

## 行業與主題熱點點評

**【行業深度報告】房地產：中國長租公寓行業藍皮書：產業格局與運營模式探討**

長租公寓開啟房地產下半場較量。伴隨著人口紅利的下降和重點城市城鎮化日趨成熟，中國房地產增量正逐漸走向穩定。15-16年重點一二線城市房價快速上漲，房價和收入比日漸攀新高，買房的門檻越來越高。與此同時，從中央到地方利好長租公寓的政策接連不斷的提出，為長租公寓的長期發展正在逐步搭建政策基礎。15年長租公寓市場的主要運營者是以私募基金投資為依託的創業型公司為主，後續房地產仲介、房地產開發商紛紛加入競爭行列中。房地產行業下半場在存量市場方面的競爭悄然拉開序幕。

長租公寓運營模式分四大類，集中式重資產盈利空間最大。長租公寓企業的運營模式可以分成兩個維度：資本運作角度可分重資產和輕資產；資產空間分佈角度可分為集中式和分散式。在重資產模式下，企業可以獲得資金收益和資產升值收益。在輕資產模式下，企業作為二房東主要獲取租金差的收入。集中式模式下，企業可以提供標準化公寓，通過集采建材和集中管理降低成本，盈利空間好於分散式。結合資本運作和資產空間分佈，我們可以將長租公寓分為四象限：重資產分散式、重資產集中式、輕資產分散式、輕資產集中式。重資產集中式即具備資產價值和租金雙重收益，又在租金收益和成本控制端好於分散式，所以盈利空間最大。

日美成熟市場的龍頭租賃公司的成功存在共性。我們通過對比美國重資產模式代表 EQR 和日本輕資產模式代表大東建托的運營模式，發現成功龍頭公寓運營企業具備相同氣質：1) 選取合適的地理位置，精準定位供小於求的市場，從專案建立初期降低後期租賃的空置率風險；2) 不斷打造品牌知名度吸引更多客源；3) 提高日常租賃管理品質、為客戶提供各種便利，提高客戶居住體驗。

中國長租公寓輕重模式可並行。中國長租公寓目前主要以輕資產為主，重資產模式還未開啟序幕。重資產模式的主要難點在於收購資產需要大量資金支援，同時購買資產和改造過程存在的風險也高於輕資產模式。我們認為中國長租公寓企業可以走重資產路線，但並非所有參與者都適合。由於重資產模式需要企業搭建資產投資、設計開發、裝修等人員配備和集采管道，所以對於已經具備上述職能部門的房地產仲介和房地產開發商來說更具備優勢。此外，我們認為一二線舊城改造過程中村集體自留地可成為獲得長租公寓房源的機會視窗。合理利用一二線城市舊改專案，長租公寓企業既可以和村集體形成股權合作走重資產路線，也可以通過代建方式只參與前期專案規劃和後期運營走輕資產路線。

投資建議：中國長租公寓行業前期競爭焦點集中於在於拓展規模和樹立品牌。我們認為 A 股值得關注的已經參與長租公寓建設的上市公司有 1) 規模領跑者：萬科 A、世聯行；2) 後起之秀：龍湖地產、市北高新、國創高新；3) 系統平台：三六五網。

風險提示：行業參與門檻不高，可能造成競爭激烈，盈利攤薄。

## 免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團—海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下于作出投資前，必須自行作出分析並(如適用)諮詢閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易(包括涉及金融衍生工具的交易)會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及/或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下于兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時于本文件中提及的證券或衍生工具(如有)持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。