

房地产

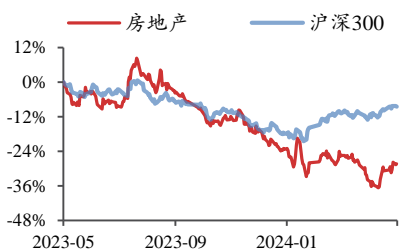
2024年05月14日

投资评级：看好（维持）

保障房系列报告二—保租房建设势如破竹，助力城市新青年宜居宜业

——行业深度报告

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2023年房地产行业综述：销售不及预期业绩承压，低估值蓄力板块价值重塑—行业深度报告》-2024.5.13

《解决实际居住需求为导向，北京、深圳优化限购政策—行业点评报告》-2024.5.13

《深圳、西安、杭州放松限购政策，加快去化存量房产—行业周报》-2024.5.12

齐东（分析师）

qidong@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

郝英（联系人）

haoying@kysec.cn

证书编号：S0790123060017

● 保租房建设势如破竹，助力城市新青年宜居宜业

通过比较上海保租房项目，可以发现保租房供应拥有以下几个特点：1、地理位置相对偏僻；2、租金成本更具优势；3、租住体验逐渐提高；4、满足多群体租住需求；5、租住条件相对严格；6、户型以小面积为主。就实际情况来看，新开业的保租房项目不论是社区配套还是租住体验均超出预期，甚至高于市场大多数的普通租赁项目。且保租房拥有更加便宜的租金和灵活的退租方式，对于刚入职薪资并不高的年轻人而言更加友好。所以我们认为随着各地保租房供应推进，势必会吸引更多城市新青年入住。短期来看，保租房供应增加，或引流部分刚需购房需求。但从长期来看，保租房更多满足流入人才阶段性、过渡性住房需求，待新市民财富积累充足后，有望完成人才引进-保租房-商品房的闭环动作。

● 政策利好下，保租房建设稳步推进

“十四五”期间，按照规划，我国计划建设筹集保租房870万套，预计可解决2600多万新市民、青年人的住房困难。从实际完成情况来看，2021年以来保租房筹集建设均超额完成，三年累计完成比例为65%。其中上海推行“一张床、一间房、一套房”保租房体系，截至2024年4月初，“随申办”APP已上线75个保障性租赁住房项目，覆盖16个行政区域及临港新城。根据上海市住房规划，到“十四五”期末，累计建设筹措保租房总量、形成供应分别为60、40万套（间）左右。截至2023年底分别完成“十四五”规划期末总量的77.7%、66.8%。

● 多元化住房供应，打造低价舒适的居住体验

华润有巢马桥AI店为华润打造的示范级保租房社区，多层次满足人才住房之忧，有望成为已发行REITs的储备扩募资产；城投宽庭江湾、光华社区是上海规模最大保租房REITs项目，区位优势，高品质的租住体验具备板块独特竞争力；金桥暮紫里由上海老牌国企金桥集团打造，具备十余年丰富运营经验，也是上海体量最大租赁社区之一，满足板块青年多样化需求。总体而言，上述项目各户型租赁条件不一，主要保障城市新青年居住需求，但其相对低价的租金标准、多元化社区服务及高品质的租住体验已超出市场多数租赁住房。

● 投资建议

在“市场+保障”双轨制政策刺激下，我国保障性租赁住房建设稳步推进。保租房项目收入相对稳定，为发行公募REITs提供可能，从而实现“投、融、管、退”的商业闭环。所以我们认为随着国家金融政策支持力度加大，将推动市场化租赁住房纳保动力，增加保租房市场供应量同时，也可加速盘活企业存量房资产。具体推荐标的包括：万科A（泊寓）、金地集团（草莓社区）、中国海外发展（中海友里）、招商蛇口（壹间公寓）；受益标的：龙湖集团（冠寓）、华润置地（有巢）。

● **风险提示：**项目出租情况不及预期、政策落地不及预期、市场下行致租金下降。

目 录

1、 政策利好下，保租房建设稳步推进	5
1.1、 2021 年以来保租房筹集建设均超额完成	5
1.2、 上海推行“一张床、一间房、一套房”保租房体系	6
2、 华润有巢马桥 AI 店：多元化住房供应，打造示范级租赁社区	9
2.1、 华润示范级保租房社区，保障城市建设者居住需求	9
2.2、 户型多样设施齐全，一站式解决人才住房之忧	11
3、 城投宽庭江湾、光华社区：规模最大保租房 REITs 项目，推动保租房标准化发展	16
3.1、 地理位置优越，具备区块独特竞争力	16
3.2、 高品质居住体验，满足多群体租赁需求	18
4、 金桥暮紫里：上海体量最大租赁社区之一，十余年丰富运营经验	24
4.1、 老牌地方国企打造，助力板块人群宜居宜业	24
4.2、 青年发展型社区，提供良好稳定居住环境	26
5、 总结：打造低价舒适的居住体验，保租房有望“轻运营”	29
5.1、 满足多元化居住需求，或影响新青年购房意愿	29
5.2、 保租房 REITs 稳步落地，加速盘活存量资产	32
6、 投资建议	33
7、 风险提示	34

图表目录

图 1： 一线城市十四五计划保租房筹建套数占比均超 40%	5
图 2： 预计 2023 年底全国累计筹集保租房规模将达到 565 万套（单位：万套）	6
图 3： 上海浦东、闵行区保租房套数最多	8
图 4： 上海黄浦区保租房租金均值最高	8
图 5： 上海临港、黄埔、静安区保租房轮候比例最高	8
图 6： 上海保租房一居室与单间合计占比达 82.5%	8
图 7： 截至 2024 年 4 月初，“随申办”APP 已上线 75 个保障性租赁住房项目	9
图 8： 华润有巢在上海有 11 个租赁住房项目	9
图 9： 华润有巢马桥 AI 店位于闵行区马桥镇核心位置	10
图 10： 华润有巢马桥 AI 店包含 8 栋 15 层住宅楼	10
图 11： 华润有巢马桥 AI 店含闵行区首个“新时代城市建设者管理者之家”	11
图 12： 华润有巢马桥 AI 店“一套房”产品 179 套	11
图 13： 华润有巢马桥 AI 店“一间房”房源 2166 套	11
图 14： 华润有巢马桥 AI 店“一张床”有两人间户型	12
图 15： 华润有巢马桥 AI 店“一张床”有四人间户型	12
图 16： 华润有巢马桥 AI 店“一间房”占比最大	12
图 17： 华润有巢马桥 AI 店室外公区配有篮球、羽毛球场	13
图 18： 华润有巢马桥 AI 店提供多项舒心服务	13
图 19： 华润有巢马桥 AI 店配备多个公共配套设施	13
图 20： 华润有巢马桥 AI 店企、事业单位入住占比较大	14
图 21： 城投宽庭在上海已开业运营 7 个社区	16
图 22： 江湾社区拥有 7 栋租赁住宅楼	17
图 23： 光华社区拥有 3 栋租赁住宅楼	17

图 24: 江湾社区、光华社区位于杨浦区新江湾城核心区位.....	18
图 25: 江湾社区拥有一室户至三室二厅 5 种户型.....	18
图 26: 江湾社区拥有一室户 918 间.....	18
图 27: 江湾社区拥有一室二厅 325 间.....	19
图 28: 江湾社区拥有三室二厅 104 间.....	19
图 29: 江湾社区配有健身房.....	20
图 30: 江湾社区配有公共洗衣房.....	20
图 31: 江湾社区配有公共厨房.....	20
图 32: 光华社区拥有一室 4 种户型.....	21
图 33: 光华社区拥有一室户 1119 间.....	21
图 34: 光华社区拥有一室二厅 115 间.....	21
图 35: 光华社区室内配置齐全.....	21
图 36: 光华社区服务中心配置台球桌.....	22
图 37: 光华社区服务中心配置公告休息区.....	22
图 38: 江湾、光华社区 40 岁以下租户占比达 93.96%.....	23
图 39: 江湾、光华社区本科及以上学历租户占比 90.77%.....	23
图 40: 金桥集团规划截至“十四五”末开业 9 个项目.....	24
图 41: 金桥暮紫里邻近 2 号线创新中路、华夏东路站.....	25
图 42: 金桥暮紫里是上海规模体量最大的租赁社区之一.....	25
图 43: 金桥暮紫里建设了“新时代城市建设者管理者之家”.....	26
图 44: 金桥暮紫里提供 1-2 房产品.....	26
图 45: 金桥暮紫里提供 1 房 2453 套.....	26
图 46: 金桥暮紫里提供 1 房 1 厅 52 套.....	27
图 47: 金桥暮紫里提供多人间 1210 间.....	27
图 48: 金桥暮紫里 1 房为主力产品.....	27
图 49: 金桥暮紫里内部配备 1 万方的商业综合楼.....	28
图 50: 金桥暮紫里含有棒球场等功能空间.....	28
图 51: 金桥暮紫里提供班车服务.....	28
图 52: 承租上海保租房和市场租赁住房公积金提取限额分别为 4500、3000 元/月.....	30
图 53: 新开业租金 3000 元/月保租房项目装修同样出色.....	30
图 54: 上海部分保租房项目月租金针对中高收入人群.....	31
图 55: 截至 2024 年 5 月 14 日已有 5 支保障性租赁住房 REITs 完成发行.....	32
表 1: 保障性住房可以满足合理租住需求.....	5
表 2: 截至“十四五”末,上海市预计累计筹建 60.7 万套(计划 60 万套)保租房.....	6
表 3: 上海已建成“新时代城市建设者管理者之家”达到了 24 个.....	7
表 4: 有巢国际公寓社区马桥 AI 店基本情况.....	10
表 5: 华润有巢马桥 AI 店整体租金位于 500-3600 元/月.....	12
表 6: 华润有巢马桥 AI 店不同产品租赁条件有所不同.....	14
表 7: 按照假设华润有巢马桥 AI 店年租金收入 5828.25 万元.....	15
表 8: 按照假设华润有巢马桥 AI 店年租金收益率为 3.5%.....	15
表 9: 江湾社区、光华社区基本情况.....	17
表 10: 江湾社区租金范围为 3924-12037 元/月.....	19
表 11: 江湾社区店不同产品租赁条件有所不同.....	21
表 12: 光华社区租金范围为 3060-9339 元/月.....	22

