

金融

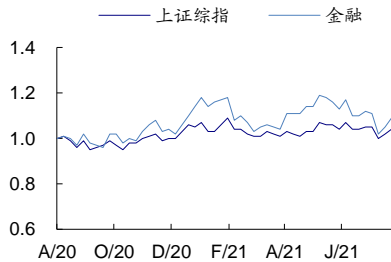
基础设施 REITs 专题报告

中性

(调高评级)

2021年08月23日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《银行理财市场半年报点评: 稳中向好, 如日方升》——2021-08-14
 《2021年二季度监管数据快评: 行业净利润同比增长 11%, 关注银行中报行情》——2021-08-11
 《证券行业专题报告: 富途 vs 老虎: 跨境互联网券商崛起的启示》——2021-08-10
 《交易所专题二: 战略与估值: 从交易到数据》——2021-08-10
 《证券行业 8 月投资策略: 关注具有财富管理优势的券商》——2021-08-06

证券分析师: 戴丹苗

电话: 075581982379
 E-MAIL: daidanmiao@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040003

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070002

证券分析师: 王鼎

电话: 0755-81981000
 E-MAIL: wangding1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110003

证券分析师: 田维韦

电话: 021-60875161
 E-MAIL: tianweiwei@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520030002

行业专题

助力金融供给侧改革的重要工具

- **基础设施 REITs 是在我国新发展背景下实现金融创新的重要工具**
 REITs 是不动产投资信托基金的统称。开展基础设施 REITs 试点, 对推动形成市场主导的投资机制, 具有重要的意义。基础设施 REITs 能有效盘活存量资产, 填补当前金融产品空白, 拓宽社会资本投资渠道, 提升直接融资比重, 增强资本市场服务实体经济的效果。
- **基础设施 REITs 是成熟资本市场的重要组成部分**
 REITs 是成熟资本市场的重要组成部分。在全球范围内, REITs 已经发展成为独立的资产类别。基础设施 REITs 具有流动性较高、收益相对稳定等特点, 是机构投资者长期资金投资配置的重要方向。我国推出 REITs 这一金融工具, 是我国构建金融国际化的重要一步。展望未来, 基于我国庞大的基础设施规模以及海外成熟市场的发展态势, 我国基础设施公募 REITs 未来发展潜力巨大。
- **基础设施 REITs 给金融机构带来大量业务机会**
 REITs 业务中, 券商可以充当投资者、公募基金管理人、资产支持证券管理人、流动性服务商、代销机构; 保险资金是 REITs 战略配售的重要资金来源, 投资 REITs 产品可提高保险资金运用的稳定性; 银行可通过充当投资机构、托管机构、代销机构、担保机构等, 可以拓展非息收入来源。
- **投资建议**
 金融供给侧改革背景下, 建议关注有利于推动经济转型的投资主线。券商方面, 推荐关注财富管理业务具有特色的券商, 建议关注中国互联网券商的典范东方财富、聚焦高净值客户的中金公司以及具有区位优势的中国平安; 银行方面, 我们推荐在大零售转型方面具有领先优势的招商银行和宁波银行, 以及综合化经营能力强的工商银行和深耕本地中小微客户的常熟银行; 保险方面, 我们推荐稳定扩张的友邦保险, 以及综合实力领先的中国平安。
- **风险提示**
 疫情扩散程度或持续时间严重超出预期, 监管政策趋严, 市场创新程度不及预期等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2021E	2022E	2021E	2022E
300059	东方财富	增持	33.21	3,433	0.85	1.21	39.07	27.45
601995	中金公司	增持	25.25	3,055	1.44	1.74	17.53	14.51
601456	国联证券	增持	57.00	1,973	2.00	2.56	28.50	22.27
600036	招商银行	买入	14.40	292	0.29	0.33	49.66	43.64
002142	宁波银行	买入	53.14	13,547	4.40	5.05	12.08	10.52
601398	工商银行	买入	36.51	2,194	2.88	3.46	12.68	10.55
601128	常熟银行	买入	4.67	15,764	0.91	1.01	5.13	4.62
1299	友邦保险	买入	6.25	171	0.78	0.96	8.01	6.51
601318	中国平安	买入	97.50	11,794	0.66	0.73	147.73	133.56

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

内容目录

主要逻辑与结论	4
与新旧动能的转换相辅相成	4
基础设施的推出能增强资本市场服务实体经济的效果	4
REITs 可使普通投资者参与不动产直接投资	5
久经考验，快速增长	5
美国：经济复苏与税收优惠推动的成果	7
日本：许可证管理，监管严苛	10
中国：REITs 发展潜力巨大	12
新的模式孕育新的机会	18
基础设施 REITs 的投资价值：流动性高，收益稳定	18
多方参与，多方共赢	20
总结：基础设施 REITs 是助力金融供给侧改革的重要工具	24
投资建议	25
国信证券投资评级	26
分析师承诺	26
风险提示	26
证券投资咨询业务的说明	26

图表目录

图 1: 2014-2020 年资产管理市场规模.....	5
图 2: 2018-2020 年全球 REITs 市值变化.....	6
图 3: 全球 REITs 市值及上市房地产证券市值分布	7
图 4: 美国公司型 REITs 结构.....	8
图 5: 美国公司型 REITs 运营模式	9
图 6: 美国伞形 REITs 结构	9
图 7: 美国伞形 REITs 运营模式	10
图 8: 2021 年 4 月美国各部门 REITs 占比.....	10
图 9: 日本的相关法律法规规定了 REITs 成立必须满足的条件	11
图 10: 日本 REITs 投资公司的结构	12
图 11: 我国 REITs 的发展历程.....	12
图 12: 2020 年主要市场 REITs 市值占当地 GDP 比重情况	13
图 13: 2020 年主要市场 REITs 市值占当地股票市值比重情况	14
图 14: 基础设施公募 REITs 结构	15
图 15: 基础设施 REITs 重点区域和重点行业	16
图 16: 基础设施 REITs 示例图.....	16
图 17: 基础设施 REITs 的操作流程	17
图 18: 截至 2021 年 7 月 30 日中国 REITs 各类基础资产成交量占比	18
图 19: REITs 投资特点	19
图 20: 基础设施 REITs 试点项目应符合以下条件	19
图 21: 基础设施 REITs 投资者结构	21
图 22: 我国历年保险资金运用余额投向规模	23
图 23: 我国历年保险资金运用余额投向构成比例	23
表 1: 海外基础设施 REITs 投资领域.....	7
表 2: 《国内税法》规定了可以免除公司层面所得税的 REITs 的要求	8
表 3: REITs 相关政策文件整理	15
表 4: 我国首批基础设施公募 REITs 产品	17
表 5: 不同金融机构在参与基础设施公募 REITs 业务中扮演的角色	20
表 6: 九只基础设施 REITs 的代销机构统计	21
表 7: 九支 REITs 产品做市商统计	22
表 8: 券商 (子公司) 参与首批公募 REITs 战略配售情况	22
表 9: 中国保险资产管理业协会产品注册情况	23
表 10: 保险公司参与首批公募 REITs 战略配售情况	24
表 11: 重点个股估值表	25

主要逻辑与结论

REITs 的推出和我国新旧动能转化的时期密切相关。回顾 REITs 业务的发展史，我们发现，各国推出 REITs 的时机都与其所处的经济周期密不可分，绝大多数国家是在经济转型、新旧动能转换时出台 REITs 相关法律法规的，通过发行 REITs 为包括基础设施、商业地产在内的不动产投融资市场创造价值提升的空间，为经济发展提供新动能。随着我国经济发展进入新常态，新旧动能转换在即，基础设施 REITs 的推出显得愈发重要。

REITs 是成熟资本市场的重要组成部分，是我国构建金融国际化的重要一步。 REITs 是一个国际化的金融产品，全球 40 多个国家和地区都推出了各自的 REITs 产品。基础设施 REITs 是国际通行的配置资产，具有流动性较高、收益相对稳定等特点。基于这些特点，基础设施 REITs 能有效盘活存量资产，填补当前金融产品空白，拓宽社会资本投资渠道，提升直接融资比重，增强资本市场服务实体经济的效果。

基础设施 REITs 给金融机构带来大量业务机会。基础设施建设周期长、投资额大，长期由政府主导，未充分发挥市场的作用。发展基础设施 REITs 一方面有利于充分利用众多基础设施库存资产，提高基础设施运营效率；另一方面也给众多金融机构带来了业务机会。REITs 业务中，券商可以充当投资者、公募基金管理人、资产支持证券管理人、流动性服务商、代销机构；保险资金是 REITs 战略配售的重要资金来源，投资 REITs 产品可提高保险资金运用的稳定性；银行在公募 REITs 市场充当的角色包括投资机构、托管机构、代销机构、担保机构等，可以拓展非息收入来源。

金融供给侧改革背景下，建议关注有利于推动经济转型的投资主线。券商方面，推荐关注财富管理业务具有特色的券商，建议关注中国互联网券商的典范东方财富、聚焦高净值客户的中金公司以及具有区位优势为国联证券；银行方面，我们推荐在大零售转型方面具有领先优势的招商银行和宁波银行，以及综合化经营能力强的工商银行和深耕本地中小微客户的常熟银行；保险方面，我们推荐稳定扩张的友邦保险，以及综合实力领先的中国平安。

与新旧动能的转换相辅相成

我国当前正处在新旧动能转换的新发展时期。“十四五”规划《纲要》提出，推动基础设施 REITs 健康发展，有效盘活存量资产，形成存量资产和新增投资的良性循环。开展基础设施 REITs 试点，对推动形成市场主导的投资内生增长机制，构建投资领域新发展格局，具有重要的意义。随着金融供给侧结构性改革推进，国家对于地方政府过度举债进行基础设施建设和房地产行业的发展进行了适度控制，国家重点战略发展区域需要更高效的基础设施融资渠道。

