

# 类 REITs 结构化产品 信用评级方法与模型

( PJFM-JGH-LREITSJGHCP-2024-V1.0 )



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



## 目录

一、概述.....	1
二、评级思路.....	3
三、基础资产分析.....	3
(一) 标的资产分析.....	3
1.宏观、区域、行业环境.....	3
2.业态类型.....	3
3.区位状况.....	3
4.资产表现.....	4
5.运营管理能力.....	4
6.资产流动性.....	4
(二) 标的资产运营方履约能力分析.....	4
四、现金流分析及压力测试.....	4
(一) 偿债覆盖倍数 (DSCR).....	4
(二) 抵押物价值比率 (LTV).....	5
(三) 压力测试.....	5
五、交易结构分析.....	5
(一) 现金流归集和支付机制.....	5
(二) 增信措施.....	5
1.优先/次级分层.....	5
2.超额现金流覆盖.....	6
3.标的资产超额抵押.....	6
4.标的资产运营现金流质押.....	6
5.权利维持费机制.....	6
6.保证金机制.....	6
7.流动性支持承诺.....	6
8.第三方保证担保/差额支付承诺.....	6
(三) 信用触发机制.....	7
六、产品主要风险分析.....	7

1.标的资产运营现金流波动风险 .....	7
2.标的资产评估价值下跌风险 .....	7
3.标的资产处置风险 .....	7
4.他项权利负担风险 .....	7
5.所得税抵扣风险 .....	7
6.现金流流转风险 .....	8
7.集中回售风险 .....	8
8.资金混同风险 .....	8
七、 主要参与方分析 .....	8
1.增信机构 .....	8
2.项目公司/物业运营机构 .....	8
3.资金监管/托管/保管机构 .....	8
4.其他参与方 .....	9
八、 评级假设和局限性 .....	9
(一) 假设 .....	9
(二) 局限性 .....	9
版权及声明 .....	11

## 一、概述

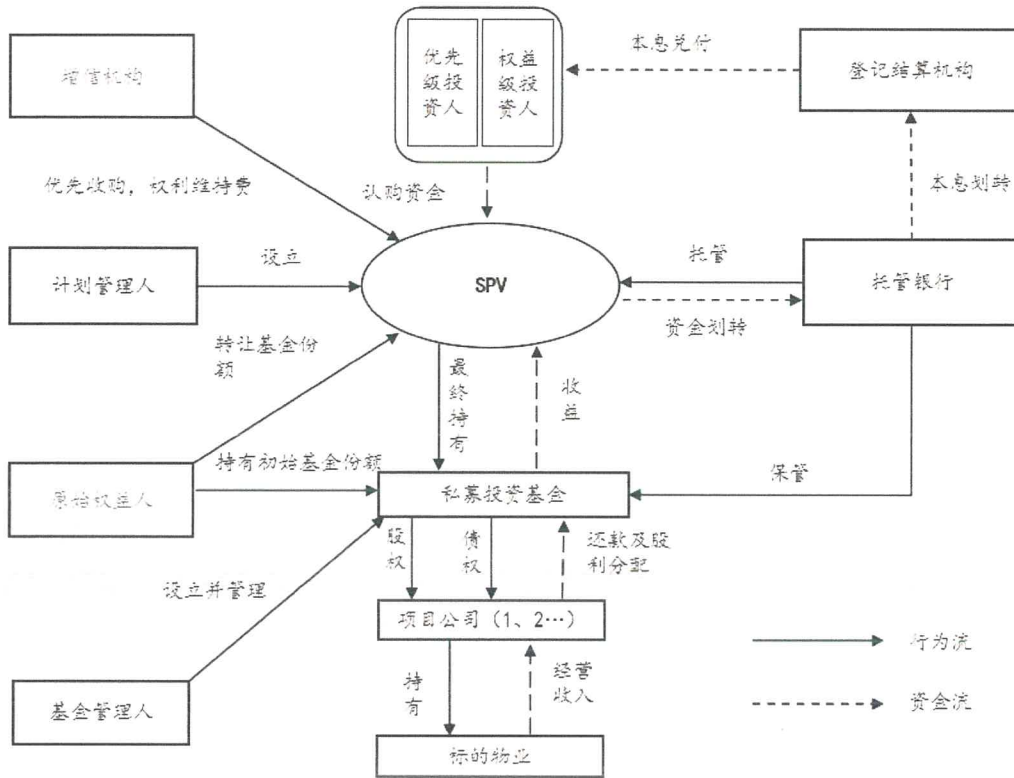
安融信用评级有限公司（以下简称“安融评级”）为落实《中国人民银行国家发展改革委财政部银保监会证监会关于促进债券市场信用评级行业健康发展的通知》及其它评级行业监管和自律指引的有关规定，提高评级方法模型和评级结果一致性、准确性和稳定性，依据安融评级业务相关管理制度规定，制定了《类 REITs 结构化产品信用评级方法和模型（PJFM-JGH-LREITSJGHCP-2024-V1.0）》（以下简称“本方法模型”）。

