



# 类 REITs 信用评级方法

## 前言

### 评级方法

版本号：

PF-ABS-REITs-2022-V.2.1

发布日期：

2022/07/12

### 联系方式

联系电话：010-67413300

邮箱:criteria@dagongcredit.com

《类 REITs 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，阐述信用等级确定过程的思路和评级要点。本方法适用于中国境内类 REITs。

本方法所定义类 REITs，是一种证券形式，其以发行受益凭证的方式汇集投资者的资金，由专业机构进行房地产投资经营管理，并将投资综合收益按比例分配给投资者。

相较 2019 年 8 月发布的《类 REITs 信用评级方法》，本次修订主要是在原方法的基础上，新增“评级关键假设和局限性”章节，以保证本方法信息披露的完整性。

本方法包括了评级过程中所考虑的产品特点和此类产品共性问题的主要因素，这些因素将对被评级对象信用等级确定产生重要影响，但并未涵盖需要考虑的所有因素。同时，影响相关信用风险的要素及其重要性将随着宏观、行业、监管政策等呈现出动态变化的特征，本方法或存在一定滞后性，需要进行不定期更新。此外，本方法仅仅是对类 REITs 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，并非某种决策的结论、建议。

本方法自发布之日起正式执行。

# 目录

第一部分 类 REITs 概述 .....	1
第二部分 类 REITs 评级思路 .....	1
第三部分 类 REITs 评级要点 .....	2
一、基础资产信用质量 .....	3
二、交易结构要素分析 .....	5
三、现金流分析 .....	9
四、参与方尽职履约能力分析 .....	11
五、政策及法律要素分析 .....	12
第四部分 评级关键假设和局限性 .....	12

## 第一部分 类 REITs 概述

作为本方法受评对象的类 REITs，是指一种证券形式，其以发行受益凭证的方式汇集投资者的资金，由专业机构进行房地产投资经营管理，并将投资综合收益按比例分配给投资者。

类 REITs 是在我国现有监管法律框架下推出的在功能上与国际成熟市场上 REITs 具有一定相似性的产品，它的产品属性是以固定收益为主、权益型和混合型为辅，而国际市场上的 REITs 主要是权益型，直接持有或入股房地产公司。类 REITs 的特点体现在一是交易结构较为复杂；二是税负水平较重，类 REITs 在设立、运营和退出各个阶段，所涉税种包括增值税、企业所得税、土地增值税和契税等；三是退出方式多样化，如优先收购权人行使优先收购权收购资产支持证券份额、通过基金份额的转让实现收入以及处置不动产获得处置收入等。

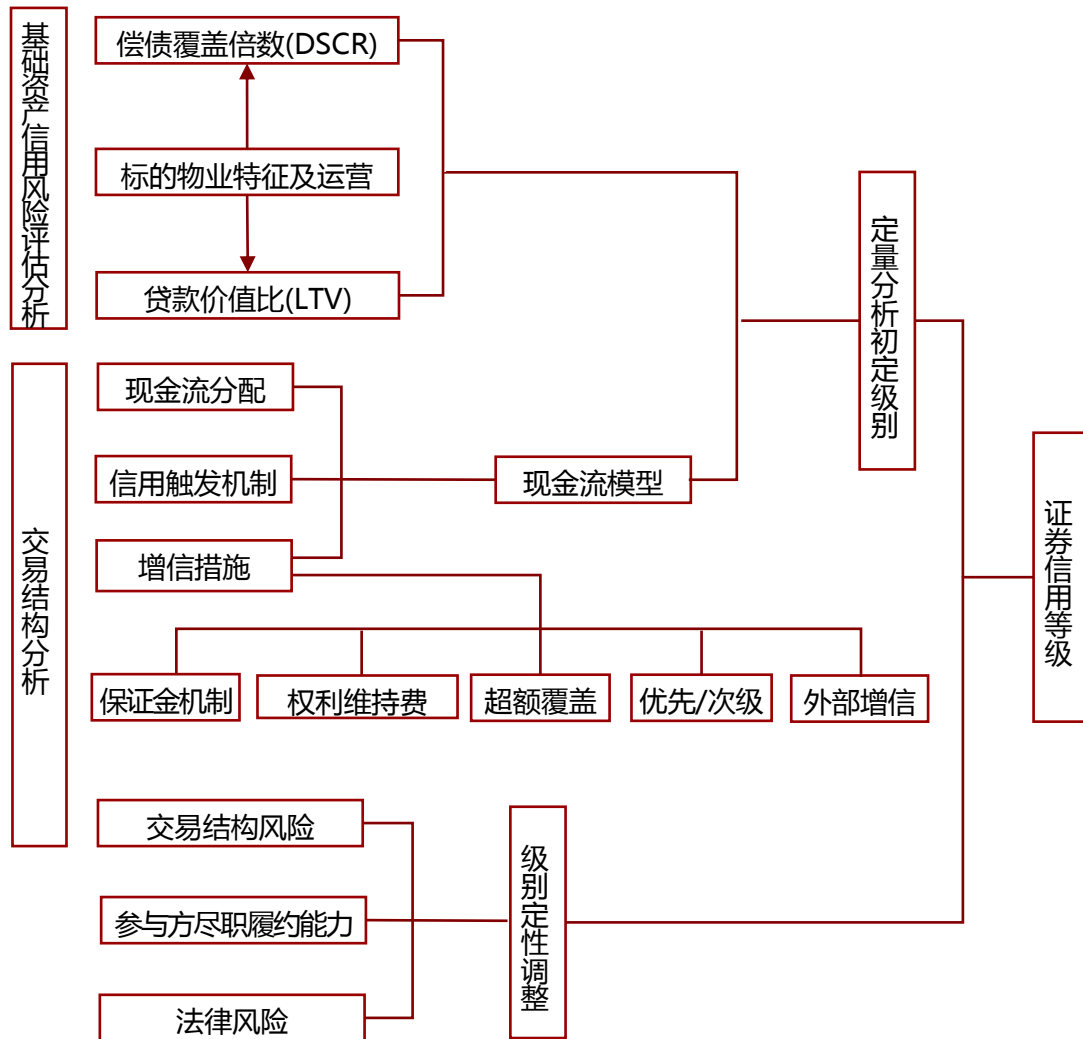
类 REITs 的标的物业类型主要包括写字楼、零售物业、酒店、工业设施、租赁型公寓、物流仓储等。类 REITs 涉及标的物业产权的转移，以物业租金等收入作为还款来源，周期较长，且对标的物业的地理位置以及物业运营状况等要求较为严格。本方法将从评级思路和评级要点两方面着手对类 REITs 进行详细阐述。

## 第二部分 类 REITs 评级思路

大公国际通过对不同业态商业物业的特征及运营情况的分析，评估标的物业产生稳定现金流的能力，并对标的物业价值进行评估，依据不同目标信用等级下偿债覆盖倍数（Debt-to-Service Coverage Ratio, DSCR）及贷款价值比（Loan to Value

Ratio, LTV) 的设置来确定不同目标信用等级所需的信用支持, 同时考虑交易结构安排及风险、增信主体(如有)的信用水平、参与方尽职履约能力、法律风险等因素评定类 REITs 的信用等级。

图 1 类 REITs 评级思路图



### 第三部分 类 REITs 评级要点

大公国际对类 REITs 信用等级的评定是建立在对基础资产信用质量、交易结构稳健性、现金流分析、主要参与方能力和政策及法律要素的综合分析评价后, 对优先档资产支持证券预期收

益获得按期足额支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的可靠性的判断。

具体来讲，大公国际对于类 REITs 的信用评级主要从以下五个方面着手：

- (1) 基础资产信用质量；
- (2) 交易结构；
- (3) 现金流分析；
- (4) 各参与方的尽职履约能力；
- (5) 产品的政策及法律要素。

## 一、基础资产信用质量

### 1、标的物业的特征

标的物业的特征是影响其评估价值以及未来现金流入的重要因素，大公国际主要从宏观和微观两个维度进行考察。从宏观角度来讲，大公国际会对标的物业所在地区的经济、产业结构、居民收入消费水平等方面进行分析，以判断未来房地产市场供需状况并为预估租金水平等提供依据。从微观角度来讲，大公国际主要从业态、地区、地段、竞争力等方面分析标的物业的特征。近年来发行的类 REITs 标的物业业态主要包括优质写字楼、酒店、购物中心、公寓等商业物业。针对不同业态，大公国际会对标的物业及其周边环境进行调研，考察其地理位置的优越性、交通便利性、周边配套完善性。同时，大公国际会考察周边同类型物业的物业特征，进行标的物业竞争力分析。

## 2、标的物业的运营

类 REITs 的还款来源主要为标的物业运营所产生的物业租金、物业管理收入等。租户情况、租金水平、标的物业空置率、物业运营管理能力以及运营支出水平等都对物业价值以及现金流有重大影响。

租户情况需考察三个方面：信用质量、租期和集中度。信用质量好，租金的收缴率高，租期长且免租期短则标的物业所产生的现金流稳定性较好，若承租人的集中度高，一旦退租对标的物业所产生的现金流稳定性影响可能较大。租金水平和空置率方面，大公国际对标的物业历史租金水平及空置水平进行分析，并结合当年供求关系和市场动向，确定租金水平和入住率的稳定性，进而预测未来租金水平和空置率。同时，物业管理公司的运营历史、经验、专业水准、经营理念和战略等因素可以直接影响租户质量及粘性，对标的物业的竞争力起到了重要作用。此外，考虑到运营支出水平对标的物业净现金流的影响，大公国际对经营税金及附加、管理费和销售费等运营支出项目也要进行分析。

在对标的物业特征分析的基础上，一般来说，租户信用情况和分散性较好、租约期限长、转租率低的标的物业未来现金流入较为稳定。

## 3、类 REITs 量化指标

### (1) 偿债覆盖倍数 (DSCR)

类 REITs 的还款来源主要为标的物业运营所产生的物业租金、物业管理收入等，偿债覆盖倍数 (DSCR) 是指标的物业净现金流入对证券本息及相关税费的比率，可以评估未来商业物业的运营净收入能否足额覆盖证券本息及相关税费。目标等级越高，DSCR 要求越高，进而对证券本息偿付的保障程度越高。类 REITs

产品在运营和退出阶段产生的增值税、企业所得税、土地增值税和契税，会减少当期现金流净流入，从而降低 DSCR。

## （2）贷款价值比（LTV）

贷款价值比（LTV）是指类 REITs 发行规模与标的物业价值的比率。房地产价值的评估主要有市场比较法、成本法以及收益法（现金流量折现法），本方法以收益法为例，列示房地产价值评估的主要环节。

第一、分析该房地产未来的净现金流。

第二、确定资本化率（Capitalization Rate）。

第三、对净现金流进行资本化，以此作为评估价值。

年净现金流一般是预期房地产一年的收入（主要是租金收入）减去其运营成本及相关税费后的余额。

通常来说，LTV 越高，类 REITs 的标的物业的处置收入对类 REITs 发行规模的保障程度越低，反之保障程度越高。

## 二、交易结构要素分析

交易结构涉及委托交易关系、发行期限、证券化产品设立、基础资产买卖、资产支持证券现金资产的托管、资产支持证券本息兑付及内/外部增信等多个方面。本方法主要从现金流归集与分配、信用触发机制、增信措施及交易结构的风险分析几方面进行分析。

### 1、现金流归集及分配顺序

现金流归集与分配顺序主要反映证券化产品成立后的整体资金流向，对产品交易结构设计的合理性有着极其重要的影响。目前该部分主要涉及交易账户的设置、资金的归集与划付、交易费用的承担及资产收益的分配等。其中，与产品成立相关的各项

交易费用一般在不同的分配顺序下优先支付；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；最后，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。

## 2、信用触发机制

信用触发机制是指当出现不利于证券产品偿付的情形时，计划管理人可以通过改变现金流归集频率、现金流支付顺序等措施，来保证资产支持证券的本息得到偿付，以减少投资者可能遭受的损失。

信用触发机制的设计一般会根据特定的证券化交易风险性质来确定。目前主要分为根据基础资产的运营数据设计的触发机制、根据优先级证券是否偿付或信用等级是否下调设计的触发机制以及根据资产服务机构等重要参与方提供的相关服务情况设计的触发机制。

## 3、增信措施

### （1）优先/次级结构

优先/次级分层结构是资产证券化最常用的内部增信方式，该方式是指在证券端构建一个优先/次级结构，使资产支持证券在实现本息兑付或损失分配安排上具有优先与劣后的顺位区分，实现风险的再分配，通过次级资产支持证券为优先级资产支持证券提供信用支持。通常，基础资产所产生的现金流按照优先级/次级的顺序自上而下进行分配，在资产池发生违约损失时，则按照次级/优先级的顺序自下而上由各级证券持有人依次承担相应损失。

### （2）超额覆盖



超额覆盖是指通过降低资产支持证券的发行规模，提高相应证券获得的信用支撑程度，进一步保障优先级资产支持证券本息及时兑付。

### （3）保证金机制

保证金机制是指在证券化产品设立之初设置保证金账户，原始权益人或第三方机构将具有保证性质的现金存入保证金账户，一旦在证券化产品存续期间出现基础资产产生的现金流无法足额覆盖优先级资产支持证券本息兑付的情况时，直接从保证金账户中提取现金以保障优先级资产支持证券本息兑付。

### （4）权利维持费

优先收购权人在行权期内享有优先收购基础资产、资产支持证券份额、项目公司全部股权等权利（以下简称“优先收购权”）。作为优先收购权人取得优先收购权权利的对价，优先收购权人应每年向专项计划支付权利维持费，对类 REITs 优先档资产支持证券当期本息的偿付提供了一定的信用支持。

### （5）外部增信

外部增信是提升资产支持证券信用等级的另一种重要方式，泛指任何由自然人、法人或其他组织，包括发起人或原始权益人等证券化交易相关方为能够按时、足额兑付资产支持证券各期预期收益及未偿本金余额之目的所提供的各类保障措施，主要包括差额补足、担保和流动性支持。

差额补足又称为差额支付，在交易中作为一项保障措施予以使用。差额补足是指为了保障主权利人和主义务人之间的权利义务关系，当主义务人未按约定履行义务时，由第三人按照约定履行差额补足义务的行为。

担保是指当事人根据法律规定或者双方约定，为促使债务人履行债务实现债权人的权利的法律制度。担保通常由当事人双方订立担保合同。担保活动应当遵循平等、自愿、公平、诚实信用的原则。

流动性支持用于防止出现各期现金流入无法覆盖现金流出的问题。类 REITs 产品期限通常比较长，基于投资者的投资期限偏好，给予投资者回售权。通常还会设计开放退出申报期与开放参与申报期，在特定申报期内，证券持有人可以选择行使回售权，投资者可以选择申报参与计划。如果大量的投资者选择回售证券，专项计划可能不足以支付证券回售价款，合同一般会约定第三方机构的一个流动性支持设计。流动性支持通常采用设置相应的流动性准备金账户或其他账户等方式实现。当基础资产的现金流流入量与受评证券的各项本息支出在未来时点上发生错配时，流动性准备金账户将被用于弥补证券本息的偿付。

#### 4、交易结构主要风险

##### （1）物业资产公允价值大幅下降风险

若以出售方式处置基础资产或底层资产，标的物业的公允价值可能会受到不动产市场景气度的影响，导致售价出现大幅下降，从而使处置收入受到不利影响，资产支持证券持有人利益会遭受损失。

##### （2）租金收入风险

类 REITs 基础资产未来现金流入主要基于宏观环境、行业周期以及企业持续经营的基础上进行预测，一旦出现对基础资产现金流的不利因素，或将造成实际流入证券化产品的现金流与预测值出现较大偏差。若出现租户拒绝履行租约或拖欠租金、租金市场价格产生大幅波动、大额租户退租，或除不可抗力之外的其他

因素导致物业的租金收入、物业管理收入等出现大幅波动等情况，将导致现金流与预测存在一定偏差，从而影响优先级资产支持证券本金和预期收益的实现。

### （3）资金混同风险

若出现基础资产运营主体或资产服务机构财务状况或信用状况恶化甚至破产，一旦发生基础资产的回收款和资产服务机构其他资金混同的情况，或将给投资者带来损失。

### （4）集中回售导致的流动性风险

类 REITs 的交易结构中会设计回售/赎回机制，若出现投资人集中回售，可能造成基础资产产生的现金流入与资产支持证券负债端本息偿付安排的较大缺口，导致产品出现流动性风险。

## 三、现金流分析

基础资产未来现金流预测值为现金流分析的基础，用以测算基础资产现金流对证券本息的覆盖程度。一般情况下，基础资产现金流预测报告由第三方机构出具。大公国际根据基础资产的历史现金流情况，结合现金流预测报告分析基础资产现金流的可预测性及稳定性，并会进行现金流压力测试分析。

### 1、现金流可预测性分析

依据国内资产证券化主要监管部门出台的相关管理规定，类 REITs 产品可入池基础资产产生的现金流必须是可预测的。同时，受基础资产运营主体的经营管理能力等多方面因素影响，基础资产现金流的波动性相对较大，导致现金流的预测难度增大。考虑到类 REITs 产品底层现金流入是指商业地产所产生的全部收入扣除运营费用及资本支出之后的净收入，因此底层资产端现金流=可出租面积\*租金单价\*出租率\*收缴率-运营支出，大公国际通

通过分析基础资产运营主体的历史经营数据，考虑到未来基础资产运营主体可预期变化，并结合第三方机构的假设条件、评估方法、相关指标等因素综合测算基础资产未来现金流状况。

## 2、现金流稳定性分析

类 REITs 基础资产产生的现金流与基础资产运营主体的可持续经营能力无法分割，且高度依赖于基础资产运营主体稳定的经营管理。因此，基础资产运营主体的经营状况对基础资产未来现金流的稳定性存在显著影响。大公国际结合相关行业评级方法，综合衡量基础资产运营主体所处行业发展周期、政策调整、季节性等因素，同时结合基础资产运营主体的历史经营数据对现金流稳定性进行考量。

## 3、现金流压力测试

大公国际压力测试分别对基准情景下及压力情景下的现金流覆盖倍数进行分析。基准情景下，大公国际测算正常情况下基础资产现金流入对证券化产品应付本息的覆盖程度。压力情景下，大公国际结合基础资产质量分析，分析压力条件并确定压力因子，测算各压力情景下基础资产现金流对证券化产品应付本息的覆盖情况。

结合预测的类 REITs 基础资产的现金流规模及证券化产品的偿付安排，在产品每个预计本息兑付日测算出基础资产现金流对证券化产品应付本息的覆盖倍数。大公国际参照不同业态商业物业的历史表现及实践操作经验，设定了相对应的现金流覆盖倍数。通过与之对比，评价基础资产现金流对证券化产品应付本息的保障水平。

## 四、参与方尽职履约能力分析

参与机构履约能力的高低，对证券化产品的偿付产生重大影响。原因在于：一是尽职履约能力强的参与机构能够对产品设计及运行起到较强保障作用；二是减少不能胜任及辞任风险。在证券存续期内若出现参与机构不能胜任或自动辞任等事件，且交易结构中未能事先规定后备机构，或者无法在规定时间内找到合格的后备机构时，容易发生后备机构缺位的问题。

### 1、物业运营方尽职履约能力

物业运营方的作用体现在对基础资产进行主动管理和运作的方面，其对资产风险的识别和良好的管控能力有助于中介机构在产品的设计、发行等各阶段更准确、充分地揭示和计量基础资产的风险。物业运营方规范及专业的运营能力能够有效保证基础资产现金流的产生和回收。

### 2、增信主体信用能力评价

增信主体主要包括差额支付承诺人和担保人等。作为类 REITs 的重要信用增级机构，其信用能力对资产证券化产品的信用等级有直接影响。对增信主体的信用评价遵循大公国际相应的发债企业主体信用评级方法。

### 3、其他主要参与方履约能力评价

其他主要参与方包括管理人、监管银行、托管银行、会计师、审计师、评级机构、律师及资产评估机构等。其他参与机构履约能力的高低，对证券化产品的偿付同样产生重大影响，原因在于：一是尽职履约能力强的各参与机构能够对产品设计及运行起到较强的保障作用；二是尽职履约能力强的各参与机构能够减少不能胜任及辞任风险。

## 五、政策及法律要素分析

政策及法律要素是指类 REITs 的设计、发起与交易是否符合国家法律和监管规定，参与各方的资质及交易条款是否合法合规。大公国际着重从外部监管政策风险及内部法律要素合规性两个方面进行分析。

### 1、外部监管分析

外部监管分析侧重于揭示交易是否符合国家法律及监管政策规定。首先，从发起人所处行业的监管角度，考察发行人所处行业开展资产证券化业务是否存在相关法律及监管约束。其次，考察基础资产是否满足相关监管政策要求。例如，中国境内对部分基础资产类型已实施负面清单管理，因此要甄别基础资产是否满足相关规定。

### 2、内部法律要素分析

内部法律要素的考察要点在于法律要素能否确保资产转让、破产隔离机制及增信手段的合法性和有效性。大公国际将审查包括资产购买协议、委托管理协议、服务协议在内的各类交易文件和契约合同。大公国际同时也会审查各参与方是否具备相应主体资格。

## 第四部分 评级关键假设和局限性

### 一、评级关键假设

大公国际类 REITs 信用评级方法和评级模型的建立基于一定关键假设，当评级对象不满足假设条件时，评级方法和评级模型适用性显著下降，评级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。主要假设包括：

大公国际类 REITs 的信用评级是建立在我国宏观经济环境、金融市场状况、相关法律框架以及监管政策等在可预测时间段内保持相对稳定状态的基础上，同时假设不会出现对经济环境、政治环境、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事件（如自然灾害、战争、重大突发性公共卫生事件等）。

大公国际类 REITs 定量模型及定性分析中需要使用评级对象及其他监管认定的专业机构提供的信息，假设上述信息合法、真实、准确、完整，不存在任何虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

## 二、评级方法和模型局限性

大公国际类 REITs 的评级方法主要论述了类 REITs 关键评级要素和主要分析指标，对存在特殊基础资产、交易结构或其他创新设计的产品可能无法涵盖所有信用风险影响因素。

大公国际类 REITs 信用评级方法所采用的定量测算模型主要基于评级对象提供的历史数据和一定的模型假设，真实情况和模型结果之间可能存在差异。同时，随着经济形势的变化、资产证券化相关行业的发展、交易结构的多样性发展，测算模型、指标选取或参数设定需要基于项目实践经验不断改进或完善。

大公国际类 REITs 的信用评级最终结果建立在模型分析基础上，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，因此可能存在模型分析得出的评级结果与最终评级结果不一致的情况。