



2022年7月7日

中证鹏元资信评估股份有限公司
研究发展部

吴进辉

wujh@cspengyuan.com

更多研究报告请关注“中证鹏元”微信公众号。



独立性声明:

本报告所采用的数据均来自合规渠道,通过合理分析得出结论,结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明。

全面回顾、总结与展望—首批公募 REITs 解禁给我们带来了哪些启示?

主要内容:

2022年6月21日,首批上市的9只公募REITs正式迎来解除限售,这是我国REITs市场的首次解禁。解禁规模愈百亿,数量众多,适逢首发与解禁相遇,比较罕见,可谓“前无古人,后无来者”。结合近一年来的市场表现与发售机制,考虑到解禁份额的消化时间,观察区间为6月6日至7月7日,进行全面回顾、总结与展望,为后续解禁和市场发展提供参考和建议。

一、每只新发 REITs 限售规模大,是家常便饭

公募REITs发售由战略投资者、网下投资者、公众投资者组成,战略投资者份额有5年、3年或1年的强制性限售期,本次解除限售的是战略投资者中限售期1年的专业机构投资者。在三级认购机制下,外加原始权益人倾向控股资产,因此每只新发的产品战略配售比例均很高,即REITs限售是家常便饭且规模较大。14只REITs的战投份额比例均值为69%,最高有79%,最低是55%。有一个结论:网下投资者和公众投资者几乎总是保持着7:3的最终份额比例(目前仅有两只REITs例外)。

二、充分认识 REITs 市场的首次解禁,或是“前无古人,后无来者”

1. 首次解禁规模超百亿,后续很难有一次性多只 REITs 扎堆上市

首批9只REITs解禁份额为21.71亿份,以解禁前一天收盘价计算,市值规模为112.13亿元,解禁规模超过原流通规模,中金普洛斯REITs达到1.86倍。解禁后9只REITs流通市值为218.88亿元,占其总市值的61%。按照发改委“坚持标准、宁缺毋滥,认真把关申报项目质量,成熟一个、申报一个”的原则,加之准备材料、手续办理时间长,申报过程不同步,后续很难有大量REITs同时上市。

2. 目前我国公募 REITs 解禁需要关注三方面:流通规模、个人投资者的份额占比、机构投资者的类型

(1) REITs上市以来价格经历了大涨大落,涨跌幅跟流通规模呈现一定反比关系,价格受可流通规模影响较大,流通规模越小,越容易炒作;(2)



个人投资者通常更倾向于中短期投资，因此频繁交易或抬高溢价，解禁前后富国首创水务 REITs 和中航首钢生物质 REITs 的个人投资者占比均居前两位，分别为 69%、65% 稀释至 34%、43%；（3）解禁的机构投资者类型以保险和企业投资公司等中长期资金为主，规模占比分别为 34%（38.46 亿元）、25%（27.86 亿元）。

三、解禁后：量、价有所波动，大宗交易频繁，总体表现平稳，基本符合预期

1. 价格走势：解禁前下跌、解禁当日涨跌互现、解禁后逐步上涨至平稳水平

观测时间段不宜过短也不宜过长，区间为 6 月 6 日-7 月 7 日，合计 24 个交易日（前 11 个、后 13 个）。解禁前，价格逐渐转为全线下跌，有一定解禁交易预期，部分资金提前抢跑变现。解禁当日，5 只 REITs 价格下跌，4 只价格上涨，整体表现稳定，产权类表现稍优于特许经营权类资产，同类型资产价格走势也分化。解禁后几日，8 只 REITs 价格逐渐上涨后趋于平稳，仅有富国首创水务 REITs 仍继续下跌，累计下跌 5.4%。

2. 与股票、债券、对应四大行业板块、对应上市公司：整体相关系数不大，今年四月以来相关性有所提高且股性增强。

3. 交投活跃度：解禁后 2 日显著提高，第 2 日达到峰值后逐渐趋于平稳

整体上，解禁前两日的成交金额分别为 3.66 亿元、4.14 亿元，换手率（含大宗）分别为 1.59%、1.78%，第 2 日达到峰值，可以理解为解禁当日抱着观望态度，第 2 日开始放量。随后，市场交易活跃度开始降低至正常水平。分项目，前两日富国首创水务 REITs 等共 5 只产品表现活跃，其余 4 只解禁后换手率一直没有太大波动。随后换手率恢复正常，仅有富国首创水务 REITs 换手率维持高位，直到解禁后三周恢复至解禁前水平。

4. 大宗交易市场：表现亮眼，成交活跃，普遍进行折价交易，平均折价率-1.7%

从量来看，8 只 REITs 进行了大宗交易，合计成交 47 笔（附明细），仅有博时招商蛇口产业园区 REITs 未进行大宗交易。合计成交份额为 12,345.70 万份，成交金额为 73,581.04 万元，分别占今年以来、上市以来大宗交易成交份额和金额的 55%、58% 和 27%、34%。

从价格来看，大宗交易绝大多数进行折价交易，5 笔溢价交易、3 笔平价交易。成交价平均折价率为-1.7%，绝大多数情况位于平均水平之上。富



国首创水务 REITs 和中航首钢生物质 REITs 折价率最厉害，分别达到了-3.5%和-3.0%

四、最新估值情况：估值较高，长期配置看中债 IRR，短期交易不宜进场

富国首创水务 REITs 的中债估值收益率变动最大，解禁当日上行 15BP，解禁后累计上行 79BP。

从长期配置的角度来看，产权类的**中金普洛斯仓储物流 REITs、博时招商蛇口产业园区 REITs 的中债 IRR 较高，均在 5%以上，配置性价比高。特许经营权的高速公路类资产配置价值较高**，华夏中交建高速 REITs、平安广州交投广河高速 REITs、浙商证券沪杭甬高速 REITs 的中债 IRR 分别为 7.36%、7.27%、5.61%。

交易层面，无论是从 PV 乘数、还是溢价率来看，当前绝大多数 REITs 估值较高，谨慎进场，谨防市场炒作，可积极参与打新。

五、本次解禁潮基本结束，中长期投资理念进一步加强，未来 REITs 的解禁难起波澜

一是解禁前资金提前布局，解禁当日持观望态度，解禁第二日波动最大，后逐渐趋于平稳。

二是大宗交易在此次解禁中表现活跃，发挥重要作用，缓解了解禁后的价格压力，有利于稳定市场，为后续产品解禁提供参考。

三是 REITs 的基础资产优质，机构投资者大幅减持需求不高，中长期投资理念进一步加强。本次解禁巧遇两只 REITs 新发，且认购热情很高，也在一定程度上增加了投资者继续持有 REITs 的信心。

四是此次百亿规模的解禁总体表现平稳，凸显市场韧性，基本符合预期，相信后续个别小规模 REITs 解禁将影响较小，难起波澜。

六、硕果累累、市场火热，我国公募 REITs 市场必将行稳致远

1. 中国基础设施公募 REITs 上市一年多以来硕果累累

上市以来主要亮点：一是公募 REITs 在我国宏观经济体系中作用愈发重要，支持实体经济，有利于可持续高质量发展；二是从无到有，从小众逐渐进入大众视野；三是政策和配套措施不断完备，既有自上而下的顶层设计，也有自下而上市场探索。

2. 进入快速发展新阶段，对各方提出更多要求，既有机遇也有挑战



截至 2022 年 7 月 14 日，获批准上市公募 REITs 有 16 只（去年 11 只，今年 5 只），已上市 13 只，其中 3 只正在等待上市，2 只正在上交所申报审核中，合计发行规模为 506.05 亿元，总市值达到 579.58 亿元，平均溢价率为 14.53%，预计今年年底总市值规模将步入千亿级别。我国基础设施公募 REITs 已经进入快速发展新阶段，这对监管机构、参与主体、投研人员等都提出了更高的要求，要以不断学习的心态，接受市场机遇和挑战，更新知识、理念和体系，助力 REITs 市场实现平稳健康发展。

展望中长期，我国公募 REITs 市场必将行稳致远：

一是公募 REITs 在我国宏观经济体系、基础设施建设投资、盘活资产和促进投资良性循环等方面将发挥越来越重要的作用。

二是预计今年扩募项目取得突破，市场活力进一步提升，近日国家发改委已出台政策简化扩募的资料和流程，总体看力度一般，实务中或可进一步优化。

三是加快制定公募 REITs 指数，随着 REITs 新上市数量增多，制定统一指数是大势所趋。

四是新上市资产类型进一步多样化，加大对个别重点和专项领域的政策支持如保障性租赁住房和新基建等，同时拓宽试点范围。

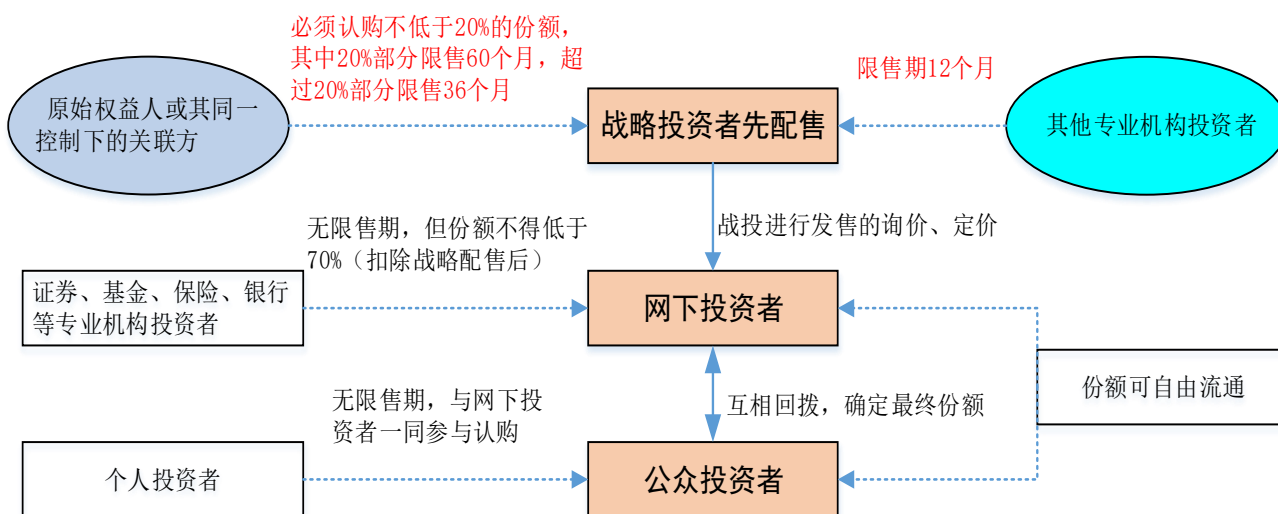
另外，改革 REITs 税收制度；完善项目治理机制，提升运营管理水平；择机出台专项立法。

2022年6月21日，首批上市的9只公募REITs正式迎来解除限售，这是我国REITs市场的首次解禁。解禁规模愈百亿，数量众多，适逢首发与解禁相遇，比较罕见，可谓“前无古人，后无来者”。结合近一年来的市场表现与发售机制，考虑到份额的消化时间，以解禁后三周左右，进行全面回顾、总结与展望，为后续REITs的解禁和市场发展提供参考和建议。

一、每只新发REITs限售规模大，是家常便饭

根据《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》（证监会〔2020〕54号），公募REITs发售由战略投资者配售、网下投资者配售、公众投资者配售组成。战略投资者由两部分组成：一是原始权益人或其同一控制下的关联方，必须参与认购，认购比例不得低于总份额的20%，其中份额发售总量的20%持有期不少于60个月，超过20%部分持有期不少于36个月；另外一部分战略投资者是专业的机构投资者如券商自营，券商资管、理财子公司等，由基金管理人根据自身情况确定，持有的份额期限不得少于12个月。首批9只公募REITs自去年6月21日上市，到今年的6月21日满一年，即本次解除限售的是战略投资者中限售期12个月的专业机构投资者。网下投资者主要是询价和定价作用，与公众投资者一同参与剩余份额的认购。

图1 公募REITs的三级认购机制：本次解禁的是限售期12个月的机构投资者（右上）

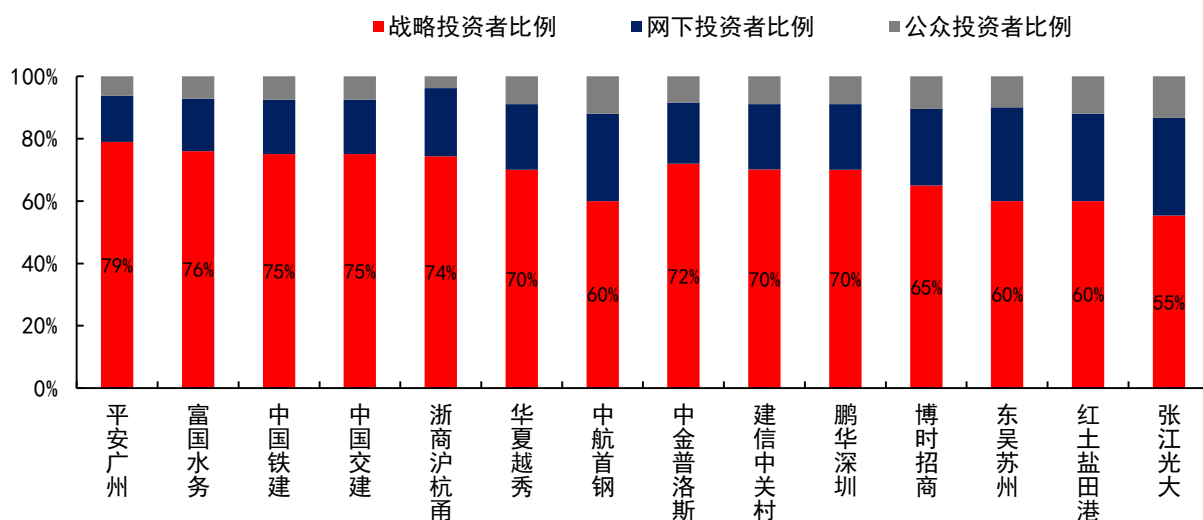


资料来源：政策文件，中证鹏元整理

在REITs的三级认购机制下，外加原始权益人一般倾向控股REITs的基础资产（不低于51%），因此每只新发的REITs战略配售比例均较高，限售也是家常便饭且规模较大。目前完成上市和询价的14只REITs战略投资者认购份额比例都非常高，份额比例均值达到了69%左右，最高比例为平安广州高速REITs的79%，最低比例为华安张光大产业园REITs的55%。

有一个结论：网下投资者和公众投资者几乎总是保持着 7:3 的最终份额比例（目前仅有浙商沪杭甬高速 REITs 和东吴苏州工业园区产业园 REITs 例外）。网下投资者和公众投资者份额比例均不高，14 只 REITs 均值分别为 22%和 9%。鉴于网下投资者份额发售比例不得低于 70%（扣除战投比例后）和回拨机制，新发产品优质，投资者抢购热情高，网下投资者份额大部分情况下都会向公众投资者回拨，一直回拨到 70%的网下投资者份额下限（扣除战投比例后），直至两者保持 7:3 的份额。

图 2 14 只公募 REITs：战略投资者份额比例很高，即新发产品限售份额均较多



资料来源：Wind，中证鹏元

二、充分认识 REITs 市场的首次解禁，或是“前无古人，后无来者”

1. 首次解禁规模超百亿，后续很难有一次性多只 REITs 扎堆上市

试点初期，按照发改委 958 号文“坚持标准、宁缺毋滥，认真把关申报项目质量，成熟一个、申报一个”的原则，而每个申报项目又因在手续准备、资产梳理等时间上的错位，后续 REITs 很难进行一次性多只扎堆上市。因而，首次解禁的规模愈百亿，涉及 9 只 REITs，无论是从规模，还是数量来看，这在公募 REITs 市场上可谓“前无古人，后无来者”。首批 9 只公募 REITs 解禁合计份额 21.71 亿份，以解禁前一天收盘价计算，本次解禁的市值规模为 112.13 亿元。此前流通份额为 20.74 亿份，原流通市值规模为 106.76 亿元，解禁规模超过原流通规模。具体来看，解禁规模超过原流通规模最大的是中金普洛斯仓储物流 REITs、平安广州交投广河高速公路 REITs、富国首创水务 REITs，解禁规模与原流通规模比例达到 186%、133%、104%。

解禁后，9 只 REITs 流通市值为 218.88 亿元，占其总市值的 61%，还有接近四成的限售规模。从流通市值占总市值规模比例来看，比例最小的是浙商证券沪杭甬高速 REITs、平安广州交投广河高速公路 REITs、富国首创水务 REITs，分别为 41%、49%、49%；从流通规模的绝对量来看，流通市值最小的是中航首钢生

物质 REITs、富国首创水务 REITs、华安张江光大产业园 REITs，解禁后市值分别为 10.19 亿元、12.69 亿元、14.75 亿元。无论是从解禁前后流通规模比例，还是从流通规模绝对量来看，富国首创水务 REITs 均有一席之地，这也是其波动较大，能被炒作的部分原因。富国首创水务 REITs 的二级市场价格溢价率大部分时间居首位，曾创造了 102% 的最高溢价率，但解禁后价格下滑较厉害，溢价率被其他产品反超。

表 1 首批 9 只公募 REITs 解禁前后流通市值情况（单位：万份、万元）

基金简称	解禁 份额	解禁 规模	原流通 份额	原流通 规模	解禁规模与 原规模占比	解禁后 流通规模	解禁后 流通规 模占比	总市值
平安广州 REITs	19,581	23.52	14,719	17.68	133%	41.20	49%	84.08
浙商沪杭甬 REITs	7,676	6.86	12,852	11.49	60%	18.35	41%	44.70
中金普洛斯 REITs	78,000	38.44	42,000	20.70	186%	59.14	80%	73.92
红土盐田港 REITs	32,000	9.94	32,000	9.94	100%	19.87	80%	24.84
东吴苏州 REITs	18,000	8.19	36,000	16.38	50%	24.57	60%	40.95
博时招商 REITs	29,700	8.79	31,500	9.33	94%	18.12	68%	26.65
张江光大园 REITs	17,665	6.51	22,335	8.24	79%	14.75	80%	18.44
中航首钢 REITs	2,000	3.40	4,000	6.80	50%	10.19	60%	16.99
富国水务 REITs	12,500	6.48	12,000	6.22	104%	12.69	49%	25.90
合计	217,122	112.13	207,406	106.76	105%	218.88	61%	356.46

