下载日志已记录，仅供内部参考

发行节奏和基本面观望或对冲 8·28 新政带来的不动产欠配

——REITs 26 年 9 月配置建议

- **一、二级市场要点：中证 REITs 全收益指数 8 月呈“V 型”走势，全月累计-0.2%。8 月 1-17 日指数累计下跌 2.7%，延续上月下跌趋势，或主要反映市场对二季报业绩承压的持续定价；18-31 日指数累计反弹 2.6%，或与 a. 指数二次探底对部分投资人形成估值吸引力，b. 指数基金建仓，c. 原始权益人增持，d. 一级持续 2 个月未见询价等因素有关。一级 8 月无询价和发售，个券打新延续 7 月小幅亏损，或受二级市场持续回落导致一二级价差收窄及市场情绪较弱影响。**
- **基本面：26Q2 各板块可比样本 EBITDA（26Q2 同比增速中位数，较 Q1 变动）：消费（+8%，-1 PCT），保租房（+3%，-5 PCT），市政环保（+1%，-14 PCT），交通（-2%，-4 PCT），仓储物流（-12%，0 PCT），产业园（-17%，-3 PCT），能源（-22%，-10 PCT）。**往后看，保租房基本面或保持稳定；消费板块零售额或受宏观因素影响而出现下行压力，租金或滞后零售额反应，同时少数优质消费 REITs 或存在幸存者偏差、维持强者恒强特征。
- **估值：26 年 8 月末，产权派息率/经营权 IRR 平均分别 4.8%/4.7%，与 10Y 国债收益率的利差分别位于历史 97%/58%分位。**具体来看：**（1）全局方面：**REITs 全市场 P/NAV 平均 1.03 倍，处于历史 34%分位；**（2）产权 REITs 方面：**派息率平均 4.8%，与 10Y 国债收益率利差 310 bps、位于历史 97%分位。从与 10Y 国债利差来看，**仓储/IDC** 估值仍位于历史最低（派息率 5.1%/4.2%，利差均在 100%分位），**产业园**短期反弹后估值略有回升但仍在低位（办公类产业园/厂房类产业园派息率 5.7%/5.3%，利差均在 98%分位），但产业园、仓储物流基本面角度暂未看到明显反转信号、部分标的或仍存在“估值陷阱”；**保租房/消费**估值低于历史中枢（市场化保租房/非市场化保租房/消费派息率 3.4%/3.0%/4.4%，利差在 75%/72%/66%分位）；**商业不动产**中零售/办公派息率分别 4.6%/5.1%；**（3）经营权 REITs 方面：**中债 IRR 平均 4.7%，与 10Y 国债利差 306 bps、位于历史 58%分位，其中，**高速/能源/市政** IRR 分别 6.4%/3.2%/2.7%。
- **配置建议：（1）二级市场：虽然分派率持续回升，但当前绝对估值不够便宜**（全市场平均 P/NAV 仍在 1 倍），**往后看，询价重现、市场或再度进入供应观望期**（7、8 月未见询价后，8 月底确定将有新项目于 9 月询价），**指数基金建仓的边际影响或递减，同时，9 月处于业绩空窗期、短期或缺乏业绩拐点的证据，长端利率或具备下行空间但短期或存在不确定性**（8·28 新政或带来不动产资产欠配，但国债发行或加速、对冲机构欠配影响），**综上判断 9 月 REITs 二级市场或以结构性机会为主，**关注拥有运营 alpha 的消费龙头【华润消费 REIT】【大悦城消费 REIT】、能源龙头【国家电投 REIT】等。**（2）一级市场：一二级估值差较窄甚至倒挂，建议一级参与范围进一步聚焦，**其中，战配关注资产质量高、相对稀缺且一二级估值差相对较宽的标的，如【华润商业】【华润电力】等；鉴于近期市场持续“破发”，打新层面建议缩圈至高安全垫标的，如【山西供热】【杭州安居】【新城商业】等。
- **风险提示：REITs 二级市场基本面改善不及预期，REITs 流动性改善不及预期，宏观流动性改善不及预期，一级市场持续“破发”等。**

推荐（维持）

周期/REITs

行业规模

公募 REITs 上市数（只）	88
总市值（亿元）	2320

行业指数

	1m	6m	12m
绝对表现	-0.8%	-8.7%	-11.6%
相对表现	-1.3%	-6.6%	-13.6%



资料来源：Wind、招商证券

相关报告

1、《维持“强基本面低估值”主线，供应端关注挂网节奏——REITs 26 年 8 月配置建议》2026-08-06

2、《二级估值压制因素减弱，优选强基本面低估值标的——REITs 26 年 7 月观点及配置建议》2026-07-13

3、《二级配置进一步聚焦核心消费标的，一级打新或仍具相对性价比——REITs 26M5 市场回顾及最新观点》2026-06-17

孔嘉庆 S1090524100004
kongjiaqing@cmschina.com.cn
区宇轩 S1090524090001
ouyuxuan@cmschina.com.cn
赵可 S1090513110001
zhaoke@cmschina.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

一、二级市场要点

二级价格：中证 REITs 全收益指数 8 月呈“V 型”走势，全月累计-0.2%。其中：

- **8 月 1-17 日：**指数累计-2.7%，延续上月下跌趋势，或主要反映市场对 REITs 二季报业绩缺乏边际改善、后续基本面仍承压的持续定价；
- **8 月 18-31 日：**指数累计+2.6%，或与以下因素有关：

  a. 指数二次探底对部分投资人形成估值吸引力：指数 8 月 17 日收于 927.57 点、跌破前低(6 月 24 日 928.96 点)，17 日收盘价对应全市场 P/NAV 0.99 倍（历史 21%分位，触及均值向下 1 倍标准差），尤其是产业园板块估值最低（17 日盘后 P/NAV 仅 0.76 倍，历史 2%分位）；

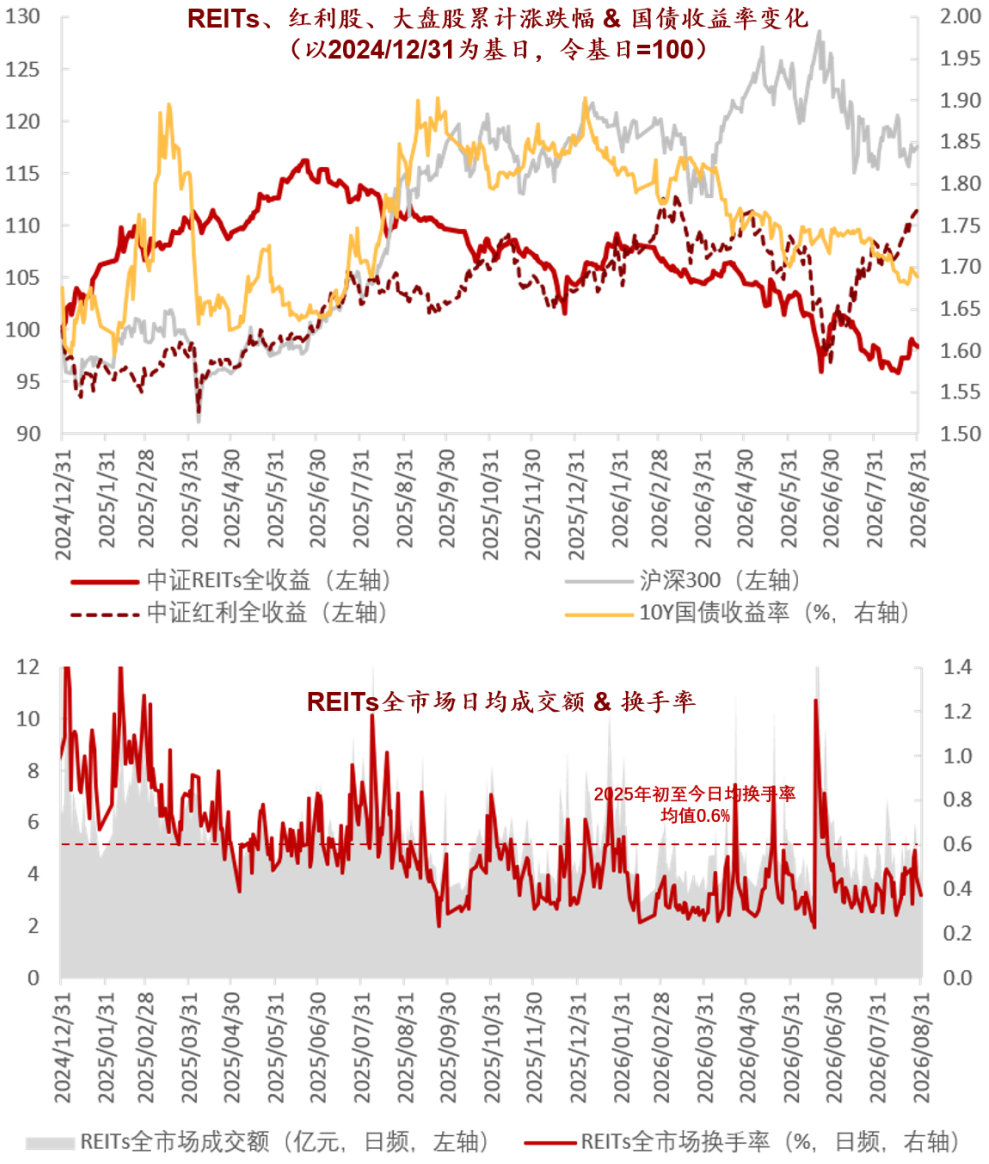
  b. 指数基金建仓：4 只 REITs 指数基金 7 月初结束募集后开始建仓，通常指数基金建仓期在 3 个月内；

