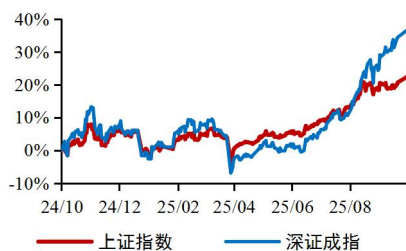


信义山证汇通天下

研究早观点

2025 年 10 月 10 日 星期五

市场走势



资料来源：最闻

【今日要点】

【衍生品研究】新券定价——华夏中海商业 REIT-中海首个重资产收购的购物中心

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,933.97	1.32
深证成指	13,725.56	1.47
沪深 300	4,709.48	1.48
中小板指	8,537.87	1.88
创业板指	3,261.82	0.73
科创 50	1,539.08	2.93

资料来源：最闻

分析师：

彭皓辰

执业登记编码：S0760525060001

邮箱：penghaochen@sxzq.com

【今日要点】

【衍生品研究】新券定价——华夏中海商业 REIT-中海首个重资产收购的购物中心

崔晓雁 cuixiaoyan@sxzq.com

【投资要点】

- 华夏中海商业 REIT(180607.SZ)
- 产权类消费基础设施 REIT，底层资产为佛山映月湖环宇城，原始权益人中海环宇商业，央企，资产质量优良。
- 项目定位区域级购物中心，周边五公里超 80 万人口，商业可租赁面积 6.39 万平方米，2024 年营收 1.37 亿元，扣资本开支后 NOI 8439 万元；Q125 末出租率分别 97.9%，与同类平均水平相当。土地使用权期限至 2048 年 12 月 11 日，与基金存续期 24 年基本同步。
- 发行情况及发行估值
- 拟发行 3.0 亿份，战配、网下、公众占比 70%、21%、9%，2025/9/4 网下询价，2025/10/13 缴款，预期 11 月上旬登录资本市场。网下有效认购倍数 374.72 倍，由此推算中签率 0.27%。发行价 5.281 元，询价区间 97.69%分位。
- 评估机构戴德梁行，资产价值 12.9 亿元，折现率 6.75%，略低于 7.0-7.5%的同类水平，长期增长率假设 2.25%，较合理。我们将折现率上调至 7.25%，调整后资产价值约 12.49 亿元（下调 3.17%），发行价对应 P/NAV 1.27x。
- 今明两年可供分配金额预测分别 0.64 亿元（年化）和 0.67 亿元，预测年化派息率分别 4.77%和 5.02%，发行价对应年化派息率 4.02%和 4.21%，对应 23.74x 2026E P/FFO。
- 新券二级市场估值推导
- 目前已上市产权类消费基础设施 REITs 共 11 只，过去三个月平均 P/NAV 中位数 1.54 倍，P/FFO 中位数 26.18 倍，派息率 TTM 中位数 3.82%。
- 同类央企发行的 15-30 年期企业债券到期收益率平均 2.56%。
- 考虑到本 REITs 底层资产优良，原始权益人实力较强，旗下可扩募资产充足，我们认为中海商业 REIT 上市后估值倍数或略高于同类平均，接近原始权益人同样背景较强的华润商业 REIT。参考可比 REITs 和华润商业 REIT，我们认为合理区间为 6.09-6.64 元，较发行价高 15-26%。
- 风险提示：消费下行，竞争加剧，运营效率不佳，市场估值中枢下移等

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）。

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或

转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽

泽平安金融中心 A 座 25 层