资料来源：招募说明书，中证鹏元整理，以 6 月 20 日收盘价计算规模

2. 目前我国公募 REITs 解禁需要关注三方面：流通规模、个人投资者的份额占比、机构投资者的类型

REITs 作为介于股债之间的中长期投资品种，从国外的发展历程来看，REITs 与其他大类资产走势相关性不高。以股票来说，解禁份额的释放往往会冲击二级市场价格，甚至引发大量的抛售。我国基础设施公募 REITs 作为初成立的新兴品种，第一次解禁后市场如何演变并无参考案例，目前解禁主要从三方面着手：

（1）从二级市场表现来看，价格受可流通规模影响较大，流通规模越小，越容易炒作，价格波动越大

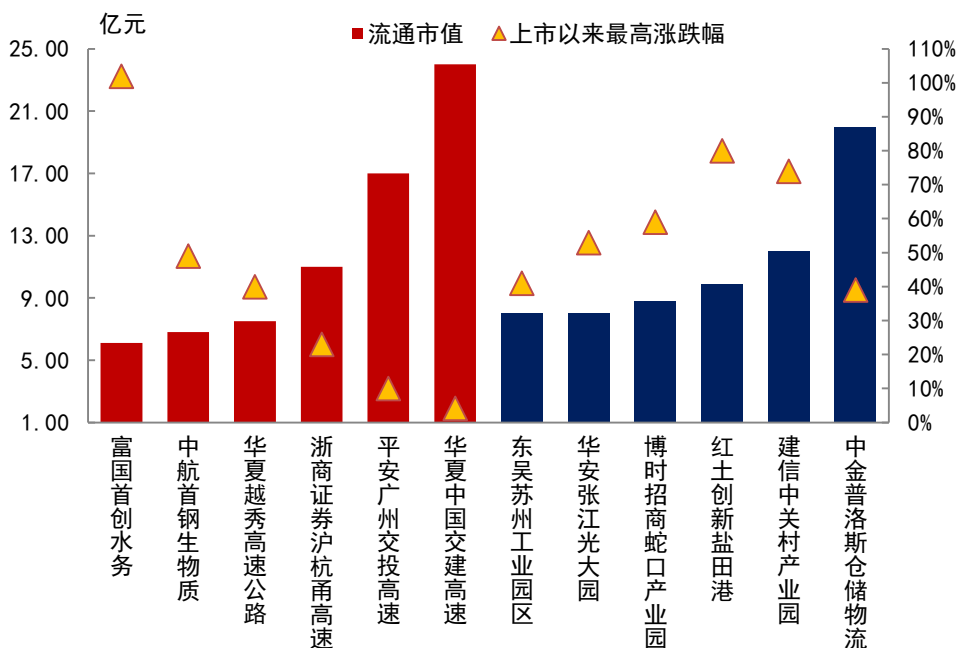
我国公募 REITs 自上市以来，经历了价格的大涨大落。除了政策利好的加持，究其原因一是产品收益稳定，资产优质，市场投资热情高涨，REITs 成为很好的避险资产；二是市场盲目炒作，尤其是个人投资者；三是 REITs 供给规模不足，限售期的存在，供需错配，流通规模较小的品种更易受影响，价格波动较大。图 3 显示了全市场价格的波动情况；图 4 显示，REITs 二级市场价格涨跌幅跟流通市值呈现反比，反映了小盘股更容易炒作。

图3 我国公募REITs自上市以来，经历了价格的大涨大落



资料来源：Wind，中证鹏元，截至2022年7月7日

图4 流通市值和涨跌幅整体呈反比，特许经营权资产表现更加明显

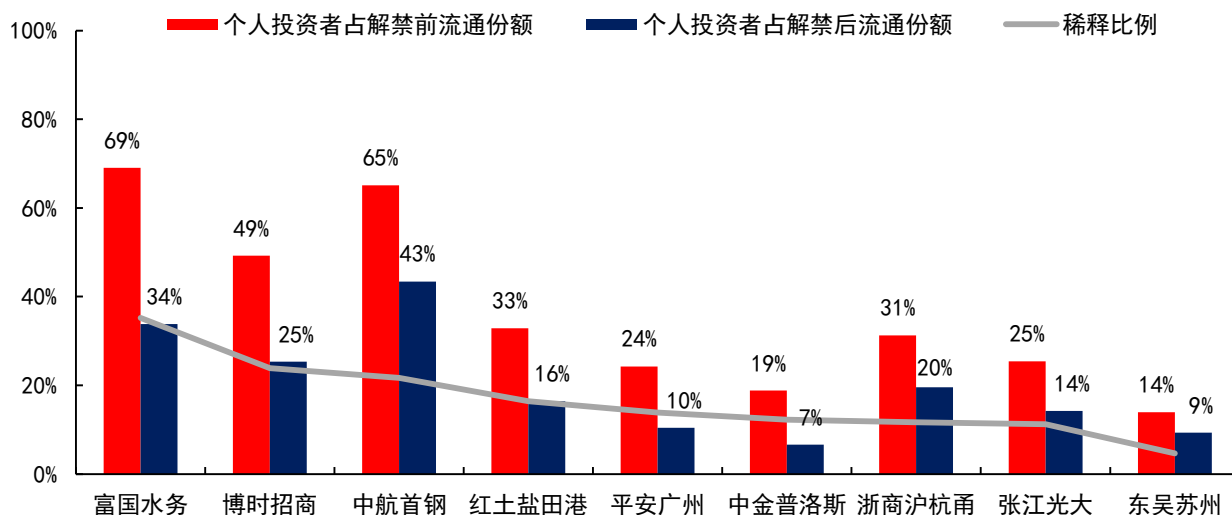


资料来源：Wind，中证鹏元，截至2022年6月20日，红色代表特许经营权类资产，蓝色代表产权类资产

(2) 个人投资者通常更倾向于中短期投资，因此频繁交易或抬高溢价

按照 2021 年公募 REITs 年报披露的投资者结构（因数据不可得，暂不考虑在此之后结构发生变化），测算解禁前后个人投资者占可流通份额的比例。解禁前，富国首创水务 REITs、中航首钢生物质 REITs 的个人投资者占比最高，达到了 69%和 65%；解禁后，中航首钢生物质 REITs、富国首创水务 REITs 的个人投资者占比仍最高，达到 43%和 34%。从解禁后个人投资者比例稀释来看，富国首创水务 REITs 比例稀释最多，从 69%稀释到 34%，其次是博时招商蛇口产业园 REITs，比例从 49%稀释到 25%。整体来看，解禁后个人投资者流通份额占比减少，有利于价格的稳定。要持续关注个人投资者占比高且被稀释较多的富国首创水务 REITs、中航首钢生物质 REITs 和博时招商蛇口产业园 REITs。

图 5 9 只公募 REITs：解禁前后个人投资者占流通份额比例变化



资料来源：REITs 年报，中证鹏元

(3) 解禁的机构投资者的类型：基于短期、中长期投资目标决定的

根据首批 9 只 REITs 公布的解除限售公告，测算份额和市值规模（6 月 20 日收盘价），机构投资者的类型主要划分为 8 大类：

保险资金：此次解禁的份额和规模均居第一位，份额占比为 31%，规模占比为 34%（38.46 亿元），偏好中长期持有；

企业型投资公司（主要为产业资本）：份额和规模均居第二位，份额占比为 31%，规模占比为 25%（27.86 亿元），偏好中长期持有，短期卖出变现的可能性较低。这类企业多为原始权益人关联公司，值得注意的是，北京首源投资有限公司表现活跃，认购了多只 REITs。

