

PDF-CASE2022052

## “REITs” 助力安居

### ——海南省人才租赁住房 REITs 开拓之路<sup>1</sup>

#### 案例正文

**摘要：**近年来中国房地产领域产生的泡沫效应日益严重，各级政府对此的调控力度也在不断加大，为支持“房住不炒”、“租购并举”的发展战略，中央和地方政府推出了一系列政策来加快租赁住房市场的建设。和其他租赁住房的快速发展相比，人才租赁住房受运营主体、资金来源等因素的影响发展缓慢，在此情况下，资产证券化恰好为人才租赁住房的发展提供了资金支持，同时类 REITs（Real Estate Investment Trusts）模式更为其创造了退出通道，大大提高了资金的使用效率。本案例回顾了海南省发展控股有限公司如何通过 REITs 来解决海南省人才租赁住房问题，作为首批人才租赁住房资产证券化项目，通过该案例的学习，希望帮助学员了解人才租赁 REITs 发行的全过程，了解人才租赁 REITs 的优势与劣势。

**关键词：**人才租赁住房；REITs；资产证券化

#### 0 引言

2020 年 4 月的一天，虽是深夜，但海口市国兴大道西路 9 号省政府办公区的办公室依然灯火通明。玻璃窗前倒映出来的忙碌的身影，是海南省发展控股有限公司的董事长马咏华。就在不久前由海南省财政厅牵头，海南发展控股有限公司落地实施的海南人才租赁住房 REITs 发行取得圆满成功，为引进人才做好充足

---

1. 本案例由合肥工业大学经济学院的周华东、曹安丽撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。  
2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。  
3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。  
4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种行为是否有效。

准备，也为海南省公募 REITs 试点打下坚实基础。但他深知，成功背后是海南控  
股人夜以继日的努力与付出。他站起身走向落地窗前，望着海口这座城市的夜景，  
回首过往和海发控一起成长的点滴，心中不免感慨万分。手表的滴滴答答预示着  
时间的流逝，将他思绪带回到一年前，我们的故事也从那里开始……

## 1. 天时地利：铺路

### 1.1 发轫之始，海发控成立动机

海南省发展控股有限公司（以下简称“海发控”）于 2005 年 1 月 26 日成立。  
海发控是海南省政府为了引进大项目，带动省外资金投资海南，推进省内重大项  
目实施，促进海南经济的发展而设立，目前已发展成为海南省本地最大的国有企  
业。

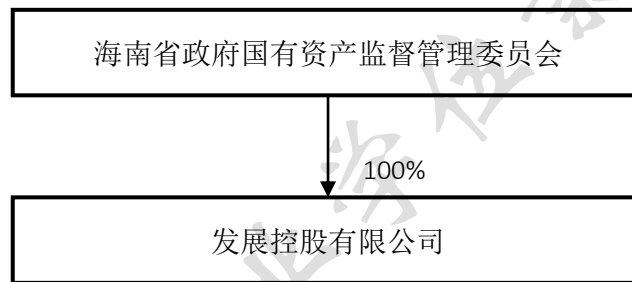


图 1.1 海发控及其实际控制人产权关系

数据来源：《海南省人才租赁住房第一期资产支持专项计划之计划说明书》

海发控自成立以来，以基础设施投资及股权投资为基础，逐步发展出股权投  
资、金融、资产管理、实体运营等核心业务，在海南建设自由贸易港、逐步探索  
如何稳步推进中国特色自由贸易港的过程中，也将充分发挥招商引资的主体用。

### 1.2 乘风破浪，主营业务助力

海发控目前业务运营板块包括土地及房地产开发、基础设施、能源化工、矿  
业、水务、金融、酒店业务及其他股权投资等。根据表 1 和表 2 可知，房地产开  
发、发电、酒店业务是其主要带来收入的业务，2019 年新增的贸易板块是其响  
应海南自由贸易港建设的新的业务尝试，将会有很好的发展前景。

表 1-1 海发控主要业务收入构成

(单位: 亿元)

收入	2017	2018	2019
土地储备	0.17		
矿石	0.01	0.01	0.11
盐业	0.04	0.17	0.19
酒店业	1.44	1.32	1.29
租金	0.19	0.34	0.36
房产销售	3.26	1.13	0.2
发电	3.23	3.35	2.81
水务	0.38	0.37	0.14
贸易			5.96
其他	0.41	0.53	2.9
合计	9.13	7.23	13.54

数据来源: 根据《海南省人才租赁住房第一期资产支持专项计划优先级资产支持证券 2020 年度跟踪评级报告》整理

表 1-2 海发控主要业务毛利率

(单位: %)

毛利率	2017	2018	2019
土地储备	98.16		
矿石	73.09	-747.36	-14.01
盐业	-190.62	52.47	-21.87
酒店业	64	30.07	32.22
租金	-5.58	64.4	58.18
房产销售	22.92	43.06	41.32
发电	34.14	31.2	34
水务	27.53	78.38	50.86
贸易			0.06
其他	76.27	51.76	28.04
合计	35.86	37.38	17.58

数据来源: 根据《海南省人才租赁住房第一期资产支持专项计划优先级资产支持证券 2020 年度跟踪评级报告》整理

发行人海发控主营业务涉及范围广, 房地产收入并不处于绝对主导地位, 并非和保利地产等房企一样是单纯的国有房地产开发企业。其房地产开发业务主要由子公司海南发展控股置业集团有限公司(以下简称“海控置业”)和南海控美丽乡村建设有限公司(以下简称“海控乡建”)负责, 而且主要为定向开发限价商品房, 盈利空间较小。由此可以判断海发控的房地产开发业务本身并非以盈

利为目的而开展，而是主要通过建设限价商品房配合政府解决中低收入家庭的住房困难等民生问题，更加注重社会效益而不是本身的经济效益。

### 1.3 政策支持，东风如期而至

在政策层面，十九大报告提出，“房子是用来住的、不是用来炒”，加快建立租购并举的住房制度是实现“让所有人民住有所居”目标的重要途径。自 2015 年以来，国家层面积极推动住房租赁市场的发展，先后出台了多项政策，为住房租赁市场健康、快速发展保驾护航。2010 年 6 月，在《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》的推动下，公共租赁住房建设在全国范围内实施。2012 年，《公共租赁住房管理办法》颁布，这使得公共租赁住房制度在中央立法层面得到认可与规范，对于有效解决我国住房困难家庭需求有着重要意义。此后，住建部等相关负责部门常抓不懈，每年都会发布关于做好当年度保障性安居工程工作的通知，并且实施公共租赁住房和廉租住房并轨运行，推出利用集体建设用地建设租赁住房试点方案，陆续出台了关于公共租赁住房管理工作、运营服务以及进一步规范公租房发展的意见，展现了国家大力发展公共租赁住房，真正用好政策工具保障人们住有所居的决心。

表 1-3 公共租赁住房政策发展

时间	政策发展
2006	深圳首先提出公共租赁住房概念
2007	《国务院关于解决城市低收入家庭住房困难的若干意见》出台，公共租赁住房成为国家保障性住房建设的重要政策选择
2009	“公共租赁住房”一词首次进入政府工作报告
2010	《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》发布
2011	公共租赁住房建设成为保障房建设主力
2012	《公共租赁住房管理办法》颁布
2014	公共租赁住房与廉租住房并轨运行
2017	《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》出台，在北京、上海等 13 个城市开展试点
2019	增加青岛、海口等 5 个城市试点利用集体建设用地建设租赁住房

## 2. 精打细算：修路

### 2.1 磕磕绊绊——资金难求

海南省实施的“百万人才进海南行动计划”具体实施时间是2018年到2025年，虽然属于一个中长期计划，但前期引进的人才势必需要有住房来解决其居住问题。人才租赁住房建设四大模式中，商品房配建模式虽然具有一定的好处，但需要一定的时间来完成，在短期内无法保证房源供给。因此，海南省目前主要通过以存量房转换的方式来解决人才公寓建设问题，通过有条件赠予或租赁来引进人才。存量房转化的购买成本虽然普遍低于市场价，但仅靠政府或国有企业方面的资金仍有一定的压力，而且不可持续。因此，资金问题成为限制其发展的一个重要因素。一场关于如何解决资金问题的讨论由此展开……

#### 【情境一】

2018年6月的一天，偌大的办公室里正在展开一场关于融资的讨论，在场的每个人都愁眉不展，心事重重。参加讨论的有海南控股的董事长马咏华，财务负责人程久怀和其他高层管理人员，讨论的焦点集中在海发控建设公租房的资金来源上。

首先打破宁静的是董事长马咏华：“这次资金问题很是棘手，大家都有什么想法，说来听听。”作为公司的老员工，财务负责人程久怀有着自己的看法：“国内公租房发展的模式，大概分为三种。一是自有资金，来自政府或企业，但是资金非常有限；二是城投公司发债，发债之后的资金用于公租房建设，这会给地方政府和企业造成大量的债务累计，也相应带来了负债的风险和偿债的压力；三是PPP，但是民营资本难以进行如此长期投资，PPP建设过程中也出现了很多障碍。依靠传统的融资手段，对咱们公司来说可能只是杯水车薪。”

马咏华总结道：“海南省人才引进势在必行，咱们也别先急着下定论。老程啊，你作为咱们公司的财务总监，可要在这发展的关键时刻积极建言献策啊。这样吧，咱们都回去找找资料想想办法，一周以后再开一次会，争取拿出一个方案来！”走出办公室，程久怀的心里还是有些摸不着底。一周后，他能拿出一个令董事会满意的融资方案吗？

公共租赁住房的融资需求大、项目建设周期长，仅仅依靠自有资金难以为继，

势必需要寻求外部资金的支持。程久怀首先想到的就是债务融资，债务融资是现今公租房行业最主要的融资方式，债务融资较为容易，但融资方式较为集中，资金来源较为单一。截至2019年12月31日，海发控的负债总额合计为2,582,809.90万元，同比增长18.63%，资产负债率为38.88%，比年初增长11.05%（见表2-1）。且海发控的流动比率与速动比率状况不佳，如果使用债务融资，企业的资产负债率过高会影响企业资本结构的稳定，公司发生财务风险的可能性相对较高，一旦现金流不足，极易影响企业资金链的稳定。

表 2-1 海发控最近三年财务状况

项目（万元）	2019	2018	2017
总资产	6,642,462.84	6,218,055.06	6,072,406.92
总负债	2,582,809.90	2,177,242.79	2,229,738.82
资产负债率	38.88	35.01	36.72
流动比率	1.17	2.07	1.59
速动比率	0.85	1.69	1.37

既然债务融资这条路走不通，那么何不尝试一下股权融资呢？股权融资没有定期偿付的财务压力，财务风险也比债务融资小得多。但是海发控是国有独资企业，如果使用股权融资，势必导致企业面临控制权分散的风险。

窗外阴雨蒙蒙，程久怀的心情也如这天气一般低沉。传统的股、债融资都有其内在不足，那还有什么新的方法可以获得资金以继续发展呢？程久怀和他的团队一时间都陷入了困境。

## 2.2 星星之火——资产充足

### 【情境二】

“由于我国公共租赁住房的资产证券化率非常低，简单估算，若能实现存量资产价值1%的有效盘活就能塑造出万亿级的市场规模。”这番话，给正处在迷茫期的程久怀提供了一个新的思路。海发控的住宅资产存量是否充足呢？能否利用REITs盘活存量资产，创造资金来源呢？

程久怀首先对公司目前的住宅资产情况进行了考察。截至2018年末，海发控公司旗下海口市秀英区永桂开发区永秀花园项目、永秀花园（二期）、永秀花园北一区共计93,767.51平方米产权面积的1035套高层住宅物业，具体包括：（1）

永秀花园项目高层住宅 25 套，建筑面积共计 2,494.81 平方米；永秀花园（二期）高层住宅 76 套，建筑面积共计 6,284.54 平方米，共涉及海口市国用（2011）第 001606 号《国有土地使用证》项下 03-09-05-13 号出让宗地。（2）永秀花园北一区高层住宅 934 套，建筑面积 84,988.16 平方米，涉及海口市国用（2012）第 005446 号《国有土地使用证》项下 03-09-01-18 号、海口市国用（2012）第 005448 号《国有土地使用证》项下 03-09-01-14 号出让宗地。具体情况如下表：

表 2-2 海发控外购房产基本情况

物业数量（套）	1035	物业最大建筑面积	130.9
总建筑面积（平方米）	93767.51	物业最小建筑面积	74.01
房屋规划用途	城镇住宅	平均单套物业建筑面积	130.9
物业名称	永秀花园	装修状况	普通装修
物业最高楼层	32 层	物业户型	两房、三房

公租房行业特殊的重资产投资模式一定程度上限制了其新增投资能力。若能够通过 REITs 盘活存量资产，增强资产流动性，同时募集的资金又可用于新项目的投资建设或存量项目的提升改造，就可以打造资金高效运转的良性循环。

想到这，程久怀长舒了一口气，窗外的乌云也逐渐散去，露出久违的阳光。但他深知前方荆棘密布，要实现公租房 REITs 的落地，还要有很长的一段路要走，而他要做的，就是接受这项挑战。

### 2.3 柳暗花明——借力 REITs

#### 【情境三】

一周后，会议如期召开。程久怀带着厚厚一叠资料，步履匆匆地来到了会议室。但是这一次，他显然没有了之前的焦虑，眉宇间充满着他作为职业经理人的信心。

马咏华深知，作为公司多年的老员工，程久怀的工作能力毋庸置疑。“老程，你来给大家说说你的想法吧！”

“好的，那我就来简要介绍一下。”程久怀顿了顿，又开口说道：“传统的股权融资和债务融资都各有利弊，2018 年公司的资产负债率为 35.1%。海南省要引进人才，咱们也可以打破传统的融资方式，可以借助 REITs 来完成这一融资目标，解决我们的困境！”

在场的许多人都是第一次听到 REITs，大家都在心里犯起了嘀咕：REITs 到底是什么？它如何能够解决公司的困境呢？

程久怀笑了笑，揭开了这个谜底。“REITs 就是房地产投资信托基金，通过发行受益凭证汇集多数投资者的资金，交由专门投资机构进行运作管理，将基金投资于房地产来获取投资收益，并将投资综合收益按比例分配给投资者的信托基金，是一种创新型金融工具。利用 REITs，我们可以很好地盘活存量资产，从而解决融资困境。”其实，利用 REITs 进行融资的构想并不是空穴来风，而是程久怀深思熟虑后的结果。

REITs，起源于 20 世纪的美国，1960 年颁布《房地产投资信托法案》，由此开启了美国及全球 REITs 市场的发展历程，历经近 60 年的风雨，全球 REITs 市场经过多次改革创新，使 REITs 在数量和市值上得到了快速发展。经过几十年的发展，美国 REITs 市场已较为成熟，成为国际 REITs 市场的代表。截至 2020 年底，全球已有 45 个国家和地区立法推出 REITs，合计发行公募 REITs 数量为 903 支，全球 REITs 市值约 2 万亿美元，美国市场 REITs 市值占全球总市值的约 60%。我国于 2007 年前后开始推动 REITs 试点，经历了 2009-2011 年的快速推进阶段和 2014 年之后的大幅提速试点展开，直到 2020 年，我国公募 REITs 终于落地。

我国 REITs 制度尚未完善的环境下，类 REITs（形式上模仿 REITs）有助于局部解决存量物业企业在规模扩张与轻资产运行之间矛盾。海外成熟市场 REITs 和国内类 REITs 模式的比较如表 2-3 所示。

表 2-3 中国类 REITs 与海外成熟市场 REITs 模式运营的区别

类别	成熟市场 REITs	中国类 REITs
产品属性	权益型为主，抵押型和混合型为辅	固定收益为主
入池物业	动态变化，入池物业可增或出售	存续期内物业组成静态
资产管理	主动管理	被动管理
投资管理	物业产权、地产相关股票、债券、贷款、其他 REITs 或 CMBS 等	项目公司股+债，监管部门规定的合格投资
募集方式	公募为主，私募为辅	主要是私募（只有一单公募）
产品期限	永续	有明确存续期限
投资者交易方式	以二级市场证券交易为主	持有到期或开放期为主
增信	极少有增信	多具有收益支持增信，部分对本金也进行一定程度增信



流动性	强	弱
税收优惠	一般交易环节，运营期间有税收优惠	无专门税收优惠政策

数据来源：根据相关资料整理

在国家相关部门出台多项政策的大力支持下，我国的类 REITs 市场经历十几年的发展，取得了较为显著的成绩。截至 2019 年 8 月 5 日，我国类 REITs 产品的发行总量为 68 支，累计发行金额为 1402.81 亿元，发行金额较 2018 年同比增长 53.26%。下图显示了我国 2016-2019 年类 REITs 产品的累计发行数量及发行金额的变动趋势。其中就有国内首单公共人才租赁住房 REITs——深创投安居集团人才租赁住房 REITs，是深圳为了留住人才加强城市竞争力，也为了盘活存量住房加快推进公共租赁住房领域的资产资本化进程，创新出符合深圳发展情况的人才住房投融资模式。

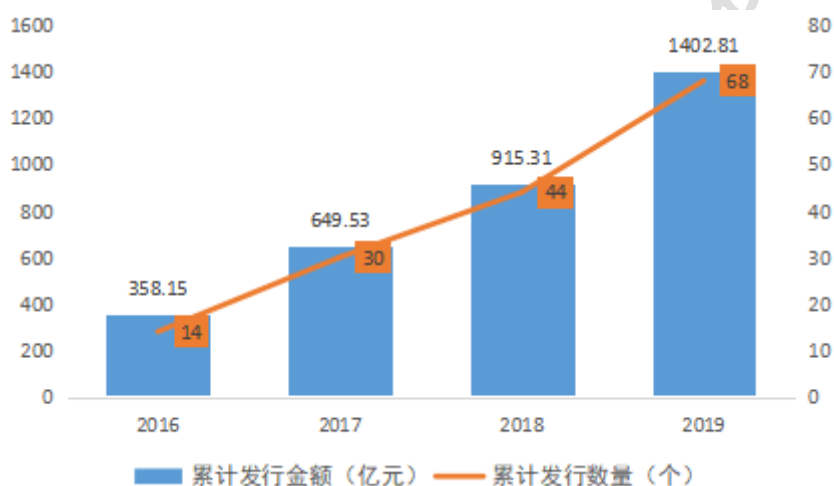


图 3.1 我国 2016-2019 年间类 REITs 产品发行规模

资料来源：根据 wind 和 REITs 行业研究整理

### 3. 浩浩荡荡：行路

#### 3.1 精打细算——定资产

确立了整体思路，接下来就是开始着手行动。程久怀面临的第一个难关就是：永秀花园作为底层资产可行吗？邻里特征、交通特征以及建筑特征是影响物业资产租金收入的三个重要因素。

##### (1) 邻里特征

永秀花园处于海口市新市政府所在地，西拓战略主要开发区域，周边配套有高档住宅小区，环球 100 电影主题乐园、五源河体育馆等休闲娱乐设施，中小学

教育设施以及医疗配套、金融机构等设施。满足人们生活的基本需求，可以在一定程度上保证物业资产的租金水平。

### (2) 交通特征

交通方面，永秀花园周边配套诸多公交站点，且与机场、高铁站的距离皆不远，交通较为便利，可满足居民的出行基本需求。

### (3) 建筑特征

建筑特征是房屋自身的属性，是住房最基本的特征，永秀花园的 1,035 套物业中，无论是中高层的楼层，还是三房的房型，又或是中小型建筑面积，皆符合社会居民的心理期望导向，且占据物业资产中的主要部分，从而可以控制降低小区物业的空置率，保证一定的租金水平。

## 3.2 多方协作——REITs 落地

### 【情境四】

转眼间已至三月，董事长马咏华正在办公室里浏览昨夜今晨财经新闻。“咚咚”，敲门的正是并肩作战的老搭档程久怀。今天是周一，照例是程久怀向马咏华汇报工作的日子。

“马总，上周海南省人民政府办公厅出台一项政策，鼓励积极推进公共租赁住房项目资产证券化（REITs）融资创新模式，盘活优质存量资产，这与我们的人才租赁 REITs 项目不谋而合啊。有了政策的支持和前期的充足准备，相信接下来项目的进程将会加快许多。”

要做这“吃螃蟹的第一人”，马咏华深知其中的艰辛。项目推进到这里，前期准备工作已经基本完成，压在马咏华和程久怀心里的大石头也总算落了地。接下来就是寻求其他交易参与方的支持，共同搭建 REITs 项目的整体框架。

海南省人才租赁住房资产证券化全称为“海南省人才租赁住房第一期资产支持专项计划”，于 2019 年 3 月 26 日成立。并于当日发行，该计划达到资产支持证券目标发售规模，实际收到认购资金人民币 8.7 亿元。

海南省发展控股有限公司盘活资产的方法就是发行 REITs 产品，想要成功发行 REITs 产品，原始权益人、基金管理人、计划管理人、托管银行、评级机构等产品主体不可或缺。

表 4-1 主要交易参与方

原始权益人	本产品的原始权益人为海南省发展控股有限公司，公司于 2005 年 1 月 26 日成立。海发控是海南省政府为了引进大项目，带动省外资金投资海南，推进省内重大项目实施，促进海南经济的发展而设立，目前已发展成为海南省本地最大的国有企业。
计划管理人	本产品的计划管理人为工银瑞信投资管理有限公司，于 2012 年 11 月 20 日在上海市注册登记成立的全资子公司，公司经营范围包括特定客户资产管理业务、资产证券化业务以及中国证监会许可的其他业务。
基金管理人	本产品的基金管理人为海南乐居不动产基金管理有限公司，经营范围包括受委托管理股权投资基金企业，从事投资管理及相关咨询服务。
托管银行	本产品的托管银行为中国工商银行股份有限公司海南省分行，其资本充足率、净资产收益率、贷款投放能力、盈利能力等主要经营指标均居全国股份制商业银行前列。
律师事务所	本产品的律师事务所为北京市中伦文德律师事务所，其中绝大多数律师都毕业于国内外著名的法律院校，很多律师都曾有在国际知名律师事务所工作或执业的经历。
评级机构	本产品的评级机构中诚信国际信用评级有限责任公司，是我国首家按照公司债券新的发行机制取得证券市场评级业务许可的评级公司。

### 3.3 船到桥头——方案介绍

该计划的设立目的是以优先级和次级分层机制集合不同风险收益特征的投资者资金，投资基础资产且最终投资于底层资产，并以该等基础资产、底层资产及其管理、运用和处分形成的属于专项计划的全部资产和收益，按照专项计划文件的约定向资产支持证券持有人分配专项计划利益，并尽最大可能实现公募上市。此专项计划的优先级和次级资产支持证券的存续期限为 18 个计划年度，自专项计划成立之日起算。其中优先级资产支持证券的预期收益率为固定利率，次级资产支持证券不设预期收益率，次级资产支持证券收益取决于专项计划资产未来的增值情况，包括未来底层资产运营收入增长和未来底层资产的增值。

表 4-2 专项计划产品分类及特征

原始权益人	海南省发展控股有限公司	
基础资产	由原始权益人依据《基金合同》享有的基金份额所有权和其他附属权益及衍生收益	
产品总规模	该专项计划发行总额 8.7 亿元	
挂牌场所	上海证券交易所	
产品底层物业资产	海口市秀英区永桂开发区的永秀花园项目、永秀花园（二期）、永秀花园北一区等高层住宅物业	
产品分层	优先级资产支持证券	次级资产支持证券
	90%（7.83 亿元）	10%（0.87 亿元）
信用等级	AAA	-
产品期限	预期 18 年	预期 18 年
发行利率	4.5%	0%
还本方式	期末一次性还本	

资料来源：根据相关资料整理

### 3.4 揭开面纱——交易结构

有了必需的产品主体与要素之后，还要将主体与要素之间的关系进行重新梳理，设计出产品的交易结构。产品交易结构图如图 4-1 所示：

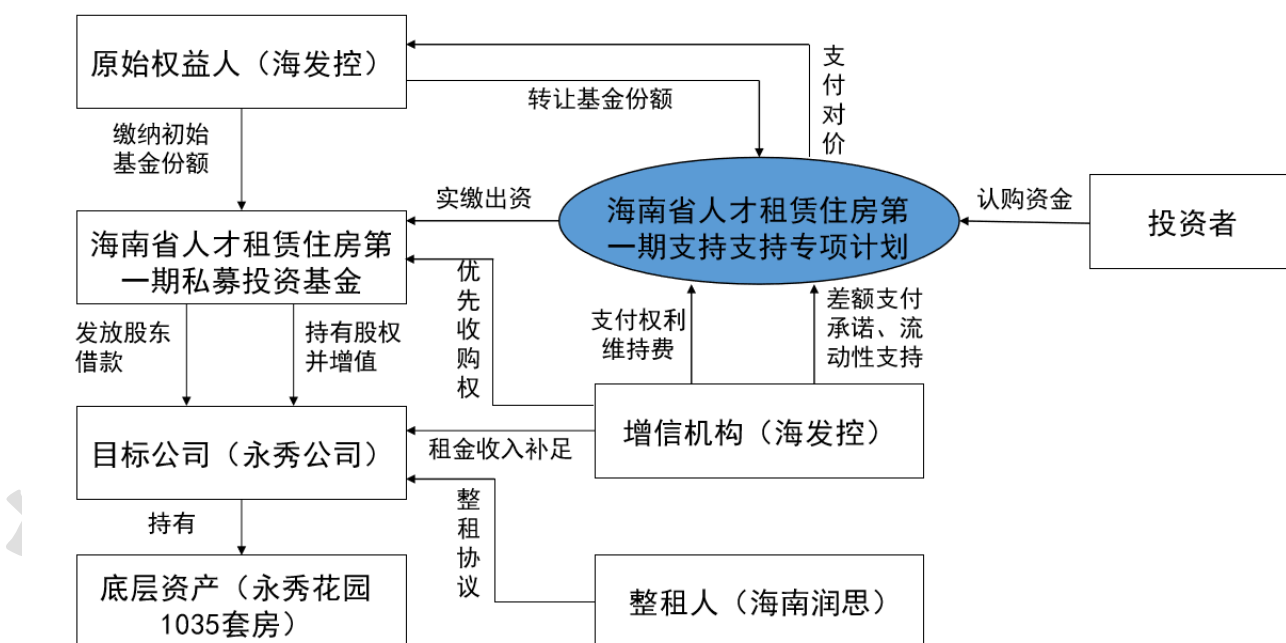


图 4-1 海南省人才租赁 REITs 交易结构图

数据来源：根据海南省人才租赁 REITs 专项计划说明书整理

相关交易内容概述如下：

专项计划层面，由证券投资者通过与专项计划的计划管理人签订《认购协议》，将认购资金委托计划管理人管理，成为资产支持证券持有人。

基金层面，乐居不动产作为基金管理人根据相关法律法规设立名为“海南省人才租赁住房第一期私募股权投资基金”的私募基金，私募基金规模为 8.7 亿元，存续期限为自私募基金成立日起至专项计划成立日满 18 年之日止。发行人兼原始权益人海发控与基金管理人乐居不动产、基金托管人工商银行海南省分行签订基金合同，实缴基金出资 1000 万元，成为私募基金的基金份额持有人。

专项计划的计划管理人代表专项计划的利益，与海发控和基金管理人乐居不动产签署基金份额的转让协议，受让全部份额成为私募基金的唯一持有人。同时，根据转让协议的约定，计划管理人作为受让方应在专项计划成立日起 1 个工作日内向私募基金实缴完毕剩余基金出资 8.6 亿元。

底层资产层面，海发控负责房地产业务的子公司海控乡建于 2018 年 10 月 31 日设立目标公司。海口投源实业开发有限公司（以下简称“投源公司”，也就是底层资产的原持有人）与目标公司签署底层资产购买合同以及相关补充协议，确定购房总价款为 675126072 元，双方经商议共同约定，购房总价款分期支付，首期购房价款 3000 万元。首期购房款 3000 万元由海发控替目标公司代为支付，约定在私募基金给目标公司增资并发放股东借款后偿还。

海控乡建与私募基金管理人乐居不动产签署股权转让协议，将目标公 100% 股权转让给基金管理人乐居不动产，收取股权转让价款 98874.19 元。之后私募基金向目标公司增资并发放股东借款，形成“股权+债权”双重结构，目标公司根据获得基金对其提供的投资后，将投资资金用于支付底层资产购房剩余价款 645126072 元、向原始权益人偿还贷款本息 3000 万元，并支付政府住房维修基金及购房款相关的契税、印花税等。

对于底层资产的后续运营，目标公司作为出租方与海南省润思房屋租赁服务有限责任公司（以下简称“海南润思”）作为承租方签署底层资产租赁及委托经营协议，将底层资产整租（即出租率为 100%）给海南润思，并委托海南润思对底层资产进行经营管理，按协议约定收取租金，首期租金为 28 元/月/平方米，租赁及委托期限为 18 年，自专项计划成立日起算。海南润思承租底层资产后，根据租赁及委托经营相关协议约定和海南省相关规定，将底层资产作为人才公寓

对外分租和经营。

## 4. 尘埃落定：观路

### 4.1 保障收益——合理安排现金流

要使更多的社会资本参与人才租赁住房建设，最重要的是使证券化产品拥有更高的相对价值来吸引投资者购买，这里定价是一个敏感因素。海南人才租赁住房资产证券化中优先级证券被各机构投资者认购，而次级证券则由发行人海发控自己持有，同时只有优先级证券可以流通转让。

海发控人才租赁 REITs 现金流的确定性较高。存续期内优先级的每期收益固定，由票面利率决定。专项计划的退出模式通常有三种，分别为实现公募 REITs 退出、发行人行使优先收购权购买全部优先级证券退出、计划管理人通过处置底层资产退出。除了实现公募 REITs 退出外，优先级本金均到期归还。假设计划终止时没有实现公募退出，因此其现金流量主要如表 4-1 所示：

期数	优先级利息支出	优先级本金偿付	本息合计
第一期	35235000	0	35235000
第二期	35235000	0	35235000
第三期	35235000	0	35235000
第四期	35235000	0	35235000
第五期	35235000	0	35235000
第六期	35235000	0	35235000
第七期	35235000	0	35235000
第八期	35235000	0	35235000
第九期	35235000	0	35235000
第十期	35235000	0	35235000
第十一期	35235000	0	35235000
第十二期	35235000	0	35235000
第十三期	35235000	0	35235000
第十四期	35235000	0	35235000
第十五期	35235000	0	35235000
第十六期	35235000	0	35235000
第十七期	35235000	0	35235000
第十八期	35235000	783000000	818235000
<b>合计</b>	<b>634230000</b>	<b>783000000</b>	<b>1417230000</b>

数据来源：根据《海南省人才租赁住房第一期资产支持专项计划之计划说明书》计算所得

REITs 产品对投资者的支付能力，通常用利息覆盖倍数这一指标来衡量，即

每年可分配净现金流除以优先级证券投资收益。根据现金流的测算，可得出，优先级证券持有者的利息覆盖倍数约在 1.1-1.3，第 1-9 年基本维持在 1.1 左右，自第 10 年开始逐渐稳步上升。说明到了后期，随着产品可分配净现金流的增长，针对优先级证券利息的偿付能力在不断增加，证明在产品的存续期内，该项目具有对于优先级证券持有者的偿付能力，保证了投资者的投资收益，控制投资风险，一定程度上降低了融资难度。

#### 4.2 合理避税——巧借“股+债”

目前我国，REITs 的发展面临税收政策的“天花板”，即在设立环节交易税费高、运营持有环节重复征税设立和持有环节印花税较大的问题。高昂的税费在很大程度上提高了 REITs 的成本，降低各个环节的税费是保证 REITs 成功发行的又一个关键。

对此，海发控人想出了一个巧妙的办法来应对新规难题。该产品在设计过程中采取的是股+债类的模式，可以较好地实现合理避税。相比较纯权益类 REITs，股+债类 REITs 最大的特点是，首先利用私募基金通过出资购买的方式取得项目公司股权或直接发放委托贷款，然后专项计划将融得的资金分拨给融资主体，项目公司获取不动产的产权，同时抵押给委托贷款的方式转让至类 REITs，成为其还款来源。其关键是构建项目公司存量债务，而没有现金留存在账面上。运用这一模式，较大程度上减轻了在 REITs 设立存续期间的税收负担，降低了项目成本，保障了投资收益。

#### 4.3 层层递进——信用增级

在信用增级方式上，海发控采用了科学的内外部增信机制安排，以降低 REITs 项目的信用风险，优先级资产获得了中诚信公司给予的 AAAsf 级信用评级。

总体而言，海发控安排了证券的结构化分层、底层资产租金收入差额补足承诺、优先级资产支持证券预期收益和本金差额补足承诺、优先级资产支持证券开放退出的流动性支持承诺、评级下调收购承诺、优先级资产支持证券的终止退出安排等增信方式。

机制触发顺序如下：首先，根据基金的交易结构安排，目标公司通过租赁协议取得底层资产租金收入，并且海发控承诺按照协议约定承担底层资产租金收入的差额补足义务。其次，如专项计划资金不能满足按照协议约定向优先级资产支持证券持有人分配预期收益和/或本金，或未达到有关约定的条件，次级资产支持证券持有人不得进行分配。最后，在次级资产支持证券持有人不分配的情况下，优先级资产支持证券持有人的预期收益和本金（或本金）仍不足以得到完整分配时，增信机构应按照计划约定履行差额支付义务。

同时，专项计划存续期内每三个计划年度设置一次优先级资产支持证券开放退出，增信机构承诺按照信用增级协议约定对于已登记申请退出并经确认的优先级资产支持证券未完成开放退出的提供流动性支持。而在专项计划存续期内出现评级下调的情况时，增信机构则要按照约定履行收购全部优先级资产支持证券的义务。而且协议约定在特定终止事项发生时，计划管理人有权要求海发控收购全部优先级资产支持证券。

## 5. REITs 赋能：拓路

诞生于全省人民对人才梦的强烈期盼，成长于全体员工的艰苦创业，海发控的稳步发展离不开一代代海发控人的开拓进取。励精图治，产融结合，努力打造多元化投资控股企业。

“叮叮叮”，手机屏幕上显示的一则信息将马咏华的思绪拉回到了现实。映入眼帘的是“推进不动产投资信托基金（REITs）公募试点工作”的标题。“道阻且长，行则将至”，马咏华明白，在公募 REITs 渐行渐近的大背景之下，这是海南发展控股发展的又一个契机。前路如何，我们仍将拭目以待。

案例正文字数：10246 字



## **"REITs" help settle down ——Hainan Province talent rental housing REITs to open up the road**

**Abstract:** In recent years, the bubble effect in China's real estate sector has become increasingly serious, and the regulation and control efforts of governments at all levels are also increasing, in order to support the development strategy of "housing and not speculation" and "rent-purchase at the same time", the central and local governments have launched a series of policies to accelerate the construction of the rental housing market. Compared with the rapid development of other rental housing, talent rental housing is affected by the operating entity, the source of funds and other factors, the development of slow, in this case, asset securitization just provides financial support for the development of talent rental housing, while the REITs (RealEstateInvestmentTrusts) model creates an exit channel for it, greatly improving the efficiency of the use of funds. This case reviewed how Hainan Development Holdings Co., Ltd. solved the problem of talent rental housing in Hainan Province through REITs, as one of the first batch of talent rental housing asset securitization projects, through the study of this case, I hope to help students understand the whole process of talent lease REITs issuance, and understand the advantages and disadvantages of talent lease REITs.

**Keywords:** talent rental housing; REITs; asset securitization