

版本号：V4.1.202606

房地产租赁经营企业信用评级方法与模型



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



2026年6月



房地产租赁经营企业信用评级方法与模型

一、制定说明

为适应房地产租赁经营企业的发展变化，满足房地产租赁经营企业评级业务发展需求，更好地服务投资者及其他机构等市场参与方，便于其了解联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对房地产租赁经营企业进行信用评级的逻辑、思路和标准，联合资信制定了《房地产租赁经营企业信用评级方法与模型》（版本号：V4.1.202606）。本方法与模型已经联合资信评级技术委员会审议通过，自发布之日起施行。

本评级方法与模型是在联合资信工商企业信用评级方法总论的基础上，结合房地产租赁经营企业的特征进行研究制定。本评级方法与模型的制定不会对联合资信现有房地产租赁经营企业的信用级别产生重大影响。

二、适用业务类别和行业

联合资信认为，信用评级是指专业的评级机构对各类主体所负各种债务能否如约还本付息的能力和偿债意愿的综合评估，并用简单明了的符号表示。

本方法与模型适用于中国房地产租赁经营企业的主体信用评级。相关债项评级方法详见联合资信最新披露的《债项评级基本方法》。

三、行业定义

根据国家统计局公布的国民经济行业分类（GB/T4754-2017），房地产租赁经营业属于房地产业，主要指营利性房地产租赁活动。联合资信认为的房地产租赁经营企业以房地产租赁为主要收入和利润来源，物业类型主要包括写字楼、购物中心、商铺、物流园区、专业市场等。

本方法适用于（1）房地产租赁收入占比不低于营业总收入 60%，或（2）房地产租赁收益贡献及经营活动现金流入量不低于上述各项总额 50%的受评主体。以房地产租赁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租赁的企业，一般也可参照本方法进行信用质量评估。

此外，本方法与模型还适用于经联合资信信用评级委员会认定的、适用于此评级方法的企业。

四、关键假设、核心要素和评级框架

联合资信认为，企业的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。

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，财务风险的高低可以度量企业偿债资金对所需偿还债务的覆盖程度。

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。

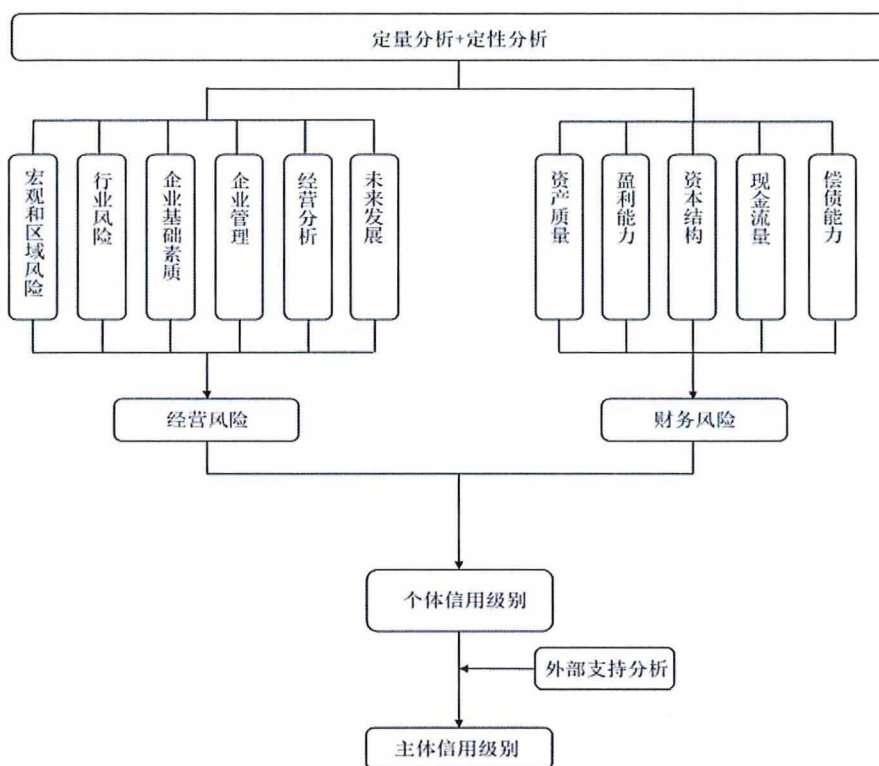
企业所处的宏观经济环境、整体金融市场环境、行业竞争以及法律监管等外部环境不会出现意外的重要变化，不会出现不可抗力因素（如自然灾害、战争等）。

经营风险方面，企业面临的宏观风险、区域风险、行业风险，企业基础素质、管理能力、经营情况、未来发展能力将影响企业的信用风险；通常情况下，面临的宏观风险、区域风险、行业风险越低，基础素质越好、管理能力越强、经营情况越好、未来发展能力越好的企业，其经营风险越低。

财务风险方面，企业的资产质量、资本结构、盈利能力、现金流量和偿债能力将影响企业的信用风险；通常情况下，资产质量较高、资本结构稳健、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。

外部支持方面，通常情况下，企业获得一定程度的政府支持或者股东支持，将在一定程度上提高企业的抗风险能力。

图1 房地产租赁经营企业主体评级框架



五、房地产租赁经营企业信用评级要素

（一）经营风险评价要素

1. 宏观和区域风险

（1）宏观经济分析

每个产业、每个企业都处于一定的宏观经济环境之中，一个国家（地区）整体经济发展快慢及其稳定性对每个行业和企业造成程度不一的影响。宏观经济环境是指特定时期的宏观经济发展形势、政府实施的各项经济调控政策等。通常，在宏观经济快速发展阶段，行业内企业也能够获得较好的发展机会。反之，在宏观经济剧烈波动或衰退时，行业内企业会面临较大的风险，宏观经济分析的重要性将进一步提高。此外，政府实施的货币政策、财政政策、税收政策、投资政策等与相关行业的资金供给、市场需求、盈利水平等密切相关，从而对行业内企业的经营状况产生重大影响。宏观经济环境的基本分析内容主要包括：经济增速、投资增速、价格指数、利率水平等指标，并重点考察各项宏观经济调控政策的变化。

联合资信在考察宏观经济这一风险要素时，主要关注：经济增速、投资增速、价格指数和利率水平，重点考察宏观调控政策的变化趋势，以判断未来经济走向。此外，通货膨胀、利率和汇率的波动可能影响收入、消费能力和市场需求，从而影响企业财务表现。

（2）区域环境

区域环境在市场空间、产业配套和营商环境等方面对企业发展起到重要作用。在分析区域环境时，不同业态的房地产租赁业务有不同的侧重点。例如，对于商业物业，区域经济发达程度、人口规模、居民收入及消费水平等因素将影响商场客流量、客群消费力及商户开店意愿，进而影响商业物业的需求量；对于办公物业，区域经济规模及增速、产业结构及配套、产业集聚度、营商环境等因素将影响办公楼租户的租赁需求；对于产业物业，区域地理位置、产业结构及聚集度、产业政策、对外交通运输便利度、市政基础设施完善程度等因素将影响租户的入驻意愿和对租赁面积的需求。

