

## 行业研究

## 红土保租房公募 REIT 正式启航，存量资产运营打开新空间

## ——光大房地产公募 REITs 产品专题研究报告（1）

## 要点

## 住房保障体系建设力度加大，国内首单保租房公募 REIT 审核通过

2021 年以来中央针对保障性租赁住房建设力度加大，着力解决新市民、青年人的住房困难问题。当前“租购并举、全面发展住房租赁市场”已成为建设房地产长效机制的重要内容，“十四五”期间预期全国保障性租赁住房筹建规模接近 900 万套，涉及的总投资额为 1.35 万亿元，约占同期房地产投资的 2%-3%，为“十三五”期间棚改投资额的 20%（光大宏观）。2022 年 7 月 11 日，国内首单保租房 REIT 审核通过，有力拓宽住房租赁企业直接融资渠道，促进存量资产向运营升维转型，助力租赁物业证券化产品实现资产管理完整闭环。

## 红土保租房 REIT 产品具备产生持续、稳定现金流的能力

1. 地理位置来看，红土保租房 REIT 初始资产为安居百泉阁、安居锦园、保利香槟苑和凤凰公馆四个保租房项目，均位于所在区域的核心地段，周边配套齐全且均为新建住房暂无直接竞品，公共交通条件便利，出行较为方便。
2. 出租情况来看，自运营以来四项底层项目主要租赁业态均已达到较高出租率（截至 2022 年 3 月 31 日，租赁住房部分平均出租率达 99%），同时四项底层项目租金不及市场租赁住房租金定价的六折（睿和智库数据），相较市场化租赁住房具有较为明显的竞争优势，同时具备较大租金增长空间。
3. 盈利情况来看，四个项目运营时间虽然未及 3 年，但已具备产生稳定现金流的能力。考虑到项目承租人为经过深圳市配租审核机制筛选的城市建设骨干力量，入住群体素质和收入水平较高，具备较强的租金履约能力；同时人才保租房租约期限较长、在册轮候人数较多，对后续稳定现金流的可持续性提供有力保障。
4. 资产所在市场来看，深圳市人口多年持续净流入，新市民、青年人的阶段性住房困难问题突出。虽然近年来深圳保租房已呈现出扩大规模、加速供应的趋势，但受制于土地资源稀缺，公共住房建设及供应规模长期滞后于租赁人群需求，较大的市场租赁供求缺口是保租房项目能够长期稳定运营的重要基础。

## 在定价合理的情况下，红土保租房 REIT 底层资产能够为投资者提供良好的回报

截至 2022 年 3 月 31 日，红土保租房 REIT 底层资产组合估值合计 115800 万元，对应单价 7388 元/平方米。根据相关假设前提下基础设施项目现金流测算概况，预计 2022 年 7-12 月及 2023 年度红土保租房 REIT 可供分配金额分别为 24.5 百万元及 49.2 百万元；投资人净现金流分派率于 2022 年 7-12 月及 2023 年可达 4.24%（年化）及 4.25%。在定价合理的情况下，红土保租房 REIT 底层资产能够为投资者提供良好的回报。

**投资建议：**我国保租房公募 REIT 正式启航，利于引导市场由高周转快开发向存量运营升维转型，进而激发市场潜力、提升估值溢价。预期在政策较大支持力度下，后续 REITs 产品发行节奏将加速；同时考虑到公募 REITs 在房地产企业存量资产上有较大可撬动投资价值的空间，预期后续有望迎来 REITs 试点范围进一步向房地产企业长租公寓、物流地产等领域放开。关注 REITs 发展对存量运营板块的估值重塑作用，建议关注产业地产、商业地产等存量资产成熟稳定、发行人（管理人）主体优质可靠的标的。建议关注万科 A/万科企业，中国金茂、新城控股、保利发展、金地集团、招商蛇口、中国海外发展、中国海外宏洋集团、华润置地、龙湖集团、越秀地产。

**风险分析：**租金定价风险，配租风险，保障性租赁住房项目定性风险，人口流失风险，市场竞争风险，政策风险。

## 房地产（地产开发） 增持（维持）

## 作者

分析师：何缅甸

执业证书编号：S0930518060006

021-52523801

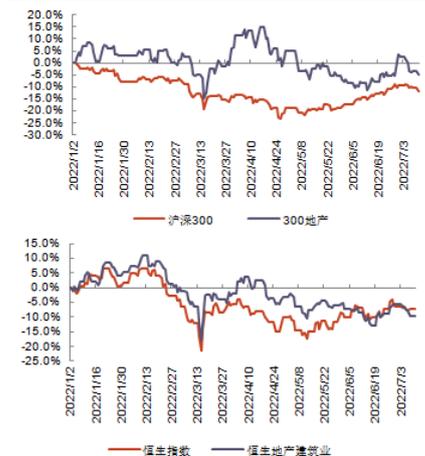
[hemiannan@ebsecn.com](mailto:hemiannan@ebsecn.com)

联系人：周卓君

021-52523855

[zhouzj@ebsecn.com](mailto:zhouzj@ebsecn.com)

## 行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

## 相关研报

20220310 择优择精、加速转型，国内产业园公募 REITs 发行乘势而上——国内典型产业园 REITs 产品专题报告

20210805 乘 REITs 之风，展租赁宏业——海外典型租赁 REITs 产品及国内品牌租赁公寓专题报告

20210825 借 REITs 之力，存量运营亟待轻装上阵——海外典型商业 REITs 产品及国内品牌商业地产专题报告

20210921 倚 REITs 之势，仓储物流公募 REITs 正扬帆起航——海外典型物流地产 REITs 产品及国内品牌物流地产专题报告

# 目 录

<b>1、红土保租房 REIT 介绍 .....</b>	<b>4</b>
1.1、红土保租房 REIT 原始权益人.....	4
1.2、红土保租房 REIT 框架.....	5
1.3、红土保租房 REIT 底层资产 .....	6
1.4、红土保租房 REIT 底层资产所在市场.....	10
1.5、红土保租房 REIT 底层资产估值与可分配现金流 .....	13
<b>2、投资建议.....</b>	<b>15</b>
<b>3、风险分析.....</b>	<b>15</b>
<b>附录：重点上市公司列表.....</b>	<b>16</b>

## 图目录

图 1：深圳人才安居集团股权结构图 .....	4
图 2：深圳市福田区人才安居有限公司股权结构图 .....	5
图 3：深圳市罗湖人才安居有限公司股权结构图 .....	5
图 4：红土保租房 REIT 的产品结构图 .....	5
图 5：安居百泉阁项目规划图 .....	7
图 6：安居锦园项目建设图 .....	7
图 7：保利香槟苑项目楼型设计 .....	7
图 8：凤凰公馆项目航拍图 .....	7
图 9：基础设施项目租赁合同到期分布表 .....	9
图 10：深圳市公共住房用地供应情况（单位：公顷） .....	11
图 11：深圳市“十四五”保障性租赁住房供应分配时序 .....	11
图 12：深圳市 2016-2019 年度人才住房实际建设筹集情况 .....	12
图 13：深圳市人才增量、租赁需求量及人才房供应量对比 .....	12
图 14：2018-2020 年深圳市人才住房项目建设筹集责任主体占比情况 .....	12

## 表目录

表 1：红土保租房 REIT 底层资产基本情况 .....	6
表 2：红土保租房 REIT 底层资产出租率 .....	8
表 3：红土保租房 REIT 两类承租人的承租规模和占比情况 .....	8
表 4：红土保租房 REIT 四项底层项目近 2 年及 22Q1 收益情况 .....	9
表 5：深圳市原有住房保障体系情况 .....	10
表 6：红土保租房 REIT 估值结果 .....	14
表 7：红土保租房 REIT 现金流测算 .....	14
表 8：行业重点上市公司的盈利预测、估值与评级 .....	16

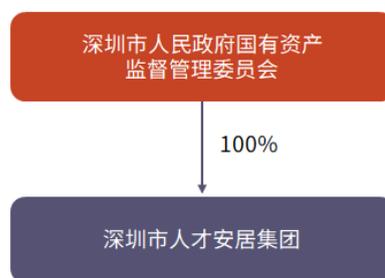
# 1、红土保租房 REIT 介绍

## 1.1、红土保租房 REIT 原始权益人

深圳市人才安居集团有限公司(下文简称“深圳人才安居集团”)为红土创新深圳人才安居保障性租赁住房 封闭式基础设施证券投资基金(下文简称“红土保租房 REIT”)项下的发起人,深圳市福田区人才安居有限公司、深圳市罗湖人才安居有限公司为该 REIT 项下的原始权益人。

深圳人才安居集团设立于 2016 年 6 月,由深圳市人民政府国有资产监督管理委员会出资 300 亿元组建,持股 100%。自成立以来,深圳市国资委已向深圳人才安居集团拨付注册资本 1000 亿元。

图 1: 深圳人才安居集团股权结构图

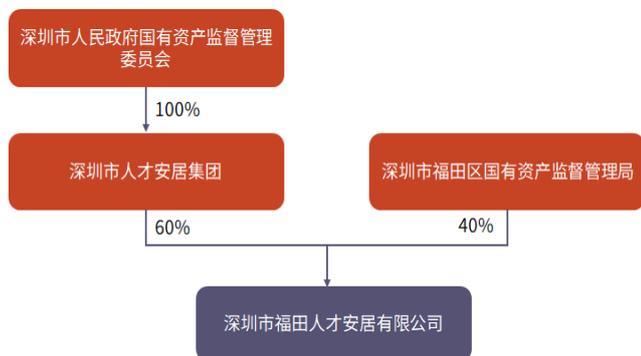


资料来源: 招募说明书, 光大证券研究所绘制  
注: 股权结构统计截至 2022 年 3 月 31 日。

深圳市福田区人才安居有限公司(下称简称“福田安居公司”)为本基金项下的原始权益人之一。福田安居公司成立于 2017 年 2 月; 2020 年 7 月股权变更后, 公司股权结构更改为深圳市人才安居集团有限公司出资 29.88 亿元(持股 60%)、深圳市福田区国有资产监督管理局出资 19.92 亿元(持股 40%)。截至 2022 年 3 月 31 日, 深圳市国资委通过深圳市人才安居集团有限公司间接持有福田安居公司 60% 股权, 为福田安居公司实际控制人。

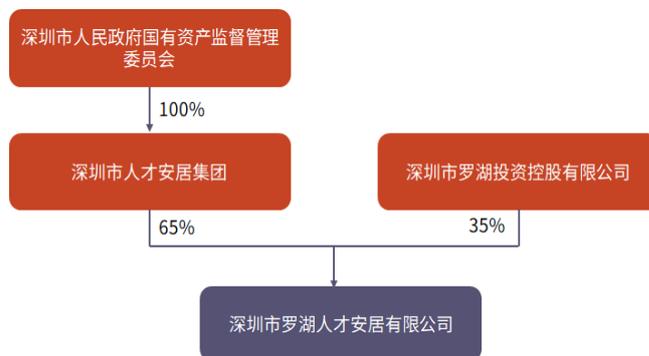
深圳市罗湖人才安居有限公司(下称“罗湖安居公司”)亦为本基金项下的原始权益人之一。罗湖安居公司成立于 2017 年 2 月; 2020 年 7 月股权变更后, 股权结构更改为深圳市人才安居集团有限公司出资 32.5 亿元(持股 65%)、深圳市罗湖投资控股有限公司出资 17.5 亿元, 持股 35%。截至 2022 年 3 月 31 日, 深圳市国资委间接持有罗湖安居公司 65% 股权, 为罗湖安居公司的控股股东及实际控制人。

图 2：深圳市福田人才安居有限公司股权结构图



资料来源：招募说明书，光大证券研究所绘制  
注：股权结构统计截至 2022 年 3 月 31 日。

图 3：深圳市罗湖人才安居有限公司股权结构图



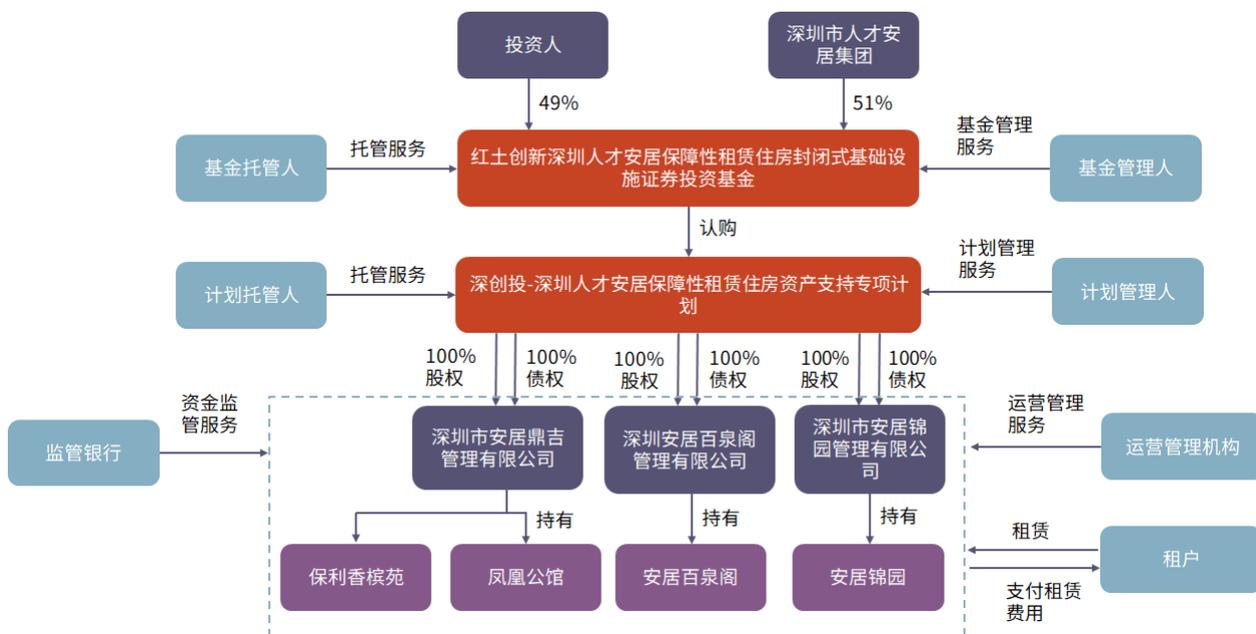
资料来源：招募说明书，光大证券研究所绘制  
注：股权结构统计截至 2022 年 3 月 31 日。

## 1.2、红土保租房 REIT 框架

红土保租房 REIT 采用“公募基金+基础设施资产支持证券”的产品结构，主要投资于保障性租赁住房类基础设施项目的基础设施资产支持证券，并持有基础设施资产支持证券的全部份额。

红土保租房 REIT 通过“深创投-深圳人才安居保障性租赁住房资产支持专项计划”取得三家基础设施项目公司的全部股权，并通过穿透取得四项基础设施资产的完全所有权。

图 4：红土保租房 REIT 的产品结构图



资料来源：招募说明书，光大证券研究所绘制

### 1.3、红土保租房 REIT 底层资产

红土保租房 REIT 初始投资的基础设施资产为安居百泉阁、安居锦园、保利香槟苑和凤凰公馆四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。

#### 基本情况

四个保租房资产均位于所在区域的核心地段，周边配套齐全且均为新建住房，公共交通条件便利，出行较为方便。

其中，安居百泉阁项目位于深圳福田安托山市中心片区，区位优势，项目距离 2、7 号线安托山地铁站 B 出口 20 米，步行可达印力中心、山姆超市、儿童乐园等生活配套，周围高档住宅环绕。

安居锦园项目位于罗湖区田西路与宝田路交汇处以东，规划用地性质为二类居住用地（R2），靠近地铁 7 号线笋岗站，共一栋超高层人才住房和相关配套设施。

保利香槟苑位于深圳市大鹏新区大鹏办事处大鹏中心区，1-5 栋为大鹏新区首个通过技术认定的装配式建筑项目。其中，1-2 栋为人才房：1 栋预制率 15.76%、装配率 54.15%，2 栋预制率 16.04%、装配率 54.73%。

凤凰公馆项目位于深圳市坪山区碧沙北路与坪山大道交汇处，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。生活配套齐全，东临坪山御河园、力高君御国际等社区；南临景昌隆百货，西临鹏茜国家矿山公园；北临创意办公空间、深圳国际影视文化城、沃典影视商业街等商业物业。

从建设规模来看，四个底层资产建筑面积合计约 13.5 万平方米，对应 1830 套保障性租赁住房。值得注意的是，四个项目运营时间虽然未满 3 年，但已具备产生持续、稳定现金流的能力。

表 1：红土保租房 REIT 底层资产基本情况

项目名称	权利人	投入运营时间	项目所在地	建筑栋数	物业套数	建筑面积	另含配套商业建面	另含配套停车位
				栋	套	平	平	个
安居百泉阁	深圳市安居百泉阁管理有限公司	2022 年 1 月	深圳市福田区	2	594	39301.32	414.11	294
安居锦园	深圳市安居锦园管理有限公司	2021 年 11 月	深圳市罗湖区	1	360	26948.60		216
保利香槟苑	深圳市安居鼎吉管理有限公司	2020 年 7 月	深圳市大鹏新区	2	210	16457.28		
凤凰公馆	深圳市安居鼎吉管理有限公司	2020 年 11 月	深圳市坪山区	2	666	51553.87		

数据来源：招募说明书，光大证券研究所

图 5：安居百泉阁项目规划图



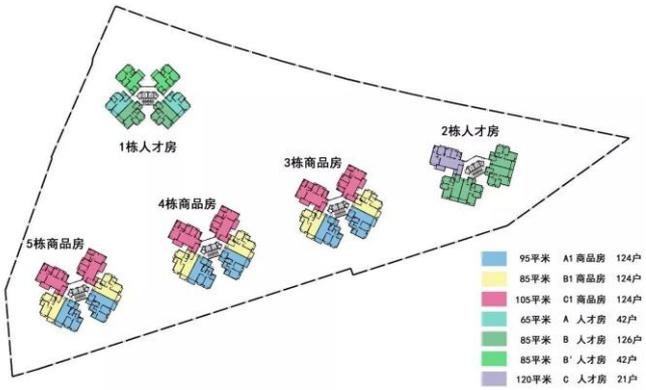
资料来源：深圳福田区委相关宣传文件，光大证券研究所

图 6：安居锦园项目建设图



资料来源：深圳人才安居相关宣传文件，光大证券研究所

图 7：保利香槟苑项目楼型设计



资料来源：深圳市建筑产业化协会，光大证券研究所

图 8：凤凰公馆项目航拍图



资料来源：深圳市公租房安居房相关宣传文件，光大证券研究所

### 出租情况

四项底层项目主要租赁业态（保租房业态）均维持较高出租率。截至 2022 年 3 月 31 日，红土保租房 REIT 的租赁住房部分平均出租率达 99%，其中保利香槟苑项目实现满租。考虑到深圳同类住房历史退租率较低，且重新配租的效率较高，预期四项底层资产的高出租率水平能在未来中长期内维持稳定。

根据《深圳市人民政府关于深化住房制度改革加快建立多主体供给多渠道保障租购并举的住房供应与保障体系的意见》（深府规〔2018〕13 号），红土深圳保租房项目的租金应“为届时同地段市场商品住房租金的 60%左右”。而据睿和智库数据，红土保租房 REIT 的租赁住房项目租金定价仅为市场租赁住房租金定价的 30%-56%左右，相较市场化租赁住房具有较为明显的竞争优势，同时具备较大租金增长空间。

表 2：红土保租房 REIT 底层资产出租率

项目	对象	出租率	租金单价
安居百泉阁	保障性租赁住房	99%	59.74 元/平方米/月
	配套商业设施	35%	367.75 元/平方米/月
	配套停车场	100%	200 元/个/月×N
安居锦园	保障性租赁住房	99%	44.38 元/平方米/月
	配套停车场	100%	200 元/个/月×N
保利香槟苑	保障性租赁住房	100%	14.52 元/平方米/月
凤凰公馆	保障性租赁住房	98%	17.23 元/平方米/月

资料来源：招募说明书，光大证券研究所

注：数据统计截至 2022 年 3 月 31 日。配套商业租金依据为截至 2022 年 3 月 31 日已签署的配套商业租赁合同；配套停车位租金依据为截至 2022 年 3 月 31 日已签署的项目配套停车位租赁合同，其中 N 在 2022 年 7-12 月为 80%，2023 年度为 85%。

从租户结构看，项目收入来源相对分散，承租人包括用人单位和个人两类。截至 2022 年 3 月 31 日，个人租户占比约 43%，用人单位占比约 57%。

红土保租房 REIT 前十大租户租赁面积占比总计 23.35%，租金收入占比总计 35.20%，租户所属行业涉及 8 个行业及 1 个机关事业单位。单位租户基本为资质良好的企业、党政机关或事业单位，配租对象为单位符合条件的人才；自行申请的个人亦需经过市、区住建部门的审核批准。因此一方面项目入住群体素质和收入水平较高，租金履约能力较强，同时原租赁合同到期后也将继续由深圳市、区住建部门进行配租，对后续项目租金收入的稳定性提供较高保障；另一方面项目于正常换租期及极端空窗期或一定程度受限于人才申请流程及政府配租效率。

表 3：红土保租房 REIT 两类承租人的承租规模和占比情况

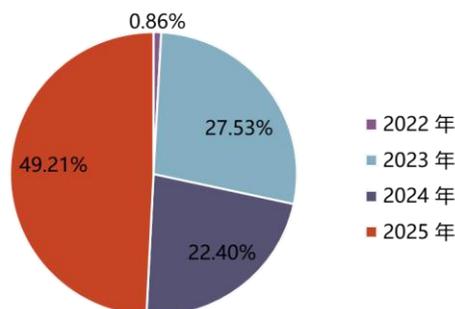
项目	类别	用人单位	个人	合计
安居百泉阁	承租面积（平）	24,938.34	13,841.43	38,779.77
	占比	64.31%	35.69%	100.00%
安居锦园	承租面积（平）	26,713.38	0	26,713.38
	占比	100.00%	0.00%	100.00%
保利香槟苑	承租面积（平）	12,164.43	4,292.85	16,457.28
	占比	73.92%	26.08%	100.00%
保利香槟苑	承租面积（平）	11,553.77	39,116.14	50,669.91
	占比	22.80%	77.20%	100.00%
合计	承租面积（平）	75,369.92	57,250.42	132,620.34
	占比	56.83%	43.17%	100.00%

数据来源：招募说明书，光大证券研究所

注：用人单位承租的保障性租赁住房仅限本单位员工入住；数据统计截至 2022 年 3 月 31 日。

从租赁期限看，截至 2022 年 3 月 31 日，基础设施项目当前租户的租赁期限以 3 年为主，少量租户的租赁期限为半年或 1 年。红土保租房 REIT 四项资产租户为经过深圳市配租审核机制筛选确定的配租对象，具有较强的租金履约能力；同时因为深圳市保障性住房仍有 40 余万户家庭在册轮候（截至 2022 年 3 月 31 日），优质保租房需求长期存在，因此即使现有租赁合同到期，后续底层资产租金的稳定性仍有较强的保障。

图 9：基础设施项目租赁合同到期分布表



资料来源：招募说明书，光大证券研究所  
注：数据统计截至 2022 年 3 月 31 日

### 收入及盈利情况

安居百泉阁项目于 2022 年 1 月开始运营，首季度即盈利。

安居锦园项目于 2021 年 11 月开始运营，于 2021 年 10 月由在建工程结转为投资性房地产，当年 10-12 月产生折旧费用致净利润为负。

保利香槟苑项目于 2020 年 10 月 1 日由项目原开发商无偿移交至深圳市人才安居集团，并于 2022 年 2 月 28 日重组至项目公司鼎吉管理公司。因鼎吉管理公司 2020 年度备考报表仅包含项目当期 10-12 月财务数据，而深圳市、区住建部门分批配租安排与折旧摊销费用存在时间差，期间内项目发生的折旧摊销成本大于营业收入，导致该期间内项目净利润为负。

凤凰公馆项目于 2020 年 11 月开始运营，自 2021 年以来持续盈利。

综合来看，四项底层项目均位于深圳市核心区域或者区域的核心位置，租赁需求旺盛，未来预计将维持较高的出租率水平，一定程度保障后续可分配现金流稳定。

表 4：红土保租房 REIT 四项底层项目近 2 年及 22Q1 收益情况

项目		2020 年	2021 年	2022 年 1-3 月
安居百泉阁	营业收入 (万元)	0.0	0.0	205.0
	净利润 (万元)	0.0	0.0	62.4
安居锦园	营业收入 (万元)	0.0	0.0	66.7
	净利润 (万元)	0.0	-78.0	-2.4
保利香槟苑	营业收入 (万元)	19.4	214.6	67.9
	净利润 (万元)	-23.0	30.9	22.0
凤凰公馆	营业收入 (万元)	0.0	752.1	245.8
	净利润 (万元)	0.0	0.0	205.0

资料来源：招募说明书，光大证券研究所

注：安居百泉阁项目于 2022 年 1 月开始运营；安居锦园项目于 2021 年 11 月开始运营；保利香槟苑项目于 2020 年 7 月开始运营，且保利香槟苑项目 2020 年度备考报表仅包含 10-12 月财务数据；凤凰公馆项目于 2020 年 11 月开始运营。

## 1.4、红土保租房 REIT 底层资产所在市场

整体来看，红土保租房 REIT 项目位于深圳市，当前深圳市住房供需关系相对紧张，功能完善、配套齐全的商品住房和公共住房占比较低。

一方面，深圳市优质保障性租赁住房供不应求的状况或将长期存在，亦是四个项目能够长期稳定运营的重要基础。近年来深圳市人口持续净流入，住房需求持续增加，但受制于土地资源稀缺，住房供需长期处于失衡状态，且功能完善、配套齐全的保障性住房占比较低，因此保租房有相对庞大的需求群体。

另一方面，相较深圳原有的住房保障体系，人才住房相较其他两类保租房具有以下几个优点：1.人才住房租售价格较安居型商品房与公共租赁住房更高，对投资者收益保障更强；2.人才住房受保障的配租对象既包括杰出人才、领军人才，也包括市、区政府确定的重点企事业单位人才，此类承租人租金支付能力较强的同时对租金涨幅相对更加不敏感；3.人才住房建筑面积相对更大，亦将更符合城镇居民追求生活品质改善的未来趋势。同时，保租房作为住房保障体系的重要组成部分，具有显著的政策属性和民生保障属性；相较市场化租赁住房供给，其租金定价、配租对象的选择和租赁期限等均由深圳市、区住建部门确定，受市场因素影响较小，亦收入相对稳定。

表 5：深圳市原有住房保障体系情况

住房类型	供应形式	供应对象	面积标准	价格
政策性支持住房	人才住房	符合条件的各类人才	建筑面积小于 90 平方米为主	租售价格为市价 60%左右
	安居型商品房	符合收入财产限额标准等条件的户籍居民	建筑面积小于 70 平方米为主	租售价格为市价 50%左右
公共租赁住房	只租不售	符合条件的中低收入户籍居民、为社会提供基本公共服务的相关行业人员、先进制造业职工等群体	建筑面积 30-60 平方米为主	租金为市场租金 30%左右；特困人员、低保及低保边缘家庭租金为公共租赁住房租金 10%

资料来源：招募说明书，光大证券研究所

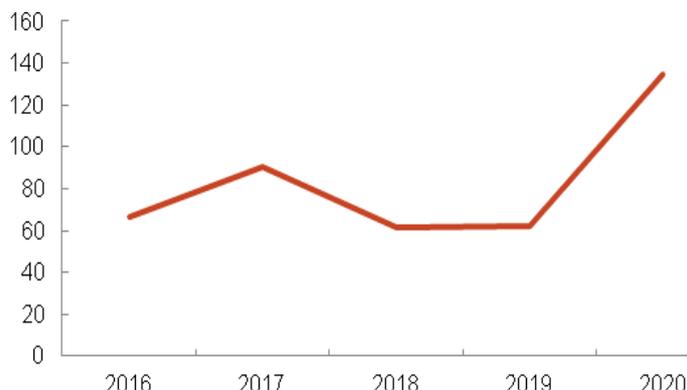
注：根据 2018 年 8 月深圳市人民政府办公厅发布的《深府规〔2018〕13 号》文件，人才住房、安居型商品房和公共租赁住房三种住房类型共同组成了原有的深圳市的住房保障体系。2021 年 11 月，国家住建部发布《发展保障性租赁住房可复制可推广经验清单（第一批）》，提出“深圳市加快做好与国家住房保障体系的对接：1.将出租的人才住房、各类享受政府政策支持的租赁住房以及产业园区配套宿舍等均纳入保障性租赁住房，2.将出售的人才住房和安居型商品房归入共有产权住房，进一步规范发展公租房；3.在此基础上，将原来由公租房、人才住房和安居型商品房构成的公共住房；调整为以公租房、保障性租赁住房和共有产权住房为主体的住房保障体系”，自此深圳与国家住房保障体系并轨。

### 深圳保租房现状和发展趋势

“十三五”期间深圳市保障性租赁住房在土地供给和住房供给方面整体已呈现出扩大规模、加速供应的趋势。“十四五”规划期间，深圳市计划继续扩大保障性租赁住房的供给，优先保障公共住房用地供应。预计保障性租赁住房的供给规模将持续扩大，但受制于深圳待开发土地供给有限，未来供地大部分主要依靠存量市场盘活，因此整体上土地供应预期仍将较为紧缺。

根据 2022 年 1 月深圳住建局和发改委公布的《深圳市住房发展“十四五”规划》（下文简称“《规划》”），期间深圳市计划供应居住用地不少于 1500 公顷，力争达到 1750 公顷，同时优先安排保障性租赁住房用地，年度建设用地供应计划中单列租赁住房用地，每年供应的租赁住房用地占居住用地比例不低于 10%。

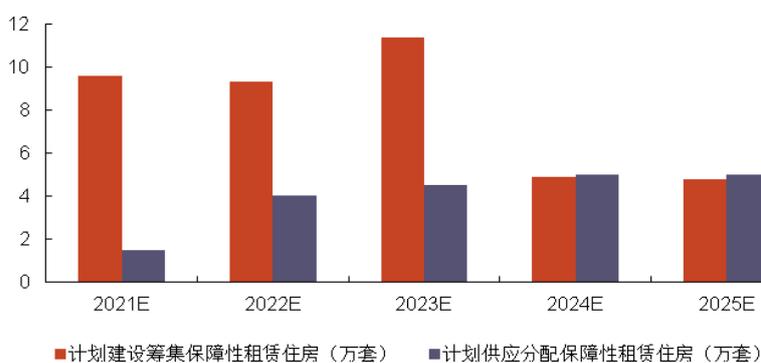
图 10：深圳市公共住房用地供应情况（单位：公顷）



资料来源：招募说明书，深圳住建局和发改委文件，光大证券研究所

其中，根据《规划》，“十四五”期间深圳将继续完善住房保障体系。规划期内建设筹集住房 89 万套（间）：其中，建设商品住房 35 万套；建设筹集公共住房 54 万套（间），包括公共租赁住房 6 万套（间）、保障性租赁住房 40 万套（间）、共有产权住房 8 万套。规划期内计划供应分配住房 65 万套（间）：其中，供应商品住房 31 万套；供应分配公共住房 34 万套（间），包括公共租赁住房 6 万套（间）、保障性租赁住房 20 万套（间）、共有产权住房 8 万套，供应分配保障性租赁住房占供应分配住房总量的比例不低于 30%。

图 11：深圳市“十四五”保障性租赁住房供应分配时序

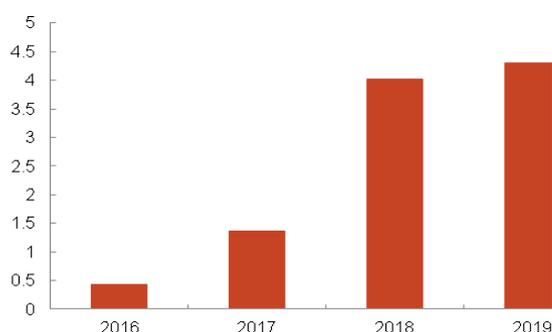


资料来源：招募说明书，深圳住建局和发改委《深圳市住房发展“十四五”规划》文件，光大证券研究所  
注：根据深圳现有住房保障体系，公共住房包括公租房、保障性租赁住房（含出租型人才住房）、共有产权住房；图表仅统计保障性租赁住房计划建设及供应分配套数。

与此同时，深圳市人口多年持续净流入，新市民、青年人的阶段性住房困难问题突出，对保障性租赁住房的需求相对迫切。此外，深圳市实行商品住房限购政策，新落户的新市民和青年人群体受落户年限、社保缴纳年限等因素制约，租房居住的比例更高。

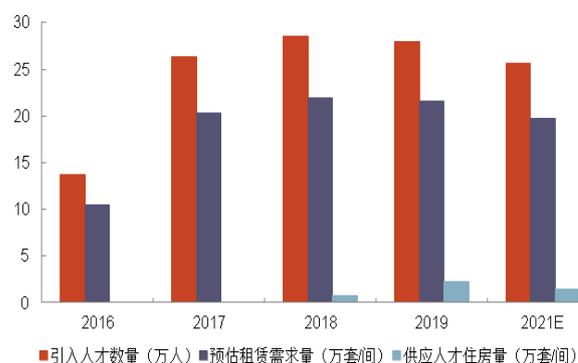
根据 2021 年《深圳市政府关于深圳公共住房情况的专项工作报告》，2020 年深圳市常住人口住房自有率仅约 23%，租房居住的市民占比高达 77%。而根据深圳市引入人才数量测算，2016-2019 年，深圳市新引入的人才增量群体中将分别对应 10.5 万人、20.3 万人、21.9 万人和 21.6 万人的租房需求，但同期实际供应人才住房套数分别为 0 万套（间）、0 万套（间）、0.8 万套（间）和 2.3 万套（间）。深圳市 2021 年引入的 25.6 万人才中约新增 19.7 万人租房需求，而“十四五”规划显示 2021 年深圳市计划供应分配保障性租赁住房仅 1.5 万套（间），供求缺口较大。

图 12：深圳市 2016-2019 年度人才住房实际建设筹集情况



资料来源：招募说明书，戴德梁行，光大证券研究所  
注：单位为万套（间）

图 13：深圳市人才增量、租赁需求量及人才房供应量对比



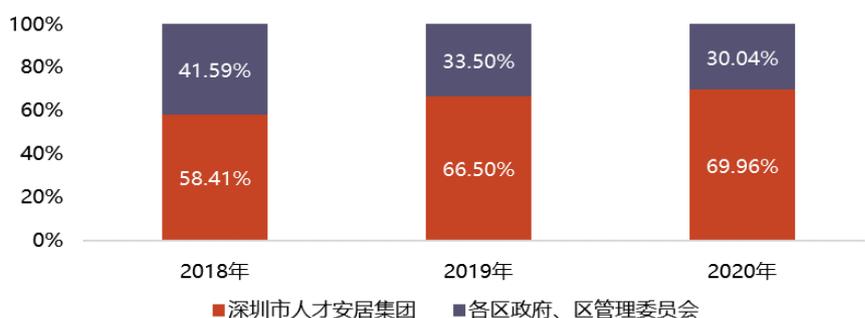
资料来源：招募说明书，深圳市人社局，深圳市住建局，光大证券研究所  
注：2020 年数据缺失；2021 年人才住房配租量为《深圳市住房发展“十四五”规划》预计数据

### 市场化程度

从供给及管理主体看，深圳市供应保障性租赁住房的主体有限，以人才住房专营机构（即深圳市人才安居集团）为主建设筹集保障性租赁住房。根据 2018-2020 年《深圳市安居工程建设筹集项目表》，期间深圳市人才安居集团及其子公司负责建设、筹集人才住房占深圳市人才住房建设筹集套数比例分别为 58.41%、66.50%和 69.96%。

而从需求看，深圳市保租房面向符合条件的新市民、青年人供应，配租对象群体相对广泛，符合条件的用人单位和个人均可申请，实际入住人均是符合条件的人，租约分散度高，需求端市场化程度较高。

图 14：2018-2020 年深圳市人才住房项目建设筹集责任主体占比情况



资料来源：招募说明书，2018-2020 年《深圳市安居工程建设筹集项目表》，光大证券研究所

## 1.5、红土保租房 REIT 底层资产估值与可分配现金流

### 底层资产估值关键假设

#### 1.租金假设：

红土保租房 REIT 租金收入分别来自保障性租赁住房租金收入（各项目单套住房的具体租金根据各户型、朝向及楼层进行系数修正后由住建部门确定配租基准价格）、配套商业设施租金收入以及配套停车场租金收入。

#### 2.租金涨幅假设：

①保租房方面，根据 Wind 收录的中原地产制作的二手住宅租金指数数据，2011-2021 年 10 年间，深圳住宅租金指数从 123.70 增加到 187.00,年均复合增长率为 4.22%；根据中指数据，2018-2021 年 8 月期间，深圳住宅租赁市场租金水平平均增长率在 2%-4%之间。

根据对区域内商品住房市场租金过往增长幅度、估价对象实际租赁情况并结合其他城市及地区类似保障性租赁住房的管理情况及发展经验，红土保租房 REIT 四个底层项目 3 年合同到期换签时进行一次租金调整，租金增长率为 2%（即每三年租金增长 2%，折合每年租金增 0.66%），谨慎假设下未来租金增幅仍有一定上行空间。

②配套商业方面，参考项目已签署配套商业租赁合同设置的 3%年租金涨幅，假设预测期配套商业年租金增长率为 3%。

③配套停车场方面：不考虑配套停车位租金增长。

#### 3.出租率假设：

①保租房方面，截至 2022 年 3 月 31 日，保利香槟苑、凤凰公馆、安居百泉阁和安居锦园四个项目出租率分别为 100%、98%、99%和 99%，考虑到项目现行租约期限较长、在册轮候人数较多、供求缺口较大，因此保守假设未来短期内安居百泉阁、安居锦园和凤凰公馆项目住宅出租率为 98%，保利香槟苑项目住宅出租率为 99%。

②配套商业方面，根据截至 2022 年 5 月 8 日已签订的百泉阁配套商业租赁合同约定，百泉阁配套商业出租率达 89%。同时，根据深圳市福田区人才住房租赁市场的历史成交数据，预计百泉阁项目配套商业出租率将持续保持在较高水平，合理假设预测期百泉阁配套商业出租率为 90%。

③配套停车场方面：停车位相对紧缺，预期后续也将维持满租状态。

#### 4.营业成本假设：

营业成本主要包括基础设施资产的运营管理费、空置房物业管理费、空置专项维修基金、日常维修费等。其中，运营管理服务成本每年按含税租金收入 4%计算；日常维修费用假设按照含税租金收入的 0.3%计算。

### 5.资本化率假设：

在综合分析了估价对象所在地区同类型房地产经营方式及收益风险，此次评估采用累加法确定报酬率。累加法公式：报酬率 Y=无风险报酬率+风险报酬率 YR

其中，无风险报酬率参照评估基准日十年期国债收益 2.78%进行确定；戴德梁行认为类似业务的风险报酬率在 3%-5%之间，考虑到底层估价资产位于国内核心一线城市深圳，当地社会经济环境发展良好，保租房项目的风险报酬率在同类地区类似业务中属于风险较低的类型，计算采用 6%的折现率。

根据戴德梁行出具的估值报告，结合基础设施资产的特点和实际状况，采用收益法作为本次估价不动产价值的评估方法。截至 2022 年 3 月 31 日，红土保租房 REIT 底层资产组合估值合计 115800 万元，对应单价 7388 元/平方米。

**表 6：红土保租房 REIT 估值结果**

序号	项目名称	业态	总建筑面积	其中：住房及配套商业建筑面积	收益法估值	单价
			万平方米	万平方米	万元	元/平方米
1	安居百泉阁	保障性租赁住房、配套商业设施、配套停车场	5.4	4.0	57610	10,747
2	安居锦园	保障性租赁住房、配套停车场	3.5	2.7	30050	8,554
3	保利香槟苑	保障性租赁住房	1.6	1.6	6830	4,150
4	凤凰公馆	保障性租赁住房	5.2	5.2	21310	4,134
合计	—	—	15.7	13.5	115800	7,388

资料来源：招募说明书，光大证券研究所

注：估值结果截至 2022 年 3 月 31 日；估值取整至十万元。

根据红土保租房 REIT 设立时《可供分配金额测算报告及审核报告》，在相关假设前提下预计 2022 年 7-12 月及 2023 年度红土保租房 REIT 可供分配金额分别为 24.5 百万元及 49.2 百万元。以目标不动产评估净值作为预期募集公募基金规模计算，投资人净现金流分派率于 2022 年 7-12 月及 2023 年可达 4.24%（年化）及 4.25%。在定价合理的情况下，红土保租房 REIT 底层资产能够为投资者提供良好的回报，亦符合相关 REITs 项目预计未来 3 年净现金流分派率原则上不低于 4%的要求。

**表 7：红土保租房 REIT 现金流测算**

	2022 年 7-12 月预测值 (百万元)	2023 年度预测值 (百万元)
营业收入合计	27.0	53.9
住宅租金收入	25.7	51.4
配套商业收入	0.8	1.5
配套停车位收入	0.4	1.0
营业成本合计	11.7	23.3
运营管理费	1.1	2.2
空置房物业管理费	0.1	0.1
空置专项维修基金	0.0	0.0
日常维修费	0.1	0.2
折旧摊销	10.4	20.8
净利润	12.3	24.7
税息折旧及摊销前利润	22.8	45.5
可供分配金额	24.5	49.2
投资者净现金流分派率 (预计年度可供分配金额/公募基金募集规模)	4.24%	4.25%
净现金流分派率 (预计年度可分配现金流/目标不动产评估净值)	4.24%	4.25%

资料来源：招募说明书，光大证券研究所

注：现金流测算依据基金设立时天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《可供分配金额测算报告及审核报告》；营业成本非营业总成本；EBITDA 至可供分配金额涉及多项调整项；公募基金规模按照 11.58 亿元测算，届时以实际发行规模为准。

## 2、投资建议

我国保租房公募 REIT 正式启航，利于引导市场由高周转快开发向存量运营升维转型，进而激发市场潜力、提升估值溢价。预期在政策较大支持力度下，后续 REITs 产品发行节奏将加速；同时考虑到公募 REITs 在房地产企业存量资产上有较大可撬动投资价值的空间，预期后续有望迎来 REITs 试点范围进一步向房地产企业长租公寓、物流地产等领域放开。

关注 REITs 发展对存量运营板块的估值重塑作用，建议关注产业地产、商业地产等存量资产成熟稳定、发行人（管理人）主体优质可靠的标的。建议关注万科 A/万科企业，中国金茂、新城控股、保利发展、金地集团、招商蛇口、中国海外发展、中国海外宏洋集团、华润置地、龙湖集团、越秀地产。

## 3、风险分析

**租金定价风险：**保障性租赁住房类资产的租金目前由当地政府住建部门予以核定或备案，保障性租赁住房的产权人无法自行按照市场公允价格、供需情况、成本收益比等因素自主调整租金标准。

**配租风险：**保障性租赁住房资产的收益在一定程度上受限于该等统一配租制度，因此基金项下基础设施项目运营收入的实际取得受到住建部门执行统一配租制度的口径和效率的影响，在基金存续期间，如住建部门确定的承租人的准入门槛过高，则可能导致出租率、续租率下降并影响基金现金流。

**保障性租赁住房项目定性风险：**在基金存续期间，如已购入的基础设施项目因保障性租赁住房的政策法律变化而未能获得或暂时失去保障性租赁住房项目认定资质，则可能：1) 无法享受保障性租赁住房的特定税收优惠，财政支持力度减弱；2) 可能导致其无法适用保障性租赁住房的统一配租制度，并可能需要转变为市场一般住宅项目以正常市场租金水平对外出租，在与同市场、同地段、同类型住宅租赁物业竞争的情况下，可能会导致出租率、续租率下降并影响基金现金流。

**人口流失风险：**深圳市目前是国内人口净流入最为显著的城市，刚需性住房供不应求。但若因宏观经济形势变化导致人口净流入趋势减弱，进而导致基金项下保障性租赁住房的承租需求下降，可能会导致出租率、续租率下降并影响基金现金流。

**市场竞争风险：**在“房住不炒”的政策导向下，随着保障性租赁住房配套政策体系的不断完善，未来可能会有更加多元化的市场供应主体，并可能影响市场供需关系。可替代竞争性产品的存在可能会导致基金项下保障性租赁住房的出租率、续租率下降并影响基金现金流。

**政策风险：**保障性租赁住房在我国保障性住房制度体系中的定位和发展模式系通过国办发〔2021〕22 号文正式确立，若未来保障性租赁住房的政策发生调整，则该等调整可能对基金项下保障性租赁住房项目的持续稳定运营构成不利影响，并影响基金现金流。

## 附录：重点上市公司列表

表 8：行业重点上市公司的盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价 (元/港元)	EPS (元)				2021-2024 的 三年 CAGR	PE				投资评级	
			2021	2022E	2023E	2024E		2021	2022E	2023E	2024E	本次	变动
000002.SZ	万科 A	18.39	1.94	2.35	2.86	3.40	20.6%	9.5	7.8	6.4	5.4	买入	维持
600048.SH	保利发展	16.62	2.29	2.41	2.55	2.74	6.2%	7.3	6.9	6.5	6.1	买入	维持
600383.SH	金地集团	12.02	2.10	2.29	2.51	2.60	7.4%	5.7	5.2	4.8	4.6	买入	维持
001979.SZ	招商蛇口	12.93	1.16	1.34	1.42	1.53	9.7%	11.1	9.6	9.1	8.5	买入	维持
601155.SH	新城控股	21.34	5.57	6.14	6.67	7.23	9.1%	3.8	3.5	3.2	3.0	买入	维持
000656.SZ	金科股份	2.52	0.61	0.69	0.76	0.83	10.8%	4.1	3.7	3.3	3.0	增持	维持
2202.HK	万科企业	16.50	1.94	2.35	2.86	3.40	20.6%	7.3	6.0	4.9	4.2	买入	维持
0688.HK	中国海外发展*	23.10	3.32	3.65	4.01	4.36	9.5%	6.0	5.4	4.9	4.5	买入	维持
1109.HK	华润置地*	33.95	3.73	4.10	4.49	4.86	9.2%	7.8	7.1	6.5	6.0	买入	维持
0960.HK	龙湖集团*	29.85	3.69	4.11	4.66	5.24	12.4%	6.9	6.2	5.5	4.9	买入	维持
0817.HK	中国金茂*	1.93	0.45	0.54	0.62	0.70	15.6%	3.7	3.0	2.7	2.4	买入	维持
0123.HK	越秀地产*	9.75	1.34	1.32	1.41	1.50	3.8%	6.2	6.3	5.9	5.6	买入	维持
0081.HK	中国海外宏洋集团*	3.87	1.48	1.64	1.85	2.13	13.0%	2.2	2.0	1.8	1.6	买入	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-07-14；汇率按 1HKD=0.8569CNY 换算；

注：A 股地产上市公司的股价和 EPS 均以人民币计价；H 股地产上市公司的股价以港币计价，\*为 EPS（核心）并以人民币计价。

## 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。
<b>基准指数说明：</b>		
	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曾与，不与，也将不会与本报告中的具体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。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(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

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

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