  c. 原始权益人增持：8 月 4 只产业园 REITs 发布原始权益人增持计划公告，累计增持金额上限约 1.5 亿元；

  d. 一级持续 2 个月未见询价：8 月一级实际供应节奏延续上月放缓趋势，当月无新项目询价和发售，其中询价已连续暂停两个月；

二级流动性：26M8，REITs 全市场日均成交额 4.7 亿元，日均换手率 0.42%（历史 32%分位），较上月（0.37%）温和改善。

图 1：全局行情：26M8 REITs 全收益指数累计下跌 0.2%



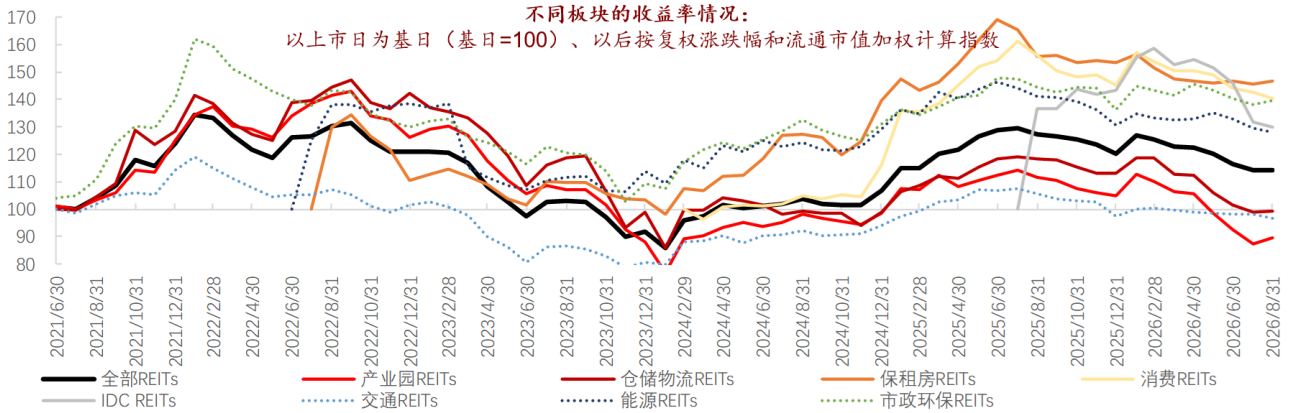
资料来源：Wind，招商证券；数据截至 2026 年 8 月 31 日

下载日志已记录，仅供内部参考

分板块来看：26M8 全市场涨跌幅中位数+0.2%，其中产业园/保租房/市政环保跑赢，消费/IDC/交通跑输。具体来看：

- **产业园（+5.5%）、保租房（+0.8%）、市政环保（+0.8%）跑赢：**产业园板块年内跌幅最深（本月反弹前板块 YTD 中位数-28%），估值来到低位（P/NAV 0.76 倍，历史 2%分位），部分资金或认为该估值已充分定价潜在基本面压力，叠加多单原始权益人增持催化，产业园板块本月实现强势反弹；保租房/市政表现平稳，或与其基本面相对稳健叠加本月宏观流动性宽松有关；
- **消费（-1.8%）、IDC（-1.2%）、交通（-1.0%）跑输：**消费板块跑输或与板块估值持续回落、市场对下半年消费预期偏谨慎有关；IDC 板块 8 月初或因解禁前交易资金抢跑而加速下跌，同时部分投资人或存在 IDC 迭代风险担忧，导致解禁后缺乏反弹动力；交运板块回落或与经营表现走弱有关（8 月披露的运营数据显示，15 单高速中 13 单的车流量和通行费收入 7 月同比增速较 6 月回落）。

图 2：板块行情：26M8 产业园/保租房/市政跑赢全市场中位数，消费/IDC/交通跑输



2026/8/31	总上市数量（单）	区间涨跌幅（考虑分红）：板块中位数			计算板块年化收益的样本量（上市满1年的单数）	年化总回报率：板块中位数			
		26年8月	26年7月	26年初至今		过去1年	过去2年	过去3年	上市至今
全部REITs	88	0.2%	-1.8%	-6.8%	73	-11%	3%	0%	7%
产权类	58	0.2%	-2.6%	-9.4%	48	-14%	7%	-9%	7%
产业园	20	5.5%	-6.1%	-19.4%	19	-26%	-10%	-10%	-4%
仓储物流	11	-0.7%	-3.3%	-13.9%	10	-14%	7%	-3%	4%
保租房	9	0.8%	-0.8%	-3.0%	8	-7%	9%	13%	15%
消费	12	-1.8%	-1.6%	-6.0%	9	-9%	-	-	19%
商业不动产	4	0.0%	-1.1%	0.8%	0	-	-	-	-
IDC	2	-1.2%	-9.8%	-9.4%	2	-	-	-	-
经营权类	30	0.2%	-0.1%	0.4%	25	-9%	1%	3%	7%
交通	15	-1.0%	0.5%	-2.2%	13	-11%	0%	0%	1%
市政环保	4	0.8%	-1.7%	1.2%	4	-4%	-1%	2%	14%
能源	11	0.5%	-1.3%	-0.2%	8	-8%	2%	5%	8%

资料来源：Wind，招商证券；数据截至 2026 年 8 月 31 日

下载日志已记录，仅供内部参考

二、一级市场要点

一级市场 8 月无询价和发售，个券打新延续 7 月小幅亏损，或受二级市场持续回落导致一二级价差收窄及市场情绪较弱影响；往后看，9 月询价重现，长期潜在供应量接近 1300 亿（国发已推荐至证监会但暂未挂网+交易所已挂网未询价）。具体而言：

