

房地产行业信用评级方法

一、行业界定

房地产是指房产和地产的总称，包括土地和土地上永久建筑物及其所衍生的权利。房产是指建筑在土地上的各种房屋，包括住宅、厂房、仓库以及办公用房等。地产是指土地及其上下一定的空间，包括地下的各种基础设施、地面道路等。

本评级方法适用于从事土地的开发和再开发、房屋的开发和建设、房地产的经营和物业管理等为一体的房地产公司信用评级。

二、行业分析

随着中国城市化进程的加速，近年来我国房地产行业实现了快速发展，但我国的房地产行业尚存在企业分化加剧、区域风险不平衡和公司治理不完善等问题。房地产行业具有资本密集型、受政策影响大和周期性等行业特点，我国房地产行业特点主要包括以下几个方面：

（一）区域风险不平衡

房地产受到地区的经济发展状况、人口、人均收入水平影响，存在差异，其对房屋的需求也不尽相同，房屋的销售价格受当地区域市场供求关系的影响较大。在中国一线城市及二线核心城市，居民收入水平更高，人口尤其是潜在购房人口向一线城市聚拢现象明显，使得上述城市在房地产需求中表现更为强劲。三、四线城市由于人口导入能力较差，以

及过去几年房地产行业过度供给导致供给失衡进而出现了区域风险。

（二）企业分化

随着房地产行业竞争格局日趋激烈，并逐步进入到品牌竞争阶段，行业集中度呈现显著提升。大型房地产企业销售金额及销售面积提升较快，行业延续强者恒强的竞争格局，未来集中度将持续上升。大型房地产企业在土地获取、融资成本降低和行业人才等多方面具有优势，而大量的中小房地产企业由于自身实力有限，自身经营压力将越来越大，未来中小企业兼并及收购案例不断增加。

（三）土地储备规模及价格

土地储备直接反映了房地产开发企业未来的发展潜力和潜在的业务增长空间，因此土地储备量是衡量住宅开发企业规模实力、经营增长状况或成长性的指标之一。较大的土地规模储备也意味着更大的资源占用，意味着形成更多存货的可能，在地价长期涨幅低于企业融资成本时，单纯依靠持有土地升值的盈利模式将不再具有可持续性。同时土地获取成本较高将降低企业产品定价的灵活性，不利于加快周转速度，在行业低迷期企业将面临较大的经营压力，可能错过良好的发展机遇。

（四）开发周期长、资金密集度高

房地产项目的土地取得、施工建造等环节需要房地产公

司投入大量的资金。由于房地产项目开发周期长，投入资金规模大且补充土地储备，为房地产公司带来了持续的资金需求，房地产行业的资金密集程度较高，对行业内企业的资金管理和融资能力有较高的要求。

（五）政策管控程度高

房地产行业与国民经济的许多行业都有着密切关系，具有很强的产业关联性，且其价格波动对人民物质生活水平有重大影响，政府对房地产市场的关注度较高，经常通过货币政策、土地政策、信贷政策、财税政策、行政调控政策等手段对房地产市场的运行进行调控，房地产公司受宏观调控的影响较明显。

（六）周期性

投资者的购房需求受宏观经济环境波动影响较大，且政府依据宏观经济运行情况在政策监管、购房利率、房地产开发贷款融资利率、银行贷款资金流向等多个方面都会对房地产行业施以监控，房地产行业周期性较强。

三、评级思路

房地产开发是房地产行业的重要组成部分，受到房地产行业周期性影响。同时，人口数量、人口年龄结构以及人口空间分布的变化是影响房地产行业发展的基本因素。评级对象自身信用风险程度的高低与其面临的经营风险和财务风险密切相关，是二者综合影响的结果。在相同财务风险的情

况下，经营风险低的评级对象的信用质量会高于经营风险高的评级对象。同样，在经营风险相同的情况下，财务风险低的评级对象的信用质量也会高于财务风险高的评级对象。因此，评级对象自身信用等级由评级对象的经营风险和财务风险综合决定，并适当考虑特殊事项风险的影响。

四、评级要素

安融评级对房地产行业信用风险的考察因素主要从公司经营环境、运营能力、财务实力、外部支持和或有事项几个方面分析。

（一）公司经营环境

1、政策环境

国家对房地产行业的调控政策主要通过开发商和购房者两个途径传导。对房地产行业影响较为关键的政策有：货币政策、土地政策、信贷政策、财税政策和行政调控政策等。对开发商的调控政策主要包括控制开发用地投向和控制银行向开发商发放贷款等；对购房者的调控政策主要包括控制购房资格和差别化信贷等。

