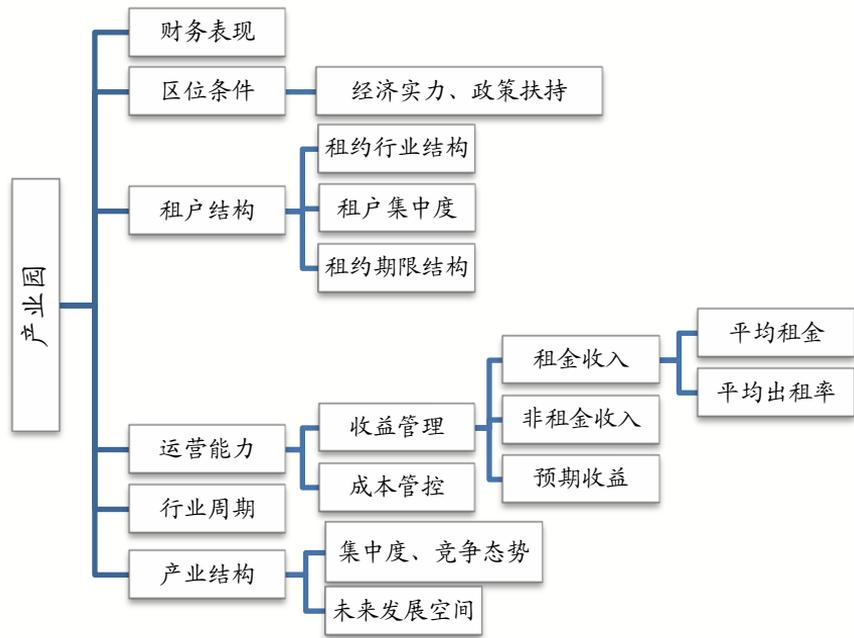
收入来源多元化

物业租售、园区服务、创投业务并举的发展势头正逐渐形成。

# 产权类REITs资产运营情况及分析框架-产业园类

## 园区资产分析框架

- 园区类基础设施收入主要由租金、物业管理费、停车费构成，运营管理费和物业管理费为成本的主要部分。成本端弹性不大，整体增长弹性主要来自于租金增长和底层资产估值增长。



## 底层项目运营业绩

- 一季度商业活动仍待恢复，市场新增需求不足，叠加春节假期因素，租赁计划受到一定影响，多数项目出租率有所下滑。租金减免影响逐渐消退，营收相较22年四季度有所修复，随着经济环境回暖，园区企业生产经营有望优化。

REITs名称	2023Q1可分配金额 (万元)	2022Q4可分配金额 (万元)	2022可分配金额 (万元)	期末出租率 (%)	出租率较2022Q4变动 (Pct)
华安张江光大REIT	1473.38	1201.17	6247.28	70.57	-22.03
东吴苏园产业REIT	3118.06	6603.03	15978.78	保持稳定	/
博时蛇口产业园REIT	1465.08	3566.61	8661.17	82.00	-3.00
建信中关村REIT	2361.22	2370.15	12513.49	68.47	-12.82
华夏合肥高新REIT	1851.58	1855.13	2077.09	90.03	-0.23
国泰君安临港创新产业园REIT	841.03	902.26	1344.95	98.85	-0.36
国泰君安东久新经济REIT	1993.36	1877.76	2586.56	100.00	1.17
华夏杭州和达高科产业园REIT	1476.88	/	260.86	92.99	/

REITs名称	2023Q1营业收入 (万元)	Q1毛利率 (%)	Q1EBITDA利润率 (%)	2022毛利率 (%)	2022EBITDA利润率 (%)
华安张江光大REIT	1571.95	/	79.88%	/	81.63%
东吴苏园产业REIT	7098.13	76.93	/	84.73	74.09%
博时蛇口产业园REIT	2935.43	91.24	87.78	87.89	86.03%
建信中关村REIT	4402.64	42.66	67.59	50.01	79.55%
华夏合肥高新REIT	2358.57	62.49	77.51	63.62	76.98%
国泰君安临港创新产业园REIT	1210.57	89.37	91.50	81.30	75.24%
国泰君安东久新经济REIT	2702.12	78.50	79.29	90.65	74.26%
华夏杭州和达高科产业园REIT	2760.84	44.04	68.07	/	/

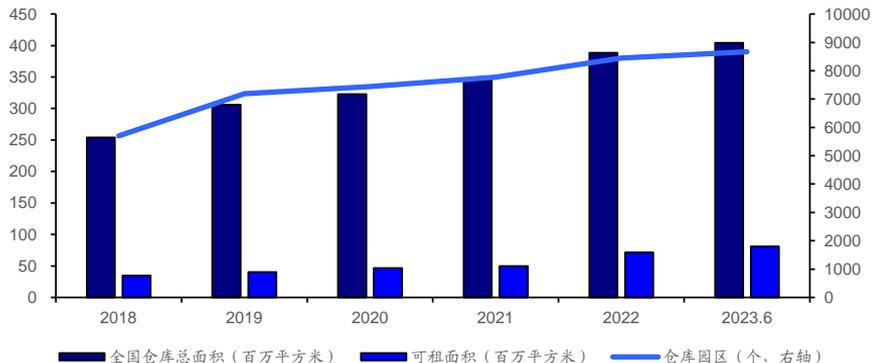
资料来源：Wind，各产品22Q4季报、22年报、23Q1季报，海通证券研究所整理，数据截至2023年3月31日；请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

# 产权类REITs资产运营情况及分析框架-仓储物流类

## 概念、特点及供需情况

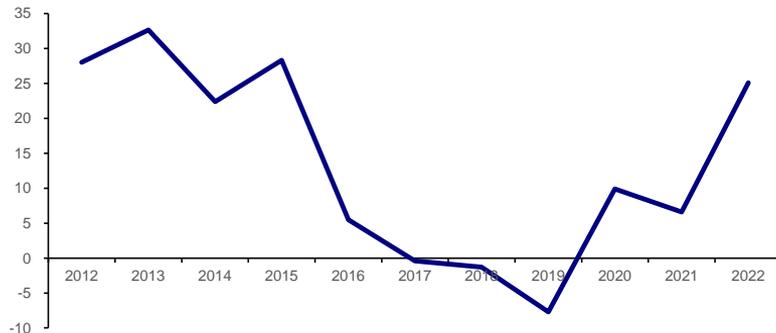
- 资产属性应为面向社会提供物品储存服务并收取费用的仓库，包括通用仓库以及冷库等专业仓库。
- 近年来仓储规模呈增长趋势，发展态势良好。据物联云仓，截至2023年6月末我国仓库总面积为40442.5万平方米，可租面积8097.4万平，在建面积2163.6万平，仓库园区8664个。

### 通用仓储市场概况



- 需求端具有较大潜力：主要需求方为电商、第三方物流及制造业，多元化需求下发展前景广阔。
- 供给端有待进一步发展：我国仓储业固定资产投资于16-19年期间增速放缓，近年来表现为扩张态势，新增供应主要集中在东部地区，高标准物流仓储处于快速增长、供不应求阶段。

