

房地产信託基金(REITs)和房地产运营公司(REOCs)评级方法

摘要

中国诚信（亚太）信用评级有限公司（简称“中诚信亚太”）采用的本评级方法，适用于房地产信托基金（简称“REITs”）、房地产运营公司（简称“REOCs”）以及业务性质相类似的其他商业地产公司。

房地产信托基金是集体投资计划形式的基金，投资于不同类型的不动产以收取租金，向投资者提供长期投资回报。房地产运营公司也投资于不动产以收取租金，但不同于房地产信托基金将大部分收益用于股息分派，房地产运营公司一般将收益进行再投资。

本评级方法取代了中诚信亚太于 2018 年 7 月发表的《房地产信托基金(REITs)和房地产运营公司(REOCs)评级方法》（“Rating Methodology for REITs and REOCs”），并于 2019 年 12 月 30 日正式生效。

新方法的实施可能导致我们某些受评主体及债务评级发生变化。以了解有关评级变化，可访问我们的网站或单击以下链接：[\[link\]](#)。

本评级方法将介绍房地产信託基金及房地产运营公司的评级关键因素，中诚信亚太使用其评级标尺对该类公司进行评级。¹

评级方法概述

对依赖租金收入的房地产公司进行评级时，评级因素分为定性因素和定量因素。本评级方法是重要评级因素的概括性指引，但并非包括所有的评级考虑因素。因此，映射评级结果未必与每一家公司的最终评级结果完全一致。

本评级方法包括 2 个评级因素和 9 个评级指标，如下所示：

因素	指标
业务实力	经营环境
	规模
	市场地位及资产质量
	项目拓展风险
财务实力	EBITDA/总收入
	净债务/EBITDA
	(总债务+优先股)/总资产
	受限资产/总资产

¹ 關於中誠信亞太的評級標尺，詳見網站 www.ccxap.com 上的“評級流程 - 評級定義和含義”。

关键评级因素

本章节将对每一个关键因素及其所包含的指标进行详细说明，包括指标的评价原因、衡量方法以及如何影响级别评定。

1. 业务实力

评估公司的业务实力时，中诚信亚太综合考虑公司的经营环境、规模、市场地位及资产质量和项目拓展风险。一家公司的业务实力主要反映了其非财务方面的情况。

(1) 经营环境

房地产信托基金和房地产运营公司的经营环境对其业务绩效影响重要。我们使用前瞻性和定性的方法来评估公司的经营环境，其中包括量度当地的宏观经济状况、监管环境的稳定性和透明度以及房地产市场的波动性。在经济状况良好、稳定和透明的监管以及较低市场波动的环境下，公司将享受更好的营运环境和发展空间。其他正面因素包括较高的市场租金水平、较活跃租赁及物业交投量（这对市场流动性起利好作用）和较好的物业价值及租金增长趋势。若公司所在的物业市场有结构性供不应求的情况，通常在此子指标上得到较好的评价。

(2) 规模

中诚信亚太认为公司的规模对其市场地位具重要的支持作用。较大规模的物业投资组合能降低个别市场变化对公司带来的影响，并能有效吸收成本的转变，稳定业务表现。我们使用总资产的公允价值来衡量公司规模。对于没有公允价值的公司，我们使用总资产的账面价值（总资产净值加上累计折旧）或其他可靠的评估方法。我们还会考虑公司的租金收入和其他稳定的服务收入的规模，以了解其物业组合所带来的收入规模。

(3) 市场地位及资产质量

中诚信亚太使用市场份额、品牌价值和竞争力来衡量公司的市场地位。中诚信亚太认为具有较高市场份额和品牌价值的公司，具备提高定价能力及竞争优势。一般而言，如果公司在不同地区和不同类型物业市场上均有良好的市场地位，在这指标上会得到较好的评价。同时我们亦会考虑公司在维持其市场地位和价格优势的能力。

另外，我们会考虑公司的房地产投资组合的整体资产质量及其营运绩效。公司房地产投资组合的资产质量将直接影响其现金产生、流动性和财务表现。中诚信亚太通常会评估公司投资组合的多元化、资产表现的稳定性和资产的流动性。投资组合的多元化很重要，因为这有助减轻特定地区或城市经济不景气对公司带来的负面影响。一家具有地域、行业和租户多元的公司，将在这指标上会得到更好的评价。若公司的物业均位于人口稠密地区（如在主要城市的商业或中心地区），将有助维持较高的出租率及租金水平。此外，如果一家公司拥有大量高质量物业（A类资产），在这指标上亦会得到较好的评价。因为高质量物业拥有更多潜在租户和投资者，物业的资产流动性通常要比低质量的高。我们还会考虑影响公司营运表现的稳定性的因素，例如物业年龄、建筑物状况、运营和维护费用、以及其他个别因素等。

(4) 项目拓展风险

项目拓展有助改善公司未来物业组合的资产质量、增长潜力和在项目完成开发时带来现金流。然而，大

型的开发项目会带来不少的风险，如采购、资金、建设和出租风险。这可能对公司的财务稳定性产生负面影响。中诚信亚太会考虑公司的拓展风险，包括公司发展项目的数量、规模和质量以及发展策略等。拥有多个大型发展中项目的公司可能在风险管理和财务方面有较大的压力。此外，我们会评估公司过往发展项目的表现及发展策略，以评估管理层的风险管理能力及风险偏好。若公司积极寻求投机性项目，将限制我们对公司的评价。在量化发展项目风险，中诚信亚太会计算公司投资组合中开发项目的总资产比。不过，我们更可能以定性方法来评价这指标。

2. 财务实力

评估房地产公司的财务实力时，中诚信亚太考量各财务指标及其发展趋势。这些财务指标反映了公司的财务状况。

(1) EBITDA/总收入

中诚信亚太使用税息折旧及摊销前利润率（即 EBITDA/总收入）来衡量一家公司的盈利能力。具有较高的税息折旧及摊销前利润率的公司，其营运成本管理的能力更强。

(2) 净债务/EBITDA

中诚信亚太使用净债务/税息折旧及摊销前利润指标来衡量公司的债务偿付能力和债务杠杆水平。这指标量度了公司的预期现金流相对其净债务。净债务是债务总额减去现金和现金等价物。

(3) (总债务+优先股)/总资产

(总债务+优先股)/总资产比率用以量度公司财务杠杆的指标。优先股需要向投资者支付固定股息，具有一定的债务特征。通常在利率出现变化时，公司会透过赎回优先股来调整其资本成本。因此，我们认为优先股的债务特征可能会超越其股权的特征。债务总额是指所有计息债务，包括债券、票据、短期和长期借款。公司的财务杠杆率越高，这指标的评价越低。

(4) 受限资产/总资产

中诚信亚太使用受限资产/总资产比率来评估公司的财务灵活性。受限资产是指由于为了满足特定要求（包括监管或合同要求），其用途受到限制的资产。在受压力的情况下，房地产信托基金或房地产运营公司可以出售其未受限资产来获取现金或将其资产进行抵押以获得贷款。换言之未担保资产是公司的流动性来源之一，可以为公司提供融资缓冲。我们预期有较低受限资产比例的公司在这指标的评价会较好。

(5) 固定费用覆盖率

中诚信亚太使用固定费用覆盖率为评估该公司支付利息和其他固定费用的能力。固定费用覆盖率一般以 EBITDA/(利息支出+优先股股息)计算。利息包含了财务利息及资本化利息；其他固定费用包含了优先股的股息，因为我们认为优先股具有更多的债务特征。

其他评级考虑因素

除了以上提到的评级因素，中诚信亚太亦会考虑公司的公司治理与管理、非核心市场投资风险、融资能力、流动性管理及事件风险等。

公司治理与管理

中诚信亚太评估公司的公司治理、内部管制、管理水准、政策及程式、组织架构、所有权结构和关联交易

易。公司的管理层及董事会的品质是重要的考虑因素，关系到公司是否规范化运行。

非核心市场投资风险

成功的公司可能对其所在市场较为了解。然而，他们可能会透过联营、基金或设立新公司的方式投资于其他市场。公司对非核心市场的认识不足或为公司带来一定风险，包括政治，政府，管理，税务，法律和货币风险。

融资能力

对于房地产信托基金或房地产运营公司而言，其融资能力尤其重要，因为其业务资本密集且受资产市场的周期影响。特别是房地产投资信托基金公司，由于有特定的股息分派要求，公司对现金流存方面有一定限制，需不时寻求外部融资以支持其业务发展。中诚信亚太会评估公司在各种公共和私人资本市场的募集记录以及其融资组合的多样性。

流动性管理

流动性是房地产信托基金或房地产运营公司的重要评级因素，特别对于非投资级发行人，因为其运营和财务灵活性通常较低。中诚信亚太会评估公司的可靠的流动资金来源，用以涵盖公司未来 12-18 个月内的资金需求。可靠的流动资金来源包括未动用的银行授信、房地产组合的预期经营现金流量和资本市场募集资产等。资金需求包括债务偿还（利息及本金）、股息支付和资本支出等。若公司的流动性较弱，无法满足其短期资金需求，其信用评级将会较低。

事件风险

中诚信亚太同时考虑到一些可能会导致公司的整体信用状况突然出现改变的事件风险，如重大资产出售、业务分拆、主要股东变动、并购及重大公司重组计划。

外部支持

股东支持

股东支持影响公司的未来发展和信用状况。股东实力方面，中诚信亚太主要考察股东的公司性质、竞争能力和财务状况；股东支持可能性方面，中诚信亚太重点考察公司在股东整个战略定位中的位置、在股东业务体系里面的地位、所有权关系和重要性等。

政府支持

政府支持意味着当一家公司面临严重的偿债压力时，政府可能会提供支持以偿还债务或采取行动以避免公司出现违约。在评估政府支持时，我们可能会考虑以下因素，例如公司资产对政府的重要性、政府的法规要求和监督程度、政府支持和救助历史、以及政府的财政实力。

Important Information

All information published in this document belongs to China Chengxin (Asia Pacific) Credit Ratings Company Limited (CCXAP) and is subject to change without prior notice by CCXAP. CCXAP considers the information contained in this document reliable. However, all information is provided on an "AS IS" and "AS AVAILABLE" basis and CCXAP does not guarantee the accuracy, adequacy, completeness or timeliness of any information included in this document. None of the information may be used, including without limitation reproducing, amending, sending, distributing, transferring, lending, translating, or adapting the information, for subsequent use without CCXAP's prior written permission.

CCXAP is not liable for any in whole or part caused by, resulting from or relating to any error (neglect or otherwise) or other circumstances or other circumstance or contingency within or outside the control of CCXAP's or any of its directors, officers, employees or agents in connection with the procurement, collection, compilation, interpretation, analysis, editing, transcription, publication, communication or delivery of any such information, or any direct, indirect, special, consequential, compensatory or incidental damages whatsoever (including without limitation, lost profits), even if CCXAP, or representatives thereof, are advised of the possibility of such damage, losses or expenses.

China Chengxin (Asia Pacific) Credit Ratings Company Limited

Address: Suites 805-808, Jardine House, 1 Connaught Place, Hong Kong

Website: www.ccxap.com

Email: info@ccxap.com

Tel: +852-2860 7111

Fax: +852-2868 0656