类 REITs 结构化产品是指以私募基金份额、信托受益权、有限合伙份额等为基础资产，直接或间接对持有标的资产的项目公司股权及债权进行投资的结构化产品。基础资产的还款来源为标的资产运营产生的现金流及处置款。标的资产包括商业物业、基础设施和其他类。其中，商业物业主要包括商业写字楼、零售物业和酒店公寓等；基础设施主要包括传统基础设施有机场、港口和收费公路等，新型基础设施有 5G 基建和数据中心等。

本方法模型适用于的类 REITs 结构化产品形式包括但不限于：

- （1）企业资产支持证券；
- （2）资产支持票据；
- （3）其他具有类似结构化特征的融资工具（以下统称“资产支持证券”）。

图：类 REITs 结构化产品交易结构示例



1. 设立私募基金。私募基金管理人发起设立私募投资基金，原始权益人认购私募基金的全部基金份额，并缴纳私募基金初始认购资金。首期出资到位后，私募基金管理人完成备案。

2. 设立 SPV。计划管理人设立特殊目的载体（以下简称“SPV”）。认购人通过与管理人签订《认购协议》，将认购资金以专项资产管理方式委托管理人管理，计划管理人设立并管理 SPV，认购人取得资产支持证券，成为资产支持证券持有人。

3. 转让基金份额。专项计划设立后，计划管理人将等额于《基金份额转让协议》项下的转让对价划付至原始权益人的账户，向原始权益人收购其持有的私募基金的全部基金份额，并成为私募基金的唯一基金份额持有人；而后，计划管理人将根据《基金合同》和《基金份额转让协议》的约定，按时足额将剩余款项划付至私募基金募集结算专用账户。

4. 收购项目公司。私募基金管理人在足额收到基金份额持有人缴纳的基金出资后，向原始权益人收购项目公司股权和债权，随后私募基金成为项目公司 100.00% 控股股东。

5. 归集运营回款。自标的资产运营收入归集起始日起，项目公司的标的资产运营收入及其他收入应根据《监管协议》的约定实时全额纳入监管账户。

6. 分配基金利益和证券本息。根据《借款合同》，项目公司应于标的债权还款日向私募基金偿还借款利息和本金。同时项目公司向私募基金分配与其所持有项目公司股权所对应的

股息、红利等股权投资。私募基金在收到预期利息和股利后，向计划管理人分配私募投资基金利益。计划管理人向托管银行发出分配指令，托管银行根据分配指令，将相应资金划拨至登记托管机构的指定账户用于支付资产支持证券本金和预期收益。

在级别符号上，最终信用级别符号以“AAA<sub>sf</sub>”到“C<sub>sf</sub>”的符号序列相对应。除“AAA<sub>sf</sub>”及“CCC<sub>sf</sub>”（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。