### 全国仓储业固定资产投资完成额累计同比 (%)

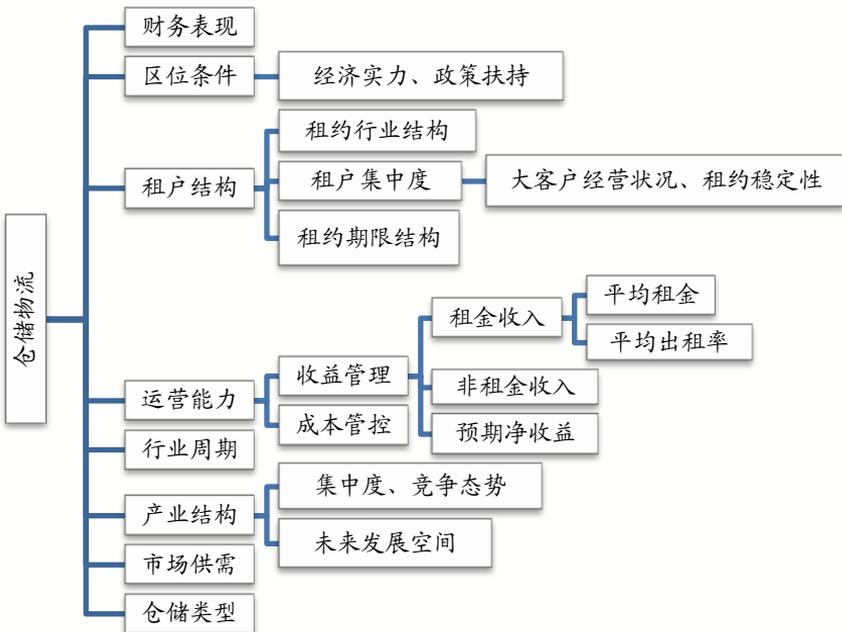


资料来源：物联云仓，海通证券研究所整理，数据截至2023年6月30日；请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

# 产权类REITs资产运营情况及分析框架-仓储物流类

## 仓储物流资产分析框架

- 与产业园类项目类似，仓储物流类项目的收入组成包括占比较大的租金收入以及综合管理服务收入，整体增长弹性也主要来自于租金增长和底层资产估值增长。
- 资产结构和盈利模式较为明确，扩募思路较为清晰，收益一方面来自每年现金流分派，另一方面来自底层资产增值。



## 底层项目运营情况

- 23Q1出租率较好，运营整体保持平稳，基本与22年四季度持平，收入环比略增。
- 中金普洛斯REIT平均出租率92.7%，环比回落1.48个百分点，Q1实现营收8730万元，环比上涨1.33%，整体运营较稳定；红土盐田港REIT出租率达99%，营收环比上涨1.74%，财务指标均表现良好；嘉实京东仓储REIT于23年2月上市，首次披露季报，业绩表现稳健，营收单季度完成率约21.67%，底层三个项目的出租率均达100%。

REITs名称	2023Q1可分配金额 (万元)	2022Q4可分配金额 (万元)	2022可分配金额 (万元)	最新报告出租率 (%)	出租率较2022Q4变动 (Pct)
中金普洛斯REIT	6685.09	6132.04	26485.34	92.70	-1.48
红土盐田港REIT	2348.25	2153.88	8694.76	99.00	不变
嘉实京东仓储REIT	1753.62	/	/	100.00	/

REITs名称	2023Q1营业收入 (万元)	Q1毛利率 (%)	Q1EBITDA利润率 (%)	2022毛利率 (%)	2022EBITDA利润率 (%)
中金普洛斯REIT	8730.00	94.26	70.20	94.54	69.27
红土盐田港REIT	2920.06	74.76	88.75	73.98	86.92
嘉实京东仓储REIT	2319.71	65.76	68.87	/	/



普洛斯浣山湖物流园



盐田港现代物流中心

资料来源：Wind，普洛斯官网，红土盐田港REIT招募说明书，各产品22Q4季报、22年报、23Q1季报，海通证券研究所整理，数据截至2023年3月31日；请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

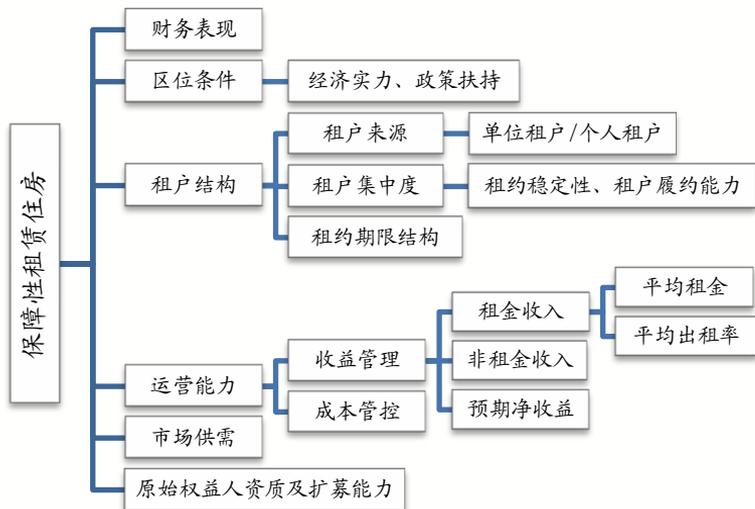
# 产权类REITs资产运营情况及分析框架-保租房类



## 概念及特点

- 保租房主要解决符合条件的新市民、青年人等群体的住房困难问题，以建筑面积不超过70平方米小户型为主，租金低于同地段同品质市场租赁住房租金。
- 由政府给予土地、财税、金融等政策支持，充分发挥市场机制作用，引导多主体投资、多渠道供给。租金定价主要由政府主导，具备较强的“保障”属性。

## 保租房资产分析框架



## 底层项目运营情况

- 保租房类REITs上市时间较短，底层资产区域位置较好，23年Q1表现良好，出租率维持高位，年化营收均达预测水平。“保障”属性突出。

REITs名称	2023Q1可分配金额 (万元)	Q4可分配金额 (万元)	2022可分配金额 (万元)	最新报告出租率 (%)	出租率较2022Q4变动 (Pct)
华夏北京保障房REIT	1371.81	1356.09	1912.67	96.05	0.18
红土创新深圳安居REIT	1261.68	1362.87	2107.76	百泉阁: 98.69 锦园: 98.87 香樟苑: 99.01 凤凰公馆: 99.52	百泉阁: 0.53 锦园: -0.19 香樟苑: -0.50 凤凰公馆: 0.73
中金厦门安居REIT	1401.59	1389.20	2095.87	99.49	0.34
华夏基金华润有巢REIT	1591.09	/	716.24	有巢泗泾: 96.99 东部经开区: 92.43	/

REITs名称	2023Q1营业收入 (万元)	Q1毛利率 (%)	Q1EBITDA利润率 (%)	2022毛利率 (%)	2022EBITDA利润率 (%)
华夏北京保障房REIT	1784.23	49.55	81.54	49.84	80.54
红土创新深圳安居REIT	1352.99	64.77	97.12	64.25	93.64
中金厦门安居REIT	1805.38	89.61	87.23	89.62	83.66
华夏基金华润有巢REIT	1906.17	35.18	70.87	/	/

REITs名称	可供分配金额		EBITDA		营业收入	
	22年完成度	23Q1完成度	22年完成度	23Q1完成度	22年完成度	23Q1完成度
华夏北京保障房REIT	77.92%	106.52%	91.41%	110.11%	87.97%	100.66%
红土创新深圳安居REIT	91.15%	102.61%	91.32%	102.90%	92.08%	100.44%
中金厦门安居REIT	56.57%	131.25%	/	111.48%	/	106.72%
华夏基金华润有巢REIT	115.47%	110.63%	149.93%	103.83%	129.61%	102.75%

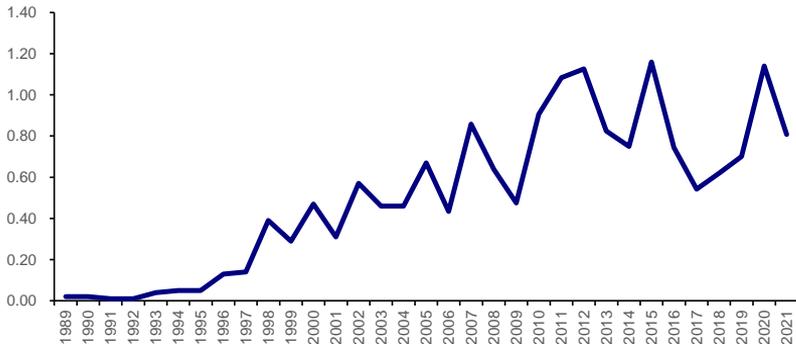
资料来源：Wind，各产品22Q4季报、22年报、23Q1季报，海通证券研究所整理，数据截至2023年3月31日；  
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

# 特许经营权类REITs资产运营情况及分析框架-高速公路类

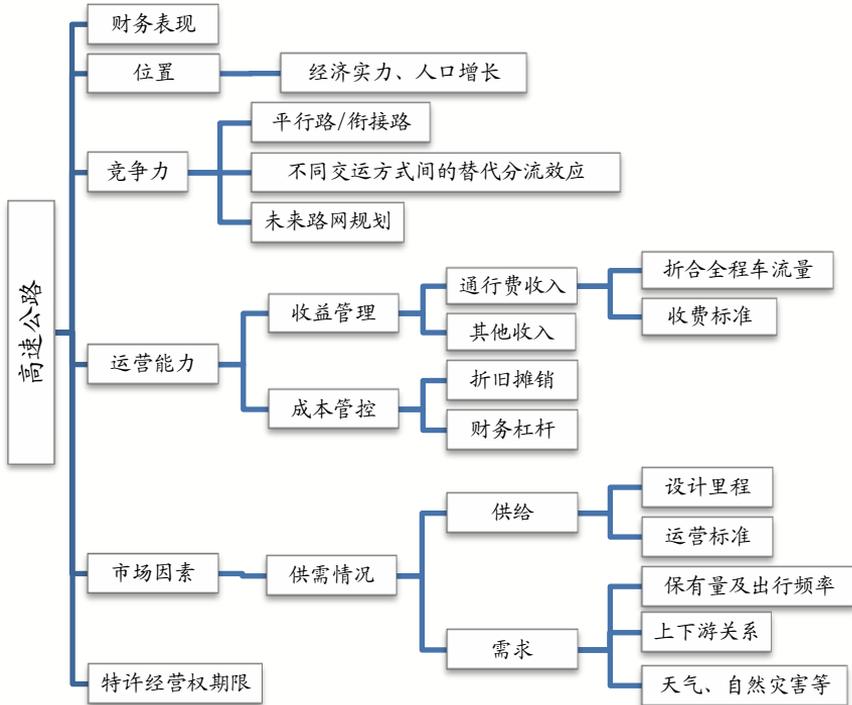
## 分类及现状

- 我国高速公路分为政府还贷高速公路和经营性高速公路两类。
- 根据交通运输部《2021年全国收费公路统计公报》，我国政府还贷高速公路6.86万公里，每公里通行费收入为321万元，经营性高速公路9.26万公里，每公里通行费收入为435万元。
- 路网已基本完善，未来或仍有扩容改造需求。

高速公路当年新增里程（万公里）



## 高速公路资产分析框架



资料来源：Wind，海通证券研究所整理，数据截至2021年12月31日；  
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

# 特许经营权类REITs资产运营情况及分析框架-高速公路类



- 成本支出端相对稳定，收入基本来源于高速通行费的收取，通行费收入=单辆车收费标准\*车流量，该项收入占总收入比重超过98%。
- 与产权类REITs不同，特许经营权类项目到期价值归零，现金流较稳定，期间分红率同产权类REITs相比较高。

## 位置

高速公路起始地的宏观经济状况、交通便利程度、人口数量等因素直接关乎高速流量。

## 竞争力

高速的替代交通方式有地铁、高铁与其他高速等，通过分析替代方式的里程、通行时长、开通时间、与原项目的起止地重合度可评估替代方式的分流风险；

## 运营能力

车流量预测及收费标准决定了通行费收入，成本方面高速公路类项目摊销占净利润的比重以及财务费用规模都值得关注。

## 市场因素

存量、新建及扩建决定了路网供给，汽车保有量及增速、居民出行意愿频次决定客运需求，与产业链上中下游间的关系决定货运需求。自然灾害。

## 特许经营权期限

特许经营类REITs项目需注意REITs存续与特许经营权期限不一致的问题，特许经营权到期后的可续期或基础资产置换情况值得关注。

## 底层项目运营情况

- 多重不利因素基本消除，高速公路行业经营情况改善迅速，地区经济恢复、居民出行意愿增强，人员出行与货物运输正逐步恢复，路网交通量呈良好修复态势。

REITs名称	23Q1可分配金额 (万元)	22Q4可分配金额 (万元)	2022可分配金额 (万元)	2023Q1通行费 收入(万元)	同比增长率 (%)
浙商沪杭甬REIT	13946.01	2383.02	31508.74	20372.13	9.10
平安广州广河REIT	14803.06	9214.50	47691.19	19912.83	14.17
国金中国铁建REIT	14561.18	7907.73	39032.16	18286.55	6.40
华夏越秀高速REIT	4433.37	2905.31	13742.68	6306.67	15.87
华夏中国交建REIT	9339.85	7276.81	25059.79	11571.17	8.30
华泰江苏交控REIT	7654.41	/	8373.46	9116.89	15.29
中金安徽交控REIT	23087.94	/	68365.31	26564.70	-5.86

REITs名称	23Q1营业收入 (万元)	Q1毛利率(%)	Q1EBITDA利润率 (%)	2022毛利率 (%)	2022EBITDA利 润率(%)
浙商沪杭甬REIT	18418.46	60.57	88.68	24.91	70.27
平安广州广河REIT	19342.82	44.65	89.30	23.28	82.90
国金中国铁建REIT	18402.55	26.58	87.23	13.32	62.39
华夏越秀高速REIT	6456.26	47.28	87.46	34.91	85.15
华夏中国交建REIT	11656.52	51.95	87.56	44.82	82.88
华泰江苏交控REIT	9267.62	38.00	84.00	/	/
中金安徽交控REIT	26642.78	20.35	92.56	/	/

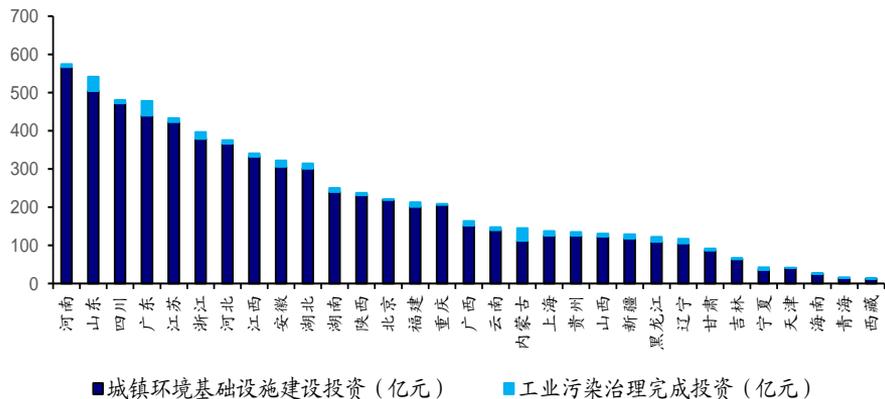
资料来源：Wind，各产品22Q4季报、22年报、23Q1季报，海通证券研究所整理，数据截至2023年3月31日；请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

# 特许经营权类REITs资产运营情况及分析框架-生态环保类

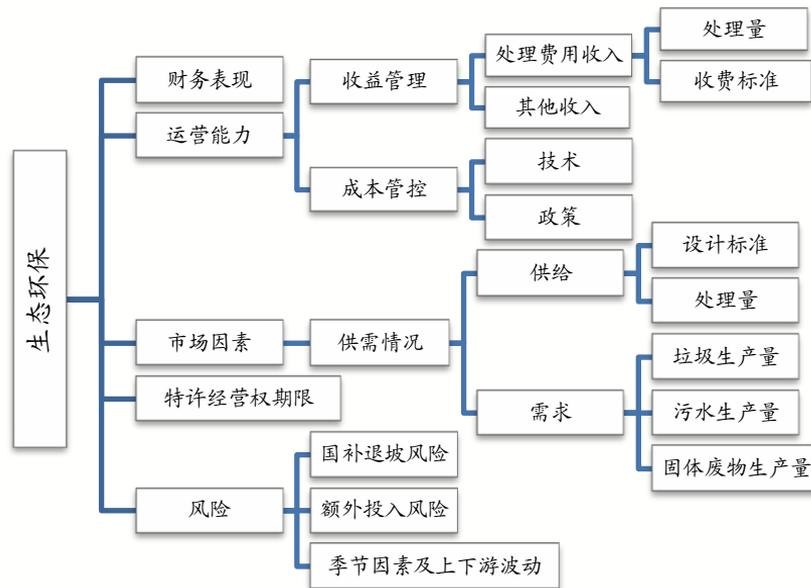
## 行业基本情况及项目范围

- “十一五”以来我国环保领域投资额增加显著，21年全国环境污染治理投资总额为9491.8亿元，占国内生产总值的0.8%，占全社会固定资产投资总额的1.7%。
- 生态环保REITs涵盖的项目范围包括：城镇污水垃圾处理及资源化利用环境基础设施、固废危废医废处理环境基础设施、大宗固体废弃物综合利用基础设施项目。

