

戴康 执业证书编号：S0570516060001
研究员 021-28972238
daikang@htsc.com

李弘扬 执业证书编号：S0570517030001
研究员 0755-82492080
lihongyang@htsc.com

相关研究

- 1《雄安主题：绿色雄安，除旧布新》2017.04
- 2《雄安主题：智慧雄安，未来样板》2017.04
- 3《三问 A 股龙头估值》2017.04

雄安主题：安居雄安，REITs 破局

“雄安猜想”系列之三

雄安有望探索房产新模式，新加坡模式是主要参考

雄安新区将如何建设？华泰策略“雄安猜想”系列报告本篇探讨“安居雄安”。高房价已成中国大城市主要“痛点”，房价高涨不利于经济健康可持续发展，也不利于提升国民幸福感；而由于房地产一定程度上绑架经济，并且传统大城市推行房地产税阻力较大，因此，政府推行房地产税、地产增值税等房地产改革措施比较谨慎。雄安作为比肩浦东和深圳的新区，未来将建成国内一线城市，同时没有历史包袱，是实验新型房地产发展模式的理想之地。

政府组屋是新加坡房产中流砥柱，制度建设不可或缺

组屋由新加坡政府提供，是新加坡房地产市场的中流砥柱，占比超过 80%；组屋与国内一般小区居住水平相当，并且，根据收入水平和家庭人口为居民提供差异化选择；新加坡国民可以直接从政府申请组屋，价格为市场价格的 60%-70%，并且配套了公积金、建发局住房贷款、额外购房津贴。因为价格较低，新加坡规定了严格的组屋申请和转让条件；在新加坡房地产模式下，新加坡国民实现了真正的“居者有其屋”，正是中国房地产最重要的改革目标之一。

雄安探索房地产新模式，房地产运营及证券化大有可为

无论是让房子回归居住本质，还是建设“安居雄安”，都需要未来雄安在房地产领域作出更多探索，防止房地产的野蛮生长；从新加坡的经验来看，政府未来在房屋供给、交易等环节将会承担更多的责任，出现另一个房价泡沫城市的概率在降低；而在这种情况下，房地产运营以及衍生的房地产证券化将大有可为。房价泡沫得到遏制，当然有利于房子回归“居住”本质，但也可能导致房地产低迷；房地产运营及资产证券化有利于盘活存量房产，解决房地产开发资金问题。

中国 REITs 还在起步阶段，有望应势而起

展望雄安房地产模式的蓝图，我们认为，政府将供应较高比例的公共住房，同时严格限制持有多套房产（房产税）、炒房（高比例增值税），同时，推广 REITs，并配套税收优惠，解决政府房地产开发资金问题。我们认为，中国 REITs 已经经过多年探索，目前还处于起步阶段，但 REITs 取得大发展的条件正在成熟，雄安新区是发展 REITs 非常重要的一个契机，特别是 REITs 配套的税收优惠能够在雄安率先推出，REITs 爆发可期。

两条主线布局雄安地产新模式

雄安将成我国地产新模式的试验田，在雄安取得的成功经验有望在全国其他地区得到推广，住房将回归居住本质；在这种模式下，房价将得到有效抑制，房产的投资属性降低，政府和开发商将面临较大的库存问题，同时房地产运营、REITs 等新商业模式有望破局。长期关注 REITs 和房地产运营两条主线布局相关板块，REITs 模式相关个股包括：嘉宝集团、新城控股、苏宁云商和绿地控股；房地产运营主要指物业管理，关注万科 A、栖霞建设。

风险提示：雄安新区建设不及预期，REITs 模式发展不及预期。

正文目录

雄安探索房产新模式，新加坡模式是主要参考	3
政府组屋是新加坡房产中流砥柱，制度建设不可或缺	4
政府组屋主导新加坡房地产市场	4
政府组屋提供差异化选择，总有合适的一款	4
组屋购置的资金来源及制度保障	5
政府组屋远低于市价，政府严格规定申请和转售条件	6
雄安探索房地产新模式，房地产运营及证券化大有可为	7
房子回归居住本质，雄安将是房地产新模式的试验田	7
有形之手管控房地产，房地产运营及证券化大有可为	7
中国 REITs 还在起步阶段，有望应势而起	9
REITs 使“安居雄安”不再是乌托邦	9
中国 REITs 大有可为，目前已经处于爆发前夜	9
两条主线布局雄安地产新模式	11

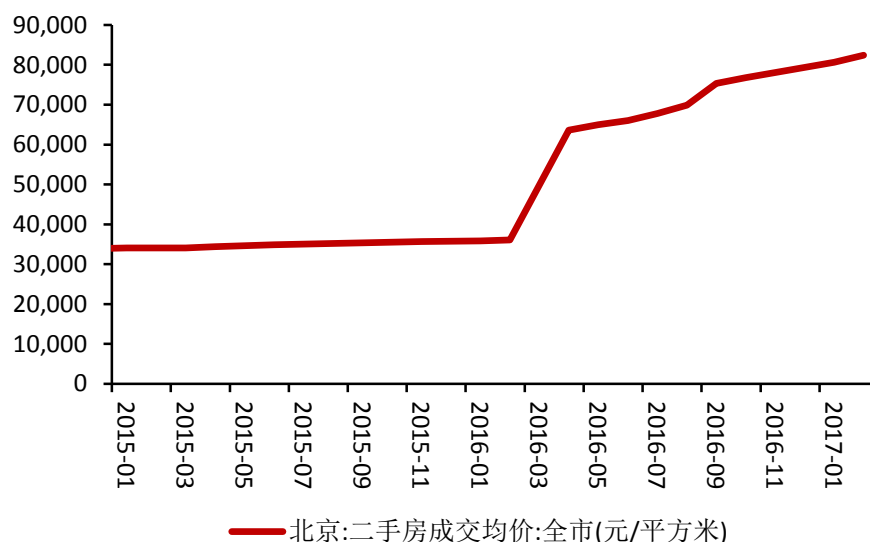
图表目录

图表 1：北京房价快速冲高，房地产难以可持续发展，中远期拖累经济	
图表 2：新加坡房价走势平稳，“居者有其屋”有良好外部条件	
图表 3：新加坡房地产市场主要房屋类型	
图表 4：新加坡组屋类型	
图表 5：政府组屋梯度消费模式	
图表 6：2016 年第四季度新加坡二手组屋价及新组屋预估价	
图表 7：各收入层次家庭首购组屋补贴额度	
图表 8：新加坡组屋申请条件与转售限制	
图表 9：2015 年北京人均购房能力仅为 2.42 平方米/年，一二线城市泡沫化问题还在恶化	
图表 10：房地产运营及证券化模式示意图	
图表 11：投资 REITs 有四大优势	
图表 12：美国对 REITs 持有资产的规定，保证房地产资金问题得到有效解决	
图表 13：国内 REITs 模式发展大事记	
图表 14：雄安地产运营模式猜想，现金流将以箭头相反的方式流动，解决开发资金问题	1
图表 15：我国城镇居住面积逐年上升	1
图表 16：REITs 相关个股	1
图表 17：房地产物业个股	1

雄安探索房产新模式，新加坡模式是主要参考

雄安新区将如何建设？继华泰策略“雄安猜想”系列报告展望“绿色雄安”、“智慧雄安”之后，本篇聚焦“安居雄安”。高房价已经成为中国大城市的主要“痛点”之一，既增加实体经济运营成本，资源、资金过度向房地产领域集中，也不利于经济的健康可持续发展；同时，高房价也不利于提升国民幸福感，维持社会“公平”、“稳定”。我们认为，雄安作为比肩浦东和深圳的新区，未来将建成国内一线城市，同时没有历史包袱，是实验新型房地产发展模式的理想之地，包括房地产税等新政策有可能在雄安率先启动。

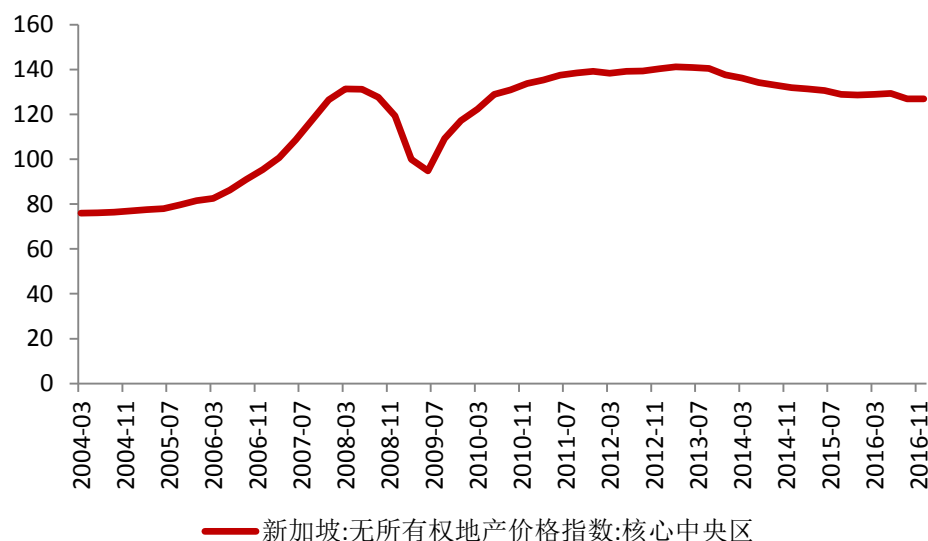
图表1：北京房价快速冲高，房地产难以可持续发展，中远期拖累经济



资料来源：Wind，华泰证券研究所

新加坡政府实行“居者有其屋”计划，从 1960 年至 2005 年底，新加坡共建造组屋 97.3 万套，85% 的公民住进了政府组屋。到 2005 年，新加坡人均居住面积已达 25 平方米，平均每套住房约居住 3 人。而形成这一良好局面的原因，在于新加坡政府特有的房地产模式（政府组屋占比超过 80%，同时，新加坡严格控制房地产市场），这将为雄安探索房地产新模式提供有益参考。

图表2：新加坡房价走势平稳，“居者有其屋”有良好外部条件



资料来源：Wind，华泰证券研究所

政府组屋是新加坡房产中流砥柱，制度建设不可或缺

政府组屋主导新加坡房地产市场

政府组屋（HDB Flats），是由隶属于新加坡的建屋发展局（Housing Development Board, 简称 HDB）统一设计、建造并配售给新加坡中低收入居民的公共住房，此住房拥有 99 年房契。政府组屋是新加坡房地产市场的中流砥柱，占比超过 80%，同时，建屋发展局（HDB）严格控制新加坡大众化的房地产市场，从而实现新加坡“居者有其屋”。

图表3：新加坡房地产市场主要房屋类型

房屋类型	住房供应结构	居住人口占总人口比例	产权类型	房契种类
政府组屋	约 80%，其中中档普通组屋占约 75%，廉价组屋占约 5%	超过 80%	公共住宅	99 年
私人公寓 有地房产/别墅	约占 20%	不足 20%	私人房产	99 年/999 年/永久地契 永久地契

资料来源：华泰证券研究所

虽然是政府开发的房子，但组屋并不是一般意义上给经济不好的人居住的，其居住水平与国内的普通小区相当，并非“廉租房”、“贫民区”。组屋小区分布在围绕市中心的 20 多个市镇，交通便利，配套设施完善，环境优美，是新加坡“花园城市”的重要组成部分。

具体而言，组屋的房型有一房式到五房式，大型公寓式组屋和专为老年人设计的小型公寓式组屋等多种选择。

图表4：新加坡组屋类型

房型	结构与面积	特点
一房式	一个单间，由客厅，卧室和厨房组合而成，20-30 平米	转售市场不活跃，主要被出租，数量少，房龄长
二房式	一室一厅，30-45 平米	转售市场不活跃，主要被出租，数量少，房龄长
三房式	两室一厅，面积 60-65 平米	-
四房式	三室一厅，面积约 90 平米	-
五房式	四室一厅或三室两厅，面积约 110 平米	-
大型公寓式组屋	与五房式相似	-
小型公寓式组屋	一房、一厅、一厨、一卫	专为老年人设计

资料来源：公开资料整理，华泰证券研究所

政府组屋提供差异化选择，总有合适的一款

新加坡建屋发展局成立近半个世纪以来，共建造了近 100 万套组屋，考虑到新加坡人口约 550 万，组屋确实覆盖了绝大部分新加坡人的住房。下表显示了不同收入水平家庭的可享受的组屋政策。

图表5：政府组屋梯度消费模式

组屋类型	细分条件	家庭月收入条件（新币）
两房式	N/A	<6,000
三房式	非成熟地产	<6,000 or <12,000（据不同项目）
	成熟地产	<12,000
四房式及更大	非拓展或多代同堂家庭	<12,000
	拓展或多代同堂家庭	<18,000

资料来源：新加坡建屋发展局，华泰证券研究所

组屋购置的资金来源及制度保障

新加坡的政府组屋有一套完整的政策体系，政府将大部分组屋配售给国民，而非租赁，保障了国民的房屋所有权。

新加坡房地产市场由政府主导，从政府直接购买组屋，相当于享受国民福利，故而组屋的价格会远低于市场价，新组屋的价格往往只有二手组屋市场价格的 60%-70%。通过如下表格我们可以直接了解新加坡组屋售价。

图表6： 2016 年第四季度新加坡二手组屋价及新组屋预估价

组屋类型	二手房均价(新币)	新房预估价(新币)*
三房式	315,100	220,570
四房式	469,167	328,417
五房式	531,253	371,877

资料来源：新加坡建屋发展局（新房预估价以二手交易价的 70% 作为估计值），华泰证券研究所

从上图我们获知，尽管组屋价格远低于市场价，但要全款购买一套组屋，仍是一笔很大的支出。然而，在新加坡，大学生毕业之后工作 2 年，就能具备购买组屋的经济能力。这主要基于以下三项制度保障：

- 1) 公积金制度。新加坡采取强制储蓄的中央公积金制度，其实质是强制性的社会保障制度。新加坡在职公民的公积金缴费额度相当于其收入的 30%-40%。其中，雇员自缴比例约 20%，雇主缴存比例基本维持在 15% 左右，随经济形势的不同比率会有所增减。所缴公积金可直接用来支付购房贷款，所提取用以支付新组屋的公积金额度，上限为该套组屋估值的 120%。
- 2) 建屋发展局住房贷款。建屋发展局为符合条件的购房者提供优惠贷款。贷款利率盯住公积金利率，仅比公积金利率高 0.1%。贷款额度可达所购房屋价格的 90%。以 1997-2007 年为例，建屋发展局的组屋贷款利率一直保持在 2.6%，仅为新加坡主要商业银行房屋贷款利率的 50%。
- 3) 额外购屋津贴。政府提供购屋津贴，不同组屋类型提供的津贴额度不同。津贴可首先用于抵消房屋首付款。根据家庭收入的不同，政府提供的津贴额度也不同。下表展示了对于不同收入层次的家庭，首次申请购物津贴用以购买 2015 年上市的政府新组屋的补贴额度。

图表7： 各收入层次家庭首购组屋补贴额度

家庭月收入(新币)	补贴额度(新币)
<1,500	80,000
1,501-3,000	75,000-65,000
3,001-4,500	60,000-50,000
4,501-5,500	45,000-35,000
5,501-7,000	30,000-20,000
7,001-8,500	15,000-5,000

资料来源：新加坡建屋发展局，华泰证券研究所

政府组屋首付低至 10%，购房者可以以购屋津贴、公积金和个人存款摊还从建屋发展局或商业银行所贷的住房贷款。如此，保证了绝大多数中低收入家庭都具有组屋购买能力。

下文通过一个购房实例展示新加坡公民的组屋购买情形。

政府组屋远低于市价，政府严格规定申请和转售条件

组屋是一项政府福利，由于新组屋的价格与市场价差距较大，只有公开市场二手价的60%-70%，因而这之间存在巨大的套利空间。因此，新加坡政府设计出一套严格的组屋申请和转售条件。在分配环节，主要采用抽签选购（当供给不能满足需求时）、即选即购（偏远地区）和预购方式（住房市场饱和，为避免空置，先售后建）。

图表8：新加坡组屋申请条件与转售限制



资料来源：公开资料整理，华泰证券研究所

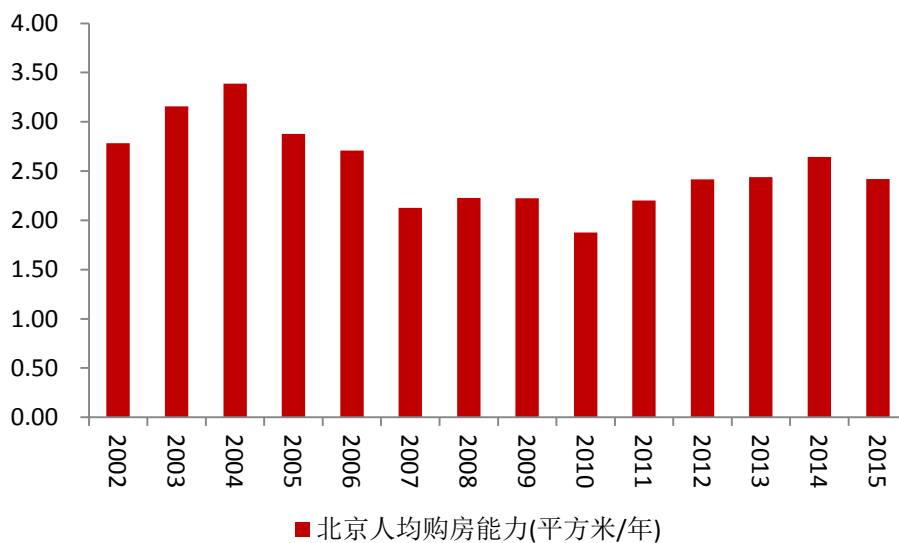
雄安探索房地产新模式，房地产运营及证券化大有可为

无论是让房子回归居住本质，还是建设“安居雄安”，都需要未来雄安在房地产领域作出更多探索，防止房地产的野蛮生长；从新加坡的经验来看，政府未来在房屋供给、交易等环节将会承担更多的责任，出现另一个房价泡沫城市的概率在降低；而在这种情况下，房地产运营以及衍生的房地产证券化将大有可为。

房子回归居住本质，雄安将是房地产新模式的试验田

习近平主席强调，必须坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”。目前，北上广深房价泡沫化，并且“牵一发而动全身”，导致调控投鼠忌器，动作十分谨慎，唯恐影响宏观经济大局。雄安新区平地起高楼，没有历史包袱，有望成为新房地产模式的试验田。

图表9：2015年北京人均购房能力仅为2.42平方米/年，一二线城市泡沫化问题还在恶化



资料来源：Wind，华泰证券研究所

并且，雄安设立新区，房地产领域存在巨大套利空间，导致新区以及周边房价上涨预期迅速强化；如何配置新区内土地、商品房资源也是建设“安居雄安”的一大难点。

目前，由于当地房地产已经出现失控的迹象，雄安已经冻结房地产交易，周边的霸州、文安、任丘等多个县市都已经紧急出台限购政策。

有形之手管控房地产，房地产运营及证券化大有可为

新加坡模式有望成为雄安房地产新模式的重要参考，政府将在房地产这个问题上承担更多责任。首先，政府有望提供多层次的保障房（针对低收入群体）、安居房（针对中产阶级），并且，这类房屋的供给在市场占有相当比例；其次，在房产交易领域，持有多套房产将受到严格控制，同时，对房产交易所得有可能征收重税；最后，由于政府、企业和个人持有的房产无法通过出售来回收投资，通过出租等运营手段获得收益将是房地产行业盈利的重要手段，而房地产信托投资基金（REITs）也是快速回收现金流、解决资金问题的重要选择。

图表10： 房地产运营及证券化模式示意图



资料来源：华泰证券研究所

中国 REITs 还在起步阶段，有望应势而起

REITs 使“安居雄安”不再是乌托邦

REITs 的资金主要配置在房地产相关领域，是房地产证券化的重要形式，有效解决了房产流动性不佳、投资门槛较高的问题（国内首只公募 REITs 最低门槛 10 万元）；从组织形式上看，美国主要是公司制（认购 REITs 就是股东），香港、日本、英国、新加坡等则主要采用契约制（信托契约）。

图表11： 投资 REITs 有四大优势

流动性好	封闭型 REITs 可上市交易，开放型 REITs 可赎回，流动性较好
收益率	二十年来，北美地区的 REITs 收益最佳(13.2%)，欧洲次之(8.1%)，亚洲 REITs 的平均收益最低(7.6%)
分红比例高	要求 REITs 大部分收益用于分红（美国要求不低于 90%）
门槛低	中国首只公募 REITs 认购门槛是 10 万元；未来有大幅下调空间

资料来源：华泰证券研究所

REITs 大多资金用于投资房地产及相关其他资产。在美国，法律规定 REITs 资产需要满足的条件如下表所示。美国对 REITs 持有资产的规定比较宽松，但仍要求大部分持有地产实物资产，这就保证了 REITs 资金大部分用于房地产领域，解决资金问题。

图表12： 美国对 REITs 持有资产的规定，保证房地产资金问题得到有效解决

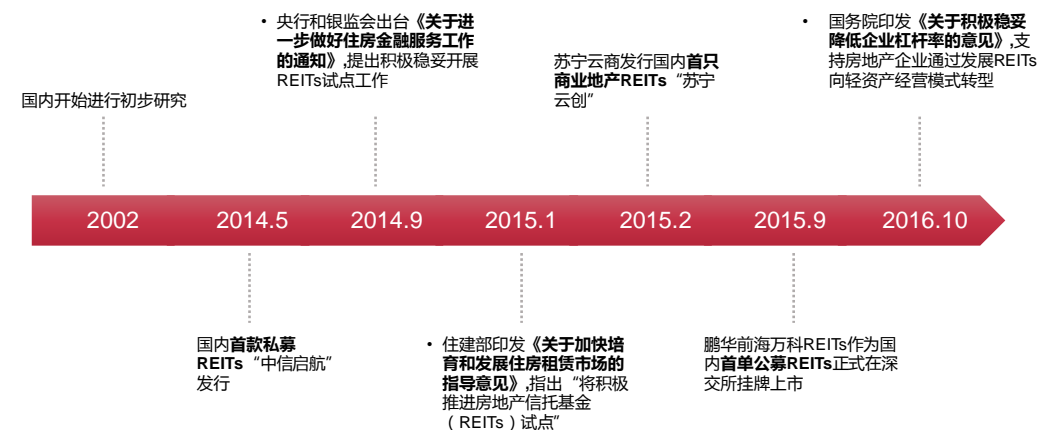
房地产实物资产下限规定	至少 75% 的资产必须由房地产建筑实体或与房地产相关资产组成
证券类资产上限规定	投资于证券类的资产低于 25%
对于证券类资产结构的规定	单个股票/股权不超过总市值 5%，不超过在外发行总量的 10%

资料来源：华泰证券研究所

中国 REITs 大有可为，目前已经处于爆发前夜

2015 年 9 月 30 日，鹏华前海万科 REITs（以下简称“前海万科 REITs”）作为国内首单公募 REITs 正式在深交所挂牌上市，吸引了业内人士的瞩目。REITs 在中国已经经历了多年的探索，REITs 取得大发展的条件正在成熟，雄安新区是发展 REITs 非常重要的一个契机，特别是 REITs 配套的税收优惠能够在雄安率先推出，REITs 爆发可期。

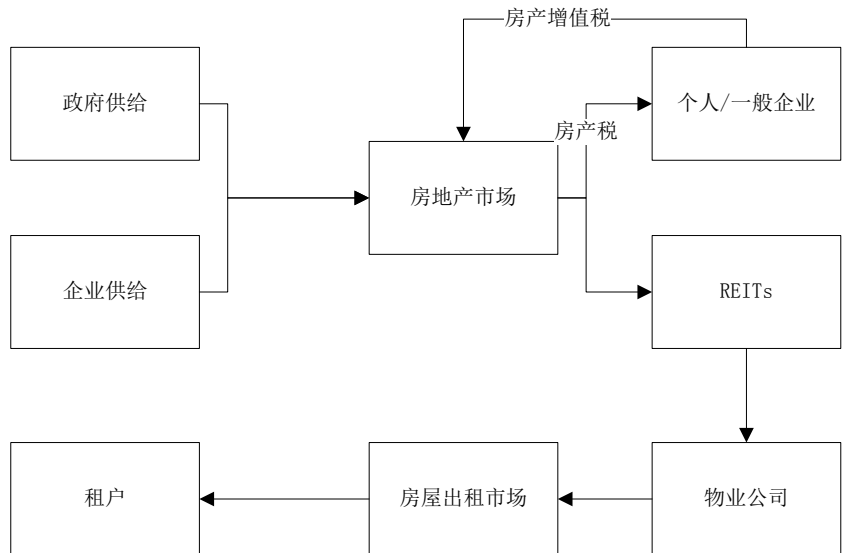
图表13： 国内 REITs 模式发展大事记



资料来源：华泰证券研究所

雄安新区探索房地产发展新模式，新加坡模式是重要参考，REITs 迎来重大发展契机，目前或已处于爆发前夜。雄安房地产模式猜想：供应部分主要由政府解决，企业供应高端房产等少部分商品房；在房地产市场上，房产最后由个人/一般企业以及 REITs 持有，并且，个人/一般企业持有的商品房可能再次回到房地产市场交易，在交易环节，政府将对房价上涨部分征收重税，房价得到有效抑制，房产投资属性减弱，相当部分房产由 REITs 持有，并由物业公司运营出租给租房者。现金流以下图中箭头相反的方向流动，最终回到政府和企业手中，解决房产开发资金问题。

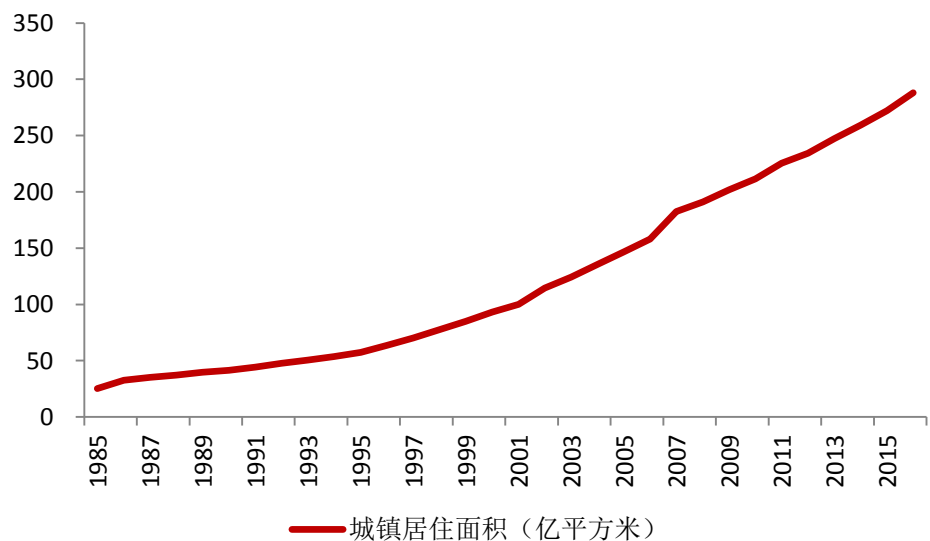
图表14： 雄安地产运营模式猜想，现金流将以箭头相反的方式流动，解决开发资金问题



资料来源：华泰证券研究所

中国存在庞大的房地产存量市场，2016 年仅仅城镇住房存量就达到 288 亿平方米，这么庞大的住房存量市场为发展 REITs 提供了肥沃的土壤；**雄安探索 REITs，按照国外经验，或给予税收优惠，并且未来在全国范围内推广。REITs 万亿市场空间打开在即。**

图表15： 我国城镇居住面积逐年上升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

两条主线布局雄安地产新模式

雄安是我国地产新模式的试验田，在雄安取得的成功经验有望在全国其他地区得到推广，房地产运营、REITs 等新商业模式将迎来爆发。而上市公司层面，已经有不少公司涉及相关业务，将直接受益于雄安新地产模式，我们建议按照 REITs 和房地产运营两条主线布局相关板块。目前国内 REITs 已经有所布局的上市公司包括嘉宝集团、新城控股、苏宁云商和绿地控股。

图表16：REITs 相关个股

代码	公司名称	市值（亿元）	备注
600622	嘉宝集团	140	公司收购房地产基金龙头光大安石 51% 股权，A 股 REITs 龙头，新北京中心项目充分受益京津冀一体化升级
601155	新城控股	357	公司通过 REITs 模式，探索轻资产运营模式
002024	苏宁云商	1,007	公司发行国内首单商业类地产 REITs
600606	绿地控股	987	公司积极布局境外 REITs，旗下绿地(亚洲)证券公司持有香港证监会 4、9 号证券牌照

资料来源：Wind，华泰证券研究所

房地产运营公司主要包括物业管理这个层次，目前国内优秀的房地产公司一般都拥有相当成熟的物业管理团队，REITs 一旦爆发，物业管理的需求也将随之爆发，房地产物业管理有望成为房企新的增长点。

图表17：房地产物业个股

代码	公司名称	市值（亿元）	备注
000002	万科 A	11	旗下万科物业是国内物业管理领先企业
600533	栖霞建设	72	旗下栖霞物业挂牌新三板，托管物业 244 万方

资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示：雄安新区建设不及预期，REITs 模式发展不及预期。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com