

房地产行业 信用评级方法和模型

(PJFM-FDC-FDC-2024-V3.0)

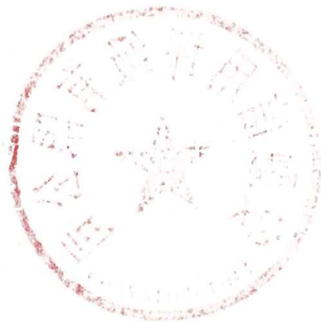


安融信用评级有限公司
ANRONG CREDIT RATING CO.,LTD.



目录

一、概述	1
二、适用范围	2
三、基本假设:	2
1. 偿债环境稳定性假设	2
2. 经营稳定性假设	2
3. 数据真实假设	2
4. 偿债意愿无差异假设	2
四、信用风险特征	3
1. 政策风险	3
2. 区域风险	3
3. 土地储备风险	3
4. 周期性风险	4
五、评级方法和模型架构	4
1. 评级基准	5
2. 自身调整因素	10
3. BCA 等级	12
4. 外部支持	12
5. 最终信用等级	13
六、本方法模型局限性	14
附录:	15



一、概述

安融信用评级有限公司（以下简称“安融评级”）为落实《中国人民银行 国家发展改革委 财政部 银保监会 证监会 关于促进债券市场信用评级行业健康发展的通知》及其它评级行业监管和自律指引的有关规定，提高评级方法模型和评级结果一致性、准确性和稳定性，依据安融评级评级业务相关管理制度规定，将《房地产行业信用评级方法和模型（PJFM-BDC-FDC-2023-V2.0）》（以下简称“原评级方法模型”）修订为《房地产行业信用评级方法和模型（PJFM-FDC-FDC-2024-V3.0）》（以下简称“本方法模型”），本次修订的重点是对原评级方法模型中评级框架、评级要素以及模型构建思路等方面进行了修订。

此次主要修订的内容如下：

1. 将原评级方法模型“经营成果”和“杠杆水平”的二维矩阵得到初始信用评分修改为“区域实力和行业风险”及“经营和财务风险”的二维矩阵得到评级基准；在评级基准基础上，结合自身调整因素而得到受评主体 BCA 等级。

2. 评级基准以有效提升 BCA 等级合理区分度和评级质量为导向，重新构建了逻辑框架，增減了部分评级指标，以及调整了部分指标的阈值及权重。

3. 对原评级方法模型中自身调整因素进行了增減，将部分定性指标进行了适当调整、优化，如增加了业务周期性波动风险、集中度风险、资产受限情况、短期信用风险和债务逾期等调整因素。

4. 外部支持方面，调整、优化了外部支持主体的支持能力和支持意愿评价指标，细化、改进了评价标准，如增加外部支持主体持有受评主体股份比例、受评主体与外部支持主体的连带担保法律关系、外部支持主体对受评主体的控制力、受评主体违约对外部支持主体的影响、受评主体在资产、收入和利润方面对外部支持主体的贡献等调整因素。

本方法模型采用 BCA 等级结合外部支持以得到最终信用等级的评级思路对受评主体进行信用风险评价。具体而言，安融评级在充分考虑房地产行业宏观和区域实力及行业风险的基础上，构建“区域实力和行业风险”维度；在充分考虑房地产行业的企业实力和经营风险、偿债能力、企业财务风险和企业盈利能力的基础上，构建“经营和财务风险”维度，通过“区域实力和行业风险”及“经营和财务风险”二维矩阵映射得到评级基准；再结合自身调整因素得出受评主体 BCA 等级；最后考量外部支持得到受评主体信用等级（模型结果等级）。经测试，本方法模型的修订未对尚处于安融评级信用等级有效期的受评主体评级结果产生影响。

在级别符号上，BCA 级别以“aaa”到“c”的符号序列表示，除“aaa”及“ccc”（含）以下等级外，每一个信用等级均可用“+”“-”符号进行微调，表示信用级别略高或略低于本级别；

最终信用级别符号以“AAA”到“C”的符号序列相对应，除“AAA”及“CCC”（含）以下等级外，每一个信用等级均可用“+”“—”符号进行微调，表示信用级别略高或略低于本级别。

本方法模型由安融评级技术政策委员会审议通过，经总经理批准，即日起生效。原《房地产行业信用评级方法和模型（PJFM-BDC-FDC-2023-V2.0）》自本方法模型生效之日起废止。

二、适用范围

根据国家统计局发布的《国民经济行业分类》（GB/T4754-2017），房地产行业属于 K70 房地产业大类，主要包括：房屋、基础设施建设等开发，以及转让房地产开发项目或者销售房屋等房地产开发经营活动；各类单位和居民住户的营利性房地产租赁活动等。

安融评级界定房地产行业受评主体标准如下：

- （1）受评主体经营范围主要是房地产业务的；
- （2）受评主体收入或利润主要来源于房地产业务的；
- （3）如果不满足以上两种情况，但综合考察公司的经营模式、资产结构、收入和利润结构，判定该公司明显符合房地产行业经营特征的，我们也将其认定为房地产企业。

三、基本假设：

1. 偿债环境稳定性假设

安融评级假设宏观经济环境、行业竞争环境、监管环境及法律环境和金融市场环境不会发生意外变化，不会出现诸如自然灾害、战争等不可抗拒的因素。

2. 经营稳定性假设

安融评级假设受评主体处于稳定持续经营状态，其经营数据和财务数据具有连贯性，历史数据可作为预测未来经营的基础；即在可以预见的将来，不会出现基于宏观经济环境、行业竞争环境、监管环境及法律环境和金融市场环境等导致受评主体持续经营能力产生重大变化，不存在突发性的经营变化以及未经事前披露的重大突发性变化，这些变化包括但不限于突发性的受评主体性质变更、并购重组、债务重组、重大资产变更、重大监管处罚、违约、破产重整以及其他重大负面事件等。

3. 数据真实假设

安融评级假设公开权威渠道获取的数据和受评主体提供的数据（包括但不限于受评主体编制的财务数据、评级对象委托第三方中介机构出具的数据、其他监管认定的专业机构为评级对象出具的数据）均真实、合法、完整、有效，不存在恶意粉饰或伪造，不存在重大误导性陈述。

4. 偿债意愿无差异假设

安融评级假设受评主体对其同类债务的清偿意愿相同，对同类债务未设定清偿顺序安排。

四、信用风险特征

安融评级认为房地产行业信用风险主要有以下几个方面：

1. 政策风险

房地产兼具消费品与资本品属性，且房地产市场体量很大，行业发展对经济、金融与社会稳定有很大影响，是政府重点调控的行业，政府经常通过货币政策、土地政策、信贷政策、财税政策和行政调控政策等手段对房地产市场的运行进行调控，行业的政策敏感度很高。对房地产开发商的调控政策国家除通过具体产业政策影响房地产行业发展外，还通过融资政策、土地制度和法律制度等来调控行业发展。如融资政策的收紧直接影响房地产企业的资金周转；政府对房地产预售阶段所采取的政策亦会对房地产企业的签约销售和现金回款产生明显影响；政府对土地资源的开发和利用计划直接影响到土地供应，进而影响土地价格。此外，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。如居民个人住房信贷政策的收紧将影响到购房者的投资需求。因此，房地产行业受宏观政策调控的影响明显。

2. 区域风险

区域风险是指特定地区内的房地产市场由于各种因素的影响而产生的风险。这些风险通常与该地区的经济、社会和政治环境密切相关。如地区经济出现下滑；地区政府出台的土地政策、房地产政策和税收政策等不利于房地产市场的发展；区域内人口流出速度过快，人均收入水平下降显著；区域内基础设施建设滞后和土地储备欠缺；区域内房地产项目定位、品质和价格过高等，可能会导致房地产需求下降，从而带来风险。此外，一线二线核心城市，居民收入水平更高，人口尤其是潜在购房人口向一线二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。

3. 土地储备风险

土地储备风险是指在进行房地产开发和土地储备过程中所面临的各种风险。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。土地储备直接反映了房地产企业未来的发展潜力和潜在的业务增长空间，在很大程度上决定了房地产企业未来的资产和业务规模。房地产土地储备风险主要体现在限制性土地政策，导致土地供应减少或价格上涨，或者提高土地税费，增加土地储备成本的风险；土地市场需求下降，导致土地储备的收益降低甚至出现亏损的风险；土地质量的欠缺导致土地价值和房地产项目质量降低的风险；土地储备过量或资金投入过大，导致资金链断裂及土地储备进程和效益的风险；土地所有权纠纷、拆迁安置和环保问题等引发的法律诉讼风险。

4. 周期性风险

房地产行业受宏观经济周期波动影响较大，其发展和宏观经济呈现出明显的正相关关系，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和银行贷款资金流向等多个方面对房地产行业施以监控。当经济下行期，房地产市场投资者的购房需求减少，价格下跌，开发商和购房者可能面临财务困境，导致信用风险增加。因此，房地产行业周期性较强。

五、评级方法和模型架构

“区域实力和行业风险”反映了房地产行业的经营环境、经营状况和发展空间及存在的风险。“经营和财务风险”反映了房地产企业对于自身职能、资产和融资环境的运用能力及存在的风险。

安融评级房地产行业评级方法和模型构建路径如下：

第一步：构建评价指标体系，确定评价指标的名称、含义、赋值和权重等。

第二步：确定“区域实力和行业风险”及“经营和财务风险”对应的档位。

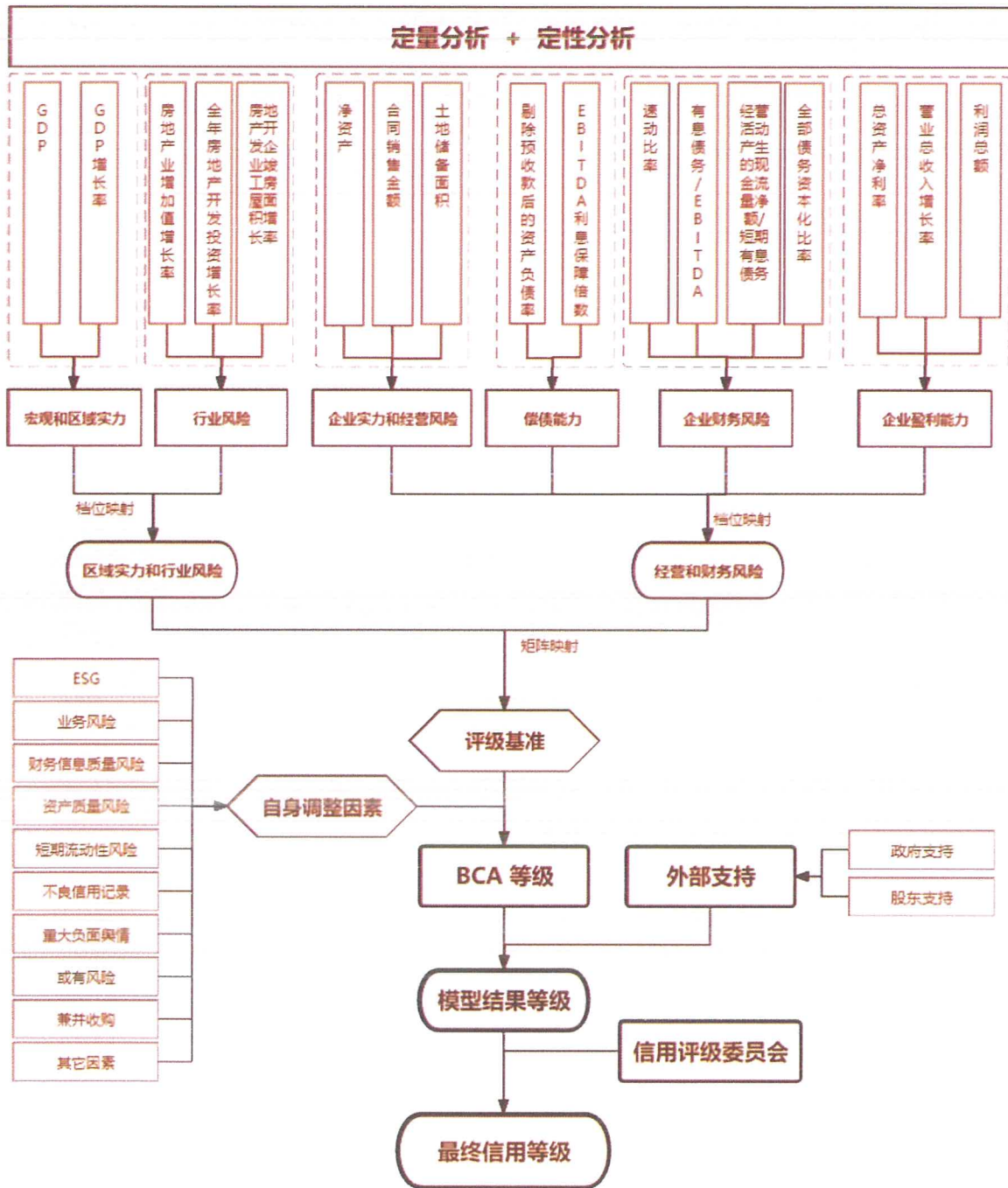
第三步：结合上述两个维度的档位，根据二维矩阵确定受评主体评级基准。

第四步：结合自身调整因素得出受评主体 BCA 等级。

第五步：综合考虑外部支持，得到受评主体信用等级（模型结果等级）。

考虑到目前国内外评级行业普遍实行“三等九级制”，“三等”即 A、B、C，“九级”即 AAA、AA、A；BBB、BB、B；CCC、CC、C，同时考虑到 CCC、CC、C 对应的违约概率差异不大，其差异主要体现在违约损失率方面，而违约损失率并非安融评级所评估和预测的重点，所以安融评级在设定评价指标及维度档位时，将 CCC、CC、C 合并为同一档，除外部支持的评价指标及维度均设定为三档外，其它评价指标及维度均设定为七档。