2021年各地区环境污染治理投资情况（亿元）



## 环保资产分析框架



资料来源：Wind, 2021年中国生态环境统计年报，海通证券研究所整理；请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

# 特许经营权类REITs资产运营情况及分析框架-生态环保类



- **运营能力:** 收入端适宜采用量价分析法, 成本端需考虑技术及政策的影响。
- **特许经营权期限:** 富国首创水务REIT到期晚于其污水处理的特许经营权, 需关注特许经营权到期后的特许权续期问题。
- **风险:** 收益存在一定的不确定性。(1) 关注国补退坡后生物质发电项目弥补收益的方式。(2) 污水处理项目如未满足当地政府考核标准, 或需额外投资整改, 或增加项目的运营成本。(3) 季节性因素会对水务项目的电量产生影响, 生物质发电项目受上下游行业波动及垃圾收转运政策影响。

## 基础资产情况

名称	富国首创水务REIT	中航首钢绿能REIT
存续期	26年	21年
年化现金流分派率	2022年: 9.68% 2023年: 9.86%	2022年: 12.21% 2023年: 13.54%
垃圾发电/垃圾处理/污水处理量	23年Q1: 47.93万吨/日 深圳项目公司产能利用率: 73% 合肥项目公司产能利用率: 68% 22年: 58.72万吨/日	23年Q1: 上网电量: 9111.96万千瓦时, 收运厨余垃圾: 1.06万吨, 处置厨余垃圾: 1.40万吨 22年: 上网电量: 35030.16万千瓦时, 收运厨余垃圾: 4.16万吨, 处置厨余垃圾: 6.08万吨
垃圾发电/垃圾处理/污水处理单价	据23Q1季报 深圳: 1.3713-1.5068元/吨 合肥: 1.261元/吨	据2022年报 垃圾处理: 173元/吨 垃圾收运: 485元/吨 上网电价: 0.65元/kwh

## 底层项目运营情况

- 目前已有两只生态环保类公募REITs上市, 均为首批上市REITs且类型不同, 分别是中航首钢绿能REIT、富国首创水务REIT。
- 生态环保类REITs底层为污水处理和厨余垃圾处理项目, 受季节性影响较大, 23年Q1出现业绩分化, 后续仍需关注项目收费动态和补贴动态。
- 富国首创水务业绩略降。因处于水量淡季, 一季度污水处理负荷率因进水量减少而回落。中航首钢绿能项目运营整体较为平稳, 一季度处理生活垃圾26.74万吨、实现上网电量9111.96万千瓦时、收运厨余垃圾1.06万吨、处置厨余垃圾1.40万吨, 同比变化不大。

REITs名称	23Q1可分配金额 (万元)	22Q4可分配金额 (万元)	2022可分配金额 (万元)	污水处理收入 (万元)	上网发电量 (万千瓦时)
富国首创水务REIT	3321.33	4501.07	16845.82	6534.52	/
中航首钢绿能REIT	3811.14	8757.26	13741.85	/	9111.96

REITs名称	23Q1营业收入 (万元)	Q1毛利率 (%)	Q1EBITDA利润率 (%)	2022毛利率 (%)	2022EBITDA利润率 (%)
富国首创水务REIT	6749.43	27.25	53.55	18.02	/
中航首钢绿能REIT	10143.26	20.79	34.67	21.06	34.24

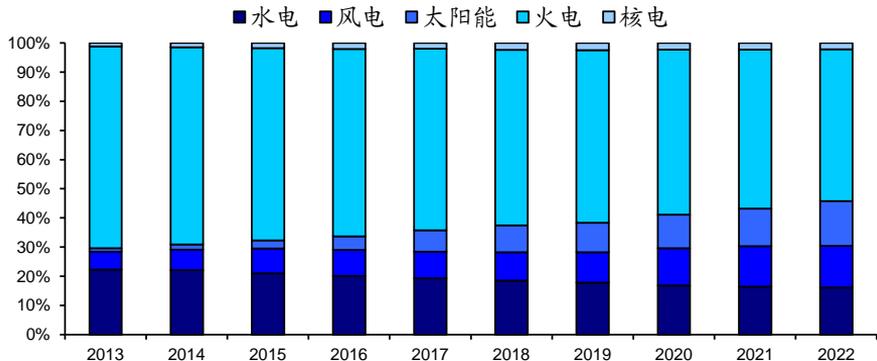
资料来源: Wind, 各产品22Q4季报、22年报、23Q1季报, 海通证券研究所整理, 数据截至2023年3月31日;  
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

# 特许经营权类REITs资产运营情况及分析框架-能源类

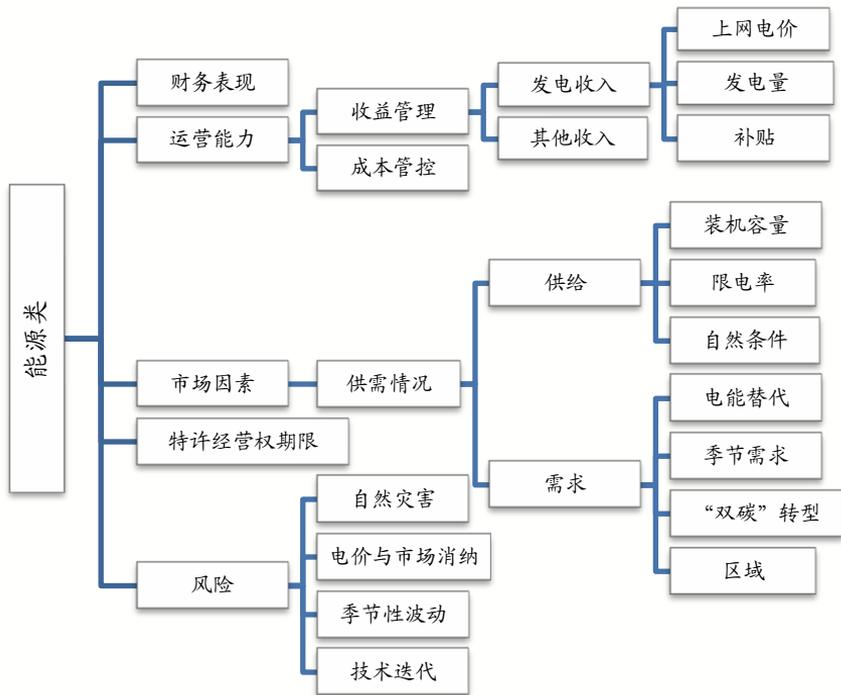
## 行业基本情况及项目范围

- ▶ 行业规模呈现增长趋势，光伏发电、天然气发电及风电市场均处于增长阶段。
- ▶ 958号文将能源基础设施纳入REITs试点范围，包括：风电、光伏发电、水力发电、天然气发电、生物质发电、核电等清洁能源项目，特高压输电项目，增量配电网、微电网、充电基础设施项目，分布式冷热电项目。2022年国家发改委、国家能源局发布《关于完善能源绿色低碳转型体制机制和政策措施的意见》，将清洁能源项目纳入试点范围。

2013-2022年全国电力装机结构



## 底层资产分析框架

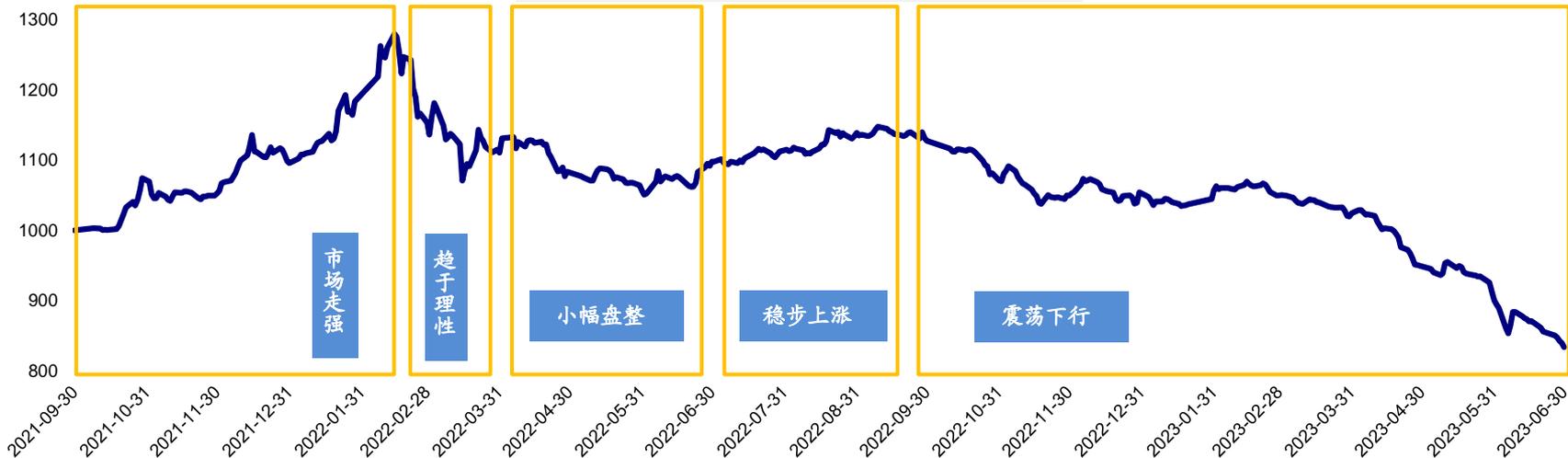


## ● 3 REITs二级市场有哪些特征？

消化高溢价，估值回落；各板块走势整体趋同，内部分化；  
换手率处于低位；保险持仓占比上升。

# REITs二级市场整体走势

## 中证REITs指数走势



### 市场持续走强

(上市后-2022.2)

该阶段市场情绪普遍积极，交投活跃；本阶段行情源自于市场良好走势，前期公募REITs的赚钱效应使更多投资者关注中国公募REITs市场。

### 市场趋理性

(2022.2-2022.3)

该阶段交投仍然活跃，然而市场呈现下跌趋势；经强势上涨，REITs基金二级市场价格处于高位；2月份数产品发布市值溢价风险提示公告；受情绪烘托，市值已呈一定规模溢价。

### 全市场小幅盘整

(2022.4-2022.6)

该阶段交投较为一般；投资者交易情绪低落，公募REITs产品受资本市场交易情绪感染。

### 稳步上涨

(2022.7-2022.9)

该阶段交投仍一般但走势向好，或源于相关政策陆续出台提振投资者信心；此外8月LPR下调也一定程度上助力REITs市场复苏。

### 震荡下行

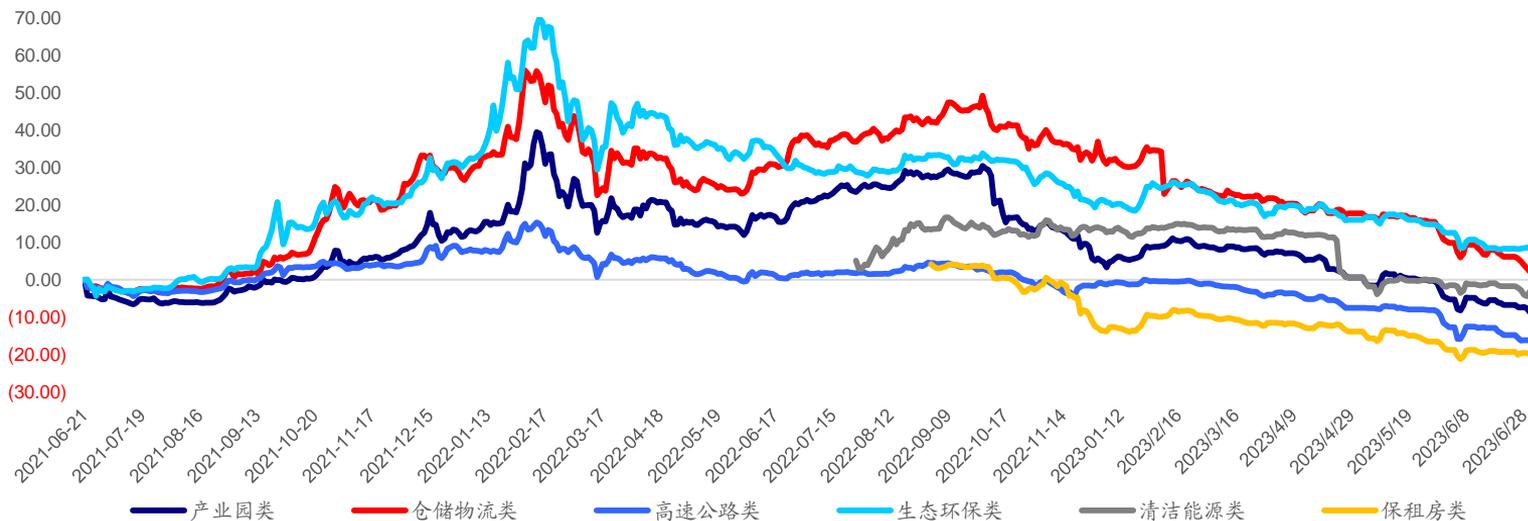
(2022.10至今)

该阶段交投情绪有所修复，预期下调影响该阶段市场走势；该阶段债市剧烈波动影响REITs市场交投情绪。

# 各板块走势整体趋同，内部分化

- 分板块看，2022以来REITs板块平均累计涨跌幅呈现：能源类>仓储物流类>产业园类>生态环保类>高速公路类>保租房类。
- 2022Q4以来REITs板块整体估值回落，23年涨跌幅表现：能源类>保租房类>生态环保类>产业园类>高速公路类>仓储物流类。

各板块平均涨跌幅（%）



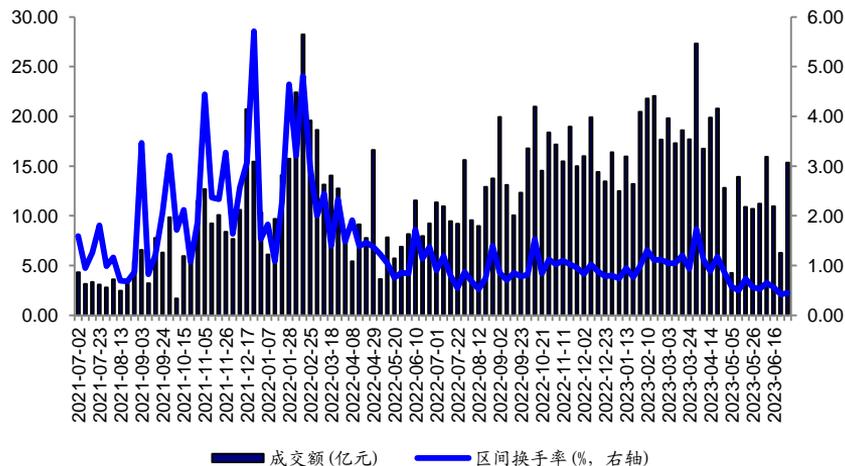
# REITs产品二级市场波动表现

类型	REIT名称	上市日期	相对单位净值的溢价率	累计涨跌幅	2022Q1-Q3 年化波动率	2022Q1-Q3 日均换手率	2022Q1-Q3 涨跌幅	2022Q4以 来年化波动 率	2022Q4以 来日均换手率	2022Q4以 来涨跌幅	2022年涨跌 幅	2023以来的 年化波动率	2023以来的 平均日换手 率	2023以来涨 跌幅
产业园	华安聚江光大REIT	2021-06-21	135.37%	13.09%	22.86%	1.35%	17.59%	14.95%	1.01%	-18.53%	8.14%	17.43%	1.07%	-11.12%
产业园	东吴苏园产业REIT	2021-06-21	-1.21%	4.66%	20.32%	1.06%	12.04%	14.38%	0.54%	-19.88%	2.82%	15.34%	0.51%	-12.52%
产业园	博时蛇口产业园REIT	2021-06-21	64.87%	-5.82%	26.09%	1.97%	18.58%	14.33%	0.45%	-25.39%	10.41%	16.05%	0.46%	-19.26%
产业园	建信中关村REIT	2021-12-17	-10.09%	-27.65%	21.45%	1.92%	7.49%	17.75%	1.00%	-37.56%	-7.40%	20.17%	0.78%	-26.92%
产业园	华夏合肥高新REIT	2022-10-10	-3.11%	-23.64%	/	/	/	38.31%	1.99%	-23.64%	-14.12%	10.85%	1.41%	-11.08%
产业园	国泰君安临港创新产业园REIT	2022-10-13	19.60%	-5.43%	/	/	/	39.01%	4.12%	-5.43%	-3.10%	16.07%	3.85%	-2.41%
产业园	国泰君安东久新经济REIT	2022-10-14	15.02%	-7.21%	/	/	/	35.78%	2.65%	-7.21%	-0.23%	15.51%	2.29%	-6.99%
产业园	华夏和达高科REIT	2022-12-27	-10.41%	-17.46%	/	/	/	17.09%	2.04%	-17.46%	0.33%	11.15%	1.73%	-17.73%
仓储物流	中金普洛斯REIT	2021-06-21	37.04%	5.25%	16.49%	0.89%	11.73%	15.44%	0.44%	-24.33%	13.93%	15.12%	0.46%	-25.39%
仓储物流	红土盐田港REIT	2021-06-21	28.48%	11.38%	31.28%	1.48%	12.73%	12.70%	0.36%	-24.20%	2.57%	12.31%	0.34%	-16.00%
仓储物流	嘉实京东仓储基础设施REIT	2023-02-08	-0.07%	-10.04%	/	/	/	/	/	/	/	22.12%	1.55%	-10.04%
高速公路	浙商沪杭甬REIT	2021-06-21	1.75%	-0.31%	12.00%	0.74%	-1.03%	8.58%	0.42%	-12.06%	-5.25%	8.49%	0.37%	-7.85%
高速公路	国金中国铁建REIT	2022-07-08	-22.08%	-15.70%	6.91%	2.55%	5.29%	9.18%	1.07%	-20.29%	1.91%	10.16%	0.73%	-17.28%
高速公路	华泰江苏交控REIT	2022-11-15	-10.61%	-8.06%	/	/	/	10.87%	1.61%	-8.06%	0.90%	10.76%	1.24%	-8.89%
高速公路	中金安徽交控REIT	2022-11-22	-25.17%	-15.02%	/	/	/	14.81%	0.77%	-15.02%	1.05%	13.97%	0.70%	-15.90%
高速公路	平安广州广河REIT	2021-06-21	-26.51%	-22.57%	10.34%	0.96%	-3.21%	12.37%	0.47%	-23.01%	-5.23%	14.61%	0.45%	-21.52%
高速公路	华夏中国交建REIT	2022-04-28	-36.49%	-35.84%	6.62%	1.83%	-0.81%	13.12%	1.73%	-35.50%	-10.98%	14.24%	1.59%	-27.92%
高速公路	华夏越秀高速REIT	2021-12-14	-2.58%	-15.91%	17.17%	2.03%	-0.68%	9.16%	0.69%	-18.70%	-10.38%	9.99%	0.48%	-10.08%
生态环保	富国首创水务REIT	2021-06-21	8.88%	7.03%	34.88%	3.50%	-1.02%	11.56%	1.34%	-22.55%	-9.89%	12.28%	1.27%	-14.80%
生态环保	中航首钢绿能REIT	2021-06-21	19.95%	10.37%	17.81%	1.38%	5.02%	9.60%	0.60%	-14.06%	-5.02%	9.93%	0.70%	-4.85%
能源	鹏华深圳能源REIT	2022-07-26	-0.91%	-0.85%	66.74%	3.51%	13.36%	10.78%	0.92%	-12.66%	13.93%	11.88%	0.71%	-12.97%
能源	中航京能光伏REIT	2023-03-29	3.81%	-7.39%	/	/	/	/	/	/	/	28.49%	1.81%	-7.39%
能源	中信建投国家电投新能源REIT	2023-03-29	0.46%	-1.41%	/	/	/	/	/	/	/	11.00%	2.41%	-1.41%
保租房	华夏北京保障房REIT	2022-08-31	-0.80%	-21.86%	283.67%	16.76%	4.63%	13.78%	1.42%	-21.86%	-12.81%	9.71%	1.48%	-10.38%
保租房	红土创新深圳安居REIT	2022-08-31	1.30%	-20.17%	274.03%	16.17%	5.48%	15.38%	1.11%	-20.17%	-15.79%	15.19%	1.02%	-5.19%
保租房	中金厦门安居REIT	2022-08-31	-3.33%	-23.81%	309.94%	17.63%	2.28%	11.06%	1.35%	-23.81%	-14.17%	10.26%	1.18%	-11.23%
保租房	华夏基金华润有巢REIT	2022-12-09	0.85%	-13.17%	/	/	/	25.95%	1.38%	-13.17%	-8.71%	10.74%	1.04%	-4.89%

## 二级交易：整体换手率处于历史低位

- 2022年下半年开始换手率明显下降，2023年上半年REITs市场日换手率最大值为1.73%，中位数为0.9%。新上市产品对当日换手率有小幅拉升。
- 目前能源类REITs日均换手率最高，达1.33%，高速公路和仓储物流类REITs热度相对较低。

REITs市场交易情况



各REITs板块市场交易情况

资产类型	2022年成交金额(亿元)	2023年成交金额(亿元)	2022年日均换手率(%)	2023年日均换手率(%)
生态环保类	78.84	22.44	2.13	1.04
产业园类	210.48	126.14	1.52	1.21
高速公路类	218.99	118.14	1.32	0.83
仓储物流类	93.90	48.68	0.84	0.59
能源类	27.18	48.71	1.80	1.33
保租房类	27.09	29.98	1.66	1.19

# 投资者结构：战略配售超65%，保险占比明显提升

- REITs战略配售占比大概在68%左右，其中专业机构投资者锁定期12个月（大约占比30%）。
- REITs的投资者以机构投资者为主，2022年末机构投资者平均持有比例为93.3%，较21年末上升5.5个百分点。机构投资者中，保险机构占比明显提升。

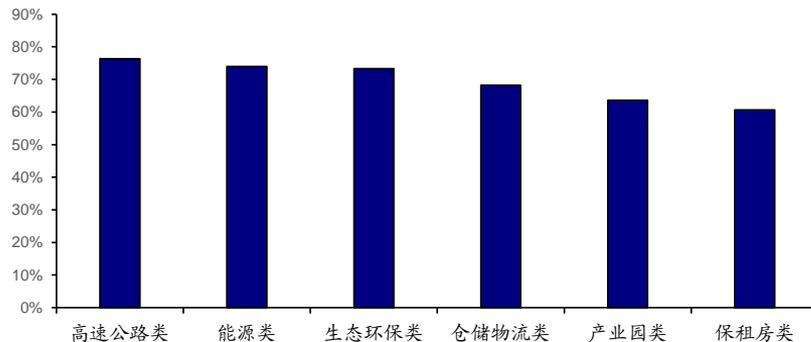
首批9只公募REITs网下发售各类机构投资者占比（%）

	私募基金	机构自营	保险资金	基金	信托	券商资管计划	QFII
仓储物流	0.973%	14.805%	4.840%	1.120%	0.245%	1.820%	0.000%
高速公路类	1.245%	13.025%	0.350%	3.225%	0.000%	0.445%	0.000%
生态环保类	1.970%	13.550%	1.555%	1.945%	0.005%	3.380%	0.000%
产业园	1.900%	20.043%	3.787%	1.417%	0.363%	1.080%	0.003%
均值	1.564%	15.877%	2.761%	1.870%	0.177%	1.614%	0.001%

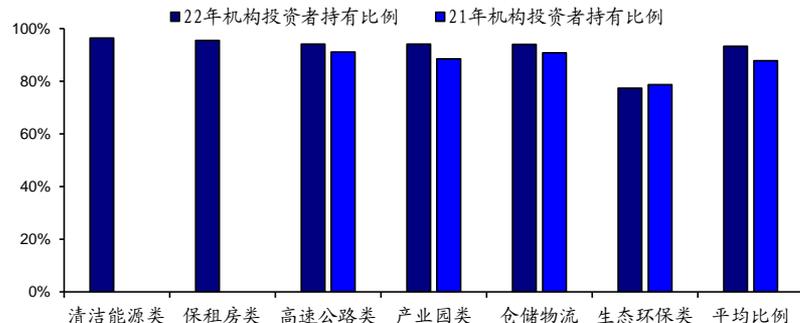
后续19只公募REITs网下发售各类机构投资者占比（%）

	私募基金	机构自营	保险资金	基金	信托	券商资管计划	QFII
仓储物流	0.710%	6.650%	8.990%	1.570%	0.430%	1.200%	0.000%
高速公路类	0.630%	5.732%	8.238%	1.226%	0.544%	0.732%	0.000%
产业园	1.370%	7.248%	7.822%	2.898%	1.646%	3.052%	0.000%
清洁能源类	0.377%	5.537%	9.290%	0.697%	0.230%	0.957%	0.000%
保租房类	0.970%	7.350%	11.020%	2.635%	1.000%	2.890%	0.000%
均值	0.873%	6.531%	8.958%	1.934%	0.893%	1.919%	0.000%

各板块战略配售比例（%）



各板块机构投资者持有比例（%）



# 23年预测现金年分派率基本超过4%

- 23年REITs预测累计可供分派息比率基本超过4%，基本可以满足净现金流分派率的要求。分类型看，特许经营权类REITs累计可供分派比率显著高于产权类公募REITs。

种类	名称	最近四个季度累计可分配金额(万元)	2023年化可分配金额(万元)	一季度末资产净值口径		二季度末收盘价口径	
				2023现金分派率(按年化预测)	2023现金分派率(按最新季度累积预测)	2023现金分派率(按年化预测)	2023现金分派率(按最新季度累积预测)
仓储物流类	中金普洛斯REIT	26503.62	27416.37	4.90%	4.74%	4.62%	4.47%
	红土盐田港REIT	8741.64	9630.45	5.19%	4.71%	4.81%	4.37%
	嘉实京东仓储REIT	8102.19	8102.19	4.59%	4.59%	4.59%	4.59%
产业园类	博时蛇口产业园REIT	8502.84	6008.46	2.94%	4.16%	2.82%	3.99%
	建信中关村REIT	11004.28	9683.67	3.34%	3.80%	3.72%	4.23%
	华安张江光大REIT	6021.26	6042.53	4.38%	4.36%	3.57%	3.56%
	东吴苏园产业REIT	15612.78	12787.55	3.65%	4.45%	3.69%	4.51%
	华夏合肥高新REIT	7468.56	7593.56	4.89%	4.81%	5.05%	4.97%
	国泰君安临港创新产业园REIT	4198.55	3449.15	4.12%	5.02%	3.45%	4.20%
	国泰君安东久新经济REIT	8846.36	8175.02	5.32%	5.76%	4.63%	5.01%
	华夏杭州和达高科产业园REIT	6040.71	6056.85	4.30%	4.29%	4.80%	4.78%
高速公路类	华夏中国交建REIT	35670.08	38303.88	4.13%	3.85%	6.50%	6.06%
	华夏越秀高速REIT	14457.49	18181.81	8.73%	6.94%	8.96%	7.13%
	浙商沪杭甬REIT	33931.30	57194.30	15.39%	9.13%	15.12%	8.97%
	平安广州广河REIT	51900.80	60709.16	7.06%	6.03%	9.61%	8.21%
	国金中国铁建REIT	70619.38	59717.19	12.47%	14.75%	16.01%	18.93%
	华泰江苏交控REIT	39528.20	31391.67	10.27%	12.93%	11.49%	14.47%
	中金安徽交控REIT	238431.69	94686.49	8.70%	21.90%	11.62%	29.27%
生态环保类	富国首创水务REIT	16539.49	13621.18	7.97%	9.68%	7.32%	8.89%
	中航首钢绿能REIT	15233.98	15629.96	13.89%	13.54%	11.58%	11.29%
清洁能源类	鹏华深圳能源REIT	68734.96	15515.68	3.99%	17.68%	4.03%	17.84%
保租房类	红土创新深圳安居REIT	5564.92	5174.31	4.12%	4.43%	4.07%	4.38%
	中金厦门安居REIT	5776.34	5748.08	4.38%	4.40%	4.53%	4.55%
	华夏北京保障房REIT	5424.60	5625.96	4.44%	4.28%	4.47%	4.31%
	华夏基金华润有巢REIT	6332.14	6525.25	5.37%	5.21%	5.32%	5.16%

# 公募REITs估值方法对比

估值类型	估值方法	含义
绝对估值法	成本法	以评估基准日相关的所有资产和负债为基础，合理评估评估基准日的各项相关资产的价值，从而确定评估对象价值
	市场法	将评估对象和可比交易案例进行比较，从而确定其价值
	假设开发法	运用假设开发法评估待开发房地产的价值，具体有现金流量折现法和传统方法，其在土地估价中又称为剩余法。
	收益法	即现金流折现法，根据资产未来每年可能产生的自由现金流，以合适的折现率进行折现，从而计算资产的价值
相对估值法	溢价率	溢价率= $P/NAV-1$
	P/FFO	FFO(净营运资金)=净利润+折旧和摊销-非经常损益
	资本化率	资本化率=年化净营运收入(NOI)/价格

## • 4 对C-REITs未来发展的几点思考

国家/地区	起始年份	REIT类型	法律形式	关键要求	投资行为约束	利润分配要求	底层资产种类
美国	1960	公司	任何作为在美国纳税的法律实体的其国内公司。	发行主体必须向美国国税局提交申请。	至少75%的资产必须是房地产、政府证券或现金；不得拥有超过另一家公司股票的10%，除非是另一家REIT或应税REIT子公司；资产中任何一个发行方的证券所代表的价值不得超过5%，除非是另一家REIT或应税REIT子公司；不得将其资产中超过20%的部分投资于一个或多个应税REIT子公司的证券。	至少90%利润	
英国	2007	公司	挂牌的封闭式公司	在转换之前，决策文件需要归档；REIT状况要符合一定条件	至少75%的净利润是来自产生租金收益的房产；至少75%的资产是用在产生租金收益的房产上；至少要持有三个相互独立的资产；可以投资英国境外的房地产项目。	90%的税务财产租金收益；来自于其他REIT的PIDs的全部收益	
澳大利亚	1985	信托	单位信托	没有特殊的法律或监管要求；在“管理型投资信托”(MIT)规则下享受扣缴税豁免和资本账户选择措施的特定要求。	投资于土地的公募单位信托和MIT必须出于或主要出于获得租金的目的；从事交易业务的公募单位信托不享受“流通”待遇，而从事交易业务的单位将不符合作为MIT的资格；可以投资于单一物业。	典型情况下，根据信托章程定义的信托收入将全部用于分配	办公、工业、零售、酒店、住宅、林地、医疗保健、自主仓储、基础设施、数据中心、多元化、特殊类
日本	2000	信托或公司（实践中仅有公司）	公司	建筑用地和建筑交易代理许可证；自由裁量交易代理许可证；资产管理公司在金融服务机构进行注册；J-REIT在地方财务局进行注册	仅作为资产持有实体；主要投资于“合格资产”	特别税务措施法下，超过90%的可分配利润	
新加坡	1999	信托	信托	需要提交正式预先裁定、税务透明/豁免申请；需要在新加坡交易所上市以符合税务豁免条件。	REIT的存入资产中至少75%应投资于产生收入的房地产；除非REIT打算在完成持有开发的物业，否则不允许进行房地产开发活动或投资未上市的房地产开发公司；禁止投资于空置土地和抵押贷款（除了MBS）；对于未完成的房地产开发活动和未完成的房地产开发，投资。不得超过其存入资产的10%；在满足一定条件的情况下，此限额可增加至25%；在任何一个发行方的证券或任何一个经理的基金中，可投资的合规投资不得超过其资产的5%；不得从除租金和其他指定来源之外的来源中获得超过其收入的10%	至少90%的指定收入	

