

房地产行业企业主体信用评级方法



上海资信有限公司 编撰



版权声明

© 上海资信有限公司 2017

本文档之版权属上海资信有限公司所拥有。
未经本公司许可或同意的情况下，不得复制本文所载信息。

Copyright Warning

© Shanghai Credit Information Services Co., Ltd. 2017

This document is the subject of copyright. Any process may reproduce no part of this document without the prior written permission of Shanghai Credit Information Services Co., Ltd.

保密声明

本文档属上海资信有限公司所拥有，其内容均属机密。
未经本公司许可或同意的情况下，绝对不能披露或使用本文档中所载之信息。

Confidentiality Warning

This document is confidential and its contents must not be disclosed or disseminated to any unauthorized party, used or reproduced in any way without the prior written permission of Shanghai Credit Information Services Co., Ltd.

摘 要

房地产行业是我国重要的支柱与民生产业，行业景气程度与国内宏观经济、区域经济、政策导向等因素之间存在相关性，外部风险因素传导速度较快，属于高敏感性行业。

本评级方法旨在帮助受评主体、投资者以及其他相关机构理解上海资信有限公司（以下简称“上海资信”）在评估房地产行业企业的信用状况过程中考虑的风险因素及评级思路。

在评级时，上海资信考察的一级评级要素包括：公司治理与管理、经营环境、公司经营分析、财务分析。其中，对于房地产行业的财务分析，上海资信主要考察会计信息质量、资产质量与资本结构、盈利能力、现金流、偿债能力、或有事项。

另外，上海资信认为，我国房地产行业企业正面临的行业风险主要集中在：1、房地产行业属于资本密集型行业，资金投入大，建设周期长，行业发展对资金的依赖性强；2、三四线城市由于人口导入能力较弱，加之过去几年房地产行业过度供给造成的供需失衡，出现了区域性风险；3、土地价格在开发成本中占比较大，高价拿地的房地产开发企业在行业处于低谷期时可能面临更大的经营压力。针对这些共性风险，上海资信在对房地产企业评级时侧重于对企业内部基本经营情况和管理水平的分析，主要包括企业的经营战略方针、规模与市场地位、项目分布情况、土地储备、融资能力等因素。

一、 房地产行业定义

房地产行业是我国重要的支柱与民生产业，在国民经济中有着特殊的地位。上海资信评级方法中所述的房地产企业系从事房地产开发和经营的企业，具体指房地产企业进行的房屋、基础设施的开发建设，以及转让房地产开发项目或者销售、出租房屋等经营活动。

适用于本评级方法的房地产行业企业是指：1、房地产行业业务的营业收入占企业总营业收入的比重大于或等于 50%；2、没有一类业务的营业收入比重大于或等于 50%，但房地产行业收入比重均比其他业务收入比重高出 30%；3、不满足以上两种情况，但综合考察企业的经营模式、资产结构、收入和利润结构，判定该企业房地产行业经营特征明显的。

二、 房地产行业企业评级方法

本评级方法由以下两个部分构成。其中，第一部分归纳房地产行业的特征；第二部分介绍上海资信对房地产行业的评级思路，并确立房地产行业企业信用分析框架。以下就房地产行业企业的评级方法做详细介绍。

（一） 房地产行业信用风险特征

1、 行业区域性特征明显，部分三、四线城市供需失衡

房地产企业抗风险能力一定程度上体现于项目区域分布情况，待售项目所分布城市的经济环境、人口等因素直接关系到未来项目的销售和资金回笼。

人口方面，在中国一线城市及二线核心城市，较大规模的常住人口形成了该类城市的潜在购房力量，使得该类城市在房地产需求中表现更为强劲。而三四线城市由于人口导入能力较弱、房地产过度供给，形成了房地产市场供需失衡的局面。

经济环境方面，区域经济水平决定了区域居民的生活水平及物

价水平决定了居民的购买力和消费偏好。目前国内一二线核心城市的居民购买力相对较强，对高房价具有一定的支撑力。而在三、四线城市，居民购买力有限，难以承受高房价负担。加之市场对三四线城市的房价信心不足，导致国内房地产市场呈现一二线核心城市房地产市场火爆，而三四线城市市场供大于求的失衡格局。

2、行业发展资金需求大，业内企业杠杆经营程度高

房地产行业系资本密集型行业，资金对于房地产企业的经营至关重要。项目的资金投入及融资渠道对项目开展的进度起到决定性作用。房地产企业通过银行、关联方、创新型融资平台、资本市场募集等途径，以借款、信托、融资租赁等方式获取资金。房地产行业对外融资需求大，财务杠杆高。

3、行业内分化趋势加剧，中小型房企经营风险上升

近十年我国房地产行业得到快速发展，行业集中度持续提升，业内“马太效应”日趋明显。在房地产行业中，综合实力强、品牌影响力大的房地产企业不但拥有更为畅通的融资渠道，而且面对地方政府和承建商时亦有较强的议价能力，企业竞争优势显著；而中小型房地产企业由于自身资本实力有限，前期高价购地后，若融资杠杆功能不能被充分释放则将导致企业资金链趋紧并无力承担项目建设的后续支出，在此种情况下，该类企业易成为被大型房地产业兼并收购的对象。

可以预见的是，未来这种分化趋势将会进一步加剧，处于不同梯级企业的业绩分化也会愈加显著。

4、行业发展易受政策面影响，面临较大的政策风险

房地产行业是我国政府重点调控的行业，行业的政策敏感度较高。国家除通过具体产业政策实施调控外，还可以通过货币政策、土地政策、税收政策等来影响行业发展。整体来看，影响房地产行

业发展的政策层面因素复杂多变，行业面临的政策风险较大。

（二）评级思路

上海资信对企业主体信用评级的核心是向投资者揭示受评主体的违约风险。上海资信采用宏观微观相结合、定性与定量相结合的评级方法，在着重对受评主体自身信用状况考察的基础上，结合外部支持因素，由此判断受评主体未来的偿债能力和偿债意愿，并最终确定其信用等级。

1、 宏观与微观结合

上海资信首先对受评主体所处的外部宏观环境进行评价，从宏观经济运行情况、区域经济运行情况、行业运行情况、行业政策导向等多个维度对行业内企业面临的外部经营机遇及风险进行分析，归纳行业内企业自身特有的经营风险评价要素。具体对于房地产行业企业：

（1）经营环境

宏观因素：房地产行业与经济运行密切相关，城镇化建设进展、人均收入水平、行业景气度等因素直接或间接地影响着行业运行。对宏观经济周期预期的准确程度，以及在经济周期变化中适时调整企业经营战略的能力，这对于房地产企业未来的盈利和发展前景至关重要。

房地产属于不动产，具有不可转移的特征，因而其具有明显的区域性特征。不同地区的经济运行状况、居民收支水平存在差异，其对房地产的需求亦不尽相同。在我国一、二线城市，经济环境较好、基础设施配套成熟、人民生活水平较高、人口较为密集、土地资源稀缺等因素决定了房地产项目较高的投资价值，而三、四线城市虽有着较为充裕的土地资源，但由于基础设施配套设施不完善、人口导入能力弱等因素，导致该类区域的房地产市场需求不足，项目的价值支撑力度相对较弱。

基于上述行业特点，上海资信在评价房地产企业时，从 GDP、产业增加值、固定资产投资、人均可支配收入等方面分析宏观及区

域经济环境对房地产行业及行业内企业经营的传导作用程度；从行业规模、行业投资情况、行业准入机制、行业企业绩效指标、行业市场竞争格局等方面分析房地产行业运行的风险及发展机遇，归纳行业内企业的运营背景。

政策因素：政策是影响房地产行业发展的的重要因素。对房地产行业影响较为关键的政策有：货币政策、土地政策、供需政策、财政政策等。货币政策通过信贷、利率等政策工具，对货币的供给量进行管控，从房地产开发商和购房者两个方面来影响房地产行业的供给和需求。具体来看，货币当局采取宽松的货币政策且房地产行业政策导向性明显，银行类金融机构向房地产行业投放的信贷资金增加。一方面，从房地产供给的角度来看，银行有意愿向房地产企业增加信贷投放并以更优惠的利率向房地产企业发放信贷资金，房地产企业则有更多低融资成本的杠杆资金投资新项目，这一因素对增加房地产市场的供给量起到积极作用；另一方面，从购房者的角度来看，银行通过提高购房按揭贷款的审批额度、降低贷款利率来提高消费者的购房积极性，从而提升房地产的市场需求。此外，房地产市场需求的提升会加快房地产企业的资金回笼效率，房地产企业有更多的资金开发项目，从而进一步提升房地产市场的供给。

土地政策最终控制了房地产行业的供给规模；需求政策利用行政性手段调整房地产市场的需求，如限购政策等；财政政策，以税收政策为例，营业税、土地增值税等税收政策在一定程度上影响房地产企业的成本。

因此，在政策方面，上海资信主要考察的要素包括但不限于货币政策（包括信贷政策、利率政策等）、财政政策、土地政策、房地产行业供求政策等。

表1：行业经营环境评价要素

经济环境	宏观经济	包括与受评主体所在行业相关的宏观经济指标分析（包括GDP、工业增加值等），以及货币政策等宏观政策对行业的影响
	区域经济	根据受评主体业务特点对区域经济数据进行分析
行业现状	行业运行现状	受评主体所在行业的行业集中度、行业门槛情况、行业竞争格局
行业政策	-	近期行业政策以及该政策对受评主体及其所在行业的正面或负面影响

（2）企业经营

由于房地产行业分化趋势越发明显，公司规模是评价房地产企业经营实力的重要指标之一。大型房地产企业具有显著的规模优势，在获取土地资源、抵御区域房地产市场波动、降低建设和融资成本、融资渠道多元化等方面具有较强的能力。

对于房地产企业而言，其拥有的项目组合在地理位置上的适度分散化将是降低企业经营风险的有效途径。一方面能提供外延式的扩张机会，以便于公司进一步提高市场份额；另一方面能够更好地抵御单一地区房地产市场下滑风险。房地产开发项目不仅指住宅，也包括商业、零售、工业和其他专业用途物业的开发。不同的业态和价格定位更有利于分散单个项目的投资风险。

土地储备能力已经成为房地产开发企业的核心竞争力，是企业市场拓展的重要指标，其决定着企业未来的发展空间。优质、区位布局佳、规模适度的土地储备能够支撑企业的项目开发、销售和结转，保障企业的盈利水平。

上海资信在此部分主要考察的要素有：规模实力、社会影响力、合同销售额、拿地成本、土地储备、项目分布情况、开发项目类型等。

表2： 受评主体经营分析评价要素

公司规模	-	受评主体的收入规模、资产规模、资本规模；项目规模等
公司经营	-	收入结构及毛利率分析、上游、施工方及下游客户分析、成本构成（原材料、人工、能源、其他等所占的比例、趋势）分析
公司竞争力	行业竞争格局	阐述行业竞争格局，披露行业龙头企业的收入及市场份额情况，分析受评主体在行业中的地位及市场份额情况
	公司竞争优势分析	受评主体市场优势分析，包括业务开展多样性、项目分布区域、土地储备等方面

（3）项目分析

根据项目业态的不同，具体可分为在售项目、租赁经营项目和在建项目。针对不同类型的项目，上海资信在进行项目评价时有相应的侧重点。其中，在售项目侧重于介绍项目的预售日期、可出售面积、出售价格、周边同质项目价格等要素；租赁经营项目注重物业经营模式、物业实际出租面积、物业租金水平、租户情况、租约期限等内容的分析；在建项目更关注所建项目的土地、业态、土地面积、建筑面积、项目可行性等要素。

为满足企业发展的资金需求，企业需要进行融资，而能否顺利融资取决于企业的融资能力。融资过程中按资金来源方向的不同，企业融资分为内源性融资和外源性融资。内源性融资是企业通过内部积累筹集资金；外源性融资是指企业通过一定方式向企业之外的其它经济主体或个人筹集资金，如银行借款、债券募集、资产证券化等。上海资信通过融资规模、融资渠道稳定性、融资成本等评价指标来衡量企业的融资能力。

项目类型的不同决定着企业投资能力评价要素的不同。对于在售项目，分析其历史销售趋势，结合周边同质物业的销售价格及销售进度分析在售物业的未来销售趋势。对于租赁经营项目，可根据项目现有的出租率和租金水平合理预计未来现金流，并测算项目投资回报率。对于在建项目则以周边同质物业出售均价为分析基础进行收益率预测分析。

表3：受评主体项目分析评价要素

项目评价	租赁经营项目	对受评主体出租的项目进行评价，包括但不限于物业业态、物业经营模式、物业实际出租面积、物业租金、租户等情况
	在建项目	对受评主体的在建项目进行评价，评价项目包括但不限于所建项目的土地、业态、土地面积、建筑面积、未来经营方向等要素
	在售项目	对受评主体在售项目的评价，包括但不限于项目名称、项目业态、项目预售日期（包括预售证、售房合同登记等资料）、物业可出售面积、出售价格、周边同质项目价格等要素
融资能力	融资渠道多样化	银行借款、集团借款、关联方资金支持、债券募集、资产证券、股权募集或其他融资渠道
	融资规模	分析融资规模与受评主体经营的项目规模是否匹配
	融资渠道稳定性	分析近三年受评主体的融资渠道
	融资成本	分析受评主体融资所支付的成本与市场利率水平之间的差异
投资能力	项目结构	可按物业形态分、按区域分或按其他口径区分
	项目的合理性	包括区域合理性和市场定位合理性分析
	项目回报情况	在建或在售投资成本及价格方面的敏感性分析、项目投资收益率分析
	其他投资项目	包括股权投资、关联方资金支持等方面的内容

(4) 公司管理与治理

考察公司治理结构的完善性，能否较好地保障债权人的利益；组织架构是否清晰合理，管理结构是否适应企业的日常经营，各项制度设计及执行情况，以及对劳动者权利的保护程度和履行社会责任的程度。此外，上海资信还将充分了解管理层的管理能力及行业经验，这不仅是企业发展战略和经营目标实现的基础，还有助于企业在不断变化的市场环境中保持应有的灵活性，从而及时把握市场机遇和风险。

上海资信将重点关注实际控制人、股东、董事会、监事会、管理层之间的权责明晰状况和激励约束机制；股东的集中度及背景；管理团队的构成和稳定性、业务制度的建设和执行情况；关联交易占比等。

表4： 受评主体治理与管理评价要素

公司经营 控制关系	控制关系分析	分析受评主体的股权集中度，对受评主体的实际控制人进行明确披露，若实际控制人与控股股东为非同一企业法人的，还需对控股股东与实际控制人之间的关系进行披露
	股东或实际控制人背景	评价股东或实际控制人的股权结构、经营优势等方面背景要素
	股东或实际控制人支持	评价股东或实际控制人对受评主体经营规划、人力资源、资金等方面的支持
公司治理	-	受评主体董事会、经理层、股东权力分布，股权结构是否优化，所有权和经营权是否分离，是否能够保护中小股东利益；是否出现侵犯或损害公司、股东和债权人利益的行为；董事会、监事会制度是否完善
关联交易	关联方披露	受评主体关联方披露
	关联交易披露	分析受评主体近期经营中关联交易的占比及其对公司业绩的影响
高级经营 管理者	-	管理团队结构，管理层能力及行业经验，对核心管理人员的依赖程度，重要岗位人员的流动性。
内部管理	内控的各项制度建设的完整性	评价营销、投融资、财务管理等制度是否完整
	制度实施效果	结合现场调研与受评主体提供的经营文件判断分析其制度实施情况

2、 定性和定量相结合

以上对受评主体所处宏观和行业环境、运营与管理、外部支持等定性指标的分析未考虑量化因素。因此，上海资信结合受评主体的财务状况，对定性分析进行有效补充，旨在通过定性与定量相结合的分析基础上，全面评价受评主体的竞争能力、经营风险以及管理能力，有助于识别企业债务负担水平、偿债能力和抗风险能力。对于房地产行业企业，财务分析主要考察以下几方面：资产质量与资本结构、盈利能力、现金流、偿债能力和或有事项。

➤ 资产质量与资本结构

上海资信对资本结构的分析以负债程度为要点。房地产行业系资本密集型行业，资本结构整体呈高杠杆特点。上海资信主要关注企业的财务杠杆水平以及债务的资本化程度。

资产质量是企业经营能力的保障。在判断资产质量时，上海资

信考量资产的实际价值和变现能力。房地产企业的资产主要集中于存货或投资性房地产科目，因此上海资信特别关注总资产的周转速度。大规模的土地储备以及去化不利的受评主体的存货或在建工程将占用其大量资金，对受评主体的资金链带来负面影响。

上海资信通过资产负债率、长期债务资本化比率、全部负债资本化率、总资产周转速度等财务指标来评价受评主体的资产质量与资本结构。

➤ 盈利能力

房地产企业的盈利能力能够综合反映企业的项目类型、项目分布、成本控制能力、发展战略等多方面的信息。房地产行业的产品同质化较为严重，企业的盈利能力水平直接决定了企业的安全边际，盈利能力高的企业往往具备较强的抗风险能力。

在评价行业内企业的盈利时，上海资信更关注主营业务的盈利水平，为了剔除政府补助等非持续性因素的影响，上海资信采用营业利润率这一指标对受评主体的盈利情况进行考察。该项指标能够较为全面反映受评主体的成本费用管控能力和实际盈利能力。

考虑到房地产行业属于资本密集投入型行业，为了反映企业全部资产获取收益的水平和企业获利与投入产出情况，上海资信采用净资产收益率、总资本收益率等指标作为评价受评主体盈利能力的指标。

➤ 现金流

现金流为企业偿还债务的直接来源，加之房地产行业是资金密集型产业，资金是房地产企业的关键性资源，现金充足程度是考核房地产企业竞争力的关键因素之一。

上海资信认为对现金流的分析比盈利能力更能全面的反映发行人债务偿还能力的强弱。因此，在现金流的分析中，上海资信更多地关注受评主体的现金流状况对自身债务水平的覆盖程度。从受评主体资金来源角度来看，经营性现金净流量和投资活动的现金流入量是企业偿还债务的主要长期来源，由于房地产企业负债结构偏长

期化，上海资信不仅要关注其对流动负债、短期刚性债务的覆盖程度，更需测算其未来期间的现金流对贷款偿还的覆盖程度。在分析现金流时，上海资信通过主营业务现金率来判断企业通过内生性现金的能力，此外，还通过企业经营性现金流对利息支出的覆盖程度来分析企业现金流对利息的保障水平。

此部分使用营业收入现金率、经营性现金净流入量与短期刚性债务比率、经营性现金净流入量与流动负债比率、经营性现金净流入量与刚性债务比率、经营性现金净流入量与负债总额比率、非筹资性现金净流入量与短期刚性债务比率、非筹资性现金净流入量与流动负债比率、非筹资性现金净流入量与负债总额比率、经营性现金净流入量/报告期利息支出（倍）等财务指标对受评主体的现金流状况进行全面分析。

➤ 偿债能力

流动性是衡量企业信用状况的重要因素之一。虽然现金流对债务比率能帮助投资者了解受评主体长远的资金流动性，但这一比率不能反映受评主体短期的资金流动性情况。

对于资本密集和周期性强的房地产企业，其运营需要保有大量的现金存量才能涵盖其庞大的维护和开发资本支出，以及股息、利息开支和债务的摊销。这样虽然会对企业的资金使用效率产生一定的影响，但在抵御周期性风险方面是必要的。另外，在国内融资受到宏观调控易产生波动，在企业因经营资金周转或行业景气程度下降而出现短期资金需求时，其资金来源首要为自有资金。因此，上海资信在衡量受评主体流动性时主要考虑现金及现金等价物、速动资产对短期债务的覆盖水平。

在衡量房地产行业流动性方面，上海资信使用现金比率、速动比率、短期刚性债务现金覆盖率、利息保障倍数（倍）等财务指标。

➤ 或有事项

对外担保、未决诉讼或仲裁等或有事项可能会对受评主体的偿债能力产生负面影响，成为受评主体经营的不利因素。上海资信在

衡量或有事项时对涉及或有事项的各要素进行全面分析。当涉及对外担保事项时，评价要点包括但不限于被担保企业的信用状况、经营情况、被担保事项涉及的金额等；涉及未决诉讼或仲裁的，评价事项涉及的金额、事项的社会效应等内容。

上海资信主要通过担保比率、被执行金额与净资产比率等指标评价或有事项对受评主体的影响程度。