券商自营：份额和规模均居第三位，份额占比为 13%，规模占比为 16%，以主承销商为主，如中信证

券、中金公司等，偏好中期持有 REITs。

银行及其理财子公司、券商资管、公募基金及其专户：份额和规模分别居第四、五、六位，一般期限不长，有业绩考核压力，需净值化管理，一定时间内卖出变现概率较高。

信托及其信托计划：占比小，目前待解禁机构中只涉及到建信信托和华润信托，信托资金计划投资 REITs 还是性价比较高的，后续有望更多信托资金计划进场。

私募及私募投资公司：在战略配售的份额很小，但是 REITs 的网下认购是非常活跃的，博取中短期收益为主。

图 6 首批 9 只待解禁的 REITs 机构投资者类型（按份额）

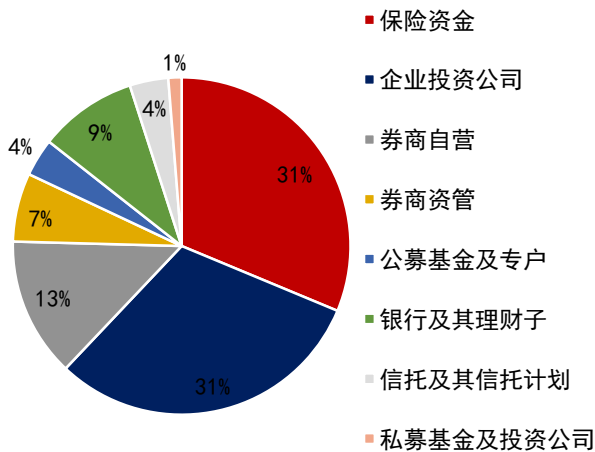
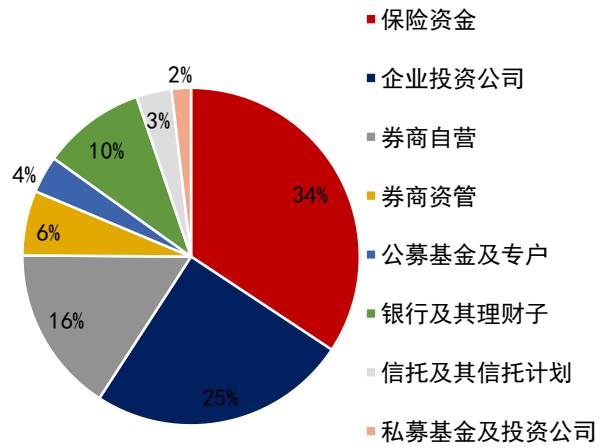


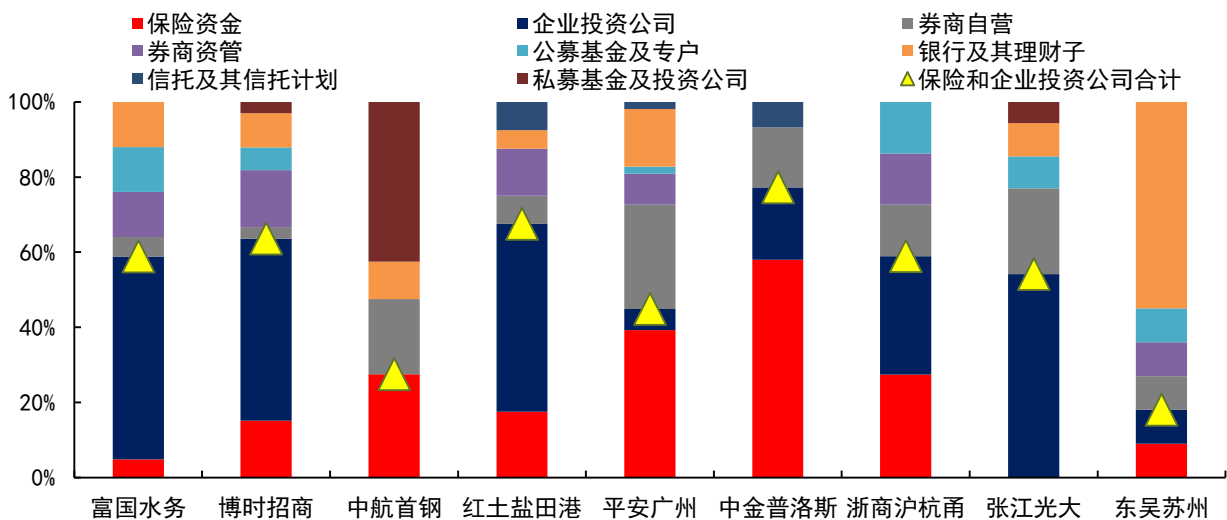
图 7 首批 9 只待解禁的 REITs 机构投资者类型（按规模）



数据来源：Wind 中证鹏元

数据来源：Wind 中证鹏元

图 8 首批 9 只待解禁的 REITs：机构投资者的类型分布，以保险和企业投资公司为主



资料来源：Wind, REITs 年报, 中证鹏元

具体分项目来看（图 8）：待解禁的份额中，保险资金和企业型投资公司合计占比最大的是中金普洛斯仓储物流 REITs、红土创新盐田港仓储物流 REITs，达到了 77%和 68%。前文已指出，中金普洛斯仓储物流 REITs 的解禁规模超过原流通规模比例最大，但主要以中长期投资资金为主，解禁后冲击有限。东吴苏州工业园区产业园 REITs 的保险资金和企业型投资公司两者合计占比最小，仅为 18%，大头是银行及其理财子，占比达到了 55%。“网红”的富国首创水务 REITs 比例表现较正常，两者合计占比为 59%。特别注意，中航首钢生物质 REITs（两者合计占比小，仅为 28%，且前文指出个人投资者占比高，谨防价格的波动）。

三、解禁后：量、价有所波动，大宗交易频繁，总体表现平稳，基本符合预期

1.价格走势：解禁前下跌、解禁当日涨跌互现、解禁后逐步上涨至平稳水平

解禁前后的观测时间段不宜过短也不宜过长，本次解禁前后观察区间为 6 月 6 日至 7 月 7 日。解禁前今年以来全市场日均成交额为 2.5 亿元，要消化百亿的解禁规模需要一段时间，因而解禁后观测区间要尽量长一些比较好，但观测时间太长又容易受其他因素干扰。要考虑到两只新发 REITs 认购可能对市场形成一定资金冲击（国金中国铁建高速公路 REITs 在 6 月 21 日认购，7 月 8 日上市，鹏华深圳能源 REITs 在 7 月 5 日认购），解禁后选取约三周左右的时间观测市场，解禁后的时间段为 6 月 21 日至 7 月 7 日，合计 13 个交易日。由于 7 月 8 日有新上市 REITs，市场规模发生变化，所以不考虑 7 月 7 号之后的时间段。另一方面，部分资金在解禁前有提前出清和抢跑的可能，解禁前的观测时间从端午节后的 6 月 6 号开始。那么，解禁前后总的观察区间就是 6 月 6 日至 7 月 7 日，即解禁前 11 个交易日，解禁后 13 个交易日，后文同理，不再进行说明。

解禁前 11 个交易日（6/6-6/20），价格由上涨逐渐转为全线下跌，仅有中金普洛斯 REITs 仍保持正增长。这主要是因为解禁前市场有一定交易预期，部分资金提前抢跑变现，以防解禁带来价格下跌，这在越靠近解禁日价格下跌表现的越为明显。

解禁当日，价格涨跌互现，下跌幅度大于上涨，但并没有大涨大跌，整体表现稳定。同类型资产价格走势分化，产权类表现稍优于特许经营权类资产。价格的表现与流通规模、投资者类型是息息相关的。具体来看，当日 5 只 REITs 表现为价格下跌，4 只价格上涨。富国首创水务 REITs、浙商证券沪杭甬高速 REITs、中金普洛斯仓储物流 REITs 价格下跌最大，分别为-1.4%、-0.5%、-0.4%，这三只下跌均是预期内，网红的富国首创水务 REITs 的特殊性前文已经指出，浙商证券沪杭甬高速 REITs 是解禁后流通规模占总规模比例最小的，中金普洛斯仓储物流 REITs 是解禁前后规模变化最大的。

解禁后 12 个交易日（6/22-7/7），主要产品价格逐渐上涨后趋于平稳。6 月 21 日解禁当天可以说是一个价格的小低点，其后有 8 只产品价格都出现了上涨，华安张江光大产业园 REITs 与博时招商蛇口产业园

REITs 上涨最大，分别达到了 8.1%和 5.7%。

产权类资产上涨明显大于特许经营权类资产，上涨较厉害的几只 REITs 也跟其长期资金（保险和产业投资公司）占比高有关，主要反映投资者仍看好 REITs，并没有急于抛售，中长期投资理念有所加强。

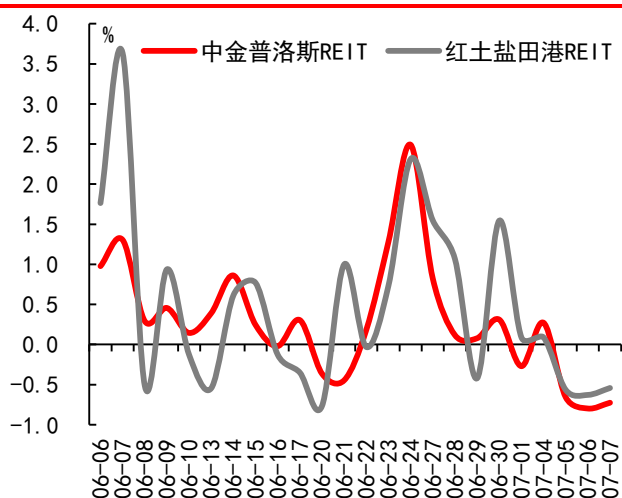
仅有富国首创水务 REITs 仍继续下跌，且下跌幅度在扩大，在解禁后 12 个交易日已经累计下跌 5.4%。