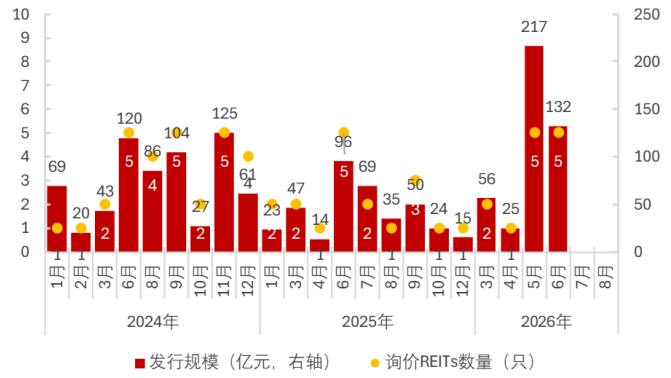
（1）询价/发售：26M8 无询价和发售（其中询价 7、8 月已连续两个月未现），或与此前认购热度骤减、持续“破发”有关；往后看，8 月底确定将有新项目于 9 月启动询价；

（2）网下打新：26M8 仅华泰三峡新能源 REIT 项目新上市，上市首日及 4 日累计涨跌幅分别为 0%/-1%，个券打新延续小幅亏损；若等额无差异参与 26 年全部项目网下打新且全部入围，累计净收益率-0.04%；

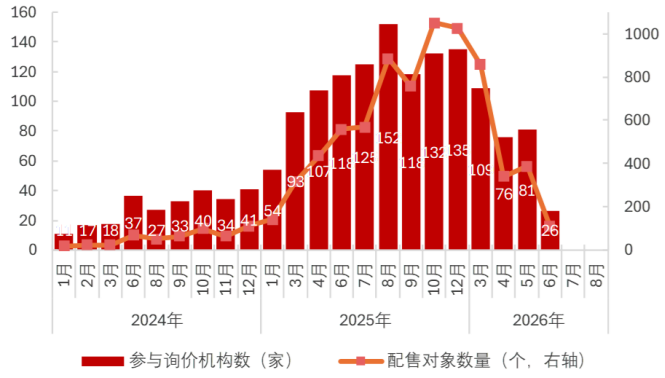
（3）潜在供应：截至 26 年 8 月末，**a. 交易所已通过未询价：**7 单、总拟募 145 亿元（分别为山西供热/西安高科产业园/中建保租房/山东铁投/凯德商业/光大安石商业/华住商业）；**b. 交易所已挂网未询价：**37 单、总拟募 1077 亿元（其中，基础设施 19 单、489 亿元，商业不动产 18 单、588 亿元），创年内新高；**c. 国发已推荐至证监会但暂未挂网：**11 单（其中 2 单为本月新增）、总拟募 220 亿元。

图 3：一级询价：26M7、M8 连续两个月无询价，或与此前认购热度骤减、持续“破发”有关

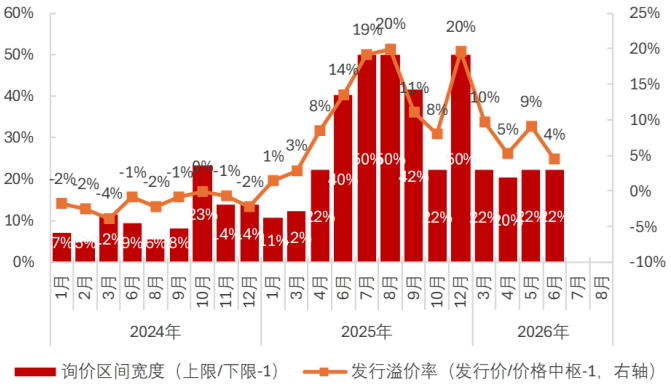
当月询价REITs项目数量及首发募资规模（24M1-26M8）



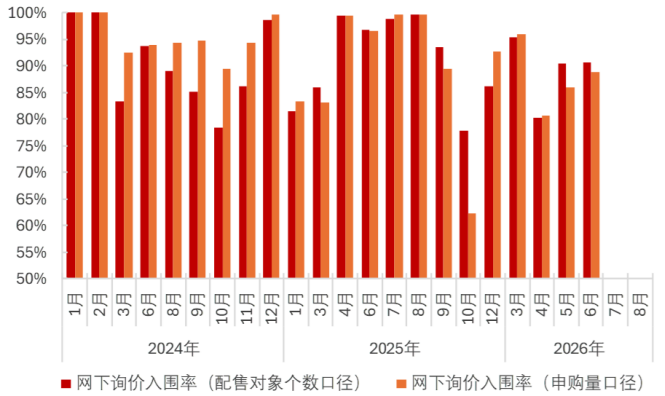
当月参与REITs网下询价机构及配售对象数量均值（24M1-26M8）



当月询价REITs询价区间宽度&发行溢价率（24M1-26M8）



当月询价REITs的网下询价入围率均值（24M1-26M8）

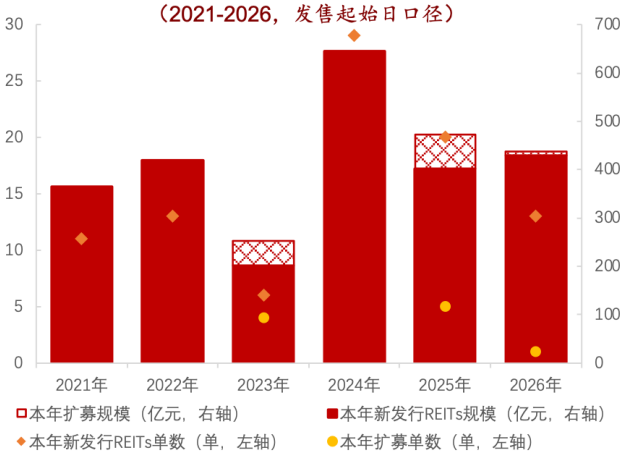


资料来源：Wind，招商证券；数据截至 2026 年 8 月 31 日

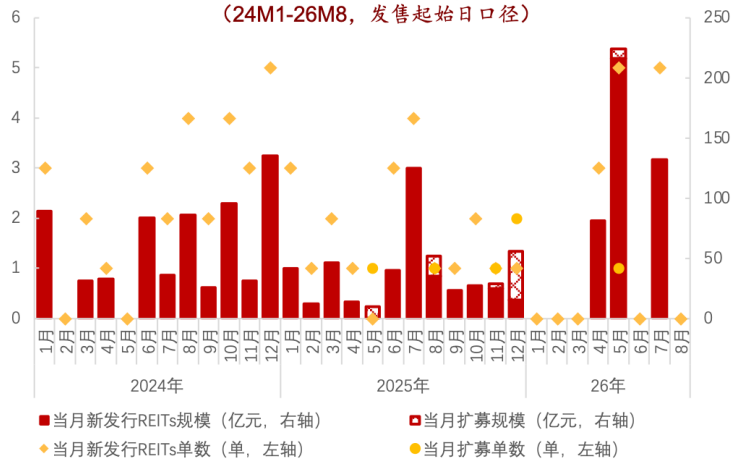
下载日志已记录，仅供内部参考

图 4：一级发行：无新项目询价背景下，26M8 亦无新项目发售

过去历年REITs新发&扩募单数和规模
（2021-2026，发售起始日口径）



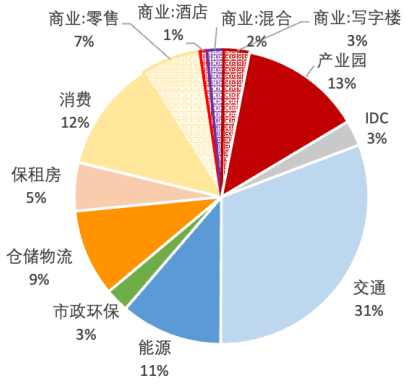
过去每月REITs新发&扩募单数和规模
（24M1-26M8，发售起始日口径）



截至26年8月末，不同类型REITs新发数量及规模
（发售起始日口径）

资产类型	REITs数量（只）	发行规模（亿元）	发行规模占全市场的比例
仓储物流	11	236	10%
保租房	9	131	5%
消费	12	303	12%
商业不动产	8	296	12%
零售	3	162	7%
酒店	1	19	1%
混合	2	45	2%
写字楼	2	69	3%
产业园	20	329	13%
IDC	2	69	3%
交通	15	759	31%
能源	11	276	11%
市政环保	4	64	3%
总计	**92**	**2462**	**100%**

截至26年8月末，不同类型REITs新发规模占比
（发售起始日口径）

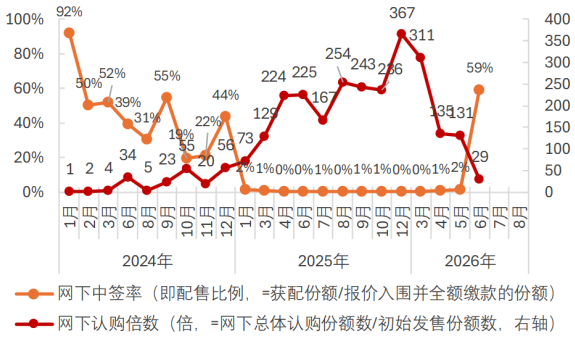


资料来源：Wind，招商证券；数据截至 2026 年 8 月 31 日

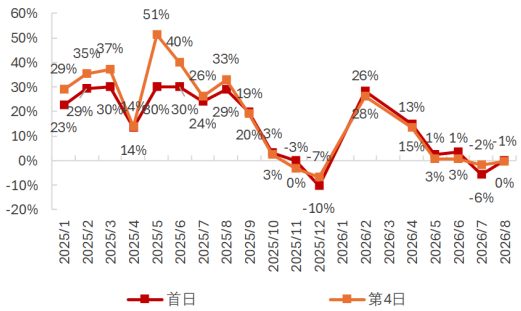
下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：一级打新：年内打新延续亏损，年初以来累计网下打新净收益率为负

当月询价REITs的网下认购倍数和中签率（即配售比例）均值（24M1-26M8）



当月上市REITs的上市首日、第4日收盘价相对发行价的溢价率均值（25M1-26M8）



26年以来打新收益率测算表

	REIT名称	REIT代码	上市日	募集规模（亿元）	顶格参与网下需保证的资金体量（万元）	网下中签率	上市首日涨跌幅	上市4日累计涨跌幅	打新收益（万元，资金体量*中签率*上市4日涨跌幅，假设1亿元资金体量）	资金成本1（万元，对应冻结全部申购资金）	资金成本2（万元，对应获配部分）	净打新收益（万元）	净打新收益率
1	华夏中核清洁能源REIT	508050.SH	2026-02-02	15.0	31,708	0.3%	28%	26%	7.7	1.2	0.1	6.4	0.06%
2	东方红隧道股份高速公路REIT	508020.SH	2026-04-22	46.8	98,700	0.6%	10%	9%	5.3	1.2	0.0	4.0	0.04%
3	中航北京昌保租赁住房REIT	180503.SZ	2026-04-29	9.3	48,678	0.2%	20%	18%	4.1	1.2	0.0	2.9	0.03%
4	易方达广西北投高速REIT	508093.SH	2026-05-26	24.8	179,937	0.9%	3%	1%	0.7	1.2	0.1	-0.7	-0.01%
5	中金唯品会商业REIT	508603.SH	2026-06-18	77.0	57,735	1.5%	1%	-1%	-1.3	1.2	0.1	-2.6	-0.03%
6	国泰海通砂之船商业REIT	508602.SH	2026-06-18	55.3	41,483	1.0%	11%	10%	9.5	1.2	0.1	8.2	0.08%
7	中信建投首农商业REIT	508601.SH	2026-06-18	30.1	27,126	1.2%	1%	0%	-0.6	1.2	0.1	-2.0	-0.02%
8	汇添富上海地产商业REIT	508600.SH	2026-06-18	40.9	38,106	4.5%	0%	-6%	-24.8	1.2	0.4	-26.4	-0.26%
9	中航中核汇能新能源REIT	508030.SH	2026-07-28	13.2	12,044	0.4%	-6%	-2%	-0.7	1.2	0.1	-2.1	-0.02%
10	华泰三峡新能源REIT	508059.SH	2026-08-07	40.1	37,287	1.6%	0%	-1%	-0.9	1.2	0.2	-2.4	-0.02%
均值				*35.2*	*57,280*	*1.2%*	*7%*	*5%*	*-0.1*	*1.2*	*0.1*	*-1.5*	*-0.01%*

26年以来累计净打新收益（万元，剔除25年询价的中核） -3.9

全年累计净收益率（等额参与所有项目询价且全部入围） -0.04%

资料来源：Wind，招商证券；数据截至 2026 年 8 月 31 日；

注 1：首批 4 单商业 REITs 几乎是同一时间缴款，因此假设将资金平分成 4 部分参与该 4 单；

注 2：测算表中假设资金年化机会成本 1.5%，缴款 3 日后网下投资者认购申请未确认部分可获得退还，即假设全部申购资金冻结 3 日

图 6：潜在供应：37 单公募 REITs 已挂网未询价，总拟募 1077 亿、创年内新高

全部已挂网未发售基础设施和商业不动产REITs审核进度和最新估值

序号	REIT名称	上市交易所	审核进度								最新估值信息（预计分派率=预计可供/拟募）								
			挂网日	受理日	反馈日	回复反馈日	第二轮反馈	回复二反	审核通过日	注册公示日	拟募集规模（亿元）	资产评估价值（亿元）	25E可供分配金额（万元）	26E可供分配金额（万元）	27E可供分配金额（万元）	25E派息率	26E派息率	27E派息率	IRR
已获批待询价	平安西安高科产业园REIT	深交所	2025-11-25	2025-12-04	2026-01-08	2026-07-04	-	-	2026-07-22	2026-08-18	13.0	12.9	-	7,202	6,632	-	5.6%	5.1%	-
已获批待询价	国泰海通中国建筑租赁住房REIT	上交所	2026-04-15	2026-04-17	2026-05-19	2026-06-30	-	-		2026-08-18	12.9	12.9	-	5,157	5,177	-	4.0%	4.0%	-
已获批待询价	山证晋中公投瑞阳供热REIT	上交所	2025-09-09	2025-09-19	2025-11-06	2025-12-30	2026-01-15	2026-03-18		2026-08-18	10.7	10.7	8,465	8,946	7,643	7.9%	8.4%	7.1%	5.1%
已获批待询价	博时山东铁投路桥REIT	上交所	2025-12-12	2025-12-22	2026-02-03	2026-06-29	-	-		2026-08-17	11.9	11.9	-	8,997	10,976	-	7.6%	9.2%	6.6%
1	中金杭州安居保障性租赁住房REIT	深交所	2026-04-29	2026-05-06	2026-05-28	2026-08-07	-	-		-	8.5	8.5	-	3,482	3,544	-	4.1%	4.2%	-
2	中金厦门火炬产业园REIT	深交所	2025-12-26	2025-12-30	2026-01-28	-	-	-		-	10.6	10.6	5,399	5,474	-	5.1%	5.2%	-	-
3	中金菜鸟仓储物流REIT	深交所	2026-04-27	2026-04-30	2026-05-29	2026-08-10	-	-		-	14.8	17.4	-	7,116	7,643	-	4.8%	5.2%	-
4	华夏龙岗城投产业园REIT	深交所	2026-05-25	2026-05-27	2026-06-24	-	-	-		-	11.3	10.8	-	5,659	5,789	-	5.0%	5.1%	-
5	建信天津临港发展集团港口REIT	上交所	2026-02-25	2026-03-02	2026-03-30	-	-	-		-	24.0	28.7	11,868	12,094	-	5.0%	5.0%	-	6.3%
6	华夏湖北交投楚天高速公路REIT	上交所	2025-08-18	2025-08-22	2025-10-10	2026-03-31	2026-04-14	-		-	37.2	43.0	23,000	33,996	-	6.2%	9.1%	-	5.5%
7	国金嘉泽新能源REIT	上交所	2026-02-26	2026-03-02	2026-03-30	2026-08-07	-	-		-	10.5	10.5	-	17,491	10,917		16.7%	10.4%	5.4%
8	银华粤海水务水利REIT	深交所	2026-04-23	2026-04-27	2026-05-26	2026-08-10	-	-		-	16.1	16.1	-	10,599	11,992	-	6.6%	7.4%	5.2%
9	华夏华润电力燃煤发电REIT	深交所	2026-05-06	2026-05-12	2026-06-09	-	-	-		-	31.0	34.4	-	24,371	24,161	-	7.9%	7.8%	5.0%
10	长城华能燃煤发电REIT	深交所	2026-05-06	2026-05-12	2026-06-09	-	-	-		-	31.6	31.6	-	23,860	23,882	-	7.6%	7.6%	6.0%
11	华夏蜀道集团高速公路REIT	深交所	2026-05-08	2026-05-12	2026-06-09	-	-	-		-	168.8	168.5	-	78,920	102,042	-	4.7%	6.0%	5.8%
12	中信建投广州发展清洁能源REIT	上交所	2026-06-09	2026-06-11	2026-07-10	-	-	-		-	23.1	23.1	-	27,312	24,177	-	11.8%	10.5%	5.0%
13	东方红申能股份新能源REIT	上交所	2026-07-03	2026-07-13	2026-07-31						16.0	16.1	-	22,813	14,802	-	14.2%	9.2%	5.7%
14	中金温州公用水利REIT	上交所	2026-08-13	2026-08-20	-	-	-	-	-	-	23.4	28.4	-	12,084	12,457	-	5.2%	5.3%	5.1%
15	嘉实陶邑消费REIT	上交所	2026-08-20	2026-08-25	-	-	-	-	-	-	13.3	13.2	-	6,873	7,261	-	5.2%	5.5%	-
未询价项目合计拟募（基础设施REITs）											489								

序号	REIT名称	上市交易所	审核进度								最新估值信息（预计分派率=预计可供/拟募）								
			挂网日	受理日	反馈日	回复反馈日	第二轮反馈	回复二反	审核通过日	注册公示日	拟募集规模（亿元）	资产评估价值（亿元）	25E可供分配金额（万元）	26E可供分配金额（万元）	27E可供分配金额（万元）	25E派息率	26E派息率	27E派息率	
已获批推迟询价	华夏凯德商业不动产REIT	上交所	2026-01-30	2026-01-30	2026-02-27	2026-04-23	-	-		2026-06-22	38.7	48.1	-	17,688	17,848	-	4.6%	4.6%	
已获批待询价	光大保德信光大安石商业不动产REIT	上交所	2026-02-04	2026-02-05	2026-03-05	2026-04-20	-	-		2026-06-22	45.8	57.6	-	21,084	21,245	-	4.6%	4.6%	
已获批待询价	华泰紫金华住安住商业不动产REIT	深交所	2026-02-03	2026-02-05	2026-02-27	2026-07-06	-	-	2026-07-22	2026-08-17	12.3	14.9	-	6,825	6,987	-	5.6%	5.7%	
1	华夏银泰百货商业不动产REIT	上交所	2026-01-30	2026-01-30	2026-03-05	-	-	-		-	42.8	42.7	-	21,099	22,595	-	4.9%	5.3%	
2	国泰海通崇邦商业不动产REIT	上交所	2026-02-09	2026-02-12	2026-03-17	2026-06-26	-	-		-	11.0	11.0	-	5,772	5,796	-	5.2%	5.3%	
3	嘉实首开商业不动产REIT	上交所	2026-02-26	2026-03-02	2026-03-20	-	-	-		-	10.4	10.4	5,648	5,956	-	5.4%	5.7%	-	
4	广发新城吾悦商业不动产REIT	上交所	2026-02-27	2026-03-06	2026-03-25	2026-08-11	-	-		-	15.4	20.3		8,666	8,889	-	5.6%	5.8%	
5	红土创新星河集团商业不动产REIT	深交所	2026-03-10	2026-03-13	2026-04-03	-	-	-		-	16.9	22.4	-	7,131	7,064	-	4.2%	4.2%	
6	国联安复星商业不动产REIT	上交所	2026-03-26	2026-03-30	2026-04-27	-	-	-		-	139.3	139.3	62,983	57,385	-	4.5%	4.1%	-	
7	华夏华润置地商业不动产REIT	深交所	2026-04-28	2026-04-30	2026-05-27	-	-	-		-	54.1	54.0	-	24,248	25,468	-	4.5%	4.7%	
8	中金开元旅业商业不动产REIT	上交所	2026-04-28	2026-04-30	2026-05-22	-	-	-		-	18.4	18.0	-	8,625	9,413	-	4.7%	5.1%	
9	红土创新茂业商业不动产REIT	深交所	2026-04-30	2026-05-06	2026-05-27	-	-	-		-	11.0	11.0	-	5,855	6,601	-	5.3%	6.0%	
10	招商资管招商蛇口商业不动产REIT	深交所	2026-06-11	2026-06-15	2026-07-07	-	-	-		-	30.0	29.9	-	15,253	16,042	-	5.1%	5.4%	
11	广发海珠城发商业不动产REIT	深交所	2026-06-22	2026-06-26	2026-07-22	-	-	-		-	14.3	14.2	-	6,799	6,899	-	4.8%	4.8%	
12	华夏大悦城商业不动产REIT	深交所	2026-07-28	2026-07-29	2026-08-21	-	-	-		-	55.6	65.0		24,612	25,009	-	4.4%	4.5%	
13	华安中电浦软商业不动产REIT	上交所	2026-07-29	2026-08-07	-	-	-	-		-	11.0	11.0		6,538	6,696		5.9%	6.1%	
14	华泰紫金金鹰商业不动产REIT	上交所	2026-07-31	2026-08-06	-	-	-	-		-	32.1	32.1		15,805	16,154	-	4.9%	5.0%	
15	中金中国绿发商业不动产REIT	深交所	2026-08-21	2026-08-25							29.2	28.9		13,349	13,552		4.6%	4.6%	
未询价项目合计拟募（商业不动产REITs）											588								

资料来源：沪深交易所，招商证券；数据截至 2026 年 8 月 31 日

注：浅橙色代表已获批未询价

下载日志已记录，仅供内部参考

图 7：潜在供应：11 单公募 REITs 项目已推荐未挂网（其中 2 单为 26M8 新增），总拟募 220 亿

发改委已推荐至证监会、未挂网基础设施REITs项目情况

序号	项目名称	主申报地方/中央企业	所属行业	拟发售总额（亿元）	推荐日期
1	信义能源新能源项目	安徽省	能源基础设施	16	2026/8/19
2	南京新工产业园项目	江苏省	园区基础设施	11	2026/8/10
3	龙地仓储物流项目	广东省	仓储物流基础设施	15	2026/6/25
4	鹏瑞利集团消费基础设施项目	四川省	消费基础设施	13	2026/6/25
5	江天数科数据中心项目	天津市	新型基础设施	14	2026/6/25
6	上实租赁住房项目	上海市	租赁住房	12	2026/6/25
7	厦门市政集团停车场项目	厦门市	市政基础设施	11	2026/4/24
8	首衡农副农贸市场项目	河北省	消费基础设施	84	2026/1/22
9	陶邑发展消费基础设施项目	江西省	消费基础设施	13	2026/1/22
10	鲁商集团消费基础设施项目	山东省	消费基础设施	19	2026/1/22
11	武汉高科产业园项目	湖北省	园区基础设施	11	2025/10/22
已推荐未挂网项目合计拟募集规模				**220**	