基础设施的推出能增强资本市场服务实体经济的效果

REITs 是不动产投资信托基金的统称。国内首批基础设施公募 REITs 的发行，是将基础设施作为底层资产开展基础设施领域资产证券化的过程。REITs 作为我国新兴的金融工具，2014 年以来，我国开始类 REITs 和私募 REITs 的尝试。截至 2020 年 12 月 31 日，交易所市场已发行的私募 REITs 产品数量为 88 单，总发行规模为 1681.63 亿元。通过十几年的实践和经验总结，首批公募 REITs 于 2021 年 6 月 21 日登陆交易所上市交易，基础设施公募 REITs 迈出实质性一步，开启万亿蓝海市场。

基础设施 REITs 能有效盘活存量资产，填补当前金融产品空白，拓宽社会资本投资渠道，提升直接融资比重。我国分税制改革之后，社会基础设施建设由地

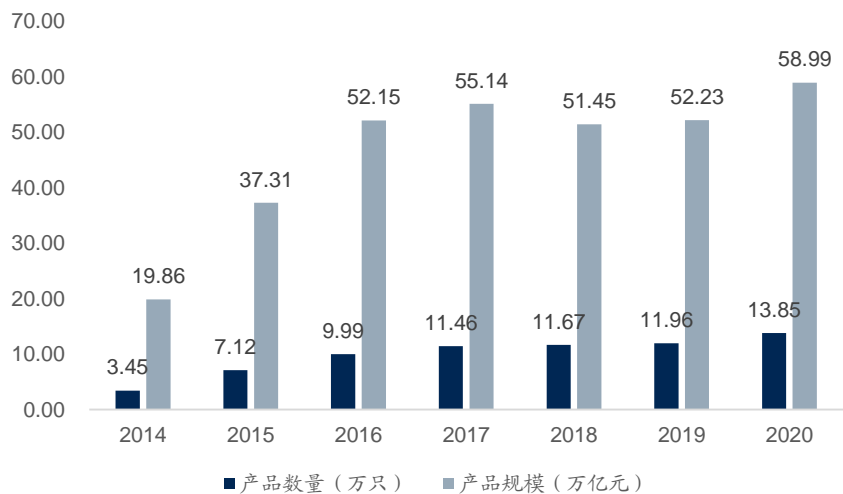
方政府财政直接投资，造成地方政府债台高筑。此前，政府通过外资和侨资进行招商引资，从而吸引资金投入基础设施建设，后来又补充了 PPP 这一融资方式。但随着近几年地方政府投资债务风险增高，基础设施建设需要更加规范的融资渠道。REITs 的推出也有助于进一步化解地方隐性负债。

REITs 的推出有助于提升企业的竞争力。传统的基础设施建设和房地产开发以信贷、债券融资为主，在较高的负债成本之下，不动产企业通常采取高周转率的“开发-销售”模式，通过提高资产周转效率来维持利润率。REITs 出现后，企业融资由债务融资转变为权益融资，可以减少企业债务融资所带来的财务成本。不动产企业向“持有-运营”模式转型，作为权益型金融工具，公募 REITs 以不动产资产持续、稳定的运营收益为派息来源，可用于偿还企业存量债务，有效降低企业杠杆率。

REITs 可使普通投资者参与不动产直接投资

中国进入全面小康以后，居民收入不断提升，中国资产管理市场规模也持续扩容，从 2014 年 19.86 万亿元增长到 2020 年 58.99 万亿元。REITs 的推出，通过市场化的方式为基础设施进行定价，引导中长期资金参与资本市场，并为投资者提供了更多样化的投资工具和产品。不动产作为大类资产中极为重要的一类资产，中国普通投资者也可通过参与资产管理市场对不动产进行直接投资。

图 1: 2014-2020 年资产管理市场规模



资料来源：中国证券投资基金业协会，国信证券经济研究所整理

REITs 的基础性质决定了它的适用性。基础设施 REITs 是国际通行的配置资产，具有流动性较高、收益相对稳定、安全性较强等特点。REITs 的这些特点能较好地满足保险资金、养老金、社保基金、银行理财等机构投资者的投资需求。公募 REITs 产品发行认购门槛低，由专业机构管理，可引导更多社会资本配置于优质、现金流稳定的不动产资产。

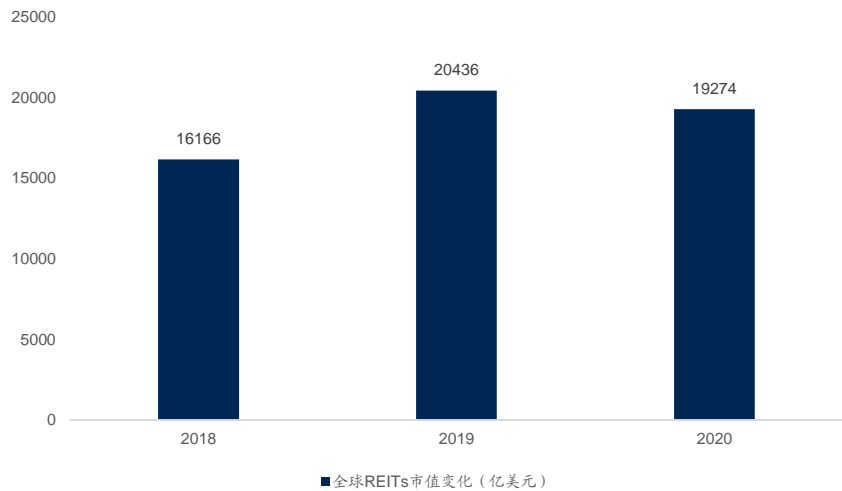
基础设施 REITs 为投资者增加了一类新的投资标的。随着居民财富管理需求增长，投资需求也变得更加多元。REITs 作为一种收益稳定、流动性强、风险适中的投资品种，可满足风险偏好中等的投资者需求。REITs 能有效填补当前金融产品空白，丰富社会资本投资方式，拓宽居民财产性收入渠道。

久经考验，快速增长

从海外成熟市场来看，REITs 是成熟资本市场的重要组成部分。在全球范围内，REITs 已经发展成为独立的资产类别，是机构投资者特别是保险和养老金等“负债驱动”的长期资金投资配置的重要方向。我国推出 REITs 这一金融工具，是我国构建金融国际化的重要一步。

REITs 发展至今已有超过 60 年历史。REITs 于 1960 年起源于美国房地产市场，随后拓展至不同行业 and 不同国家及地区，当前在美国、日本、澳大利亚等发达地区以及泰国、印度等新兴市场均得到快速发展。根据 EPRA (European Public Real Estate) 数据，当前，全球 REITs 市值规模在 2 万亿美元左右。

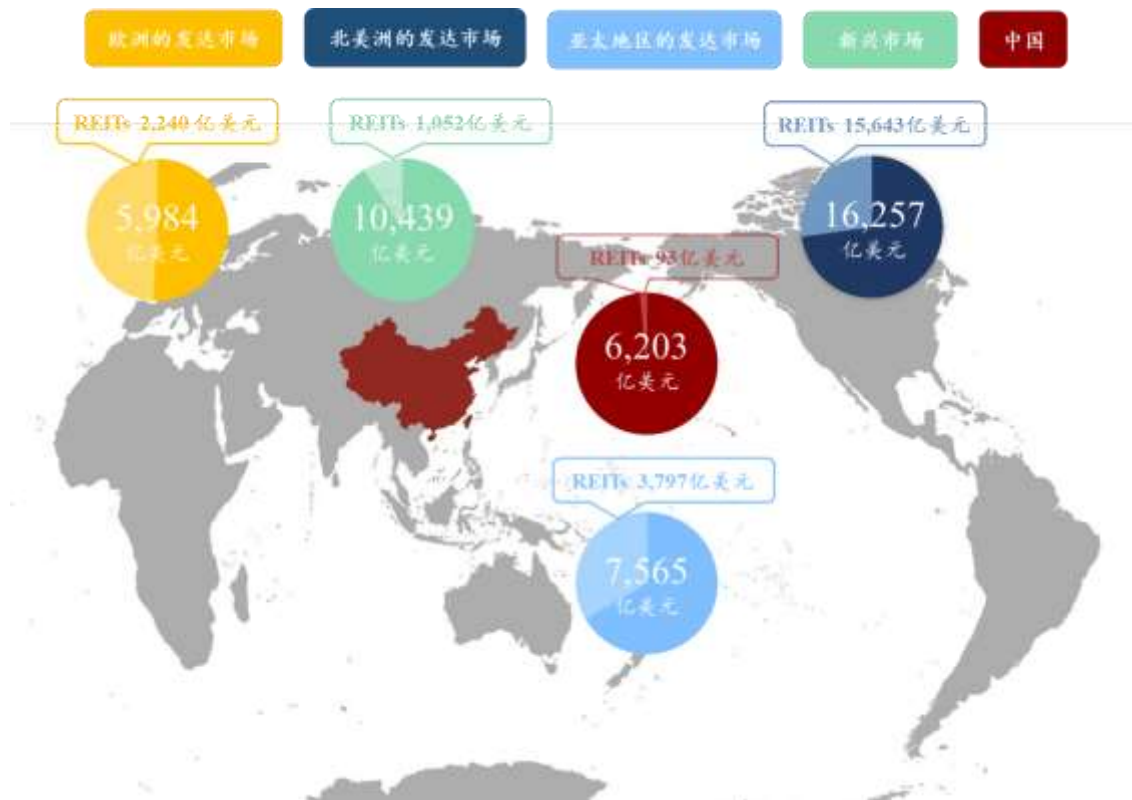
图 2：2018-2020 年全球 REITs 市值变化



资料来源：EPRA，国信证券经济研究所整理

从全球 REITs 市值分布来看，北美依然占据最大规模。根据 EPRA 数据，截止到 2021 年 6 月 30 日，北美 REITs 规模为 15643 亿美元，其次是亚太地区的发达市场，规模为 3797 亿美元，欧洲发达市场 REITs 规模为 2240 亿美元，中国 REITs 规模为 93 亿美元。