档位含义：档位从最低档（第 1 档）到最高档（第 7 档，若只分三档，则为第 3 档），档位越高，则对受评主体的偿债能力和偿债意愿的评估和预测越具正面影响。



1. 评级基准

安融评级在“区域实力和行业风险”方面，主要从宏观和区域实力及行业风险两个因素进行分析；在“经营和财务风险”方面，主要从企业实力和经营风险、偿债能力、企业财务风险与企业盈利能力四个因素进行分析；共设定十七个指标，赋予每个指标相应权重，每个指标分设为七档，通过档次映射，最后运用评级基准二维矩阵映射表确定受评主体评级基准。

(1) 区域实力和行业风险

一级指标	二级指标	三级指标
区域实力和行业风险	宏观和区域实力	GDP
		GDP 增长率
	行业风险	房地产业增加值增长率
		全年房地产开发投资增长率
		房地产开发企业竣工房屋面积增长率

A、宏观和区域实力

房地产行业与宏观环境密切相关。宏观经济繁荣、人口快速增长和城市化进程加速将带动房地产市场需求，宽松的货币政策，适当的利率水平，优惠的税收政策，良好的基础设施投资政策、土地政策、住房政策和城市规划政策，稳定的国际政治、经济和金融环境等将促进房地产行业的发展。

房地产行业的运营能力和资产质量与其业务主要开展地区的经济发展状况紧密相关，区域经济、基础设施建设、土地供应状况、居民收入水平、人口数量、年龄结构及空间分布、产业结构和地方政策等因素对当地房地产行业经营影响较大，良好的区域经济环境有利于当地房地产行业的经营。

安融评级主要从 GDP 和 GDP 增长率两个维度考察受评主体的宏观和区域实力。

一般而言，GDP 指标是指受评主体注册地/业务主要开展地区的 GDP 值，该指标值越高，表明区域经济发展状况越好，当地发展经济的动力更加强劲，实体经济及金融市场发展越好，有利于资金与信息的聚集，人才资源储备、先进科技技术培育以及基础设施的投入。通常情况下，安融评级对 GDP 越高地区的房地产企业给予更高的档位。

GDP 增长率是房地产企业增长潜力的重要考虑因素。房地产企业的资本增量和盈利能力与其经营区域的经济增长密切相关。GDP 增长率更高地区的企业更为活跃，房地产企业业务增长动力更足。因此，安融评级对于 GDP 增长率越高地区的房地产企业给予更高的档位。

B、行业风险

房地产行业风险可以从宏观经济环境、竞争格局、行业在国民经济中的地位、人口变化及趋势、金融环境、监管环境、房地产相关政策法规变化和行业整体规模及变化趋势等方面进行分析。在本方法模型里，安融评级主要从房地产业增加值增长率、全年房地产开发投资增长率和房地产开发企业竣工房屋面积增长率考察受评主体行业风险。

房地产业增加值增长率是衡量房地产开发经营、物业管理和房地产中介服务等房地产经营活动创造的增加值增长指标，反映房地产行业发展规模增长和对国民经济增长带动作用情况。房地产业增加值增长率指标值越高，表明房地产成长状况和发展能力越好。因此，安融评级对越高的房地产业增加值增长率给予更高的档位。

全年房地产开发投资增长率反映年度全部用于房屋建设工程、土地开发工程的投资额以及公益

性建筑和土地购置费等的投资增长情况。全年房地产开发投资增长率指标值越高，表明房地产开发投资规模进一步扩大，房地产市场繁荣旺盛，供需运行保持良性状态，行业发展速度也随着加快，行业风险进一步降低。因此，安融评级对越高的全年房地产开发投资增长率给予更高的档位。

房地产开发企业竣工房屋面积增长率反映了房地产市场的活跃度和开发企业的生产力水平。一般情况下，房地产开发企业竣工房屋面积增长率越高，意味着房地产市场正在经历一段繁荣期，开发商的投资活动活跃，且市场需求旺盛。因此，安融评级对越高的房地产开发企业竣工房屋面积增长率给予更高的档位。

安融评级“区域实力和行业风险”具体档位映射标准如下：

指标	7	6	5	4	3	2	1
GDP（亿元）	≥6000	[3000,6000)	[1000,3000)	[300,1000)	[100,300)	[50,100)	<50
GDP 增长率（亿元）	≥7	[5,7)	[3,5)	[1,3)	[0,1)	[-1,0)	<-1
房地产业增加值增长率（%）	≥15	[12.5,15)	[5,12.5)	[2.5,5)	[-5,2.5)	[-10,-5)	<-10
全年房地产开发投资增长率（%）	≥10	[9,10)	[7,9)	[2.5,7)	[-5,2.5)	[-10,-5)	<-10
房地产开发企业竣工房屋面积增长率（%）	≥12	[7,12)	[5,7)	[-5,5)	[-10,-5)	[-20,-10)	<-20

（2）经营和财务风险

一级指标	二级指标	三级指标
经营和财务风险	企业实力和经营风险	净资产
		合同销售金额
		土地储备面积
	偿债能力	剔除预收款后的资产负债率
		EBITDA 利息保障倍数
	企业财务风险	速动比率
		有息债务/EBITDA
		经营活动产生的现金流量净额(CFO)/短期有息债务
		全部债务资本化比率
	企业盈利能力	总资产净利率
		营业总收入增长率
		利润总额

A、企业实力和经营风险

企业实力和经营风险可以从房地产企业在售、在建和拟建项目（包括土地储备）情况和区域分布，规模、品牌实力以及融资能力，开发成本，库存去化及招商能力等方面去衡量。企业实力是反映房地产企业经营能力的重要因素。企业实力较强的房地产企业，通常对国家或地方经济贡献较大，

容易获取更多外部支持和发展机遇，经营风险越低。房地产企业实力和经营风险主要用净资产、合同销售金额和土地储备面积指标来衡量。

净资产是房地产企业资本实力的重要考量因素，净资产越大的房地产企业经营稳定性和资产负债管理等方面具有一定的竞争优势。因此，安融评级对净资产规模越大的房地产企业给予更高的档位。

合同销售金额是房地产企业与购房者签订的房屋销售合同中约定的总金额，通常包括房屋本身的销售金额、车位和储藏室等附属设施的销售金额。该项指标反映房地产企业业务规模、市场份额及所开发项目的市场真实需求情况。合同销售金额指标值越高，说明房地产企业的业务规模和市场份额越大，收入和利润越高。因此，安融评级对合同销售金额越高的房地产企业给予更高的档位。

土地储备面积是房地产企业实力、未来发展规模和增长空间的重要考量因素。土地储备面积越大，企业发展潜力和机会越大，市场竞争力越强。因此，安融评级对土地储备面积越高的房地产企业给予更高的档位。

B、偿债能力

偿债能力是衡量房地产企业偿债保障能力和风险缓释能力的重要评价标准，而负债情况与保障程度是反映房地产企业财务杠杆水平和偿债能力的重要因素。一般可以从流动比率、经营现金流负债比、剔除预收款后的资产负债率和 EBITDA 利息保障倍数等指标来衡量房地产企业的偿债能力。在本评级方法模型里，安融评级衡量房地产企业偿债能力的主要指标为剔除预收款后的资产负债率和 EBITDA 利息保障倍数。

剔除预收款后的资产负债率是指房地产企业在剔除预收款项后的资产负债率，能较为真实的评估房地产企业资产和负债的结构和质量，亦是衡量房地产企业负债水平及风险程度的重要因素。债务负担较轻、债务结构较优的房地产企业，更不易形成过大集中偿付压力；偿债来源对债务覆盖程度较高的房地产企业，筹资活动的稳定性和安全性更优；剔除预收款后的资产负债率指标值越低，表明房地产企业通过借债筹资的资产越少，资产质量相对更优，信用风险越低。因此，安融评级对剔除预收款后的资产负债率越低的房地产企业给予更高的档位。

EBITDA 利息保障倍数是衡量房地产企业支付负债利息能力的指标，房地产住宅开发企业的利息支出包括费用化利息支出和资本化利息支出。EBITDA 利息保障倍数是在利润总额基础上还原了折旧、摊销等非现金性经营成本的息税前利润对利息支出的覆盖程度。房地产企业整体债务杠杆偏高，财务负担偏重，EBITDA 利息保障倍数指标值越高，表明其支付利息费用的能力越强，偿债能力越强，信用风险越低。因此，安融评级对 EBITDA 利息保障倍数越高的房地产企业给予更高的档位。

C、企业财务风险

房地产企业财务风险主要体现在资本、资产质量、盈利性、市场性、流动性、业务创新性、财务指标成长性和财务管理等诸多方面。在本方法模型里，安融评级衡量房地产企业财务风险的主要指标为速动比率、有息债务/EBITDA、经营活动产生的现金流量净额(CFO)/短期有息债务和全部债

务资本化比率。

速动比率是衡量房地产企业短期偿债能力的重要指标，是指企业速动资产与流动负债的比率。速动比率越高，说明房地产企业的短期偿债能力越强，财务风险越低。因此，安融评级对速动比率越高的房地产企业给予更高的档位。

有息债务/EBITDA 是衡量房地产企业息税折旧摊销前利润（EBITDA）对有息债务的覆盖程度。同等条件下，有息债务/EBITDA 越低，其利润对债务的保障能力越强，房地产企业偿债能力越强，财务风险越低。因此，安融评级对于有息债务/EBITDA 越低的房地产企业给予更高的档位。

经营活动产生的现金流量净额(CFO)/短期有息债务是衡量房地产企业经营净现金流对短期有息债务的覆盖程度。同等条件下，经营活动产生的现金流量净额(CFO)/短期有息债务越高，短期刚性兑付压力越小，房地产企业偿债能力越强，财务风险越低。因此，安融评级对于经营活动产生的现金流量净额(CFO)/短期有息债务越高的房地产企业给予更高的档位。

全部债务资本化比率是扣除应付款等无息债务部分后房地产企业对应的杠杆比率，反映房地产企业刚性债务水平。同等条件下，全部债务资本化比率越低，房地产企业债务负担越低，财务风险越低。因此，安融评级对于全部债务资本化比率越低的房地产企业给予更高的档位。

D、企业盈利能力

盈利能力是反映房地产企业生产组织能力、成本控制能力和销售控制能力的重要因素，也是偿债来源的重要保障。盈利能力较强的房地产企业，通常在抵御行业周期性风险方面表现更优，也更容易获得外部环境青睐。在本方法模型里，安融评级衡量房地产企业盈利能力的主要指标为总资产净利率、营业总收入增长率和利润总额。

总资产净利率是房地产企业盈利能力的考量指标。同等条件下，房地产企业总资产净利率越高，投入产出水平越高，资产运营效益越好，成本期间费用控制能力和风控能力越强，盈利能力越强。因此，安融评级对总资产净利率越高的房地产企业给予更高的档位。

营业总收入增长率是反映房地产企业成长状况和发展能力的重要指标。营业总收入增长率越高，房地产企业业务成长性越强，定价能力和风险管理能力越强。因此，安融评级对营业总收入增长率越高的房地产企业给予更高的档位。

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，是衡量企业经营业绩的一项十分重要的经济指标。利润总额越大，房地产企业经营业绩越好，盈利能力越强，信用风险越低。因此，安融评级对利润总额越大的房地产企业给予更高的档位。

安融评级“经营和财务风险”具体档位映射标准如下：

指标	7	6	5	4	3	2	1
净资产（亿元）	≥1000	[400,1000)	[150,400)	[100,150)	[40,100)	[20,40)	<20
合同销售金额（亿元）	≥1500	[500,1500)	[150,500)	[80,150)	[40,80)	[20,40)	<20
土地储备面积（万平方米）	≥2000	[800,2000)	[200,800)	[100,200)	[50,100)	[10,50)	<10

剔除预收款后的资产负债率 (%)	<50	[50,60)	[60,70)	[70,80)	[80,90)	[90,100)	≥100
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	≥10	[6,10)	[1.2,6)	[0.6,1.2)	[0,0.6)	[-0.5,0)	<-0.5
速动比率 (倍)	≥1	[0.75,1)	[0.6,0.75)	[0.4,0.6)	[0.3,0.4)	[0.2,0.3)	<0.2
有息债务/EBITDA (倍)	[0,3)	[3,5)	[5,10)	[10,20)	[20,30)	[30,150)	≥150 或 <0
经营活动产生的现金流量净额(CFO)/短期有息债务 (%)	≥200	[100,200)	[50,100)	[0,50)	[-100, 0)	[-500,-100)	<-500
全部债务资本化比率 (%)	[0,30)	[30,35)	[35,50)	[50,60)	[60,65)	[65,70)	≥70 或 <0
总资产净利率 (%)	≥5	[3,5)	[2,3)	[0.75,2)	[-0.5,0.75)	[-2,-0.5)	<-2
营业总收入增长率 (%)	≥120	[40,120)	[30,40)	[0,30)	[-30,0)	[-40,-30)	<-40
利润总额 (亿元)	≥150	[50,150)	[5,50)	[-5,5)	[-25,-5)	[-50,-25)	<-50

(3) 评级基准等级映射

根据前述宏观和区域实力、行业风险的指标赋值和权重可以得到“区域实力和行业风险”的映射档位；根据前述企业实力和经营风险、偿债能力、企业财务风险与企业盈利能力的指标赋值和权重可以得到“经营和财务风险”的映射档位。

结合上述两个维度的映射档位，通过评级基准二维矩阵，安融评级可得到房地产企业的二维矩阵评级基准等级映射。

评级基准等级映射如下：

评级基准等级		区域实力和行业风险						
		7	6	5	4	3	2	1
经营和财务风险	7	aaa	aaa/aa+	aa+/aa	aa/aa-	aa-/a+	a+/a	a-/bbb+
	6	aaa/aa+	aa+/aa	aa/aa-	aa-/a+	a+/a	a-/bbb+	bbb/bbb-
	5	aa+/aa	aa/aa-	aa-/a+	a+/a	a/a-	bbb+/bbb	bbb-/bb+
	4	aa/aa-	aa-/a+	a+/a	a/a-	a-/bbb+	bbb/bbb-	bb+/bb
	3	aa-/a+	a+/a	a/a-	a-/bbb+	bbb/bbb-	bb+/bb	bb-/b+
	2	a/a-	a-/bbb+	bbb+/bbb	bbb/bbb-	bb+/bb	bb-/b+	b/b-
	1	a-/bbb+	bbb+/bbb	bbb/bbb-	bb+/bb	bb-/b+	b/b-	ccc 以下

2. 自身调整因素

自身调整是在房地产行业共性特征评价基础上，针对所评房地产企业的个性特征要素进行的补充分析。经过个体特征调整后的评价结果才是能够完整反映房地产企业自身信用水平的基础信用等级。值得注意的是，只有影响房地产企业信用风险，且仅发生在个别房地产企业中的因素才会在调整项中进行考察。安融评级使用“ESG”“业务风险”“财务信息质量风险”“资产质量风险”“短期流动性风险”“不良信用记录”“重大负面舆情”“或有风险”“兼并收购”和“其它因素”自身调整因素对房地产企业进行调整。由于影响信用风险的因素众多且随着经济、行业发展处于动

态变化之中，本方法中所列调整项可能无法覆盖全部调整要素，有待评级工作实践中的持续积累、总结和优化。

(1) ESG

ESG 即环境、社会责任、公司治理（Environment、Social Responsibility、Corporate Governance）的缩写，是影响受评主体可持续经营发展潜力的重要因素。受评主体若在 ESG 方面表现差，可能会影响生产经营和财务表现的稳定性，进而加重受评主体的信用风险。安融评级重点关注各 ESG 因素的负面影响，如受评主体存在相关风险因素，则可能会对其信用等级进行调整。

(2) 业务风险

如受评主体存在业务转型风险；或业务周期性波动风险；或土地储备过量风险；或业务停顿风险；或集中度风险；或拿地强度风险，将可能下调其信用等级。

(3) 财务信息质量风险

财务信息是评价受评主体财务风险的基础，在进行财务风险评价时，应重点关注财务报告审计结论是否为非“无保留意见”；是否存在报表合并口径未能体现出的重大财务风险；财务数据是否失真。如为负面，将可能下调其信用等级。

(4) 资产质量风险

如受评主体存在对单一对象应收类款项规模较大；或受限资产规模较大，且出现了法律纠纷；或出现资产变动风险；或出现免除他人债务风险，将可能下调其信用等级。

(5) 短期流动性风险

如受评主体存在足以影响其中长期信用状况的短期流动性风险，将可能下调其信用等级。

(6) 不良信用记录

如受评主体存在债务逾期等不良信用记录，或存在其它失信记录，将可能下调其信用等级。

(7) 重大负面舆情

如受评主体存在重大负面舆情，且影响尚未消除，将可能下调其信用等级。

(8) 或有风险

如受评主体存在诉讼风险或担保（连带责任保证）代偿风险很大，将可能下调其信用等级。

(9) 兼并收购

如受评主体正在进行重大兼并收购，投资金额规模较大，将可能适当下调其信用等级。

(10) 其它因素

其它因素是指上述因素之外的其它可能影响房地产企业偿债能力和偿债意愿的因素。安融评级

将视具体情况予以适当调整其信用等级。

具体自身调整因子如下：

一级因子	二级因子
ESG	E
	S
	G
业务风险	业务转型风险
	业务周期性波动风险
	土地储备过量风险
	业务停顿风险
	集中度风险
	拿地强度风险
财务信息质量风险	财务信息质量
资产质量风险	应收款项
	资产变动风险
	免除他人债务风险
	资产受限情况
短期流动性风险	短期信用风险
不良信用记录	债务逾期
	其它失信记录
重大负面舆情	重大舆情风险
或有风险	诉讼风险
	担保（连带责任保证）代偿风险
兼并收购	兼并收购风险
其它因素	其它因素

3. BCA 等级

安融评级在评级基准的基础上，结合自身调整因素得出受评主体 BCA 等级。

4. 外部支持

外部支持调整因子如下：

一级因子	二级因子
政府支持	政府支持意愿
	政府支持历史记录
股东支持	股东支持意愿
	股东支持实力

假如受评主体在面临流动性危机难以履行债务承诺时仍然能获得稳定的外部支持，将有助于稳定相关方的预期从而降低受评主体发生实际流动性危机的可能性，同时外部支持方在受评主体发生经营或流动性危机时做出的具体救助措施将有助于提升到期债务的偿付可能性或降低违约损失率。

房地产企业获得的外部支持通常来源于政府及股东。安融评级主要从政府支持和股东支持两个方面综合考量房地产企业获得的外部支持情况。

(1) 政府支持

安融评级主要关注受评房地产企业在当地政府决策和当地经济发展中的地位 and 重要性，以及历史获得支持的实际情况和具体的支持方式，如资本金注入、财政补贴或税收优惠等。安融评级在考量政府对房地产企业支持时主要考量政府支持意愿和政府支持历史记录两个维度，在综合评估这两个维度的基础上，得出受评主体所获政府支持程度。在政府支持意愿方面，安融评级主要从下列角度进行考量：一是政府及其出资代表持有受评主体股份比例；二是政府对受评主体的业务支持；三是政府对受评主体的控制力。

政府支持历史记录主要考量受到政府支持(一般性支持或特殊支持)的力度大小。

政府支持映射如下：

政府支持		政府支持意愿		
		3	2	1
政府支持历史记录	3	3/2	2/1	1/0
	2	2/1	1/0	0
	1	1/0	0	0

(2) 股东支持

股东对房地产企业支持主要考量股东支持意愿和股东支持实力两个维度，在综合评估这两个维度的基础之上，得出受评主体所获股东支持程度。

股东支持意愿方面，安融评级主要从下列角度进行考量：股东持有受评主体股份比例；受评主体在股东业务布局中的地位；受评主体在资产、收入和利润方面对股东的贡献；与股东的连带担保法律关系；受评主体违约对股东的影响。

股东支持实力则主要考量股东目前支持实力和股东支持历史记录。

股东支持映射如下：

股东支持		股东支持意愿		
		3	2	1
股东支持实力	3	3/2	2/1	1/0
	2	2/1	1/0	0
	1	1/0	0	0

5. 最终信用等级

安融评级在受评主体 BCA 等级基础上，综合考虑外部支持，得到受评主体信用等级（模型结果等级）。

通过本方法模型得出的信用等级为受评主体的参考信用等级，仅作为分析师推荐信用等级以及信用评级委员会评定信用等级的参考，最终信用等级由信用评级委员会评定，最终信用等级与模型

等级可能存在差异。

六、本方法模型局限性

1. 安融评级对此类公司的各类评级要素判断，是基于其历史运营情况为基础的，但相关要素及其未来发展对偿债能力的影响可能受外部环境变化而有所不同，因此，本方法模型对此类公司的信用风险评估不能保证准确预测此类公司的未来实际违约风险。

2. 本方法模型仅列举了对此类公司评级时需重点考察的评级要素，并未覆盖评价此类公司信用风险时需考虑的全部要素。

3. 本方法模型对指标的选取存在人为因素，评级模型中的要素权重代表了对评级要素人为评估的相对重要性，评级模型中包含关键性的定性评估因素，这些因素可能导致本评级方法模型无法全面、准确反映信用风险；同时，信用评级委员会各评审委员在作出自身的判定结论时可能考虑超出评级方法模型范围的更多因素，因此最终信用等级的评定始终带有主观影响的成分。安融评级将定期或不定期审查本方法模型并适时修订。

附录：

指标计算公式

1. 总资产净利率=净利润 $\times 2 /$ （当年末总资产+上年末总资产） $\times 100\%$
2. 有息债务=短期有息债务+长期有息债务
3. 短期有息债务=短期借款+应付票据+其他流动负债（付息项）+一年内到期的非流动负债+其他应付款（付息项）+流动负债其他项（付息项）
4. 长期有息债务=长期借款+应付债券+长期应付款（付息项）+租赁负债+其他非流动负债（付息项）+非流动负债其他项（付息项）
5. EBIT=利润总额+计入财务费用的利息支出
6. EBITDA=EBIT+折旧+摊销（无形资产摊销+长期待摊费用摊销）
7. EBITDA 利息保障倍数（倍）=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
8. 剔除预收款后的资产负债率=（负债总额-预收款项-合同负债）/（资产总额-预收款项-合同负债） $\times 100\%$
9. 速动比率=（流动资产-存货）/流动负债
10. 全部债务资本化比率=有息债务/（有息债务+所有者权益） $\times 100\%$



地址：北京市西城区宣武门外大街富卓大厦 B 座 9 层

电话：010-53655619

网址：<https://www.arrating.cn>

邮编：100052