

版本号：V4.0.202208

# 房地产企业信用评级方法



2022年8月

# 房地产企业信用评级方法

## 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信用评级方法进行本次调整和修订。《房地产企业信用评级方法（版本号：V4.0.202208）》（以下简称“本方法”）是以 2022 年《房地产企业信用评级方法（版本号：V3.1.202205）》为基础进行的修订，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方法基本保持一致，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、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。

本方法适用于在中国大陆地区发行债券的房地产企业的主体评级。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

房地产行业是国民经济的重要支柱，房地产业在拉动钢铁、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。根据国家统计局公布的国民经济行业分类（GB/T4754-2017），结合实际信用评级中的需要，确定行业信用评级分类。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。

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，一般也可参照本方法进行信用质量评估。

#### 四、房地产企业信用评级的关键假设、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，而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。

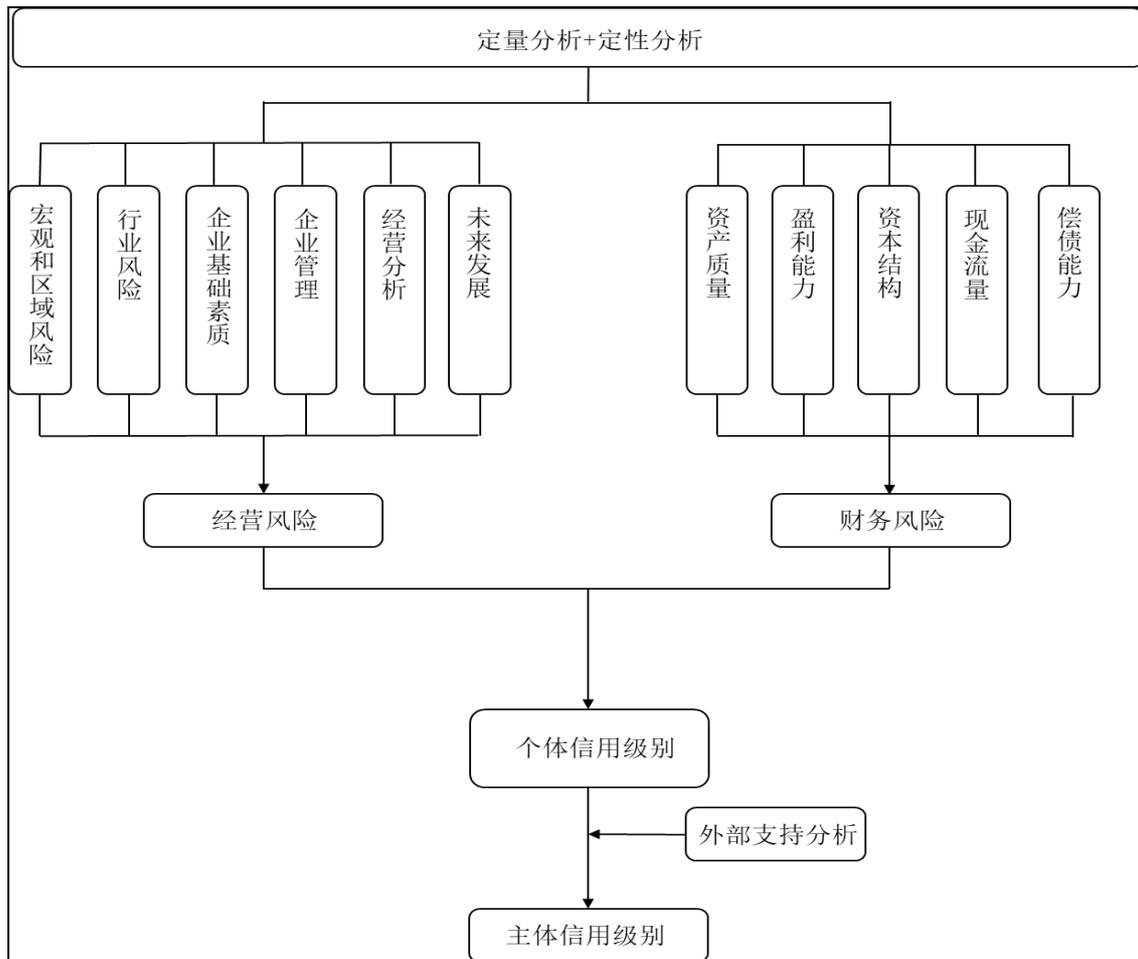
企业所处的宏观经济环境、整体金融市场环境、行业竞争以及法律监管等外部环境不会出现意外的重要变化，不会出现不可抗力因素（如自然灾害、战争等）。

经营风险方面，企业面临的宏观风险、区域风险、行业风险，以及企业基础素质、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、区域风险和行业风险越低，企业基础素质越好、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，如果企业能够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 联合资信房地产企业主体信用评级框架



## 五、评级方法的局限性

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，因此本评级方法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，评级方法中的打分表所列示的评级因素可能并未完全包括本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度。

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打分表中所列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。

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。

## 六、房地产企业信用评级的主要要素

### （一）经营风险评价要素

#### 1. 宏观和区域风险

##### （1）宏观分析

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。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，房地产供给和需求逐步增加，银行加大对房地产按揭贷款的投放；当处于繁荣期时，房地产开发项目迅速增加，按揭贷款数量激增，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，购房者对市场悲观，纷纷抛售房产，房地产价格出现暴跌，泡沫开始破裂，银行不良贷款率增加，引发国民经济出现滑坡；当处于萧条期时，市场交易清淡，房屋空置率居高不下，房地产企业破产普遍，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：中国的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。

## (2) 区域分析

房地产企业主要项目所在区域环境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企业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。

## 2. 行业风险

房地产的行业分析是对房地产企业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，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行业，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）是决定需求端的绝对因素，直接影响去化速度。

第四，房地产企业分化日益加剧。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；具备融资和土地储备分散化等优势房企，竞争优势明显；同时，区域性的房地产企业竞争也成为必要的考虑因素。

### （1）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。

## **(2) 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。

### **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。

### **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。

### **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。

### **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。

## **(3) 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。

#### （4）行业增长性与盈利能力

行业增长性与盈利能力是衡量行业风险水平的重要因素。通常情况下，某一行业的增长性越强，则说明行业发展越快，行业风险越小；行业盈利能力越强，则表明行业风险越小。对行业的增长性和盈利能力的判断需要考虑上下游行业的影响并进行深入分析。从指标看，行业增长性可以通过行业增加值增长率、行业（样本企业）营业总收入增长率、利润总额的增长率等进行判断；盈利能力可以通过行业营业利润率、净资产收益率、总资本收益率等进行判断。联合资信主要通过行业收入增长趋势、行业利润增长趋势、营业利润率和总资本收益率四个方面对行业增长性与盈利能力进行分析。

#### （5）行业财务杠杆与偿债能力

行业风险与行业杠杆水平有比较密切的关系。行业特征基本决定了行业的财务杠杆。房地产行业为资产密集型和资金密集型的行业，行业财务杠杆相对较高。衡量行业财务杠杆与偿债能力的指标包括行业（样本企业）全部债务资本化比率、资产负债率、净负债率、EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 等。

联合资信认为房地产行业属于周期性行业，其发展受区域经济发展水平、人口数量和行业调控政策影响较大，呈现集中度逐年提升、竞争较大及盈利水平有逐步走低趋势等特征。

### 3. 企业基础素质

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，通过分析企业在这些方面与同行业的其他企业相比的优势与不足，从而判断企业抗风险能力的强弱。

### （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。房地产企业的所有制形式多种多样，如国有独资公司、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。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（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企业经营治理，对于国有企业，要看是否实行现代企业制度，实际股东情况；对于集体和私营企业，需关注其产权是否明晰，股东是否控制企业。

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）企业规模及市场地位

#### 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、预收款项（合同负债）规模、存货规模、签约销

售规模、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企业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。

### **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。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。

### **区域分布**

由于我国城市经济水平、人口数量及变动趋势、市场供需存在差异；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。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。

### **(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，以及工作经历与管理经验、决策力、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。对于企业决策管理层在执业能力、职业道德、经营策略、经营业绩、管理经验、管理方法等一般情况外，还应对企业决策管理层应付突发事件和处理危机的能力、财务会计政策的态度、对未来可能发生的影响的预见、对日常经营活动的风险控制，以及实现经营目标的能力等予以特别关注。

### **(4) 社会责任**

社会责任主要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。对企业社会责任方面分析要点主要包括：企业的纳税信

用等级，对当地税收和解决就业的贡献；企业在员工健康、安全、薪酬、福利、职业发展和劳资关系等方面的表现；企业的产品和服务质量水平，用户满意度水平，在消费者权益保护和用户信息保密方面的表现；企业在供应商准入和考核方面的表现；企业在供应商履约方面的表现；企业在政府政策响应和承担特定使命及义务方面的表现等。

#### **(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**

企业管理决定了企业的财务成果、企业的现金流及企业未来发展方向，是企业信用质量的内在决定因素。一般说来，企业的管理水平越高，其经营管理的效率就越高，信用状况相应地会好于经营管理水平一般和经营管理效率低下的企业。对企业管理的考察，联合资信一般主要考察企业的法人治理结构、内部管理机制、管理制度与实际管理效果等。

#### **(1) 企业法人治理结构**

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。企业的短期表现可能受各种偶然因素影响，但中长期表现却取决于这些制度性安排的效率。企业法人治理结构对于企业实现长期稳定增长、降低风险方面有特别积极的作用。良好的企业法人治理结构并不能保证企业一定会取得成功，但能制造有助于成功的环境。良好的企业法人治理结构也能在防止企业出现玩忽职守和腐败方面发挥巨大作用。一家企业可能会由于受到外部因素影响陷入困境，只有治理机制良好的企业才更容易走出困境。

对企业法人治理结构的考察主要体现在以下几方面：一是企业股权分散程度与企业独立性，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；二是企业股东会与董事会的运作机制实际运行情况，独立董事制度情况；三是企业实际的领导体制，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，监事会的运作规则与运作情况；四是高层管理人员的激励机制，是否建立合理的考核评价、奖惩机制及实际运行情况；五是信息披露情况。

法人治理结构主要功能之一就是保证企业重大决策的可靠和企业持续受到监督。企业经营决策的正确与否，很大程度上取决于决策程序是否科学，而任何决策都会影响到企业的经营状况的好坏和未来的发展前景。企业的经营发展决策如果总是倚重于一两位企业的主要领导者，或是少数几个高级管理人员，即使这些主要领导者的个人素质和能力极为突出，也很难保证决策总是正确的。尤其要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。对企业法人治理结构的考察，主要通过分析股权构成及企业独立性、董事会及监事会的独立性和运作情况、企业对高级管理人员的考核与激励机制、重大事项决策机制，从而评价法人治理结构的合理性及分析是否存在重大的管理缺陷。

## （2）管理水平分析

管理水平主要体现在企业管理架构、制度的完善和执行情况，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。管理制度包括企业组织制度和相关管理制度，指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。现代企业管理制度的主要管理对象为人、财、物。规范的管理制度搭建一定需要有效的执行才能真正发挥其功效。评级时，在对企业制度完善性的考察后，评级人员需要通过访谈、观察等方式确定企业制度的落实情况。

### 管理架构

管理架构主要体现在组织结构的搭建，是组织在职、责、权方面的动态结构体系，完整的组织结构需要做到不重不漏、有效沟通，对企业组织结构的考察主要集中于两个方面，一是纵向由上至下层级是否清晰，信息传递是否通

畅，管理幅度与管理层次是否配比等；二是横向部门设置是否完全涵盖企业业务范围，权责是否划分清晰以及部门间是否可以有效沟通等。

### **财务和资金管理**

主要考察企业的资金管理制度和资金使用审批程序，企业有无年度资金运作计划，有无专业人员负责，是否专款专用，重点关注企业资金使用的内部风险控制措施及其实施情况，企业在资金管理方面的综合表现。

### **资产管理**

房地产行业属于资产密集和资金密集型行业，资产管理的有效性是企业高效运营的保障。联合资信主要关注企业资产管理内容是否全面且有效，是否覆盖本部及子公司土地获取、建设施工及运营等内容。

### **投融资管理**

要关注企业对投建项目的投资风险控制，企业项目投资运作各阶段的风险点及相应的风险控制措施，考察投资项目风险控制的实际效果及其对企业投资管理的影响。融资管理主要评价企业的项目融资渠道管理、风险控制机制及解决措施和再融资能力。

### **对子公司管理**

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质量的管理也愈发值得关注。

### **其他管理**

需要关注企业关联制度的制定和执行方面对企业整体信用水平造成的不良影响，如企业未制定明确的关联交易制度，存在利用关联交易非法转移企业经济利益或者操纵关联企业的利润的行为；企业在原材料采购、销售等方面关联交易收入占比高，或企业对关联方提供担保规模大等。

通过各方面的分析，可以判断企业规章制度是否合理健全，制度是否很好地被贯彻执行；内部制约与控制是否有较强的可操作性，整体管理水平和管理

效率如何，企业的经济效益与其经营活动的规模是否相当等。对上述因素的考察，需要评级人员充分了解企业的管理架构和 workflows，熟悉企业主要规章制度的内容和执行情况，实地观察和与企业管理人员的交流等方式感知与判别。

联合资信在考察组织管理模式这一风险要素时主要关注：法人治理结构是否完善，董事、监事以及高管是否正常履职，管理制度的健全性及可操作性，管理制度的执行情况，管理人员的行业经验和员工素质，核心管理团队是否受到处罚等。

## 5. 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。

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）土地储备

联合资信认为，土地储备是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。

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企业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、权益比例、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、获取价格和未来盈利能力，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。

## （3）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。

#### （4）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，企业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，从而可对企业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，反映房企的业务深度。由于房地产行业调控性质，业务区域布局多元化，可以降低企业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、施工面积和竣工面积，年底在建项目建筑面积以及上述指标的变动趋势，在建项目分布及投资情况等。

#### （5）房地产销售

签约销售金额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。

#### **(6) 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。

联合资信对在考察物业运营能力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。

### (7) 运营效率

房地产企业运营效率对企业的信用状况有着重要影响。房地产行业运营效率指标主要有存货周转次数、流动资产周转次数、总资产周转次数等。其中，存货周转次数反映项目开发周期，是影响企业经营效率的核心指标，但还应该结合企业的发展战略，不能简单的以存货周转次数作为测评依据；流动资产周转次数和总资产周转次数反映了企业流动资产和总资产的周转情况，体现了企业各项资产进入经营环节的速度。

除上述运营效率指标外，联合资信主要通过对企业近三年的营业总收入、利润总额、营业利润率的增长变化情况的考察，对企业发展和增长质量进行分析。

### (8) 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企业独立性。通过分析关联企业与企业业务往来、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。一方面，若企业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，若企业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，企业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。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、审计机构的资质如何、财务资料的真实性与准确性如何、财务报表的口径、企业的会计政策、财务报表的基本情况等等。

财务报表一般分为母公司报表和合并报表。合并财务报表的优点是可以全面反映企业全部资产、负债和损益的内容。母公司财务报表的优点是可以更清晰反映企业本部的运营情况（假设不能简单动用子公司资产时）。对于合并财

务报表，需要了解企业报表中是否存在应合并而未合并的内容或重复记帐的情况，是否存在连续几年报表口径不一致的情况，合并报表是否存在某些下属企业未合并或母公司报表中没有包含对这些下属企业的投资等情况。此外，还应判断企业的财务政策偏好，揭示和预测企业财务风险。

## （2）会计政策及会计估计

此部分主要考察房地产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。在分析房地产企业的会计政策时，应重点关注：收入确认条件；折旧政策；坏账准备计提标准；存货计价方式等。

联合资信在考察信息披露与采纳准则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. 资产质量

资产质量分析是判断财务风险的起点。企业资产管理的效率很大程度上影响其资产质量以及未来资产质量的变动趋势，联合资信通过考察企业对其重要资产（包括货币资金、存货、其他应收款、长期股权投资、投资性房地产等）的配置安排并结合近三年企业资产变动情况，判断未来资产质量变动趋势。

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，并对资产的真实价值进行分析。房地产行业流动资产占比往往较大，需重点关注货币资金、存货、其他应收款、长期股权投资和投资性房地产等科目。

资产质量分析要抓住重点，按照重要性、审慎性原则开展调查，对主要或关键资产进行必要的核查验证。

### （1）货币资金

货币资金的考察应重点分析充足性及受限情况。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勾稽；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；此外，部分资金列示于预售监管账户，无法随时无条件动用，需关注剔除受限资金及预售监管账户资金后的真实货币资金水平。

## （2）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；其他应收款多为对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。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。

## （3）存货

该科目的考察应重点分析存货的构成、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（合同负债）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。

## （4）投资性房地产

该科目的考察应重点分析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，则可对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。

### （5）长期股权投资

该科目的考察应重点分析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；需要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。

### （6）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，计算受限的资产占净资产比例，包括货币资金、应收账款、存货、固定资产、无形资产的抵质押规模及比例。房地产企业通过存货、投资性房地产和子公司股权作为抵质押资产融资现象较普遍。

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，融资能力已近极限，需要特别关注。

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，资产受限情况，总资产周转次数等。

## 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。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。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。第一，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；如果权益存在虚假的情况，则可能很多指标的计算就会失真，如有些企业的权益增加主要是评估增值，就要对评估的资产进行必要的调查和评价。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，此时归属于母公司所有者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、永续债及明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。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。

## （3）负债与债务

负债作为企业资金来源的重要方面，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、应付票据、应付账款、其他应付款、长期借款以及长期债券等科目加以着重考查。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。对企业应付类款项应关注其付款期限、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。对企业长期借款及长期债券应关注借款性质、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。

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。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（包括担保以及其他或有负债等）或民间借贷规模较大；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。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。

#### （4）相关指标

在考察企业资本结构时，联合资信主要关注以下指标：

全部债务资本化比率=全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）\*100%，该指标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。

长期债务资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益）\*100%，该指标反映企业的长期资本中，通过借贷等方式筹措的资本所占的比例。该指标过高，表明企业长期债务负担过重，当企业收益下降时，有可能发生利息支付、债务偿还等困难。

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%，该指标衡量将预收款项（合同负债）扣除后的负债水平。房地产企业一般将房屋预售款计入预收款项（合同负债），此类款项一般

不存在实际支付压力，在资产端和负债端扣除预收款项（合同负债）能更真实反映企业的负债水平。

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、永续债及明股实债）、资本实力与债务结构的合理性、债务规模及期限结构、债务与负债水平的变化趋势，权益规模、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

盈利能力是企业经营模式、业务多元化、技术水平、管理水平等多因素的综合体现，盈利能力的考察包括对企业收入和盈利的分析：一方面要关注营业总收入和利润的构成和增长变动情况；另一方面要判断未来盈利趋势。

##### （1）营业总收入的变动和构成

营业总收入的变动和构成对开展评级分析至关重要。现实作业中，评级人员需要高度重视企业收入的结构和稳定性，结合企业经营业务类型和模式进行分析。通常，房地产企业的营业总收入与营业收入构成相近。营业收入一般由主营业务收入和其他业务收入构成。分析主营业务收入的水平、构成及变动情况，主营业务板块构成具有协同效应，相对更有利于成本控制；主营业务收入的稳定增长，可以反映出企业经营的主业有稳定的市场基础和较好的发展趋势；而一个企业的其他收入占比过高，则显示出企业主业不突出，市场竞争力可能不强，收入的稳定性需给予高度重视。主要分析指标为近三年营业总收入增长率以及波动性，并与企业的经营情况适当结合分析。

##### （2）成本管理与经营效率

成本方面，应对各项业务的成本、费用支出情况加以细致的考察和分析，其重点是考察收入与成本、签约销售规模与费用是否匹配，成本、费用变动趋势，并由此分析和判断企业的盈利水平的可靠性和盈利结构的合理性。

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%，该指标是衡量企业盈利能力的指标，反映了在考虑营业成本和税金的情况下，企业管理者通过经营获取利润的能力。一般来说，该指标越高越好，由于该项指标与行业关系紧密，因此应在同行业内进行比较。

期间费用率=（销售费用+财务费用+研发费用+管理费用）/营业总收入\*100%，该指标体现费用控制能力。

### （3）盈利水平

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“预收款项”（合同负债）科目核算，不能计入“营业收入”。另外，房地产企业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。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款项（合同负债）对短期利润表的影响进行综合判断。

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款项（合同负债）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。

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%，该指标反映企业以其拥有的全部资本获取利润的能力或水平，如该指标高于社会平均的投资收益率，则企业会因此获得良好收益。通常而言，该指标应当高于社会平均的投资收益率，否则表明企业融资经营是不划算的，资本存在着某种程度的贬值。社会平均的投资收益率一般可选择银行同期贷款利率作为参考。

净资产收益率=净利润/所有者权益×100%，该指标反映的是企业股东权益的收益水平。这一指标是考察企业盈利能力的核心指标，因为投资利润及股东财富最大化是股东投资的根本目的，指标数值越高，表明股东投资与该企业所能获得的收益越高，指标数值越低，则反映出股东投资在某种意义上的减值。通常情况下，该指标应高于社会平均投资收益率，可将该指标与银行一年期贷款利率相比较。

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：收入和利润规模、结构的稳定性及变化趋势，期间费用规模、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，总资本收益率、总资产报酬率、净资产收益率等。

## 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

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。

### (2) 投资活动产生的现金

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。

### （3）筹资活动产生的现金

筹资活动现金流入量反映企业筹资来源和规模的变化，需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企业筹资规模和地产项目投入的匹配度。

此外，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。在分析房地产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。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。

### （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；银行的授信，流动性的一般来源等。

主要分析指标包括流动比率、速动比率、现金短期债务比以及经营现金流

动负债比，通过分析现金类资产、可快速变现的长期资产、经营活动现金流入量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。其中，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，要考虑将受限的现金类资产扣除，现金类资产应该是随时可以变现而不受限制的；流动比率和速动比率都是反映企业以其流动资产支付流动负债的能力，速动比率较流动比率而言剔除了存货，其资产流动性更强；经营现金流动负债比率是企业一定时期的经营现金净流量同流动负债的比率，它可以从现金流量角度来反映企业当期偿付短期负债的能力。

### **(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 EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA、现金流对债务的覆盖倍数等。其中，EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA，均反映企业以税息、折旧及摊销前收益偿还债务本息的能力；利息倍数越高，全部债务/EBITDA 越低（当 EBITDA 为正时），企业融资的空间越大，财务弹性就越高，也就意味着企业长期偿债能力越强。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。

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、增发配股等。在分析其他信用支持时，需要对支持合法性、可操作性及对债务保障程度做出判断。

### **(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、不良信用记录等）及资产负债表日后事项。随着合作开发的逐渐增加，房地产企业对表外的合作开发项目担保也越发频繁；对合作开发关联企业的担保以及其他担保可能会给企业带来潜在的代偿义务。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。此外，还应考虑债务逾期以及其他失信记录等不良记录对企业信用状况的影响。

联合资信在考察偿债能力这一风险要素时主要关注：流动比率、速动比率、长短期债务比、现金短期债务比等短期偿债能力指标，全部债务/EBITDA 等长期偿债能力指标，融资环境、担保比率、重大未决诉讼、不良信用记录等。

## 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

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。

对于受评企业获得政府支持的考量重点是考察政府的实力和政府支持的可能性。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。政府支持的可能性方面，主要考察受评企业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：（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；（2）有政府明确担保且有政府救助历史；（3）经济或政治地位重要，为政府重点扶植企业；（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；（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；（6）其他因素。

对于受评企业获得股东支持的考量重点是考察股东的实力和股东支持的可能性。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。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：（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；（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；（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；（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；（5）其他因素。

## 附件 1 信用等级设置及其含义

### 1. 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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

### 2. 评级展望设置及其含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

## 附件 2 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
调整后资产负债率	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%
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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

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

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出