下载日志已记录，仅供内部参考

二级市场对一级供应放量钝化，“类期权”配置价值凸显

—— REITs 26 年 10 月配置建议

- **一、二级市场要点：（1）二级：9 月中证 REITs 全收益指数呈“U 型”走势，全月累计-0.3%；月初连续下跌 3 个交易日后横盘震荡至月中，下半月震荡修复、或受益于长端利率下行。（2）一级：在 7-8 月连续两月询价未现后，9 月单月询价 11 单、创有史以来新高，询价结果呈两极分化**（估值显著低于可比二级的项目实现百倍认购和高溢价率发行，而与二级估值差有限甚至倒挂的项目则仅取得个位数认购倍数和折价发行）**但整体认购热度较上半年回落；个券打新延续亏损趋势且亏损幅度扩大**（9 月仅 1 单北京国资 REIT 上市，上市首日/4 日累计涨跌幅分别-11%/-14%），**主因其一级定价大幅高于可比二级。**
- **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和行业 beta 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 9 月末，产权派息率/经营权 IRR 平均分别 5.0%/4.8%，与 10Y 国债收益率的利差分别位于历史 100%/59%分位。**具体来看：**（1）全局方面：**全市场 P/NAV 平均 1.0 倍（历史 24%分位）；**（2）产权 REITs 方面：**派息率平均 5.0%，与 10Y 国债利差 328 bps（历史 100%分位）。从与 10Y 国债利差来看，**产业园/仓储物流**估值位于历史最低附近（办公类产业园/厂房类产业园/仓储物流派息率 6.1%/5.6%/5.3%，利差均在 100%分位），但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”；**IDC/保租房/消费**估值低于历史中枢（IDC/市场化保租房/非市场化保租房/消费派息率 4.0%/3.4%/3.0%/4.5%，利差在 85%/80%/75%/67%分位）；**商业不动产**中零售/办公派息率分别 4.7%/5.2%；**（3）经营权 REITs 方面：**中债 IRR 平均 4.8%，与 10Y 国债利差 309 bps（历史 59%分位），其中，**高速/能源/市政** IRR 分别 6.5%/3.2%/2.7%。
- **配置建议：**

  二级市场：考虑到（1）虽然当前绝对估值不便宜（全市场平均 P/NAV 仍有 1 倍），**但收益率相对 10Y 国债的利差已走扩至历史较阔位置，或已部分定价基本面压力，**产权派息率/经营权 IRR 平均分别 5.0%/4.8%，与 10Y 国债利差分别为 328 bps（历史 100%分位）/309 bps（历史 59%分位）；**（2）结合市场对供给放量的反应呈现钝化**（9 月询价单量创历史新高，但二级并未大跌）**以及低换手率**（9 月全市场平均日均换手率仅 0.31%，历史 11%分位），**推测当前市场筹码或以配置盘为主；综合判断在无重大利空情况下短期出现进一步显著抛压的概率或相对较低，市场或对正向催化的敏感度更高，REITs 资产或开始具备“类期权”配置价值。**可关注的潜在正向催化，包括（1）增量资金入市预期增强，（2）长端利率进一步下行预期增强，（3）权益市场成长股回报率下降、红利股关注度提升等。标的层面，继续关注估值处于历史低位、短期现金流相对稳定的 IDC 板块，拥有运营 alpha 的消费龙头【华润消费】【大悦城消费】【唯品会消费】，能源龙头【国家电投】等。

  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【上实租住】【温州水利】【华润商业】【凯华商业】【陶邑消费】等；打新建议缩圈至高安全垫标的，如【华润电力】【招商商业】等。
- **风险提示：REITs 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）

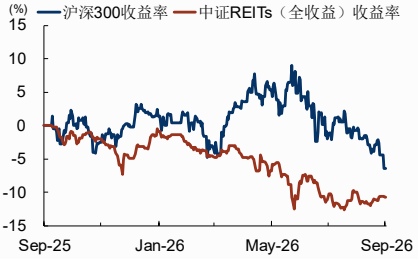
周期/REITs

行业规模

公募 REITs 上市数（只）	89
总市值（亿元）	2321

行业指数

	1m	6m	12m
绝对表现	-0.7%	-6.3%	-10.6%
相对表现	4.8%	-3.3%	-4.5%



资料来源：Wind、招商证券

相关报告

1、《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》2026-09-02

2、《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

3、《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

孔嘉庆 S1090524100004
kongjiaqing@cmschina.com.cn
区宇轩 S1090524090001
ouyuxuan@cmschina.com.cn
赵可 S1090513110001
zhaoke@cmschina.com.cn
梁宇 研究助理
liangyu1@cmschina.com.cn

下载日志已记录，仅供内部参考

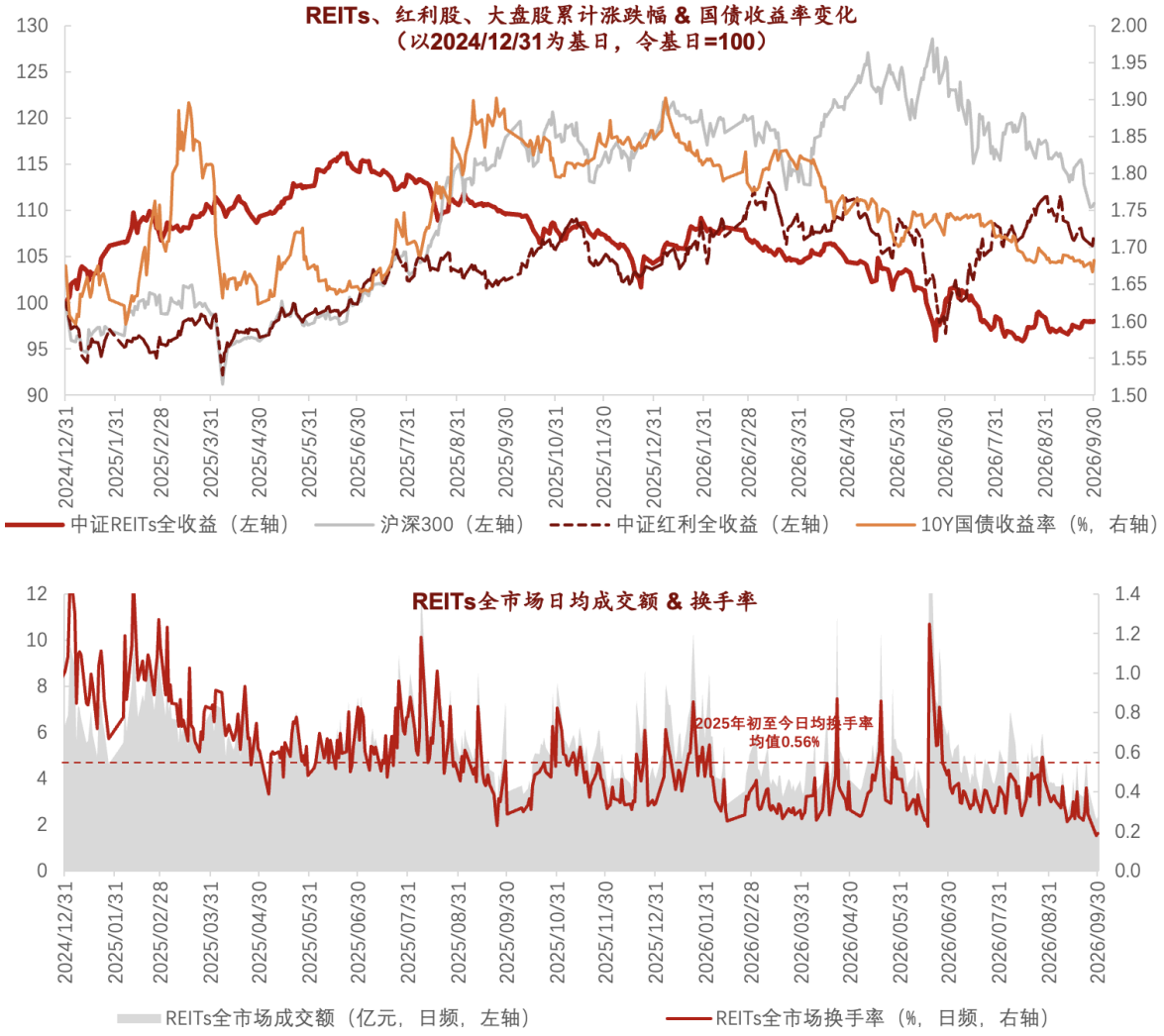
一、二级市场要点

二级价格：中证 REITs 全收益指数先抑后扬，全月累计-0.3%。具体而言：

- **月初前三个交易日指数连续下跌（9 月 1 日-3 日，指数累计-1.5%），延续上月末调整态势，或主要受产业园板块拖累（上月快速反弹，本月初回吐获利）：**8 月下旬产业园板块强势反弹，8 月 15 日-30 日板块平均上涨 11%，短期涨幅较大但基本面或缺乏上涨支撑、估值也或存在分歧，因此在 8 月末、9 月初，部分交易性资金开始兑现收益，带动板块回调并拖累指数本月初表现。
- **横盘震荡至月中，下旬震荡修复（9 月 15 日-30 日，指数累计+1.5%），月底修复或受益于长端利率下行：**9 月中旬起，10Y 国债收益率进一步走低(9 月 11 日-29 日累计下降 2.3 bp 至 1.667%，来到年内利率最低点)，对下旬 REITs 估值修复提供支撑。

二级流动性：26M9，REITs 全市场日均成交额 3.5 亿元，日均换手率 0.31%（历史 11%分位），较上月（0.42%）转弱，反映市场交易热度偏冷，月初下跌和月末反弹阶段均未见放量。

图 1：全局行情：26M9 REITs 全收益指数累计下跌 0.3%



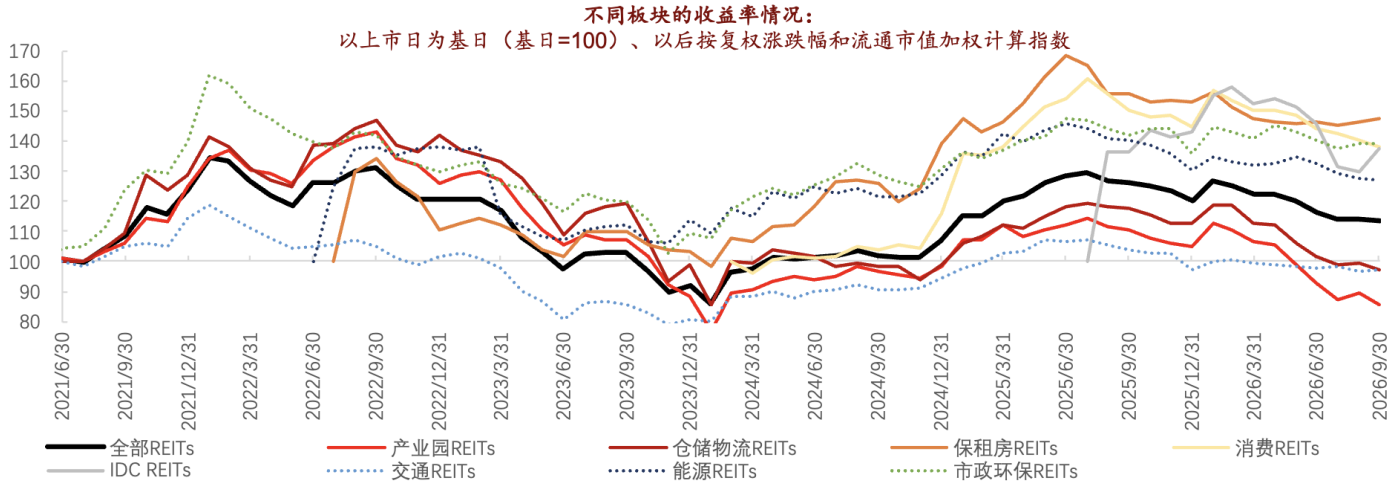
资料来源：Wind，招商证券；数据截至 2026 年 9 月 30 日

下载日志已记录，仅供内部参考

分板块来看：26M9 全市场涨跌幅中位数-1.2%，其中 IDC/保租房/市政环保跑赢，产业园/仓储物流跑输。具体来看：

- **IDC（+6.0%）、保租房（+1.2%）、市政环保（+0.3%）跑赢：**IDC 板块在 8 月 10 日战配解禁后价格开始修复，9 月延续修复趋势，或与解禁前出现超跌（8 月 6 日收盘价最低点对应板块平均分派率达 4.4%）、扩募取得进展（8 月 10 日润泽 REIT 扩募材料取得交易所反馈）、短期基本面具备韧性有关；保租房/市政环保板块本月微涨，或与基本面相对稳健叠加宏观流动性持续宽松有关；
- **产业园（-5.9%）、仓储物流（-1.8%）跑输：**基本面暂未观察到反转信号，估值持续回落，其中，产业园板块在上月快速反弹后于本月回吐获利——8 月下旬产业园板块强势反弹（8 月 15 日-30 日板块平均上涨 11%），短期涨幅较大但基本面或缺乏上涨支撑、估值也或存在分歧，因此本月持有人开始陆续止盈，令产业园成为本月领跌板块。

图 2：板块行情：26M9 IDC/保租房/市政环保板块跑赢全市场中位数，产业园/仓储物流板块跑输



2026/9/30	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9月	26年8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	**89**	**-1.2%**	**0.2%**	**-6.3%**	**75**	**-12%**	**4%**	**0%**	**6%**
产权类	**59**	**-1.9%**	**0.2%**	**-12.0%**	**50**	**-15%**	**8%**	**-10%**	**6%**
产业园	20	-5.9%	5.5%	-22.5%	19	-27%	-13%	-13%	-5%
仓储物流	11	-1.8%	-0.7%	-14.6%	10	-14%	6%	-5%	4%
保租房	9	1.2%	0.8%	-3.2%	8	-5%	11%	14%	15%
消费	12	-1.2%	-1.8%	-5.4%	11	-9%	-	-	17%
商业不动产	5	-1.9%	0.0%	-3.1%	0	-	-	-	-
IDC	2	6.0%	-1.2%	-3.9%	2	1%	-	-	-
经营权类	**30**	**0.0%**	**0.2%**	**0.5%**	**25**	**-5%**	**1%**	**3%**	**8%**
交通	15	0.0%	-1.0%	-3.9%	13	-12%	0%	0%	2%
市政环保	4	0.3%	0.8%	1.1%	4	-2%	1%	3%	14%
能源	11	-0.2%	0.5%	-0.6%	8	-8%	2%	5%	8%

资料来源：Wind，招商证券；数据截至 2026 年 9 月 30 日

下载日志已记录，仅供内部参考

二、一级市场要点

询价在 7-8 月连续两月未现后、于 9 月重现并放量，9 月单月询价单数达 11 单、创有史以来新高，该 11 单询价结果呈两极分化但整体认购热度较上半年回落；个券打新延续亏损趋势且亏损幅度扩大，主因一级定价大幅高于可比二级；往后看，长期潜在供应量超 1200 亿，继续维持高位。具体而言：

（1）询价：26M9 单月询价单量创公募 REITs 有史以来单月新高；本月询价结果呈两极分化（估值显著低于可比二级的项目实现百倍认购和高溢价率发行，而与二级估值差有限甚至倒挂的项目则仅取得个位数认购倍数和折价发行），但整体认购热度较上半年回落（无论参与询价机构数/认购倍数/发行溢价率），或与一二级价差收窄甚至倒挂有关。

A. 询价数量和金额：26M9 共 11 单完成询价、总拟募 180 亿元（基础设施/商业不动产分别 8 单/3 单，121 亿/60 亿），其中询价单量创公募 REITs 有史以来单月新高，但由于本月询价项目以保险可参与的基础设施 REITs 为主，对二级资金分流相对有限，因此部分解释为何本月二级并未大跌；

B. 询价结果：本月询价 11 单中，**每单参与询价的机构数**在 8 家-83 家，平均 38 家，较 26H1 均值（64 家）下降 41%；**剔除无效报价后的网下认购倍数**在 1.0 倍-355 倍，平均 99 倍，较 26H1 均值（120 倍）下降 18%；**询价区间**均维持“平价±10%”；**实际发行溢价率**（发行价/平价-1）在-10%至+10%，平均+2%，较 26H1 均值（+7%）下降 71%。

（2）发售：26M1-9 累计“新发+扩募”发售规模超过去年全年。

A. 单月：26M9 共 4 单完成发售，合计募资 49 亿元，均为新发基础设施（山西供热/中建保租房/菜鸟物流/杭州安居）；

B. 年内累计：26M1-9“新发+扩募”发售 18 单、487 亿，年内累计发售规模（487 亿）已超过去年全年（473 亿）。

（3）上市（打新退出）：26M9 仅 1 单北京国资商业 REIT 上市，其打新亏损幅度较大主因其一级定价大幅高于可比二级项目。

A. 单月：26M9 仅 1 单北京国资商业 REIT 上市，上市首日/4 日累计涨跌幅分别为-11%/-14%，个券打新延续亏损趋势，该单亏损幅度较大主因其一级定价大幅高于可比二级项目（北京国资发行价对应 26E 分派率 4.2%，而可比已上市写字楼商业 REIT 26E 分派率在 5.0%以上）。

B. 年内累计：若等额无差异参与 26 年全部项目网下打新且全部入围，年内累计打新净收益率-10.22%（主要受北京国资 REIT 拖累，剔除北京国资 REIT 后，年内累计打新净收益为-0.04%）。

（4）短期潜在供应：截至 26 年 9 月末，已获批未发售 12 单、261 亿。其中：

A. 交易所已获批未询价：5 单、总拟募 130 亿元，分别是山东铁投路桥/华润电力煤电/光大安石商业/招商蛇口商业/开元商业 REIT；

B. 已询价未发售：7 单、总拟募 131 亿，分别是华住商业/新城商业/凯德商业/粤海水务/嘉泽新能源/西安高科/华能燃煤 REIT（除凯德商业为 11 月发售外，其余均为 10 月发售）。

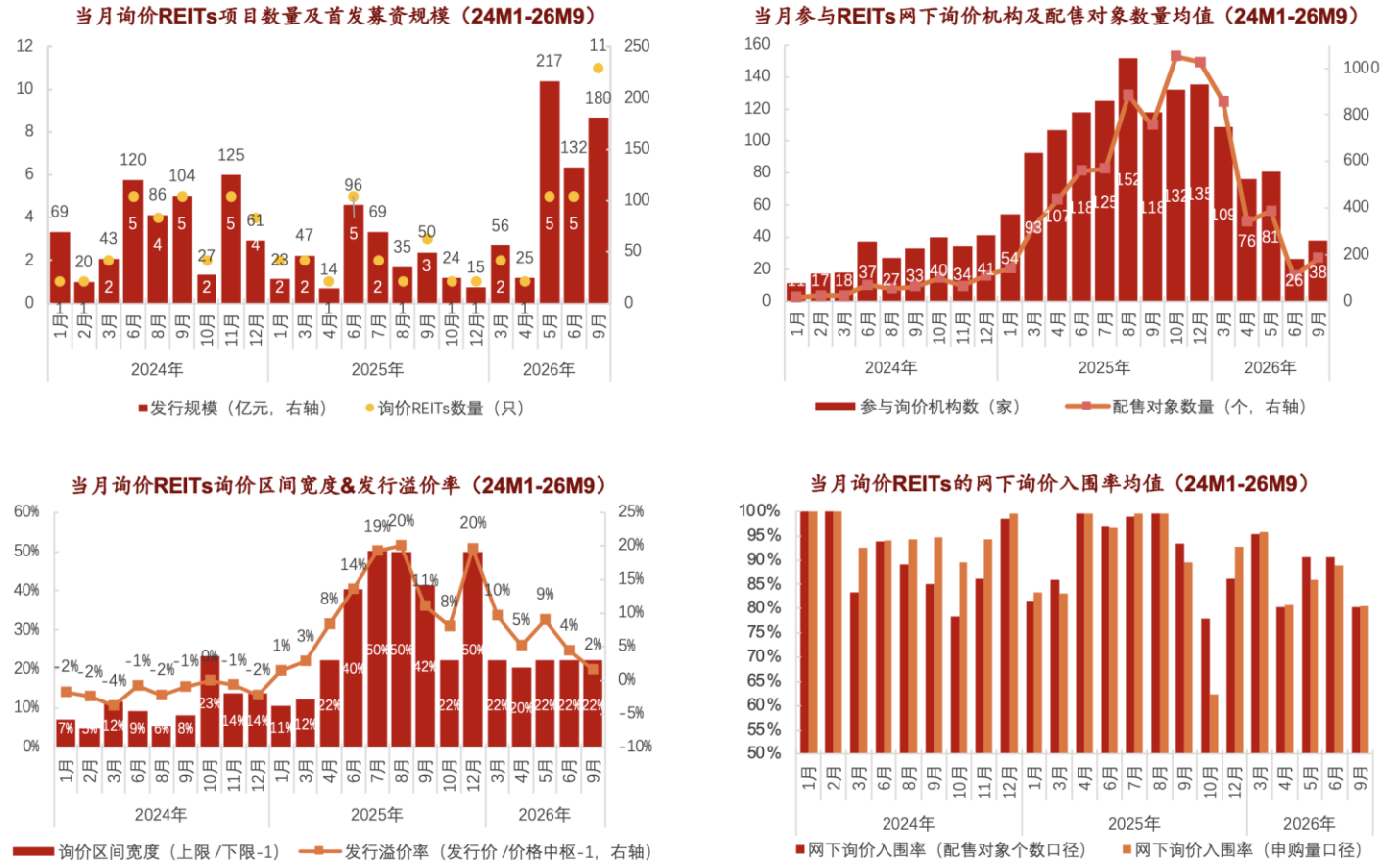
（5）长期潜在供应：截至 26 年 9 月末，国发或证监已公开未询价 43 单、1234 亿元。其中：

A. 交易所已挂网未询价：36 单、总拟募 1069 亿元（其中，基础设施 14 单、410 亿元，商业不动产 22 单、659 亿元），与上月末基本持平、维持年内高位；

B. 国发已推荐至证监会但暂未挂网的基础设施 REITs：7 单、总拟募 165 亿元。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 3：一级询价：26M9 重现询价且放量，单月询价单数达 11 单、创有史以来新高

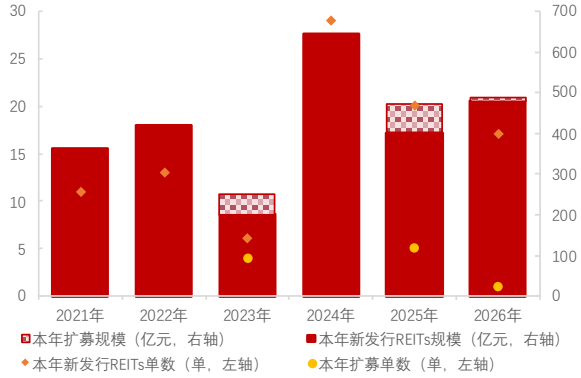


资料来源：Wind，招商证券；数据截至 2026 年 9 月 30 日

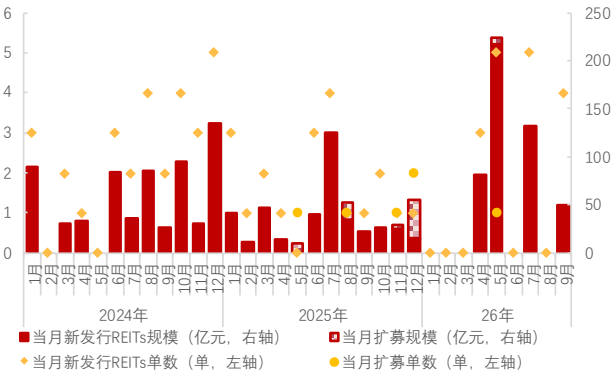
下载日志已记录，仅供内部参考

图 4：一级发售：26M1-9 累计“新发+扩募”发售规模（487 亿）超过去年全年（473 亿）

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



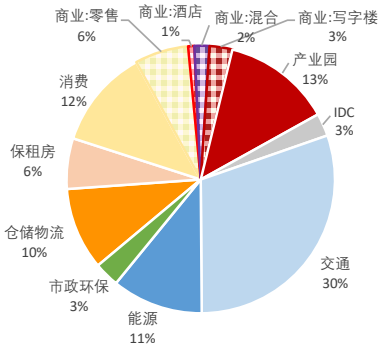
过去每月REITs新发&扩募单数和规模
（24M1-26M9，发售起始日口径）



截至26年9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	12	251	10%
保租房	11	154	6%
消费	12	303	12%
商业不动产	8	296	12%
零售	3	162	6%
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	30%
能源	11	276	11%
市政环保	5	75	3%
总计	96	2512	100%

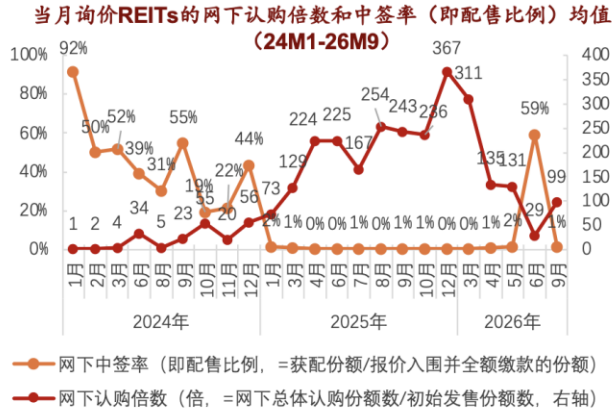
截至26年9月末，不同类型 REITs新发规模占比
（发售起始日口径）

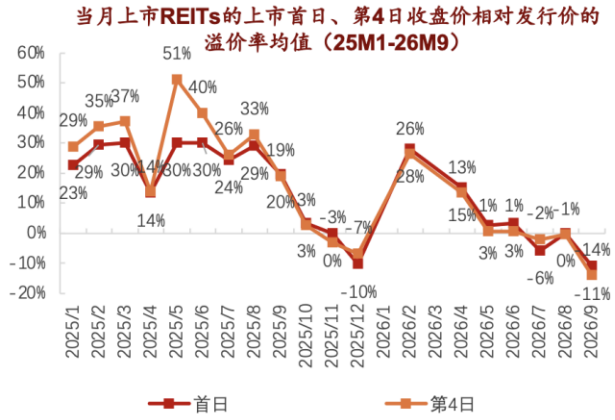


资料来源：Wind，招商证券；数据截至 2026 年 9 月 30 日

下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：一级打新：26M9 仅 1 单北京国资商业 REIT 上市，延续“破发”趋势且亏损幅度扩大