资料来源：国家发改委，招商证券；数据截至 2026 年 8 月 31 日

注：武汉天河机场第二公路通道项目在 2023/9/4 由国发推荐至证监会，一直未挂网，由于时间相对久远，未在上表进行显示

下载日志已记录，仅供内部参考

三、REITs 基本面

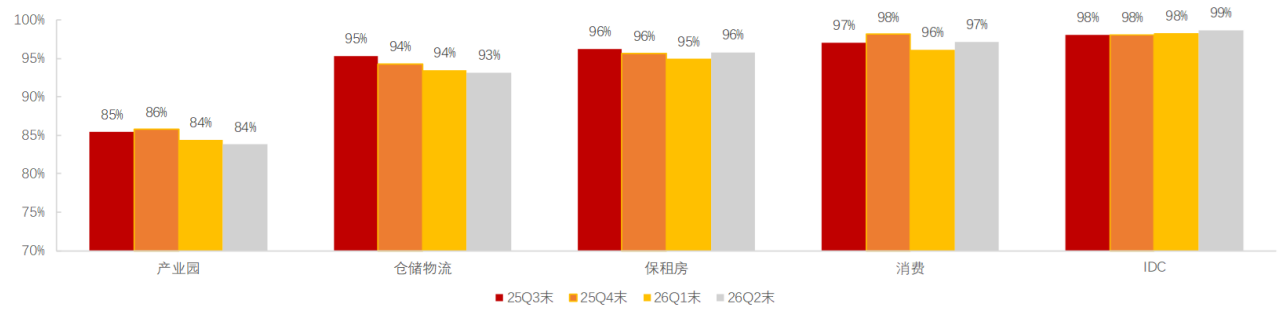
26Q2 各板块可比样本 EBITDA（26Q2 同比增速中位数，较 Q1 变动）：消费（+8%，-1 PCT），保租房（+3%，-5 PCT），市政环保（+1%，-14 PCT），交通（-2%，-4 PCT），仓储物流（-12%，0 PCT），产业园（-17%，-3 PCT），能源（-22%，-10 PCT）。往后看，保租房基本面或保持稳定；消费板块零售额或受宏观因素影响而出现下行压力，租金或滞后零售额反应，同时少数优质消费 REITs 或存在幸存者偏差、维持强者恒强特征。

图 8：REITs 基本面展望：保租房或维持稳定；消费业绩或难持续超预期，且预计分化或加剧

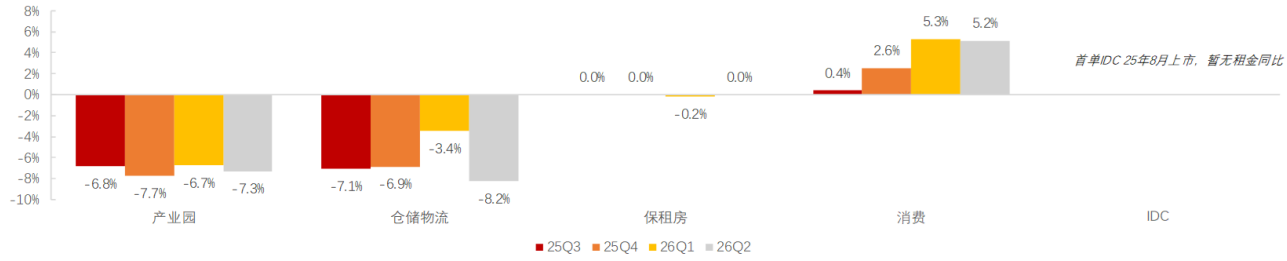
26Q2各板块项目公司营收、基金EBITDA、基金可供的同环比变动：各板块中位数（相同样本）

	26Q2 营收环比	26Q2 营收同比	较26Q1 同比的变动	26Q2 EBITDA环比	26Q2 EBITDA同比	较26Q1 同比的变动	26Q2 可供环比	26Q2 可供同比	较26Q1 同比的变动
全市场	-1%	-7%	-5 PCT	-2%	-6%	-1 PCT	-1%	-5%	-2 PCT
产业园	-3%	-10%	1 PCT	-3%	-17%	-3 PCT	-4%	-14%	-5 PCT
仓储	-1%	-9%	-1 PCT	-1%	-12%	0 PCT	1%	-14%	-11 PCT
保租房	1%	2%	-2 PCT	0%	3%	-5 PCT	0%	4%	2 PCT
消费	-3%	3%	-4 PCT	-4%	8%	-1 PCT	0%	1%	-1 PCT
IDC	0%	NA	NA	7%	NA	NA	55%	NA	NA
交通	-5%	-1%	-3 PCT	-7%	-2%	-4 PCT	-12%	-5%	-6 PCT
公用环保	8%	3%	-7 PCT	-60%	1%	-14 PCT	5%	-28%	-9 PCT
能源	-9%	-22%	-11 PCT	1%	-22%	-10 PCT	-19%	-10%	12 PCT

期末出租率：各板块中位数（控制过去4个季度样本相同）



租金单价同比变动：各板块中位数（控制过去4个季度样本相同）



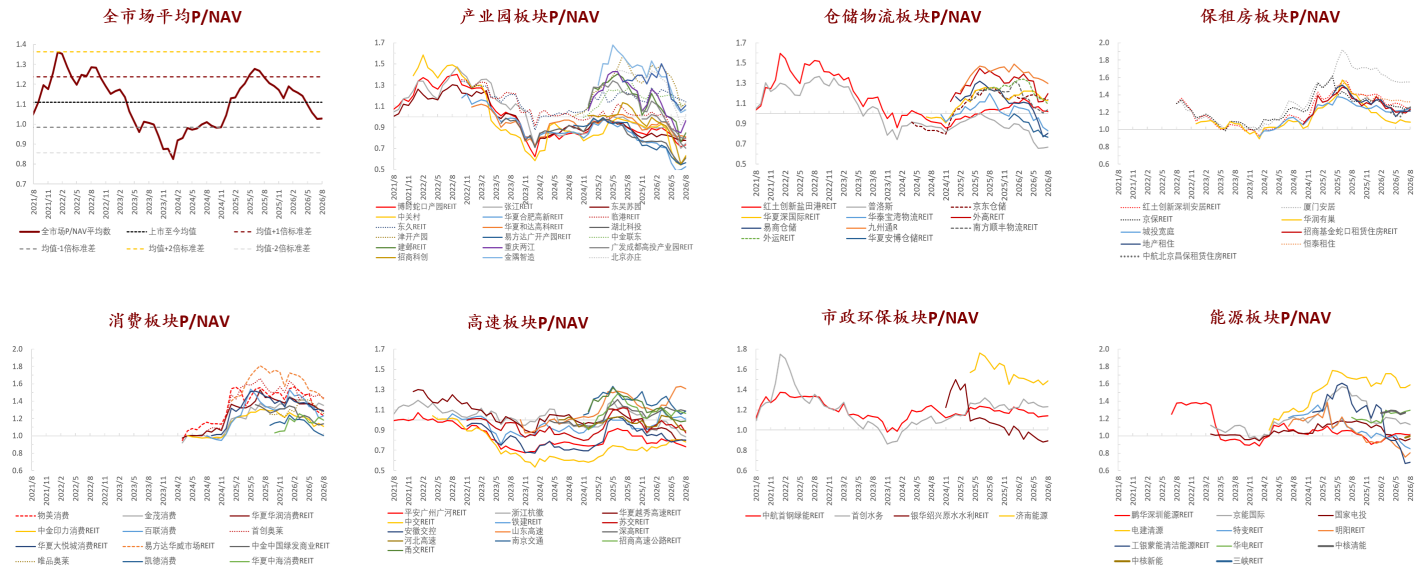
资料来源：Wind，REITs 财报，招商证券

下载日志已记录，仅供内部参考

四、REITs 估值

从 P/NAV 角度来看 REITs 当前估值水平：26 年 8 月末，REITs 全市场 P/NAV 平均 1.03 倍（处于历史 34%分位），其中，保租房 1.3 倍，消费/市政环保 1.2 倍，仓储/商业不动产/交运/能源 1.0 倍，IDC 0.9 倍，产业园 0.8 倍。

图 9：全市场：P/NAV 平均 1.03 倍，历史 34%分位水平



资料来源：Wind，各只 REIT 历年年报及资产评估报告，招商证券；数据截至 2026 年 8 月 31 日

注：NAVPS 测算方法：1）取 25 年末 NAVPS 作为最新 NAVPS，若无（即无 25 年报的情况）则取发行价；2）对于直接披露“基金份额公允价值参考净值”（NAVPS）的 REITs，以直接披露的 NAVPS 为准，否则取测算值，测算方法上，NAVPS=合并净资产账面价值-投房-固定资产-在建工程-无形资产+资产评估价值；3）在第一年年报发布前，使用发行价作为 P/NAV 分母；年报发布后，3/31 及以后月份以年报 NAVPS 为 P/NAV 分母，直至下年 3/31 再根据最新年报数据更新 NAVPS

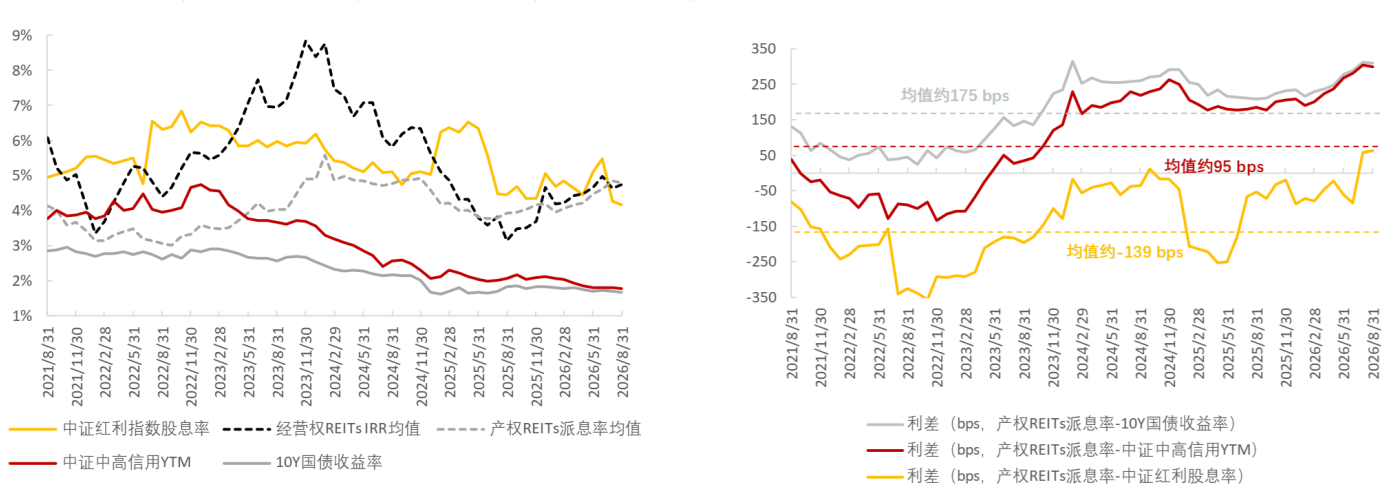
从派息率角度来看产权 REITs 当前估值水平：26 年 8 月末，产权 REITs 平均派息率为 4.8%，

- **产权 REITs 相对无风险收益率的风险溢价位于历史 97%分位。**产权 REITs 派息率与 10Y 国债收益率的利差为 310 bps，位于历史 97%分位。
- **产权 REITs 与中高等级信用债、红利股的利差分别位于历史 98%/100%分位数水平，REITs 相对中高等级信用债与红利股均具备较高性价比。**（1）与信用债相比，产权 REITs 派息率与中证中高等级信用债 YTM 的利差为 300 bps，位于历史 98%分位；（2）与红利股相比，产权 REITs 派息率与中证红利指数股息率的利差为 63 bps，位于历史 100%分位。



下载日志已记录，仅供内部参考

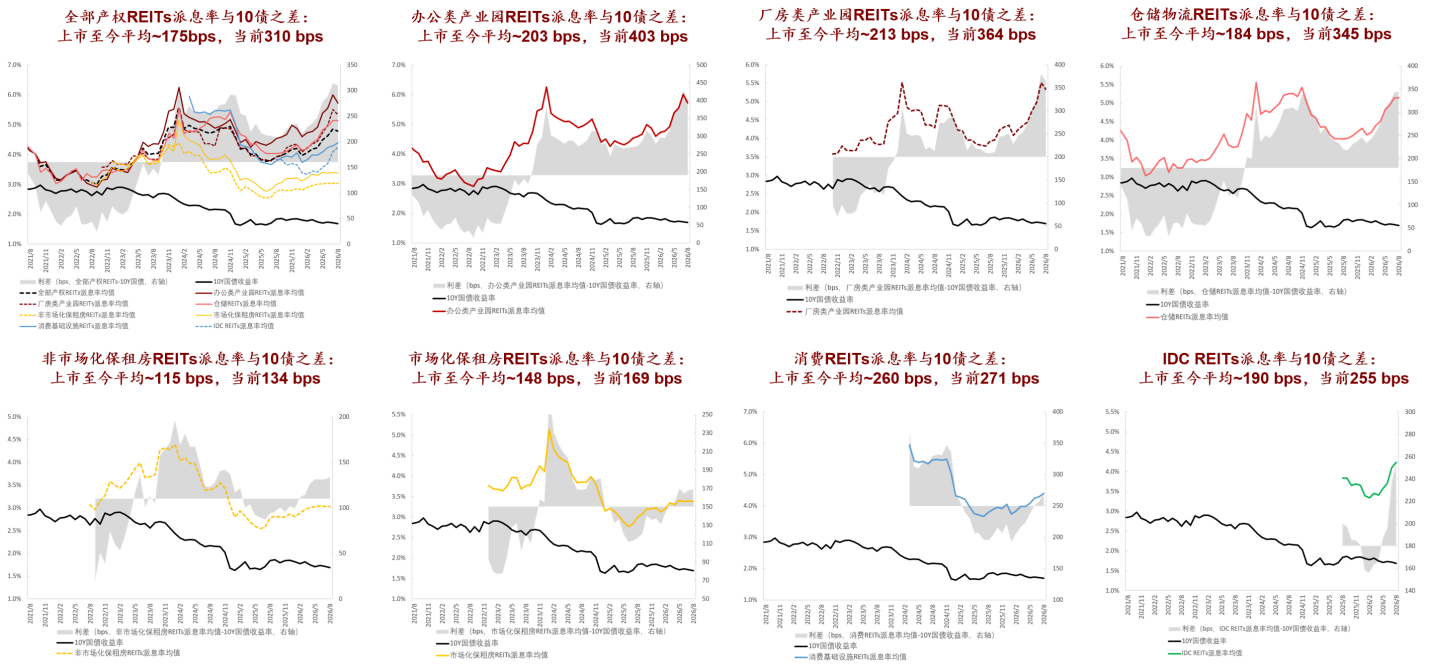
图 10：产权 REITs：与中高信用债/红利股利差位于历史 98%/100%分位



资料来源：Wind，招商证券；数据截至 2026 年 8 月 31 日

各产权板块平均派息率及其与 10Y 国债利差分位数：26 年 8 月末，办公类产业园（5.7%，98%分位），厂房类产业园（5.3%，98%分位），仓储物流（5.1%，100%分位），IDC（4.2%，100%分位），非市场化保租房（3.0%，72%分位），市场化保租房（3.4%，75%分位），消费（4.4%，66%分位），商业不动产（零售 4.6%，商办 5.1%）。其中，仓储物流、IDC 板块估值仍位于历史极低，产业园板块短期快速反弹后估值略有回升但仍在低位，产业园、仓储物流基本面角度暂未看到明显反转信号、部分标的或仍存在“估值陷阱”；保租房、消费估值仍低于历史中枢；商业不动产中零售/办公派息率分别 4.6%/5.1%（与可比基础设施 REITs 分派率价差持续收窄，其中奥莱项目已无明显差异）。

图 11：产权 REITs：10Y 国债利差来看，仓储/IDC/产园估值在历史极低，保租房/消费低于历史中枢

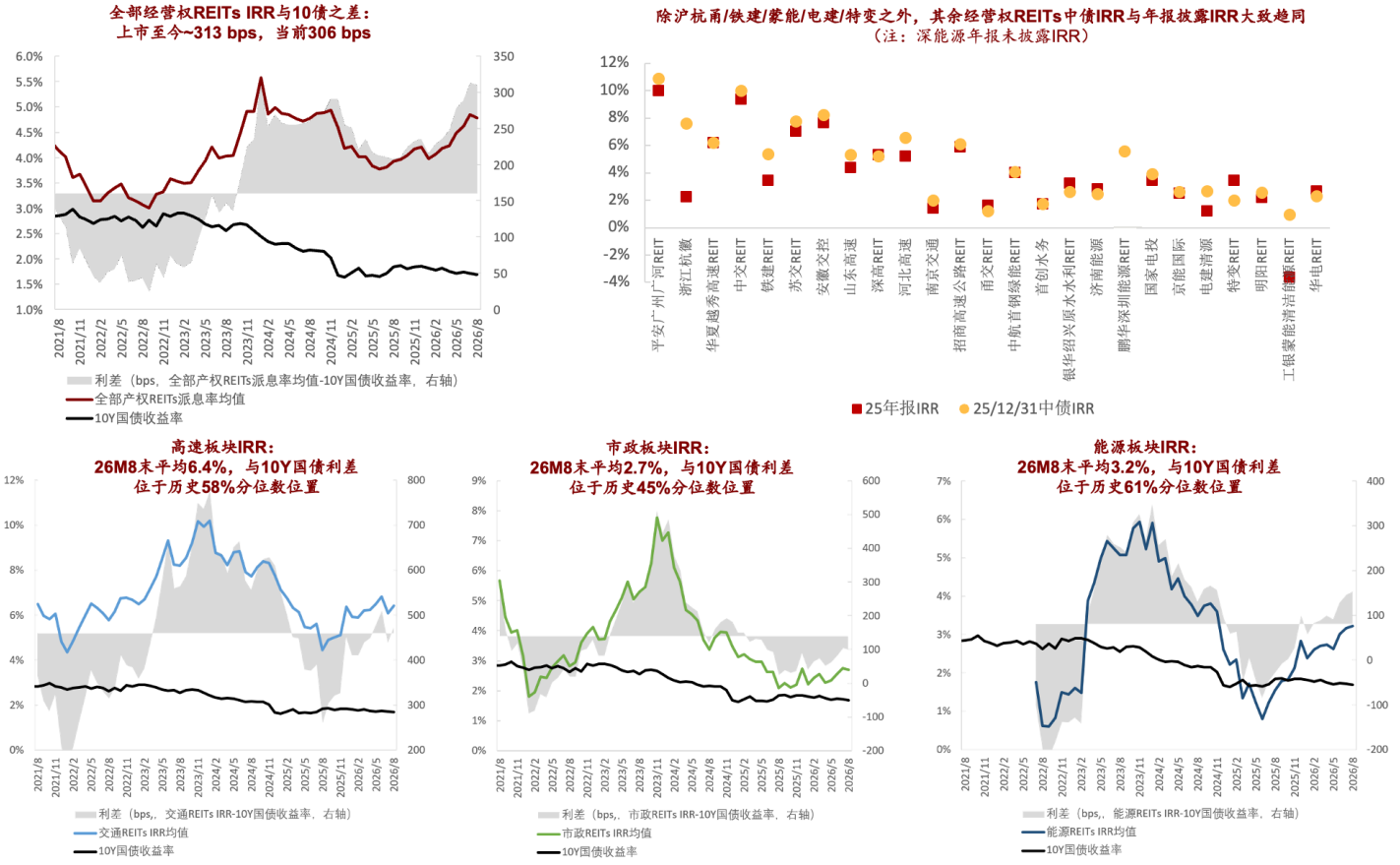


资料来源：Wind，招商证券；数据截至 2026 年 8 月 31 日

下载日志已记录，仅供内部参考

26 年 8 月末，经营权 REITs 中债 IRR 平均为 4.7%（高速/能源/市政分别 6.4%/3.2%/2.7%），与 10Y 国债利差 306 bps，位于历史 58%分位。

图 12：经营权 REITs：IRR 与 10Y 国债利差位于历史 58%分位数



资料来源：Wind，中债金融估值中心有限公司，招商证券；数据截至 2026 年 8 月 31 日

注：本页 IRR 是中债提供的“REITs 估值收益率”，即“以 REITs 估值价格购买一份基金份额所能获得的 IRR”，而其中的“REITs 估值价格”与实际收盘价高度一致

下载日志已记录，仅供内部参考

五、配置建议

（1）二级市场：虽然分派率持续回升，但当前绝对估值不够便宜，往后看，询价重现、市场或再度进入供应观望期，指数基金建仓的边际影响或递减，同时，9 月处于业绩空窗期、短期或缺乏业绩拐点的证据，长端利率或具备下行空间但短期或存在不确定性，综上判断 9 月 REITs 二级市场或以结构性机会为主。具体而言：

a. 估值层面，虽然分派率持续回升，但当前绝对估值不够便宜：8 月末，产权派息率/经营权 IRR 平均分别 4.8%/4.7%，与 10Y 国债收益率的利差分别位于历史 97%/58%分位，但绝对估值不够便宜（全市场平均 P/NAV 仍在 1 倍）；

b. 供应层面，询价重现，市场或再度进入供应观望期：7、8 月连续两月未见询价后，8 月底确定将有新项目于 9 月询价（截至 8 月底，已获批待询价 7 单、总拟募 145 亿元，已发售待上市 4 单、总募集 92 亿元），同时，长期潜在供应量创今年以来新高（已挂网交易所、未发行 37 单/1077 亿元，发改已推荐至证监会、未挂网 11 单/220 亿元）；

c. 基本面层面，9 月处于业绩空窗期、短期或缺乏业绩拐点的证据：展望下半年，保租房基本面或保持稳定；消费板块零售额或受宏观因素影响而出现下行压力，租金或滞后零售额反应，同时少数优质消费 REITs 或存在幸存者偏差、维持强者恒强特征；

d. 利率层面，长端利率或具备下行空间，但短期或存在不确定性：一方面，8·28 新政或带来不动产资产欠配，但另一方面，国债发行或加速、对冲机构欠配影响；

e. 标的层面：关注拥有运营 alpha 的消费龙头【华润消费 REIT】【大悦城消费 REIT】、能源龙头【国家电投 REIT】等；

（2）一级市场：一二级估值差较窄甚至倒挂，建议一级参与范围进一步聚焦，其中，战配关注资产质量高、相对稀缺且一二级估值差相对较宽的标的，如【华润商业】【华润电力】等；鉴于近期市场持续“破发”，打新层面建议缩圈至高安全垫标的，如【山西供热】【杭州安居】【新城商业】等。

六、风险提示

REITs 二级市场基本面改善不及预期，REITs 流动性改善不及预期，宏观流动性改善不及预期，一级供应超预期，一级市场持续出现“破发”等。

下载日志已记录，仅供内部参考

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。