

推荐 (维持)

REITs跟踪：把握韧性资产，重视积极变量

2024年11月21日

投资要点

- **REIT 三季报总览：**整体业绩降幅有所走扩，保障房稳健依旧，园区、仓储压力凸显、能源、生态环保可供分配有所波动。同口径处理后，2024Q3 公募 REITs 合计营业收入、EBITDA、可供分配金额分别同比-8%、-9%、-16%，较 Q2 降幅有所收窄。剔除能源板块后，分别同比-8%、-10%、-4%，营收及 EBITDA 较 Q2 降幅有所扩大，可供分配金额降幅有所收窄。分板块来看，保租房板块运营相对稳健，且业绩环比有所改善；园区、仓储及高速公路各核心业绩指标呈现出一定经营压力，其中园区、仓储业绩指标环比有所走弱，高速公路 9 月边际改善；能源业绩有所波动，可供分配受保理资金变化等降幅较大。
- **分板块行业 Q3 动向：**1) **产业园：**多地空置率获得改善，租金降幅有所走扩，未来六个月新增供应规模环比减少；2) **仓储：**北京净吸纳持续下滑，深圳保税保持高景气，广州供需格局有所走差，京津冀区域未来六个月供给环比减少；3) **消费：**社零方面，必需品景气+可选品以旧换新推动社零回升，专业店>超市>专卖店>百货，新一线>一线及其他；物业方面，多地空置率有所改善，租金环比降幅走扩；4) **保租房：**上海保租房、深圳市场化房源供给持续放量，一线城市 6 月以来租金降幅有所收窄，二线仍呈加速下行态势；5) **能源：**24Q3 全国多数地区电网代理购电价延续下行趋势，9 月后降幅有所收窄；6) **交通：**24Q3，全国高速公路货车累计通行量同比-1.5%，百度地图统计的迁徙规模指数均值同比-4%。
- **投资建议：资产价值角度：**1) 分母端来看，当前内外部仍存在诸多不确定性，近期央行对于货币政策表态更为积极，“对内为主、以我为主”方向不变，后续降息仍存较大空间，推动分母端无风险利率下行。同时在预期改善及市场优化推动下，对应风险溢价存在降低的可能；2) 分子端来看，随着存量政策加快落实以及一揽子增量政策加力推出，10 月内外需共振回升，经济修复动能逐步增强。展望后续，财政政策有望更加积极，内需修复动能预计持续加码，推动 REITs，尤其顺周期板块—消费基础设施、交通基础设施，对应业绩得到改善。**资金及项目角度：**高息资产荒延续+行业生态持续改善，为当前估值中枢提供支撑。投资环境改善推动今年 REITs 市场回暖，供给端受到激励实现加速发行。中长期看，稀缺性资产仍将强者恒强，市场逐步扩容将与其进一步优化成熟相辅相成，共叙前途。**建议优先关注稳健运营+具备顺周期弹性的消费基础设施、前期有所调整的偏保障性住房、区位稀缺/路网变化等带来边际存在改善的交通基础设施，及新能源新政下的博弈机会。同时产业园、仓储、水利部分性价比/稳健经营标的，及部分产业园、厂房、部分保租房、能源项目扩募及新发亦值得关注。**
- **风险提示：**数据计算及统计偏差风险；行业流动性风险；行业政策风险；基础设施基本面改善不及预期风险；资产经营管理风险。

相关报告

《REITs跟踪：一季报关注点及后续展望》2024-05-14

《REITs跟踪：生态改善，优选高性价比》2024-03-12

《REITs观点：短期磨底仍有可能，关注投资机制相关政策加码空间》2023-12-13

目 录

1、三季报总览.....	- 4 -
2、三季报分板块关注点及后续展望.....	- 6 -
2.1、产业园.....	- 6 -
2.2、仓储物流.....	- 11 -
2.3、消费基础设施.....	- 14 -
2.4、保租房.....	- 19 -
2.5、能源.....	- 22 -
2.6、高速公路.....	- 29 -
2.7、生态环保及水利设施.....	- 31 -
3、REITs 投资价值展望.....	- 33 -
4、风险提示.....	- 36 -

图 目 录

图 1、24Q3 EBITDA 后调整项为正的 REITs (万元).....	- 5 -
图 2、24Q3 EBITDA 后调整项为负的 REITs (万元).....	- 5 -
图 3、产业园 2024Q3 业绩同比情况 (万元).....	- 8 -
图 4、单月社零总额及同比增速.....	- 15 -
图 5、分零售业态社会消费品零售总额季度累计同比.....	- 15 -
图 6、消费基础设施 REITs 所处城市单季度社零同比增速.....	- 15 -
图 7、2024 年 1-9 月核心八城集中式公寓规模及其同环比.....	- 19 -
图 8、2021-2024.9 核心八城集中式公寓整体出租率.....	- 19 -
图 9、保租房派息率较十年国债收益率溢价变化.....	- 22 -
图 10、全社会用电量和发电装机容量增速对比.....	- 23 -
图 11、2023 年以来广东中长期交易综合价.....	- 24 -
图 12、2023 年以来广东电力现货月均价.....	- 24 -
图 13、江苏省青口镇气象站平均风速及同比变化 (截至 2024/11/17).....	- 26 -
图 14、全国高速公路货车当周通行量与同比变化.....	- 29 -
图 15、百度地图迁徙规模指数年初以来累计平均值同比变化.....	- 29 -
图 16、生态环保 REITs 业绩同比情况.....	- 32 -

表 目 录

表 1、各板块 REITs 核心业绩指标同比变化 (同口径处理-万元).....	- 4 -
表 2、公募 REITs 核心业绩指标及本期同比变化 (万元).....	- 4 -
表 3、有业绩目标完成度指标的 REITs 核心业绩指标及目标完成情况 (万元).....	- 6 -
表 4、产业园 REITs 所处区县/城市空置率及租金情况.....	- 7 -
表 5、产业园 REITs 所处城市供给及净吸纳情况.....	- 8 -
表 6、产业园 2024Q3 业绩完成率情况.....	- 8 -
表 7、产业园 REITs 经营情况.....	- 9 -
表 8、产业园 REITs 年化股息率及估值 (截至 2024/11/15).....	- 11 -
表 9、仓储物流 REITs 所处城市空置率及租金情况.....	- 12 -

表 10、仓储物流 REITs 所处城市供给及净吸纳情况	- 12 -
表 11、仓储物流 2024Q3 业绩完成率	- 13 -
表 12、仓储物流 2024Q3 业绩同比情况 (万元)	- 13 -
表 13、仓储物流出租率及租金变动情况	- 13 -
表 14、仓储物流 REITs 年化股息率及估值 (截至 2024/11/15)	- 14 -
表 15、消费基础设施 REITs 所处城市空置率及租金情况	- 17 -
表 16、消费基础设施 REITs 业绩完成率情况	- 17 -
表 17、消费基础设施经营情况	- 18 -
表 18、消费基础设施 REITs 年化股息率及估值 (估值日为 2024/11/15)	- 18 -
表 19、保租房 REITs 资产城市市场化租金	- 19 -
表 20、保租房 REITs 业绩数据	- 20 -
表 21、保租房 REITs 经营情况	- 21 -
表 22、保租房 REITs 年化股息率及估值指标 (截至 2024/11/15)	- 22 -
表 23、各地电网代理购电价格(元/兆瓦时)同比变动	- 23 -
表 24、能源 REITs 2024Q3 业绩完成率	- 23 -
表 25、能源 REITs 24Q3 绩同比变化 (万元)	- 24 -
表 26、深圳能源 REIT 经营数据	- 24 -
表 27、嘉实电建 REIT 经营数据	- 25 -
表 28、国家电投 REIT 经营数据	- 26 -
表 29、京能光伏 REIT 经营数据	- 27 -
表 30、2024 年部分省份下调风光项目非市场化交易电量对应的利用小时数	- 28 -
表 31、能源 REITs 年化股息率及估值 (截至 2024/11/15)	- 28 -
表 32、高速 REITs 车流量及路费收入增速	- 29 -
表 33、高速 REITs 业绩同比变化	- 30 -
表 34、高速 REITs 业绩目标完成度	- 30 -
表 35、高速 REITs 年化股息率及估值 (截至 2024/11/15)	- 31 -
表 36、首钢绿能 REITs 经营情况	- 32 -
表 37、首创水务 REITs 经营情况	- 32 -
表 38、生态环保及水利设施 REITs 股息率及估值水平 (估值日为 2024/11/15)	- 33 -
表 39、分板块 REITs 年化股息率及 P/NAV (截至 2024/11/15)	- 33 -
表 40、公募 REITs 年化股息率及 P/NAV (截至 2024/11/15)	- 34 -