表 2 首批 9 只公募 REITs 解禁前后价格涨跌变化（6 月 6 日-7 月 7 日）

资产类型	名称	现价	6/6-6/20	6/13-6/20	6/21	6/22-6/30	6/22-7/7
仓储物流	中金普洛斯 REITs	5.058	4.7%	1.4%	-0.4%	5.4%	3.1%
	红土盐田港 REITs	3.301	5.3%	-0.4%	1.0%	6.9%	5.3%
产业园区	东吴苏州 REITs	4.755	2.4%	-1.6%	0.4%	4.1%	4.0%
	博时招商 REITs	3.122	1.0%	-1.2%	-0.2%	5.4%	5.7%
	张江光大园 REITs	3.983	2.9%	-1.5%	-0.1%	7.0%	8.1%
高速公路	平安广州 REITs	12.492	0.1%	-2.0%	0.1%	2.4%	3.9%
	浙商沪杭甬 REITs	9.084	-6.3%	-1.0%	-0.5%	1.7%	2.1%
生态环保	中航首钢 REITs	17.118	-0.7%	-1.8%	0.1%	1.2%	0.6%
	富国水务 REITs	4.831	0.3%	-4.0%	-1.4%	-3.1%	-5.4%

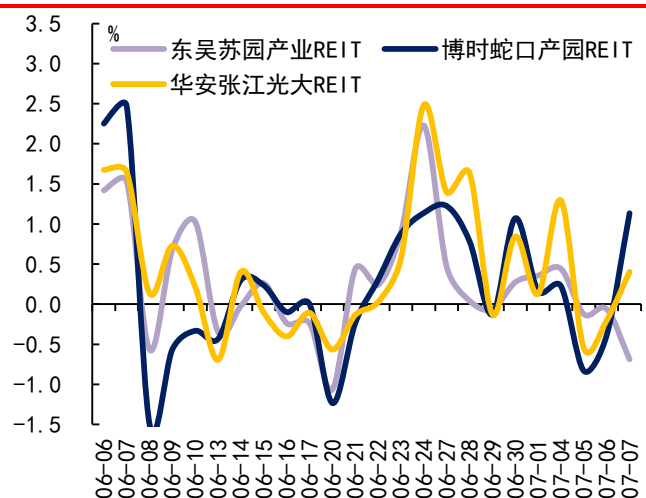
资料来源：Wind，中证鹏元整理，现价为 7 月 7 日收盘价

图 9 产权类仓储物流 REITs 当日价格涨跌幅



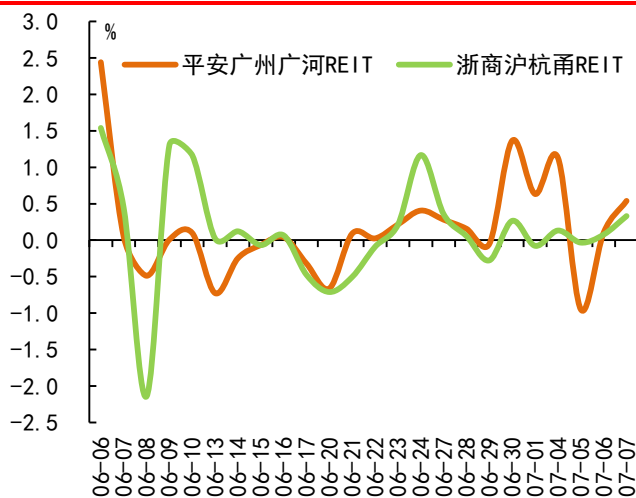
数据来源：Wind 中证鹏元

图 10 产权类产业园区 REITs 当日价格涨跌幅



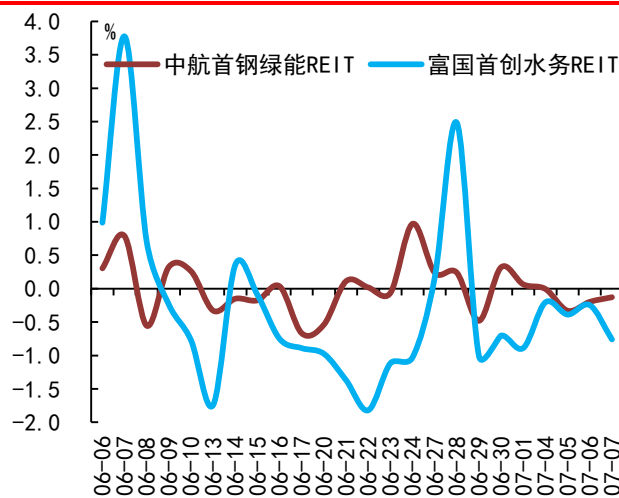
数据来源：Wind 中证鹏元

图 11 特许经营权高速公路 REITs 当日价格涨跌幅



数据来源: Wind 中证鹏元

图 12 特许经营权生态环保 REITs 当日价格涨跌幅



数据来源: Wind 中证鹏元

2. 与股、债、对应板块、对应上市公司: 整体相关性不大, 4 月以来相关性有所提高且股性增强

国内目前并没有统一的 REITs 价格指数, 这就为 REITs 跟其他市场分析带来一定难度, 有些机构尝试按照加权等方式自行编制了 REITs 指数, 但缺乏标准性、统一性和权威性。为比较相关性, 我们从仓储物流、产业园区、高速公路、生态环保四个种类中各自选择一只 REITs 产品, 且原始权益人最终的控制人是上市公司。考虑到资产的优质, 尽量选择标的较好的指数。

股票指数选择沪深 300, 债券指标选择 10 年期中债国债到期收益率, 四大板块指数分别选择仓储物流(申万)、园区综合开发(中信)、高速公路(申万)、中证环保。

整体来看, REITs 与其他市场的相关系数不大, 个别时间段能达到中度相关。与股票、股票板块的相关性高于债券与其上市公司, 相关性的变化并未表现出特别明显的趋势规律。REITs 上市以来与债券的相关性稍强与其他市场, 但今年以来, 与股票和其上市公司的相关性增强, 债券相关性有所减弱。

今年 4 月以来, REITs 的整体相关系数均有所提高, 主要表现为股性增强, 债性降低。原因是今年疫情以来, 特许经营权的高速公路资产受影响大, 产权类二级市场表现较好。

表 3 REITs 与股票、债券、对应资产板块、对应上市公司的相关系数

资产类型	名称	上市以来	今年以来	今年 4 月以来
红土盐田港 REITs	沪深 300	-0.50	0.61	0.69
	10 年中债国债到期收益率	-0.65	-0.11	0.23
	仓储物流(申万)	0.68	0.43	0.38
	盐田港(000088.SZ)	-0.29	0.49	0.65

张江光大园 REITs	沪深 300	-0.49	0.69	0.78
	10 年中债国债到期收益率	-0.64	-0.02	0.34
	园区综合开发（中信）	-0.36	0.40	0.25
	张江高科（600895.SH）	-0.70	0.66	0.55
浙商沪杭甬 REITs	沪深 300	-0.15	0.42	-0.64
	10 年中债国债到期收益率	-0.41	-0.20	0.03
	高速公路（申万）	0.48	0.39	0.09
	浙江沪杭甬（0576.HK）	0.14	-0.19	-0.69
富国水务 REITs	沪深 300	-0.53	0.51	-0.41
	10 年中债国债到期收益率	-0.68	-0.29	-0.15
	中证环保	-0.32	0.05	-0.67
	首创环保（600008.SH）	-0.10	0.73	0.75