2、经济周期

国民经济的发展水平决定着房地产行业的发展水平，房地产市场的发展和宏观经济呈现出明显的正相关关系，当宏观经济周期处于上升阶段时，房地产行业处于景气阶段，当宏观经济周期处于下行甚至严重衰退阶段时，房地产行业将

处于调整阶段。

3、行业竞争

行业竞争格局对房地产公司的市场份额和盈利水平产生影响。安融评级对房地产行业整体的考察主要包括房地产行业的竞争格局，主要项目分布地区的其他开发商楼盘数目、品质、定价策略等，不同地区及同一地区不同区域土地成交价格变动等。

4、区域分析

我国房地产市场具有较大的地区差异性，各个地区的房地产市场因经济发展状况、居民收入水平、土地供应状况和地方性政策法规等不同而存在较大差异。安融评级对房地产行业商品房开发业务的分析主要关注房地产公司在售项目、在建项目、拟建项目、预售条件和土地储备的区域分布及对应区域内的政策环境和经济发展情况。

5、供需及价格变动

不同层级城市库存压力的严重分化直接影响各城市供需，从而进一步带动价差的拉大。目前来看，一线及热点二线城市商品房待售面积规模不大，存销比较小；三四线城市则面临较大去化难度。价格方面亦呈现分化格局，商品房销售价格具有政策敏感及周期性特点。安融评级对房地产行业供需及价格变动的分析主要关注：(1)商品房待售面积、存销比；(2)商品房签约销售面积及签约销售金额；(3)新开工

面积及房地产开发投资额。

6、项目分布

项目分布在较大程度上决定了的房地产企业未来收入和盈利水平的稳定性。在我国一、二线城市的人口及经济规模决定其投资价值吸引力较高，中心城区由于就业环境及基础设施成熟、土地资源稀缺，价值支撑力度较强，而三、四线城市就业环境和基础设施相对较弱、土地资源相对充裕，价值支撑力度较弱。

安融评级对房地产企业评级时在项目分布方面主要关注：(1)企业项目所在城市能级情况及各能级城市项目占比情况；(2)项目所处城市库存情况；(3)项目在城市中心及外围区域的分布情况；(4)企业商品房的平均销售价格。

(二) 公司运营能力

1、房地产开发

对商品房开发业务的考察主要侧重考察公司的项目情况，按照时间的节点分别考察公司的在售、在建和拟建项目（包括土地储备）的区域分布、产品结构和资金流转情况，以测算公司的资金压力和盈利性。此外，由于规模、品牌实力以及融资能力对房地产公司的长期发展影响较大，也是对房地产公司商品房开发业务重点考察的内容之一。

2、规模及品牌实力

一般来说，规模大的房地产公司一般具有较多的项目开

发经验和较强的开发管理能力，能够拥有较高的市场占有率和获得更多的政府和金融机构支持，对房地产公司的市场竞争地位有重要影响，规模越大的企业越能抵御经济周期的影响，盈利能力和现金流更加稳定。安融评级对房地产企业评级时在规模方面主要关注：（1）总资产；（2）签约销售金额；（3）项目分布情况；（4）行业排名及市场占有率。

品牌是企业综合实力的外在体现。对于区域性特征明显的房地产行业而言，开发商在当地市场的知名度是人们购买房屋考虑的重要因素之一，对该指标的衡量主要分析公司市场占用率和区域分布等因素。

3、土地获取能力及土地储备

土地储备是决定房地产公司能否健康持续发展的重要因素，企业土地储备量的大小应该与自身的实力和开发规模相适应。对土地储备的分析主要考察公司土地储备规模、成本和质量三个方面：（1）土地储备规模指土地储备面积除以最近一年销售总建筑面积的值，该指标表明在不进一步购买土地的情况下，现有土地储备可支持公司开发活动的年数。

（2）土地储备成本是指公司土地的取得方式包括招拍挂、划拨、协议转让等，取得方式的不同对公司取得土地成本产生较大影响，这将影响到公司未来销售利润率。（3）土地储备质量主要从土地性质、开发程度、区域分布、计划用途、抵质押情况等方面进行分析。土地储备能力由企业资金实力、

公开市场招拍挂及收购能力、开发实力和战略合作方实力等因素共同决定。

安融评级对房地产企业评级时在土地储备获取及储备规模方面主要关注：(1) 资金实力及现金流情况；(2) 公开市场招拍挂能力及收购能力综合考量；(3) 土地储备的整体规模；(4) 土地储备可供使用年限即持续性指标；(5) 土地储备的平均楼面价，土地均价/销售均价；(6) 企业获取土地的平均溢价水平；(7) 土地储备分布情况。

4、融资能力

银行信贷资金是房地产公司开发资金的重要来源，房地产公司的合作银行数目、与银行合作关系的稳定度、授信额度及其使用情况、融资期限结构在很大程度上决定了房地产企业的融资能力。随着房地产行业的不断发展，一些大型房地产企业在获取银行资金的同时，还能通过股票、债券和信托等方式筹集资金，因此，融资渠道的多样性也是决定房地产企业融资能力的重要因素。安融评级对房地产企业融资渠道的分析主要关注在公司股东支持情况、银行以外的融资渠道及各渠道历史融资规模等因素。其中，对股东支持情况的分析主要着眼于股东资本实力和股东对公司的重视程度及定位。

5、项目情况

对房地产开发企业的项目情况分在售项目、在建项目和

拟建项目三个层面来考察。

(1) 对在售项目，主要分析公司在售项目的类型、品质、地域分布和销售情况。对在售项目销售情况的考察可从项目资金回笼规模、收入结转规模、可供出售面积、销售价格及波动性、分期销售策略、区域内其他楼盘销售情况等方面着手。

(2) 对在建项目，主要分析公司在建项目的类型、品质、地域分布、施工进度、施工单位情况、工期、预计预售日期、建筑面积、建设资金缺口及资金来源等方面。

(3) 对拟建项目，主要分析公司拟建项目的类型、品质、计划总投资规模（包括地价）、计划开工日期和建设资金来源等方面。

我司主要从资金流转和收入保障角度来考察房地产公司项目情况，房地产公司项目建设资金主要来自在售项目回笼资金、存量自有资金和外部融资三个方面，通过对房地产项目类型、品质、地域分布和销售情况的分析最终是为了测算房地产公司的资金回笼速度和后续可回笼资金规模，而对在建、拟建项目的分析一方面是为了衡量房地产公司的未来收入持续性，另一方面也用于测算未来公司的资金支出规模，结合公司尚可回笼资金的规模和速度可用于判断公司资金压力和收入的持续性。

6、开发成本

房地产业主要成本包含土地成本、建设成本以及融资成本。土地成本是房地产行业最为重要的成本，不断攀升的土地成本在较大程度上降低了房地产行业的盈利水平；建设成本主要包括建筑材料成本和人工成本，其中人工成本的不断上行为房地产企业的成本控制带来一定压力。安融评级对房地产行业成本变动的分析主要关注：(1)不同地区及同一地区不同区域土地成交价格变动；(2)钢铁、水泥等建筑行业原材料的价格变动；(3)建筑行业工人劳动报酬水平变动。

7、库存去化及招商能力

住宅开发企业的去化能力及商业地产开发企业、产业地产开发企业的招商能力是房地产企业评级中的重要因素。安融评级对房地产企业评级时在住宅去化能力及招商能力方面主要关注：(1)企业项目开发和销售策略，开盘时点、单位时间内去化等指标的制定和执行情况；(2)企业的整体签约销售规模；(3)企业已销售未结算的规模；(4)商业项目的出租率和租金水平；(5)品牌库建设情况；(6)产业地产企业招商团队的专业水平，与产业企业的合作紧密度。

8、公司战略与管理

战略对房地产企业的信用风险水平的影响是根本性、全局性和长远性的。安融评级对房地产企业评级时在公司战略与管理方面主要关注：(1)企业当前战略是否符合自身行业地位，现有资源是否可以支撑；(2)企业当前战略是否符合

国内房地产业发展规律，是否符合国家产业政策导向；(3) 企业战略执行是否到位，公司现有的人员、制度及管理方式是否支撑战略实现；(4) 股权结构及股权集中度；(5) 董事会有效性；(6) 实际控制人对企业日常经营的影响力，职业经理人团队建设情况；(7) 公司治理结构对债权人权利的保障程度等。

9、保障性住房开发

由于保障性住房具有社会公益性特点，对保障性住房开发业务的分析包括保障性住房项目的建设资金来源，项目建成后的盈利模式等方面。保障性住房的盈利模式主要包括房地产公司自行销售和政府统一回购两类。自行销售模式下，由于保障性住房具有社会公益性特点，其销售价格和销售对象往往受到政府较多的限制，其项目利润率通常较低，对项目收益性的考察应关注当地政府对保障性住房的支持政策、价格限定文件和销售对象限制等方面，对销售对象、销售价格制定机制予以详细分析；统一回购模式下，应关注公司与政府签订的项目开发协议、回购协议等政府批文，从销售价格制定机制、项目成本确认机制和回购资金支付时间安排等方面予以详细分析。

10、房地产经营

对房地产经营业务的分析主要从租赁物业和主要租户情况两个方面展开，通过分析租赁物业的品质和分布以及主

要租户的租期、租金及租金支付安排来预测公司未来租金收入及现金流规模和持续性。

（三）公司财务状况

1、资产结构与质量

房地产行业是资本密集型行业，资本结构整体呈现高杠杆的特点。房地产企业由于预售制度及收入结转的条件要求导致预收款项一般在负债中的占比较大，较大规模的预收款项将随着商品房的交付逐步结转为营业收入。安融评级对资本结构的分析主要关注：（1）企业剔除预收账款的资产负债率；（2）净负债率 $[(\text{有息负债}-\text{货币资金})/\text{净资产}]$ ；（3）有息债务期限结构；（4）有息债务的平均成本。

由于需要支付土地款、工程款以及偿还到期债务，房地产企业须持有一定量的货币资金，以覆盖短期内的刚性支出。商业地产主要资产为投资性房地产，需要关注其商业配套类型、地域及公允价值的变动情况。安融评级对资产质量的分析主要关注：（1）存货、货币资金和投资性房地产在总资产中的占比；（2）存货构成及变动情况；（3）投资性房地产公允价值变动情况；（4）存货及投资性房地产抵押情况；（5）流动性资产对流动负债的覆盖能力，包括流动比率、速动比率、现金比率等；（6）资产利用效率，主要为存货周转效率。

2、盈利能力

房地产企业的盈利能力能够综合反映企业的项目类型、

项目分布、成本控制能力、发展战略等多方面的信息。安融评级对盈利能力的分析主要关注：（1）盈利的结构，包含营业利润、公允价值的变动收益、净利润的比例；（2）成本控制水平，包括毛利率，期间费用率水平；（3）整体盈利水平，包括净利润率、总资产报酬率和净资产收益率等；（4）跨周期盈利水平的持续性及稳定性。

3、现金流

房地产企业是资金密集型产业，资金是房地产企业的关键性资源。房地产公司一般资金需求较大，对其现金流的分析主要包括经营、投资、筹资活动现金流入及流出净额、现金生成能力，现金充足程度和现金流质量等方面。安融评级对现金充足程度的分析主要关注：（1）商品房销售现金回笼率；（2）经营性净现金流对债务和利息的保障能力；（3）筹资性净现金流与经营性净现金流的匹配度；（4）现金存量的稳定性，现金比率和现金短债比。

4、财务安全性

对公司财务安全性的判断除关注资金和偿债压力外，还需关注公司的财务弹性。影响公司财务弹性的因素主要包括公司外部融资能力、资产质量和流动性等。其中，对公司外部融资能力的考察应关注公司当前的融资渠道和政府、股东支持情况，主要合作银行、各合作银行的授信额度及使用情况，有无银行外的融资渠道等。

5、外部财务弹性

企业能从外部获得多大程度的支持，决定了其所能动用的资源大小及便利程度，即外部财务弹性。外部财务弹性包含股东支持和债务收入能力等方面。目前我国房地产企业市场集中度越来越高，大型房地产企业市场占有率稳步提升，大型房地产企业依靠自身雄厚的股东背景在土地及资金等资源获取上更加便利。债务收入指房地产企业通过借贷市场和资本市场融资工具而获得的资金，是房地产企业重要的资金来源，主要包括开发贷款、信托融资、国内资本市场融资和海外资本市场融资等。安融评级对外部财务弹性的分析主要关注：（1）股东实力和支持程度；（2）银行授信规模，已用金额和可用余额；（3）是否拥有公开融资渠道，包括股票市场和债券市场；（4）海外融资渠道。

（四）或有事项

安融评级对或有事项的分析主要包括对外担保和公司尚未了结的诉讼和仲裁事项两方面。其中，对对外担保的分析应着眼于公司对外担保的规模、占股东权益的比重、主要担保对象的偿债能力及是否提供反担保措施等方面。对尚未了解的诉讼和仲裁事项的分析主要着眼于诉讼或仲裁事项造成公司资金流出的可能性及规模，对公司流动性和债务压力造成的影响程度等方面。

五、评级指标体系

表：房地产行业公司主体长期信用评级指标

一级指标	二级指标	三级指标
经营环境	政策环境	货币政策、土地政策、信贷政策、财税政策、行政调控政策等
	经济周期	经济周期所处的阶段、未来走势
	行业竞争	区域内其他楼盘的数目、品质、定价策略、市场交易量、价格波动、行业新开工面积、行业库存面积、行业总投资规模和资金来源、不同地区及同一地区不同区域土地成交价格变动等
	区域分析	区域经济发展水平、GDP 规模及增长率、人口规模、人均收入水平、区域土地供应情况等
	供需及价格变动	商品房待售面积、存销比；商品房签约销售面积及签约销售金额；新开工面积及房地产开发投资额等
	项目分布	主要项目及土地储备的区域分布；项目所谓城市能级情况及各能级城市项目占比；项目所处城市库存情况；项目在市中心及外围区域的分部情况；企业商品库房的

		平均销售价格
运营能力	房地产开发	按照时间的节点分别考察公司的在售、在建和拟建项目（包括土地储备）的区域分布、产品结构、资金流转情况，以测算公司的资金压力和盈利性等
	规模及品牌实力	签约销售额；项目分部情况；行业排名及市场占有率；品牌区域分布：市场占有率
	土地获取能力及土地储备	土地储备规模、土地储备质量、资金实力及现金流情况、土地获取能力、土地储备持续性指标、平均楼面价、土地平均溢价水平、土地储备分布等
	融资能力	银行融资能力：合作银行数目及合作关系稳定度；授信额度及使用情况；股东支持：股东资本实力；公司在股东方的地位；银行外融资渠道：融资渠道种类；过去融资经历和融资规模等
	项目情况	在售项目、在建项目、拟建项目具体情况，计划总投资规模、建设资金来源等
	开发成本	不同地区，及同一地区不同区域土地成交价格变动；钢铁、水泥等建筑行业原材料

		的价格变动；建筑行业工人劳动报酬水平变动等
	库存去化及招商能力	企业项目开发和销售策略；企业的整体签约销售规模；企业已销售未结算的规模；商业项目的出租率和租金水平；品牌库建设情况；产业地产企业招商团队的专业水平，与产业企业的合作紧密度
	公司战略与管理	企业当前战略是否符合行业定位；企业当前战略是否符合国内房地产行业发展规律；企业战略执行是否到位；股权结构及集中度；董事会有效性；实际控制人对企业影响力；公司治理结构对债权人权利的保障程度等
	保障性住房开发	价格限制、销售限制、销售保障条款、回购条款等
	房地产经营	租赁房产的地理位置、类型、区域租金价格、可供出租面积、出租率、固定资金支出成本；主要租户的行业分布、租期、租赁面积和价格、价格调整条款
财务状况	资产结构	货币资金规模及受限比例、存货规模及构成、投资性房地产和固定资产的流动性及

	与质量	计价方法、抵押资产比例、企业剔除预收账款的资产负债率、净负债率、有息债务期限结构、有息债务的平均成本
	盈利能力	收入规模、构成和持续性、项目区域分布、产品结构；区域内售价、可供出售面积、收入结转规模、政府补助规模及持续性、盈利效率、毛利率水平及波动、盈利的结构、成本控制水平、整体盈利水平、跨周期盈利水平的持续性和稳定性
	现金流	经营、投资、筹资活动现金流入、流出；资金缺口、后续投资规模、融资能力、现金回笼率、经营性净现金流对债务和利息的保障能力、筹资性净现金流与经营性净现金流匹配度、现金存量的稳定性
	财务安全性	<p>资本结构：资产负债率、剔除预收账款的资产负债率、流动负债比、刚性负债规模；</p> <p>负债情况：负债规模；负债构成及刚性负债占比；</p> <p>负债时间期限结构：流动负债比、长期负债还本付息安排；</p> <p>财务弹性：融资能力、资产质量和流动性</p>

外部支持		外部财务弹性包含股东支持、债务收入能力等方面
或有事项	或有事项	是否有对外担保和尚未了结的诉讼和仲裁事项