

房地产/公募 REITs

2024 年 8 月 14 日

评级：增持（维持）

分析师：由于沛

执业证书编号：S0740523020005

Email: youzp@zts.com.cn

分析师：陈希瑞

执业证书编号：S0740524070002

Email: chenxr@zts.com.cn

分析师：侯希得

执业证书编号：S0740523080001

Email: houxd@zts.com.cn

分析师：李垚

执业证书编号：S0740520110003

Email: liy@zts.com.cn

基本状况

上市 REITs 数	40
行业总市值(亿元)	1151.33
行业流通市值(亿元)	584.95

行业-市场走势对比



相关报告

公募 REITs 行业研究报告-20240814

■ 2021 年以来，随着保租房提出和相关政策推动，住房租赁行业快速发展，2023 年 7 月，党中央在政治局会议中首次提出房地产市场供求关系发生重大变化，继 2024 年 4 月 30 日中央政治局会议首次提出“消化存量房产”后，7 月 30 日，中共中央政治局会议再次提出坚持消化存量和优化增量相结合，积极支持收购存量商品房用作保障性住房，保障房收储及保障房 REITs 成为市场的关注点，目前 5 单已上市保租房 REITs，其中有 4 单披露过年报，具体情况：

■ **红土创新深圳人才安居 REIT** 资产为安居百泉阁、安居锦园、保利香槟苑和凤凰公馆 4 个保租房项目，分别位于深圳市福田区、罗湖区、大鹏新区和坪山区。红土深安居 REIT 运营稳健，出租率维持高位。2023 年租金收入为 5403 万，总成本 2995 万，其中折旧摊销金额约 2160 万，占总成本 72%，若以商品房计价该项目价值约 85 亿，其对应商品房租售比为 0.64%。

中金厦门安居保租房 REIT 资产为园博公寓项目、珩琦公寓项目 2 个保租房项目，位于厦门市集美区。中金厦门 REIT 收入稳中有升，出租率维持高位，2023 年租金收入为 7685 万，总成本为 5139 万，其中折旧摊销 3167 万元，占总成本 62%，若以商品房计价该项目价值约 63 亿，其对应商品房租售比为 1.22%。

华夏北京保障房 REIT 资产为文龙家园项目、熙悦尚郡项目 2 个保租房项目，分别位于北京市海淀区和朝阳区。华夏北京保障房 REIT 收入稳健，出租率维持高位。2023 年租金收入为 7301 万，年总成本为 4408 万，其中折旧摊销 2360 万元，占总成本 54%，若以商品房计价该项目价值约 85 亿，其对应租售比为 0.86%。

华夏华润有巢 REIT 资产为有巢泗泾项目、有巢东部经开区 2 个保租房项目，位于上海市松江区。华润有巢 REIT 收入稳健，出租率维持高位但有所波动。2023 年租金收入为 7841 万，全年总成本为 7570 万，其中 4325 万为折旧摊销，占总成本的 57%。若以商品房计价该项目价值约 46 亿，其对应租售比为 1.71%。

■ 投资建议：

二十届三中全会与 730 政治局会议对地产表述均重点强调了加大保障性住房建设和供给，在政策支持商品房收储用作保障房的背景下，我们预计一二线城市将稳步开展库存收储工作，建议重点关注一线城市的地方国企及优质央企，如城投控股、城建发展、华发股份、招商蛇口、金地集团、华润置地、中国海外发展等。

■ 风险提示：

二级市场价格大幅波动风险；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险；相关支持政策调整风险。

内容目录

1. 保障房收储情况概述.....	- 5 -
2. 红土创新深圳人才安居 REIT.....	- 7 -
3. 中金厦门安居保障房 REIT	- 12 -
4. 华夏北京保障房 REIT.....	- 15 -
5. 华夏基金华润有巢 REIT	- 18 -
6. 投资观点.....	- 22 -
7. 风险提示.....	- 22 -

图表目录

图表 1: 517 地产新政后中央对收购存量房的提及情况汇总.....	- 5 -
图表 2: 517 新政后各地新增收储情况.....	- 5 -
图表 3: 地产类结构性货币工具发放情况.....	- 7 -
图表 4: 红土创新深圳人才安居 REIT 底层资产概况.....	- 8 -
图表 5: 保利香槟苑位置图.....	- 9 -
图表 6: 凤凰公馆位置图.....	- 9 -
图表 7: 安居百泉阁位置图.....	- 9 -
图表 8: 安居锦园位置图.....	- 9 -
图表 9: 红土创新 REIT 底层收入情况 (万元).....	- 10 -
图表 10: 红土创新 REIT 底层资产出租率情况.....	- 10 -
图表 11: 红土创新 REIT 成本情况 (万元) (年度).....	- 11 -
图表 12: 红土创新深圳人才安居 REIT 租售比情况.....	- 11 -
图表 13: 中金厦门保障房 REIT 底层资产概况.....	- 12 -
图表 14: 园博公寓及珩琦公寓位置图.....	- 13 -
图表 15: 中金厦门保障房 REIT 底层收入情况 (万元).....	- 13 -
图表 16: 中金厦门保障房 REIT 底层资产出租率情况.....	- 13 -
图表 17: 中金厦门保障房 REIT 成本情况 (万元) (年度).....	- 14 -
图表 18: 中金厦门保障房 REIT 租售比情况.....	- 14 -
图表 19: 华夏北京保障房 REIT 底层资产概况.....	- 15 -
图表 20: 文龙家园位置图.....	- 15 -
图表 21: 熙悦尚郡位置图.....	- 15 -
图表 22: 华夏北京保障房 REIT 底层资产营业收入情况 (万元).....	- 16 -
图表 23: 华夏北京保障房 REIT 底层资产出租率情况.....	- 16 -
图表 24: 华夏北京保障房 REIT 成本情况 (万元) (年度).....	- 17 -
图表 25: 华夏北京保障房 REIT 租售比情况.....	- 17 -
图表 26: 华夏基金华润有巢 REIT 底层资产概况.....	- 18 -
图表 27: 有巢泗泾位置图.....	- 18 -
图表 28: 有巢东部位位置图.....	- 18 -
图表 29: 华润有巢 REIT 底层资产营业收入情况 (万元).....	- 19 -
图表 30: 华润有巢 REIT 底层资产出租率情况.....	- 19 -

图表 31: 华润有巢 REIT 成本情况 (万元) (年度) - 20 -

图表 32: 华夏基金华润有巢 REIT 租售比情况 - 20 -

1.保障房收储情况概述

2023 年 7 月，党中央在政治局会议中首次提出房地产市场供求关系发生重大变化，根据上海易居房地产研究院《中国百城住宅库存报告》，2023 年底中国地产库存周期为 22.4 个月，仅次于 2012 年 2 月的历史峰值 22.8 个月。在房地产库存高企的背景下，继 2024 年 4 月 30 日中央政治局会议首次提出“消化存量房产”后，5 月 17 日全国切实做好保交房工作视频会议上提出“商品房库存较多城市，政府可以需定购，酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房”，同时中国人民银行也宣布设立保障性住房再贷款，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，以地方国企作为收购主体的存量房收储正式开启。6 月 20 日，住建部召开收购已建成存量商品房用作保障性住房工作视频会议，推动县级以上城市有力有序有效开展收购已建成存量商品房用作保障性住房工作。6 月 12 日，央行在济南市召开保障性住房再贷款工作推进会，调研推广前期租赁住房贷款支持计划试点经验，部署保障性住房再贷款推进工作，全国 200 多个城市视频参会。7 月 30 日，中共中央政治局会议再次提出，“坚持消化存量和优化增量相结合，积极支持收购存量商品房用作保障性住房”。

图表 1：517 地产新政后中央对收购存量房的提及情况汇总

时间	会议/政策	内容
2024 年 6 月 7 日	国常会	加快构建房地产发展新模式，完善“市场+保障”住房供应体系
2024 年 6 月 12 日	央行召开保障性住房再贷款工作推进会	支持地方国有企业以合理价格收购已建成存量商品房用作保障性住房配售或租赁，深刻认识房地产工作的人民性、政治性
2024 年 6 月 20 日	住房城乡建设部召开收购已建成存量商品房用作保障性住房工作视频会议	推动县级以上城市有力有序有效开展收购已建成存量商品房用作保障性住房工作
2024 年 7 月 30 日	政治局会议	坚持消化存量和优化增量相结合，积极支持收购存量商品房用作保障性住房

来源：中国建设报、第一财经、金融时报、中国经营报、中泰证券研究所

存量房收储政策发布后，各地方政府均积极响应。截至 7 月底，据不完全统计，已有约 30 城出台政策鼓励收储去库存，包含广州、苏州、武汉、常州、重庆、贵阳、惠州、贵阳、惠州、赣州、深圳等地。

图表 2：517 新政后各地新增收储情况

开始时间	城市	内容
2024/5/30	广州增城	拟公开购买商品房作为广汕铁路项目的安置房。
2024/6/1	河南济源	积极引导区管国有企业和社会资本方作为投资主体，分期购买一定数量的存量商品房，用作保障性租赁住房、人才房。

2024/6/3	苏州	坚持“以需定购”，组织地方国有企业以合理价格收购部分存量商品住房用作保障性住房。鼓励和支持有条件的企事业单位、社会主体购买商品住房用于职工租住。
2024/6/6	江山	鼓励国企酌情以合理价格收购房地产企业已建成存量商品房，用作保障性租赁住房、配售型保障房、人才公寓等，加快解决新市民、青年人等群体临时住房困难问题。鼓励国企积极对接银行，以申请专项贷款和发行债券的形式筹措收购资金。
2024/6/6	武汉东湖高新区	支持区属国有企业积极争取国家保障性住房再贷款，以合理价格收购存量商品房，用作配售型或配租型保障性住房，逐步提高住房保障水平。
2024/6/13	淮南	探索试点国有企业收购空置商品住房用于保障性住房，推动金融机构积极运用保障性住房再贷款资金予以支持。对国有企业收购“房源超市”“二手住房的，金融机构给予”收购贷”“装修贷”和预期租金收益组合贷款等支持。
2024/6/14	常州	属地政府可根据各自保障性住房的需求和供给缺口的摸排情况，以需定购，组织国有企业收购商品住房用作保障性住房。
2024/6/17	重庆	落实《重庆市租赁住房贷款支持计划试点工作方案》，批量收购存量住房用作租赁住房，全年收购商品房约 4200 套、30 万平方米。
2024/6/17	贵阳	鼓励国有企业以合理价格按照“以需定购”原则收购商品房用作保障性住房、安置房，大力推行“房票”安置，加快推进未建成交付安置房清零。支持非住宅存量用房，以栋或相对独立部分为单位，向属地政府申请改造为酒店式写字楼、酒店式公寓等新兴业态。
2024/6/17	惠州	拟由政府选定的专业化国有企业作为收购主体，以合理价格收购在惠州市行政区域征集已建成未出售的商品房用作保障性住房。征集范围包括惠州市域内 7 个县(区)中心区域内已建成未出售的商品房房源。
2024/6/17	贵阳	鼓励国有企业以合理价格按照“以需定购”原则收购商品房用作保障性住房、安置房，大力推行“房票”安置，加快推进未建成交付安置房清零。
2024/6/24	江门	拟由市、县两级国有企业作为收购主体，以合理价格收购(以同地段保障性住房重置价格为参考上限)在我市相应行政区域内征集已建成未出售的商品房用作保障性住房。
2024/6/26	柳州	市属国有企业作为收购主体，以合理价格收购房地产企业已建成存量商品房用作配售型和配租型保障性住房。
2024/7/1	四川遂宁	2024 年 7 月 1 日起至 2027 年 12 月 31 日止，船山区、各市直园区在摸清保障性住房需求底数的基础上，可选择地方国有企业，自主决策市场化收购已建成未出售商品房用作保障性住房。
2024/7/2	成都	在售人才公寓被收购，根据项目实际销售情况，将剩余未售房源统一出售给相关企业用作保障性住房。
2024/7/3	徐州	不再新建安置房。鼓励国有企业收购存量商品住房用作安置房、公租房和人才房。
2024/7/4	南宁	由市人民政府选定的市属国有企业作为收购主体实施收购已建成存量商品房用作配售型保障性住房或保障性租赁住房工作。
2024/7/4	连云港	对有积压的房地产开发企业，尤其是因房屋销售困难导致濒临烂尾的楼盘，由政府出面收回部分房屋作为置换房源。
2024/7/5	昆明	按照“以需定购、双方自愿”的原则，由国有企业收购已建成未出售的存量商品住房用作保障性住房，解决工薪收入群体、引进人才的住房问题。
2024/7/10	云南德宏	依法依规用好保障性住房再贷款，支持地方国有企业以合理价格收购房地产企业已建成未出售商品住房用作配售型和配租型保障性住房。

2024/7/19	山东潍坊	按照“市场化、法治化”和双方自愿原则，现面向潍坊市中心城区征集已建成未出售商品房用作保障性住房房源。
2024/7/26	赣州	支持收购库存商品房。支持县(市、区)收购库存商品房，用作返迁房、保障性住房、人才住房、周转房等。
2024/7/26	广东省	积极稳妥有序推进收购已建成存量商品房用作保障性住房工作。全面把握收购已建成存量商品房用作保障性住房政策，坚持以需定购、自主决策，坚持规范实施、防范风险，用好金融支持政策；有序推进收购已建成存量商品房用作保障性住房相关工作。各城市要抓紧完善工作机制，组建工作专班，抓紧出台收购和配售租赁的定价机制和管理办法等政策文件，推动条件成熟的项目尽快落地。
2024/8/7	深圳	深圳市安居集团有限公司所属企业拟开展收购商品房用作保障性住房工作，征集深圳市（不含深汕特别合作区）范围内商品房性质的住宅、公寓、宿舍等，优先选取整栋或整单元未售、可实现封闭管理的楼栋项目（房源）。

来源：YY 评级、中指研究院、深圳安居集团公众号、中泰证券研究所

然而从现有数据来看，2024 年二季度，央行共发放保障性住房再贷款资金 121 亿元，不再公布“租赁住房贷款支持计划”这一类货币工具的使用情况。其余地产类结构性货币工具使用情况均不理想，二季度 PSL 净归还 5,455 亿元。整体收储推进节奏较为缓慢。收储过程中存在的首要难点，就是部分城市的租金回报率偏低，成本与收益不匹配，导致项目推进有一定难度，租金可能无法覆盖项目前期投入的利息支出及后期的运营维护成本。

图表 3：地产类结构性货币工具发放情况

类型	额度(亿元)	2024 年 6 月末		2024 年 3 月末	2023 年 12 月末
		环比(亿元)	发放量(亿元)	发放量(亿元)	发放量(亿元)
保障性住房再贷款	3,000	121	121	-	-
租赁住房贷款支持计划	1,000	-	-	20	0
抵押补充贷款		-5,455	28,245	33,700	32,522
保交楼贷款支持计划	86	55	141	86	56
房企纾困专项再贷款	800	0	209	209	0

来源：YY 评级、央行、中泰证券研究所

有鉴于此，本文通过对已上市的保租房公募 REITs 财报的研究，从财务角度详细分析了当前保租房 REITs 项目的租金收益率、出租率以及运营成本率等指标，在此基础上，基于不同的收储价格折扣测算了各个保障房项目的潜在租金回报率。从测算结果可以看出，如考虑运营成本和资金成本，一二线城市大致以周边二手房市场价 4-6 折收储用作保障房可基本满足成本与收益的匹配。

2.红土创新深圳人才安居 REIT

红土创新深圳人才安居 REIT 基础设施资产为安居百泉阁项目、安居锦园项目、保利香槟苑项目和凤凰公馆项目 4 个保障性租赁住房项目，分别位于深圳市福田区、罗湖区、大鹏新区和坪山区。项目建筑面积合计 13.47 万平方米，共 1,830 套保障性租赁住房及其配套。

图表 4：红土创新深圳人才安居 REIT 底层资产概况

项目名称	保利香槟苑	凤凰公馆	安居百泉阁	安居锦园
所在地	广东省深圳市大鹏新区	广东省深圳市坪山区	广东省深圳市福田区	广东省深圳市罗湖区
具体交通位置	项目位于深圳市大鹏新区，坐落于大鹏办事处鹏飞路南侧。项目周边设有黄岐塘村等多个公交站，有 M423 路等多路公交车；北临鹏飞路，邻近坪西路等主要出行道路。项目周边公共交通条件良好，自驾出行较为方便。	项目位于深圳市坪山区碧岭街道，坐落于碧沙北路以西龙勤路以南。项目临近规划中的 14 号线地铁站；周边设有碧桂园凤凰公馆站、龙勤碧沙路口、汤坑小学等多个公交站，有 833 路、E20 路、M368 路、M564 路、E22 路等多路公交车；紧邻坪山大道，邻近龙勤路、碧沙北路等主要出行道路。项目交通便利，公交、自驾出行方便。	项目位于深圳市福田区安托山片区，地处侨香三道与安托山六路交汇处。项目邻近地铁 2 号线与 7 号线，距安托山站约 200 米，距侨香站约 800 米，距深康站约 900 米。	项目位于深圳市罗湖区笋岗片区，地处田西路与宝田路交汇处以东。项目邻近 7 号线，距笋岗站约 400 米；周边设有梨园路、人才大市场、笋岗街道办等多个公交站，有多路公交车经过；北距泥岗东路约 500 米，邻近梨园路、宝安北路、宝岗路和梅园路等主要出行道路。项目周边公共交通便利，驾车出行便捷。
用地性质	二类居住用地/商业	二类居住用地/商业	二类居住用地/商业	二类居住用地/商业
用地期限	70 年（2016 年 12 月 14 日至 2086 年 12 月 13 日）	70 年（2016 年 12 月 14 日至 2086 年 12 月 13 日）	70 年（2018 年 6 月 26 日至 2088 年 6 月 25 日）	70 年（2018 年 4 月 28 日至 2088 年 4 月 27 日）
资产范围	项目包括保利香槟苑 1 栋、2 栋两栋建筑物中的相应物业，建筑面积 16,457.28 平方米，保障性租赁住房位于每栋住宅楼的 2 至 22 层，共 210 套物业。	项目包括凤凰公馆 1 栋 B 座、2 栋 A 座两栋建筑物中的相应物业，建筑面积共计 51,553.87 平方米，保障性租赁住房位于每栋住宅楼的 2 至 51 层，共 666 套物业。	项目包括百泉阁 A 栋、百泉阁 B 栋两栋建筑物，均为地上 37 层的高层住宅塔楼，保障性租赁住房位于每栋住宅楼 3 至 37 层，共计 594 套物业；配套商业设施，位于每栋住宅楼 1 层；地下车库，共计 294 个车位	项目包括安居锦园一栋建筑物，为地上 46 层的高层住宅塔楼，保障性租赁住房位于建筑物 5 至 46 层，共计 360 套物业；地下车库共计 216 个车位，地上 5 个，地下 211 个。
建设内容和规模	已出租住房及配套商业建筑面积 16,457.28 平方米	已出租住房及配套商业建筑面积 50,669.91 平方米	已出租住房及配套商业建筑面积 38,924.77 平方米	已出租住房及配套商业建筑面积 26,713.38 平方米

决算总投资	3.621 亿元	34.1518 亿元	4.5 亿元	2.7 亿元
运营开始时间	2020 年 7 月	2020 年 11 月	2022 年 1 月	2021 年 11 月

来源：红土深圳安居 REIT 募集说明书、中泰证券研究所

红土深圳安居 REIT 4 个底层资产为所在区核心区域，其中安居百泉阁项目、安居锦园项目、保利香槟苑项目和凤凰公馆项目 4 个保障性租赁住房项目，分别位于深圳市福田区、罗湖区、大鹏新区和坪山区。其中安居百泉阁项目、安居锦园项目位于深圳市市区核心位置，保利香槟苑项目和凤凰公馆项目位置较为偏远。项目所在地处核心商务区域、新兴金融产业带、文旅产业带、城市重点规划区域，人才住房需求可观，周边交通便利，生活基础设施齐全，居住条件成熟。

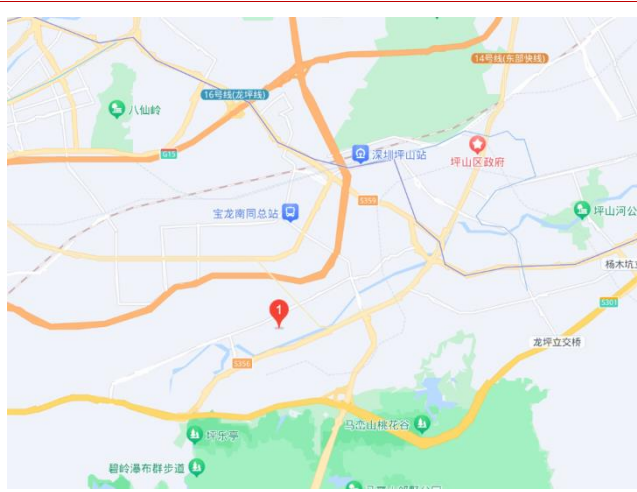
图表 5：保利香槟苑位置图



保利香槟苑项目位于深圳市大鹏新区，坐落于大鹏办事处鹏飞路南侧。项目周边设有黄岐塘村等多个公交车站，有 M423 路等多路公交车；北临鹏飞路，邻近坪西公路等主要出行道路。项目周边公共交通条件良好，自驾出行较为方便。

来源：百度地图、红土深圳安居 REIT 募集说明书、中泰证券研究所

图表 6：凤凰公馆位置图



凤凰公馆项目位于深圳市坪山区碧岭街道，坐落于碧沙北路以西龙勤路以南。项目临近规划中的 14 号线地铁站；周边设有碧桂园凤凰公馆站、龙勤碧沙路口、汤坑小学等多个公交车站，有 833 路、E20 路、M368 路、M564 路、E22 路等多路公交车；紧邻坪山大道，邻近龙勤路、碧沙北路等主要出行道路。项目交通便利，公交、自驾出行方便。

来源：百度地图、红土深圳安居 REIT 募集说明书、中泰证券研究所

图表 7：安居百泉阁位置图

图表 8：安居锦园位置图



安居百泉阁项目位于深圳市福田区安托山片区，地处侨香三道与安托山六路交汇处。项目邻近地铁2号线与7号线，距安托山站约200米，距侨香站约800米，距深康站约900米。项目周边交通便利，地铁、公交及自驾出行均较为方便。

来源：百度地图、红土深圳安居REIT募集说明书、中泰证券研究所

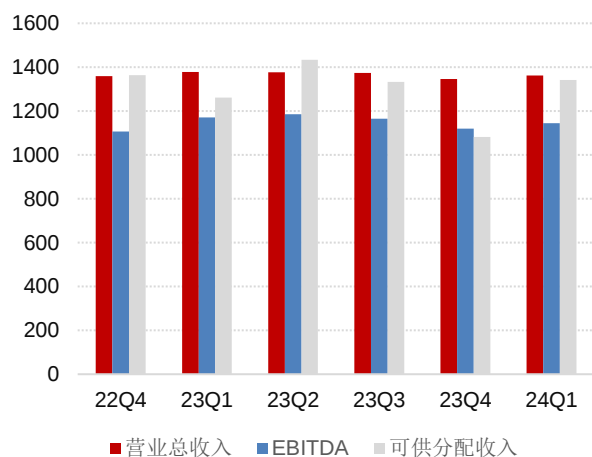


安居锦园项目位于深圳市罗湖区笋岗片区，地处田西路与宝田路交汇处以东。项目邻近7号线，距笋岗站约400米；周边设有梨园路、人才大市场、笋岗街道办等多个公交站，有多路公交车经过；北距泥岗东路约500米，邻近梨园路、宝安北路、宝岗路和梅园路等主要行道路。项目周边公共交通便利，驾车出行便捷。

来源：百度地图、红土深圳安居REIT募集说明书、中泰证券研究所

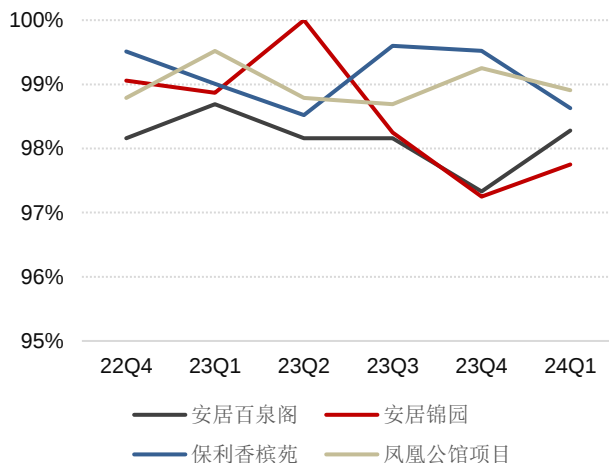
红土深安居REIT运营稳健，出租率维持高位。自上市以来每季度租金稳定在1350万元左右，可供分配金额平均约1300万元，出租率维持在高位，基本实现满租。2024年1季度，项目完成总收入1363万元，其中保障房性租赁住房租金收入1277万元，配套商业租金收入42万元，安居百泉阁、安居锦园、保利香槟苑、凤凰公馆项目出租率分布为98.28%、97.75%、98.63%、98.91%。

图表9：红土创新REIT底层收入情况（万元）



来源：Wind、中泰证券研究所

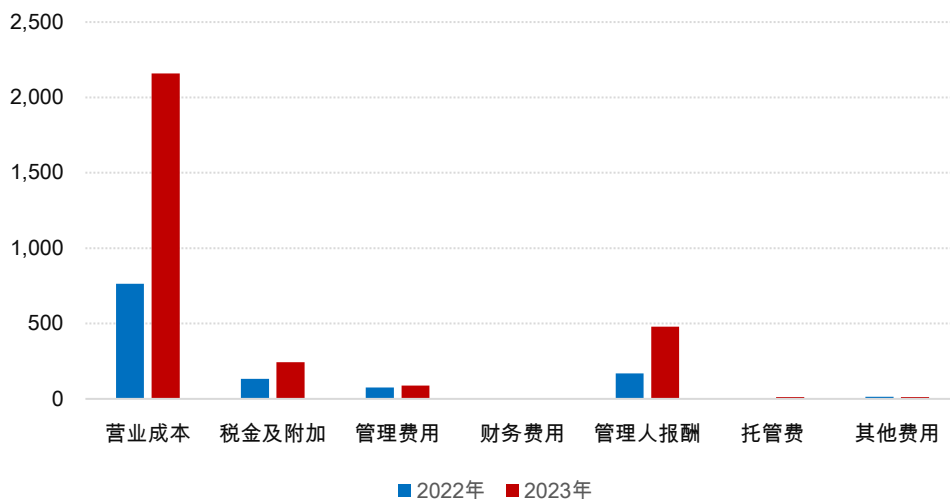
图表10：红土创新REIT底层资产出租率情况



来源：Wind、中泰证券研究所

红土深安居 REIT 成本主要为折旧摊销。2023 年全年总成本 2995 万，其中折旧摊销金额约 2160 万，占比 72%，如果从实际发生成本看，其主要为管理人报酬和营业税金及附加，为 478 万和 243 万，分别占比 16%、8%，其运维成本率（扣除折旧摊销后的总成本除以收入）为 15%。

图表 11：红土创新 REIT 成本情况（万元）（年度）



来源：Wind、中泰证券研究所

注：2022 年报告期为 2022 年 8 月 22 日-2022 年 12 月 31 日

红土深安居 REIT 租售比为 0.64%。2023 年租金收入为 5403.45 万，保利香槟苑、凤凰公馆、安居百泉阁、安居锦园周围房价约 2.5 万/平米、3.0 万/平米、9.5 万/平米、4.0 万/平米，推测该项目价值约 85 亿，其对应商品房租售比为 0.64%，若考虑商品房收储作为保障房出租，按照原价的 8 折、6 折、4 折、2 折收储，其租售比分别为 0.80%、1.07%、1.60%、3.20%。

图表 12：红土创新深圳人才安居 REIT 租售比情况

项目名称	保利香槟苑	凤凰公馆	安居百泉阁	安居锦园
所在地	广东省深圳市大鹏新区	广东省深圳市坪山区	广东省深圳市福田区	广东省深圳市罗湖区
建设内容和规模	已出租住房及配套商业建筑面积 16,457.28 平	已出租住房及配套商业建筑面积 50,669.91 平	已出租住房及配套商业建筑面积 38,924.77 平	已出租住房及配套商业建筑面积 26,713.38 平
周围房价	约 2.5 万/平米	约 3.0 万/平米	约 9.5 万/平米	约 4.0 万/平米
对应商品房估值	约 4.11 亿	约 15.47 亿	约 50.93 亿	约 14.05 亿
租金收入	5403.45 万			
租售比（以商品房价格收储）	0.64%			

租售比（8 折收储）	0.80%
租售比（6 折收储）	1.07%
租售比（4 折收储）	1.60%
租售比（2 折收储）	3.20%

来源：红土深圳安居 REIT 募集说明书、红土深圳安居 REIT2023 年年报、中泰证券研究所

注：周边房价数据可能存在样本偏差，仅供参考

3.中金厦门安居保障房 REIT

中金厦门安居保障性租赁住房 REIT 基础设施资产为园博公寓项目、珩琦公寓项目 2 个保障性租赁住房项目，位于厦门市集美区。项目建筑面积合计 19.86 万平方米，共 4665 套保障性租赁住房及其配套。

图表 13：中金厦门保障房 REIT 底层资产概况

项目名称	园博公寓	珩琦公寓
所在地	厦门市集美区商业核心区	厦门市集美区珩琦二里
具体交通位置	周边有 101 棕榈城、世贸璀璨天城、云城万科里、华侨大学。附近有公共交通 BRT1 号线产业研究院站，地铁六号线（在建），过杏林湾大桥即是杏林湾商务运营中心。	珩琦公寓位于集美区珩琦二里，为地铁 1 号线上盖的租赁社区，紧邻软件园三期办公楼聚集地。
用地性质	保障性租赁住房（公寓）	保障性租赁住房（公寓）
用地期限	70 年（2016 年 9 月 10 日至 2086 年 9 月 9 日）	70 年（2016 年 9 月 10 日至 2086 年 9 月 9 日）
资产范围	园博公寓共计 2,614 套房源，总建筑面积为 112,875.18 平方米。	由 5 栋钢混结构建筑物组成，共计 2,051 套房源，总建筑面积为 85,678.79 平方米。
建设内容和规模	已出租住房及配套商业建筑面积 112222.38 平方米	已出租住房及配套商业建筑面积 84913.69 平方米
决算总投资	-	-
竣工/运营时间	2020 年 3 月	2020 年 3 月

来源：中金厦门安居 REIT 募集说明书、中泰证券研究所

中金厦门 REIT 公寓处于集美区商业核心区，园博公寓周边有众多购物中心、大型楼盘，毗邻华侨大学，交通便利，为地铁六号线（在建），BRT1 号线经过站点；珩琦公寓位于集美区珩琦二里，为地铁 1 号线上盖的租赁社区，紧邻软件园三期办公楼聚集地，区域内小区楼盘较多，居住聚集度较高。项目为地铁 1 号线上盖的租赁社区，区域内公交班次较多，辐射范围广，且紧邻厦门北站。

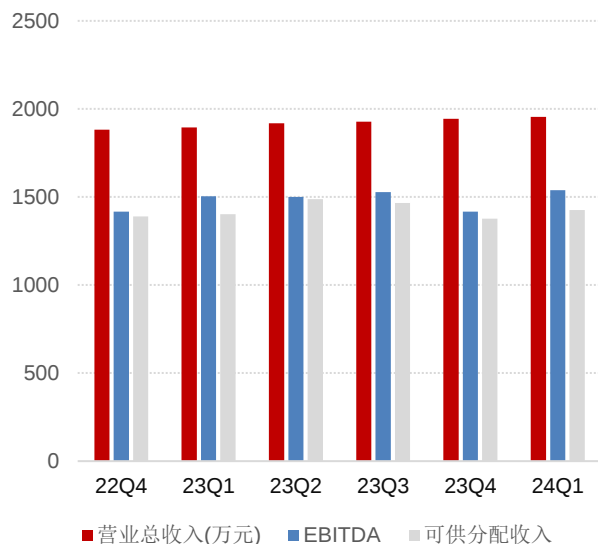
图表 14: 园博公寓及珩琦公寓位置图



来源：中金厦门安居 REIT 募集说明书、中泰证券研究所

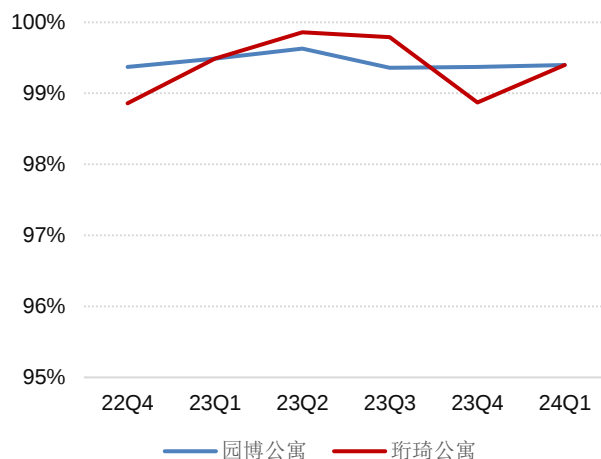
中金厦门 REIT 收入稳中有升，出租率维持高位。2024 年一季度底层资产租金收入达到 1954 万元，可供分配金额 1425 万元，出租率为 99.40%。项目租户结构稳定，其中个人租户占比 92.11%，企业租户占比 7.89%。基础设施资产保持平稳运营，租金收缴率保持 100%。基础设施项目租金保持稳中有升，截至 2024 年 3 月 31 日在租租约的平均单价为 33.24 元/平方米/月。

图表 15: 中金厦门保障房 REIT 底层收入情况(万元)



来源：Wind、中泰证券研究所

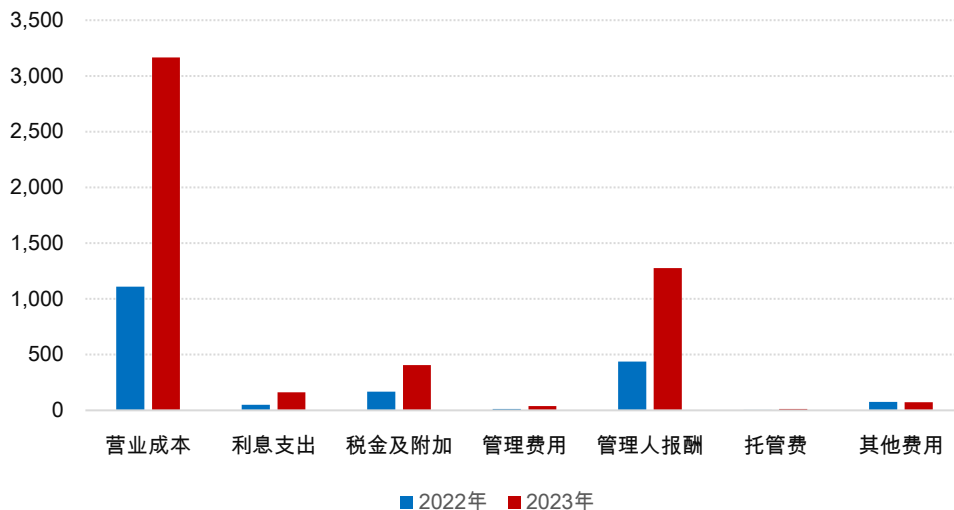
图表 16: 中金厦门保障房 REIT 底层资产出租率情况



来源：Wind、中泰证券研究所

中金厦门 REIT 成本主要为长期待摊费用。2023 年期总成本为 5139 万，其中营业成本 3167 万元全为折旧摊销费用，占总成本比 62%。如果从实际发生成本看，其主要为管理人报酬和营业税金及附加，为 1276 万和 406 万，分别占比 25%、8%。其运维成本率（扣除折旧摊销后的总成本除以收入）为 26%。

图表 17：中金厦门保障房 REIT 成本情况（万元）（年度）



来源：Wind、中泰证券研究所

注：2022 年报告期为 2022 年 8 月 22 日-2022 年 12 月 31 日

中金厦门保障房 REIT 租售比为 1.22%。2023 年租金收入为 7685.30 万，园博公寓、珩琦公寓园周围房价约 3.5 万/平米、2.7 万/平米，推测该项目价值约 63 亿，其对应商品房租售比为 1.22%，若考虑商品房收储作为保障房出租，按照原价的 8 折、6 折、4 折、2 折收储，其租售比分别为 1.53%、2.04%、3.06%、6.12%。

图表 18：中金厦门保障房 REIT 租售比情况

项目名称	园博公寓	珩琦公寓
所在地	厦门市集美区商业核心区	厦门市集美区珩琦二里
建设内容和规模	已出租住房及配套商业建筑面积 112222.38 平方米	已出租住房及配套商业建筑面积 84913.69 平方米
周围房价	约 3.5 万/平米	约 2.7 万/平米
对应商品房估值	约 39.51 亿	约 23.30 亿
租金收入	7685.30 万	
租售比（以商品房价格收储）	1.22%	
租售比（8 折收储）	1.53%	
租售比（6 折收储）	2.04%	
租售比（4 折收储）	3.06%	

租售比（2 折收储）	6.12%
------------	-------

来源：中金厦门安居 REIT 募集说明书、中金厦门安居 REIT2023 年年报、中泰证券研究所

注：周边房价数据可能存在样本偏差，仅供参考

4. 华夏北京保障房 REIT

华夏北京保障房 REIT 基础设施资产为文龙家园项目、熙悦尚郡项目 2 个保障性租赁住房项目，分别位于北京市海淀区和朝阳区。项目建筑面积合计 11.28 万平方米，共 2168 套保障性租赁住房及其配套。

图表 19：华夏北京保障房 REIT 底层资产概况

项目名称	文龙家园	熙悦尚郡
所在地	北京市海淀区	北京市朝阳区
具体交通位置	坐落于北京市海淀区文龙家园一里，资产范围为东至后屯东路、南至世华龙樾、西至后屯路、北至西小口路	坐落于北京市朝阳区朝阳北路 82 号院，资产范围为东至绿地、南至北京市第八十中学管庄分校（汇星校区）、西至富华家园，北至朝阳北路。
用地性质	二类居住 D1 地块公共租赁住房用地	公共租赁住房用地
用地期限	70 年 (土地使用权终止日期为 2080 年 10 月 21 日)	70 年 (土地使用权终止日期为 2083 年 11 月 14 日)
资产范围	公租房住宅楼等 5 项（公共租赁住房），共有可出租房间 1,396 间，其中大套型 560 间、中套型 836 间。	熙悦尚郡共有可出租房间 772 间，其中大套型 106 间、中套型 112 间、小套型 554 间。
建设内容和规模	已出租住房及配套商业建筑面积 76564.72 平方米	已出租住房及配套商业建筑面积 36231.58 平方米
决算总投资	57.1 亿元	
运营开始时间	2015 年 2 月	2018 年 10 月

来源：华夏北京保障房 REIT 募集说明书、中泰证券研究所

华夏北京 REIT 底层资产文龙家园、熙悦尚郡项目分别地处海淀区位于北五环西小口区域、朝阳区东五环青年路，项目周边优质小区众多，生活基础设施配套齐全，交通上临近地铁站，公交站台与线路众多，出行便利，有利于吸引地铁沿线的办公客群和对交通便利有较大需求的租户群体。

图表 20：文龙家园位置图

图表 21：熙悦尚郡位置图



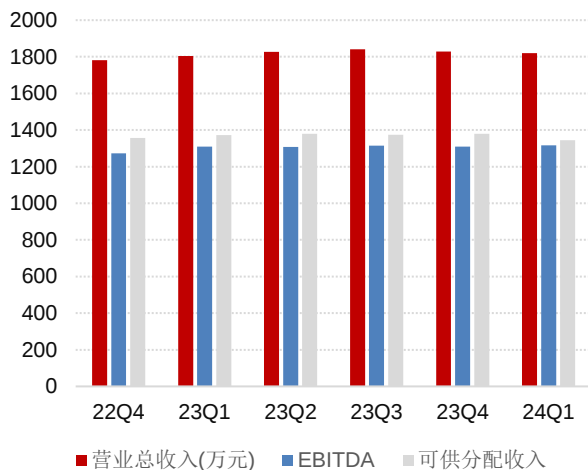
来源：百度地图、中泰证券研究所



来源：百度地图、中泰证券研究所

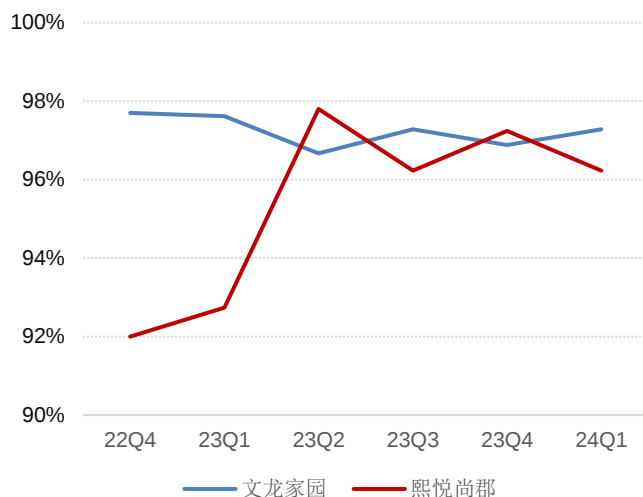
华夏北京保障房 REIT 收入稳健，出租率维持高位。2024 年一季度项目租金 1821 万元、可供分配金额 1344 万元，出租率总计 94.95%。北京保障房项目由所在行政区域的住房保障部门统一组织开展配租及复租工作，按公示后的配租名单进行后续的选房和签约。2024 年一季度，其中，文龙家园项目租金定价为 52 元/月/平米，可出租面积为 76,564.72 平米，租率为 94.72%，报告期内租金收缴率为 96.82%；熙悦尚郡项目租金定价为 65 元/月/平米，可出租面积为 36,231.58 平米，出租率为 95.43%。

图表 22：华夏北京保障房 REIT 底层资产营业收入情况（万元）



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 23：华夏北京保障房 REIT 底层资产出租率情况

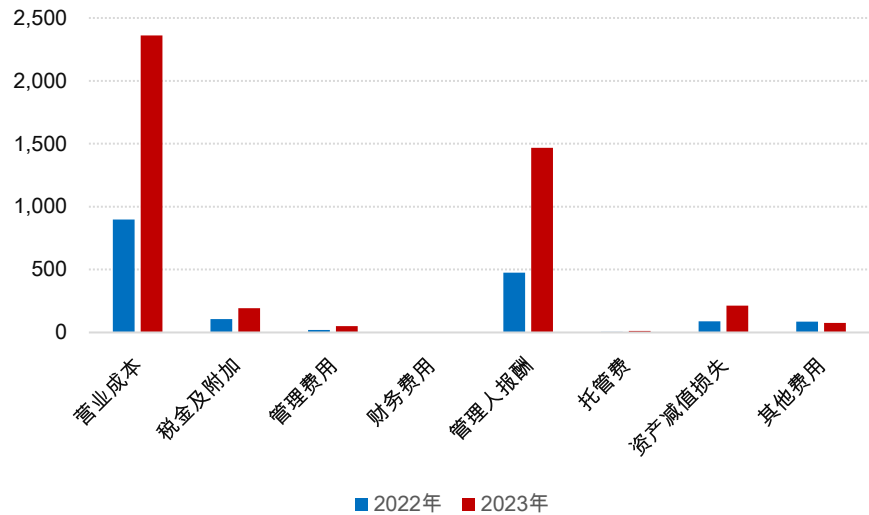


来源：Wind、中泰证券研究所

华夏北京保障房 REIT 报告期总成本主要为折旧摊销费用。2023 年全年总成本为 4408 万，基金层面营业成本构成主要为折旧摊销费用，为 2360 万元，占总成本 54%。

如果从实际发生成本看，其主要为管理人报酬 1468 万，占比 33%。其运维成本率（扣除折旧摊销后的总成本除以收入）为 28%。

图表 24：华夏北京保障房 REIT 成本情况（万元）（年度）



来源：Wind、中泰证券研究所

注：2022 年报告期为 2022 年 8 月 22 日-2022 年 12 月 31 日

华夏北京保障房 REIT 租售比为 0.86%。2023 年租金收入为 7300.50 万，文龙家园/熙悦尚郡周围房价约 8.5 万/平米、5.5 万/平米，推测该项目价值约 85 亿，其对应租售比为 0.86%，若考虑商品房收储作为保障房出租，按照原价的 8 折、6 折、4 折、2 折收储，其租售比分别为 1.07%、1.43%、2.15%、4.29%。

图表 25：华夏北京保障房 REIT 租售比情况

项目名称	文龙家园	熙悦尚郡
所在地	北京市海淀区	北京市朝阳区
建设内容和规模	已出租住房及配套商业建筑面积 76564.72 平方米	已出租住房及配套商业建筑面积 36231.58 平方米
周围房价	约 8.5 万/平米	约 5.5 万/平米
对应商品房估值	约 65.08 亿	约 19.93 亿
租金收入	7300.50 万元	
租售比（以商品房价格收储）	0.86%	
租售比（8 折收储）	1.07%	
租售比（6 折收储）	1.43%	
租售比（4 折收储）	2.15%	
租售比（2 折收储）	4.29%	

来源：华夏北京保障房 REIT 募集说明书、华夏北京保障房 REIT2023 年年报、中泰证券研究所

注：周边房价数据可能存在样本偏差，仅供参考

5. 华夏基金华润有巢 REIT

华夏基金华润有巢 REIT 基础设施资产为有巢泗泾项目、有巢东部经开区项目 2 个保障性租赁住房项目，位于上海市松江区。项目可出租房间总数 2612 间，建筑面积合计 12.15 万平方米。

图表 26：华夏基金华润有巢 REIT 底层资产概况

项目名称	有巢泗泾项目	有巢东部经开区项目
所在地	上海市松江区	上海市松江区
具体交通位置	东邻上海科达传动系统有限公司，南临泗博路，西临泗联路，北临查袋泾。	东邻松江区新桥消防救援站，南临书林路，西邻新松江置业 09-10 地块在建工程，北临九号河河道。
用地性质	租赁住房用地	租赁住房用地
用地期限	70 年（至 2079 年 6 月 3 日止）	70 年（至 2079 年 6 月 3 日止）
资产范围	项目包含 5 栋租赁住房、1 栋配套商业及物业用房、470 个车位（含 389 个地下车位及 81 个地上车位）。其中 1 号楼、2 号楼、3 号楼、4 号楼、5 号楼租赁住房为地上 17 层，1 号楼及 6 号楼 1 层为配套商业及物业用房。	项目包含 4 栋租赁住房、1 栋配套商业及物业用房、553 个车位（含 353 个地下车位及 200 个地上车位），1 号楼及 2 号楼租赁住房为地上 13 层，3 号楼及 4 号楼租赁住房为地上 14 层。1 号楼、2 号楼 1 层及 8 号楼 1、3 层为配套商业用房。
建设内容和规模	土地面积 20,166.70 平方米，总建筑面积 55,136.87 平方米	土地面积为 28,224.30 平方米，总建筑面积 66,334.00 平方米
开/竣工时间	—	
决算总投资	3.9227 亿元	5.1963 亿元
运营开始时间	2021 年	2021 年

来源：华夏华润有巢 REIT 募集说明书、中泰证券研究所

巢泗泾项目坐落于上海市松江区泗泾镇米易路 216 弄，有巢东部经开区项目坐落于上海市松江区松江工业区 604 街坊 238/19 丘，包括对应的房屋所有权及其占用范围内的国有建设用地使用权。

图表 27：有巢泗泾位置图

图表 28：有巢东部位置图



项目周边配套较完善，生活较便利，距离松江区九亭中心直线距离约 4.6 公里，距离最近的高速公路出入口大约 3.8 公里，距离最近的地铁站约 2.4 公里。

来源：华夏华润有巢 REIT 募集说明书、中泰证券研究所

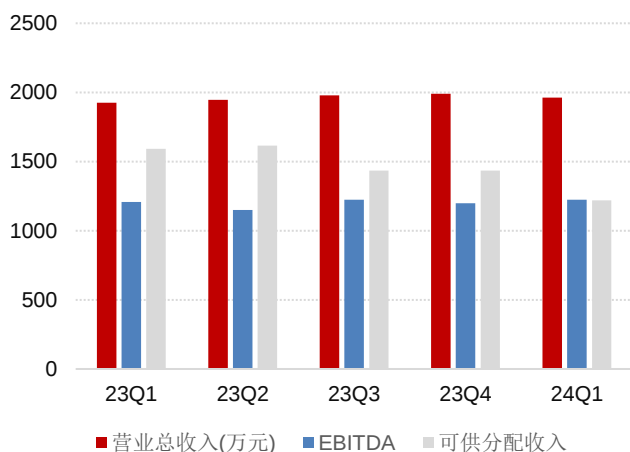


项目周边配套齐全，生活便利，距离新桥镇居住区约 2 公里，距离松江 63 路、松江 53 路、1817 路公交车终点站约 200 米，可直达周边工业区及商业区，项目距离新桥站高铁站约 2 公里，可直达上海市其他中心城区。

来源：华夏华润有巢 REIT 募集说明书、中泰证券研究所

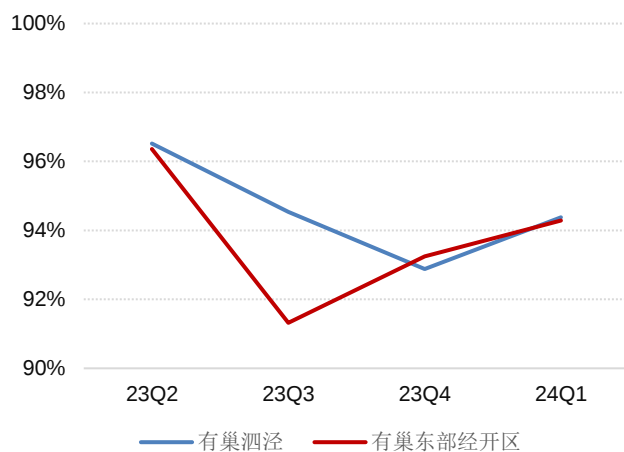
华润有巢 REIT 收入稳健，出租率维持高位但有所波动。2024 年一季度，项目公司整体运营情况良好，合计实现营业收入 1962 万元、可供分配金额 1220 万元。泗泾项目可出租房间总数 1,264 间，已出租 1,193 间，出租率为 94.38%。2024 年 1 季度新增签约合同 285 间。存量租赁合同中排名前五企业客户合同合计 59 间，占比 4.95%，企业客户集中度分散。东部经开区项目可出租房间总数 1,348 间，已出租 1,271 间，出租率为 94.29%。2024 年 1 季度新增签约合同 407 间。

图表 29：华润有巢 REIT 底层资产营业收入情况（万元）



来源：Wind、中泰证券研究所

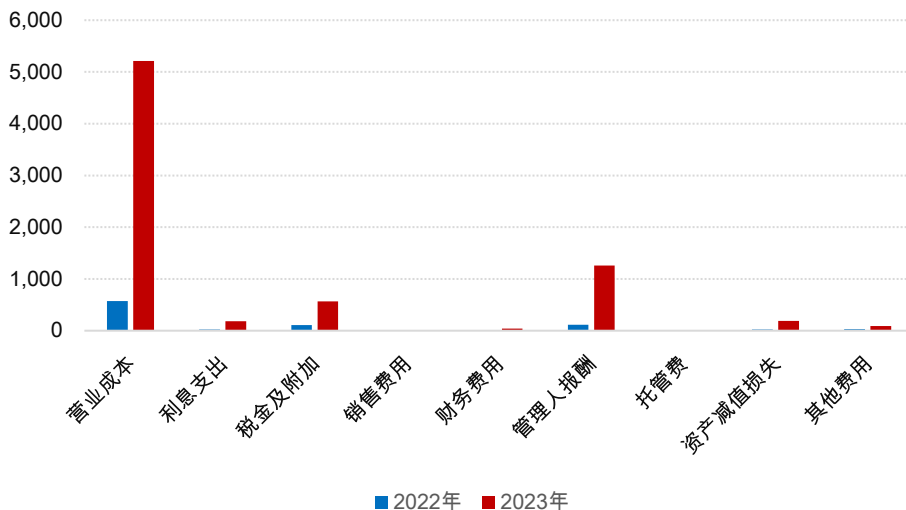
图表 30：华润有巢 REIT 底层资产出租率情况



来源：Wind、中泰证券研究所

华润有巢 REIT 成本中主要为营业成本。2023 年期总成本为 7570 万，营业成本为 5212 万元，其中 4325 万为折旧摊销，占总成本的 57%。如果从实际发生成本看，其主要为管理人报酬和营业税金及附加，为 1260 万和 570 万，分别占比 17%、8%。其运维成本率（扣除折旧摊销后的总成本除以收入）为 41%。

图表 31：华润有巢 REIT 成本情况（万元）（年度）



来源：Wind、中泰证券研究所

注：2022 年报告期为 2022 年 11 月 18 日-2022 年 12 月 31 日

华夏基金华润有巢 REIT 租售比为 1.71%。2023 年租金收入为 7841.15 万，有巢泗泾项目、有巢东部经开区项目周围房价约 3.5 万/平米、4.0 万/平米，推测该项目价值约 46 亿，其对应租售比为 1.71%，若考虑商品房收储作为保障房出租，按照原价的 8 折、6 折、4 折、2 折收储，其租售比分别为 2.14%、2.85%、4.28%、8.55%。

图表 32：华夏基金华润有巢 REIT 租售比情况

项目名称	有巢泗泾项目	有巢东部经开区项目
所在地	上海市松江区	上海市松江区
建设内容和规模	已出租住房及配套商业建筑面积 37365.54 平方米	已出租住房及配套商业建筑面积 45882.17 平方米
周围房价	约 3.5 万/平米	约 4.0 万/平米
对应商品房估值	约 19.30 亿	约 26.53 亿
租金收入	7841.15 万	
租售比（以商品房价格收储）	1.71%	
租售比（8 折收储）	2.14%	
租售比（6 折收储）	2.85%	

租售比（4折收储）	4.28%
租售比（2折收储）	8.55%

来源：华夏华润有巢 REIT 募集说明书、华夏华润有巢 REIT2023 年年报、中泰证券研究所

注：周边房价数据可能存在样本偏差，仅供参考

6.投资观点

二十届三中全会与 730 政治局会议对地产表述均重点强调了加大保障性住房建设和供给，在政策支持商品房收储用作保障房的背景下，我们预计一二线城市将稳步开展库存收储工作，建议重点关注一线城市的地方国企及优质央企，如城投控股、城建发展、华发股份、招商蛇口、金地集团、华润置地、中国海外发展等。

7.风险提示

二级市场价格大幅波动风险；研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险；相关支持政策调整风险。

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。