

## 行业研究

## 保障性租赁住房：绿色及装配式建筑的重大发展机遇

## ——装配式建筑与绿色建筑行业深度研究之六

## 要点

## 保障性租赁住房将是“十四五”期间重点发展方向：

**政策层面：**2020年11月党中央首次提出扩大保障性租赁住房供给。2021年7月，国办针对保障性租赁住房出台了22号文，第一次明确了国家层面住房保障体系的顶层设计。我们测算“十四五”期间全国新增保障性租赁住房或超800万套（间），占“十三五”期间累计商品住宅房屋竣工总面积的比重为11.6%（中性测算）。

**资金层面：**保障性租赁住房并不能等同于廉租房的概念，其市场化程度更高、租金回报或接近市场水平。保障性租赁住房与REITs相结合，解决前者项目资本回收期过长的的问题，提供了退出渠道和大规模低成本资金（权益资金），也能够提升社会资本的参与热情，促进保障性租赁住房市场的加速发展。

## 保障性租赁住房：经济性让位于政策导向，提前交付可创造时间价值

**经济性让位于政策导向：**相较于房地产开发商将经济效益作为首要考虑因素，中央及地方政府在主导相关项目时，更加注重契合宏观政策导向，将相关政策规定作为首要考虑要素，而将经济效益放在次要位置。故而政府主导项目将倾向于尽可能提高其中的绿色建筑、装配式建筑占比，并提高相应标准（如装配化率）。

**提前交付创造时间价值：**租赁住房提前交付意味着提前产生租金，而装配式建筑最重要的优势之一即工期节约。我们假设保障房租价格为40元/平米/月，若结构部分及装修部分总计节约9个月左右工期，则对应租金价值为360元/平米。此部分租金价值可部分覆盖装配式建筑/装修的静态成本增长。

## 投资建议：保障性租赁住房将是装配式与绿色建筑的重大发展机遇

我们预测“十四五”期间，仅仅保障性租赁住房将分别为装配式PC、钢结构、装配式装修带来超12%、24%、190%的增量市场空间（面积口径）；若考虑装配化率提升，则行业产值规模增量更明显。此外，随着行业规模扩容，规模效益下装配式成本或将逐步降低、业主接受度亦将提升，装配式行业长期将进入良性发展阶段。

**钢结构方向：**重点推荐鸿路钢构、精工钢构，建议关注富煌钢构、杭萧钢构；**装配式装修方向：**重点推荐北新建材，建议关注亚厦股份、柯利达、金螳螂；**装配式PC方向：**重点推荐中铁装配，关注筑友智造科技（H股）；**MIC建筑或为下一代革命：**建议关注中国建筑国际（H股）；此外，看好装配式建筑设计及配套的第三方服务，建议关注华阳国际、深圳锐捷；保障性租赁住房同时带来绿色建筑建材相关的投资机会，绿色建筑保温节能材料重点推荐鲁阳节能，low-E玻璃重点推荐旗滨集团、南玻A，绿色星级检测评价建议关注国检集团。

**风险分析：**保障性租赁住房经营亏损风险，保障性租赁住房推进不及预期风险，基础设施公募REITs推进不及预期风险，钢结构行业渗透率不及预期风险。

## 重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS(元)			PE(X)			投资评级
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	
000786.SZ	北新建材	31.09	1.69	2.22	2.68	18	14	12	买入
002541.SZ	鸿路钢构	55.22	1.53	2.32	2.88	36	24	19	买入
600496.SH	精工钢构	4.21	0.32	0.39	0.47	13	11	9	买入
300374.SZ	中铁装配	12.95	0.06	-1.15	0.21	226	-	62	增持
002088.SZ	鲁阳节能	23.39	1.02	1.07	1.30	23	22	18	买入
601636.SH	旗滨集团	17.58	0.68	1.88	1.80	26	9	10	买入
000012.SZ	南玻A	9.95	0.25	0.75	1.00	39	13	10	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-12-15

## 建筑和工程

## 买入（维持）

## 非金属材料

## 增持（维持）

## 作者

分析师：孙伟风

执业证书编号：S0930516110003

021-52523822

sunwf@ebsecn.com

分析师：冯孟乾

执业证书编号：S0930521050001

010-58452063

fengmq@ebsecn.com

联系人：陈奇凡

021-52523819

chenqf@ebsecn.com

联系人：高鑫

021-52523872

xingao@ebsecn.com

## 行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

## 相关研报

两种构件，谁主沉浮？——装配式建筑行业跟踪研究（2020-07-25）

三种情景下，钢结构装配式住宅渗透率可更陡峭——建筑和工程行业深度研究报告

（2020-04-08）

“住宅钢结构行业标准”正式实施，多省配套产业政策出路——装配式建筑行业跟踪研究

（2019-12-02）

“钢结构+住宅”四省试点方案出炉，钢结构推广料提速——装配式建筑行业跟踪研究

（2019-07-27）

往后，对钢构更乐观——装配式建筑行业深度研究（2019-04-11）

## 投资聚焦

2021年7月中央针对保障性租赁住房出台国办22号文以来，各地政府基于22号文密集出台相关政策推动其落地，政策支持叠加基础设施公募REITs为其提供权益型融资，保障性租赁住房进入加速发展阶段。“双碳”背景下，政府主导的保障性租赁住房项目，倾向于尽可能提高装配式建造方式占比，将为装配式建筑行业带来新的成长空间。

### 我们区别于市场的观点

1) 市场并未注意到，基础设施公募REITs可以通过对政府主导的保障性租赁住房的支持，为装配式建筑行业打开新的增量空间。我们对保障性租赁相关政策脉络进行梳理，判断其目前已进入加速发展阶段，而加速发展需要资金支持。基础设施公募REITs的主要目标是盘活存量资产，为新增投资提供资金，2021年6月29日发改委发布的958号文将保障性租赁住房纳入其底层资产范畴，使其能够为保障性租赁住房项目提供权益型融资、助力其加速发展。保障性租赁住房为政府主导类项目，倾向于更多用装配式方式建造，“十四五”期间新增保障性租赁住房的加速发展为装配式建筑行业带来新的增量空间。

2) 我们通过梳理各地政府公布的“十四五”期间保障性租赁住房建设规划数量，结合部分合理假设，预测“十四五”期间全国新增保障性租赁住房或超800万套(间)；同时，我们根据悲观、中性、乐观等不同情景做了不同假设，测得相应的新增面积分别为24,296万平米(悲观)、40,494万平米(中性)、56,691万平米(乐观)。之后，通过对装配式建筑行业进行梳理，我们预测“十四五”期间新增保障性租赁住房将分别为装配式PC行业、装配式钢结构行业、装配式装修行业带来超12%、24%、190%的增量市场空间。

3) 我们注意到，提前交付创造时间价值，即保障性租赁住房使用装配式建造方式，节约的工期能够带来额外的租金收益从而抵补部分装配式建造方式带来的增量成本：我们假设保障房租赁价格为40元/平米/月，若结构部分及装修部分总计节约9个月左右工期，则对应租金价值为360元/平米，此部分租金价值可覆盖约12%的传统建安造价(含装修)。

### 投资观点

我们预测“十四五”期间，仅仅保障性租赁住房将分别为装配式PC、钢结构、装配式装修带来超12%、24%、190%的增量市场空间(面积口径)；若考虑装配化率提升，则行业产值规模增量更明显。此外，随着行业规模扩容，规模效益下装配式成本或将逐步降低、业主接受度亦将提升，装配式行业长期将进入良性发展阶段。

**钢结构方向：**重点推荐鸿路钢构、精工钢构，建议关注富煌钢构、杭萧钢构；  
**装配式装修方向：**重点推荐北新建材，建议关注亚厦股份、柯利达、金螳螂；  
**装配式PC方向：**重点推荐中铁装配，**关注筑友智造科技(H股)；MIC建筑或为下一代革命：**建议关注中国建筑国际(H股)；此外，看好装配式建筑设计及配套的第三方服务，建议关注华阳国际、深圳锐捷；保障性租赁住房同时将带来绿色建筑建材相关的投资机会，绿色建筑保温节能材料重点推荐鲁阳节能，low-E玻璃重点推荐旗滨集团、南玻A，绿色星级检测评价建议关注国检集团。

# 目 录

<b>1、保障性租赁住房进入加速发展阶段.....</b>	<b>6</b>
1.1、保障性租赁住房主要解决新市民住房难问题.....	6
1.2、大力发展保障性租赁住房的背景.....	7
1.3、“十四五”新增保障性租赁住房或超 800 万套（间）.....	8
<b>2、公募 REITs 或可解决资金来源.....</b>	<b>15</b>
2.1、近期公募 REITs 对保障性租赁住房支持力度增加.....	15
2.2、公募 REITs 对保障性租赁住房的支持更充分.....	16
2.3、公募 REITs 促进保障性租赁住房项目良性循环.....	18
<b>3、保障房：装配式及绿色建筑的重大机遇.....</b>	<b>19</b>
3.1、提前交付创造时间价值.....	19
3.2、政策主导，经济性并非优先考虑事项.....	20
3.3、保障性租赁住房对装配式行业增量贡献测算.....	24
3.4、考虑预制化率提升，对行业产值拉动或更高.....	29
<b>4、投资建议.....</b>	<b>30</b>
4.1、北新建材：“一体两翼稳步推进”，继续看好长期成长.....	30
4.2、鸿路钢构：21Q3 吨毛利保持较高水平，现金流同环比明显改善.....	31
4.3、精工钢构：收入订单实现较快增长，收现比同比改善.....	32
4.4、中铁装配：业务调整期，期待协同力量释放.....	33
4.5、鲁阳节能：顺应节能降耗大趋势，迈入成长新阶段.....	34
4.6、旗滨集团：积极进行成长突围的综合性玻璃巨头.....	35
4.7、南玻 A：“四块玻璃”发力，打通成长之路.....	36
<b>5、风险分析.....</b>	<b>37</b>

## 图目录

图 1: 我国流动人口规模持续提升 .....	7
图 2: 全国房价收入比持续上升 (以全国商品房均价计) .....	7
图 3: 我国城镇化进程稳步推进 .....	8
图 4: 我国保障性租赁住房政策主要经历政策准备和政策密出台两个阶段 .....	9
图 5: 基建公募 REITs 原始权益人通过出售资产回收资金 .....	16
图 6: 北金所版 REITs 中项目公司通过出售标的资产股份回收资金 .....	17
图 7: “投资-建设-运营-上市回收资金-再投资”循环 .....	18
图 8: 2018 年全球建筑领域终端能耗占比 .....	21
图 9: 2018 年全球建筑领域二氧化碳排放占比 .....	21
图 10: 装配式建筑按照其建造内容分为装配式主体结构和装配式装修两大部分 .....	24
图 11: 2020 年装配式 PC 建筑面积占比 68%，是当前我国装配式建筑的主流 .....	25
图 12: 装配式装修包括八大系统 .....	28

## 表目录

表 1: 我国的住房保障体系 .....	6
表 2: 国办发[2021]22 号文的五项基础制度和六方面支持政策 .....	7
表 3: 中央层面对保障性租赁住房的支持 .....	10
表 4: 地方政府层面出台的保障性租赁住房政策 .....	10
表 5: “十四五”期间全国 56 个大中城市保障性租赁住房规划数量 (单位: 万套 (间)) .....	12
表 6: “十四五”期间新增保障性租赁住房总面积 .....	13
表 7: 保障性租赁住房+基础设施公募 REITs 政策 .....	15
表 8: 首批上市的 9 只基础设施公募 REITs 多溢价发行 .....	16
表 9: 基础设施公募 REITs 和北金所 REITs 比较 .....	18
表 10: 装配式建筑方式可节约 5%-30%工期 .....	19
表 11: 装配式提前交付创造时间价值 .....	19
表 12: 多地政府规定保障性租赁住房租金为市场租金的 70%-90% .....	20
表 13: 每平方米装配式住宅投资造价估算 (元/平方米) .....	20
表 14: 中央层面出台的装配式行业核心政策 .....	22
表 15: 地方陆续出台相关政策鼓励、支持装配式建筑发展 .....	23
表 16: 三类装配式建筑结构对比 .....	25
表 17: 中央和多地出台政策鼓励、支持新建建筑采用钢结构建造方式 .....	26
表 18: “十四五”期间保障性租赁住房将为装配式 PC、钢结构行业带来超 12%、24%的增量空间 .....	27
表 19: 中央和多地政府出台政策鼓励、支持装配式装修 .....	28
表 20: “十四五”期间新增保障性租赁住房或为装配式装修行业带来超 190%的增量空间 .....	29
表 21: 预制化率越高, 造价越贵是目前依然存在的现象 (元/平方米) .....	29
表 22: 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级 .....	30
表 23: 北新建材盈利预测与估值简表 .....	31

表 24: 鸿路钢构盈利预测与估值简表 .....	32
表 25: 精工钢构盈利预测与估值简表 .....	33
表 26: 中铁装配盈利预测与估值简表 .....	34
表 27: 鲁阳节能盈利预测与估值简表 .....	35
表 28: 旗滨集团盈利预测与估值简表 .....	36
表 29: 南玻 A 盈利预测与估值简表 .....	37

# 1、保障性租赁住房进入加速发展阶段

## 1.1、保障性租赁住房主要解决新市民住房难问题

国家统计局的“七普”数据显示，2020 年我国流动人口为 3.76 亿人，10 年间增长了近 70%，城镇化的推进和流动人口规模的不断扩大，使得进城务工人员、新就业大学生等新市民、青年人的住房困难问题突出，住房问题已由总量短缺转为结构性供给不足。为切实解决此类问题，我国政府正加快完善以公租房、保障性租赁住房和共有产权房为主体的住房保障体系。2021 年 12 月 6 日召开的中央政治局会议强调“要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环”。

我国的保障性住房主要有公租房、保障性租赁住房和共有产权房三类，其中保障性租赁住房由多主体投资、多渠道供给，面向符合条件的新市民、青年人等群体出租，主要解决其住房困难问题；公租房由政府投资建设和发放货币补贴，面向符合规定条件的城镇中等偏下收入的住房困难家庭、新进就业无房职工和在城镇稳定就业的外来务工人员出租；共有产权房是政府以让渡部分土地出让金等方式，按比例与购房个人共同拥有住房产权，主要面向住房困难群体供应，优先供应无房家庭。

表 1: 我国的住房保障体系

类型	含义	方式	保障范围	房源来源	参与主体
公租房	由政府投资建设和发放货币补贴，面向符合规定条件的城镇中等偏下收入住房困难家庭、新进就业无房职工和在城镇稳定就业的外来务工人员出租的保障性住房	租赁	城镇中等偏下及以下收入困难家庭等	主要来自于划拨的公租房土地的新建，部分也来自多渠道筹措	公租房管理机构
保障性租赁住房	由多主体投资、多渠道供给，面向符合条件的新市民、青年人等群体出租的保障性住房	租赁	符合条件的新市民、青年人等群体	集体经营性建设用地、企事业单位自有闲置土地、产业园区配套用地和存量闲置房屋建设，适当利用新供应国有建设用地建设	市场化机构
共有产权房	居民个人与政府在土地出让初期，便明确供应对象、供应价格和户型等条件，政府以让渡部分土地出让金等方式，按比例与购房个人共同拥有住房产权	产权	住房困难群体供应，优先供应无房家庭	主要来自土地出让中的共有产权住房供应	国有产权代持机构

资料来源：国务院官网，光大证券研究所整理

2021 年 7 月 2 日，国办发布了《国务院办公厅关于加快发展保障性租赁住房的意见》(国办发[2021]22 号)，就加快发展保障性租赁住房，促进解决好大城市住房突出问题，提出了相关意见。22 号文明确了保障性租赁住房的五项基础制度(“明确对象标准、引导多方参与、坚持供需匹配、严格监督管理、落实地方责任”)和六方面支持政策(土地、审批、补助、税负、水电气价、金融)，指出“保障性租赁住房主要解决符合条件的新市民、青年人等群体的住房困难问题，以建筑面积不超过 70 平方米的小户型为主，租金低于同地段同品质市场租赁住房租金”。

