

## 长租公寓：房地产行业的下一个风口

陈铁东 董事 | 研究部 | 华东区

沈巍 副董事 | 研究部 | 华东区

“租购并举”作为中国房地产市场的一项长效机制，近年来受到很大关注。在今年3月5日全国“两会”政府工作报告中，住房租赁市场的话题再次被提及，要坚持“房住不炒”的定位，培育住房租赁市场的发展。中国大城市产业结构调整带来了大量的人口净流入，催生了强劲的租赁需求，加上政策的鼓励，使得长租公寓市场发展迅速。近年来，开发商的长租公寓项目成为市场新兴的供应主力军。随着市场参与者的不断增加，未来长租公寓市场的行业整合和兼并将会不断加剧，资产打包上市（发行REITs）、资产证券化等轻资产运营模式将是投资者比较青睐的退出方式。

### 长租公寓发展背景

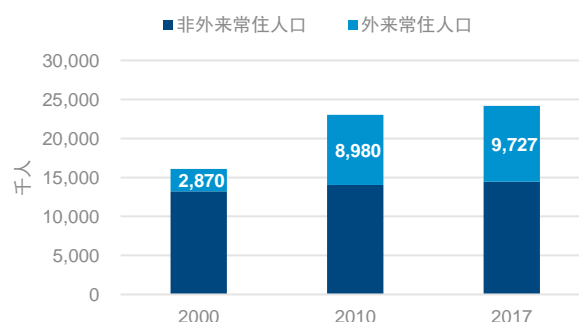
“租购并举”作为中国房地产市场的一项长效机制，近年来受到很大关注。在今年3月5日全国“两会”政府工作报告中，住房租赁市场的话题再次被提及，要坚持“房住不炒”的定位，加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度。

近年来华东地区大城市第三产业增加值占比不断提升，城市人口净流入持续增长；一二线城市购房压力大，住房租赁需求旺盛；中央大力发展住房租赁市场的政策扶持，例如“租购同权”、“房住不炒”等对长租公寓市场的发展影响深远。

上海第三产业 GDP 占比从 2000 年的 52% 提升至 2017 年的近 70%，产业结构不断优化；在现代服务业的带动下，上海吸引了越来越多外来人口特别是白领人才来沪就业，截止 2017 年年末，上海外来常住人口已达 972.7 万人，相比 2000 年的 287.0 万人，年复合增长率约为 7.4%（2000-2017），年均外来人口净流入约为 40 万人；庞大的外来常住人口将成为住房租赁市场的一大需求主力军。



图 1. 上海外来常住人口变化趋势（2000, 2010, 2017）



资料来源：上海市统计局

根据 fang.com 统计数据，2010-2017 年，上海二手房销售价格指数年均复合增长率达 12%，而同期租赁价格指数年均复合增长率仅为 5%；快速增长的房价与平稳增长的租金迫使部分外来人口暂时搁置购房计划，转入住房租赁市场。

2016 年至今，国务院、国家发改委、国土部、住建部等部委纷纷发布对于大力发展住房租赁市场的扶持政策。

表 1. 近年来住房租赁市场的扶持政策

时间	文件名	主要内容	颁布机构
2016/4/27	关于印发促进消费带动转型升级行动方案	分城施策化解房地产库存，建立租售并举的住房制度，加快培育和发展住房租赁市场	国家发改委
2016/5/17	关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见	允许商改租，水电气按居民标准	国务院
2017/5/20	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	指出人口净流入的大中城市为发展住房租赁市场的主要范围；培育机构化、规模化住房租赁企业、建设政府住房租赁交易服务平台、增加租赁住房有效供应	住房城乡建设部、国家发展改革委、公安部、财政部、国土资源部、人民银行、税务总局、工商总局、证监会
2017/8/28	利用集体建设用地建设租赁住房试点方案	确定第一批在北上广等 13 城市开展利用集体建设用地建设租赁住房试点	国土部、住建部

资料来源：高力国际研究部

### 上海长租公寓供应主体及主流品牌

对于上海长租公寓的供应主体和主要房源获取途径的研究发现，由于可供整栋收购的存量住宅物业数量很少，且成

本较高，目前市场上多通过收购商业、办公、酒店、工业等非居住物业，进行改造升级的方式来获取物业。

上海长租公寓市场供应主体主要分为五种类型的企业，其分类及代表项目如下：

第一类为政府平台（国资背景开发商），其特点是开发或改造自有物业、租赁土地开发建设、收购存量物业（股权、资产）等方式经营长租公寓；

第二类为开发商，通过开发自有物业（如住宅用地供应中15%自持部分）、收购存量物业、整租物业等方式。例如万科-泊寓、龙湖-冠寓、旭辉-领域-柚米国际社区、招商-壹栈、壹间、壹堂等；

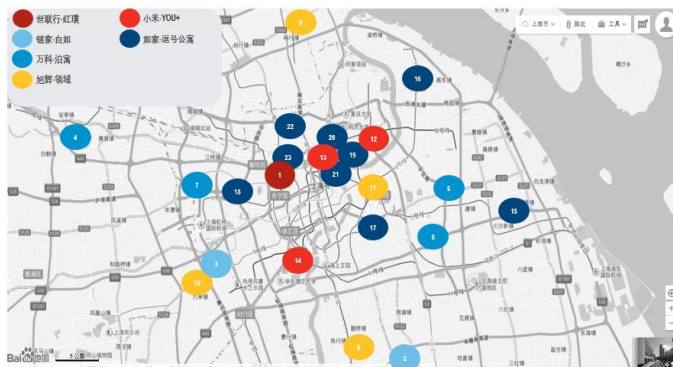
第三类为中介机构，通过整租、散租物业，收购存量物业，委托管理等方式经营。例如世联行-红璞公寓、链家-自如寓、伟业我爱我家-相寓等；

第四类为酒店管理公司，通过整租物业、提供品牌输出、服务管理等委托管理模式，例如如家-逗号公寓、铂涛-窝趣、华住-城家公寓；

第五类为创业类公司，主要模式是整租物业、依托金融机构融资收购物业，例如 YOU+公寓、魔方公寓、青客公寓、新派公寓；

根据高力国际研究发现，上海约 80% 的长租公寓供应分布于内中环附近的主城区，而且多位于轨道交通沿线，交通通达性便利。另外，分布于科创产业园及创业孵化基地的房源也较多。近年来，开发商主导的长租公寓项目成为新兴的市场供应主力军。

图 2. 上海主要集中式长租公寓分布图



资料来源：高力国际研究部

上海目前主要品牌长租公寓的客群定位多为面向大学毕业生、年轻白领等 25-35 岁左右的青年群体；大部分中端长租公寓项目的入住率较高，一般在 80-90% 左右。

主力户型多为一室户或小户型的 LOFT 为主，主力户型面积约为 25-35 平方米，主流租金水平约为人民币 3,600-6,800 元每月，其中最小的一室户型的租金水平约为人民币 1,600-2,600 元每月，服务管理费（主要为网络宽带费）通常约为人民币 280-300 元每月，水电费需另付，部分项目配有车位，车位费根据区位不同约为人民币 300-900 元每月每个不等，虽然大部分的青年租户并不需要车位。

## 长租公寓投资运营模式和退出方式

长租公寓投资运营模式，按物业分布位置是否集中，可分为集中式和分散式；按运营商资产结构的不同，可分为重资产运营和轻资产运营。开发商由于资金雄厚，而创业公司通常会获得投资和融资，所以这两类企业一般会通过收购物业的重资产方式，获取集中式租赁房源。而酒店集团和中介机构多通过轻资产的方式获取分散式租赁房源。另外，一些开发商和投资者也会通过托管的方式，引入专业的运营商，借助品牌管理输出的方式来进行运营。

品牌长租公寓投资退出方式主要分为四种，包括：资产转让、股权转让、通过交易所发行资产支持证券（ABS）/ 商业地产抵押支持证券（CMBS），以收益型物业为抵押资产（底层资产），期间偿付本金和利息作为融资成本的方式来获取流动性，另外通过交易所发行权益类 REITs，将标的资产的权益通过证券化的方式分割出售给投资者，来获取流动性等资产证券化的方式。

2017 年以来，长租公寓租赁市场资产证券化明显加快，截止目前已发行了多单资产证券化产品，如魔方公寓信托受益权资产支持专项计划（人民币 3.5 亿元）、新派公寓权益型房托资产支持专项计划（人民币 2.7 亿元）、保利租赁住房类 REITs（人民币 50 亿元）、旭辉领域长租公寓储架式权益类 REITs（人民币 30 亿元）、碧桂园租赁住房 REITs（人民币 100 亿元）等，发行规模也将不断扩大，交易结构多以“股+债”的形式出现，底层资产多为租金收入或物业所有权，优先级预期年化收益率约为 4.8%-5.8%。

## 长租公寓未来发展展望

客群定位：未来的长租公寓主要服务于年轻时尚的千禧一代客群，这些客群可以是白领中的年轻设计师、创意人、科技创业者、独立工作者等；另外在此定位基础上还会作进一步细分，客户肖像的概念会越来越具体和清晰，例如专门针对白领女性群体的目标定位等等。

产品特色：预计未来的长租公寓将会体现越来越多的共享居住（Co-Living）的特色：内部空间的设计方面，应该会体现大面积、多功能、社交型、共享型、互动型的社交空间，创意化和年轻化设计的居住生活空间为主要特点；

和开发商传统的“开发-销售”模式不同，长租公寓的运作是资产管理运营的模式，如何通过有效的运营管理来提升租金收益，进行必要的成本管控，例如减少早餐、房间打扫等客户接受度较低的配套服务，提升公共功能区的面积配比，增加更多能提升客户粘性的线上线下社交平台，从而带动物业增值意义重大。

随着市场参与者的不断增加，未来长租公寓市场的行业整合和兼并将会不断加剧，资产打包上市（发行 REITs）、资产证券化等轻资产运营模式将是未来投资者比较青睐的融资及退出方式。

## 国外长租公寓运营案例比较

美国、日本等国家长租公寓发展历史悠久，市场成熟，可以向国内开发商、投资者或运营商提供参考。

表 3 美日长租公寓运营商经营数据对比表

国家	运营商	成立时间	总市值 (美元)	运营模式	管理公寓数 (套)	年总收入 (美元)	入住率
美国	Avalon Bay	1978	221 亿 <sup>[1]</sup>	自持集中	84,158 <sup>[2]</sup>	21.6 亿 <sup>[3]</sup>	96% <sup>[4]</sup>
美国	Equity Residential (EQR)	1966	210 亿 <sup>[5]</sup>	自持集中	77,458 <sup>[6]</sup>	24.3 亿 <sup>[7]</sup>	96% <sup>[8]</sup>
美国	American Homes 4 Rent	2012	56 亿 <sup>[9]</sup>	自持分散	51,239 <sup>[10]</sup>	9.6 亿 <sup>[11]</sup>	96% <sup>[12]</sup>
日本	DAITO	1974 <sup>[17]</sup>	166 亿 <sup>[13]</sup>	托管	1,022,322 <sup>[14]</sup>	77 亿 <sup>[15]</sup>	96% <sup>[16]</sup>

[1] [5] [9]截止 2018 年 2 月 26 日；[2]-[4] [10]-[12] [14] [16] 截止 2017 年年末  
 [6]-[8] 截止 2016 年年末；[13]截止 2018 年 2 月 27 日；[15] 截止 20170331 财年  
 [17] 日本大东建托创立于 1974 年，以厂房租赁为主，1980 年开始转变为住房租赁  
 资料来源：高力国际研究部整理

纵观美国两家市值最大的租赁住宅运营商——AVALONBAY(221 亿美元)和 EQR (210 亿美元)以及日本市值最大的租赁住宅服务商——大东建托 (166 亿美元)，美日两国的长租公寓市场发展至今都已有近 40 年的历史，其运营模式则代表了目前市场上主流的两种方式，即以美国为代表的重资产和以日本为代表的轻资产运营模式。

两种模式各有利弊：

重资产经营模式对前期投入的资本金要求较高，投资回收期较长，但在获取物业租金收益的同时，通过适时的优化资产组合，可以有效实现物业的资本增值，从而提升整体的回报率。该模式适用于长租公寓市场发展处于成熟稳定期，在市场中已树立良好口碑的品牌运营商；

轻资产模式不会形成太大的资金沉淀，投资回收期较短，有利于扩大运营商的市场占有率，提升品牌知名度，但由于租赁物业分布较为分散，不便于统一经营和管理，不太具有成本优势，收益率相比自持集中式的运营模式往往偏低。目前中国长租公寓的发展尚处于规模扩张以及品牌树立的阶段，对于刚步入长租公寓行业的运营商来说，建议可以以轻资产运营模式为主，重资产模式为辅，先摸索下运营管理经验，提升品牌知名度和市场占有率，然后走产品差异化、成本集约化的资产管理路线，不断提升经营利润。

### For more information:

#### Tammy Tang

Co-head of China  
 Acting Managing Director | East China  
 +86 21 6141 3688  
[Tammy.Tang@colliers.com](mailto:Tammy.Tang@colliers.com)

#### Andrew Haskins

Executive Director  
 Research | Asia  
 +852 2822 0511  
[Andrew.Haskins@colliers.com](mailto:Andrew.Haskins@colliers.com)

For Project Leasing Services:

#### Derek Lai

Executive Director | Office Services | East China  
 Landlord Representation  
 +86 21 6141 3624  
[Derek.Lai@colliers.com](mailto:Derek.Lai@colliers.com)

#### Primary Author:

#### Jerry Shen

Associate Director  
 Research | East China  
 +86 21 6141 3509  
[Jerry.Shen@colliers.com](mailto:Jerry.Shen@colliers.com)

For Advisory Services:

#### Mango Chang

Director  
 Advisory Services | East China  
 +86 21 6141 3588  
[Mango.Chang@colliers.com](mailto:Mango.Chang@colliers.com)

#### Contributor:

#### Timothy Chen

Director  
 Research | East China  
 +86 21 6141 3550  
[Timothy.Chen@colliers.com](mailto:Timothy.Chen@colliers.com)

Copyright © 2018 Colliers International.

The information contained herein has been obtained from sources deemed reliable. While every reasonable effort has been made to ensure its accuracy, we cannot guarantee it. No responsibility is assumed for any inaccuracies. Readers are encouraged to consult their professional advisors prior to acting on any of the material contained in this report.