

投资评级 **增持** 维持

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

《房地产行业 2017 年 1-7 月数据点评：单月投资大幅回落，关注后期旺季销售》
2017.08.16

《海通地产第 32 周周报：成交量环比小幅上涨，一线城市销量继续下滑》
2017.08.13

《房地产行业土地数据 7 月月报：一线城市土地供求环比上升，成交价下降》
2017.08.10

分析师：涂力磊

Tel: (021)23219747

Email: tll5535@htsec.com

证书: S0850510120001

联系人：杨凡

Tel: (021)23219812

Email: yf11127@htsec.com

中国长租公寓行业蓝皮书：产业格局与运营模式探讨

投资要点：

- **长租公寓开启房地产下半场较量。**伴随着人口红利的下降和重点城市城镇化日趋成熟，中国房地产增量正逐渐走向稳定。15-16 年重点一二线城市房价快速上涨，房价和收入比日渐攀新高，买房的门槛越来越高。与此同时，从中央到地方利好长租公寓的政策接连不断的提出，为长租公寓的长期发展正在逐步搭建政策基础。15 年长租公寓市场的主要运营者是以私募基金投资为依托的创业型公司为主，后续房地产中介、房地产开发商纷纷加入竞争行列中。房地产行业下半场在存量市场方面的竞争悄然拉开序幕。
- **长租公寓运营模式分四大类，集中式重资产盈利空间最大。**长租公寓企业的运营模式可以分成两个维度：资本运作角度可分重资产和轻资产；资产空间分布角度可分为集中式和分散式。在**重资产**模式下，企业可以获得资金收益和资产升值收益。在**轻资产**模式下，企业作为二房东主要获取租金差的收入。集中式模式下，企业可以提供标准化公寓，通过集采建材和集中管理降低成本，盈利空间好于分散式。结合资本运作和资产空间分布，我们可以将长租公寓分为四象限：重资产分散式、重资产集中式、轻资产分散式、轻资产集中式。重资产集中式即具备资产价值和租金双重收益，又在租金收益和成本控制端好于分散式，所以盈利空间最大。
- **日美成熟市场的龙头租赁公司的成功存在共性。**我们通过对美国重资产模式代表 EQR 和日本轻资产模式代表大东建托的运营模式，发现成功龙头公寓运营企业具备相同气质：1) 选取合适的地理位置，精准定位供小于求的市场，从项目建立初期降低后期租赁的空置率风险；2) 不断打造品牌知名度吸引更多客源；3) 提高日常租赁管理质量、为客户提供各种便利，提高客户居住体验。
- **中国长租公寓轻重模式可并行。**中国长租公寓目前主要以轻资产为主，重资产模式还未开启序幕。重资产模式的主要难点在于收购资产需要大量资金支持，同时购买资产和改造过程存在的风险也高于轻资产模式。我们认为中国长租公寓企业可以走重资产路线，但并非所有参与者都适合。由于重资产模式需要企业搭建资产投资、设计开发、装修等人员配备和集采渠道，所以对于已经具备上述职能部门的房地产中介和房地产开发商来说更具备优势。此外，我们认为一二线旧城改造过程中村集体自留地可成为获得长租公寓房源的机会窗口。合理利用一二线城市旧改项目，长租公寓企业既可以和村集体形成股权合作走重资产路线，也可以通过代建方式只参与前期项目规划和后期运营走轻资产路线。
- **投资建议：**中国长租公寓行业前期竞争焦点集中于在于拓展规模和树立品牌。我们认为 A 股值得关注的已经参与长租公寓建设的上市公司有 1) 规模领跑者：万科 A、世联行；2) 后起之秀：龙湖地产、市北高新、国创高新；3) 系统平台：三六五网。**风险提示：**行业参与门槛不高，可能造成竞争激烈，盈利摊薄。

行业相关股票

股票代码	股票名称	EPS (元)			投资评级	
		2016	2017E	2018E	上期	本期
000002	万科 A	1.90	2.19	2.52	买入	买入
002285	世联行	0.37	0.45	0.53	买入	买入
600604	市北高新	0.08	0.13	0.17	买入	买入
002377	国创高新	0.09	0.27	0.34	暂不评级	暂不评级

资料来源：Wind，海通证券研究所

目 录

1. 长租公寓企业运营模式研究框架	6
1.1 长租运营模式：轻 Vs. 重、集中 Vs. 分散	6
1.2 长租公寓产业链	8
2. 品牌公寓市场空间	10
3. 长期政策导向利好行业发展	11
4. 长租公寓盈利模式案例分析	14
4.1 美国案例：EQR（重资产）	15
4.2 日本案例：大东建托（轻资产）	21
4.3 EQR 和大东建托盈利对比	23
4.4 小结	25
5. 长租公寓在中国现行环境下的发展探讨	26
5.1 中国房地产环境下长租公寓发展难点	26
5.2 中国长租公寓运营模式探讨	28
6. 估值和投资建议	31
6.1 长租行业估值体系	31
6.2 投资建议	36
7. 风险提示	37

图目录

图 1	长租公寓运营模式两维度四象限.....	8
图 2	长租公寓产业链	9
图 3	高等教育普通高校预计毕业生数增长率	10
图 4	中央及地方政府关于租赁市场重要政策	12
图 5	UPREIT 结构	15
图 6	EQR UPREIT 结构	16
图 7	EQR 发展历程 —— 扩张阶段	17
图 8	EQR 负债率及同比增长率	17
图 9	EQR FFO 收益率	17
图 10	美国房地产市场情况	18
图 11	美国租金收入及房屋价格指数	18
图 12	EQR 发展历程 —— 精简阶段	18
图 13	EQR 持有物业数量	19
图 14	EQR 截至 2016 年底各区域公寓占比	19
图 15	EQR 收购和出售物业数量	19
图 16	EQR 资产收购和出售价格	19
图 17	EQR 各区域公寓占比	19
图 18	2003-2015 年 EQR 客户和美国平均年收入复合增速	20
图 19	2006-2016 EQR 租金、NOI 和成本复合增速	20
图 20	2016 年管理成本占收入比例	20
图 21	EQR 布局的核心区域市场情况	20
图 22	大东建托营业模式	22
图 23	大东建托房屋租赁管理	22
图 24	大东建托埼玉县公寓外观图	23
图 25	大东建托埼玉县公寓内饰	23
图 26	EQR 净利润来源	23
图 27	EQR 成本拆解	23
图 28	EQR FFO 和可比 FFO （美元每股）	24
图 29	大东建托年收入（十亿日元）	24

图 30	大东建托各项业务毛利率 (%)	24
图 31	大东建托毛利润构成	25
图 32	大东建托营业成本构成和净利润	25
图 33	一线城市的租金同比涨幅 (%)	27
图 34	美国住房租金涨幅	27
图 35	中国房价指数	27
图 36	美国房价指数	27
图 37	世联行：村集体拿地模式示意图	31
图 38	沪深 300 金融服务市盈率 (倍) *	35
图 39	长租公寓估值体系	36

表目录

表 1	中国重点一二线城市房价和招聘季求职工资.....	10
表 2	品牌公寓市场测算.....	11
表 3	2015 年至今租赁市场重大政策汇总	12
表 4	2016 年 8 月至 17 年 3 月各省出台的支持租赁市场发展的文件	13
表 5	各国 REITs 税收政策汇总	28
表 6	美国公寓指数中的上市公司财务信息.....	32
表 7	A 股自持物业类上市公司	33
表 8	新房、二手房、租房平台交易系统特点对比.....	33
表 9	美股和 A 股平台交易上市公司	34
表 10	可比公司估值.....	37

房地产租赁市场对于中国而言既是发展近二十年的行业，又是一个高度分散缺乏龙头企业、政策刚开始触及并完善，未来发展模式存在不断更新的新兴产业。伴随行业下半场对存量市场争夺的关注，以及国家层面开始大力支持长租，我们认为长租行业有望进入真正的资源整合和模式更新状态。

考虑租赁市场在居民居住需求中的重大作用，我们认为发展长租市场的重要意义与 98 年房地产市场化改革类似，属于中国房地产市场第二次房改。

1. 长租公寓企业运营模式研究框架

伴随 15-16 年房价上涨和首次置业门槛提高，越来越多年轻人主动或被动选择租房。中国租赁市场目前处于快速发展期。创业类企业、房地产中介、房地产开发商和酒店运营商都在试水长租公寓。根据 2015 年中国饭店协会公寓委员会统计，国内拥有规模公寓企业超过 500 家，公寓间数超过 100 万间。

市场运营长租公寓的品牌很多且各显神通。总体来看，长租公寓的运营模式主要分为两种：轻资产和重资产。公寓的地理位置空间分布又可以分为集中式和分散式。运营模式的不同导致公司核心运营指标有所差异。本章着重讨论长租公寓企业运营模式的研究框架。

1.1 长租运营模式：轻 Vs. 重、集中 Vs. 分散

长租公寓的运营分两个维度：资本运作和资产集中度。

- **资本运作分为重资产和轻资产。**所谓重资产，即为企业通过收购和/或自建获得资产的所有权，装修后对外出租的经营模式。重资产模式下，企业拥有资产所有权和经营权。轻资产模式下，企业通过和资产所有者（房东）签订租约，在一定期限内获得资产的经营权。在租约期限内，企业可以对外出租获得出租租金，租金减去上交给房东的底租，即为企业实际获得的租金差收入。轻资产模式下，企业只有资产经营权没有所有权。

重资产和轻资产运营模式各具优势：

- 1) 在重资产模式下，企业不仅可以获得资金收益，同时还可以获得资产持有时获得的资产升值收益。但是重资产模式在前期买楼和建造期投入高，先期资本沉淀大，对资本运作要求高。
- 2) 轻资产模式因前期沉淀资金相对少，所以可以在短时间内快速拓展。但是轻资产的问题在于“薄利多销”。由于需要定期（每月或每季度）交付房东底租而不能享有长期资产升值，所以轻资产模式企业只能赚取租金差。如何尽可能拉大出租租金和底租租金的差距，是此类企业的挑战。

- **从资产集中度(空间位置)来看，长租公寓的运营分集中和分散两种。**集中式为整栋楼改造成为公寓楼，对外统一招租。分散式则是以房间为单位，零散分布在城市不同区位。集中式和分散式各有利弊，但总体而言集中式公寓的盈利空间更大。集中式公寓的盈利优势具体体现在以下几个方面：

- 1) **租赁期限：**租赁期限的长短主要指的是轻资产模式下，长租公寓企业从房东手里收楼时和房东签订的使用房间/楼房的时长。租赁期限越长，轻资产模式的长租公寓企业的运营风险越小，否则企业需要不断寻找新房源。集中模式下，企业通常签约整栋楼，而资产所有者通常为机构，企业和机构签订租赁期限一般为 10-15 年。分散模式下，企业通常和零散的户主签约，

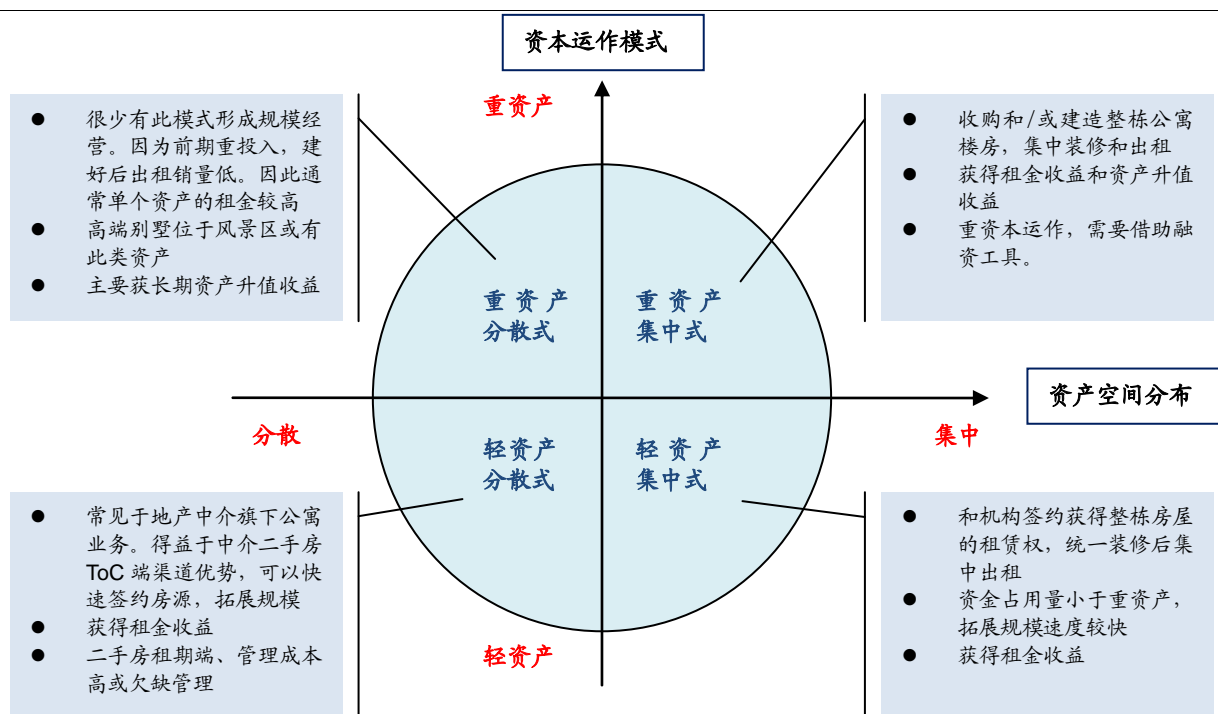
时间在 3-5 年不等。

- 2) 装修: 集中式公寓对整栋楼统一装修, 所以可以通过集采降低装修成本。同时, 公司可对集中式公寓统一安排出房时间, 根据年内租赁需求高峰和低谷合理计划营销宣传, 提高出租率。相比之下, 分散式装修需要根据散户房东的出房时间而安排装修和出租, 时间零碎, 难以形成集采和统一营销。所以装修以及装修引发的后续营销和出租等方面, 集中式优于分散式。
- 3) 管理: 衡量长租管理效率的指标之一为“人房比”, 即一个人管理多少间房。一个管理人员对应的房间数量越多管理效率就越高, 单位房间的人工成本越少。因为集中式公寓租户居住在同一栋大楼, 所以便于管理人员集中管理。分散式公寓由于分散在城市不同区位, 所以在设置管理人员时, 通常看以管理人员所在办公地点为中心 3 公里为半径划分管理区域。各分散式公寓企业的管理半径长短不同。但是毫无疑问的是, 半径距离越长, 管理难度越高, 管理效率越低。分散式公寓的房源区位和管理成本互相牵制。
- 4) 安保: 17H1 出租房安全问题层出不穷, 房屋安全问题一时成为焦点。集中式公寓通过统一装修和管理可以大大增加安保系数。例如万科泊寓和世联行红璞公寓都安装了智能门锁, 入住租客身份信息和公安系统相连, 可第一时间查出可疑人物。此外公寓大楼内定点有火警器和消防栓, 出租前经过消防安检认证。分散式房源的安保主要依赖于房子所在小区已有的安保配备, 安保系数相对较低。
- 5) 社区氛围: 目前长租公寓的主要客户群体为 20-35 岁的青年, 他们正处于事业发展和资本积累时期, 暂时还没有组建家庭。集中式公寓将青年人聚集在一起可以形成良好的社区氛围, 例如泊寓、红璞和冠寓都举办了社区活动, 给年轻人提供结识志同道合朋友的机会。分散式的出租公寓则很难有这方面的优势。社区氛围的营造是软实力, 在租赁同质化的竞争中, 会在无形中对年轻租客产生更强吸引力, 从而加大客流量, 提高出租率。
- 6) 社会效应——增大房源供应方面: 目前政府开始大力鼓励长租市场发展。政府发展初衷在于通过租赁市场解决部分居民住房困难问题, 力争通过有效增大租赁市场房源来平抑房价。分散式长租相对集中式长租而言, 在新增租赁住房供给方面效果并不明显。大部分分散式长租属于将已经在市场租赁的房源集中后再次出租, 而集中式长租存在将厂房、酒店式公寓、学校、企业宿舍中闲置资源整合后再次推向市场的盈利模式。从新增房源供应方面, 集中式长租意义更大。
- 7) 社会效应——有效抑制房价上涨方面: 政府发展长租市场的同时, 并不希望看到租赁市场价格涨幅过快。不论分散式还是集中式, 在能否有效降低租赁市场价格方面目前并不明显。从实际调研中, 我们发现不论是集中式还是分散式其租金价格均比周边个人业主市场价格更高。但是从运营整体和管控而言, 如果政府统一需要降低价格时, 集中式长租可以压缩的空间较分散式略有优势。

综上所述, 集中式运营模式 ToB 端获取房源, 租期稳定时间长, 整栋房源便于集采装修和管理, 安保系数高, 社区氛围浓厚, 长期运营风险和成本较低。相比之下, 分散式运营模式 ToC 端获取房源, 租期短、房源分散, 长期运营风险和成本相对较高。

总体概括来看, 长租公寓运营模式可以分为两个维度四个象限: 重资产集中式、重资产分散式(实际几乎没有该模式)、轻资产集中式、轻资产分散式。四种运营模式的优劣请见图 1。

图1 长租公寓运营模式两维度四象限



资料来源：海通证券研究所

1.2 长租公寓产业链

中国的长租公寓的产业流程大致为获取房源→设计装修→营销签约→日常运营管理→后期项目退出。在整个产业流程中，除了通过收购资产和租赁获得资产价值和租金收益以外，产业链上其他可以产生的业务主要包括 1) 获得房源后装修设计；2) 运营过程中大数据系统的应用；3) 日常运营过程中的附加服务：例如租金贷款、家具租赁等。长租公寓全产业链条的盈利点总结如下：

