

南开金融深度报告：2017 中国品牌长租公寓行业研究报告



更多公寓行业热门报告，请关注微信公众号：**长租公寓邦**

导读：

长租公寓，又称“白领公寓”，最近两年，统一管理、可选择装修风格、环境良好、固定房租的长租公寓开始在北上广深等各大一线城市甚至二三线城市火热发展，成为了大多数毕业不久的年轻人的居住选择，在城市房价居高不下的今天，年轻人从工作到买房的时间跨度正在逐渐增加，租房市场的广度和深度也在快速拓展，那么问题来了，长租真的可以替代买房吗？长租公寓概念火热，可是叫好不叫座的长租公寓，资本市场为什么仍要赔本赚吆喝？站在风口上的长租公寓，真的能飞起来么？

一、市场空间

二、我国长租公寓的发展现状

三、政策与金融市场扶持

四、长租公寓的未来发展思考



一、市场空间

长租公寓的出现根本上是国内租赁市场需求旺盛，消费者有不同的租赁品质需求，但是供给端却不足，于是嗅觉敏锐的资本开始涉足这一行业。

1.需求端

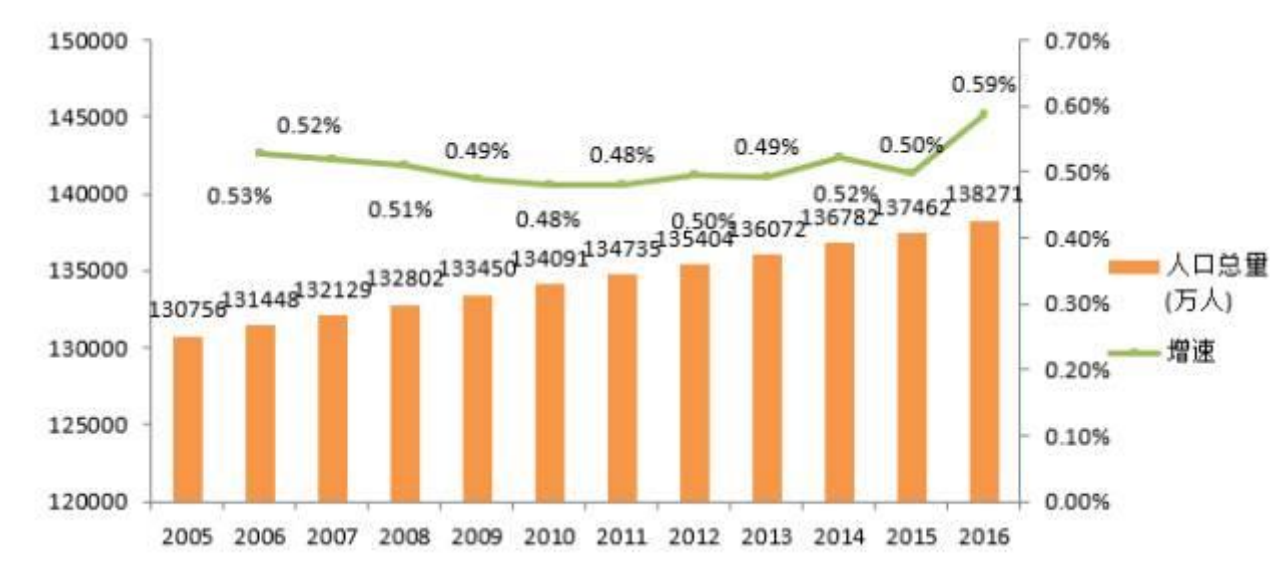
1.1 流动人口

（1）中国人口总量和流动人口规模庞大。中国人口总量平稳上升，随着二胎政策落地及不断发展，2016 年人口总量增速达到 12 年来最高水平 0.59%。

（2）2005 年至 2015 年期间，我国十大核心城市流动人口比例从 24%达到了 36%

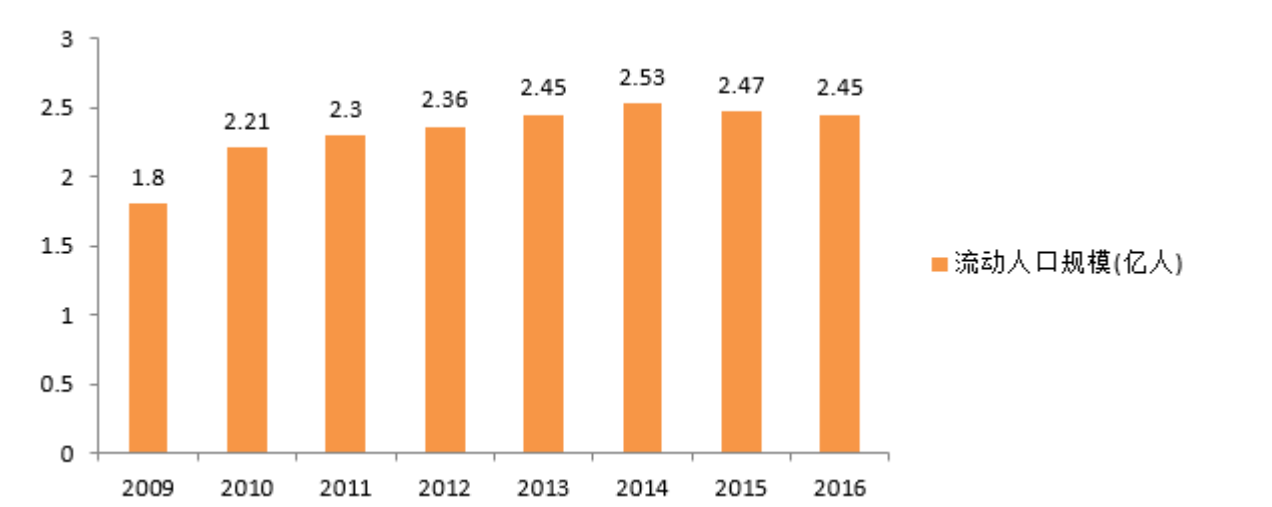
(3) 根据中国计生委人口流动司发布的《中国流动人口发展报告(2016)》显示,我国流动人口规模虽然近两年有所下滑,但总体规模仍然庞大,达到人口总量的 17.8%。另外,报告还显示这些流动人口在当地平均居住时间长达 59.6 个月,半数流动人口愿意在流入地居住超过 5 年以上,北京和上海更是高达 62.7%、67.4%。

