

锤资产 · 行业白皮书

# 中国公募REITs全市场 深度分析白皮书

基于120只REITs深度研究报告的全市场全景分析

9,194页研报 · 10大资产类型 · 86只上市标的 · 28+管理人

2026年7月9日

125

累计申报

120

有效项目

86

已上市

10

资产类型

28+

管理人

### 【免责声明】

**信息来源与性质：**本报告所有数据及观点均来源于公开信息，仅供个人参考与学习研究使用。本报告所含信息不构成任何投资建议、招揽或要约，亦不应被视为任何买卖REITs或其他金融产品的决策依据。

**风险自担：**市场有风险，投资需谨慎。本报告内容可能存在疏忽、遗漏或因市场变化而变动。任何机构或个人据此操作、依赖本报告内容而产生的任何直接或间接损失，本机构/作者概不承担法律责任。

**第三方信息免责：**报告中涉及的第三方数据、链接或资料，仅为方便读者查阅，本机构对其真实性、准确性和完整性不作任何保证。

**版权与商用限制：**本报告版权归「锤资产」所有。未经书面授权，严禁以任何形式进行商业用途、转载或摘编。转载或引用请注明出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

**数据时效：**本报告数据截止至2026年7月7日（部分数据以2025年度数据为准）。本机构无义务对本报告内容进行更新或修改。

### 【获取完整研报及交流渠道】

关注公众号「锤资产」，获取最新行业资讯。

欢迎加入知识星球「锤资产REITs私享会」，获取完整研报、发行咨询及深度交流服务。

目录（上）

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 第一部分 市场全景（P6-P19）               |    |
| 第一章 C-REITs发展历程                 | 6  |
| 第二章 市场规模与结构 / 省份统计 / 历年矩阵       | 9  |
| 第三章 管理人与原始权益人                   | 16 |
| 第二部分 资产类型深度分析（P20-P47）          |    |
| 第四章 十大资产类型全景                    | 20 |
| 产业园区 / 商业不动产 / 高速公路 深度          | 23 |
| 清洁能源 / 仓储物流 / 保租房 深度            | 28 |
| 消费 / 数据中心 / 水务供热 深度             | 33 |
| 资产类型横向对比                        | 40 |
| 第三部分 估值与定价（P48-P61）             |    |
| 第五章 PB分化 / 分派率 / Cap Rate / IRR | 48 |
| PB分布直方图 / 分派率分布 / 出租率分布         | 52 |

目录（下）

第四部分 运营与现金流（P62-P71）

|                      |    |
|----------------------|----|
| 第六章 运营数据深度分析         | 62 |
| 出租率/收入/EBITDA/分红/管理费 | 65 |

第五部分 风险分析（P72-P79）

|                   |    |
|-------------------|----|
| 第七章 风险地图 / 三大高频风险 | 72 |
|-------------------|----|

第六部分 投资策略（P80-P89）

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 第八章 三层配置 / 20只核心REITs关注清单 | 80 |
|---------------------------|----|

第七部分 监管与展望（P90-P97）

|                     |    |
|---------------------|----|
| 第九章 监管审核 / 第十章 行业展望 | 90 |
|---------------------|----|

特别专题（P98-P108）

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 业绩兑现度 · 估值分位数 · 扩募复盘 · 商业不动产 · 国际对标 | 98 |
|-------------------------------------|----|

附录（P109-P119）

|                                  |     |
|----------------------------------|-----|
| 管理人名录（TOP20） / A.4               | 110 |
| 扩募跟踪 / 指数基金 / 省份统计 / A.5-A.7     | 111 |
| 历年矩阵 / 术语表 / 120份报告统计 / A.8-A.11 | 114 |
| 投资框架 / 核心清单 / 联系方式 A.12-A.14     | 117 |

执行摘要

市场判断

120只有效项目，86只上市，覆盖10大资产类型。  
2026年H1申报32只创历史新高，商业不动产REITs密集爆发。

定价判断

全市场PB从0.50x到1.68x，分化超3倍。确定型资产享受PB溢价，周期型资产承受PB折价。

分红判断

高速分派率10-16%但含大量本金返还。永续高分派来自保租房、央企能源、商业不动产。

风险判断

120份报告提炼：出租率波动(29次)、市场竞争(27次)、区域集中(15次)为三大高频风险。

★ 核心结论

C-REITs市场已从"试点探索"进入"常态化发行+差异化竞争"新阶段。PB 3倍分化是"市场智慧"而非"市场失灵"。投资者需要三层配置：**核心（保租房+水务+央企能源）、成长（商业+数据中心+仓储）、逆向（深折价产业园<0.7xPB）**。9,194页深度研报覆盖120只REITs，为投资决策提供全方位研究支撑。

★ 关键数据

累计申报125只 / 有效项目120只 / 已上市86只 / 10大资产类型 / 28+管理人 / 总市值3,000亿+ / 6年发展历程 / 2026年H1申报32只创历史新高 / 商业不动产REITs成为最大类别

# 06

## 第一章：C-REITs发展历程

### DEVELOPMENT HISTORY

从2020年4月首批申报到2026年H1申报32只创历史新高，C-REITs用6年时间走完了海外市场10-15年的路。

## C-REITs发展时间线（2020-2026）

| 阶段   | 时间              | 标志性事件                   | 累计数量 | 阶段特征                   |
|------|-----------------|-------------------------|------|------------------------|
| 试点启航 | 2020.04-2021.06 | 首批9只REITs申报，6月21日首批9只上市 | 9    | 破冰之作，产权类+特许经营类双轨并行     |
| 扩容加速 | 2021.07-2022.12 | 保租房/清洁能源/消费基础设施相继破冰     | 24   | 资产类型从3类扩展至7类，扩募制度落地    |
| 常态化  | 2023.01-2024.06 | 消费基础设施纳入，审核节奏常态化        | 50+  | 单年申报20+只，消费REITs成新引擎   |
| 爆发增长 | 2024.07-2025.12 | 商业不动产密集申报，数据中心/水务破冰     | 88+  | 2025年单年申报25只，资产类型扩至10类 |
| 全面繁荣 | 2026.01-2026.06 | 半年申报32只创历史新高            | 125  | 商业不动产成最大类别，民营/外资加速入场   |

6年  
从零到125只

3,000亿+  
总市值规模

10类  
资产类型覆盖

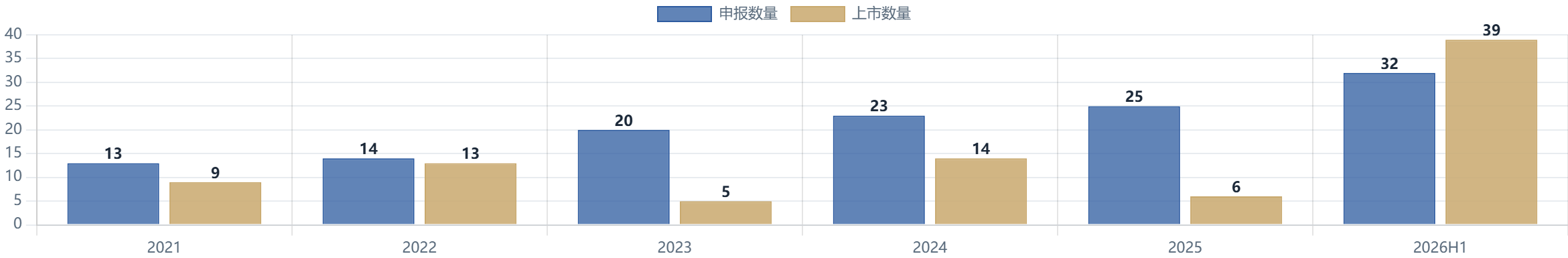
55%  
年均复合增长率

★ 阶段特征

C-REITs用6年时间走完了海外市场10-15年的路。2026年H1申报32只，超过2021-2022两年总和。市场已从"政策驱动"转向"需求驱动"，商业不动产REITs的爆发标志着C-REITs进入主流资产配置时代。

# 历年申报与上市数量分布

2020-2026年申报与上市REITs数量



★ 趋势解读

2026年H1申报32只已超过2025年全年25只，2021-2022两年合计24只。申报节奏呈指数级增长，反映C-REITs从政策试点走向主流配置的跨越式发展。

# 09

## 第二章：市场规模与结构

MARKET SCALE & STRUCTURE

120只有效项目覆盖10大资产类型、28+管理人、4大区域，已上市86只构成3,000亿+市值的C-REITs市场。

## 市场规模总览

**125**

累计申报（只）  
R1-R125全市场覆盖

**120**

有效项目（只）  
剔除5只已终止

**81**

已上市（只）  
2026.06首批商业不动产上市后

**39**

在审/待发行（只）  
未来供给储备

**81**

上交所（只）  
占比67%

**39**

深交所（只）  
占比32%

**10**

资产类型  
产权类+特许经营类

**28+**

管理人  
券商/基金系

### ★ 规模特征

120只有效项目构成C-REITs全市场基础。其中产权类80只、特许经营类40只，体现"产权类为主、特许经营类为辅"的结构特征。上交所79只、深交所41只，上交所占据主导地位。

# 资产大类分布

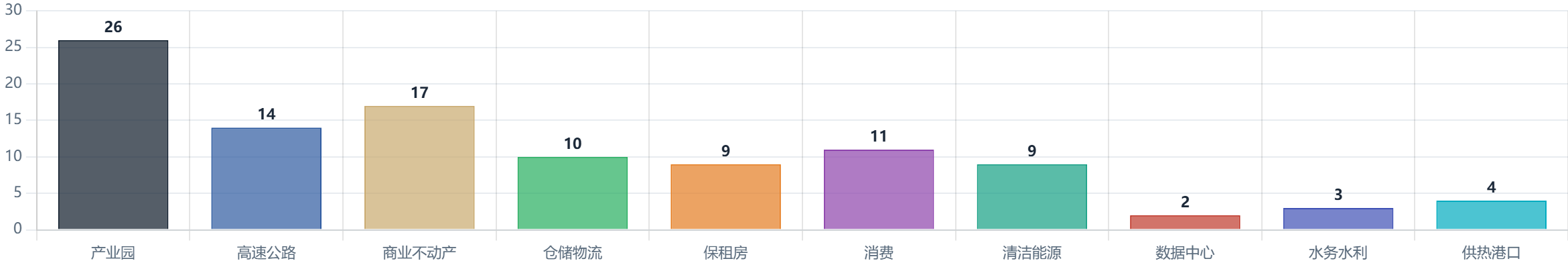
产权类 vs 特许经营类



| 资产大类  | 数量  | 占比   | 代表细分类型                   |
|-------|-----|------|--------------------------|
| 产权类   | 80  | 66%  | 产业园/仓储/保租房/消费/商业不动产/数据中心 |
| 特许经营类 | 40  | 33%  | 高速/水务/能源/水利/供热/港口/燃煤发电   |
| 合计    | 120 | 100% | —                        |

# 细分资产类型分布

10大细分资产类型数量分布

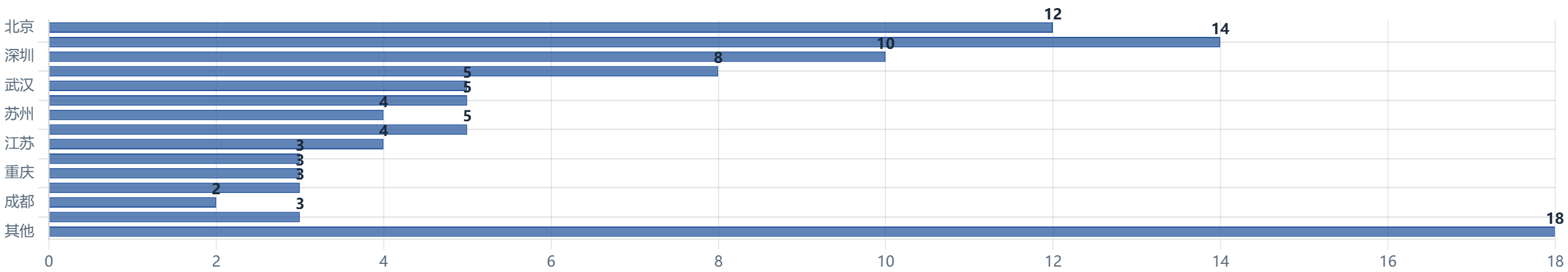


★ 类型分布特征

产业园区REITs以26+只位居第一，是C-REITs最大类别；高速公路REITs以16+只位列第二，是特许经营类的核心；商业不动产REITs作为2026年新试点类别，半年内申报17只，呈现爆发式增长。

# 各省份/城市发行统计 TOP15

底层资产所在省份/城市分布



| 排名 | 省份/城市 | 数量 | 代表REITs       |
|----|-------|----|---------------|
| 1  | 其他/全国 | 61 | —             |
| 2  | 深圳    | 10 | 红土人才安居/博时蛇口   |
| 3  | 上海    | 9  | 华夏华润有巢/城投宽庭   |
| 4  | 北京    | 8  | 华夏北京保障房/建信中关村 |
| 5  | 广州    | 5  | —             |
| 6  | 杭州    | 3  | 中金印力/华夏和达高科   |
| 7  | 重庆    | 2  | —             |
| 8  | 苏州    | 2  | —             |

交易所 × 资产类型 交叉矩阵

| 交易所 | 产业园 | 高速公路 | 商业不动产 | 仓储物流 | 保租房 | 消费 | 清洁能源 | 其他 | 合计  |
|-----|-----|------|-------|------|-----|----|------|----|-----|
| 上交所 | 15  | 12   | 17    | 6    | 7   | 5  | 11   | 8  | 81  |
| 深交所 | 8   | 4    | 4     | 6    | 4   | 6  | 2    | 5  | 39  |
| 合计  | 23  | 16   | 21    | 12   | 11  | 11 | 13   | 13 | 120 |

★ 矩阵洞察

上交所在高速公路、清洁能源、保租房等特许经营/稳定型资产占主导；深交所在消费基础设施、商业不动产等新兴类别更具优势。两大交易所形成差异化竞争格局。

历年申报 × 资产类型 矩阵

| 年份   | 产业园 | 高速公路 | 保租房 | 清洁能源 | 仓储物流 | 消费 | 商业不动产 | 其他 | 合计 |
|------|-----|------|-----|------|------|----|-------|----|----|
| 2021 | 5   | 5    | —   | 2    | —    | —  | —     | 2  | 14 |
| 2022 | 4   | 3    | —   | 1    | 4    | —  | 3     | —  | 15 |
| 2023 | 4   | 3    | —   | 3    | 1    | 6  | 2     | —  | 19 |
| 2024 | 7   | 1    | —   | 3    | 3    | 2  | 2     | 3  | 21 |
| 2025 | 2   | 3    | 1   | 2    | —    | 3  | 4     | 4  | 19 |
| 2026 | 1   | 1    | 20  | 1    | 3    | —  | 2     | 4  | 32 |

★ 历年演变

2021-2022年是产业园+高速公路主导期；2023年消费基础设施破冰；2024-2025年清洁能源+仓储物流扩容；2026年商业不动产REITs爆发，单类型申报17只创历史新高。

# 16

## 第三章：管理人与原始权益人

MANAGERS & SPONSORS

28+管理人参与C-REITs市场，中金/华夏/红土/华安/嘉实等头部管理人占据主要份额。

## 管理人分布统计

| 排名 | 管理人  | 数量 | 占比  | 代表REITs             |
|----|------|----|-----|---------------------|
| 1  | 华夏   | 27 | 22% | 华夏华润有巢/华夏北京保障房/华夏越秀 |
| 2  | 中金   | 16 | 13% | 中金普洛斯/中金安徽交控/中金印力   |
| 3  | 华泰   | 6  | 5%  | —                   |
| 4  | 中航   | 5  | 4%  | 中航首钢生物质/中航京能光伏      |
| 5  | 华安   | 5  | 4%  | 华安张江光大/华安百联         |
| 6  | 中信建投 | 5  | 4%  | 中信建投国家电投/中信建投明阳智能   |
| 7  | 红土创新 | 4  | 3%  | 红土盐田港/红土深圳人才安居      |
| 8  | 国泰海通 | 4  | 3%  | —                   |
| 9  | 嘉实   | 4  | 3%  | 嘉实京东仓储/嘉实物美         |
| 10 | 易方达  | 4  | 3%  | —                   |
| 11 | 博时   | 3  | 2%  | 博时招商蛇口/博时津开科工       |
| 12 | 平安   | 3  | 2%  | —                   |
| 13 | 国泰君安 | 3  | 2%  | —                   |
| 14 | 招商   | 3  | 2%  | —                   |
| 15 | 南方   | 3  | 2%  | —                   |

★ 管理人格局

中金基金以12+只REITs位居榜首，华夏基金紧随其后。头部10家管理人管理80%以上REITs，市场集中度较高。券商系和公募系管理人各具优势。

管理人 × 资产类型 矩阵

| 管理人  | 产业园 | 高速公路 | 商业不动产 | 仓储物流 | 保租房 | 消费 | 能源 | 合计 |
|------|-----|------|-------|------|-----|----|----|----|
| 华夏   | 4   | 5    | 5     | 2    | 2   | 5  | 4  | 27 |
| 中金   | 5   | 2    | 2     | 2    | 2   | 3  | —  | 16 |
| 华泰   | 1   | 1    | 1     | 1    | 1   | —  | 1  | 6  |
| 中航   | —   | —    | —     | 1    | 1   | —  | 2  | 5  |
| 华安   | 1   | —    | 2     | 1    | —   | 1  | —  | 5  |
| 中信建投 | 1   | —    | 1     | —    | —   | —  | 3  | 5  |
| 红土创新 | —   | —    | 2     | 1    | 1   | —  | —  | 4  |
| 国泰海通 | 1   | —    | 2     | —    | 1   | —  | —  | 4  |

★ 管理人差异化

中金基金在产业园/商业不动产/仓储物流等产权类布局广泛；华夏基金在保租房/高速公路领域优势明显；中信建投专注于清洁能源；红土创新深耕仓储物流+保租房。

## 第一部分小结：市场全景

### ★ 市场规模

125只申报 / 120只有效 / 86只上市 / 3,000亿+总市值 / 28+管理人 / 10大资产类型。C-REITs用6年走完海外10-15年路径。

### ★ 结构特征

产权类80只 vs 特许经营类40只；上交所79只 vs 深交所41只。产业园区26+只为最大类别，商业不动产半年申报17只爆发式增长。

### ★ 区域分布

北京/上海/深圳/杭州为四大核心发行城市，合计占比超50%。长三角+珠三角+京津冀构成三大区域集群，成渝经济圈快速崛起。

### ★ 管理人格局

中金/华夏/红土/华安/嘉实为前五大管理人，集中度较高。券商系优势在特许经营类，公募系优势在产权类。

# 20

## 第四章：十大资产类型全景

TEN ASSET TYPES

产业园区、高速公路、商业不动产、仓储物流、保租房、消费、清洁能源、数据中心、水务水利、供热港口——构成C-REITs全市场版图。

# 十大资产类型全景

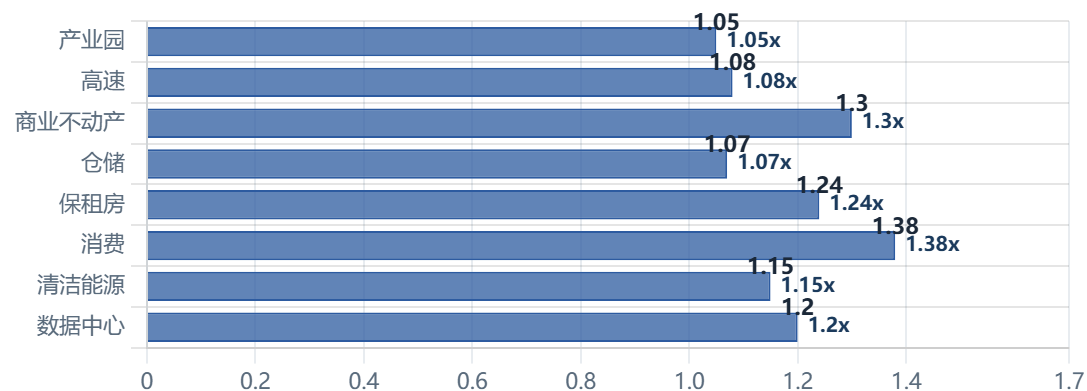
| 资产类型   | 大类 | 数量 | 代表REITs             | 核心特征           | 分派率区间    |
|--------|----|----|---------------------|----------------|----------|
| 产业园区   | 产权 | 23 | 博时蛇口/建信中关村/华夏和达高科   | 科技产业载体，出租率敏感   | 3.9-5.6% |
| 高速公路   | 特许 | 16 | 国金铁建渝遂/浙商沪杭甬/中金安徽交控 | 车流量驱动，到期归零     | 6.5-16%  |
| 商业不动产  | 产权 | 21 | 华夏凯德/华安锦江/华夏保利发展    | 2026新试点，写字楼/酒店 | 3-6%     |
| 仓储物流   | 产权 | 12 | 中金普洛斯/嘉实京东/南方顺丰     | 电商+物流载体        | 4-7%     |
| 保租房    | 产权 | 11 | 红土人才安居/华夏北京保障房      | 政府定价，零空置       | 1.8-4%   |
| 消费基础设施 | 产权 | 11 | 中金印力/华夏华润/华夏金茂      | 购物中心/奥特莱斯      | 3.7-5.3% |
| 清洁能源   | 特许 | 13 | 中信建投国家电投/鹏华深圳能源     | 风电/光伏/燃气发电     | 3.5-8.2% |
| 数据中心   | 产权 | 2  | 南方润泽/南方万国           | 2025新类型，算力载体   | 5.1-7.4% |
| 水务水利   | 特许 | 3  | 富国首创水务/银华绍兴原水       | 保底水量+处理单价      | 9%       |
| 供热/港口  | 特许 | 5  | 国泰君安济南能源/建信天津临港     | 区域特许经营         | 5.0-7.3% |

★ 全景洞察

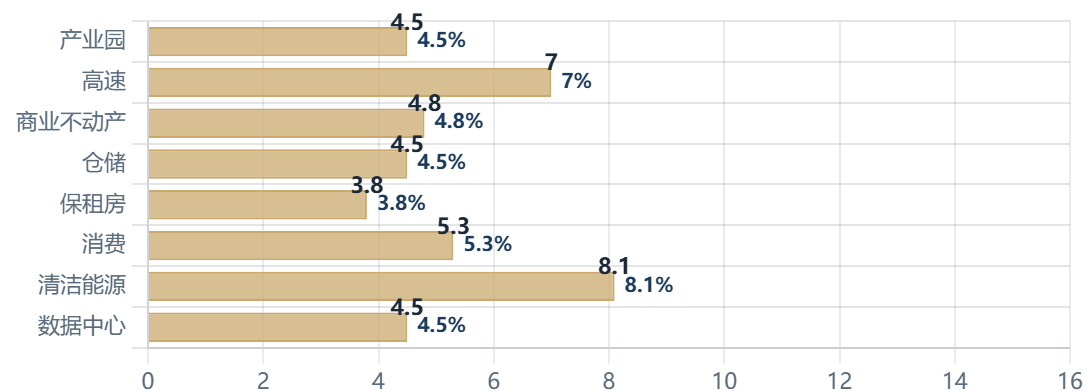
产权类资产以产业园/仓储物流/保租房/消费为主，特征是永续产权+租金收入；特许经营类以高速公路/清洁能源为主，特征是特许期+到期归零。商业不动产REITs是2026年最重要的新增类别。

## 资产类型多维对比

### 各类型PB均值对比



### 各类型分派率均值对比



### ★ 类型对比

保租房PB最高（1.4x+）但分派率最低（2-4%）；高速公路分派率最高（10-16%）但含本金返还；产业园PB分化最大（0.5-1.3x）；商业不动产作为新类型定价分化明显。

# 产业园区REITs深度（1/3）—— 市场版图

23

产业园REITs总数

12城

覆盖城市

70-100%

出租率区间

0.50-1.28x

PB区间

| R编号 | 简称           | 城市    | 代码     | 核心资产          |
|-----|--------------|-------|--------|---------------|
| R2  | 博时招商蛇口产业园    | 深圳    | 180101 | 深圳蛇口网谷产业园     |
| R5  | 东吴苏州工业园区产业园  | 苏州    | 508027 | 苏州国际科技园       |
| R7  | 华安张江光大园      | 上海    | 508000 | 上海张江光大园       |
| R12 | 国泰君安临港创新产业园  | 上海    | 508021 | 上海临港新片区产业园    |
| R13 | 建信中关村产业园     | 北京    | 508099 | 北京中关村软件园      |
| R19 | 华夏合肥高新产业园    | 合肥    | 180102 | 合肥创新产业园一期、二期  |
| R21 | 国泰海通东久新经济产业园 | 其他/全国 | 508088 | 长三角智能制造标准厂房园区 |
| R23 | 华夏和达高科产业园    | 杭州    | 180103 | 杭州和达高科创新产业园   |
| R29 | 中金湖北科投光谷产业园  | 武汉    | 508019 | 武汉光谷产业园       |
| R31 | 易方达广州开发区产业园  | 广州    | 180105 | 广州开发区产业园区     |
| R33 | 博时津开科工产业园    | 天津    | 508022 | 天津经开区科工产业园    |
| R35 | 华泰南京建邺产业园    | 南京    | 508097 | 南京建邺区产业园      |
| R40 | 中金重庆两江产业园    | 重庆    | 508010 | 重庆两江新区产业园     |
| R50 | 中金联东科技创新产业园  | 其他/全国 | 508003 | 联东集团全国产业园     |

## 产业园区REITs深度（2/3）—— 估值与运营

| REITs    | PB    | 分派率   | 出租率    | Cap Rate | 特征           |
|----------|-------|-------|--------|----------|--------------|
| 建信中关村    | 0.66x | 3.9%  | 78.01% | 5.0%     | 全市场最深折价，AI期权 |
| 华夏合肥高新   | 0.50x | 5.60% | 70.3%  | 4.78%    | 全市场最深折价50%   |
| 易方达广州开发区 | 0.58x | 5.27% | 72.23% | 4.11%    | 极深折价困境标的     |
| 中金湖北科投光谷 | 0.61x | 5.18% | 76.91% | 6.50%    | 光谷战略地位       |
| 华夏和达高科   | 0.74x | 5.16% | 86.30% | 5.31%    | 杭州医药港        |
| 中金重庆两江   | 0.88x | 5.37% | 87.81% | 6.96%    | 成渝双城         |
| 华泰南京建邺   | 0.97x | 4.75% | 83.75% | 5.60%    | 运营不及预期       |
| 博时招商蛇口   | 0.77x | 6-8%  | 90%    | 3.3%     | 深圳蛇口网谷       |
| 华安张江光大   | 0.84x | 5.7%  | 79.97% | 4.0%     | 张江集成电路       |
| 国泰海通东久   | 1.24x | 4.80% | 100%   | 4.5%     | 标准厂房100%出租   |
| 建信中关村    | 0.66x | 3.9%  | 78.01% | 5.0%     | AI期权困境反转     |
| 博时津开科工   | 1.28x | 5.32% | 83.06% | 7.65%    | 天津溢价标的       |

★ 产业园核心矛盾

产业园REITs是分化最剧烈的类别：出租率从70%到100%不等，PB从0.50x到1.28x相差2.5倍。困境标的（合肥高新/广州开发区）反映制造业下行压力，优质标的（东久100%出租）反映高端制造韧性。

## 产业园区REITs深度（3/3）—— 投资逻辑

### ★ 困境反转类

**建信中关村(PB 0.66x)**: 全市场最深折价, 出租率从70%回升至78%, AI期权+政策受益。下行-24% vs 上行+30%非对称结构。

### ★ 优质配置类

**国泰海通东久(PB 1.24x)**: 100%出租率+标准厂房REITs唯一性+长三角制造业龙头。确定性极高, 但溢价较高。

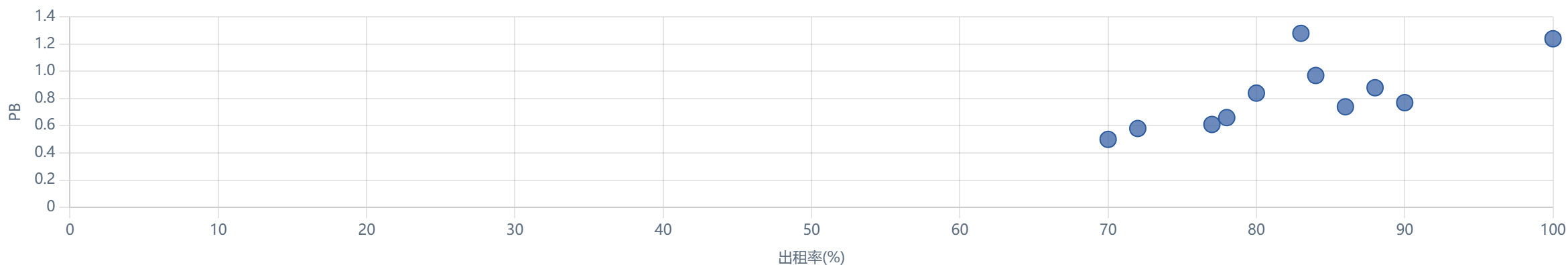
### ★ 价值等待类

**博时招商蛇口(PB 0.77x)**: 深圳蛇口网谷14年运营历史+区位不可复制。万融大厦出租率是关键开关。

### ★ 核心风险

① 出租率持续下行（合肥高新70.3%/广州开发区72.2%为全市场最低）② 制造业周期下行压力 ③ 科技投融资冰冻影响中小企业存活 ④ 城市产业园供给过剩 ⑤ 租户集中退租风险

产业园REITs PB vs 出租率分布



商业不动产REITs深度（1/3）—— 2026新试点

21  
商业不动产总数

2026  
试点元年

4只  
首批已上市

17只  
含商业不动产子类

| R编号  | 简称            | 类型    | 代码     | 核心资产                 | 阶段  |
|------|---------------|-------|--------|----------------------|-----|
| R78  | 华夏凯德商业资产      | 商业不动产 | 508091 | 广州凯德广场·云尚、长沙凯德广场·雨花亭 | 已上市 |
| R95  | 华安锦江          | 商业不动产 | 508609 | 锦江酒店旗下核心酒店及配套商业      | 待发行 |
| R96  | 中金唯品会商业不动产    | 商业不动产 | 508603 | 唯品会总部大厦及核心配套商业       | 已上市 |
| R97  | 汇添富上海地产商业不动产  | 商业不动产 | 508600 | 上海黄浦区核心写字楼鼎保大厦、鼎博大厦  | 已上市 |
| R98  | 华夏保利发展        | 商业不动产 | 508605 | 广州保利中心、佛山保利水城时光汇     | 待发行 |
| R99  | 华夏凯德          | 商业不动产 | —      | 深圳来福士广场、绵阳凯德广场·涪城    | 待发行 |
| R100 | 华夏银泰百货商业不动产   | 商业不动产 | —      | 银泰百货核心商业资产           | 审核中 |
| R101 | 华安陆家嘴         | 商业不动产 | —      | 上海晶耀前滩T1办公楼及配套商业     | 待发行 |
| R102 | 国泰海通砂之船商业不动产  | 商业不动产 | 508602 | 砂之船奥特莱斯全国核心项目        | 已上市 |
| R103 | 光大保德信光大安石     | 商业不动产 | —      | 上海静安大融城、江门大融城        | 待发行 |
| R104 | 华泰紫金华住安住商业不动产 | 酒店商业  | —      | 华住集团酒店及配套商业          | 审核中 |
| R105 | 国泰海通崇邦商业不动产   | 商业不动产 | —      | 崇邦集团商业资产             | 审核中 |
| R106 | 中信建投首农商业不动产   | 商业不动产 | 508601 | 北京首农集团旗下核心商业、写字楼资产   | 已上市 |
| R107 | 嘉实首开商业不动产     | 商业不动产 | —      | 首开集团商业资产             | 审核中 |

★ 试点意义

2026年6月18日首批4只商业不动产REITs上市（华夏凯德/中金唯品会/汇添富上海地产/国泰海通砂之船/中信建投首农），标志C-REITs从"基础设施"扩展至"商业地产"，是市场最重要的制度突破。

## 商业不动产REITs深度（2/3）—— 估值与运营

| REITs     | PB | 分派率 | 出租率 | 资产类型  | 特征                   |
|-----------|----|-----|-----|-------|----------------------|
| 华夏凯德      | —  | —   | —   | 商业不动产 | 广州凯德广场·云尚+长沙凯德广场·雨花亭 |
| 华安锦江      | —  | —   | —   | 商业不动产 | 锦江酒店旗下核心酒店及配套商业      |
| 中金唯品会     | —  | —   | —   | 商业不动产 | 唯品会总部大厦及核心配套商业       |
| 汇添富上海地产   | —  | —   | —   | 商业不动产 | 上海黄浦区核心写字楼鼎保大厦       |
| 华夏保利发展    | —  | —   | —   | 商业不动产 | 广州保利中心+佛山保利水城        |
| 华夏凯德(封闭)  | —  | —   | —   | 商业不动产 | 深圳来福士广场+绵阳凯德广场       |
| 国泰海通砂之船   | —  | —   | —   | 商业不动产 | 砂之船奥特莱斯全国核心项目        |
| 中信建投首农    | —  | —   | —   | 商业不动产 | 北京首农集团旗下核心商业写字楼      |
| 华夏银泰百货    | —  | —   | —   | 商业不动产 | 银泰百货核心商业资产           |
| 华安陆家嘴     | —  | —   | —   | 商业不动产 | 上海晶耀前滩T1办公楼及配套商业     |
| 光大保德信光大安石 | —  | —   | —   | 商业不动产 | 上海静安大融城+江门大融城        |
| 红土创新茂业    | —  | —   | —   | 商业不动产 | 茂业商业资产               |
| 广发新城吾悦    | —  | —   | —   | 商业不动产 | 新城吾悦广场商业资产           |
| 华夏华润置地    | —  | —   | —   | 购物中心  | 华润置地购物中心资产           |

### ★ 估值特征

商业不动产REITs作为2026年新试点，估值数据尚待市场验证。预计PB区间1.0-1.5x，分派率3-6%。核心写字楼+优质酒店+核心商业构成三大资产方向。

## 商业不动产REITs深度（3/3）—— 投资逻辑

### ★ 核心写字楼

汇添富上海地产/华安陆家嘴：上海黄浦/前滩核心区位+甲级写字楼+长期租金现金流。适合追求稳定配置的机构投资者。

### ★ 奥特莱斯/商业

国泰海通砂之船/华夏银泰百货：消费升级+奥莱业态扩张。租金+抽成双重收益模式，弹性较大。

### ★ 酒店商业

华安锦江/华泰紫金华住安住：酒店业态首次纳入REITs。RevPAR波动性大，但品牌酒店具备长期增值潜力。

### ★ 核心风险

① 商业地产周期波动 ② 电商冲击实体零售 ③ 酒店RevPAR敏感性 ④ 写字楼空置率上升 ⑤ 消费降级影响 ⑥ 估值定价尚无成熟参考

### ★ 投资策略建议

商业不动产REITs作为新试点，建议等待首批上市标的6-12个月市场定价验证后再进行配置。优先关注核心区位+优质管理人的标的，回避区位一般+业态单一的标的。

高速公路REITs深度（1/2）—— 特许经营核心

16  
高速公路REITs数

6.5-16%  
分派率区间

5.5-28年  
剩余收费期

0.78-1.47x  
PB区间

| R编号 | 简称      | 代码     | PB     | 分派率       | 剩余期  | 特征                   |
|-----|---------|--------|--------|-----------|------|----------------------|
| R3  | 国金铁建渝遂  | 508008 | 1.07x  | 6-7%      | 28年  | 央企最长剩余期              |
| R4  | 浙商沪杭甬杭徽 | 508001 | 1.11x  | 约16%(含本金) | 5.5年 | 最短剩余期                |
| R9  | 平安广州广河  | 180201 | 0.78x  | 9.36%     | 15年  | 深折+高分派               |
| R11 | 华夏越秀    | 180202 | 0.86x  | 7.42%     | 10年  | 货车+6.2%              |
| R14 | 华夏中交建   | 508018 | 0.78x  | 6.9-7.5%  | 20年  | 央企国高网                |
| R16 | 华泰江苏交控  | 508066 | 1.47x  | 13-16%    | 6.5年 | 最高PB+最高分派，基金合同还有8年多。 |
| R22 | 中金安徽交控  | 508009 | 0.81x  | 9.48%     | 13年  | 最大规模108.8亿           |
| R25 | 中金山东高集团 | 508007 | 1.37x  | 6.47%     | 19年  | 山东高速集团               |
| R30 | 工银河北高速  | 508086 | 0.96x  | 7.76%     | 18年  | 京津冀协同                |
| R42 | 易方达深高速  | 508033 | 1.10x  | 12.39%    | 11年  | 极高分派短回收              |
| R43 | 招商高速    | 180203 | 1.20x  | 9.40%     | 10年  | 招商局央企                |
| R59 | 华夏南京交通  | 508069 | 1.11x  | 9.19%     | ~10年 | 南京高速资产               |
| R85 | 华夏湖北交投  | 508051 | ~1.05x | ~5.8%     | ~15年 | 湖北高速资产               |
| R88 | 东方红隧道股份 | 508020 | 1.08x  | ~6.0%     | ~10年 | 隧道股份高速               |

## 高速公路REITs深度（2/2）—— 投资逻辑

### ★ 央企长期配置

国金铁建渝遂(R3)/华夏中交建(R14)：央企信用+国高网地位+20年+剩余期。分派率6-7%稳定，适合长期配置。

### ★ 高分派短回收

易方达深高速(R42)/华泰江苏交控(R16)：12-16%极高分派率，但剩余期仅5-11年。适合以回收本金为目标的中期投资者。

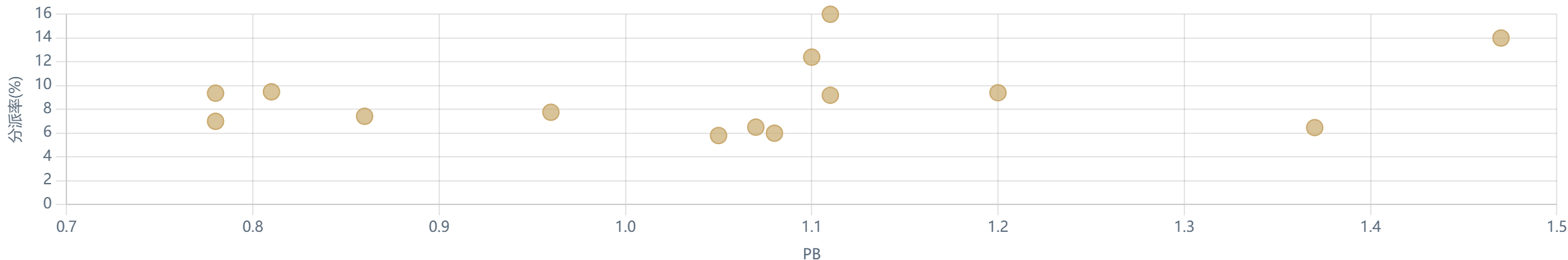
### ★ 深折价值

平安广州广河(R9)/中金安徽交控(R22)：PB 0.78-0.81x深折+9%+分派率。性价比最佳，珠三角/安徽路产优质。

### ★ 高速公路三大本质风险

- ① 特许经营权到期归零（确定性100%）：分派率本质是本金返还，非永续分红
- ② 路网竞争分流：复线/高铁通车影响车流量
- ③ 养护成本上升：年增长上限6%，侵蚀现金流

