

CAS 干货：品牌长租公寓模式梳理及案例分析-47p



更多公寓行业热门报告，请关注微信公众号：**长租公寓邦**

上 篇

近期，国家相关部委下发多项政策鼓励发展租赁市场，从租赁住房的供应到金融政策的优惠。北京市还将建立统一的租赁平台来规范化租赁市场行为，同时开始逐步推广租购同权。

这暗示着租赁市场规范化、规模化的时代逐步拉开大幕。租赁市场的新角色——长租公寓自然也会迎来新的发展机遇。

本文对长租公寓行业的概况和主要运营模式进行了梳理和分析，并对未来的市场进行了一定的预测，最后提出了信托公司参与该行业的机会与方式，希望抛砖引玉，引起更多的思考。

长租公寓行业概况

行业分散、市占率低，行业处于起步阶段

根据中国饭店业协会公寓委员会统计，2015 年底国内拥有规模公寓企业超过 500 家，公寓数超过 100 万间。

规模最大的长租公寓品牌自如，截至 2016 年 9 月管理房间数为 25 万间，其他规模较大的品牌如魔方公寓截止到 2016 年底为 2.2 万间，优客逸家为近 3 万间。因此总体来看行业集中度偏低，行业处于抢占市场份额的起步阶段。

需求量大

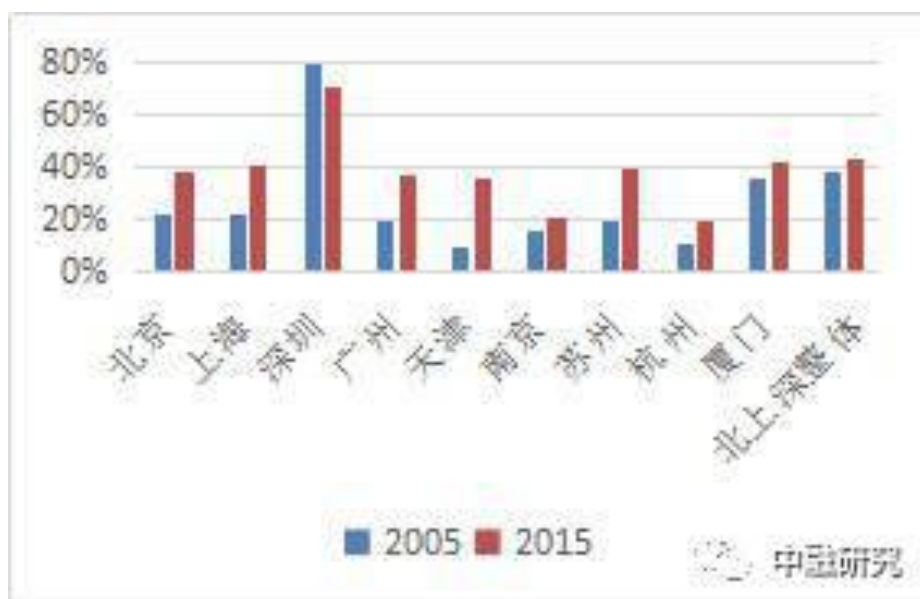
长租公寓的需求一方面来源于部分城市和地区的人口净流入，另一方面来源于过重的买房压力。

假设以非户籍人口定义流动人口，我们发现，2005-2015 年十年间，一二线核心城市流动人口比例（（常住人口-户籍人口）/常住人口）有很大提升，十大核心城市流动人口比例从 24%升至 36%。其中，北上深流动人口比例从 34%提升至 45%。

另外，流动人口整体年龄偏小，2014 年平均年龄仅为 28.1 岁，积蓄有限，导致其对租房的需求更为强烈。

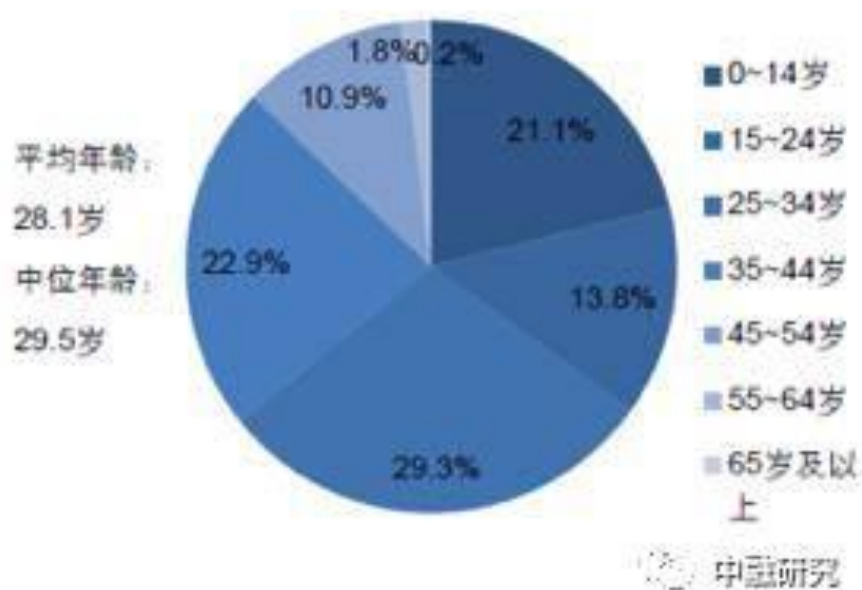
据《中国流动人口发展报告（2016）》调查数据显示：

流动人口在当地的平均居住时间为 56.9 个月，半数流动人口有意愿继续在流入地居住五年以上，其中上海、北京有长期居住意愿的比例均高于全国平均，分别为 67.4%、62.7%。