# 影响公募REITs表现的因素有哪些？

- 公募REITs性质上兼具股债属性，同时收益率特征具备独立性；
- 底层资产运营与收益情况；
- 投资者结构与市场风险偏好。

各类REITs与其他资产收益相关性分析

	全部REITs	特许经营权类	产权类	产业园	仓储物流	高速公路	生态环保	能源	保租房	上证综指	沪深300	国债指数	中证全债	中证商品期货	国证人民币指数
全部REITs	1.000														
特许经营权类	0.967	1.000													
产权类	0.987	0.914	1.000												
产业园	0.954	0.860	0.980	1.000											
仓储物流	0.813	0.720	0.850	0.892	1.000										
高速公路	0.799	0.863	0.725	0.621	0.338	1.000									
生态环保	0.859	0.888	0.820	0.801	0.820	0.555	1.000								
能源	0.836	0.866	0.807	0.854	0.837	0.861	0.736	1.000							
保租房	0.934	0.881	0.956	0.913	0.900	0.841	0.957	0.717	1.000						
上证综指	-0.026	-0.029	-0.024	-0.019	-0.024	-0.025	-0.031	0.053	-0.011	1.000					
沪深300	-0.029	-0.028	-0.029	-0.025	-0.021	-0.029	-0.027	0.062	-0.030	0.940	1.000				
国债指数	-0.057	-0.041	-0.064	-0.076	-0.074	-0.019	-0.032	-0.160	-0.104	0.027	0.009	1.000			
中证全债	-0.104	-0.094	-0.107	-0.119	-0.106	-0.047	-0.094	-0.206	-0.174	-0.111	-0.136	0.481	1.000		
中证商品期货	0.021	0.033	0.012	0.015	0.000	0.032	0.025	0.045	0.017	0.337	0.281	-0.085	-0.146	1.000	
国证人民币指数	0.001	0.032	-0.019	-0.026	-0.025	0.062	0.002	0.059	-0.084	0.194	0.209	-0.105	-0.137	0.061	1.000

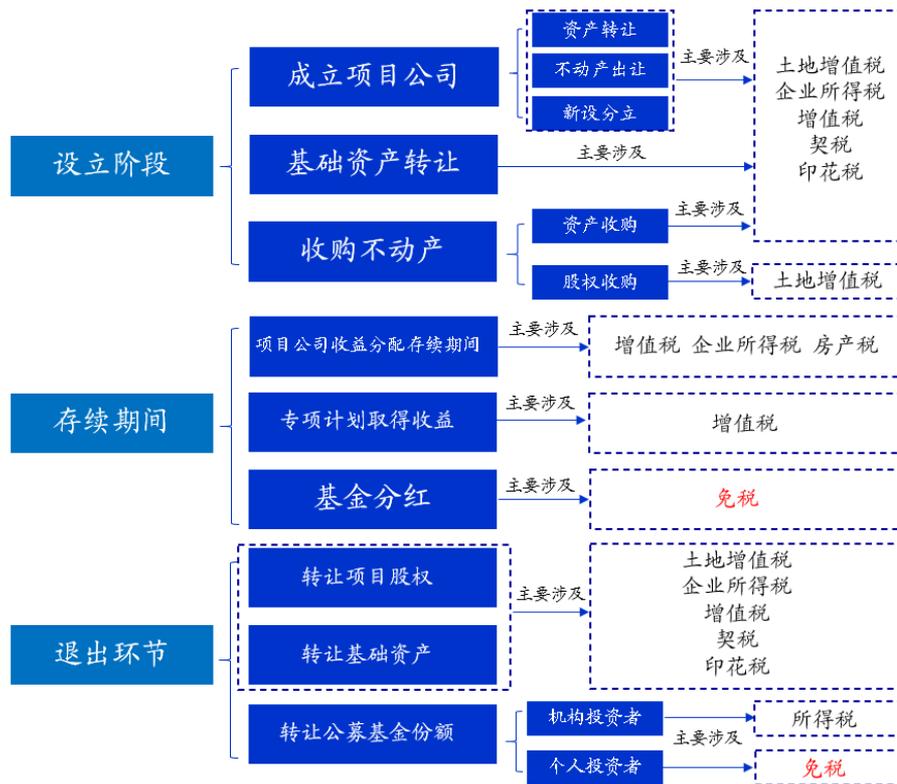
## ➤ 税收政策有待进一步优化

- 在产品搭建、持有、退出环节中涉及多个主体，需要多个税种、多种税率、多个适用条件，**易造成重复征税**；
- 现行适用《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》（财政部 税务总局公告2022年第3号），从基础设施REITs设立的角度提供了企业所得税方面的税收优惠，但对于其他税种，如增值税、土地增值税等未有进一步优惠。

## ➤ 信息披露持续加强

- 2023年5月12日，在证监会指导下，沪深交易所修订发布《公开募集基础设施证券投资基金业务指引第1号——审核关注事项（试行）（2023年修订）》，强化信息披露要求，明确**产业园区、收费公路**两大类资产的审核和信息披露标准。

REITs税收结构



我国REITs市场有着较大的发展空间，根据上交所官网，预计未来REITs市场容量可达万亿元。根据国外REITs市场的经验，REITs市场整体规模一般占本国GDP的3%至16%，占股票市值的1%至8%。我国目前存量基础设施规模达百万亿元级，GDP每年达百万亿元级，股票市场也拥有将近80万亿元的市值规模，理论上我国REITs市场可达万亿元水平。

- **政策频频提及常态化发行，实现项目数量规模与底层资产种类的增量与扩容。**推动更多优质项目发行上市，扩大REITs试点范围，尽快覆盖到新能源、水利、新基建等基础设施领域。加快打造REITs市场的保障性租赁住房板块，研究推动试点范围拓展到市场化的长租房及商业不动产等领域。
- **完善市场体系，推进多层次市场体系建设。**促进畅通从Pre-REITs培育孵化、运营提质到公募REITs上市的渠道机制，积极探索建立多层次REITs市场。
- **推动市场发行主体与投资主体的多元化。**1) 我国目前REITs市场上社保基金、养老金、企业年金等配置型长期机构投资者参与度较低，REITs投资者仍以原始权益人、证券资金和保险资金为主；2) 2022年11月，发改委印发《关于进一步完善政策环境加大力度支持民间投资发展的意见》，提出鼓励民间投资项目参与试点发行基础设施公募REITs，并且对各类所有制参与主体一视同仁，鼓励更多有资质有潜力的企业发行REITs。3) 2023年7月，易方达、南方、银华、东方红、天弘等多家基金管理人纷纷发布公告将公募REITs纳入公司旗下部分FOF基金投资范围。

## 分析师声明

### 张紫睿：固定收益研究

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

固定收益分析师：张紫睿

SAC执业证书编号：S0850522120001

Email: [zrz13186@haitong.com](mailto:zrz13186@haitong.com)

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现 为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的 公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同 期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以 恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。