资料来源：Wind，中证鹏元整理，截至 2022 年 7 月 7 日

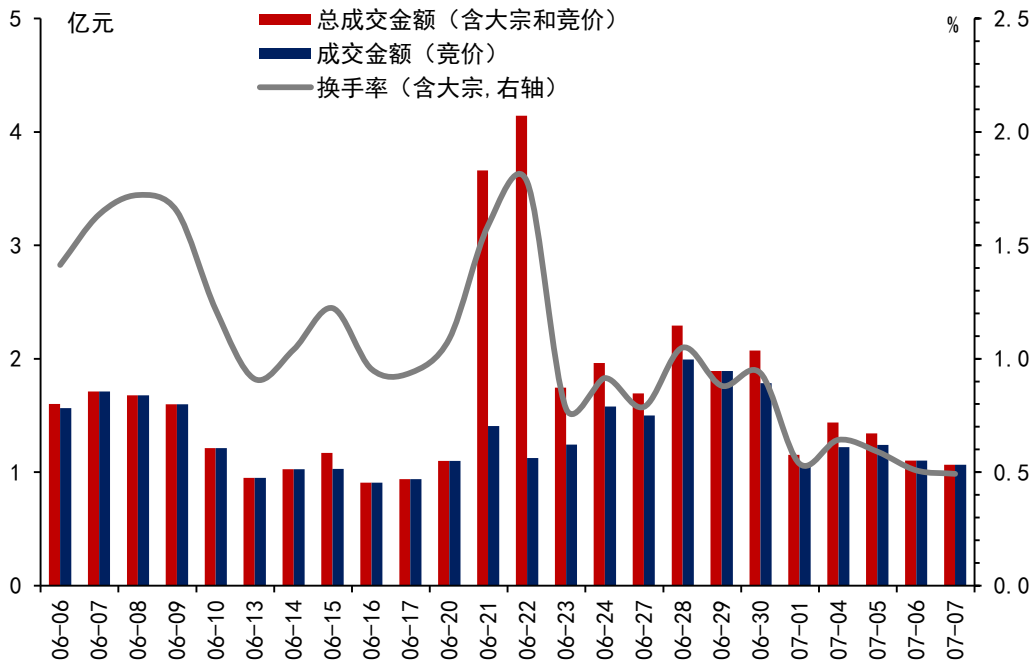
3. 交投活跃度：解禁后 2 日显著提高，第 2 日达到峰值后逐渐趋于平稳

整体来看，9 只 REITs 解禁的第 1 和第 2 个交易日成交量（含大宗交易）和换手率（按照成交份额（含大宗）/可流通总份额，需自行计算）显著提高，解禁 2 日的成交金额分别为 3.66 亿元、4.14 亿元，换手率分别为 1.59%、1.78%，尤其是第 2 个交易日达到了峰值，可以理解为解禁当日抱着观望态度，第 2 日开始放量。从解禁后第 3 个交易日开始，市场交易活跃度开始降低，成交量略高于解禁前的水平，甚至换手率低于解禁前几周的换手率。解禁后三周，成交量基本恢复至解禁前的水平，换手率进一步走低。

分项目来看，解禁前 2 日，中航首钢生物质 REITs（前 2 日换手率最高）、富国首创水务 REITs、华安张江光大产业园 REITs、浙商证券沪杭甬高速 REITs（前 2 日换手率第二高）、红土盐田港仓储物流 REITs 共 5 只换手率较高，表现活跃，主要跟流通规模较小有关；其余 4 只 REITs 解禁后换手率一直没有太大波动。解禁 3 日后的时间段内，8 只 REITs 的换手率恢复正常，仅有富国首创水务 REITs 换手率维持高位，直到解禁后三周恢复至解禁前水平，但总体还是高于其他 REITs 的换手率。

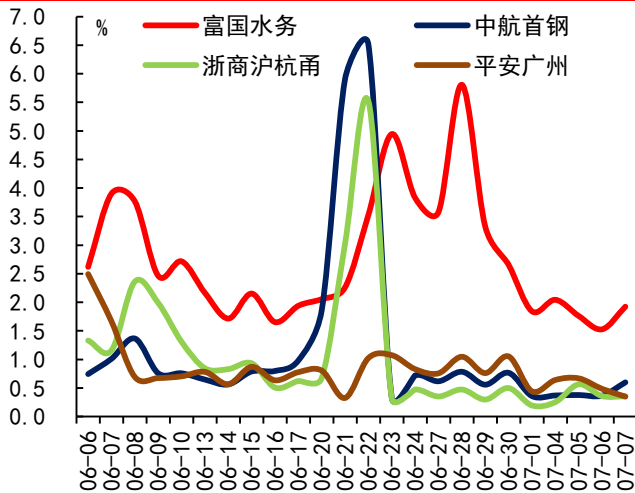
需要指出两点：一是解禁后换手率低于解禁前，主要原因是解禁后可流通份额加大一倍多，但大部分机构选择继续持有 REITs，整体市场交易量并未显著提高，导致换手率走低。二是解禁后竞价系统的成交量并不高甚至低于解禁前的水平，成交量的提高主要跟大宗交易大幅放量有关，下文进行详细说明。

图 13 首批 9 只 REITs 解禁前后总成交金额和平均换手率情况



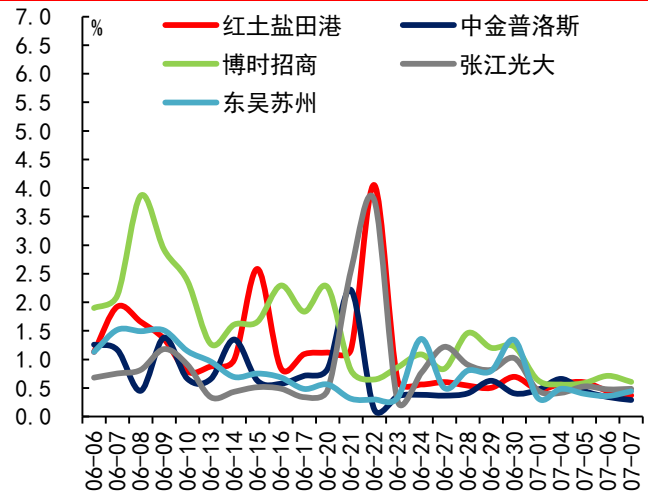
资料来源：沪深交易所，中证鹏元

图 14 特许经营权类 REITs 的换手率（含大宗）



数据来源：Wind 中证鹏元

图 15 产权类 REITs 的换手率（含大宗）



数据来源：Wind 中证鹏元

4.大宗交易市场：表现亮眼，成交活跃，普遍进行折价交易，平均折价率-1.7%

公募 REITs 可以采用竞价、大宗、询价、报价等沪深交易所认可的交易方式进行交易。本次首批 9 只 REITs 解禁，大宗交易市场成交量大幅提高。表 4 详细列出了此次首批 9 只公募 REITs 解禁后的大宗交易明细，区间范围为 2022 年 6 月 21 日-2022 年 7 月 7 日。

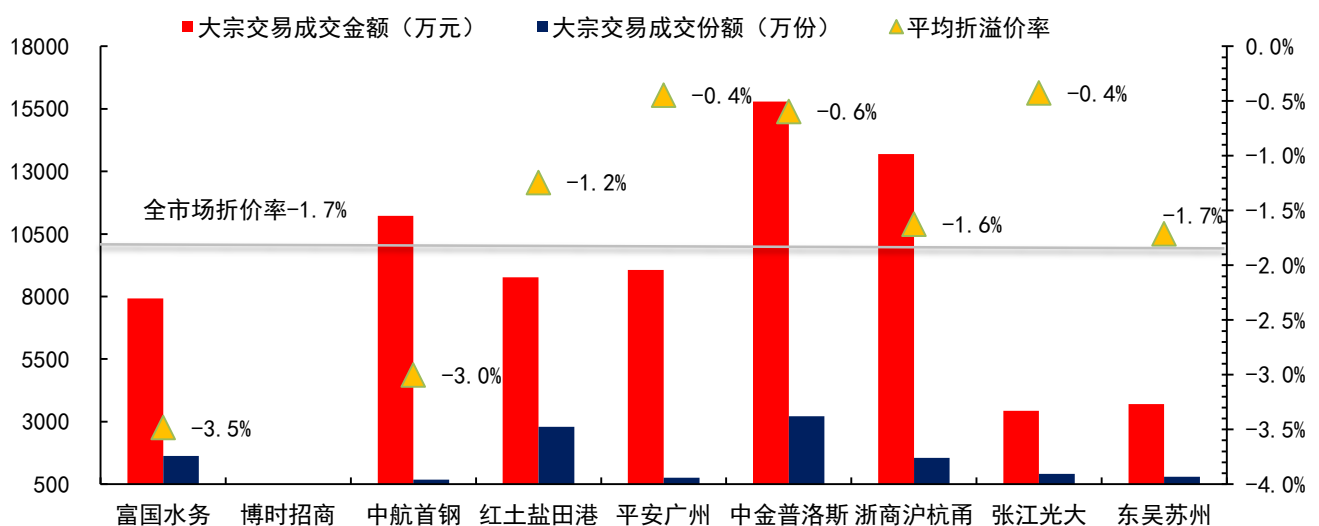
从整体大宗交易成交量来看，解禁后 8 只 REITs 均进行了大宗交易，仅有博时招商蛇口产业园区 REITs 未进行大宗交易。富国首创水务 REITs 和中金普洛斯仓储物流 REITs 成交笔数最多，分别为 12 笔、10 笔；合计成交 47 笔，生态环保类总共成交 16 笔、仓储物流类总共成交 13 笔、高速公路类总共成交 11 笔、仓储物流类总共成交 7 笔。仓储物流类两只 REITs 总成交份额最多。

解禁后，大宗交易合计成交份额为 12,345.7 万份，成交金额为 73,581.04 万元，分别占今年以来大宗交易成交份额和金额的 55%、58%；分别占 REITs 上市以来大宗交易成交份额和金额的 27%、34%；同时，占本次解禁期间总成交份额和总金额（含大宗和竞价）的 25%、29%。

从大宗交易成交价格来看，8 只 REITs 大宗交易成交的价格绝大多数进行折价交易（较当日收盘价），仅有 5 笔溢价交易（中金普洛斯仓储物流 REITs 有 4 笔，红土盐田港仓储物流 REITs 有 1 笔），仅有 3 笔进行平价交易（中金普洛斯仓储物流 REITs 有 2 笔，浙商证券沪杭甬高速 REITs 有 1 笔）。