联合资信在考察区域环境这一风险要素时，主要关注：地理区位、区域平均空置率、区域平均租金水平及走势、未来新增供应、常住人口规模及净增长规模、GDP 与人均 GDP 规模及其增速等。

2. 行业风险

行业内的企业在生产经营上存在着相同性或相似性，因此企业面临的风险与其所处的行业密切相关。行业分析主要可以通过四个维度来考量，一是行业外部环境，涵盖宏观经济环境、区域环境、行业政策与监管环境等外部因素；二是行业结构特征因素，主要聚焦行业内部的固有属性与竞争生态，如行业准入壁垒、行业竞争格局等；三是行业风险状况，侧重外部因素和 ESG 因素对行业的扰动强度，如替代品威胁、ESG 风险等；四是行业财务状况，衡量行业在中短期内的财务风险水平，包括行业的增长性、盈利水平、杠杆水平、偿债能力等。

联合资信认为，房地产租赁经营行业主要具备以下特征：

第一，房地产租赁经营行业具有资金密集型特征，资金投入量大，开发建设及项目回报周期长，金融属性突出，因此，资本实力、债务负担及期限结构、融资成本对于房地产租赁经营企业财务风险有较大影响。

第二，房地产租赁经营行业具有区域性特征，经营性物业一般仅能辐射周边一定区域内的客户群体，区域环境将直接影响区域内所有该业态经营性物业的市场需求空间，企业自身运营能力及其物业在区域中的地段位置将影响企业在区域内的相对竞争优势。因此，在分析某项物业的市场竞争力时，应结合区域内的竞争格局进行分析。当行业整体处于供大于求状态时，区域性特征也使得市场中依然存在结构性机会。

第三，房地产租赁经营行业经营获现能力相对较强，培育成熟的经营性物业可持续贡献较稳定的现金流，行业整体对下游客户的收款方式以预收租金为主。相对良好的现金流表现和资产增值潜力也使得经营性物业具备投资属性，资产持有方可通过大宗交易、股权交易、REITs 等方式退出，资产变现渠道较丰富。

3. 基础素质

企业的基础素质是判断企业未来经营状况的关键，也是影响其未来经营风险的关键。基础素质分析内容通常包括：股东及股权状况、企业规模及市场地位、人员素质、社会责任、企业信用记录等方面。

(1) 股东及股权状况

联合资信通过对股权结构的分析，研究是否有实际控制人（实际控制人是指通过投资关系、协议或者其他安排，能够实际支配公司行为的自然人或政府）。股权结构比较复杂的，要进行穿透分析。对于无实际控制人的企业，其得到股东支持的可能性较低。

对于有实际控制人的企业，要通过实际控制人的情况对企业性质进行分析判断。企业性质影响到其运营机制、重大决策形成机制等，也直接影响了企业可能获得的外部支持。对于国有企业，需关注是否实行现代企业制度及实际股东实力；对于集体和私营企业，需关注其产权是否明晰，股东自身信用状况是否优良等。

另外，还要关注企业与母公司及兄弟公司之间的法律关系。对于母子公司而言，母子公司的关系越紧密，子公司对母公司经营成功的作用越是不可缺少，母公司对子公司的干涉就会越多，子公司的违约对母公司的财务状况也会产生很大的影响。因此，需要考察的关键因素是母公司对子公司的投资规模，如果投资额很大，子公司的违约足以威胁到母公司的生存时，母公司就会出于更强

的经济动机来关注子公司。兄弟公司之间有可能存在资金互相挪用、生产经营相互依赖等情况，需要关注兄弟公司之间的经营往来等。对于家族式民营企业，要关注其家族的整体情况。

（2）企业竞争实力

规模

此部分主要考察的因素包括租金收入、运营项目数量、运营项目可租面积、在建项目总建筑面积、拟建项目总建筑面积等。

联合资信认为，租金收入是房地产租赁经营企业物业规模和运营状况的综合体现，能直接反映企业在行业中的排序情况，是企业偿债资金的重要来源；可租面积是企业持有型物业经营规模的直接体现；在建及拟建项目总建筑面积可反映企业未来规模增长空间。

行业地位及品牌知名度

此部分主要考察房地产租赁经营企业的行业排名、所获荣誉、区域竞争实力等。企业在房地产租赁经营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，越能够提高招商速度、提升客户质量以及获得更好的融资途径，企业的信用风险相对较低。

物业品质

①区域位置

此部分主要考察物业所在城市的经济活跃度、所在位置是否处于城市核心地段等。在分析地段时，不同业态的分析重点存在一定差异，例如购物中心和办公楼位于配套完善的成熟板块为佳，产业园区需关注政策支持和产业定位等因素，物流地产需关注物流交通便利性等。

联合资信认为，区域位置是物业的核心竞争力之一，优质城市核心地段的物业具有较强的稀缺性和排他性，不仅能够为房地产租赁经营企业获取长期稳定的租金收益提供保障，还能增强物业的保值增值能力和变现能力。

②业态构成

此部分主要考察房地产租赁经营企业的项目业态构成，不同业态的持有型物业面临的供需环境和竞争激烈程度存在差异。持有型物业的业态主要可分为办公类资产（写字楼、商务园区等）、零售类资产（购物中心、社区商业、奥

特莱斯等）、住宿类资产（酒店、长租公寓等）和工业类资产（仓储物流、工业厂房等）。

联合资信认为，多元化的业态构成有助于房地产租赁经营企业分散经营风险，但也对企业的运营能力提出较高要求。

③项目品质

此部分主要考察物业项目自身层面是否存在显著的优势或劣势，包括项目定位、交通便利性、建筑等级评定、建成及翻新时间、设备及管理系统智能化程度等。

联合资信认为，物业项目自身定位和品质对于其抗风险能力也有较大影响，应考虑项目与同区域同业态的竞争项目相比，在项目品质层面是否存在显著差距。

（3）人员素质

企业员工素质，尤其是决策管理层的素质对一个企业的信用状况往往有决定性作用。联合资信对高级管理人员素质的考察内容一般包括高管的学历、技术职称、年龄，以及工作经历、管理经验、高层管理团队的稳定性等。员工素质主要考察年龄分布、学历分布、职称结构等。

（4）环境责任和社会责任

环境责任分析主要是考察企业活动对气候的影响、企业对自然资源的保护、能源的利用效率以及对废物的处理方式等相关内容。社会责任主要是考察企业在公共效益、员工责任、用户责任、供应商责任和专项责任方面的表现。

（5）企业信用记录

企业信用记录是体现企业历史履约能力和履约意愿的重要参考，联合资信主要通过核查中国人民银行《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产生缘由，查询企业已发行债券的还本付息情况等来判断受评企业以往的信用状况。此外，还要关注负面事件对企业整体信用水平造成的影响，例如：企业被立案调查、被列为失信被执行人、受到监管处罚、被监管问询，企业的实际控制人和核心高管人员被立案调查、被列为失信被执行人，企业的控股股东及其他关联方被列为失信被执行人、出现债务逾期、违约、重大诉讼或其他负面事件。

4. 企业管理

企业管理对企业的财务成果及未来发展方向有重要影响。一般来说，企业的管理水平越高，其经营管理的效率就越高。企业管理分析主要考察企业的法人治理结构和管理水平两个方面。

(1) 法人治理结构

企业法人治理结构主要是企业的出资者和管理者之间一整套制度性安排，这种安排对企业的中长期发展具有特别重要的意义。完善的企业法人治理结构对于企业实现长期稳定增长和降低风险有积极的作用。

对企业法人治理结构的考察主要包括法人治理结构设置是否完善、结构是否合理、成员专业度情况、重大决策的形成机制是否合理等。

(2) 管理水平

管理水平主要考察企业管理架构和制度的完善程度、制度执行情况、内部风险管理和控制情况等。健全的部门设置、规范的管理制度有利于企业管理及营运。管理制度包括企业组织制度和相关管理制度，是指企业组织对内部或外部资源进行分配调整，对组织架构、组织功能、组织目的的明确和界定。在分析企业管理制度时，应重点关注“三重一大”、财务、投融资、资产、子公司、对外担保等方面的制度，综合判断企业规章制度是否健全、整体管理水平和效率如何、企业管理中是否存在潜在的重大风险等。

5. 经营分析

房地产租赁经营企业的经营分析以评估其经营状况、经营风险和未来发展趋势为主要目的，可以通过对企业经营模式、招商能力、运营能力及运营表现、在建及拟建项目等方面的分析来把握。对上述因素的了解与分析，是评级工作的重点，这可以通过房地产租赁经营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。

(1) 收入和业务结构

收入结构方面，对房地产租赁经营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，对房地产租赁经营企业多元化经营情况的分析，需重点关注房地产租赁经营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租赁经营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。

业绩稳定性方面，一般情况下具有较强执行力、审慎的业务战略、均衡的产品种类和地域覆盖面的企业往往有更加稳定的运营和现金流，从而加强其抵御市场波动及市场衰退影响的能力。

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，业绩稳定性等。

（2）经营模式

房地产租赁经营企业的经营模式主要包括重资产模式、租赁经营模式和轻资产模式。

房地产租赁经营企业的不同经营模式存在不同的风险特征。重资产模式资本支出压力大、投资回报周期长，可重点关注项目投拓风险、债务负担和债务结构；租赁经营模式可重点关注与资产持有方的租约期限、租金水平及涨幅等；轻资产模式可关注合作方违约风险、解约风险、对委管店或加盟店管控力不足损害自身品牌影响力的风险等。

（3）租户构成

该部分主要考察企业对大租户的依赖程度、租户所属行业的集中度、租户性质等。如果企业对大租户的依赖程度高，则需对大租户的稳定性风险和其自身的经营风险展开分析判断。如果租户主要集中于某个行业，则租户所属行业的风险也会传导至房地产租赁经营企业。租户质量则对企业回款风险和议价能力有较大影响。

（4）租约情况

该部分主要考察企业与租户约定的租约期限、租金收取频率和方式、账期管理、租金优惠政策、租金调整政策等，重点关注重要租户的租约剩余期限及续约可能性。

（5）运营表现

房地产租赁物业的出租率、租金水平和租金收入是企业招商和运营能力的定量化体现，需重点分析运营表现的稳定性以及区域对比情况，结合企业历史运营表现、行业发展趋势及企业竞争实力，判断企业是否能持续稳健经营。

（6）在建及拟建项目

由于持有型物业前期资金投入大、回报周期长，若新项目运营状况不及预期或拓展速度过快，将造成资金大量沉淀、债务负担显著增长，可能引发流动性风险。对于房地产租赁经营企业，需考察其在建及拟建项目情况来判断项目拓展风险及未来资本支出压力。同时，需考察其未来资本支出计划是否与其财务能力相匹配，能否在规模扩张的同时保持财务杠杆和流动性处于合理水平。

（7）经营效率

企业经营效率是指企业经营活动过程中投入资源与产出之间的对比关系，即其利用资产的效率，主要考察受评企业近年销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数等。

（8）关联交易

此部分主要考察房地产租赁经营企业所有经营业务之间的关联性、与集团内外其他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企业独立性。通过分析与关联企业的业务往来、资金往来以及主要往来关联企业近三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。

6. 未来发展

每一个企业都会对自身的发展前景有一个规划或预期，这在某种程度上体现着企业决策管理层的经营战略和发展构想。要从企业历史上的计划制订、计划完成情况的考察和分析。对于房地产租赁经营企业战略发展应从短期阶段性规划和长期整体规划两个方面考察。分析企业的未来发展规划主要从以下几个方面展开：

（1）企业未来经营发展策略

了解企业为其自身发展的整体规划，分阶段的实施目标，判断这些计划是否与行业整体发展情况、企业自身实力相符，判断企业分阶段的实施目标的可行性。

（2）其他影响企业发展的重大事项

如企业改制、上市、重组、并购等。

联合资信对企业未来发展的分析将重点关注：房地产租赁经营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）财务风险评价要素

房地产租赁经营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，资产质量，资本结构，盈利水平，现金流和偿债能力等为主要目的。

1. 财务信息质量、会计政策及会计估计

（1）财务信息质量

财务分析是信用评级核心内容之一，因为企业的财务状况是其经营成果的最终反映，也是决定企业信用状况的根本。在进行财务分析时，首先应对研究分析企业财务状况的先决条件予以充分关注，如企业的财务报表是否经过审计、财务报表的口径、企业的会计政策、财务报表的基本情况。

（2）会计政策及会计估计

此部分主要考察房地产租赁经营企业会计政策及会计估计，包括合并报表、收入确认、折旧、库存估值、准备计提、摊销和表外负债的处理等方面的方法。财务数据的可比性与会计政策的一致性在进行房地产租赁经营企业信用质量和信用稳定性分析的基础。不同房地产租赁经营企业甚至同一房地产租赁经营企业不同期间执行的会计政策会产生一定的变化，应分析会计政策变化的原因以及对合并报表和财务指标比率的影响，房地产租赁经营企业会计政策是否符合相关规定及近三年会计政策变化趋势。在分析房地产租赁经营企业的会计政策

时，应重点关注：收入确认条件；投资性房地产计量方式；折旧政策；坏账准备计提标准等。

2. 资产质量

对企业资产质量的考察，一般从结构和质量两个方面着手。结构主要是分析各项资产在总资产中的比例；质量主要是分析各项资产的流动性、安全性和盈利性。房地产租赁经营企业非流动资产占比往往较大，需重点关注应收类款项、存货、投资性房地产、使用权资产等科目。

（1）应收类款项

应收类款项包含应收账款、长期应收款和其他应收款。应收账款是企业偿还债务的重要资金来源，其他应收款应主要是内部往来。对其分析主要体现为：一是账龄结构，账龄越长，风险也就越大。二是应收方分布，如果应收类款项集中于少数几个客户，一旦发生坏账损失，企业就可能面临较大的风险。对于账款余额大或经营有风险的重点客户，必要时应具体分析其经营状况以确定其风险。三是应收类款项的变化及在资产中的占比。四是调查应收类款项质押情况。五是其坏账准备提取政策、依据和金额。

房地产租赁经营行业以预收租金模式为主，企业应收账款规模一般较小。若出现应收账款规模较大的情况，需要考察应收账款的形成原因。

由于经营性物业具有相对较强的经营获现能力和资产变现能力，一般被认为是融资的优质抵押物，若房地产租赁经营企业的财务独立性较弱，可能会发生企业以自身资产抵押融资后，将资金以其他应收款等形式流向关联方的情况。若房地产租赁经营企业存在大额应收类款项，需要考察企业应收类款项的去向和期限，关注资金占用和回收风险。

（2）存货

部分房地产租赁经营企业采取“租售结合”的经营模式，从而形成较大规模的存货，需关注存货的类别、变现能力以及跌价情况。与住宅相比，写字楼、商铺等业态的开发周期较长、预售节点较晚，存货去化周期较长，现房销售占比较大。考察房地产租赁经营企业存货去化压力时，应该结合项目区域、地段、定位、周边配套、培育程度等因素综合判定，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。

（3）投资性房地产

关注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。投资性房地产一般是房地产租赁经营企业最重要的资产构成。若企业投资性房地产按公允价值计量，需关注投资性房地产增值率和评估单价，对增值的合理性等进行判断，并考虑公允价值变动对企业所有者权益和利润的影响程度；若企业投资性房地产按成本法计量，则根据收益表现和所在区域房地产市场实际情况，评估投资性房地产的增值潜力。

（4）使用权资产

使用权资产是企业通过租赁方式获得的在一定期间内对某项资产的使用权，房地产租赁经营企业的使用权资产一般是租入后用于运营的房屋及建筑物。可关注使用权资产来自经营租赁或融资租赁、计量方式、确认条件、折旧及减值情况等。经营租赁不涉及所有权的转移，租金仅为使用费用；融资租赁的租金通常包括本金和利息，租期结束时有购买选择权。

（5）受限资产

资产质量的考察还需要关注资产抵质押对资产流动性的影响，计算受限的资产占资产总额比例。房地产租赁经营企业使用投资性房地产等资产进行抵押融资的现象较普遍。此外，对于以投资性房地产进行结构化融资的房地产租赁经营企业，若资产仍在表内，关注相关资产实际使用受限；若资产出表，关注未来的回购风险。

母公司持有的优质子公司（上市公司）股权被质押、冻结的情况也要特别关注。如果出现前述情况，一般代表企业融资弹性严重降低，融资能力已接近极限，需要特别关注。

3. 资本结构

企业资本结构主要是对企业资金来源和结构的考察和分析。

（1）企业资本结构管理

企业负债管理或资本结构管理旨在保障其资金来源的稳定性、资金成本的可控性以及债务期限结构的合理性。企业的资金来源主要由股东的投入和各种负债组成。关注企业的融资管理目标，企业是否有资产负债管理目标；企业是否有比较明确的股权、债权融资计划，该目标、计划或实际运作是激进还是保守等。联合资信通过对企业负债管理办法及目标的了解并结合近三年其资本构成及变动情况，判断企业未来资本结构及债务风险的变化趋势。

（2）所有者权益

所有者权益是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。需重点关注股东注资的形式、性质及稳定性。此外，还要关注一些事项对权益稳定性及企业信用水平产生重大或者不利影响，例如：通过股东增资、定向增发、公开发行股票、混合资本工具融资等方式使所有者权益增长；通过资产剥离、股东减资等方式使所有者权益减少等。

对于房地产租赁经营企业，在项目竣工结转时可能涉及成本法至公允价值法的计量转换，该会计处理可能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。

（3）负债与债务

负债作为企业资金来源的重要方面，在评级过程中，评级人员对企业的短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款、长期借款、长期债券、租赁负债等科目应着重考察。对企业短期借款的考察，应关注其资金成本的高低、与主要借款人的关系等，这在很大程度上关系到企业短期支付能力的强弱，如企业不能如期偿还借款本息，则可能致使企业支付更多的财务费用，甚至使企业破产。

对企业应付账款应关注其付款期限、金额、付款方式、是否有宽限期等，因为一个企业在一个特定时期，其运营资金是有限的，如在资金较为紧张或偿还银行借款较多的情况下，如能得到供应商的宽限，则对企业的短期支付能力会有所帮助。

对企业长期借款应关注借款性质、偿还期限的集中度、高峰时的偿还金额等。另外，企业债务期限结构与业务的匹配程度也是决定企业财务风险的因素之一，短债长用往往更易带来兑付压力。

若企业通过租入资产进行运营，在租入资产确认使用权资产的同时确认租赁负债，体现为按照租赁期开始日尚未支付的租赁付款额的现值。对企业租赁负债应关注其性质为经营租赁还是融资租赁、企业租金支付压力情况等。

债务通常指的是企业的有息债务，包括短期借款、一年内到期的非流动负债、应付票据、交易性金融负债、租赁负债、长期借款和应付债券，同时应该考虑其他流动负债、其他非流动负债、长期应付款、其他应付款中的有息债务。对企业债务的分析要考虑其全部债务的结构，即长、短期债务占比，全部债务

余额变化等。持有型物业投资回报周期较长，需要匹配以长期为主的债务结构。若房地产租赁经营企业短期债务占比偏高，可能导致流动性风险。

另外，也需关注企业债务结构不合理；企业债务在某一时间段内面临较大规模的集中到期；企业融资渠道单一或受到限制，银行融资规模下降而债券市场融资及非标融资规模上升等因素对企业整体的信用水平造成的影响。

（4）相关指标

在考察房地产租赁经营企业资本结构时，联合资信主要关注以下指标：

全部债务资本化比率反映的是企业全部资本中，通过借贷形式筹措的资本所占比例。一般说来，该指标过高，则企业的债务负担过重；当企业收益下降时，很有可能发生利息支付、债务偿还等困难。该指标低，则企业面临的债务偿还压力较小，债务偿还风险较小。

联合资信在考察资本结构这一风险要素时主要关注：有息债务规模、有息债务期限结构、有息债务到期分布、债务与负债水平的变化趋势，所有者权益规模、所有者权益稳定性及质量等。

4. 盈利能力

企业盈利能力的强弱是决定企业未来债务偿还能力的基础，一般来说盈利能力强的企业在承受相同债务压力的情况下，财务风险相对较低，而盈利能力弱的企业财务风险相对较高。盈利能力的分析重点是从盈利水平和盈利结构两方面分析收益水平和稳定性。其中包括对主营业务毛利率、EBITDA 利润率、营业利润率、期间费用控制情况、总资产报酬率、净资产收益率的水平分析，同时需从经常/非经常性损益项目考察盈利的来源和结构、经常/非经常性损益项目的历史稳定性和未来变化趋势，进而分析盈利能力的稳定性。

对于投资性房地产以成本法计量的房地产租赁经营企业，计提折旧和摊销将影响盈利水平指标；对于投资性房地产以公允价值法计量的房地产租赁经营企业，公允价值变动损益将影响盈利水平指标。联合资信在分析房地产租赁经营企业盈利水平时，重点关注 EBITDA 利润率指标并对 EBITDA 进行扣减非经常性损益的调整。调整后 EBITDA 利润率既排除了利息、税收、折旧和摊销的影响，也剔除了公允价值变动损益等非经常性损益的影响，使得采用不同投资性房地产计量方式的房地产租赁经营企业的指标具有可比性。

5. 现金流

现金流作为清偿债务的基础，是评级分析的重点。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。

（1）经营活动产生的现金

房地产租赁经营企业的经营性现金流状况与其物业运营的成熟度有较大关联，运营成熟的物业能够为企业长期贡献较稳定的现金净流入。经营活动中销售商品、提供劳务收到的现金流入量，以及经营活动产生的现金净流量应为考察重点。如果经营活动产生的净现金流为负，应重点分析原因。

现金收入比代表当年公司收入回笼程度，为当年销售商品提供劳务收到的现金除以当年营业收入，反映公司收入实现质量。

（2）投资、筹资活动产生的现金

当房地产租赁经营企业进行项目拓展、业务扩张等对外投资活动时，往往会产生较大的资金需求，需要分析公司的经营活动和筹资活动现金流量净额是否满足企业的投资需求。从筹资活动现金流量情况以及其变动情况，可以看出企业在此期间内的资金压力、融资成本等情况。

联合资信在考察现金流时主要关注：经营活动产生的现金流量净额及其稳定性、现金收入比、投资活动产生的现金流量净额、筹资活动前现金流量净额、筹资活动现金流及其与债务规模变化的匹配程度。

6. 偿债能力

偿债能力分析是信用评级的关键。在分析房地产租赁经营企业自身偿债能力时，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。

（1）短期偿债能力

短期偿债能力反映企业偿付日常到期债务的能力，如果短期偿债能力不佳，会影响债权人本息获得的安全性以及加大企业临时紧急筹措资金的成本。需分析企业资金头寸管理的基本做法，了解是否有控制指标和标准；分析银行授信情况、流动性的一般来源等。

联合资信主要通过现金短期债务比、经营现金流动负债比等指标来分析企业短期偿债能力。现金短期债务比衡量的是企业某个时点上账上现金对短期债务的保护程度；经营现金流动负债比从现金流量角度来反映企业当期偿付短期负债的能力。

企业短期偿债能力还需考虑企业的流动性压力和融资能力。融资环境、债券融资占比、银行贷款的可接续性、再融资空间、股东借款支持等因素将影响企业短期内的刚性偿债支出。

（2）长期偿债能力

长期偿债能力的分析是企业偿还长期债务本息的能力，或者说企业未来长期的偿债能力。分析时主要考察的指标有调整后 EBITDA 利息倍数、全部债务/调整后 EBITDA 等。

调整后 EBITDA 利息倍数和全部债务/调整后 EBITDA 反映企业以税息、折旧及摊销前收益偿还债务本息的能力。调整后 EBITDA（EBITDA-非经常性损益）对利息和全部债务的覆盖程度越高，企业融资的空间越大，财务弹性就越高，也就意味着企业偿债能力越强。企业经营活动产生的现金流量净额对债务的保障倍数（或者其倒数）也是衡量企业偿债能力的重要指标。这是从企业产生现金流的角度衡量企业的偿债能力的指标。为了更好地分析现金流对债务的保障，还可以分析筹资前净现金流与债务的关系。考虑到债务偿还能力是一种预测，如果有条件，还应对未来一定时期现金流和债务进行预测，对其偿债能力进行分析和判断。

此外，资产变现能力对于房地产租赁经营企业长期偿债能力也有重大影响，可通过对投资性房地产等主要资产可变现价值的评估，测算投资性房地产估值下跌情景下企业的资产减值压力，进而判断企业所有者权益对资产减值的承受能力。

企业偿债能力还考虑企业可能获得的其他信用支持，主要包括银行授信、引入战略投资者、IPO、增发配股、银行授信等。

（3）或有负债及其他风险

其他重大事项包括企业或有事项（对外担保、未决诉讼等）及资产负债表日后事项。提供担保可能会给企业带来潜在义务，在分析企业对外担保情况时，主要考察的指标包括对外担保规模、担保比率、被担保主体情况等。对于对外

担保规模较大，对外担保比率高；担保对象以民企为主，且行业及区域集中度较高；因部分被担保企业出现贷款逾期而发生重要代偿事件；诉讼涉及金额占到企业资产的 10%（含）以上，且有可能造成较大损失等重大事项，需根据实际情况分析其对企业信用水平的影响。

7. 母公司财务风险

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方面。

从集团的经营管理模式（集权式管理还是分权式管理）、母公司控股比例及少数股东权益占比、母子公司的财务控制关系等方面判断评估母公司对核心子公司的管控能力、资金调度使用能力。重点分析母公司的业务经营情况、资产规模、资本结构和债务负担变化、偿债能力等。当企业优质资产集中在子公司时，重点关注母公司长期股权投资等主要资产变现能力和投资收益质量以及母公司持有的股权价值及质押情况。

（三）外部支持

外部支持方面，通常情况下，企业获得一定程度的政府支持或者股东支持，将有助于企业抵御风险。

政府对受评企业的支持主要考量政府的支持能力和支持可能性两个方面，在综合评估以上两个方面的基础之上，得出受评企业所获政府支持程度。政府支持能力可以从地区经济、政府财政实力、债务状况、治理水平等方面来考察。政府支持可能性可以从政府对受评企业的持股比例及控制程度、受评企业对政府的重要性、违约对政府声誉及区域融资环境的影响、支持成本与收益的经济权衡、过往支持历史五个方面来考察。值得指出的是，政府支持不受企业性质的限制，非国有控股企业也可通过上述因素的评估，判断其获得政府支持的可能性。

股东对受评企业的支持主要考量股东的支持能力和支持可能性两个方面，在综合评估以上两个方面的基础之上，得出受评企业所获股东支持程度。股东支持能力主要考量股东的企业性质、行业地位、竞争能力、财务状况和可持续发展能力等。股东支持可能性可以从股东对受评企业的持股比例及控制程度、

受评企业对股东的重要性、违约对股东的影响、支持成本与收益的经济权衡、过往支持历史五个方面来考察。

六、房地产租赁经营企业信用评级模型

（一）评级模型基本框架

联合资信通过评级模型的形式对房地产租赁经营企业进行主体信用评级。评级模型主要由多个评级要素及相应细化的多个定性和定量因素所组成，包括对企业经营风险评估和财务风险评估。其中，经营风险评估包括“经营环境”和“自身竞争力”两部分，财务风险评估包括“盈利能力”“资本结构”和“偿债能力”等。各评级要素又由多个二级因素组成。比如，“经营环境”细分为“宏观经济”和“行业风险”两部分，“自身竞争力”细分为“基础素质”“经营分析”“企业管理”三部分。联合资信根据行业特点、行业政策、行业内企业表现、专家经验等确定房地产租赁经营企业二级因素的主要因子（即三级因素）及对应权重。

具体打分思路如下：

（1）联合资信对三级因素进行定量因素分析、定性因素分析并打分，根据对各三级因素设定的权重进行加权后，得到各二级因素的得分。进一步，根据对各二级因素设定相应的权重，将各评级要素的得分进行加权，得到加权后的各综合要素分数。

（2）根据各要素得分通过档次映射表得到上述因素相应的档次，并结合各要素风险因素调整得到最终的档次。如果评价结果处于临界点左右，可通过评估后调整其档位，由信评委做最终决定。

（3）根据各评级要素档次和要素分析矩阵得到受评企业的经营风险档次和财务风险档次。获得经营风险评价结果和财务风险评价结果后，通过评级矩阵得到对应的指示评级。

（4）在获得指示评级后，根据个体调整因素评价标准，对企业指示评级进行调整，得到企业个体信用级别。

（5）在企业个体信用级别基础上，结合外部支持评价标准¹，得出企业模

¹ 详见联合资信对外发布的《外部支持评估方法》。

型级别。

(6) 在参考模型级别的基础上，联合资信将依据公司信用评级委员会投票结果最终确定受评对象的信用等级。

图2 房地产租赁经营企业主体信用评级模型架构图

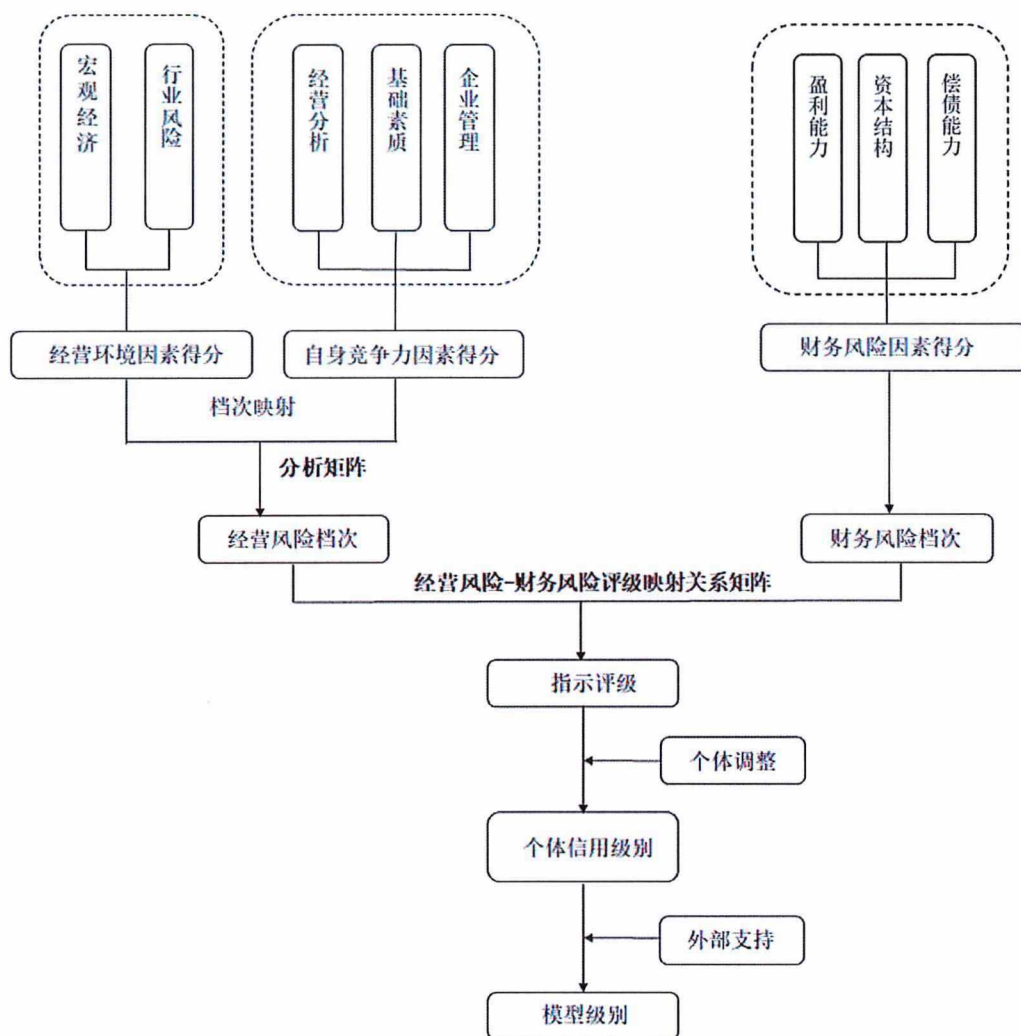


表1 房地产租赁经营企业主体评级——经营风险各因素档次映射表

档次	经营环境因素得分	自身竞争力因素得分
1（非常好）	[5.5,6]	[5.5,6]
2（很好）	[4.5,5.5)	[4.5,5.5)
3（较好）	[3.5,4.5)	[3.5,4.5)
4（一般）	[2.5,3.5)	[2.5,3.5)
5（较弱）	[1.5,2.5)	[1.5,2.5)
6（非常弱）	[1,1.5)	[1,1.5)

表2 房地产租赁经营企业主体评级——财务风险各因素档次映射表

档次	盈利能力得分	资本结构得分	偿债能力得分
1（非常好）	[6.5,7]	[6.5,7]	[6.5,7]
2（很好）	[5.5,6.5)	[5.5,6.5)	[5.5,6.5)
3（较好）	[4.5,5.5)	[4.5,5.5)	[4.5,5.5)
4（一般）	[3.5,4.5)	[3.5,4.5)	[3.5,4.5)
5（较弱）	[2.5,3.5)	[2.5,3.5)	[2.5,3.5)
6（非常弱）	[1.5,2.5)	[1.5,2.5)	[1.5,2.5)
7（极弱）	[1,1.5)	[1,1.5)	[1,1.5)

表3 房地产租赁经营企业主体评级——经营风险分析矩阵

自身竞争力因素 (档次)	经营环境因素(档次)					
	1（非常好）	2（很好）	3（较好）	4（一般）	5（较弱）	6（非常弱）
1（非常好）	A	A	A	B	C	E
2（很好）	A	B	B	C	D	E
3（较好）	B	C	C	C	D	F
4（一般）	C	D	D	D	E	F
5（较弱）	D	E	E	E	E	F
6（非常弱）	E	F	F	F	F	F

表4 房地产租赁经营企业主体评级——财务风险档次映射表

档次	财务风险得分
F1	[6.5,7]
F2	[5.5,6.5)
F3	[4.5,5.5)
F4	[3.5,4.5)
F5	[2.5,3.5)
F6	[1.5,2.5)
F7	[1,1.5)

表5 房地产租赁经营企业主体评级——经营风险-财务风险评级映射关系矩阵

经营风险	财务风险						
	F1	F2	F3	F4	F5	F6	F7
A	aaa	aaa/aa+	aa/aa-	aa-/a+	a/a-	bbb+/bbb	bb+
B	aaa/aa+	aa+/aa	aa-/a+	a/a-	bbb+/bbb	bbb/bbb-	bb
C	aa/aa-	aa-/a+	a+/a	a-/bbb+	bbb/bbb-	bb+/bb	bb-
D	a+/a	a/a-	bbb/bbb-	bbb-/bb+	bb	b+	b
E	bbb/bbb-	bbb-/bb+	bb/bb-	bb-	b+/b	b/b-	b-
F	bb/bb-	bb-	bb-/b+	b+/b	b/b-	ccc 及以下	ccc 及以下

表 6 房地产租赁经营企业主体评级——个体调整主要因素

个体调整主要因素	
一级因子	二级因子
未来发展	项目投产
	收购兼并
	发展韧性
	压力测试与预测
ESG 相关	ESG 相关
表外重要风险	诉讼风险
	担保风险
不良记录	债务逾期
	其他失信记录
其他因素	有利因素
	不利因素

评级模型一般以发行主体合并报表数据为主（对于集团企业，可辅助公司本部报表）进行分析，且所用的数据均为近 3 年的加权平均值，各期数据由远及近权重分别为 20%、30%和 50%，以反映一段时间内企业的经营状况或降低异常值的影响。若企业仅存在近 2 年合并报表及公司本部报表数据，则所用的数据为近 2 年的加权平均值，各期数据由远及近权重分别为 30%和 70%。若企业仅存在 1 年合并报表及公司本部报表数据，则所用的数据为该年合并报表及公司本部报表数据。

评级模型中评级要素的选择、赋值、权重设置原则：（1）评级要素选择：根据联合资信工商企业信用评级方法总论、房地产租赁经营企业信用评级方法，结合行业特点，根据重要性、可操作性等原则，经专家经验论证后筛选所得。

（2）评级要素赋值：根据房地产租赁经营企业行业特点、行业政策、行业内企业表现等因素，考虑数据历史表现、理论值、行业均值等，经过专家经验论证调整后确定各指标赋值。（3）权重设置：根据房地产租赁经营企业信用评级方法，结合行业特征及重要性设置。

（二）房地产租赁经营企业信用评级模型指标清单

房地产租赁经营企业指示评级从经营风险和财务风险两个方面进行评价。

表7 房地产租赁经营企业主体信用评级打分表——经营风险评价

一级因子	二级因子	二级权重	三级因子	三级权重
经营风险	经营环境	宏观经济	宏观经济	100%
		行业风险	行业风险	100%
	自身竞争力	基础素质	行业地位	30%
			物业品质	70%
		经营分析	运营能力	100%
		企业管理	法人治理结构	50%
			管理水平	50%

表8 房地产租赁经营企业主体信用评级打分表——财务风险评价

一级因子	二级因子	二级权重	三级因子	三级权重
财务风险	盈利能力	30%	调整后 EBITDA 利润率（%）	60%
			持续获利能力	40%
	资本结构	20%	所有者权益（亿元）	40%
			全部债务资本化比率（%）	60%
	偿债能力	50%	调整后 EBITDA 利息倍数（倍）	25%
			全部债务/调整后 EBITDA（倍）	25%
			流动性评价	25%
			抗跌能力评价	25%

1. 经营风险

房地产租赁企业经营风险主要从经营环境和自身竞争力两方面评价。

（1）经营环境

经营环境主要从宏观经济和行业风险两方面评价。

宏观经济

当宏观经济处于上行周期时，有租赁办公和产业类物业需求的企业数量增多、租赁面积扩大，居民消费力和商户扩张门店意愿提升、商业类物业租赁需求增大，房地产租赁经营行业下游需求增长。当宏观经济处于下行周期时，企业缩减经营规模、商户门店倒闭等现象增加，房地产租赁经营行业下游需求萎缩。

行业风险

行业风险主要通过行业外部环境、行业结构特征因素、行业风险状况和行业财务状况四个维度来考量。

（2）自身竞争力

自身竞争力主要从基础素质、经营分析和企业管理三方面评价。

基础素质

基础素质主要用行业地位和物业品质指标衡量。

行业地位为定性指标，反映企业的经营规模优势。考察行业地位时，主要关注企业租金收入及可租面积规模、品牌知名度、细分业态行业排名等。

物业品质为定性指标，反映企业持有型物业的综合竞争力。考察物业品质时，主要关注物业的区域分布构成、所在区域的经济活跃度、城市能级、区域产业和人口聚集度、交通和配套完善情况、地段是否具有优越性和稀缺性、建筑等级评定、建成及翻新时间、设备及管理系统智能化程度等。

经营分析

经营分析主要用运营能力衡量。

运营能力为定性指标，主要表现在出租率、租金水平、品牌知名度、运营经验、招商团队专业能力及经验、租户质量及稳定性、管理输出等，运营能力强的房地产租赁经营企业一般可实现高于同区域竞争对手的出租率或租金水平。此外，能够通过轻资产模式实现运营管理输出，也在一定程度上反映企业运营能力较强。

企业管理

企业管理主要从法人治理结构和管理水平两方面评价。

法人治理结构主要是企业的出资者和管理者之间一整套制度性安排，这种安排对企业的中长期发展具有特别重要的意义。通常，企业的法人治理结构完善，运作顺畅、规范，股东的权利得到有效保证的企业，有利于实现企业的长期稳定发展。

管理水平主要体现在公司管理架构和制度的完善及执行情况，内部风险管理和控制情况，完整健全的部门机构、规范的制度有利于企业管理及营运。通常，企业组织架构搭建完整、权责明确、管理层级清晰、管理制度可操作性强且执行情况良好的企业，经营运作更为规范，有利于实现企业的长期稳定发展。

2. 财务风险

财务风险主要考量盈利能力、资本结构和偿债能力²三个方面。

(1) 盈利能力

盈利能力主要用调整后 EBITDA 利润率和持续获利能力指标来衡量。

调整后 EBITDA 利润率=（EBITDA-非经常性损益）/营业总收入×100%是衡量企业盈利能力的一项重要指标。为了更好地反映采用不同计量方式的房地产租赁经营企业的实际盈利水平，该指标对 EBITDA 进行了一定调整。调整后的 EBITDA 利润率越高，企业的盈利能力越强。

持续获利能力为定性指标，主要结合出租率和租金水平变化趋势、企业新项目投入运营计划等因素，判断企业未来盈利空间。

表 9 盈利能力评价参考

三级因子	7	[6,7)	[5,6)	[4,5)	[3,4)	[2,3)	[1,2)	1
调整后 EBITDA 利润率 (%)	[60,+∞)	[50,60)	[40,50)	[20,40)	[15,20)	[10,15)	[5,10)	(-∞,5)

(2) 资本结构

资本结构主要用所有者权益和全部债务资本化比率指标衡量。

所有者权益是反映所有者投入资本的保值增值情况，是企业债务的重要保障基础，所有者权益越高，对债务的保障程度越高。

全部债务资本化比率=全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%，该指标衡量企业的刚性债务水平，在一定范围内，全部债务资本化比率越高，企业的有息债务负担越重。

表 10 资本结构评价参考

三级因子	7	[6,7)	[5,6)	[4,5)	[3,4)	[2,3)	[1,2)	1
所有者权益 (亿元)	[250,+∞)	[150,250)	[100,150)	[50,100)	[20,50)	[10,20)	[5,10)	(-∞,5)
全部债务资本化比率 (%)	[0,40]	(40,45]	(45,50]	(50,65]	(65,70]	(70,80]	(80,85]	(85,+∞) 或 (-∞,0)

(3) 偿债能力

² 本模型将资产质量和现金流关键指标纳入偿债能力评价体系中进行考量。

偿债能力主要用调整后 EBITDA 利息倍数、全部债务/调整后 EBITDA、流动性评价和抗跌能力评价衡量。其中，流动性评价主要用来衡量企业短期偿债能力；调整后 EBITDA 利息倍数、全部债务/调整后 EBITDA 和抗跌能力评价主要用来衡量企业长期偿债能力。

流动性评价主要衡量企业可用于偿债的资金对短期内刚性偿债支出的保障程度。融资能力对于房地产租赁经营企业流动性有重要影响，主要考察融资成本、融资结构、再融资空间等。流动性评价越高，企业短期偿债能力越强。

调整后 EBITDA 利息倍数 = (EBITDA - 非经常性损益) / 利息支出，反映房地产租赁经营企业以税息、折旧及摊销前利润对利息的保障程度。为避免不同投资性房地产计量方式对指标的影响，计算公式中的 EBITDA 进行了剔除非经常性损益的调整。调整后 EBITDA 利息倍数越高，企业的长期偿债能力越强。

全部债务/调整后 EBITDA = 全部债务 / (EBITDA - 非经常性损益)，反映企业以税息、折旧及摊销前利润对有息债务的偿还能力。全部债务/调整后 EBITDA 越低，企业的长期偿债能力越强。

抗跌能力评价为定性指标，主要考察在投资性房地产估值下跌情景下，企业所有者权益对资产减值的承受能力。该指标的核心在于对投资性房地产的估值判断。不动产评估常用方法有收益法、成本法、市场法等，每种估价方法都有其使用的估价对象和估价需要具备的条件。联合资信更多参考收益法得出的结果，同时认为在适当考虑了经济周期、不动产的位置、建造质量、维护状态、处置时的可销售性、现金流的稳定性和市场利率环境后，资本化率应反映不动产的中长期的稳定报酬率。

表 11 偿债能力评价参考

三级因子	7	[6,7)	[5,6)	[4,5)	[3,4)	[2,3)	[1,2)	1
调整后 EBITDA 利息倍数 (倍)	[4,+∞)	[2,4)	[1.5,2)	[1,1.5)	[0.5,1)	[0.2,0.5)	[0.1,0.2)	(-∞,0.1)
全部债务/调整后 EBITDA (倍)	[0,5]	(5,8]	(8,12]	(12,15]	(15,20]	(20,25]	(25,30]	(30,+∞)或 (-∞,0)

七、评级方法和模型局限性

联合资信对受评主体的未来经营状况的判断是以其历史经营状况、现状以及目前政策导向为基础，但是受评主体的发展、政策的变化及影响其偿债能力

的内外部因素是动态变化的，这些影响因素的未来状况可能与过去、现在有着较大的不同，因此评级模型中对受评主体信用风险的评估不能保证完全准确地预测其未来实际的违约风险。

为了避免评级模型过于复杂，评级方法中的评级模型所列示的评级因素可能并未完全包括本评级方法所有考虑因素。实际评级作业中还会综合考虑其他因素，包括但不限于财务控制、突发事件风险和季节性因素等方面的评估。

评级模型所使用的财务信息主要为历史数据，预测未来存在不确定性，评级模型无法预测受评主体在未来某段时间的违约概率，在受评主体违约时，评级模型并未考虑可能损失的程度。

评级模型所使用的数据来源于受评主体和监管认定的专业机构所提供的信息，因此其真实性、完整性和可靠性将影响评级模型结果。

评级模型所列示的评级因子权重仅为建议权重，实际评级作业中可能存在因子权重与评级模型建议的权重显著不同的情况，存在评级模型未列示因子被赋权的情况。例如，评级模型中包含定性因素，尽管分析人员在评级过程中会通过合理且严谨的机制并结合专家的长期经验进行定性因素的评估，但始终存在主观判断成分，因此在实际评级作业中可能会出现因子权重与评级模型建议的权重显著不同的情况。评级模型中所列示的评级因子权重代表了相对重要性，但在某些情境下，例如受评主体违约时，评级要素的重要性可能与评级模型中所列示的权重存在显著差异。

联合资信重视评级模型在级别确定中的参考作用，但不会完全依赖评级模型结果确定受评对象的信用等级。

本方法会随着相关法律、法规或其他规范性文件的不断演进而有所调整和修正，联合资信将定期或不定期审查本方法，适时修订。

附件 1

主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
调整后 EBITDA 利润率	调整后 EBITDA/营业总收入×100%
总资产报酬率	(利润总额+费用化利息支出) / 资产总额×100%
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
调整后 EBITDA 利息倍数	调整后 EBITDA/利息支出
全部债务/调整后 EBITDA	全部债务/调整后 EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

调整后 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销-非经常性损益

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出