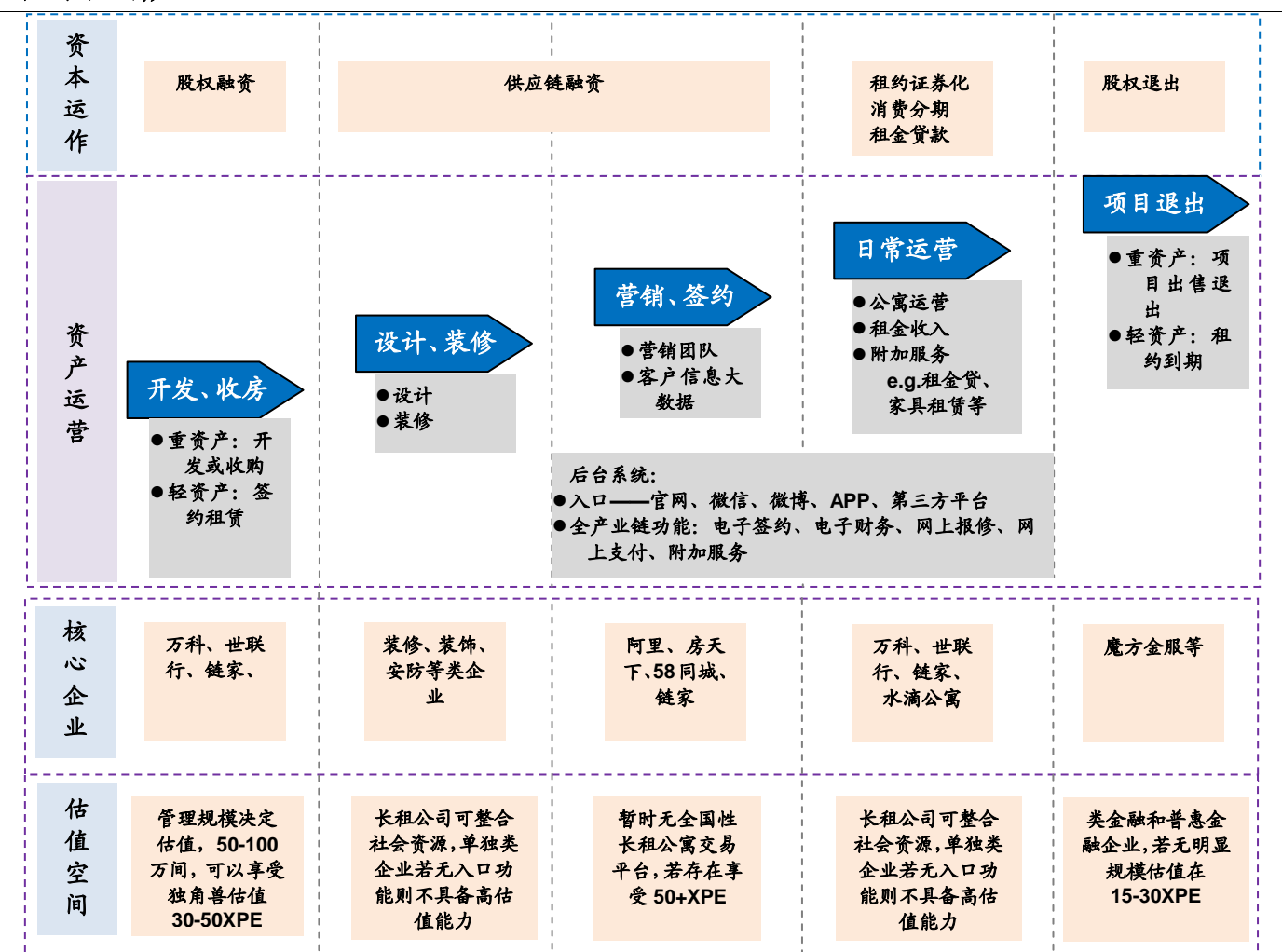
- 1) **获得房源：**获得房源的方式和企业选择轻资产还是重资产息息相关。如果是重资产模式，前期需要大量资金收购或建造楼盘，则需要股权融资辅助。如果以轻资产模式获得房源，企业只需要和机构或个人签订租赁合同，约定租赁的期限和租赁期间租金涨幅标准。

和其他房地产业态相同，长租公寓的地理区位非常重要。目前中国长租公寓企业主要面向 20-35 岁左右单身青年，以满足他们成家前的住房需求，因此在选择房源方面企业会根据受众需求选择交通便利、临近 CBD 区域的楼房。区位的选择很大程度上决定了出房时需求的多少。在确定地理位置合适的基础上，企业其次会考虑楼房改造难易程度等。在获取合适的房源很大程度上决定了后期的需求以及空置率、租金水平、以及如果是重资产运营的话资产的升值空间。

- 2) **设计装修：**通常集中式公寓的设计和装修风格统一，便于通过集采方式降低装修成本。设计和装修到位的公寓更有吸引力，一方面可以增加租赁需求减少空置率，一方面可以给企业带来一定的租金溢价空间。
- 3) **附加服务：**长租公寓运营商可以在租户居住期间充分挖掘租户的各项需求，例如提供家具租赁、租金贷款、客户由租客转为购房者时享受合作方家具购买优惠等。附加服务需要长租公寓企业广而深的合作脉络，充分利用合作伙伴的资源优势吸引租客。如果长租公寓企业自身业务完善，可以直接提供附加服务，则长租公寓企业可以在附加服务上在获取一定的收益。

- 4) **系统平台:** 系统平台在长租公寓的运营中扮演重要角色。完善的平台系统可以大大节约长租公寓运营期间的人工成本。一个成熟的网络平台系统,可以做到前端产品设计¹、网签形成电子合同、租赁期间保修等和客户维持高频互动并及时反馈客户各类需求。也可以做到后端客户数据信息搜集用于未来产品改善和财务数据整理等。全链条网络平台在可以大量节省运营过程中各类人工成本,包括但不限于管理人员成本、财务人员成本、营销成本等。然而,系统平台的搭建非一蹴而就,需要前期资本投入和研发。已经拥有较成熟的长租公寓企业在成本端较竞争者具备先发优势。
- 5) **租约证券化:** 租约证券化是在长租公寓收租的基础上衍生出来的金融产品,例如用租金收益作为底层资产发行公募或私募 ABS 为企业融资。发行租约证券化首先需要底层资产的租约房间数达到一定量级,以分散租客租约到期的空置率风险。由于租约证券化抵押的是租约上签订的未来现金,而不是资产,因此租约证券化的审批可能会更严格,需要房东确权、二房东经营资格和历史经营情况、租客身份和租约细则等方面的信息。

图2 长租公寓产业链



资料来源: 海通证券研究所

¹在有一定客户基础上, 搜集客户反馈获得客户喜好, 并将大部分客户喜好反映到产品研发中。

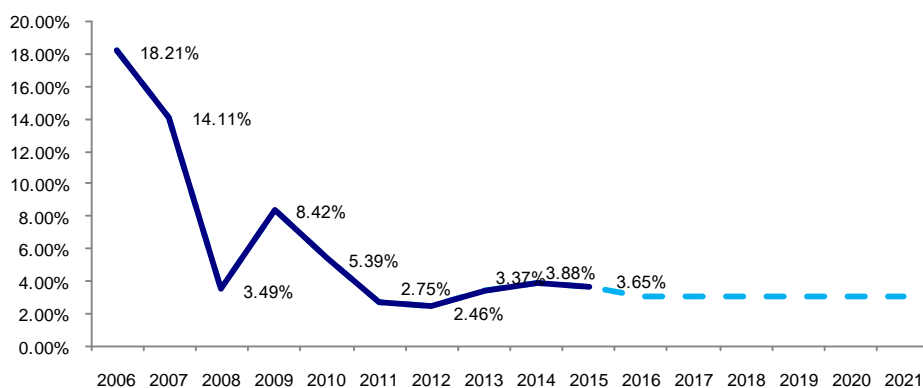
2. 品牌公寓市场空间

目前市场上对于长租公寓的主要受众群体有多种测算方法，其中常见测算方式是根据人口流动测算，而测算的是长租公寓子行业整体的潜在需求。由于市面上长租公寓类型多样，需求的体量其实也会分层次。按照长租公寓的品质和租金从低到高将长租公寓排序，行业可大致分为：廉租房、散户出租、品牌公寓、服务式酒店公寓等。

根据我们的市场调研，市面上品牌公寓主要的客户群体为刚毕业的大学生和年轻白领，年龄 20 岁到 35 岁之间的单身青年。虽然部分品牌公寓正在研究如何提供家庭型的公寓，但是家庭型的公寓目前还处于实验区而单身青年的公寓已经投入规模化扩张。本报告中，我们重点计算单身青年的长租公寓需求量和潜在的市场空间。

首先根据国家统计局统计的普通高校毕业生数，05-10 年期间每年普通高校毕业生同比增速有明显下滑，10 年以后每年普通高等院校毕业生年增长速度趋于稳定，大约为 3.5%。我们可根据历史数据假设 16-20 年大学生毕业人数每年以 3% 增长。

图3 高等教育普通高校预计毕业生数增长率



资料来源：WIND，海通证券研究所

其次，毕业生在毕业后需要积累一定财富才能首付买房。根据搜狐焦点社会调查，调查样本中有近 76% 左右的毕业生无力支付买房，约有 93% 的毕业青年需要父母支付全部或者部分首付才能买房。大部分重点一二线城市房价的快速上涨幅度超过了工资上涨幅度，这也就意味着越晚毕业青年靠自身奋斗买房的时间可能会越来越长。根据以上数据，我们可以大致假设三分之一的毕业生毕业之后靠自身或父母买房，剩余三分之二的毕业生在毕业之后首先租房。

表 1 中国重点一二线城市房价和招聘季求职工资

城市	平均房价 (元每平方米)	同比增长 (%)	平均工资 (元每月)	同比增长 (%)	九十平米住房房价/年工资
北京	40693	21.80%	8717	30.34%	35.01
上海	42764	27.40%	8825	30.28%	36.34
广州	16940	9.40%	7178	8.20%	17.70
深圳	54946	29.40%	8141	21.83%	50.62
南京	20155	22.2%	6487	15.22%	23.30
杭州	20190	17.40%	7267	9.23%	20.84
武汉	12776	31.60%	6050	9.94%	15.84
合肥	11272	30.98%	5947	7.40%	14.22
天津	16548	37.60%	5855	6.30%	21.20
厦门	30769	22.62%	6737	18.57%	34.25

资料来源：中指院、智联招聘秋季人才报告、Wind、中商情报网，海通证券研究所

第三，中国青年由租房需求变为买房需求的年龄段可以参考平均结婚年龄，通常结婚是促使青年夫妇买房的重要驱动力之一。根据北京大学社会调查研究中心和百合网婚恋研究院于 2016 年初发布的《2015 中国人婚恋状况调查报告》，全国初婚年龄约为 26 岁，硕士生和博士结婚年龄较晚（调查样本都在 27 岁以后）。正常情况下本科毕业时的年龄约为 22 岁，如果以 26 岁为结婚的平均年龄计算，则大学生毕业后至少有四年的时间内有租房需求。

如果我们假设大学生本硕博每年毕业人数稳定增长 3%，毕业后四年结婚并婚后不再租房，新毕业的大学生约有 30% 可以通过父母解决首次住房需求，那么我们可以保守测算毕业青年的大致租赁需求（详见表 2）约为每年 7000 多亿元。如果考虑到市场竞争者主要以轻资产运营的方式运营长租公寓，以 60% 左右的底租大致测算，刨除底租后的租金差市场规模为 4000 多亿元。

表 2 品牌公寓市场测算

	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
1 每年大学生毕业人数（百万）	6.52	6.74	7.00	7.25	7.47	7.70	7.93	8.17	8.41
2 增速（%）	2.46%	3.37%	3.88%	3.65%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
3 研究生和博士生录取人数	0.59	0.61	0.62	0.65	0.67	0.69	0.71	0.73	0.75
4 增速（%）	13%	6%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
5 进入职场大学生测算 5=1-3	5.93	6.13	6.38	6.61	6.81	7.01	7.22	7.44	7.66
6 研究生和博士生毕业人数	0.49	0.51	0.54	0.55	0.56	0.58	0.60	0.62	0.63
7 增速（%）	5%	4%	2%	4%	3%	3%	3%	3%	3%
8 普通高校和研究生毕业人数 8=6+5	6.41	6.64	6.91	7.16	7.37	7.59	7.82	8.05	8.29
9 每年租房人数比例	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
10 累计需求（前四年累计，包括本年）					24.15	24.97	25.80	26.59	27.39
11 2500 元租金，租金收入（亿元）					7244.52	7491.41	7738.81	7977.98	8215.88
12 减去 60% 底租					4346.71	4494.85	4643.29	4786.79	4929.53

资料来源：Wind，海通证券研究所

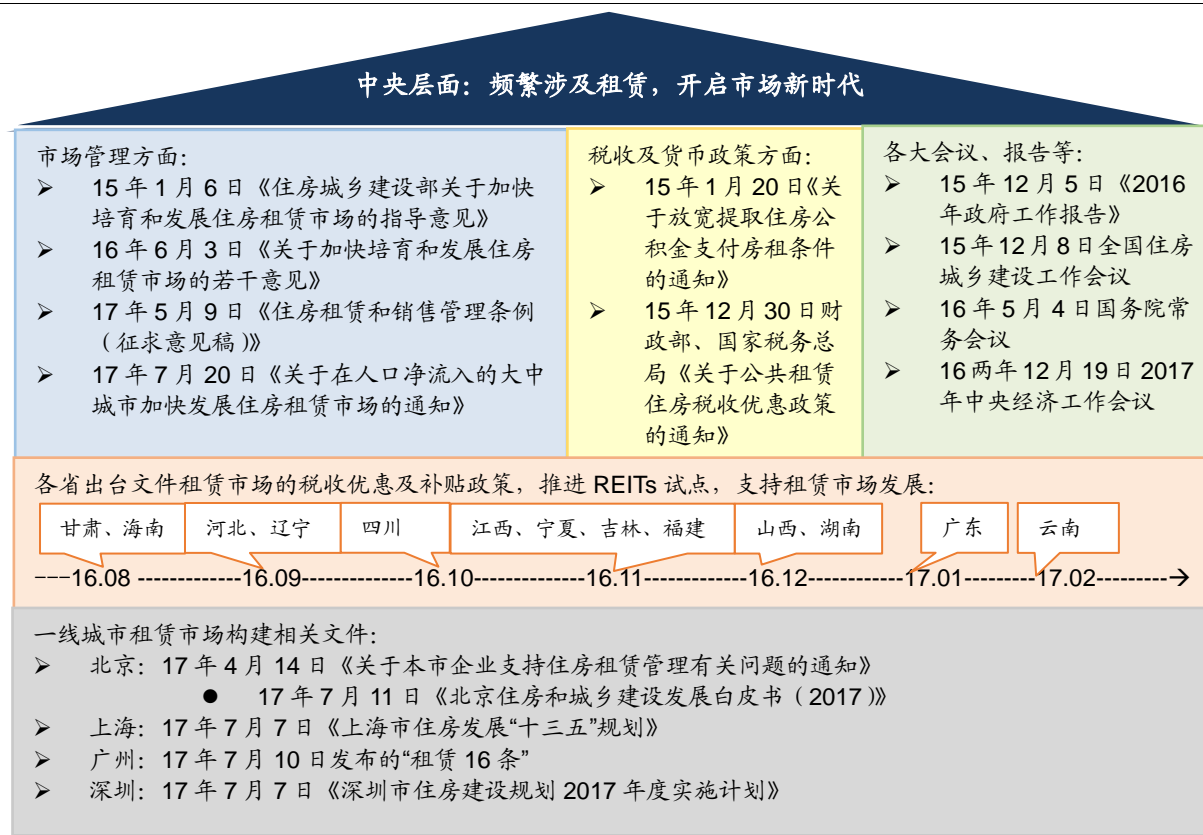
3. 长期政策导向利好行业发展

租赁政策春笋般涌现，租赁企业受益。15-16 年是中央政策关注长租公寓并提出大致政策导向和发展框架的时期。2015 年，中央政府文件和工作会议接连提出大力发展住房租赁市场的发展方向和相关具体措施，政策导向主要为支持住房租赁经营机构、公积金支持租房租赁等。2016Q1 国务院首次提出租购并举的政策，提议将外来人口纳入到公租房供应范围。2016 年 5 月李克强主持国务院工作常务会议时，就鼓励租赁企业发展、推进公租房货币化、完善税收优惠和加强监管等四方面提出了政策导向。总体来看 15-16 年期间，中央层面接连提出租赁市场发展框架五大方面：加快租赁企业发展、促进公积金在租赁方面的使用、公租房货币化、税收优惠制度和市场监管。

16 年底和 17 年初，住建部两次发文推进租赁企业机构化和规模化发展，并提出 12 个城市作为租赁市场的试点城市。从政策框架到试点，租赁市场的政策正在从导向逐步落实到实践。从 17 年 Q1 住建部的政策导向可以看出政策先利好租赁企业的发展，支持租赁企业规模化发展，提供更多租赁房，以满足市场住房需求。

中央提出租赁市场政策导向后，各地方政府积极响应中央号召。从 16 年 8 月开始，广东、四川等 14 省出台培育住房租赁市场的实施意见和办法，给予租房市场政策优惠、鼓励 REITs 试点。17 年北上广深等一线城市愈发关注租赁市场的发展，紧跟中央步伐，出台多项政策扶持租赁市场。从中央到地方政府长租公寓的政策风口正在逐步打开。

图4 中央及地方政府关于租赁市场重要政策



资料来源：国务院，住建部，财政部，国家税务总局，人民网，中国政府网，各省市政府官网，海通证券研究所

表3 2015年至今租赁市场重大政策汇总

文件名称	发布时间	发布部门	主要内容
《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》建房[2015]4号	2015/1/6	住房城乡建设部	总体要求。发挥市场在资源配置中的决定性作用和更好发挥政府作用，积极推进租赁服务平台建设，大力发展住房租赁经营机构，完善公共租赁住房制度，拓宽融资渠道，推动房地产开发企业转型升级，用3年时间，基本形成渠道多元、总量平衡、结构合理、服务规范、制度健全的住房租赁市场。建立多渠道，发展租赁市场：建立住房租赁信息政府服务平台。积极培育经营住房租赁的机构。支持房地产开发企业将其持有房源向社会出租。积极推进房地产投资信托基金（REITs）试点。持从租赁市场筹集公共租赁住房房源。
《关于放宽提取住房公积金支付房租条件的通知》建金[2015]19号	2015/1/20	住建部、财政部、中国人民银行	具体措施：一、明确租房提取条件。职工连续足额缴存住房公积金满3个月，本人及配偶在缴存城市无自有住房且租赁住房的，可提取夫妻双方住房公积金支付房租。二、规范租房提取额度。职工租住公共租赁住房的，按照实际房租支出全额提取；租住商品住房的，各地住房公积金管理委员会根据当地市场租金水平和租赁住房面积，确定租房提取额度。三、简化租房提取要件。四、提高提取审核效率。五、防范骗提套取行为。
《2016年中央经济工作会议公报》	2015/12/21	中央经济工作会议	要发展住房租赁市场，鼓励自然人和各类机构投资者购买库存商品房，成为租赁市场的房源提供者，鼓励发展以住房租赁为主营业务的专业化企业。
陈政高在全国住房城乡建设工作会议上要求全面落实中央城市工作会议精神推动住房城乡建设事业再上新台阶	2015/12/28	住房城乡建设部	要推进以满足新市民住房需求为主的住房体制改革，把去库存作为房地产工作的重点，建立购租并举的住房制度。大力发展住房租赁市场，推动住房租赁规模化、专业化发展。进一步用足用好住房公积金。继续推进棚改货币化安置，努力提高安置比例，明年新安排600万套棚户区改造任务。实现公租房货币化，通过市场筹集房源，政府给予租金补贴。改进房地产调控方式，促进房地产企业兼并重组。进一步落实地方调控的主体责任，实施分城施策、分类调控。
《国务院关于深入推进新型城镇化建设的若干意见》国发[2016]8号	2016/2/2	国务院	完善城镇住房制度。（1）建立购租并举的城镇住房制度。（2）完善城镇住房保障体系。住房保障采取实物与租赁补贴相结合并逐步转向租赁补贴为主。（3）加快发展专业化住房租赁市场。（4）健全房地产市场调控机制。
《2016年政府工作报告》	2016/3/5	国务院	建立租购并举的住房制度，把符合条件的外来人口逐步纳入公租房供应范围。

《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》第三十五章	2016/3/18	国务院	健全住房供应体系。(1)完善购租并举的住房制度。(2)促进房地产市场健康发展。(3)提高住房保障。简租购并举的住房制度,把符合条件的外来人口逐步纳入公租房供应范围。
李克强总理主持召开国务院常务会议:确定培育和发展住房租赁市场的措施,推进新型城镇化满足群众住房需求	2016/5/4	国务院常务会议	会议指出,实行购租并举,发展住房租赁市场,是深化住房制度改革的重要内容,有利于加快改善居民尤其是新市民住房条件,推动新型城镇化进程。会议确定,一是发展住房租赁企业,支持利用已建成住房或新建住房开展租赁业务。鼓励个人依法出租自有住房。允许将商业用房等按规定改建为租赁住房。二是推进公租房货币化,政府对保障对象通过市场租房给予补贴。在城镇稳定就业的外来务工人员、新就业大学生和青年医生、教师等专业技术人员,凡符合条件的应纳入公租房保障范围。三是完善税收优惠政策,鼓励金融机构加大支持,增加租赁住房用地供应。四是强化监管,推行统一的租房合同示范文本,规范中介服务,稳定租赁关系,保护承租人合法权益。
《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》〔2016〕39号	2016/6/3	国务院办公厅	目标:到2020年,基本形成供应主体多元、经营服务规范、租赁关系稳定的住房租赁市场体系,基本形成保基本、促公平、可持续的公共租赁住房保障体系,基本形成市场规则明晰、政府监管有力、权益保障充分的住房租赁法规制度体系,推动实现城镇居民住有所居的目标。《意见》从六个方面,提出了培育和发展住房租赁市场的具体政策措施:1.培育市场供应主体;2.鼓励住房租赁消费;3.完善公共租赁住房;4.支持租赁住房建设。鼓励新建租赁住房 and 允许改建房屋用于租赁;5.加大政策支持力度;6.加强住房租赁监管。
2017年中央经济工作会议	2016/12/19	中央经济工作会议	要加快住房租赁市场立法,加快机构化、规模化租赁企业发展。
《住房租赁和销售管理条例(征求意见稿)》	2017/5/19	住房城乡建设部	立足加大租赁市场供给主体,鼓励住房租赁企业长期经营。内容包括了租赁市场的监管、引导和信息公开制度、出租人义务和权利、承租人义务和权利、住房预售监管、房地产经纪专业人员职业资格制度等。
《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》	2017/7/20	住房城乡建设部、国家发展改革委等九部门联合	培育机构化、规模化住房租赁企业;增加租赁住房有效供应;创新住房租赁管理和服务体制;建设政府住房租赁交易服务平台。大中城市加快发展住房租赁市场,深圳、广州、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山等12个城市首批试点。

资料来源:国务院,住建部,财政部,国家税务总局,人民网,中国政府网,海通证券研究所

由于租赁房也属于自持物业之一,其运作的难点和其他自持物业一样,都有前期资金沉淀量大,运营期间现金回收量相对资产销售获得的资金量小的问题。这也就意味着,如果使用重资产模式运营租赁房,则可能有回本周期过长的问题。在其他成熟市场,REITs通常被用来解决盘活资产的金融工具。虽然中央政策导向中明确提出建立REITs试点,14个地方政府在16-17年期间也先后出台支持租赁市场发展的文件,有10个地方提出REITs试点,但实际REITs相关的实际税收优惠迟迟没有给出。

换言之,目前政策方面虽然积极鼓励租赁企业的发展,整体政策风向是利好长租公寓发展的,但是实质租赁企业运营的主要痛点(例如没有合适的金融产品盘活存量资产)和难点(例如轻资产运营模式下无税收优惠且税基为租金而非租金差、税率和实际征税细则各地有差异等)还没有得到解决。

表 4 2016 年 8 月至 17 年 3 月各省出台的支持租赁市场发展的文件

地区	文件名称	发布时间	主要内容
甘肃	《关于加快培育和发展住房租赁市场的实施意见》	2016/8/10	税收优惠:出租实施营改增试点前取得的住房,或者房地产开发商利用已建成房屋或者新建房屋开展租赁业务,按照5%的征收率计算缴纳增值税。允许商改住。 REITs试点:选取兰州市开展房地产投资信托基金(REITs)试点。市州政府要积极研究制定住房租赁企业成立、住房装饰装修、消防安全、经营服务等方面的支持政策。
海南	《海南省加快培育和发展住房租赁市场的实施办法和通知》	2016/8/29	鼓励相关机构开展住房租赁业务;允许商改住。 税收优惠:对中介机构提供住房租赁经纪代理服务,适用6%的增值税税率;对一般纳税人出租在实施营改增试点前取得的不动产,允许选择适用简易计税办法,按照5%的征收率计算缴纳增值税。
河北	《河北省人民政府办公厅关于加快培育和发展住房租赁市场的实施办法》	2016/9/9	税收优惠:对房地产中介机构提供住房租赁经纪代理服务,适用6%的增值税税率;对一般纳税人出租在实施营改增试点前取得的不动产,允许选择适用简易计税办法,按照5%的征收率计算缴纳增值税。对企事业单位、社会团体及其他组织按市场价格向个人出租用于居住的住房,减按4%的税率征收房产税。 REITs试点:探索推进房地产投资信托基金(REITs)试点。 将新建租赁住房纳入住房发展规划;允许改建房屋用于租赁
辽宁	《辽宁省人民政府办公厅关于进一步深化住房制度改革加快培育和发	2016/9/19	出租不动产允许选择简易计税,征收率5%;采取PPP模式,将公租房交由企业运营;税收优惠; REITs试点:推动房地产投资信托基金(REITs)试点建设。

展住房租赁市场的实施意见》

四川	《四川省人民政府办公厅关于加快培育和发展住房租赁市场的实施意见》	2016/10/21	提取住房公积金支付房租；REITs 试点。 税收优惠：对房地产中介机构提供住房租赁经纪代理服务取得的收入，小规模纳税人按照 3% 的征收率计算缴纳增值税，一般纳税人按照 6% 的征收率计算缴纳增值税。房地产开发企业中的一般纳税人出租 2016 年 4 月 30 日前自行开发的房地产老项目，按照 5% 的征收率计算缴纳增值税。房地产开发企业中的小规模纳税人出租自行开发的房地产项目，按照 5% 征收率计算缴纳增值税。
安徽	《安徽省人民政府办公厅关于加快培育和发展住房租赁市场的通知》	2016/11/3	住房租赁补贴；加强中介市场监管。
江西	《关于加快培育和发展住房租赁市场的实施意见》	2016/11/11	公租房保障制度，住房公积金使用、税收优惠、金融支持
宁夏	《自治区人民政府办公厅关于加快培育和发展住房租赁市场的实施意见》	2016/11/15	停止新建公共租赁住房，将库存商品住宅作为公共租赁住房房源；允许商改住；采取 PPP 模式，公租房交由企业运营；公积金支付房租。 REITs 试点：稳步推进房地产投资信托基金（REITs）试点。 税收优惠：房地产中介机构提供住房租赁经纪代理服务，一般纳税人按 6% 征收率缴纳增值税，小规模纳税人按 3% 征收率缴纳增值税。
吉林	《吉林省人民政府办公厅关于加快培育和发展住房租赁市场的实施意见》	2016/11/23	"互联网+住房租赁"模式；PPP 模式；允许商改住；鼓励购买或承租住房用于租赁；提取住房公积金支付房租；建立住房租赁信息服务平台；定期公布租金指导价格。 REITs 试点：搭建投融资及租赁业务经营平台，通过必要的增信，利用银行间债券市场，开展房地产投资信托基金（REITs）试点。 对一般纳税人出租在实施营改增试点前取得的不动产，可按照 5% 的征收率计算缴纳增值税。
福建	《福建省人民政府办公厅关于加快培育和发展住房租赁市场的实施意见》	2016/11/29	培育租赁企业；鼓励租售并举；支持和规范个人出租住房；公积金支付房租；公租房保障对象扩大到非本地户籍人口；建立住房租赁信息服务与监管平台。 税收政策：对房地产中介机构提供住房租赁经纪代理服务，适用 6% 的增值税税率；对一般纳税人出租在实施营改增试点前取得的不动产，允许选择适用简易计税办法，按照 5% 的征收率计算缴纳增值税。
山西	《山西省人民政府办公厅关于加快培育和发展住房租赁市场的实施意见》	2016/12/5	发展租赁企业；支持物业服务企业开展住房租赁经营；新建租赁住房；允许商改住；REITs 试点：稳步推进房地产投资信托基金（REITs）试点；PPP 模式； 税收优惠：对房地产中介机构提供住房租赁经纪代理服务，适用 6% 的增值税税率；对一般纳税人出租在实施营改增试点前取得的不动产，允许选择适用简易计税办法，按照 5% 的征收率计算缴纳增值税。
湖南	《湖南省人民政府办公厅关于加快培育和发展住房租赁市场的实施意见》	2016/12/20	支持创建住房租赁企业品牌；鼓励开发新建租赁住房；支持库存商品住房用于租赁住房；采取 PPP 模式；允许改建房屋用于租赁；公积金支付房租；
广东	《广东省人民政府办公厅关于加快培育和发展住房租赁市场的实施意见》	2017/1/23	税收优惠：对房地产中介机构提供住房租赁经纪代理服务，适用 6% 的增值税税率；对一般纳税人出租在实施营改增试点前取得的不动产，允许选择适用简易计税办法，按照 5% 的征收率计算缴纳增值税。 REITs 试点：稳步推进房地产投资信托基金（REITs）试点工作。 规范城中村住房租赁；租赁住房项目纳入广东省专项建设基金支持；住房公积金支付房租；公租房货币化；PPP 模式；允许改建房屋用于租赁；鼓励新建租赁住房； 引导新建租赁住房；允许商改住；推进公共租赁住房货币化；采取 PPP 模式；公积金支付房租； REITs 试点：稳步推进房地产投资信托基金（REITs）试点。
云南	《云南省人民政府办公厅关于加快培育和发展住房租赁市场的实施意见》	2017/2/7	税收优惠：小规模纳税人出租住房月销售额不超过 3 万元（按季纳税 9 万元）的，自 2016 年 5 月 1 日起至 2017 年 12 月 31 日，可享受小微企业暂免征收增值税优惠政策；对房地产中介机构提供住房租赁经纪代理服务，适用 6% 的增值税税率；对一般纳税人出租在 2016 年 4 月 30 日前取得的不动产，允许选择适用简易计税办法，按照 5% 的征收率计算缴纳增值税。
湖北	《湖北省人民政府办公厅关于加快培育和发展住房租赁市场的实施意见》	2017/3/20	鼓励各地政府采取购买服务或政府和社会资本合作（PPP）的方式，将现有政府投资和管理的公租房交由住房租赁企业运营管理。允许改建住房用于租赁，允许商改住。 税收政策：对房地产中介机构提供住房租赁经纪代理服务，适用 6% 的增值税税率，小规模纳税人出租其取得的不动产（不含个人出租住房），按 5% 的征收率缴纳增值税；对一般纳税人出租在实施营改增试点前取得的不动产，允许选择适用简易计税办法，按照 5% 的征收率计算缴纳增值税。 REITs 试点：探索在武汉市开展房地产投资信托基金（REITs）试点。

资料来源：各省政府官网，海通证券研究所

4. 长租公寓盈利模式案例分析

成熟市场的发展历程先于我国，先后经历了增量市场和存量市场。得益于完善的 REITs 制度，成熟市场下的租赁企业既可选择重资产模式，也可以选择轻资产模式。本章节，我们以美国 EQR 和日本大东建设两个公司的发展和运营模式分别解析租赁公司重资产和轻资产运营模式下盈利的异同。

4.1 美国案例：EQR（重资产）

Equity Residential（EQR.N 公平租屋）是在纽交所上市的美国家第一家上市出租公寓 REITs，是重资产运营出租公寓的成功典范。公司从 1969 年建立至今，通过精准的房地产价格周期变化收购核心资产和出售非核心资产，不断优化资产组合在美国的地理位置分布。此外，公司通过运用精准到位的日常管理，牢牢抓住租客的租赁需求，租金涨幅超过同行企业。EQR 的成功经历得益于其作为 REITs 在融资方面的天然优势，但其超越其他公寓 REITs 的盈利说明了 EQR 在运营方面的独到竞争力。

1) EQR 的 REITs 结构

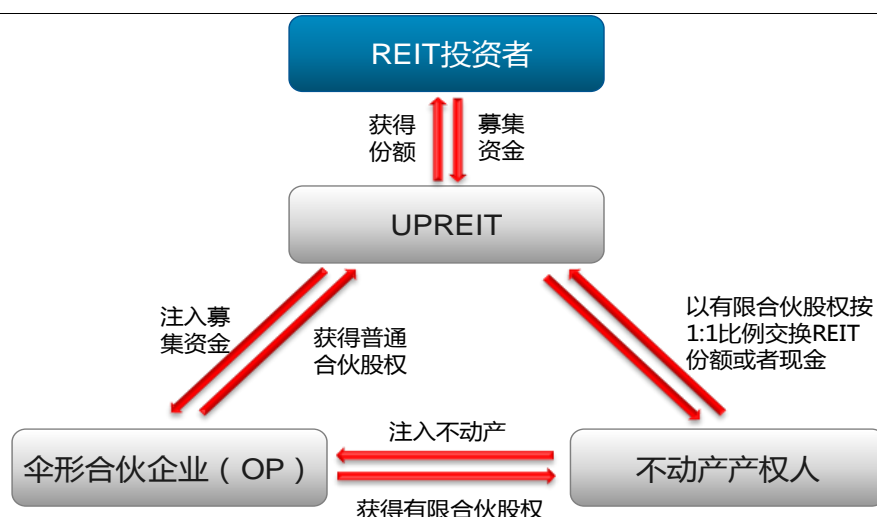
EQR 是一个典型的 UPREIT 结构。UPREIT 全称 Umbrella REIT 也叫伞型 REIT 结构，属于公开募集交易 REITs 常采用的结构之一。

典型的 UPREIT 结构中，不动产产权人（可能是个人也可能是合伙企业）将其拥有的不动产（通常包含相应债务）注入一个有限合伙企业中，并获得相应的合伙企业股权。这个有限合伙企业即 UPREIT 名称中所谓的伞形合伙企业，通常被称为运营合伙企业（operating partnership），其股权被称为 operation partnership units（简称为 OP units）。

与此同时，REIT 成立并向公众募集资金。REIT 作为该合伙企业的唯一普通合伙人（sole general partner）将募集到的资金注入运营合伙企业中。在运营合伙企业层面，这些资金可以用来偿还债务（产权人注入的不动产可能是负债的），对不动产装修扩建，或者购买新的不动产等。

REIT 既是运营合伙企业唯一的普通合伙人，也是运营合伙企业股权的主要持有者。REIT 的执行官（executive officers）同时也担任 OP 的执行官。REIT 所有的实际资产都通过运营合伙企业持有，形式上来说 REIT 的资产都体现在其持有的股权。REIT 对运营合伙企业有完全的控制权，并且财务报表上合并运营合伙企业。

图5 UPREIT 结构



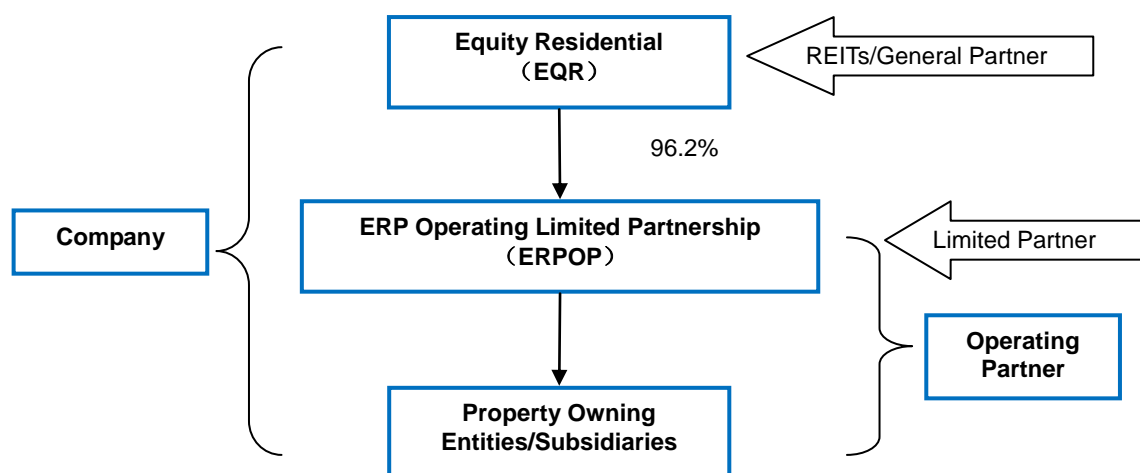
资料来源：《房地产投资信托系列报告之一——税收驱动下的美国 REITs》、海通证券研究所

在 EQR 的结构中，EQR、ERPOP 和 ERPOP 下面子公司统称为“公司”，三者合并报表。ERQ 为在美国马里兰注册的 REITs，同时也是普通合伙人，其主要功能为向 ERPOP 提供股权融资和债务增信担保。ERQ 将公开市场上融得的股权投资，注入到 ERPOP 中，以一比一的方式换得 ERPOP 发的 OP unit。EQR 本身不持有任何资产或负债。ERPOP 和子公司实际持有资产和负债，负责日常经营资产。ERQ 持有 ERPOP 有限合伙人 96.2% 的股份，ERPOP 剩余 3.8% 的股份由 ERPOP 自持。在 EQR 的机构中，

EQR 的管理层也是 ERPOP 的管理层，管理整个公司的经营。

当 EQR 收购其他资产时，可以通过增发 OP units 的形式融资并完成收购，此方法在收购时可递延全部或者部分资本利得税。这也是 EQR 选择建立 UPREIT 的主要原因之一——合理避税。EQR 的伞型结构使其在扩张时期融资以收购资产和后期以股权方式退出非核心资产合理避税起到了关键作用。

图6 EQR UPREIT 结构



资料来源：EQR 公司 2016 年年报，海通证券研究所

2) EQR 的发展历程

EQR 于 1969 年成立，1993 年在纽交所上市。我们将 EQR 发展历程大致分为两大阶段：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。

1) 1993 年-2000 年：借力 REITs，扩张规模

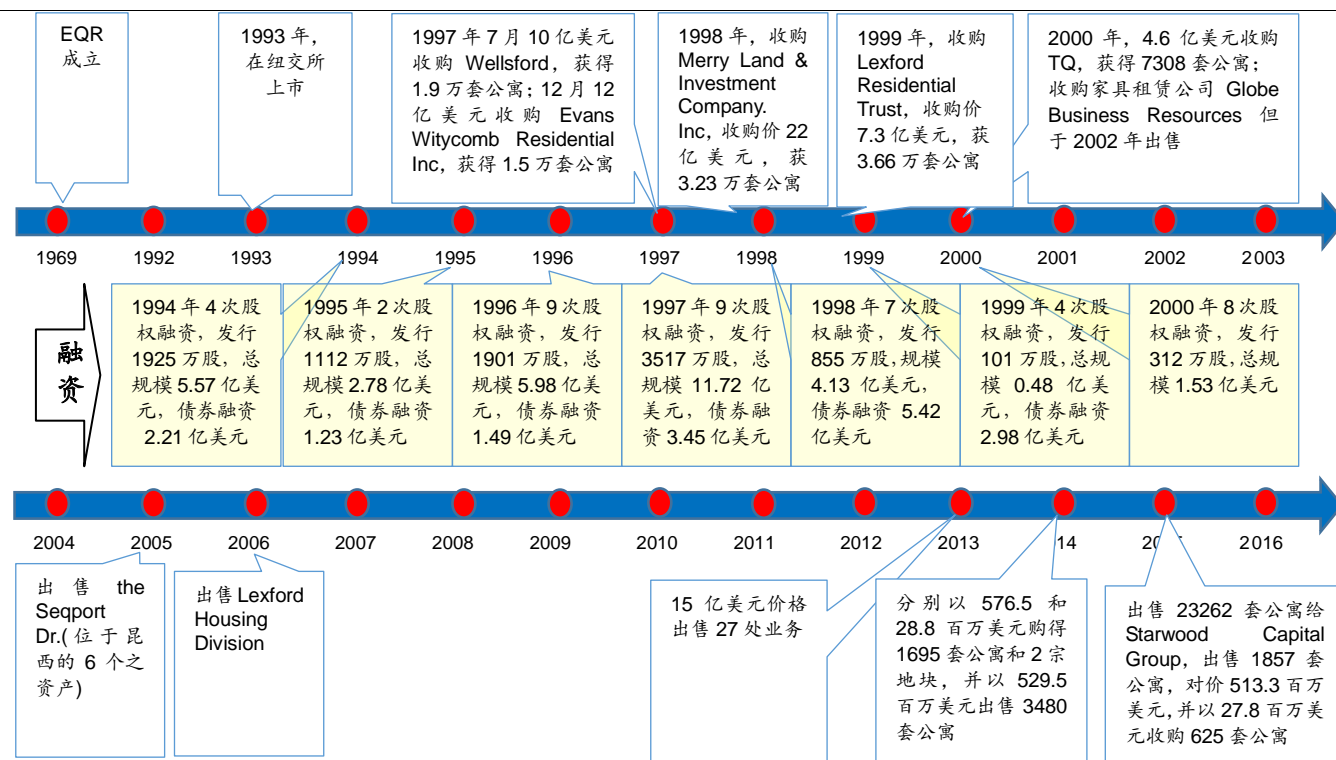
1993 年至 2000 年，EQR 斥资 108 亿美元，先后兼并多家公司，八年时间迅速扩张规模。EQR 在 1993 年至 2000 年期间，实行拓展规模的策略和美国当时房地产市场环境有密切联系。1993 年，美国房地产市场的房屋自有率在 65% 左右，出租房空置率维持在 8% 水平以下；租金收入不断上升，物业收购价格处于低水平状态，资产回报率在 8% 左右。EQR 准确的把握住了美国租赁市场资产回报率高的情况，进行快速扩张。

1997 年 EQR 以 10 和 12 亿美元价格收购 Wellsford 和 EWR，分别获得 1.9 万和 1.5 万套公寓。1998 年 10 月，EQR 收购 Merry Land & Investment Company, Inc.，以 22 亿美元获得该公司旗下 3.23 万套公寓。1999 年 10 月，公司用 7.3 亿美元收购 LRT，获得 3.66 万套公寓。2000 年，EQR 用 4.6 亿美元收购 TQ，获得 7308 套公寓。2000 年，EQR 的公寓规模达到了近 22.77 万套，遍布美国 36 个州。

EQR 的收购得益于作为 REITs 所获得的融资渠道。1993 年至 2000 年，EQR 进行股票融资共 43 次，规模达 32.19 亿美元。仅 96、97 年一年股权融资即高达 9 次，且融资方式多样，包括普通股、存托凭证、优先股，其中还有多次员工持股计划及股息再投资。此外，公司还进行了 10 次债券融资，总规模为 16.95 亿美元。在扩张阶段，EQR 的负债率持续下降，总体维持在 50% 以下，显著低于纽交所上市公司平均负债水平（在 60% 上下波动）。

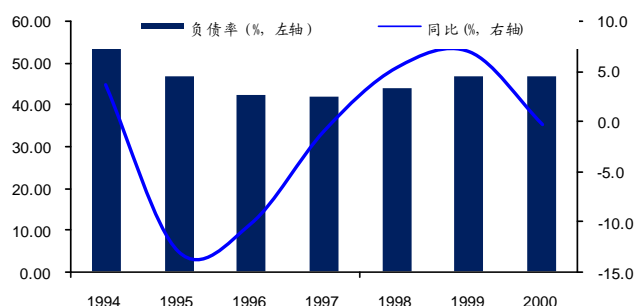
由于公司财务稳健，且高出租率可以持续稳定提供现金流入，公司信用评级较高，发债成本普遍较低。此外，由于 REITs 税收方面的优惠，公司免税部分债务成本进一步降低，公司债务融资成本仅高于同期限国债利率水平 1-2%。

图7 EQR 发展历程 —— 扩张阶段



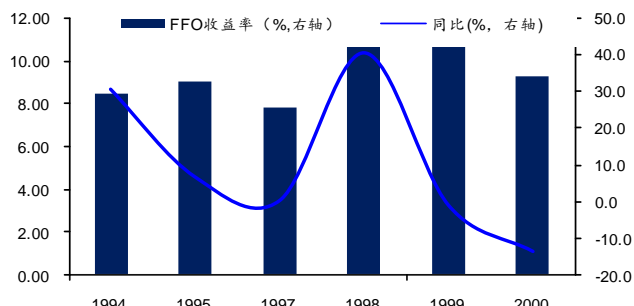
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图8 EQR 负债率及同比增长率



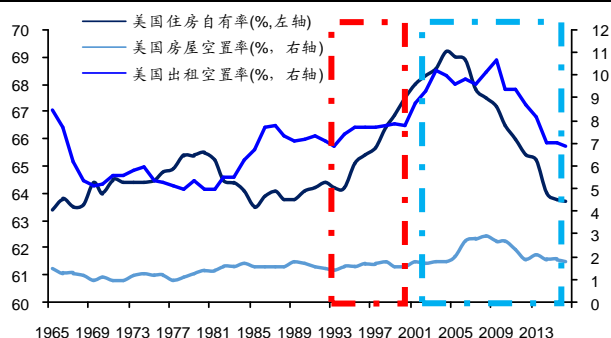
资料来源：EQR 年报，海通证券研究所

图9 EQR FFO 收益率



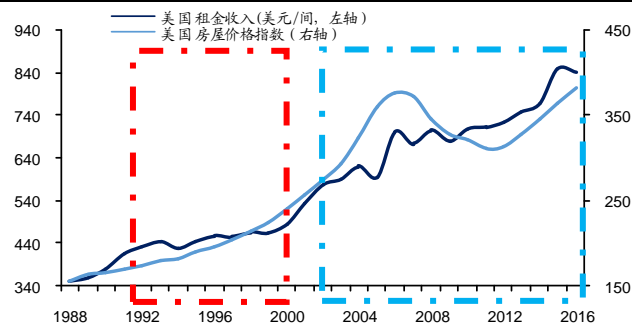
资料来源：EQR 年报，海通证券研究所

图10 美国房地产市场情况



资料来源：Wind，海通证券研究所

图11 美国租金收入及房屋价格指数



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

2) 2000 年- 2016 年：精简规模，聚焦核心区域

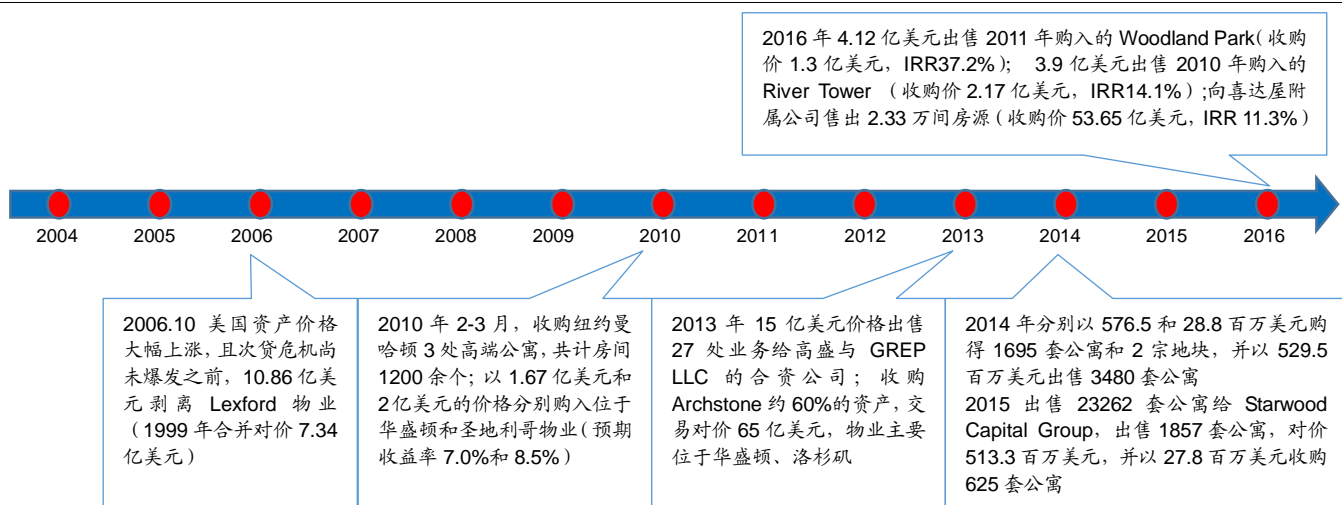
2000 年，受互联网泡沫破灭以及 911 事件的影响，美国房地产行业出现短暂下行。全美出租房空置率持续上升，EQR 的空置率也随之小幅上升。EQR 的出租率在 2001 年时从 94.8% 下降到 93.8%，2002 年继续下降到 92.5%。EQR 的出租率直到 2006 年才开始回升到 94% 以上。

为了刺激经济复苏，美联储连续降息。在持续宽松的货币政策下，房地产资产价格快速上升，而租金水平涨幅滞后于房价涨幅导致租金收益率走低。在此背景下，资产价格的上涨导致收购成本增加，通过资产收购带来的财务压力加大。在此背景下，EQR 放慢收购速度。

2008 年次贷危机爆发后，美国经济基本面出现地区分化，东西沿海主要城市的失业率、租赁住宅入住率和租金涨幅情况好于美国平均。EQR 的发展战略也由先前的全面覆盖转变为聚焦核心城市。从 2001 年至 2016 年，EQR 一方面继续寻找合适机会在东西海岸核心城市收购优质资产，另一方面不断剥离非核心区域的物业。

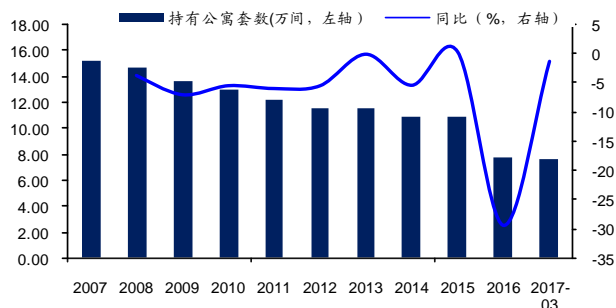
2013 年以后，美国房地产市场在经历了次贷危机后房价逐渐恢复，资产价格持续上涨。EQR 在 2016 年又对非核心业务进行了剥离，包括出售 2011 年收购的 Woodland Park 资产包（获得 IRR 37%），2010 年收购的 River Town（IRR 14%），以及向喜达屋附属公司出售 2.33 万套房源（IRR 11%）。喜达屋交易完成后，公司完全聚焦于六大核心区域，即波士顿、纽约、华盛顿、南加州、旧金山和西雅图。

图12 EQR 发展历程 —— 精简阶段



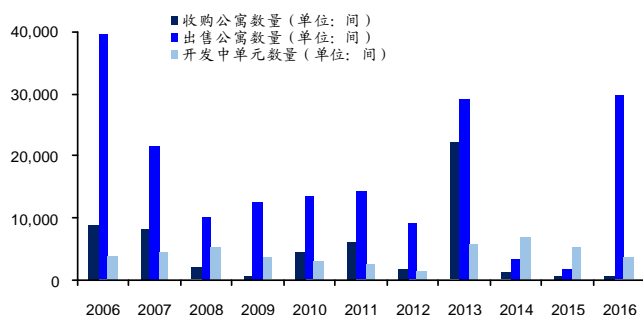
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图13 EQR 持有物业数量



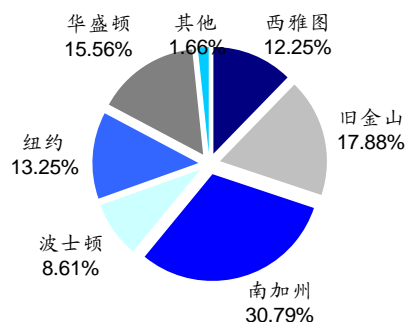
资料来源：EQR 年报，海通证券研究所

图15 EQR 收购和出售物业数量



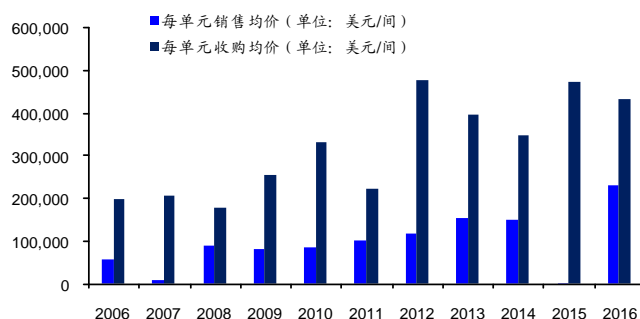
资料来源：EQR 年报，海通证券研究所

图14 EQR 截至 2016 年底各区域公寓占比



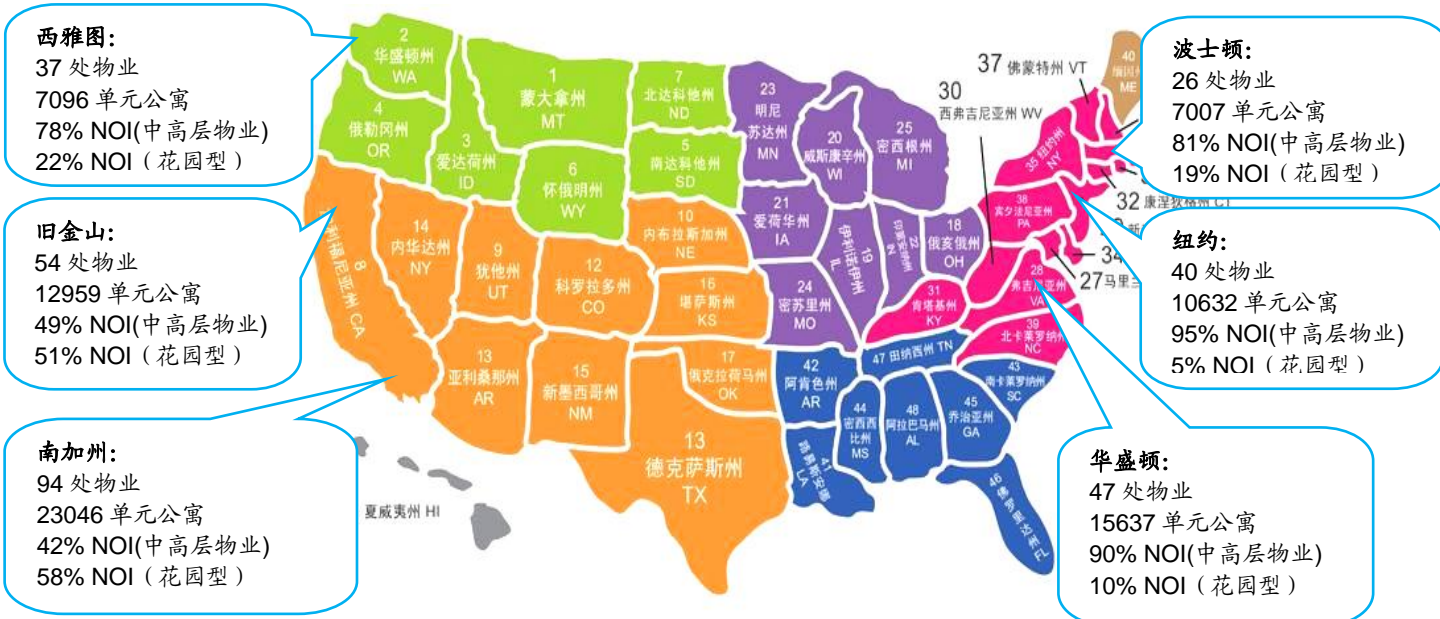
资料来源：EQR 年报，海通证券研究所

图16 EQR 资产收购和出售价格



资料来源：EQR 年报，海通证券研究所

图17 EQR 各区域公寓占比



资料来源：公司 16 年年报，海通证券研究所

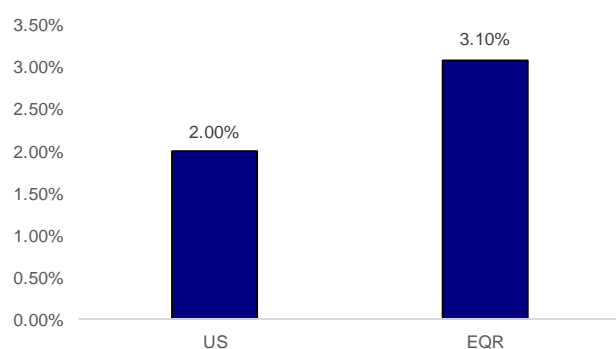
注：南加州包括洛杉矶、圣地亚哥、奥兰治县

3) EQR 的竞争优势

EQR 的竞争优势一方面来自于精准把握了资产价格周期，在缩减规模，资产出售时连续获得超额收益。另一方面，公司将客户群体定位为中高端收入，在区位选择、产品设计和建造等方面都是围绕中高端收入客户群体的需求而制定。区位方面，中高收入人均聚集的区域主要为美国东西海岸金融、高科技、高校和传媒聚集的区域。而这些区域恰好也是资产保值和升值较优选择。EQR 主要面向的美国中高收入群体年收入涨幅超过美国平均，这也是 EQR 可以实现超过同行租金涨幅的主要原因。此外，EQR 严格控制成本端，拉大租金涨幅和成本涨幅。横向对比 EQR 和同行可发现 EQR 的成本占收入比重略低。

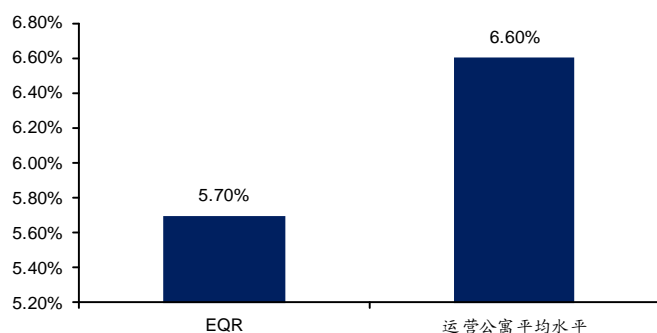
总体来说，EQR 中高端定位、核心区域布局、有效控制成本，是其除了资产出售以外，日常经营效益优于竞争对手的主要因素。

图18 2003-2015 年 EQR 客户和美国平均年收入复合增速



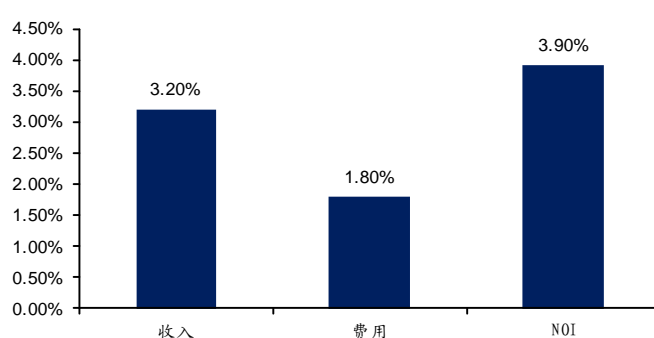
资料来源：公司官网，海通证券研究所

图20 2016 年管理成本占收入比例



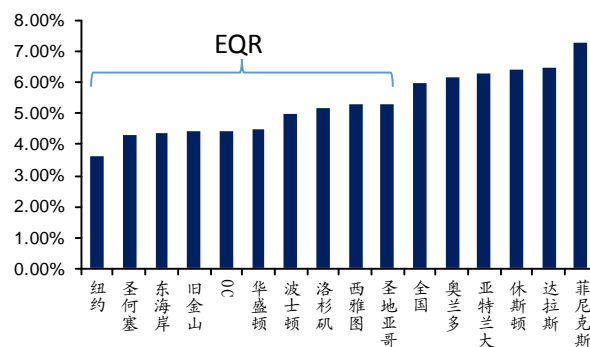
资料来源：公司 2016 年年报，海通证券研究所

图19 2006-2016 EQR 租金、NOI 和成本年复合增速



资料来源：公司官网，海通证券研究所

图21 EQR 布局的核心区域市场情况



资料来源：公司 2016 年年报，海通证券研究所

4.2 日本案例：大东建托（轻资产）

大东建托的运营模式是典型的“施工+建后代租”，其业务的基础离不开日本私有土地制度。在日本，人们视土地为一项重要遗产传给子孙，但是日本的遗产继承税和土地持有税很高。尤其是在 2015 年日本修改了遗产税后，受制于遗产税人数预计在现有基础上增加 1.5 倍。由于租赁房屋的土地价值和房屋价值可以用来抵扣遗产税，所以很多人寻找施工和代租方将房屋租出去以减少税收。此外，日本央行持续宽松的货币政策导致日本利率持续走低，这也促使了土地和房屋所有者对外出租房屋获得稳定租金收益的催化剂之一。

大东建托的客户群体中有 48.4% 的人是为了合法规避高遗产税、25.8% 的人是为了获得稳定的租金收入²。伴随着日本遗产税的修改和持续走低的利率，大东建托的潜在客户群体越来越多，为公司收入带来持续上涨动力。

大东建托主营业务分为 **开发建造** 和 **租赁管理** 两大部分。其主要的运营模式是，首先向土地所有者提供建造和租赁方案，签订长期租约获得土地；其次开发建造，然后再通过房地产中介子公司推广和租赁出租房。大东建托属于自造房源，虽然不拥有房屋产权，但公司前期开发建造业务的设计和高效建造为后续房屋租赁业务奠定了房源基础。虽然市场竞争者不少，但是大东建托连续多年在公寓开发建造、房屋租赁和管理三方面获得业内第一的成绩。

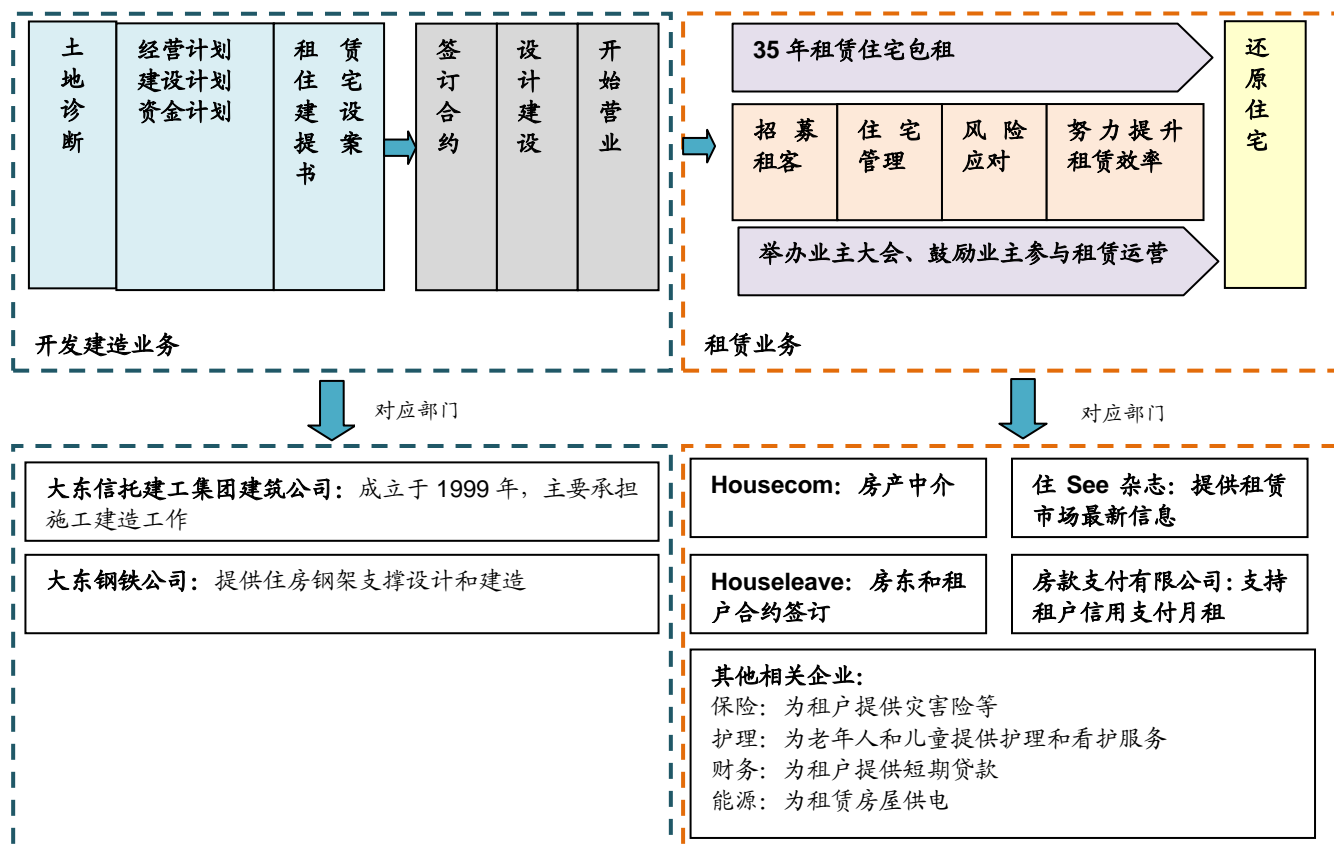
房屋的开发建造和后期租赁业务紧密相连。选址的优劣和建造设计时面积是否充分利用，直接关系到后期房屋租赁的盈利。在前期选择进入市场方面，大东建托有严格的目标市场筛选机制，通过内部市场调研机构每两年定期市场评估选择需求大于供给的区域。在房屋租赁方面，大东建托牢牢抓住品牌、广告和高质量服务尽可能提高入住率和租金收入：

1. **房屋建造完成后招租：**大东建托旗下有房产中介，主要宣传 e-Heya Net 和 DK select 两大品牌。大东建托一方面强化旗下员工素质，提高团队合作精神，以促进增加租赁合同，另一方面和其他房地产公司合作整栋建造和租赁。
2. **运营在管资产的空置率：**在降低房屋空置率方面，大东建托主要通过树立品牌和提供以客户便利为核心的各类服务来保持客户需求量。大东建托通过线上品牌宣传，尽量使其品牌和房屋供应多频次出现在客户面前。此外，为了抓住客户，大东建托在硬件设施和软件服务方面尽可能精益求精，满足客户入住期间各种需求，提升入住体验。大东建设的出租率基本维持在 97% 左右。

大东建托房屋租赁业务收入从 2009 年开始占总收入比例大幅提升。截至 16 年，房屋租赁业务占总收入 55%，超过建设收入占比 42%。但是由于是轻资产模式，房屋租赁业务的毛利率并不高。和建设与其他业务约 30% 的毛利率相比，大东建托的房屋租赁业务毛利率还不到 10%。虽然房屋租赁业务从 2012 年到 2016 年盈利每年有所提升，16 年毛利率仅为 8.1%。尽管大东建设在租赁方面尽可能加强管理，提高入住率，但是轻资产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。

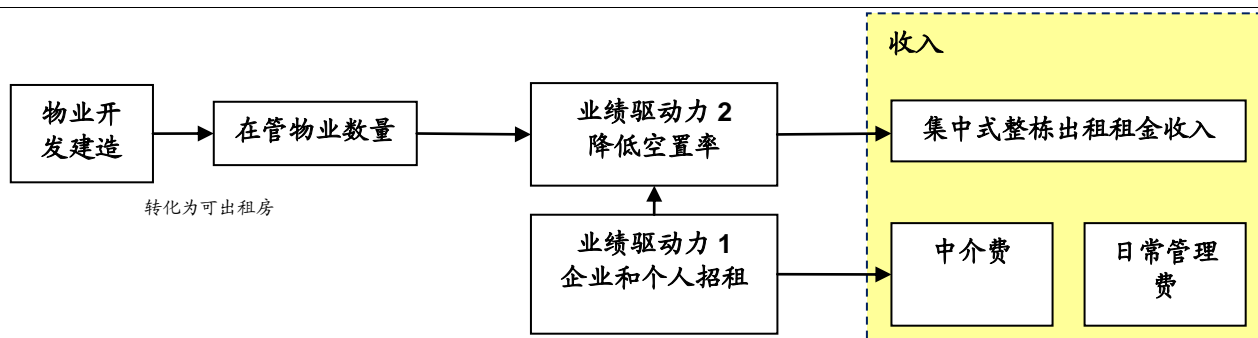
² 根据大东建托 16 年年报披露数据。

图22 大东建托营业模式



资料来源：大东建托公司官网和16年年报、链家研究院、海通证券研究所

图23 大东建托房屋租赁管理



通过广告和赞助活动提高品牌知名度

- 互联网热搜关键词
- 电视广告
- 房地产开发建造领域各种广告渠道
- 资助市内设计比赛

尽可能提高客户入住期间满意度

- 租金、水电、煤气费三合一支付
- 简化签约流程
- 分部门 House Payment Co., Ltd. 支持客户信用支付
- DK Select Good Living Navigator 给客户id提供就近商店、政府机构和医疗诊所等社区服务的地理位置

定期举办员工培训

- 提高员工素质和服务质量
- 提供员工培养计划，加强员工工作动力

资料来源：大东建托2016年公司年报，海通证券研究所

图24 大东建托埭玉县公寓外观图



资料来源：公司官网，海通证券研究所

图25 大东建托埭玉县公寓内饰



资料来源：公司官网，海通证券研究所

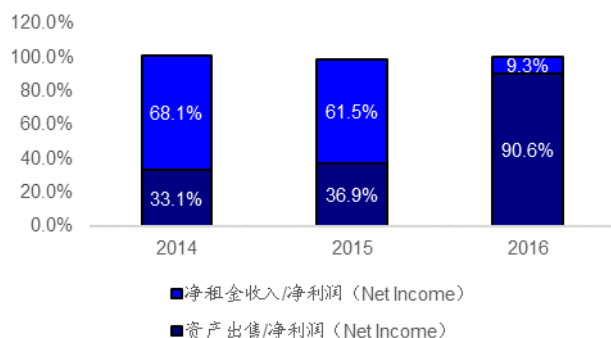
4.3 EQR 和大东建托盈利对比

1) EQR

在重资产模式下，EQR 的收入来源有两部分：资产升值和租金收入。我们根据 EQR 公布的 2016 年年报上截取公司 2014-2016 年经营数据，将公司净利润（Net Income）拆解。因 2014-2016 年 EQR 不断有资产出售，规模缩减聚焦核心区域，尤其是 2016 卖出的资产较多。拆分后我们可以看出，EQR 近三年的净利润主要来源为资产出售，占比约三分之二。

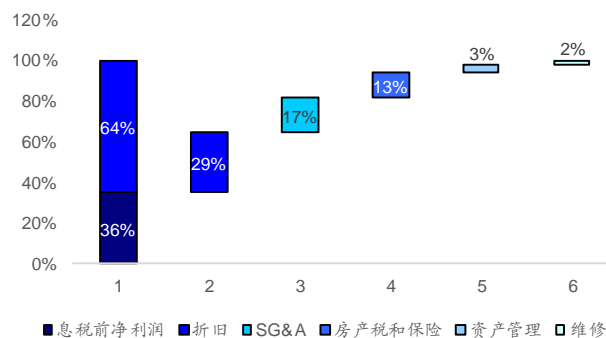
从成本端看，在不考虑资产出售的收入情形下，公司租金毛利率三年平均约为 36%。营业成本占租金收入（包含纯租金收入和资产管理费用收入）约 64%，其中折旧占 29%、一般管理费用 17%、房产税和保险占比 13%、资产管理（店面日常运营管理）占比 3%、维修占比 2%。

图26 EQR 净利润来源



资料来源：Wind、海通证券研究所

图27 EQR 成本拆解

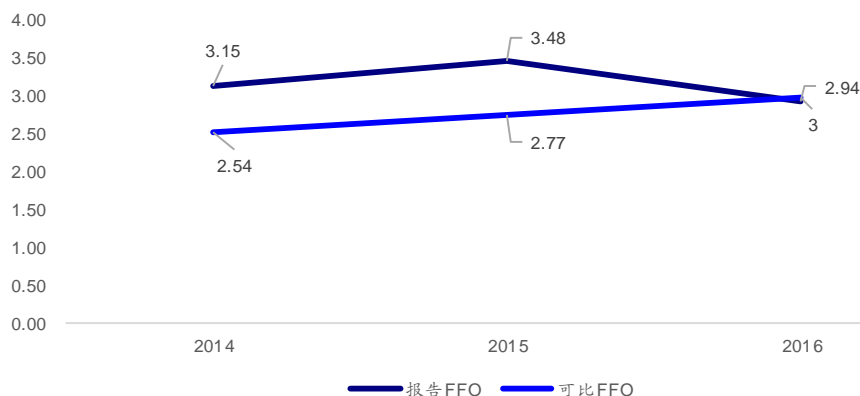


资料来源：Wind、海通证券研究所

如果单看公租赁运营能力，我们可以参考剔除资产销售和折旧影响后可比 FFO。FFO 为投资组合运营现金净流入的简称。NAREIT 协会对 FFO 的计算公式为：净利润 - 出售资产所得 + 折旧（剔除折旧影响）- 归属合营机构的收入部分。Normalized FFO 则在 FFO 的基础上剔除任何和日常经营无关的费用和计提价值损失。有些股权交易（主要是资产打包出售）的部分费用未被 Normalized FFO 计算公式完全剔除，因此 EQR 公司在 Normalized FFO 的基础上进一步摘清交易相关费用得到可比 FFO（Comparable FFO）。可比 FFO 直接反应的是公司日常经营中，租金的增长和与租赁相关费用率的情况，也就是公司运营效率。

EQR 可比 FFO14-16 年三年复合增速 5.7%。如第四章所述, EQR 在经营方面无论是租金的增速动力还是管理成本的有效压缩都优于竞争对手和行业平均。收入增速大于成本增速是 FFO 上涨的主要动力。

图28 EQR FFO 和可比 FFO (美元每股)



资料来源: 公司官网, 海通证券研究所

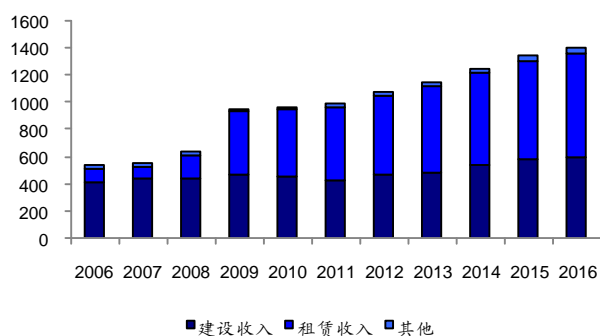
2) 大东建托

大东建托的成本占收入的比重较高, 其中主要原因在于租赁的营业成本较高。大东建托三大业务(建造、租赁和其他综合业务)的营业总成本大约为总收入的 81%, 其中建造的营业成本约为 30%, 租赁的营业成本约为 50%。虽然收入构成中建设收入和租赁收入大致各占一半, 但租赁的营业成本较高。所以在毛利润贡献方面建设业务贡献较多(70%左右)而租赁业务贡献较少(21-25%左右)。

大东建托的租赁模式是典型轻资产, 弊端在于作为二房东需要支付相当高的底租给业主, 租金差的利润空间较少。轻资产模式下, 大东建托面临的挑战一方面是通过产品设计和营销维持高出租率和较高的租金上涨动力, 另一方面尽可能通过协议降低底租租金和底租租金涨幅。如果可以拉大房客租金涨幅和底租租金涨幅, 那么租赁利润方面可有所提高, 但时间可能比较漫长, 且在此期间公司需要维持高出租率。