图 3: 全球 REITs 市值及上市房地产证券市值分布



资料来源: EPRA, 国信证券经济研究所整理 (数据截至 2021 年 6 月 30 日)

目前海外基础设施 REIT 投资领域较为广泛,除了传统的公路、铁路以外,还有无线通信、能源基建等领域。

表 1: 海外基础设施 REITs 投资领域

公司	行业	市值 (10 亿美元)	股息率 (%) DIVIDEND YIELD	最新股息 (美元) LAST PAID DIVIDEND VALUE	公司简介
American Tower Corporation (AMT)	无线通信	112.94	1.72	1.27	一家不动产投资信托公司,投资标的主要是无线及广播通信物业项目
Crown Castle International Corp (CCI)	无线通信	81.54	2.76	1.33	经营无线基础设施
CorEnergy Infrastructure Trust, Inc (CORR)	能源基建	0.08	3.58	0.05	一家不动产投资信托公司,美国第一家专注于投资基础能源设施(设备)的上市公司
Landmark Infrastructure Partners LP (LMRK)	无线通信		5.97	0.20	业务部门包括无线通信、户外广告、可再生能源发电的企业
SBA Communications Corp. Class A (SBAC)	无线通信	33.46	0.69	0.58	一家领先的无线通信塔独立业主和运营商
Uniti Group Inc (UNIT)	无线通信	2.56	5.24	0.15	业务包括租赁、光纤基础设施、信号塔和消费者 CLEC

资料来源: NAREIT (市值数据截至 2021 年 4 月 30 日,股息率和最新股息截至 2021 年 6 月 30 日)

美国: 经济复苏与税收优惠推动的成果

美国 REITs 市场历史悠久,受经济复苏与税收优惠政策两大因素推动,不仅规模大,而且模式成熟、对经济及就业有一定拉动作用,应用覆盖商业地产、新

老基建多重领域，对我国发展 REITs 具有较大参考意义。

1960 年美国历史上第一部《REITs 法案》由美国国会正式发布，标志着现代 REITs 正式诞生。二十世纪五六十年代美国经历了战后经济复苏时期，大量退伍军人和居民的住房需求刺激了美国房地产的发展，在美国投资信托日益发展之际，不少议员提出建议发展 REITs。1960 年，《美国国内税收法》对符合要求 REITs 予以公司层面免交公司所得税，大大刺激了战后美国 REITs 的发展。

表 2: 《国内税收法》规定了可以免除公司层面所得税的 REITs 的要求

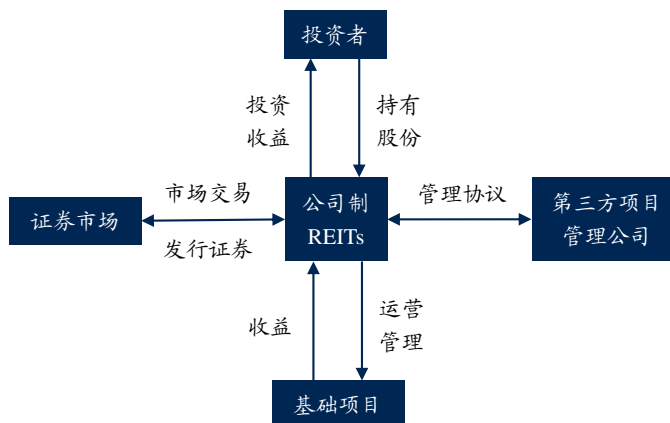
要求分类	具体要求
资产要求	(1)总资产的 75%以上是由房地产资产(包括房地产权益、房地产抵押权益、在其他 REITs 中的股份、土地及附着物的权益等)、现金(包括应收现金帐目)或政府债券组成 (2)所持有任何一个企业发行的债券,不超过 REITs 自身总资产的 5%(政府债券除外) (3)所持有的任何一个单位有投票权的证券,所占股份不超过该单位发行总额的 10%(政府债券除外)
利润来源要求	(1)所持有的任何一个单位有投票权的证券,所占股份不超过该单位发行总额的 10%(政府债券除外) (2)总利润(扣除禁止转让所得收益后)的 95%以上是来自上一条的收益或者其它投资分红
利润分配要求	95%以上的扣除资本所得后的利润应分配给股东。正是因为 REITs 的高额分配比例,使得中小投资者可以有机会参与到房地产投资中,并获得高额的 REITs 收益分红

资料来源:国信证券经济研究所整理

1986 年是美国 REITs 发展的分水岭,《税收改革法案》解除了 REITs 在资产管理方面的管制,此前美国税法规定 REITs 不能自己经营管理资产,必须委托第三方房地产运营公司进行资产的管理运营。该法案的通过使 REITs 可以对资产的运营管理内部化,不必完全依靠第三方经营公司管理资产,减小了运营者和 REITs 持有人之间因代理问题产生的矛盾和利益冲突。

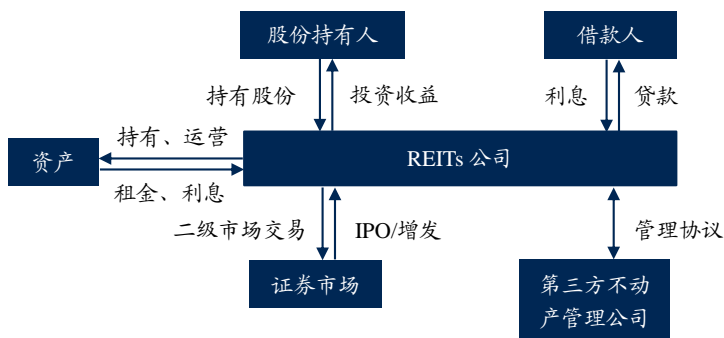
美国 REITs 包括公司型 REITs 和伞型 REITs 两种结构模式。美国 REITs 早期一般为公司型结构模式,依照美国《公司法》设立股份有限公司,具有独立法人资格,通过证券市场出售公司股份向投资者募集资金。公司型 REITs 募集资金后,投资于底层基础设施资产,投资者既获得 REITs 份额,也是 REITs 的股东,享有股东的全部权利,包括参与权、选举权和分配权。公司型 REITs 采用内部管理模式,即股东通过出席股东大会和选举董事会成员进行管理,董事会执行股东大会决议,决定 REITs 基金是采用公司自营还是委托第三方管理。

图 4: 美国公司型 REITs 结构



资料来源:国信证券经济研究所整理

图 5: 美国公司型 REITs 运营模式

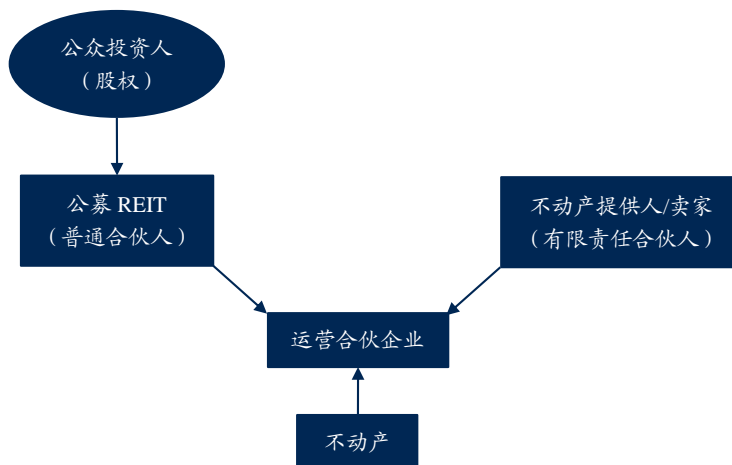


资料来源: 国信证券经济研究所整理

伞型结构的 REITs 至今成为美国 REITs 产品的主流结构, 约有 2/3 新设立的 REITs 采用了这种结构。20 世纪 90 年代, 出于避税目的, 美国众多大型公司制 REITs 采用了 UPREIT (Umbrella Partnership Real Estate Investment Trust) 的运营模式, 即伞型合伙企业 REITs 结构模式。该模式中, 不动产产权持有人 (个人或者公司) 首先将其拥有的不动产投入一个经营性合伙企业, 并获得该合伙企业的股权份额, 原始权益人成为合伙企业的有限合伙人; 然后设立 REITs 基金, 并通过资本市场向社会发售来公开募集资金, REITs 基金购买者获得 REITs 份额后即获得该企业股权成为该企业的有限合伙人。伞型 REITs 一经推出便在美国得到了广泛的应用和发展, 成为权益型 REITs 的主流形式。

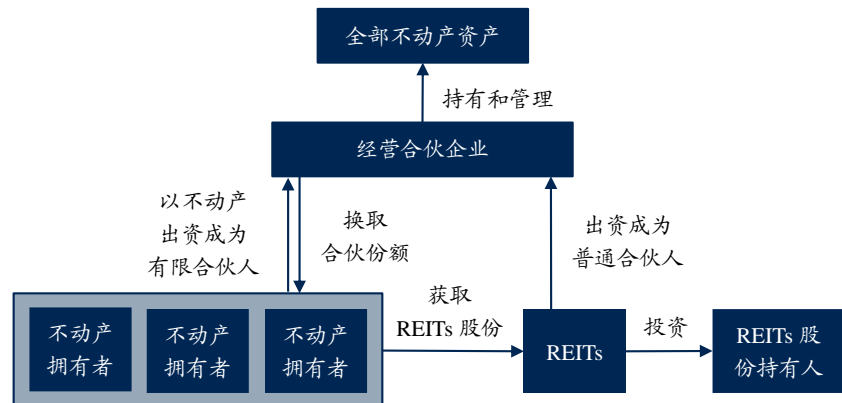
伞型 REITs 给投资者提供了很好的延迟纳税优惠。根据美国国内税法, 房地产资产在向 REITs 转移的过程中, 因资产的所有权发生转移需缴纳资本利得税。而伞型 REITs 通过成立有限合伙企业, 将房地产资产转移给合伙企业成为有限合伙人, REITs 再通过发行或募集的资金换取合伙单位成为普通合伙人, 暂时推迟了资产转移产生的资本利得税。只有当 REITs 参与人将合伙单位出售以换取 REITs 股份或现金时, 有关财产的转让才实际发生。因此, 投资者通常到愿意承担税务后果时才出售合伙单位。

图 6: 美国伞形 REITs 结构



资料来源: 国信证券经济研究所整理

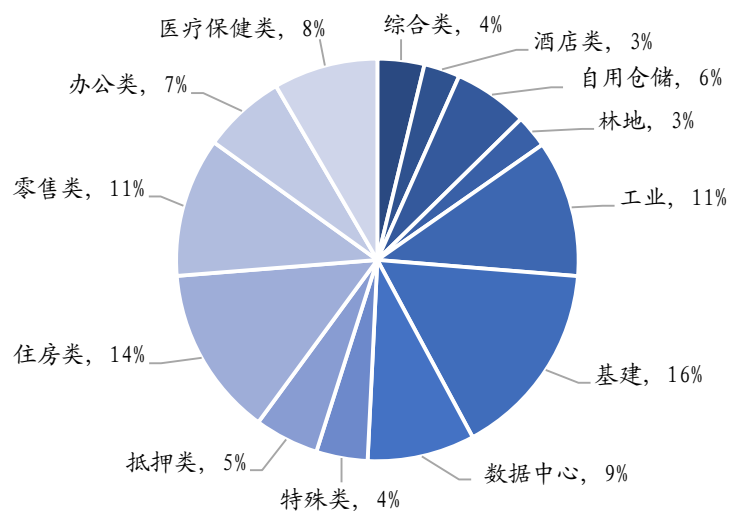
图 7：美国伞形 REITs 运营模式



资料来源：国信证券经济研究所整理

从美国各部门 REITs 占比来看，截止到 2021 年 4 月，基建类占比最高，为 16%；其次为工业和数据中心，分别占比 11%和 9%。

图 8：2021 年 4 月美国各部门 REITs 占比



资料来源：CEIC，国信证券经济研究所整理

日本：许可证管理，监管严苛

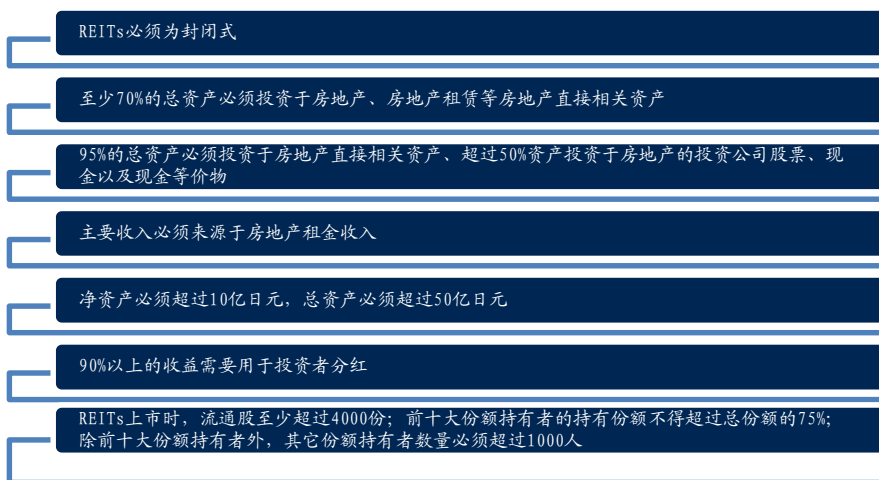
20 世纪 90 年代，日本在资产泡沫后经历了漫长的经济衰退，在 90 年代中期的刺激过后，日本经济再次跌入负增长区间。房地产市场长期低迷，日本为了提振地产需求，选择 REITs 作为商业地产新开发项目的资金来源，推动资金流入房地产市场。2000 年 11 月日本修改了本国的《信托投资公司法》，允许信托投资资金投资于商业不动产领域，并明确了成立 REITs 的相关必要条件，成为亚洲首个推出 REITs 产品的国家。

日本 REITs 的发展借鉴了美国 REITs 的形式，在组织结构方面可以成立信托或投资公司。但是由于信托形式的 REITs 管理成本较高，同时公司形式的 REITs 也被认为更具有长期发展规划和投资价值，到目前为止日本 REITs 基本都以公司形式成立。

在税收制度方面,日本REITs也借鉴了美国的方式。虽然应税收入需要交纳37%的公司所得税,但是收入可以扣除股利分红后再算为应税收入,也即是对分红的收益实行了免税政策。

日本 REITs 实行许可证管理。日本 REITs 发起人的第一步工作是成立资产管理公司,获得土地基建运输旅游管理局的建筑房屋用地交易代理许可和自主交易代理许可。获得许可后,第二步是向金融服务代理部门将资产管理公司注册成投资管理人。注册的要求包括最低 5000 万日元的实缴资本或净资产以及公司员工具备相关工作经验。注册成功后,资产管理公司作为发起人发起 REITs,并且注册成一家新的公司。为了享受 REITs 的免税优惠,日本的相关法律法规也规定了 REITs 成立必须满足的条件,如图 9 所示。

图 9: 日本的相关法律法规规定了 REITs 成立必须满足的条件

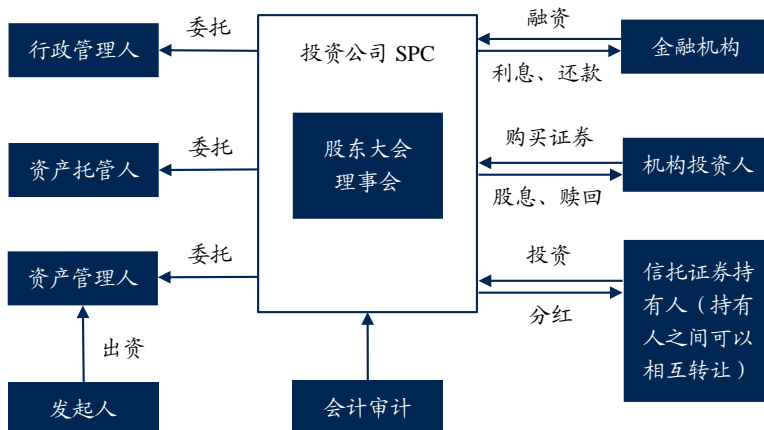


资料来源:国信证券经济研究所整理

日本 REITs 和美国相比也有自己的特点:第一,日本法律规定,REITs 的发起必须采用外部管理模式;第二,日本没有类似美国伞形 REITs 的法律条款,企业在将资产转移至合伙企业或者 REITs 组织的时候产生的交易税是不能避免的。

日本 REITs 以“公司型+外部管理”为主要模式。日本法律规定,日本 REITs 可以选择以公司型或契约型模式设立,但在实际操作中普遍采取了公司型模式,主要有两方面原因,一是日本契约型模式的管理严苛、形式复杂,导致其经营成本较高;二是日本的市场经济发展比较完善,公司制度发展成熟。2007 年,日本制定并颁布的《金融工具与交易法》要求,日本 REITs 对不动产的管理,必须聘请第三方投资管理公司作为投资管理人进行运营管理。

图 10: 日本 REITs 投资公司的结构



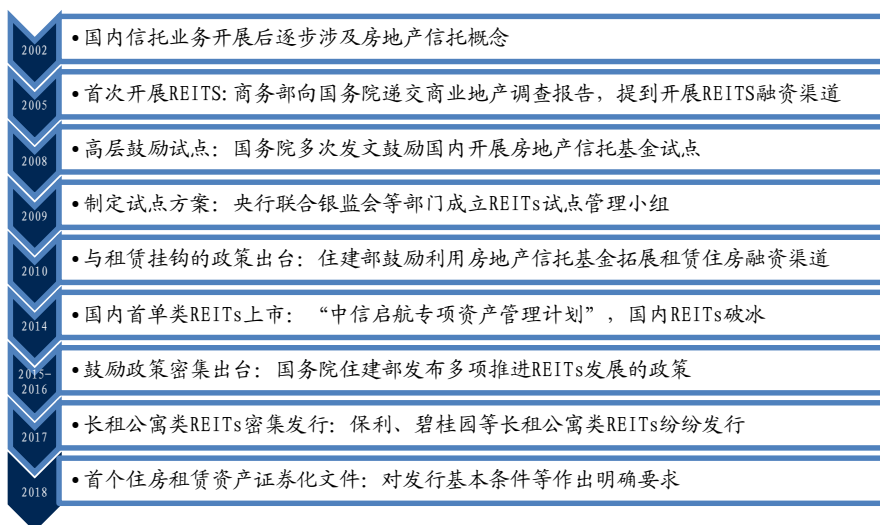
资料来源: 国信证券经济研究所整理

日本 REITs 采用投资公司 (SPC) 运营, 对投资公司监管严格, REITs 上市交易必须是封闭式基金。日本《投资信托法》规定, REITs 既不雇佣员工, 也不进行实质性的经济活动。日本 REITs 的资产必须采用外部管理模式, 通过聘请第三方资产管理公司, 委托其管理运营资产。资产管理人、资产委托人、行政管理人相互独立, 由股东大会和理事会承担资产的监督职责。从日本 REITs 的结构来看, 投资风险较低。

