

房地产行业企业信用评级方法

2018 年 12 月



联合资信评估有限公司

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 17 层 100022 电话 010-85679696 www.lhratings.com lianhe@lhratings.com

房地产行业企业信用评级方法

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）主要是通过对影响偿债主体经营风险和财务风险的要素进行分析，综合判断偿债主体信用风险的大小，评定受评主体的信用等级。本方法列举了判断房地产企业主体信用风险的主要评级要素，是评定房地产企业主体长期信用等级的重要参考，但并未涵盖房地产企业评级时需要考虑的所有因素，评级作业中要根据企业的实际情况进行必要的补充。房地产行业企业主体信用评级方法主要包括以下内容：适用范围、评级框架、评级要素（经营风险评级要素、财务风险评级要素）等。

一、适用范围

房地产行业国民经济的重要支柱，房地产业对拉动钢铁、建材及家电家居用品等产业发展，维护金融业稳定和发展，推动居民消费结构升级、改善民生等方面具有重要作用。房地产行业主要指房地产开发经营，具体界定为房地产开发企业进行的房屋、基础设施建设等开发，以及转让房地产开发项目或者销售、出租房屋等活动。

本方法适用于房地产主业的营业收入占比不低于 60%，收益贡献及现金流入规模不低于总额的 50%的房地产开发商。以房地产为主要收益来源的投资管理型企业及后续收益预计主要依赖房地产行业的企业，一般也可参照本方法进行信用质量评估。

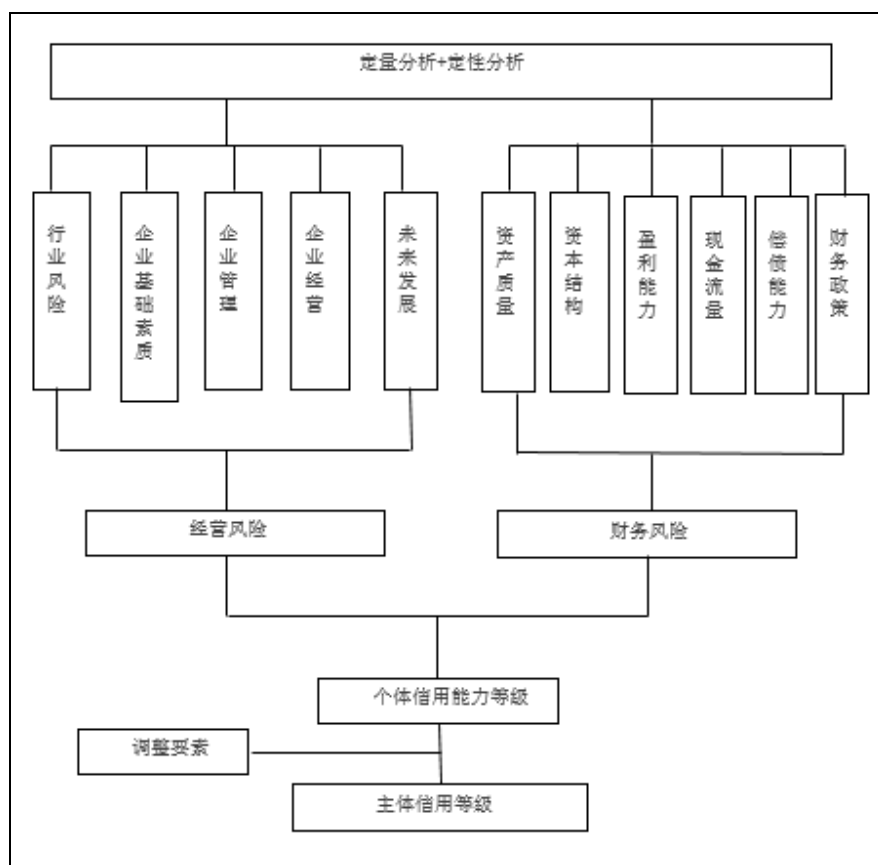
二、评级框架

主体信用评级是对受评主体如期偿还其全部债务及利息的能力和意愿的综合评价，主要评价受评主体长期违约率的大小。受评主体违约率的大小可以用企业偿还债务资金来源对企业所需偿还债务的保障程度及其可靠性来加以度量。企业偿债资金来源对企业债务的保障程度与企业经营风险和财务风险密切

相关，经营风险可以刻度企业获取偿债资金来源的可靠程度，而财务风险的高低可以量度企业偿债资金对所需偿还债务的覆盖程度。

由于企业债务偿还主要发生在未来，对企业偿债资金来源的判断主要是依靠评级机构的专业判断。从一般意义上讲，从企业的历史表现和目前状态，再结合未来一些比较重要的因素，可以预测企业未来的经营、财务和发展状况，但这种预测的主观性仍然较强。因此，从主体信用评级方法上来看，联合资信会以定量分析为基础，定性分析为主，定量和定性分析相结合的方法来对企业违约风险的大小进行判断。

联合资信对房地产行业企业主体信用评级框架是通过对影响偿债主体经营风险和财务风险的主要要素进行分析，再综合判断偿债主体信用风险的大小，最后给出受评主体的信用等级。其中，经营风险因素主要从所处行业、基础素质、管理、经营和未来发展等方面入手分析；财务风险因素则主要包括资产构成及质量、资本结构、盈利能力、现金流、偿债能力、财务政策等。



本文并未包括房地产企业评级时考虑的所有因素，但以下评级要点对于判断房地产企业的基本风险，初步评定企业主体长期信用等级具有指导作用。

三、评级要素

（一）经营风险评级要素

1、行业风险

房地产的行业分析是对房地产企业主体进行信用评级的基础。联合资信之所以重视房地产行业状况的分析，是因为了解房地产企业所处行业的基本情况，有利于分析和准确判断房地产企业的发展趋势、经营环境、外部支持，以及营运状况、财务状况等因素可信性，为最终较为准确地判定房地产企业的主体信用等级提供必要的依据和支持。

联合资信认为，我国房地产行业表现出以下特点：

第一，房地产行业除了直接推动经济增长外，由于在国民经济链中处于中间环节，还具有很强的关联效应。房地产作为我国宏观经济的一部分，其走势虽与宏观经济不完全相同，但也像宏观经济一样存在明显的周期性特征；房地产同时具备消费属性和投资属性，因此房地产行业与社会固定资产投资、经济增速、人口数量、货币政策等宏观经济因素关系密切。

第二，房地产行业具备资本密集型和资源掌控型的特征。房地产行业具有投资大、风险高、周期久、地域性强的特点，是典型的资金密集型企业，融资能力是其核心竞争力之一；同时，房地产行业以土地储备作为核心要素，能否获取优质的土地资源是房地产企业未来发展的基础。

第三，我国楼市短期内具有鲜明的“政策市”特征：自 2015 年以来，我国房地产市场两极分化不断加重，政府出台的金融政策、行政政策、土地政策和税收政策等对房地产行业整体产生了较为明显的影响；同时，由于不同城市、不同区域、不同产品结构差异化明显，区域性的地方政府调控也在逐步升级。但长期来看供给端和需求端的匹配程度是决定房地产价格的重要基础：土地供给及房地产开发商开发资金的到位情况是决定供给端的决定因素；市场需求（刚需、改善型需求以及投资性需求等）是绝对需求端的绝对因素，直接影响去化速度。