报告正文

1、三季度报总览

REIT 三季度报总览：整体业绩降幅有所走扩，保障房稳健依旧，园区、仓储压力凸显、能源、生态环保可供分配有所波动。同口径处理后，2024Q3 公募 REITs 合计营业收入、EBITDA、可供分配金额分别同比-8%、-9%、-16%，较 Q2 降幅有所收窄。剔除能源板块后，分别同比-8%、-10%、-4%，营收及 EBITDA 较 Q2 降幅有所扩大，可供分配金额降幅有所收窄。分板块来看，保租房板块运营相对稳健，且业绩环比有所改善；园区、仓储及高速公路各核心业绩指标呈现出一定经营压力，其中园区、仓储业绩指标环比有所走弱；能源、生态环保业绩指标有所波动，可供分配分别受保理资金变化、应收应付变化等影响本期降幅较大。

表 1、各板块 REITs 核心业绩指标同比变化（同口径处理-万元）

资产类型	营业收入			EBITDA			可供分配金额		
	2024Q3	环比基期 YOY	YOY	2024Q3	环比基期 YOY	YOY	2024Q3	环比基期 YOY	YOY
整体	264044	-13%	-8%	171878	-15%	-9%	162049	-31%	-16%
整体剔除能源后	180867	-7%	-8%	129429	-7%	-10%	123897	-9%	-4%
园区	30341	-7%	-10%	19430	-5%	-14%	19776	-13%	-5%
仓储	16717	-1%	-7%	10984	11%	-5%	13639	12%	0%
消费	37745	-	-	22448	-	-	19168	-	-
保障房	7169	0%	1%	5392	3%	3%	5235	-11%	-7%
交通	109122	-9%	-9%	85391	-11%	-11%	80687	-11%	-2%
能源	83177	-22%	-8%	42449	-32%	-6%	38152	-77%	-40%
生态环保	17518	4%	-8%	8232	17%	-4%	4560	22%	-32%

资料来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：环比基期为 2024Q2，不考虑较基期新上市资产、新扩募资产

表 2、公募 REITs 核心业绩指标及本期同比变化（万元）

资产类型	证券简称	营业收入			EBITDA			可供分配金额		
		24Q3	24Q2 YOY	YOY	24Q3	24Q2 YOY	YOY	24Q3	24Q2 YOY	YOY
园区	博时招商蛇口 REIT	5258	-	2%	3880	-	-2%	3681	-	20%
	华安张江 REIT	3397	-	-29%	2404	-	-38%	3061	-	-3%
	东吴苏园 REIT	6491	-5%	-14%	3749	10%	-18%	3703	-2%	-23%
	建信中关村 REIT	3621	-21%	-16%	1769	-24%	-21%	1123	-36%	-39%
	华夏合肥高新 REIT	2336	-1%	-1%	1464	-13%	-2%	1881	0%	-2%
	国泰君安临港 REIT	1136	0%	-6%	858	0%	-13%	1065	-35%	88%
	国泰君安东久 REIT	3039	4%	8%	2225	-3%	12%	1923	-9%	-3%
	华夏和达高科 REIT	2409	-5%	-10%	1396	-12%	-13%	1423	-8%	-7%
	中金科投光谷 REIT	2653	-	-5%	1685	-	-4%	1916	-	3%
仓储	中金普洛斯 REIT	10820	-	-7%	6656	-	-7%	8826	-	2%
	红土盐田港 REIT	3195	-	-11%	2443	-	-13%	2426	-	-10%

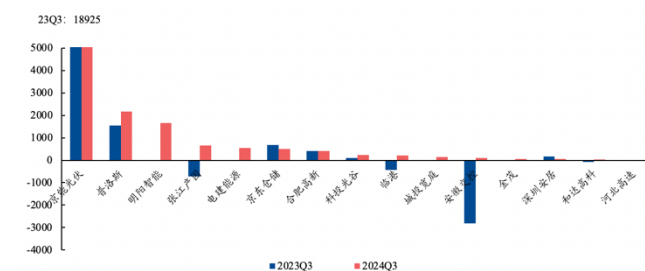
行业跟踪报告

	嘉实京东 REIT	2703	-1%	-1%	1885	11%	19%	2387	12%	5%
保障房	中金厦门安居 REIT	2001	2%	4%	1579	3%	3%	1465	0%	0%
	红土深圳安居 REIT	1367	0%	0%	1144	-2%	-2%	1191	-16%	-11%
	华夏北保 REIT	1803	-2%	-2%	1372	4%	4%	1347	-3%	-2%
	华夏华润有巢 REIT	1998	1%	1%	1297	7%	6%	1232	-24%	-14%
交通	浙商沪杭甬 REIT	19924	0%	-5%	13776	11%	-12%	12777	-37%	-14%
	平安广州交投 REIT	20959	-10%	-8%	17398	-16%	-7%	17272	0%	2%
	华夏越秀 REIT	6016	-3%	-7%	4542	-4%	-8%	3787	-17%	-11%
	华夏中国交建 REIT	11549	-11%	-2%	8812	-16%	-8%	7840	-14%	-1%
	国金中国铁建 REIT	19568	-5%	-4%	16213	-3%	-5%	14455	-8%	4%
	华泰江苏交控 REIT	9527	-8%	-14%	6409	-16%	-23%	6212	7%	16%
	中金安徽交控 REIT	21579	-20%	-16%	18242	-22%	-17%	18345	-7%	-4%
能源	鹏华深圳能源 REIT	52662	-25%	-19%	18483	-50%	-29%	14345	-41%	-6%
	中建投国电投 REIT	20670	-34%	38%	15596	-40%	58%	9623	-118%	-53%
	中航京能光伏 REIT	9846	21%	-7%	8369	23%	-10%	14183	15%	-50%
生态环保	中航首钢 REIT	9317	7%	-16%	2988	28%	-20%	779	91%	-43%
	富国首创 REIT	8201	-1%	3%	5244	10%	9%	3781	-4%	-29%

资料来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

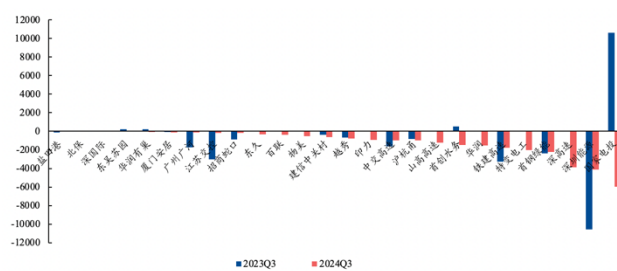
本期多数 REITs EBITDA 后调整项为负。EBITDA 调整至可供分配金额这一步来看，大部分 REITs 的负向调整较去年同期更为明显，其中能源、高速负向调整较多，主要原因包括保理本金及利息偿还、应收应付项目变动调减等。同时部分产业园、仓储及新上市能源项目正向调整较多，为经营波动提供相对安全垫缓冲。总体来说随着个券上市时间拉长，期初现金调整项的影响趋少，但季度报中涉及的应收应付等信息披露较少，单季度可供分配金额的参考性或有所降低，建议更多关注营收和 EBITDA 指标及全年可供分配金额情况。

图 1、24Q3 EBITDA 后调整项为正的 REITs(万元)



资料：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：京能光伏 23Q3 EBITDA 后调整项达 18925 万元

图 2、24Q3 EBITDA 后调整项为负的 REITs(万元)



资料：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

24Q3 业绩完成营收、EBITDA、可供分配金额目标的个券比例分别为 45%、60%、65%。分板块看，本季度消费及保障房整体完成率较高，交通底层经营侧大致符合目标，园区及部分能源、部分仓储相对不及预期；环比来看，园区及仓储目标

完成率环比有所下滑，保障房、消费保持景气运行，能源波动性较高，交通整体环比走强。

表 3、有业绩目标完成度指标的 REITs 核心业绩指标及目标完成情况（万元）

板块	名称	营收目标完成率			EBITDA 目标完成率			可供分配目标完成率		
		24Q3	24Q2	24Q1	24Q2	24Q1	24Q1	24Q2	24Q1	24Q1
仓储	盐田港 REIT	99%	103%	105%	101%	107%	109%	106%	98%	110%
仓储	普洛斯 REIT	85%	92%	94%	80%	91%	94%	99%	101%	100%
仓储	深国际 REIT	100%	-	-	102%	-	-	105%	-	-
园区	招商蛇口 REIT	97%	98%	92%	99%	95%	92%	100%	93%	75%
园区	华安张江 REIT	80%	103%	104%	78%	106%	115%	97%	93%	104%
园区	湖北光谷 REIT	89%	94%	94%	83%	96%	86%	100%	105%	102%
保障房	城投宽庭 REIT	99%	97%	102%	98%	96%	101%	100%	94%	100%
消费	金茂商业 REIT	89%	90%	84%	104%	102%	96%	103%	102%	101%
消费	物美消费 REIT	120%	121%	119%	128%	127%	129%	100%	98%	108%
消费	华润商业 REIT	108%	100%	98%	119%	109%	110%	104%	102%	102%
消费	中金印力 REIT	101%	103%	-	103%	107%	-	100%	106%	-
消费	华安百联 REIT	102%	-	-	101%	-	-	101%	-	-
能源	国家电投 REIT	88%	74%	129%	90%	71%	145%	55%	-24%	78%
能源	京能光伏 REIT	91%	127%	86%	88%	131%	84%	170%	54%	190%
能源	嘉实电建 REIT	134%	65%	-	125%	54%	-	116%	69%	-
能源	特变电工 REIT	106%	-	-	104%	-	-	94%	-	-
能源	明阳智能 REIT	61%	-	-	63%	-	-	49%	-	-
交通	中金山高 REIT	119%	108%	103%	153%	113%	110%	110%	106%	109%
交通	深高速 REIT	99%	79%	-	112%	76%	-	91%	56%	-
交通	河北高速 REIT	106%	-	-	109%	-	-	85%	-	-

资料来源：Wind、iFind、各基金公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2、三季度分板块关注点及后续展望

2.1、产业园

2024Q3 市场追踪：多地空置率获得改善，但租金降幅有所走扩，未来六个月新增供应规模环比减少

Q3 市场情况：

- **北京—中关村软件园空置率走低，租金同比跌幅扩大，至 8%：**本季度全市由于以 TMT 为主的企业因组织架构、业务等方面的调整继续出现面积整合腾退的现象，使得整体市场季内净吸纳量录得历史新低新租需求有限，全市仅中关村软件园和顺义录得正吸纳；中关村板块园区租金同比跌幅扩大，至 8%。上地区域空置率环比上升 3.3pct 至 28.7%，租金水平同比下降 8.7%。
- **上海—张江板块空置率有所下行，租金同比降幅扩大，至 10%：**本期供给环比收缩，主要是两处新增供应，分别是位于金桥的金环·金钥项目和位于张江的创澜湾，净吸纳量同比环比下降，租赁需求主要来自于 TMT、工业品制造业和医药及生命科学。张江板块空置率小幅走低，租金下行较多。

- **深圳—3C 电子产品、企业管理咨询推动空置率改善明显，租金同比降幅略有扩大：**本期未录得新增供应入市，在 3C 电子产品、企业管理咨询为主的研发办公需求贡献下，净吸纳量同比及环比均显著上涨，空置率改善明显，租金同比降幅略有扩大。
- **苏州—新项目入市推动空置率小幅走高，并拖累租金同比下行较多：**本季度总部基地及元和板块共有两个项目入市且新入市项目去化速度快，整体空置率同比微升 0.9pct。Q3 专业服务、零售贸易、TMT 和金融行业为推动市场成交的主力，但楼宇置换为主，净吸纳量同比下降较多。租金均价同比降幅扩大，主要系新增供应项目租金均价较低且成交面积较多+核心区优质楼宇成交面积较少+以价换量策略。
- **杭州—TMT、专业服务支撑需求，空置率环比持平，租金同比降幅有所收窄：**位于未来科技城的未来天空中心三期交付，推动单季度供应小幅走高。TMT、专业服务业为主需求保证相对较高净吸纳规模，兜底全市整体空置率环比持平，Q3 全市租金继续下行，但同比降幅略微收窄。

未来供应预测：

- **北京：**商务园区市场未来六个月预计会迎来逾 48 万平方米新增供应（过去六个月为 103 万平方米），涉及中关村软件园、亦庄经开区以及大兴等子市场，其中生命科学专项园区体量占比近六成。
- **上海：**未来六个月将迎来约 65 万平方米的新增供应（过去六个月为 107 万平方米），主要集中在张江、漕河泾、浦江和临空等区域。
- **深圳：**未来六个月预计有超 30 万平方米的新增供应入市（过去六个月为 45.7 万平方米），新项目包含研发办公、工业办公楼及厂房，主要分布在龙岗大运、福田梅林以及龙华观澜片区。
- **苏州：**未来三年预计年均供应超过 100 万 m²，虽然新增供应项目多为产业项目或销售项目，但其入市后带来的空置面积仍需要企业入驻，市场竞争将更加激烈。
- **杭州：**写字楼受到工期和市场因素的影响，部分项目的交付时间将延至明年，因此今年的新增供应仅为 11 万平方米，远低于过去三年的均值。随着供应压力减小，目前市场进入存量去化周期。

表 4、产业园 REITs 所处区县/城市空置率及租金情况

所处区县/城市	空置率							租金价格（元/平方米/月）							最新季度同比
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	
北京市中关村软件园	26.0%	22.0%	30.5%	30.0%	27.0%	20.8%	20%	198	195	190	187	185	184	175	-7.89%
上海市张江产业园区	10.4%	11.7%	13.1%	17.6%	20.7%	22.2%	20.6%	151.3	150.7	150.1	148.5	145.8	143.4	134.8	-10.16%
深圳市研发办公类产业园	9.0%	7.0%	7.0%	8.0%	13.0%	13.0%	11%	73	73.1	73.3	72.6	72.4	72.2	72.1	-1.64%
武汉市	41.9%	42.1%	43.9%	43.1%	43.8%	43.2%	-	86.7	85.7	84.4	83.6	82.9	81.8	-	-
苏州市	25.1%	-	23.6%	24.6%	25.1%	25.7%	26.6%	77.3	81.8	80.2	78.2	80.9	78.5	73.2	-9%
杭州市	20.8%	20.6%	23.1%	22.8%	22.7%	22.9%	22.9%	115	114.4	113.7	113.5	113.3	111.9	111.9	-1.58%

数据：CBRE，高力国际，SWT，兴业证券经济与金融研究院整理

注：其中北、上、深、杭、苏 Q2\Q4 数据实际为 H1\全年数据

表 5、产业园 REITs 所处城市供给及净吸纳情况

所处城市	单个季度供给（万平方米）							单个季度净吸纳量（万平方米）						
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
北京市商务园区	14.1	25.5	18.1	38.5	13	4	3.9	7.2	8.1	8.2	4.5	6.9	2.5	-6.3
上海市产业园市场	18.7	18.4	22	7.8	26.0	27	6.2	5.2	2.7	10.8	9.6	4.7	7.6	4.3
上海市写字楼	15.6	37.3	36.8	20.9	26.7	21.3	15.9	3.8	18.1	11.7	16.5	2.5	11.9	7.1
深圳市产业园	0	10.7	0	0	18.9	16.1	0	1.6	5.3	0.3	3	12.6	6.2	19.8
武汉市写字楼	4.5	10.2	33.5	0.1	17.3	0	-	6.6	4.8	5.4	6	5.1	3.8	-
苏州市写字楼	16.7	9	0	10	6	7.6	5.6	5.4	5.6	2.8	13	3.9	3.3	1.6
杭州市写字楼	14.9	0	30.9	14.9	3	3	4.7	3.8	1.4	3.8	14	3.4	-2.2	3.9