图 1 2005-2016 中国人口总量及增速



数据来源：Wind

图 2 中国流动人口规模



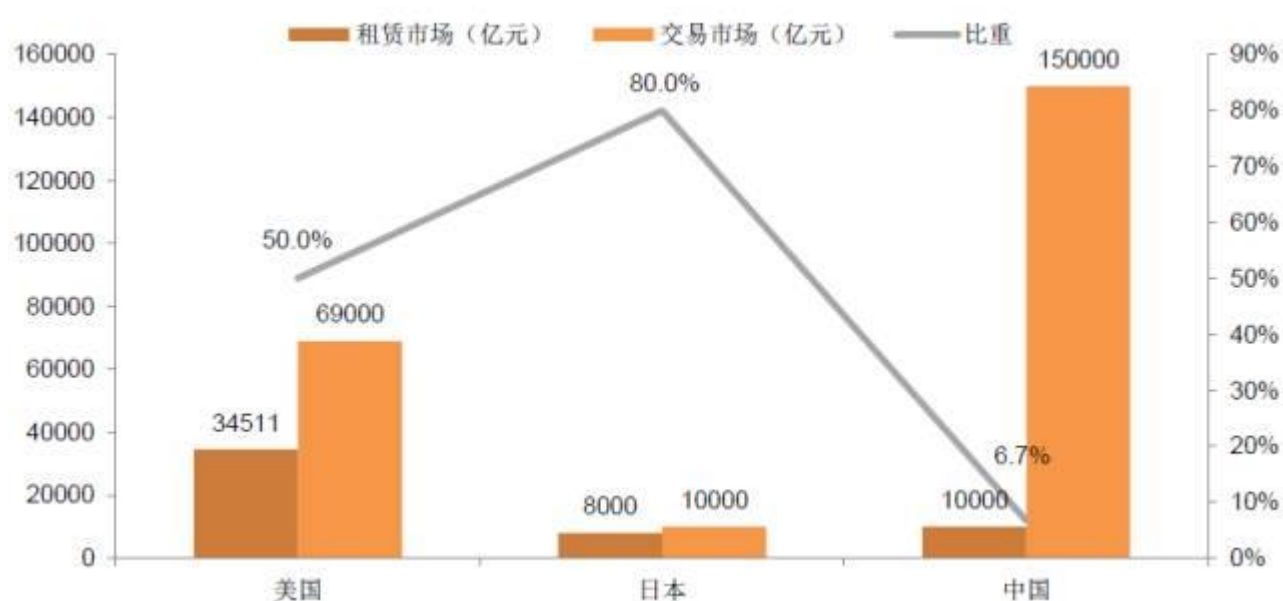
数据来源：中国计生委流动人口数据平台

1.2 租房市场

(1) 租房市场规模

我国租赁市场总规模已达 1.3 万亿元，一二线城市占比合计已达 5 成，2015 年我国四个一线城市的租金 GMV（交易额）超过 2900 亿元。但从租赁 GMV 占交易 GMV 比例来看，我国的租赁 GMV 占交易 GMV 为 7%，显著低于美国（50%）和日本（40%），租赁市场尚有较大空间。根据链家预测，2020 年租房市场规模预计达到 1.6 万亿元，未来市场空间巨大。

图 3 租赁市场交易额与交易市场交易额对比图



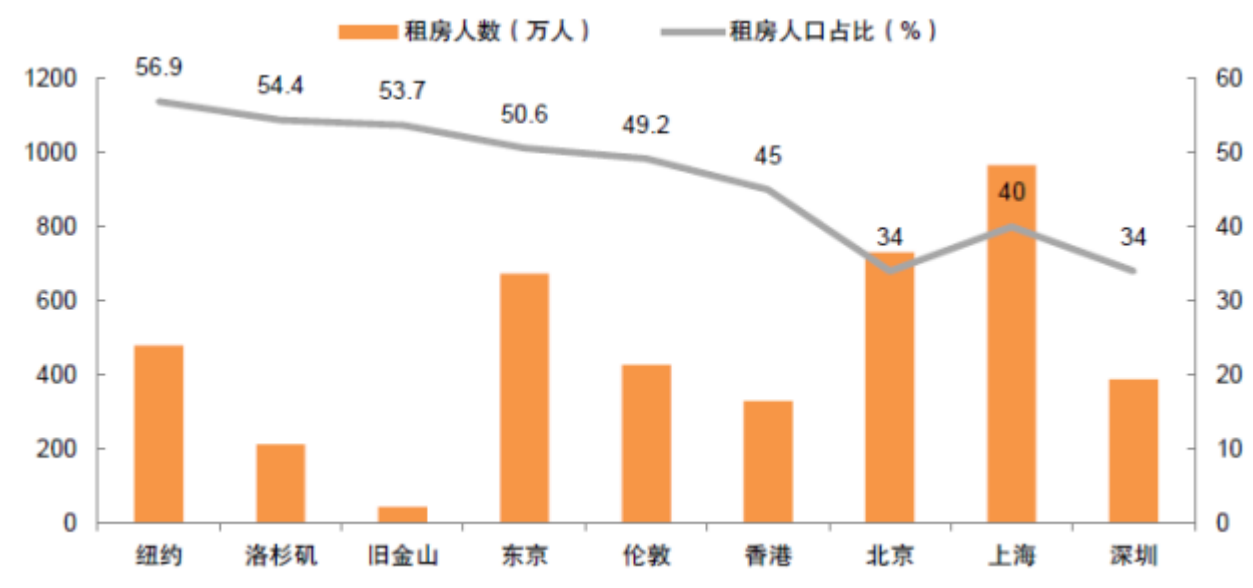
数据来源：链家《租赁崛起》，平安证券研究所

(2) 租房人数

北京、上海和深圳是全国流动人口最大的流入地，跟全球大城市代表相比，它们租房人数稳居前列，然而租房人口占比却远远不及纽约、洛杉矶和旧金山。租赁市场的未来发展的空间还很充足。

根据《2017 中国房地产租赁公寓行业白皮书》数据显示，未来我国租赁人数仍会上涨，预计到 2030 年，租赁人数将达到 2.7 亿人。

图 4 租房人数及其占比图

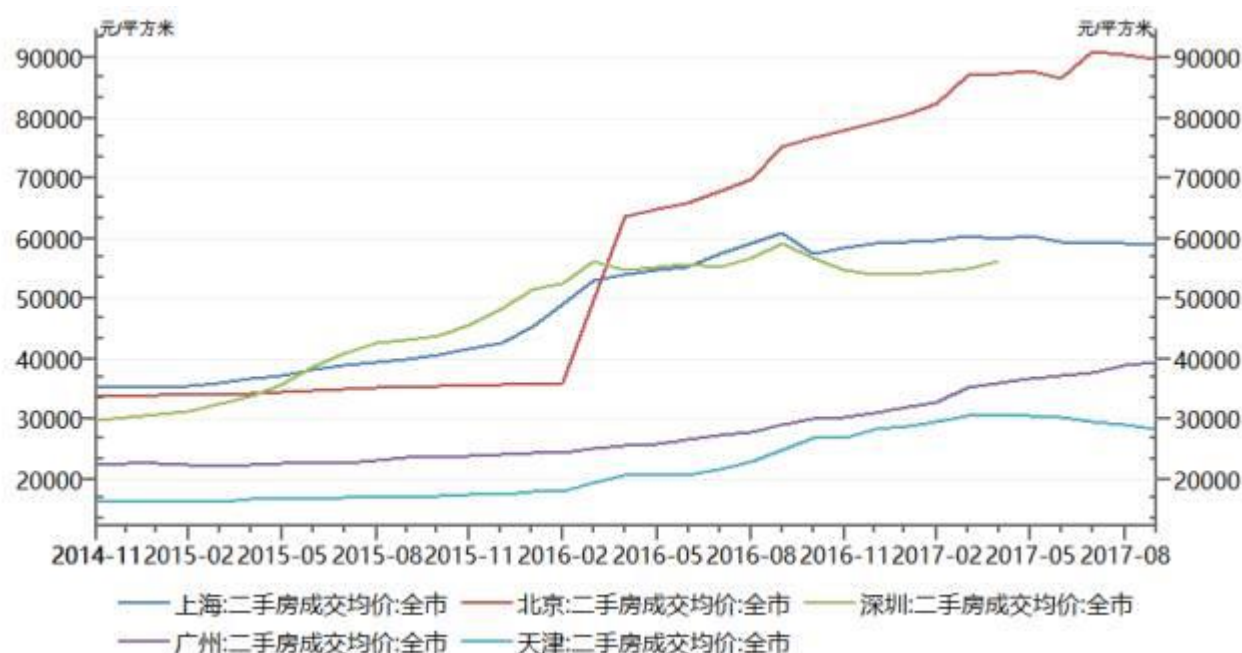


数据来源：链家《租赁崛起》，平安证券研究所

(3) 二手房价格

我国一二线城市买房难，买房贵是众所周知的问题，是百姓解决住房问题的头号阻碍，根据数据看出来，近些年来北京上海和深圳的二手房成交均价急速上升，北京甚至达到 90000 元/平方米，许多北漂辛酸的说自己奋斗多年也只能买下北京一个小小的卫生间，可见在北京，北漂们想要通过买房解决住房问题并不容易，从另一个角度来说，他们对租房的需求更加旺盛，对租房市场来说，这是个利好消息。

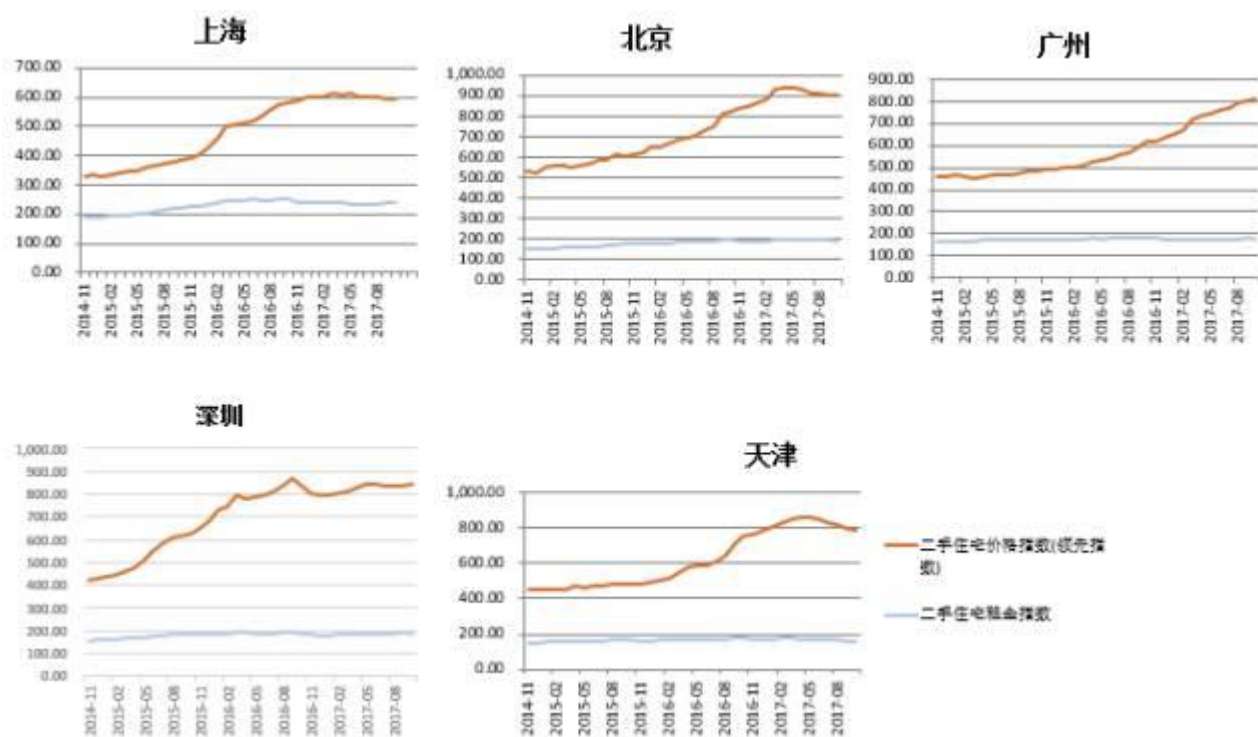
图 5 中原地产二手住宅价与领先指数



数据来源：Wind 资讯

另外，通过对这几个城市二手房住宅价格指数和相应的二手房租金指数的比较，我们发现二手房住宅价格指数增速显著高于租金指数的上涨，在 2015 年、2016 年时各个城市二手房住宅价格指数纷纷上扬，拉开了与二手住宅租金指数的差距，虽然 2017 年增速放缓，但总体水平仍在高位，这样一来租房的成本优势更加明显，促使越来越多的外来的务工者在无法承担购房压力时会考虑租房带来的效益。

图 6 我国部分城市二手住宅价格及二手住宅租金指数对比图



数据来源：Wind

(4) 租售比

租售比是指每平方米建筑面积的月租金与每平方米建筑面积的房价之间的比值, 国际标准通常为 1:100 到 1:200。比值越高,说明房价中的投资需求越大。

我们选取了北京、上海和深圳作为一线城市代表, 厦门、南京和天津作为热门二线城市代表, 根据中国房价行情网上这 6 个城市上个月二手房均价和租金均价计算出的租售比。从数据来看, 我国热门城市的租售比均远远超过国际标准。这说明我国房地产市场有严重的房地产泡沫, 一位北京的购房者想要完全收回购房的投资起码要 823 个月, 相当于 69 年。如此高的租售比令许多购房者望而却步, 这同样对租房市场来说是个利好消息。

表 1 我国部分城市租售比情况

	二手房均价（元/平方米）	租金均价（元/平方米）	租售比
北京	64777	78.69	1: 823
上海	52499	64.08	1: 819
深圳	53188	63.34	1: 840
厦门	46798	38.57	1: 1213
南京	27080	39.25	1: 690
天津	25927	28.72	1: 903

数据来源：中国房价行情网

深圳链家 11 月 1 日发布的“深圳租赁”调研报告显示深圳七成租客的月租金支付在 3000 元内，其中五成多在 2000 元内，甚至还有近两成在 1000 元内。而在今年 1 月份，链家发布的 2016 年上海房地产市场研究提到，在上海需要租房的年轻人中，对于合租的需求占比达到了 61%，整租的需求占比达到 32%，可整租可合租的只有 7%。合租会大大减轻租房的成本，这也成为了许多工薪阶层选择租房的原因。

图 7 上海市整租合租现状

数据来源：上海链家研究院

1.3 居民主观意愿改变

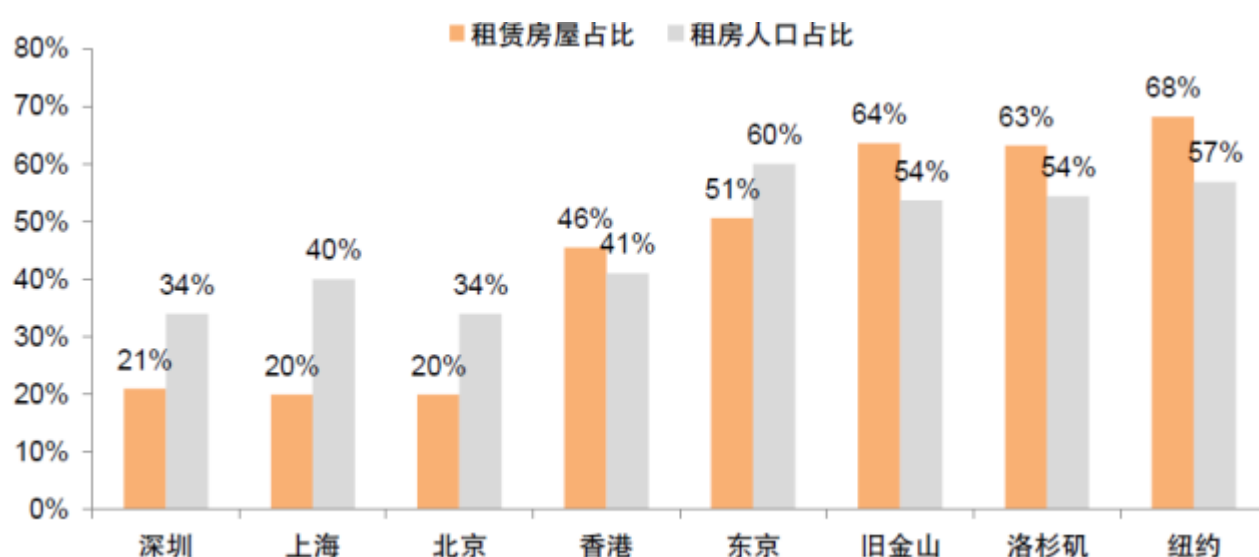
当前，90 后逐渐成为租赁市场的主要人群，年轻人对租赁的认可度较高，另外，结婚年龄的推迟，也催生了单身人群的租赁需求。

2.供给端

2.1.租赁住房占比

通过与全球其他一线城市比较，美国三大城市的租赁住房占比均要超过租赁人数占比并且水平达到 60%以上，香港东京的租赁住房占比均超过 40%，而北上深的租赁住房占比明显不足，仅在 20%左右，可见我国一线城市的租赁住房供给总体还是短缺。

图 8 租赁住房占比租房人口图

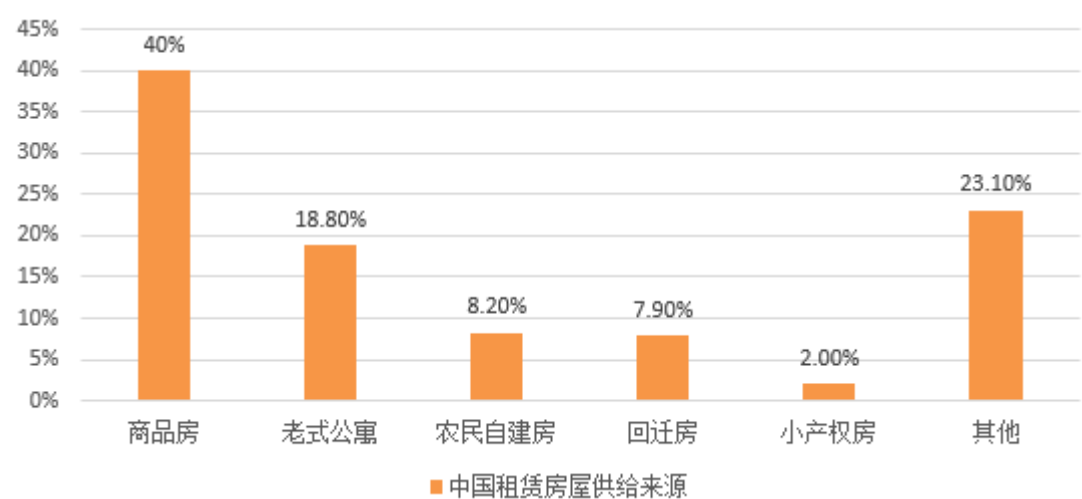


数据来源：链家《出租市场系列研究报告》，平安证券研究所

2.2 房屋供给来源结构

现阶段，我国租赁房屋的供给仍旧以商品房为主，老式公寓和农民自建房也占到一定比例，部分出租的房源甚至是违章建筑，严重影响居住者的居住安全。但专门给出租公寓提供的一室户供给相对较少，一室户供不应求，与此同时，三室户却存在供给过剩现象。这一现象极大地影响并限制了长租公寓的发展。

图 9 中国租赁房屋供给来源



数据来源：国家统计局

二、我国长租公寓的发展现状

1.长租公寓的布局

从布局来看，长租公寓主要位于一线城市和核心二线城市。其中以一线城市北京、上海、广州、深圳为主，二线城市中南京、成都、杭州、苏州亦是布局重点，主要原因在于这些城市经济基础较好、产业有支撑、流动人口多、创客人群也较多、目标客户基础较大，有比较坚实的市场需求。

2.目前长租公寓的市场主要参与者

国内长租公寓市场中的主要市场参与者包括房地产开发商、房地产服务中介、租赁机构（“互联网+资本”平台）以及酒店集团四类。

图 10 长租公寓领域的主要参与者



资料来源：各公司网站官网，平安证券研究所

2.1 房地产开发商

房地产开发商在在资金、资源、成本三个方面拥有得天独厚的优势。首先，有闲置的自持房产，并在房屋升级改造等方面具有丰富的经验；其次，资金优势明显，有助于其发展初期获得集中式的优质房源，在竞争日益激烈的长租公寓市场保有一定的地位和市场份额；并且能够依托集团良好的信誉以较低的成本进行融资。其中具有代表性的有万科泊寓和招商蛇口壹间公寓等。

2.2 房地产服务中介

房地产服务中介首先在房源信息和获客渠道方面具有很大的优势，可以采用分布式收房的方式，以较低的成本迅速收集分散在当地各处的房源；同时作为房地产中介，它们与租客直接对接，精准定位不同偏好消费者，充分受益于其庞大的用户数据

积累，所以规模扩张速度很快。目前进入长租公寓领域的房地产服务商主要为链家和世联行。

2.3 租赁机构（“互联网+资本”平台）

“互联网+资本”平台的长租公寓虽然资金优势不足，但是凭借自身在互联网方面的优势，能够减少房客和房东之间的信息不对称问题，并快速获取用户。但是劣势在于其资金来源往往依赖于风投，普遍规模较小，多为分布式公寓，或者是单个区域的集中式公寓。其中有代表性的有魔方公寓、YOU+和青客等。

2.4 酒店集团

长租公寓同样吸引了各种酒店集团的参与。从 2014 年至今，如家、铂涛、住友等酒店品牌纷纷开展自己的长租公寓业务。虽然酒店集团运营经验较充足，但在增量物业的获取上相对比较困难。

3.长租公寓的发展模式

3.1 长租公寓的布局：集中式、分布式

集中式为整栋楼为公寓楼，对外统一招租。盈利模式为“地产资本溢价+租金收入”。其优势是：统一装修降低装修成本；统一管理，有社区氛围；有利于长期品牌的塑造。其劣势是：一次性投入大，回收期长；发展较慢，不利于扩大规模；可用物业少，位置偏僻。

图 11 集中式公寓代表泊寓公寓的公共大厅



资料来源：泊寓公寓官网

分布式则是以房间为单位，零散分布在城市的各个区位。盈利来源主要是租金差。优势是房源资金压力小，可以迅速扩张；但是缺点也很明显，首先是租期段，一般和零散签约时三到五年，可能收不回成本，其次是不便管理，增加企业运营成本。

由于各长租公寓的用户定位、运营方式和资金实力等方面各不相同，因此采用的公寓模式也各不相同。房地产开发商以及酒店集团旗下的长租公寓品牌因其资金相对充足，一般会采用集中式，而“互联网+资本”租房平台和房地产服务中介的公寓品牌主要采用分布式。

图 12 自如有家分布式公寓



资料来源：自如友家官网

表 2 集中式与分布式长租公寓

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

资料来源：西南证券

3.2 长租公寓的运营：重资产、轻资产

重资产模式下，企业通过收购或自建获得资产的所有权，装修后对外出租，同时拥有资产所有权和经营权；而轻资产模式下，企业通过与资产所有者（房东）签订租约，在一定期限内获得资产的经营权，通过对外出租实际获得租金差收入，这种情况下只有资产经营权没有所有权。

重资产和轻资产运营模式各具优势：

（1）重资产模式下，企业不仅可以获得租金收入，还可获得资产升值带来的收益。但前期买楼和建造期投入高，要求较高的资金实力。

（2）轻资产模式因前期沉淀资金相对少，能够快速拓展。但是不能享有资产升值带来的收益，只赚取租金差。如何尽可能拉大租金差，是此类模式长租公寓的挑战。

表 3 各类长租公寓平台对比

公寓品牌	拿房方式	成立时间	业务区域	房间数	类型
红璞公寓	分布式	2014	深圳、广州、杭州等 20 城市	8000 间	房地产服务中介
自如	分布式+集中式	2011	北京、上海、深圳	25 万间自如友家	房地产服务中介
相寓	分布式	2015	北京、上海、杭州、苏州等	250000 间	房地产服务中介
优客逸家	分布式	2012	成都、武汉、北京、杭州	25000 间	“互联网+资本”
青客	分布式	2012	上海、苏州	35000 间	“互联网+资本”
YOU+社区	集中式	2011	广州、深圳、上海、北京等	16 栋	“互联网+资本”
魔方公寓	集中式	2010	北京、上海、广州、深圳等	15000 间	“互联网+资本”
爱上租	分布式	2015	杭州、上海、南京	24000	“互联网+资本”
泊寓	集中式	2015	上海、广州、深圳	1000 间	地产开发商
逗号公寓	集中式	2015	上海、天津、汕头、大连等	3000 间	酒店集团
城家公寓	集中式	2014	上海、广州、兰州、北京等	4800 间	酒店集团
窝趣	集中式	2015	北京、上海、广州、深圳	5000	酒店集团
未来域	集中式	2010	南京、上海、深圳	10000 间	酒店集团

资料来源：公司网站，平安证券研究所

三、政策与金融市场扶持

1. 中央政策导向利好长租公寓行业发展

自 2015 年以来，租赁政策如春笋般涌现，租赁企业受益。总体上看，住房租赁市场的支持政策已经有了较为明确的指向，从政策

框架到试点，也正在从导向逐步落实到实践。长租公寓作为住房租赁未来行业的主要业态，在这种政策背景下迎来了发展的时间窗口。

长租公寓行业有前期资金沉淀量大，运营期间现金回收量相对资产销售获得的资金量小的问题。借鉴其他成熟市场经验，我国大力发展房地产投资信托基金 REITs，通过对未来的收益权益进行抵押，从而促进租赁市场的融资。

表 4 2015 年至今租赁市场重大政策汇总

发布时间	发布部门	文件名称	主要内容
2015/1/6 ^[1]	住房城乡建设部 ^[2]	《住房城乡建设部关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》建房[2015]4 号 ^[3]	用3年时间，基本形成渠道多元、总量平衡、结构合理、服务规范、制度健全的住房租赁市场。建立住房租赁信息政府服务平台。积极培育经营住房租赁的机构。支持房地产开发企业从单一的开发销售向租售并举模式转变。积极推进房地产投资信托基金（REITs）试点。持从租赁市场筹集公共租赁住房房源。 ^[4]
2015/12/21 ^[5]	中央经济工作会议 ^[6]	《2016 年中央经济工作会议公报》 ^[7]	鼓励自然人和各类机构投资者购买库存商品房，成为租赁市场的房源提供者，鼓励发展以住房租赁为主营业务的专业化企业。 ^[8]
2016/3/18 ^[9]	国务院 ^[10]	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》 ^[11]	完善租购并举的住房制度，提高住房保障，简并租购并举的住房制度，把符合条件的外来人口逐步纳入公租房供应范围。 ^[12]
2016/6/3 ^[13]	国务院办公厅 ^[14]	《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》（2016）39 号 ^[15]	鼓励新建租赁住房 and 允许改建房屋用于租赁；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；加强住房租赁监管。 ^[16]
2017/5/19 ^[17]	住房城乡建设部 ^[18]	《住房租赁和销售管理条例（征求意见稿）》 ^[19]	立足加大租赁市场供给主体，鼓励住房租赁企业长期经营。内容包括了租赁市场的监管、引导和信息公开制度、出租人义务和权利、承租人义务和权利、住房预售监管、房地产经济专业人员职业资格制度等。 ^[20]
2017/7/20 ^[21]	住房城乡建设部、国家发展改革委员会等九部门联合 ^[22]	《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》 ^[23]	大中城市加快发展住房租赁市场，深圳、广州、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山等12 个城市首批试点。鼓励地方政府出台优惠政策，积极支持并推动发展房地产投资信托基金（REITs） ^[24]

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

2.地方政府支持租赁市场发展

各省份都推出了有利于住房租赁行业发展的政策，包括鼓励房地产商发展租赁业务、允许商改住、提供税收优惠等。值得关注的是，房地产投资信托（REITs）作为发展住房租赁市场的重要金融保

障，也被纳入了各级地方政府政策试点的范围，这必将为住房租赁市场的发展提供助力。

各城市试点和部分大城市也提出了相应的优惠政策，在教育、医疗、养老等公共福利方面落实租售同权。

3.金融市场支持长租公寓发展

自 2015 年以来，资本市场对长租公寓的支持力度不断增强，VC/PE 对长租公寓的支持力度加大，使各大公寓公司的融资渠道更加顺畅、融资额明显增多、融资频次加快，说明资本市场对长租公寓的发展前景十分看好。

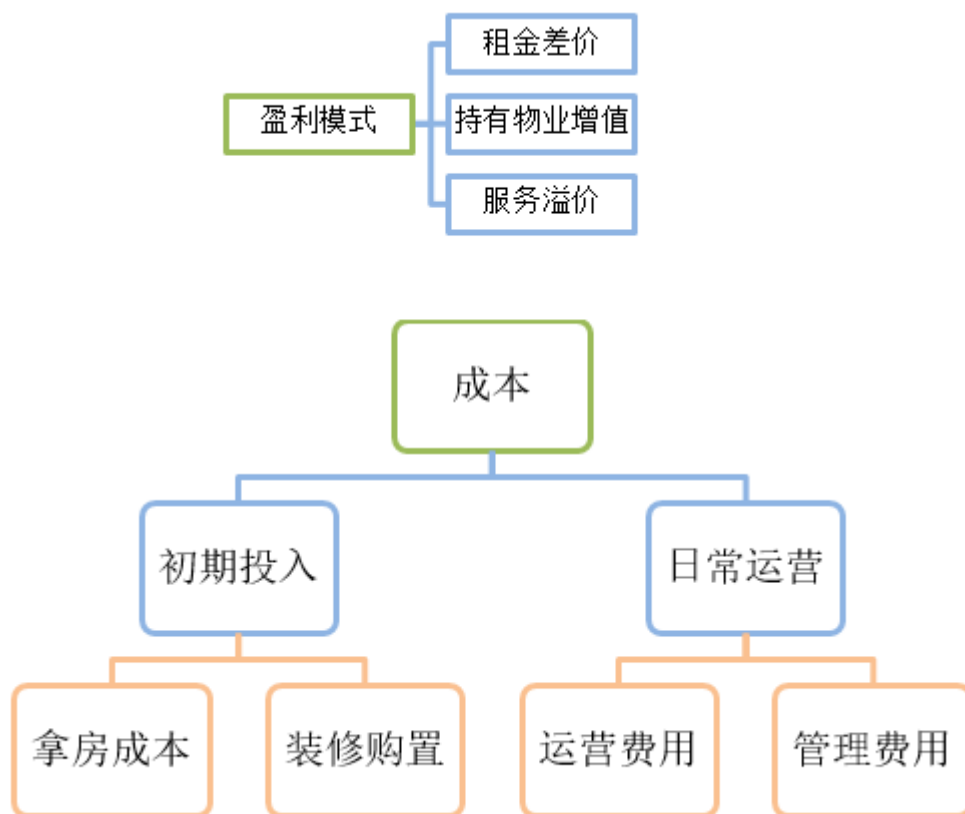
在金融创新方面，魔方公寓设立的“魔方公寓信托收益权资产支持专项计划” 获得上海证券交易所挂牌转让无异议函，该计划的底层资金为魔方中国部分公寓未来三年租金收入的应收账款；YOU+公寓和 P2P 公司合作推出多款理财产品，试水“租约证券化”。



四、长租公寓的未来发展思考

1.目前的盈利模式

长租公寓的前期成本包括获取房屋、装修、家具采购、等成本，而后期还包括提供的服务、运营、宣传等成本。企业的盈利方式主要是依靠租金差和服务溢价，如果房屋是企业自持，进一步还可以获得房屋溢价的收入。



2.未来面临的挑战

我国长租公寓在最近两年迅速扩张的同时，也面临的以下挑战：

（1）核心竞争力。

在长租公寓没有形成规模时，空置率是影响企业的重要因素，目前成熟的长租企业空置率基本控制在 10% 以下。同时企业的运营能力和租金差则直接决定者企业的盈利能力。目前国内租金收益率低，对企业盈利是不小的挑战。

（2）优质房源获取能力

无论是重资产还是轻资产模式，房源选址都需考虑区域、交通、周围设施及房产租金的增资空间。同时还要考虑房屋改造的便利性。对于优质房源，租赁公司不仅还要与同行竞争，还要和付租

能力更高的月子中心、医疗美容机构等竞争。同时土地价格越来越高，自建成本也在提升。

（3）资金实力

整个市场目前还处于发展阶段，盈利性不足，企业要想获得快速发展，需要雄厚的资金实力。对于创业型的长租公寓运营者，资金来源主要依靠风投支持。同时我国的房地产投资信托基金（Reits）刚刚起步，未来融资渠道还有待进一步发展。

（4）品牌价值

长租公寓未来的租金溢价，和公司的品牌和服务息息相关。长租公寓精耕产品，提高服务质量是未来的发展重点，从产品细节上进行完善，把服务做到无可挑剔是下一阶段的发展目标。

（5）规模化效应

通过规模化可以有效降低各种费用，包括可以降低装修和配置成本；其次可以有效降低管理费用，把维护和管理成本降低。

3.国外发展模式

3.1 美国以 EQR 公司为代表的重资产模式

EQR 公司通过自建和收购持有大量的优质公寓资源。到 2016 年底在全美 10 个州拥有 77458 套公寓，市值规模接近 230 亿美元。得益于美国 Reits 的融资方式盛行，在 1990-2000 年之间，美国 EQR 的初期发展阶段，通过 Reits 融资方式迅速扩大规模，2000 年后，剥离非核心产，不断优化资产组合在美国的地理位置的分布，成长为全美最大的出租公寓运营商。。EQR 商业模式的核心在于低价收购公寓，获得最大的资产增值收益，同时通过运营提升租金收益和续租率。



3.2 日本以大东建托为代表的轻资产模式

在日本，由于特有的继承税和持有税问题。房屋出租业务是利用土地解决这一这个问题的最有效手段之一，可以通过租用建筑物来减少遗产税和财产税。大东建托即采用的“承建+代租”的模式。首先向土地所有者提供建造和租赁方案，签订长期租约

获得土地；其次开发建造，然后再通过房地产中介子公司推广和租赁出租房。该模式架起了租客与土地所有者的桥梁，最大程度的满足客户需求。同时通过规模施工，降低了施工、装修等成本，在市场竞争中占得一席之地

4.未来发展趋势

4.1 走重资产集中模式

目前国家正在加快推进“房地产投资信托基金（Reits）试点”，2017年11月20日，首单长租公寓类REITs产品——新派公寓权益型房托资产支持专项计划正式在中国证券投资基金业协会完成备案确认。截至目前已有魔方租赁、链家自如、新派公寓项目以及保利地产项目等四单租赁住房类资产证券化产品取得交易所挂牌无异议函，其中前三单已在协会完成备案确认，累计发行规模11.2亿元。

随着Reits的发展，重资产的持有和退出机制的成熟，可以促进重资产模式的快速发展，收购核心区域的优质资产，同时伴随着我国一二线城市旧改项目的推进，通过旧改项目获得房源运营长租公寓。旧改项目拿地成本小，可有效降低前期资本投入量，减少资金投入压力，提高项目长期盈利空间。

4.2 走轻资产模式

走轻资产模式未来的发展则可能由单一的房屋租赁发展为房屋托管。长租公寓运营者可通过轻资产模式输出管理服务，减少投入前期成本，获得稳定房源，提高日后经营管理效率。世联行杭州的运营模式为此类轻资产模式。

未来无论何种模式发展，长租公寓企业必须有效控制房源成本，实施精细化的管理模式，控制好成本端。同时，长租公寓的核心是服务，只有满足市场需求，建立品

牌和口碑，服务周到，才能最终赢得租户的信任，从而长期维持较高的租金溢价和较低的空置率，实现企业的良性发展。

