

长租公寓市场 房地产企业竞速布局的 挑战与应对策略

联系方式

北京

单小虎 (Tiger Shan)

主管合伙人

+86-10-6533-2166

tiger.shan

@strategyand.cn.pwc.com

上海

唐海燕 (Petrel Tang)

合伙人

+86-21-2323-5306

petrel.tang

@strategyand.cn.pwc.com

作者简介

单小虎先生(Tiger Shan)是普华永道思略特主管合伙人，中国政府和公用事业联合负责人，近20年企业和咨询行业经验。专长于基础设施、公用事业和房地产领域，在城市规划、国际化、运营管理等方面有丰富的经验。

唐海燕女士(Petrel Tang)是普华永道思略特合伙人，常驻上海，主要为地产和基础设施建设和开发领域客户提供业务战略制订、地产项目规划、商业模式设计、组织管控优化等方面的咨询服务。

郑重先生(Joseph Zheng)是普华永道思略特高级经理，常驻深圳，主要为大型央企、国有企业、房地产企业提供战略规划、投融资策略、创新战略、组织管控、管理提升等方面的咨询服务。

随着中央对房地产市场提出“房住不炒”定位，加之中国约2.4亿的流动人口、近2亿的单身人口蕴藏着巨大潜能，房屋租赁市场迎来了黄金发展时期：根据**券商预测**，2016年全国租赁市场规模已超1万亿元，预计2030年将达到4万亿元。

其中，作为租房市场重要的细分行业，长租公寓通过对传统租房进行供给侧升级，为年轻租客提供标准化的高质量住宿及服务，近年来开始崛起。据不完全统计，长租公寓市场已有超过1万家机构参与其中，其背景主要有房产中介、酒店、互联网公寓、房地产企业四类玩家。随之而来的还有资本的涌入：仅2012-2016年，长租公寓领域的融资事件99起，涉及金额高达68亿元。

长租公寓的运营模式具有多维性：根据资产结构，可分为重资产和轻资产；根据公寓的分布位置，又分为集中式和分散式。中介、酒店、互联网公司凭借其原有的房东租客网络、物业管理经验和互联网运营经验，主要采用轻资产、分散式的运营模式。与其他市场参与者相比，房地产企业在资金和资源上拥有绝对的优势，主要采用重资产、集中式的运营模式。

阅读要点：

- 长租公寓市场目前仍处于初始阶段，趋势成型的竞争还未开始，蕴藏着许多机会。
- 房地产企业期望凭借资金、资源的绝对优势快速扩张，但在重资产、集中式为主的运营模式下尚未探索出一套有效的盈利模式，并在项目寻源环节、运营管理、资产证券化退出三个环节面临着严峻的挑战。
- 为了减少探索成本、降低风险，思略特建议房地产企业在短期内可考虑轻重共举的资本结构、采用数字化手段进行运营管理，同时主动开拓“公寓+”衍生服务来增加盈利点，长期可借助金融化实现有效退出，并与多方合作盘活存量资源，寻找契合“前REITs”时代中国特色需求的发展模式。

房企布局长租市场面临巨大挑战

当前，全国排名前30的房地产企业已有1/3进入了长租公寓市场，然而它们的盈利情况普遍不乐观：最早进入市场的万科泊寓，至今尚未实现盈利；龙湖则对外公开表示三年内不考虑盈利。

根本原因，在于当前房企旗下的长租公寓普遍的低收益、长回报周期的商业模式。根据披露信息，旭辉领寓当前租金回报率在4%-5%，万科泊寓仅有2%-3%，租金收入是主要盈利点，其他增值服务尚未能匹敌。并且，很多一线城市的回报率相较重点二线城市更不乐观。

除了较低的投资回报率以外，重资产运营模式还面临着回报周期长、融资渠道少、流动性风险突出、租金涨幅动力缺乏、税收优惠力度小等问题。对于习惯了在新房市场赚快钱的房地产企业而言，无法快速收回资金，将大大限制其在长租公寓市场上的扩张步伐。

受限于商业模式和运营模式，当前房地产企业旗下长租公寓在项目寻源、运营管理、资产证券化退出三个环节面临着严峻的挑战。

项目寻源环节

房企旗下的公寓，主要是自持的闲置房源升级，或通过收购/租赁等方式拿来改造而成。

其中，自持的闲置房源大多偏离市中心地段，无法满足租客日常工作出行的需求：包括龙湖、朗诗、金地等主流企业，在一二线城市开发的长租公寓，距离城市中心地段基本都在30分钟车程以上。考虑到租金定价与距离之间的正相关性，较远距离的房源，将会积蓄潜在租赁库存问题。

在拿房方面，获取中心地段的集中式房源极其困难，房企只能通过整租偏远地区的工业用地、废弃厂房等非住宅用房进行升级改造。而中介机构地推门店几乎铺遍城市各个街道，在房源获取上占据了巨大优势。链家目前在全国拥有约8000家门店，超13万经纪人团队，覆盖28个城市；我爱我家在全国拥有2000多家门店和5万多名经纪人团队，共覆盖15个城市。密集的门店、庞大的地推团队，让中介机构能有效获取市场上的第一手业主信息，从而占据核心地段的优质房源。

此外，房地产企业在中心地段拿房，还面临着共享办公、医疗机构、文娱产业等其他行业企业的竞争。在拿房成本哄抬的环境下，房地产企业即使拥有雄厚的资金优势也需要承受高成本运作的压力。

运营管理环节

绝大多数房企都制定了短期内快速扩张的目标：万科计划在2018年达到45万间、旭辉计划5年内达到20万间、佳兆业计划3年内达到10万间。如果目标实现，大规模的公寓管理问题，将无可避免。

公寓管理包括销售看房、合同签约、物业服务、租金收取、日常保洁、期末收房等一系列工作，而这也将直接影响到租客的居住体验。

一方面，房地产企业自身的运营团队较小，且多以原地产业务人员为主，缺乏相关管理经验。在重资产运营模式下，房地产企业很难像中介机构、酒店等市场参与者聚焦于运营管理层面。另一方面，公寓扩张到一定规模后，固定成本将会分摊稀释，而可变成本有可能上升，进而会降低企业利润率。

因此，解决规模化的运营管理问题，将是房地产企业在未来需要面临的一项严峻挑战。

资产证券化退出环节

房地产企业能否继续在重资产运营模式下实现规模化经营、又形成资本从投入到退出的闭环的关键因素，在于如何盘活存量资产，将未来稳定可期的现金流兑现。将产品资产证券化（包括REITs）正是解决上述问题、破局重资产运营的最佳方案。

然而，国内资产证券化起步较晚，从2012年试点至今依然不成熟，相关政策落地低于预期，在物业业权、募集范围、收益来源及分配方式等方面仍需完善。例如，部分国内房产项目在竣工很长时间后都未获得房地产证，无法及时满足REITs要求；此外，资产证券化还面临着多重征税、多头监管、法律和会计制度不支持等限制。因此，上述差异将会是未来资产证券化成功退出亟待解决的难题。

乐观的是，2017年国内已出现5款与长租公寓相关的类REITs产品，整体可归为两类：权益型和抵押性。二者的核心区别在于风险承担和增值收益主体的不同：权益型REITs更能分散风险，但要分出部分增值收益，以保利租赁REITs和新派公寓类REITs为典例；抵押型REITs则需通过抵押物业资产获得资金，到期偿还即可独享全部增值收益，但同时也承担了更大的风险，以招商蛇口CMBS为典例。房地产企业和投资者需视其自身对收益和风险的权衡做出选择。

产品资产证券化正是解决上述问题、破局重资产运营的最佳方案。

需要指出的是，这些国内已经发行的“商业地产资产支持专项计划”尽管被称作“类REITs”，但究其本质仍属私募范畴，尚不具备海外标准REITs的公开性和流动性。未来的趋势依旧是正式的REITs。即时公募REITs一旦推出，央企、国企和民营大型房地产企业将会享有先发优势。相信随着政府和多方参与者的推进，长租公寓领域的资产证券化道路将会逐渐明朗。

此外，就资产证券化退出实操的先行条件而言，房地产企业需思考三方面的挑战：如何培养年轻人对长租公寓的兴趣，如何在客群端创造上升的租赁需求，以及如何稳定租金收益率。

挑战下房企多维度的初步应对策略

针对上述问题，房地产企业可以考虑在资本结构上采取轻重并举、在运营管理上采用数字化手段、在商业模式上积极开拓衍生服务以增加盈利点、借助金融化实现有效退出、在项目开发上多方合作盘活存量资源的模式，并契合“前REITs”时代中国特色需求。

轻重资产并举

重资产和轻资产运营在本质上并不矛盾，甚至是相辅相成的。相比而言，轻资产运营回款更快、回报周期平均在3年左右，有利于快速扩张规模、聚焦运营服务、打造品牌效应；重资产运营模式则面临回报周期长、成本高、扩张慢等挑战，但随着资产证券化道路逐渐明朗，持地块企业未来可以通过发行类REITs出售收益权，快速收回资金完成退出。

因此，在探索盈利模式的过程中，房地产企业在前期可以轻重资产并举，选择“重资产+轻运营”的产融结合模式，并在未来视情况逐步增大重资产项目比例，以较小的投入、较低的风险，快速回收成本。

目前已有部分房企开启了轻重资产并举的探索道路：

- 龙湖尝试先从轻资产模式入手，通过对有十年以上租约的物业进行改造，以股权合作、委托管理等方式来获取公寓项目；
- 万科采取“统租运营+物业管理+综合整治”的轻资产模式，开发完成深圳玉田村项目；
- 旭辉通过与高校合作建设教师和留学生公寓、与持有用地的国企和政府合作（采用PPP模式运作共同分享收益）等模式力图轻资产化。

数字化运营管理

在重资产运营模式下，房地产企业可以考虑采用数字化手段来提高运营效率、减少人力成本，同时获取租客信息、为后期业务盈利提供支持。国外成功的经验预示，公寓SaaS系统能为此提供出路；而在国内，这一行业也开始初露端倪。

近些年，得益于中央政府大力扶持科创产业发展，云计算、大数据等多项技术的发展为上层SaaS营造了良好的物理环境 and 应用基础。面对万亿级长租市场的B端，国内SaaS系统行业得以紧随公寓行业、借势资本力量驶入快车道。目前，排在行业前列的有寓小二、蘑菇伙伴等。该类公寓SaaS+系统可以提供前期销售、房源管理、合同签约、物业管理、账务管理等服务，能有效提高管理运营效率、减少人力成本的投入。以寓小二为例，该平台已服务多家一线房地产企业，管理房源体量超过30万套。

相比分散式公寓，房企旗下的集中式公寓更适合整体托管、集体化运营。

- 短期内引入第三方公寓SaaS系统，可以让房地产企业快速弥补运营管理层面的人力问题，并支持其在重资产运营模式下快速扩张；
- 随着公寓数量规模化，还能够享受到SaaS系统运作带来的边际管理成本递减，降低从拿房到出房的存货周期速度，进而获取更多的利润；
- 从长期的角度看，房地产企业亦可选择基于SaaS系统底层数据做定制开发，达到更贴合自身业务、营销，以及财务端运营需求的目标；
- 同时，通过系统呈现的报表数据，房地产企业可以更好地理解租客群体的生活习惯和消费需求，为新公寓产品和其他盈利性业务的开发提供支持。

开拓“公寓+”延伸服务

房地产企业做长租公寓，可以以主营的居住服务为中心，向内协同房产产业链，向外延伸生活服务，培育“公寓+生态圈”的商业模式，以此增加盈利点。

一方面，部分租客即是未来的购房需求客群。在提供租房服务的同时，房企可为旗下的房产打造租客优先购买等营销手段，多渠道输送品牌印象，也可以延展到后续购房金融服务，实现房地产企业租房与购房的业务协同。链家与自如的内部合作即为典例。

另一方面，对于年轻租客来说，他们除了居住以外还有办公、娱乐、健身、餐饮等方面的需求，房地产企业可以通过自主经营、联合经营或者外包等形式，将其他生活服务引入社区，形成公寓+保洁、公寓+餐饮、公寓+购物等多元化D2D服务模式，丰富营业收入来源。如链家旗下的自如，其保洁业务即为重要的盈利增长点，除了为自身40万间公寓里的租客提供每月2次保洁服务外，自如还向外部市场开放来充分利用保洁人员的闲散时间。又如魔方公寓张江店在开放式公共区域中自营销售咖啡，有效实现了公寓业务的向外延伸。

此外，这样多元立体的生活空间通过口碑传播和营销媒介还会对更多的年轻人产生虹吸效应，创造更大的线下流量入口，从而抬高租金，带来更大的租金差值收益。

对于房地产企业集中式布局的房源，更会为整体居住空间带来乘数性增值，并在此基础上进一步释放周边多种持有业态的增值潜力。长远来看，类似的“公寓+生态圈”的创新能够稳定租金收入，抬升资产增值，为REITs的成功退出铺路。

借助金融化实现有效退出

未来，经济增长将进入“高质量”时代，逐步开始实现从劳动和资本驱动到全要素生产率驱动的转变。对于长租公寓行业，金融创新将会是助推这一转变的有效工具。借鉴国外公寓REITs的发展，对房地产企业有启示意义。

REITs起源于美国，其在细分专业化领域做得相当成熟，而中国仍处于起步阶段。截至2017年，数百个美国REITs产品中，住宅类共有20个。根据美国房地产投资信托协会数据显示，住宅型REITs的年内回报率维持在8.10%的水平(截至2017年12月21日)，而专注公寓类的细分市场则表现更优。当下，美国上市交易的公寓REITs有7项。以EQR为例，美国第一家上市的出租公寓REITs，由位于芝加哥的房地产投资信托公司Equity Residential管理。公司主营业务涵盖对美国公寓房产项目的收购及开发管理，旗下拥有77,498套公寓，主要分布在纽约、华盛顿、波士顿、旧金山、南加州和西雅图等核心沿海城市。

纵观其公司发展历程，Equity Residential经历了从多元融资大规模扩张、放缓整顿、到分化聚焦核心市场的三步走阶段。截至2017年12月21日，公司市值达234.49亿美元，投资回报率稳定在7%-8%之间，堪称重资产运营的典范，对中国长租公寓行业有以下五点重要借鉴意义：

- 对已有金融产品类型的组合。如美国存在权益型、抵押权型以及混合型资产证券化产品，而国内目前只有前两种。混合型相较这两种更中庸一些，平衡了收益稳定性和投资风险的差异，丰富了房地产企业和投资人的选择；
- 丰富资产包组合。美国大部分REITs都是将跨区域、跨业态的资产包打包，以此降低风险。而国内出现的案例目前仅针对单宗物业或者同一个业态的资产包；
- 对金融工具的挖掘。可以预见，ABS（资产支持证券）、CMBS（商业房地产抵押贷款支持证券），以及REITs（房地产信托投资基金）将成为未来国内长租公寓市场金融创新的广阔蓝海；
- REITs与互联网的有效结合。数据显示，EQR约65%的租约由网上完成，极大地减少了带看次数和人力成本；
- 在规模竞赛后期，优化资产组合，聚焦核心产品。EQR得以在时代浪潮的更迭中留存并壮大，并拥有远超同行租金涨幅的优异表现，主要归咎于其能够在正确的时代节点上，精准把握资产价格周期，剥离低收益产品，聚焦核心市场，并定位于中高端客群和科创集聚区位。

可见，对于房地产企业，金融创新是一项重要的竞争能力。房地产企业可以通过发行REITs向社会融资，将重资产变轻。在吸引到足够多的社会资本注入后，房地产企业自身所占股份低于一定比例时，便能够将自持股撤出。如此一来，既能保证项目正常运转，又不影响房地产企业资金流动性。

此外，相较于中介机构，房地产企业在房源、品牌、业态协同等方面都具备优势，未来可借金融工具将这些资源禀赋最大效益化。参与长租公寓市场的房地产企业，前期可通过资产证券化严格界定进入门槛，快速回笼资金；中期可盘活存量资源，打通租赁、地产销售、多元商业业态等上下游资源，增加客户黏性；长期还可营造、升级生态圈，通过REITs形成资管闭环，享受退出时的资产增值分红和品牌输出。

多方合作盘活存量

房地产企业可开发与信托公司协同合作、互利共赢的商业模式：长租公寓拥有长期稳定的租约和现金流；而信托平台则具备专业化的资金和整合服务能力，可降低房地产企业在相关领域的要素投入，提升盈利效率。2016年始，国内已有多家信托公司逐步布局租赁市场。

此外，银行业在未来也将成为盘活存量公寓市场的助推手。最新消息，建行广东分行宣布将于2018年1月8日先在广州推出新的存房贷业务。其运作模式可概括为：首先，房东出售住房租赁权给建行，比如五年期；之后，建行一次性支付五年全部租金；最终，建行将房源交与专业的租赁运营机构出租。

存房贷能够激励房东把原来的短租房交给建行做成长租房，刺激供给端输出；而建行前期推出的安居贷业务，能够为资金有限的租房者提供低于购房按揭贷款利率的住房租赁贷款，刺激需求端转化。进而，两者共同为长租市场的供需两端搭建起桥梁，是长租公寓市场的另一创新点。

房地产企业可选择与银行合作，提供部分前期的一次性租金，从而集中获取银行集聚的房源，成片开发，享受规模效益；另一方面，在资产负债理想的情况下，房地产企业亦可模仿银行的桥梁模式，探索新的创新点。

作为中国互联网产业砥柱的BAT，近些年也开始涉足长租公寓市场，期待分一杯羹。

- 百度依靠其引擎端的数据和技术优势，涉足公寓SaaS+领域，以期将线上流量转化到线下租赁市场。例如，百度租房与寓小二战略合作，完成对流量入口与系统真实房源的衔接；
- 阿里则凭借其强大的平台搭建能力和完整的金融生态链，入驻多项分散式长租公寓产品，希望通过公寓SaaS+流量切入市场。例如，2017年初蚂蚁金服合作蘑菇伙伴搭建支付宝租房专区，芝麻评分达650以上可享受免押金等服务；

房地产企业可开发与信托公司协同合作、互利共赢的商业模式。

- 近日，腾讯在深圳住房租赁平台上推出基于腾讯信用分的免押险服务，满足腾讯信用分650分以上的租户，即可购买信用免押险，享受免押金入住。

可见，租房流程线上化、运营流程管理标准化，将是未来房地产企业提高产能、实现规模化的决定因素。房地产企业可思考与互联网企业合作，完成线上与线下流量的双向转化，搭建一个垂直立体的长租公寓智慧生态圈。

除了信托公司、银行业、互联网企业等，还有更多领域的合作值得房地产企业去探索。

契合“前REITs”时代中国特色需求

房地产企业还需结合中国特有的社会主义特色与国家规划纲领，挖掘新的长租公寓产业创新点。固然未来是属于金融创新的时代，但目前中国REITs相关的法律法规还处在摸索阶段。因此，如何充分做好“前REITs”时代的准备工作需从当下社会需求切入考虑。

2016年中央提出租售并举制度，而公租房将成为这一改革的牛鼻子。截至目前，全国公租房总量超过1500万套，一方面，存量端存在大量翻新、改建需求；另一方面增量端仍以委托代建为主。政府独木难支，房地产企业可在任一端寻求积极角色参与。而且，随着公租房定价体系改革方案的出台和落实，公租房将真正兼具公益性与收益性。公寓REITs可将公租房打包证券化以进行市场融资，并以其租金收入和未来资产升值为定期收益，为公租房市场提供前期金融支持；而房地产企业，亦可引导市场化企业和社会资本，通过PPP模式参与公租房的建设和运营，亦可合作公寓REITs探索更丰富的多赢模式。

此外，《国土资源“十三五”规划纲要》将目标转向存量用地再开发，房地产企业可呼应国家政策，将城市更新作为“前REITs”时代资产储备的另一个途径：一方面，可以通过基金方式投资存量物业，对旧城、城中村、棚户区进行升级改造，通过对存量商业物业再定位，重新赋能并提升其经济与社会价值，达到REITs所需回报率；另一方面，也可以投资新区物业的有机更新，助力城市新区建设。

2017年7月发布的《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》提到将积极支持REITs，进一步鼓励重点城市进行试点创新；各地政府也多次释放信号，表明推进房地产税立法和实施的决心。可以预见，未来符合中国社会主义特色和历史发展需求的方向才能催生第一个真正的REITs产品。也许公租房项目、抑或城市更新项目将成为这一领域的试金石。房地产企业需要先发制人，思考自身在这一发展浪潮中的角色，长远布局，才能跟上时代的步伐。

思略特

思略特是一家定位独特的全球战略咨询公司，专注于协助客户成就美好未来：根据客户的差异化优势，为其量身定制战略。

作为普华永道网络的一员，我们一直致力于为客户构建核心成长的致胜体系。我们将远见卓识的洞察与切实的专业技能相结合，帮助客户制定更好、更具变革性的战略，从始至终，一以贯之。

作为全球专业服务网络中的唯一一家规模化的战略咨询团队，思略特结合强大的战略咨询能力与普华永道顶尖的专业人士，为客户制定最合适的战略目标，并指引实现目标必需做出的选择，以及如何正确无误地达成目标。

思略特制定的战略流程，足够强大以助企业捕获无限可能，确保务实并有效地交付。正是这种战略让企业得以顺应今日的变化，重塑未来。思略特助您将战略愿景变为现实。

更多资讯，请浏览：<https://www.strategyand.pwc.com/cn-s/home>

www.strategyand.pwc.com