

公寓类 REITS，规模决定成败



使租房成为一种生活

Equity Residential Properties (EQR)，于 1969 年成立，定位于在美国最高增长和最繁华地区收购、开发和管理高品质公寓，目前在美国 23 个州和哥伦比亚地区拥有 500 多处物业、15 万多套公寓，是美国最大的出租公寓的经营者。

EQR 是如何把拥有和出租公寓做成一种可持续的盈利模式的？它和一般的房屋中介有什么区别？这种模式在中国是否可行？

“月月融资”

EQR 于 1993 年上市，是美国第一家经营出租公寓的上市 REITS，公司相信上市后透明的信息披露和更多分析师的关注可以吸引更多的资本，使其以远超前于其他公寓经营者的速度，实际情况也确实如此。

1996 年随着资本市场 REITS 类股票热潮的掀起，EQR 开始频繁融资和做大规模。说到频繁融资，EQR 的融资速度要令国内许多上市公司为之震惊，作为 REITS，根据美国法律

公司需要把每年利润的 90%以上分红，这就使它的扩张高度依赖于外部融资，而在资本市场的繁荣期，公司更将这种融资能力发挥到极致，在 1996~1998 年上半年，EQR 可以做到每月增发融资！

1996 年 1 月 EQR 通过股票增发融资 5070 万美元，2 月再次股票增发融资 6780 万美元，5 月两次增发共融资 1.11 亿美元，9 月股票增发融资 7500 万美元的同时，又通过发行优先股融资 1.11 亿美元，12 月股票融资 1.77 亿美元——1996 年总计股权融资 5.9 亿美元。进入 1997 年，公司的股市融资步伐进一步提速，1997 年 3 月 3 次增发共融资 8830 万美元，5 月发行优先股融资 1.7 亿美元，6 月 5 次增发共融资 4 亿美元，9 月股票增发融资 2420 万美元的同时，发行优先股融资 3 亿美元，10 月收购过程中定向增发融资 1.5 亿美元，12 月公开发行人股票融资 2280 万美元，同时为完成收购定向增发融资 3600 万美元——1997 年合计股票融资 11.9 亿美元。1998 年上半年融资延续，1 月增发融资 1.95 亿美元，2 月两次增发共融资 9500 万美元，3 月增发融资 2370 万美元，4 月增发融资 4410 万美元，上半年共发行股票融资 3.6 亿美元。进入 2008 年下半年，受亚洲金融危机冲击，银行开始收缩贷款，引起了投资人对 REITS 等地产类公司的担忧，REITS 股价平均下降 24%，REITS 的再融资之路关闭，EQR 也因此转向了债券融资市场。

实际上，在亚洲金融危机以前，公司就开始同时使用股票和债券两种融资工具。1996 年 8 月 EQR 发行 30 年期债券融资 1.5 亿美元，1997 年 10 月发行 20 年期债券融资 1.5 亿美元，1997 年 11 月发行 4 年期债券融资 1.5 亿美元，同时发行 6 年期债券融资 5000 万美元，1998 年 4 月发行 17 年期折扣债券融资 3 亿美元，1998 年 8 月发行 5 年期浮动利率债券融资 1 亿美元，9 月发行 2 年期债券融资 1.45 亿美元。1999 年债务融资规模进一步扩大，年内发行了 5 年期债券融资 3 亿美元，2001 年又发行了 10 年期债券融资 3 亿美元，2002 年 3 月发行 10 年期债券融资 4 亿美元，11 月发行 5 年期债券融资 5000 万美元，2003 年 3 月发行 10 年期债券融资 4 亿美元，2004 年 6 月发行 5 年期债券融资 3 亿美元，9 月发行 10 年期债券融资 5 亿美元，2005 年发行 10.5 年期债券融资 5 亿美元，2006 年 1 月发行 10.5 年期债券融资 4 亿美元，2007 年 5 月发行 5 年期债券融资 3.5 亿美元，同月还发行 10 年期固债券融资 6.5 亿美元……

除了股票和债券融资，在利率较高的环境下，EQR 也采用可转债融资，如 1999 年 9 月发行可转债融资 4000 万美元，2000 年 3 月两次发行可转债融资 6600 万美元，5 月发行可转债融资 2100 万美元，8 月发行可转债融资 5000 万美元，12 月发行可转债融资 900 万美元，2001 年又发行了 6000 万美元的可转债和 1.5 亿美元的可转换优先股，2006 年 8 月发行 20 年期可转债融资 6.5 亿美元……

频繁的融资使公司能够在资本相对安全的情况下实现超常扩张。

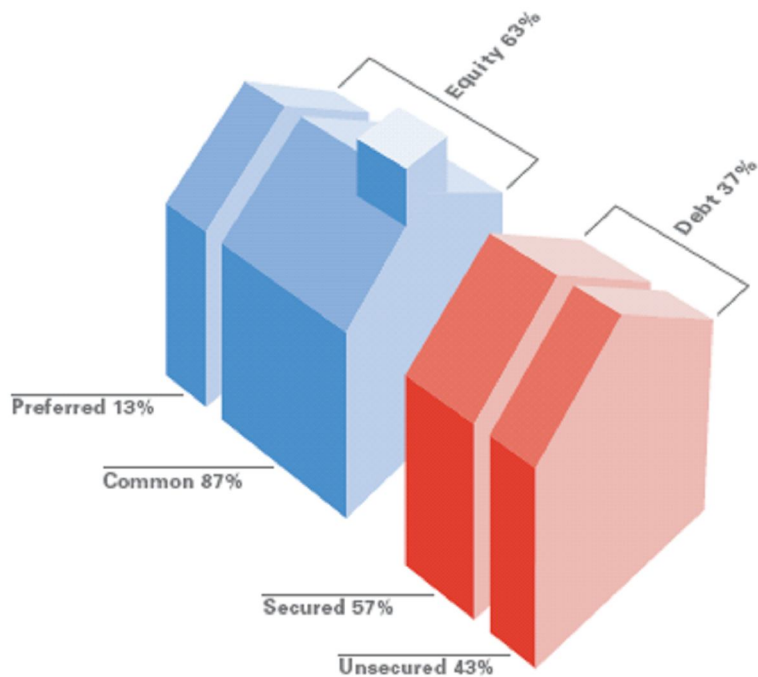


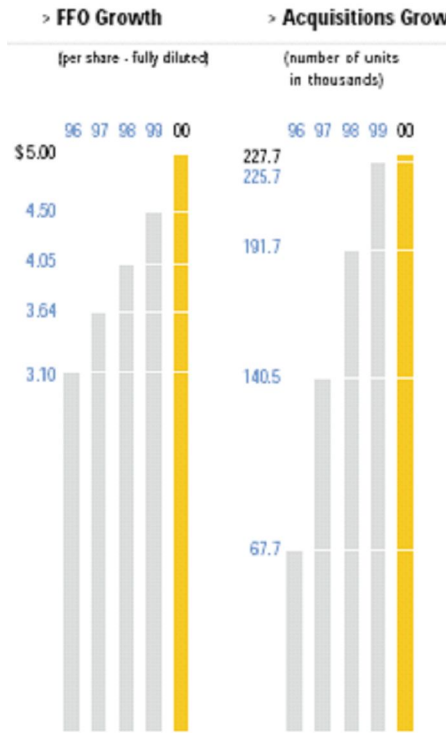
图 () 密集融资期中公司的资本结构 (2001 年)

大规模并购

资本市场融来的大量资金被用于大规模的物业收购,而换股收购和承债收购则减少了收购中的现金使用,从而推动了并购速度的进一步加快。

1997年5月EQR以10亿美元总价收购了Wellsford,其中,以股票支付4.4亿美元,承接了1.6亿美元Wellsford的可转债和优先股,以及3.45亿美元的抵押贷款和公司债,收购使公司获得了72处物业19000套公寓;1997年12月EQR以12亿美元总价收购了EWR公司,其中,以股票支付5亿美元,承接了1.07亿美元的少数股东权益和5亿美元的抵押贷款和公司债,获得了53处物业15000套公寓;1998年10月以22亿美元总价收购了MRY公司,其中以股票支付10亿美元,承接了3.7亿美元的可转债和优先股、4000万美元的少数股东权益和7.23亿美元的抵押贷款和公司债,获得了108处物业32300套公寓,4处在建物业和6处合资物业;1999年10月以7.4亿美元收购了LFT,其中以股票支付1.8亿美元对价,承接了5.3亿美元的抵押贷款和公司债,获得了402处物业、36600套公寓;2000年以1.63亿美元收购了GLOBE,以4.6亿美元收购了TQ公司,其中现金支付1.4亿美元,以股票单位支付3720万美元,并承接了2.4亿美元的借款和1120万美元的其他负债,获得了60处物业、7308套公寓。

频繁收购使公司规模迅速扩大,1993年上市时仅有69处物业、22000套公寓,到1998年时已经增加到654处公寓、18万套公寓,期间总共斥资106亿美元进行收购(包括承接的26亿美元抵押贷款和8.5亿美元债券);到2000年时,规模进一步扩大到1104处公寓、23万套公寓。



图（）EQR 快速的规模扩张

规模的意义

EQR 为什么要“疯狂”的扩张规模？

首先，规模可以帮助 EQR 吸引更多客户。EQR 的公寓类型覆盖了老人、学生、蓝领、白领和各种专业人士；其庞大的规模也使其成为机构客户的租房首选，EQR 为军队驻扎地的军官及其家属提供常年出租的公寓，为年轻的教师提供大学区的公寓，为企业的外派员工、实习生提供短租公寓……

EQR 覆盖了各类市场，也因此提高了客户忠诚度。由于 EQR 在全美数十个州的核心地区都有公寓出租，所以，当 EQR 的租户由于工作等原因需要从一个城市迁移到另一个城市居住时，他们并不需要费力去寻找新房东，因为 EQR 可以在新城市里为其提供相同品质的住所，而且帮助他们在最短时间内从一个城市迁移到另一个城市。

此外，庞大的销售规模使公司有能力设计和负担各种促销活动，如 EQR 允许租户以最多 20% 的租金用于未来购房，即，只要租户在 EQR 的租期超过一定年限，而且在 EQR 租房期间购买了指定开发商的房子，他们就可以获得最高 20% 的租金返还，用作购房款——租户租赁的时间越长，积累的购房款就越多。促销措施帮助 EQR 留住了大量租户，挖掘了每个租户的最大价值，而损失的租金则从开发商那里获得补偿。

除了需求的挖掘外，规模还意味着 EQR 能以更低的成本运营。一方面，EQR 可以通过统一采购、统一租赁家具和家电设备来降低运营成本，通过统一入户的电话网、有线电视网、宽带网和煤气管线、水电网络来降低使用费用，通过全国范围统一的广告营销来降低单位营销成本，而这些都是一般中介公司和个人房东不可能做到的。另一方面，EQR 可以通过统一的员工培训来提供标准化的物业服务 and 专业的维修服务，使租户不必担心不同小区的物业服务水平。总之，规模效应让 EQR 的管理费用率仅为 2~2.5%，比行业平均水平低一半，是

同行业中最低的。

第三，规模意味着公司可以通过为租户提供其他服务来增加收益点。如在上世纪九十年代末，EQR 就开始大力发展信息系统，提供网上租房、电子缴费等服务——EQR 早在 2000 年就引入网上支付系统和 Call Center，成为全美最早引入网上支付的出租公寓之一，到 2003 年网络已经成为公司最大的客户源，而今天，公司租房网站上大量的浏览量为其创造了每年 1600 万美元的额外收益。除了租房网外，公司还通过代卖家财险等其他租户必须产品来获取额外收益。

总之，规模为公寓经营公司创造了更大的需求和更低的成本，而规模化过程中形成的分散的地区组合则增强了公司的抗地区经济冲击能力。

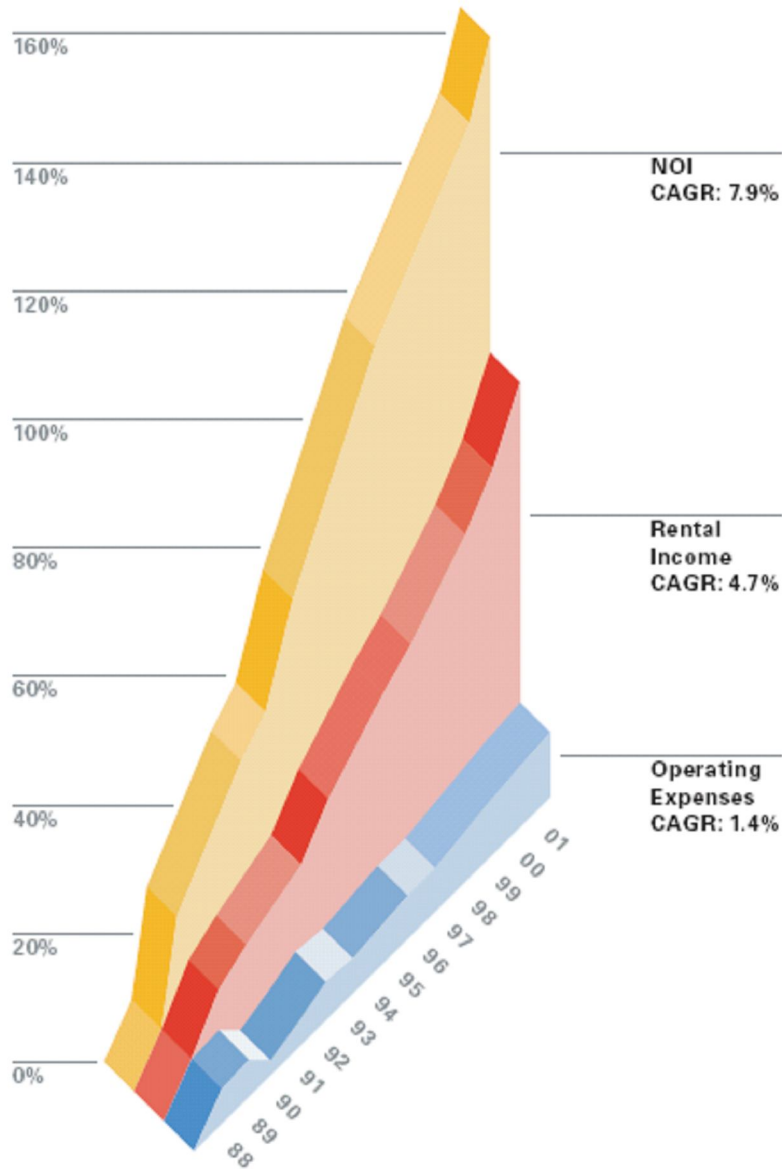


图 () EQR 规模效应：收入增速>成本增长

从粗犷走向精细

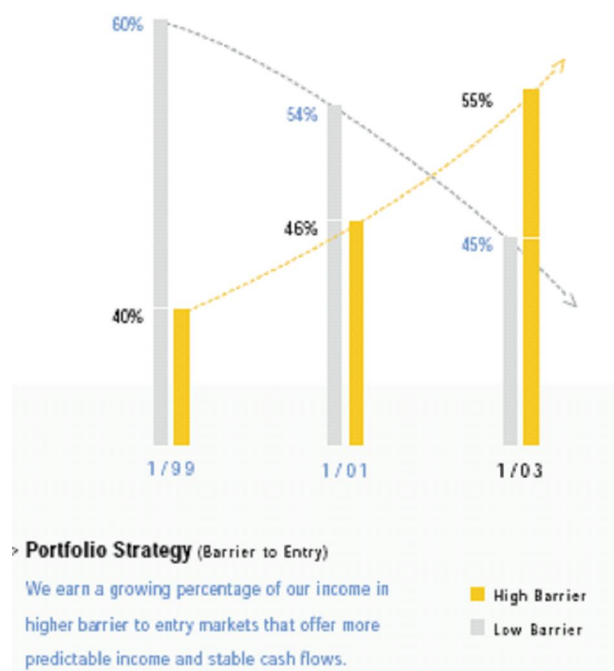
但是，规模并不是一切，随着规模扩张到一定程度，EQR 开始转向更加精细化的经营

管理。它先是退出了那些出租率低、成长慢的市场，转向更具有地区规模效应的市场，接着又剥离了那些在快速扩张期尝试进入的新业务，聚焦于公寓经营的主业。

市场范围的聚焦

2000 年以后，EQR 就开始减慢扩张速度，进行内部业务梳理，2003 年更明确提出要缩减经营市场范围，退出那些出租率低、成长慢的市场，聚焦于那些租房需求大、成长快的市场，从而更好发挥规模效应，提高利润率。根据公司规划，到 2005 年末，经营范围将从现在的 50 个州缩减到 30 个州。

2003 年 EQR 卖出了在南卡罗莱纳、佛及尼亚、阿拉巴马等州的一些老旧房屋，转而收购波士顿、南佛罗里达等地的一些新物业；2004 年继续卖出了 10 亿美元物业，而在更发达的市场投资 9 亿美元，并开始大规模自己开发；2005 年以 20 亿美元卖出了 56 处物业，同时以 22 亿美元买入了 41 处物业；2006 年以 22.6 亿美元卖出了 335 处物业，以 17.5 亿美元买入了 35 处物业，其中最大的交易是以 10.9 亿美元卖出了中西部和南部的 Lexford 分部的 289 处物业——2000~2006 年，EQR 累计卖出了 80 亿美元的二线城市资产，买入了 80 亿美元的一线城市资产。2007 年又以 19 亿美元卖出了 73 处物业，以 17 亿美元买入了 36 处物业，还有 10 多亿美元的在建物业和 20 亿美元的待售资产。到 2007 年底，公司的经营范围已缩减到 24 个州。



图（）市场范围重新整合

PORTFOLIO AT 1993 IPO

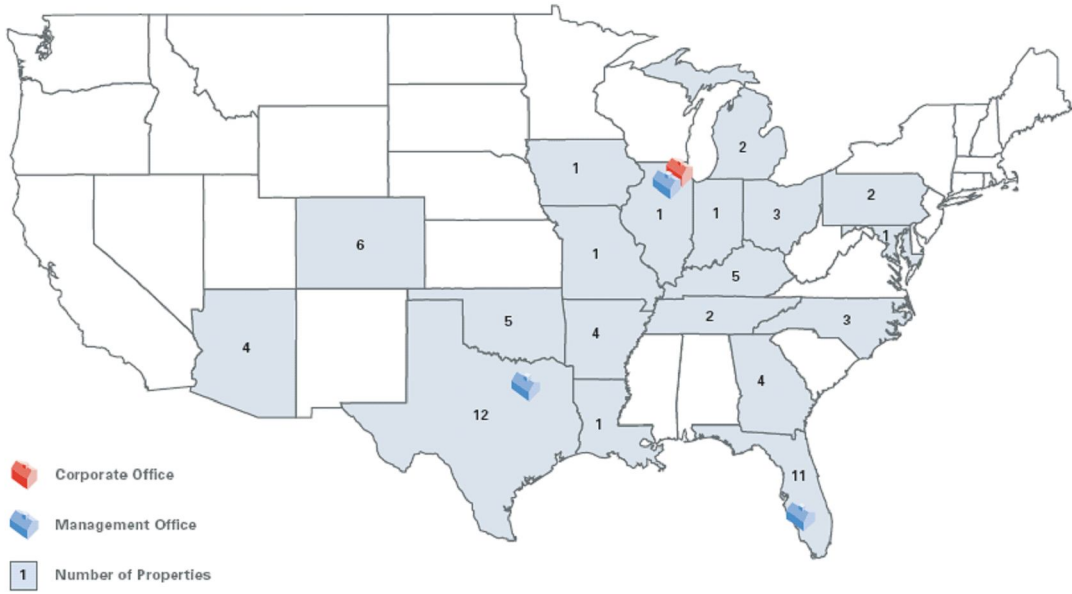


图 () EQR 在 1993 年的市场范围

PORTFOLIO TODAY

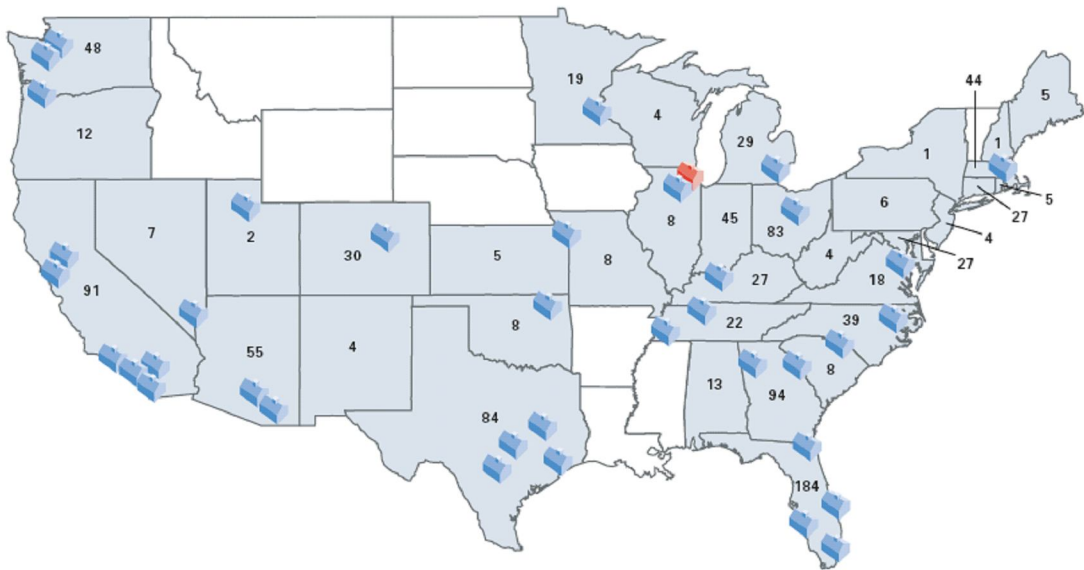
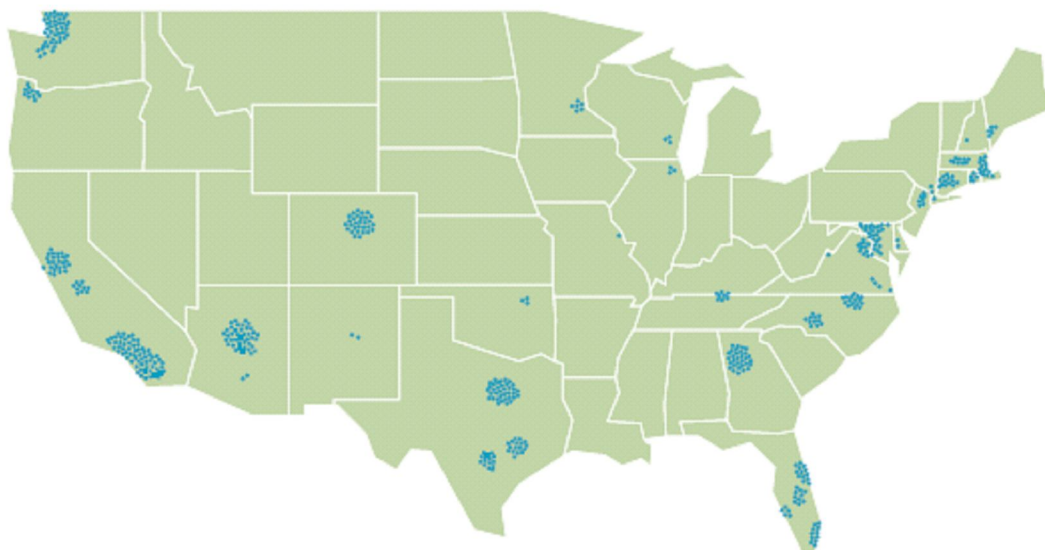


图 () EQR 在 2001 年的市场范围

Equity Residential Portfolio

As of December 31, 2006



图（）EQR 在 2006 年的市场范围

业务结构的聚焦

在精简市场范围的同时，公司也在精简业务范围。2000 年时，EQR 收购了 Globe 公司，并由此进入了家具出租行业，开始尝试上下游一体化，但事实证明，对于 EQR 来说，相对于自我经营，家具的外部采购更能发挥其规模效应——与其自己购买家具再租给自己的公寓使用，还不如凭借庞大的规模来低价租赁其他公司的家具。经过一段时间的尝试，EQR 最终决定退出这一领域，并于 2002 年将这部分业务卖给了家具出租业的行业龙头，确认了 7700 万美元的资产损失。除了家具出租业务的卖出外，公司还将网络泡沫时期发起的一些社区网卖给了专业的 IT 公司，使业务更加聚焦于公寓出租和管理。

危机中的 EQR

进入 2007 年，次贷危机开始冲击整个地产行业，公寓出租业也不能幸免，2008 年公司开始为在建项目计提资产损失，并于四季度出现了首次亏损。但总体而言，庞大的规模、业务的聚焦和相对保守的财务策略，还是让公司在危机中有了较强的抗冲击能力。

截止 2008 年 12 月底，EQR 手持现金 10.2 亿美元，并有 13 亿美元未使用的循环贷款额度，与之相对，公司在 2009 年有 8.6 亿美元到期负债，2010 年有 9.5 亿美元到期负债，2011 年有 15.1 亿美元到期负债，财务压力相对较小。也因此，在整个金融危机过程中，EQR 相对于其他以销售为目的的地产公司有着更抗跌的股价表现。



图（）EQR 与美国房屋销售额最大的地产商 PHM 和 DHI 的股价比较

EQR 的模式在中国可以复制吗？

随着中国房地产行业陷入低谷期，地产商也在寻找新的出路，一些开发商开始建设酒店式公寓，而未来 REITS 的出台则将在很大程度上解决出租式公寓的资金支持问题。但只有资金支持还不够，瞄准最高端的酒店式公寓在中国的需求量毕竟还太少，只有当公寓成为一种中产阶级的生活方式时，它才有可能成为一种可复制的商业模式。

目前国内的租房市场确实相当庞大，但都是以个人房东和房地产中介公司为主体，真正的公寓仅集中在最高端，这是因为一方面，由于文化因素中国人更愿意买房而非租房，所以租房只是一种过渡阶段，租户更愿意把钱存起来买房，相应地愿意支付的房租就较低，对租房品质的要求也不高，公寓统一管理的优势难以体现；与之相对，西方国家的房产税政策使得拥有房屋的后续成本大大增加，租房的相对优势得以体现。

但从长期看，随着房价的不断上涨，国内一些城市房价收入比已经达到 10 倍以上，月供已经远远超过了租金，在这一背景下租房的需求将逐步释放——当毕业生需要 5~10 年，甚至更长时间才能买得起合心的房子时，租房将成为一种生活方式，此时统一管理的公寓因期标准化的物业品质而具有了更强的吸引力。此外，随着国内高级人才跨区域流动的日益频繁，公寓的需求也将日益上升，比如一些已经在北京置业的白领，当他们由于工作发展需要不得不在一段时期内迁移到上海或深圳时，租一套高品质的公寓成为许多人的首选，也因此，一些外资企业已经开始为外派的员工租赁公寓了——相对于酒店，公寓的成本要低得多，而相对于散租的房屋，公寓的品质更有保障。

总之，当人口流动日益频繁，而月供成本与租金成本的差距日益拉大时，公寓的需求也将日益上升。实际上，在美国，租金水平长年稳定在中产阶级收入水平的 20%，而月供则在收入的 20~30% 之间波动，平均比租金高出 25%，正是这 25% 的差额维持着公寓市场的成长——在每年新增的住宅楼（非独立住宅）中，三分之二以上都是用于出租的公寓，用于销售的楼宇只是少数。

当然，作为公寓的经营者，在地价高企的背景下，地产商难以享受卖房过程中的暴利，但却有更稳定的业绩回报，实际上，即使在 2008 年地产股大跌的背景下，美国公寓类 REITS 在过去十年中仍为股东提供了年均 8.77% 的回报率（主要是分红收益），比许多以销售为目的的地产开发商高得多，也因此，公寓类 REITS 不是暴利的商业模式，却是一种稳健的商业模式。

最后，对于今天经营酒店式公寓的地产商来说，EQR 的经验告诉我们只有统一品牌下

的规模扩张才能节约成本、创造需求。

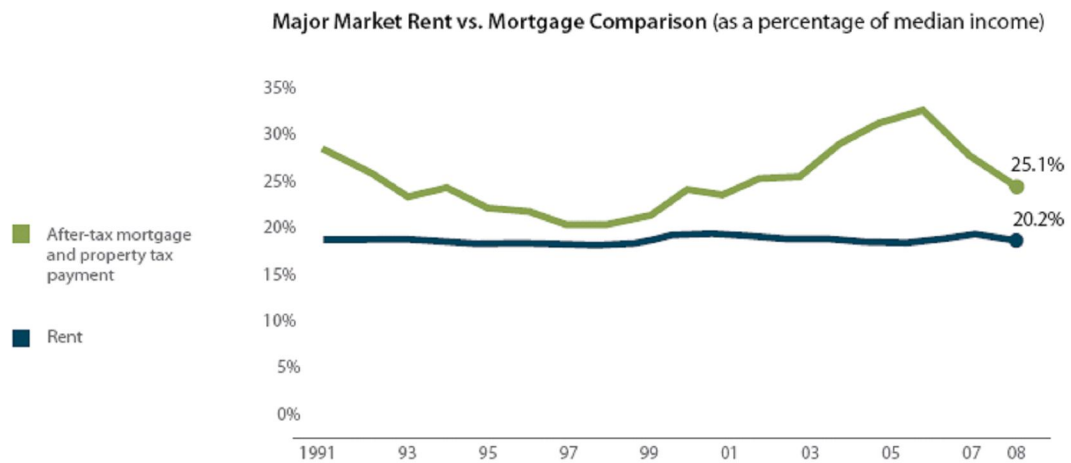


图 () 美国的租金收入比与月供收入比

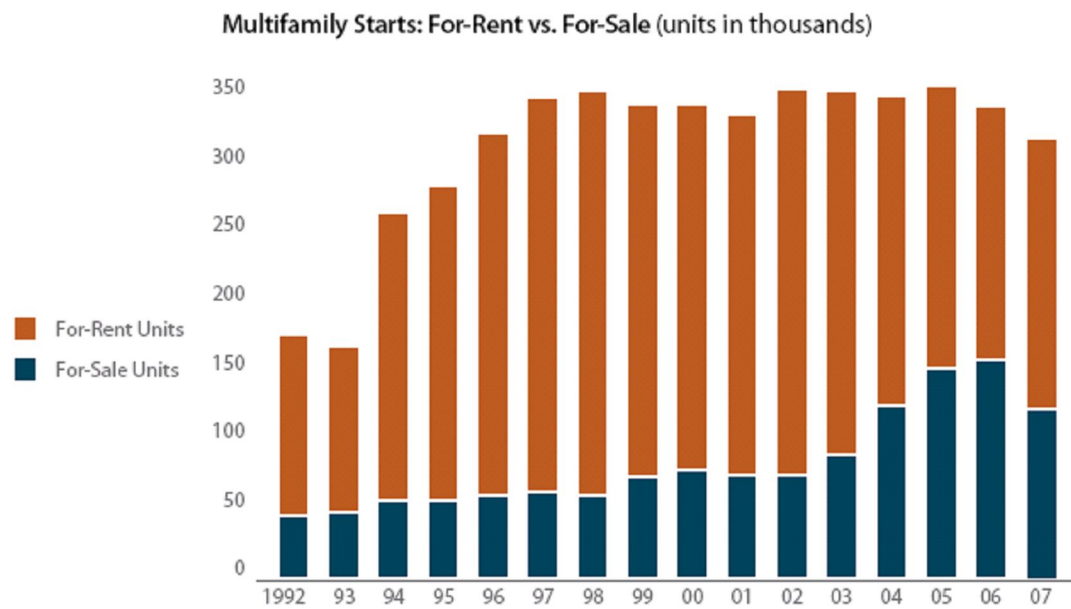


图 () 新开工住宅 (非独户) 中用于出租的单元数量和用于销售的单元数量