

美国房地产投资信托(REITs) 以及房地产运营公司(REOCs)之评级准则

联合资信评估有限公司 张弛编译

信用评级时下已经广泛应用于全球不动产投资市场,以在房地产公司股权公开发行及债务筹资过程中增强信息的透明度。截至目前,标准普尔已为100多家房地产公司提供了公开评级,房地产投资信托(REITs)和房地产运营公司(REOC)的信用评级是对公司债务偿付能力的现时评价。有关权益型房地产运营实体(无论它架构为REITs形式抑或纳税实体形式)的评级方法全面整合了关注企业战略以及财务报表分析的公司评级框架和以结构金融评级为导向的不动产投资组合评估框架。

不论REITs的规模或者其不动产投资取向(零售类、办公类、多户住宅、工业类、医疗类等)如何不同,有关评级方法始终适用。评级机构注意到房地产业是高度周期性的,有时甚至是季节性的,且具有远超平均水平的行业风险,但良性运转的房地产公司能够缓解财务、经营以及经济风险,获取高额且稳定的收益。

一、企业竞争力

评估一家房地产公司的行业竞争力涉及以下四个关键因素的考量及基准检测:

- 市场地位
- 资产质量
- 多样化策略以及营运稳健性
- 经营战略以及管理层素质

实体在业内的地位,包括市场份额、历史沿革以及声望,有助于揭示公司在经济周期性衰退时期又或高度竞争环境下抗御风险的能力;同样,可供察知的公司资产品质以及因持有多元化资产或者地理位置趋于分散的不动产组合所享有的多样化好处,将在全国性、区域性乃至地方性经济低潮时期持续影响不动产投资组合收益现金流的波动性甚或稳定性。

由于公司投资策略以及地产经营技巧关涉REITs单个资产的绩效表现、公司内源增长潜力以及公司的未来走向,有关这方面的评估也是评级的一个重点考量。标准普尔的分析师会与公司高管人员以及管理资产组合及单个不动产的工作人员定期会晤,访谈论及公司投资策略、资产选择规范、经营管理方案以及经理层激励计划。

1. 市场地位

评级机构将评估REITs在房地产行业内的市场地位,以及相对市场份额(假如有意义的话),这有助于揭示公司在经济低谷时期或者高度竞争环境下的生存能力。评估亦将实体(无论是地产所有者还是房地产管理公司)相对于具备公开评级之同业的排名纳入考量。依REITs持有地产集中度和公司经营战略的殊异,市场地位的重要程度亦有所差别。比如,对于许多持有零售房地产的REITs而言,关键零售承租客户对其长期成功运营的影响远甚于那些持有公寓房地产的REITs,后者的租户远为分散。

2. 资产质量

REITs的资产质量常常决定了一个景气循环里公司经营性现金流量的波动性或稳定性,比如,品质为“A”的资产的收益现金流将会展现一个完全不同于品质为“B”或“C”的资产的现金流波动模式。出于甄别公司不动产组合中劣质资产的目的,评级机构将会对公司资产质量作出正式的评估。实际上,为了更好地评价受评公司所持资产组合的品质,评级机构会对组合中重要的资产作更为深入的尽职调查。全面评估主要着重于以下几点:

- 区位优势性(主要城市还是二

线城市,中心商务区、郊区还是乡村);

- 房地产使用年限以及不动产组合更新时期;

- 不动产持有期限,以及现任所有者或管理人管控期;

- 所持地产的品质,以及其对潜在承租客户、购买者或贷款人的吸引力;

- 环境史,以及任何其他性征,诸如过度开发的土地、极低的资产购置成本基础(cost basis),又或低于市场平均水平的租期。

3. 多样化策略以及营运稳健性

多样化以及经营的稳定性与上文提及的资产品质特征密切相关,它关涉到公司缓释整个房地产投资组合收益现金流潜在波动的有效性。分析主要集中于组合内资产的类型(零售、办公、多户住宅、其他),以及地理位置集中程度(州、城市、地区)。其后,评估将关注据现金流及投入资金测算的大型地产(或集群资产)暴露。同时,主要承租人的集中度、信用品质以及综合吸纳率(retention rates)亦会被加以审视。除此之外,资产组合层面的分析将会使下述指标的确定更为容易:

- 一系列不动产的现金收益(cash-on-cash returns)(可能因市场、资产使用年限以及管控时效的不同而呈现极大不同);

- 任何计划内的租赁轮换(lease rollovers)暴露(或是出于疲弱的市场环境,或是出于某一行业承租客户的萎缩);

- 不动产组合平均租金收入以及承租率水平(相对于市场普遍水平);

- 预期的资本支出、物业修缮费用,以及特种保险保障需求支出。

4. 经营战略以及管理层评审

一个关于公司高层管理人员、公

司发展规划和资产组合配置过程的全方面评审有助于评级机构对公司未来履约能力作出评估。评级机构会对管理层的才能、任期和素质做出评价,同时亦会对公司预期增长(内源的或外源的)的主要驱动因素加以辨别和审视。评级机构还会对公司持有不动产的法定形式(所有(fee simple)又或租赁(leasehold))、意向持有期以及不动产投资目的(买入-翻新-出售又或买入-持有)进行仔细评估。同样,有关公司董事会组成以及人员素质和公司治理机制的评审会为公司财务透明度以及信息披露质量、未来利益冲突的潜在可能、实质性的事件风险、经营及财务战略的转变提供深刻洞见。除了上述提及的考量之外,以下几点亦会关注:

- 当前及预期的法律组织结构(母子公司、附属实体以及其他独特的所有权结构);
- 当前及预期的功能组织结构(区域管理、租赁管理以及地产开发管理功能架构);
- 当前经营及财务管理信息报告系统的恰适性评估;
- 经理及董事人员激励计划评估(包括当前及预期的所有权利益和报酬结构)。

二、财务状况分析

一般情况下,分析师使用财务指标或其他量化指标对公司的财务风险进行评估。以下几点是可以用来分析房地产公司财务风险概况的一些指标:

- 财务政策
- 盈利能力
- 现金流保护措施
- 资本结构
- 财务弹性

在很大程度上,为了能够较好地利用公司资本,管理层会制定超前的财务计划。因此,公司管理层如何使用债务、在债务使用上的偏好、以及公司内部资本留存的额度等都会对资产组合的盈利能力以及债务覆盖指标产生影响。财务弹性是反映房地产公

司经受经济周期、贷款周期以及资金周期能力的重要指标。与借款人、投资人的关系以及所持有的未做抵押标的物的资产也是分析过程中非常重要的方面。另外,由于房地产公司财产的流动性不高,因此对一个公司的流动性,如货币资金量和银行存款的分析也非常关键。

1. 财务政策

很多公司制定的财务政策中都包括了财务杠杆和现金流指标,另外,财政政策也包括了经营风险与财务风险的内在联系。财务目标通常可以通过研究其历史记录以及当前影响经营状况的财务变化而确定。整体的分红政策对REITs来说也非常重要。

会计质量是考察财务政策的另一个重要方面,因为会计质量的好坏决定了财务指标是否需要调整后才可以用于分析公司的经营情况。大部分公司都在使用通用会计准则,但是这些准则下还存在着很多特例,例如在分析时,将表外的合资等投资纳入到合并报表中,因为这些投资往往会影响到财务杠杆和债务保护倍数等指标。

2. 盈利能力

潜在盈利是决定风险保护程度的重要指标。一个公司能够产生较大资本收益并具有较高的营业利润,表明其内部产生资金的能力较强,并且可以承受一定程度的经营压力。但是高额的回报也可能是由于公司目前正在经营一些高风险的项目,因此,在分析盈利能力时需要使用适当的、同时考虑了风险与收益的指标。另外,项目产生的收益要与公司的资本成本进行比较。以下是几个常用的盈利能力分析指标:

- 整个资产组合的净营业收入/支出比
- 营业收入率以及营业效率指标
- 企业资本成本指标
- 历史和预期的资本支出

3. 现金流保护

与那些调整后的财务指标相比,现金流能够更真实的反映一个公司的实际经营情况。常用的反映现金流保

护的指标有EBITDA利息保护倍数,债务保护倍数,固定支出费用保护倍数(其中包括了优先股的支出),总债务保护倍数(其中包括了分红支出)。

在公司间的保护倍数指标的横向比较的过程中,利率变化的风险非常重要。分析现金流保护的最后一个非常重要的部分是流动性管理分析。分析师需要分析贷款的还款时间,评估不同的资本市场,银行担保(Committed Bank Lines),以及分析评级触发机制,来对公司的流动性管理进行评估。另外,在分析的过程中,分析师还需要对契约式的无担保票据和信用工具进行考察。

4. 资本结构

常用的用于判断房地产公司资本结构的指标有债务资本比例、债务和优先股资本比例。可以用于资本杠杆分析的表外指标应该包括债务合资(Debt of Joint Venture)和未合并的子公司的财务状况。资本结构分析的关键是要确定能够分配到公司资产上的真实价值。如果资产的真实价值相对于账面价值过高或过低,那么财务杠杆反映的信息是没有意义的。通常情况下,财务分析使用的财务报表为一年期。以下是会影响到分析结构的因素:

- 报告中所有者权益的质量
- 债务的性质(如还款方式、担保方式等)
- 已有债务的成本以及弹性
- 债务的还款计划

5. 财务弹性

分析公司财务弹性的目的是评估其未来承受压力的能力,因此公司可出售资产、担保标的物、资本支出弹性以及鼓励分红的弹性都是分析财务弹性的重要指标。公司可用的外部资金来源的多少以及股东结构的稳定程度都决定了公司承受一定的资金需求压力的能力。来自外部的各种制约条件,和银行契约一样,对于分红要求较高的REITs来说能够对管理层形成良好的制约能力。