

版本号：V4.0.202208

房地产企业主体信用评级模型 (打分表)



2022年8月

房地产企业主体信用评级模型（打分表）

一、修订说明

根据联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关制度，为适应房地产行业的发展变化，完善房地产企业的评级体系，联合资信对房地产企业主体信用评级模型进行了本次调整和修订。《房地产企业主体信用评级模型（打分表）（版本号：V4.0.202208）》（以下简称“本模型”）是以 2022 年《房地产企业主体信用评级模型（打分表）（版本号：V3.1.202205）》为基础进行的修订。本模型已经联合资信评级技术委员会审议通过，于 2022 年 8 月 12 日起施行。

本次修订主要内容包括：一是进一步完善了调整项因素及相关评价标准，将包括 ESG 相关因素、发展韧性等可持续发展能力因素纳入调整项；二是对矩阵进行了适当调整，提高了分布的合理性；三是调整了部分指标、权重及阈值。联合资信关于房地产企业的整体评级逻辑与此前评级模型基本保持一致，本次修订不会对联合资信现有房地产企业的信用级别产生重大影响。

二、打分表适用范围

房地产企业主要包括以房地产开发、物业租赁业务为主要收入和利润来源的企业，即在获得使用权的土地上，将房屋建成，然后出售给购房者或出租给租户，同时提供一定的衍生服务，进而满足购房者和租户居住、投资或经营的需求，从中获得一定利润的企业。联合资信房地产企业主体信用评级模型适用于房地产主业的营业收入占比不低于 60%，收益贡献及现金流流入规模不低于总额的 50% 的房地产开发商。以房地产业务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，一般也适用本模型进行信用质量评估。

三、打分表逻辑框架

联合资信首先运用数理模型（打分表）分析企业的经营风险和财务风险。模型参数是在对行业相关样本数据进行长期统计和分析基础上得到的，最大限度减

少了评级过程中主观因素的影响，提升评级结果的客观程度。其中，经营分析以定性分析为主，涵盖外部环境（包括宏观经济、区域、行业等要素）及企业自身经营管理等要素。财务分析以定量分析为主，通过几个方面的相关指标进行量化处理；评级模型将经营分析与财务分析结果结合，在综合评价的基础上得到企业的指示评级。对于评级要素中一些难以纳入模型处理同时又对企业信用状况有重大影响的项目，通过专家经验进行评估，根据其影响大小对企业指示级别进行相应调整，得到调整级别。在调整级别的基础上，联合资信还会结合受评企业在各评级要素方面的表现，与同行业企业进行对比，通过评审专家的充分讨论和投票，最终确定受评企业的信用等级。

联合资信通过打分表的形式对房地产企业进行主体信用评级。打分表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“现金流”“资本结构”和“偿债能力”三部分。各评级要素又由多个二级因素组成。比如，“经营环境”细分为“宏观和区域风险”和“行业风险”两部分，“自身竞争力”细分为“基础素质”“经营分析”和“企业管理”三部分，“现金流”细分为“盈利能力”“资产质量”和“现金流量”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企业二级因素主要因子（即三级因素）及对应权重。

具体打分思路如下：

首先，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（其中，经营风险三级因素由低到高分别评为1~6分，财务风险三级因素由低到高分别评为1~7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。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：经营风险方面包括“经营环境”因素得分和“自身竞争力”因素得分，其中“经营环境”因素是“宏观和区域风险”要素和“行业风险”要素加权后的综合得分，“自身竞争力”因素得分是“经营分析”要素、“基础素质”要素和“企业管理”要素加权后的综合得分；财务风险方面包括“偿债能力”要素得分、“资本结构”要素得分以及“现金流”因素得分，其中“现金流”因素得分是“盈利能力”要素得分、“资产质量”要素得分以及“现金流量”要素得分加权后的综合得分。

其次，根据各要素得分通过档次映射表（见表1、表2）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：根据“经营环境”因素得分和“自身竞争力”因素得分，以及“偿债能力”要素得分、“资本结构”要素得分和“现金流”因素得分，通过映射表得到上述因素相应的档次，并结合各评级要素风险因素调整后的评价结果，得到各评级要素的档次。此外，如果样本企业所处的位置在“自身竞争力”“偿债能力”“资本结构”“现金流”因素临界点左右，可通过评估后调整其档位，由信评委做最终决议。

再次，根据各评级要素档次和要素分析矩阵（见表3至表5）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（见表6）得到对应的指示评级。值得注意的是，若矩阵模型所得结果为“ccc及以下”级别，则由信评委最终决定企业级别。

从次，在获得指示评级后，根据个体调整因素（见表7）评价标准，对企业指示评级进行调整，得出企业个体信用级别。

最后，在企业个体信用级别基础上，结合外部支持（见表8）评价标准，得出企业主体信用级别。

图1 联合资信房地产企业主体信用评级打分表架构图

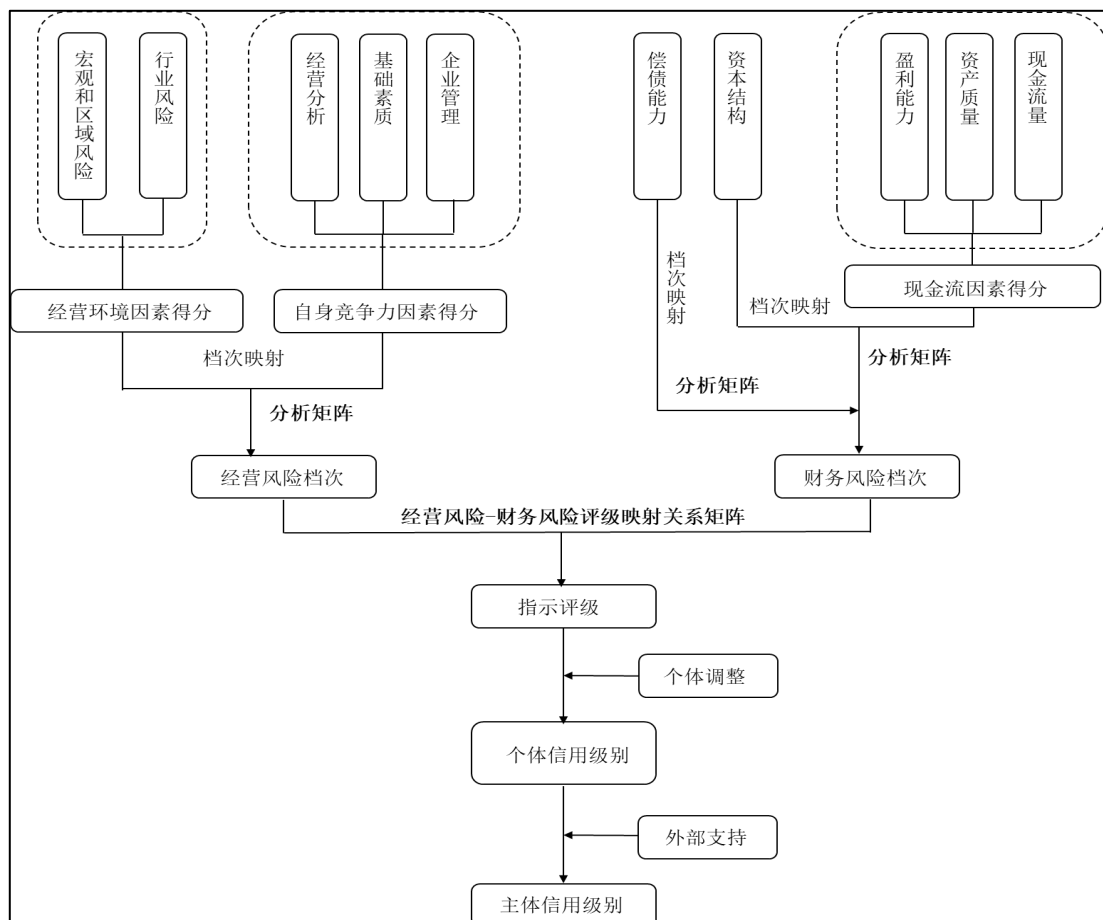


表1 房地产企业主体评级——经营风险各因素档次映射表

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 房地产企业主体评级——财务风险各因素档次映射表

档次	偿债能力得分	资本结构得分	现金流因素得分
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 房地产企业主体评级——经营风险分析矩阵

自身竞争力因素	经营环境因素					
	1	2	3	4	5	6
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 房地产企业主体评级——现金流因素与资本结构分析矩阵

现金流因素	资本结构						
	1	2	3	4	5	6	7
1（非常好）	1	1	1	2	3	5	6
2（很好）	1	2	2	3	4	5	6
3（较好）	2	3	3	3	4	6	7
4（一般）	3	4	4	4	5	6	7
5（较弱）	4	5	5	5	5	6	7
6（非常弱）	5	6	6	6	6	6	7
7（极弱）	6	7	7	7	7	7	7

表5 房地产企业主体评级——财务风险分析矩阵

偿债能力	现金流因素与资本结构评价因素的结果						
	1	2	3	4	5	6	7
1（非常好）	F1	F1	F1	F2	F3	F5	F6
2（很好）	F1	F2	F2	F3	F4	F5	F6
3（较好）	F2	F3	F3	F3	F4	F6	F7
4（一般）	F3	F4	F4	F4	F5	F6	F7
5（较弱）	F4	F5	F5	F5	F5	F6	F7
6（非常弱）	F5	F6	F6	F6	F6	F6	F7
7（极弱）	F6	F7	F7	F7	F7	F7	F7

表6 房地产企业主体评级——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	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7 房地产企业主体评级——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

表8 房地产企业主体评级——外部支持主要因素

外部支持	
一级因子	二级因子
政府支持	政府实力方面，主要从政府经济及财政实力、债务状况、治理水平等方面来考察。政府

	<p>支持的可能性方面，主要考察受评主体在当地政府决策和当地经济发展中的地位 and 重要性，历史获得支持的实际情况和具体的支持方式等，具体可从下列角度进行考察：</p> <p>(1) 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支持，且支持力度较大；</p> <p>(2) 有政府明确担保且有政府救助历史；</p> <p>(3) 经济或政治地位重要，为政府重点扶植企业；</p> <p>(4) 承担一定的公共职能，如提供必要的基础设施或公共服务；</p> <p>(5) 对当地政府的经济、社会、政治或政策目标起到重要作用，其违约/信贷压力导致企业经营活动中断，对地方经济部门产生重大影响；</p> <p>(6) 其他因素。</p>
<p>股东支持</p>	<p>股东实力方面，主要考察股东的企业性质、股东的行业地位、竞争能力、财务状况和可持续发展能力等。</p> <p>股东支持的可能性方面，应重点考察受评主体在股东整个集团架构和发展战略中的地位和重要性，具体可从下列角度进行考察：</p> <p>(1) 母公司背景雄厚且受评主体在股东的发展战略、业务布局上比较重要；</p> <p>(2) 获得股东注资、资产划拨和补贴等支持力度大，并有历史支持记录；</p> <p>(3) 股东为受评主体所有债务提供担保，或者股东有明确的法律义务并书面承诺支持受评主体；</p> <p>(4) 存在将控股股东与子公司债务联系在一起的交叉违约条款；</p> <p>(5) 其他因素。</p>

打分表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三年的加权平均值，各期限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。若企业仅存在近两年合并报表及公司本部报表数据，则所用的数据为近两年的加权平均值，各期限数据由远及近权重分别为 30%和 70%。若企业仅存在一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。

打分表中评级要素的选择、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《房地产企业信用评级方法》，结合行业特征及重要性设置。

四、房地产企业主体评级打分表

房地产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 9 房地产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	宏观和区域风险	50%	宏观和区域风险	100%
		行业风险	50%	行业风险	100%
	自身竞争力	基础素质	25%	行业地位	50%
				区域分布	50%
		经营分析	60%	签约销售回款	40%
				土地获利能力	20%
				土地储备	40%
		企业管理	15%	法人治理结构	50%
				管理水平	50%

表 10 房地产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	现金流	盈利能力	40%	营业总收入（亿元）	25%
				利润总额（亿元）	25%
				营业利润率（%）	25%
				净资产收益率（%）	25%
		现金流量	25%	经营活动现金流量净额（亿元）	100%
		资产质量	35%	资产总额（亿元）	65%
				总资产周转次数（次）	35%
	资本结构	--	所有者权益（亿元）	50%	
			全部债务资本化比率（%）	40%	
			调整后资产负债率（%）	10%	
	偿债能力	--	现金短期债务比（倍）	25%	
			流动比率（%）	25%	
			EBITDA 利息倍数（倍）	25%	
全部债务/ EBITDA（倍）			25%		

（一）经营风险

房地产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和区域风险、行业风险两方面评价。

当宏观经济处于上行周期时，随着人均购房需求的增加，房地产行业企业面临较好的外部经营环境，签约销售规模和现金流量随之增长，同时也带动行业投资的增加；而当宏观经济处于下行周期时，随着人均购房需求的下降，房地产行业企业在手货值去化放缓，现金流趋紧，行业竞争加剧，部分企业的信用风险提升。

行业风险主要包括行业周期性、行业政策、行业景气程度、行业增长性、行业内竞争程度和上下游行业影响等在内的行业相关风险。行业政策频繁出台、行业景气度下行、行业内竞争逐步加剧、购房需求减少等因素变化，均会导致行业风险加剧。

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区域分布指标衡量。

行业地位是房地产企业综合实力的重要体现。行业地位较强的房地产企业具有较强的规模优势，在抵御市场波动、降低融资成本、获取土地资源等方面具有一定的竞争优势。行业地位较强的房地产企业具有较强的品牌优势，易于取得品牌溢价，同等业态和定位下的产品在去化能力及利润空间方面强于行业地位较低的房地产企业。同时，从区域市场来看，区域龙头企业及城市领先的企业在取得区域市场份额及地区内优质资源方面具有显著优势。

房地产市场具有明显的区域性，项目布局的区域未来需求增长的空间将影响企业的盈利能力及去化速度。一二线城市具有较强的经济实力和购房需求，同时土地资源相对稀缺，房地产市场的支撑力度相对较强；与此相较，三四线城市房地产市场的支撑力度相对较弱。

经营分析

经营分析主要用签约销售回款、土地获利能力和土地储备指标衡量。

签约销售回款规模反映了企业当期现金回流情况，用于衡量企业销售实现且可用于资金周转的规模，反映了企业的销售规模和经营效率。

土地获利能力综合反映了企业土地获取成本及未来溢价空间的情况。土地获

取成本取决于土地获取方式、市场竞争力、资源优势等多方面因素，通常而言，企业获取的土地成本越低，土地资源越优质，未来利润空间越大。

土地储备是房地产企业发展的关键资源，土地储备的规模决定了后期开发建设及可供货值的规模。

表 11 经营分析评价参考

三级因子	6	5	4	3	2	1
签约销售回款（亿元）	≥500	[220,500)	[100,220)	[60,100)	[20,60)	<20
土地储备（万平方米）	≥850	[250,850)	[100,250)	[50,100)	[10,50)	<10

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。

（二）财务风险

财务风险主要考量现金流、资本结构和偿债能力三个方面。

1. 现金流

现金流因素主要从盈利能力、资产质量和现金流量三个方面考量。

盈利能力

盈利能力主要用营业总收入、利润总额、营业利润率和净资产收益率指标衡量。

营业总收入是企业的主要经营成果，是企业取得利润的重要保障。营业总收入越大，企业的规模效应越明显，抗风险能力越强。

利润总额是企业一定时期内通过生产经营活动所实现的最终财务成果，是

一项衡量企业经营业绩的十分重要的经济指标。利润总额越大，企业的经营业绩越好。

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%，是衡量企业盈利能力和营业效率的指标。营业利润率越高，企业的盈利能力越强，营业效率越高。

净资产收益率=净利润/所有者权益×100%，该指标衡量企业股东权益的收益水平和企业运用自有资本的效率。净资产收益率越高，股东投资带来的收益越高，企业盈利能力越强。

表 12 盈利能力评价参考

三级因子	7	6	5	4	3	2	1
营业总收入（亿元）	≥300	[150,300)	[100,150)	[50,100)	[30,50)	[10,30)	<10
利润总额（亿元）	≥50	[20,50)	[10,20)	[5,10)	[2,5)	[0,2)	<0
营业利润率（%）	≥30	[20,30)	[15,20)	[10,15)	[5,10)	[0,5)	<0
净资产收益率（%）	≥20	[10,20)	[5,10)	[3,5)	[1,3)	[0,1)	<0

资产质量

资产质量主要用资产总额、总资产周转次数指标衡量。

企业资产总额越大，则规模效应越强，整体实力越强。当然这其中重点还要看生产性资产的占比情况。

总资产周转次数=营业总收入/平均资产总额，该指标衡量企业资产的管理质量和利用效率。总资产周转次数越高，企业资产管理水平和运营效率越高。

表 13 资产质量评价参考

三级因子	7	6	5	4	3	2	1
资产总额（亿元）	≥2000	[700,2000)	[300,700)	[150,300)	[80,150)	[30,80)	<30
总资产周转次数（次）	≥0.5	[0.3,0.5)	[0.2,0.3)	[0.1,0.2)	[0.05,0.1)	[0.02,0.05)	<0.02

现金流量

现金流量主要用经营活动现金流量净额指标衡量。

经营活动现金流量净额越大，则企业的经营活动获现能力越强。

表 14 现金流量评价参考

三级因子	7	6	5	4	3	2	1
经营活动现金流量净额（亿元）	≥20	[5,20)	[0,5)	[-10,0)	[-15,-10)	[-20,-15)	<-20

2. 资本结构

资本结构主要用所有者权益、调整后资产负债率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。

调整后资产负债率=（负债总额-预收款项-合同负债）/（资产总额-预收款项-合同负债）×100%，该指标反映将一般无实际支付压力的预收款项（合同负债）剔除后企业真实的负债水平，在一定范围内，调整后资产负债率越高，企业的债务负担越重。

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 15 资本结构评价参考

三级因子	7	6	5	4	3	2	1
所有者权益（亿元）	≥250	[150,250)	[100,150)	[50,100)	[20,50)	[10,20)	<10
调整后资产负债率（%）	[0,55]	(55,65]	(65,70]	(70,75]	(75,80]	(80,85]	>85
全部债务资本化比率（%）	[0,45]	(45,60]	(60,65]	(65,70]	(70,75]	(75,80]	>80

3. 偿债能力

偿债能力主要用现金短期债务比、流动比率、EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 指标衡量。其中，现金短期债务比、流动比率主要用来衡量企业短期偿债能力；EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA 主要用来衡量企业长期偿债能力。

现金短期债务比=现金类资产/短期债务，该指标主要衡量企业现金类资产对短期债务的保障程度。现金短期债务比越高，企业的短期偿债能力越强。

流动比率=流动资产合计/流动负债合计×100%，该指标衡量企业流动资产在短期负债到期以前，可以变为现金用于偿还负债的能力。流动比率越高，企业的

短期偿债能力越强。

EBITDA 利息倍数=EBITDA/利息支出，反映企业以税息、折旧及摊销前利润对利息的保障程度。EBITDA 利息倍数越高，企业的长期偿债能力越强。

全部债务/EBITDA 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。当 EBITDA 为正时，全部债务/EBITDA 越低，企业长期偿债能力越强。

表 16 偿债能力评价参考

三级因子	7	6	5	4	3	2	1
现金短期债务比（倍）	≥2	[1,2)	[0.5,1)	[0.2,0.5)	[0.1,0.2)	[0.05,0.1)	<0.05
流动比率（%）	≥175	[150,175)	[80,150)	[60,80)	[50,60)	[30,50)	<30
EBITDA 利息倍数（倍）	≥4	[2,4)	[1,2)	[0.5,1)	[0.1,0.5)	[0,0.1)	<0
全部债务/EBITDA（倍）	[0,5]	(5,8]	(8,10]	(10,15]	(15,20]	(20,30]	<0 或>30

五、打分表局限性

联合资信对受评主体未来经营状况的判断是以前历史经营状况、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，因此评级打分表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。

为了避免因打分表完全贴近实际的评级作业而过于复杂，打分表所列示的评级因素可能并未完全包括房地产企业评级方法所有重要考虑因素。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。

打分表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，打分表无法预测发行人在未来某段时间的违约概率，在发行人违约时，打分表并未考虑可能损失的程序。

打分表所使用的数据来源于受评主体和监管部门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打分表结果。

打分表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打分表建议的权重显著不同的情况，存在打分表未列示因子被赋权的情况。例如，打分表中包含定性因素，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打分表建议的权重显著不同的情况。打分表中所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打分表中所示的权重存在显著差异。

联合资信重视打分表在级别确定中的参考作用，但不会完全依赖打分表结果确定受评对象的信用等级。在参考打分表结果的基础上，联合资信还将考虑影响受评对象信用风险的其他考量因素，并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。

打分表中的打分因子及权重设置会随着行业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模型，适时修订。