8 只 REITs 大宗交易成交价平均折价率为-1.7%，绝大多数情况位于平均水平之上。富国首创水务 REITs 和中航首钢生物质 REITs 折价率最厉害，分别达到了-3.5%和-3.0%，主要与这两只流通规模最小、个人投资者占比大有关。

图 16 首批 9 只 REITs 解禁后大宗交易成交及平均折溢价率情况（2022 年 6 月 21 日-2022 年 7 月 7 日）



资料来源：沪深交易所，中证鹏元

表 4 首批 9 只公募 REITs 解禁后大宗交易明细 (2022 年 6 月 21 日-2022 年 7 月 7 日)

证券简称	交易日期	成交价	收盘价	成交价较收盘价折溢价率	成交量	成交金额
中金普洛斯 REITs (10 笔)	2022/7/5	5.17	5.14	0.7%	100.0	517.00
	2022/7/5	5.17	5.14	0.7%	50.0	258.50
	2022/7/5	5.17	5.14	0.7%	50.0	258.50
	2022/7/4	5.17	5.17	0.0%	422.0	2,181.74
	2022/7/1	5.17	5.16	0.3%	180.0	930.60
	2022/6/28	5.15	5.15	0.0%	73.5	378.53
	2022/6/28	5	5.15	-2.9%	40.0	200.00
	2022/6/21	4.85	4.91	-1.1%	600.0	2,910.00
	2022/6/21	4.8	4.91	-2.2%	1,200.0	5,760.00
	2022/6/21	4.8	4.91	-2.2%	500.0	2,400.00
红土盐田港 REITs (3 笔)	2022/6/22	3.14	3.14	0.2%	2,400.0	7,536.00
	2022/6/21	3.10	3.14	-1.1%	200.0	620.00
	2022/6/21	3.05	3.14	-2.7%	200.0	610.00
东吴苏州 REITs (3 笔)	2022/6/30	4.75	4.76	-0.2%	200.0	950.00
	2022/6/30	4.75	4.76	-0.2%	200.0	950.00
	2022/6/24	4.5	4.73	-4.8%	400.0	1,800.00
张江光大园 REITs (4 笔)	2022/6/30	3.92	3.94	-0.5%	125.0	490.00
	2022/6/30	3.92	3.94	-0.5%	90.0	352.80
	2022/6/30	3.92	3.94	-0.5%	35.0	137.20
	2022/6/22	3.68	3.68	-0.1%	665.0	2,447.20
平安广州 REITs (7 笔)	2022/6/27	12.08	12.13	-0.4%	41.4	500.11
	2022/6/27	12.08	12.13	-0.4%	41.4	500.11
	2022/6/24	12.01	12.10	-0.7%	85.0	1,020.85
	2022/6/24	12.01	12.10	-0.7%	85.0	1,020.85
	2022/6/23	12.01	12.05	-0.3%	250.0	3,002.50
	2022/6/22	12.00	12.03	-0.2%	84.0	1,008.00
	2022/6/22	12.00	12.03	-0.2%	167.0	2,004.00
浙商沪杭甬 REITs (4 笔)	2022/6/22	8.89	8.89	0.0%	1,051.4	9,346.95
	2022/6/21	8.7	8.89	-2.2%	300.0	2,610.00
	2022/6/21	8.7	8.89	-2.2%	100.0	870.00
	2022/6/21	8.7	8.89	-2.2%	100.0	870.00
中航首钢 REITs (4 笔)	2022/6/22	16.50	17.01	-3.0%	370.0	6,105.00
	2022/6/21	16.50	17.01	-3.0%	90.0	1,485.00

	2022/6/21	16.50	17.01	-3.0%	130.0	2,145.00
	2022/6/21	16.50	17.01	-3.0%	90.0	1,485.00
富国水务 REITs (12 笔)	2022/6/28	4.82	5.04	-4.3%	100.0	482.00
	2022/6/28	4.82	5.04	-4.3%	100.0	482.00
	2022/6/28	4.82	5.04	-4.3%	100.0	482.00
	2022/6/28	4.82	5.04	-4.3%	100.0	482.00
	2022/6/28	4.82	5.04	-4.3%	100.0	482.00
	2022/6/27	4.76	4.92	-3.2%	200.0	952.00
	2022/6/23	4.83	4.96	-2.6%	210.0	1,014.30
	2022/6/23	4.78	4.96	-3.6%	210.0	1,003.80
	2022/6/22	5.11	5.02	1.9%	250.0	1,277.50
	2022/6/22	4.79	5.02	-4.5%	100.0	479.00
	2022/6/21	4.95	5.11	-3.1%	60.0	297.00
	2022/6/21	4.86	5.11	-4.9%	100.0	486.00
解禁后合计 (2022/6/21-2022/7/7)					12,345.7	73,581.04
解禁当日合计 (2022/6/21)					3,670.0	22,548.00
今年以来合计 (2022/1/1-2022/7/7)					22,257.7	126,398.70
上市以来合计 (2021/6/21-2022/7/7)					46,356.3	216,507.94

资料来源：沪深交易所，中证鹏元整理，成交份额、成交金额单位分别为万份，万元

四、最新估值情况：估值较高，长期配置看中债 IRR，短期交易不宜进场

表 5 详细列示了目前 13 只 REITs 的估值情况。解禁当天，富国首创水务 REITs 和浙商证券沪杭甬高速 REITs 中债估值收益率变动最大，分别较解禁前日上行 15BP、上行 10BP；解禁后的第 13 个交易日，富国首创水务 REITs 和华安张江光大产业园 REITs 中债估值收益率变动最大，分别较解禁前日上行 79BP、下行 62BP。

当前绝大多数 REITs 价格涨幅较多，估值偏贵。从中证估值来看，富国首创水务 REITs、中航首钢生物质 REITs、红土盐田港仓储物流 REITs 偏离估值最多，PV 乘数分别为 1.45、1.44、1.41；从二级市场价格较发行价格的溢价率来看，建信中关村产业园区 REITs、红土盐田港仓储物流 REITs、博时招商蛇口产业园区 REITs、华安张江光大产业园 REITs 的价格涨幅最大，分别达到了 43.8%、43.7%、36.5%、34.1%，前期上涨厉害的 2 只生态环保 REITs 溢价率有所回调。注意，目前公募 REITs 成交活跃，中证 REITs 估值与 REITs 收盘价一致。

从长期配置的角度来看，中债估值收益率 IRR 是重要参照指标，用来衡量当前价格可以获得的未来收益率。目前，产权类的中金普洛斯仓储物流 REITs、博时招商蛇口产业园区 REITs 的中债 IRR 较高，均在

5%以上，配置性价比高。特许经营权的高速公路类资产配置价值较高，华夏中交建高速 REITs、平安广州交投广河高速 REITs、浙商证券沪杭甬高速 REITs 的中债 IRR 分别为 7.36%、7.27%、5.61%。

交易层面，目前 REITs 估值较高，谨慎进场，谨防市场炒作，可积极参与打新。

表 5 上市 13 只公募 REITs 估值情况

资产类型	名称	发行价	现价	中债估值收益率 IRR (%)	中证 REITs 估值	中证 ABS 估值	PV 乘数
仓储物流 (2 个)	中金普洛斯 REITs	3.89	5.04	5.12 (↑ 2BP, ↓ 9BP)	5.04	3.94	1.28
	红土盐田港 REITs	2.30	3.31	3.81 (↓ 6BP, ↓ 36BP)	3.31	2.34	1.41
产业园区 (4 个)	东吴苏州 REITs	3.88	4.78	3.54 (↓ 3BP, ↓ 29BP)	4.78	4.07	1.18
	博时招商 REITs	2.31	3.15	5.02 (↑ 1BP, ↓ 30BP)	3.15	3.06	1.03
	张江光大园 REITs	2.99	4.01	2.33 (↑ 1BP, ↓ 62BP)	4.01	3.20	1.25
	建信中关村 REITs	3.20	4.60	3.04 (↑ 1BP, ↓ 8BP)	4.60	3.52	1.31
高速公路 (5 个)	平安广州 REITs	13.02	12.51	7.27 (↓ 1BP, ↓ 51BP)	12.51	14.63	0.85
	浙商沪杭甬 REITs	8.72	9.11	5.61 (↑ 10BP, ↓ 32BP)	9.11	9.10	1.00
	华夏越秀 REITs	7.10	8.38	5.13 (↑ 5BP, ↑ 22BP)	8.38	8.08	1.04
	华夏中交建 REITs	9.40	9.44	7.36 (↓ 3BP, ↑ 6BP)	9.44	10.03	0.94
	国金中铁建 REITs	9.59	9.61	5.21	9.61	9.24	1.04
生态环保 (2 个)	中航首钢 REITs	13.38	17.12	3.96 (↓ 1BP, ↓ 6BP)	17.12	11.86	1.44
	富国水务 REITs	3.70	4.82	2.40 (↑ 15BP, ↑ 79BP)	4.82	3.32	1.45

资料来源：iFinD、中债，截至 7 月 11 日，中证鹏元，括号内分别为 6 月 21 日当天和 6 月 21 日至 7 月 11 日收益率变化

五、本次解禁潮基本结束，中长期投资理念进一步加强，未来 REITs 的解禁难起波澜

综上，在解禁后的三周，除了富国首创水务 REITs 有所零星波动外，首批 REITs 的市场价格、交易量、换手率均趋于平稳，大宗交易减少，也意味着本次百亿规模的解禁基本结束。首批大规模的解禁参考意义重大，我们总结以下几点：

一是解禁确实给 REITs 价格带来了一定程度的压力，整体表现为解禁前资金提前布局，解禁当日持观望态度，解禁第二日波动最大，后逐渐趋于平稳，这从价、量变化可以看出；本次解禁产权类资产无论是抗跌还是上涨略优于特许经营权类资产；价格的变化主要还是跟流通规模、投资者的类型有关。

二是大宗交易在此次解禁中表现活跃，发挥重要作用，缓解了解禁后的价格压力，有利于稳定市场，为后续产品解禁提供参考。

三是“资产荒”背景下，公募 REITs 的基础资产优质，机构投资者大幅减持需求不高，REITs 收益介于股债之间，中长期投资理念进一步加强。需要指出的是，本次解禁巧遇两只 REITs 新发，且认购热情很高，

也在一定程度上增加了投资者继续持有 REITs 的信心。

四是此次百亿规模的解禁总体表现平稳，凸显市场韧性，基本符合预期，相信后续个别小规模 REITs 解禁将影响较小，难起波澜。

六、硕果累累、市场火热，我国公募 REITs 市场必将行稳致远

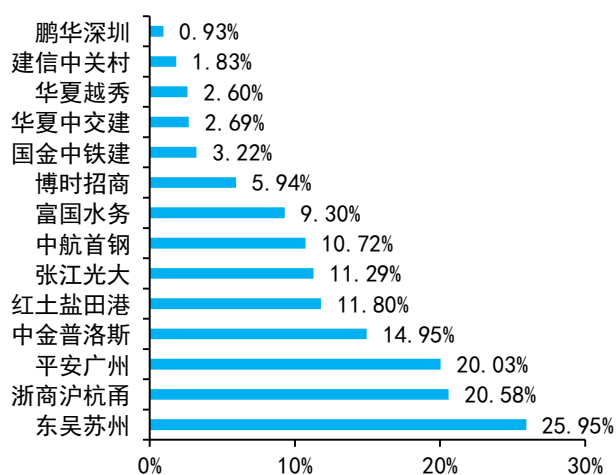
1. 中国基础设施公募 REITs 上市一年多以来硕果累累

2021 年 6 月 21 日，我国首批 9 只基础设施公募 REITs 正式上市。上市一年多以来硕果累累，试点发展稳步推进，市场规模不断扩大，基础资产运营业绩符合预期，二级市场表现获得投资者认可，政策体系持续完善，促进实体经济发展效果显著，基础设施投融资机制创新更加活跃，市场共识愈发坚定明确，社会舆论环境总体良好。上市以来主要亮点和突破点主要表现在三个方面：

一是公募 REITs 在我国宏观经济体系中作用愈发重要，支持实体经济，有利于可持续高质量发展。公募 REITs 的三大作用：拓宽社会投资渠道和扩大有效投资、降低政府债务风险。两次国务院常务会议对 REITs 发展提出要求，国家层面的 19 号文重点指出公募 REITs 在盘活资产方面的重要作用，被寄予厚望。

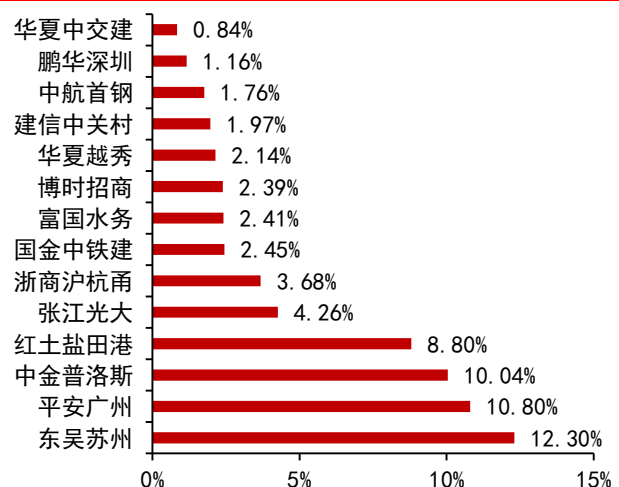
二是从无到有，从小众逐渐进入大众视野。上市以来表现亮眼，首批产品实现了一到两次分红，二级市场溢价率高涨，目前整体溢价率约为 14%，超过同期沪深 300 指数收益，受其他大类资产影响较小。富国首创水务 REITs 收益曾经一度翻番，建信中关村 REITs 上市首日一字板涨停，华夏中国交建 REITs 创造了 0.84% 的最低公众投资者认购比例记录，鹏华深圳能源 REITs 创造了 0.93% 的网下投资者最低认购比例记录，投资者热情高涨。目前两单保障性租赁住房 REITs 已经获批通过，REITs 在基础设施领域的作用显现。

图 17 14 只 REITs 网下投资者最终认购比例



数据来源：Wind 中证鹏元

图 18 14 只 REITs 公众投资者最终认购比例



数据来源：Wind 中证鹏元

三是政策和配套措施不断完备，既有自上而下的顶层设计，也有自下而上市场探索。国家和中央层面政策不断支持，发改委、证监会、水利部等各级部门大力出台政策，绝大多数大中城市出台相应的配套规则和措施。扩募、税收改革等机制的推出，有利于扩大市场规模，是制度建设的重要一环。保障性租赁住房专项领域的特别支持具有引导意义，对后续新能源、新基建领域有示范作用。国有资产转让，豁免国资进场交易；运营年限不拘泥于3年以上，都体现的是实际市场的探索，也是促进政策完备的过程。

表 6 目前正在申报审核的 2 只公募 REITs（批准上市 16 只，正在上市 13 只，已批准待上市 3 只）

受理日期	更新日期	基金名称	状态	类型	主要原始权益人	基金管理人	专项计划管理人
2021-10-15	2021-10-29	国泰君安临港东久智能制造产业园 REITs	已反馈	产业园区	上海临港奉贤经济发展有限公司等	国君资管	国君资管
2022-05-06	2022-06-17	华泰紫金江苏交控高速公路 REITs	已反馈	高速公路	江苏沿江高速公路有限公司	华泰资管	华泰资管

资料来源：上交所和深交所网站，中证鹏元整理

2. 进入快速发展新阶段，对各方提出更多要求，既有机遇也有挑战

我国基础设施公募 REITs 已经进入快速发展新阶段，预计今年年底市场总市值规模将步入千亿级别。很多政策和变化均会出现“第一次”，市场进一步发展和变化，这对监管机构、参与主体、投研人员等都提出了更高的要求，要以不断学习的心态，接受市场机遇和挑战，更新知识、理念和体系，助力 REITs 市场实现平稳健康发展。

展望中长期，我国公募 REITs 市场必将行稳致远：

一是公募 REITs 在我国宏观经济体系、基础设施建设投资、盘活资产和促进投资良性循环等方面将发挥越来越重要的作用。二是预计今年扩募项目取得突破，市场活力进一步提升，近日国家发改委已出台政策简化扩募的资料和流程，总体看力度一般，实务中或可进一步优化。三是加快制定公募 REITs 指数，随着 REITs 新上市数量增多，制定统一指数是大势所趋，目前部分机构已自行设定 REITs 指数，主要为了便于市场分析；同时在合法合规前提下，开发指数 ETF 产品等。四是新上市资产类型进一步多样化，加大对个别重点和专项领域的政策支持如保障性租赁住房和新基建等，同时拓宽试点范围；

另外，改革 REITs 税收制度；完善项目治理机制，提升运营管理水平；择机出台专项立法。



免责声明

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
- 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
- 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
- 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳	北京	上海
地址：深圳市深南大道 7008 号 阳光高尔夫大厦（银座国际）三 楼 电话：0755-82872333 0755- 82872897 传真：0755-82872090	地址：北京市朝阳区建国路世茂 大厦 C 座 23 层 电话：010-66216006 传真：010-66212002	地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 总机：021-51035670 传真：021-51917360
湖南	江苏	四川
地址：湖南省长沙市雨花区湘府 东路 200 号华坤时代 2603 电话：0731-84285466 传真：0731-84285455	地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室 电话：025-87781291 传真：025-87781295	地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号 电话：028-82000210 传真：028-85288932
山东	吉林	陕西
地址：山东自由贸易试验区济南 片区经十路华润中心 SOHO 办 公楼 1 单元 4315 室 总机：0531-88813809 传真：0531-88813810	地址：吉林省长春市南关区人民 大街 7088 号伟峰国际商务广场 2005 室 电话：0431-85962598 传真：0431-85962596	地址：西安高新区唐延路 22 号 金辉国际广场 902 室 电话：029-88626679 传真：029-88626679
香港		
地址：香港中环皇后大道中 39 号 丰盛创建大厦 10 楼 1002 电话：+852 36158342 传真：+852 35966140		