第四，分化日益加剧，行业集中度不断提高。在房地产行业整体发展速度下行的时期，市场优胜劣汰趋势更加明显，大型房地产企业具备融资和土地储

备分散化的经营优势，企业分化加剧，先发优势明显，行业集中度不断提高；同时，区域性的房地产企业竞争也成为必要的考虑因素。

基于以上行业特征，联合资信通过综合评估宏观经济运行环境、行业政策导向、市场供需以及行业竞争格局等因素，形成行业观点，并在每年初对未来一年内的行业运行发展前景形成行业展望，将行业展望分为“正面、稳定、负面”。

宏观经济对行业的影响

此部分主要考察房地产行业对国民经济的重要性，与宏观经济的相关性、房地产行业的周期性、人口数量以及房地产市场景气度等。

房地产不仅具备消费属性，还具备投资属性，因此房地产行业与社会固定资产投资、经济增速、货币政策等宏观经济因素关系密切。一方面，房地产行业是资本密集型行业，房地产需求端（购房者）和供给端（房地产企业）均对国家金融政策依赖较强；另一方面，房地产市场呈现区域分化的局面，房地产项目所在区域的经济环境、居民收入水平、固定资产投资需求、土地政策等均会对房地产企业产生较大的影响。

此外，作为宏观经济的重要组成部分，房地产行业的发展趋势与宏观经济走势虽然不完全相同，但是也像宏观经济一样存在周期性波动的特征：当处于复苏期时，生产逐步恢复，需求逐步增长，房地产供给也开始增加，少数房地产投机者开始寻求机会，银行加大对房地产按揭贷款的数量；当处于繁荣期时，房地产开发项目不断增加，按揭贷款数量猛增，房地产价格快速上涨，泡沫成分极大，社会开始限制楼市炒作；当处于衰退期时，市场开始悲观，纷纷抛售房产，价格出现暴跌，泡沫开始破裂，银行不良贷款率增加，拉动国民经济出现滑坡；当处于萧条期时，市场交易清淡，市场空置率居高不下，房地产破产普遍，银行呆、坏账现象严重，房地产价格维持在较低水平。

联合资信在考察宏观经济这一风险要素时，主要关注：中国宏观经济情况及规划、人口数量及结构、人均收入变化、社会融资规模、社会融资成本和房地产开发投资增速以及房地产市场景气度等。

行业政策

此部分主要考察国家对房地产行业的政策导向，进而确定房地产行业在现阶段是政策鼓励/支持发展的行业、一般行业还是限制发展的行业。

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，且开发过程与产业链条中涉及政府、开发商、消费者、金融机构等多个群体，各类政策变化对房地产企业均会产生影响。这种特点使得房地产行业具有明显的政策

敏感性，长期处于政府“调控”状态，并成为国家调控经济运行的重要抓手。中国房地产行业调控政策主要分为金融政策、行政政策、土地政策、税收政策四大类。金融政策包括存贷款基准利率、公积金贷款政策、存款准备金率等；行政政策包括限购限贷政策、购房补贴政策、各类别保障房政策；土地政策包括土地供应政策、土地开发规划控制政策等；税收政策包括营业税、增值税、所得税等各类政策。此外，“因城施政，分类调控”是房地产目前阶段调控的大原则，各地执行差别化调控政策将逐步常态化，对于房地产企业所在主要区域的政策判断成为重要的不可或缺因素。

联合资信在考察行业政策这一风险要素时，主要关注：当前执行的具体行业政策及未来一段时间的政策导向等。

市场供需

我国不同经济发展阶段对应房地产市场发展速度不同，人口增长及流动、经济增速、通货膨胀等因素都有可能影响对房地产供应与需求造成很大影响。企业层面，则需要关注土地供应、开发资金、市场分化和销售价格等因素对房地产开发业务造成的影响。

（1）土地供应状况

房地产行业上游供给主要系土地市场供应。土地作为房地产的主要成本来源，主要受到地方政府供地意愿、开发商购地能力和意愿以及房地产宏观调控政策的影响，需关注供应土地占地面积、成交土地占地面积、土拍价格、楼面均价及土地平均溢价率等指标。

（2）开发资金情况

房地产行业是资金密集型行业，具有土地支出资金总量大、建安成本支付复杂且金额较大等特征，对企业的资金规模、流动性、资金运营水平提出较高要求。

（3）市场表现情况

房地产需求增长，无论是刚性居住需求还是投资需求，会造成供应相应增长，当房地产需求下降，则会形成一定去化要求。

（4）销售价格

我国房地产销售平均价格呈震荡态势，不同城市房地产价格增速差异很大。房地产销售价格增速变动反应出当地房地产供需差异，同时也受到政策影响，宏观上则反映出人口净流动的趋势。需主要关注房地产销售价格的变化情况及不同城市房地产销售价格分化状况。

联合资信在考察市场供需这一风险要素时，主要关注：土地供给量、土拍价格、土地平均溢价率；开发资金构成；商品房销售面积、新开工面积、在建面积、竣工面积；商品房销售额、销售单价等数据及其变化情况。

行业竞争格局

房地产开发企业竞争要素包括土地储备、财务实力、品牌知名度、产品价格与质量、售后服务品质以及其他资源等方面。大型房地产企业在行业内的竞争优势明显，资金实力雄厚有利于土地储备和项目开展，品牌知名度高有利于消费者认购，整体抗风险能力较强；小型房地产企业受到融资渠道、土地储备质量、市场认可度等因素限制，相应抗风险能力较弱。

此外，区域性的房地产企业具有地域集中的特征，相同区域内的房地产企业之间的竞争也成为考察的要素之一。

联合资信在考察行业竞争这一风险要素时，主要关注：房地产细分行业（住宅/商业地产）的集中度情况和竞争激烈程度、区域内的集中度和竞争激烈程度等因素以及基于上述因素对企业经营的影响。

2、企业基础素质

企业性质与规模

（1）企业性质

此部分主要考察房地产企业的企业性质，房地产企业的所有制形式多种多样，国有独资公司、国有控股公司、股份有限公司、有限责任公司、国有企业、集体企业、民营企业等。国有背景的房地产企业相较社会资本背景企业在获取土地储备、承接城区改造项目、融资渠道和融资成本等方面具备优势，因而后续经营稳定性更强，风险相对较低。清晰的股权结构则有利于公司经营治理。

（2）规模

此部分主要考察房地产企业的经营资质、开发经验及累计开发面积、土地储备规模、销售金额及区域分布、在建项目规模及区域分布等经营层面因素；资产规模、所有者权益规模、预收账款规模、存货规模、营业收入规模、销售商品提供劳务收到的现金规模、利润总额规模以及净利润规模等财务层面因素。