房地产开发商通常情况下采用高杠杆、快周转的模式，因而不愿意发展长周期的租赁住房，22 号文采取了力度大、措施实、含金量高的相应政策，以解决此问题：1) 利用集体经营性建设用地、企事业单位自有闲置土地、产业园区配套用地和存量闲置房屋建设，降低土地成本；2) 加强金融支持，支持银行等金融机构以市场化方式向保障性租赁住房自持主体提供长期贷款，在实施房地产信贷管理时予以差别化对待；3) 水电气以民用价格收取；4) 中央对符合条件的保障性租赁住房建设项目给予补助。这些优惠政策增加了

租赁住房对市场参与主体的吸引力，充分发挥市场机制作用，引导多主体投资、多渠道供给，确保保障性租赁住房平稳、健康发展。

表 2：国办发[2021]22 号文的五项基础制度和六方面支持政策

类别	细分项	主要内容
基础制度	对象标准	符合条件的新市民、青年人等群体的住房困难问题，以建筑面积不超过 70 平方米的小户型为主，租金低于同地段同品质市场租赁住房租金。
	参与方	利用集体经营性建设用地、企事业单位自有闲置土地、产业园区配套用地和存量闲置房屋建设，适当利用新供应国有建设用地建设，并合理配套商业服务设施。支持专业化规模化住房租赁企业建设和运营管理保障性租赁住房。
	供需匹配	城市人民政府要摸清保障性租赁住房需求和存量土地、房屋资源情况，结合现有租赁住房供求和品质状况，从实际出发，因城施策，采取新建、改建、改造、租赁补贴和将政府的闲置住房用作保障性租赁住房等多种方式，切实增加供给。
	监督管理	建立健全住房租赁管理服务平台，加强对保障性租赁住房建设、出租和运营管理的全过程监督，强化工程质量安全监管。保障性租赁住房不得上市销售或变相销售，严禁以保障性租赁住房为名违规经营或骗取优惠政策。
	地方责任	省级人民政府对本地区发展保障性租赁住房工作负总责，要加强组织领导和监督检查，对城市发展保障性租赁住房情况实施监测评价。
支持政策	土地支持政策	可利用集体经营性建设用地、城区靠近产业园区或交通便利区域的集体经营性建设用地、企事业单位依法取得使用权的土地、产业园区中工业项目配套建设行政办公及生活服务设施的用地建设保障性租赁住房，闲置和低效利用的商业办公、旅馆、厂房、仓储、科研教育等非居住存量房屋改建保障性租赁住房，单列租赁住房用地计划。
	审批流程	各地要精简保障性租赁住房项目审批事项和环节，构建快速审批流程，提高项目审批效率。
	中央补助资金支持	中央通过现有经费渠道，对符合规定的保障性租赁住房建设任务予以补助。
	降低税费负担	利用税费手段，加大对发展保障性租赁住房的支持力度，对保障性租赁住房项目免收城市基础设施配套费。
	执行民用电气价格	利用非居住存量土地和非居住存量房屋建设保障性租赁住房，取得保障性租赁住房项目认定书后，用水、用电、用气价格按照居民标准执行。
	金融支持	加大对保障性租赁住房建设运营的信贷支持力度，支持银行业金融机构发行金融债券，募集资金用于保障性租赁住房贷款投放。

资料来源：国务院官网，光大证券研究所整理

## 1.2、大力发展保障性租赁住房的背景

1) 解决新市民和青年人住房困难问题。据国家统计局数据，2020 年全国流动人口相较 2010 年增长近 70%，过去 10 年持续扩大的流动人口规模在推动我国经济社会高速发展的同时，也产生了相关的大城市住房困难问题。而大城市房价收入比较高，大部分新市民、青年人收入水平无法负担房价，仅能通过租房的方式留在工作地。政府通过以低于市场价的租金水平将保障性租赁住房出租给新市民，可缓解其住房困难问题，有助于其扎根所在城市，为当地经济和社会发展提供源头活水。

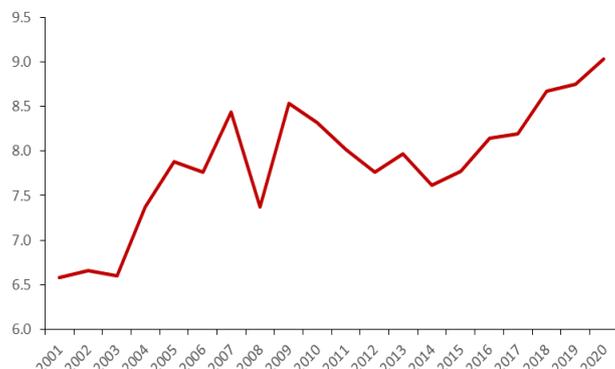
图 1：我国流动人口规模持续提升



资料来源：国家统计局，光大证券研究所

注：1982 年、1990 年、2000 年、2010 年、2020 年数据来源于全国第三至第七次人口普查；1995 年、2005 年、2015 年数据来源于全国 1% 人口抽样调查。历次全国 1% 人口抽样调查数据的抽样率均不相同，根据国家统计局提供的抽样流动人口数量、全国人口数量以及抽样率对当年的实际流动人口规模进行核算，结果为估计值，可能有一定的偏差。

图 2：全国房价收入比持续上升（以全国商品房均价计）

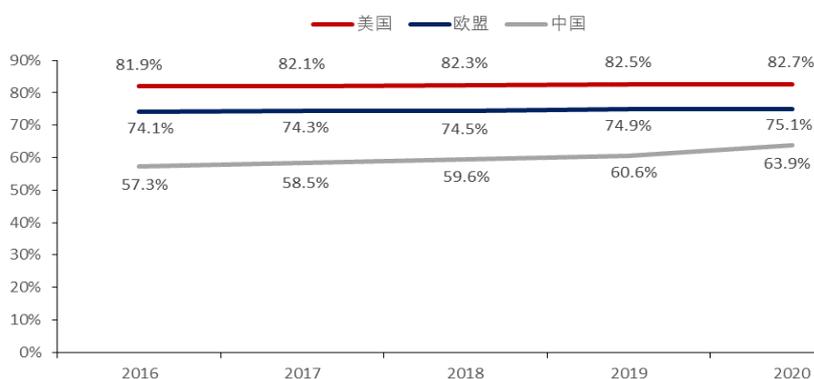


资料来源：国家统计局，光大证券研究所

注：房价收入比=（商品住宅价格\*城镇居民人均住房建筑面积）/城镇居民人均可支配收入

2) 进一步推动城镇化发展。城镇化是现代经济增长的重要推动力，人口在城市的聚集会产生显著的规模经济效应。随着人口和经济活动向城市集中，市场需求将会迅速增长和多元化，这会促进专业化分工，从而进一步提高经济的效率。第七次全国人口普查数据显示，2020 年我国常住人口城镇化率达到 63.9%，比 2010 年提高了 14.2pct，但与发达国家城镇化率相比还有差距。要进一步推动我国城镇化发展，需要解决新市民和青年人的住房问题，增加保障性租赁住房的供给可缓解此问题，使新市民稳定下来，推动其所在城市的发展。

图 3：我国城镇化进程稳步推进



资料来源：世界银行，光大证券研究所

### 1.3、“十四五”新增保障性租赁住房或超 800 万套(间)

保障性租赁住房政策主要经历了两个阶段：政策准备阶段和政策密集出台阶段。

1) **政策准备阶段**：这一阶段没有特定的相关政策文件，主要是在中央会议及“十四五”规划中提及要重视保障性租赁住房建设，完善住房保障基础性制度和支持政策，解决城市住房突出问题。

2020 年 11 月 3 日，新华社授权发布的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》中，**首次提出扩大保障性租赁住房供给**。2020 年 11 月 17 日，住建部发布的《实施城市更新行动》中提出，扩大小户型、低租金的保障性租赁住房供给，加快构建以公租房、保障性租赁住房和共有产权住房为主体的住房保障体系。2020 年 12 月 3 日，韩正副总理在住建部召开座谈会强调，要以保障性租赁住房为着力点，完善基础性制度和支持政策，加强住房保障体系建设。

2020 年 12 月 18 日召开的中央经济工作会议中，**首次明确提出要“高度重视保障性租赁住房建设**，加快完善长租房政策，逐步使租购住房在享受公共服务上具有同等权利，规范发展长租房市场”。之后，在第十三届全国人民代表大会第四次会议的政府工作报告中、“十四五”规划中和中央政治局会议中均提及要推进保障性租赁住房建设，增加保障性住房供给，完善住房保障基础性制度和支持政策。

2) **政策密集出台阶段**：这一阶段中央层面出台特定的相关政策，对保障性租赁住房基础制度和支持政策做了详细规定，推进保障性租赁住房发展。随着中央针对保障性租赁住房出台了 22 号文，各地政府基于 22 号文密集出台相关政策推动其落地，保障性租赁住房进入加速发展阶段。

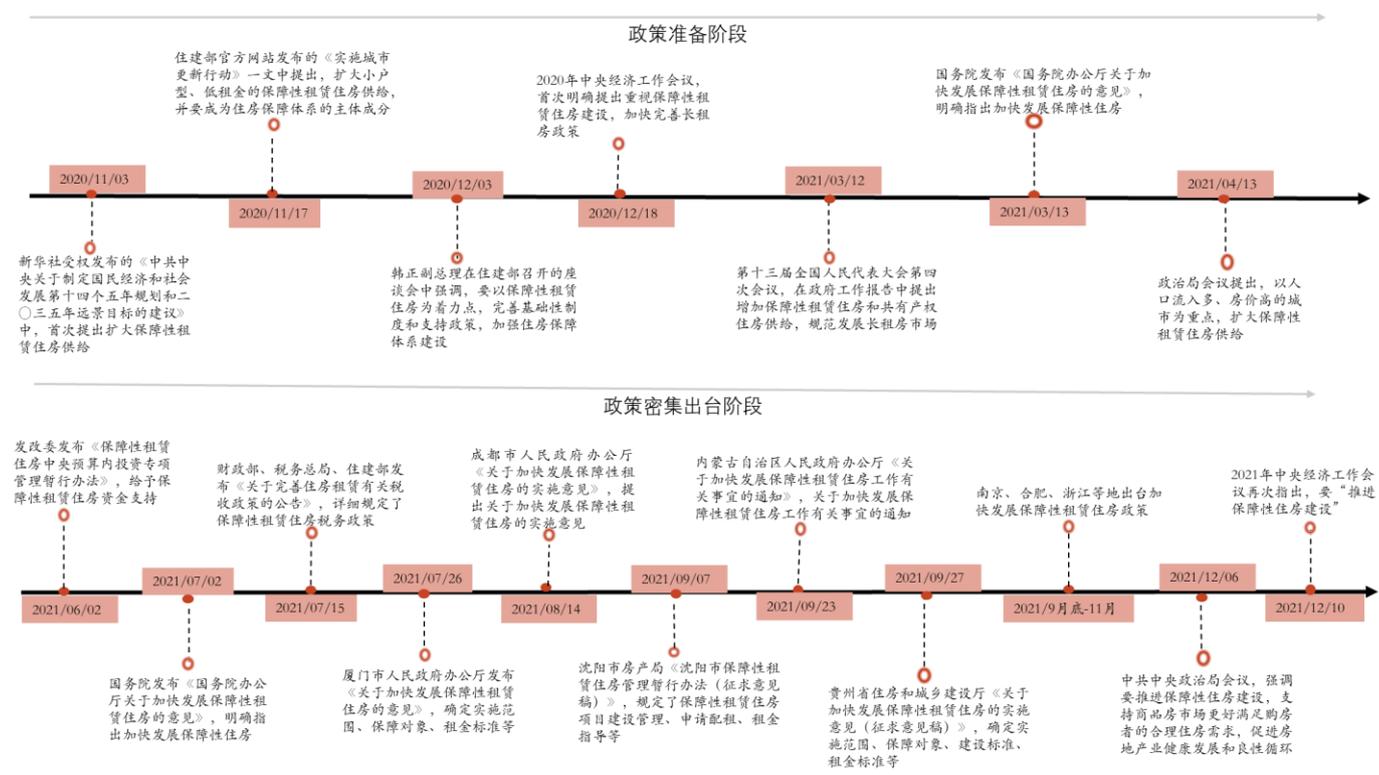
2021年7月2日，国务院发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》（国办发〔2021〕22号），第一次明确了国家层面住房保障体系的顶层设计，即公租房、保障性租赁住房和共有产权住房为主体的住房保障体系，并规定了保障性租赁住房基础制度和支持政策。

基于22号文，财政部、税务总局、住建部联合发布了《关于完善住房租赁有关税收政策的公告》，明确规定了住房租赁企业中的增值税一般纳税人取得的全部出租收入，按照5%的征收率减按1.5%计算缴纳增值税；住房租赁企业中的增值税小规模纳税人，按照5%的征收率减按1.5%计算缴纳增值税；对企事业单位、社会团体以及其他组织向个人、专业化规模化住房租赁企业出租住房的，减按4%的税率征收房产税。

2021年11月1日，住建部、发改委、财政部、自然资源部、税务总局联合发布《关于做好2021年度发展保障性租赁住房情况监测评价工作的通知》，指出对人口净流入的大城市和省级人民政府确定的城市发展保障性租赁住房情况实施监测评价，在“十四五”期间应大力增加保障性租赁住房供给，力争新增保障性租赁住房占新增住房供应总量比例达到30%以上。

2021年12月6日召开的中央政治局会议强调“要推进保障性住房建设<sup>1</sup>，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环”，首次将保障性住房放在首位，表明高层对我国保障性住房体系建设的重视，保障性租赁住房发展进入加速阶段。12月10日的中央经济工作会议再次指出，要“推进保障性住房建设”。

图4：我国保障性租赁住房政策主要经历政策准备和政策密出台两个阶段



资料来源：各政府机构官网，光大证券研究所

<sup>1</sup> 上文已明确，我国的保障性住房主要有公租房、保障性租赁住房和共有产权房三类。

表 3：中央层面对保障性租赁住房的支持

发布时间	发布机构	文件	政策内容
2020.11.03	中国共产党第十九届中央委员会第五次全体会议	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	首次提出扩大保障性租赁住房供给。
2020.11.17	住建部	《实施城市更新行动》	提出扩大小户型、低租金的保障性租赁住房供给，并成为住房保障体系的主体成分。
2020.12.03	住建部	住房城乡建设部召开座谈会	要以保障性租赁住房为着力点，完善基础性制度和政策支持，加强住房保障体系建设。
2020.12.18	中央政治局	2020 年中央经济工作会议	首次明确提出要重视保障性租赁住房建设，加快完善长租房政策，土地供应要向租赁住房建设倾斜，单列租赁住房用地计划。
2021.03.12	第十三届全国人民代表大会第四次会议	《政府工作报告》	增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给，规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担。
2021.03.13	中共第十九届中央委员会	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	以人口流入多、房价高的城市为重点，扩大保障性租赁住房供给；单列租赁住房用地计划，因地制宜发展共有产权住房。
2021.04.13	政治局会议	《2021 年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》	培育和发展住房租赁市场，盘活存量住房资源，扩大城市租赁住房供给，完善长租房政策；以人口流入多、房价高的城市为重点，扩大保障性租赁住房供给；单列租赁住房用地计划，探索利用农村集体建设用地和企事业单位自有闲置土地建设租赁住房。
2021.06.02	发改委	《保障性租赁住房中央预算内投资专项管理暂行办法》	专项支持人口净流入的大城市新建、改建保障性租赁住房及其配套基础设施建设；中央预算内投资应用于计划新开工或续建项目，不得用于已完工项目。
2021.07.02	国务院	《国务院办公厅关于加快发展保障性租赁住房的意见》	规定了保障性租赁住房对象标准、土地、财税、金融等政策支持。指出支持银行业金融机构发行金融债券，募集资金用于保障性租赁住房贷款投放；支持企业发行企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具等公司信用类债券，用于保障性租赁住房建设运营。
2021.07.15	财政部、税务总局、住建部	《关于完善住房租赁有关税收政策的公告》	住房租赁企业中的增值税一般纳税人向个人出租保障性租赁住房取得的全部出租收入，按照 5% 的征收率减按 1.5% 计算缴纳增值税。住房租赁企业中的增值税小规模纳税人，按照 5% 的征收率减按 1.5% 计算缴纳增值税。对企事业单位、社会团体以及其他组织向个人、专业化规模化住房租赁企业出租保障性租赁住房的，减按 4% 的税率征收房产税。
2021.11.01	住建部、发改委、财政部、自然资源部、税务总局	《关于做好 2021 年度发展保障性租赁住房情况监测评价工作的通知》	对人口净流入的大城市和省级人民政府确定的城市发展保障性租赁住房情况实施监测评价，在“十四五”期间应大力增加保障性租赁住房供给，力争新增保障性租赁住房占新增住房供应总量比例达到 30% 以上。
2021.12.06	中央政治局会议	分析研究 2022 年经济工作	要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。
2021.12.10	中央经济工作会议	分析当前经济形势，部署 2022 年经济工作	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。

资料来源：各政府机构官网，光大证券研究所整理

继 22 号文之后，广西、成都、沈阳等地密集出台加快发展保障性租赁住房的政策，明确本地保障性租赁住房的发展重点、对象、目标以及相关支持政策，保障性租赁住房进入加速落地阶段。以成都市人民政府办公厅 2021 年 8 月 14 日发布的《关于加快发展保障性租赁住房的实施意见》为例，其指出“十四五”期间计划筹集建设保障性租赁住房 25 万套（间），其中 2021 年计划筹集建设 6 万套（间），对申请对象、租金、各种支持政策做了详细规定。

表 4：地方政府层面出台的保障性租赁住房政策

发布时间	发布机构	文件	政策内容
2021.06.10	广西壮族自治区住房和城乡建设厅	《关于在企业中大力发展保障性租赁住房的实施意见（征求意见稿）》	明确保障性租赁住房保障范围，完善租赁管理，深化放管服改革，强化要素保障。
2021.07.26	厦门市人民政府办公厅	《关于加快发展保障性租赁住房的意见》	确定实施范围、保障对象、租金标准等。
2021.08.14	成都市人民政府办公厅	《关于加快发展保障性租赁住房的实施意见》	明确申请对象、租金、建设标准和支持政策等。
2021.09.07	沈阳市房产局	《沈阳市保障性租赁住房管理暂行办法（征求意见稿）》	规定了保障性租赁住房项目建设管理、申请配租、租金指导、运营管理、供后管理等。
2021.09.23	内蒙古自治区人民政府办公厅	《内蒙古自治区人民政府办公厅关于加快发展保障性租赁住房工作有关事宜的》	规定了重点城市、建设方式等。

		通知	
2021.09.23	贵州省住房和城乡建设厅	《关于加快发展保障性租赁住房的实施意见（征求意见稿）》	确定实施范围、保障对象、建设标准、租金标准等。
2021.09.27	云南省住房和城乡建设厅	《云南省关于加快发展保障性租赁住房的实施意见（征求意见稿）》	明确了目标任务、重点发展城市、对象标准等，支持 REITs 融资试点。
2021.09.28	南京市住房保障和房产局	《南京市发展保障性租赁住房实施办法（征求意见稿）》	确定实施范围、保障对象、建设标准、租金标准等。
2021.09.30	银川市住房和城乡建设厅	《银川市关于加快发展保障性租赁住房实施意见（征求意见稿）》	明确“十四五”期间力争筹集保障性租赁住房 1.5 万套，保障对象、租金标准、申请方式等。
2021.10.13	合肥房管局	《关于加快发展保障性租赁住房的实施意见（征求意见稿）》	“十四五”期间，合肥市计划筹集保障性租赁住房 15 万套/间，力争新增保障性租赁住房占新增住房供应总量的比例达到 30% 以上。
2021.10.26	长春市住房保障和房屋管理局	《长春市发展保障性租赁住房实施意见（征求意见稿）》	明确了保障范围、支持政策等。
2021.10.27	武汉市人民政府办公厅	《关于加快发展保障性租赁住房的意见》	“十四五”期间，计划建设筹集保障性租赁住房 25 万套（间），其中 2021 年计划建设 2.16 万套（间）。
2021.10.29	浙江省政府办公厅	《浙江省人民政府办公厅关于加快发展保障性租赁住房的指导意见》	明确了目标任务（全省建设筹集保障性租赁住房 120 万套）、重点范围支持政策等。
2021.11.01	深圳市住房和建设局	《关于既有非居住房屋改造保障性租赁住房的通知（征求意见稿）》	明确了适用范围、改造条件和改造要求。
2021.11.02	广东省人民政府办公厅	《广东省人民政府办公厅关于加快发展保障性租赁住房的实施意见》	“十四五”期间完成 129.7 万套（间），目前已开始实施三年专项行动，2021—2023 年将筹建约 86 万套（间），基本满足重点城市住房需求。截至 10 月底，全省已筹集建设 18.56 万套（间），完成 2021 年度目标任务占比为 83.5%。
2021.11.04	吉林省人民政府办公厅	《吉林省人民政府办公厅关于加快发展保障性租赁住房工作的实施意见（征求意见稿）》	明确了目标任务，发展重点等。
2021.11.05	湖北省住房和城乡建设厅	《关于加快发展保障性租赁住房的通知》	明确了目标任务，发展重点等。
2021.11.05	赣州市住建局	《赣州市加快发展保障性租赁住房实施方案》	“十四五”期间全市将新增保障性租赁住房 5 万套（间）。
2021.11.05	佛山市住房和城乡建设厅	《关于非居住存量房屋改建为保障性租赁住房的指导意见（征求意见稿）》	明确了适用范围、改造条件和改造要求。
2021.11.05	珠海市人民政府办公室	《关于印发珠海市加快发展保障性租赁住房实施意见的通知》	“十四五”期间，全市新增筹集建设保障性租赁住房不少于 1.5 万套，2021-2023 年，全市新增筹集建设保障性租赁住房不少于 1 万。
2021.11.09	杭州市人民政府办公厅	《杭州市加快发展保障性租赁住房实施方案》	“十四五”期间，将发展保障性租赁住房作为住房建设的重点任务，力争建设筹集保障性租赁住房 33 万套（间）。
2021.11.11	青岛市住房和城乡建设厅	《关于加快发展保障性租赁住房的实施意见（征求意见稿）》	“十四五”末，全市保障性租赁住房数量达到 21 万套（间），占“十四五”期间新增住房供应总量的 30%。
2021.11.12	海南省住房和城乡建设厅	《关于加快发展保障性租赁住房的实施意见（征求意见稿）》	明确了目标任务，发展重点等。
2021.11.16	西安市住房和城乡建设厅	《西安市“十四五”保障性租赁住房发展规划（征求意见稿）》	建设用地等 5 类土地加大保障性租赁住房供应，将加快发展保障性租赁住房作为“十四五”住房建设的重点任务，力争新增保障性租赁住房达到 30 万套（间）。前期（2021 年-2022 年）11 万套，中期（2023 年-2024 年）13 万套，2025 年 6 万套。
2021.11.16	山东省人民政府办公厅	《山东省人民政府办公厅关于加快发展保障性租赁住房的实施意见》	指出因地制宜发展保障性租赁住房，健全保障性住房制度。
2021.11.17	天津市住房和城乡建设委员会	《天津市非居住存量房屋改建为保障性租赁住房的指导意见（试行）》	指出了适用范围，“十四五”保障性租赁住房建设目标，对象标准和支持政策。
2021.11.23	上海市人民政府办公厅	《关于加快发展本市保障性租赁住房的实施意见》	“十四五”期间，上海计划新增建设筹措保障性租赁住房 47 万套（间）以上，2021-2022 年完成 24 万套（间）。

资料来源：各地方政府官网，光大证券研究所整理

### ■ “十四五”期间全国新增保障性租赁住房或超 800 万套（间）

据住建部统计，2021 年全国 40 个重点城市计划新筹集保障性租赁住房 93.6 万套；前三季度，全国 40 个城市已开工建设保障性租赁住房 72 万套，占全年计划的 76.9%，完成投资 775 亿元，其中，南京、无锡、宁波、佛山、长春、南宁等 6 个城市已完成年度计划。目前多地政府公布的“十四五”规划中新增保障性租赁住房的数量总计约 566.22 万套（间），而由于部分政府尚未公布相关规划，因此当前数量存在遗漏，我们将根据已公布数据进行测算。

表 5：“十四五”期间全国 56 个大中城市保障性租赁住房规划数量（单位：万套（间））

类型	地区	“十四五”期间保障性租赁住房规划数量（单位：万套（间））	“十四五”期间计划新增住房总量（单位：万套）	“十四五”期间新增保障性租赁住房占新增住房总量比重
一线城市（4 个）	北京	40	133	30.1%
	上海	47	110	42.7%
	广州	60	131	45.8%
	深圳	40	89	44.9%
	<b>均值（保障性租赁住房）</b>	<b>46.75</b>	-	-
新一线城市（9 个）	杭州	33	110	30.0%
	武汉	25	-	-
	南京	13	77	16.9%
	成都	25	83	30.0%
	苏州	15	-	-
	天津	-	-	-
	重庆	-	-	-
	西安	30	100	30.0%
	郑州	-	-	-
<b>均值（保障性租赁住房）</b>	<b>23.5</b>	-	-	
强二线城市（18 个）	福州	15	-	-
	宁波	20	-	-
	无锡	-	-	-
	温州	13.12	35	37.5%
	合肥	15	50	30.0%
	厦门	25	-	-
	青岛	20	70	28.6%
	济南	15	50	30.0%
	石家庄	-	-	-
	哈尔滨	-	-	-
	长沙	15	-	-
	贵阳	10	-	-
	沈阳	10	-	-
	大连	-	-	-
	长春	-	-	-
	佛山	20	-	-
	东莞	-	-	-
	昆明	6	20	30.0%
<b>均值（保障性租赁住房）</b>	<b>15.34</b>	-	-	
弱二线城市（25 个）	惠州	-	-	-
	中山	-	-	-
	常州	5	-	-
	南通	-	-	-
	徐州	2.3	8.7	26.4%
	扬州	-	-	-
	嘉兴	13.8	46	30.0%
	绍兴	6.5	21	30.0%
	台州	10	-	-
	南昌	-	-	-
	乌鲁木齐	-	-	-

泉州	-	-	-
烟台	4.5	-	-
威海	4.5	-	-
潍坊	4.5	-	-
太原	-	-	-
银川	1.5	-	-
廊坊	-	-	-
唐山	-	-	-
南宁	-	-	-
兰州	-	-	-
呼和浩特	-	-	-
海口	-	-	-
三亚	-	-	-
珠海	1.5	-	-
<b>均值（保障性租赁住房）</b>	<b>5.41</b>	-	-
<b>总计（保障性租赁住房）</b>	<b>566.22</b>	-	-

资料来源：各地方政府官网，中指研究院，中国经济网，证券日报，光大证券研究所整理，截至 2021 年 12 月 1 日  
注：城市等级参照《中指研究院：2021 中国地级以上城市房地产开发投资吸引力研究报告》进行划分

目前多地政府尚未公布“十四五”期间保障性租赁住房建设规划，因而我们根据已公布的信息，结合部分合理假设，对“十四五”期间全国新增保障性租赁住房数量进行测算。我们的主要假设为：

1) 由于保障性租赁住房主要面向新市民群体，而新市民群体是城市新流入的人口，通常由三线及以下城市向一二线城市流动，因此我们的测算对象主要集中在 56 个二线及以上的大中型城市<sup>2</sup>；

2) 由于多地政府尚未公布“十四五”期间保障性租赁住房建设规划，因此我们按照不同等级城市的划分，取同等级内已公布城市保障性租赁住房数量均值作为同等级内所有城市的参考均值，据此测算每一等级内所有城市保障性租赁住房总量及全国新增总量。

根据以上假设，我们测算得“十四五”期间全国新增保障性租赁住房总量约为 809.87 万套（间）：4 个一线城市均值为 46.75 万套（间），9 个新一线城市均值为 23.5 万套（间），18 个强二线城市均值为 15.34 万套（间），25 个弱二线城市均值为 5.41 万套（间）；据此，预计“十四五”期间全国新增保障性租赁住房数量为： $46.75 \times 4 + 23.5 \times 9 + 15.34 \times 18 + 5.41 \times 25 = 809.87$  万套（间）。

此外，22 号文规定每套保障性租赁住房最大面积不超过 70 平米，假定悲观、中性、乐观情景下，套均面积分别为 30 平米、50 平米和 70 平米，据此测算得“十四五”期间新增保障性租赁住房总面积分别为 24,296 万平米（悲观）、40,494 万平米（中性）、56,691 万平米（乐观），占“十三五”期间累计商品住宅房屋竣工总面积的比重分别为 6.96%、11.60%、16.25%。

表 6：“十四五”期间新增保障性租赁住房总面积

	悲观	中性	乐观
总套数（万套（间））	809.87	809.87	809.87
套均面积（平米）	30	50	70

<sup>2</sup> 城市等级划分参照《中指研究院：2021 中国地级以上城市房地产开发投资吸引力研究报告》。

“十四五”期间新增保障性租赁住房总面积 (=A) (万平方米)	24,296.1	40,493.5	56,690.9
“十三五”期间累计商品住宅房屋竣工总面积 <sup>3</sup> (=B) (万平方米)	348,937	348,937	348,937
“十四五”期间新增保障性租赁住房总面积占“十三五”期间累计商品住宅房屋竣工总面积比重 (A/B)	6.96%	11.60%	16.25%

资料来源：国家统计局，住建部官网，光大证券研究所测算

<sup>3</sup> “十三五”期间累计商品住宅房屋竣工总面积数据来源于国家统计局

## 2、公募 REITs 或可解决资金来源

### 2.1、近期公募 REITs 对保障性租赁住房支持力度增加

2021年6月29日，国家发改委发布的《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》（发改投资[2021]958号），明确将保障性租赁住房纳入 REITs 试点范围，在拓宽 REITs 标的资产领域的同时，有利于盘活租赁住房建设企业的资金，为保障性租赁住房的建设和发展提供了新的融资渠道。此后，浙江、广东、吉林、海南、山东、上海等全国多地均出台相应的配套政策，鼓励、支持保障性租赁住房项目开展基础设施不动产投资信托基金（REITs）试点，指出利用好基础设施 REITs 工具为保障性租赁住房的发展提供资金支持。

