

热点研究

从二季报看 REITs 底层资产运营情况

受宏观经济和行业基本面等因素影响，国内 REITs 底层资产经营依然承压。从已披露的二季度报来看，报告期内 REITs 底层多数项目修复进程趋缓、业绩完成度不及预期，且各板块延续分化特征。二季报公布后，REITs 二级市场整体情绪较为稳定，部分板块在业绩超预期表现下价格有所回升，带动 REITs 估值整体上行。在“低利率+资产荒”背景下，当前 REITs 资产的配置价值仍值得关注。

一、高速公路：修复态势趋缓

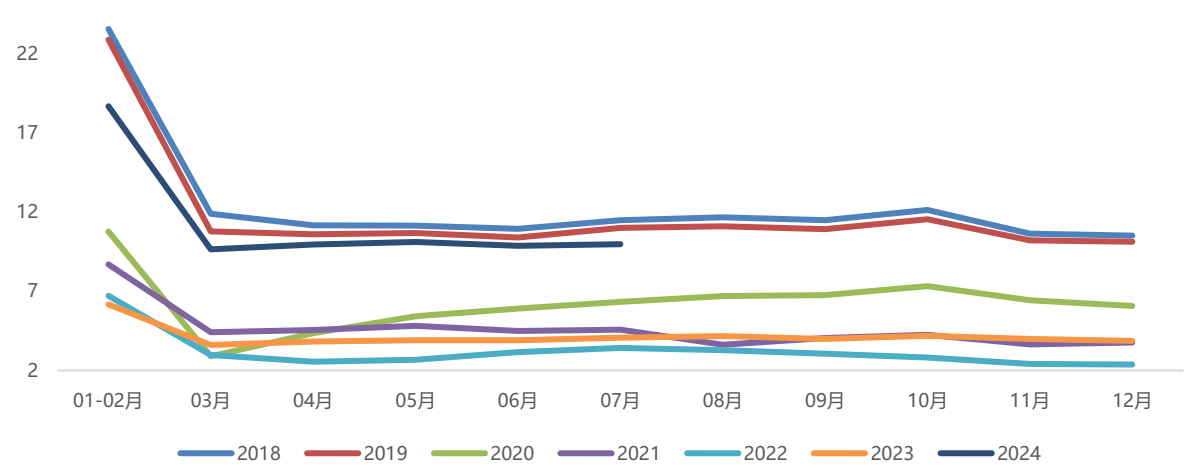
整体来看，车流量与通行费收入继续保持同比修复态势，但斜率放缓。一方面，受国内整体宏观经济复苏走弱的影响，二季度全国公路客运和货运修复情况不及预期。另一方面，今年强降雨天气频发阻碍出行，尤其是客车车流量受影响较大。此外，周边路网施工建设、通车等，对部分项目产生分流作用，影响经营表现。

表 1：高速公路 REITs 项目 2024 年二季度经营情况

当季营业收入（万元）	2024Q2	同比	环比	本期完成度	上一期完成度
平安广州交投广河高速公路 REIT	16,902	-10.18%	-9.86%	89.50%	94.14%
浙商证券沪杭甬高速 REIT	17,237	-0.40%	-7.86%	96.39%	100.33%
华夏越秀高速公路 REIT	5,661	-2.61%	-2.86%	94.23%	95.60%
华夏中国交建高速 REIT	9,683	-10.77%	-8.45%	88.02%	91.90%
国金中国铁建高速 REIT	19,154	-5.03%	1.69%	97.56%	96.74%
华泰江苏交控 REIT	8,944	-8.16%	2.73%	90.70%	89.48%
中金安徽交控 REIT	19,371	-20.30%	-10.29%	84.71%	89.31%
中金山高集团高速公路 REIT	7,454	-	4.59%	105.81%	103.44%
易方达深高速公路 REIT	8,881	-	-	52.25%	-
板块算数平均	-	-8.21%	-3.79%	88.80%	95.12%
当季 EBITDA（万元）	2024Q2	同比	环比	本期完成度	上一期完成度
平安广州交投广河高速公路 REIT	13,067	-16.29%	-18.56%	90.49%	99.74%
浙商证券沪杭甬高速 REIT	13,669	10.55%	-10.94%	109.48%	115.81%
华夏越秀高速公路 REIT	4,215	-4.09%	-4.49%	92.45%	94.57%
华夏中国交建高速 REIT	7,146	-16.00%	-11.01%	82.11%	86.89%