表 13: 按照假设江湾社区年租金收入 11753.9 万元.....	23
表 14: 按照假设光华社区年租金收入 5980.9 万元.....	23
表 15: 按照假设江湾社区、光华社区年租金收益率均为 4.0%	24
表 16: 金桥暮紫里基本情况	25
表 17: 金桥暮紫里租金范围为 2000-4300 元/月	27
表 18: 金桥暮紫里不同户型租赁条件不同.....	29
表 19: 保租房以小面积户型为主	31
表 20: 已发布的保障房公募 REITs 准入条件比较	33
表 21: 我们持续看好具备丰富运营经验的长租公寓企业.....	34

1、政策利好下，保租房建设稳步推进

1.1、2021 年以来保租房筹集建设均超额完成

2021 年国务院办公厅《关于加快发展保障性租赁住房的意见》指出，近年来政府和地方机构扎实推进住房保障工作，有效改善了城镇户籍困难群众住房条件，但新市民、青年人等群体住房困难问题仍然比较突出，仍需加快完善以公租房、保障性租赁住房和共有产权住房为主体的住房保障体系。

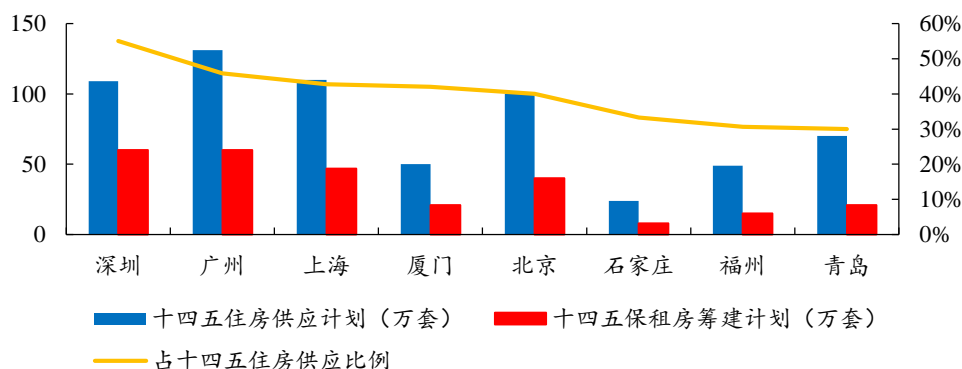
表1：保障性住房可以满足合理租住需求

住房类型	租金水平	户籍一般要求	户型面积	租赁/可售期限	针对人群
公共租赁住房	市场价 30%、特困人群 3%	本地户籍或常住人口	单人家庭≤35 平 两口之家≤50 平 三人以上≤60 平	≤3 年	本市低收入人群
保障性租赁住房	同期同区域同品质租赁住房的 60%（政府组织配租）或 90%（社会主体出租）	常住人口	≤70 平	≤3 年	新市民、青年人、各类人才
共有产权住房	同期同区域同品质商品住房市场参考价格的 50%	本地户籍	三人以下 65 平左右 四人以上 85 平左右	5 年内不得转让，5 年之后转让也只能转让给符合申请共有产权住房的人群	长期无自有住房市民

资料来源：深圳市住建局官网、开源证券研究所

根据我们报告《保障房系列报告一：租售并举双轨制逐渐完善，保障房建设破竹建瓴》统计，自 2021 年 4 月政治局会议以来，政府一直呼吁增加保障性租赁住房的建设与供给，出台了一系列财政补助、土地优先供应、信贷扶持、税费减免等支持政策，统筹推进住房保障工作。规划方面，“十四五”期间，我国计划建设筹集保租房 870 万套，预计可解决 2600 多万新市民、青年人的住房困难，可完成投资 3 万亿元左右。其中北京、上海、广州、深圳 4 个一线城市十四五期间将分别筹建保租房 40 万、47 万、60 万、60 万套，保租房筹建都将达本市住房供应总量的 40% 以上。

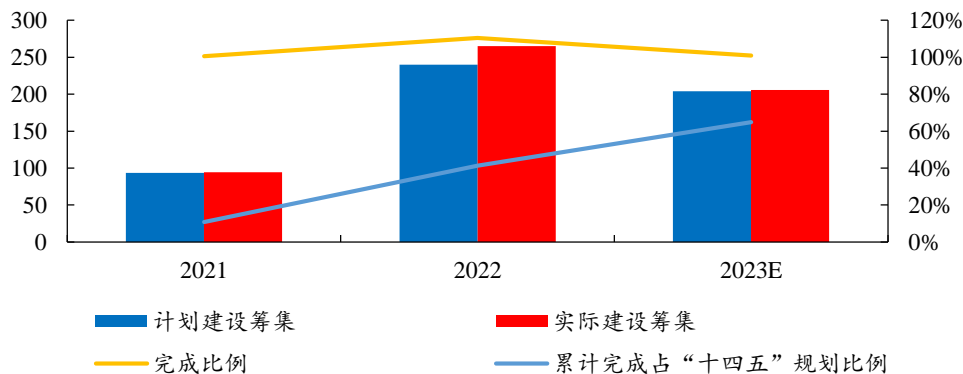
图1：一线城市十四五计划保租房筹建套数占比均超 40%



数据来源：深圳特区报、新华网等、开源证券研究所

实际完成情况方面，根据国家统计局公报数据显示，2021-2022年全国保障性租赁住房开工建设和筹集分别为94、265万套，合计筹集建设359.2万套，超额完成333.6万套的筹集计划。2023年全国计划筹集建设保障性租赁住房204万套，根据上观新闻报道，预计2023年底全国累计筹集规模将达到565万套，则对应2023年完成比例101%，累计完成占“十四五规划”比例为65%。

图2：预计2023年底全国累计筹集保租房规模将达到565万套（单位：万套）



数据来源：统计公报、赣州房地产杂志、中国建设报、上观新闻、开源证券研究所

1.2、上海推行“一张床、一间房、一套房”保租房体系

作为超大城市，上海在建设保租房道路上，一直走在前列。根据上海市住房规划，到“十四五”期末，累计建设筹措保租房总量达到60万套（间）以上，其中形成供应40万套（间）左右。**筹建方面**，2021年之前上海市共筹建13.7万套，2021-2023年上海市分别筹建6.8、18、8.1万套，完成“十四五”末计划77.7%。根据上海市市长龚正答记者问数据，2024年上海市将筹建7万套。按照“十四五”期间上海市计划建设筹措47万套保租房目标，2025年则计划筹建7.1万套。至此，上海市截至“十四五”末，将累计筹建60.7万套保租房，超额完成60万套目标。**供应方面**，截至2023年12月7日，上海已累计供应保租房26.7万套，完成“十四五”规划期末总量的66.8%，剩余供应13.3万套。

表2：截至“十四五”末，上海市预计累计筹建60.7万套（计划60万套）保租房

日期	建设 (万套)	完成比例	供应 (万套)	完成比例
之前-2021年	13.7	22.8%		
2021	6.8	11.3%		
2022	18	30.0%	26.7	66.8%
2023	8.1	13.5%		
2024	7.0	11.7%		
2025	7.1	11.8%	13.3	33.3%
累计	60.7	101.2%	40	100.0%

数据来源：上海发布、新民晚报公众号、开源证券研究所

在官方定义中，保租房是为了解决新市民、青年人阶段性住房困难。上海给出的对应方案是三个一：一张床、一间房、一套房。其中一张床主要是为了留住城市

建设群体，在上海的标杆项目是“新时代城市建设者管理者之家”。据我们不完全统计，截至 2024 年 3 月底，上海已建成新时代城市建设者管理者之家达到了 24 个，筹集床位总数近 1.3 万张。月租金大致在 500 元至 1000 元左右。而一间房和一套房则更多针对想在上海留下来的中高收入人群，故月租金也会相应提高。

表3：上海已建成“新时代城市建设者管理者之家”达到了 24 个

序号	项目名称	行政区	房间数 (间)	床位 (张)	价格 (床位/月)	服务人群
1	沁城居	黄浦区	70	216	-	环卫员工等一线职工
2	西堤爱居公寓	黄浦区	73	375	-	环卫、邮政、物流、安防等从业人员
3	永惠公寓	黄浦区	71	142	-	一线务工人员
4	上海建工	黄浦区	15	60	-	建筑工人、快递小哥、环卫人员、外卖骑手等户外劳动者
5	中建幸孚(松江店)	松江区	95	380	600-900 元	一线务工人员
6	晨建公寓	长宁区	38	104	900 元	快递员、环卫工人、保安保洁、家政服务人员
7	静安区环卫驿站	静安区	38	163	290-520 元	环卫员工等
8	微领地沪太路社区	静安区	1782 (项目总量)	278	2031 元起	一线务工人员
9	青莺公寓	静安区	170	402	800 元	一线务工人员
10	望月路 515 号项目	徐汇区	70	294	460-650 元	保安等一线人员
11	南站汇家	徐汇区	单间 150 套宿舍 型 56 套	404	600-700 元	水利行业等一线人员
12	怡辰公寓	普陀区	76	520	600-700 元	一线工作人员，从事保安、快递、建筑、教育培训行业
13	和欣公寓	普陀区	98	300	550-950 元	外卖员骑手
14	乐居 193	普陀区	29	152	-	职工之家、青年中心、还有家庭医生工作站
15	金桥幕紫里	浦东新区	538	2152	600-700 元	周边客群，城市建设行业施工人员和基础公共服务行业一线职工
16	港城领寓中环汇社区	浦东新区	150	500	400-800 元	工程建设人员、产业技术人员、快递员、外卖员等
17	华润有巢公寓社区(马桥 AI 店)	闵行区	138	440	500-900 元	保安、保洁、绿化工人、建筑工人、医护人员等
18	励速公寓	嘉定区	581	1018	500 元	快递员等
19	乐璟协通生活社区	嘉定区	623	2600	400 元	协通产业园及周边企业员工等
20	新风抱家	青浦区	176	352	675-900 元	物流人员、建筑工人、外卖员、保洁等社会服务类企业的从业人员及其配偶、子女
21	中建阅澜山	宝山区	100	804	300-1300 元	快递人员、保安保洁、市政环卫等城市一线劳动者
22	十月伴·自如里公寓	闵行区	123	400	600-1000	城市建设行业和基础公共服务行业一线职工
23	城家公寓	宝山区	64	156	800-950	城市建设行业和基础公共服务行业一线职工
24	共青 430 公寓	杨浦区	-	600	600-1000	城市建设行业和基础公共服务行业一线职工

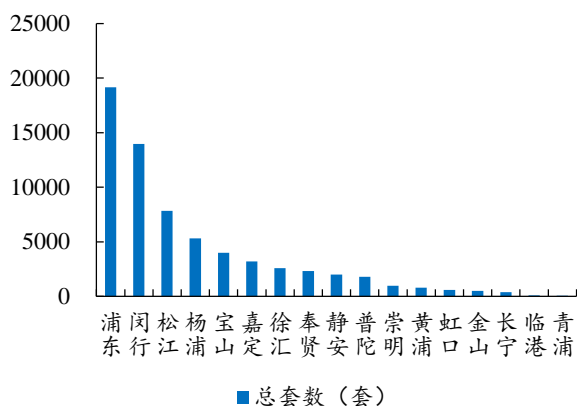
数据来源：URI 城市租住、上海杨浦、今日闵行等公众号、开源证券研究所

截至 2024 年一季度，据 URI 不完全统计，上海保租房项目已超 100 个，房源总量近 30 万套（间）（含新建与纳保项目），其中新建项目占比达 67.8%。随着保租房市场份额占比的扩大，其对租赁市场起到了“压舱石”和“稳定器”的作用。

上海保租房主要是通过“随申办”APP 进行申请，截至 2024 年 4 月初，“随申办”APP 已上线 75 个保障性租赁住房项目，34 个项目需要轮候，其中慧智·芳华公寓、慧智·有巢公寓、市北高新人才公寓·西苑轮候比例超 100%。从项目分布来看，上海保租房分布区域广，16 个行政区域及临港新城均有项目。将项目按照区域进行统计，可以发现如下几个特点：1、浦东、闵行区总套数最多，均超万套；2、黄浦区保租房租金均值最高，达 12612.5 元/月；3、因城投临港项目套数较少，轮候比例达 96%，除去临港外，最高的四个区域分别为黄浦、静安、浦东新区、金山区，均位于 30% 左右；4、保租房小户型占比大，一居室与单间合计占比达 82.5%。

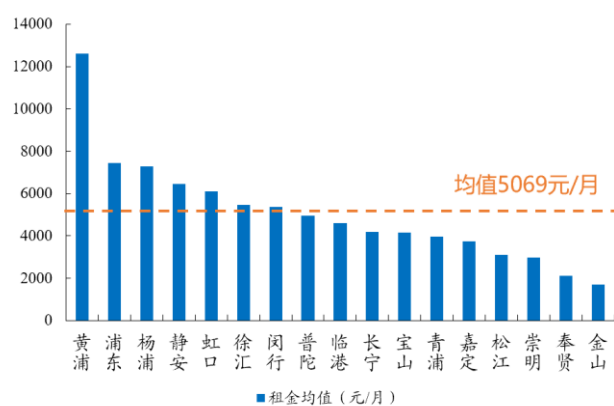
为了更好感受上海保障性租赁住房实际进展以及居住体验，近期我们实地探访了上海市部分热门保障性租赁住房项目。

图3：上海浦东、闵行区保租房套数最多



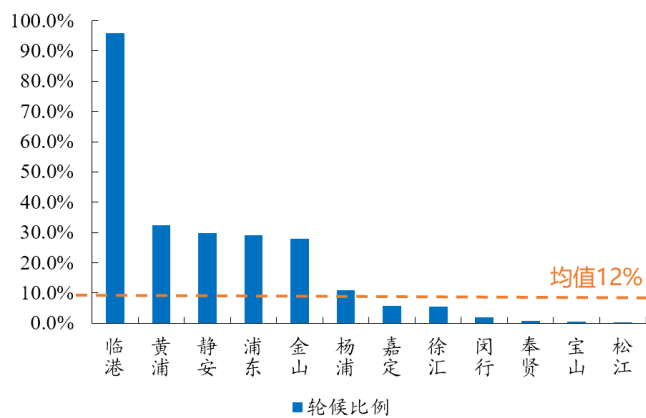
数据来源：“随申办”APP、开源证券研究所

图4：上海黄浦区保租房租金均值最高



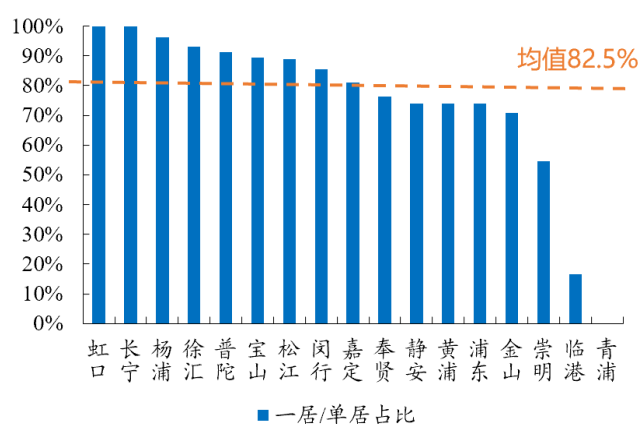
数据来源：“随申办”APP、开源证券研究所

图5：上海临港、黄浦、静安区保租房轮候比例最高



数据来源：“随申办”APP、开源证券研究所

图6：上海保租房一居室与单间合计占比达 82.5%



数据来源：“随申办”APP、开源证券研究所

图7：截至 2024 年 4 月初，“随申办”APP 已上线 75 个保障性租赁住房项目



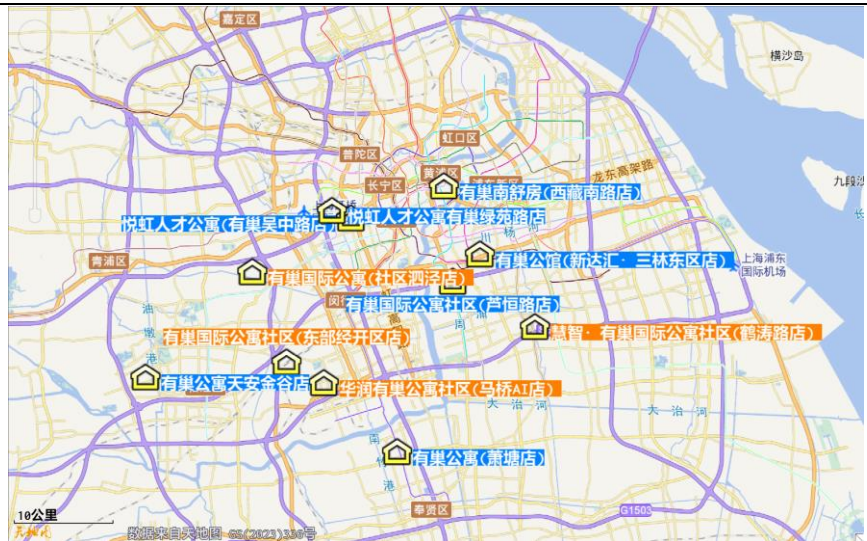
资料来源：“随申办”APP（红色项目为轮候比例>100%，橙色为需轮候，蓝色为无需轮候）

2、 华润有巢马桥 AI 店：多元化住房供应，打造示范级租赁社区

2.1、 华润示范级保租房社区，保障城市建设者居住需求

华润有巢是中国领先的城市投资开发运营商华润置地于 2018 年创立的长租公寓品牌，以服务国家战略、大力发展租赁住房为品牌使命，多措并举、先行先试，深度参与保障性租赁住房建设。截至 2024 年 4 月初，华润有巢在上海有 11 个租赁住房的项目，提供租赁房源超过 1.2 万间，其中接近半数坐落在闵行区。

图8：华润有巢在上海有 11 个租赁住房项目



资料来源：有巢华东公众号、华润置地官网、奥维地图、开源证券研究所（橙色为保租房、蓝色为市场化租赁住房）

“有巢国际公寓社区马桥 AI 店”就是其中保障性租赁住房项目的代表，其是华润置地在闵行区打造的首个示范性租赁社区，项目地处上海马桥人工智能创新试验区及南上海高新制造带核心位置，区域内公共交通网络发达，通勤便捷。项目获取时间为 2019 年底，首批开业时间为 2022 年 6 月，并纳入保障性租赁住房。项目占地面积共 4.2 万平米，总建面近 12 万方，包含 8 栋 15 层住宅楼、1 栋 3 层公共服务配套楼，共可提供 2483 套精装公寓。同时配有近 1300 方商业（包含咖啡美食、生鲜超市、美发美甲、快递收取等不同业态）、超 4000 方公共配套服务设施及 800 余个停车位。

图9：华润有巢马桥 AI 店位于闵行区马桥镇核心位置



资料来源：华润有巢马桥 AI 店项目宣传册

图10：华润有巢马桥 AI 店包含 8 栋 15 层住宅楼



资料来源：华润有巢马桥 AI 店项目宣传册

表4：有巢国际公寓社区马桥 AI 店基本情况

项目名称	有巢国际公寓社区马桥 AI 店
项目地址	上海市闵行区马桥镇中青路 588 弄
土地性质	R4 租赁用地
土地使用年限	70 年
拿地时间	2019/12/26
总地价 (亿元)	3.45
占地面积 (万平米)	4.2
建筑面积 (万平米)	11.7
楼面价 (元/平米)	4100
开工时间	2020 年 7 月
首批开业时间	2022 年 6 月
住宅楼栋数	8 栋
公寓套数 (间)	2483
商业面积 (平方米)	1300
公共配套面积 (平方米)	4000
停车位	800
绿化率	41.70%