联合资信认为，对房地产企业来说，较高的经营资质有助于项目的开发建设；土地储备的规模及区域分布是公司未来发展的重要保障，有助于经营的稳

定性；销售规模是保障企业现金流的重要前提，也是企业市场地位的体现；在建项目规模及区域分布有助于判断去化情况以及预估未来销售收入规模。此外，财务层面的数据有助于辅助核实经营数据的真实性。

（3）行业地位及品牌知名度

此部分主要考察房地产企业的行业排名、所获荣誉、区域竞争实力等。

联合资信认为，企业在房地产行业内的行业地位越高，即拥有越大的品牌知名度和越高的市场占有率，越能够提高去化速度，减轻资金占用的压力以及获得更好的融资途径，企业的信用风险相对较低。

联合资信在考察企业性质与规模这一风险要素时，主要关注：企业的所有制形式、企业的开发资质、土地储备规模及区域分布、在建项目规模及区域分布、产品定位、行业排名及所获荣誉等。

领导和员工素质

此部分主要考察房地产企业职工人数以及领导和员工的素质，包括现任董事长、总经理以及员工整体素质情况。

联合资信认为，房地产企业现任高级经营管理人员（副总以上）的学历、年龄、工作经历及行业经验，以及领导班子的团结合作及稳定性等是影响企业经营利润的关键因素。此外，员工的文化水平、年龄结构、培训情况以及员工的来源与稳定性等需符合房地产企业所处行业特点，满足房地产企业的经营需要。

区域市场环境分析

联合资信认为，房地产企业主要项目所在区域对其经营具有重要影响。由于项目所在主要区域的经济水平、人口数量等指标对于项目去化的水平和速度具有明显作用；所在主要区域的房地产市场的土地供给、销售价格指数及区域性的调控政策对于公司整体经营效率及业绩具有重要影响，因此在判断企业信用风险水平时也应对主要项目所在区域的经济及房地产市场进行考量。

联合资信在考察区域市场环境这一风险要素时，主要关注：经济发展水平和规划、人口数量、城市化进程状况、土地供给、房地产销售价格指数以及当地的房地产调控政策等。

3、企业管理

治理结构

此部分主要考察房地产企业公司法人治理结构，即公司的出资者和管理者之间一整套制度性安排，这种安排对公司的中长期发展具有特别重要的意义。

联合资信认为，在房地产企业出现困难时，公司法人治理结构的重要性和作用就会凸现出来。因而，应重点关注公司股东与董事会的运作，实际的领导体制，重大决策的制定机制，董事和高层经营管理人员的遴选与聘任制度，监事会的实际作用等，并时刻评估它们在不断变化的商业竞争中保持决策的合理性和执行的效率，进而提升长期经营稳定性的有效性。公司治理结构制度性安排的实际执行通常与股权结构密切相关，故治理结构分析要与股权结构结合分析。

联合资信对企业治理结构的分析将重点关注：公司三会运作机制及决策机制；董事会、经理层、股东权利分布，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，是否对实际控制人高度依赖（自然人）；尤其关注部分民营企业存在股权结构复杂、内部治理不完善的问题，实际控制人是否具备实际控制企业经营发展方向的能力，实际控制人、高管等关键人风险如何，关键人接受调查以及控制权存在严重纠纷；管理层变动较为频繁；股权集中度较高，企业实际管理由母公司进行，自身对资金控制能力较弱或者对主要子公司管控力度弱。

组织管理架构与管理制度执行情况

此部分主要考察房地产企业的组织管理制度及实际执行情况。联合资信认为，对房地产企业的管理分析，难以以一些量化的指标作为分析判断的依据，只能从公司的组织机构设置是否完备，管理职责是否明确，规章制度是否健全，内部制约是否得力，人事管理是否有效，激励措施是否得当，以及对其的整体管理进行全面考查。

房地产企业项目布局较为广泛，设立的项目公司较多，子公司的管理体系架构非常重要；房地产企业的开发资金的重要性日益凸显，融资制度及资金管理制度是否健全以及执行的是否到位将会对房地产企业稳定运营产生较大影响。因此，联合资信需重点关注房地产企业的子公司管理制度、资金管理制度以及融资制度等。重点把握房地产企业管理层级、运作效率、成本管理目标和对下属项目公司资金使用和融资的及时把控情况；另外，随着房地产产品品质重要性日益凸显，房地产企业对建筑工程安全和管理也愈发值得关注。

联合资信认为，管控效率是评判公司管理水平的关键，可以从三个方面来判断与分析房地产企业管理制度的执行效果：首先，是否对管理制度的执行进行定期评估和审查；其次，近 3 年各项活动是否达到管理制度的目标需求；最后，是否出现过因管理制度执行不力引发的风险事件或是受到相关监管部门的审查。

联合资信对管理机制和水平的分析将重点关注：管理架构的合理性、管理制度的健全性及可操作性、管理制度的执行情况。企业是否有监管、税收或者法律方面的违规历史；企业是否有粉饰财务报表的行为，或提供的财务报表缺乏重要财务信息；是否经常延迟公布或提供财务报表；是否近年内曾出现过重大安全质量事故。

4、经营分析

房地产企业的经营分析以评估其核心竞争力、经营状况、未来发展趋势为主要目的，可以通过对土地储备、项目开发进度、成本控制、项目销售及去化状况、自持物业经营等方面的分析来把握。对这些因素的了解与分析，是评级工作的重点，这可以通过房地产企业提供的相关材料、评级机构掌握的各种信息进行，也可以借助一些计算指标为分析提供必要的帮助。

收入和业务结构

收入结构方面，对房地产企业主营业务经营状况的分析，一般可以从其主营业务收入、成本和主营业务利润的变动情况、毛利率的变动情况、主营业务收入占全行业（或所处地区同行业）的比重来分析，对其稳定性与变化趋势进行考察。稳定的收入是企业稳定运营的表现，在考虑收入稳定性时，采用近三年收入平均值与最近一年对比，观察其波动性。

业务结构方面，对房地产企业多元化经营情况的分析，需重点关注房地产企业的主业是否突出，业务是“相关多元化”还是“非相关多元化”。同时，联合资信也注意到多元化经营在房地产企业经营过程中既有有利的一面，也有不利的一面，这需从自身的发展状况和经营业绩加以综合评判。

联合资信在考察收入和业务结构这一风险要素时主要关注：主营业务收入结构和变化趋势；各业务板块的重要性、盈利性；企业多元化或单一经营的风险等。

土地储备

联合资信认为，土地储备反映企业未来发展规模和增长空间的重要指标。由于土地资源的稀缺性，土地储备规模越多的企业发展潜力越大，但土地储备占用企业资金量大，且目前市场环境波动较大，保持合理的周转速度有利于企业及时调整经营策略，所以企业在不同的市场环境下保持合理的土地储备量很重要。因此，土地储备要和每年企业销售规模相匹配，联合资信采用土地储备充足率，即用可变现的存货货值与最近一年销售商品提供劳务收到现金比值衡量。

具体来说，土地储备需根据城市级别进行分类，不同城市、同一城市的不同区域土地价值差异较大，对判断企业未来价值和经营风险有重要作用；土地获取的价格也是影响公司盈利能力的重要因素。同时，不同房地产企业土地储备和开发策略会有所差异，部分城市三旧改造项目较多，此类项目一般土地成本较低；部分房地产企业可能采取合作开发的模式，共同承担土地购买成本；部分房地产企业还多采用收购股权的方式来获取土地储备。

根据目前国内对城市能级的划分，一二线城市由于资源的集中，经济发展相对较快，就业吸附力强，房地产市场具有支撑；房企土储在各线城市的布局决定着企业发展潜力能否释放。

联合资信对土地储备的分析将重点关注：投资决策流程；土地储备规模、用途和区域分布及变化趋势；可供开发的年限；土地储备的获取方式和获取价格；土地储备与企业目前资金体量、开发经验的匹配程度；区域的市场情况及土地储备的升值潜力等。

土建招标及原材料采购

联合资信认为，对土建招标和原材料采购的考量能够从正面反应出企业项目管理能力、成本控制能力及产品定位，并对企业管理规范性和项目把控力作出有效判断。

房地产企业最主要的采购为土建招标。土建工程总包方主要提供建造服务，由于房地产企业并不直接管理供应商的内部流程，因此需通过管理供应商和与其建立深入稳定的合作关系的方式控制施工质量。同时，房地产企业建筑安装环节主要原材料为钢材和水泥，该产品可采用甲供、甲指乙供、乙供等多种方式；若产品定位为精装修产品，则采购原材料可扩大至装饰材料、电器、卫浴产品等，采购品类多。对于标准化产品，部分原材料由企业集中采购可在一定程度上降低采购成本。

联合资信在考察土建招标及原材料这一风险要素时主要关注：供应商管理制度；土建招标的模式；工程质量的控制；原材料采购的模式、价格及品种；成本控制；结算模式及供应商的集中度等。

项目建设开发

联合资信认为，开发模式是项目建设开发的前提，可以判断房地产企业后续进度开发能否顺利实施；对于自主开发的项目，公司可控制项目的运营及未来的项目资金回流。对于合作开发的模式，通常根据权益占比不同，企业享有部分现金回流。在合作开发的模式下，可能存在权益占比不足 50%、不并入企业财务报表、但由企业实际控制项目运营的情况，待项目达到收入结转条件时

再通过股权收购的方式将项目并入企业；亦存在项目纳入企业合并报表，但不实际控制项目运营的情况。对于合作开发项目，应合理判断企业实际存货规模及未来投资需求；此外，合作开发模式下应适当关注合作对手方情况和表外债务情况。

在建项目区域分布直接关系到未来项目去化情况；新开工、竣工和年底在建的建筑面积反映企业房地产的开发节奏和未来房地产产品供给量，从而可对公司现阶段资金压力状况进行粗略判断；同时，房地产企业未来投资计划的变动则反映其未来资金压力的大小，需重点分析投资规模。

房企项目区域布局多元化程度，反映房企业务深度。由于房地产行业调控性质，高度业务区域布局多元化，可以降低公司受单一地方经济和政策调控风险的影响。全国化布局房企抗风险能力明显强于集中在单一地区的企业。

联合资信在考察项目建设开发情况这一风险要素时主要关注：开发模式，自主开发和合作开发模式的占比情况、合作对手方情况、小股操盘情况；历年的新开工面积、施工¹和竣工²面积；年底在建项目建筑面积以及上述指标的变动趋势；在建项目建面、分布及投资情况等。

地产销售

签约销售金额能真实反映企业房地产业务销售规模 and 市场需求情况，是企业历年销售业绩分析的主要指标；房地产企业去化率以及与同行业、同地区企业销售状况的对比也是评价企业地产项目销售情况的重要指标。此外，房地产企业不同的销售政策以及后续物业管理服务的口碑也是影响房地产销售价格和销售速度的关键要素。

在房地产周期的不同阶段，不同能级和不同区域的行业区域分化较严重，一线和核心二线城市房地产去化周期较短，三四线城市和中西部地区库存高企，销售压力较大。产品结构方面，小户型和改善型住宅去化相对较快，大户型住宅和别墅去化相对较慢，商业物业则与项目所在商圈发展状况密切相关，产业物业则受开发商产业引入能力和所在区域经济发展水平和规划影响。因此，对房地产企业在售项目的区位和产品结构分析能够有效预测短期内企业资金回流状况。

联合资信对在考察房地产销售这一风险要素时主要关注：房地产企业的销售政策及物业管理水平；签约销售面积、签约销售金额、签约销售单价；年度

¹新开工面积指当年新开工项目对应的建筑面积

²竣工面积指当年竣工项目对应的建筑面积

结转金额；项目区位分布及产品结构；销售回款率及去化率；同区域内在售项目对比等。

物业运营能力

随着中国房地产长效机制的逐步建立、土拍自持比例要求的提高和区域经济发展对商业或产业引入需求凸显，房地产开发商持有以追求租金收益和资产增值为目的物业规模快速增长。由于商业地产和产业地产具有双重属性，与一般住宅地产相比，项目设计施工复杂、资金需求大、投资回报期较长，能否通过商业或产业定位、业态规划、商家或企业引进、持续经营等使地产开发和物业运营实现有机结合，是项目的关键因素。

以商业地产为例，招商能力很大程度影响商业地产商的持续经营，主要考察商业地产运作模式、招商团队构成、招商人员的专业能力及经验、项目储备、承租人质量及稳定性等；物业运营通常是专业的物业管理公司，因此物业管理公司的管理水平，包括物业管理公司团队构成情况、工作人员的专业能力、内部管理制度的完备性及执行情况、客户服务能力、自身财务状况、租金收缴是否准确及时、对于招租及退租的处理效率以及是否有后备资产服务机构等均会对运营效率产生较大影响。

联合资信对在考察房地产销售这一风险要素时主要关注：自持物业的业态、地理位置、房龄及状况、租户结构是否稳定；产业引入和招商团队专业水平；周边市场供需环境（尤其是竞品入市情况）、市场前景；物业增值率、租户结构、现有及预期的出租率及租金水平、租约期限、租金收取依据、当前租金水平及运营支出水平的合理性及可持续性、未来改造翻新计划等。

多元化业务

联合资信认为，房地产企业可通过多元化业务，减少主业单一风险；对在考察多元化业务这一风险要素时应主要关注：公司多元业务与地产业务的相关性，多元化业务管理团队水平和经验，投资规划和投资资金来源等。

关联交易

此部分主要考察房地产企业所有经营业务之间的关联性、与集团内外其他房地产业务经营单位的同业竞争或相互支持，以考察关联交易是否影响公司独立性。

联合资信认为，通过分析关联企业与企业间的业务往来、资金往来以及主要往来关联企业近 3 年的经营状况及其对集团整体经营状况的影响可以作

为集团整体经营业务关联程度的判断依据。同时，房地产企业集团下属子公司的同业竞争或相互支持等情况也可一并加以分析。

联合资信在考察关联交易这一风险要素时主要关注：企业关联交易的占比、关联交易的性质、关联交易的背景及是否存在实质的交易目的、关联交易余额的规模等。

发展战略

联合资信认为，明确的发展战略和目标，以及实现既定目标的可行途径等方面将成为影响房地产企业发展能力的关键因素。一方面，若公司能够顺应当前市场细分化趋势，重点关注市场容量大、饱和度相对低、未来发展有潜力的区域和城市；另一方面，若公司能够在市场相对较弱的区域和城市，寻求市场分化的结构性机会以及在土地供应放大后产生的阶段性投资窗口期之间寻找合适的项目，公司则能够在传统的房地产开发销售板块获取较好的经营业绩。此外，房地产企业多在寻求业务模式的创新，多元化的发展成为重要发展趋势，战略创新领域业务的培育也是需要考察的重要因素。由于房地产行业长期处于政策调控之下，企业的发展思路是否可适应行业现状、项目布局是否能够缓释风险区域风险、业态目标契合行业调控政策还是受制于行业政策、是否通过多元化经营提升对行业风险的抵御能力等方面影响着企业未来几年的发展前景。

联合资信对企业投资项目的分析将重点关注：房地产企业的发展战略制定的背景、与当前业务的关联程度、未来经营发展的投资方向与激进程度、发展战略的可行性与合理性；企业发展战略中对于未来重组计划、收购计划等重大事项的资金筹措安排，以了解资金缺口及未来资本支出规模对企业现金流的影响。企业投资战略对企业的发展方向具有决定性的影响。

（二）财务风险评级要素

房地产企业的财务分析以评价其会计、财务政策的风险取向，财务数据的真实性，资产构成及质量，资本结构，盈利水平，现金流和偿债能力等为主要目的。一般来说，应从以下几方面分析：

1、财务信息质量

（1）财务资料来源

此部分主要考察房地产企业近 3 年及最近一期财务资料来源、审计机构的从业资质、审计结论，并对财务资料的真实性做出判断。

联合资信认为，对房地产企业的财务分析以合并报表为主，并根据募集资金的用途、母子公司的资金往来关系等，对集团本部及主要子公司报表进行辅助分析；对合并报表范围及其可比性进行分析。会计财务信息质量是企业会计政策执行的重要体现。需要依据审计报告意见、会计数据的变动或异动情况，对房地产企业的信用质量和稳定性进行评价；对于非标准的审计意见、会计数据的变动或异动对房地产企业信用产生负面影响的，将对房地产企业信用质量和稳定性给予合理的信用负面评价并形成相应的信用减分。

（2）会计政策

此部分主要考察房地产企业会计政策，包括合并报表、收入确认、存货估值、投资性房地产估值、无形资产估值、准备计提、摊销和表外负债的处理等方面的方法。

联合资信认为，财务数据的可比性与会计政策的一致性进行房地产企业信用质量和信用稳定性分析的基础。不同房地产企业甚至同一房地产企业不同期间执行的会计政策差异往往会对其财务数据产生显著影响。房地产企业会计政策是否符合相关规定及近 3 年会计政策变化趋势，以及对“新会计准则”前后的财务数据，应分析由于核算基础发生的变化，而导致经营成果、合并报表的变化以及对财务指标比率的影响。在分析房地产企业的会计政策时，应重点关注：投资性房地产估值政策；坏账准备计提标准；存货计价方式；无形资产的计价方式和摊销方法等。

联合资信在考察财务信息质量这一风险要素时主要关注：审计机构的从业资质和市场声誉、审计结论；企业变更审计机构的频率；企业会计政策、会计估计的合理性及变更频率等。

2、资产构成及质量

此部分主要考察房地产企业的资产构成及资产质量，前者包括分析各项资产在总资产中的比例，近 3 年资产结构及变化趋势；后者包括分析各项资产的流动性、安全性和盈利性，并判断对资产的真实价值进行判断。

联合资信认为，资产质量是房地产企业经营能力的保障。在判断资产质量时，主要关注：①货币资金的充足性及受限情况。房地产企业预售房产使得资金大量流入，在建项目及土地竞拍使得资金不断流出，可以通过货币资金来与经营状况相互钩稽；房地产企业会在销售阶段暂时性的向客户提供按揭担保，产生一定的受限资金。②存货的构成、计提跌价准备及受限情况。由于房地产销售为预售制，企业销售同时与开发成本和开发产品挂钩，开发成本阶段即可以开始销售，开发产品则反映了房地产企业的去化程度；在整个行业去库存的

形势下，应该结合企业存货中房地产项目地理位置、产品定位及销售业绩和预收款项情况综合来判定企业存货去化压力，同时，结合项目情况对计提的存货跌价准备是否合理进行判断；此外，房地产企业多使用存货进行抵押借款来满足开发资金的前期需求，需关注存货受限情况。③投资性房地产的计量方式、估价合理性的判断以及受限情况。投资性房地产一般按照公允价值进行计量，需关注投资性房地产增值率、评估单价，对增值的合理性等进行判断，并考虑公允价值变动对企业利润的影响程度；此外，若企业投资性房地产按成本法计量，则可比所在区域房地产市场实际情况，考虑按成本法计量的投资性房地产是否有一定的增值空间。④长期股权投资明细及投资收益。随着土地成本不断升高，房地产企业成立联营或合营公司，联合获取土地并进行后期开发的行为日益增多；需关注长期股权投资中涉及项目开发销售情况以及表外债务情况。⑤其他应收款明细。房地产企业其他应收款多为为合作开发设立的未纳入合并范围的联营/合营企业借款，但也有部分非上述类型的关联方借款，需要判断是否有资金占用和不合理的资金往来。

除此之外，对房地产企业拥有的容易变现的资产亦应予以重点分析，包括交易性金融资产、应收票据、可供出售的金融资产等。

联合资信在考察资产构成及质量这一风险要素时主要关注：现金类资产的充足性及受限情况；存货的类别、变现能力、跌价风险及受限情况；投资性房地产的计量方式、估价的合理性及受限情况；长期股权投资所涉及项目的开发及销售情况；其他应收款明细等。

3、资本结构

此部分主要考察房地产企业资本结构，即房地产企业的资金来源结构，包括资本实力、债务结构与负债水平，以及对财务杠杆的运用策略。

房地产行业资本投入大，融资需求高，资本结构对房地产企业财务状况具有重要影响，债务负担重的企业偿还债务的压力较大，财务风险较高。对房地产企业资本结构的考察主要关注债务和权益占比情况，但具体指标的评判标准不能一概而论，不同企业对债务承受能力存在差异，应结合房地产企业所处商业周期的具体阶段、盈利和现金获取能力、融资渠道多样性等因素，综合评价财务杠杆是否处于可控范围。鉴于房地产企业销售和结算模式的特殊性，资产负债率并不能完全反映资本结构是否合理，应更多通过全部债务资本化比率、长期债务资本化比率、净负债率、长短期债务结构等指标进行分析。在测算债务指标时，应特别注意将房地产企业明股实债类借款、永续类借款、其他应付款中有息借款按经济实质调整至债务计算。

在对房地产企业进行评级的过程中，评级人员应对其短期借款、其他应付款、长期借款以及长期债券等科目加以着重考查。由于存在规模扩张冲动，新开发项目及收、并购行为经常发生，房地产企业的债务结构一般长短期结合，融资包括流动资金和项目借款等。过高的流动负债对企业生产经营的连续性和企业财务的流动性产生很高的要求，合理的长短期债务比不但会改善企业的融资结构，减缓企业短期的资金压力，同时也会在短期债务的低利息支出和长期债务的高利息支出之间寻求平衡。

另外，也需关注表外数据（包括租赁、担保以及其他或有负债等）对房地产企业的信用水平产生的影响。

此外，联合资信还要考查以下方面：

所有者权益及利润分配政策

此部分主要考察房地产企业所有者权益的稳定性。

联合资信认为，所有者权益是房地产企业资本结构最重要的组成部分，是其债务的重要保护基础，应重点核实其所有者权益各年的变化情况，对于新增的权益要有切实的来源。第二，对于房地产企业，可能存在大量合作开发的项目，少数股东权益占比可能较高，此时归母权益和公司合并口径的所有者权益将存在较大的差异，需根据该企业实际可控制资产规模对企业信用状况作重新考量。第三，对于物业租赁项目较多的企业，在项目竣工结转时涉及成本法至公允价值法的计量转换，由于土地的增值，该会计处理将产生较大规模的其他综合收益，要关注其评估的合理性和投资性房地产的可变现能力。第四，房地产企业利润分配政策、资本金增加的机制与政策也将影响企业所有者权益的稳定。另外，优先股、永续债及名股实债三种情况本身具备不同程度的债性，具体分析时需考虑是否有必要将其划转至债务考量。

债务特征及变化趋势

此部分主要考察房地产企业近 3 年债务特征及变化趋势，包括债权人、金额、偿还方式、期限、融资成本、担保方式等；债务期限、币种结构及其变化趋势；全部债务的偿还期限分布、偿债计划。若地产企业债务期限或融资渠道过于集中，易面临集中兑付压力和融资环境变化的冲击。同时，应关注房地产企业融资成本随外部融资环境、汇率波动等的变动，及其变动带来的影响。

负债水平及变化趋势

此部分主要考察房地产企业近 3 年负债水平及变化趋势，包括资产负债率、长期债务资本化比率、全部债务资本化比率等，以及变化趋势；担保比率及其变化趋势。对于房地产开发企业来说，预收账款一般未来将结转收入，应考虑剔除预收款作后企业的负债水平及变化趋势。

联合资信在考察资本结构这一风险要素时主要关注：资金来源结构（特别需要注意优先股、永续债及名股实债）、资本实力与债务结构的合理性、债务期限结构、权益稳定性及少数股东权益和其他综合收益占比、利润分配政策、债务与负债水平的变化趋势及或有负债情况等。

4、盈利能力

主要分析房地产企业的主营业务收入、利润的来源和构成，并对影响其未来营业收入、利润的主要因素及其变化趋势做出判断。

盈利状况

此部分主要考察房地产企业近 3 年主营业务收入、主营业务利润的稳定性与变化趋势，以及近 3 年净利润状况，包括稳定性、变化趋势与扣除非经常性损益后净利润状况。

联合资信认为，对房地产企业收入和净利润的分析，一方面要关注收入和利润的增长变动情况，另一方面要考查收入和利润的形成来源。在实操过程中，如遇到的房地产企业非经常性损益较大，则要扣除非经常损益后再分析其净利润状况。

盈利能力

此部分主要考察房地产企业的盈利能力，包括营业收入、利润总额、主营业务利润率、销售毛利率、净资产收益率、总资产报酬率和总资本收益率等。房地产企业受经营模式、产品结构、成本控制能力、销售策略等因素影响，盈利能力存在较大差异。

分析房地产企业盈利能力时要关注其历年营业收入、营业利润等指标及变化，并结合当前市场发展趋势、政策导向、公司竞争地位和储备项目盈利前景等因素对未来盈利能力变化趋势进行合理判断。具体指标除运用销售毛利率、营业利润率、净资产收益率、总资本收益率之外，还可以结合财务报告日尚未确认收入的预收账款对短期利润表的影响进行综合判断。

根据房地产企业销售收入确认的一般原则，房屋已完成签约销售但暂时不能确认收入的售楼款暂放“预收账款”科目核算，不能计入“营业收入”。另外，近期房企收入确认原则随内地和香港的会计准则有所变化。因此，在分析房地产企业历年收入规模波动时，应该结合企业签约销售金额和结算金额情况进行。

联合资信认为，盈利能力的强弱反映了房地产企业通过持续的经营活动获取现金的能力，一方面表现为收益增长的变化趋势，另一方面表现为成本费用的约束程度。在具体分析盈利能力时，由于房地产企业预收账款在确认收入时

的滞后性，应更为关注房地产企业长期的盈利水平，考虑具体项目因拿地成本、建设周期和品质差异对企业未来盈利稳定性所产生的影响。同时，房地产企业的盈利能力是其业务能力的一个重要表现，在分析盈利性时也需要关注房地产企业的盈利及其业务水平的匹配程度，房地产企业的投资收益、公允价值变动、销售费用、管理费用和财务费用对房地产企业的盈利影响较大，特别是公允价值变动方面，需全面了解和分析房企投资性房地产公允价值变动的合理性并作出判断。销售毛利率，一方面反映了企业土地储备质量和区域布局，另一方面反映企业获取土地成本的能力，衡量未来业务增长；此外，还应对房地产企业营业利润率和总资产报酬率等盈利能力指标进行评估，其中营业利润率从业务收入的角度评价房地产企业的获利能力，而总资产报酬率是从房地产企业整体可动用资源的角度评价其整体获利能力。

联合资信对企业盈利水平这一风险要素的分析将重点关注：收入和利润结构的稳定性及变化趋势；对成本费用的控制力度；扣除非经常性损益后的净利润状况；盈利水平和盈利指标等。

5、现金流

现金流分析是评级分析的重点，因为现金流量是清偿债务的基础。将企业在一段时期内可支配的现金与企业应偿还的全部债务相比较，判断企业现金生成能力与现阶段的扩张速度的匹配程度，评价企业在持续经营中获取的现金对全部债务的保护程度。

经营活动方面，通过比较房地产企业销售商品现金和销售金额，可以得出企业的销售现金回流情况，而由于收入确认的滞后，现金收入比对房地产企业信用分析意义较小。经营活动现金净额是房地产企业的销售回款和拿地、投资等经营成果的综合体现。持续稳定的正经营现金净额反映房地产企业发展策略较为稳健，大规模净流出的经营活动现金反映企业拿地投资规模大、发展策略较为激进。考虑到房地产企业开发周期长，土地购置支出规模大，历年土地购置规模分布不均匀会导致企业经营活动现金流量净额呈现波动性，在分析时应重点关注经营活动所产生的现金流入在整体资金流入规模中所占比重，新增筹资规模的变化趋势、权益融资在筹资活动中所占比例等，以判断企业现金生成能力与现阶段的扩张速度是否匹配。在分析时经营活动现金流时要考虑非地产业务以及企业资金往来对经营活动净现金的影响，尤其是影响的持续性。

投资活动方面，近年来房地产行业集中度不断提升，大型房企的收购兼并活动比较频繁，合作投资项目也较多，大规模投资活动净流出有可能对企业的流动造成一定不利影响。

筹资活动现金流入量反映企业筹资来源和规模的变化，联合资信关注筹资活动产生的现金流入量的变动情况，分析企业对融资的依赖程度和融资环境的变化，另外在筹资分析时应该考虑公司筹资规模和地产项目投入的匹配度。

联合资信关注企业在持续经营前提下可分配给企业资本供应者（债权人和股东）的自由现金流，即企业在持续经营过程中所产生、在满足日常营运性开支及必要的营运资金和固定资本投资之后，可供分配给债权人和股东的现金流量。联合资信认为，自由现金流为负的企业将消耗账面货币资金或将需要依赖于增量股权或债权融资以满足日常经营，蕴含更高的信用风险。考虑到房地产行业经营特点（房企非并表项目合作开发及收并购获取项目较为普遍），联合资信采用筹资活动前现金流量净额这一指标衡量房企持续经营过程中可供分配给债权人和股东的现金流量。

联合资信对企业现金流的分析将重点关注：销售商品及提供劳务收到的现金、经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额、筹资活动前现金流量净额、筹资活动产生的现金流量净额等。

6、偿债能力

偿债能力分析是信用评级的关键。在对房地产企业自身偿债能力的分析，应依据对企业运营效益分析的结论，结合企业债务的期限结构安排，衡量企业未来盈利及经营性现金流对利息支出和债务的保障程度。鉴于房地产企业在资产和负债结构、经营现金流上的特殊性，对一般工商企业短期偿债能力的测度指标并不完全适用，因此，应结合历史量化指标及其变化趋势，综合判断受评主体的偿债能力。房地产项目贷款所产生的大量利息支出在会计处理时通常归集到存货科目，在计算偿债指标时应将资本化利息进行调整处理从而更真实反映企业对利息的保障能力。

（1）短期偿债能力

此部分主要考察房地产企业整体债务短期偿债能力，主要分析指标包括流动比率、速动比率、现金类资产对短期偿付义务的保护倍数、以及经营现金流对短期债务的保护程度，以及存货中完工产品的短期变现可能性，判断企业是否具有适宜的流动性。同时，房地产企业项目开发周期长，有息债务中短期债务规模相对较小，资产构成中以存货为主的流动资产占比较高，形成流动比率高，速动比率相对较小的特点。现金类资产变现能力强，其规模大小对短期偿付义务的偿还支撑作用明显。

（2）长期偿债能力

此部分主要考察房地产企业整体债务长期偿债能力，主要分析指标包括 EBITDA、EBITDA/全部债务、EBITDA 利息倍数（EBIT/利息倍数）、核心资产全部债务比、筹资前活动现金流/全部债务等。通过考察核心资产对全部债务和利息的保护能力，债务期限分布集中度及各期限债务的保障情况等，并结合企业未来资本支出规模、在建项目盈利前景对房地产企业整体偿债能力变化趋势进行判断。核心资产作为企业可用于偿还借款的第一来源，其与债务的比率和对利息的覆盖倍数越高，长期偿债能力越强。

由于房地产行业本身金融属性较强，负债较高，在关注上述指标时，需要比较受评主体在行业同类指标中所处水平，综合判断受评主体长期偿债能力水平。

联合资信在考察偿债能力这一风险要素时主要关注：速动比率、现金类资产对短期偿付义务的覆盖倍数、经营现金流动负债比等短期偿债能力指标；核心资产全部债务比、EBITDA 利息倍数、EBITDA 全部债务比、净负债率、经营现金债务保护倍数、筹资前活动现金流/全部债务等长期偿债能力指标；企业信用记录与融资环境等。

7、财务政策分析

财务政策代表管理层的风险偏好程度，从而对财务风险、经营风险形成影响。管理层和股东的风险偏好（体现在杠杆水平的把控等）往往可以通过企业的过往融资活动、并购活动、现金分红政策等评估。另外，对于房地产企业来说，土地投资（包括招拍挂和地产项目收并购）是最重要的支出，房地产企业的购地计划是企业财务政策的重要体现，购地和建设支出与销售回款、债务规模匹配增长是合理的，但过度依靠升高杠杆带来购地规模的大幅增长，可能会导致企业在销售回款速度放缓时面临流动性不确定性。一般情况下，如果企业将债务控制在一定水平（相对保守的财务政策），其财务灵活性越强，也往往能够更好的应对突发事件。

同时，对到期债务的监测与债务本息偿还安排也被纳入财务政策的考量。企业的债务偿还安排能够帮助确定其再融资风险，一般来看，长期、均匀分散的债务期限安排可以降低企业再融资风险。在评估再融资风险时，可以着重考虑 12 个月到 24 个月时间范围内的债务规模。

（三）母公司财务分析

对于集团公司，特别是控股型企业、下属子公司较多或对子公司控制力不

强的集团公司，合并范围财务数据无法完整、切实体现受评企业的实际偿债能力，需单独分析集团本部（母公司）财务报表数据，关注本部的资本结构、资产质量、盈利状况及偿债能力等。

（四）其他调整事项

关注企业或有事项（对外担保、未决诉讼等）及资产负债表日后事项；联合资信认为，房地产企业的或有负债虽然不在资产负债表中反映，但有些或有负债实际上与资产负债表中的负债是等价的，在一些情况下也需要其偿还。具体来说，房地产企业的或有负债是其对外提供的借款担保等，重点分析对外担保额、担保的性质、期限，以及是否取得反担保条件等，如有可能还应了解被担保人的经营情况。房地产企业一般对购房者提供阶段性担保，但在交房之后，房地产企业不再承担对购房者购房贷款的担保义务，阶段性担保的总体风险不大。另外，部分房地产企业的非标准化融资产品交易结构较为复杂，不体现在表内和对外担保中，但仍由房地产企业承担偿还或类担保责任。此外，行政处罚、重大兼并收购、股权转让、公关危机、生产安全事故等重大事项有时也会对房地产企业的信用状况产生不利影响，对其进行评价亦是必要的。

关注企业是否涉及重大诉讼事项；房地产企业开发周期与产业链条中涉及政府、开发商、消费者、金融机构等多个群体，涉及诉讼案件的几率较高，应该关注企业涉及的重大未决诉讼案件对其的影响。对于房地产企业而言，法律风险主要表现为：第一，土地受让阶段的风险，主要因土地受让等引起的纠纷；第二，成立项目公司阶段，因双方、三方甚至多方联建、合作产生的纠纷；第三，房屋拆迁阶段，主要为与被拆迁人之间产生的纠纷；第四，前期开发阶段，与建设承包商产生的纠纷，因规划、设计、公摊面积等引发的纠纷以及因项目抵押引起的法律风险；第五，房屋销售阶段，主要有因认购、预付款发生的纠纷、房款按揭还贷纠纷；第六，接管验收及收楼后后期管理期间发生的纠纷，主要有不符合收楼条件引起的纠纷、延期办理产权证引起的纠纷、因房屋质量问题引起的纠纷、与建设公司工程保修发生的纠纷等。由于在上述六个环节均很容易产生纠纷，因此法律诉讼是很常见的一种现象，在分析其情况时必须对此有足够的认识：一方面过多的法律诉讼表明受评主体在风险防范上有某种程度的缺失，应当检讨其中的问题，而且更重要的是对现有诉讼可能带来的风险损失做出合理的评估；但另一方面，完全没有任何诉讼的受评主体亦

应该了解其是否有足够的经验和准备面对类似的情况，而不能一味地认为没有任何诉讼的企业就值得推崇。

关注企业是否具有通畅的直接、间接融资渠道，如获得银行授信情况包括总额、授信银行及授信额、授信条件、已用授信额度及剩余授信额度；合并范围内是否含有上市公司等。联合资信认为，对于房地产企业集团，还应同时分析集团本部及汇总的银行授信情况。

关注企业过往债务履约情况，是企业信用的直接体现，通过查询中国人民银行《企业信用报告》，了解企业已结清和未结清债务中不良和关注类债务缘由；通过公开网站查询企业已发行债券的还本付息情况。

关注企业获得的外部支持情况；房地产企业能够获得的外部支持，一般包括来自股东的支持、来自政府或主管部门的支持等。联合资信认为，当房地产企业对包括股东及实际控制人在内的外部支持者非常重要时，股东及实际控制人的经济实力和资信状况尚可的情况下，是有可能获得实质性支持的，包括但不限于资金支持、经营管理、人员委派等。联合资信主要从股东构成、股权结构、主要股东的实力和社会影响力、股东的控制程度，以及股东可能给予的潜在支持（履约担保、偿债承诺等）角度，考查房地产企业实际获得过的支持，以及未来可能获得的外部支持。从一般意义上说，一个房地产企业所能获得的外部支持越广泛，支持力度越大，则该房地产企业的经营状况、信用状况会相应好些，抗风险能力会强于外部支持少的房地产企业，所面临的信用风险也相对较小。此外，房地产行业是竞争较为激烈的行业，政府给予直接支持的意愿和力度有限。联合资信在考察外部支持这一要素时主要关注：股东及实际控制人的历史增资情况、资产划拨情况、对企业经营的实际支持，公司实际控股股东及股东实力情况，公司对股东的重要性，股东对公司的支持力度及支持意愿如何；地方政府的支持情况、政企关系以及主管部门的政府补助情况等。

（五）关键假设

联合资信主要对影响偿债主体经营风险和财务风险的主要要素进行分析，再综合判断偿债主体信用风险的大小，最后给出受评主体的信用等级。其中，经营风险因素主要从所处行业、基础素质、管理能力、经营情况、未来发展等方面入手分析；财务风险因素主要包括资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量、偿债能力、财务政策等方面因素。针对不同行业的企业主体，联合资信会在上述基本评级方法基础上，根据行业特性进行评级方法的具体化和必要的调整。

基于上述主要分析因素，联合资信假设：

（1）企业违约风险主要可以用企业偿还债务资金来源对企业所需偿还债务的保障程度及其可靠性来加以考量；

（2）企业偿债资金来源对企业债务的保障程度与企业经营风险和财务风险密切相关，经营风险可以刻度企业获取偿债资金来源的规模和可靠程度，而财务风险的高低可以量度企业偿债资金对所需偿还债务的覆盖程度；

（3）从企业的历史表现和目前状态，再结合未来一些比较重要的因素，可以一定程度上预测企业未来的经营、财务和发展状况；

（4）经营风险方面，通常情况下，宏观经济经济向好、人口数量保持增长、市场的供求现状及前景良好、行业集中度高、行业调控政策变化趋势向好的行业，企业面临的行业风险越低。企业规模越大、市场地位越高、股东背景越强大的企业基础素质越好；股权风险越小、治理结构、管理体制、内部控制和管理制度建设及执行越完善的企业，企业管理能力越强；企业销售规模大、价格影响力高、成本控制力强、开发周转能力与业务规模和种类匹配度高、项目布局和产品类型适应国家调控政策的房地产企业，其经营情况越好；发展规划和经营策略合理、符合国家发展政策、未来投资规模及速度与企业自身资本实力及融资能力相匹配、且重大投资项目以及企业发展的重大事项能够提高企业成长性和稳定性，企业未来发展能力越好。

（5）财务风险方面，通常情况下，财务信息质量良好、资产质量较高、资本结构合理、盈利能力较强、现金流量充足且稳定、偿债能力较强的企业，其财务风险较低；通常情况下，房地产企业货币资金、应收项目、存货、投资性房地产、长期股权投资等变现能力强、获利价值高的，资产质量较高；债务负担较轻、对外部融资依赖程度较低、债务期限和渠道结构分布均衡的企业，其资本结构较合理；主营业务毛利率、营业利润率、期间费用控制情况、资产收益率等指标较好的企业，其盈利能力较强；在行业政策变动、产品价格变动、不同产品周期以及其他不利条件变动下现金流量仍可持续且维持适当水平的企业，其现金流量较为充足且稳定；企业核心资产变现能力强，对短期债务周转资金的保障程度较高，短期债务偿还资金的短期筹集资金能力较高，其短期偿债能力较强；能够通过当前和未来的盈利及现金流对当前债务及未来资本支出提供足够保障的企业，如企业自由现金流、EBITDA 对企业当前债务和未来资本支出的覆盖程度较高，其长期偿还能力较强；

（6）额外的外部支持、未来发展重要事项、重要风险事项以及其他因素也将影响企业面临的风险。企业预期出现权益减少（如资产剥离、股东减资等方式）将提高企业面临的风险；企业预期出现权益增加（如股东增资、定向增

发、公开发行股票、混合资本工具融资等方式），股东划转等方式大幅项目储备规模，收购兼并（如内部重大资产重组、重组剥离亏损业务、整合优质资源），签订重大合同预计提高企业营业收入一定程度等行为，将降低企业面临的风险；企业获得政府支持（如享有政府在资本金注入、财政补贴或税收优惠等多方面的持续的、力度足够的支持，有政府明确担保且有政府救助历史，经济或政治地位重要，为政府重点扶植企业等方式），或者股东支持（如母公司背景雄厚且发行人在股东的发展战略上比较重要、获得股东注资支持等力度大、股东为发行人债务提供担保、历史上获得控股股东较强的支持等），将降低企业面临的风险；企业存在与预期存在一定程度的担保风险、诉讼风险或关联交易风险时，将提高企业面临的风险；企业存在与预期存在贷款逾期、债券偿还不确定等情况时，将提高企业面临的风险；企业存在与预期存在其他有利因素时，将降低企业面临的风险，企业出现其他不利因素（如因产品质量事故导致企业经营受到重大影响、反腐或行业监管、政策导致行业经营受到重大影响等因素）时，将提高企业面临的风险。

附件 1

房地产企业主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变