数据：CBRE，高力国际，SWT，兴业证券经济与金融研究院整理

2024Q3 业绩情况：多数降幅环比走扩

- **完成率方面，招商蛇口完成率较好，华安张江、湖北光谷业绩完成率环比走低。**1) 可供分配层面，招商蛇口和湖北光谷底层资产运营完成率较高；2) 经营业绩层面，招商蛇口基本达成，湖北光谷、华安张江完成率下滑较多，其中湖北光谷判断系 Q2 部分新租享受免租导致，华安张江判断系哲库补足差额条款届满，免租期及租金下滑在业绩中开始体现。
- **业绩同比方面，东久新经济、合肥高新、招商蛇口相对好转，其余 REITs 各业绩指标多有下滑且降幅环比走扩。**1) 可供分配方面，招商蛇口、临港创新和湖北光谷同比上升，其中临港创新同比增幅较大主要来自于应收应付项目变动，其余 REITs 本期可供分配金额均有所下降，且较 Q2 降幅进一步扩大。2) 经营业绩层面，东久新经济收入及 EBITDA 实现双升且环比走强，合肥高新收入及 EBITDA 降幅均有所收窄，招商蛇口收入实现同比正向增长，其余同比下降且降幅较 Q2 走扩。

表 6、产业园 2024Q3 业绩完成率情况

	可供分配目标完成率	EBITDA 目标完成率	营业收入目标完成率
招商蛇口 REIT	100%	99%	97%
华安张江 REIT	97%	78%	80%
湖北光谷 REIT	100%	83%	89%

资料：各基金公告、Wind、iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、产业园 2024Q3 业绩同比情况（万元）

证券简称	营业收入			EBITDA			可供分配金额		
	同比基期	2024Q3	YOY	同比基期	2024Q3	YOY	同比基期	2024Q3	YOY
博时招商蛇口产业园 REIT	5178	5258	2%	3954	3880	-2%	3071	3681	20%
华安张江产业园 REIT	4784	3397	-29%	3876	2404	-38%	3153	3061	-3%

行业跟踪报告

东吴苏州工业园区产业园 REIT	7521	6491	-14%	4573	3749	-18%	4800	3703	-23%
建信中关村产业园 REIT	4324	3621	-16%	2239	1769	-21%	1855	1123	-39%
华夏合肥高新产业园 REIT	2370	2336	-1%	1496	1464	-2%	1917	1881	-2%
国泰君安临港创新产业园 REIT	1210	1136	-6%	988	858	-13%	565	1065	88%
国泰君安东久新经济 REIT	2805	3039	8%	1995	2225	12%	1983	1923	-3%
华夏杭州和达高科产业园 REIT	2664	2409	-10%	1605	1396	-13%	1530	1423	-7%
中金湖北科投光谷产业园 REIT	2780	2653	-5%	1754	1685	-4%	1856	1916	3%

资料来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

2024Q3 运营情况：一线出租率趋稳爬升，二线产业园出租率由增转降

整体运营情况来看，本期二线产业园出租率均有所下滑，租金降幅略有扩大，其中华安张江出租率继续回升，东久新经济租金走弱。

- **出租率方面，改善类：**张江产业园出租率继续提升，招商蛇口、东久新经济、临港创新整体持平，2024 年前三个季度相对稳健；**走弱类：**一线中关村部分租户出于业务调整，缩减承租需求，出现提前退租和到期不续租的情况，合计退租面积 20,871 m²（对应影响达 2024 预测收入的 2.3%）。二线产业园均有所下滑，其中湖北光谷软件园下滑较多，其次为受孵化园拖累的和达高科，东吴苏园出租率转降，合肥高新相对稳定。
- **租金方面，增长类：**和达高科药谷及东吴苏园国际科技园继续保持增长，东久昆山、东久常州相对景气；**下行类：**中关村租金持续相对大幅下滑，东久(金山)租金有所承压，其余项目租金均呈小幅下滑，且降幅较 Q2 有所扩大。
- **储备租户方面，**中关村截至 2024 年 9 月 30 日，基础设施项目储备意向客户 9 组，面积约为 11,117m²，预计可提升出租率约 8.75pct；张江光大园 9 月末的签约率为 91.66%，张润大厦 9 月末的签约率为 92.44%，其中张江光大园尚存较大提升空间。
- **运营措施方面，**东吴苏园，关于苏州 2.5 产业园之运营管理协议明确，运营管理机构所运营的基础设施资产年度净收入超过对应目标金额时，将不低于 50%的绩效管理费作为团队绩效激励到岗位个人。若当年度基础设施资产净收入未达到对应目标金额时，运营管理机构也将参考公司年度目标考核责任书对员工进行绩效扣减。在行业下行压力下，运营方主动统筹协调水平对资产经营表现存在较大效用，期待行业及个股后续更多强激励措施出台，推动运作向好。

表 7、产业园 REITs 经营情况

名称	底层资产	出租率							租金水平（元/平方米/月）							最新租金环比	与初始价格对比
		23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3		
	万融大厦	81.0%	88.0%	89.0%	92.0%	94.0%	94.2%	91.0%	111.3	108.0	108.0	108.6	106.02	115.79	115.63	-0.14%	-9.59%
	万海大厦	87.0%	95.0%	90.0%	91.0%	93.0%	94.4%	94.0%		114.4	115.5	119.1	115.29	125.25	123.88	-1.09%	-14.98%

行业跟踪报告

博时招商蛇口REIT	光明科技园	-	97.0%	91.0%	97.0%	94.0%	91.3%	92.0%	-	53.4	52.3	51.6	55.57	57.54	57.29	-0.43%	-1.22%
华安张江产业园REIT	张江光大园	70.6%	70.6%	78.0%	80.7%	80.7%	78.9%	80.3%	170.1	168.3	168.3	167.7	166.5	165.0	165.0	0.00%	17.02%
东吴苏州园REIT	张润大厦	-	94.1%	57.2%	63.3%	81.4%	84.8%	90.1%	-	176.7	180.0	171.9	168.9	168.3	168.3	0.00%	-4.92%
建信中关村REIT	综合	70.6%	82.3%	67.6%	72.0%	81.0%	81.9%	85.2%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
东吴苏州园REIT	国际科技园	93.1%	93.8%	94.9%	88.3%	86.6%	86.8%	82.7%	40.8	-	43.2	43.5	43.8	44.1	44.1	0.68%	7.56%
建信中关村REIT	2.5产业园	86.8%	86.4%	84.6%	82.7%	80.3%	80.4%	75.7%	60.3	-	62.7	62.4	62.4	62.4	62.4	0.00%	1.96%
合肥高新REIT	互联网、协同中心、孵化	68.5%	67.8%	63.7%	63.8%	72.0%	78.8%	72.5%	165.34	172.80	164.40	155.4	142.5	136.8	136.8	-4.00%	-
合肥高新REIT	高新睿成(研发办公)	-	-	-	-	-	-	-	35.0	35.0	35.0	33.4	35.0	35.0	35.0	0.00%	-
合肥高新REIT	高新睿成(商业配套)	87.6%	89.7%	90.3%	89.2%	88.18%	87.12%	84.3%	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	0.00%	-
合肥高新REIT	高新君道(研发办公)	-	-	-	-	-	-	-	35.0	35.0	35.0	32.1	35.0	35.0	35.0	0.00%	-
合肥高新REIT	高新君道(商业配套)	92.2%	92.5%	94.3%	89.8%	85.05%	87.32%	84.6%	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	55.0	0.00%	-
合肥高新REIT	综合	90.0%	91.2%	92.4%	89.5%	86.53%	87.23%	85.5%	-	32.1	32.2	32.7	-	-	-	-	-
临港创新REIT	临港一期	100%	100%	100%	100%	-	-	-	33.2	33.5	34.3	35.7	-	-	-	-	-
临港创新REIT	临港三期	98.5%	96.3%	96.3%	96.3%	-	-	-	32.8	33.9	35.5	36.6	-	-	-	-	-
临港创新REIT	综合	98.9%	97.6%	97.6%	97.6%	94.70%	94.07%	94.1%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
华夏杭州高科产业园REIT	和达药谷(办公商业)	99.9%	99.9%	99.8%	99.4%	96.87%	94.14%	91.7%	39.3	39.3	40.4	41.5	41.7	42.6	43.2	1.41%	2.86%
华夏杭州高科产业园REIT	和达药谷(配套公寓)	99.3%	96.6%	93.8%	98.8%	98.32%	98.28%	91.1%	42.3	42	42.3	42.8	42.9	42.9	43.2	0.70%	2.86%
华夏杭州高科产业园REIT	孵化器项目	88.1%	82.7%	82.7%	81.6%	80.14%	73.76%	68.0%	48	48.3	48.9	49.2	49.2	49.8	49.2	-1.20%	3.80%
东久新经济REIT	东久(金山)	100.0%	100.0%	100.0%	94.1%	94.1%	100.0%	100.0%	31.21	31.31	31.4	31.6	31.81	32.11	30.54	-4.89%	1.87%
东久新经济REIT	东久(昆山)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	30.07	30.44	30.62	30.92	31.4	31.86	32.13	0.85%	10.07%
东久新经济REIT	东久(无锡)	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	97.6%	100.0%	100.0%	29.88	30.16	30.16	30.42	31.15	31.69	31.57	-0.38%	10.27%
东久新经济REIT	东久(常州)	100.0%	100.0%	100.0%	86.3%	100.0%	100.0%	100.0%	19.52	20	20.27	21.09	21.61	21.78	21.91	0.60%	36.43%
东久新经济REIT	综合	100.0%	100.0%	100.0%	96.5%	97.5%	100.0%	100.0%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
湖北科投光谷REIT	光谷软件园	90.2%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
湖北科投光谷REIT	91.0%	-	89.4%	86.0%	86.35%	86.8%	79.09%	-	-	-	64.69	64.64	64.59	64.54	64.4	-0.22%	-2.41%
湖北科投光谷REIT	100.0%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
湖北科投光谷REIT	互联网+	87.9%	-	78.6%	80.6%	90.07%	93.32%	93.32%	-	-	51.05	51.28	51.31	50.96	50.96	0.00%	-1.82%
湖北科投光谷REIT	综合	-	-	87.63%	85.11%	86.95%	87.84%	81.38%	-	-	62.72	62.6	62.37	62.22	61.92	-0.48%	-0.72%

数据：Wind、各基金公告，兴业证券经济与金融研究院整理

投资逻辑：板块经营波动风险均存，稳健标的+性价比标的，双鸟在手

- **短期来说**，搏业绩变化的收益空间较小，边际改善及走弱对应波动较小，超预期改善能有低个位数收益，超预期恶化反应较恶劣，且市场对于出租率较租金更为敏感，并伴有踩踏及向外扩散效应。
- **稍长期间来说**，基本面相对较好的园区，在有事件催化时将对于估值提供支撑，给予良好消化。如2月大涨后多数有所回调，二线城市产业园多数实现回升并突破此前高位。
- **目前来说**各区域产业园均面临一定压力，多数产业园已开启举措以租换量，部分产业园前期经营数据变动逐步影响至业绩及可供分配层面。后续着重

关注区域供需结构相对较好，资产各类集中性风险较小，同时出租率相对坚挺或有改善资产。一线城市产业园中推荐【招商蛇口】及【东久新经济】的扩募参投机会，【华安张江】基本面相对确定，但哲库兜底到期后租金及免租期对股息率影响在本期EBITADA后的调整项下尚不明确，存在下行风险。二线城市产业园中推荐【合肥高新】，【东吴苏园】、【津开科工】，待上市项目中关注【成都高投】，及部分产业园扩募后资产结构优化的机会。

表 8、产业园 REITs 年化股息率及估值（截至 2024/11/15）

资产类型	简称	年化股息率（按估值口径口径收盘价买入）	P/NAV（按基金最新报表口径账面价值计算，额外扣除商誉）	P/NAV（按基金最新报表口径账面价值计算，额外扣除商誉）
园区	华夏合肥高新产业园 REIT	5.74%	0.82	0.93
	中金湖北科投光谷产业园 REIT	5.69%	0.87	0.87
	易方达广州开发区高新产业园 REIT	5.56%	0.92	0.92
	博时津开科工产业园 REIT	5.30%	1.02	1.02
	东吴苏州工业园区产业园 REIT	5.28%	0.93	0.93
	博时招商蛇口产业园 REIT	5.24%	0.85	0.88
	华安张江产业园 REIT	5.18%	0.84	0.84
	华夏杭州和达高科产业园 REIT	5.10%	0.84	0.84
	中金联东科技创新产业园 REIT	4.86%	1.00	1.00
	国泰君安东久新经济 REIT	4.80%	1.18	1.47
	国泰君安临港创新产业园 REIT	4.57%	0.99	1.26
	建信中关村产业园 REIT	2.78%	0.80	0.88

数据：Wind、各基金公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、仓储物流

2024Q3 市场追踪：北京净吸纳持续下滑，深圳保税保持高景气，广州供需格局有所走差

Q3 市场情况：

- **深圳—进出口贸易保持景气，拖底存量项目稳健运营：**保税仓项目在无新增供给+进出口贸易的快速增长下，空置率保持低位，租金环比稳定。
- **北京—顺义空港及通州空置率相对稳定，通州租金同比下滑较多：**无新增高标仓储物流项目，新增需求疲软，退租及降级搬迁频发致使净吸纳量连续第三个季度为负，全市平均租金加速下行，平谷马坊、顺义其他、大兴京南等空置率较高的子市场领跌；顺义空港、马驹桥等传统核心子市场跌幅较小。
- **广州—合资车厂产值收缩拖累黄埔及增城等片区出租率，租金同比略有下滑：**东部供应持续增长，需求侧高标仓储租赁搬迁升级问询有所增长，但跨境电商扩张需求有所放缓。今年广州合资车厂产值收缩，对花都和广州东部（黄埔及增城）两个主要制造基地的仓储需求带来影响，片区空置率有所上升，租金下跌，带动全市租金在第三季度下跌幅度略有扩大。

- **佛山—跨境电商侧需求旺盛推动空置率下行，租金略有下降：**高标仓储物业持续受益于跨境电商，新增供给及制造业退租项目均得到消化，同时制造业、第三方物流有所扩张，共同推动本期空置率下行，租金相对平稳。
- **廊坊—以价换量推动空置率持续走低：**以价换量策略持续激发市场活力，季内净吸纳量环比提升 56%，制造业、第三方物流为主要新增租户，全市空置率持续走低。

未来供应预测：

- **深圳：**未来六个月高标仓市场将迎来 2 个项目、超 30 万平方米的新增供应入市，包括普洛斯龙华以及深国际坪山智慧物流园。预计空置率小幅上升。租金依然保持稳定增长，但涨幅有所收窄。
- **北京：**未来六个月预计将有 42 万平方米的新增项目交付（过去六个月为 55 万平方米）。
- **廊坊、天津：**预计将合计交付 60 万平方米（过去六个月廊坊新增供给为 167 万平方米）。
- **广州：**2025 年将迎来供应高峰，预计接近 80 万平方米的高标仓储物业投入市场，给现有项目带来去化压力。

表 9、仓储物流 REITs 所处城市空置率及租金情况

所处区县	空置率						租金价格（元/平方米/月）						当季同比		
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1		24Q2	24Q3
深圳市盐田保税区	1.8%	1.8%	0.3%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	46	46	46	44	48.5	49	49	6.5%
北京市顺义空港	22.0%	21.0%	24.0%	27.0%	20.0%	4.0%	5%	70	68	66.5	64	66	65	64	-3.8%
北京市通州区	2.0%	2.0%	4.5%	5.3%	16.0%	10.0%	8%	54.3	55.5	54	56	50	47	46	-14.8%
广州市	21.9%	21.1%	5.9%	2.5%	4.1%	3.9%	7.3%	40	39.3	39.1	39.1	39.2	39	38.8	-0.77%
佛山市	6.4%	6.3%	2.8%	7.0%	10.5%	9.4%	7.2%	38.9	38.6	38.6	38.6	38.2	38.2	38.1	-1.3%
武汉市	36.1%	34.9%	33.8%	33.2%	33.2%	34.2%	-	23.9	23.4	22.7	22.6	22.2	21.7	-	-
廊坊市	-	-	44.7%	51.7%	50.2%	47.2%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
重庆市	23%（上半年）		20.8%（全年）		18.3%（上半年）		-	21.1（上半年）		20.9（全年）		20.7（上半年）		-	-

