

# 2017年长租公寓行业深度分析报告



更多公寓行业热门报告，请关注微信公众号：长租公寓邦

## 目录

<b>租房——服务两亿人，规模过万体的市场</b> .....	<b>4</b>
租房是满足 1 亿“新城市人”居住需求的主要手段 .....	4
全国住房租赁市场规模已超万亿 .....	6
但租金变动反映收入增长，涨幅预期并不高 .....	8
<b>两大新趋势：消费升级+城市分化</b> .....	<b>11</b>
租房市场面临消费升级 .....	11
品牌长租公寓整装待发 .....	13
城市分化即将出现，未来聚焦一线及核心二线城市 .....	15
<b>有品牌、成本低的公司将致胜</b> .....	<b>17</b>
国际经验表明，住房租赁是个慢工出细活的行业 .....	17
中国长租公寓市场将逐步走向品牌化、集中化 .....	18
盈利模式：客源很丰富，低成本获取房源才是关键 .....	22
<b>附录：他山之石——日本和美国的品牌公寓经验</b> .....	<b>28</b>
日本住房租赁市场概况 .....	28
大东建托——日本委托承建+建后代租的产业链闭环模式代表 .....	30
美国公寓品牌 Equity Residential (EQR)——牺牲规模，聚焦核心区域 .....	36

## 图表

图表 1：全国流动人口居住方式有超过 2/3 源于租住私房 .....	4
图表 2：全国租房人口总量约有 1.8 亿人 .....	5
图表 3：毕业大学生构成租房的一大需求群体 .....	5
图表 4：流动非农和农业人口构成租房的另外两大群体 .....	6
图表 5：全国住宅租赁市场规模测算 .....	6
图表 6：全国流动人口增速在近几年开始放缓 .....	7
图表 7：中国大多数城市住房自有率在 80~100% .....	7
图表 8：金融危机后美国住房自有率已降至 64% 水平 .....	8
图表 9：日本住房自有率已从 65~67% 下降到 62% .....	8
图表 10：大多数二线城市的租金/收入水平在 20~30% 区间 .....	8
图表 11：美国租金负担水平近几年接近 30% .....	9
图表 12：欧洲各国租金负担水平一览 .....	9
图表 13：香港各类屋宇单位类型占比情况 .....	9
图表 14：香港平均租金负担水平在 14~16% 之间 .....	9
图表 15：CPI——租赁房租近 5 年涨幅在 2% 上下 .....	9
图表 16：样本城市 08 年至今房价与租金涨幅对比 .....	10
图表 17：澳大利亚的租金与家庭收入相关性强，两者呈同步上升趋势 .....	10
图表 18：传统租房过程中的诸多痛点有待解决 .....	11
图表 19：90% 以上人认为租房中介收费不合理 .....	12
图表 20：90 后已成为当前租房主力 .....	12
图表 21：长租公寓与传统租房的比较 .....	12
图表 22：20 城市中高端租赁市场规模测算表 .....	13
图表 23：20 城市中高端租赁市场规模增量测算表 .....	14
图表 24：全国热点城市房价涨幅一览 .....	15
图表 25：部分热点城市平均首置年龄已超过 35 岁 .....	15

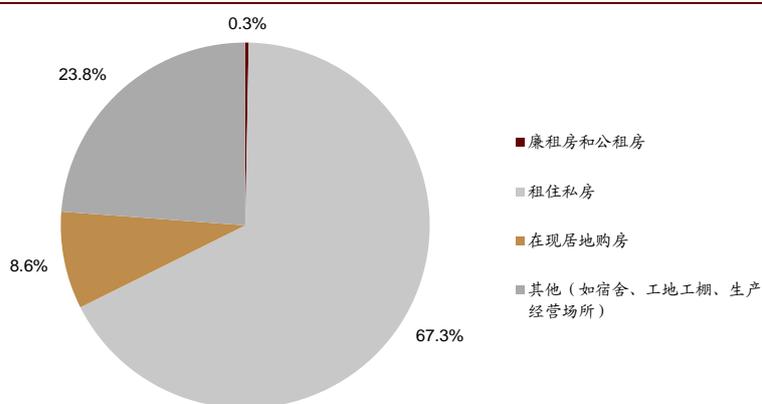
图表 26: 潜力租房市场筛选: 将聚焦一线及核心二线城市 .....	16
图表 27: 重点城市房价收入比一览 .....	16
图表 28: 重点城市适龄人口未购房比例一览 .....	16
图表 29: 各省的高校毕业生也主要集中在省会城市 .....	16
图表 30: 美国 EQR 与日本大东建托营业利润率比较 .....	17
图表 31: 美国公寓类 REITs 的股息收益率以及 FFO 增速 (近两年) 在行业内均处于低位 .....	17
图表 32: 主要长租公寓品牌分类 .....	18
图表 33: 主要长租公寓品牌信息汇总 .....	18
图表 34: 长租公寓行业主要融资事件一览 .....	19
图表 35: 青客样板房展示 .....	19
图表 36: 青客的地图找房界面 .....	20
图表 37: 合肥红璞公寓展示 .....	20
图表 38: 招商蛇口壹公寓三条产品线一览 .....	21
图表 39: 壹公寓实景展示 .....	21
图表 40: 集中式和分布式模式比较 .....	22
图表 41: 目前市面上主要长租公寓品牌模式分类 .....	23
图表 42: 品牌公寓租金溢价构成示意图 .....	23
图表 43: 长租公寓租金溢价率情况 .....	24
图表 44: 长租公寓盈利测算变量说明 .....	25
图表 45: 分布式长租公寓盈利测算——如放弃隔断间, 收益率将显著下降 .....	25
图表 46: 集中式长租公寓盈利水平测算 .....	26
图表 47: 广州红璞公寓内部人收益率 (IRR) 敏感性分析 .....	26
图表 48: 日本出租住房占住房总存量约 30% .....	28
图表 49: 日本出租类住房每年新开工量占新开工总量的约 40% .....	28
图表 50: 出租住房中私人住房占比高达 79% .....	29
图表 51: 日本各大都市圈及重点区域租金走势 .....	29
图表 52: 日本专业机构管理下的出租率更高 .....	30
图表 53: 大东建托发展历程 .....	30
图表 54: 大东建托的委托建设+租赁 (LMTS) 的产业链闭环模式 .....	31
图表 55: 大东建托在管物业数量呈稳健增长态势 .....	31
图表 56: 大东建托在管物业规模在行业内连续 20 年排名第一 .....	31
图表 57: 大东建托在管物业中以住宅为主 .....	32
图表 58: 除了金融危机时期, 大东建托在管物业出租率始终维持在较高水平 .....	32
图表 59: 大东建托目标市场进入准则 .....	33
图表 60: 大东建托历年收入和利润保持稳增长 .....	33
图表 61: 大东建托收入结构分拆, 租赁收入已提升至 55% 水平 .....	34
图表 62: 大东建托租赁板块毛利率偏低 .....	34
图表 63: 大东建托的利润来源主要来自建筑板块 .....	34
图表 64: 大东建托历史股价走势一览 .....	35
图表 65: EQR 聚焦核心城市, 缩减公寓管理规模 .....	36
图表 66: 核心城市的房价收入比明显高于 EQR 原先布局的非核心城市 .....	37
图表 67: 目前 EQR 在核心区域管理公寓规模超 8 万套, 占比超 70% .....	37
图表 68: 金融危机之后美国住宅租赁空置率持续下降 .....	37
图表 69: EQR 核心区域住宅租赁空置率仅有 3~4% .....	37
图表 70: 美国 CPI 租金指数自上世纪 80 年代持续上升 .....	38
图表 71: EQR 核心区域租金涨幅明显 .....	38
图表 72: EQR 历年租金收入平稳上升 .....	38
图表 73: EQR 营业毛利率也持续上升 .....	38
图表 74: EQR 历年运营收益金 (FFO) 情况 .....	38
图表 75: EQR 历年每股分红情况 .....	38
图表 76: EQR 属于重资产运营模式 .....	39

## 租房——服务两亿人，规模过万亿的市场

### 租房是满足 1 亿“新城市人”居住需求的主要手段

**1 亿“新城市人”进城如何居住——租房将解决 80% 以上的需求。**国务院 2016 年 10 月印发了《推动 1 亿非户籍人口在城市落户方案》，方案目标是在“十三五”期间户籍人口城镇化率年均提高 1 个百分点以上，年均转户 1300 万人以上。参考国家卫生计生委公布的《2015 年中国流动人口发展报告》，截至 2015 年末，全国流动人口数量达 2.47 亿人，1 亿非户籍人口落户目标则占到总流动人口数量的 40%，而以 2013 年末全国流动人口居住方式来看，居住在政府提供的廉租房和公租房的比例为 0.3%，租住私房比例为 67.3%，在现居地购房比例为 8.6% 以及其他（如宿舍、工地工棚、生产经营场所）占比为 23.8%，我们认为这一现状还将在可见的未来延续，租房将是解决新城市人居住需求的主要手段。

图表 1：全国流动人口居住方式有超过 2/3 源于租住私房



资料来源：《中国流动人口发展报告》，中金公司研究部

而我们估计，全国的租房人口总量达 1.8 亿人。我们通过两种方法来测算全国的租房人口总量：1）方法一是结合 2015 年底流动人口总量及租房占比，推测出流动人口中租房人数约有 1.66 亿人，另外常住户籍人口中也有一部分租房客，主要构成来自非本地生源且落户（集体户口）于就读地的高校毕业生，如以全国平均购房年龄 27 岁计算，那近 5 年的集体户口高校毕业生也将构成租房群体，假设其中有 50% 租房则有约 0.17 亿人，那么全国流动人口和常住户籍人口租房群体总量约 1.83 亿人；2）方法二则是细化到各城市，第六次人口普查统计了各城市家庭户总数量（常住人口口径）和以租房形式居住的家庭户抽样数量，再结合各城市户均人数即可推算出 285 个地级市家庭户租房总人数约为 1.26 亿人，另外，常住人口中除了家庭户还有集体户，全部城市的集体户人口数量约 0.89 亿人，由于没有相对应的租房人口占比，我们参考全国流动人口居住方式假设集体户租房占比 60%，计算出这类租房人口约 0.53 亿人，则全国家庭户和集体户租房总人数约 1.79 亿人。两种方法计算出的全国租房人数较为一致，总量应该在 1.8 亿人上下。

图表 2: 全国租房人口总量约有 1.8 亿人

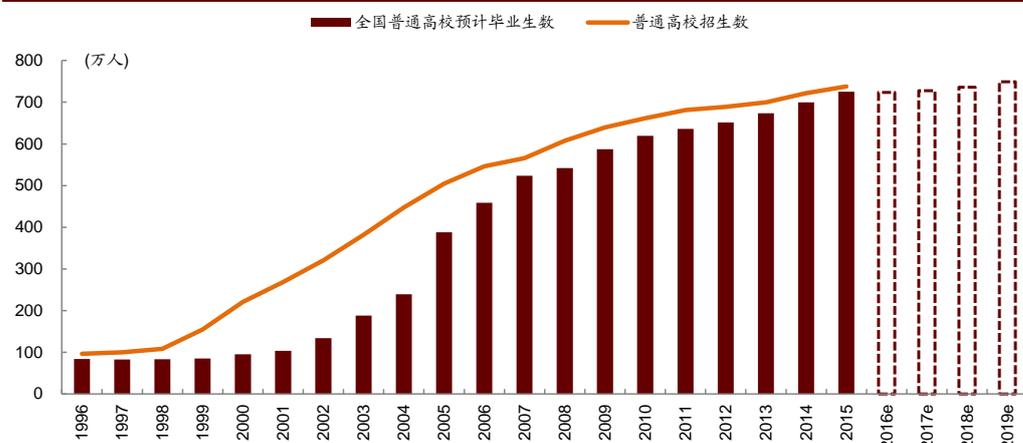
单位: 亿人

方法一:		
全国2015年底流动人口数量	a	2.47
以租房形式居住占比	b	67%
流动人口租房人口数量	$c=a*b$	1.66
近5年高校毕业生人数合计	d	0.33
其中以租房形式居住占比	e	50%
高校毕业生租房人口数量	$f=d*e$	0.17
合计	$g=c+f$	1.83

方法二:		
全国285个地级市以租房形式居住的家庭户数(万户)	a	4500
各城市的户均人数(人/户)	b	2.5~3.5
家庭户租房人口数量	$c=a*b$	1.26
285个地级市常住人口数量(六普)	d	12.37
285个地级市家庭户人口数量(六普)	e	11.48
285个地级市集体户人口数量(六普)	$f=d-e$	0.89
集体户人口租房占比	g	60%
集体户租房人口数量	$h=f*g$	0.53
合计	$i=c+h$	1.79

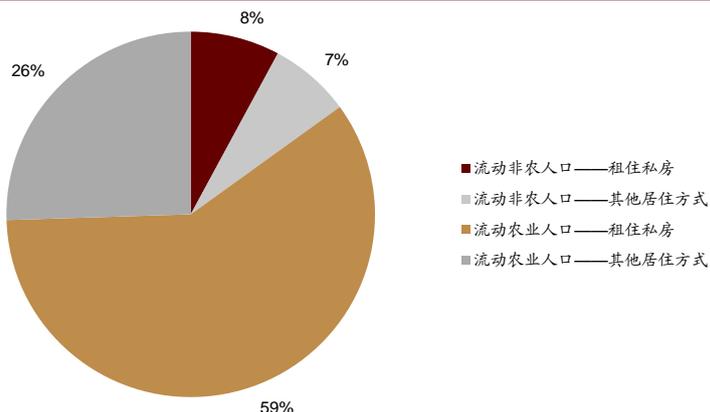
资料来源: 国家统计局, 《中国流动人口发展报告》, 第六次人口普查, 中金公司研究部

图表 3: 毕业大学生构成租房的一大需求群体



资料来源: 国家统计局, 中金公司研究部

图表4：流动非农和农业人口构成租房的另外两大群体



资料来源：《中国流动人口发展报告》，中金公司研究部

### 全国住房租赁市场规模已超万亿

我们估计，全国住房租赁市场规模超万亿元。全国各城市租赁市场主要面向三类人群：1) 非本地生源且落户于就读地的高校毕业生；2) 流动人口中的非农人口，租房占比为 52.3%；3) 流动人口中的农业人口，租房占比为 69.8%。我们以高校毕业生和流动非农人口人均租房支出 900 元/月，流动农业人口人均租房支出 400 元/月估算，2015 年全国住房租赁市场规模达到近 1.1 万亿元/年。

图表5：全国住宅租赁市场规模测算

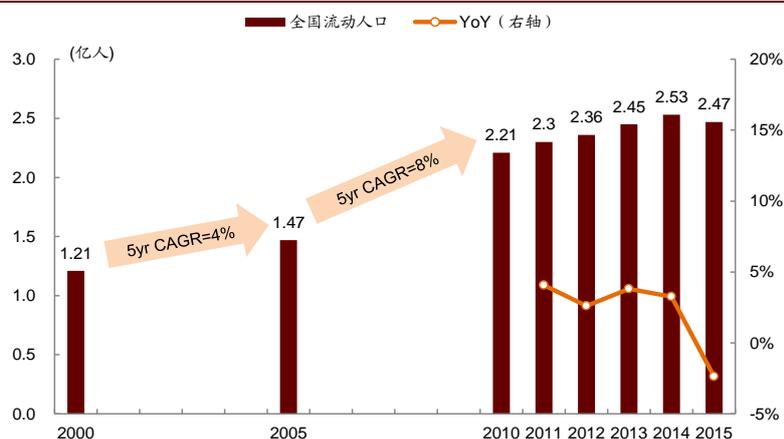


资料来源：《中国流动人口发展报告》，中金公司研究部

但由于城市化进入中后期，流动人口增速放缓，租房市场未来的扩张空间主要在于住房自有率降低（更多人以租代买）。

- ▶ **流动人口增速伴随着城市化率接近 60% 已经出现放缓。**流动人口是住房租赁市场的主力军，全国流动人口在 2000 年仅有约 1.21 亿人，在经历了 10 年的快速增长后（10 年复合增速 6.2%），2010 年全国流动人口已上升至 2.21 亿人。而在 2010 年之后，流动人口增速开始放缓，近 5 年的平均增速只有 2.3%，且在 2015 年出现了首次负增长（-2.4%）。

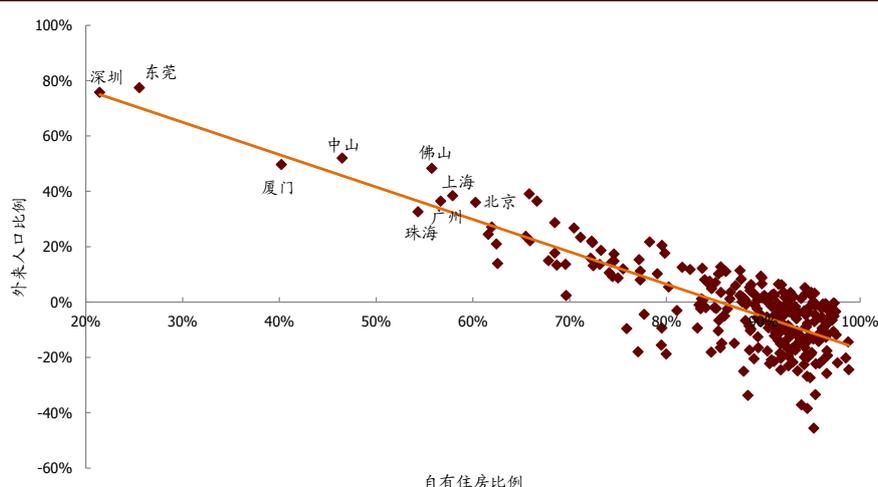
图表 6：全国流动人口增速在近几年开始放缓



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

- ▶ **中国当前住房自有率显著高于国际上 60~70% 的平均水平，租房市场发展还有空间。**根据社科院 2016 年发布的《社会蓝皮书》，受访家庭当前住房自有率高达 95.4%，较 2013 年上升 1.9 个百分点，其中城镇居民家庭住房自有率为 91.2%，较 2013 年上升 1.6 个百分点。与美国和日本相对比，美国曾在 2007 年金融危机爆发之前达到过峰值约 70%，2015 年已经回落至 63.8%，而日本自上世纪 80 年代至今一直维持在 60~65% 的水平。过去十年中国房地产市场的整体向上周期使得国人更偏向于购买住宅而非租赁住宅，往前看，随着城市化进程放缓、房价收入比达到高位、首置年龄提升，我们认为住宅自有率未来将小幅下降，租房将成为多数年轻家庭在购房前的过渡选择。

图表 7：中国大多数城市住房自有率在 80~100%



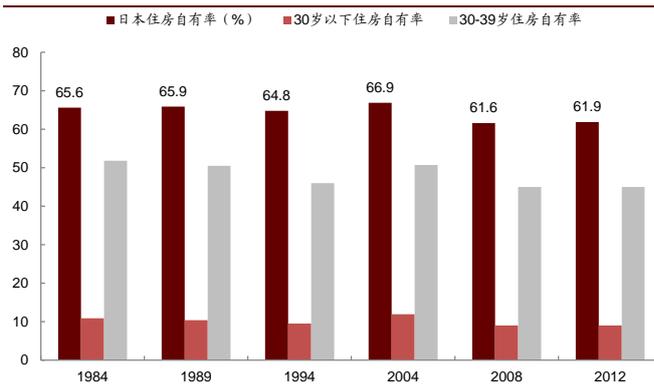
资料来源：第六次人口普查，中金公司研究部

图表 8：金融危机后美国住房自有率已降至 64% 水平



资料来源：US Census，中金公司研究部

图表 9：日本住房自有率已从 65~67% 下降到 62%

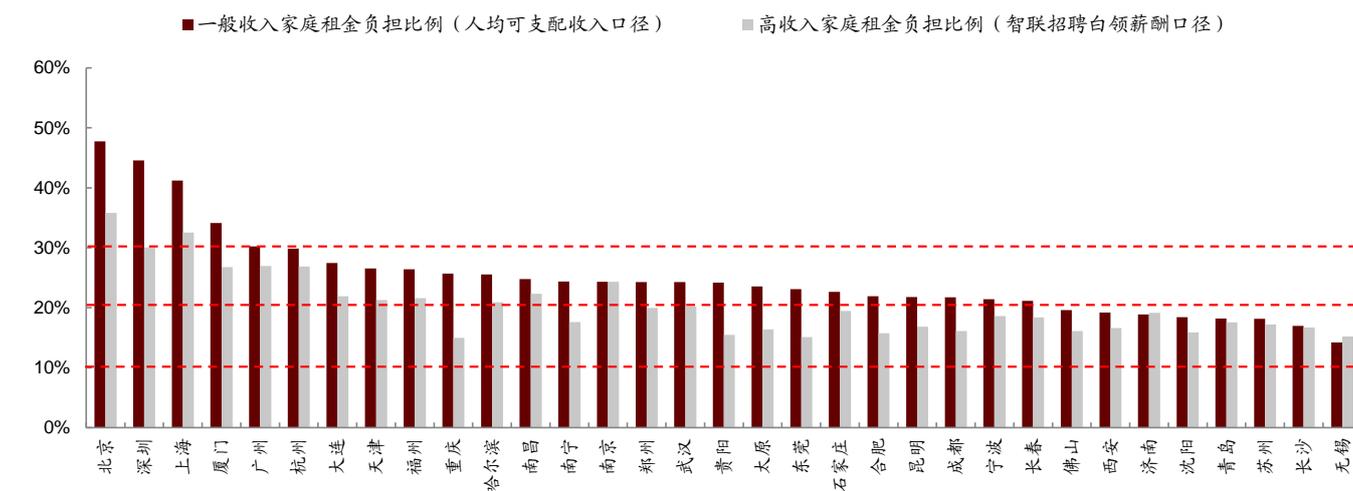


资料来源：日本统计局，中金公司研究部

### 但租金变动反映收入增长，涨幅预期并不高

中国多数城市的租房负担（租金/收入比）在 20~30% 的合理区间，租金未来涨幅主要看收入提升速度。国际上将租金/家庭收入=30% 定义为租金负担合理的分界线，美国在上世纪 80~90 年代租金负担水平在 24~28% 区间波动，之后慢慢提升至当前的 30% 水平；欧洲各主要国家当前的租金负担平均值为 30%，其中英国和西班牙的负担较高，比值接近 40%；而在香港，租住私人住房时租金负担在 25~27% 之间，但大量的公营租用房屋和非住宅类房屋将租金负担平均值拉至 15% 水平。我们通过计算一二线城市的平均租金/家庭收入比值，来衡量各城市的租金负担是否合理。家庭收入有两种计算口径：1）一般收入家庭口径：用各城市统计局披露的城镇人均可支配收入，结合各城市家庭户均规模可计算出家庭可支配收入；2）高收入家庭口径：参考智联招聘发布的 2016 年夏季白领平均薪酬（扣除个税和五险一金），并假设家庭收入由两名白领贡献，计算出高收入家庭可支配收入。平均租金则是假设家庭租住套均 70 平米的住宅，并结合各城市当前平均住宅租金，计算出家庭每月的租金支出。我们估计，在一般收入家庭的口径下，大多数二线城市的租金/收入水平位于 20~30% 区间，只有北京、上海、深圳和厦门超过了 30%；而在高收入家庭口径下，大多数二线城市租金负担水平仅为 10~20%，整体而言，我们认为中国多数城市的租金负担处于合理水平区间，租金未来涨幅将主要依赖于家庭收入的增长。

图表 10：大多数二线城市的租金/收入水平在 20~30% 区间



资料来源：各地统计局，智联招聘，城市地产网，中金公司研究部

图表 11: 美国租金负担水平近几年接近 30%



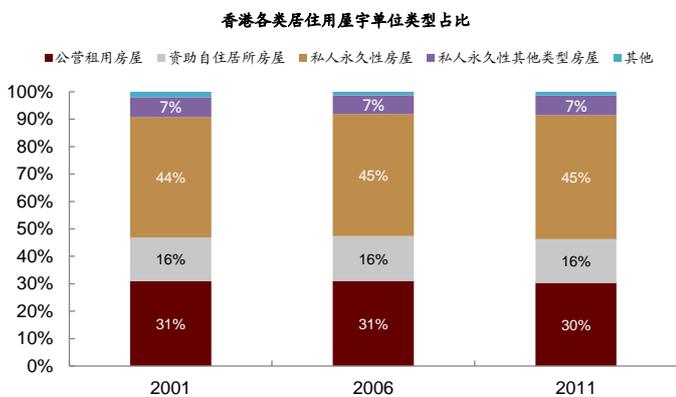
资料来源: Zillow, 中金公司研究部

图表 12: 欧洲各国租金负担水平一览



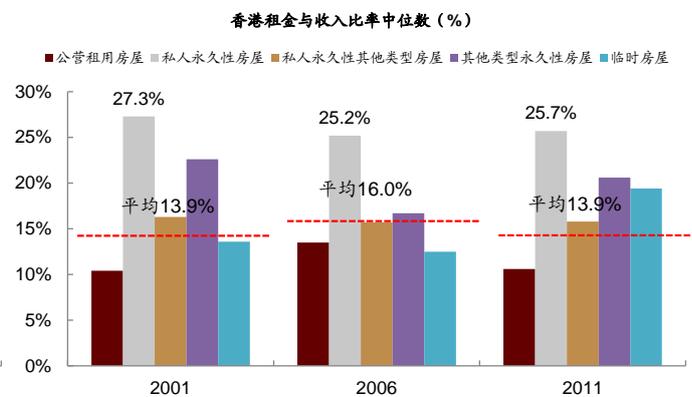
资料来源: National Housing Federation, 中金公司研究部

图表 13: 香港各类屋宇单位类型占比情况



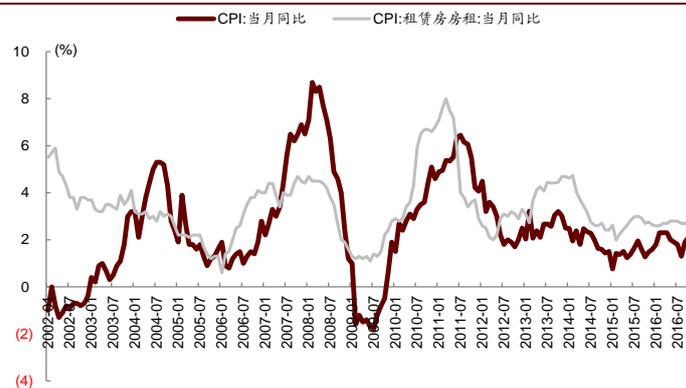
资料来源: 香港 2011 年人口普查, 中金公司研究部

图表 14: 香港平均租金负担水平在 14~16% 之间



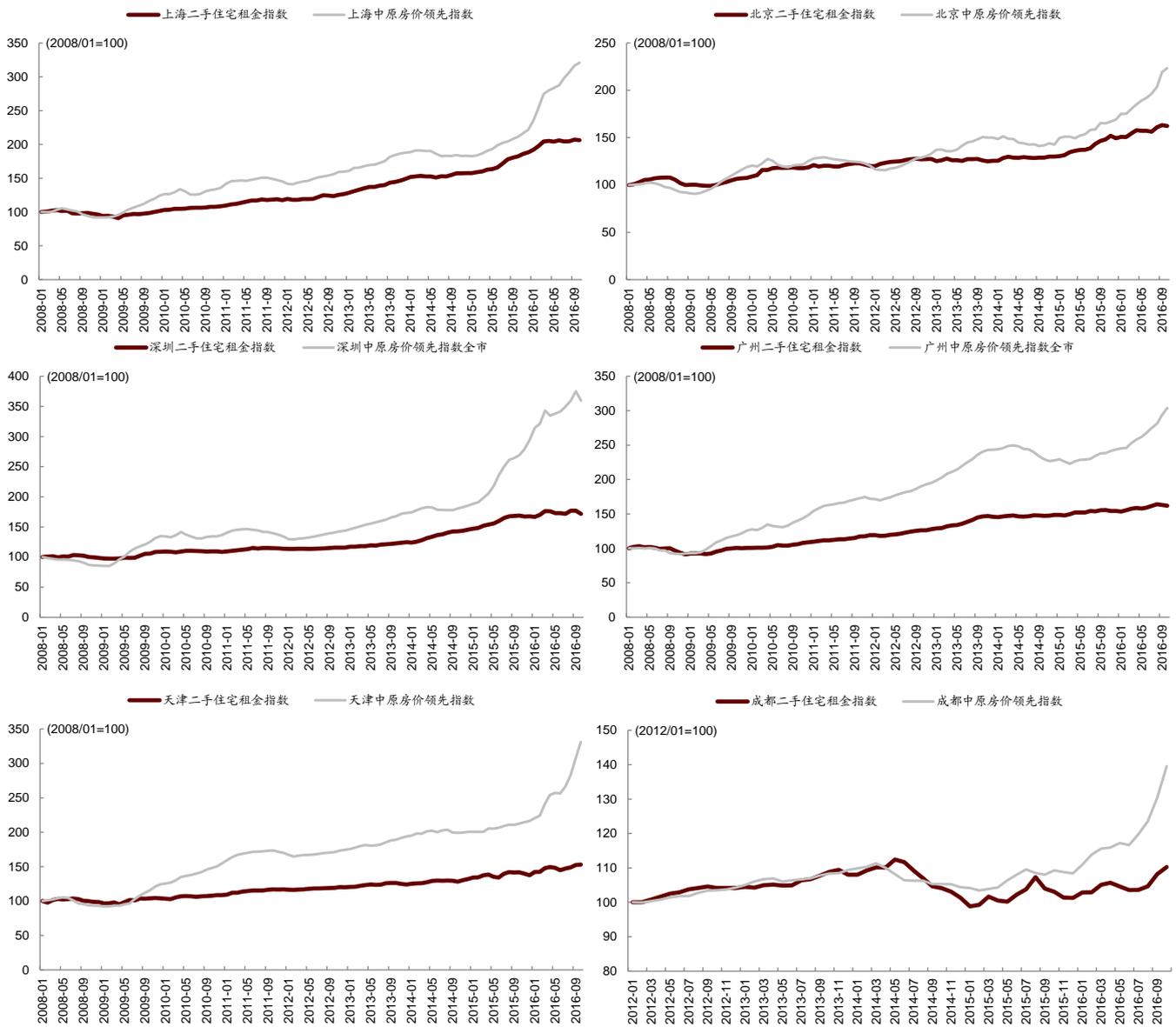
资料来源: 香港 2011 年人口普查, 中金公司研究部

图表 15: CPI——租赁房房租近 5 年涨幅在 2% 上下



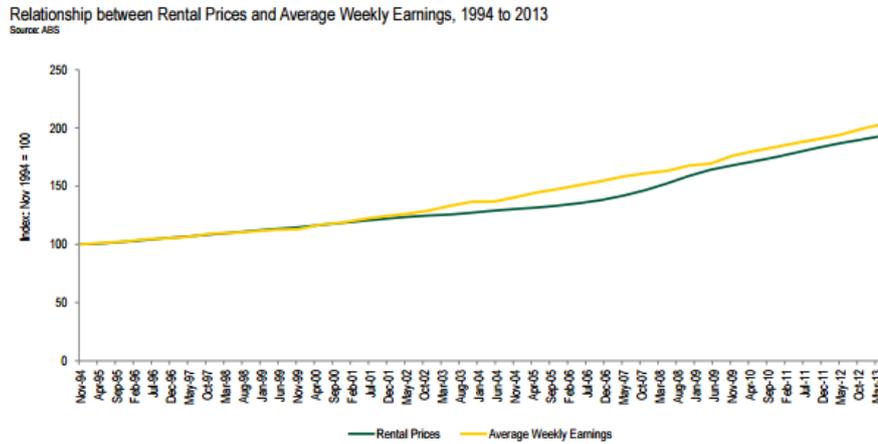
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 16: 样本城市 08 年至今房价与租金涨幅对比



资料来源: 中原数据, 中金公司研究部

图表 17: 澳大利亚的租金与家庭收入相关性强, 两者呈同步上升趋势



资料来源: ABS, "Observations of Australia's Rental Market", 中金公司研究部

## 两大新趋势：消费升级+城市分化

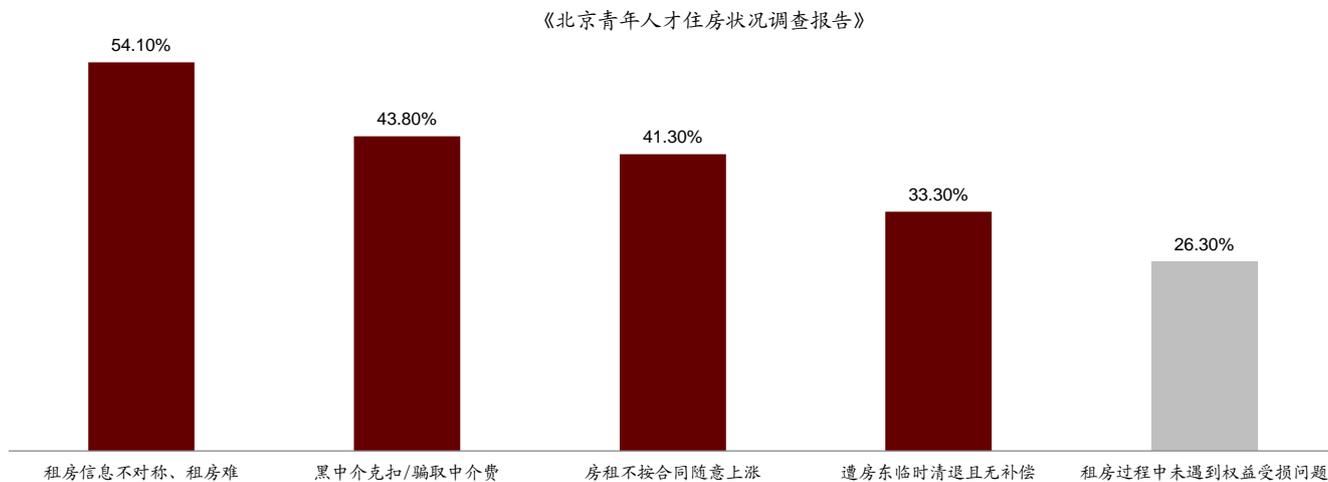
### 租房市场面临消费升级

**传统租房过程中面临诸多痛点。**各类租房调查报告均显示中国当前的租房市场存在诸多问题。如《2015年中国城市青年租房现状调查报告》显示，超过一万个20~30岁城市青年被调查者中，每100个人中就有70个人在租房，而对租房过程表示满意的仅有11人，满意度不到20%。《北京青年人才住房调查报告》显示，只有26%的人表示在租房过程中没有遇到权益受损问题，诟病最多的即是租房信息不对称(54%)和黑中介骗取中介费(44%)。另外，企鹅智库《网络租房调查报告》也显示，90%以上的被调查者认为租房中介收费不合理。

**租客年龄结构呈年轻化，对居住品质要求正快速提升。**58同城发布的《2016年上半年租房市场报告》显示，一线城市的租客中，90后占比已接近60%，二三线城市已达到64%，90后客群已大幅超过80后。随着90后占比的提升，租客对居住品质的要求也更高，如要求独立空间、装修品质、小区环境等等。根据《2015年中国城市青年租房现状调查报告》，86.5%的调查者表示愿意为租房品质提升支付更多的租金，半数人可以接受200~500元/月的租金涨幅。

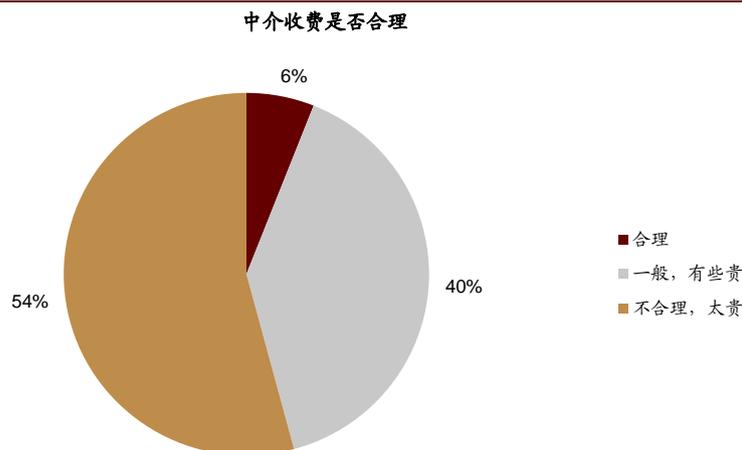
**品牌长租公寓将引领租房市场改革。**传统租房市场中的诸多痛点以及租客对于居住品质的追求促使租房市场改革迫在眉睫，因此中国的长租公寓在此背景下快速兴起。长租公寓主要是基于存量房的改造升级，并通过提供增值服务以吸引中等偏上收入水平的青年白领或办公族。较传统租赁模式不同的是，长租公寓更多的是从C端去考虑效益，将房子作为载体，通过各种衍生需求挖掘额外效益，同时加强客户黏性。我们认为，品牌化的长租公寓可以有效解决租房过程中的诸多痛点，如出租信息透明公开、明码标价，装修标准高于市场平均水平，租后服务贴心到位等，另外，品牌公寓所附加的社区概念，也更能获得年轻一代租客的青睐。

图表 18：传统租房过程中的诸多痛点有待解决



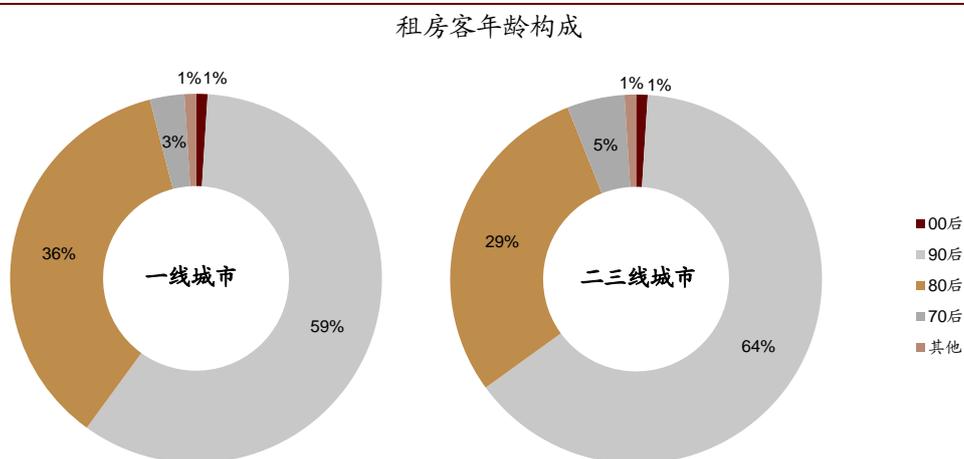
资料来源：《北京青年人才住房状况调研报告》，中金公司研究部

图表 19: 90%以上人认为租房中介收费不合理



资料来源: 企鹅智库《网络租房调查报告》, 中金公司研究部

图表 20: 90 后已成为当前租房主力



资料来源: 58 同城《2016 年上半年租房市场报告》, 中金公司研究部

图表 21: 长租公寓与传统租房的比较

	传统租房	VS	长租公寓
租金透明度	网站标示的租金与中介给出的价格不一致		明码标价
中介手续费	通常为一个月租金		无
装修品质	装修品质参差不齐		装修风格统一, 一般高于市面平均水平
日常保洁	中介或房东不负责日常保洁		长租公寓运营商派专业清洁人员定期打扫
家电维修	需自行寻找维修人员, 并需要垫付维修费, 事后与房东协调报销		长租公寓运营商派专人维修, 多数情况下费用由运营商承担
社区概念	无		集中式长租公寓社区概念较重
配套设施	无		集中式长租公寓往往配备健身房、图书馆、俱乐部等公共服务设施
租金、杂费缴纳	租金与其他各项杂费缴费渠道、方式不尽相同, 操作繁琐		统一在运营商APP平台上缴费, 操作便捷

资料来源: 中金公司研究部

## 品牌长租公寓整装待发

我们估计核心 20 个城市的中端以上住房租赁市场规模可达年租金 2500 亿元以上。由于长租公寓品牌主要集中在外来人口多且购房压力大的一二线城市，我们选取了 20 个具有代表性的核心一二线城市，对各个城市中端以上房屋租赁市场进行了测算，我们预计核心 20 个城市中高端市场总规模将超过年租金 2500 亿元，占到全国租赁市场蛋糕的 20~25%。

图表 22: 20 城市中高端租赁市场规模测算表

城市	北京	上海	广州	深圳	重庆	天津	郑州	武汉	长沙	南京
常住人口 (万人)	2171	2415	1350	1138	3017	1547	957	1061	743	824
常住户籍人口 (万人)	1348	1434	843	355	2866	1047	891	788	638	640
常住外来人口 (万人)	823	982	507	783	150	500	66	273	105	183
非农人口比例 (%)	62%	62%	59%	32%	35%	50%	34%	58%	35%	60%
户籍非农人口 (万人)	1091	1299	578	150	991	645	299	562	223	385
外来非农人口 (万人)	250	196	213	217	52	132	22	56	37	110
户籍非农人口租房比例 (%)	7%	7%	7%	7%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
外来非农人口租房比例 (%)	85%	85%	70%	85%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
中高端租房总需求 (万人)	289	257	190	195	81	112	28	62	33	85
人均租房面积 (平米/人)	20	20	20	20	30	30	30	30	30	30
租金 (元/月/平米)	73.3	66.9	44.6	66.7	23.0	31.4	29.2	28.1	23.3	35.3
年租金 (亿元)	508	413	203	311	67	126	30	63	28	108

城市	成都	合肥	杭州	苏州	厦门	福州	沈阳	珠海	大连	西安
常住人口 (万人)	1466	779	902	1062	386	750	829	163	698	871
常住户籍人口 (万人)	1167	682	709	654	207	644	694	107	564	775
常住外来人口 (万人)	299	97	193	408	179	106	135	57	134	96
非农人口比例 (%)	52%	45%	43%	36%	43%	37%	64%	58%	56%	44%
户籍非农人口 (万人)	602	271	301	236	110	238	441	62	318	340
外来非农人口 (万人)	154	78	82	147	56	39	86	33	76	42
户籍非农人口租房比例 (%)	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%
外来非农人口租房比例 (%)	60%	60%	60%	60%	70%	60%	60%	60%	60%	60%
中高端租房总需求 (万人)	123	60	64	100	45	35	74	23	61	42
人均租房面积 (平米/人)	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
租金 (元/月/平米)	24.9	21.7	43.2	27.6	39.7	32.8	32.9	32.0	30.4	22.7
年租金 (亿元)	110	47	100	100	64	42	87	26	67	34

20城市中端以上住房租赁市场规模 (亿元/年)

2534

资料来源: 各城市统计公报, 城市房产网, 中金公司研究部

每年中高端租房新增需求量占到存量需求的 10~15%。对应中高端租房存量需求, 需求增量主要来自三方面: 1) 每年新毕业的非本地生源, 且选择在就读地工作的高校毕业生, 构成一部分租房增量; 2) 每年净新增迁入的流动非农人口和 3) 流动农业人口中的租房升级改善需求。根据我们的匡算, 核心 20 城市每年新增的中高端租房需求约有 300~350 亿元, 占到当前存量需求总量的 10~15%, 增速较为明显。

图23: 20城市中高端租赁市场规模增量测算表

新增需求	项目	北京	上海	广州	深圳	重庆	天津	郑州	武汉	长沙	南京
高校毕业生租房需求	2015年高校毕业生人数(万人)	23.2	12.9	29.5	2.3	19.6	14.8	21.8	29.0	15.4	19.0
	每年新增高校毕业生租房需求(万人)	11.6	6.4	14.7	1.2	9.8	7.4	10.9	14.5	7.7	9.5
新迁入外地非农租房需求	近5年年均外地人口增量(万人)	16.0	4.0	6.0	20.0	0.0	33.0	20.0	18.0	8.5	0.4
	非农人口占比(%)	62%	62%	59%	32%	35%	50%	34%	58%	35%	60%
	每年新增外地非农人口数量(万人)	9.9	2.5	3.5	6.4	0.0	16.6	6.7	10.5	3.0	0.2
农民工租房改善需求	外地农业人口(万人)	572	786	294	566	98	368	44	217	68	73
	外地农业人口每年租房改善占比(%)	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
	外地农业人口租房改善需求(万人)	5.7	7.9	2.9	5.7	1.0	3.7	0.4	2.2	0.7	0.7
合计	新增租房人数合计	27.2	16.8	21.2	13.3	10.8	27.7	18.1	27.2	11.4	10.5
	人均租房面积(平米/人)	20	20	20	20	30	30	30	30	30	30
	当前租金(元/月/平米)	73.3	66.9	44.6	66.7	23.0	31.4	29.2	28.1	23.3	35.3
	租金涨幅(%)	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
	年租金(亿元)	49	28	23	22	9	32	20	28	10	14
新增需求	项目	成都	合肥	杭州	苏州	厦门	福州	沈阳	珠海	大连	西安
高校毕业生租房需求	2015年高校毕业生人数(万人)	19.0	13.8	12.5	5.7	4.9	9.3	11.5	3.4	8.1	23.3
	每年新增高校毕业生租房需求(万人)	9.5	6.9	6.3	2.9	2.5	4.7	5.7	1.7	4.1	11.6
新迁入外地非农租房需求	近5年年均外地人口增量(万人)	0.0	3.8	2.0	1.0	0.4	1.2	0.0	0.0	1.8	0.0
	非农人口占比(%)	52%	45%	43%	36%	43%	37%	64%	58%	56%	44%
	每年新增外地非农人口数量(万人)	0.0	1.7	0.9	0.4	0.2	0.4	0.0	0.0	1.0	0.0
农民工租房改善需求	外地农业人口(万人)	145	20	111	261	123	67	49	24	59	54
	外地农业人口每年租房改善占比(%)	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
	外地农业人口租房改善需求(万人)	1.4	0.2	1.1	2.6	1.2	0.7	0.5	0.2	0.6	0.5
合计	新增租房人数合计	10.9	8.8	8.2	5.8	3.8	5.8	6.2	1.9	5.7	12.2
	人均租房面积(平米/人)	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
	当前租金(元/月/平米)	24.9	21.7	43.2	27.6	39.7	32.8	32.9	32.0	30.4	22.7
	租金涨幅(%)	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
	年租金(亿元)	10	7	13	6	6	7	8	2	6	10
20城市中端以上住房租赁市场规模新增量(亿元/年)											311

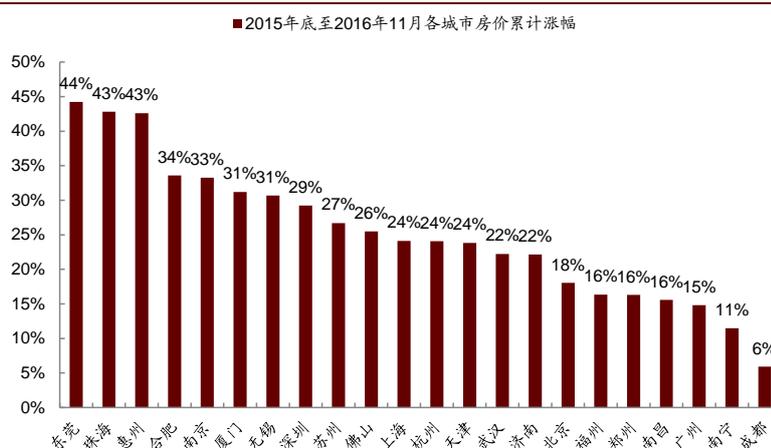
资料来源: 各城市统计公报, 城市房产网, 中金公司研究部

## 城市分化即将出现，未来聚焦一线及核心二线城市

房价上涨平均拉长租房居住周期 2~3 年。在 2016 年热点城市房价快速上涨，而居民收入增速平稳（多数城市人均可支配收入年增速在 6~8% 区间）的背景下，刚需购买力受到抑制，首套置业的购房者年龄被推后。根据世联行的统计，2016 年部分热点城市的平均首置年龄已超过 35 岁，较 2012 年有明显提升 2~3 年，相应的新进入人口的租房周期也普遍上升到了 10 年以上（以大学生 22 岁毕业计算），租房居住需求周期被进一步拉长。

未来城市分化也将更为严重，潜力租房市场将在一线及核心二线城市。我们同时以三项指标来筛选租房潜力市场，指标分别为房价收入比<sup>1</sup>、25~35 岁人口数量绝对值<sup>2</sup>和 2015 年末时点 25~35 岁人口未购房比例<sup>3</sup>。以房价收入比 > 10 倍，25~35 岁人口数量绝对值 > 100 万，未购房比例 > 20% 的筛选标准，我们筛选出上海、北京、深圳、广州、天津、武汉、南京、杭州、厦门、济南这 10 个租房潜力市场。我们认为购房难度大、年轻人口多、新增土地供给少的一二线城市，将迎来更为持续的租房需求，租房市场发展也将更具潜力。

图表 24：全国热点城市房价涨幅一览



资料来源：中指数据，中金公司研究部

图表 25：部分热点城市平均首置年龄已超过 35 岁



资料来源：世联行数据，中金公司研究部

<sup>1</sup> 房价收入比计算说明：房价采用 2016 年 11 月百城房价均值，收入采用 2015 年城镇居民人均可支配收入，人均居住面积来自第六次人口普查；

<sup>2</sup> 25~35 岁人口数量绝对值来自第六次人口普查；

<sup>3</sup> 未购房比例计算说明：假设所有城市户均 2.5 人，户均住房面积 100 平米。根据各年商品住宅销售面积和相应的购房者年龄段比例计算出目标人群的累计购房面积，再根据户均购房面积和户均人数计算出已购房人数，从而推导出未购房人数占比。详细计算过程及结论可参见我们 2015 年 12 月 18 日发布的《白银时代危与机（1）：百城地产大数据，城市精选 12 强》。

图表 26：潜力租房市场筛选：将聚焦一线及核心二线城市

	25-35岁人口数量（万人）	房价收入比（倍）	未购房比例（%）
上海	510.3	23.6	63%
北京	487.2	22.9	74%
深圳	378.3	26.3	75%
广州	296.4	11.2	56%
天津	271.7	10.4	38%
武汉	227.9	10.2	25%
南京	174.7	14.5	43%
杭州	148.7	19.6	21%
厦门	105.7	18.7	33%
济南	104.7	9.1	28%

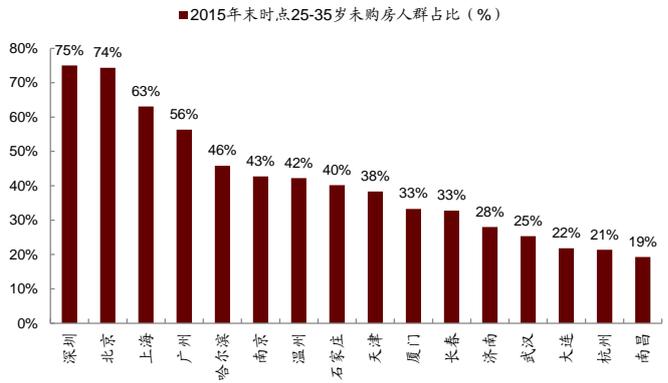
资料来源：万得资讯，第六次人口普查，中指数据库，中金公司研究部

图表 27：重点城市房价收入比一览



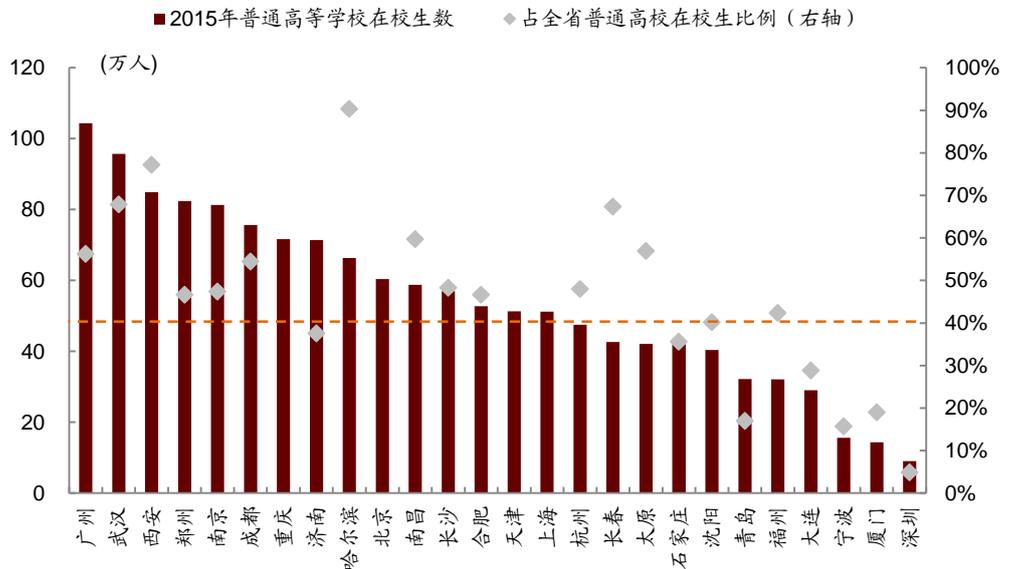
资料来源：US Census，中金公司研究部

图表 28：重点城市适龄人口未购房比例一览



资料来源：日本统计局，中金公司研究部

图表 29：各省的高校毕业生也主要集中在省会城市



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

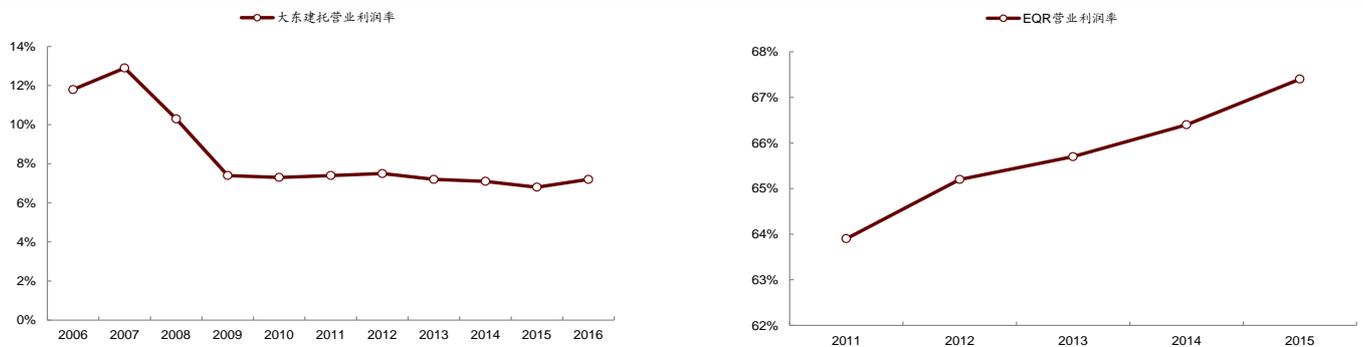
## 有品牌、成本低的公司将致胜

### 国际经验表明，住房租赁是个慢工出细活的行业

由于管理成本、资产获取等原因，住房租赁在长期是个慢工出细活的苦行业。以日本、美国等发达国家经验（参见附录：他山之石——日本和美国的品牌公寓经验）来看，住宅租赁行业是个慢工出细活的苦行业。日本租赁住宅的发展模式主要是委托承建+建后代租，建筑公司充当“二房东”角色，行业增速、毛利率都不算太高。美国品牌公寓 REITs 则是重资产、重资金投入的资产持有方，虽然行业增速快、毛利率较高，但股利回报率、FFO 增速等核心指标低于美国其他类型上市 REITs。

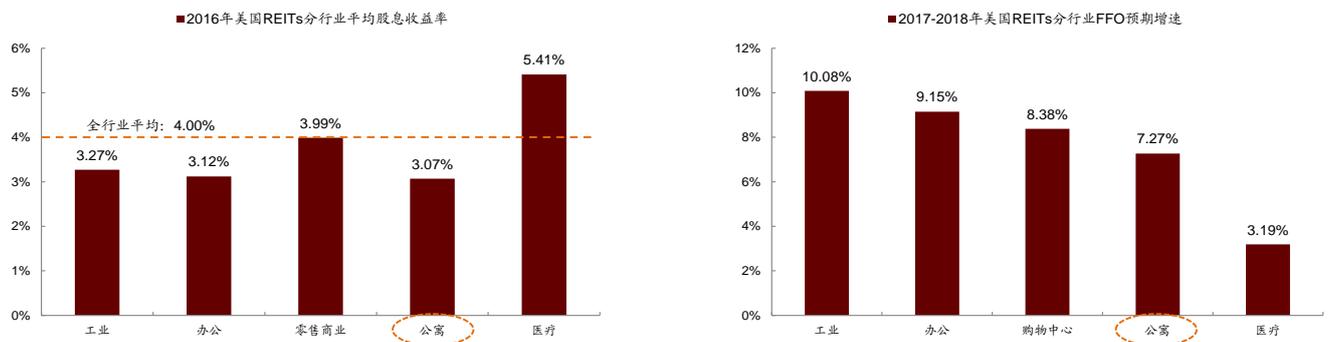
- ▶ **案例公司——日本大东建托：**大东建托是日本规模最大的承建+代租运营商，公司从 1995 年经营 14 万户到目前的超过 100 万户，共花了 20 年时间。公司以精细化运作著称，例如将全日本精细划分至 4600 个区域，每个区域又划定三类需求：家庭、年轻夫妇和单身，同时全公司配备超过 450 名专业人士，以一年两次的频率评估各个区域和各类需求；获客渠道方面，除了公司自身成立的线上线下中介结构 Housecom，公司还联合广大的第三方中介公司以扩大拓客力度；租后服务方面，除了常规的物业管理服务，公司还为租客提供多项便利服务，如将租金和杂费捆绑后一次性信用卡支付、无需垫付押金降低支付门槛、提供租房担保人服务等。
- ▶ **案例公司——美国 EQR：**EQR 是美国知名的出租公寓运营商，早在 2000 年，公司管理公寓约 22.5 万间，而目前仅管理约 11 万套，规模大幅缩减的主要原因在于公司属于重资产运营，运营模式为持有公寓而非代租，因此需对公寓选址精挑细选以最大化租金收入和物业升值收益。公司自 2000 年开始不断聚焦核心区域，并出售非核心区域公寓资产，目前公司管理的公寓仅分布在美国 6 大核心沿海区域，包括波士顿、纽约、华盛顿、洛杉矶、旧金山和西雅图。

图表 30：美国 EQR 与日本大东建托营业利润率比较



资料来源：EQR 年报，大东建托年报，中金公司研究部

图表 31：美国公寓类 REITs 的股息收益率以及 FFO 增速（近两年）在行业内均处于低位



资料来源：NAREIT，中金公司研究部

## 中国长租公寓市场将逐步走向品牌化、集中化

目前中国长租公寓品牌超过 500 家。中国早先的长租公寓企业起源于传统的“二房东”模式，即个人拥有大量房源，整体出租并结合品牌化运营。2010 年，在消费升级的大背景下，具有更好居住体验和性价比的连锁品牌长租公寓，一定程度上替代了传统的租房业态，整个行业进入快速发展和品牌化时期。截至目前，根据中国饭店协会公寓委员会的统计，国内拥有规模公寓企业超过 500 家，如以单个品牌管理 4000 间公寓估算，全国房源总规模将突破 200 万间。

**多方涌入，加速推动行业发展。**2012 年是长租公寓行业快速发展的元年，大量“互联网+资本”平台进入该领域，如 You+公寓、优客逸家、青客公寓等，这类平台由于初始资金规模有限，往往以分布式起家，以快速获取房源，抢占市场。除了创投类的长租公寓品牌，地产中介服务机构和房地产开发商也快速加入竞争格局，中介服务机构参与者包括链家（自如）、世联行（红璞公寓）和我爱我家（相寓）等，其竞争优势在于广大的房源和客源基础，尤其是分布式的收房效率极高，且对租客的定位更加精准；房地产开发商，如万科、招商蛇口、金地、深业集团也在近几年大力推广各自的长租品牌，开发商涉足长租公寓一般具备资金优势，以及装修改造的成本优势。

**行业仍处于抢占市场份额阶段，集中度偏低。**目前市场主流的长租公寓品牌中，规模最大的为自如品牌，拥有超过 20 万间自如友家和 7 栋自如寓，其余规模较大的品牌，如 You+、优客逸家、青客公寓、魔方公寓、红璞公寓等，管理房源规模在 2~3 万间水平，行业整体集中度偏低，仍处于薄利抢占市场份额阶段。

**资本运作提速，融资成本降低。**近两年，长租公寓受到资本市场追捧，多个优质公寓品牌已获得了 B 轮、甚至 C 轮融资，规模企业的融资成本也从 2014 年的 18~20% 下降到 12~15%。

图表 32：主要长租公寓品牌分类

运营主体	模式	竞争优势	市场主要参与者
房地产开发公司	主要以集中式为主	资金优势，集中式获取房源优势，装修改造成本优势	万科——泊寓 金地——草莓社区 招商蛇口——壹栈、壹间和壹棠 深业集团
地产服务中介	集中式和分布式均有	分散式获取房源优势，获取客源优势，客户定位更加精准	世联行——红璞公寓 链家——自如 我爱我家——相寓
“互联网+资本”平台	主要以分布式为主	运营灵活，模式新颖	You+公寓 优客逸家 青客公寓 魔方公寓 蘑菇公寓

资料来源：各企业官网，中金公司研究部

图表 33：主要长租公寓品牌信息汇总

品牌	自如	You+公寓	优客逸家	青客公寓	魔方公寓	蘑菇公寓	世联行红璞公寓
成立时间	2011.5	2012	2012.2	2012.1	2009.6	2014	2014
收房模式	分布式、集中式	集中式	分布式	分布式	集中式	分布式	集中式
管理规模	25万间自如友家+7栋自如寓	目标：You+2015年2万套房源，2016年房源数量增至10万套	约3000个房源	约3.5万间	2.2万间	1万间 (截至2015年6月)	8000间 (截至2016年9月)
出租方式	合租+整租	整租	合租+整租	合租	整租	合租+整租	合租+整租
所在城市	北京、上海、深圳	主要分布于广州、北京、上海	成都、武汉、北京、杭州	上海、苏州	北京、上海、广州、深圳、南京、武汉、苏州等全国10个大中型城市	北京、上海、深圳	深圳、广州、杭州、苏州、南京、合肥等8个一二线城市
月客均价	自如合租 1500-3500/人 自如寓（整租）5000/间	2000-3000元/月	1100-2000元	松江区 1500-3000元/月 嘉定、青浦、奉贤、上海花桥 1500-2000元/月 宝山、普陀 2000-3500元/月 徐汇、静安、虹口、杨浦 3000-4000元/月 闸北 3000-5000元/月	一线城市 3000-6000元/月（北上广深） 二线城市 2000-4000元/月	合租 1500-2500元/人 整租 3000-6000元/间	广州红璞单间 1600-3000元/月、合肥红璞单间 1000-1900元/月

资料来源：各企业官网，中金公司研究部

图表 34：长租公寓行业主要融资事件一览

企业	融资时间	融资金额	投资方
优客逸家	2013年	300万元	源渡创投
	2013年	400万美元	君联资本
	2015年	2200万美元	经纬中国领投、海纳亚洲君联资本跟投
链家自如	2016年4月	A轮融资60亿元	华晟资本领投，高瓴资本、百度和腾讯作为战略投资方参与
You+公寓	2014年8月	A轮融资1亿元	策源创投、顺为资本
	2015年5月	B轮融资3000万美元	时代地产
青客公寓	2012年11月	2000万元	嘉定国资公司下设的创投基金
	2014年9月	A轮融资数千万美元	达晨创投
	2015年5月	B轮融资1.8亿元	赛富亚洲领投、纽信创投等跟投
魔方公寓	2013年	B轮融资6000万美元	华平投资
	2015年	B+轮追加1.4亿美元	华平投资
	2016年4月	C轮融资近3亿美元	中航信托领投
	2016年9月	1.19亿美元	华平投资、纪源资本、T. Rowe Price和Andreessen Horowitz 联合投资
蘑菇公寓	2014年3月	A轮融资3000万元	IDG资本、平安创投基金
	2014年12月	B轮融资2500万美元	海通开元基金领投，中国平安、IDG资本跟投
	2015年6月	B+轮融资3000万美元	韩国KTB Network领投，海通开元基金、平安创投与IDG资本跟投的
爱上租	2016年4月	A轮融资1.01亿元	巨鲸资本

资料来源：投资界，创业邦，公司官网，中金公司研究部

### 国内长租公寓案例一览

- ▶ **“互联网+资本”平台案例——青客：**青客成立于2012年，是由上海市青年联合会的青联委员提议发起，由国资基金引导社会资本参与投资，为解决青年人才住房问题而设立的股份有限公司。现有员工1000余人，下设上海分公司、苏州分公司近70个服务中心，管辖3.5万余间客房，目前已基本实现了上海地区的全覆盖。青客主要以分布式获取房源，大多采用“五年一租”方式租赁，从毛坯收房到装修完成一般需要半个月时间，平均一间装修成本在1.5~2万元水平。青客专注深耕上海及周边市场，且进入长租公寓市场时间较早，因此在上海本地具备一定的优良口碑。

图表 35：青客样板房展示



资料来源：青客官网，中金公司研究部

图表 36：青客的地图找房界面

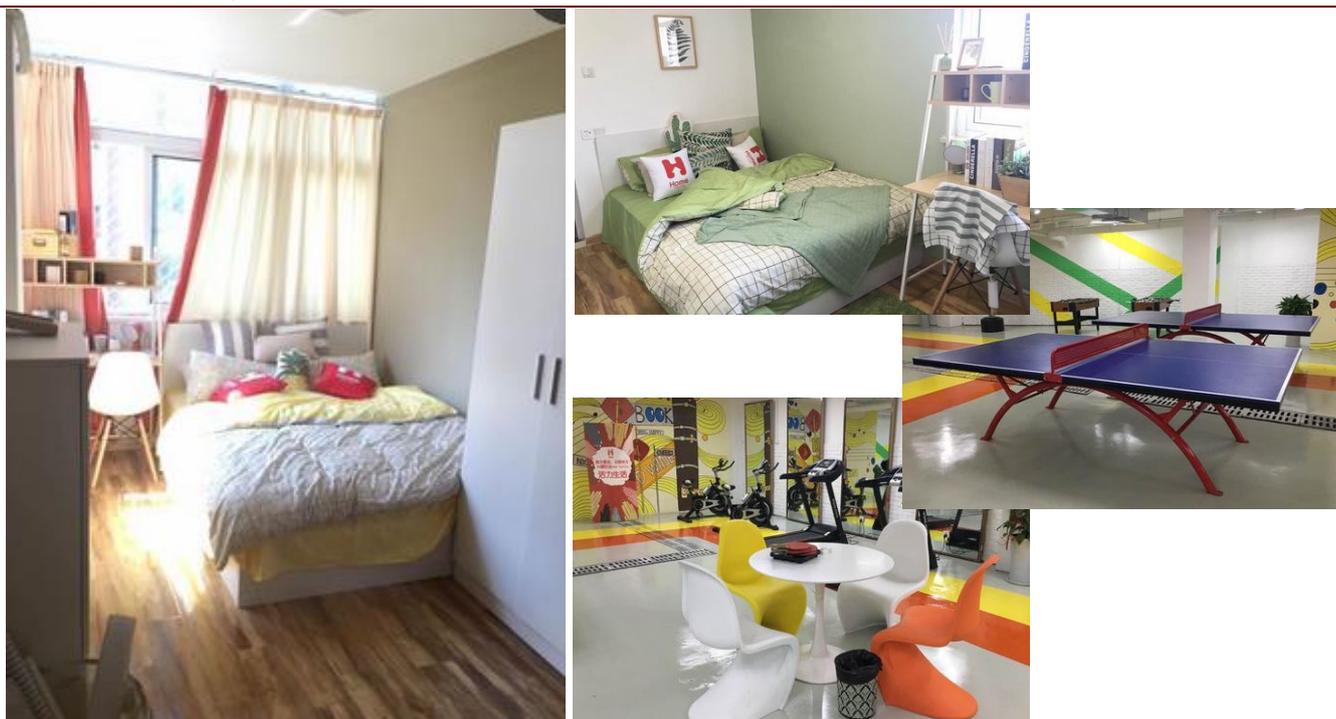


资料来源：青客官网，中金公司研究部

- 房地产中介服务机构案例——世联行红璞公寓：**红璞公寓是全国新房代理龙头世联行（002285.CH）旗下的长租公寓品牌，截至 2016 年底，红璞公寓规模已有 3 万余间（包括在租的和在装修的），分布在深圳、广州、杭州、苏州、南京、合肥等核心一二线城市，公司 2017 年拓展目标约 10 万间。红璞公寓主要以集中式获取房源，母公司世联行在全国 54 个城市都有分公司，各个分公司与当地开发商都有过合作经历，因此以集中式获取房源具备先天优势。

运营方面，以合肥红璞公寓为例，该项目原始物业为某国有企业闲置多年商办，改造成红璞公寓 81 间，共 50 多天改造期，总改造费用近 300 万（含公共设施投入）。今年 8 月开盘出租，出租率在 80% 左右。租金方面，套内 17 平米单间 980 元/月，28 平米单间 1600 元/月，单间最高 1880 元/月（周边一室户租金 1500~1600 元/月左右）。该项目预计 2 年半左右现金流回本，运营成本主要是人工投入，单个项目预计配备 2 个物管、1 个保洁和 1 个保安。

图表 37：合肥红璞公寓展示



资料来源：调研实地拍摄，中金公司研究部

- ▶ **房地产开发商案例——招商蛇口壹公寓：**壹公寓是招商蛇口（001979.CH）旗下的长租公寓业务，隶属于园区开发与运营部门，早期为配套宿舍项目，在 2009 年对部分旧楼进行改造，之后一步步演变成了现今的长租公寓业务。目前长租公寓业务有三条产品线：壹栈、壹间和壹棠，定位各有不同，壹栈主要面向青年白领，壹间定位城市中产，壹棠目标群体是企业高管，更类似于高端酒店式公寓。目前壹公寓总规划建面约 50 万方，对应约 1 万套公寓，全部位于深圳蛇口区域。

图表 38：招商蛇口壹公寓三条产品线一览

	青年白领公寓	城市中产公寓	服务式公寓
品牌			
客户定位	青年白领	城市中产	企业高管
产品大小	40平米以下	50平米以下	60平米左右
价格定位 元/平米·月	60-90	100-150	160-250

资料来源：房东东微信公众号，中金公司研究部

图表 39：壹公寓实景展示



资料来源：房东东微信公众号，中金公司研究部

## 盈利模式：客源很丰富，低成本获取房源才是关键

品牌长租公寓发展模式可以分为集中式和分布式两种。以获得房源方式不同，我们可以将长租公寓行业的发展模式分为集中式和分布式两种。集中式是指整租整栋物业，重新装修后出租，统一服务标准，往往配有社区概念，除了整租外，还有少数企业自建或收购整栋物业，即从开发商或政府手中获取闲置资产加以改造并出租，属于偏重资产运营模式。分布式是指从多个业主手中获取零散房源，统一装修风格后出租，社区概念偏弱。目前市面上成规模的长租公寓品牌多以分布式为主，因为分布式获取房源速度更快，更容易在行业初期扩张规模。

盈利模式主要是租金差，盈利关键点在于低成本房源。不管是集中式还是分布式，长租公寓的盈利模式主要是赚取租金差，我们对比了魔方公寓（上海）、函数青年公寓（北京）和红璞公寓（广州）与各自周边小区房源的租金情况，发现品牌公寓较周边房源的租金溢价一般在 50~80% 区间。我们认为集中式公寓的盈利前景好于分布式，主要基于以下几个判断：1) 无论是集中式还是分布式，前期的装修改造支出都是成本的重要组成部分，使得项目的投资回收周期一般在 4~5 年，且装修成本摊销年限一般为 5 年，使得项目前五年的净利润处于较低水平，甚至亏损。集中式的租约一般为 5~10 年，足以覆盖投资回收周期以及前期的薄利阶段，而分布式由于是从业主手中获取零散房源，租约往往只有 2~3 年，加大了项目盈利的不确定性；2) 集中式受规模效应的影响，装修成本和运营成本往往会低于分布式；3) 集中式享受额外的批零租金差，即获取整栋的闲散物业往往会享有一定的租金折扣，而分布式租金差有一部分来自隔断间贡献的租金收入，如将客厅打造隔断并单独出租。

- ▶ **案例测算表明，集中式公寓 IRR 高于分布式公寓，且回收期短。**为了更直观的对比集中式与分布式的盈利水平，我们选取红璞公寓在广州天河区运营的东圃公寓（集中式）和美林湖畔公寓（分布式）进行比较，两处公寓的物理直线距离仅有 1.3 公里，可比性较高。经测算，我们发现集中式和分布式的投资回收周期均在 5 年左右（假设年平均空置率=10%），但集中式的内部收益率（假设 10 年后退出）要高于分布式；从利润率角度看，集中式后期（装修成本摊销完毕后）的利润率也要高于分布式。另外，我们还发现打造隔断间对分布式公寓的意义重大，多一间公寓出租意味着整体租金溢价率上升 30~40%，反映到 IRR 上则是正与负的差别。
- ▶ **敏感性分析表明，空置率与租约年限对 IRR 的影响较大。**我们从空置率、租金溢价率、免租期以及租约年限四个维度对广州红璞公寓集中式和分布式项目 IRR 分别进行了敏感性分析，发现空置率与租约年限对 IRR 的影响较大：1) 当空置率为 0% 时，集中式和分布式的 IRR 分别为 31% 和 30%，而当空置率上升至 20% 时，两者的 IRR 将分别降至 8% 和 3%；2) 集中式租约年限为 5 年、10 年和 15 年所对应的 IRR 分别为 3%、20% 和 23%，分布式租约普遍短于集中式，如果租约小于 5 年，将面临 IRR 为负。

图表 40：集中式和分布式模式比较

	集中式	分布式
定义	整租整栋物业，改造后出租	从多个业主手中获取零散房源，装修后出租
运营模式	重资产和轻资产并存	轻资产
获取房源速度	慢	快
租约	5~10年	2~3年
租金差	高	低
软装成本	低	高
装修时间	半年到一年	2-3个星期
运营成本	低	高
社区概念	有	无

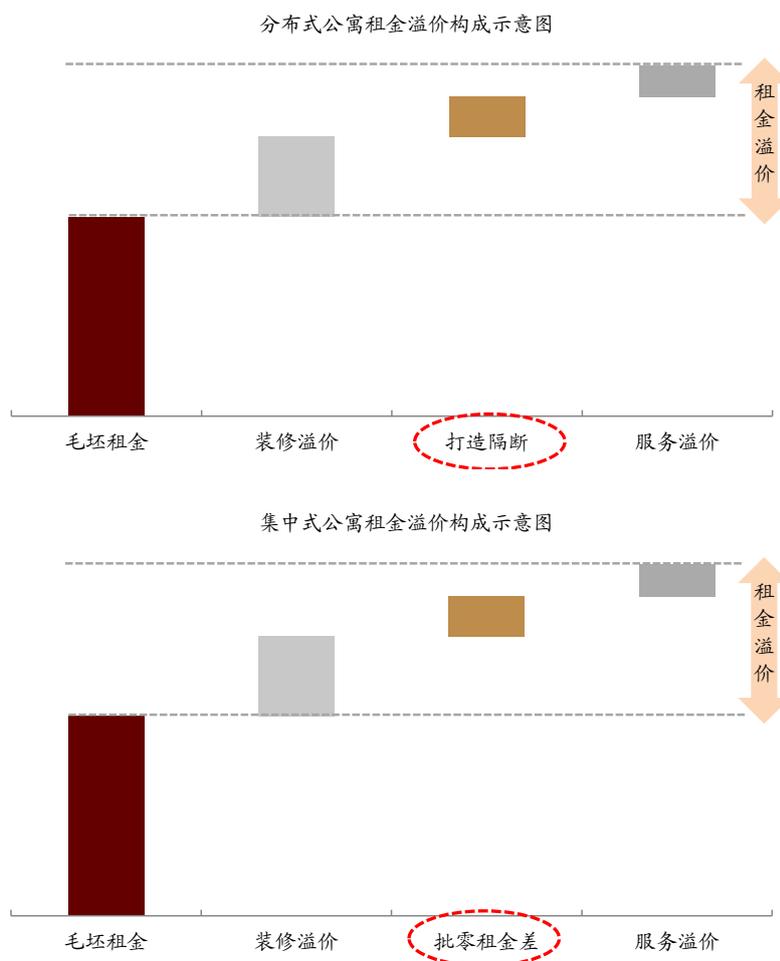
资料来源：中金公司研究部

图表 41：目前市面上主要长租公寓品牌模式分类



资料来源：中金公司研究部

图表 42：品牌公寓租金溢价构成示意图



资料来源：中金公司研究部

图表 43: 长租公寓租金溢价率情况

函数青年公寓北京大钟寺店						
户型	建筑面积 (平方米)	价格 (元/月)	单位租金 (元/天·平方米)	周边小区均价 (元/天·平方米)	较周边小区租金溢价	
A	32.3	4350	4.49	3	50%	
B	30.5	4350	4.75	3	58%	
C	30.5	3850	4.21	3	40%	
D	30.5	4150	4.54	3	51%	

函数青年公寓北京双榆树店						
户型	建筑面积 (平方米)	价格 (元/月)	单位租金 (元/天·平方米)	周边小区均价 (元/天·平方米)	较周边小区租金溢价	
1	27.2	4799	5.88	4	47%	
2	24.2	4499	6.20	4	55%	
3	19.4	3499	6.01	4	50%	
4	24.9	4599	6.16	4	54%	
5	27.6	4799	5.80	4	45%	
6	24.6	4599	6.23	4	56%	
7	27.6	4799	5.80	4	45%	
8	17.6	3499	6.63	4	66%	
9	24.9	4599	6.16	4	54%	
10	13.0	2699	6.92	4	73%	
11	21.0	4399	6.98	4	75%	

魔方公寓店面	建筑面积 (平方米)	价格 (元/月)	单位租金 (元/天·平方米)	周边小区均价 (元/天·平方米)	较周边小区租金溢价	
上海张江店	30	3570	4.0	2.5	59%	
金桥店	30	2460	2.7	2	37%	
大柏树店	30	3190	3.5	2.5	42%	
昌林路店	30	3200	3.6	1.5	137%	
杨高北路站	40	4000	3.3	2	67%	

广州天河区红璞公寓 (分布式)						
房间号	价格 (元/月)	租金合计 (元/月)	同小区同户型租金 (元/月)	租金溢价		
1	1400	7400	4500	64%		
2	2300					
3	1600					
3A	2100					

广州天河区红璞公寓 (集中式)						
东圃红璞公寓	建筑面积 (平方米)	价格 (元/月)	单位租金 (元/天·平方米)	周边小区均价 (元/天·平方米)	较周边小区租金溢价	
东圃红璞公寓	28	2000	2.4	1.4	70%	
东圃红璞公寓	20	1600	2.7	1.4	90%	
东圃红璞公寓	38	2500	2.2	1.4	57%	
东圃红璞公寓	50	2800	1.9	1.4	33%	

资料来源: 函数青年公寓和魔方公寓官网, 红璞公寓微信公众号, 中金公司研究部

图表 44: 长租公寓盈利测算变量说明

长租公寓空置率:	10%	东圃红璞(集中式)装修成本:	
参考如家和锦江股份在全国运营的服务型连锁酒店入住率:		硬装(元/平米)	900
	2011~2015	软装(元/间)	6000
如家平均入住率:	86%	合计装修成本(元)	31200
锦江股份平均入住率:	82%	单间面积(平米)	28
		单位装修成本(元/平米)	~1100
		*考虑到集中式具有规模优势,软装成本低于分布式	
<b>运营成本:</b>		<b>美林湖畔(分布式)装修成本:</b>	
假设:人房比	3:100	硬装(元/平米)	700
假设:管理人员平均工资(元/月)	5000	软装(元/间)	7000
运营成本(元/间·月)	150	合计装修成本(元)	98000
运营成本增速参考城镇人均可支配收入增速	6%	套面积(平米)	100
		单位装修成本(元/平米)	~1000
		*分布式硬装主要包括修砌隔断、水电路改造等	

资料来源:公司年报,中金公司研究部

图表 45: 分布式长租公寓盈利测算——如放弃隔断间,收益率将显著下降

以广州红璞公寓美林湖畔小区(分布式)为例

基本信息:

3房1厅套面积(平米)	100	室内装修成本(元/平米)*	1000
租金合计(元/月)	7400	免租期(月)*	2
其中:房间1	1400	装修折旧周期(年)	5
房间2	2300	运营费用(元/套·月)*	600
房间3	1600	年租金收入增速(%)*	3%
房间3A	2100	全年空置率(%)*	10%
相同小区相同户型租金(元/月)	4500	运营成本增速(%)*	6%
租金溢价(%)	64%	*为中金假设	

单位:元

年份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
装修改造成本	-100000									
租金收入(第一年扣除2个月装修期)	66600	82318	84787	87331	89951	92649	95429	98292	101240	104277
租金成本(第一年扣除2个月免租期)	-45000	-54000	-54000	-54000	-54000	-62601	-62601	-62601	-62601	-62601
装修成本折旧	-20000	-20000	-20000	-20000	-20000					
运营成本	-7200	-7632	-8090	-8575	-9090	-9635	-10213	-10826	-11476	-12164
增值税	-1296	-1699	-1847	-2000	-2157	-1803	-1970	-2141	-2318	-2501
税前利润	-6896	-1013	850	2756	4704	18610	20645	22723	24845	27012
所得税	0	0	0	0	-100	-4653	-5161	-5681	-6211	-6753
净利润	-6896	-1013	850	2756	4604	13958	15484	17042	18634	20259
净利润率	n.a.	n.a.	1%	3%	5%	15%	16%	17%	18%	19%
净现金流	-86896	18987	20850	22756	24604	13958	15484	17042	18634	20259
IRR(%,十年期)	17.1%									
投资回收期(年)	5.00									

注:如果不打造隔断间,即减去房间3租金的情景如下:

租金合计(元/月)	5800
其中:房间1	1400
房间2	2300
房间3A	2100
相同小区相同户型租金(元/月)	4500
租金溢价(%)	29%
IRR(%,十年期)	-9.4%

资料来源:红璞公寓公众号, Fang.com, 中金公司研究部

图表 46: 集中式长租公寓盈利水平测算

以广州东圃红璞公寓（集中式）为例

基本信息:

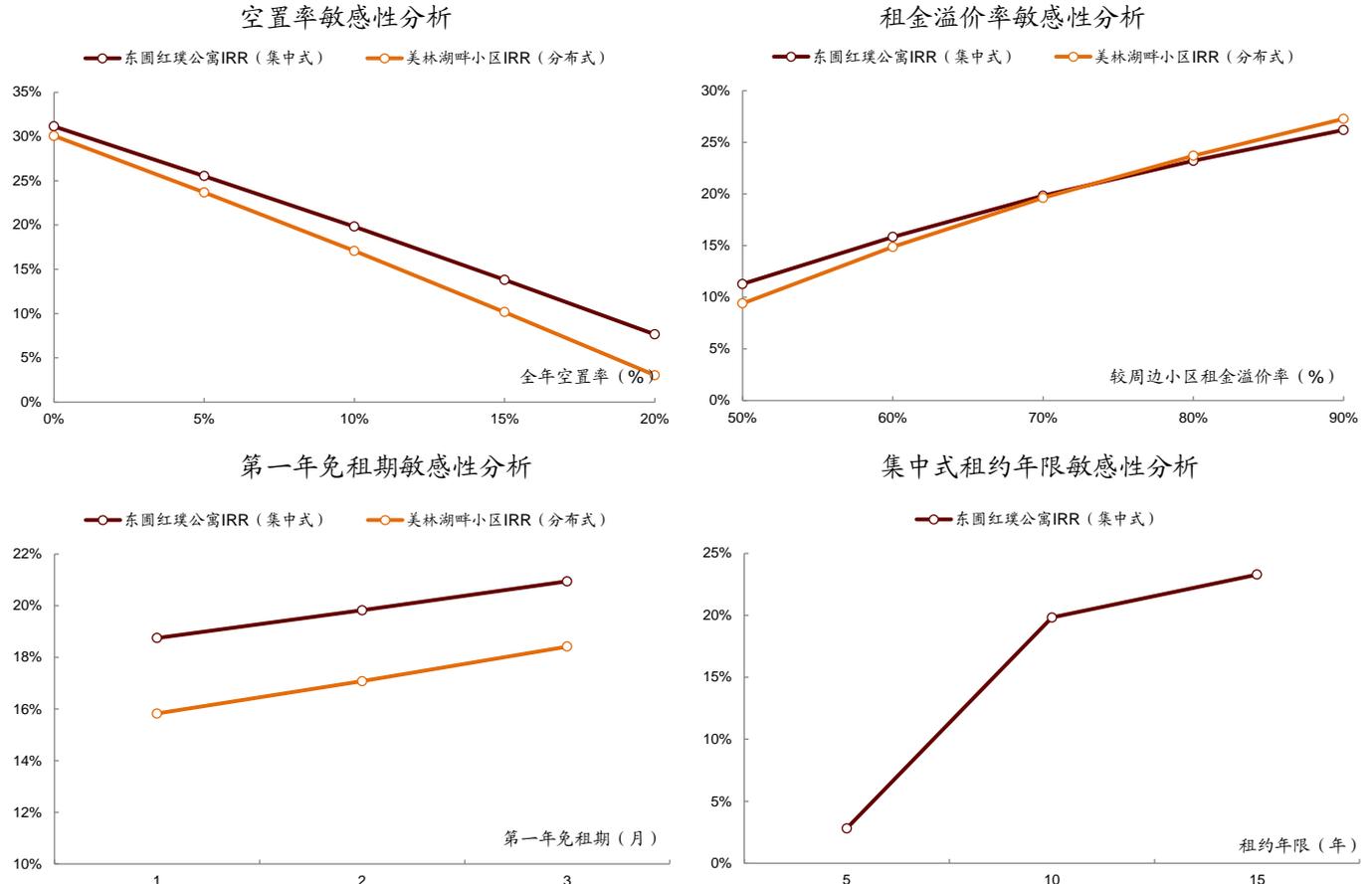
单间面积（平方米）	28	室内装修成本（元/平方米）*	1100
单间租金（元/月）	2000	免租期（月）*	2
单位租金（元/天·平方米）	2.38	装修折旧周期（年）	5
周边小区租金（元/天·平方米）	1.40	运营费用（元/间·月）*	150
租金溢价（%）	70%	年租金收入增速（%）*	3%
房源整租折扣（%）	5%	运营成本增速（%）*	6%
全年空置率（%）	10%	*为中金假设	

单位：元

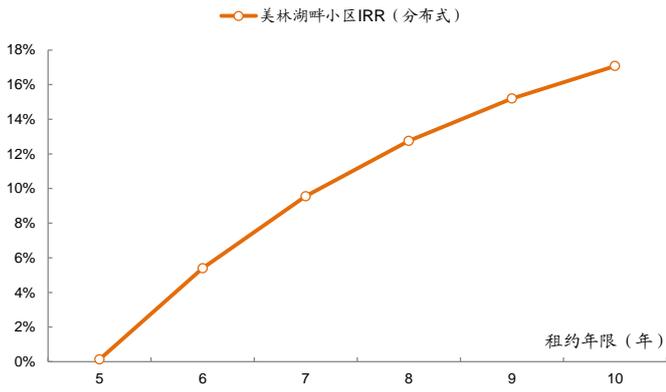
年份	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
装修改造成本	-30800									
租金收入（第一年扣除2个月装修期）	18000	22248	22915	23603	24311	25040	25792	26565	27362	28183
租金成本（第一年扣除2个月免租期）	-11172	-13406	-13406	-13406	-13406	-15542	-15542	-15542	-15542	-15542
装修成本折旧	-6160	-6160	-6160	-6160	-6160					
运营成本	-1800	-1908	-2022	-2144	-2272	-2409	-2553	-2707	-2869	-3041
增值税	-410	-530	-571	-612	-654	-570	-615	-661	-709	-758
税前利润	-1542	243	756	1281	1818	6520	7082	7656	8242	8842
所得税	0	0	0	-185	-454	-1630	-1770	-1914	-2061	-2210
净利润	-1542	243	756	1096	1363	4890	5311	5742	6182	6631
净利润率	n.a.	1%	3%	5%	6%	20%	21%	22%	23%	24%
净现金流	-26182	6403	6916	7256	7523	4890	5311	5742	6182	6631
IRR (%，十年期)	19.8%									
投资回收期（年）	4.93									

资料来源：红璞公寓公众号，Fang.com，中金公司研究部

图表 47: 广州红璞公寓内部人收益率（IRR）敏感性分析



### 分布式租约年限敏感性分析



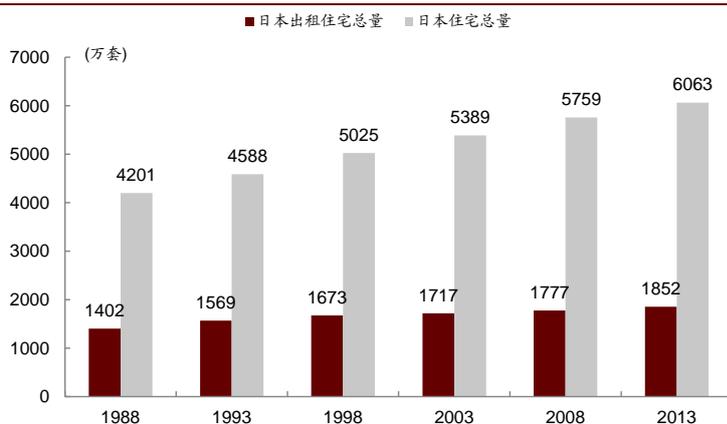
资料来源：中金公司研究部；注：在各项敏感性测试中，其余变量均基于原始情景假设不变（参考图表 45、46）

## 附录：他山之石——日本和美国的品牌公寓经验

### 日本住房租赁市场概况

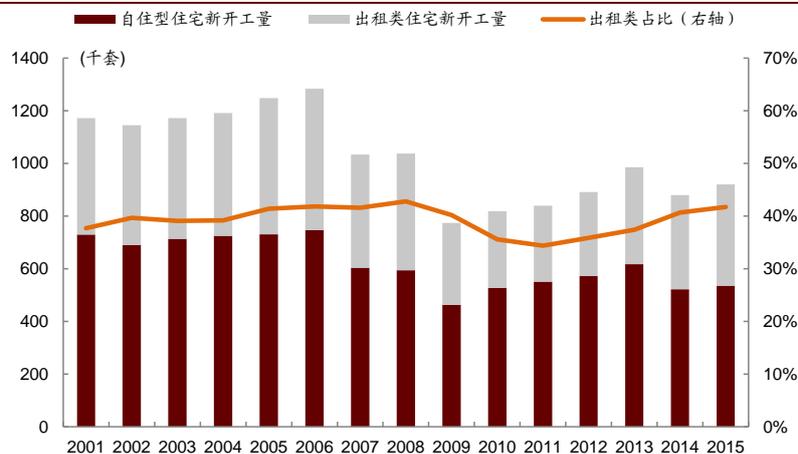
日本租赁类住房占总量约 30%。截至 2013 年，日本住宅总存量为 6063 万套，其中租赁类住房共有 1852 万套，占比约 30%，而在历年的新开工中，租赁类住房占比稳定在 40% 水平，这两个比例与前文描述的日本住房自有率（~60%）较为一致。租赁类住房中，归属于私人的占比高达 79%，归属于政府的比例为 10%，而归属于 UR（Urban Renaissance，独立行政法人都市再生机构）和社会企业的比例仅为 5%，可见日本是以私人住宅租赁为主导的市场。

图表 48：日本出租住房占住房总存量约 30%



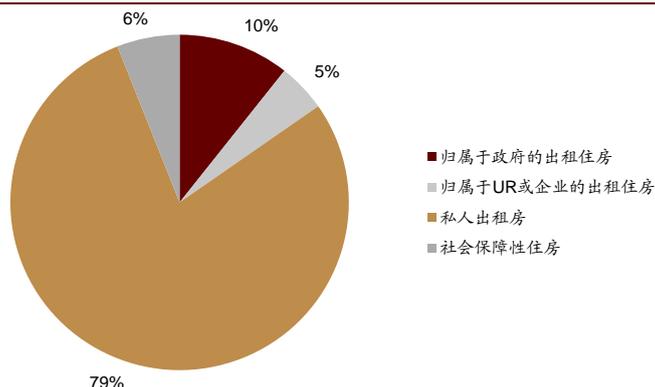
资料来源：日本国家统计局，中金公司研究部

图表 49：日本出租类住房每年新开工量占新开工总量的约 40%



资料来源：JP Housing Starts Statistics MLIT，中金公司研究部

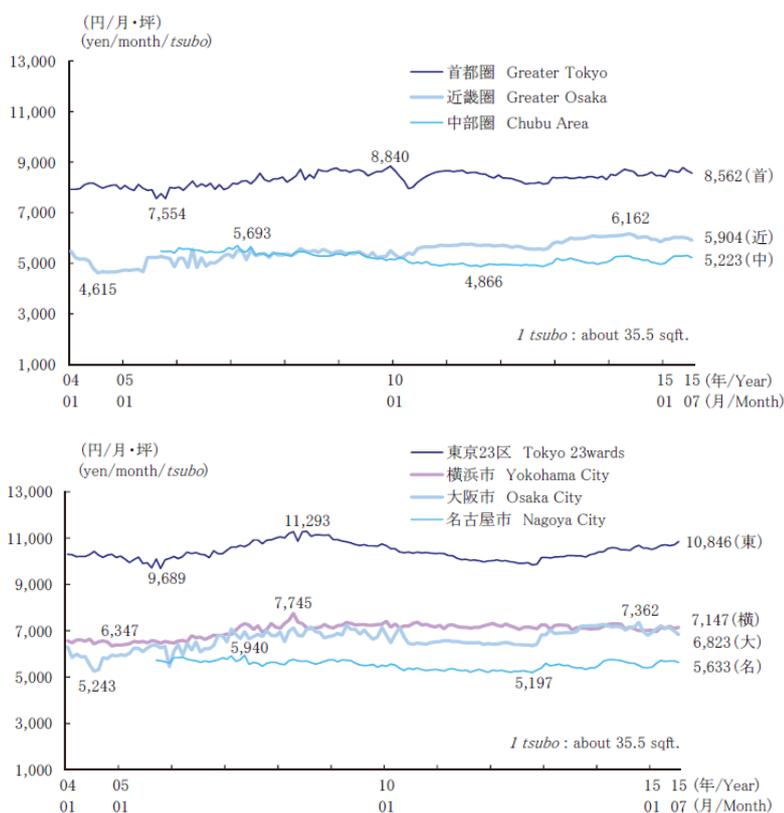
图表 50: 出租住房中私人住房占比高达 79%



资料来源: 日本国家统计局, 中金公司研究部

日本公寓租金走势较为平稳。2004 年至今, 日本三大都市圈的租金走势较为平稳, 首都圈公寓的平均租金稳定在 8500 yen/month/tsubo 水平, 约合 160 元/月·平米, 而首都圈中的东京 23 区的租金为全国最高, 在 10000~11000 yen/month/tsubo 区间 (200~220 元/月·平米)。

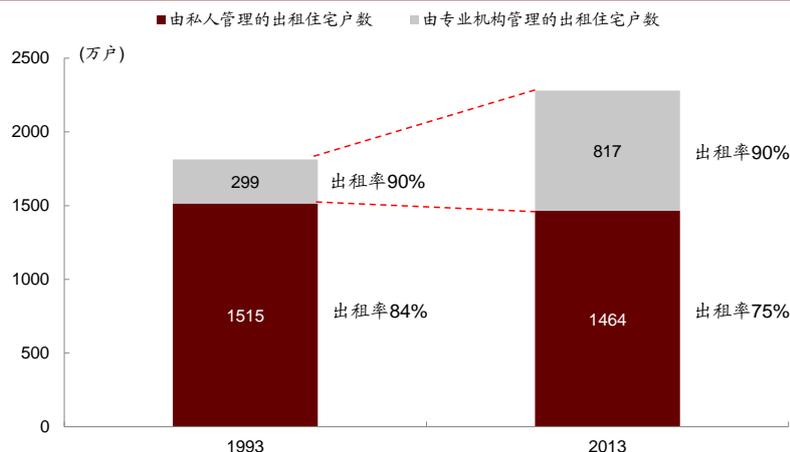
图表 51: 日本各大都市圈及重点区域租金走势



资料来源: mitsuiufudosan.co.jp, 中金公司研究部

日本的专业化管理有效地保证高出租率。日本租赁住房的管理方式正在由私人管理向专业机构管理转型, 1993 年全日本共有约 1814 万套租赁住房, 其中仅有 16.5% 由专业机构管理, 而到了 2013 年, 租赁住房的总量上升至 2281 万套, 由机构管理的比例也上升至 35.8%, 等同于 10 年的增量全部来自机构新增管理租房。出租率方面, 受 2008 年金融危机影响, 日本整体住房出租率有所下滑, 2013 年私人管理下的出租率已降至 75%, 而专业机构管理下的出租率仍维持在 90% 的较高水平。

图表 52：日本专业机构管理下的出租率更高



资料来源：Zenkoku Chintai Jutaku Shimbun newspaper company，中金公司研究部

### 大东建托——日本委托承建+建后代租的产业链闭环模式代表

日本土地私有制所衍生的**承建+代租的产业链闭环模式**。日本现行的土地制度是土地私有制，因此除了传统的房地产开发商（如三井不动产、住友不动产、三菱地所等），从事委托承建的建筑商也是行业内的重要参与者。建筑商在建筑工程完工后，通常还会继续与土地所有者签署长期代租合同（多数在 30 年以上），支付其固定租金（大多每 5 年对租金重新评估一次）并承担后续全部的运营管理，为土地所有者提供一站式服务，这即是日本独有的委托承建+建后代租的产业链闭环模式，行业内代表企业包括大东建托（Daito Trust Construction）、大和房屋工业（Daiwa House Industry）、积水建房（Sekisui House Group）等。虽然日本模式中的委托承建步骤不适用于中国的长租公寓行业，但后续的代租管理对中国长租公寓有一定借鉴意义。

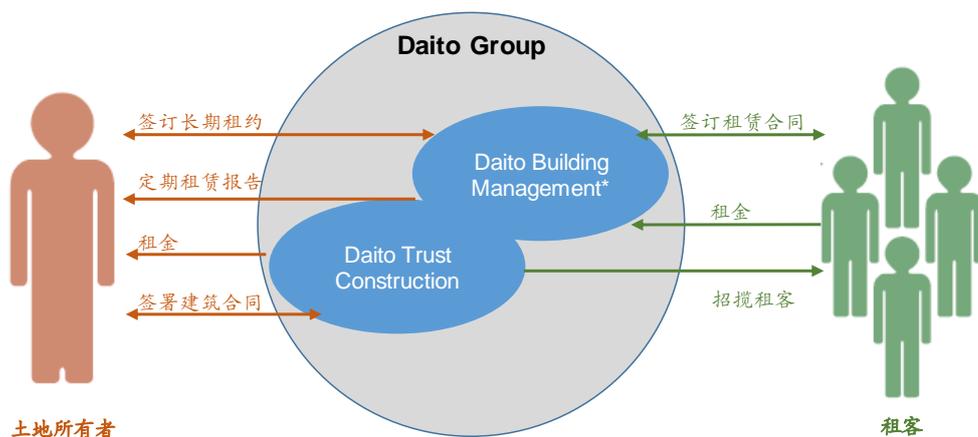
**承建+代租行业龙头——大东建托**。大东建托是日本规模最大的承建+代租运营商，公司成立于 1974 年，早先从事建筑业，并侧重商业物业的管理运营，而在 1992 年后，由于日本颁布的 Revised Productive Green Land Act 使得商业物业供给过剩，公司重心由商业转向住宅，并在 2006 年 7 月正式提出承建+代租的转型方案（Lease Management Trust System, LMTS），并一步步成为行业内龙头。截至 2016 年，公司已连续 8 年位列住宅建造数量全国第一，连续 20 年位列住宅管理数量全国第一，目前在管住宅近 100 万套。

图表 53：大东建托发展历程

时间	事件
1974-6	大东建托（Daito Group）成立
1980-3	Daito Kyosaikai 成立，作为市面上唯一的商业物业对冲机构，Daito 为商业物业业主提供固定租金以对冲空置风险
1992-2	登陆东京股票交易所，正式更名为 Daito Trust Construction Co.,
1995-2	日本 1992 年颁布 Revised Productive Green Land Act，导致商业物业供给过量，公司重心由商业转向住宅
2005 财年	销售收入突破 ¥500 billion
2006-7	Lease Management Trust System（LMTS）正式上线
2010 财年	销售收入突破 ¥1,000 billion

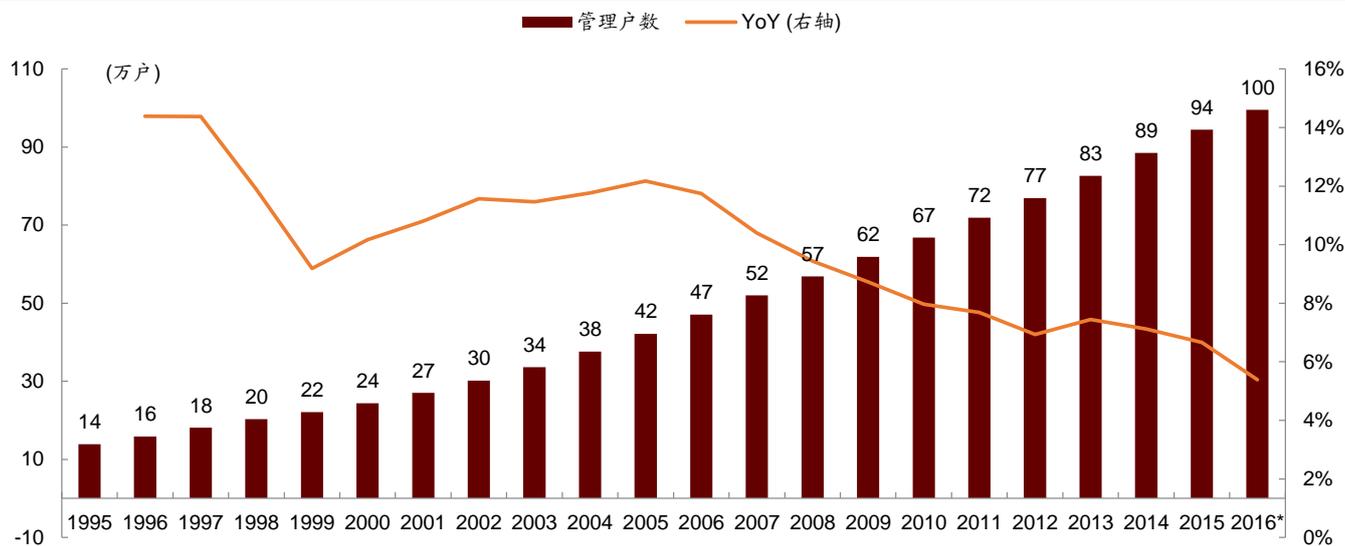
资料来源：Daito 官网，中金公司研究部

图表 54: 大东建托的委托建设+租赁 (LMTS) 的产业链闭环模式



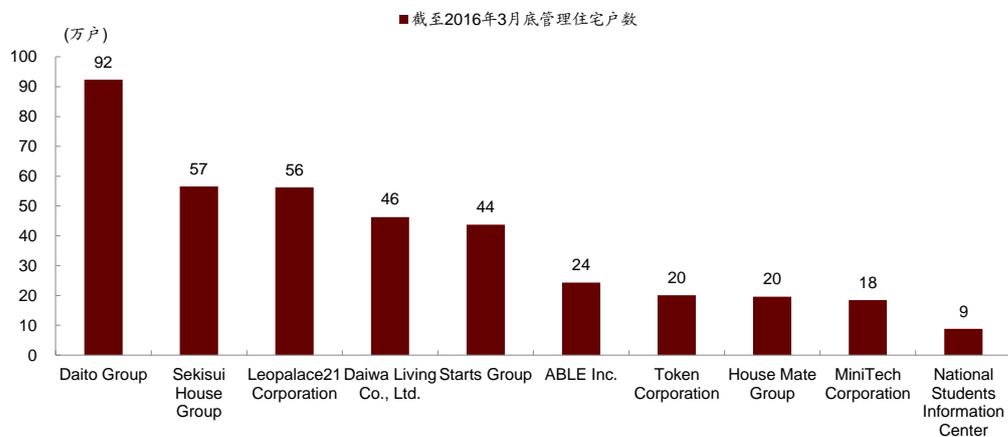
资料来源: Daito 年报, 中金公司研究部; 注: Building Management 为 Trust Construction 的全资子公司

图表 55: 大东建托在管物业数量呈稳健增长态势



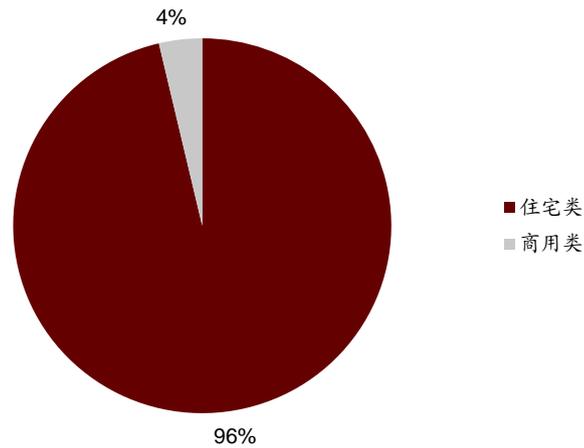
资料来源: Daito 年报, 中金公司研究部; 注: 截至 2016 年 10 月底

图表 56: 大东建托在管物业规模在行业内连续 20 年排名第一



资料来源: Daito 年报, 中金公司研究部

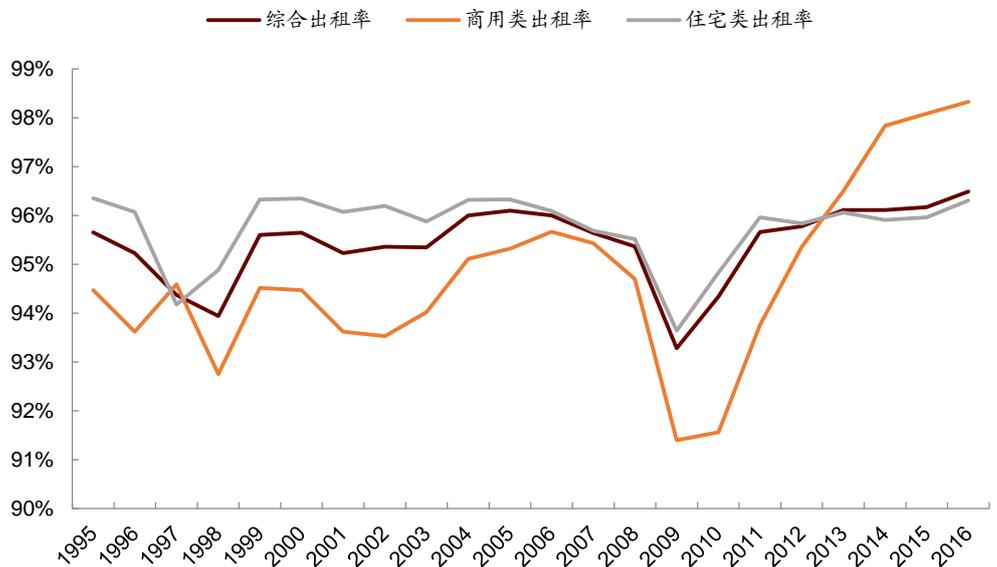
图表 57：大东建托在管物业中以住宅为主



资料来源：Daito 年报，中金公司研究部

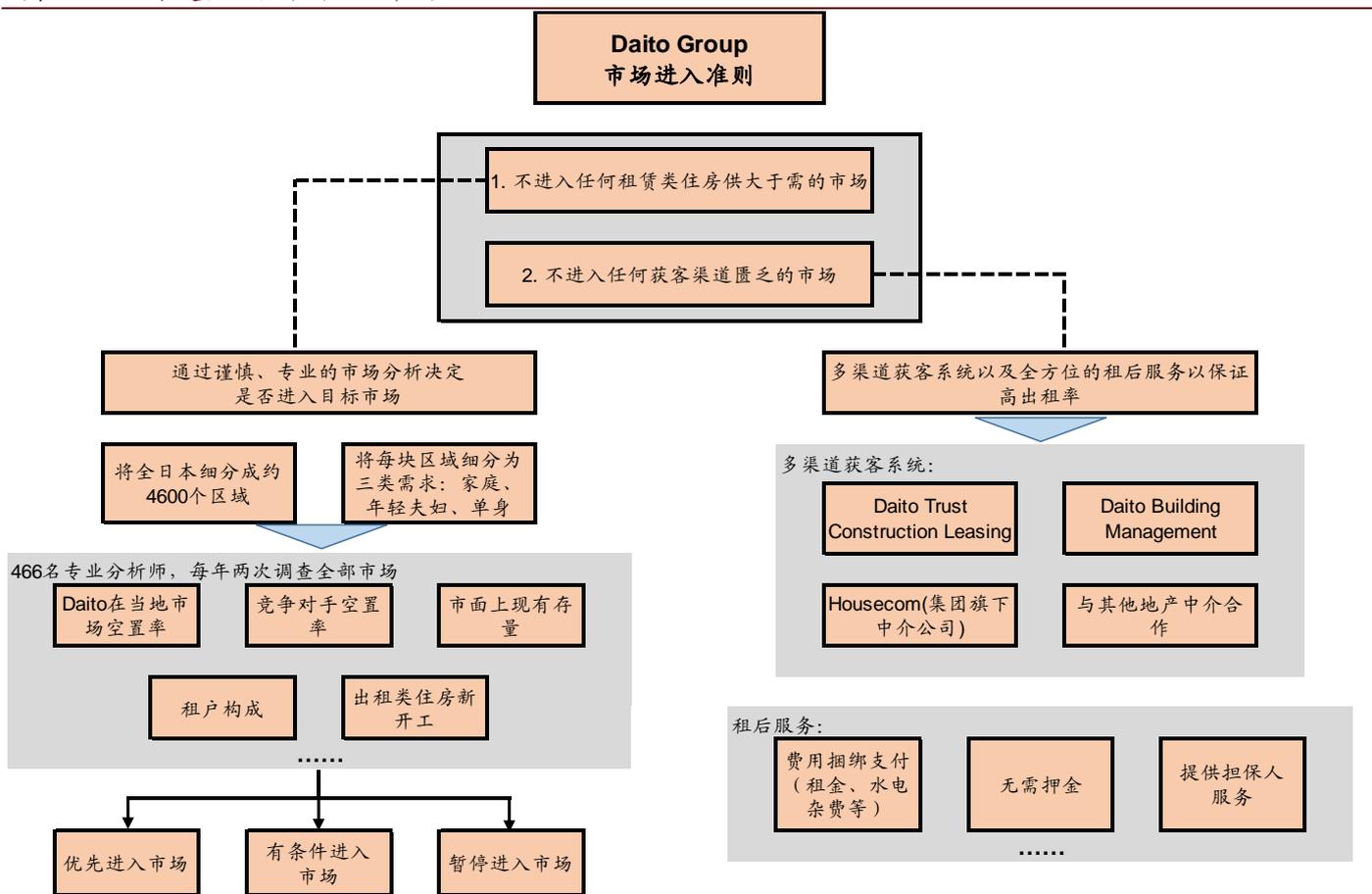
**精细化运营以保证高出租率。**为了保证高出租率，大东建托对目标市场的筛选标准较高：1) 不进入供大于需的市场，2) 不进入获客渠道匮乏的市场。而在这两条准则的背后，公司则要投入大量人力资源以支持市场的筛选，如市场调研工作，公司将全日本精细划分至 4600 个区域，并将每个区域划定三类需求：家庭、年轻夫妇和单身，同时全公司配备超过 450 名专业人士，以一年两次的频率评估各个区域和各类需求；获客渠道方面，除了公司自身成立的线上线下中介结构 Housecom，公司还联合广大的第三方中介公司以扩大拓客力度；租后服务方面，除了常规的物业管理服务，公司还为租客提供多项便利服务，如将租金和杂费捆绑后一次性信用卡支付、无需垫付押金降低支付门槛、提供租房担保人服务等。回顾过往，公司仅在 08~09 年金融危机时期出现过出租率下滑，而其余年份均维持在 96% 左右的较高水平，公司的精细化运营取得显著成效。

图表 58：除了金融危机时期，大东建托在管物业出租率始终维持在较高水平



资料来源：Daito 年报，中金公司研究部

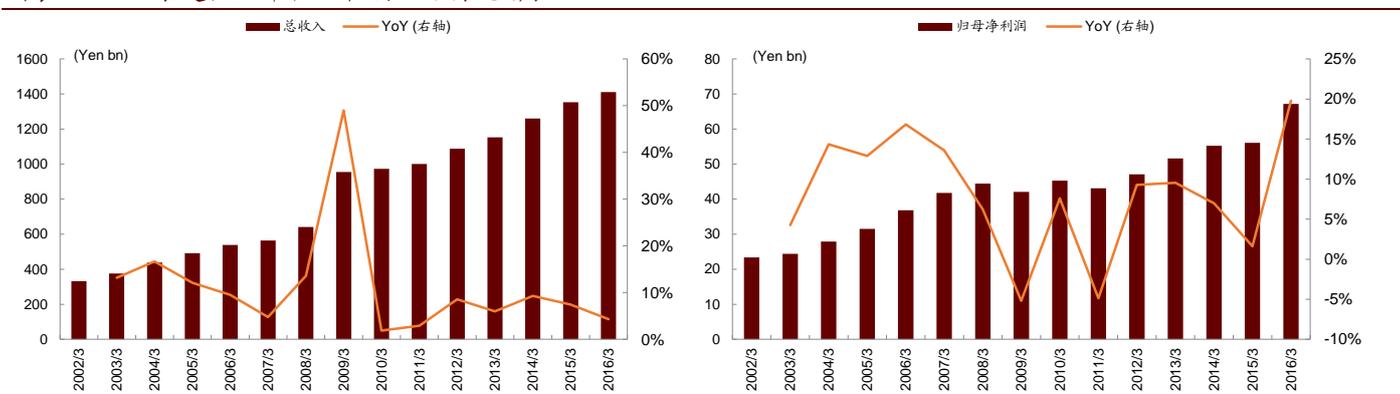
图表 59: 大东建托目标市场进入准则



资料来源: Daito 年报, 中金公司研究部

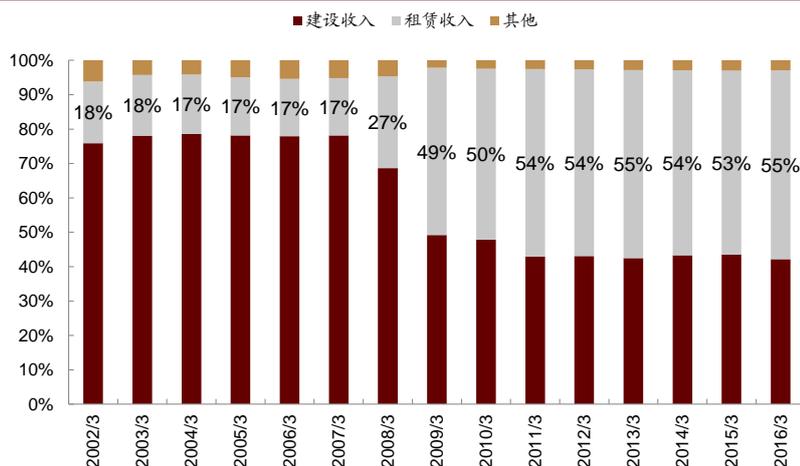
公司租赁业务板块收入占比提升, 而毛利率偏低。公司近几年经营业绩维持平稳增长态势, 2015/16 财年分别实现总收入 13531/14116 亿日元, 同比分别增长 7.4%/4.3%, 实现归母净利润 561/672 亿日元, 同比分别增长 1.6%/19.8%。公司自 2006 年正式提出 LMTS 运营模式后, 租赁板块收入占比逐年提升, 目前已稳定在 55% 水平, 但代租模式使得租赁板块毛利率整体偏低 (<10%), 利润的主要来源还是来自建筑板块。股价走势方面, 自 2012 年初至今, 公司股价累计涨幅已达 149%, 累计跑赢东证指数 56 个百分点和日经指数 39 个百分点。

图表 60: 大东建托历年收入和利润保持稳增长



资料来源: Daito 年报, 中金公司研究部

图表 61: 大东建托收入结构分析, 租赁收入已提升至 55% 水平



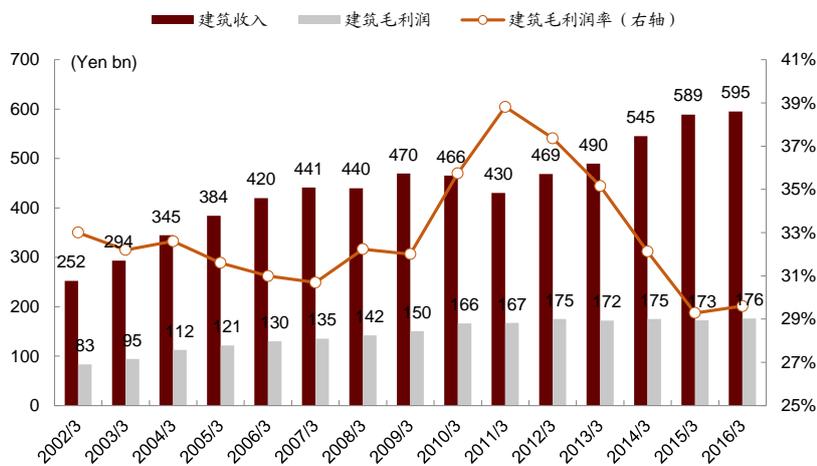
资料来源: Daito 年报, 中金公司研究部

图表 62: 大东建托租赁板块毛利率偏低



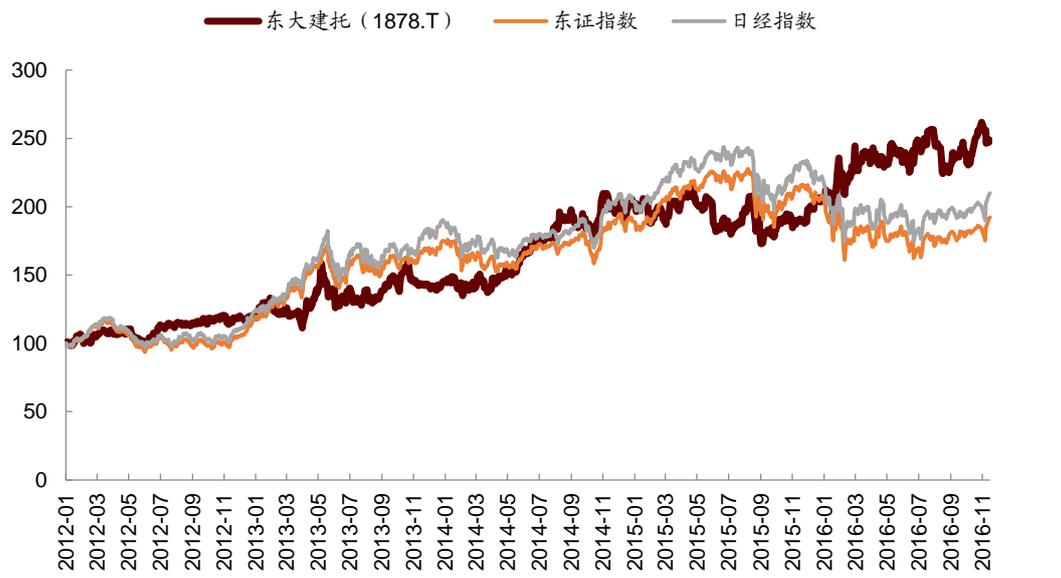
资料来源: Daito 年报, 中金公司研究部

图表 63: 大东建托的利润来源主要来自建筑板块



资料来源: Daito 年报, 中金公司研究部

图表 64: 大东建托历史股价走势一览



资料来源: Daito 年报, 中金公司研究部

## 美国公寓品牌 Equity Residential (EQR)——牺牲规模，聚焦核心区域

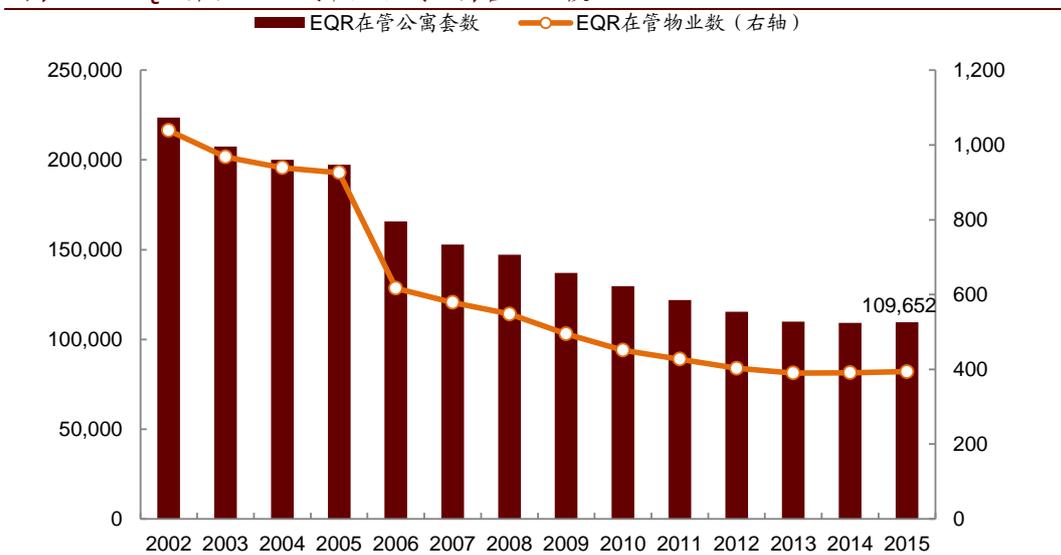
EQR 是美国知名的出租公寓运营商，专注于收购、开发和管理高品质公寓业务。公司成立于 1969 年，并于 1993 年 3 月以 REITs 的形式登陆纽交所，且是 S&P500 指数成员，当前市值约 USD24bn。截至 2015 年底，公司共管理 394 个物业/社区，在管公寓约 11 万套，分布在美国 12 个州。公司的经营策略是聚焦美国 6 大核心沿海区域，包括波士顿、纽约、华盛顿、洛杉矶、旧金山和西雅图，以最大化租金收入及物业升值收益。

**地域性收缩，聚焦核心区域。**公司自 1993 年（上市）至 2000 年处于快速扩张期，管理公寓数量由起初的 2.2 万间快速上升至 2000 年的 22.5 万间。而在之后公司转变策略，开始进行地域性收缩，出售非核心区域的公寓资产，并专注投资 6 大核心区域，包括波士顿、纽约、华盛顿、洛杉矶、旧金山和西雅图。公司自 2005 年至今，共处置了非核心区域的近 16.8 万套公寓（累计变现约 166 亿美元），并在核心区域购置了超过 6.8 万套公寓（总收购价格约 198 亿美元），截至 2015 年底，公司在管公寓仅有 11 万套，是 2000 年管理规模的一半，分布区域也已降至当前的 12 个区域，未来还将继续退出非核心区域。

### EQR 聚焦的核心 6 大区域共性：

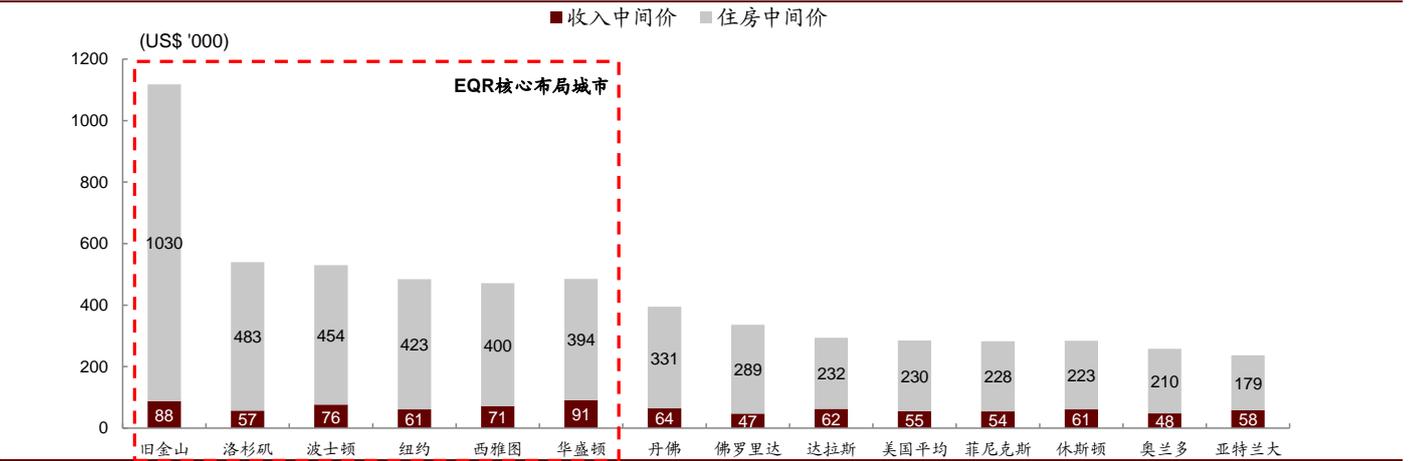
- ▶ 市场进入门槛高，土地供应紧张导致新建公寓成本高企；
- ▶ 拥有自有住房成本高，即房价收入比高于其他非核心区域；
- ▶ 经济高速增长带来的高就业率，对公寓出租需求端起到支撑；
- ▶ 优质的生活品质以及便利的地理位置。

图表 65: EQR 聚焦核心城市，缩减公寓管理规模



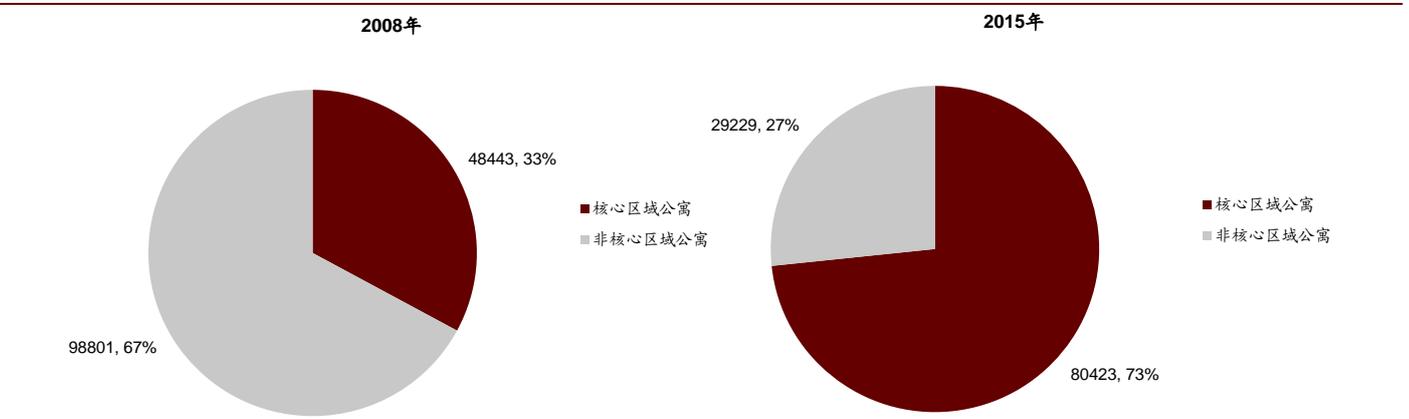
资料来源：EQR 公司年报，中金公司研究部

图表 66: 核心城市的房价收入比明显高于 EQR 原先布局的非核心城市



资料来源: EQR 公司年报, 中金公司研究部

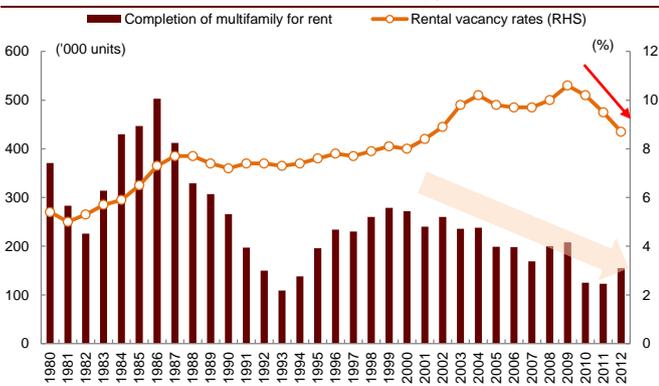
图表 67: 目前 EQR 在核心区域管理公寓规模超 8 万套, 占比超 70%



资料来源: EQR 公司年报, 中金公司研究部

受益于持续下降的空置率及持续上升的租金, 公司各项经营指标稳健上升。2007 年金融危机以来, 美国住宅租赁空置率持续下降, 已由 2009 年 11% 的高点降至当前的 6.7%, 而 EQR 深耕的 6 大核心城市住宅租赁平均空置率仅在 3~4% 区间。租金方面, 美国 CPI 租金指数自上个世纪 80 年代起至今一直处于上升态势, 仅在金融危机爆发时出现过两年的滞涨, EQR 核心区域目前平均租金已较 2009 年低点平均上涨 50% 以上。空置率的下降和租金的上升持续带动公司业绩表现, 公司在逐年缩减规模的背景下, 实现了收入、营业毛利率 (NOI)、运营收益金 (FFO) 的稳健上涨。

图表 68: 金融危机之后美国住宅租赁空置率持续下降



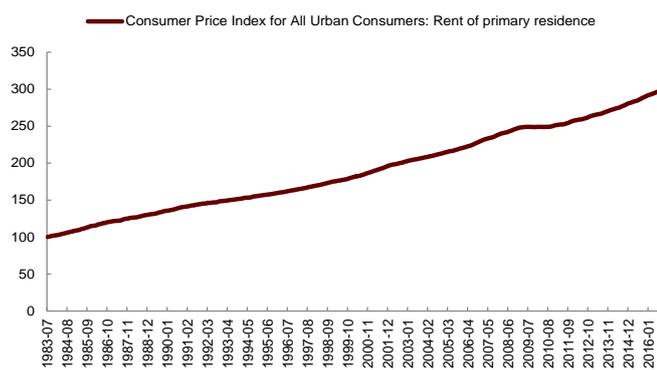
资料来源: 美国统计局, 中金公司研究部

图表 69: EQR 核心区域住宅租赁空置率仅有 3~4%



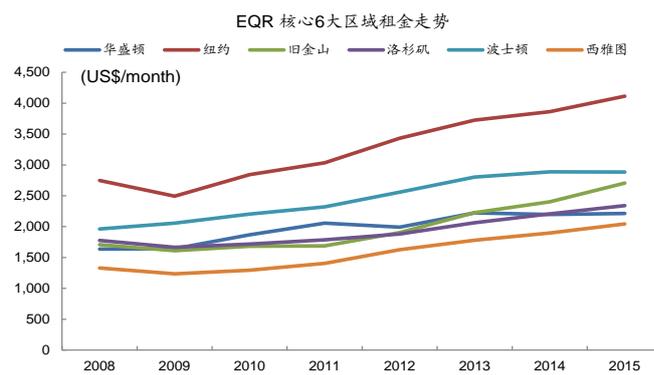
资料来源: EQR 公司年报, 中金公司研究部

图表 70: 美国 CPI 租金指数自上世纪 80 年代持续上升



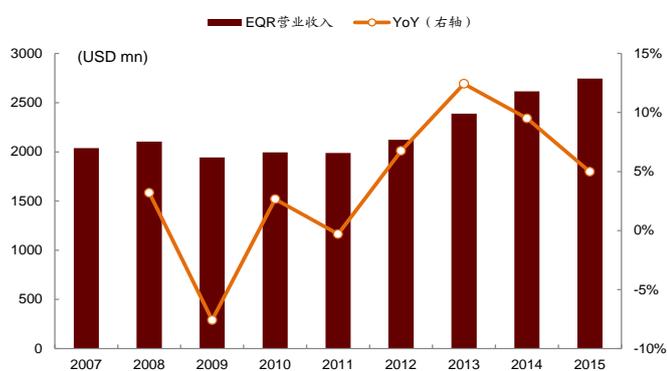
资料来源: 美国统计局, 中金公司研究部

图表 71: EQR 核心区域租金涨幅明显



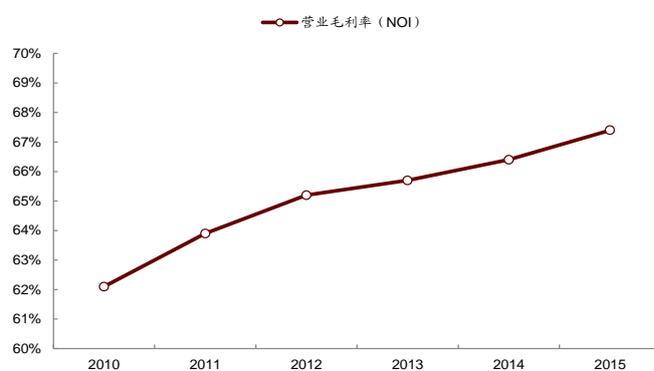
资料来源: EQR 公司年报, 中金公司研究部

图表 72: EQR 历年租金收入平稳上升



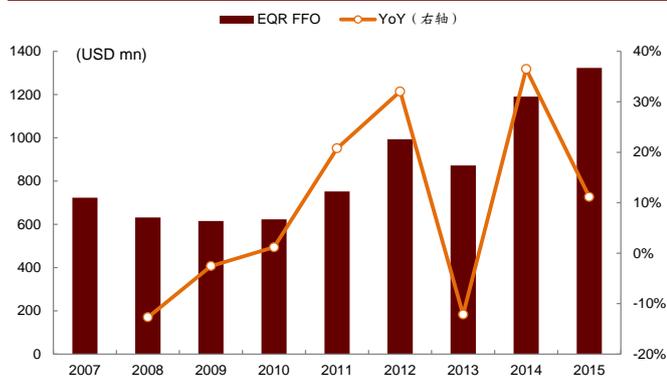
资料来源: EQR 公司年报, 中金公司研究部

图表 73: EQR 营业毛利率也持续上升



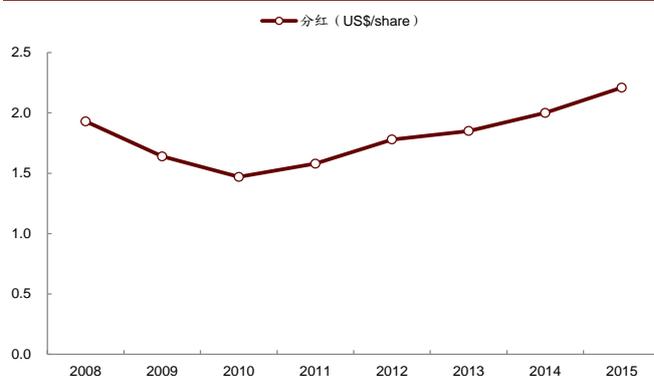
资料来源: EQR 公司年报, 中金公司研究部

图表 74: EQR 历年运营收益金 (FFO) 情况



资料来源: EQR 公司年报, 中金公司研究部

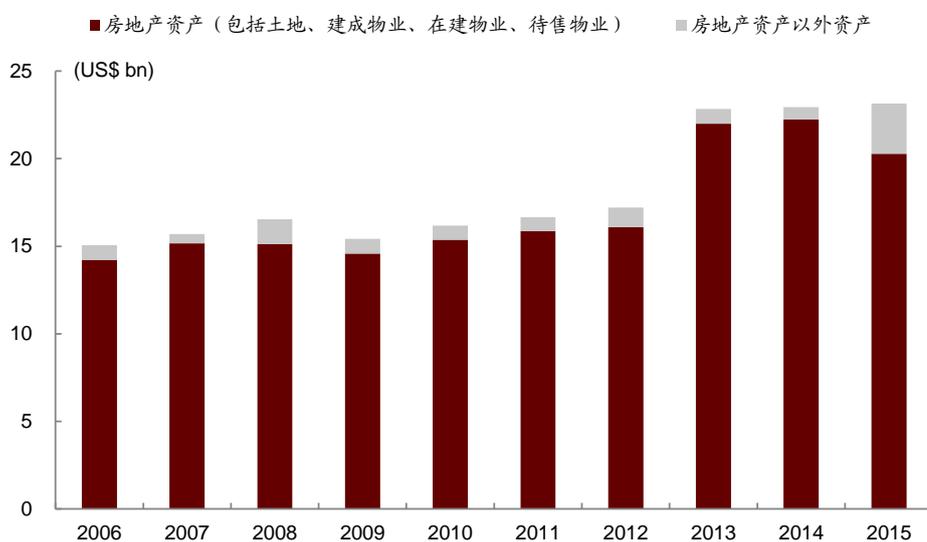
图表 75: EQR 历年每股分红情况



资料来源: EQR 公司年报, 中金公司研究部

**重资产运营，物业获取既有成熟物业又有待开发土地。**EQR 资产负债表中 90%以上的资产为房地产类资产，因此属于重资产运营模式，即通过收购的方式将公寓纳入自持物业并放租，而非承担二房东的角色将物业进行转租。公司房地产存货主要分三类：1) 完全成熟的物业；2) 建造过程中的物业和 3) 适宜建造公寓的待开发土地或土地期权，2015 年底这三类资产分别占总房地产投资比重的 71.6%/4.5%/24.0%。

图表 76: EQR 属于重资产运营模式



资料来源: EQR 公司年报, 中金公司研究部