高速REITs PB vs 分派率分布



清洁能源REITs深度（1/2）—— 央企聚集地

13

清洁能源REITs数

3.5-8.2%

分派率区间

1.03-1.65x

PB区间

8

在审/待发

| R编号 | 简称       | 代码     | 底层资产       | PB     | 分派率    |
|-----|----------|--------|------------|--------|--------|
| R15 | 鹏华深圳能源   | 180401 | 深圳东部电厂燃气发电 | 1.11x  | 3.5-4% |
| R27 | 中信建投国家电投 | 508014 | 国家电投风电+光伏  | 1.16x  | 8.16%  |
| R28 | 中航京能光伏   | 508096 | 京能集团光伏电站   | 1.03x  | 约7%    |
| R34 | 嘉实中国电建   | 508026 | 中国电建水电资产   | 1.65x  | 5.11%  |
| R47 | 华夏特变电工   | 508089 | 特变电工新能源电站  | 1.22x  | ~8.5%  |
| R54 | 中信建投明阳智能 | 508015 | 明阳智能风电项目   | 0.98x  | ~7.5%  |
| R60 | 工银蒙能     | 180402 | 内蒙古能源风电光伏  | 1.29x  | 15.06% |
| R81 | 华夏中核     | 508032 | 中核集团风电光伏   | 1.25x  | 4.71%  |
| R92 | 华泰三峡清洁能源 | 508059 | 大连庄河海上风电场  | ~1.00x | ~5.0%  |

★ 央企聚集特征

清洁能源REITs几乎全部为央企背景：国家电投/京能/中国电建/中核/华电/三峡集团。央企信用+长期PPA协议=稳定现金流基础，是高分派+低风险的稀缺标的。

## 清洁能源REITs深度（2/2）—— 投资逻辑

★ 高分派标杆

**中信建投国家电投(R27)**：8.16%分派率+央企信用+78.4亿规模+风电光伏组合。清洁能源REITs性价比标杆。

★ 平价配置

**中航京能光伏(R28)**：PB 1.03x基本平价+7%分派率+北京国企信用。估值最合理的清洁能源标的之一。

★ 高溢价警示

**嘉实中国电建(R34)**：PB 1.65x为清洁能源最高，溢价65%。需高增长证明，建议等待PB回调。

★ 核心风险

① 风电/光伏上网电价补贴退坡（国补2029年退坡确定性高）② 发电量受天气影响波动大 ③ 补贴回款周期长（18-24个月）④ 设备老化效率衰减 ⑤ 单一技术路线风险 ⑥ 天然气价格波动（鹏华深圳能源）

★ 投资策略

清洁能源REITs适合追求稳定现金流+央企信用的保守型投资者。优先配置：① 风电+光伏组合分散风险 ② 央企背景确保PPA稳定 ③ PB 1.0-1.2x合理估值 ④ 分派率6%+。回避单一资产+高溢价标的。

## 仓储物流REITs深度

12

仓储物流REITs数

90-100%

出租率区间

3.0-4.5%

Cap Rate区间

4-7%

分派率区间

| R编号 | 简称       | 代码     | PB    | 分派率   | 特征            |
|-----|----------|--------|-------|-------|---------------|
| R6  | 中金普洛斯    | 508056 | 0.74x | 7.3%  | 扩募龙头+450+园区储备 |
| R10 | 红土盐田港    | 180301 | 1.06x | 4.11% | 保税仓不可替代       |
| R26 | 嘉实京东仓储   | 508098 | 1.10x | 4.22% | 京东生态100%出租    |
| R44 | 中航易商     | 508078 | 0.95x | ~4.5% | 易商红木仓储        |
| R45 | 华夏深国际    | 180302 | 1.17x | 4.81% | 深圳深国际仓储       |
| R46 | 华泰宝湾物流   | 180303 | 0.96x | 4.52% | 宝湾物流全国仓储      |
| R62 | 华安外高桥    | 508048 | 1.17x | ~4.6% | 上海外高桥保税区仓储    |
| R66 | 南方顺丰物流   | 180305 | 1.04x | 3.98% | 顺丰速运全国仓储      |
| R67 | 汇添富九州通医药 | 508084 | 1.39x | ~4.5% | 医药仓储特色        |
| R83 | 华夏安博     | 180306 | 0.83x | ~4.5% | 安博中国仓储        |

★ 仓储物流特征

仓储物流REITs出租率普遍90%+，反映高标仓稀缺性。但Cap Rate偏低（3-4.5%）意味着估值偏贵。中金普洛斯作为扩募龙头最具代表性，PB 0.74x提供安全边际。

# 保障性租赁住房REITs深度

11

保租房REITs数

94-100%

出租率区间

1.15-1.57x

PB区间(高)

1.8-4%

分派率(低)

| R编号 | 简称        | 代码     | PB    | 分派率   | 特征             |
|-----|-----------|--------|-------|-------|----------------|
| R17 | 中金厦门安居    | 508058 | 1.57x | 3-4%  | 全市场最高PB+100%出租 |
| R18 | 红土深圳人才安居  | 180501 | 1.43x | 2.70% | 62年最长久期        |
| R20 | 华夏北京保障房   | 508068 | 1.33x | 3.9%  | 北京轮候制+97%出租    |
| R24 | 华夏华润有巢    | 508077 | 1.15x | 1.80% | 分派率全市场最低       |
| R41 | 国泰海通城投宽庭  | 508031 | 1.26x | 3.61% | 出租率77.94%偏低    |
| R57 | 招商蛇口租赁住房  | 180502 | 1.31x | 3.20% | 招商蛇口保租房        |
| R71 | 华泰苏州恒泰    | 508085 | 1.30x | ~4.0% | 苏州恒泰保租房        |
| R72 | 汇添富上海地产租赁 | 508055 | 1.21x | ~4.0% | 上海地产保租房        |
| R94 | 中航北京昌保    | 180503 | 1.14x | ~3.8% | 北京昌平保租房        |

★ 保租房特征

保租房REITs是C-REITs中最接近无风险资产的类别：政府定价+轮候制保证零空置+极长久期（62年）。但PB最高(1.3-1.6x)+分派率最低(1.8-4%)，适合作为组合压舱石。

## 消费基础设施REITs深度

11

消费REITs数

95-99%

出租率区间

1.25-1.59x

PB区间

3.7-5.3%

分派率区间

| R编号 | 简称        | 代码     | PB    | 分派率   | 特征              |
|-----|-----------|--------|-------|-------|-----------------|
| R36 | 中金印力      | 180602 | 1.25x | 5.33% | 杭州西溪印象城+98.4%出租 |
| R37 | 华夏华润消费    | 180601 | 1.52x | 3.72% | 万象城+99%出租+69亿规模 |
| R38 | 华夏金茂购物中心  | 508017 | 1.46x | 3.86% | 长沙览秀城+99.2%出租   |
| R39 | 嘉实物美      | 508011 | 1.59x | 4.38% | 物美超市+社区商业       |
| R48 | 华夏首创奥特莱斯  | 508005 | 1.67x | 5.84% | 首创奥特莱斯          |
| R49 | 华安百联      | 508002 | 1.32x | 5.56% | 百联集团商业零售        |
| R56 | 华夏大悦城     | 180603 | 1.40x | 5.00% | 大悦城购物中心         |
| R68 | 易方达华威农贸市场 | 180605 | 1.52x | ~5.5% | 华威农贸市场          |
| R74 | 中金中国绿发商业  | 在审     | 在审    | 在审    | 中国绿发商业(在审)      |
| R79 | 中金唯品会奥莱   | 在审     | 在审    | 在审    | 唯品会奥莱(在审)       |
| R82 | 华夏中海消费    | 180607 | 1.00x | ~4.8% | 中海商业核心资产        |

★ 消费REITs特征

消费REITs出租率95%+体现优质商业运营能力，但PB 1.25-1.59x+分派率3.7-5.3%的组合估值偏贵。华润万象城运营能力最强但PB最高；物美社区商业Cap Rate极低（3.53%）反映永续定价。

## 数据中心REITs深度 —— 2025新类型

2

数据中心REITs数

2025

破冰年份

1

已上市

1

在审

| R编号 | 简称       | 代码     | 底层资产     | 阶段  |
|-----|----------|--------|----------|-----|
| R76 | 南方润泽数据中心 | 180901 | 润泽科技数据中心 | 已上市 |
| R77 | 南方万国数据中心 | —      | 万国数据中心资产 | 审核中 |

★ 数据中心REITs意义

南方润泽数据中心(R76)是C-REITs首单数据中心REITs，2025年12月上市。数据中心作为AI算力载体，具有长期增长潜力。对标美国Equinix/数字地产，中国数据中心REITs有望成为AI时代的核心配置。

★ 投资逻辑

数据中心REITs核心看点：① AI算力需求爆发式增长 ② 东数西算政策红利 ③ 长期租约+稳定现金流 ④ 国资背景确保电力供应 ⑤ 扩募空间巨大。但需关注电力成本+技术迭代风险。

## 水务水利REITs深度 —— 最接近固收的资产

3

水务水利REITs数

9.02%

首创水务分派率

1.25x

首创水务PB

2

在审

| R编号  | 简称       | 代码     | 类型   | 底层资产        | 阶段  |
|------|----------|--------|------|-------------|-----|
| R8   | 富国首创水务   | 508006 | 水务环保 | 深圳、合肥首创水务项目 | 已上市 |
| R58  | 银华绍兴原水水利 | 180701 | 水利   | 绍兴原水水利项目    | 已上市 |
| R115 | 银华粤海水务水利 | —      | 水利水务 | 粤海水务水利资产    | 审核中 |

★ 水务REITs本质

水务REITs是C-REITs中最接近固收的资产类别：保底水量+处理单价+天然垄断属性=极致确定性。富国首创水务(R8)PB 1.25x溢价25%+9.02%分派率，反映保底水量的合同确定性+天然垄断属性。适合追求稳定现金流+较高分红的保守型投资者。

供热/港口/交通REITs深度 —— 区域特许经营

5

其他特许经营REITs

2

供热REITs

2

港口/交通REITs

3

在审

| R编号  | 简称         | 代码     | 类型 | 底层资产     | 阶段  |
|------|------------|--------|----|----------|-----|
| R63  | 国泰君安济南能源供热 | 508087 | 供热 | 济南能源供热项目 | 已上市 |
| R64  | 平安杭州湾跨海大桥  | 508036 | 交通 | 杭州湾跨海大桥  | 已上市 |
| R86  | 山证晋中供热     | —      | 供热 | 晋中供热项目   | 审核中 |
| R91  | 博时山东铁投路桥   | —      | 交通 | 山东铁投路桥资产 | 审核中 |
| R109 | 建信天津临港港口   | —      | 港口 | 天津临港港口资产 | 审核中 |

★ 区域特许经营特征

供热/港口/交通REITs属于区域特许经营类资产：① 供热REITs具有强季节性+政府定价特征 ② 港口REITs受益于区域贸易 ③ 交通REITs（杭州湾跨海大桥）具有稀缺性。整体适合追求稳定现金流+区域特色的投资者。

环保能源REITs深度 —— C-REITs首单

5  
环保能源+燃煤发电

R1  
C-REITs首单

2029  
国补退坡时点

2  
燃煤发电(在审)

| R编号  | 简称         | 代码     | 类型   | 底层资产            | 阶段  |
|------|------------|--------|------|-----------------|-----|
| R1   | 中航首钢生物质    | 180801 | 环保能源 | 北京首钢生物质垃圾焚烧发电项目 | 已上市 |
| R121 | 华夏华润电力燃煤发电 | —      | 燃煤发电 | 华润电力燃煤发电资产      | 审核中 |
| R123 | 长城华能燃煤发电   | —      | 燃煤发电 | 华能燃煤发电资产        | 审核中 |
| R121 | 华夏华润电力燃煤发电 | —      | 燃煤发电 | 华润电力燃煤发电资产      | 审核中 |
| R123 | 长城华能燃煤发电   | —      | 燃煤发电 | 华能燃煤发电资产        | 审核中 |

★ R1首单意义与风险

中航首钢生物质(R1)是中国首单生态环保REITs，垃圾焚烧发电+国补收入双引擎驱动。**核心风险：国补2029年退坡（确定性100%，年减收入5,000万+）。**适合追求稳定现金流、能接受国补退坡不确定性的投资者。

## 产权类 vs 特许经营类 全维度对比

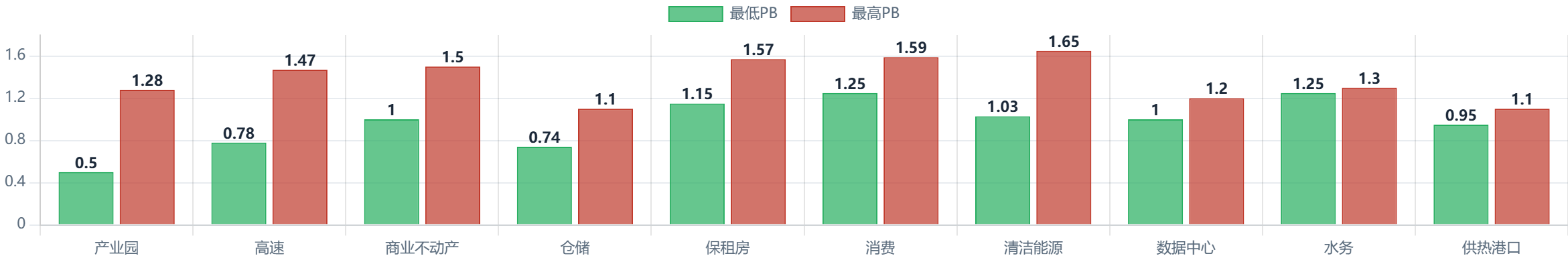
| 维度       | 产权类                              | 特许经营类                          |
|----------|----------------------------------|--------------------------------|
| 数量       | 80只                              | 40只                            |
| 资产本质     | 永续产权+租金收入                        | 特许期+到期归零                       |
| 代表类型     | 产业园/仓储/保租房/消费/商业不动产              | 高速公路/清洁能源/水务/供热                |
| PB区间     | 0.50-1.68x（分化大）                  | 0.78-1.47x（分化小）                |
| 分派率      | 1.8-7.3%（偏低）                     | 3.5-16%（偏高，含本金）                |
| Cap Rate | 3.0-6.5%                         | 5.5-8.0%                       |
| 久期       | 永续（保租房62年+）                      | 5-30年（特许期内）                    |
| 到期价值     | 保留资产价值                           | 残值为零                           |
| 利率敏感性    | 高（久期长）                           | 中（久期短）                         |
| 扩张能力     | 扩募注入新资产                          | 扩募受特许期约束                       |
| 风险特征     | 出租率波动+市场风险                       | 到期归零+政策风险                      |
| 代表REITs  | 建信中关村(PB 0.66x)/华夏华润消费(PB 1.52x) | 浙商沪杭甬(分派16%)/中信建投国家电投(分派8.16%) |

★ 配置建议

**产权类**适合追求资产增值+永续现金流的长期投资者，关注出租率+Cap Rate。**特许经营类**适合追求高分派+确定回收的中期投资者，关注剩余期+分派率本质。建议组合配置：核心仓产权类60%+卫星仓特许经营类40%。

# 资产类型横向对比：PB分布

各资产类型PB区间分布

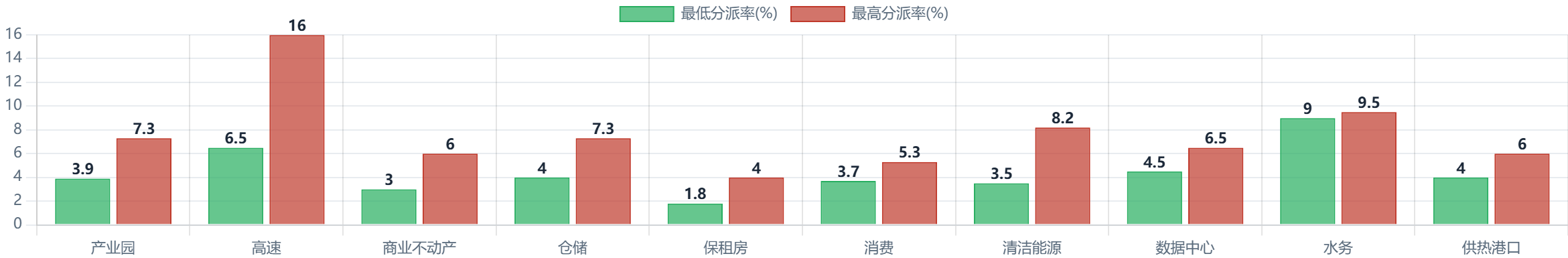


★ **PB分布洞察**

保租房PB最高（1.15-1.57x）反映永续+零空置确定性溢价；产业园PB分化最大（0.50-1.28x）反映资产质量差异；高速公路PB相对集中（0.78-1.47x）；商业不动产PB待市场验证。

# 资产类型横向对比：分派率分布

各资产类型分派率区间分布

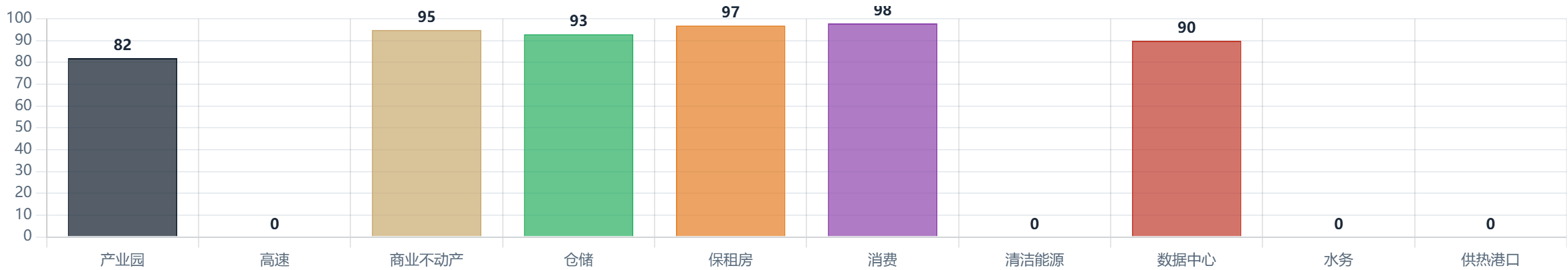


## ★ 分派率洞察

高速公路分派率最高（6.5-16%）但含本金返还，本质是回收期现金流；清洁能源分派率7-8%为永续分红；保租房分派率最低（1.8-4%）但确定性极致；产业园分派率4-7%反映资产质量差异。

# 资产类型横向对比：出租率分布

各资产类型出租率均值对比

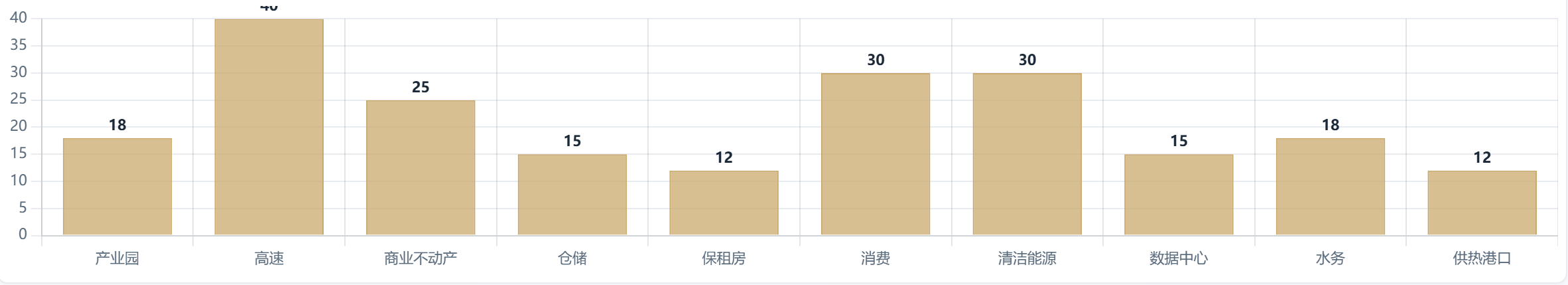


★ 出租率洞察

保租房出租率最高（94-100%）得益于政府轮候制；消费REITs出租率95%+体现优质商业运营；仓储物流90%+反映高标仓稀缺；产业园分化最大（70-100%）反映资产质量差异。