表 7：保障性租赁住房+基础设施公募 REITs 政策

发布时间	发布机构	文件	主要内容
2021.06.29	国家发改委	《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》	增加保障性租赁住房（包括各直辖市及人口净流入大城市的保障性住房项目）。
2021.07.26	厦门市人民政府办公厅	《关于加快发展保障性租赁住房的意见》	支持保障性租赁住房建设、改造、运营企业发行不动产投资信托基金（REITs）融资。
2021.09.27	云南省住房和城乡建设厅	《云南省关于加快发展保障性租赁住房的实施意见（征求意见稿）》	明确了目标任务、重点发展城市、对象标准等，支持 REITs 融资试点。
2021.10.29	浙江省人民政府办公厅	《浙江省人民政府办公厅关于加快发展保障性租赁住房的指导意见》	明确了目标任务（全省建设筹集保障性租赁住房 120 万套）、重点范围支持政策等，支持符合条件的保障性租赁住房项目申报基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点。
2021.11.02	广东省人民政府办公厅	《广东省人民政府办公厅关于加快发展保障性租赁住房的实施意见》	“十四五”期间完成 129.7 万套（间），目前已开始实施三年专项行动，2021—2023 年将筹建约 86 万套（间），基本满足重点城市住房需求。截至 10 月底，全省已筹集建设 18.56 万套（间），完成 2021 年度目标任务占比为 83.5%。积极支持保障性租赁住房项目开展基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点。
2021.11.04	吉林省人民政府办公厅	《吉林省人民政府办公厅关于加快发展保障性租赁住房工作的实施意见（征求意见稿）》	明确了目标任务，发展重点等，鼓励保障性租赁住房项目申报基础设施领域不动产投资信托基金和房地产投资信托基金（REITs）试点
2021.11.05	珠海市人民政府办公室	《关于印发珠海市加快发展保障性租赁住房实施意见的通知》	“十四五”期间，全市新增筹集建设保障性租赁住房不少于 1.5 万套，2021-2023 年，全市新增筹集建设保障性租赁住房不少于 1 万，鼓励支持有能力、具备条件的企业单位申请开展房地产投资信托基金（REITs）试点。
2021.11.09	杭州市人民政府办公厅	《杭州市加快发展保障性租赁住房实施方案》	“十四五”期间，将发展保障性租赁住房作为住房建设的重点任务，力争建设筹集保障性租赁住房 33 万套（间），支持符合条件的保障性租赁住房项目申报基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点。
2021.11.12	海南省住房和城乡建设厅	《关于加快发展保障性租赁住房的实施意见（征求意见稿）》	明确了目标任务，发展重点等，支持在保障性租赁住房领域发展房地产投资信托基金（REITs），鼓励不同主体通过多种方式整合规模较小的保障性租赁住房项目资产共同组建适度规模的 REITs 资产包，按照规范程序推动上市。
2021.11.16	山东省人民政府办公厅	《山东省人民政府办公厅关于加快发展保障性租赁住房的实施意见》	指出因地制宜发展保障性租赁住房，健全保障性住房制度，积极推动保障性租赁住房基础设施不动产投资信托基金（REITs）试点。
2021.11.23	上海市人民政府办公厅	《关于加快发展本市保障性租赁住房的实施意见》	“十四五”期间，上海计划新增建设筹措保障性租赁住房 47 万套（间）以上，2021-2022 年完成 24 万套（间）。试点推进以保障性租赁住房为基础资产的基础设施不动产投资信托基金。

资料来源：，国家发改委官网，各地方政府官网，光大证券研究所整理

以上海市为例，2021年11月23日，上海市发布《关于加快发展本市保障性租赁住房的实施意见》，意见指出要多种措施并举强化对保障性租赁住房的资金支持，在进一步用好地方政府专项债和持续用好企业债券的同时，创新用好基础设施 REITs 工具：在确保保障性租赁住房资产安全和规范运行的前提下，试点推进以保障性租赁住房为基础资产的基础设施不动产投资信托

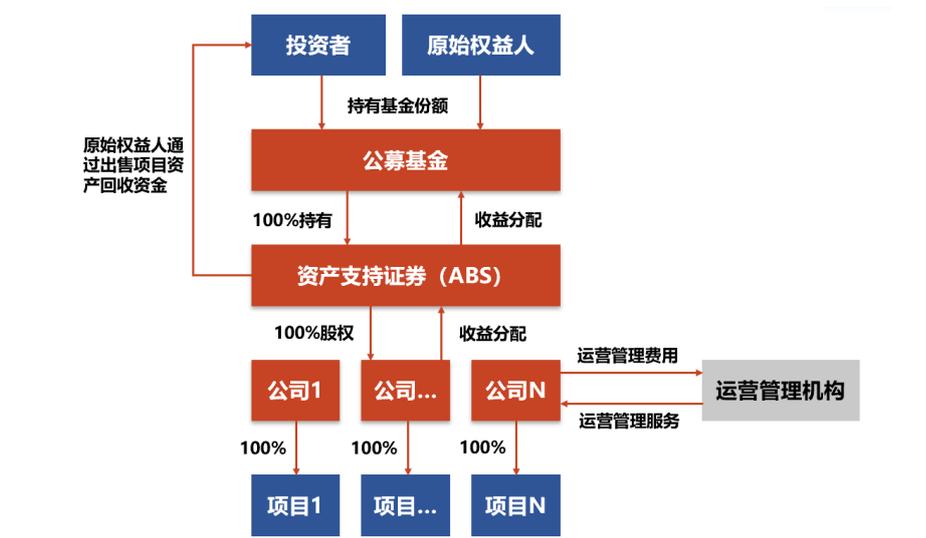
基金（REITs）。这是继 958 号文及多地区发布鼓励、支持保障性租赁住房 REITs 政策后，一线城市首次出台相关政策，表明基础设施 REITs 对保障性租赁住房的支持进入加速发展阶段。

## 2.2、公募 REITs 对保障性租赁住房的支持更充分

基础设施公募 REITs 对于基建行业投融资模式具有重要意义，其本质上是一种权益类融资工具，能够降低企业整体杠杆率水平，盘活存量资产，形成存量资产和新增投资的良性循环。

基础设施公募 REITs 采用“公募基金+ABS”双层架构：基础设施资产支持证券（ABS）等特殊目的载体持有基础设施项目，公募基金通过持有资产支持证券全部份额而持有基础设施项目公司全部股权，从而取得基础设施项目完全所有权或经营权利。原始权益人通过出售项目公司股权实现资金的回收，降低杠杆率，提升周转率，同时可利用回收的资金进行再投资，实现良性循环。

图 5：基建公募 REITs 原始权益人通过出售资产回收资金



资料来源：上交所，光大证券研究所绘制

我国首批基础设施公募 REITs 产品于 2021 年 6 月 21 日上市，募资总规模达 314 亿元，多数溢价发行，为相关基础设施原始权益人提供了充足的回收资金，也为各类基础设施公募 REITs 涵盖的资产提供了良好的示范：租赁住房建设和运营企业可以通过将运营良好的优质保障性租赁住房资产，在基础设施公募 REITs 市场上市实现良性退出和资金回收。

表 8：首批上市的 9 只基础设施公募 REITs 多溢价发行

交易所	基金名称	基础资产估值 (亿元)	杠杆融资 (亿元)	发行份额 (亿份)	标准单价 (元)	最终认购价 (元)	最终认购价的 溢价率	最终募集规模 (亿元)
上交所	华安张江光大园封闭式基础设施证券投资基金	14.70	0	5.00	2.94	2.99	1.70%	14.95
	浙商证券沪杭甬杭徽高速封闭式基础设施证券投资基金	45.63	5.00	5.00	8.13	8.72	7.31%	43.60
	富国首创水务封闭式基础设施证券投资基金	17.46	0	5.00	3.49	3.70	5.96%	18.50

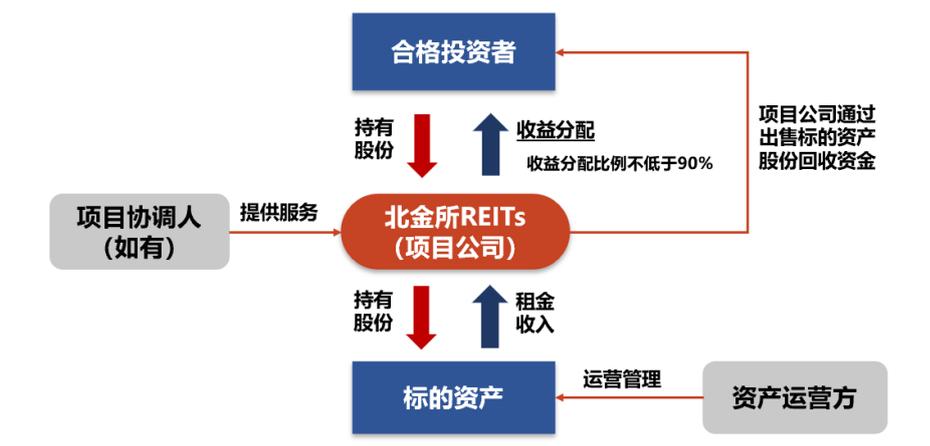
	东吴苏州工业园区产业园封闭式基础设施证券投资基金	33.50	0	9.00	3.72	3.88	4.24%	34.92
	中金普洛斯仓储物流封闭式基础设施证券投资基金	53.46	0	15.00	3.56	3.89	9.15%	58.35
深交所	博时招商蛇口产业园封闭式基础设施证券投资基金	25.28	3.00	9.00	2.48	2.31	-6.69%	20.79
	平安广州交投广河高速公路封闭式基础设施证券投资基金	96.74	10.00	7.00	12.39	13.02	5.07%	91.14
	红土创新盐田港仓储物流封闭式基础设施证券投资基金	17.05	0	8	2.13	2.30	7.92%	18.40
	中航首钢生物质封闭式基础设施证券投资基金	12.49	0	1.00	12.49	13.38	7.13%	13.38

资料来源：各 REITs 基金招募说明书，询价公告，光大证券研究所整理

注：标准单价=（基础资产估值-杠杆融资）/发行份额；最终认购价的溢价率=[（最终认购价\*发行份额）/（基础资产估值-杠杆融资）]-1；折溢价上（下）限=（询价上（下）限\*发行份额）/（资产估值-杠杆融资）

在基础设施公募 REITs 正式出现之前，北京金融资产交易所已于 2020 年 1 月 17 日发布《关于发布北京金融资产交易所住房租赁企业股权交易服务配套制度的通知》，推出住房租赁企业股权交易服务，发布实施相关配套制度。2020 年 7 月 1 日，由建行担任项目协调人的国内首批住房租赁企业股权交易服务试点项目——北京建信瑞居物业服务有限公司完成股权转让，标志着我国住房租赁 REITs 正式起航。

图 6：北金所版 REITs 中项目公司通过出售标的资产股份回收资金



资料来源：北金所，光大证券研究所绘制

基础设施公募 REITs 与北金所 REITs 虽然均可为保障性租赁住房项目企业提供权益型融资，但前者在多方面均优于后者，尤其在融资资金来源和资金吸引力方面，基础设施公募 REITs 具有显著优势：

- 1) 资金来源方面，基础设施公募 REITs 属于契约型公募基金，可以吸收公众资金，无人数量限制，资金规模可大幅扩充；而北金所 REITs 属于私募基金，且结构为公司制，投资者数量受公司法限制，资金规模较为有限。
- 2) 资金吸引力方面，基础设施公募 REITs 在上交所和深交所上市，平台大、投资者众多，资产流动性高，对投资者吸引力强；而北金所 REITs 在北京金融资产交易所交易，参与交易的投资者数量较少，资产流动性较差，对投资者吸引力较低。

表 9：基础设施公募 REITs 和北金所 REITs 比较

项目	基础设施公募 REITs	北金所 REITs
产品结构	契约型，公募基金+ABS 双层结构	公司制，架构简洁
投资者数量（资金来源）	封闭式公募基金，无人数量限制	私募基金，数量受公司法限制
募集资金用途	部分投资基础设施资产（包括仓储物流、收费公路、机场港口等交通设施，水电气热等市政设施，产业园区，租赁住房等其他基础设施）	目前仅限投资住房租赁资产
负债率	借入外债总额不得超过基金净资产的 20%，且基金总资产不得超过基金净资产的 140%	原则上不超过 80%
收益分配	基金年度可供分配金额的 90%以上用于收益分配	全部收益 90%以上定期分配给住房租赁企业股东
交易平台（资金吸引力）	上交所和深交所	北金所
申报材料	须各中介机构出具专业报告	不强制要求中介机构出具报告
主导部门	基础设施公募 REITs 由发改委、证监会层面出台正式文件指导，由上交所、深交所实施	北金所层面出台文件，而北金所受央行指导，故文件效力等级、适用性等方面相对偏弱
是否可扩募	基础设施公募 REITs 的扩募，可以向原基础设施基金持有人配售份额，也可以向不特定对象或特定对象发售	-

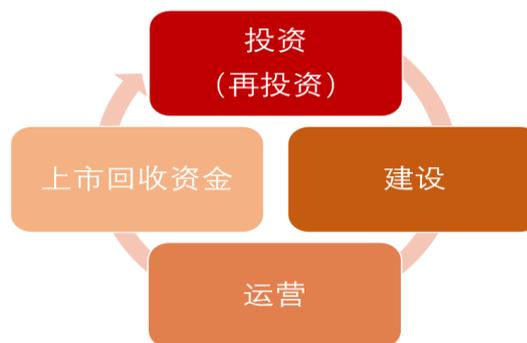
资料来源：北金所，证监会，上交所，深交所，光大证券研究所整理

### 2.3、 公募 REITs 促进保障性租赁住房项目良性循环

保障性租赁住房与传统商品房开发最大的区别在于，保障性租赁住房是通过建成后出租的租金收入来回收成本，具有周期长、风险大、回报率偏低的特点，而商品房开发可以通过销售环节回收期初投资，实现快速回款和高周转。虽然国办发[2021]22 号文在土地、审批、补助、财税、水电气价、银行贷款等方面均提供支持，但在资金回收环节，仍无法克服租赁性住房缺乏吸引力的本质——回收期过长问题。

基础设施公募 REITs 能有效解决保障性租赁住房项目资本回收期过长问题：通过使优质的保障性租赁住房项目在基础设施公募 REITs 市场上市、取得权益性质的资金，投资方能够实现期初投资及相应回报的快速回收，从而有动力进行新的保障性租赁住房项目投资，实现“投资—建设—运营—上市回收资金—再投资”的良性循环。保障性租赁住房与 REITs 相结合，解决了前者项目资本回收期过长的的问题，提供了退出渠道和大规模低成本资金（权益资金），提升了保障性租赁住房项目的吸引力；同时，其能够增加社会资本的参与热情，促进保障性租赁住房市场的加速发展。

图 7：“投资-建设-运营-上市回收资金-再投资”循环



资料来源：光大证券研究所绘制

### 3、保障房：装配式及绿色建筑的重大机遇

#### 3.1、提前交付创造时间价值

据住建部 2016 年发布的《装配式建筑工程消耗量定额》，装配式建造方式相较传统现浇方式，可节约 5%-30%的工期。保障性租赁住房采用装配式建造方式节约的工期可用于出租获得租金收益，从而抵补部分增量建造成本。

表 10：装配式建筑方式可节约 5%-30%工期

测算内容		造价上涨 (%)	人工用量下降 (%)	工期提前 (%)
装配式 PC 建筑对传统建筑	PC 率 20%	6-8	10	5
	PC 率 30%	10-12	15	10
	PC 率 40%	14-16	20	15
	PC 率 50%	18-22	25	20
装配式钢结构建筑对比传统建筑		30-35	30	30

资料来源：《装配式建筑工程消耗量定额》住建部 2016 年，光大证券研究所

当前住宅建筑结构部分的施工周期通常在 1-1.5 年，我们按照节约 20%的工期测算，则可节约 2.4-3.6 个月的工期，我们取均值 3 个月；通常情况下，100 套精装房传统装修工期至少 6 个月，装配式装修仅需 3 个月，同时后者较前者还可节约 3 个月左右的通风散味时间，即装配式装修总计可节约 6 个月左右的时间；综合结构部分与装修部分，预计装配式较传统建造方式共可节约 9 个月左右的时间。

2021 年 7 月公布的国办发[2021]22 号文，明确提出保障性租赁住房“租金低于同地段同品质市场租赁住房租金”，之后各地政府陆续出台相关政策文件对保障性租赁住房的租金进行了一定限制，绝大部分限定在市场租金的 70%-90%之间。考虑到一线城市的市场租金与新一线、二线存在一定差异<sup>4</sup>，我们假定悲观、中性、乐观情景下保障性租赁住房的月均租金分别为 30 元/平米、40 元/平米和 50 元/平米。则三种情景下，节约的时间预计将分别带来 270 元/平米、360 元/平米和 450 元/平米的额外租金收益，占传统建安造价(含装修)的比重分别为 9%、12%和 15%。

考虑到通常情况下，市场租金低的城市，其保障性租赁住房的建造成本也较低；市场租金高的城市，其建造成本也相应较高。故三种假设情景下，工期缩短带来的额外租金收益相应地抵补了部分装配式建造方式带来的增量成本，带来一定的经济效益。

表 11：装配式提前交付创造时间价值

	悲观	中性	乐观
租金单价 (元/平米/月)	30	40	50
节约时间--结构部分 (月)	3	3	3
节约时间--装修部分 (月)	6	6	6
节约总时间 (月)	9	9	9
时间价值 (元)	270 (=30*9)	360 (=40*9)	450 (=50*9)

<sup>4</sup> 根据“城市房产网”数据，2021 年 11 月北上深的月均租金价格在 90-110 元/平米不等，杭州、广州、南京、厦门、三亚等热门城市月均租金在 50-70 元/平米不等，其他城市月均租金价格在 20-40 元/平米不等，同时考虑到多地政府规定保障性租赁住房的租金为市价的 7-9 折，因此假定中性情况下全国保障性租赁住房的月均租金为 40 元/平米。

传统建安造价（含装修）（元）	3000 <sup>5</sup>	3000	3000
时间价值/传统建安造价（含装修）	9%	12%	15%

资料来源：光大证券研究所测算

表 12：多地政府规定保障性租赁住房租金为市场租金的 70%-90%

类别	城市	租金规定
一线城市	北京	租金低于同地段同品质市场租赁住房租金。
	上海	同地段、同品质市场租赁住房租金的九折以下。
	广州	同地段市场租赁住房租金标准的 50%至 70%。
	深圳	租金标准按照相关规定执行，年度租金涨幅不超过 5%。
新一线城市	杭州	不高于同地段同品质市场租赁住房评估租金的 70%。
	武汉	不高于市场租金的 85%。
	南京	不高于评估租金的九折。
	成都	根据不同类型保障性租赁住房，确定为市场租金的 75%或 90%。
	苏州	价格上限为周边商品房均价的 10%。
	西安	不高于同地段、同品质的市场租赁住房评估租金的 90%。
部分二线城市	郑州	不高于同地段市场租金的 70%。
	福州	第一年为市场租金标准的 30%，第二年 50%，第三年 70%。
	宁波	不高于同地段同品质项目市场平均租金的 85%。
	温州	不高于市场租赁住房租金的 80%。
	合肥	根据市场供需情况同比例调整，年涨幅不超过 5%。
	青岛	不高于同区域住房租金的 80%。
	济南	不高于同地段同品质市场租金的 90%。
	长沙	按照周边同类房源租金标准的 40%-50%进行差异化收取。
沈阳	不高于项目所在区域租金指导价格的 90%。	
长春	不得高于同地段同品质市场租赁住房评估租金的 90%。	

资料来源：各地方政府官网，中国建设新闻网，搜狐网，光大证券研究所

### 3.2、政策主导，经济性并非优先考虑事项

#### ■ 成本因素是目前装配式建筑及绿色建筑推广的核心制约

**成本因素限制装配式建筑大规模推广。**平均成本方面，钢结构>PC 结构>传统现浇结构。据住建部住宅产业化促进中心测算，现浇混凝土房屋造价约 2,000 元/平米；据住建部 2016 年发布的《装配式建筑工程消耗量定额》，PC 结构小高层住宅、高层住宅（装配率 20%-60%）平均造价分别为 2,151、2,416 元/平米，分别较现浇造价高 7.6%、20.8%，钢结构高层住宅平均造价为 2,777 元/平米，较 PC 结构高层住宅高约 8.5%-24.5%，成本因素限制了装配式建筑的大规模推广。

我们认为，随着人工成本的提升，装配式建筑的建造成本与传统现浇建筑的建造成本之间的差距在缩小，因此未来成本因素的影响将逐步减弱；不过，预制化率越高，造价越贵是目前依然存在的现象。

表 13：每平米装配式住宅投资造价估算（元/平方米）

建筑种类	PC 率	建安费用	其他费用	预备费	合计
------	------	------	------	-----	----

<sup>5</sup> 传统建安造价（含装修）根据经验数据，假定为 3000 元，其中 2000 元为结构部分成本，1000 元为装修部分成本。

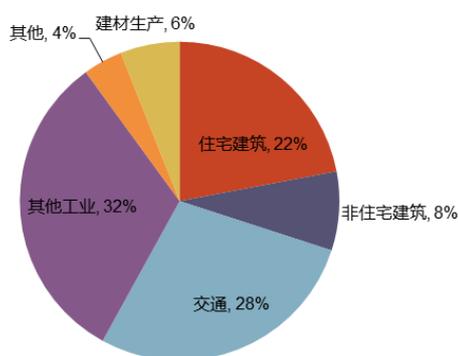
现浇住宅平均	0%	/	/	/	2,000
PC 结构小高层住宅	20%	1,692	199	100	1,991
	40%	1,813	213	107	2,133
	50%	1,874	221	110	2,205
	60%	1,935	228	114	2,277
PC 结构高层住宅	20%	1,896	223	112	2,231
	40%	2,037	240	120	2,397
	50%	2,106	248	124	2,478
	60%	2,175	256	128	2,559
钢结构高层住宅	>80%	2,360	278	139	2,777

资料来源：《装配式建筑工程消耗量定额》住建部 2016 年，光大证券研究所

■ 装配式及绿色建筑行业的发展离不开国家政策的驱动。

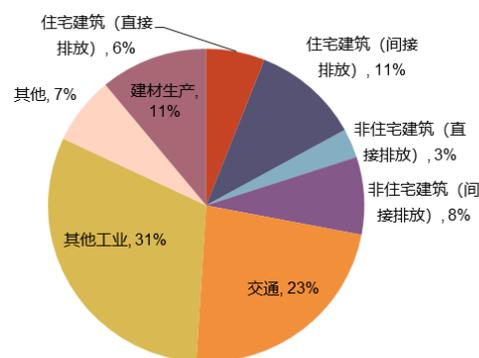
“双碳”背景下绿色建筑是实现建筑领域节能减排的重要方式。建筑业<sup>6</sup>是世界上最大的能源消耗及最主要的温室气体排放行业之一，根据国际能源署（IEA）统计，2018 年建筑领域能耗占全球最终能耗的 35% 以上，近 40% 的碳排放来自建筑领域。在我国“碳达峰-碳中和”的背景下，建筑业的节能减排稳步推进，绿色建筑是其重要的实现方式。

图 8：2018 年全球建筑领域终端能耗占比



资料来源：国际能源署（IEA），光大证券研究所

图 9：2018 年全球建筑领域二氧化碳排放占比



资料来源：国际能源署（IEA），光大证券研究所  
注：间接排放指发电和商业供热产生的排放

绿色建筑多采用装配式的建造方式。与传统混凝土建筑相比，装配式建筑是一种低能耗、低排放的建筑形式，指的是用预制部件在建造现场装配而成的建筑，其采用标准化设计、工厂化生产、装配化施工、一体化装修、信息化管理、智能化应用，把传统建造方式中的大量现场作业工作转移到工厂进行，符合绿色建筑理念，是绿色建筑的重要实现方式。

在财政部联合住建部发布的《绿色建筑和绿色建材政府采购基本要求》中，率先明确“应采用装配式、智能化等精益施工的新型建筑工业化建造方式”。2020 年 7 月，住建部联合多部委发布《绿色建筑创建行动方案》，提出到 2022 年当年城镇新建建筑中绿色建筑面积占比达到 70%，装配化建造方式占比稳步提升。

<sup>6</sup> 这里的建筑业是广义范畴，指的是包括建材生产、运输等环节在内的全生命周期建筑建造过程。

2021 年以来，多地政府出台新的土拍政策，对“竞品质”地块，要求实行绿色、装配式的建造方式。

### 中央政策层面鼓励装配式及绿色建筑行业发展

- 1) 国务院于 2016、2017 年均提出我国力争用 10 年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%，明确了渗透率方面的目标。
- 2) 住建部于 2018 年起实施《装配式建筑评价标准》，提高了前期装配式建筑预制化率的考核。
- 3) 住建部于 2019 年提出开展钢结构装配式住宅建设试点，在试点地区保障性住房、装配式住宅建设等场景中，明确一定比例的项目采用钢结构建造方式，首次确认“钢结构+住宅”方向。
- 4) 住建部等多部委于 2020 年发布《绿色建筑创建行动方案》，提出到 2022 年当年城镇新建建筑中绿色建筑面积占比达到 70%，装配化建造方式占比稳步提升。《方案》明确了国家政策导向，在绿色建筑中推广装配化建造方式，大力发展钢结构等装配式建筑，新建公共建筑原则上采用钢结构。
- 5) 2021 年中办、国办联合发布的《关于推动城乡建设绿色发展的意见》指出，要大力发展装配式建筑，重点推动钢结构装配式住宅建设，从最高层面再次明确了装配式及钢结构是建筑业未来的发展方向。

表 14：中央层面出台的装配式行业核心政策

发布时间	发布机构	文件	政策内容
2016.09.30	国务院办公厅	《国务院办公厅关于大力发展装配式建筑的指导意见》	力争用 10 年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%。
2017.02.24	国务院办公厅	《关于促进建筑业持续健康发展的意见》	力争用 10 年左右的时间，使装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%。
2017.12.12	住房和城乡建设部	《装配式建筑评价标准》	自 2018 年 2 月 1 日起实施国家标准《装配式建筑评价标准》，编号为 GB/T51129-2017
2019.03.27	住房和城乡建设部	《关于印发住房和城乡建设部建筑市场监管司 2019 年工作要点的通知》	开展钢结构装配式住宅建设试点。在试点地区保障性住房、装配式住宅建设和农村危房改造、易地扶贫搬迁中，明确一定比例的工程项目采用钢结构装配式建造方式，跟踪试点项目推进情况，完善相关配套政策，推动建立成熟的钢结构装配式住宅建设体系。
2020.07.15	住房和城乡建设部等多部委	《绿色建筑创建行动方案》	到 2022 年当年城镇新建建筑中绿色建筑面积占比达到 70%；装配化建造方式占比稳步提升。推广装配化建造方式。大力发展钢结构等装配式建筑，新建公共建筑原则上采用钢结构。编制钢结构装配式住宅常用构件尺寸指南，强化设计要求，规范构件选型，提高装配式建筑构件标准化水平。推动装配式装修。
2021.10.21	中央办公厅、国务院办公厅	《关于推动城乡建设绿色发展的意见》	大力发展装配式建筑，重点推动钢结构装配式住宅建设，不断提升构件标准化水平，推动形成完整产业链，推动智能建造和建筑工业化协同发展。

资料来源：各政府机构官网，光大证券研究所整理

过去数年，尽管装配式 PC 结构及钢结构成本高于传统现浇结构，但仍迎来快速发展，核心原因在于政策支持。相较于房地产开发商将经济效益作为首要考虑因素，中央及地方政府在主导相关项目时，更加注重契合宏观政策导向，将相关政策规定作为首要考虑要素，而将经济效益放在次要位置。

因此，政府主导新建的保障性生活住房（包括保障性租赁住房、公租房、共有产权房等）、公共建筑等项目，将倾向于尽可能提高其中的绿色建筑及装配式建筑占比，这将为绿色建筑及装配式建筑行业带来新的增量空间。关于绿色建筑部分，我们

后续会出专门的报告对其进行重点论述，本报告重点讨论保障性租赁住房对装配式建筑行业的影响。

■ 仅保障性租赁住房一项，便可为装配式行业带来可观增长

与传统混凝土建筑相比，装配式建筑是一种低能耗、低碳排放的建筑形式，在“双碳”背景下，符合绿色建筑的理念，是建筑业未来的发展方向。中办、国办、住建部等出台多项政策，明确装配式是建筑业未来的发展方向。各地方政府也陆续出台相关政策鼓励、支持装配式建筑的发展，明确“十四五”期间新建建筑中装配式建筑的比例。

**保障性租赁住房为政府主导类项目，将为装配式建筑行业带来新的成长空间。**前文我们测算“十四五”期间国内新增保障性租赁住房或超 800 万套（间），而保障性租赁住房通常为政府主导类项目（该类项目以契合政府宏观政策方向为主），当前中央和各地方政府均规定了新建建筑中装配式建筑的占比（绝大部分在 30%-40%之间），考虑到保障性租赁住房为政府主导类项目，倾向于尽可能提高装配式建筑的占比，我们取 60%作为基准值，假定悲观、中性、乐观情景下的渗透率分别为 50%、60%、70%，则“十四五”期间新增的以装配式方式建造的保障性租赁住房总套（间）数分别为 405 万套（间）、485 万套（间）、566 万套（间），为装配式建筑行业带来新的成长空间。

表 15：地方陆续出台相关政策鼓励、支持装配式建筑发展

发布时间	发布机构	政策文件	政策内容
2017.03.17	陕西省人民政府办公厅	《关于大力发展装配式建筑的实施意见》	装配式建筑占新建建筑的比例，2025 年全省达到 30%以上。
2017.04.25	宁夏回族自治区人民政府办公厅	《关于大力发展装配式建筑的实施意见》	到 2025 年，全区装配式建筑占同期新建建筑的比例达到 25%。
2017.06.14	山西省人民政府办公厅	《关于大力发展装配式建筑的实施意见》	自 2021 年起，装配式建筑占新建建筑面积的比例每年提高 3 个百分点以上，到 2025 年底，装配式建筑成为我省主要建造方式之一，装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%以上。
2017.07.20	吉林省人民政府办公厅	《关于大力发展装配式建筑的实施意见》	到 2025 年，全省装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%以上。
2017.08.11	甘肃省人民政府办公厅	《关于大力发展装配式建筑的实施意见》	到 2025 年，力争装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%以上。
2017.09.15	辽宁省人民政府办公厅	《关于大力发展装配式建筑的实施意见》	到 2025 年底，全省装配式建筑占新建建筑面积比例力争达到 35%以上。
2017.10.12	贵州省人民政府办公厅	《关于大力发展装配式建筑的实施意见》	2021—2023 年，全省装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 20%以上；力争到 2025 年底，全省装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%。
2017.11.13	西藏自治区人民政府办公厅	《关于促进建筑业持续健康发展的实施意见》	“十四五”期间，相关项目审批部门要确保国家投资项目中装配式建筑占同期新建建筑面积的比例不低于 30%。
2017.12.07	河南省人民政府办公厅	《关于大力发展装配式建筑的实施意见》	到 2025 年年底，全省装配式建筑占新建建筑面积的比例力争达到 40%。
2019.08.20	四川省人民政府办公厅	《关于推动四川建筑业高质量发展的实施意见》	到 2022 年，新开工装配式建筑占新建建筑 30%。
2019.12.24	重庆市住建委	《重庆市关于加快发展装配式建筑促进建筑产业现代化的通知》	从 2020 年起，主城各区每年在建设项目供地面积总量中实施装配式建筑的面积比例不低于 30%（其中两江新区不低于 50%），并逐年增长 5%，装配率应满足我市相关规定。
2020.04.09	安徽省人民政府办公厅	《关于促进装配式建筑产业发展的意见》	到 2025 年，装配式建筑占到新建建筑面积的 30%。
2020.11.11	江西省人民政府办公厅	《关于促进建筑业转型升级高质量发展的意见》	到 2022 年，装配式建筑新开工面积占新建建筑总面积的比例突破 30%；到 2025 年，装配式建筑新开工面积占新建建筑总面积的比例力争达到 40%。
2021.04.26	四川省住建厅	《提升装配式建筑发展质量五年行动方案》	到 2025 年，全省新开工装配式建筑占新建建筑 40%，装配式建筑单体建筑装配率不低于 50%。
2021.04.29	天津市住建委	《天津市绿色建筑发展“十四五”规划》	装配式建筑普及推广，全市范围内国有建设用地新建居住建筑和公共建筑全部实施装配式建筑
2021.05.11	浙江省人民政府办公厅	《关于推动浙江建筑业改革创新高质量发展的实施意见》	到 2025 年，装配式建筑占新建建筑比重达到 35%以上，钢结构建筑占装配式建筑比重达到 40%以上。加强装配化装修在商品住房中的应用，推动装配化装修和钢结构等装配式建筑深度融合。
2021.06.21	黑龙江省住建厅	《关于加快推进装配式建筑发展若干政策措施的通知》	力争全省装配式建筑在“十四五”期末占城镇新建建筑面积比例达到 30%。
2021.07.16	海南省住建厅	《海南省绿色建筑（装配式建筑）“十四	到 2025 年末，装配式建筑占新建建筑比例大于 80%；建成国家级装配式建筑示