一二线核心城市流动人口比例提升

资料来源：《中国流动人口发展报告》、中融信托创新研发部



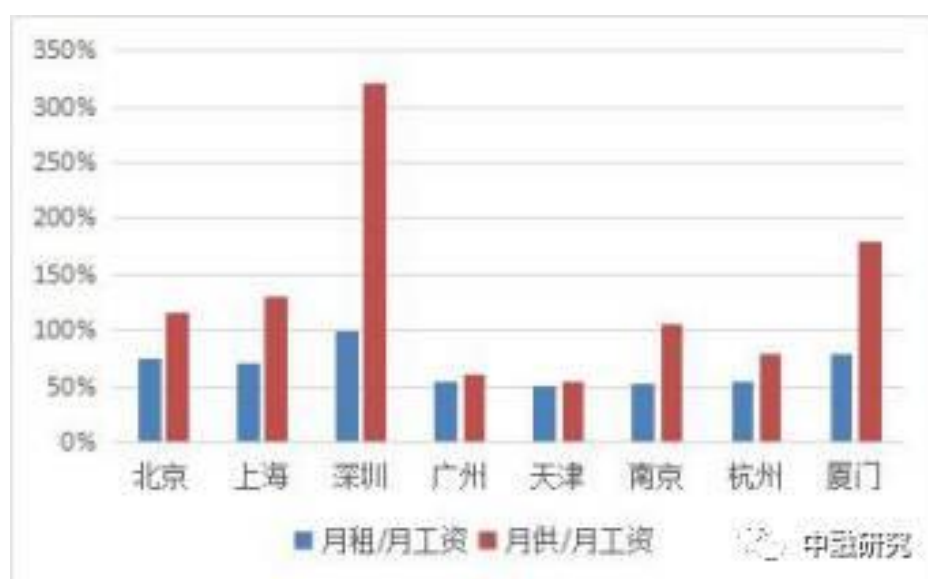
流动人口年龄分布

资料来源：《中国流动人口发展报告》、中融信托创新研发部

人口净流入的同时，一二线城市房价过高，但租金相对较低，租房是大多数人解决住房问题的唯一选择。

以购买 100 平米的首套房屋为例，根据测算，北上深需负担的月供已高达平均工资的 180%；此外，厦门、南京、杭州等地的月供也已接近甚至超过月薪的 100%。

与此同时，这些城市的平均月租仅为月供的 58%，说明这些城市的房价已经超过大多数工薪阶层的负荷，租房成为其解决住房问题的唯一选择。



部分城市平均月供/月薪（100 平米）

资料来源：CRIC，中国房价行情平台，统计局，中融信托创新研发部

政策支持，利好政策不断

近年来，租赁市场扶持政策及法规频出，行业日趋规范、发展步入快车道。总体上看，政府从以下五个方面加以支持。

鼓励机构参与

发展住房租赁企业，引导房地产开发企业与住房租赁企业合作，发展租赁地产。

增加供给

鼓励各地通过新增用地建设租赁住房，在新建商品住房项目中配建租赁住房等方式，增加新建租赁住房供应。允许将商业用房等按规定改建为租赁住房。

税收优惠

个人出租住房享增值税率优惠；企业出租房屋享其他政策优惠。

金融政策

加大对住房租赁企业的金融支持力度，拓宽直接融资渠道，积极发展房地产投资信托基金。

加强监管

住建部会同有关部门共同搭建政府住房租赁交易服务平台，提供租赁信息发布服务。

同时，一线城市表态增加租赁住房土地供应：

广州提出，未来五年，普通商品住宅用地计划供应 2375 万平方米、租赁住房用地计划供应 825 万平方米；

北京提出未来 5 年建设租赁住房 50 万套；

上海提出“十三五”期间增加 70 万套租赁住房。

另外，住建部称将立法明确“租售同权”，建立稳定租期和租金等方面的制度，逐步使租房居民在基本公共服务方面与买方居民享有同等待遇。这也将进一步推动租房需求的发展。

盈利能力有限

尽管背靠政策东风，租赁市场前景极其广阔，但不赚钱是行业内普遍现象。

以已经试水公寓市场两年有余的世联行为例，该业务目前仍然处于亏损阶段。由于该项业务规模较小，因此披露的公开信息有限，但是我们仍然可以通过分析得出一定的结论。

我们选取了世联行 2014 至 2016 年年报以及 2017 年中报的数据。根据其年报，世联行 2014 年末进入长租公寓市场，并将此业务归类于资产服务业务-公寓管理下。

	2017-06-30	增长率	2016-12-31	增长率	2015-12-31
资产服务业务					
营业总收入	33,469.13	33.08%	50,297.68	15.87%	43,408.12
成本	36,805.77	59.14%	46,254.89	33.48%	34,653.12
毛利润	-3,336.64	-265.07%	4,042.80	-53.82%	8,754.99
毛利率	-9.97%		8.04%		20.12%
公寓管理					
营业收入	6,767.28	217.11%	4,268.15	768.59%	491.12

从数据可以看出，世联行的公寓管理业务、资产服务业务从 2015 年开始收入快速上升，且公寓管理收入占资产服务业务的比重不断上升，但同期资产服务业务的毛利润却在快速下降，假设其他资产服务业务情况不变，我们可以推断出世联行的长租公寓业务是一直处于亏损状态的。

国内长租公寓企业概况

行业分类及概况

国内对于长租公寓市场最早的探索可以追溯到 2010 年，彼时 YOU+公寓和魔方公寓分别在广州和北京试水长租公寓。

近两年，随着房价的上涨，人们对于租房市场的关注不断升高，加上各项利好租房的政策频出，使得长租公寓市场逐渐升温。

目前长租公寓市场的参与者按照其发源背景的不同可以划分为创业类公司、房地产开发商、房地产服务商以及经济型连锁酒店四种类型。

	优势	劣势
创业类公司	通常为互联网企业，人员较少， 经营方式较为灵活多变	资金无优势；缺乏房地产行业经验 容易产生股权纷争，影响经营
房地产开发商	分散式：除资金优势外，并无 太大优势	容易受到母公司集团影响，在销 市场形势好的时候可能会牺牲出 子公司；对于线下销售以及租客 求掌握不及房地产服务商
	集中式：自身物业数量较多， 拿地经验丰富；改造经验丰富	
房地产服务商	与开发商合作经验丰富，渠道 资源广，对租客的需求更了解	自身资金优势劣于房地产开发商 强于初创企业
经济类连锁酒店	住客管理经验、存量物业运营 经验、运营不善酒店也可以改 装成长租公寓	在集中式物业的获取上、连锁酒 同样面临获取物业的难题，运营 善的酒店通常地段不好，改为长 公寓经营状况也很难改善；资金 不占优势

经营模式

从资本运作的角度来看，可分为重资产和轻资产

重资产模式

重资产模式，即为企业通过收购和/或自建获得资产，装修后对外出租的经营模式。

重资产模式下，企业持有出租物业，因此不仅可以获得租金收益，同时还可以获得资产持有时获得的资产升值收益。

但是重资产模式在前期买楼和建造期投入高，先期资金沉淀大，对企业的资金实力、成本、期限都要求很高。

轻资产模式

企业通过和资产所有者（房东）签订租约，在一定期限内获得资产的经营权，但并不实际持有物业，因此不能享受资产升值的收益。

在租约期限内，企业可以对外出租获得出租租金，租金减去上交给房东的底租，即为企业实际获得的租金差收入。

轻资产模式下，企业通常可以与房东沟通对房屋进行一定程度的改造升级，但由于与房东签订的租约时长有限（多数为 3-5 年），因此企业对房屋的实际改造空间不大，租金提价空间小，且企业有可能会承担去装修的成本。

轻资产模式因前期沉淀资金相对少，采取“薄利多销”的模式，所以可以在短时间内快速拓展。

从资产集中度来看，长租公寓的运营分集中式和分散式：

集中式

出租企业将整栋楼改造成为公寓楼，对外进行招租。集中式企业拿地来源较多，例如世联行旗下的红璞公寓曾在杭州使用村集体用地建设长租公寓；

创业型企业 V 客青年公寓在深圳宝安区将一 5000 平方米的旧厂房改造成为 175 间房间的创客公寓；

还有众多房企借用自己旗下的长租公寓品牌盘活已有的住宅楼。

分散式

出租企业持有的房间分散在不同的小区、大楼内，通常区域跨度较大。

集中式和分散式各有利弊，具体表现如下：

	集中式出租	
物业获取	一般获取整栋物业，获取方式也较为多元化，可以独立开发，也可以采取收购、包租、与开发商合作等方式	一般从分散的个人业主手中获取，并签订长期租赁合同
现金流	前期资金投入较大	前期资金投入较小，后期运营现金流“现”
销售、管理成本	容易产生规模效应，后期的管理成本，特别是人力成本较低	在保洁、维修等成本上相对较高，且较为分散
业态特点	标准化程度相对更强，租客的集聚和公共空间的安排使得集中式公寓具备较强的社交属性	由于房源区位和形态分散，社交属性较低
典型企业	YOU+青年公寓、魔方、自如寓、万科驿、雅诗阁等	磨房公寓、自如、蛋壳公寓等

通过对集中、分散两种模式的对比，我们可以发现，集中式和分散式都各自具有一定的优缺点。

集中式房源的优势

集中的房源很方便改造，这样既可以因规模化装修而降低单位装修成本，又可以便于精细化改造以最大化房租总收入；

集中式房源的精细化改造以及全面的配套设施使得其溢价率一般来说较分散式为高；

集中式房源批零差一般比分散式房源大，使得集中式的成本较低，盈利空间大。

集中式房源的缺点

大而笨重。其庞大的体量导致其前期的审批、装修、零售、服务的过程很长，尽管在拿地的阶段长租公寓企业可以采用轻资产的模式，但是前期净投入的周期较长仍然会对企业造成一定的压力。

而分散式公寓则正好在这方面完胜集中式。分散式讲求的是快速和效率，尽量缩短前期周期，并且可以完成一批房就出租一批，尽快回收租金，加快周转。

以美国最大的公寓 REITs 运营商 EQR 为参考，其自 1993 年上市以来，始终采用重资产模式运营，但在 2008 年金融危机之前加大了在核心城市的布局，在金融危机之后退出了非核心城市。

受益于美国成熟的 REITs 市场，EQR 以非常低的融资成本进行快速扩张，同时其推出的 IT 平台、周边服务（家具、搬家）等都极大的方便了租客，进而提升了自己的入住率。

结合 EQR 的例子，我们认为，尽管中国短期内推出 REITs 可期，但考虑到政策落地需要一定的时间以及中国市场的特点（集中式房源相较分散式少），我们预计未来中国的长租公寓行业将会是分散式和集中式并行，但集中式在服务方面将会优于分散式，因此取得的溢价将会更高。

长租公寓参与企业的四种类型

按照集中/分散、重资产/轻资产的划分，可以将长租公寓参与企业划分为以下四种类型，他们的特点分别如下：

	重资产	
集中式	收购和/或建造整栋公寓楼房，集中装修和出租；获得租金收益和资产升值收益；重资本运作，多需要借助融资工具	和机构签约获 后集中出租； 模速度快；
分散式	很少有此模式形成规模经营，因为前期重投入，建好后出租销量低，因此通常单个资产的租金较高； 高端别墅位于风景区或有此类资产，主要为获取长期资产升值收益	常见于地产中 手房 ToC 端 展规模；获得 管理

盈利模式

盈利来源

批零租金差

这是目前大多数中低端长租公寓的主要盈利来源，包括两部分：

一是整套租入、按间租出实现的溢价，其本质是公寓企业相对房主和租客的议价能力差；

二是通过分拆隔间、增加房间数实现的额外收益，我们调查了自如北京的多处分散式房源，都发现了隔断客厅、增加房间的情况。

装修溢价

通过统一装修风格标准化房间，对部分老旧、不方便使用的房屋装修进行改造，对房屋使用价值进行提升。

租金增长收益

是指分散型长租公寓企业作为二房东向房客收取的年租金涨幅高于支付给房东的租金涨幅的溢价。长租公寓公司从业主端租入房屋时签订的租约一般至少为 3-5 年，且在租约签订之初就已经确定签约年限和年租金增长幅度。

而租出房屋的租期多数为 1 年甚至更短，公寓企业完全可以随市价进行租金调整，以享受租金上涨的收益。在目前房屋租售比非常低的情况下，租金价格上涨概率远大于下跌概率，使得此项收入成为长租公寓企业未来的一个收入增长点。

衍生服务收入

在提供出租房屋的周边，出租企业还可以提供保洁、维修、搬家等等增值服务。以自如的分散式公寓“自如友家”为例，先后推出了 39 元房间打扫、自如优品家具商城、自如安心搬家等一系列周边服务。

可以预想的是，随着长租公寓品牌价值的提升和规模的扩大，公寓企业从此类业务中将会有更多的收益实现，这也是专业化的长租公寓公司相较于传统二房东的区别所在。

盈利周期

伴随规模（管理房屋间数）的增加，长租公寓的间均成本先增后减，导致利润率呈现两端高、中间低的三阶段特征。伴随管理房屋间数的增加，长租公寓公司的盈利能力可分为先降后升的三个阶段：

第一阶段由于管理房屋间数不多，长租公寓仍然采取传统二房东的模式，主要成本开支仅为装修成本，盈利能力较高；

第二阶段房屋管理间数已上升到一定数量，长租公寓公司需要在营销和运营上加大投入，为后续继续做大规模做准备，导致成本显著提升，间均利润率降低；

第三阶段开始，公司前期在营销和运营上的投入效果已经开始显现（比如通过线上交租可以大大减少人力成本），公司取得规模化的成本优势。同时，部分公司开始通过运营模式输出和品牌输出的方式加速扩张，较高的提升了租金差，并在只赚取房屋租金的基础上增加了周边服务的收入，增加了公司的总盈利。

目前行业中大部分公司仍然处于规模化前期加大运营投入和营销投入的阶段，仅仅能够维持生存或处在亏损状态。

对市场的判断

土地供给将更加充足，更多政策利好有望出台

从当前的市场情况来看，所有长租公寓品牌都面临着拿地成本高的问题，即使是房企系的公司借助集团的房源也不例外，而过高的拿地成本直接导致了行业盈利能力差，严重依赖集团公司或投资方输血。

8月28日集体用地新政出台后，集体用地将合法的成为新的租房用地，其低廉的价格为长租公寓企业带来了新的盈利方式。

但热点城市内部及周边集体用地数量有限，该类土地的入市并不能解决行业整体的根本问题——租售比过低。而要想使租房市场有长期的发展，则必须给予租房企业、租房市场更多支持，以解决其盈利困难的问题。

因此我们预计，在国家支持租房市场态度不变的假设下，未来将会有更多包含土地、金融、税收等利好政策出台，对行业整体将会利好，也为信托公司参与该市场创造了基础。

短期看拿地能力，中长期看运营能力

尽管目前有少数公司号称要以生活社区一体化服务取代纯租金收入的模式，但其现金流还是靠租金收入在支撑。而在面对长租房这个完全竞争市场时，各家公司对于自身成本的把控是拉开利润差距甚至决定生死的根本所在。

在现有“常规”拿地方式成本很高的情况下，集体产权用地因其拿地成本极低将成为香饽饽，因此短期内各家公司的经营情况将会因拿地能力不同而产生分化。在这方面，创业系、酒店系公司相较于地产服务商系、地产商系将存在明显劣势。

中长期来看，我们认为公司的运营能力将是主要区分点。主要是因为强的运营能力能够有效提高长租公寓公司盈利能力，因此其所可以负担的成本高，可以实现快速的扩张。而快速扩张带来的规模效应如品牌知名度高、议价能力强等又会反哺企业，拉低其平均成本，实现正向循环，从行业中脱颖而出。

这也就要求信托公司在参与该行业时，要慎重选择合作伙伴，既要考虑双方实力使得自身可以在合作时取得更为优惠的条款，又要考虑在合作时尽量选择资质较好的项目和公司以保证安全性。

短期内一线城市较为安全

租房市场的定位是对买房市场的补充而不是替代，因此长租公寓公司所针对的需求将会不可避免的受到买房市场的吸引。

在目前各类公司拿地（非集体产权）成本非常高的情况下，其财务状况对出租率、租金价格的敏感性非常高。而房屋租金由于受到租客收入增长率、买房按揭贷款数的限制，不可能做到以价换量。

因此二、三线城市的长租公寓项目一旦面临需求下降，则将会很有可能出现财务问题。

信托公司在参与长租公寓项目时应当充分考察项目的所在城市和具体区位，识别项目风险。

信托公司参与长租公寓的机会

参与资产证券化模式

目前的长租公寓品牌，无论是采用拿整栋楼或整块地的集中式还是分散拿房的分散式经营，都面临着前期资金沉淀巨大、现金流承压的问题。

而另一方面，这些公司又同时持有大量现金流稳定的租约。这两者就使得长租公寓公司有将租约证券化的基础和动力：

2017 年 1 月 4 日，魔方公寓发行国内首期长租公寓资产证券化产品，在上交所交易。该产品以 4014 间房间的租金收入为底层资产，形成单一资金信托计划，再以信托计划作为基础资产发行资管计划，在上交所交易。

2017 年 8 月 10 日，链家旗下长租公寓品牌自如在上交所发行了长租公寓第二单 ABS 产品。该产品的底层资产除了租金收入外，还包括自如在出租时的服务费（类似于通过中介租房时付的中介费）以及保洁、维修、搬家等衍生收入。

观察已有的这两个产品，都是采用“信托计划+专项计划”的交易结构。其中信托计划的主要作用是将租约进行隔离，出售给 SPV；由于两支产品都是在上交所发行的资产证券化产品，因此在发行结构上必须在最后一层嵌套专项计划。

实际操作中，两单 ABS 产品都是由券商作为主承销商，因此信托公司主要起通道的作用。

但未来除了单纯作为通道外，信托公司可以探讨其他参与方式，例如 Pre-ABS 模式：信托公司可以发放信托贷款给公寓公司以收购更多房源，再将房源进行装修、改造、升级和出租，以租约为底层资产发行 ABS。

以后若信托公司取得交易商协会 ABN 的主承销商资格，将进一步加强信托公司在交易商协会市场参与公寓品牌资产证券化产品的地位。

另外，在交易商协会市场发行 ABN 产品时，信托公司可以尝试发行单一 SPV 的产品，这样不仅可以降低公寓企业的发行成本，还可以进一步强化信托公司对于产品发行的把控能力。

类 Reits 模式

创业型长租公寓公司一般自身实力弱、拿地能力不强，但同时却有快速扩张、做大品牌的需求，而信托公司可以借助较强的发行能力以类 Reits 的模式帮助公寓公司拿地。

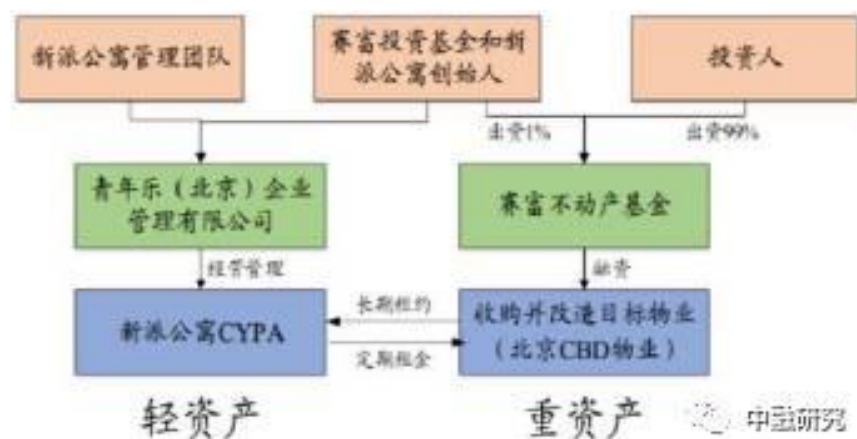
此类项目可以参考新派公寓和赛富投资基金的合作：

2013 年新派创始人与赛富投资基金一起发起了赛富不动产基金，收购了北京 CBD 核心区域的森德大厦整栋物业，并将其改造成新派公寓全国旗舰店。

当时的交易结构如下：新派公寓创始人和赛富投资基金出资 1% 成立有限合伙，共同作为有限合伙的 GP，另外募集 99% 的资金作为有限合伙的 LP 份额。之后赛富不动产基金将会收购整栋物业，并聘请新派公寓作为物业管理方。四年后，第一期基金到期，LP 的份额将会被散售或整售。

据传，赛富不动产一期基金以 2.2 万/㎡的低价在北京 CBD 整栋买下森德大厦，加上后续的装修经费，一共花费 1.65 亿元人民币。

而且赛富不动产为到期后 LP 股权的出售做出过一份股权回购协议，约定以 4 万/平的价格回购，这样粗略测算下来，赛富不动产的一期产品收益率在 15% 以上，资金成本相对较高。



新派公寓与赛富投资基金的合作结构

资料来源：中融信托创新研发部

参照新派公寓与赛富基金的合作模式，信托公司完全可以利用自己子公司的私募基金牌照，以类似方式出资拿地并与公寓品牌合作运营。

而除了取得已有物业的方式外，信托公司还可以参照 8 月 28 日出台的集体产权用地的政策发文，积极探索取得集体用地的使用权，以控制成本或进一步扩大盈利空间。

延伸阅读：北京发布住房租赁新政

9 月 29 日晚间，北京市多部门联合发布《关于加快发展和规范管理本市住房租赁市场的通知》（以下简称《通知》），研究制定鼓励房地产投资信托基金（REITs）发展的优惠政策，协调与指导金融机构积极参与，支持住房租赁企业利用房地产投资信托基金融资。在预留一个月的缓冲期后，将于 2017 年 10 月 31 日起实施。

《通知》的主要内容

《通知》在增加租赁住房供应、建立住房租赁监管平台、明确住房租赁行为规范、加强市场主体监管等四个方面提出要求，涵盖 16 个方面的具体问题。由于该份文件曾在 8 月中下旬向社会征求意见，因此有很多热点问题得以明确，包括子女入学、户口登记和迁移、租金管理等。

今年 7 月，住建部等九部委联合发布《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》，并选取了 12 个人口净流入的大中城市开展试点，北京即是其中之一。

考虑到近两年来租赁市场的价值被大大重视，租赁政策的发布也较为频繁，《通知》的信号意义不容忽视。多位受访者向 21 世纪经济报道记者指出，租赁市场建设是房地产调控长效机制的重要部分，若实施效果较好，北京这份文件中的很多条款将会推广开来。其中，REITs 政策破局的端倪，已在这份文件中显现。

《通知》可操作性强

今年 8 月 17 日至 25 日，北京市住房城乡建设委就《通知》面向社会各界公开征求意见。在最终收到的 403 件反馈意见中，义务教育、户口等问题较为集中。

《通知》对此进行了明确。在义务教育问题上，依据《通知》，北京市户籍无房家庭，符合在同一区连续单独承租并实际居住 3 年以上且在住房租赁监管平台登记备案、夫妻一方在该区合法稳定就业 3 年以上等条件的，其适龄子女可在该区接受义务教育。

相比征求意见稿中较为严厉的政策，该项措施要宽松许多，并被认为对无房北京户籍人口有明显利好。

在户口迁移方面，《通知》沿袭了“租赁住房可承接户口迁移”的思路，规定“承租人为本市户籍，承租公共租赁住房和直管公房的，可根据住房租赁监管平台登记备案的信息依法申请办理户口登记和迁移手续”。

“建立全市统一的住房租赁监管平台”也被提及。北京市住建委表示，住建委已经同步抓紧开展住房租赁监管平台建设、住房租赁合同示范文本制定等实施准备工作。据悉，这不仅是租赁信息发布、网上签约、登记备案申请、交易资金监管、信用信息查询的主要平台，也是决策层进行监管的主要平台。

此外，依据《通知》，市住房城乡建设部门应当建立住房租金发布制度，及时发布住房租赁市场实际成交租金水平等信息。但上述租金“参考价”并不是强制要求房东和租户照此出租，而是起到参考作用。

《通知》还明确了住房租赁行为规范，在合同订立、租赁期限、租金收取和支付、转租行为等方面提出了十分细致的规定。在房源供应方面的规定同样细致，如“居住人口达到一定规模、15 分钟步行范围内无医疗卫生机构的，应当依据标准和规划予以设置”，被认为具备极强的可操作性。

北京市房协秘书长陈志向 21 世纪经济报道记者表示，政策具体执行的可操作性很强。政策的思路，则强调“给承租人真正的赋权”。大部分受访者也都认为，这是目前已经出台的地方性租赁政策中，较为细致的一份。

对于《通知》规范房地产经纪服务行为的做法，经纪机构也普遍认为是一种利好。北京市住建委还表示，未来运营这些租赁房的将是更加专业的机构。本市鼓励发展规模化、专业化的住房租赁企业，支持住房租赁企业通过租赁、购买等方式多渠道筹集房源，支持个人和单位将住房委托给住房租赁企业长期经营，满足多层次住房租赁需求。

REITs 迎来利好大趋势

最近两年来，租赁行业的政策红利不断释放。2015 年的中央经济工作会提出要建立购租并举的住房制度；2016 年的中央经济工作会议则进一步明确要加快住房租赁市场立法，加快机构

化、规模化租赁企业发展。2016 年 6 月，国务院办公厅发布《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》（国办发〔2016〕39 号），提出培育发展住房租赁市场的具体要求。伴随着这一背景，集体土地建设租赁房的政策也完全破冰。

今年下半年以来，全国已有超过 30 个城市出台关于租赁的相关政策。按照中原地产首席分析师的观点，这些政策措施较为全面，政策思路也在鼓励“租售并举”的大框架内，但在具体内容上，具有突破性的亮点并不多。

陈志表示，发展和规范住房租赁，是建立房地产发展长效机制之一。无论是从近期推出的共有产权住房，还是此次住房租赁新政，都是北京逐步建立房地产发展长效机制的具体举措。考虑到这一点，北京的这份极具操作性的文件，就具有了重要的信号意义和参考价值。

在上述《通知》中，除去众多的落地条款，最大的突破被认为在金融支持方面。按照规定，北京将“研究制定鼓励房地产投资信托基金（REITs）发展的优惠政策，协调与指导金融机构积极参与，支持住房租赁企业利用房地产投资信托基金融资。”目前已经出台租赁政策的城市中，则极少提及这一方面。

REITs 被业界呼吁多年，根据国外经验，其在增强融资能力、提高资金收益率方面的效果明显，被认为是租赁市场发展的一项关键性政策。若 REITs 得以破局，无疑是租赁市场的重大利好。

仲量联行的专题报告指出，在供应长期匮乏、人口红利以及政府支持等因素的推动下，租赁住房可望成为中国的下一个市场关注点。但以下三个问题亟待解决：回报率、融资与税收、租房者享受当地公共服务的权利。前两点均与 REITs 有关。

该机构指出，回报率是开发商和投资者进入该市场的最大挑战。在许多城市中，单个物业的租金收益率仅为 2%，并不足以调动开发商和投资者的积极性。自今年 7 月以来，上海已将六处地块列为纯租赁住房用地，这些地块均以具有吸引力的楼面价出售给政府背景的开发商。但很难说民营企业开发商能否以同等价格获得土地。

在融资方面，以美国为例，针对租赁住房（多户家庭住房）市场的投资额已创出历史新高，2016 年，该市场的投资额占到美国商业房地产投资总额的 1/3，其中房地产投资信托基金（REITs）成为该市场最大的投资者。与之相比，中国目前仍缺乏有效的融资和税收体系来推动租赁住房市场的发展。

下 篇

随着魔方、自如 ABS 产品相继的成功发行，以及最近新派公寓、保利地产自持公寓的类 REITs 产品发行的获准，企业通过长租公寓资产证券化破解盈利难题的思路越来越清晰，本文将对这四家企业资产证券化模式做出分析，来探讨未来房企进行长租公寓各类 ABS 模式的前景。

01

长租公寓 ABS 吸引力不足，仍值得尝试

当前不少房企已跑步进入了长租公寓领域，如万科、旭辉、龙湖、朗诗、保利等等，但是目前房企中仅有保利设立了长租公寓的 ABS 产品。对比国外经验来看，发行长租公寓 ABS 的好处显而易见，一是可以提高资本的流动性，二是提前回款，为企业提供资金，为下一步的大规模扩张做好铺垫。如美国的公寓运营商 ERQ 和 AVB 都是 REITs 大户，通过资产证券化使企业得到了充裕的资金，不仅完成了前期的规模扩张工作，也在后期置换优质资产持续发挥着作用。

而目前来讲，我们的 REITs 法律法规尚未完善，房企要发行类似于 ERQ 的 REITs 产品的难度较大，目前仅有新派公寓和保利两家设立了类 REITs 产品，但尚未发行，同时 ABS 产品的发行成本也一般要高于企业发行的票据、债权利率，因此长租公寓 ABS 对于房企的吸引力就大打折扣。另一方面，我国房地产市场的租金回报率普遍偏低，房企要找到优质的租赁物业构建资金池也具有一定难度，这也限制了房企对其长租公寓项目证券化的积极性。但是整体从提高

流动性、金融创新这方面来讲，长租公寓类的 ABS 仍然值得房企一试，如保利本月的长租公寓 REITs 产品成功获批，相信随着企业对该领域的不断尝试，最终长租公寓类的 REITs 产品将越来越成熟。

02

魔方公寓、自如 ABS、新派、保利产品对比

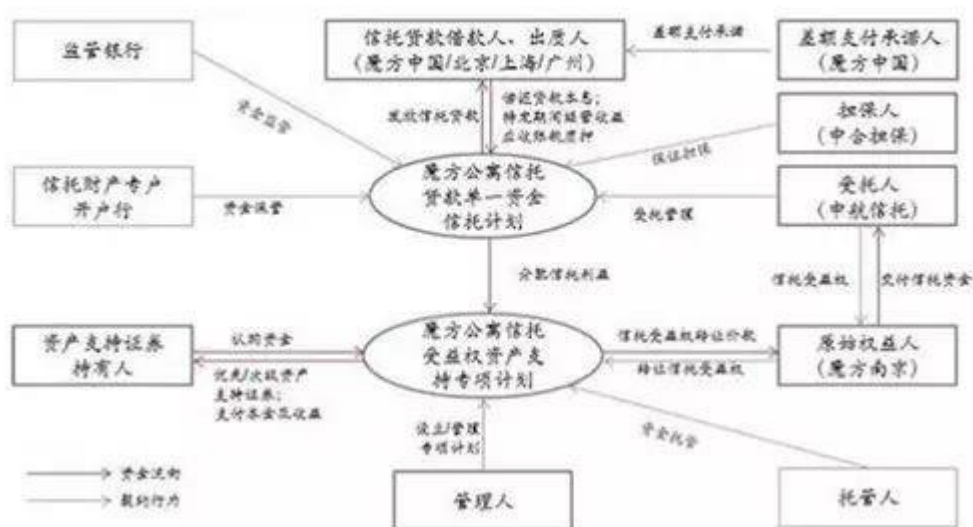
目前长租公寓市场上，仅有魔方公寓、自如、新派、保利对其经营产品进行了证券化，同时前者与后者的 ABS 产品又有质的不同。**魔方、自如的 ABS 产品可看做商业抵押贷款，为一种债券，而新派、保利最近设立的 REITs 则可直接看做一种股票**，因此接下来将自如、魔方的证券化产品与新派的进行分开对比。

- 首先从发行时间来看，魔方发行了中国长租公寓的第一只 ABS 产品，为首个吃螃蟹的企业，早于自如 7 个月。

2016 年 5 月 17 日，国务院办公厅发布《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》(国办发〔2016〕39 号)明确指出“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”，响应政策号召，魔方公寓积极联合国内资产证券化领域领先的投行等专业机构，在监管部门及上海证券交易所的指导下，经过精心筹备，成功发行了“魔方公寓信托受益权资产支持专项计划”，成为公寓行业首个受惠于政策

的企业。魔方公寓 ABS 作为我国资产证券化发行历史上首单公寓行业 ABS 产品，具有金融创新意义，更是给以轻资产运营为主的公寓行业打开了新的融资渠道。

魔方公寓 ABS 是基于在北京、上海、广州等一二线城市经营的 30 处物业的 4014 间公寓未来三年的租金收入作为底层现金流，采用“专项计划+信托受益权”的双 SPV 架构设计，发行规模 3.5 亿元人民币，通过分级机制、现金流评估及超额覆盖、触发制补充质押、保证担保等内外部增信设计实现了全部优先级证券的 AAA 评级。



图：魔方公寓信托受益权资产支持专项计划交易结构图

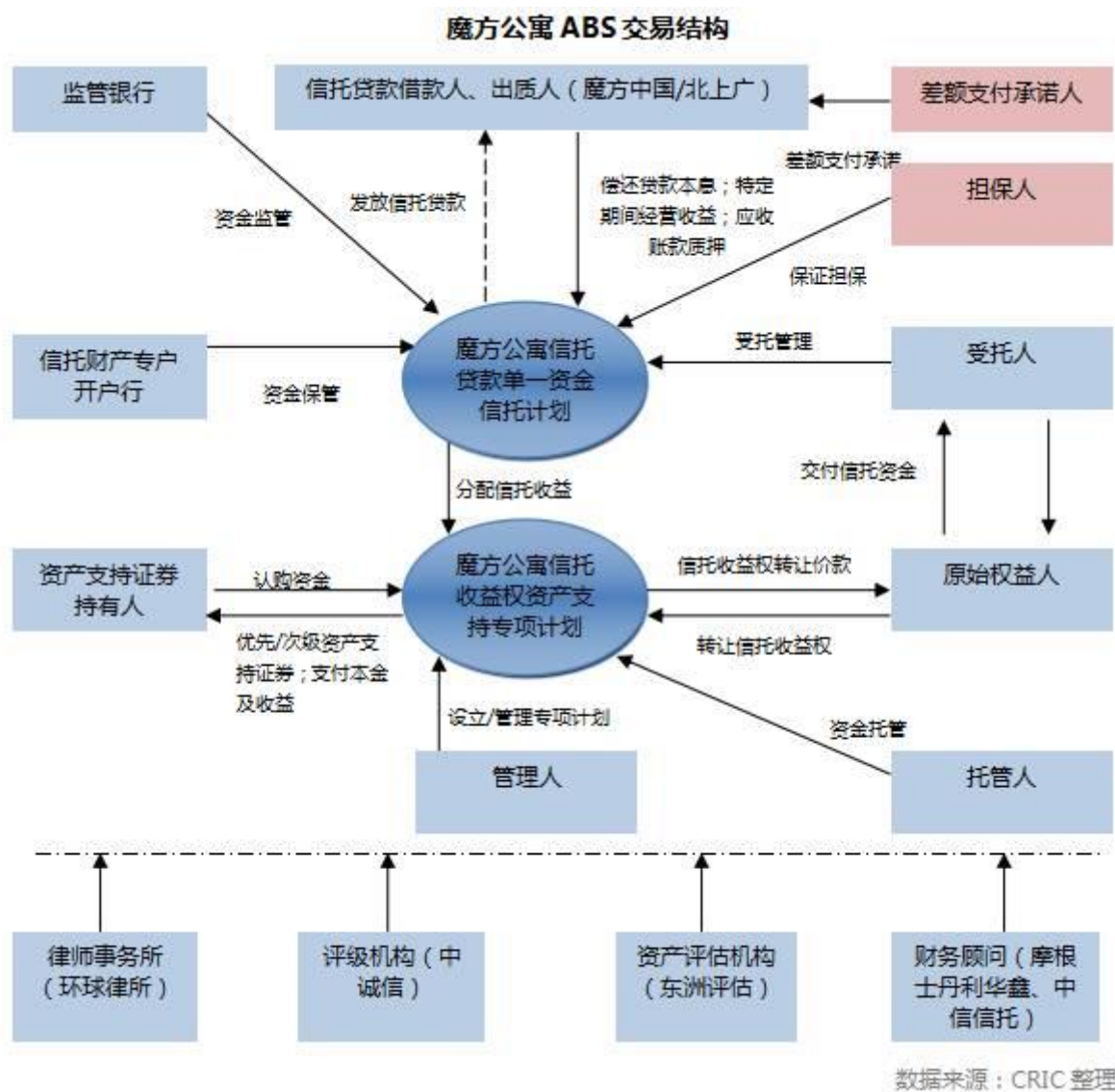
- 而从发行规模来看，自如则更胜一筹，发行规模达到 5 亿，较魔方多出 1.5 亿，当然这也与企业自身的规模直接相关，17 年 8 月份在全国北京、上海、深圳、杭州、南京五城累计居住的自如客数量已经超过 100 万人，累计管理房源数量 40 万间，而魔方公寓 17 年管理的房间数则还不到 10 万间。
- 融资成本来看，魔方要略逊于自如，二者差异主要在于 ABS 的交易结构上。虽然魔方的优先级发行利率最低达到了 4.8%，低于自如，但是实际成本粗略估计在 8% 以上，而自如 ABS 的实际成本则为 6% 左右，这在介绍两家 ABS 产品发行方式上会有解释。

新派公寓和保利地产此次设立的证券化产品最大的特点在于，它们是权益类的 REITs 产品，最接近国外的长租公寓 REITs 模式，新派公寓证券化产品全称为“新派公寓权益型房托资产支持专项计划”，在 10 月 11 日正式获批发行，拟发行金额为 2.7 亿，保利则联合中联前海开源设立了“中联前海开源-保利地产租赁住房一号资产支持专项计划”，拟发行金额达到 50 亿，这也是创下当然长租公寓类 REITs 产品发行金额的新高。但当前两类产品尚未发行，因此公开资料较少，其他资料还有待挖掘，不过作为国内先行设立的权益类长租公寓 REITs，新派公寓和保利地产本次的证券化产品无疑将为长租公寓运营企业启到非常重要的示范作用，意义重大。

魔方、自如 ABS 产品对比				
	魔方	自如	新派	保利
发行时间	2017/1/10	2017/8/15	-	-
发行规模	3.5 亿	5 亿	2.7 亿	50 亿
优先级发行利率	4.8-5.4%	5.39%	-	-
产品期限	3 年	3 年	-	
基础资产	租赁收益权	租金分期应收贷款	旗下资产	旗下资产
底层资产	魔方公寓未来三年租金收入	自如白条的分期收入	-	
优先级占比	90%	89%	-	90%

数据来源：CRIC 整理

来讲 ABS 性质比较相似的魔方和自如，具体来看，魔方公寓的 ABS 产品最为传统，交易结构与房企一般的 CMBS 产品非常相似。典型的双 SPV 结构，底层资产为魔方公寓在北京、上海、南京、广州、杭州、苏州、深圳、武汉 8 城市 4014 间公寓的收益权，同时要求公寓的出租率未来三年保持在 95% 以上，这对于企业经营要求较高，因此在构建该资产池时，魔方也不得不采取对未来租金进行差额补足的措施。然后再设立基础资产——单一资金信托，向魔方发放贷款使得底层资产形成稳定、可持续的现金流，并对资产起到了破产隔离作用，在形成基础资产后，企业除了用租金收入来偿还本息外，还将应收账款质押，并请来中合进行担保，内外部增信工作完成，最终再设立第二个 SPV——魔方公寓信托收益权资产支持专项计划，整个交易架构搭建完成后，向投资者发行债券获得资金，再购买 SPV1 项目——单一资金信托的受益权，通过 SPV1 信托的分配受益来付给投资者本金及收益。整个流程下来，魔方 ABS 的发行利率最低为 4.8%，但考虑到增信措施中的差额补足、中合的担保费用、券商的服务费用，该项目的实际融资利率则在 8% 以上，融资成本相对较高。



自如的 ABS 产品相较于魔方则更具创新性，主要在于二者底层资产的区别，自如将循环发放形成的分期贷款——自如白条作为底层资产，极大程度上提高了底层资产的质量。所谓自如白条即是自如与租客签订一年以上合约，信用级别合格的个人可申请分期支付房租，但形式为自如向租客发放贷款，租客每月还贷支付利息和本金。

总结来说，二者的不同包括：

第一，底层资产不同。魔方是租赁收益权，自如是租金分期应收款。魔方的租赁收益权只是预期收益权，从会计上无法对应为应收账款，如果期间发生大规模的租客变动，会最终影响到最终收益权。魔方 ABS 打包了 4014 间房源，占了总房源的 20%，可以推算出魔方公寓 2016

年的租金收入在 7-8 亿元之间，自如 2016 年的租金收入高达 90 亿人民币。自如 1 号 ABS 产品打包 5 亿资金，这笔融资仅仅占租金收入比只有 5%，说明自如还有潜力可以挖掘。5 亿元的信贷资产包对应的是超过 2 万笔小额信托贷款，租客使用自如分期时是签订两个合同的，一个是租房合同，一个是分期合同。资产包是动态变化的，每天会有还款，也可能有人提前还款或退出，自如会动态监测并严格按照合格标准循环放款。

第二，风险率不同。仅仅凭一份租赁合同做 ABS，还是存在一定风险，所有租约未必都是真实的。自如的租金分期是三个月，在贷款额度和底层资产池分布上呈现小额分散特点，非常符合资产证券化业务对于基础资产的要求，该类资产违约率极低、安全性较高。此次自如还具备众多创新亮点，诸如独特的消费分期场景、精确高效的风控措施、双 SPV 循环结构等。

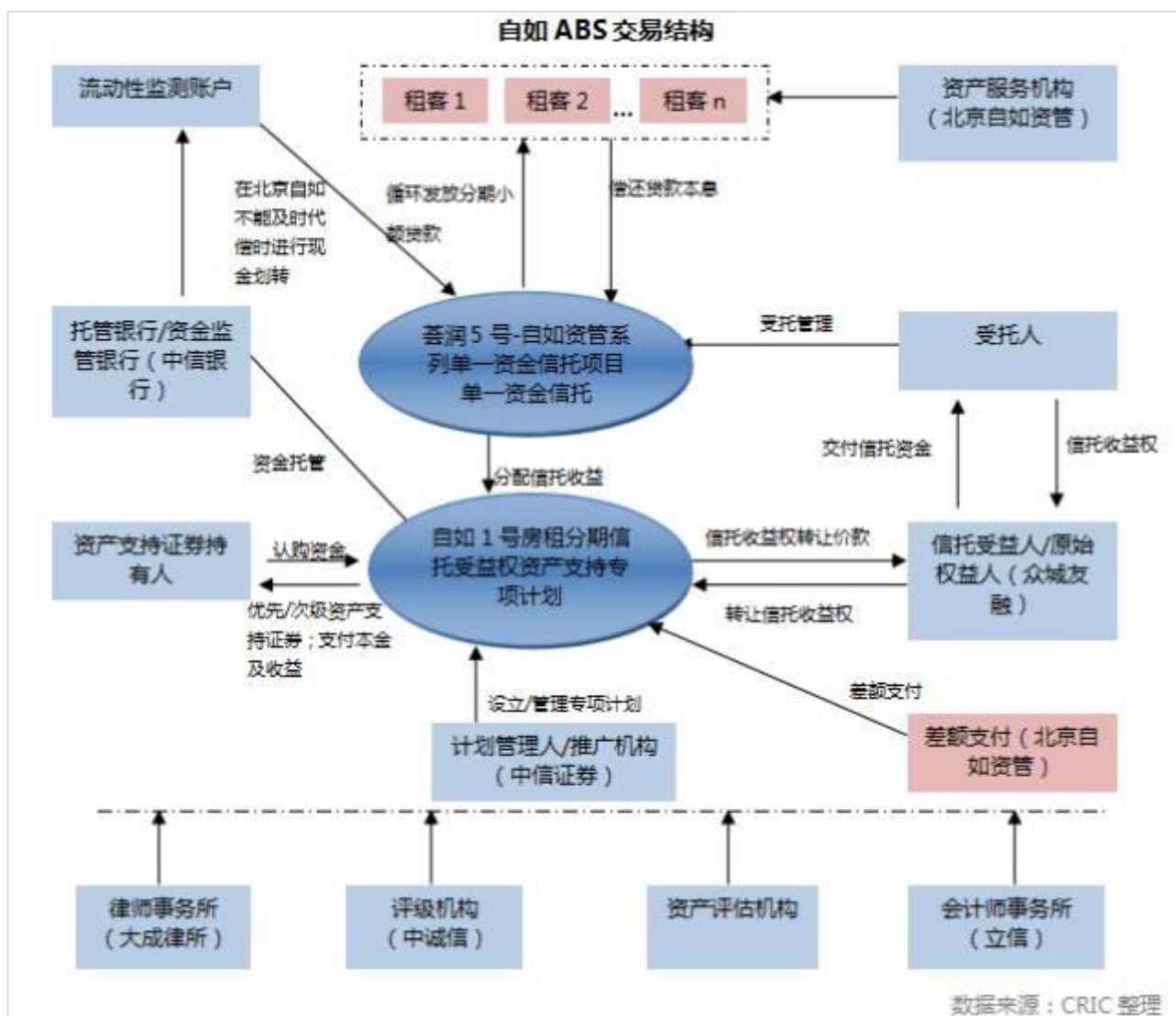
第三，融资成本差异。魔方优先级平均利率年化为 5%，自如优先级平均利率年化为 5.39%，从表面看，自如略高于魔方，但实际上，魔方是邀请了中航信托和中合担保机构，期间增加了融资成本，综合融资成本接近 10%，而自如实际融资成本在 6.5% 左右。融资成本和资产定价、风险率都是紧密挂钩的。

魔方公寓ABS收益权要素				
A1	AAA	1年	1亿	3.8-4.4%
A2	AAA	2年	1亿	4.0-4.6%
A3	AAA	3年	1.5亿	4.5-5%

而根据数据显示，截至 2016 年 12 月底，自如资管业务的存量债权余额为 9.95 亿元，累计贷款剩余笔数为 60766 笔，其中仅发生 33 笔合计 20.95 万违约，违约率仅为 0.02%，存量债权余额远能覆盖 5 亿元的资金池，同时贷款的违约率仅为 0.02%，底层资产的质量之高显而易见，因此企业在由底层资产形成基础资产时，并不需要寻求外部担保，同时也无差额补足措施，非常有效的降低了融资成本。虽然后期设立资管计划部分进行了差额补足和差额补足的外部增信，但触发差额补足的可能性已非常之小，因此成本也基本可以忽略不计。

可以看到，自如的 ABS 模式无疑要优于魔方，通过租房分期贷款 ABS 为企业节省了较大的交易结构成本，但是在未来这类方式能否成为主流还需打一个问号，这取决于消费者对于自如白条的认可程度。自如白条优势在于它解决了应届毕业生及刚入社会一两年白领积蓄不高、难以支付高额押金的痛点，因此消费者只能接受自如将租金改为分期贷款的规则。

但最近阿里巴巴一个动作或对该规则产生明显影响：支付宝宣布超过 100 万间公寓将正式入驻支付宝，在上海、北京、深圳、杭州、南京、成都、西安、郑州 8 个城市率先启用支付宝信用租房。支付宝用户芝麻信用超过 650 分的可在以上八个城市享受“免押金租房”。对于消费者来说，既然可以在其他公寓选择免押金租房，那么自如的分期租房贷款还是个更好的选择吗？这无疑对未来自如白条的发展形成了冲击。



对于新派来说作为能够发行国内首单权益类 REITs 的公寓企业 新派本来就有着足够的底气。

一是本身具有 REITs 经验，二是重资产运营的项目质量普遍很高。

新派公寓通过成立私募资产基金，引入机构及个人投资，以私募的形式购买物业，并以租金分红的形式将收益返还给投资人，新派公寓自身投入很少。新派公寓和赛富基金一起发起了赛富不动产基金，收购或整租、改造目标物业，新派公寓则负责物业的出租经营与管理，所有装修改造成本由基金承担。

这种模式能让新派公寓实现真正的轻资产运营，可以在长期持有经营中获取稳定收益；而重资产的基金也通过新派公寓每年的稳定租金分红以及资产预期增值来获益，达到双赢的格局。

新派公寓：私募REITs模式的实践



首先，在成立之初新派即引进了私募基金，以私募的形式购买物业，并以租金分红的形式将收益返还给投资人，同时投资人还能享受物业带来的资产增值，如 2013 年新派公寓收购森德大厦，收购+装修不超过 1.6 亿人民币，而在 16 年资产名义价值估算已经达到 5 个多亿，增值达 3 倍之多。可以看到新派在早期即具有类 REITs 的经验，只不过是采取了私募的形式。另外新派的项目质量优秀，数量不多但大多位于北京的 CBD 区域，基本上新开业三个月后即实现满租。这些优势均对于企业准备发行权益类 REITs 起到了至关重要的作用。

保利作为第一家发行长租公寓 REITs 的房企，体现了其创新、有活力的企业文化，最不像央企的央企名副其实。对于保利发行的这单公寓证券化产品，最大的特色在于企业采用了采取储架、分期发行机制，因此总额较其他企业明显较高，但实际为分期发行。**因为这样的机制，这单类 REITs 产品可以具有一次核准，多次发行的特点，这也就缩短了发行准备时间，提升了企业通过发行 ABS 的融资效率。**

产品结构设计方面，以保利地产自持租赁住房作为底层物业资产，包括位于广州、重庆、北京、大连、沈阳等区域的瑜璟阁商务公寓、诺雅服务式公寓、N+青年公寓、和熹会四大租赁物业品牌；这些物业分别由保利地产旗下租赁住房管理运营平台“保利商业公司”、“安平养老公司”负责运营。

利用基础资产组成 SPV，再通过股+债的方式收购 SPV 股权之后，该单产品采取储架、分期发行机制，储架额度期限两年；产品期限 18 年。该产品优先级、次级占比为 9:1，优先级份额即 40 亿元在上交所公开转让、交易。

在目前国内尚未放开公募 REITs 市场的背景下，保利租赁住房 REITs 的“储架发行”机制，是对国家公募 REITs 推行的一次突破，可说是 REITs 发展史上的里程碑式产品。

对于发行 REITs 涉及到的双重征税和租金回报率问题，通过股+债的方式收购 SPV 股权，这单产品最大限度地节约了股权转让过程中的相关税费；此外，通过市场化的租约机制安排，使得底层资产的未来现金流满足了 REITs 产品的发行需求。



总结：整体来看，资本对于长租公寓 ABS 的兴趣越来越高，但目前市场上存在的四单长租公寓产品仅有一家房企，作为当前长租公寓市场上的实力选手，房企显得十分淡定，不差钱的土豪属性暴露无遗。但参照国外经验，发展长租公寓的 ABS 产品仍然是大势所趋，因此当前市场上设立各类长租公寓 ABS 的经验对房企来说也弥足珍贵，综合来看，魔方公寓的 ABS 中规中矩，融资成本并无优势，对于房企吸引力有限。而房企也缺乏自如的资管模式，同时随着竞争加剧这类白条业务前景并不明朗，因此自如式的 ABS 虽然值得尝试，但不见得是长久之计，最让人期待的还是新派和保利的权益类 REITs 产品，如果这两类产品发行成功，将会有效带动房企进行长租公寓 ABS 的积极性。



中国版 REITs 进阶

事实上，国内的 REITs 产品发展到今天，并非一帆风顺。

2009 年 7 月，涉及上海浦东新区三家大型国企、总金额达 40 亿元的浦东新区 REITs 方案初稿曾成形，但未成功发行。

时隔五年后的 2014 年 5 月，大陆第一只私募类 REITs 产品“中信启航”成功发行。次年 6 月，鹏华前海万科 REITs 封闭式基金发行，至此，中国首只投资 REITs 项目的公募基金诞生。

但此后，万科的公募 REITs 并没有很快得到复制，“随后碰上股市大幅波动，发行类 REITs 节奏就放缓了。”中国 REITs 联盟秘书长王刚解释道。

保利此单 REITs 是房企试水的首例，在此之前，国内租赁住房 REITs 的首单，是 10 月 13 日由深交所批准的“新派公寓权益型房托资产支持专项计划”，但该计划仍没有突破公募这一项。

王刚认为，多年来本可以做成投资类产品的 REITs，被做成了融资类产品；同时，底层问题是租售比和资产价值均不合理，表层问题在于法规如 REITs 条例等还没有推出。

“法规其实是可以先行的，来为 REITs 做一些储备。”王刚向 21 世纪经济报道记者表示。

而促使保利成功发行租赁住房 REITs 的，是新的时代和新的住房政策。2015 年以来，房地产市场进入“存量时代”，国家层面鼓励租售并举、租购同权等政策不断颁布，REITs 才真正开始迎来了春天。

2016 年 6 月，《国务院办公厅关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》发布后，各地将发展住房租赁市场纳入房地产调控长效机制。

2017 年 7 月底，住建部等九部委联合印发《证监会、住建部等九部委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》，要求加快发展住房租赁市场，深圳、广州等 12 个城市被选为首批开展住房租赁试点的单位。

同时，两份文件均提到，要推进“房地产投资信托基金（REITs）试点”，为住房租赁市场提供金融支持。

中联基金执行总经理范熙武说，相比国际成熟市场的 REITs，除投资门槛和流动性的差异，国内 REITs 缺乏“扩募机制”，制约了其“金融服务实体经济”效用的发挥。而保利此单 REITs 的“储架发行”机制，创设出了“可以长大”的 REITs，间接实现了公募 REITs 的扩募功能，堪称里程碑式突破。

“现在上交所和深交所都批了类似的产品，说明大家对通过 REITs 或者类 REITs 等工具来落实住房租赁政策的决心。”王刚表示，像鹏华前海万科 REITs 到目前为止运行良好，接下来应该也会推出类似的产品，只是时间点的把握问题。

不过王刚指出，最终 REITs 产品还是要算账，回归收益率，要看借债的成本能否覆盖租金收益，这是一个很关键的指标。

未来，国内 REITs 巨大的市场空间有待挖掘。根据链家研究院报告，未来十年我国租房市场将达 3 亿人、5 亿元的规模。保利有关人士认为，住房租赁 REITs 将是行业的加速器，从机

构规模、行业标准、收益提升等多方面对整个行业发挥促进作用。美国最大的公寓 REITs 企业 EQR 市值已达 244 亿美元。国内租赁住房市场的前景不可限量。

事实上，保利租赁住房 REITs 的成功落地，打通了房企租赁住房资金退出渠道，解决了租赁住房投资回收周期过长的“后顾之忧”，为房企发行租赁住房 REITs 提供了范本，这对当前加码长租公寓、租赁住房的万科、龙湖、中海等房企而言，也是一个好消息。

据不完全统计，截至 8 月底，万科所拿地中，共有 9 宗自持地块，万科旗下的长租公寓泊寓也已发展了数万间，万科认为，这是很好的拥有可预见现金流的资产。

持有 6 宗自持地块的龙湖，是将长租公寓定位于主航道业务的首个房企。龙湖将旗下长租公寓冠寓的动态投资回收期设定为五到六年，未来有资产证券化的打算。

保利有关人士表示，公募 REITs 的落地取决于国家相关政策的进一步支持。未来随着我国房地产行业不断发展，资产证券化操作日趋成熟，公募 REITs 市场的开放会渐行渐近。