

# 基础设施 REITs 试点启动， 交通设施领域市场规模超 3000 亿

交通运输行业

推荐 维持评级

核心观点：

## 1. 事件

近期，中国证监会和国家发展改革委联合发布了《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》(以下简称《通知》)，标志着我国从基础设施领域正式启动公募 REITs 试点。

## 2. 我们的分析与判断

**(一) 交通固定资产占全社会比重为 10%左右，是基础设施 REITs 试点首选行业。**一是交通领域固定资产投资完成额约占全社会的 10%左右，占基础设施领域比例为 38.5%。二是近 20 年交通领域固定资产投资累计完成额预计超 50 万亿元，复合增速为 18.5%。三是交通子行业的道路、铁路、仓储固定资产投资完成额位居前三。

**(二) 交通设施领域 REITs 市场空间测算：高速公路约 3000 亿，仓储物流约 550 亿元。****高速公路：**2019 年底中国高速公路里程达到 14.96 万公里，按每公里投资 1-2 亿元估算，高速公路资产约为 15-30 万亿，按照 1-2%的项目开发率估算，市场空间约为 3000-6000 亿元。同时，参照目前高速公路的类 REITs 实践案例来看，若按照平均每个省高速公路 REITs 项目发行 50-100 亿元，全国可达到 1500-3000 亿元左右规模。此外，根据北京大学 REITs 课题组测算，中国公募 REITs 市场规模将达 5 万亿-14 万亿元。按照交通领域固定资产投资占全社会比例 10%，高速公路占交通类比例为 25%，测算出高速公路 REITs 市场规模约为 1250 亿元-3500 亿元。**物流仓储：**考虑到物流仓储领域市场化程度较高，物流企业主体采取 REITs 融资积极性相对更高。我们假设仓储物流存量资产至少为 3.65 万亿规模，按照 1.5%的项目开发率估算，约 547.5 亿元。

**(三) 交通设施 REITs 对高速公路、物流上市公司的影响分析。**一是有助于上市公司盘活存量资产，拓展融资渠道，降低杠杆率。二是促进上市公司实现精细化资产管理，支撑业绩改善。三是有助于上市公司布局未来业务，建设新型融合基础设施，实现可持续增长。

## 3. 投资建议

推荐拥有中国高速公路路产最多的“公路基金平台”招商公路(001965.SZ)；推荐主要路产集中在基础设施 REITs 试点项目重点区域的宁沪高速(600377.SH)、深高速(600548.SH)、粤高速 A(000429.SZ)。推荐持续扩张发展的综合物流服务商顺丰控股(002352.SZ)和市占率领先电商快递的韵达股份(002120.SZ)。

## 4. 风险提示

交通运输需求持续下降产生的风险，政策变化产生的风险。

分析师

王婷

☎：8610-66568908

✉：wangting@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130519060002

联系人

王靖添

☎：8610-66568837

✉：wangjingtian\_yj@chinastock.com.cn

宁修齐

☎：8610-66568837

✉：ningxiuqi\_yj@chinastock.com.cn

相关研究

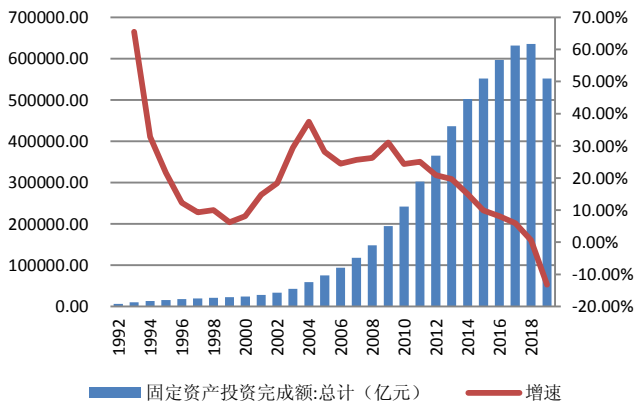


## 一、交通固定资产占全社会比重为 10% 左右，是基础设施 REITs 试点首选行业

交通领域固定资产投资完成额约占全社会的 10% 左右，占基础设施领域比例为 38.5%。

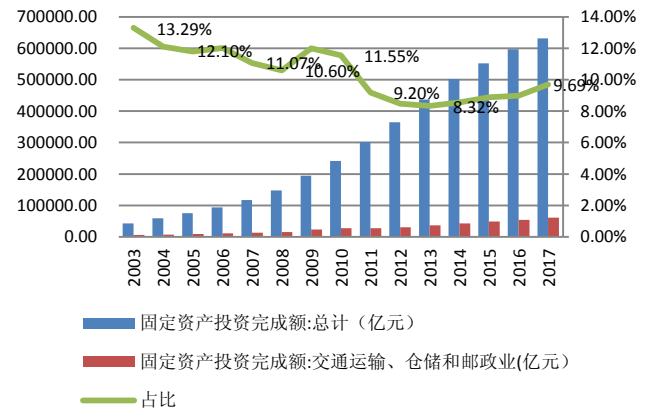
据国家统计局数据显示，1992 年至 2019 年，我国固定资产投资完成额为 575.25 万亿元，复合增速 18%，2017-2019 年分别为 63.17 万亿元、63.56 万亿元和 55.15 万亿元（见图 1）。期间，2003-2017 年交通运输、仓储和邮政（以下简称“交通领域”）固定资产投资完成额全社会比例在 8.32%-13.29% 区间；2017 年交通领域固定资产投资完成额为 6.12 万亿元，占比为 9.69%（见图 2）。根据国家统计局分类，基础设施固定资产投资包括三部分，分别是交通运输、仓储和邮政业，电力、热力、燃气及水的生产和供应业，水利、环境和公共设施管理业。2003-2017 年交通领域占基础设施的比例平均值约为 38.5%（见图 3）。可见长期以来交通领域固定资产投资在中国经济发展中发挥重要的作用。

图 1 全社会固定资产投资完成额及增速 (1992-2019)



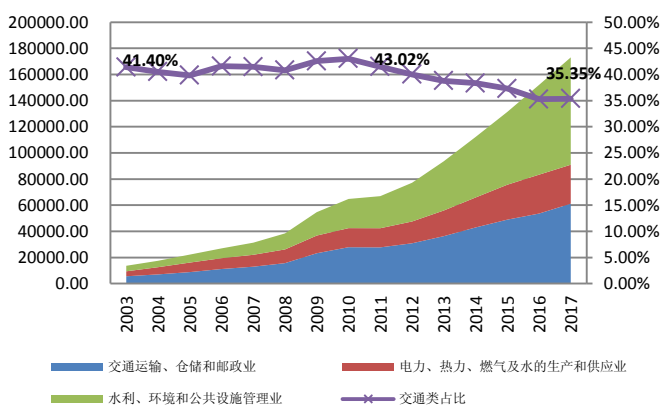
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 2 交通领域固定资产投资完成额占全社会比例 (2003-2017)



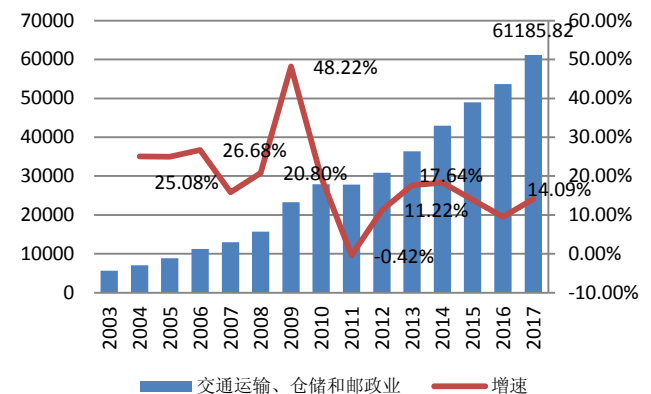
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 3 交通领域固定资产投资完成额占基础设施比例 (2003-2017)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 4 交通领域固定资产投资完成额及增速 (2003-2017)

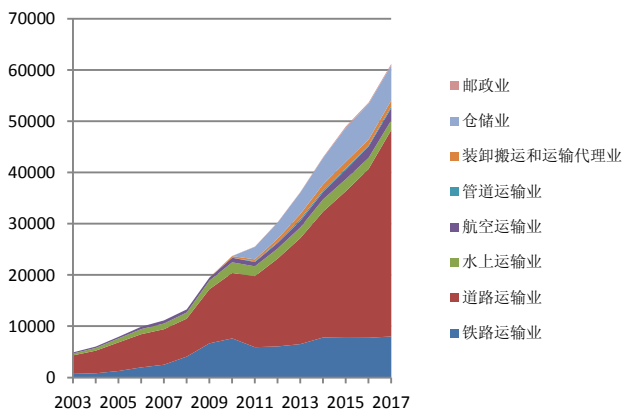


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

近 20 年交通领域固定资产投资累计完成额预计超 50 万亿元，复合增速为 18.5%。交通领域固定资产投资范围包括铁路、道路、水上、航空、管道、装卸搬运和运输代理、仓储、邮政等。据国家统计局数据显示，2003-2017 年交通类固定资产投资累计完成额为 41.44 万亿元，复合增速 18.5%（见图 4）；同时根据交通运输部发布数据显示 2018 年、2019 年交通固定资产投资（包括铁路、公路、水路、航空）分别为 3.22 万亿和 3.25 万亿。在此基础上，叠加道路（除公路外）、管道、装卸搬运和运输代理、仓储、邮政等投资完成额，预计近 20 年交通类固定资产投资累计完成额超 50 万亿元。

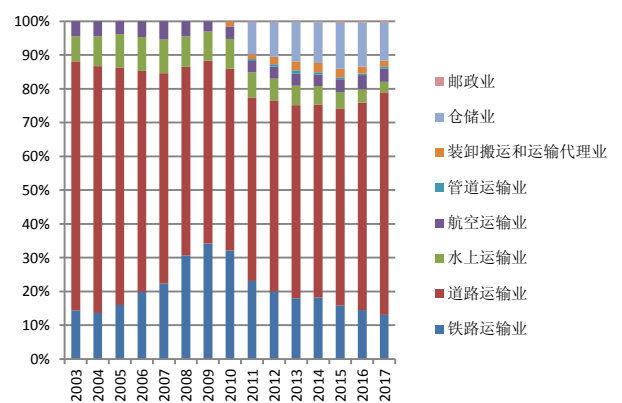
交通子行业中，道路、铁路、仓储固定资产投资完成额位居前三。据国家统计局数据显示，2003-2017 年，道路、铁路、仓储固定资产投资累计完成额分别为 23.58 万亿元、7.54 万亿元、3.54 万亿元（见图 5），分别占交通类的比例为 56.91%、18.19%、8.54%（见图 6）。

图 4 交通类行业固定资产投资完成额 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 5 交通类行业固定资产投资完成额结构 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 二、交通设施领域 REITs 市场空间测算：高速公路约 3000 亿，仓储物流约 550 亿元

根据《中国证监会国家发展改革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》，此次基础设施 REITs 试点重点行业包括收费公路、仓储物流等交通设施。其主要原因是高速公司现金流充足稳定，在此次试点没有纳入地产领域的背景下，高速公路 REITs 市场挖掘潜力较大。仓储物流方面，受益于近年来中国电商物流快速发展，物流基础设施融资需求较大，且民营资本进入的积极性较快，仓储物流 REITs 市场充满活力。

**高速公路 REITs 市场空间预计将达到 3000 亿元规模左右。**根据交通运输部统计数据显示，2001-2019 年公路建设固定资产投资累计额为 21.37 万亿元，复合增长率为 11.71%。2019 年公路建设固定资产投资额为 2.19 万亿元，其中高速公路投资额为 1.15 万亿元。另外，截止 2019 年底中国高速公路里程达到 14.96 万公里，若按每公里投资 1-2 亿元估算，高速公路资产约为 15-30 万亿区间。因此，我们假设高速公路存量资产至少为 30 万亿规模，按照 1-2% 的项目开发率估算，市场空间约为 3000-6000 亿元。

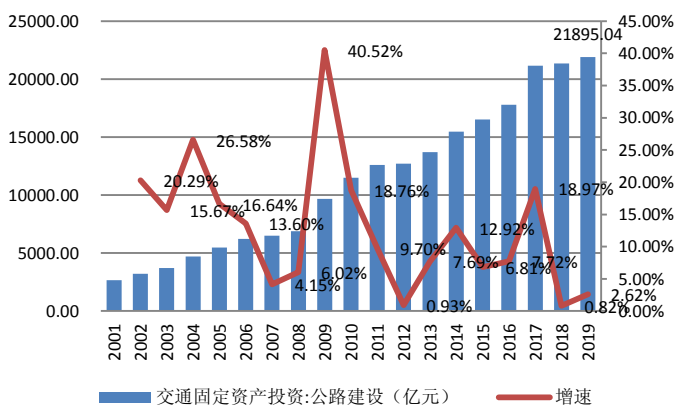
高速公路 REITs 项目开发将集中在高速公路领域选取优质资产。据 wind 数据统计，截止 2020 年 5 月 12 日，A 股高速公路上市公司市值为 2213.88 亿元；据财政部数据显示，截止 2020 年 3 月，高速公路 PPP 项目 318 个，投资额为 3.37 万亿元。目前，高速公路领域已发行类 REITs 项目已经发行案例有 3 个，分别是河北交投 ABN、沪杭甬徽杭高速公路类 REITs 项目、四川

隆纳高速公路类 REITs 项目，分别融资 70 亿元、20 亿元、20 亿元。我们认为，随着试点工作的推进实施，将进一步挖掘高速公路 REITs 项目空间。参照目前高速公路的类 REITs 实践案例来看，若按照平均每个省高速公路 REITs 项目发行 50-100 亿元，全国可达到 1500-3000 亿元左右规模，和目前 A 股高速公路上市公司市值规模相当。

此外，根据北京大学光华管理学院 REITs 课题组测算，中国公募 REITs 市场规模将达 5 万亿-14 万亿元。按照交通类固定资产投资占全社会比例 10% 来计算，高速公路占交通类比例为 25% 左右，据此测算高速公路 REITs 市场规模约为 1250 亿元-3500 亿元。

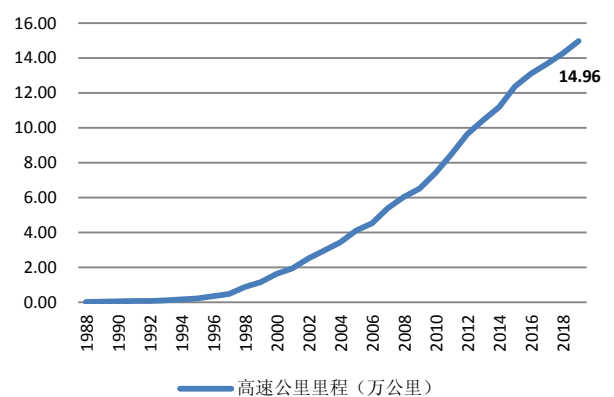
综上所述，中性估计，高速公路 REITs 市场空间预计将达到 3000 亿元左右规模。

图 1 公路固定资产投资增速 (2001-2019)



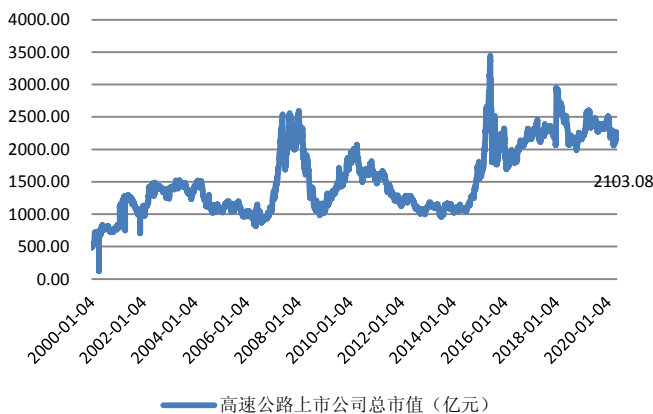
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 2 中国高速公路里程变化 (1988-2018)



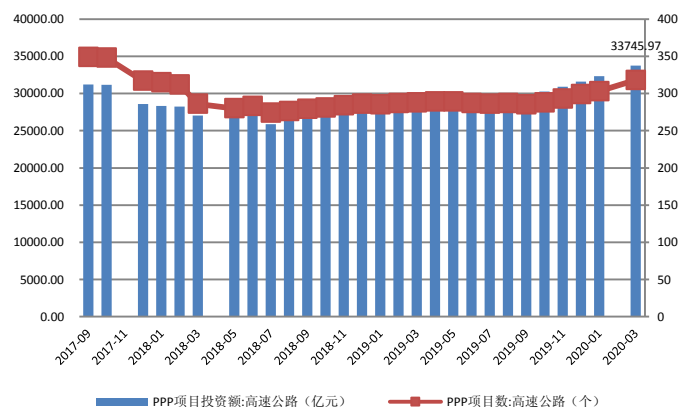
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 3 高速公路上市公司市值变化 (2000-2020)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 4 高速公路 PPP 项目投资额 (2017-2020)



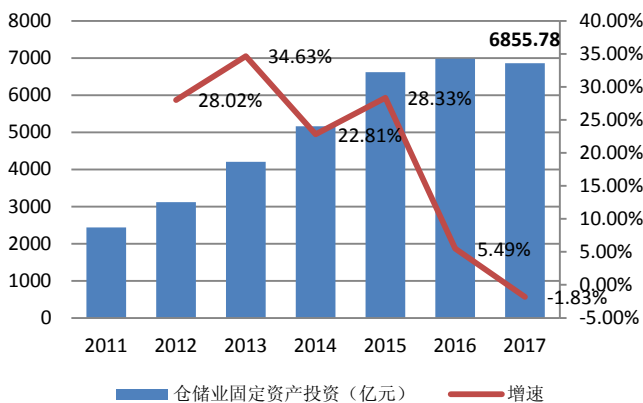
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

**仓储物流 REITs 市场空间预计将达到 550 亿元规模。**根据国家统计局数据显示,2011-2017 年仓储业、邮政业固定资产投资累计额为 3.54 万亿元、0.11 万亿元 (合计 3.65 万亿元), 复合增长率分别为 15.92%、30.58%。2017 年仓储业、邮政业固定资产投资额分别为 6855.78 亿元和 276.02 亿元。考虑到物流仓储领域市场化程度较高, 物流企业主体采取 REITs 融资积极

性相对更高。我们假设仓储物流存量资产至少为 3.65 万亿规模,按照 1.5% 的项目开发率估算,约 547.5 亿元。

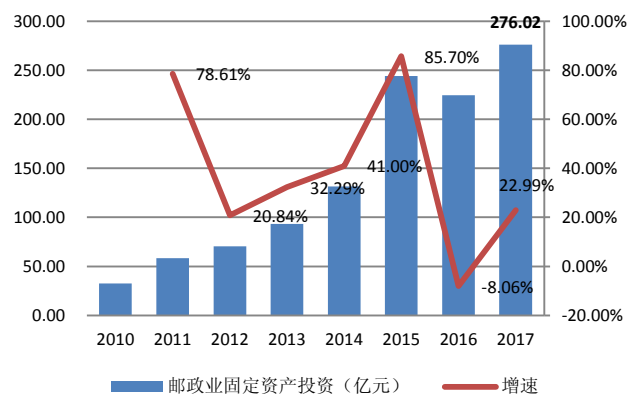
对照 A 股物流上市公司市值和财政部 PPP 项目投资额,估算额位于合理区间。据 wind 数据统计,截止 2020 年 5 月 12 日,A 股物流上市公司市值为 5724.61 亿元;据财政部数据显示,截止 2020 年 3 月,高速公路 PPP 项目 34 个,投资额为 645.76 亿元。

图 14 仓储业固定资产投资情况 (2011-2017)



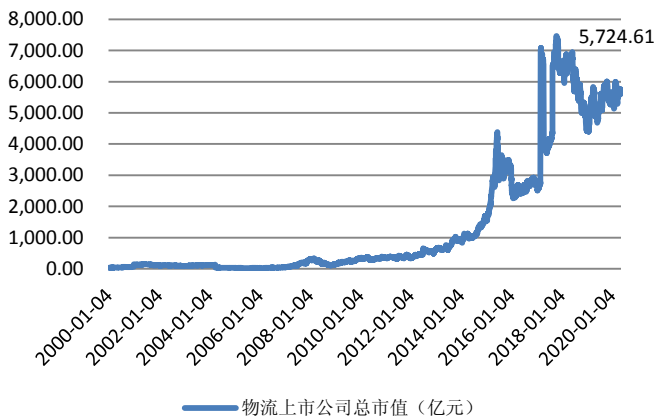
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 15 邮政业固定资产投资情况 (2010-2017)



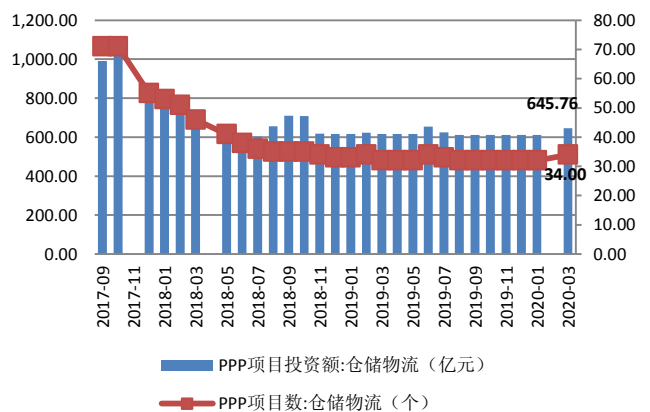
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 16 物流上市公司市值变化 (2000-2020)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 17 物流 PPP 项目投资额与项目数 (2017-2020)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 三、交通设施 REITs 对高速公路、物流上市公司的影响分析

交通设施 REITs 有助于上市公司盘活存量资产,拓展融资渠道,降低杠杆率。高速公路、仓储物流行业由于前期投入资金巨大,投资回收期长,因此资产负债率往往偏高。据 wind 统计数据显示,物流、高速公路板块资产负债率分别为 64.92%、51.32%,A 股全部行业资产负债率平均值为 52.11%。由此可见,物流和高速公路上市公司杠杆率在中上等水平。由于上市公司通常治理水平较高,非上市的交通物流投资公司的杠杆率会进一步提升,其债务偿还压力更大。而此次试点开展的基础设施公募 REITs 属于权益融资,不仅将有效帮助高速公路和

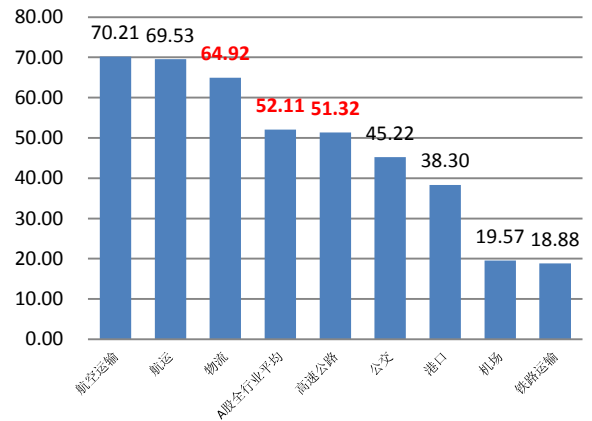
物流公司盘活现有固定资产，切实降低其资产负债率，有助于相关企业实现由“重资产运营”转向“轻资产运营”。

图 11 重点高速公路和物流上市公司资产负债率对比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 12 交通运输各子行业资产负债率对比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

**交通设施 REITs 促进上市公司实现精细化资产管理，支撑业绩改善。**基础设施 REITs 试点工作明确要求要聚焦优质项目。试点项目应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。高速公路项目具有稳定的现金流，物流仓储项目具有良好的成长性，符合此次试点工作项目筛选要求。我们预计，此次试点开展的基础设施公募 REITs 将进一步促进相关公司存量资产精细化管理水平，如高速公路公司通过车流量诱导、差异化收费试点等措施，有效提升路产收益水平，实现改善公司业绩水平目标。物流仓储公司通过 REITs 融资后，可以扩大升级物流设施投资，提升物流运营服务水平，促进物流公司业绩改善。

**交通设施 REITs 有助于上市公司布局未来业务，建设新型融合基础设施，实现可持续增长。**当前交通基础设施正处于变革升级时代。2019 年国家发布《交通强国建设纲要》，到 2025 年，交通运输基础设施和运载装备全要素、全周期的数字化升级迈出新步伐，数字化采集体系和网络化传输体系基本形成。因此，随着 5G 技术应用推广，包括智慧公路、车路协同、车辆网支付、全自动码头、无人机物流、共享出行等新型融合交通基础设施将成为未来发展趋势。高速公路和物流仓储公司通过发行 REITs 融资，率先布局建设智慧数字高速公路和物流设施，锁定发展优势，把握未来收益。

当然目前公募 REITs 仍处于试点阶段，在实际操作层面依旧面临法律、税收等问题，需要逐步探索解决。

### 3. 投资建议

推荐拥有中国高速公路路产最多的“公路基金平台”招商公路（001965.SZ）；推荐主要路产集中基础设施 REITs 试点项目重点区域的宁沪高速（600377.SH）、深高速（600548.SH）、粤高速 A（000429.SZ）。

推荐持续扩张发展的综合物流服务商顺丰控股（002352.SZ）和市占率领先电商快递的韵达股份（002120.SZ）。

## 4. 风险提示

交通运输需求持续下降产生的风险，政策变化产生的风险。

**表 1 高速公路领域的类 REITs 项目案例**

项目案例	四川隆纳高速类 REITs	沪杭甬徽杭高速公路类 REITs	河北交投高速 ABN
专项计划名称	华泰-四川高速隆纳高速公路资产支持专项计划	中联基金-浙商资管-沪杭甬徽杭高速资产支持专项计划	河北交通投资集团公司沿海高速资产证券化项目
专项计划设立日	2019 年 12 月 26 日	2019 年 9 月 24 日	2019 年 6 月
规模、期限和利率	优先级 16.44 亿元 优先级利率: 3.68% 每三年可回售次级 3.33 亿元 预期到期日: 2030 年 11 月 27 日	优先级 9.00 亿元 期限 3+3+3+3+3 优先级利率: 3.70% 权益级 11.30 亿元 期限 3+3+3+3+3	优先级 69.99 亿元, 共分为 7 档, 2019-2025 年每年到期 1 期, 利率分别为票面利率分别为.91%/4.09%/4.5%/5.18%/5.4%/6.48%/6.5%; 次级 0.01 亿元
原始权益人/流动性支持机构/优先收购收购义务人/差额补足人	四川高速公路建设开发集团有限公司 (简称“四川高速”)	浙江沪杭甬高速公路股份有限公司 (简称“沪杭甬公司”)	上海广朔实业有限公司 (简称“广朔实业”)
项目公司/借款人	四川南方高速公路股份有限公司	黄山长江徽杭高速有限责任公司 (简称“徽杭公司”)	河北交投、河北高开、河北交投沿海高速公路有限公司
底层资产	隆纳高速公路资产、高速公路收费权和其他附属权益 收费权年限: 2000 年 11 月 28 日-2030 年 11 月 27 日 专项计划设立日最近的评估价值: 173,305.32 万元	徽杭高速公路 (安徽段) 收费权年限: 2004 年 10 月 1 日-2034 年 9 月 30 日 2018 年 12 月 31 日评估价值: 201,112.55 万元	沿海高速秦皇岛至冀津界段的通行费收入

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



**表 2 物流仓储领域的类 REITs 项目案例**

项目案例	顺丰控股项目	菜鸟项目	苏宁项目
专项计划名称	华泰佳越-顺丰产业园一期资产支持专项计划	菜鸟中联-中信证券-中国智能骨干网仓储资产支持专项计划	苏宁云享专项计划
专项计划设立日	2018 年 12 月	2019 年 3 月	2016 年 7 月
规模、期限和利率	总额度 18.46 亿元，票面利率 5.50%；优先级 11.20 亿元，次级 7.26 亿元	总额度 50 亿元；首期发行 10.7 亿元，其中优先级 6.7 亿元，票息 4.45%	总额度 18.47 亿元，产品预期期限三年；优先级 12 亿元，票息 4.00%；权益级 6.47 亿元，为投资型产品，不设预期收益率
原始权益人	深圳市丰泰电商产业园资产管理有限公司	上海菜鸟管理咨询有限公司	苏宁云商
底层资产	顺丰旗下上海青浦产业园和无锡电商产业园	菜鸟物流仓储基础设施	苏宁云商旗下位于包头、青岛、南昌、成都、无锡及广州六个重点城市中的高新区域成熟的物流园区

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理



## 图目录

图 1 全社会固定资产投资完成额及增速 ( 1992-2019 ) .....	3
图 2 交通领域固定资产投资完成额占全社会比例 ( 2003-2017 ) .....	3
图 3 交通领域固定资产投资完成额占基础设施比例 ( 2003-2017 ) .....	3
图 4 交通领域固定资产投资完成额及增速 ( 2003-2017 ) .....	3
图 5 交通类子行业固定资产投资完成额 ( 2003-2017 ) .....	4
图 6 交通类子行业固定资产投资完成额结构 ( 2003-2017 ) .....	4
图 7 公路建设固定资产投资 ( 2001-2019 ) .....	5
图 8 中国高速公路里程变化 ( 1988-2019 ) .....	5
图 9 高速公路上市公司市值变化 ( 2000-2020 ) .....	5
图 10 高速公路 PPP 项目投资额情况 ( 2017-2020 ) .....	5
图 11 仓储业固定资产投资情况 ( 2011-2017 ) .....	6
图 12 邮政业固定资产投资情况 ( 2010-2017 ) .....	6
图 13 物流上市公司市值变化 ( 2000-2020 ) .....	6
图 14 物流仓储 PPP 项目投资额情况 ( 2017-2020 ) .....	6
图 15 重点高速公路和物流上市公司资产负债率对比 .....	7
图 16 交通运输各子行业资产负债率对比 .....	7

## 表目录

表 1 高速公路领域的类 REITs 项目案例.....	8
表 2 物流仓储领域的类 REITs 项目案例.....	9

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。



回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**王婷，行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰	0755-83451963	cuixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇	010-66568479	gengyouyou@chinastock.com.cn