



# 房地产企业信用评级方法

## 评级方法

版本号:

评级方法: PF-FDC-2022-V.5.0

评级模型: PM-FDC-2022-V.3.0

发布日期:

2022/7/11

## 联系方式

联系电话: 010-67413300

邮箱: criteria@dagongcredit.com

## 前言

《房地产企业信用评级方法》(简称“本方法”)是依据《大公国际信用评级方法总论》,借鉴国内外先进的评级理念,同时结合中国债券市场信用评级的实践与特点,评判房地产企业总体债务偿付能力和偿债意愿的一般性方法,适用于中国房地产企业。

本方法所定义的房地产企业,是指房地产企业通过开发、出售或售租结合等方式,将房屋提供予使用者的商业性服务活动。房地产业务收入包括从事普通住宅地产、产业地产及其他房地产所取得的收入。

相较 2021 年 11 月发布的《房地产企业信用评级方法》,本次调整主要依据新修订的《大公国际信用评级方法总论》(版本号: PF-FFL-2022-V. 3.0)采用“基础信用评价+外部支持分析”的逻辑框架,对指标、阈值、权重、调整项和外部支持进行了优化改进。

本方法形成的是评判房地产企业债务偿付能力的一般性方法,并未涵盖房地产行业企业信用评级时需要考虑的所有因素。同时,影响企业信用风险的要素及其重要性将随着宏观和行业发展呈现出动态变化的特征,本方法及模型在该方面或存在一定滞后性,需要进行不定期更新。此外,本方法仅仅是对房地产企业信用质量的评价,没有考虑市场价格和投资者偏好等其他投资决策因素,信用评级结果只是投资者投资决策的参考,并非是某种决策的结论和建议。

本方法及模型自发布之日起正式执行。

# 目录

第一部分 评级逻辑 .....	3
第二部分 信用风险特征 .....	4
第三部分 基础信用评价 .....	6
要素一：偿债环境 .....	6
（一）宏观环境 .....	7
（二）行业环境 .....	7
（三）区域环境 .....	8
要素二：财富创造能力.....	10
（一）市场竞争力 .....	10
（二）运营能力 .....	11
（三）可持续发展能力.....	12
要素三：偿债来源与负债平衡.....	14
（一）偿债来源 .....	14
（二）债务与资本结构.....	16
（三）保障能力分析.....	17
（四）现金流量分析.....	17
第四部分 调整项 .....	20
第五部分 外部支持分析 .....	22
第六部分 评级关键假设 .....	24
第七部分 评级方法和模型局限性 .....	25
附件 1 评级模型结果级别映射.....	27

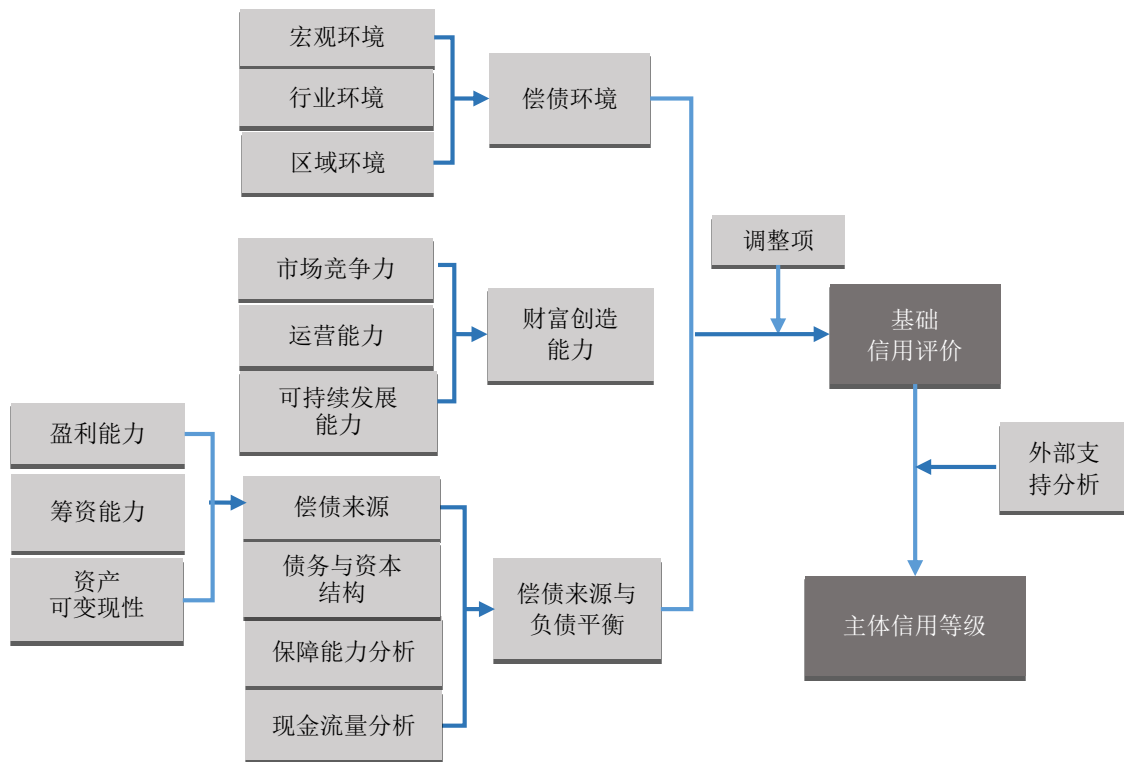
## 第一部分 评级逻辑

本方法的基本思路是从信用风险的内涵出发，采用“基础信用评价与外部支持分析相结合”的逻辑框架，确定评级对象的最终信用等级。在对评级对象进行基础信用评价时，以评级对象偿债能力和偿债意愿为落脚点，将宏观环境、行业环境、区域环境等外部因素作为基础信用评价的分析背景，充分考虑评级对象的市场竞争力、运营能力、可持续发展能力、偿债来源、债务与资本结构、保障能力分析以及现金流量等内部因素，并结合其他特殊风险事项的影响，形成评级对象的基础信用等级，并在此基础上针对评级对象可获得的特殊外部支持可能产生的影响，最终得到评级对象的主体信用等级。

本方法在定量分析与定性分析、静态分析与动态分析基础上，通过对比评级对象在行业中的位置以及所在行业的信用风险特征，依托大公国际信用评级模型，对评级对象的信用风险做出判断，给出信用等级。

此外，对于债项评级，大公国际将在本方法得到的主体信用等级基础上，考察债项自身特征，如清偿顺序、债券存续期限、债项可获得的额外偿付保障、在债券违约回收过程中可获得的补偿程度等相关要素，进而得到债券信用等级。因此，债项级别可能高于或低于主体信用等级。

图 1 房地产企业信用评级逻辑



## 第二部分 信用风险特征

### 1、政策敏感性较强

房地产行业在国民经济体系中的基础性地位决定了它对宏观经济运行稳定的重要影响。房地产开发企业的运营模式和经营风险受制于国家对房地产行业的法律制度和调控措施。从历史情况来看，政策是影响房地产行业发展的十分重要的因素。国家除通过具体产业政策影响行业外，还可以通过土地制度、法律制度、财政政策与货币政策来调控行业发展。中国房地产市场面临的常态主要是调控，其中涉及信贷政策、金融利率、税收、公积金、住房结构以及土地政策等诸多方面，直接或间接对房地产行业发

展产生影响，因此能够把握政策方向，快速适应政策变化，应对突发事件能力强的公司信用水平将更加稳定。

## 2、资本密集型行业

房地产是一个资本密集型行业，前期周期建设长，资金投入大，行业发展对金融机构的依赖性较大。目前中国房企自有资金投入比例很低，资金主要来源于预售款、金融机构借款、关联方借款、债券融资及房地产信托等，财务杠杆很高，资本结构对企业信用品质的影响较大。

## 3、区域之间差距较大

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，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。

## 4、企业分化趋势日渐明显

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，行业集中度显著提升。大型房地产企业在土地获取、融资成本及行业人才等多方面具有优势，销售金额及销售面积均提升较快；而大量的中小房地产企业由于自身实力有限，经营压力将越来越大。未来行业延续强者恒强的竞争格局，中小企业兼并及收购案例将不断增加，集中度将持续上升。

## 5、土地储备

企业发展受土地储备规模、质量及拿地价格的影响较大，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，因此土地储备的规模和质量是衡量房地产开发企业规模实力、经营增长状况或成长性的指标之一。另一方面，较大

的土地储备也意味着更大的资源占用，或将形成更多的存货，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，需关注到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。

#### 6、公司管理与治理风险显著

随着房地产业发展日渐成熟、运营逐步规范，房地产企业在日常管理上将逐步专业化，目前国内房地产企业仍以中小企业为主，家族企业较多，公司管理与治理上仍存在诸多问题，部分房企出现的实际控制人风险直接导致企业运营出现重大问题，进而影响企业的信用风险水平。

### 第三部分 基础信用评价

根据上述行业信用风险特征，大公国际确定了衡量房地产企业信用评级的要素，包括偿债环境、财富创造能力、偿债来源与负债平衡，并通过具体指标来考量这些要素。需要注意的是，本方法及模型形成的映射结果是信用评审委员会评审的重要参考条件，最终结果需要信用评审委员会以投票形式评定，因此模型映射结果与最终结果不存在绝对的对应关系，要素中的单个指标与最后结果也不具有完全映射关系。

#### 要素一：偿债环境

偿债环境是指通过影响财富创造能力影响评级对象偿债来源和偿债来源与负债平衡的具有不可抗力性的外部因素，包括宏观环境、行业环境和区域环境，是基础信用评价的分析背景，其影响已综合反映在相关指标中，模型不单独对偿债环境进行打分。



## （一）宏观环境

每个评级对象都处于一定的宏观环境之中，一个国家或地区政治环境、政策环境和宏观经济对每个行业和企业造成程度不一的影响。

政治环境是指国家政治体系存在及运行的背景总和，是债务主体生产经营活动中无法改变的宏观制度因素，包括政治局面、政策架构、执政能力和国际关系等。

政策环境是企业外部经营环境的一个重要方面，具体包括战略规划、货币政策、财政政策、金融政策、信用政策、产业政策和其它相关政策法规等。这些政策和具体措施的变化及其可预测性直接影响到评级对象相关产业的结构调整、竞争状况和发展潜力，从而对该产业评级对象未来偿付能力或意愿造成有利或不利的影 响。大公国际将从国家现行政策和监管措施对行业的影响入手，力图把握国家政策和监管环境的变化趋势和对评级对象经营及未来偿付能力和意愿的可能影响。

宏观经济是对国内宏观经济运行特征的全面分析，大公国际从经济规模和发展水平、经济绩效、经济稳定性和增长潜力四个方面进行分析。大公国际将选取国内生产总值与人均国内生产总值分别反映经济规模与经济发展水平，还将考虑国内生产总值实际增长率、失业率和通货膨胀率以评估经济绩效。最后，大公国际将对影响经济稳定的因素进行定性分析，并以中长期预期平均经济增长率作为评估经济增长潜力的指标。

## （二）行业环境

行业政策是国家制定的，引导国家产业发展方向、引导推动产业结构升级、协调国家产业结构、使国民经济健康可持续发展

的政策。房地产企业政策敏感性很强，对房地产行业影响较为关键的政策有：货币政策、土地政策、需求调整政策、税收政策等。

大公国际对房地产行业的政策分析主要关注：（1）货币政策在供给和需求两端对房地产行业的影响；（2）土地政策最终控制了房地产行业的供给规模；（3）需求调整政策利用行政性手段调整房地产市场需求；（4）营业税、土地增值税等税收政策在一定程度上影响房地产企业的成本。

### （三）区域环境

大公国际主要从地区的销售供需情况以及区内城市化进程和经济发展水平等来衡量区域环境。

不同层级城市<sup>1</sup>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。因此，城市布局不同的房企面临的市场环境差异明显，企业信用风险分化严重。

大公国际对房地产行业供需及价格变动的分析主要关注：（1）区域商品房待售面积、存销比；（2）区域商品房签约销售面积及签约销售金额；（3）区域新开工面积及房地产开发投资额；（4）百城价格指数等指标。

按照国际城市化进程的基本经验，我国已经具备城市化阶段性规律所要求的经济社会条件，随着工业化水平提高、城市聚集效应增强和政策积极推动，我国城市化进程处于加速发展阶段，城市化总体还将继续快速提高。城市化进程影响房地产行业供求关系，对行业的发展起着决定性作用。

---

<sup>1</sup> 根据《2021 中国城市商业魅力排行榜》



大公国际对城市化进程分析主要关注：(1) 区域内城市经济和政治地位；(2) 区域内 GDP 总量和人均 GDP 水平；(3) 人口变动趋势及人均收入水平；(4) 区域内房地产行业政策。

## 要素二：财富创造能力

财富创造能力主要衡量评级对象可持续经营能力和竞争力，是偿债来源的源泉和基石。大公国际对财富创造能力的考察主要从市场竞争力、运营能力和可持续发展能力三个方面进行考察。

**表 1 财富创造能力指标体系**

二级指标	三级指标
市场竞争力	全口径签约销售额
	营业收入
	净资产
运营能力	存货周转天数
可持续发展能力	土地储备

### （一）市场竞争力

市场竞争力是指评级对象产品或服务占有市场份额的能力，通过分析那些可能对评级对象未来产生收入或现金的能力具有决定作用的要素，以此判断评级对象盈利增长空间的大小以及未来变动趋势。本部分分析的内容包括但不限于：企业主要存在的竞争优势，尤其是关键竞争因素，以及评级对象竞争优势的来源、连续性和稳定性。大公国际主要从全口径签约销售额、营业收入和净资产等方面对企业市场竞争力进行分析。企业自身规模是评级时应考虑的重要因素之一。一般而言，规模越大说明企业的综合实力越强，市场地位越高，竞争优势也越显著。在行业竞争中，处于不同规模梯级的企业业绩分化将更加显著，具有较大规模、较强竞争地位的企业抗风险能力更强，而规模较小的企业很可能成为收并购对象。

大公国际选择全口径签约销售额作为反映企业经营方面的规模指标。房地产企业签约销售情况能够反映企业出售在建或建成房地产库存的能力，同时也能检验企业发展战略定位及战略布局的恰当性、企业的管理能力和运营效率。签约销售规模的逐年

增长能够为企业未来收入的可持续性提供可靠保障，同时也是企业经营性现金流的根本来源。另一方面，签约销售排名靠前的房地产企业具有显著的规模优势，其在获取土地资源、抵御区域房地产市场波动、降低建设和融资成本、融资渠道多元化等方面具有较强优势；此外，签约销售规模较大的企业还具有显著的品牌优势，能够对提升去化能力、获取品牌溢价形成较强支撑。

大公国际选择营业收入作为反映企业经营方面的交付结转的规模指标，营业收入在一定程度上反映了其交付结转能力，企业的竞争力也会表现为收入规模的快速增长。

大公国际选择净资产作为反映企业资产负债结构方面的规模指标。净资产是权益资本，是资产总额减去负债总额后的净额，它由两大部分组成，一部分是企业设立当初投入的资本及溢价，另一部分是企业在经营过程中创造的价值。

## （二）运营能力

运营能力是评级对象的经营运行能力，反映评级对象实际运营中运营效率与效益。

大公国际选择存货周转天数作为反映企业运营能力的重要指标。房地产企业存货主要由未开发土地和已开发未预售项目两部分组成，存货周转天数可以反映房地产企业对存货的管理水平以及对项目的去化能力，进而反映企业的变现能力。一般而言，房地产企业为加快资金回流，往往会尽量压缩拿地到预售的周期，加快去化，提高存货周转效率，降低存货周转天数；而当企业大规模拿地，或者项目开发及预售进程缓慢时，则存货周转天数升高，周转效率下降。

### （三）可持续发展能力

可持续发展能力是评级对象未来发展空间的开拓性、稳定性和成长性的体现，是评级对象延续现有市场竞争力和运营能力的基础，对评价评级对象长期偿债能力稳定性具有关键作用。

大公国际选择土地储备作为反映企业可持续发展能力的重要指标，土地储备是支撑房地产企业未来发展的关键，也是土地获取能力的重要指标和企业发展战略的集中体现。土地获取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多种因素共同决定。优质、区位布局佳、规模适度的土地储备能够支撑企业的项目开发、销售和结转，保障企业持续稳定发展。在考虑土地储备规模的同时大公国际还关注房地产企业自身销售业绩与已有土地储备消化周期的合理性。

在考量土地储备质量时，大公国际主要关注房地产企业土地储备所在城市的城市能级。土地储备的城市能级和区域布局决定了市场需求增长空间。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，特别是中心城区，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，相比之下，远郊区以及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。一二线核心城市集中了刚性需求和投资需求，三四线城市更多满足当地刚性需求和改善性需求。在房地产行业的调整时期，一线城市房地产市场在价格、成交量等方面表现较为稳定，二三线城市房地产市场出现较大的分化，部分城市去库存压力较大。此外，在土地储备的质量方面，土地成本在最终销售价格中占比越低，公司产品定价更具灵活性，抗风险能力更强。

## 财富创造能力评级模型

一级指标	二级指标	三级指标	阈值							
			7	[6, 7)	[5, 6)	[4, 5)	[3, 4)	[2, 3)	(1, 2)	[0, 1]
财富创造能力 (48%)	市场竞争力 (35%)	全口径签约销售额(亿元)	[1500, +∞)	[1, 000, 1, 500)	[400, 1, 000)	[100, 400)	[20, 100)	[5, 20)	(0, 5)	0
		营业收入(亿元)	[400, +∞)	[300, 400)	[200, 300)	[100, 200)	[60, 100)	[20, 60)	(10, 20)	[0, 10]
		净资产(亿元)	[900, +∞)	[400, 900)	[200, 400)	[100, 200)	[30, 100)	[10, 30)	(0, 10)	(-∞, 0]
	运营能力 (3%)	存货周转天数(天)	[450, 800]	(800, 1, 200]	(1, 200, 1, 600]	(1, 600, 2, 000]	(2, 000, 2, 400]	(2, 400, 2, 800]	(2, 800, 3, 500)	[3, 500, +∞) 或[0, 450)
	可持续发展能力 (10%)	土地储备	土地储备消化周期与签约销售规模匹配度极高, 土地储备分布区域多元化程度很高, 项目布局所在城市能级高的占比极大, 同时相比于所处区域房价水平, 土地储备平均成本极低。	土地储备消化周期与签约销售规模匹配度很高, 土地储备分布区域多元化程度较高, 项目布局所在城市能级高的占比很大, 同时相比于所处区域房价水平, 土地储备平均成本很低。	土地储备消化周期与签约销售规模匹配度较高, 土地储备分布区域多元化程度一般, 易受单一区域房地产市场变化影响, 项目布局所在城市能级高的占比较大, 相比于所处区域房价水平, 土地储备平均成本较低。	土地储备消化周期与签约销售规模匹配度一般, 土地储备分布区域多元化程度较低, 易受单一区域房地产市场变化影响, 项目布局所在城市能级低的占比较大, 相比于所处区域房价水平, 土地储备平均成本水平一般。	土地储备消化周期与签约销售规模匹配度很低, 土地储备单一, 区域市场前景很差, 相比于所处区域房价水平, 土地储备平均成本很高。	土地储备消化周期与签约销售规模匹配度极低, 土地储备单一, 区域市场前景极差, 相比于所处区域房价水平, 土地储备平均成本极高。	无土地储备	

### 要素三：偿债来源与负债平衡

偿债来源与负债的平衡关系是评价评级对象偿债能力和偿债意愿的直接决定性要素。大公国际重点分析偿债来源与债务状况的规模与结构的匹配情况，主要包括偿债来源分析、债务与资本结构分析、保障能力分析和现金流量分析四个部分。

**表 2 偿债来源与负债平衡评级指标体系**

二级指标		三级指标
偿债来源	盈利能力	归属于母公司所有者的净利润
		毛利率
		净利润率
	筹资能力	信用贷款占比
		信用利差
	资产可变现性	非受限资产/总资产
债务与资本结构		短期有息债务/总有息债务
		少数股东权益占比
		担保比率
		债务资本比率
保障能力分析		EBITDA 利息保障倍数
		总有息债务/EBITDA
		期末现金及现金等价物/短期有息债务
现金流量分析		销售商品、提供劳务收到的现金/短期有息债务

#### （一）偿债来源

偿债来源是指评级对象可用于债务偿付的资金来源。评级对象的偿债来源包括盈利、筹资能力以及当评级对象上述偿债来源不足甚至枯竭时，可用于变现为现金的资产。在满足相同偿付需求时，上述偿债来源受各自产生方式和能力的影响，其安全性和对偿付需求的支持程度存在差异，因此大公国际通过衡量不同偿债来源的数量与结构以及对债务偿还的保障程度来衡量偿债来源的强弱。具体来看：



## 1. 盈利能力

盈利能力是对评级对象实现长期稳定偿还债务能力的评价，是评级对象偿还债务以及获取其他偿债来源的基础。

利润是企业盈利能力的综合体现，长期利润水平亦是其偿债能力的决定性因素。本方法选取归属于母公司所有者的净利润、毛利率和净利润率反映企业创造收益的能力。

其中，归属于母公司所有者的净利润作为反映企业损益方面的规模指标。随着房地产企业合营联营经营模式的普遍化，归属于母公司所有者的净利润更能反应房地产企业自身的盈利能力。

毛利率是毛利润与营业收入的比值，其中毛利润为营业收入与营业成本的差值。该指标排除了资产减值成本对衡量企业经营效率的影响，毛利率的高低一定程度上反映了企业的盈利能力。

净利润率是净利润与营业收入的比值，能够反映房地产企业当期竣工交付项目的盈利能力。通过对该指标的横向及纵向比较，能够挖掘出房地产企业拿地能力、营运能力和成本控制能力等信息，进而对其盈利能力进行深入分析。

## 2. 筹资能力

筹资能力是评级对象从外部金融机构获取现金流资源的能力，主要是通过举债或其他融资渠道获得现金流的一种偿债来源。筹资能力的可得性和融资成本既受评级对象盈利能力、信用水平的影 响，也受制于金融市场风险状况，因此稳定性和安全性偏弱。本方法主要从评级对象的筹资渠道、筹资成本及抵押物充足度、债券市场认可度等进行考察，并选取了信用贷款占比和信用利差两个指标。

信用贷款占比能够反映企业在金融机构间接融资的能力，信用贷款占比越高，说明金融机构对其认可度越高，融资能力越强；

信用利差则反映企业在债券市场直接融资的能力，信用利差越高，说明其在投资者眼里风险越大。

### 3. 资产可变现性

资产可变现性是评级对象的资产可随时转化为现金流的能力，当上述偿债来源不足以偿还时点债务时，评级对象可能将资产变现为现金作为偿债来源。为此，大公国际重点考察资产规模及其质量，主要包括资产结构、资产的变现能力、资产的利用效率等三个方面，并选取了非受限资产占总资产比重这一指标。由于多数企业尤其民营企业需要通过资产或股权的抵质押进行融资，因此企业的受限资产规模越大，反映其进一步融资的空间也就越小。

## （二）债务与资本结构

债务与资本结构是评级对象债务负担以及未来债务偿还风险性的判断。债务与资本结构分析包括对评级对象债务规模、债务结构、未来利息支出与股利支付情况的分析，规模分析关注评级对象债务负担和变动情况，结构分析包括期限结构、融资方式结构，利息支出和股利支付包括利率结构等多个方面。大公国际选取了短期有息债务/总有息债务这一衡量企业债务期限结构的指标。债务期限结构不合理会造成企业集中偿付压力过大，而期限结构不合理往往表现为短期有息债务占比过高。

大公国际选取了少数股东权益占比为少数股东权益/所有者权益这一衡量企业资本结构的指标。近年来，为分摊资金压力与风险，房地产企业之间合作开发日益普遍，但随着行业的下行，通过非并表合作项目进行表外融资、加杠杆形成的表外负债加剧房地产企业的资金压力。该指标越高，反映企业受合作开发项目的影 响越大。

大公国际选取了债务资本比率衡量企业债务规模和杠杆率，该指标既反映了企业长期偿债能力，同时也反映了企业的资本结构和杠杆水平。房地产企业负债科目中的预收款项/合同负债是指商品房预售实际取得的售房款，本质上并不是企业的负债。因此，相较于资产负债率指标，债务资本比率更能体现房地产企业的债务规模和杠杆情况。

另外，还需关注或有事项（如担保等）产生的潜在义务，主要考察或有负债相对净资产的占比情况，或有负债形成实际偿付义务的可能性以及或有负债期限结构对债务结构的影响等。大公国际选取了担保比率（不包括按揭担保）作为衡量担保风险的指标。担保比率越高，反映企业面临的或有负债形成实际偿付义务的规模越大，或有风险就越大。

### （三）保障能力分析

保障能力分析是对评级对象偿债来源与负债状况匹配度的综合评价，既包括对当下债务总量覆盖程度的判断，也包括未来偿债来源对时点债务的覆盖程度和利息支出压力的评价。本方法选取了 EBITDA 利息保障倍数、总有息债务/EBITDA 和期末现金及现金等价物/短期有息债务三个指标，分别从可用现金、盈利等方面评判企业偿债来源与负债状况的匹配度。

### （四）现金流量分析

现金流量是评级对象偿还债务的最直接的偿债来源，现金流量分析主要考察评级对象经营活动中产生的可自由使用的现金流，其充足性是对评级对象信用评价中最为核心的评价要素。大公国际重点分析现金流量规模、稳定性及其对到期债务的覆盖能力，选取了销售商品、提供劳务收到的现金/短期有息债务这一指标，该指标体现了企业现金流水平与债务的平衡关系。

以上是对评级对象偿债来源与负债平衡分析时的关键要素，需要说明的是，当评级对象更多地依赖资产变现、筹资等安全性较差且自身难以完全控制的偿债来源来满足偿付需求时，即使能够偿还债务，也应注意到由此暴露出的偿债来源整体抗风险能力较弱的问题。

## 偿债来源与负债平衡评级模型

一级指标	二级指标		三级指标	阈值							
				7	[6, 7]	[5, 6]	[4, 5]	[3, 4]	[2, 3]	(1, 2)	[0, 1]
偿债来源与负债平衡 (52%)	偿债来源 (19%)	盈利能力	归属于母公司所有者的净利润(亿元)	[35, +∞)	[20, 35]	[10, 20]	[2, 10]	[1, 2]	[0.5, 1]	(0, 0.5)	(-∞, 0]
			毛利率(%)	[40, +∞)	[30, 40]	[20, 30]	[15, 20]	[10, 15]	[5, 10]	(3, 5)	(-∞, 3]
			净利润率(%)	[15, +∞)	[10, 15]	[8, 10]	[6, 8]	[4, 6]	[2, 4]	(0, 2)	(-∞, 0]
		筹资能力	信用贷款占比(%)	[25, 100]	[20, 25]	[15, 20]	[10, 15]	[5, 10]	[3, 5]	(0, 3)	0
			信用利差(个百分点)	(-∞, -1]	(-1, -0.5]	(-0.5, 0]	(0, 0.5]	(0.5, 1]	(1, 1.5]	(1.5, 2)	[2, +∞)
		资产可变 现性	非受限资产/总资产(%)	[85, 100]	[80, 85]	[70, 80]	[60, 70]	[50, 60]	[40, 50]	(30, 40)	[0, 30]
	债务与资本结构 (16%)	短期有息债务/总有息债务(%)	[0, 10]	(10, 20]	(20, 30]	(30, 40]	(40, 50]	(50, 60]	(60, 70]	[70, 100]	
		少数股东权益占比(%)	[0, 35]	(35, 45]	(45, 55]	(55, 65]	(65, 75]	(75, 85]	(85, 95]	[95, 100]	
		担保比率(%)	[0, 5]	(5, 10]	(10, 20]	(20, 35]	(35, 40]	(40, 50]	(50, 60]	[60, +∞)	
		债务资本比率(%)	[0, 50]	(50, 60]	(60, 70]	(70, 75]	(75, 80]	(80, 85]	(85, 100]	[100, +∞)	
	保障能力分析 (11%)	EBITDA 利息保障倍数(倍)	[8, +∞)	[4, 8]	[1, 4]	[0.8, 1]	[0.6, 0.8]	[0.3, 0.6]	(0, 0.3)	(-∞, 0]	
		总有息债务/EBITDA(倍)	[0, 2]	(2, 5]	(5, 8]	(8, 11]	(11, 14]	(14, 17]	(17, 20]	[20, +∞)or(-∞, 0]	
		期末现金及现金等价物/短期有息债务(倍)	[2.5, +∞)	[1.5, 2.5]	[1, 1.5]	[0.6, 1]	[0.2, 0.6]	[0.1, 0.2]	(0, 0.1)	0	
	现金流量分析 (6%)	销售商品、提供劳务收到的现金/短期有息债务(倍)	[5, +∞)	[2, 5]	[1, 2]	[0.4, 1]	[0.3, 0.4]	[0.2, 0.3]	(0, 0.2)	0	

## 第四部分 调整项

调整项是在基于同类型评级对象共性特征评价基础上，针对评级对象不同于群体的个性特征要素进行的补充分析。本方法使用“公司治理”、“重大事项”及“其他”等调整项对受评对象进行调整，调整结果可以累加，经过个体特征调整后的评价结果才是能够完整反映评级对象自身信用水平的基础信用等级。

值得注意的是，只有影响企业信用风险，但仅发生在个别企业中的因素才会在调整项中进行考察。同时，由于影响企业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，本方法中调整项可能存在未覆盖的某些因素，有待工作实践中的持续积累、总结和优化。

### （一）公司治理

公司治理结构越健全，公司治理层与管理层之间的关系就越规范，同等情况下，公司运行就会越顺畅，也能更好地从制度上保障公司战略、业务战略和功能战略制定的合理性与可行性。而公司治理结构对债权人权利的保障程度，决定了管理层履行债务契约的态度，会直接影响企业的偿债意愿。

公司治理主要关注：股权结构是否清晰、所有者和经营者间制衡和监督机制是否完善、公司管理是否能按照所制定的制度规范操作、高层人员变动是否频繁并导致公司治理出现风险。此外，还需关注重要经营管理层、控股股东及实际控制人的自身风险，如：因犯罪被立案调查、处分、撤职等导致公司治理出现风险。

### （二）重大事项

重大事项调整是针对受评对象经营发展带来重大变化的特殊事件进行的调整，如公司涉及重大诉讼、遭受重大监管处罚、



公司被法院纳入“失信被执行人名单”、重大资产划入或划出、发生重大安全事故等均从不同程度上影响企业的偿债能力和偿债意愿。

### （三）其他因素

其他因素包含上述因素以外的所有可能影响公司偿债能力和偿债意愿因素，这些因素并未体现在评级要素以及上述调整事项中，则纳入到其他因素中考察。

财务政策一是关注子强母弱情况，若公司主要业务集中在上市子公司，本部或非上市板块盈利能力较弱，债务压力较大，则母公司偿债风险便会提升；二是关注关联交易情况，若公司收入和利润对关联交易依赖较高，且在交易过程中存在定价不合理、管理不明确、关联交易对手方存在较大信用风险等情况，则一旦关联方发生信用风险，可能传导给公司；三是关注其他应收款资金占用情况，主要关注其他应收款中非经营性往来资金的占用，其中若账龄较长、坏账较多或欠款方存在信用风险，则企业可能面临较高回收风险；四是关注公司利润表结构的稳定性，若公司利润主要依赖公允价值变动收益，则说明主业盈利能力较弱。

信息质量主要关注财务管理制度执行，合规和风险管理情况，以及财务报表编制专业和规范化等。信息质量包括：会计师事务所是否对审计报告出具保留意见、无法表示意见甚至否定意见，以及公司信息是否准确、及时、完整、一致等。

流动性主要关注评级对象流动性资金是否充足，是否能够满足日常生产经营所需，若公司出现流动性紧张情况，如在金融机构借款发生逾期、展期或欠息，即将到期债务的偿付来源不确定等情况，说明企业已初步暴露信用风险。

外部融资能力主要关注公司授信和融资成本变化情况。若公司授信显著下降或者公司融资成本显著提高，均会对公司筹资这一偿债来源产生不利影响。

绿色因素指评级对象经营活动所产生的绿色效益和社会效益程度以及公司出现的环保事故或环保处罚情况。主要考量评级对象经营活动中绿色效益产出水平，以及能否获得相关认证及较强的政策支持。如果公司因绿色环保问题受到处罚，或出现环保事故等，将可能对公司生产经营以及偿债能力和偿债意愿产生一定的负面影响。

行业政策衡量企业所处行业面临的政策环境，政策环境可以对公司生产、经营、融资、扩张等多方面产生影响。

## 第五部分 外部支持分析

外部支持分析主要衡量评级对象未来获得支持的可能性及支持程度，特别是当评级对象出现信用风险甚至面临违约时，是否能够获得帮助，并从一定程度上化解上述风险。通常来说，外部支持包括股东支持、政府支持。

对于评级对象来说，可获得的支持能力与支持意愿相辅相成，缺一不可。评级对象对支持方越重要、与支持方关联程度越密切，支持方为其提供支持的意愿越强烈；而支持方信用状况越好，为评级对象提供支持的能力越强。仅有支持意愿而无支持能力，评级对象无法获得支持，反之亦然。因此大公国际通过对支持方的支持能力和支持意愿进行综合判断来衡量评级对象可获得的外部支持情况，并基于评级对象未来获得支持的可能性及程度对基础信用等级进行调整。其中，支持能力主要考察支持方为评级对象提供流动性支持、资本支持等，或为其

承担债务偿还责任的客观能力；支持意愿主要考察支持方为评级对象提供流动性支持、资本支持等，或为其承担债务偿还责任的主观意愿。例如对于政府支持能力而言，政府的信用状况、与评级对象信用状况的对比都将影响政府支持能力的强弱。政府支持意愿重点考察评级对象对支持方的重要性和关联程度，可通过运营目标与职责、发展规划、企业地位、违约影响、经营与财务关联度、过往所获支持等多个角度进行考察。

## 第六部分 评级关键假设

大公国际房地产企业信用评级方法和评级模型的建立基于一定关键评级假设，当评级对象不满足假设条件时，评级方法和模型适用性显著下降，模型生成结果将不具参考价值，最终评级结果将直接由评审委员会投票得到。主要假设观点包括：

**偿债环境稳定性假设。**大公国际对评级对象开展的信用评级分析（包括历史信息分析和前瞻性预测）均建立在评级对象所处的宏观经济环境、国家政治法律环境、制度环境特别是金融制度环境、监管体制等不存在不可预见性变化的基础上，同时假设不会出现对经济环境、政治法律环境、制度环境和评级对象发展产生重大影响的不可抗力因素或不可抗力事件（如：自然灾害、战争、重大突发性公共卫生事件等）。

**经营稳定性假设。**大公国际在分析评级对象财富创造能力时，假设其经营具有可持续性，经营数据和财务数据具有连贯性，经营历史与未来发展之间存在内在联系，历史数据可作为预测未来经营的基础。同时，假设生产要素的变动具有可预见性或分阶段逐步变动，不存在突发性的业绩暴涨或经营恶化以及未经事前披露的重大突发性评级对象生产要素变更，这些变更包括但不限于突发性的评级对象性质变更、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。

**偿债意愿无差异假设。**评级对象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。受评债项受到的保护程度是导致债项级别差异的重要因素，在债务协议无特别约定时依据法定清偿顺序偿还债务。

**数据真实性假设。**大公国际在进行模型分析时，假设评级对象提供的数据（包括但不限于评级对象编制的的数据、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，受评对象的财务数据、经营数据被第三方中介机构出具否定意见或被监管处罚、出现财务数据异常时，评级模型将不再适用，大公国际将酌情由评审委员会进行投票决定其级别或列入观察名单。

## 第七部分 评级方法和模型局限性

大公国际房地产企业信用评级方法和模型的建立基于对西方评级理论的深刻研究、对中国债券市场特点的深度剖析和多年国内评级实践经验总结，大公国际主要从偿债环境、财富创造能力、偿债来源与负债平衡三个层次分析评级对象主体及相关债项的信用风险。

大公国际随着经济形势的变化、行业的发展、市场交易行为的多样性发展，将会出现更多信用风险因素点和风险缓释手段，此方法不能穷尽所有未来可能出现风险因素，但大公国际将通过方法的不断完善和更新，尽可能使其能够在每个经济发展时期起到充分揭示信用风险的作用。

评级方法和模型中纳入的因素相对有限，并不能涵盖影响评级对象信用质量的全部因素，仅针对影响各类不同主体普遍性的关键因素进行分析和说明。同时评级模型中指标的选择是基于行业共性特征，不可能包括影响行业内每一个评级对象信用风险的全部指标。对于某些只影响特殊类型评级对象的因素和指标将在评审委员会上会评审过程中予以考虑。

评级模型的定量分析部分基于对评级对象、行业的历史数据和其他公开、合法的数据渠道获得相关数据和信息，在定量分析和数据预测过程中，不可避免的会存在数学模型构建的自然误差和预测误差。

大公国际评级最终结果是在模型分析基础上，由评审委员会上会评议决定，评审委员凭借其丰富的经验对符合评级对象特性的要素进行补充，因此模型分析得出的级别可能存在与最终评级结果不一致的情况。



## 附件 1 评级模型结果级别映射

信用等级	评级模型结果	定义
AAA	>=6.0	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	[4.50 , 6.00)	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	[3.60, 4.50)	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	[2.70, 3.60)	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	[2.10 , 2.70)	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	[1.50 , 2.10)	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	[1.30 , 1.50)	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	[1.10 , 1.30)	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	<1.10	不能偿还债务。
注：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。		