

一文读懂长租公寓产业



更多公寓行业热门报告，请关注微信公众号：**长租公寓邦**

更多公寓行业热门报告，请关注微信公众号：**长租公寓邦**

引言

2017 年，被业内称为中国住房租赁市场元年。这一年，随着中央提出“房子是用来住的，不是用来炒的”这一定位，推出“租购并举”的顶层设计，培育发展以长租公寓为代表的住房租赁市场成为国家从供给侧解决城镇居民住房问题、实现“让全体人民住有所居”的重要举措。从中央到地方各项支持政策纷纷出台，各路市场参与主体或早已谋兵布阵、抢占先机，或顺应潮流，大举进军，以期实现后发优势。长租公寓火爆的背后又是什么？雨和资本带您解析长租公寓产业。

01 长租公寓运营模式分类

1 按物业位置是否集中划分

根据长租公寓运营企业所运营的物业分布位置是否集中，长租公寓运营模式可分为**集中式**和**分散式**。

集中式

定义：是指兴建、改造、收购或租赁整幢楼宇或物理上集中的房屋，将其作为公寓出租的模式。

特点：集中式长租公寓因为房源集中，通常设置有共用面积和共用设备设施，便于充分利用空间，同时，集中式公寓的服务半径小，管理统一，节省人力，带来协同效应，有助于提升资产价值。但目前市场上的集中式公寓通常由商业、工业物业等非住宅物业改造而来，因而对获取和改造物业的能力要求较高。自持物业或整租、整体托管的物业都可以采取集中式运营模式。

分散式

更多公寓行业热门报告，请关注微信公众号：**长租公寓邦**

定义：则指运营的物业为分散于不同地段不同楼宇的房屋，运营商将房源进行整合后提供整体的、标准化的改造与服务。

特点：分散式公寓房源较多，选择面较广，因此，分散式长租公寓的产品层次可以做得更为丰富。但分散式长租公寓房源散落于不同楼宇之中，服务半径增大，人员成本相对较高，因此多采用信息化管理手段提高运营效率。采用分散式运营模式的运营商通常是通过租赁或受托方式获得分散房源。

	集中式	分散式
物业获取	整栋获取物业，获取方式：独立开发、收购、包租、与开发商合作方式	从分散的个人业主获得物业，获取方式一般是签订长期包租合同
投资额度	前期投资资金规模大	前期投资资金规模小，可以通过控制租金支付频率实现“滚雪球”式包租
管理成本	容易产生规模效应，后期的管理成本，人力成本低。	在房源量大的情况下，需要强大的管理系统以控制成本
业态特点	标准化程度相对更强，租客的聚集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擦汗别较大，标准化程度较低，社交属性较弱。
优势	规模效应、成本低、拥有公共空间，可发展社交属性、品牌效应强，溢价能力高	前期投入小、可在商业区等繁华地段容易取得房源
劣势	前期投入资金大 在市中心等核心位置取得房源困难，成本高	管理成本高 不利于开展社交文化 品牌溢价能力有限
代表企业	YOU+、魔方、自如寓、泊寓、雅诗阁等	蘑菇公寓、自如友家、优客逸家、寓见等

图 1：集中式与分散式优劣势对比

2 按运营商的资产结分

根据运营商的资产结构不同，长租公寓运营模式可分为重资产运营和轻资产运营两大类。

重资产运营

更多公寓行业热门报告，请关注微信公众号：**长租公寓邦**

定义：即运营商通过自建、收购等方式获取并持有房源、对外出租，主要通过收取租金获取利益的模式。

特点：重资产运营模式项下的房源多为集中式物业，对于运营商而言，在物业获取效率、运营效率和跨周期资产运营等方面优势明显。而且采用重资产运营可以实质性增加租赁住房供给，可以缓解租赁住房供给不足。但重资产运营对资金的要求较高，让很多运营商望而却步。通常，涉及住房租赁的国有企业和开发商类公寓运营商拥有雄厚的资金和融资优势，拥有闲置的自持物业资源，又具备物业改造能力，因而会选择采用重资产运营模式。

轻资产运营

定义：即运营商并不持有物业，而是通过长期租赁或受托管理等方式集中获取房源，通过转租（包括对物业升级改造后转租）获得租金价差和/或通过输出品牌、提供租务管理、物业管理等服务，获得管理报酬的模式。

特点：选择轻资产运营的，前期沉淀资金相对少，可以在短时间内快速拓展市场。具有中介机构背景的公寓运营商凭借其长期的房产中介服务积累的大量业主客户，多选择轻资产运营；而酒店管理类的公寓运营商在住客管理和存量物业运营方面的经验也有助于实现轻资产运营；创业类的公寓运营商由于没有资金端的优势，但却有着互联网基因，“懂客户、重经营”，自然是轻资产运营模式的主力军。

02 长租公寓运营主体分类

根据长租公寓运营主体行业背景的不同，长租公寓企业主要可分为以下四类：开发商背景企业；经纪机构背景企业；酒店背景企业；创业类企业

1 开发商背景企业

更多公寓行业热门报告，请关注微信公众号：**长租公寓邦**

早在 2015 年住房城乡建设部出台《关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》就希望“推动房地产开发企业转型升级”，成为租赁住宅的多元供应渠道之一。2016 年国务院办公厅的 39 号文则明确“鼓励房地产开发企业开展住房租赁业务。支持房地产开发企业拓展业务范围，利用已建成住房或新建住房开展租赁业务；鼓励房地产开发企业出租库存商品住房；引导房地产开发企业与住房租赁企业合作，发展租赁地产。”而近几年来，在拿地成本越来越高、楼市调控越来越严的背景下，开发商利润率下滑，周转和去化速度放缓，“开发+销售”传统盈利模式不可持续，开发商开始寻求其它业务增长点。万科、金地、远洋、龙湖、旭辉、石榴、中骏置业、合景泰富、碧桂园、绿地、朗诗等企业都在长租公寓领域进行了布局。

2 经纪机构背景企业

153 号文首次提出鼓励经纪机构设立子公司拓展住房租赁业务。其实市场上经纪机构早已凭借其租赁中介业务接近租赁房源和租赁客户的先天优势开展长租公寓业务。自如寓（链家）、红璞公寓（世联行（002285）、相寓（我爱我家）、逗号公寓（如家）都依托房地产经纪服务业务背景发展长租公寓业务。

3 酒店背景企业

虽然相关政策尚未直接提及鼓励酒店背景企业投身长租公寓领域，但无论是酒店业主类背景的企业还是酒店管理类背景的企业都有着涉足长租公寓领域先发优势。相对于酒店，长租公寓投资额更低、服务人员更少、空置率更低，吸引了传统酒店集团的加入。早在多数开发企业还在以“开发+销售”模式快速壮大之时，一些外资背景的酒店业主或酒店管理公司，即已将“服务式公寓”“酒店式公寓”的概念引入了中国。在国内，从广义上讲，可以将服务式公寓或酒店式公寓理解为长租公寓的高端产品。当然，随着长租公寓市场的不断发展，酒店背景的企业也逐渐切入中端乃至低端的公寓市场。城家（华住旗下）、窝趣（铂涛旗下）、缤润亚朵（亚朵酒店旗下）即是酒店背景长租公寓企业的代表。

更多公寓行业热门报告，请关注微信公众号：长租公寓邦

4 创业类企业

目前长租公寓领域中，创业类背景的企业数量众多。《国务院办公厅关于加快发展生活性服务业促进消费结构升级的指导意见》（国办发[2015]85 号）明确提出积极发展长租公寓等满足广大人民群众消费需求的细分业态，鼓励参与企业开展电子商务，实现线上线下互动发展，促进营销模式和服务方式创新。大量的创业类公寓企业借政策东风大力发展以 O2O 为代表模式的公寓类业务。这种背景的长租公寓企业经营思路和方式灵活，通常专注于长租公寓产业的一个细分领域。这种类型企业其中知名度较高的包括魔方公寓、寓见、新派、青客、水滴公寓等。

派别	代表企业	公寓名称	运营模式	优势
开发商系	万科	泊寓	租金可以充当未来万科产品的放款，并且可以转让。	业务协同模式
	招商蛇口	壹栈	租赁管理自派+物业管理外包	针对不同人群需求，提供差异化选择
		壹间	核心管理、营销自派+服务外包	
		壹棠	核心管理、营销、服务自派+清洁安保外包	
	凯德	雅诗阁	自持运营，运营稳定，资产增值后通过REITs方式退出	资产管理优势
		馨乐庭		
		盛捷		
中介服务系	链家	自如	房屋托管+标准装修+管理服务	依靠链接原有平台获取房源和租客信息
	我爱我家	相遇	获取房源+设计改造+出租运营	依托中介服务平台获取房源+金融服务
	世联行	红璞公寓	房屋托管+标准装修+管理服务	城中村农民房、厂房，签约城市25个
创业类系	魔方	魔方公寓	股权众筹加盟模式	设置不同产品闲，引入众筹模式
	YOU+	YOU+公寓	整租+二房东+金融分期产品	品牌及资产优势
	青年乐	新派公寓	正租+收购+二房东+运营	国内第一批实现轻资产运营和增值的企业
酒店系	华住	城家公寓	集中式加盟+合作经营+物业托管	善于标准化建设、硬件、软装服务到位
	铂涛	窝趣公寓	投资模式加盟，与开发商合作取的房源，开发商出让物业入股窝趣	善于标准化建设、硬件、软装服务到位

图 2：四大背景代表性企业

03 日美长租公寓发展现状

日本

1 日本住房租赁市场概况

更多公寓行业热门报告，请关注微信公众号：**长租公寓邦**

截止 2013 年，日本住宅总存量为 6063 万套，其中租赁住房 1852 万套，日本租赁类住房占总量约 30%。在历年的新开工中，租赁类住房占比稳定在 40% 水平，日本住房自有率大约 60% 左右。租赁类住房中，归属私人的占比高达 79%，归属于政府的比例为 10%，归属 UrbanRenaissance(独立行政法人都市再生机构)和社会企业的比例为 5%，日本人是私人住宅租赁为主导的市场。

日本的专业化管理有效地保证高出租率，日本租赁住房的管理方式正在由私人管理向专业机构管理转型，1993 年全日本共有约 1814 万套租赁住房，其中仅有 16.5% 由专业机构管理，而到 2013 年，租赁住房的总量上升至 2281 万套，由机构管理的比例上升至 35.8%。出租率方面，受 2008 年金融危机影响，日本整体住房出租率下降，2013 年私人管理的出租率为 75%，专业机构管理房屋出租率为 90%。

