

江上潮观，洪波涌起 ——房地产租赁市场专题报告

核心观点：

- **从“居者有其屋”到“住有所居”。**我国住房改革目标正在发生变化。培育和发展住房租赁市场具有重要的宏观意义，租赁市场会获得稳定发展。“租售并举”概念的提出，意味着我国住房改革目标正在从“居者有其屋”转变为“住有所居”，住房租赁市场成为蓝海。
- **租赁市场需求端：存量可观，增量可期。**随着更严厉的限购等政策的实施，50 个代表城市 2018 年 1-4 月商品新房市场交易量同比下降 12%，其中一、二线城市分别下降 33% 和 12%，尤其一线城市交易量已处于下降通道，预计未来难以回升到高位。1-4 月，房企到位资金增速低至 2.1%，保持低位状态，为获取资金，房企除了通过调整修建开发节奏来提高资金使用效率，更多地选择了转向政策支持信贷的新兴业务，如集体租赁住房、棚户改造等。根据对租金市场规模的预测，流动人口租金规模以及非流动人口中累计三年的高校毕业生带来的租金规模约为 1.305 万亿元。
- **租赁市场供给端：鼓励政策频出，各企业纷纷入局。**2015 年 1 月住建部首次提出培育住房租赁市场，随后 16 年国务院办公厅再次强调此事，最后在 2017 年住建部等提出首先关注人口净流入的大中城市的住房租赁市场。为支持租赁住房建设，政府加大了租赁地块的供应，降低了土地获得成本。北京租赁地块供应量大且区位较好。2018 年上海租赁地块出让溢价率为 0。国内长租公寓市场正在兴起，各类企业纷纷布局长租公寓，并且融资渠道逐渐多样化。
- **国外住房市场发展成熟，租售并举为常态。**发达国家住房持有率较我国低，住房长期投资回报率较高，我国租房率还有很大的提高空间。美国租赁市场供应主体市场化，主要为个人和开发商。德国的政府限制租金，维护两方权益。日本的机构逐渐成为租赁市场供应主体。我们分析了美国、日本具有代表性的公寓运营公司，结论是集中式公寓位置为王，分散式公寓需配合其他相关服务获得租金以外的增值收益。
- **投资建议方面，**就我国目前的情况看来，在需求层面，租房人群中的主力流动人口规模大且总量稳定，而高校毕业生数量在持续增长。需求端存量规模已达 1.3 万亿元，增量亦是可期；在供给层面，政府在土地、金融等方面的全方位支持政策频频推出，房企、酒店、房屋经纪公司、创业公司纷纷入局，长租市场有着极大的发展潜力。目前，A 股市场上，可重点关注率先进入长租公寓市场的房企和相关服务商，如万科、世联行等。

重点公司盈利预测与估值（股价为 6 月 14 日）

股票代码	股票简称	股价/元	EPS/元			PE			PB	投资评级
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E		
000002	万科 A	27.37	2.54	3.2	4.03	10.8	8.5	6.8	2.2	推荐
002285	世联行	7.34	0.49	0.6	0.75	15.0	12.3	9.7	3.1	推荐

资料来源：Wind，中国银河证券研究部

房地产行业

推荐 维持评级

分析师

潘玮 房地产行业分析师

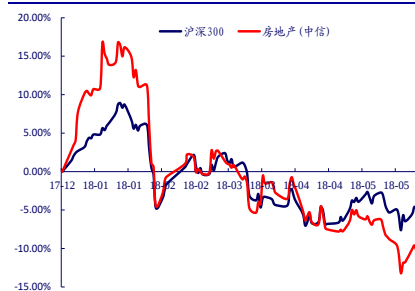
☎：(8610) 6656 8212

✉：panwei@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511070002

感谢实习生王璐为研究报告提供支持

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

【银河地产潘玮】房地产行业周报：楼市去化加速，房企强者恒强 -2018.06.12

【银河地产潘玮】房地产行业周报：楼市成交回暖，土地供应回升 -2018.05.15

【银河地产】房地产行业周报：销售回暖受阻，土地成交持续缩量 -2018.05.08

投资概要：

驱动因素、关键假设及主要预测：

1、政策是最关键的驱动因素：中央提出“房住不炒”的房地产政策基调，各地政府积极出台房地产调控政策，从培育供应主体、鼓励租赁消费、完善相关法律等方面全方位倡导租赁住房市场的发展。短期政策与建立长效机制的长期目标紧密结合，在租赁住房需求将持续增长的前提下，我们预计未来租赁住房市场将迎来一个快速发展期。

2、租房人口及租金规模测算假设：将租房人口分为流动人口、非流动人口。假设未来五年以内流动人口存量、流动人口中租房人群比率、租房市场租金较为稳定，就此可以估算租房人口中流动人口部分市场规模；假设高校毕业生规模稳定增加，毕业生中租房人群、落户人群比率较为稳定，高校毕业生支付的租金至少位于全国平均水平，就此可以估算非流动人口中毕业三年以内的高校毕业生部分租房市场规模。假设非流动人口中，非毕业三年以内高校毕业生的租房人群相对极少，可忽略不计。

3、租赁住房需求预测：我国地区之间发展差异将在一段时间内一直存在，城市之间也将保持人口的相互流动。流动人口在流入地自然形成住房租赁需求，不考虑租金的增长，我们预计流动人口带来的租金规模大约为 1.19 万亿元，加上落户的毕业三年以内的高校毕业生后总计约 1.3 万亿元。而随着租赁住房供应的增加，承租人权益得到保障，租房的需求还会大幅增加。

我们与市场不同的观点：

市场普遍认为我国租赁市场规模较小、需求不足。但我们注意到，由流动人口、高校毕业生测算的我国租赁市场已达万亿规模，而相对于国外成熟的住房市场而言，我国的租赁住房市场还有很大的发展空间。由于政策支持，各方机构纷纷入市，租赁住房供应逐渐增加，同时区域发展差异、房价高企和户籍制度等原因又使得租赁住房需求有增无减，因此我国租赁市场前景可期。

估值与投资建议：

投资建议方面，就我国目前的情况看来，在需求层面，租房人群中的主力流动人口规模大且总量稳定，而高校毕业生数量在持续增长。需求端存量规模已达 1.3 万亿元，增量亦是可期；在供给层面，政府在土地、金融等方面的全方位支持政策频频推出，房企、酒店、房屋经纪公司、创业公司纷纷入局，长租市场有着极大的发展潜力。目前，A 股市场上，可重点关注率先进入长租公寓市场的房企和相关服务商，如万科、世联行等。

股价表现的催化剂：

租赁政策支持力度加大；

租赁市场需求加速提升。

主要风险因素：

租赁需求不及预期风险。

目 录

一、从“居者有其屋”到“住有所居”	1
二、需求端：存量可观，增量可期.....	1
（一）新房交易市场降温，租赁市场有待发育	1
（二）租房者青睐小户型，流动人口为需求主力	3
三、供给端：鼓励政策频出，各企业纷纷入局.....	10
（一）政策总纲要全方位支持，土地供应利好	10
（二）国内长租公寓市场正在兴起.....	13
1、传统住房租赁行业痛点频出，长租公寓应运而生	13
2、各类企业纷纷布局长租公寓.....	14
3、各类公寓运营商融资渠道多样.....	20
四、国外住房市场发展成熟，租售并举为常态.....	23
（一）各国住房持有率较低，投资回报率较高	23
（二）发达国家住房租赁市场支持政策较为全面	24
1、美国：租赁市场供应主体市场化，主要为个人和开发商	24
2、德国：政府限制租金，维护两方权益	25
3、日本：机构逐步成为租赁市场供应主体	26
五、美国、日本具有代表性的公寓运营公司	27
（一）集中式公寓运营公司 Equity Residential	27
（二）分散式公寓运营公司大东建托.....	30
六、推荐标的	32
（一）万科：携泊寓率先进入长租公寓市场	32
（二）世联行：依托房地产行业综合业务实现多元化服务	33
七、风险提示	34
插图目录.....	35
表格目录.....	36

一、从“居者有其屋”到“住有所居”

我国住房改革目标正在发生变化。自 1998 年取消福利分房体制后，我国住房制度实现了商品化、市场化，同时房地产业成为国民经济的支柱产业。一直以来，我国房地产企业都以住宅开发-销售为主要运营模式，2015 年 1 月住建部《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》中首次提出租售并举的概念，提出积极培育经营住房租赁的机构、支持房地产开发企业将其持有房源向社会出租，改变经营方式，从单一的开发销售向租售并举模式转变。2016 年 6 月国务院发布《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》提出了培育租赁市场主体、鼓励租赁消费的意见。“租售并举”概念的提出，意味着我国住房改革目标正在从“居者有其屋”转变为“住有所居”，住房租赁市场成为蓝海。

培育和发展住房租赁市场具有重要的宏观意义。其一，租房市场能成为新的经济增长点。住宅租赁行业的产业联动效应强，对保洁服务、建材、家具等上下游相关产业的带动作用明显。其二，租房市场能改善住房利用率。发展租房市场是盘活住房存量、提高闲置房源使用效率的重要途径。其三，租房市场有助于推动住房合理消费。中小户型、中低价位的租房供给有助于实现住有所居的社会目标，从而提升社会福利，实现以人为本的城市化。

未来十年，租赁市场会获得稳定发展。根据链家的研究，目前中国租赁人口 1.6 亿，租赁房屋 4600 万套，未来会有更多人通过租房满足居住需求，并有越来越多的房屋通过存量盘活和增量开发的形式进入房地产市场。预计 2025 年租金 GMV（成交金额流量）将接近 3 万亿元人民币，租赁人口 2.3 亿；2030 年，租金 GMV（成交金额流量）将达到 4.6 万亿元，租赁人口达 2.7 亿。

二、需求端：存量可观，增量可期

（一）新房交易市场降温，租赁市场有待发育

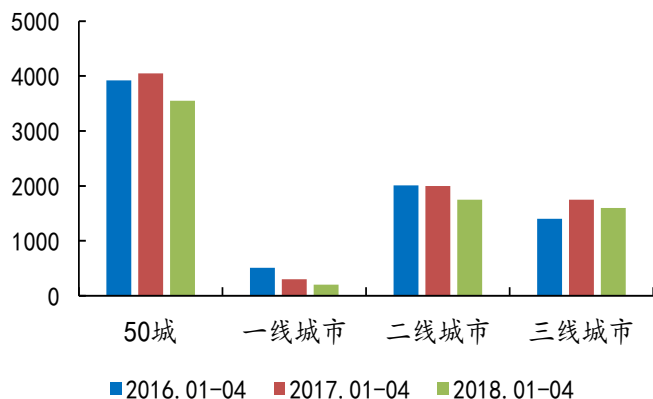
中国房地产业协会会长公开发言称，2017 年中国房地产市场总规模超过 20 万亿，而住房租赁市场租金规模约为 1.3 万亿元，份额十分小，有很大的发展前景。一般而言，经济发达、年轻人多的城市租赁住房需求量大，也比较能产生成形的租房体系，在我国一线以及相对发达的二线城市是培育租赁市场的主要城市。房价高、投资需求高，但房屋闲置、低效利用等问题同时存在于这些城市，解决这些问题的一个良好途径就是发展住房租赁市场。

新房交易市场降温。随着更严厉的限购等政策的实施，50 个代表城市 2018 年 1-4 月商品房市场交易量同比下降 12%，其中一、二线城市分别下降 33%和 12%，尤其一线城市交易量已处于下降通道，预计未来难以回升到高位。三线城市 2017 年初虽有回升，但今年也显现了降温趋势。我国住宅市场逐渐进入存量房时代，租售并举是房企必须的方向。

因资金紧张房企倾向于转向政策、信贷支持的新兴业务。国家统计局刚刚公布的 2018 年 1-4 月全国房地产开发投资和销售情况披露了房地产开发企业到位资金状况。1-4 月，房企到位资金增速低至 2.1%，保持低位状态，其中，国内贷款增速和个人按揭贷款增速双双出现负增长。国内贷款增速降至-1.6%，是自 2016 年 1-2 月以来首次出现由正转负，个人按揭贷款增速降至-6.7%，已连续 6 个月下降。为获取资金，房企除了通过调整修建开发节奏来提高资金

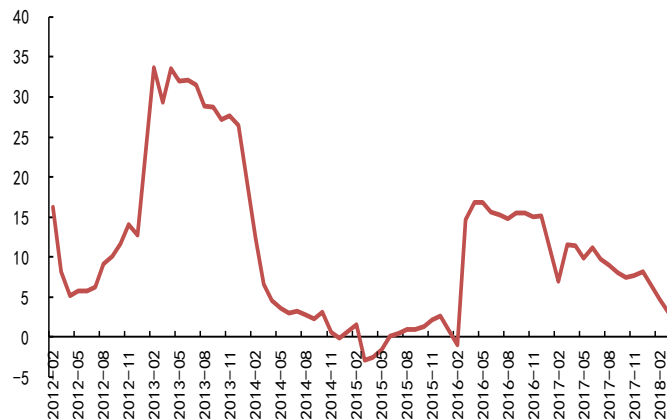
使用效率，更多地选择了转向政策支持信贷的新兴业务，如集体租赁住房、棚户改造等。

图 1: 新建商品住宅近三年 1 至 4 月累计成交面积



资料来源: 各地官方房地产信息网、易居研究院

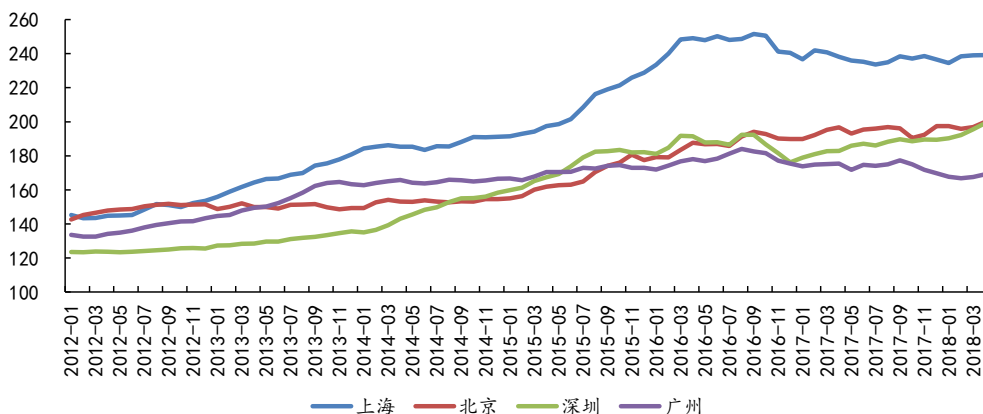
图 2: 房地产开发资金来源合计累计同比 (%)



资料来源: 国家统计局, wind

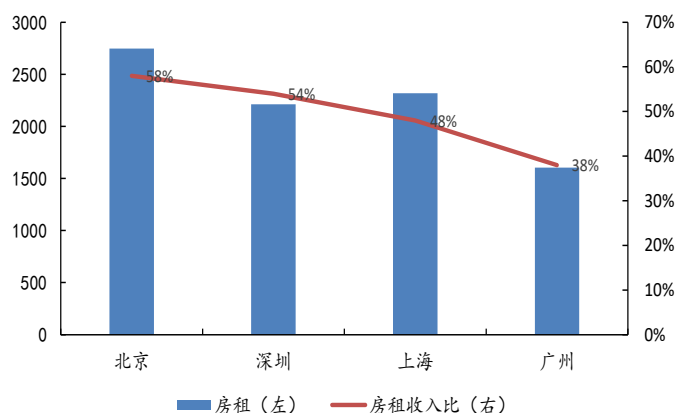
租金逐年上涨，租金回报率逐年下降，低于国际水平。近五年，一线城市北京、上海、广州、深圳二手住宅租金指数逐年上涨，其中上海增速最高，从 2016 年 1 月到 2018 年 4 月租金指数保持在 240 到 250 之间。即使如此，租金上涨速度依旧远远低于房价的上涨速度，导致了逐年下降的租金回报率。2018 年 4 月一线城市租金回报率仅有 1.5% 左右，而拥有成熟房地产市场的日本大阪市可以达到 7.28%。同时，一线城市租金收入比非常高，2017 年北京、深圳房租收入比均高于 50%，意味着平均每个租房者可支配收入的一半都要用于租房。租房者愿意支付高额的租金，从侧面可以反映出租房市场的需求非常强烈。

图 3: 二手住宅租金指数



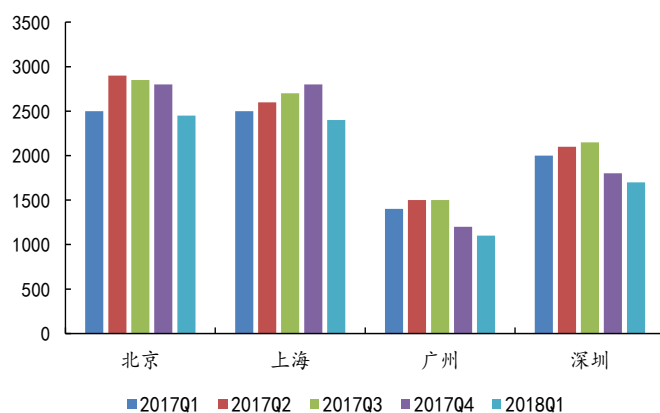
资料来源: 中原地产, Wind

图 4: 2017 年一线城市人均房租 (元/月) 及房租收入比对比



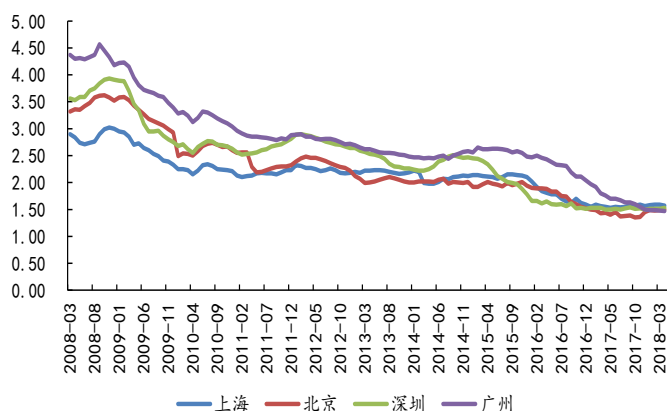
资料来源: 易居研究院 房租收入比=个人租房租金费用/个人可支配收入

图 5: 一线城市人均月租金 (元)



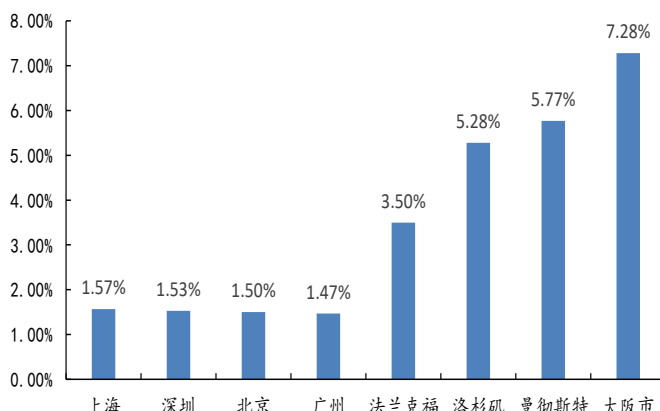
资料来源: 58 安居客房产研究院

图 6: 二手住宅租金年回报率 (%)



资料来源: 中原地产, wind 租金年回报率=(12*每平方米月租金)/每平方米房价

图 7: 2018 年全球城市租金回报率 (%)

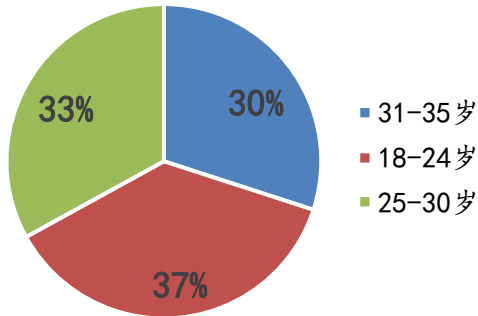


资料来源: 公众号海外掘金:《重磅: 史上最全各国城市租金回报率全解析 (2018 年最新版)》

(二) 租房者青睐小户型, 流动人口为需求主力

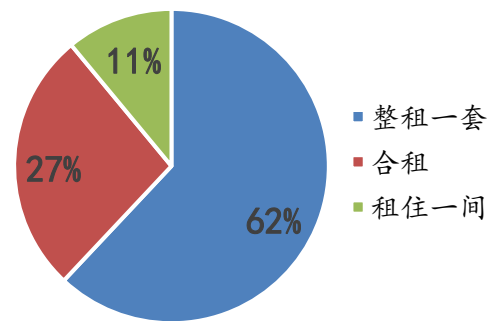
租房者中年轻人居多, 小户型更受青睐。根据 58 集团安居客房产研究院和房产数据研究院的统计, 全国租赁市场 18 到 35 岁人群中, 18 到 24 岁占比最高 (37%), 25 到 30 岁次之 (33%)。因此刚毕业的本科生、研究生应该是租房主力之一。就租房状态而言, 62% 的租房者是租的整套, 27% 选择合租; 39% 的租房者和伴侣同住, 29% 是独居。有 40% 的租房者更偏好租住一居室, 其次是 34% 的人需要两居室。而从北京和成都租房市场供应的户型来看, 占比最多的是两居室 (40% 以上), 其次才是一居室 (30%), 可见租房市场需要更多的一居室户型。另外, 北京的租赁房每套的价格相比上海而言高价居多, 造就了更多的合租者, 统一建设长租公寓的优势之一就在于可以打造更多符合租房者需求的户型。上海第一个只租不售的“嘉荷新苑”项目于 4 月动工, 预计在两年后上市, 将提供 1120 套全装修公寓, 其中一室一卫的将有 890 套。这一点将会得到租房者的青睐。

图 8: 租户年龄分布百分比



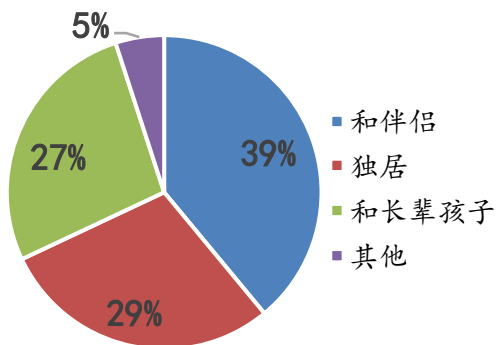
资料来源: 58 集团房产数据研究院

图 9: 租房状态分布百分比



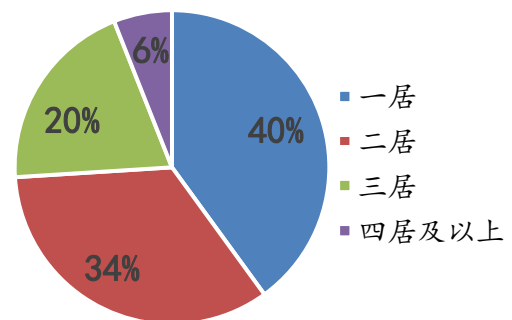
资料来源: 58 集团房产数据研究院

图 10: 租房同住分类百分比



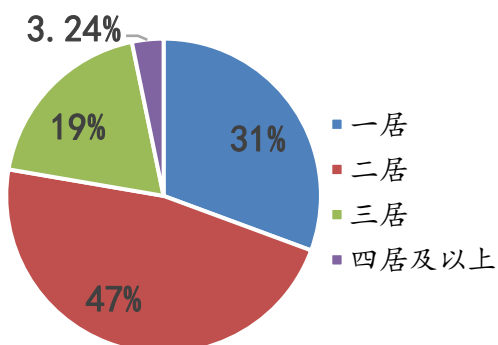
资料来源: 58 集团房产数据研究院

图 11: 全国用户租房户型需求百分比



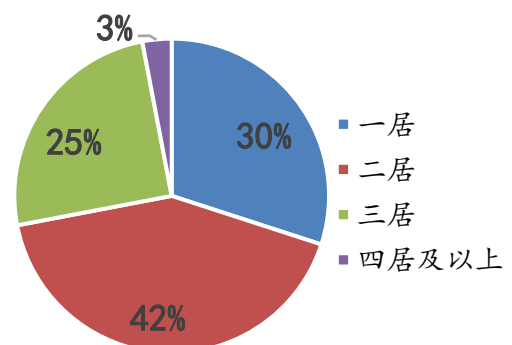
资料来源: 58 集团房产数据研究院

图 12: 北京 2018 年 4 月租赁住房户型占比



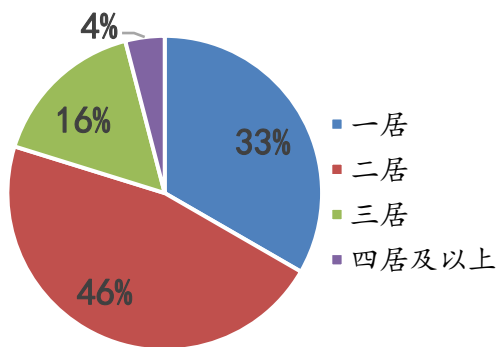
资料来源: 中指数据

图 13: 成都 2018 年 4 月租赁住房户型占比



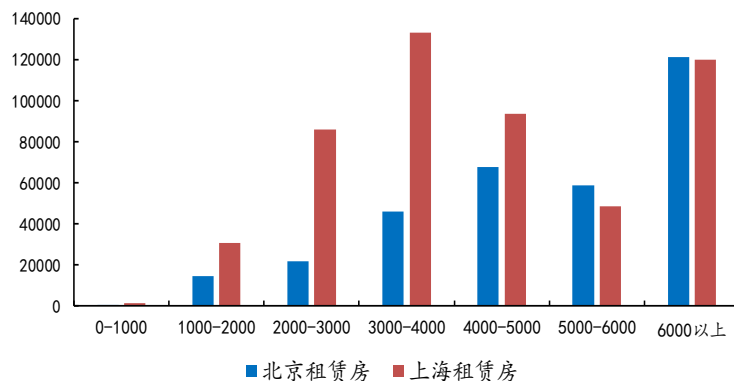
资料来源: 中指数据

图 14: 上海 2018 年 4 月租赁房户型占比



资料来源: 中指数据

图 15: 北京和上海 2018 年 4 月每套房月租金(元)分段数量(套)



资料来源: 中指数据

毕业生增量可观, 晚婚再推高住房需求。大学毕业生将是租房的主力, 对大学生市场进行一个估计:

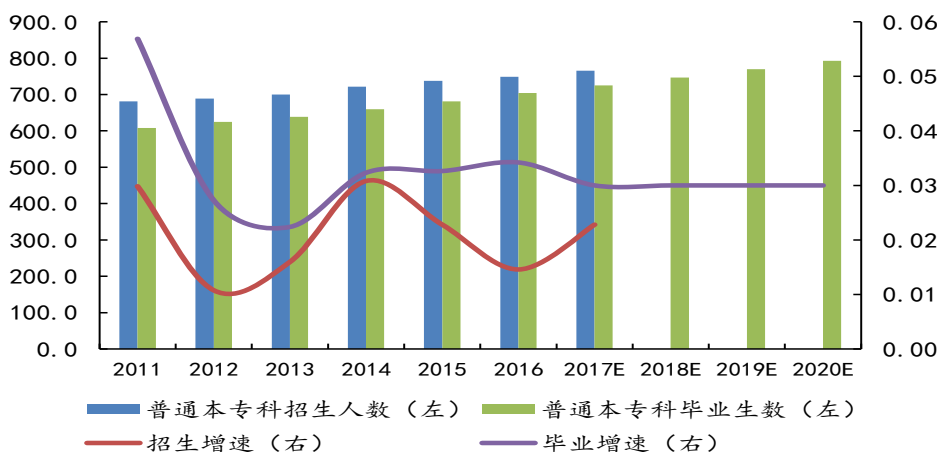
首先对本专科毕业生进行预测。我们的假设如下:

1、由于数据获取原因, 我们对 2017、2018、2019、2020 年四年的毕业生数进行预测。近年参与高考人数以较稳定的速度增长, 本专科招生增速也一直稳定在 1%到 2%之间, 因此我们预测本专科毕业生人数增速在三年内比较稳定, 大约在 3%左右;

2、由《中国流动人口报告 2017》知, 在我国不同的城市, 流动人口自购房比例最高为 25%, 故假设本专科毕业生毕业后租房人群有 75%;

3、又由 2017 年上海易居研究院发布的《50 城房租收入比研究》, 全国 50 城人均月租金在 500 元到 2500 元之间, 故假设本专科毕业生每月支付租金 1000 元, 每年支付租金 1.2 万元。

图 16: 本专科入学与毕业人数(万人)



资料来源: 国家统计局, Wind

然后对研究生毕业生进行测算。我们的假设如下:

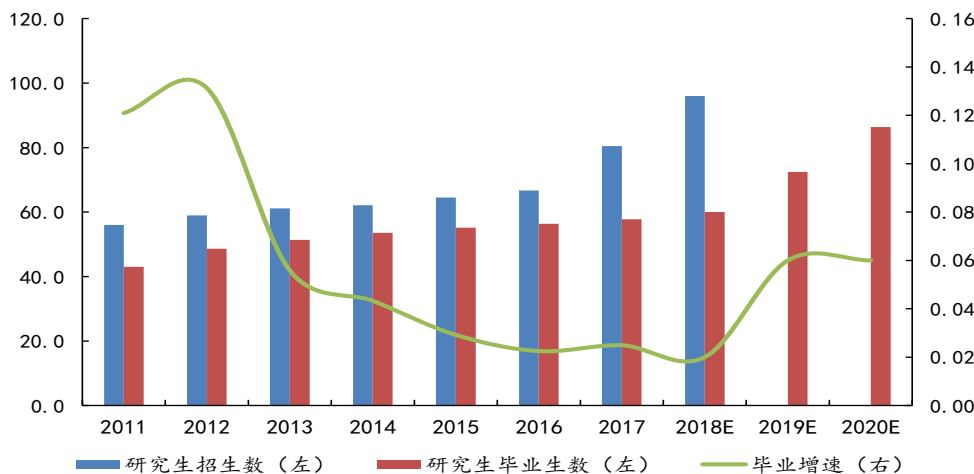
1、2017 年研究生招生人数有一个较大幅度的提升, 因此不宜采用增速进行预测。由于近年研究生毕业生中博士毕业生仅占 10%左右, 而硕士研究生的在校时间较短, 一般为两至三

年，因此可以用两年前的招生人数预测当年的毕业生人数。我们用 T 年的毕业生人数除以 T-2 年的招生人数，得到 T 年的毕业比例，发现每年稳定在 90% 左右。

2、又由每年研究生招生人数约占考研人数的 40%，以及教育部数据统计数据，2018 年考研报考人数达到 240 万人，可以预测 2018 年研究生招生人数可以达到 96 万人。就此，可以预测 2018 年、2019 年、2020 年的毕业生数。

3、进一步地，我们假设研究生毕业后留在毕业城市租房居住的可能性大于本专科生，租房率为 80%，又因为研究生的收入高于本专科生，因此假设研究生每人每月支付租金 2000 元，每年支付租金 2.4 万元。最后可以得到每年新增高校毕业生带来的租金大约有 780 亿元，而毕业生进入租赁市场后平均至少停留三年后才会买房，因此可以看到不考虑租金的增长，累计三年的高校毕业生带来的租金规模大约有 2300 亿元。而随着租赁住房供应的增加，承租人权益得到保障，租房的需求还会大幅增加。

图 17：研究生入学与毕业人数（万人）



资料来源：教育部，Wind

表 1：高校毕业生租金规模测算表（标黄为预测值）

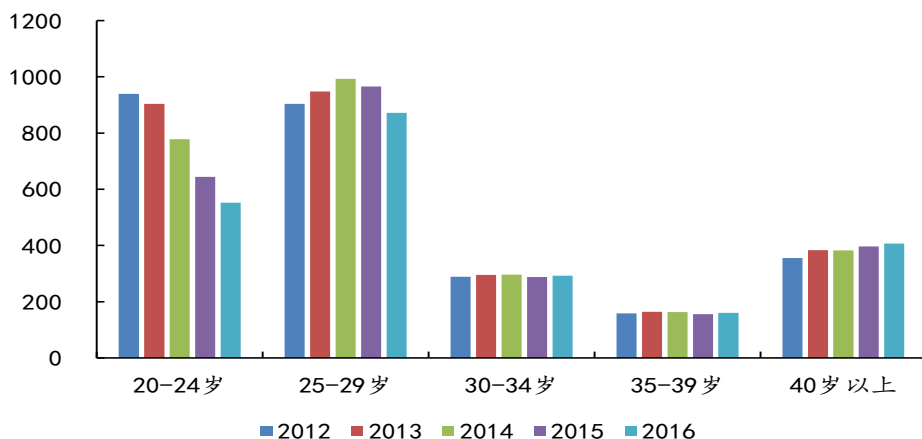
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
普通本专科招生人数（万人）	688.8	699.8	721.4	737.8	748.6	765.7			
招生增速	0.01	0.02	0.03	0.02	0.01	0.02			
普通本专科毕业生数（万人）	624.7	638.7	659.4	680.9	704.2	725.3	747.1	769.5	792.6
毕业增速	0.03	0.02	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03
租房率					0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
人均租金（万元/年）					1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
租金收入（亿元/年）					633.8	652.8	672.4	692.5	713.3
租金累计（亿元/前 3 年）							1958.9	2017.7	2078.2
研究生招生数（万人）	59.0	61.1	62.1	64.5	66.7	80.5	96.0		
毕业比例	0.904	0.917	0.909	0.902	0.908	0.896	0.900	0.900	0.900
研究生毕业生数（万人）	48.6	51.4	53.6	55.2	56.4	57.8	60.0	72.5	86.4
毕业增速	0.13	0.06	0.04	0.03	0.02	0.02	0.02	0.06	0.06

租房率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
人均租金 (万元/年)	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4
租金收入 (亿元)	108.3	111.0	115.3	139.1	165.9
租金累计 (前3年)			334.5	365.3	420.3
租金收入合计 (亿元/年)	742.0	763.8	787.6	831.6	879.2
租金累计合计 (亿元/前3年)			2293.4	2383.0	2498.5

资料来源: 国家统计局, 教育部, 中国银河证券研究部

一般而言, 购房需求会出现在准备结婚时需要购置“婚房”。而随着观念的改变, 结婚的年龄正在逐步提高。20-24岁之间登记结婚的人数逐年下降, 2016年相对于2012年下降了41%。在2014年有更多的人选择25-29岁结婚, 而2015年、2016年也在减少。可以从中看到中国青年晚婚的趋势, 这也会大大增加青年租房的概率。

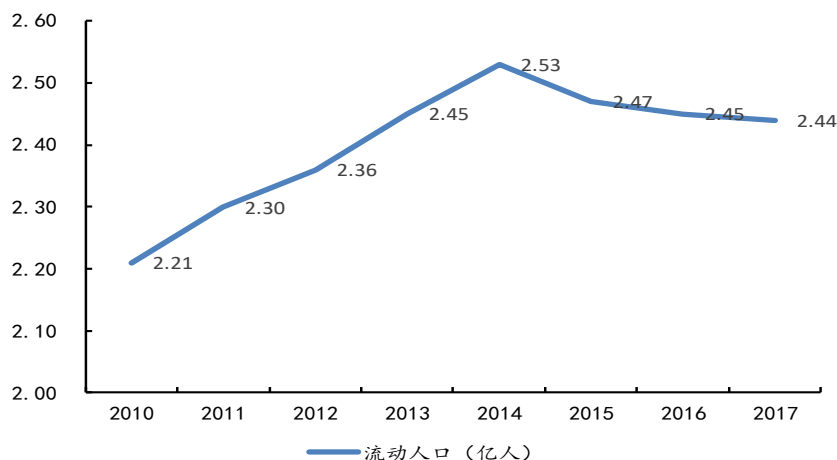
图 18: 婚姻登记人数的年龄分布 (万人)



资料来源: 民政部, Wind

流动人口总量稳定, 购房意愿较低, 是租赁市场的主力。未在就业地购置住房的流动人口是租赁住房的主要需求来源, 国家统计局数据显示, 我国流动人口从2011年的2.3亿人持续增长至2014年的2.53亿人, 而2015年、2016年我国流动人口总量为2.47亿人、2.45亿人、2.44亿人, 虽然从2015年开始总量有所下降, 有一部分是返乡的人口, 还有一部分是受户籍制度改革影响, 流动人口转换为了新市民。流动人口总体存量稳定, 仍将在较长一段时间影响着中国经济社会的发展。

图 19: 我国流动人口总量 (亿人)



资料来源: 国家统计局, Wind

高企的房价、户籍制度制约着流动人口购置房屋的能力, 国家卫计委在其发布的《中国流动人口发展报告 2017》中, 将城市按跨省流动比例分为五组。城市流动人口中跨省迁移比例高低主要取决于城市竞争力和吸引力, 比例最高的第五组主要是东部沿海地区经济高度集聚、就业机会较多的大城市。经统计发现, 比例最高组城市的流动人口自购房比例最低, 仅为 9.7%, 跨省流动比例较低的第一组和第二组城市流动人口自购房比例都超过 20%; 但从稳定居住意愿 (打算在本地长期居住 5 年以上的比例) 来看, 第五组也依然达到了 50.9%。该报告还提到, 流动人口在流入地以租房居住为主, 其中, 租住私房的占 63.8%, 在购房意愿方面, 尚未在现居住地购房的人当中, 打算买房的仅占 16.1%, 不打算买房者的比例高达 83.4%。

表 2: 不同类型流动模式城市的城市融入状况

	自购房比例 (%)	稳定居住意愿 (%)	户口迁入意愿 (%)
第一组	24.9	66.0	30.9
第二组	21.8	61.7	28.4
第三组	14.2	56.3	29.8
第四组	13.0	53.3	30.1
第五组	9.7	50.9	36.2

资料来源: 2010-2016 年全国流动人口动态监测数据

从以上数据我们可以看出, 跨省流动比例较高的城市, 也就是一线城市以及较发达的二线城市自购房比例是很低的, 但同时他们也有着较高的长期居住意愿, 因此租房成了必然的选择。考虑到 2015 年、2016 年我国流动人口总量, 若粗略地用五组自购房比例的平均数来推算, 全国每年流动人口中租房者应至少已经达到 2.04 亿人。

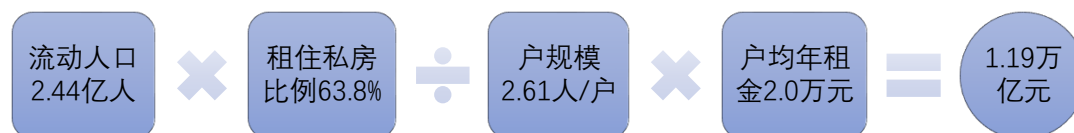
我们根据以下四个数据对流动人口中租房人群带来的租金规模进行测算:

- 1、2017 年流动人口 2.44 亿人;
- 2、流动人口在流入地租住私房的 63.8%;
- 3、国家卫计委 2014 年调查数据, 流动人口在流入地平均家庭户规模是 2.61 人/户;

4、中国指数研究院重点城市租金水平估算 2016 年全国户均年租金（私房租金）为 2.0 万元；

将流动人口乘以流动人口中租住私房的比例，得到流动人口中租房人群规模；再除以户均规模，得到租房的户数；再乘以户均年租金，得到估计的总年租金 1.19 万亿元。

图 20：流动人口租金规模测算过程



资料来源：国家统计局，国家卫计委，中指研究院

租赁市场规模的测算：

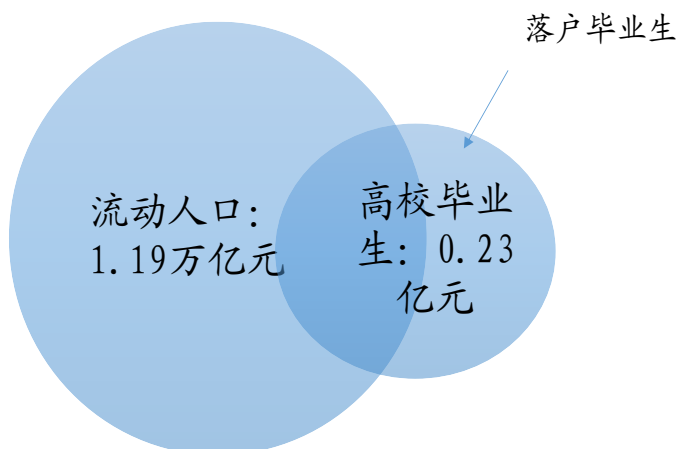
至此，我们已经预测得出了流动人口的租金规模以及高校毕业生的租金规模，我们假设：

- 1、租房市场分为流动人口和非流动人口，那么高校毕业生中能够落户的属于非流动人口；
- 2、假设非流动人口中，非毕业三年以内高校毕业生的租房人群，即其他户籍人口在当地的租房需求相对较低，可忽略不计；
- 3、假设 50% 的高校毕业生能够落户。

流动人口租金规模以及非流动人口中累计三年的高校毕业生带来的租金规模约为 1.305 万亿元，该租金规模大致就是市场总的租金规模。我们测算的结果与中国房地产业协会会长公开发言中所述的住房租赁市场租金规模 1.3 万亿元一致。

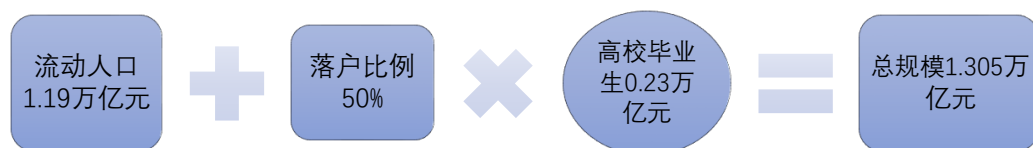
具体计算过程如下图所示：

图 21：流动人口与高校毕业生租金市场关系



资料来源：国家统计局，国家卫计委，中指研究院

图 22：流动人口与落户高校毕业生合计租金规模测算过程



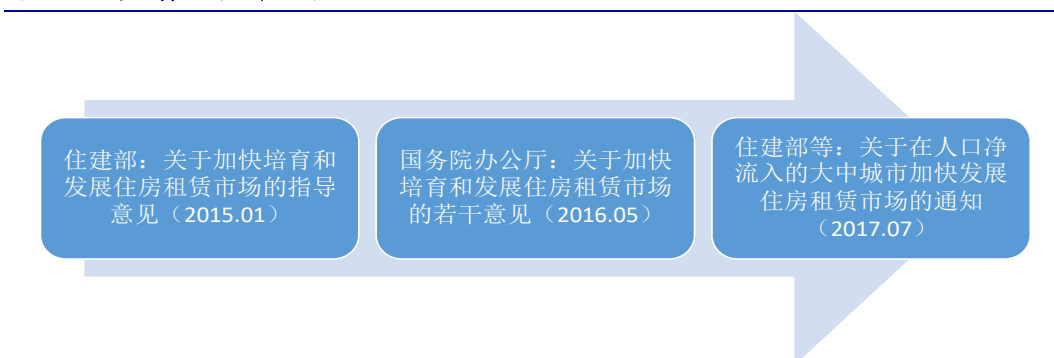
资料来源：国家统计局，国家卫计委，中指研究院

三、供给端：鼓励政策频出，各企业纷纷入局

（一）政策总纲要全方位支持，土地供应利好

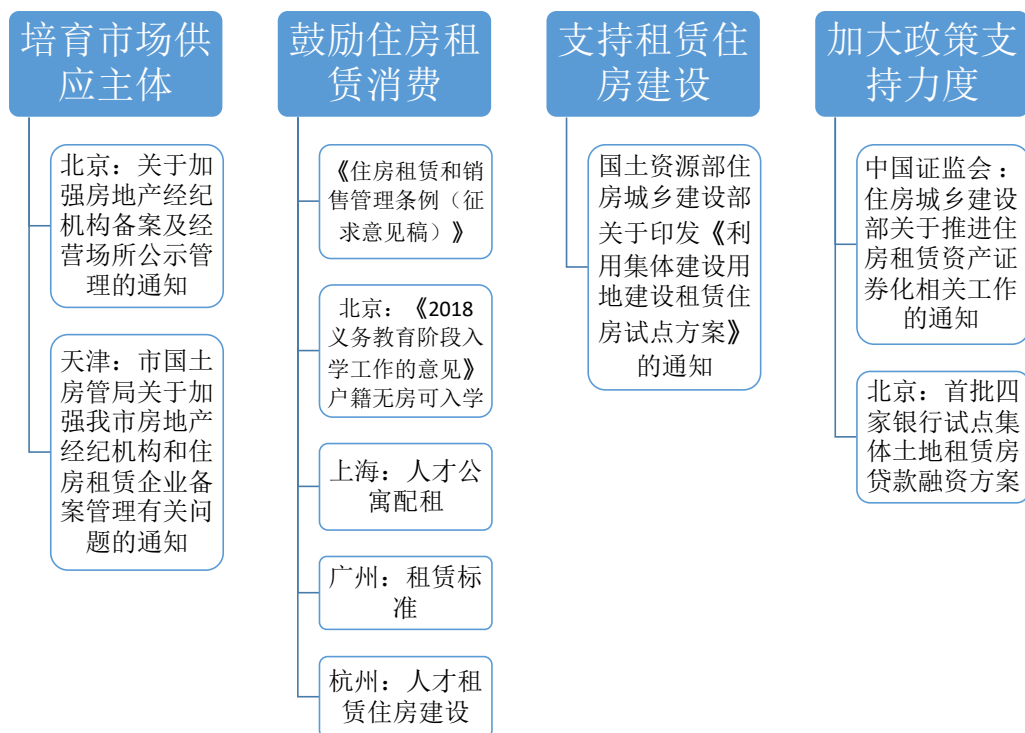
2015 年 1 月住建部首次提出培育住房租赁市场，随后 16 年国务院办公厅再次强调此事，最后在 2017 年住建部等提出首先关注人口净流入的大中城市的住房租赁市场。这三个主要文件都提到了关于培育住房租赁市场的四个要点：1、培育租赁住房供应主体，主要包括租赁企业、房地产开发企业、中介、个人。2、鼓励住房租赁消费，主要是引导、鼓励个人的承租行为。3、支持租赁住房建设，增加新建租赁住房，同时鼓励改建为租赁住房。4、加大政策支持力度，主要包括税收优惠、拓宽融资渠道、增加租赁供地等等。在这之后，省级地方政府也先后发布了关于培育和发展住房租赁市场的指导文件，主要涉及的关键政策包括允许商改住、鼓励个人出租住房、提供金融支持等方面。

图 23：住房租赁主要政策文件



资料来源：中指数据，中国银河证券研究部

图 24：住房租赁政策主要要点及相关具体文件



资料来源：中指数据，中国银河证券研究部

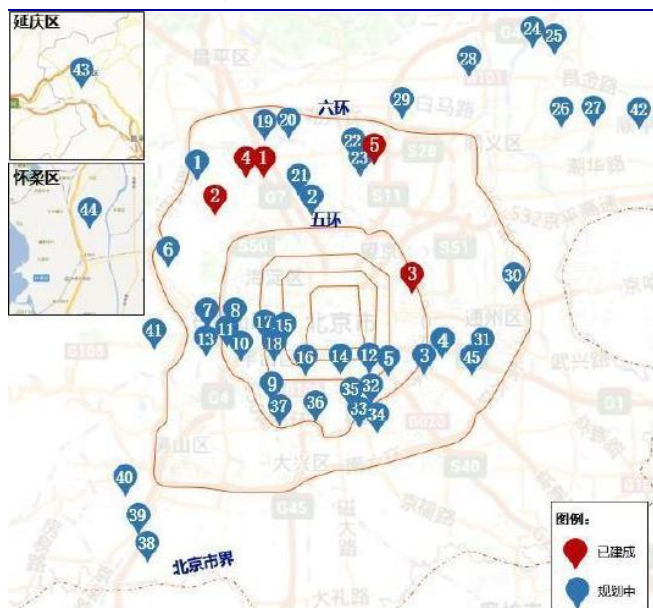
为支持租赁住房建设，政府加大了租赁地块的供应，降低了土地获得成本。

北京租赁地块供应量大且区位较好。2017 年 4 月，北京曾发布《北京市 2017-2021 年及 2017 年度住宅用地供应计划》，提出在今后五年的时间里提供约 1300 公顷的租赁住房用地，其中大部分将通过集体建设用地安排。从 2017 年下半年开始，北京加快各区集体租赁住房相关地块的前期规划工作，根据北京各区规划委已公布的信息显示，目前北京新规划 45 个集体租赁住房项目，涉及除密云外的所有区县，规划总用地面积 203.9 公顷，建成后预计可提供 7-8 万套租赁住房。2018 年 4 月，万科联手天恒拟入股北京市大兴区瀛海镇集体建设用地租赁住房项目，万科、天恒将与农村集体经济组织共同开发。

从项目分布图来看，城南规划的项目明显多于城北。就位置而言，集体土地建设的租赁住房在布局上结合“三城一区”和产业功能区，坚持毗邻产业园区、交通枢纽和新城的原则进行布局建设，这将有利于解决“职住平衡”的问题。有大约一半的房屋位于五环以内，还有少部分位于四环以内，从通勤成本的角度，租赁房对于租房者具有吸引力。

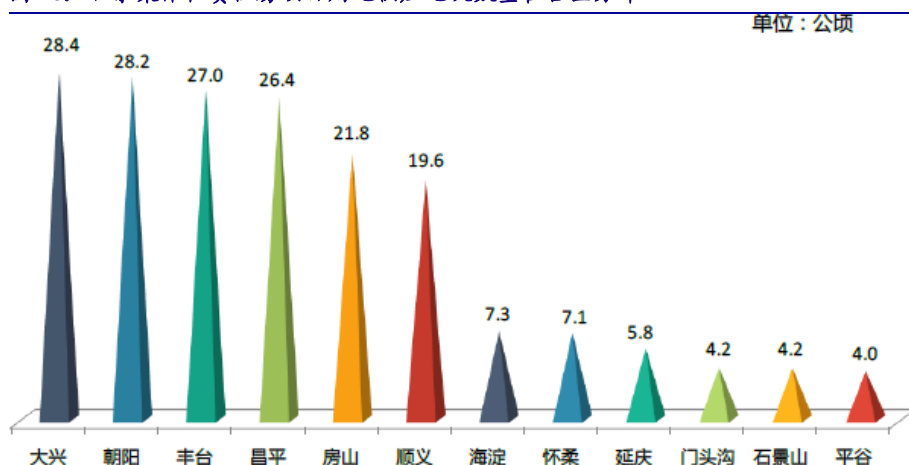
另外在配套和居住设计方面，《意见》要求集体土地建设的租赁住房需要配置必要的医疗、教育等居住公共服务设施。更重要的是，房屋套型结构和面积标准，可结合区域实际情况，按照市场需求，进行规划、设计和建设，同时实施全装修成品交房。

图 25: 北京集体租赁住房项目用地供应地块位置分布



资料来源: 中指研究院

图 26: 北京集体租赁住房项目用地供应地块数量在各区分布



资料来源: 中指研究院

2018 年上海租赁地块出让溢价率为 0。据同策研究院统计的数据显示,截至 2017 年 11 月底,全国各大城市挂牌定向用于租赁的住房用地共计 26 宗,其中上海挂牌 21 宗,成功出让 15 宗。而后,杭州、广州、深圳、合肥、南京也依次推出该城市的首宗租赁用地。

去年 7 月 24 日上海首次出让了两幅纯租赁用地。嘉定新城发展有限公司以 4.24 亿元的挂牌底价,获得了前述项目,折合楼板价只有 5950 元/平方米。同一天,上海张江集团以 7.24 亿元的价格,拍下了浦东张江南区另一幅约 6.5 公顷的纯租赁用地,楼板价 5569 元/平方米。

上海链家市场研究中心分析认为,就 1 月公布的租赁住宅用地的位置而言,租赁房源正在向经济型租房倾斜,租赁地块主要位于租金较低的宝山罗店、青浦的盈浦和长兴岛等地。

表 3: 上海市 2018 年租赁住房用地交易情况

区域	宗地名称	土地面积 (m ²)	规划建筑面积 (m ²)	成交总价 (万元)	楼面价 (元/m ²)	竞得人	成交日期
宝山区	宝山区罗店镇美罗家园大型居住社区 02 单元 0218-02 地块	25,008	62,519	28,446	4,550	深圳市中集产城投资发展有限公司	2018/1/3
崇明区	崇明区长兴镇 G9CM-0901 单元(局部调整)12-04 地块	30,621	61,242	9,297	1,518	上海长兴岛置业有限公司	2018/1/3
青浦区	青浦区盈浦街道漕盈路东侧 07-05 地块	22,427	44,853	16,047	3,578	上海盛青房地产发展有限公司	2018/1/3
静安区	静安区市北高新技术服务业园区 N070501 单元 22-01 地块	25,838	72,347	61,743	8,534	上海市北高新集团不动产经营管理有限公司	2018/1/16
静安区	静安区市北高新技术服务业园区 N070501 单元 15-02 地块	19,457	58,370	46,866	8,029	上海市北高新集团不动产经营管理有限公司	2018/1/16
静安区	静安区市北高新技术服务业园区 N070501 单元 02-16-A 地块	7,769	21,752	16,281	7,485	上海市北高新集团不动产经营管理有限公司	2018/1/16
松江区	松江区工业区 SJC10024 单元 09-10 号地块	22,346	40,223	14,440	3,590	上海新松江置业(集团)有限公司	2018/1/16
杨浦区	杨浦区平凉社区 03F3-02 地块(平凉街道 44 街坊)	5,867	12,908	9,331	7,229	上海卫百辛(集团)有限公司	2018/1/16
松江区	松江区中山街道 SJC10032 单元 10-07 号地块	62,694	112,848	40,060	3,550	上海中建东孚投资发展有限公司	2018/3/21
徐汇区	徐汇区康健新村街道 N5-03 地块	13,071	35,291	30,200	8,557	上海任徐置业有限公司	2018/3/21
杨浦区	杨浦区新江湾社区 N091104 单元 A3-05 地块(新江湾城街道原 D4)	33806	84515	67615	8000	上海城投置地(集团)有限公司	2018/5/31

资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

(二) 国内长租公寓市场正在兴起

1、传统住房租赁行业痛点频出，长租公寓应运而生

当下我国租赁市场在各方均存在多个痛点。租客端面临租期长短及稳定性、户型偏好、服务体验的错配；房东端面临住宅被损坏的风险，且管理耗时耗力；政府端公租房承建压力大、流动人口管理困难。而长租公寓的介入可以改善租客的居住体验、节省房东管理成本、有效协助政府管理，是租赁市场原始状态与各方诉求存在矛盾之后的必然产物。

传统租赁市场的核心在于房地产经纪公司。他们的核心贡献在于作为中介平台，连通出租方和承租方，利用供需信息、专业知识降低社会的交易成本。但是由于我国相关监管法制并不完善，“黑中介”、“黑房东”横行，损害了交易双方利益。

房屋中介缺乏管理，租房者找房难。《2015 年中国城市青年租房现状调查报告》该报告调查人数超过一万人，主要针对 20-30 岁这一年龄层的城市青年，受调查者 80% 生活在一线、准一线城市。数据显示，每 100 人中就有 70 人在租房，但仅有 11 人表示满意，满意度不到 20%。在本次调查里，租房遭遇的问题这一选项中，虚假房源(62.79%)、高额中介费(53.49%)、中介

骚扰(48.06%)排名前三。

居住过程服务、保障不足。租房者不仅在找房的过程中体验不佳，在入住后也常常出现各种问题。比如房屋设备老化损坏，中介不予处理；房东擅自进入出租房、提升租金；室友生活习惯不合等等。

根据上述调查显示，86.05%的受访者表示愿意为租房品质提升支付更多的租金，近半数人能接受 200-500 元的涨价幅度。通过统一管理、优化供给的方式提升了品质的长租公寓十分符合当代年轻人的需求。

长租公寓是近年来房地产三级市场的一个新兴行业，它与传统的房屋租赁对客户而言有所不同：

表 4：传统租房与长租公寓对比

	传统租房	长租公寓
房源信息	中介、网站，容易虚假信息多	公寓 APP 及网站，信息真实
租金	房东定价，可能虚假不透明，但有一定弹性	价格透明，但普遍较高
装修品质	信息不对称，硬件品质不可控	风格统一，更符合年轻人审美
房东	居住体验受房东影响	无
中介费	一个月租金	无
租金支付	押一付三	可与互联网结合，信用住
配套服务	无	配有管家、保洁

资料来源：中国银河证券研究部

长租公寓根据住房供应方式分为分散式和集中式。集中式公寓的运作模式较为传统，主要是以独栋商业楼宇为运作标的，公寓运营商通过收购或租赁的方式获得整栋楼宇的管理权后，对房屋进行统一改造，再将公寓租赁出去。而分散式是指运营商到城市各个地方分散的个人出租者获取房源，改造后出租。这两种方式各有其优缺点：

表 5：集中式公寓与分散式公寓对比

	集中式	分散式
房源获取	包租整栋楼宇，整体改造	和分散的个人业主签订 3-5 年的租赁合同
物业位置	受制于房源和租金，多在近郊	灵活性高，选择面广
现金流	前期投入大	前期投入小
管理成本	集中式管理形成规模效应，成本较低	分散的住房布局增加管理成本

资料来源：中国银河证券研究部

2、各类企业纷纷布局长租公寓

长租公寓运营商主要分为四个种类：开发商、酒店、房屋中介公司、专门的创业公司。现在国内已有的长租公寓品牌根据其运营商自身的优势选择不同的供应模式。中国饭店协会公寓委员会与迈点研究院（MTA）联合发布的 2017 年度《长租公寓市场大数据分析报告》显示，国内公寓市场中，分散式长租公寓占比近 8 成（74.56%），集中式（与服务式）长租公寓占比约 2 成（25.44%），分散式长租公寓出现二级分化，极少数品牌（20%以内）占据了全国 80% 以上的体量，仅自如友家、相寓 HOME 两个公寓品牌的房间数就达到近百万间，即两个品牌

占全部纳入监测分散式品牌长租公寓的 2/3 左右，但是在长租公寓 TOP50 品牌榜单的 TOP5 中，集中式占据前 4 名，占比 80%；因此，虽然全国范围内集中式体量仅占比 2 成，但品牌价值却达到 80%。

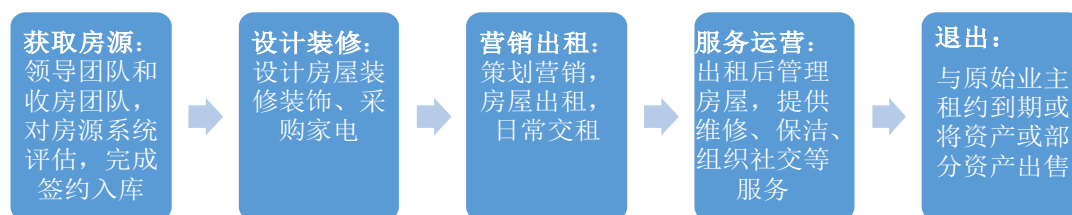
表 6：长租公寓 TOP20 品牌榜单

排名	品牌	运营类型	所属公司	备注
1	YOU+	集中式	广州优家投资管理有限公司	
2	魔方	集中式	魔方（中国）投资有限公司	港资控股
3	泊寓	集中式	万科企业股份有限公司	
4	冠寓	集中式	重庆龙湖地产发展有限公司	
5	优客逸家	分散式	四川优客投资管理有限公司	
6	包租婆	分散式	包租婆（北京）房地产经纪有限公司	
7	自如友家	分散式	北京自如资产管理有限公司	链家董事长控股
8	蛋壳	分散式	紫梧桐（北京）资产管理有限公司	
9	窝趣	集中式	铂涛集团	
10	红璞	集中式	深圳世联行地产顾问股份有限公司	
11	青客	分散式	上海青客设备租赁有限公司	
12	新派	集中式	青年乐（北京）企业管理有限公司	
13	自如寓	集中式	北京自如资产管理有限公司	链家董事长控股
14	领寓国际	集中式	领域国际集团有限公司	
15	爱上租	分散式	杭州爱上租科技有限公司	
16	城家	集中式	丞家（上海）公寓管理有限公司	港资控股，华住控股 17%
17	未来域	集中式	江苏未来域酒店管理有限公司	
18	9 号楼	集中式	魔方（中国）投资有限公司	港资控股
19	麦家	集中式	浙江麦家商业管理有限公司	
20	美丽屋	分散式	北京美丽屋资产管理有限公司	

资料来源：《长租公寓市场大数据分析报告》，中国银河证券研究部（排名指标：主流品牌运营状况的搜索指数、运营指数、媒体指数 3 大维度）

从运营流程来看，长租公寓产业主要分为五个部分如图所示：

图 27：长租公寓运营流程



资料来源：中指研究院

开发商系长租公寓运营商主重资产运营，具有融资优势。房企最大的优势是房源、融资两方面，这也是房企虽然起步较晚，但目前呈爆发式增长的主要原因。现在已有 20 家以上房企参与到长租公寓业务，分为自主开发和合作开发的。

表 7: 房企经营长租公寓品牌情况

自主开发	万科（泊寓）	龙湖（冠寓）	旭辉（领寓）	招商（壹栈）	金地（自在遇）
合作开发	保利（UOKO）	景瑞（寓见）	绿地（优客）	阳光城（寓见）	

资料来源：中国银河证券研究部

表 8: 房企长租公寓品牌城市布局

房企	品牌	城市数量	城市	规模
万科	泊寓	29	北京、广州、上海、深圳及杭州等	累计获取房间数超过 10 万间，累计开业超过 3 万间
龙湖	冠寓	15	北京、上海、广州、武汉及成都等	总房间数量超过 1.5 万间，计划于 2020 年实现长租公寓租金收入达 20 亿元。
旭辉	领寓	13	北京、上海、杭州、重庆等	签约（管理）的规模达到 20000 间，
朗诗	朗诗寓	11	北京、上海、广州、深圳、杭州等	获取项目数 55 个，确认房量 15040 间
金地	草莓社区	4	深圳、杭州、上海、昆明	将于未来两年内实现 3 万间公寓的管理与运营
	荣尚荟	3	深圳、苏州、武汉	目标是实现 2020 年内，国内开业公寓 80 余家，持房量达到 30000 间。
碧桂园	桐花寓	1	上海	在建房间数达 2963 间，已获取项目的总房间数超过 8000 间
远洋	邦舍	3	北京、大连、杭州	已运营的项目共 5 个，提供 1,000 间公寓。

资料来源：中国银河证券研究部

万科是中国最早进入租赁住房市场的开发商，从 2007 年万科就开始布局。经过对长租公寓市场的尝试与探索，万科在 2016 年 5 月正式推出了长租公寓业务的统一品牌“泊寓”，致力于满足城市青年人群的中长期租住需求。万科目前已成为中国首屈一指的集中式长租公寓企业。2018 年计划新获取 10 万间以上租赁住宅，新开业 5 万间以上。

从万科泊寓分析，房地产开发企业在运营长租公寓的过程中有以下特点：

1、重资产运营，具备资本增值属性。凭借自身开发能力，房企可以自持住宅用地，提供集中式公寓。万科已多次通过公开招拍挂的方式获取自持性住宅用地。

2、标准化生产，控制整体成本。设计、装修、采购有成熟的业务体系，借助万科的平台降低了整体成本。

3、与政府合作，拓展业务渠道。万科积极与政府合作，在深圳、厦门等地与人才安居集团签订战略合作协议，助力城中村综合改造与其运营模式的发展。

酒店系主轻资产运营，经营分散式公寓充分发挥其管理能力。铂涛集团于 2015 年设立了“窝趣”长租公寓品牌，共有两条产品线：针对 80、90 后都市“新享乐”青年的长租公寓产品——窝趣轻社区，以及针对 80 后金领精英的长短租兼容产品——窝趣服务式公寓。其目前

在“北上广深”以及重庆、杭州、珠海等一二线城市开业 12 家门店，房间数量接近 2000 间，已成功签约项目超 50 个，房量超 5000 间，其中有高达 90% 是加盟的。窝趣首创公寓行业的加盟模式，采取“直营+托管保底”的方式经营。直营方提供物业或加盟方投资物业，窝趣可在全流程提供专业的投发、筹建、运营团队，确保产品的品质，保证投资收益，窝趣从中提取一定管理费用。

从铂涛窝趣分析，酒店系运营商在长租公寓市场有以下特点：

1、强大的连锁管理能力支持分散式公寓，优化经营效率。连锁酒店在 IT 系统、选房选址、经营人才方面有着广泛基础，窝趣延续做连锁酒店的业务模式，凭借优质的采购供应链和线下管理服务打造分散式公寓。

2、海量酒店会员作为客户基础，便于扩张业务群体。铂涛会有 8000 万会员，与锦江整合后有超过 1 亿会员，目前已经将一部分人群进行转化，未来还将继续转化会员，提高窝趣的流量入口。

图 28：万科泊寓公寓楼照片



资料来源：公司官网，银河证券研究部

图 29：窝趣轻社区公寓照片



资料来源：公司官网，银河证券研究部

中介系主轻资产运营，依托中介背景可快速获取分散房源。2011 年，链家地产成立了定位为资产管理业务的自如事业部。自如做全程代理出租业务，通过住宅精装修为租客提供增值服务。自如 2016 年从链家独立出来，正式开始独立运营，截至 2018 年 3 月，自如已进入了北京、上海、深圳、杭州、南京、成都、天津、广州、武汉 9 座城市，为超过 25 万业主委托管理 50 万间房源，累计服务 120 万租客（自如客），管理资产规模超过 6000 亿。

自如长租公寓业务主要包括两条产品线，一是自如友家，是指分散在各小区中的单套精装修普宅，房源整合自链家的租房业务，从业主手中收取房屋再租出，赚差价；二是自如寓，链家统一租赁、经过改造装修再对外散租的集体式公寓，目前在北京、上海两城市共有 10 栋。自如的房源主要有三个：链家导入、自我拓展与第三方合作。而以上的合作方式是基于链家的门店网络，以及链家和自如自身品牌效应而形成的。绝大多数房源靠链家经纪人挖掘和推荐，极少数是转介绍或者直接找到自如的，不过 2017 年开始注重直收，专门成立了直收部门，逐渐摆脱对链家的依赖性。

从自如来看，中介系运营商主要的优势在于经营分散式公寓时，中介行业的背景使他们能依托强大的线下门店分布快速拿到分散的房源，但另一方面，作为租赁机构要找到合适的整栋

物业就非常不容易。

图 30: 自如友家照片



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究部

图 31: 自如寓公寓户型



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究部

创业系普遍生存困难, 品牌决定成败。做的比较成功的有 YOU+国际青年社区、包租婆、魔方公寓、优客逸家等。

YOU+国际青年社区:

成立于 2012 年, 是一个面向现代都市青年居住、生活、创业的社区。YOU+已经连续六年获得“中国长租公寓 TOP50 品牌榜单”第一名, 目前是中国最具影响力的公寓行业领导品牌。现在已经在“北上广深”、成都、杭州、福州、佛州布局 21 个社区, 正在建设南京和大连的社区。

创业人群的一个极大的特点是工作完全融入生活, 针对此特点, YOU+致力于打造最适合打拼的创业空间和最适宜生活的舒适住所。同时, 创业者居住在一起也能产生互项激励的作用, 因此 YOU+另一个与众不同的特点就是为租客提供精神慰藉。

YOU+深圳前海梦工场是 YOU 首个正式落地的 2.0 产品。该项目总建筑面积约 3300 平方米, 引入了国际化的设计团队 MAT Office, YOU+这个首次落地的 2.0 项目提供了集居住、工作、生活、资源整合为一体的新型共享空间, 为园区创业者和访客打造了 24 小时创新生活圈。

而这标志着 YOU+开始转变成一个内容提供者、运营商, 用更加精细化的内容吸引有社交、创业需求的年轻人, 实现从重资产到轻资产的过渡, 因此可以说, YOU+前海梦工场社区的开业在 YOU+发展历程中具有里程碑式的重要战略意义。

包租婆:

包租婆 2014 年在北京成立, 国内首家聚焦于女性市场的分散式公寓品牌, 99%租户为女性, 包租婆女性公寓现有两个系列住房产品供租客选择, 基于色彩心理学诞生的 1.0 系列, 以及能满足女性居住及生活深层需求的 2.0 系列。

90 后逐渐占据租房市场, 而租房需求也随之变化, 更多年轻人愈发注重房间品质以及附加价值, 房间能否给自己带来幸福感也是极其重要的。90 后女性的观念与 70、80 后有所不同, 更加注重美貌, 认为这是认真对待生活的一种态度。包租婆创始人从这点出发, 联手各行业优

质品牌，从吃穿住行到生活用品再到美妆护肤，提供全方位的产品服务，并且组织年轻女性感兴趣的社交娱乐活动，比如瑜伽课程等。

图 32: YOU+社区照片



资料来源：公司官网，中国银河证券研究部

图 33: 包租婆公寓照片



资料来源：公司官网，中国银河证券研究部

魔方公寓：

魔方生活服务集团通过建设魔方公寓、魔尔公寓、9 号楼，分别针对白领、金领和企业基层员工满足不同居住需求。魔方公寓是中国首家连锁集中式长租公寓运营商，是魔方（中国）生活服务集团在中国境内的全资子公司

优客逸家：

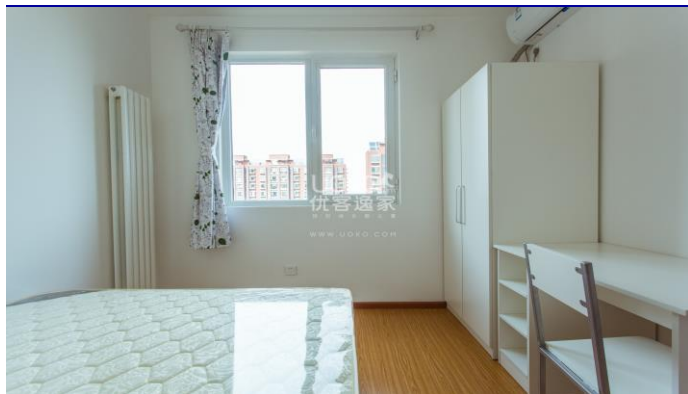
分散式长租公寓品牌，成立于 2012 年 3 月，目前在成都、武汉、北京、杭州经营。2015 年 5 月，优客逸家与保利地产签订战略合作协议。2017 年 5 月，优客逸家成都公司净利润转正，创造公寓行业首家盈利先例，为分散式长租公寓做了良好示范。

图 34: 魔方社区公共空间照片



资料来源：公司官网，中国银河证券研究部

图 35: 优客逸家公寓照片



资料来源：公司官网，中国银河证券研究部

综合来看，创业系的长租公寓运营商分为两种：不针对某细分人群和针对某细分人群的。不针对某细分人群的和之前分析的类似，分为分散式和集中式，获取房源、装修打造、出租。而较为特别的是针对某细分人群的运营商。这类公寓选取了某行业或者某特征的人群，针对他们的需求设计产品，并且不止步于提供房屋住所，还追求公寓的附加价值，以建立与租客的感情联系，形成在这个群体中的品牌效应，增强客户粘性。

3、各类公寓运营商融资渠道多样

长租公寓是一个需要大量前期沉淀的产品，资金融通的重要性不言而喻。2018年4月25日，中国证监会、住房城乡建设部联合发布了《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》，截至2018年5月11日，我国市场上已成功发行或已获交易所审批通过的住房租赁资产证券化产品共14单，涉及融资规模达786.4亿元。

表9：2017年至今长租公寓融资事件（部分）

融资方式	发行主体	时间	发行产品名称	发行规模	备注
轻资产租金受益权型类 REITs	魔方公寓	2017年1月	魔方公寓信托受益权资产支持专项计划	3.5亿元	首单公寓行业资产证券化产品
	自如	2017年8月	中信证券-自如1号房租分期信托受益权资产支持专项计划	5亿元	首单租房市场消费分期类
重资产权益型类 REITs	新派公寓	2017年10月	新派公寓权益型房托资产支持专项计划	2.7亿元	首个住房租赁类 REITs 产品、首单发行成功的长租公寓权益型类 REITs
	保利地产	2017年10月	中联前海开源-保利地产租赁住房一号资产支持专项计划	总规模50亿元，首期发行35亿元	首单央企租赁住房、首单储架发行
	旭辉领寓	2017年12月	旭辉领寓长租公寓资产支持专项计划	30亿元	首单民企长租公寓
	碧桂园	2018年2月	中联前海开源-碧桂园租赁住房一号资产支持专项计划	100亿元	首单达到百亿级规模
	深圳安居集团	2018年5月	深创投安居集团人才租赁住房资产支持专项计划	200亿元	首单以公共租赁型人才住房为基础资产
重资产抵押型类 REITs	招商蛇口	2017年12月	招商创融-招商蛇口长租公寓第一期资产支持专项计划	60亿	首单长租公寓储架发行商业物业抵押贷款证券化
	招商蛇口/建设银行	2017年12月	飞驰-建融招商长租公寓系列资产支持票据	200亿元	全国首单银行间市场长租公寓 ABN
专项公司债	龙湖	2017年12月	住房租赁专项公司债券	200亿元	全国首单公募住房租赁专项公司债券
股权融资	爱上租	2017年9月	B轮融资	3亿元	
	贝客公寓	2017年11月	A轮融资	1.25亿元	
	自如	2018年1月	A轮融资	40亿元	
	蛋壳公寓	2018年3月	B轮融资	1亿美元	
	青客公寓	2018年4月	C轮融资	-	

资料来源：中指研究院，中国银河证券研究部

可以看到，目前长租公寓主要的融资方式为建立资产支持计划、债权融资和股权融资，其中较多的是建立资产支持专项计划。

根据与底层资产的法律关系，运营商在融资方式上有所选择。比如更多是租赁房源或托管房源的自如采用了以信托受益权为证券化基础资产的方式；而更多是自持房源的房企采用了以物业收益为基础资产的方式。

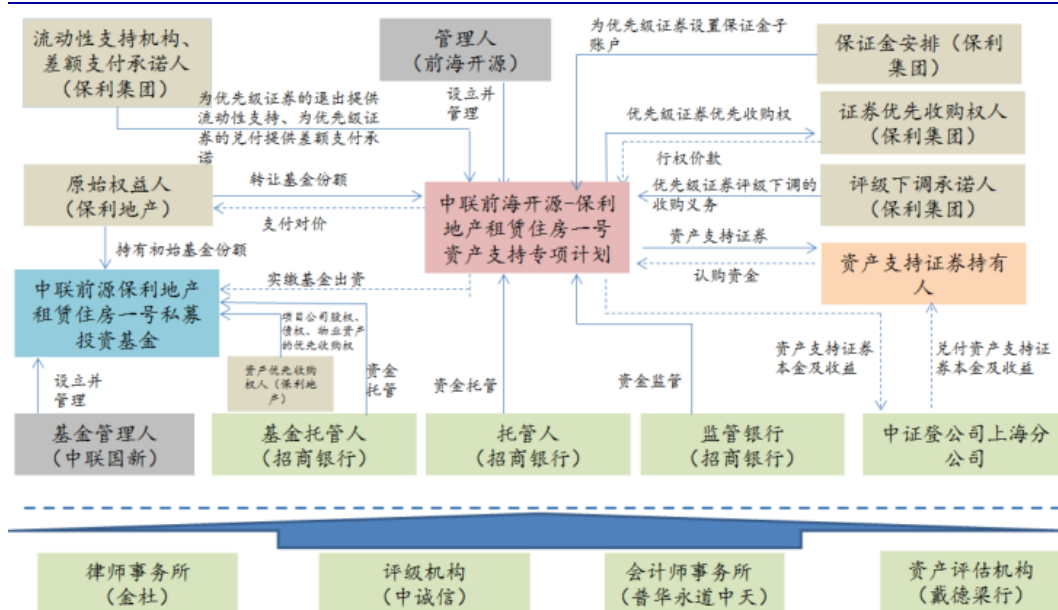
资产证券化是未来运营商盘活资产的重要方向。资产证券化是长租公寓企业盘活存量资产、快速扩张规模、获取收益的有效途径。根据国际经验的启示，可以期待在未来运营商将从发行类 REITs 转向以具有稳定现金流的成熟物业为基础资产发行公募的 REITs。

2018 年 3 月 13 日，中联前海开源-保利地产租赁住房资产支持专项计划发行成功，储架总规模 50 亿元，首期发行规模 17.17 亿元，以保利地产自持租赁住房作为底层物业资产，产品认购倍数超过 1.3 倍，发行利率 5.5%。该产品以专项计划的物业资产产生的现金流作为第一还款来源。并且它具有较全面的增信保障措施：具有物业资产租金收入及权利维持费超额覆盖、资产支持证券的结构化分层、评级下调承诺、差额支付承诺、保证金安排、优先级资产支持证券退出的开放退出及流动性支持、项目公司股权和债权及物业、资产的优先收购权、物业资产抵押等。

我国目前的租赁住房证券化项目主要分为三个步骤：

- 1、原始权益人和基金管理人成立私募基金，并出资认购全部份额，同时管理人成立专项计划。
- 2、原始权益人将基金的份额转让给专项计划，获得对价。而专项计划是基金的资金实缴方。
- 3、重资产模式中专项计划通过购买项目公司股份（包含物业产权），获取物业未来的租金收益。轻资产模式没有产权，一般是通过向项目公司发放贷款、购买债权或受益权来获取物业未来的租金收益。

图 36：中联-保利租赁住房资产支持专项计划交易结构



资料来源：产品发行说明书，中国银河证券研究部

然而相比海外成熟的 REITs 产品而言，我国的类 REITs 在法律上主要有两点需要改进：

1、资产过户的税负问题

为了避免重复征税、提升产品投资收益率，海外标准 REITs 监管规则中通常在满足一定比例分红的前提下减免 REITs 组织层面在运营期间应缴纳的企业所得税，而国内税法中暂无相应税收优惠，并且对于其中不动产转让及运营环节涉及的税收也无专门规定。在我国多重税收，在 REITs 设立与处置阶段，转让过程，可能涉及到土地增值税、转让收入所得税、营业税、契税、印花税等各类税收；在 REITs 运营阶段，REITs 面临双重征税，在 REITs 层面征收企业所得税，在投资者层面再征收所得税。

国内类 REITs 结构设计节税成重点，目前主要是采取了两个手段（1）在设立阶段在物业公司与专项计划之间成立私募基金，将物业公司股权注入私募基金而不是直接转让物业本身，以避免不动产转让的相关税费（2）在运营阶段以“股+债”的形式持有物业公司，物业公司净收入首先以债权方式向投资者返回收益，少量剩余用于税后分红。

2、私募发行，投资人数受限

海外成熟的 REITs 不仅是地产运营方良好的退出工具，更是中小投资者固定收益类的一个很好的投资工具。但我国现在的类 REITs 基本上是非公开发行，募集资金有限、广大的中小投资者受益有限。对于公募基金，主要的担心是符合房地产调控的宏观政策，导致金融不稳定，但只要形成 REITs 完善的审核、监管体系，就能引导投资者从不动产投机，转变为长期的不动产价值投资，使得 REITs 在租赁市场发挥正向的作用。

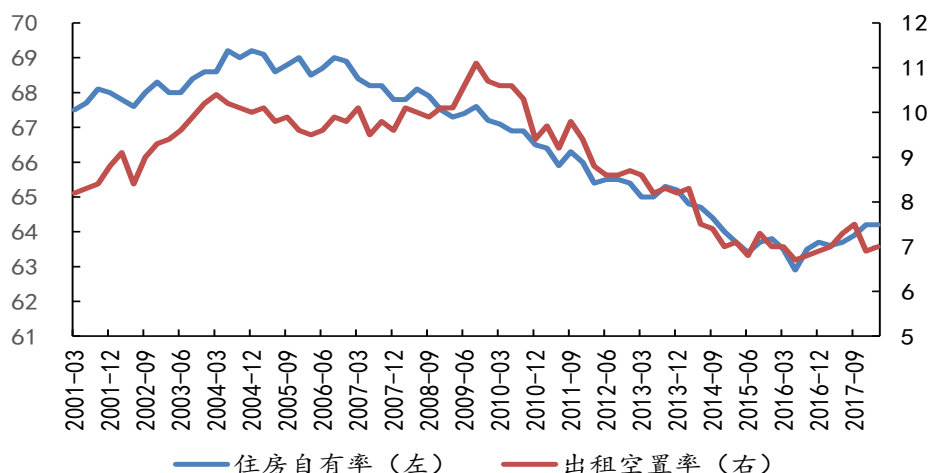
四、国外住房市场发展成熟，租售并举为常态

（一）各国住房持有率较低，投资回报率较高

发达国家住房持有率较我国低。从国外住房市场的情况来看，无论是发达国家，还是发展中国家，租赁房都是不可或缺的一部分。租赁住房市场的发展不仅影响着居民住房消费、购买选择，还影响着住房租售的供给结构，多元化的住房供给结构才能满足国民多层次多样化的住房需求。而我国曾经一度实施的房改政策，造就了 84% 的住房自有率，远高于美国、日本、英国、德国的 67%、61%、69% 和 43%。

同时，我们可以看到通常一个国家的核心城市住房自有率都低于全国平均水平，例如，纽约、东京、伦敦、柏林的住房自有率只有 34%、46%、58% 和 12%。因此，在大都市有将近一半的人群租房居住的情况普遍存在。

图 37：美国住房自有率（%）、出租空置率（%）



资料来源：Wind

图 38：各国及城市住房自有率对比（%）

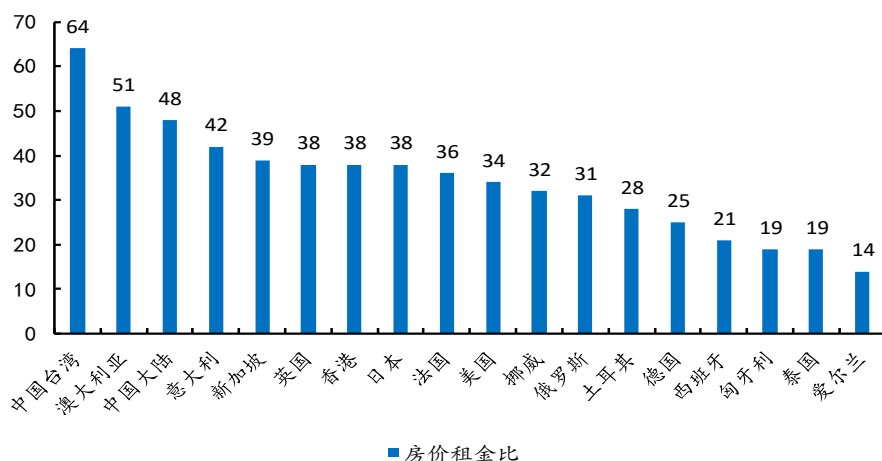
国别	自有率	租房率	城市	自有率	租房率
瑞士	37	63	日内瓦	14	86
德国	43	57	柏林	12	88
荷兰	57	43	鹿特丹	26	49
法国	58	40	巴黎	48	49
美国	67	33	纽约	34	66
埃及	69	31	开罗	37	63
英国	69	31	伦敦	58	41
巴西	73	17	圣保罗	70	20
南非	77	22	约翰内斯堡	55	42
泰国	82	18	曼谷	56	40
中国	84	16	北京	59	40
印度	87	11	班加罗尔	43	55

资料来源：中国社会科学院经济研究所

发达国家住房长期投资回报率较高。房价和年租金的比值可以表示投资房屋用于出租的资本回收期。2017 年中国大陆的回收期基本高于大部分的国家和地区，为 48 年，而发达国家的回收期普遍在 30-40 年之间，例如英国、日本为 38 年，美国为 34 年。也有一部分国家投资

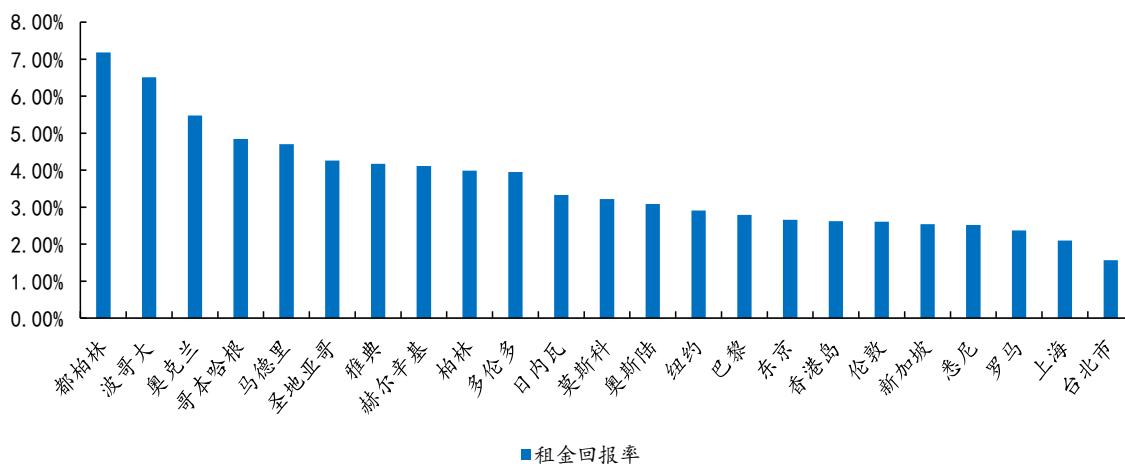
回收期较短，低于 30 年，例如德国 25 年，泰国 19 年。就国家的大城市而言，租金回报率普遍在 2.5%到 5%之间，上海的回报率（2.1%）基本低于大部分国家的大城市。

图 39：2017 年各地平均房价租金比



资料来源: <https://www.globalpropertyguide.com>

图 40：2017 年各大城市税前总租金回报率



资料来源: <https://www.globalpropertyguide.com>

我国租房率还有很大的提高空间。国外住房市场租售并举，住房自有率不高，居民租房意识较强。因此，从发展住房租赁市场的角度来看，建立租房意识是一个极为重要的出发点。另一方面，我国投资房地产以出租的收益率太低，而在房价快速上涨的背景下，投资后出售的收益率极高，不利于培育租赁住房供应主体。因此，控制房价上涨幅度，抑制房地产投机交易也是我国住房租赁市场快速发展的一个必要条件。

（二）发达国家住房租赁市场支持政策较为全面

1、美国：租赁市场供应主体市场化，主要为个人和开发商

美国人口约为 3.2 亿，2014 年，美国在用住宅存量 1.16 亿套，其中承租大约占比 36%。

租赁住房供应主体主要分为两类：1、个人和开发商，约占 81%。这是市场化为主的一类市场供应主体，为激励个人出租私有住房，政府通常提供一定的税收优惠；2、政府或政府与社会资本合作，约占 19%。政府主要提供体现保障性质的住房，同样的，与政府合作建设的资本方也可以享受税收抵免。

美国仅仅在必要时实施租金管制，考虑到政府管制成本以及价格管制对交易双方的损害，政府逐渐取消了租金管制或者对其进行了改革。美国对租赁双方都有补贴。对于承租方而言，美国住房和城市发展部（HUD）是负责住房保障的主管部门，该部门设定了严格的家庭收入水平资格认定标准，并据此给予租房补贴。对于出租方而言，美国的税法规定租赁房屋的维修费用和各项使用维护支出都可以用来抵税。

表 10：美国在用住宅存量用途

	住宅单位数	百分比
总量	116211092	100%
自住	74787460	64%
承租	41423632	36%
空置	16529	

资料来源：U. S. Census Bureau, selected housing characteristics, 2010-2014 American Community Survey 5-year Estimates, 易居研究院

2、德国：政府限制租金，维护两方权益

德国拥有欧洲最大的住房租赁市场，2016 年，德国存量住房 4170 万套。其中，住在自有住房的仅 44%，而租赁住房占 56%。尤其是独居人群中，租赁占比高达 72.4%。即使是在 65 岁以上的老年人群中，租赁占比也有 35%。德国将房地产业作为国家社会福利体系的重要部分，由 Statista 数据库，自 2014 起至 2017 年，德国房价收入比最高也仅仅是 2016 年第四季度的 1.14，并且德国的各城市租金收入比大约在 20%-30%之间，在历次金融危机中，德国房价从未大起大落，稳定的租赁市场起到了重要的作用。

表 11：2016 年德国家庭住房拥有情况

	自有住房	租赁住房
家庭类型	%	%
总量	44	56
独居	27.6	72.4
两人家庭	52.7	47.3
三人及以上家庭	58.6	41.4
独居（65 岁以上）	44	56
两人及以上（65 岁以上）	64.9	35.1
至少有一个孩子的夫妇	56.8	43.2
没有孩子的夫妇	59.9	40.1

资料来源：德国统计局，中国银河证券研究部

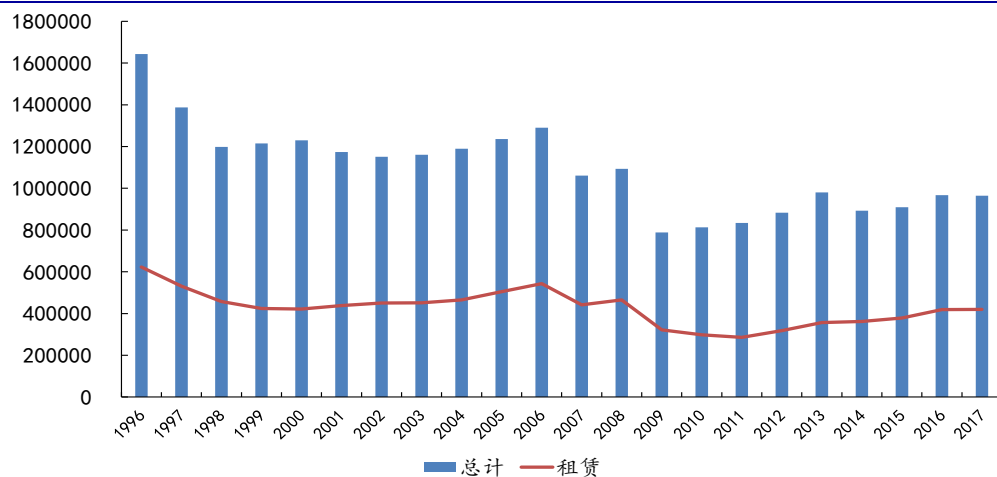
20 世纪 40 年代至 90 年代，德国大规模兴建了公共租赁住房。其中，市政住宅协会、住房合作社等非营利机构是主要供给主体。但到 2009 年，德国租赁住房的供给主要来自于私人业主。德国房地产税收制度完善，持有环节的税率达到 2.3%，业主需要把闲置多余房屋拿出来出租收取租金来弥补持有税收成本，同时还能享受更大的税收优惠。

德国政府对低收入家庭有相应的补贴政策，如果承租人实际缴纳的租金超过了中低收入家庭的可承受租金，则差额部分由德国政府进行补贴。同时，德国的《租金水平法》规定，出租人应根据各州政府制定的租赁价格表定价，如果超过规定价格一定比例，就会涉嫌犯罪。同时，3 年之内，房租不允许涨幅超过 20%。

3、日本：机构逐步成为租赁市场供应主体

日本租赁类住房占总量约 30%。截至 2013 年，日本住宅总存量为 6063 万套，其中租赁类住房共有 1852 万套，占比约 30%，而且已经形成了相对稳定的比例，在所有新建房屋中，用于租赁的也基本保持 40% 左右。例如 2017 年新开工户数 96 万户房屋中，大约 41 万是用于租赁的。

图 41：日本新开工户数



资料来源：wind，日本国土交通省

稳定的租赁市场也诞生了专业的租赁公司，日本的租赁住房正由私人管理向专业机构管理转型，睿信地产研究院报告显示，1993 年全日本共有约 1814 万套租赁住房，其中仅有 16.5% 由专业机构管理，而 2013 年，租赁住房的总量上升至 2281 万套，由机构管理的比例也上升至 35.8%。

在日本，即便是有正当理由也要提前半年向租户提出退房请求，且不可在租赁中途调整租金，一般是在两年期满后才可以调整租金。有这样的法律上的保障不但可以减少纠纷，而且也让租户能够更加安心地租房。

为了能够让租赁住宅服务更加完善和规范化，日本交通省会根据租赁住宅市场上比较频繁发生的纠纷案例进行调查研究后，出台了比较针对性和实用性较强的范本，以规范住房租赁服务水准，避免纠纷案件的再发等。

通过对其他发达国家租赁住房政策的简单梳理，可以总结出成熟租赁市场必要的几个条件。

一是供应主体上以市场为主。从前期投入到后期经营管理，由政府主导的社会成本较高，经济效益低于社会资本，“补砖头不如补人头”，因此各国在租赁市场发展后期都逐渐由私人业主或者专业机构提供租赁住房。我国还处于租赁住房市场的初步发展阶段，应该由政府、国企带头兴建租赁住房，以形成示范作用，后期再逐步回归监督职能。

二是完善的租赁政策法律体系。在财税方面，对房屋持有征税、租赁房屋加速折旧减免税收以激励私人业主出租，对提供低租金房屋的公司施行多种税减免等；在金融支持方面，地方政府提供信贷担保降低租赁住房开发贷的资本成本、成立专门的住房信贷担保基金等；在租房权益体系方面，规定出租人不得随意调整租金、租期，承租人不得随意更改合同等。我国尚未有相关较完善的政策法律，但是政府提出的租赁住房指导性文件已精准地概括了国际成熟租赁市场的这几个要点，预计未来我国将逐渐由政府引导，建立和完善租赁住房市场。

五、美国、日本具有代表性的公寓运营公司

（一）集中式公寓运营公司 Equity Residential

EQR (Equity Residential)是一家房地产投资信托公司，专注于在城市和高人口密度的郊区以及沿海地区的租赁物业的获取、开发和管理，这些地方是当下租房者主要居住、工作和娱乐的地方。截至 2017 年底，EQR 已投资 305 个物业，包括 78611 个公寓单元，主要分布在波士顿、纽约、华盛顿特区、西雅图、旧金山和加利福尼亚南部。EQR 目前市值约为人民币 1500 亿元，是美国最大的上市公寓运营商。

表 12：上市的住宅房地产投资信托市值前十（亿元人民币）（2018.05.31）

排名	代码	证券简称	总市值	总收入	净利润	ROE(%)
1	EQR.N	公平住屋	1452.39	157.84	38.54	5.90
2	AVB.N	艾芙隆海湾社区(AVALONBAY)	1427.85	137.87	56.01	8.53
3	ESS.N	埃塞克斯信托	987.90	87.11	27.66	6.95
4	MAA.N	MAA 房产信托	665.27	97.65	20.97	5.15
5	UDR.N	UDR 不动产信托(UDR)	607.24	63.60	7.76	4.11
6	CPT.N	卡姆登物业信托	507.20	58.06	12.54	5.98
7	ELS.N	宜居生活资产信托	502.43	58.24	12.62	19.37
8	SUI.N	SUN COMMUNITIES INC	479.72	61.40	4.61	2.89
9	AIV.N	公寓投资与管理	398.66	64.21	20.17	18.27
10	AMH.N	AMERICAN HOMES 4 RENT	370.73	61.34	5.17	1.73

资料来源：wind

EQR 主营业务收入来自于物业的租金收入和资产增值，经营的物业主要有“花园式”和“中高层”两种，前者代表两层或三层的住宅、后者代表三层以上的住宅，这些物业都配有相应的游泳池、健身房、社区、停车场等。产品的多样性满足了客户的多元化需求。公司吸引到了大量不同层次的客户：白领、蓝领、学生、老人，都能够在 EQR 找到适合居住的公寓产品。

遍布多个城市以及众多可选择物业，也使其成为机构客户的租房首选。这些物业中，大部分是完全自持的，少部分是部分持有。

表 13: 2017 年物业持有情况按类型分

类型	物业数	公寓数	平均公寓数
花园式	107	27007	252
中高层	198	51604	261
合计	305	78611	258

资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

表 14: 2017 年物业持有情况按产权分

	物业数	公寓数
完全自有物业	283	73598
业主自有物业	3	853
部分持有物业	19	4160
合计	305	78611

资料来源：公司年报，中国银河证券研究部

EQR 于 1969 年成立，1993 年在纽交所上市。EQR 发展历程可以大致分为两个阶段：1、1993 年-2000 年快速并购扩展期；2、2001 年至今精简业务聚焦核心区域价值期。对比之下，我国现在的长租公寓运营商还处于跑马圈地的第一个阶段。

图 42: EQR 前期发展收购情况



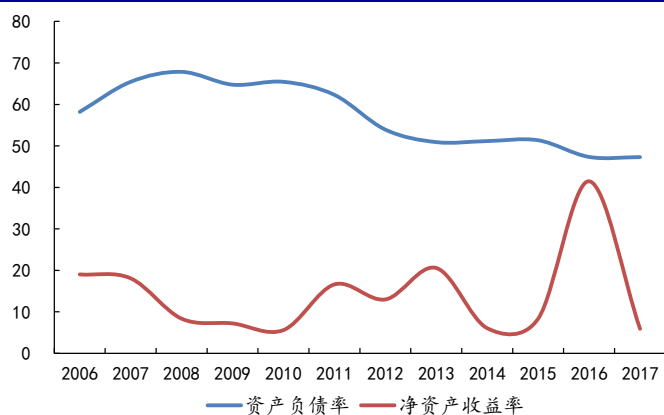
资料来源：Wikipedia，中国报告网，中国银河证券研究部

2003 年，EQR 提出要从出租率低、成长慢的市场退出，花更多时间、财力、人力，集中于租房需求大、成长快、利润更高的市场中。公司年报显示，自 2005 年以来，该公司将其持有的资产进行了重新配置，截至 2017 年底，已以约 23.8 亿美元的总价售出约 199000 套

公寓，主要位于一些人口并不稠密的地方；以约 20.5 亿美元的总价收购了 70000 套公寓，主要位于六大核心城市，波士顿、纽约、华盛顿特区、西雅图、旧金山和加利福尼亚南部，同时正在这些地方投资约 59 亿美元的开发项目。选择这些地方的原因主要在于：

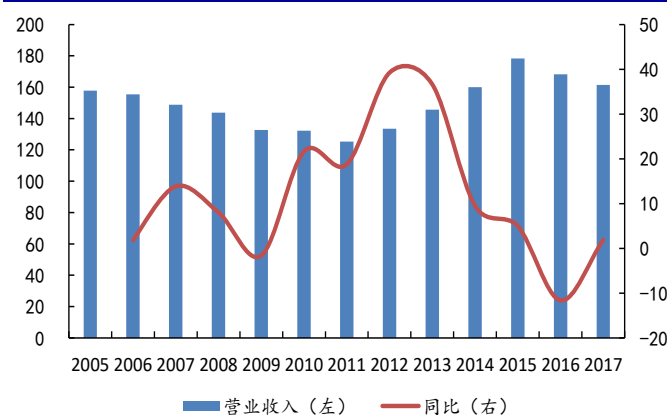
- 1、购房成本高昂，催生租房需求；
- 2、经济发达，就业带动租房需求；
- 3、城市以及高密度郊区基础设施好，生活质量高，提高居住需求、租房需求；
- 4、进入壁垒高，由于土地资源稀缺和政府监管，住房增量小；

图 43: EQR 资产负债率与净资产收益率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 44: EQR 营业收入 (亿元人民币) 及同比 (%)

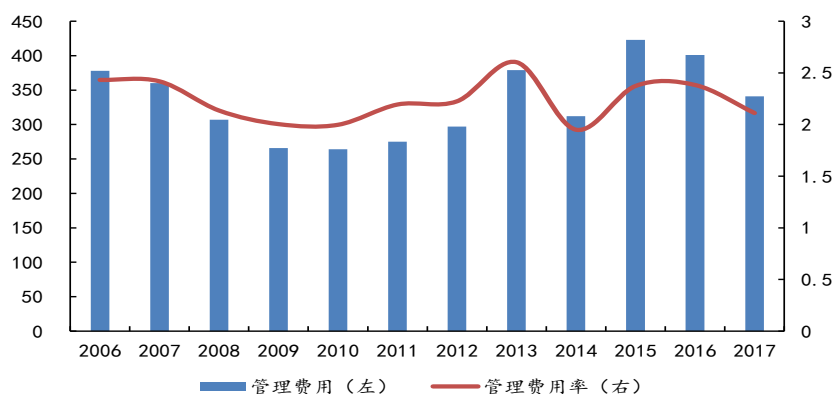


资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

EQR 一直保持着稳健的财务政策，近年来的资产负债率保持在 50% 左右。营业收入也稳定在 160 亿元至 180 亿元之间。由于稳定的运营能力，EQR 评级良好，融资成本较低，2017 年分别仅以 3.25% 和 4% 的利率发行无担保票据 4 亿、3 亿美元。EQR 近年的 ROE 在 10% 左右，而由于 2016 年出售了两万多套公寓，获得资产变现使 ROE 达到了 41%。EQR 通过统一的采购家具家电、统一的营销推广、统一的员工培训，来提供标准化的物业服务 and 专业的维修服务，并降低单位运营成本，规模效应使其管理费用率达到 2-2.5%，为同行业最低，比平均水平还低一半。

具体而言，EQR 向租客提供优质服务以维持高口碑以及稳定的现金流。除了全方位酒店式的居住服务以外，EQR 还有 1、跨城转租服务：EQR 为租客提供跨城转租服务。EQR 凭借其自身庞大的物业地区、层次规模，若租客需要跨城市搬家，那么他们可以通过 EQR 安排相似条件的物业。2、购房存储账户服务：若租户与 EQR 签约租期超过一年，那么他们在租房期间购买的指定开发商的房屋就可以获得一定租金返还，差额由开发商承担。

图 45: EQR 管理费用（百万元人民币）及管理费用率（%）



资料来源: wind, 中国银河证券研究部

（二）分散式公寓运营公司大东建托

大东建托（Daito Trust Construction）成立于 1974 年，是日本最大的租赁住宅资产管理公司，目前市值大约为人民币 800 亿元。截至 2017 年，大东集团管理的房屋数量已超 100 万套。

表 15: 2016 年日本主要管理公司管理的公寓套数

排名	公司	数目
1	Daito Group	923624
2	Sekisui House.Ltd.	565471
3	Leopalace21 Corporation	561961
4	Daiwa Living Co.,Ltd.	461997
5	Starts Group	437153

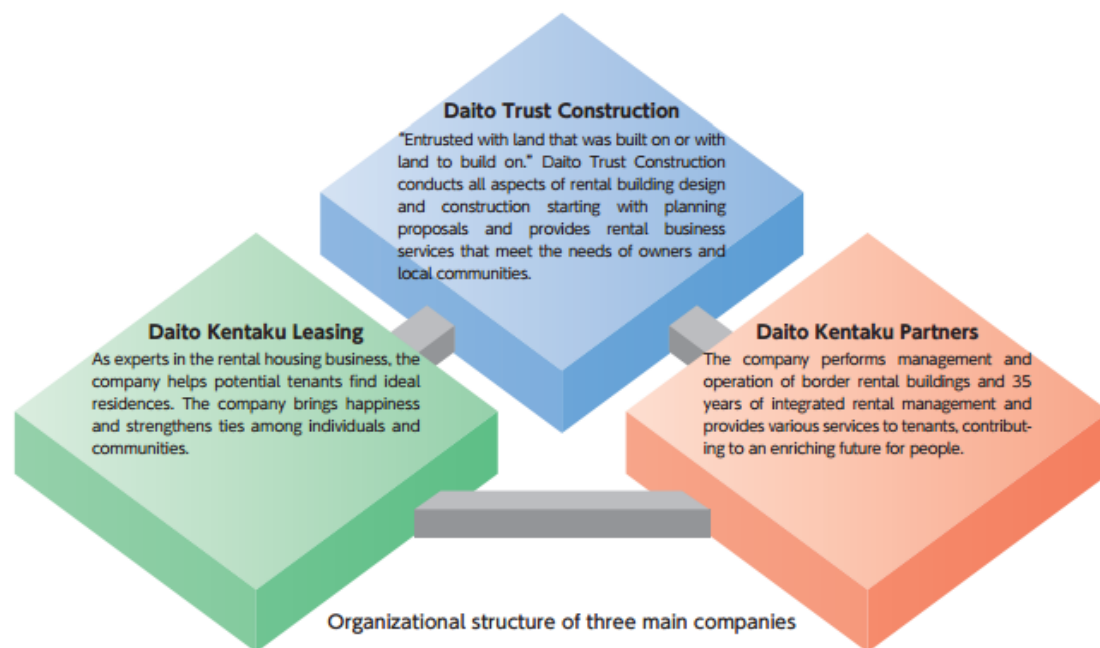
资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究部

大东建托自 2008 年后，在不动产业务方面都采取包租模式。即房东和大东建托旗下的物业管理公司签订托管合同，同时向物业管理公司收取租金。此后，物业管理公司再自行与房客签订租房合同，从房客处收取租金。

大东集团于 2017 年重新确立了三大子公司的经营结构:

- 1、Daito Kentaku Leasing: 帮助租客寻找理想的住所
- 2、Daito Trust Construction: 提供租赁住房的设计以及相关服务
- 3、Daito Kentaku Partners:: 房屋管理与运营，为租客提供后续服务

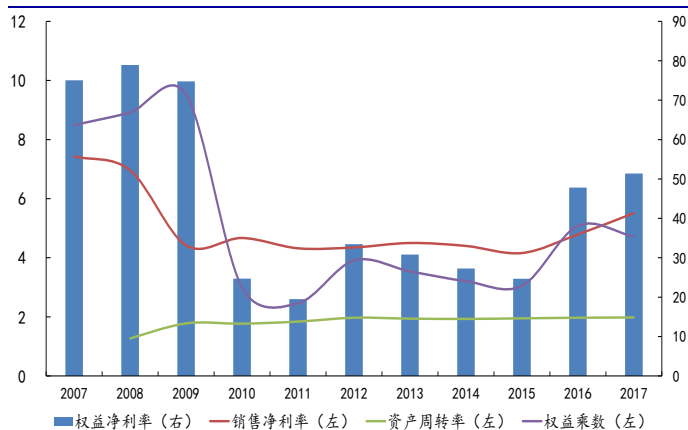
图 46: 大东集团运营结构



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究部

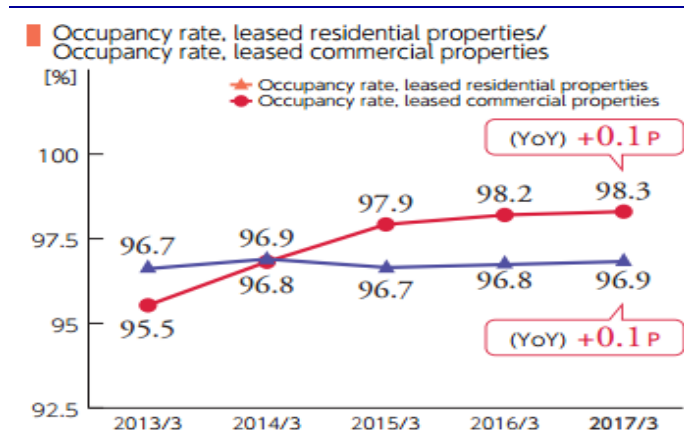
大东建托 ROE 长期保持在 20% 以上, 2017 年甚至达到了 51.37% 的水平, 主要是因为近两年提高了利润率和杠杆率。大东建托十分注重资产的高效利用, 通过广告和互联网提升品牌知名度, 通过简化签约流程、缴费流程等提升用户体验, 使得近几年的住宅出租率始终维持在 96% 以上, 比行业第二名的 Leopalace21 也高出了 8 个百分点。

图 47: 大东建托杜邦分析 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

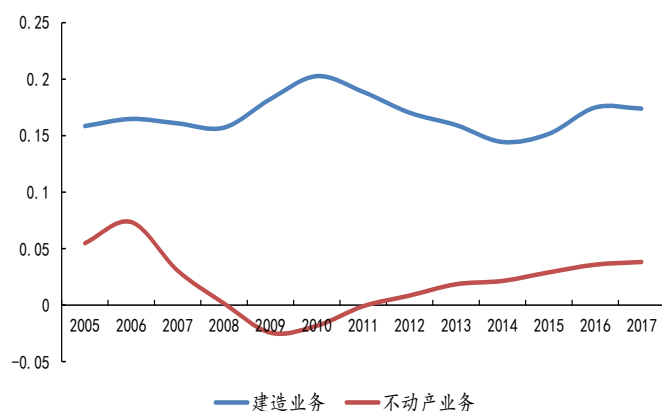
图 48: 大东建托房屋出租率 (%)



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究部

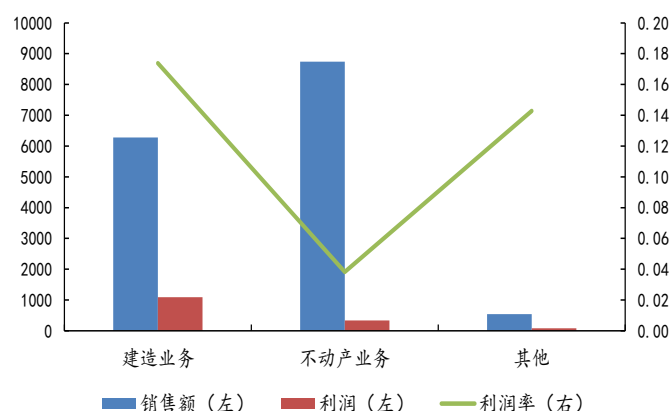
大东建托的建造业务是主要的利润来源, 2017 年建造业务收入 6200 亿日元, 利润率 17%。不动产业务的营业收入高于建造业务, 但利润率低于建造业务。尽管大东建托在租赁方面尽可能加强管理, 提高入住率, 使不动产业务利润率自 2009 年以后一直上升, 但是轻资产包租模式下租赁业务的毛利率受制于底租, 很难大幅提高盈利效率。

图 49: 大东建托业务利润率对比 (%)



资料来源: Osiris 全球上市公司分析库, 中国银河证券研究部

图 50: 大东建托 2017 年业务经营情况 (亿日元)



资料来源: Osiris 全球上市公司分析库, 中国银河证券研究部

EQR 和大东建托分别是集中式公寓和分散式公寓经营的良好示范。

根据 EQR 的发展经验来看, 从跑马圈地到精准经营, 集中式公寓的核心最终还是需要落在年轻人较多的发达城市, 并且要尽早抢占市场和交通便利的房源位置, 后期就会逐渐形成进入壁垒。再配合良好的融资渠道、后期运营管理, 形成规模效应, 最终依靠稳定的租金收益持续运转。而从大东建托的经营特点来看, 对从私人业主处获取的房源进行管理, 分散式公寓需配合其他相关服务获得租金以外的增值收益。例如租赁产业链条上的租赁房屋的建造、设计, 房产信息网站, 看房的租赁中介公司等等。为获取房屋业主信任以及市场口碑, 分散式公寓还可以像大东建托一样通过电视广告、互联网的方式提高品牌认知度。

六、推荐标的

长租公寓行业链条长、环节多, 尤其在分散式领域, 非标分散, 具有跨行业、跨地域、跨周期等特征, 导致规模化运营难度很高。公寓运营商必须要经过足够长的经营周期沉淀, 才能培养出体系化的运营能力, 因此这是一个很具有挑战性的行业。但就我国目前的情况看来, 在需求层面, 租房人群中的主力流动人口规模大且总量稳定, 而高校毕业生数量在持续增长。同时, 由于房价高企、户籍限制、户型需求、晚婚趋势、推动租售同权等方面原因, 人们的租房意愿还将上升, 即租房比例还将上升, 需求端存量规模已达 1.3 万亿元, 增量亦是可期; 在供给层面, 政府在土地、金融等方面的全方位支持政策频频推出, 房企、酒店、房屋经纪公司、创业公司纷纷入局, 长租市场有着极大的发展潜力。

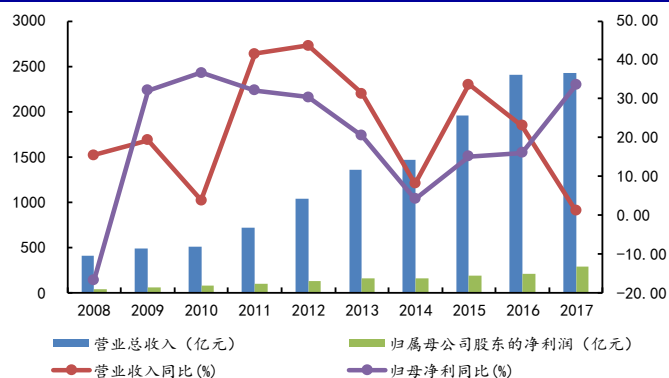
目前, A 股市场上, 可重点关注率先进入长租公寓市场的房企和相关服务商, 如万科、世联行等。

(一) 万科: 携泊寓率先进入长租公寓市场

万科企业股份有限公司成立于 1984 年, 前身为深圳现代科教仪器展销中心, 法人代表为王石。公司 2005 年销售额破百亿, 2007 年超过 500 亿, 2010 年成为国内首家销售额破千亿元的房企, 2017 年销售额超五千亿。公司自 2014 年以来始终以“城市配套服务商”战略为核心, 聚焦三大经济圈及中西部重点城市拓展开发业务, 同时开展商业、物流地产、滑雪度假、

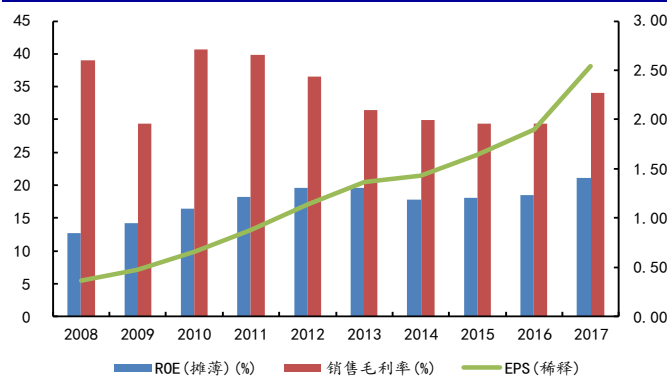
长租公寓、教育、养老等新兴业务。2016 年公司首次跻身世界 500 强、位列第 356 位；2017 年位列第 307 位，是行业中排名最高的房企之一，仅次于绿地控股（277 位）

图 51: 万科营业收入及归属母公司净利（亿元）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 52: 万科 ROE、销售毛利率、EPS



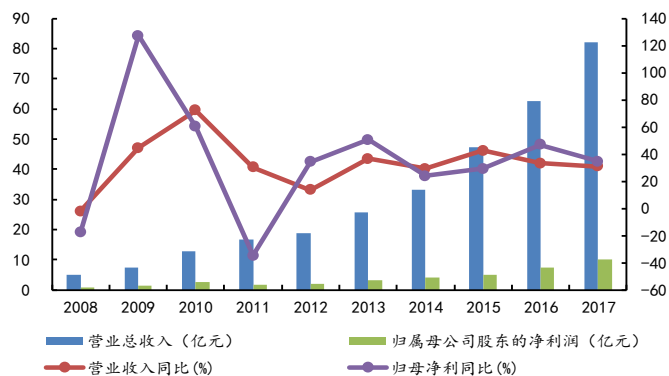
资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

万科是最早进入租赁市场的开发商，其旗下的公寓品牌泊寓目前布局全国 29 城、保有量 10 万间。万科从 2007 年就开始布局国内第一个中低收入家庭宜居租赁住宅示范项目——万汇楼，该项目早在 2008 年已经开业。同样的，万科长租业务也以成为全球领先的住宅租赁企业为目标，2014 年开始进入大规模推广阶段，目前已跻身全国最大的集中式长租公寓服务商行列。截至 2017 年底，长租品牌“泊寓”已在全国 29 个城市开业 96 个项目，已开业房间数超过 3 万间，获取房间数超过 10 万间，2018 年计划新增获取 10 万间。

（二）世联行：依托房地产行业综合业务实现多元化服务

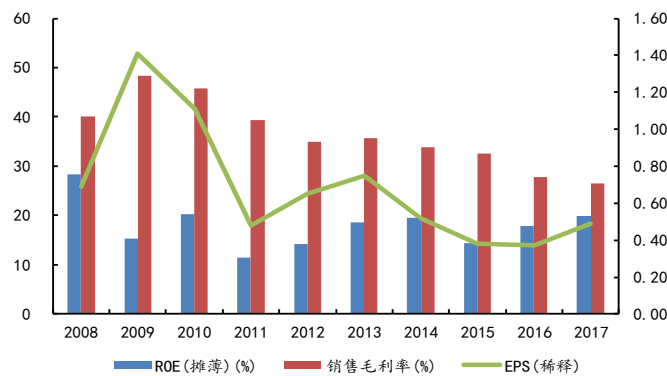
世联成立于 1993 年，是国内最早从事房地产专业咨询的服务机构。2007 年，世联整体改制，成立深圳世联地产顾问股份有限公司。2009 年 8 月 28 日，在深交所成功挂牌上市，成为首家登陆 A 股的房地产综合服务提供商。2014 年公司更名为“世联行”，并启动祥云战略，在新的服务内容上不断求变探索。公司为当前 A 股上市唯一的房地产综合服务型企业，在房地产行业进入“下半场”，公司发展空间更大，前景良好。

图 53: 世联行营业收入及归属母公司净利（亿元）



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

图 54: 世联行 ROE、销售毛利率、EPS



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

公司 2013 年——2017 年分别实现营业收入 25.63 亿，33.08 亿，47.11 亿，62.7 亿及 82.12

亿，4 年复合增长率为 33.79%。分别实现归属净利润 3.18 亿，3.94 亿，5.09 亿，7.47 亿及 10.04 亿，复合增长率为 33.29%。公司近几年营收及归属净利润复合增长率均高于 30%，业绩持续快速增长，为股东创造价值。

公司旗下的红璞公寓以集中式公寓为主要体现，并且叠加公司多业务资源，大力开展和各级政府、国有租赁平台、地产开发商、资产型国企、村集体等资产端广泛多元、定制化的合作模式。

公司长租公寓每间装修费用约 4 万/间，一般 5 年左右时间摊销完。同时公司在房源收取上不盲目为了扩大规模而牺牲盈利性，并且采取轻重资产结合模式获取房源，经测算项目内部收益率约 14.5%，收益具有保障性。长租公寓由于前期推广费用及装修摊销的影响，在当期利润没有得到体现。但随着摊销逐步结束，同时人均管理套数上升，另外未来运营的套数增加及租金提升，该业务持续发力贡献业绩值得期待。

七、风险提示

租赁市场需求不及预期风险，政策支持不足风险等。

插图目录

图 1: 新建商品住宅近三年 1 至 4 月累计成交面积	2
图 2: 房地产开发资金来源合计累计同比 (%)	2
图 3: 二手住宅租金指数	2
图 4: 2017 年一线城市人均房租 (元/月) 及房租收入比对比	3
图 5: 一线城市人均月租金 (元)	3
图 6: 二手住宅租金年回报率 (%)	3
图 7: 2018 年全球城市租金回报率 (%)	3
图 8: 租户年龄分布百分比	4
图 9: 租房状态分布百分比	4
图 10: 租房同住分类百分比	4
图 11: 全国用户租房户型需求百分比	4
图 12: 北京 2018 年 4 月租赁住房户型占比	4
图 13: 成都 2018 年 4 月租赁住房户型占比	4
图 14: 上海 2018 年 4 月租房户型占比	5
图 15: 北京和上海 2018 年 4 月每套房月租金(元)分段数量 (套)	5
图 16: 本专科入学与毕业人数 (万人)	5
图 17: 研究生入学与毕业人数 (万人)	6
图 18: 婚姻登记人数的年龄分布 (万人)	7
图 19: 我国流动人口总量 (亿人)	8
图 20: 流动人口租金规模测算过程	9
图 21: 流动人口与高校毕业生租金市场关系	9
图 22: 流动人口与落户高校毕业生合计租金规模测算过程	10
图 23: 住房租赁主要政策文件	10
图 24: 住房租赁政策主要要点及相关具体文件	11
图 25: 北京集体租赁住房项目用地供应地块位置分布	12
图 26: 北京集体租赁住房项目用地供应地块数量在各区分布	12
图 27: 长租公寓运营流程	15
图 28: 万科泊寓公寓楼照片	17
图 29: 寓趣轻社区公寓照片	17
图 30: 自如友家照片	18
图 31: 自如寓公寓户型	18
图 32: YOU+社区照片	19
图 33: 包租婆公寓照片	19
图 34: 魔方社区公共空间照片	19
图 35: 优客逸家公寓照片	19
图 36: 中联-保利租赁住房资产支持专项计划交易结构	22
图 37: 美国住房自有率 (%)、出租空置率 (%)	23
图 38: 各国及城市住房自有率对比 (%)	23
图 39: 2017 年各地平均房价租金比	24
图 40: 2017 年各大城市税前总租金回报率	24

图 41: 日本新开工户数.....	26
图 42: EQR 前期发展收购情况.....	28
图 43: EQR 资产负债率与净资产收益率 (%).....	29
图 44: EQR 营业收入 (亿元人民币) 及同比 (%).....	29
图 45: EQR 管理费用 (百万元人民币) 及管理费用率 (%).....	30
图 46: 大东集团运营结构.....	31
图 47: 大东建托杜邦分析 (%).....	31
图 48: 大东建托房屋出租率 (%).....	31
图 49: 大东建托业务利润率对比 (%).....	32
图 50: 大东建托 2017 年业务经营情况 (亿日元).....	32
图 51: 万科营业收入及归属母公司净利 (亿元).....	33
图 52: 万科 ROE、销售毛利率、EPS.....	33
图 53: 世联行营业收入及归属母公司净利 (亿元).....	33
图 54: 世联行 ROE、销售毛利率、EPS.....	33

表格目录

表 1: 高校毕业生租金规模测算表 (标黄为预测值).....	6
表 2: 不同类型流动模式城市的城市融入状况.....	8
表 3: 上海市 2018 年租赁住房用地交易情况.....	13
表 4: 传统租房与长租公寓对比.....	14
表 5: 集中式公寓与分散式公寓对比.....	14
表 6: 长租公寓 TOP20 品牌榜单.....	15
表 7: 房企经营长租公寓品牌情况.....	16
表 8: 房企长租公寓品牌城市布局.....	16
表 9: 2017 年至今长租公寓融资事件 (部分).....	20
表 10: 美国在用住宅存量用途.....	25
表 11: 2016 年德国家庭住房拥有情况.....	25
表 12: 上市的住宅房地产投资信托市值前十 (亿元人民币) (2018.05.31).....	27
表 13: 2017 年物业持有情况按类型分.....	28
表 14: 2017 年物业持有情况按产权分.....	28
表 15: 2016 年日本主要管理公司管理的公寓套数.....	30

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

潘玮，房地产行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83553719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：舒英婷 010-66561317 shuyingting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn