

# 房地产

## 模式初步跑通，金融保驾护航——金融支持住房租赁点评

**事件：2月24日，央行、银保监会发布关于《关于金融支持住房租赁市场发展的意见（征求意见稿）》公开征求意见的通知。**通知提出，支持住房租赁供给侧结构性改革，重点支持自持物业的专业化、规模化住房租赁企业发展，建立健全住房租赁金融支持体系，为租赁住房的投资、开发、运营和管理提供多元化、多层次、全周期的金融产品和金融服务体系。

### 打造多元化、多层次、全周期，支持住房租赁的金融服务体系。

本次征求意见稿提出的金融产品包括：①租赁住房开发建设贷款、②租赁住房团体购房贷款、③住房租赁经营性贷款（自有产权、非产权）、④相关企业综合金融服务（开户、结算、咨询、现金管理等）、⑤商业银行住房租赁金融债券、⑥住房租赁企业债务融资工具/公司债券/企业债券、⑦住房租赁担保债券、⑧房地产投资信托基金（REITs）。以上金融产品涵盖了租赁住房投资、开发、运营、管理等全生命周期，涉及银行、资本市场等多元融资渠道，信贷、债券、REITs 等多层次融资工具，从全方位支持住房租赁市场发展。

### 加大金融支持力度的根本原因，是住房租赁的商业模式已初步跑通。

我国目前已形成双轮驱动的住房租赁供应体系，即保障性租赁住房和市场化租赁住房两条腿走路。1) 保障性租赁住房方面，目前项目盈利情况良好，从已上市 REITs 来看，现金分派率能达到 4% 左右；2) 市场化租赁住房方面，头部房企中龙湖冠寓率先于 2021 年实现盈利，意味着承受市场化融资成本的能力或已经达成，此外万科泊寓亦曾表示将于 2023 年实现成本法（即扣除折旧摊销后）的会计报表盈利。以上数据表明，困扰租赁住房市场首要的盈利难题，已经初步性得以解决，可以承受市场化金融机构提供的金融产品给到的融资成本。

### 持续看好住房租赁市场的机构化、规模化、头部化。

从海外市场来看，机构化是住房租赁发展的长期趋势，2021 年，日本、美国、德国、新加坡的机构渗透率分别达到 79.2%、52.7%、36.7% 和 68.4%。本次征求意见稿也提出了“重点支持自持物业的专业化、规模化住房租赁企业发展”。其中具体提到，重点支持以独立法人运营、业务边界清晰、具备房地产专业投资和管理能力的自持物业型住房租赁企业，促进其规模化、集约化经营。我们认为住房租赁的规模化效应，可能会在筹房成本、建造成本、经营管理效率、融资成本等多个层面，住房租赁市场本身盈利较薄，有望持续推动头部化发展。截至 2022 年年底，管理规模居前的长租公寓品牌主要包括万科泊寓、龙湖冠寓、翎寓国际、魔方生活服务集团、乐乎公寓集团、珠江租赁等。

### 4 个认知差持续推动地产行情，3 条思路推荐标的。

我们认为地产行情认知差尚未完全修复，推荐标的关注 3 条思路：市场对于地产板块 4 个认知差（政策有效性、稳融资力度、政策空间、销售预期）尚未完全修复，选股思路围绕以下 3 个维度：①信用修复、②格局优化、③销售复苏，具体包括：1) 优质民企信用修复，建议关注新城控股、金地集团；2) 区域竞争格局优化，建议关注天地源、滨江集团、华发股份；3) 行业销售复苏，建议关注保利发展、招商蛇口、我爱我家。此外，建议关注金融支持租赁市场的收益标的，万科 A、龙湖集团。

**风险提示：**住房租赁金融产品的推出时间、具体条款设定与市场预期可能存在差距；住房租赁市场可能面临经济波动、产业发展等带来的影响或冲击；住房租赁企业盈利能力可能存在波动，对融资成本的承受能力产生影响；长租公寓市场头部化是长期趋势，但短期可能受市场环境、公司战略影响。

证券研究报告  
2023 年 02 月 26 日

#### 投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

#### 作者

刘清海 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110523010003  
liuqinghai@tfzq.com

#### 行业走势图



资料来源：聚源数据

#### 相关报告

- 1 《房地产-行业研究周报:地产销售怎么看？》 2023-02-19
- 2 《房地产-行业研究周报:旅游景区 REITs 推进有何进展？——REITs 周报》 2023-02-18
- 3 《房地产-行业研究周报:地产股在交易什么逻辑？》 2023-02-12

## 1. 模式初步跑通，金融保驾护航——金融支持住房租赁点评

事件：2月24日，央行、银保监会发布关于《关于金融支持住房租赁市场发展的意见（征求意见稿）》公开征求意见的通知。通知提出，支持住房租赁供给侧结构性改革，重点支持自持物业的专业化、规模化住房租赁企业发展，建立健全住房租赁金融支持体系，为租赁住房的投资、开发、运营和管理提供多元化、多层次、全周期的金融产品和金融服务体系。

**打造多元化、多层次、全周期，支持住房租赁的金融服务体系。**

本次征求意见稿提出的金融产品包括：①租赁住房开发建设贷款、②租赁住房团体购房贷款、③住房租赁经营性贷款（自有产权、非产权）、④相关企业综合金融服务（开户、结算、咨询、现金管理等）、⑤商业银行住房租赁金融债券、⑥住房租赁企业债务融资工具/公司债券/企业债券、⑦住房租赁担保债券、⑧房地产投资信托基金（REITs）。以上金融产品涵盖了租赁住房投资、开发、运营、管理等全生命周期，涉及银行、资本市场等多元融资渠道，信贷、债券、REITs等多层次融资工具，从全方位支持住房租赁市场发展。

图1：《关于金融支持住房租赁市场发展的意见（征求意见稿）》文件涉及的金融产品

排名	金融产品	对象	工具类型	所处生命周期	产品详情
1	租赁住房开发建设贷款	房地产开发企业、工业园区、农村集体经济组织、企事业单位等各类主体	银行开发贷	开发	租赁住房建设的项目资本金比例应不低于开发项目总投资的20%，贷款期限一般3年，最长不超过5年。
2	租赁住房团体购房贷款	购买存量闲置房屋用作宿舍型保障性租赁住房的企业和事业单位、住房租赁企业	团体购房贷款	投资	贷款存续期内，房屋租赁用途不得改变。团体购房贷款的期限最长不超过30年，贷款额度原则上不超过物业评估价值的80%。
3	住房租赁经营性贷款（自有产权、非产权）	住房租赁企业	经营性贷款	运营	自有产权贷款期限最长不超过20年，额度原则上不超过物业评估价值的80%，可用于置换物业前期开发建设贷款。 非自有产权贷款期限最长不超过5年，贷款额度原则上不超过贷款期限内应收租金总额的70%。
4	相关企业综合金融服务（开户、结算、咨询、现金管理等）	住房租赁相关企业	综合金融服务	管理	提供开户、结算、咨询、现金管理等综合性金融解决方案。
5	商业银行住房租赁金融债券	商业银行	金融债券	开发、运营	筹集资金专门用于增加住房租赁开发建设贷款和经营性贷款的投放。
6	住房租赁企业债务融资工具/公司债券/企业债券	住房租赁企业	融资工具/公司债券/企业债券	-	鼓励优化债券发行流程，提高住房租赁债券发行效率，为住房租赁企业提供融资便利。
7	住房租赁担保债券	具有持续、稳定现金流的住房租赁企业	担保债券	运营	可将物业抵押作为信用增进，住房租赁担保债券纳入债券管理框架。
8	房地产投资信托基金（REITs）	住房租赁企业	REITs	开发、运营	支持REITs份额交易流通，促进长期稳定经营，防范短期炒作。优先支持雄安新区、海南自由贸易港、深圳先行示范区等国家政策重点支持区域以及人口净流入的大城市开展试点，为利用各类建设用地（含集体建设用地、企事业单位自有空闲土地等）建设和持有运营长期租赁住房的企业提供资金支持。

资料来源：中国人民银行，中国银保监会，天风证券研究所

加大金融支持力度的根本原因，是住房租赁的商业模式已初步跑通。

我国目前已形成双轮驱动的住房租赁供应体系，即保障性租赁住房、市场化租赁住房两条腿走路。1) 保障性租赁住房方面，目前项目盈利情况良好，从已上市 REITs 来看，现金分派率能达到 4% 左右；2) 市场化租赁住房方面，头部房企中龙湖冠寓率先于 2021 年实现盈利，意味着承受市场化融资成本的能力或已经达成，此外万科泊寓亦曾表示将于 2023 年实现成本法（即扣除折旧摊销后）的会计报表盈利。以上数据表明，困扰租赁住房市场首要的盈利难题，已经初步性得以解决，可以承受市场化金融机构提供的金融产品给到的融资成本。

图 2：保障性租赁住房 REITs 现金分派率

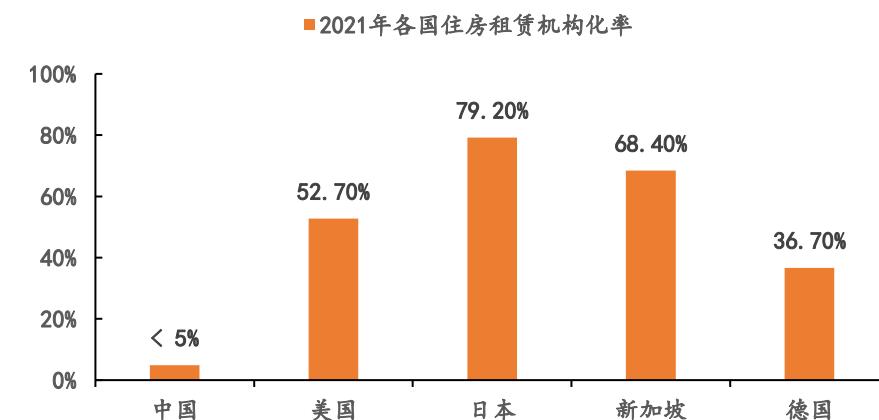
基金简称	基金代码	2022 年度分派率 预测数	2023 年度分派率预 测数
华夏基金华润有巢 REIT	508077.SH	4.29%	4.36%
红土创新深圳安居 REIT	180501.SZ	4.24%	4.25%
中金厦门安居 REIT	508058.SH	4.33%	4.34%
华夏北京保障房 REIT	508068.SH	4.30%	4.31%

资料来源：各基金保租房 REITs 招募说明书，天风证券研究所

持续看好住房租赁市场的机构化、规模化、头部化。

从海外市场来看，机构化是住房租赁发展的长期趋势，2021 年，日本、美国、德国、新加坡的机构渗透率分别达到 79.2%、52.7%、36.7% 和 68.4%。本次征求意见稿也提出了“重点支持自持物业的专业化、规模化住房租赁企业发展”。其中具体提到，重点支持以独立法人运营、业务边界清晰、具备房地产专业投资和管理能力的自持物业型住房租赁企业，促进其规模化、集约化经营。我们认为住房租赁的规模化效应，可能会在筹房成本、建造成本、经营管理效率、融资成本等多个层面，住房租赁市场本身盈利较薄，有望持续推动头部化发展。截至 2022 年年底，管理规模居前的长租公寓品牌主要包括万科泊寓、龙湖冠寓、翎寓国际、魔方生活服务集团、乐乎公寓集团、珠江租赁等。

图 3：2021 年各国住房租赁机构化率



资料来源：自如研究院，天风证券研究所

图 4：截止 2022 年底克而瑞租售中国住房租赁企业管理规模排名

排名	品牌	关联公司	管理规模 (间)	排名	品牌	关联公司	管理规模 (间)
1	万科泊寓	万科集团	214000	11	城家公寓	华住集团	37723
2	龙湖冠寓	龙湖集团	118191	12	招商伊顿公寓	招商蛇口	36000
3	瓴寓国际	旭辉控股集团	87648	13	上海城方	-	32759
4	魔方生活服务集团	-	77352	14	广州城投住房集团	-	31118
5	乐乎公寓集团	-	71734	15	微领地集团	-	30522
6	珠江租赁	珠江实业	65150	16	合景公寓	合景泰富集团	26846
7	华润有巢	华润集团	56000	17	乐璟生活社区	-	25943
8	朗诗寓	朗诗集团	52000	18	金地草莓社区	金地集团	19754
9	合房承寓	合房股份	48900	19	自如寓	链家	19255
10	百瑞纪（窝趣）	-	42267	20	安歆集团	-	19116

资料来源：克而瑞租售公众号，天风证券研究所

## 2. 风险提示

- 1) 住房租赁金融产品的推出时间、具体条款设定与市场预期可能存在差距
- 2) 住房租赁市场可能面临经济波动、产业发展等带来的影响或冲击
- 3) 住房租赁企业盈利能力可能存在波动，对融资成本的承受能力产生影响
- 4) 长租公寓市场头部化是长期趋势，但短期可能受市场环境、公司战略影响

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com