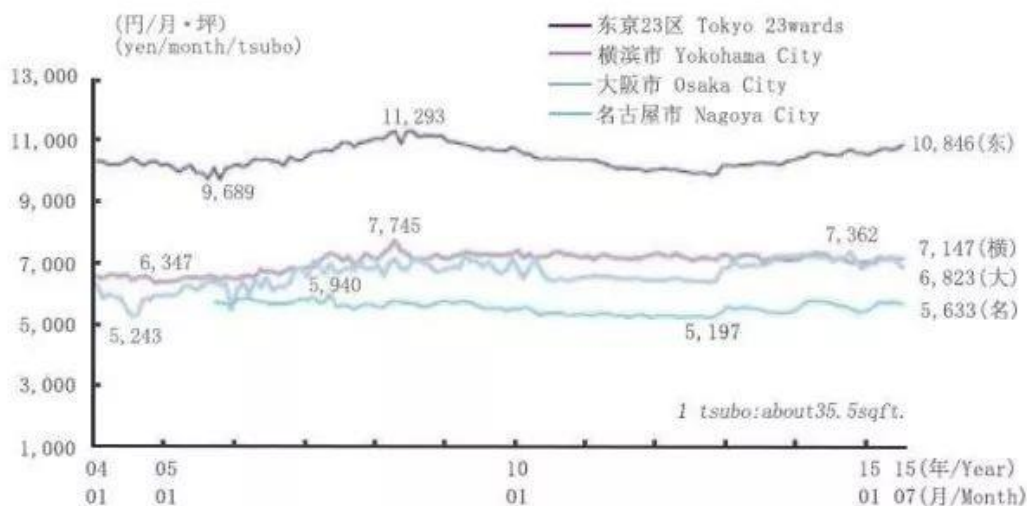


图 3：日本主要城市 2004-2015 年房价走势



图 4：日本主要经济圈租金回报率走势

2 日本房租租赁代表企业案例分析

日本现行的土地制度是土地私有制，因此除了传统的房地产开发商（如三井不动产、住友不动产、三菱地所等），从事委托的建筑商也是行业内的重要参与者，建筑商在建筑工程完工后，通常还会与土地所有者签署长期代租合同（多数在 30 年以上），支付其固定租金（大多每 5 年对租金重新评估一次）并承担后续全部的运营管理，为土地所有者提供一站式服务，这既是日本独有的委托承建+建后代租的产业链闭环模式，行业内代表企业包括大东建托（DaitoTrustConstruction）、大和房屋工业（DaiwaHouseIndustry）、积水建房（SekisuiHouseGroup），虽然日本模式中的委托承建步骤不适用于中国的长租公寓行业，但代租管理对中国长租公寓有一定的借鉴意义。

大东建托是日本规模最大的承建+代租运营商，公司成立于 1974 年，早先从事建筑业，并侧重商业物业的管理运营，在 1992 年后，由于日本颁布的 RevisedProductiveGreenLandAct 使得商业物业过剩，公司的重心由商业转向住

更多公寓行业热门报告，请关注微信公众号：**长租公寓邦**

宅，并在 2006 年 7 月正式提出承建+代租转型方案，并进一步成为行业龙头，截止 2016 年，公司已连续 8 年位列住宅建造数量全国第一，连续 20 年位列住宅管理数量全国第一，目前管理住宅近 100 万套。



图 5：大东建托历年收入



图 6：大东建托历年利润

为了保证高出租率，大东建托对目标市场的筛选标准较高：一是不进入供给大于需求的市场；二是不进入获客渠道匮乏的市场。

在这两条准则背后，是公司投入大量的人力资源开展市场调研工作以支持市场的筛选，公司将日本划分为 4600 个区域，并将每个区域划定三类需求：家庭、年轻夫妇和单身，同时一年两次的频率评估各个区域和各类需求，获客渠道方面，除了公司自身成立的线上线下中介机构 Housecom，公司还为租客提供多想便利的服务，如将租金和杂费捆绑后一次性信用卡支付，无须垫付押金降低支付门槛，提供租房担保人服务等。

更多公寓行业热门报告，请关注微信公众号：**长租公寓邦**

公司租赁业务板块收入占比提升，而毛利率偏低，公司近几年经营业绩维持平稳增长态势，2015、2016 年公司总收入分别为 13531、14116 亿日元，同比增长 7.4%、4.3%，实现归母净利润 561、672 亿日元，同比增长 1.6%和 19.85，公司自 2006 年正式提出 LMTS 运营模式之后，租赁板块收入逐年提升，目前已稳定 55%水平，但代租模式使得租赁板块毛利率整体偏低（<10%），利润的主要来源来源于建筑板块。



图 7：大东建托收入结构

美国

1 美国住房租赁发展现状

美国住房自有率从 2004-2005 年的历史最高点 68%降到 2015 的 63%，承租住户户数从 2004 年的不足 3400 万户一路快速上升为 2015 年的超出 4200 万户。据美国住房和城市开发部有关专家估计，美国住房自有率每降低 1%，大概就有 120 万人进入租房市场。

在美国各类租赁住房的供给主体中，专业化的公寓出租企业是最重要的主体。从全国总体看，按行业营业收入占比计，公寓出租业占住房出租业的总体的 90%以上。尽管不同地区的情况有一定差异，但在大部分地区公寓出租业占住房

出租业的比例都在 60%以上，以公寓出租业为主体的住宅出租业是美国各地区房地产业中一个非常重要的行业，在很多地区，住宅出租业在当地房地产业中的占比都在 20%以上，某些地区达到 80%以上甚至 100%。

公寓是美国租赁住宅的重要形式，主要由企业作为供给主体经营。区别于中国住房租赁以散户经营为主的形式，美国公寓住宅的专业化、规模化运作模式大大促进了公寓租赁的发展，并形成在美国住宅租赁市场中占据重要地位的公寓住宅业。

	住宅单位数	百分比(%)	百分比(%)
总合	132741033	100.0	
在用住宅(occupied units)	116211092	87.5%	100.0
自住(owner-occupied units)	74787460	56.34	64.4
承租(renter-occupied units)	41423632	31.2	35.6
空置住宅(vacant units)	16529	12.5%	

图 8：美国房屋分类统计

2 美国房租租赁代表企业案例分析

美国美国公寓品牌 EquityResidential (EQR) ——牺牲规模，聚焦核心区域

EQR 是美国知名的出租公寓运营商，专注收购、开发和管理高品质公寓业务，公司成立于 1969 年，并与 1993 年 3 月以 REITS 的形式登录纽约交易所，且是 S&P500 指数成员，当前市值约 USD24bn。截止 2015 年底，公司共管理 394 个物业/社区，管理公寓 11 万套，分布子啊美国 12 各州，公司的经营策略是聚焦美国 6 大核心沿海区域，包括波士顿、纽约、华盛顿、洛杉矶、旧金山和西雅图，以最大化租金收入和物业升值收益。

公司自 1993 年（上市）至 2000 年处于快速扩张期，管理公寓数量由起初的 2.2 万间快速上升至 2000 年的 22.5 万间，而在之后公司转变策略，开始进行地

更多公寓行业热门报告，请关注微信公众号：长租公寓邦

域性收缩，出售非核心区域的公寓资产，并专注投资 6 大核心区域（波士顿、纽约、华盛顿、洛杉矶、旧金山和西雅图），公司自 2005 年至今，共处置了非核心区域的近 16.8 万套公寓，累计变现约 166 亿美元，并在核心区域购置了超过 6.8 万套公寓（总收购价格约 198 亿美元），截止 2015 年底，公司管理公寓 11 万套，是 2000 年管理规模的一半，分布区域也降至当前的 12 个区域，未来还将继续退出非核心区域。

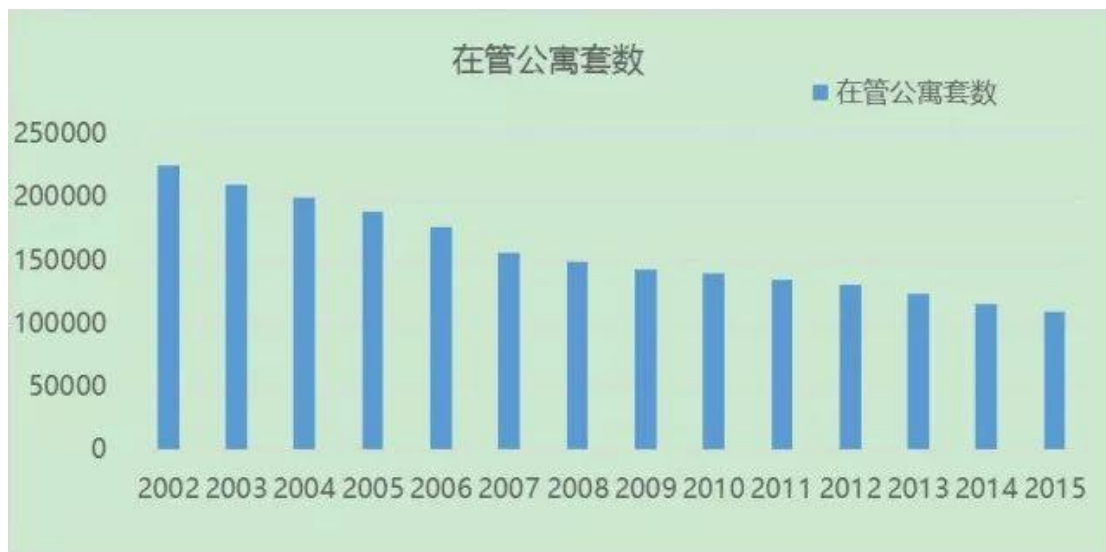


图 9：在管公寓套数

受益于持续下降的空置率及持续上升的租金，公司各项经营指标稳健上升。2007 年金融危机以后，美国住宅租赁好、空置率持续下降，已由 2009 年的 11% 降至当前的 6.7%，而 EQR 布局的 6 大核心城市住宅租赁平均空置率仅在 3-4% 区间。租金方面，美国 CPI 租金指数自上世纪 80 年代起至今一直处于上升态势，仅在金融危机爆发时出现过两年的滞涨，EQR 核心区域目前平均租金已较 2009 年低点平均上涨 50% 以上，空置率的下降和租金的上升持续带动公司业绩上升。公司在逐年缩减规模的背景下，实现了收入，营业毛利率、运营收益金的稳健上涨。

更多公寓行业热门报告，请关注微信公众号：**长租公寓邦**

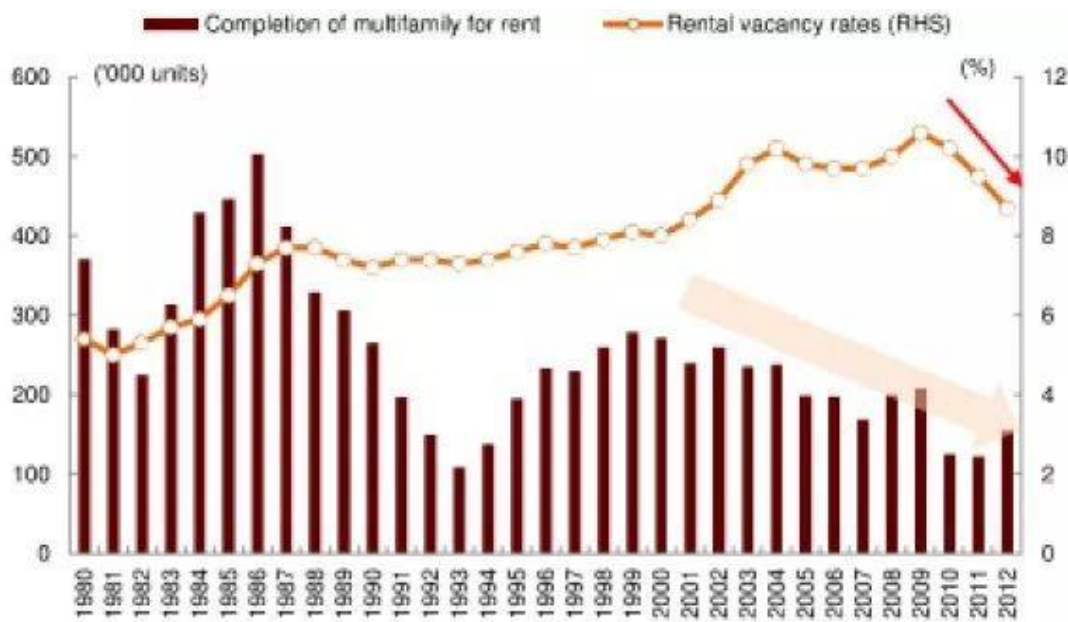


图 10：金融危机之后美国住宅租赁空置率持续下降

EQR 收入来源主要是资产增值+租金收益+高出租率+低成本。EQR 的经营重点是通过出租率的平衡，来实现租金收入最大化，同时严格控制成本，追求最大回报。

04 国内长租公寓发展困境

1 参与主体众多，竞争激烈

市场参与主体众多，各有优劣。既有专注于长租公寓的专业化机构，也有房地产中介服务商的参与，而房地产开发企业和经济型连锁酒店也凭借其本身的优势也逐渐参与到行业的角逐之中。虽然市场参与者众多，但是市占率总体并不高。规模最大的长租公寓品牌自如，管理房间数已经达到 30 万间，但相比与其他规模较大的品牌如魔方公寓 3 万间，优客逸家管理房屋数近 3 万间，行业集中度整体偏低，处于抢占市场份额的阶段。长租公寓的未来市场仍然集中在核心一二线城市，大量机构运营商集中在少数城市，将进一步导致竞争加剧。

2 资源与价格之间的矛盾，难以协调

更多公寓行业热门报告，请关注微信公众号：**长租公寓邦**

核心一二线城市优质地段的供房仍较为稀缺，集中式公寓将面临较高的拿房成本；另一方面，长租公寓解决的是中高端人群对生活质量和社交活动的追求，因此房源的地段就显得尤为关键，地段较偏僻区域虽然收房成本较低，但可能面临需求不足所导致的高空置率或低租金差等问题。因此，收房阶段资产端的资源和价值难以兼得。

3 国内法律、法规体系不健全，消防验收困难

消防验收也是不少租赁企业面临的困境。目前，全国除深圳以外的多数地区，消防验收的前提是规划与报审用途一致，比如规划为商业的项目，报公寓经营用途，很多报验窗口根本不受理。“由企业提供集中租房服务的业态出现时间不长，经营过程中物业的使用用途类似住宅，但经营行为又类似商业，和传统的酒店类似。这就导致各地在长租公寓的消防验收中，有的参照住宅，有的参照商办公，有的参照酒店，有的归为‘出租屋’不用验收，即便同一个市不同行政区的处理方式都可能差别很大。”标准不清，给建设、运营增加了不确定性。

4 投资回报周期长，盈利困难

国内市场的长租公寓现阶段以重资产运营为主，有着较强的金融属性。国内尚未推出正式的 REITs 产品，长租公寓运营缺乏退出机制。

国内目前的长租公寓投资回报利润较低，回报周期大约在 5 年左右，投资布局需要在 10 年左右，大部分长租公寓尚处于“烧钱”阶段，未实现真正的盈利，长租公寓整体租金回报率较低也是行业的痛点所在。据报道，万科高级副总裁谭总曾表示，万科长租公寓的租金收益率只有 2% 左右，除去税费只有 1.5% 的收益；对于链家，长租公寓收入中 70% 是拿房成本，再加上 15% 的装修分摊、10% 的运营成本、5% 的税收，长租公寓的利润几乎为零。因此长租公寓整体盈利模式仍处于探索阶段，盈利模式不明晰也是整个行业一大痛点。

05 已推出的租赁住房相关资产证券化产品

更多公寓行业热门报告，请关注微信公众号：**长租公寓邦**

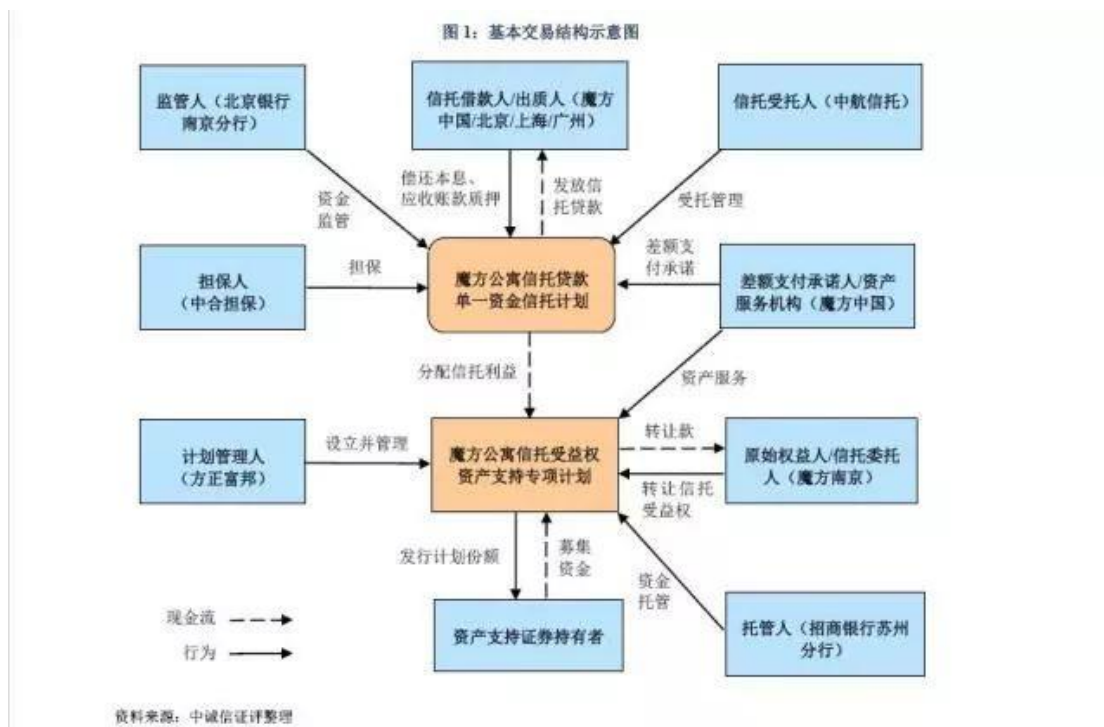
目前，市场上推出了：“魔方公寓信托受益权资产支持专项计划”；“中信证券·自如1号房租分期信托受益权资产支持专项计划”；“新派公寓权益型房托资产支持专项计划”；“中联前海开源-保利地产租赁住房一号资产支持专项计划”

四单与长租公寓相关的ABS产品。这四单产品从底层资产、基础资产和发行规模和发行成本、实际融资成本皆有所不同。

1 魔方公寓信托受益权资产支持专项计划

由于目前作为出租人的长租公寓企业与租客签订租约的租期都较短，通常为一年以下，未来的租金现金流尚不确定，为了创设“独立、可预测的现金流”，魔方公寓项目采用了“专项计划+信托”的双SPV结构：信托端由过桥资金提供方作为原始权益人出资设立资金信托，取得信托受益权，以该等信托受益权作为基础资产。信托向魔方中国、魔方北京、魔方上海、魔方广州发放信托贷款，借款人以其在8个一线、二线城市运营的30处物业4000多间公寓未来三年的租金收入作为还款来源。证券端由资产支持证券投资者缴纳认购款认购资产支持证券，专项计划设立。专项计划向原始权益人购买信托受益权，取得基础资产。原始权益人收回过桥资金，实现退出。信托向受让信托受益权的专项计划分配信托利益，专项计划向资产支持证券投资者兑付资产支持证券。

该产品除了采用将资产支持证券进行优先/次级分层、租金收入超额覆盖优先级证券当期本息、魔方中国承担差额补足义务之外，还引入了信托机构提供流动性支持（提款权）以及AAA级的外部担保公司对优先级资产支持证券预期支付金额提供外部担保。据悉，魔方ABS的发行票面利率为4.8%，但由于引入了第三方增信措施实际增加了融资成本。



2“中信证券·自如 1 号房租分期信托受益权资产支持专项计划”

虽然为了创设“可以产生独立、可预测的现金流的可特定化的财产权利或者财产”，自如房租分期项目与魔方公寓项目一样，采用了“专项计划+信托”的双 SPV 结构，基础资产都是信托受益权，但是与魔方公寓项目的底层资产为现有和未来租金债权不同，自如房租分期项目的底层资产为北京自如资产管理有限公司（下称“自如资管”）通过设立信托计划向“自如友家”和“自如整租”的租客发放的 2 万多笔房租分期小额信托贷款及循环期内受托人以信托贷款回收款持续发放的信托贷款。该专项计划引入了底层资产的循环放贷交易结构。根据信托的交易安排，信托的循环期内，受托人将以信托贷款回收款于循环放款日持续发放符合放款标准的信托贷款。在专项计划端循环期按季付息，分配期按月付息，投资者循环期不偿还本金，分配期过手摊还本金。

自如房租分期小额贷款业务始于 2015 年。自如资管在代表房屋的出租人（业主或有权出租房屋的承租人）与租客签署《房屋租赁合同》时，告知租客可以申请用于支付房租的小额贷款。对于符合资质的租客，自如资管通过作为通道的信托机构向其提供房租分期小额贷款，贷款通过受托支付安排直接支付给自如资

更多公寓行业热门报告，请关注微信公众号：长租公寓邦

管。客户按月向信托收款账户还款并支付贷款服务费。自如资管的房租分期小额贷款业务是对其分散式长租公寓管理业务在消费金融领域的延伸，为租客提供多样化的房租支付手段的同时，可以依靠充沛的经营性净现金流迅速扩大经营规模。



图 12：交易结构图

3“新派公寓权益型房托资产支持专项计划”

新派公寓权益型房托资产支持专项计划被称为国内首单权益型公寓类 REITs，于 2017 年 10 月 11 日在深交所正式获批发行，并于 2017 年 11 月 3 日正式发行。资产支持证券发行目标规模为 2.7 亿元，分为优先级和权益级两档。优先级资产支持证券发售规模为人民币 1.3 亿元；权益级资产支持证券发售规模为人民币 1.4 亿元。资产支持证券的期限为 5 年，其中前 3 年为运营期，后 2 年为处置期。优先级资产支持证券评级为 AAA，未借助第三方进行增信，体现了新派公寓自身优质的资产和优良的运营管理能力。此外，本单项目从立项上报到获批仅用了不到 20 天，也体现了长租公寓型类 REITs 的推进效率和监管层对长租公寓 REITs 的支持。

该项目仍然采用了目前权益型类 REITs 产品的典型结构，即原始权益人设立私募基金，由私募基金直接或间接持有项目公司的股权，同时由私募基金向项目

更多公寓行业热门报告，请关注微信公众号：**长租公寓邦**

公司或项目公司股东发放委托贷款，项目公司持有标的物业。专项计划发行资产支持证券募集合格投资者的资金，用以收购和持有私募基金份额，进而持有项目公司股权及债权，间接享有标的物业产权。该产品的基础资产为私募基金份额，标的物业经营净收益用以分配资产支持证券投资人预期收益；基础资产的处置所得用以分配投资者本金。

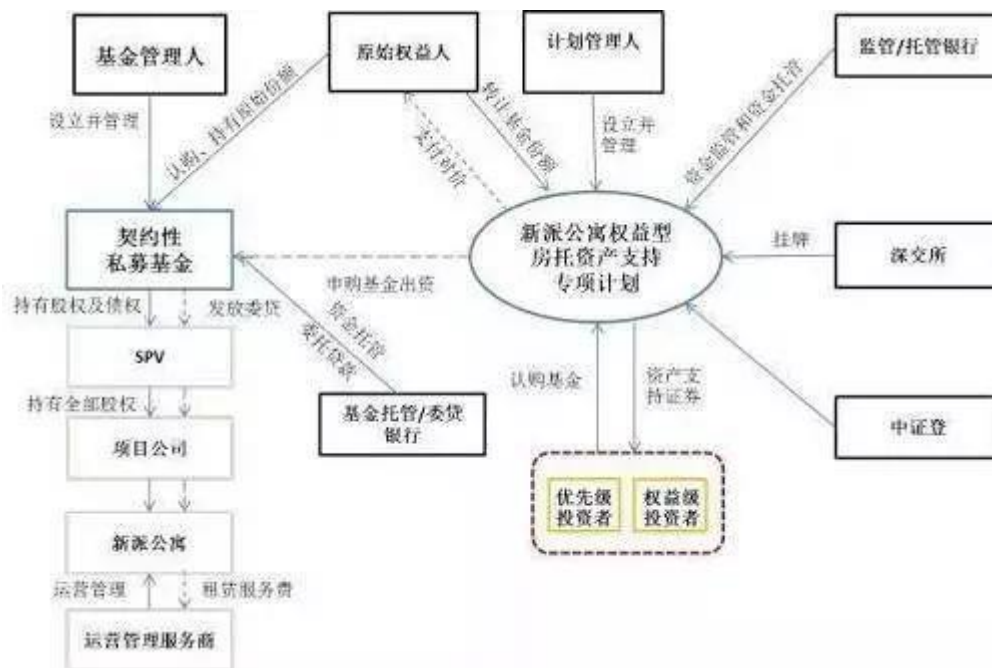


图 13：交易结构图

4 “中联前海开源-保利地产租赁住房一号资产支持专项计划”

2017 年 10 月 23 日，国内首单央企租赁住房 REITs——“中联前海开源-保利地产租赁住房一号资产支持专项计划”获得上海证券交易所出具的无异议函。这单产品拟发售总规模 50 亿元，以保利地产自持租赁住房作为底层物业资产，采取储架、分期发行机制，优先级、次级占比为 9:1，优先级证券评级 AAA。该产品与其他类 REITs 产品类似，以专项计划间接持有的标的物业产生的现金流作为第一还款来源，增信措施包括资产支持证券的结构化分层、标的物业租金收入及权利维持费对优先级的超额覆盖、评级下调承诺、差额支付承诺、保证金安排、优先级资产支持证券退出的开放退出及流动性支持、项目公司股权和债权及标的物业的优先收购权及标的物业抵押等。

更多公寓行业热门报告，请关注微信公众号：长租公寓邦

该项目开创了在类 REITs 产品中引入“一次审批、分期发行”的储架发行方式的先河。储架发行方式在银行间市场发行的信贷资产证券化项目中广泛应用，目前企业资产证券化产品也开始推广，“京东白条应收账款债权资产支持专项计划”等产品都采用了该发行方式。该等发行方式的特点是在专项计划申报阶段，不必确定具体的基础资产，仅对交易模式及计划文件进行审查；在交易所出具无异议函，确认产品期限及额度后，根据基础资产的形成情况、市场利率情形及原始权益人或融资方的资金需求较为灵活地选择发行时点，实现分期发行及备案。中联基金执行总经理范熙武认为，国内 REITs 缺乏“扩募机制”，一定程度上制约了国内 REITs “服务实体经济”效用的发挥。在当前的资产证券化制度框架下，“扩募机制”问题一定程度上可通过借鉴 ABS 现有储架发行机制实现。

05 选择资产证券化路径

通过对比分析，可以发现目前市场上围绕住宅租赁推出的资产证券化产品的证券端的交易结构设计的差异和创新皆与这些产品的底层资产端的商业模式和参与者在其中的不同角色息息相关。对长租公寓类证券化产品结构起决定性作用的又是商业模式中的核心法律关系：融资方与租赁物业直接或间接的法律关系。从融资方与租赁物业的法律关系角度来看，长租公寓运营模式可分为自持型、转租型、托管型三类，三种不同模式可以选择不同的资产证券化路径。

1 自持的运营模式下，可选择类 REITs 或 CMBS 打造完整、闭合业务链条

自持模式是指融资方或下属子公司作为租赁房屋的所有权人，对租赁房屋具有完全的占有、使用、收益、处分的权利，所有权人可以直接或通过受托人将租赁房屋出租给客户，形成直接的租赁法律关系；融资方直接或间接通过收取租金获利。在新派公寓和保利地产的类 REITs 项目中，新派公寓的投资人赛富不动产基金和保利地产都是通过 SPV（如有）、项目公司间接拥有物业的所有权。只有项目公司拥有对标的物业清晰、完整的所有权，才能通过类 REITs 项目实现与标

更多公寓行业热门报告，请关注微信公众号：长租公寓邦

的物业评估价值大体相近的融资规模。此外，在目前类 REITs 结构中，只有项目公司拥有对标的物业的所有权，才能为私募基金向 SPV 或项目公司提供的委托贷款提供不动产抵押担保。

自持模式下，长租公寓的参与方可以由标的物业的所有权人自行出租物业并与租客签订《租赁合同》，也可以交由运营方运营。运营方可以将标的物业整租下来然后分租给最终客户，也可以与标的物业的所有权人签订《资产委托管理协议》，作为受托人代标的物业所有权人出租、管理物业。选择自营、运营方整租或运营方管理除了考虑自身的运营能力和比较优势之外，还应从不同模式下的房产税、增值税等税收筹划方面考虑。对于多数长租公寓 REITs 项目而言，通过整租的方式可以创造长期、稳定的租金现金流，可以缓释产品存续期间物业空置、租金收入波动的风险。此外，无论是整租还是委托管理模式，运营方都可以是让渡持有标的物业的项目公司股东权益的融资方的关联方，在项目公司资产出表的情况下，实现轻资产运营。

保利地产相关负责人表示，目前，保利地产已基本形成以房地产开发经营为主，以房地产金融和社区消费为翼的“一主两翼”业务板块布局。保利地产将着力于以存量物业为基础，充分发挥社区服务的物业运营、管理能力，构建租赁住房业务的利润模式，积极利用 REITs 实施战略转型，打造“开发建设-投资孵化-持有运营-成熟 REITs 退出”的完整、闭合业务链条。

自持模式下，长租公寓的参与方除了可以通过让渡持有标的物业的项目公司的股权来开展权益型类 REITs 业务、实现轻资产运营模式外，也可以通过商业物业抵押贷款支持证券（CMBS）实现融资。尽管通过 CMBS 进行融资的规模通常只能做到标的物业评估值的六成左右，低于通过 REITs 进行融资的规模，但对于没有出表压力的长租公寓持有企业而言，发行 CMBS 可以省去发行类 REITs 过程中资产重组的税务负担和相关成本，又能实现比经营性物业贷款更灵活的资金用途，不失为一种好的选择。

更多公寓行业热门报告，请关注微信公众号：长租公寓邦

2 转租的运营模式下，可选择借信托受益权类 ABS

转租模式，俗称“二房东模式”，长租公寓运营商可以从物业的所有权人处整租或散租物业，再将物业按单元转租给最终客户，这其中包括了获取物业时从物业所有权人处承租物业与向最终客户转租房屋的两层租赁法律关系；运营商通过获得两次租赁之间的价差和提供相关服务获利。作为二房东的长租公寓运营商虽然不拥有租赁物业的所有权，但该等运营商通常与物业所有权人或其他有权的物业出租方通常签订了较长期限的租赁合同（5 年或 5 年以上），获得了相对稳定的房源。作为标的物业的承租人，长租公寓运营商无法利用标的物业本身的价值进行转让或抵押融资，但长租公寓运营商仍然可以通过其收到的租金收入发行资产支持证券进行融资。

目前市场上长租公寓运营商通常采用“半年或季度起租，最长租期一年，到期续租”的模式来为租期到期后提升租金预留空间。但这种短租期安排，理论上会导致房屋空置，进而导致租金现金流的波动。从法理上讲，租期届满后，长租公寓运营商虽有机会与承租人续签租约，但是在没有续签《租赁合同》之前，属于“没有法律基础关系的未来债权”。这种未来债权具有较大的不确定性，且依赖于长租公寓运营商的日常经营，无法实现与长租公寓运营商的破产隔离。

为了解决租期短于资产证券化产品期限、未来债权存在不确定性及现金流不稳定的问题，可以采用“信托+专项计划”双 SPV 结构，由原始权益人将信托资金委托给信托公司设立资金信托并取得信托受益权，信托资金用于向融资方发放信托贷款，而原始权益人享有的信托受益权作为基础资产转让给专项计划。此时，专项计划所取得基础资产对应的底层资产是信托贷款，信托贷款是主体、期限等各方面都确定的债权；具有未来债权性质的未来的租金收入将作为贷款债权的主要还款来源，并可以将租金收入进行质押担保。2013 年 5 月，证监会发布的《证券公司资产证券化业务管理规定》首次将信托受益权纳入了可证券化的基础资

更多公寓行业热门报告，请关注微信公众号：长租公寓邦

产。“海印股份(000861, 股吧)信托受益权专项资产管理计划”在2014年即率先采用了这种结构,融资方海印股份以旗下运营管理的14个商业物业的租金及其他收入作为信托贷款的还款来源。信托受益权的收益来源于信托贷款所偿付的本息。“魔方公寓信托受益权资产支持专项计划”也采了这种应用范围较广的信托受益权专项计划的交易模式。这种信托受益权专项计划需要安排一个笔过桥资金设立资金信托,略微提高了发行成本。

3 托管的运营模式下,可选择信托受益权类ABS、应收账款债权类ABS

托管模式,这里指的是委托管理模式。该种模式多为采取轻资产策略的长租公寓运营商与业主订立出租委托代理合同或资产管理服务合同,以租赁房屋的业主的代理人和服务提供商的身份将房屋出租给客户,是长租公寓运营商在考虑风险控制、房屋空置、税收等多种因素后选择的商业模式。这种模式下,长租公寓运营商没有转租模式下在空置期仍然需要向业主支付租金的风险,多数会在与租客之间的《租赁合同》中明确,其作为房屋出租人授权的房屋管理人与租客签署《租赁合同》,还会明示房屋出租人的姓名,以期达到显名代理的法律后果。

通常在这种模式下,长租公寓运营商会代业主向租客收取租金。根据《资产管理服务合同》,长租公寓运营商会就租客实际交纳租金超出运营商与业主约定的预期租金的部分收取一定比例的分成,作为服务费。此外,长租公寓运营商还会根据其向租客/业主提供房屋维护及管理服务向租客收取房屋维护及管理服务费。托管模式下,长租公寓运营商从租客处收取的租金和服务费并不全部构成其收入,其仅就其中向租客/业主收取的服务费具有请求权,剩余部分是业主的收入。该等服务费的收取不但有赖于有业主委托长租公寓运营商对其房源进行管理,还有赖于长租公寓运营商能够成功地将房源进行出租,相比转租模式下长租公寓运营商就已承租的房源寻找租客面临更大的不确定性。而且,相较于转租模式下长租公寓运营商收取的可以确认自身收入的租金而言,单笔托管模式下的服务费远低于租金金额。因此,若采用托管模式的长租公寓运营商拟将其有权收取

的既有的和未来的服务费进行证券化，首先要解决基础资产确定性、可预测性及入池资产规模的问题。

目前看来，采用托管模式的长租公寓运营商找到了“租赁+消费金融”的商业模式。托管模式的长租公寓运营商充分利用了其庞大的业主资源和租客资源，迅速地以租房为途径切入了消费金融领域。比如自如开展了网上分期，自如客专享分期、自如白条等小额贷款业务，而我爱我家背景的相寓也通过房司令提供分期服务。正是长租公寓运营商的需求促使了业内涌现数家租房分期平台，如魔方金融、房司令、租了么、蜂鸟屋等。在“租赁+消费金融”的模式下，有着大量客户的开展托管业务的长租公寓运营商，通过信托、银行、消费金融公司、互联网金融平台建立起来的消费贷款或小额贷款，具有金额小、分散度高、期限短、利率高等特征，天然具备资产证券化特征。

而且在“租赁+消费金融”的模式中形成的消费贷款或小额贷款证券化通道顺畅。由于长租公寓运营商通常没有消费金融牌照和小额贷款牌照，其不能直接向个人发放贷款，但可以通过设立信托，由信托发放信托贷款的方式实现间接向租客发放消费贷款，由专项计划受让原始权益人享有的信托受益权。在这个过程中，长租公寓运营商只能以贷款人合作机构的角色就信托贷款提供管理服务，包括提供为信托计划项下合格借款人的推荐、借款人基础信息调查及初步审核、催收、档案保管等服务。未来，若有长租公寓运营商取得了消费金融、小额贷款牌照，则该等运营商可以直接作为原始权益人向专项计划转让应收账款债权，发行应收账款债权资产支持专项计划。届时，长租公寓运营商又多了一个贷款方的角色，且不再需要信托作为通道，“租赁+消费金融”模式下的资产证券化将成本更低，更加便捷。