

行业研究

城投宽庭保租房 REIT 资产优质，打造上海保租房发展典范

——光大房地产公募 REITs 产品专题研究报告（5）

要点

城投宽庭 REIT 是国内第五只上市的保租房 REIT，原始权益人为上海城投房屋租赁有限公司（实际控制人为上海市国资委），底层资产为位于上海市杨浦区的江湾社区项目和光华社区项目（合称“保租房项目”），区位优势，运营稳定。

- 1) **从出租率看：**截至 2023 年 9 月 30 日，保租房项目整体出租率为 93.0%，已进入稳定运营状态，有望实现长期稳定收益。
- 2) **从租金角度看：**截至城投宽庭 REIT 招募说明书定稿时点，江湾社区和光华社区平均租金分别约为 132.31 元/月/㎡、136.88 元/月/㎡。
- 3) **从租户结构看：**截至 2023 年 6 月 30 日，江湾社区已出租的租赁住房中个人租户和企业租户占比分别为 94.8%、5.2%；光华社区已出租的租赁住房中个人租户和企业租户占比分别为 99.2%、0.8%，现金流来源合理分散。
- 4) **从财务角度看：**截至 23 年 6 月末，保租房项目总资产账面价值为 27.7 亿元，其中投资性房地产账面价值 26.1 亿元，占总资产的 94.5%。预计 2024 年保租房项目营收有望达到 17861 万元，实现稳健增长。
- 5) **从估值角度看：**截至 2023 年 6 月末，保租房项目资产评估价值为 30.53 亿元，预计 2024 年分派率为 4.28%。

目前国内五只保租房 REIT 的底层资产分布于北京、上海、深圳、厦门，共涉及 14228 套保障房房源，资产估值合计约 76.86 亿元，P/FFO 介于 20-26 倍间。

- 1) **经营情况横向对比：**2023 年，五只保租房 REIT 底层资产出租率最高的 REIT 为中金厦门安居 REIT（99.83%），其余保租房 REIT 出租率都保持在 90% 以上；各季度平均收缴率处于 95.3%~100% 区间，现金流回收保障度较高。
- 2) **财务情况横向对比：**2023 年，五只保租房 REIT 预计实现营业收入合计 41259 万元，预计可供分配金额合计 35393 万元，其中营收和可供分配金额规模最大的为国泰君安城投宽庭保租房 REIT，其余四只 REIT 营业收入介于 5491 万元至 7841 万元之间，累计可供分配金额介于 5110 万元至 6076 万元之间。
- 3) **盈利水平横向对比：**2023 年，五只保租房 REIT 预计实现 EBITDA 共 31099 万元，其中 EBITDA 规模最大的为国泰君安城投宽庭保租房 REIT，EBITDA 率最高的为中金厦门安居 REIT（95.3%）。
- 4) **估值横向对比：**以 2023 年各 REIT 累计创造的可供分派现金流和截至 2024 年 3 月 8 日的基金总市值为基础计算，五只 REIT 的 P/FFO 估值介于 20 至 26 倍之间，较合理反映了保租房资产的隐含投资回报周期，各 REIT 的估值水平较为接近，其中估值水平较低的为华夏基金华润有巢 REIT（20.2 倍），估值水平最高的为华夏北京保障房 REIT（26.0 倍）。

投资建议：当前，我国正加快推进房地产发展新模式建立，政府不断完善“保障+市场”的住房供应体系，保障房市场有望迎来快速发展，保租房作为保障城市新青年、新市民等群体刚性住房需求的重要住房供给产品，租金具备高性价比，市场需求量较大，具备稳定运营基础，投资价值日益显现。同时，我国公募 REITs 试点范围已逐步扩大至消费基础设施领域，预期后续或有望迎来 REITs 试点范围进一步扩容至房地产长租公寓等领域，考虑到公募 REITs 发展对存量运营板块的估值或具有重塑作用，建议关注具备优质且成熟稳定的存量资产、发行人（管理人）主体优质可靠的标的，包括万科 A/万科企业、华润置地、龙湖集团、新城控股、中国金茂、保利发展、招商蛇口、中国海外发展、中国海外宏洋集团、越秀地产、华发股份、滨江集团、上海临港等。

风险分析：产业政策及行业管理风险，保租房项目公允价值下跌风险，租赁住房税收优惠政策风险，市场经营风险及资产处置风险等。

房地产（地产开发）
增持（维持）

作者

分析师：何緬南

执业证书编号：S0930518060006

021-52523801

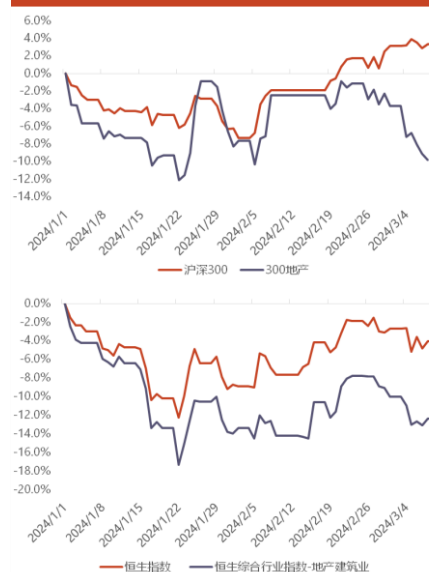
hemianan@ebsecn.com

联系人：庄晓波

021-52523416

zhuangxiaobo@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：

相关研报

20221108 华润有巢 REIT 正式获批，树立房企发行保租房 REITs 新标杆——光大证券房地产公募 REITs 产品专题研究报告（4）

20220812 华夏北京保障房 REIT 快速获批，助力存量资产盘活——光大房地产公募 REITs 产品专题研究报告（3）

20220719 中金厦门保租房公募 REIT 再发力，拓宽轻资产输出运营能力——光大房地产公募 REITs 产品专题研究报告（2）

20220715 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）

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

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

目 录

1、城投宽庭 REIT 介绍	4
1.1、城投宽庭 REIT 原始权益人	4
1.2、城投宽庭 REIT 框架	4
1.3、城投宽庭 REIT 底层资产运营分析	5
1.3.1、保租房项目区位与规模	5
1.3.2、保租房项目运营情况	6
1.4、城投宽庭 REIT 底层资产财务与估值分析	8
1.4.1、保租房项目收入及盈利情况	8
1.4.2、保租房项目资产及负债情况	9
1.4.3、保租房项目资产估值情况	9
1.4.4、保租房项目可供分配金额测算	10
2、五只保租房 REIT 经营情况横向对比	11
3、投资建议	13
4、风险分析	13

图目录

图 1: 城投宽庭 REIT 原始权益人	4
图 2: 城投宽庭 REIT 基金架构	4
图 3: 江湾社区俯瞰图	5
图 4: 光华社区俯瞰图	5
图 5: 江湾社区自运营以来的月度出租率	6
图 6: 光华社区自运营以来的月度出租率	6
图 7: 江湾社区项目不同期限的合同面积占比	7
图 8: 光华社区项目不同期限的合同面积占比	7
图 9: 江湾社区租赁住房租户结构	7
图 10: 光华社区租赁住房租户结构	7
图 11: 保租房项目各阶段营收和成本的实际或预测值	8
图 12: 保租房项目 2023 年 1-6 月 EBITDA 情况	8
图 13: 保租房项目 2023 年 1-6 月营业收入构成	8
图 14: 保租房项目 2023 年 1-6 月营业成本构成	8
图 15: 保租房项目截至 23 年 6 月末的资产负债结构	9
图 16: 保租房项目资产评估价值	10
图 17: 五只保租房 REIT2023 年各季度出租率	11
图 18: 五只保租房 REIT2023 年季度平均收缴率	11
图 19: 五只保租房 REIT2023 年营业收入	12
图 20: 五只保租房 REIT2023 年累计可供分配金额	12
图 21: 五只保租房 REIT2023 年 EBITDA	12
图 22: 五只保租房 REIT2023 年 EBITDA 率	12
图 23: 五只保租房 REIT 总市值及资产评估值	13
图 24: 五只保租房 REIT 估值情况	13

表目录

表 1: 城投宽庭 REIT 底层资产基本情况	5
表 2: 江湾社区、光华社区房型分布	6
表 3: 保租房项目资产评估折现率假设	9
表 4: 城投宽庭 REIT 可供分配金额计算表	10
表 5: 五只保租房 REIT 底层资产情况对比	11

1、城投宽庭 REIT 介绍

1.1、 城投宽庭 REIT 原始权益人

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（下文简称“城投宽庭 REIT”）的原始权益人为上海城投房屋租赁有限公司（下文简称“上海城投房屋租赁”）。上海城投房屋租赁由上海城投（集团）有限公司间接持股 46.46%，实际控制人为上海市国资委。

图 1：城投宽庭 REIT 原始权益人

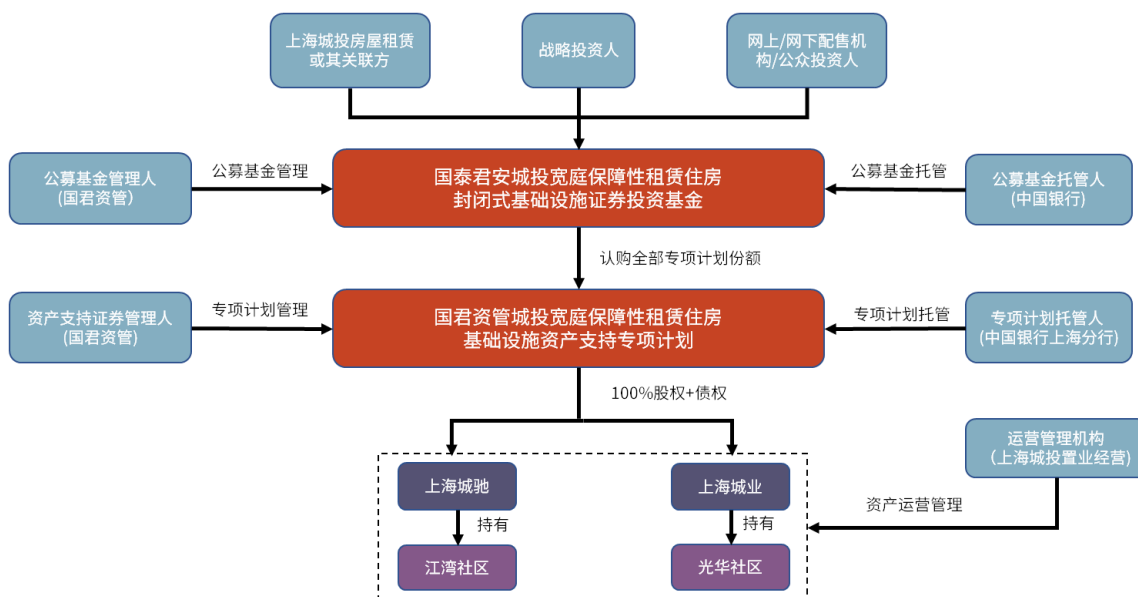


资料来源：城投宽庭 REIT 招募说明书，光大证券研究所绘制；股权结构统计截至 2023 年 9 月 30 日。

1.2、 城投宽庭 REIT 框架

城投宽庭 REIT 由上海国泰君安证券资产管理有限公司作为基金管理人,通过“国君资管城投宽庭保障性租赁住房基础设施资产支持专项计划”（简称“专项计划”）取得基础设施项目公司的股权，并通过穿透取得基础设施资产的完全所有权。

图 2：城投宽庭 REIT 基金架构



资料来源：城投宽庭 REIT 招募说明书，光大证券研究所绘制

1.3、 城投宽庭 REIT 底层资产运营分析

城投宽庭 REIT 持有的底层资产范围包括上海城驰房地产有限公司（下文简称“上海城驰”）持有的江湾社区项目，和上海城业房地产有限公司（下文简称“上海城业”）持有的光华社区项目，江湾社区项目和光华社区项目（下文合称“保租房项目”），均为保障性租赁住房项目。

1.3.1、保租房项目区位与规模

江湾社区坐落于上海市杨浦区新江湾城国泓路 392 弄，交通便利，临近地铁 10 号线新江湾城站、殷高东路站；区位优势，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。光华社区坐落于上海市杨浦区学德路 27 弄，与江湾社区临近，均地处杨浦区新江湾城。

表 1：城投宽庭 REIT 底层资产基本情况

	江湾社区	光华社区
所在地(明确到区县级)	上海市杨浦区	上海市杨浦区
产权证书号	沪(2023)杨字不动产权第 014305 号	沪(2023)杨字不动产权第 014313 号
用地性质	租赁住房(R4)	租赁住房(R4)
建设内容和规模	土地面积 33,806.10 平方米； 建筑面积 110,327.38 平方米	土地面积 19,084.90 平方米； 建筑面积 59,114.95 平方米
土地使用期限	2018 年 7 月 23 日起 2088 年 7 月 22 日止	2018 年 11 月 12 日起 2088 年 11 月 11 日止
开/竣工时间	2019 年 8 月/2022 年 8 月	2019 年 12 月/2022 年 9 月
决算总投资(含税)	18.56 亿元	9.45 亿元
运营开始时间	2022 年 11 月	2023 年 3 月
租赁住房可供出租面积	79,997.38 平方米	41,963.68 平方米
配套商业可出租面积	3,154.11 平方米	829.69 平方米
保障性租赁住房数量	1,719 套	1,234 套
车位数量	917 个	609 个

数据来源：城投宽庭 REIT 招募说明书，光大证券研究所

图 3：江湾社区俯瞰图



资料来源：城投宽庭 REIT 招募说明书，光大证券研究所

图 4：光华社区俯瞰图

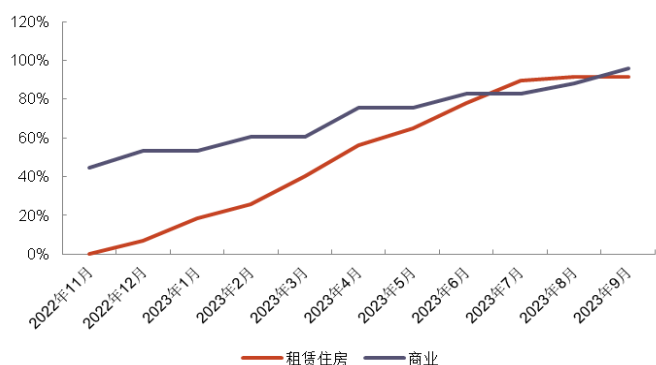


资料来源：城投宽庭 REIT 招募说明书，光大证券研究所

1.3.2、保租房项目运营情况

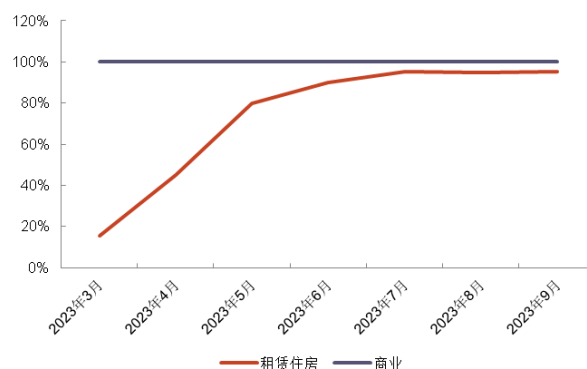
保租房项目当前整体出租率较高，具备长期稳定经营基础。江湾社区项目于 2022 年 11 月正式投入运营，光华社区项目于 2023 年 3 月正式投入运营。截至 2023 年 9 月 30 日，江湾社区租赁住房出租率 91.7%，商业出租率 96.1%，合计出租率 91.9%；光华社区租赁住房出租率 95.1%，商业出租率 100.0%，合计出租率 95.2%；从整体上看，保租房项目租赁住房合计出租率 92.9%，商业合计出租率为 96.9%，租赁住房、商业合计出租率为 93.0%。在完成前期运营提升后，保租房项目已进入稳定运营状态，第 3 年及以后租赁住房年度出租率预计可保持在较高水平，有望实现长期稳定收益，风险可控。

图 5：江湾社区自运营以来的月度出租率



资料来源：城投宽庭 REIT 招募说明书，光大证券研究所；数据统计截至 2023 年 9 月

图 6：光华社区自运营以来的月度出租率



资料来源：城投宽庭 REIT 招募说明书，光大证券研究所；数据统计截至 2023 年 9 月

保租房项目租金价格合理。截至定价时点 2022 年 8 月，江湾社区和光华社区租金备案价格分别为 141.1 元/月/m²、145.1 元/月/m²，低于同地段同品质市场租赁住房租金九折的水平。截至城投宽庭 REIT 招募说明书定稿时点，江湾社区和光华社区平均租金分别约为 132.31 元/月/m²、136.88 元/月/m²。

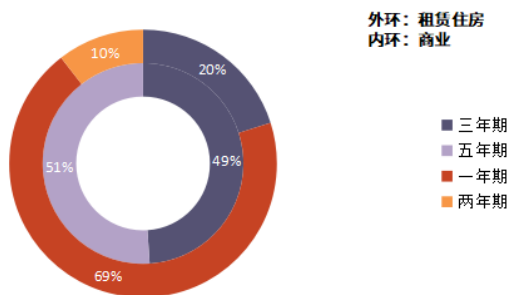
表 2：江湾社区、光华社区房型分布

项目	房型	面积(m ²)	套数(套)	占比(套数)	租金水平	
江湾社区项目	一室	29-34	918	53.40%	142.06 元/月/m ²	3,924-4,931 元/月
	一室一厅	41-48	276	16.06%	133.53 元/月/m ²	5,157-6,375 元/月
	一室二厅	63-68	325	18.91%	126.66 元/月/m ²	7,776-8,892 元/月
	二室二厅	73	96	5.58%	127.06 元/月/m ²	8,739-9,643 元/月
	三室二厅	99	104	6.05%	116.66 元/月/m ²	10,908-12,037 元/月
合计/平均		/	1719	100.00%	132.31 元/月/m ²	/
光华社区项目	一室	25-36	1119	90.68%	137.96 元/月/m ²	3,060-5,047 元/月
	一室二厅	54-66	115	9.32%	131.37 元/月/m ²	6,250-9,339 元/月
合计/平均		/	1234	100.00%	136.88 元/月/m ²	/

资料来源：城投宽庭 REIT 招募说明书，光大证券研究所；注：租金数据为截至城投宽庭 REIT 招募说明书定稿时点数据。

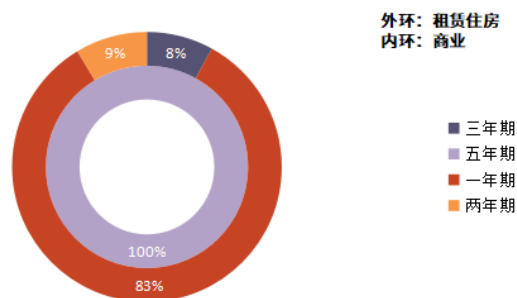
从租约期限来看，江湾社区项目租赁住房一年期租约的面积占比最大，占比为69%；两年期、三年期的租约的面积占比分别为10%、20%，商业的租约主要在3-5年间，较为稳定；光华社区项目租赁住房一年期租约的面积占比为83%；两年期、三年期的租约的面积占比分别为9%、8%，商业的租约全部为5年期。

图 7：江湾社区项目不同期限的合同面积占比



资料来源：城投宽庭 REIT 招募说明书，光大证券研究所
注：数据统计截至 2023 年 6 月 30 日。

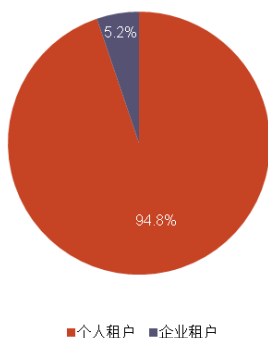
图 8：光华社区项目不同期限的合同面积占比



资料来源：城投宽庭 REIT 招募说明书，光大证券研究所
注：数据统计截至 2023 年 6 月 30 日。

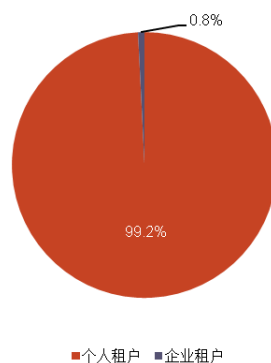
从租户结构角度看，截至 2023 年 6 月 30 日，江湾社区已出租的租赁住房中，94.8%的租户为个人租户，企业租户占比 5.2%；光华社区已出租的租赁住房中，99.2%为个人租户，企业租户占比仅 0.8%，两个社区的个人租户占比都较高，企业单一租户租赁集中度较低，现金流来源合理分散，运营风险可控。同时，进入稳定运营期间后，江湾社区和光华社区的收缴率保持在高水平，截至 2023 年 11 月 20 日，江湾社区和光华社区的收缴率分别为 99.99%和 100.0%。

图 9：江湾社区租赁住房租户结构



资料来源：城投宽庭 REIT 招募说明书，光大证券研究所
注：数据统计截至 2023 年 6 月 30 日。

图 10：光华社区租赁住房租户结构



资料来源：城投宽庭 REIT 招募说明书，光大证券研究所
注：数据统计截至 2023 年 6 月 30 日。

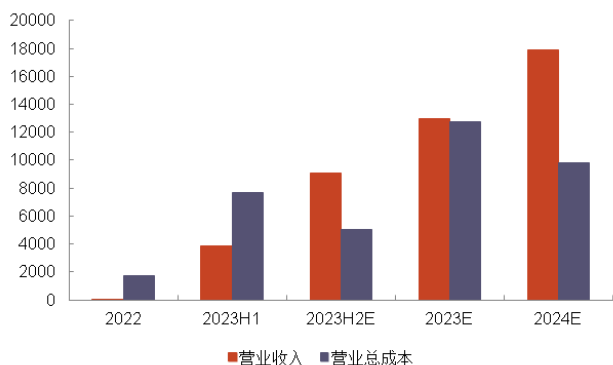
1.4、 城投宽庭 REIT 底层资产财务与估值分析

1.4.1、 保租房项目收入及盈利情况

江湾社区项目于 2022 年 11 月开始运营，光华社区项目于 2023 年 3 月开始运营，2023 年 1-6 月为江湾和光华社区的开业初期，出租率尚未稳定，营业收入较小，但存在固定的管理费用等成本，同时开业初期营销费用较高，故江湾社区和光华社区 2023 年上半年收入和 EBITDA 规模较小。

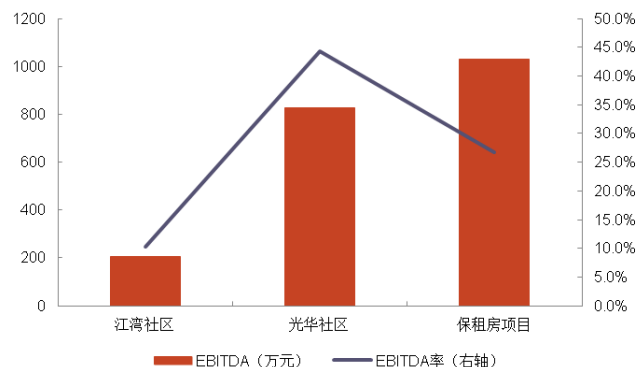
根据城投宽庭 REIT 招募说明书披露的保租房项目合并利润表测算，保租房项目 23 年下半年预计可实现营收 9083.7 万元，23 年全年营收有望达到 12941.8 万元，2024 年营收有望达到 17860.6 万元，24 年收入有望实现较快增长，后续随着出租率的稳定，保租房项目的营收和现金流或将保持相对稳定。

图 11：保租房项目各阶段营收和成本的实际或预测值



资料来源：城投宽庭 REIT 招募说明书预测，光大证券研究所；单位：万元

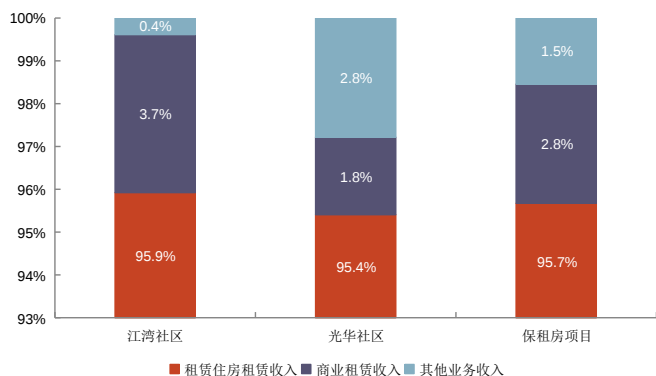
图 12：保租房项目 2023 年 1-6 月 EBITDA 情况



资料来源：城投宽庭 REIT 招募说明书，光大证券研究所

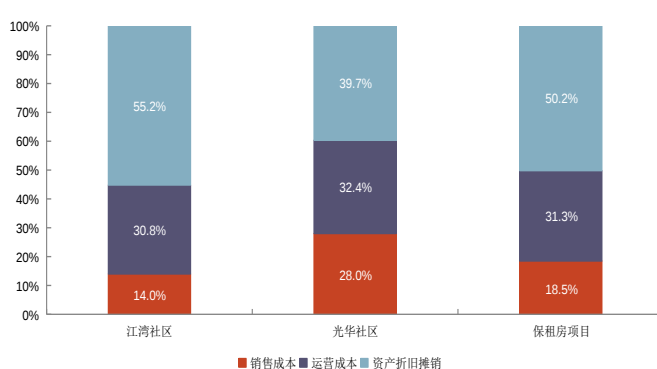
23 年上半年，保租房项目租赁住房收入占营收的比重为 95.7%，商业及其他收入合计占比为 4.3%，租赁住房业务表现对公司营业收入影响较大；从成本角度看，保租房项目销售和运营成本占营业成本的 49.8%，折旧摊销占营业成本的 50.2%，整体来看，成本结构相对合理。

图 13：保租房项目 2023 年 1-6 月营业收入构成



资料来源：城投宽庭 REIT 招募说明书，光大证券研究所

图 14：保租房项目 2023 年 1-6 月营业成本构成

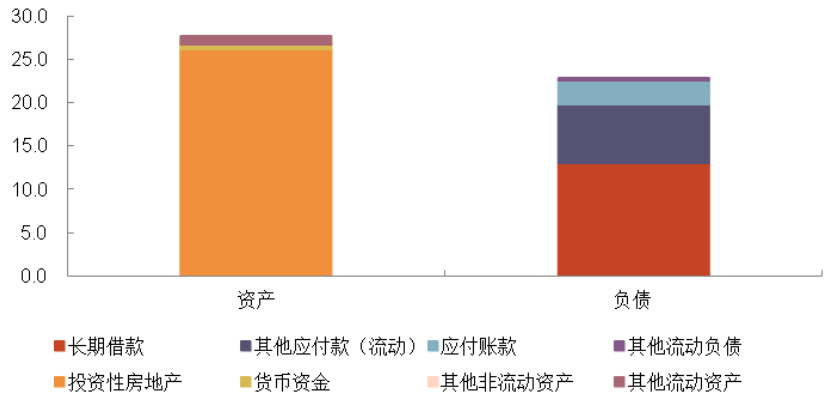


资料来源：城投宽庭 REIT 招募说明书，光大证券研究所

1.4.2、保租房项目资产及负债情况

截至 23 年 6 月末，保租房项目总资产账面价值为 27.7 亿元，其中投资性房地产账面价值 26.1 亿元，占总资产的 94.5%；总负债为 22.8 亿元，其中长期借款 12.9 亿元。截至 2023 年 11 月 20 日，上海城驰、上海城业银行贷款本息余额分别为 9.1 亿元、4.3 亿元，后期将通过专项计划向保租房项目公司增资及发放股东借款的方式偿还上述存量债务。

图 15：保租房项目截至 23 年 6 月末的资产负债结构



资料来源：城投宽庭 REIT 招募说明书，光大证券研究所；单位：亿元

1.4.3、保租房项目资产估值情况

根据戴德梁行出具的估值报告，结合保租房项目资产的特点和实际状况，采用收益法作为评估方法，评估测算采用 6% 的折现率。

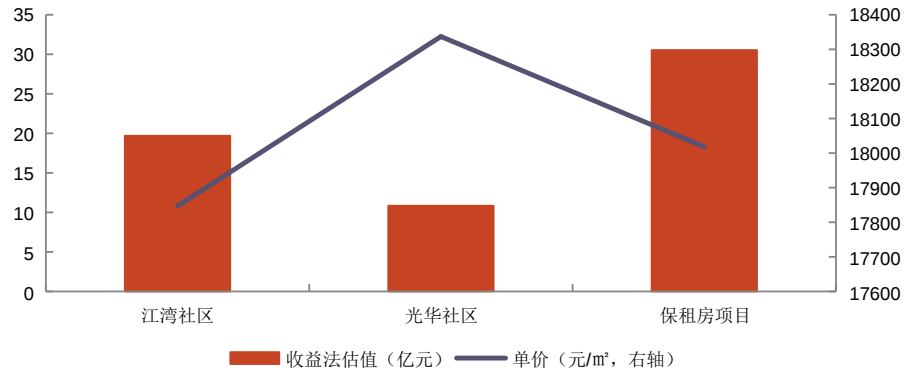
表 3：保租房项目资产评估折现率假设

项目	项目值
安全利率	国务院金融主管部门公布的一年期定期存款年利率 1.5%
投资风险补偿率	2.5%
管理负担补偿率	1.5%
缺乏流动性补偿率	1%
投资带来的优惠率	0.5%
折现率	6%

资料来源：城投宽庭 REIT 招募说明书，光大证券研究所；注：折现率=安全利率+投资风险补偿率+管理负担补偿率+缺乏流动性补偿率-投资带来的优惠率

截至 2023 年 6 月末，保租房项目资产评估价值为 30.53 亿元，其中，江湾社区项目账面原值为 174,452.51 万元，账面净值为 172,784.73 万元，采用收益法评估的评估值为 196,900.00 万元，增值额为 24,115.27 万元，增值率为 13.96%；光华社区项目账面原值为 88,949.66 万元，账面净值为 88,521.34 万元，采用收益法评估的评估值为 108,400 万元，增值额为 19,878.66 万元，增值率为 22.46%。

图 16：保租房项目资产评估价值



资料来源：城投宽庭 REIT 招募说明书，光大证券研究所

1.4.4、保租房项目可供分配金额测算

根据城投宽庭 REIT 设立时《预测可供分配金额计算表》，在相关假设前提下，预计 2023 年 7-12 月及 2024 年度城投宽庭 REIT 可供分配金额分别为 6,486.75 万元及 13,054.20 万元，以城投宽庭 REIT 拟募集资金 30.53 亿元计算（实际募集期间净认购金额 30.5 亿元），2023 年 7-12 月及 2024 年分派率分别为 4.25%（年化）及 4.28%。

表 4：城投宽庭 REIT 可供分配金额计算表

项目	2023 年 7 月 1 日（假设基金成立日）至 2023 年 12 月 31 日止期间预测数	2024 年预测数
一、合并净利润	4,020.53	8,035.04
折旧和摊销	2,342.27	4,684.54
利息支出	-	-
所得税费用	-	-
二、本期息税折旧及摊销前利润	6,362.80	12,719.57
三、其他调整	123.95	334.63
调增项		
基础设施基金发行份额募集的资金	305,300.00	-
使用以前期间的未来合理相关支出	-	290
应收和应付项目的变动	313.95	334.63
调减项		
偿还借款本金支付的现金	-222,640.52	-
购买基础设施项目的支出的现金	-82,559.48	-
未来合理的相关支出预留	-290	-290
——重大资本性支出	-	-
——未来合理期间内的债务利息偿还	-	-
——未来合理期间内的预留不可预见费	-	-
——未来合理期间内的运营费用	-290	-290
四、可供分配金额	6,486.75	13,054.20
基金拟募集规模		305,300.00
分派率（年化）	4.25%	4.28%

资料来源：城投宽庭 REIT 招募说明书，光大证券研究所；单位：万元；注：分派率(年化)=可供分配金额(年化)/基金拟募集规模。

2、五只保租房 REIT 经营情况横向对比

截至 2024 年 3 月 8 日，国内已上市的保租房 REIT 共有五只（华夏北京保障房 REIT、中金厦门安居 REIT、红土创新深圳安居 REIT、华夏基金华润有巢 REIT、国泰君安城投宽庭保障性租赁住房 REIT，合称“五只保租房 REIT”），底层资产分布于北京、上海、深圳、厦门，总共涉及 14228 套保障房房源，资产估值合计约 76.86 亿元，保租房 REIT 成为国内 REITs 市场重要的投资标的。

表 5：五只保租房 REIT 底层资产情况对比

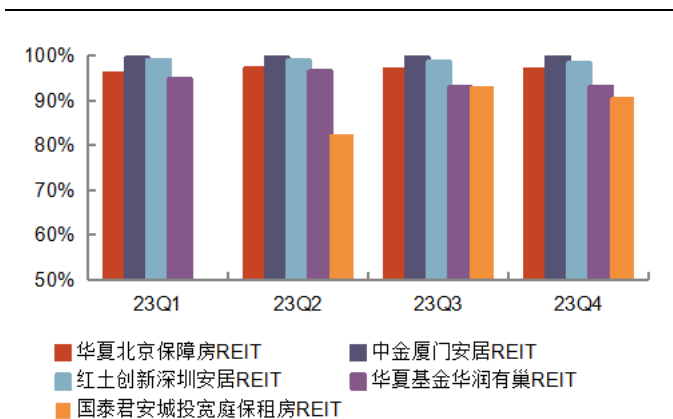
名称	华夏北京保障房 REIT	中金厦门安居 REIT	红土创新深圳安居 REIT	华夏基金华润有巢 REIT	国泰君安城投宽庭保障性租赁住房 REIT
原始权益人	北京保障房中心有限公司	厦门安居集团有限公司	深圳市人才安居集团有限公司	有巢住房租赁（深圳）有限公司	上海城投房屋租赁有限公司
基础设施项目	文龙家园项目和熙悦尚郡	园博公寓与珩琦公寓	安居百泉阁、安居锦园、保利香槟苑和凤凰公馆	有巢泗泾项目、有巢东部门开区项目	江湾社区和光华社区项目
项目类型	公租房	保障性租赁住房	保障性租赁住房（人才保租房）	保障性租赁住房	保障性租赁住房
底层资产所在城市	北京	厦门	深圳	上海	上海
建筑面积（万㎡）	11.28	19.86	13.43	12.15	16.94
房源数量（套）	2168	4665	1830	2612	2953
套均建面（元/㎡）	52.0	42.6	73.4	46.5	57.4
估值折现率假设	6.00%	6.50%	6.00%	6.25%	6.00%
上市前资产估值（万元）	115,100	121,400	115,800	111,000	305,300
估值单价（元/㎡）	10204	6114	8625	9138	18018

资料来源：各 REIT 招募说明书，光大证券研究所

从出租率角度看，五只保租房 REIT 各季度出租率较稳定，波动幅度较小，截至 23 年 4 季度末，底层资产出租率最高的 REIT 为中金厦门安居 REIT（99.83%），其余四只保租房 REIT 出租率都保持在 90%以上；其中华夏基金华润有巢 REIT 底层资产的出租率为 93.07%，处于 23 年低位。

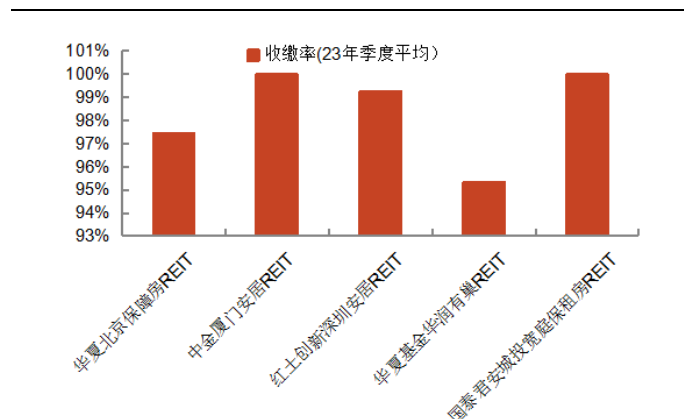
从收缴率角度看，五只保租房 REIT 在 2023 年季度平均收缴率处于 95.3%~100% 区间，保租房主要租户以个人为主，经营现金流回收保障度较高，有利于各运营期间的可供分派现金流的稳定。

图 17：五只保租房 REIT2023 年各季度出租率



资料来源：各 REIT 公告及招募说明书，光大证券研究所

图 18：五只保租房 REIT2023 年季度平均收缴率

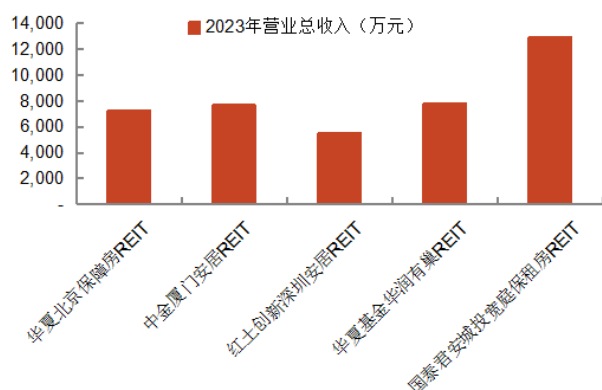


资料来源：各 REIT 公告及招募说明书，光大证券研究所；注：各 REIT 季度平均收缴率为各 REIT 有披露的季度收缴率平均值，国泰君安城投宽庭保租房 REIT 的收缴率为根据招募说明书披露的截至 23 年 9 月底的数据。

2023 年，五只保租房 REIT 预计实现营业收入合计 41259 万元，预计可供分配金额合计 35393 万元，其中营收和可供分配金额规模最大的为国泰君安城投宽庭保租房 REIT，预计 2024 年国泰君安城投宽庭保租房 REIT 底层资产进入稳定运营期后，营收与可供分配金额将有进一步提升；其余四只 REIT 营业收入介于 5491 万元至 7841 万元之间，累计可供分配金额介于 5110 万元至 6076 万元之间，因保租房出租率和出租单价相对稳定，保租房 REIT 季度营业收入和可供分配金额规模相对稳定。

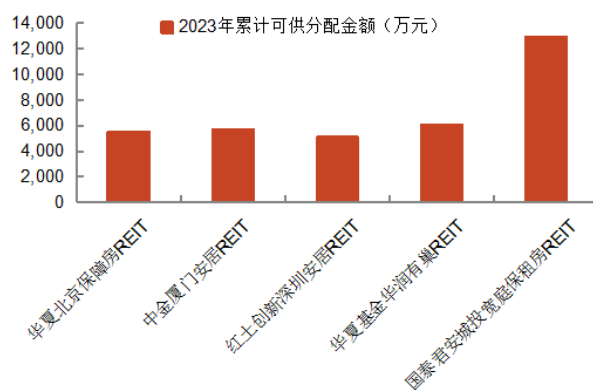
从盈利水平来看，2023 年五只保租房 REIT 预计实现 EBITDA 共 31099 万元，其中 EBITDA 规模最大的为国泰君安城投宽庭保租房 REIT，EBITDA 率最高的为中金厦门安居 REIT（95.3%），国泰君安城投宽庭保租房 REIT 底层资产由于 2023 年部分月份还处于运营爬坡期，固定支出较多，EBITDA 率短期内偏低。

图 19：五只保租房 REIT2023 年营业收入



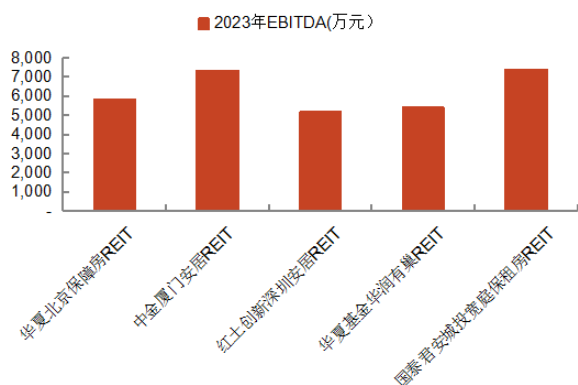
资料来源：各 REIT 公告及招募说明书，光大证券研究所；注：国泰君安城投宽庭保租房 REIT 底层资产 2023 年的营收取自 REIT 招募说明书披露的 23H1 营收实际值和 23H2 营收预测值之和。

图 20：五只保租房 REIT2023 年累计可供分配金额



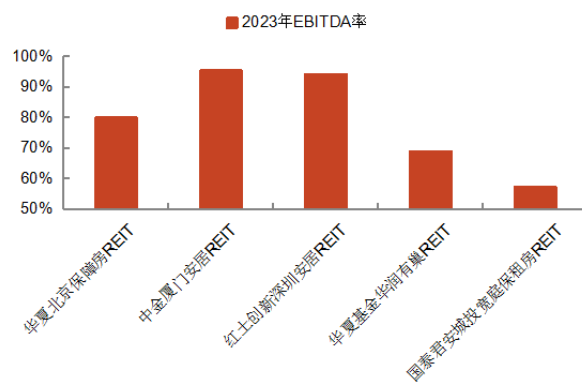
资料来源：各 REIT 公告及招募说明书，光大证券研究所；注：国泰君安城投宽庭保租房 REIT 底层资产 2023 年累计可供分配金额为根据 23H2 预测值进行年化处理后得到。

图 21：五只保租房 REIT2023 年 EBITDA



资料来源：各 REIT 公告及招募说明书，光大证券研究所；注：国泰君安城投宽庭保租房 REIT 底层资产 2023 年的 EBITDA 取自 REIT 招募说明书披露的 23H1 的 EBITDA 实际值和 23H2 的 EBITDA 预测值之和。

图 22：五只保租房 REIT2023 年 EBITDA 率

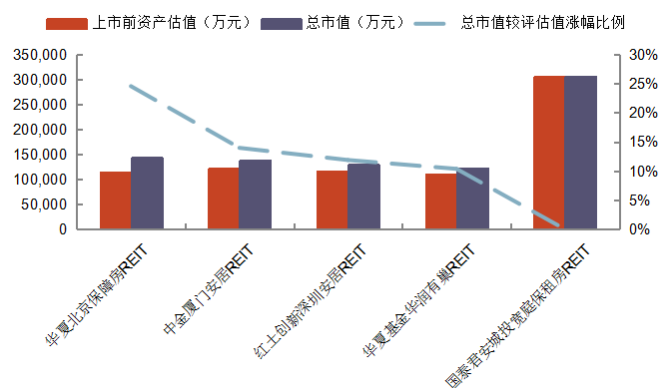


资料来源：各 REIT 公告及招募说明书，光大证券研究所；注：EBITDA 率=EBITDA/营业收入

截至 2024 年 3 月 8 日，五只保租房 REIT 总市值为 83.9 亿元，上市前底层资产评估合计约 76.86 亿元，各 REIT 总市值较上市前底层资产评估值皆有一定涨幅，当前总市值较评估值涨幅约 0.0%~24.5%，市场认可度较高。

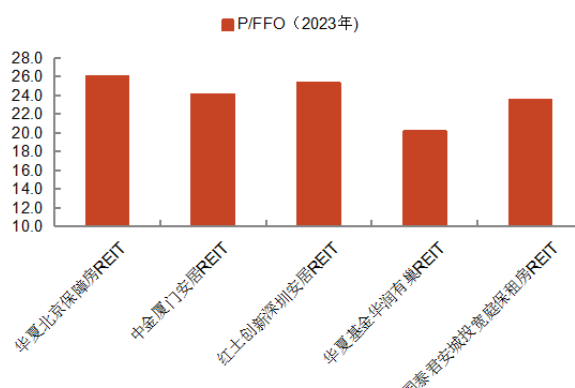
从估值层面看，以 2023 年各 REIT 累计创造的可供分派现金流和截至 2024 年 3 月 8 日的基金总市值为基础计算，五只 REIT 的 P/FFO 估值介于 20 至 26 倍之间，较合理反映了保租房资产的隐含投资回报周期，各 REIT 的估值水平较为接近，其中估值水平较低的为华夏基金华润有巢 REIT（20.2 倍），估值水平最高的为华夏北京保障房 REIT（26.0 倍）。

图 23：五只保租房 REIT 总市值及资产评估值



资料来源：，各 REIT 公告及招募说明书，光大证券研究所；注：总市值为截至 2024 年 3 月 8 日的总市值。

图 24：五只保租房 REIT 估值情况



资料来源：，各 REIT 公告及招募说明书，光大证券研究所；注：P/FFO(2023 年)=总市值/2023 年累计可供分配金额，其中国泰君安城投宽庭保租房 REIT 底层资产 2023 年累计可供分配金额为根据 23H2 预测值进行年化处理后得到。

3、投资建议

当前，我国正加快推进房地产发展新模式建立，政府不断完善“保障+市场”的住房供应体系，保障房市场有望迎来快速发展，保租房作为保障工薪收入等群体刚性住房需求的重要供给产品，租金具备高性价比，市场需求量较大，具备稳定运营基础，投资价值日益显现。同时，我国公募 REITs 试点范围已逐步扩大至消费基础设施领域，预期后续有望迎来 REITs 试点范围进一步扩容至房地产长租公寓、写字楼等领域，考虑到公募 REITs 发展对存量运营板块的估值或具有重塑作用，建议关注具备优质且成熟稳定的存量资产、发行人（管理人）主体优质可靠的标的，包括万科 A/万科企业、华润置地、龙湖集团、新城控股、中国金茂、保利发展、招商蛇口、中国海外发展、中国海外宏洋集团、越秀地产、华发股份、滨江集团、上海临港等。

4、风险分析

产业政策及行业管理风险：保租房项目的现金流主要由项目公司的租赁住房租金收入等提供。保租房项目已经纳入上海市保障性租赁住房统一管理范围，其租赁定价标准受政府相关部门指导。如未来国家或上海市关于保障性租赁住房政策发生变化，包括但不限于租赁价格指导、入住审核条件趋严等，可能存在因此导致保租房项目运营收入降低的风险。

保租房项目公允价值下跌风险：在保租房项目实际运营过程中，有可能出现宏观经济低迷、运营管理不善等原因导致保租房项目公允价值下跌的风险。

租赁住房税收优惠政策风险：保租房项目已获得保障性租赁住房项目认定书。项目公司根据《关于完善住房租赁有关税收政策的公告》规定可选择适用简易计税方法。未来若保障性租赁住房税收优惠政策调整或者保租房项目不满足税收优惠政策适用的条件，则存在相关税费支出增加，基金可供分配金额下降的风险。

市场经营环境风险：保租房项目资产类别为租赁住房，租赁住房的行业和区域集中度较高。若租赁住房行业前景、经营环境发生变化或受到地方经济变化、人口变化、公共卫生事件等外界因素重大影响，可能导致保租房项目运营收入不及预期，进而对基金的分配造成不利影响。

资产处置风险：保租房项目底层资产为保障性租赁住房，其转让需要相关政府部门前置审批，受限于相关处置变现程序和届时市场环境的影响，未来如需对保租房项目进行处置变现，处置过程的时间和变现金额具有一定的不确定性，从而影响基金份额持有人预期收益的实现。在极端情况下，基金最终实现的变现资产可能将无法弥补对项目公司股权的投资本金，进而可能导致投资者亏损。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 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都不与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

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

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”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。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所载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

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

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
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP