

房地產信託基金(REITs)和房地產運營公司(REOCs)評級方法

摘要

中國誠信（亞太）信用評級有限公司（簡稱“中誠信亞太”）採用的本評級方法，適用於房地產信託基金（簡稱“REITs”）、房地產運營公司（簡稱“REOCs”）以及業務性質相類似的其他商業地產公司。

房地產信託基金是集體投資計劃形式的基金，投資於不同類型的不動產以收取租金，向投資者提供長期投資回報。房地產營運公司也投資於不動產以收取租金，但不同於房地產信託基金將大部分收益用於股息分派，房地產運營公司一般將收益進行再投資。

本評級方法取代了中誠信亞太於 2018 年 7 月發表的《房地產信託基金(REITs)和房地產運營公司(REOCs)評級方法》（“Rating Methodology for REITs and REOCs”），並於 2019 年 12 月 30 日正式生效。

新方法的實施可能導致我們某些受評主體及債務評級發生變化。以了解有關評級變化，可訪問我們的網站或單擊以下鏈接：[\[link\]](#)。

本評級方法將介紹房地產信託基金及房地產運營公司的評級關鍵因素，中誠信亞太使用其評級標尺對該類公司進行評級。¹

評級方法概述

對依賴租金收入的房地產公司進行評級時，評級因素分為定性因素和定量因素。本評級方法是重要評級因素的概括性指引，但並非包括所有的評級考慮因素。因此，映射評級結果未必與每一家公司的最終評級結果完全一致。

本評級方法包括 2 個評級因素和 9 個評級指標，如下所示：

因素	指標
業務實力	經營環境
	規模
	市場地位及資產質量
	項目拓展風險
財務實力	EBITDA/總收入
	淨債務/EBITDA
	(總債務+優先股)/總資產

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”。

關鍵評級因素

本章節將對每一個關鍵因素及其所包含的指標進行詳細說明，包括指標的評價原因、衡量方法以及如何影響級別評定。

1. 業務實力

評估公司的業務實力時，中誠信亞太綜合考慮公司的經營環境、規模、市場地位及資產質量和項目拓展風險。一家公司的業務實力主要反映了其非財務方面的情況。

(1) 經營環境

房地產信託基金和房地產運營公司的經營環境對其業務績效影響重要。我們使用前瞻性和定性的方法來評估公司的經營環境，其中包括量度當地的宏觀經濟狀況、監管環境的穩定性和透明度以及房地產市場的波動性。在經濟狀況良好、穩定和透明的監管以及較低市場波動的環境下，公司將享受更好的營運環境和發展空間。其他正面因素包括較高的市場租金水平、較活躍租賃及物業交投量（這對市場流動性起利好作用）和較好的物業價值及租金增長趨勢。若公司所在的物業市場有結構性供不應求的情況，通常在此子指標上得到較好的評價。

(2) 規模

中誠信亞太認為公司的規模對其市場地位具重要的支持作用。較大規模的物業投資組合能降低個別市場變化對公司帶來的影響，並能有效吸收成本的轉變，穩定業務表現。我們使用總資產的公允值來衡量公司規模。對於沒有公允值的公司，我們使用總資產的賬面價值（總資產淨值加上累計折舊）或其他可靠的評估方法。我們還會考慮公司的租金收入和其他穩定的服務收入的規模，以了解其物業組合所帶來的收入規模。

(3) 市場地位及資產質量

中誠信亞太使用市場份額、品牌價值和競爭力來衡量公司的市場地位。中誠信亞太認為具有較高市場份額和品牌價值的公司，具備提高定價能力及競爭優勢。一般而言，如果公司在不同地區和不同類型物業市場上均有良好的市場地位，在這指標上會得到較好的評價。同時我們亦會考慮公司在維持其市場地位和價格優勢的能力。

另外，我們會考慮公司的房地產投資組合的整體資產質量及其營運績效。公司房地產投資組合的資產質量將直接影響其現金產生、流動性和財務表現。中誠信亞太通常會評估公司投資組合的多元化、資產表現的穩定性和資產的流動性。投資組合的多元化很重要，因為這有助減輕特定地區或城市經濟不景氣對公司帶來的負面影響。一家具有地域、行業和租戶多元的公司，將在這指標上會得到更好的評價。若公司的物業均位於人口稠密地區（如在主要城市的商業或中心地區），將有助維持較高的出租率及租金水平。此外，如果一家公司擁有大量高質量物業（A類資產），在這指標上亦會得到較好的評價。因為高質量物業擁有更多潛在租戶和投資者，物業的資產流動性通常要比低質量的高。我們還會考慮影響公司營運表現的穩定性的因素，例如物業年齡、建築物狀況、運營和維護費用、以及其他個別因素等。

(4) 項目拓展風險

項目拓展有助改善公司未來物業組合的資產質量、增長潛力和在項目完成開發時帶來現金流。然而，大型的開發項目會帶來不少的風險，如採購、資金、建設和出租風險。這可能對公司的財務穩定性產生負面影響。中誠信亞太會考慮公司的拓展風險，包括公司發展中項目的數量、規模和質量以及發展策略等。擁有多個大型發展中項目的公司可能在風險管理和財務方面有較大的壓力。此外，我們會評估公司過往發展項目的表現及發展策略，以評估管理層的風險管理能力及風險偏好。若公司積極尋求投機性項目，將限制我們對公司的評價。在量化發展項目風險，中誠信亞太會計算公司投資組合中開發項目的總資產比。不過，我們更可能以定性方法來評價這指標。

2. 財務實力

評估房地產公司的財務實力時，中誠信亞太考量各財務指標及其發展趨勢。這些財務指標反映了公司的財務狀況。

(1) EBITDA/總收入

中誠信亞太使用稅息折舊及攤銷前利潤率（即 EBITDA/總收入）來衡量一家公司的盈利能力。具有較高的稅息折舊及攤銷前利潤率的公司，其營運成本管理的能力更強。

(2) 淨債務/EBITDA

中誠信亞太使用淨債務/稅息折舊及攤銷前利潤指標來衡量公司的債務償付能力和債務槓桿水平。這指標量度了公司的預期現金流相對其淨債務。淨債務是債務總額減去現金和現金等價物。

(3) (總債務+優先股)/總資本

(總債務+優先股)/總資產比率用以量度公司財務槓桿的指標。優先股需要向投資者支付固定股息，具有一定的債務特征。通常在利率出現變化時，公司會透過贖回優先股來調整其資本成本。因此，我們認為優先股的債務特征可能會超越其股權的特征。債務總額是指所有計息債務，包括債券、票據、短期和長期借款。公司的財務槓桿率越高，這指標的評價越低。

(4) 受限資產/總資產

中誠信亞太使用受限資產/總資產比率來評估公司的財務靈活性。受限資產是指由於為了滿足特定要求（包括監管或合同要求），其用途受到限制的資產。在受壓力的情況下，房地產信託基金或房地產運營公司可以出售其未受限資產來獲取現金或將其資產進行抵押以獲得貸款。換言之未擔保資產是公司的流動性來源之一，可以為公司提供融資緩沖。我們預期有較低受限資產比例的公司在這指標的評價會較好。

(5) 固定費用覆蓋率

中誠信亞太使用固定費用覆蓋率來評估該公司支付利息和其他固定費用的能力。固定費用覆蓋率一般以 EBITDA/(利息支出+優先股股息)計算。利息包含了財務利息及資本化利息；其他固定費用包含了優先股的股息，因為我們認為優先股具有更多的債務特征。

其他評級考慮因素

除了以上提到的評級因素，中誠信亞太亦會考慮公司的公司治理與管理、非核心市場投資風險、融資能力、流動性管理及事件風險等。

公司治理與管理

中誠信亞太評估公司的公司治理、內部管制、管理水準、政策及程式、組織架構、所有權結構和關聯交易。公司的管理層及董事會的品質是重要的考慮因素，關係到公司是否規範化運行。

非核心市場投資風險

成功的公司可能對其所在市場較為瞭解。然而，他們可能會透過聯營、基金或設立新公司的方式投資於其他市場。公司對非核心市場的認識不足或為公司帶來一定風險，包括政治，政府，管理，稅務，法律和貨幣風險。

融資能力

對於房地產信托基金或房地產運營公司而言，其融資能力尤其重要，因為其業務資本密集且受資產市場的周期影響。特別是房地產投資信托基金公司，由於有特定的股息分派要求，公司對現金流存方面有一定限制，需不時尋求外部融資以支持其業務發展。中誠信亞太會評估公司在各種公共和私人資本市場的募集記錄以及其融資組合的多樣性。

流動性管理

流動性是房地產信托基金或房地產運營公司的重要評級因素，特別對於非投資級發行人，因為其運營和財務靈活性通常較低。中誠信亞太會評估公司的可靠的流動資金來源，用以涵蓋公司未來 12-18 個月內的資金需求。可靠的流動資金來源包括未動用的銀行授信、房地產組合的預期經營現金流量和資本市場募集資產等。資金需求包括債務償還（利息及本金）、股息支付和資本支出等。若公司的流動性較弱，無法滿足其短期資金需求，其信用評級將會較低。

事件風險

中誠信亞太同時考慮到一些可能會導致公司的整體信用狀況突然出現改變的事件風險，如重大資產出售、業務分拆、主要股東變動、並購及重大公司重組計劃。

外部支持

股東支持

股東支持影響公司的未來發展和信用狀況。股東實力方面，中誠信亞太主要考察股東的公司性質、競爭能力和財務狀況；股東支持可能性方面，中誠信亞太重點考察公司在股東整個戰略定位中的位置、在股東業務體系裏面的地位、所有權關係和重要性等。

政府支持

政府支持意味著當一家公司面臨嚴重的償債壓力時，政府可能會提供支持以償還債務或採取行動以避免公司出現違約。在評估政府支持時，我們可能會考慮以下因素，例如公司資產對政府的重要性、政府的法規要求和監督程度、政府支持和救助歷史、以及政府的財政實力。

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