## 二、评级思路

安融评级类 REITs 结构化产品评级框架分为五大部分：基础资产分析、现金流分析及压力测试、交易结构分析、产品主要风险分析和主要参与方分析。安融评级首先对标的资产运营情况及运营方的履约能力进行分析；其次，分析该产品现金流情况，并进行压力测试；再次，评价交易结构是否存在法律瑕疵；然后，分析该产品面临的主要风险；最后，分析主要参与方能否尽职履责。

## 三、基础资产分析

类 REITs 结构化产品信用表现依赖于标的资产现金流和处置价值的稳定性。安融评级关注标的资产运营情况及运营方的履约能力。

### （一）标的资产分析

#### 1.宏观、区域、行业环境

标的资产运营状况、处置价值等受宏观、区域、行业等因素影响。安融评级重点关注标的资产所在地区经济社会发展状况、不动产市场总体状况、同类资产市场状况等，综合评价标的资产所处环境。上述分析要素的侧重点视标的资产性质不同可能有所差异。

#### 2.业态类型

标的资产物业形态包括商业物业、基础设施和其他类。其中，商业物业主要包括写字楼、购物中心、酒店、商业综合体、工业产业园等；基础设施主要包括市政、交通、能源等。不同业态标的资产运营表现、处置价值等受宏观、区域、行业、自身因素影响有所差异。

#### 3.区位状况

城市、区域、交通、配套设施、竞品等因素对标的资产运营表现、处置价值等均有不同程度的影响。总体而言，核心城市、核心地段、交通便捷、配套全面、竞争力强的成熟资产现金流表现更为稳定、处置价值更高。

#### 4.资产表现

对于商业物业，租金、租赁面积、出租率、空置率、转租率、租约长度、收租方式、租户履约情况、租户分散度等因素对标的资产运营表现、处置价值等影响较大。承租人资质越好，现金流越稳定，标的资产越能获得更好的运营表现和处置价值；对于基础设施，定价水平、需求稳定性、回款及时性等对标的资产运营表现、处置价值等影响较大。定价越合理、需求越稳定、回款越及时，标的资产越能获得更好的运营表现和更高的处置价值。

#### 5.运营管理能力

运营方管理能力评价因素主要包括运营经验、专业水平、管理理念、成本控制能力、考核激励机制等。运营管理方的能力越强，标的资产运营表现越好，处置价值越高。

#### 6.资产流动性

标的资产流动性受外部环境、自身因素等综合影响。若标的资产区位优势、竞争力强、现金流表现良好、自身无法律瑕疵，标的资产将获得较高的流动性，处置价值更高。

### （二）标的资产运营方履约能力分析

标的资产运营方经营、财务状况对标的资产运营表现、处置价值有着重大影响。优秀的运营方管理体系更完善、管理能力更强，有利于标的资产获得更加持续稳定等现金流表现和更高的处置价值。

标的资产运营方履约能力评价参见安融评级已发布的相关行业信用评级方法。

## 四、现金流分析及压力测试

类 REITs 结构化产品还款来源是标的资产运营收入和处置价值。因此，安融评级采用偿债覆盖倍数（DSCR）和抵押物价值比率（LTV）评估类 REITs 结构化产品信用风险。

### （一）偿债覆盖倍数（DSCR）

偿债覆盖倍数（DSCR）是评估不动产预测年度现金流对结构化产品年度需支付的本金、利息和费用的覆盖能力。偿债覆盖倍数（DSCR）越高，则表明标的资产现金流对类 REITs 结构化产品优先级本息保障程度越高；如果现金流入无法覆盖流出，则表明标的资产现金流没有能力偿还债务并可能违约。

安融评级会根据第三方机构提供的现金流预测报告，计算在预定的每个本息兑付日净现金流入与优先级产品现金流支出之比的覆盖倍数。同时，安融评级会综合基础资产及现金流状况、增信方与基础资产的相关程度来判断该覆盖倍数是否可以为优先级产品提供必要的信用支持。

## （二）抵押物价值比率（LTV）

抵押物价值比率（LTV）是衡量不动产融资的违约损失程度，抵押物价值比率（LTV）等于融资金额除以不动产评估价值。抵押率越低，抵押物能够承受越大的跌价空间而保证融资的足额偿付，同时债务人违约意愿也越低，从而对类 REITs 结构化产品本息偿付提供越高的保障。

安融评级将根据第三方机构提供的不动产评估报告，在对评估结果进行合理判断的基础上进行测算。

## （三）压力测试

压力测试主要通过调整现金流模型假设条件，评估类 REITs 结构化产品在压力情景下可能产生的损失程度。安融评级类 REITs 结构化产品现金流压力测试的主要加压因素包括但不限于：减少租金收入净现金流、提升各档资产支持证券发行利率、减少标的资产/基础资产处置收入等。

表：压力参数指标示例

压力参数指标	调整方向
租金收入净现金流	减少
预期发行利率	上升
标的资产/基础资产处置收入	减少

## 五、交易结构分析

### （一）现金流归集和支付机制

现金流归集与分配机制反映特殊目的载体成立后的资金流向机制，主要涉及交易费用的承担、交易账户的设置、资金的归集与划付以及资产收益的分配等。具体而言，与产品成立相关的各项税费首先被偿付；交易账户的设置以及资金的归集与划付是对现金流监管和防范资金混同风险的重要环节；资产收益在不同情景下的分配顺序应当与产品结构分层设计相匹配。

### （二）增信措施

#### 1. 优先/次级分层

通过设置不同的利息与本金偿付顺序，可以以资产池为基础发行不同级别的证券，这是资产证券化信用增级最常用的一种方式，也是有别于普通债券的最主要特征。通过内部交易结构安排，投资者的权益被分为两个部分：优先级收益与次级收益。优先级产品的级



别要高于次级产品，当基础资产出现违约导致现金流分配不足时，优先级产品的持有者将先于次级产品持有者得到偿付。因此，次级产品可以为优先级产品提供一定程度的信用支持。

## 2.超额现金流覆盖

类 REITs 结构化产品现金流来源于标的资产运营及处置，若未来现金流入对当期现金流可以形成一定超额覆盖，则可获得超额部分提供的信用支持。

## 3.标的资产超额抵押

标的资产超额抵押是指在发行类 REITs 结构化产品，标的资产估值高于优先级产品发行的总额，即优先级产品本金可以获得超额部分提供的信用支持。

## 4.标的资产运营现金流质押

项目公司作为出质人以其合法享有的标的资产的经营收入为基础资产提供质押担保，如发生信用风险，质权人可依法处分质押物并就其价款优先受偿。

## 5.权利维持费机制

类 REITs 结构化产品发起人在开放期对优先级产品享有优先收购权，在产品存续期间承担相应权利维持费，权利维持费在标的资产运营产生的净现金流不足以支持优先级产品本息时，对差额部分提供了有力的支持

## 6.保证金机制

保证金一般存入流动性储备账户，用以弥补类 REITs 结构化产品本息支付账户的临时性短缺。当类 REITs 结构化产品本息支付账户资金不足以支付税费和证券本息时，保证金将会作为本息支付的补充。当本息支付账户有盈余时，可以回补流动性储备账户。

## 7.流动性支持承诺

由于存续期较长，因此类 REITs 结构化产品发起人会设计回购/回售开放机制，赋予发起机构/投资人退出权利。在产品开放期，优先级产品持有人有权选择全部或部分将持有的类 REITs 结构化产品回售给相关方，增信主体需对回售提供流动性支持，保障偿付义务履行。

## 8.第三方保证担保/差额支付承诺

在设置外部增信的情况下，安融评级关注外部增信机构的资信状况，以及外部增信措施是否附条件、该等条件的性质如何、是否可为外部增信机构单方面撤销或更改等。

外部增信措施包括第三方保证担保、差额支付承诺等。当类 REITs 结构化产品预期本息无法足额兑付时，由担保人或差额支付承诺人承担剩余部分的支付义务。安融评级关注外部增信机构信用水平，以及增信条款的设置。

外部增信机构信用评级方法参见安融评级已发布的相关行业信用评级方法。

### （三）信用触发机制

为预防信用风险，尽最大可能减少债务人信用风险对基础资产的影响，类 REITs 结构化产品常设置提前终止、处置等信用触发机制。触发提前终止、处置事件后，类 REITs 结构化产品结束，进入清算分配阶段。

## 六、产品主要风险分析

### 1.标的资产运营现金流波动风险

标的资产运营收入是项目公司还本付息及分红的的第一来源。预测的标的资产运营收入可能由于各种因素而导致不达预期，从而使得未来类 REITs 结构化产品各项税费及优先级产品持有人本金及收益的偿付受到不利影响。

### 2.标的资产评估价值下跌风险

类 REITs 结构化产品标的资产在专项计划成立后将长期处于运营状态，即在较长的时间段内，标的资产的运营状况将受到经济周期波动、政策变动等因素影响，可能导致类 REITs 结构化产品存续期内标的资产估值低于初始估值，进而影响优先级产品本息兑付。

### 3.标的资产处置风险

在回售规模相对较大，需要流动性支持承诺方收购相应优先级产品的情况下，届时若流动性支持承诺方无能力支付收购价款，则优先级产品的兑付将主要依赖标的资产或项目公司股权、股东借款债权的处置。由于标的资产的公允价值可能受到当时政府政策、土地价格水平、市场经营环境等影响，导致售价出现不确定性，或由于标的资产无法按照公允价值出售，从而影响类 REITs 产品获得的现金流规模，进而造成持有人投资收益，乃至投资本金损失的风险。

### 4.他项权利负担风险

类 REITs 结构化产品在设立后会存在项目公司股权转让、存量债务清偿、抵质押限制解除和重新办理等流程。上述事项手续办理均需要一定时间，因此可能存在类 REITs 结构化产品存续一段时间内尚未完成的风险。

### 5.所得税抵扣风险

受国内所得税纳税环境影响，类 REITs 结构化产品在交易结构设计中的所得税筹划可能在实际操作中出现偏差，导致可分配净现金流低于预期，导致类 REITs 结构化产品各项税费及优先级产品持有人本金及收益的偿付受到不利影响。

## 6. 现金流流转风险

类 REITs 结构化产品的交易链条相对复杂。项目公司运营标的资产产生现金流并进行债权本息偿付及红利分配，私募基金/有限合伙企业/信托计划作为项目公司的债权及股权持有人获得偿付，继而对 SPV 持有的私募基金份额、信托受益权、有限合伙份额等进行分配，上述交易链条对现金流从资产端向产品端的输送有重要影响。现金流分配机制设置的合理性对于保障优先级产品本息兑付有重要影响。

## 7. 集中回售风险

若类 REITs 结构化产品设置开放退出期间，申请退出且未实现再次销售的优先级产品较多时，流动性支持承诺方将面临较大回售压力，如届时流动性支持承诺方出现流动性风险，将可能影响优先级产品投资者的退出。

## 8. 资金混同风险

标的资产产生运营回款后，若付款方将款项划转至相关方日常经营账户，而后由相关方在每个划付日将扣除税费后的运营净收入划付至私募基金/有限合伙企业/信托计划等账户，则存在资金被相关方占用并与其账户中其他资金混同的风险。

# 七、主要参与方分析

## 1. 增信机构

类 REITs 结构化产品的增信机构以差额支付承诺、保证担保等形式，对优先级产品未能清偿部分承担还款义务。因此，增信机构的加入使得该产品依赖增信机构的信用水平。若增信机构对于相关合同的约定能如期履行，则该产品的兑付具有保障；若增信机构出现信用危机，失去清偿能力，则容易诱发违约风险。

增信机构信用评级方法参见安融评级已发布的相关行业信用评级方法。

## 2. 项目公司/物业运营机构

类 REITs 结构化产品中，项目公司/物业运营机构参与项目的风险监管和控制等，包括但不限于现金流监管、标的资产日常管理、运营招租、使用维护、更新改造、一定程度的流动性支持（如有）、信息披露等，并在极端情况下协助/主导标的资产处置。安融评级关注项目公司/物业运营机构专业能力、历史经验、服务质量等。

## 3. 资金监管/托管/保管机构

对于资金监管/托管/保管机构，安融评级主要关注其是否能按照相关合同规定的义务，完成资金的相关服务，以及按照受托人的划款指令按时转付资金。除了日常经营状况和财务状况等，应重点考察资金监管/托管/保管机构的服务能力，通过对资产监管/托管/保管规模、

相关业务经验和信息系统等的考量来判断资金监管/托管/保管机构履行合同的能力。此外，安融评级关注资金监管/托管/保管机构是否能够确保交易账户中的资金与其自有资金、监管/托管/保管的其他资金之间相互独立，确保账户中资金的安全，并考察资金监管/托管/保管机构是否建立了严格的现金收付管理制度等。

#### 4.其他参与方

类 REITs 结构化产品其他参与方包括私募基金管理人、信托贷款受托人、计划管理人、资产服务机构等。安融评级根据相关机构经营、财务等状况，评价其履约能力。

## 八、评级假设和局限性

### （一）假设

1.安融评级结构化产品信用评级反映的是在特定压力情景下的模拟预测现金流，结合产品交易结构、主要参与方等多重因素影响后，对优先级产品应付本息的保障程度。如果出现特定的压力情况，模拟预测的现金流可能触发结构化产品交易结构中的特殊条款事件或机制，也可能导致优先级产品预期到期日延长，预期收益增加。安融评级认为，优先级产品的预期收益及时支付，以及本金在法定到期日或之前得到足额偿付的保障程度满足信用评级的违约概率容忍度是合理的。安融评级结构化产品信用评级仅代表与交易相关的信用风险，其他可能会影响投资者收益的非信用风险不在评级的考虑范围。

2.安融评级结构化产品的评级与损失发生概率并不具有明确一一对应且稳定的基数关系，评级符号主要反映的是受评产品信用风险水平高低的相对排序，而不是对损失发生概率的绝对度量。

3.安融评级结构化产品评级中的预测都假设宏观经济环境和金融市场环境、法律框架或监管政策等在可预测周期中保持相对稳定且不会出现意外变化，同时还假设不会出现不可抗力的因素（如自然灾害、战争等）。

4.安融评级结构化产品信用评级模型中的部分信息数据依赖市场公允的信息数据平台以及其他监管认定的专业机构所提供信息数据的情况，我们均假设该类信息是真实、合法、完整和不存在重大误导性陈述的情况。

### （二）局限性

1.安融评级针对结构化产品的评级是基于原始权益人（发起机构）截至报告日之前提供的资料和数据展开的，评级分析在一定程度上受到原始权益人（发起机构）所提供资料和数据真实性、准确性和完整性的影响。

2.安融评级结构化产品信用评级中包含对基础资产未来现金流表现的合理预测，所采用的数学方法和量化模型是基于一定理论假设，真实情况与理论假设可能存在差异，从而存在一定程度的模型风险。此外，评级模型使用的参数假设主要是基于历史数据，历史数据有限且可能未经历完整的产品周期或经济周期。

3.安融评级结构化产品信用评级结果最终由信用评级委员会集体讨论决定，评委在发表评级意见时往往会考虑超出量化模型限制范围的更多因素，因此最终评级结论可能与量化模型指示的结果存在一定差异。

### 版权及声明

本文件的版权归安融信用评级有限公司所有。

本文件包含的所有信息受法律保护，未经安融信用评级有限公司书面授权或许可，任何机构和个人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、转让、修改、传播和转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。

安融信用评级有限公司及其雇员不对使用本文件而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

安融信用评级有限公司主要通过公司网站:[www.arrating.cn](http://www.arrating.cn) 发布技术政策文件，并对所发布的技术政策文件拥有解释、修订、更新和废止权利。