

## 行业研究

## 乘 REITs 之风，展租赁宏业

## ——海外典型租赁 REITs 产品及国内品牌租赁公寓专题报告

## 要点

**我国公募 REITs 正式起航：**现阶段，我国政府部门杠杆率、实体经济部门杠杆率均达历史高点，公募 REITs 的推出将成为刺激市场、盘活存量资产、化解地方债务存量风险的有效催化剂。当前，我国首批 9 支基础设施公募 REITs 已落地，受流通盘较小影响，其二级市场价格总体运行平稳且日均换手率较低。

**公募 REITs 试点范围扩大至保障性租赁住房，前期租赁企业资产证券化产品已积累宝贵经验：**2021 年中央针对保障性租赁住房建设力度加大，“租购并举、全面发展住房租赁市场”已成为当前建设房地产长效机制的重要内容。7 月，“958 号文”将公募 REITs 试点范围拓展至保障性租赁住房等基础设施领域，同时非试点范围删除“公寓、住宅”表述。

目前我国暂未发行租赁住房公募 REITs，租赁物业主要通过租金收益权 ABS、CMBS 和类 REITs 三种证券化模式融资。自 2012 年以来，我国已成功发行数十只租赁物业资产证券化产品，后续公募 REITs 试点范围的放开或有助于租赁物业证券化产品实现资产管理完整闭环。

**海外典型租赁公寓 REITs 产品介绍：**从海外发达经验来看：1. 公寓类公募 REITs 是一种低风险的稳定投资产品，近年来股息率位于 4% 上下且波动率较低。2. 公募 REITs 为租赁行业提供重要金融支持，利于企业在有限的资金条件下盘活更多存量资产、促进租赁市场规模化发展。3. 公募 REITs 利于房屋租赁市场规范化、透明化。4. 公募 REITs 节税机制利于降低租赁企业成本，激发租赁住房市场潜力。

**市场需求及消费升级倾向下，预计长租公寓将成为未来租赁供给的必然趋势：**我国住房租赁市场伴随着房地产行业不断发展，租赁需求逐年增加。预期 2030 年，我国租赁人口或接近 3 亿人，租金 GMV 对标 4.6 万亿元。目前我国租赁市场主要为市场化供应为主、政府为辅的供应结构，考虑到当前市场需求及消费升级倾向，我们认为长租公寓将成为未来租赁供给的必然趋势。

长租公寓当前处于政策红利时期，租赁市场监管力度加强及降税导向为长租公寓带来新发展空间，公募 REITs 的放开势必利于企业缓解融资难点、进一步提升租赁物业供给量。

**投资建议：**当前市场需求及消费升级倾向下，长租公寓迎来新一轮发展机遇，伴随着我国 REITs 市场建设的探索与完善，预计未来公募 REITs 试点有望于公共住房、长租公寓等领域放开。我们认为优质长租品牌具备规模性、运营力和现金流三大特征，关注 REITs 发展对存量运营板块的估值重塑作用，建议关注租赁资产成熟稳定、发行人（管理人）主体优质可靠的标的。

**重点推荐：**万科 A/万科企业（“泊寓”目前位于国内集中式长租公寓管理房源首位，2020 年长租公寓板块实现营收 25.4 亿元，同比+72.3%）。

**建议关注：**龙湖集团（2020 年冠寓实现租金收入 18.1 亿元，同比+55%；主要布局全国一二线城市）、旭辉控股集团（瓴寓发行国内民企首单长租公寓储架式权益类 REITs，上海首个 R4 地块委托管理合作项目张江纳仕国际社区启动供应）。

**风险分析：**租赁住宅经营风险；流动性风险；政策推进不及预期风险；终止上市风险。

## 房地产 增持（维持）

## 作者

分析师：何緬南

执业证书编号：S0930518060006

021-52523801

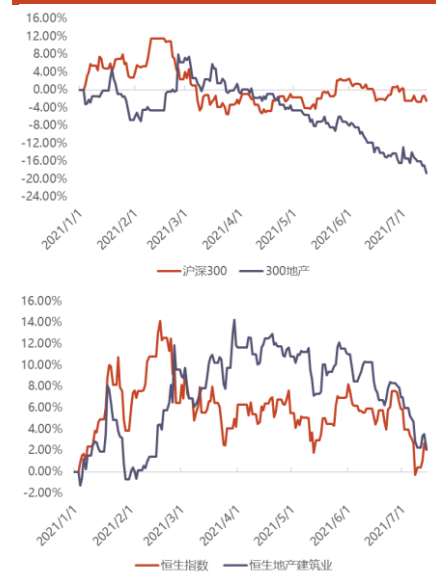
[hemiannan@ebsecn.com](mailto:hemiannan@ebsecn.com)

联系人：周卓君

021-52523855

[zhouzj@ebsecn.com](mailto:zhouzj@ebsecn.com)

## 行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

## 相关研报

多元化经营板块表现出色，地产开发基本盘维持稳健——万科（000002.SZ、2202.HK）2020 年度业绩点评报告

## 投资聚焦

从海外市场经验来看，租赁住房证券化，尤其是公募 REITs 的发行为租赁行业提供了重要金融支持。目前我国暂未发行租赁住房公募 REITs，租赁物业主要通过轻资产的租金收益权 ABS、重资产的 CMBS 和类 REITs 三种证券化模式融资。自 2012 年以来，我国已成功发行数十只租赁物业资产证券化产品，后续租赁行业公募 REITs 的试行有助于租赁物业证券化产品实现资产管理完整闭环。

### 我们区别于市场的观点

#### 1) 对海外典型租赁公寓 REITs 进行梳理，为我国公募 REITs 发展提供参考经验

1.公寓类公募 REITs 是一种低风险的稳定投资产品。海外典型租赁 REITs 产品或持有泛国际风险敞口或聚焦大量本国优质租赁资产，近年来股息率位于 4%上下且波动率较低，兼具投资性及抗风险性。2.公募 REITs 为租赁行业提供重要金融支持，利于企业在有限的资金条件下盘活更多存量资产、促进租赁市场规模化发展。如 INVH 上市后有效缓解现金流压力，实现资产回报率转亏为盈。3.公募 REITs 利于房屋租赁市场规范化、透明化。REITs 经营数据的定期披露制度将有效规范租赁企业，同时有助于重塑房地产及 REITs 二级市场估值，对整体房地产市场起正面导向作用。4.公募 REITs 节税机制利于降低租赁企业成本，激发租赁住房市场潜力。

#### 2) 对国内主要房企系公寓进行梳理，以帮助投资者更好地了解长租公寓市场

1.预期 2030 年我国租赁人口或接近 3 亿人，租金 GMV 对标 4.6 万亿元。基于人口规模及结构，可以预见我国租赁市场提升空间较大。2.目前我国租赁行业主要为市场化供应为主、政府为辅的供应结构，考虑到当前市场需求及消费升级倾向，我们认为长租公寓将成为未来租赁供给的必然趋势。3.长租公寓当前处于政策红利时期，租赁市场监管力度加强及降税导向为长租公寓带来新发展空间。4.我国房企系长租公寓品牌已相对成熟，在“竞配建，竞自持”政策及纯租赁住房用地供给增加背景下参与度逐渐提升，并倾向于由单一楼栋式集中租赁转为综合型租赁社区业务，规模化效应加强。

### 投资观点

当前市场需求及消费升级倾向向下，长租公寓迎来新一轮发展机遇，伴随着我国 REITs 市场建设的探索与完善，预计未来公募 REITs 试点有望在公共住房、长租公寓等领域放开。我们认为优质长租品牌具备规模性、运营力和现金流三大特征，关注 REITs 发展对存量运营板块的估值重塑作用，建议关注租赁资产成熟稳定、发行人（管理人）主体优质可靠的标的。

重点推荐：万科 A/万科企业（“泊寓”目前位于国内集中式长租公寓管理房源首位，2020 年长租公寓板块实现营收 25.4 亿元，同比+72.3%）。

建议关注：龙湖集团（2020 年冠寓实现租金收入 18.1 亿元，同比+55%；主要布局全国一二线城市）、旭辉控股集团（领寓发行国内民企首单长租公寓储架式权益类 REITs，上海首个 R4 地块委托管理合作项目张江纳仕国际社区启动供应）。

# 目 录

<b>1、我国基础设施公募 REITs 正式起航</b> .....	<b>7</b>
<b>2、REITs 试点范围扩大至保障性租赁住房</b> .....	<b>9</b>
2.1、2021 年以来我国保障性租赁住房建设力度加大 .....	10
2.2、我国已发行多只租赁住房类 REITs 产品.....	12
<b>3、海外市场典型公寓 REITs 产品介绍</b> .....	<b>14</b>
3.1、雅诗阁公寓信托 (Ascott Residence Trust) .....	14
3.2、公寓物业权益信托 (Equity Residential) .....	18
3.3、AvalonBay 社区股份有限公司 (AvalonBay Communities) .....	22
3.4、邀请家园公司 (Invitation Homes) .....	26
3.5、Advance Residence 投资公司 (Advance Residence Investment Corporation) .....	29
<b>4、我国主要房企系长租公寓标的</b> .....	<b>33</b>
4.1、我国租赁市场仍有较大发展空间 .....	33
4.2、万科 A(000002.SZ)_泊寓.....	35
4.3、龙湖集团 (0960.HK) _冠寓.....	38
4.4、旭辉控股集团 (0884.HK) _瓴寓 .....	40
<b>5、投资建议</b> .....	<b>42</b>
<b>6、风险分析</b> .....	<b>42</b>

## 图目录

图 1: 我国房地产信托基金发展历程 .....	7
图 2: 我国城镇住房制度主要变迁历程 .....	11
图 3: 我国保障性安居工程支出 (亿元) 各项构成 .....	12
图 4: 2019 年全国公共财政支出之住房保障支出各项比重 .....	12
图 5: 普适性重资产运营模式下, 房企系长租公寓类 REITs 交易结构 .....	13
图 6: ART 基金结构 .....	15
图 7: ART 资产总额及房产数量 .....	15
图 8: ART 市值 (年末) .....	15
图 9: ART 营收及同比增速 .....	16
图 10: ART 毛利及可分配收入 .....	16
图 11: ART 资产回报率、普通股本回报率及投资资本回报率 .....	17
图 12: ART RevPau (新币) 及同比增速 .....	17
图 13: ART 市盈率及市净率 .....	17
图 14: ART 资产周转率 .....	17
图 15: ART 股价、股息及股息率 .....	18
图 16: ART 平均融资成本及杠杆比例 .....	18
图 17: ART 利息保障倍数及平均借贷年限 .....	18
图 18: EQR 基金结构 .....	19
图 19: EQR 资产总额及房产数量 .....	19
图 20: EQR 市值 .....	19
图 21: EQR 营收及同比增速 .....	20
图 22: EQR NOI (亿美元) .....	20
图 23: EQR 股价、股息及股息率 .....	21
图 24: EQR 总资产回报率、普通股本回报率及投资资本回报率 .....	21
图 25: EQR FFO 及每股 FFO .....	21
图 26: EQR 市盈率及市净率 .....	22
图 27: EQR 资产周转率 .....	22
图 28: EQR 总资产负债比 .....	22
图 29: EQR 负债与 EBITDA 比 .....	22
图 30: AVB 房地产资产规模及房产数量 .....	23
图 31: AVB 公寓单位数量 (个) .....	23
图 32: AVB 营收及同比增速 .....	24
图 33: AVB NOI (亿美元) .....	24
图 34: AVB 股价、股息及股息率 .....	24
图 35: AVB 总资产回报率、普通股本回报率及投资资本回报率 .....	25
图 36: AVB FFO 及每股 FFO .....	25
图 37: AVB 市盈率及市净率 .....	25
图 38: AVB 资产周转率 .....	25
图 39: AVB 负债比率 .....	25

图 40: AVB 平均借贷年限.....	25
图 41: INVH 资产规模及公寓单位数量.....	27
图 42: INVH 平均月租金及出租率.....	27
图 43: INVH 营收.....	27
图 44: INVH NOI (亿美元).....	27
图 45: INVH 股价、股息及股息率.....	27
图 46: INVH 总资产回报率、普通股本回报率及投资资本回报率.....	28
图 47: INVH FFO 及每股 FFO.....	28
图 48: INVH 市盈率及市净率.....	28
图 49: INVH 资产周转率.....	28
图 50: INVH 净负债/年化调整后 EBITDA.....	28
图 51: ADR 基金结构.....	29
图 52: ADR 资产总额及房产数量.....	29
图 53: ADR 公寓单位数量及可租赁面积.....	29
图 54: ADR 物业距车站步行距离.....	30
图 55: ADR 公寓类别.....	30
图 56: ADR 平均出租率.....	30
图 57: ADR 每股净资产价值 NAV (日元).....	30
图 58: ADR 营收.....	31
图 59: ADR NOI (百万日元).....	31
图 60: ADR EPU 及 FFO.....	31
图 61: ADR NOI yield 及 ROE.....	31
图 62: ADR 股价、股息及股息率.....	31
图 63: ADR 回报率水平.....	32
图 64: ADR 普通股东所得净利率增长率.....	32
图 65: ADR 市盈率及市净率.....	32
图 66: ADR 资产周转率.....	32
图 67: ADR 平均融资成本及平均借贷年限.....	33
图 68: ADR 贷款价值比 (LTV).....	33
图 69: 万科租赁板块发展历程.....	35
图 70: 泊寓核心八城各租金段 (元/月) 产品分布情况.....	36
图 71: 泊寓核心八城开业规模市占率.....	36
图 72: 2020 年万科运营管理长租公寓间数城市分布简略图.....	36
图 73: 龙湖租赁板块发展历程.....	38
图 74: 冠寓累计开业间数及出租率.....	38
图 75: 冠寓营业收入及同比.....	38
图 76: 龙湖冠寓城市能级分布.....	39
图 77: 龙湖冠寓区域分布.....	39
图 78: 截至 2021H1, 龙湖运营管理长租公寓城市分布项目个数简略图.....	40
图 79: 旭辉租赁板块发展历程.....	40
图 80: 截至 2021H1, 旭辉运营管理长租公寓城市分布项目个数简略图.....	41

## 表目录

表 1: 各国/地区发行 REITs 背景 (不完全统计) .....	8
表 2: 首批 9 支公募 REITs 基金涨跌幅表现 .....	8
表 3: 首批 9 支公募 REITs 基金交易量及波动情况 .....	9
表 4: 958 号文较 586 号文扩充与完善内容对比 .....	9
表 5: 国办《关于加快发展保障性租赁住房的意见》政策总结 .....	11
表 6: 我国租赁物业主要三种资产证券化模式 .....	12
表 7: 我国租赁物业主要证券化产品 (部分) .....	13
表 8: ART 资产基本信息 .....	15
表 9: ART 投资资产区域划分 .....	16
表 10: EQR 房产类型 .....	19
表 11: EQR 资产分布 .....	20
表 12: AVB 资产规模及分布 .....	23
表 13: INVH 资产规模及分布表 .....	26
表 14: ADR 资产规模及分布表 .....	30
表 15: 热点城市“十四五”规划纲要中提及加大租赁住房供给的相关政策 .....	34
表 16: 2021 年 22 城首批集中出让涉租赁地块成交情况 .....	34
表 17: 万科住房租赁专项公司债 .....	37
表 18: 万科 2021 年住房租赁专项公司债资金拟投入使用项目具体情况 .....	37
表 19: 龙湖冠寓三种集中运营模式 .....	39
表 20: 龙湖冠寓产品线 .....	39
表 21: 龙湖住房租赁专项公司债 .....	39
表 22: 旭辉瓏寓产品线 .....	41



# 1、我国基础设施公募 REITs 正式起航

公募 REITs (Real Estate Investment Trusts, 房地产投资信托基金) 是指以发行权益投资证券的方式在公开市场上市并交易, 并将投资综合收益按比例分配给权益持有人的标准化金融产品。其一般投资于住宅、商业地产等, 或扩充至高速公路、铁路、通信设施等能够产生运营收入的资产组合。

2020 年 4 月 30 日, 中国证监会、国家发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金 (REITs) 试点相关工作的通知》, 我国基础设施公募 REITs 正式起航。参考海外经验, REITs 相关法案出台时间多处于国家 (地区) 经济下行或增长减速、政府面临财政赤字等时期 (据北大光华管理学院统计)。现阶段, 我国政府部门杠杆率 (2021M3: 44.3%)、实体经济部门杠杆率 (2021M3: 267.8%) 已达历史高点, REITs 或可成为刺激市场、盘活存量资产、化解地方债务存量风险的有效催化剂。

图 1: 我国房地产信托基金发展历程



资料来源: 根据历年证监会、住建部、发改委、国务院等文件整理, 光大证券研究所

表 1: 各国/地区发行 REITs 背景 (不完全统计)

国家/地区	时间	周期	经济特征	国家/地区	时间	周期	经济特征
美国	1960	危机	1958Q1GDP 同比-10%	阿联酋	2006	强劲	2003 年起经济快速增长
荷兰	1969	减速	经济高速增长, 增速下滑	以色列	2006	强劲	2003 年起经济快速增长
比利时	1990	强劲	经济快速增长	泰国	2007	减速	经济高增, 增速下滑
巴西	1993	危机	1990 年经济危机	德国	2007	低迷	2002 年起, 增速较为低迷
加拿大	1994	低迷	1990 年起经济长期低迷	巴基斯坦	2008	减速	经济高增, 增速下滑
土耳其	1995	危机	经济剧烈波动	哥斯达黎加	2009	减速	受 2008 年金融危机影响
新加坡	1999	危机	受东南亚金融危机影响	芬兰	2009	减速	受 2008 年金融危机影响
希腊	1999	强劲	经济快速增长	菲律宾	2009	减速	受 2008 年金融危机影响
日本	2000	低迷	1997 年起经济陷入低迷	西班牙	2009	减速	受 2008 年金融危机影响
韩国	2001	危机	1998 年受金融危机影响	匈牙利	2011	低迷	2009 年经济危机
马来西亚	2002	危机	1998 年危机反弹良好, 但 2001 年经济增速仅有 0.5%	爱尔兰	2013	低迷	2009 年起经济持续低迷
法国	2003	低迷	2000 年起经济低迷	肯尼亚	2013	减速	经济高增, 增速下滑
中国台湾	2003	危机	2001 年出现经济危机	南非	2013	减速	经济高增, 增速下滑
中国香港	2003	危机	2000 年起经济低迷	印度	2014	减速	经济高增, 增速下滑
保加利亚	2004	强劲	2000 年起经济快速增长	越南	2015	强劲	经济高增
墨西哥	2004	危机	2001 年陷入经济危机	巴林	2016	减速	经济高增, 增速下滑
英国	2006	平稳	经济增速平稳	沙特阿拉伯	2016	减速	经济高增, 增速下滑
意大利	2006	低迷	2001 年以来经济较为低迷				

资料来源: NAREITs, 《REITs 市场建设与经济转型发展》(北大光华管理学院), 光大证券研究所

2021 年 6 月 21 日, 我国首批 9 支基础设施 REITs 试点项目在沪、深两地交易所挂牌上市, 国内公募 REITs 正式落地。首批 REITs 产品发售规模超 300 亿元, 主要投向基础设施项目, 包括仓储物流、收费公路、信息网络、产业园区等。

受上市初期流通盘较小影响, 9 支基础设施 REITs 二级市场价格运行平稳。产权类公募 REITs 上市后市场价格多围绕发行价小幅波动, 其中蛇口产业园项目二级市场表现最佳, 涨幅 1.52% (2021-08-03 收盘); 特许经营权类公募 REITs 除广州广河项目外均实现价格上涨, 其中未来预期现金流可兑现度较高的富国首创水务 REIT 涨幅突出, 达 6.24% (2021-08-03 收盘)。

表 2: 首批 9 支公募 REITs 基金涨跌幅表现

代码	名称	底层资产	类型	估值	发行期限	募集规模	2021 年预计现金流分派率	2021 年预计现金流分派率	发行价	溢价率	收盘价	涨跌幅
				亿元	年	亿元	%	%	元	%	元	%
508006.SH	富国首创水务 REIT	污水处理	特许经营权类	17.46	26	18.50	8.65	9.08	3.70	5.96	3.93	6.24
180801.SZ	首钢绿能	垃圾处理	特许经营权类	12.48	21	13.38	8.52	7.63	13.38	7.13	14.15	5.73
508001.SH	浙商沪杭甬 REIT	高速公路	特许经营权类	45.63	20	43.60	11.71	9.91	8.72	7.31	8.99	3.13
180101.SZ	蛇口产业园	产业园区	产权类	25.28	50	20.79	4.39	4.46	2.31	-6.69	2.35	1.52
508000.SH	华安张江光大 REIT	产业园区	产权类	14.70	20	14.95	4.66	4.04	2.99	1.70	3.01	0.74
508056.SH	中金普洛斯 REIT	仓储物流	产权类	53.46	50	58.35	4.29	4.31	3.89	9.15	3.90	0.28
180301.SZ	盐港 REIT	仓储物流	产权类	17.05	36	18.40	4.47	4.75	2.30	7.92	2.31	0.30
508027.SH	东吴苏园产业 REIT	产业园区	产权类	33.50	40	34.92	4.50	4.54	3.88	4.24	3.87	-0.21
180201.SZ	广州广河	高速公路	特许经营权类	96.74	99	91.14	5.91	6.87	13.02	5.07	12.51	-3.95

资料来源: Wind, 基金产品募集说明书, 光大证券研究所。收盘价截至 2021-08-03。

注: 除盐港 REIT、东吴苏园产业 REIT 外, 预计现金流分派率均根据招募说明书及上市交易公告书披露的“预测可供分配金额/基金募集金额”测算得出, 仅供参考。



9支 REITs 日均换手率约 0.4%。截至 2021 年 8 月 3 日，产权类公募 REITs 日均交易量均维持 260 万份/日以上；除蛇口产业园项目换手率近 0.83%外，其他产权类公募 REITs 流通性略低。特许经营权类公募 REITs 日均交易量及换手率均相对较小，其中，首钢绿能项目或受发行份额较小影响，日均交易量最低，为 63.3 万份；但其日均换手率为特许经营权类公募 REITs 最高，达 0.61%。

表 3：首批 9 支公募 REITs 基金交易量及波动情况

代码	名称	管理公司	类型	发行份额	流通份额	日均交易量	日均交易量占流通份额比例	日均换手率	日均涨跌幅	日均振幅
				万份	万份	万份	%	%	%	%
180101.SZ	蛇口产业园	博时基金	产权类	90000	86756	739.8	0.85	0.83	-0.40	1.23
180801.SZ	首钢绿能	中航基金	特许经营权类	10000	9980	63.3	0.63	0.61	-0.15	0.84
508000.SH	华安张江光大 REIT	华安基金	产权类	50000	44780	278.8	0.62	0.60	-0.17	0.82
508006.SH	富国首创水务 REIT	富国基金	特许经营权类	50000	47093	172.4	0.37	0.35	0.02	0.87
180301.SZ	盐港 REIT	红土创新基金	产权类	80000	79904	266.2	0.33	0.32	-0.09	0.92
508027.SH	东吴苏园产业 REIT	东吴基金	产权类	90000	87830	260.5	0.30	0.29	-0.04	0.83
508001.SH	浙商沪杭甬 REIT	浙商资管	特许经营权类	50000	49829	103.9	0.21	0.20	-0.06	0.77
508056.SH	中金普洛斯 REIT	中金基金	产权类	150000	149064	272.3	0.18	0.18	-0.06	0.69
180201.SZ	广州广河	平安基金	特许经营权类	70000	69786	119.7	0.17	0.17	-0.15	0.69

资料来源：Wind，基金产品募集说明书，光大证券研究所。收盘价截至 2021-08-03。

## 2、REITs 试点范围扩大至保障性租赁住房

2021 年 7 月 2 日，国家发改委发布《关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》（下文简称“958 号文”），针对此前 2020 年 8 月公布《关于做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点项目申报工作的通知》（下文简称“586 号文”）以来的基础设施 REITs 试点实操经验进行扩充与完善。

相较于 586 号文，958 号文将公募 REITs 试点范围拓大到清洁能源、保障性租赁住房（包括各直辖市及人口净流入大城市的保障性租赁住房项目）、旅游、水利等基础设施领域；此外非试点范围表述由“酒店、商场、写字楼、公寓、住宅等房地产项目不属于试点范围”调整为“酒店、商场、写字楼等商业地产项目不属于试点范围”。综合来看：

1. 公募 REITs 试点区域、基础资产范围、募集资金用途要求等有所调整，重点关注试点范围拓展到保障性租赁住房；
2. 非试点范围删除“公寓、住宅”表述；
3. 明确土地用途原则上仍应为非商业、非住宅用地。

表 4：958 号文较 586 号文扩充与完善内容对比

调整强度	调整领域	细则内容
显著变化/新增	试点区域	从“聚焦重点区域”放宽至“全国”
	行业范围	新增：能源基础设施（清洁能源为主）、停车场、保障性租赁住房、水利设施、旅游基础设施（自然文化遗产、国家 5A 级旅游景区）等
	规模要求	资产规模：原则上不低于 10 亿元 扩募能力：原则上不低于首发规模 2 倍
	申报路径	前置入库：明确未纳入项目库不得申报

		央企打包项目申报无需由省发改委转报		
	募集资金用途	明确净回收资金计算口径		
净回收资金用于新项目比例从 80%提升至 90%				
对使用回收资金投入的新项目,以及在盘活存量资产方面取得积极成效的项目单位,可在同等条件下优先支持安排中央预算内投资、地方政府专项债券				
扩募监管	一年内拟改建扩建:应说明具体计划、进展情况及保障项目持续运营的相关措施			
	扩募申报:应符合本申报要求相关规定+适当简化			
强化/细化原规定	运营时间	延续:原则上 3 年		
		适当放宽:已能够实现长期稳定收益的项目		
	现金流分散	延续:持续稳定、来源合理分散		
		适当放宽:重要现金流提供方应当资质优良,财务情况稳健		
	土地合规	有土地使用权	非 PPP	划拨:无异议函
				协议出让:无异议函
				招拍挂/二级市场交易
	PPP	承诺:估值中不含土地使用权市场价值,基金存续期间不转移土地的使用权,基金清算/特许经营权等权利到期时按协议约定/政府要求处理相关土地使用权。		
		无土地使用权	说明取得方式、出让/转让方、取得时间、使用权拥有人与项目公司关系、使用土地方式、使用成本、使用期限等	
	资产转让	延续:履行内部决策程序,一致同意转让		
新增:存在转让限制-应当取得无异议函,确保相关限定具备解除条件				
新增:PPP 类项目-应当取得主管部门无异议函				
中介机构	延续:3 年未发生重大违法违规事件,未受行政处罚			
	新增:限制随意更换中介机构			
	删除:律所参与 IPO 项目 5 单以上			

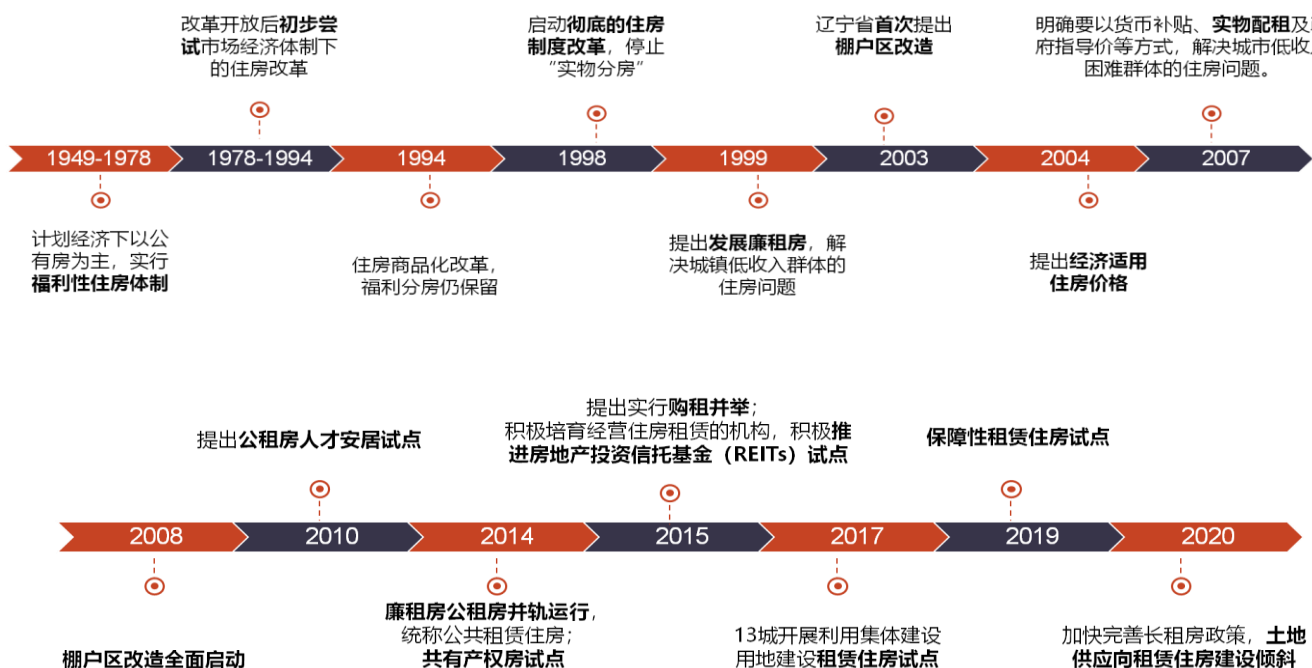
资料来源: Wind, 大成律所, 光大证券研究所整理

## 2.1、 2021 年以来我国保障性租赁住房建设力度加大

1978 年至今,我国住房制度改革先后经历了由实物分配到货币化安置再到租售并举的过程。纵向来看,1998 年我国实行全面住房制度改革,次年建设部出台《城镇廉租住房管理办法》,解决城镇低收入群体的住房问题。20 世纪初受大环境利好影响,我国楼市发展迅速、房价上涨较快,房地产市场随之进入调控长周期,政府趋向注重稳房价与住房保障体系的双轨运行,期间主要措施包括土地限价、房价调控、市场监管、商贷额度和廉租房建设等。2008 年在金融危机背景下,中央在全国范围内全面启动保障性安居工程、棚户区改造工作。2014 年起各地将廉租房建设计划(含购改租等方式筹集)统一并入公租房年度建设计划,由只售不租改为只租不售。

“租购并举、全面发展住房租赁市场”已成为当前建设房地产长效机制的重要内容。2021 年中央针对保障性租赁住房建设力度加大,3 月“十四五”规划纲要提及加快完善长租房政策、扩大保障性租赁住房供给。此外,住房保障司司长曹金彪先生表示,新市民和青年人多、房价偏高或上涨压力较大的大城市,在“十四五”期间,新增保障性租赁住房占新增住房供应总量的比例应力争达到 30% 以上。5 月住房和城乡建设部及 7 月国务院常务会议聚焦新市民、青年人住房困难问题;7 月,国务院办公厅印发《关于加快发展保障性租赁住房的意见》,引导多方参与,提升供需匹配度。

图 2：我国城镇住房制度主要变迁历程



资料来源：根据历年证监会、住建部、发改委、国务院等文件整理，光大证券研究所

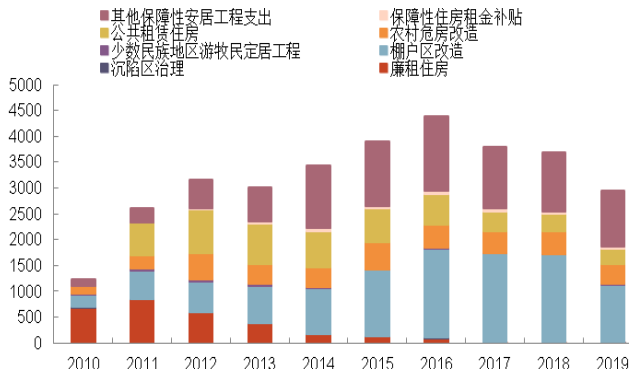
表 5：国办《关于加快发展保障性租赁住房的意见》政策总结

保障性租赁住房		
定义	建筑面积不超过 70 平方米的小户型为主、租金低于同地段同品质市场租赁住房租金的保障性房屋	
受众人群	符合条件的新市民、青年人等群体	
土地供给来源		
供给来源	建设方式	其他减负政策
集体经营性建设用地	自建或联营、入股等	建设保障性租赁住房的集体经营性建设用地使用权可办理抵押贷款
企事业单位依法取得的国有工业用地	自建或合作建设	符合规划、权属不变；允许并变更土地用途，不补缴土地价款，原划拨的土地可继续保留划拨方式
产业园区配套行政办公及生活服务设施用地	统一建设宿舍型保障性租赁住房	可将产业园区中工业项目配套建设比例上限由 7% 提高到 15%，用于建设宿舍型保障性租赁住房
存量闲置和低效利用非居住房屋（用地）	允许改建商业办公、旅馆等非居住存量房屋	符合规划原则、权属不变；不变更土地使用性质，不补缴土地价款
住宅用地或商业用地（配建）	鼓励在地铁上盖物业中建设保障性租赁住房	-

资料来源：国办《关于加快发展保障性租赁住房的意见》文件整理，光大证券研究所

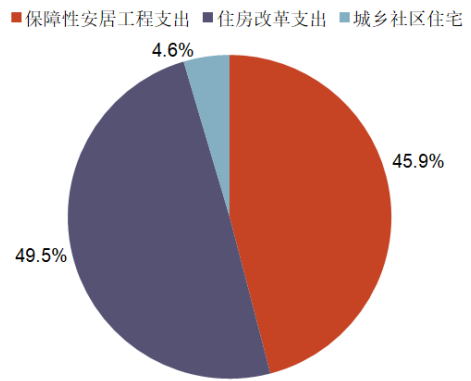
我国住房保障能力持续增强，当前已累计建设各类保障性住房和棚改安置房 8000 多万套，累计帮助 2 亿多困难群众改善住房条件。从我国公共财政住房保障支出来看，保障性安居工程支出绝对值及占住房保障支出比重自 2016 年来逐年下滑，2019 年为 2941.2 亿元，占 45.9%。

图 3：我国保障性安居工程支出（亿元）各项构成



资料来源：Wind

图 4：2019 年全国公共财政支出之住房保障支出各项比重



资料来源：Wind

## 2.2、我国已发行多只租赁住房类 REITs 产品

租赁住房 REITs 是以租赁型住房（含公寓）为底层资产的不动产信托投资基金。因租赁住房行业具有前期资金投入大、资金周转慢、盈利周期长、租金收入稳定等特征，REITs 等金融工具的采用利于开拓租赁行业融资渠道、激发租赁住房市场潜力。

目前我国暂未发行租赁住房公募 REITs，租赁物业主要通过三种证券化模式融资：**轻资产的租金收益权 ABS、重资产的 CMBS 和类 REITs**。上述三种模式 1) 主要区别在于底层资产物业产权控制与否及其后续带来的收益来源差异。2) 相同处在于物业持有人均可通过资产证券化拓宽融资渠道；同时投资者通过证券化方式将房地产资产分割，进而以较低的门槛参与商业地产投资。

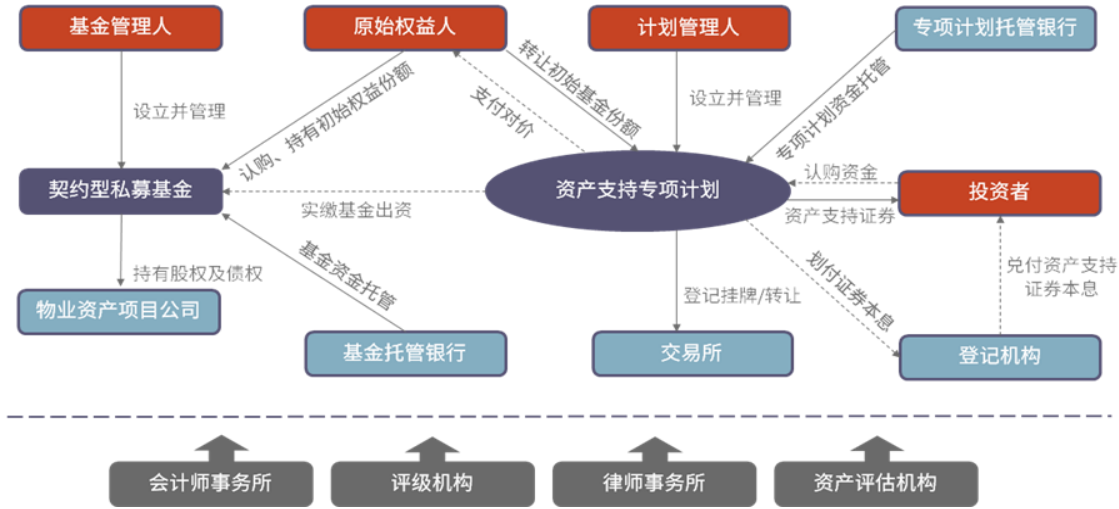
表 6：我国租赁物业主要三种资产证券化模式

证券化形式	底层资产	收益来源	原始权益人是否需拥有物业产权	专项计划是否间接拥有物业产权	适合租赁类型
租金收益权 ABS	租金收益权	租金及管理费等	无	无	二房东类、分散式的轻资产类租赁物业
重资产的 CMBS	商业地产抵押贷款	租金及管理费等	有	无	重资产类租赁物业
类 REITs	商业地产产权和租金收益权	物业增值、租金及管理费等	有	有	重资产类租赁物业

资料来源：根据证监会、上交所等文件整理，光大证券研究所

以房企系长租公寓类 REITs 构架为例，其交易结构为：1.原始权益人设立私募基金，同时私募基金直接或间接持有项目公司股权并向项目公司或项目公司股东发放委托贷款；2. 资产支持专项计划通过发行资产支持证券募集资金，并以资金收购和持有私募基金份额，从而获取项目公司股权及债权；3.专项计划基础资产为私募基金份额，以底层资产的经营净收益支付私募基金的债权和股权分红，并通过对基础资产的处置用以分配投资者本金。

图 5：普适性重资产运营模式下，房企系长租公寓类 REITs 交易结构



资料来源：根据证监会、上交所等文件整理，光大证券交易所

自 2012 年以来，（据不完全统计）我国已成功发行数十只租赁物业资产证券化产品，为后续租赁住房公募 REITs 的推出积累了宝贵经验：**1.相较于 ABS 及 CMBS，类 REITs 可通过拥有物业所有权有效降低投资者风险。**类 REITs 模式可通过出售物业的方式保障投资者收益；若物业未来租金达预期值，专项计划结束后，原始权益人（原股东）可行使优先收购权，购回物业资产。**2.类 REITs 融资效率较高，融资规模一般为资产评估值 7 折（具体视目标资产情况等因素浮动）。****3.类 REITs 架构可通过公募 REITs 的推出实现资产管理完整闭环。**类 REITs 架构下，资产支持专项计划某种程度上为 Pre-REITs，其主要退出方式之一为通过公募 REITs 上市的方式实现兑付。

表 7：我国租赁物业主要证券化产品（部分）

发行时间	发行主体	首期/拟发行金额（亿元）	要点	备注	底层资产	年化预期收益率
2012-08-17	房信集团	20	天津市房地产信托集团有限公司 2012 年度第一期资产支持票据	国内首单租赁住房资产证券化产品	房信集团旗下 32018 套天津市保障性住房	5.75%-8.23%
2017-02-20	魔方公寓	3.5	魔方公寓信托受益权资产支持专项计划	国内第一单公寓 ABS 业务	公寓未来租金应收款	4.8%-5.4%
2017-08-15	自如	5	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	国内第二单公寓 ABS 业务	自如房租分期小额贷款	发行利率 5.39%
2017-11-03	新派公寓	2.7	新派公寓权益型房托资产支持专项计划	国内首单长租公寓权益型类 REITs 产品	北京朝阳区新派公寓物业及其租金收益权，估值 3.15 亿元	发行利率 5.3%
2018-03-13	保利	17.17	中联前海开源-保利地产租赁住房一号第一期资产支持专项计划	储架总规模 50 亿元；国内首单由央企发行的租赁住房类 REITs	保利自持物业及未来租金，首期估值 16.8 亿元	发行利率 5.5%
2018-04-25	寓见公寓	3.6	华泰佳越-中南寓见资产支持专项计划	国内首单托管型长租公寓类 REITs；寓见公寓 2018 年出现“资金链断裂”，后被麦家公寓和蛋壳公寓收购重组	浦寓集中式公寓	-
2018-04-27	碧桂园	17.17	中联前海开源-碧桂园租赁住房一号资产支持专项计划（第一期）	储架总规模 100 亿元；国内首单达到百亿级规模的租赁住房类 REITs 产品	北京、上海和厦门总面积超过 10 万方的 1500 余套租赁住房	5.8%
2018-06-21	旭辉瓴寓	2.5	高和晨曦-中信证券-领昱系列资产支持专项计划	储架总规模 30 亿元；国内首单民企长租公寓储架类权益型 REITs	首期为柚米国际社区浦江店与博乐诗服务公寓浦江店	5.9%-6.5%
2018-07-05	恒大	--	中联前海开源-恒大租赁住房一号第 N 期资产支持专项计划	总规模 100 亿元；恒大集团首单租赁住房 ABS 产品	-	优先级 7.5%
2018-08-10	越秀集团	4.9666	中联前海开源-越秀租赁住房一号第一期资产支持专项计划	总规模 50 亿元；越秀租赁住房类 REITs 首期产品	-	优先级 5.0%
2018-09-19	阳光城	12.1	中信证券-阳光城长租公寓 1 号资产支持专项计划	国内 A 股民营房企首单储架式长租类 REITs	公寓及未来租金应收款，物业估值 12.15 亿元人民币	6.3%-6.8%
2018-09-07	泰禾	8.1053	中信证券-泰禾集团鼎盛长租公寓 1 号资产支持专项计划	类 REITs 不动产投资信托	65 套长租公寓，涉及资产均位于北京市朝阳区 CBD 等核心区域	7.5%-9%



2018-12-13	远洋	32.03	中联前海开源—远洋集团一号资产支持专项计划	对次级投资人结构、产品决策机制、资产运营管理模式等创新	北京远洋未来广场、远洋山水未来汇及天津远洋未来广场，估值32亿元	优先级 A 档 5.5%，优先 B 档 6.0%
2019-01-21	上海地产	17.1	国开上海地产第一期公开租赁住房资产支持专项计划	全国首单储架式公租房资产证券化产品	上海地产集团持有的公共租赁住房租金收入	4.5%
2019-02-20	金地	20	华夏资本-金地火花长租公寓1-8期资产支持专项计划	ABS	-	4.5%
2019-03-12	佳兆业	30	首笔长租公寓风资金支持专项计划	获深交所发出无异议函	佳兆业运营的长租公寓	7.5%
2019-03-13	朗诗	10.68	平安汇通-平安不动产朗诗租赁住房1期资产支持专项计划	首单合作型长租公寓储架式 REITs	位于上海市浦东新区外高桥板块的朗诗寓森兰项目	优先级 4.6%
2020-03-19	金地	1.11	华夏资本-金地火花长租公寓1期资产支持专项计划	商业房地产抵押贷款		4.5%
2020-03-22	广州人才	5.04	国君-广州人才租赁第一期资产支持专项计划			4.9%
2020-04-03	朗诗寓	3.51	中山证券-东兴企融-朗诗寓长租公寓一期资产支持专项计划	2018年曾两度被中止		6.2%-6.8%
2020-05-07	长春润德实业有限公司	3.00	国君-长春人才公寓第一期资产支持专项计划	信托受益权		
2020-08-07	融创	5.01	华金证券-上海香溢花城长租公寓资产支持专项计划	信托受益权	上海香溢花城长租公寓	
2020-10-30	金地	2.36	华夏资本-金地火花长租公寓2期资产支持专项计划	商业房地产抵押贷款		4.5%
2021-09-11	越秀	40	中信证券-越秀租赁2020年第1-5期资产支持专项计划	-	-	3.50%-4.10%

资料来源：Wind，上交所，光大证券研究所

### 3、海外市场典型公寓 REITs 产品介绍

从海外市场经验来看，租赁住房证券化，尤其是公募 REITs 的发行对租赁行业提供了重要金融支持，利于企业在有限的资金条件下盘活更多存量资产、促进租赁市场规模化发展。由于国内投资者对于 REITs 产品相对陌生，下文将从基金框架、底层资产、运营能力、投资回报等几个角度对海外市场典型租赁公寓 REITs 产品做出详细介绍，帮助投资者更好地了解 REITs 产品。

#### 3.1、雅诗阁公寓信托 (Ascott Residence Trust)

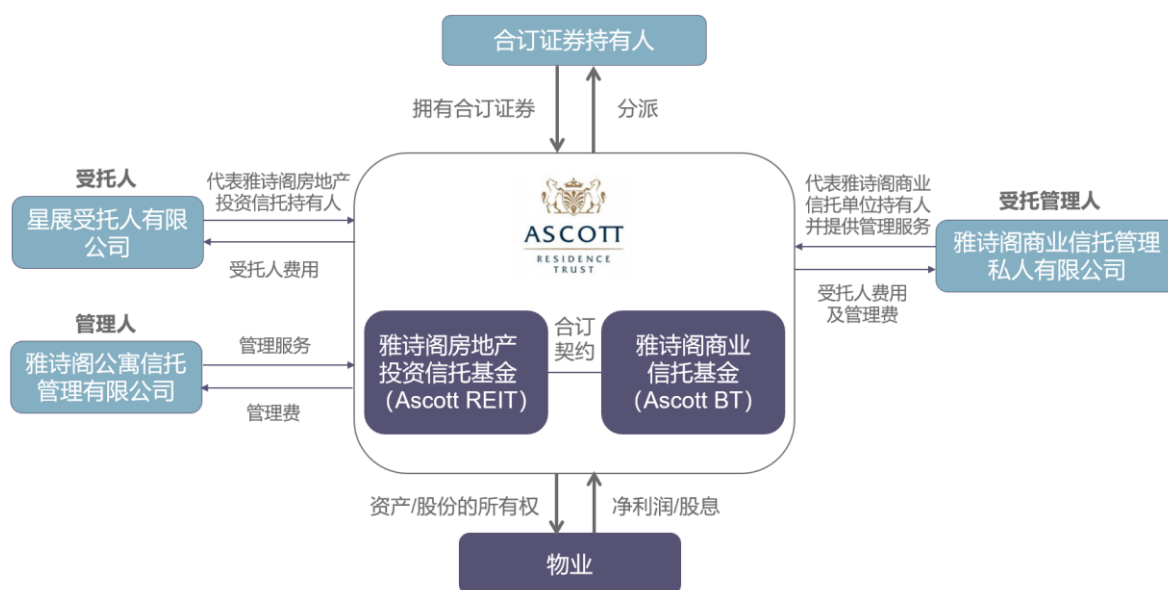
##### ART 简介及构成

ART 于 2006 年在新交所上市交易，主要投资房地产及房地产相关资产，包括**服务公寓、租赁住房、学生宿舍和酒店**。截至 2020 年末，雅诗阁公寓信托 (Ascott Residence Trust，简称 ART) 作为亚太最大的公寓酒店服务基金，拥有资产总额 72 亿新币。

ART 由雅诗阁房地产投资信托基金 (Ascott REIT) 及雅诗阁商业信托基金 (Ascott BT) 组成，两者皆是凯德旗下子公司，而凯德为亚洲最大房地产集团之一。2020 年 1 月，ART 和腾飞酒店信托完成合并，上市主体资产价值提升 30%，以 **26.34 亿美元的市值成为亚洲最大的酒店信托及全球十大酒店信托之一**。合并后，ART 于 2020 年 6 月成功纳入富时 EPRA Nareit 全球发展指数。

ART 基金结构为合订信托，由一支房地产投资信托 (雅诗阁 REIT) 及一支商业信托 (雅诗阁商业基金) 合订而成。雅诗阁 REIT 的信托托管人为星展信托有限公司 (DBS Trustee Limited)，代表基金单位持有人收取托管费用；信托管理人为雅诗阁公寓信托管理有限公司 (Ascott Residence Trust Management Limited)，提供管理服务并收取管理费用。雅诗阁商业基金信托托管人及管理人皆为雅诗阁商业信托管理私人有限公司 (Ascott Business Trust Management Pte.Ltd)。

图 6: ART 基金结构

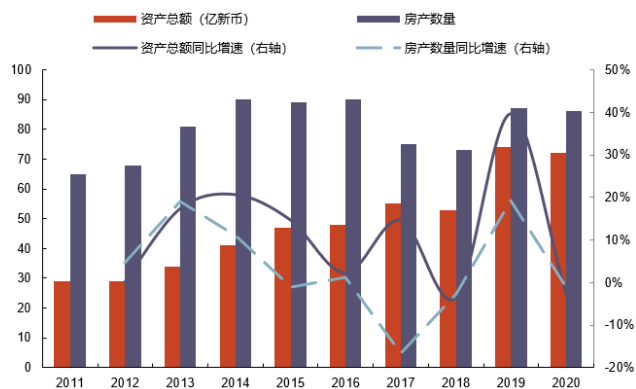


资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

### ART 资产规模

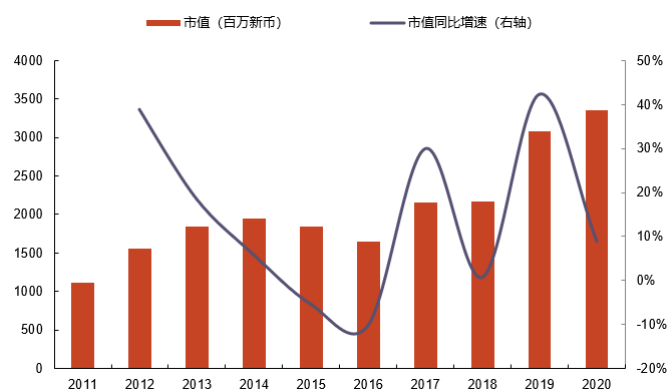
2011-2020 年期间 ART 稳步发展, 主要规模指标呈稳定增长趋势。其中, ART 资产总额及房产数量分别由 2011 年的 29 亿新币、65 家提升至 2020 年的 72 亿新币、86 家; 公司市值也随之增长至 2020 年的 33.6 亿新币, CAGR 达 13.0%。

图 7: ART 资产总额及房产数量



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

图 8: ART 市值 (年末)



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

表 8: ART 资产基本信息

ART 资产信息	
总资产 (SGD)	72 亿新币
总房间数量	超 16000
服务公寓数量	57
酒店数量	18
租赁房屋数量	11
分部城市数量	38
分布国家数量	15

资料来源: 公司官网, 光大证券研究所。数据截至 2020-12-31。

ART 投资组合持有泛国际风险敞口。截至 2020 年底，ART 投资组合遍布全球 15 个国家，管理单元超 16000 个。其中，**亚太投资占比高达 69.5%**，具体来看 ART 较为青睐日本、新加坡、澳洲及中国资产。ART 旗下项目主要为 Ascott The Residence、Somerset、Quest 及 Citadines 四个品牌。

表 9：ART 投资资产区域划分

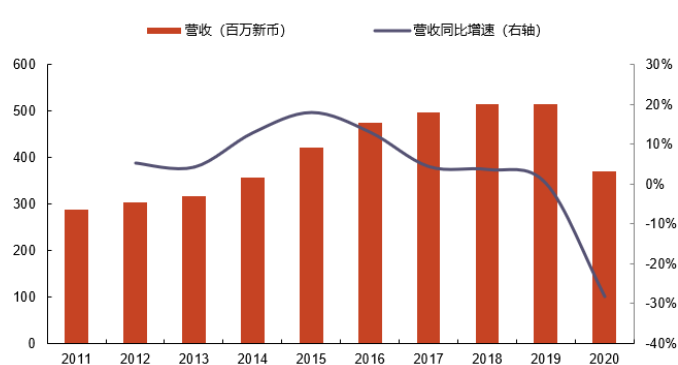
区域划分	
总资产 (SGD)	72 亿新币
<b>亚太</b>	<b>69.5%</b>
澳洲	13.9%
中国	8.2%
印度尼西亚	1.4%
日本	21.0%
马来西亚	0.6%
菲律宾	2.5%
新加坡	15.9%
南韩	2.6%
越南	3.4%
<b>欧洲</b>	<b>19.7%</b>
比利时	0.9%
法国	7.4%
德国	3.8%
西班牙	1.0%
英国	6.6%
<b>美洲</b>	<b>10.8%</b>
美国	10.8%
	100%

资料来源：公司官网，光大证券研究所。数据截至 2020-12-31。

### ART 运营能力及投资回报水平

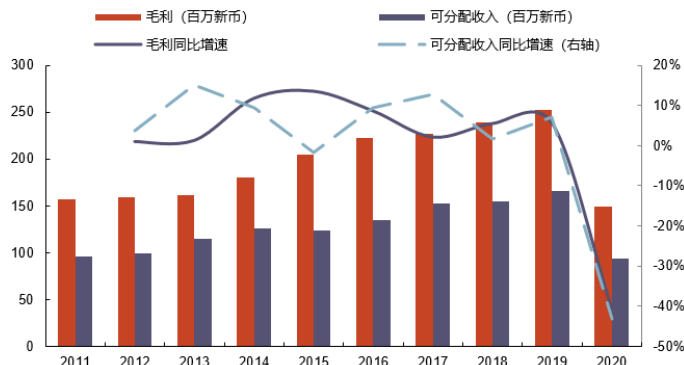
2020 年疫情影响下 ART 资产空房率较高，当期实现营收 369.9 百万新币，同比下降 28%；实现毛利 149.6 百万新币，同比下降 41%；可支配收入约 94.2 百万新币，同比下降 43%。剔除疫情影响，ART 营收及毛利增速于其他年份均表现较好，预计疫后 ART 将快速恢复并持续提供稳定收益。

图 9：ART 营收及同比增速



资料来源：公司官网，光大证券研究所

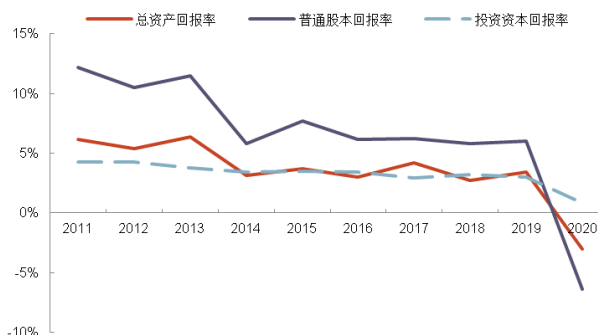
图 10：ART 毛利及可支配收入



资料来源：公司官网，光大证券研究所

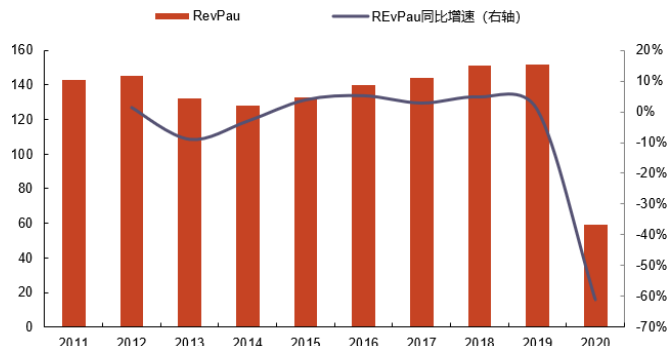
剔除疫情影响，ART 总资产回报率、普通股本回报率及投资资本回报率自 2013 年后维持稳定水平，于 2019 年分别为 3.4%、6.0%及 3.0%，投资回报安全垫较高。

图 11: ART 资产回报率<sup>1</sup>、普通股本回报率<sup>2</sup>及投资资本回报率<sup>3</sup>



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

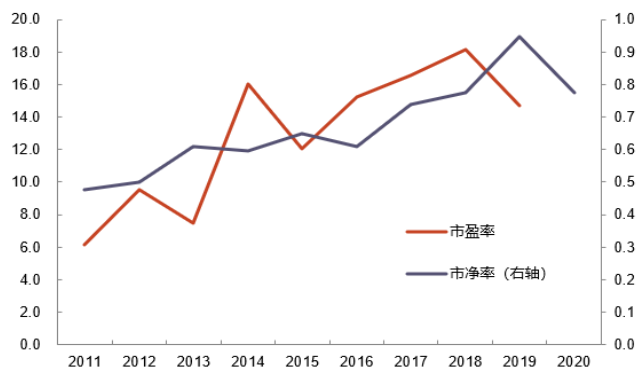
图 12: ART RevPau<sup>4</sup> (新币) 及同比增速



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

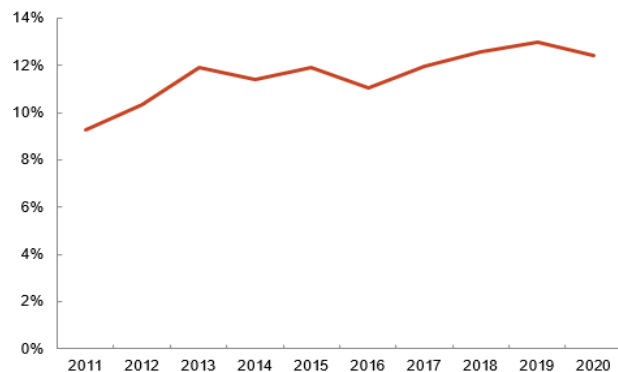
ART 市盈率及市净率长期呈上行趋势, 分别从 2011 年的 6.2PE、0.5PB 提升至 2019 年的 14.7PE、0.9PB。同时 ART 资产周转率稳健提升, 反映 ART 盈利能力及资产利用效率不断改善。

图 13: ART 市盈率及市净率



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

图 14: ART 资产周转率<sup>5</sup>



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

2011-2019 年 ART 二级市场表现良好, 股息率因股价上升而略微回落, 但仍高于 S-REITs 整体股息收益率, 具备较高吸引力。2020 年疫情影响下 ART 股价及派息回落至 1.06 新元及 0.03 新元, 股息率为 2.9%。

<sup>1</sup> 总资产回报率 = (最近 12 个月净利润/平均总资产) \* 100%

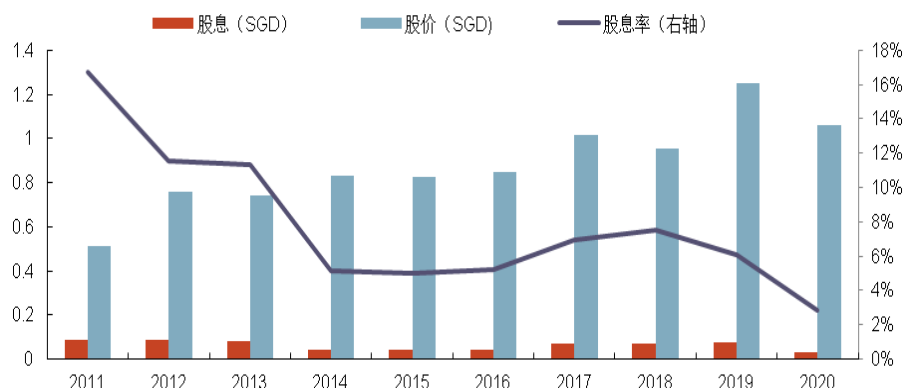
<sup>2</sup> 普通股本回报率 = (最近 12 个月股东可分配净利润/平均总普通股权益) \* 100%

<sup>3</sup> 投资资本回报率 = (最近 12 个月税后净营业利润/平均投资资本) \* 100%

<sup>4</sup> RevPau (Net Revenue Per Available Unit of Properties): 每单位房地产 (每套或每栋) 所贡献的营收

<sup>5</sup> 资产周转率 (Assets Turnover) = 最近 12 个月净营收 / ((本期总资产+上年期总资产) / 2) \* 100%

图 15: ART 股价、股息及股息率

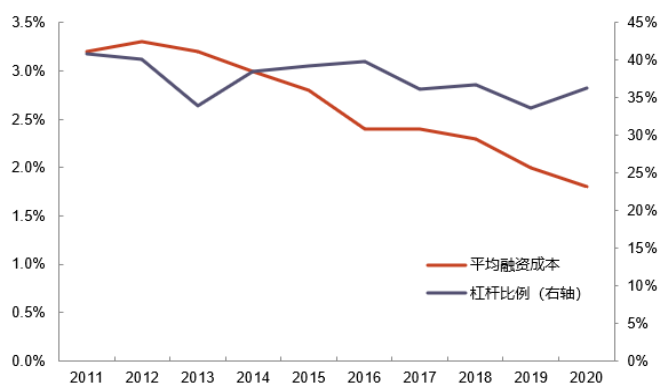


资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所。注: 股息率=当年每股派息/年末股价

### ART 财务能力

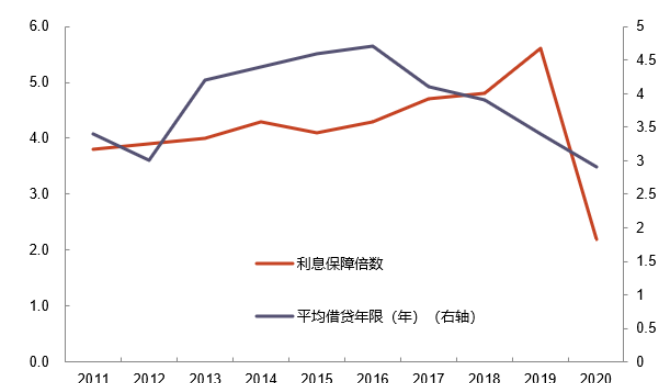
ART 杠杆比例长期低于 40%，2020 年为 36.3%，存在较灵活融资及并购空间，具备长期发展基因。此外，ART 融资成本及平均借贷期限改善显著，2020 年融资成本及平均借贷年限均为历史低位，分别为 1.8% 及 2.9 年。

图 16: ART 平均融资成本及杠杆比例



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所。

图 17: ART 利息保障倍数<sup>6</sup>及平均借贷年限



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所。

## 3.2、公寓物业权益信托 (Equity Residential)

### EQR 简介及构成

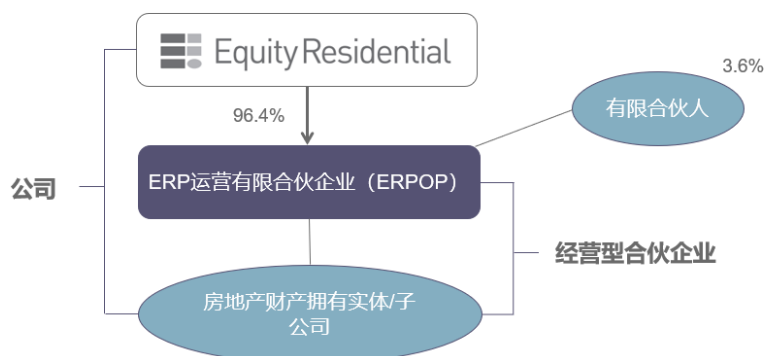
1966 年公寓物业权益信托 (Equity Residential, 简称 EQR) 于芝加哥成立，1993 年作为美国首家出租公寓 REITs 于纽交所上市 (代码: EQR)。EQR 资产主要为通过收购、自建等方式获取的重资产长租公寓，对标美国中高端房屋租赁市场。

EQR 为典型伞型交易结构 REITs (UPREITs)，具体模式为原始 REITs 份额持有人作为普通合伙人，以其原始出资形成原始持有合伙份额；后续其他房地产业持有者可凭借有限合伙人身份加入 UPREITs，进而快速实现物业规模和数量的扩张。

<sup>6</sup> 利息保障倍数 (Interests Coverage) = EBITDA / 利息支出



图 18: EQR 基金结构

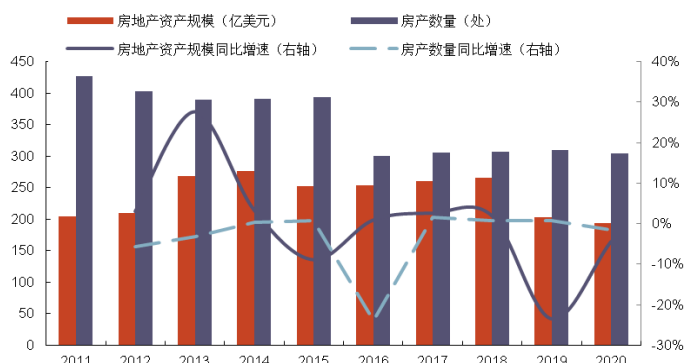


资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

### EQR 资产规模

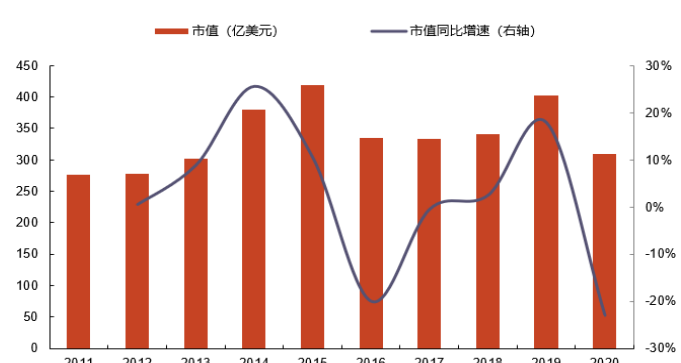
EQR 资产规模近十年来相对稳定, 房产数量受战略调整影响曾出现骤减。上市后 EQR 凭借伞型架构开启快速扩张之路, 其物业持有量于 2000 年达到峰值 (近 1104 处), 较上市之初扩充 14 倍。2000 年后, EQR 实施深耕重点区域策略并逐步剥离非核心城市物业资产, 聚焦包括纽约、波士顿、华盛顿等核心重点城市, 当期房产数量相应减少; 2016 年 EQR 卖出部分资产并对标中高端市场, 再次带来房产数量的优化。战略调整后 EQR 房产规模维持稳定, 同时市值稳步上升, 2020 年受疫情影响小幅回落。

图 19: EQR 资产总额及房产数量



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

图 20: EQR 市值



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所。

截至 2020 年底, EQR 直接或间接持有房产 304 座, 公寓单位 77889 个; 同期市值达 309.7 亿美元, 为美国房屋租赁 REITs 资产规模及市值首位。EQR 资产分为花园洋房及中高层公寓两个系列, 平均月租金约 2680 美元。

表 10: EQR 房产类型

类型	房产数量	单位公寓数量	每处房产平均单位公寓数量
花园洋房	102	25791	253
中高层公寓	202	52098	258
总计	304	77889	256

资料来源: 公司年报, 数据截至 2020-12-31。

表 11: EQR 资产分布

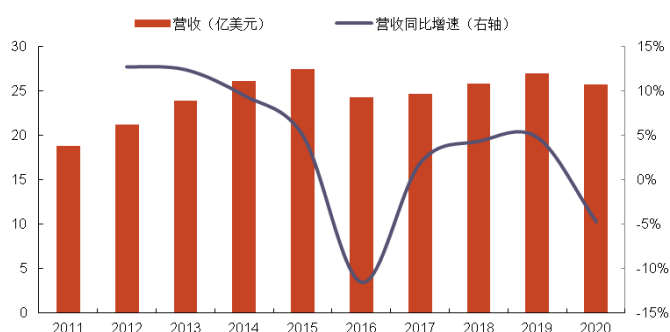
区域	房产数量	单位公寓数量	平均月租金 (USD)
洛杉矶	72	16603	2458
橘郡	13	4028	2222
圣地亚哥	11	2706	2373
旧金山	48	12707	3053
华盛顿特区	47	14731	2387
西雅图	46	9454	2349
纽约	37	9606	3617
波士顿	25	6430	2958
丹佛	5	1624	2003
总计	304	77889	2680

资料来源: 公司年报, 数据截至 2020-12-31。

### EQR 运营能力及投资回报水平

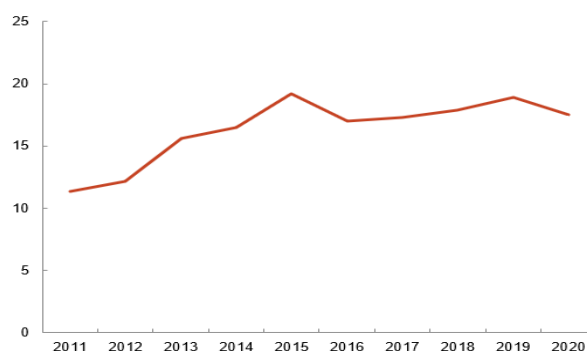
除 2016 年策略调整及 2020 年疫情影响外, EQR 近十年来营收增势均表现良好。营收及 NOI 分别从 2011 年的 18.8 亿美元、11.3 亿美元提升至 2019 年的 27.0 亿美元、18.9 亿美元。2020 年疫情影响下, EQR 营收略微下滑 5% 至 25.7 亿美元, NOI 同比下滑 7.3% 至 17.5 亿美元。

图 21: EQR 营收及同比增速



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

图 22: EQR NOI<sup>7</sup> (亿美元)

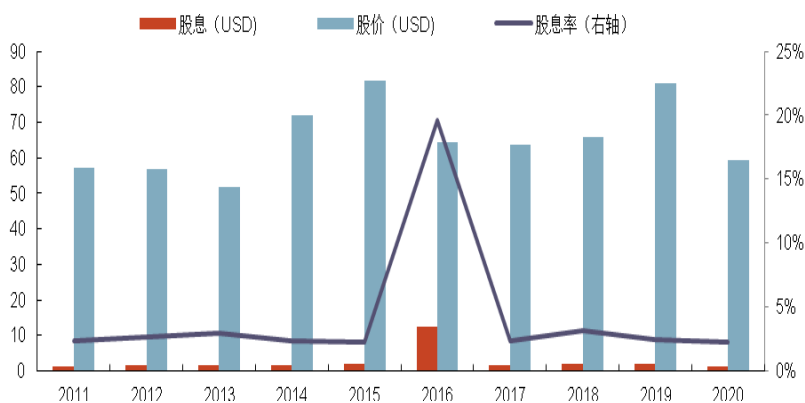


资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

2011-2015 年 EQR 股价小幅波动, 股息率维持 2.3%-3% 区间。2016 年因处置资产叠加特殊股息推动当年派息大幅上涨至每股 12.6 美元, 然而彼时市场担心战略的调整一定程度影响 EQR 未来盈利能力, 致股价较 2015 年下跌超 20%; 于上述双重影响下, 2016 年 EQR 股息率高达 19.6%。2017 年后 EQR 股价相对平稳, 2020 年受疫情影响, 股价及股息同步下跌, 股息率为 2.3%。

<sup>7</sup> NOI (Net Operating Income) = 租金收入 - 租赁业务运营成本 (包括地产税及保险)

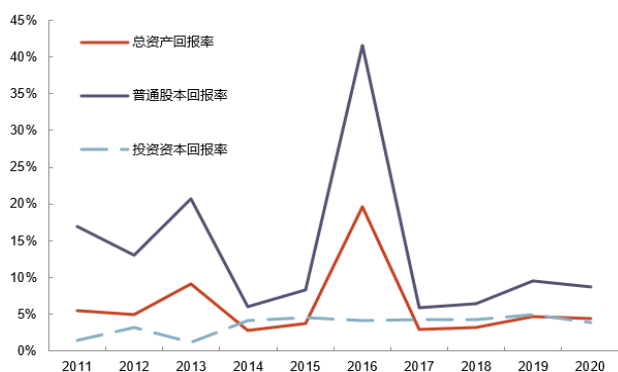
图 23: EQR 股价、股息及股息率



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所。注: 股息率=当年每股派息/年末股价

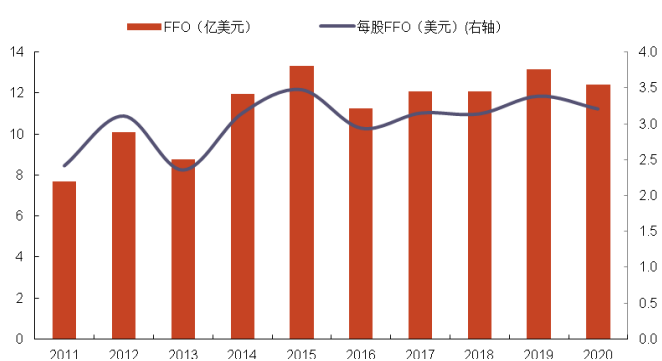
从回报率来看, 2016 年 EQR 受特殊股息等因素影响总资产回报率及普通股本回报率均达历史高点, 分别为 41.6% 及 19.6%。2016 年后 EQR 总资产回报率回落至 2.9%-4.7% 区间, 普通股本回报率回落至 5.9%-9.5% 的区间, 于正常经营状态下仍具备较高吸引力。投资资本回报率仅考虑经营活动, 未受特殊因素影响, 因此长期维持于 1.2%-4.9% 区间。

图 24: EQR 总资产回报率、普通股本回报率及投资资本回报率



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

图 25: EQR FFO<sup>8</sup>及每股 FFO

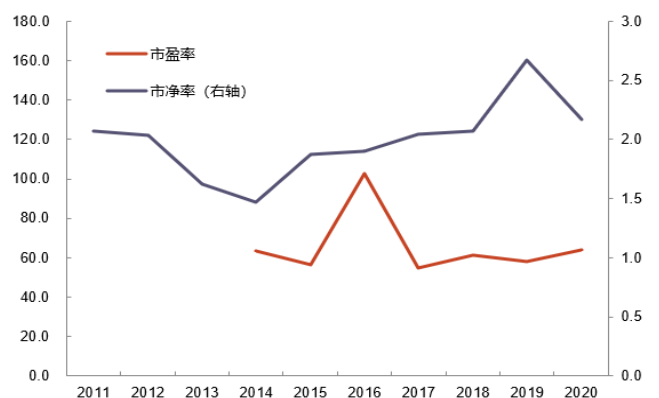


资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

EQR 市盈率除 2016 年外稳定于 55.0PE-64.0PE 区间, 波动较小; 市净率自 2014 年后呈上升趋势, 位于 1.5PB-2.7 PB 区间。此外, EQR 资产周转率逐年改善, 2019 年达历史高点 (13%), 2020 年小幅回落至 12.4%, 长期来看 EQR 周转率整体表现良好, 具备较高风险应对能力。

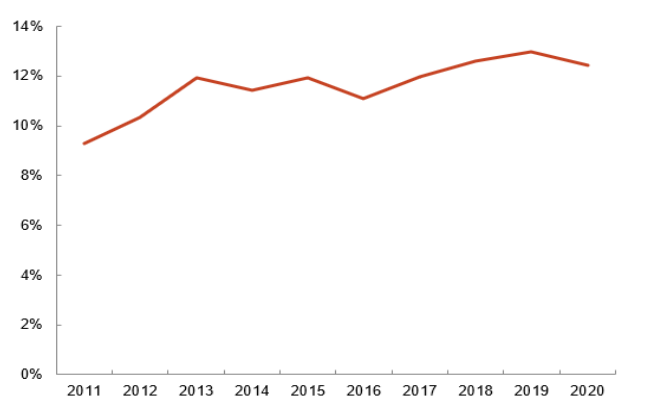
<sup>8</sup> FFO (Funds From Operations) = 净收入 (除去出售和置换物业的收益) + 折旧 + 摊销

图 26: EQR 市盈率及市净率



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

图 27: EQR 资产周转率

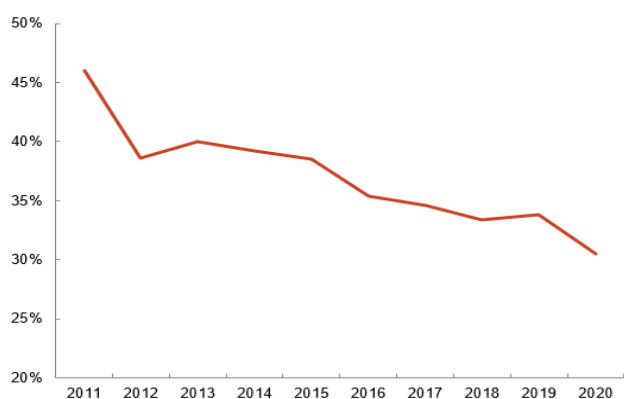


资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

### EQR 财务能力

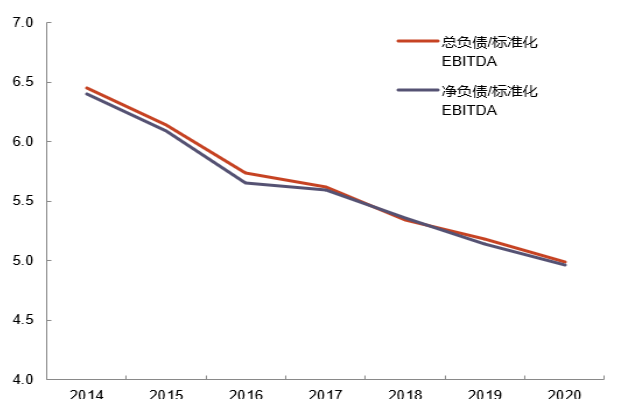
财务表现来看, EQR 总负债/标准化 EBITDA 及净负债/标准化 EBITDA 长期处于优化通道, 并均于 2020 年达历史低点, 分别为 4.96 及 4.99。

图 28: EQR 总资产负债比



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

图 29: EQR 负债与 EBITDA 比



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

## 3.3、AvalonBay 社区股份有限公司 (AvalonBay Communities)

### AVB 简介

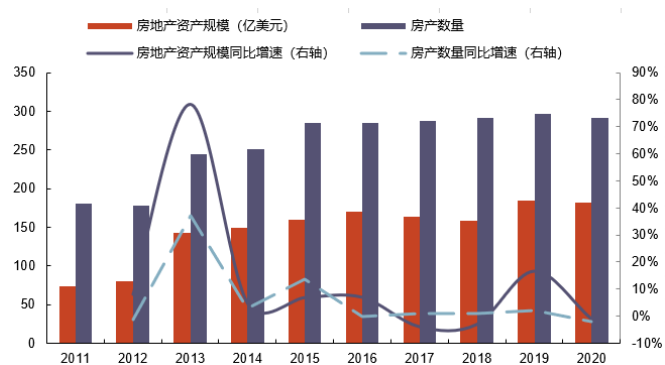
艾芙隆海湾社区 (AvalonBay Communities, AVB) 前身为成立于 1978 年的公寓出租公司 Bay Apartment Communities, 后于 1994 年 3 月以 REITs 形式上市。1998 年 Bay Apartment Communities 与商业地产开发商 Trammell Crow 旗下的 Avalon Properties 合并成为 AVB。2007 年, AVB 被纳入标普 500 指数。

当前 AVB 主要于美国从事发展、重建、收购和管理公寓社区业务, 领域覆盖新英格兰、纽约/新泽西都市区、亚特兰大中部、太平洋西北部和南加州区域。AVB 旗下物业包括花园式公寓、联排别墅和中高端社区多个类型, 分为 Avalon、AVA 和 Eaves by Avalon 三个产品线, 分别面向高中低端三类客群。Avalon 品牌作为公司核心产品, 配备高端设施服务并专注高端住宅; AVA 为靠近交通要塞及公共基础设施的市区中小型合租公寓; Eaves by Avalon 品牌主打追求性价比的郊区公寓。

### AVB 资产规模

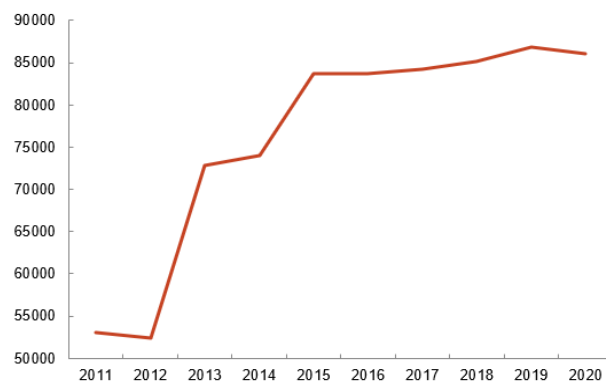
AVB 房地产资产规模于 2019 年末以 184.3 亿美元达到高点，2020 年因疫情影响略微回落至 182.3 亿美元，为美国本土仅次于 EQR 的第二大公寓型 REITs。AVB 资产聚焦大都市区，旺盛租赁市场需求为未来租金收入提供有力保障。截至 2021 年 3 月底，AVB 于美国 11 个州和哥伦比亚特区拥有或持有 290 个公寓社区，合计 85787 套公寓。

图 30: AVB 房地产资产规模及房产数量



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

图 31: AVB 公寓单位数量 (个)



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

表 12: AVB 资产规模及分布

	在营社区		在建设区		所有社区	
	社区数量	单位公寓数量	社区数量	单位公寓数量	社区数量	单位公寓数量
波士顿	41	10627	2	394	43	11021
新费尔菲尔德	5	946			5	946
纽约市	14	5089			14	5089
纽约周边	9	2273	1	143	10	2416
新泽西北	14	3411			14	3411
新泽西中	8	2564	2	627	10	3191
长岛	10	2781	1	172	11	2953
华盛顿特区	11	2931			11	2931
马里兰周边	9	2965	2	675	11	3640
维吉尼亚北	18	7444			18	7444
巴尔的摩	5	1562	1	400	6	1962
佛罗里达西南	5	1564			5	1564
圣荷西	12	4713			12	4713
旧金山	15	3580			15	3580
东奥克兰湾	15	4336			15	4336
洛杉矶	20	4709	2	629	22	5338
圣费尔南多谷	20	7759			20	7759
橘郡	12	3370	1	653	13	4023
圣地亚哥	8	2066			8	2066
西雅图	20	5451	2	621	22	6072
丹佛	4	1086	1	246	5	1332
总计	275	81227	15	4560	290	85787

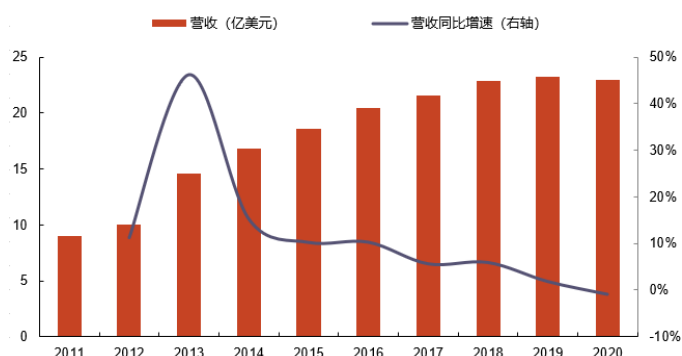
资料来源: 公司年报, 光大证券研究所。数据截至 2020-12-31。



### AVB 运营能力及投资回报水平

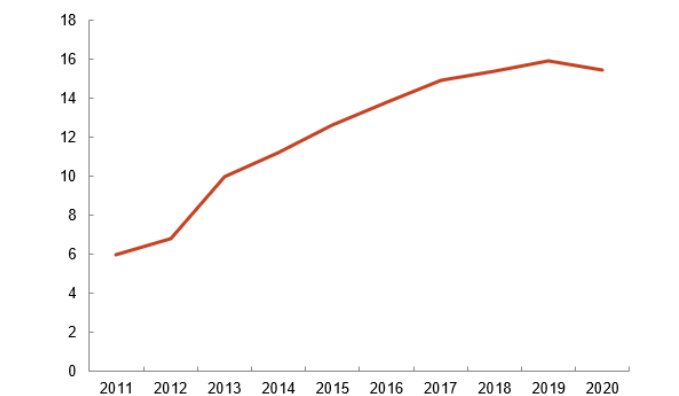
AVB 营收及 NOI 保持稳定增长态势，由 2011 的 9.0 及 6.0 亿美元增长至 2019 年的 23.2、15.9 亿美元。2020 年疫情影响下 AVB 盈利能力小幅回调，营收同比下滑 1.0% 至 23.0 亿美元，NOI 同比下滑 2.9% 至 15.5 亿美元，反映 AVB 是一种低风险、收益相对稳定的投资产品。

图 32：AVB 营收及同比增速



资料来源：公司官网，光大证券研究所

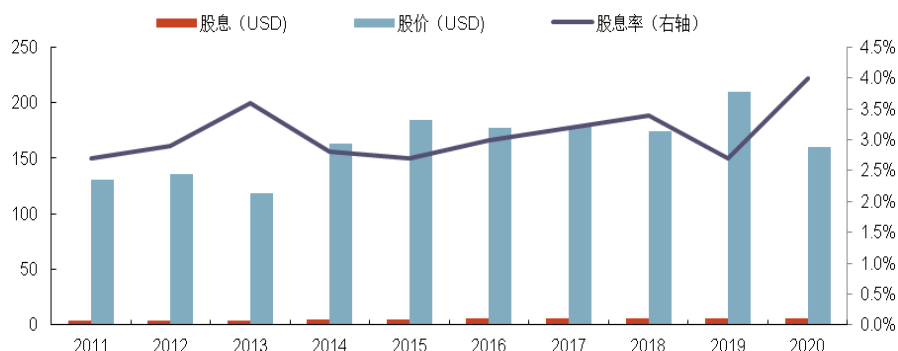
图 33：AVB NOI (亿美元)



资料来源：公司官网，光大证券研究所

近十年来 AVB 股价波动较为平稳，股息率维持于 2.7%-3.4% 区间。2020 年受疫情影响 AVB 股价下滑 23.5%，为稳定投资者信心，AVB 分派每股股息 6.36 美元（达历史高点）以维持年初所设投资回报标准，当期股息率达 4.0%。

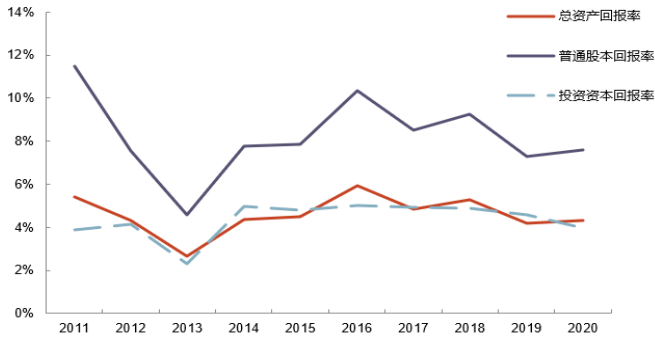
图 34：AVB 股价、股息及股息率



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所。注：股息率=当年每股派息/年末股价

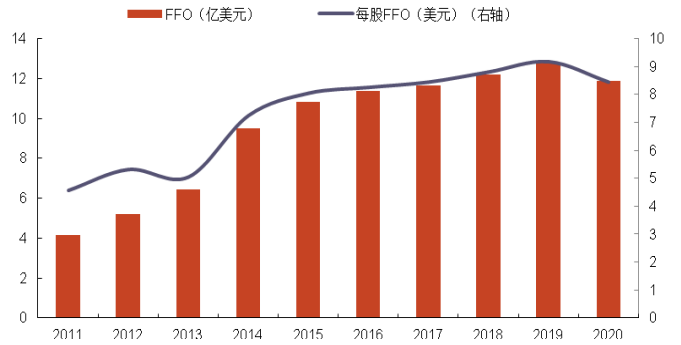
AVB 回报率长期保持稳定，2013 年后总资产回报率于 2.7%-5.9% 区间波动，普通股本回报率稳定于 7.3%-10.3% 区间，投资资本回报率稳定于 4.0%-5.0% 区间，疫情未对 AVB 回报率造成较大影响。此外，AVB 经营性净收入于 2014 年出现明显攀升，每股 FFO 由 2013 年的 5.1 美元增长 43.6% 至 2014 年的 7.3 美元，主要因 1) 新建社区 NOI 贡献大幅提升；2) 资产处置性收入较往年增多所致。

图 35: AVB 总资产回报率、普通股本回报率及投资资本回报率



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

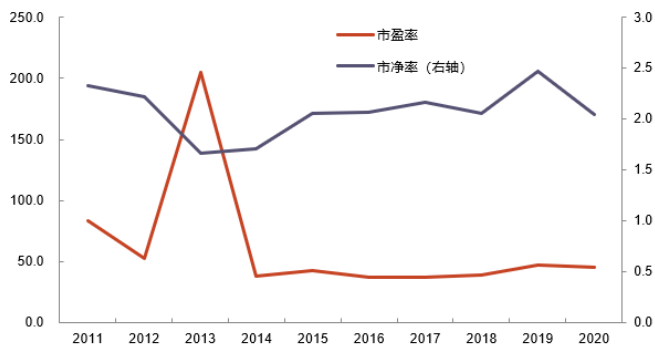
图 36: AVB FFO 及每股 FFO



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

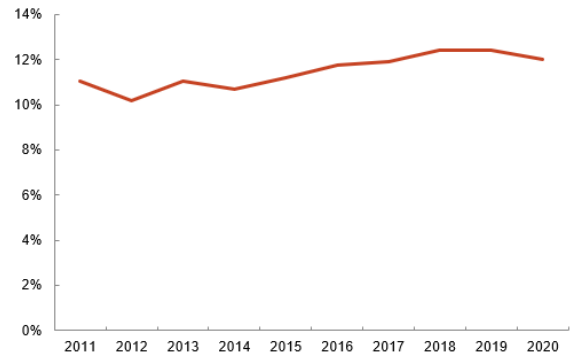
受 NOI 及 FFO 提升影响, AVB 市盈率于 2013 年达 205.1PE 高点, 2014 年后回落并维持于 36.9PE-45.5PE 区间。AVB 市净率波动较小, 位于 1.7PB-2.5 PB 范围内。此外, AVB 资产周转率整体情况良好, 位于 10.2%-12.4% 区间。

图 37: AVB 市盈率及市净率



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

图 38: AVB 资产周转率

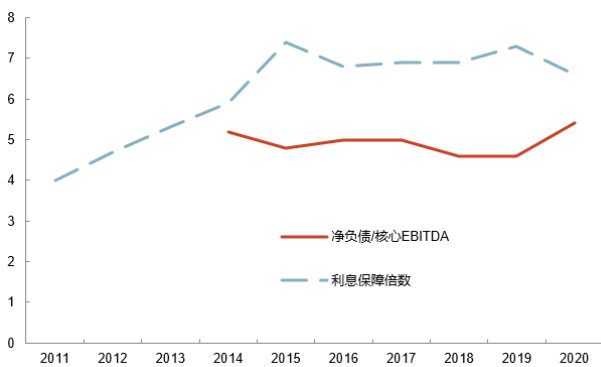


资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

### AVB 财务能力

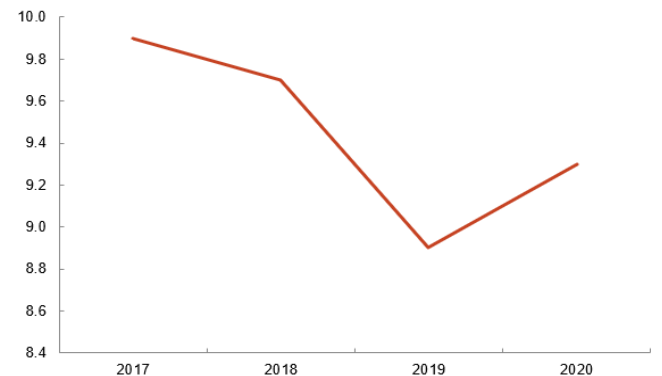
AVB 利息保障倍数及净负债/核心 EBITDA 自 2015 年后保持平稳, 且于疫情影响下波动较小, 反映 AVB 债权安全系数较高。同时, AVB 平均借贷年限优化趋势显著, 但 2020 年受美联储量化宽松政策影响, 平均借贷年限提升至 9.3 年。

图 39: AVB 负债比率



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

图 40: AVB 平均借贷年限



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

### 3.4、邀请家园公司 (Invitation Homes)

#### INVH 简介

成立于 2012 年的邀请家园公司 (Invitation Homes, 简称 INVH) 曾因资本投入较大致扩张期盈利表现不佳; 2017 年上市后 INVH 打开融资通道实现营收稳增长。作为美国新兴租赁住房 REITs, INVH 业务涉及**收购、翻新、租赁和经营单户住宅**, 并以**智能家居技术、规范维护流程重塑竞争优势**, 平均续租率达 80%。此外, INVH 在经营租赁房屋的同时积极开拓物业管理服务, 具备较高成长性。

#### INVH 资产规模及分布

INVH 资产分布于美国西部、东南部市场需求大、准入门槛高且租金增长潜力较大的城市。其中, 南加利福尼亚、南佛罗里达及亚特兰大区域收入贡献比重超 10%, 其他区域营收占比相对均衡。

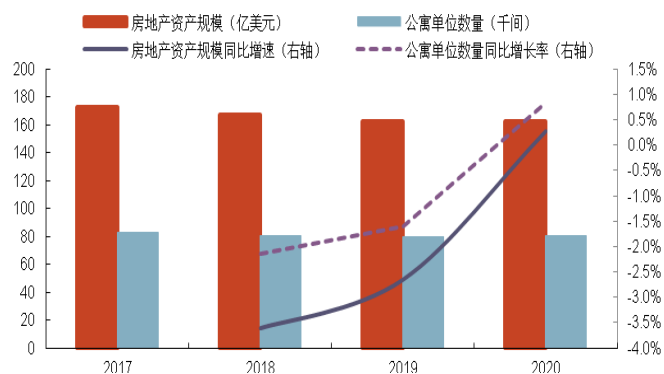
表 13: INVH 资产规模及分布表

区域	房屋数量	平均出租率	平均月租金 (USD)	占收入百分比
南加利福尼亚	7951	97.3%	2524	13.2%
北加利福尼亚	4247	97.0%	2203	6.4%
西雅图	3669	95.5%	2299	5.6%
菲尼克斯	8172	95.8%	1468	8.0%
拉斯维加斯	3006	96.2%	1697	3.5%
丹佛	2348	93.9%	2098	3.3%
南佛罗里达	8324	95.7%	2227	12.5%
坦帕	8192	96.3%	1716	9.5%
奥兰多	6217	95.6%	1720	7.1%
杰克逊维尔	1868	96.9%	1727	2.2%
亚特兰大	12555	96.5%	1561	13.1%
卡罗莱纳	4934	96.0%	1629	5.2%
休斯顿	2155	95.1%	1585	2.3%
达拉斯	2767	93.3%	1835	3.0%
芝加哥	2630	95.9%	2009	3.5%
明尼阿波利斯	1126	97.1%	1940	1.5%
纳什维尔	16	67.4%	2135	0.1%
总计/平均	80177	96.1%	1875	100.0%

资料来源: 公司年报, 光大证券研究所。数据截至 2020-12-31。

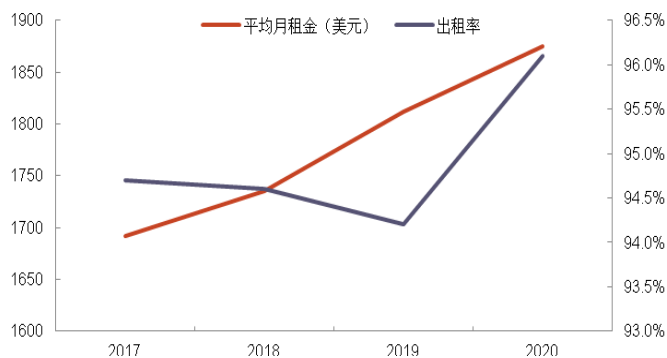
截至 2020 年底, INVH 房地产资产规模达 162.9 亿美元, 同比增长 0.3%; 公寓单位数量 80177, 同比增长 0.8%。同期, INVH 公寓平均月租金为 1875 美元, 同比增长 3.5%; 出租率 96.1%, 较 2019 年上升 1.9pct。

图 41: INVH 资产规模及公寓单位数量



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

图 42: INVH 平均月租金及出租率

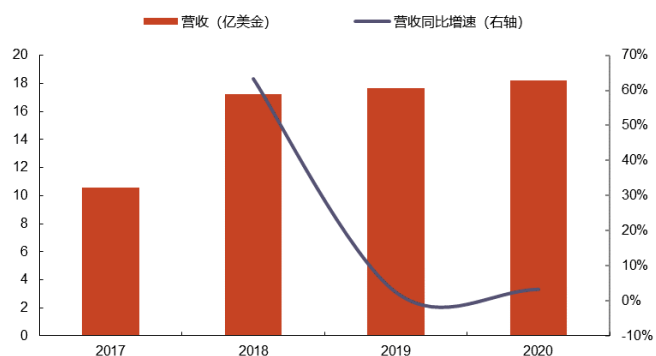


资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

### INVH 运营能力及投资回报水平

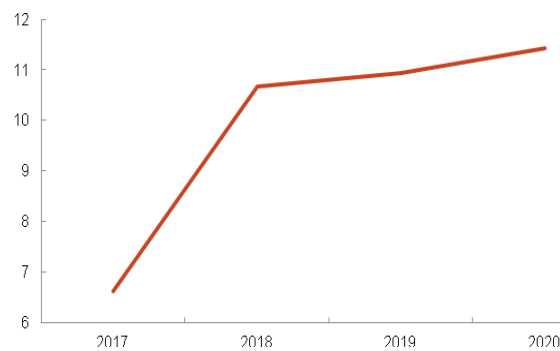
上市后 INVH 以科技赋能并开拓物业服务新增长极, 2017-2020 年期间营收及净运营收入增势良好, 分别由 10.5 亿及 6.6 亿美元提升至 18.2 亿及 11.4 亿美元。2020 年公司每股收益 0.35 美元, 同比增长 29.6%。

图 43: INVH 营收



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

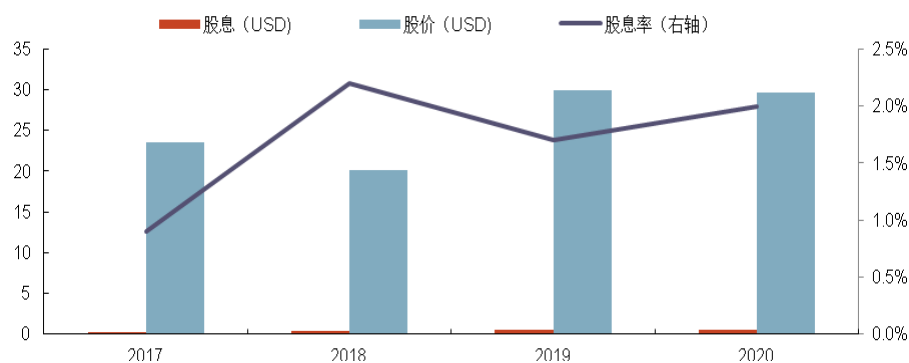
图 44: INVH NOI (亿美元)



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

2020 年 INVH 股价较 2019 持平, 每股股息以 0.6 美元达历史峰值, 录得股息率 2.0%。INVH 股息率近三年均维持于 2% 附近, 仍有一定成长空间。

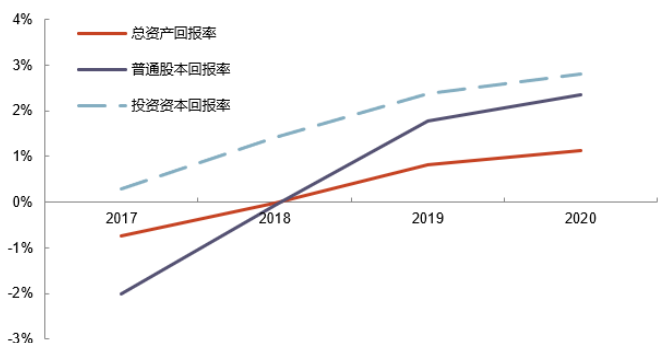
图 45: INVH 股价、股息及股息率



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所。注: 股息率=当年每股派息/年末股价

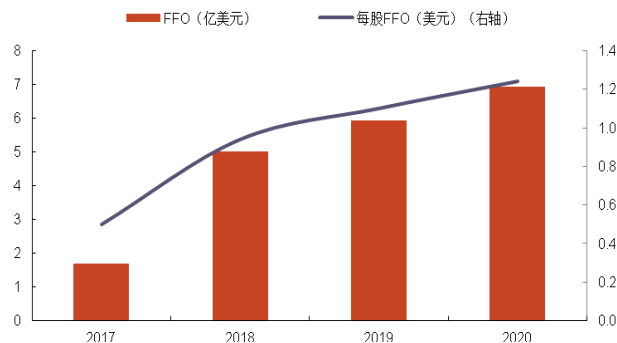
投资回报率上 INVH 具有较强成长性，其总资产回报率、普通股本回报率及投资资本回报率于上市后均有较大改善，其中总资产回报率及普通股本回报率于 2019 年转正，并于 2020 年分别达 1.12% 及 2.3%。此外，INVH 每股运营现金流保持双位数增长，由 2017 年的 0.5 美元提升至 2020 年的 1.24 美元。

图 46: INVH 总资产回报率、普通股本回报率及投资资本回报率



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

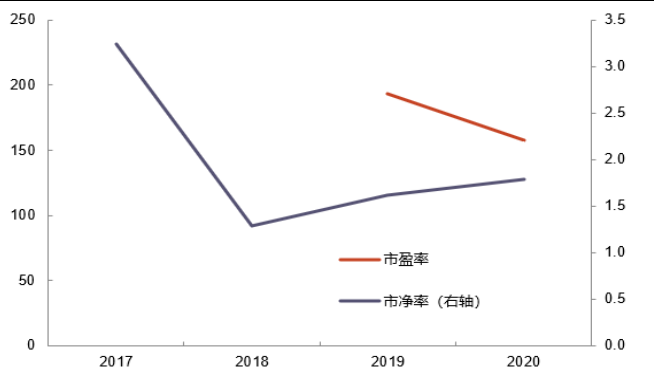
图 47: INVH FFO 及每股 FFO



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

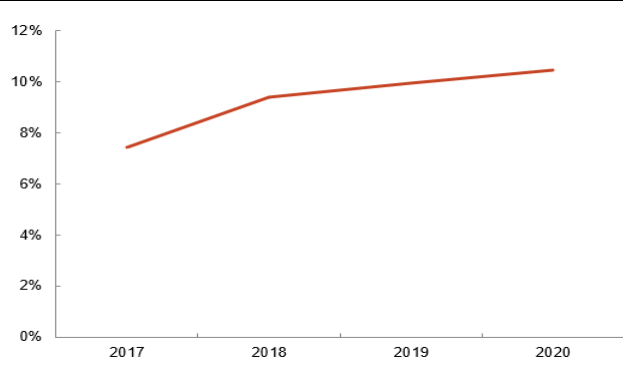
2018-2020 年期间 INVH 市净率稳步修复，于 2020 年达 1.8PB。同时 INVH 管理质量及资产利用效率不断提升，2020 年资产周转率达 10.5%，同比增加 0.5pct，利于 INVH 保障盈利能力、提高市场占有率。

图 48: INVH 市盈率及市净率



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

图 49: INVH 资产周转率

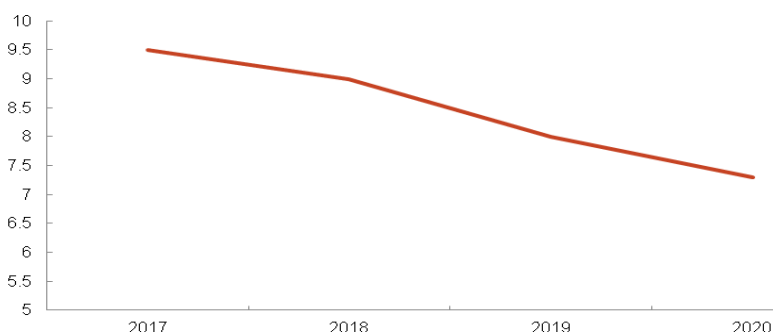


资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

### INVH 财务能力

INVH 净负债/年化调整后 EBITDA 指标逐年优化，由 2017 年的 9.5 改善至 2020 年的 7.3，财务表现的增强为 INVH 带来更多融资及收并购空间。

图 50: INVH 净负债/年化调整后 EBITDA



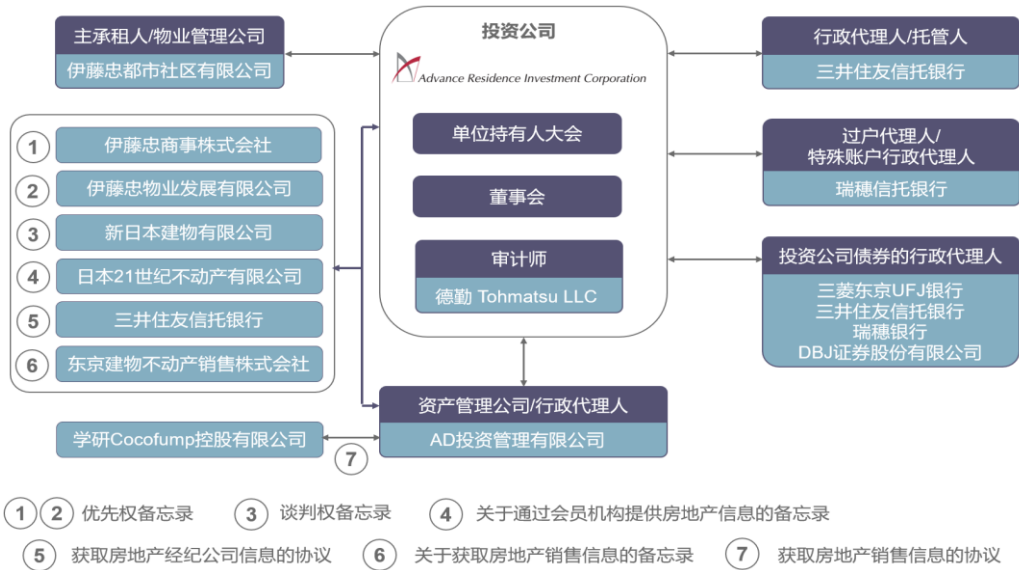
资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

### 3.5、 Advance Residence 投资公司 (Advance Residence Investment Corporation)

#### ADR 简介及基金结构

Advance Residence 投资公司(Advance Residence Investment Corporation, 简称 ADR, 证券代码: 3269) 为日本最大 AUM (资产管理规模) 住宅型 J-REIT。ADR 资产组合主要位于东京市中心, 截至 2021 年 1 月 28 日, 其于东京都市圈投资占比高达 80%。ADR 投资单元包括**大众公寓、老年公寓、学生宿舍**等类型, 其中又以**单一和紧凑型**居多; 物业管理方面, ADR 积极对投资单位进行增值翻新及维护, 以提高资产价值及市场竞争力。

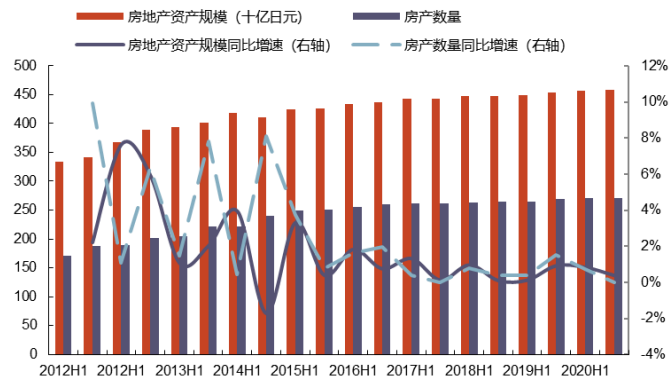
图 51: ADR 基金结构



#### ADR 资产分布及规模

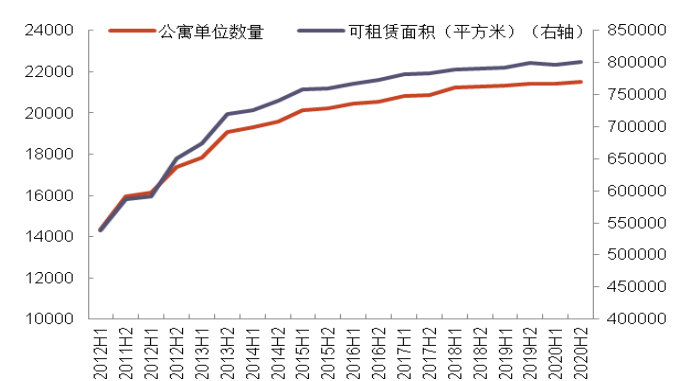
作为日本最大租赁住房 REIT, ADR 资产规模于 2021 年 M1 达 4592.1 亿日元, 房产数量约 272 座, 合计持有公寓单位数量 21522 个, 可租面积 80.1 万平方米。ADR 资产类别丰富, 多位于东京都市圈且临近轨道交通。

图 52: ADR 资产总额及房产数量



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

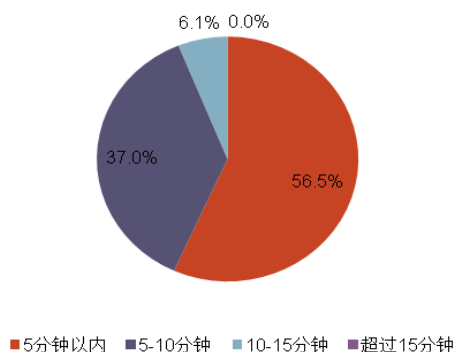
图 53: ADR 公寓单位数量及可租赁面积



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

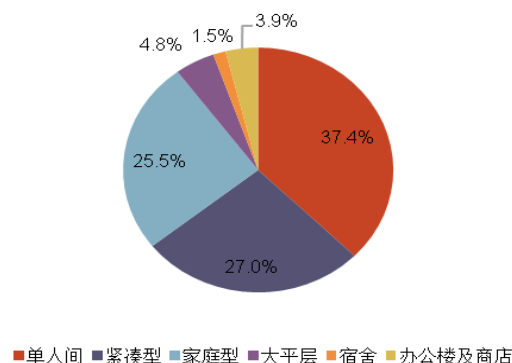


图 54: ADR 物业距车站步行距离



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所。数据截至 2021-01-28。

图 55: ADR 公寓类别



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所。数据截至 2021-01-28。

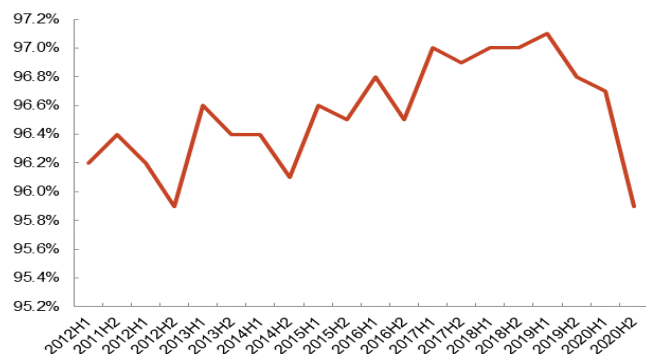
表 14: ADR 资产规模及分布表

投资区域	购置价格 (百万日元)	房产数量	可租单位公寓数量	投资占比
东京都市核心区	180935	91	5662	39.4%
东京都心部	147341	86	6791	32.1%
东京首都圈	41552	25	2297	9.0%
政令指定都市	89382	70	6817	19.5%
总计	459221	272	21576	100%

资料来源: 公司官网, 数据截至 2021-01-28。

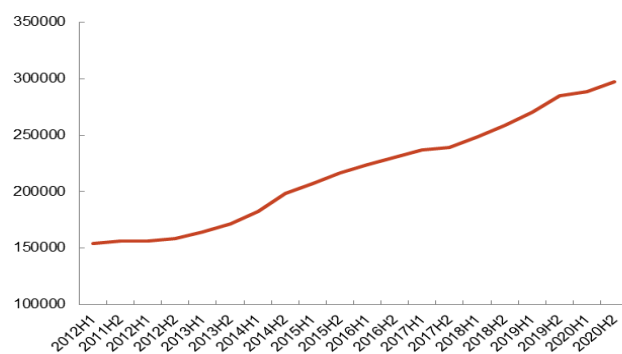
2016-2019 年 ADR 公寓平均出租率均高于 96%, 为营收提供稳定保障。2020 年受疫情影响出租率略微收窄至 95.9%, 具备较高抗风险能力。公司每股净资产价值保持稳定增长趋势, 于 2020H2 达 29.7 万日元, 较 2020H1 提升 2.85%。

图 56: ADR 平均出租率



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

图 57: ADR 每股净资产价值 NAV (日元)

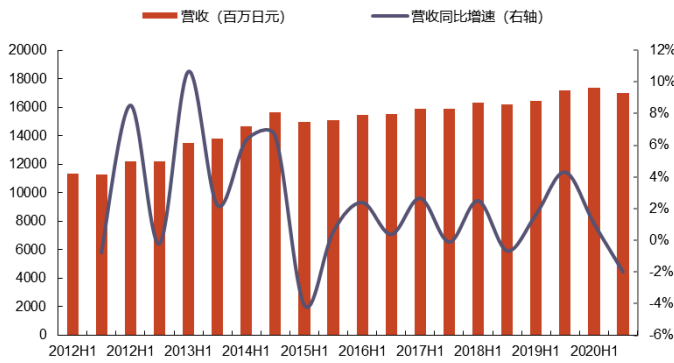


资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

### ADR 运营能力及投资回报水平

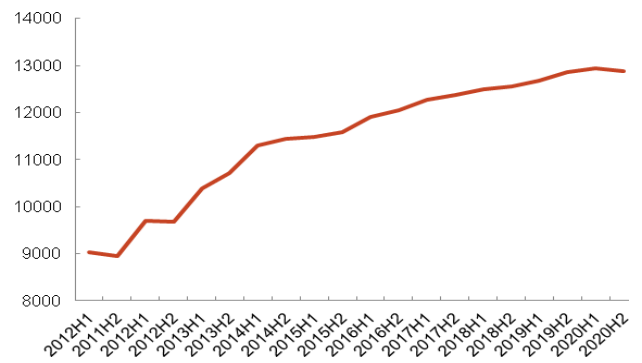
ADR 盈利表现受疫情影响有限, 2020 年营业收入和净运营收入回调幅度较小, 分别录得 17014 百万日元及 12891 百万日元, 同比下降 0.9% 及上升 0.3%。

图 58: ADR 营收



资料来源：公司年报，光大证券研究所

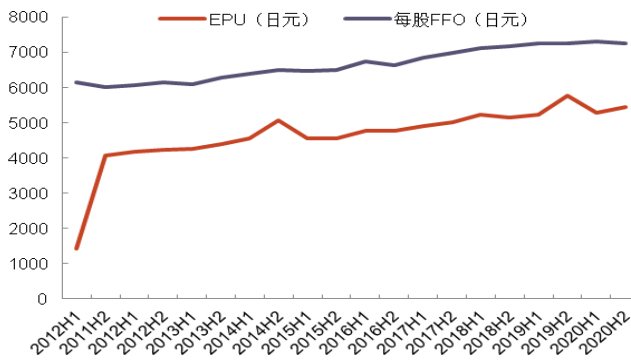
图 59: ADR NOI (百万日元)



资料来源：公司年报，光大证券研究所

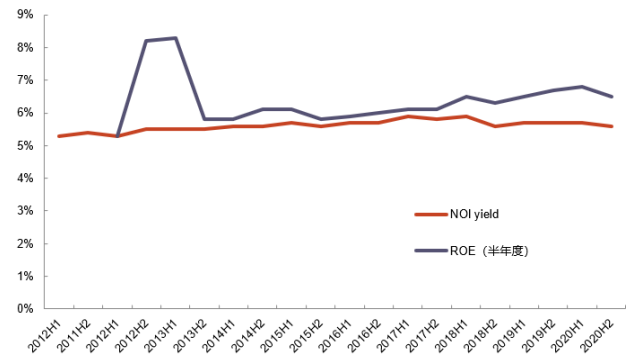
2020H2 ADR 每股收益约 5450 日元，较 2020H1 增长 3.1%；每股运营现金流为 7261 日元，较 2020H1 小幅下降 0.1%。2014-2020 年期间 ADR 的 ROE 指标持续提升，2020H2 录得 6.5%。

图 60: ADR EPU<sup>9</sup>及 FFO



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

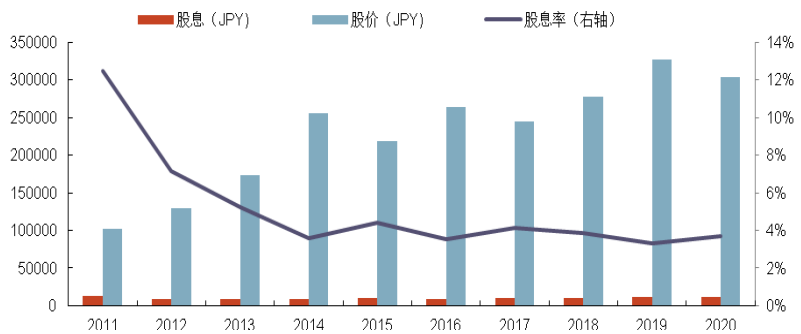
图 61: ADR NOI yield<sup>10</sup>及 ROE



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

2011-2019 年 ADR 股价震荡提升，股息率长期维持于 4% 附近。ADR 资产的丰富业态及优质布局一定程度上保障收益的可持续性，2020 年疫情下 ADR 股价仅回落 7%，股息率维持 3.7%，较往年持平。

图 62: ADR 股价、股息及股息率



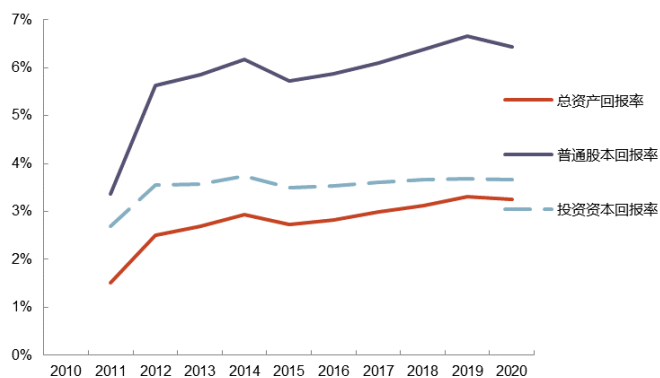
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所。注：股息率=当年每股派息/年末股价

<sup>9</sup> EPU (Earnings Per Unit)：每股收益 (EPS)

<sup>10</sup> NOI yield (净运营收入收益率=净运营收入/资产账面价值)

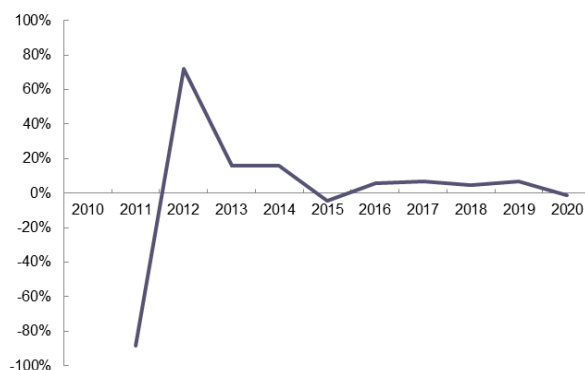
ADR 总资产回报率、普通股本回报率及投资资本回报率近五年稳中有增，分别位于 2.8%-3.3%，5.9-6.7%和 3.5%-3.7%区间。

图 63: ADR 回报率水平



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

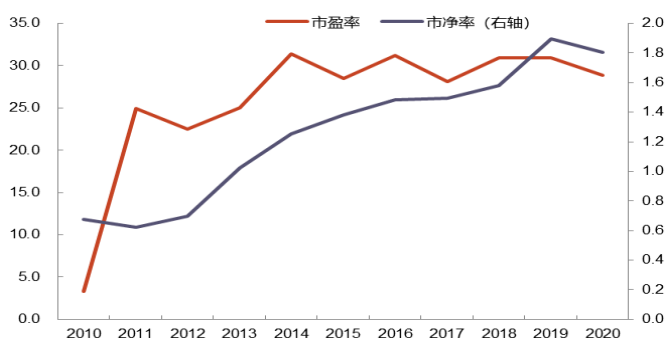
图 64: ADR 普通股股东所得净利率增长率



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

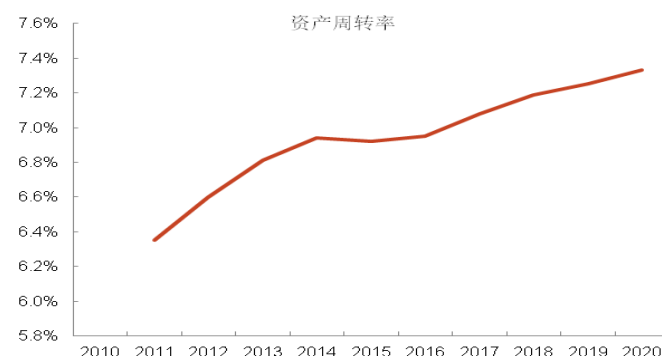
2013 年后, ADR 市盈率表现平稳, 维持于 28.5PE-31.4 PE 附近; 市净率由 2013 年的 1.0PB 增长至 2020 年的 1.8PB。此外, 近十年 ADR 资产周转率缓步提升, 2020 年录得 7.3%。

图 65: ADR 市盈率及市净率



资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

图 66: ADR 资产周转率

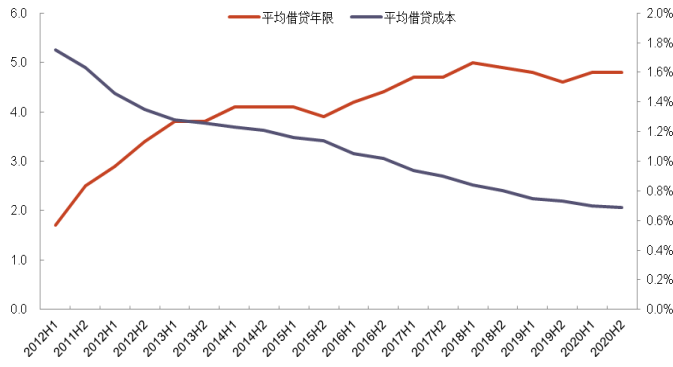


资料来源: Bloomberg, 光大证券研究所

### ADR 财务能力

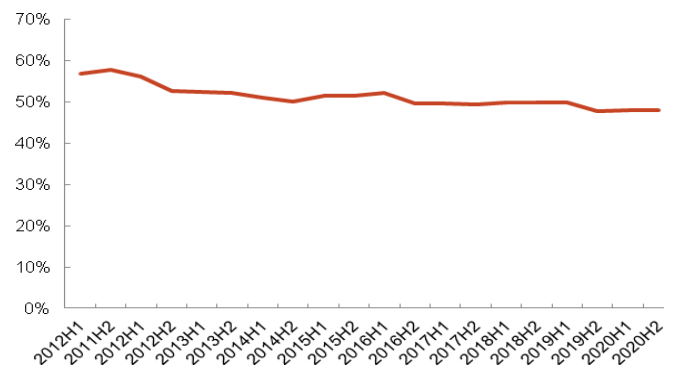
ADR 平均借贷成本逐年优化, 于 2017H2 后长期低于 1%, 融资优势显著。因日本长期采取低利率政策, ADR 平均借贷年限倾向于延长, 于 2020 年 H2 达 4.8 年。此外, ADR 贷款价值比长期维稳, 2020H2 为 48.1%, 良好的财务能力保障 ADR 稳定运营。

图 67：ADR 平均融资成本及平均借贷年限



资料来源：公司年报，光大证券研究所

图 68：ADR 贷款价值比 (LTV) <sup>11</sup>



资料来源：公司年报，光大证券研究所

## 4、我国主要房企系长租公寓标的

### 4.1、我国租赁市场仍有较大发展空间

我国住房租赁市场伴随着房地产行业不断发展，租赁需求逐年增加。**从需求端来看**：1.城镇化进程衍生大量流动人口，进而催生刚性租赁需求；2.热点城市高房价及限购限贷等政策衍生外溢需求；3.家庭结构变化间接增加租赁需求:如晚婚致置业年龄延迟因而延长个体租赁消费周期；人口单身化趋势加剧带来独居率提升等。**从供给端来看**：1.租赁房源供给缺口较大；2.部分区域租赁市场不规范，行政监管及立法存在滞后或缺位现象。

据链家数据，目前我国租赁人口已超 2.3 亿人，住房租赁市场租金 GMV (Gross Merchandise Volume, 年交易总额) 超 1 万亿元；预期 2030 年，我国租赁人口或接近 3 亿人，租金 GMV 对标 4.6 万亿元。目前我国住房租赁市场租金 GMV 仅为美国（租赁人口超 1 亿人，租金 GMV 超 3 万亿元）三分之一。综合来看，基于人口规模及结构，可以预见我国租赁市场提升空间较大。

**目前我国租赁行业主要为市场化供应为主、政府为辅的供应结构，考虑到当前市场需求及消费升级倾向，我们认为房企系长租公寓将成为未来租赁供给的必然趋势：**

**1. 租赁用地供给显著增加，房企系持续发力住房租赁市场。**当前我国政府多次提及大力发展租赁住房，保障性住房建设目标也随之列于各地十四五规划。从 2021 年 22 城首批土地集中出让成交情况来看，总涉租赁地块数量受“竞配建，竞自持”及纯租赁住房用地供给增加影响而大幅提升，达 247 宗；成交建面达 394.4 万平方米，预计将增加租赁住房 65735 套。当前半数百强房企已入局长租公寓，市场参与度不断提升。

**2. 租赁需求及消费升级下，市场化租赁房源供应倾向品牌化、专业化。**目前国内租赁物业供给仍为买方需求驱动为主，供给侧房源绝大部分来自个人业主，市场效率低下。而形成品牌效应的房企系长租公寓以集中式物业为主，相对规范化、专业化。

<sup>11</sup> LTV (Loan To Value)：LTV=(付息债务+托管存款)/总资产

表 15: 热点城市“十四五”规划纲要中提及加大租赁住房供给的相关政策

城市	“十四五”规划纲要提及加大租赁住房供给的相关政策
北京	“十四五”期间新增租赁住房供地不低于 40%；新增共有产权住房供地占比不低于供应总量的 15%
上海	“十四五”期间新增住房供应约 100 万套，其中租赁住房 40 万套（包括间和床位），占供应总量的 40%
广州	“十四五”期间计划筹建和供应城镇住房 131 万套；其中保障性租赁住房 60 万套，约占供应总量的 45.8%
深圳	“十四五”期末建设筹集公共住房 40 万套
南京	“十四五”期末城镇常住人口保障性住房覆盖率不低于 31%
宁波	“十四五”期末新增住房保障受益家庭 2.8 万户
青岛	“十四五”期末租赁住房总面积超 5000 万方，达 60 万套（间），租赁住房套数占全部住房套数的比例提升至 15%以上
厦门	“十四五”期间新增保障性住房供应量约 10 万套，占全部新增供应比重约 20%；市场化租赁住房供应量约 10 万套（间），占比约 15%；新建安置房供应量约 6 万套，占比约 20%
沈阳	“十四五”期间，全省新增保障性租赁住房 5 万套
杭州	“十四五”期间，全省筹集保障性租赁住房(含新增租赁补贴保障)21 万套(户)，“十四五”期末，全省城镇住房保障覆盖率达到 25%左右

资料来源：根据历年证监会、住建部、发改委、国务院等文件整理，光大证券研究所。

表 16: 2021 年 22 城首批集中出让涉租赁地块成交情况

城市	成交涉宅地块(宗)	涉宅总成交建面(万方)	涉租赁地块数量(宗)	租赁建筑面积(万方)	租赁建面占比
杭州	57	756.9	50	111.1	14.7%
成都	40	469.1	35	81.3	17.3%
上海	55	585.7	12	33.7	5.8%
合肥	17	272.3	12	31.6	11.6%
北京	30	345.0	13	22.6	6.5%
无锡	16	170.0	13	19.1	11.2%
青岛	56	294.1	23	16.9	5.8%
长沙	33	804.1	11	13.0	1.6%
南京	51	716.1	14	12.6	1.8%
广州	42	799.2	8	12.4	1.6%
宁波	29	302.6	18	12.4	4.1%
济南	66	408.6	16	10.4	2.6%
沈阳	22	364.7	11	9.0	2.5%
深圳	6	91.0	2	4.2	4.6%
福州	23	157.5	6	3.4	2.1%
长春	38	573.9	1	0.4	0.1%
天津	45	536.3	2	0.4	0.1%
重庆	46	695.0	0	0.0	0.0%
厦门	5	53.1	0	0.0	0.0%
苏州	28	442.2	0	0.0	0.0%
郑州	48	739.5	0	0.0	0.0%
武汉	49	953.6	-	-	-
合计	802	10530.3	247	394.4	-

资料来源：cric，光大证券研究所

针对长租公寓“融资成本高、税收负担重，盈利能力低”的行业痛点，我们认为：

**1. 租赁市场趋于规范化，底层资产盈利能力提升。**长租公寓爆雷后市场曾一度低迷，但伴随着行业监管政策升级及国企参与度提升，租赁市场逐渐驱逐“劣币”。此外，审批优化、税收优惠等政策的陆续出台为长租企业提供良好的生长土壤。疫后主流长租公寓在政策利好背景下凭借规模化效应及母公司支持得以提升盈

利能力。以龙湖冠寓为例，上海开业半年以上的成熟冠寓于 2021H1 出租率达 90%以上，基本实现盈亏平衡。

**2. 降税导向利于推动长租公寓健康发展。**近日财政部、税务总局和住房城乡建设部发布《关于完善住房租赁有关税收政策的公告》，就住房租赁企业增值税等进行减负。长租公寓企业税费负担降低的导向有利于租赁行业改善成本，进一步提升盈利空间。

**3. 融资大方向 REITs 的放开利于盘活存量资产，促进租赁住房规模化发展。**当前我国租赁行业融资产品多以住房租赁专项债及资产证券化产品为主，且发行主体以头部企业居多，部分第三方租赁服务机构面临融资难、融资贵等问题；此外叠加疫情影响，中小型长租公寓资金链断裂风险加剧。反观长租公寓当前处于政策红利时期，供给需求错位下未来现金流可期，优质物业具备规模性、运营力和现金流三大特征，公募 REITs 的开放利于企业在有限的资金条件下盘活更多存量资产，促进租赁住房规模化发展，有效提升市场租赁物业供给量。

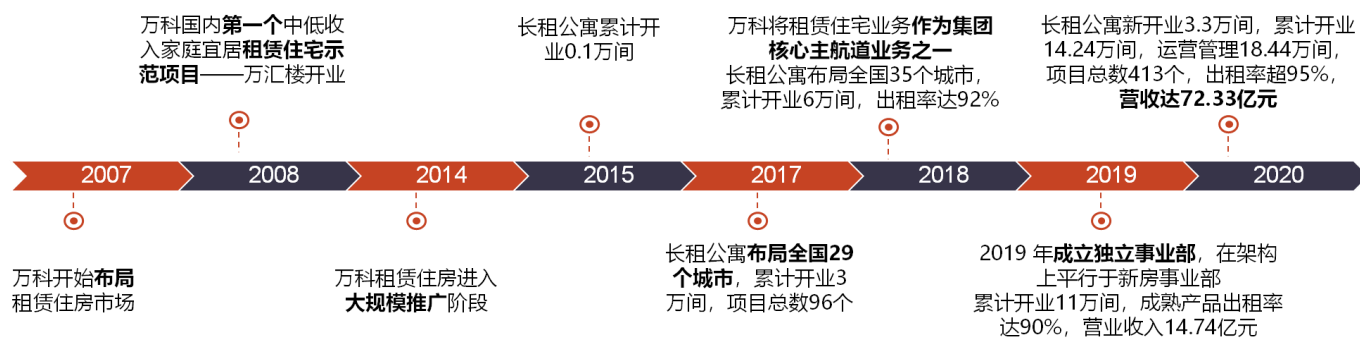
当前市场需求及消费升级倾向下，长租公寓迎来新一轮发展机遇，伴随着我国 REITs 市场建设的探索与完善，预计未来公募 REITs 试点有望在公共住房、长租公寓等领域放开。下文将分析国内租赁资产成熟稳定、发行人（管理人）主体优质可靠的标的，帮助投资者更好地了解长租公寓市场。

## 4.2、 万科 A(000002.SZ)\_泊寓

万科为中国最早进入租赁住房市场的房地产开发商，其第一个租赁物业也是国内第一个中低收入家庭宜居租赁住宅示范项目“万汇楼”于 2008 年开业。2014 年后万科大规模推广租赁住房自有品牌“泊寓”；2018 年，万科将租赁住房业务作为集团核心主航道业务之一，战略定位进一步提升；2019 年，万科成立独立事业部，租赁住房板块自此在架构上平行于新房事业部，拥有较高自主决策权。

除长租公寓品牌“泊寓”外，万科还将招拍挂获取项目的自持部分通过轻资产与中资产模式辅助运营。如，万科与项目持有方或经营方签订房屋租赁合同，泊寓负责项目装修改革与运营。

图 69：万科租赁板块发展历程



资料来源：公司年报，光大证券研究所。

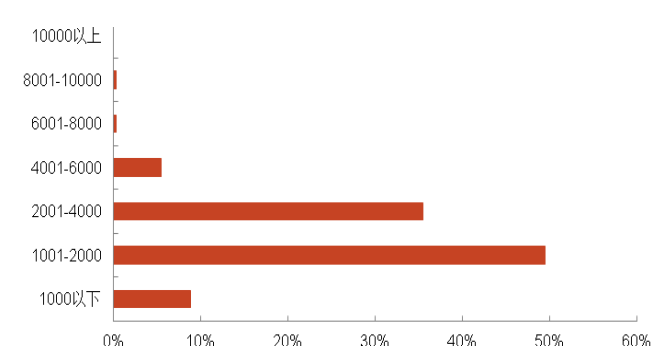
2020 年万科在深圳、天津、北京、珠海、济南、西安、成都、厦门、广州等 9 城新开业 3.3 万间长租公寓。截至 2020 年底，万科完成全国 33 城布局，聚焦深圳、北京、广州等核心城市；运营管理长租公寓达 18.4 万间，累计开业 14.2



万间，为国内集中式长租公寓管理房源第一；已开业项目整体出租率超 95%；当期长租公寓板块实现营业收入 25.40 亿元，同比增长 72.33%。

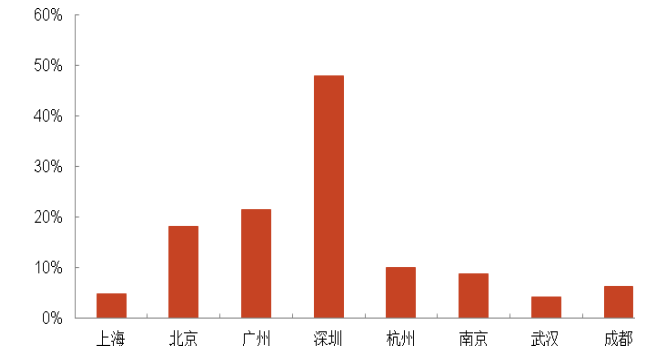
据克而瑞数据，2020 年万科泊寓于八大布局核心城市呈以下特点：1.产品租金以 1000-2000 元/月的价格段占比最高，达 49.8%。租金较低主要因泊寓对标年轻客群，产品结构以中端为主；叠加深圳城中村项目较多，拉低平均租金。2. 核心布局城市的市占率较高，其中深圳市场份额超 67%，具备一定规模效应。

图 70：泊寓核心八城各租金段（元/月）产品分布情况



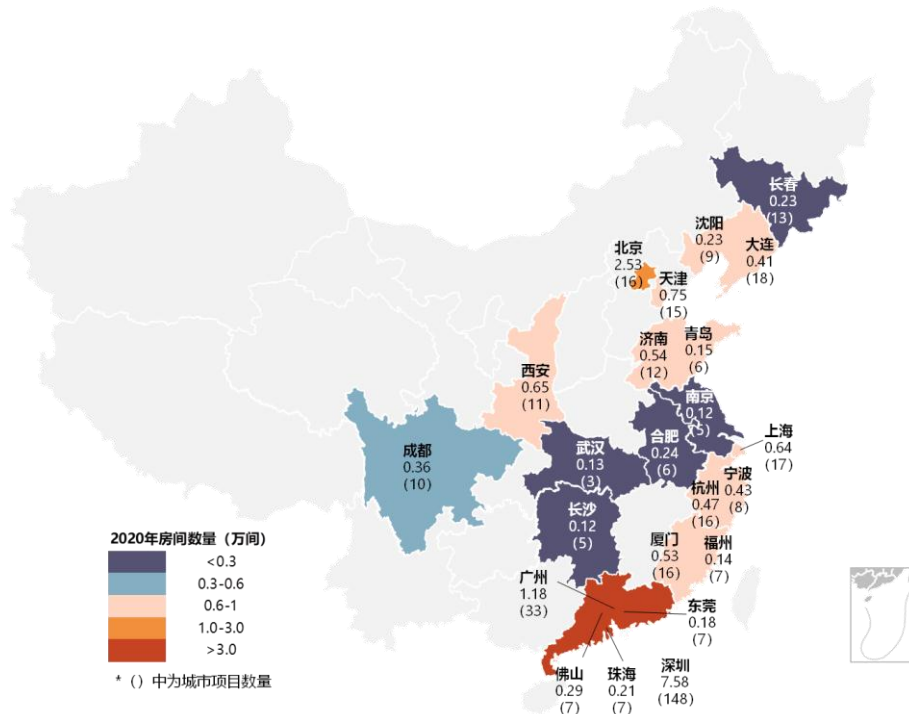
资料来源：CRIC 城市租售系统，光大证券研究所。数据截至 2020-12-31。

图 71：泊寓核心八城开业规模市占率



资料来源：CRIC 城市租售系统，光大证券研究所。数据截至 2020-12-31。

图 72：2020 年万科运营管理长租公寓间数城市分布简略图



资料来源：公司官网，公司年报，光大证券研究所。

专项债通过输血重资产运营管理为优质住房租赁企业提供金融支持。2018-2021 年 H1 万科合计发行 140 亿元住房租赁专项公司债券,用于住房租赁项目建设运

营及置换项目贷款，包括重资产、轻资产、集体土地等类型住房租赁项目；专项债利率位于 3.19%-4.18%之间。

表 17：万科住房租赁专项公司债

上市日	名称	债券代码	债券简称	募集金额 (亿元)	票面利率	期限	信用等级	债券信用评级机构	资金用途	偿债资金来源	增信机制
2018/8/31	2018 年面向合格投资者公开发行住房租赁专项公司债券(第一期)	112742	18 万科 01	15	4.05%	3+2 年期	AAA	中诚信证评	拟用于发行人住房租赁项目建设及补充营运资金	发行人经营活动产生的收益和现金流	无担保
2018/11/19	2018 年面向合格投资者公开发行住房租赁专项公司债券(第二期)	112784	18 万科 02	20	4.18%						
2019/3/12	2019 年面向合格投资者公开发行住房租赁专项公司债券 (第一期)	112844	19 万科 01	20	3.65%						
2019/10/10	2019 年面向合格投资者公开发行住房租赁专项公司债券 (第二期)	112976	19 万科 02	25	3.55%						
2021/1/29	2021 年面向合格投资者公开发行住房租赁专项公司债券 (第一期) (品种一)	149357	21 万科 01	19	3.38%	2+1 年期	AAA	中诚信国际	拟用于住房租赁项目建设 (不低于 70%) 及补充流动资金	发行人经营活动产生的收益和现金流	无担保
2021/1/29	2021 年面向合格投资者公开发行住房租赁专项公司债券 (第一期) (品种二)	149358	21 万科 02	11	3.98%	5+2 年期					
2021/7/29	2021 年面向专业投资者公开发行住房租赁专项公司债券 (第三期) (品种一)	149567	21 万科 05	23	3.19%	3+2 年期					
2021/7/29	2021 年面向专业投资者公开发行住房租赁专项公司债券 (第三期) (品种二)	149568	21 万科 06	7	3.49%	5+2 年期	AAA	联合资信	拟用于住房租赁项目建设 (不低于 70%) 及补充流动资金	发行人经营活动产生的收益和现金流	无担保

资料来源：Wind，光大证券研究所。

表 18：万科 2021 年住房租赁专项公司债资金拟投入使用项目具体情况

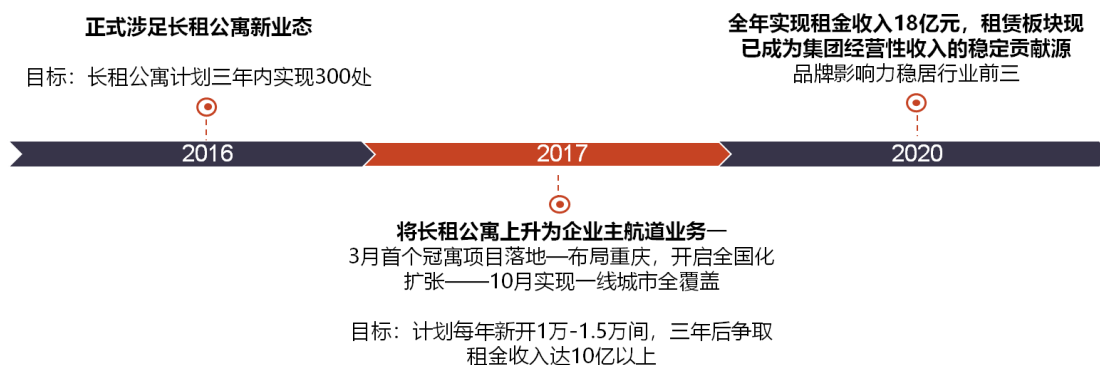
项目名称	项目模式	土地属性	2021 年 7 月至 2026 年 6 月拟使用资金金额 (万元)	
			工程款	运营支出及其他二次改造支出
北京瀛海	土地使用权作价入股、联营的方式与国企合作 (预期提供租赁住房 4589 间、2022 年 12 月开业)	集体土地	91102	8673
大连大家	重资产	住宅	2700	295
大连翡翠都会	重资产	住宅	25000	1120
上海启宸	重资产	住宅	16000	1850
杭州彩虹天空之城	重资产	住宅	6649	945
杭州运河新城	重资产	住宅	11100	441
合计			152551	13324
项目名称	项目模式	土地属性	2021 年 7 月至 2028 年 6 月拟使用资金金额 (万元)	
			硬装、软装成本	运营支出
北京泊寓-院儿-成寿寺社区	农村集体经济组织以集体土地租赁住房项目经营权出租的方式与社会企业合作开发建设 (预期提供租赁住房 855 间)	集体土地	2504	15900
北京泊寓-劲松店	轻资产 (租赁住房 90 间)	住宅	405	3785
厦门泊寓-前埔城市学院店	轻资产 (租赁住房 1258 间)	住宅	289	9620
厦门泊寓-湖里步行街店	轻资产 (租赁住房 167 间)	住宅	450	1286
厦门泊寓-长岸店	轻资产 (租赁住房 4 间)	住宅	15	42
厦门泊寓-机场林后社店	轻资产 (租赁住房 43 间)	住宅	100	338
深圳泊寓-盐田大梅沙公社	轻资产 (租赁住房 212 间)	住宅	532	4625
苏州泊寓-枫江创智店	轻资产 (租赁住房 128 间)	住宅	557	4774
长春泊寓-东新路店	轻资产 (租赁住房 106 间)	住宅	73	885
重庆泊寓-锦尚店	轻资产 (租赁住房 110 间)	住宅	3	1210
合计			4928	42465
拟使用资金金额总计			213268	

资料来源：Wind，光大证券研究所。注：租赁住房为租赁合同及产权证齐备的租赁住房。

### 4.3、 龙湖集团 (0960.HK) \_冠寓

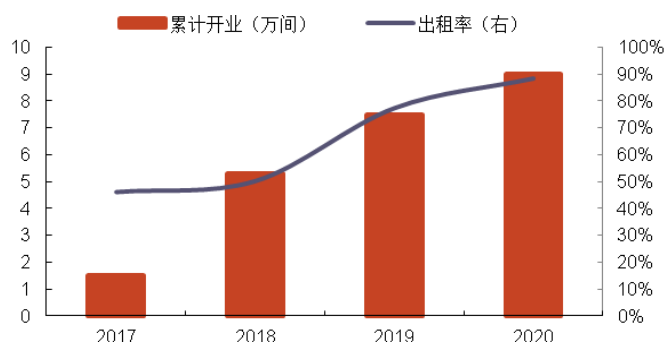
2016年龙湖集团开始涉足租赁住房业务；2017年，作为业内首个将长租公寓提升到战略级板块的公司，龙湖实现冠寓首个公寓项目落地，同年完成一线城市全覆盖。2020年冠寓完成布局30+城，开业公寓数达9万间，实现年租金收入18.1亿元，同比+55%，4年CAGR达221%。此外，龙湖集团首席执行官邵明晓先生表示2021年冠寓实现盈利可期，营收预期约25亿元，开业间数预期11万间。

图 73：龙湖租赁板块发展历程



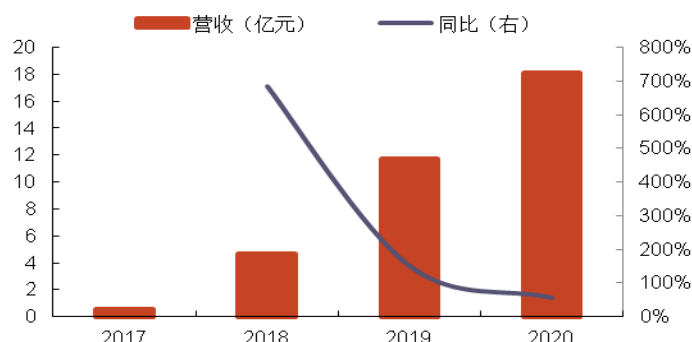
资料来源：公司年报，光大证券研究所。

图 74：冠寓累计开业间数及出租率



资料来源：公司年报，光大证券研究所。

图 75：冠寓营业收入及同比



资料来源：公司年报，光大证券研究所。

冠寓目前囊括行业轻、中、重三种集中运营模式，轻资产不投入产权资金，ROE相对较高；中资产折中轻重资产优劣势，但难以撬动投融资杠杆；重资产虽前期投入高，但优质物业可提供长期稳定现金流，同时利于打开投融资空间，实现规模效应。在起步阶段冠寓以轻资产模式快速扩张，轻重比约为8:2；后期冠寓逐步加大重资产比例以提高利润，资产轻重比约为2:8。除加大对优质重资产项目的获取力度之外，冠寓还积极协助地方政府解决人才安居问题，截至目前，冠寓已在武汉、南京、重庆、深圳、天津等10余个重点城市合作建立40余个个人才公寓项目，合计提供2万余套人才住房。

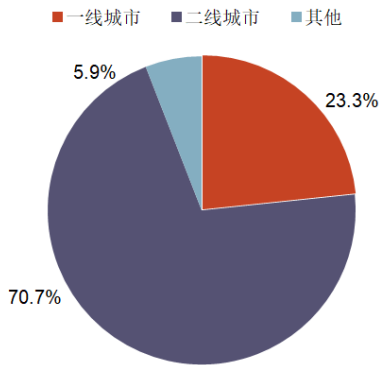
表 19: 龙湖冠寓三种集中运营模式

类别	轻资产模式	中资产模式	重资产模式
定义	主要为管理输出, 多和政府等平台做合作	通过股权合作、委托管理等方式运营其他业主持有物业, 后续跟进运营管理及用户维护	独自运营自持项目及优质收并购项目
运营数据	租约一般为 10 年; 毛利率 35%以上; 净利率 12-15%	租约 10 年以上	毛利率较高, 早期部分项目可达 70%以上
优势	成本低、快速布局抢占市场	折中	可提供长期稳定现金流
劣势	成本控制严格	折中	成本高、运营周期长
代表项目	北京冠寓酒仙桥店, 厦门冠寓高新园店	上海松江小昆山经济区项目	上海宝山区顾村镇项目

资料来源: 公司年报, 光大证券研究所。

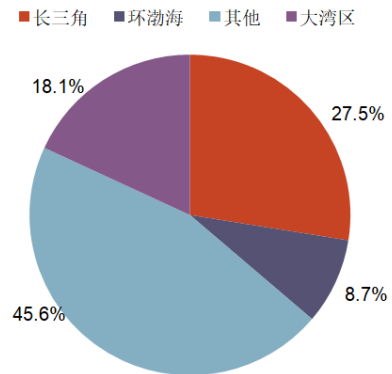
从开业项目个数的城市能级分布来看, 冠寓主要布局于全国一二线城市, 占比分别达 23.3%及 70.7%; 从区域分别来看, 冠寓于全国各区域布局较为均衡, 其中长三角项目个数占比达 27.5%, 抗风险能力较强。产品线来看, 冠寓包括“核桃(服务式公寓)、松果(青年社区)及豆豆(蓝领公寓)”三大系列, 对标各细分市场。

图 76: 龙湖冠寓城市能级分布



资料来源: 公司冠寓 app, 光大证券研究所。数据截至 2021-08-01。

图 77: 龙湖冠寓区域分布



资料来源: 公司冠寓 app, 光大证券研究所。数据截至 2021-08-01。

表 20: 龙湖冠寓产品线

类别	核桃	松果	豆豆
产品	大户型+小公区	标准化+增值服务	小房间+大公区
定位	质享派, 消费升级租住系列	群居派, 综合型青年社区	轻简派, 灵活便利的自住型功能社区
配套资源	享龙湖生态 VIP 资源	享龙湖生态资源	配套第三方 O2O 服务
服务配比	硬件与服务配比为 4:6	硬件与服务配比为 7:3	硬件与服务配比为 3:7
主力客群	20-35 岁年轻人		
物业	统一由龙湖物业管理		

资料来源: 公司官网, 光大证券研究所。

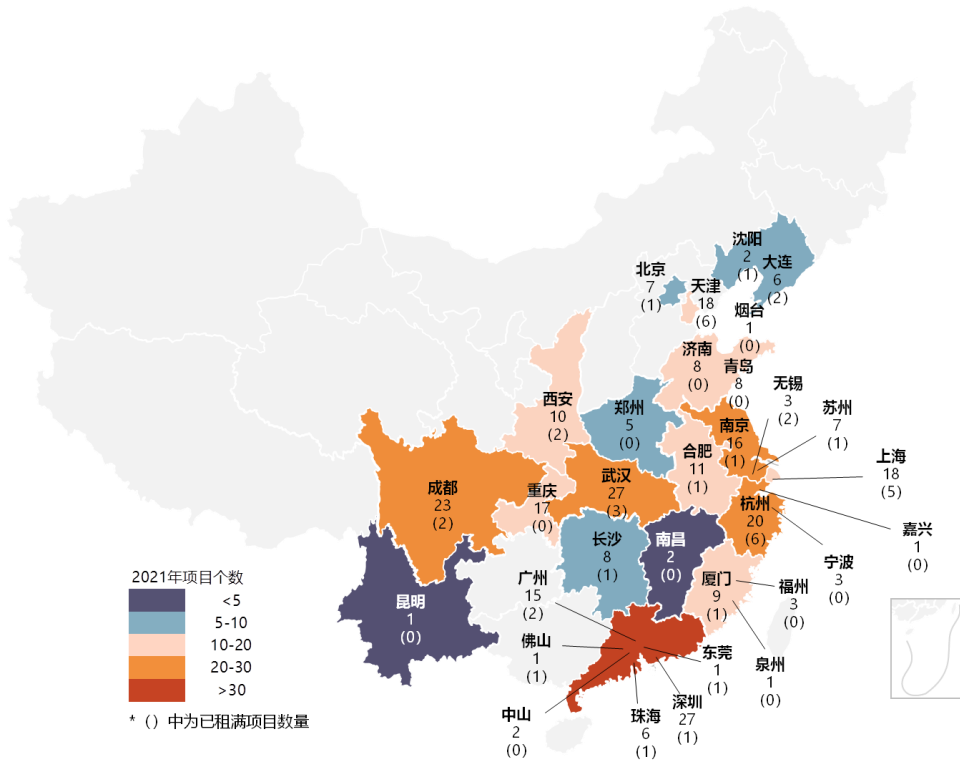
受地方政府住房租赁扶持政策影响, 龙湖于 2018 年 3 月成功发行国内首单住房租赁专项债券——30 亿元五年期住房租赁专项公司债券, 票面利率 5.6%。此后, 龙湖相继发行 70 亿元专项债, 利率位于 3.8%-4.98%区间, 一定程度缓解龙湖租赁板块融资难点。

表 21: 龙湖住房租赁专项公司债

上市日	名称	募集金额 (亿元)	票面利率	期限
2018/3/21	2018 年第一期住房租赁专项公司债券	30	5.60%	3+2 年期
2018/8/17	2018 年第二期住房租赁专项公司债券	20	4.98%	3+2 年期
2019/7/19	2019 年住房租赁专项公司债券 (第一期)	5	3.90%	3+2 年期
2019/7/19	2019 年住房租赁专项公司债券 (第一期)	15	4.67%	5+2 年期
2020/3/3	2020 年住房专项公司债券 (第一期)	30	3.80%	5+2 年期

资料来源: Wind, 光大证券研究所。

图 78: 截至 2021H1, 龙湖运营管理长租公寓城市分布项目个数简略图



资料来源: 公司冠寓 app, 光大证券研究所。

#### 4.4、旭辉控股集团 (0884.HK) \_瓴寓

旭辉瓴寓成立于 2016 年 7 月, 次年首批公寓示范区亮相。2018 年旭辉涉足资管模式, 成功发行国内民企首单长租公寓储架式权益类 REITs (见上文图表 7)。上述瓴寓类 REITs 储架注册规模 30 亿, 底标项目为已实现经营现金流入的上海浦江国际博乐诗服务公寓及上海浦江国际柚米国际社区; 首期发行规模 2.5 亿元, 为 3+2 年期, 利率 6.5%; 投资人面向招商银行、中信银行、建信养老保险。

图 79: 旭辉租赁板块发展历程



资料来源: 公司官网, 光大证券研究所。

瓴寓在创立伊始根据租房场景细分目标客群，设置“菁社”“柚米社区”和“博乐诗”三大产品线。其中，“柚米社区”主打独栋式集中租赁公寓，“菁社”针对追求性价比的青年客群，“博乐诗”对标中高端改善客群。

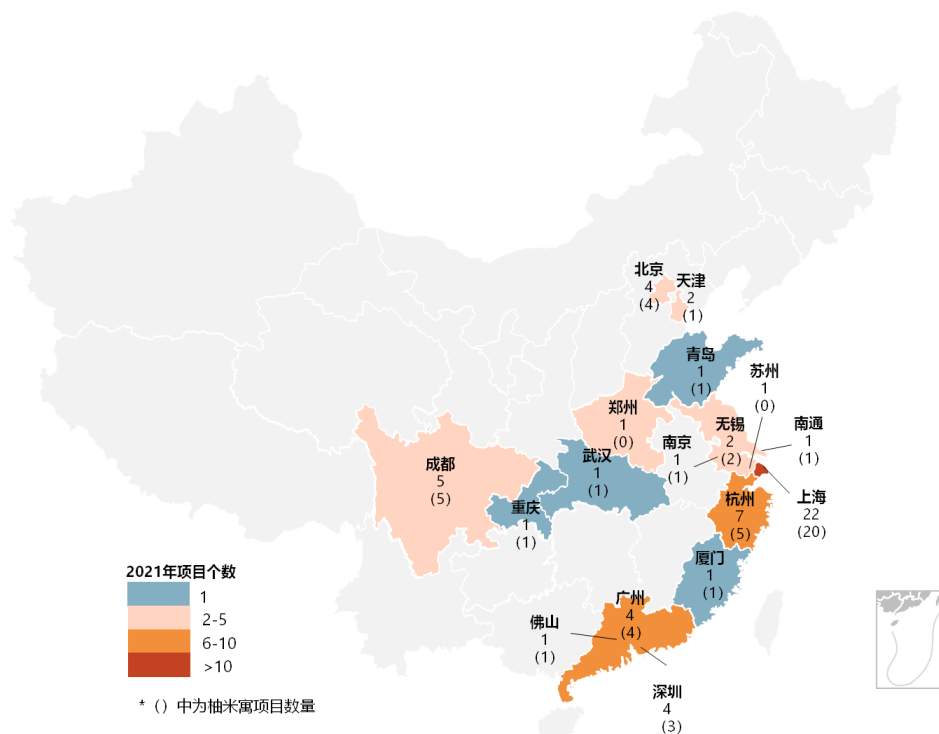
表 22：旭辉瓴寓产品线

产品名称	博乐诗服务公寓	柚米国际社区	菁社青年公寓
产品定位	长短租结合的酒店式公寓	白领公寓	蓝领公寓/共享宿舍
产品特点	品质套间+商务公共空间	舒适套房+多功能公共社交空间	共享房型+多功能公共社交空间
城市选择	一线城市为主以及二线核心城市	一线城市为主以及二线核心城市	一线城市为主以及二线核心城市
位置选择	核心城市核心地段国家级工业园区	轨道交通 1km 周边和园区	轨道交通 1km 周边和园区+高校周边
客群描述	对居住和服务有高品质要求的外企高管和商务金领	有一定经济能力但尚无购房能力，看中环境、社交等附加功能的企业白领	支付能力一般，对租房安全、便捷性价比要求的社会新人
客群定位	高端商旅+异地赴任企业管理者+专业精英	职场白领+新兴自由职业者+独立创业者	毕业生+职场小白+服务业人员
租金区间（梯度）	6000-15000 元/月	2000-6000 元/月	500-2000 元/月
未来品牌占比	10%	70%	20%

资料来源：公司官网，光大证券研究所。

截至 2020 年底，旭辉瓴寓已布局近 20 座城市，已拓房源超 74400 间，开业房源 28730 间。从分布来看，瓴寓柚米寓产品线主要集中于上海、杭州及成都地区；博乐诗开业项目个数较少，已入驻上海、杭州、苏州、天津及郑州；菁社青年公寓目前仅于深圳布局。

图 80：截至 2021H1，旭辉运营管理长租公寓城市分布项目个数简略图



资料来源：公司柚米租房 app，光大证券研究所。

瓴寓自 2019 年实施“轻重结合、委托+自持双轮驱动”战略，并将重点由单一楼栋式集中租赁转为综合型租赁社区（千套房源）业务。2020 年 9 月开业的上



海浦江华侨城柚米社区为领寓转型后首个成功落地项目，该社区占地总面积超 6.3 万方，总房源体量超 1800 套，其中旭辉自持公寓楼 5 栋，出租率超 92%。

此外，2021 年领寓推出与张江集团合作的轻资产管理项目“张江纳仕国际社区”（上海首个 R4 地块委托管理合作项目）。张江纳仕国际社区分三期建设，总占地面积约 20 万方，对应建筑面积 53 万方，预计提供近 4000 套租赁住房。其中一期项目毗邻中环线申江路段，占地约 6.5 万方，总建面约 19 万方，定位中高端居住社区，目前近 1300 套已启动供应。

## 5、投资建议

当前市场需求及消费升级倾向下，长租公寓迎来新一轮发展机遇，伴随着我国 REITs 市场建设的探索与完善，预计未来公募 REITs 试点有望于公共住房、长租公寓等领域放开。我们认为优质长租品牌具备规模性、运营力和现金流三大特征，关注 REITs 发展对存量运营板块的估值重塑作用，建议关注租赁资产成熟稳定、发行人（管理人）主体优质可靠的标的。

**重点推荐：**万科 A/万科企业（“泊寓”目前位于国内集中式长租公寓管理房源首位，2020 年长租公寓板块实现营收 25.4 亿元，同比+72.3%）。

**建议关注：**龙湖集团（2020 年冠寓实现租金收入 18.1 亿元，同比+55%；主要布局全国一二线城市）、旭辉控股集团（领寓发行国内民企首单长租公寓储架式权益类 REITs，上海首个 R4 地块委托管理合作项目张江纳仕国际社区启动供应）。

## 6、风险分析

**租赁住宅经营风险：**租赁物业可能受经济环境变化或运营不善等因素影响，存在投资回报收益率表现不佳风险。

**流动性风险：**二级市场交易存在流动性不足风险。

**政策推进不及预期风险：**国家税收等政策可能发生调整，或影响投资运作与资产收益。

**终止上市风险：**公募基金运作过程中可能因触发法律法规等情形而终止上市。

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE