

# 公募REITs超比例认购，投资者热情高

## ——公募REITs系列研究之二

**证券分析师：**

胡少华 S0630516090002  
hush@longone.com.cn

**证券分析师：**

刘思佳 S0630516080002  
liusj@longone.com.cn

**联系人：**

高旗胜  
gqs@longone.com.cn

**相关研究**

1.坡长雪厚，公募REITs凸显投资价值——公募REITs系列研究之一

**投资要点**

- **公募REITs认购倍数高，“中签率”较低。**首批发行的9只公募REITs有效认购倍数多为3-10倍，网下投资者认购比例较高，平均值为14.5%。第二、三、四批平均有效认购倍数上升至43倍，网下投资者认购比例降至2%-3%。第四批之后，新增的12只REITs平均有效认购倍数进一步升至128倍，大多数产品认购比例不足1%，机构投资者认购热情高。
- **战略配售和网下认购的参与方式。****战略配售：**基金管理人在招募说明书和询价公告中披露战略投资者选取标准、向战略投资者配售的份额数量等信息，基金管理人向战略投资者事先签署配售协议，募集期结束前，战略投资者以认购价格认购其承诺认购的基金份额数量。**网下认购：**询价阶段提供有效报价的投资者可参与网下认购，网下投资者应以询价确定的认购价格参与基金份额认购。认购起始日4日前，网下投资者可通过投资者系统查询认购结果。募集期原则上不超过5个交易日，缴款截止日为认购终止日。
- **REITs项目视角：项目性质维度看，特许经营权类项目战略配售比例更高；资产类型维度看，高速公路类项目战略配售比例较高。**9只特许经营权类REITs平均战略配售比例为73.8%；16只产权类REITs的平均战略配售比例为63.3%。高速公路类、生态环保类、仓储物流类、产业园区类、租赁住房类REITs的平均战略配售比例分别为75.5%、68.7%、67.3%、62.3%、60.6%。目前已上市的高速公路类项目多位于经济发达地区，交通流量整体较为稳定，资产质量较好，机构参与高速公路REITs的战略配售热情较高。
- **投资者视角：原始权益人自持特许经营权类项目比例较高，机构投资者中资管与保险战略配售占比之和过半。**从原始权益人平均自持比例看，特许经营权类REITs为46%，产权类REITs为32.5%。除原始权益人之外，保险、券商、资管、基金的战略认购比例较高。对于保险，公募REITs收益较高、波动性较低等特点符合险资的配置偏好；对于券商，公募REITs产品与券商的自营投资、资产管理、财富管理等业务条线的匹配度较高。
- **政策支持力度大，未来发行节奏有望加快。**公募REITs的发行审批流程为：发改委先筛选，证监会和交易所同步审核。具体而言，省级发改委先对项目出具专项意见，后报至国家发改委，国家发改委综合评估后将符合条件的项目推荐至证监会，基金管理人同时向交易所提交上市申请，证监会和交易所同步审核。国家发展改革委提到“希望今年年底基础设施REITs能够超过60只”；证监会在2023年系统工作会议上提出“大力推进公募REITs常态化发行”。预计未来发行节奏有望加快，市场规模进一步扩大。
- **公募REITs与机构投资者需求相契合。**基础设施公募REITs具有较高收益、风险适中的特点，且由于其底层资产为不动产，与权益、债券等其他大类资产的相关性较低，有助于分散投资风险，使资产配置多元化，符合机构投资者的投资需求。
- **投资建议：**机构投资者可通过战略配售和网下认购两种方式参与公募REITs投资，鉴于网下认购“中签率”较低，建议机构投资者在战略配售阶段参与REITs投资。此外，为提升市场流动性，近期公募REITs密集增加做市商，券商可提供做市服务参与公募REITs。
- **风险提示：**价格波动风险；政策落地不及预期；底层资产运营风险。

## 正文目录

<b>1. 发行审批</b>	<b>4</b>
1.1. 发改委遴选与推荐	4
1.2. 证监会、交易所审核	4
1.3. 政策导向	6
<b>2. 发售流程</b>	<b>7</b>
2.1. 发售前工作	7
2.2. 询价与定价	8
2.3. 配售与认购	8
2.4. 基金成立与限售/锁定管理	12
2.5. 交易和投资安排	12
2.6. 扩募发售	13
2.7. 特殊情况	14
<b>3. 上市交易</b>	<b>15</b>
3.1. 上市流程	15
3.2. 交易规则	15
<b>4. 估值定价</b>	<b>17</b>
4.1. 估值思路	17
4.2. 案例分析	18
<b>5. 发售认购情况</b>	<b>19</b>
5.1. 战略配售参与情况	19
5.2. 网下投资者认购情况	22
<b>6. 趋势展望和投资建议</b>	<b>24</b>
6.1. 发行趋势	24
6.2. 收益表现	26
6.3. 投资建议	27
<b>7. 风险提示</b>	<b>27</b>

## 图表目录

图 1 公募 REITs 审核流程 .....	5
图 2 公募 REITs 发售流程 .....	11
图 3 公募 REITs 一般交易架构 .....	13
图 4 公募 REITs 上市流程 .....	15
图 5 公募 REITs 估值思路 .....	17
图 6 特许经营权类 REITs 发行规模与战略配售比例, % .....	20
图 7 产权类 REITs 发行规模与战略配售比例, % .....	20
图 8 不同资产类型 REITs 平均发行规模, 亿元 .....	20
图 9 不同资产类型 REITs 平均战略配售比例, % .....	20
图 10 特许经营权类 REITs 战略配售持有人结构, % .....	21
图 11 产权类 REITs 战略配售持有人结构, % .....	21
图 12 参与战略配售的专业机构投资者结构分布, % .....	22
图 13 机构投资者战略配售资产类型分布, % .....	22
图 14 机构投资者战略配售项目性质分布, % .....	22
图 15 产权类 REITs 网下投资者认购比例, % .....	23
图 16 特许经营权类 REITs 网下投资者认购比例, % .....	23
图 17 不同资产类型 REITs 网下投资者有效认购比例, % .....	23
图 18 不同批次 REITs 网下投资者有效认购比例, % .....	23
图 19 网下投资者有效认购比例与认购倍数, %, 倍 .....	24
图 20 公募 REITs 上市至今累计涨幅, % .....	26
图 21 公募 REITs 上市至今累计总收益, % .....	26
表 1 公募 REITs 项目申报要求和申报材料 .....	4
表 2 公募 REITs 主要监管机构职能 .....	5
表 3 支持公募 REITs 发行相关政策表述 .....	6
表 4 中金普洛斯 REIT 发售安排 .....	9
表 5 公募 REITs 一级市场参与方式 .....	10
表 6 三种扩募方式的具体安排 .....	14
表 7 公募 REITs 交易规则 .....	16
表 8 中金普洛斯 REIT 评估价值表 .....	18
表 9 浙商沪杭甬 REIT 评估价值表 .....	19
表 10 公募 REITs 发展重点 .....	25

# 1. 发行审批

## 1.1. 发改委遴选与推荐

在项目正式申报之前，原始权益人通过招标选聘中介机构，主要包括牵头机构（券商或公募基金管理人）和联合体成员（公募基金管理人、专项计划管理人、财务顾问等），各中介搭建交易结构、开展尽职调查、准备申报文件，同时与省级发改委做预先沟通。

原始权益人向所在地省级发改委报送申请材料，各省级发改委主要从项目是否符合国家重大战略、产业政策、固定资产投资管理法规制度、良性投资循环等方面出具专项意见。对于省内项目，原始权益人直接向项目所在地省级发改委申报即可；对于跨省项目，原始权益人需同时向原始权益人注册地省级发改委（主申报）和项目所在地发改委申报。对符合相关条件的项目，省级发展改革委向国家发改委出具无异议专项意见。在省级发改委专项意见基础之上，国家发改委根据申报材料对项目进行综合评估，并将符合条件的项目推荐至证监会。

**表1 公募 REITs 项目申报要求和申报材料**

申报 项目 要求	<b>重点区域</b>	京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设、长三角一体化发展、海南全面深化改革开放、黄河流域生态保护和高质量发展等国家重大战略区域
	<b>重点行业</b>	交通（收费公路、铁路、机场、港口）； 能源（风电、光伏等）； 市政（供水、供电等）； 生态环保基础设施（污水垃圾处理、固废危废医废处理等）； 仓储物流（通用仓库、冷库等）； 园区（研发平台、工业厂房等）； 新型基础设施（数据中心、人工智能等）； 保障性租赁住房； 其他（自然文化遗产、国家 5A 级旅游景区等）
	<b>重点项目</b>	优先支持有一定知名度和影响力的行业龙头企业的项目
申报 材料	<b>第一册 （基本情况）</b>	发起人基本情况、项目基本情况、项目运营情况、项目产权/特许经营权文件、股东同意转让文件、项目公司及原始权益人审计报告等
	<b>第二册 （产品方案）</b>	总体方案、参与方、基金管理人合规性承诺等
	<b>第三册 （合规性情况）</b>	符合政策情况、固定资产投资管理手续、外商投资合规性、PPP 合规性、法律意见书等
	<b>第四册 （其他重点）</b>	募集资金用途、运营管理安排、运营成效、固定资产转让情况、税收情况等

资料来源：国家发改委，东海证券研究所

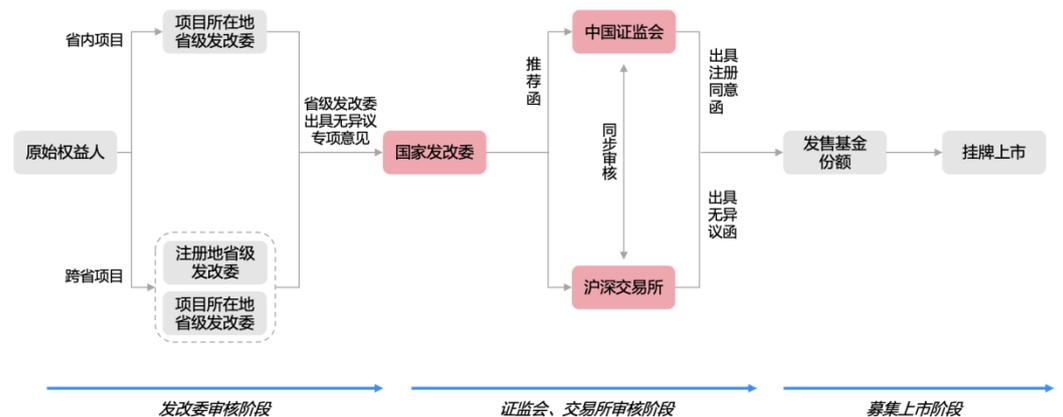
## 1.2. 证监会、交易所审核

**证监会：**国家发改委向证监会推荐后，基金管理人应当向证监会提交相关材料，主要包括公开募集证券投资基金注册申请文件、基金管理人及专项计划管理人相关说明材料、拟投资基础设施资产支持证券相关说明材料、认购协议等。基础设施基金拟在交易所上市的，基

金管理人应当同步向证券交易所提交上市申请，交易所同意基础设施资产支持证券挂牌和基础设施基金上市的，应当将无异议函在产品注册前报送证监会。基础设施基金经证监会注册后，基金管理人须在基金份额公开发售 3 日前，披露基金合同、托管协议、招募说明书、发售公告、产品资料概要等文件。

**交易所：**基金管理人向交易所提交上市申请，由交易所审核是否具备上市条件。同时，专项计划管理人向交易所提交基础设施资产支持证券挂牌申请，由交易所确认是否符合相关条件。交易所接收到申请文件后的 5 个工作日内将对申请文件是否齐备和符合形式要求进行形式审核。文件齐备的，予以受理。交易所自受理之日起 30 个工作日内出具首次书面反馈意见，基金管理人、专项计划管理人须在收到书面反馈意见后 30 个工作日内予以书面回复；无需出具反馈意见的，直接通知基金管理人和专项计划管理人。交易所将根据评议结果出具基础设施资产支持证券挂牌和基础设施基金上市的无异议函。

**图1 公募 REITs 审核流程**



资料来源：国家发改委，证监会，沪深交易所，东海证券研究所

**表2 公募 REITs 主要监管机构职能**

监管机构	主要职能
国家发改委	建立全国基础设施公募 REITs 试点项目库； 在省级发改委出具专项意见的基础上，根据项目申报材料对项目进行综合评估，将符合条件的项目推荐至证监会
省级发改委	负责项目遴选、入库和申报； 对本地区符合条件、拟推荐的项目出具无异议专项意见，并向国家发改委上报试点项目申请材料，或为有关中央企业出具意见
中国证监会	制定公募 REITs 相关规则，对基金管理人等参与主体的履职要求、产品注册、份额发售、投资运作、信息披露等进行规范； 指导各派出机构、沪深交易所、证券业协会和基金业协会制定完善项目遴选相关配套措施，加强业务过程监管； 对申请注册的基础设施基金进行审核、注册
沪深交易所	建立基础设施资产支持证券挂牌及基金上市审查制度； 负责基础设施基金份额的发售、上市、交易、收购、信息披露、退市等工作； 审核基础设施资产支持证券挂牌申请和基础设施基金上市申请，出具反馈意见和无异议函
证券业协会	对网下投资者进行注册，并对网下投资者的行为、各参与机构的核查等进行自律管理

基金业协会 对基金人员管理、项目尽职调查、基金相关信息披露等行为进行自律管理；  
负责专项计划设立后的备案工作

资料来源：国家发改委，证监会，沪深交易所，东海证券研究所

### 1.3.政策导向

**全国自上而下支持公募 REITs 发行，未来发行节奏有望加快。**中央层面，2022 年 11 月，证监会新闻发言人在资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问时，提到“进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用”；2022 年 12 月，国家发展改革委投资司副司长在第七届中国“PPP 论坛”上提到“希望到明年年底，基础设施 REITs 能够超过 60 只，总发行规模超过 2000 亿元”；今年 2 月，证监会在 2023 年系统工作会议上明确提出“更加精准服务稳增长大局，大力推进公募 REITs 常态化发行”。地方层面，今年以来多地政府在促进经济发展相关文件中明确支持公募 REITs 发行，辽宁、湖北、四川等地对成功发行公募 REITs 的原始权益人给予奖励。

公募 REITs 作为一种直接融资工具，有助于促进基础设施建设、优化房地产行业结构、盘活存量资产；同时，相对于股票投资，REITs 收益相对稳定，风险适中，为资本市场提供了全新的金融产品供给，拓展了社会资本的投资渠道。预计未来 REITs 产品的发行节奏将进一步加快，发行规模有望持续扩大。根据上交所披露信息显示，当前有 4 只 REITs 待上市，中金山高 REIT、中信建投国投新能源 REIT、中航京能光伏 REIT、中金湖北科投光谷 REIT 均已反馈。

**表3 支持公募 REITs 发行相关政策表述**

发文机构	时间	政策/会议名称	主要内容
证监会	2022-11	资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问	进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用。会同有关方面加大工作力度，推动保障性租赁住房 REITs 常态化发行，努力打造 REITs 市场的“保租房板块”。鼓励优质房地产企业依托符合条件的仓储物流、产业园区等资产发行基础设施 REITs，或作为已上市基础设施 REITs 的扩募资产
中央 证监会 副主席	2022-12	首届长三角 REITs 论坛暨中国 REITs 论坛 2022 年会	保持常态化发行，推动更多优质项目发行上市。进一步扩大 REITs 试点范围，尽快覆盖到新能源、水利、新基建等基础设施领域。加快打造 REITs 市场的保障性租赁住房板块，研究推动试点范围拓展到市场化的长租房及商业不动产等领域
国家发展改革委投资司 副司长	2022-12	第七届“中国 PPP 论坛”	明年以及今后一段时期，我国基础设施投融资至少包括六大重点领域，分别是低碳减排、新型基础设施、重点民生保障、重大区域发展战略、基础设施补短板 and 城市更新。我们希望到明年年底，基础设施 REITs 能够超过 60 只，总发行规模超过 2000 亿元

国家发改 委、商务部	2023-01	《关于深圳建设中国特色社会主义先行示范区放宽市场准入若干特别措施的意见》	优化基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）市场环境。研究 REITs 税收政策，支持开展 REITs 试点，减轻企业和投资者负担
	证监会	2023-02	2023 年系统工作会议 大力推进公募 REITs 常态化发行
地方	河南省政府	2023-01	《大力提振市场信心促进经济稳定向好政策措施》 拓宽项目建设融资渠道，聚焦重点领域、重点地区、重点企业，持续梳理符合条件的存量资产项目并纳入 REITs 项目储备库。协调支持符合条件的 REITs 项目发行上市
	辽宁省政府	2023-01	《辽宁省进一步稳经济若干政策举措》 积极盘活存量资产，鼓励发行 REITs，对成功发行 REITs 基金的原始权益人按照发行额 1% 予以奖励，最高不超过 500 万元
	安徽省政府	2023-01	《进一步盘活存量资产扩大有效投资实施方案》 聚焦基础设施领域存量资产多、建设任务重的省属国有企业，每年选择 10 个以上有吸引力、代表性强的重点项目，通过产权市场公开挂牌、引进战略投资者、整体注入上市公司、发行 REITs 等方式盘活存量资产
	湖北省政府	2023-01	《关于更好服务市场主体推动经济稳健发展的若干政策措施》 研究出台省级 REITs 奖补政策，探索设立 REITs 专项资金，对成功发行产品的企业给予一次性补贴
	四川省政府	2023-02	《聚焦高质量发展推动经济运行整体好转的若干政策措施》 积极推进 REITs 试点，对成功发行且募集资金用于省内项目建设的，原始权益人可按投资规模的 0.5% 申请一次性补助、最高不超过 500 万元

资料来源：中国政府网，东海证券研究所

## 2. 发售流程

### 2.1. 发售前工作

**CA 证书准备：**网下投资者参与询价的，应当向本所申请获得网下发行电子平台的投资者 CA 证书，各业务参与人应于首次业务发起前 10 个工作日完成相应 CA 证书的申请工作。CA 证书可在基础设施基金份额发售中多次使用。

**询价平台发行人指定：**询价平台发行人可为基金管理人或其指定的财务顾问，基金管理人在业务平台指定询价平台发行人后，发行人才能在询价平台办理网下询价、认购等业务。

## 2.2. 询价与定价

根据《上海证券交易所公开募集基础设施证券投资基金（REITs）业务办法（实行）》规定，基础设施基金首次发售的，基金管理人或财务顾问应当通过向网下投资者询价的方式确定基础设施基金份额认购价格，其中网下投资者包括证券公司、基金管理公司、信托公司、财务公司、保险公司及保险资产管理公司、合格境外机构投资者、商业银行及银行理财子公司、政策性银行、符合规定的私募基金管理人以及其他符合证监会及投资者适当性规定的专业机构投资者。

**发售申请与信息披露：**基金管理人应在 X-8 日（含）前（X 日为询价日），向交易所提交发售申请、证监会准予注册批文、发售方案和相关法律文件。其中发售方案包括基金份额初始发售数量、战略投资者认购数量、网下投资者条件、询价区间、配售方式等内容；相关法律文件包括招募说明书、基金合同、询价公告等。交易所在收到申请后的 5 个工作日内对资料进行审核，审核通过后，基金管理人应在 X-3 日前公开披露相关信息。此时，投资者可通过交易所网站查看询价公告、基金合同、招募说明书、基金产品资料概要、托管协议等文件。

**首轮剔除：**询价日前一个交易日，基金管理人应当在网下发行电子平台上确认基金代码、名称等相关询价参数，并确认拟参与网下发售的配售对象名称、场内证券账户或场外基金账户等相关信息，同时剔除不符合交易指引及询价公告规定的网下投资者及其配售对象账户。剔除的对象具体包括：异常账户、限制账户、禁入账户。

**询价申报：**网下询价时间原则上为 1 个交易日，当日 9:00-15:00 网下投资者登录投资者系统进行询价申报。网下投资者可为其管理的不同配售对象分别报价，每个配售对象只能提供 1 个报价，同一网下投资者全部报价中的不同拟认购价格不得超过 3 个。网下投资者可以多次提交报价记录，但以最后一次提交的全部报价记录为准。

**次轮剔除：**询价结束后，发行人可在发行人系统中查看次轮剔除前的加权平均价和中间价。认购起始日 5 日前，询价平台根据认购价格，剔除不符合条件的报价及其对应的拟认购数量。剔除不符合条件的报价后，拟认购总数量须大于等于网下发售份额总量。

**确认发售价：**基金管理人应当根据所有网下投资者报价的中位数和加权平均数，并结合公募证券投资基金、保险资金等配售对象的报价情况，确定认购价格。此外，基金管理人确定的认购价格高于中位数和加权平均数的孰低值时，基金管理人应至少在基金份额认购首日前 5 个工作日发布投资风险特别公告，并在公告中披露超过的原因，以及各类网下投资者报

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\\_52962](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52962)