中国: REITs 发展潜力巨大

我国 REITs 发展历程较短, 还有很大的发展空间。我国于 21 世纪初引入 REITs 概念。自 2008 年以来, 中央政府各部门多次发文鼓励推进房地产 (或不动产) 信托投资基金试点, 并希望将其运用于住房租赁、基础设施、企业降杠杆等政策重点关注领域。

图 11: 我国 REITs 的发展历程

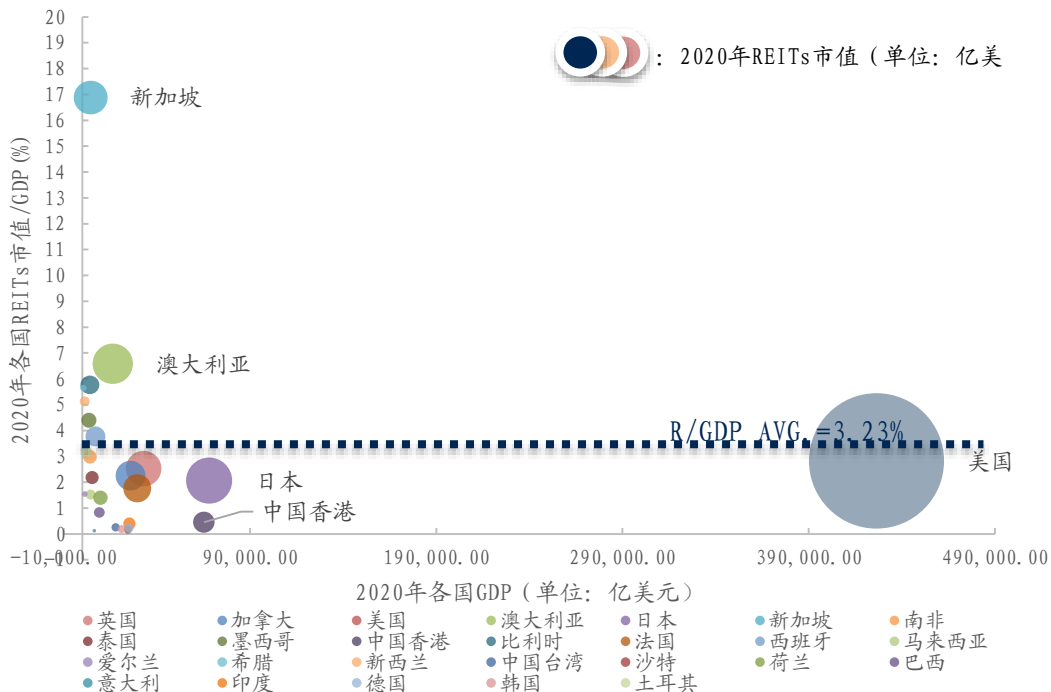


资料来源: 上海证券交易所, 国信证券经济研究所整理

2020 年, 我国 REITs 规模为 55 亿美元, 占 GDP 比重仅为 0.037%, 远低于全

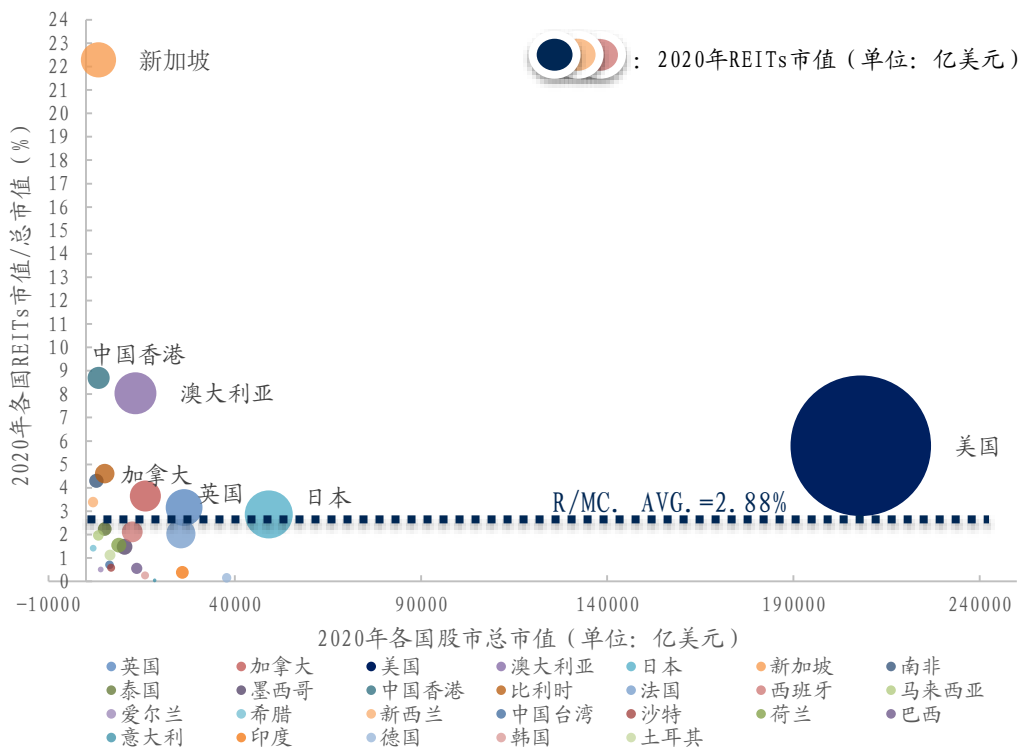
球平均 3.23%的水平，而美国这一比重为 5.8%；我国 REITs 市值规模占股票市场总市值比重为 0.05%，也低于全球平均 2.88%的水平，美国这一比重为 2.8%，具体如图 12 和图 13 所示。

图 12：2020 年主要市场 REITs 市值占当地 GDP 比重情况



资料来源: EPRA, 国信证券经济研究所整理

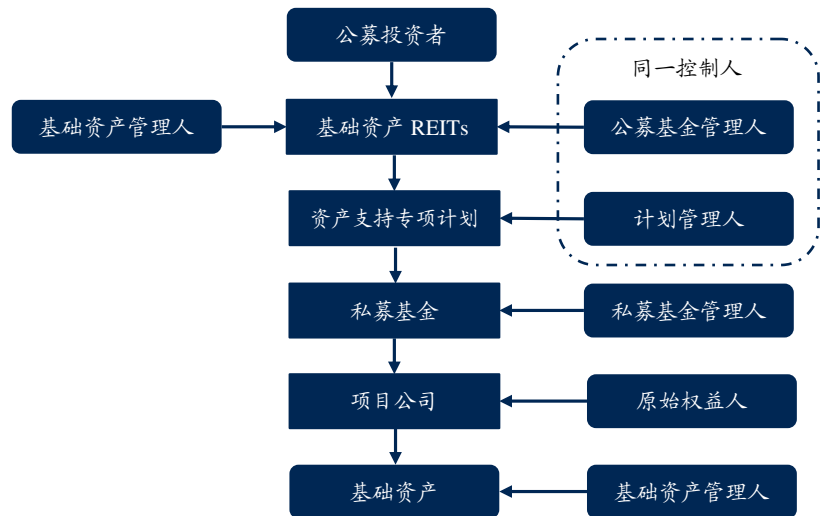
图 13: 2020 年主要市场 REITs 市值占当地股票市值比重情况



资料来源: EPRA, 国信证券经济研究所整理

根据证监会《指引》规定, 试点基础设施公募 REITs 采用“公募基金+单一基础设施资产支持证券 (ABS)”的产品结构形式, 基金在交易所公开募集发行上市, 公募基金的主要资产投资于基础设施, 其中 80%以上资金持有资产支持专项计划全部份额。也就是说, 项目公司完全拥有基础设施资产, 资产支持专项计划持有项目公司所有股权。公募基金通过公开市场发行募集, 并通过特殊目的载体 (SPV) 穿透取得基础设施项目特许经营权或全部所有权, SPV 再以计划为基础发行 ABS。

图 14: 基础设施公募 REITs 结构



资料来源: 国信证券经济研究所整理

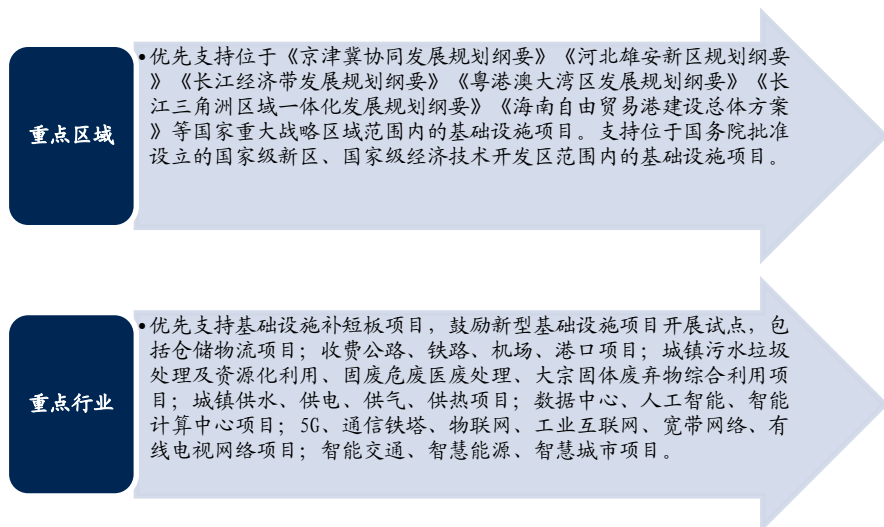
表 3: REITs 相关政策文件整理

日期	发布机构	文件名	主要内容
20200424	证监会 国家发改委	《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》	明确推进基础设施 REITs 试点的重要意义、基本原则和试点项目要求
20200731	国家发改委	《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点项目申报工作的通知》	明确试点项目的地区和行业范围、基本条件和审查项目要求
20210113	国家发改委	《关于建立全国基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点项目库的通知》	严格把握入库项目条件, 强化入库项目政策支持和协调服务
20210629	国家发改委	《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点工作的通知》	加强项目管理和协调服务

资料来源: 证监会、国家发改委官网, 国信证券经济研究所整理

我国基建规模庞大, 发展 REITs 基础资产丰富。我国拥有庞大的基础设施存量市场, 为 REITs 提供了丰富的底层投资资产。从增量市场来看, 虽然经过多年快速建设, 我国基础设施条件得到了明显改善, 但是区域差距较大, 中西部地区相对比较落后, 教育、医疗等公共服务供给也不足; 同时, 5G 建设、数据中心等新基建领域正在发力, 未来我国新老基建都具备较大的发展空间。

图 15: 基础设施 REITs 重点区域和重点行业



资料来源：国家发改委网站，国信证券经济研究所整理

基础设施 REITs 有四个架构特点：一是 80%以上基金资产投资于基础设施资产支持证券，并持有其全部份额；基金通过基础设施资产支持证券持有基础设施项目公司全部股权；二是基金通过资产支持证券和项目公司等特殊目的载体取得基础设施项目完全所有权或经营权利；三是基金管理人主动运营管理基础设施项目，以获取基础设施项目租金、收费等稳定现金流为主要目的；四是采取封闭式运作，收益分配比例不低于合并后基金年度可供分配金额的 90%。

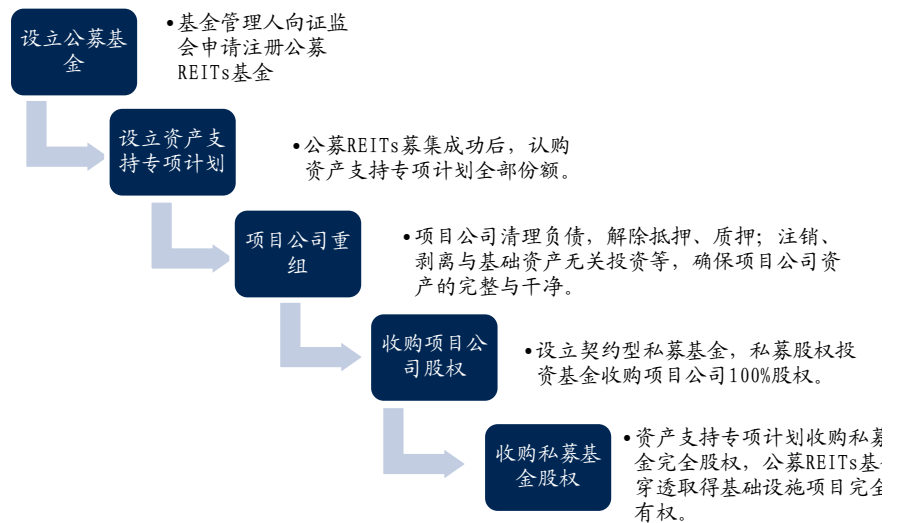
图 16: 基础设施 REITs 示例图



资料来源：上海证券交易所，国信证券经济研究所整理

基础设施 REITs 的结构中，涉及多方当事人，包括公募基金管理人、SPV 管理人（可与基金管理人是一人）、托管人、私募基金管理人、原始权益人、基础资产管理人等多个主体，还有发行和持续运作中的券商、律师和会计师事务所、资产评估机构等中介机构。实践中，基础设施公募 REITs 的操作流程如图 16 所示，最终形成“公募基金—资产支持专项计划—私募基金—项目公司—基础设施项目”的交易结构。

图 17: 基础设施 REITs 的操作流程



资料来源: 上海证券交易所, 国信证券经济研究所整理

当前, 我国 REITs 正处于基础设施公募 REITs 的试点阶段。2021 年 6 月 21 日, 上海证券交易所和深圳证券交易所分别上市了 5 只和 4 只基础设施公募 REITs 产品, 是我国首批基础设施公募 REITs。

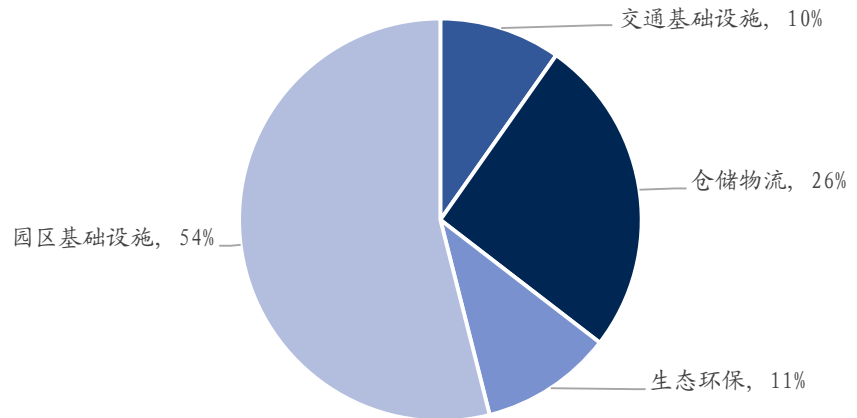
表 4: 我国首批基础设施公募 REITs 产品

上市交易所	代码	REITs 产品全称	简称
上海证券交易所	508000.SH	华安张江光大 REIT	张江 REIT
上海证券交易所	508001.SH	浙商证券沪杭甬高速 REIT	浙江杭徽
上海证券交易所	508006.SH	富国首创水务 REIT	首创水务
上海证券交易所	508027.SH	东吴苏州工业园区产业园 REIT	东吴苏源
上海证券交易所	508056.SH	中金普洛斯仓储物流 REIT	普洛斯
深圳证券交易所	180801.SZ	中航首钢生物质 REIT	首钢绿能
深圳证券交易所	180101.SZ	博时招商蛇口产业园 REIT	蛇口产业园
深圳证券交易所	180101.SZ	平安广州交投广河高速公路 REIT	广州广河
深圳证券交易所	180301.SZ	红土创新盐田港仓储物流 REIT	盐港 REIT

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从中国 REITs 各类基础资产成交量占比来看, 截止到 2021 年 7 月 30 日, 园区基础设施占比最高, 为 54%; 其次是仓储物流, 占比 16%; 此外, 生态环保和交通基础设施, 分别占比 11% 和 10%。

图 18: 截至 2021 年 7 月 30 日中国 REITs 各类基础资产成交量占比



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所整理

新的模式孕育新的机会

REITs 是一种重大的金融创新,它代表了全新的的城市建设投融资模式。REITs 对重塑企业再投资能力,化解地方债务负担,推动金融市场稳定健康发展,深化混合所有制改革及政府与社会资本合作,引导社会资本投资方向具有重要意义。基础设施建设周期长、投资额大,长期由政府主导,未充分发挥市场的作用。发展基础设施 REITs 一方面有利于充分利用众多基础设施库存资产,提高基础设施运营效率;另一方面也给众多金融机构带来了业务机会。

基础设施 REITs 的投资价值: 流动性高, 收益稳定

基础设施公募 REITs 采用“公募基金+基础设施资产支持证券”的产品结构,是一种风险回报比中等的权益类投资品种,具有流动性较高、收益相对稳定、安全性较强等特点。个人投资者可以用较少的资金参与到大型基建项目中,分享国家经济高质量发展的红利。

图 19: REITs 投资特点

REITs 投资特点	<p>聚焦基础设施领域开展的公募REITs试点项目具有权属清晰、信用稳健、投资回报良好等特点，对投资者而言，能让投资者享受到优质稀缺资产的价值提升和运营收入</p> <p>参与门槛较低，个人投资者可以用较少的资金参与到大型基建项目中，分享国家经济高质量发展红利</p> <p>基础设施公募REITs与股票、债券等其他金融资产关联性较低，能较有效地分散投资组合的风险，有助于投资者的多元化资产配置</p>
------------	---

资料来源：国信证券经济研究所整理

图 20: 基础设施 REITs 试点项目应符合以下条件

项目权属清晰，已按规定履行项目投资管理，以及规划、环评和用地等相关手续，已通过竣工验收。PPP项目应依法依规履行政府和社会资本管理相关规定，收入来源以使用者付费为主，未出现重大问题和合同纠纷。

具有成熟的经营模式及市场化运营能力，已产生持续、稳定的收益及现金流，投资回报良好，并具有持续经营能力、较好的增长潜力。

发起人（原始权益人）及基础设施运营企业信用稳健、内部控制制度健全，具有持续经营能力，最近3年无重大违法违规行为。基础设施运营企业还应当具有丰富的运营管理能力。

资料来源：国家发改委官网，国信证券经济研究所整理

投资方向主要为不动产。国际成熟市场一般对 REITs 的投资比例都有明确规定，要求大部分资金要投资于不动产、抵押贷款或其他 REITs 相关产品，如美国要求资金投资比例在 75%以上，日本要求资金投资比例在 50%以上，新加坡要求资金投资比例在 70%以上。同时，基金的主要收入来源也必须与不动产相关，如美国要求 REITs 在每个税务年度至少有 75%的业务收入来自房地产租金、房屋抵押贷款利息、房地产以及住房抵押贷款的处置收益等。

强制按期分红。国际成熟市场要求每年必须将 REITs 投资收益的大部分以分红形式派发给投资者。美国、日本和新加坡均规定一般性收入的分红比例通常不低于 90%，否则将不能享受税收优惠政策，甚至会受到相应的处罚。澳大利亚、加拿大等则对 REITs 投资收益中的不分红部分按照最高税率进行征税，以倒逼 REITs 向投资者进行分红。

享受减免税优惠。国际成熟市场多数对 REITs 实行税收中性原则，对基于不动

产长期、稳定现金流所产生的一般性收入，在 REITs 层面或者投资者层面进行所得税免除，以避免投资者被双重征税。

多方参与，多方共赢

根据《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》的规定，基础设施项目原始权益人或其同一控制下的关联方参与基础设施基金份额战略配售的比例合计不得低于本次基金份额发售数量的 20%。扣除向战略投资者配售部分后，基础设施基金份额向网下投资者发售比例不得低于本次公开发售数量的 70%。网下投资者为证券公司、基金管理公司、信托公司、财务公司、保险公司、合格境外机构投资者、商业银行及其理财子公司、符合规定的私募基金管理人以及其他中国证监会认可的专业机构投资者。全国社会保障基金、基本养老保险基金、年金基金等都可根据有关规定参与基础设施基金的网下询价。

不同金融机构均可参与 REITs 业务中。基础设施基金份额的发售，分为战略配售、网下询价并定价、网下配售、公众投资者认购等。其中，银行可以扮演战略配售的角色，基础设施项目原始权益人或其同一控制下的关联方，以及符合相关规定的专业机构投资者，可以参与基础设施基金的战略配售，如证券公司、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中国证监会及本所投资者适当性规定的专业机构投资者。

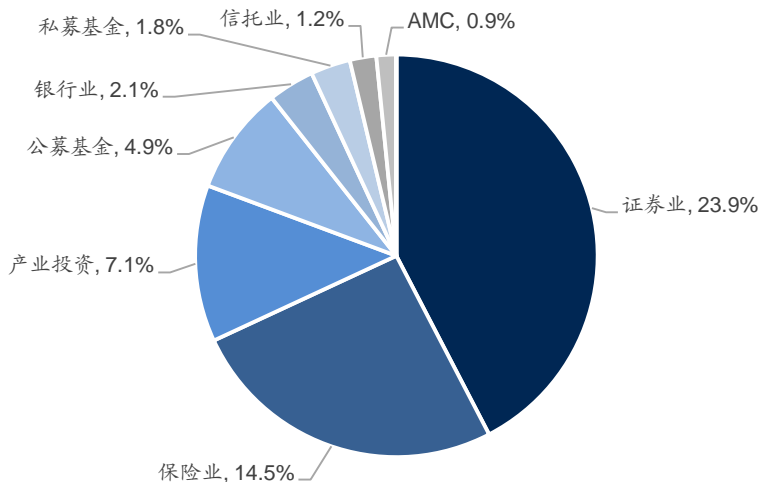
表 5：不同金融机构在参与基础设施公募 REITs 业务中扮演的角色

金融机构	参与角色
银行	战略投资者、基金托管人、代销、担保
券商	投资者、公募基金管理人、资产支持证券管理人、流动性服务商、代销
保险	投资者
公募基金	投资者、公募基金管理人
私募基金	投资者
信托公司	投资者
第三方独立基金销售机构	代销

资料来源:国信证券经济研究所整理

券商自营与保险资金是基础设施 REITs 战略配售和网下认购的主力。从首批项目投资者参与情况来看，机构投资者占据主导地位，理财子公司、公募、私募、保险、券商自营以及券商资管等都参与其中。据金融监管研究院数据，目前公众投资者占比仅为 6.63%，原始权益人占比 40%，战略配售和网下配售合计占比达 53%。首批 9 个项目合计募集资金 314.03 亿元，均采用“战略配售+网下发行+网上公众发行”相结合的发售方式。

图 21: 基础设施 REITs 投资者结构



资料来源: 国家发改委官网, 国信证券经济研究所整理

在以证监会主导的 REITs 模式中, 券商无疑扮演着重要角色。从首批 9 个项目网下发行看, 参与机构累计 83 个, 最终确认认购金额为 66.63 亿元。其中券商自营 27 家, 申购金额 292.59 亿元, 占总申购金额 (516.87 亿元) 的 56.61%, 最终确认认购金额为 43.7 亿元, 占有网下认购金额 65.6%; 券商资管 5 家, 申购金额 26.75 亿元, 占总申购金额的 5.17%。二者合计, 券商申购金额占总申购金额的 61.78%。从实际配售情况看, 券商自营配售金额 43.74 亿元, 占网下配售总金额的 65.64%; 券商资管配售金额 2.86 亿元, 占网下配售总金额的 4.29%。二者合计通过网下拿到的配售量占比为 69.94%。

从代销机构来看, 券商依然是主力机构。在当前九只基础设施 REITs 产品的代销中, 每只都有 100 家以上券商代销, 而少部分有银行和其他独立销售机构参与。

表 6: 九只基础设施 REITs 的代销机构统计

代码	名称	代销机构				合计	托管行	管理公司
		券商	银行	独立销售机构	其他			
180101.SZ	博时招商蛇口产业园 REIT	118	0	0	1	119	招商银行股份有限公司	博时基金管理有限公司
180201.SZ	平安广州交投广河高速公路 REIT	118	1	6	2	127	中国工商银行股份有限公司	平安基金管理有限公司
180301.SZ	红土创新盐田港仓储物流 REIT	100	1	0	1	102	招商银行股份有限公司	红土创新基金管理有限公司
180801.SZ	中航首钢生物质 REIT	100	3	0	1	104	招商银行股份有限公司	中航基金管理有限公司
508000.SH	华安张江光大园 REIT	100	0	0	1	101	招商银行股份有限公司	华安基金管理有限公司
508001.SH	浙商证券沪杭甬高速 REIT	100	1	5	1	107	招商银行股份有限公司	浙江浙商证券资产管理有限公司
508006.SH	富国首创水务 REIT	100	0	1	1	102	招商银行股份有限公司	富国基金管理有限公司
508027.SH	东吴苏州工业园区产业园 REIT	100	2	7	2	111	招商银行股份有限公司	东吴基金管理有限公司
508056.SH	中金普洛斯仓储物流 REIT	100	1	4	1	106	兴业银行股份有限公司	中金基金管理有限公司

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

此外, 券商还可担任 REITs 产品的做市商。投资首批 REITs 的大多是长期配置资金, 且有一年锁定期。全市场共有 11 家券商为首批 REITs 担任做市商, 提高产品流动性, 引导市场理性交易。11 家券商分别是中金公司、申万宏源、广发证券、中信证券、招商证券、中信建投、东方证券、华泰证券、银河证券、国

泰君安、平安证券。其中，中金公司担当 8 只产品的做市商。担任做市商对券商的交易定价能力、资金实力、灵活调整报价策略能力、应对极端行情反应能力等都提出了较高要求，龙头券商更显优势。

表 7：九支 REITs 产品做市商统计

代码	名称	做市商家数	做市商名称
180101.SZ	博时招商蛇口产业园 REIT	4	中信证券、中金公司、招商证券、申万宏源
180201.SZ	平安广州交投广河高速公路 REIT	7	平安证券、中信证券、申万宏源、华泰证券、东方证券、银河证券、广发证券
180301.SZ	红土创新盐田港仓储物流 REIT	2	中金公司、中信证券
180801.SZ	中航首钢生物质 REIT	3	华泰证券、银河证券、中金公司
508000.SH	华安张江光大园 REIT	3	国泰君安、中金公司、广发证券
508001.SH	浙商证券沪杭甬高速 REIT	6	申万宏源、中信证券、广发证券、中信建投、东方证券、中金公司
508006.SH	富国首创水务 REIT	5	东方证券、广发证券、申万宏源、银河证券、中信证券
508027.SH	东吴苏州工业园区产业园 REIT	5	中金公司、广发证券、中信证券、申万宏源、华泰证券
508056.SH	中金普洛斯仓储物流 REIT	4	国泰君安、广发证券、申万宏源、中金公司

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

从战略配售来看，首批 9 个项目配售比例普遍超过 60%，其中广州广河比例最高，达 78.97%；张江光大比率最低，但仍为 55.33%，大幅超过试点政策要求的 20% 的最低比例。参与（不包含原始权益人）机构/理财产品共有 46 个。其中，券商自营有 8 家，战略配售金额共计 16.24 亿元，占对外战略配售（不含原始权益人及其关联方，96.31 亿元）的 16.86%，占全部战略配售量（含原始权益人及其关联方，222.25 亿元）的 7.3%，投资额前三位分别是中金公司、东兴证券、银河证券。

表 8：券商（子公司）参与首批公募 REITs 战略配售情况

机构名称	券商资管计划	券商自营	单位合计	单位占比
中国中金财富证券有限公司		66,208	66,208	29.6%
上海光大证券资产管理有限公司	61,562		61,562	27.5%
东兴证券股份有限公司		33,392	33,392	14.9%
中国银河证券股份有限公司		23,518	23,518	10.5%
中信建投证券股份有限公司		19,530	19,530	8.7%
华金证券股份有限公司		11,264	11,264	5.0%
浙商证券股份有限公司		5,128	5,128	2.3%
中信证券股份有限公司		2,079	2,079	0.9%
中航证券有限公司		1,338	1,338	0.6%
合计	61,562	162,456	224,018	100.0%

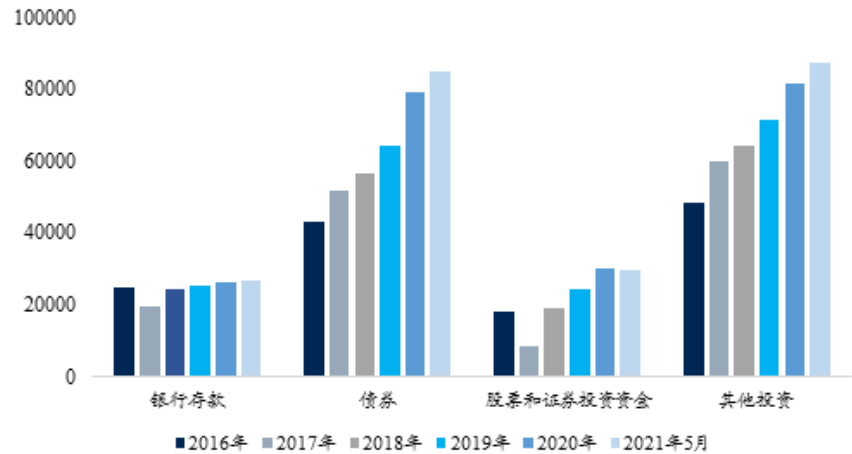
资料来源:国信证券经济研究所整理（单位:万元）

保险资金也是除原始权益人外战略配售的重要来源。保险类战略投资者承诺认购金额达 33.36 亿元，占比 34.64%；共有 6 家险资参与，分别为中国保险投资基金、泰康人寿、平安人寿、大家投资控股、中再寿险、中再产险。其中，泰康人寿投资金额最高，达 13.69 亿元；中国保险投资基金参与数量最多，涵盖普洛斯、浙江杭徽、首创水务、招商蛇口、东吴苏园 5 款产品，合计认购 3.85 亿元。

此外，在险资入围网下有效报价名单的 8 只 REITs 中，险资认购总额超过 70 亿元。同时参与机构数量也大幅增加，配售对象包括人保寿险、新华保险、太平人寿、太平财险、长城人寿等险企的多个险资账户。

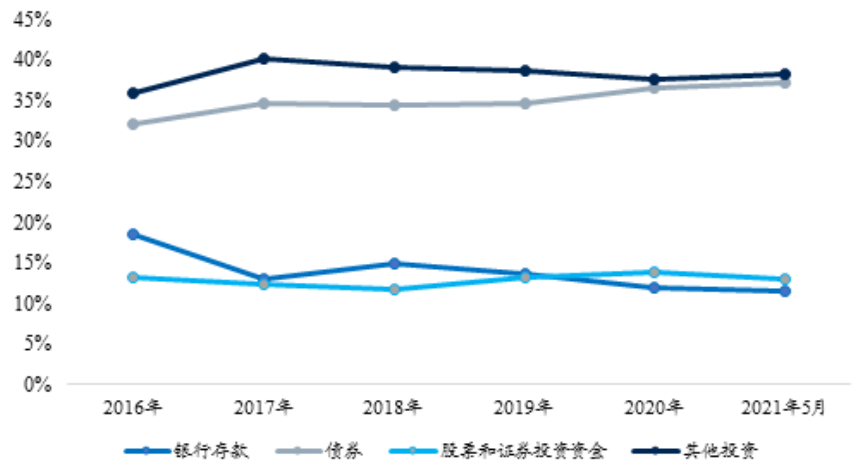
投资 REITs 产品可提高保险资金运用的稳定性。从近年来中国保险资金的投资现状看，对低风险、低收益的银行存款和固定收益资产的投资占比达 50% 以上。保险公司的资产中大部分为寿险资金，这部分资金侧重配置长期稳定的收益类资产。但我国金融市场缺少中长期投资项目。REITs 产品具有高流动性、高安全性、收益稳定的特点，有助于有效解决我国目前保险资金运用中的困境。

图 22: 我国历年保险资金运用余额投向规模



资料来源: 银保监会网站, 国信证券经济研究所整理(单位: 亿元)

图 23: 我国历年保险资金运用余额投向构成比例



资料来源: 银保监会网站, 国信证券经济研究所整理 (单位: 亿元)

表 9: 中国保险资产管理业协会产品注册情况

投资计划类型	产品单数/规模	2021年1-5月	2020年	2019年
债权投资计划	产品单数	171	434	251
	规模	3414.55	8193.18	4584.25
股权投资计划	产品单数	3	12	4
	规模	40.7	226.11	52.4
保险私募基金	产品单数	3	15	5
	规模	165.02	1339.15	1050
合计	产品单数	177	461	255
	规模	3620.27	9758.44	5686.65

资料来源: 银保监会网站, 国信证券经济研究所整理 (单位: 亿元)

表 10: 保险公司参与首批公募 REITs 战略配售情况

机构名称	保险投资	保险自营	单位合计	单位占比
泰康人寿保险有限责任公司	116,700	20,239	136,939	41.1%
中国平安人寿保险股份有限公司		90,229	90,229	27.0%
大家投资控股有限责任公司	48,956		48,956	14.7%
中国保险投资基金(有限合伙)	38,456		38,456	11.5%
中国财产再保险有限责任公司		9,821	9,821	2.9%
中国人寿再保险有限责任公司		9,169	9,169	2.7%
合计	204,111	129,457	333,569	100.0%

资料来源:银保监会, 国信证券经济研究所整理(单位:亿元)

银行在公募 REITs 市场充当的角色包括投资机构、托管机构、代销机构、担保机构等, 可以拓展非息收入来源。绝大多数发行 REITs 产品的房地产公司都与商业银行建立了密切的合作关系。商业银行凭借自身在客户、资金及专业方面的优势, 可以提供业务撮合、融资安排、基金投资、资金托管等服务, 也可以通过旗下控股的综合化子公司直接开展保荐承销。业务撮合方面, 如果是公募基金+ABS 的模式, 商业银行可以利用客户资源优势, 向券商转介、撮合业务。融资安排和基金投资方面, 银行可以向客户提供过桥贷款。此外, 商业银行也可以利用自有资金或理财资金直接参与认购 REITs 基金份额。

在国外, 租赁住房领域的 REITs 已经非常成熟。商业银行可以密切关注租赁住房、基础设施等领域试点项目。商业银行可以积极利用自身优势, 与当地政府合作, 推动设计租赁住房 REITs 项目。REITs 参与住房租赁领域的方式不仅限于购买、管理物业, 还可以拓展到开发阶段, 这样既能够创新房地产行业运营模式, 也能够探索 REITs 作为资本方参与建设、运营租赁住房的 PPP 模式。除了公共住房领域, 商业银行还可以加强与开发商等合作, 在长租公寓、机构租房等领域积极探索, 抢占 REITs 市场先机。

总结: 基础设施 REITs 是助力金融供给侧改革的重要工具

总的来说, 开展基础设施 REITs 试点, 是防风险、去杠杆、稳投资、补短板的政策工具, 是投融资机制的重大创新, 有助于盘活存量资产, 广泛调动各类社会资本积极性, 促进基础设施的高质量发展。

REITs 作为股票、债券等传统金融工具之外的另一类创新型金融产品, 有利于丰富资本市场投融资工具。基础设施 REITs 产品具备以下特点: 一是 REITs 可盘活存量资产, 提升基础设施资产估值, 获得流动性溢价, 同时提供增量投资资金, 改善负债水平, 降低企业杠杆率, 助力企业“轻资产”运营模式转型, 更好地推动资本市场服务实体经济; 二是 REITs 产品将 90% 的基金年度可分配利润用于分配, 高比例分红, 同时由于基础设施项目权属清晰, 现金流持续、稳定, 投资回报良好, 填补了当前金融产品的空白, 丰富了投资品种, 便于投资者投资于流动性较弱的基础设施项目; 三是 REITs 产品规则透明健全, 比照公开发行证券比照公开发行证券要求建立上市审查制度, 制定了完备的发售、上市、交易、收购、信息披露、退市等具体业务规则。基础设施项目可借助资本市场公开、透明机制, 通过资本市场融资, 引导金融资金参与实体项目建设, 实现高质量发展。

基础设施 REITs 给金融行业也带来了丰富的业务机会。其中, 券商可以充当投资者、公募基金管理人、资产支持证券管理人、流动性服务商、代销机构; 保险资金也是 REITs 战略配售的重要资金来源, 投资 REITs 产品可提高保险资金运用的稳定性; 银行在公募 REITs 市场充当的角色包括投资机构、托管机构、

代销机构、担保机构等，可以拓展非息收入来源。

我国基础设施 REITs 发展空间巨大。展望未来，基于我国庞大的基础设施规模以及海外成熟市场的发展态势，基础设施公募 REITs 未来将成为财政政策的重要补充，进而扩大基础设施建设，稳定经济发展。同时，普通投资者可以通过 REITs 分享基础设施建设的红利，有利于满足居民财富管理的需求，起到进一步拉动内需的效果。虽然经过多年快速建设，我国基础设施条件得到了明显改善，但是区域差距较大，中西部地区相对比较落后，未来还有较大发展空间。

投资建议

金融供给侧改革背景下，建议关注有利于推动经济转型的投资主线。券商方面，推荐关注财富管理业务具有特色的券商，建议关注中国互联网券商的典范东方财富、聚焦高净值客户的中金公司以及具有区位优势国联证券；银行方面，我们推荐在大零售转型方面具有领先优势的招商银行和宁波银行，以及综合化经营能力强的工商银行和深耕本地中小微客户的常熟银行；保险方面，我们推荐稳定扩张的友邦保险，以及综合实力领先的中国平安。

表 11: 重点个股估值表

代码	公司	评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2021E	2022E	2021E	2022E
300059	东方财富	增持	33.21	3,433	0.85	1.21	39.07	27.45
600030	中信证券	增持	25.25	3,055	1.44	1.74	17.53	14.51
601995	中金公司	增持	57.00	1,973	2.00	2.56	28.50	22.27
601456	国联证券	增持	14.40	292	0.29	0.33	49.66	43.64
600036	招商银行	买入	53.14	13,547	4.40	5.05	12.08	10.52
002142	宁波银行	买入	36.51	2,194	2.88	3.46	12.68	10.55
601398	工商银行	买入	4.67	15,764	0.91	1.01	5.13	4.62
601128	常熟银行	买入	6.25	171	0.78	0.96	8.01	6.51
1299	友邦保险	买入	97.50	11,794	0.66	0.73	147.73	133.56
601318	中国平安	买入	56.04	10,366	8.11	9.23	6.91	6.07

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032