数据：CBRE，其中 Q2\Q4 数据实际为 H1\全年数据，兴业证券经济与金融研究院整理

表 10、仓储物流 REITs 所处城市供给及净吸纳情况

所处城市	单个季度供给（万平方米）							单个季度净吸纳量（万平方米）						
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
深圳市	0	0	0	13	0	0	0	3	0	-0.2	5.2	7.8	0	0
北京市	6.9	0	9.3	12.2	3.9	29.3	0	8.7	2	13.2	5.2	-1.9	-3.5	-3.8
广州市	48.2	0	54.7	4.3	13.7	0	10	1.1	3	104.7	20.6	6.5	-6.2	-4.7
佛山市	13.5	0	0	0	0	29.2	-	29		6.7		2+	18	18.2
重庆市	10		17.7		0		-	0.3		30		17.3		-
武汉市	35.6	7	13.7	12.3	18.4	25.4	-	7.6	11.5	16.1	11.8	12.3	10.5	-
廊坊市	14.5	10.2	31.8	66.6	20.7	10.2	27.3	4.1	34.6	35.4	7.1	16.9	18.2	28.4

数据：CBRE，其中 Q2\Q4 数据实际为 H1\全年数据，兴业证券经济与金融研究院整理

2024Q3 业绩情况：财报始显压力，盐田港出租率 Q4 有望上行

- **完成率方面**，红土盐田港和华夏深国际完成率较好，中金普洛斯除可供分配外各项完成率较 Q2 继续下行。
- **业绩同比方面**，均有所走弱。可供分配方面，普洛斯及嘉实京东小幅增长，红土盐田港因出租率下行等经营因素拖累有所下滑；经营指标相关的营收及 EBITDA 方面，本期相关表现均由增转降/降幅扩大，显示一定经营压力。
- **出租率方面**，嘉实京东保持稳定，红土盐田港、中金普洛斯出租率略有下滑。其中中金普洛斯出租率微降，考虑已签订租赁协议但尚未起租的面积后出租率为 89.83%。红土盐田港持续受对外贸易形势影响+区内仓储物流空仓增加、客户退租增加的影响，现代物流中心项目出租率继续下降，目前项目已与数家客户接洽，其中在 2024 年第四季度需求意向约 2 万平方米，对应现代物流中心项目可租赁面积的 8%，有望推动四季度整体出租率有望回升。
- **租金方面**，相对坚挺。普洛斯租金微升，盐田港现代物流中心租金微降，其余基本持平。

表 11、仓储物流 2024Q3 业绩完成率

	可供分配目标完成率	EBITDA 目标完成率	营业收入目标完成率
红土盐田港 REIT	106%	101%	99%
中金普洛斯 REIT	99%	80%	85%
华夏深国际 REIT	105%	102%	100%

数据来源：各基金公告、Wind、iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 12、仓储物流 2024Q3 业绩同比情况（万元）

证券简称	营业收入			EBITDA			可供分配金额		
	同比基期	2024Q3	YOY	同比基期	2024Q3	YOY	同比基期	2024Q3	YOY
红土盐田港 REIT	3596.55	3195.11	-11%	2823.01	2442.99	-13%	2685.85	2426.12	-10%
中金普洛斯 REIT	11674.65	10819.52	-7%	7134.64	6656.12	-7%	8672.77	8825.91	2%
嘉实京东 REIT	2717.13	2702.65	-1%	1584.54	1884.97	-19%	2272.21	2387.16	5%
华夏深国际 REIT	-	2798.09	-	-	1896.12	-	-	1855.17	-

数据来源：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 13、仓储物流出租率及租金变动情况

名称	底层资产	出租率						租金水平（元/平方米/月）						最新租金环比	
		23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1		24Q2
红土盐田港 REIT	现代物流中心项目	99.0%	99.0%	99.0%	95.2%	91.6%	91.5%	88.3%	-	41.6	-	39.0	39.0	38.7	-0.01%
	世纪物流园项目	-	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	-	38.2	-	38.7	38.7	38.7	0.00%
中金普洛斯 REIT	北京空港物流园	96.2%	96.2%	89.4%	89.4%	91.8%	95.6%	90.7%	-	72.9	-	73.2	-	-	0.43%
	通州物流园	37.0%	37.0%	46.3%	81.4%	97.7%	97.7%	97.7%	-	67.9	-	52.1	-	-	-23.30%
	广州保税物流园	100.0%	100.0%	100.0%	94.2%	100.0%	100.0%	100.0%	-	30.2	-	29.7	-	-	-1.59%
	增城物流园	100.0%	94.7%	100.0%	100.0%	97.6%	81.7%	81.7%	-	45.3	-	45.7	-	-	0.88%
	顺德物流园	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	-	38.7	-	39.9	-	-	3.07%
	苏州望亭物流园	100.0%	100.0%	89.0%	100.0%	88.7%	75.6%	100.0%	-	37.4	-	39.9	-	-	6.82%
	淀山湖物流园	87.7%	87.9%	87.9%	91.7%	91.1%	95.5%	90.9%	-	34.2	-	31.6	-	-	-7.49%
	青岛前湾 际物流园	-	98.2%	93.2%	88.8%	88.9%	89.2%	77.8%	-	32.3	-	31.1	-	-	-3.57%
江门鹤山物流园	-	92.5%	100.0%	81.3%	81.3%	86.1%	81.3%	-	29.3	-	30.5	-	-	4.13%	

行业跟踪报告

重庆城市配送物流中心		63.2%	71.1%	77.2%	57.4%	62.4%	63.8%	-	20.0	-	18.6	-	-	-6.62%		
综合		92.7%	87.6%	88.5%	86.93%	85.8%	85.6%	84.9%	-	38.5	37.7	37.7	37.9	38.2	37.5	-1.83%
嘉实京东 REIT	重庆项目	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	-	-	-	-	-	-	-	-
	武汉项目	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	-	28.6	-	27.6	27.6	27.6	27.6	0.00%
	廊坊项目	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	-	-	-	-	-	-	-	-
深国际 REIT	杭州一期项目	-	-	-	-	-	-	87.0%	-	-	-	-	-	-	36.7	-
	贵州项目	-	-	-	-	-	-	91.0%	-	-	-	-	-	-	31.8	-
	综合	-	-	-	-	-	-	88.7%	-	-	-	-	-	-	34.6	-

数据：Wind，招募说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

投资逻辑：谨慎动作，优选集中性风险较小标的，盐田港建议风险释放后再择低而行

- 目前国内仓储物流市场区域存在分化，华南一带在跨境电商加持下持续供不应求，但多数区域竞争压力仍然较大，部分负向影响在财报中已开始显现。
- 市场对该板块业绩预期较低，情绪较弱。推荐资产布局分散、运作能力较强的【普洛斯】，【盐田港】风险释放后再择低而行。此前我们提示，美国特朗普上任会对盐田港产生扰动。后续若对中加征明确实施，盐田港价格或存在波动风险。

表 14、仓储物流 REITs 年化股息率及估值（截至 2024/11/15）

资产类型	名称	年化股息率（按估值日收盘价买入）	P/NAV（按基金最新报表口径账面价值计算）	P/NAV（按基金最新报表口径账面价值计算，额外扣除商誉）
仓储物流	嘉实京东仓储基础设施 REIT	6.08%	0.91	1.05
	中金普洛斯仓储物流 REIT	5.55%	0.84	1.03
	华夏深国际仓储物流 REIT	5.05%	0.94	0.94
	红土盐田港仓储物流 REIT	4.94%	0.87	0.89
	华泰紫金宝湾物流仓储 REIT	4.92%	0.92	0.92

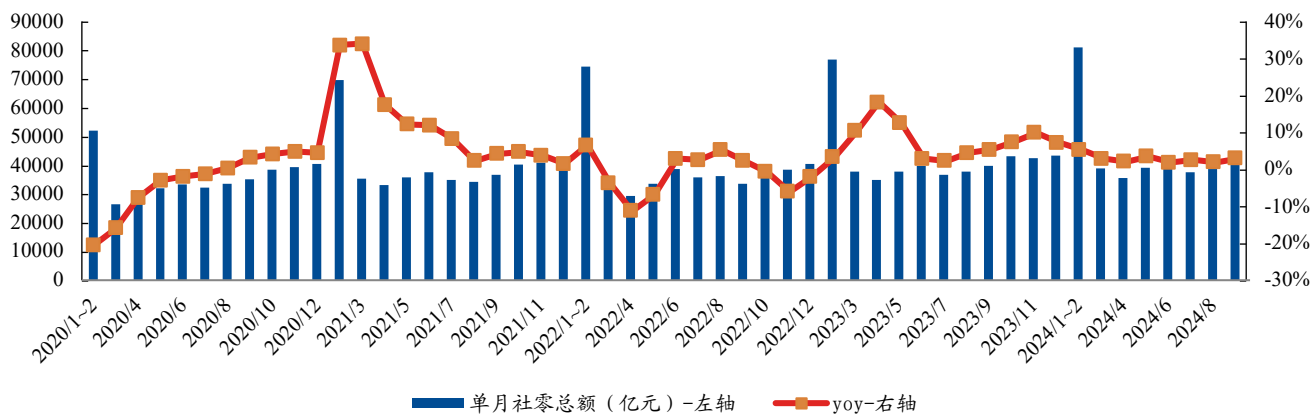
资料：Wind、各基金公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、消费基础设施

Q3 社零情况—必需品景气+可选品以旧换新推动社零回升，专业店>超市>专卖店>百货，新一线>一线及其他：1）整体来看，2024 年 9 月社零总额 41112 亿元，同比增长 3.2%，增速环比+1.1pct，较 2019 年 9 月增长 19.18%。剔除汽车销售影响的社零总额 36573 亿元，同比增长 3.6%，增速环比+0.3pct。必需品持续景气+政府以新还旧政策支持可选品下，9 月社零增速自今年 1~2 月以来首次高于 wind 一致预测；2）分零售业态来看，专业店、超市表现较好，前者 9 月略有走弱，后者增幅扩大；百货店、专卖相对承压，前者同比降幅扩大，后者有所收窄。3）分城市来看，青岛、武汉、成都、湖南、杭州社零同比增长，但青岛、武汉同比增

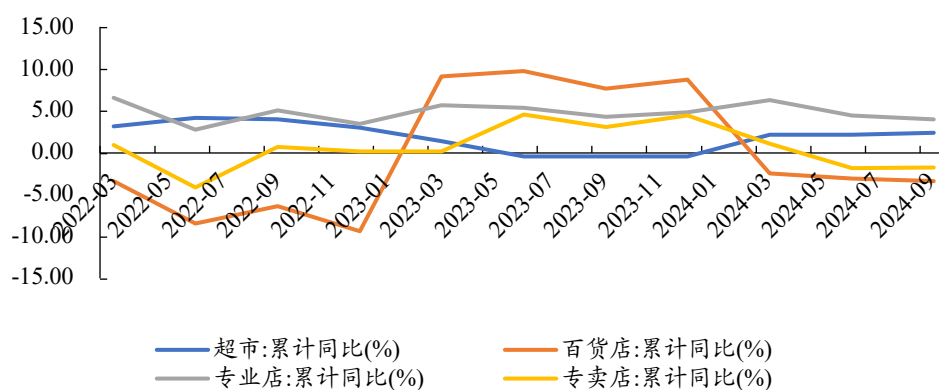
速有所放缓，成都、湖南及杭州相对走强；上海、北京、济南仍处承压，且降幅走扩。

图 4、单月社零总额及同比增速



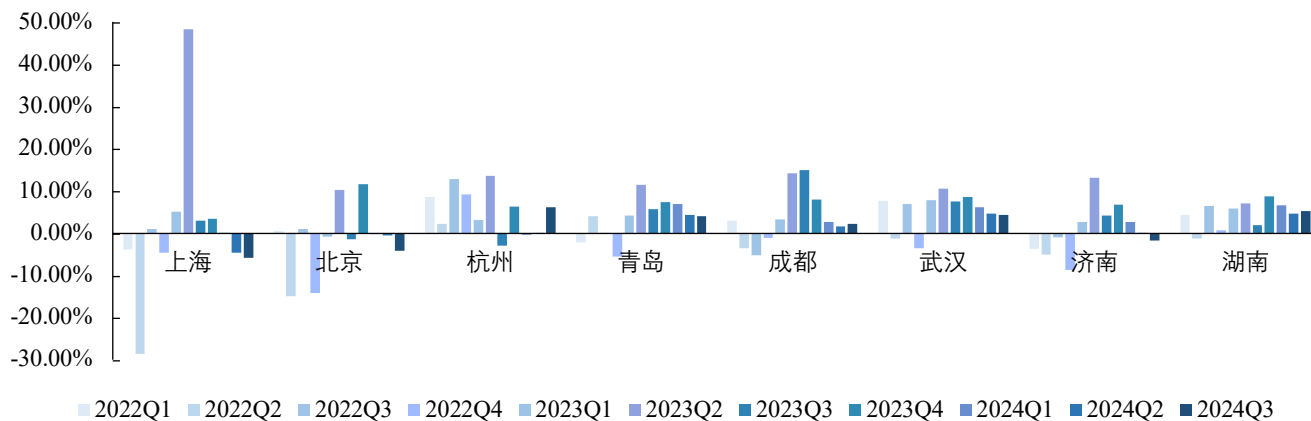
资料：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、分零售业态社会消费品零售总额季度累计同比



资料：iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、消费基础设施 REITs 所处城市单季度社零同比增速



资料：iFind，国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

2024Q3 市场追踪:多地空置率有所改善,租金环比降幅走扩**Q3 市场情况:**

- **杭州—餐饮属于供给消化主力,新增项目推动空置率环比微升,租金微降:**
杭州奥体中心的莲荷里入市,为奥体中心板块打造继湖滨、武林、钱江新城之后的第四大商圈拉开序幕。餐饮品牌的更新迭代是市场需求的主要驱动力,截至季末,受新增供应及部分项目品牌调整的影响,全市空置率环比上升 0.9pct,租金环比微升。
- **上海—大体量新增供应推动空置率略升,租金延续下滑:**浦西新兴商圈的上海荟聚入市,推动空置率环比上升,存量市场核心板块多个项目品牌调整进程有所放缓,次级与新兴商圈个别项目去化压力尚存,各层级商圈租金走势成不同幅度下跌。
- **广州—空置率相对持平,租金持续下探,但环比降幅有所放缓。**番禺广场改造项目入市,及特色餐饮带动本季吸纳量提升,空置率基本稳定,而租金仍在下探,但跌幅小幅收窄,季末首层平均租金环比下跌 1.1%,较第二季度减少 0.1pct。
- **深圳—新增供应良好消化及存量改善下空置率有所走低,竞争加剧致使租金环比下行较多。**本期新增供应较多,但得益于前期良好的预租,新项目开业入驻率均在 90%以上,同时存量高品质购物中心空置率在零售、餐饮及港人北上消费助力下继续改善,整体市场空置率环比降低 0.5pct 至 4.1%,保持低位。竞争加剧叠加消费端修复缓慢,租金继续环比下跌较多。
- **成都—空置率环比微降,租金跌幅走扩。**本期成都零售物业市场供应暂缓,未录得新建购物中心开业,次级商圈且空置率较高的购物中心以价换量+高能级首店及本土品牌扩张提速推动空置率下行,租金跌幅走扩,环比跌 0.7%。

未来供应预测:

- **上海:**未来六个月预计迎来约 52.3 万平的新增供应,其中包括位于核心板块南京西路的吉宝静安中心,亦有位于北外滩、苏州河、前滩等非核心商圈的优质零售项目。
- **杭州:**未来预计将有 21.1 万平新项目入市,包括杭州 IFC 和香港置地的光环梦中心。
- **北京:**预计有约 96 万平的新增供应,其中不乏新建项目,如海淀大悦城、昌平沙河万达广场,以及改造更新项目,如昌平超级合生汇·西区、朝外 THE BOX B 座等。
- **成都:**Q4 将迎来 3 个购物中心,合计约 32 万平的新增供应,包括大源的保利时光等。

表 15、消费基础设施 REITs 所处城市空置率及租金情况

所处区县	空置率							首层平均租金价格 (元/平方米/日)							当季同比	
	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3		24Q3
杭州市	2.8%	2.7%	2.6%	3.1%	3.0%	3.3%	4.2%	20.9	21.0	21.1	21.3	21.3	21.3	21.1	-0.0%	
上海市	7.7%	7.6%	8.1%	8.1%	7.9%	7.9%	8.2%	34.0	34.0	33.6	33.5	33.5	33.2	32.8	-2.4%	
武汉市	10.7%	11.6%	10.9%	10.3%	9.30%	10.20%	—	309.4(月租金, 后同)		309.0	309.4	310.6	315.9	318.9	—	
北京市	8.7%	8.1%	8.3%	9.0%	7.7%	7.6%	7.2%	33.5	33.6	32.7	32.3	32.6	31.8	31.5	-3.7%	
广州市	11.5%	9.7%	8.5%	8.3%	8.1%	8.4%	8.3%	26.5	25.6	25.5	24.9	24.3	24	23.5	-7.8%	
深圳市	4.7%	4.8%	4.9%	5.0%	4.9%	4.6%	4.1%	19.8	19.5	19.3	19.2	19.2	19.1	18.6	-3.6%	
成都市	10.6%	11.6%	10.9%	11.0%	10.4%	9.1%	8.7%	368.7(月租金, 后同)		370.5	369.6	370.9	371.2	370.3	367.8	-0.5%

数据：CBRE、汇客云，其中空置率及租金 Q2\Q4 数据实际为 H1\全年数据，兴业证券经济与金融研究院整理

2024Q3 业绩及运营情况：业绩及经营表现持续亮眼

- 完成率方面，板块个股均达预期，底层经营上嘉实物美、华夏华润相对出色：**
 - 可供分配层面，本期板块可供分配均达预期，其中华夏金茂、华夏华润及华安百联均超预期完成目标；
 - 经营业绩层面，板块整体完成率较高，其中嘉实物美 EBITDA 及营收完成情况大幅超预期，华夏华润 EBITDA 完成率较高，华夏金茂营收未达目标，完成率较上期微降 1pct。
- 经营数据方面：**
 - 出租率，板块整体经营稳健，其中华夏金茂基本持平，嘉实物美小幅回落，其余小幅度上升；
 - 租金，华夏金茂主力店租金较 Q2 回升，环比+7.6%，专门店继续保持增长态势，环比+3.6%；
 - 租约结构，华安百联经销、联营比例有所压降，租赁占比提升明显，为后续经营稳健提供支撑，同时推动整体剩余租期年限较初始有所延长；
 - 租户结构，华夏华润主力店租赁面积占比有所下降、专门店租赁面积占比环比持续提升，已超过初始占比，华夏金茂租户结构保持稳定；
 - 销售额及客流量方面，华夏华润 Q3 客流量同比保持双位数增长，华夏金茂销售额及客流同比均延续增长态势。

表 16、消费基础设施 REITs 业绩完成率情况

	可供分配目标完成率	EBITDA 目标完成率	营业收入目标完成率
华夏金茂商业 REIT	103%	104%	89%
嘉实物美消费 REIT	100%	128%	120%
华夏华润商业 REIT	104%	119%	108%
中金印力消费 REIT	100%	103%	101%
华安百联消费 REIT	101%	101%	102%

资料：各基金公告、Wind、iFind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 17、消费基础设施经营情况

名称	出租率 (%)				租金水平 (元/平方米/月 or 日) 百联消费为剩余租期年限				租户结构 (租赁面积占比)				销售额 (亿元)/客流量 (万人次)									
	初始	24Q1	24Q2	24Q3	初始	24Q1	24Q2	24Q3	初始	24Q1	24Q2	24Q3	初始	24Q1	24Q2	24Q3	24Q1 同比	24Q2 同比变化	24Q3 同比变化			
华夏华润 REIT	98.8%	99.2%	99.0%	99.3%	主力店	63	-	-	-	主力店	30.7%	33.2%	32.8%	29.7%	客流量同比	-	12.3%	6.2%	11.6%	-	-	
					专门店	316	-	-	-	-	专门店	69.3%	66.8%	67.3%	70.3%	会员总数 (万人)	-	120	131	139	16.0%	27.0%
华夏金茂 REIT	98.4%	98.3%	98.3%	98.3%	主力店	32	33.8	31.3	33.7	主力店	54.6%	54.7%	54.1%	54.1%	销售额 (亿元)	4.3	1.4	2.4	2.4	14.0%	16.0%	8.6%
					专门店	139.1	145.7	151.5	157.0	专门店	45.4%	45.3%	46.0%	46.0%	客流量 (万人)	702	340	415	460	8.0%	9.5%	
					综合	-	83.5	85.9	90.2	综合	100%	100%	100%	100%	-	-	-	-	-	-	-	-
嘉实物美 REIT	88.7%	98.3%	98.1%	96.7%	2.6	-	-	-	主力店	29.3%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
					3.2	-	-	-	主力店	29.3%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
					2.8	-	-	-	主力店	6.9%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
					2.8	-	-	-	主力店	9.4%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
中金印力 REIT	98.5%	-	98.4%	99.0%	主力店	62	-	-	-	主力店	29.5%	-	-	-	客流量同比	-	-	11.6%	-	-		
					专门店	247	-	-	-	专门店	70.5%	-	-	-	销售额环比	-	-	11.0%	-	-		
百联消费 REIT				93.1%	主力店	1.37	-	-	3.54	租赁	50.8%	-	-	60.1%	客流量 (万人)	-	-	-	455.5	-	-	
					专门店	1.08	-	-	1.48	联营	41.1%	-	-	39.9%	会员 (万人)	-	-	-	53.91	-	-	
					综合	1.15	-	-	2.06	经销	8.1%	-	-	0.01%	-	-	-	-	-	-		

数据：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

投资逻辑：运行风险小于其他产权资产，稳健+弹性均存标的

- 消费基础设施由于城市/区域消费容量限制，供给压力会小于仓储、产业园等业态，且核心商圈在人、客、场优势下，经营韧性会显著强于其他层级，头部效应更加明显。板块标的上市以来，出租率稳定，租金稳步上涨，凸显首发资产头部特征。
- 展望后市，在当前外部环境快速变化下，内需作为经济发展关键抓手的地位日益凸显，以旧换新、地方消费券、延长假期等相关政策持续出台，同时财政加力决心正浓，对应限额以下及限额以上消费均有望得到支撑，核心的消费基础设施资产预计强者恒强。推荐运营能力突出、拥有城市级别资产的【华夏华润】、业态相对具备韧性的【嘉实物美】、区域消费力相对较好的【大悦城】，以及在当前经济及消费形式下能够实现较高客流转化的专业商业中心【首创奥莱】，关注待上市项目【华威农贸】。

表 18、消费基础设施 REITs 年化股息率及估值 (估值日为 2024/11/15)

资产类型	名称	年化股息率 (按估值日收盘价买入)	P/NAV (按基金最新报表口径账面价值计算)	P/NAV (按基金最新报表口径账面价值计算, 额外扣除商誉)
消费	嘉实物美消费 REIT	6.13%	1.08	1.08
	华安百联消费 REIT	6.00%	0.96	0.96
	华夏首创奥特莱斯 REIT	5.31%	1.10	1.10
	华夏大悦城购物中心 REIT	5.22%	1.02	1.02
	华夏金茂商业 REIT	5.15%	0.95	0.95
	中金印力消费基础设施 REIT	5.14%	0.95	0.95
	华夏华润商业 REIT	4.57%	1.09	1.09

资料：Wind、各基金公告，兴业证券经济与金融研究院整理

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/496051110242011001>