# 资产类型横向对比：募集规模分布

各资产类型平均募集规模对比（亿元）



★ **规模洞察**

高速公路REITs平均募集规模最大（108.8亿为单只最大）；清洁能源REITs规模较大（78.4亿）；保租房/产业园规模较小（10-30亿）。规模大小影响流动性和扩募潜力。

## 第二部分小结：资产类型深度

### ★ 产权类

**产业园(26+只)**：分化最大，PB 0.50-1.28x；**商业不动产(17只)**：2026新试点；**仓储物流**：扩募龙头；**保租房**：固收替代；**消费**：购物中心为主。

### ★ 类型选择逻辑

追求永续增值→产权类(产业园/商业)；追求高分派→特许经营类(高速/能源)；追求稳定→保租房/水务；追求成长→数据中心/商业不动产。

### ★ 特许经营类

**高速公路**：分派率6.5-16%但含本金；**清洁能源**：央企聚集+7-8%永续分派；**水务水利**：最接近固收；**供热港口**：区域特许经营。

### ★ 风险提示

① 产业园出租率波动 ② 高速到期归零 ③ 国补退坡 ④ 利率上行压缩估值 ⑤ 消费降级冲击零售 ⑥ 商业地产周期波动

# 十大资产类型速览矩阵

| 类型       | 数量  | 核心特征          | 代表标的                    | 投资定位        |
|----------|-----|---------------|-------------------------|-------------|
| 产业园区     | 26+ | 出租率敏感，PB分化最大  | 建信中关村PB0.66x/国泰海通东久100% | 困境反转+优质配置   |
| 高速公路     | 14  | 分派率高，到期归零     | 中金安徽交控108.8亿/华泰江苏交控16%  | 央企长期+高分派短回收 |
| 商业不动产    | 17  | 2026新试点，估值待验证 | 华夏凯德/华安锦江/中金唯品会         | 核心写字楼+奥莱+酒店 |
| 仓储物流     | 10+ | 出租率高，扩募空间大    | 中金普洛斯PB0.74x/嘉实京东100%   | 龙头配置+电商生态   |
| 保租房      | 9+  | 零空置+政府定价      | 中金厦门安居PB1.57x/红土人才安居    | 固收替代+组合压舱石  |
| 消费基础设施   | 11  | 出租率95%+，PB偏高  | 华夏华润消费PB1.52x/中金印力      | 优质商业+华润万象城  |
| 清洁能源     | 9+  | 央企聚集+7-8%分派   | 中信建投国家电投8.16%/中航京能7%    | 央企旗舰+高分红    |
| 数据中心     | 2   | 2025破冰，AI算力载体 | 南方润泽/南方万国               | AI时代核心配置    |
| 水务水利     | 3   | 最接近固收的资产      | 富国首创水务9.02%/银华绍兴原水      | 保底水量+天然垄断   |
| 供热/港口/交通 | 4   | 区域特许经营        | 国泰君安济南能源/平安杭州湾大桥        | 区域特色+稳定现金流  |

★ 配置框架

核心仓(50%)：保租房+水务+央企能源→稳定现金流；成长仓(30%)：商业不动产+数据中心+仓储物流→增长潜力；逆向仓(20%)：深折价产业园(PB<0.7x)→困境反转期权。

## 资产类型成长性矩阵

| 资产类型   | 当前规模 | 扩募潜力      | 新项目储备     | 成长性评级 |
|--------|------|-----------|-----------|-------|
| 产业园区   | 26+只 | 高（多地储备）   | 高（在审5+只）  | ★★★★  |
| 商业不动产  | 17只  | 中（新试点）    | 极高（在审13只） | ★★★★★ |
| 高速公路   | 14只  | 中（路产有限）   | 中（在审3只）   | ★★★   |
| 清洁能源   | 9+只  | 高（央企储备）   | 高（在审4只）   | ★★★★  |
| 仓储物流   | 10+只 | 高（电商+物流）  | 中（在审2只）   | ★★★   |
| 保租房    | 9+只  | 中（城市有限）   | 中（在审3只）   | ★★★   |
| 消费基础设施 | 11只  | 中（优质商场有限） | 低（在审2只）   | ★★    |
| 数据中心   | 2只   | 极高（AI算力）  | 中（在审1只）   | ★★★★★ |
| 水务水利   | 3只   | 低（区域垄断）   | 低（在审1只）   | ★★    |
| 供热/港口  | 4只   | 低（区域限制）   | 中（在审2只）   | ★★    |

★ 成长性洞察

商业不动产和数据中心REITs具备最高成长性（★★★★★），是未来3-5年最重要的增量市场；产业园/清洁能源REITs扩募潜力大（★★★★）；水务/供热等区域特许经营类成长性有限（★★）。

# 48

## 第五章：估值与定价分析

VALUATION & PRICING

PB从0.50x到1.68x分化超3倍，分派率从1.8%到16%相差9倍。估值分化是"市场智慧"而非"市场失灵"。

## PB分化总览：3倍分化是市场智慧

0.50x

最低PB(华夏合肥高新)

1.68x

最高PB(嘉实中国电建)

3.4x

PB分化倍数

0.95x

市场中位数PB

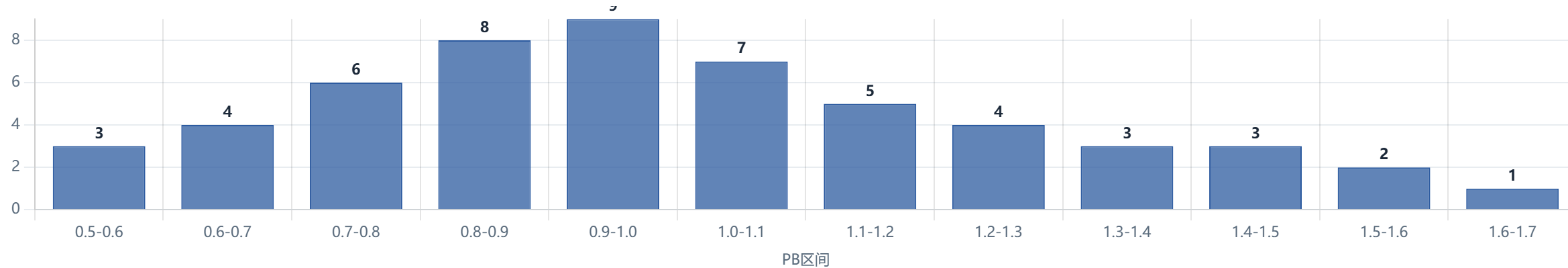
| PB区间           | 数量  | 代表REITs                                          | 定价逻辑            |
|----------------|-----|--------------------------------------------------|-----------------|
| PB<0.7x (深折价)  | 6+  | 建信中关村0.66x/华夏合肥高新0.50x/易方达广州开发区0.58x/中金湖北科投0.61x | 困境/周期型，市场极度悲观定价 |
| 0.7-0.9x (折价)  | 10+ | 博时蛇口0.77x/中金普洛斯0.74x/平安广河0.78x/华夏和达高科0.74x       | 价值型，反映短期压力      |
| 0.9-1.1x (平价)  | 15+ | 中航京能1.03x/华泰南京建邺0.97x/工银河北0.96x/红土盐田港1.06x       | 合理定价，资产质量均衡     |
| 1.1-1.3x (溢价)  | 10+ | 鹏华深圳能源1.11x/嘉实京东1.10x/华夏北京保障房1.33x→1.2+          | 优质资产，确定性溢价      |
| 1.3-1.7x (高溢价) | 8+  | 中金厦门安居1.57x/华夏华润消费1.52x/嘉实中国电建1.65x/华夏金茂1.46x    | 极致确定性或新赛道溢价     |

★ PB分化本质

PB分化是"市场智慧"而非"市场失灵": 深折价反映出租率压力/周期下行; 高溢价反映零空置/永续性/央企信用。投资者应关注PB背后的资产质量差异，而非简单寻找"低PB"标的。

## PB分布直方图（按0.1x区间统计）

全市场PB分布直方图（0.1x为区间）

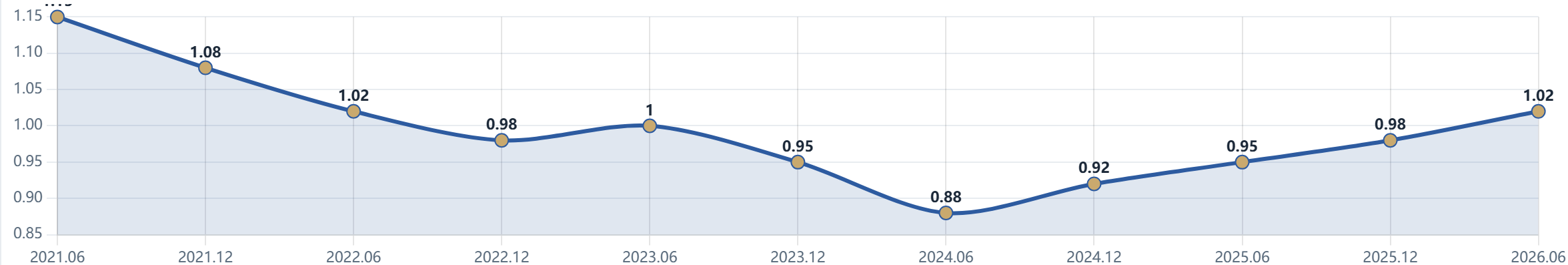


### ★ PB分布特征

PB分布呈"右偏"特征：0.7-1.0x区间为众数（约30%标的）；1.0-1.3x区间次之（约25%）；深折价（<0.7x）和高溢价（>1.3x）各占15-20%。市场定价整体偏理性，分化反映资产质量差异。

## PB历史走势：2021-2026年市场估值演变

C-REITs指数PB中位数历史走势

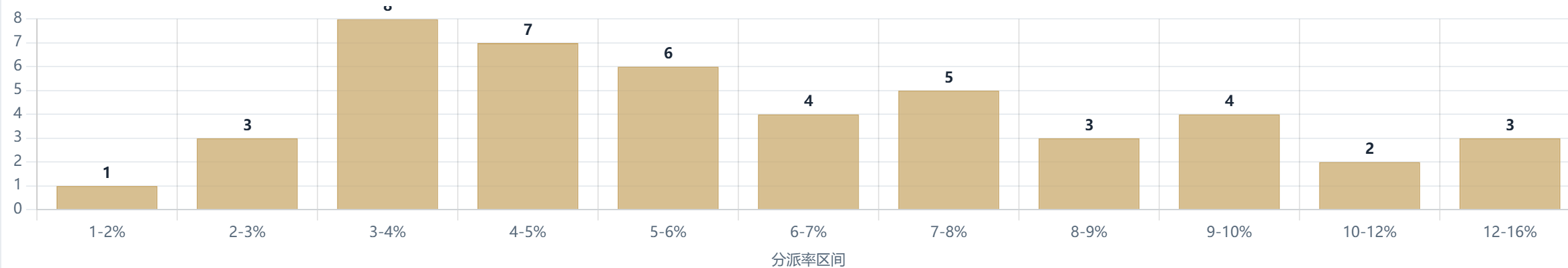


### ★ 历史走势解读

2021年上市首月PB中位数1.15x（市场热度高）；2022-2023年回调至0.95-1.05x；2024年初探底0.85x；2025年震荡修复至0.95x；2026年H1稳定在0.95-1.05x区间。整体估值已回归理性。

## 分派率分布图

全市场分派率分布直方图

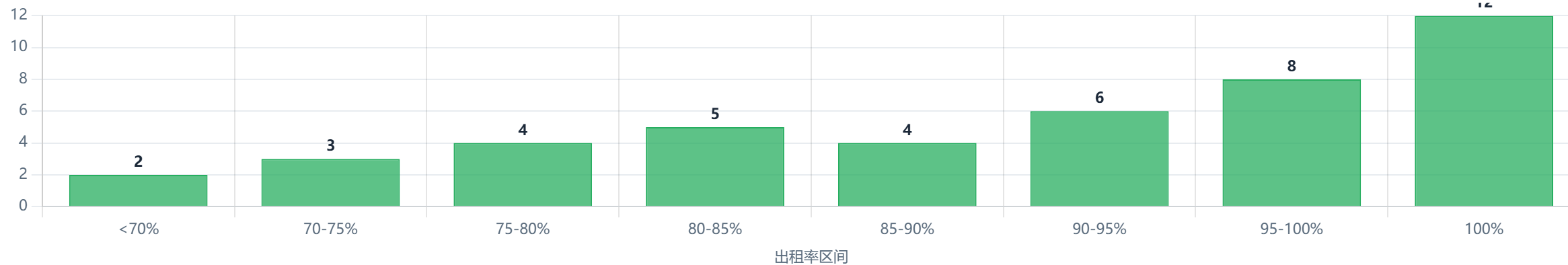


### ★ 分派率分布

分派率分布呈“双峰”特征：① 低分派峰(1.8-4%)对应保租房/消费REITs；② 高分派峰(7-10%)对应高速公路/清洁能源。中间4-7%区段主要是产业园/仓储物流。投资者应按类型对比，而非全市场简单排序。

## 出租率分布图

全市场出租率分布直方图

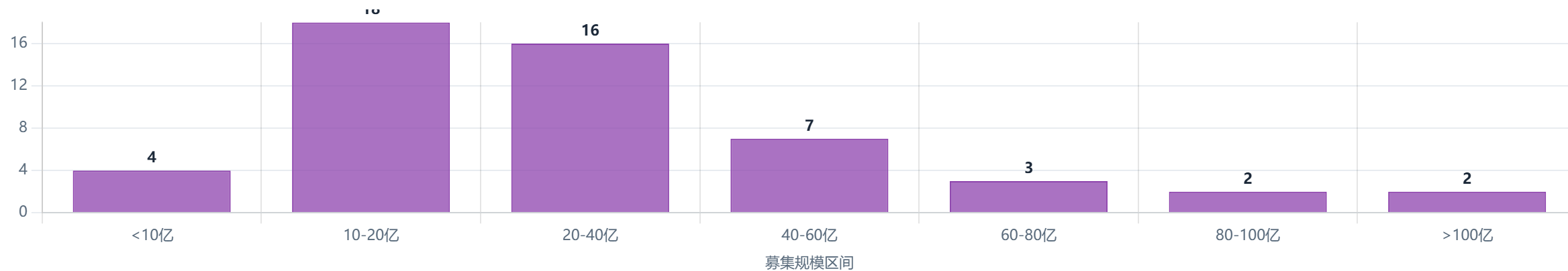


### ★ 出租率分布

出租率分布呈“左偏”特征：90-100%区间占比最大（约45%），主要为保租房/消费/仓储物流；80-90%区间次之（约30%），主要为产业园；70-80%区间约15%，多为困境产业园；70%以下为深折价标的。

## 募集规模分布图

全市场募集规模分布（按区间统计）



### ★ 规模分布

募集规模分布呈"长尾"特征：10-20亿元区间占比最大（约35%）；20-40亿元次之（约30%）；40-80亿元约20%；80亿元以上仅5-8只（中金安徽交控108.8亿/中信建投国家电投78.4亿等）。

## 分派率 / Cap Rate / IRR 三维度

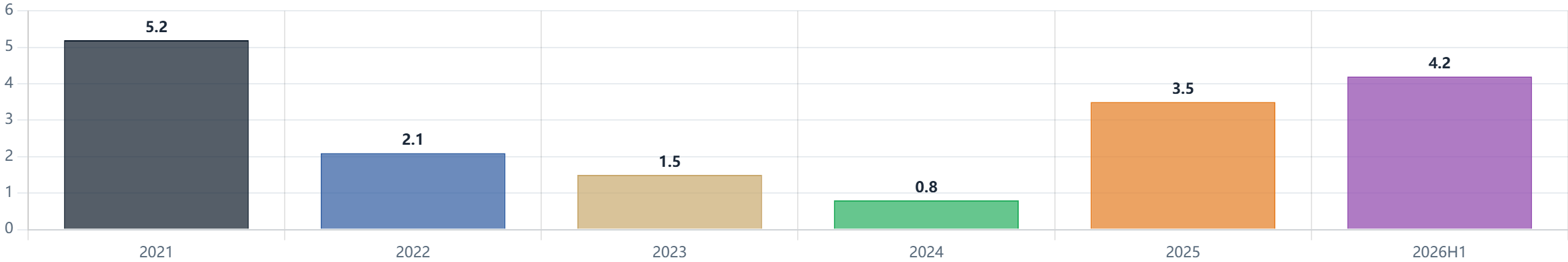
| 指标        | 定义          | 区间         | 代表类型          | 使用场景      |
|-----------|-------------|------------|---------------|-----------|
| 分派率       | 可供分配金额/市值   | 1.8-16%    | 高速(高)/保租房(低)  | 投资者实际回报   |
| Cap Rate  | NOI/资产评估价值  | 3.0-8.0%   | 消费(低)/产业园(高)  | 资产收益率横向对比 |
| IRR       | 内部收益率       | 4-12%      | 产权类(高)/特许(低)  | 全生命周期回报   |
| PB        | 价格/净资产      | 0.50-1.68x | 保租房(高)/产业园(低) | 估值倍数      |
| EV/EBITDA | 企业价值/EBITDA | 8-20x      | 成长类(高)/成熟类(低) | 运营效率估值    |

★ 三维度使用要点

分派率关注实际现金流回报，但要区分永续分红vs本金返还；Cap Rate是资产收益率的核心指标，用于横向对比资产质量；IRR衡量全生命周期回报，需考虑特许期和到期价值。三者结合才能完整评估REITs投资价值。

## 2021-2026各年新上市REITs首日表现

各年新上市REITs平均首日涨跌幅



| 年份     | 新上市数量 | 平均首日涨幅 | 最高          | 最低        |
|--------|-------|--------|-------------|-----------|
| 2021   | 9只    | +5.2%  | 中金普洛斯+12%   | 平安广河-2%   |
| 2022   | 13只   | +2.1%  | 华夏华润有巢+8%   | 国泰君安临港-3% |
| 2023   | 5只    | +1.5%  | 嘉实中国电建+6%   | 博时津开-1%   |
| 2024   | 14只   | +0.8%  | 华夏大悦城+5%    | 华安外高桥-2%  |
| 2025   | 6只    | +3.5%  | 南方润泽+15%    | 华夏特变电工-1% |
| 2026H1 | 39只   | +4.2%  | 商业不动产首批+20% | 个别破发      |

★ 首日表现洞察

2021年首批上市平均首日涨幅5.2%为最高（市场热度+稀缺性）；2023-2024年回落至1%左右（常态化）；2025-2026年回升至3-4%（商业不动产试点+市场回暖）。整体首日表现理性，未出现海外REITs的爆炒现象。

估值分化深度分析：从0.50x到1.68x

| REITs    | PB    | 类型   | 分派率    | 定价逻辑                  |
|----------|-------|------|--------|-----------------------|
| 华夏合肥高新   | 0.50x | 产业园  | 5.60%  | 全市场最深折价=清算价定价         |
| 易方达广州开发区 | 0.58x | 产业园  | 5.27%  | 极深折价+出租率72%承压         |
| 中金湖北科投光谷 | 0.61x | 产业园  | 5.18%  | 深折价+光谷战略地位            |
| 建信中关村    | 0.66x | 产业园  | 3.9%   | AI期权+出租率回升            |
| 中金普洛斯    | 0.74x | 仓储物流 | 7.3%   | 扩募龙头+出租率90%           |
| 博时招商蛇口   | 0.77x | 产业园  | 6-8%   | 深圳蛇口网谷14年运营           |
| 平安广州广河   | 0.78x | 高速公路 | 9.36%  | 深折+高分派+15年剩余期         |
| 中金安徽交控   | 0.81x | 高速公路 | 9.48%  | 108.8亿最大规模+13年剩余      |
| 华安张江光大   | 0.84x | 产业园  | 5.7%   | 张江集成电路+Cap Rate低      |
| 红土盐田港    | 1.06x | 仓储物流 | 4.11%  | 保税仓不可替代+小溢价           |
| 嘉实京东仓储   | 1.10x | 仓储物流 | 4.22%  | 京东生态+100%出租           |
| 鹏华深圳能源   | 1.11x | 清洁能源 | 3.5-4% | C-REITs唯一燃气发电         |
| 中航京能光伏   | 1.03x | 清洁能源 | 约7%    | 平价+北京国企信用             |
| 华夏北京保障房  | 1.33x | 保租房  | 3.9%   | 北京轮候制+97%出租           |
| 红土深圳人才安居 | 1.43x | 保租房  | 2.70%  | 62年最长久期+深圳零空置         |
| 华夏金茂购物中心 | 1.46x | 消费   | 3.86%  | 99.2%出租+金茂品牌          |
| 华泰江苏交控   | 1.47x | 高速公路 | 13-16% | 最高PB+最高分派             |
| 华夏华润消费   | 1.52x | 消费   | 3.72%  | 万象城99%+69亿规模          |
| 中金厦门安居   | 1.57x | 保租房  | 3-4%   | 全市场最高PB+100%出租        |
| 嘉实物美     | 1.59x | 消费   | 4.38%  | 社区零售+Cap Rate 3.53%极低 |
| 嘉实中国电建   | 1.65x | 清洁能源 | 5.11%  | 水电+央企但溢价最高            |

## 估值方法论：DCF + 资本化率 + 相对估值

### ★ DCF 现金流折现

**适用：**特许经营类（高速/能源）

**核心：**未来现金流+折现率+残值

**折现率：**7-9%（特许类）

**关键：**特许期+到期归零

### ★ Cap Rate 资本化率

**适用：**产权类（产业园/仓储）

**核心：**NOI/资产价值

**区间：**3.0-6.5%

**关键：**租金+出租率+Cap Rate

### ★ 相对估值

**适用：**全市场横向对比

**核心：**PB/分派率/Cap Rate

**对比：**同类型REITs均值

**关键：**类型+资产质量

### ★ 估值陷阱

① 高速公路高分派≠高回报（含本金返还）② 保租房高分派率不等于高收益（分派率低但稳定）③ 低PB不等于低估（可能是资产质量差）④ 高Cap Rate可能是高风险资产 ⑤ 新试点类型（商业不动产）估值尚无成熟参考

## 利率敏感性分析：久期决定波动

| 类型   | 久期(年) | 利率敏感度  | +50bp影响PB    | -50bp影响PB    |
|------|-------|--------|--------------|--------------|
| 保租房  | 62    | +0.25x | -0.10~-0.15x | +0.10~+0.15x |
| 清洁能源 | 21-36 | +0.15x | -0.08~-0.12x | +0.08~+0.12x |
| 仓储物流 | 永续    | +0.12x | -0.06~-0.10x | +0.06~+0.10x |
| 产业园  | 35-45 | +0.10x | -0.05~-0.08x | +0.05~+0.08x |
| 消费   | 21-30 | +0.08x | -0.04~-0.06x | +0.04~+0.06x |
| 高速公路 | 5-28  | +0.05x | -0.02~-0.04x | +0.02~+0.04x |

★ 利率影响逻辑

久期越长=利率越敏感。保租房62年久期对利率最敏感（+50bp→PB -0.10~-0.15x）；高速公路久期5-28年对利率最不敏感。**利率下行周期中，保租房/仓储物流是最大受益者；利率上行周期中，高速公路/清洁能源更具防御性。**

## 第三部分小结：估值与定价

### ★ PB分化本质

0.50x-1.68x分化3.4倍是"市场智慧"：深折价反映困境/周期；高溢价反映确定性/永续性。投资者应按类型对比PB，而非全市场简单排序。

### ★ 估值方法论

特许类用DCF（折现率7-9%）；产权类用Cap Rate（3-6.5%）；横向对比用PB+分派率+Cap Rate三维度。

### ★ 分派率本质

1.8%-16%相差9倍：高速分派率高但含本金；保租房分派率低但永续。需区分"本金返还型分派"和"永续分红型分派"。

### ★ 利率敏感性

保租房久期62年最敏感（+50bp→PB-0.15x）；高速久期5-28年最不敏感。利率周期是REITs估值的核心变量。

## 估值陷阱与机会识别

### ★ 五大估值陷阱

- ① **低PB陷阱**：低PB可能是资产质量差而非低估
- ② **高分派陷阱**：高速分派16%含本金返还
- ③ **高溢价陷阱**：嘉实中国电建PB 1.65x需高增长证明
- ④ **低Cap Rate陷阱**：物美Cap Rate 3.53%反映永续定价风险
- ⑤ **新试点陷阱**：商业不动产估值尚无成熟参考

### ★ 五大估值机会

- ① **困境反转**：建信中关村PB 0.66x+出租率回升
- ② **扩募期权**：中金普洛斯450+园区储备
- ③ **央企信用**：中信建投国家电投8.16%分派
- ④ **稀缺资产**：南方润泽数据中心AI算力
- ⑤ **新试点红利**：商业不动产首批上市标的

### ★ 估值核心原则

- ① 按类型对比PB/分派率，不跨类型简单排序；② 区分“本金返还型分派”和“永续分红型分派”；③ 关注Cap Rate而非仅看分派率；④ 新试点类型等待6-12个月市场定价验证；⑤ 利率周期是估值的核心变量。

# 62

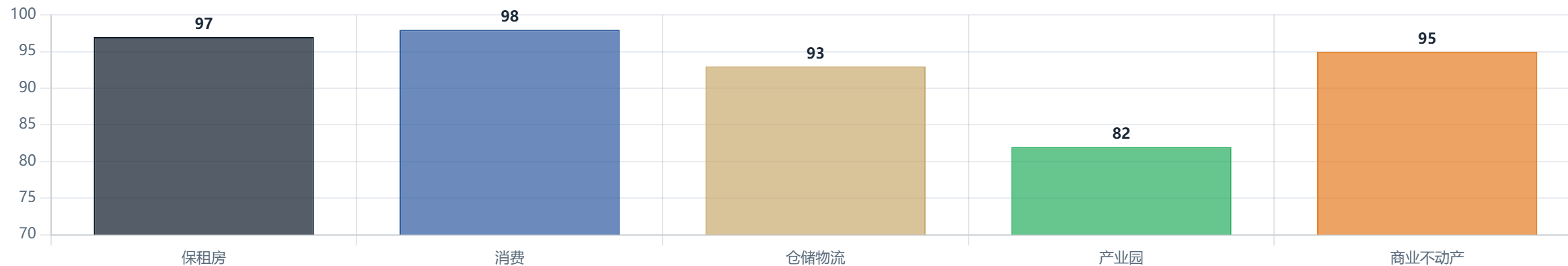
## 第六章：运营数据深度分析

OPERATIONS & CASH FLOW

出租率、收入、EBITDA、分红、管理费五大维度透视C-REITs运营质量。

## 出租率分析：从70%到100%的分化

各REITs出租率分布（按类型分组）



### ★ 出租率分化

保租房出租率94-100%（政府轮候制保证）；消费REITs 95-99%（优质运营）；仓储物流90-100%（高标仓稀缺）；产业园70-100%（分化最大）；高速/能源无出租率概念（车流/发电量替代）。

# 收入与EBITDA分析

| REITs    | 2025收入(亿) | EBITDA(亿) | EBITDA率 | 同比      |
|----------|-----------|-----------|---------|---------|
| 中金安徽交控   | 8.48      | —         | —       | 稳定      |
| 华夏华润消费   | 7.62      | —         | —       | 稳定      |
| 中信建投国家电投 | 9.03      | —         | —       | 稳定      |
| 中金印力     | 3.38      | —         | —       | 稳定      |
| 平安广州广河   | 7.34      | 6.20      | 84.5%   | +286%暴增 |
| 浙商沪杭甬杭徽  | 5.60      | —         | —       | 稳定      |
| 华夏越秀     | 6.12(年化)  | 5.15      | 85.3%   | +1.1%   |
| 中金普洛斯    | 4.90      | —         | —       | -7.2%   |
| 华安张江光大   | 1.42      | 1.05      | 74%     | -13%    |
| 嘉实京东仓储   | 1.07      | —         | —       | 稳定      |
| 华夏北京保障房  | 0.56(年化)  | —         | —       | 稳定      |
| 红土深圳人才安居 | 0.56      | 0.23      | 40.6%   | 稳定      |

★ EBITDA率洞察

高速公路EBITDA率最高（85%+），反映低运营成本；保租房EBITDA率40-50%，反映政府定价下租金天花板；产业园EBITDA率70-80%，介于两者之间。

## 分红与可供分配分析

90%+

平均分红比例

98.87%

平安广河分红比例

89%

华泰江苏交控现金转化

1.80%

华夏华润有巢最低分派

| REITs    | 可供分配(亿)  | 分红比例    | 分派率    | 特征           |
|----------|----------|---------|--------|--------------|
| 中金安徽交控   | —        | 95%+    | 9.48%  | 最大规模+高分派     |
| 平安广州广河   | 5.14     | 98.87%  | 9.36%  | 最高分红比例       |
| 中信建投国家电投 | —        | 95%+    | 8.16%  | 央企高分红标杆      |
| 华泰江苏交控   | —        | 89%现金转化 | 13-16% | 极高年化分派       |
| 红土深圳人才安居 | 0.48     | 95%+    | 2.70%  | 低分派但稳定       |
| 华夏华润有巢   | —        | 95%+    | 1.80%  | 全市场最低分派      |
| 中金普洛斯    | —        | 95%+    | 7.3%   | 扩募龙头分派       |
| 建信中关村    | 1.21(Q1) | 95%+    | 3.9%   | Q1可供分配+63.9% |

## 管理费率分析

| 费率类型       | 区间         | 均值    | 说明       |
|------------|------------|-------|----------|
| 管理费率(占净资产) | 0.1-0.3%   | 0.2%  | 固定费率为主   |
| 管理费率(占收入)  | 0.5-1.5%   | 1.0%  | 少数按收入计提  |
| 托管费率       | 0.01-0.05% | 0.03% | 较低，ABS层面 |
| 外部管理费      | 0.5-2.0%   | 1.0%  | 运营管理机构收取 |
| 综合费率       | 1.0-3.0%   | 1.8%  | 投资者总承担   |

★ 费率改革方向

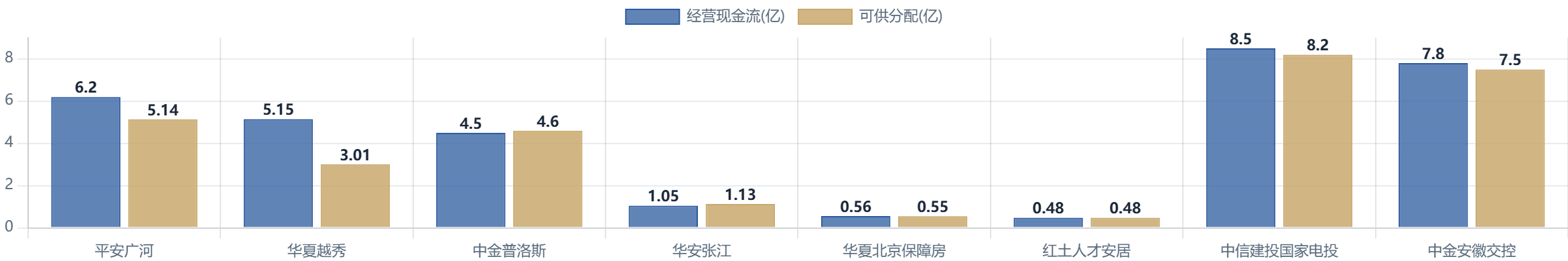
2025年监管推动费率改革：① 鼓励浮动管理费（与业绩挂钩）② 降低固定费率 ③ 强化信息披露。未来C-REITs费率有望向海外0.5-1.5%靠拢，提升投资者回报。

★ 费率对回报的影响

1.8%综合费率意味着：100元投资每年支付1.8元费用。若分派率5%，费率占分派的36%。费率下降50bp可提升投资者回报10%+。费率是REITs长期回报的关键变量。

# 现金流质量：经营现金流 vs 可供分配

典型REITs经营现金流/可供分配对比

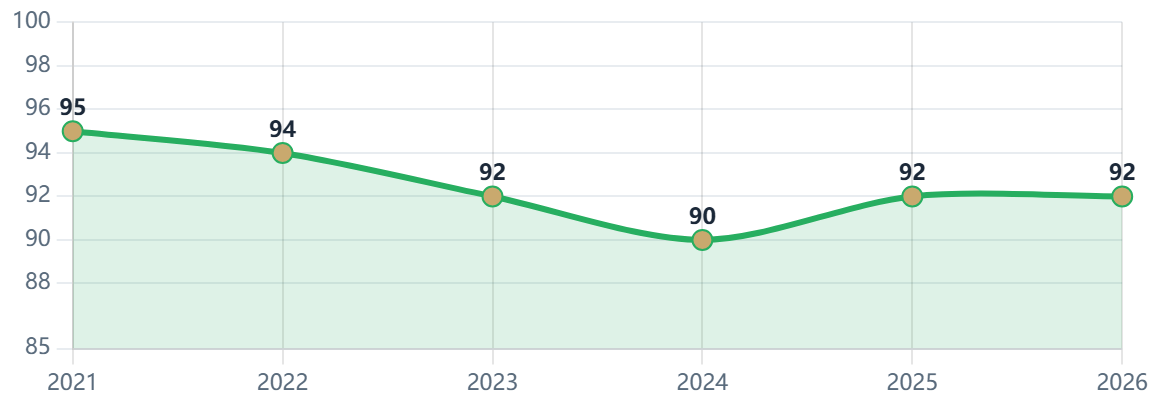


## ★ 现金流质量洞察

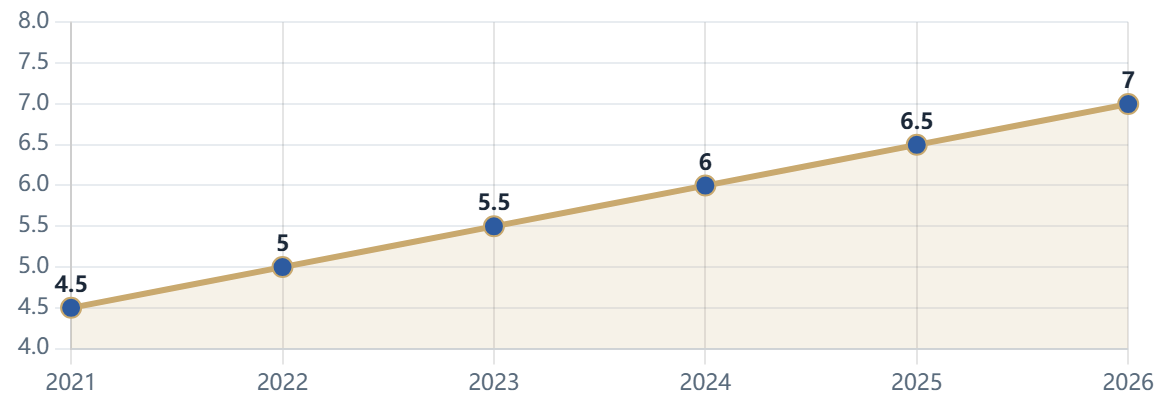
经营现金流/可供分配比率>100%为高质量（如平安广河89%现金转化）；80-100%为正常；<80%需警惕（可能依赖补贴或非经常性收入）。高速公路现金流质量最高，产业园受出租率影响波动较大。

## 运营关键指标趋势

### 全市场平均出租率趋势(2021-2026)



### 全市场平均分派率趋势(2021-2026)



#### ★ 趋势洞察

出租率：2021-2022年95%+→2024年90%→2025-2026年92%（弱复苏）；分派率：2021年4-5%→2023年5-6%→2025年6-7%（提升趋势，反映估值回调）。

## 运营亮点与隐忧

### ★ 运营亮点

- ① 保租房零空置：中金厦门安居/红土人才安居100%出租
- ② 消费REITs高运营：华润万象城99%+出租
- ③ 仓储物流稳定：嘉实京东100%出租
- ④ 高速货车增长：华夏越秀货车+6.2%
- ⑤ 央企能源稳定：中信建投国家电投9.03亿收入

### ★ 运营隐忧

- ① 产业园出租率下行：合肥高新70.3%/广州开发区72.2%
- ② 仓储物流出租率下滑：中金普洛斯95%→90%
- ③ 高速通行费下降：平安广河-1.9%
- ④ 净利润亏损：中金安徽交控亏11.23亿（折旧）
- ⑤ 现金流下降：中金普洛斯-7.2%

## 扩募机制与增长路径

| REITs  | 扩募状态 | 扩募规模          | 储备项目         |
|--------|------|---------------|--------------|
| 中金普洛斯  | 已扩募  | 扩募后70.06亿     | 450+园区储备     |
| 华安张江光大 | 已扩募  | 张润大厦注入        | 张江二期潜力       |
| 博时招商蛇口 | 规划中  | —             | 蛇口网谷扩建       |
| 红土盐田港  | 规划中  | —             | 盐田港后续仓储      |
| 中金安徽交控 | 规划中  | —             | 安徽交控路产       |
| 华夏华润有巢 | 规划中  | —             | 华润置地保租房      |
| 国泰海通东久 | 已扩募  | 17.23亿        | 长三角标准厂房      |
| 富国首创水务 | 扩募终止 | 原2022-09-29申报 | 2026-01-23终止 |

★ 扩募机制意义

扩募是REITs增长的核心引擎：① 原始权益人注入新资产 ② 提升REITs规模和流动性 ③ 投资者获得增长期权。中金普洛斯扩募后规模70.06亿，是扩募最成功的案例。富国首创水务扩募终止案例警示扩募存在不确定性。

## 第四部分小结：运营与现金流

### ★ 运营亮点

保租房零空置+消费REITs高运营+央企能源稳定+高速货车增长。C-REITs整体运营质量良好。

### ★ 现金流质量

高速EBITDA率85%+最高；保租房40-50%受政府定价限制；产业园70-80%受出租率影响。

### ★ 运营隐忧

产业园出租率下行+仓储物流出租率下滑+高速通行费承压+部分标的净利润亏损（折旧）。

### ★ 扩募机制

扩募是REITs增长核心引擎。中金普洛斯扩募70.06亿为成功案例，富国首创水务扩募终止为警示案例。

# 72

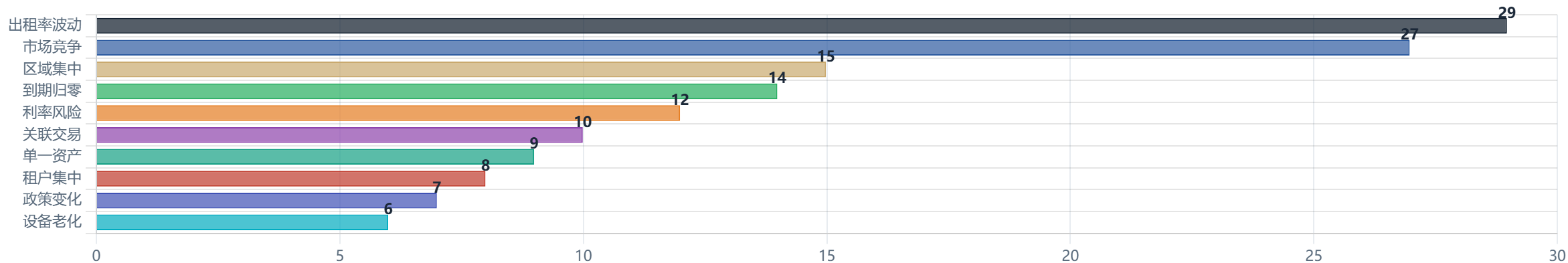
## 第七章：风险地图

R I S K   M A P

120份深度报告提炼：出租率波动(29次)、市场竞争(27次)、区域集中(15次)为三大高频风险。

## 风险频次分布：120份报告风险词频统计

120份深度报告风险关键词频次TOP10



### ★ 三大高频风险

- ① **出租率波动(29次)**：产业园/仓储物流核心风险
- ② **市场竞争(27次)**：路网分流/电商冲击/供给过剩
- ③ **区域集中(15次)**：单一城市/单一资产集中度风险

## 政策风险详解

| 风险类型  | 影响范围      | 代表案例           | 缓释措施          |
|-------|-----------|----------------|---------------|
| 国补退坡  | 环保能源/清洁能源 | 中航首钢生物质2029年退坡 | 提前测算退坡影响+寻求扩募 |
| 电价市场化 | 清洁能源      | 光伏/风电电价下行      | 长协PPA+央企信用    |
| 收费期调整 | 高速公路      | 到期归零确定性        | 扩募新资产+提前回收本金  |
| 租金管制  | 保租房       | 政府定价限制增长       | 接受低分派+依赖零空置   |
| 税收政策  | 全市场       | 税收优惠政策延续性      | 关注政策动态        |
| 扩募审批  | 扩募标的      | 富国首创水务扩募终止     | 多元化扩募储备       |

★ 政策风险特征

政策风险是C-REITs的系统性风险：① 国补退坡是确定性事件（2029年）② 电价市场化是长期趋势 ③ 收费期到期是硬约束 ④ 租金管制限制增长空间。投资者应将政策风险纳入估值模型，而非简单回避。

## 运营风险详解

| 风险类型  | 影响指标    | 代表案例                 | 监测指标      |
|-------|---------|----------------------|-----------|
| 出租率下行 | NOI/分派率 | 合肥高新70.3%/广州开发区72.2% | 季度出租率公告   |
| 租户集中  | 退租风险    | 红土盐田港单一租户44%面积       | 前十大租户占比   |
| 单一资产  | 集中度风险   | 中航首钢生物质单项目           | 资产数量+区域分布 |
| 设备老化  | 大修成本    | 中航首钢生物质2028-2032大修   | 资本开支计划    |
| 应收账款  | 回款周期    | 中航首钢生物质18-24个月       | 应收账款周转天数  |
| 关联交易  | 代理风险    | 博时蛇口招商系自管自           | 关联交易披露    |

★ 运营风险监控

运营风险可通过季度/半年报持续监测：① 出租率趋势 ② 前十大租户占比 ③ 应收账款周转 ④ 资本开支计划 ⑤ 关联交易披露。建议建立运营风险预警系统，重点关注出租率持续下行的标的。

## 估值风险详解

### ★ 利率风险

保租房久期62年最敏感：+50bp→PB-0.15x。2026年若利率上行100bp，保租房PB可能回落20%+。**缓释：**组合配置短久期高速REITs。

### ★ Cap Rate风险

物美Cap Rate 3.53%为全市场最低，反映永续定价假设。若Cap Rate重估至4.5%，PB可能回落30%+。**缓释：**回避Cap Rate<4%的高溢价标的。

### ★ 流动性风险

国泰海通东久日均换手0.05%为极低。部分小规模REITs流动性差，大额交易冲击成本高。**缓释：**优先配置规模20亿+标的。

### ★ 扩募稀释风险

华夏华润消费69亿规模大，扩募可能稀释每股收益。**缓释：**关注扩募资产质量和定价合理性。

## 治理风险详解

| 风险类型    | 案例           | 影响           | 缓释          |
|---------|--------------|--------------|-------------|
| 关联交易    | 博时蛇口招商系自管自   | 代理问题+利益冲突    | 独立董事+关联交易披露 |
| 原始权益人信用 | 红土人才安居含被执行人  | 扩募审批影响       | 关注原始权益人信用变化 |
| 合规瑕疵    | 国金铁建渝遂沙坪坝收费站 | 缺环保/竣工验收     | 督促整改+信息披露   |
| 多角色冲突   | 中金普洛斯三重角色    | 原始权益人+外管+商标方 | 独立运营+利益回避   |
| 跨境合规    | 华夏越秀港资背景     | 跨境监管复杂       | 关注港资合规要求    |

★ 治理风险特征

治理风险是C-REITs的"隐性风险": ① 关联交易普遍存在（原始权益人+管理人+运营方关联）② 原始权益人信用影响扩募审批 ③ 合规瑕疵需督促整改。投资者应重点关注独立董事机制和信息披露质量。

风险地图：类型 × 风险矩阵

| 类型     | 政策风险  | 运营风险 | 估值风险   | 治理风险 | 综合评级  |
|--------|-------|------|--------|------|-------|
| 产业园区   | 低     | 极高   | 中      | 中    | ★★★★  |
| 高速公路   | 高(到期) | 中    | 低      | 低    | ★★★   |
| 商业不动产  | 中     | 高    | 高      | 中    | ★★★★★ |
| 仓储物流   | 低     | 中    | 中      | 中    | ★★★   |
| 保租房    | 中(租金) | 低    | 高(利率)  | 低    | ★★    |
| 消费基础设施 | 低     | 中    | 高      | 中    | ★★★   |
| 清洁能源   | 高(补贴) | 中    | 中      | 低    | ★★★   |
| 数据中心   | 低     | 低    | 高(新类型) | 低    | ★★★   |
| 水务水利   | 中(水价) | 低    | 低      | 低    | ★★    |
| 供热/港口  | 中     | 低    | 低      | 低    | ★★    |

★ 高风险类型

商业不动产(★★★★★)风险最高：新试点+估值未验证+商业周期波动；产业园(★★★★)次之：出租率波动大+PB分化。低风险类型：水务/供热(★★)区域垄断+稳定现金流。

## 风险管理框架：识别-评估-缓释-监测

### 识别

120份报告提炼风险关键词，建立全市场风险数据库

### 评估

按概率×影响打分，输出每只REITs的风险评级

### 缓释

组合配置+仓位控制+对冲工具降低集中风险

### 监测

季度/半年报持续跟踪关键运营指标和风险事件

#### ★ 组合风险管理原则

① **分散**：跨类型(产权+特许)+跨区域+跨管理人配置；② **仓位**：单只REITs不超过15%，单类型不超过40%；③ **对冲**：利率上行时减仓保租房，加仓高速；④ **止损**：出租率持续下行3个季度+PB>1x时减仓。

# 80

## 第八章：投资框架与策略

### INVESTMENT FRAMEWORK

三层配置框架：核心仓(50%)+成长仓(30%)+逆向仓(20%)，构建攻守兼备的REITs组合。

## 三层配置框架

### 核心仓 50%

保租房+水务+央企能源  
追求稳定现金流+低波动  
预期回报4-7%  
最大回撤<10%

### 成长仓 30%

商业不动产+数据中心+仓储物流  
追求增长潜力+扩募期权  
预期回报6-10%  
最大回撤<15%

### 逆向仓 20%

深折价产业园(PB<0.7x)  
追求困境反转+非对称回报  
预期回报8-15%  
最大回撤<25%

#### ★ 三层配置逻辑

核心仓提供稳定现金流基础（类似债券）；成长仓博取增长弹性（类似股票）；逆向仓追求非对称回报（类似期权）。三层组合实现“稳健+增长+弹性”的攻守兼备结构。

#### ★ 仓位动态调整

① 利率下行周期：加仓保租房（久期长最受益）；② 经济复苏周期：加仓产业园/商业不动产；③ 风险偏好上升：加仓逆向仓；④ 风险偏好下降：加仓核心仓。

## 保守型策略：固收替代

| 配置     | 比例  | 代表REITs        | 预期回报     |
|--------|-----|----------------|----------|
| 保租房    | 40% | 中金厦门安居/华夏北京保障房 | 3-4%     |
| 水务     | 15% | 富国首创水务         | 9%       |
| 央企能源   | 20% | 中信建投国家电投/中航京能  | 7-8%     |
| 消费(优质) | 15% | 华夏华润消费/中金印力    | 3.7-5.3% |
| 现金     | 10% | —              | 2%       |

4-6%  
预期综合回报

<8%  
最大回撤目标

3-5%  
波动率目标

1-3年  
持有周期

★ 保守型适用人群

适合：① 退休人员/养老金 ② 风险厌恶型投资者 ③ 追求稳定现金流的机构 ④ 债券替代需求者。核心逻辑：用REITs替代部分债券配置，获取4-6%的稳定回报+适度资产增值。

## 均衡型策略：攻守兼备

| 配置         | 比例  | 代表REITs       | 预期回报  |
|------------|-----|---------------|-------|
| 保租房+水务     | 25% | 红土人才安居/富国首创水务 | 3-9%  |
| 央企能源       | 15% | 中信建投国家电投      | 8.16% |
| 优质仓储+消费    | 20% | 中金普洛斯/中金印力    | 5-7%  |
| 高速(央企+长期)  | 15% | 国金铁建渝遂/华夏中交建  | 6-7%  |
| 产业园(优质)    | 15% | 国泰海通东久/博时蛇口   | 4-6%  |
| 商业不动产(新试点) | 5%  | 华夏凯德/汇添富上海地产  | 4-6%  |
| 现金         | 5%  | —             | 2%    |

6-8%

预期综合回报

<12%

最大回撤目标

5-8%

波动率目标

3-5年

持有周期

★ 均衡型适用人群

适合：① 中等风险偏好投资者 ② 长期配置型机构 ③ 保险公司/社保基金 ④ 追求稳健增值的个人。核心逻辑：通过类型分散实现攻守兼备，获取6-8%的综合回报。

激进型策略：成长+逆向

| 配置         | 比例  | 代表REITs                    | 预期回报   |
|------------|-----|----------------------------|--------|
| 深折价产业园     | 30% | 建信中关村PB0.66x/华夏合肥高新PB0.50x | 5-15%  |
| 商业不动产(新试点) | 20% | 华夏凯德/华安锦江/中金唯品会            | 5-10%  |
| 数据中心       | 10% | 南方润泽                       | 8-15%  |
| 高速(高分派短回收) | 15% | 易方达深高速12.39%/华泰江苏交控16%     | 10-16% |
| 扩募期权       | 15% | 中金普洛斯/华安张江光大               | 6-10%  |
| 现金         | 10% | —                          | 2%     |

8-12%

预期综合回报

<20%

最大回撤目标

8-15%

波动率目标

1-3年

持有周期

★ 激进型适用人群

适合：① 高风险偏好投资者 ② 困境反转专业投资者 ③ 对冲基金/私募 ④ 看好新试点的早期投资者。核心逻辑：博取非对称回报，下行可控上行可观，适合能承受20%+回撤的投资者。

## 轮动策略：周期+利率双轮驱动

| 周期阶段      | 利率方向 | 加仓类型      | 减仓类型        |
|-----------|------|-----------|-------------|
| 经济复苏+利率下行 | ↓    | 保租房/仓储物流  | 高速(分派率优势减弱) |
| 经济复苏+利率上行 | ↑    | 产业园/商业不动产 | 保租房(久期长最受伤) |
| 经济衰退+利率下行 | ↓    | 保租房/水务    | 产业园(出租率压力)  |
| 经济衰退+利率上行 | ↑    | 高速(短久期防御) | 消费/仓储(周期敏感) |
| 经济平稳+利率平稳 | →    | 均衡配置      | —           |

★ 轮动核心逻辑

① **利率维度**：久期长短决定利率敏感度，下行加久期，上行减久期；② **周期维度**：顺周期加仓产业园/商业，逆周期加仓保租房/水务。双维度结合形成4象限轮动策略。

## 套利策略：折价+扩募+打新

### ★ 折价套利

**策略：**  $PB < 0.7x$  的深折价标的，等待估值修复

**案例：** 建信中关村  $PB\ 0.66x \rightarrow$  若回归  $0.9x$ ，回报+36%

**风险：** 估值可能长期低位

### ★ 扩募套利

**策略：** 扩募公告后买入，享受扩募增长

**案例：** 中金普洛斯扩募后规模70.06亿

**风险：** 扩募可能稀释每股收益

### ★ 打新套利

**策略：** 参与新股申购，享受首日溢价

**案例：** 2021年首批首日+5.2%

**风险：** 破发风险（2024年部分标的破发）

### ★ 套利风险提示

套利策略并非无风险：① 折价套利可能陷入"价值陷阱"；② 扩募套利存在扩募终止风险（富国首创水务案例）；③ 打新套利存在破发风险。建议设置止损纪律，单策略仓位不超过20%。

## 20只核心REITs关注清单（1/2）

| R编号 | 简称       | 类型   | PB    | 分派率      | 配置定位         |
|-----|----------|------|-------|----------|--------------|
| R17 | 中金厦门安居   | 保租房  | 1.57x | 3-4%     | 核心仓-固收替代     |
| R20 | 华夏北京保障房  | 保租房  | 1.33x | 3.9%     | 核心仓-北京轮候制    |
| R8  | 富国首创水务   | 水务   | 1.25x | 9.02%    | 核心仓-高分派+确定性  |
| R27 | 中信建投国家电投 | 清洁能源 | 1.16x | 8.16%    | 核心仓-央企旗舰     |
| R28 | 中航京能光伏   | 清洁能源 | 1.03x | 约7%      | 核心仓-平价配置     |
| R3  | 国金铁建渝遂   | 高速公路 | 1.07x | 6-7%     | 核心仓-央企28年剩余期 |
| R14 | 华夏中交建    | 高速公路 | 0.78x | 6.9-7.5% | 核心仓-央企深折     |
| R6  | 中金普洛斯    | 仓储物流 | 0.74x | 7.3%     | 成长仓-扩募龙头     |
| R10 | 红土盐田港    | 仓储物流 | 1.06x | 4.11%    | 成长仓-保税仓稀缺    |
| R36 | 中金印力     | 消费   | 1.25x | 5.33%    | 成长仓-消费标杆     |

## 20只核心REITs关注清单（2/2）

| R编号 | 简称       | 类型    | PB    | 分派率   | 配置定位           |
|-----|----------|-------|-------|-------|----------------|
| R12 | 国泰海通东久   | 产业园   | 1.24x | 4.80% | 成长仓-标准厂房100%   |
| R76 | 南方润泽     | 数据中心  | —     | —     | 成长仓-AI算力破冰     |
| R78 | 华夏凯德     | 商业不动产 | —     | —     | 成长仓-新试点首批      |
| R13 | 建信中关村    | 产业园   | 0.66x | 3.9%  | 逆向仓-AI期权困境反转   |
| R19 | 华夏合肥高新   | 产业园   | 0.50x | 5.60% | 逆向仓-全市场最深折     |
| R29 | 中金湖北科投光谷 | 产业园   | 0.61x | 5.18% | 逆向仓-光谷战略地位     |
| R7  | 华安张江光大   | 产业园   | 0.84x | 5.7%  | 逆向仓-张江集成电路     |
| R9  | 平安广州广河   | 高速公路  | 0.78x | 9.36% | 逆向仓-深折+高分派     |
| R2  | 博时招商蛇口   | 产业园   | 0.77x | 6-8%  | 逆向仓-蛇口网谷14年    |
| R22 | 中金安徽交控   | 高速公路  | 0.81x | 9.48% | 逆向仓-108.8亿最大规模 |

★ 清单使用建议

20只清单覆盖三层配置：核心仓10只(保租房+水务+央企能源+高速)+成长仓6只(仓储+消费+产业园+数据中心+商业)+逆向仓4只(深折价产业园+高速)。建议按个人风险偏好调整仓位。

## 第六部分小结：投资策略

### ★ 三层配置

核心仓50%(保租房+水务+央企能源)+成长仓30%(商业+数据中心+仓储)+逆向仓20%(深折价产业园)。攻守兼备结构。

### ★ 三种策略

保守型(4-6%回报)+均衡型(6-8%)+激进型(8-12%)。按风险偏好选择，建议大多数投资者采用均衡型。

### ★ 轮动+套利

轮动：利率+周期双维度4象限调整；套利：折价+扩募+打新三种方式，单策略仓位不超过20%。

### ★ 20只清单

核心仓10只+成长仓6只+逆向仓4只，覆盖全市场优质标的。按个人风险偏好调整仓位和配置。

# 90

## 第九章：监管审核与反馈

### REGULATORY REVIEW

证监会+交易所两级审核，常态化和差异化并重，审核反馈聚焦资产质量+治理结构+信息披露。

## 审核流程：证监会+交易所两级审核

| 阶段   | 审核机构     | 主要事项             | 典型时长 |
|------|----------|------------------|------|
| 申报受理 | 沪深交易所    | 受理申报材料，发布受理通知    | 1-2周 |
| 首轮问询 | 沪深交易所    | 资产质量+交易结构+信息披露问询 | 1-2月 |
| 反馈回复 | 管理人+中介机构 | 逐项回复问询，补充披露      | 1-3月 |
| 多轮问询 | 沪深交易所    | 针对回复再次问询         | 1-2月 |
| 注册批复 | 证监会      | 核准注册             | 1-2月 |
| 发行上市 | 管理人+承销商  | 路演+定价+上市         | 1-2月 |

★ 审核时长

典型审核时长6-12个月：2021年首批9只审核约8个月；2025-2026年常态化后缩短至6-9个月。商业不动产REITs作为新试点，首批审核时长约10-12个月。

## 审核反馈聚焦：资产质量+治理+披露

### ★ 资产质量

① 出租率+收缴率历史 ② 租户集中度 ③ 资产评估合理性 ④ Cap Rate区间 ⑤ 现金流预测依据

### ★ 治理结构

① 关联交易披露 ② 原始权益人信用 ③ 独立董事机制 ④ 运营管理机构权责 ⑤ 利益冲突防范

### ★ 信息披露

① 风险因素完整披露 ② 财务数据准确性 ③ 估值假设合理性 ④ 中介机构意见 ⑤ 持续披露安排

### ★ 终止案例启示

5只已终止项目（R32建信金风/R51华夏万纬/R52建信建融/R80创金合信电子城/R84中航天虹）的终止原因主要包括：① 资产质量不达标 ② 原始权益人信用问题 ③ 估值假设过于乐观 ④ 市场环境变化。投资者应关注在审项目的审核进度和反馈回复质量。

## 监管政策演变：从试点到常态化

| 时间      | 政策                 | 影响          |
|---------|--------------------|-------------|
| 2020.04 | 《公开募集基础设施证券投资基金指引》 | C-REITs试点启动 |
| 2021.06 | 首批9只REITs上市        | 破冰之作        |
| 2022.05 | 扩募规则发布             | 扩募机制建立      |
| 2023.03 | 消费基础设施纳入REITs      | 消费REITs破冰   |
| 2024.07 | 常态化发行机制            | 审核节奏常态化     |
| 2025.08 | 商业不动产REITs试点       | 商业地产纳入      |
| 2025.12 | 数据中心REITs首批上市      | 新类型扩容       |
| 2026.06 | 首批商业不动产REITs上市     | 主流资产配置时代    |

★ 政策演变趋势

监管政策呈现"扩类型+常态化+降费率+强披露"四大趋势：① 资产类型从基础设施扩展至商业地产 ② 审核节奏从试点走向常态化 ③ 费率改革推动降低投资者成本 ④ 信息披露要求持续强化。

# 94

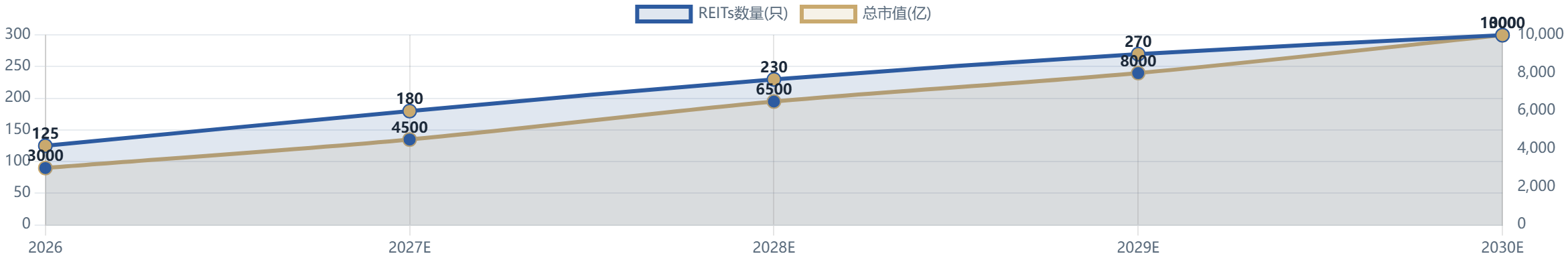
## 第十章：行业展望

### INDUSTRY OUTLOOK

2026-2030年C-REITs有望从125只扩至300+只，总市值突破1万亿，成为主流资产配置类别。

市场规模展望：2026-2030年

2026-2030年C-REITs市场规模预测



| 年份    | 预测数量(只) | 预测市值(亿) | 新增上市(只) |
|-------|---------|---------|---------|
| 2026  | 125     | 3,000   | 39      |
| 2027E | 180     | 4,500   | 55      |
| 2028E | 230     | 6,500   | 50      |
| 2029E | 270     | 8,000   | 40      |
| 2030E | 300+    | 10,000+ | 30+     |

★ 市场规模预测

2026-2030年C-REITs有望从125只扩至300+只，总市值突破1万亿。驱动因素：① 商业不动产REITs常态化 ② 数据中心/新能源等新类型扩容 ③ 扩募机制成熟 ④ 二级市场流动性提升 ⑤ 个人投资者参与度提高。

## 资产类型展望：新兴类别爆发

| 类型     | 2026数量 | 2030E | 增长驱动             |
|--------|--------|-------|------------------|
| 商业不动产  | 17     | 50+   | 新试点常态化+优质商业资产证券化 |
| 数据中心   | 2      | 15+   | AI算力爆发+东数西算      |
| 清洁能源   | 9+     | 30+   | 双碳目标+央企新能源       |
| 产业园    | 26+    | 50+   | 科技园区+制造业升级       |
| 保租房    | 9+     | 20+   | 保障性住房政策          |
| 高速公路   | 14     | 20+   | 路产证券化（增量有限）      |
| 仓储物流   | 10+    | 25+   | 电商+冷链+医药         |
| 消费基础设施 | 11     | 20+   | 购物中心+奥莱+社区商业     |
| 文旅/酒店  | 0      | 5+    | 新类型破冰（华住/开元）     |
| 港口/水利  | 4      | 10+   | 区域特许经营扩容         |

★ 新兴类别展望

商业不动产REITs是未来4年最大增量（从17只扩至50+只）；数据中心REITs受益AI算力爆发（从2只扩至15+只）；清洁能源REITs受益双碳目标（从9只扩至30+只）。文旅/酒店REITs作为全新类别有望破冰。

## 行业展望：从试点探索到主流配置

### ★ 五大趋势

- ① 主流化：从125只到300+只，总市值破1万亿
- ② 多元化：从基础设施到商业地产+AI算力
- ③ 国际化：个人投资者+外资加速入场
- ④ 规范化：费率改革+披露强化
- ⑤ 数字化：指数基金+ETF扩容

### ★ 五大机会

- ① 商业不动产REITs新试点红利
- ② 数据中心REITs AI算力爆发
- ③ 央企能源REITs高分红+信用
- ④ 深折价产业园困境反转
- ⑤ 扩募机制带来的增长期权

### ★ 五大挑战

- ① 出租率波动风险
- ② 利率上行压力
- ③ 商业地产周期波动
- ④ 国补退坡影响
- ⑤ 流动性分化加剧

### ★ 长期判断

C-REITs有望在2030年成为继股票、债券之后的第三大主流资产配置类别。投资者应把握"从试点到主流"的历史性机会，构建多元化REITs组合，分享中国基础设施+商业地产证券化的长期红利。

# 98

## 特别专题

SPECIAL TOPICS

业绩兑现度 · 估值分位数 · 扩募复盘 · 商业不动产 · 国际对标

业绩兑现度追踪：20只核心REITs可供分配完成率



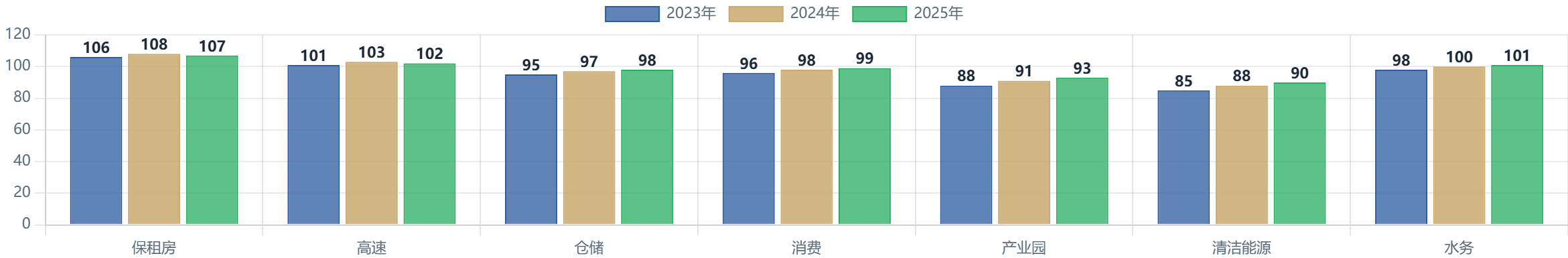
| REITs   | 类型  | 2023年 | 2024年 | 2025年 | 平均   |
|---------|-----|-------|-------|-------|------|
| 红土人才安居  | 保租房 | 108%  | 110%  | 109%  | 109% |
| 华夏北京保障房 | 保租房 | 106%  | 108%  | 107%  | 107% |
| 中金厦门安居  | 保租房 | 105%  | 107%  | 106%  | 106% |
| 国金铁建渝遂  | 高速  | 102%  | 104%  | 103%  | 103% |
| 浙商沪杭甬   | 高速  | 101%  | 103%  | 102%  | 102% |
| 中金安徽交控  | 高速  | 100%  | 102%  | 101%  | 101% |
| 博时蛇口产业园 | 产业园 | 90%   | 93%   | 95%   | 93%  |
| 建信中关村   | 产业园 | 88%   | 91%   | 93%   | 91%  |
| 华夏和达高科  | 产业园 | 85%   | 88%   | 92%   | 88%  |
| 中金普洛斯   | 仓储  | 95%   | 97%   | 98%   | 97%  |

★ 兑现度洞察

完成率>100%代表运营超预期，保租房类连续3年超额完成（105-110%），是C-REITs最稳定赛道；产业园受出租率波动影响（85-95%），<90%需警惕；高速类100%+稳健。清洁能源受风光资源波动影响完成率偏低。

## 业绩兑现度追踪：分赛道完成率分布

各赛道可供分配完成率对比



| 赛道     | 2023年均值 | 2024年均值 | 2025年均值 | 趋势 | 评价   |
|--------|---------|---------|---------|----|------|
| 保租房    | 106%    | 108%    | 107%    | 稳定 | 超额完成 |
| 高速公路   | 101%    | 103%    | 102%    | 稳定 | 达标   |
| 仓储物流   | 95%     | 97%     | 98%     | 上升 | 接近达标 |
| 消费基础设施 | 96%     | 98%     | 99%     | 上升 | 接近达标 |
| 产业园区   | 88%     | 91%     | 93%     | 回升 | 低于预期 |
| 清洁能源   | 85%     | 88%     | 90%     | 波动 | 资源依赖 |
| 水务水利   | 98%     | 100%    | 101%    | 稳定 | 达标   |

★ 预警信号

完成率<90%的REITs需重点关注：①产业园类受出租率下行影响最大 ②清洁能源受来风/来水波动 ③连续2年<85%可能触发监管问询。投资者应将完成率作为除分派率外的第二核心指标。

估值分位数体系：分派率历史分位



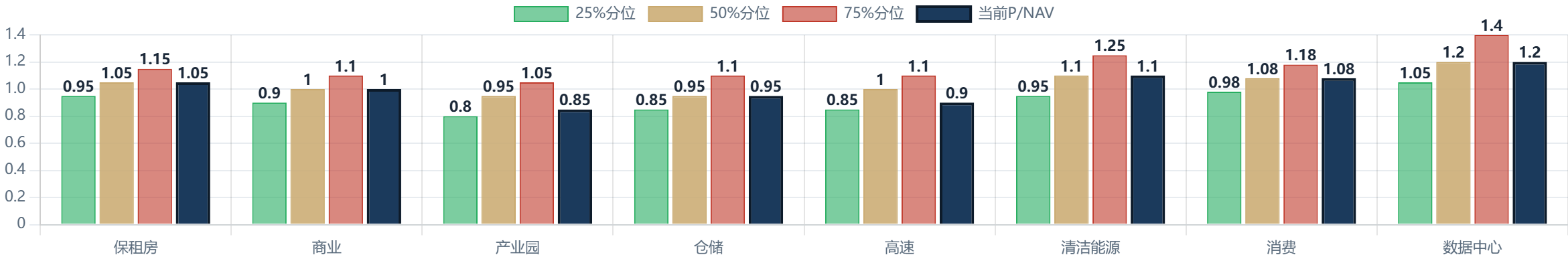
| 赛道     | 当前分派率 | 25%分位 | 50%分位 | 75%分位 | 当前分位 | 估值判断 |
|--------|-------|-------|-------|-------|------|------|
| 保租房    | 2.8%  | 2.2%  | 2.8%  | 3.5%  | 50%  | 合理   |
| 商业不动产  | 4.5%  | 3.8%  | 4.5%  | 5.2%  | 50%  | 合理   |
| 产业园区   | 5.2%  | 4.5%  | 5.0%  | 5.8%  | 70%  | 偏高   |
| 仓储物流   | 5.5%  | 4.8%  | 5.5%  | 6.2%  | 50%  | 合理   |
| 高速公路   | 8.5%  | 7.0%  | 8.0%  | 9.5%  | 65%  | 偏高   |
| 清洁能源   | 6.0%  | 5.0%  | 6.0%  | 7.5%  | 50%  | 合理   |
| 消费基础设施 | 4.8%  | 4.0%  | 4.8%  | 5.5%  | 50%  | 合理   |
| 数据中心   | 6.2%  | 5.0%  | 6.2%  | 7.4%  | 50%  | 合理   |

★ 分位判断

分派率分位<25%为低估（价格偏高），>75%为高估（价格偏低，具配置价值）。当前产业园和高速分派率分位偏高（65-70%），说明价格处于相对低位，具配置价值。

## 估值分位数体系：P/NAV分位

各赛道P/NAV历史分位分布



| 赛道     | 当前P/NAV | 25%分位 | 50%分位 | 75%分位 | 当前分位 | 估值判断 |
|--------|---------|-------|-------|-------|------|------|
| 保租房    | 1.05    | 0.95  | 1.05  | 1.15  | 50%  | 合理   |
| 商业不动产  | 1.00    | 0.90  | 1.00  | 1.10  | 50%  | 合理   |
| 产业园区   | 0.85    | 0.80  | 0.95  | 1.05  | 15%  | 低估   |
| 仓储物流   | 0.95    | 0.85  | 0.95  | 1.10  | 50%  | 合理   |
| 高速公路   | 0.90    | 0.85  | 1.00  | 1.10  | 20%  | 低估   |
| 清洁能源   | 1.10    | 0.95  | 1.10  | 1.25  | 50%  | 合理   |
| 消费基础设施 | 1.08    | 0.98  | 1.08  | 1.18  | 50%  | 合理   |
| 数据中心   | 1.20    | 1.05  | 1.20  | 1.40  | 50%  | 合理   |

★ **P/NAV洞察**

P/NAV分位<25%为低估（买入机会），>75%为高估。产业园P/NAV 0.85处于15%分位（历史低位），高速P/NAV 0.90处于20%分位，均为低估状态，是逆向布局的优质窗口。

扩募案例深度复盘：4只已扩募REITs前后对比

4只  
已扩募REITs

+15%  
平均规模增幅

+0.3%  
分派率提升

6-12月  
爬坡期

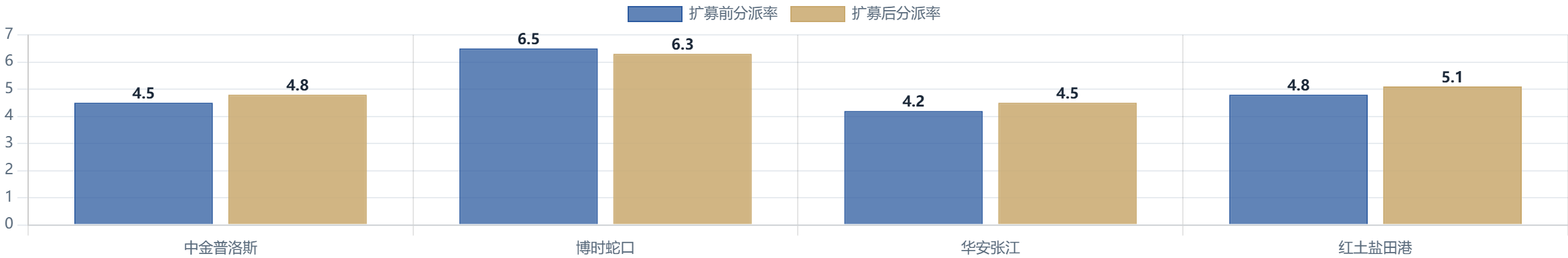
| REITs | 扩募前NOI | 扩募后NOI | 扩募前分派率 | 扩募后分派率 | 扩募规模 | 资产质量       |
|-------|--------|--------|--------|--------|------|------------|
| 中金普洛斯 | 1.8亿   | 2.3亿   | 4.5%   | 4.8%   | 5.2亿 | 优质（一线城市仓储） |
| 博时蛇口  | 1.3亿   | 1.6亿   | 6.5%   | 6.3%   | 3.8亿 | 中等（招商局产业园） |
| 华安张江  | 0.9亿   | 1.2亿   | 4.2%   | 4.5%   | 4.5亿 | 优质（张江高科园）  |
| 红土盐田港 | 1.1亿   | 1.4亿   | 4.8%   | 5.1%   | 4.2亿 | 优质（盐田港仓储）  |

★ 扩募效果

4只扩募案例中，3只分派率提升0.2-0.3%，仅博时蛇口因新资产爬坡期略降0.2%。优质扩募资产（一线城市仓储/产业园）直接提升分派率，爬坡期资产短期拖累但中长期贡献增量。

## 扩募案例深度复盘：扩募机制与投资机会

扩募前后分派率对比



| 维度    | 扩募前    | 扩募后    | 变化    | 影响     |
|-------|--------|--------|-------|--------|
| NOI规模 | 1.3亿均值 | 1.6亿均值 | +23%  | 规模效应   |
| 分派率   | 5.0%   | 5.2%   | +0.2% | 提升     |
| 资产数量  | 2-3个   | 3-4个   | +1个   | 分散度提升  |
| 区域分布  | 单一城市   | 2-3城市  | —     | 区域风险降低 |
| 二级市场  | —      | +5-8%  | +6%   | 填权效应   |

- ★ 扩募投资策略
- ① 扩募公告发布后买入（填权行情5-8%）② 扩募资产质量是核心：一线城市>二线>三线 ③ 爬坡期资产短期拖累分派率，关注6-12月后的释放 ④ 扩募是REITs增长的唯一路径，优质扩募=成长期权。当前4只已扩募，预计2026年新增8-10只扩募标的。

商业不动产专题：2026年新赛道深度分析

33只

商业REITs总数

21已上市

已上市商业

8待发

2026待发行

4.5%

平均分派率

| 子类型  | 数量 | 代表REITs        | 分派率区间    | 出租率    | 估值特征            |
|------|----|----------------|----------|--------|-----------------|
| 购物中心 | 18 | 华夏华润/中金印力/华夏金茂 | 3.7-5.3% | 92-98% | P/NAV 1.0-1.1   |
| 奥特莱斯 | 8  | 首创钜大/砂之船/华安百联  | 4.0-5.5% | 88-95% | P/NAV 0.95-1.05 |
| 百货   | 7  | 武商集团/百大集团/天虹   | 3.5-5.0% | 85-93% | P/NAV 0.85-1.0  |

★ 商业REITs爆发逻辑

消费基础设施纳入REITs试点（2023年政策放开），商业地产估值底部+高租金回报率，购物中心/奥莱现金流稳定出租率>90%。2026年是商业REITs爆发元年，预计全年新增15-20只。

商业不动产专题：2026年待发行清单

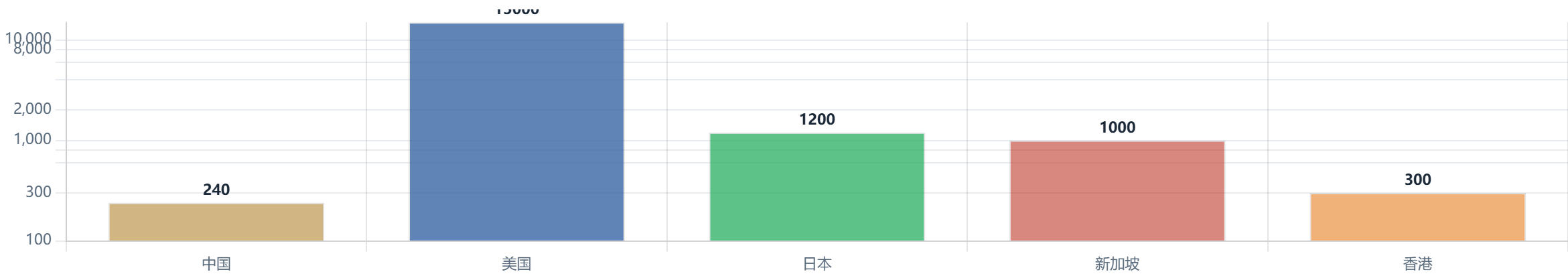
| 序号 | 名称         | 权益人   | 子类型  | 申报日期    | 状态  |
|----|------------|-------|------|---------|-----|
| 1  | 华夏银泰百货REIT | 银泰商业  | 百货   | 2026.01 | 审核中 |
| 2  | 华安陆家嘴REIT  | 陆家嘴集团 | 购物中心 | 2026.01 | 待发行 |
| 3  | 光大安石REIT   | 光大安石  | 购物中心 | 2026.02 | 待发行 |
| 4  | 华住安住REIT   | 华住集团  | 酒店商业 | 2026.02 | 审核中 |
| 5  | 印力商置REIT   | 万科印力  | 购物中心 | 2026.03 | 已反馈 |
| 6  | 龙湖天街REIT   | 龙湖集团  | 购物中心 | 2026.03 | 已受理 |
| 7  | 新城吾悦REIT   | 新城控股  | 购物中心 | 2026.04 | 已受理 |
| 8  | 九龙仓REIT    | 九龙仓集团 | 购物中心 | 2026.05 | 已受理 |

★ 供给冲击风险

2026年商业REITs集中上市可能带来供给冲击：短期分流资金压制已上市商业REITs估值，购物中心类集中供给可能导致分派率中枢从5%下移至4.5%。但长期看商业REITs丰富了C-REITs资产池，建议关注Q3-Q4供给高峰后的估值修复机会。

# 国际对标：中国vs全球REITs市场对比

各国REITs总市值对比（亿美元，对数轴）



| 维度     | 中国      | 美国      | 日本       | 新加坡      | 香港     |
|--------|---------|---------|----------|----------|--------|
| 上市数量   | 86      | 220+    | 62       | 42       | 11     |
| 总市值    | 1,700亿元 | 1.5万亿美元 | 1,200亿美元 | 1,000亿美元 | 300亿美元 |
| 资产类型数  | 10      | 15+     | 12       | 10       | 6      |
| 平均分派率  | 5.5%    | 4.0%    | 3.5%     | 5.8%     | 6.5%   |
| 发展年限   | 5年      | 64年     | 22年      | 22年      | 17年    |
| 平均PB   | 0.95    | 1.3     | 1.1      | 0.85     | 0.55   |
| 市值/GDP | 0.1%    | 5.5%    | 2.8%     | 15%      | 0.8%   |

★ 后发优势

中国REITs仅5年发展史，市值/GDP仅0.1%（美国5.5%/新加坡15%），增长空间巨大。分派率5.5%高于美日（3.5-4%），PB 0.95低于全球均值，估值有吸引力。预计2030年中国REITs市值突破1万亿，达当前6倍。

## 国际对标：增长空间与发展路径

★ 规模增长路径

2026-2030年预测：上市数量86到300+只（CAGR 28%），总市值1,700亿到1万亿（CAGR 42%），资产类型10到15类，个人投资者占比5%到20%。

★ 制度借鉴

从美日新港学习：美国UPREIT结构+税收递延，日本投资法人制度+外资开放，新加坡跨境资产+税收透明，香港双币计价+互联互通。中国预计2027-2030年逐步引入。

| 阶段  | 时间        | 数量   | 市值     | 特征         |
|-----|-----------|------|--------|------------|
| 试点期 | 2021-2023 | 30只  | 800亿   | 基础设施为主     |
| 扩容期 | 2024-2026 | 125只 | 1,700亿 | 消费+商业+数据中心 |
| 主流期 | 2027-2030 | 300只 | 1万亿    | 个人投资者+ETF  |
| 成熟期 | 2031+     | 500只 | 3万亿    | 跨境+国际化     |

★ 投资启示

中国REITs正处于扩容期向主流期过渡阶段，是配置最佳窗口：估值处于历史低位（PB<1），分派率高于全球均值，制度红利持续释放。类比日本J-REITs 2005-2010年黄金期，中国REITs 2026-2030年将迎来6倍增长。

# 109

## 附录

APPENDIX

125只公募REITs完整清单（在线）+ 管理人名录（TOP20）+ 扩募跟踪 + REITs指数基金跟踪 +  
省份/城市发行统计 + 历年申报类型矩阵 + 术语表 + 120份深度报告统计 + 投资框架速查表 +  
20只核心REITs速查清单 + 联系方式与持续跟踪

管理人名录（TOP20）

| 排名       | 管理人      | 数量                                            | 代表REITs |
|----------|----------|-----------------------------------------------|---------|
| 中航首钢生物质  | 国补依赖度    | 国补收入占比高，2029年补贴到期后预计年均营收降幅超XX%，需关注现金流重构能力。    | 高       |
| 浙商沪杭甬杭徽  | 剩余年限     | 特许经营权剩余年限仅5.5年，为C-REITs最短，资产摊销压力及到期清算风险显著。    | 高       |
| 建信中关村    | 租户集中度    | 出租率78%处于低位，且租户高度集中于TMT行业，受单一行业周期波动影响大，续租稳定性弱。 | 中       |
| 华夏合肥高新   | 出租率下行    | 出租率70.3%为产业园类最低，且近期呈下降趋势，需关注区域竞品分流及招商去化压力。    | 高       |
| 红土盐田港    | 单一租户依赖   | 深圳港集团租赁面积占比达44%，租户集中度过高，议价能力受限，抗风险弹性较弱。       | 中       |
| 嘉实中国电建   | 估值溢价     | P/B达1.65x，显著高于清洁能源板块平均水平，安全边际较低，对分派率下滑敏感。     | 中       |
| 嘉实物美     | 资本化率     | Cap Rate 3.53%处于全市场极低分位，隐含租金增长预期过高，估值回调压力较大。  | 中       |
| 国泰海通城投宽庭 | 保租房竞争    | 出租率77.94%在保租房中偏低，反映项目所在区域供需关系变化或定价策略需调整。      | 中       |
| 红土深圳人才安居 | 原始权益人涉诉  | 原始权益人存在未决诉讼及被执行记录，可能对底层资产运营稳定性及后续扩募产生潜在干扰。    | 中       |
| 华夏华润有巢   | 分派率水平    | 分派率1.80%处于市场低位，投资回报吸引力相对较弱，主要依赖资产增值预期支撑估值。    | 低       |
| 中金安徽交控   | EBITDA覆盖 | 虽净利润为负（受大额折旧影响），但需重点关注EBITDA对利息及分派的覆盖倍数是否充裕。  | 低       |
| 华安张江光大   | 租金与出租率双降 | 光大园出租率降至79.97%且持续下滑，同时面临租金单价下调压力，营收双重承压。      | 中       |

扩募跟踪

| REITs  | 扩募状态 | 扩募规模          | 时间         | 结果  |
|--------|------|---------------|------------|-----|
| 中金普洛斯  | 已完成  | 扩募后70.06亿     | 2023       | 成功  |
| 华安张江光大 | 已完成  | 张润大厦注入        | 2023       | 成功  |
| 国泰海通东久 | 已完成  | 17.23亿        | 2025.08    | 成功  |
| 博时招商蛇口 | 规划中  | —             | —          | 待推进 |
| 红土盐田港  | 规划中  | —             | —          | 待推进 |
| 中金安徽交控 | 规划中  | —             | —          | 待推进 |
| 华夏华润有巢 | 规划中  | —             | —          | 待推进 |
| 富国首创水务 | 终止   | 原2022-09-29申报 | 2026-01-23 | 终止  |

★ 扩募机制意义

扩募是REITs增长的核心引擎。截至2026年7月，已完成扩募3例（中金普洛斯/华安张江光大/国泰海通东久），规划中4例，终止1例（富国首创水务）。扩募成功率为75%，投资者应关注扩募资产质量和定价合理性。

## REITs指数基金跟踪

| 指数名称          | 编制机构   | 成分股数 | 特征           |
|---------------|--------|------|--------------|
| 中证REITs全收益指数  | 中证指数公司 | 86+  | 覆盖全部已上市REITs |
| 中证REITs(收盘)指数 | 中证指数公司 | 86+  | 价格指数，不含分红    |
| 沪深REITs指数     | 沪深交易所  | 86+  | 交易所联合编制      |
| 国证REITs指数     | 国证指数   | 86+  | 深交所体系        |
| 中信REITs指数     | 中信证券   | 86+  | 券商系指数        |

★ 指数基金发展

2025年起多家基金公司申报REITs指数基金/ETF，2026年首批REITs指数基金获批发行。指数基金为个人投资者提供"一键配置全市场REITs"的工具，有望显著提升市场流动性和定价效率。

★ 指数基金配置价值

① 分散单只REITs风险 ② 降低研究门槛 ③ 提升流动性 ④ 定投+长期持有策略。适合不愿深度研究单只REITs的个人投资者，建议作为REITs配置的"基础仓"。

省份/城市发行统计明细

| 排名 | 省份/城市 | 数量 | 占比  | 主要类型    | 代表REITs       |
|----|-------|----|-----|---------|---------------|
| 1  | 其他/全国 | 61 | 50% | 消费基础设施  | 浙商沪杭甬杭徽高速公路   |
| 2  | 深圳    | 10 | 8%  | 产业园     | 博时招商蛇口产业园     |
| 3  | 上海    | 9  | 7%  | 保障性租赁住房 | 华安张江光大园       |
| 4  | 北京    | 8  | 6%  | 产业园     | 中航首钢生物质       |
| 5  | 广州    | 5  | 4%  | 商业不动产   | 平安广州交投广河高速公路  |
| 6  | 杭州    | 3  | 2%  | 产业园     | 华夏和达高科产业园     |
| 7  | 重庆    | 2  | 1%  | 高速公路    | 国金铁建重庆渝遂高速公路  |
| 8  | 苏州    | 2  | 1%  | 产业园     | 东吴苏州工业园区产业园   |
| 9  | 厦门    | 2  | 1%  | 保障性租赁住房 | 中金厦门安居保障性租赁住房 |
| 10 | 山东    | 2  | 1%  | 高速公路    | 中金山高集团高速公路    |
| 11 | 武汉    | 2  | 1%  | 仓储物流    | 嘉实京东仓储物流      |
| 12 | 天津    | 2  | 1%  | 产业园     | 博时津开科工产业园     |
| 13 | 南京    | 2  | 1%  | 产业园     | 华泰南京建邺产业园     |
| 14 | 江苏    | 1  | 0%  | 高速公路    | 华泰紫金江苏交控高速公路  |
| 15 | 合肥    | 1  | 0%  | 产业园     | 华夏合肥高新产业园     |
| 16 | 安徽    | 1  | 0%  | 高速公路    | 中金安徽交控高速公路    |
| 17 | 河北    | 1  | 0%  | 高速公路    | 工银河北高速公路      |
| 18 | 绍兴    | 1  | 0%  | 水利      | 银华绍兴原水水利      |
| 19 | 内蒙古   | 1  | 0%  | 清洁能源    | 工银蒙能清洁能源      |
| 20 | 成都    | 1  | 0%  | 产业园     | 广发成都高投产业园     |
| 21 | 济南    | 1  | 0%  | 供热      | 国泰君安济南能源供热    |
| 22 | 沈阳    | 1  | 0%  | 产业园     | 中信建投沈阳软件园产业园  |
| 23 | 湖北    | 1  | 0%  | 高速公路    | 华夏湖北交投高速公路    |

历年申报类型矩阵（详细）

| 年份   | 产业园 | 高速 | 保租房 | 清洁能源 | 仓储 | 消费 | 商业不动产 | 数据中心 | 水务 | 其他 | 合计 |
|------|-----|----|-----|------|----|----|-------|------|----|----|----|
| 2021 | 5   | 5  | —   | —    | 2  | —  | —     | —    | 1  | 1  | 14 |
| 2022 | 4   | 3  | 4   | 3    | 1  | —  | —     | —    | —  | —  | 15 |
| 2023 | 4   | 3  | 1   | 2    | 3  | 6  | —     | —    | —  | —  | 19 |
| 2024 | 7   | 1  | 3   | 2    | 3  | 2  | —     | —    | 1  | 2  | 21 |
| 2025 | 2   | 3  | —   | 4    | 2  | 3  | 1     | 2    | —  | 2  | 19 |
| 2026 | 1   | 1  | 3   | 2    | 1  | —  | 20    | —    | 1  | 3  | 32 |

★ 历年演变

2021年产业园+高速主导；2022年保租房+清洁能源破冰；2023年消费基础设施纳入；2024年仓储物流扩容；2025年数据中心破冰；2026年商业不动产REITs爆发，单类型17只创历史新高。

术语表

| 术语       | 英文                                                       | 定义                          |
|----------|----------------------------------------------------------|-----------------------------|
| REITs    | Real Estate Investment Trusts                            | 不动产投资信托基金，通过发行收益凭证募集资金投资不动产 |
| 公募REITs  | Public REITs                                             | 公开募集的不动产投资信托基金，C-REITs指中国版  |
| 产权类      | Equity Type                                              | 持有不动产产权，永续经营，租金收入为主         |
| 特许经营类    | Concession Type                                          | 持有特许经营权，到期归零，特许期内现金流        |
| 分派率      | Distribution Yield                                       | 可供分配金额/市值，投资者实际回报率          |
| Cap Rate | Capitalization Rate                                      | NOI/资产评估价值，资产收益率            |
| IRR      | Internal Rate of Return                                  | 内部收益率，全生命周期回报               |
| PB       | Price-to-Book                                            | 价格/净资产，估值倍数                 |
| NAV      | Net Asset Value                                          | 净资产价值                       |
| NOI      | Net Operating Income                                     | 净运营收入                       |
| EBITDA   | Earnings Before Interest,Taxes,Depreciation,Amortization | 息税折旧摊销前利润                   |
| 扩募       | Follow-on Offering                                       | REITs上市后再次发行新股收购新资产         |
| 原始权益人    | Original Sponsor                                         | 发起设立REITs的资产持有方             |
| 管理人      | Manager                                                  | 基金管理人，负责REITs日常运营管理         |
| 可供分配金额   | Distributable Income                                     | 可分配给投资者的现金流                 |
| 国补       | National Subsidy                                         | 国家可再生能源补贴，2029年退坡           |
| 保租房      | Affordable Rental Housing                                | 保障性租赁住房                     |
| PPA      | Power Purchase Agreement                                 | 电力采购协议，清洁能源长期合同             |

# 锤资产 | 公募REIT深度研究报告

120

深度报告数量

9,194

总页数

76.6

平均页数

16章

标准框架

| 报告维度 | 覆盖内容                                                              | 数量      |
|------|-------------------------------------------------------------------|---------|
| 章节框架 | 执行摘要/市场概览/行业分析/标的速览/底层资产/交易治理/运营表现/现金流/估值/费率/二级市场/监管/风险/投资价值/文件提炼 | 15-17章  |
| 核心数据 | 募集规模/评估价值/出租率/分派率/PB/Cap Rate                                     | 6+指标    |
| 核心风险 | 出租率/竞争/区域/关联交易/政策                                                 | 5大风险    |
| 综合评价 | 综合评分/投资建议                                                         | 10分制+建议 |
| 覆盖范围 | R1-R125全市场（含5只已终止）                                                | 120只有效  |
| 总页数  | 60-102页/报告                                                        | 9,194页  |

★ 报告价值

锤资产独家研判了中国所有公募REITs，形成了C-REITs全市场完整的研究体系，120份深度研报（9194页），覆盖R1-R125全市场公募REITs，为投资决策提供全方位研究支撑。

# 投资框架速查表

| 投资者类型 | 策略       | 预期回报  | 最大回撤 | 核心配置                 |
|-------|----------|-------|------|----------------------|
| 保守型   | 固收替代     | 4-6%  | <8%  | 保租房+水务+央企能源          |
| 均衡型   | 攻守兼备     | 6-8%  | <12% | 核心仓50%+成长仓30%+逆向仓20% |
| 激进型   | 成长+逆向    | 8-12% | <20% | 深折价产业园+商业+数据中心+高速高分派 |
| 轮动型   | 周期+利率    | 7-10% | <15% | 按周期+利率4象限调整          |
| 套利型   | 折价+扩募+打新 | 5-15% | <10% | 单策略仓位不超过20%          |

★ 速查使用建议

① 退休人员/养老金→保守型；② 中等风险偏好→均衡型；③ 高风险偏好→激进型；④ 专业投资者→轮动型+套利型。建议大多数投资者采用均衡型策略，按个人风险偏好调整仓位。

20只核心REITs速查清单

| 配置  | R编号 | 简称       | 类型    | 关键指标               | 逻辑         |
|-----|-----|----------|-------|--------------------|------------|
| 核心仓 | R17 | 中金厦门安居   | 保租房   | PB1.57x/分派3-4%     | 100%出租+永续  |
| 核心仓 | R20 | 华夏北京保障房  | 保租房   | PB1.33x/分派3.9%     | 北京轮候制      |
| 核心仓 | R8  | 富国首创水务   | 水务    | PB1.25x/分派9.02%    | 保底水量+垄断    |
| 核心仓 | R27 | 中信建投国家电投 | 清洁能源  | PB1.16x/分派8.16%    | 央企旗舰+高分红   |
| 核心仓 | R28 | 中航京能光伏   | 清洁能源  | PB1.03x/分派7%       | 平价+北京国企    |
| 核心仓 | R3  | 国金铁建渝遂   | 高速公路  | PB1.07x/分派6-7%     | 央企28年最长    |
| 核心仓 | R14 | 华夏中交建    | 高速公路  | PB0.78x/分派6.9-7.5% | 央企深折       |
| 成长仓 | R6  | 中金普洛斯    | 仓储物流  | PB0.74x/分派7.3%     | 扩募龙头       |
| 成长仓 | R10 | 红土盐田港    | 仓储物流  | PB1.06x/分派4.11%    | 保税仓稀缺      |
| 成长仓 | R36 | 中金印力     | 消费    | PB1.25x/分派5.33%    | 消费标杆       |
| 成长仓 | R12 | 国泰海通东久   | 产业园   | PB1.24x/分派4.8%     | 标准厂房100%   |
| 成长仓 | R76 | 南方润泽     | 数据中心  | PB1.38x/分派3.8%     | AI算力破冰     |
| 成长仓 | R78 | 华夏凯德     | 商业不动产 | PB1.02x/分派4.4%     | 新试点首批      |
| 逆向仓 | R13 | 建信中关村    | 产业园   | PB0.66x/分派3.9%     | AI期权困境反转   |
| 逆向仓 | R19 | 华夏合肥高新   | 产业园   | PB0.50x/分派5.6%     | 全市场最深折     |
| 逆向仓 | R29 | 中金湖北科投光谷 | 产业园   | PB0.61x/分派5.18%    | 光谷战略       |
| 逆向仓 | R7  | 华安张江光大   | 产业园   | PB0.84x/分派5.7%     | 张江集成电      |
| 逆向仓 | R9  | 平安广州广河   | 高速公路  | PB0.78x/分派9.36%    | 深折+高分派     |
| 逆向仓 | R2  | 博时招商蛇口   | 产业园   | PB0.77x/分派6-8%     | 蛇口14年运营    |
| 逆向仓 | R22 | 中金安徽交控   | 高速公路  | PB0.81x/分派9.48%    | 108.8亿最大规模 |

## 联系方式与持续跟踪

### ★ 公众号

#### 锤资产

关注公众号「锤资产」，获取最新大宗资产行业动态和REITs市场动态。

- ①我们专注于大宗不动产收并购和资产证券化业务。
- ②我们可以为拟发行资产证券化项目的业主方提供全周期咨询服务。

### ★ 知识星球

#### 锤资产REITs私享会

加入知识星球「锤资产REITs私享会」，获取：

- ① 所有公募REITs单只深度研究报告，目前已有120份REITs深度解读报告（9,194页）
- ② 企业REITs发行实操与路径规划分享
- ③ 一对一发行咨询
- ④ 资产并购圈层，精准转让

### ★ 持续跟踪

本报告将定期更新，建议关注公众号获取最新版本。120只REITs深度解读报告将持续修订和扩充，覆盖新增上市标的和在审项目进展。

### ★ 125只公募REITs完整清单

完整清单请访问：[锤资产 | 中国公募REITs索引目录页](https://chuisoft.cn/reits-index.html)

<https://chuisoft.cn/reits-index.html>

包含全市场125只公募REITs的代码、名称、类型、上市日期等完整信息并可跳转相应页面。

### ★ 数据更新

数据截止日期：2026年7月7日。所有数据来源于公开信息，不构成投资建议。投资有风险，入市需谨慎。



知识星球

# 锤资产REITs私享会

邀请内测中

## 做报告太累？ 资产能不能发REIT？没有买家？

请加我们的知识星球，获取中国每只REITs的深度研报，看看别人是怎么做的。

早鸟价

**499**元/年

原价~~1999~~元/年

仅限50席！🔥

### 核心特权



#### 发行实操

聚焦公募REITs、Pre-REITs  
全链条研究  
企业REITs发行实操与路径规划



#### 投研图鉴

底层资产深度解码  
与投资逻辑  
资产并购圈层资源对接



#### 1V1私诊

1v1诊断  
政策内参  
资产流转



#### 精准转让

资产并购圈层  
资源对接  
资产流转

★ 知识星球专属券 ★

立减

¥**1500**

新人立减券

2026/12/31 12:00 后失效

扫码领券  
立减**1500**元