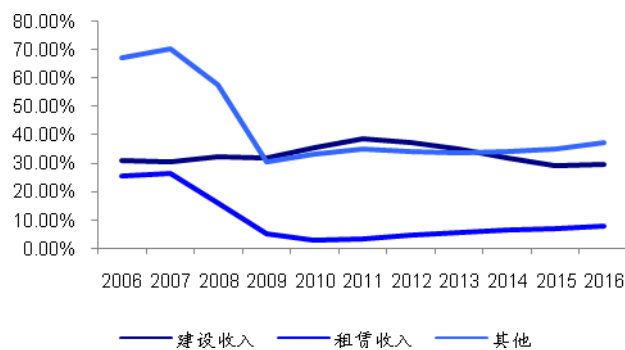
大东建托不是 REITs, 2016 年有效税率大约为 33%。虽然税率不低, 但是由于营业成本较高导致税前利润较低, 所以税费占收入比重很少, 对公司整体盈利不构成太大影响。

图29 大东建托年收入(十亿日元)



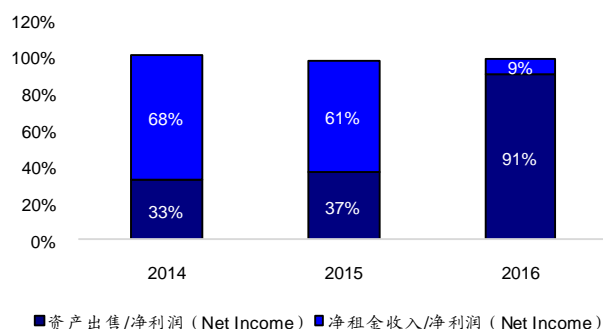
资料来源: 公司官网, 海通证券研究所

图30 大东建托各项业务毛利率(%)



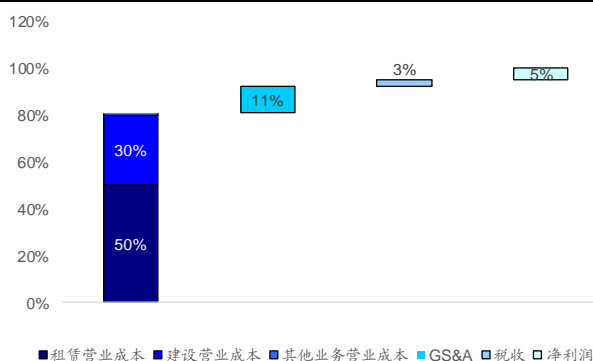
资料来源: 公司官网, 海通证券研究所

图31 大东建托毛利润构成



资料来源：大东建托 2016 年报、海通证券研究所

图32 大东建托营业成本构成和净利润



资料来源：大东建托 2016 年报、海通证券研究所

4.4 小结

对比 EQR 和大东建托的盈利模式，我们可以发现在运营资产方面，两家公司具有以下几点共性：

1) 选择合适的地理位置：EQR 和大东建托都在选址方面有考究。根据目标客户的分布选择合适的地理位置或收购或自建房源。地理位置对于租赁业务很重要，精准进入供小于求的市场，可以从根本上降低了后期租赁的空置率风险。

2) 打造品牌知名度：较高品牌知名度可吸引更多客源，不但可以降低空置率，还可以提供租金增长动力。

3) 提高日常租赁管理质量：为了吸引更多客户，EQR 和大东建托在日常管理方面都尽可能为客户提供各种便利，提高客户居住体验。一方面在前期招租时，完善的客户服务使得出租房更具吸引力；另一方面，在运营出租房屋体量达到一定规模时可以增加额外可观的收入。例如大东建托的其他业务营业收入虽然在 16 年收入占比仅为 3%，但是从 12 年到 16 年五年期间平均增速约为 10%，增速远高于建筑和租赁两大主要收入的增速。

EQR 和大东建托在地理位置、品牌和日常管理三方面的努力，对应在具体经营业绩上体现为租金涨幅和高出租率。对于自持物业，租金和出租率是区别资产运营好坏的关键因素。

利润的薄厚方面，EQR 重资产运营模式下的利润空间明显好于大东建托的轻资产模式。轻资产模式下的公寓运营一方面没有重资产模式下资产增值的收益；另一方面，由于必须缴纳底租，所以租金的毛利率水平很难提高。重资产模式可以走精品路线，即选取关键地理位置，精耕细作提高单位公寓的效益。而轻资产模式单位房间的利润上升空间有限，所以需要通过扩张规模增加收入。

5. 长租公寓在中国现行环境下的发展探讨

5.1 中国房地产环境下长租公寓发展难点

中国长租公寓市场从 2015 年起不断升温，各方参与者接连进入长租公寓行业。早先以创业型公司依托私募基金投资的模式在核心城市获取分散式房源，以轻资产的模式运营。但是由于轻资产模式下，房价上行可能会缩短业主对外租赁的时间，收回资产出售获利。所以分散式轻资产的运营模式通常面临租期短、租金差价低、管理效率低等问题，难盈利。随后以房地产中介为代表的世联行、链家等先后进入长租公寓行业，依托其全国广阔的布点对接房源和租客。世联行进入行业较早，已从早先分散式轻资产模式转变为集中式轻资产模式，整栋获取和出租公寓。现如今，房地产开发商如万科、招商蛇口、龙湖等也进入到长租公寓的行业中。目前中国市场的主要参与者，无论是创业型、房地产中介型还是房地产开发商都还停留在轻资产运营的模式上。

通过上一章对比 EQR 和大东建托盈利，我们发现重资产模式的盈利相比轻资产更可观。但是重资产对于资本运作要求很高。此外，依照中国现行房地产行业发展情况，在中国做重资产长租公寓会面临很多挑战，例如土地和资产价格越来越贵且租金收益率降低、融资渠道少等问题：

1) 资产价格贵，重资产成本端上升

中国房地产行业经历了 15-16 年地价房价快速上涨后，重点一二线城市地价房价创历史新高，且从 16 年限购政策实行后房价维持高位、土地价格继续上涨。不断上升的地价和房价意味着，如果企业走重资产模式，无论是买地建楼还是买楼装修，“面粉”变得越来越贵，成本不断攀高。

2) 租金涨幅动力欠缺

无论轻资产还是重资产模式，公寓出租后主要盈利和现金流的产生来源于租金的上涨动力。然而，中国一线城市的租金涨幅情况近年并不乐观。15-16 年期间，中国一线城市二手房租金同比数据呈现下降趋势，除了上海在 15-16 年有较大幅度的增长以外，其他一线城市的租金同比数据不断探底。进入 17H1，一线城市租金涨幅由正变负。截至 2017 年 7 月，除了深圳租金涨幅为正以外，其余一线城市租金涨幅均为负增长。

租金欠缺增长动力而房价不断上涨，这导致租金收益比不断降低，重资产路线回收成本的时间拉长。对于轻资产模式来说，由于前期投入主要为装修费用，因此合理的参考指标应该是对比租金涨幅和装修成本涨幅。根据国家统计局数据显示，从 2013 年到 2015 年，城市装修 CPI 同比数据不断下滑。15 年全年平均涨幅仅为 0.35%，而一线城市租金涨幅是从 15 年租金平均涨幅 10-18% 的高位开始回落的。和重资产相比，轻资产模式的成本涨价并不构成主要营业风险。

3) 融资渠道少，但政策导向正逐步改善现状

EQR 在 1993 年到 2000 年期间大量扩张时，公司充分利用上市 UPREIT 结构，通过 EQR 层面对外进行股权和债券融资。由于中国还没有推行 REITs，长租公寓的运营者暂时还没有尝试通过利用上市平台获得股权和债券融资。对于创业型的长租公寓运营者，资金来源主要依靠风投支持。17 年以前房地产中介和开发商通过引入战略投资或自有资金支持长租公寓的前期投入，融资渠道相对有限。

近期，政策上对于长租公寓的融资端逐渐加强了支持力度。17 年 7 月九部委发布《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》。通知中明确提出要“加大对住房租赁企业的宽容支持力度，拓宽直接融资渠道，支持发行企业债券、公司债券、非

金融企业债务融资工具等公司信用类债券及资产支持证券，专门用于发展住房租赁业务。鼓励地方政府出台优惠政策，积极支持并推动发展房地产投资信托基金（REITs）”。8月15日，国家发改委发布《关于在企业债券领域进一步防范风险加强监管和服务实体经济有关工作的通知》，稳健要求积极组织符合条件的企业发行企业债券，专门用于发展住房租赁业务。

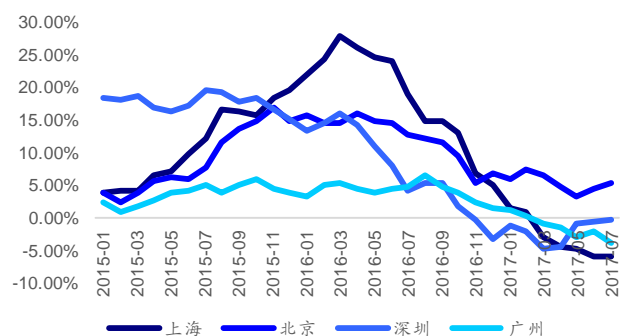
此外，已经形成一定规模的长租公寓品牌开始试水 ABS，以租金为底层资产向市场融资。17 年 H1，魔方公寓发行了中国首单 ABS 产品，底层资产为北京、上海、广州等一二线城市经营的 30 处物业 4000 多间公寓未来三年的租金收入。该项目采用“转向计划+信托受益权”的双 SPV 架构设计，发行规模 3.5 亿元，全部优先级证券 AAA 评级。8 月自如也成功发行了租房市场房屋租金分期类 ABS——“中信证券-自如 1 号”。自如的 ABS 产品，以房屋分期消费贷款为底层资产，期限两年，首期发行规模 5 亿元，其中优先级获得 AAA 信用评级，占比 90%。

虽然在政策的引导下，长租公寓的融资渠道正在逐步打开，但目前仍处于初始阶段，后续融资渠道需拭目以待。

4) 税收优惠力度较小。

在中国，各个租赁公司需要缴纳 5%-6% 不等的增值税，而且所得税方面并没有相应的优惠政策。对比各国 REITs 相关的税收政策，中国仍未出台有关 REITs 份额转让的实际优惠政策，而新加坡、香港、台湾等出售 REITs 免征税。其次，在租金收入方面，美国、新加坡、香港和台湾均出台政策表明租金收入用于分红免税，而中国目前为止并未有相关的政策优惠。

图33 一线城市的租金同比涨幅 (%)



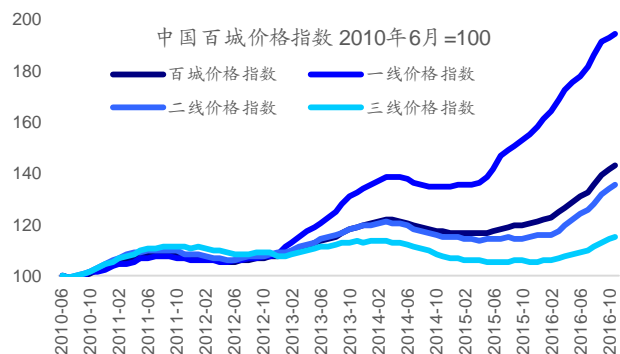
资料来源：Wind、海通证券研究所

图34 美国住房租金涨幅



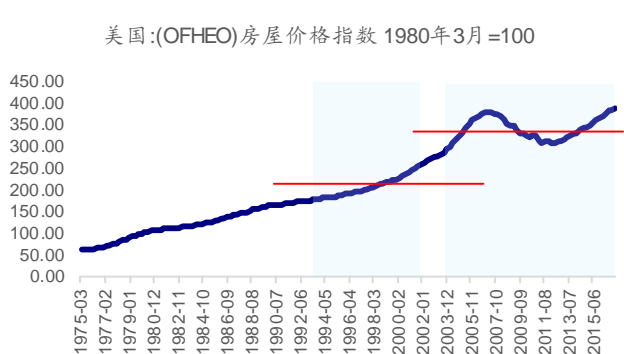
资料来源：Wind、海通证券研究所

图35 中国房价指数



资料来源：Wind、海通证券研究所

图36 美国房价指数



资料来源：Wind、海通证券研究所

表 5 各国 REITs 税收政策汇总

国家	项目公司层面	REITs 层面	投资者层面
美国	租金收入用于分红的部分免所得税，其他所得缴纳 15%~35% 的累进所得税	分红部分税前扣除，未分配部分征收公司所得税，85% 普通所得和 95% 的净资本利得未分配的征收 4% 的消费税	1. 国内投资者 股息：企业 39.6% 预提所得税 个人 20% 预提所得税 2. 外国投资者 公司：股息 30% 预提所得税，转让收益 35% 预提所得税 个人：股息 20% 预提所得税（协定税率 10%~25%） 3. 持有 5% 以下满五年转让 REITs 的所得免税
英国	所得税免税，但投资其他 REITs 收益不免税	1. 出租收入和资本利得免税 2. 其他所得 23% 公司所得税 3. 增值税、消费税、交易税和雇佣税无税收减免	1. 居民投资者 个人：股息 20% 预提所得税，出售所得 18%（所得在 32010 英镑以内）或 28% 资本利得税 法人：股息 21%（小企业 20%），出售所得 23% 公司所得税 2. 非居民投资者 个人：股息 20% 预提所得税，出售所得免税 法人：20% 预提所得税，出售所得免税
德国	1. 所得税免税 2. 房产税、消费税无减免	无论所得是否来源于不动产均免税	1. 居民投资者 个人：股息 26.4% 预提所得税；出售所得：出售之前五年内任意时间持有不超过 1% 份额的，26.4% 预提所得税，超过 1% 的，全额 47.5% 个人所得税 法人：股息和出售所得按 15.8% 征收公司所得税 2. 非居民投资者 个人：股息 26.4% 预提所得税，出售所得（来源于德国的）47.5% 个人所得税 法人：出售所得 15.8% 公司所得税
日本	用于分红的所得可税前扣除	1. 用于分红的所得可税前扣除 2. 购买不动产税率 非居民的建筑物 1.6%，居民的建筑物 1.2%（一般为 5%），购买土地 0.6% 注册税：房屋建筑物（仓库除外）1.3%（一般为 4%）	1. 居民投资者 个人：股息 10.147%（持有份额低于 3%）或 20.42% 预提所得税（持有份额超过 3%） 法人：股息 7.147% 预提所得税，且按 38% 征收公司所得税，但预提所得税部分可扣除，出售所得 38% 公司所得税 2. 非居民投资者 股息征 7.147%（持有份额低于 3%）或 20.42% 预提所得税（持有份额超过 3%） 2014 年 1 月 1 日及之后派发的股息预提所得税税率从 7.147% 提高到 15.315%（中央税），从 3% 提高到 5%（地方税） 若投资者在出售之前一个财年，持有超过公开发行的 5%，超过非公开发行的 2% 的，不征日本资本利得税，否则征 28.05% 的资本利得税
新加坡	1. 分红部分免税 2. 出售利得免税 3. 无房产税优惠	1. REITs 层面所得免税 2. 仅在单位信托持有人层面纳税 3. 未分配的特定所得在 REIT 层面纳税 4. REITs 来源于境外的股息所得免税 5. 2015 年 3 月 31 日及之前取得的来源于境外的非股息所得免税 6. REITs 取得的租金或相关所得，不得用于结转或冲销未使用的税收抵免	1. 居民投资者 个人：股息免税（源自应纳税所得额的股息、作为营业收入或通过合伙企业取得的股息除外）；出售所得免税 法人：用应纳税所得额向新加坡居民投资者的分红按 17% 征税；用其他所得分红则免税 2. 非居民投资者 个人：免预提所得税 法人：10% 预提所得税
中国香港地区	1. 特殊目的载体（SPV）层面利润按 16.5% 征所得税 2. SPV 来自于另一个 SPV 的股息免税	1. 免征所得税；但是如果 REITs 在香港直接持有不动产，产生的租金收入要缴财产税 2. 来源于位于境外不动产的所得以及资本利得免税	1. 投资者取得的 REITs 股息免税 2. 出售 REITs 基金单位的所得免税

资料来源：马伟《各国（地区）房地产投资信托税收待遇比较及借鉴》，海通证券研究所

5.2 中国长租公寓运营模式探讨

中国长租公寓目前主要以轻资产为主。重资产模式还未开启序幕。与轻资产模式相比，重资产模式发展的主要难点在于收购资产需要大量资金支持。同时，选取合适区位购买土地/楼房，设计和改造/建造等过程存在的风险也高于轻资产模式。

1) 重资产模式

虽然资产贵可能会使部分市场参与者因融资困难而无法选择重资产模式，但资产贵其实并不构成重资产模式的主要掣肘。重资产模式的经济账主要看资产升值空间。

我们以 EQR 为例，EQR 在 1993-2000 年期间大力通过收购拓展规模的时候，美国房价指数也不断飙升，前期投资资金沉淀量不断增加。虽然 EQR 在进行扩张时资产价值也在不断上升，但是 EQR 重资产模式的关键点在于顺利融资收购或开发资产。EQR 在扩张期间结束后，美国资产价格仍然上行，2000 年到 2007 年之间美国房价指数上涨约 54%。1993 年-2000 年期间美国房价水平远低于 2003 年 2016 年 EQR 开始缩减规模对外出售资产时的房价。虽然 EQR 未必是在房地产行业周期最低点买入资产，但是后期资产价值随着周期继续上行为 EQR 带来了丰厚的资产升值收益。

此外，得益于 REITs 结构和相关征税规定，EQR 在进行资产包收购和售出时可通过股权交易方式避免全部或部分交易税。美国 REITs 的推行实际为收购和出售资产的交易执行提供了一定的便利和优惠。

中国长租公寓市场其实可以学习 EQR 尝试发展重资产模式，但我们认为前期难点主要是要解决融资问题。此外，市场上长租公寓参与者并非都适合参与重资产模式。重资产模式下，长租公寓运营商对资产前期规划、设计、开发、装修等一系列的人员配备、集采渠道都需要逐步搭建。对于已经具备规划设计和集采渠道的房地产中介和房地产开发商来说，尝试重资产模式发展更具备优势。

2) 轻资产模式

由于轻资产模式实际为二房东模式，其盈利的核心在于对外出租租金和底租租金之间的调节。参考国际成功的长租公寓运营商，无论是重资产还是轻资产运营，资产出租后，企业都对租赁期间租金收入的提高下足功夫。海通地产近期进行了长租公寓跟踪，结合 EQR 和大东建托的运营模式，以及我们对中国长租公寓行业的分析和理解，提高租金的策略主要体现在三个维度：

1) 资产运营：资产区位选择供不应求的地区可较早锁定部分潜在客户群体，降低公寓装修后出租风险。产品设计、软硬件装修等贴合客户需求，吸引辐射范围内客户入住。租赁期间服务和维修，不断提高入住客户满意度，增加续订率。

2) 策略定位：宏观策略定位包含目标客户群体定位、围绕客户群体需求而设定的产品和集采渠道搭建、城市选择布局、以及 IT 系统的搭建以加强前端和后台运营管理效率。

3) 品牌打造：品牌打造主要是通过多种社交媒体和广告形式扩大和宣传，让更多的人了解品牌，在选择租赁时能够首先想到该品牌。品牌的打造除了广泛营销外，长期经营策略还是需要资产层面良好的运营作为支撑，使品牌保持好口碑。

总体来说，资产运营、策略定位和品牌打造三方面主要是在给长租公寓运营者培育需求，将市场中分散的需求尽可能的聚焦到自家品牌，实现该品牌下供不应求的效应，从而进一步实现高出租率和租金上涨动力。

此外，轻资产模式下的长租公寓企业在和业主协商签订租赁合同时，议价能力也决定了后期盈利空间。议价能力包括了底租租金、交付周期、底租涨幅结构和多少、底租租期时长等。良好的议价能力对于“薄利多销”型的轻资产运营模式来说有时是盈利决定性因素，例如同样是租约 10 年的资产，底租租金每两年涨幅 5% 和每三年涨幅 3% 长期来说对长租公寓运营商的实际利润水平有较大影响。

3) 新模式探讨——城市更新

海通地产近期进行了中国长租公寓市场跟踪。在调研世联行杭州分公司时，我们发现世联行在 ToB 端获取房源具备很大优势，并由此引发了我们对中国长租公寓发展的新思考。

世联行杭州分公司 16 年底开始进入市场，短时间内发展迅速。在获取房源方面，世联行渠道多样。以杭州分公司为例，公司在 ToB 端获取房源具备很大优势，主要来源分为三大类：1) 国企和村集体/街道（例如杭州市城投、浙江铁发集团和下沙街道七格社区）；2) 本地开发商（绿都集团和昆仑控股）；3) 园区孵化器（创立方）。其中和村集体/街道的合作主要依托于杭州市城市更新项目带来的存量资产。

杭州城市更新市场化程度较高，规范运营。根据杭州村自留用地的相关规定，国家在征用农村土地并转为建设用地后需要留 10% 给当地居民委员会、鼓励他们合作开发建设。村集体可引入外部合作机构建立合作开发平台，且村集体股权占比不得少于 51%。无论合作开发还是自行开发，竣工后将不超过 49% 的部分按幢、按楼层转让，剩余部分归于村集体名下。

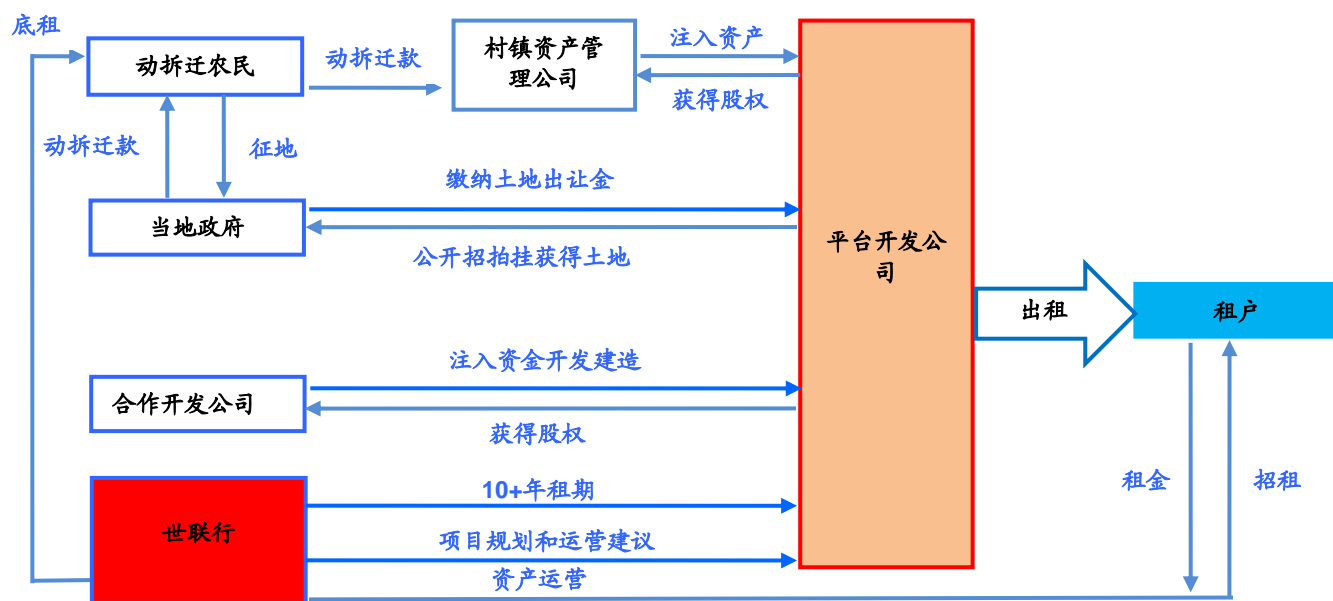
杭州城中村旧改的相关规定为村集体留下一定规模的存量用地，同时也为长租公寓的房源获取打开了通道。按照市区“三改一拆”行动旧住宅区改造工作的总体要求，杭州市 2017 年五城区计划实施旧住宅区改造项目 40 个，涉及旧住宅 1488 幢，住户 4.9 万户，面积 126.6 万平方米。如果我们以至少 10% 的土地面积留存给村集体，其中又有 51% 的面积作为村集体自持，那么 2017 年村集体存量持有土地面积约为 $126.6 \times 10\% \times 51\% = 6.5$ 万平方米，如果按照容积率 3 计算，建筑面积约为 19 万平方米。如果全部用作长租公寓，刨除建筑面积 10% 用作公共区域，平均房间面积为 30 平方米的话，那么仅 2017 年旧改项目可提供的潜在新增租赁房间数量可达到 5800 间。

我们认为旧改项目对中国长租公寓运营模式的启示有两方面。如果可以合理利用一二线城市旧改项目，长租公寓企业既可以走重资产路线也可以走轻资产路线。

- 重资产路线：长租公寓运营方可以通过和村集体股权合作，开发建造长租公寓。在有效保证原有产权人继续持有部分资产的基础上，运营资产产生长期稳定租金收入。由于通过旧城改造拿地土地成本低，前期资本投入相对较少。通过旧改项目走重资产模式可有效降低前期资本投入量，减少资金投入压力，提高项目长期盈利空间。
- 轻资产路线：长租公寓也可以在旧改项目上走轻资产路线。长租公寓企业可以前期和村集体签约获得土地。村集体引入开发建造商，一个出资一个出力建造资产。长租公寓企业提供前期项目规划建议和后期资产运营管理。完成项目开发建造后，村集体依旧持有资产所有权，同时可以顺利盘活资产获得稳定现金收入和长期资产升值。长租公寓运营者可通过轻资产模式输出管理服务，减少投入前期成本，获得稳定房源，提高日后经营管理效率。和村集体合作建造长租公寓大有可为，多方获益。世联行杭州的运营模式主要为此类轻资产模式（详见图 36）。

综上所述，伴随一线二线城市城市旧改项目的推进，通过旧改项目获得房源运营长租公寓既可以走重资产路线也可以走轻资产路线。城市更新项目可以成为获取长租公寓房源的重要渠道之一。城市更新项目各地规则在留地面积、自持面积和对外租赁时长规定不同，需要因地制宜。

图37 世联行：村集体拿地模式示意图



资料来源：海通证券研究所

6. 估值和投资建议

6.1 长租行业估值体系

中国长租公寓行业正处于上升势头。从 15-17 年政策相继出台的扶持政策可以看出，长租公寓行业将成为建立房地产长效机制的重要构成。此细分行业无论在规模、运营模式改善、产业链细分业务配套、融资渠道、税收优惠等方面都具备更多发展空间。长租公寓的发展是长期且持续的，我们看好长租公寓领域未来持续推进。

在第二章节中，我们将长租公寓的产业链做了大致梳理。从运营企业的角度来看，长租公寓领域内可形成规模的三大业务：一个是以运营资产为主的长租公寓运营方、一个是为长租公寓提供平台系统服务的 IT 公司、还有为长租公寓提供全产业链融资的金融机构。从行业基本面和运营模式落实到二级市场选股，我们建议从“资产管理”、“平台系统”和“金融”三大维度筛选标的。

目前行业主要的发展聚焦于长租公寓运营方，主要关注其规模的扩张和盈利情况。随着第一批长租公寓运营商规模发展完成，大规模企业的管理和融资遇到的瓶颈问题需要后续配套关联业务例如 IT 平台业务和金融业务的兴起。我们下面分别对三大业务的估值做分析。

1) 资产运营方

租赁市场特性决定长租公寓资产运营方估值逻辑：

首先，从宏观角度来看，中国房地产市场虽然从增量时代逐步转换为存量时代，但并不是所有城市都适合发展长租公寓。我们在 17 年 4 月发布的《中国票证经济研究：粮票和房票》中就存量市场性质和发展条件做过探讨。

存量市场的界定有一个常用指标，即二手房交易占比超过新房。而存量房市场规模主要关注几个要素：住房自有率、房屋流通率 和人口流动。存量房市场前期发展的基础是自有房屋率需要足够大。这决定了多少房子可以流通，从而决定了二手房市场的出售

和租赁的规模。其次，自有房屋有多大比例可以流通取决于人口流动，流动的人口产生购房和租房的需求。有能力买房的流动人口促进交易，而没有能力买房的人口则促进了租赁市场发展。第三，自有存量房规模稳定的情况下，房屋的流通率高，相关的销售和租赁收入市场也会提升。

我们认为，已经步入和正在步入存量房市场（满足存量房市场规模三要素）的中国城市主要为一线、环一线的二线城市和省会二线城市。类似逻辑可以对比海外市场，如 EQR 在美国聚焦的区域主要为东西沿海核心城市。

其次，长租公寓本质和住宅开发不同，前者重在运营。前期较早进入市场并盘踞优质地理位置的长租公寓企业，在同业竞争中占据先发优势。例如，集中式轻资产的运营模式是企业与资产所有者签订长达 10 年以上的租赁合同，这使得后继进入的企业短时间内很难获得类似优质资产。再例如，重资产路线的资产运营公司手握产权，更是决定了资产的流通性。

所以对于长租公寓市场中的资产运营公司，我们认为应该从规模的角度出发考虑其估值。资产运营方如在核心一二线城市成功布局并有效扩张规模，着力长期资产运营，短期资产潜在流通性小，那么规模越大的资产运营方在市场上越具备定价权，如果是重资产模式则还具备资产价值升值带来的双重利好。我们认为，长租公寓运营方的规模越大其估值倍数应更高。

对比成熟市场和中国自持物业估值区间：

中国长租公寓刚起步，暂时还没有单纯做房地产租赁的上市公司。因此在长租公寓运营方的估值方面，我们可以参考成熟市场美国和日本。美国公寓指数 (Apartment REITs Index) 里面有 7 家上市公寓公司，主要以重资产集中式的运营模式为主，目标客户群体不同。和 A 股惯用 PE 估值作为参考指标不同，美股公寓估值主要看中 PS 和 PFFO。

我们可以发现，如果以 PE 去衡量美国上市公寓公司的话，PE 倍数和公司规模、盈利情况基本无规律可循。但是 PS 和 PFFO 估值较为稳定，美股给予上市公寓的 PS 倍数在 10 倍左右，PFFO 在 20 倍左右。在之前的章节中，我们解释了 FFO 的计算公式，即在净利润的基础上剔除房地产交易和折旧等干扰数据。美股投资者看中 PFFO 估值的逻辑，我们认为主要开始关注长租公寓日常经营过程中能够产生稳定现金流的能力。

表 6 美国公寓指数中的上市公司财务信息

公司全称	股票代码	管理规模 (万间)	16 年总 收入(亿 美元)	市值* (亿美元)	PS* (倍)	EPS* (美元 每股)	PE* (倍)	FFO* (美元 每股)	P/FFO* (倍)
Equity Residential	EQR.N	7.75	248.82	10.26	67.91	5.81	3.10	21.91	248.82
AvalonBay	AVB.N	7.45	261.09	12.77	191.20	25.53	8.26	23.15	261.09
Mid-America Apartment Communities, Inc.	MAA.N	9.76	121.44	10.79	106.96	57.11	5.72	18.70	121.44
United Dominion Realty, L.P.	UDR.N	3.95	105.05	10.94	38.93	35.59	1.80	21.63	105.05
Camden Property Trust	CPT.N	5.28	78.84	8.93	89.24	35.86	4.64	19.23	78.84
Essex Property Trust, Inc.	ESS.N	5.96	175.02	13.53	262.70	41.77	11.12	23.62	175.02
America investment and management company	AIV.N	4.63	71.26	7.16	45.42	16.57	2.32	19.58	71.26
平均		6.40	13.90	151.68	10.60	6.76	27.42	5.28	21.12

*数据截至 17 年 8 月 22 日，美股收盘时间有时间差
资料来源：Wind、各公司年报，海通证券研究所

对于 A 股而言，同样是自持物业但业态不同的上市公司为中国国贸和金融街。虽然两者以商业自持物业为主，运营模式和公寓不同。但是同样是自持类物业，其核心是产生稳定现金流的能力是一样的。我们看到中国国贸和金融街 8 月 23 日 PE 在 13-29 倍

之间，估值差异较大。市盈率和市销率的差异一方面因公司营业模式不同导致，另一方面也说明了 A 股中自持类物业的估值体系还没有搭建成熟，估值倍数较不稳定。

表 7 A 股自持物业类上市公司

公司全称	代码	总市值 (亿元)	16 年总收入 (亿元)	PS* (倍)	EPS* (元/股)	PE* (倍)
中国国贸	600007.SH	199	23	8.47	0.68	29.09
金融街	000402.SZ	357	199	1.80	0.94	12.69

*数据截至 17 年 8 月 23 日

资料来源：Wind、海通证券研究所

目前中国还没有以长租公寓为主营业务的上市公司，做长租公寓的上市公司还在探索和拓展规模的过程中。此外，中国目前主要以轻资产运营长租公寓为主，EPS 可以视为相当于美国市场中的 FFO。从美国成熟市场估值偏向可看出，对于重资产模式的长租公寓公司，投资者仍然看中的是现金流的稳定性而非资产出售和收购，毕竟后者稳定性稍差。

综上所述，我们认为对于中国公寓公司，估值核心仍然需要以规模和持续稳定的租金收入为主。我们认为可参考 PE 估值倍数为：企业规模在 5 万-10 万间左右的约为 10-15 倍，10-30 万间约为 15-30 倍，30 万-50 万间约为 30-40 倍，50-100 万间在 40 倍以上。

2) 交易平台

长租公寓交易平台 VS 房产交易平台：

持续稳定的客户导入是支持长租公寓规模扩张以及平日运营降低空置率的重点。随着长租公寓运营规模的增加，通过线上平台在宣传品牌和提高签约率方面变得越来越重要。

与新房和二手房交易不同，长租公寓可以提供相对标准化产品。此外，由于市面上租约通常为一年，所以公寓有短期多频的特点，客户对交易平台的使用频次较高。新房和二手房由于单位价值较高，交易频次较低，对于房间的个性化要求较高，所以新房和二手房对交易平台的使用频次和长租公寓相比较低。

表 8 新房、二手房、租房平台交易系统特点对比

	新房	二手房	租房
个性化要求 (和产品标准化相反)	高	高	低
交易频次	低	低	高
单位价值 (买房 vs 租房)	高	高	低
入口黏性	低	低	高
关注频繁度	高	高	高

资料来源：海通证券研究所

交易平台估值逻辑侧重用户量：

平台交易系统的估值逻辑和电商类似，主要体现在用户量、节点距离（网络速度、用户进入端口等）、以及变现能力（线上需求与线下产品相结合，线上需求成功导入线下）。

根据梅特卡夫定律³，网络的有效性（互联网公司的价值）随着用户数量的平方数增加而增加。其基本逻辑建立在互联网的外部效应（Network Externality），即每个网络用户都因别人的加入获得了更多的信息交流机会。用户越多，网络的价值越大，网络的需求也就越大。因此，根据梅特卡夫定律，网络具有极强的外部性和正反馈性，互联网消费存在效用递增效应。

相同逻辑应用在长租公寓交易平台上。随着交易平台系统涵盖房源和区域越多、用户数量越多、交易平台线上导入线下产品的效率提高，交易平台的价值越大，估值应越高。

对比成熟市场和中国互联网公司的估值区间：

目前中国还没有全国性的长租公寓交易平台。我们可以参考上市电商和房地产交易平台估值。美股上市的电商和房地产相关的平台交易公司为阿里巴巴、搜房网和 58 同城。阿里巴巴的业务内容涵盖范围广阔，而且从前端交易平台到后端支付系统已经形成了完整的生态链条，真正实现线上客户和线下产品有效结合。其市销率和市盈率分别为 18 倍和 64 倍，估值较高。同样是上市每股的中国交易平台，搜房网和 58 同城都有新房、二手房和租房交易平台，其中搜房网的主营业务和房地产紧密相连，而 58 同城除涉及房地产交易外还有其他行业的业务。搜房网和 58 同城在 16 年的净利润均为负，因此无法用市盈率估值作为参考，16 年市销率分别为 2 倍和 7 倍。

A 股上市公司中以房地产交易为主的网络平台为三六五网。三六五网的主要优势在于自主研发的交易平台和客户资源，旗下拥有自主开发的“365 淘房”、“安家贷”、“爱租哪”等网络平台。通过不断创新业务模式、提高服务品质，公司拥有长期稳定合作的客户群，在区域内建立了一定的品牌知名度。16 年公司主要收入和利润来自于“365 淘房”的新房二手房营销服务。由于 16Q4 受房地产市场波动影响，新房网络广告和房产电商业务收入都有所下降，但二手房交易服务收入实现增长。公司 16 年营业收入为 5.79 亿元，同比下降 9.8%。根据公司 16 年销售收入和每股利润，公司 16 年市销率和 8 月 23 日市盈率分别为 7 倍和 41 倍。

中国暂无全国性长租公寓交易平台，目前可参考的和房地产行业相关的上市交易平台公司包涵新房、二手房和租房三方面业务。如先前所述，新房和二手房交易特点和租房交易不同，租房频次更高、客户流量和粘性更大。如果中国出现全国租房交易平台，我们认为其估值应高于新房和二手房交易平台系统的估值。如果租房交易平台能有效整合线上需求和线下房源、以及后端支付，形成有效的租房生态链，则估值可以更高。我们认为，成功整合线上线下的全国租房交易平台参考市盈率估值可在 50 倍以上。

表 9 美股和 A 股平台交易上市公司

公司全称	代码	业务说明	市值*	16 年收入	PS*	PE*
美股			(亿美元)	(亿美元)	(倍)	(倍)
阿里巴巴	BABA.N	阿里巴巴集团是中国最大的电子商务企业。集团经营多个领先的网上及移动平台，旗下业务 9 个、关联企业两个，分别是：阿里巴巴国际交易市场、1688、全球速卖通、淘宝网、天猫、聚划算、一淘、阿里云计算、支付宝，其中来往、菜鸟网络为关联企业，业务覆盖零售和批发贸易及云计算等。向消费者、商家及其他参与者提供技术和服务，让他们可在阿里巴巴的生态系统里进行商贸活动。	4413	237	19	66

³ 梅特卡夫定律（Metcalfe's Law）是一种网络技术发展规律。其内容是网络的价值等于网络节点数的平方，网络的价值与联网的用户数的平方成正比。

搜房网	SFUN.N	公司从事经营房地产互联网门户网站，业务以中国大陆为核心，覆盖亚太地区，是全球最具权威和规模的房地产家居网络媒体和信息服务企业。搜房控股旗下拥有四大集团：搜房新房集团、搜房二手房集团、搜房家居集团、搜房研究集团(中国指数研究院)，业务覆盖房地产家居所有行业：新房、二手房、租房、别墅、写字楼、商铺、家居、装修装饰等。	16	9	2	-
58 同城	WUBA.N	58 同城是中国最大的分类信息网站，本地化、自主且免费、真实高效。公司提供找房子、找工作、二手物品买卖、二手车、58 团购、商家黄页、宠物票务、旅游、交友等多种生活信息。58 同城网同时也为商业合作伙伴提供目标消费群体、产品与服务展示平台、市场营销效果以及客户关系管理等多方面服务。	95	11	9	-
A 股			(亿元)	(亿元)	(倍)	(倍)
三六五网	300295.SZ	公司是一家房地产家居网络营销服务提供商。主营业务包括新房网络营销服务、二手房网络营销服务、家居网络营销服务以及研究咨询业务。公司是国内房地产网络营销服务领域的先行者之一，在该领域已深耕多年。长租公寓 SAAS 系统供应商稀缺标的。	43	6	7	40

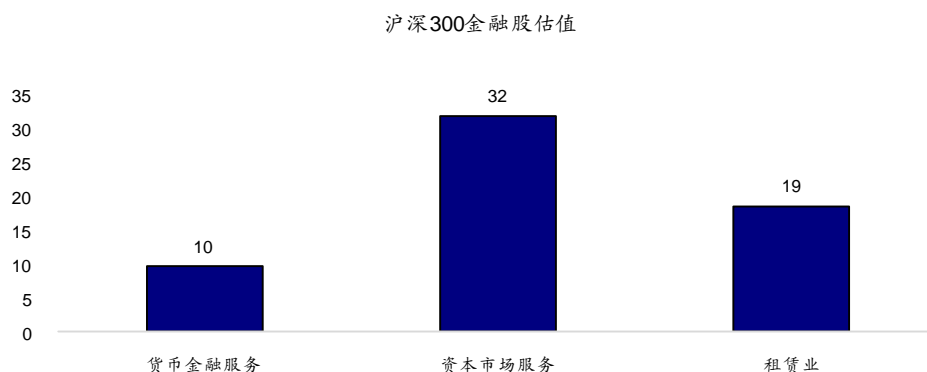
*美股数据截至 8 月 22 日，A 股数据截至 8 月 23 日

资料来源：Wind、海通证券研究所

3) 金融服务

长租公寓金融相关业务的提供大致分为前期拿房和装修所需股权和债券融资、租赁期间供应链融资和资产证券化，以及针对租户提供的贷款和保险等服务。对于金融服务，我们认为长租公寓的金融业务可以由现有金融机构提供，即在现有各线金融产品上增添和长租公寓相关产品。因此金融服务的相关估值，我们主要参考沪深 300 中的金融机构。具体如下图所示。

图38 沪深 300 金融服务市盈率（倍）*



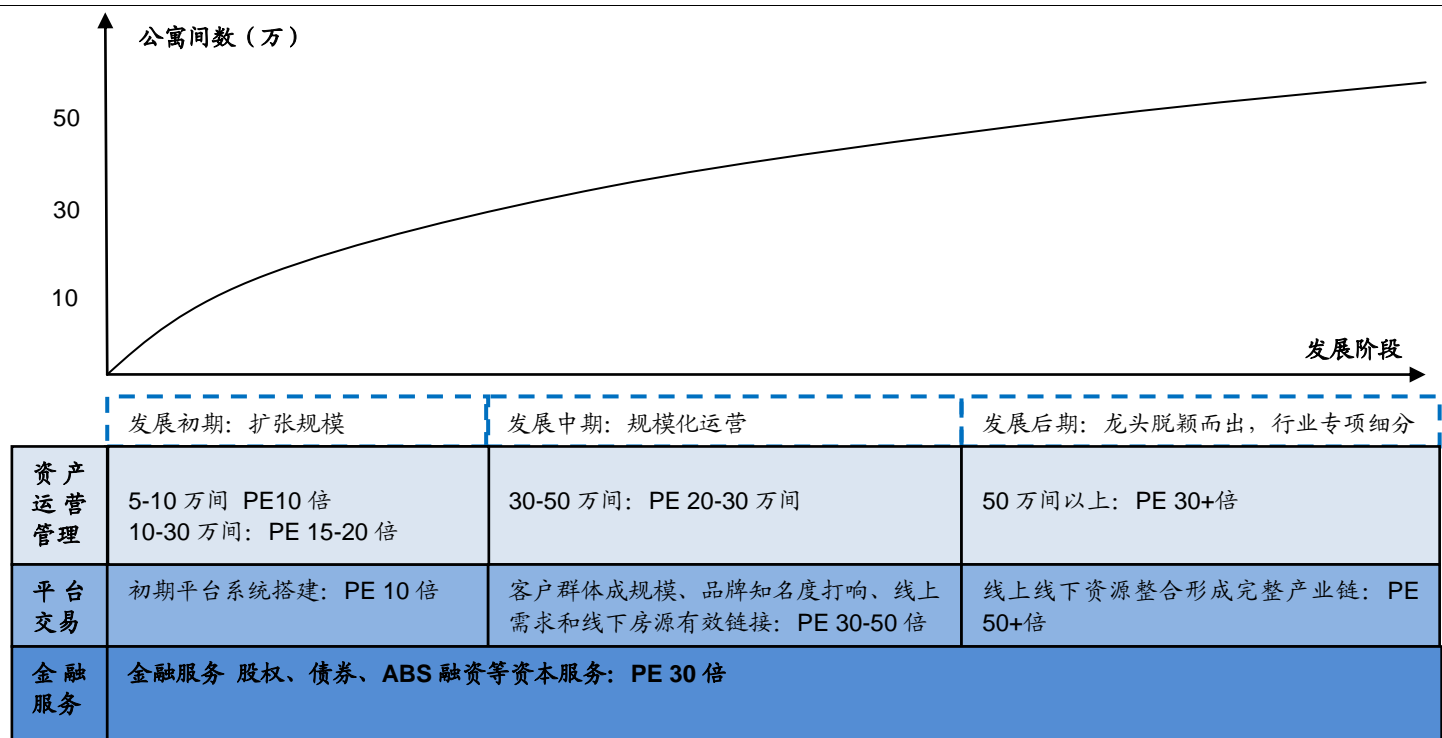
*数据截至 8 月 23 日

资料来源：Wind，海通证券研究所

估值体系小结：

综上所述，我们认为长租公寓公司发展大致分为三阶段 1) 发展初期扩张规模；2) 发展中期规模化运营；3) 发展后期，规模到达一定体量后，市场龙头公司脱颖而出，行业开始出现专项细分公司。每个发展阶段的相应估值倍数详见图 39。

图39 长租公寓估值体系



资料来源：海通证券研究所

6.2 投资建议

中国长租公寓发展正当时。前期行业竞争焦点在于拓展规模和树立品牌，提高租客需求，降低空置率。前期先进入市场者具备先发优势。我们认为 A 股上市公司已经参与长租公寓建设的，值得关注的相关标的有以下几家：

1) 规模领跑者

- **万科 A:** 万科于 2014 年提出从纯住宅开发商转型为“城市配套服务商”，并且公司在当时确立要在十年内完成新业务探索与布局。15 年万科以不同品牌在广州、厦门、西安等城市尝试长租公寓业务。16 年 5 月正式推出以 25-30 岁白领青年为客户群体的泊寓系列公寓。截至 2017 年 7 月，万科泊寓在全国 22 个城市拥有 16000 间公寓在运营，签约公寓约为 4.5 万间。万科泊寓的优势在于 1) 依托万科房地产开发业务的全国布局快速在重点一二线城市铺开；2) 作为开发商，公司在资产改造方面具备经验优势，善于将不起眼的资产改造成成为新潮青年公寓。
- **世联行:** 世联行从 2014 年开始试水公寓。15 年时最先做短租类型的租赁产品，例如假日型短租房。现在世联行着力发展“红璞”为品牌的长租公寓，专注为白领青年提供设计感强、性价比高的租赁公寓。截止 2017 年 7 月，红璞公寓已成功完成 27 个城市的布局，九部委提出的 12 个长租公寓试点城市中世联行已经布局 10 个，签约公寓 4.5 万间。世联行的优势在于：公司总部和地方运营框架基本搭建成熟：房源获取渠道多元，优中选优；营销体系踏准年内租赁需求小高峰；产品设计标准化，集采渠道建立完毕，前期装修单位成本有效降低；自助研发 IT 平台简化租约签订、管理和后期支付手续，长期可进一步节约管理成本。

2) 后起之秀

- **龙湖地产：**龙湖地产从 2016 年中业绩会上开始正式对外宣布试水长租公寓，并推出“冠寓”品牌。冠寓品牌主要定位是“为青年人打造品质生活居所”。17 年年初，公司将冠寓品牌升级为集团战略性业务，成为继房地产开发、商业运营、物业服务之后的又一个主渠道业务。17Q1 龙湖先后在重庆和成都开业冠寓品牌长租公寓。并在重庆源著店开业仪式上宣布了冠寓三条产品线——“核桃”、“松果”和“豆豆”。截至 17 年 7 月，冠寓已经在成都、重庆、杭州、苏州、厦门、西安、南京等城市成功运营。龙湖地产冠寓品牌的优势在于其融合了龙湖装修设计的精细风格，对追求生活品质的年轻人具有极强的吸引力。
- **市北高新：**公司是上海市闸北区国资委履行出资责任的国有独资企业，拥有 25 年丰富的精品化产业园区开发运营的经验 and 能力。截至 2016 年年底，公司主导的在建项目共有 7 个，涉及总建筑面积超过了 70 万平方米。17 年 7 月，公司大股东市北高新集团与国内知名的租赁式公寓运营商湾流国际进行了密切接触，双方将展开深入合作，成立合资平台专项发展房产租赁事业。湾流国际是上海规模最大的集中型共享式国际青年社区管理方，致力于通过“存量资产+地产金融+互联网”的商业模式构建中国最受信赖的互联网生活服务平台。在 17 年 5 月由商务部、公安部支持和指导，中国饭店协会主办的 2017 中国住宅业创新与发展论坛上，湾流国际获得中国首批租赁式公寓精品示范店授牌。
- **国创高新：**17 年 7 月公司顺利完成收购深圳云房 100.00% 股权。深圳云房是一家以 O2O 模式为核心的房地产中介服务提供商，主要从事新房代理业务和房屋经纪业务，依托房源大数据平台、互联网信息服务平台及规模化线下直营体系，构建“线上引流、线下变现”的房地产互联网平台终端品牌商。截至 2016 年 12 月 31 日，深圳云房下属门店共计 1,063 家，新房代理和房屋经纪业务覆盖深圳、上海、广州、南京、苏州、杭州、珠海、中山、青岛、北京、东莞等全国 30 多个城市，所属品牌“Q 房网”在房地产中介服务行业具有一定的知名度。深圳云房在盘活存量房方面具备房源渠道和获客渠道优势。

3) 系统平台

- **三六五网：**公司是一家房地产家居网络营销服务提供商。主营业务包括新房网络营销服务、二手房网络营销服务、家居网络营销服务以及研究咨询业务。公司是国内房地产网络营销服务领域的先行者之一，在该领域已深耕多年。长租公寓 SAAS 系统供应商稀缺标的。

表 10 可比公司估值

代码	公司名称	8 月 23 日收盘价 (元/股)	EPS (元/股)			PE		
			16	17E	18E	16	17E	18E
000002.SZ	万科 A	23.24	1.90	2.19	2.52	12.23	10.61	9.22
002285.SZ	世联行	10.18	0.37	0.45	0.53	27.51	22.62	19.21
00960.HK	龙湖地产*	19.02	1.55	1.83	2.18	12.27	10.39	8.72
600604.SH	市北高新	9.47	0.08	0.13	0.17	118.38	72.85	55.71
002377.SZ	国创高新	9.41	0.07	0.09	0.27	134.43	104.56	34.85

*龙湖地产收盘价为 8 月 22 日，因 8 月 23 日台风股市停牌
资料来源：Wind、海通证券研究所

7. 风险提示

行业参与门槛不高，可能造成竞争激烈，盈利摊薄。

信息披露

分析师声明

涂力磊 房地产行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：黑牡丹,*ST 松江,中国国贸,顺发恒业,新湖中宝,浦东金桥,中国恒大,国创高新,嘉凯城,西藏城投,海航基础,华侨城 A,荣盛发展,格力地产,天健集团,万通地产,中华企业,福星股份,南山控股,粤泰股份,金科股份,光明地产,莱茵体育,万业企业,三湘印象,中洲控股,龙湖地产,招商蛇口,京汉股份,彩生活

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 副所长
(021)23219422 kljiang@htsec.com

邓 勇 所长助理
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 所长助理
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟 奇 所长助理
(021)23219962 zq8487@htsec.com

宏观经济研究团队
姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
梁中华(021)232154142 lzh10403@htsec.com
联系人
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com
宋 潇(021)232154483 sx11788@htsec.com

金融工程研究团队
高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
联系人
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)232154386 zzg11641@htsec.com
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
史霄安 sxa11398@htsec.com

金融产品研究团队
高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈 瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
薛 涵 xh11528@htsec.com
联系人
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
皮 灵(021)232154168 pl10382@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
庄梓恺 zzk11560@htsec.com

固定收益研究团队
姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
姜珊珊(021)232154121 jps10296@htsec.com
联系人
杜 佳(021)232154149 dj11195@htsec.com
李 波 lb11789@htsec.com

策略研究团队
荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟 青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高 上(021)232154132 gs10373@htsec.com
联系人
郑英亮(021)232154147 zyl10427@htsec.com
姚 佩(021)232154184 yp11059@htsec.com
唐一杰 021-23219406 tyj11545@htsec.com
李 影(021)232154147 ly11082@htsec.com

中小市值团队
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
刘 宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)232154122 pyl10297@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)232154171 cbs10969@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队
李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业
邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)232154143 zjj10419@htsec.com
毛建伟(021)232154134 mjb10376@htsec.com
殷奇伟(021)232154139 yqw10381@htsec.com
联系人
胡 歆 021-232154505 hx11853

医药行业
余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙 建(021)232154170 sj10968@htsec.com
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com
联系人
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
刘 浩(010)56760098 lh11328@htsec.com

汽车行业
邓 学(0755)23963569 dx9618@htsec.com
杜 威 0755-82900463 dw11213@htsec.com
谢亚彤(021)232154145 xyt10421@htsec.com
联系人
王 猛(021)232154017 wm10860@htsec.com

公用事业
张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
赵树理(021)23219748 zsl10869@htsec.com
联系人
陈佳彬(021)232154509 cjb11782@htsec.com
傅逸帆(021)232154398 fyf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
王 晴(021)232154116 wq10458@htsec.com
李宏科(021)232154125 lhk11523@htsec.com
联系人
史 岳(021)232154135 sy11542@htsec.com

互联网及传媒
钟 奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
许樱之 xyz11630@htsec.com
孙小雯(021)232154120 sxw10268@htsec.com
联系人
强超廷(021)232154129 qct10912@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
刘 欣(010)58067933 lx11011@htsec.com
唐 宇(021)23219389 ty11049@htsec.com
陈星光 cxg11774@htsec.com

有色金属行业
施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
杨 娜(021)232154135 yn10377@htsec.com
李妹醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com

房地产行业
涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
贾亚童(021)23219421 jiaty@htsec.com
联系人
杨 凡(021)23219812 yf11127@htsec.com
金 晶(021)232154128 jj10777@htsec.com

电子行业

陈 平(021)23219646 cp9808@htsec.com
联系人
谢 磊(021)23212214 xl10881@htsec.com
张天闻 ztw11086@htsec.com
尹 苓(021)23154119 yl11569@htsec.com

煤炭行业

吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com

电力设备及新能源行业

杨 帅(010)58067929 ys8979@htsec.com
房 青(021)23219692 fangq@htsec.com
徐柏乔(021)32319171 x bq6583@htsec.com
张向伟(021)23154141 z xw10402@htsec.com
曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com

基础化工行业

刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
刘 强(021)23219733 lq10643@htsec.com
联系人
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
张翠翠 zcc11726@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
谢春生(021)23154123 xcs10317@htsec.com
鲁 立 ll11383@htsec.com
黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
联系人
杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com
洪 琳 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
联系人
庄 宇(010)50949926 zy11202@htsec.com
余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
张峰青 z zq11650@htsec.com

非银行金融行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
联系人
夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com
李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com

交通运输行业

虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com
梁 杨(021)23219442 zy9937@htsec.com
联系人
童 宇(021)23154181 ty10949@htsec.com

纺织服装行业

唐 苓(021)23212208 tl9709@htsec.com
梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com
于旭辉(021)23219411 yxh10802@htsec.com
联系人
马 榕(021)23219431 mr11128@htsec.com

建筑建材行业

邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com
冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com
联系人
周 俊 0755-23963686 zj11521@htsec.com

机械行业

沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com
余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
耿 耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
杨 震(021)23154124 yz10334@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
联系人
刘 璇(021)23219197 lx11212@htsec.com
周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟 dsw11227@htsec.com
联系人
毕春晖(021)23154114 bch10483@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com
陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
陈 阳(010)50949923 cy10867@htsec.com
联系人
关 慧(021)23219448 gh10375@htsec.com
夏 越(021)23212041 xy11043@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
成 珊(021)23212207 cs9703@htsec.com

军工行业

徐志国(010)50949921 xzg9608@htsec.com
刘 磊(010)50949922 ll11322@htsec.com
蒋 俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
联系人
张恒恒(010)68067998 zhx10170@htsec.com
张宇轩 zyx11631@htsec.com

银行行业

林媛媛(0755)23962186 lly9184@htsec.com
林瑾璐 lj11126@htsec.com
联系人
谭敏沂 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com
联系人
陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
顾熹闽 021-23154388 gxm11214@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
联系人
李 阳 ly11194@htsec.com
朱默辰 zmc11316@htsec.com

造纸轻工行业

曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含 gbh11537@htsec.com
宗 亮 zl11886@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com
李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com
黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
蒋 炯 jj10873@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
方烨晨(021)23154220 fyc10312@htsec.com
慈晓聪 021-23219989 cxc11643@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
吴 尹 wy11291@htsec.com
陆铂锡 lbx11184@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
张 明 zm11248@htsec.com
陈铮茹 czr11538@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com