

房地产企业信用评级方法

联合资信 张莉

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。联合资信主体评级方法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高低，从而给出受评主体的信用级别。

本评级方法是在联合资信对工商企业的一般评级框架下，重点针对房地产业不同于其他行业的特点，阐述评价房地产企业信用评级的重点要素及其评价思路。

一、行业分析

房地产行业的发展关系到众多上下游产业的运行状况，对拉动国民经济增长发挥着支柱作用。房地产行业是典型的资本密集行业，资金来源与银行信贷密切相关；房屋还兼具资本品属性，通过对投资取向的调节与资本市场相互影响。因此，房地产行业的运行关系到经济、金融环境和社会稳定，其价格和市场交易行为也成为政府调控的重要对象。

行业重点关注的信用要素包括市场波动及政策调控对房地产企业可能产生的影响。

1、市场风险

中国城镇住房制度改革的深化和城市化进程的加快促进了房地产市场的发展，近年来产业增加值占全国 GDP 的比重呈现加速上升态势，房地产税收在中国财政收入中的比重也随着税制调整而逐步扩大。同时，房地产行业的发展直接拉动钢铁、水泥、木材、化工等上游产业需求，促进配套设施、公共服务设施和整个城市建设的发展，并间接带动装修、家具、家电等下游消费产业。

中国经济的发展是房地产行业发展的基础，国民经济持续增长、城市化进程和城镇居民收入提高是房地产市场发展的重要支撑。当宏观经济景气度下降时，失业率上升和预期收入下降将抑制房屋消费需求，交易量萎缩导致价格下跌，房地产行业也随之进入周期调整阶段。

房产作为高价值耐用品，被视为长期保值增值的固定资产，并成为中国现阶段低风险、高回报的投资渠道。随着中国市场化程度的提高和外汇管制的放松，房地产作为资本投资的特征日益明显。在流动性充裕的情况下，旺盛的投资需求不断推高房价，当价格过热而不能反映真实需求时则引发市场观望情绪，行业波动风险加大。

联合资信认为，房地产开发建设周期长，资本支出大，市场周期性调整将对部分企业形成致命打击。相比之下，土地储备成本较低、财务实力雄厚、市场反应敏锐的开发商能够承受较大的市场压力，其弹性的价格策略也将有助于在市场复苏时更为迅速地反弹，这类企业主体信用风险较低。

通过分析下述指标变化趋势及其对比关系，可以对某一时期市场供求形势及未来市场走势和风险大致判断：

- 宏观经济环境、城市化进程、人口数量及结构、人均可支配收入：这些因素作用于房产市场容量、消费结构、消费意愿和能力，决定行业长期发展趋势；
- 当前房地产价格和成交量：影响市场短期走势，应分析成交量环比变化程度、增长或抑制因素、成交商品结构和消费类型，成交量变化与真实交易价格的相互影响；
- 竣工面积及增长率：反映开发商现有供应能力及意愿；
- 销售面积、空置面积及增长率：反映现实需求和购买意愿；
- 开发商购置土地面积、新开工面积、在建面积及增长率：反映潜在供应量，表明开发商对未来市场需求的预期；
- 房地产开发投资额及增长率：反映潜在供应成本，表明开发商对未来市场需求和价格的预期；
- 根据银行信贷资源向房地产商和住房贷款聚集的程度，分析银行系统信贷风险程度及其对未来房地产价格的影响。

2、政策风险

中国房地产业发展历史相对较短，波动性大，系统风险高，仍需完善和规范。政府将房地产行业作为重点调控的行业，在不同阶段对其采取有保有压的干预措施，以防止市场过热或持续低迷，并由此波及金融体系以及实体经济的其它行业。房地产市场的健康发展与金融环境和社会环境的稳定有较高的相关度，政府一般通过土地、税收、货币、金融、法律等手段对其进行监管和调控，以期达到稳定和规范市场、促进健康发展的目标。

投资性需求在中国购房市场中所占比重不断提高，导致房屋资产价格不断上涨，刚性需求受到抑制。2005年以来，国家陆续出台了一系列稳定房价的政策措施，其中力度较大的包括2007年9月27日出台的《关于加强商业性房地产信贷管理的通知》、2008年1月6日出台的《关于促进节约集约土地用地的通知》、2008年8月27日台的《关于金融促进节约用地的通知》。随着政府宏观调控累积效应逐渐显现，房价快速上涨的势头得以遏制。2008年9月以来，伴随国际金融危机的蔓延，房地产市场陷入周期性低谷，开发商承受着销售和贷款双重收紧的压力。为刺激内需和稳定经济增长，国家先后出台了包括降息、减免交易环节税费、降低首套房贷款首付比例和贷款利率等一系列政策，为房地产市场快速调整创造了有利的外部条件。

联合资信认为，通过供给和需求两个方面来影响市场，控制房价非理性上涨，打击投机行为是现阶段政策调控的主基调。经营扩张适度、财务状况稳健、决策管理水平高的房地产企业能够更好适应政策环境的变化，具备相对稳定的信用水平。对政策的分析和评价应侧重于以下方面：

- 政策出台的背景和具体措施、调控的手段和目的；
- 政策实施对市场供求的影响和达到预期效果的可能性：主要分析政策对土地供应量、开发商投资积极性、市场购买能力和意愿的影响；
- 新政策将对行业内哪些类型企业影响较大及影响程度如何；
- 央行货币政策并非针对房地产行业，但对其资金来源构成有重要影响，一定程度决定开发商资金宽松度，需给予重点关注。

二、基础素质分析

这部分重点通过受评主体的竞争实力、品牌、股东背景等要素进行评价。

1、竞争实力

房地产企业的竞争实力是其经营、管理、财务优势的综合体现，实力雄厚的企业在市场定价上具有领导地位，并对银行和原材料供应商具备相应的谈判能力，从而在盈利能力和融资能力上具有明显优势。一般而言，全国布局的大型房地产企业竞争力最强，因为进入多个城市的扩张战略需要资金、品牌、项目运作经验和管理优势等多重支撑才能顺利实施；其次是区域性房地产龙头企业，它们与当地政府关系密切，在拿地和项目资源上具有相对优势。上市公司具有融资便利，相对于同类可比的非上市公司更具竞争力。

联合资信对该要素的主要评价依据为：

- 企业规模、资本实力、融资渠道多样性；
- 地域分布多元还是单一：反映经营稳定性和管理协调能力；
- 土地储备规模：衡量经营规模和后续发展潜力。

2、品牌

随着中国房地产市场的日渐成熟和竞争加剧，品牌成为房地产企业增强市场竞争力的重要因素之一。具有品牌优势的企业在项目孵化、筹资能力和市场定价等方面体现出优越性，并随着开发区域的拓展，上述优势不断发挥作用，使其市场地位更加稳固。

对该要素的分析，可以借助公司历史上成功开发和销售的案例，以及社会权威媒体和机构的公开评价或评选获奖记录等来说明问题。

3、股东背景

首先需要明确受评主体属于国有企业还是民营企业；国有企业是国有独资企业还是国有控股；对民营企业要关注是否上市公司以及具体股权结构情况。一方面，房地产企业的股东背景会影响到银行对其的信贷政策及流动性支持的

可能性；另一方面，股东支持可以增强公司市场竞争力，获得外部支持的力度对公司的信用状况具有积极影响。

在多元化经营的集团企业中，需要关注房地产产业在集团经营层面居于何种战略地位，重要性越高房地产企业受到母公司支持的力度越大。对于财务实力强劲的集团企业，股东支持可以体现在资金、土地注入和项目孵化等多个方面，有助于增强公司的抗风险能力。

三、管理分析

中国房地产行业的快速发展和高投资回报吸引了大量新进入者，企业和个人纷纷通过产业转型、直接投资、收购兼并、投资参股、组建新公司等方式涉足房地产行业，他们在资源和资金上的争夺对市场运行情况将产生一定影响。房地产企业的公司治理和管理决策能力决定其对市场判断的敏锐程度、投融资决策的合理性、对市场突发事件的应变能力，考察上述因素对识别企业经营风险具有重要作用。

对法人治理结构的评价可以通过分析：股权结构与企业独立性，股东权利与保护；董事会的设置和职能行使情况；重大决策的制定和实施控制机制，董事和高层管理人员的聘任制度，内部监督机构设置等。重点是根据企业的所有制性质，判断其是否建立了与其发展相适应的决策与监督机制。

对公司管理水平的评价可以通过分析：项目投融资的决策机制是否科学，战略执行力如何；资金管理水平和成本控制能力；项目管理制度建设及其历史执行效果；高管团队的房地产专业背景和从业经验以及团队稳定性等。对市场形势变化所采取的销售策略，以及对突发事件的处理措施，可以帮助我们进一步判断公司的管理和决策风险。

四、经营分析

这部分主要通过经营模式、土地成本与扩张策略、项目开发与销售、战略规划等要点进行分析评价。

1、经营模式

房地产企业的经营模式对其收入、利润和现金流的稳定性具有关键作用，重点通过以下方面评价：

■ 业务布局

一般而言，产业适度多元有助于分散房地产市场波动而导致的经营风险。如物业租赁业务的收益和现金流相对稳定。拥有商业租赁资产特别是资产位于城市黄金地段的房地产企业具备相对较强的抵御风险能力。

■ 地域分布

受到全国各城市在经济发展水平、对外开放程度、产业结构、城市基础设施建设完善程度、居民收入和消费水平、政治和人文环境等不平衡因素的影响，房地产价格存在显著的地域差异。一线城市消费能力强劲，可以带给大型开发商可观的利润，但受市场影响程度较大；二三线城市相对于一线城市房价波动的空间较小，价格骤跌的风险较低。在行业不景气周期阶段，全国地域多元化布局有助于降低开发商平均成本，分散市场风险。

■ 产品结构与市场定位

开发产品商业地产还是住宅地产，商业地产是写字楼还是厂房，住宅地产是商品房还是保障性住房；产品定位是高端还是中低端市场，这些将决定开发商的投资回报率和风险程度。高价位房屋具有丰厚的利润空间，相对集中在优势地产商手中，因为高端产品目标人群所要求的地理环境稀缺性和居住舒适度对开发商的资金实力和建筑品质设置了较高的门槛。

低端定位的小型开发商在市场竞争中处于相对被动地位。在市场风险加剧的背景下，由于缺乏资金支持，部分中小开发商被迫转让土地和在建项目，或通过出让部分股权获得资金，而具有实力的大型开发商通过低成本收购成为“招拍挂”之外增加土地储备的另一渠道。行业竞争与整合将优质资源更加集中到实力雄厚的开发商手中，中小企业在土地位置选择上边缘化趋势日益凸显。另一方面，国家将加大保障性住房的供给力度，廉租房¹和经济适用房²项目的推进将冲击商品住宅的低端市场，通过拉低市场价格降低其销售利润率。

¹廉租房面向低收入家庭，其供应、分配和经营完全由政府控制，不能进入市场流通。

²经济适用房是具有社会保障性质的政策性商品住房，政府对其建设在土地供应和税费征收上给予较多优惠，但其销售价格和销售对象受政府指导。

2、土地成本与扩张策略

土地购置费用作为房地产项目开发的重要成本，其地区分布、具体地理位置很大程度上决定了未来建成房屋的销售价格，进而影响到公司的盈利前景，被视为开发商资金实力和可持续发展的重要指标。由于土地资源具有稀缺性，房地产企业持续增加土地储备的动机强烈。但如果土地相对于开发速度扩张过快，势必造成一定闲置，长时间闲置则面临政策监管风险。另一方面，通过高价拿地的公司在市场景气度调整时将面临沉重的财务压力：如果开发商推迟销售则资金链紧绷甚至断裂；如果被迫降价促销则无法消化高价成本，导致盈利下滑甚至亏损。

土地储备丰富的上市公司通常受到资本市场追捧，但过度 and 盲目扩张可能引起的经营风险却容易被忽略。对上市公司而言，房价上涨将带给投资者财务报表改善的预期，这种预期容易推高市值，公司则通过配股或增发等方式筹集更多资金用于竞拍土地，飙升的土地价格作用于房价，则进入新一轮房价上涨的循环之中。在房价和地价上涨的市场行情中，银行倾向对开发商提供更多的信贷，但这将导致在房地产行业出现周期拐点时，开发商因直接和间接融资渠道同时受阻，违约风险骤增。

可以通过考察表 1 中的指标，对受评主体的土地储备和扩张政策是否适宜进行综合判断。

表 1 土地成本与扩张策略分析要素

具体要素	分析思路
土地储备增长速度对比单季销售面积增长速度	分析判断土地可供开发时间和储备规模是否合理。
主要宗地的位置、面积与周边基础设施建设规划	分析判断土地稀缺程度和未来升值空间。
主要宗地的竞拍成交金额与平均楼面地价	参照相同地段房价，判断取得土地成本的合理性。
尚未开工建设的土地情况	关注项目规划和批复情况、付款情况、闲置期是否超过 1 年。

3、项目开发与销售

房地产项目销售和开发投入资金匹配情况影响企业资本结构，开发商对市

场形势的把握和采取相应的销售与投资策略将决定企业的获利水平和资金效率，在市场波动时很大程度决定其是否具有足够的流动性。一般而言，企业缩短在建项目周期，加速完工产品周转可以控制适度的存货规模，有利于资金回笼和再投入。这部分重点通过以下要素关注受评主体资金周转和在建项目收益前景。

表 2 房地产项目开发与销售分析要素

具体要素	分析思路
完工产品销售进度	分析销售竣工面积比率、已签订销售合同金额和确认的销售收入。
在建项目进度	分析施工面积及增长率、总投资概算和投资进展；根据建设工期和建筑品质判断具体项目尚需投入的资金规模，以及未来可能产生的收益和现金流入。
单个项目的盈利前景	通过比较分析综合开发成本与同地段楼盘价格进行判断。

4、战略规划

公司战略规划与实施决定了其未来发展方向；规划投资以及资金解决方案会对其未来的资本支出、债务结构和盈利能力变化产生重大影响。

这部分需要关注公司是否具有清晰的长远发展思路，历史运营轨迹是否与战略规划相符，公司目标定位与行业发展趋势吻合度；重大项目融资方案的可操作性，具体实施进度如何；投资规划的实施对企业未来的业务规模、盈利能力、债务负担和现金流量产生何种变化。

五、财务分析

房地产企业的预收账款对其收入的确认提供了一定弹性空间，企业有可能根据其对市场形势的判断调节利润表。另一方面，在市场环境恶化的情景下行业盈利能力将发生较大的波动，此时资金状况将对主体信用水平起到更为关键的支撑作用。因而对房地产企业财务状况的判断应当更强调资产负债表和现金流量表的分析。重点分析的信用要素为资本结构、资产流动性、现金流和备用支持等，结合上述评价，综合判断受评主体的长短期偿债能力。

1、资产质量

对于单一房地产经营企业而言，由于大量的土地储备、在建开发项目和待售房屋通过存货科目核算，因而资产总额中通常以存货占据绝大比例，作为资产分析的重点科目，我们应当关注各种类型存货所占比重、用于抵押存货的比例、存货是否需要计提存货跌价准备、计提比例是否合理等问题，并结合市场发展趋势判断存货将可能产生的收益以及现金回笼的速度。

可以借助存货周转率指标对资产流动性大致判断，并参考房地产类上市公司最近 3 年度的流动性指标作为衡量依据（参考表 3）。房地产企业所拥有的出租物业资产在新会计准则下通常以投资性房地产科目反映，在建的出租物业项目则通过在建工程核算。考虑到企业经营模式的差异，可以通过总资产周转率指标对整体资产流动性进行修正。

除经营性资产外，对企业拥有的货币资金，以及交易性金融资产、应收票据、可供出售金融资产等容易变现的资产，也应予以重点分析。

表 3 流动性指标测度参考

指标	较低值	一般值	较优值
存货周转率（次）	(0,0.25)	[0.25,0.5]	高于 0.5

2、资本结构

房地产行业资金投入大，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，债务负担重的企业其偿还债务的压力较大，财务风险越高。

对企业资本结构的考察主要关注债务和权益占比情况，但具体指标安全性的测度不能一概而论，因为不同企业对债务承受能力有较大差异，可以结合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，应更加注重通过全部债务资本化比率、长期债务资本化比率、长短期债务结构等指标进行分析。

3、盈利能力

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，低成本和高质量项目是持续盈利的基础。

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影响进行综合判断；对中长期盈利能力的分析，应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。

4、现金流量

现金流量作为清偿债务的基础，是房地产企业项目投资与开发、以及销售状况的真实反映，在信用评价上应给予重点关注。将企业在一段时期内可支配的现金与应偿还的全部债务相比较，可反映其在持续经营中获取的现金对全部债务的保护程度。

房地产项目开发周期跨 2 个以上年度，土地购置支出分布不均匀，这些因素导致企业经营性现金流净额呈现波动性。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。具体指标主要选取：经营性现金流入量、经营性现金净流量、筹资活动前现金流量净额债务保护倍数、筹资活动前现金流量净额利息保护倍数等。

5、偿债能力

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，我们更倾向以定性分析为主，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或在建工程科目，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。

表 4 偿债能力分析要素

具体要素	分析思路与指标
短期偿债能力	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（考虑预收款因素将流动负债修正为短期债务），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。
长期偿债能力	主要考察 EBITDA 对全部债务和利息的保护能力，债务期限分布集中度等，并结合企业未来资本支出规模、在建项目盈利前景对整体偿债能力变化趋势进行判断。
备用支持	分析企业自有的直接或间接筹资渠道，包括可供出售资产、引入战略投资者、IPO、增发配股、银行授信以及股东支持。在分析时需要支持合法性、可操作性及对债务保障程度作出判断。