



收储的平衡支点与前行之路

—— 海外研究系列报告二

2024年8月27日

核心观点

- 收储陆续在多地推广：**2024年5月，杭州临安区试点政府收购商品住房作为公租房，8月深圳安居发布收购商品住房用作保障性住房的通知，收储政策逐渐在多个城市推广。根据我们的测算，假设全国可收储的商品房规模为1.43亿方，则央行设立的3000亿保障性住房再贷款有望基本覆盖收储所需货币量。
- 回报率是收储的重要考量因素：**投资与成本的平衡是收购商品房用作租赁住房的重要考量因素。我们根据租金、周边二手房价格等因素计算收购商品房用作租赁住房的出租回报率。以重庆为例，佳寓（光环店）是重庆首个批量收购商品房用作租赁住房的项目，每套住房月租金约为1500元/套、单套面积36-38平方米，我们假设分摊得房率为67%、分摊绿化率在（10%，30%）区间内，根据周边可参考房价计算而来的收储房价测算得到重庆佳寓项目的租金回报率在（4.50%，5.78%）区间内。
- 西班牙收储之路：**2008年次贷危机后，西班牙的楼市受到影响，因此西班牙成立Sareb。2012-2013年，Sareb吸收507.81亿欧元的问题资产，其中包括9.07万个房地产开发商的贷款项目和10.74万个房地产资产，分别价值394.38亿欧元、113.43亿欧元。Sareb主要通过销售、出租等方式盘活收购的资产，并实现资金回流。2013-2022年，Sareb累计销售16.95万方房产、通过处理房产实现109.61亿欧元的收入。西班牙楼市逐年修复，在2013-2017年房屋交易量CAGR达到15.36%、房价指数在2014-2017年逐渐回升。
- 西班牙以销售房产为主要处理方式：**将西班牙收储政策与我国目前部分城市的收储政策对比，主要在资产本身、资产处理方式、资金来源等方面不同，如我国收储对象以商品住房为主，西班牙的收购对象包括住房、商办、工业厂房等；我国目前主要以租赁的方式实现资金回流、西班牙主要采取销售为主、出租为辅的方式。参考西班牙的经验，我们认为收储政策的推出、推广并有序落地有望缓解各地的去化压力。由于我国目前主要采取租赁的方式处理房产，因此收储用作租赁住房的项目或有望以REITs的形式上市盘活。
- 投资建议：**收储可控制商品住房的供给，并且有望通过提供保障性租赁住房等方式缓解新青年等居民住房需求，同时或将带来租金收入为收购主体提供现金流。若政策效果逐渐展现，行业估值或迎来整体修复，头部房企或凭借融资成本较低和核心区域高市占率的优势实现运营改善，并通过估值修复实现整体的β机会。我们看好：招商蛇口、保利发展、龙湖集团、万科A、滨江集团、新城控股、招商积余；建议关注：1) 优质开发：绿城中国、华润置地、中国海外发展；2) 优质物管：华润万象生活；3) 优质商业：恒隆地产；4) 代建龙头：绿城管理控股；5) 中介龙头：贝壳-W、我爱我家。
- 风险提示：**宏观经济不及预期的风险；政策推进和实施不及预期的风险；房价大幅波动的风险；房屋销售和租赁不及预期的风险；租金回报不及预期的风险。

房地产行业

推荐

维持评级

分析师

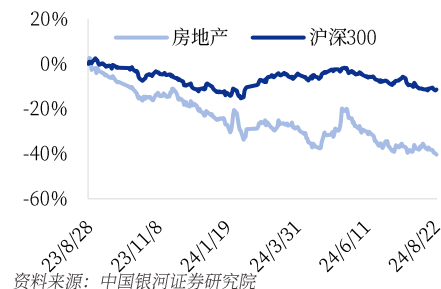
胡孝宇

✉: huxiaoyu_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070001

相对沪深300表现图

2024-8-26



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河地产】房地产行业深度报告_城镇化的困境之斗
- 【银河地产】2024年中期策略报告_静待地产新黎明
- 【银河地产】行业点评_加快构建新模式，推进地产新篇章_三中全会专题研究

目录

Catalog

| | |
|----------------------------------|-----------|
| 一、 我国收储政策陆续在多地推广 | 3 |
| (一) 资金用量测算 | 3 |
| (二) 城市跟进程度 | 5 |
| 二、 收储项目的收益“平衡” | 7 |
| (一) 资金成本与投资收益 | 7 |
| (二) 类比保障性租赁住房 REITs 的回报率 | 11 |
| 三、 次贷危机后的西班牙收储之路 | 13 |
| (一) 西班牙 Sareb 的成立 | 13 |
| (二) Sareb 处置资产的方式 | 18 |
| (三) 收储对西班牙经济的影响 | 24 |
| 四、 以史为鉴：我国与西班牙的收储对比 | 28 |
| (一) 我国收储与西班牙收储的不同 | 28 |
| (二) 收储或对我国产生的影响 | 31 |
| 五、 投资建议 | 32 |
| 六、 风险提示 | 34 |

2024年7月30日，政治局会议中提到“坚持消化存量和优化增量相结合，积极支持收购商品房用作保障性住房”等内容。对于“收购商品房”部分，我们进行如下分析，并与2008年发生次贷危机后的西班牙收储对比。

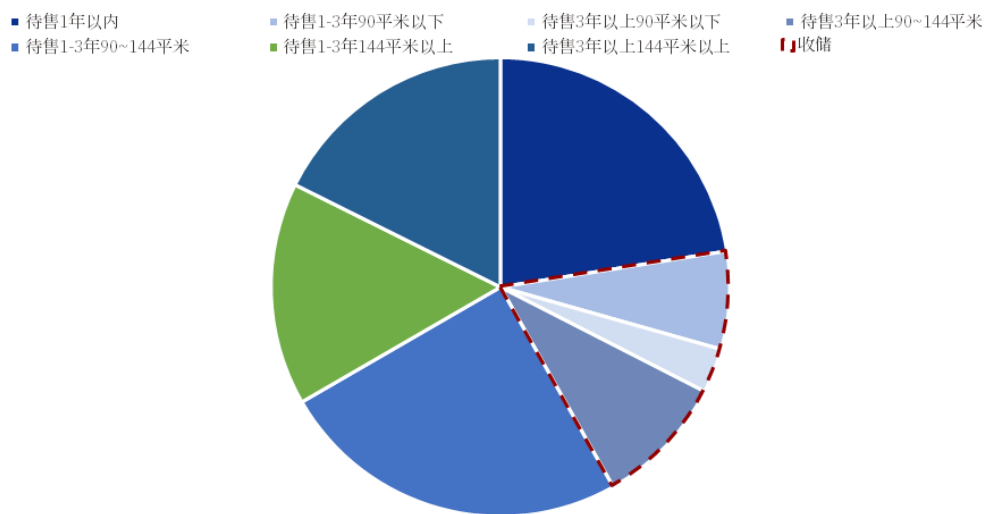
一、我国收储政策陆续在多地推广

(一) 资金用量测算

央行于5月17日宣布拟设立3000亿元保障性住房再贷款，鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房。截至2024年6月末，全国商品房待售规模7.39亿方。我们认为待售商品房中，小户型和待售时间较长的大户型或是主要的收储对象。以郑州为例，2021年郑州待售住宅面积为485.38万方，其中一~三年内待售90平米以下住宅面积为33.39万方、待售3年以上144平米以下的住宅面积为60.41万方，这些待售住宅的规模占郑州总待售住宅面积的19.33%。若假设全国待售商品房的可收储部分占比取19.33%，则全国可收储面积商品房规模为14280.40万方。

2024年6月，我国商品房现房住宅销售均价为8070元/平米。由于“已建成未出售商品房”包括住宅和非住宅的商品房，因此我们按照收储价格为账面价格的50%计算，收储待售商品房所需货币规模约为5762.15亿元。若部分项目收储价格相对较低，则5000亿元基本有望覆盖收储待售商品房所需的货币量。

图1：2021年郑州待售住宅分类



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

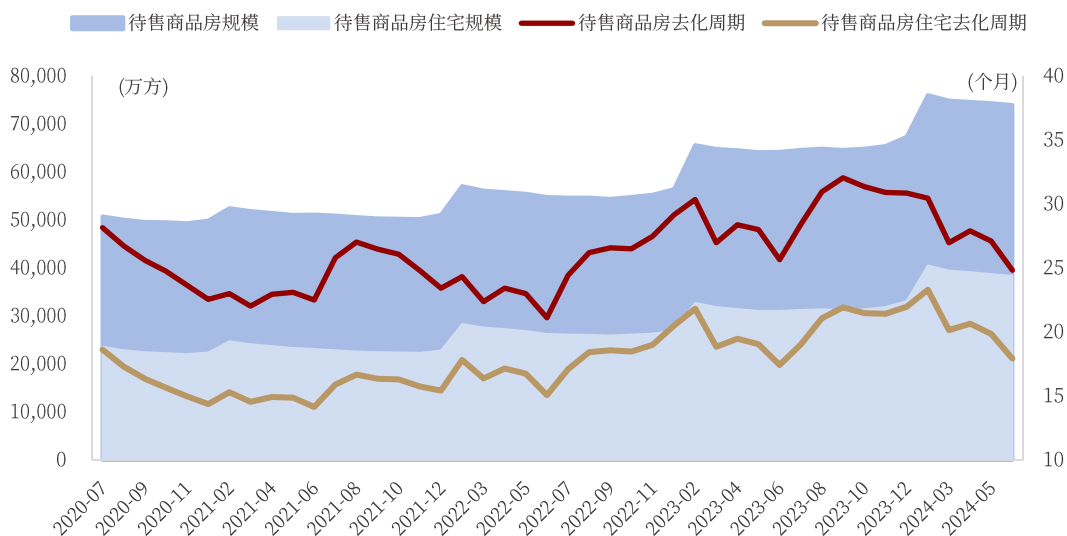
注：按照待售年限和面积分类

表1：推导全国商品房收储所需货币量

| 全国待售商品住宅面积 (万方) | 现房销售均价 (元/平米) | 满足收储的商品房面积占比 (取郑州值) | 收储价格取商品房价格的折扣 (假设值) | 所需货币量 (亿元) |
|-----------------|---------------|---------------------|---------------------|------------|
| 73,894.00 | 8070.00 | 19.33% | 50% | 5762.15 |

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2: 2020年7月-2024年6月待售商品房和待售商品住宅规模和去化周期



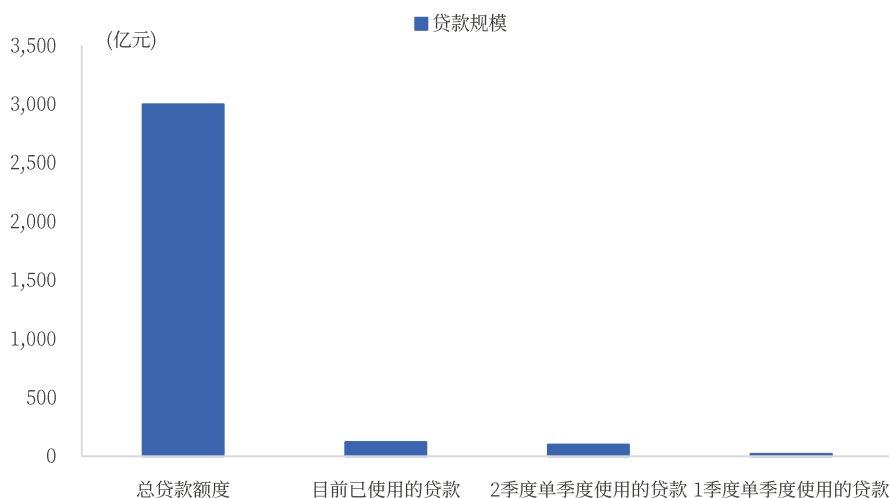
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 去化速度按照最近6个月的平均销售面积计算

2024年5月17日, 国务院政策例行吹风会上提到, 央行设立3000亿元保障性住房再贷款, 预计可带动5000亿银行贷款。截至2024年6月末, 央行保障性住房再贷款共使用121亿元, 同样按照现房住宅销售均价的50%计算, 已使用的121亿元对应收储面积为477.46万方。

截至2024年3月, 央行的租赁住房贷款已使用20亿, 即2024年二季度新发放租赁住房贷款(同保障性住房再贷款)为101亿元, 即2024年下半年收储规模有望较2024年二季度提高较大, 收储空间有望得到释放。2024年7月30日, 政治局会议提到“坚持消化存量和优化增量相结合, 积极支持收购存量商品房用作保障性住房”。在政策的持续加持下, 收储政策有望在下半年持续推进。

图3: 截至2024年6月末保障性住房再贷款使用情况



资料来源: 央行, 中国银河证券研究院

注: 一季度的贷款为租赁住房贷款支持计划, 后合并至保障性住房再贷款中

(二) 城市跟进程度

2023年2月，央行创设租赁住房贷款支持计划，在郑州、重庆、天津、济南等8个城市开展试点，支持市场化批量收购存量住房、扩大租赁住房供给。自2024年5月15日，杭州临安试点政府收购商品住房作为公租房，已有多个城市出台收购商品房作为保障性住房的相关政策，帮助去化城市商品房库存。我们整理了部分高能级城市收购商品住房的细则，例如在一线城市中，深圳安居于2024年8月7日发布收购商品住房用作保障性住房的通知。

表2：部分主要城市收购商品房进展

| 城市 | 时间 | 政策 | 收购相关表述 |
|----|------------|--------------------------------------|---|
| 济南 | 2022年9月3日 | 收购存量房源 助力租赁市场——集团公开采购社会优质存量房作为租赁储备房源 | 在济南市区（历下区、市中区、槐荫区、天桥区、历城区、高新区）范围内收购存量房源用于租赁储备住房，房源要求“布局合理、配套完善、手续齐全、保障品质”。 |
| 郑州 | 2024年3月29日 | 郑州市促进房地产市场“卖旧买新、以旧换新”工作方案（试行） | 郑州城市发展集团有限公司（政府指定作为收购主体，以下简称收购主体）收购二手住房，促成群众通过“卖旧买新、以旧换新”购买改善性新建商品住房；先行在金水区、郑东新区等区域进行试点，试点期间完成二手住房“卖旧买新、以旧换新”500套，逐步在主城区全面实施，全年计划完成5000套。 |
| 重庆 | 2024年5月11日 | 重庆嘉寓房屋租赁有限责任公司关于公开征集批量收购商品房房源的公告 | 1.房源位置：位于重庆市中心城区（渝中区、江北区、南岸区、九龙坡区、沙坪坝区、大渡口区、北碚区、渝北区、巴南区行政所辖范围，含重庆市两江新区与重庆市高新技术产业开发区范围）轨道交通站点和商业商务区、产业园区、校区、医院院区周边一公里内。2.房源形态及面积：整幢、整单元商品房；单套建筑面积不超过90㎡为主。3.房源权属清晰且可交易，能满足金融机构发放贷款的要求。权属清晰指房屋所有权及相关权利的归属明确、清晰，无房屋产权纠纷；可交易指房屋不存在查封登记等依法限制交易的情况。 |
| 常州 | 2024年6月13日 | 关于印发进一步促进房地产市场平稳健康发展若干政策措施的通知 | “收购商品房用于征收安置，对有安置需求的地区，可采取直接购买或房票方式购买商品房用于安置房。收购商品住房用作保障性住房，属地政府可根据各自保障性住房的需求和供给缺口的摸排情况，以需定购，组织国有企业收购商品住房用作保障性住房。 |
| 大同 | 2024年6月13日 | 关于加快化解非住宅商品房库存方案 | 盘活存量非住宅商品房资源。对已竣工未售出的非住宅商品房项目，满足结构安全、消防的前提下，政府行政机关及事业单位、社区公共服务机构、自律性组织、国有平台公司，可通过收购、长租等方式用作高层次人才公寓、“创客空间”或其他公共服务设施。支持非居住存量房屋改建为保障性租赁住房。对闲置和低效利用的，经合法批建并已建成的商业办公、旅馆、厂房、仓储、科研教育等非居住存量房屋和符合条件的烂尾建筑工程，在符合规划原则、权属不变、满足安全要求、尊重各方意愿的前提下，经市县（区）政府同意，允许改建为保障性租赁住房。用作保障性租赁住房期间，不变更土地使用性质，不补缴土地价款。 |
| 青岛 | 2024年6月24日 | 青岛市住房和城乡建设局关于加快推进实施住房“以旧换新”工作的通知 | 支持开发企业实施“以旧换新”（一）制定公开“以旧换新”方案。开发企业制定“以旧换新”实施方案并公布，明确收购房源条件、范围、估价方式和实施流程，并告知“以旧换新”项目所在地的住房建设主管部门。（二）签订“收旧”“购新”协议。开发企业与居民可通过协商或委托房地产评估机构评估的方式确定旧房价款，签订新房认购、预（现）售协议和旧房收购协议，结算差价款后完成新房网签备案，按照实施方案办理旧房交易和登记工作。 |
| 长沙 | 2024年7月2日 | 关于支持公寓等类住宅商品房调整为住宅有关事项的通知 | 已完成项目总平面图审批，但开发、去化存在困难的公寓等类住宅商品房，在确保满足公共服务设施和基础设施承载力的前提下，经论证可行后可依规依程序调整为住宅；公寓类住宅项目调整为住宅原则上应符合居住建筑相关规划规范以及套型住宅设计要求，无法满足套型住宅设计要求的小户型公寓不得进行调整。 |
| 昆明 | 2024年7月8日 | 关于优化昆明市房地产市场平稳健康发展政策措施 | 按照“以需定购、双方自愿”的原则，由国有企业收购已建成未出售的存量商品住房用作保障性住房，解决工薪收入群体、引进人才的住房问题。 |

| | | | |
|----|------------|-----------------------------|--|
| 烟台 | 2024年7月12日 | 关于收购存量商品住房用作保障性住房的征集公告 | 为加快推进我市收购存量商品住房用作保障性住房，满足群众多样化住房需求，现面向芝罘区、莱山区所有已建成并竣工的房地产项目，收购存量商品住房用作保障性住房并纳入房源库房源原则上以整幢作为基本收购单位，房源单套建筑面积应符合以下条件：1.转为保障性租赁住房的，建筑面积在70平方米以内；2.转为配售型保障性住房的，建筑面积以90平方米为主，最大为120平方米。存量商品住房应为已建成项目，有齐备的开发建设、竣工手续，并搭配适量比例的待售车位。房源应具备交通便利、配套设施较齐全等条件。收购价格以同地段保障性住房重置价格为参考上限 |
| 新乡 | 2024年7月15日 | 收购存量商品住房（含公寓）用作保障性住房的征集公告 | 本次收购区域为新乡市城市总体规划建设用地范围环线内（即北环以南、东环以西、西环以东、南环以北）已建成未出售的商品房（含公寓）。以同地段保障性住房重置价格为参考上限，即划拨土地成本、建安成本（含装修、智慧化建设），加不超过5%的利润。原则上以楼栋为基本单位，整栋楼收购。收购房源严格限定为房地产企业已建成未出售的存量商品房（含公寓），相关手续齐备，可以办理不动产权证书，且房源所属企业资产负债和法律关系清晰。单套建筑面积以90（含）平方米以下为主（比例为70%），最大户型建筑面积120（含）平方米，处于交通便利、配套设施较为齐全的区位。 |
| 徐州 | 2024年7月22日 | 关于进一步优化政策措施促进房地产市场平稳健康发展的通知 | 鼓励国有企业收购存量商品住房用作安置房、公租房和人才房。 |
| 深圳 | 2024年8月7日 | 关于收购商品房用作保障性住房的征集通告 | 深圳市（不含深汕特别合作区）范围内商品房性质的住宅、公寓、宿舍等，优先选取整栋或整单元未售、可实现封闭管理的楼栋项目（房源）。1.位置合适。处于交通便利、配套设施较为齐全的区位，贴近区域发展核心片区，具备产业基础、发展优势。2.户型面积合适。原则上项目（房源）主力户型面积应满足我市保障性住房户型、面积（65平方米以下）要求。3.生活便利。周边交通便利，临近地铁口、公交站，具备基础设施、生活配套相对完善等宜居条件。4.手续齐全。拟收购项目须四证齐全，保证项目的合法合规性，满足金融机构的贷款要求。 |

资料来源：福州政协，中国政府网，南方都市报，郑州12345，深安居，中国银河证券研究院

2024年5月，央行设立保障性住房再贷款，原有的租赁住房贷款支持计划1000亿元贷款额度并入3000亿保障性住房再贷款额度之内。截至2024年6月13日，济南累计购置租赁项目53个，房源3.05万套、商业银行发放贷款64.43亿元；天津收购租赁住房项目11个，涉及房屋2663套，发放贷款36.9亿元；重庆首批签约收购6个项目，涉及房屋27.86万方；武汉首单利用保障性住房再贷款收购存量商品房项目用作保障性住房正式落地，改造装修后可为全市提供保障性租赁住房502套。

表3：部分主要城市收购商品房进展

| 城市 | 收购商品房进展 | 截至日期 |
|----|---------|------------|
| 福州 | 5000套 | 2024年7月29日 |
| 济南 | 30500套 | 2024年6月13日 |
| 天津 | 2663套 | 2024年6月13日 |
| 重庆 | 27.86万方 | 2024年6月13日 |
| 武汉 | 502套 | 2024年8月21日 |
| 郑州 | 1965套 | 2024年7月3日 |

资料来源：福州政协，中国政府网，湖北住建官方公众号，郑州12345，中国银河证券研究院

注：郑州数据为郑州市市场化以旧换新的房源数量

除了收购商品房，部分城市以“以旧换新”的方式收购存量住房，助力消化待售库存，包含以

下三种模式：

- 1) 三方联动：房企联动房产销售中介对居民的二手房进行优先推售，若在一定期限内成功收储二手房，则可按流程购买新房；
- 2) 由房企或国资平台收购居民二手房，居民获得二手房款后，再用于购买制定新房；
- 3) 政府牵头，国资平台（如城发/城投/安居等集团）收购居民的二手房，之后改造为保障性租赁住房。

以上的三种模式均可打通一手房和二手房置换的资金链条，助力房地产去库存。目前，若参考保障性住房额度的使用程度和政策的推广和落地的进展，针对商品房的收储依然有一定的空间。

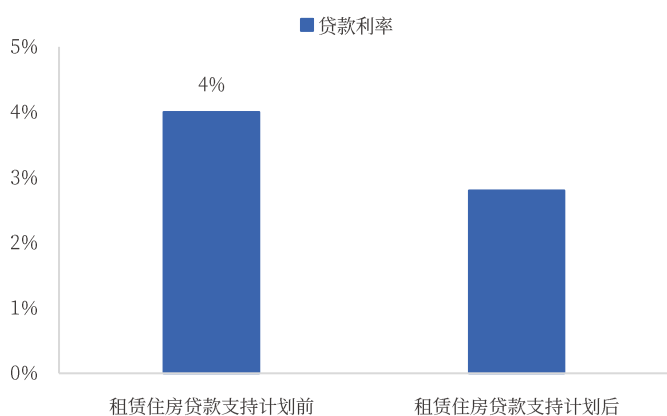
二、收储项目的收益“平衡”

（一）资金成本与投资收益

1. 融资端

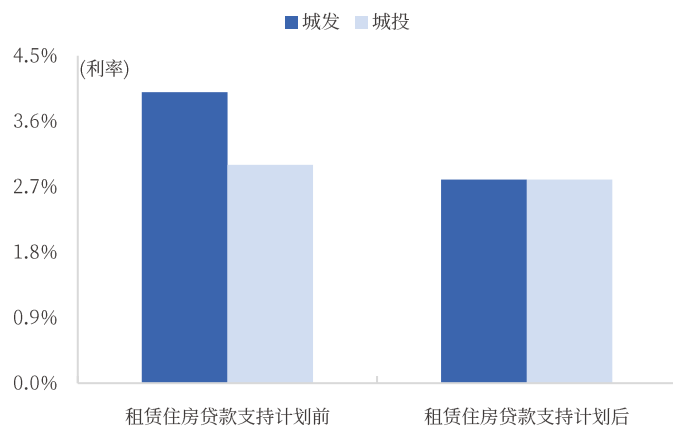
2024年5月17日国务院政策例行吹风会上提到，保障性住房再贷款的利率为1.75%。在出台租赁住房贷款支持计划试点之前，济南的地方城投/城发公司收购项目所需资金成本利率通常在4%以上；在出台贷款计划之后，在贷款利率整体下行的背景下，资金成本若控制在3%以内，则项目基本可以维持运营。济南城发集团聚焦于市场化租赁住房的收购，此前的银行贷款利率是4%左右，在租赁住房贷款支持计划下的贷款利率有所降低，25年贷款合约下的前5年为2%的利率水平、后20年为3%的利率水平，即25年的综合成本为2.8%；济南城投聚焦于保障性租赁住房，资金压力相对小，贷款利率一般在3%以内，此前贷款利率最低可达2.2%左右，2024年的项目综合成本在2.8%左右。

图4：济南城发贷款利率变化



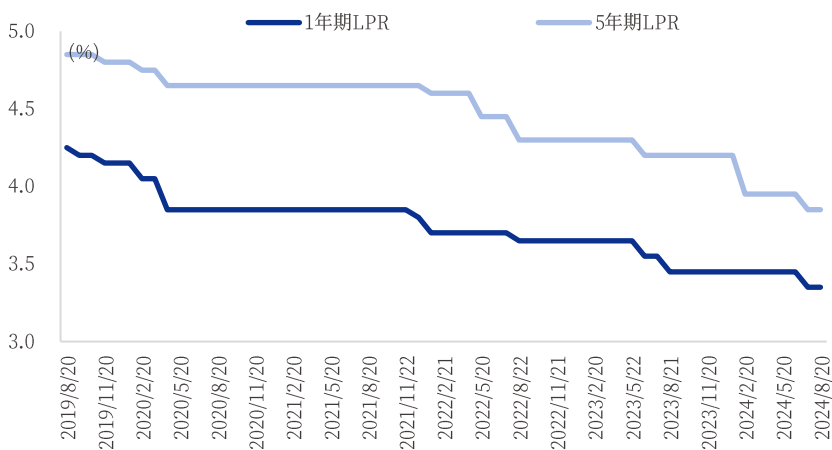
资料来源：福建省图书馆，中国银河证券研究院

图5：济南城投与城发贷款利率比较



资料来源：福建省图书馆，中国银河证券研究院

图6: 2019年8月至今的1年期LPR和5年期LPR



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2.投资端

如上济南城投/城发的资金成本均在 2.8%左右,由此我们假设地方城投/城发平台收购商品房作为保障性租赁住房的资金成本超过 2%——收购的商品房作为保障性住房或市场化租赁住房,投资回报率若低于 2%,则租金收益不能覆盖资金成本和运营成本。由于保障性租赁住房的建设过程中依然需要地方国企自筹资金,因此项目的投资回报率我们按照济南、重庆等多个城市的已收购项目计算收益率与项目资金成本比较。

1) 重庆

重庆的佳寓(光环店)是重庆市国企首个批量收购商品房用作租赁住房的项目。佳寓(光环店)项目,首批共有 95 套房源可租,单套面积 36-38 平米。目前出租率超过 95%,月租金为 1500 元/套左右(首次出租包含物业费和网费)。佳寓(光环店)紧邻 5 号线重光站,毗邻购物中心、商业中心等商圈,车行 10 分钟内可达重庆市人民医院等三甲医院,项目商圈配套完善,交通出行便利,区位优势明显。

图7: 重庆佳寓（光环店）区位



资料来源：百度地图，中国银河证券研究院

佳寓（光环店）附近的建工嘉寓（二手房）7月成交均价为 6490 元/平米。由于建工嘉寓是公寓项目，因此房屋均价较周围的金州苑依山郡低 50%以上。我们按照建工嘉裕的二手房价格的 70% 作为佳寓（光环店）的收储价格，计算得到的佳寓（光环店）收储项目出租回报率在（4.5%，5.78%）。

表4: 重庆·佳寓（光环店）租金回报率测算

| 月租金（元/套） | 每套面积（平米） | 参考周边房价（元/平米） | 收储折扣 | 分摊得房率 |
|-----------|----------|--------------|------|-------|
| 1500 | 37 | 6490 | 70% | 67% |
| 分摊绿化率 | 最小 | 10.00% | 最大 | 30% |
| 租金回报率（测算） | 区间最高 | 5.78% | 区间最低 | 4.50% |

资料来源：重庆两江新区官网，重庆之声官网，贝壳找房 app，中国银河证券研究院

注：租金回报率（测算）=（项目年化租金收入/项目测算价值），其中项目测算价值按照收储价格计算

2) 济南

i. 国熙台保障性租赁住房项目

济南的国熙台项目是济南城发收购存量公寓作为保障性租赁住房项目。国熙台项目原为山东中建泽孚置业有限公司的公寓项目，共有 355 套房源，单套房面积在 32-52 平米为主。国熙台项目位于济南市山大路的商业带，毗邻印象城等大型购物商场，周边文化、医疗配套齐全。租赁需求比较旺盛，平均月租金在 1995 元/套左右，一直处于接近满租的状态。

图8：济南国熙台项目区位



资料来源：百度地图，中国银河证券研究院

济南国熙台附近的中建国熙台（原属同项目）的7月二手房成交均价为24888元/平米。由于国熙台原为公寓项目，因此我们取周边的公寓项目华强广场（公寓项目）的7月二手房均价14516元/平米作为可比二手房价格。我们按照华强广场的二手房价格的70%作为济南国熙台项目的收储价格，计算得到的国熙台收储项目出租回报率在（2.44%，3.13%）区间内。

表5：济南国熙台项目租金回报率测算

| 月租金（元/套） | 每套面积（平米） | 参考周边房价（元/平米） | 收储折扣 | 分摊得房率 |
|-----------|----------|--------------|------|--------|
| 1955 | 42 | 14516 | 70% | 66.67% |
| 分摊绿化率 | 最小 | 10.00% | 最大 | 30% |
| 租金回报率（测算） | 区间最高 | 3.13% | 区间最低 | 2.44% |

资料来源：福建省图书馆，贝壳找房 app，中国银河证券研究院

注：租金回报率（测算）=（项目年化租金收入/项目测算价值），其中项目测算价值按照收储价格计算

ii. 济南城投公司

济南城市投资集团有限公司（济南城投）主要承担政府性重点项目建设，在此次租赁住房贷款支持计划（保障性住房贷款）中聚焦于保障性租赁住房。自2022年9月租赁住房贷款支持计划出台截至2024年7月，济南城投利用试点资金完成11个项目的购置，规模约为30万方，对应投资额34亿元，假设出租价格为1995元/套（取国熙台项目的值）、平均出租率达到90%，我们得到的回报率约为3.17%。

表6：济南城投筹集保障性住房项目平均回报率测算

| 房源规模（套） | 出租率 | 平均月租金（元/套） | 总投资额（亿元） | 回报率 |
|---------|-----|------------|----------|-------|
| 4997 | 90% | 1995 | 34 | 3.17% |

资料来源：福建省图书馆，中国银河证券研究院

注：出租率和平均租金均为假设值，如上测算不包含运营成本，回报率=（项目年化租金/总投资额）

iii. 济南城发公司

济南城市发展集团有限公司（济南城发）主要聚焦于市场化租赁住房。自 2022 年 9 月租赁住房贷款支持计划出台以来，济南城发购置了 42 个项目，对应投资规模达到 186 亿元。同样假设出租价格为 1995 元/套（取国熙台项目的值）、平均出租率达到 90%，我们测算的回报率约为 2.97%，略低于济南城投的回报率。

表7：济南城发筹集保障性住房项目平均回报率测算

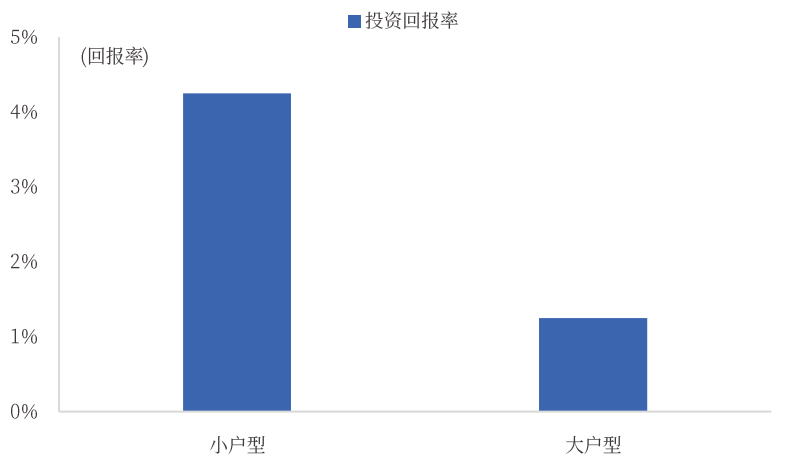
| 房源规模（套） | 出租率 | 平均月租金（元/套） | 总投资额（亿元） | 回报率 |
|---------|-----|------------|----------|-------|
| 25600 | 90% | 1995 | 186 | 2.97% |

资料来源：福建省图书馆，中国银河证券研究院

注：出租率和平均租金均为假设值，如上测算不包含运营成本

由于保障性租赁住房面向人群主要包含新市民、青年人等，小户型出租效率较大户型高，小户型的单位租金同样较大户型高。根据公开信息显示，济南的已运营试点项目中的小户型的年投资出租回报率均值为 4.25%，大户型年投资回报率均值为 1.25%。

图9：济南出租试点项目的年投资回报率均值



资料来源：福建省图书馆，中国银河证券研究院

注：各户型的项目年回报率均取区间算术均值

（二）类比保障性租赁住房 REITs 的回报率

目前已有 5 支保障房类型的公募 REITs 成功上市，我们从中选取首批上市的 3 支保障性租赁住房 REITs 作为参考对象，包括华夏北京保障房 REIT、中金厦门安居 REIT、红土创新深圳人才安居 REIT。这三支 REITs 的底层资产项目分别位于北京、厦门、深圳。

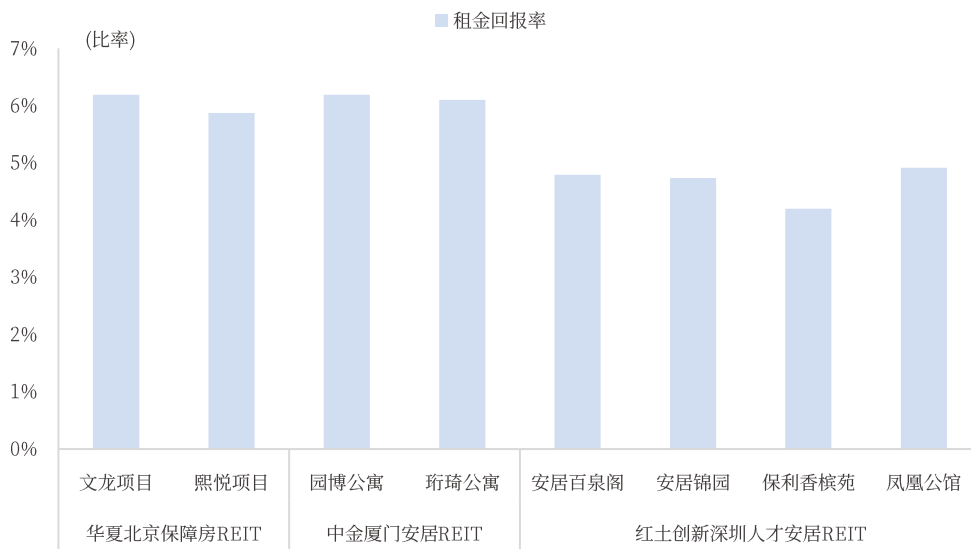
表8：首批上市的保障性租赁住房公募 REITs 底层住房项目部分基本信息

| REIT | 项目 | 原始权益人 | 项目单价要求 | 配租对象 |
|-----------------|-------|---------------|--|-----------------------------------|
| 华夏北京保障房 REIT | 文龙项目 | 北京保障房中心有限公司 | 较所在板块平均价格低约 46% | 需符合北京市公租房申请条件 |
| | 熙悦项目 | | 较所在板块平均价格低约 44% | |
| 中金厦门安居 REIT | 园博公寓 | 厦门安居集团有限公司 | 项目租赁价格初次定价按低于同地段同品质的市场化租赁住房租金的 95% 执行，后续调价增幅应不高于同地段市场租赁住房租金同期增幅，且年增幅不高于 5% | 厦门市新就业大学生、青年人、城市基本 公共服务人员等新市民群体 |
| | 珩琦公寓 | | | |
| 红土创新深圳人才安居 REIT | 安居百泉阁 | 深圳市人才安居集团有限公司 | 租金标准按届时同地段市场商品住房租金的 60% 左右确定 | 符合深圳市人才认定条件的人才个人或向市、区重点企业事业单位定向分配 |
| | 安居锦园 | | | |
| | 保利香槟苑 | | | |
| | 凤凰公馆 | | | |

资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

我们分别将三支 REITs 的底层资产按照具体项目分别计算得到 2022 年预计出租率（参考 3 支 REITs 均在 2022 年年中上市发行）。北京和厦门两支 REITs 的单个项目租金回报率多数在 6% 以上，若按照临上市前的项目估值和租金收入水平计算得到上市时项目出租回报率水平。其中中金厦门安居 REIT 的两个底层项目的租金回报率分别为 6.19%、6.10%；华夏北京保障房 REIT 的两个底层项目的租金回报率分别为 6.19%、5.87%；红土深圳安居 REIT 的四个底层项目的租金回报率分别为 4.84%、4.73%、4.20%、4.90%。总体来看，八个项目的租金回报率水平较高。

图10：三支首批上市保障性租赁住房 REITs 的单项目租金回报率



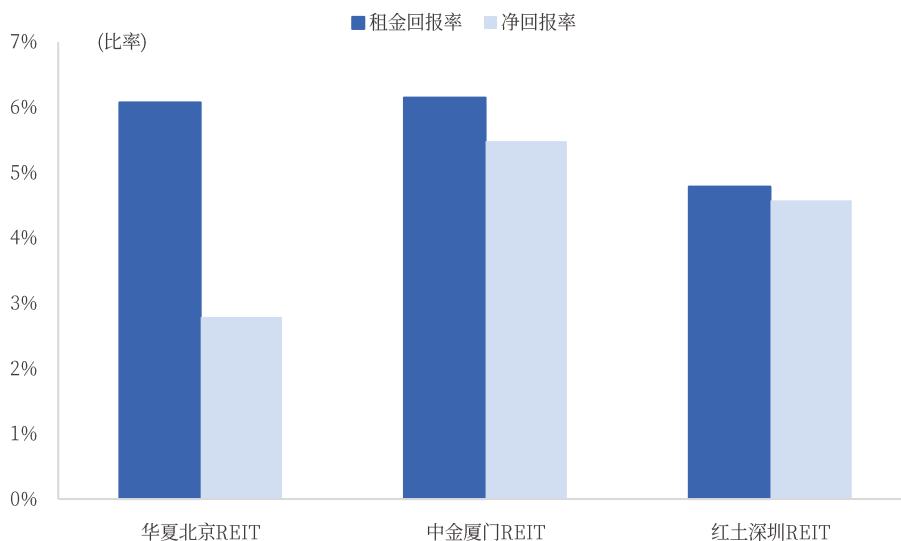
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

注：租金回报率=（项目年化租金收入/项目总估值），其中年化租金收入按照上市前租金和出租率计算的的单位租金和出租率计算，项目估值同样取上市前的值

由于项目运营需人工成本、物料成本、管理成本等，因此我们将管理费、运营费、维修费等影响现金回报的因素作为运营成本的组成部分（不考虑财务成本）。再剔除运营成本（包含管理费用）后，我们得到华夏北京保障房 REIT、中金厦门安居 REIT、红土深圳安居 REIT 的净回报率分别为 2.79%、5.48%、4.58%，分别较租金回报率低 3.28pct、0.67pct、0.21pct。根据披露信息，2021

年华夏北京保障房 REIT 的职工薪酬明显高于同期其他两支 REITs，因此华夏北京保障房 REIT 净回报率下滑幅度较大。

图11：三支首批上市保障性租赁住房 REITs 的整体租金回报率与净回报率



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

注：净回报率=（项目年化租金收入-运营成本/项目总估值），其中年化租金收入计算方法同上，运营成本包含管理费用并剔除非现金科目（数值取2021年水平）

三、次贷危机后的西班牙收储之路

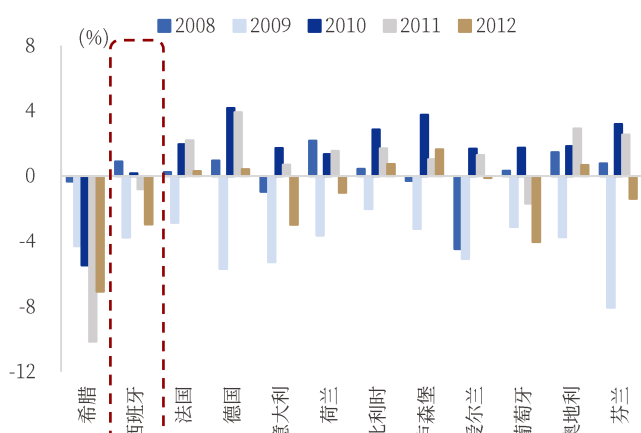
2008年次贷危机后，西班牙的宏观经济和金融市场均受到威胁，西班牙的楼市同样低迷，2012年西班牙房地产房价指数持续下滑。在此背景下，西班牙“坏账银行”（Sareb）于2012年8月成立，主要吸收的是房地产业资产和房地产资产相关的债务，并预计在15年内处理这些资产。

（一）西班牙 Sareb 的成立

1. 成立背景

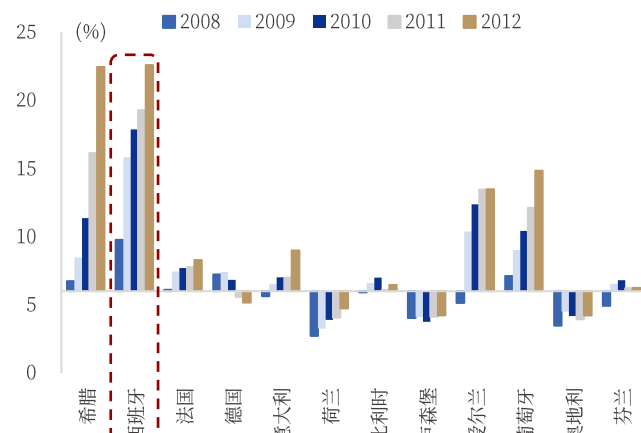
2007年西班牙房地产泡沫破裂，叠加2008年次贷危机，西班牙银行受到影响。2009年、2011年、2012年，西班牙GDP增速分别为-3.77%、-0.81%、-2.96%，25-64岁的失业率分别为15.83%、19.28%、22.58%。2012年西班牙的失业率超过希腊，成为当时欧元区失业率最高的国家，当时经济表现相对承压。

图12: 欧元部分国家 2008-2012 年实际 GDP 同比增速比较



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

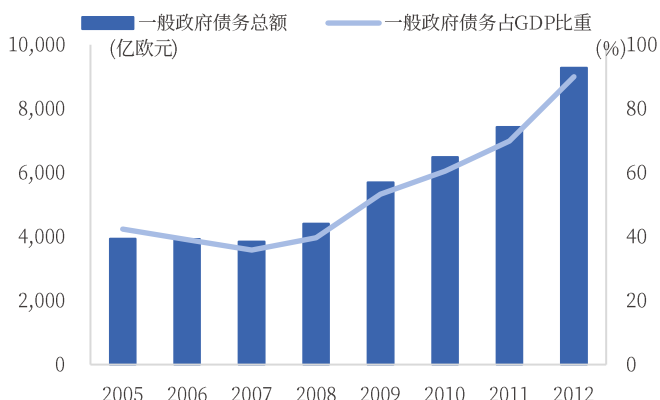
图13: 欧元部分国家 2008-2012 年 25~64 岁失业率比较



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

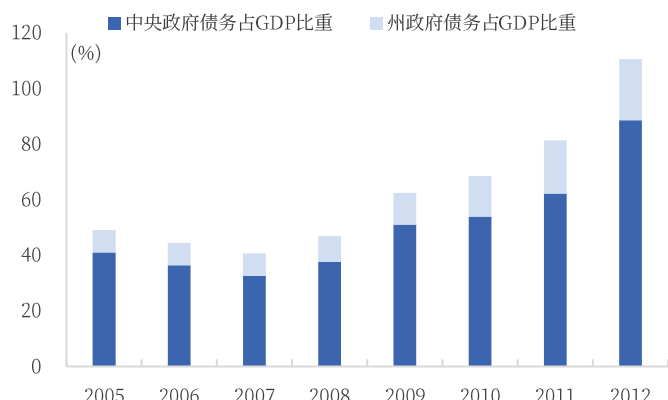
债务问题在 2011~2013 年面临严重挑战。截至 2011 年底, 西班牙的一般政府债务规模达到 7430.43 亿欧元, 政府债务占 GDP 的比重达到 69.9%; 截至 2012 年底, 西班牙一般政府债务规模达到 9278.13 亿欧元, 占 GDP 比重上升至 90%。

图14: 西班牙 2005-2012 年一般政府债务总额及占 GDP 比重



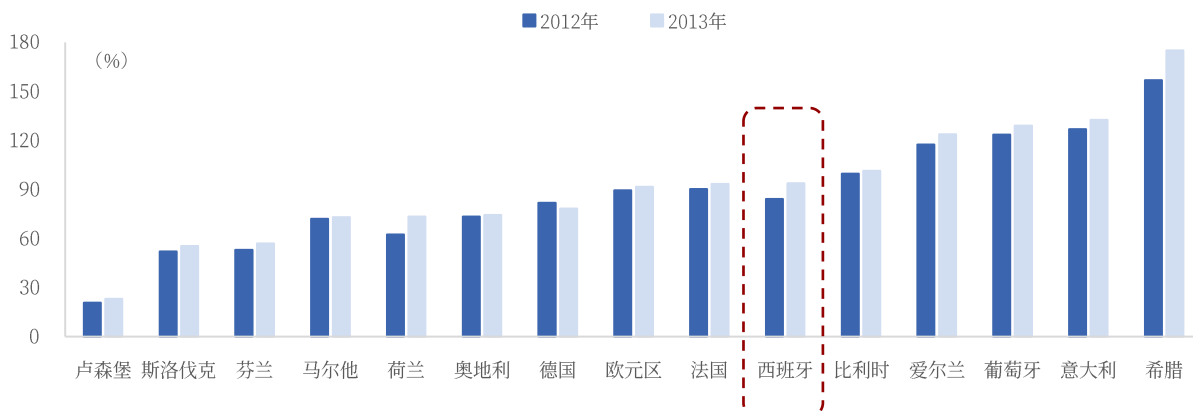
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图15: 西班牙 2005-2012 年政府债务占 GDP 比重



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图16: 欧元区部分国家 2012-2013 年债务占 GDP 比例

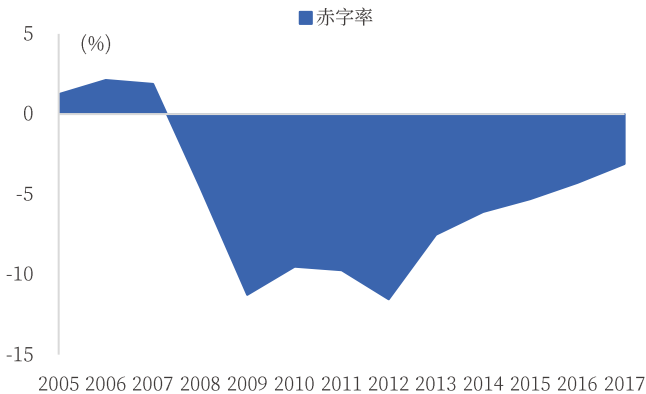


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

西班牙政府在此阶段的赤字问题比较明显。2008 年, 西班牙政府赤字率承压。2012 年, 西班

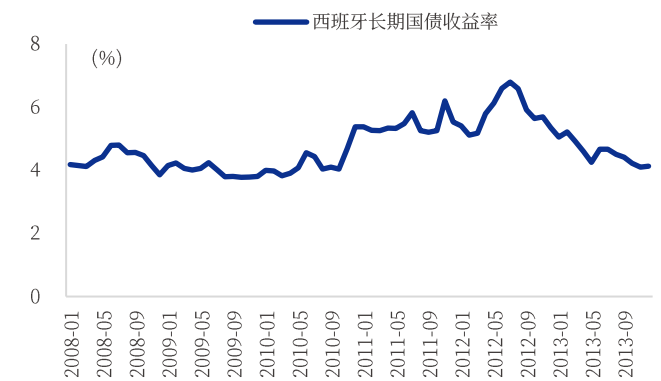
牙长期国债收益率同样上行较多，其中 2012 年 7 月该值达到 6.79%，较 2011 年 7 月上涨 97bp，较 2011 年 12 月上涨 126bp。

图17: 西班牙 2005-2017 年赤字率



资料来源: ECB, 中国银河证券研究院

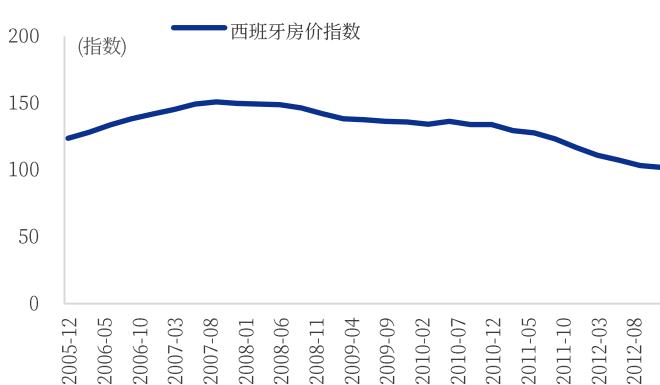
图18: 西班牙 2008-2013 年长期国债收益率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

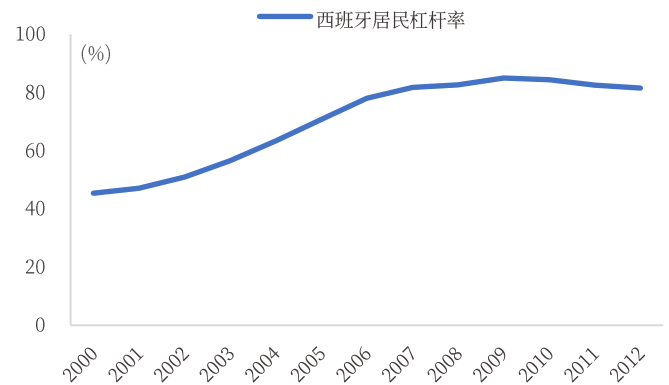
西班牙的房地产市场在 1997-2007 年表现繁荣，房地产价格在十年间出现大幅上涨。房价上涨的财富效应或致居民购房欲望强烈，各地政府控股的银行给予购房人购房贷款，居民杠杆率逐年攀升。在 2008 年次贷危机发生后，西班牙宏观经济整体承压，西班牙楼市由盛转衰，2012-2013 年西班牙楼市萧条，2007 年 9 月至 2012 年末西班牙房价指数由 150.90 下滑至 101.91，居民部门的杠杆率从 2009 年的 85% 下降至 2012 年的 81.5%。

图19: 2012 年前西班牙房价指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图20: 西班牙居民部门杠杆率

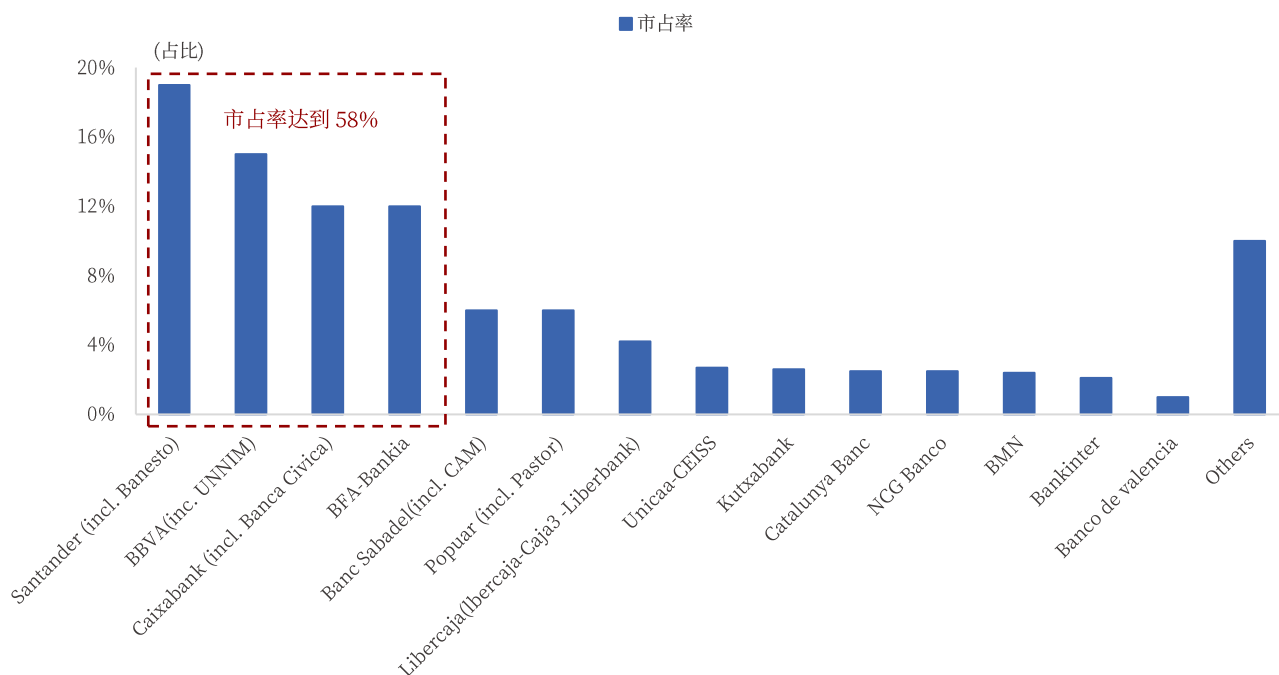


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

2.Sareb 架构

由于西班牙银行的贷款与房地产关联度较大。2012 年第三方机构对西班牙 14 家银行进行压力测试 (14 家银行的总资产超过西班牙银行业总资产的 90%)，根据 2012 年数据显示，Santander、BBVA、CaixaBank、BFA-Bankia(现已合并至 Caixabank)市占率达到 58%。

图21: 2012年西班牙银行体系14家主要银行市占率

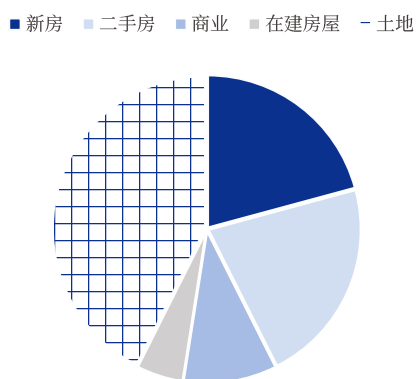


资料来源: OW《资产质量回顾与自下而上的压力测试练习》, 中国银河证券研究院

注: 市占率统计口径为资产规模

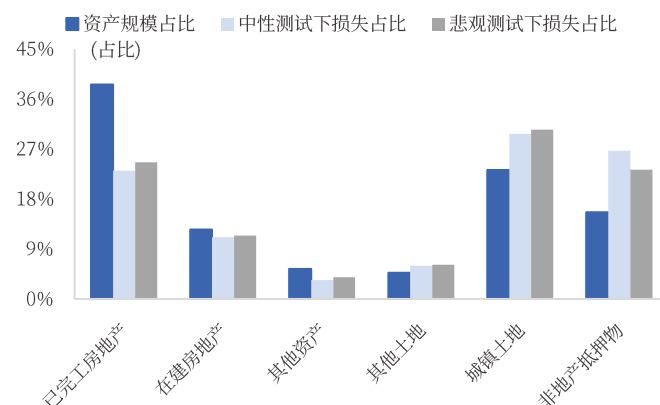
截至2007年, 西班牙地产及建筑业的贷款占GDP比重约为43%, 集中度较高, 因此次贷危机传导至西班牙银行体系后, 对于西班牙整体的贷款、坏账的影响较大。从抵押资产是否可赎回看, 截至2011年末, 西班牙银行所持有的已取消抵押权的资产规模约为880亿欧元, 其中43%为土地资产、43%为房产资产(其中21%为新房、22%为二手房)。由于房价从2007年开始下跌, 截至2011年房价和地价分别下降19%、36%, 导致房屋交易和土地交易规模仅为峰值时期的35%、20%。从抵押资产所在行业看, 14家银行持有的房地产开发商相关的资产约为2270亿欧元。根据压力测试, 假设西班牙银行持有的房地产开发商相关的资产有可能发生风险, 在基准假设下, 2012~2014年, 西班牙银行因此或将蒙受的损失规模为649亿欧元, 若在悲观预期下, 损失规模或达971亿欧元。因此, 在经济低迷和房价下跌的双重压力下, 当时的西班牙银行业急需剥离风险资产。

图22: 截至2011年末西班牙银行业取消赎回权的资产分类



资料来源: OW《资产质量回顾与自下而上的压力测试练习》, 中国银河证券研究院

图23: 2012-2014年西班牙银行房地产开发商资产及预计损失占比

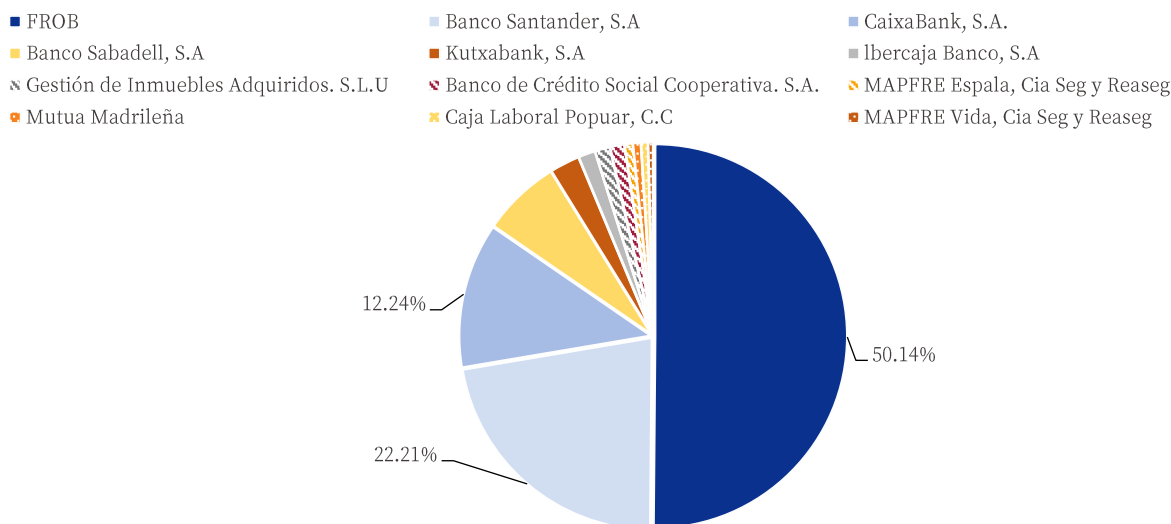


资料来源: OW《资产质量回顾与自下而上的压力测试练习》, 中国银河证券研究院

注: 此压力测试包含中性和悲观两种预期

截至 2007 年，西班牙的银行和储蓄银行等机构借出的债务中约有 60%在地产和建筑业的负债中，因此在宏观、金融、地产等多重压力下，西班牙成立“坏账银行”Sareb，以消化西班牙银行体系的不良资产。Sareb，全称为银行系统重组资产管理公司，于 2012 年 11 月成立。Sareb 是混合资本企业，50.14%的资本来自于 FROB 机构，剩余 49.86%的资本来源于银行保险等企业。

图24: Sareb 股东持股占比



资料来源: Sareb 官网, 中国银河证券研究院

Sareb 的控股股东是 FROB。FROB 是西班牙政府于 2009 年设立的专门为陷入财务困境的机构重组和兼并收购注入资本的重组基金。FROB 分别通过三期共注资 5654.5 万欧元重整西班牙银行系统。2012 年，在 FROB 第三期计划中，FROB 认购 45.9%的股权和次级债。2022 年，FROB 收购了 Sareb 4.24% 的股本，目前 FROB 持有 Sareb 的股份比例达到 50.14%。从管理经营的角度看，Sareb 董事会 9 位成员均由 FROB 任命。

图25: FROB 重整西班牙银行系统步骤



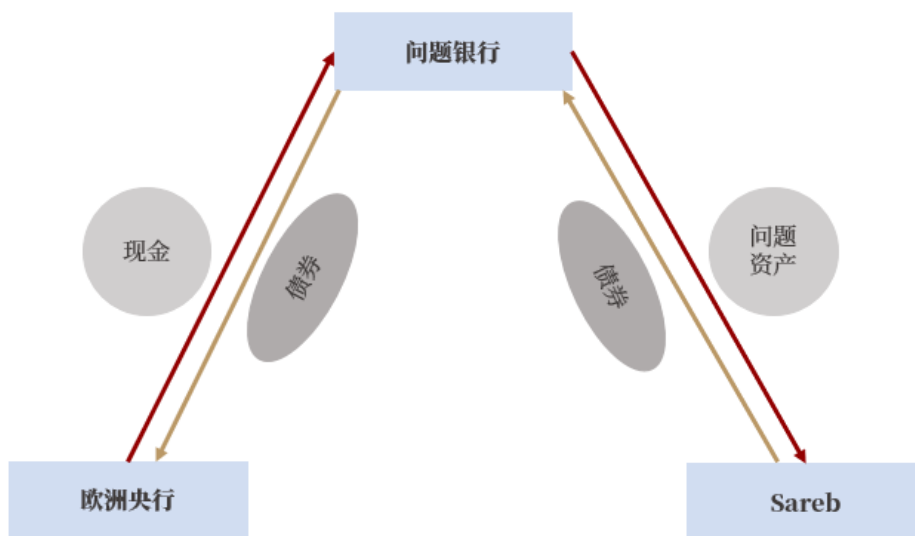
资料来源: FROB, 中国银河证券研究院

（二）Sareb 处置资产的方式

1. 问题资产的收购

2012 年欧元区各成员国财长一致同意向西班牙提供救助贷款；西班牙政府按照欧盟要求加快推进银行业和整个金融体系的改革步伐，加强对银行业和金融市场监管。西班牙通过设立 Sareb 处理“问题银行”的表内“问题资产”，即“问题银行”将表内的“问题资产”置换至 Sareb 中，Sareb 发行债券与银行置换资产，银行在欧洲央行出将得到的债券置换为现金，相当于欧洲央行为西班牙银行注入流动性，支持西班牙的银行改革重组。

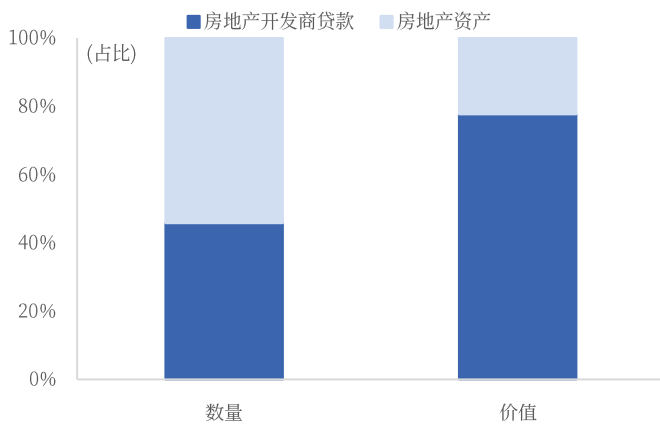
图26: Sareb 消化收购问题银行的问题资产流程



资料来源: Sareb, 中国银河证券研究院

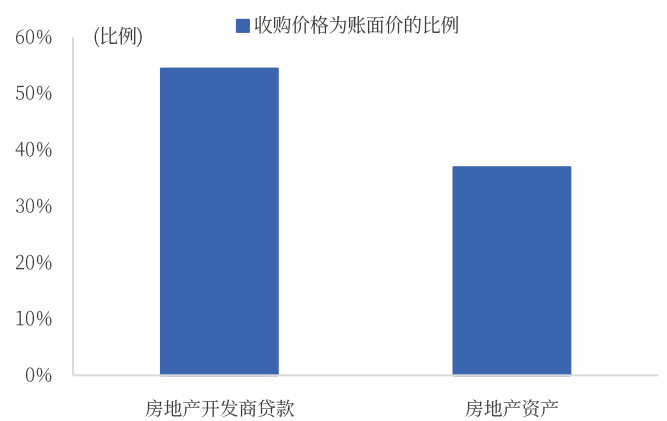
Sareb 成立后，迅速收购银行体内资产。截至 2012 年末，Sareb 收购五个金融主体的资产，包括 BFA-Bankia、Catalunya Banc、Banco de Valencia 等，这五个主体均被 FROB 资助；2013 年 2 月，Sareb 进一步收购 BMN、Liberbank、Caja3、CEISS 等机构表内的问题资产。2012-2013 年，Sareb 共收购 19.82 万个问题资产，合计价值 507.81 亿欧元，其中 1) 9.07 万个房地产开发商的贷款项目，价值 394.38 亿欧元，占总价值的 77.66%，这些贷款项目由 40 万个房产资产担保/背书、2) 10.74 万个房地产资产，价值 113.43 亿欧元，占总价值的 22.34%，这些资产中几乎一半是住宅及附带的房屋如储藏室、车库，另一半包括商办、工业厂房等。从收购价格看，房地产开发商贷款和房地产资产的收购折扣分别为账面价格的 45.6%、63.1%，即分别为 5.5 折、3.7 折；其中对于房地产资产，新房、在建房产和土地分别按照 54.20%、63.20%、79.50% 的折扣收购，折扣幅度普遍超过金融贷款。Sareb 通过中央政府担保的债券置换资产，后续再进行资产处理（包括售出资产以及将债券转换为房产通过销售房产提高流动性），原本持有资产的银行在欧洲央行（ECB）将债券置换为现金。

图27: 2012-2013 年 Sareb 收购的“问题资产”的比例



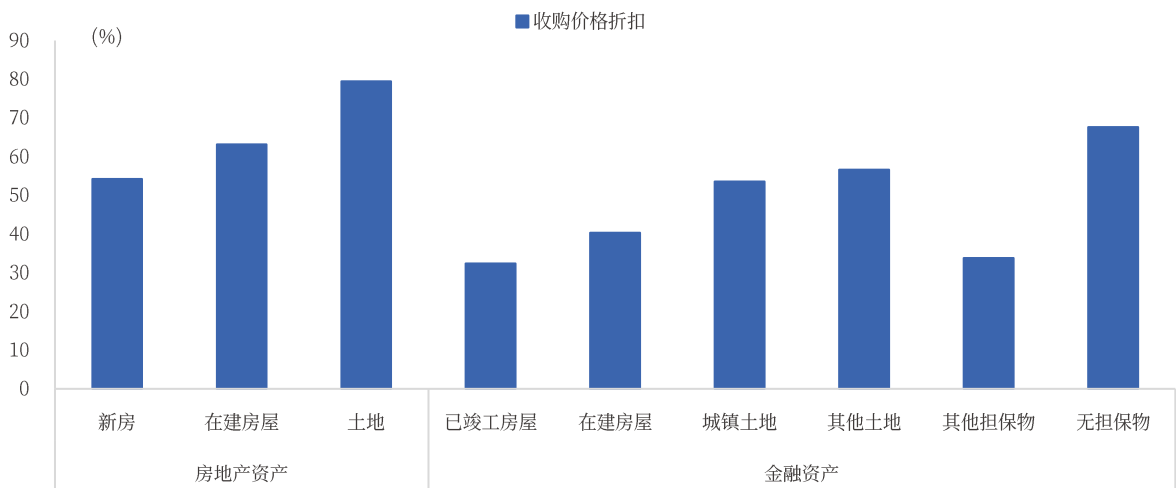
资料来源: Sareb, 中国银河证券研究院

图28: 2012 年收购“问题资产”的价值折扣



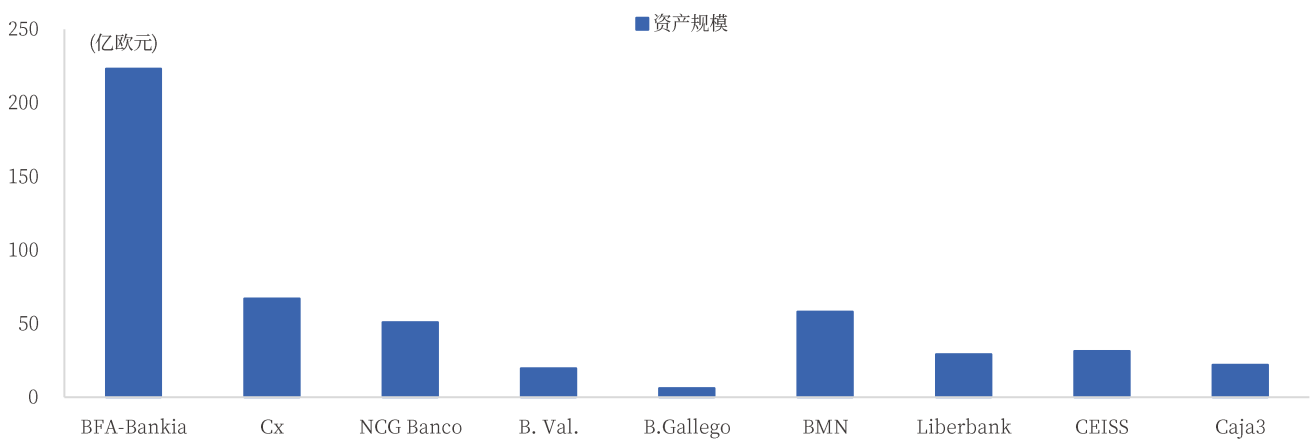
资料来源: FROB, 中国银河证券研究院

图29: Sareb 吸收各类资产的折扣



资料来源: Sareb, 中国银河证券研究院

图30: Sareb 从各个银行吸收的资产规模



资料来源: Sareb, 中国银河证券研究院

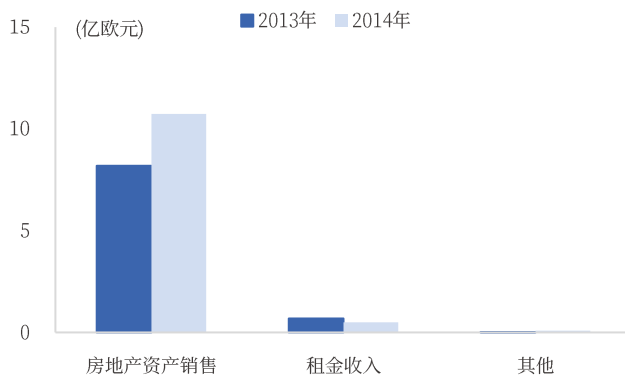
2. 处置资产的方式

Sareb 预计在 15 年的周期内处理收购的问题资产，收购时间节点为 2012-2013 年，因此对应的处理结束的时间点最晚为 2027 年 11 月。在已收购的资产中，部分房地产资产尚未竣工或并未开发完毕，因此 Sareb 首先进行如下措施：

- 对未竣工的房地产资产进行建筑作业；
- 加强开发和销售作为贷款抵押物的尚未竣工的作业；
- 继续土地开发计划；
- 最大化商业资产和短期内并无法完成销售的居住性房产的租金收入

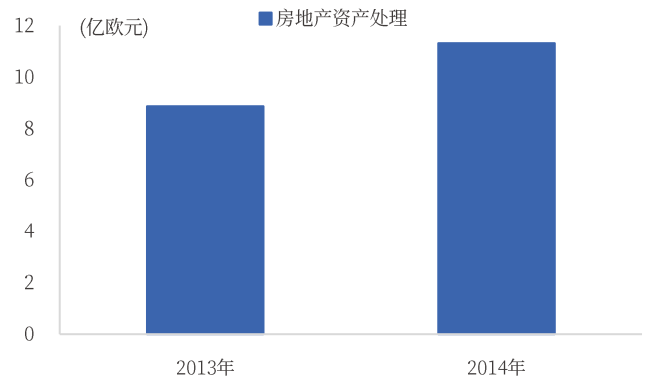
2013 年，Sareb 主要通过销售、出租资产等方式盘活收购的资产，并且实现资金回流。2013 年-2014 年，Sareb 销售房地产资产分别实现收入 8.18 亿欧元、10.74 亿欧元，房地产资产出租收入分别为 6800 万欧元、4900 万欧元。房地产资产的处理业务在 2013-2014 年分别实现毛利润 2.48 亿欧元、2.76 亿欧元。其中租金收入下降主要由于部分房屋实现销售，因此出租房屋的数量减少。

图31: 2013-2014 年 Sareb 房地产资产处理业务各子业务收入规模



资料来源: Sareb, 中国银河证券研究院

图32: 2013-2014 年 Sareb 房地产资产处理业务实现收入

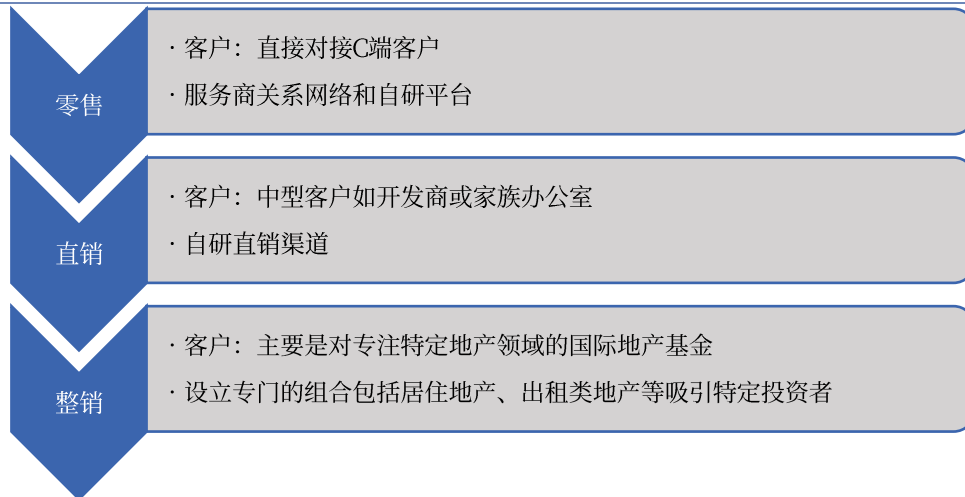


资料来源: Sareb, 中国银河证券研究院

1) 销售

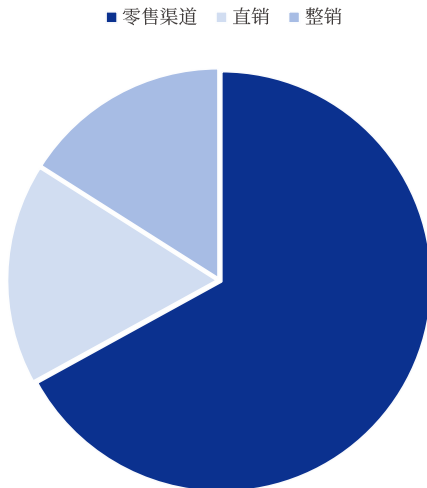
Sareb 主要通过三种方式进行房地产资产的销售，即零售、直销、整销三种方式，其中 1) 零售和直销对应的客户群体主要是 C 端客户，区别在于零售是通过中介和自研渠道等方式对接 C 端客户、直销是 Sareb 自研平台直接对接规模略大一些的客户（如家族办公室等）进行销售、2) 整销则主要对应机构客户，其中多数客户是专门投资于特定地产种类的国际地产基金，针对这类客户，Sareb 将资产搭配成不同的特殊资产组合。从销售规模占比看，零售和直销的合计占比远高于整销。

图33: Sareb 针对房地产资产的销售方式



资料来源: Sareb, 中国银河证券研究院

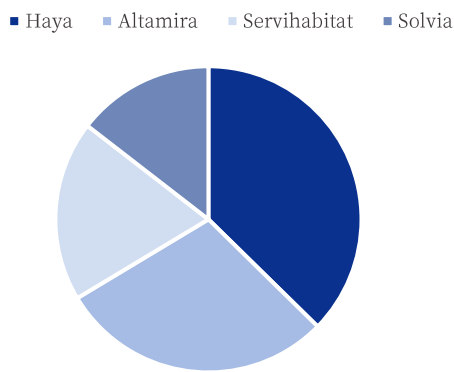
图34: 2013 年 Sareb 房地产资产销售各方式销售规模占比



资料来源: Sareb, 中国银河证券研究院

由于管理的资产规模庞大, Sareb 于 2014 年引入四家专业机构专门处理房地产资产和金融贷款, 分别为 Altamira 资产管理公司、Haya 房地产、Servihabitat、Solvía 四家公司。这四家公司管理 Sareb 旗下 16.92 万个资产。2014 年, 四家公司管理的资产规模分别占 Sareb 收购资产的 29.05%、37.34%、19.09%、14.52%。从销售途径看, Sareb 主要通过这四家公司完成零售渠道。

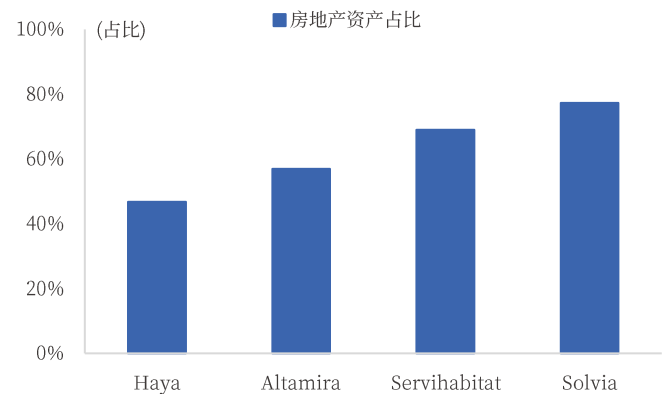
图35: 2014年四家公司接管 Sareb 资产的规模占比



资料来源: Sareb, 中国银河证券研究院

注: 口径: 按照资产转入 Sareb 时的对价口径计算

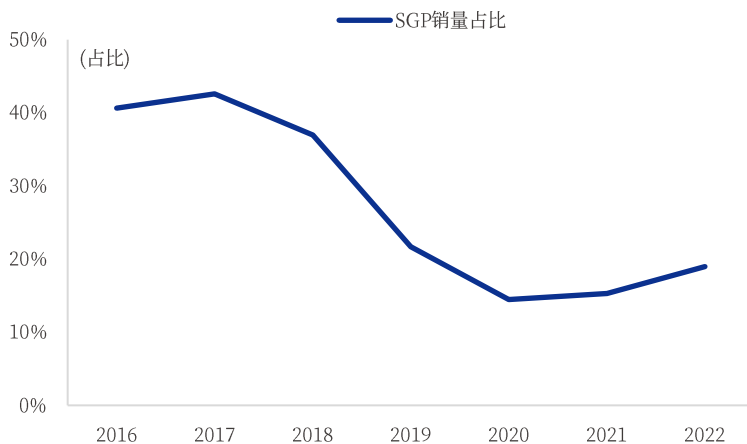
图36: 2014年四家公司各自接管资产中房地产资产数量占比



资料来源: Sareb, 中国银河证券研究院

Sareb 接手的坏账资产中, 部分金融资产为房地产开发商的贷款, 其抵押物通常为住宅。Sareb 推行 SGP, 即销量增长计划 (Sales Growth Plans), Sareb 直接销售抵押物, 相应开发商获取销售资金的回流并将贷款归还 Sareb, 因此实现 Sareb 的房屋销售量增长和金融贷款资产规模下降的双赢。2016 年有 5729 个房产通过 SGP 销售, 占当年房产销量的 40.64%。

图37: Sareb 通过 SGP 销售房产数量占总房产销售量比例

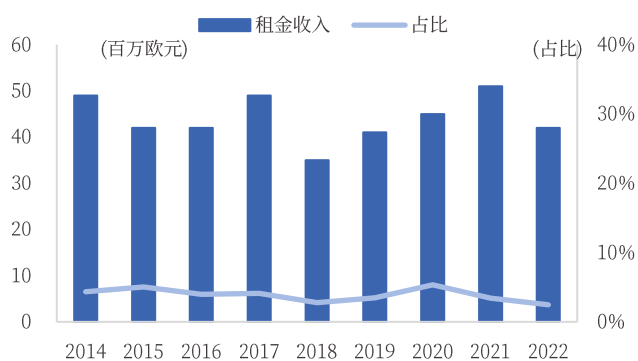


资料来源: Sareb, 中国银河证券研究院

2) 出租

对于部分在短期内暂不出售的房产, Sareb 以出租的方式盘活资产, 获取的租金收入用来覆盖运营和管理资产的成本。2015 年, Sareb 设立出租房产的组合, 在某一年度已出租的房产, 可在下一个年度出售。2014-2022 年, 租金收入基本维持在 40-50 亿欧元区间内, 占房地产资产处理业务收入的比例基本维持在 3%左右的水平。(由于 2017 年成立 REIT 将部分出租类房产划入 REIT 中, 因此 2017 年后的 Sareb 租金收入规模提升幅度较低, 详见后文。)

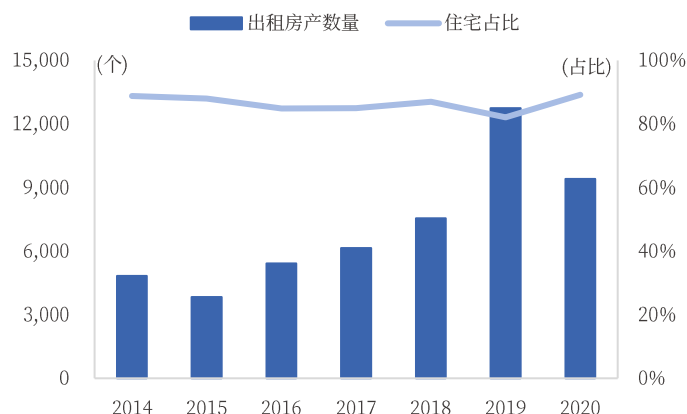
图38: 2014-2022年 Sareb 房地产处理业务租金收入



资料来源: Sareb, 中国银河证券研究院

注: 租金收入占比的分母为房地产资产处理的收入

图39: 2014-2020年 Sareb 出租房产数量及其中住宅占比



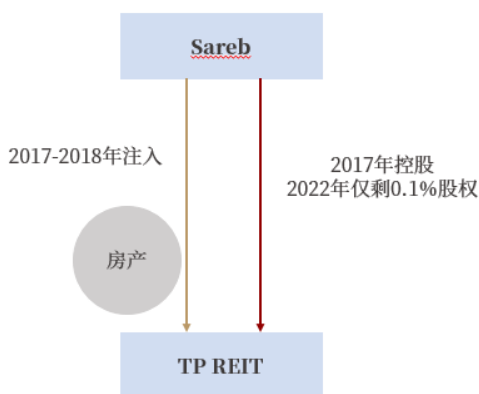
资料来源: Sareb, 中国银河证券研究院

注: 2017年开始不再计入转入 REIT 的房产数量

3) REIT

REITs 是 Sareb 中后期采取的盘活存量房产的一种途径。2017年11月, Sareb 成立 Tempore Properties REIT, 含有 1383 个房产和 171 个仓储仓库资产, 成立时资产价值 1.75 亿欧元。依托 TP REIT, Sareb 将部分房地产资产转至 REIT 内。截至 2018 年末, Sareb 共将 2249 个房产转至 TP REIT 旗下, 总资产价值达到 3.39 亿欧元。2018 年 4 月, TP REIT 上市。目前, TP REIT 共持有 2374 个房产资产。

图40: Sareb 与 TP REIT 关系



资料来源: Sareb, 中国银河证券研究院

按照 2018 年 TP REIT 的租金收入和资产规模看, REIT 底层资产价值 3.39 亿欧元, 2018 年共产生 730 万欧元的收入, 收入口径下计算的租金回报率为 2.15%。

2019 年, Sareb 将其持有 REIT 的 75% 份额转让给 TPG Real Estate Partner 后, 实现控股股权的剥离, 2020 年 Sareb 持有 REIT 21.2% 的份额, 2021 年继续将 20% 的股份出让给 TPG Real Estate, 进一步实现对 REIT 的资产剥离。目前, TPG REAL ESTATE Partner 持有 TP REIT 99.45% 的股权, Sareb 由此实现表内资产的盘活。

4) 社会福利

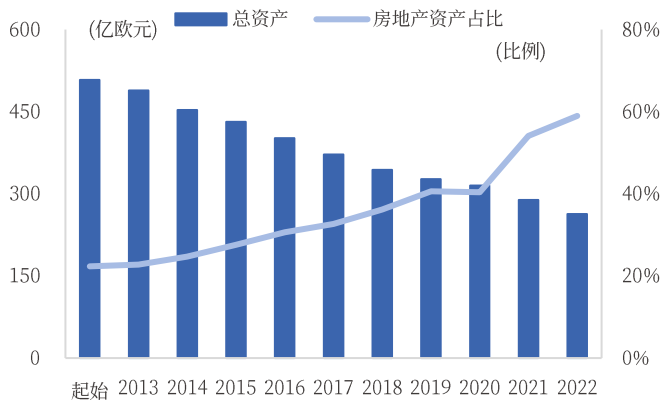
Sareb 成立公共住房帮助项目, 并设立一个房产组合池用作社会福利, 内含 4000 个房产。截至 2017 年, 已有 2360 个房屋实现社会福利用途, 2019 年房产组合池规模扩张到 4790 个。

(三) 收储对西班牙经济的影响

1. Sareb 自身实现的效果

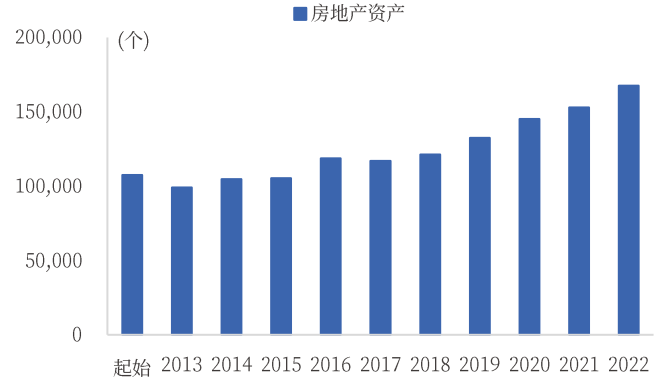
2012年 Sareb 成立时,从银行接手 107446 个房产,按照接手价格计算的对应资产规模为 113.43 亿欧元。截至 2022 年末, Sareb 表内房地产资产价值 155.23 亿欧元。(由于在接手资产的时候存在土地和在建房屋,因此当新房屋竣工时, Sareb 表内的房产存量将提升。) Sareb 接手资产的总价值由 2012 年的 507.81 亿欧元降至 2022 年的 263.25 亿欧元,房地产资产价值规模占总资产价值的占比提升。从资产数量看,截至 2022 年末, Sareb 表内房屋资产数量为 167527 个。

图41: 截至 2022 年 Sareb 表内待处理资产规模



资料来源: Sareb, 中国银河证券研究院

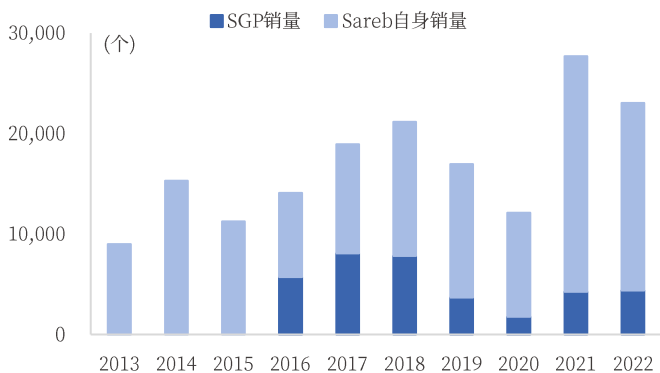
图42: 截至 2022 年 Sareb 表内房地产资产数量



资料来源: Sareb, 中国银河证券研究院

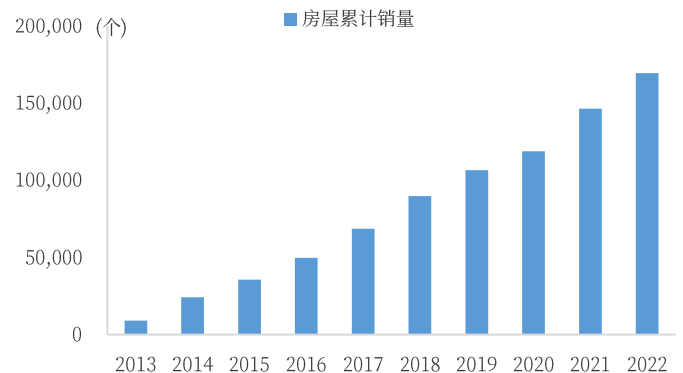
在房地产资产出表方面, 2013-2022 年 Sareb 共累计销售房屋 16.95 万个, 其中 Sareb 表内的房产销量为 13.39 万个, 通过 SGP 卖出开发商表内的房产数量 3.57 万个。10 年间已超过 2012 年 Sareb 成立时接手的房产资产数量 (主要由于接手的土地持续开发房屋)。

图43: 2013-2022 年 Sareb 房屋销量



资料来源: Sareb, 中国银河证券研究院

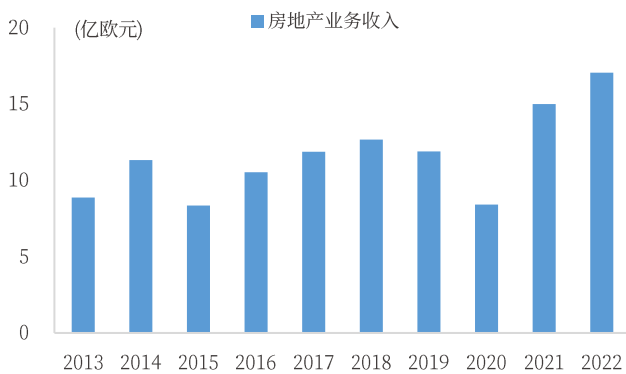
图44: 2014-2022 年 Sareb 累计销售房产数量



资料来源: Sareb, 中国银河证券研究院

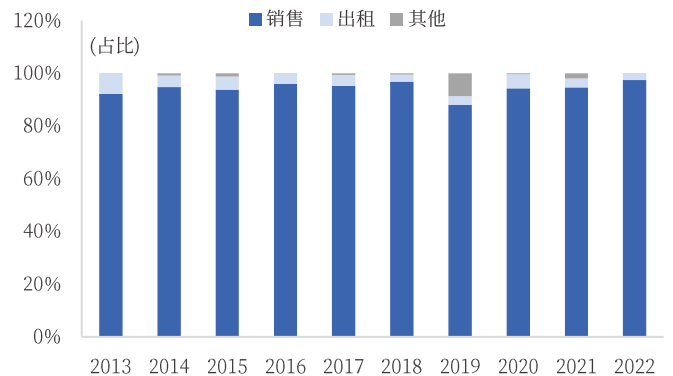
在贡献收入方面, 2013-2022 年 Sareb 处理房地产资产上共实现收入 109.61 亿欧元, 其中通过 SGP 实现的房屋销售收入计入金融资产处理业务中。按照业务划分, 销售房屋实现收入占比维持在 85% 以上, 是贡献收入的主要来源。

图45: 2013-2022 年 Sareb 房屋销量



资料来源: Sareb, 中国银河证券研究院

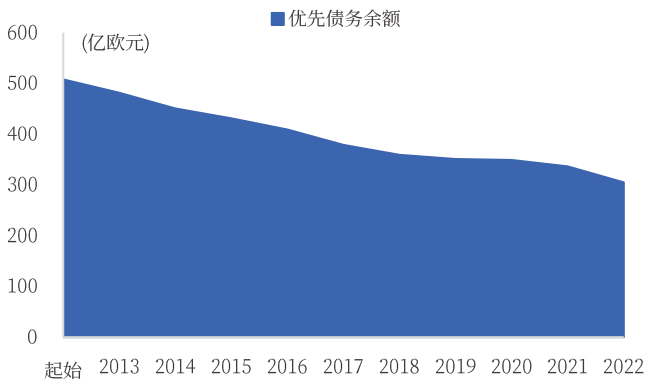
图46: 2013-2022 年 Sareb 销售房产获得收入



资料来源: Sareb, 中国银河证券研究院

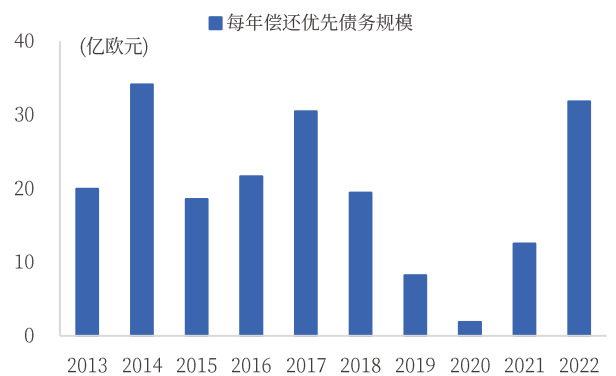
债券偿还上, Sareb 接手资产后, 共有 508.71 亿欧元的优先债务。随着 Sareb 持续销售表内资产实现现金回流, 每年 Sareb 均会进行债务偿还。截至 2022 年末, Sareb 共偿还 203 亿欧元的优先债务, 即已偿还 40% 的优先债务。

图47: 2013-2022 年 Sareb 表内优先债务余额规模



资料来源: Sareb, 中国银河证券研究院

图48: 2013-2022 年 Sareb 每年偿还优先债务规模



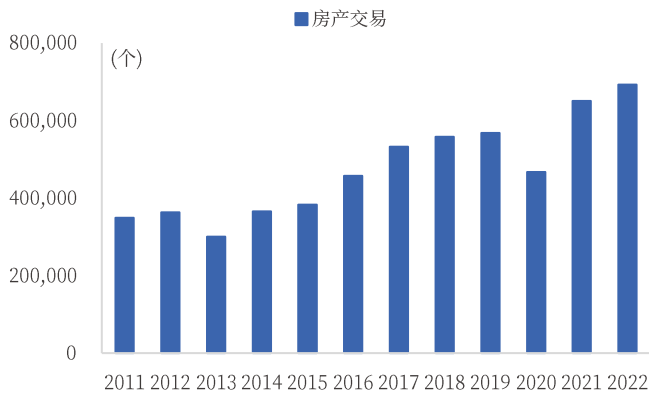
资料来源: Sareb, 中国银河证券研究院

注: 2020 年为根据披露数据计算得到, 其他数据口径为公司直接披露数据,

2.对楼市的影响

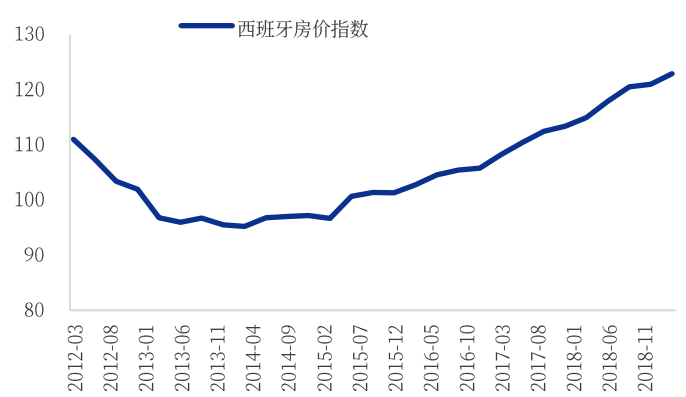
2013-2017 年, Sareb 实现销售 65000 个房产、实现出租 4603 个房产; Sareb 在通过 SGP 销售房产的业务中, 债务人数量减少 2470 个。在 2008 年次贷危机之前, 西班牙的房价在 2007 年-2008 年初期达到顶峰, 随后迎来房价下跌期。伴随着 Sareb 接手并着手陆续处理大量房地产资产、西班牙的房价整体下跌趋势得到缓解。2013-2017 年, 西班牙房价指数实现筑底回升, 2015 年后房价实现稳定的小幅抬升。从房屋交易活跃程度看, 2013 年西班牙整体楼市的交易非常冷淡, 全年交易 300568 套房产。在 Sareb 持续处理不良资产后, 西班牙楼市整体恢复活跃, 2013-2017 年房屋交易数量的 CAGR 为 15.36%。

图49: 2011-2022 年西班牙房屋交易数量



资料来源: Sareb, 中国银河证券研究院

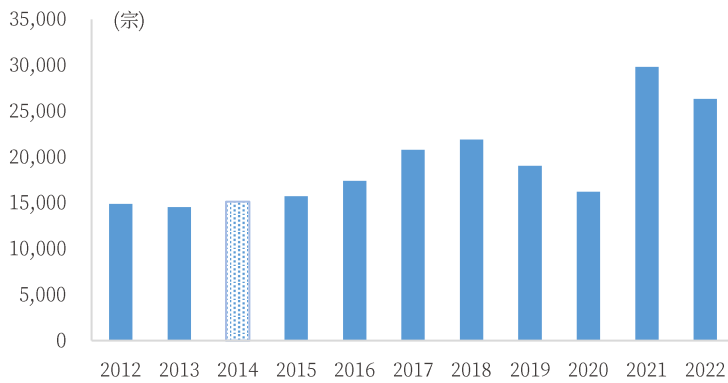
图50: 2012-2019 年西班牙房价指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

楼市的复苏直接传导至土地市场。2012 年西班牙土地市场仅成交 14908 宗土地，在 Sareb 接手不良资产处理业务后，2015-2017 年土地市场逐渐修复，2017 年的土地市场成交规模已达 20789 宗。

图51: 2012-2022 年西班牙土地市场成交规模



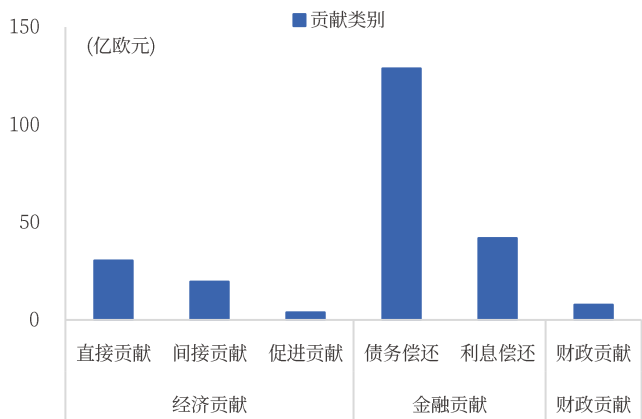
资料来源: Sareb, 中国银河证券研究院

注: 2014 年数据是根据 2013、2015 年数据平滑得来

3.对宏观经济的影响

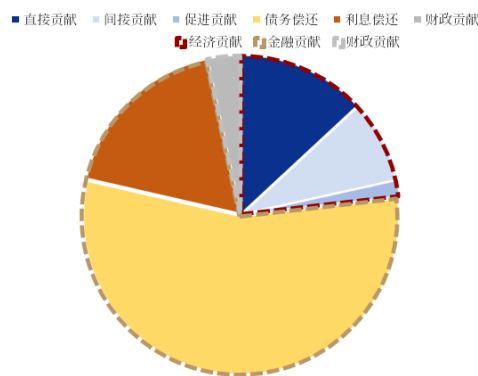
在 Sareb 成立后，2013-2017 年 Sareb 对西班牙的贡献多达 232.48 亿欧元，其中对经济贡献 53.92 亿欧元（包括 30.46 亿欧元的直接贡献、19.58 亿欧元的间接贡献、3.88 亿欧元的促进经济发展）、对金融领域的贡献 170.69 亿欧元（包括 5 年间偿还 128.76 亿欧元的债务及对应的利息 41.93 亿欧元）、对财政领域的贡献 7.87 亿欧元。

图52: 2013-2017年 Sareb 为西班牙经济贡献细项规模



资料来源: 安永《Sareb 社会经济影响》, 中国银河证券研究院

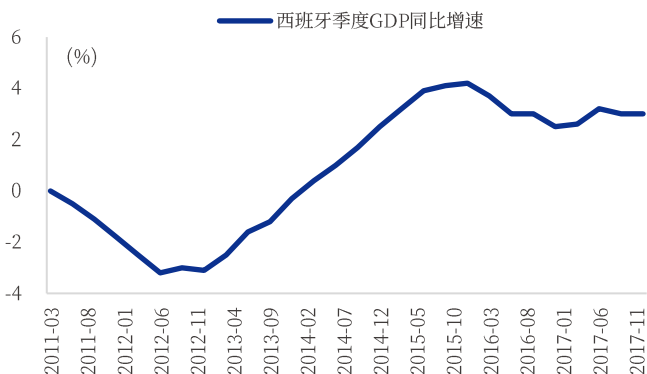
图53: 2013-2017年 Sareb 为西班牙经济贡献细项占比



资料来源: 安永《Sareb 社会经济影响》, 中国银河证券研究院

2012年第四季度, 西班牙的 GDP 同比增速仅为-3.1%。2012年 Q4 Sareb 成立后接手并逐步开始处理不良资产, 西班牙的经济逐步恢复。2013年 GDP 逐季度恢复, 并在 2014年 Q1 实现有负转正, 经济逐渐走出阴霾并实现企稳, 2015年 Q4 的 GDP 同比增速达到 4.2%。居民整体的杠杆率从 2012年的 81.50% 逐年下降, 2017年该值达到 61.10%。失业率表现同样乐观, 2012年 Q4 的失业率高达 24.50%, 2016年失业率降至 20% 以内。长期国债实现修复, 2012年 11月 (Sareb 成立时间) 长期国债收益率为 5.69%, 2014年 5月降至 3% 以内并维持在 2% 左右。

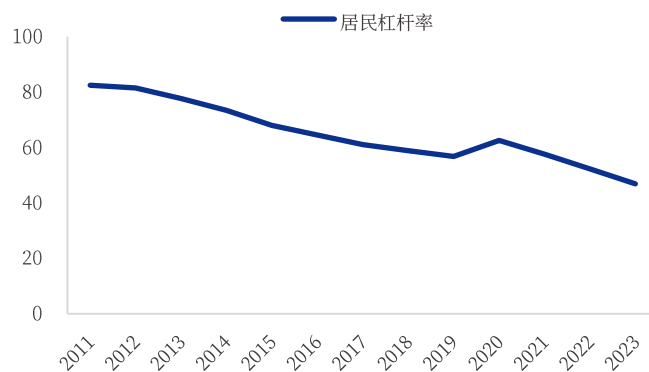
图54: 2011-2017年西班牙季度 GDP 同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 取不变价 GDP

图55: 2011-2017年西班牙居民杠杆率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图56: 2011-2023年西班牙失业率

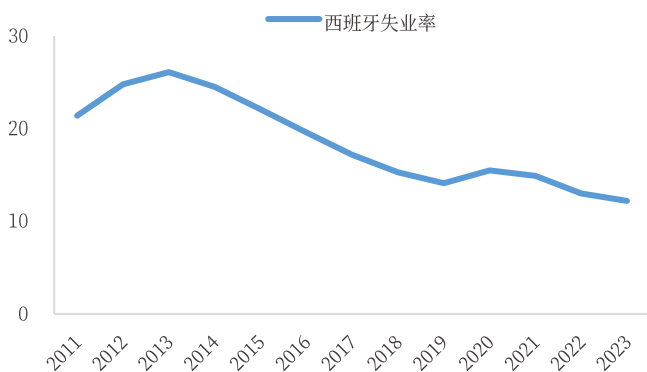
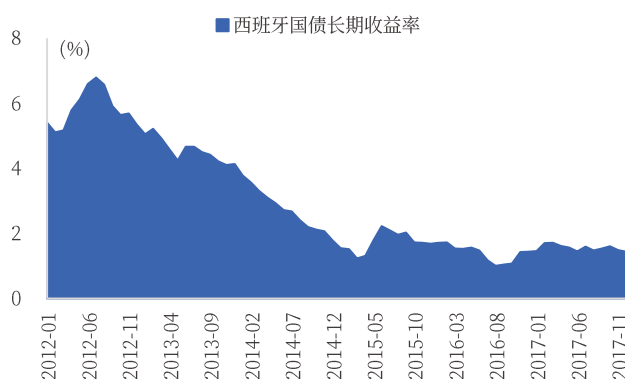


图57: 2012-2017年西班牙国债长期收益率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

四、以史为鉴：我国与西班牙的收储对比

次贷危机发生后，西班牙政府成立专门机构处理房产（包括不良金融贷款），与我们目前各地出台的收储政策异曲同工。因此我们将西班牙收储与我们的政策方向进行对比。

（一）我国收储与西班牙收储的不同

1. 资产

1) 资产来源

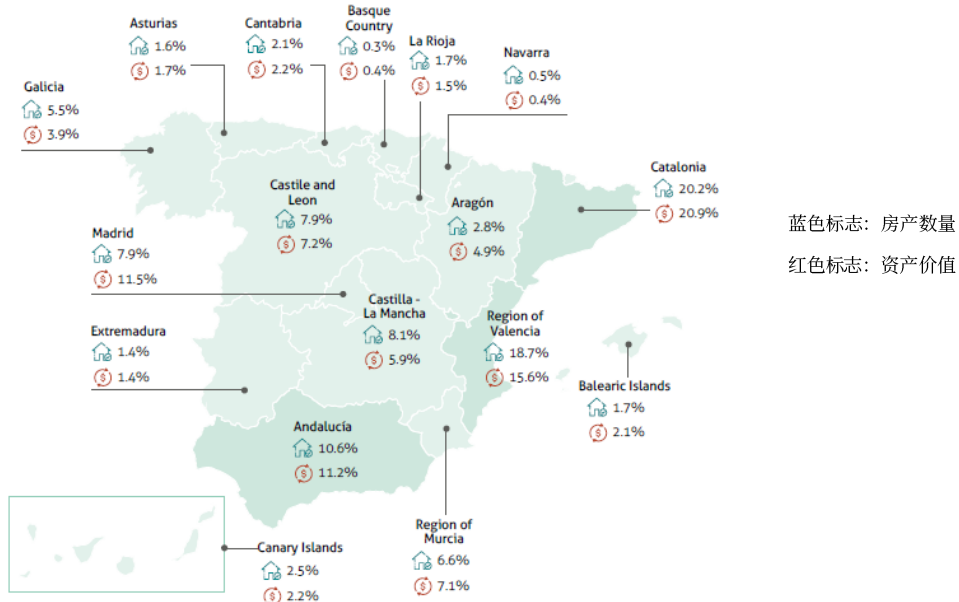
西班牙机构 Sareb 接手的房地产资产来自于银行等金融机构。次贷危机发生后，部分购房者和开发商选择将资产抵押给银行，因此房屋的所有权归属于银行。由于银行体内不良资产过多，金融体系的稳定受到一定影响，因此西班牙成立 Sareb 接手房地产资产。

我国的收储政策主要针对两种房源：第一类为开发商未销售的整栋（整单元）住房，所有权归属于开发商；第二类是居民为购置改善性住房而需卖出的原有住房（置换房），部分城市出台“以旧换新”政策，因此政府相关平台收购的原有旧住房的所有权归属于居民。

2) 资产分布

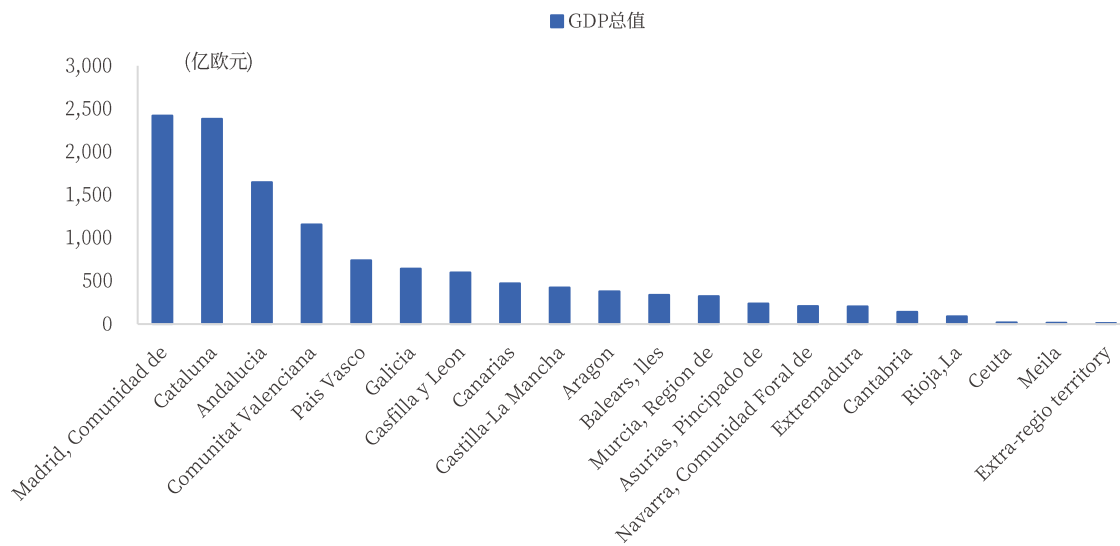
西班牙机构 Sareb 接手的房地产资产主要分布于西班牙各个自治区，其中加泰罗尼亚（Catalonia）、瓦伦西亚（Region of Valencia）、安达卢西亚（Andalucia）三个区域的房产数量和规模最大，这三个区域均位于沿海区域，是西班牙经济较发达的区域（2019 年 GDP 位列全国前列）。

图58：截至 2017 年 Sareb 表内房产在各地分布



资料来源: Sareb, 中国银河证券研究院

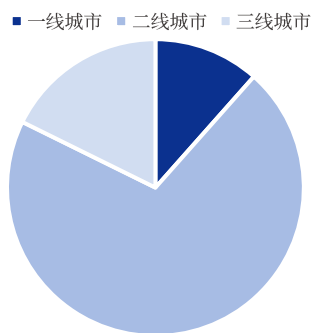
图59: 2019年西班牙各区现价 GDP



资料来源: INE, 中国银河证券研究院

根据中指院的数据, 截至 2024 年 6 月末, 我国 62 个大中城市的商品住房库存为 9.64 亿平, 其中一线城市占 11.55%、二线城市占 70.75%、三线城市占 17.70%。收储政策有望扩大范围, 如向低能级城市推广, 一线城市部分也推出收储政策。

图60: 截至 2024 年 6 月末我国 62 城商品房库存占比



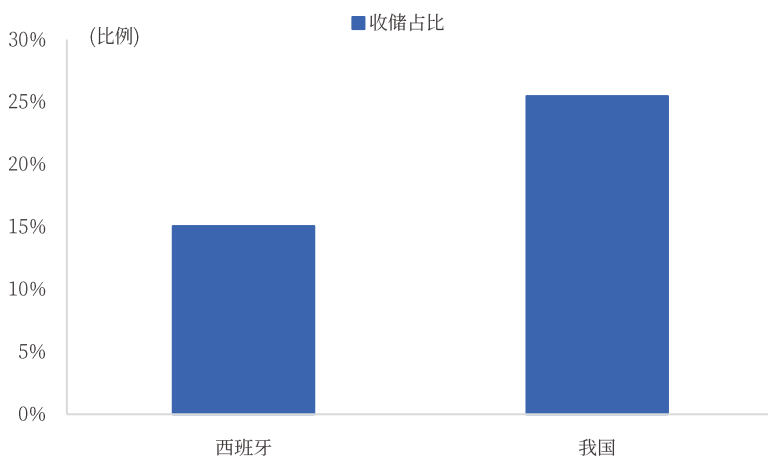
资料来源: 中指院, 中国银河证券研究院

3) 资产规模

2012-2013 年, Sareb 共接手 10.74 万个房地产资产, 价值 113.43 亿欧元; 西班牙 2011 年-2012 年房地产市场共交易房产资产 71.27 万个, 相当于接手数量占 2011-2012 年的 15.08%。

央行推出 3000 亿保障性租赁住房贷款对应可发放的 5000 亿贷款, 按照本文上文推算的收储测算, 5000 亿贷款可收储 1.24 亿方的存量住宅, 占 2022-2023 年总销售面积的 25.46%, 该比例高于西班牙收储房产的比例。

图61: 西班牙与我国的收储房产占收储前两年的交易量的比例



资料来源: Sareb, Wind, 中国银河证券研究院

4) 资产类型和状态

从资产类型看, 西班牙 Sareb 在接手资产时, 接手资产包括住宅和非住, 如工业厂房、商办楼宇、用作零售的房屋等, 我国收储政策目前主要针对商品房, 包括住宅和公寓等。

从资产状态看, 西班牙 Sareb 主要接手的资产包括已竣工和在建阶段的房屋、我国收储政策目前接手现房(部分区域收购期房)。

2.处理资产的方式

西班牙 Sareb 在处理房产时, 主要采取销售为主、出租为辅的方式。销售主要通过代理机构分别处理位于不同区域的资产, 这些代理机构通常具备完善的销售网络、具有消化处理房产的优势; 出租主要用来平衡管理和运营成本。并在此基础上成立 REIT, 盘活房屋资产。其中销售房屋可以较快的实现现金回流。处理房产的主体为 Sareb, 后续 Sareb 委托房产处理机构(2014 年委托 4 家机构代为处理销售)。

我国目前主要将收购的房产用作保障性租赁住房或公租房等房产, 通过出租给居民的方式实现现金流。部分城市如郑州推出收购得房产用作配售型保障房, 将房屋以该房屋回购价格(通畅低于周边市场的价格)出售给符合条件的居民, 并针对交易有严格的限制。处理房产的主体主要为各地相应的政府平台, 如当地城投/城发/安居集团等机构。

表9: 中国与西班牙收购房产的处理方式对比

| 国家 | 处理方式 | 销售/出租方式 | 主要销售机构 | 下游 |
|-----|------|---------|-------------------|---------------|
| 西班牙 | 销售 | 零售 | 代理机构代销/Sareb 自研平台 | C 端客户 |
| | | 直销 | Sareb 自研平台 | C 端客户 |
| | | 整销 | Sareb 对接 | 机构客户(主要为国际机构) |
| | 出租 | 直租 | Sareb 对接 | C 端客户 |
| 中国 | 出租 | 直租 | 地方城投/城发/安居等平台 | 目前主要为 C 端客户 |
| | 销售 | 直销零售 | 地方城投/城发/安居等平台 | 目前主要为 C 端客户 |

资料来源: Sareb, 福建省图书馆, 河南住建厅, 深安居, 中国银河证券研究院

3.收储的资金来源

西班牙 Sareb 收购房屋的资金来自于 FROB 和部分金融机构，如发行 28.62 亿欧元的 15 年期次级债、定期发行的 366.94 亿欧元优先债；而我国收储所用的资金包括地方城投（或相关）平台向银行申请的保障性租赁住房专项贷款。

表10：我国与西班牙收储机构的债务资金来源

| 债务类别 | 西班牙 | | 中国 |
|------|--|--------|-------------|
| | 次级债 | 优先债 | 保障性租赁住房贷款计划 |
| 发放对象 | 包含持有待处理房产的银行等金融机构，包含 Bankia, S.A.、Catalunya Banc、Banco Gallego、NCG Banco、Banco de Valencia 等 | | 主要商业银行 |
| 利率 | 8% | 3%左右不等 | 1.75% |
| 年限 | 15 年期 | 1 年期 | 最长为 5 年期 |

资料来源：Sareb, 中国政府网, 中国银河证券研究院

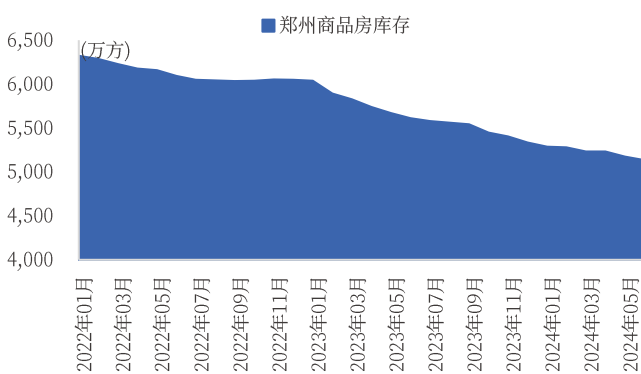
(二) 收储或对我国产生的影响

1.楼市端

类比西班牙 Sareb 于 2012-2013 年完成收储，西班牙房屋成交数量在 2013 年筑底，仅为 30.06 万套。2014 年开始，伴随着房价指数在 2014 年-2015 年稳定后，西班牙整体的房屋成交规模在 2014-2015 年实现修复。

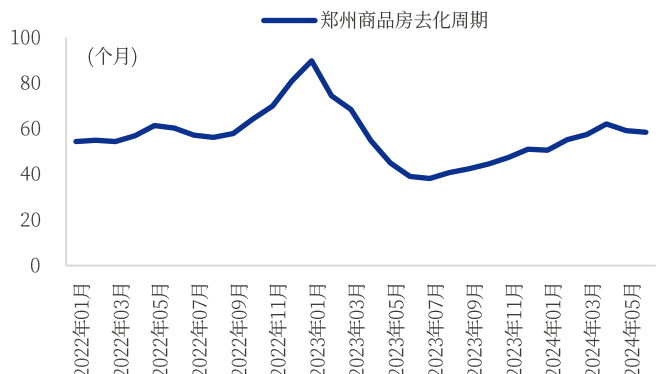
因此在收储政策推出后，我们认为各地的去化压力或有望缓解。以郑州为例，在 2024 年 4 月开始实行收储政策后，商品房（包含商品住房、商业用房等）的去化周期有所下降。根据中指院数据，截至 2024 年 4 月末郑州的商品房去化周期为 62.05 个月，2024 年 6 月该值降至 58.46 个月。

图62：2022 年 1 月-2024 年 6 月郑州商品房库存



资料来源：中指院, 中国银河证券研究院

图63：2022 年 1 月-2024 年 6 月郑州商品房去化周期



资料来源：中指院, 中国银河证券研究院

2.项目端

在 Sareb 成立后的第五年（2017 年），Sareb 成立 TP REIT。资产方面，将表内 1383 个房产和 171 个仓储仓库价值 1.75 亿欧元的资产注入 TP REIT 中并上市；2019 年 TP REIT 进行扩募，Sareb 将 2249 个房产转至 TP REIT 旗下，TP REIT 底层资产总价值达到 3.39 亿欧元。股权方面，Sareb 陆续将 TP REIT 份额转让至 TPG REAL ESTATE Partner，从而实现资产的盘活和剥离。

目前我国公募 REITs 平台共有 5 支保障性租赁住房 REITs 上市，底层资产分别位于深圳、厦

门、北京、上海，原始权益人分别为深圳安居（包括深圳安居集团、深圳福田人才安居、深圳罗湖人才安居）、厦门安居集团、北京保障房、有巢住房（母公司为华润置地控股有限公司）、上海城投。按照我国目前对于基础设施不动产 REITs 的上市要求，需运营收益良好——原则上待上市项目运营时间原则上不低于 3 年、现金流投资回报良好，近 3 年经营性净现金流均为正。若 2024-2025 年各地陆续进行收储，考虑到收储后的管理、出租以及持续经营 3 年等因素，我们认为本轮收储的保障性住房以 REITs 形式上市盘活（包括上市或以扩募的形式上市）或从 2027 年开始实施。

表11：目前我国 5 支保障性租赁住房公募 REITs 底层资产和原始权益人

| 代码 | 名称 | 底层资产 | 所在城市 | 原始权益人 | 资产原始估值 (亿元) |
|-----------|----------------------|-----------|------|----------------|----------------|
| 508077.SH | 华夏基金华润有巢 REIT | 有巢东部经开区项目 | 上海 | 有巢住房租赁(深圳)有限公司 | 11.10 |
| | | 有巢泗泾项目 | | | |
| 508068.SH | 华夏北京保障房 REIT | 文龙家园项目 | 北京 | 北京保障房中心有限公司 | 11.51 |
| | | 熙悦尚郡项目 | | | |
| 180501.SZ | 红土创新深圳人才安居 REIT | 安居百泉阁项目 | 深圳 | 深圳市安居集团有限公司 | 11.58 |
| | | 安居锦园项目 | | 深圳市福田人才安居有限公司 | |
| | | 保利香槟苑项目 | | 深圳市罗湖人才安居有限公司 | |
| | | 凤凰公馆项目 | | | |
| 508031.SH | 国泰君安城投宽庭保障性租赁住房 REIT | 光华社区项目 | 上海 | 上海城投房屋租赁有限公司 | 30.53 |
| | | 江湾社区项目 | | | |
| 508058.SH | 中金厦门安居保障性租赁住房 REIT | 珩琦公寓项目 | 厦门 | 厦门安居集团有限公司 | 12.14 |
| | | 园博公寓项目 | | | |

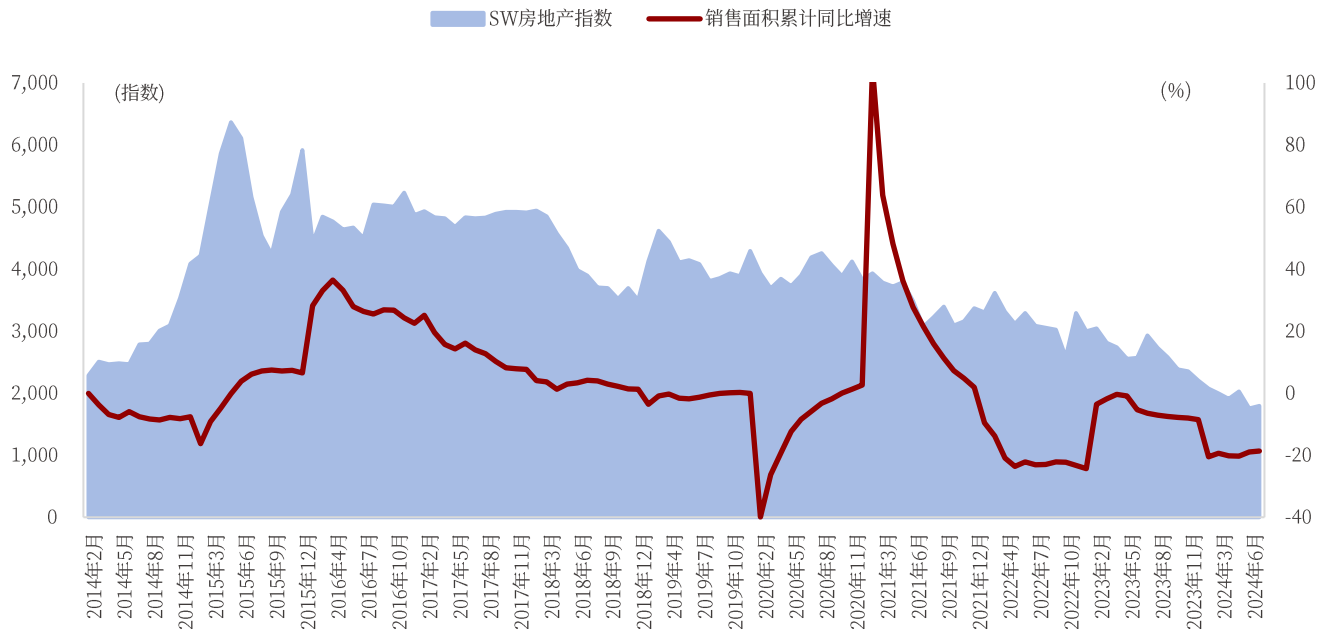
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

这五支 REITs 的底层资产原始价值合计 76.86 亿元，若与租赁住房贷款计划的 5000 亿元贷款规模比较，目前的保障性租赁住房上市规模较小，成长空间比较可观。

五、投资建议

我们将商品房销售面积累计同比增速与 SW 房地产指数走势类比，我们发现股价走势领先销售增速，2023 年四季度开始进入股价和基本面双承压的阶段。2024 年 6-7 月，在“517”政策的刺激下，累计销售面积的同比降幅较此前有所收窄。

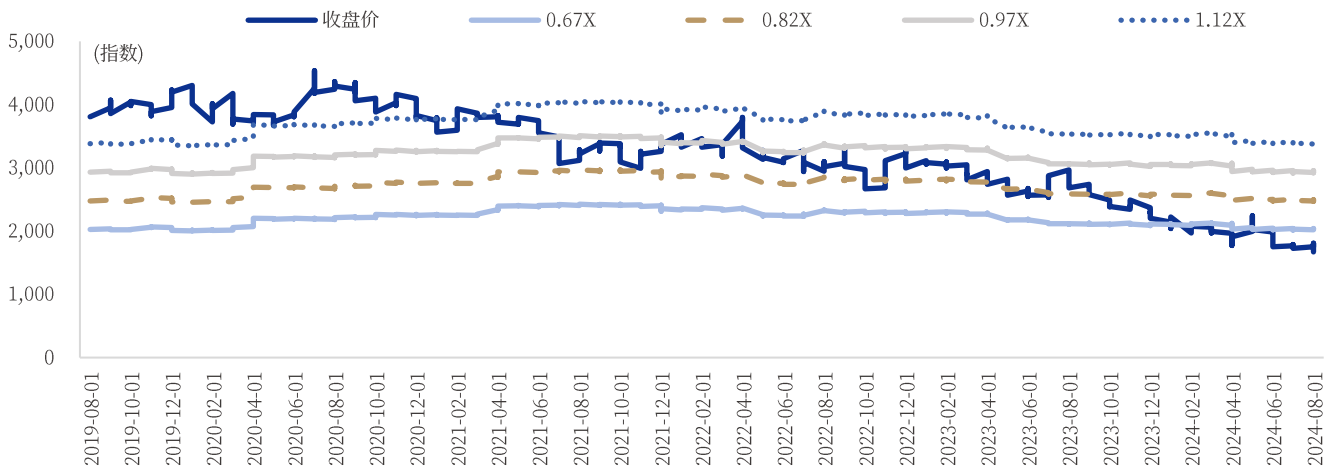
图64: 2014-2024年7月 SW 房地产指数与商品房销售面积累计同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从行业估值指标看,行业PB整体进入下行区间,在2024年6-7月降幅略有收窄的基础上,PB估值逐渐筑底。由于楼市整体的销售尚未明显复苏,楼市转暖依旧需要时间缓慢表现。

图65: 近5年的SW 房地产指数PB-Band



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注: 以上数据截至2024年8月26日收盘

在此背景下,收储政策一方面控制商品住房的供给,另一方面有望通过提供保障性租赁住房等方式缓解新青年等居民住房需求,同时或将带来租金收入为收购主体提供现金流。展望下半年,我们认为收储政策的效果或将陆续展现。

我们认为行业楼市表现尚未复苏,若政策效果逐渐展现,行业估值或迎来整体修复,头部房企或凭借融资成本较低和核心区域高市占率的优势实现运营改善,并通过估值修复实现整体的β机会。我们看好:招商蛇口、保利发展、龙湖集团、万科A、滨江集团、新城控股、招商积余;建议关注: 1) 优质开发: 绿城中国、华润置地、中国海外发展; 2) 优质物管: 华润万象生活; 3) 优质商业:

恒隆地产；4) 代建龙头：绿城管理控股；5) 中介龙头：贝壳-W、我爱我家。

六、风险提示

宏观经济不及预期的风险

政策推动和实施不及预期的风险

房价大幅波动的风险

房屋销售不及预期的风险

租金回报不及预期的风险

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 2021 年郑州待售住宅分类 | 3 |
| 图 2: 2020 年 7 月-2024 年 6 月待售商品房和待售商品住宅规模和去化周期 | 4 |
| 图 3: 截至 2024 年 6 月末保障性住房再贷款使用情况 | 4 |
| 图 4: 济南城发贷款利率变化 | 7 |
| 图 5: 济南城投与城发贷款利率比较 | 7 |
| 图 6: 2019 年 8 月至今的 1 年期 LPR 和 5 年期 LPR | 8 |
| 图 7: 重庆佳寓（光环店）区位 | 9 |
| 图 8: 济南国熙台项目区位 | 10 |
| 图 9: 济南出租试点项目的年投资回报率均值 | 11 |
| 图 10: 三支首批上市保障性租赁住房 REITs 的单项目租金回报率 | 12 |
| 图 11: 三支首批上市保障性租赁住房 REITs 的整体租金回报率与净回报率 | 13 |
| 图 12: 欧元部分国家 2008-2012 年实际 GDP 同比增速比较 | 14 |
| 图 13: 欧元部分国家 2008-2012 年 25~64 岁失业率比较 | 14 |
| 图 14: 西班牙 2005-2012 年一般政府债务总额及占 GDP 比重 | 14 |
| 图 15: 西班牙 2005-2012 年政府债务占 GDP 比重 | 14 |
| 图 16: 欧元区部分国家 2012-2013 年债务占 GDP 比例 | 14 |
| 图 17: 西班牙 2005-2017 年赤字率 | 15 |
| 图 18: 西班牙 2008-2013 年长期国债收益率 | 15 |
| 图 19: 2012 年前西班牙房价指数 | 15 |
| 图 20: 西班牙居民部门杠杆率 | 15 |
| 图 21: 2012 年西班牙银行体系 14 家主要银行市占率 | 16 |
| 图 22: 截至 2011 年末西班牙银行业取消赎回权的资产分类 | 16 |
| 图 23: 2012-2014 年西班牙银行房地产开发商资产及预计损失占比 | 16 |
| 图 24: Sareb 股东持股占比 | 17 |
| 图 25: FROB 重整西班牙银行系统步骤 | 17 |
| 图 26: Sareb 消化收购问题银行的问题资产流程 | 18 |
| 图 27: 2012-2013 年 Sareb 收购的“问题资产”的比例 | 19 |
| 图 28: 2012 年收购“问题资产”的价值折扣 | 19 |
| 图 29: Sareb 吸收各类资产的折扣 | 19 |
| 图 30: Sareb 从各个银行吸收的资产规模 | 19 |
| 图 31: 2013-2014 年 Sareb 房地产资产处理业务各子业务收入规模 | 20 |
| 图 32: 2013-2014 年 Sareb 房地产资产处理业务实现收入 | 20 |

| | |
|--|----|
| 图 33: Sareb 针对房地产资产的销售方式 | 21 |
| 图 34: 2013 年 Sareb 房地产资产销售各方式销售规模占比 | 21 |
| 图 35: 2014 年四家公司接管 Sareb 资产的规模占比 | 22 |
| 图 36: 2014 年四家公司各自接管资产中房地产资产数量占比 | 22 |
| 图 37: Sareb 通过 SGP 销售房产数量占总房产销售量比例 | 22 |
| 图 38: 2014-2022 年 Sareb 房地产处理业务租金收入 | 23 |
| 图 39: 2014-2020 年 Sareb 出租房产数量及其中住宅占比 | 23 |
| 图 40: Sareb 与 TP REIT 关系 | 23 |
| 图 41: 截至 2022 年 Sareb 表内待处理资产规模 | 24 |
| 图 42: 截至 2022 年 Sareb 表内房地产资产数量 | 24 |
| 图 43: 2013-2022 年 Sareb 房屋销量 | 24 |
| 图 44: 2014-2022 年 Sareb 累计销售房产数量 | 24 |
| 图 45: 2013-2022 年 Sareb 房屋销量 | 25 |
| 图 46: 2013-2022 年 Sareb 销售房产获得收入 | 25 |
| 图 47: 2013-2022 年 Sareb 表内优先债务余额规模 | 25 |
| 图 48: 2013-2022 年 Sareb 每年偿还优先债务规模 | 25 |
| 图 49: 2011-2022 年西班牙房屋交易数量 | 26 |
| 图 50: 2012-2019 年西班牙房价指数 | 26 |
| 图 51: 2012-2022 年西班牙土地市场成交规模 | 26 |
| 图 52: 2013-2017 年 Sareb 为西班牙经济贡献细项规模 | 27 |
| 图 53: 2013-2017 年 Sareb 为西班牙经济贡献细项占比 | 27 |
| 图 54: 2011-2017 年西班牙季度 GDP 同比增速 | 27 |
| 图 55: 2011-2017 年西班牙居民杠杆率 | 27 |
| 图 56: 2011-2023 年西班牙失业率 | 27 |
| 图 57: 2012-2017 年西班牙国债长期收益率 | 27 |
| 图 58: 截至 2017 年 Sareb 表内房产在各地分布 | 28 |
| 图 59: 2019 年西班牙各区现价 GDP | 29 |
| 图 60: 截至 2024 年 6 月末我国 62 城商品房库存占比 | 29 |
| 图 61: 西班牙与我国的收储房产占收储前两年的交易量的比例 | 30 |
| 图 62: 2022 年 1 月-2024 年 6 月郑州商品房库存 | 31 |
| 图 63: 2022 年 1 月-2024 年 6 月郑州商品房去化周期 | 31 |
| 图 64: 2014-2024 年 7 月 SW 房地产指数与商品房销售面积累计同比增速 | 33 |
| 图 65: 近 5 年的 SW 房地产指数 PB-Band | 33 |
| 表 1: 推导全国商品房收储所需货币量 | 3 |
| 表 2: 部分主要城市收购商品房进展 | 5 |

| | |
|--|----|
| 表 3: 部分主要城市收购商品房进展 | 6 |
| 表 4: 重庆·佳寓（光环店）租金回报率测算 | 9 |
| 表 5: 济南国熙台项目租金回报率测算 | 10 |
| 表 6: 济南城投筹集保障性住房项目平均回报率测算 | 10 |
| 表 7: 济南城发筹集保障性住房项目平均回报率测算 | 11 |
| 表 8: 首批上市的保障性租赁住房公募 REITs 底层住房项目部分基本信息 | 12 |
| 表 9: 中国与西班牙收购房产的处理方式对比 | 30 |
| 表 10: 我国与西班牙收储机构的债务资金来源 | 31 |
| 表 11: 目前我国 5 支保障性租赁住房公募 REITs 底层资产和原始权益人 | 32 |

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

胡孝宇，房地产行业分析师，4年房地产研究经验，美国东北大学硕士，同济大学金融学学士，曾就职于天风证券，2023年7月加入中国银河证券研究院。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

| 评级标准 | 评级 | 说明 |
|---|-----------------|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，中国香港市场以恒生指数为基准。 | 行业评级 | 推荐：相对基准指数涨幅10%以上 |
| | | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间 |
| | | 回避：相对基准指数跌幅5%以上 |
| 公司评级 | | 推荐：相对基准指数涨幅20%以上 |
| | | 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间 |
| | | 中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间 |
| | 回避：相对基准指数跌幅5%以上 | |

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn