

总量研究

首批公募 REITs 上市后表现及投资收益分析

——REITs 专题研究报告之一

要点

1、从动态数据来看，首批公募 REITs 上市后表现可分为三个阶段

第一阶段（上市首日 2021 年 6 月 21 日）：在“打新”情绪的带动下，公募 REITs 上市首日的价格整体上涨，且成交较为活跃。第二阶段（2021 年 6 月 22 日—8 月下旬）：成交冷淡，价格低位震荡。第三阶段（2021 年 8 月下旬至今）：活跃度上升，价格走势向好。

2、从静态数据来看，REITs 虽均呈现上涨态势，但涨幅略有分化

通过回溯每类 REITs 的溢价率，截至 2021 年 12 月 27 日，我们发现环保类 REITs 溢价率大于仓储物流类 REITs，而仓储物流类 REITs 的涨幅高于产业园区类 REITs，相比之下，高速公路类 REITs 价格上涨最不明显。我们认为其价格涨势最好的原因可归结为三点：其一、可交易规模较小，少量资金的进入或将带动价格明显的弹升；其二，国家持续出台环保类政策，行业发展前景广阔；其三，行业壁垒较高，现金流稳定性强。仓储物流 REITs 价格走势较好的主要原因在于投资人对仓储物流行业发展前景较为期待，预期现金流成长性最强。产业园区 REITs 二级市场价格走势弱于前两类 REITs 的主要原因是市场对其现金流的稳定性预期弱于环保类 REITs，对其现金流成长性预期低于仓储物流类 REITs。公共交通类的 REITs 二级市场价格涨势相对较弱，其主要原因在于：第一、可交易规模较大，等量的资金进入较难抬升价格；第二、成熟 REITs 市场中并未有相似底层资产，因此投资人在分析时难以获取可对标资产，或导致购买意愿不足。

3、以内部收益率为切入视角的 REITs 投资性价比分析

基础设施公募 REITs 收益虽然分别来自资产端和产品端，但产品端的收益主要受资产端运营的影响。公募 REITs 资产端的收益主要来自于基金的现金分派以及未来底层资产的增值收益（增值收益部分特指产权类 REITs）。产品端方面，短期来看，尤其是在 REITs 大量资金被锁定期间，产品端的价格波动受市场情绪、投资者风险偏好、宏观经济等因素影响较大，但由于首批公募 REITs 至少要以募集资金的 80%（实际情况均高于 80%）投向标的项目，长期来看底层资产运营情况及收益对产品端估值影响仍占主导，因此我们认为应重点关注底层资产产生现金流并通过其测算可为投资人带来实际收益率。部分投资人认为在分析资产端收益率时应重点关注 REITs 的现金分派率，但我们认为由于不同产品的现金分派方式不同，因此现金分派率缺乏可比性，对比每类 REITs 实际收益率时，IRR 或更具参考价值。

整体来看，首批 REITs 的底层资产较为优质，且通过对其 IRR 观察后，我们认为其确实具备一定的投资价值，二级市场价格的小幅上涨是合理的。但是，目前部分公募 REITs 的价格已显著高于发行价格，市场或存在一定短期投机行为。事实上，公募 REITs 的收益特征更适合长期持有，建议投资者理性看待 REITs 的短期市场表现，重点关注长期投资价值，避免追涨杀跌。

4、风险提示

- 1、相关政策不及预期的风险。
- 2、外界不可抗力带来的风险。
- 3、因经济下行或管理人能力欠缺，基础资产项目经营不及预期的风险。

作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001

010-58452066

zhang_xu@ebsecn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001

010-58452070

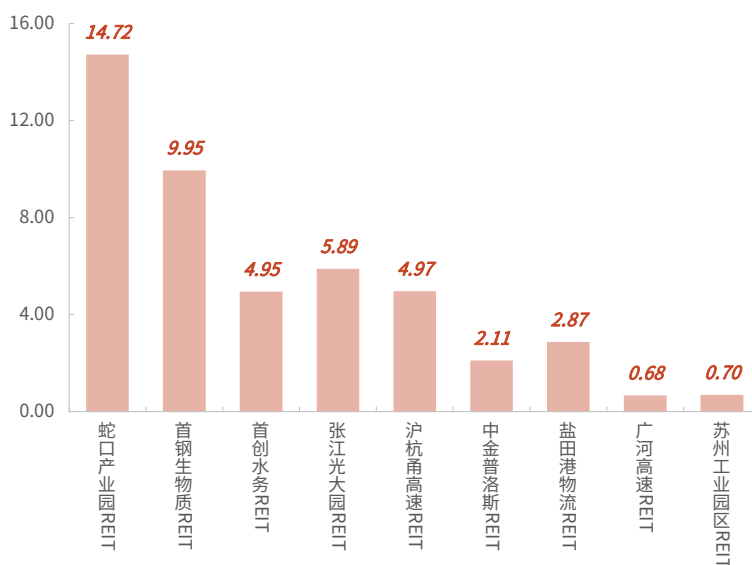
weiwx@ebsecn.com

1、从动态数据来看，首批公募 REITs 上市后表现可分为三个阶段

首批公募 REITs 上市已 6 月有余，通过回溯 9 只公募 REITs 在二级市场上的表现，可大致将其分成三个阶段。首批公募 REITs 自 2021 年 6 月 21 日正式上市，从经营属性来看，可将 9 只公募 REITs 分为产权类 REITs 和特许经营权类 REITs。从产品类别来看，9 只公募 REITs 又可分为环保 REITs、高速公路 REITs、产业园区 REITs 和仓储物流 REITs。我们通过回顾首批公募 REITs 上市以来的涨跌幅和成交量的情况，将其上市后的表现分成三个阶段。

第一阶段（上市首日）：在“打新”情绪的带动下，公募 REITs 上市首日的价格整体上涨，且成交较为活跃。从价格走势来看（我们通过溢价率这一指标来对 REITs 的价格走势进行判断），9 只公募 REITs 均呈现一定的涨势。具体来看，REITs 上市首日的平均溢价率为 5.2%，其中溢价率最高的为蛇口产业园 REIT（以下简称“蛇口产业园 REIT”）。

图表 1：9 只公募 REITs 上市首日溢价率

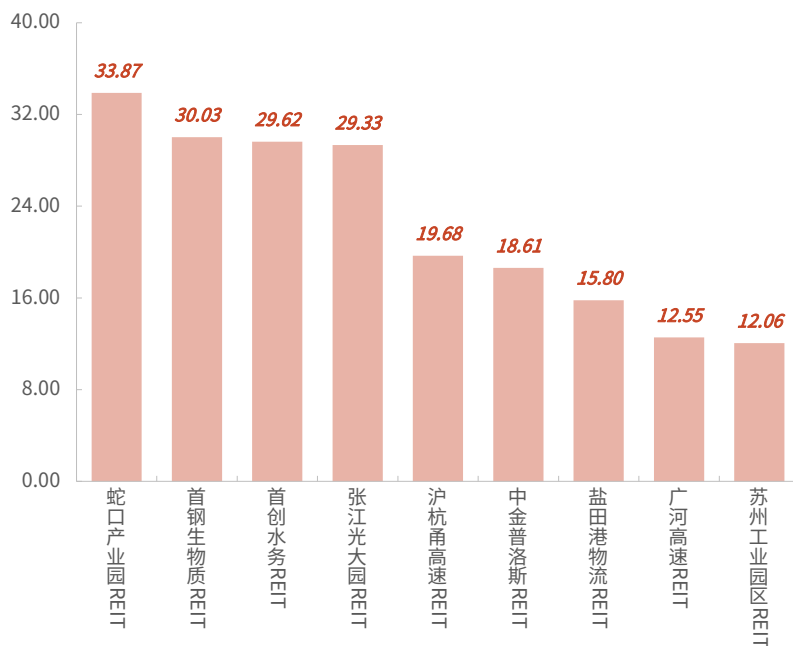


资料来源：Wind，光大证券研究所绘制 单位：%

统计时间：2021 年 6 月 21 日

从成交情况来看，9 只公募 REITs 的总体成交量高达 4.27 亿份，成交规模为 18.6 亿元，平均换手率为 20.99%，回溯 REITs 上市 6 个月以来的数据，其上市首日的成交活跃度处于历史最高水平。具体来看，换手率超过 30% 的 REITs 共有两只，分别为蛇口产业园 REIT 和首钢生物质 REIT；换手率在 20%—30% 之间的 REITs 分别为首创水务 REIT 和张江光大园 REIT，换手率在 15%—20% 之间的 REITs 共有三只，换手率在 10%—15% 之间的 REITs 共有两只。此外，我们还测算了 9 只公募 REITs 的溢价率与换手率这两项指标的相关性，发现其相关系数高达 0.87，可以看出 REITs 的成交活跃度与价格走势整体趋于一致。

图表 2：9 只公募 REITs 上市首日的换手率情况

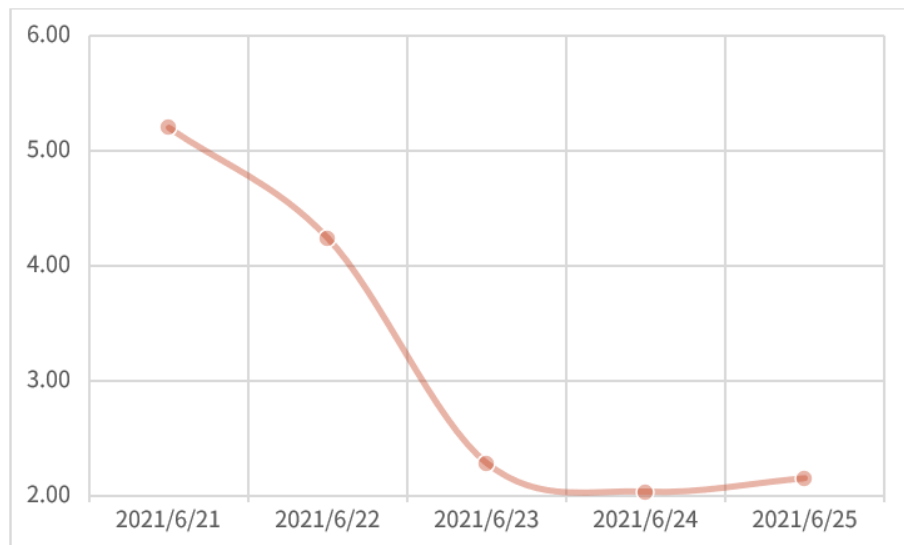


资料来源：Wind，光大证券研究所绘制 单位：%

统计时间：2021年6月21日

第二阶段（6月22日—8月下旬）：成交冷淡，价格低位震荡。自“打新”之日后，9只公募REITs的成交活跃度及价格走势纷纷回落。**从价格走势来看**，2021年6月22日，9只公募REITs的平均溢价率降至4.24%，截至上市第一周最后一个交易日，平均溢价率跌至2.15%，其中广河高速REIT率先破发。此后盐田物流港、中金普洛斯、苏州工业园等REITs均出现了不同程度的破发。

图表 3：9 只公募 REITs 上市首日后价格逐渐下滑

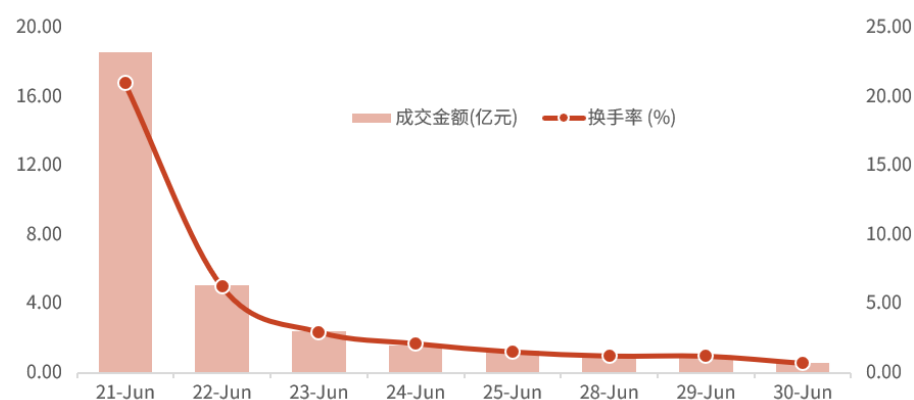


资料来源：Wind，光大证券研究所绘制 单位：%

统计区间：2021年6月21日—2021年6月25日

成交活跃度方面，REITs 上市次日，平均换手率降至 6.27%，较上一日下降约 14.7 个百分点，此后一直延续下跌态势。截至 2021 年 6 月 30 日，9 只公募 REITs 的平均换手率首次跌至 1% 以下。REITs 的成交量同样呈现明显的下跌状态，截至 2021 年 6 月 29 日，REITs 的整体成交量首次跌破 1 亿元。在此后的一段时间里，REITs 的价格走势及成交情况均维持在一个相对冷淡的状态。我们认为，此阶段 REITs 低迷状态的原因可大致归结为三点：**第一**、REITs 作为一个较新的品种出现在市场上，部分投资者对其底层资产的估值逻辑、二级市场的价格中枢以及未来现金流的分派情况均存在不同程度的困惑，因此在前期呈现出了观望的状态。**第二**、初期阶段，部分机构并未完善 REITs 的交易系统，导致购买力存在一定不足。**第三**、REITs 首日的涨幅及成交量的异常活跃主要受“打新”效应的影响，体现出其股性特征。然而 REITs 这一品类兼具债性，具备长期投资价值，其价格与成交量的回落属于正常的价值回归。

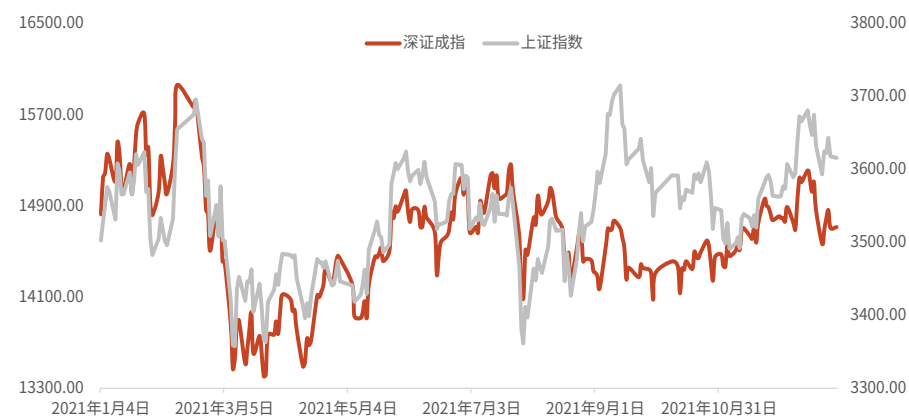
图表 4：9 只公募 REITs 上市首日后成交金额及换手率逐步下滑



资料来源：Wind，光大证券研究所绘制 左轴：成交金额；右轴：换手率 统计区间：2021 年 6 月 21 日—2021 年 6 月 30 日

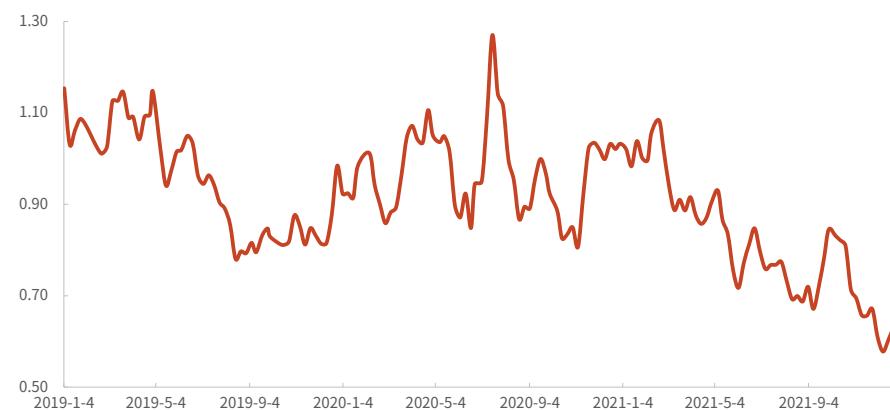
第三阶段（8 月下旬至今）：活跃度上升，价格走势向好。股市方面，自今年 8 月底以来，在宏观经济面临一定的下行压力以及政策监管的双重因素下，股市整体回调，上证指数及深证成指均呈现不同程度的回落。债市方面，部分具备较高收益的债券信用风险持续发酵，而优质债券的收益又略显不足（以 AAA 级城投债为例，其信用利差持续压缩），在此背景下，挤压出一定资金配置需求，因此市场再一次将目光聚焦在 REITs 这一新型品类上，REITs 优势凸显。首先，政策支持下投资者收益保障仍是公募基建 REITs 市场吸引力的关键；其次，REITs 强制分红的特征可定期为投资者提供稳定的现金分派，补充投资人的流动性。

图表 5：上证指数与深证成指走势



资料来源：Wind，光大证券研究所绘制 左轴：深圳成指；右轴：上证指数 统计区间：2021 年 1 月 4 日—2021 年 12 月 27 日

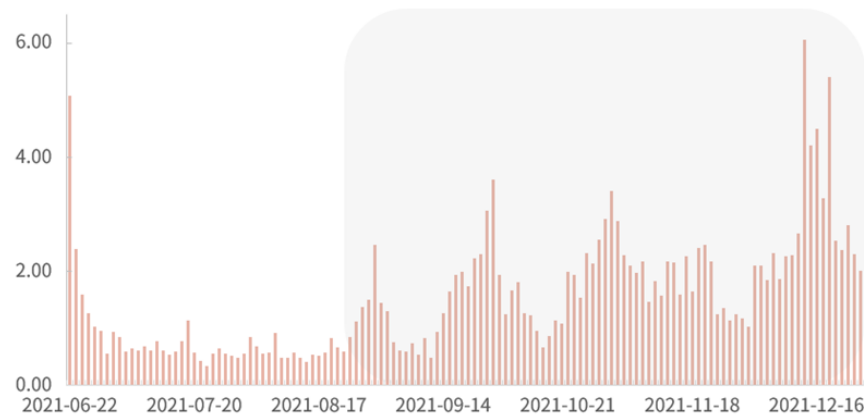
图表 6：AAA 级城投债利差走势



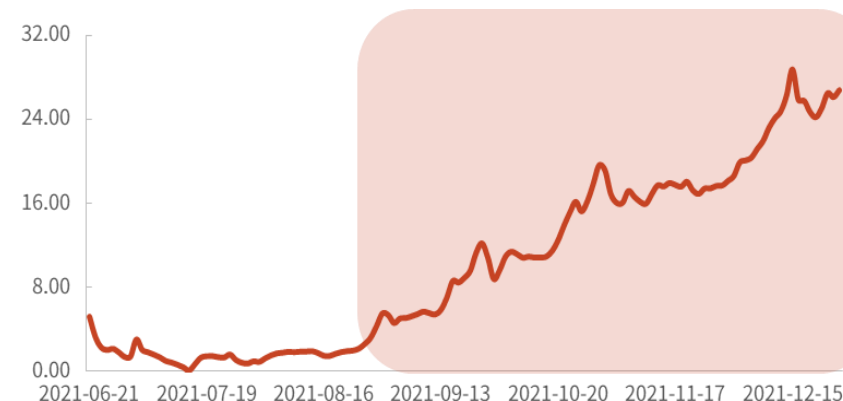
资料来源：Wind，光大证券研究所绘制 统计区间：2019 年 1 月 4 日—2021 年 12 月 24 日 单位：% 注：信用利差基准为国债

从成交活跃度看，自 2021 年 8 月下旬以来，成交量呈现上升趋势，此后虽有小幅波动，但整体成交规模高于 8 月中下旬之前，换手率同样呈现相同趋势。
从价格走势来看，8 月中下旬以来，9 只公募 REITs 价格均呈现明显上行趋势，截至 2021 年 12 月 27 日，公募 REITs 的平均溢价率已高达 26.72%，较上市首日上涨了 21.52 个百分点。

图表 7：9 只公募 REITs 上市第三阶段成交金额明显提升



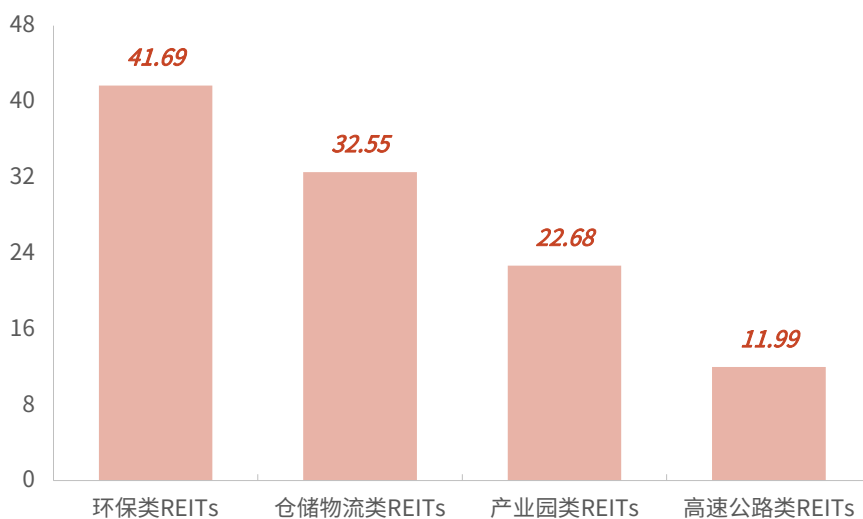
图表 8：9 只公募 REITs 上市第三阶段溢价率明显提升



2、从静态数据来看，REITs 虽均呈现上涨态势，但涨幅略有分化

通过回溯每类 REITs 的溢价率，截至 2021 年 12 月 27 日，我们发现环保类 REITs 溢价率大于仓储物流类 REITs，而仓储物流类 REITs 的涨幅高于产业园区类 REITs，相比之下，高速公路类 REITs 价格上涨最不明显。

图表 9：四类 REITs 溢价率情况

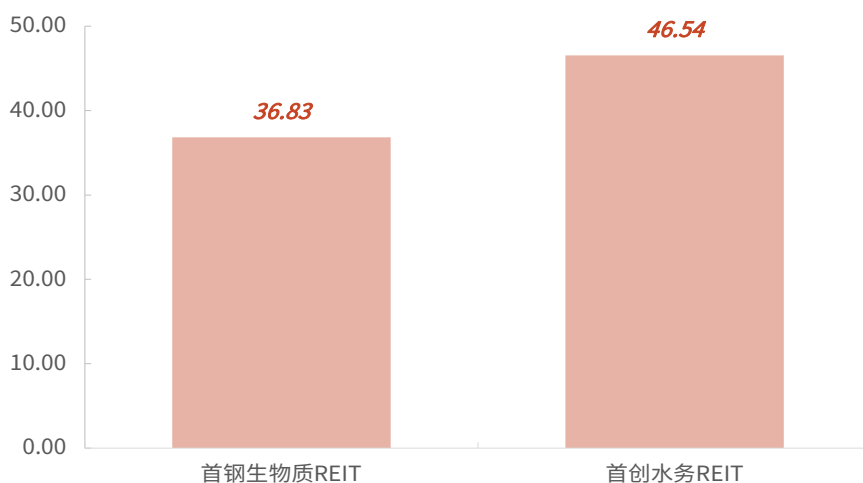


资料来源：Wind，光大证券研究所绘制 单位：%

统计时间：2021 年 12 月 27 日

截至 2021 年 12 月 27 日，环保类 REITs 的平均溢价率高达 41.69%。我们认为其价格上涨最好的原因可归结为三点：**其一、可交易规模较小，少量资金的进入或将带动价格明显的弹升。**环保类 REITs 的发行规模较小，首钢生物质 REIT 与首创水务 REIT 的募集规模分别为 13.38 亿元和 18.50 亿元。另外，根据募集说明书中披露的相关要求，REITs 的原始权益人及其关联方需参与战略配售，且比例不得低于 20%，而这一部分的锁定期不得低于 5 年，超过 20% 的部分锁定期为 3 年。除原始权益人及关联方以外的战略配售部分锁定期是 1 年。两只环保类 REITs 的战略配售占比分别为 60%（首钢生物质 REIT）和 76%（首创水务 REIT），场内可交易金额均处于较低水平。在等量资金进入的情况下，可交易金额越小的 REITs，价格的涨幅将会大于可交易金额大的 REITs。

图表 10：环保 REITs 溢价率情况



资料来源：Wind，光大证券研究所绘制 单位：%

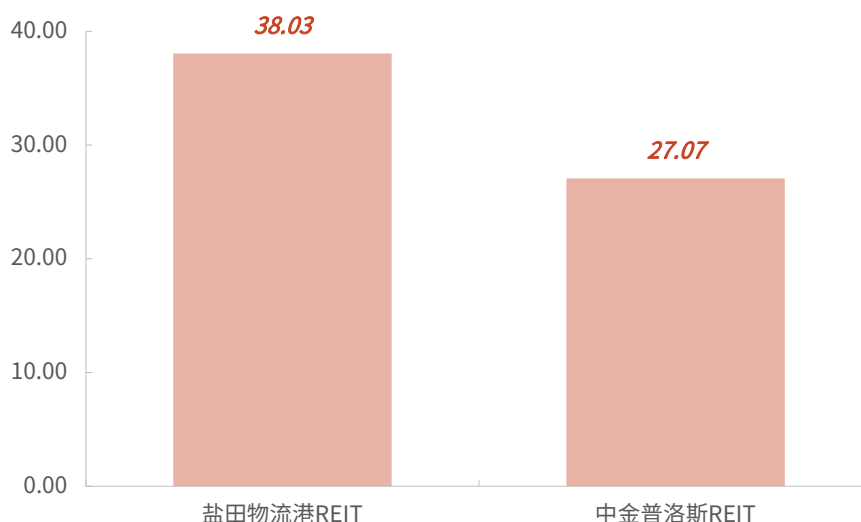
统计时间：2021 年 12 月 27 日

其二，国家持续出台环保类政策，行业发展前景广阔。结合目前“双碳目标”的政策号召，固废处理、污水处理等相关基础建设的需求持续增加。受环保行

业发展前景向好叠加企业通过发行 REITs 可以满足融资、改善经营状况等因素的影响，环保类 REITs 备受投资者的青睐。**其三，行业壁垒较高，现金流稳定性强。**环保类项目属于地方政府的特许经营权项目，具备一定的区域垄断性及一定的行业壁垒。此外，由于此类环保项目具有较强的公益性及刚需性，受市场周期影响较小，因此环保类项目现金流的稳定性最强。

仓储物流园区类的 REITs 涨势亦较好，截至 2021 年 12 月 27 日，两只仓储物流 REITs 平均溢价率为 32.55%。**我们认为，其价格走势较好的主要原因在于投资人对仓储物流行业发展前景较为期待，预期现金流成长性最强。**随着我国经济的高速发展，线上消费习惯的逐渐形成叠加进出口贸易额持续上升等因素的共同作用下，我国仓储物流行业进入高速发展阶段。在行业整体向好的背景下，市场对仓储物流类 REITs 现金流成长性的预期最为乐观，因此仓储物流 REITs 二级市场价格走势持续向好。

图表 11：仓储物流 REITs 溢价率情况



资料来源：Wind，光大证券研究所绘制 单位：%

统计时间：2021 年 12 月 27 日

产业园区项目 REITs 的溢价率弱于前两类 REITs，截至 2021 年 12 月 27 日，三只产业园区类 REITs 的平均溢价率为 22.68%。**我们认为其二级市场价格走势弱于前两类 REITs 的主要原因是由于市场对其现金流的稳定性预期弱于环保类 REITs，对其现金流成长性预期低于仓储物流类 REITs。**产业园区是政府为实现产业发展目标而设立的，其职能主要为推动产业升级、培养新兴产业等，其开发模式多以政府为主导，具有一定城投属性，整体市场价格偏低，因此投资者对其底层资产所产生现金流成长性的期待度不高，预期产业园类 REITs 现

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35592

