

中国租赁 住房市场

//////
投资潜力与价值洞察



研究院
APARTMENT

更多免费行业报告

并购家

www.ipoiipo.cn

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

前言 PREFACE

作为房地产领域的重要组成部分，中国租赁住房市场从最初计划经济时代的单一福利分配到如今社会主义市场经济体系下多元化、市场化运作的转变，深刻映射了中国房地产发展模式的变革轨迹与社会变迁的脉络。

自 2015 年政府倡导“建立多种渠道、发展租赁市场”以来，至 2021 年，一系列促进行业发展、推进资产证券化以及实时减税降负等利好政策密集出台，特别是将保障性租赁住房纳入基础设施公募 REITs 试点行业政策的推出，有力地推动了住房租赁行业完成商业闭环。自此，我国租赁住房市场步入新的阶段，形成了保障性租赁住房与市场化租赁住房双轨并行的政策框架。伴随着各类专业化机构及租赁住房运营商的踊跃参与，市场产品结构进一步细分，形成了包括青年公寓、租赁式社区、高端公寓和宿舍型公寓等多元化产品形态。

公募 REITs 的推出及已上市保租房公募 REITs 项目在二级市场的优异表现推动投资市场对于租赁住房的关注度持续上升。自 2020 年至 2023 年期间，中国租赁住房市场的大宗交易活动呈现出蓬勃发展的态势，交易量与交易额均实现了快速增长。据统计，租赁住房投资额占总大宗交易额的比例，在这四年间实现了跨越式的提升，由 2020 年的 2% 迅速攀升至 2023 年的 9%，彰显了市场对租赁住房投资价值的高度认可与信心。根据戴德梁行 2024 年最新的调研结果，长租公寓 / 服务式公寓已成为北京和上海投资人最关注的资产类型之一。

展望未来，租赁住房有望吸引更多投资市场的目光与资本注入，成为投资领域的热点。2024 年 7 月，国家发展改革委发布了《关于全面推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目常态化发行的通知》，将底层资产由保障性租赁住房扩容至租赁住房。预计随着市场化租赁住房常态化发行的推进、城镇化水平的提升、流动人口的增长以及结合租赁住房所拥有的稳定、穿越周期特征，展现出广阔的发展空间与潜力，值得投资者深入探索与布局。

本文聚焦全国范围内租赁住房发展迅速或潜力巨大的 16 个重点城市，结合政策及产品端情况，深入剖析这些城市的市场存量规模、供需动态等关键指标，旨在全面展示当前租赁住房市场发展现状。同时，租赁住房作为当前最受关注的资产类别之一，如何估值与定价也是当前投资者的关注焦点。本文结合资产特性、市场运营情况深度探讨收益法中的核心估值参数，帮助投资者更清晰地评判。

目录 CONTENTS

第一章 中国租赁住房市场的分类

- 05 专业化运营租赁住房分类
- 08 整体市场政策综述
- 09 重点 16 城市的保租房政策细则—纳保政策
- 10 有关租赁住房资产的整体情况及差异的 Q&A

第二章 中国租赁住房市场情况分析

- 12 主流投资机构梳理
- 13 主流运营商梳理
- 17 重点 16 城市场存量及供应
- 21 重点 16 城需求驱动力分析
- 23 未来市场趋势及展望

第三章 中国租赁住房的投资及退出

- 25 租赁住房三大商业运营模式
- 27 中国租赁住房大宗交易情况
- 29 资产证券化 / 公募 REITs 市场情况
- 31 中国租赁住房资产资本化率 Cap Rate 情况

第四章 租赁住房收益法评估核心参数分析

- 35 收入分析
- 37 成本分析
- 40 折现率分析
- 41 思考：租赁住房用地性质多样带来的剩余土地使用年限与资本化率（Cap Rate）差异



01

中国租赁 住房市场的分类

专业化运营 租赁住房分类

国际租赁住房分类

在全球，住房租赁行业发展已久。由于国情不同，各国发展租赁住房的历程和重点也不尽相同，由此各国的租赁住房形成了适应各自国情的、系统性的产品分类标准。下图展现了美国、德国、日本等国家的租赁住房分类标准，这些国家租赁住房行业发展时间较长，分类标准系统性较强。

图 1：典型国家租赁住房分类标准

国家	分类方法	主要参数	分类标准	划分类型
				
美国	市场需求导向	租户类型及需求特征 地理位置 租金水平 建筑特征	档次 / 级别	豪华型 (A+/A) 中高端型 (A-/B+) 中低端型 (B/B-) 低端型 (C+/C/C-/D) 补贴型 (无级别)
德国	保障功能导向	户型面积 租金水平	档次 / 保障人群	高端： 高于 9 欧元 / 平米 / 月 中高端： 7-9 欧元 / 平米 / 月 中端： 5-7 欧元 / 平米 / 月 中低端： 低于 5 欧元 / 平米 / 月
日本	市场需求导向	户型面积 地理位置 建筑楼龄	居住类型	单身型 紧凑型 家庭型 舒适性 宿舍型

中国租赁住房市场分类

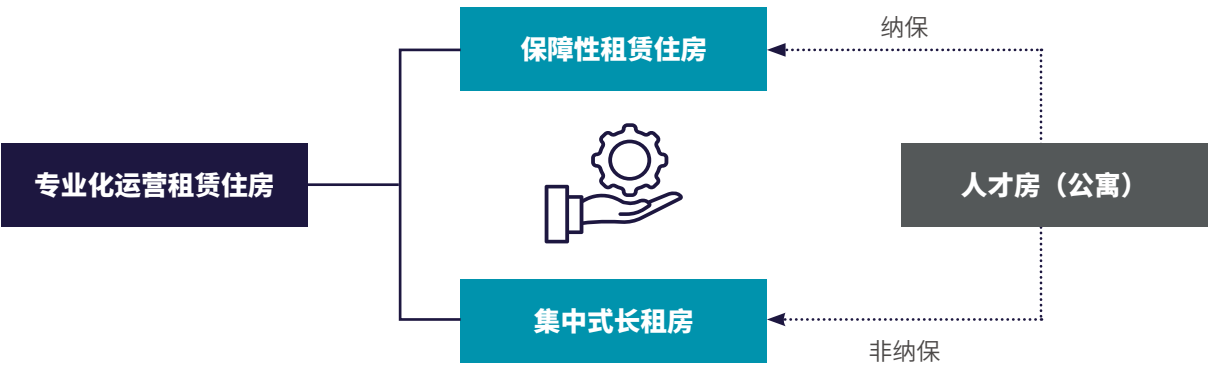


政策维度划分

在国家相关政策的支持下，我国的住房租赁市场经过多年发展，已正式迈入机构化运营的新阶段。2021 年，《国务院办公厅关于加快发展保障性租赁住房的意见》（国办发〔2021〕22 号）发布后，我国机构化管理租赁住房就有了“保障性”和“市场化”之分，即保障性租赁住房和市场化租赁住房。二者均面向市场运营，区别在于政策对保障性租赁住房的租金水平和租金涨幅有明确要求，相应的也给予税收、民水民电等方面的优惠支持。

今年，《国家发展改革委关于全面推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目常态化发行的通知》（发改投资〔2024〕1014 号）中，将可用于发行公募 REITs 的租赁住房项目类型扩大为四类：保障性租赁住房项目、公共租赁住房项目、市场化租赁住房项目，以及专门为园区入驻企业提供配套服务的租赁住房项目。这四类租赁住房项目中，公共租赁住房保障属性更强，对承租人的收入水平等有明确的要求。其他三类项目均为市场化运营，对承租人无收入等方面的资格审查要求。

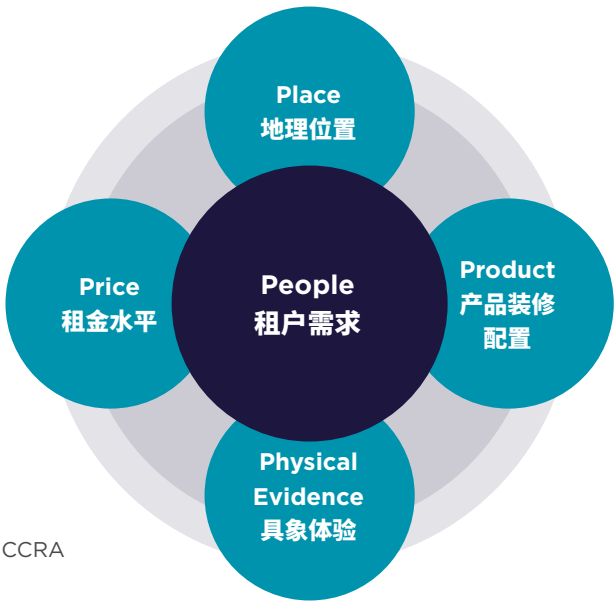
图 2：专业化运营租赁住房政策维度分类



产品线维度划分

我国机构化管理的租赁住房项目出现至今也有十余年的时间了。在 market 需求的推动下，机构化管理租赁住房产品逐渐形成清晰的产品线分类，并形成了相对统一的行业共识。在此基础上，综合考虑租户需求、地理位置、租金水平、产品装修配置、具象体验五个维度对产品的影响，形成“租赁住房产品分类 5P 模型”（图 3）。该模型对产品线进行明确的分类，定义了我 国租赁住房产品的四条产品线——青年公寓、租赁式社区、高端公寓和宿舍型公寓。

图 3：租赁住房产品分类 5P 模型



资料来源：ICCRA

这四类产品线面向不同的主力客群，提供具有不同的产品、服务等，在运营方面也具有其各自的特征（详见下图）。其中，青年公寓和租赁式社区两条产品线是面向新市民、青年人的主力供给产品，在主力客群上有一定重合度。但两条产品线所服务的客群，在年龄结构、家庭结构等方面的比重不同，且建筑规模、建筑形式、公建配套、商业配套等方面也具有较明显的差异，因此划分为两条产品线。

图 4：专业化运营租赁住房产品线分类

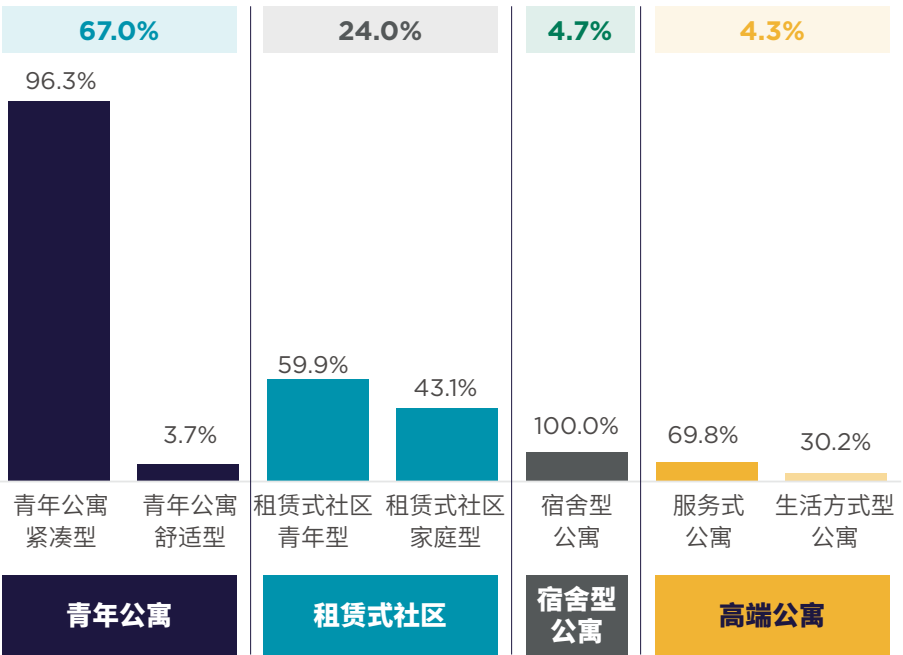
产品线	客源特征	主力户型	平均套均面积
 青年公寓	单身、情侣 / 夫妻	开间	31.89 m ²
 租赁式社区	单身、情侣 / 夫妻、 多成员家庭	一居室	39.55 m ²
 宿舍型公寓	企业	4-6 人间	23.32 m ²
 高端公寓	商务人士	大开间、一居室	65.63 m ²

资料来源：ICCRA

在四条产品线下，根据运营商提供的产品档次和服务标准等方面的差异，还可以将产品进一步细分，如图 5 所示。

我国住房租赁行业起步时间并不长，市场需求还在不断释放。需求的多样性必然会推动供给的多元化，我们相信，租赁住房产品线还会出现更多细分类型。5P 模型也会根据市场的变化，适时更新产品线定义。

图 5：租赁住房产品细分及市场占比



资料来源：ICCRA

整体市场政策综述

2015 年 1 月，住建部《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）提出，“建立多种渠道、发展租赁市场”。自此，住房租赁行业蓬勃发展的大幕在政策支持下徐徐展开。

2015 年至 2020 年，国家从房源筹集、金融支持、市场监管等方面陆续出台对住房租赁行业的支持政策。2021 年，促进行业发展、资产证券化、减税降负等利好政策集中释放，特别是将保障性租赁住房纳入基础设施公募 REITs 试点行业，有力的推动了住房租赁行业完成商业闭环。因此，业内也将 2021 年称为“住房租赁行业的政策元年”。

图 6：2021 年——住房租赁行业“政策元年”

保租房	金融	减税
《国务院办公厅关于加快发展保障性租赁住房的意见》（国办发〔2021〕21 号） 明确对象标准：符合条件的新市民、青年人等。 引导多方参与：多主体投资、多渠道供给，“谁投资、谁所有”。 完善土地支持政策：集体经营性建设用地、企事业单位拥有使用权土地（不补缴土地价款）、产业园配套用地面积提升至 15%、闲置低效商业办公等存量房屋、轨道交通枢纽（地铁上盖）。 配套支持政策：中央财政补贴、降低税费、执行民用水电气价格、集体土地使用权可办理抵押贷款等。	《国家发展改革委关于进一步做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作的通知》（发改投资〔2021〕958 号文）	《财政部 税务总局 住房城乡建设部关于完善住房租赁有关税收政策的公告》（财政部 税务总局 住房城乡建设部公告 2021 年第 24 号）： 租赁企业向个人出租住房减按 1.5% 缴纳增值税。 在房产税方面也做了新的规定，企事业单位等向个人、规模化租赁企业出租住房，减按 4% 征收房产税。

资料来源：公开信息整理

在此之后，国家层面关于住房租赁行业相关政策侧重金融支持以及市场监管。2024 年，《国家发展改革委关于全面推动基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目常态化发行的通知》（发改投资〔2024〕1014 号）将市场化租赁住房纳入公募 REITs 底层资产，再次加速推动住房租赁行业发展。

在国家政策指导下，各地方政府秉承“一城一策”的原则，陆续制定适应地方发展的租赁住房行业政策，从供需两端鼓励住房租赁行业发展，加强金融支持和市场监管。

在行业立法方面，2020 年 9 月 7 日，住房和城乡建设部发布《住房租赁条例（征求意见稿）》，向社会公开征求意见。北京率先推动住房租赁行业地方立法，于 2022 年 9 月 1 日起正式实施《北京市住房租赁条例》。随后，《上海市住房租赁条例》于 2023 年 2 月 1 日起实施；《武汉市住房租赁条例》于 2024 年 9 月 1 日起正式实施。

重点 16 城市的保租房政策细则—— 纳保政策

2021 年 7 月，国务院办公厅印发《关于加快发展保障性租赁住房的意见》（国办发〔2021〕22 号）（以下简称“意见”），明确了保障性租赁住房基础制度及相关支持政策。随后，各地方围绕《意见》指导的常规政策，从房源筹集、产品建设、租金定价、租金限制四个方面相继出台了有关保障性租赁住房纳保政策细则。

图 7：重点 16 城保租房纳保政策细则

房源筹集	城市	产品建设	租金定价	租金涨幅
除常规政策外，城中村住房等存量房屋依法整租运营。	北京	• 宿舍型租赁住房人均使用面积不得小于 4 平方米；	不高于市场的 90%	常规政策 租金年度涨幅不得超过 5%，且不高于同地段同品质市场租赁住房租金同期涨幅。
常规政策 1. 新建 ：利用产业园区配套用地、集体经营性建设用地、企事业单位依法取得的自有土地和新供应国有建设用地建设。 2. 改建 ：主要是利用闲置和低效利用的非居住存量房屋改造建设。 3. 存量盘活 ：将符合条件的存量住房作为保障性租赁住房使用和管理。	上海	• 公寓型租赁住房原则上适用 1-2 人居住，人均使用面积不得小于 5 平方米。	不高于市场的 90%	
	广州	• 面向本单位、本系统职工定向供应的保障性租赁住房，户型标准可以结合本单位、本系统住房保障实际需求适当调整。	不高于市场的 90%	
	深圳	• 宿舍型保障性租赁住房建筑面积标准为 20-45 平方米，且该类户型不得少于 80%，一般不超过 50 平方米。	不高于市场的 90%	
	成都	• 新建的保障性租赁住房套型建筑面积原则上应当控制在 70 平方米以内，以 30-60 平方米为主。	不高于市场的 90%	
	杭州	• 新建的保障性租赁住房套型建筑面积原则上应当控制在 70 平方米以内，以 30-45 平方米为主。	不高于市场的 90%	
	南京	• 新建的保障性租赁住房套型建筑面积原则上应当控制在 70 平方米以内，以 30-45 平方米为主。	不高于市场的 90%	
	武汉	• 新建的保障性租赁住房套型建筑面积原则上应当控制在 70 平方米以内，以 30-45 平方米为主。	不高于市场的 90%	
	重庆	• 新建的保障性租赁住房套型建筑面积原则上应当控制在 70 平方米以内，以 30-45 平方米为主。	不高于市场的 90%	
	西安	• 宿舍型人均使用面积不少于 5 平方米；	不高于市场的 90%	
	青岛	• 住宅型以建筑面积不超过 70 平方米的小户型为主。	不高于市场的 90%	
	厦门	• 宿舍型人均使用面积不少于 5 平方米；	不高于市场的 90%	
	天津	• 住宅型以建筑面积不超过 70 平方米的小户型为主。	不高于市场的 90%	
	合肥	• 宿舍型人均使用面积不少于 5 平方米；	不高于市场的 90%	
	长沙	• 住宅型以建筑面积不超过 70 平方米的小户型为主。	不高于市场的 90%	
	宁波	• 宿舍型人均使用面积不少于 5 平方米；	不高于市场的 90%	
• 除常规政策外，允许土地使用权人自建或与其他市场主体合作建设运营保障性租赁住房。				

各城市主要围绕常规政策将可纳保的新建类和改造类保障性租赁住房项目用地性质设置细则。其中广州、深圳、合肥三城在常规政策外因地制宜设置了地方特有筹集措施。

基于常规的保障性租赁住房分类和主要供给户型面积限制政策，部分城市进一步限制了主要供给户型面积区间和人均使用面积。

在租金不高于同地段同品质市场租赁住房评估租金的常规条件下，部分城市进一步明确了保障性租赁住房租金定价的取值范围。

各城市均明确规定租金年度涨幅不得超过 5%，且不高于同地段同品质市场租赁住房租金同期涨幅。

资料来源：公开信息整理
注：重点 16 城是综合考虑各城市经济规模、人口流向、市场规模和竞争市场格局等因素，筛选出适宜租赁住房机构化发展的城市。

有关租赁住房资产的整体情况及差异的 Q&A

Q1 哪些城市具有投资价值？

A1: 综合考虑经济规模、人口流向、市场规模、竞争市场格局四个维度，建议重点关注 4（北京、上海、深圳、广州）+4（成都、杭州、南京、武汉）+N（西安、合肥、苏州、宁波、厦门、重庆、长沙、天津）的城市。

Q2 如何在城市当中选择适合投资的区域？

A2: 需考虑影响租住需求产生的四个重要因素：区域经济总量、产业结构、生活配套和交通通达性，选择城市当中的“需求锚定区域”（详见下章）。

Q3 各类产品线的投资价值如何？

A3: 四条产品线均具有投资价值，需匹配投资目标进行选择。高端公寓属于投资溢价型产品，对区位要求较高；青年公寓、租赁式社区相对稳定，可重点关注品质型青年公寓、全龄型租赁社区；宿舍型公寓属于“立体坪效”的保障型产品，可重点关注定制型产品。

Q4 租赁住房的管理模式应该如何选择？

A4: 管理模式选择与投资主体、投资目标有关，通常可以选择的模式包括：全权委托品牌运营商管理、自建品牌且委托第三方运营管理公司、自建品牌自主运营。

Q5 如何选择合适的运营商？

A5: 通常要考察运营商的产品线、项目布局、经营模式，同时重点关注委托管理合同要点（如管理年限、管理费率、技术服务 & 筹开服务、业绩考核等）。



02

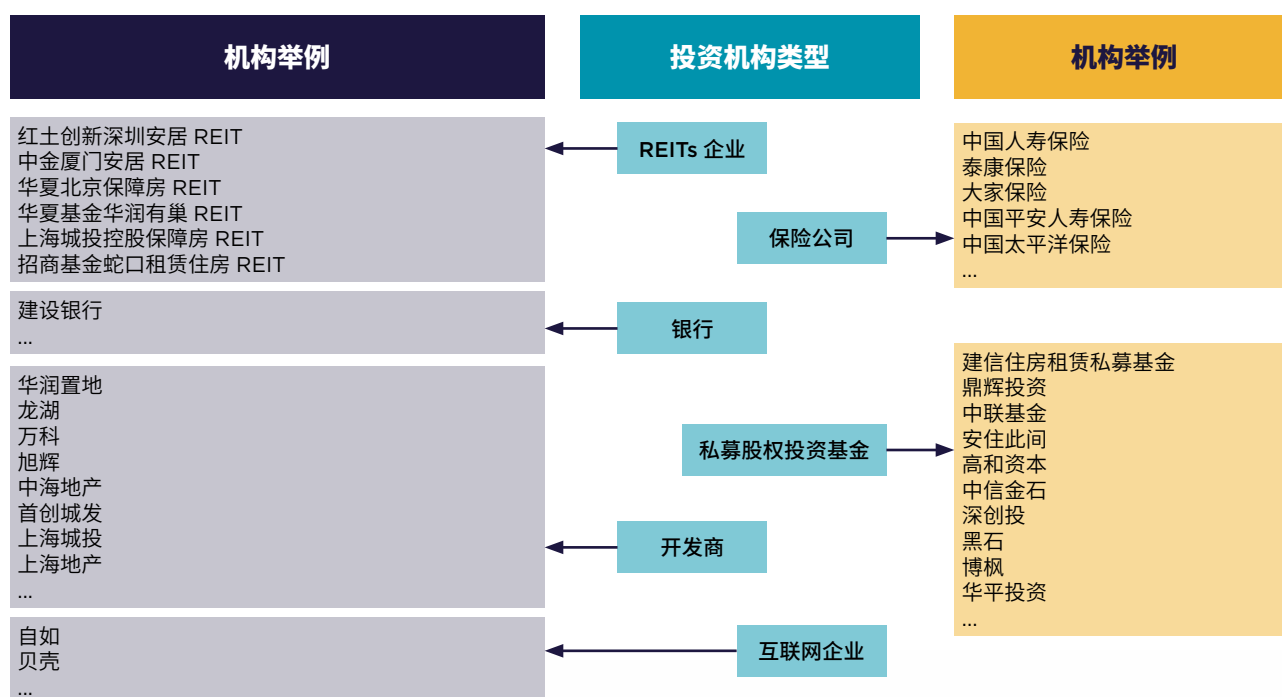
////////////////////

中国租赁住房 市场情况分析

主流投资机构梳理

住房租赁行业稳健发展，吸引了越来越多的机构类投资者涌入。其中，率先进入这个领域的是外资私募股权基金，紧随其后的机构投资者类型更加多元化，如开发商、银行及 REITs 企业等。目前，已有七大类机构投资者活跃在这一行业。

图 8：主流投资机构类型



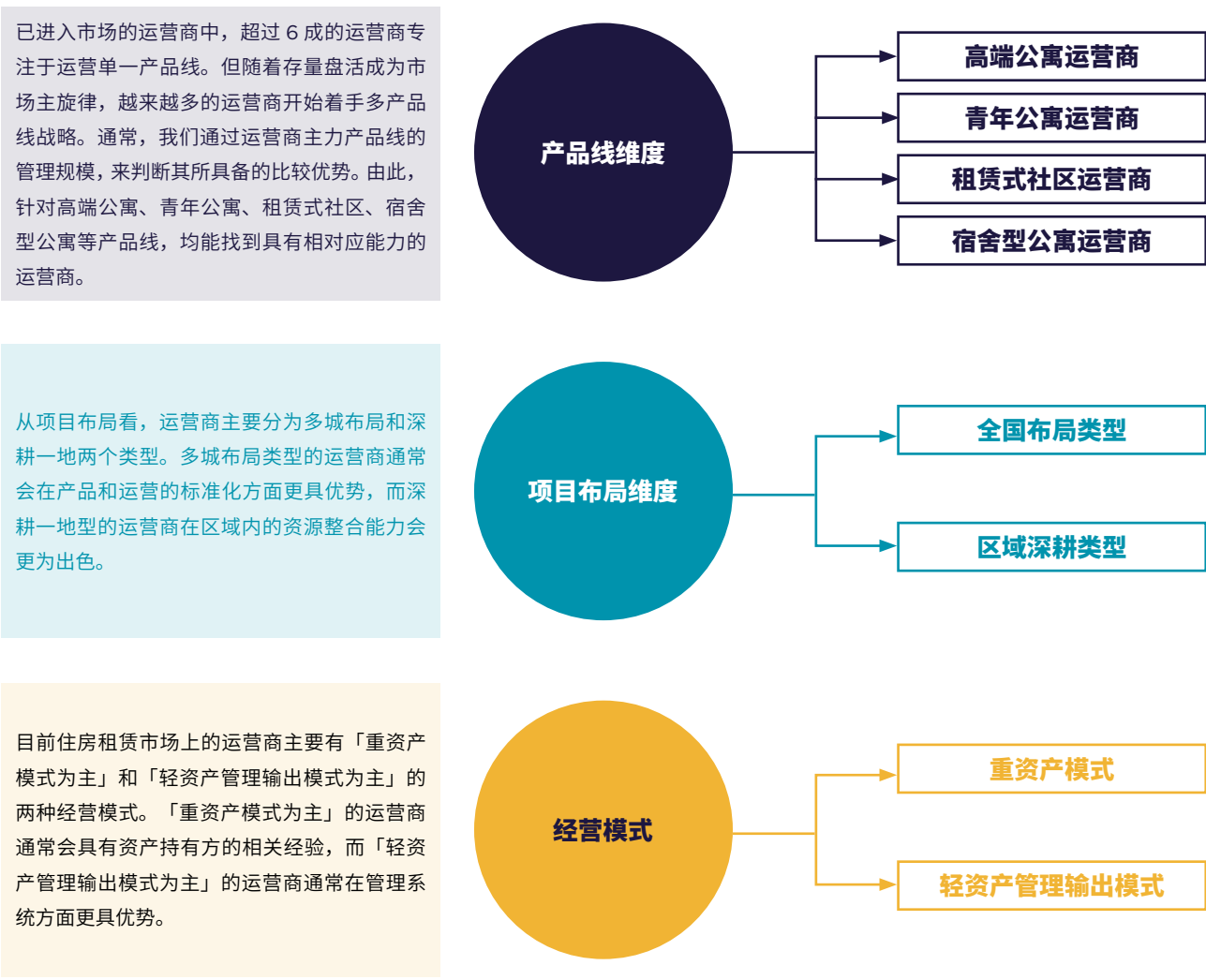
主流运营商梳理

运营商的分类

租赁住房运营商的划分伴随着行业机构化趋势同步发展。发展初期，业内对运营商的分类普遍以其背景为标准，划分为地产系、创投系、中介系和酒店系四类。后续随着机构类投资者的进入，也出现了基金系运营商。

在十多年的发展过程中，运营商逐渐形成了各自专长能力，也有越来越多的新运营商进入住房租赁行业，由此也催生了更多的运营商分类角度。对于市场和投资者而言，租赁住房运营商还可以从产品线、项目布局 and 经营模式三个维度进行分类。

图 9：租赁住房运营商分类



资料来源：ICCRA

主流运营商的市场规模

住房租赁行业发展时间尚短，整体市场规模有限。根据统计显示，截至 2024 年二季度末，60 个租赁住房运营商已开业门店数合计 3,577 个，开业房间规模合计 1,042,852 间（套）。各运营商的市场占有率、布局城市数量等方面相差甚远。

主流运营商规模布局

运营商规模化程度有待提高。从各运营商的管理规模看，60% 的运营商管理规模不足万间，管理规模在 1 万 -5 万间的运营商占比 30%，管理规模超过 5 万间、未达到 10 万间的运营商占比仅 7%，而管理规模突破 10 万间的运营商仅泊寓和冠寓两家。

多城布局和深耕一地呈两极分化状态。52% 的运营商采取多城布局发展模式。其中，雅诗阁在中国布局 42 个城市，是目前布局范围最广的品牌；布局 20 城以上的运营商占比 13%；布局范围在 20 城以下的运营商占比合计 37%。深耕一地的运营商占比 48%，其中 60% 的运营商为国央企。

各产品线主流运营商规模

从各产品线的供给规模看，我国租赁住房产品类型呈现“金字塔”形态，满足年轻人需求的青年公寓产品市场规模最大，租赁式社区产品规模增速快，高端公寓和宿舍型公寓由于客户群体的特点，规模占比低。从事各产品线的运营商的数量与各产品线市场规模关系密切。

图 12：主流运营商产品线市场规模结构

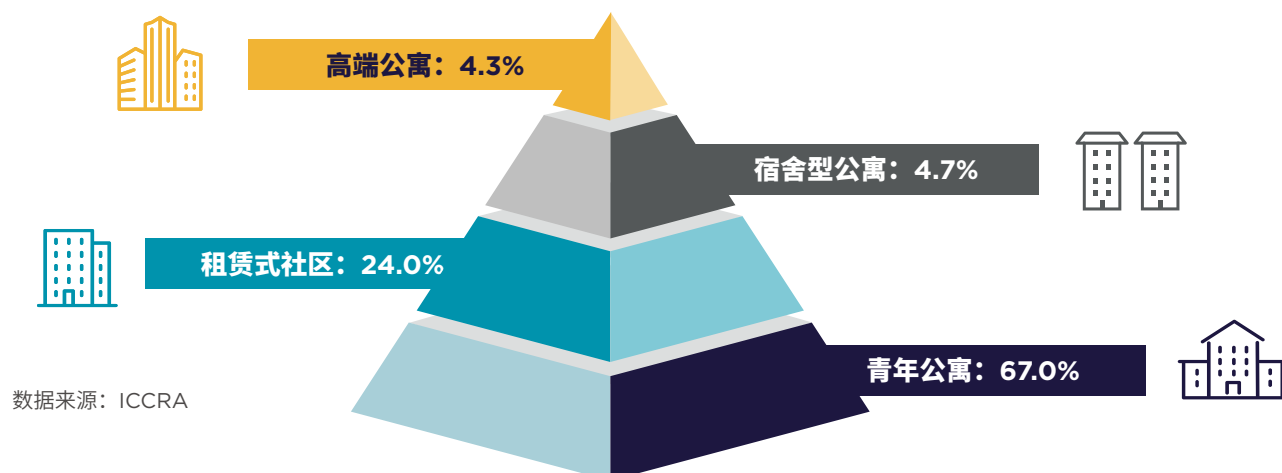


图 10：
各档管理规模
运营商占比情况
单位：间（套）

资料来源：ICCRA

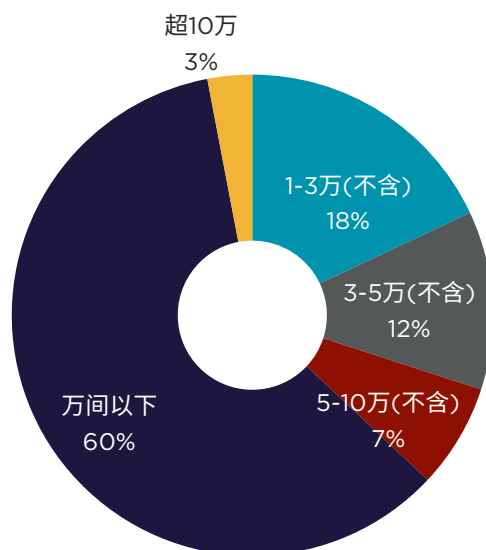
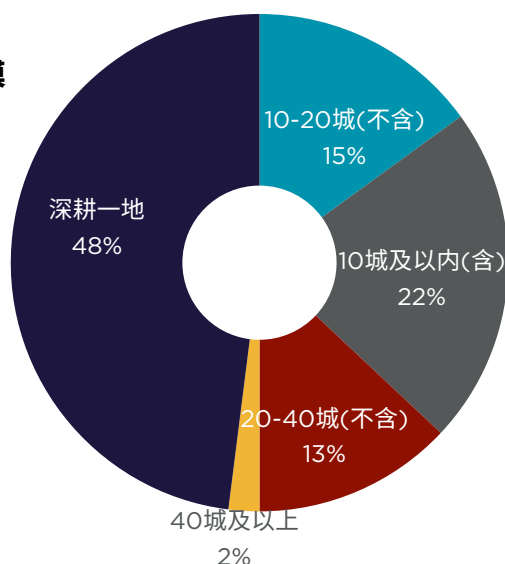


图 11：
各档布局城市规模
运营商占比情况

资料来源：ICCRA





高端公寓

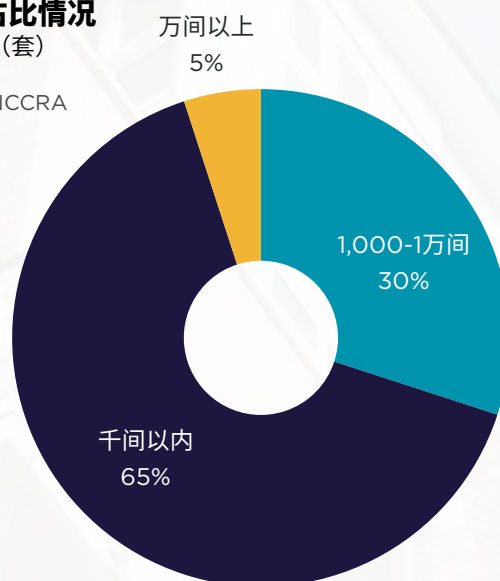
高端公寓作为塔尖产品，其整体市场规模占比相对更小。截至 2024 年二季度末，高端公寓开业门店数合计 264 个，开业房间规模合计 4.5 万间（套）。

高端公寓运营商数量相对更少，管理规模也更小。高端公寓的运营商中，仅雅诗阁中国管理规模超过万间。65% 的高端公寓运营商或刚开辟这一产品线，或品牌创立时间不长，因此管理规模均不足千间。仅有少量具有重资产拓展能力或酒店管理背景的运营商管理规模能突破千间，这一部分运营商合计占比约 30%。

图 13：
高端公寓各档管理规模
运营商占比情况

单位：间（套）

资料来源：ICCRA



宿舍型公寓

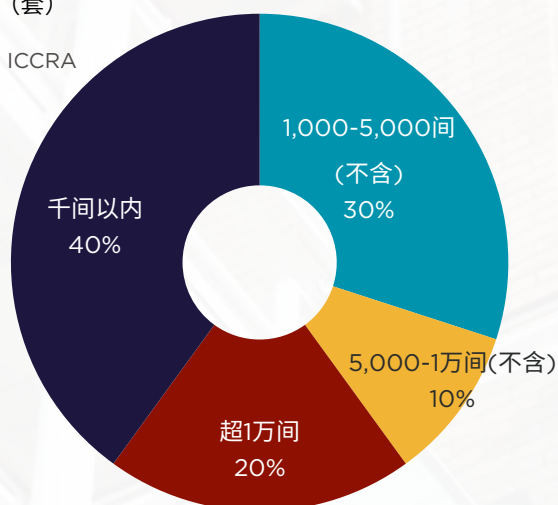
“一张床”作为近年备受关注的民生产品，也处于发展提速期，已开业房源规模超 5 万间（套）。

专业从事该产品线的运营商数量更少，管理规模相对有限，80% 的运营商管理规模不足万间。

图 14：
宿舍型公寓运营商
管理规模占比情况

单位：间（套）

资料来源：ICCRA





租赁式社区

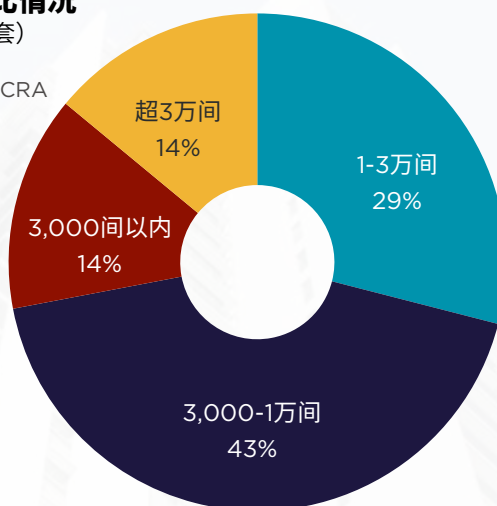
租赁式社区是近年快速发展的产品类型，该产品单项目规模体量大，因此运营商平均管理规模相对较大；但项目运营复杂程度高，从事该类产品线运营商数量相对较少，其中 57% 是国央企。

目前管理规模超过万间的运营商合计占比约 43%，其中管理规模超过 3 万间的运营商占比达到 14%。值得关注的是，该类产品是已发行 5 单租赁住房公募 REITs 底层资产的主要产品类型。

图 15：
租赁式社区各档管理规模
运营商占比情况

单位：间（套）

资料来源：ICCRA



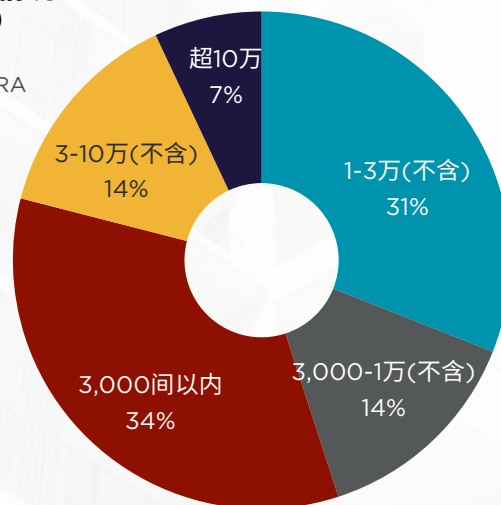
青年公寓

青年公寓作为目前我国机构化集中式租赁住房的“塔底”，运营商数量最多，规模化企业相对更多。如前所述，泊寓和冠寓管理房源规模均超 10 万间（套），已是无可争议的行业规模领先者。而青年公寓运营商管理规模均在 3,000 间以上，其中管理规模在 1 万 -3 万间的运营商占比 31%，管理规模 3 万以上的运营商合计占比 21%（含泊寓、冠寓）。

图 16：
青年公寓各档管理规模
运营商占比情况

单位：间（套）

资料来源：ICCRA



重点 16 城市场存量及供应

重点 16 城已供应情况

机构化租赁住房供给占比，往往反映了一个城市租赁住房行业的发展情况，也从侧面描画了市场的需求特点。经过长期监测，16 个城市进入重点关注视野。在这些城市，租赁住房行业或发展速度快，或发展潜力大，具有更多的投资价值和投资机会。

截至 2024 年二季度末，重点 16 城机构化集中式租赁住房供给合计 83.75 万间，约占全部统计房源的约 81%。

这 80 多万间的总供给在重点 16 城也不是平均分布，供给主要聚集在一线城市，其房源合计占比约 55%。可见旺盛的租住需求奠定了一线城市在全国的主力市场地位。

租赁住房市场活跃度与城市经济发展有密切关系。新一线中经济动能强劲的重点城市，如杭州，机构化租赁住房供给量大，增长速度快，显示出强大的投资吸引力。

图 17：
机构化集中式租赁住房
供给房源分布

资料来源：ICCRA

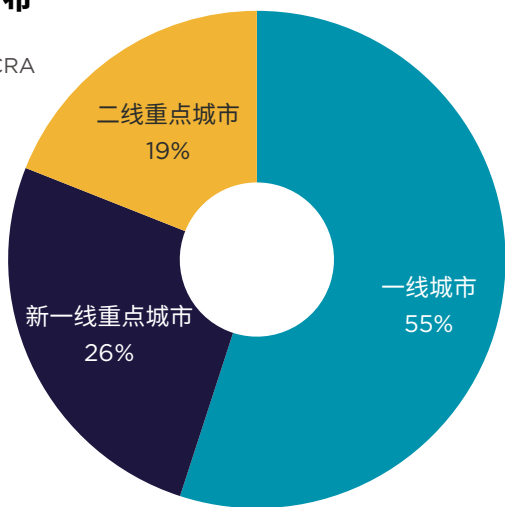
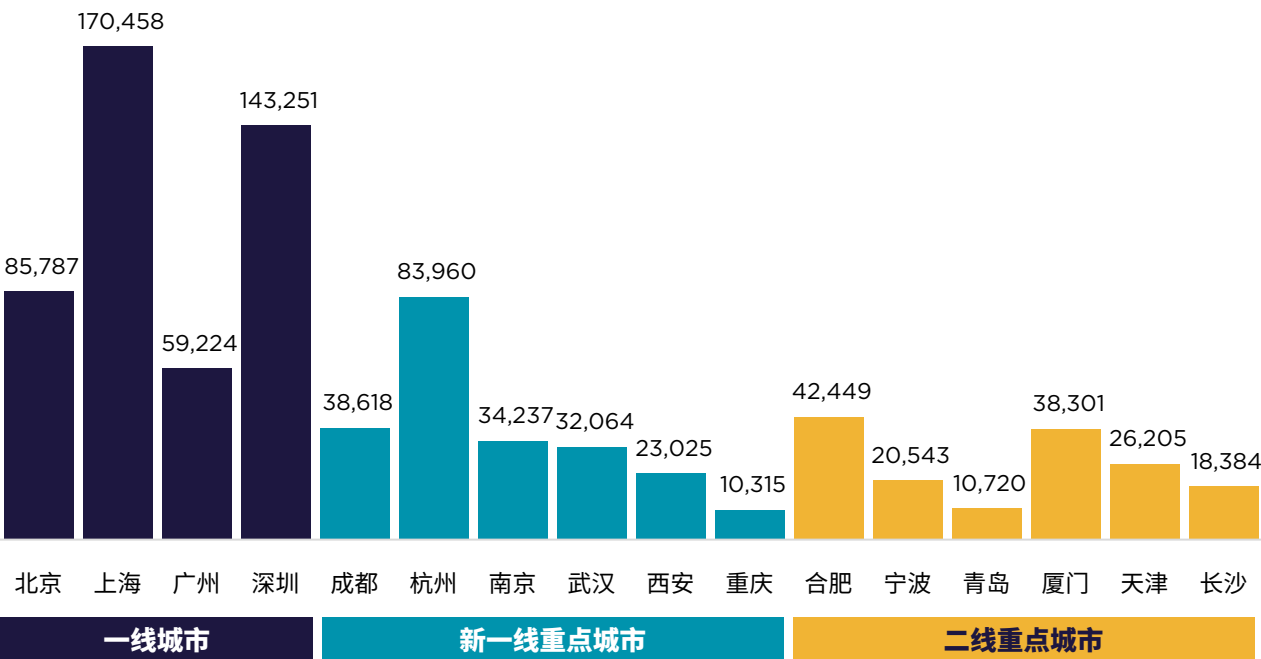


图 18：重点 16 城机构化集中式租赁住房供给情况 单位：间（套）

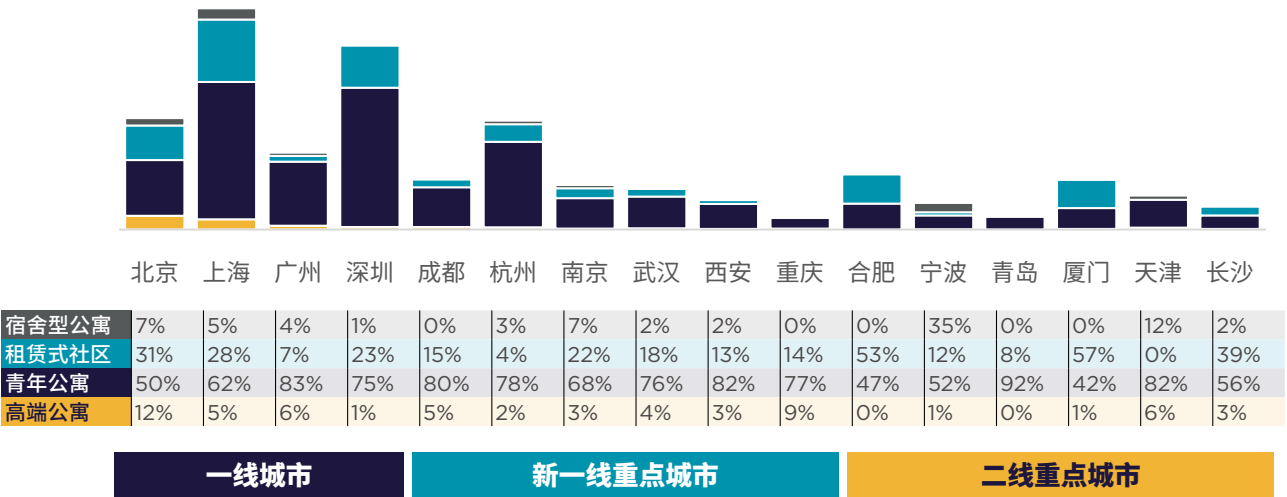


资料来源：ICCRA

产品线分布情况

各产品线呈现出明显的地域分布特点。高端公寓主要集中在一线城市以及成都、杭州、武汉等新一线重点城市；青年公寓在上海、深圳、杭州等人口净流入高的城市更为集中；租赁式社区主要分布在中心城区不断向外围区域进行人口疏解的城市，如北京、上海、广州、深圳、杭州等；宿舍型公寓则主要分布在一线城市和新一线城市，其中超过 50% 的宿舍型公寓分布于上海和北京两地。

图 19：重点 16 城各产品线供给情况

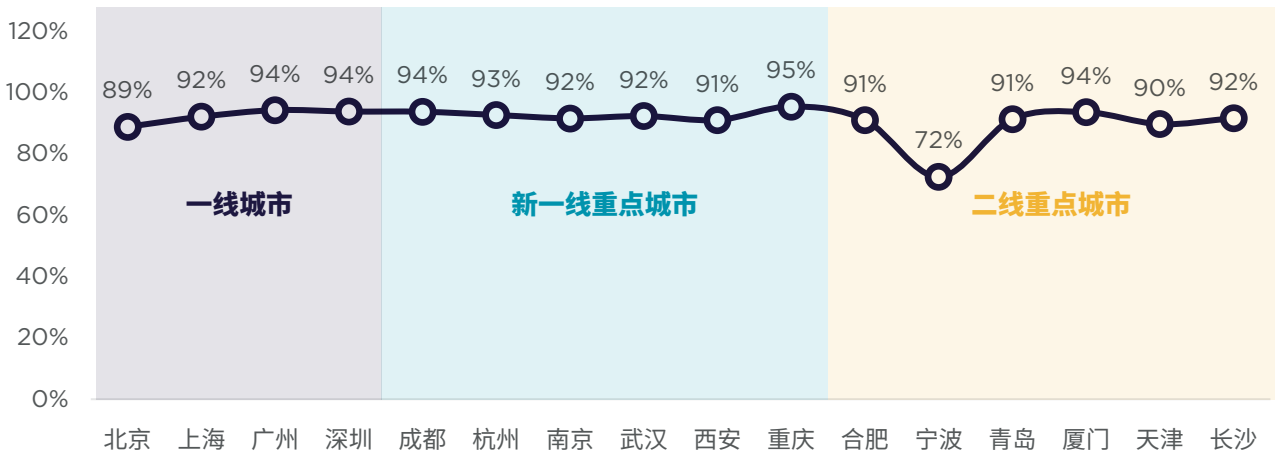


资料来源：ICCRA

出租率情况

2024 年上半年，全国 16 个重点城市出租率呈现出“稳定”的特点。除宁波的出租率水平下降较为明显之外，其余 15 城的出租率水平平均稳定在 92% 的平均水平。宁波出租率水平降幅较大的主要原因是，宁波机构化集中式租赁住房非核心区域的供给量占比达到 69%，拉低了整体出租率水平。

图 20：2024 上半年重点 16 城机构化集中式租赁住房出租率表现

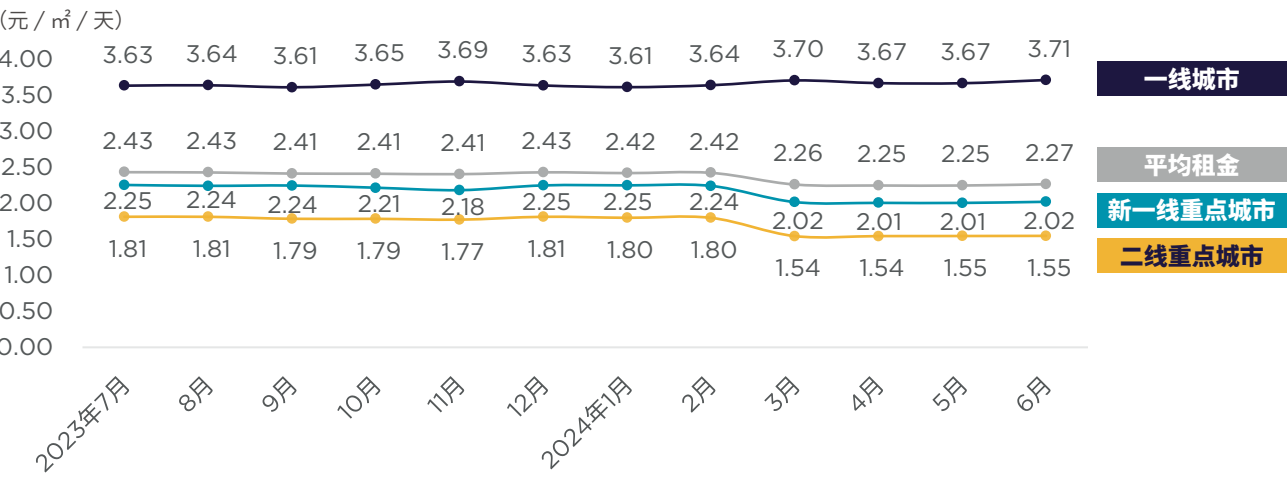


资料来源：ICCRA

租金趋势

在全球经济下行的大背景下，机构化集中式租赁住房租金走向受城市产业发展影响而产生波动。从重点 16 城整体平均租金趋势来看，2024 年 3 月平均租金出现了较为明显的下降趋势，主要是春节过后产品去化情况未达到预期水平，各运营商采取“以价换量”策略的结果。相较之下，一线城市的平均租金水平则表现较为稳定，进一步说明城市产业发展对租赁住房行业发展的支撑作用。

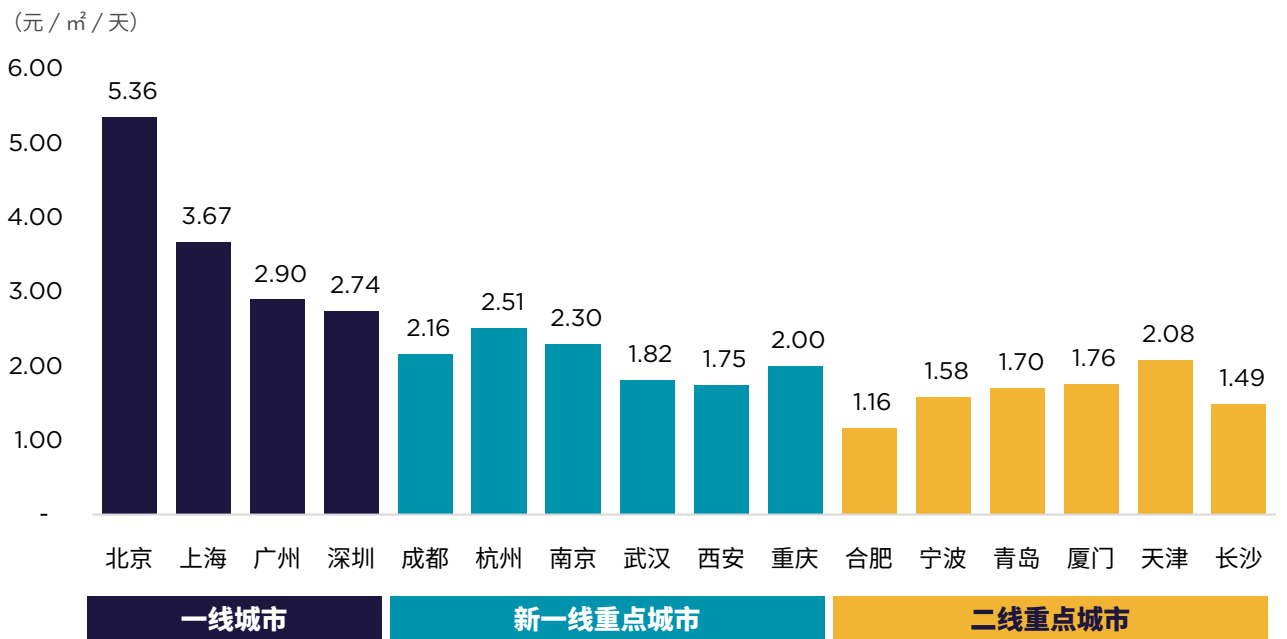
图 21：重点 16 城机构化集中式租赁住房租金表现（2023 年 7 月 -2024 年 6 月）按城市等级分类



资料来源：ICCRA

从各城市机构化集中式租赁住房的租金水平看出，城市地价和市场供需关系对城市平均租金水平影响作用明显。不同能级的城市在租金水平方面表现大相径庭，一线城市租金水平高于其他城市，特别是北京、上海两城，2024 年上半年平均租金水平遥遥领先于其他城市。这一方面是由于供给端高端公寓产品线布局多，拉高了租金水平；另一方面则是需求端规模稳增不降，带动了租金溢价。

图 22：2024 上半年重点 16 城机构化集中式租赁住房租金表现



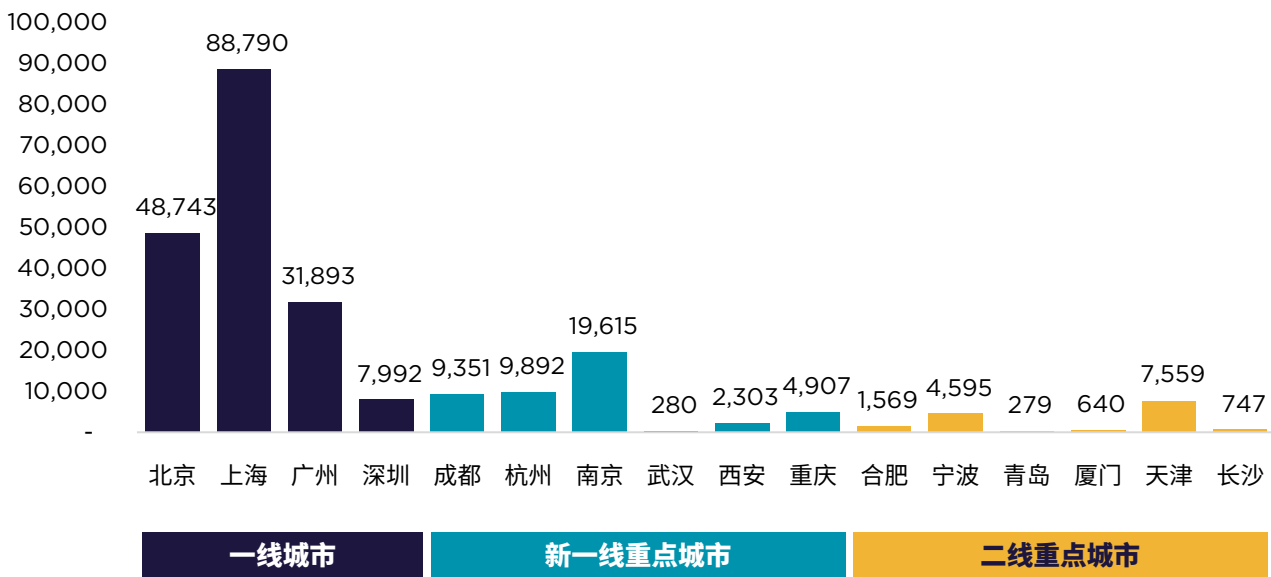
资料来源：ICCRA



未来供应情况

据不完全统计结果显示，截至 2024 年第二季度末，已筹集但未开业的保障性租赁住房以及头部 60 余个品牌运营商新增未开业项目仍将聚焦在一线城市，其次为成都、杭州、南京等新一线城市。

图 23：重点 16 城机构化集中式租赁住房已签约未开业情况 单位：间（套）



资料来源：ICCRA

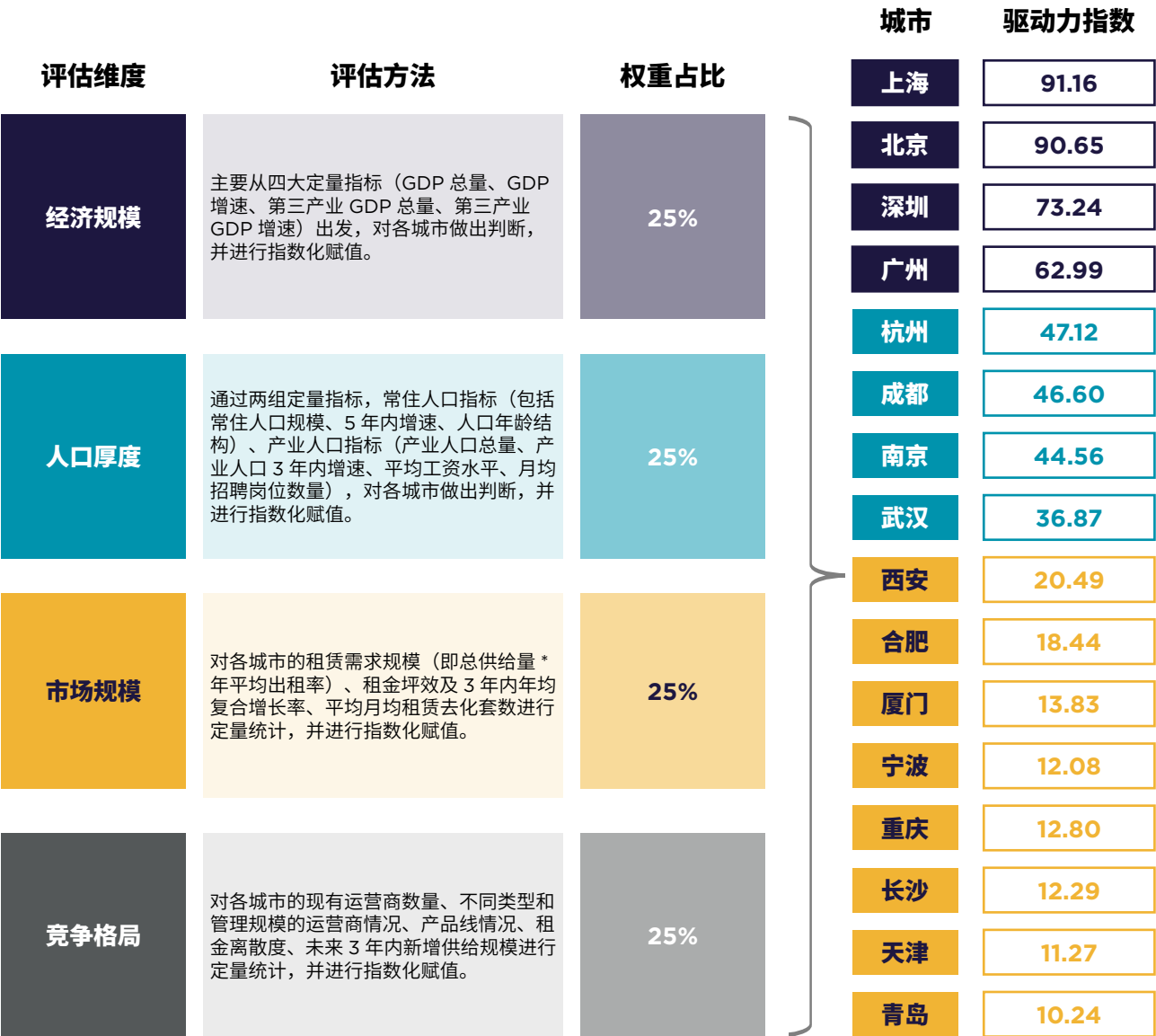
重点 16 城需求驱动力分析

重点 16 城需求驱动力指数

城市的租住需求驱动力主要受经济规模、人口厚度、市场规模、竞争格局四个维度的影响。通过对上述四个维度进行加权评估、赋值，将城市租赁住房需求驱动力进行具象化展现。

据研究结果显示，上海和北京作为国家级中心型城市，租住需求驱动力指数超过 90，深圳和广州也表现了极强的需求驱动力，需求驱动指数在 60-80 之间。此外，以杭州为首的四个新一线城市也展现了较强的租赁需求潜力，需求驱动指数在 35-50 之间。

图 24：重点 16 城租住需求驱动力指数



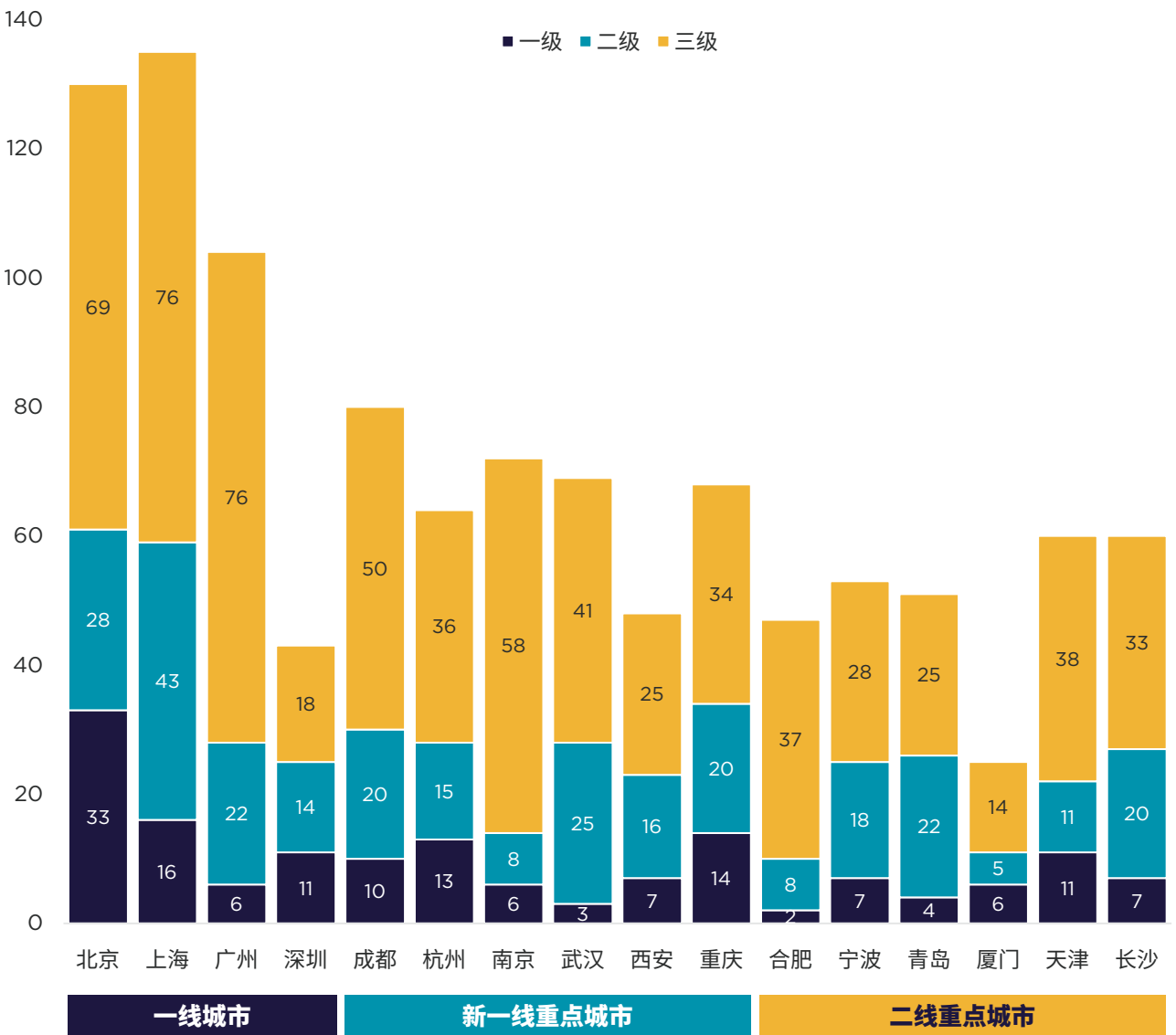
资料来源：ICCRA

重点 16 城 “需求锚定区域” 概览

在需求驱动力研究的基础上，进一步对单一城市内部的行政区及街道进行评估，细化至经济、产业、配套、交通四个维度，创建以衡量指定区域需求驱动力的 EILT 租住需求锚定区域模型。

EILT 租住需求锚定区域模型依据需求驱动力指数将城市内部区域划分为 5 个等级。从 1 级至 5 级，租住需求依次递减。其中，1 级、2 级、3 级区域代表租住市场基本面良好，存在稳定且可观的市场需求；4 级、5 级区域代表租住市场尚未成熟，缺乏足够的需求支撑。重点 16 城需求锚定区域分布情况如图所示：

图 25：重点 16 城 “需求锚定区域” 情况 单位：街道个数



资料来源：ICCRA

由上图可见，上海、北京在租赁住房投资价值方面具有明显的优势。

未来市场趋势及展望

展望未来，租赁住房行业有五大趋势值得关注：



配合存量房收储，配售型保障房对租赁市场的影响将加大，特别在二线城市会在一定程度上影响租住需求的市场格局。



品牌化程度将进一步提升，租赁住房企业将更加重视品牌建设，以期能提升客户忠诚度，增强企业的市场竞争力。



通过深挖租住需求，非租金收入将撬动 NOI 率的增长。在基础租住需求之外，提供更多元化的增值服务将成为企业实现溢价的重要手段。



存量盘活时代带来的机遇与挑战。闲置或低效利用的资产是否可以被重新激活，形成有效的租赁住房供给？这一过程有哪些难点、堵点？租赁住房企业又将如何应对这些挑战？



多元化 REITs 市场带来新契机，租赁住房 REITs 将包含更多元化的资产类型，为投资者提供更广泛的选择和风险分散的机会。

图 26：
未来市场趋势及展望





03

中国租赁住房的投资及退出

租赁住房投资及建设成本周期

租赁住房项目根据资产持有和运营模式的不同，主要可以分为重资产运营和轻资产管理输出两大模式：

在重资产运营模式下，前期的成本投入负担较重。无论是通过自建方式从零开始打造，还是通过收购现有建筑并进行改造升级，亦或是租赁已有建筑进行适应性改造以满足租赁住房需求，这些途径均不可避免地涉及到建安成本的支出。

不可忽视的是，在涉及改造的项目中，原有建筑物的用途与结构特性对改造工作的难度与复杂度有着直接影响。例如，将一座废弃的工业厂房改造为现代化租赁住房，与将一座已具备居住功能的旧公寓进行翻新升级，两者在改造难度、所需技术与材料以及建设周期上均存在较大差异。

建安成本

建安成本，即建筑安装工程成本，主要包括前期费用、土建工程、设备设施安装、装修费用、措施费用、利润等部分。以大部分租赁住房采用的高层住宅楼为例，其建安成本大致可以分解为以下几个部分：



前期费用：

- **自建项目：**前期费用可能包括土地平整、设计费用、地质勘察、临时设施建设等。
- **改造项目：**前期费用可能包括现有结构的评估、拆除费用、设计适应性改造的费用等。



土建工程：

- **自建项目：**土建工程费用包括基础开挖、基础施工、主体结构施工、墙体、地面、屋顶等。
- **改造项目：**除了基础和主体结构的施工外，还可能包括对原有结构的加固或拆除，以及新旧结构的结合。

改造项目较少涉及土建工程，主要因其改造目的通常是为了提升现有建筑的使用功能、延长使用寿命，而不是进行大规模的结构变更或者扩建，客观上既有的建筑结构和地基也可能无法承受大规模的土建工程。因此改造项目建安成本往往集中在后续的设备设施安装和内外部装修费用上。



设备设施：

- **自建项目：**设备设施费用包括电气系统、给排水系统、暖通空调系统、电梯系统等机电系统及设备设施成本。
- **改造项目：**可能需要更换或升级现有设备，如更新老旧的电气系统、改善给排水设施等。



装修费用：

- **自建项目：**装修费用通常包括内部装修和外部装饰，如墙面、地面、天花板的装饰。
- **改造项目：**除上述自建项目提到的装修项外，改造项目还可能包括对原有装修的拆除和处理。

装修成本在租赁住房项目中具有高度的灵活性和可变性。根据装修标准和项目定位的不同，装修成本可以呈现出较大的差异。因此，在项目实施过程中，需要充分考虑市场需求、目标租户群体及成本控制等多方面因素，合理地制定装修方案，以实现项目效益的最大化。

自建及改造项目周期案例

自建项目	改造项目
上海临港自建长租公寓项目	广州 YOU+ 国际青年社区 - 继园东社区
嘉兴平湖经济技术开发区人才公寓（三号）二期项目	嘉兴南江公寓保障性租赁住房项目
上海厅西路保障性租赁住房项目	北京龙湖冠寓郭公庄地铁站店

数据来源：公开信息，戴德梁行整理

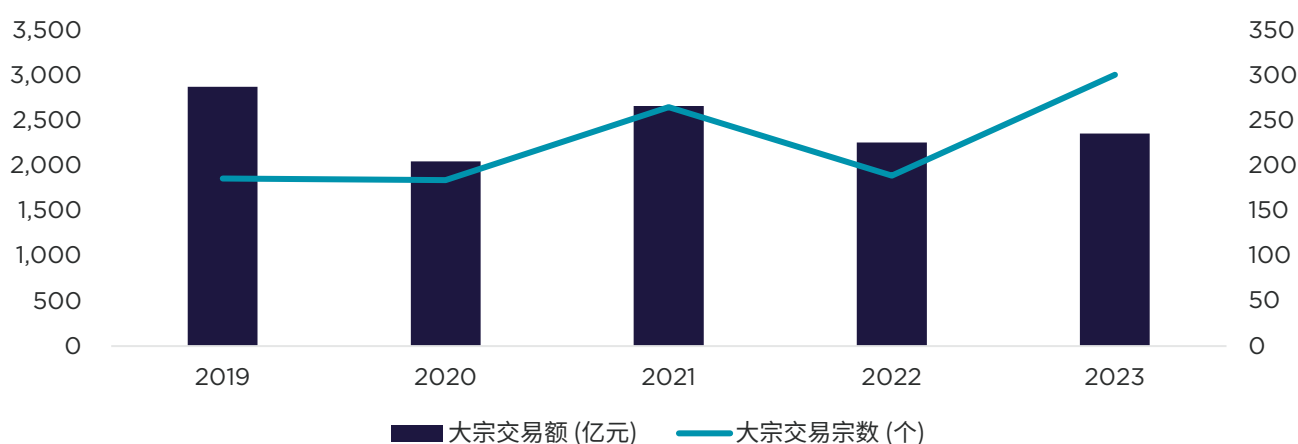
近年一线城市对于住宅用地的供应逐渐外溢，核心区几乎没有新增供地。未来重资产运营模式下的拿地自建会慢慢减少，改造项目及轻资产运营模式会成为投资建设租赁住房的主流路径。



中国租赁住房大宗交易情况

2019年至2023年，中国内地市场经历疫情修复，在2023年大宗交易市场活跃度明显提升，并呈现出小体量、小总价的物业交易主流。2023年全年录得301宗交易，成交宗数同比上升近60%，交易额维持在2,300亿元左右。2024年上半年，受产业结构调整、商办租赁市场承压、资产价值走势不明朗等多重因素的影响，交易宗数和交易总额均有一定下降。

图 27：2019-2023 年中国内地大宗交易额及交易宗数情况

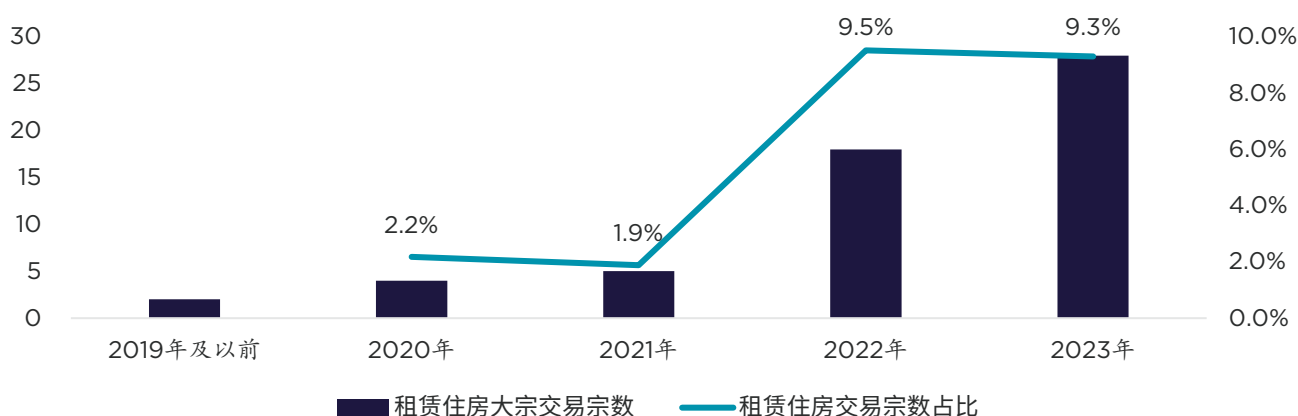


数据来源：RCA, 戴德梁行整理

租赁住房项目因其市场需求稳定，运营管理相对灵活，可以根据市场快速调整租金策略和运营模式，具有较强的抗周期性，加之近期政策利好，增加了退出途径，为一级市场收购项目时提供了更为清晰的价值锚点，逐渐成为大宗交易市场新受关注的业态之一，无论是交易宗数还是宗数占比均呈现上升态势。

据不完全统计，截至2024年上半年，中国租赁住房项目大宗交易共计69宗，大宗交易建筑面积超160万平方米，整体交易额超过212亿元，共涉及超3.5万套租赁住房。租赁住房交易宗数从2021年及以前的不足5宗快速涨至2023年的28宗，2023年交易宗数同比增长55.6%，2024年1-6月租赁住房大宗交易宗数共计12宗。

图 28：近年来租赁住房大宗交易宗数及宗数占比



数据来源：RCA, 戴德梁行整理

根据戴德梁行整理数据，租赁住房大宗交易主要集中在一线城市和新一线重点城市，分别成交 52 和 8 宗，其他城市共计 9 宗。其中，一线城市以上海地区市场最为活跃，共观测到 38 宗交易，交易面积超 90 万平方米，交易额近 150 亿元，以近 55% 的市场交易面积贡献近 70% 的市场交易额。除上海以外，北京是唯一交易宗数超过 10 宗的城市，共 12 宗。

基于目标市场、建筑特点、管理方式等因素，租赁住房大宗交易资产类型主要分为高端公寓、社区型公寓、宿舍型公寓。交易市场最受欢迎的为社区型公寓，共 45 宗，占比 65%；其次为高端公寓，共 17 宗；主要用于满足科教片区人才或企业自有员工居住需求的宿舍型最少，共 6 宗。

图 29：租赁住房大宗交易各城市能级宗数占比

数据来源：RCA，戴德梁行整理

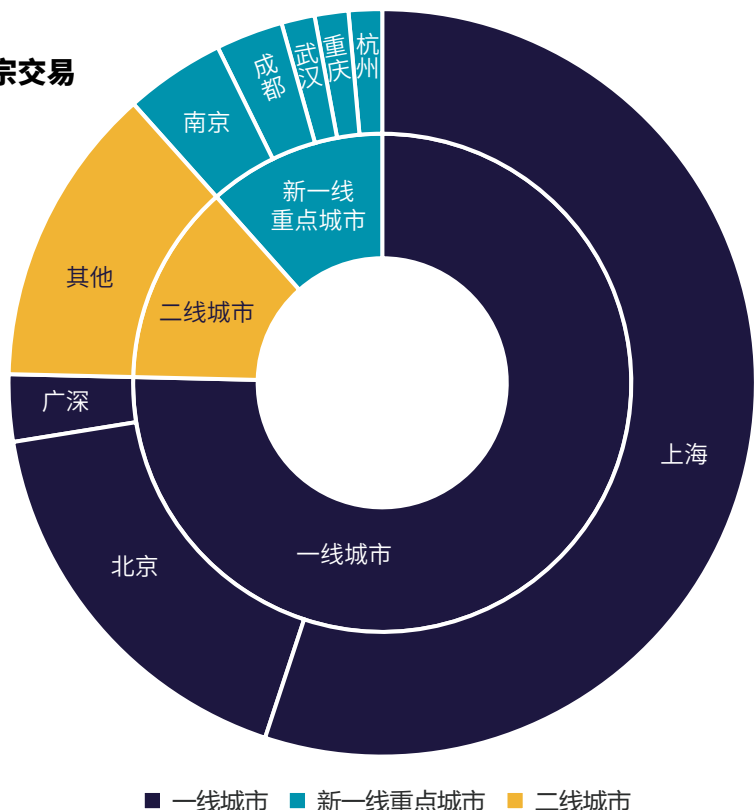
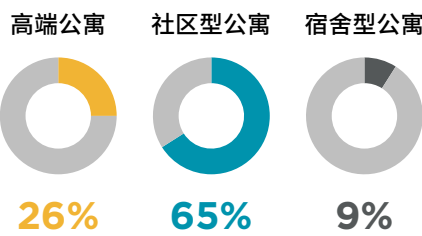


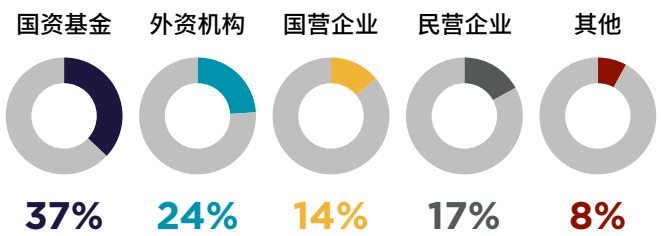
图 30：租赁住房大宗交易按资产类别划分情况



数据来源：RCA，戴德梁行整理

大宗交易市场主力投资机构为国资私募股权基金和外资机构，合计占据了市场上超过 50% 的交易宗数。内外资私募股权基金以建信住房租赁基金为代表，以一线城市上海和北京为重点城市，布局包括成都、佛山、长沙、广州、杭州、南京、苏州、武汉、珠海在内的全国 11 个城市，共计 23 个项目。外资机构以领盛、铁狮门、博枫为代表，投资标的涵盖上海、北京和深圳三个城市共计 15 个项目。无论是内外资私募股权基金还是外资机构，上海均是首要关注城市，其次是北京。

图 31：租赁住房大宗交易按投资机构划分情况



数据来源：RCA，戴德梁行整理

以建信住房租赁基金为代表的内外资私募股权基金，其投资策略显著倾向于机会型，专注于社区型公寓作为核心资产类别，尤其偏好于收购那些待盘活的低效、闲置资产。在完成收购与必要的改造升级后，这些基金倾向于采取委托运营模式，与诸如微领地、柚米等市场领先的专业运营机构建立合作关系，以充分发挥各自优势，提升资产运营效率。

相比之下，外资机构在高端公寓市场展现出更为浓厚的兴趣，其投资策略同样偏向于机会型与增值型。它们更倾向于在高能级城市的优质地段，寻找并收购闲置的酒店、办公楼或其他具有潜力的租赁住房项目。外资机构通常直接注入资金，通过项目改造、重新定位、精致装修等手段，为资产注入新的活力，从而创造显著的增值收益。

中国内地公募 REITs 市场情况

2021 年国家发改委将保障性租赁住房纳入公募 REITs 试点，截至 2024 年 10 月，已有 6 单保障性租赁住房 REITs 成功发行，并有 1 单产品已申报进入审核阶段。其中既有市场化运营的保障性租赁住房也有政府主导运营的公共性租赁住房。底层资产多位于净人口流入多，住房需求大的一线及新一线城市。

根据沪深交易所信息披露显示，2023 年已发行产权类项目资产估值较 2022 年整体下降 2.6%，这一变化背后，反映了宏观经济环境、行业政策及市场需求等多方面因素

的综合影响。作为最早发行的资产类别，仓储物流及产业园板块受到上下游产业变动、区域市场供需关系变化、现金流主要提供方退换租等多重因素影响整体资产估值下降约 3.4%。

相比之下，保障性租赁住房板块则展现出了较强的抗风险能力。得益于其作为民生保障工程的重要属性，以及政策层面的持续支持与引导，保租房板块整体运营状况保持稳中有进的良好态势，整体资产估值上涨约 0.5%。

产品名称	2023 年资产估值（亿元）	2022 年资产估值（亿元）	估值变动
红土创新深圳安居 REIT	11.70	11.60	0.9%
华夏基金华润有巢 REIT	11.17	11.10	0.6%
华夏北京保障房 REIT	11.57	11.54	0.3%
中金厦门安居 REIT	12.27	12.23	0.3%
保租房板块	46.71	46.47	0.5%
国泰君安临港创新产业园 REIT	7.41	7.39	0.3%
国泰君安东久新经济 REIT	13.90	13.88	0.1%
工业厂房板块	21.31	21.27	0.2%
红土创新盐田港 REIT*	17.29	17.61	-1.8%
中金普洛斯 REIT*	52.98	54.42	-2.6%
嘉实京东仓储基础设施 REIT	14.44	15.65	-7.7%
仓储物流板块	84.71	87.68	-3.4%
华夏合肥高新 REIT	14.00	13.51	3.6%
华夏和达高科 REIT	14.24	14.24	0.0%
博时蛇口产业园 REIT	36.11	36.83	-2.0%
中金湖北科投光谷 REIT	14.94	15.40	-3.0%
东吴苏园产业 REIT	32.57	33.60	-3.1%
华安张江产业园 REIT	28.07	29.48	-4.8%
建信中关村 REIT	28.01	30.76	-8.9%
产业园板块	167.94	173.82	-3.4%
产权类公募 REITs 整体	320.67	329.24	-2.6%

* 备注：盐田港 REITs 及普洛斯 REITs 估值情况不包含新扩募资产。
数据来源：深交所、上交所，戴德梁行整理

根据戴德梁行统计，至 2024 年 9 月 12 日，保障性租赁住房 REITs 二级市场股价相对发行价涨幅在 14%-36%，显著优于其他板块。二级市场的良好表现主要得益于其稳定的运营及收益的稳固增长。保障性租赁住房 REITs 相较于已发行公募 REITs 的其他业态，现金流来源更加分散，趸租租户也多为国央企等信用高、稳定性强的企业。特别是其租金定价需受到政府监管等因素，使得此类型受到市场或宏观短期波动冲击较小。

产品名称	资产类型	考虑分红后相对发行价涨跌幅
中金厦门安居 REIT	保租房	36%
华夏北京保障房 REIT	保租房	34%
红土创新深圳安居 REIT	保租房	27%
华夏基金华润有巢 REIT	保租房	19%
嘉实物美消费 REIT	消费设施	18%
国泰君安东久新经济 REIT	工业厂房	14%
国泰君安城投宽庭保租房 REIT	保租房	14%
国泰君安临港创新产业园 REIT	工业厂房	12%
华夏首创奥莱 REIT	消费设施	7%
华夏华润商业 REIT	消费设施	7%
红土创新盐田港 REIT	仓储物流	3%
华安百联消费 REIT	消费设施	0%
中金普洛斯 REIT	仓储物流	0%
华夏金茂商业 REIT	消费设施	-1%
中金印力消费 REIT	消费设施	-2%
东吴苏园产业 REIT	产业园	-2%
华夏合肥高新 REIT	产业园	-2%
中金湖北科投光谷 REIT	产业园	-4%
华夏和达高科 REIT	产业园	-5%
华夏深国际 REIT	仓储物流	-6%
博时蛇口产业园 REIT	产业园	-6%
华安张江产业园 REIT	产业园	-7%
嘉实京东仓储基础设施 REIT	仓储物流	-18%
建信中关村 REIT	产业园	-26%

数据来源：数据库
数据统计日期：2024 年 9 月 12 日

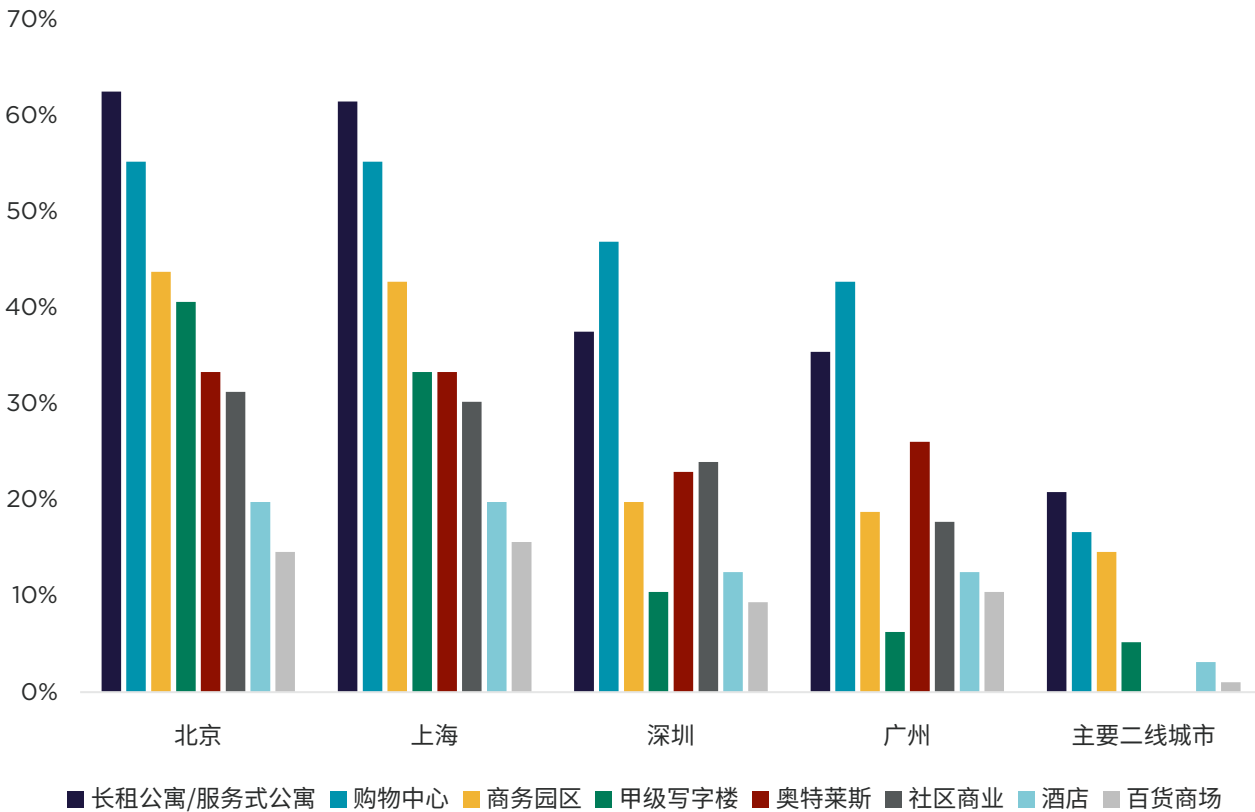
中国租赁住房 资产资本化率 Cap Rate 情况

2024 年 8 月戴德梁行主办了“2024 年中国 REITs 指数之不动产资本化率调查研究座谈会”，也以问卷的形式邀请不动产投资领域的专业机构与行业专家参与调研。根据戴德梁行整理的调研结果显示，长租公寓 / 服务式公寓因其稳定的市场需求和政策支持，成为不动产投资的热点。特别是 2024 年国家发改委发布了 1014 号文，该文件将公募 REITs 常态化发行范围拓宽至市场化租赁住房领域，专业机构自持、不分拆单独出售且长期用于出租的市场化租赁住房项目、产业园区配套的租赁住房项目均被纳入。

公募 REITs 的引入有利于实现长租公寓 / 服务式公寓的“投融资管退”，从而进一步带动对此类资产的投资关注度。

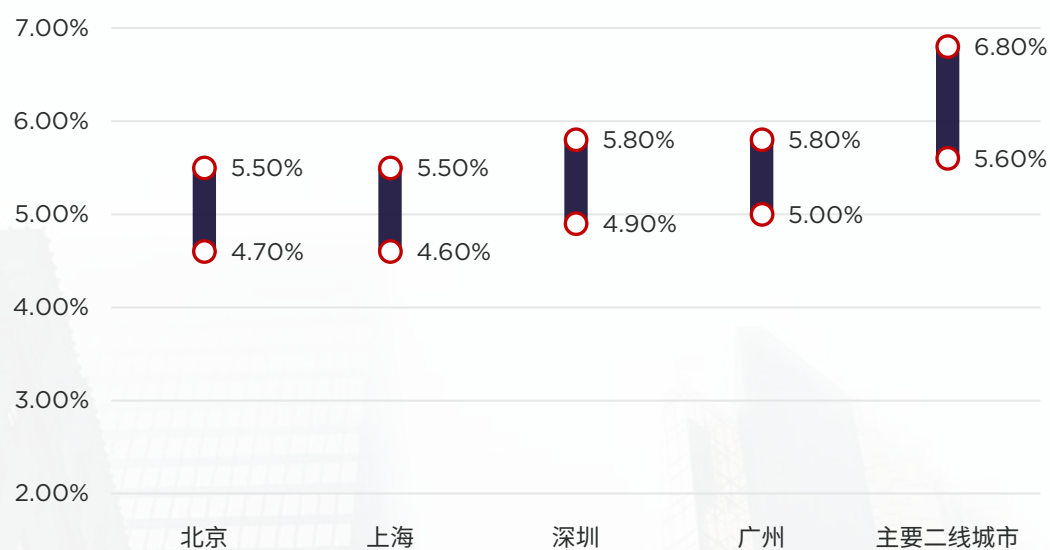
根据调研结果我们也能明显的观测到受访者对于长租公寓 / 服务式公寓投资机会呈现了明显的城市偏好，其中北京、上海位于第一梯队。考虑投资北京和上海长租公寓 / 服务式公寓的投资人超过六成，此业态也为北京、上海商办住业态中最受投资人关注的一类。

图 32：不动产投资机会关注度



对于一线城市的长租公寓 / 服务式公寓资本化率，北京、上海处于同一梯队，为 4.6%-5.5% 区间，深圳和广州则在 4.9%-5.8% 区间范围内，投资人普遍认为深圳及广州长租公寓 / 服务式公寓的资本化率比北上略高出约 20-30bps。近年来，长租公寓 / 服务式公寓资产大宗交易主要集中在北京和上海，部分私募基金也下沉到主要二线城市进行投资，调研结果显示，受访者给出主要二线城市相对一线城市 80-110bps 的资本化率价差。

图 33：长租公寓 / 服务式公寓



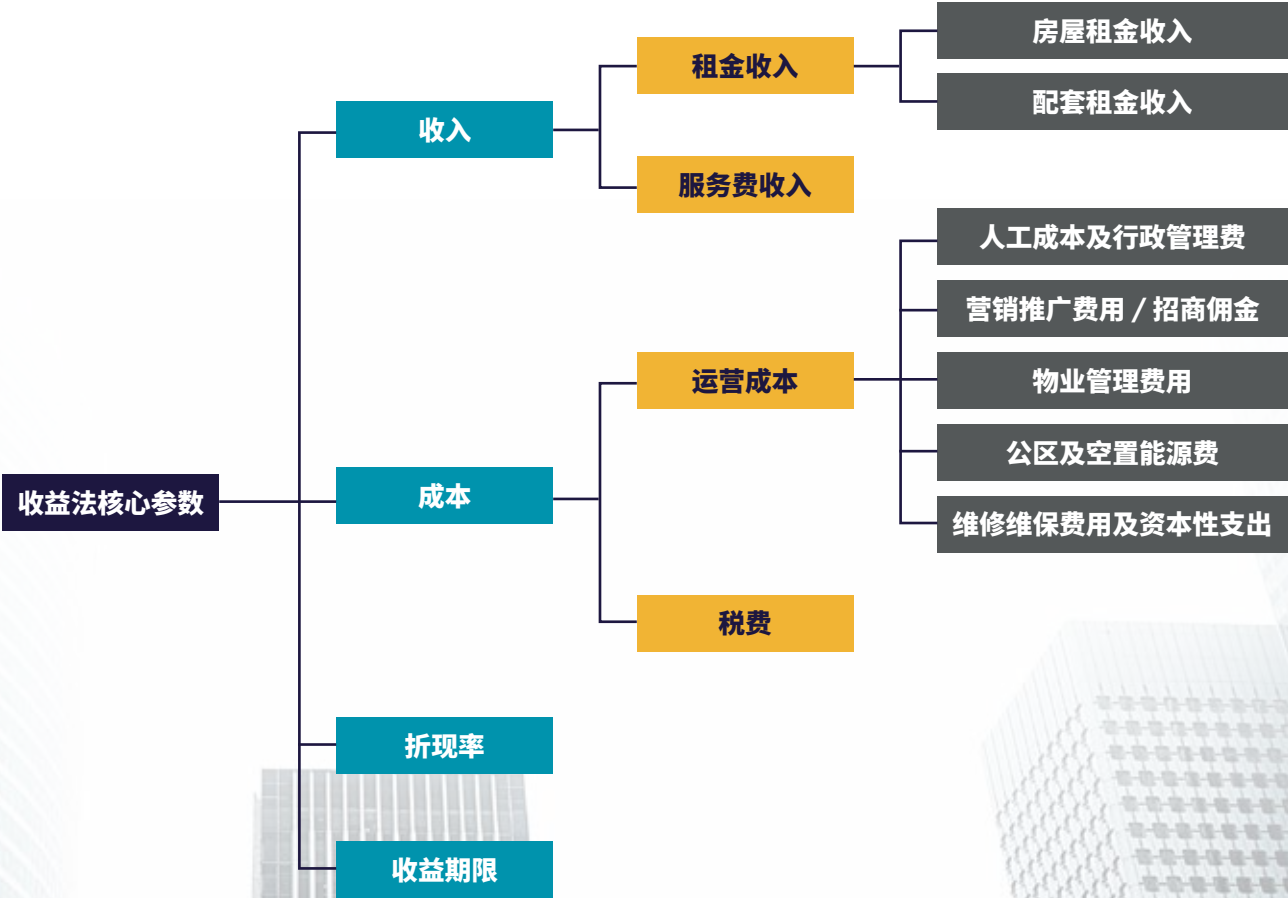


04

租赁住房收益法 评估核心参数 分析

根据上交所及深交所公开募集基础设施证券投资基金（REITs）规则适用指引要求，评估机构原则上应当以收益法作为基础设施项目评估的主要估价方法且目前国内已发行的公募 REITs 底层资产的评估实操均 100% 采用收益法中的 DCF 现金流折现法。不仅限于公募 REITs 领域的应用，在不同的评估目的下收益法亦是对租赁住房资产市场价值进行评定主要采用的评估方法，具备较为广泛的适用性。因此本文主要对收益法的核心逻辑及其在租赁住房业态下的应用进行剖析。

DCF 现金流折现法本质是未来一定期限内资产净收益的现值之和，其基本操作思路是：首先预测在特定的收益期限内，基础设施资产的经营收入；然后扣除运营成本、税费及资本性支出，得到未来各期的净运营收益；接着通过一定的折现率将未来各期净收益折算为现值；最后将各期现值加总后得到基于特定价值时点的估值结论。因此对于未来收入、成本、折现率及收益期限的选取是此方法下的核心关注点。



收入分析

租金收入

1. 租赁住房房屋租金收入



租金定价：

市场化租赁住房的租金定价水平，充分融入了市场机制的灵活性与动态性。其租金定价通常与周边同类项目的租金水平紧密相连，形成了一种相互参照、相互影响的状态。

相比之下，保障性租赁住房和公共租赁住房则因其独特的保障属性，在租金定价上受到了更为严格的政府监管与指导，为了确保受保障家庭的可负担性，会依据当地政策要求，对租金定价水平进行一定程度的限定或指导。



租金增长率：

不论是市场化租赁住房还是政府限价监管的保障性租赁住房，未来租金增长均要参考区域内现有的供需关系及未来潜在的竞争影响。此外，房屋租金增长的潜力还需考虑当前租金基数与其潜在上限之间的差异。以北京、上海等一线城市为例，房屋租金定价已经处于较高水平。对于部分租户而言，房租支出已经占据了其整体收入的较大比例。在这种情况下，未来租金上涨的空间或相对较小。

对于保障性租赁住房，其租金调价及增幅均会受到一系列政策性的限制与管理。根据对各地政策的综合梳理，我们发现多数城市对于每年租金调价的涨幅设定了上线，通常为不超过 5%/ 年。此外，通过观察已发行的保障性住房公募 REITs 项目，可以注意到，在预测的前十年期限内其租金年化增长率普遍维持在 2% 左右的水平，显示出相对稳健的增长态势，同时亦充分体现出其保障属性。

城市	租金标准	租金涨幅信息
北京	保障性租赁住房项目租金应当低于同地段同品质市场租赁住房租金水平；其中，利用企事业单位自有土地建设的保障性租赁住房，应在同地段同品质市场租赁住房租金的九折以下定价	无明确规定，根据北京市住房和城乡建设委员会最新发布意见稿：租金年度涨幅应低于周边租金涨幅，且不高于 5%
上海	在同地段同品质市场租赁住房租金的九折以下	价格调增幅度应不高于市房屋管理部门监测的同地段市场租赁住房租金同期增幅，且年增幅应不高于 5%
广州	应低于同地段同品质的市场租赁住房租金，其中根据最新发布意见稿，政府性房源保障性租赁住房项目的租金，应低于同地段同品质市场租赁住房租金的 90%	租金每年涨幅不超过 5%，且不高于同地段同品质市场租赁住房租金同期涨幅
深圳	政府组织配租的保障性租赁住房租金按照同期同区域同品质租赁住房市场参考租金的 60% 确定；社会主体出租的保障性租赁住房，租金不高于同期同区域同品质租赁住房市场参考租金的 90%	无明确规定



出租率：

对于出租率假设来说，去化周期和稳定期出租率的选取尤为重要。租赁住房项目的去化周期相较于其他类型不动产项目，呈现出相对较短的特点。对于专业化运营的项目在开始运营后一年左右会达到稳定运营期，出租率达到 90% 以上。此外，租赁住房项目的租户结构较为分散，通常会受到重大节假日等周期影响，呈现出一定的周期性波动，优质项目全年平均出租率可达 90%-95%。但对于部分定位为产业园区内部配套公寓或面向企业定向配租的人才公寓来说，出租率稳定性相对更高，或可达到接近满租水平。

2. 配套租金收入

租赁住房配套租金收入主要包括配套商业及车位对外出租的相关收入。配套租金收入的关注要点主要为其收入占比和建筑面积占比，通常该类收入占比不宜过高。

服务费收入

服务费收入主要分为两类，一是针对公区维护、保安保洁等物业管理类服务收入；二是根据租户需求，配置额外家具使用等增值服务收入。

物业管理类服务收入通常收费标准较为统一，稳定性较高。但需要注意的是，部分城市出台的保障性租赁住房有关政策中会明确服务费收费规定。如上海市住建委于 2022 年 1 月发布的《上海市保障性租赁住房租赁管理办法（试行）》（沪住建规范联〔2022〕3 号）文中明确指出，出租单位不得在保障性租赁住房租金以外向承租人强制收取其他任何费用，承租人不另支付保障性租赁住房物业服务费。因此，物业管理类服务收入并不是所有租赁住房类项目均有的，其收入占比也会因项目定位、服务标准而异。

增值服务收入作为一项新兴且逐渐成为运营方拓宽收入上限的方式，其收入预测不仅要关注当前的收入占比，更要深入考量“可持续性”与“稳定性”两大核心要素。

成本分析

运营成本

1. 人工成本及行政管理费



人工成本及行政管理费主要包括租赁住房社区内运营及管理人员的相关成本及办公开支。一般来说，管理人员主要为项目店长及管家，职责主要是维护项目的日常运营、租金收缴、社群活动等。通常，项目所配备的人员数量与其规模和定位具有一定关联性。

产品类型	管理人员配置情况
高端公寓	人房比约为 1:46
青年公寓	人房比约为 1:150
租赁式社区	人房比约为 1:170
宿舍型公寓	人房比约为 1:145

2. 营销推广费用 / 招商佣金



在市场化租赁住房及保障性租赁住房项目中，特别是主要面向个人租户的项目，营销推广费用及招商佣金往往占据较大比重。这类项目依赖于广泛的营销与招商策略，以有效吸引并锁定租户群体。反之，在定向配租项目中，鉴于其特定的分配流程，相关的营销推广费用及招商佣金鲜有发生，呈现出较低的成本支出态势。

此外，运营方对于营销推广费的成本投入亦会根据项目当前所处的状态而定。对于处于去化期的项目，即运营初期或空置房屋较多的阶段，为了快速吸引租户，提高出租率，运营方通常会加大营销推广的力度，因此营销推广费成本相对较高。而对于已经步入稳定期的项目，即房屋出租率稳定、租户流动性较低的阶段，运营方会适当缩减营销推广的投入。

因此，营销推广费及招商佣金的成本要结合项目租户类型及项目所处运营阶段而确定。

3. 物业管理费用



物业管理费用金额与项目规模有强关联性，一般由租赁住房运营方与物业服务企业签订合同，可采用包干制或酬金制，其主要职责包括公共区域的维护、物业共用设施设备的维护、保安保洁、绿化养护及秩序维护等。此外，项目聘请的物业服务等级与其对应的单价也会根据项目定位的不同而有所差异。如高端公寓项目需要为租户提供更为细致的服务，对应的物业管理等级更高、配备的物业相关人员也会更多。因此，在确定物业管理费用时，需要综合考虑项目规模、定位等因素。

4. 公区及空置能源费



公区及空置房屋能源费不仅与项目规模及出租率紧密相连，还与项目产品定位存在一定相关性。当前青年公寓作为主流租赁产品，其房屋内部空间往往较为紧凑，难以满足租户多样化的生活需求。为此，这类项目普遍设置了丰富的公共区域，如自习室、公共厨房、洗衣房等，以弥补室内空间的不足，而这无疑增加了公区能源费用的开支。此外，对于地处北方的项目来说，运营方需要在供暖季替空置房屋缴纳空置房供暖费，因此能源费支出会相对较高。



5. 维修维保费用及资本性支出



维修维保费用与资本性支出均为资产运营中会涉及的更换、维修等金额。不同的运营方对于两项成本的界定也会有异同。通常来说，两者的差异如下所示：

	维修维保	资本性支出
金额	金额通常较小，仅为日常维修小修，如室内电器更换维修等	金额较大，如外墙防水、电梯等大型设备更换等
会计处理	计入运营支出中（费用化），不会增加资产的使用寿命、效能或产能	计入投资性房地产或固定资产（资本化），可增加资产使用寿命、提高效能或增加产能

值得注意的是，资本性支出内涵或与政府预收的“住宅专项维修资金”存在一定程度的重合，以北京市为例，根据《北京市住宅专项维修资金管理办法》（京建物〔2009〕836号），住宅专项维修资金是指专项用于住宅共用部位、共用设施设备保修期满后的维修和更新、改造的资金。住宅共用部位、共用设施一般包括：住宅的基础、承重墙体、柱、梁、楼板、屋顶以及户外的墙面、门厅、楼梯间、走廊通道、电梯、天线、照明、消防设施、绿地、道路、路灯等。因此在预测未来涉及资本性支出时，也需考虑项目过往住宅专项维修资金支付情况。

各类税费

财政部 & 税务总局 & 住房城乡建设部 2021 年 7 月发布《关于完善住房租赁有关税收政策的公告》2021 年第 24 号

住房租赁企业	• 专业化规模化标准：在备案城市内持有或者经营租赁住房 1,000 套（间） 及以上或者 建筑面积 3 万平方米及以上
房产税	• 对企事业单位、社会团体以及其他组织向个人、专业化规模化住房租赁企业出租住房的， 减按 4% 的税率征收房产税
增值税	• 向个人出租住房取得的全部出租收入，可以选择适用简易计税方法， 减按 1.5% 计算缴纳增值税

财政部 & 税务总局 & 住房城乡建设部 2023 年 9 月发布《关于保障性住房有关税费政策的公告》2023 年第 70 号

土地使用税及印花税	- 对保障性住房项目建设用地免征城镇土地使用税。对保障性住房经营管理单位与保障性住房相关的印花税，以及保障性住房购买人涉及的印花税予以免征 - 在商品住房等开发项目中配套建造保障性住房的，依据政府部门出具的相关材料，可按保障性住房建筑面积占总建筑面积的比例免征城镇土地使用税、印花税
增值税附加等其他收费	• 保障性住房项目免收各项行政事业性收费和政府性基金，包括防空地下室易地建设费、城市基础设施配套费、教育费附加和地方教育附加等
执行范围	• 享受税费优惠政策的保障性住房项目，按照城市人民政府认定的范围确定

财政部 & 税务总局 2023 年 8 月发布《关于继续实施公共租赁住房税收优惠政策的公告》2023 年第 33 号

土地使用税	• 对公租房建设期间用地及公租房建成后占地，免征城镇土地使用税。在其他住房项目中配套建设公租房，按公租房建筑面积占总建筑面积的比例免征建设、管理公租房涉及的城镇土地使用税
印花税	- 对公租房经营管理单位免征建设、管理公租房涉及的印花税。在其他住房项目中配套建设公租房，按公租房建筑面积占总建筑面积的比例免征建设、管理公租房涉及的印花税 - 对公租房经营管理单位购买住房作为公租房，免征契税、印花税；对公租房租赁双方免征签订租赁协议涉及的印花税
房产税及增值税	• 对公租房免征房产税。对经营公租房所取得的租金收入，免征增值税。公租房经营管理单位应单独核算公租房租金收入，未单独核算的，不得享受免征增值税、房产税优惠政策
执行范围	• 纳入省、自治区、直辖市、计划单列市人民政府及新疆生产建设兵团批准的公租房发展规划和年度计划，或者市、县人民政府批准建设（筹集），并按照《关于加快发展公共租赁住房的指导意见》（建保〔2010〕87 号）和市、县人民政府制定的具体管理办法进行管理的公租房

可以看到，政策层面对市场化租赁住房、保障性租赁住房及公共租赁住房实行了差异化的税收优惠政策。其中根据《关于完善住房租赁有关税收政策的公告》，针对房产税及增值税的综合减免幅度可达约 11.5% 至 15.5%，这对于项目整体的税务筹划产生了非常积极的影响。值得注意的是，该公告所规定的房产税及增值税减免措施仅适用于出租给专业化规模化租赁住房企业或个人租户的住房，因此个人租户与企业租户的比例差异，会在不同项目间导致显著的税费支出差异。所以，在项目规划和运营过程中，需要充分考虑租户结构对税费支出的影响。

折现率分析

折现率本质反映了对未来收益的时间价值要求以及投资特定资产所承担风险的补偿要求。因此，在选取折现率时，除了参考无风险收益率外，还需要考虑投资不动产的风险及流动性补偿、基础设施所处区位、行业及管理负担、增长风险、合规风险以及其他特殊经营风险补偿等因素的影响。折现率作为衡量不动产风险及回报潜力的重要因素，其取值变动对于估值结果具有较为显著影响。因此，在选取折现率时，需要结合当前宏观情况、区域市场供需以及底层资产的实际情况进行综合判断和审慎决策。

通过观察已发行的公募 REITs 项目，可以发现，相较其他不动产业态来说，保障性租赁住房得益于其租户分散度高、租赁需求较为刚性、未来增长预期相对较低等特征，其折现率普遍低于同城市级别的其他不动产业态。具体而言，在已发行保障性住房公募 REITs 项目中，一线城市折现率选取通常在 6.0% - 6.25% 之间，核心二线城市折现率选取通常在 6.5% 左右。

图 34：已获批保租房 REITs 折现率选取情况



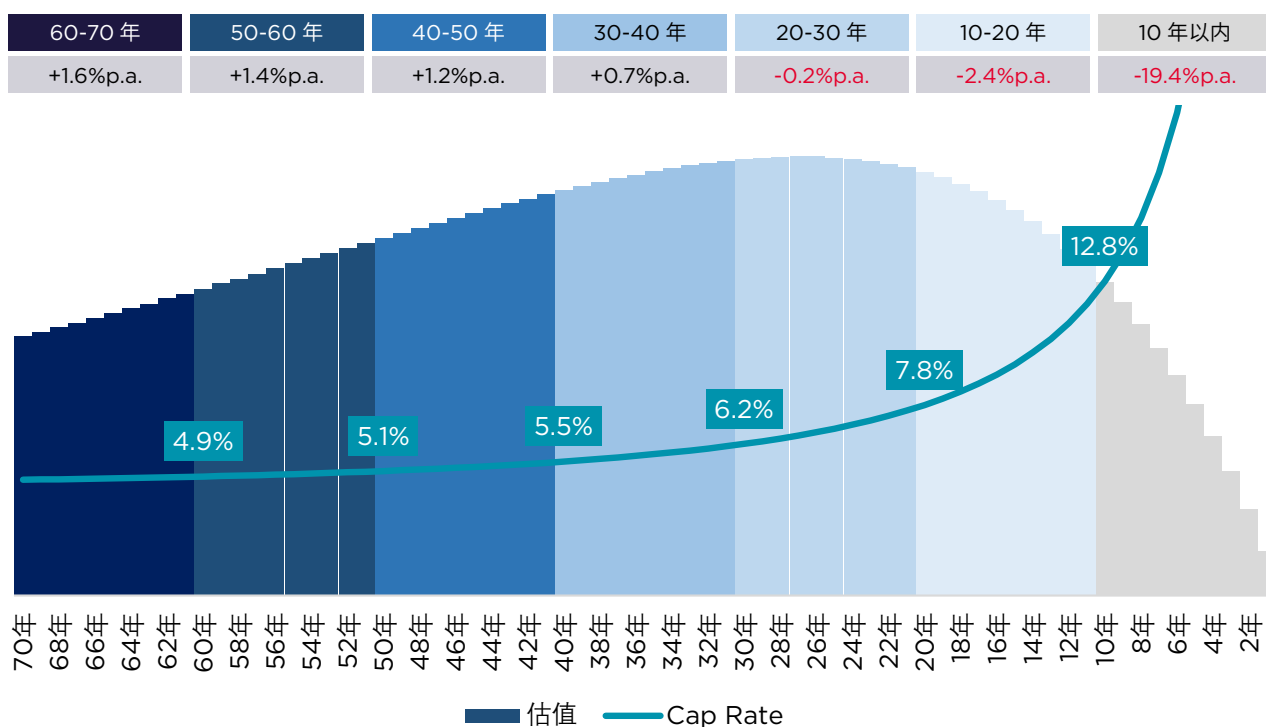
思考：

租赁住房用地性质多样带来的剩余土地使用年限与资本化率 (Cap Rate) 差异

随着 2021 年《国务院办公厅关于加快发展保障性租赁住房的意见》明确了闲置和低效利用的商业办公、旅馆、厂房、仓储、科研教育等非居住存量房屋，允许改建为保障性租赁住房的规划。区别于住宅用地 70 年的土地使用权期限，40 年的商服用地、50 年的办公用地也将更多的被用于租赁住房项目的建设。不同的剩余收益年期对估值及资本化率 (Cap Rate) 的影响十分显著，因此对于估值的判断不仅

要比对其租金收入或成本的差异，更要关注其用地性质带来的剩余收益年期的变化。

通过较为平均的折现率和增长率设定，我们进行了如下测试：即假设每年租金递增 2% 的情况，折现率取 6.5%，模拟项目从 70 年土地使用权开始，到土地使用权终止期间估值的变化及资本化率 (Cap Rate) 的变化。



可以看到，当剩余年期较长的情况下，收益年期缩短对于价值的负面作用会被收入的增长抵消，整体估值仍呈现上行的趋势，但当年期进一步缩短，特别是短于 30 年的情况下，收益年期每缩短一年对于价值的负面影响会更加显著。与此同时，由于估值上升速度不及收入上升速度，因此资本化率会随着年限的变短而变高，在剩余年限小于 20 年时陡然上生。

综上，对于租赁住房资产，由于其用地性质的多样，在通过资本化率 (Cap Rate) 衡量其估值水平时，不应脱离年期的影响。

结语

中国租赁住房市场已经形成了保障性租赁住房和市场化租赁住房双轨并行的政策框架，各类专业化机构及租赁住房运营商的参与使得市场产品结构进一步细分。在投资方面，租赁住房市场的大宗交易活动呈现出蓬勃发展的态势，交易量与交易额均实现了快速增长，租赁住房已然成为一线城市中最受关注的资产类别之一。随着公募 REITs 的常态化发行、城镇化水平的提升、流动人口的增长，租赁住房业态有望吸引更多投资市场的目光与资本注入，成为投资领域的热点。



业务联系人

陈家辉

戴德梁行大中华区估价及顾问服务部主管
董事总经理

andrew.kf.chan@cushwake.com

胡峰

戴德梁行北区董事总经理
北区估价及顾问服务部主管

feng.hu@cushwake.com

杨枝

戴德梁行资产证券化业务负责人
北京估价及顾问服务部高级董事

chris.z.yang@cushwake.com

报告撰写团队

刘怡文

报告主编
戴德梁行北区估价及顾问服务部
租赁住房评估专家

bella.liu@cushwake.com

张秀娟

戴德梁行 REITs 评估专家
北京估价及顾问服务部高级董事

candy.xj.zhang@cushwake.com

邓昭晨

戴德梁行 REITs 评估专家
北京估价及顾问服务部高级副董事

dorothy.deng@cushwake.com

张艾嘉

戴德梁行北京估价及顾问服务部
助理经理

amy.zhang1@cushwake.com

裴方程

戴德梁行北京估价及顾问服务部
估价师

erwin.pei@cushwake.com

联合撰写

赵然

ICCRA 住房租赁产业研究院院长
Jzhao@iccra.cn

邹永洁

ICCRA 住房租赁产业研究院副院长
Czou@iccra.cn

王宝力

ICCRA 住房租赁产业研究院院长助理
wangbaoli@iccra.cn

王晶

ICCRA 住房租赁产业研究院研究员
market@iccra.cn

关于戴德梁行

戴德梁行是享誉全球的房地产服务和咨询顾问公司，通过兼具本土洞与全球视野的房地产解决方案为客户创造卓越价值。戴德梁行遍布全球 60 多个国家，设有 400 多个办公室，拥有 52,000 名专业员工，在大中华区，23 家分公司合力引领市场发展，2023 年公司全球营业收入达 95 亿美元，核心业务涵盖估价及顾问服务、策路发展顾问、项目管理服务、资本市场、项目及企业服务、产业地产、商业地产等。戴德梁行拥有多元化、平等和包容性的企业文化，在可持续发展等领域表现卓越，赢得众多行业重磅奖项和至高荣誉。

更多详情，请浏览 www.cushmanwakefield.com.cn 或关注我们的官方微信（戴德梁行）。

免责声明

@2024 戴德梁行。版权所有。本报告中所包含的信息从多个被认为是可靠的来源收集，包括由戴德梁行委托完成的报告。信息参考之用，其中可能包含错误或遗漏，本报告不对其准确性作出任何保证或声明。

本报告中的任何内容均不得被视为 CWK 证券未来表现的指标。您不应基于此处的观点，购买或出售 CWK 或任何其他公司的证券。CWK 对于基于本报告所包含的信息所购买或出售的证券，概不负责。您在浏览本报告时，即放弃因报告中信息的准确性、完整性、充分性对您使用报告中包含的信息而对 CWK 以及 CWK 的关联公司、高级职员、董事、雇员、代理人、顾问和代表提出任何索赔。

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn