



长租公寓资产证券化商业模式的探讨

一、行业现状

(一) 长租公寓市场需求潜力大

据卫计委和教育部数据显示,2015 年中国流动人口 2.47 亿,2016 年高校毕业生 765 万,推算住房租赁市场规模近万亿元。租房群体中,90 后占比超过 6 成,而传统“房东-租户”的 C2C 租房模式已不能满足其“私密的居住空间和开放的社交平台”这一个人性化需求。另一方面,我国可供出租房屋数量众多,但城市住房空置率普遍较高,部分三四线城市甚至高达 26%,存在较为迫切的资产管理需求。供需两端的结构性矛盾为长租公寓的发展提供了广阔空间。

(二) 业态及市场参与者介绍

2012 年长租公寓开始受到资本关注,在 2014 年迎来投资高潮并延续至今。2015 年来,国家出台的系列鼓励住房租赁行业政策进一步助力行业发展。据统计,截至 2016 年底获投(股权融资)公寓企业共有 29 家,金额在几千万元至亿元不等。

长租公寓当前的业态主要分为集中式和分散式两种,其中分散式房源数量占据绝对多数,且主要位于一、二线

城市。集中式公寓以包租后转租为主，分散式公寓正由以包租转租为主向托管模式过渡。

目前长租公寓市场参与者主要有四类，即地产开发商、专业公寓运营商、中介机构及酒店业集团。其中地产开发商参与者包括万科(泊寓)、龙湖(冠寓)等，其拥有成熟供应链和工程家装；专业公寓运营商参与者包括寓见、魔方公寓、You+等，其专业公寓运营管理能力强，部分主体拓展基础居住功能至餐饮、创业空间提高业态附加值；中介机构参与者包括链家(自如)、我爱我家(相寓)，自身拥有房源优势并可通过线下门店进行流量导入，在分散式长租公寓领域里可降低运营成本；酒店业集团参与者包括如家(逗号公寓)和布丁(漫果公寓)等，其具有运营管理优势，但线下客户导流成本较高。整体看，玩家纷纷进入长租公寓市场，体现了资本对行业发展趋势的看好，同时市场竞争加剧对二房东模式下公寓企业拿房成本、盈利时点的影响值得关注。

长租公寓行业当前处于创业成长期，公开市场财务透明度有待提升，通过发行租金受益权 ABS 融资，有助于拓展融资渠道、提升财务透明度及品牌知名度。从投资者角度出发，公寓租金收益权 ABS 信用资质考察建议从基础资产、主体信用、产品条款三个维度展开。

二、基础资产

在正常居住租房场景下，由于房屋租赁合同一般有押金条款，租房人违约风险整体可控，对入池公寓资产的出租率、租金水平及其增长率的判断更为重要。

（一）入池公寓资产运营情况

1、对入池公寓的城市分布、街区分布及户型进行了解，优选一线及主流二线城市主城区公寓占比较高的资产池。

2、入池公寓现有租约取得上游本租赁合同出租人同意。

3、了解入池公寓当前租约租金水平，参照当地市场情况判断合理性，对 ABS 存续期租金增长率预测不宜过于乐观，维持安全边际。

4、对于整租物业，以栋为单位考察历史月度房间出租率，并以平均水平为基础对 ABS 存续期进行预测，同时注意新近完成装修投入租赁市场的物业，出租率往往在 3 个月左右爬坡期后进入稳定水平，因此对于含新投入物业较多的资产池，可适当提高出租率预测。

（二）上游物业整租(或收购)及房屋改造

1、若未来租赁物业出租方发生违约，导致租赁物业整租合同不能履行，将影响 ABS 基础资产的回收，因此须确保物业整租合同年限较长，完全覆盖 ABS 计划，合同条款载明无正当理由物业产权人不得单方面提前终止租赁合同。

2、对于收购经营不善的酒店、城中村小产权房、老旧厂房并改造出租的公寓资产，须关注相关经济行为是否符合地方规定，如近期广东省出台规定允许将在建、建成或库存的商业用房按规定改建为租赁住房，由此广东房企改造公寓不需要再打监管政策擦边球。

3、对于酒店、厂房改造公寓，须关注防水功能、排污功完好有效，特别是要经过消防验收。

（三）底层资产质押登记

1、投资者应要求原始权益人将底层资产应收账款质押予专项计划或 SPV，并于人民银行动产融资统一登记系统进行登记。

2、应收账款质押登记具有“设权”的作用，未经登记，不产生物权效力，不具备优先受偿权利。

三、主体信用

一方面，入池公寓资产现有租约若短于 ABS 存续期，基础资产有“未来应收账款”性质，资产池信用水平与作为原始权益人的公寓管理公司持续经营密切相关；另一方面，回收租金从回收款账户到 ABS 监管账户的划转常存在周期安排(如一个月划转一次)，在周期内回收现金流存在资金混同风险，因此需要关注原始权益人主体信用。由于公寓管理公司多为成长期企业，信用评价侧重点如下：

1、创始人、管理团队履历及持股情况。

2、是否有知名外部机构投资者持续多轮注资，宣布注资的实际到位情况，尽可能向公司了解后续融资及资本运作安排。

3、了解公司的商业模式及核心竞争力，对于公寓行业，重点关注目标客户、房源选址及拿房成本、获客渠道、内部 ERP 系统等，整体看目前长租公寓多是走包租+装修+租后增值服务的商业模式，盈利主要来自租金差价和服务费，属于重资产运营模式。

4、关注公司是否扭亏，若持续亏损，是否有扭亏计划。盈利有助于提升投资者对创业者商业模式的信心。

5、关注公司融资渠道及刚性债务期限分布，若对 P2P 融资较为依赖，须排查资金池风险。

6、特殊财务科目方面，建议关注资产方长期待摊费用(资产重要科目，多为装修成本)的摊销会计政策是否审慎，负债方其他应付款项下押金科目余额与公司提供的房间数、出租率、平均租金是否匹配，实现财务与业务信息的印证。

四、产品条款

(一) 关注产品账户设置体系，在常见的回收款收款账户——监管账户——专项计划账户体系下，现金流划转是否及时，回收款收款账户的上游账户是否对应真实交易

(租房人)，计划管理人对各账户是否具备有效的监管手段或查询权限。

(二) 关注加速清偿条款、违约条款等信用触发机制是否对基础资产或原始权益人信用恶化有足够的灵敏度，条款触发后的后续动作是否具备较高的可行性。

(三) 此外，进一步评估差额支付承诺、第三方担保等外部增信条款效力。

五、商业模式归纳

不同于美国市场以 REITs 作为公寓融资的核心来源(在 REITs 资产类型中排名第三)，国内长租公寓还处于发展初期，融资方式相对有限。除涉足公寓领域的大型传统房地产开发商具备丰富融资渠道外，新型公寓运营商目前主要依托于是三种融资渠道：依托预收款特性获取银行贷款或表外融资；利用未来租金在互联网金融(P2P)平台运作创新理财产品；股权融资或股东借款、私募融资。上述融资途径普遍存在规模有限、成本较高的问题。另外，国内缺乏 REITs 等将地产金融属性与使用属性相分离的工具，导致公寓运营商目前多以租赁型轻资产运营为主，无法持有商业物业并撬动核心地块物业，对运营管理和业态进一步提升造成桎梏。

长租公寓具有租金收入稳定、运营模式清晰、市场发展空间广阔等特点，随着龙头企业创新尝试以及行业整体

发展，资产证券化(轻资产型)和 REITs(产权持有型)会逐渐成为公寓领域金融创新的重要来源。

对于轻资产模式运营的租赁类公寓(公寓物业产权不是运营商持有的，而是租赁的)，公寓运营商通常与业主方签署长期租约(通常在 5 年以上，长则 20 年)并约定较高违约条件、较低未来租金增长率，保持了公寓物业使用的稳定性，装修改造之后向租客进行散租收取租金，并根据所处地段、经济环境等因素确定租赁合同期限及租赁方式，以谋求较快的租金收入增长。经过必要的招租、养租期后，公寓运营商获得了稳定且较高的出租率以及租金差净收入，在通过收支两条线等合理方式进行财务管理基础上，即可将特定化的部分租金收入(特定化方式可以是特定整栋物业、特定门牌号的公寓房间等)作为未来现金流设计租金收益型资产证券化产品，通过优先级/次级分级、内外部增信等手段获得较高的债项评级。这类产品可以是在证券交易所市场挂牌上市的标准化的资产证券化产品；也可以是采取私募发行的方式，承担一定较高成本的前提下获得更快的融资效率。

对于持有物业产权的公寓运营商，则可以逐渐探索境内证券交易所类 REITs 模式，并谋求未来在海外证券交易所或国内进行公募 REITs 操作。当前国内类 REITs 操作模式，通常是把公寓物业的产权装入项目公司，然后以项目

公司的股权(或“股权+债权”)作为直接或间接基础资产进行资产证券化,将经营净租金收益作为产品存续期间向投资者分配收益的现金来源,通过未来公募 REITs 的 IPO、特定处置期资产处置变现、发行人回购等市场化方式实现投资者本金的退出。类 REITs 在境内购物中心、写字楼、酒店及仓储物流等领域已经有了较为广泛的应用。特别是对于当前积极参与产权持有型长租公寓领域的不动产投资基金、转型公寓领域或住宅自持型的房地产开发商,类 REITs 和未来的公募 REITs 都将是值得重点研究的领域,应当综合考虑合理 REITs 产权结构、税务安排等因素来制定合理的投资框架和组织架构。

对于国内资产证券化市场而言,就如同商业地产资产证券化的逐步发展一样,长租公寓必将成为租金资产证券化与 REITs 的重要组成部分。随着资本市场对于长租公寓行业的关注升温以及行业本身的多元化发展,长租公寓领域有望推出新型资产证券化设计以及公寓类 REITs 模式。

六、天津房屋租赁市场的金融属性

(一) 政策背景

2017 年 7 月 20 日,住建部、发改委、财政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》(建房[2017]153 号文,以下简称 153 号文)。九部委 153 号文中重点提到:

- 1、支持住房租赁企业发行企业/公司债及 ABS 融资。
- 2、鼓励开发性金融机构加大对租赁住房项目信贷支持。
- 3、支持金融机构创新针对住房租赁项目的金融产品和服务。

作为试点城市之一的广州，在近日公布《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》中，率先将保障“租购同权”纳入政府工作计划。广州作为人口净流入的一线大城，对“租购同权”的尝试，结合九部委 153 号文的指导意义，给予住房租赁市场及相关融资渠道极大的想象空间。

（二）天津房屋租赁市场分析

近一年来，天津房价发生了较大幅度的上涨，上涨幅度 44.28%。由于“租购不同权”的原因，天津市的房屋租金并未发生较大变化，基本围绕在 30 元每平方米上下浮动。

根据“我爱我家”发布的 6 月份天津房屋租赁市场报告显示，天津市租赁市场成交量环比上月上涨 0.5%；月均租金价格环比上月上涨 3.1%。中心城区成交量环比上涨 1.0%；月均租金价格环比上月上涨 4.5%。本月交易量与上月相比有所上涨，主要是由于本月随着各高校学生陆续毕业离校，租赁市场中毕业租房的需求逐渐增多，为租赁市场注入活力，使得整体市场逐渐活跃起来，租赁市场迎来新一轮的上行。

天津租金概况

数据更新时间：2017年07月21日 12:07

近1月

29.81 元/月/㎡ ↑ 0.91%

新增房源：53,871套

今日 **29.19** 元/月/㎡ ↑ 3.41% ?

上月 **29.54** 元/月/㎡ ↓ 5.84% ?

预测(未来1月) **30.50** 元/月/㎡

天津房价概况

数据更新时间：2017年07月21日 14:08

近1月

27,251 元/㎡ ↓ 0.08%

新增房源：87,433套

今日 **22,274** 元/㎡ ↓ 7.91% ?

上月 **27,272** 元/㎡ -- ?

预测(未来1月) **28,000** 元/㎡

价格方面，本月租金价格与上月相比上涨明显。随着毕业季到来，大量毕业生进入租赁市场，租住需求将在6、7月集中释放，刺激房源供应端价格增长。此外，二季度以来，天津楼市调控持续升级，二手房交易市场下滑明显，降价、转租、观望，弥漫市场。由于购置资格的收紧，二手房源大量选择“售转租”，增加了租赁市场优质房源的比例，租赁价格提升将形成一定的看涨周期。

国际上通常用房屋租售比来衡量一个区域房产运行状况。良好的租售比一般界定为1:300~1:200。如果租售比低于1:300，意味着房产投资价值相对变小，房产泡沫已经显现；如果高于1:200，表明这一区域房产投资潜力相对较大，后市看好。租售比无论是高于1:200还是低于1:300，均表明房产价格偏离理性真实的房产价值。

根据最新数据，可以计算的出，天津市区房屋租售比约为1:914。显而易见，若按国际通用的标准来衡量，天津市

内房屋租售比已远低于合理区间。随着房地产限购政策的进一步升级，房产将进入长久的存量阶段，二手房产的流动性基本被冻结，谁能把带天然金融属性的存量房资产盘活，就可以切中十万亿级市场中最刚需的部分。

（三）房屋租赁市场的在天津市金融属性及实际应用设想

1、租约金融

租约金融可以为有稳定租约和现金流的公寓经营者提供专项融资服务：

一是为个人房东、公寓企业提供租约收益权转让并匹配投资者，从而实现高效低成本的融资（租约贴现）；

二是个人房东、公寓企业将稳定租约质押给我公司，我公司一次性给予个人房东、公寓企业融资服务（租约信贷）。

2、消费金融

很多公寓不能成交是因为租客资金不足，我公司可以为缓解租户资金压力、加速房东现金流，直接为租客提供租金分期信贷业务。

3、供应链金融

要开公寓需要置办家居以及家具，随着竞争加剧，还要追求差异化高品质的家居空间产品，我公司可以直接品牌家居供应厂商合作，支持公寓优化装修品质和不断扩大企业规模。

4、 公寓投资

我公司可以直接联合投资基金、银行保险等金融机构设立专项投资基金，为公寓运营方提供租约收益权私募投资基金和长租公寓投资基金。

5、 财富管理

根据上述相关金融服务，我公司可以定制相应的理财产品。

比如：“租约金融”是为公寓企业提供的租约收益权转让服务，将公寓企业未来租约现金流贴现而设计的一款理财产品；“消费金融”是基于租分期产品设计的一款理财产品，可实现租客基于支付房租的信贷申请要求，另一方面也可实现投资者理财的需求；“供应链金融”是基于融资租赁形成的收益权，为个人房东、公寓企业、租户、投资者提供融资租赁类收益权转让理财产品；“公寓投资”基于优质资产，采用收益权转让模式提供一个月内的短期灵活理财产品。

6、 私募超市

我公司还可为高净值客户提供私募类理财产品，包括私募基金、资管类、信托类及保险类理财产品的推荐。