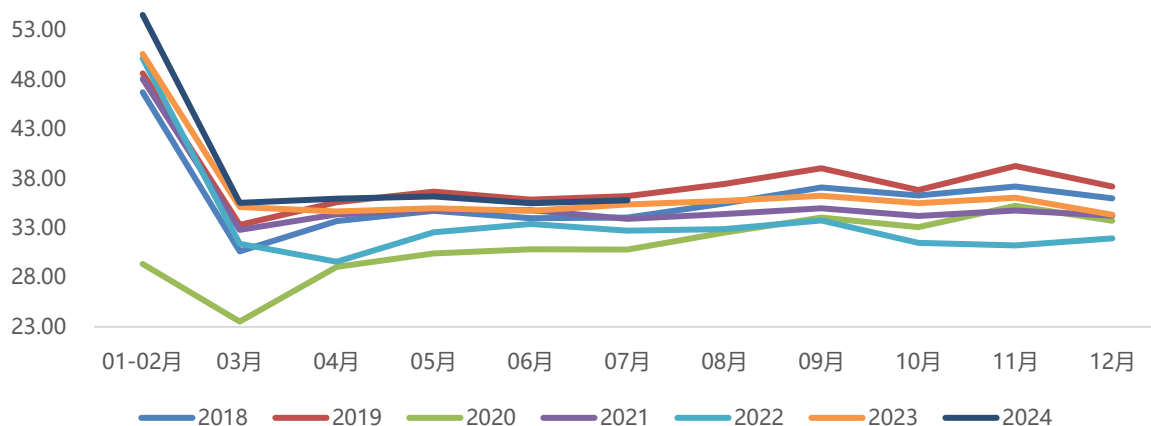
国金中国铁建高速 REIT	15,855	-3.39%	5.92%	101.44%	98.52%
华泰江苏交控 REIT	5,913	-16.39%	-6.65%	89.95%	93.04%
中金安徽交控 REIT	16,089	-22.20%	-10.05%	90.46%	95.24%
中金山高集团高速公路 REIT	4,587	-	2.46%	111.89%	110.53%
易方达深高速公路 REIT	6,926	-	2.46%	50.64%	-
板块算数平均	-	-9.69%	-6.66%	90.99%	88.26%
当季可供分配金额（万元）	2024Q2	同比	环比	本期完成度	上一期完成度
平安广州交投广河高速公路 REIT	10,649	-0.14%	-29.53%	95.01%	111.47%
浙商证券沪杭甬高速 REIT	6,893	-36.54%	-52.46%	94.71%	128.39%
华夏越秀高速公路 REIT	3,150	-16.65%	-7.32%	80.03%	83.08%
华夏中国交建高速 REIT	6,085	-13.62%	-15.49%	83.17%	90.15%
国金中国铁建高速 REIT	11,539	-7.92%	-7.00%	98.34%	101.91%
华泰江苏交控 REIT	5,716	6.86%	-18.65%	112.19%	123.73%
中金安徽交控 REIT	16,311	-6.83%	26.03%	75.17%	66.52%
中金山高集团高速公路 REIT	4,777	-	-2.61%	108.08%	109.51%
易方达深高速公路 REIT	3,880	-	-	161.71%	-
板块算数平均	-	-10.69%	-13.38%	100.94%	101.84%

来源：平安证券



来源：Wind，国家统计局

图 1：历年我国公路客运量情况（单位：亿人）



来源：Wind，国家统计局

图 2：历年我国公路货运量情况 (单位：万吨)

二、能源：业绩涨跌分化

鹏华深圳能源 REIT、中信建投国家电投新能源 REIT 本季经营表现偏弱，营业收入同比降幅在 25%以上。前者因南方降雨、一次能源价格下行等因素导致营收业绩下滑，后者因本季区域内风速不佳。中航京能光伏 REIT、嘉实中国电建清洁能源 REIT 本季经营状况较好。两者分别受益于良好光照和来水量丰富，二季度结算电量均实现同比两位数增长。

表 2：能源 REITs 项目 2024 年二季度经营情况

当季营业收入（万元）	2024Q2	同比	环比	本期完成度	上一期完成度
鹏华深圳能源 REIT	41,549	-25.08%	47.75%	90.11%	72.74%
中信建投国家电投新能源 REIT	17,354	-34.20%	-42.61%	102.01%	129.62%
中航京能光伏 REIT	13,775	20.72%	46.84%	107.00%	86.69%
嘉实中国电建清洁能源 REIT	1,559	-	-	43.10%	-
板块算数平均	-	-12.85%	17.33%	85.56%	96.35%
当季 EBITDA（万元）	2024Q2	同比	环比	本期完成度	上一期完成度
鹏华深圳能源 REIT	10,511	-49.89%	53.36%	53.97%	70.38%
中信建投国家电投新能源 REIT	12,381	-39.97%	-50.68%	108.51%	145.33%
中航京能光伏 REIT	12,434	23.16%	54.84%	107.88%	84.66%
嘉实中国电建清洁能源 REIT	787	-	-	35.78%	-
板块算数平均	-	-22.23%	19.18%	76.53%	75.09%
当季可供分配金额（万元）	2024Q2	同比	环比	本期完成度	上一期完成度
鹏华深圳能源 REIT	9,880	-40.89%	92.68%	95.32%	65.14%
中信建投国家电投新能源 REIT	-4,212	-118.37%	-130.86%	26.99%	78.06%

中航京能光伏 REIT	4,497	15.12%	-71.61%	122.24%	190.43%
嘉实中国电建清洁能源 REIT	1,388	-	-	50.03%	-
板块算数平均	-	-48.05%	-36.60%	73.64%	111.21%

来源：平安证券

三、环保：经营平稳

二季度环保 REITs 经营较为平稳。中航首钢绿能 REIT 由于发电机组检修结束（2Q23 开始检修，2Q24 恢复运行），吨发电量/上网电量修复明显，营业收入同比增长 7.31%，同时运营管理成本压降得当，2Q24 EBITDA 环比提升 60%。富国首创水务 REIT 方面，深圳水厂今年汛期进水同比增加，带动整体日均污水处理量同比提升 6%；合肥项目产能利用率环比修复，提升 7pct 至 87%。

表 3：环保 REITs 项目 2024 年二季度经营情况

当季营业收入（万元）	2024Q2	同比	环比	本期完成度	上一期完成度
中航首钢生物 REIT	10,581	7.31%	18.30%	91.63%	83.95%
富国首创水务 REIT	7,707	-1.10%	6.55%	101.75%	98.52%
板块算数平均	-	3.11%	12.43%	96.69%	91.23%
当季 EBITDA（万元）	2024Q2	同比	环比	本期完成度	上一期完成度
中航首钢生物 REIT	3,889	27.79%	59.99%	95.34%	73.34%
富国首创水务 REIT	4,873	9.66%	29.07%	107.19%	93.59%
板块算数平均	-	18.73%	44.53%	101.27%	83.47%
当季可供分配金额（万元）	2024Q2	同比	环比	本期完成度	上一期完成度
中航首钢生物 REIT	2,116	91.24%	67.26%	63.31%	47.33%
富国首创水务 REIT	2,820	-4.03%	-32.36%	101.36%	120.93%
板块算数平均	-	43.61%	17.45%	82.34%	84.13%

来源：平安证券

四、产业园：经营下行趋势有所减缓

二季度，部分产业园项目在“以价换量”策略下经营逐步企稳，建信中关村 REIT、华安张江产业园 REIT 的张润大厦等均呈现出租率上涨而租金下降的情形。不过，多数底层资产出租率同比有所下行，产业园市场竞争较为激烈。宏观经济慢复苏的背景下，招商大环境或仍面临较大压力，产业园板块经营进一步修复和改善仍有待企业活动复苏的明确信号。

表 4：产业园 REITs 项目 2024 年二季度经营情况

当季营业收入（万元）	2024Q2	同比	环比	本期完成度	上一期完成度
博时招商蛇口产业园 REIT	5,326	40.16%	7.17%	95.30%	92.00%
华安张江产业园 REIT	4,339	92.57%	-1.07%	103.62%	104.18%

东吴苏州工业园区产业园 REIT	6,707	-5.14%	-3.64%	96.81%	98.60%
建信中关村产业园 REIT	3,670	-20.75%	1.01%	72.27%	71.91%
华夏合肥高新产业园 REIT	2,313	-1.41%	0.07%	97.90%	97.87%
国泰君安临港创新产业园 REIT	1,204	-0.19%	9.55%	94.00%	89.71%
国泰君安东久新经济 REIT	2,841	3.73%	8.08%	100.34%	96.45%
华夏杭州和达高科产业园 REIT	2,660	-5.31%	-1.33%	95.76%	96.40%
中金湖北科投光谷产业园 REIT	2,777	-	-0.74%	94.27%	94.63%
板块算数平均	-	-4.85%	2.12%	94.47%	93.53%
当季 EBITDA（万元）	2024Q2	同比	环比	本期完成度	上一期完成度
博时招商蛇口产业园 REIT	3,749	26.59%	3.33%	165.32%	162.61%
华安张江产业园 REIT	3,261	101.93%	-7.95%	107.60%	112.05%
东吴苏州工业园区产业园 REIT	4,267	9.55%	-0.56%	106.13%	106.42%
建信中关村产业园 REIT	1,807	-24.45%	2.56%	-21.27%	-21.00%
华夏合肥高新产业园 REIT	1,357	-13.15%	-6.55%	93.15%	96.30%
国泰君安临港创新产业园 REIT	943	-0.37%	8.59%	146.42%	140.39%
国泰君安东久新经济 REIT	1,960	-2.65%	2.61%	103.01%	101.69%
华夏杭州和达高科产业园 REIT	1,575	-11.81%	-3.28%	94.38%	95.95%
中金湖北科投光谷产业园 REIT	1,948	-	12.35%	91.25%	85.94%
板块算数平均	-	-7.15%	1.24%	113.41%	97.82%
当季可供分配金额（万元）	2024Q2	同比	环比	本期完成度	上一期完成度
博时招商蛇口产业园 REIT	3,409	49.53%	23.16%	84.34%	75.58%
华安张江产业园 REIT	2,941	69.50%	-10.43%	98.44%	103.86%
东吴苏州工业园区产业园 REIT	3,550	-2.08%	-8.34%	90.80%	94.75%
建信中关村产业园 REIT	1,348	-36.30%	26.67%	59.64%	52.62%
华夏合肥高新产业园 REIT	1,899	0.42%	0.39%	100.26%	100.06%
国泰君安临港创新产业园 REIT	885	-35.34%	14.39%	84.42%	78.75%
国泰君安东久新经济 REIT	2,154	-8.71%	5.97%	104.16%	101.14%
华夏杭州和达高科产业园 REIT	1,399	-8.39%	-5.05%	95.51%	97.99%
中金湖北科投光谷产业园 REIT	2,010	-	2.97%	103.66%	102.15%
板块算数平均	-	-15.07%	5.53%	91.25%	89.66%

来源：平安证券

五、仓储物流：经营表现边际弱化

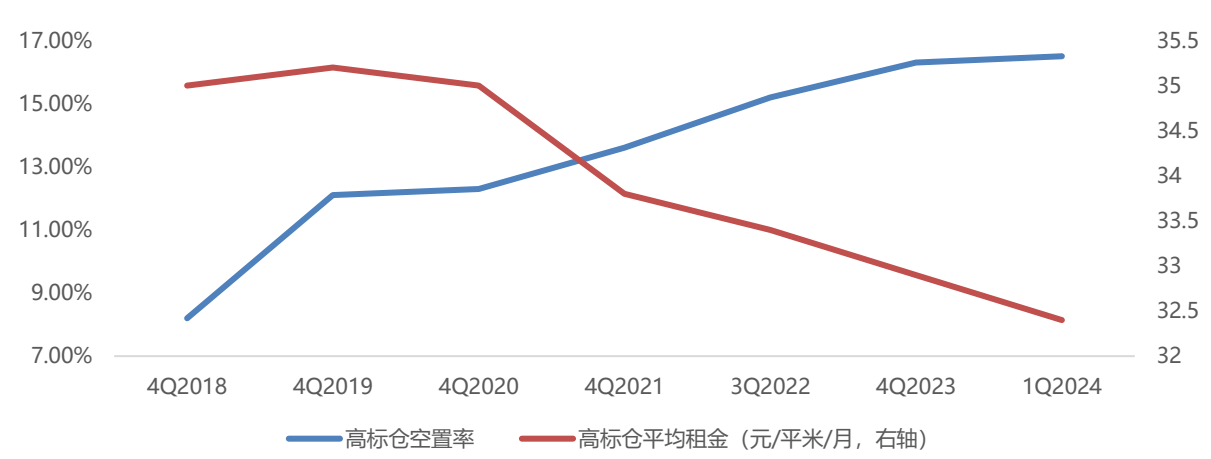
二季度仓储物流板块收入环比小幅下行，在供需面因素共同影响下行业仍处于调整阶段。供应集中放量、需求不及预期导致 2021 年以来我国物流地产行业阶段性进入“供

过于求”状态，空置率上升，租金下行。根据戴德梁行统计，2024 年一季度，我国整体高标仓库空置率比上季度环比上升 0.2pct 至 16.5%，高标仓库市场平均租金比上季度微降 1.4%至 32.4 元/平方米/月。受宏观经济基本面和行业调整的共同影响，预计仓储物流 REITs 经营仍将承压，需要运营商凭借积累的行业资源和优势，积极发挥主动管理能力，保持底层资产经营韧性。

表 5：仓储物流 REITs 项目 2024 年二季度经营情况

当期营业收入（万元）	2024Q2	同比	环比	本期完成度	上一期完成度
红土创新盐田港仓储物流 REIT	3,330	6.68%	-2.23%	104.17%	105.35%
中金普洛斯仓储物流 REIT	11,728	15.20%	-1.81%	93.29%	94.14%
嘉实京东仓储基础设施 REIT	2,655	-1.13%	0.34%	96.68%	97.31%
板块算数平均	-	6.92%	-1.23%	96.68%	97.31%
当期 EBITDA（万元）	2024Q2	同比	环比	本期完成度	上一期完成度
红土创新盐田港仓储物流 REIT	2,579	5.16%	-2.54%	108.26%	109.65%
中金普洛斯仓储物流 REIT	7,576	12.79%	-3.12%	92.38%	93.84%
嘉实京东仓储基础设施 REIT	1,777	11.35%	3.27%	1552.53%	1527.57%
板块算数平均	-	8.98%	-0.80%	100.32%	101.74%
当期可供分配金额（万元）	2024Q2	同比	环比	本期完成度	上一期完成度
红土创新盐田港仓储物流 REIT	2,258	-0.96%	-10.62%	104.45%	110.30%
中金普洛斯仓储物流 REIT	9,004	-14.25%	1.35%	100.90%	100.22%
嘉实京东仓储基础设施 REIT	2,014	12.49%	0.53%	108.80%	108.51%
板块算数平均	-	-0.91%	-2.91%	104.72%	106.35%

来源：平安证券



来源：戴德梁行，中诚信托投资研究部整理

图 3：国内高标仓库的空置率和平均租金情况

六、保障性租赁住房：总体经营稳健

二季度保障性租赁住房板块维持韧性表现，除个别市场化项目收入出现较为明显波动外，其余项目经营保持稳定，出租率保持高位运行。厦门安居 REIT、深圳安居 REIT 和北京保障房 REIT 由于租金水平较市场租金折扣较大，护城河优势明显，短期受市场影响较小，经营确定性较高。华润有巢 REIT 和城投宽庭 REIT 则需进一步观察区域市场租金变化可能带来的冲击效应。

表 6：保障性租赁住房 REITs 项目 2024 年二季度经营情况

当期营业收入（万元）	2024Q2	同比	环比	本期完成度	上一期完成度
红土创新深圳人才安居 REIT	1,376	-0.05%	0.95%	100.02%	99.55%
中金厦门安居保障性租赁住房 REIT	1,965	2.40%	0.56%	102.79%	102.51%
华夏北京保障房 REIT	1,786	-2.25%	-1.89%	99.09%	100.04%
华夏基金华润有巢 REIT	1,970	1.23%	0.40%	100.59%	100.39%
国泰君安城投宽庭保障房 REIT	4,343	-	-5.05%	100.13%	102.73%
板块算数平均	-	0.33%	-1.01%	100.53%	101.04%
当期 EBITDA（万元）	2024Q2	同比	环比	本期完成度	上一期完成度
红土创新深圳人才安居 REIT	1,162	-2.00%	1.53%	99.70%	98.94%
中金厦门安居保障性租赁住房 REIT	1,544	2.98%	0.42%	105.15%	104.93%
华夏北京保障房 REIT	1,366	4.38%	3.70%	102.63%	100.76%
华夏基金华润有巢 REIT	1,234	7.28%	0.76%	103.18%	102.79%
国泰君安城投宽庭保障房 REIT	3,046	-	-5.57%	98.87%	101.71%
板块算数平均	-	3.16%	0.17%	101.91%	101.83%
当期可供分配金额（万元）	2024Q2	同比	环比	本期完成度	上一期完成度
红土创新深圳人才安居 REIT	1,203	-16.04%	-10.25%	99.86%	105.26%
中金厦门安居保障性租赁住房 REIT	1,485	-0.19%	4.20%	101.64%	99.55%
华夏北京保障房 REIT	1,339	-3.01%	-0.39%	97.72%	97.92%
华夏基金华润有巢 REIT	1,221	-24.47%	0.02%	80.56%	80.55%
国泰君安城投宽庭保障房 REIT	3,066	-	-6.43%	97.44%	100.67%
板块算数平均	-	-10.93%	-2.57%	95.44%	96.79%

来源：平安证券

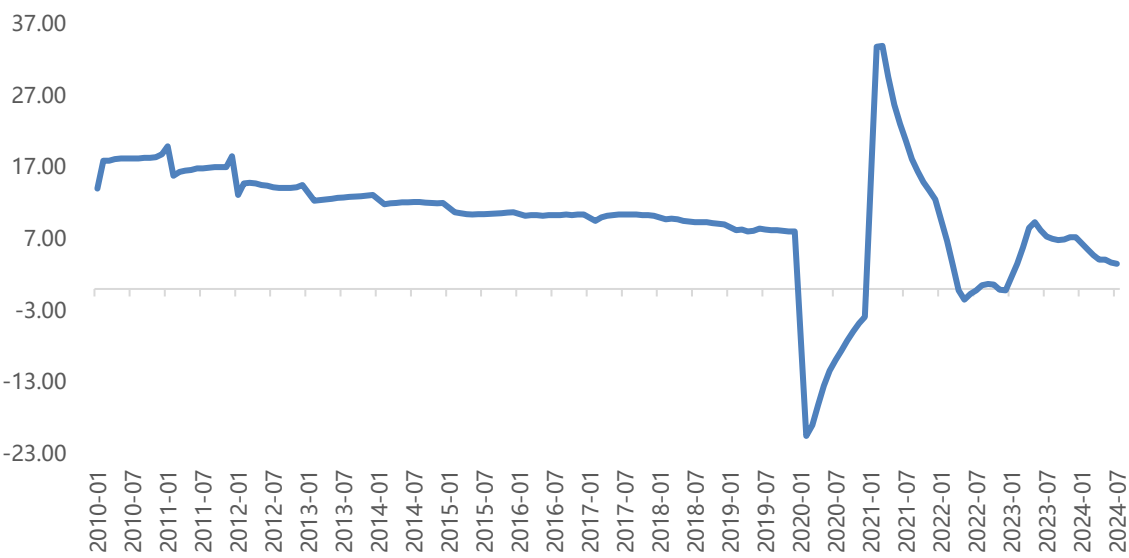
七、消费基础设施：财务指标完成度提升明显

二季度上市消费基础设施项目整体经营维持相对稳定，财务完成度均有较为明显的提升。板块平均收入完成度由 1Q24 的 71.18% 升至 2Q24 的 84.52%。嘉实物美 REIT 收入、EBITDA 完成度为板块最高，或主要得益于三方面因素：一是底层资产质量好，位于城区核心地段；二是项目运营方主动管理能力优秀；三是侧重刚需消费，经营韧性强。上半年，我国消费修复动能趋弱，社零总额累计同比增速持续放缓，消费信心仍有待提振。

表 7：消费基础设施 REITs 项目 2024 年二季度经营情况

当季营业收入（万元）	2024Q2	同比	环比	本期完成度	上一期完成度
华夏华润商业 REIT	17,374	-	72.46%	88.82%	65.20%
嘉实物美消费 REIT	2,968	-	51.03%	109.98%	87.62%
华夏金茂商业 REIT	2,322	-	58.79%	78.58%	60.73%
中金印力消费基础设施 REIT	7,248	-	-	60.72%	-
板块算数平均	-	-	-	84.52%	71.18%
当季 EBITDA（万元）	2024Q2	同比	环比	本期完成度	上一期完成度
华夏华润商业 REIT	9,504	-	66.64%	98.16%	73.63%
嘉实物美消费 REIT	2,195	-	46.95%	117.15%	94.87%
华夏金茂商业 REIT	1,282	-	58.72%	89.46%	69.15%
中金印力消费基础设施 REIT	4,524	-	-	63.18%	-
板块算数平均	-	-	-	91.99%	79.22%
当季可供分配金额（万元）	2024Q2	同比	环比	本期完成度	上一期完成度
华夏华润商业 REIT	8,666	-	69.19%	90.73%	67.41%
嘉实物美消费 REIT	1,625	-	34.16%	92.77%	79.23%
华夏金茂商业 REIT	1,330	-	49.94%	90.85%	72.70%
中金印力消费基础设施 REIT	3,681	-	-	61.43%	-
板块算数平均	-	-	-	83.94%	73.11%

来源：平安证券



来源：Wind，国家统计局

图 4：我国社会消费品零售总额累计同比值（单位：%）

八、思考：关注 REITs 资产的配置价值

相较于美国 REITs 市场超 1 万亿美元的总市值、单只产品近 100 亿美元的平均市值，国内 REITs 市场的总体量和单只产品体量均较小，未来市场扩容发展空间巨大。市场方面，当前我国宏观经济增速趋缓，房企、地方政府等主体陷入流动性困境，客观上为 REITs 市场扩容发展提供了一定条件。政策层面，1014 号文¹对 REITs 项目上市审核管理进行了大幅优化，包括扩容资产范围类型、压实各方责任、优化业绩考核指标等，为 REITs 常态化发行提供了有力保障。综合来看，REITs 市场高质量扩容前景良好。

二季报业绩公布之后，REITs 二级市场整体反应较为积极，中证 REITs（全收益）指数最高涨幅一度达到 4.02%（截至 8 月 15 日收盘），之后回落至 1.75%（截至 9 月 6 日收盘），主要原因是市场预期与实际业绩的落差在价格上的反映。例如，前期情绪较为悲观、但业绩边际改善的产业园上涨较高；能源板块因前期热度高，但二季度业绩表现一般而有所回落；高速公路板块虽然业绩偏弱，但此前市场已有一定程度的定价，业绩发布后基本保持稳定。

在“低利率+资产荒”背景下，REITs 作为高分红、风险适中、低相关性的资产，其配置价值依然较高。首先，经营稳健、业绩确定性高的 REITs 产品（如保障性租赁住房、环保等）仍是首选。若利率水平持续下行，此类高分红、高确定性资产价值有望进一步提升。同时也建议关注出现阶段性回调后的布局机会。其次，针对经营逐步企稳且具有一定韧性的项目（如部分产业园等），可关注在估值性价比较高时的配置机会。再者，建议积极关注目前市场存在预期差同时运管能力突出的项目（如部分消费基础设施等）。



来源：Wind

图 5：中证 REITs（全收益）指数情况

执笔人：韩鸣飞

¹ “1014 号文”是指 7 月 26 日国家发展改革委发布的《关于全面推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目常态化发行的通知》（发改投资[2024]1014 号）。

免责声明

本文章仅代表作者个人意见，不代表中诚信托有限责任公司（以下简称“中诚信托”或“本公司”）官方立场。其中引述信息来源于公开资料，中诚信托对本文章信息的准确性、可靠性、完整性、时效性不作任何明示或暗示的保证。在任何情况下，本文章所表述的任何观点或提供的任何信息均不构成对任何人的投资建议，对依据或者使用本文章表述观点和信息所造成的任何后果，中诚信托及/或其关联机构、关联人员均不承担任何形式的责任。