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%
11	创金合信北京国资公司REIT	181001.SZ	2026-09-03	28.3	25,488	72.5%	-11%	-14%	-1,017.2	1.2	0.0	-1,018.5	-10.18%
均值				***34.6***	***54,390***	***7.7%***	***5%***	***4%***	***-92.6***	***1.2***	***0.1***	***-93.9***	***-0.94%***
									26年以来累计净打新收益（万元，剔除25年询价的中核）			**-1,022.4**	
									全年累计净收益率（等额参与所有项目询价且全部入围）			**-10.22%**	

资料来源：Wind，招商证券；数据截至 2026 年 9 月 30 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



下载日志已记录，仅供内部参考

图 6：潜在供应之一：交易所已挂网未询价 36 单、总拟募 1069 亿元，与上月末基本持平，维持年内高位

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

			审核进度								最新估值信息（预计分派率=预计可供/拟募）								
序号	REIT名称	上市交易所	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
已询价待发售	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%	-
已询价待发售	银华粤海水务水利REIT	深交所	2026-04-23	2026-04-27	2026-05-26	2026-08-10	-	-	2026-08-28	2026-09-03	15.8	15.8	-	10,872	12,094	-	6.9%	7.6%	5.2%
已询价待发售	国金嘉泽新能源REIT	上交所	2026-02-26	2026-03-02	2026-03-30	2026-08-07	-	-	-	2026-09-14	10.5	10.5	-	17,491	10,917		16.7%	10.4%	5.7%
已询价待发售	长城华能燃煤发电REIT	上交所	2026-05-06	2026-05-12	2026-06-09	2026-09-03	-	-	-	2026-09-20	30.2	30.2	-	23,297	24,132	-	7.7%	8.0%	5.9%
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%
已获批待询价	华夏华润电力燃煤发电REIT	深交所	2026-05-06	2026-05-12	2026-06-09	2026-09-03	-	-	2026-09-11	2026-09-20	28.6	33.7	-	22,675	20,741	-	7.9%	7.3%	5.5%
1	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%	-	-
2	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%	-
3	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%
4	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%
5	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%
6	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%
7	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%
8	中金温州公用水利REIT	上交所	2026-08-13	2026-08-20	2026-09-14	-	-	-	-	-	23.4	28.4	-	12,084	12,457	-	5.2%	5.3%	5.1%
9	嘉实陶邑消费REIT	上交所	2026-08-20	2026-08-25	2026-09-21	-	-	-	-	-	13.3	13.2	-	6,873	7,261	-	5.2%	5.5%	-
10	国泰海通上实租赁住房REIT	上交所	2026-09-09	2026-09-16	-	-	-	-	-	-	12.1	12.1	-	5,012	4,918	-	4.2%	4.1%	-
11	国泰海通信义能源新能源REIT	深交所	2026-09-21	2026-09-24	-	-	-	-	-	-	16.2	16.2	-	24,710	25,108	-	15.2%	15.5%	5.4%
12	华安晶澳科技新能源REIT	深交所	2026-09-10	2026-09-16	-	-	-	-	-	-	13.9	13.9	-	12,930	14,325	-	9.3%	10.3%	6.3%
未发售项目合计拟募（基础设施REITs）											480								
未询价项目合计拟募（基础设施REITs）											410								

			审核进度								最新估值信息（预计分派率=预计可供/拟募）							
序号	REIT名称	上市交易所	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
已询价待发售	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	36.1	44.9	-	16,970	17,082	-	4.7%	4.7%
已询价待发售	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	12.4	14.9	-	6,825	6,987	-	5.5%	5.6%
已询价待发售	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	-	-	-	2026-09-03	15.4	20.3		8,666	8,889	-	5.6%	5.8%
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	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	2026-09-02	-	-	2026-09-11	2026-09-20	28.7	28.6	-	14,323	14,895	-	5.0%	5.2%
已获批待询价	中金开元旅业商业不动产REIT	上交所	2026-04-28	2026-04-30	2026-05-22	2026-09-06	-	-	-	2026-09-30	15.4	15.0	-	7,926	8,301	-	5.1%	5.4%
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	2026-09-18	-	-	-	-	42.2	42.2	-	19,582	21,900	-	4.6%	5.2%
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	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%
5	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%	-
6	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%
7	红土创新茂业商业不动产REIT	上交所	2026-04-30	2026-05-06	2026-05-27	-	-	-	-	-	11.0	11.0	-	5,855	6,601	-	5.3%	6.0%
8	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%
9	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%
10	华安中电浦软商业不动产REIT	上交所	2026-07-29	2026-08-07	2026-09-04	-	-	-	-	-	11.0	11.0		6,538	6,696	-	5.9%	6.1%
11	华泰紫金金鹰商业不动产REIT	上交所	2026-07-31	2026-08-06	2026-09-03	-	-	-	-	-	32.1	32.1		15,805	16,154	-	4.9%	5.0%
12	中金中国绿发商业不动产REIT	深交所	2026-08-21	2026-08-25	2026-09-18	-	-	-	-	-	29.2	28.9		13,349	13,552	-	4.6%	4.6%
13	华夏中海封闭式商业不动产REIT	深交所	2026-09-07	2026-09-10	-	-	-	-	-	-	15.3	15.0	-	7,066	7,192	-	4.6%	4.7%
14	国联安泰华城封闭式商业不动产REIT	上交所	2026-09-14	2026-09-16	-	-	-	-	-	-	20.5	20.5	-	9,446	11,036	-	4.6%	5.4%
15	国泰海通鹏瑞利封闭式商业不动产REIT	深交所	2026-09-16	2026-09-16	-	-	-	-	-	-	13.4	13.1	-	7,447	6,464	-	5.6%	4.8%
16	广发新世界封闭式商业不动产REIT	上交所	2026-09-19	2026-09-19	-	-	-	-	-	-	38.2	45.7	-	18,281	18,144	-	4.8%	4.8%
17	华夏世纪金源封闭式商业不动产REIT	深交所	2026-09-21	2026-09-24	-	-	-	-	-	-	24.2	24.0	-	9,699	12,959	-	4.0%	5.4%
18	华夏凯华封闭式商业不动产REIT	深交所	2026-09-22	2026-09-24	-	-	-	-	-	-	12.5	12.4	-	7,203	7,268	-	5.8%	5.8%
19	汇添富顺联封闭式商业不动产REIT	深交所	2026-09-23	2026-09-24	-	-	-	-	-	-	18.1	18.4	-	9,145	9,105	-	5.0%	5.0%
未发售项目合计拟募（商业不动产REITs）											723							
未询价项目合计拟募（商业不动产REITs）											659							

资料来源：沪深交易所，招商证券；数据截至 2026 年 9 月 30 日

注：浅黄色代表已询价未发售，浅橙色代表已获批未询价

图 7：潜在供应之二：国发已推荐至证监会但暂未挂网的基础设施 REITs 共 7 单、总拟募 165 亿元

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	南京新工产业园项目	江苏省	园区基础设施	11	2026/8/10
2	龙地仓储物流项目	广东省	仓储物流基础设施	15	2026/6/25
3	江天数科数据中心项目	天津市	新型基础设施	14	2026/6/25
4	厦门市政集团停车场项目	厦门市	市政基础设施	11	2026/4/24
5	首衡农副农贸市场项目	河北省	消费基础设施	84	2026/1/22
6	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
7	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				**165**	

资料来源：国家发改委，招商证券；数据截至 2026 年 9 月 30 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）。

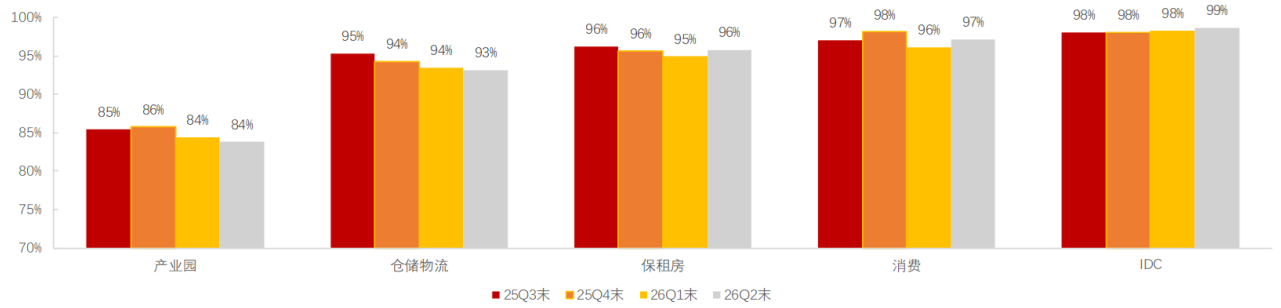
往后看：保租房基本面或保持稳定；产业园和仓储或难反转；消费板块零售额或受宏观及行业 beta 影响而出现下行压力，租金或滞后零售额反应，同时少数优质消费 REITs 或存在幸存者偏差、维持强者恒强特征。今年三季度以来，宏观、中观、微观层面消费数据均持续走弱，甚至部分数据承压程度超出预期：**（1）宏观层面**，7、8 月社零同比分别+0.6%/+0.4%，较 26H1 同比增速（+1.3%）边际放缓；**（2）中观层面**，7、8 月赢商网监测的 26 城 3 万方以上购物中心场日均客流[1]同比分别+2.0%/-0.8%，较 26H1 同比增速（约+6%）明显放缓，同时，今年 8 月也是 24 年初以来首次出现单月客流同比转负；**（3）微观层面**，8 月华润万象生活零售额同店同比总体平稳，或较 26H1 同店同比（+10%）亦有所放缓。

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

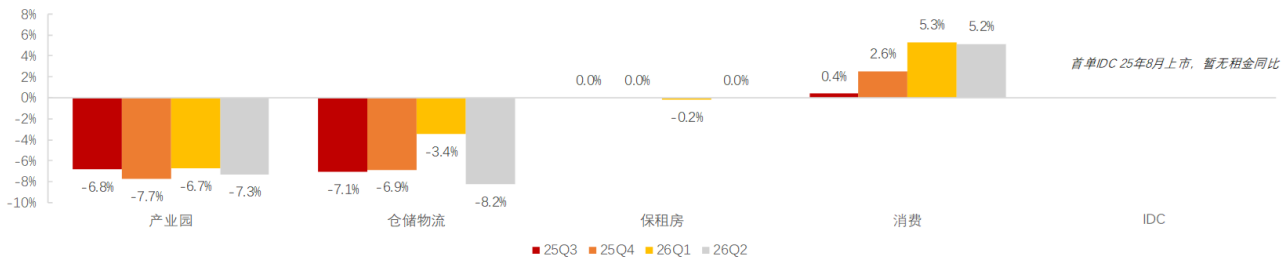
26Q2各板块项目公司营收、基金EBITDA、基金可供的同环比变动：各板块中位数（相同样本）

	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

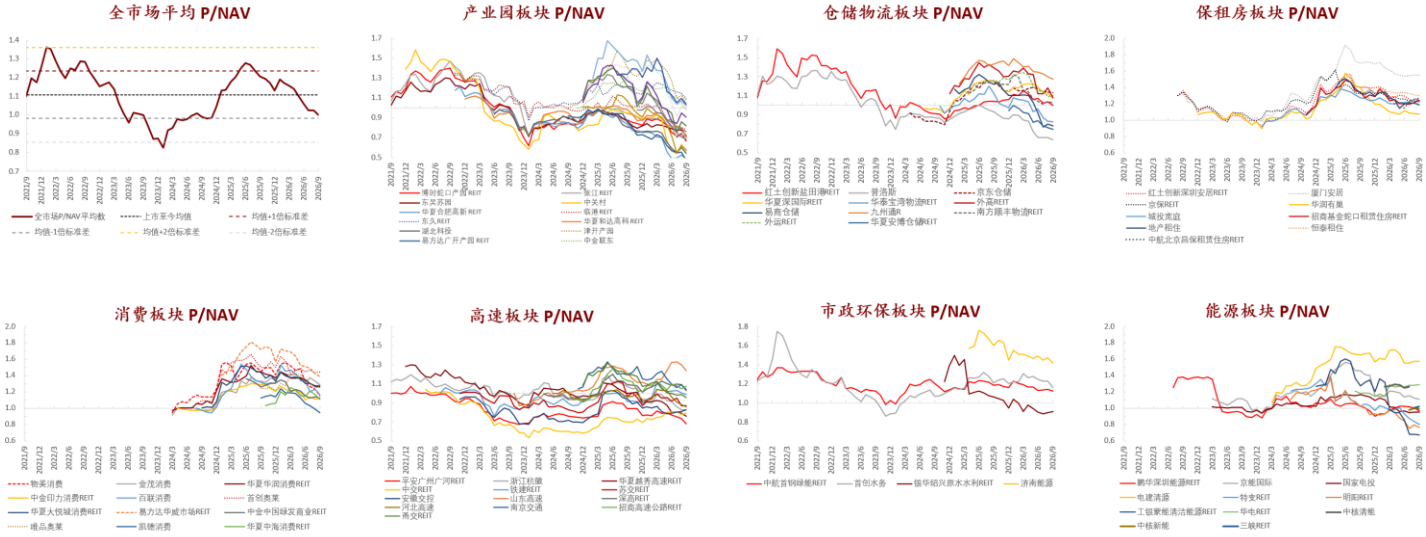
[1] 注：26 城包括上海、北京、深圳、成都、广州、重庆、武汉、杭州、南京、苏州、西安、长沙、宁波、郑州、天津、佛山、青岛、合肥、昆明、厦门、东莞、南昌、贵阳、福州、南宁、无锡。

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 9 月末，REITs 全市场 P/NAV 平均 1.0 倍（处于历史 24%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/IDC/能源 1.0 倍，交运 0.9 倍，产业园 0.8 倍。

图 9：全市场：P/NAV 平均 1.00 倍，历史 24%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 9 月 30 日

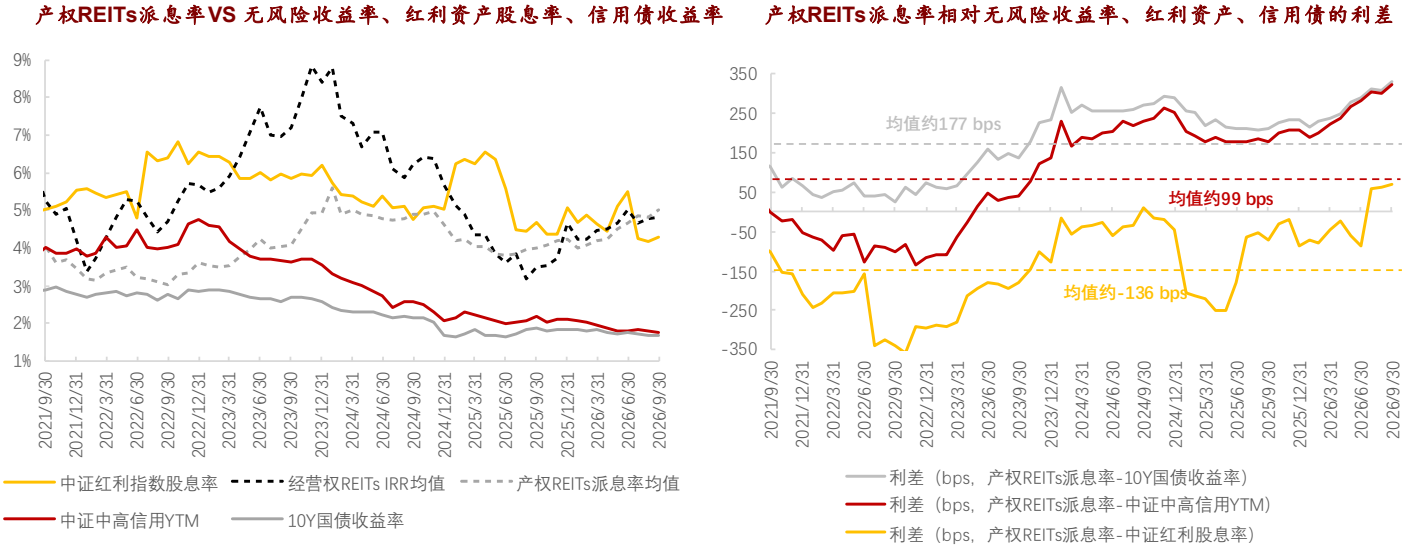
注：NAVPS 测算方法：1）取 25 年末 NAVPS 作为最新 NAVPS，若无（即无 25 年报的情况）则取发行价；2）对于直接披露“基金份额公允价值参考净值”（NAVPS）的 REITs，以直接披露的 NAVPS 为准，否则取测算值，测算方法上，NAVPS=合并净资产账面价值-投房-固定资产-在建工程-无形资产+资产评估价值；3）在第一年年报发布前，使用发行价作为 P/NAV 分母；年报发布后，3/31 及以后月份以年报 NAVPS 为 P/NAV 分母，直至下年 3/31 再根据最新年报数据更新 NAVPS

下载日志已记录，仅供内部参考

从派息率角度来看产权 REITs 当前估值水平：26 年 9 月末，产权 REITs 平均派息率为 5.0%，

- **产权 REITs 相对无风险收益率的风险溢价位于历史 100%分位。**产权 REITs 派息率与 10Y 国债收益率的利差为 328 bps，位于历史 100%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 100%/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 322 bps，位于历史 100%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 68 bps，位于历史 100%分位。

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

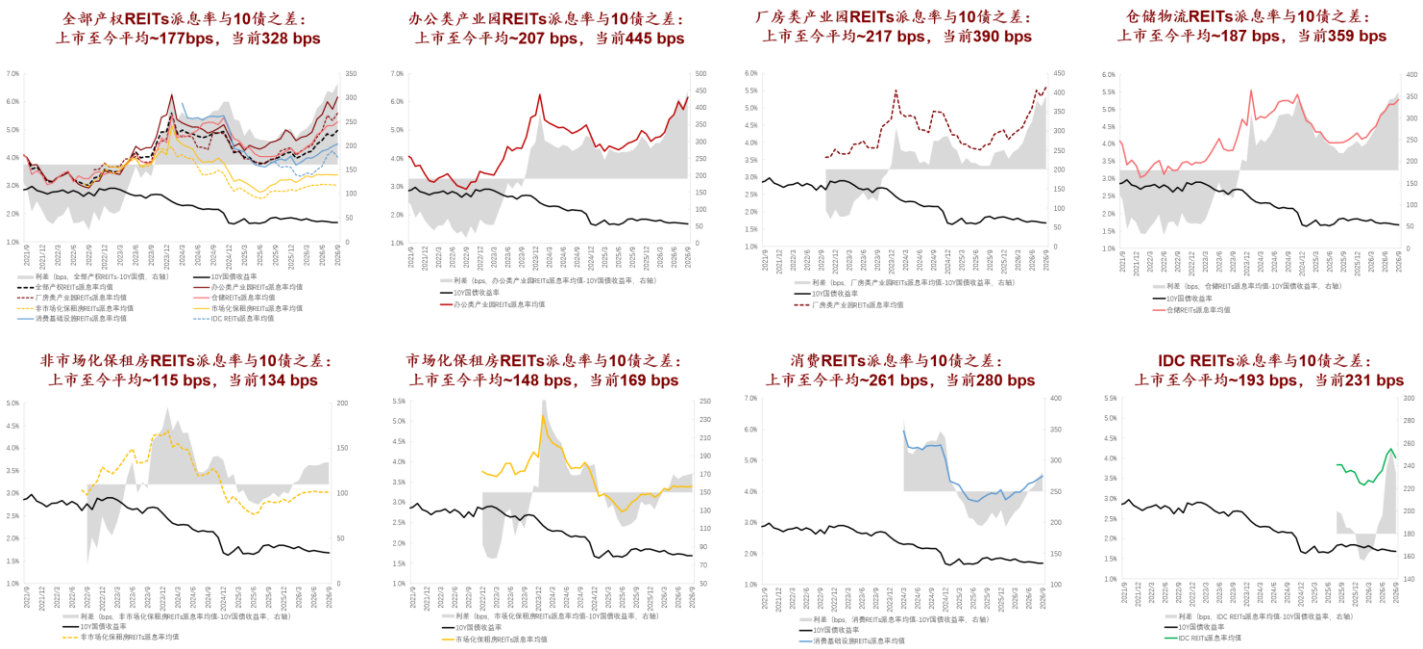


资料来源：Wind，招商证券；数据截至 2026 年 9 月 30 日

下载日志已记录，仅供内部参考

各产权板块平均派息率及其与 10Y 国债利差分位数：26 年 9 月末，办公类产业园（6.1%，100%分位），厂房类产业园（5.6%，100%分位），仓储物流（5.3%，100%分位），IDC（4.0%，85%分位），非市场化保租房（3.0%，75%分位），市场化保租房（3.4%，80%分位），消费（4.5%，67%分位），商业不动产（零售 4.7%，商办 5.2%）。其中，产业园/仓储物流板块估值位于历史最低附近，但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”；IDC/保租房/消费板块估值低于历史中枢。

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

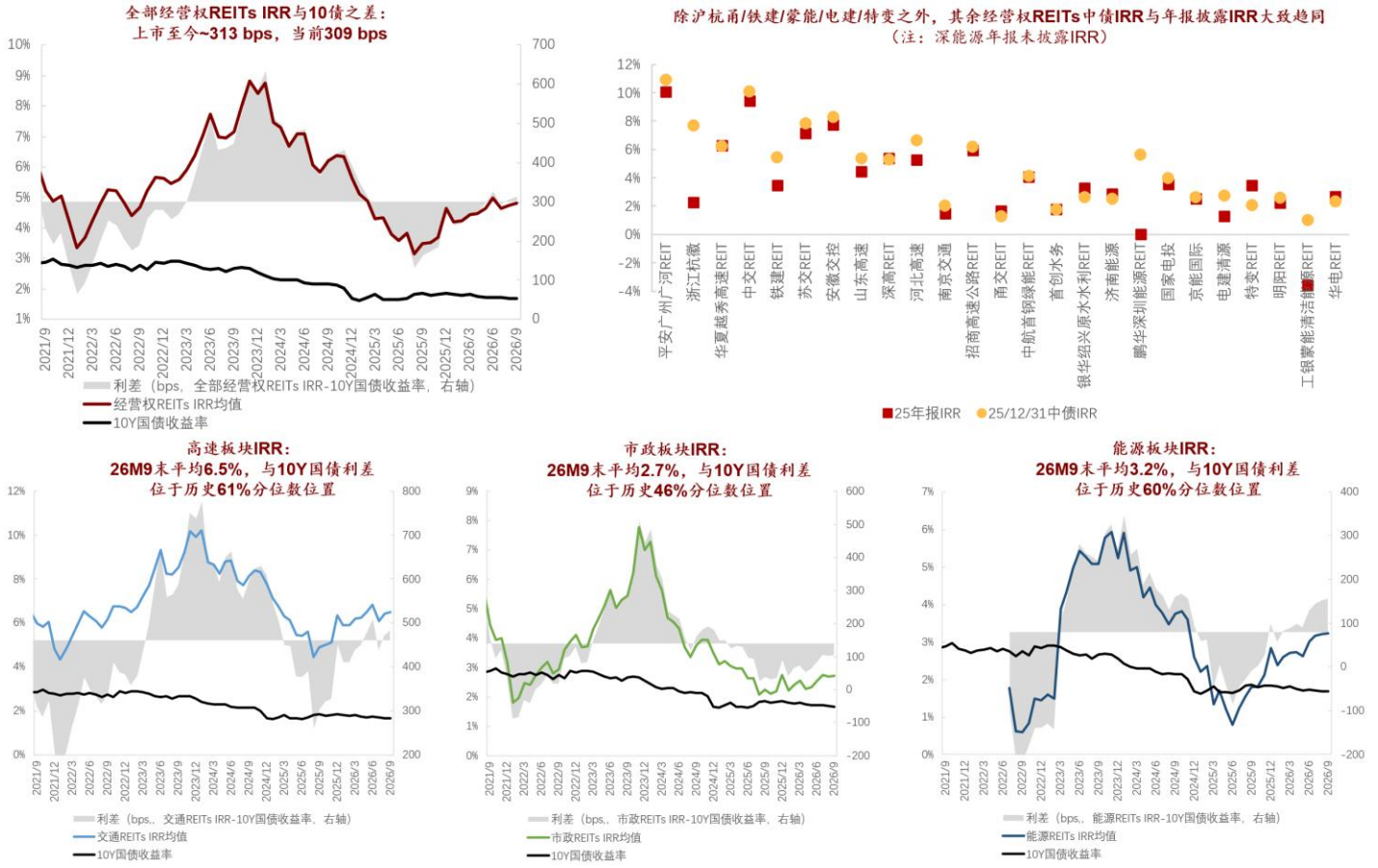


资料来源：Wind，招商证券；数据截至 2026 年 9 月 30 日

下载日志已记录，仅供内部参考

26 年 9 月末，经营权 REITs 中债 IRR 平均为 4.8%（高速/能源/市政分别 6.5%/3.2%/2.7%），与 10Y 国债利差 309 bps，位于历史 59%分位。

图 12：经营权 REITs：IRR 与 10Y 国债利差位于历史 59%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 9 月 30 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

二级市场：考虑到（1）虽然当前绝对估值不便宜（全市场平均 P/NAV 仍有 1 倍），但收益率相对 10Y 国债的利差已走扩至历史较阔位置，或已部分定价基本面压力，产权派息率/经营权 IRR 平均分别 5.0%/4.8%，与 10Y 国债利差分别为 328 bps（历史 100%分位）/309 bps（历史 59%分位）；**（2）结合市场对供给放量的反应呈现钝化**（9 月询价单量创历史新高，但二级并未大跌）**以及低换手率**（9 月全市场平均日均换手率仅 0.31%，历史 11%分位），**推测当前市场筹码或以配置盘为主；综合判断在无重大利空情况下短期出现进一步显著抛压的概率或相对较低，市场或对正向催化的敏感度更高，REITs 资产或开始具备“类期权”配置价值。**可关注的潜在正向催化，包括（1）增量资金入市预期增强，（2）长端利率进一步下行预期增强，（3）权益市场成长股回报率下降、红利股关注度提升等。标的层面，继续关注估值处于历史低位、短期现金流相对稳定的 IDC 板块，拥有运营 alpha 的消费龙头【华润消费】【大悦城消费】【唯品会消费】，能源龙头【国家电投】等。

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【上实租住】【温州水利】【华润商业】【陶邑消费】【凯华商业】等；打新建议缩圈至高安全垫标的，如【华润电力】【招商商业】等。

六、风险提示

REITs 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。

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。