

房地产

租赁重生

证券研究报告

2022 年 05 月 28 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

韩笑

分析师

SAC 执业证书编号: S1110521120006
hanxiaob@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:时间比空间更重要》 2022-05-22
- 2 《房地产-行业点评:方向重于力度,胜率赔率双升》 2022-05-17
- 3 《房地产-行业点评:现实向预期靠拢——统计局 4 月数据点评》 2022-05-17

1. 海外租赁体系：税收与融资优惠加速供给，租购同权助推需求

发达国家租赁体系已相对成熟，形成了以日本为代表的轻资产模式和以美、德为代表的重资产模式。市场格局方面，重点城市租金回报率多在 3-5% 区间，机构化渗透率均超 30%。我们认为，海外市场具备贡献驱动因素，在需求端通常包括租金管制、租赁补贴、租约保护及租购同权制度，在供给端则侧重于税收优惠和融资支持。

2. 海外商业模式：精准把握客户，高效融资扩张，多元增值获益

海外龙头住房租赁企业商业模式各具所长：日本 Leopalace21 采取轻资产包租模式，依托建造业务专业化运营；美国 EQR 与德国 Vonovia 采取重资产模式，精准定位客群增强盈利，并通过出售增值物业优化自身资产结构、获取增值收益。我们认为，较高的租金收益率、强大成本控制能力是海外龙头企业盈利的首要因素，高效的融资则助力企业迅速扩张，同时，良性运营下重资产企业还可出售增值物业获取利润。

3. 中国租赁体系：保障性租赁逐渐发力，市场化机构前景广阔

我国住房租赁市场分为市场化与非市场化两类，我们估算认为，目前约有 1.6 亿人的租赁需求主要依靠市场化租赁满足。伴随租购并举、租售同权政策的不断落地，租赁人口规模仍有提升空间。同时，我国专业住房租赁机构的市场渗透率不足 5%，远低于发达国家水平。我们认为，机构化租赁能够有效满足居民租赁需求、解决市场供需错配，伴随配套政策的逐渐完善，机构化租赁具备相当规模的发展潜力。

4. 机构租赁市场：失落的现实，难解的困境

与预期中广阔的发展前景不同，频频爆雷的发展现状为行业蒙上重重阴影。我们认为，畸形的商业模式是行业爆雷的直接原因，市场整体的低回报率水平放大了经营主体的盈利难度。同时，对杭州、深圳的轻/重资产项目的相关测算表明，住房租赁项目盈利条件十分苛刻，且存在政府土地供给方式、资方资本回报要求和企业商业经营模式间的不可三角，三方利益通常只能同时满足其二。

5. 可行路径：土地、经营、融资三向破局，期待土地端迅速突破

我们认为，土地出让方式的转变是实现住房租赁短期破局的最优选择，其中，纯租赁用地在中短期内最具发展潜力，集体建设用地在长期也有充足可能。经营主体方面，当前中介系/国企系/开发商系发展相对成熟，但行业的普遍优化绝非一日之功，过度追求短期见效易使行业重回早期商业模式的困境之中。融资渠道方面，政府多措并举支持住房租赁融资，但小幅下行的利率无法使企业扭亏为盈，且市场化融资注定受到项目盈利状况的反向制约。我们看好拥有较强地区资源获取能力的地方国企、具备开发建安优势的优质开发房企及其他具备租赁项目运营经验的专业企业。

6. 机会与展望：保障性与市场化双轨下的租赁重生

保障性与市场化双轨并行是租购同权时代的必然选择。其中，保障性租赁政策的关键在于填补新市民、青年人尚未被市场化租赁企业满足的住房缺口，预计可在“十四五期间”贡献大中城市 3-4 成住房增量。我们看好地方国企、优质房企与其他具备租赁运营经验的专业企业作为主要承建运营方。而在市场化一侧，我们认为，优质轻资产住房租赁企业或可逐渐探索租赁住房全生命周期管理模式；通过增强前期成本管理，优质重资产企业有望跑通盈利模式、实现资产增值。

7. 投资策略

租购并举时代赋予我国住房租赁行业前所未有的广阔空间，保障性与市场化的双轨之下，我们看好拥有较强地区资源获取能力的地方国企、具备开发建安优势的优质房企以及其他具备租赁项目运营经验的专业企业。**持续推荐：1) 具备住房租赁管理经验的优质房企：万科 A、龙湖集团、旭辉控股集团、招商蛇口、金地集团、保利发展；2) 优质物管：碧桂园服务、招商积余、保利物业、旭辉永升服务。建议关注：首开股份、华发股份、金融街、越秀地产、建发国际等地方国企。**

风险提示：行业信用风险蔓延，影响行业的再融资、销售和竣工预期；人口流动减少，租赁需求下行；租金回报率维持低位，制约企业盈利空间；主观测算风险。

内容目录

1. 海外租赁体系：税收与融资优惠加速供给，租购同权助推需求	7
1.1. 市场格局：高机构渗透率与稳定的租金回报率	7
1.2. 发展过程：政策因时制宜，市场整体成熟	9
1.2.1. 日本：“供不应求-刺激供应-规范市场”三阶段	9
1.2.2. 美国：“混乱早期-小幅衰退-投资浪潮-行业低谷-逐渐恢复”的波动发展	10
1.2.3. 德国：“增加供给-鼓励投资-稳定市场”三阶段	11
1.2.4. 新加坡：“集中供给-租赁自有-发展公共住房-私人住宅补充”四阶段	12
1.3. 驱动因素：城市化、租购同权、制度规范、税收优惠与金融支持	12
2. 海外商业模式：精准把握客户，高效融资扩张，多元增值获益	14
2.1. 日本 Leoplace21：依托建造业务，精细化运营轻资产包租式公寓	14
2.2. 美国 EQR：融资高效多元，重资产模式提供资产增值空间	16
2.3. 德国 Vonovia：布局核心城市，出售非战略城市资产优化资产	18
2.4. 成功经验：高租金回报率、低融资成本与资产增值收益	20
3. 中国租赁体系：保障性租赁逐渐发力，市场化机构前景广阔	21
3.1. 住房租赁市场：市场化与保障性双轨并行	21
3.2. 市场化租赁：看好机构化租赁的长远前景	24
3.2.1. 市场空间：对标海外发达国家，机构化租赁空间广阔	24
3.2.2. 政策配套：相关政策持续完善，助力行业稳健发展	24
3.2.3. 聚焦痛点：缓解市场供需错配，有效满足居民需求	26
4. 机构租赁市场：失落的现实，难解的困境	27
4.1. 商业模式：直接诱发企业爆雷	27
4.2. 租金回报：难以支撑市场发展	28
4.3. 量化测算：项目盈利条件苛刻	28
4.3.1. 轻资产项目依赖租金差，重资产项目前期投入大	28
4.3.2. 轻资产模型：溢价有限制约盈利，装修投入制约现金流	29
4.3.3. 重资产模型：土地成本是制约盈利的关键因素	31
4.4. 失败原因总结：畸形的商业模式、市场的低回报率与盈利的不可能三角	34
5. 可行路径：土地、经营、融资三向破局，期待土地端迅速突破	34
5.1. 土地出让：政府量价齐发，加速破解住房租赁迷局	35
5.1.1. 商住房自持/配建：投资着陆难度较大	36
5.1.2. 纯租赁用地：低地价创造盈利空间	38
5.1.3. 集体建设用地：政府出让净地是发展良策	41
5.1.4. “非改租”：盘活存量资源，或在保障性方向放量	43
5.2. 经营主体：中介系/国企系/开发商系发展相对成熟	46
5.2.1. 主体盘点：几轮出清，存量主体各具特点	46
5.2.2. 中介系：房屋周转优势突出，收入多元化是盈利要义	47
5.2.3. 国企系：成本优势显著，保障底色决定盈利细水长流	48
5.2.4. 开发商系：运营专业化是获取高溢价率的关键	51

5.3. 融资渠道：盈利困局制约住房租赁企业获取融资	53
5.3.1. 政策方向：多措并举支持住房租赁融资，各渠道均有实践先例	53
5.3.2. 实操层面：行业融资大幅减少，中小企业融资困境加剧	55
5.4. 路径判断：着力转变土地出让方式，重点关注地方国企与优质房企	57
6. 机会与展望：保障性与市场化双轨下的租赁重生	57
6.1. 保障性住房租赁：补足市场缺口，长期稳定放量	57
6.1.1. 政策目的：面向发展欠佳的市场化租赁，填补新市民、青年人住房缺口	57
6.1.2. 建设力度：“十四五”期间，预计贡献大中城市 3-4 成住房增量	59
6.1.3. 受益对象：地方国企、优质房企与其他具备租赁运营经验的专业企业	61
6.2. 市场化住房租赁：期待优质租赁企业商业模式的逐渐完善	62
6.2.1. 轻资产：平抑盈利波动，探索租赁住房全生命周期管理模式	62
6.2.2. 重资产：增强前期成本管理，看好跑通盈利模式后的资产增值	62
7. 投资策略	63
8. 风险提示	63

图表目录

图 1：海外住房租赁市场租房人口比例及机构渗透率	7
图 2：海外住房租赁市场特征	7
图 3：海外住房租赁市场租金回报率（市中心区）	8
图 4：海外住房租赁市场租金回报率（非市中心区）	8
图 5：2021 年海外重点城市租金回报率	8
图 6：海外重点城市租赁住房空置率	8
图 7：日本住房市场结构	10
图 8：日本实际住宅物业价格指数与可支配收入指数	10
图 9：日本住房套户比	10
图 10：东京都市圈人口	10
图 11：美国实际住宅物业价格指数与可支配收入指数	11
图 12：美国租金回报率与十年期国债收益率	11
图 13：德国存量住房建造年代分布	11
图 14：德国人均 GDP 增速	11
图 15：2018 年新加坡住房市场结构	12
图 16：新加坡住房所有权居住户数及住房的变化趋势	12
图 17：海外住房租赁市场发展过程	12
图 18：Leopalace21 商业模式	14
图 19：Leopalace21 营业收入构成	15
图 20：Leopalace21 营业利润构成	15
图 21：Leopalace21 提出的 MasterLease30 年租赁保障模式	16
图 22：Leopalace21 年均出租率水平	16
图 23：日本各类型家庭数量增长情况	16
图 24：Leopalace21 客户合约类型构成	16

图 25: Leoplace21 长短租房间占比	16
图 26: EQR 商业模式	17
图 27: EQR 伞形合伙结构 REIT 流通性强、易于扩大资产规模	17
图 28: EQR 平均债务成本	17
图 29: EQR 税收豁免债务占比及成本	17
图 30: EQR 租金收入及同比增速	18
图 31: EQR 毛利率及归母净利润率	18
图 32: EQR 资产处置收益	18
图 33: EQR 营业成本构成	18
图 34: Vonovia 商业模式	19
图 35: Vonovia 营业收入构成及同比增速	19
图 36: Vonovia 调整后税息折旧及摊销前利润构成及同比增速	19
图 37: Vonovia 年均空置率情况	20
图 38: Vonovia 及 Deutsche Wohnen 分区域租金水平	20
图 39: Vonovia 非战略区域资产公允价值增速	20
图 40: Vonovia 翻新改造对租金收入同比增速贡献度	20
图 41: 国内住房租赁市场市场格局变化	22
图 42: 房东端长租公寓优势	26
图 43: 房客端选择长租公寓原因	27
图 44: 住房租赁“高进低出”经营模式	27
图 45: 住房租赁“长收短付”融资模式	28
图 46: 各国租金回报率（市中心）	28
图 47: 各国租金回报率（非市中心）	28
图 48: 轻资产假设下深圳住房租赁项目 IRR	30
图 49: 轻资产假设下杭州住房租赁项目 IRR	30
图 50: 在 7% 贴现率下深圳轻资产住房租赁项目单位 NPV	31
图 51: 在 7% 贴现率下杭州轻资产住房租赁项目单位 NPV	31
图 52: 在 7% 贴现率下深圳轻资产住房租赁项目 NPV 首次归正年份	31
图 53: 在 7% 贴现率下杭州轻资产住房租赁项目 NPV 首次归正年份	31
图 54: 在 7% 贴现率下深圳住房租赁项目 NPV 稳定归正年份	31
图 55: 在 7% 贴现率下杭州住房租赁项目 NPV 稳定年份	31
图 56: 重资产假设下深圳住房租赁项目 IRR	33
图 57: 重资产假设下杭州住房租赁项目 IRR	33
图 58: 在 7% 贴现率下深圳重资产住房租赁项目单位 NPV	33
图 59: 在 7% 贴现率下杭州重资产住房租赁项目单位 NPV	33
图 60: 在 7% 贴现率下深圳重资产住房租赁项目 NPV 归正年份	33
图 61: 在 7% 贴现率下杭州重资产住房租赁项目 NPV 归正年份	33
图 62: 租赁市场化的不可能三角	34
图 63: 租赁市场化不可能三角的破局之路	35
图 64: 北京等 8 城租赁用地供地计划占比	36
图 65: 2021 年 22 城成交租赁地块分类型分布（按成交建面）	36

图 66: 2021 年集中土拍溢价率及未成交建面情况	37
图 67: 2021 年集中土拍竞自持用地成交情况.....	37
图 68: 2017-2021 年全国纯租赁用地成交建面	38
图 69: 2018-2020 年各城市纯租赁用地累计成交建面占比.....	38
图 70: 2018-2020 年部分城市纯租赁用地成交均价.....	39
图 71: 上海纯租赁用地项目建筑面积分布	40
图 72: 上海纯租赁用地项目按规划下限的规模分布	40
图 73: 2021 年企业纯租赁用地累计持有建面 Top50 分布	40
图 74: 2021 年纯租赁用地拿地企业类型	40
图 75: 一线城市优质写字楼空置率	45
图 76: 一线城市甲级写字楼空置率	45
图 77: 长租公寓运营管理核心能力与对应盈利指标	47
图 78: 自如针对学生群体优惠多样、营销精准.....	47
图 79: 自如产品矩阵.....	48
图 80: 自如生活/自如服务 2020 年订单同比增长	48
图 81: 2021 年新增租赁用地拿地企业性质分布	49
图 82: 深圳市人才安居集团拟筹建项目	49
图 83: 深圳市人才安居集团已开始运营项目	49
图 84: 深圳市人才安居集团拟筹建项目	49
图 85: 深圳市人才安居集团银行授信情况	50
图 86: 深圳市人才安居集团债券发行情况	50
图 87: 深圳市人才安居集团已运营项目平均租金	50
图 88: 深圳市人才安居集团各房源渠道下毛利率	50
图 89: 2018-2021 年住房租赁领域融资金额	56
图 90: 房地产行业租赁专项债分梯度情况	56
表 1: 海外住房租赁市场格局	9
表 2: 海外住房租赁市场总结	9
表 3: 海外住房租赁市场需求端调控手段	13
表 4: 海外住房租赁市场供给端调控手段	14
表 5: 海外标杆长租公寓企业发展模式总结	21
表 6: 中央“租购并举”、“租购同权”相关政策	22
表 7: 地方“租购并举”、“租购同权”相关政策	23
表 8: 机构租赁市场测算假设	24
表 9: 机构租赁市场测算结果	24
表 10: 中央/部分地方住房租赁企业监管相关规定	25
表 11: 不同资产模式住房租赁企业成本收入拆解	29
表 12: 轻资产模型计算逻辑与关键假设	29
表 13: 不同租金溢价、收房折价假设下轻资产项目盈利水平概况.....	30
表 14: 重资产模型计算逻辑与关键假设	32
表 15: 不同租金溢价、收房折价假设下重资产项目盈利水平概况.....	32

表 16: 租赁市场化的影响因素及对应模型变量.....	34
表 17: 租赁住房供给方式概览.....	35
表 18: 重点 22 城 2021 年租赁用地供地计划（单位：万平）.....	36
表 19: 商品房自持/配建部分变现方式.....	37
表 20: 上海/杭州部分已入市或将入市的自持租赁项目.....	38
表 21: 以杭州为例，当楼面地价为 3-5 折时重资产住房租赁项目盈利情况.....	39
表 22: 上海部分已入市或即将入市的纯租赁地块项目.....	40
表 23: 万科“万村计划”面临的两对供需矛盾.....	41
表 24: 部分试点城市集租房建设目标及进度.....	41
表 25: 北京市集体土地租赁住房政策概览.....	43
表 26: 中央“非改租”政策概览.....	45
表 27: 部分城市“非改租”政策概览.....	45
表 28: 住房租赁各类型主体概览.....	46
表 29: 自如收入来源.....	48
表 31: 深圳市人才安居集团获取租赁住房方式与获取成本.....	49
表 31: 深圳市人才安居集团在建项目概览.....	50
表 32: 开发商系长租公寓开业/管理规模 TOP10.....	52
表 33: 万科泊寓子品牌定位.....	52
表 34: 万科泊寓重点 8 城代表性项目出租情况.....	52
表 35: 部分中央和地方促进资本进入租赁市场文件.....	53
表 36: 租赁企业各类融资工具首次应用情况.....	54
表 37: 住房租赁专项债和资产证券化产品主要特征.....	55
表 38: 住房租赁市场资产证券化渠道融资.....	56
表 39: 《国务院办公厅关于加快发展保障性租赁住房的意见》内容概要.....	57
表 40: 中央涉保障性住房租赁相关政策及会议.....	58
表 41: 保障性租赁住房对开发投资拉动测算相关数据依据.....	60
表 42: 地方政府 2022 年政府工作报告及“十四五”规划纲要保障性租赁住房建设计划.....	60
表 43: 部分城市保障性租赁住房建设/认定量.....	61
表 44: 示范性保障性租赁住房项目概览.....	61

作为房地产长效机制不可或缺的重要一环以及行业发展新模式的主要选择，租赁市场的建设不仅仅意味着更加健康、理性、立体的供需结构，也代表了未来城市层面可持续发展的长效运营思路。2020 年长租公寓的集中暴雷基本宣告了第一轮市场化探索的失败，我们通过对海外经济体租赁市场的行业格局、制度建设、商业模式，重新梳理国内租赁市场发展的底层逻辑，探索行业发展的出口方向与最优模式。随着制度建设逐步完善，存量市场的日趋成熟，我们有望站在新的起点之上迎接保障性与市场化的双轨下的租赁重生。

1. 海外租赁体系：税收与融资优惠加速供给，租购同权助推需求

1.1. 市场格局：高机构渗透率与稳定的租金回报率

发达国家的住房租赁市场起步早。美国在 20 世纪初期就出现了长租公寓的雏型，日本和德国都在二战后迎来了市场契机。经过半个多世纪的发展，到 2000 年左右，海外住房租赁市场相继形成了相对成熟的体系，机构渗透率较高。具体来看：

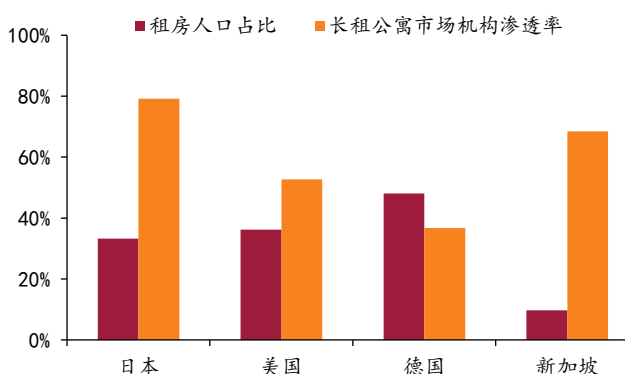
1) **市场空间方面**，美国、日本、德国由于其人口体量大、住房自有自住率低，租赁人口占比皆超过 30%，住房租赁市场空间广阔。而新加坡由于其小国属性和政府“全面责任型”的住房政策，住房租赁市场空间狭小。

2) **市场收益方面**，海外市场整体相对稳定，重点城市租金回报率多在 3-5% 区间。同时，租赁住房空置率低于 10%，处于相对低位。

3) **运营模式方面**，海外市场常见以日本为代表的轻资产模式和以美国、德国为代表的重资产模式。前者运营方并不持有租赁住房产权，而是通过与产权人及承租人分别签订租赁协议的方式入场，后者运营方则持有产权。

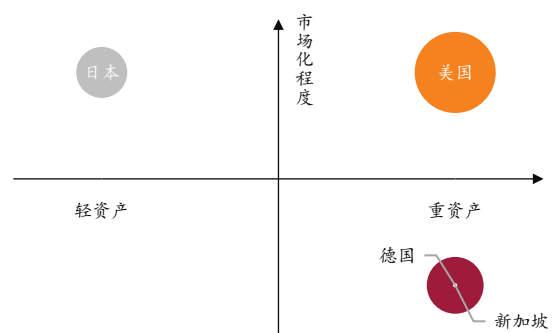
4) **政府参与度方面**，由于住房租赁市场深嵌于各国的经济体制与社会制度之中，因此不同海外市场中政府的参与程度差异较大。美国自由市场的经济模式和“市场优先”的住房租赁政策，决定了其较少的政府干预，因此美国住房租赁的市场化程度最高，然而波动性也最强。日本政府在保证其住房租赁市场化发展的同时，积极引导和解决发展过程中阶段性的问题，因此其市场相对平稳。德国和新加坡的住房租赁市场具有明显的社会福利属性，并不以租金收入最大化为目标，因此政府参与度较高，市场化程度较低。

图 1：海外住房租赁市场租房人口比例及机构渗透率



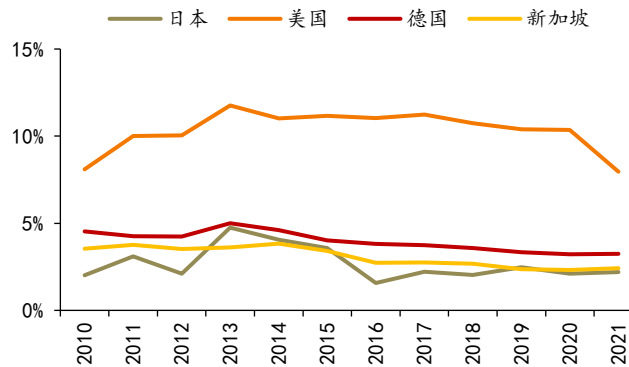
美国、新加坡为 2020 年数据，德国为 2019 年数据，日本为 2018 年数据
 资料来源：RENTCafé，日本国土交通省，美国统计局，ICRA，新加坡建屋发展局，天风证券研究所

图 2：海外住房租赁市场特征



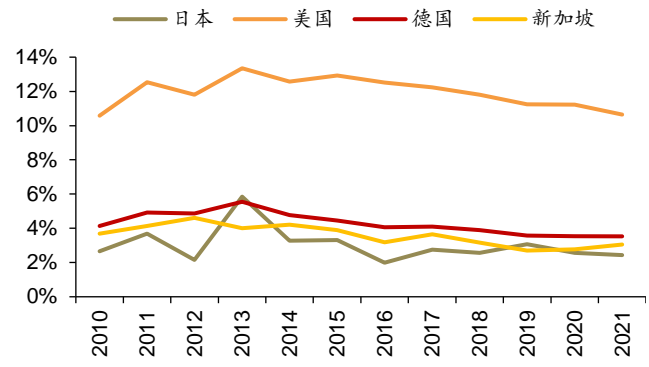
资产运营模式及市场化程度为团队赋权处理，气泡表示当地市场大小
 资料来源：美国统计局，日本统计局，ICRA，新加坡建屋发展局，天风证券研究所

图 3：海外住房租赁市场租金回报率（市中心区）



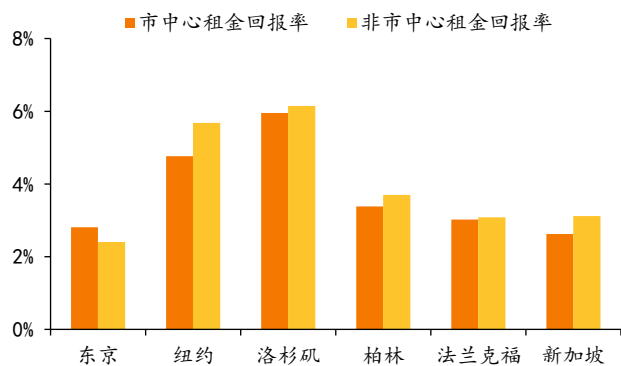
资料来源：NUMBEO，天风证券研究所

图 4：海外住房租赁市场租金回报率（非市中心区）



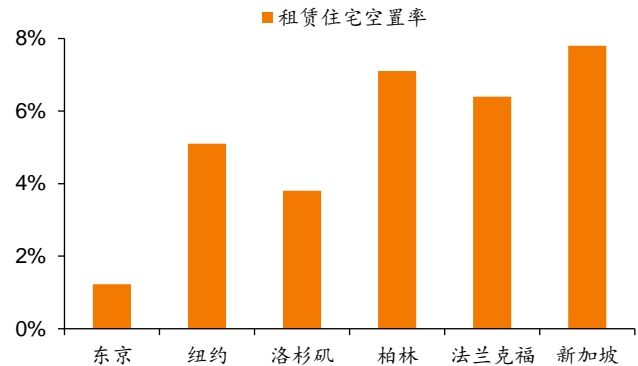
资料来源：NUMBEO，天风证券研究所

图 5：2021 年海外重点城市租金回报率



资料来源：NUMBEO，天风证券研究所

图 6：海外重点城市租赁住宅空置率



日本为 2018 年数据，美国为 2019 年数据，德国、新加坡为 2020 年数据

资料来源：日本统计局，AAGLA，德国统计局，URA，天风证券研究所

住房租赁机构方面：1）日本租赁市场以民营为主导，机构渗透率极高。日本租赁类住房约占存量住房总量的 1/3，其住房租赁市场中，接近 80%的房屋由业主委托 Leopalace21、大东建托和旭化成等专业的不动产机构进行包租代管。这些专业机构为客户提供完备的租赁前房屋修缮及设计、招租、运营等一体化服务。

2）美国住房租赁高度市场化，企业多采取 REITs 自持运营的重资产模式。美国拥有全世界最大的住房租赁市场，高房价决定了高租赁比。美国 3.33 亿人口中，约 1/3 选择租房生活。美国住房租赁市场成熟，专业机构参与度超过 50%，近 10 年租金回报率稳定在 8-11.5% 区间，远高于 10 年期国债收益率。以目前美国知名公寓运营商 EQR 为代表的租赁机构多采取通过 REITs 自持物业的重资产模式。

3）德国拥有欧洲最大的住房租赁市场，住房租赁整体呈现福利导向。德国租赁住房约占总体存量住房的 60%，住房租赁市场在供给端由个人提供者主导，机构的参与度约为 36.7%。世界银行研究发现，德国住房租赁市场中，无论是私人业主还是机构投资者，都不是以租金收入最大化为目标，因此德国住房租赁市场是一种“社会型市场”，与美国的“营利型市场”相对。

4）新加坡市场以公宅为主，私宅为辅。虽然新加坡是依托于市场经济的资本主义国家，但其政府主导型的住房制度和“居者有其屋”的住房政策使其住房体系表现出极强的社会属性。新加坡政府通过大规模组屋供给高度介入住房供给体系，实施“全面责任型”住房政策，80%以上的人口都居住在政府建设的组屋里。

表 1：海外住房租赁市场格局

日本		美国		德国		新加坡		
住房 市场 结构	存量住房 (5,361.6万套, 100%)	自有自住 (3,280.2万套, 61.2%) 租赁市场 (1,906.5万套, 35.6%)	存量住房 (14,080.3万套, 100%)	自有自住 (8,388.4万套, 59.6%) 租赁市场 (4,824.8万套, 34.3%)	存量住房 (4,140万套, 100%)	自有自住 (1,770万套, 42.8%) 租赁市场 (2,370万套, 57.2%)	存量住房 (145.6万套, 100%)	自有自住 (128.0万套, 87.9%) 租赁市场 (9.3万套, 6.4%)
租賃 市场 结构	个人提供者 (396.1万套, 20.8%)		个人提供者 (1,989.5万套, 41.2%)		个人提供者 (1,500万套, 63.3%)		个人提供者 (2.9万套, 31.6%)	
	专业提供者 (1510.3万套, 79.2%)	全权委托不动产机构 (1133.4万套, 59.4%)	专业提供者 (2,542.7万套, 52.7%)	LLP, LP, LLC (1,802.1万套, 37.4%) 非盈利组织 (139.3万套, 2.9%) 房地产公司 (136.4万套, 2.8%) 普通合伙人 (GP) (120.4万套, 2.5%) 信托 (119.9万套, 2.5%) REITs (111.4万套, 2.3%)	专业提供者 (870万套, 36.7%)	专业市场化机构 (390万套, 16.5%)	专业提供者 (6.3万套, 68.4%)	
		政府公租房 (192.2万套, 10.1%)		政府及公共租房公司 (250万套, 10.6%)				
		雇员福利住宅 (110万套, 5.8%)		住房合作社 (210万套, 8.9%)				
		都市再生机构(UR)出租房 (74.7万套, 3.9%)		教堂和非盈利机构 (20万套, 0.8%)				

美国、新加坡为 2020 年数据，德国为 2019 年数据，日本为 2018 年数据

资料来源：日本统计局，日本国土交通省，美国统计局，ICRA，新加坡建屋发展局，天风证券研究所

表 2：海外住房租赁市场总结

	日本	美国	德国	新加坡
市场格局				
运营模式	轻资产，物业包租	重资产，REITs	重资产，福利导向	政府主导、重购轻租
市场规模（万套）	大 (1,906.5)	大 (4,824.8)	大 (2,370)	小 (9.3)
机构渗透率	高 (79.2%)	高 (52.7%)	中等 (36.7%)	高 (68.4%)
需求端				
需求基数				
人口（万人）	12,653	32,948	8,168	570
城市化率	高 (91.6%)	高 (82.7%)	高 (77.3%)	极高 (100%)
住房自有自住率	低 (61.2%)	低 (59.6%)	极低 (42.8%)	极高 (87.9%)
政策激励				
租金管制	✓		✓	✓
租赁补贴		✓	✓	✓
租约保护	✓		✓	
租购同权	✓	✓	✓	✓
供给端				
供应主体	不动产机构	REITs 自持	多主体	政府
金融支持	低息贷款 REITs	低息贷款 REITs CMBS	低息贷款	社会福利基金 REITs
财政支持	税收减免	税收减免 加速折旧	税收减免 加速折旧	

美国、新加坡为 2020 年数据，德国为 2019 年数据，日本为 2018 年数据

资料来源：RENTCafé，日本统计局，日本国土交通省，美国统计局，ICRA，新加坡建屋发展局，世界银行，天风证券研究所

1.2. 发展过程：政策因时制宜，市场整体成熟

1.2.1. 日本：“供不应求-刺激供应-规范市场”三阶段

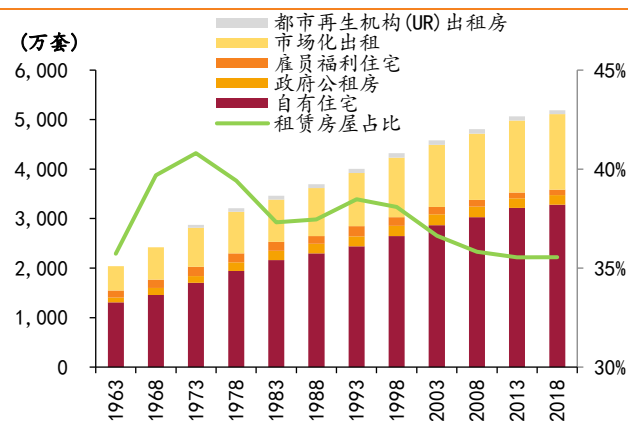
日本住房租赁市场在二战后开始发展，经历了三个阶段。每个阶段都面临着独特的挑战，日本政府在保证长租公寓市场化的同时积极参与市场调控，在不同时期出台了相应的政策推动市场发展。

1960-1970 年代：二战时期日本大量房屋被摧毁，随着战后经济恢复，住宅市场套户比小于 1，出现了供不应求的情况，住房租赁需求激增。为了解决住房需求，日本都市再生机构(UR)逐渐在市场上投放一定数量的租赁住房。

1980-1990 年代：虽然这一时期日本全国的住房套户比超过 1，但是总量足够并不意味着局部充足。以东京都市圈为例，城市化进程导致东京人口在 1960-85 的 25 年间近乎翻倍增长。住房租赁市场供应仍然不足。为了解决这一问题，日本政府在 1986 年废止《地家赁统制令》，取消了地租和房租的上限规定，民营住房租赁在这一时期发展迅速，供应数量激增，供求矛盾逐渐好转。

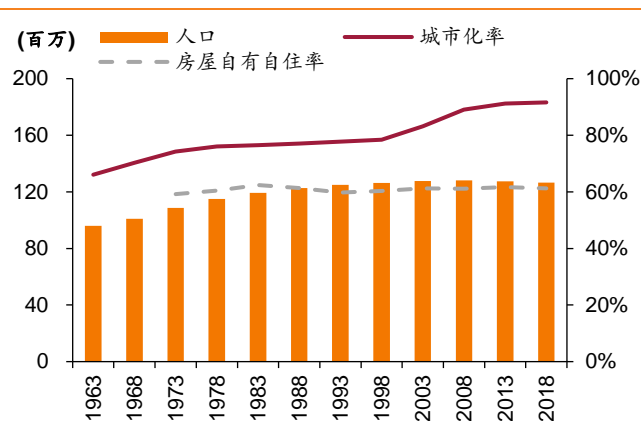
1990 年至今：经济泡沫破裂之后，日本开始发力规范化住房租赁市场发展。日本政府于 1991 年出台新《借地借家法》，提高租约保护制度的灵活性与完善性，于 2016 年修订《民法》和《宅地建物取引业法》，逐步健全房屋租赁相关的法律体系，既保障租客权益，又为市场机构提供明确的法规参照，着力于引导市场走向良性发展。

图 7：日本住房市场结构



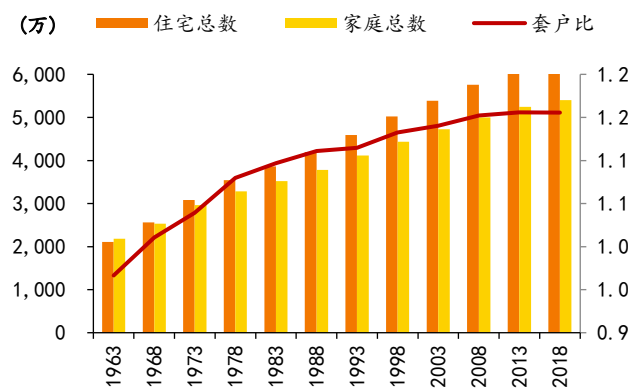
资料来源：日本统计局，天风证券研究所

图 8：日本实际住宅物业价格指数与可支配收入指数



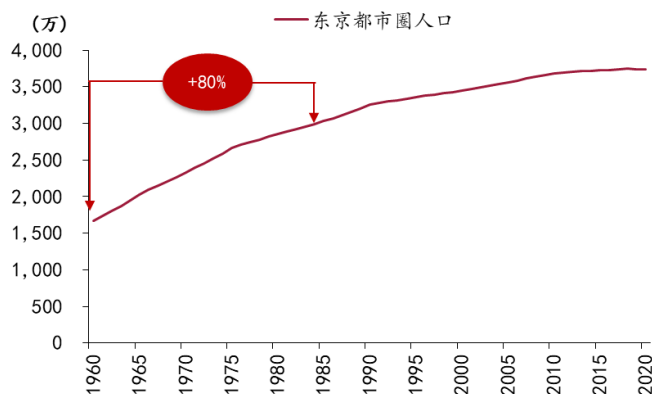
资料来源：FRED，天风证券研究所

图 9：日本住房套户比



资料来源：日本统计局，天风证券研究所

图 10：东京都市圈人口



资料来源：日本东京都统计局，天风证券研究所

1.2.2. 美国：“混乱早期-小幅衰退-投资浪潮-行业低谷-逐渐恢复”的波动发展

美国政府信奉自由市场，相信市场是最有效的资源分配者，在住房租赁政策上也坚持“市场优先”，因此其住房租赁市场发展具有明显的波动性。

1900-1950 年代，美国住房租赁的市场需求经历了人口城市化迁移和二战退役军人潮两次突增。巅峰时期，超过 75% 的市区人口居住在长租公寓里。然而由于需求的过度膨胀，许多存量房屋被迫分割成群租房，租赁公寓往往面积狭小且配套资源短缺。在这一时期，住房租赁市场发展相对混乱。

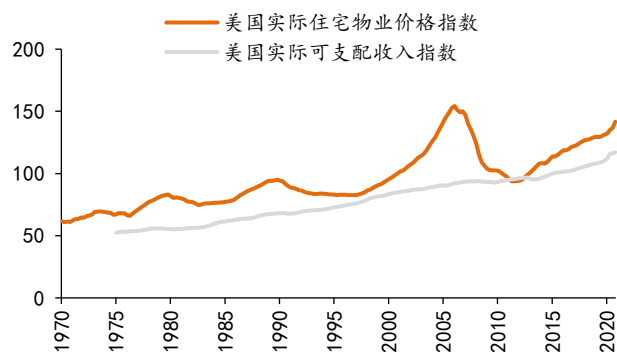
1950-1970 年代，美国高速公路系统开始逐步建立，部分城市人口开始向郊区迁移，逆城市化发展使得住房租赁需求出现小幅下降。

1970-2000 年代，美国住房租赁市场迎来了发展机遇。1990 年，REITs 兴起，大量个人投

资者和专业机构开始投资住房租赁，千禧婴儿潮带来的需求增长也推动了市场发展。

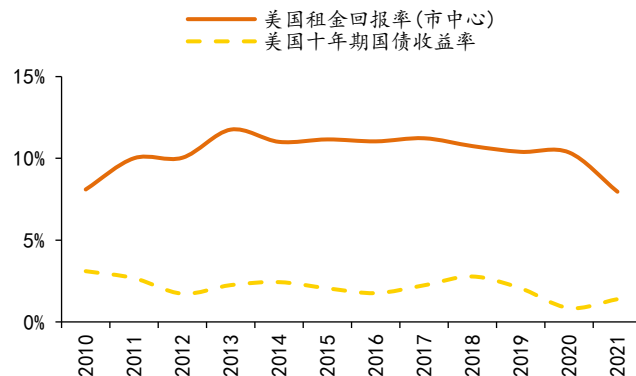
然而到了 2008 年左右，美国房地产泡沫化和次贷危机给全行业带来沉重打击，住房租赁市场迎来了发展低谷。此后，随着美国经济恢复，住房租赁市场缓慢升温。

图 11：美国实际住宅物业价格指数与可支配收入指数



资料来源：FRED，天风证券研究所

图 12：美国租金回报率与十年期国债收益率



资料来源：NUMBEO，FRED，天风证券研究所

1.2.3. 德国：“增加供给-鼓励投资-稳定市场”三阶段

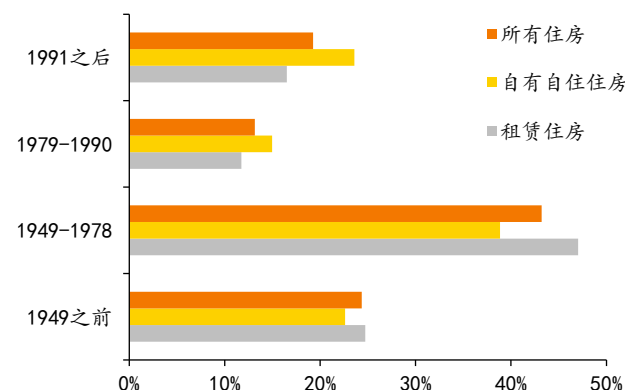
德国住房租赁市场经历了三个发展阶段。由于其福利产业的性质，德国政府在住房租赁发展过程中采取的措施着重于刺激市场供给、完善租赁制度以及抑制市场投机。

1949-1978 是“增加供给”阶段。与日本相似，德国在二战后住房短缺问题严重。战争期间经济停摆，资本市场无法满足住房需求，德国政府开始推动非营利的租赁住房。并且通过融资担保、住房投资加速折旧等方法推动社会住房建设。这些补贴措施成效显著，从德国存量房屋建筑年代分布来看，大部分住房建造于这个时期，住房缺口得到了有效改善。

1979-1990 是“鼓励投资”阶段。70 年代末期，德国宏观经济发展波动加剧，德国福利性质的住房建设给联邦财政带来了压力，因此德国开始重新审视住房租赁政策，逐渐减少政府对市场的干预，并且通过税收减免等财政手段鼓励社会对住房租赁进行投资。

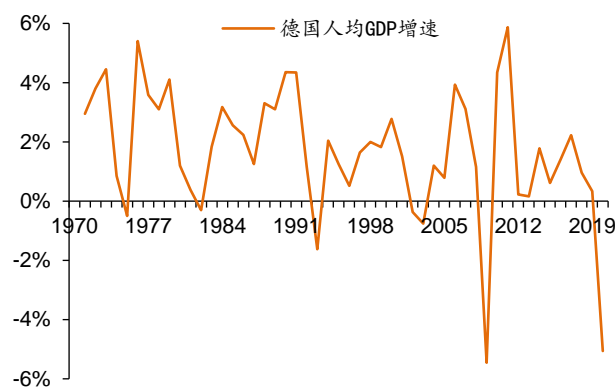
1991-2010 是“稳定市场”阶段。1990 年德国统一，此后德国经济运行波动较大，人口结构也发生了改变。为了稳定住房租赁市场，德国政府再次加大对市场的调控和介入，开始采用建房补贴、税收优惠、低息贷款等手段刺激市场供应。

图 13：德国存量住房建造年代分布



资料来源：几言《德国住房租赁市场的发展及其经验》，天风证券研究所

图 14：德国人均 GDP 增速



资料来源：世界银行，天风证券研究所

1.2.4. 新加坡：“集中供给-租赁自有-发展公共住房-私人住宅补充”四阶段

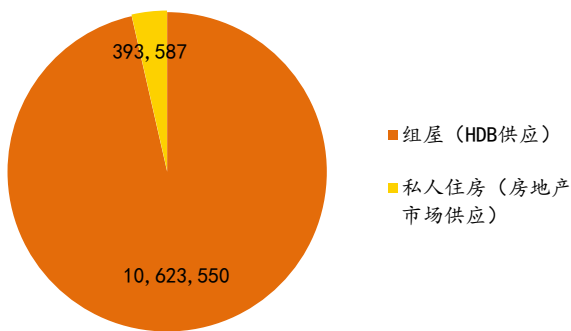
1960-1963，新加坡面临解决土地稀缺及住房短缺等一系列建设问题。新加坡政府于 1960 年颁布《住房与发展法》，成立专门负责住房建设和城市重建的建屋发展局(HDB)，并以解决房荒、提供可支付房屋为宗旨展开大规模组屋建设。

1964-1974，新加坡政府推出“居者有其屋”计划，大力推崇组屋自有化，为中低收入群体购置组屋提供价格及贷款优惠。1966 年，《土地征用法令》颁布，规定政府建造公共组屋可在任何地方征用土地。

1974-2000，房荒问题逐渐解决，HDB 组屋自有率超过 90%（2018 年数据），公共住房市场趋向成熟。

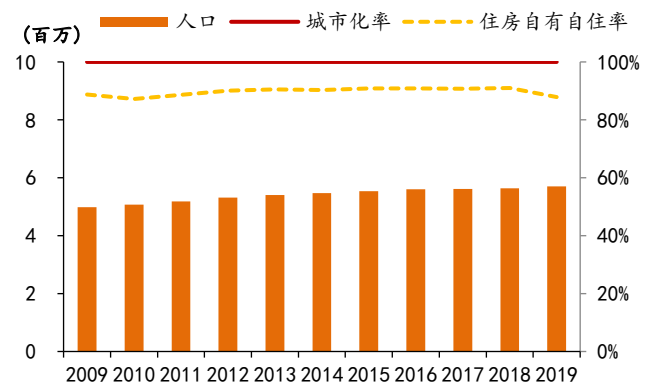
2001-至今，私人住宅市场开始发展以满足迅速增加的外国人群体的需求。

图 15：2018 年新加坡住房市场结构



资料来源：新加坡建屋发展局（HDB），天风证券研究所

图 16：新加坡住房所有权居住户数及住房的变化趋势



资料来源：世界银行，新加坡统计局，天风证券研究所

图 17：海外住房租赁市场发展过程



资料来源：安倍康广、韩宁宁《日本的承租人保护制度》，几言《德国住房租赁市场的发展及其经验》，环球网，澎湃新闻，界面新闻，ICCR，Encyclopedia，日本统计局，日本东京都统计局，新加坡公共服务部，观研天下，天风证券研究所

1.3. 驱动因素：城市化、租购同权、制度规范、税收优惠与金融支持

海外成熟的住房租赁市场是半个多世纪以来的发展结果，各国市场在发展过程中经历了不同的挑战。虽然不同国家的市场格局、政府在市场中的参与程度不尽相同，但综合观察我们发现这些市场的发展驱动因素具有六大共性，对我国住房租赁市场的未来发展有一定的借鉴价值。

城市化发展带来的人口流动是稳定需求的支撑。总结海外住房租赁市场的发展经验可以发现，庞大的流动人口是住房租赁市场发展的关键驱动力。上世纪日本、美国、德国的城市化迁移都为其市场带了大量的早期需求，是发展的重要因素之一。以日本为例，二战后日本迎来经济高速发展的黄金时期，大量人口向东京、大阪、名古屋等大城市聚集，城市化进入加速阶段。1960 到 2020 年间，日本百万以上城市群的人口数量增长了约 4400 万。不断涌入都市圈的人口为住房租赁市场带来了大量需求。

规范的制度和租客权益保障利于形成稳定的市场预期。日本、德国都存在明确的租约保护和租金管制制度。这些规定为承租人提供了强有力的保护、为业主及不动产运营机构提供了明确详细的服务参照，使得市场更加正规透明，减少了承租人和产权人或不动产机构在退租、涨租方面的租房纠纷，利于市场预期的稳定。

租购同权提升承租主体的公共服务隐含价值，赋能市场需求。发达国家相关社会制度中并未将住房产权与公共资源挂钩。依法纳税的承租人能与产权人享受同等的公共服务如当地教育、医疗等。以美国为例，美国宪法中隐含的保障迁徙权利核心就是保障移居人享有本州公民的公共资源，其中受教育权是其着重保护的领域。各州会依据居民的居住期确定其享有权利的范围，通过居住期认定的居民即可享受当地的教育资源。医疗方面，日本、德国、新加坡都实行全面医保，因而承租人和产权人享受同等医疗服务。租购同权实现了承租人和产权人享有权利和福利的无差别化，提升了租赁住房的隐含价值，是海外住房租赁市场最重要的长效机制之一。

表 3：海外住房租赁市场需求端调控手段

	租金管制	租赁补贴	租约保护	租购同权
日本	《民法》规定房东如果想要更改合同(如提高房租)，必须要向法院提交正当的理由。		《借地借家法》规定房东在无“正当理由”情况下不允许终止租约或者拒绝续租。	公立学校以实际居住为准；全民医保
美国	部分州颁布了《租金管制条例》，对租金的数额予以限制	《住房和社区发展法案》设立租房券项目，向收入不高于当地平均收入 80% 的家庭提供住房补贴凭证，对当地平均房租(或当地最高房租)超过家庭收入 30% 的部分提供补贴。	出租人不得随意解除租约，仅在规定情况下基于合理权益才可以解除合同，侧重于保护承租人的居住权。	美国宪法中隐含保障迁徙权利，即保障移居人享有本州公民的公共资源，尤其是受教育权。各州会依据居民的居住期确定其享有权利的范围，通过居住期认定的居民即可享受当地的教育资源。
德国	"《租金水平法》限制房东牟取暴利。根据规定，房租最多只能比当地的“比较租金”高 10%，3 年内租金的增长不得超过 20%。			
新加坡	《住房租赁法》规定，出租方上调租金，须满足租金 15 个月未变且目标租金不超过市政当局规定的租金标准，租金在 3 年内涨幅不得超过 20%"	《住房补助金法》向“社会竞争力较弱的家庭”提供货币补贴。《租金补助法》明确租金补助的参考标准。	《住房租赁法》规定租房合同是无期限的，承租人可以提前几个月提出退租要求，但出租人不允许主动收回房屋。	产权房和租房教育权利对等；全民医保

资料来源：祝军《国外实现“租购同权”的主要做法及对我国的启示》，陈立中等《发达国家住房租赁市场管理的成功经验及对我国的启示》，曹淑江、张辉《美国流动和迁徙人口的教育法律与政策及其对中国的启示》，戴慧《德国包容性住房政策及对我国的启示》，中华工商时报，上海证券报，中国建设报，人民论坛，新华网，东地产财经周刊，天风证券研究所

高从业准入门槛助力市场规范化发展。日本的“宅建士”制度规定，在日本从事住房租赁业务需通过全国统一考试才能取得从业资格证，而该考试的合格率只有 15-17%。同时，住房租赁公司设立分店时，需聘请具有 6 年以上从业经验者或“宅建士”。从业者较高的专业素养是日本住房租赁市场的规范化发展的重要因素之一。

税收优惠鼓励存量盘活。供给端，税收减免是发达国家住房租赁市场鼓励供应的常见政策。以日本为例，日本租赁住宅享受大幅度的税收减免，最终评估的租赁住宅价值可能不到其市场价值的一半。除直接税收减免之外，租赁住宅的加速折旧也是刺激供应的有效手段。美国《经济复苏税法》规定 30-40 年的租赁住房折旧日期可缩短为 15 年。这些税收优惠政策有效鼓励了市场存量盘活。

低息贷款提供金融支持，REITs 完成商业闭环。发达国家贷款支持和丰富的融资手段推动了住房租赁投资热情。一方面，日本、美国、德国都向租赁住宅提供低息贷款。另一方面，海外住房租赁市场拥有良好的融资环境。作为融资和投资工具，REITs 有效改善了美国房地产市场的资本结构，是当今美国住房租赁融资的主流模式。此外，商业地产抵押资产证券化（CMBS）也是美国住房租赁重要的补充融资工具。完善的融资环境是海外住房租赁

市场重要的驱动力，通过拓宽融资渠道提供长期稳定且相对低成本的资金，加速了海外住房租赁市场的规模扩张。

表 4：海外住房租赁市场供给端调控手段

	税收优惠	融资渠道
日本	<p>税收减免：日本全国统一的房地产税为 1.4%，城市化地区还额外收取 0.3% 的城市规划税。</p> <p>为缓解社会矛盾和体现公平课税原则，日本针对物业税和都市规划税也有相应的减免制度。如根据住宅用地面积大小、建筑新旧程度不同均可获得一定的税收优惠。</p>	<p>低息贷款：日本国土交通省联合金融住宅支援机构，以固定利率形式(通常较同期商业银行贷款低 1-3pcts)向租赁住宅建设提供政策性贷款。</p> <p>REITs：2001 年，日本首个房地产信托投资基金 J-REIT 上市，目前拥有亚洲最大、全球第二的 REITs 市场。</p>
美国	<p>税收减免：低收入住房返税计划 (LIHTC) 规定，任何私人或社会机构投资符合标准的租赁性住房，联邦政府 10 年之内将返还整个住房工程造价对应比例的税费。</p> <p>加速折旧：《经济复苏税法》规定 30-40 年的租赁住房折旧日期可缩短为 15 年。</p>	<p>低息贷款：1962 年国会针对乡村地区租赁住房颁布第 515 条款项，为租赁住房开发商提供长达 50 年、利率为 1% 的贷款。</p> <p>REITs+CMBS：1960 年通过《不动产投资信托法案》推出了房地产投资信托基金 REITs，是目前美国住房租赁融资的主流模式。商业地产抵押贷款证券化 (CMBS) 是重要补充融资工具。</p>
德国	<p>税收减免：德国政府规定，年减免税率为 2.5%，期限 50 年，老旧租赁房减免税率为 2.5%，期限 40 年。</p> <p>加速折旧：租赁住宅的总折旧期限为 50 年，前 10 年折旧率可高达 4%，其余年份为 1.25%</p>	<p>低息贷款：政府为私人投资建造低租金住房提供长期低息或无息贷款。</p>
新加坡	-	<p>REITs：截至 2020 年，新加坡拥有 44 支房托和商业信托，总市值超过 800 亿美元，平均股息率为 5.2%，是亚洲除日本外最大的房托市场。</p>

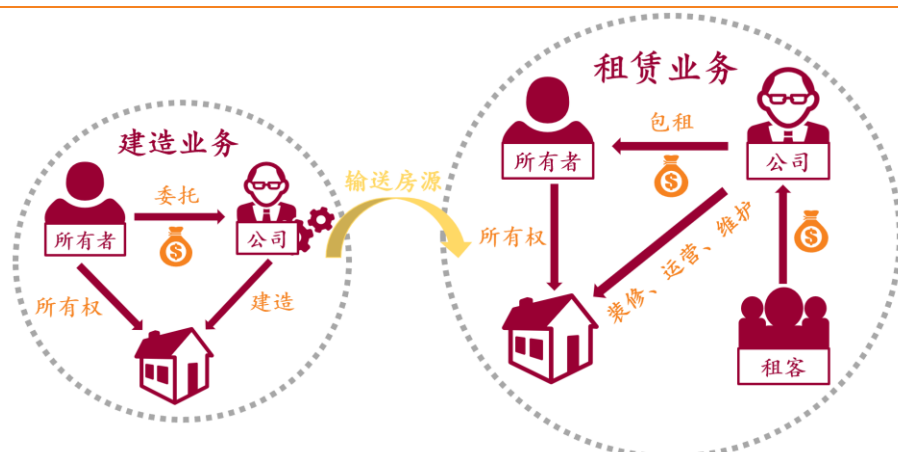
资料来源：遯新红《借鉴美国经验建立中国政策性住房金融体系的建议》，谢晨《美国长租公寓融资模式及对我国的启示》，石海峰、郭雁《我国金融支持住房租赁市场现状及国际经验》，陈立中等《发达国家住房租赁市场管理的成功经验及对我国的启示》，房天下，中国房地产网，德勤，天风证券研究所

2. 海外商业模式：精准把握客户，高效融资扩张，多元增值获益

2.1. 日本 Leopalace21：依托建造业务，精细化运营轻资产包租式公寓

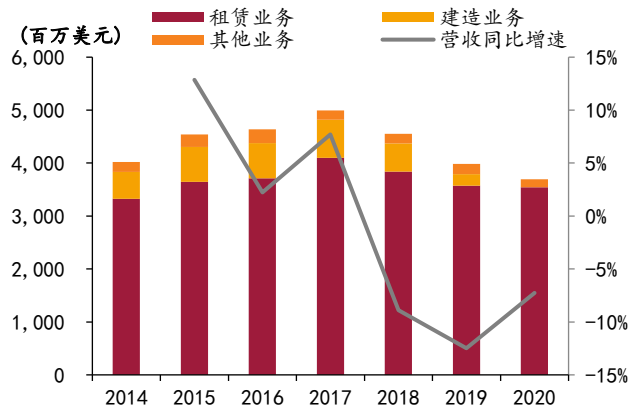
Leopalace21 成立于 1973 年，1989 年于 JASDAQ 挂牌，2004 年在东京交易所上市，是日本最大的公寓租赁管理公司之一。Leopalace21 采取包租模式，从土地所有者租入土地并提供设计、建造、装修服务，或从房屋所有者直接租入房屋，之后出租给租客并承担运营和维护责任。公司长期坚持“建造+租赁”协同发展，依托高质量建造水平，公司承接客户建造和翻新委托，建造业务也为租赁业务输送了大量优质房源。2020 年起公司建造板块合并入租赁业务范围下，配合其租赁业务的精细化发展。

图 18：Leopalace21 商业模式



资料来源：公司公告，佚名《日本长租公寓的运营模式》，天风证券研究所

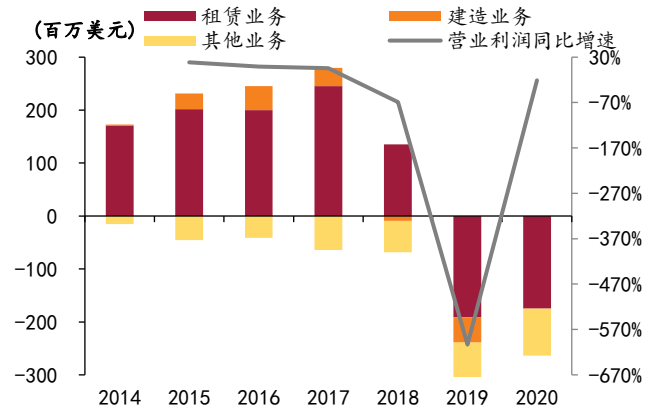
图 19: Leopalace21 营业收入构成



2020 年起，公司将建造业务收入纳入租赁业务板块合并计算

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 20: Leopalace21 营业利润构成



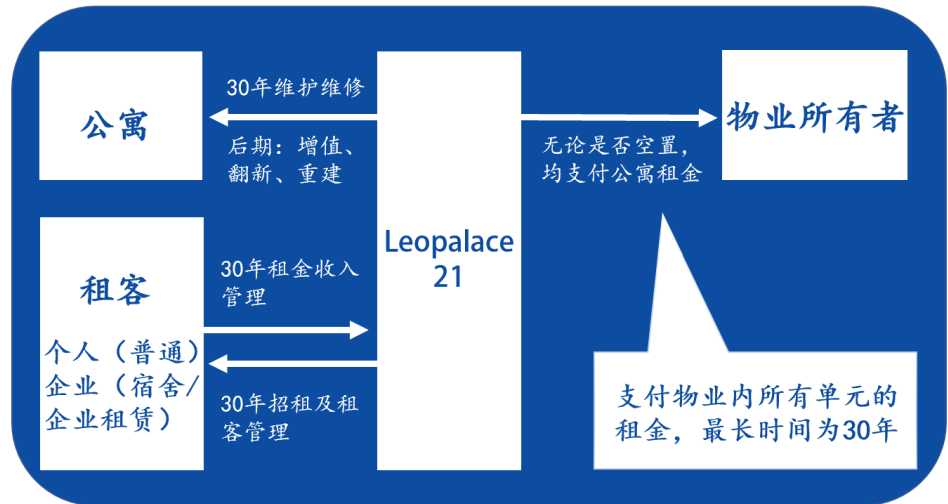
2020 年起，公司将建造业务利润纳入租赁业务板块合并计算

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司收入主要来自于终端租户和土地所有者之间的租金差，通常在终端租户租金收入的 30%-40% 之间。通过保障承租项目质量、压缩房源成本，同时多措并举提高出租端租金溢价与租出率，公司不断提升上下游话语权，盈利水平较好。但“建造+租赁”的模式客观上对公司建造质量提出了更高要求，受近年施工缺陷丑闻及疫情影响，公司年均出租率出现下滑。

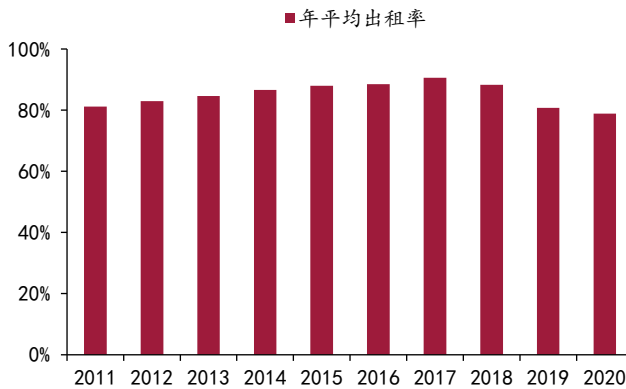
为降低空置率并提高租金溢价水平，Leopalace21 采取以下几方面策略：1) **租赁制度**：30 年**房屋全生命周期管理服务**，Master Lease 租赁制度保障业主获得稳定收益的同时节省房源管理成本，增强业主的租赁意愿，公司因此拓宽优质项目获取渠道、自主决定产品定位、方便把控房屋质量。2) **产品定位**：**专注小面积单身公寓**，公司主打建造 30 平米以下、针对单身人群的公寓，迎合市场环境下单身家庭对小面积公寓的租赁需求。除此之外，在同样面积的土地上增加房屋单元数也优化了土地资源利用率。3) **运营模式**：**长短租灵活结合**，长租提供稳定现金收入来源，短租提高房屋出租周转率、减少空置，2020 年数据显示，公司长租房源约占总房源的 93.9%，并呈稳步上升的趋势。4) **招租获客**：**全面覆盖企业及个人客户，实现线上线下全方位布局**。针对着力拓展的企业租客，Leopalace21 安排专业营销团队制定个性化租赁计划，企业租客相较个人租客的客源更为稳定、租期更长且更能发挥规模效应优势，2020 年数据显示，公司企业租赁房间数量占总额的 57%。针对个人租客，公司通过直营店、加盟店、与中介机构合作的形式展开全渠道营销。另外，公司于 2019 年设立了网络租赁合同签约服务，简化签约流程、节省门店费支出，吸引海外客户群体，2020 年线上签约数量达到 13697 单。5) **运营服务增加物业附加值**，市场化的全流程租客服务帮助实现一定租金溢价。入住前，公司支持免费房间定制服务，保障客户隐私安全，2020 年公寓设施配备率达 95%、安全系统配备率达 54.9%；入住后，客户可以预约房间清洁、送货上门等，服务范围还在不断扩大。

图 21: Leopalace21 提出的 MasterLease30 年租赁保障模式



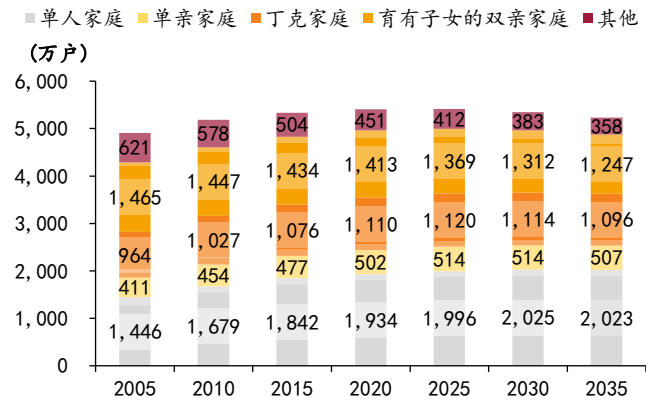
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 22: Leopalace21 年均出租率水平



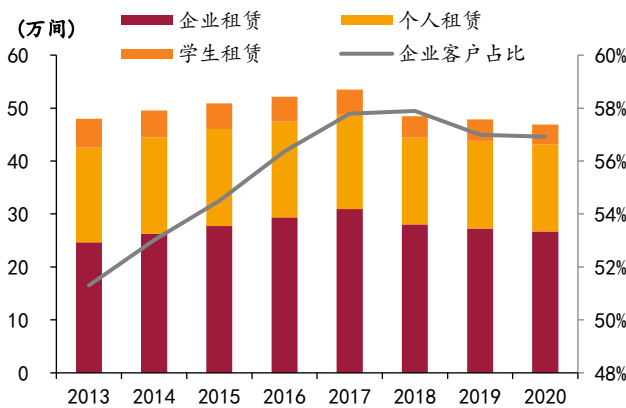
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 23: 日本各类型家庭数量增长情况



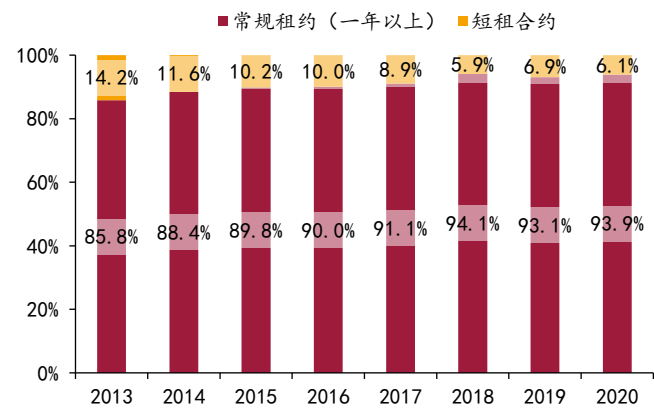
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 24: Leopalace21 客户合约类型构成



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 25: Leopalace21 长短租房间占比

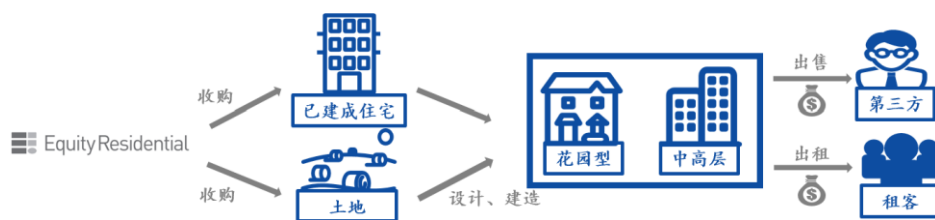


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 美国 EQR: 融资高效多元, 重资产模式提供资产增值空间

公平住屋 (Equity Residential, EQR) 成立于 1969 年, 1993 年在纽交所上市, 是美国第一家上市的 REITs, 目前是美国最大的公寓运营商, 标普 500 指数成分股。EQR 采取重资产管理模式, 即通过收购、建造等方式获取市场房源, 完成设计、改造、装修流程后提供租赁服务或售出项目获得利润。对于现有房源, 公司会增加物业密度、进行增值改造, 打造能产生持续增长现金流的公寓投资组合。

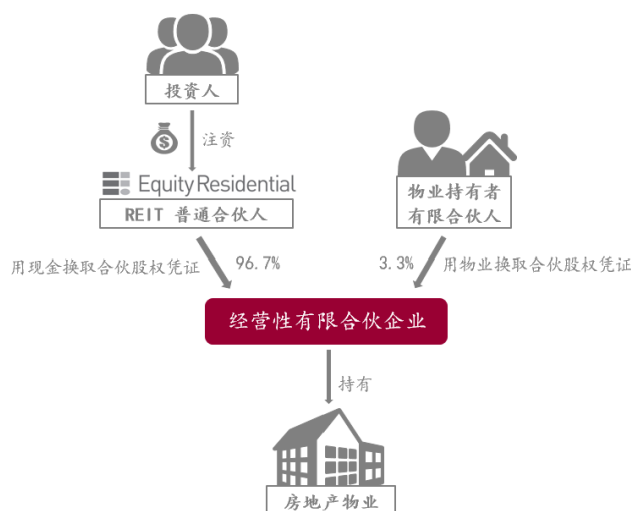
图 26: EQR 商业模式



资料来源：公司公告，天风证券研究所

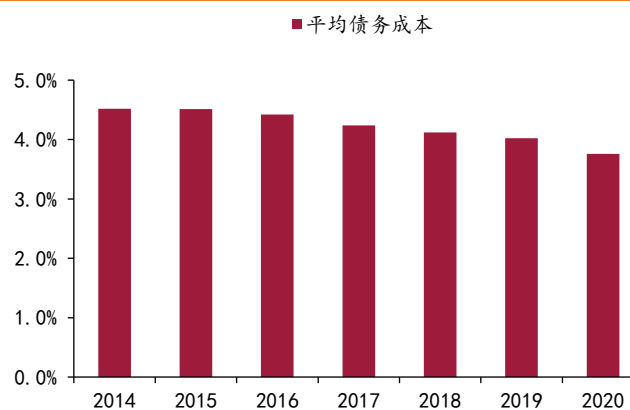
EQR 的融资方式高效且多元：1) REITs 融资：EQR 是典型的伞形合伙结构 REIT (UPREIT)，经营性有限合伙企业可以通过增加有限合伙人个数或者用普通合伙人注入的现金收购房地产来进一步扩大 REIT 规模，进而达到上市融资所要求的资产。REITs 的上市流通为公司低成本筹集资金实现快速扩张奠定基础，REITs 所带来的税收优惠政策利好也降低了公司相关成本。**2) 股权融资及债权融资：**1993-2000 年间累计发行股票融资达 32.19 亿美元，其中包括普通股、存托凭证、优先股、可转换优先股等多种类型，累计发行债券达 16.95 亿美元，循环融资贷款额度 7 亿美元。截至 2021 年末，公司第一大股东为世界上第二大基金管理公司先锋集团，一定程度上为公司融资降低了财务压力。

图 27: EQR 伞形合伙结构 REIT 流通性强、易于扩大资产规模



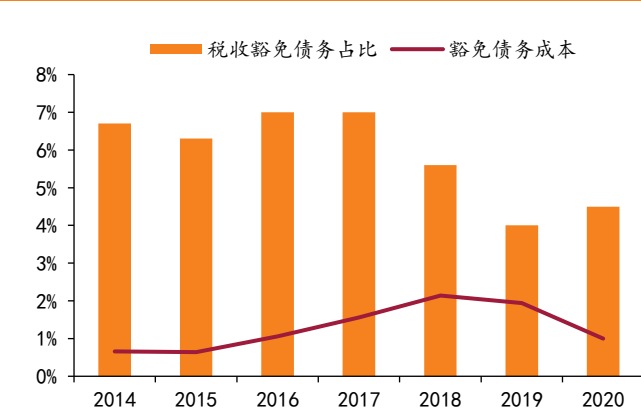
资料来源：公司公告，协信产业研究院公众号，天风证券研究所

图 28: EQR 平均债务成本



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 29: EQR 税收豁免债务占比及成本

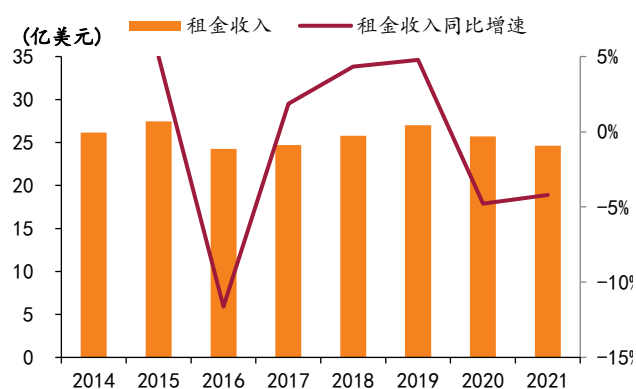


资料来源：公司公告，天风证券研究所

布局核心城市是实现市场领先的前提。根据公司 2021 年报，公司房产的地区选择遵循市场进入门槛高、土地稀缺、经济驱动强、置业成本高的特征，所选市场拥有大量高收入租赁客户群体，租金溢价能力高，承担风险能力强。2021 年，公司在波士顿、纽约、西雅图、旧金山等成熟市场以及亚特兰大、丹佛、奥斯汀等扩张市场共持有物业 310 处，公寓 8.05 万间。

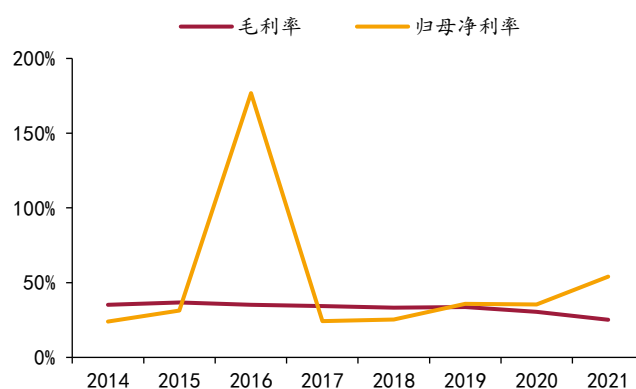
除租金收入外，EQR 从以下三个方面实现盈利增长：**1) 剥离非核心区域资产取得增值收益。**2014-2021 年公司凭借出售房地产共获得 71.35 亿元净收入，2016 年公司出售房地产净收益几乎相当于公司租金收入的 1.7 倍，受益于资本利得的同时深化了聚焦核心战略。近年来公司出售资产的平均收益率为 4.9%，2021 年共剥离 14 处物业，无杠杆内部收益率为 10.4%。**2) 通过便利的服务与配套设施提高租金溢价。**EQR 致力于打造自助式客户体验，提供网络 3D 看房服务，所有房源均可以通过官网链接到第三方评分网站 Walk Score，帮助客户判断公寓及社区质量，客户可以通过网络享受从看房到入住的全流程服务。所有房源不论是花园型物业还是中高层物业，均配有家具设施、游泳池、健身中心和社区活动室。**3) 高运营管控效率与低成本投入保障收入增长转化为盈利增长。**信息化平台的建设节约了线下营销成本和后台人工成本，社区管理团队分工明确、人员配置精简。2021 年，公司租金毛利率为 25.18%，营业成本中一般管理费用和物业管理费用分别占比 3.06%、5.32%，运营管控能力较好。

图 30: EQR 租金收入及同比增速



资料来源: Wind, 公司公告, 天风证券研究所

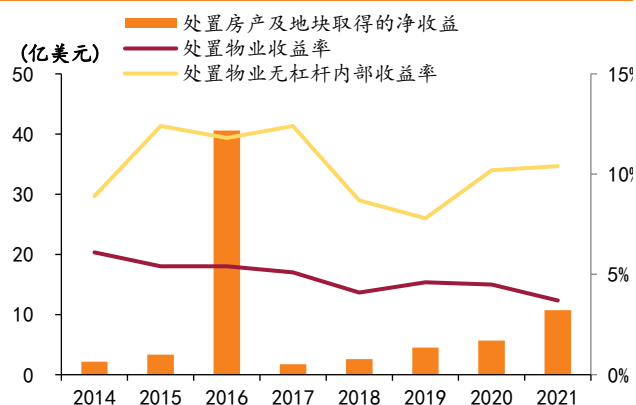
图 31: EQR 毛利率及归母净利率



毛利率为租赁业务毛利率；2016 年出售资产获得 40.6 亿净收入，归母净利率达到 176.8%，其他年份出售资产净收入较平稳。

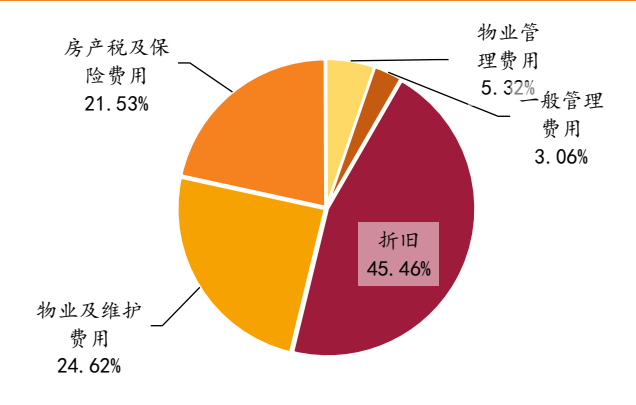
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 32: EQR 资产处置收益



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 33: EQR 营业成本构成



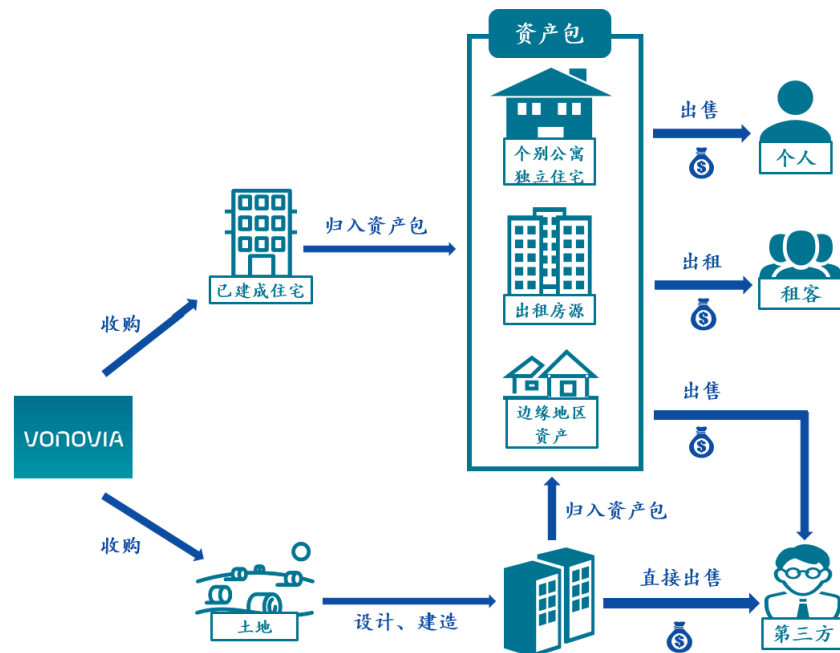
资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.3. 德国 Vonovia: 布局核心城市，出售非战略城市资产优化资产

Vonovia 成立于 2011 年，2013 年在法兰克福证券交易所上市，2021 年与 Deutsche Wohnen

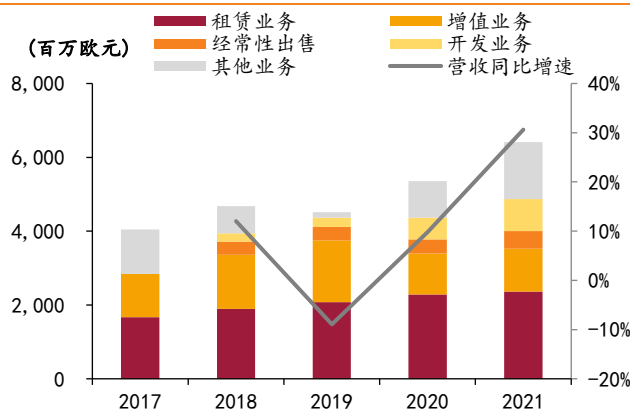
合并,是德国规模最大的住宅开发商,德国 DAX30 指数成分股。Vonovia 采取重资产模式,前期依托泰丰资本的融资优势大规模收购而自持物业,完成住宅的标准化设计、改造、装修后对外出租,同时公司也通过出售独立住宅和非战略区域房产及土地获取额外收益。截至 2022 年 3 月,公司前两大股东分别为挪威银行和贝莱德集团,资金实力雄厚。

图 34: Vonovia 商业模式



资料来源：公司公告，天风证券研究所

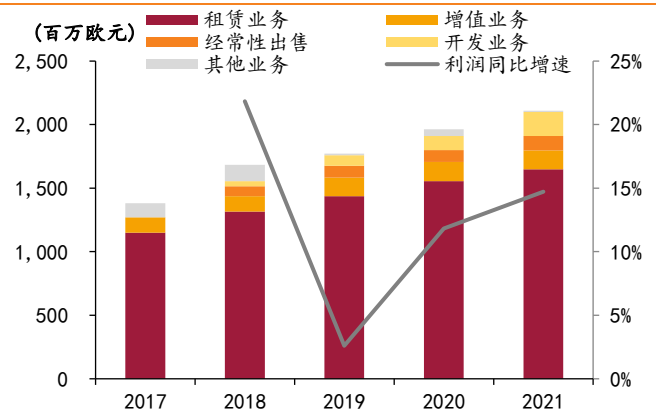
图 35: Vonovia 营业收入构成及同比增速



2017 年资产出售的收入包含在其他业务收入中

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 36: Vonovia 调整后税息折旧及摊销前利润构成及同比增速



2017 年资产出售利润包含在其他业务利润中

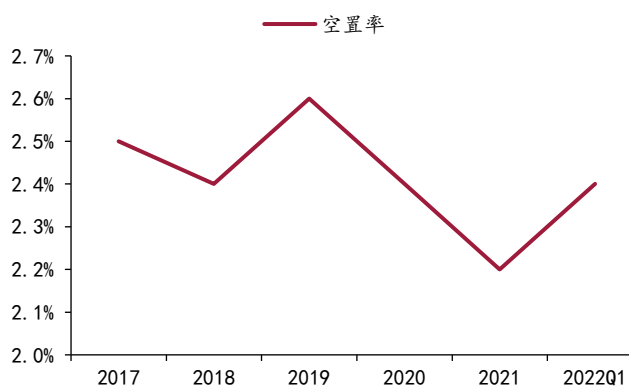
资料来源：公司公告，天风证券研究所

布局核心区助力实现高租金、高出租率，广泛的中低端租户贡献稳定收入份额。公司按人口净流入将德国城市划分为快速增长型、增长型、徘徊型、收缩型、快速收缩型 5 类，重点布局城市以快速增长型、增长型城市为主。公司 2021 年年报显示战略核心区域各方面较非战略区域表现更佳，租金达到 7.19 欧元/平、空置率仅为 1.9%、收入增长率 3.9%（非战略区域租金为 6.80 欧元/平、空置率 2.8%、收入增长率 2.3%）。随着社会人口结构变化，未来几年市场对老年公寓和经济适用房的需求会稳步增长，公司主要面对的中低端客群基数大、范围广、租房刚需强，能够为公司带来稳定的收入份额。

在基本商业模式之上，Vonovia 还有三个提升利润的关键策略：1）出售非核心/非战略区

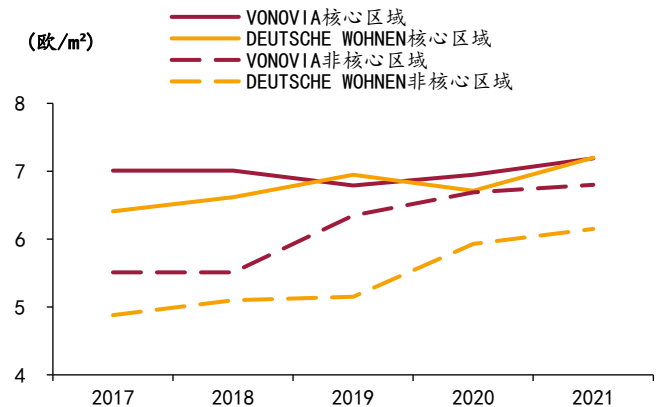
域资产。公司及时处置位于边缘地区、表现较差的项目，在获取额外增值收益的同时提升重点城市战略集中度，优化公司资产包结构。2021 年公司共卖出 723 间非战略区域住房，收入 7640 万欧元，该类资产公允价值提升高达 50.3%。**2) 采取标准化建设施工，多用预制产品，降低施工成本。**公司自有开发建设团队，用预制混凝土结构、木质混合结构和钢骨架三种方式实现了大体量的模块化施工，只需在现场组装已从工厂生产完成的标准化构件，从而降低建筑成本、缩短施工期限。2016 年公司完成了第一个连栋住宅建设项目，建设成本仅 1800 欧/平，工期 3 个月。**3) 住宅现代化翻新改造提升租金收益。**公司注重公寓的现代化改造，既有助于提高客户满意度，也有助于存量住宅价值提升。2021 年年报显示在租金收入 3.3% 的增长中，翻新改造实现的收入贡献了 1.6%。**4) 提供以客户为导向的增值服务。**公司积极打造高能社区，提高可再生能源的使用比例，更新能源设备，降低用户能源使用成本。此外，除定期维修检查外，公司还提供专属管家、维修团队、24 小时客服等提供租赁保障服务，进一步提高租金溢价水平。

图 37: Vonovia 年均空置率情况



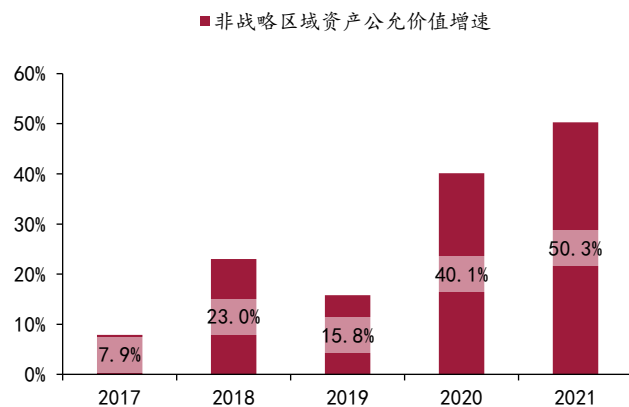
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 38: Vonovia 及 Deutsche Wohnen 分区域租金水平



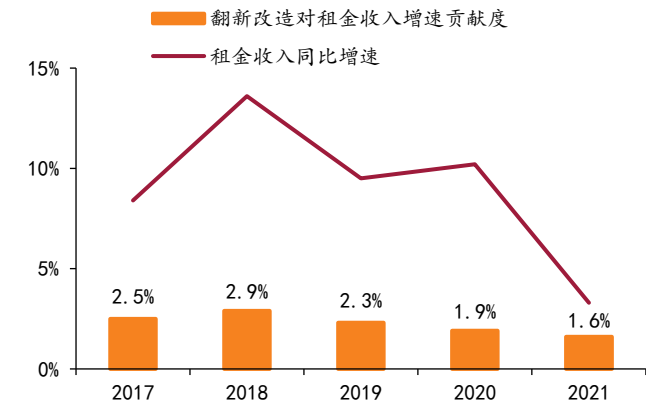
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 39: Vonovia 非战略区域资产公允价值增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 40: Vonovia 翻新改造对租金收入同比增速贡献度



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.4. 成功经验：高租金回报率、低融资成本与资产增值收益

从海外经验看，重资产型长租公寓相较于轻资产型流动性更高，盈利模式抵御风险能力更强，特别是在市场不景气时，轻资产型受租金价差收窄甚至倒挂影响，利润可能骤减甚至亏损，而重资产型可以通过控制运营成本或出售增值资产保持稳定的利润规模。

高租金收益率是重要前提，运营能力和成本控制决定企业盈利水平。可观的租金收入是海外长租公寓企业获得高毛利率和高利润率水平的先决条件。一方面，欧美国家为典型的存量住房市场，租赁需求旺盛、市场秩序规范，平均租金偏高；另一方面，海外标杆企业均在运营端打造精细多元的增值服务，甚至有全流程管理服务保障，提升客户体验感及满意度，进一步提高出租率及租金溢价空间。在保证高租金收益率的基础上，营运效率和成本

控制是长租企业将租金收入转化为利润增长的关键。重资产性企业主要成本项为资产折旧、物业维护及一般管理费用，标准化施工、信息化管理平台、精简的人员配置能显著提高公司营运效率，缩减费用支出。而轻资产运营模式下最大的成本项为包租租金，市场行情滑坡时刚性成本使得企业的利润空间迅速收窄，甚至亏损。

高效融资渠道助力重资产型企业低成本扩张。受益于成熟的资本市场环境，海外头部长租公寓企业能够通过 REITs、股权融资、债权融资等方式获取低成本资金，为公司初期业务规模扩张奠定基础。比如，美国 EQR 自持物业模式依靠 REITs 上市平台优势，1993-2000 年间共发行股票 43 次，股权融资形式多元化，加速现金流回正，公司财务表现稳健。另有债券融资形式作为补充，发债成本维持较低水平。

重资产模式下出售增值资产丰富盈利机会。海外重资产自持型长租公寓企业在发展初期借助外部低成本资金大规模低价收购物业，后期通过剥离非核心区域资产逐步聚焦核心市场，优化物业结构，盘活资产的同时受益于低买高卖带来的高额回报。另外，当市场租赁需求回落导致租金收入表现较差时，出售增值资产能平滑主营业务收入风险，缓解货币资金压力。

表 5：海外标杆长租公寓企业发展模式总结

	日本 Leopalace21	美国 EQR	德国 Vonovia
商业模式	轻资产，承建+包租	重资产，收购+自建	重资产，收购+自建
资金来源			
REITs 融资		✓	
股权融资	✓	✓	✓
债权融资	✓	✓	✓
盈利模式			
租金收入	✓	✓	✓
代建收入	✓		✓
资产处置收益		✓	✓
增值服务	✓	✓	✓
成本控制		✓	✓

资料来源：Wind，各公司官网，各公司公告，天风证券研究所

3. 中国租赁体系：保障性租赁逐渐发力，市场化机构前景广阔

3.1. 住房租赁市场：市场化与保障性双轨并行

中国的住房租赁市场分为市场化租赁和非市场化租赁两类。其中，市场化租赁分为个人租赁和机构租赁两类，非市场化租赁目前包括公共租赁住房（包含原公租房/廉租房）和保障性租赁住房。

市场化租赁方面，2002-2009 年，随着我国加入 WTO，外资引入带来了外企高管的租房需求，住房租赁企业陆续出现，但多数公寓品牌仅面向高端小众市场，对住房租赁市场影响较小；2010-2014 年，一批面向青年的住房租赁企业成立，并陆续获得投融资，机构租赁市场雏形初现；2015-2017 年，国家开始推进住房租赁市场发展，鼓励成立经营住房租赁的机构，资本涌入机构租赁市场，市场化住房租赁企业规模快速扩张；2018 年后，随着市场主体“爆雷”频发，政策、监管趋严，行业面临洗牌和调整，步入有序发展阶段。

非市场化租赁方面，1998 年国务院首次提出廉租房的概念，填补了我国出租类保障房的空白，保障对象为城镇最低收入家庭，后拓宽至城市低收入住房困难家庭；2010 年我国开始建设公租房，面向收入略高于廉租房保障对象的群体，2014 年起，公租房与廉租房统称公共租赁住房；2020 年 12 月中央经济工作会议提出“要高度重视保障性租赁住房建设”，保障性租赁住房正式登上历史舞台，力图解决困难群体和新市民住房问题。

贝壳研究院数据显示，我国租赁人口数已超 2 亿。其中，约 4100 万人租赁非市场化租赁住房（据住建部，截至 2021 年底，我国公共租赁住房已覆盖约 3800 万人；2021 年，保障

性租赁住房预计可解决 300 万人住房困难¹)，其余 1.6 亿人的租赁需求主要依靠市场化租赁满足。

图 41：国内住房租赁市场格局变化

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
市场化租赁	个人租赁																								
	萌芽期										机构租赁										井喷期				调整期
非市场化租赁	廉租房										公租房										公共租赁住房				保障性租赁住房

资料来源：北大法宝，中国政府网，旗帜网，南粤规划公众号，天风证券研究所

2015 年住建部首提租购并举，此后，中央和地方不断出台租购同权等政策措施促进住房租赁市场发展，就满足承租人养老、医疗、社会保险、子女入学等各项基本公共服务需求给出落地方案。我们认为，公共服务与住房产权的挂钩是制约居民长期租赁的重要原因，伴随地方层面租售同权政策的不断细化落地，承租人可享的公共服务内容将逐渐向房屋产权所有人靠拢，有望打开我国长期租赁市场需求，长效提升存量住房价值。

表 6：中央“租购并举”、“租购同权”相关政策

时间	文件/会议	内容
2015-12	住建部部长陈政高在全国住房城乡建设工作会议上发言	2016 年我国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。
2016-06	国务院办公厅《关于加快培育和促进住房租赁市场的若干意见》	完善住房租赁支持政策。各地要制定支持住房租赁消费的优惠政策措施，引导城镇居民通过租房解决居住问题。落实提取住房公积金支付房租政策，简化办理手续。非本地户籍承租人可按照有关规定申领居住证，享受义务教育、医疗等国家规定的基本公共服务；提供金融支持。
2017-05	住建部《住房租赁和销售管理条例（征求意见稿）》	鼓励出租人与承租人签订长期住房租赁合同。经备案的住房租赁合同可以作为承租人有合法稳定住所的凭证。承租人可持备案的住房租赁合同依法申领居住证，并享受规定的基本公共服务。办理住房租赁备案后，租赁期限届满时承租人享有同等条件优先承租的权利。
2017-07	住建部等 9 部门《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》	推进部门间信息共享，承租人可按照国家有关规定凭登记备案的住房租赁合同等有关证明材料申领居住证，享受相关公共服务。
2018-02	住建部住房租赁新时代研讨会暨《住房租赁新时代》首发式	要通过立法来完善法律法规，切实保障租赁双方的权益；要建立住房租赁信息服务平台，提供真实透明的租房信息；还要落实承租人享受均等化公共服务的权益，有些地方提出了租售同权，机会均等才是真正的租售同权。
2020-11	住建部《实施城市更新行动》	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，着力解决住房结构性供给不足的矛盾，完善住房市场体系和住房保障体系，基本建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，推动实现全体人民住有所居。改革完善住房公积金制度。扩大缴存范围，覆盖新市民群体。优化使用政策，为发展租赁住房 and 城镇老旧小区改造提供资金支持。
2020-12	中央经济工作会议	要高度重视保障性租赁住房建设，加快完善长租房政策，逐步使租购住房在享受公共服务上具有同等权利，规范发展长租房市场。整顿租赁市场秩序，规范市场行为。
2021-03	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居、职住平衡。加快培育和发展住房租赁市场，完善长租房政策，逐步使租购住房在享受公共服务上具有同等权利。
2021-07	国务院办公厅《关于加快发展保障性租赁住房的意见》	1) 对符合规定的保障性租赁住房给予中央补助资金支持；2) 降低税费负担，对保障性租赁住房项目免收城市基础设施配套费；3) 执行民用水电气价格，取得保障性租赁住房项目认定书后，用水、用电、用气价格按照居民标准执行；4) 进一步加强金融支持，加大信贷支持力度，支持金融机构发行金融债券，募集资金用于保障性租赁住房贷款投放。
2021-09	住建部住房保障司司长曹金彪在全国住房保障工作座谈会发言	一是要提高对发展保障性租赁住房重要性的认识，认清住房保障工作的新方式是加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，新目标是确立起保障性租赁住房的政策制度；二是切实把保障性租赁住房作为“十四五”住房建设的重点；三是要确保政策落地见效，推动建立“两多一并”的制度。
2021-12	中央经济工作会议中央经济工作会议内容	会议提出，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。

¹ 2021 年之前，我国已存在保障性租赁住房试点城市，但相关数据未披露，后续测算均假定 300 万人为保障性租赁住房已覆盖人口存量

2022-01	住建部住房保障司负责人潘伟在国新办新闻发布会发言	加大金融、土地、公共服务等政策支持力度，扩大保障性租赁住房供给，预计可帮助 1300 万新市民、青年人等缓解住房困难。多种手段扩大住房公积金制度覆盖范围，让更多就业群体享受住房公积金服务；优化使用政策，支持缴存人租购并举，解决基本住房问题；提升服务标准化、规范化、便利化水平，推动建设智慧住房公积金。
2022-01	住建部全国住房和城乡建设工作会议	要继续推进住房供给侧结构性改革。坚持租购并举，多主体供给、多渠道保障，优化住房供应结构。大力增加保障性租赁住房供给，全年建设筹集保障性租赁住房 240 万套（间）。完善城镇住房保障体系，还要加快发展长租房市场。
2022-03	2022 年政府工作报告	继续保障好群众住房需求，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，探索新的发展模式。坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。
2022-05	《关于银行业保险业支持城市建设和治理的指导意见》	探索房地产发展新模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求。

资料来源：中国政府网，国家税务总局，住建部，中国人大网，银保监会，观点网，澎湃新闻，人民网，天风证券研究所

表 7：地方“租购并举”、“租购同权”相关政策

日期	地区	文件/会议	相关内容
2017-03	武汉	《武汉市居住证服务与管理暂行办法》	在本市居住的非本市户籍公民，自居住登记之日起半年以上，符合有合法稳定住所的，根据本人自愿原则，可以申领居住证。合法稳定住所，包括非本市户籍公民在本市合法租赁房屋。
2017-07	广州	《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》	提出了发展住房租赁市场的政策意见：一是通过保障租赁双方教育、公积金等权益，支持租赁居住方式。二是通过“供”、“改”2 个渠道增加租赁住房供应，满足新增住房需求。三是通过“培育”、“规范”租赁行业，壮大现代租赁产业。
2017-07	沈阳	《沈阳市住房租赁试点工作方案》	积极推进租购同权。建立承租人居住证权利清单，不断扩大承租人权利。2018 年 12 月底前，持有居住证的承租人按照法律法规规定在就业扶持、住房保障、养老服务、社会福利、社会救助、居委会选举、人民调解员选聘以及随迁子女入学、参加中考等方面享受公共服务，实现租购同权。
2017-08	南京	《南京市住房租赁试点工作方案》	1) 统筹安排非本市户籍承租人随迁子女在居住区内享受义务教育；2) 符合条件的承租人可以享受医疗卫生等国家规定的基本医疗公共服务；3) 结合实际情况适时研究出台符合条件的承租人享受与本地居民同样的基本公共服务政策措施，建立承租人权利清单，逐步实现租购同权特别是在义务教育、基本医疗、计划生育、公共卫生、健康促进、基本养老、就业服务、社会保障、社区事务、科技申报、住房保障和公积金提取等方面。
2017-10	合肥	《合肥市人民政府办公厅关于加快推进合肥市住房租赁试点工作的通知》	鼓励房地产开发企业从传统的开发销售向“租售并举”模式转变，加大政策支持力度：1) 给予财政奖补；保障接受义务教育权利；2) 享受基本公共卫生服务；3) 享受基本公共养老服务；4) 参加社会保险和享受就业创业服务；5) 提供住房公积金支持；6) 降低户籍准入门槛；7) 推进公共租赁住房货币化；8) 保障民主政治权利；9) 申请临时救助。
2018-01	成都	《关于加快发展和规范管理我市住房租赁市场的意见》	1) 本市户籍及非本市户籍承租人子女，其子女按有关规定在居住证所在地接受义务教育。2) 落实了提取住房公积金支付房租的政策。3) 要求各相关部门结合实际情况，适时研究出台符合条件的承租人享受与本地居民同样的基本公共服务政策措施，建立承租人权利清单，扩大承租人享受基本公共服务的权利。
2018-04	厦门	《关于加强培育和发展住房租赁市场的若干意见》	加大住房公积金支持住房租赁力度；完善住房租赁户籍管理；加大住房租赁教育保障；加大住房租赁卫生计生保障；加大住房租赁社会保障。
2018-05	郑州	《郑州市人民政府办公厅关于印发郑州市利用安置住房用作租赁住房暂行办法的通知》	整合和利用满足群众自住需求外的富余安置房源，调动政府和市场各方力量，在群众自愿的基础上，引导安置住房进入租赁住房市场，将其纳入全市住房租赁市场体系，提高安置住房利用率和管理水平，推动全市租购并举的住房制度加快建立。
2018-08	佛山	《佛山市利用集体建设用地建设租赁住房管理办法（试行）》	经登记备案的集体租赁住房租赁合同，可作为承租人合法稳定住所的证明。集体租赁住房承租人可按照有关规定依法申领居住证，按规定享受新市民有关义务教育、医疗等基本公共服务；国有专业化住房租赁平台可通过投资、整租或扶持奖励等多种措施，将集体租赁住房纳入保障性住房，并享受相关税费优惠政策。
2021-07	深圳	《深圳经济特区社会建设条例（草案征求意见稿）》	市人民政府应当坚持住房的居住属性定位，构建多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房供应和保障体系。市住房城乡建设部门应当会同市有关部门探索租售同权制度，逐步推动租房居民在基本公共服务方面与购房居民享有同等待遇。
2021-08	北京	《北京市住房租赁条例（征求意见稿）》	从增加市场供给、调节供应结构等方面，鼓励合规发展，并明确提出将逐步推行租赁住房 and 购买住房在享受公共服务上具有同等权利，这一举措将进一步完善和落实北京“租购并举”的住房制度。
2021-11	上海	《关于加快发展本市保障性租赁住房的实施意见》	税收补助；金融方面，通过长期贷款、发行债券和发行基础设施不动产投资信托基金（REITs）等三项支持政策为保障性租赁住房融资；配套公共服务方面，落实保障性租赁住房承租家庭子女就地享受义务教育等基本公共服务。保障性租赁住房全面纳入社区管理服务和物业服务范围。
2021-12	山东	《关于促进和规范长租房市场发展切实保障租房者基本权益的指导意见》	逐步实现租房落户；探索租房者子女就近入学；保障租房者享受基本医疗及公共卫生服务；健全租房者就业保障。
2022-01	上海	上海市第十五届人大六次会议	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持租购并举，将建设筹措 17.3 万套（间）保障性租赁住房，完善稳地价、稳房价、稳预期的房地产精准调控机制，促进房地产市场平稳

			健康发展。
2022-02	安徽	安徽省住房城乡建设工作会议	聚焦安居宜居，加快构建住房租购并举新体系。精准实施住房保障，新增保障性租赁住房9.85万套（间），新筹集公租房1434套，发放租赁补贴2.5万户。
2022-02	太原	太原市人民政府《关于加快发展保障性租赁住房的实施意见》	公共服务配套方面，探索租购同权，加快完善相关配套政策，从就业创业服务、出行福利、社会保险、卫生健康等国家规定的基本公共服务方面创新政策。特别是教育方面，对符合条件的承租户子女，可统筹安排相对就近入学。
2022-02	重庆	《关于加快发展保障性租赁住房的实施意见》	运营管理上，积极推进承租人在义务教育、基本医疗、公共卫生、基本养老、就业服务、社会保障、社区事务和住房公积金提取等方面实现租购同权，享受与本地居民同等公共服务。
2022-04	宁夏	《关于加快发展保障性租赁住房的实施意见》	到“十四五”末，以公租房、保障性租赁住房和共有产权住房为主体的住房保障体系基本完善，租购并举的住房制度基本建立。
2022-04	中山	《关于进一步优化我市人才安居保障措施的通知》	宣布要推进“租购并举住房制度”，在中山市无房产且在中山市工作并连续缴存住房公积金满三个月或以上（状态为正常）的全日制本科及以上学历毕业生，自毕业之日起两年内可申请每月全额提取其月缴存额用于租房支出。

资料来源：各地政府官网，中房网，澎湃新闻，观点网，天风证券研究所

3.2. 市场化租赁：看好机构化租赁的长远前景

个人租赁指个人将自有房产或租入房产通过中介或非中介形式出租给承租人，该形式在我国住房租赁市场中占绝对优势，满足了多数租房者不同层次的需求；机构租赁则是由专业化住房租赁企业提供租赁公寓的租赁形式。与个人租赁相比，机构化租赁拥有租赁关系稳定、配套服务全面、房屋品质卓越等各类优势。我们认为，机构化租赁能够有效满足居民租赁需求、解决市场供需错配，伴随配套政策的逐渐完善落地，机构化租赁具备相当规模的发展潜力。

3.2.1. 市场空间：对标海外发达国家，机构化租赁空间广阔

据自如研究院，2021 年我国住房租赁机构市占率不足 5%，远低于发达国家（日本 79.2%、美国 52.7%、德国 36.7%、新加坡 68.4%），机构租赁市场渗透空间较大。根据我们测算，在租赁人口不变的静态假设下，如果机构租赁市占率提升到 20%，预计可实现 11.13 亿平的在管面积，对应满足 3180 万人的租赁需求。

表 8：机构租赁市场测算假设

相关假设	①市场化租赁人口 1.59 亿人=总租赁人口 2 亿人-保障化租赁人口 0.41 亿人（其中，公共租赁住房、保障性租赁住房分别覆盖 0.38、0.03 亿人），数据分别出自自如研究院和住建部
	②人均住宅取 35 平方米
测算方法	机构租赁覆盖人数=市场化租赁人数×机构租赁市占率 机构租赁在管面积=机构租赁覆盖人数×人均住宅面积

资料来源：住建部，新华社，自如研究院，天风证券研究所

表 9：机构租赁市场测算结果

机构租赁市占率	机构化租赁覆盖人数（万人）	机构租赁在管面积（亿平）
5%	795	2.78
10%	1590	5.57
15%	2385	8.35
20%	3180	11.13
25%	3975	13.91
30%	4770	16.70

资料来源：住建部，新华社，自如研究院，天风证券研究所

3.2.2. 政策配套：相关政策持续完善，助力行业稳健发展

政策方面：国家和地方配套政策逐渐完善，住房租赁发展规范化、稳健化。2020 年以来，住房租赁相关的财政、立法、土地等各方面政策逐渐完善，住房租赁发展渐趋规范。举例来看，立法层面上，2020 年 9 月住建部发布《住房租赁条例（征求意见稿）》，整治租赁住

房地产市场乱象，保障住房租赁市场长期稳健发展。财政方面，财政部和住建部公布了 2020 年中央财政支持住房租赁市场发展试点城市，包括天津、石家庄、太原等 8 个城市，这 8 个城市在 3 年的示范期内将合计获得 198 亿的财政补贴。

表 10：中央/部分地方住房租赁企业监管相关规定

	时间	政策名称	政策详情
杭州	2020-08	《关于进一步落实住房租赁资金监管相关工作的通知》	住房租赁企业向房屋委托出租人支付的租金以及向房屋承租人收缴的租金、押金和利用“租金贷”获得的资金等租赁资金，均应缴入租赁资金专用存款账户管理。
住建部	2020-09	《住房租赁条例（征求意见稿）》	住房租赁企业不得以隐瞒、欺骗、强迫等方式要求承租人使用住房租金贷款，不得以租金优惠等名义诱导承租人使用住房租金贷款，不得在住房租赁合同中包含租金贷款相关内容。
成都	2020-09	《关于开展住房租赁资金监管的通知》	承租人向住房租赁企业支付租金周期超过 3 个月的，住房租赁企业应将收取的租金、押金和利用“租金贷”获得的资金，存入监管账户。
西安	2020-10	《关于在我市推行住房租赁资金监管的通知》	“托管式”租赁企业其租赁交易资金应按照我市相关规定纳入监管。“托管式”租赁企业在开展租赁业务需与本市范围内的商业银行签订《住房租赁资金监管协议书》，开立存量住房租赁交易资金监管专用账户。开立监管专用账户后，监管银行须通过西安市住房租赁交易服务平台填报企业监管账户信息。
重庆	2020-11	《关于实施住房租赁资金监管加强住房租赁企业合规经营的通知》	要求住房租赁企业应在主城中心城区范围内的商业银行开立唯一的住房租赁资金监管账户，该账户不得支取现金，不得归集其他性质的资金。
武汉	2020-11	《市住房保障房管局关于进一步加强住房租赁行业监督管理的紧急通知》	住房租赁企业不得通过“高进低出”“长收短付”等方式，恶意提高或降低租赁价格、侵害房屋权利人和承租人的长期合法权益。住房租赁企业不得以隐瞒、欺骗、强迫等方式要求承租人使用住房租金消费贷款，不得以租金分期、租金优惠等名义诱导承租人使用住房租金消费贷款，不得将住房租金消费贷款相关内容嵌入住房租赁合同。
深圳	2021-02	《关于进一步促进我市住房租赁市场平稳健康发展的若干措施（征求意见稿）》 《关于开展住房租赁资金监管的通知（征求意见稿）》	要规范行业主题和其租赁行为，严格主体登记备案管理，健全行业信息公示制度，实行住房租赁资金监管，住房租赁企业只能设立唯一的资金专用账户，存放租金和押金。 房屋租赁企业应当在本市辖区内的商业银行开立唯一的住房租赁资金专用账户，用于收取承租人和押金及租金。 通过受托经营、转租方式开展业务的住房租赁企业收取的承租人押金及单个支付周期租金合计超过四个月租金数额的，对于超过部分资金，由监管银行进行监管，或者由住房租赁企业提供相应的银行保函进行担保。 金融机构提供住房租金贷款，需直接将贷款拨付至承租人个人账户。
北京	2021-02	《关于规范本市住房租赁企业经营活动的通知》	限制租赁企业“资金池”，严禁“长收短付”，住房租赁企业向承租人预收的租金数额原则上不得超过 3 个月租金，收、付租金的周期应当匹配。银行业金融机构、小额贷款公司等机构不得将承租人申请的“租金贷”资金拨付给住房租赁企业。押金须纳入专用账户托管，企业不得擅自动用和挪用。
上海	2021-02	《关于进一步整顿规范本市住房租赁市场秩序的实施意见》	要求开立资金监管账户，严格资金收付要求，承租人和支付租金周期在三个月以上的，租金应当按月划转至住房租赁经营机构。 严控租金贷款业务，未开展个人“租金贷”业务的住房租赁经营机构，原则上不得新增该项业务。已开展的租金贷要求 2022 年底前压降至租金收入的比刚 15% 以下。
广州	2021-02	《关于进一步加强住房租赁市场管理的通知》	住房租赁企业会被要求在广州市的商业银行中开立全市唯一-的住房租赁资金“政银企”三方监管账户，并通过该监管账户收取租金及押金。鼓励采取“押一付一”“押二付一”等交易方式加强住房和城乡建设部门与金融监管部门有关住房租金贷款的信息共享。
住建部等六部	2021-04	《关于加强轻资产住房租赁企业监管的意见》	提出了七方面监管意见：一是加强从业管理；二是规范住房租赁经营行为；三是开展住房租赁资金监管；四是禁止套取使用住房租赁消费贷款；五是合理调控住房租金水平；六是妥善化解住房租赁矛盾纠纷；七是落实城市政府主体责任。 文件强调，金融机构应当严格管理住房租赁消费贷款，加强授信审查和用途管理；发放贷款时应明确向借款人告知相关业务的贷款性质、贷款金额、年化利率以及有关违约责任，切实保护借款人权利。
北京	2021-08	《北京市住房租赁条例（征求意见稿）》	对租赁双方的权益，租赁机构准入门槛及业务范围，租金贷的使用，违法及违规处罚等问题做出明确界定，对长租公寓监管、租金贷、网络房源发布、群租房等热点问题进行了规范，首次落实租金调控机制，若租金价格上涨过快，将采取限制租赁企业租金涨幅、实行佣金或租房指导价等措施。
佛山	2021-08	《关于进一步加强房地产经纪机构和住房租赁企业租赁业务监管的意见（修订稿）》	单次收取租金超过 3 个月的，或单次收取押金超过 1 个月的，住房租赁企业应当将收取的租金、押金纳入监管账户，并通过监管账户向房屋权利人支付租金、向承租人退还押金。
苏州	2021-09	《关于持续整治规范房地	重点整治房地产开发、房屋买卖、住房租赁、物业服务等领域。住房租赁方面包括未提

		产市场秩序的实施方案》	交开业报告即开展经营、未按规定如实完整报送相关租赁信息等。
西安	2021-09	《关于推进经纪机构租赁房源核验及租赁合同网签备案工作的通知》	提出房地产经纪机构受托发布住房租赁房源信息的，须通过“西安市房地产经纪机构开户和二手房交易管理系统”（以下简称“交易系统”）进行房屋权属核验及备案获取房源核验码。未经交易系统房屋权属核验及备案获取房源核验码的房源，各网络信息平台不得发布。
武汉	2021-10	《市房管局等八部门关于进一步做好住房租赁市场管理工作的通知》	通过委托经营、转租方式从事住房租赁经营的住房租赁企业，应在武汉商业银行中开立全市唯一的住房租赁资金监管专用账户，并向区房管部门报备。承租人向住房租赁企业支付租金周期超过3个月或押金超过1个月的，租金、押金应存入住房租赁资金监管账户。住房租赁企业租金收入中，住房租赁消费贷款金额占比不得超过30%，超过比例的应当于2022年底前调整到位。
深圳	2021-10	《深圳市住房租赁经纪行业从业规范》	住房租赁经纪人员发布虚假信息，严重者将被吊销服务牌并禁业两年。
厦门	2021-11	《关于进一步规范住房租赁信息发布工作的通知》	主要内容为：①加强住房租赁信息发布主体管理；②规范住房租赁房源信息发布；③加快住房租赁信息系统对接；④完善监管机制。
南京	2021-12	《南京市住房租赁企业信用管理办法（试行）》	未来南京的住房租赁企业将被评定为4个信用等级，A级住房租赁企业将优先享有代办房源核验、合同网签备案等房地产业务。
南京	2022-03	《南京市房屋租赁合同管理办法》	租赁企业应明码标价，不得拖欠租金、擅自提高租金等；不得以欺诈、胁迫或租金优惠、分期付款等方式要求诱导承租人使用住房租金贷款。
广州	2022-04	《广州市住房和城乡建设局关于规范住房租赁市场的通知》	住房租赁从业主体应当在商业银行中设立1个住房租赁资金监管账户，并通过该账户收取、支付租金和押金。

资料来源：各地政府官网，新华网，深圳市房地产中介协会，中国经济新闻网，天风证券研究所

3.2.3. 聚焦痛点：缓解市场供需错配，有效满足居民需求

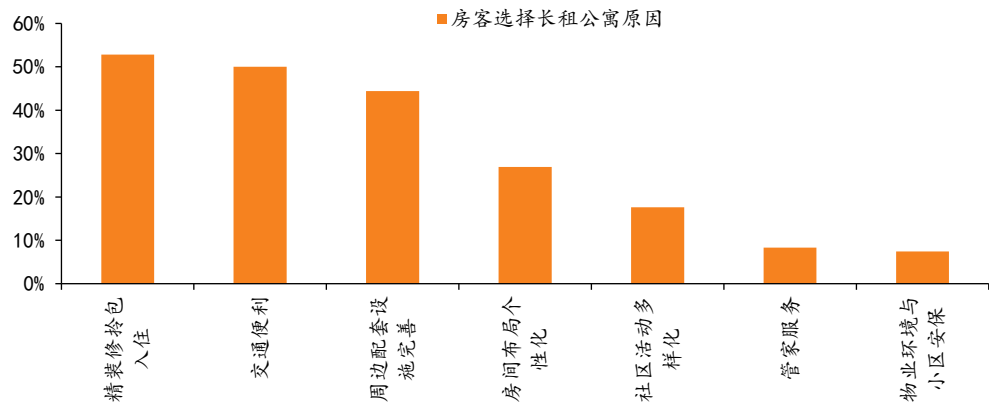
我们认为，长租公寓能够有效解决租房市场痛点，长期发展具备刚需。第一，存量空置住房市场较大，传统租房市场流通速度慢，难以满足房屋拥有者的周转变现需求；发展长租公寓能够促进房屋租赁市场流通，盘活存量资产。第二，租赁住房供给与租赁住房需求之间存在错配，长租公寓的标准化合租模式能够改造原有住房结构，有效匹配市场供需。据“现领观察”数据，在北京和上海一居室的需求占比约在30%左右，而全部在租房源中一居室占比仅有25%左右；三居室需求占比只有15%左右，而房源占比接近30%，错配情况明显。第三，长租公寓可以通过稳定租约、增加品控，满足房东资产增值与房客高质量住房需求。机构化租赁与业主的合同期限通常为3-5年，与房客的合同期限多超过12个月（个人租赁市场租约平均期限为8个月），稳定性远超个人租赁。

图 42：房东端长租公寓优势

资产增值	一站式托管	资产维护
预期收入测算，长期稳定租约	评估房源，专属软装方案	每月定期保洁，专业化维修
优化空间设计，提升房产价值	购买房屋保险与家具家电	专业法律团队，清退不良租客
赠送软硬装修与品牌家具家电	办理物业交割，开始对外租赁	定期检查屋况，专业财产保险

资料来源：天风证券研究所

图 43：房客端选择长租公寓原因



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

4. 机构租赁市场：失落的现实，难解的困境

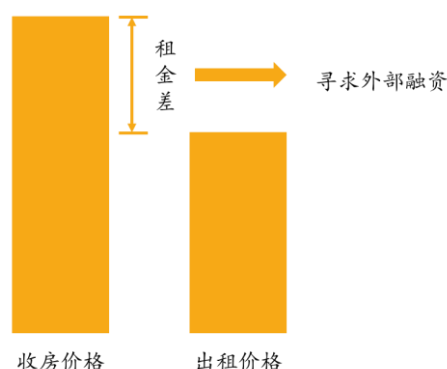
与广阔的发展前景走向不同，近年来长租公寓的生存状况不容乐观，频频爆雷为市场化机构蒙上重重阴影。据贝壳研究院，仅 2020 年就有超 40 家长租公寓企业陷入经营纠纷或资金链断裂。我们认为，当前的机构租赁市场正处于出清的阵痛期，其发展主要受限于自身不成熟的商业模式、市场低廉的租金回报和项目苛刻的盈利条件。

4.1. 商业模式：直接诱发企业爆雷

我们认为，早期住房租赁企业不成熟的商业模式直接引发市场的高频爆雷。发展早期，住房租赁企业采取“互联网式”烧钱策略，即在早期通过大量补贴抢占市场份额，在竞争格局稳定后逐渐抬高价格实现盈利。具体来看，可以从“高进低出”的经营模式与高杠杆的融资模式展开。

“高进低出”经营模式指住房租赁企业以高于市场价的价格从房东处收取闲置房源，经过统一装修后，再以低于市场价的价格向租客出租房屋。而经营过程的倒挂利润，则要依靠大量融资补足，倒逼长租公寓采取多种途径广泛获取融资。

图 44：住房租赁“高进低出”经营模式

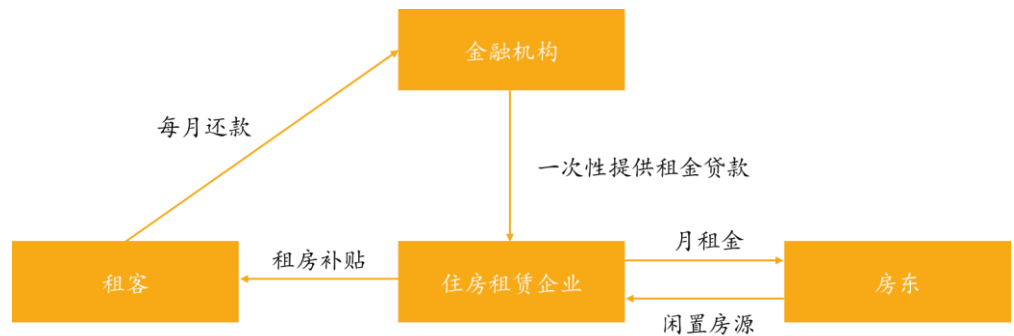


资料来源：天风证券研究所

长租公寓融资模式分为债务融资与权益融资两种。针对前者，为了快速回笼资金，住房租赁企业衍生了“租金贷”，并采取了“长收短付”模式，即公司从金融机构处一次性全额收到租客的租金贷款（一年或数年的租金），然后按月将租金定期支付给房东。针对后者，投资人通常看重的是企业的市占率、现金流、成长性等指标，显然，“高进低出”的经营

模式能够显著推动公司抢占市场，“长收短付”的收入模式则能够改善公司现金流指标。也因此，对权益融资的需求促使住房租赁企业进一步加大了前述模式的依赖。

图 45：住房租赁“长收短付”融资模式



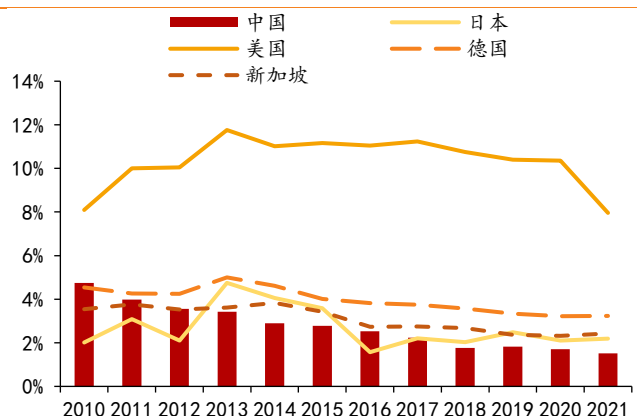
资料来源：天风证券研究所

理想蓝图下，长租公寓企业将在“烧钱”扩张后获得市场寡头地位，而后逐渐提高自身溢价，获取经营利润。但在现实层面，在需求端，房客与房东对租金高度敏感，长租公寓企业当前的服务不足以使客户支付超出个人租赁市场的高额溢价，培养用户消费习惯成本较大；在供给端，获取机构租赁市场的垄断地位所需资金远高于其他市场，短期内分散的资本难以推出市场寡头。因而，无法改善经营模式的租赁企业终会面临现金流困境甚至爆雷。

4.2. 租金回报：难以支撑市场发展

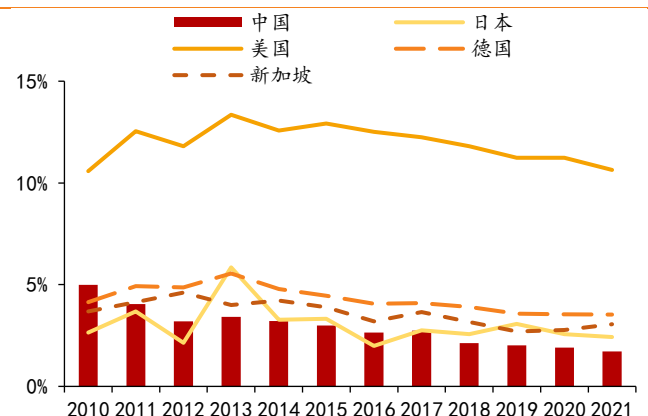
低廉的租金回报是制约住房租赁企业发展的核心因素。据 NUMBEO，2010 年我国市中心和非市中心的租金回报率分别为 4.75%、4.99%，高于日本、德国、新加坡同期水平。此后，我国租金回报率持续下行，2021 年市中心、非市中心回报率分别来到 1.52%、1.72%（低于同期日本 2.19%/2.43%、德国 3.24%/3.53%、新加坡 2.42%/3.05%），对应租售比为 1/789、1/698，低于国际标准租售比（1/200-1/300）。我们认为，短期来看，处于历史相对低位的回报率恐难以支撑机构租赁市场的自主发展。

图 46：各国租金回报率（市中心）



资料来源：NUMBEO，天风证券研究所

图 47：各国租金回报率（非市中心）



资料来源：NUMBEO，天风证券研究所

4.3. 量化测算：项目盈利条件苛刻

4.3.1. 轻资产项目依赖租金差，重资产项目前期投入大

通常而言，住房租赁企业有轻、重两种资产模式，关键区别为物业产权持有方是否为住房租赁企业自身。

轻资产项目利润来源主要为房屋的租金差及服务费收入。轻资产模式下，住房租赁企业存在集中租赁和分散租赁两种管理模式。集中租赁模式下，企业与项目持有方或经营方签订长期房屋租赁合同，但并不改变物业产权；分散租赁模式下，企业直接从原房东处拿房，签订较长期房屋租赁合同（一般在3-5年）。

重资产项目在前需投入大量资金获取土地产权并完成建安，但在后期可免于租入成本，获取全部租金收益。重资产模式下，企业通过收购土地或在建工程自行开发，或收购现有物业，直接享有物业产权，并建设集中租赁公寓。

表 11：不同资产模式住房租赁企业成本收入拆解

收入端		成本端	
轻/重资产		轻资产	重资产
租金收入	地区出租均价	地区收房成本	土地成本
	品牌公寓出租溢价	品牌公寓收房折价	建安费用
	出租租金年涨幅	长合约锁定收房价	装修成本
		直接费用	
服务费收入	维修质保、保洁除虫、社区文娱等	间接费用	销售、财务、管理、研发费用等
		税费支出	增值税、企业所得税
			增值税、房产税、企业所得税

资料来源：天风证券研究所

4.3.2. 轻资产模型：溢价有限制约盈利，装修投入制约现金流

轻资产模式下测算模型的计算逻辑及关键假设如下：

表 12：轻资产模型计算逻辑与关键假设

计算逻辑	关键假设
收入端	假设 1：地区出租均价来源于 Wind，原数据口径为元/（平米，每月），模型对 2021 年各月地区平均租金收入进行了加和作为年租金收入
	假设 2：公寓出租租金年涨幅为 5%
	假设 3：一线城市（北上广深）租赁住房成交周期为 30 天，非一线城市为 45 天。 即房屋出租率 = $1 - \text{租赁住房成交周期} / 365$ 天
成本端	假设 4：空间分割采取合租模式，每名租客平均租房面积 12 平方米，每位租客每月需缴纳服务费 100 元，即每平米房屋的服务费价值为 100 元/年
	假设 5：服务费每 3 年上涨一次，涨幅与 3 年累计通货膨胀率一致
	假设 6：通货膨胀率固定为 3%
收房成本	假设 7：企业与房东的收房合约期为 5 年，合约期内价格固定，每 5 年调整一次价格，涨幅与出租租金的 5 年累计涨幅一致
	假设 8：软硬装修成本为 1000 元/平，每 10 年翻修一次；翻修时装修成本涨幅与累计通货膨胀率一致
	假设 9：假设运营成本占租金收入的比重为 15%
运营费用	假设 10：假设综合税费占租金收入的比重为 12%；需要说明的是，轻资产模式下房企不需要缴纳房产税
	假设 11：贴现率为 7%

计算单位为元/（平米，每年）

资料来源：Wind，中国政府网，自如 Ziroom 公众号，自如业主公众号，丁祖昱评楼市公众号，同策资管公众号，天风证券研究所

依据上述模型，我们以品牌公寓相对普通住宅的租金溢价率及其在市场上收房的折价率为关键变量，对深圳和杭州的轻资产项目的现金流状况进行了测算。2021 年，深圳、杭州住宅年平均租金分别为 1146 元/平、851 元/平。模型测算结果表明，轻资产情况下，租赁企业 NPV 归正年限过长，实现资方预期盈利难度较大。模型测算的具体解读如下：

第一，轻资产模式对企业在供需双方的议价能力要求较高，且 NPV 归正年限相对难以实现资方预期。从 IRR 来看，保守状态下，我们认为，房屋租赁企业 IRR 应在 12%，而在企业融资压力进一步加大等情况下则应在 15% 甚至更高。同时，从 NPV 回正周期来看，资本市场对轻资产项目的回正预期通常为 5 年。在当前的模型假设下，如果要同时满足 IRR 和 NPV 预期，则企业需具备很强的租入（供给端）及出租（需求端）议价能力。从当前市场对价格的接受意愿来看，项目实现资方预期盈利难度较大。

表 13：不同租金溢价、收房折价假设下轻资产项目盈利水平概况

租金溢价率	收房折价率	IRR		NPV 首次归正年限	
		深圳	杭州	深圳	杭州
15%	10%	7.93%	6.61%	10	无法
15%	15%	17.30%	13.82%	8	9
20%	10%	15.46%	12.44%	8	9
20%	15%	24.31%	19.09%	6	7
20%	20%	33.34%	25.59%	5	6
25%	20%	40.81%	30.79%	4	5
30%	10%	29.44%	22.87%	5	6
30%	15%	38.69%	29.38%	4	5

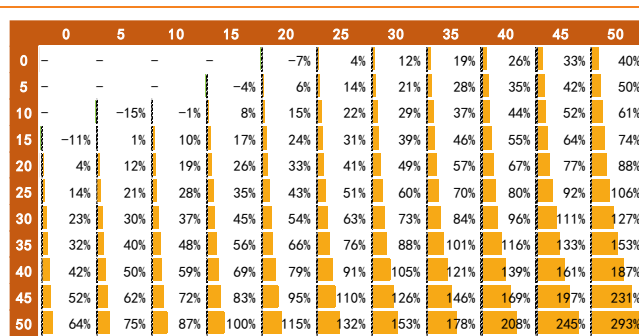
橙色底色表表示当前盈利预测符合资本回报要求，即 $IRR \geq 12\%$ 或 NPV 归正年限 ≤ 5 年

资料来源：Wind，中国政府网，自如 Ziroom 公众号，自如业主公众号，丁祖昱评楼市公众号，同策资管公众号，天风证券研究所

第二，项目利润对租金收支的敏感性较高，且收房折价率每百分点的提升对利润的影响程度高于租金溢价收入每百分点的提升。具体来看，租出溢价率每提升 1 个百分点，深圳、杭州项目 NPV 分别增加 177 元、126 元；租入折价率每提升 1 个百分点，深圳、杭州项目 NPV 分别增加 221 元、157 元。

第三，轻资产项目租金的净差额有限，对相对大额的翻修整备支出的应对能力不足。如果项目前期未能实现迅速盈利，则会出现“一朝装修，即刻返贫”。举例来看，在 20% 的溢价率和 10% 的收房折价率下，深圳的轻资产项目将预计于第 8 年首次归正，但稳定归正出现在第 14 年。

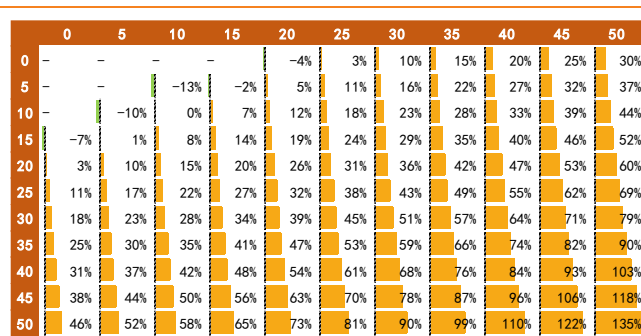
图 48：轻资产假设下深圳住房租赁项目 IRR



1.横轴为较普通住宅溢价率，纵轴为收房折价率；2.假设项目运营周期为 30 年；3.数据计算为“-”表明在当前迭代条件下计算数值过小

资料来源：Wind，中国政府网，自如 Ziroom 公众号，自如业主公众号，丁祖昱评楼市公众号，同策资管公众号，天风证券研究所

图 49：轻资产假设下杭州住房租赁项目 IRR



1.横轴为较普通住宅溢价率，纵轴为收房折价率；2.假设项目运营周期为 30 年；3.数据计算为“-”表明在当前迭代条件下计算数值过小

资料来源：Wind，中国政府网，自如 Ziroom 公众号，自如业主公众号，丁祖昱评楼市公众号，同策资管公众号，天风证券研究所

图 50：在 7% 贴现率下深圳轻资产住房租赁项目单位 NPV

	0	5	10	15	20	25	30	35	40	45	50
0	4776	3889	3002	2114	1227	-339	548	1436	2323	3210	4098
5	3669	2782	1894	1007	-119	768	1655	2543	3430	4318	5205
10	2562	1674	-787	100	988	1875	2763	3650	4538	5425	6312
15	1455	-567	320	1208	2095	2983	3870	4757	5645	6532	7420
20	-347	540	1428	2315	3202	4090	4977	5865	6752	7640	8527
25	760	1647	2535	3422	4310	5197	6085	6972	7859	8747	9634
30	1867	2755	3642	4530	5417	6304	7192	8079	8967	9854	10742
35	2975	3862	4749	5637	6524	7412	8299	9187	10074	10961	11849
40	4082	4969	5857	6744	7632	8519	9407	10294	11181	12069	12956
45	5189	6077	6964	7852	8739	9626	10514	11401	12289	13176	14064
50	6297	7184	8071	8959	9846	10734	11621	12509	13396	14283	15171

1.横轴为较普通住宅溢价率，纵轴为收房折价率；2.假设贴现率为 7%；3.假设项目运营周期为 30 年；4.单位：元

资料来源：Wind，中国政府网，自如 Ziroom 公众号，自如业主公众号，丁祖昱评楼市公众号，同策资管公众号，天风证券研究所

图 52：在 7% 贴现率下深圳轻资产住房租赁项目 NPV 首次归正年份

	0	5	10	15	20	25	30	35	40	45	50
0	无法	无法	无法	无法	无法	无法	9	7	5	5	4
5	无法	无法	无法	无法	无法	9	7	5	5	4	4
10	无法	无法	无法	10	8	6	5	5	4	4	3
15	无法	无法	10	8	6	5	4	4	4	3	3
20	无法	9	7	5	5	4	4	4	3	3	3
25	9	7	5	5	4	4	3	3	3	3	3
30	6	5	5	4	4	3	3	3	3	3	2
35	5	4	4	4	3	3	3	3	2	2	2
40	4	4	4	3	3	3	3	2	2	2	2
45	4	3	3	3	3	3	2	2	2	2	2
50	3	3	3	3	2	2	2	2	2	2	2

1.横轴为较普通住宅溢价率，纵轴为收房折价率；2.假设贴现率为 7%；3.假设项目运营周期为 30 年；4.单位：年

资料来源：Wind，中国政府网，自如 Ziroom 公众号，自如业主公众号，丁祖昱评楼市公众号，同策资管公众号，天风证券研究所

图 54：在 7% 贴现率下深圳住房租赁项目 NPV 稳定归正年份

	0	5	10	15	20	25	30	35	40	45	50
0	无法	无法	无法	无法	无法	无法	23	12	5	5	4
5	无法	无法	无法	无法	无法	15	7	5	5	4	4
10	无法	无法	无法	29	14	6	5	5	4	4	3
15	无法	无法	25	13	6	5	4	4	4	3	3
20	无法	23	12	5	5	4	4	4	3	3	3
25	15	7	5	5	4	4	3	3	3	3	3
30	6	5	5	4	4	3	3	3	3	3	2
35	5	4	4	4	3	3	3	3	2	2	2
40	4	4	4	3	3	3	3	2	2	2	2
45	4	3	3	3	3	3	2	2	2	2	2
50	3	3	3	3	2	2	2	2	2	2	2

1.横轴为较普通住宅溢价率，纵轴为收房折价率；2.假设贴现率为 7%；3.假设项目运营周期为 30 年；4.单位：年；5.稳定归正指此后 NPV 长期为正

资料来源：Wind，中国政府网，自如 Ziroom 公众号，自如业主公众号，丁祖昱评楼市公众号，同策资管公众号，天风证券研究所

图 51：在 7% 贴现率下杭州轻资产住房租赁项目单位 NPV

	0	5	10	15	20	25	30	35	40	45	50
0	3498	2869	2239	1610	-980	-351	279	908	1538	2167	2797
5	2713	2083	1454	-824	-195	435	1064	1694	2323	2952	3582
10	1927	1298	-668	-39	591	220	1849	2479	3108	3738	4367
15	1142	-512	117	746	376	2005	2635	3264	3894	4523	5153
20	-357	273	902	532	2161	2791	3420	4050	4679	5309	5938
25	429	1058	1688	2317	2947	3576	4206	4835	5465	6094	6724
30	1214	1844	2473	3103	3732	4362	4991	5621	6250	6880	7509
35	2000	2629	3259	3888	4518	5147	5777	6406	7036	7665	8295
40	2785	3415	4044	4674	5303	5933	6562	7192	7821	8450	9080
45	3571	4200	4830	5459	6089	6718	7348	7977	8606	9236	9865
50	4356	4986	5615	6245	6874	7503	8133	8762	9392	10021	10651

1.横轴为较普通住宅溢价率，纵轴为收房折价率；2.假设贴现率为 7%；3.假设项目运营周期为 30 年；4.单位：元

资料来源：Wind，中国政府网，自如 Ziroom 公众号，自如业主公众号，丁祖昱评楼市公众号，同策资管公众号，天风证券研究所

图 53：在 7% 贴现率下杭州轻资产住房租赁项目 NPV 首次归正年份

	0	5	10	15	20	25	30	35	40	45	50
0	无法	无法	无法	无法	无法	无法	10	8	7	6	5
5	无法	无法	无法	无法	无法	10	8	7	5	5	5
10	无法	无法	无法	无法	9	8	6	5	5	4	4
15	无法	无法	10	9	7	6	5	5	4	4	4
20	无法	10	8	7	6	5	5	4	4	4	3
25	9	8	7	5	5	5	4	4	4	3	3
30	7	6	5	5	4	4	4	4	3	3	3
35	6	5	5	4	4	4	3	3	3	3	3
40	5	5	4	4	4	3	3	3	3	3	3
45	4	4	4	4	3	3	3	3	3	3	2
50	4	4	4	3	3	3	3	3	3	2	2

1.横轴为较普通住宅溢价率，纵轴为收房折价率；2.假设贴现率为 7%；3.假设项目运营周期为 30 年；4.单位：年

资料来源：Wind，中国政府网，自如 Ziroom 公众号，自如业主公众号，丁祖昱评楼市公众号，同策资管公众号，天风证券研究所

图 55：在 7% 贴现率下杭州住房租赁项目 NPV 稳定年份

	0	5	10	15	20	25	30	35	40	45	50
0	无法	无法	无法	无法	无法	无法	25	14	12	6	5
5	无法	无法	无法	无法	无法	24	14	7	5	5	5
10	无法	无法	无法	无法	22	13	6	5	5	4	4
15	无法	无法	29	15	12	6	5	5	4	4	4
20	无法	25	14	12	6	5	5	4	4	4	3
25	24	14	7	5	5	5	4	4	4	3	3
30	13	6	5	5	4	4	4	4	3	3	3
35	6	5	5	4	4	4	3	3	3	3	3
40	5	5	4	4	4	3	3	3	3	3	3
45	4	4	4	4	3	3	3	3	3	3	2
50	4	4	4	3	3	3	3	3	3	2	2

1.横轴为较普通住宅溢价率，纵轴为收房折价率；2.假设贴现率为 7%；3.假设项目运营周期为 30 年；4.单位：年；5.稳定归正指此后 NPV 长期为正

资料来源：Wind，中国政府网，自如 Ziroom 公众号，自如业主公众号，丁祖昱评楼市公众号，同策资管公众号，天风证券研究所

4.3.3. 重资产模型：土地成本是制约盈利的关键因素

重资产模式下测算模型的计算逻辑及关键假设如下：

表 14：重资产模型计算逻辑与关键假设

计算逻辑	关键假设
收入端	租金收入=地区出租均价×品牌公寓溢价率×租金年涨幅×房屋出租率
	假设 1：地区出租均价来源于 Wind，原数据口径为元/（平米，每月），模型对 2021 年各月地区平均租金收入进行了加和作为年租金收入
	假设 2：公寓出租租金年涨幅为 5%
	假设 3：一线城市（北上广深）租赁住房成交周期为 30 天，非一线城市为 45 天。
	即房屋出租率=1-租赁住房成交周期/365 天
	假设 4：空间分割采取合租模式，每名租客平均租房面积 12 平方米，每位租客每月需缴纳服务费 100 元，即每平米房屋的服务费价值为 100 元/年
成本端	服务费收入=每平服务费×黏性服务费涨幅
	假设 5：服务费每 3 年上涨一次，涨幅与 3 年累计通货膨胀率一致
	假设 6：通货膨胀率固定为 3%
	假设 7：楼面价数据来源于 Wind，计算方式为 2021 年各城市住宅类土地拍卖总价/对应建筑面积
	假设 8：建安总费用与地区建安费用一致，建安周期假定为 3 年
	假设 9：软硬装修成本为 1500 元/平，每 10 年翻修一次；翻修时装修成本涨幅与累计通货膨胀率一致
成本端	建安成本=建安总费用/建安周期
	装修成本=1500×相对涨幅
	运营成本=租金收入×运营费用率
	综合税费=租金收入×综合税率
	假设 10：假设运营成本占租金收入的比重为 15%
	假设 11：假设综合税费占租金收入的比重为 12%；需要说明的是，重资产模式下房企需要缴纳房产税
	假设 12：贴现率为 7%

计算单位为元/（平米，每年）

资料来源：Wind，中国政府网，自如 Ziroom 公众号，自如业主公众号，丁祖昱评楼市公众号，同策资管公众号，天风证券研究所

依据上述模型，我们以品牌公寓相对普通住宅的租金溢价率和楼面价折价率为关键变量，对住房租赁企业在深圳和杭州的重资产项目的现金流状况进行了测算。2021 年全年，深圳、杭州土拍平均楼面价分别为 18622 元/平、15405 元/平，最新一期的建安成本分别为 3260 元/平、2049 元/平，住宅年平均租金分别为 1146 元/平、851 元/平。模型测算结果表明，重资产情况下，租赁企业 IRR 可释放空间小，且对企业资金成本控制要求较高。模型测算的具体解读如下：

第一，重资产模式对企业获取资金的能力和品牌长期运营水平要求较高，30 年内实现盈利难度较大。与轻资产模式不同，重资产模式前期土地及建安投入较大，而租金收入则是“细水长流”。也因此，项目 IRR 的增长空间相对较小，现实情况下，很难突破 12%。换言之，如果企业不能将融资费用压到较低水平，同时提高长期运营水平创收节流，那么能否实现盈利仍是未知。此外，项目的盈利周期也被拉长，在 30 年或更短时间内实现盈利难度较大。

表 15：不同租金溢价、收房折价假设下重资产项目盈利水平概况

租金溢价率	楼面价折价率	IRR		NPV 归正年限	
		深圳	杭州	深圳	杭州
10%	10%	8.62%	7.99%	39	47
20%	20%	9.53%	8.84%	30	36
20%	30%	10.10%	9.38%	27	31
20%	50%	11.64%	10.83%	20	24
30%	10%	9.46%	8.78%	31	37
30%	20%	9.97%	9.25%	28	32
30%	30%	10.58%	9.82%	25	29
30%	50%	12.22%	11.37%	19	21
50%	50%	13.35%	12.40%	16	18

橙色底色表示当前盈利预测符合资本回报要求，即 IRR≥12%或 NPV 归正年限≤30 年

资料来源：Wind，中国政府网，自如 Ziroom 公众号，自如业主公众号，丁祖昱评楼市公众号，同策资管公众号，天风

证券研究所

第二，项目利润对租金收支的敏感性较高，且租出溢价率每百分点的提升对利润的影响程度高于楼面价折价率每百分点的提升。具体来看，租出溢价率每提升 1 个百分点，深圳、杭州项目 NPV 分别增加 286 元、203 元；楼面价折价率每提升 1 个百分点，深圳、杭州项目 NPV 分别增加 186 元、154 元。

第三，与轻资产模式之相比，装修支出对重资产运营项目现金流的影响相对较小。重资产模式前期投入较大而后期投入较小，净租金收入基本可以覆盖翻修支出，装修成本对项目 NPV 影响较小。

图 56：重资产假设下深圳住房租赁项目 IRR

	0	5	10	15	20	25	30	35	40	45	50
0	8%	8%	8%	8%	9%	9%	9%	9%	9%	10%	10%
5	8%	8%	8%	9%	9%	9%	9%	9%	10%	10%	10%
10	8%	8%	9%	9%	9%	9%	9%	10%	10%	10%	10%
15	8%	9%	9%	9%	9%	9%	10%	10%	10%	10%	11%
20	9%	9%	9%	9%	10%	10%	10%	10%	10%	11%	11%
25	9%	9%	9%	10%	10%	10%	10%	10%	11%	11%	11%
30	9%	9%	10%	10%	10%	10%	11%	11%	11%	11%	12%
35	9%	10%	10%	10%	10%	11%	11%	11%	11%	12%	12%
40	10%	10%	10%	11%	11%	11%	11%	12%	12%	12%	12%
45	10%	10%	11%	11%	11%	11%	12%	12%	12%	13%	13%
50	10%	11%	11%	11%	12%	12%	12%	13%	13%	13%	13%

1.横轴为较普通住宅溢价率，纵轴为楼面价折价率；2.假设项目运营周期为 70 年

资料来源：Wind，中国政府网，自如 Ziroom 公众号，自如业主公众号，丁祖昱评楼市公众号，同策资管公众号，天风证券研究所

图 57：重资产假设下杭州住房租赁项目 IRR

	0	5	10	15	20	25	30	35	40	45	50
0	7%	7%	8%	8%	8%	8%	8%	9%	9%	9%	9%
5	7%	8%	8%	8%	8%	8%	9%	9%	9%	9%	9%
10	8%	8%	8%	8%	8%	9%	9%	9%	9%	9%	10%
15	8%	8%	8%	8%	9%	9%	9%	9%	9%	10%	10%
20	8%	8%	8%	9%	9%	9%	9%	9%	10%	10%	10%
25	8%	8%	9%	9%	9%	9%	10%	10%	10%	10%	10%
30	8%	9%	9%	9%	9%	10%	10%	10%	10%	10%	11%
35	9%	9%	9%	9%	10%	10%	10%	10%	10%	11%	11%
40	9%	9%	10%	10%	10%	10%	11%	11%	11%	11%	11%
45	9%	10%	10%	10%	10%	11%	11%	11%	11%	12%	12%
50	10%	10%	10%	11%	11%	11%	11%	12%	12%	12%	12%

1.横轴为较普通住宅溢价率，纵轴为楼面价折价率；2.假设项目运营周期为 70 年

资料来源：Wind，中国政府网，自如 Ziroom 公众号，自如业主公众号，丁祖昱评楼市公众号，同策资管公众号，天风证券研究所

图 58：在 7%贴现率下深圳重资产住房租赁项目单位 NPV

	0	5	10	15	20	25	30	35	40	45	50
0	5054	6483	7912	9341	10770	12199	13628	15057	16486	17915	19344
5	5985	7414	8843	10272	11701	13130	14559	15988	17417	18846	20275
10	6916	8345	9774	11203	12632	14061	15490	16919	18348	19777	21206
15	7847	9276	10705	12134	13563	14992	16421	17850	19279	20708	22137
20	8778	10207	11636	13065	14494	15923	17352	18781	20210	21639	23068
25	9709	11138	12567	13996	15425	16854	18283	19712	21141	22571	24000
30	10640	12069	13498	14927	16356	17785	19214	20644	22073	23502	24931
35	11571	13000	14429	15858	17287	18717	20146	21575	23004	24433	25862
40	12502	13931	15361	16790	18219	19648	21077	22506	23935	25364	26793
45	13434	14863	16292	17721	19150	20579	22008	23437	24866	26295	27724
50	14365	15794	17223	18652	20081	21510	22939	24368	25797	27226	28655

1.横轴为较普通住宅溢价率，纵轴为楼面价折价率；2.假设贴现率为 7%；3.假设项目运营周期为 70 年；4.单位：元

资料来源：Wind，中国政府网，自如 Ziroom 公众号，自如业主公众号，丁祖昱评楼市公众号，同策资管公众号，天风证券研究所

图 59：在 7%贴现率下杭州重资产住房租赁项目单位 NPV

	0	5	10	15	20	25	30	35	40	45	50
0	1097	2110	3124	4138	5151	6165	7179	8192	9206	10220	11233
5	1867	2881	3894	4908	5922	6935	7949	8963	9976	10990	12004
10	2637	3651	4665	5678	6692	7706	8719	9733	10747	11760	12774
15	3408	4421	5435	6448	7462	8476	9489	10503	11517	12530	13544
20	4178	5191	6205	7219	8232	9246	10260	11273	12287	13301	14314
25	4948	5962	6975	7989	9003	10016	11030	12044	13057	14071	15085
30	5718	6732	7746	8759	9773	10787	11800	12814	13827	14841	15855
35	6488	7502	8516	9529	10543	11557	12570	13584	14598	15611	16625
40	7259	8272	9286	10300	11313	12327	13341	14354	15368	16382	17395
45	8029	9043	10056	11070	12084	13097	14111	15125	16138	17152	18165
50	8799	9813	10826	11840	12854	13867	14881	15895	16908	17922	18936

1.横轴为较普通住宅溢价率，纵轴为楼面价折价率；2.假设贴现率为 7%；3.假设项目运营周期为 70 年；4.单位：元

资料来源：Wind，中国政府网，自如 Ziroom 公众号，自如业主公众号，丁祖昱评楼市公众号，同策资管公众号，天风证券研究所

图 60：在 7%贴现率下深圳重资产住房租赁项目 NPV 归正年份

	0	5	10	15	20	25	30	35	40	45	50
0	50	47	44	40	38	36	35	32	31	30	29
5	47	44	41	38	36	35	32	31	30	28	27
10	44	41	39	36	35	32	31	29	28	27	26
15	41	39	36	35	32	31	29	28	27	26	25
20	39	36	34	32	30	29	28	27	26	25	24
25	36	34	32	30	29	27	26	25	24	23	22
30	34	31	30	28	27	26	25	24	22	21	21
35	31	30	28	27	26	24	24	22	21	20	20
40	29	28	26	25	24	22	21	20	20	19	19
45	27	26	25	24	22	21	20	19	19	18	17
50	26	24	22	21	20	19	19	18	18	17	16

图 61：在 7%贴现率下杭州重资产住房租赁项目 NPV 归正年份

	0	5	10	15	20	25	30	35	40	45	50
0	64	58	54	50	47	44	41	39	37	36	34
5	59	55	50	47	44	41	39	37	36	34	32
10	55	50	47	44	41	39	37	35	34	32	30
15	51	47	44	41	39	37	35	32	31	30	29
20	47	44	41	38	36	35	32	31	30	28	27
25	44	40	38	36	34	32	30	29	28	27	26
30	40	38	36	34	31	30	29	27	26	25	25
35	38	35	32	31	29	28	27	26	25	24	22
40	35	32	30	29	28	26	25	24	22	22	21
45	31	30	28	27	26	25	22	22	21	20	20
50	29	28	26	25	24	22	21	20	20	19	18

1.横轴为较普通住宅溢价率，纵轴为楼面价折价率；2.假设贴现率为 7%；3.假设项目运营周期为 70 年；4.单位：年
资料来源：Wind，中国政府网，自如 Ziroom 公众号，自如业主公众号，丁祖昱评楼市公众号，同策资管公众号，天风证券研究所

1.横轴为较普通住宅溢价率，纵轴为楼面价折价率；2.假设贴现率为 7%；3.假设项目运营周期为 70 年；4.单位：年
资料来源：Wind，中国政府网，自如 Ziroom 公众号，自如业主公众号，丁祖昱评楼市公众号，同策资管公众号，天风证券研究所

4.4. 失败原因总结：畸形的商业模式、市场的低回报率与盈利的不可能三角

第一，租赁市场的内在特点使长租公寓企业难以在短期内完成培养用户习惯、获得市场垄断地位，“高进低出”的经营模式与高杠杆的融资模式是引发企业爆雷的直接原因。

第二，租赁市场整体的低回报率水平放大了经营主体的盈利难度，经营主体只有具备极强的溢价能力才可能获取超额收益，持续下行的趋势也在一定程度上放大了市场的悲观情绪。

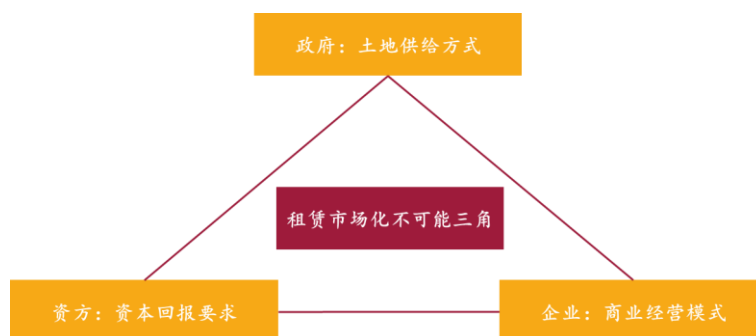
第三，项目层面，前述模型的测算结果表明，住房租赁市场存在政府土地供给方式、资方资本回报要求和企业商业经营模式间的不可能三角。在当前的供需弹性下，如果房东/房客对房屋租赁收入/支出的价格敏感性依然存在，那么租赁住房难以实现政府、资方和企业利益的完全统一，并且，三者利益通常只能同时满足其二。即，存在政府土地供给方式、资方资本回报要求和企业商业经营模式间的不可能三角。

表 16：租赁市场化的影响因素及对应模型变量

影响因素	对应变量	核心变量
政府土地供给方式	地区出租均价，地区收房成本，土地成本	轻资产-地区收房成本； 重资产-土地成本
企业商业经营模式	品牌公寓出租溢价，出租租金年涨幅，服务费收入，品牌公寓收房折价，装修成本，间接费用（销售、财务、管理、研发等）	品牌公寓出租溢价
资方资本回报要求	资本对盈利指标（如 IRR、NPV、NPV 回正周期等）的预期	回报要求-贴现率 盈利指标-IRR、NPV 回正周期
其他影响因素	税费（增值税、房产税、企业所得税等）	-

资料来源：天风证券研究所

图 62：租赁市场化的不可能三角



资料来源：天风证券研究所

5. 可行路径：土地、经营、融资三向破局，期待土地端迅速突破

我们认为，在导致住房租赁企业难以长效健康发展的各种原因中，其不健康的商业模式已被政府及时叫停，而租赁市场整体的低回报率则难以在短期获得改变。破解住房租赁企业的发展迷局，只能从租赁市场化的不可能三角入手，择其重点予以突破。

第一，如果不改变企业的商业经营模式和资方的资本回报要求，则需要改变政府的土地供给方式。常见路径之一是在土地的招、拍、挂中增加租赁用地比重，比如折价转让租赁专

用土地，或是在商住用地拍卖时要求自持、配建等；常见路径之二是放宽对土地市场管理的限制，允许多种类型土地进行住房租赁运营，比如利用集体建设用地建设租赁住房、“非改租”等。

第二，如果不改变资方的资本回报要求和政府的土地供给模式，则企业需要在商业经营模式方向实现突破。常见路径之一是“节流”，比如通过供应链管理降低装修成本、通过“修内功”做好内部费用管理等；常见路径之二是“开源”，比如树立品牌形象做高市场溢价，拓展多种高附加值服务等；常见路径之三是“战略”，比如多主业运营平稳收入，精准化切入目标市场及目标客群等。

第三，如果不改变政府的土地供给模式和企业的商业经营模式，则需要资方降低自身资本回报率要求或寻求其他资本退出渠道。常见路径之一是国有银行或其他国有资本主体下场提供支持，或提供低息融资支持，或将项目投资与基础设施建设投资对标，拉长项目投资周期；常见路径之二是通过允许 REITs 等资产证券化产品发行，打包资产提前变现。

我们认为，政府土地供给多元化，是住房租赁短期破局的最重要突破口；企业优化自身商业经营模式，是住房租赁长效发展的根本路径；国有资方不求偿或市场资方他处求偿，是助力住房租赁发展的外在支持。

图 63：租赁市场化不可能三角的破局之路

不改变		改变	
企业商业经营模式	资方资本回报要求	政府土地供给方式	政府供地多元——迅速突破
政府土地供给方式	资方资本回报要求	企业商业经营模式	企业修好内功——长期根本
政府土地供给方式	企业商业经营模式	资方资本回报要求	资方放眼远量——外在支持

资料来源：天风证券研究所

5.1. 土地出让：政府量价齐发，加速破解住房租赁迷局

土地出让方式渐趋多元，租赁住房来源不断丰富。为促进地产市场有序发展，加速租赁住房市场建设，近年来政府不断完善各性质、各用途土地的土地出让方式，为租赁住房供给端的加速放量提供有力支持。

表 17：租赁住房供给方式概览

出让方式	租赁住房来源	概述	出让价格
土拍出让	商住房 自持/配建	自持指部分土地需长期自营租赁；配建指商品房开发需配套建设公共租赁住房，建安完成后由政府回购等	与商住房出让价格一致
	纯租赁用地	全部用于对外租赁，不允许进行销售或以租代售的	租赁用地楼板价约为商住用地楼板价的 30%；其中，上海、广州价格比重约 50%，深圳价格比重约 40%，杭州、南京、苏州的价格比重小于 30%（克而瑞数据，截至 2020 年 5 月）
非土拍出让	集体建设用地	在符合规划要求的存量集体建设用地建设租赁住房	-
	“非改租”	将闲置和低效利用的商业办公用房、厂房等改建为保障性租赁住房	-

资料来源：克而瑞，丁祖昱评楼市公众号，天风证券研究所

多城租赁用地占计划住宅用地比例提升，实际成交完成度多未达标。2021 年 2 月，土地“两集中”政策出台，明确要求重点城市单列租赁住房用地，且占比一般不低于 10%。在

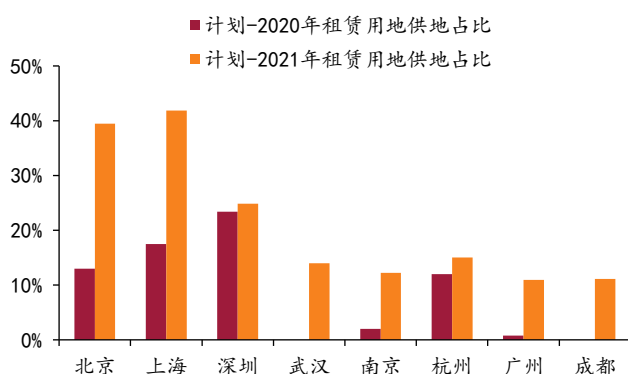
2021 年供地计划中，多城响应中央政策单列租赁住宅用地面积，上海、北京、厦门、深圳四城租赁住宅占商品住宅用地比例超 20%。但从成交情况来看，多城租赁住宅供应完成度大打折扣，仅北京、合肥、杭州、上海等 6 城完成度超 60%。具体看地块类型，22 城租赁用地供应主要类型为自持/配建，合计占比约 42%，纯租赁用地占比为 28%。

表 18：重点 22 城 2021 年租赁用地供地计划（单位：万平）

	计划住宅用地供应面积	其中：商品住宅用地面积	其中：租赁住宅用地面积	租赁住宅占计划住宅用地比例	租赁住宅占商品住宅用地比例	租赁住宅实际成交用地面积	住宅用地供应完成度
北京	1060	760	300	28.30%	39.47%	301.0	100%
合肥	660	373	60	9.09%	16.09%	42.1	70%
杭州	1107	671	101	9.12%	15.05%	69.8	69%
上海	1060	430	180	16.98%	41.86%	124.0	69%
宁波	582	421	58	9.97%	13.78%	37.2	64%
成都	1050	630	70	6.67%	11.11%	43.7	62%
无锡	352	309	32	9.09%	10.36%	12.5	39%
武汉	1200	860	120	10.00%	13.95%	43.5	36%
广州	634	485	53	8.36%	10.93%	15.8	30%
深圳	364	149	37	10.16%	24.83%	9.6	26%
南京	919	710	87	9.47%	12.25%	22.2	26%
青岛	806	720	86	10.67%	11.94%	21.0	24%
福州	323	286	37	11.46%	12.94%	8.5	23%
重庆	2678	2292	237	8.85%	10.34%	53.0	22%
苏州	615	461	56	9.11%	12.15%	12.1	22%
沈阳	586	519	59	10.07%	11.37%	7.9	13%
长沙	791	676	79	9.99%	11.69%	7.9	10%
天津	950	770	95	10.00%	12.34%	9.1	10%
济南	864	647	54	6.25%	8.35%	4.9	9%
长春	1776	1296	178	10.02%	13.73%	0.2	0%
厦门	195	75	21	10.77%	28.00%	0.0	0%
郑州	1166	689	117	10.03%	16.98%	0.0	0%

资料来源：克而瑞，天风证券研究所

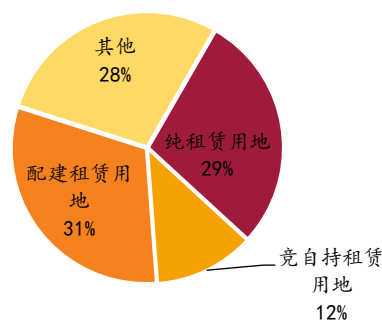
图 64：北京等 8 城租赁用地供地计划占比



本图占比为租赁住宅占计划住宅用地比例

资料来源：克而瑞，天风证券研究所

图 65：2021 年 22 城成交租赁地块分类型分布（按成交建面）



22 城名单与上表一致，此处不再给出详细名单

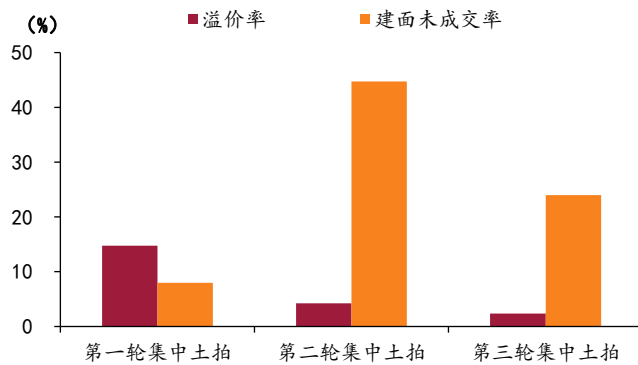
资料来源：克而瑞，天风证券研究所

5.1.1. 商住房自持/配建：投资着陆难度较大

主要作为政策调整工具存在，21 年下半年后供应大幅减少。“房住不炒”大前提下，住宅用地溢价情况已成为地方政府重要考核指标；同时，中央多次提出加快住房租赁市场发展，“两集中”政策则明确提出需提升租赁用地出让比重。在这种情况下，达到限价封顶后竞自持/配建或要求商品房出让保有自持/配建的模式在 2021 年上半年成为地方政府心头之好。2021 年 8 月，自然资源部要求集中土拍在达到地价上限后不得通过竞人才公寓自持方式变相提高土地价格，叠加冷淡的土地市场现实，21 年下半年以来地方政府竞自持/配建

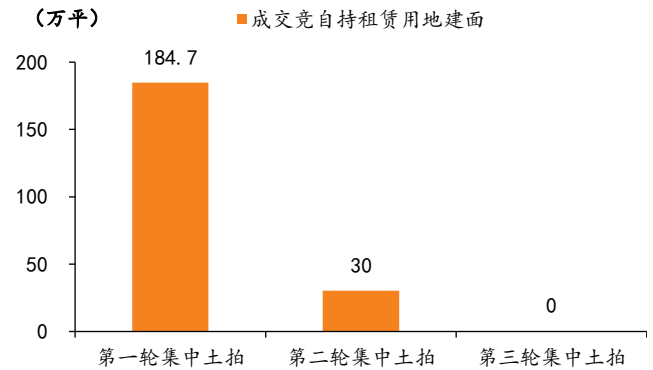
类型土地供应逐渐减少。

图 66：2021 年集中土拍溢价率及未成交建面情况



资料来源：中指研究院，天风证券研究所

图 67：2021 年集中土拍竞自持用地成交情况



资料来源：克而瑞，丁祖昱评楼市公众号，天风证券研究所

拿地成本较高，自持运营实现盈利周期过长，金融变现或转让变现前途不明。自持/配建的租赁住房在获取土地时的价格与普通商品房一样，远高于纯租赁用地；在变现方式则与普通商品房差异较大，主要有**自持运营、长期租赁、资产证券化、股权转让和政府回购**五种。其中，自持运营在模式上与重资产品牌公寓基本没有差别。我们在前文“量化测算：项目盈利条件苛刻”部分已经进行了测算：在重资产模型中，以深圳为例，在楼面价折价率为 0 时，溢价率为 10%、20%、30% 的品牌公寓的 IRR 分别为 8.2%、8.6%、9.1%，回正周期则分别为 44 年、39 年、34 年，项目自营回收变现周期较长。

表 19：商品房自持/配建部分变现方式

变现方式	运作模式	主要风险	变现周期
自持运营	在较长期内自持物业产权，自行或与其他公司合作运营，实质为重资产运营的品牌公寓	①楼面价过高，投资回收周期过长，预期回报率较低；②可能存在一定的长期管理运营风险	长
长期租赁	与客户签订长期租赁合同（10 年甚至更长），预收大量租金完成部分投资款项回款	①多地政府明确禁止“以租代售”，存在较大政策风险；②楼面价过高，即使能在短期内实现少部分资金回流，在较长期内也实现收支平衡；③模式相对死板，市场接受度有限	较长
资产证券化	以房屋出租的预期现金流收入为抵押，发行 REITs 等资产证券化产品，打包资产提前变现	①发行资产证券化产品需以可预期的、稳定的未来现金收入流为依托，开发商仍需对底层资产进行建设、运营；②国内资产证券化发展尚不成熟，存在发行风险	较短
股权转让	将自持部分土地进行股权转让，实现资本退出	①部分地块在拍卖时明确要求开发商须“自持 10 年”甚至更长时间；②转让价格极可能低于拍卖时的土地成本，只能“止损”不能盈利；③品牌公寓商业运营模式有待探索，交易对手方难以寻找	较短
政府回购	政府或地方国企以成本价（包括土地、建安、财务、管理等）和一定比例的加成购回配建	①回购价格仅覆盖部分成本，考虑隐性融资成本，可能存在实际亏损；②回购价格低于地块平均楼面价，拉高商住用地楼面价，拖累整体盈利	较短

资料来源：克而瑞，乐居网，丁祖昱评楼市公众号，天风证券研究所

先行城市部分自持租赁项目已经或即将入市，或能为市场提供变现范例。2016 年以来，部分先行城市通过限价+自持/配建对土地价格进行管控，按 3-5 年的建安周期计算，有部分项目已经或者将要于今年入市，或将提供变现范例。

表 20：上海/杭州部分已入市或将入市的自持租赁项目

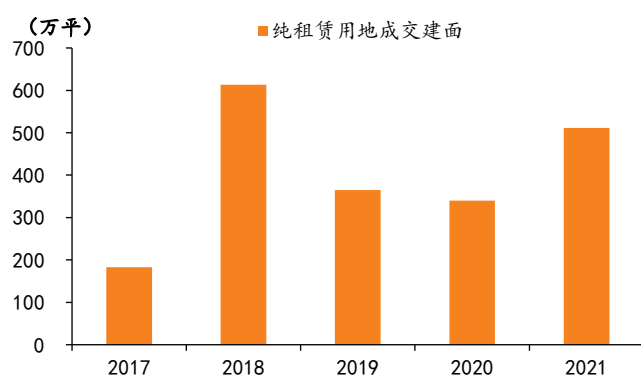
项目名称	开发企业	推出时间	城区	所在自持楼栋	房源套数	主力户型(平)	参考租金(元/月)
保利 N+余山青年社区	路劲	2019-07	上海松江	崇南公路 499 弄	224	75、90、两室一厅	2500-3600
上海方隅中骏天璟精品公寓	中骏	2020-04	上海青浦	蟠中路 99 弄	357	40-128	4500 起
冠寓上海新江湾城店	龙湖	2020-11	上海杨浦	恒耀路 66 弄 92 号、105 号	176	45	4500-5000
中海友里上海航头地铁店	中海	2021-01	上海浦东新区	航三路 1000 号 1-4 栋	598	-	1500-1900
保利 N+昌吉东路青年社区	光大嘉宝	2021-04	上海嘉定	萃浦路 200 弄 10 号	-	两室一厅	3100
中海·云宸(友里公寓)	中海	2021-01	杭州滨江	滨康路 387 号 5、6 幢	150	40-88	4500-10100
绿城·和庐	绿城	2021-03	杭州余杭	道里东路 39 号 1-4 幢	336	40、69、91	3100、4700、5700
首开东城金茂府	金茂	2021-04	杭州江干	同德路 86 号 15 幢	15	122	14500
中冶·锦绣华府(和舍)	中冶名泽	2021-06	杭州下城	东新路与石祥路交叉口 4 幢	249	30-80	3500-9700
金辉·辉逸云筑	金辉	2021-06	杭州余杭	星源街 79 号 15 幢	202	78-90	3000
保利滨江·上品	保利	2021-09	杭州上城	铜鼓路 17 号 8-12 幢	378	40-115	4000-20000
宋都·相贤府	宋都	2021-09	杭州钱塘新区	青六路中路 143-66 号 20、22、23 幢	656	25、60	550-2600
碧桂园金科·尚合府	碧桂园	2021-09	杭州拱墅	顾杨路与蒋家桥路交叉口 3 幢	140	59、89	4100-6200
融创金城·臻华府	融创	2021-09	杭州拱墅	桃源街与观桃路交叉口 4 幢	480	30-63	2250-4950
杭州大家	杭州大家	2021-12	杭州拱墅	舟山东路 73-2 号 6 幢	24	135.9	18000-19000

资料来源：克而瑞，保利公寓，空间秘探公众号，天风证券研究所

5.1.2. 纯租赁用地：低地价创造盈利空间

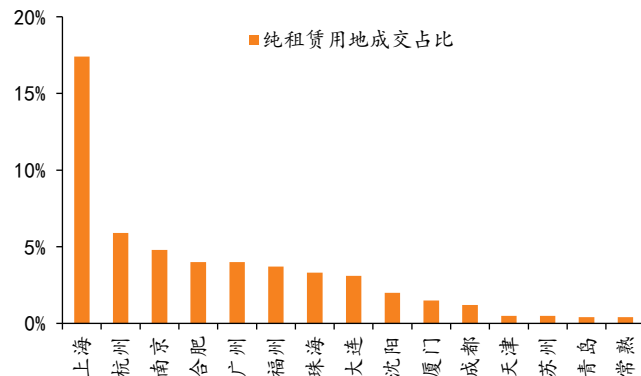
纯租赁用地出让市场地位仍在边缘，“两集中”后供给增长显著。当前，纯租赁用地在地方土地出让中整体占比较小，根据克而瑞数据，2018-2020 年，多数城市纯租赁用地出让建面占比在 5% 以下。2021 年，重点 22 城全年成交纯租赁用地 79 幅，共计规划建筑面积 511 万平，较 2020 年+50.3%。分城市来看，上海、杭州纯租赁土地供应走在全国前列。

图 68：2017-2021 年全国纯租赁用地成交建面



资料来源：克而瑞，天风证券研究所

图 69：2018-2020 年各城市纯租赁用地累计成交建面占比



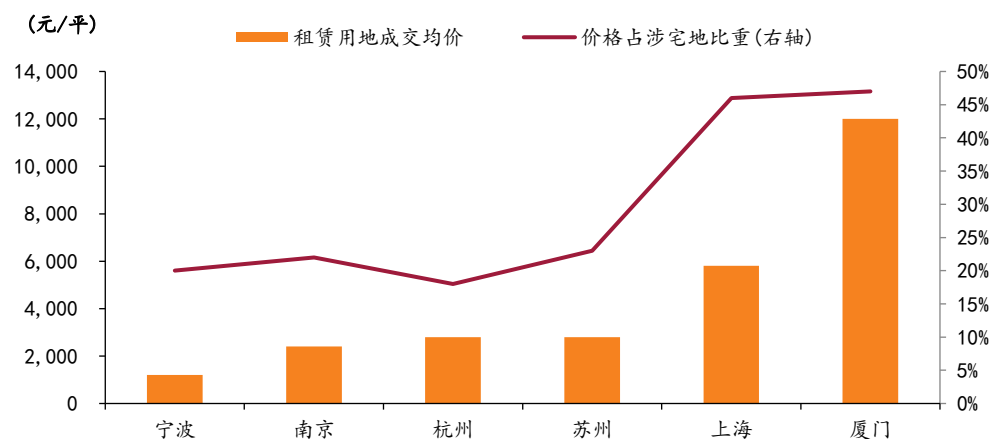
本图占比指纯租赁用地累计成交建面占全部商业住宅成交建面比重

资料来源：克而瑞，天风证券研究所

出让价格远低于商住用地，存在合理盈利空间，是当下房屋租赁最可行的方案之一。以上海为例，2018-2020 年，上海成交的 88 宗纯租赁用地的平均成交价格为 5969 元/平，同期上海成交的涉宅地平均楼板价约 11769 元/平，租赁用地的土地成本为涉宅地的 46%。从整体来看，根据克而瑞数据，相同城市、相同区域内，纯租赁用地楼板价约为商住用地楼板价的 30%。而在这种折价幅度下，依据前述模型，租赁住房市场将存在可行盈利空间。

纯租赁用地在变现方式上与自持/配建地块基本一致，主要有**自持运营、长期租赁、资产证券化和股权转让**四种。以杭州为例，在前述测算模型的基础上，当楼面地价为 3-5 折时，重资产住房租赁项目盈利测算可满足一般投资预期。我们认为，凭借相对较低的租赁成本和稳定的租赁收入，纯租赁用地建设项目无论是进行资产证券化运作，还是进行股权出让变现，都拥有较为乐观的可能性。

图 70：2018-2020 年部分城市纯租赁用地成交均价



资料来源：克而瑞，天风证券研究所

表 21：以杭州为例，当楼面地价为 3-5 折时重资产住房租赁项目盈利情况

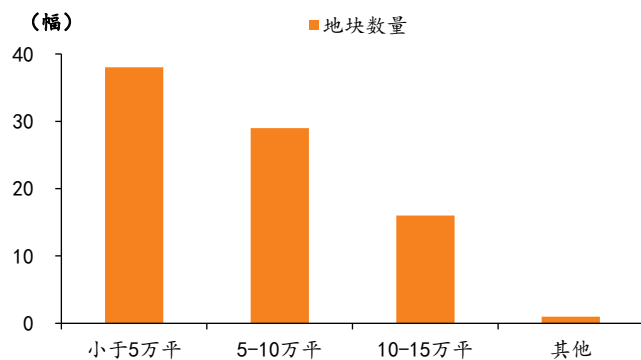
杭州	出租溢价率	0%	5%	10%	15%	20%	30%	40%	50%
楼面地价 为当前的 30%	项目 IRR	9.73%	10.01%	10.29%	10.56%	10.83%	11.10%	11.37%	11.63%
	NPV (元/平)	11880	12894	13907	14921	15935	16948	17962	18976
	NPV 归正年限	20	19	18	17	17	16	16	15
楼面地价 为当前的 40%	项目 IRR	10.65%	10.96%	11.28%	11.58%	11.89%	12.19%	12.49%	12.79%
	NPV (元/平)	10340	11353	12367	13381	14394	15408	16422	17435
	NPV 归正年限	25	22	21	20	20	19	18	18
楼面地价 为当前的 50%	项目 IRR	9.73%	10.01%	10.29%	10.56%	10.83%	11.10%	11.37%	11.63%
	NPV (元/平)	8799	9813	10826	11840	12854	13867	14881	15895
	NPV 归正年限	29	28	26	25	24	22	21	20

模型及基本假设与前文一致

资料来源：Wind，天风证券研究所

已规划项目密度高、体量大，提升周转效率和管理效率将是必行之路。根据公众号“地新引力（原克而瑞咨询）”数据，截至 2019 年 10 月，上海市纯租赁用地出让中，5 万平以上地块数量占比为 55%，预计供应 1000 套以上租赁住房的项目数量占比为 35%。按照 3 年左右的建安周期计算，上述地块预计将于 2022 年前后入市。地块自持之下，品牌公寓的运营年限往往较长，大型社区不仅意味着可观的现金流收入，更意味着出租周转压力的加大和运营管理难度的提升。如何提高租赁周转率、提升管理效率、塑造品牌打造溢价，都是企业必须回答的运营难题。

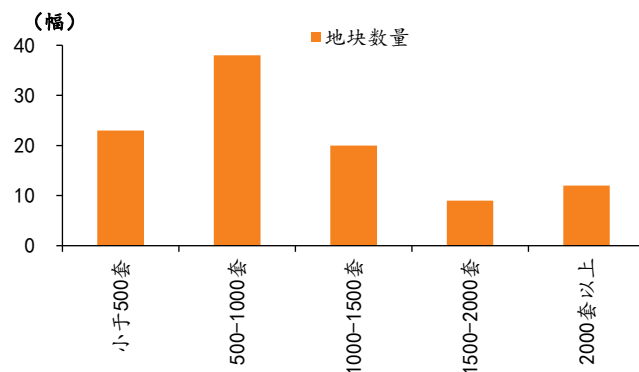
图 71：上海纯租赁用地项目建筑面积分布



统计时间截至 2019 年 10 月

资料来源：地新引力公众号，天风证券研究所

图 72：上海纯租赁用地项目按规划下限的规模分布

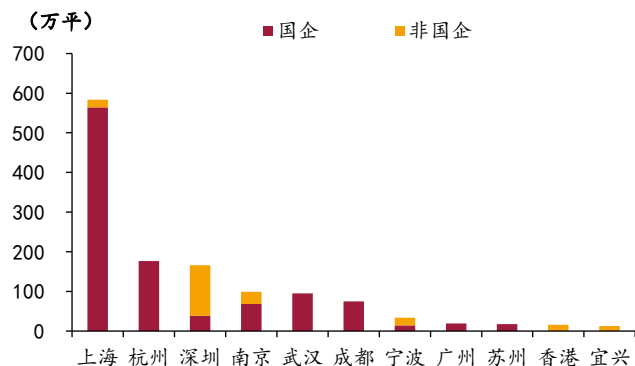


统计时间截至 2019 年 10 月

资料来源：地新引力公众号，天风证券研究所

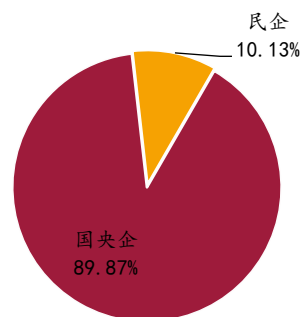
国企是纯租赁用地的最主要开发者，其租赁住房运营管理水平有待考验。根据克而瑞数据，2021 年，89.87%的纯租赁用地由国央企取得。城市层面，2017 年至 2020 年，上海地产在公开市场上获纯租赁用地总量超 80 万平，占上海租赁用地出让份额的 13%，上海城投、上海实业及张江高科三家合计份额也达到了 22%。在深圳，深圳市人才安居集团几乎包揽全部纯租赁用地。但在运营层面，国企在租赁住房运营方面经验较少，能否较好实现租赁住房的长期精细化运营尚不明确。例如，张江高科主要从事科技园区开发运营，上海地产、深圳市人才安居集团从前也并无充分的长租公寓运营经验。

图 73：2021 年企业纯租赁用地累计持有建面 Top50 分布



资料来源：克而瑞，企查查，天风证券研究所

图 74：2021 年纯租赁用地拿地企业类型



资料来源：克而瑞，天风证券研究所

表 22：上海部分已入市或即将入市的纯租赁地块项目

项目名称	企业	企业性质	拿地时间	地块名	开发进度
张江国际社区 1 期	张江高科	地方国企	2017-07	浦东新区张江南区配套生活基地 A3-06 地块	2020 年 8 月样板间开放，旭辉瓴寓代运营
嘉荷新苑	嘉定国资委	地方国企	2017-07	嘉定区嘉定新城 E17-1 地块	部分房间装修完成
耀华一	上海地产	地方国企	2017-09	浦东新区南码头街道滨江单元 06-05 地块	预计 2021 年 12 月竣工
大虹桥项目	上海地产	地方国企	2017-10	闵行区虹桥商务区 G1MH-0001 单元 III-T01-A02-02 地块	2021 年 4 月样板间开放，预计 10 月开业
古北二	上海地产	地方国企	2017-10	长宁区古北社区 W040502 单元 E1-06 地块	预计 2021 年 9 月竣工交付
待定	上海地产	地方国企	2017-10	浦东新区上钢社区 Z00011 单元 11-3 地块	2020 年 10 月封顶，预计 2021 年 6 月交付
待定	上海地产	地方国企	2017-10	浦东新区上钢社区 Z00011 单元 10-2 地块	2020 年底主体封顶
浦开·上海周浦国际	浦东开发	地方国企	2017-12	浦东新区 16 号线周浦站周边地区控制性详细规划 10-05 地块	2020 年 6 月 30 日主体结构封顶

中集中央公园	中集集团	公众企业	2018-01	宝山区罗店镇美罗家园大型居住社区 02 单元 0218-02 地块	2021 年 3 月试运营
"中建·幸福+"公寓	中国建筑	中央国企	2018-03	松江区中山街道 SJC10032 单元 10-07 号地块	预计 2021 年 6 月交付使用
华润有巢国际公寓社区东部经开店	华润置地	中央国企	2018-08	松江区工业区 SJC10024 单元 09-11 号地块	2021 年 5 月开业
筑梦城紫竹院国际社区	新黄浦	地方国企	2018-11	闵行区吴泾镇紫竹科学园区 MHPO-1001 单元 10A-05A 地块	样板间即将开放，与交大签约 1094 套
待定	宝钢集团	中央国企	2018-12	宝山区月浦镇 BSPO-241 单元 H1-04 地块	2020 年 9 月 21 日主体结构封顶

黄色底色为国企项目

资料来源：Wind，克而瑞，天风证券研究所

5.1.3. 集体建设用地：政府出让净地是发展良策

企业探索：万科“万村计划”战略性退出，未能解决两对供需矛盾是主要原因，选址与利益谈判模式不佳是根本原因。万科“万村计划”于 2017 年启动，锚定城中村集体建设用地升级改造，拟在回收村民住房并完成装修改造后交由万科旗下“泊寓”进行专业化运营。项目初期蓝图美好、愿景宏大，但在执行层面“世界复杂”、困难重重。2019 年，万科暂缓“万村计划”。回顾万科的探索，我们认为其失败的主要原因是未能解决房东与万科、万科与房客这两对供需双方间的矛盾，继而为公司的现金流带来较大压力；更深层次的原因则是公司在项目选址、利益谈判等各方面的底层商业模式欠佳。

表 23：万科“万村计划”面临的两对供需矛盾

供给端诉求	需求端诉求	市场环境	现实问题
房东：为防范长期租出带来的资产流动性风险，要求提高租金或缩短租出周期	万科：希望压低租入价格或签订长期固定合约以提高收益	优质房源相对稀缺，多家租赁住房企业为抢占市场抬高市价，部分房东待价而沽	租入价格超出万科预期，成本拉高加大盈利难度
万科：降低单间面积，提高房间密度；附加服务带来租金溢价；品牌效应之下，租金年涨幅较高	房客：质量敏感性弱而价格敏感性强，希望生活成本相对稳定	核心区项目与居民自营出租屋存在替代关系，具备附加价值溢价的租赁入局提高周边租价；非核心区项目需求较弱，职住失衡	开工率、租出率低于万科预期，开业进度滞后于扩张速度及合约期，租金涨幅低于预期，现金回流压力较大

资料来源：天风证券研究所

政府探索：集租房试点方案日趋完善，各城市在建设目标及进展方面差异较大。自 2017 年 8 月国土部、住建部联合印发《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》至今，集租房试点城市已从 13 个扩展至 18 个，且各试点城市已针对试点项目审批程序、试点建设运营机制、试点监测监管机制等关键内容提出了相对完备的试点方案。但从实施效果来看，各城市推进成果差异较大，北京、广州、上海、合肥等地的部分项目进入了实际运营阶段，部分城市基本仍停留在项目建设甚至项目审批阶段。

表 24：部分试点城市集租房建设目标及进度

城市	建设目标	完成情况
北京	计划从 2017 年至 2021 年五年内供应 1000 公顷集体土地用于建设租赁住房	全市累计开工集体土地租赁住房项目 47 个，合计建筑面积约 400 万平，预计将提供房源约 6.3 万套 2020 年万科泊成寿寺社区开业入市，出租率 100%； 2021 年有巢总部基地店、鲁能领秀西红门店入市； 2022 年预计有巢油海店、首创十八里店开业入市
上海	松江区共有 5 个项目纳入集体土地入市建设租赁住房项目，共计 22.76 万平	2021 年已有两个项目已开业入市：有巢泗泾项目、派米雷泗泾项目
广州	从 2018 年开始每年利用 100 万平集体用地建设租赁住房，计划于 2020 年底建成 300 万平租赁住房	2018 年 8 月第一批试点项目通过审批，共选取了 4 个条件成熟的村留用地地块试点租赁住房：花都区狮岭镇旗新村地块，番禺区钟村街谢村地块，白云区钟落潭长腰岭村地块和花都区花山镇小布村
合肥	2017 年至 2020 年计划完成试点目标 5000 套，建设面积约 45 万平方米	截止 2020 年 10 月底，已经盘活集体建设用地总面积超过 225 亩，建设租赁住房总建筑面积 32.1 万平

南京	至 2020 年底南京市将建设集体土地租赁房 30 万平方米左右；初步确定栖霞区南象山地块、浦口区林山村地块、六合区雄州街道泊浦村的试点地块三块试点地块	方米，租赁房屋 3996 套。目前，滨纷公寓花四大道项目已入市。2021 年 9 月 16 日，蜀山区首宗租赁用地建设租赁住房试点项目正式开工建设
杭州	在萧山区、余杭区、富阳区、临安区、大江东产业集聚区范围内确定 1-2 个地块开展试点	三块试点集体用地尚无一块动工建设
武汉	选取了东湖高新、黄陂、蔡甸、江夏、新洲等 5 个试点区上报选址方案，各确定了 1 个试点项目，土地面积约 67 亩，预计可提供 1100 余套房源	萧山区项漾村集体用地建设租房项目的建设工程已接近尾声
成都	已确定在天府新区、青白江区、金堂县和蒲江县四个地方先行试点，确定了五个试点项目	黄陂区、江夏区已经启动项目建设，预计 2021 年年底入市运营
郑州	初步选定在龙子湖北部区域和白沙园区域设立五个项目开展利用集体建设用地建设租赁住房试点	2021 年 5 月，成都首个集体建设用地的租赁住房项目——东山阳光星项目开展招租运营前期宣传工作
佛山	南海区集体用地建设租赁住房试点项目已在南海桂城、丹灶（新能源汽车产业基地项目）等地铺开，预计未来三年，将通过利用集体土地建设租赁住房 9000 多套	郑东新区金光集体土地租赁住房项目约 1000 套租房已启动
福州	将晋安区、仓山区等 5 块地块纳入首批试点	共利用集体土地已建成公租房项目 20 个，建筑面积 43.6 万平，建设公租房 9700 多套
海口	琼山区上丹村利用集体建设用地建设租赁住房项目（海商花苑 C 区项目）被确定为海南唯一的试点项目	位于晋安区的榕寓·战峰村长租公寓建设项目已开工建设，预计 2022 年春节后交付使用
厦门	厦门试点方案规定试点范围在重点产业集聚区和功能区、岛外新城等区域，建议各区在 2018 年至少推进实施 1 个试点项目，争取 2018 年 11 月前有具体项目开工建设，2020 年底前全面完成试点工作	海商花苑 C 区项目于 2020 年 8 月开工，预计将于 2022 年 9 月完工
沈阳	首期试点拟选择 1-2 个地块，将重点选择基础设施完备，医疗、教育、交通等公共设施配套齐全，有较大人口住宿需求的区域，将邀请品牌房地产商参与联合开发	-
肇庆	已建成利用集体建设用地建设租赁住房政策体系，计划首批确定全市范围内 2-3 个试点项目，目标是到 2020 年成功建设运营首批集体租赁住房项目	-
贵阳	第一批试点选择云岩区、观山湖区、花溪区、乌当区、白云区、经开区、清镇市、修文县，其余区（市、县）根据推进情况适时开展	-
青岛	青岛市将在城阳区、黄岛区、胶州市开展第一批试点，建设户型以 90 平方米以下为主，最长租赁期限不得超过 20 年	-
南昌	试点范围为本市各区（开发区、新区），重点是土地管理秩序良好、区域配套较为完善、产业集群和高等院校聚集度较高的高新区、红谷滩新区、青山湖区，选择 1-2 个成熟地块	-

资料来源：克而瑞，天风证券研究所

项目选址、利益谈判、政府配套是制约各地集租房发展的主要原因。综合来看，部分地区集租房发展欠佳存在如下原因：**第一，项目选址有误，租赁供需失衡。**例如，南京集租房试点地块中，栖霞区南象山地块远离产业园区且交通不便，周边租房需求极少；浦口区林山村地块则为地铁收储用地，如需建设集租房，则需要负担 1.2 亿元的地铁占地费用，这两地块显然难以满足开发建设的预期回报要求。**第二，多方利益交织，谈判难度较大。**部分地块出让前未能与村集体合作，而是需与村民每户单独达成协议。**第三，政府审批谨慎。**部分城市发展集租房相对谨慎，同时，存在市场主体探索先于相关配套政策出台的情况。

政府应持续深化“放管服”，实现净地出让、形式审查、政策支持相结合。出让前，政府在选址明确的基础上完成与村集体谈判，明确租价、租期等要求，扫清利益掣肘；**出让时**，政府向开发主体明确地块建设核心要求与建设红线，优化审批流程；**出让后**，政府跟进建设进展，根据市场反馈更新补充政策，同时为运营主体提供税费、金融等各项支持。

北京方案：政策先行、多主体合作、平衡职住、实行补贴与专项资金支持。在 18 个试点城市中，北京以 6.3 万套集租房遥遥领先。而在北京方案中，有以下经验值得借鉴：**第一，政策先行提供指引。**自 2017 年至今，北京颁布多轮相关政策，明确集租房建设范围、租金限制等细则，为集租房建设提供指引。**第二，多方主体参与扩大供给。**2018 年 12 月的《关于我市利用集体土地建设租赁住房相关政策的补充意见》指出，“农村集体经济组织可以土地使用权入股、联营的方式与国有企业联合开发建设”，以此为基础形成了村集体

自主开发、联合开发、土地流转三种不同的集体土地利用形态，运营管理主体可经利益各方协商决定。**第三，选址职住平衡保底收益。**北京将集体土地租赁住房项目选择在靠近园区或人口相对密集的区域，房屋租赁需求旺盛，保证项目效益。**第四，补贴与专项资金支持活跃市场。**北京为集租房开发/运营提供了补助与专项资金支持，直接降低集租房财务压力，释放利润空间，同时间接降低集租房租金，吸引租客入住。

表 25：北京市集体土地租赁住房政策概览

发文时间	发文单位	文件名	政策概要
2017-10	北京市规划和国土资源管理委员会	《关于进一步加强利用集体土地建设租赁住房工作的有关意见》	<p>建设范围：不得违法出租和转让建设用地使用权，房屋建成后只进行出租使用，不得出让、转让，不得转租，不得改变土地用途，不得对外出售或“以租代售”。坚决杜绝变相开发建设小产权房。</p> <p>项目主体：镇级集体经济组织、有条件的村级集体经济组织，可作为项目申报主体。集体经济组织以土地使用权入股与国有企业合作开发的，可以集体经济组织（持股比例不得低于 51%，且应有保底分红）为项目申报主体，也可以成立的新企业为申报主体。农村集体经营性建设用地入市试点区域，也可在项目地块公开入市交易后，由土地竞得者进行开发建设。</p> <p>建设资金：自有资金、预收租金、以建设用地的预期收益向金融机构申请抵押贷款。</p> <p>租赁模式：市场价格，单次租期不得超过 10 年，不低于 3 年；承租人另有要求的除外。</p>
2018-12	北京市规划和自然资源委员会、住房和城乡建设委员会	《关于我市利用集体土地建设租赁住房相关政策的补充意见》	<p>村集体入股：农村集体经济组织可以土地使用权入股、联营的方式与国有企业联合开发建设，期限不得超过 50 年，持股比例在区政府监督指导下由双方协商确定。国有企业所持股份转让、变更的，需提前告知农村集体经济组织，变更方案要报区政府批准。农村集体经济组织享有优先受让股份的权利，股权变更不得改变集体土地租赁住房原用途。</p> <p>村集体经营权：农村集体经济组织可以项目经营权出租方式与社会企业合作开发建设，社会企业取得项目经营权后，应整体持有并持续出租运营，不得将经营权转租给其他单位，项目经营权出租期限最长不超过 50 年。</p>
2020-09	北京市住房和城乡建设委、财政局	《北京市发展住房租赁市场专项资金管理暂行办法》	<p>租金限制：集体土地租赁住房项目的首期租金不得高于或变相高于周边同类房屋的均价。项目全部投入使用后 3 年内租金涨幅：成套住房不超过全市平均租金涨幅、非成套住房不超过全市平均租金涨幅的 50%、集体宿舍不得上涨。3 年后租金涨幅不得超过周边同类房屋租金的平均涨幅。</p> <p>开发补助：补助标准为成套住房 4.5 万元/套，非成套住房 3 万元/间，集体宿舍（使用面积 20 平方米以上，居住人数 4 至 8 人）5 万元/间。建筑面积超过 120 平方米的套（间）不予补助。</p> <p>专项资金：集体土地建设租赁住房项目的建设单位、运营单位二选一申请专项资金。专项资金应当用于集体土地租赁住房的建设费用，包括偿还借款本息、建筑安装、装修、项目自身应负担的红线内市政基础设施和公共配套建设。已竣工的项目，专项资金可用于后期运营相关支出，包括配套家电、物业服务等。</p>
2021-01	北京市住房和城乡建设委、发展改革委、规划自然资源委	《关于进一步加强全市集体土地租赁住房规划建设管理的意见》	<p>以租代售：集体土地租赁住房只租不售，不得出让、转让，不得转租，不得改变土地用途。严禁“以租代售”，运营单位可按月、按季、按年收取租金，但不得一次性收取 12 个月以上租金。</p> <p>项目融资：农村集体经济组织或新成立的合作企业，可以集体土地租赁住房项目运营权质押、项目预期收益、资产抵押等方式，申请融资。项目稳定运营一定期限后，项目建设单位可通过资产证券化、不动产投资信托基金等方式融资。</p>

资料来源：北京市住房和城乡建设委员会，北京市自然资源和规划委员会，天风证券研究所

5.1.4. “非改租”：盘活存量资源，或在保障性方向放量

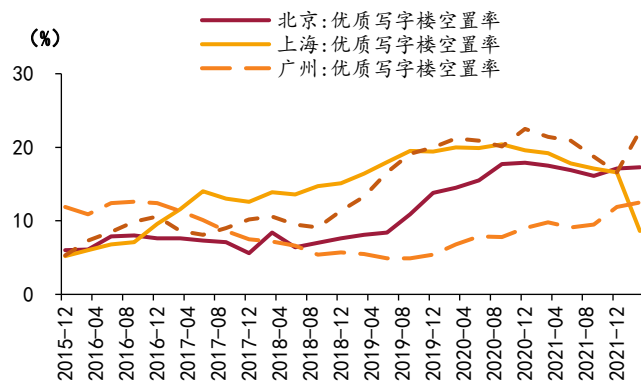
政策加码“非改租”释放存量土地，缓解房地产市场结构性失衡。近年来，我国出现了商办/产业用地供应过剩和住宅用地相对不足的结构性失衡。以写字楼为例，即使是在一线城市的优质/甲级写字楼，空置率也在不断提高。为此，中央与地方出台多轮政策，从允许“商改租”到拓展为允许“非改租”，提高非住用地使用效率，促进存量资产增效，拓展租赁住房土地供给方式，增加租赁住房供给。

不改土地性质的“非改租”项目放量不足，改变土地性质的“非改租”项目推进缓慢。以上海市政策为例，“非改租”项目在执行层面主要有“不改变土地性质且不补缴土地价款”及“改变土地性质并补缴土地价款”两种。针对前者，其经营模式多为酒店式公寓（单店模式而非社区模式，酒店业态+公寓业态长短租结合，商水商电），可释放租赁房屋规模有限。针对后者，为规避“非改住”等风险，地方政府项目审批推进普遍谨慎，而市场主体则出于项目地段较差（城市边缘板块）、盈利预期不佳（建设目的多为职住平衡，目标客户多为流动人口）等原因积极性不高。

保障性租赁住房建设或成为发展突破口。2021 年 7 月 2 日，国务院办公厅发布《关于加

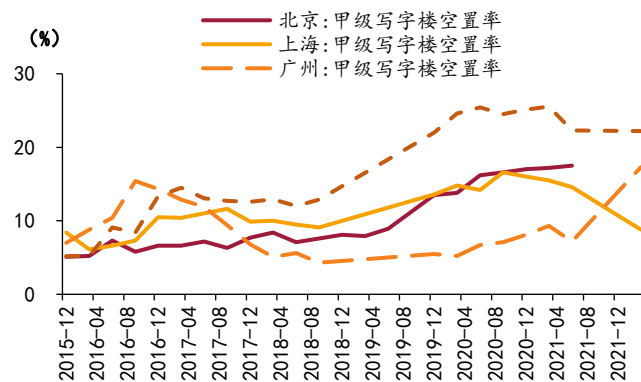
快发展保障性租赁住房的意见》，提出了允许产业园区配套用地面积占比上限由 7% 提高到 15%、简化利用“非改租”建设保障性租赁住房审批流程、对“非改租”建设的保障性租赁住房降低税费负担并执行民用水电气价格等五大支持性政策。此后，北京、上海等各地区政府再提“非改租”的支持性政策也多与保障性租赁住房相关。我们认为，短期内“非改租”用地仍将主要服务于“职住平衡”，贡献保障性租赁住房增量。

图 75：一线城市优质写字楼空置率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 76：一线城市甲级写字楼空置率



空白部分为数据缺失

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 26：中央“非改租”政策概览

发布时间	发文单位	政策名	政策概览
2016-05	国务院 办公厅	《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》	允许将商业用房等按规定改建为租赁住房，土地使用年限和容积率不变，土地用途调整为居住用地，调整后用水、用电、用气价格应当按照居民标准执行。
2017-07	住建部、国家 发改委等	《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》	扩大商改租的适用范围，鼓励住房租赁国有企业将闲置和低效利用的国有厂房、商业办公用房等改建为租赁住房。并要求各个部门梳理改建租赁住房的规范性程序，建立快速审批通道，探索实施并联审批，在制度上确保商改租政策的落地。
2021-07	国务院办 公厅	《关于加快发展保障性租赁住房的意见》	利用非居住存量土地和非居住存量房屋建设保障性租赁住房，可由市县人民政府组织有关部门联合审查建设方案，出具保障性租赁住房项目认定书后，由相关部门办理立项、用地、规划、施工、消防等手续。利用非居住存量土地和非居住存量房屋建设保障性租赁住房，取得保障性租赁住房项目认定书后，比照适用住房租赁增值税、房产税等税收优惠政策，用水、用电、用气价格按照居民标准执行。

资料来源：中国政府网，天风证券研究所

表 27：部分城市“非改租”政策概览

城市	发布时间	最新政策	政策概览
广州	2019-07	《广州市商业、商务办公等存量用房改造租赁住房工作指导意见》	已建成、已办理土地有偿使用手续或已办理初始登记的商业及商业办公混合等类型非住宅存量用房，可以栋或相对独立部分为单位按规定改建为租赁住房。不过，申请“商改租”的项目，必须符合权属清晰、结构安全、消防安全、环保卫生、物业规范、完善配套和技术标准七个方面的要求。
深圳	2020-01	《深圳市住房和建设局关于既有商业和办公用房改建为租赁住房有关事项的通知》	从“商改租”的改建原则、改建条件、改建要求、实施程序、保障措施五个方面进行规范，对商业办公用房的改建提出了结构安全、消防安全、环保卫生、物业规范、用途限制、绿色改建、技术标准等七个方面的要求。
沈阳	2020-02	《关于闲置非住宅房屋改建为租赁住房有关问题的通知》	各类闲置的商业、宾馆、酒店、“烂尾楼”、闲置厂房、事业单位改制后腾出的办公用房等，权属清晰的，在不影响城市功能和整体风貌前提下，可申请改建为租赁住房。此外，非住宅房屋改建租赁住房，建筑面积不低于 1000 平方米，改建规模不低于 50 套，不得将地下室、半地下室改建为租赁住房。
重庆	2021-01	《既有非住宅建筑租赁住房居住化改造技术标准》	涉及评估与策划、场地与建筑、结构、建筑设备、消防、施工与验收、运行维护等 10 方面内容，明确了改造后建筑的合理使用年限不应少于 10 年、公共服务设施建设面积不应小于改造项目总建筑面积的 6%等具体内容。
宁波	2021-06	《宁波市关于非住宅改建租赁住房的指导意见（试行）》	不动产权证登记用途为商业、办公、工业等非居住类型，且未列入征收计划的存量闲置建筑，可以改建为租赁住房。改建项目应符合性质不变、分类实施、统一监管等原则，满足区域功能定位、产业发展、安全条件等要求。
北京	2021-06	《关于进一步推进非居住建筑改建宿舍型租赁住房有关工作的通知》	鼓励非居住建筑改建宿舍型租赁住房业态混合兼容，建设成宜居宜业综合社区。同时提出，非居住建筑改建宿舍型租赁住房应重点分布在商务区、科学园区、产业园区、交通枢纽等重点功能区周边以及合理通勤圈交通枢纽周边区域。同时，根据周边需求，允许同一建筑物内分区域改建为宿舍型租赁住房和公寓型租赁住房，其中宿舍型租赁住房建筑面积比例不少于 50%。
上海	2021-11	《关于加快发展本市保障性租赁住房的实施意见》	促进产城融合、职住平衡……允许非居住存量房屋改建为保障性租赁住房，在用作保障性租赁住房期间，不变更土地使用性质，不补缴土地价款……非居住存量房屋改建保障性租赁住房的租赁运营期限应当达到 5 年以上。

厦门	2021-07	《存量非住宅类房屋临时改建为保障性租赁住房实施方案》	商业、办公、工业、仓储、科研教育等非住宅类存量房屋，符合条件的可申请改建为保障性租赁住房，不变更土地使用性质、土地使用年限，不补缴土地价款。
郑州	2021-07	《关于闲置商业办公用房、工业厂房等非住宅改建租赁住房工作指导意见》	文件涉及改建范围、改建条件、改建流程、运营管理和事项，明确要求非住宅改建租赁住房项目须以整栋、整层、整单元为基本改建单位，并具备物业管理条件，改建规模原则上不少于 50 套（间）且建筑面积 3000 平方米（含）以上；并且，租赁运营期不得少于 8 年。
北京	2021-11	《国务院关于支持北京城市副中心高质量发展的意见》	有效推进更大区域职住平衡。大力发展住房租赁市场，扩大保障性租赁住房供给，单列用地计划，增加土地供应，支持利用集体经营性建设用地、企事业单位自有闲置土地、产业园区配套用地和存量闲置房屋建设保障性租赁住房，支持通过“商改租”、“工改租”等形式将非住宅改建为保障性租赁住房。
天津	2022-05	《关于印发天津市加快发展保障性租赁住房实施方案的通知》	关于土地支持政策中提到，对闲置和低效利用的商业办公、旅馆、厂房、仓储、科研教育等非居住存量房屋（包括集体经营性建设用地上的非居住存量房屋），在符合规划原则、权属不变、满足安全要求、尊重群众意愿的前提下，可申请改建为保障性租赁住房。用作保障性租赁住期间，不变更土地使用性质，不补缴土地价款。
柳州	2022-05	《柳州市非居住存量房屋改建为保障性租赁住房实施方案（征求意见稿）》	柳州市市区范围内经合法批准并建成的商业办公、旅馆、厂房、仓储、科研教育等非居住存量房屋，可申请改建为保障性租赁住房。其中，商办类房屋应以地块、楼栋（梯）或独立楼层为申请单元，厂房、仓储类应以地块、楼栋为申请单元，旅馆、科研教育类应以地块为申请单元。

资料来源：各地政府官网，中国政府网，房天下，中房网，天风证券研究所

5.2. 经营主体：中介系/国企系/开发商系发展相对成熟

5.2.1. 主体盘点：几轮出清，存量主体各具特点

按经营主体主业与性质划分，住房租赁主体可分为创业系、酒店系、中介系、国企系、开发商系及银行系六大类。依托原有业务与自身优势，各类型主体在资产模式与经营形态上各具特点。

表 28：住房租赁各类型主体概览

类型	代表公司	资产模式	经营形态
创业系	you+、魔方公寓、爱彼迎、蛋壳(已违约)	轻资产为主	分散/集中式兼有
酒店系	华住城家公寓、亚朵缤润	轻重兼营，逐渐由轻入重	集中式经营
中介系	安居客、房天下、自如、我爱我家	轻资产为主，少部分重资产自营	分散式经营为主
开发商系	万科泊寓、龙湖冠寓、旭辉瓴域	重资产为主，或其他主体合作经营	集中式经营
国企系	浙能尚悦、上海城投宽庭、深圳市人才安居集团	重资产为主	集中式经营
银行系	建信住房（CCB 建融家园）	-	-

本表及以下部分中提到的“国企系”更多指地方国企，包括但不限于地方城投公司、地方中小型地产开发公司等；而开发商系更多指上市房企

资料来源：天风证券研究所

从长租公寓运营管理的核心能力来看，周转效率、成本管理与品牌经营能力是重中之重。其中，周转效率对应企业成功匹配房源与客户的能力，决定着住房租赁企业能否完成从获取/开发房源到成功出租闭环；成本管理对外包括拿地成本与供应链管理，对内则表现为期间费用；品牌经营能力包括服务与品控，是提高出租溢价率、获取服务及其他多元收入的关键。

图 77：长租公寓运营管理核心能力与对应盈利指标

长租公寓核心能力					对应盈利指标
周转效率	房源获取能力	目标市场分析	目标物业渠道	员工业务能力	收房折价率
	客户获取能力	推广渠道控制	客户获取效率	自有/中介渠道	房屋空置率
成本管理	外部成本管理	供应商管理	品牌与工期管理	配置成本与质量	拿地/装修成本
	自身成本控制	获取融资费用	获取土地费用	业务人员薪资	期间费用
品牌经营	服务运营能力	租金定价水平	多元化收入来源	业务流程标准化	出租溢价率
	品质管控能力	租客需求管理	产品设计与质量	服务品质管理	服务收入

资料来源：天风证券研究所

综合前述测算与分析，我们看好在三大核心能力中表现相对突出的中介系、国企系与开发商系。其中，中介系通过前期业务积累具备客户池优势，迅速连接供需双方，周转效率领先市场；国企系能够以较低成本获得土地/房源与融资，具备天然成本优势；开发商系以集中式公寓为发展主战场，借助丰厚的物业管理经验，在打造长租社区、集中品控管理方面优势显著。

5.2.2. 中介系：房屋周转优势突出，收入多元化是盈利要义

二手房业务充分积累客户池，长期连接供需双方熟稔市场痛点，中介系参与分散式公寓竞争独具优势。信息分散化之下，如何在供给端最快获取房源信息、在需求端准确匹配租户需求，是分散式长租公寓发展面临的第一项挑战。借助关联业务前期积累，中介系在分散信息匹配上独具优势。同时，凭借大量地产业专业化人才积累，中介系能够更准确切入房东与房客的痛点，精准化营销、针对化服务。

以分散式长租公寓龙头自如为例，公司实施多样化优惠政策，对不同人群实现精准营销。公司 2012 年推行入住 3 天，不满意 0 违约金退租；2013 年推出“入住承诺”、“保洁承诺”、“维修承诺”，并推出“海燕计划”，为毕业生提供“月付 0 押金”租房优惠；启动针对实习生租房的“慧蓄计划”，针对实习期限以及学生经济状况，实行短期租约优惠，租金低至 1170 元/月。根据自如研究院数据，自如分散式房源主要城市入住率均超 95%，集中式租赁产品自如寓和自如里 9 成项目呈满租状态。

图 78：自如针对学生群体优惠多样、营销精准



资料来源：自如 APP，天风证券研究所

多元化业务拓展收入，标准化流程压缩成本、打造品牌，双向发力实现规模化盈利。分散

式长租公寓房源在区位与配置上存在差异，且较难为用户带来社区化体验，溢价空间相对有限，延长价值链、拓展收入来源就成为实现盈利的重要手段。同时，传统中介市场格局小、散、乱，房屋质量良莠不齐，市场乱象频发。对中介系而言，打造标准化流程，实现产品质量可控、服务监管到位、品牌形象统一就成为突破传统模式限制的关键。

以自如为例，自如以产品和服务为核心，通过“增益租”模式锁定装修收入、提升租出溢价，并通过多元化租赁业务、增值业务等拓展收入来源。具体来看：1) 产品方面，自如在经营分散式长租公寓的基础上，拓展集中式长租公寓、短租公寓等产品，避免单一产品的风险隐患；2) 在房东端，自如推出“增益租”模式，租前由自如提供设计和装修服务（业主承担相关费用），在租后则为业主提供 80% 的保底收益+租赁良好情况下的超额收益。该模式下，自如不仅可以凭供应链优势压低装修成本、锁定装修利润，还可以与房东共享装修后的增值收益、共担市场出租风险。截至 2021 年 7 月底，“增益租”产品平均出租周期仅为 4.7 天，分别赢得了业主 99% 的满意度和租客 93% 的满意度。3) 在房客端，自如提供保洁家政、搬家打包、家电清洗、维修服务等额外服务，累计服务家庭 450 万，交付生活服务订单 6200 万。4) 在标准化流程上，自如的标准化体系覆盖了运营的每个环节，从沟通房东实现委托管理、统一装修对外出租到租后管理都有标准化流程。

表 29：自如收入来源

收入类型		收入来源
租赁业务	租金差价	折价收房，溢价出租
	租金涨幅	收房时与房东长期签约，出租时与租客年签+定期涨价
增值业务	服务费	按月收取一定服务费，为客户提供 24 小时管家服务、非人为损坏免费维修等增值服务
	有价服务	额外提供有价保洁、维修、搬家、家居电商等服务，部分城市增值业务对非自如租客开放
隐性收入	客户积累	为中介业务积累客户池，形成自如的租房业务和链家二手房交易业务在客户资源的互动
金融收入	资产证券化	通过 REITs、ABS 等进行资产证券化，提前获取运营收益，实现金融变现
	分期付款	获取用户分期付款手续费

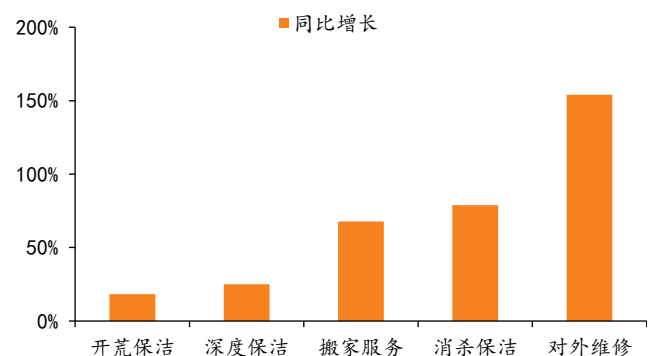
资料来源：同策资管公众号，天风证券研究所

图 79：自如产品矩阵



资料来源：艾媒咨询，天风证券研究所

图 80：自如生活/自如服务 2020 年订单同比增长



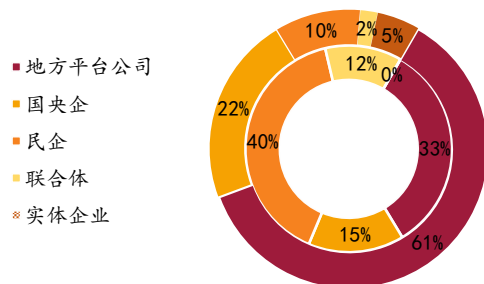
资料来源：自如研究院，天风证券研究所

5.2.3. 国企系：成本优势显著，保障底色决定盈利细水长流

租赁/购买/自营多渠道扩大租赁住房供给，加速租赁住房发展。为扩大租赁住房供给，多地发挥国企力量，上海城投、浙能房产、上海地产等地方国企加速入局通过，通过购买已开发物业、购入土地自行开发等方式开展住房租赁业务。以深圳市人才安居集团为例，其自行开发项目计划投资总额超过 800 亿元，预计为市场提供约 6.7 万套租赁住房。

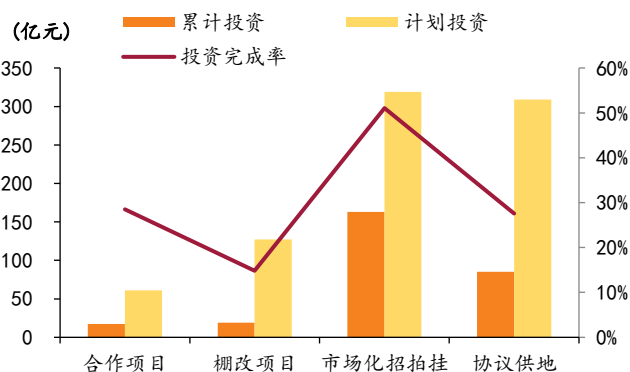
图 81：2021 年新增租赁用地拿地企业性质分布

内圈：2021 年上半年新增租赁用地比例分布
外圈：2021 年下半年新增租赁用地比例分布



资料来源：克而瑞，天风证券研究所

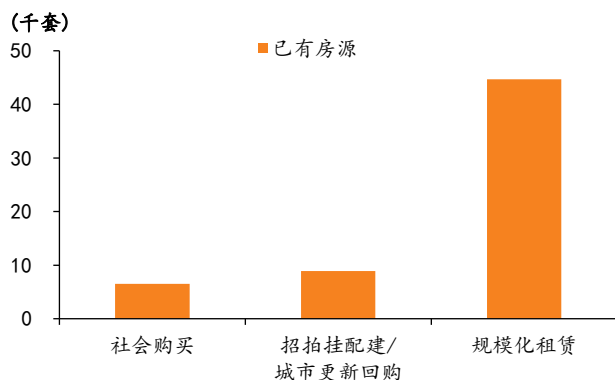
图 82：深圳市人才安居集团拟筹建项目



数据截至 2021 年 3 月 31 日

资料来源：中诚信国际，深圳市人才安居集团，天风证券研究所

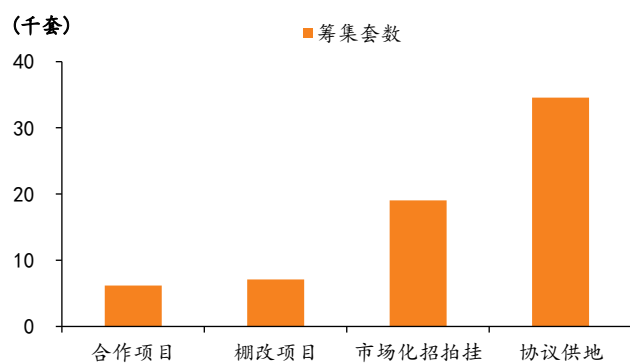
图 83：深圳市人才安居集团已开始运营项目



数据截至 2021 年 3 月 31 日

资料来源：中诚信国际，深圳市人才安居集团，天风证券研究所

图 84：深圳市人才安居集团拟筹建项目



数据截至 2021 年 3 月 31 日

资料来源：中诚信国际，深圳市人才安居集团，天风证券研究所

在成本端，政府让利与国资增信之下，国人在拿地与融资端优势显著。同样以深圳市人才安居集团为例，从拿地价格来看，其通过协议供地形式获取土地在关内的价格不超过 2000 元/平，作为对比，2021 年深圳市楼面均价 18622 元/平。融资方面，截至 2021 年 9 月末，公司共获得银行授信额度 552.46 亿元，其中，未使用额度为 456.70 亿元，备用流动性充足；公开市场债券发行平均利率仅为 2.73%，融资成本极低。

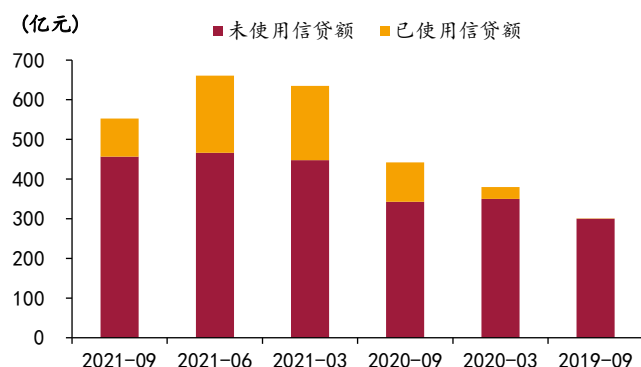
表 30：深圳市人才安居集团获取租赁住房方式与获取成本

房屋来源	具体形式	实现方式	获取成本
租赁市场房源	集中租赁	集中租入市场房源，避免开发；自行或与其他主体合作运营	市场价格
购买已开发物业	社会购买	使用自有资金购买已开发完成的成熟物业资产	市场价格
	招拍挂配建/城市更新回购	回购各类城市更新过程中代建及招拍挂中配建的人才住房/公共租赁住房	基本为成本价(包含建安、融资、管理等)
购入土地自行开发	招拍挂	通过公开市场招拍挂获取土地，土地类型多为纯租赁用地	约为商住用地楼板价的 30%
	协议供地	与政府直接签订用地协议，成本低廉且地块普遍较成熟，项目多只租不售	关内不超过 2000 元/平，关外不超过 1000 元/平
	合作开发	与国企/事业单位等持有待开发土地的主体共同成立项目公司或通过收储后再出让等方式合作开发	-
	棚改开发	参与棚户区改造获取土地，部分地块除回迁房外，还会配置深圳市人才安居集团房或社会化租赁住房	-

“关内”指深圳经济特区内，“关外”指深圳经济特区外；数据截至 2021 年 3 月 31 日

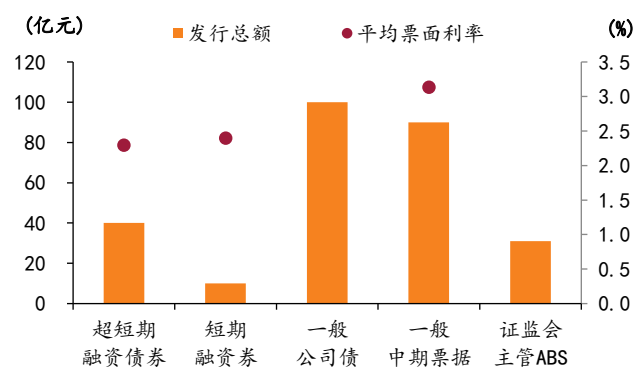
资料来源：中诚信国际，深圳市人才安居集团，丁祖昱评楼市公众号，天风证券研究所

图 85：深圳市人才安居集团银行授信情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

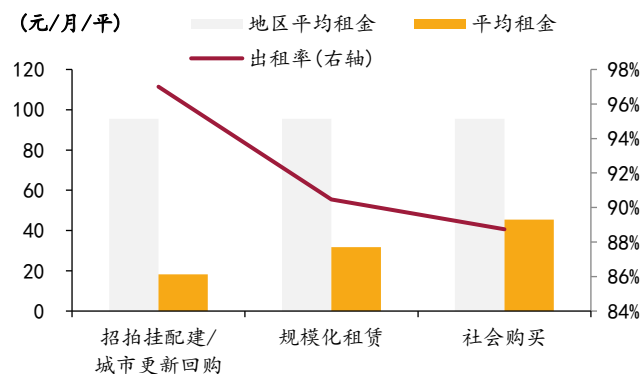
图 86：深圳市人才安居集团债券发行情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

保障与租赁属性下，国企系住房租赁盈利依靠细水长流。国企系进入住房租赁市场多与政策号召或现实需求有关。以深圳市人才安居集团为例，作为人才住房专营机构，其业务具备较强的“政策性的职能定位和功能性的业务性质”。根据 Wind 地区平均租金数据，深圳市 2021 年平均租金价格约为 95.5 元/平/月，按此计算，公司回购配建项目平均租金不到地区平均租金的 1/4。从在建项目来看，公司 46 个在建项目中仅东莞市塘厦镇四村社区臻悦花园项目为普通商品房，其余项目均为只租不售或可售型人才房；根据中诚信国际数据，公司全部可售比例约占 20%。租赁业务慢回款的特性决定了公司当期毛利极低，未来盈利仍需依靠长效运营。

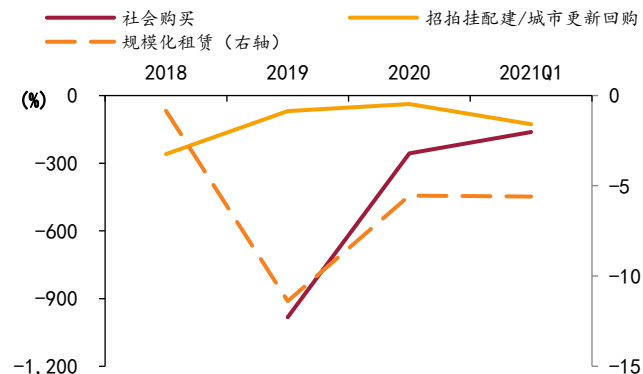
图 87：深圳市人才安居集团已运营项目平均租金



数据截至 2021 年 3 月 31 日

资料来源：Wind，中诚信国际，深圳市人才安居集团，天风证券研究所

图 88：深圳市人才安居集团各房源渠道下毛利率



数据截至 2021 年 3 月 31 日

资料来源：中诚信国际，深圳市人才安居集团，天风证券研究所

表 31：深圳市人才安居集团在建项目概览

在建项目名称	模式	房屋类型	筹集套数计划 (套/间)	总投资 (亿元)	累计投资 (亿元)
大鹏坝光人才公寓 DY05-05 地块项目	协议供地	只租不售	858	9.82	4
大鹏坝光人才公寓 DY03-10 地块项目	协议供地	只租不售	542	7.38	3.27
光明长圳车辆段保障性安居工程二期项目	协议供地	只租不售	6426	39.61	12.11
坪山人才安居老坑 01-21 地块项目	协议供地	只租不售	1825	20.3	4.73
盐田区第八期人才住房项目	协议供地	只租不售	1102	8.45	3.05
坪山人才安居秀新地块项目(秀馨苑)	协议供地	只租不售	688	5.2	3.09
大鹏新区 22-07 地块保障房项目(安居东湾半岛花园)	协议供地	只租不售	1190	9.54	4.29
罗湖笋岗片区深业物流 12-08 地块人才住房项目	协议供地	只租不售	360	3.32	1.32
福田安托山片区法定图则 13-01 地块人才住房(公共租赁)项目	协议供地	只租不售	594	4.65	2.71

南山高新园 29-15 地块(人才公寓项目)	协议供地	只租不售	768	12.04	6.91
南山高新南地块人才住房(公共租赁)项目	协议供地	只租不售	160	5.87	2.84
龙华安居尚龙苑(06-06 地块)	协议供地	只租不售	460	7.04	4.02
光明中山大学深圳校区人才保障性住房(一期)项目(分期开工)	协议供地	只租不售	3650	41.41	10.46
大鹏中心区 08-13 地块人才住房(04、06 地块)项目	协议供地	只租不售	3050	27.85	9.03
深汕炮台山安居深颐村人才住房项目	协议供地	只租不售	4205	36.77	6.02
阿波罗未来产业城 06-23、06-25 地块项目	协议供地	只租不售	957	7.52	0.62
内衣基地项目	协议供地	只租不售	2500	14.36	0.97
薯田埔社区保障性住房项目	协议供地	只租不售	1833	16.47	0.72
深汕创文路北项目(深乐村一期)	协议供地	只租不售	3400	31.18	5.04
龙华 A811-0323 号宗地招拍挂项目	市场化招拍挂	只租不售	1332	19.79	12.06
龙岗宝龙街道 G02405-0007 项目	市场化招拍挂	只租不售	1143	14.22	8.4
龙岗平湖街道 G05425-1027 项目	市场化招拍挂	只租不售	657	6.45	4.38
坪山 G13302-8025 宗地招拍挂项目	市场化招拍挂	只租不售	454	5.71	3.07
光明区 A511-0037 地块项目	市场化招拍挂	只租不售	324	7.2	4.43
东莞市塘厦镇四村社区臻悦花园项目	市场化招拍挂	普通商品房	1026	33.16	21.3
大鹏坝光 DY03-09 地块公共租赁住房项目	市场化招拍挂	只租不售	402	5.03	1.89
宝安 A213-0386 宗地项目	市场化招拍挂	只租不售	853	16.81	8.37
坝光 DY03-08(G15401-1508)	市场化招拍挂	只租不售	555	10.2	5.35
01-21 地块项目(J312-0044)	市场化招拍挂	可售型人才房	135	2.48	1.42
中华自行车厂地块 1(A822-0408)	市场化招拍挂	可售型人才房	1305	28.54	13.2
宝安福永桥头 A207-0131 项目	市场化招拍挂	可售型人才房	944	18.15	9.97
景田 B407-0035 地块	市场化招拍挂	可售型人才房	150	3.79	2.46
龙岗 G02302-0022 宗地	市场化招拍挂	可售型人才房	1014	10.64	4.83
光明高新园人才住房项目(A614-0506)	市场化招拍挂	可售型人才房	1190	19.08	10.07
安居鸿栖台(西乡铁岗 A122-0364)	市场化招拍挂	可售型人才房	1666	36.38	21.18
龙华 A822-0409(中华自行车厂 2)	市场化招拍挂	可售型人才房	1350	26.81	12.77
安居颍龙苑(G02203-0016 宗地)	市场化招拍挂	可售型人才房	1078	12.72	5.53
坪山沙田项目(G14313-8018 宗地)	市场化招拍挂	可售型人才房	2598	28.27	7.07
坪山坪环项目(G14313-136 宗地)	市场化招拍挂	可售型人才房	887	13.39	5.03
宝安新安 38、39 区海乐花园棚户区改造项目	棚改项目	只租不售	687	28.89	9.38
南山区高新公寓棚户区改造项目	棚改项目	只租不售	4004	55.85	6.14
景福花园片区棚改项目	棚改项目	只租不售	1089	26.29	2.03
盐田区沙头角梧桐路棚户区改造项目	棚改项目	只租不售	1345	16.22	1.32
坪山人才安居中芯国际 11-2 地块项目	合作项目	只租不售	3627	38.39	11.7
市地税新沙项目	合作项目	只租不售	206	1.7	0.9
机场集团 DU09-69 地块项目	合作项目	只租不售	2334	20.97	4.8
合计			66923	815.91	284.25

数据截至 2021 年 3 月 31 日；部分项目实际投资情况与计划投资情况存在一定差异；除红字部分为普通商品房外，其他项目均为只租不售或仅部分可售

资料来源：中诚信国际，深圳市人才安居集团，天风证券研究所

5.2.4. 开发商系：运营专业化是获取高溢价率的关键

凭借地产优势，开发商系开业/管理规模领先集中式公寓市场。凭借开发能力与资金优势，开发商住房租赁布局多集中在重资产+集中式公寓，整体规模领先市场。根据克而瑞数据，从开业规模来看，截至 2021 年底，开发商系万科泊寓、龙湖冠寓分别开业 15.7 万、10 万间；在管理规模上，截至 2021 年底，TOP30 中集中式住房租赁企业中，开发商系已管理长租公寓数量达 89.61 万间，占 TOP 集中式住房租赁企业管理规模的 75%。

表 32：开发商系长租公寓开业/管理规模 TOP10

排名	品牌	开业规模(间)	管理规模(间)
1	万科泊寓	157000	200000
2	龙湖冠寓	100000	120000
3	魔方生活服务集团	91607	92748
4	乐乎公寓集团	62051	69263
5	窝趣	35971	40134
6	旭辉瓴寓	32209	86926
7	朗诗寓	30406	51500
8	广州城投住房公司	29206	29206
9	招商伊敦公寓	27000	34000
10	中富旅居（乐璟生活社区/瑞贝庭）	20894	20894

数据截至 2021 年 12 月 31 日

资料来源：克而瑞，天风证券研究所

管理规模反映市场信任程度，经营管理专业化是通过专营物业获利的关键。当前，开发商系管理规模普遍大于开业规模即反映了市场对其信任程度相对较高，开发商可以通过专营物业获取收益。住房租赁前期投入大、投资回报周期长、运营维护专业性高，良好的运营管理水平不仅有利于加速规模效应形成、降低维护管理成本，也有利于助推品牌形象打造、提升房屋周转率与溢价率。开发商系在租赁住房供给端具备房源开发能力并且熟悉上下游产业链，在需求端深谙客户痛点与场景打造，具备经营管理长租公寓的专业化优势。

精细化品牌定位，提高经营管理专业化，打造高溢价率优质品牌。集中式经营下，开发商较易通过规模化配置、标准化服务塑造品牌效应、提升租客满意度，附加服务可挖掘价值较大，租金溢价率发展空间良好；同时，精细化品牌定位+社区化服务下，租客容易形成社交感，形成品牌黏性继而提升续租/复租率。以开发商系龙头万科泊寓为例，其针对支付能力不同的客群细分了多个子品牌，精细化运作打造社区文化，差异化定价提升出租率。在北京、上海等重点 8 城，万科泊寓租金溢价率表现远超市场平均表现。

表 33：万科泊寓子品牌定位

品牌	万科泊寓	城市泊寓(泊寓、泊寓 Plus)	中高端泊寓(泊寓 α)
特征	舒适、平价、安全、拎包入住	品质、精致、年轻、社群的租住生活	高品质、好服务、私密空间
客群	适合已工作 0-2 年的职场新锐	适合面向已工作 2-5 年的白领创业者、及长期外派出差的泊友群体	适合对生活品质、服务品质、社交圈层有较高要求的泊友群体
配置	基本家电与公区配置	基本家电与主流公区配置	主流配置基础上加大会客空间和户外空间
产品	15-25 一室户为主，部分有两室及 LOFT 房型，有公区保洁等基本服务		
物业	万科自有物业统一管理		

资料来源：克而瑞，天风证券研究所

表 34：万科泊寓重点 8 城代表性项目出租情况

项目	城市	区域	房间数	户型面积(平)	项目平均租金(元/月/平)	地区平均租金(元/月/平)	租金溢价率	出租率
泊寓院儿(成寿寺社区)	北京	丰台区	965	21-31	170.56	108.46	57.26%	100%
泊寓(科学城店)	广州	黄埔区	1110	24-51	61.95	59.90	3.43%	85%
泊寓(南山云城旗舰店)	深圳	南山区	4000	33-35	128.15	95.46	34.24%	95%
泊寓(虹桥国展店)	上海	闵行区	660	18-86	122.76	95.09	29.10%	80%
泊寓(西社区店)	南京	秦淮区	108	17-40	147.79	51.37	187.70%	80%
泊寓(人民北路店)	成都	金牛区	112	16-33	79.05	40.74	94.04%	76%
泊寓(α 解放路店)	杭州	上城区	541	25-64	139.45	70.89	96.72%	97%

万科泊寓(雄楚大道店) 武汉 洪山区 200 17-33 86.32 41.75 106.74% 70%

资料来源：克而瑞，Wind，天风证券研究所

5.3. 融资渠道：盈利困局制约住房租赁企业获取融资

5.3.1. 政策方向：多措并举支持住房租赁融资，各渠道均有实践先例

租购并举基调之下，政府出台各类政策支持长租公寓融资，拓宽长租公寓融资渠道，给予多种政策扶持。具体来看：1）融资渠道方面，鼓励银行向租赁企业发放贷款，鼓励保险资金进入长租市场，支持企业发行专项债券、资产支持证券、REITs；2）提供财政支持，给予租赁企业税收优惠、财政补贴；3）其他政策扶持，以自持租赁资产担保可降低商品房预售许可门槛（沈阳等），连续出租超过10年的住房出售时可按照新建商品房办理销售和不动产登记手续（合肥等）。

目前住房租赁企业可采用的融资工具包括：1）资产证券化类，如ABS、ABN、CMBS、类REITs（我国目前仍不允许市场化租赁机构进行REITs形式融资）；2）债权类，如住房租赁专项债券、中期票据、银行贷款等；3）股权类，如股权转让等；4）并购基金、众筹产品等其他融资方式。多数融资工具均在2017-2018年得到一定使用，对应市场化租赁机构发展的阵痛调整前的高潮阶段。仅从工具端来看，住房租赁机构理论融资方案是相对充分的，未来或可期待REITs适用范围的进一步扩展。

表 35：部分中央和地方促进资本进入租赁市场文件

时间	地区	政策文件	主要内容
2016-6	全国	《关于加快培育和 发展住房租赁市场的 若干意见》	给予税收优惠。 对依法登记备案的住房租赁企业、机构和个人，给予税收优惠政策支持。提供金融支持。鼓励金融机构按照依法合规、风险可控、商业可持续的原则，向住房租赁企业提供金融支持。 支持符合条件的住房租赁企业发行债券、不动产证券化产品。稳步推进房地产投资信托基金（REITs）试点。
2017-7	沈阳	《沈阳市住房租赁试 点工作方案》	促进房地产开发企业拓展住房租赁业务。对在沈开发建设、以自持物业开展住房租赁业务的房地产开发企业，除落实国家、省有关优惠政策外， 以其自持租赁住房资产作担保，可享受降低商品房预售许可门槛、降低商品房预售资金监管比例、企业信用加分等鼓励政策。 拓宽房地产经营租赁机构融资渠道。根据住房租赁机构融资需求，有关部门做好与银行、保险公司的对接工作； 支持符合条件的住房租赁企业在证券交易市场发行资产支持证券或企业债券； 对具备一定经营规模、管理能力较强和社会信誉良好的本地住房租赁品牌企业，有关部门应依规在税费等政策方面给予扶持，同时可比照保障房建设或棚户区改造贷款优惠条件， 为企业融资争取政策性金融机构发放的长期低息贷款或给予财政贴息补助。 完善住房租赁企业退出机制。各类住房租赁机构购买的或房地产开发企业自持的，用于开展住房租赁业务的商品住房，可暂不办理不动产登记手续， 持有超过10年且终止租赁业务的，可按照新建商品房办理销售和不动产登记手续，并按出售时税收政策缴纳相关税费。
2017-10	合肥	《合肥市人民政府办 公厅关于加快推进合 肥市住房租赁试点工 作的通知》	给予财政奖补。 未来三年，对开展住房租赁业务的优秀企业和出租自有住房达到一定期限的个人，市财政安排一定资金，给予财政奖补。提供金融支持。加强银企协作，鼓励金融机构加大对住房租赁企业的信贷投入， 支持国家政策性银行和部分商业银行提供长期低息贷款。鼓励金融机构开展住房租金收益权质押贷款业务， 推出符合住房租赁企业经营特点的金融产品。 支持符合条件的规模化住房租赁企业和房地产开发企业利用发行债券、不动产证券化等融资工具拓宽融资渠道。 单独出让用地建设的租赁住房，受让人在出让年限内整体持有并持续出租运营； 配建的租赁住房可由开发企业自持，也可由政府指定机构按成本价回购。 房地产开发企业将可售商品住房转为租赁住房的，可暂不办理不动产登记手续； 连续出租超过10年且终止租赁的，出售时可按照新建商品房办理销售和不动产登记手续，并按出售时税收政策缴纳相关税费。
2018-4	厦门	《关于加强培育和 发展住房租赁市场的 若干意见》	加大增值税优惠政策力度。 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；对个人出租住房的，由按照5%的征收率减按1.5%计算缴纳增值税；对企业投资新建租赁住房用于经营出租业务的，对其5年内住房租金收入征收的地方税收收入，给予一定奖励。 鼓励金融机构……向从事租赁住房建设及经营的企业提供金融支持。鼓励金融机构……向符合条件的租赁住房出租人、承租人提供融资支持和金融服务。支持符合条件的租赁住房建设及经营企业发行企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具，多渠道筹集资金。支持住房租赁建设及经营企业发行房地产信托投资基金（REITs），盘活存量资产，拓宽资金来源。
2018-5	郑州	《郑州市人民政府办 公厅关于印发郑州市 利用安置住房用作租 赁住房暂行办法的通 知》	各县（市、区）、开发区国有房屋租赁平台公司回购或长期回租安置住房的资金来源由各县（市、区）、开发区自行承担， 市级财政根据各县（市、区）、开发区回购或长期回租安置住房情况进行奖补。鼓励金融机构和税务部门给予开展利用安置住房用作租赁住房工作的房屋租赁企业相关政策扶持。

2020-9	全国	《住房租赁条例（征求意见稿）》	国家支持金融机构按照风险可控、商业可持续的原则创新针对住房租赁的金融产品和服务， 支持发展房地产投资信托基金，支持住房租赁企业发行企业债券、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。
2021-2	深圳	《关于进一步促进我市住房租赁市场平稳健康发展的若干措施》（征求意见稿）	优化财政支持政策。 用好用足中央财政专项资金支持发展住房租赁市场相关政策，加大对城中村改造租赁住房的支持力度。 提供住房租赁金融支持。金融管理部门指导辖内金融机构通过商业可持续方式，加大对住房租赁市场发展的支持力度， 加快推进符合 REITs 规则的住房租赁项目落地。
2021-3	全国	全国主要银行信贷结构优化调整座谈会在京召开	坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，实施好房地产金融审慎管理制度， 加大住房租赁金融支持力度。
2021-6	全国	《国家发展改革委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》	保障性租赁住房项目可申报基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）。
2021-7	全国	《关于加快发展保障性租赁住房的意见》	支持银行业金融机构发行金融债券，募集资金用于保障性租赁住房贷款投放。支持企业发行企业债券、公司债券、非金融企业债务融资工具等公司信用类债券，用于保障性租赁住房建设运营。
2021-7	全国	《关于完善住房租赁有关税收政策的公告》	住房租赁企业中的增值税一般纳税人向个人出租住房取得的全部出租收入，可以选择适用简易计税方法，按照 5% 的征收率减按 1.5% 计算缴纳增值税，或适用一般计税方法计算缴纳增值税。住房租赁企业中的增值税小规模纳税人向个人出租住房，按照 5% 的征收率减按 1.5% 计算缴纳增值税。
2021-8	全国	2021 年第二季度中国货币政策执行报告	坚持稳地价、稳房价、稳预期，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，实施好房地产金融审慎管理制度， 加大住房租赁金融支持力度。
2021-11	广州	《关于印发广州市发展住房租赁市场奖补实施办法的通知》	利用集体、国有建设用地建设租赁住房的；商业、办公、工业、酒店用房等非住宅，经批准改造为租赁住房的；城中村租赁住房品质提升、建筑面积合计不少于 2000 平方米且相对集中的项目； 闲置住房经品质提升作为租赁住房等项目给予不同程度的补贴。

资料来源：中国政府网，各地政府官网，发改委，中国人民银行，中房网，中国网地产，全球财富网，天风证券研究所

表 36：租赁企业各类融资工具首次应用情况

融资方式及工具	首次应用	具体内容
ABS	魔方公寓信托受益权资产支持专项计划	2017 年 1 月，长租公寓运营商魔方公寓宣布“魔方公寓信托受益权资产支持专项计划”已成功设立，各投资者已完成认购交易，募集资金总额为 3.5 亿元。
ABN	飞驰-建融招商住房租赁资产支持票据	2017 年 12 月，建设银行与招商局集团强强联手，共同推出的 200 亿元“飞驰-建融招商长租公寓系列资产支持票据（ABN）”已于中国银行间市场交易商协会成功注册，首期计划发行 40 亿元，期限 15 年。
资产证券化	招商融创-招商蛇口长租公寓第一期资产支持专项计划	2017 年 12 月，招商蛇口长租公寓资产支持专项计划是全国首单储架式长租公寓抵押贷款证券化产品，发行总额不超过 60 亿元，首期发行规模不超过人民币 20 亿元，期限为 18 年，其中优先级产品规模 19.90 亿，劣后级 0.1 亿元。
类 REITs	新派公寓权益型房托资产支持专项计划	2017 年 10 月，新派公寓专项计划由渤海汇金证券资产管理有限公司担任计划管理人，以位于北京市国贸 CBD 区域的“新派公寓”作为标的物业资产，产品总规模 2.7 亿元，期限为 5 年（前 3 年为运营期，后 2 年为处置期），其中优先级产品规模 1.3 亿元，获得 AAA 评级，发行利率为 5.3%。
REITs（仅限保障性）	深圳市人才安居集团申报保障房 REITs 项目	2022 年 4 月，深圳市人才安居集团保障房 REITs 项目报送到国家发展改革委，成为全国首个正式申报的保障性租赁住房 REITs 项目。
专项债券	龙湖集团住房租赁专项公募债券	2018 年 3 月，作为业内首个将长租公寓提升到战略级业务的公司，龙湖集团发行第一期 30 亿元（人民币，下同）的五年期住房租赁专项公募债券，债券票面利率 5.6%，这也标志着全国首单住房租赁专项债券的成功发行。
中期票据	保利地产中期票据	2018 年 4 月，保利地产 2018 年度第一期中期票据成功发行，这是全国首单募集资金用于住房租赁的中期票据，利率 4.59%。
银行贷款	-	-
股权转让	建信住房转让其持有的建信瑞居 100% 股权中的 49%	2020 年 7 月，国内首单“住房租赁企业股权转让”揭牌仪式在北京金融资产交易所举行，住建部、人民银行、北金所、建设银行、建信住房等相关人员出席。
并购基金	住房租赁资产证券化专项并购基金	2018 年 3 月，在国内住房租赁市场率先启动金融创新支持政策的建设银行与国内长租公寓领军品牌新派公寓，发起基于资产证券化的不动产并购基金，初期规模 20 亿人民币，后期将根据收购需要扩大规模。
众筹产品	米好地日前与 You+ 国际青年社区合作首个租约贴现众筹产品	2016 年 5 月，一米好地日前与 You+ 国际青年社区合作上线了首个租约贴现众筹产品，提供与房产产权剥离、直接投资租金收益的产品。

资料来源：中国知网，中国建设银行，中证网，观点网，中国新闻网，住在杭州网，东方财富网，龙湖官网，招商局集团官网，天风证券研究所

表 37：住房租赁专项债和资产证券化产品主要特征

类比/融资	信用债	资产证券化		
	住房租赁专项债	CMBS/CMBN	ABS/ABN	类 REITs
底层资产	住房租赁项目	物业的抵押权	以物业的收益权为主	物业收益权+股权
所有权是否转移	否			是
性质	债权			债权+股权
交易结构	-	双 SPV 结构为主	双 SPV 结构为主	至少双 SPV 结构
债权融资成本	主体/债项信用定价	资产信用定价为主，通常不超过 7%	增信主体/资产信用定价	资产信用定价为主，通常不超过 7%
融资期限	中长期，通常 3-7 年	期限长，15 年以上为主	期限分布不均	期限长，15 年以上为主
募集资金用途	多数资金均需用于租赁住宅经营	除不能拿地外，用途灵活		
增信措施	可设担保或差额补足	内外部增信		
适用投资环节	前期开发或并购阶段	中期自持阶段		

资料来源：克而瑞，天风证券研究所

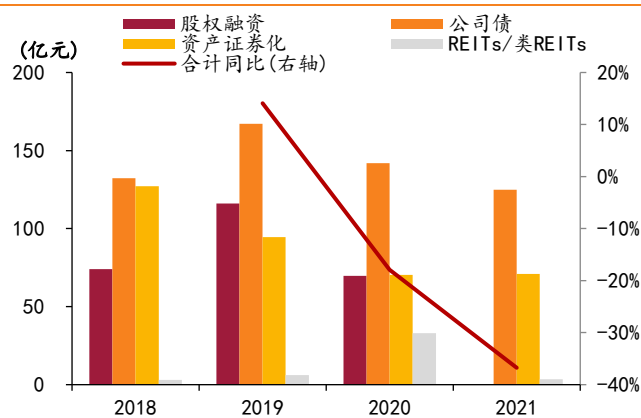
5.3.2. 实操层面：行业融资大幅减少，中小企业融资困境加剧

2019 年后，住房租赁企业融资总额持续下降，2021 年各渠道合计融资额降幅同比达 36.75%。其中，住房租赁专项债自 2019 年逐渐下行，且发行主体多仅限于头部房企；资产证券化产品发行频率显著下行，且逐渐由机构租赁向非市场化租赁方向转移；股权融资自 2019 年逐年降低，据贝壳研究院统计，2021 年住房租赁企业仅有 1 笔股权融资。

分渠道来看，住房租赁企业融资不易的主要原因为：1）股权融资方面，行业爆雷、疫情蔓延等原因使投资人对行业信心不足，早期住房租赁企业赖以生存的股权融资模式难以维持。2）银行信贷方面，轻资产模式住房租赁企业缺乏有效担保物，难以满足银行信贷资质要求。3）债券发行方面，市场对中小租赁企业资质评级不高、信心不足，租赁专项债通常只由头部开发房企或大型住房租赁企业发行。4）资产证券化方面，资产证券化模式对项目的内在收益率有较高潜在要求，多数长租公寓目前仍处于亏损阶段，只有部分租金收益良好的头部企业可以发行 ABS、ABN 产品；政策尚不允许市场化住房租赁企业发行 REITs 产品，类 REITs 产品无法真正解决资产的流动性问题，对投资人的吸引力有限；2019 年以来国家加大对资产证券化产品审核力度，该渠道发展整体受限。综合来看，头部住房租赁企业（特别是重资产型住房租赁企业）受益于自身良好的资产状况与相对充足的抵押标的，所受冲击相对较小，而中小型住房租赁企业则面临相当程度的融资困境。

我们认为，频发的暴雷对市场信心的影响只是住房租赁企业融资艰难的直接原因，而更深层次的原因则在于住房租赁企业仍无法就盈利给出优秀答卷。融资难、融资贵为住房租赁企业的良性运营带来挑战，盈利困难又进一步束缚住房租赁企业获得融资。我们认为，短期来自政府和国有资本的大力支持或能为住房租赁行业发展注入强心针，但单一力量的支持恐难使市场化租赁真正建立良性的商业循环。

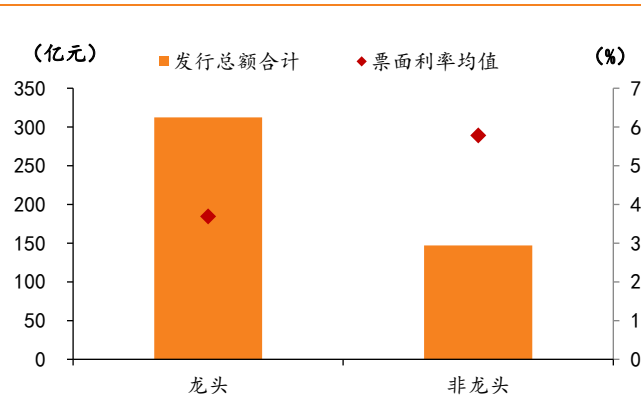
图 89：2018-2021 年住房租赁领域融资金额



数据截止 2021 年 11 月 24 日

资料来源：Wind，用益信托网，贝壳研究院，天风证券研究所

图 90：房地产行业租赁专项债分梯度情况



头部房企为龙湖、万科、保利发展、华润置地、中海地产

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 38：住房租赁市场资产证券化渠道融资

发行日	发行主体	项目名称	发行额(亿)	基础资产	项目类型
2022-04	天恒集团	一创天恒-国家新媒体产业园区世界集住房租赁资产支持专项计划	13	融资租赁债权	市场化
2021-10	西安公租房	建投汇宇-西安高科公租房租赁合同债权资产支持专项计划	8.85	融资租赁债权	保障性
2020-10	金地集团	华夏资本-金地火花长租公寓 2 期资产支持专项计划	2.36	CMBS/CMBN	市场化
2020-08	融创中国	华金证券-上海香溢花城长租公寓资产支持专项计划	5.01	信托受益权	市场化
2020-05	长春人才公寓	国君-长春人才公寓第一期资产支持专项计划	3	信托受益权	保障性
2020-03	金地集团	华夏资本-金地火花长租公寓 1 期资产支持专项计划	1.11	CMBS/CMBN	市场化
2019-08	佳兆业集团	中山证券-佳兆业城中佳画住房租赁 1 期资产支持专项计划	2.34	融资租赁债权	市场化
2019-07	朗诗寓	中山证券-东兴金融-朗诗寓长租公寓一期资产支持专项计划	3.51	类 REITs	市场化
2019-04	广州人才公寓	国君-广州人才租赁第一期资产支持专项计划	5.04	融资租赁债权	保障性
2019-01	远洋集团	中信建投-远洋地产长租公寓 1 号第一期资产支持专项计划	3.08	CMBS/CMBN	市场化
2018-12	世茂集团	华能信托-开源-世茂住房租赁资产支持专项计划一期	2	信托受益权	市场化
2018-12	世茂集团	世茂-华能-开源住房租赁信托受益权第二期资产支持专项计划	5	信托受益权	市场化
2018-09	泰禾集团	中信证券-阳光城长租公寓 1 号资产支持专项计划	12.1	类 REITs	市场化
2018-09	泰禾集团	中信证券-泰禾集团慕盛长租公寓 1 号资产支持专项计划	8.11	类 REITs	市场化
2018-07	景瑞地产	华夏资本-优铎-景瑞三全公寓资产支持专项计划	7.2	CMBS/CMBN	市场化
2018-07	自如	中信证券-自如 2 号第 3 期房租分期信托受益权资产支持专项计划	3	信托受益权	市场化
2018-07	世茂集团	世茂-华能-开源住房租赁信托受益权资产支持专项计划	5	信托受益权	市场化
2018-06	旭辉集团	高和晨曦-中信证券-领显 1 号资产支持专项计划	2.5	类 REITs	市场化
2018-05	自如	中信证券-自如 2 号第 2 期房租分期信托受益权资产支持专项计划	3	信托受益权	市场化
2018-03	自如	中信证券-自如 2 号第 1 期房租分期信托受益权资产支持专项计划	2.6	信托受益权	市场化
2018-02	招商蛇口	招商创融-招商蛇口长租公寓第一期资产支持专项计划	20	CMBS/CMBN	市场化
2017-12	招商蛇口	飞驰-建融招商长租公寓系列 2017 年度第一期定向资产支持票据资产支持票据	40	融资租赁债权	市场化

2017-11	新派公寓	新派公寓权益型房托资产支持专项计划	2.7	类 REITs	市场化
2017-08	自如	中信证券-自如 1 号房租分期信托受益权资产支持专项计划	5	信托受益权	市场化
2017-01	魔方公寓	魔方公寓信托受益权资产支持专项计划	3.5	信托受益权	市场化

Wind 资产支持证券搜索关键词为“租赁”、“寓”、“房租”；灰色底色表示该项目为保障性租赁住房项目

资料来源：Wind，天风证券研究所

5.4. 路径判断：着力转变土地出让方式，重点关注地方国企与优质房企

我们认为，住房租赁的破局三边中，转变土地出让方式是实现住房租赁短期破局的最优选择。因为土地出让方式的转变是自上而下的，执行最快、见效最准，且土地端让利空间相对较大，政策的可持续性也相对较好。与之相比，来自经营主体的自发性优化的效果最为深远，但这种改变非一日之功，过度追求短期见效易使行业重回早期商业模式的困境之中；在融资端，利率的小幅下行无法使住房租赁企业实现扭亏为盈，且市场化融资行为注定受到项目盈利状况的反向制约。

对比不同的土地出让方式：1) 纯租赁用地项目推进有序、放量稳定，且最容易跑出成熟商业模式。一方面，纯租赁用地楼面地价约在普通商品住宅的 3-5 折，项目盈利难度相对较低，容易形成标准化商业模式；另一方面，以招拍挂为主的出让形式决定纯租赁用地开发相对简单，建设周期及投放数量相对确定，且较易获取金融支持。2) 集体建设用地项目盘活“城中村”存量用地，在模式上与“旧改”相似，将在长期滚动释放。但在实操层面，多主体利益交错为政府及项目开发运营企业带来更多挑战，也在客观上拉长了项目的落地周期。3) 可改变土地性质的“非改租”地块多位于城市非核心区，项目开发异质性强，不容易形成标杆性的大型租赁项目；而不改变用地性质的“非改租”项目多为单店模式，同样难以大规模放量。4) 自持/配建类土地与商住用地难以切割，项目投资着陆难度较大。

我们认为，纯租赁用地项目在中短期内最具发展潜力，集体建设用地项目在长期看来也有充足可能性。我们看好拥有较强地区资源获取能力的地方国企、具备开发建安优势的优质开发房企以及其他具备租赁项目运营经验的专业企业。

6. 机会与展望：保障性与市场化双轨下的租赁重生

6.1. 保障性住房租赁：补足市场缺口，长期稳定放量

6.1.1. 政策目的：面向发展欠佳的市场化租赁，填补新市民、青年人住房缺口

自 2020 年 12 月中央全国住建工作会议首提“加快构建以保障性租赁住房 and 共有产权住房为主体的住房保障体系”后，中央多次出台重要政策支持保障性租赁住房发展。2021 年 7 月《国务院办公厅关于加快发展保障性租赁住房的意见》（即“22 号文”）重磅出台，给出保障性租赁住房发展的纲领性意见。

我们曾在 12 月 12 日《中央经济工作会议点评：开拓高质量发展之路》中提出，“新一轮保障性租赁住房建设预计以类基建模式推进扩张，并且在 REITs 等创新金融工具的支持下解决慢周转的资金问题。”我们认为，保障性租赁住房的建设不仅可以直接填补租赁市场发展不佳下新市民、青年人住房需求的重大缺口，还有利于对冲开发投资下行、贡献稳增长重要力量，甚至在更深层次上或有助于土地财政转型（从出让模式的一次性融资转向租赁模式的长期持有）。

表 39：《国务院办公厅关于加快发展保障性租赁住房的意见》内容概要

基础制度	明确对象标准	解决新市民、青年人住房困难问题，房屋以建筑面积不超过 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
	引导多方参与	政府、国企、事业单位、市场化租赁企业、房地产开发商、金融企业等
	坚持供需匹配	以人口净流入的大城市为主

支持政策	严格监督管理	建立健全住房租赁管理服务平台，加强过程监督，不得销售、不得违规经营、不得骗取优惠
	落实地方责任	将保障性租赁住房建设直接落实到城市政府层面执行，对城市发展保障性租赁住房情况实施监测评价
	土地政策	集体经营性建设用地——农村集体经济组织可通过自建或联营、入股等方式建设运营保障性租赁住房
		企业自有的闲置用地——允许用于建设保障性租赁住房，并变更土地用途，不补缴土地价款
		产业园区的配套用地——保障性租赁住房的配套用地占比上限由 7% 提升到 15%，鼓励统一建设宿舍型保障性租赁住房
		非居住存量土地和房屋——用作保障性租赁住房期间，不变更土地使用性质，不补缴土地价款
	审批政策	新供应国有建设用地建设——出让保障性租赁住房专用土地，商品住房配建保障性租赁住房，鼓励在地铁上盖物业中建设一定比例的保障性租赁住房
		精简审批事项和环节，构建快速审批流程
		完善“非改保”项目出具保障性租赁住房项目认定书及相关手续办理
	补助政策	不涉及土地权属变化的项目不再办理用地手续 中央通过现有经费渠道，对符合规定的保障性租赁住房建设任务予以补助
	税赋政策	保障性租赁住房项目免收城市基础设施配套费 “非改保”比照适用住房租赁增值税、房产税等税收优惠政策
	金融政策	加大信贷支持力度，差异化管理涉保的房地产信贷统计
		支持银行业金融机构发行金融债券，支持商业保险资金参与保障性租赁住房建设。
		此前《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》允许将保障性租赁住房纳入 REITs 试点范围
	运营政策	执行民用电气价格

资料来源：国务院办公厅，天风证券研究所

表 40：中央涉保障性住房租赁相关政策及会议

时间	会议/政策	政策内容
20-12	全国住建工作会议	大力发展租赁住房，解决好大城市住房突出问题。加强住房市场体系和住房保障体系建设，加快补齐租赁住房短板，解决好新市民、青年人特别是从事基本公共服务人员等住房困难群体的住房问题。加快构建以保障性租赁住房 and 共有产权住房为主体的住房保障体系。扩大保障性租赁住房供给，做好公租房保障，在人口净流入的大城市重点发展政策性租赁住房。
21-03	全国人民代表大会《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	有效增加保障性住房供给，完善住房保障基础性制度和支持政策。以人口流入多、房价高的城市为重点，扩大保障性租赁住房供给，着力解决困难群体和新市民住房问题。
21-04	发改委《2021 年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》	以人口流入多、房价高的城市为重点，扩大保障性租赁住房供给，着力解决困难群体和农业转移人口、新就业大学生等新市民住房问题。单列租赁住房用地计划，探索利用农村集体建设用地和企事业单位自有闲置土地建设租赁住房，支持将非住宅房屋改建为保障性租赁住房。
21-04	住建部保障性租赁住房工作座谈会	人口流入多、房价较高的城市，要科学确定“十四五”保障性租赁住房建设目标和政策措施，落实年度建设计划，由政府给予土地、财税、金融等政策支持，引导多主体投资、多渠道供给。积极利用集体建设用地、企事业单位自有闲置土地、产业园区配套用地和存量闲置房屋建设和改建保障性租赁住房，坚持小户型、低租金，尽最大努力帮助新市民、青年人特别是从事基本公共服务人员等群体缓解住房困难。
21-06	发改委《保障性租赁住房中央预算内投资专项管理暂行办法》	本专项支持人口净流入的大城市新建、改建保障性租赁住房及其配套基础设施建设。保障性租赁住房以建筑面积不超过 70 平方米小户型为主，租金低于同地段同品质市场租赁住房租金，具体条件由城市人民政府确定。
21-06	国务院常务会议	落实城市政府主体责任，鼓励市场力量参与，加强金融支持，增加租金低于市场水平的小户型保障性租赁住房供给。人口净流入的大城市等，可利用集体经营性建设用地、企事业单位自有土地建设保障性租赁住房，允许将闲置和低效利用的商业办公用房、厂房等改建为保障性租赁住房。
21-06	发改委《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》	各直辖市及人口净流入大城市的保障性租赁住房项目纳入基础设施领域不动产投资信托基金试点范围。
21-07	国务院办公厅《关于加快发展保障性租赁住房的意见》	1) 明确对象标准，保障性租赁住房主要解决符合条件的新市民、青年人等群体的住房困难问题，以建筑面积不超过 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；2) 引导多方参与，政府给予土地、财税、金融等政策支持，充分发挥市场机制作用，引导多主体投资、多渠道供给；3) 坚持供需匹配；4) 严格监督管理；5) 落实地方责任，城市人民政府对本地区发展保障性租赁住房，促进解决新市民、青年人等群体住房困难问题负主体责任。此外，该文件给出了针对每项措施的进一步指导性意见。
21-07	财政部税务总局住房城乡建设部《关于完善住房租赁有关税收政策的公告》	住房租赁企业中的增值税一般纳税人 (a) 向个人出租住房收入，减按 1.5% 计算缴纳增值税；(b) 对企事业单位以及其他组织出租住房收入减按 4% 的税率征收房产税。

21-07	住建部住房保障司司长曹金彪接受采访	保障性租赁住房项目要全部纳入住房租赁服务管理平台统一管理，所有的项目要纳入工程质量安全监管，保障性租赁住房要符合小户型、低租金，面向新市民、青年人的要求。
21-09	住建部住房保障司司长曹金彪在全国住房保障工作座谈会发言	一是要提高对发展保障性租赁住房重要性的认识，认清住房保障工作的新使命主要是解决符合条件的新市民、青年人等群体的住房困难问题，新方式是加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，新目标是确立起保障性租赁住房的政策制度；二是切实把保障性租赁住房作为“十四五”住房建设的重点；三是要确保政策落地见效，推动建立“两多一并”的制度。
21-10	住建部召开发展保障性租赁住房工作现场会	会议总结交流福州、上海、杭州、广州、厦门、西安等城市的经验做法，研究部署进一步做好发展保障性租赁住房工作。会议中强调，注重把握好保障性租赁住房工作的政策导向，坚持小户型、低租金面向新市民和青年人，各地均明确保障性租赁住房主要面向无房新市民、青年人，不设收入线门槛，以 70 平方米以下的小户型为主，租金低于同地段同品质市场租赁住房租金。
21-12	中共中央政治局会议	会议强调，要推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，促进房地产业健康发展和良性循环。
21-12	中央经济工作会议	会议提出，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。
21-12	住房和城乡建设部部长王蒙徽接受访谈	将推进住房供给侧结构性改革。针对新市民、青年人等群体住房需求，加大金融、土地、公共服务等政策支持力度，大力发展保障性租赁住房，因地制宜发展共有产权住房，加快发展长租房市场。
22-01	发改委《“十四五”公共服务规划》	扩大住房公积金制度覆盖范围、做好城镇住房和收入困难家庭公租房保障、稳步推进棚户区改造、积极推动改善住房条件，人口净流入大的大城市要大力发展保障性租赁住房和共有产权房。
22-01	住建部住房保障司负责人潘伟在国新办新闻发布会发言	加大金融、土地、公共服务等政策支持力度，扩大保障性租赁住房供给。“十四五”期间，40 个重点城市初步计划新增 650 万套（间），预计可帮助 1300 万新市民、青年人等缓解住房困难。同时，继续做好公租房保障，因地制宜发展共有产权住房，稳步推进棚户区改造。
22-01	财政部长刘昆在全国财政工作会议发言	财政部党组书记、部长刘昆在全国财政工作会议上指出，要继续完善住房保障体系；坚持房住不炒定位，支持健全房地产长效机制；优化城镇保障性安居工程支出结构，扩大保障性租赁住房供给，发展长租房市场；继续支持城镇老旧小区改造和农村危房改造。
22-02	央行银保监会《关于保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理的通知》	银行业金融机构向持有保障性租赁住房项目认定书的保障性租赁住房项目发放的有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理。银行业金融机构要加大对保障性租赁住房的支持力度，按照依法合规、风险可控、商业可持续的原则，提供金融产品和金融服务。
22-02	中国银保监会、住房和城乡建设部发布《关于银行保险机构支持保障性租赁住房发展的指导意见》	商业银行要优化整合金融资源，积极对接保障性租赁住房开发建设、购买、装修改造、运营管理、交易结算等服务需求，提供专业化、多元化金融服务，不得以保障性租赁住房的名义进行监管套利。
22-03	国家发改委印发《2022 年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》	持续深化户籍制度改革；各类城市要畅通在本地稳定就业生活的农业转移人口举家进城落户渠道；城区常住人口 300 万以下城市落实全面取消落户限制政策；制定差异化落户政策，加强住房供应保障，扩大保障性租赁住房供给。
22-04	国新办一季度银行业保险业运行发展情况发布会	在住房保障方面，会同住建部印发支持保障性租赁住房发展的指导意见。在支持交通物流方面，出台举措要求金融机构全力支持货运物流保通保畅。
22-04	国务院办公厅出台关于进一步释放消费潜力、促进消费持续恢复的意见	完善长租房政策，扩大保障性租赁住房供给。支持缴存人提取住房公积金用于租赁住房。

资料来源：中国政府网，中国人大网，住建部，发改委，财政部，中国人民银行，央视网，观点网，澎湃新闻，天风证券研究所

6.1.2. 建设力度：“十四五”期间，预计贡献大中城市 3-4 成住房增量

住建部住房保障司负责人在答记者问中提到：“‘十四五’期间，40 个重点城市初步计划新增 650 万套/间，预计可帮助 1300 万新市民、青年人等缓解住房困难”。根据我们在《公共服务均等化，住房保障民生化——<“十四五”公共服务规划>点评》中的测算，我们认为，十四五期间，保障性租赁住房年均贡献施工投资 1181-2362 亿元，占 2021 年开发投资完成额比重的 0.80%-1.60%。

城市层面，据各地方政府“十四五”规划纲要，“十四五”期间，多数大中城市保障性租赁住房筹建/建设规模占新增住房总量比重均在 30-40%之间，北京、上海、广州、深圳计划建设比重超过 40%。

表 41：保障性租赁住房对开发投资拉动测算相关数据依据

保障性租赁住房套均面积假设（平）	70	50	35
年均建设面积（万平）	9737.0	6955.0	4868.5
带动年均建安投资（亿元）	2362.2	1687.3	1181.1
占 2021 年开发投资比例（%）	1.60%	1.14%	0.80%

完整测算方法见团队外发报告《公共服务均等化，住房保障民生化——<“十四五”公共服务规划>点评》

资料来源：Wind，住房和城乡建设部，天风证券研究所

表 42：地方政府 2022 年政府工作报告及“十四五”规划纲要保障性租赁住房建设计划

省/直辖市	2022 年政府工作报告筹建/建设规模(万套/万间)	十四五规划纲要筹建/建设规模(万套/万间)	2022 年规划占十四五规划比重	城市	十四五规划纲要筹建/建设规模(万套/万间)	占新增住房总量比重
广东	25	129.7	19%	广州市	60	45.8%
				深圳市	40	45%
				东莞市	10	—
				佛山市	7.5	30%
				珠海市	1.5	—
浙江	30	120	25%	杭州市	33	30%
				宁波市	21.3	30%
				金华市	15.4	—
				嘉兴市	13.7	—
				温州市	13.1	—
				舟山市	1.4	—
				湖州市	7.5	—
江苏	—	50	—	南京市	15	30%
				苏州市	20	30%
				无锡市	8	—
上海	17.3	47	37%	上海	47	≥40%
北京	15	40	38%	北京	40	≥40%
重庆	—	40	—	重庆	40	30.4%
福建	—	40	—	福州市	15	≥30%
				厦门市	25	—
山东	8.9	40	18%	济南	20.5	30%
				青岛	25	30%
河南	7	40	18%	—	—	—
四川	7.8	34	23%	—	—	—
湖北	6.7	30	22%	武汉市	25	—
				宜昌市	1	—
				襄阳市	1	—
				荆州市	1.61	—
江西	6.28	19.82	32%	南昌市	8	≥30%
				赣州市	5	≥30%
辽宁	3.2	5	64%	沈阳市	6	—
海南	1.4（含公租房）	5（含公租房）	28%	—	—	—
吉林	—	3	—	—	—	—
安徽	9.85	—	—	合肥市	15	≥30%
陕西	8.8	—	—	西安市	30	≥30%
河北	4.5	—	—	邯郸市	1	—
		—	—	石家庄市	8	—
云南	—	—	—	临沧市	5	—
湖南	—	—	—	长沙市	15	≥30%
广西	6.1	—	—	南宁市	—	≥30%

贵州、新疆、黑龙江、甘肃、西藏、内蒙古等省份未在“十四五”规划中给出数据指引，本表进行了省略

资料来源：各地政府官网，观点网，澎湃新闻，亚洲旅宿大数据研究院，天风证券研究所

表 43：部分城市保障性租赁住房建设/认定量

城市	发布时间	已认定房源 (万套/间)	具体内容
成都	2021-12	7.80	截至 2021 年年底、已出具保障性租赁住房项目认定书 131 份，认定房源 7.8 万余套（间），纳入 2021 年计划的项目已全部发放认定书。
济南	2021-12	0.55	济南市住房和城乡建设局向社会公布首批保障性租赁住房——人才公寓。首批房源共涉及 11 个项目，共 5513 间，其中现房 1227 间，装修待交付 4286 间。
上海	2022-01	1.85	上海市举行保障性租赁住房集中开工活动、15 个项目约 115 万平方米、1.85 万套保障性租赁住房集中开工。
青岛	2022-01	1.80	青岛市举行保障性租赁住房项目认定书颁发仪式，首批 23 家企业、25 个项目获得项目认定，共涉及房源 1.8 万套。
天津	2022-01	1.68	已累计筹集储备“非改租”项目 102 个、33000 余套、160 余万平方米。其中、各区完成首批审查认定项目 58 个，可提供保障性租赁住房 16841 套。
杭州	2022-02	5.90	首批 48 个项目已完成集中认定，共计 5.9 万套（间）房源。其中、全省首宗“只租不售”人才专项租赁住房项目——宁巢明石公寓已经正式投入使用。
重庆	2022-02	5.20	目前重庆中心城区已落实保障性租赁住房项目 H9 个，房源共 5.2 万余套。
长沙	2022-02	4.35	长沙市已经认定保障性租赁住房项目 174 个、43500 套（间）。
南京	2022-02	2.12	江北新区 2356 套人才公寓保障性租赁住房投入运营，同时还有近 1 万套（9883）套保障性租赁住房同步交付运营，标志着我市首批保障性租赁住房交付工作的顺利完成。近期，全市共有 9 个项目近 9000 套（8978 套）保障性租赁住房开工建设。
广西	2022-02	1.37	首批可纳入 2022 年广西保障性租赁住房计划任务的项目 23 个、1.37 万套、占全区 2022 年总筹集量的 22%。
蚌埠	2022-02	0.29	首批发放 7 个项目认定书，2948 套房源。通过项目认定书落实土地、财税、金融等各项支持政策。
中山	2022-02	0.07	中山认定火炬开发区生物人才谷公寓和佳能 A 栋工业宿舍区两个项目为我市首批保障性租赁住房项目，共有 711 套精装修公寓。
贵阳 贵安	2022-03	3.31	截至目前、贵阳贵安已完成首批保障性租赁住房项目的集中认定工作，并通过联合审查认定项目共计 71 个，33067 套（间）。
宁波	2022-03	0.06	全市首张发放认定书的项目为镇海区 ZH10-03-03W 保障性租赁住房项目，该项目用地面积 1.78 公顷、规划建设保障性租赁住房约 600 套、目前已完成项目备案、方案设计等前期工作，计划于今年 5 月底正式开工建设。近期、宁波将陆续对首批纳入的 2.3 万套保障性租赁住房发放项目认定书。

资料来源：中房网，天风证券研究所

6.1.3. 受益对象：地方国企、优质房企与其他具备租赁运营经验的专业企业

“22 号文”提出，要引导多方参与保障性租赁住房建设，具体包括政府、国企、事业单位、市场化租赁企业、房地产开发商、金融企业等。从住建部公布的示范性保障性租赁住房建设项目来看，来自地方国企、优质开发房企及其他具备租赁运营经验的专业企业项目先行落地，定向解决新市民、青年人住房难题。

表 44：示范性保障性租赁住房项目概览

土地性质	城市	项目名称	建设套数	建设运营主体	公司性质	对象及细则
集体经营性建设用地	北京	北京有巢润棠瀛海项目	3000 余套	华润有巢、愿景集团	央企（优质房企）+民企联合体	6000 余名新市民、青年人
		北京成寿寺项目	-	万科泊寓	公众企业（优质房企）	-
	广州	广州长腰岭项目	629 套	广州城投白云置业	地方国企	户型面积 30 平左右，面向附近大专院校教师及毕业生
	苏州	苏州市龙湖冠寓木渎项目	336 间	龙湖冠寓	民营企业（优质房企）	周边工作的白领等
	福州	秀山村项目	-	龙湖冠寓	民营企业（优质房企）	
		战峰村项目	-	福州城投	地方国企	
	厦门	枋湖社区	1300 套	龙湖冠寓	民营企业（优质房企）	-
企事业单位自有闲置土地	兰州	兰州某保障性租赁住房项目	2340 套	兰州市轨道交通有限公司	地方国企	-
	厦门	厦门某闲置物流仓储用地项目	7600 间	万科泊寓	公众企业（优质房企）	周边园区和机场北片区企业职工
	长沙	长沙某自有闲置土地建设项目	2610 套	长沙麓谷建设发展有限公司	地方国企	-
	西安	西安外国语大学项目	750 套	西安外国语大学	事业单位	教职工、引进人才

	上海	某科研用地改保项目	1070 套	中国航发商用航空发动机有限责任公司	中央国企	-
	成都	崇州某保障性租赁住房项目	2455 套	蜀州兴宇城市建设有限责任公司	地方国企	套均面积 50 平左右, 主要支持企业住房困难职工、引进人才
产业园区的配套用地	西安	比亚迪产业园保障性租赁住房	4416 套	比亚迪	民营企业	企业职工
	合肥	合肥国网安徽电力公司项目	134 套	国网安徽省电力公司	中央国企	新进大学毕业生
非居住存量土地和房屋	成都	第十研究所原办公用房改建保障性租赁住房项目	194 套	成都城投集团	地方国企	优先面向第十研究所职工
	广州	广州市建信优家应元路项目	167 套	建信住房服务有限公司	中央国企	以 30 平的单间户型为主, 租金为周边市场的 75% 左右
	郑州	承租城中村居民的拆迁安置房	-	万科泊寓	公众企业 (优质房企)	-
	厦门	海西股权投资中心及科技企业孵化基地 3 号项目	491 套	厦门软件产业投资发展有限公司	地方国企	-
	上海	轻松寓新金桥店	131 间	上海轻松寓企业管理有限公司	民营企业 (专业住房租赁公司)	-
新供应国有建设用地建设	青岛	青岛中车四方智汇港项目	967 套	中车集团	公众企业	新市民、青年人
	成都	成都轨道交通站点 TOD 项目	1 万套 (9 个项目)	-	-	-

灰色底色表示该项目建设运营主体为优质房企/地方国企/专业住房租赁公司

资料来源：住建部，Wind，天风证券研究所

6.2. 市场化住房租赁：期待优质租赁企业商业模式的逐渐完善

6.2.1. 轻资产：平抑盈利波动，探索租赁住房全生命周期管理模式

轻资产住房租赁企业在获利方式上可简化为：租金差 × (管理规模 × 出租率)，中介系、创业系与多数酒店系主体是该赛道的主要参与者。

价格端：锁定单边价格减轻管理压力，优化收支模式平抑盈利波动。轻资产企业同时面临收（房租）与支（地租/房租）的双向管理压力，双向价格的不一致波动（方向不同或方向相同但波动幅度不同）影响着轻资产企业的盈利稳定性。我们认为，针对支出侧，轻资产住房租赁企业应该着力增强地租议价能力，审慎决策地租协议期限，加强单边价格锁定；同时，轻资产住房租赁企业可借鉴“增益租”模式，改善自身风险承担方式，探索与房屋或土地所有探索共担风险、共享收益。针对收入侧，轻资产企业可尝试探索实践长短租结合、主次客群结合、主辅业务结合的多元混合模式。

数量端：探索住房租赁的全生命周期管理模式，提升租入、租出双向竞争力。在租入端，轻资产企业的主要竞争对象为传统地产经纪公司，以“省心包租”为主要卖点；在租出端，轻资产企业需同时面临传统地产经纪公司与重资产住房租赁企业的双向夹击。我们认为，针对竞品传统地产经纪公司，轻资产企业应积极探索租赁住房全生命周期管理模式，做深做细运营管理：1）提供包含设计改造、软硬装修、家电配置在内的全套产品与服务，在维护存量住宅价值、增强双向客户信心的同时拓展收入来源；2）增强自身全产业链耦合能力，获取集约效应，对接上游材料、设备、产品厂商，挖掘下游服务体系，降低物的配置成本，提升人的服务效率；3）增强衍生服务能力，强化住房的事物社区与云社区属性，增强双向客户黏性。而针对竞品重资产企业，轻资产天然不具备集约化、社区化优势，或可通过精准的客群定位与一定的价格差异获取市场。

6.2.2. 重资产：增强前期成本管理，看好跑通盈利模式后的资产增值

重资产住房租赁企业在获利方式上可简化为：- 前期投入（土地&建安）+（租金收入 × 管理规模 × 出租率），国企系、开发商系与少部分酒店系主体是该赛道的主要参与者。

项目前期：增强成本管理，压降地价，探索标准化预制件使用。与轻资产企业相比，重资产项目的现金流变化分水岭为房屋完成建安装修。完成前，企业需为获取土地、施工装修

支付高额成本；完成后，基本可对应现金流的净入账（只需支付少量存量住房维护费用等）。针对土地成本，我们认为重资产企业可通过联合开发、多渠道拿地等方式，严格管控土地投入，拓宽盈利可能性；针对建安装修成本，我们认为重资产企业可通过产业链集约化采购降低显性成本，同时通过预制件与标准化流程使用压缩建安周期，控制隐性成本。

项目中后期：塑造品牌形象，增强溢价能力，着力跑通盈利模式，看好成熟项目资产转让带来的超额收益。重资产模式下，住房租赁企业天然具有项目运营标准化、现金收入稳定化、客户管理社区化优势。良好的成本控制前提与成熟的项目选址、客群定位下，重资产企业实现规模化盈利未来可期。对标发达国家，我们认为，存量住房时代下，优质重资产租赁项目的公允价值的有望不断提升，看好重资产企业成熟资产转让带来的超额收益。

7. 投资策略

投资建议：租购并举时代赋予了我国住房租赁行业前所未有的广阔空间，保障性与市场化的双轨之下，我们看好拥有较强地区资源获取能力的地方国企、具备开发建安优势的优质房企以及其他具备租赁项目运营经验的专业企业。

持续推荐：1）具备住房租赁管理经验的优质房企：万科 A、龙湖集团、旭辉控股集团、招商蛇口、金地集团、保利发展；2）优质物管：碧桂园服务、招商积余、保利物业、旭辉永升服务。建议关注：首开股份、华发股份、金融街、越秀地产、建发国际等地方国企。

8. 风险提示

- 1）行业信用风险蔓延，影响整个地产行业的再融资、销售和竣工预期；
- 2）疫情风险扩散，地区防控升级，人口流动减少导致租赁需求下行；
- 3）租金回报率长期维持低位，企业盈利空间严重受限；
- 4）本文相关测算基于一定前提假设，存在主观测算风险。

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