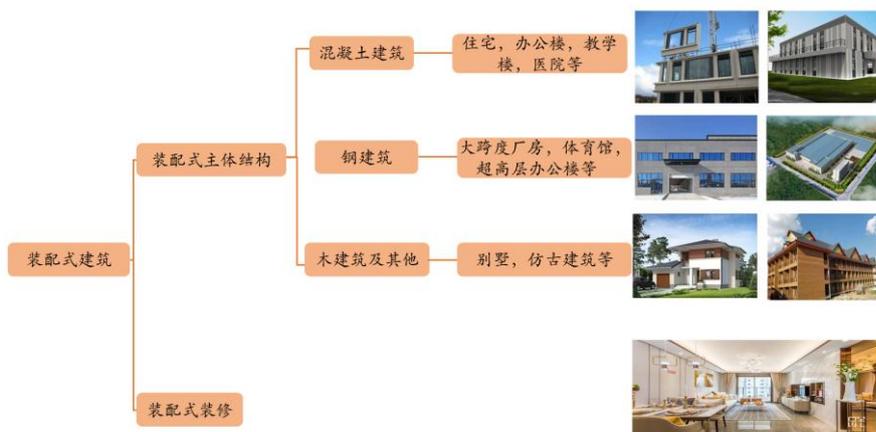
		“五”规划（2021-2025）	范城市 2 个。
2021.07.20	江苏省住建厅	《江苏省“十四五”绿色建筑高质量发展规划》	到 2025 年，装配式建筑占同期新开工建筑面积比例达到 50%，装配化装修建筑占同期新开工成品住房面积比例达到 30%。
2021.09.09	内蒙古自治区人民政府办公厅	《关于促进新型建筑工业化绿色发展的实施意见》	2023 年起，政府投资工程项目原则上均采用装配式建筑，并逐年提高装配率；到 2025 年，全区装配式建筑占当年新建建筑面积比例力争达到 30%以上。力争到 2025 年，盟市中心城区商品房装配式装修率达到 30%以上，旗县（市、区）商品房装配式装修率达到 15%以上。
2021.09.16	河北省住建厅	《河北省城镇住房发展“十四五”规划》	新建装配式建筑占当年新建建筑比例达到 30%，在新建住房中的比例稳步提升。
2021.09.21	湖北省住建厅	《关于推动新型建筑工业化与智能建造发展的实施意见》	到 2025 年，全省新建装配式建筑占新建建筑面积达到 30%以上，其中，武汉市达到 50%以上，襄阳市、宜昌市及其他被认定的国家范例城市达到 40%以上。
2021.10.19	福建省住建厅	《关于加快推动新型建筑工业化发展的实施意见》	到 2025 年，全省实现装配式建筑占新建建筑的建筑面积比例达到 35%以上，其中，福州、厦门、泉州、漳州地区发挥示范作用，扩大推广区域，向所辖县区延伸，到 2025 年装配式建筑占新建建筑比例不低于 40%（福州城区不低于 50%）。
2021.10.20	新疆维吾尔自治区住建厅	《关于进一步推进自治区装配式建筑发展的若干意见》	2025 年，全区装配式建筑占新建建筑面积的比例达到 30%。
2021.11.08	广西壮族自治区人民政府	《广西新型城镇化规划（2021—2035 年）》	到 2025 年，全区装配式建筑项目建筑面积占新建建筑面积的比例达到 30%以上。
2021.11.22	云南省住建厅	《云南省绿色装配式建筑产业发展“十四五”规划》	到 2025 年，力争城镇装配式建筑和采用装配式技术体系的建筑占新开工建筑面积比重达到 30%，其中昆明市力争达到 40%。

资料来源：各地方政府官网，光大证券研究所整理

### 3.3、保障性租赁住房对装配式行业增量贡献测算

装配式建筑按照其建造内容分为装配式主体结构和装配式装修两大部分。其中装配式主体结构以建筑结构材料分为装配式混凝土建筑（装配式 PC 建筑）、装配式钢结构建筑和装配式木结构建筑三个体系。

图 10：装配式建筑按照其建造内容分为装配式主体结构和装配式装修两大部分



资料来源：住建部，品宅装饰科技官网，光大证券研究所

#### ■ 装配式 PC 建筑成本低于钢结构建筑，是当前我国装配式建筑的主流。

装配式建筑结构主要分别为预制混凝土结构、钢结构和木结构，三类结构各具优劣：PC 结构在三类结构中成本最低，抗压强度最高，防火、防腐性能最出色，主要应用于水利工程、桥梁、部分住宅建筑等；钢结构具备工业化程度最高、抗震性能出色、结构灵活、得房率最高等优点，主要应用于大型厂房、展览中心及部分民用建筑等；木结构环保性能出色但造价成本高，应用最少。

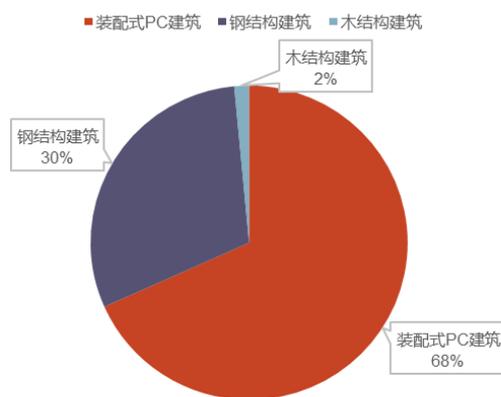
表 16：三类装配式建筑结构对比

	PC 结构	钢结构	木结构
工业化程度	高	最高	高
生态环保性能	较好（主材为二次加工材料）	次之（主材为一次加工材料）	最好（主材为原材料）
工期	较短	最短	最长
抗压强度	最高	较高	低于钢结构
导热系数	较小	最大（可使用保温材料、断桥解决）	最小
主材自身防火性能	好	较差（通过防火材料包裹解决）	差（通过防火材料包裹解决）
主材自身防腐性能	好	较好	差
主材自身防虫性能	较好	最好	差（主要是白蚁）
结构抗震性能	一般（7 度）	很好（9 度）	很好（9 度）
结构隔音性能	较好（通过多层复合墙）	较好（通过多层复合墙）	较好（通过多层复合墙）
结构主材资源	丰富	丰富	少
建造成本	最低	较高	最高
适应建筑类型	别墅、多层、高层	别墅、多层、高层	三层及以下建筑
应用情况	水利工程、桥梁、部分住宅建筑	大型厂房、展览中心；部分民用建筑，如学校、民宿、保障性住房等	少量住宅类建筑

资料来源：预制建筑网，中机院，装配式建筑网，光大证券研究所整理

装配式 PC 结构现阶段仍是主流。据住建部发布的关于 2020 年度全国装配式建筑发展情况的通报，2020 年我国新开工装配式混凝土结构建筑 4.3 亿平米，较 2019 年增长 59.3%，占新开工装配式建筑的比例为 68.3%，是当前我国装配式建筑的主流；新开工装配式钢结构建筑 1.9 亿平米，较 2019 年增长 46%，占新开工装配式建筑的比例为 30.2%。

图 11：2020 年装配式 PC 建筑面积占比 68%，是当前我国装配式建筑的主流



资料来源：住建部，光大证券研究所

■ 钢结构建筑是政府鼓励方向，后续占比或将大幅提升。

装配式钢结构建筑具有自重轻、工业化程度高、生态环保性能高、工期短便于运输、改造相对容易、可回收、抗震性能好等方面的优势，其全生命周期的碳排放低于装配式混凝土建筑及传统现浇建筑，综合性能优异，在“双碳”背景下，得到中央和各地方政府的大力支持。

2019年3月27日，住建部发布《关于印发住房和城乡建设部建筑市场监管司2019年工作要点的通知》，首次提出“开展钢结构装配式住宅建设试点”，明确在试点地区的保障性住房、装配式住宅建设和农村危房改造、易地扶贫搬迁中，一定比例的工程项目采用钢结构装配式建造方式，具有重要指导意义，钢结构在住宅领域的渗透率开始提升。中办、国办于2021年10月21日发布的《关于推动城乡建设绿色发展的意见》再次确认了“钢结构+住宅”方向，明确提出“大力发展装配式建筑，重点推动钢结构装配式住宅建设”，在最高层级确认了钢结构建筑是建筑业未来的发展方向。

钢结构建筑之前由于成本高于装配式PC结构，而更多地被应用于公共建筑领域，近两年来，住建部、中办国办相继出台相关政策，明确重点推动钢结构装配式住宅建设，我们认为获得政策大力支持的钢结构能够加快推广，加速提升在住宅领域的渗透率。

表 17：中央和多地出台政策鼓励、支持新建建筑采用钢结构建造方式

发布时间	发布机构	文件	政策内容
2019.03.27	住房和城乡建设部	《关于印发住房和城乡建设部建筑市场监管司2019年工作要点的通知》	开展钢结构装配式住宅建设试点。在试点地区保障性住房、装配式住宅建设和农村危房改造、易地扶贫搬迁中，明确一定比例的工程项目采用钢结构装配式建造方式，跟踪试点项目推进情况，完善相关配套政策，推动建立成熟的钢结构装配式住宅建设体系。
2019.12.18	湖南省住房和城乡建设厅	《关于推进我省装配式建筑发展有关工作的通知》	城市规划区范围内建筑高度100米以上的新建住宅和农村统规统建的低多层住宅项目应优先采用钢结构装配式建筑。
2020.03.08	河北住建厅	《河北住建厅发布关于推动钢结构装配式住宅建设的通知》	试点市要在公租房等保障性住房项目中推行钢结构装配式住宅，鼓励房地产开发企业建设钢结构装配式住宅。
2020.07.03	山东省住房和城乡建设厅、山东省发展改革委等	《关于推动钢结构装配式住宅发展的实施意见》	鼓励政府投资或主导的保障性住房、棚户区改造安置住房、周转住房等项目选用钢结构装配式方式建造，相关要求纳入供地方案和土地合同中。
2020.07.15	住房和城乡建设部等部门	《绿色建筑创建行动方案》	推广装配化建造方式。大力发展钢结构等装配式建筑，新建公共建筑原则上采用钢结构。编制钢结构装配式住宅常用构件尺寸指南，强化设计要求，规范构件选型，提高装配式建筑构配件标准化水平。推动装配式装修。
2021.02.04	九江市住建局	《2021年全市住房和城乡建设工作会议》	强化政策支持，逐步开展钢结构建筑试点，稳步推进钢结构装配式建筑在公租房、棚改安置房、易地扶贫搬迁、新农村建设、农村危房改造及商品房等住宅项目中的应用。
2021.05.08	浙江省发改委	《浙江省住房和城乡建设“十四五”规划》	稳步提高装配式混凝土结构、装配式钢结构、装配式木结构集成化水平。大力发展钢结构装配式建筑，积极稳妥推进钢结构装配式住宅试点，鼓励培育钢结构龙头企业，推动钢结构建筑全产业链发展。装配式建筑占新建建筑比重达到35%以上，钢结构建筑占装配式建筑比重达到40%以上。
2021.10.21	中央办公厅、国务院办公厅	《关于推动城乡建设绿色发展的意见》	大力发展装配式建筑，重点推动钢结构装配式住宅建设，不断提升构件标准化水平，推动形成完整产业链，推动智能建造和建筑工业化协同发展。

资料来源：各政府机构官网，各地方政府官网，光大证券研究所整理

■ 仅保障性租赁住房，可为装配式PC建筑行业、钢结构建筑行业带来约12.5%、24.3%的增量规模。

多地政府政策规定了“十四五”期间新建建筑中装配式建筑和钢结构建筑占比(表14/16)，通常规定的装配式建筑占新建建筑比重在30%-40%之间，其中浙江省规定装配式建筑占新建建筑比重达35%以上，钢结构占装配式比重达40%以上。考虑到保障性租赁住房为政府主导类项目，倾向于尽可能提高装配式建筑的占比，我们假定“十四五”期间悲观、中性、乐观情景下：装配式建筑总体渗透率分别为50%、60%、70%；装配式PC结构占装配式建筑的比重分别为50%、60%和70%；钢结构占装配式建筑的比重分别为30%、40%和50%。

据住建部统计，2019、2020年全国新开工装配式钢结构面积分别为1.3亿平米、1.9亿平米，占新开工装配式建筑总面积4.2亿平米、6.3亿平米的比重分别为

31%、30%；智研咨询数据显示 2016-2018 年装配式钢结构市场规模占同期装配式建筑市场规模的 11.1%、21.4%、22.9%。考虑到 2019 年初住建部首提“钢结构+住宅”后，钢结构市场加速发展，市场规模扩充较快，我们假定“十三五”期间总体装配式钢结构占总体装配式建筑的比重为 25%，则相应地假定总体装配式 PC 建筑占总体装配式建筑的比重为 73%（考虑到木结构建筑 2020 年占比在 2%左右）。

我们按照悲观、中性、乐观三种情景下，不同建筑结构各自的渗透率，分别测算得：“十四五”期间新增保障性租赁住房中装配式 PC 建筑总面积占“十三五”期间累计新开工装配式 PC 建筑总面积的比重分别为 5.2%、12.5%、23.8%；“十四五”期间新增保障性租赁住房中装配式钢结构建筑总面积占“十三五”期间累计新开工装配式钢结构建筑总面积的比重分别为 9.1%、24.3%、49.6%。

中性情景下，政府主导的保障性租赁住房预期在“十四五”期间将分别为装配式 PC 建筑行业、钢结构建筑行业带来约 12.5%、24.3%的增量空间。

**表 18：“十四五”期间保障性租赁住房将为装配式 PC、钢结构行业带来超 12%、24%的增量空间**

	悲观	中性	乐观
总套数 (万套 (间))	809.87	809.87	809.87
套均面积 (平方米) <sup>7</sup>	30	50	70
“十四五”期间新增保障性租赁住房总面积 (万平方米)	24,296.1	40,493.5	56,690.9
“十四五”期间装配式建筑渗透率	50%	60%	70%
“十四五”期间保障性租赁住房中装配式建筑总面积 (万平方米)	12,148.05	24,296.10	39,683.63
“十四五”期间装配式 PC 结构渗透率	50%	60%	70%
<b>“十四五”期间新增保障性租赁住房中装配式 PC 建筑总面积 (万平方米)</b>	<b>6,074.03</b>	<b>14,577.66</b>	<b>27,778.54</b>
“十三五”期间累计新开工装配式 PC 建筑总面积 (万平方米)	116,800 (=160,000*73%)	116,800 (=160,000*73%)	116,800 (=160,000*73%)
<b>“十四五”期间新增保障性租赁住房中装配式 PC 建筑总面积占“十三五”期间累计新开工装配式 PC 建筑总面积的比重</b>	<b>5.20%</b>	<b>12.48%</b>	<b>23.78%</b>
“十四五”期间装配式钢结构结构渗透率	30%	40%	50%
<b>“十四五”期间新增保障性租赁住房中装配式钢结构建筑总面积 (万平方米)</b>	<b>3,644.42</b>	<b>9,718.44</b>	<b>19,841.82</b>
“十三五”期间累计新开工装配式钢结构建筑总面积 (万平方米)	40,000 (=160,000*25%)	40,000 (=160,000*25%)	40,000 (=160,000*25%)
<b>“十四五”期间新增保障性租赁住房中装配式钢结构建筑总面积占“十三五”期间累计新开工装配式钢结构建筑总面积的比重</b>	<b>9.11%</b>	<b>24.30%</b>	<b>49.60%</b>

资料来源：住建部官网，智研咨询，光大证券研究所测算

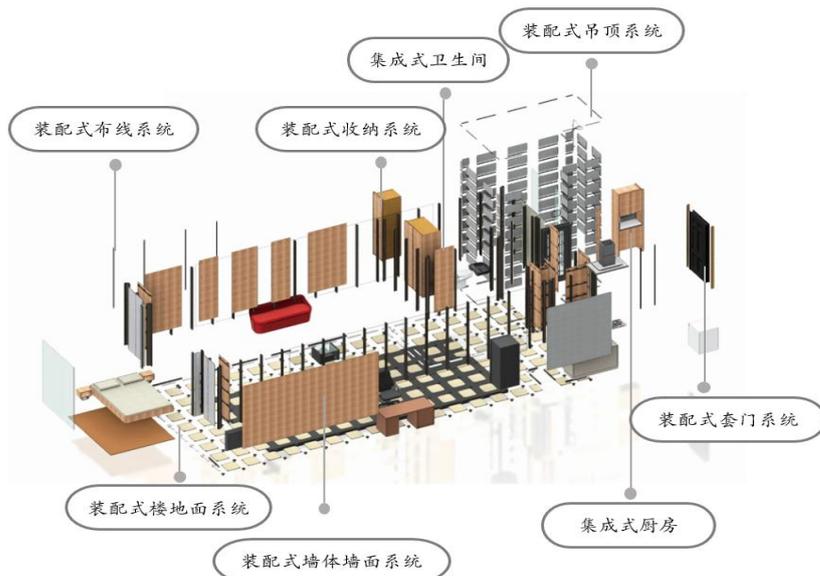
注：悲观、中性、乐观情景下，装配式 PC 建筑占新建装配式建筑总量比重的不同假设，与钢结构建筑占新建装配式建筑总量比重的不同假设，是各自独立的，因此两者在各种情形下加总的结果不一定等于 100%。

### ■ 仅保障性租赁住房，为装配式装修行业带来超 190%增量空间

装配式装修，是指将工厂生产的内装部品，由工人进行标准化组合安装的装修方式。与传统装修相比，装配式装修不仅能提升装修效率、节约人工成本，还能大大减少资源的浪费、减少装修污染。装配式装修包括装配式楼地面系统、装配式墙体墙面系统、装配式吊顶系统、装配式套门系统、装配式布线系统、装配式收纳系统、集成卫浴系统、集成厨房系统八大系统。

<sup>7</sup> 前文（表 6）的测算过程已给出说明，22 号文规定每套保障性租赁住房最大面积不超过 70 平米，故假定悲观、中性、乐观情景下，套均面积分别为 30 平米、50 平米和 70 平米。

图 12：装配式装修包括八大系统



资料来源：品宅装饰科技官网，光大证券研究所

2017年3月住建部发布《“十三五”装配式建筑行动方案》，提出“推行装配式建筑全装修成品交房”，要求“加快推进装配化装修，提倡干法施工，减少现场湿作业”，装配式装修有望成为行业发展的下一个风口。之后多地政府出台相应政策，推动装配式装修加速发展，房地产商、传统装修公司、建材企业、装配式创业企业和定制家居企业等竞相进入该领域。

表 19：中央和多地政府出台政策鼓励、支持装配式装修

发布时间	发布机构	文件	政策内容
2017.03.23	住建部	《“十三五”装配式建筑行动方案》	推行装配式建筑全装修成品交房。各省（区、市）住房城乡建设主管部门要制定政策措施，明确装配式建筑全装修的目标和要求。加快推进装配化装修，提倡干法施工，减少现场湿作业。
2020.05.15	浙江省住房和城乡建设厅	《关于进一步做好住宅全装修工作的补充通知》	推广应用装配式装修，推动装配式建筑和装配式装修的深度融合。
2020.07.15	住建部等七部委	《绿色建筑创建行动方案》	推动装配式装修发展。
2020.13.30	潍坊市住建局等七部门	《潍坊市绿色建筑创建行动实施计划》	到 2022 年，城镇新建建筑装配化建造方式占比达到 30%，钢结构装配式住宅加快推进；推动装配式装修，提高全装修质量和标准，并逐步达到装配化装修要求。
2021.01.04	银川市住建局	《关于推进银川市新建住宅全装修工作的实施方案（征求意见稿）》	到 2025 年，装配式建筑实行 100%全装修。
2021.05.08	浙江省发改委	《浙江省住房和城乡建设“十四五”规划》	到 2025 年，装配式建筑占新建建筑比例达到 35%以上，积极推进装配式装修。
2021.07.20	江苏省住建厅	《江苏省“十四五”绿色建筑高质量发展规划》	到 2025 年，装配式建筑占同期新开工建筑面积比例达到 50%，装配化装修建筑占同期新开工成品住房面积比例达到 30%。
2021.09.09	内蒙古自治区人民政府办公厅	《关于促进新型建筑工业化绿色发展的实施意见》	2023 年起，政府投资工程项目原则上均采用装配式建筑，并逐年提高装配率；到 2025 年，全区装配式建筑占当年新建建筑面积比例力争达到 30%以上。力争到 2025 年，盟市中心城区商品房装配式装修率 达到 30%以上，旗县（市、区）商品房装配式装修率 达到 15%以上。

资料来源：各政府机构官网，各地方政府官网，光大证券研究所整理

地方政府发布的关于推进装配式装修发展的文件中，银川市规划到 2025 年装配式建筑实行 100%全装修，江苏、内蒙规划到 2025 年实现装配式装修占新建住

房比重 30%左右。考虑到政府主导的项目，更加注重契合宏观政策导向，倾向于尽可能提高装配式装修的渗透率，因此我们假定悲观、中性、乐观情景下装配式装修的渗透率分别为 50%、60%、70%，据此测算，“十四五”期间新增保障性租赁住房中采用装配式装修总面积占“十三五”期间累计新开工装配式装修总面积的比重分别为 96%、193%、314%。中性情景下，政府主导的保障性租赁住房发展预期在“十四五”期间将为装配式装修行业带来超 190%的增量空间。

表 20：“十四五”期间新增保障性租赁住房或为装配式装修行业带来超 190%的增量空间

	悲观	中性	乐观
总套数 (万套 (间))	809.87	809.87	809.87
套均面积 (平米)	30	50	70
“十四五”期间新增保障性租赁住房总面积 (万平米)	24,296.1	40,493.5	56,690.9
“十四五”期间装配式装修渗透率	50%	60%	70%
“十四五”期间新增保障性租赁住房中装配式装修总面积 (万平米)	12,148.05	24,296.10	39,683.63
“十三五”期间累计新开工装配式装修总面积 (万平米)	12,621	12,621	12,621
“十四五”期间新增保障性租赁住房中装配式装修总面积占“十三五”期间累计新开工装配式装修总面积的比重	96.25%	192.51%	314.43%

资料来源：住建部官网，智研咨询，中国建筑节能协会绿色装配式建筑产业分会，光大证券研究所测算

### 3.4、考虑预制化率提升，对行业产值拉动或更高

同种结构的建造方式，预制化率越高造价越贵：以装配式预制混凝土小高层住宅为例，据住建部 2016 年发布的《装配式建筑工程消耗量定额》，在预制化率分别为 20%、40%、50%、60%的情况下，每平方米估算参考价分别为 1991 元、2133 元、2205 元及 2277 元，预制化率越高则相应的造价也越高。

表 21：预制化率越高，造价越贵是目前依然存在的现象 (元/平方米)

建筑种类	PC 率	建安费用	其他费用	预备费	合计
PC 结构小高层住宅	20%	1,692	199	100	1,991
	40%	1,813	213	107	2,133
	50%	1,874	221	110	2,205
	60%	1,935	228	114	2,277
PC 结构高层住宅	20%	1,896	223	112	2,231
	40%	2,037	240	120	2,397
	50%	2,106	248	124	2,478
	60%	2,175	256	128	2,559
钢结构高层住宅	>80%	2,360	278	139	2,777

资料来源：《装配式建筑工程消耗量定额》住建部 2016 年，光大证券研究所

政府主导的保障性租赁住房项目会尽可能提高装配式建造方式的占比，同时其对新工艺的更高追求也会体现为在建造过程中尽可能提高预制化率。预制化率的提升会带来造价的进一步增加，对行业产值规模的拉动更为明显。

## 4、投资建议

中央针对保障性租赁住房出台了国办 22 号文后，各地政府基于 22 号文密集出台相关政策推动其落地，保障性租赁住房进入加速发展阶段。“十四五”期间全国新增保障性租赁住房或超 800 万套（间），增量空间广阔。

基础设施公募 REITs 能够为保障性租赁住房项目提供权益型融资，助力其加速发展：租赁住房建设企业可通过保障性租赁住房 REITs 项目的上市收回期初投资、实现有效退出，同时可利用回收的资金进行再投资，形成“投资-建设-运营-上市回收资金-再投资”的良性循环。

装配式建造提前交付创造时间价值：租赁住房提前交付意味着提前产生租金，而装配式建筑最重要的优势之一即工期节约。我们假设保障房租赁价格为 40 元/平米/月，若结构部分及装修部分总计节约 9 个月左右工期，则对应租金价值为 360 元/平米。此部分租金价值可部分覆盖装配式建筑/装修的静态成本增长。

十四五期间保障性租赁住房的加速发展将为装配式建筑行业带来广阔增量市场空间：装配式装修是装配式建筑领域的重要组成部分，有望成为行业发展的下一个风口，“十四五”期间装配式装修行业或迎来超 190%的增量市场空间，**重点推荐北新建材，建议关注亚厦股份、柯利达、金螳螂**；钢结构建筑综合性能优异且获得政策大力支持，是建筑业未来的发展方向，预计“十四五”期间钢结构行业将获得超 24%的增量市场空间，**重点推荐鸿路钢构、精工钢构，建议关注富煌钢构、杭萧钢构**；装配式 PC 建筑成本低于钢结构建筑，是当前我国装配式建筑的主流，“十四五”期间装配式 PC 建筑行业或有超 12%的增量市场空间，**重点推荐中铁装配，建议关注筑友智造科技（H 股）**；MIC 建筑或为下一代革命，**建议关注中国建筑国际（H 股）**；此外，看好装配式建筑设计及配套的第三方服务，**建议关注华阳国际、深圳锐捷**；保障性租赁住房同时将带来绿色建筑建材相关的投资机会，绿色建筑保温节能材料**重点推荐鲁阳节能，low-E 玻璃重点推荐旗滨集团、南玻 A**，绿色星级检测评价**建议关注国检集团**。

表 22：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			20A	21E	22E	20A	21E	22E	20A	21E	22E	本次	变动
000786.SZ	北新建材	31.09	1.69	2.22	2.68	18	14	12	3.2	2.7	2.3	买入	维持
002541.SZ	鸿路钢构	55.22	1.53	2.32	2.88	36	24	19	4.8	4.1	3.4	买入	维持
600496.SH	精工钢构	4.21	0.32	0.39	0.47	13	11	9	1.2	1.1	1.0	买入	维持
300374.SZ	中铁装配	12.95	0.06	-1.15	0.21	226	-	62	2.1	2.5	2.4	增持	维持
002088.SZ	鲁阳节能	23.39	1.02	1.07	1.30	23	22	18	3.6	4.5	4.2	买入	维持
601636.SH	旗滨集团	17.58	0.68	1.88	1.80	26	9	10	5.0	3.5	3.2	买入	维持
000012.SZ	南玻 A	9.95	0.25	0.75	1.00	39	13	10	3.0	2.5	2.2	买入	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-12-15

### 4.1、北新建材：“一体两翼稳步推进”，继续看好长期成长

公司 2021 年前三季度实现营业收入 159.23 亿元，同增 31.46%；归母净利润 27.23 亿元，同增 35.72%；扣非归母净利润 26.66 亿元，同增 35.45%。

**21 年三季度业绩下滑，主要受成本上涨与产品结构调整影响。**公司单 Q3 销售毛利率为 28.29%，同比下滑 7.24pct；净利率为 15.49%，同比下滑 7.02pct。主要由于煤炭、钢材、石化产品等原燃材料价格上涨，导致石膏板、龙骨以及防水业务毛利率均受到影响。此外，由于综合建造成本上涨，下游客户或对中低端石膏板采购意愿提升。产品销售结构的调整同样对公司盈利造成一定冲击。

**石膏板主业将保持较强盈利韧性。**2021 年上半年，公司石膏板业务毛利率达到 39.86%，为历史同期新高。护面纸等原材料价格的上涨令公司盈利能力不降反升，这是由于公司凭借高市占率下的议价能力，通过提价将成本顺利传导。目前原燃材料涨价对公司业绩暂时造成压力，但我们相信公司仍有能力继续将成本进行传导，此外房屋竣工需求仍在，该板块将持续为公司业绩带来支撑。

**“一体两翼”持续打开长期成长空间。**2021 年，公司“一体两翼，全球布局”部署继续取得进展，包括：收购上海台安、重组成都赛特、并购天津滨海奥特，防水版图不断扩张；收购北新禹王系、蜀羊系公司的剩余 30% 股权，加强决策效率、优化资源配置；收购天津灯塔涂料 49% 股权，涂料业务再进一步。整体而言，公司石膏板主业稳步发展，规划全球产能布局扩张至 50 亿平米（目前 28 亿平米左右），稳定盈利基本盘和带来优异现金流，防水材料和涂料产业基地计划分别发展至 30 个、20 个，未来具有较大增长潜力，中长期成长逻辑清晰。

**盈利预测与估值评级：**我们维持公司 21-23 年 EPS 至 2.22、2.68、3.01 元的预测。公司“一体两翼”将带来长期增长空间，继续维持“买入”评级。

**风险提示：**原材料涨价超预期，下游需求不及预期，业务拓展不及预期。

表 23：北新建材盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	13,323	16,803	21,000	24,927	29,308
营业收入增长率	6.03%	26.12%	24.98%	18.70%	17.58%
净利润（百万元）	441	2,860	3,745	4,534	5,081
净利润增长率	-82.11%	548.28%	30.95%	21.07%	12.06%
EPS（元）	0.26	1.69	2.22	2.68	3.01
ROE（归属母公司）（摊薄）	3.16%	17.16%	19.22%	19.85%	19.18%
P/E	119	18	14	12	10
P/B	3.8	3.2	2.7	2.3	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-12-15

## 4.2、 鸿路钢构：21Q3 吨毛利保持较高水平，现金流同环比明显改善

公司 2021 年前三季度实现营业总收入 134 亿元，同增 41%，实现归母净利润 8.2 亿，同增 64%，实现扣非净利润 6.1 亿元，同增 69%。其中，21Q3 实现归母净利润 3.2 亿，同增 3%，实现扣非净利润 2.1 亿元，同增 3%。

**21Q3 吨毛利环增，盈利能力保持稳定。**我们判断公司 21Q3 销量约为 85 万吨，测算吨毛利约为 755 元/吨，环增 63 元/吨；在钢价大幅波动背景下，公司吨毛利仍保持较高水平，且为过去四个季度中最高水平。

**21Q3 研发费用较多，导致吨扣非净利同环比下降。**测算吨扣非净利约为 252 元/吨，环降约 51 元/吨；主要由于 21Q3 研发费用较高导致，21Q3 吨研发费用为

200 元/吨。21Q3 研发费用为 1.7 亿元 (3.26%)，同增 0.79 亿元 (+1.24pct)，或与高新技术企业评定标准有关（高新技术企业研发费用率需大于 3%）。

**21Q3 经营性现金流转正，主要由于应付票据上升。**21Q3 公司经营性现金流净额为 1.65 亿元，同环比均有明显提升，主要由于：1) 21Q3 应付票据及应付账款环增约 13 亿元；2) 21Q3 合同负债环增 3.21 亿元。应付票据规模回升主要由于 21Q3 原材料价格波动趋于平稳后，公司使用票据结算环比增多，21Q2 原材料价格上涨较快时现金支付更有利于低价锁定采购成本。

**营运效率仍在提升。**21 年前三季度公司存货周转周期为 146 天，同减 14 天；营业周期天数 180 天，同减 29 天。公司 21Q3 存货同环比增长的同时，营业周期和存货周转周期均有好转，进一步论证公司营运效率提升。

**盈利预测、估值与评级：**鸿路核心业务在于赚取钢结构加工费，规模效应及成本管控为其核心护城河。在业务结构变动及钢价波动情况下，公司盈利能力仍保持稳定，进一步验证公司中长期竞争优势。21Q3 订单环比增长提速，期待 21Q4 产量重新放量。维持公司 2021-2023 年 EPS 预测 2.32 元、2.88 元、3.34 元。现价对应 2021 年动态市盈率为 24x，维持“买入”评级。

**风险提示：**钢价大幅波动影响公司盈利能力，产能扩张及利用率爬坡不及预期。

表 24：鸿路钢构盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	10,755	13,451	20,980	24,976	28,599
营业收入增长率	36.58%	25.07%	55.97%	19.05%	14.51%
净利润 (百万元)	559	799	1,214	1,508	1,751
净利润增长率	34.39%	42.92%	51.93%	24.22%	16.11%
EPS (元)	1.07	1.53	2.32	2.88	3.34
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.32%	13.37%	17.17%	17.96%	17.65%
P/E	52	36	24	19	17
P/B	5.9	4.8	4.1	3.4	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-12-15

### 4.3、精工钢构：收入订单实现较快增长，收现比同比改善

精工钢构 2021 年前三季度实现营业总收入 104 亿，同增 34%，实现归母净利润 5.6 亿，同增 15%；其中 21Q3 实现营业总收入 40 亿，同增 30%，实现归母净利润 2.3 亿，同增 5%。

**21Q3 毛利率同降，导致净利润增速低于收入增速。**公司 21Q3 毛利率为 13.5%，同降约 2.35pcts，或由于原材料价格上涨导致；期间费用率为 7.12%，同降 1.11pcts，主要由于研发费用率同降 0.71pcts；净利率 5.8%，同降 1.35pcts。21Q3 毛利率同比下降导致净利率同比下降，进而导致归母净利润增速低于收入增速。公司 21 年前三季度新签订单 130 亿，同增 13%。

**21Q3 成本端支出增加，导致现金流同比下降。**公司 21Q3 经营活动现金流净额为 -1.06 亿元，同降约 0.61 亿元，主要由于成本端支出增加导致，或与原材料价格上涨有关；收款环节有所改善，21Q3 收现比 100%，同增约 7pcts。前三季度经营活动现金流量净额约为 -5.95 亿元，同降约 8 亿元；收现比为 102%，同增约 1pcts。

**钢结构产销量保持较快增长，新增产能助力公司持续增长。**21 年前三季度，公司钢结构产销量 72 万吨，同增 36%，保持较快增长。今年以来，公司在安徽省六安市建设智能制造产业园，达产后新增钢结构产能 20 万吨；在浙江省绍兴市投资建设装配式钢结构建筑全生命周期项目管理服务融合示范基地，达产后新增装配式建筑产能 40 万平方米；在江苏宿迁新建生产基地，项目达产后将新增钢结构产能 15 万吨。以上项目已陆续开工。公司新建生产基地、扩大产能规模为公司将来的收入利润持续增长提供了保障。

**盈利预测、估值与评级：**公司在钢结构工程领域具有竞争优势，收入订单均保持较快增长，我们看好公司后续订单持续释放，看好公司向 EPC 业务转型带来的经营质量提升和竞争力提升。维持公司 2021-2023 年 EPS 预测 0.39 元、0.47 元、0.59 元，现价对应 2021 年动态市盈率为 11x，维持“买入”评级。

**风险提示：**钢价大幅波动风险，钢结构需求不及预期风险，装配式建筑推广不及预期风险，订单获取进度不及预期风险。

表 25：精工钢构盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	10,235	11,484	14,408	17,599	20,981
营业收入增长率	18.59%	12.20%	25.46%	22.15%	19.22%
净利润（百万元）	403	648	793	937	1,188
净利润增长率	121.95%	60.69%	22.31%	18.25%	26.69%
EPS（元）	0.22	0.32	0.39	0.47	0.59
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.66%	9.50%	10.49%	11.14%	12.49%
P/E	19	13	11	9	7
P/B	1.4	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-12-15，注：2019 年公司总股本为 18.1 亿股，20 年及以后为 20.13 亿股

#### 4.4、 中铁装配：业务调整期，期待协同力量释放

公司 2021 年前三季度实现营业收入 2.76 亿元，同减 58.51%；归母净利润为-2.54 亿元，上年同期为 0.41 亿元；扣非归母净利润-2.64 亿元，上年同期为 0.33 亿元。单三季度，公司营收 0.64 亿元，同减 77.76%；归母净利润为-1.23 亿元，上年同期为 0.17 亿元。

**主动调整业务，业绩阶段性下滑。**2021 年，公司围绕“高科技创新型装配式建筑业务平台”战略定位，对业务架构进行了深度梳理，对现有经营组织、制度体系、目标市场、重点客户、投资模式和市场营销等逐一进行了战略转型调整。公司主动放弃了综合风险较高的项目，导致新签订单阶段性同比下降，是公司业绩大幅下滑的重要原因。

**计提大额资产减值损失，未来轻装前行。**报告期内，公司对应收款项及合同资产进行了全面清查，并进行充分的评估和分析后，共计提信用及资产减值损失约 7000 万元。其中：信用减值损失 4568 万元（应收账款减值损失 4512 万元），资产减值损失 2439 万元。

**期待中铁协同效应显现。**2020 年，公司进入中国中铁系统以后，与中国中铁协同效应尚未完全释放。公司积极沉淀市场与客户需求，分析中国中铁系统内上下游业务，嫁接中国中铁各产业链。目前公司已对接中国中铁八大片区，将通过提

升投资业务、装配式集成服务业务合力，实现与系统内装配式建筑垂直领域的深度交流合作，后续或有望明显受益订单协同等利好。

**盈利预测、估值与评级：**我们维持公司 21-23 年 EPS 至 -1.15、0.21 和 0.34 元的预测。鉴于装配式建筑业务空间广阔，且未来与中铁协同效果有望逐渐显现，成长性值得期待，维持“增持”评级。

**风险提示：**与中铁业务协同低于预期，原材料价格大幅波动，政策风险。

表 26：中铁装配盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	954	991	438	550	739
营业收入增长率	23.78%	3.91%	-55.79%	25.53%	34.37%
净利润（百万元）	67	14	-282	52	84
净利润增长率	-5.01%	-79.06%	-2097.42%	-	63.73%
EPS（元）	0.27	0.06	-1.15	0.21	0.34
ROE（归属母公司）（摊薄）	4.39%	0.92%	-22.51%	3.96%	6.13%
P/E	47	226	-	62	38
P/B	2.1	2.1	2.5	2.4	2.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-12-15

#### 4.5、鲁阳节能：顺应节能降耗大趋势，迈入成长新阶段

公司 2021 年前三季度实现营业收入 22.85 亿元，同增 51.49%；归母净利润 4.04 亿元，同增 82.03%；扣非归母净利润 3.93 亿元，同增 78.57%。

**上一增长阶段（2016-2018 年），公司成长源泉来自于技术驱动。**随着 2015 年外资大股东入主后，协同效应显现，持续技改提升单线产能、降低生产成本，对盈利拉升效果非常明显。此外，公司积极开发产品技术，高端产品全球领先，受益石化投资回暖带来产品需求上行。

**2021 年公司业绩大涨，来源于成本优势下，营销体系变革带来的产品放量。**一直以来，公司产能利用率并不饱和，一大重要原因就是竞争激烈的保温类中低端产品生产销售并未完全放量。2020 年面对疫情压力，公司在下半年积极调整销售策略，通过保温类陶瓷纤维棉毯产品品种细分、产品价格动态管理，有力地促进了销售放量。随着产能充分释放，单位成本和费用摊销也在降低，反而进一步推升盈利能力。进入 2021 年，公司继续推动营销体系改革，保温类产品产能充分释放，20 年 8 月以来，公司陶瓷纤维棉毯生产线始终处于满负荷生产状态。

**现阶段我们认为公司已进入新一轮的成长逻辑。**1、营销体系改革，中低端产品快速放量，并且高端产品推广加快；2、能耗双控下行业低端产能被迫淘汰，供给收缩，利好公司产品放量的同时，仍能继续提价；3、公司重新进入产能扩张周期，一方面持续通过技改扩充产能，另一方面计划扩产 12 万吨陶纤产能（占现有产能约 30%）；4、碳中和视角下，陶瓷纤维基于其优质的保温节能效果，潜在市场空间有望打开，同时能耗双控背景下，行业产能投放或将受到影响，均为公司提供良好的外部成长环境。此外，公司扩张对资本投入依赖度较低，自由现金流较为健康，分红比例维持高位（80%），有安全边际。

**盈利预测与估值评级：**陶瓷纤维作为工业隔热节能材料，节能减碳趋势下，有望迎来需求扩容。公司营销体系变革叠加行业低端产能关停，重新进入产能扩张周期，成长属性进一步加强。我们维持公司 21-23 年净利润分别为 5.43、6.59 和 7.91 亿元，对应 EPS 分别为 1.07、1.30 和 1.56 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**行业需求增长不及预期，公司市场份额提升不及预期，新业务拓展不及预期，岩棉业务恢复不及预期，现金分红比例大幅降低。

表 27：鲁阳节能盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,147	2,326	3,035	3,507	4,073
营业收入增长率	16.54%	8.32%	30.51%	15.54%	16.14%
净利润（百万元）	340	370	543	659	791
净利润增长率	10.77%	8.82%	46.54%	21.52%	19.93%
EPS（元）	0.94	1.02	1.07	1.30	1.56
ROE（归属母公司）（摊薄）	15.44%	15.57%	20.77%	23.37%	25.80%
P/E	25	23	22	18	15
P/B	3.8	3.6	4.5	4.2	3.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-12-15

注：20 年末为 3.62 亿股，目前为 5.06 亿股

#### 4.6、 旗滨集团：积极进行成长突围的综合性玻璃巨头

公司 2021 年前三季度实现营业收入 107.66 亿元，同增 64.24%；归母净利润 36.58 亿元，同增 200.85%；扣非归母净利润 35.90 亿元，同增 215.15%。

**我们再次明确房地产竣工修复周期仍在，需求只是放缓而非消失，制约需求释放的因素有望消退。** 房地产未来融资环境有望迎来边际改善，在拿地需求降低、交房刚性约束下，施工项目将继续推进，并且相关资金在一定程度上也能有所保障，有利于需求的恢复。此外，需求的延后也将对 22 年玻璃价格带来支撑，反而进一步延长玻璃景气周期。

**切入超白浮法光伏面板领域，资产亟待重估。** 旗滨集团已开发出新一代超白浮法玻璃产品，根据 CPTV 数据，其透光率已可赶超传统超白压延玻璃，并具备强度高、轻薄化、耐候性好等优势，可用于光伏组件面板领域。公司原片、镀膜、钢化均自主研发生产，并拥有优质超白石英砂生产基地，具备大规模生产能力。公司积极推进与下游光伏组件厂商合作，推广超白浮法玻璃在组件面板领域应用。如发电效率和稳定性受到市场认可，则现有部分浮法资产将面临重估。

**积极进行成长突围，找寻企业新一轮增长曲线。** 公司不断在光伏、节能、电子、医药玻璃等方面进行业务拓展，上述领域均属成长性赛道，均有较好的发展前景，相关代表企业估值水平平均高于传统浮法企业。1) 节能玻璃：公司作为新进入者，品牌尚未完全打响，产能释放并不充分，导致整体利润率偏低，未来具有较强的业绩弹性，目前仍在大规模扩充产能。2) 光伏玻璃：公司顺应光伏玻璃产业快速发展的历史机遇，“两条腿”走路，在推动超白浮法在光伏组件上的使用的同时，于 2020 年开始大举进军光伏压延玻璃市场，目前在建 5 条 1200t/d 光伏压延玻璃生产线，合计日熔量 6000t/d，预计将在 2022 年逐步释放产能。3) 电子玻璃：技术逐渐成熟、产品认可度提升，利润有望转正并不断增长。4) 药用玻璃：受注射一致性评价推动，中性硼硅药用玻璃需求放量在即，公司药用玻璃加速产能扩张步伐，未来发展可期。

**盈利预测与估值评级：**浮法玻璃行业仍将维持高景气，同时公司已开始进行超白浮法应用光伏组件面板的尝试，我们看好公司在光伏、节能、电子、医药玻璃等方面业务的拓展，未来具备较高成长潜力。我们维持公司 21-23 年 EPS 分别为 1.88、1.80 和 1.75 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**浮法玻璃价格下跌，浮法玻璃应用光伏组件面板进展不及预期，投资项目拓展不及预期。

表 28：旗滨集团盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	9,306	9,644	15,157	17,496	19,442
营业收入增长率	11.07%	3.64%	57.17%	15.43%	11.12%
净利润（百万元）	1,346	1,825	5,045	4,829	4,695
净利润增长率	11.49%	35.57%	176.40%	-4.28%	-2.78%
EPS（元）	0.50	0.68	1.88	1.80	1.75
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.35%	19.27%	37.16%	32.46%	28.99%
P/E	35	26	9	10	10
P/B	5.7	5.0	3.5	3.2	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-12-15

#### 4.7、南玻 A：“四块玻璃”发力，打通成长之路

公司 2021 年前三季度实现营业收入 102.47 亿元，同增 37.20%；归母净利润 15.10 亿元，同增 107.73%；扣非归母净利润 14.66 亿元，同增 117.99%。

**浮法玻璃产能稳居第二梯队，基本完成全国布局，且超白产能占比高。**截至 2020 年末，公司共拥有 11 条浮法玻璃生产线，合计日熔量 7920t，产品销售可辐射全国主要区域。目前公司浮法玻璃产线基本全线采用天然气作为燃料，炉温稳定且氧化性较弱，产品全部为优质浮法玻璃。公司拥有 4 条超白玻璃产线，合计 2720t/d，占自身产能的 34%，占全国超白市场份额的 23%。

**工程玻璃：行业绝对龙头，市占率有望继续提升。**南玻集团以工程玻璃起家，目前已是国内最大的高档建筑玻璃供应商之一，高品质节能环保 LOW-E 中空玻璃占据国内高端市场的 40% 以上份额。目前公司工程玻璃产能与市场服务网络布局的仍在持续完善，市场占有率有望进一步提升。

**光伏玻璃：深耕行业十五载，产能即将大规模扩张。**南玻集团是国内最早的光伏玻璃生产企业之一，随着在建产线的逐步落地，产能将极大扩充。根据公司公告，公司在计划投建 5 条日熔量 1200t/d 光伏玻璃生产线，合计达到 6000t/d，并将在 2022 年逐步投产，届时总产能达到 7300t/d，仅次于信义光能和福莱特，居全国第三位。

**电子玻璃：打破国外垄断，高端盖板放量在即。**历经十余年的持续技术攻关，南玻集团已成为国内电子盖板玻璃的领头羊。2020 年 5 月，公司成功实现高铝二代 KK6 玻璃批量生产及市场化销售，产品已达到国内主流手机厂商旗舰机型使用标准要求。至此，公司实现钠钙玻璃—中铝玻璃—一强高铝玻璃—二强高铝玻璃的技术迭代，成功打破国际巨头在高端电子玻璃的技术垄断。目前，公司高铝三代产品 KK8 已在实验室研制成功，性能可对标康宁 GG7，继续填补国内空白。

**盈利预测与估值评级：**我们维持公司 21-23 年 EPS 为 0.75、1.00 和 1.21 元。公司主营“四块玻璃”（浮法玻璃、工程玻璃、电子玻璃、光伏玻璃）业务发展态势均良好，维持“买入”评级。

**风险提示：**浮法玻璃价格下跌，浮法玻璃应用光伏组件面板进展不及预期，投资项目拓展不及预期。

表 29：南玻 A 盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	10,472	10,671	14,255	16,409	20,422
营业收入增长率	-1.30%	1.90%	33.58%	15.11%	24.45%
净利润（百万元）	536	779	2,309	3,062	3,704
净利润增长率	18.43%	45.28%	196.30%	32.62%	20.96%
EPS（元）	0.17	0.25	0.75	1.00	1.21
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.65%	7.63%	18.90%	21.71%	22.77%
P/E	58	39	13	10	8
P/B	3.3	3.0	2.5	2.2	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-12-15

注：19 年末总股本为 31.08 亿股，20 年末为 30.71 亿股

## 5、风险分析

### 经营风险

保障性租赁住房经营亏损风险。

### 市场风险

保障性租赁住房推进不及预期风险，基础设施公募 REITs 推进不及预期风险，钢结构行业渗透率不及预期风险。

### 其他风险

政策落实不及预期风险。

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE