

基于杜邦分析法的京保 REIT 财务分析

王晓甜¹ 王超²

1. 北京世诚嘉业房地产土地资产评估有限责任公司 北京 100038

2. 北京京城捷信房地产评估有限公司 北京 100029

摘要: REITs 作为连接房地产市场与资本市场的金融创新产品, 为投资者提供了一种新的资产配置选择方式, 同时积极促进房地产市场的健康发展。基础设施公募 REITs (以下简称公募 REITs) 的发行 PPP 项目提供了新的融资渠道和资本退出通道, 缓解了地方政府财政压力, 盘活了存量基础设施资产, 为新项目建设提供了资金支持。本文将杜邦分析体系引入到 REITs 财务分析, 以京保 REIT 为例, 对杜邦体系主要指标进行分析, 判断该支基金的投资回报情况和盈利能力, 同时与已发售同类 REIT 产品的财务指标进行横向对比, 分析京保 REIT 的优劣势和呈现的问题, 并提出相应改善建议, 以期帮助投资者更好的了解保租房 REITs, 选择合适的投资项目提供参考。

关键词: 基础设施融资; 保租房 REITs; 杜邦分析法; 财务分析

保障性住房是政府在民生领域的重点工程。为盘活城市存量房屋、拓宽保障房建设资金来源、解决政府财政压力, 国家陆续出台一系列加快发展保租房、开展保租房 REITs 的政策。全国多地市积极响应政策, 发行保租房 REITs。站在投资者角度, 在购买金融产品的目的是为了获益, 产品的收益性和盈利能力是投资者关注重点, 对项目公司的财务状况和盈利能力分析显得尤为重要。杜邦分析法将资产负债表和损益表结合, 既能反应项目公司的财务状况, 又能体现其运营和盈利能力, 不失为一种有效的公募 REITs 的财务分析方法。

1. 京保 REIT 概况

1.1 保障性租赁住房公募 REITs 概况

公募 REITs 作为基础设施领域重要的融资渠道, 是一种有效盘活存量 PPP 项目的金融创新工具, 为资产所有者和社会资本提供了退出通道和商业闭环, 募集的资金进行新的重要基础设施项目投资, 增强了 PPP 项目的流动性^[1], 与股票底层资产为上市公司不同, 公募 REITs 的底层资产是基础设施不动产, 故公募 REITs 也被称作“资产的 IPO”^[2]。自 2021 年 5 月 31 日我国首批公募 REITs 开售以来, 保租房 REITs 于 2022 年下半年陆续发行, 京保 REIT 是我国首支公租房公募 REITs^[3]。截至 2024 年一共发行红土创新深圳安居 REIT、厦门安居、京保 REIT、华润有巢、城投宽庭、招商基金蛇口租赁住房 REIT 共 6 支保租房 REITs。保租房

REITs 的成功上市, 实现了保障性住房“投融资退”的闭环运作, 缩短了投资回收周期, 也推动了房地产业的转型^[4]。

1.2 京保 REIT 概况

京保 REIT 是契约型封闭式基金, 于 2022 年 8 月 31 日上市发售, 募集基金总份额 5 亿份。该基金采用“公募基金 + 资产支持证券 (ABS)”的结构, 基金管理人为华夏基金, 原始权益人为北京保障房中心, ABS 管理人为中信证券。基金设立 ABS, 原始权益人设立全资子公司 (SPV 公司), ABS 与原始权益人签署股权转让协议取得 SPV 公司全部股权, 并向其发放股东借款增资, 由 SPV 公司收购北京保障房中心持有的专门为底层资产设立的项目公司 100% 的股权, 项目公司反向吸收合并 SPV 公司并将其注销, 最终 ABS 全资控股项目公司^[5]。该基金是以公租房作为底层资产的房地产投资信托基金, 经营方式是项目公司向符合条件的租户提供公租房租赁服务并收取租金。

1.3 京保 REIT 底层资产概况

京保 REIT 底层资产包含位于海淀区西三旗板块的文龙家园和朝阳区朝青板块的熙悦尚郡两处公租房, 可出租房屋共 2168 套。文龙家园平均签约租金为 52 元 / 月 / 平方米, 租金水平低于同区域西三旗板块 46% 左右; 熙悦尚郡平均签约租金为 60 元 / 月 / 平方米, 租金水平低于同区域青年路板块 44% 左右, 2023 年 3 季度租金调至 65 元 / 月 / 平方米, 出租率基本超过 95%, 高出租率和高租金收缴率表明京保 REIT

未来有持续稳健的租金收益。

表 1 京保 REIT 自发售以来出租情况

报告期	文龙家园出租率	文龙家园租金收缴率	熙悦尚郡出租率	熙悦尚郡租金收缴率
2022年4季度	97.70%	97.59%	92.00%	98.82%
2023年1季度	97.62%	96.57%	92.74%	98.35%
2023年2季度	97.03%	96.50%	97.80%	97.89%
2023年3季度	96.88%	97.67%	97.24%	97.70%
2023年4季度	97.28%	98.05%	96.23%	97.80%
2024年1季度	94.72%	96.82%	95.43%	96.57%
2024年2季度	97.05%	97.65%	95.34%	97.94%

2. 基于杜邦模型的京保 REIT 财务分析

2.1 杜邦分析体系概述

杜邦分析法是一种综合性财务分析工具，用于评估企业的股东权益回报水平和盈利能力，其核心指标是净资产收益率（ROE，即股东投入股本的回报率），分解为多个财务比率的乘积，建立这些比率的内在联系从而深度分析企业的财务状况和经营水平。杜邦分析法的分解公式如下：

$$ROE = NI \div S = ROA \times EM = NOP \times TAT \times EM$$

杜邦分析法多应用于制造业^[6]，但站在金融产品的投资者角度，杜邦分析法分解的各项指标，可以为投资者提供清晰易懂的股本投入产出数据，帮助投资者对目标 REIT 和其他 REITs 进行纵向横向对比，选择更具投资潜力的金融产品。

2.2 杜邦模型相关指标的内涵

2.2.1 净资产收益率（ROE）

也称股权回报率，表示投资者每投入 1 元资本可获得的净利润，是股东投资时关注的重要指标^[7]。站在投资者角度，股权回报率高的企业是优选，对于成长性企业来讲更是如此^[8]。净资产收益率比率越大说明企业盈利能力越强，股东可获得的投资回报越高。该指标可以直观的比较不同行业、不同公司之间的投资回报情况，资本的逐利性本质会使投资者将资本流向投资回报率高的行业。

然而投资需持有谨慎态度，仅分析对比一个指标并不能深层反映一家公司在筹资、投资和运营等方面的真实情况和在行业中的竞争力，可将 ROE 指标分解成多个能够从不同角度体现公司财务、经营状况的指标，进而分析当企业股权报酬率差距不明显时，每个企业存在的差异及其经营能力的优劣势，选择更优的投资目标。

2.2.2 营业净利率（NOP）

营业净利率表示每 1 元营业收入可为企业创造的净利润，反映企业的盈利能力。人们普遍认为股票市场具有投机性，与上市公司的经营情况没有太直接的联系，但有研究表明，上市公司的营业利润率很显著影响股价，营业利润的提高可以引起股价上涨^[9]，NOP 越高表明企业盈利能力越强，投资者可获得的股票收益更高^[10]。通过对营业净利率的计算，可以判断企业的盈利变化趋势，从而判断 REIT 的收益前景。由于净利润与总收入和总成本相关，故企业不仅要关注扩大营销增加收入，也要注意控制成本和费用^[11]。

2.2.3 总资产周转率（TAT）

也称总资产利用率，衡量企业资产的流动性和营运能力。一般来说，总资产周转速度越快，营业周期越短，表明企业的营销能力越强，但总资产周转率与行业有关，并非越高越好。十年前银行业为通过提高 TAT 以达到提高 ROE 的财务目标，发行同业存单，将大量信贷资产转移到表外、表外科目，导致不良贷款增加，企业信用代违约爆发^[12]。因此仅通过提高 TAT 以达到提高 ROE 指标的财务目标某些时候会存在一定风险，虽然财务指标很多时候是为呈现给债权人、投资者更好看的数据，但归根结底是为企业发展、企业战略服务的，不能本末倒置。

2.2.4 权益乘数（EM）

权益乘数跟资产负债率挂钩，反映企业的偿债能力和财务杠杆的利用程度。资产负债率越高，EM 越大，在其他两个指标不变的情况下，股东权益报酬率也会增加，说明企业负债程度越高，可用较少的自有资金撬动较大的利益。但对投资者而言，高财务杠杆意味着高财务风险，会影响其对目标投资项目的信心，影响投资行为。研究发现，合理的较低

的权益乘数可以减少公司经营风险，提高企业经营水平^[13]。不同行业的资本密集度和运营模式不同，合理的权益乘数也会有所不同，故企业在调整其资本结构时，需要多方考虑，以做出更加科学合理的决策。

2.3 京保 REIT 财务指标分析

根据华夏基金公布的财务报告整理自基金合同生效之日至 2024 年 6 月 30 日的的数据，得出如下数据（表 2）：

表 2 京保 REIT 相关财务指标

指标 时间	2022.8.22 -2022.12.31	2023.1.1 -2023.6.30	增幅	2023.7.1 -2023.12.31	增幅	2024.1.1 -2024.6.30	增幅
净资产收益率	1.04%	1.23%	18.27%	1.24%	0.81%	1.30%	4.84%
营业净利率	44.03%	42.69%	-3.04%	42.43%	-0.61%	44.78%	5.54%
总资产周转率（次）	0.0213	0.0259	21.52%	0.0264	2.02%	0.0261	-1.19%
权益乘数	1.1102	1.1101	-0.01%	1.1101	0.00%	1.1087	-0.12%
资产负债率	9.93%	9.92%	-0.11%	9.92%	-0.01%	9.81%	-1.13%

京保 REIT 的股东权益报酬率和总资产利用率逐期提高，总资产周转率和营业净利率的变动对 ROE 影响程度较大，权益乘数的影响极小，营业净利率由负增长转向正向增长，总资产周转率出现负增长，股本乘数变化幅度微弱。

2.3.1 盈利能力分析

京保 REIT 自发行以来 ROE 持续上涨，表明京保 REIT 呈现出良好的发展态势，对于投资者释放了令人期待的信号，即该支基金的盈利能力稳中求进，投资者可以获得较为稳健的回报和分红。

京保 REIT 的营业净利率 2023 年出现下滑趋势，表明该基金盈利水平出现负面信号，可能会影响基金持有者信心，但京保 REIT 在营业收入和利润均出现增长的情况下营业净利率反而下降也表明企业营业成本增幅过高。NOP 是企业营销定价和成本控制的效果体现^[14]，京保 REIT 底层资产的营业成本过快增长，需要关注其成本控制策略是否合理。

2.3.2 营运能力分析

京保 REIT 的总资产的利用率有所提升，一般认为企业 TAT 维持在 0.8 比较合适，但京保 REIT 的总资产周转率远远低于该数值。究其原因，京保 REIT 底层资产主要是投资性房地产，主营业务收入为公租房的租金收入，然而公租房租金标准由政府定价，受政策性影响较大，两个公租房小区在租金定价时分别低于同区域租金水平高达 46%、44%，而

房地产市场租金逐年上涨，对于投资性房地产来说，受限的租金水平必然导致资产利用率不高，获得较低的投资收益。

另一方面，营业收入计期均在半年左右，但资产负债表中非流动资产在正常情况下年中和年底变化不会很大。由于数据的局限性，计算时营业收入采用近半数数值，导致该指标计算结果偏低，说明该指标的数据不能准确反映出该支 REIT 的营运能力，需要对比其他同类 REIT 的总资产周转率加以判断。

2.3.3 偿债能力分析

权益乘数维持在 1.11，资产负债率由 9.93% 降至 9.81%，变化幅度微乎其微，且资产负债率较低，对投资者来说无疑是令人放心的指标，预示着该支基金无法偿付债务的风险很小，投资可靠度可以保证。但另一方面也说明企业没有很好的利用财务杠杆，这与 REITs 底层资产的严格审批有关，过高的资产负债率和权益乘数势必会影响 REITs 产品的顺利过审。

2.4 与其他保障房 REITs 财务指标的横向对比

对比其他 5 只保障房 REITs，由于招商基金蛇口租赁住房 REIT 发售时间为 2024 年 9 月，目前还未公布年度或中期财务报告，暂不纳入本次比较范围。统计出杜邦分析法的主要指标，如表 3 所示：

表 3 已发售保障房 REITs 杜邦财务指标一览表

会计期间	基金名称	净资产收益率	营业净利率	总资产周转率(次)	权益乘数
2022.8.22 — 2022.12.31	京保 REIT	1.04%	44.03%	0.0213	1.1102
	红土创新深圳安居 REIT	1.05%	53.19%	0.0187	1.0559
	厦门安居	0.97%	40.07%	0.0239	1.0141
	华润有巢	0.57%	46.59%	0.0115	1.0724
	城投宽庭	-	-	-	-
2023.1.1 — 2023.6.30	京保 REIT	1.23%	42.69%	0.0258	1.1101
	红土创新深圳安居 REIT	1.03%	46.63%	0.0212	1.0152
	厦门安居	1.03%	35.26%	0.0286	1.0116
	华润有巢	0.17%	5.46%	0.0297	1.0712
	城投宽庭	-	-	-	-
2023.7.1 — 2023.12.31	京保 REIT	1.24%	42.43%	0.0264	1.1101
	红土创新深圳安居 REIT	0.98%	44.30%	0.0217	1.0152
	厦门安居	0.94%	31.40%	0.0293	1.0153
	华润有巢	0.23%	6.92%	0.0308	1.0745
	城投宽庭	-	-	-	-
2024.1.1 — 2024.6.30	京保 REIT	1.30%	44.78%	0.0261	1.1087
	红土创新深圳安居 REIT	1.01%	45.12%	0.0220	1.0154
	厦门安居	1.10%	35.90%	0.0300	1.0120
	华润有巢	0.36%	10.61%	0.0315	1.0718
	城投宽庭	1.27%	43.98%	0.0272	1.0591

2.4.1 盈利能力对比

几支 REITs 的营业净利率均出现下滑,净利润增幅较缓,出现这种情况的原因可能是房地产租赁市场的放缓,也可能是运营成本的增加。京保 REIT 的净资产收益率在 5 支保障房 REITs 中领先,说明该支基金的盈利能力高于行业整体盈利能力。这可能与京保 REIT 的底层资产区位有关,文龙家园和熙悦尚郡临近中关村和 CBD 地区,有庞大的目标群体,住房租赁需求旺盛。

2.4.2 营运能力对比

几支保障房 REITs 的总资产利用率都在提升,说明保障性租赁住房总资产的利用能力正在逐步增强。京保 REIT 总资产周转率增幅最大,但总资产周转率仅高于红土创新深圳安居 REIT,说明其运营能力在行业中竞争力较弱,在运营战略上,需要考虑如何提高资产的利用效率。

2.4.3 偿债能力对比

几支 REITs 权益乘数总体呈下降趋势,京保 REIT 的权益乘数在行业中最高,财务杠杆最大,说明财务风险相对于其他保障房 REITs 更高。结合财务报表数据可以发现,京保 REIT 和华润有巢 REIT 资产负债率高的原因是未经抵消

的递延所得税负债较多引起负债总额增加。

3. 京保 REIT 存在的问题及建议

3.1 存在的问题

3.1.1 应收账款增加

熙悦尚郡公租房项目的租金收缴率出现下降,会导致应收账款增加,增加坏账损失。租金收缴率的下降也会影响营业收入的增加,进而影响其他指标的计算结果。

3.1.2 成本支出过多

在熙悦尚郡项目上调租金、出租率上涨的情况下京保 REIT 的营业净利率仍出现下滑,表明运营成本增幅过高,2023 年开始管理人报酬、信用减值损失和资产减值损失出现大幅上涨,导致营业成本增加。

3.1.3 资产利用效率低下

京保 REIT 总资产利用率在行业中处于弱势,这可能会导致其竞争力下降,影响投资者的信心。总资产周转率增幅较大表明京保 REIT 资产的利用能力偏低,还有较大提升潜力。

3.1.4 递延所得税负债占比大

京保 REIT 的递延所得税负债占比较高,存在税务风险。过多的递延所得税负债意味着企业未来将面临更高的税负,

会增加财务成本,影响资金流和盈利能力。而且税率的变动或税法的修改可能会影响递延所得税负债的金额,增加企业面临的不确定性。

3.2 改善建议

3.2.1 催收应收账款

管理公司应定期审查应收账款情况,对逾期或即将到期账款进行跟进,催收应收账款,减少坏账风险。公租房筛选的租户需要有稳定工作和连续社保,公租房租金也大幅低于市场租金,故租户具备及时支付租金的能力。运营方可根据往期租金支付速度和额度评估租户的信用等级,制定不同的授信策略和租金催收策略,对于高风险租户,需要采取更严格的授信政策,如要求更高的押金或提前支付租金。对于逾期账款,与客户及时沟通,了解原因并协商解决方案,必要时需要采取法律手段追讨欠款。

3.2.2 控制成本费用

运营方需要分析成本费用增加的原因,是否出现过度的支出,在保证优质的管理服务的前提下,缩减不合理成本。针对管理费用和管理人报酬过高的情况,可根据项目规模和业务需求合理配置人员,避免人浮于事,同时加强培训提高员工的工作效率和业务能力。建立健全财务管理制度,对各项收入和支出进行详细记录和分析,及时发现并解决问题,对各项费用进行严格的审批和监控,避免不必要的开支,降低运营成本。

3.2.3 优化营销战略

公租房项目按政策需配建一定比例的商业服务用房,这些商服用房按照规定也一并纳入保障房 REITs 底层资产范围。在住宅租金标准受到政策限定的情况下,如何配置好商业服务设施,引入盈利前景好的商业项目来服务广大租户也是值得运营方制定营销战略时认真考虑的一点。同时提供物业管理和增值服务,利用智能科技提升经营效率和顾客体验,以提高租户满意度和吸引力。

3.2.4 制定合理的税务筹划

基金管理公司应合理规划税务策略,确保递延所得税负债的合理性,避免因税务问题而影响企业的正常运营和长期发展。同时密切关注税法的变化,及时调整税务策略,以应对可能的风险。还需定期进行税务风险评估,监控递延所得税负债的变化,及时调整税务筹划策略,确保筹划方案的有效性及合规性。

4. 结论

京保 REIT 整体发展态势较好,盈利能力在所有保障房 REITs 中保持领先,较低的财务杠杆也可令投资者放心。但京保 REIT 底层资产在运营过程中呈现出一些问题,如租金收缴率下引起应收账款增加会增加坏账风险、运营成本增幅过大等。对应挖掘出的问题,本文有针对性地提出了对租户进行信用评级,减少应收账款增加引起的坏账风险;在运营成本和管理费用方面加强审核,控制不合理的支出;优化配置商业服务设施增加营业收入等一系列建议,以提高 REITs 底层资产的盈利性。

由于我国公募 REITs 发行时间较短,尤其是保障房 REITs 均于 2022 年下半年开始发售,截至目前公开的财务数据较少,不能很好的反映保障房 REITs 的盈利能力和发展潜力,也影响了投资者对 REITs 的判断,导致保障房 REITs 在二级市场交易时活跃度不够。但公募 REITs 对底层资产有着严格的筛选和监管,项目运营时间原则上不低于 3 年,并且要有持续稳定的收益。保障房 REITs 在国家政策的大力扶持下,有效缓解了城市住房压力,保障房租金低于周边商品房市场租金,吸引了较多的符合申请条件的租客,可以保证未来有持续稳健的运营收益,发生亏损的风险很小,因此对保障房 REITs 的盈利前景仍然值得期待。

参考文献:

- [1] 王铭磊. 基础设施 REITs 与 PPP 的融合创新 [J]. 中国金融, 2023(05):71-72.
- [2] 张均斌. 公募 REITs 能扛起保障性租赁住房融资重任吗 [N]. 中国青年报, 2022-08-23(006). DOI:10.38302/n.cnki.nzqqn.2022.003013.
- [3] 孙杰. 全国首单公租房公募 REITs 花落北京 [N]. 北京日报, 2022-08-06(002). DOI:10.28033/n.cnki.nbjrb.2022.004505.
- [4] 任荣荣, 李泽正. 保租房 REITs 上市的示范意义 [J]. 中国金融, 2022,(18):80-81.
- [5] 华夏基金. 华夏北京保障房中心租赁住房封闭式基础设施证券投资基金招募说明书更新(2023年8月17日公告) [2]. (2022-08-17). <https://www.chinaamc.com/guanyu/gonggao/7862867.shtml>.
- [6] 温素彬, 赵心舒, 李慧. 杜邦分析法: 解读与应用案例——杜邦分析法在金融业的应用 [J]. 会计之

友,2023(12):150-155.

[7] 赵云鸽. 基于杜邦分析法的企业盈利能力分析研究——以珀莱雅公司为例 [J]. 营销界,2023,(19):167-169.

[8] 贺莉. 财务分析在企业经济管理中的作用探讨 [J]. 金融客,2023(03):87-89.

[9] 李薇. 会计盈利与股价变动动态相关性实证研究 [J]. 中国注册会计师,2019(07):57-61.DOI:10.16292/j.cnki.issn1009-6345.2019.07.008.

[10] 戴庆文. 我国上市公司股价收益率的影响因素分析 [J]. 会计之友,2012,(10):114-116.

[11] 江晓洁. 财务分析为企业经营决策提供信息的探索 [J]. 中国集体经济,2023(13):141-144.

[12] 唐国储. 不动如山:谈资产周转率 [J]. 中国金融,2018,(09):104.

[13] 何宜庆,万珍,李政通. 企业负债、社会责任与公司经营绩效——基于规模、资产与股权结构的解释 [J]. 财会月刊,2018(06):3-10.DOI:10.19641/j.cnki.42-1290/f.2018.06.001.

[14] 马雯曦. 基于杜邦分析法的企业盈利能力分析——以五粮液集团为例 [J]. 国际商务财会,2023,(24):65-69.