

房地产行业评级方法

2015 年 5 月

本评级方法是中证指数公司分析房地产住宅开发企业的信用水平、给予相应级别的方法说明，适用于以营利为目的，从事房地产开发和经营的企业。

本评级方法更多地揭示我们在对房地产住宅开发企业信用评级时考虑的整体框架和其中的基本逻辑思路，着眼于中长期信用要素，以保持我们评级的一致性。

一、业务风险及其信用要素

在企业主体信用风险评价中，我们将企业在一定环境下为实现其目标和战略，未来经营活动现金流对债务保障的不确定性因素归纳为业务风险。在业务风险评估中，我们首先充分考察中国房地产所处的宏观环境和行业风险因素，以界定行业整体的信用空间。在此基础上，我们着重考察企业之间在经营规模、土地储备、市场地位、经营效率、经营区域及产品多元化等方面的排序，进而评估这些因素对企业未来一段时间现金流的影响，最终定性或定量区分其业务风险处于何种状态。

（一）宏观环境

1、中国经济

房地产行业是国民经济的基本载体，是在工业化、城市化和现代化过程中兴起、发展所形成的独立产业，同时又推动了工业化、城市化和现代化的进程，以及成为现代社会经济系统中一个重要的有机组成部分。房地产行业与国民经济的许多行业都息息相关，如钢铁、水泥、建材（玻璃、塑料、木材等）等。与各产业之间较强的关联系使得房地产行业与宏观经济的相关性较高，现阶段经济环境直接或间接地影响了房地产行业的发展，因此行业具有较强的周期性。

我们重点关注宏观经济环境，包括对宏观经济形势和经济周期的分析与判断，一般考察GDP增长率、固定资产投资增长率、社会消费零售总额、物价指数等主要指标，同时关注宏观经济形势对住宅地产行业的影响。

2、政策环境

由于我国房地产业发展尚不成熟，行业的市场化程度和规范性较低，受政策的影响较大。政府为引导行业规范健康发展，除运用行业政策，还通过产业政策、信贷政策、财政税收等多项政策进行宏观调控，例如政府对土地资源开发和利用计划直接影响到土地供应，进而影响土地价格；政府的各项税费会影响房地产的开发成本，从而作用于房地产价格及房地产的开发；政府对房地产交易所采取的政策也会在流通环节影响房地产市场的运行。行业政策层面的影响因素复杂多变，加大了房地产住宅开发企业经营的政策风险。

在考察房地产住宅开发企业面临的政策影响时，我们一方面考虑已有政策对房地产住宅开发企业的影响，并结合各自区域的不同政策，具体分析企业所受的不同影响；另一方面重点分析政策面的总体趋势变化，及其对企业未来的影响程度。

一般而言，符合国家宏观调控政策方向、调整能力较强的房地产住宅开发企业整体风险控制能力较强。

3、区域经济环境

房地产的不可转移性决定了其区域性明显。不同地区的经济发展状况、人口、人均收入水平存在差异，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需关系的影响较大。

根据中国不同城市经济水平划分的一线、二线、三线及四线城市在一定程度上代表了房

地产市场不同的区域风险，经济发达程度越高的区域具有更强的人口吸引能力，代表了对住房更加旺盛的需求，在市场供给一定的情况下，需求越旺盛的区域所面临的市场风险越低。

（二）行业风险

在基本评估房地产行业外部宏观环境的基础上，我们需要进一步建立对该行业信用空间的看法。这种行业信用空间的评估主要采用相对比较法，即将其风险状况与其他行业进行比较。

在我国房地产行业经历多年的快速发展后，行业内呈现竞争日趋激烈、全国性住宅开发企业数量持续增加、行业内分化加大等特点。在此背景下，中小型住宅开发企业资金链断裂的风险越来越大；而综合实力强、品牌影响力大的全国性大型住宅开发企业则会凭借多元化的融资渠道、分散化的区域布局、较低的土地成本以及更强的议价能力等优势，抵御风险的能力得到增强，未来业务规模和市场占有率有望进一步提升，行业集中度将提高。

（三）经营风险

在充分考察房地产行业宏观环境和行业风险因素后，我们基本可以界定行业整体的信用空间。本部分和其后的部分将基于行业内企业的特性对企业进行相对比较。这种比较是建立在行业信用要素基础上的。我们尽量用定量可比的明细指标来细化这些信用要素，以便更好地进行比较。但同时，针对一些我们认为重要的、但无法量化的信用要素，我们将予以定性讨论。

1、经营规模

房地产行业具有周期性，规模较大、竞争地位较强的开发商在经济下行周期中抗风险能力较强。我们对经营规模的考量，主要采用定量的方法，利用企业总资产和营业收入指标。由于房地产结转具有周期性，我们使用最近三年总资产以及营业收入的平均值及稳定性来考察。此外，由于房地产开发预售模式的特殊性，预售账款很大程度上反映了当年的销售情况，同时也是次年营业收入的重要组成部分，我们也对最近三年预售账款的平均值进行辅助计量。

2、土地储备

土地储备是企业未来发展的基础，不同市场环境下，企业的土地储备会对其经营产生较大的影响：激进的土地储备可能导致企业陷入困境，但较少的土地储备亦会影响其经营的可持续性。我们对土地储备的分析主要考察规模、成本和质量三个方面。规模上我们使用土地储备寿命¹指标来考察企业中短期业务的可持续性。一般而言，3~5年的土地储备寿命对于房地产住宅开发企业是较为合适的，较高的土地储备寿命会造成企业资金成本占用；较低的土地储备寿命意味着补充土地储备的需求较大，近期财务杠杆上升的可能性较大。土地成本以及质量的高低则决定了企业未来收入的规模、盈利能力和现金流的情况。

3、市场地位

市场地位往往是企业竞争关系的成果性反映。我们通常采用企业的市场占有率来衡量其市场地位。随着房地产开发商业务区域的多元化，品牌认知和企业形象对于销售的重要性越发明显，较高的品牌知名度能够在很大程度上促进企业的市场竞争力。在评价企业市场地位时，我们也会参考其品牌影响力。

4、经营效率

受行业资本密集型特征的影响，房地产住宅开发企业的经营效率对于其资金利用及流动

¹土地储备寿命是指土地储备建筑面积除以最近一年销售总建筑面积

性均具有较大影响。我们采用 EBIT/营业收入和存货周转速度来衡量房地产住宅开发企业的经营效率，同样，考虑到房地产收入结转的周期性，我们在计量上使用近三年数据的平均。

EBIT/营业收入反映了企业成本和费用控制能力。具有较高 EBIT 利润率的企业往往意味着其对供应商更强的议价能力，较好的期间费用的管理能力，从而可以在良好的经济环境下获得更高收益，在不利经济环境下抵抗更大压力。另外，需要指出的是，在企业 EBIT 计算时，如果存在大量非经常性收支，我们会予以调整剔除。

存货周转率反映了企业的存货管理水平，一般而言存货周转速度越快，企业的变现能力越强。房地产住宅开发企业的存货包含未开工项目、在建或已完工未销售项目、在销项目以及销售尚未结算项目等。对于已经开工还未预售的项目以及未开发的土地，在行业景气的时候，开发企业一般是尽量缩短工程周期从而尽快实现预售汇款，此时存货的增加将比较快，可能会带来存货周转率的下降；而在行业景气下行的时候，由于预售可能很不乐观，则会相应放缓土地拓展及开工节奏，此时存货的增加将相对缓慢。我们在实践中，会结合行业景气度对存货周转率进行综合考量。

5、经营区域及产品多元化

业务多样性对于企业降低周期性风险有着重要意义。我们主要考察三个层面上的业务多样性，即区域分布的多样性、项目类型的多样性以及产业链的多样性。

我国房地产市场具有很强的地域性差异风险，我们认为一般经营地域多元化的房地产住宅开发企业能够更好地抵御单一地区房地产市场下滑的风险。与此同时，由于历史项目的开发和经验的积累，房地产开发商通常与当地政府、银行、贸易供应商和客户建立了相比其他地区更密切的联系，在其区域性内具有较强的市场影响力。因此，我们需要对地域多元化带来的优势和企业在其所处区域内的市场优势间进行一定的平衡。

此外，我们也会综合考虑企业的区域扩张战略与自身实力的匹配，不具备实力的多元化反而是一种更大风险，激进的经营策略是一项重大的信用评级负面因素。同样的，一定程度的项目类型多元化及产业链多样性亦会提高企业抵御行业波动的能力，但也需要进行综合权衡。

（四）其他讨论事项

其他讨论事项包括对企业信用水平存在重要影响，但无法或难以有意义量化的其他信用要素，其中包括但不限于以下几个方面。

1、发展战略

战略规划对企业的发展方向具有决定性影响。一般情况下，企业的发展方向越清晰，战略规划越适合行业发展的方向且符合企业的实际状况，企业实现战略的条件越充足，企业实现战略目标的可能性就越大，对企业未来发展则越有利。反之，不符合企业实际的战略，可能导致企业投资决策的失败和重大的资本损失，进而影响企业现有业务的正常经营。

对于战略考察的实质是基于企业的战略意图和其可动用的资源，对其长期发展状况和信用水平变化的趋势做出判断。我们主要关注企业战略及其实施与企业资源的匹配性、重大资本开支计划、企业兼并与重组、企业经营资源分布、技术进步路径和方案、风险管理机制等要素。

2、治理结构

良好的治理结构有助于企业发展战略和经营决策的科学性、合理性，亦有助于其管理制度的贯彻执行和经营目标的实现；治理结构的不完善，或将增加企业经营决策和经营目标的随意性，最终可能导致生产经营的混乱。一般情况下，治理结构越完善，责权利平衡得越好，

监督就越有效，企业风险越低。

我们很难以定量标准衡量一个企业治理结构的优劣，实际上，中国公司制企业按统一模式构建的治理结构也难以相互比较。因此，在治理结构方面，我们更加重视企业与投资者之间的关系，聚焦在企业的偿债意愿以及股东的信用支持，主要包括：

(1) 信息披露。企业信息披露得完整、真实、充分及可理解，反映了企业经营者对投资者的良好意愿。我们通过对企业定期和不定期披露信息的数量和质量进行比较，对其中可能存在的问题进行讨论和查询，最终确定其对企业信用水平的影响程度。

(2) 股东背景。我们关注股东背景更多地在于关注当企业风险暴露时可能存在的股东非法律约定性的信用支持。不同企业的股东背景存在较大差异，所获得的外部支持力度也不尽相同，在这方面我们关注企业主要股东信用支持（主要是现金流支持）的能力和意愿。

二、财务风险及其信用要素

财务风险是指企业财务结构不合理、融资不当使公司可能丧失偿债能力而产生的风险。财务风险评估主要基于对行业内企业的相对比较，重点考察财务政策、现金流和流动性三个方面。

(一) 财务政策

企业的财务政策与其战略和管理紧密相关。尽管我们在业务风险中对企业战略和管理作了一定的定性讨论，但是，由于企业财务政策对企业信用评估相对更加直接：激进的财务政策可能来自于对未来的过度乐观，也可能系过于紧张的融资环境所致，但两者都可能带来较大的财务风险；而过于保守的财务政策则可能使企业失去发展机会，也不利于未来的发展。因此，我们有必要进行进一步的分析比较，对具有明显周期性特征的房地产行业而言，高稳健性的财务政策对其抵御长周期的市场低迷具有关键性的作用。

1、会计政策的选择

由于企业所处经营环境和经营状况的复杂性，对同一经济业务可能存在多种会计处理或会计报表编制原则、方法的选择，企业对会计政策的选择偏好体现其财务政策取向。

在对企业会计政策的评估中，我们首先会定性讨论企业会计政策的激进性或保守性，从而评估企业整体财务政策的风险偏好。其次，同一行业不同企业在具体会计政策的选择上存在差异，如果单纯依据企业提供的财务数据进行分析会影响同行业内企业财务数据之间的可比性，进而影响对受评对象财务风险的判断。因此，在对同一行业内不同企业进行以会计数据为基础的比较时，我们会剔除会计政策选择的不同带来的影响，或者对不同会计政策下的数据进行适当的调整。

2、资本结构

资本结构从企业债务杠杆利用的角度反映了企业在债务风险和杠杆收益之间的偏好，其对企业的财务风险影响巨大。住宅项目建设周期长，受原料价格、人工成本和政府税收政策等众多外部因素的影响显著，所面临的资金压力较大；同时，住宅开发企业还要承受土地获取成本持续上升、融资环境复杂多变等因素所带来的经营压力。因此，维持一个合理的资本结构、优化债务来源和期限分布对住宅开发企业尤其重要，特别是在行业低谷期，较低的负债水平和杠杆比率能够为企业提供较高的安全边际。

我国实行商品房预售制度，住宅开发企业的负债中拥有很大一部分预收账款，企业只需按时向购房者交房即可，并不构成真实负债。我们认为，剔除预收房款这部分负债后的总资本化比率²更能真实的反映资本结构。需要指出的是，在分析房地产企业资本结构时，还需

²总资本化率=（长期借款+应付债券+短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债）/总

要对债务结构进一步分析。这是因为房地产企业项目建设周期一般较长，面临的资金压力较大，对流动性要求较高，合理的债务结构与债务分布对其保持稳定的信用水平十分重要。

此外，企业出于节约融资成本的考虑或者受激进的信贷政策驱动，可能会存在短借长用。我们会重点关注在一定的资本结构下，企业的现金流入对全部债务的保障能力，实践上，我们一般采用“总债务/EBITDA(近三年平均)”的指标作为反映企业资本结构风险情况的补充。

在大多数情况下，上述指标可以较好反映企业债务政策的激进程度或风险偏好程度。但由于企业投融资活动处于不断变化中，上述指标有时可能出现对企业债务政策反映的误差（如如期并购重组、巨额股权融资等事项导致资本结构指标大幅变化），特别是这种误差并不反映将来有可能发生类似活动，从而对未来的预测产生不当影响。基于上述因素，我们在必要情况下，会采用一些定性讨论因素进行调整，如提出非常规因素、考察管理层财务政策的历史表现、分析财务政策的变化趋势等。

（二）现金流

房地产行业资本投入规模大以及与经济正相关的周期性特征对企业经营性现金流提出了更高的要求。尽管我们所有信用要素都是围绕企业未来现金流的预测评估而展开，但对历史现金流财务指标的分析仍然是必要的，因为这是我们得出企业获现能力状况强弱和稳定性的结论并与行业其他企业进行比较的基础。

除直接对财务报表上现金流数据分析外，我们主要使用三个定量指标对企业现金流状况进行分层次考察。这三个指标包括：EBITDA 利息保障倍数、留存现金流对净债务比率和自由现金流对总债务比率。上述指标均采用近三年平均进行平滑以体现预测价值。

EBITDA 利息保障倍数=EBITDA/利息支出。从长期来看，企业首先需要保障债务利息的偿还（包括计入财务费用的利息支出和资本化利息支出），因此该指标主要衡量企业的长期偿债能力。EBITDA 在 EBIT 的基础上扣除了折旧和摊销的影响。与直接使用经营性现金净流量不同的是，EBITDA 中不包括营运资本的增减变动，但包括已支付的税金；与自由现金流相比，EBITDA 较少受营运资本和资本支出的影响。因此，EBITDA 利息保障倍数更能体现公司在持续经营中盈利对利息偿付的保障程度。

留存现金流对净债务比率=留存现金流/净债务。留存现金流（Retained Cash Flow）等于经营活动现金净流量减去营运资本增加和股利后的余额。在不考虑增加营运资本、扩大投资的情况下，企业产生的经营现金流可用于偿债和支付股利。因此，留存现金流对净债务比率可以反映企业在进行股利分配后总体的偿债保障能力。

自由现金流对总债务比率=自由现金流/总债务。自由现金流是指在不危及企业生存与发展的前提下可供偿还债务的最大现金额，当然这其中不包括新的融资的情况。自由现金流对债务总额比率反映了企业自身产生的资金覆盖债务的能力，从这个指标中我们也可以观察到企业战略与自身投资匹配程度的财务表现。

（三）流动性

虽然通过对企业债务政策和现金流的考察，我们对企业的长期偿债能力已有了一个全面的把握，但是，短期的流动性危机仍然可能造成长期偿债能力较强企业信用风险的爆发，因此，流动性也是我们在分析企业财务风险时需要重点考察的补充因素。

我们对企业流动性的考察建立在对现金及其等价物的来源和运用的综合平衡分析之上。对于现金及其等价物的来源，我们同时考察企业现金存量和财务弹性两方面因素。虽然持有大额现金存量会带来企业收益率的下降，但是面对原材料价格的高波动性，以及外部冲击等因素，我们认为这是必要的，尤其是当企业处于下降周期时。在财务弹性方面，我们主要定

性考虑以下因素：

1、即期的再融资空间，主要指信贷融资空间，包括主要银行信贷支持或不支持的证据，包括流动性支持的承诺或信贷额度的承诺等；

2、未抵押资产质量，指企业可转让或抵押融资的标的物，但这种资产的转让或抵押不至于影响企业的经营稳定性；

3、资产转让难度，实物资产转让更难，我们分析时会对其价值进行折扣处理来预测，股权资产则根据转让的限制或变现能力综合讨论。

此外，股东的现金支持也是企业财务弹性的重要来源，但相关因素已在业务风险中关于治理结构的评估中作了充分的定性讨论，此处不再重复论述。

现金及其等价物的运用方面，我们重点关注房地产开发企业土地购置及短期债务的到期等事件，一般采用现金比率（现金及其等价物/流动负债）作为定量指标进行分析比较，剔除大额存货和应收账款变现能力的影响。