

长租公寓 ABS 已有四家，下一个花落谁家？

2017 年 10 月 24 日

克而瑞研究中心

www.cricchina.com/research/

研究员/沈晓玲、朱伟

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。

一、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，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。

二、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，同时前两者与后者的 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。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

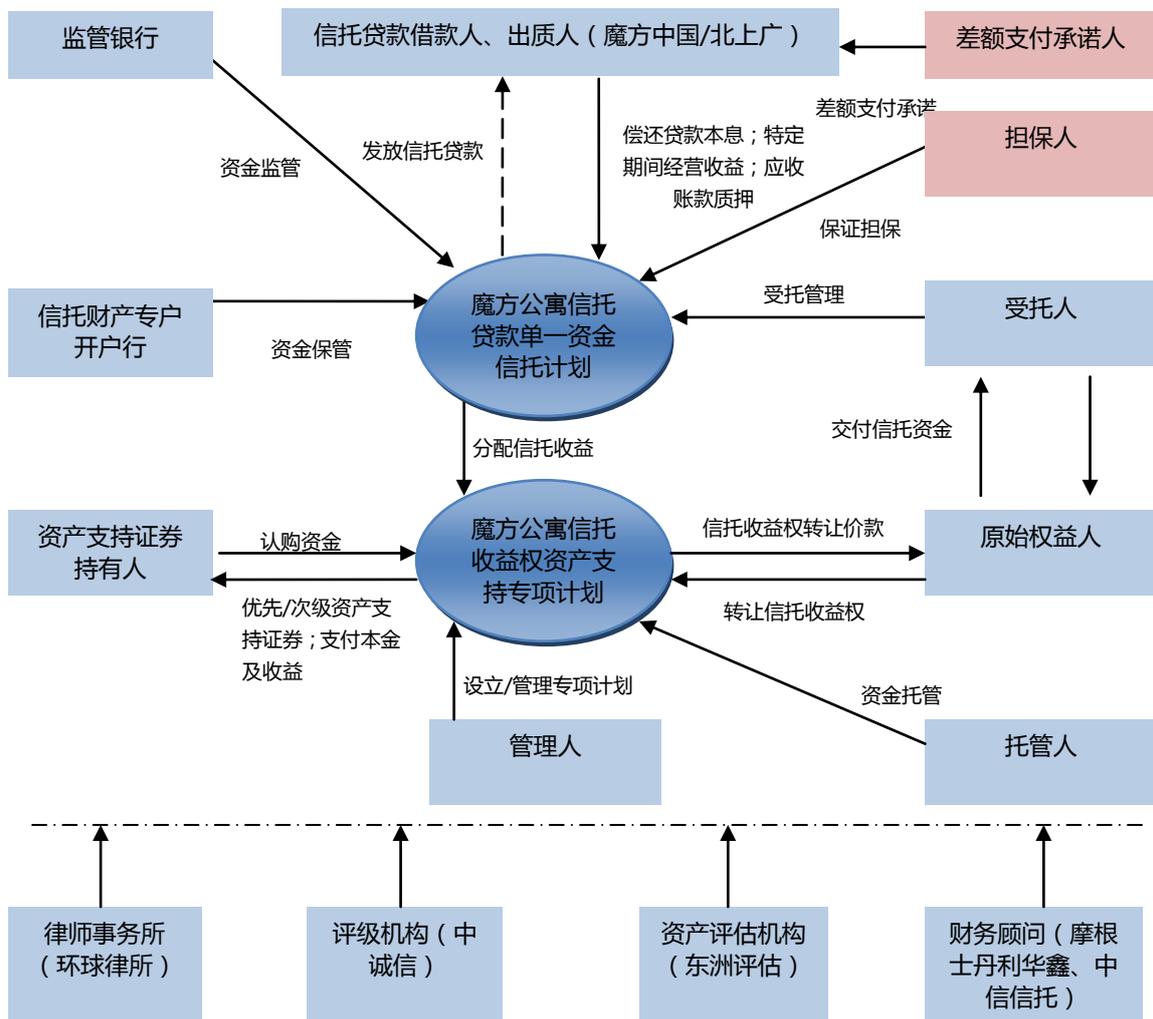
	魔方	自如	新派	保利
发行时间	2017/1/10	2017/8/15	-	-
发行规模	3.5 亿	5 亿	2.7 亿	50 亿
优先级发行利率	4.8-5.4%	5.39%	-	-
产品期限	3 年	3 年	-	-
基础资产	租赁收益权	租金分期应收贷款	旗下资产	旗下资产
底层资产	魔方公寓未来三年租金收入	自如白条的分期收入	-	-
优先级占比	90%	89%	-	90%

数据来源：CRIC 整理

三、魔方保守，自如、保利创新，新派经验老道

先来讲 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。

魔方公寓 ABS 交易结构



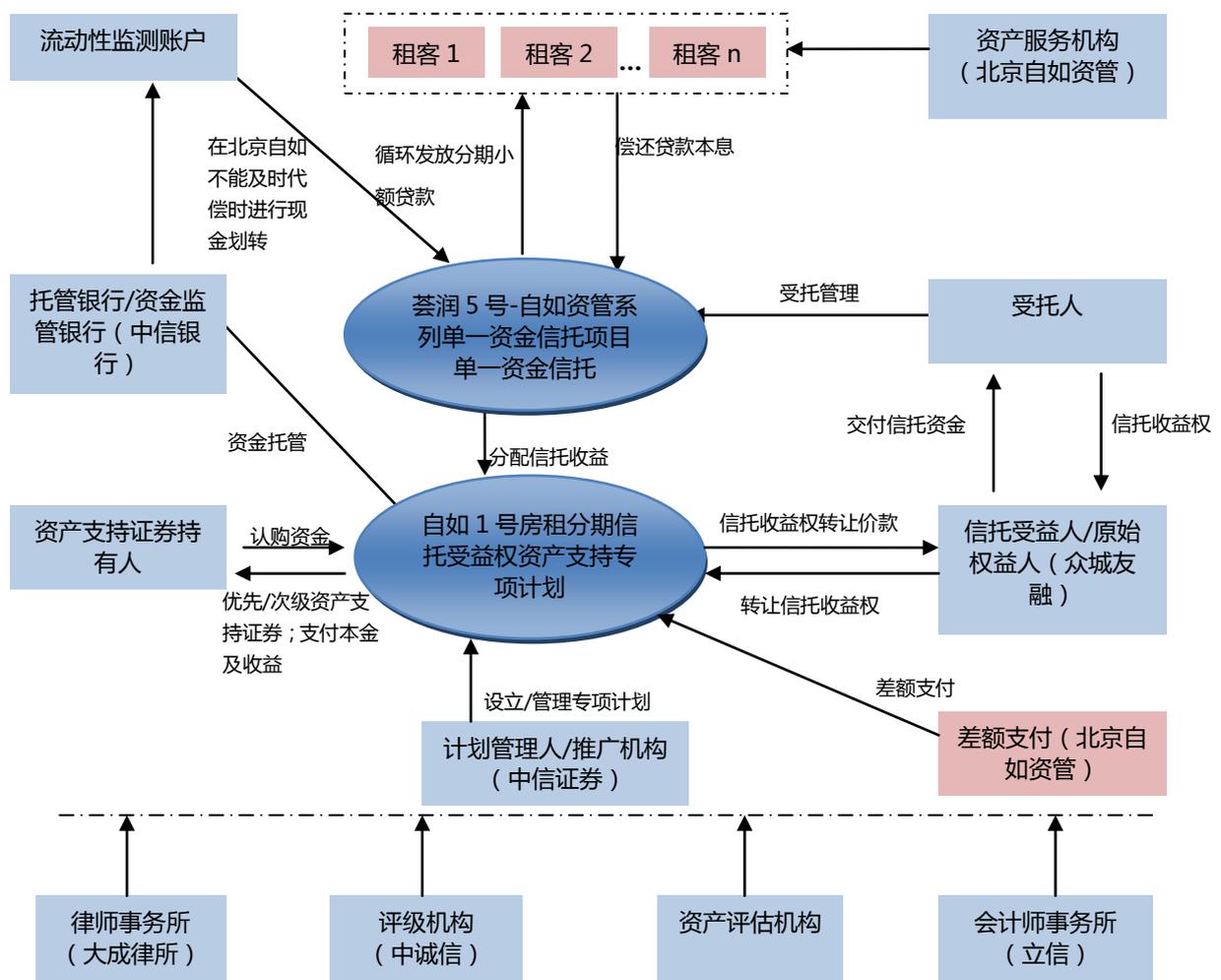
数据来源：CRIC 整理

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——自如白条作为了底层资产，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。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。

自如 ABS 交易结构



数据来源：CRIC 整理

新派公寓和保利最新的 REITs 产品尚未发行，目前公开资料有限，对两家企业的不做陈述。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。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。**

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。**

免责声明

数据、观点等引用请注明“由易居·克而瑞研究中心提供”。由于统计时间和口径的差异，可能出现与相关政府部门最终公布数据不一致的情形，则最终以政府部门权威数据为准。文章内容仅供参考，不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。

>>>关于克而瑞

克而瑞，易居（中国）企业集团旗下品牌。作为中国最大的房地产信息综合服务商，以现代信息技术为依托的房地产信息及咨询服务为主营业务。克而瑞拥有中国房地产最大的信息数据库，构筑中国房地产上下游企业（包括开发商、供应商、服务商、投资商）和从业者信息的桥梁，形成资金、信息通路、营销、人才等各类资源的整合平台，为企业提供房地产信息系统、信息集成和解决方案的全面信息综合服务。

>>>关于研究中心

研究中心，易居·克而瑞的专业研发部门，组建十年以来一直致力于对房地产行业及企业课题的深入探索。迄今为止，已经连续7年发布中国房地产企业销售排行榜，引发业界热烈反响。研究半径不仅涵盖以日、周、月、年时间为线索的四大基础研究领域；还包括宏观、市场、土地、企业战略、企业金融、营销等六大研发方向的深度拓展。每月成果出品超过百份，规模已万字计，为房地产企业、基金、券商、政府相关部门提供专业研究资料。