



易克而瑞



长租公寓花样融资大解析

作者：房玲、易天宇、羊代红、洪宇桁

研究中心
2019 年 1 月



目 录

一、长租公寓融资背景及现状	3
1、政策春风支撑长租公寓融资	3
2、股权融资为早期主要融资方式（略）	4
3、资产证券化、债权融资突飞猛进	4
二、资产证券化：产品多样适合各类长租公寓企业	5
1、ABS&ABN：门槛较低、适用范围最广	6
2、CMBS：只适合重资产运营的企业	7
3、类 REITs：政策支持未来大有可期	7
三、债权融资：规模企业颇具优势的融资方式	7
1、专项债券：规模快速增长、资金用途是监管重点	7
2、中期票据：多次小额方式更为灵活	8
3、银行贷款：更青睐开发商及政府背景企业（略）	8
四、其他中小长租企业融资方式	8
1、风投、私募股权融资：初创公司的主要融资方式（略）	8
2、理财产品：众筹、P2P 为项目输资造血（略）	8
3、租金贷：租金贷乱象更是信用问题	8
五、总结：形成良性循环才是明智之举（略）	8

一、长租公寓融资背景及现状

自 2015 年起，中央多部门出台多项政策加快培育住房租赁市场，到 2017 年广东首次提出“租购同权”，而后全国 12 城市试点住房租赁制度，长租公寓迎来长足的发展。在新的盈利点与转型需求的情况下，房地产企业、中介公司、酒店集团、创业公司等纷纷抢占长租公寓市场。如中介巨头链家 2011 年成立“自如”品牌，目前已成为国内最大的长租公寓品牌之一。此外还有包括华住集团的城家、布丁酒店的漫果、魔方公寓等等。房企方面，据不完全统计目前 TOP30 房企中，已进军或表示将布局长租公寓的房企已达到了近 20 家，万科、龙湖、旭辉、碧桂园都已形成了一定的规模。

长租公寓规模的急速扩张，离不开资本的支持。在此背景下，政府也先后出台了一系列的支持政策，为我国的长租公寓长足发展培养了有力的融资环境。

1、政策春风支撑长租公寓融资

长租公寓作为国家在房地产领域积极推动的重点发展方向，相关的红利政策早在 2015 年就已经开始。2015 年 1 月 6 日，住建部就发布了《住房城乡建设部关于加快培育和发展住房租赁市场的指导意见》，提出要积极推进房地产投资信托基金（REITs）试点。

此后国务院在 2016 年 6 月 3 日发布的《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》中，明确提出要鼓励金融机构向住房租赁企业提供金融支持，同时也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。除此之外，国家发改委还在 2017 年 8 月 15 日发布的《关于在企业债券领域进一步防范风险加强监管和服务实体经济有关工作的通知》中，明确表明相关部门可以积极组织符合条件的企业发行债券专门用于发展住房租赁业务。而除了全国性的政策，截至 2017 年 12 月，共有 28 个省级地方政府先后发布了关于培育和发展住房租赁市场的指导文件，主要涉及的关键政策包括允许商改住、鼓励个人出租住房、提供金融支持等方面，以促进地区住房租赁市场的发展。

进入 2018 年，中央继续保持了支持住房租赁发展的基调，出台了多项政策确立及强化住房租赁市场的发展目标，在多方面给予支持和鼓励。在资金支持方面，政府在今年 4 月份发布的《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》中表达了对于房企进行住房租赁资产证券化的鼓励。此外，银保监会在 6 月份发布的《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》中也允许险资进入长租市场，为市场引入更多优质资本。由此可见，作为长效机制建设的重要一环，住房租赁市场的建设在 2018 年继续受到了政府的高度重视，为刺激市场良性发展提供了环境上的支持。

表：2018 年部分住房租赁相关政策

日期	出台部委/会议	政策名称	主要内容
2018 年 3 月	全国两会	政府工作报告	建立健全长效机制,培育租房租赁市场,发展共有产权住房。加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。
2018 年 3 月	国家发改委	《关于实施 2018 年推进新型城镇化建设重点任务的通知》	要全面放宽城市落户条件,探索租赁房屋的常住人口在城市公共户口落户。
2018 年 4 月	证监会&住建部	《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》	鼓励专业化、机构化住房租赁企业开展资产证券化;支持住房租赁企业建设和运营租赁住房,并通过资产证券化方式盘活资产,支持住房租赁企业依法依规将闲置的商业办公用房等改建为租赁住房并开展资产证券化融资,重点支持住房租赁企业发行以其持有不动产物业作为底层资产的权益类资产证券化产品,试点发行房地产投资信托基金(REITs)
2018 年 5 月	住建部&财政部&央行&公安部	《关于开展治理违规提取住房公积金工作的通知》	优先支持提取住房公积金支付房租,提取额度要根据当地租金水平合理确定并及时调整。
2018 年 6 月	银保监会	《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》	允许保险公司通过直接投资、保险资产管理机构通过发起设立债权投资计划、股权投资计划等方式间接参与长租市场
2018 年 8 月	住建部	部分城市房地产工作座谈会	各地要加快制定住房发展规划,大力发展住房租赁市场。
2018 年 9 月	国务院	《关于完善促进消费体制机制,进一步激发居民消费潜力的若干意见》	总结推广住房租赁试点经验,在人口净流入的大中城市加快培育和发展住房租赁市场。加快推进住房租赁立法,保护租赁利益相关方合法权益。
2018 年 10 月	住建部	《中共住房城乡建设部党组关于巡视整改进展情况的通报》	加快建立和完善房地产市场平稳健康发展长效机制,推进形成租购并举的住房制度。

数据来源：CRIC 整理

2、股权融资为早期主要融资方式（略）

3、资产证券化、债权融资突飞猛进（略）

整体来看，长租公寓企业的融资方式形式多样，涵盖了资产证券化、债权融资、股权融资等，此外还包括有并购基金、众筹、P2P、租金贷、保理等等。

表：长租公寓企业主要融资方式

类别	融资方式
资产证券化	ABS&ABN
	CMBS
	类 REITS
债权融资	专项债券
	中期票据
	银行贷款
股权融资	股权融资
其他	并购基金
	众筹产品
	P2P 理财
	租金贷
	保理

数据来源：CRIC 整理

二、资产证券化：产品多样适合各类长租公寓企业

对于规模较大的长租公寓企业而言，由于其融资信用较高，因而可以选择风险较低的融资方式，比如发行资产证券化产品，与银行等金融机构成立并购基金。**这些融资方式的共同点在于融资成本较低，但是对于发行企业的要求较高，因而适合拥有一定规模，且在稳定运营的企业。**

长租公寓的资产证券化主要有 ABS/ABN、CMBS 以及类 REITs 三种形式，其操作方式和对企业的要求均有差异。其中，由于 ABS/ABN 的底层资产为租金收益权，其原始权益人无需拥有物业产权，故而该模式门槛较低，可以供二房东类、分散式的轻资产类长租公寓企业使用。而由于 CMBS 及类 REITS 则需要原始权益人拥有物业产权，故而仅有房企等重资产类长租公寓企业能够操作，具体区别可见下表。

表：三种资产证券化方式具体区别

类别	ABS/ABN	CMBS	类 REITs
底层资产	租金收益权	商业地产抵押贷款	商业地产产权和租金收益权
收益保障	租金及管理费等	租金及管理费等	物业增值、租金及管理费等
原始权益人是否需拥有物业产权	无	有	有
专项计划是否间接拥有物业产权	无	无	有

资料来源：CRIC 整理

1、ABS&ABN：门槛较低、适用范围最广

➤ 租金 ABS 提高资产利用效率

长租公寓的 ABS 或 ABN，是房企、中介或运营商以公寓产权、预期租金或租房贷款作为底层资产，在市场上公开募资的一种融资方式。最早出现于 2017 年 1 月，当时魔方公寓发行了 3.5 亿元魔方公寓信托受益权资产支持专项计划，从而成为了中国长租公寓领域的首单 ABS。长租公寓 ABS 的出现，解决了长租公寓市场长期以来传统融资渠道单一的问题，有效降低了融资成本，提高了融资效率。据统计，2017-2018 年，市场上共发行了 86.1 亿元的长租公寓 ABS 或 ABN，平均融资成本为 5.6%，有力地推动了长租公寓市场的发展。

表：近期已发行的长租公寓 ABS/ABN 产品

发行人	债券全称	发行时间	发行规模 (亿元)	发行期限 (年)	优先级发行 利率
魔方公寓	魔方公寓信托受益权资产支持专项计划	2017/1/10	3.5	1-3	4.8%-5.4%
自如	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	2017/8/10	5	2	5.4%
招商蛇口	飞驰-建融招商长租公寓系列 2017 年度第一期定向资产支持票据	2017/12/25	40	15	5.0%
自如	中信证券-自如 2 号第 1 期房租分期信托受益权资产支持专项计划	2018/3/15	2.6	2	6.47%-7.6%
自如	中信证券-自如 2 号第 2 期房租分期信托受益权资产支持专项计划	2018/5/3	3	2	6.29%-7.6%
世茂房地产	世茂-华能-开源住房租赁信托受益权资产支持专项计划	2018/7/6	5	20	5.6%
自如	中信证券-自如 2 号第 3 期房租分期信托受益权资产支持专项计划	2018/7/24	3	2	5.81%-7.5%
泰禾集团	中信证券-泰禾集团慕盛长租公寓 1 号资产支持专项计划	2018/9/7	8.11	18	7.5%-9%
武汉地产	长江资管-武汉地产公租房资产支持专项计划	2018/11/8	8.92	1-18	4.8%-5.5%
世茂房地产	世茂-华能-开源住房租赁信托受益权第二期资产支持专项计划	2018/12/14	5	20	7.0%
世茂房地产	华能信托-开源-世茂住房租赁资产支持专项计划	2018/12/27	2	20	5.6%

资料来源：CRIC 整理

➤ ABS 无需业权门槛相对较低（略）

2、CMBS：只适合重资产运营的企业（略）

3、类 REITs：政策支持未来大有可为（略）

三、债权融资：规模企业颇具优势的融资方式

1、专项债券：规模快速增长、资金用途是监管重点

➤ 专项债券未来发行规模可期

发改委于 2017 年 8 月 15 日发布《关于在企业债券领域进一步防范风险加强监管和服务实体经济有关工作的通知》中，明确表明相关部门可以积极组织符合条件的企业发行债券专门用于发展住房租赁业务，住房租赁专项债券开始步入房企融资的舞台。专项债券发行方式分为面向合格投资者公开发行与非公开发行两种。从上交所审核意见看，专项债券是否批准发行根据两个交易所的反馈，监管层的关注点集中在募集资金用途、是否存在重复融资、租赁住房性质三个主要方面。

2017 年 12 月 28 日，龙湖获批发行 50 亿元租赁住房公司债，为国内首单住房租赁专项债券，实现了国内住房租赁融资方面的新突破。截至 2018 年年底，据不完全统计，共有 7 家房企发行了住房租赁专项债券，金额共计 135.28 亿元。与此同时，有意向发行住房租赁专项债券的房企也不在少数。根据上交所公开信息以及其他交易所部分消息，截至 2018 年底，除了已发行专项债券的房企外，还有 10 家房企的住房租赁专项债券获得了交易所批准，若加上 2019 年 1 月部分获批发行的债券，未发行的住房租赁专项债券起码达到 484.12 亿元。

表：2018 年以来部分房企发行住房租赁专项债券相关情况

发行方	获批时间	额度 (亿元)	发行起始日	已发行规模(亿)	发行期限 (年)	票面利率 (%)
龙湖集团	2017-12-28	50	2018-03-19	30.00	5	5.60
			2018-08-15	20.00	5	4.98
海伦堡	2017-12-28	10	2018-6-22	10	5	7.9
绿城集团	2018-03-12	40	/	/	/	/
首创置业	2018-05-24	50	/	/	/	/
万科集团	2018-06-11	80	2018-08-07	15.00	5	4.05
			2018-10-25	20.00	5	4.18
保利置业	2018-06-29	20	2018-08-08	7.00	3	5.28
保利地产	2018-07-25	31.4	/	/	/	/
宋都基业	2018-08-28	10.00	/	/	/	/
中骏集团	2018-08-30	20.00	/	/	/	/
龙光集团	2018-09-07	35.00	2018-12-05	10.00	4	7.00
融信集团	2018-09-13	50.00	2018-11-27	20.00	3	7.28
葛洲坝	2018-10-25	28.00	/	/	/	/
正荣集团	2018-12-03	40.00	/	/	/	/

广州城建	2018-12-07	20.00	/	/	/	/
泰禾集团	2018-12-20	30.00	/	/	/	/
碧桂园	2018 年下半年	25.00	2018-11-15	3.28	3	6.60
龙湖集团	2019-01-07	50	/	/	/	/
荣盛发展	2019-01-21	30.00	/	/	/	/
合计		619.40		135.28		

备注：保利发展 2018 年 7 月 25 日获批发行 150 亿元公司债，其中 31.4 亿元用于住房租赁。

资料来源：上交所、深交所、CRIC 整理

➤ 长租公寓暴雷后资金用途遭严格审查（略）

2、中期票据：多次小额方式更为灵活（略）

3、银行贷款：更青睐开发商及政府背景企业（略）

四、其他中小长租企业融资方式

1、风投、私募股权融资：初创公司的主要融资方式（略）

2、理财产品：众筹、P2P 为项目输资造血（略）

3、租金贷：租金贷乱象更是信用问题

五、总结：形成良性循环才是明智之举

从 2015 年至今，我国长租公寓在政策的支持下，从野蛮生长到乱象丛生，从自检自查再到综合治理，长租公寓的融资环境也发生了较大的变化：资产证券化继续受到政策支持；长租专项债券监管趋严；网贷及租金贷乱象接连整治等等。

对于规模较大的长租公寓品牌而言，长租公寓的融资渠道无疑更为广阔，方式包括有资产证券化、专项债券、中期票据等等。但对于规模较小，甚至是初创的长租品牌而言，则能通过股权融资、众筹、P2P、租金贷等方式进行。事实上不管是债权融资也好，网络贷款也罢，不变的是提高企业的资金使用效率，支持企业的进一步发展。长租公寓企业在加大杠杆的同时，也切记不可图快图大，一味将融到的钱用于扩大规模，可以将部分的资金用于房租偿还及现有项目的装修改造，提升租客租住体验，并使股东权益得到增长才是明智之举。此外长租公寓企业也更应从运营着手，增加物业附加价值，提升利润空间，从而让长租公寓企业更快地走上良性循环的轨道。

表：长租公寓企业各融资方式对比

类别	融资方式	主要适合范围	优势	劣势
资产证	ABS&ABN	规模企业	租金收益权为底层资产，无需企业拥有	操作较为复杂，对于底层资产的质

券化			物权，适用范围广	量有一定要求
	CMBS	重资产企业	发行价格低、流动性强、放贷人多元化、对母公司无追索权、保持资产控制权、资产负债表表外融资	对于发债主体的信用评级和底层资产要求较高
	类 REITs	重资产企业	以较大规模的融资额通过一次审批多次发行	我国对 REITs 的配套制度仍有待完善，尤其是税收方面
债权融资	专项债券	规模企业(上市企业为主)	属于事前融资工具，在项目建设前就可通过发债融资	对于公司财务要求较高，资金用途限制不断加强
	中期票据	规模企业(上市企业为主)	规定期限内分多次小额发行，较为灵活；且发行单位和投资者可以自由协商条款部分内容	不能满足长租公寓长期的资金支持
	银行贷款	大型开发商或政府背景企业	可以获得银行的低息信用贷款	限制较高，规模较小的企业难以贷款
股权融资	风投、私募等股权融资	初创企业	在企业发展的各个阶段提供融资，具有持续性	单纯股权稀释无法支撑持续发展，甚至失去控制权
其他	并购基金	规模品牌企业	跟金融机构合作，以较少资金撬动较大规模基金推进业务扩张	长租盈利前景不够明朗，回报周期长，使用范围较小
	众筹产品	中小企业为主	有效和低成本融资渠道，也是极好的宣传手段和市场调研	投资者无法给予统一且富有建设性的意见，且关注度不够持续
	P2P 理财	中小企业为主	融资规模小且融资期限十分灵活	目前国内的 P2P 政策干预为主要风险
	租金贷	中小企业为主	提高初始资本的使用效率，租客与企业实现双赢	租金贷乱象下，政策监管力度不断趋严
	保理	大中型企业为主	相比租金贷，一次性回收大批次的公寓租金，在融资规模上更大	要求上较为严苛，对象多是大型企业；而商业保理利率较高，保理业务往往限制于特定行业

数据来源：CRIC 整理