



长租公寓——租赁市场的新兴力量

投资要点

- 本文是我们探讨经营性地产系列报告的第四篇，内容包括租赁是解决居住问题的重要方式、租售同权将促进租赁市场发展、长租公寓是租售同权最好的实践。其中我们开创性地搭建长租公寓主流盈利模式所对应的投资模型，并量化不同模型关键因素的影响程度。最后也讨论了长租公寓的竞争状况和未来展望。
- **租售同权政策维护租户权益，租赁市场空间巨大。**长期以来，租赁权益的不足倒逼租客转向房屋买卖市场，强化社会的买房需求，同时大量社会存量房利用效率低下，局部过热和资源闲置现象明显。为了解决供需错配的矛盾，租售同权是解决此问题的长效机制之一，通过盘活存量房和保障租赁权益解决居住矛盾。根据国内流动人口的结构测算，预计租赁市场租金规模每年超过万亿。
- **租售同权的倡导下长租公寓将迎来快速发展。**长租公寓链接存量资源和租户需求，显著提升房屋使用效率和租户体验，是实现租售同权的最好的实践，发展空间广大。其中，长租公寓模式可吸引资金投资于农村集体用地以及国企闲散房源，盘活因使用性质而无法交易的土地资源，解决城市紧张的居住问题。
- **搭建长租公寓主流盈利模式的投资模型，量化分析各模式的关键要素。**我们开创性地搭建自持长租公寓以及租入房源并运营两类投资模型，其中租入获取集中式和分散式房源，尽管运营操作差别较大，但财务分析较为相似，所以归为一类讨论。通过财务测算，自持-运营-卖出模式的项目收益率较高，适用于房地产开发商自持地块的情况，其中土地溢价对项目收益率影响较大；在租入房源并运营的投资模型中，压低房源的租金成本和降低空置率是提高项目盈利能力的重要方面。其中，租用厂房和收集分散房源是降低租金成本的重要方式。
- **各类参与者抢占市场，不同运营模式并存。**长租公寓参与者主要有地产开发商、地产中介和互联网创业团体。其中，地产开发商适用自持和租入集中式房源模式，而获取分散式房源是地产中介较擅长的运营方式。我们看好具有较强融资能力、资产运营能力和优质服务的上市公司，预计有望领跑长租公寓领域。
- **投资建议：**我们推荐享资源优势并快速布局长租公寓板块的招商蛇口（001979）、金地集团（600383），建议关注龙湖地产（0960.HK）等；推荐受益长租公寓概念的地产服务商世联行（002285）。
- **风险提示：**政策利好或低于预期等。

重点公司盈利预测与评级

代码	名称	当前价格	投资评级	EPS (元)			PE		
				2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E
002285	世联行	11.71	增持	0.37	0.49	0.67	20.54	23.90	17.48
001979	招商蛇口	19.88	增持	1.21	1.49	1.73	13.55	13.34	11.49
600383	金地集团	12.76	买入	1.40	1.64	1.98	9.26	7.78	6.44

数据来源：公司公告，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：胡华如

执业证号：S1250517060001

电话：0755-23900571

邮箱：hhr@swsc.com.cn

联系人：郭泰

电话：0755-23618550

邮箱：gtai@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	130
行业总市值(亿元)	26,636.98
流通市值(亿元)	25,687.25
行业市盈率 TTM	16.7
沪深 300 市盈率 TTM	13.7

相关研究

1. 房地产行业专题报告：突破估值约束，物流地产空间广阔（2017-09-20）
2. 房地产行业周报：行业估值提升，政策约束减弱（2017-09-17）
3. 房地产行业周报：深汕合作区点燃板块投资热情（2017-09-10）
4. 房地产行业专题报告：从增量开发到存量运营，地产变局来临（2017-09-05）
5. 房地产行业 2017 年半年报点评：盈利能力企稳回升，龙头表现依旧亮眼（2017-09-05）
6. 房地产行业周报：中报略超预期、销售环比回升（2017-09-03）

目 录

1 租赁市场是房地产市场的重要组成部分	1
1.1 租赁是解决住房问题的重要途径	1
1.2 租赁市场租金规模超过万亿	2
1.3 租金回报率整体偏低	3
2 租售同权是最重要的长效机制之一	4
2.1 高房价折射的隐形问题	4
2.2 租售同权是重要的长效机制	5
2.3 发展租赁市场的政策看点	6
3 长租公寓是租售同权最好的实践	7
3.1 长租公寓的优势	7
3.2 企业参与长租公寓的方式	7
3.3 长租公寓的房屋来源	8
3.4 长租公寓的市场空间	8
3.5 长租公寓的典型盈利模式	9
3.6 长租公寓的投资模型和估值探讨	10
4 长租公寓的市场格局	13
4.1 长租公寓的参与主体	13
4.2 海外长租公寓的企业	14
4.3 长租公寓的核心竞争要素	14
5 相关受益标的梳理	15

图 目 录

图 1：全国各种房源的占比	1
图 2：城市、城镇、乡村各类房源的数量及构成（万套）	1
图 3：进入租赁市场的方式	2
图 4：房屋来源途径	2
图 5：国内流动总人口（亿）	3
图 6：一线城市租金和对应城市人均年可支配收入的关系	3
图 7：房价上涨速度远远超过了租金水平的上涨速度	3
图 8：一线城市的租金回报率快速下降	4
图 9：自持长租公寓的投资模型	11
图 10：自持长租公寓投资模型关键因素的敏感性分析	12
图 11：租入集中式或分散式房源运营长租公寓的投资模型	12
图 12：租入集中式或分散式房源运营长租公寓模型的关键因素敏感性分析	13

表 目 录

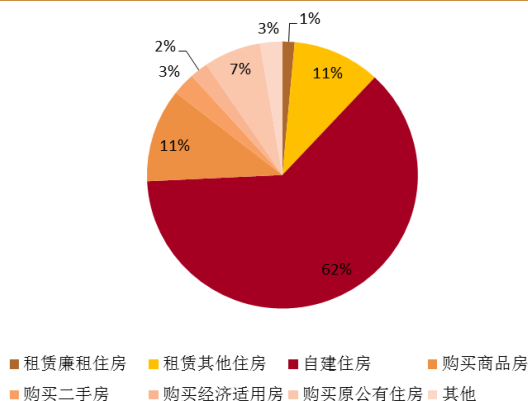
表 1：不同房屋获取方式的优劣势比较	1
表 2：房屋租赁和所有权在权益上的差异	4
表 3：各地实践租售同权的配套政策汇总	5
表 4：扶持长租公寓的相关优惠政策	7
表 5：集中式和分散式长租公寓的特点比较	8
表 6：集中式和分散式适用于不同的房源	8
表 7：目前房企涉足长租公寓的部分情况	9
表 8：上海试点住房租赁地块的交易价格	10
表 9：长租公寓的三类市场参与主体	13
表 10：海外长租公寓模式的借鉴	14

1 租赁市场是房地产市场的重要组成部分

1.1 租赁是解决住房问题的重要途径

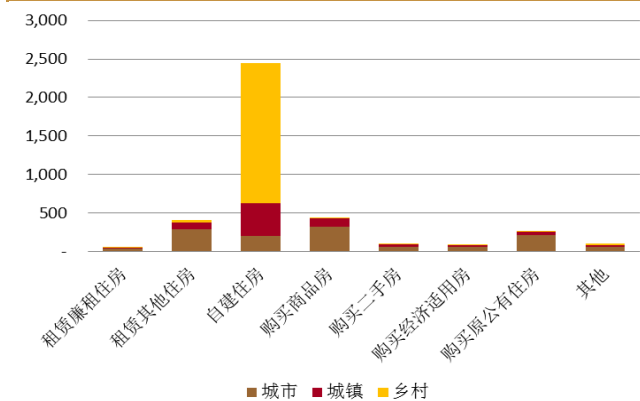
个人或家庭主要通过租赁、买卖、申请保障性住房和自建等方式获取居住的房屋。

图 1：全国各种房源的占比



数据来源：全国第六次人口普查、西南证券整理

图 2：城市、城镇、乡村各类房源的数量及构成（万套）



数据来源：全国第六次人口普查、西南证券整理

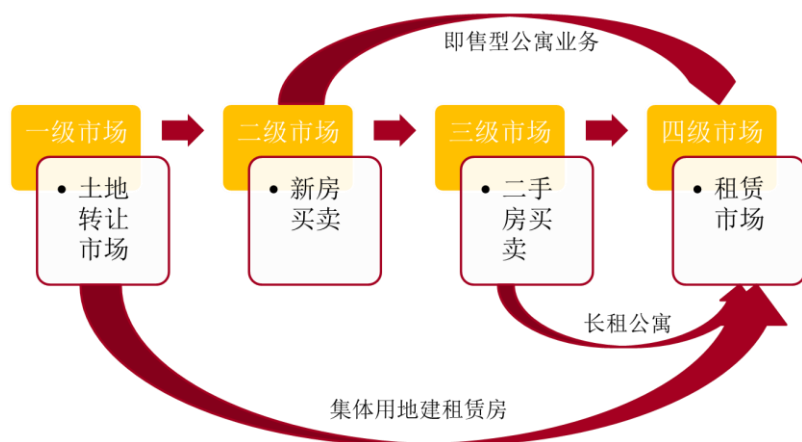
表 1：不同房屋获取方式的优劣势比较

房屋获取方式	买卖	申请保障性住房	自建	租赁
优势	享受房屋的土地溢价与相关金融服务	享受政府优惠政策, 购房成本较低	建筑成本较低, 灵活适应个性化需求	居住成本较低
劣势	需支付高额的首付	须符合政府相关的申请资格, 排号等待时间较长, 符合条件者不一定能申请成功	周边配套较差, 土地可能是集体用地, 若自购土地成本较高	不享受房屋的土地溢价与相关金融服务
使用此获取方式的人群特点	资产较丰厚, 收入水平较高	收入水平受限, 或符合政府相关人才政策	一般具有土地资源	经济能力较薄弱

数据来源：西南证券整理

租赁市场的房屋来源较多元化。房地产一级市场又称土地一级市场，是土地使用权出让的市场，即国家通过其指定的政府部门将城镇国有土地或将农村集体土地征用为国有土地后出让给使用者的市场；房地产二级市场，是土地使用者经过开发建设，将新建成的房地产进行出售和出租的市场，一般是商品房首次进入流通领域进行交易而形成的市场；房地产三级市场是房产再次进入流通领域进行交易而形成的市场；房地产四级市场在此被定义成为租赁市场，即房产再次进入流通领域进行出租的市场，在存量房为主的区域，租赁市场是未来房地产发展的重点。其中，不同级别市场的排序主要基于土地进入流通领域的一般次序排列。

图 3：进入租赁市场的方式

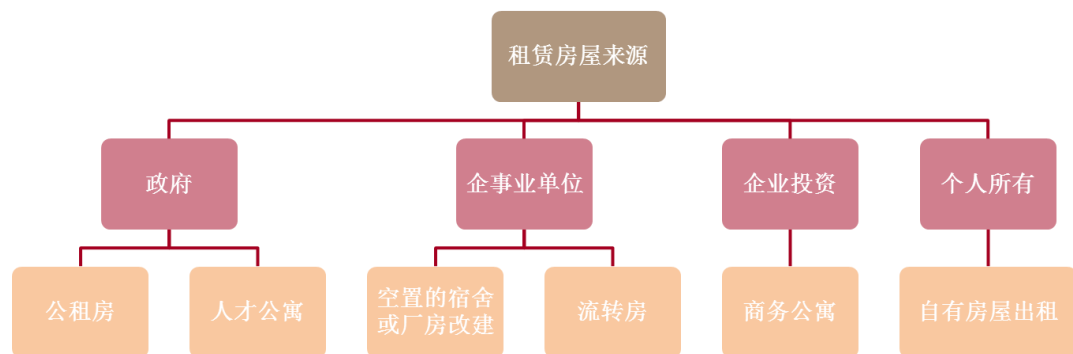


数据来源：西南证券整理

房地产可从各级市场直接进入租赁市场。一级市场可以通过自建住房出租的形式进入租赁市场，集体用地建租赁房就是目前政府所倡导的一种形式，这种形式的优势便是成本比较低廉；从二级市场新房买卖后直接进入租赁市场的主要是一些针对方便业主进行出租的公寓项目，比如万科云城、米酷等；从三级市场进入租赁市场的方式有长租公寓这种公司运营的模式，也有个人散租。

从房屋所有权划分，又可以对房源进行以下分类，其中产权不同房屋的管理形式、空置率、收益率等也各不相同。

图 4：房屋来源途径

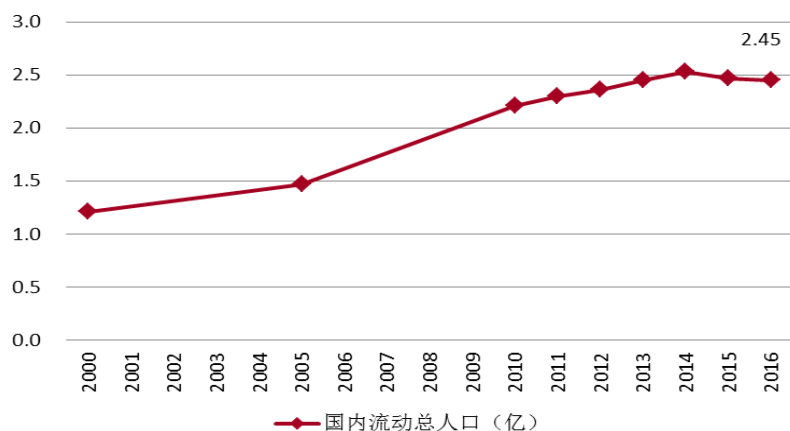


数据来源：西南证券整理

1.2 租赁市场租金规模超过万亿

租金的需求主要来自于流动人口。流动人口的组成主要有两类人群组成，一类是农业转移人口，一类是城市间流动人口。流动人口一般倾向采用租赁形式获取居住房屋的使用权，主要原因是租赁是个较为廉价且获得较宜居生活环境的方式，且这种方式需要的手续较少，根据未来计划调整的灵活性较大，不具有长期的经济约束。

图 5：国内流动总人口（亿）



数据来源：wind、西南证券整理

国内庞大的流动人口总数对租赁市场的需求构成强有力的支撑。根据《中国流动人口发展报告》，2015 年全国流动总人口为 2.47 亿，农业转移人口占比 75%，70%通过租房解决（人均年租金 400*12），城市间流动人口占比 25%，60%通过租房解决（人均年租金 900*12），则 2016 年租金市场规模：为：

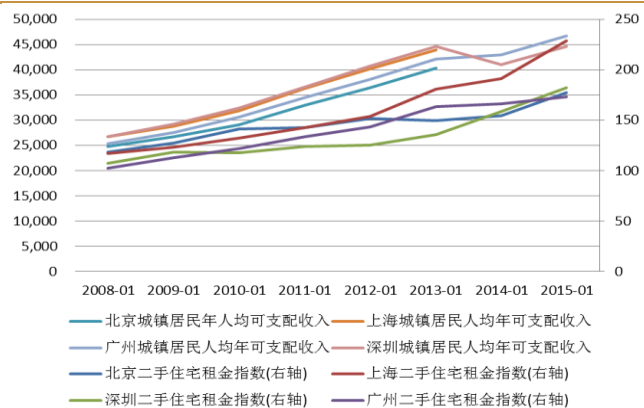
$2.47 \times 75\% \times 70\% \times 400 \times 12 + 2.47 \times 25\% \times 60\% \times 900 \times 12 = 1.23$ 万亿。所以从需求端测算，我国每年的租赁市场规模高达 1.23 万亿。

1.3 租金回报率整体偏低

租金的绝对值与所在城市的吸引力相关，而增速与人均可支配收入增速密切相关，其中城市的吸引力越强，吸引流入的人口越多，则该城市可供租赁房屋越紧俏，租金水平也相应被抬高；租金和人均可支配收入的增长趋势一致，主要受收入增长水平的制约。

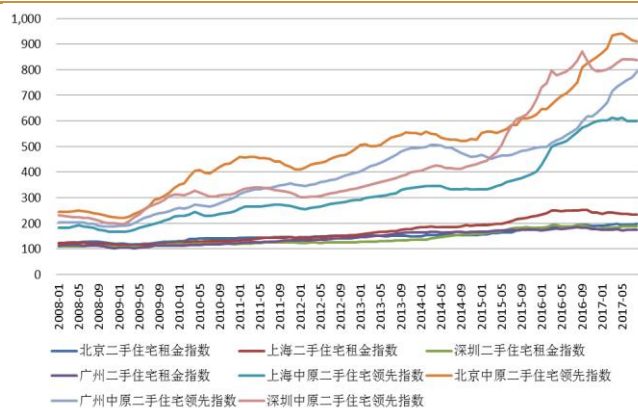
但是另外一方面，房价受多种因素影响受到追捧，导致房价上涨速度远远超过了租金水平的上涨速度，导致国内租金回报率快速下降。其中，由于数据相对缺乏，所以下图以一线城市的情况为例：

图 6：一线城市租金和对应城市人均年可支配收入的关系



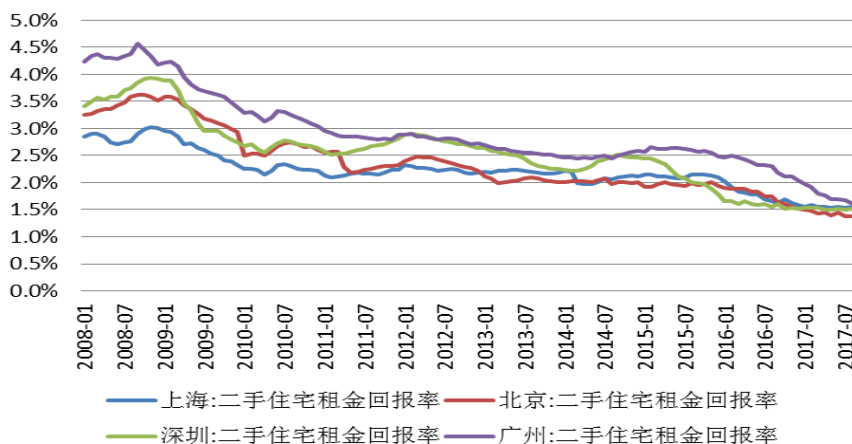
数据来源：wind、西南证券整理

图 7：房价上涨速度远远超过了租金水平的上涨速度



数据来源：wind、西南证券整理

图 8：一线城市的租金回报率快速下降



数据来源: wind、西南证券整理

2 租售同权是最重要的长效机制之一

2.1 高房价折射的隐形问题

为什么房价上涨速度远远超过了租金水平的上涨速度？问题的症结在于租赁房屋和买卖房屋的所有权所享受的权益差异较大。

表 2：房屋租赁和所有权在权益上的差异

房屋获取方式	土地溢价	金融服务	学位权益	户籍权益	期间维修	契约对权益的保障
所有权	享受房价上涨的资本利得，且享受房租上涨带来的收益增厚	享受金融贷款	享受	享受	自我负责，权责清晰	保障对住房的所有权
租赁权	不享受	不能以租房合同或租赁房屋未来收益权贷款	有较多限制条件	不享受	维修责任相互推诿，居住体验差	被动接受房租上涨，且房价上升导致房东转卖房产，即使租约未结束也只能被动搬家

数据来源：西南证券整理

房屋所有和租赁的权益差别大，为国内的买房行为赋予了“更多的目的”。其中租赁权益在金融服务和土地溢价方面差别最为明显，即租房不能享受金融服务，也无法承载土地溢价。另外，房屋所有权与某些公共服务权益相绑定，导致公共服务的享受权利反映为房屋买卖的市场溢价。

租赁权益的不足倒逼租客为寻求稳定的居所、保值的资产、完善的金融服务甚至优质的公共服务等转向房屋买卖市场，进一步强化社会的买房需求。另一方面，租赁权益的不足也使租赁需求被抑制，包括政府和企事业单位的宿舍、公寓和流转用房等社会存量房利用效率低下。

2.2 租售同权是重要的长效机制

国家推动住房租赁市场的发展，根本出发点在于激活住房租赁的市场需求，以平衡房地产市场供需矛盾，平抑房价，推动住房向居住属性回归。要实现住建部负责人提出的“租售并举”的目标，关键在于“租购同权”，即租房的居民和买房的居民享有同等的公共服务的权利。租售同权是一种减少租赁和所有权差异过大的原则，各地方的配套措施均有体现。

表 3：各地实践租售同权的配套政策汇总

时间	城市/部门	政策关键点
7 月 17 日	广州市	广州市政府正式发布《广州市人民政府办公厅关于印发广州市加快发展住房租赁市场工作方案的通知》，首次倡导“租售同权”，赋予符合条件的承租人子女享有 就近入学 等公共服务权益，保障租购同权
7 月 21 日	佛山市	提出首要任务是建立国有平台，由 国有平台 引领租房市场，鼓励租房消费
7 月 24 日	上海市	首批公开出让的两幅租赁住房用地在上海市土地交易市场成交。两幅土地分别位于浦东张江和嘉定新城，采取“ 只租不售 ”模式，项目建成后，将至少提供 1897 套租赁住房房源
7 月 25 日	沈阳市	持有居住证的承租人在就业扶持、养老服务、社会福利、以及随迁子女入学、中考等方面，享受公共服务，实现 购租同权 。2020 年前提供 2 万套租赁住房。
7 月 27 日	武汉市	起草《武汉市关于开展培育和发展住房租赁市场试点工作的实施意见（征求意见稿）》，选择武汉东湖新技术开发区、武汉经济技术开发区为住房租赁试点区域，允许 提取公积金支付房租 ，承租人子女有望 就近入学
7 月 28 日	无锡市	拓展到户籍制度，新修改的《无锡市户籍准入登记规定》正式发布，并将于 2017 年 9 月 1 日起正式实施。新政将全面放宽市外户籍准入政策， 租房者也可申请落户
8 月 4 日	成都市	发布《开展住房租赁试点工作的实施方案》，符合申领居住证条件的居民凭房屋租赁合同备案凭证，坚持 租补并举、以补为主 ，有效支持保障对象通过市场租赁解决住房困难，确保应保尽保
8 月 9 日	杭州市	杭州市住房保障和房产管理局与 阿里达成合作 ，共建杭州市住房租赁监管服务平台
8 月 12 日	南京市	符合条件的承租人的子女在居住区内享受义务教育；享受医疗卫生等国家规定的基本医疗公共服务，建立 承租人权力清单 ，逐步实现购租同权
8 月 14 日	郑州市	下发《郑州市培育和發展住房租赁市场试点工作实施方案》，明确提出对进行房屋租赁备案的承租方， 允许其在居住地落户
8 月 17 日	北京市	发布《关于加快发展和规范管理本市住房租赁市场的通知（征求意见稿）》公开征求意见，提出符合条件的京籍和非京籍家庭，都可按照相关规定 租房享受义务教育
8 月 22 日	合肥市	发布《合肥市住房租赁试点工作实施方案》，未直接提及“租售同权”，但强调住房承租人权益保障，并向入学、医疗、就业、社保等更多社会福利领域拓展
8 月 28 日	深圳市	发布《深圳市关于加快培育和發展住房租赁市场的实施意见》（征求意见稿）及《深圳市住房租赁试点工作方案》（征求意见稿），非深圳户籍承租人可按照《深圳经济特区居住证条例》等规定 申领居住证 ，享受义务教育、医疗等基本公共服务。
8 月 30 日	杭州市	发布《杭州市加快培育和發展住房租赁市场试点工作方案》，符合条件的承租人子女可享受 就近入学 等公共服务权益，在杭州市居住证积分管理中，对租赁住房达到一定年限的，实行“ 租购同分 ”。
9 月 15 日	上海市	充分保障租赁当事人合法权益。本市常住居民租房居住的，可以通过办理居住证、申请居住证积分制度、 办理人户分离登记 ，享有基本公共服务。

数据来源：西南证券整理

2.3 发展租赁市场的政策看点

发展租赁市场的关键是加大供给，其中，国企将牵头发展住房租赁市场。目前再鼓励企业参与租赁市场方面，主要有以下三大政策看点。

第一：集体建设用地参与租赁市场

国土资源部和住建部联合下发关于《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》的通知，提到：确定第一批在北京、上海、沈阳、南京、杭州、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等 13 个城市开展利用集体建设用地建设租赁住房试点。试点城市新增了北京和上海，去掉了土地最为稀缺且在集体用地方面走在前列的深圳。

“村镇集体经济组织可以自行开发运营，也可以通过联营、入股等方式建设运营集体租赁住房。兼顾政府、农民集体、企业和个人利益，理清权利义务关系，平衡项目收益与征地成本关系。完善合同履行监管机制，土地所有权人和建设用地使用权人、出租人和承租人依法履行合同和登记文件中所载明的权利和义务。”

第二：地方国企统筹政府或国资旗下闲置房源

在《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》中，“鼓励住房租赁国有企业将闲置和低效利用的国有厂房、商业办公用房等，按规定改建为租赁住房；改建后的租赁住房，水电气执行民用价格，并应具备消防安全条件。探索采取购买服务模式，将公租房、人才公寓等政府或国有企业的房源，委托给住房租赁企业运营管理。”

第三：大力发展 REITs

大力发展 REITs 具有三重重要意义，一是盘活存量公共资产，化解地方债务，激活地方投融资效率；二是拓展长期资本形成机制，改善金融资本供给效率；三是推动公募基金、养老金投资于优质基础资产，为全民共享经济发展成果提供理想渠道。

发展 REITs 对于租赁的意义在于，通过对未来的收益权益进行抵押，从而促进租赁市场的融资，并且打包租赁项目的现金流，拓展社会的项目投资渠道。

3 长租公寓是租售同权最好的实践

3.1 长租公寓的优势

长租公寓是租赁关系中更符合公司运营的 B2C 模式，较传统的 C2C 模式具有较高的商业价值，在大力发展租赁市场中具有较高的推广价值：

- 1) 酒店式的设施。酒店式的设施能够给租户提供较好的生活舒适度，同时统一的装修标准也有利于降低成本；
- 2) 周到的管理服务。除了 24 小时安保、物业管理等传统服务外，长租公寓以租户的需求为中心，延伸出包括清洁工定期上门打扫卫生、提供搬家服务等多种形式；
- 3) 营造租客社区。长租公寓的租金水平、地段一般会吸引具有类似特征的租客群体。通过在公寓中建造共同健身室、休闲室等，有利于营造租客社区，增强租客间的相互联系；
- 4) 品牌化的运营模式。长租公寓有利于通过设立设施和服务的标准，打造长租公寓品牌，从而得到高于周边地区的租金回报率。

而对于租户而言，人群结构在发生改变，90 后的年轻人在租房人群中的占比在持续提升，90 后对消费体验的追求，使他们愿意支付溢价去获得长租公寓提供的租住舒适度。另外，由于长租公寓侧重长期的租金回报，所以租约签订以后一般都比较稳定。

3.2 企业参与长租公寓的方式

目前政府多个部门出台多项优惠政策扶持长租公寓的发展。

表 4：扶持长租公寓的相关优惠政策

时间	政策	发布部门	政策关键点
2015 年 1 月	《住房城乡建设部关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》	住建部	地方建立住房租赁信息政府服务平台、支持房地产开发企业出租房源、 推进 REITs 试点 、支持从租赁市场筹集公共租赁住房房源
2015 年 11 月	《关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》	国务院	积极发展短租公寓、长租公寓等满足广大人民群众消费需求的细分业态； 公寓首次纳入生活服务业
2016 年 11 月	《国家税务总局关于在境外提供建筑服务等有关问题的公告》	税务总局	纳税人以长（短）租形式出租酒店式公寓并提供配套服务的， 按照住宿服务缴纳增值税
2017 年 4 月	《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》	住建部	鼓励开发商参与 工业用地改造租赁用地 ，开展 集体用地建设租赁住房试点 ，按年缴纳土地收益
2017 年 5 月	《住房租赁和销售管理条例（征求意见稿）》	住建部	鼓励出租人与承租人签订 长期住房租赁合同 ；在租金、租期、承租人居住权利保障，双方权利义务等进行规范。
2017 年 7 月	《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》	九部委	在人口净流入的大城市中，加快发展住房租赁交易平台，增加新建租赁住房供应； 首批试点城市 ：广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、沈阳、合肥、郑州、佛山等 12 个城市。

数据来源：西南证券整理

目前企业参与长租公寓项目主要有集中式和分散式两种形式。

表 5：集中式和分散式长租公寓的特点比较

	集中式	分散式
物业特征	一般获取整栋物业	各物业片区零散的房源
物业获取方式	采取收购、包租与开发商合作等	从个人手中租下分散的房源，租约一般采用较长期限，如 3-5 年
装修成本	一次性整体装修投入，规模化降低单位成本	分散装修，较难压低单位装修成本
物业区位分布	为了压低获取物业的成本，选择离中心区近但相对偏僻的地段	因运维的房源较分散，房源在地段的选择上能满足差异化的需求
管理成本	整栋管理，人力、系统等投入较低	分散管理，管理系统投入要求高，且需要配备更多运维的人力
租金溢价能力	整栋包租，有利于打造社区体验，能收取相对周边较高的溢价	只能通过装修、服务等获取租金溢价，溢价相对受限
盈利特点	前期一次性投入较大，后期回报利润更丰厚	前期投入大，回收较快，可通过较早回收的租金进行再投入，拓展业务范围
典型企业	YOU+青年公寓、魔方、自如寓、万科驿、雅诗阁等	蘑菇公寓、自如友家、优客逸家、寓见等

数据来源：西南证券整理

3.3 长租公寓的房屋来源

可以参与长租公寓模式运营的房源，由于自身具备不同的特点，使用不同的长租公寓开发模式。

表 6：集中式和分散式适用于不同的房源

房源类型	集中式	分散式
集体建设用地	√	
小产权房		√
政府或国资旗下闲置房源	√	√
REITs	√	

数据来源：西南证券整理

集体建设用地需要大资金投入，统一规划建设长租公寓项目，所以适用集中式的开发模式；**小产权房**因未符合国家土地开发和规划政策的闲散房源，所以无法统一规划，但是也能被闲散利用，所以适用于分散式的经营；**政府和国企旗下闲置房源**则需要分情况讨论，闲置和低效利用的国有厂房、商业办公用房等，按规定改建为租赁住房，则适用于集中式模式，若是城市中分散的房源，则适用于分散式的管理；**REITs**是对未来收益进行打包的融资模式，由于集中式更方便测算和估值，所以较为适用。

3.4 长租公寓的市场空间

长租公寓作为 B2C 的长期租赁品牌，目前处于发展初期，仅专注于单身公寓这一块。可能的原因是单身公寓的坪效更高，即在同等的面积上，可以拆分建造的公寓间数更多，所以整体的盈利能力更强。另外，租住单身公寓的目标人群对使用面积的要求不高，满足基本生活需求即可，租住的面积相对小一些还能降低总体的租房成本，接受度相对较高。

表 7：目前房企涉足长租公寓的部分情况

企业	长租公寓品牌	发展规模情况
万科	泊寓	已在全国 22 个城市拥有 16000 间公寓
龙湖	冠寓	目前在 8 个一二线城市布局，预计至 2017 年年底开业房间数超 1.5 万间
金地集团	荣尚荟自在遇	主要依托金地物业与金地商置两大资源平台，目前主要布局在武汉和深圳，规模较小
招商蛇口	壹间、壹栈、壹棠	目前主要布局在深圳，规模较小
旭辉	领域国际	目前已在上海、苏州、杭州、南京等地布局，规模大 5000 间，2017 年准备入市 2 万间房源
佳兆业	寓享空间	2017 年刚刚创办，在深圳、程度、北京有少量布局
远洋集团	邦舍 Boonself	目前已在大连、杭州运营，预计拓展项目 20 余个

数据来源：CRIC，西南证券整理

房地产开发商涉足长租公寓的时间较短，最早涉足的是万科，从 2015 年初开始，各大房地产开发商陆续跟随进入。在国内租售同权相关政策鼓励下，长租公寓品牌作为租赁市场具有资金、房源、地段等优势 B 端参与者，有望大幅受益政策推动，迎来一个快速发展的阶段，并有望逐步提高在租赁市场的市场份额。不难推断，房地产开发商将加大对长租公寓领域的投入。房地产开发商对长租公寓的投入以集中式开发为主，则地段是最稀缺的资源，即获取交通方便、社区成熟但设施老旧的存量房进行改造是未来发展的核心，且最先布局的市场参与者具有先发优势。预计未来 5 年是市场参与者竞相在全国一二线城市抢占优质地段的阶段，也有望逐渐产生长租公寓的优势品牌。同时，随着租户生命周期的演进，除了单身公寓，也会有契合多种需求的公寓产品出现，包括家庭式公寓、旅游短租公寓等。

万科是最早提出长租公寓理念的房地产开发商，且从 2015 年至今近 2 年的发展使“泊寓”品牌在长租公寓领域已初具规模。目前，万科在城市分布和整体规模方面领先，考虑到租赁市场零散的竞争格局，假设万科未来将按过去的速度发展以获取先发优势，则未来 5 年，万科旗下的公寓规模将有望达到 5.6 万间，假设每间的平均租金在 2000 元/间/月，则长租公寓方面的年收入达到 13.44 亿元。

3.5 长租公寓的典型盈利模式

1) 自持长租公寓的盈利模式

自持长租公寓采用的是“地产资本溢价+租金收入”的盈利模式。地产开发商选择自持，则所在地段处于城市核心区域或具有成为城市核心地段的潜力，租金的回报率较高且比较稳定，而且依托城市未来发展潜力，能收获较高的土地增值溢价。此类地段一般采用集中式开发、品牌化运营、打造高端社区等特点，从而获得较高的租金溢价，提高项目的回报率。

2) 租入获取集中式房源运营长租公寓的盈利模式

此种模式主要的盈利来源是租金差，但在租金溢价有限且前期物业集中改造对资金投入要求较大矛盾下，有效前期投入成本是制胜的关键。前期投入成本主要体现在两方面，一方面是前期融资成本的高低，具有较强的信用等级、融资成本较低的上市企业具有优势；另一方面，前期投入的成本控制考验项目开发、流程控制的能力，则具有丰富项目开发经验的地产房地产开发商具有优势。综上，此模式适合上市房地产商开发商。

3) 租入获取分散式房源运营的盈利模式

此种模式主要的盈利来源是租金差，采用房源分散承包-改造-出租的模式。在分散装修压缩成本有难度和租金相对同地段其他房源溢价有限的矛盾下，房屋的运营能力是制胜的关键，即降低对分散房源的人力管理成本和降低房屋空置率的供需匹配能力是提高收入的关键。在此模式下，房地产中介嫁接中介业务的人海战术和租赁市场的信息优势，有利于解决此模式的痛点。

4) 受业主委托运营管理的盈利模式

在此模式下，盈利来源是运营服务费，在此情况下，建立运营信息系统从而降低房屋的人房比是一种有效的策略，即通过智能化的方式降低管理人员的雇佣成本。另外，为管理的社区提供除定期清洁外的增值服务，也是获取额外收入的重要途径。比如为社区提供餐饮、搬家、社交、租金融资等多元化服务。

3.6 长租公寓的投资模型和估值探讨

1) 自持长租公寓的投资模型

假设地产开发商自持地块 10 年发展集中式的长租公寓，并于 10 年后把地块卖掉。假设有一块 3500 平方米的地块，土地使用率 30% 以内，占地容积率 4，规划建设总建筑面积为 4200 平方米的四层建筑。公寓楼计划建设 100 间房间，每间房间的均摊面积是 40 平米，按公寓的 75% 的公摊率计算，则套内面积为 30 平米/间。假设建筑+装修+生活必须的配套设施(水电、煤气、电信等)是 3500 元/平米的建筑面积，则建筑成本为 1470 万。

根据近期上海拍卖的租赁地块的价格，我们假设购买此 3500 平方米的地块价格为 1 亿，保持估计地价的增值速度与 GDP 同步。

表 8：上海试点住房租赁地块的交易价格

公告日期	城市	区域	宗地名称	土地用途	土地面积 (平米)	规划建筑面积 (平米)	容积率	成交总价 (万元)
2017/3/28	广州市	增城区	增城区新塘镇塘美村后底山地块	住宅用地	42,081	126,243	3	82,300
2017/3/28	广州市	增城区	增城区荔城街庆丰村地块	住宅用地	34,798	97,435	2.8	117,600
2017/3/28	广州市	黄埔区	广州市黄埔区长岭路以北,岭头村以东地块	住宅用地	41,631	62,447	1.5	122,241
2017/3/27	北京市	密云区	北京市密云区密云新城 0102 街区 my00-0102-6002 地块	r2 二类居住用地	13,868	38,830	2.8	22,000
2017/3/24	北京市	顺义区	北京市顺义区仁和镇第 5 街区 05-03-04-3 地块	r2 二类居住用地	41,170	60,109	--	121,000

数据来源：Wind，西南证券整理

另外，由于此开发模式比较适合房地产开发商，所以在此例子中参考万科泊寓的实际情况作出模型中租金、管理费用收入、费效比、管理费用率和财务费用率的假设。

图 9：自持长租公寓的投资模型

项目期	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	Y6	Y7	Y8	Y9	Y10
租金（元/平米/月）	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
租金溢价率	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
租金涨价幅度 (每3年涨6%)				6.0%	6.0%	6.0%	12.4%	12.4%	12.4%	19.1%	19.1%
单位套内租金 (元/平米/月)	39.00	39.00	39.00	41.34	41.34	41.34	43.82	43.82	43.82	46.45	46.45
套内租金 (元/平米/月)	52.00	52.00	52.00	55.12	55.12	55.12	58.43	58.43	58.43	61.93	61.93
每个房间平均面积 (平米)	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40
公摊率占比	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%	75%
套内使用面积 (平米)	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
空置率	30.0%	20.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
年租金（万元）	131.04	149.76	168.48	178.59	178.59	178.59	189.30	189.30	189.30	200.66	200.66
年管理费（万元）	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
违约概念	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
违约金年收入 (万元)	1.09	1.25	1.40	1.49	1.49	1.49	1.58	1.58	1.58	1.67	1.67
公寓年收入	133.63	152.51	171.38	181.58	181.58	181.58	192.38	192.38	192.38	203.83	203.83
费效比 (推广费用率)	10.0%	5.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用率 (维修、保洁、保安等)	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
财务费用率	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%
销售费用	-13.36	-7.63	-1.71	-1.82	-1.82	-1.82	-1.92	-1.92	-1.92	-2.04	-2.04
管理费用	-4.01	-4.58	-5.14	-5.45	-5.45	-5.45	-5.77	-5.77	-5.77	-6.12	-6.12
财务费用	-6.95	-7.93	-8.91	-9.44	-9.44	-9.44	-10.00	-10.00	-10.00	-10.60	-10.60
长租公寓运营毛利	109.31	132.38	155.62	164.87	164.87	164.87	174.68	174.68	174.68	185.08	185.08
长租公寓运营毛利率	82%	87%	91%	91%	91%	91%	91%	91%	91%	91%	91%
期末收益											
GDP增长率	6.70%	6.70%	6.60%	6.60%	6.50%	6.50%	6.40%	6.40%	6.30%	6.30%	6.20%
房价增长系数	1.07	1.14	1.21	1.29	1.38	1.47	1.56	1.66	1.77	1.88	1.99
出售地块价格（万元）											199,350.24
初始成本：											
购买地块（万元）	-10,000.00										
建造+配套+家具 (万元)	-1,470.00										
长租公寓项目 期间现金流	-11,360.69	132.38	155.62	164.87	164.87	164.87	174.68	174.68	174.68	185.08	199,535.32
项目IRR	33.70%										

数据来源：西南证券

买卖地块的资本溢价对此模式的 IRR 影响较大。可以看到自持模式下, 前期的投入较大, 但项目的内部收益率较高。

图 10: 自持长租公寓投资模型关键因素的敏感性分析

对项目IRR影响的敏感性测算			10年后卖地溢价的敏感性测算								
			-40.00%	-30.00%	-20.00%	-10.00%	0.00%	10.00%	20.00%	30.00%	40.00%
33.70%			1.20	1.40	1.59	1.79	1.99	2.19	2.39	2.59	2.79
每月租金溢价的敏感性测算	40.00%	42%	27.22%	29.15%	30.86%	32.38%	33.76%	35.02%	36.19%	37.26%	38.27%
	30.00%	39%	27.20%	29.14%	30.84%	32.37%	33.75%	35.01%	36.17%	37.25%	38.26%
	20.00%	36%	27.18%	29.12%	30.83%	32.35%	33.73%	34.99%	36.16%	37.24%	38.24%
	10.00%	33%	27.17%	29.10%	30.81%	32.34%	33.72%	34.98%	36.14%	37.22%	38.23%
	0.00%	30.0%	27.15%	29.09%	30.79%	32.32%	33.70%	34.96%	36.13%	37.21%	38.22%
	-10.00%	27%	27.13%	29.07%	30.78%	32.30%	33.69%	34.95%	36.11%	37.19%	38.20%
	-20.00%	24%	27.12%	29.06%	30.76%	32.29%	33.67%	34.93%	36.10%	37.18%	38.19%
	-30.00%	21%	27.10%	29.04%	30.75%	32.27%	33.66%	34.92%	36.08%	37.16%	38.17%
	-40.00%	18%	27.08%	29.02%	30.73%	32.26%	33.64%	34.90%	36.07%	37.15%	38.16%

数据来源: 西南证券

2) 租入集中式或分散式房源运营长租公寓的投资模型

假设长租公寓运营商通过集中式或分散式租赁了 100 间房间进行运营, 其中每间房间的原始租金成本为 a 元/月, 以下把所有的收入和成本都通过 a 进行计算, 以表示不同量之间的关系。由于此种模式比较匹配地产中介在信息整理方面的能力, 所以在此以世联行红璞公寓作为测算的对象。

图 11: 租入集中式或分散式房源运营长租公寓的投资模型

项目期	Y0	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	Y6	Y7	Y8	Y9	Y10
租金相对成本的溢价率	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%	80.0%
租金涨价幅度 (每3年涨6%)				6.0%	6.0%	6.0%	12.4%	12.4%	12.4%	19.1%	19.1%
每间房最终收取的租金	1.80a	1.80a	1.80a	1.91a	1.91a	1.91a	2.02a	2.02a	2.02a	2.14a	2.14a
空置率	30.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
年租金	1,512.00a	1,944.00a	1,944.00a	2,060.64a	2,060.64a	2,060.64a	2,184.28a	2,184.28a	2,184.28a	2,315.34a	2,315.34a
年管理费 (假设每月管理费为租金的8%)	120.96a	155.52a	155.52a	164.85a	164.85a	164.85a	174.74a	174.74a	174.74a	185.23a	185.23a
违约概念	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
违约金年收入	18.00a	18.00a	18.00a	19.08a	19.08a	19.08a	20.22a	20.22a	20.22a	21.44a	21.44a
公寓年收入	1,650.96a	2,117.52a	2,117.52a	2,244.57a	2,244.57a	2,244.57a	2,379.25a	2,379.25a	2,379.25a	2,522.00a	2,522.00a
费效比(推广费用率)	10.0%	5.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用率 (维修、保洁、保安等)	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
财务费用率	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%
销售费用	-165.10a	-105.88a	-21.18a	-22.45a	-22.45a	-22.45a	-23.79a	-23.79a	-23.79a	-25.22a	-25.22a
管理费用	-49.53a	-63.53a	-63.53a	-67.34a	-67.34a	-67.34a	-71.38a	-71.38a	-71.38a	-75.66a	-75.66a
财务费用	-85.85a	-110.11a	-110.11a	-116.72a	-116.72a	-116.72a	-123.72a	-123.72a	-123.72a	-131.14a	-131.14a
长租公寓运营毛利	1,350.49	1,838.01	1,922.71	2,038.07	2,038.07	2,038.07	2,160.35	2,160.35	2,160.35	2,289.98	2,289.98
长租公寓运营毛利率	82%	87%	91%	91%	91%	91%	91%	91%	91%	91%	91%
初始成本:											
10年租金一次付清 (平均每个房间租金a元/月)	-12000a										
重新装修+配套+家具 (一个房间的装修成本相当于)	-1000a										
长租公寓项目期间现金流	-11,649.51a	1,838.01a	1,922.71a	2,038.07a	2,038.07a	2,038.07a	2,160.35a	2,160.35a	2,160.35a	2,289.98a	2,289.98a
项目IRR	11.87%										

数据来源: 西南证券

此种模型在两种情况下盈利状况会更优：1) 通过租用厂房进行改建，则租金成本与公寓租金之间的比例可能高于 1.8，从而获得更高的租金差；2) 通过分散式的方式租赁房源，长租公寓运营商作为 B 端的谈判者，议价能力较强，有利于获取较低租金成本。另外，根据如下敏感性分析，可以发现租金溢价相对空置率对项目 IRR 的影响更大。

图 12：租入集中式或分散式房源运营长租公寓模型的关键因素敏感性分析

对项目IRR影响的敏感性测算			每月租金相对租金成本的溢价的敏感性测算								
			-20.00%	-15.00%	-10.00%	-5.00%	0.00%	5.00%	10.00%	15.00%	20.00%
11.87%			47%	58%	68%	76%	80.0%	84%	92%	106%	128%
稳定空置率的名感性测算	20.00%	16%	5.47%	7.19%	8.67%	9.75%	10.31%	10.87%	12.03%	13.92%	16.77%
	15.00%	13%	6.10%	7.84%	9.35%	10.44%	11.01%	11.58%	12.76%	14.68%	17.59%
	10.00%	12%	6.50%	8.26%	9.78%	10.89%	11.47%	12.04%	13.23%	15.18%	18.11%
	5.00%	11%	6.74%	8.51%	10.04%	11.16%	11.74%	12.32%	13.52%	15.48%	18.43%
	0.00%	10.0%	6.86%	8.63%	10.17%	11.28%	11.87%	12.45%	13.65%	15.62%	18.58%
	-5.00%	10%	6.97%	8.75%	10.29%	11.41%	12.00%	12.58%	13.79%	15.76%	18.73%
	-10.00%	9%	7.19%	8.98%	10.52%	11.65%	12.24%	12.82%	14.04%	16.02%	19.02%
	-15.00%	7%	7.48%	9.28%	10.84%	11.98%	12.57%	13.16%	14.38%	16.38%	19.40%
	-20.00%	6%	7.80%	9.62%	11.19%	12.34%	12.94%	13.53%	14.77%	16.79%	19.83%

数据来源：西南证券整理

4 长租公寓的市场格局

4.1 长租公寓的参与主体

目前，在长租公寓市场上主要有三类参与主体：

表 9：长租公寓的三类市场参与主体

参与主体	地产开发商	房地产中介	“互联网+”创业项目
主要运营模式	以集中式为主	集中式和分散式兼而有之	以分散式为主
参与长租公寓的考虑	为了运营自持地块	了解租房痛点，通过直击痛点收取租金溢价，并增加盈利模式	通过互联网思维接入租赁管理，实现开源节流
竞争优势	地块自有，资金优势，集中装修突显成本优势	在获取房源和寻找租户方面具有信息优势；匹配能力较强可以降低空置率	注重对信息化管理的投入，才信息化入手降低运维和管理成本
痛点	项目以自持为主，前期投入较大，回收期较长	无法享受资产增值收入	受资金和房源的约束较多
典型项目	万科——泊寓 招商蛇口——壹栈、壹间和壹棠	世联行——红璞公寓 链家——自如	魔方公寓 蘑菇公寓

数据来源：西南证券整理

4.2 海外长租公寓的企业

海外长租公寓的运营主要有两种模式：

表 10：海外长租公寓模式的借鉴

典型企业	EQR	Daito
盈利来源	资产增值+租金	承建和后期运营管理实现的租金差
提高盈利能力的举措	资本利得：核心区域壁垒高，成长性高；非核心地区实现低买高卖 租金溢价：服务多样化获租金溢价	收入端提高入住率和提高租金溢价；成本端进行运营管控，压低成本
国家	美国	日本
运营核心约束	投入资金规模大	确保房源质量；运营效率的提高
解决方法	1、以 REITs 形式上市后，融资渠道广泛，股权+债券 2、享受美国 REITs 税收优惠 3、房屋两大，配备专业管理团队，通过多样化服务收取租金溢价	1、“以建引租”是获取房源的护城河 2、通过长短租结合，搭配单身、家庭、旅游等不同需求， 3、最大限度提高租金溢价和降低房屋空置率 外包信息管理系统，专注服务，提高人房比
对我国的借鉴意义	比较适用于农村集体用地开发或房地产开发商自持地块。投资核心城市周边可能形成卫星城的区域，或二三线城市周边。区位要求交通方便或交通在建，未来人口可能聚集的区域	比较适用于国内房地产中介的运营。通过借鉴长短租结合的管理方式，搭配满足多种人群的需求

数据来源：西南证券整理

4.3 长租公寓的核心竞争要素

我们认为，未来具有较强融资能力、资产运营能力和优质服务，是成为长租公寓领域领跑者的三种必备要素，且此三方面能力相辅相成，缺一不可。

由于长租公寓是新兴的方向，目前各市场参与者均处于摸索的阶段。我们认为长租公寓行业具有一定的规模效应，所以能够通过有效的融资手段募集资金进行扩张的，在品牌扩张上更容易率先抢占市场份额，并获得规模优势，而且房源的多寡在某种程度上是长租公寓的一道护城河。

同时，规模的优势必须搭配有效的成本控制流程、精细化的运营管理，否则铺开的规模和较多的房源优势也可能因为较高的空置率而削弱本应享受的规模优势。

另外，品牌服务是此行业的长胜之道，日本 Daito 对国内服务的借鉴意义更大。如上讨论，长租公寓有三种盈利来源：租金差、管理和生活服务以及租客社区衍生服务。我们认为长租公寓的核心是服务，服务周到才能最终赢得租户的信任，长期维持较高的租金溢价和较低的空置率，也为管理和生活服务以及后续的租客社区衍生服务提供保障。Daito 精耕细分租赁服务，包括长短租搭配，同时满足单身、家庭和旅游等多种需求。

当然衍生服务的叠加也许是未被开发的商业模式。但是长租公寓的本质是优质的租赁服务，如果没有良好的租赁体验，则衍生服务就很难长久地维持。

5 相关受益标的梳理

我们分两条主线推荐长租公寓概念相关优质标的：

- 1) **地产开发商**：推荐丰富项目开发经验、品牌实力强、融资能力强的房地产开发企业，预期有望在集中式出租方面发力。重点推荐享有资源优势并快速布局长租公寓板块的招商蛇口（001979）、金地集团（600383），建议关注龙湖地产（0960.HK）等；
- 2) **地产中介**：推荐市场口碑好、具有信息优势且有较多运营经验的房地产中介服务商，首推世联行（002285）。

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn

请务必阅读正文后的重要声明部分