数据来源：有巢公寓、有巢华东、华夏房地产、房天下公众号、开源证券研究所

同时该项目也包含闵行区首个“新时代城市建设者管理者之家”，主要集中于公寓5号楼1-5低楼层（下文所提及的“一张床”）。其建设初衷，是为了满足城市建设者以及城市运行一线务工人员的实际需求、提供多元化服务，解决他们最关心、最直接、最现实的住房问题。

图11：华润有巢马桥 AI 店含闵行区首个“新时代城市建设者管理者之家”



资料来源：今日闵行公众号

2.2、户型多样设施齐全，一站式解决人才住房之忧

户型方面：该社区设计了包含“一张床、一间房、一套房”的多层次租赁产品，且一间房占比较大。其中，“一套房”产品 179 套，包括两室房源 143 套、一室一厅房源 36 套，面积均为 60 平方米；“一间房”房源 2166 套，其中一居室 1180 套，面积为 40 平方米，单间 986 套，面积为 35 平方米；“一张床”则是共有 138 套房源、440 个床位，并分为双人间 56 间和四人间 82 间。户型均为精装南北通透配有全景大窗，采光通风好，可直接拎包入住，同时可办理居住证。

图12：华润有巢马桥 AI 店“一套房”产品 179 套



资料来源：开源证券研究所

图13：华润有巢马桥 AI 店“一间房”房源 2166 套



资料来源：开源证券研究所

图14: 华润有巢马桥 AI 店 “一张床” 有两人间户型



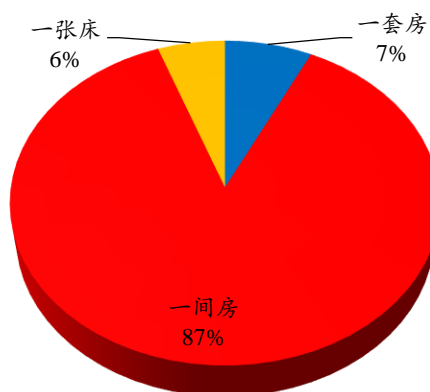
资料来源: 开源证券研究所

图15: 华润有巢马桥 AI 店 “一张床” 有四人间户型



资料来源: 开源证券研究所

图16: 华润有巢马桥 AI 店 “一间房” 占比最大



数据来源: 中经城事、今日闵行、URI 城市租住公众号、开源证券研究所

租金方面: 35 平方米单间租金 1900-2200 元/月、40 平方米一居室租金 2200-2500 元/月、60 平方米两室及一室一厅租金 3200-3600 元/月。而四人间和两人间充分兼顾到一线工作者的收入水平和承受能力等因素, 租金分别仅为 500 元/月和 900 元/月。租金变化方面, 该保租房项目租金需低于市场价 9 折, 且每年涨幅需控制在 2%-5% 以内, 其中市场价格是租赁备案中心通过项目备案得到。

表5: 华润有巢马桥 AI 店整体租金位于 500-3600 元/月

产品	户型	面积 (平方米)	套数 (间)	租金 (元/月)	价格涨幅
一套房	两室	60	143	3200-3600	租金低于市场价 9 折, 每年涨幅需控制在 2%-5% 以内
	一室一厅		36		
一间房	大单间	40	1180	2200-2500	
	小单间	35	986	1900-2200	
一张床	双人间	35	56	900	
	四人间	35	82	500	

数据来源: 中经城事、今日闵行公众号等、开源证券研究所

公共配套:项目在提供多元化的安居户型基础上,还配备了诸多共享配套设施,室内包含台球区、健身房、公共洗衣房、公共厨房、公共浴室等,室外公区含有篮球场、羽毛球场等。同时项目配备智能门禁、单元大堂配备人脸识别、宿舍智能门锁等,以此保障社区安全。入住前提供免费保洁服务,入住后家具非人为损坏可免费求助保修。

图17: 华润有巢马桥 AI 店室外公区配有篮球、羽毛球场地



资料来源: 今日闵行公众号

图18: 华润有巢马桥 AI 店提供多项舒心服务



资料来源: 华润有巢马桥 AI 店项目宣传册

图19: 华润有巢马桥 AI 店配备多个公共配套设施



资料来源: 开源证券研究所

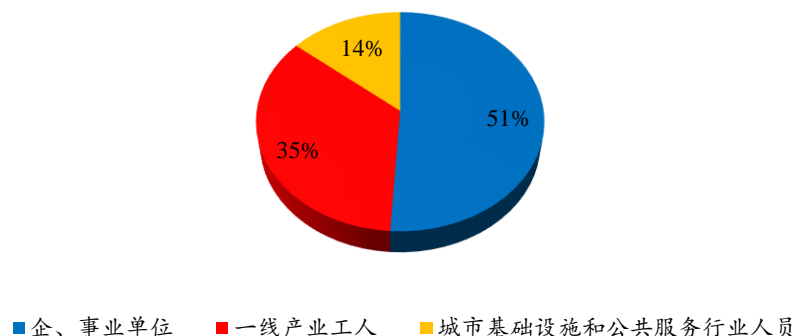
租赁条件:对于“一套房”和“一间房”其租赁条件相对比较宽松。根据随申办 APP,需要满足以下两个条件。1、在上海市内有合法就业;2、在上海市内无房或有房但在闵行区人均住房建筑面积低于 15 平米。且一个家庭或者单身人士只能承租一套。而对于“新时代城市建设者管理者之家”而言,申请条件则只可以为建筑施工及环卫绿化快递医护等行业一线职工。且根据项目人员介绍,只可以为单位集体申请,不接受个人单独申请。项目租赁时间最短是 12 个月,当时正值春节活动,最短可以 2 个月起租。其中租金及押金支付方式为押一付一、押一付三都可以,没有强制要求,提前一个月申请退租即可返还全额押金。

表6：华润有巢马桥 AI 店不同产品租赁条件有所不同

产品	租赁条件	最短租赁周期	租金支付方式	押金退还方式
一套房	1、在上海市内有合法就业；2、在上海市内无房或有房但在闵行区人均住房建筑面积低于 15 平方米。	通常 12 个月，春节活动可 2 个月起租	押一付一、押一付三均可	提前一个月申请退还全额押金
一间房	1、上述条件；2、只可以为建筑施工及环卫绿化快递医护等行业一线职工；3、单位集体申请，不接受个人单独申请			

资料来源：随申办 APP、开源证券研究所

入住情况：2023 年底项目整体入住率为 80%，空置率相对较高。主要原因有：1、虽然项目首开时间为 2022 年 6 月，但首批仅有 400 间。二批次于 2023 年 3 月开放，营业时间较短；2、受临近春节影响，5 号楼两人间和四人间退租率较高，其中 5 号楼入住率仅为 70%。根据上海基层党建公众号数据显示，项目已入住租客以 20 岁至 30 岁的年轻人为主，其中企、事业单位人员占 51%，一线产业工人占 35%。此外还有约 14% 的城市基础设施和公共服务行业人员。

图20：华润有巢马桥 AI 店企、事业单位入住占比较大


数据来源：上海基层党建公众号、开源证券研究所

我们对该项目租金收益率进行测算，主要做出以下假设：

收入层面：按照两室、一室一厅、一居室、单间、双人间、四人间户型出租率分别为 100%、90%、85%、85%、70%、70%假设，可以得到整体出租率为 85%。月租取区间中值，收缴率假设 100%，后可得该条件下项目年租金收入为 5828.25 万元。

表7：按照假设华润有巢马桥 AI 店年租金收入 5828.25 万元

户型	套数 (间)	租金 (元/月)	出租率	年租金收入 (万元)
两室	143	3400	100%	583.44
一室一厅	36	3400	90%	132.192
一居室	1180	2350	85%	2828.46
单间	986	2050	85%	2061.726
双人间	56	1800	70%	84.672
四人间	82	2000	70%	137.76
整体	2483	-	85%	5828.25

数据来源：中经城事、今日闵行公众号等、开源证券研究所

成本层面：(1) 该地块最终土地成交价为 34487 万元；建筑面积为 11.7 万方，建安单方假设 4000 元/平米，则建安成本为 46800 万元；每套公寓假设装修标准 10 万元，则总装修成本为 24830 万元，故项目前期总投资成本 106117 万元；(2) 根据用途运营成本主要可分为空置房源管理费、物业管理费、折旧摊销费、职工薪酬和其他费用。分别为年租金收入的 5%、5%、15%、5%、2%；假设不额外产生管理费用、财务费用。考虑减免后的各项税费为年租金收入的 5%。故可得项目年营业总成本为 2156.5 万元。

故最终根据以上假设，可以最终得出项目年净利润为 3671.8 万元，租金收益率为 3.5%。

表8：按照假设华润有巢马桥 AI 店年租金收益率为 3.5%

项目	数量	单位
总建筑面积	11.7	万方
土地成本	34487.0	万元
建安单方	4000.0	元/平米
建安成本	46800.0	万元
装修标准	10.0	万元/套
装修成本	24830.0	万元
前期投资成本	106117.0	万元
空置房源管理费	291.4	万元
物业管理费用	291.4	万元
折旧与摊销	874.2	万元
职工薪酬	291.4	万元
其他费用	116.6	万元
各项税费	291.4	万元
总成本	2156.5	万元
净利润	3671.8	万元
租金收益率	3.5%	-

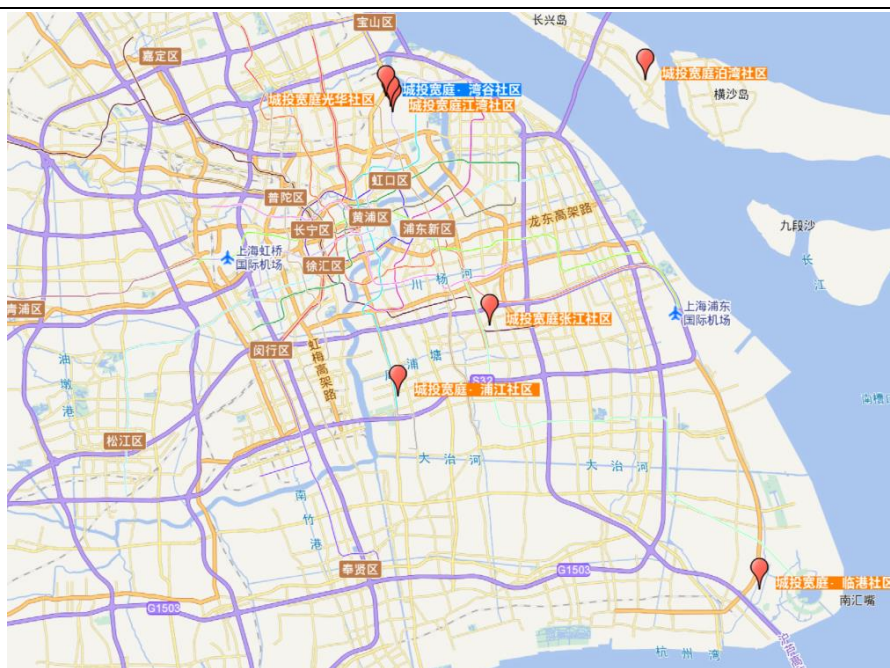
数据来源：中经城事、今日闵行公众号等、开源证券研究所

3、城投宽庭江湾、光华社区：规模最大保租房 REITs 项目，推动保租房标准化发展

3.1、地理位置优越，具备区块独特竞争力

城投宽庭是上海城投集团 2019 年发布的租赁住房品牌，推动保租房向标准化、品牌化发展。截至 2023 年底，城投宽庭在上海 4 大区域布局 10 大社区，落实房源超 1.7 万套。已开业运营湾谷、江湾、光华、浦江、张江（北）、临港、泊湾 7 个社区，除湾谷社区以外其余 6 个社区均已纳入保障性租赁项目。整体规模位于上海市场前列，并保持着迅速增长的规模趋势。

图21：城投宽庭在上海已开业运营 7 个社区



资料来源：城投宽庭公众号、随申办 APP、奥维地图、开源证券研究所（橙色为保租房、蓝色为市场化租赁住房）

位于杨浦区的城投宽庭·江湾社区（以下简称“江湾社区”）、城投宽庭·光华社区（以下简称“光华社区”）两个保租房项目，已经成功作为国泰君安城投宽庭保障性租赁住房封闭式基础设施证券投资基金（简称“国泰君安城投宽庭保租房 REITs”，基金代码:508031）的底层资产，于 2024 年 1 月 12 日在上交所上市。江湾社区、光华社区地块分别于 2018 年 7 月和 2018 年 11 月由上海城投获取，运营开始时间分别为 2022 年 11 月和 2023 年 3 月。共计可提供 2953 套保障性租赁公寓。

图22：江湾社区拥有 7 栋租赁住宅楼


资料来源：开源证券研究所

图23：光华社区拥有 3 栋租赁住宅楼


资料来源：开源证券研究所

表9：江湾社区、光华社区基本情况

项目名称	江湾社区	光华社区
项目地址	杨浦区国泓路 392 弄	杨浦区学德路 27 弄
土地性质	R4 租赁用地	R4 租赁用地
土地使用年限	70 年	70 年
拿地时间	2018 年 7 月	2018 年 11 月
占地面积（万平方米）	3.38	1.91
建筑面积（万平方米）	11.03	5.9
开工时间	2019 年 8 月	2019 年 12 月
运营开始时间	2022 年 11 月	2023 年 3 月
住宅楼栋数	7	3
总套数	1719	1234
商业面积（平方米）	3154	830
停车位	917	609
总投资（亿元）	18.56	9.45

资料来源：国泰君安城投宽庭保租房 REITs 招股说明书、开源证券研究所

江湾社区和光华社区交通十分便利，分别临近地铁 10 号线殷高东路站。区位优势，均地处杨浦区新江湾城，临近尚浦领世、湾谷科技园、创智天地等办公园区及复旦大学、上海财经大学、同济大学等高等院校；配套设施完善，周边有悠方购物中心、上海·星汇广场、国华广场等商业配套及新江湾城公园等景观资源。优越的区位且租金是同地段同品质市场化项目的 90% 左右，叠加资产区位具有一定的租赁住房供给稀缺性，具备独特竞争力。

图24：江湾社区、光华社区位于杨浦区新江湾城核心区位



资料来源：国泰君安城投宽庭保租房 REITs 招股说明书

3.2、高品质居住体验，满足多群体租赁需求

(1) 江湾社区

户型方面：江湾社区项目共有可出租房间 1719 间，其中一室户型面积为 29-34 平方米，共 918 间；一室一厅户型面积为 41-48 平方米，共 276 间；一室二厅户型面积为 63-68 平方米，共 325 间；二室二厅户型面积为约 73 平方米，共 96 间；三室二厅户型面积约 99 平方米，共 104 间。项目以精装标准交付，租户可拎包入住。室内配置齐全，配备有空调、洗衣机、冰箱、热水器等家电设施，以及床、床垫、餐桌、餐桌椅、衣柜等家具。

图25：江湾社区拥有一室户至三室二厅 5 种户型



资料来源：国泰君安城投宽庭保租房 REITs 招股说明书

图26：江湾社区拥有一室户 918 间



资料来源：开源证券研究所

图27: 江湾社区拥有一室二厅 325 间



资料来源: 开源证券研究所

图28: 江湾社区拥有三室二厅 104 间



资料来源: 开源证券研究所

租金方面: 29-34 平一室租金范围为 3924-4931 元/月, 41-48 平一室一厅租金范围为 5157-6375 元/月, 63-68 平一室二厅租金范围为 7776-8892 元/平, 73 平二室二厅租金范围为 8739-9643 元/月, 99 平三室二厅租金范围为 10908-12037 元/月。截至定价时点 2022 年 8 月, 江湾社区项目备案租金为 141.1 元/月/平米, 同地段同品质市场租赁住房租金为 156.8 元/月/平米, 即江湾项目备案租金低于同地段同品质市场租赁住房租金 90%。后续经营期内, 每年租金涨幅低于 5%, 租赁合同期内的, 租金不作调整。

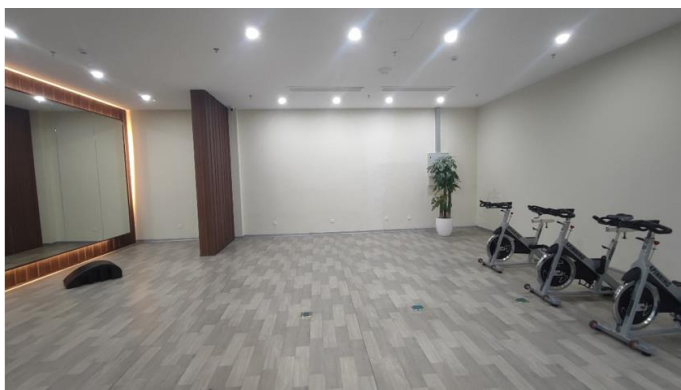
表10: 江湾社区租金范围为 3924-12037 元/月

房型	面积(m ²)	套数	占比(套数)	租金水平	价格涨幅
一室	29-34	918	53.40%	142.06 元/月/平米	租金要低
一室一厅	41-48	276	16.06%	133.53 元/月/平米	于市场价
一室二厅	63-68	325	18.91%	126.66 元/月/平米	9 折, 每年
二室二厅	73	96	5.58%	127.06 元/月/平米	涨幅需控
三室二厅	99	104	6.05%	116.66 元/月/平米	10908-12037 元/月
合计/平均	/	1719	100.00%	132.31 元/月/平米	/

数据来源: 国泰君安城投宽庭保租房 REITs 招股说明书、开源证券研究所

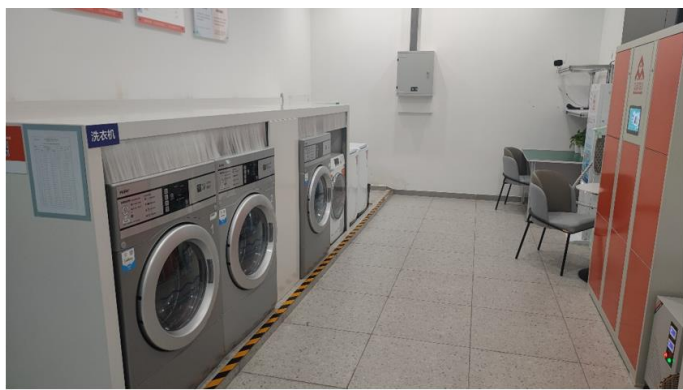
公共配套: 同华润有巢项目一样, 江湾社区也配置了公共洗衣房、健身房、公共厨房等多元业态。服务方面含有大件快递代收服务、入户保洁、入户维修、衣服干洗、场地租赁、代订服务(鲜花、果篮)、24 个小时保安等, 为社区居民带来更加丰富和便捷的生活体验。安防层面, 项目入户大堂配置门禁人脸识别, 入户门为指纹密码锁等。

图29：江湾社区配有健身房



资料来源：开源证券研究所

图30：江湾社区配有公共洗衣房



资料来源：开源证券研究所

图31：江湾社区配有公共厨房



资料来源：开源证券研究所

租赁条件：对于“一居室”和“二居室”其租赁条件相对比较宽松。根据随申办 APP，需要满足以下两个条件。1、在上海市内有合法就业；2、在上海市浦西杨浦、虹口、黄浦、静安、徐汇、普陀、长宁 7 个中心城区及浦东新区（外环以内）人均住房建筑面积低于 15 平米。且一个家庭或者单身人士只能承租一套。而对于“三居室”而言，申请条件只能为二孩、三孩家庭。根据项目人员介绍，项目单次租赁时长可以为几个月短租，也可以为 1-3 年长租。其中租金及押金支付方式主要为押一付三，提前一个月申请退租即可返还全额押金。公积金提取额度最高为 4500 元/月。

表11: 江湾社区店不同产品租赁条件有所不同

产品	租赁条件	租赁时长	租金支付方式	押金退还方式	公积金提取额度
一居室	1、在上海市内有合法就业；2、上海市浦西杨浦、虹口、黄浦、静安、徐汇、普陀、长宁7个中心城区及浦东新区(外环以内)人均住房建筑面积低于15平米。	几个月短租(视活动情况)或1-3年	押一付三	提前一个月申请退还全额押金	4500元/月
二居室	1、上述条件；2、只能为二孩、三孩家庭	长租			

资料来源：“随申办”APP、国泰君安城投宽庭保租房REITs招股说明书、开源证券研究所

(2) 光华社区

户型方面：光华社区更像是小户型版本的江湾社区，项目共有可出租房间 1234 间，其中一室户型面积为 25-36 平方米，共 1119 间；一室二厅户型面积为 54-66 平方米，共 115 间。项目同样是以精装标准交付，租户可拎包入住。室内配置齐全，配备有空调、洗衣机、冰箱、热水器等家电设施，以及床、床垫、餐桌、餐桌椅、衣柜等家具。

图32: 光华社区拥有一室 4 种户型



资料来源：国泰君安城投宽庭保租房 REITs 招股说明书

图33: 光华社区拥有一室户 1119 间



资料来源：开源证券研究所

图34: 光华社区拥有一室二厅 115 间



资料来源：开源证券研究所

图35: 光华社区室内配置齐全



资料来源：国泰君安城投宽庭保租房 REITs 招股说明书

租金方面：25-36 平一室租金范围为 3060-5047 元/月，54-66 平一室二厅租金范围为 6250-9339 元/月。截至定价时点 2022 年 8 月，光华社区项目备案租金为 145.1 元/月/平米，同地段同品质市场租赁住房租金为 161.2 元/月/平米，即光华项目备案租金低于同地段同品质市场租赁住房租金 90%。后续经营期内，每年租金涨幅低于 5%，租赁合同期内的，租金不作调整。

表12：光华社区租金范围为 3060-9339 元/月

房型	面积 (m ²)	套数	占比 (套数)	租金水平	价格涨幅
一室	25-36	1119	90.68%	137.96 元/月/平米	3060-5047 元/月
一室二厅	54-66	115	9.32%	131.37 元/月/平米	6250-9339 元/月
合计/平均	/	1234	100.00%	136.88	/

租金低于市场价 9 折，每年涨幅需控制 5% 以下

数据来源：国泰君安城投宽庭保租房 REITs 招股说明书、开源证券研究所

公共配套：光华社区同样配置了服务中心、洗衣房、公共厨房等多元业态，在社区服务及安保层面也与江湾社区一致。所以在日常生活中，两个社区均有很好体验度。

图36：光华社区服务中心配置台球桌



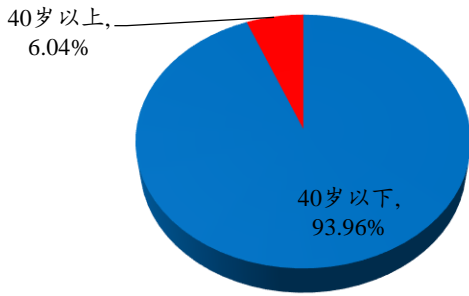
资料来源：国泰君安城投宽庭保租房 REITs 招股说明书

图37：光华社区服务中心配置公告休息区

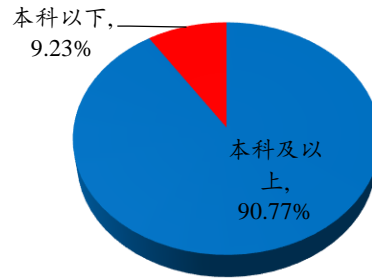


资料来源：开源证券研究所

在租赁条件等其他方面，光华社区同江湾社区也是基本一致。截至 2024 年 1 月中旬两个社区的出租率都很高，均超过 90%，其中光华社区也并没有受到开业较晚的影响，其出租率更是超过 95%。除了其优越的地理位置外，另外一个因素是其房源相对较少，市场需求大的一室户占比较大。两个项目空置的房型基本都是 60 平方米左右的一室两厅，这主要是因为该户型更多针对情侣居住，但往往出于价格考虑，租户会更愿意选择价格低更多的一室一厅甚至单间，或者价格略增但面积更大的二室户。在租户统计方面，两个项目租户定位多为年轻高知群体，但行业较为分散。其中从事科技行业的租户占比最大，合计为 20.37%。年龄分布方面，江湾社区和光华社区 40 岁以下的租户占比达到了 93.96%。学历分布方面，本科及以上学历的租户占比达到了 90.77%。

图38：江湾、光华社区 40 岁以下租户占比达 93.96%


资料来源：国泰君安城投宽庭保租房 REITs 招股说明书

图39：江湾、光华社区本科及以上学历租户占比 90.77%


资料来源：国泰君安城投宽庭保租房 REITs 招股说明书

我们分别对两个项目租金收益率进行测算，主要做出以下假设：

收入层面：江湾社区一室一厅及一室二厅出租率均为 85%，光华社区一室二厅出租率为 50%，其余房型均为 100%出租率。则可以得到两个项目整体出租率均为 95%。月租取区间中值，收缴率假设 100%，后可得到该条件下江湾社区和光华社区年租金收入分别为 11753.9、5980.9 万元。

表13：按照假设江湾社区年租金收入 11753.9 万元

户型	套数 (间)	租金 (元/月)	出租率	年租金收入 (万元)
一室	918	4427.5	100%	4877.3
一室一厅	276	5766.0	85%	1623.2
一室二厅	325	8334.0	85%	2762.7
二室二厅	96	9191.0	100%	1058.8
三室二厅	104	11472.5	100%	1431.8
整体	1719	-	95%	11753.9

数据来源：国泰君安城投宽庭保租房 REITs 招股说明书、开源证券研究所

表14：按照假设光华社区年租金收入 5980.9 万元

户型	套数 (间)	租金 (元/月)	出租率	年租金收入 (万元)
一室	1119	4053.5	100%	5443.0
一室二厅	115	7794.5	50%	537.8
整体	1234	-	95%	5980.9

数据来源：国泰君安城投宽庭保租房 REITs 招股说明书、开源证券研究所

成本层面：(1) 根据上文所述，江湾社区和光华社区前期总投资分别为 18.56 亿元、9.45 亿元。(2) 根据用途运营成本主要可分为空置房源管理费、物业管理费、折旧摊销费、职工薪酬和其他费用。分别为年租金收入的 5%、5%、15%、5%、2%；假设不额外产生管理费用、财务费用。考虑减免后的各项税费为年租金收入的 5%。故可得江湾社区、光华社区年营业总成本分别为 4348.9、2212.9 万元。

故最终根据以上假设，可以最终得出江湾社区、光华社区年净利润分别为 7404.9、3767.9 万元，年租金收益率均为 4.0%。

表15: 按照假设江湾社区、光华社区年租金收益率均为 4.0%

项目	江湾社区	光华社区	单位
	数量		
前期投资	185600.0	94500.0	万元
空置房源管理费	587.7	299.0	万元
物业管理费用	587.7	299.0	万元
折旧与摊销	1763.1	897.1	万元
职工薪酬	587.7	299.0	万元
其他费用	235.1	119.6	万元
各项税费	587.7	299.0	万元
总成本	4348.9	2212.9	万元
净利润	7404.9	3767.9	万元
租金收益率	4.0%	4.0%	-

数据来源：国泰君安城投宽庭保租房 REITs 招股说明书、开源证券研究所

4、金桥暮紫里：上海体量最大租赁社区之一，十余年丰富运营经验

4.1、老牌地方国企打造，助力板块人群宜居宜业

金桥集团作为成立于 1990 年的老牌大型国有企业，承担了“国家级开发区”上海金桥出口加工区开发建设任务。十四五期间，金桥集团将在“七朵金花”区域内开业 9 个项目，为园区企业和产业人才提供 1 万余套优质配套长租公寓，赋能地区产业发展和人才集聚。按照金桥集团已公布的租赁公寓规划，截至 2023 年 8 月 23 日，金桥集团已在金谷、金港、上海智城投入运营的租赁公寓超过 5000 套，待开业 6 个项目。

图40：金桥集团规划截至“十四五”末开业 9 个项目



资料来源：金桥集团公众号、开源证券研究所

位于浦东新区川沙利川路 421 弄的“金桥暮紫里”（原名“阳光花苑”），邻近地铁 2 号线创新中路站和华夏东路站。总建筑面积 24 万方、共计 4640 套产品，是上海规模体量最大的租赁社区之一。项目 2010 年 6 月开工建设，2013 年项目一期入市，提供了 1300 多套产品。2022 年随着随着产业规模的扩大和升级，产业配套需求也日渐旺盛，暮紫里也相应建设了二期，增加了 1700 多套房间。再到 2023 年 6 月三期全面对外出租，该项目为金桥及周边板块的产业人群提供了 4640 套舒适公寓。

图41：金桥暮紫里邻近 2 号线创新中路、华夏东路站



资料来源：上海住房城乡建设管理公众号、百度地图、开源证券研究所

图42：金桥暮紫里是上海规模体量最大的租赁社区之一



资料来源：金桥发布公众号

表16：金桥暮紫里基本情况

项目名称	金桥暮紫里
项目名称	金桥暮紫里
项目地址	浦东新区川沙利川路 421 弄
土地性质	R4 租赁用地
土地使用年限	70 年
建筑面积（万平米）	24
开工时间	2010 年 6 月
首批开业时间	2013 年
公寓套数（套）	4640
商业配套面积（平方米）	10000

数据来源：同策地产智库、新金桥资管公众号、开源证券研究所

为了响应国家政策，金桥暮紫里也建设了一个“新时代城市建设者管理者之家”，主要集中于三期 8 号楼、9 号楼。项目共计 538 套 4 人间房源，2152 张床位，建筑面积 28m² 至 43 m²，精装修可拎包入住，同时配备专业的服务人员。

图43：金桥暮紫里建设了“新时代城市建设者管理者之家”



资料来源：开源证券研究所

4.2、青年发展型社区，提供良好稳定居住环境

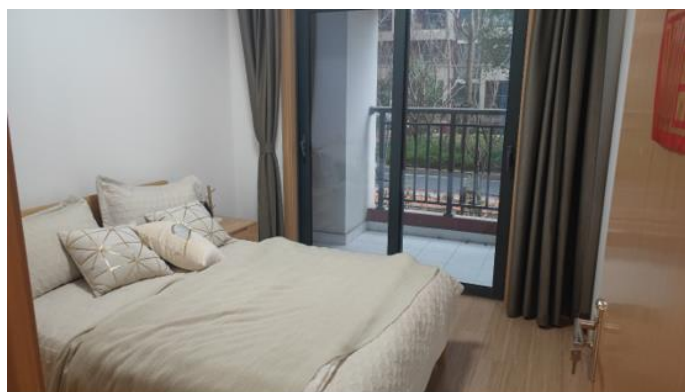
户型方面：暮紫里 1-3 期共提供 4640 套 28-63 平米的 1-2 房及多人间产品，其中 40 平左右的 1 房为主力产品，套数为 2453 套，占比超过 50%。52 平米 1 房 1 厅仅有 52 套。50-63 平米 2 房 925 套。多人间方面，28-43 平米 4 人间 538 套，47 平米 6 人间 672 套。房间功能布局完整、家具配置齐全，还有油烟机、洗衣机、热水器、空调等电器配置，实现拎包入住。

图44：金桥暮紫里提供 1-2 房产品



资料来源：金桥创客天地公众号

图45：金桥暮紫里提供 1 房 2453 套



资料来源：开源证券研究所

图46: 金桥暮紫里提供1房1厅52套



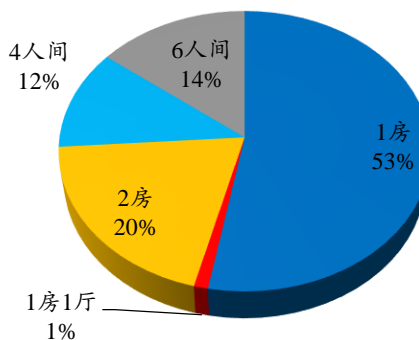
资料来源: 开源证券研究所

图47: 金桥暮紫里提供多人间1210间



资料来源: 金桥创客天地公众号

图48: 金桥暮紫里1房为主力产品



数据来源: 同策地产智库公众号、开源证券研究所

租金方面: 1房户型租金范围为2049-3144元/月、1房1厅租金范围为3682-3936元/月、2房租金范围为3130-4300元/月。而四人间和六人间同华润有巢项目一样,充分兼顾到一线工作者的收入水平和承受能力等因素,平均租金分别仅约为625元/月和360元/月。作为保障性租赁住房,一方面,租金定价需受政府监管审批,按规定,租金定价在同地段同品质市场租赁住房租金的九折以下,且年增幅应不高于5%。

表17: 金桥暮紫里租金范围为2000-4300元/月

产品	开业时间	套数(套)	户型	面积(平米)	租金(元/月)
一期	2013年	384	1房	44	2050-2409
		312	2房	63	3130-3530
		672	6人间	47	2170
二期	2022年	1089	1房	32-42	2049-3144
		52	1房1厅	49	3682-3936
		613	2房	50-55	3580-4300
三期	2023年6月	980	1房	28-44	2189-2756
		538	4人间	28-43	2300-2900

数据来源: 同策地产智库公众号、暮紫里宣传册、开源证券研究所

公共配套：项目内部配备 1 万方的商业综合楼，入驻有联华超市及烤全羊、沙县小吃、兰州拉面等多家餐饮店，满足住户日常生活需求。含有篮球场、棒球场、健身房、彩虹跑道等功能空间，满足多类运动需求。社区有 24 小时管家及安保、每日公区卫生打扫等服务，还有人脸识别、智能门锁多重安全保障，为住户提供安全舒适的居住环境。此外，暮紫里还提供定班专线（金桥北区和张江园区）及短驳公交，并协助住户办理居住证和公积金提取等一系列贴心服务。

图49：金桥暮紫里内部配备 1 万方的商业综合楼



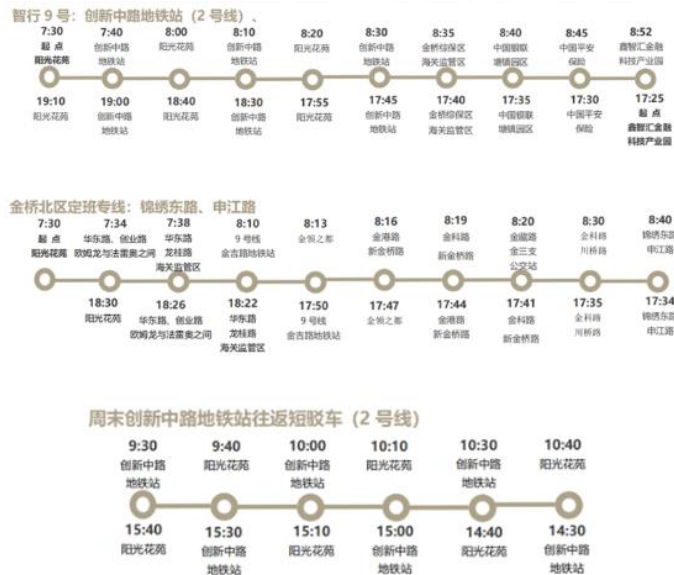
资料来源：开源证券研究所

图50：金桥暮紫里含有棒球场等功能空间



资料来源：同策地产智库公众号

图51：金桥暮紫里提供班车服务



资料来源：金桥创客天地公众号

租赁条件：对于除多人间外户型，需要满足以下两个条件。1、在上海市内有合法就业；2、在上海市外环人均住房建筑面积低于 15 平米。且一个家庭或者单身人士只能承租一套。而对于“新时代城市建设者管理者之家”而言，申请条件同样为“定向供应”，申请主体只能是一线工人的公司。项目租赁时间最短是 12 个月，其中租金及押金支付方式为押一付三，提前一个月申请退租即可返还全额押金。

表18：金桥暮紫里不同户型租赁条件不同

产品	租赁条件	租赁时长	租金支付方式	押金退还方式	公积金提取额度
1房	1、在上海市内有合法就业；2、				
2房	在上海市外环人均住房建筑面积低于15平方米。	12个月起租	押一付三	提前一个月申请退还全额押金	3000元/月
多人间	1、上述条件；2、申请主体只能是一线工人的公司				

资料来源：开源证券研究所

入住情况：2024年1月初项目整体入住率为80%，空置率相对较高。其中一期入市较早，基本满租。二期承租率达80%，三期由于刚入市，出租率比较低。各户型方面，据项目人员介绍，2室户由于数量少，满租且轮候人员多。1室户流动性较大，当前承租率约80%。6人间入市早，故为满租。而4人间入市晚，空置率较高。服务人群会优先提供给金桥企业，促进金桥片区产城融合、实现宜居宜业。

5、总结：打造低价舒适的居住体验，保租房有望“轻运营”

5.1、满足多元化居住需求，或影响新青年购房意愿

根据上述几个项目，可以发现当前保障性租赁住房供应主要拥有以下几个特点：

地理位置相对偏僻。尽管从上海保租房区域分布图来看，全市各区域均已配置保租房，但总套数较大的社区均位于外环以外。以上文华润有巢在上海的租赁住房分布为例，保租房位置相对偏僻，而市场化租赁住房可根据区域租赁需求，分布区域更加广泛。

租金成本更具优势。(1) 政府要求保租房定价在同地段同品质市场租赁住房租金的九折以下，年增幅应不高于5%；(2) 保障性租赁住房提取的公积金也较市场化租赁住房更高。以上海为例，签订住房合同后，承租保租房和市场化租赁住房每月每户家庭提取公积金金额分别最高不超4500元、3000元；(3) 签订保租房无需支付物业费、中介费等各项费用。

图52：承租上海保租房和市场租赁住房公积金提取限额分别为 4500、3000 元/月

03 提取限额

- 1、承租本市公共租赁住房每月提取一次，每户家庭月提取金额不超过当月实际租赁费用支出。
- 2、承租本市保障性租赁住房每月提取一次每户家庭月提取金额不超过当月实际租赁费用支出，**最高不超过4500元。**
- 3、承租本市市场租赁住房每季度提取一次，每户家庭月提取金额不超过当月实际租赁费用支出，**最高不超过3000元。**
- 4、多子女家庭(符合国家生育政策，至少有一个未成年子女的二孩及以上家庭)承租本市住房每季度提取一次，每户家庭月提取金额不超过当月实际租赁费用支出。

资料来源：上海本地宝公众号

租住体验逐渐提高。从四个项目开业时间来看，金桥暮紫里项目开业时长已超 10 年，华润有巢马桥 AI 店、城投宽庭江湾、光华社区均于 2022 年底前后开业。不论是家电崭新程度、装修标准、公共配套多样性，后三个项目均高于金桥暮紫里项目。而高装标似乎已成为新开业保租房项目标配，将“随申办”APP 中保租房按照新发布排序后，可以发现月租金 3000 元左右的项目装修效果也十分出色。

图53：新开业租金 3000 元/月保租房项目装修同样出色



资料来源：随申办 APP、开源证券研究所

满足多群体租住需求。从“随申办”APP 中可以看到，上海保租房不乏月租金较高项目，如黄浦区宝地·朴乐里 31.6-79.4 平米一居室为 9000-15000 元/月，璟湾公寓 100 平米三居室最高租金为 17000 元/月左右，位于浦东新区的上海地产城方璟滨公寓 180 平三居室最高租金为 20000 元/月左右。所以保租房是在用多层次的供应来满足不同群体的租住需求。

图54：上海部分保租房项目月租金针对中高收入人群



资料来源：“随申办”APP

租赁条件相对严格。对于保租房而言，不仅需要市内工作与特定区域内住房面积达到要求外，同时还有其他租住条件，如“新时代城市建设者管理者之家”只能以城市一线职工集体方式承租，城投宽庭保租房三居室只能二孩及以上家庭承租。而市场化租赁住房除部分机构化的租赁住房需要有市内工作和特定要求外，其余的分散式租赁住房基本无任何租住条件。

户型以小面积为主。不仅是上海区域内保租房户型较小，根据部分城市出台的“十四五”保租房规划细则，可以看出保租房户型均要求控制70平方米以内。相较于此，市场化租赁住房因其可以根据市场需求，灵活配置户型面积而更具优势。

表19：保租房以小面积户型为主

城市	“十四五”建设规划 (万套)	户型	租金水平
北京	40	≤70平	低于同地段同品质市场租赁住房租金水平
上海	47	≤70平	市场化租金9折以下,年度涨幅不高于同期市场化租金涨幅且不高于5%
广州	60	≤70平	低于同地段同品质市场租赁住房租金,每年涨幅不高于同地段同品质市场租赁住房租金同期涨幅,且不超过5%。
深圳	40+20	≤70平	按照同期同区域同品质租赁住房的60% (政府组织配租) 或90% (社会主体出租)
杭州	30	≤70平方米不少于80%,不超过100平方米	不高于同地段同品质市场租赁住房评估租金90%
成都	30	≤70平方米不少于80%,不超过90平方米	租金年涨幅不超过5%。租金标准根据申请人员类别原则上为市场租金的75%或90%。
南京	15	控制在70平方米以内,以30-60平方米为主	不高于评估租金的九折确定,租金年度涨幅不得超过5%。
武汉	25	30-50平方米左右的小户型为主,原则上不超过70平方米	将按不高于同地段同品质市场租赁住房租金的85%评估确定。
郑州	20	≤70平方米不低于70%	低于同地段同品质市场租赁住房租金

城市	“十四五”建设规划 (万套)	户型	租金水平
长沙	15	不超过70平方米的小户型为主	低于同地段同品质市场租赁住房租金
西安	30	不超过70平方米的小户型为主	不高于同地段、同品质的市场租赁住房评估租金的90%
青岛	21	≤70平方米不少于80%	不高于同地段同品质住房市场租金的90%确定
济南	20.5	≤70平方米不少于80%	不高于同地段同品质市场租金的90%，租金年涨幅不超过5%

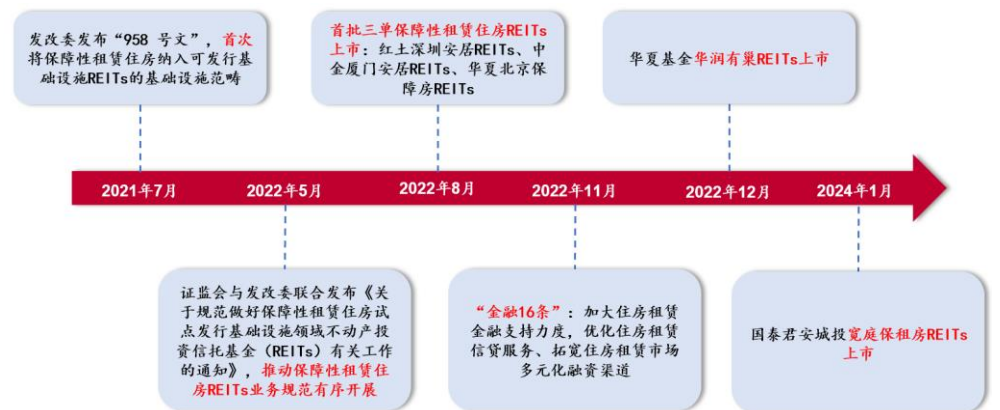
数据来源：各城市住房保障和房产管理局官网、开源证券研究所

尽管当前保障性租赁住房存在总量供应不足、区域相对偏僻等缺点，但新开业的保租房项目不论是社区配套还是租住体验均超出预期，甚至高于市场大多数的普通租赁项目。况且保租房拥有更加便宜的租金和灵活的退租方式，对于刚入职薪资并不高的年轻人而言更加友好。所以我们认为随着各地保租房供应推进，势必会吸引更多城市新青年入住。短期来看，保租房供应增加，或引流部分刚需购房需求。但从长期来看，保租房更多满足流入人才阶段性、过渡性住房需求，待新市民财富积累充足后，有望完成人才引进-保租房-商品房的闭环动作。

5.2、保租房 REITs 稳步落地，加速盘活存量资产

为了构建和完善保障性租赁住房“投、融、管、退”的商业闭环，关于退出环节，则是鼓励行业对于公募 REITs 等金融工具应用进行探索。保障性租赁住房项目因其低于市场的租金及舒适的租住体验，开业后往往能迅速保持较高出租率，故通常具有稳定持续的租金收益。2021年7月公募 REITs 扩容，首次将保障性租赁住房纳入试点，2022年5月27日，证监会与发改委联合发布《关于规范做好保障性租赁住房试点发行基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）有关工作的通知》，推动保障性租赁住房 REITs 业务规范有序开展。2022年8月，首批三单保障性租赁住房 REITs 上市，形成了良好的示范效应。截至2024年5月14日，已有5支保障性租赁住房 REITs 完成发行。

图55：截至2024年5月14日已有5支保障性租赁住房 REITs 完成发行



资料来源：中国经济时报、证监会发布等公众号、开源证券研究所

而对于保租房 REITs 的准入条件，主要有以下几个方面：

(1) 资质认定：土地性质方面，据发改委 958 号文要求，参与 REITs 试点项目原则上需为非商业非住宅用地。优先选择划拨用地、集体建设用地以及租赁用地土地性质的资产，其他土地性质应具备相关合规性文件证明项目为保障性租赁住房项目。以上海为例，对于未取得保障性租赁住房认定的资产，需取得区保障性租赁住房工作领导小组办公室出具的《保障性租赁住房项目认定书》。

(2) 运营时间：原则上不低于 3 年，对已能够实现长期稳定收益的项目，可适当降低运营年限要求。

(3) 首发规模：首次发行基础设施 REITs 的项目，资产当期不动产评估净值原则上不低于 10 亿元。

(4) 资产储备：发起人具有较强扩募能力，以控股或相对控股方式持有、按有关规定可发行基础设施 REITs 的各类资产规模原则上不低于拟首次发行基础设施 REITs 资产规模的 2 倍。

(5) 现金流分派率/频率：近三年内总体保持盈利或经营性净现金流为正且预计未来三年净现金流分派率原则上不低于 4%；每年至少分配一次，收益分配比例不低于合并后基金年度可供分配金额的 90%。

将已发布的五个保障房 REITs 准入条件进行统计，可以发现除华夏北京保障房 REITs 资产类型为公租房外，其余基金资产类型均为保租房，且运营时间均未满三年。可见保租房因其出色的租住体验，即便运营时间较短，但已具备产生持续、稳定现金流的能力。所以我们认为对于已发行公募 REITs 的重资产运营模式的企业，可以有效通过 REITs 扩募进行退出。而对于有着丰富运营经验的长租公寓企业，也有望随着保租房公募 REITs 扩围加快资金回笼，盘活存量资产。

表 20：已发布的保障房公募 REITs 准入条件比较

准入条件	红土深圳安居 REITs	中金厦门安居 REITs	华夏北京保障房 REITs	华夏基金华润有巢 REITs	国泰君安城投宽庭保租房 REITs
资产类型	保租房	保租房	公租房	保租房	保租房
运营时间	未满三年	未满三年	超过三年	未满三年	未满三年
首发规模(亿元)	12.42	13.00	12.55	12.09	30.50
发行次年净现金流分派率预测	4.25%	4.34%	3.95%	4.36%	4.28%

数据来源：各基金招募说明书、国泰君安资产管理公众号、开源证券研究所

6、投资建议

在“市场+保障”双轨制政策刺激下，我国保障性租赁住房建设稳步推进。保租房项目收入相对稳定，为发行公募 REITs 提供可能，从而实现“投、融、管、退”的商业闭环。所以我们认为随着国家金融政策支持力度加大，将推动市场化租赁住房纳保动力，增加保租房市场供应量同时，也可加速盘活企业存量房资产。具体推荐标的包括：万科 A（泊寓）、金地集团（草莓社区）、中国海外发展（中海友里）、招商蛇口（壹间公寓）；受益标的：龙湖集团（冠寓）、华润置地（有巢）。

表21：我们持续看好具备丰富运营经验的长租公寓企业

股票代码	公司名称	评级	总市值/亿元		归母净利润/亿元			PE			
			2024/5/14	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000002.SZ	万科 A	买入	824.6	121.6	102.6	116.1	121.3	6.8	8.0	7.1	6.8
600383.SH	金地集团	买入	177.4	8.9	9.6	10.5	12.4	20.0	18.5	17.0	14.3
0688.HK	中国海外发展	买入	1654.9	256.1	278.8	298.5	316.5	6.5	5.9	5.5	5.2
001979.SZ	招商蛇口	买入	899.7	63.2	80.4	94.8	108.3	14.2	11.2	9.5	8.3
0960.HK	龙湖集团	未评级	841.9	128.5	129.5	133.4	145.8	6.6	6.5	6.3	5.8
1109.HK	华润置地	未评级	2196.3	313.7	317.2	341.1	375.1	7.0	6.9	6.4	5.9

数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2024 年 5 月 14 日，港元汇率 1 港元=0.92 人民币，已评级公司盈利预测来自开源证券研究所，未评级公司盈利预测来自 Wind 一致预期）

7、风险提示

- 1、项目出租情况不及预期：部分保租房项目由于地理位置相对偏僻，租赁需求不足，或影响项目出租率。
- 2、政策落地不及预期：未来保租房供应来源之一是“市场化租赁住房”转“保障性租赁住房”，但由于各城政策支持力度不同，一定程度上影响保租房供应总量。同时保租房公募 REITs 扩围进展若不及预期将影响市场化租赁企业发展。
- 3、市场下行致租金下降：当前楼市仍处调整阶段，新房及二手房售价下降将直接影响租赁住房租金水平下滑。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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

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

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn