

行业研究/深度研究

2018年10月14日

行业评级：

房地产 增持（维持）

贾亚童 执业证书编号：S0570517090003
研究员 jiaayatong@htsc.com

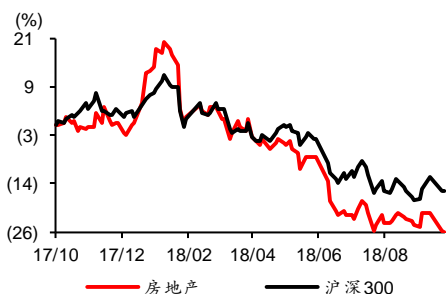
韩笑 执业证书编号：S0570518010002
研究员 hanxiao012792@htsc.com

林正衡 021-28972087
联系人 linzhengheng@htsc.com

相关研究

- 1《三六五网(300295,增持): 国内领先的互联网居家服务商》2018.10
- 2《中南建设(000961,买入): 结转发力, 三季度预增 200%-220%》2018.10
- 3《荣盛发展(002146,买入): 销售延续增长, 配置价值显现》2018.10

一年内行业走势图



资料来源：Wind

租赁风起，房企和中介具禀赋优势

住房租赁市场深度报告之一

核心观点

我们预计在人口流动和政策利好驱动下，我国租赁人口和租金水平将有较大提升空间，住宅租赁市场规模有望由 2017 年约 1.2 万亿元提升至 2025 年约 2.33 万亿元，机构渗透率有望快速提升。融资和房源获取是住房租赁业务链条上门槛最高的两个环节，房地产中介凭借房源获取方面的禀赋优势，有望最为受益行业发展。我们建议投资者从两个维度筛选住房租赁投资标的：第一个维度是住房租赁业务已初具规模的房地产开发商，推荐万科 A、金地集团；第二个维度是住房租赁业务已初具规模的房地产中介，推荐世联行。

租购并举政策引领，土地融资双重利好

2018 年中央及各部委对住房租赁市场的表态基本延续此前框架，主要从供给侧改善入手，着重在土地和融资端发力，力求降低项目获取成本，拓宽融资渠道，提升住房租赁企业的盈利空间和规模发展速度。土地方面：多地推出自持地块，将成为新增租赁住房的重要来源，其中纯租赁地块楼面价相对周边地块折价较多，有望降低住房租赁企业的房源获取成本，提升租金收益率。融资方面：多家房企成功发行住房租赁资产证券化产品，在证监会、住建部政策支持下，我们期待我国后续在 REITs 产品的创新上能有进一步的突破。

轻重集散，模式各有千秋；房中酒创，主体优劣分明

商业模式方面：重资产集中式扩张速度慢，但盈利能力强；轻资产集中式在扩张速度和盈利能力上较为平衡；轻资产分散式扩张速度快，但盈利能力弱；重资产分散式扩张速度慢，盈利能力一般，性价比最差，因此实践中较少出现。参与主体方面：当前我国住房租赁市场主要包括房地产开发商、房地产中介、酒店、创业公司四类参与主体，其中，房地产开发商强于融资、房源获取、装修改造，弱于获客、运营；房地产中介强于房源获取、获客，弱于运营；酒店强于装修改造、运营，弱于获客；创业公司禀赋相对弱势，但部分品牌具备先发优势。

中微观二元展望，房企和中介有望最为受益行业发展

展望未来，我们预计在人口流动和政策利好驱动下，我国租赁人口和租金水平将有较大提升空间，租赁市场规模和机构渗透率有望快速提升。从商业模式的角度看，尽管重资产集中式在盈利能力方面具有相对优势，但行业目前处于跑马圈地的快速发展阶段，我们认为有必要适当通过轻资产模式快速提升规模。从参与主体的角度来看，由于融资和房源获取是住房租赁业务链条上门槛最高的两个环节，房地产开发商和中介凭借这两个环节上的优势，在开展住房租赁业务时相对酒店和创业公司，具有禀赋优势，有望最为受益行业发展。

风险提示：中观方面，租赁人口和租金水平的增长可能不及预期；微观方面，住房租赁企业盈利不确定性较大；负面新闻可能对行业造成不利影响。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
000002	万科 A	21.80	买入	2.54	3.20	3.95	4.54	8.58	6.81	5.52	4.80
600383	金地集团	8.18	买入	1.52	1.74	1.96	2.19	5.38	4.70	4.17	3.74
002285	世联行	5.08	买入	0.49	0.58	0.75	0.98	10.37	8.76	6.77	5.18

资料来源：华泰证券研究所

正文目录

租购并举政策引领，土地融资双重利好	4
政策：延续此前框架，聚焦供给侧改善	4
土地：自持地块增多，纯租赁助降成本	5
融资：ABS 稳步推进，租金贷或被限制	8
轻重集散，模式各有千秋；房中酒创，主体优劣分明	11
轻重集散，四象限剖析模式千秋	11
轻资产 vs 重资产：盈利能力和拓展速度的取舍	12
集中式 vs 分散式：依旧是盈利能力和拓展速度的取舍	13
房中酒创，五维度研判主体优劣	14
房地产开发商：融资、房源获取、装修改造强势，获客、运营弱势	14
房地产中介：房源获取、获客强势，运营弱势	15
酒店：装修改造、运营强势，获客弱势	16
创业公司：禀赋相对弱势，但部分品牌具备先发优势	16
中微观二元展望，房企和中介有望最为受益行业发展	18
中观：人口流动+政策利好双重驱动，我国租赁市场规模或将快速提升	18
人口流动：热点一二线城市吸引力强，租赁需求或将持续旺盛	18
政策利好：租购同权抬高租赁价值，或将提升租房人口和租金水平	20
微观：机构渗透率有望提升，房企和中介具备禀赋优势	21
投资建议	24

图表目录

图表 1：2015 年以来关于住房租赁的主要政策、会议	4
图表 2：北京、上海以及加快发展住房租赁市场的试点城市最新租赁住房供应计划	5
图表 3：上海、杭州、北京土拍成交较多自持建面（截至 2018 年三季度末）	6
图表 4：上海纯租赁地块楼面价相较周边地块明显折价	6
图表 5：杭州纯租赁地块楼面价相较周边地块明显折价	6
图表 6：北京纯租赁地块楼面价相较周边地块明显折价	7
图表 7：南京纯租赁地块楼面价相较周边地块明显折价	7
图表 8：房源获取成本占轻资产长租公寓企业成本结构（不考虑资金成本）的 70%	7
图表 9：截至 2018 三季度末，上海纯租赁地块竞得人均为国企	8
图表 10：截至 2018 三季度末，部分房企住房租赁资产证券化情况	9
图表 11：我国住房租赁企业两种资产证券化融资渠道的对比	9
图表 12：我国类 REITs 产品与成熟资本市场公募 REITs 的对比	9
图表 13：部分轻资产住房租赁企业利用“租金贷”快速回流现金，占用租客贷款	10
图表 14：住房租赁商业模式象限图	11
图表 15：重资产模式举例：通过纯租赁用地拍卖获取物业产权和使用权	12
图表 16：轻资产模式举例：魔方公寓通过租赁获得物业使用权	12

图表 17: 集中式和分散式模式对比.....	13
图表 18: 集中式模式举例: 万科泊寓.....	13
图表 19: 分散式模式举例: 自如整租/友家.....	13
图表 20: 国内住房租赁市场参与主体主要包括四大类别.....	14
图表 21: 住房租赁参与主体优劣图.....	14
图表 22: 截至 2018 年三季度末, 部分房企的住房租赁布局.....	15
图表 23: 截至 2018 年三季度末, 部分房地产中介的住房租赁布局.....	16
图表 24: 截至 2018 年三季度末, 部分酒店的住房租赁布局.....	16
图表 25: 创业公司是住房租赁市场的重要参与者.....	17
图表 26: 截至 2018 年三季度末, 主要住房租赁创业公司布局情况.....	17
图表 27: 第六次人口普查至 2017 年常住人口年均增量前 20 城市.....	18
图表 28: 第六次人口普查至 2017 年常住人口年均增量末 20 城市.....	18
图表 29: 第六次人口普查至 2017 年, 多数人口流入热点城市常住人口保持稳健的增长势头 (单位: 万人).....	19
图表 30: 我国城镇平均租赁人口占比相比发达国家仍有较大提升空间.....	19
图表 31: 北上深租赁人口占比相比美国、德国大都市仍有提升空间.....	19
图表 32: 北上深租赁房屋相对部分发达城市, 存在一定程度的供不应求.....	20
图表 33: 2017 年 7 月以来部分城市“租购同权”相关政策.....	21
图表 34: 2017 年我国租赁市场机构渗透率相较美日增长空间较大.....	22
图表 35: 2018 年 7 月我国主要人口净流入城市租金收益率较低.....	22
图表 36: 2018 年二季度末美国租金收益率超过 5%.....	22
图表 37: 北京市租客租住体验不佳的原因占比.....	23
图表 38: 部分 A 股上市公司住房租赁业务盈利情况.....	24
图表 39: 推荐公司盈利预测及估值情况 (华泰预测, 截至 2018 年 10 月 12 日).....	24

租购并举政策引领，土地融资双重利好

政策：延续此前框架，聚焦供给侧改善

自2015年住建部出台《住房城乡建设工作部关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》以来，中央及地方政府陆续出台一系列支持政策，旨在扶持住房租赁市场发展。但由于当年恰逢房地产行业新一轮小周期的起点，政府和资本市场的关注重心仍然在于新房市场和房地产调控政策的博弈之上，对住房租赁市场的关注度一般。直到2017年下半年，住建部、发改委、公安部、财政部、原国土资源部、人民银行、税务总局、工商总局、证监会九部委共同发布《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，十九大强调建立“多主体供给、多渠道保障、租购并举”的住房制度，资本市场对住房租赁的关注度才重新提升。

2018年，中央及各部委对住房租赁市场的表态基本延续此前框架，主要从供给侧改善入手，着重在土地和融资端发力，力求降低项目获取成本，拓宽融资渠道，提升住房租赁企业的盈利空间和规模发展速度。具体来看，土地方面，原国土部、住建部、农业农村部均强调推进利用集体建设用地建设租赁住房，住建部对租赁用地的供应占比做出要求；融资方面，证监会、住建部首次联合对住房租赁资产证券化出台支持性文件，银保监会鼓励符合条件的保险公司、保险资产管理机构参与长租市场建设。

图表1：2015年以来关于住房租赁的主要政策、会议

时间	发布人	内容
2015.1	住建部	《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》，要求地方简办住房租赁信息政府服务平台，积极培育经营住房租赁的机构，用3年时间，建设渠道多元、总量平衡、结构合理、服务规范、制度健全的住房租赁市场。
2015.11	国务院	《国务院办公厅关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》，首次将公寓出租纳入生活服务业，要求重点发展短租公寓、长租公寓等细分业态。
2015.12	中央经济工作会议	提出以建立购租并举的住房制度为主要方向，把公租房扩大到非户籍人口。
2016.5	国务院常务会议	指出要确定培养和发展住房租赁市场的措施，推进新型城镇化满足群众住房需求。
2016.6	国务院	《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，培育市场供给主体，鼓励住房租赁消费，完善公共租赁住房，支持租赁住房建设，加大政策扶持力度，加强住房租赁监管，6个方面全面部署加快培育和发展住房租赁市场工作。
2016.12	中央经济工作会议	坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”定位，加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。
2017.5	住建部	《住房租赁和销售管理条例（征求意见稿）》，鼓励专业化住房租赁企业长期经营，建立政府市场监管与激励机制，保障出租人和承租人的权利和义务。
2017.7	九部委	《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，选取选取广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山、肇庆等12个人口净流入的大中城市开展试点工作，培育住房租赁企业，打通融资渠道，增加租赁土地供应，盘活存量房屋，建设政府住房租赁交易服务平台。
2017.8	原国土部、住建部	《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》，确定第一批在北京、上海、沈阳、南京、杭州、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等13个城市开展利用集体建设用地建设租赁住房试点。
2017.10	十九大报告	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居。
2017.12	中央经济工作会议	加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。
2018.1	原国土部	全国国土资源工作会议，深化利用农村集体经营性建设用地建设租赁住房试点，推动建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居。
2018.2	央行	中国人民银行2018年工作会议，建立健全住房租赁金融支持体系，支持培育和发展住房租赁市场。
2018.3	政府工作报告	支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让广大人民群众早日实现安居宜居。
2018.4	证监会、住建部	《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》，明确了开展住房租赁资产证券化的基本条件，优先支持大中城市、雄安新区等国家政策重点支持区域和利用集体建设用地建设租赁住房试点城市的住房租赁项目开展资产证券化。
2018.5	住建部	《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，力争用3-5年时间，公租房、租赁住房、共有产权住房用地在新增住房用地供应中的比例达到50%以上。
2018.6	银保监会	符合条件的保险公司可通过直接投资，保险资产管理机构通过发起设立债权计划、股权计划、资产支持证券、保险私募基金参与长租市场建设。
2018.6	农业农村部	在符合规划的前提下，利用闲置的各类房产设施、集体建设用地等，以自主开发、合资合作等方式来发展租赁物业。

资料来源：中国政府网，中央及各部委网站，华泰证券研究所

地方层面,《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》中的12个试点城市,以及北京和上海,截至2018上半年末基本都出台了详尽的租赁住房供应计划,对租赁用地供应面积、租赁住房供应套数、供应主体等内容进行了具体规划。根据各城市地方政府官网,广州、深圳明确租赁住房供应将占新房供应的20%,杭州、南京则为30%。此外,2018上半年部分城市对住房租赁政策进行落地和细节完善,比如北上广深、杭州、成都等十余个一二线城市搭建了统一监管的住房租赁服务平台,东莞、青岛、常州、浙江等多个省市出台出租房消防管理条例。

图表2: 北京、上海以及加快发展住房租赁市场的试点城市最新租赁住房供应计划

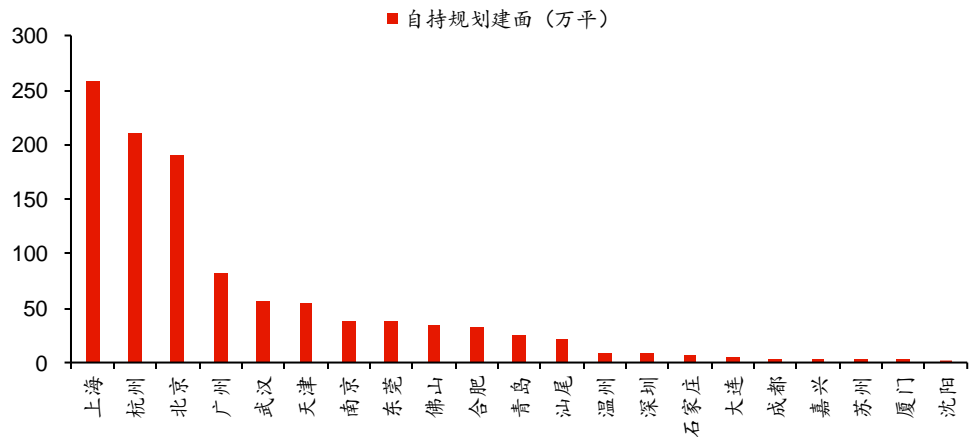
城市	租赁住房供应计划
北京	2018-2021年将供应约800万平集体土地用于建设租赁住房,每年约建设租赁住房10万套
上海	2016-2020年供应租赁住房用地1700万平,建设租赁住房70万套;2018年将加大租赁住房建设力度,支持专业化、机构化的代理经租企业发展,新建和转化租赁房源20万套,新增代理经租房源9万套,建立住房租赁服务平台,落实相应的公共服务
广州	2017-2021年供应租赁住房用地825万平,建设租赁住房15万套,占市场化住房20%;到2020年,全市计划利用集体建设用地建设租赁住房建筑面积300万平,每年批准建筑面积按100万平控制
深圳	2018-2035年新增建设筹集各类住房共170万套,其中公共租赁住房供应比例为20%;2018年7月31日后,除已批准的商务公寓外,各类地上建设的商务公寓一律只租不售且不得改变用途,对外出租单次租期原则上不超过10年
成都	2018年推出2.5万套公租房源,到2021年全市租赁住房保有量达151万套、1.36万平,较2017年增长25%、22%
郑州	2017-2020年利用国有土地建设租赁住房3.8万套,利用集体土地和自有土地建设5000套,建设特色租赁小区5000套
杭州	2018-2020年新增租赁住房占新增商品住房总量的30%,2018年将筹集1万套蓝领公寓
南京	2018年计划出让600万平商品住宅用地,其中租赁住房用地不低于30%,筹集租赁房源100万平;到2020年底,建成一批利用集体建设用地建设租赁住房试点项目,建设集体租赁住房总建面30万平左右
武汉	2018年通过新建、改建、配建、长租等多种渠道筹集租赁住房不少于3万套(间),约100万平
厦门	力争在2018年底前在各园区内及周边建设配套不少于10万平、2000间租赁公寓
合肥	2018年筹集租赁住房1.5万套,到2020年,筹集各类集中式租赁住房约16万套,其中:房企建设自持租赁住房2万套;2017-2020年完成集体用地建设租赁住房试点目标5000套,建设面积约45万平,其中2017年底启动试点项目,2018年完成1000套,2019年完成2000套,2020年完成2000套
佛山	2018-2020年计划推出不少于2万套品牌租赁住房

资料来源:中指院,地方政府官网,华泰证券研究所

土地: 自持地块增多, 纯租赁助降成本

通过土地招拍挂取得的自持地块,是企业可用来建设增量租赁住房的重要来源。根据中指院的统计,截至2018年三季度末,全国多个住房租赁需求较强的城市都有自持宅地成交。其中,上海、杭州、北京的自持建面最多,分别达到258、210、190万平。广州、南京、武汉、佛山、合肥等住房租赁试点城市也有至少30万平的自持建面成交。我们预计同为试点城市的深圳、厦门、成都、郑州,后续或会加大自持地块的供应。

图表3: 上海、杭州、北京土拍成交较多自持建面 (截至2018年三季度末)



资料来源: 中指院, 华泰证券研究所

进一步分析, 自持地块可以分为被动自持地块和主动自持地块, 纯租赁地块 (包括部分集体建设用地转租赁地块) 是主动自持地块中的特殊类别。纯租赁地块相较其他自持地块在成交楼面价方面具有较大优势。

被动自持地块指土地拍卖达到最高限价, 转入竞自持面积的环节, 从而被动形成的自持地块。这类地块通常竞拍较激烈, 溢价率较高, 自持建面用于建设租赁住房的成本压力较大。根据中指院的统计, 截至2018上半年末, 北京4宗竞自持比例达100%的地块, 尽管在限价保护下, 楼面价相较周边地块平均折价20.2%, 但相较同时段北京商品住宅成交楼面均价依旧溢价32.5%; 上海4宗竞自持达15%的地块, 楼面价相较周边地块平均溢价34.0%。

主动自持地块指土地出让文件中明确要求部分甚至全部建面需由竞得人自持, 从而主动形成的自持地块。由于不同地块对于自持建面比例、土地属性、自持期限的要求不同, 主动自持地块的成交楼面价高低不一。不过, 主动自持地块中存在一类专门规划用于建设租赁住房的纯租赁地块。这类地块通常起拍价较低, 且基本都是底价定向出让给当地国企, 成交楼面价相对较低。根据中指院的统计, 截至2018上半年末, 上海、杭州、北京、南京的代表性纯租赁地块楼面价分别相较周边地块平均折价79.7%、78.5%、55.6%、80.7%。

图表4: 上海纯租赁地块楼面价相较周边地块明显折价



资料来源: 中指院, 华泰证券研究所

图表5: 杭州纯租赁地块楼面价相较周边地块明显折价



资料来源: 中指院, 华泰证券研究所

图表6: 北京纯租赁地块楼面价相较周边地块明显折价



资料来源: 中指院, 华泰证券研究所

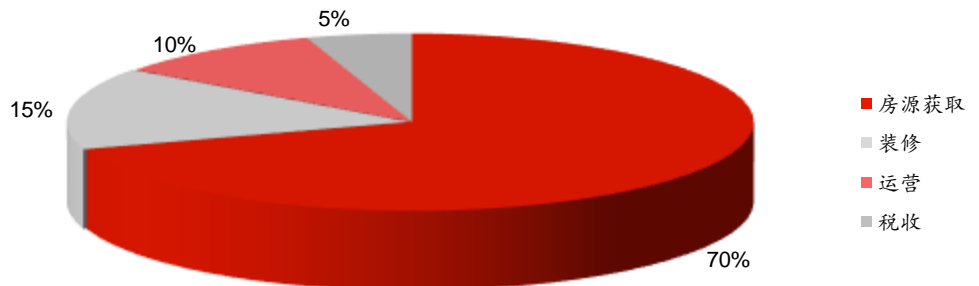
图表7: 南京纯租赁地块楼面价相较周边地块明显折价



资料来源: 中指院, 华泰证券研究所

我们认为, 盈利难是困扰住房租赁企业的关键问题, 而租赁房源获取成本高昂是盈利难的主要原因之一 (另一主要原因是租金水平偏低)。根据链家研究院的数据, 轻资产长租公寓企业的成本结构 (不考虑资金成本) 中, 房源获取成本占 70%。

图表8: 房源获取成本占轻资产长租公寓企业成本结构 (不考虑资金成本) 的 70%



资料来源: 链家研究院, 华泰证券研究所

注: 2016年数据, 考虑到房租上涨等因素, 当前房源获取成本占比可能进一步提升

纯租赁地块楼面价相对周边地块折价较多, 不管是重资产模式下自持或收购纯租赁地块, 还是轻资产模式下租赁纯租赁地块的房源, 住房租赁企业的房源获取成本都有望明显降低, 在给定租金水平下, 租金收益率将明显提升。北京、上海、广州、杭州、南京等重点城市都在 2018-2020 年的国有用地供应计划中明确了纯租赁用地的供应数量, 我们预计未来效仿这一模式的城市有望逐渐增加, 纯租赁用地的供应量有望快速提升。

但是, 截至 2018 年上半年, 各地成交的纯租赁地块主要都是底价定向出让给市属和区属国企, 龙头房企、中介、酒店、创业公司等现有住房租赁市场参与主体竞得纯租赁地块的比例非常低。以自持地块供给最为充分的上海为例, 截至 2018 年上半年, 根据我们土地日报的统计, 上海成交的所有纯租赁地块竞得人均均为市属和区属国企。而据中指院统计, 北京、杭州、南京、广州 2018 年上半年纯租赁地块也几乎都由地方国企竞得, 其中北京出让的集体建设用地转租赁住房地块则主要由集体经济组织主导。

考虑到我国住房租赁市场仍处于试点发展的早期阶段，我们认为国企获取租赁地块的目的是要发挥压舱石和稳定器的重要作用，有利于增量租赁房源及时推向市场，也有利于维系租金的稳定，短期内预计仍将是低价纯租赁地块的主要竞得人，但未来在拿地和运营环节或将逐渐向更多参与主体开放。例如，万科、华润等龙头房企已竞得纯租赁地块。根据经济观察报的报道，万科总裁祝九胜先生在万科 2018 中期业绩会上表示，截至 2018 上半年末，万科已在北京、佛山、深圳等地获取 6 个租赁地块；而华润置地也在 2018 年 8 月竞得上海松江区 1 宗纯租赁地块。

图表 9: 截至 2018 三季度末，上海纯租赁地块竞得人均为国企

时间	竞得人	竞得人属性	区域	建面 (万平)	总价 (亿元)	楼面价 (元/平)	备注
2017/12/12	上海地产	国企	黄浦区	5.0	4.9	9760	底价成交；租赁住房用地，套数下限 630 套
2017/12/12	浦东开发集团	国企	浦东新区	12.9	5.6	4316	底价成交；租赁住房用地，套数下限 1245 套
2017/12/12	莘庄工业区经济技术发展有限公司	国企	闵行区	17.0	9.0	5271	底价成交；租赁住房用地，套数下限 2755 套
2018/1/3	中集集团	国企	宝山区	6.3	2.8	4544	底价成交；租赁住房用地，套数下限 531 套，配建并无偿移交公共设施（建面 1.2%）
2018/1/3	上海淀山湖新城发展有限公司	国企	青浦区	4.5	1.6	3571	底价成交；租赁住房用地，套数下限 626 套，配建并无偿移交公共设施（建面 9.3%）
2018/1/3	上海城投	国企	崇明区	6.1	0.9	1520	底价成交；租赁住房用地，套数下限 600 套，配建停车库和公共设施（建面 34.1%）
2018/1/16	上海新松江置业	国企	松江区	4.0	1.4	3590	底价成交；租赁住房用地，套数下限 805 套
2018/1/16	市北高新	国企	静安区	15.3	12.5	8163	3 地块底价成交；租赁住房用地
2018/1/16	上海卫百辛	国企	杨浦区	1.3	0.9	7229	底价成交；租赁住房用地，套数下限 318 套
2018/3/21	光明食品集团	国企	徐汇区	3.5	3.0	8557	底价成交；租赁住房用地，套数下限 584 套
2018/3/21	中国建筑	央企	松江区	11.3	4.0	3550	底价成交；租赁住房用地，套数下限 1693 套
2018/5/31	上海城投	国企	杨浦区	8.5	6.8	8000	底价成交；租赁住房用地
2018/7/12	上海卫百辛	国企	杨浦区	2.4	1.7	7201	底价成交；租赁住房用地
2018/7/12	上海卫百辛	国企	杨浦区	1.1	0.8	7452	底价成交；租赁住房用地
2018/8/14	城投控股	国企	杨浦区	4.4	3.6	8087	底价成交；租赁住房用地
2018/8/23	华润置地	央企	松江区	5.1	1.8	3592	底价成交，租赁住房用地，套数下限 1015 套
2018/8/23	上海地产	国企	浦东新区	7.3	10.1	13889	底价成交，租赁住房用地，套数下限 500 套
2018/9/11	上海地产	国企	嘉定区	3.3	1.7	5200	底价成交；租赁住房用地

资料来源：观点地产网，好地网，华泰证券研究所

融资：ABS 稳步推进，租金贷或被限制

融资困难是阻碍住房租赁企业规模扩张的主要原因。不管是采用重资产模式还是轻资产模式，住房租赁企业在获取房源时都需要一次性付出大量现金（重资产模式下需要买断物业产权，轻资产模式下通常需要一次性向房东支付押金和部分租金），再加上装修改造的开支，初期现金流出较大。而租金收入则是长期稳定的现金流入。现金流出和流入周期的不匹配，使得住房租赁企业经常面临现金流为负的困境。若不进行融资，则规模扩张将非常缓慢。

由于住房租赁具有“资产特定化、租金收入稳定、运营模式清晰”的特点，符合资产证券化对于基础资产及其现金流的相关要求，是适合开展资产证券化业务的行业。为了帮助住房租赁企业盘活存量物业资产、满足他们的融资需求，2018 年 4 月，证监会、住建部首次联合对住房租赁资产证券化出台支持性文件。2018 年前 8 月，碧桂园、中国恒大、保利地产等品牌房企均成功获批发行长租公寓资产证券化产品。而在 2017 年下半年，魔方公寓、链家自如等非房地产开发企业也曾发行类似产品。在政策支持下，我们预计未来会有更多住房租赁企业通过资产证券化获得长期、低成本的融资支持。

图表 10: 截至 2018 三季度末, 部分房企住房租赁资产证券化情况

企业	获批时间	资产证券化类型	规模 (亿元)
越秀地产	2018 年 2 月	类 REITs	50
碧桂园	2018 年 2 月	类 REITs	100
保利地产	2018 年 3 月	类 REITs	50
世茂房地产	2018 年 3 月	ABS	5
阳光城	2018 年 4 月	类 REITs	30
中南寓见	2018 年 4 月	类 REITs	3.8
旭辉领寓	2018 年 6 月	类 REITs	30
中国恒大	2018 年 7 月	ABS	100
远洋地产	2018 年 8 月	ABS	50
泰禾集团	2018 年 9 月	ABS	50

资料来源: 中指院, 公司公告, 华泰证券研究所

截至 2018 年 8 月末, 我国住房租赁企业主要使用 ABS 和类 REITs 两种资产证券化融资手段。对于住房租赁企业而言, 我们认为成熟资本市场的公募 REITs 是相对更优的资产证券化方式, 主要原因为: 第一, REITs 投资者间接拥有物业产权, 在租金收益之外还能享受物业增值收益, 从而弥补租金收益率偏低的缺陷, 使得产品收益率能够达到投资者要求的水平; 第二, REITs 分红可抵扣所得税, 进一步提高收益率; 第三, REITs 没有到期期限, 与住房租赁企业的长运营周期更加匹配, 避免产品到期退出时变卖物业的问题; 第四, REITs 是可在公开市场交易的公募产品, 流动性较高, 能够吸引较多投资者购买。

但是, 我国目前推出的类 REITs 仍是一个没有税收优惠、具有到期期限的私募偏债型产品。我们认为, 与成熟资本市场的公募 REITs 相比, 我国类 REITs 大规模推广的最大障碍在于底层物业资产租金收益率偏低, 这就意味着底层物业资产必须在类 REITs 到期之前产生足够高的增值收益, 从而在扣除税费后, 能够弥补租金收益率的不足。这就使得能够符合收益率要求的底层物业资产较为稀缺, 从而制约了产品的融资规模。在鼓励住房租赁资产证券化的政策支持下, 我们期待我国后续在 REITs 产品的创新上能有进一步的突破。

图表 11: 我国住房租赁企业两种资产证券化融资渠道的对比

	ABS	类 REITs
底层资产	租金收益权或租金相关贷款	物业产权和租金收益权
收益保障	租金及管理费等	物业增值、租金及管理费等
原始权益人是否需拥有物业产权	否	是
专项计划是否间接拥有物业产权	否	是

资料来源: 华泰证券研究所

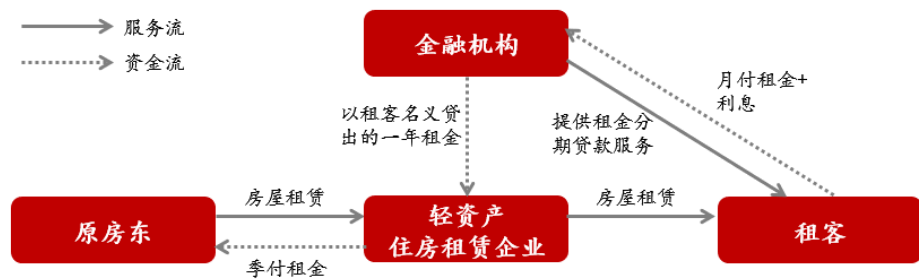
图表 12: 我国类 REITs 产品与成熟资本市场公募 REITs 的对比

	我国类 REITs	海外成熟资本市场公募 REITs
属性	混合, 偏债属性	权益属性
组织形式	专项计划	信托基金或投资公司
产品结构	优先级、次级	平层
负债及抵押	优先级, 物业一般抵押给计划	外部负债, 有比例限制
流动性	场外市场, 最低门槛 100 万元	公开市场, 交易门槛 1000 股
投资者人数	不超过 200 人	不限
期限	一般三年设置开放期	永续
增信	差额补足、流动性支持等	少数有收益增信
分配	优先级固定收益	强制分红比例
投资者收益	优先级固定、次级靠增值	分红及资本增值
税务	无优惠, 产品有增值税	一般分红可抵扣所得税
管理模式	被动管理, 重现金流归集	主动管理, 重业绩

资料来源: 《中国租赁住房 REITs 市场发展研究》, 华泰证券研究所

根据新华网、人民网等媒体报道，部分轻资产住房租赁企业为了快速回笼现金、提升规模扩张速度，存在诱导租客使用“租金贷”产品，占用租客贷款用于拓展房源的问题。该模式实际上形成了资金池和期限错配，推高了住房租赁企业的杠杆水平。一旦住房租赁企业资金链出现问题，可能造成租客付了租金但房东未收到租金的局面，从而引发租赁合同纠纷，甚至会造成租客贷款违约影响信用。2018年8月27日，深圳市互联网金融协会发布《关于防范“长租公寓”业态涉互联网金融的风险提示》，严禁互联网金融平台与违法违规从事长租公寓业务的中介服务商开展类似“租金贷”业务合作。8月29日，西安市住房保障和房屋管理局表示，凡是涉嫌“租金贷”违法违规的企业或个人，其行为一经查实，将严格依法处罚。考虑到“租金贷”既可能引发金融风险，还可能造成不良的社会影响，我们预计后续会有更多文件出台，限制相关业务的开展。

图表 13: 部分轻资产住房租赁企业利用“租金贷”快速回流现金，占用租客贷款



资料来源：华泰证券研究所

轻重集散，模式各有千秋；房中酒创，主体优劣分明

我国住房租赁市场同时存在四类交易模式：

第一类是最原始的 C2C 模式，即房东和租客直接交易的模式，存在较为严重的信息不对称问题，交易匹配效率较低。

第二类是在第一类模式基础上进化而来的 C2B2C 模式，即链家、我爱我家等房地产中介扮演房东和租客之间的桥梁，一定程度上减轻了信息不对称程度、提高了交易匹配效率。但住房租赁的信息不对称问题仍然突出，租客体验依旧较差，主要因为房源禀赋、房东需求、租客需求千差万别，匹配难度确实较大。

在此背景下，第三类 B2C 模式应运而生，住房租赁企业直接成为房东（重资产模式下）或二房东（轻资产模式下），通过输出标准化的房源和标准化的租赁合同，使得交易匹配效率进一步提升。

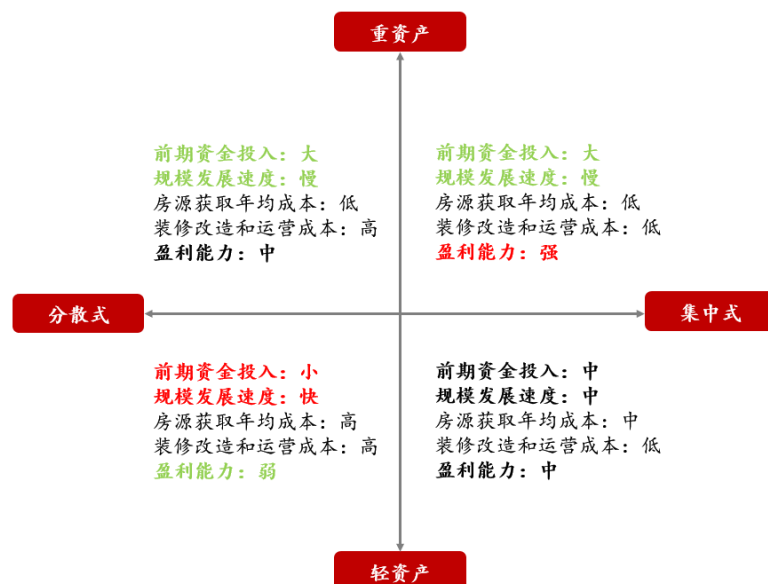
第四类模式相对独立，是政府主导的 G2C 模式，主要目的在于通过供应公租房、廉租房，满足低收入居民的基本居住需求，在目标租客群体方面与以上三类模式存在明显差别。

2017 年以来国家大力扶持的住房租赁企业，以及各类研究报告、媒体报道所指的长租公寓企业，指的主要就是第三类模式中的 B 端企业。以下我们将对这类企业的商业模式、参与主体禀赋优劣展开分析。

轻重集散，四象限剖析模式千秋

尽管我国住房租赁企业的发展历史普遍不长，在业务开拓过程中，企业还是摸索出了多种经营模式。通常来说：根据租赁物业的权属性质和获取方式，可以将住房租赁企业分为重资产和轻资产两类；根据租赁物业的空间分布模式，可以将住房租赁企业分为集中式和分散式两类。总的来说，我们认为：重资产集中式扩张速度慢，但盈利能力强；轻资产集中式在扩张速度和盈利能力上较为平衡；轻资产分散式扩张速度快，但盈利能力弱；重资产分散式扩张速度慢，盈利能力一般，性价比最差，因此实践中较少出现。

图表 14：住房租赁商业模式象限图



资料来源：华泰证券研究所

轻资产 vs 重资产：盈利能力和拓展速度的取舍

(1) 重资产模式指企业通过开发自持或收购的方式获得租赁物业产权，对外出租赚取租金的经营模式。具体又可以细分为开发自持模式和收购自持模式两类：

开发自持模式（拿地—开发—自持—运营）。自北京率先推出竞自持面积的土地出让政策后，越来越多城市相继效仿，使得利用自持面积开发租赁住房，成为房地产开发商背景的住房租赁企业新的租赁物业获取方式。尤其是上海、北京、杭州、南京等城市推出的纯租赁地块，进一步降低了房企获取租赁物业的成本。

收购自持模式（收购—改造—自持—运营）。在自持地块出现之前，收购自持是重资产住房租赁企业获取租赁物业的主要方式。许多大中城市在地段较好的区域存在着闲置或运营不良的物业资产，住房租赁企业收购此类标的后改造出租，在获取稳定租金收入的同时，还有望释放物业的增值空间。

重资产模式优点在于持有期长而稳定，房源获取成本经过折旧分摊后，通常低于轻资产模式下的获取成本，尤其是通过开发纯租赁地块或是收并购获取的租赁物业。另外，重资产模式除了赚取租金收益外，还有望赚取物业增值的收益，从而弥补租金收益率偏低的不足。该模式缺点主要是：第一，前期资金投入较大，考验企业的资金链把控能力，也会产生较高的财务费用。第二，尽管一次运作能为企业带来较多新增房源（若采用开发自持模式，参考上海纯租赁用地的出让要求，1宗地块可以建造几百甚至上千套租赁住房；若采用收并购自持模式，通常1栋楼宇改造后至少能供应几十套租赁住房），但前期测算、谈判耗时较长，再加上资金占用较大，使得运作频率偏低，规模扩张的速度偏慢。

(2) 轻资产模式指企业不获取物业产权，而是通过长期租赁（或托管）的方式获取物业使用权，通过改造后转租赚取租金价差（或服务费）的经营模式。轻资产模式的优点在于前期资金占用相对重资产模式较低，谈判速度较快，因此能够快速扩张房源数量。该模式缺点在于盈利相对困难，主要原因在于：第一，房源租赁成本会随着转租租金的变化而变化，且进入门槛较低竞争较激烈，导致租金价差空间有限；第二，租约通常较短，原房东存在违约可能，底层资产可能因产权不清晰等问题引致纠纷，导致装修改造成本的折旧期未过就结束运营，项目无法实现盈亏平衡。

图表 15：重资产模式举例：通过纯租赁用地拍卖获取物业产权和使用权



资料来源：房天下，华泰证券研究所

图表 16：轻资产模式举例：魔方公寓通过租赁获得物业使用权



资料来源：魔方公寓官网，华泰证券研究所

集中式 vs 分散式：依旧是盈利能力和拓展速度的取舍

(1) 集中式模式指企业以整栋楼（或整栋楼中的几层）为单位开展住房租赁业务的经营模式。房源获取方面，集中式模式通常以商业、办公楼、酒店或工业改造房为主，未来纯租赁地块预计也将用于建设集中式租赁住房；运营方面，由于整栋或整层进行管理，通常可以利用公共空间提供公共服务，包括酒水吧台、放映厅、桌游室、健身房、洗衣房等。集中式模式的优点主要体现在成本端：第一，容易产生规模效应，降低运营管理环节的人工成本；第二，虽然单位面积装修成本较高，但由于物业租赁时间通常较长，能够有效摊薄前期装修改造成本；第三，对房源获取成本的议价能力较强。该模式缺点在于：第一，前期投入资金较大；第二，优质地段合适的集中式房源较少，项目位置通常较为偏远（尽管离地铁站较近），规模发展速度较慢。

(2) 分散式模式指企业以房间为单位开展住房租赁业务的经营模式。企业从分散的房东手中获得房源，经过装修改造后，对外出租。分散式模式的优点在于谈判速度相对较快，能够快速扩大物业规模。该模式的缺点主要是：第一，物业租赁时间通常较短，且由于多是与个人房东签署协议，违约风险较大，无法有效摊薄装修改造成本；第二，后期运营也由于空间分散的原因，人工成本较高，同时难以保证服务质量。

图表 17：集中式和分散式模式对比

类别	集中式	分散式
房源获取	一般获取整栋或整层物业，可以独立开发，也可以采取收购、包租或与开发商合作托管等方式	一般从分散的个人业主处获得物业，获取方式一般是签定长期包租合同（3-5年）
物业性质	商业、办公、工业较多	住宅为主
现金流	前期资金投入较大	前期资金投入较小，且可通过控制租金支付频率来实现滚雪球式包租
管理成本	容易产生规模效应，人房比较高，后期的管理成本，尤其是人力成本较低	人房比较低，在房源量较大的时候，需要强大的管理系统控制成本
业态特点	统一品牌标志，标准化程度强，具有较多公共空间和线下活动	房源区位和形态差别较大，公寓标准化程度相对较低，一般没有公共空间和线下活动
出租方式	按每套整体出租，不同户型容纳人数不等	分散租房为主，亦有整租，一般一间只住一人
目标客户	中高端客户为主	中低端客户为主

资料来源：中国长租公寓网，华泰证券研究所

图表 18：集中式模式举例：万科泊寓



资料来源：万科泊寓官网，华泰证券研究所

图表 19：分散式模式举例：自如整租/友家



资料来源：自如官网，华泰证券研究所

房中酒创，五维度研判主体优劣

截至 2018 上半年，我国住房租赁市场参与主体主要包括房地产开发商、房地产中介、酒店和创业公司四大类别，各类主体具备不同禀赋。我们将住房租赁企业的业务切分为融资、房源获取、装修改造、获客、运营五个维度，从业务环节的角度，分析不同主体的竞争优势。

图表 20：国内住房租赁市场参与主体主要包括四大类别

房地产开发商	房地产中介	酒店	创业公司
万科（泊寓）	链家（自如）	泊涛（窝趣）	魔方公寓
龙湖（冠寓）	我爱我家（相寓）	华住（城家）	YOU+
招商（壹栈）	世联行（红璞）	首旅（雅住）	蛋壳公寓
旭辉（领寓）	同策（舒格）	住友（漫果）	青客公寓

资料来源：各公司官网，华泰证券研究所

图表 21：住房租赁参与主体优劣图

	融资	房源获取	装修改造	获客	运营
房地产开发商	强	强	强	弱	弱
房地产中介	中	强	中	强	弱
酒店	中	中	强	弱	强
创业公司	弱	弱	中	弱	中

资料来源：华泰证券研究所

房地产开发商：融资、房源获取、装修改造强势，获客、运营弱势

早期房地产开发商为了盘活存量资产，以及在土拍中竞得的自持建面，需要被动开展住房租赁业务，通常以重资产集中式为主。随着住房租赁行业逐渐进入快速发展期，越来越多房企看好行业的长期发展前景，开始主动布局住房租赁业务。

房地产开发商背景的住房租赁企业凭借母公司影响力，在融资、房源获取、装修改造方面具有较大优势。融资方面，房企相对其它三类主体而言，拥有最多的融资渠道，并且在资金运作方面经验丰富。房源获取方面，房企通常采取重资产模式，能够通过招拍挂获取自持物业和低价的纯租赁地块，通过收并购获得合适的存量物业，房源获取成本相对其它三类主体具有优势；另外，凭借长期积累的拿地和开发经验，房企对房源增值潜力的判断也优于其它主体，有望通过物业增值解决盈利问题。装修改造方面，房企同样驾轻就熟，可对接的供应链资源较为丰富。但是，房企通常习惯于拿地-开发-出售的业务模式，周转速度较快，对于长周期、精耕细作的租赁业务缺乏经验，因此在获客和运营两个环节劣势较大。

截至 2018 年三季度末，根据各公司官网（部分信息来自企业 2018 半年报），房地产开发商背景的住房租赁企业以重资产集中式为主要模式，但万科、龙湖等企业亦通过轻资产模式，加快规模扩张速度。从开业规模的角度看，受限重资产集中式的劣势，总体规模不大，行业前三为万科泊寓、龙湖冠寓和旭辉领寓，分别运营 4 万、2 万、1 万间，万科、旭辉储备房源已达 16 万、3.5 万间。

图表 22: 截至 2018 年三季度末, 部分房企的住房租赁布局

房企	住房租赁品牌	模式	现有规模	未来目标
万科	泊寓	重资产+轻资产 集中式	布局 30 城 16 万间, 开业 26 城 4 万间, 开业 6 个月以上出租率 92%	未来三年建设 30 万间以上长租公寓
龙湖地产	冠寓	重资产+轻资产 集中式	布局 30 城, 开业 16 城超 2 万间, 已开业整体出租率 76.2%, 开业 6 个月以上出租率 90.1%	2018 年底计划开业 6.5 万间, 租金收入达 5 亿; 2020 年超过 20 万间, 租金收入超 30 亿元; 目标出租率 88-90%, 成熟期 35% 毛利率, 12-15% 净利率
旭辉地产	领寓	重资产 集中式	布局国内 16 城+日本东京, 70 个项目, 管理规模 3.5 万间, 开业 1 万间	2018 年底 6 万间, 形成博乐诗服务公寓、柚米国际社区、菁舍青年公寓三条产品线; 2021 年 20 万间并实现 IPO
碧桂园	BIG+	重资产 集中式	布局 6 城 3 万间, 在建 2.1 万间, 已开业 2000 间, 开业 3 个月以上出租率 91%	2018 年内计划实现 12 城 46 个项目同时开业; 未来三年在一二线城市及其周边地区发展 100 万间
招商蛇口	壹栈、壹间、壹堂	重资产+轻资产 集中式	布局 8 城 2 万间, 管理规模 90 万平	中短期实现全国重点城市品牌落地, 10 万间; 未来通过收购兼并加速扩张, 规模达到 100 万间
保利地产	N+	重资产 集中式	布局 20 城 1 万间	2020 年管理规模 30 万间
华润置地	有巢	重资产 集中式	首个项目于 2018 年 8 月落地深圳	目标 23 城 4 万间
金地集团	草莓社区, WARM+	重资产 集中式	5000 间+1500 间	3 年内管理 8 万间, 租客 10 万人, 目标行业前十

资料来源: 各公司官网, 公司公告, 华泰证券研究所

房地产中介: 房源获取、获客强势, 运营弱势

房地产中介早期参与住房租赁市场, 与房东之间只是委托代理关系。中介帮助房东匹配租客, 最终租约签订仍是房东和租客之间的行为, 中介只是收取中介费。该模式下, 中介的价值在于减轻了房东和租客之间的信息不对称。但由于房源标准化程度低下, 房东和租客之间的匹配效率依然不高, 匹配后的纠纷概率较大。当中介本身开展住房租赁业务时, 他们通常采用轻资产模式, 扮演二房东的角色, 从原房东处租来房源, 再转租给租客。

中介背景的住房租赁企业借助母公司长期积累的房东和房客资源, 在房源获取和获客方面具备较大优势。房源获取方面, 通过与现有房东进行谈判, 中介背景的住房租赁企业有望快速获得大量分散式租赁物业(对房东而言, 新模式通常采用包租的方式, 租金收入确定性更高; 托管程度更高, 免去房东和租客直接对接的麻烦; 另外, 经过中介装修改造后, 房东物业通常能够进一步升值)。获客方面, 中介背景的住房租赁企业通过线下众多实体店和线上平台, 能够获得大量流量, 由于这些流量租房目的性通常较为明确, 成功转化为自有住房租赁品牌客户的概率较高。但是, 与房企类似, 中介背景的住房租赁企业在物业的运营方面缺乏经验。

根据各公司官网, 截至 2018 三季度末, 房地产中介参与住房租赁市场的品牌主要包括链家旗下的自如、世联行旗下的红璞、我爱我家旗下的相寓等, 均采用轻资产的模式。其中, 以轻资产分散式为主的链家自如、我爱我家相寓相对其他住房租赁参与主体, 规模优势非常大, 截至 2018 年三季度末, 已分别运营 70 万、60 万间房源, 且仍在积极扩张。

图表 23: 截至 2018 年三季度末, 部分房地产中介的住房租赁布局

房地产中介	住房租赁品牌	模式	布局城市	管理规模
链家	自如	轻资产 分散式+集中式	北上广深等 9 个城市	自如房屋 70 万间, 其中自如寓(集中式长租公寓) 9 座
世联行	红璞	轻资产 集中式	北上广深等 30 个城市	布局 10 万间, 已开业 3 万间, 超 100 个集中式社区
我爱我家	相寓	轻资产 分散式+集中式	北上杭等 14 个城市	管理房屋 29 万间, 60 万间

资料来源: 各公司官网, 华泰证券研究所

酒店: 装修改造、运营强势, 获客弱势

酒店背景的住房租赁企业同房地产开发商、房地产中介背景的住房租赁企业类似, 可以借助集团资源获得存量物业改造出租的机会, 但可利用资源相对逊色。另外, 内部物业的获取存在坪效竞争: 交通位置出色的物业作为酒店能取得更高的坪效, 而交通位置较差的物业改造成租赁物业后, 在经营上的困难也不小。酒店背景住房租赁企业的优势主要在于**装修改造和运营方面, 能够借助集团在装修采购供应链和住宿管理运营的丰富资源, 在控制成本的同时, 提供较高品质的运营服务。**

根据各公司官网, 截至 2018 年三季度末, 国内三大连锁型酒店集团华住、首旅和锦江旗下都拥有住房租赁品牌, 均采用轻资产集中式的模式。但相比其他类型参与主体, 在管理规模上偏小。

图表 24: 截至 2018 年三季度末, 部分酒店的住房租赁布局

酒店	住房租赁品牌	模式	布局城市	管理规模
铂涛(锦江股份)	寓趣公寓	轻资产 集中式	北上广深等 8 个城市	2000 间
如家(首旅酒店)	雅住公寓	轻资产 集中式	北上广深等 25 个城市	超过 6000 间, 拥有逗号公寓、青巢公寓、逗号之家 3 条产品线
华住	城家公寓	轻资产 集中式	北上广深等 9 个城市	布局 100 家物业, 1 万间

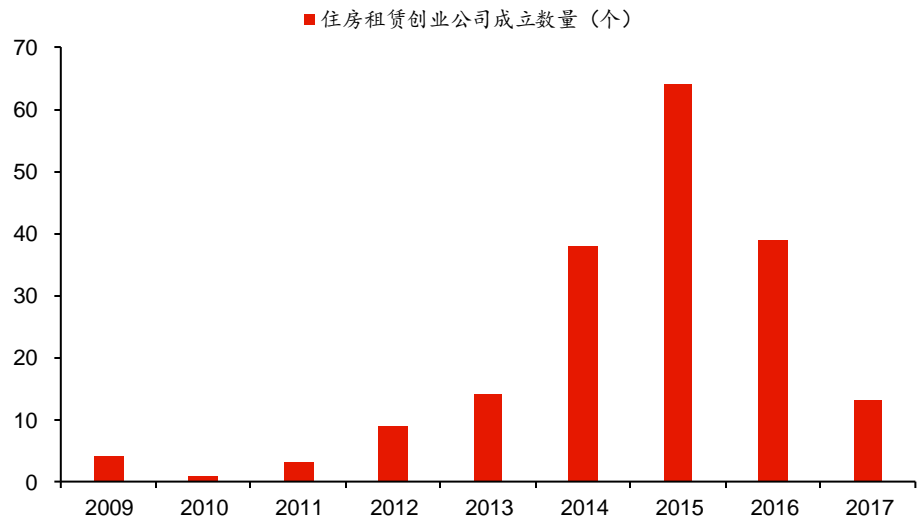
资料来源: 各公司官网, 华泰证券研究所

创业公司: 禀赋相对弱势, 但部分品牌具备先发优势

创业公司是住房租赁市场的重要参与者, 与其它主体相比, 他们在融资、房源获取和获客环节处于相对劣势, 在装修改造和运营环节也没有明显的优势。但创业公司优劣分化较大, 部分头部创业公司凭借较强的团队执行力, 充分发挥领导团队经营思路灵活、决策迅速的体制优势, 已具备较大的管理规模, 抢占先发优势。

截至 2018 年三季度末, 根据各品牌官网, 创业公司通常采用轻资产的模式, 在分散式和集中式的选择上并没有明显侧重。魔方公寓作为轻资产集中式的代表, 管理规模接近 10 万间; 蛋壳公寓、青客公寓采用分散式的模式, 管理规模分别为 17 万、8 万间。

图表 25: 创业公司是住房租赁市场的重要参与者



资料来源: 36氪, 华泰证券研究所

图表 26: 截至 2018 年三季度末, 主要住房租赁创业公司布局情况

品牌	成立时间	模式	管理规模	融资情况
魔方公寓	2010	轻资产集中式	布局 20 个城市, 2017 年末房间数量约 4 万间, 计划 2018 年增加房源 5-8 万间	2013 年同德资本、华平投资 A 轮 6000 万美元; 2015 年华平投资 B 轮 2 亿美元; 2016 年 C 轮中航信托 3 亿美元, 华平投资 1.4 亿美元
YOU+	2012 年	轻资产集中式	开业 7 个城市, 21 个门店, 南京门店正在建设中	2014 年顺为基金、联创策源 A 轮 1 亿元; 2015 年时代地产 A+ 轮 3000 万美元
蛋壳公寓	2015 年	轻资产分散式	已 8 个城市, 在管规模 17 万间	2018 年老虎环球基金 B+ 轮 7000 万美元; 2018 年华人文化产业投资基金等 B 轮 1 亿美元; 2016 年数千万美元 A+ 轮; 2015 年沈博阳天使轮
青客公寓	2012 年	轻资产分散式	布局 7 个城市, 8 万间房源	2012 年纽信创投天使轮融资; 2014 年达晨创投 A 轮数千美元; 2015 年赛富基金、纽信创投 B 轮 1.8 亿人民币
寓见公寓	2014 年	轻资产分散式+集中式	布局 3 个城市, 开业 43 家门店, 共 2 万间房源, 其中集中式约 5000 间	2014 年险峰长青天使轮数百万人民币; 2015 年联创策源、顺为基金 A 轮数百万美元
贝客公寓	2013 年	轻资产集中式	布局 4 个城市, 18 家门店共 2572 套房源	2015 年 Pre-A 轮 2000 万人民币; 2017 年三六五网 A 轮 1.25 亿元人民币
新派公寓	2012 年	重资产集中式	北京 3 家门店共 165 间房源, 上海、广州、深圳门店正在建设中	2012 年赛富基金 A 轮数千美元; 2016 年华住酒店集团 B 轮数千万人民币

资料来源: 各公司官网, 华泰证券研究所

中微观二元展望，房企和中介有望最为受益行业发展

中观：人口流动+政策利好双重驱动，我国租赁市场规模或将快速提升

根据我爱我家的数据，2017年我国租赁人口为1.94亿人，租金水平平均为515元/月/人，住房租赁市场规模为1.2万亿元。总结美国、德国、日本、香港等发达国家或地区住房租赁市场的发展历程，人口持续向大都市集中是行业发展的重要驱动力，我国预计也不会例外。另外，考虑到我国正处于住房租赁市场发展的初级阶段，政策预计也将是行业发展的驱动力。展望未来，我们预计在人口流动和政策利好驱动下，我国租赁人口和租金水平将有较大提升空间，租赁市场规模或将快速提升。我们预计2025年我国租赁市场规模有望达到2.33万亿元，相较2017年接近实现翻番。

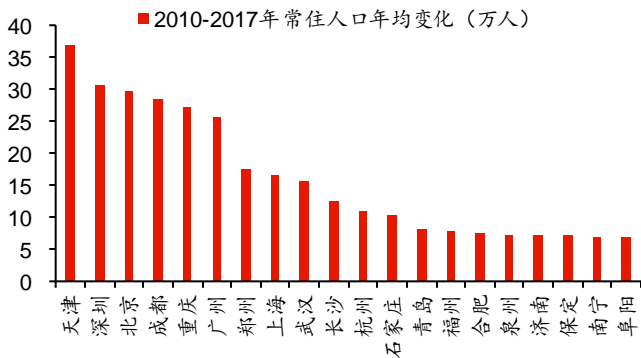
租赁人口方面：根据国家统计局的数据，2010-2017年省会城市常住人口CAGR平均为1.37%；再考虑人口流动和政策利好驱动下租赁人口占比的提升，保守假设租赁人口以3%的速度增长，则2025年我国租赁人口有望达到2.36亿人（考虑人口增速放缓，假设2025年我国人口总量为14亿人；考虑到2003年以来我国城镇化率约以每年1%的速度增长，假设2025年城镇化率达到67%，则城镇人口约为9.38亿人；2.36亿租赁人口对应的城镇居民租赁人口占比仅为25%，与链家研究院披露的美日英德法等发达国家2016年平均39%的水平依然有较大差距，因此3%的租赁人口增速是个较为保守的估计）。

租金水平方面：2012-2017年我国城镇居民人均可支配收入CAGR为8.18%。虽然未来城镇居民人均可支配收入增速可能进一步放缓，会对租金水平形成压制，但人口流动和政策利好的驱动又会对租金提升构成利好。综合考虑，我们保守假设租金水平以6%的速度稳步上升，2025年我国租金水平有望达到821元/月/人。

人口流动：热点一二线城市吸引力强，租赁需求或将持续旺盛

我国正处于城镇化第一阶段（人口由农村向城市集中）向第二阶段（人口由中低能级城市向高能级城市集中）过渡的时期，一线城市和热点二线城市凭借资源优势，预计将会持续吸引人口流入。根据国家统计局披露的2010年第六次人口普查至2017年我国所有地级市常住人口变化数据，天津、深圳、北京、成都、重庆、广州、郑州、上海、武汉、长沙、杭州、石家庄等一线城市和热点二线城市年均常住人口增量超过10万人，除北京、上海等特大城市在人口管控政策下常住人口增长停滞外，多数城市均保持稳健的增长势头。

图表27：第六次人口普查至2017年常住人口年均增量前20城市



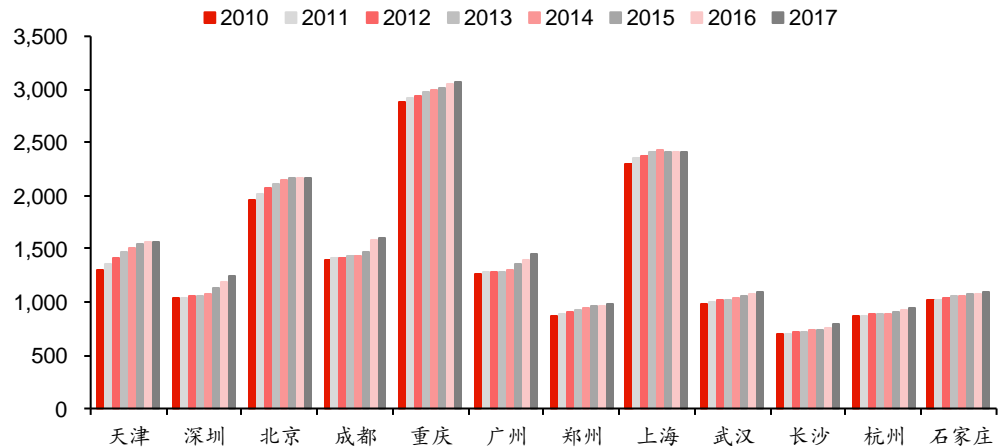
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表28：第六次人口普查至2017年常住人口年均增量末20城市



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

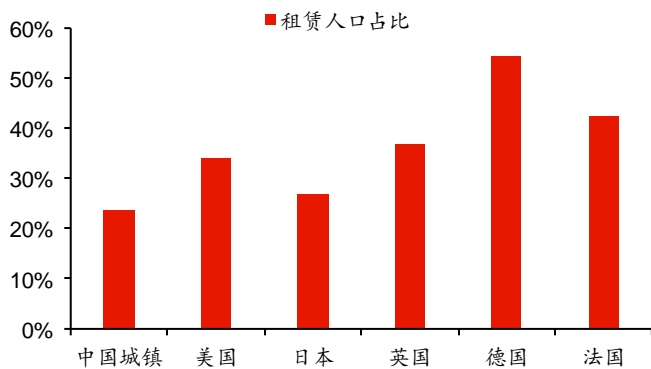
图表 29: 第六次人口普查至 2017 年, 多数人口流入热点城市常住人口保持稳健的增长势头 (单位: 万人)



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

持续的人口净流入将提升租赁人口水平。一方面, 人口流入带来的置业需求将对当地房价形成支撑, 部分人群将因无法负担高额房价而选择租房。另一方面, 热点城市严格的限购限贷政策对部分刚需群体形成制约, 使得他们被迫租房, 或是至少延长租房的时间。根据我爱我家的数据, 2017 年我国租赁人口约为 1.94 亿人。2017 年我国总人口为 13.90 亿人, 据此推算我国租赁人口占比为 13.96%。由于住房租赁行为主要发生在城镇, 若假设 1.94 亿租赁人口全部为城镇人口, 2017 年我国城镇人口为 8.13 亿人, 则我国城镇居民租赁人口占比为 23.86%。再结合链家研究院的数据, 与美国、德国等国家相比, 不论全国总体层面, 还是主要城市层面, 我国城镇租赁人口占比提升空间仍然较大。

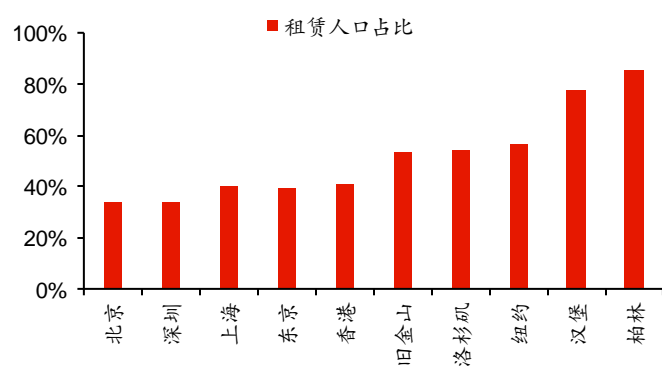
图表 30: 我国城镇平均租赁人口占比相比发达国家仍有较大提升空间



资料来源: 我爱我家, 链家研究院, 国家统计局, 华泰证券研究所

注: 中国城镇为 2017 年数据, 其余国家为 2016 年数据

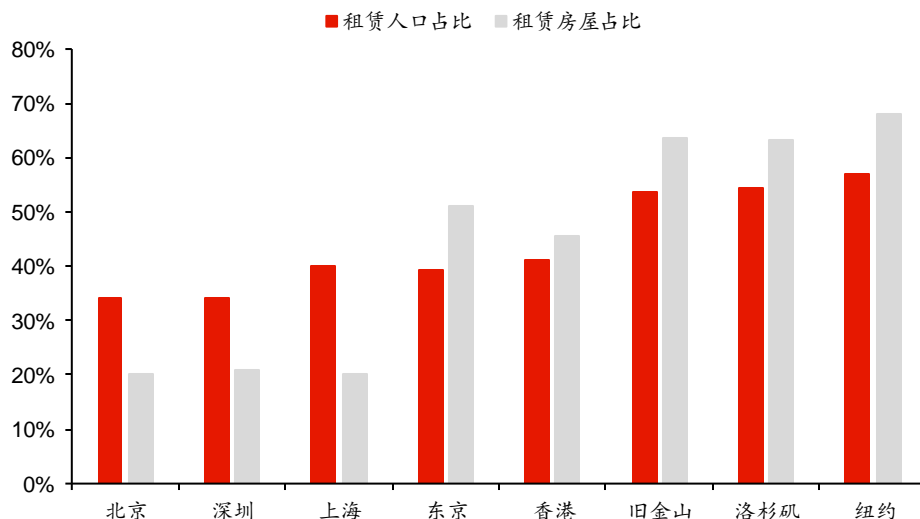
图表 31: 北上深租赁人口占比相比美国、德国大都市仍有提升空间



资料来源: 链家研究院, 德国联邦统计局, 华泰证券研究所

注: 2016 年数据

租赁人口增加带来的租房需求, 以及由此带来的供需不匹配, 或将成为支撑租金水平提升的核心因素。根据链家研究院的数据, 北京、上海、深圳租赁人口占比均高于租赁住房占比, 相对部分发达城市的供需比例, 存在一定程度的供不应求 (这并不意味着房租一定会快速上涨, 我国众多租赁人口采用合租甚至群租的形式, 使得单个租赁房屋可以容纳多个租赁人口)。由于供给端增量租赁房屋的供给释放需要时间, 北京等城市逐步开始清理违规公寓、群租房、隔断房等存在消防安全隐患的租赁房源, 叠加需求端租赁人口数量的持续增加, 供求不平衡使得我国重点城市住房租金存在上涨的基础。

图表 32：北上深租赁房屋相对部分发达城市，存在一定程度的供不应求

资料来源：链家研究院，华泰证券研究所

注：2016年数据

政策利好：租购同权抬高租赁价值，或将提升租房人口和租金水平

除了针对租赁用地、REITs、住房租赁企业的供给端政策利好外，需求端租购同权、租金抵个人所得税等政策的逐步落实，或将提高租赁房屋的内在价值，进而提升租房人口和租金水平。我国租赁人口和租金水平偏低的重要原因是租房居民在教育、医疗等基本公共服务方面无法与买房居民享有同等待遇，租赁房屋只具备居住价值。自2017年7月住建部联合9部委出台《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》以来，多地陆续出台租赁新规支持租赁市场发展，部分城市针对“租购同权”提出初步方案。我们认为，中短期来看，受制于公共资源有限，公共资源和房屋产权深度绑定，“租购同权”政策力度可能较为有限。长期来看，租权向住权靠拢是大势所趋，不同等级城市同权力度可能不同，但租赁房屋的附加价值都将逐步增加。

图表 33: 2017年7月以来部分城市“租购同权”相关政策

城市	政策主要内容
符合条件的承租人可通过办理居住证享基本公共服务	
沈阳	积极推进购租同权, 建立承租人居住证权利清单, 持有居住证的承租人在就业扶持、住房保障、养老服务、社会福利、社会救助、居委会选举、人民调解员选聘以及随迁子女入学、参加中考等方面, 享受公共服务, 实现购租同权
武汉	承租人申领居住证后, 可按照《武汉市居住证服务与管理暂行办法》等有关规定享受在义务教育、基本公共就业服务、基本公共卫生服务和计划生育服务、法律援助和其他法律服务等国家规定的基本公共服务。结合实际情况, 适时研究出台符合条件的承租人子女就近入学等基本公共服务政策措施
山东	租房人办理居住证后享有义务教育、医疗等基本公共服务
成都	符合申领居住证条件的居民凭房屋租赁合同备案凭证可申请办理居住证, 居住证持有人按规定享受公积金、义务教育、医疗卫生等基本公共服务
深圳	非深圳户籍承租人可按照《深圳经济特区居住证条例》等规定申领居住证, 享受义务教育、医疗等基本公共服务
上海	本市常住居民租房居住的, 可以通过办理居住证、申请居住积分制度、办理人户分离登记, 享有基本公共服务
符合条件的承租人可落户	
无锡	全面放宽市外户籍准入政策, 租房者也可申请落户
济南	租户可落户
郑州	对进行房屋租赁备案的承租方, 允许在居住地落户
符合条件的承租人可租购同分	
杭州	对租赁住房达到一定年限的, 实行“租购同分”, 符合条件的承租人子女可享受就近入学等公共服务权益
符合条件的承租人可享受公共服务	
广州	赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益, 保障“租售同权”
郑州	明确租售同权, 赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益
南京	符合条件的承租人子女在居住区内享受义务教育; 享受医疗卫生等国家规定的基本医疗公共服务, 建立承租人权力清单, 逐步实现购租同权
北京	提出符合条件的京籍非京籍家庭, 租房都可按照相关规定享受义务教育
合肥	将出台配套政策明确住房承租人在义务教育、基本医疗等基本公共服务

资料来源: 各地方政府网站, 华泰证券研究所

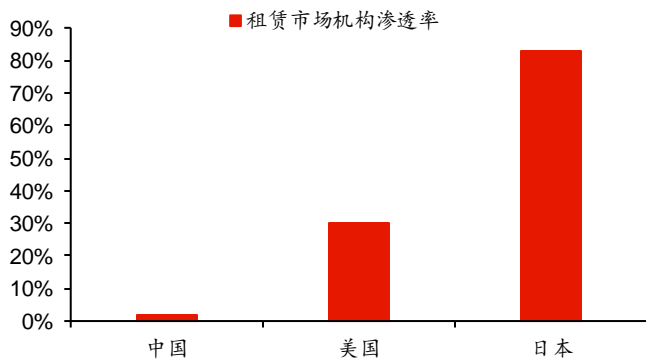
微观: 机构渗透率有望提升, 房企和中介具备禀赋优势

与美国、日本等发达国家相比, 我国住房租赁市场机构渗透率较低。根据经济观察报的报道, 万科总裁祝九胜先生在万科 2018 中期业绩会上表示, 2017 年我国住房租赁机构渗透率(机构指 B2C 模式中的 B 端住房租赁企业, 即上文中的房中酒创)平均只有 2%, 最集中的城市也不到 5%。这与链家研究院披露的美国 30%、日本 83% 的机构渗透率相距甚远。

我们认为机构参与度不高的主要原因是租金回报率较低造成盈利能力较弱, 过去愿意投资此领域的资本较少。根据中国房价行情网的数据, 2018 年 7 月我国主要人口净流入城市租金收益率中位数仅为 1.93%, 而根据 US Census Bureau 的数据, 2018 年二季度末美国月租金中位数为 951 美元/月, 住宅售价中位数为 19.68 万美元, 租金收益率为 5.80%。

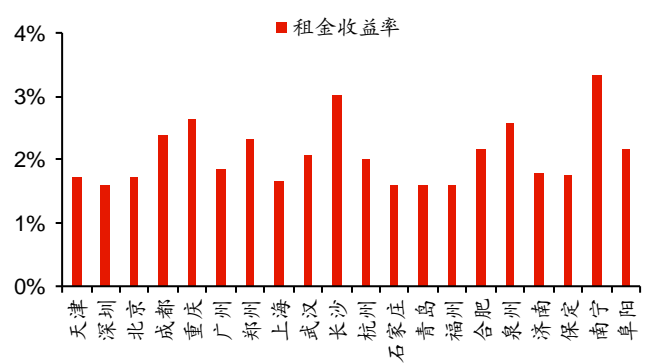
随着租赁人口和租金水平的提升, 我国住房租赁市场规模或将逐渐扩大, 住房租赁企业盈利能力或将逐渐提升, 再加上政策支持, 或将吸引更多资本参与住房租赁市场, 我国住房租赁市场机构渗透率有望快速提升。

图表 34: 2017 年我国租赁市场机构渗透率相较美日增长空间较大



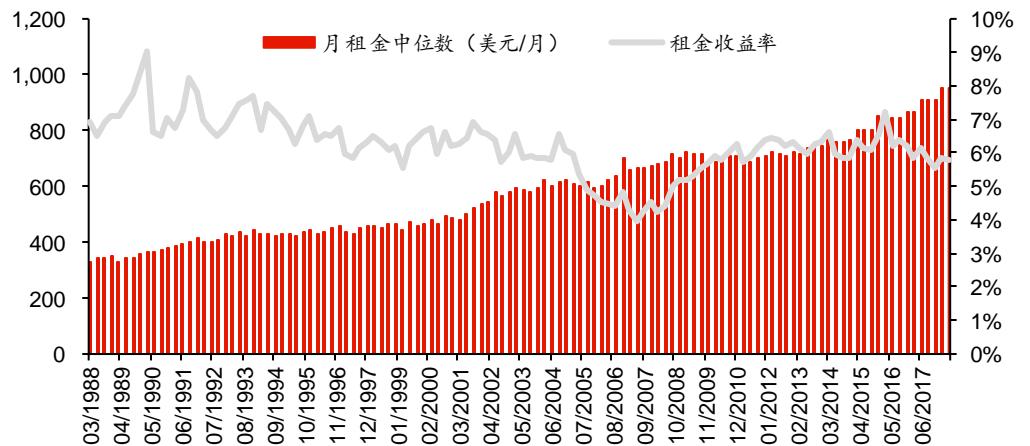
资料来源: 链家研究院, 华泰证券研究所

图表 35: 2018 年 7 月我国主要人口净流入城市租金收益率较低



资料来源: 中国房价行情网, 华泰证券研究所

图表 36: 2018 年二季度末美国租金收益率超过 5%



资料来源: US Census Bureau, CEIC, 华泰证券研究所

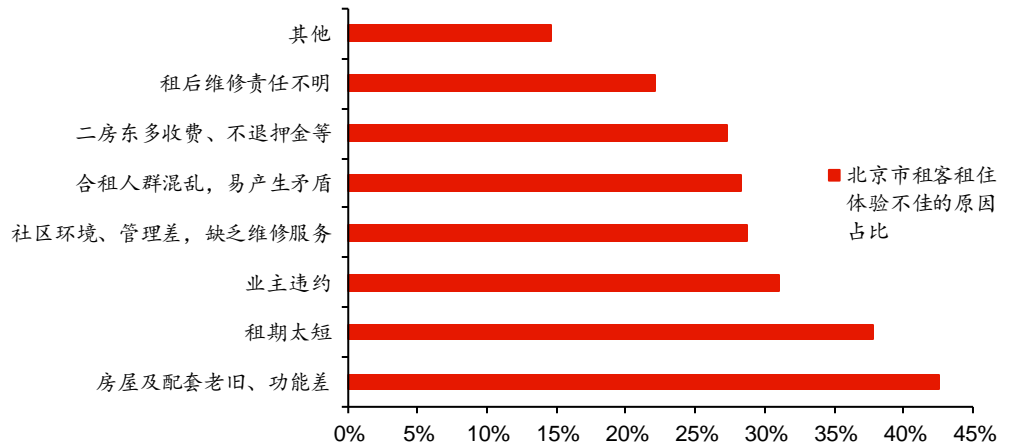
从商业模式的角度来看, 尽管重资产集中式在盈利能力方面具备相对优势, 有望最快实现盈利, 但我们认为该模式规模发展速度偏慢的劣势, 在行业目前处于跑马圈地的快速发展阶段将被放大。适合开展住房租赁业务的人口净流入城市本身有限, 而这些城市中适合用于租赁的存量住宅物业同样有限。如果不抓紧当前的机会快速抢占优质物业, 未来再要提升规模则可拓展的物业质量将会下降, 不提升规模则将失去行业话语权和定价权, 在融资、政企合作、获客等方面落于下风。因此, 我们认为目标成为住房租赁行业未来龙头的企业, 需要适当通过轻资产模式快速提升规模, 在取得一定市场占有率后, 再考虑盈利的问题。典型案例如万科, 其在战略层面非常重视住房租赁业务, 旗下的长租公寓品牌“泊寓”最初只做重资产集中式模式, 目前也通过轻资产集中式的模式, 提升规模发展速度。

至于集中式和分散式的选择, 其实没有明显的优劣之分。企业应该根据自己的禀赋, 选择最为合适的业务模式。例如, 链家和我爱我家由于拥有大量线下门店, 在拓展分散式业务时, 这些门店可以作为房源获取、获客、运营的线下中心, 降低管理难度和成本。而世联行由于缺少线下门店支持, 最初开展分散式业务时在管理方面难度较高, 因此根据其 2018 半年报, 世联红璞已逐渐清退分散式房源, 将发展重心聚焦于集中式房源。万科、保利、招商蛇口等房地产开发商由于自持物业空间分布较为集中, 通常是以集中式业态切入住房租赁市场。

从参与主体的角度来看, 由于融资和房源获取是住房租赁业务链条上门槛最高的两个环节, 房地产开发商和中介凭借这两个环节上的优势, 在开展住房租赁业务时相对酒店和创业公司, 具有禀赋优势。但由于住房租赁是重服务的行业, 租客关注的不是企业如何融资和获取房源, 而是企业能否提供一个稳定舒适的居住空间, 能否提供及时响应的租后服务, 这将考验住房租赁企业的运营能力。我们认为, 由于存量房源多且分散, 住房租赁行业通过

垄断房源削弱租客的居住选择权、“挟供给以令需求”的难度较大；而通过优质运营创造口碑吸引大量租客，获得较高出租率和适当品牌溢价，再以此反哺房源提供者的“需求带动供给”路线，可行性更高。因此，行业发展中后期比拼的或将是运营能力，而房地产开发商和中介在这方面仍有较大的提升空间和难度。不排除部分酒店和创业公司凭借优质的运营能力，实现弯道超车，弥补融资和房源获取方面劣势的可能。

图表 37：北京市租客租住体验不佳的原因占比



资料来源：链家研究院，华泰证券研究所

投资建议

根据我们调研和公司公告，A股上市公司旗下的住房租赁业务尚无法实现盈利。以万科为例，开业6个月以上的泊寓平均出租率可达到92%，NOI可达到5-6%，但扣减物业和装修的折旧摊销后，仍处于亏损状态；新增物业多处于培育期，现金流回正及盈利情况尚不及存量物业。但中短期来看，随着利好住房租赁行业的政策持续出台，公司（尤其是一些中小市值房地产中介公司）股价有望受到催化；长期来看，随着我国住房租赁市场规模逐渐扩张、行业机构渗透率逐渐提升，我们认为房地产开发商和房地产中介背景的住房租赁企业有望凭借融资和房源获取方面的禀赋优势，提高市场占有率，并在快速扩张期结束后，率先实现盈利。

图表38：部分A股上市公司住房租赁业务盈利情况

公司	住房租赁盈利状况
万科	根据调研，开业6个月以上的泊寓平均出租率可达到92%，NOI可达到5-6%，但扣减物业和装修的折旧摊销后，仍处于亏损状态；新增物业多处于培育期，现金流回正及盈利情况尚不及存量物业
世联行	根据公司半年报，2018上半年资产运营服务营收为2.85亿元，其中公寓管理业务（即住房租赁业务）收入占比59%；毛利率为-56.54%，主要因为公寓管理业务规模持续扩大，相关拓展成本和前期运营成本相应增加
我爱我家	根据昆百大收购我爱我家的交易报告书，公司资产管理业务运营主体为北京爱家营企业管理有限公司，2015-2017Q1净利润率分别为12.48%、-1.90%、-13.15%

资料来源：公司调研，公司公告，华泰证券研究所

我们建议投资者从两个维度筛选住房租赁投资标的：第一个维度是住房租赁业务已初具规模的房地产开发商，推荐万科A、金地集团；第二个维度是住房租赁业务已初具规模的房地产中介，推荐世联行。

图表39：推荐公司盈利预测及估值情况（华泰预测，截至2018年10月12日）

股票名称	总市值(亿元)	收盘价(元)	EPS(元)				P/E			
			2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
万科A	2,406.54	21.80	2.54	3.20	3.95	4.54	8.58	6.81	5.52	4.80
金地集团	369.29	8.18	1.52	1.74	1.96	2.19	5.38	4.70	4.17	3.74
世联行	103.78	5.08	0.49	0.58	0.75	0.98	10.37	8.76	6.77	5.18

资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

中观方面，租赁人口和租金水平的增长可能不及预期。尽管我国的租赁人口占比、租金收益率相对美国等国家有着较大的增长空间，在人口流动和政策利好的驱动下，未来增长的可能性较大，但实际增长速度难以预测，可能使得我国租赁市场规模的增速低于预期。

微观方面，住房租赁企业盈利不确定性较大。行业仍处于快速发展期，房源获取、客户获取的竞争也日趋激烈。在当前较低的租金收益率和商业模式下，住房租赁企业中短期内实现盈利的不确定性较大。

负面新闻可能对行业造成不良影响。8月中旬以来，人民日报、新华网等媒体报道住房租赁企业涉嫌哄抬房屋租金、违规使用“租金贷”、房屋空气质量不达标等问题，北京、深圳、西安等地方政府陆续出台相关文件，加强对租金和住房租赁企业的监管。长期来看，行业规范化是新兴行业必然经历的过程，有利于参与主体实现优胜劣汰，提升龙头住房租赁企业市场占有率。但短期来看，负面新闻的持续发酵可能对行业需求造成不良影响，部分住房租赁企业的业务开展可能受到监管影响。

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、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：91320000704041011J。

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：AOK809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

— 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；

— 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

— 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；

— 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 1063211166/传真：86 1063211275

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