

作者：申学峰

邮箱：research@fecr.com.cn

国内房地产行业信用评级框架及改进建议

摘要

近期国内房地产行业信用事件不断，多家房企出现违约。为了给债券投资者提供更准确的房企信用评级结果，评级机构有必要根据近期国内房地产业风险特点，调整自身评级框架。

目前国内外评级机构都有专门的房地产行业信用评级方法，其中标普和穆迪的方法适用于全球范围内的房地产企业，惠誉则专为中国房地产业制定了评级方法，国内评级机构的方法都专门适用于中国房地产业。对比各机构的评级框架，可以发现部分评级方法没有直接考虑中国宏观环境、行业环境的影响，在评级指标的设立上还需充分考虑国内房地产行业的特点，结合行业现实改进。

梳理 2018 年以来国内房企违约案例，可以总结出违约房企有如下几个常见特点：①受到行业政策收紧的巨大冲击；②激进扩张；③存量项目去化过慢；④资产质量不佳或资产受限；⑤表外融资较多；⑥非标债务逾期。根据这些特点，可以从经营类指标和财务类指标两个方面对现有的信用评级框架予以改进。

针对财务类指标，本文尝试制定了一个适用于国内房地产行业的财务类风险评分卡。具体步骤如下：①结合现有评级方法和国内违约房企财务特点，确定待选财务指标；②以 A 股上市房企（有发行债券）和已违约发债房企为样本，取房企违约与否为因变量，待选财务指标为自变量，通过 Logistic 回归筛选出现金短债比、债务/EBITDA、净债务/净不动产、营业收入、利息/(营收+新增预收款)这 5 个对房企违约具有显著影响的指标；③选择现金短债比、债务/EBITDA、净债务/净不动产、利息/(营收+新增预收款)这 4 个指标，通过层次分析法确定其打分权重分别为 46.73%、16.01%、9.54%、27.72%；④根据房地产行业信用级别理想分布曲线、房企财务指标表现，确定指标打分阈值。

考虑到国内房地产行业在不断变化，未来政策等因素的演变可能会导致行业呈现新的风险特征。因此评级行业还需要及时跟踪房地产行业的动态并据此调整信用评级方法模型。

相关研究报告：

- 1.《2021 年 11 月房地产行业观察与债市运行动态：商品房销量环比上升，房企债市净融资仍为负》，2021.12.08
- 2.《逆势扩张致大量项目积压，“三道红线”下再融资困难——蓝光发展债券违约案例分析》，2021.08.17
- 3.《协信远创债券违约案例分析：商业、办公地产销售受阻致资金链断裂》，2021.07.22

近期国内房地产行业信用风险事件不断，不仅很多中小房企信用状况恶化，一些大型房企也受到了很大冲击，引发了债券市场的广泛关注。作为信用风险的“看门人”，评级机构应当在当前急剧变化的行业环境中及时为债券投资者提供更准确的评级结果。因此评级机构有必要根据近期国内房地产行业的风险特点，调整优化自身的评级框架。

一、各评级机构的房地产行业信用评级框架

（一）国外评级机构的房地产行业信用评级框架

1. 标普房地产行业信用评级框架

标普定义的房地产行业是“The Homebuilder And Real Estate Developer Industry”，即住宅建筑商与房地产开发商行业。2021年4月6日标普修订了“Key Credit Factors For The Homebuilder And Real Estate Developer Industry”，这个评级方法适用于全球范围的房地产行业企业，其具体框架如下（见表1）。

标普先对房企的业务风险、财务风险进行评价，再结合评级修正因素，确定房企的最终信用评级。

业务风险包括国家风险、行业风险、竞争地位。其中国家风险、行业风险属于房企的外部环境因素，通过标普单独的“国家风险评价方法”“行业风险评价方法”进行评估。竞争地位则是根据房地产行业特征设置的评级指标，其下又细分为竞争优势、规模/范围/多样性、经营效率等。

财务风险通过现金流、财务杠杆指标来刻画。标普在具体评级的时候会根据房地产行业的财务特点，考虑使用FFO/债务、债务/EBITDA，除此之外还会考虑使用(FFO+利息)/利息、债务/(债务+权益)等其他一些财务比率。

评级修正因素包括资本结构、财务政策、管理和治理等，这些因素是标普行业评级方法中一般都会考虑的调整项，标普也有专门的评级标准来对它们进行评价。

表 1：标普房地产行业信用评级指标

一级指标	二级指标	三级指标	具体评价角度
业务风险	国家风险		
	行业风险		
	竞争地位	竞争优势	①公司的体量和市场份额；②市场策略的有效性；③土地获取方式；④销售支持能力；⑤商业策略执行情况
		规模、范围、多样性	①地域多样性；②现有市场的相对吸引力；③产品类型的多样性；④产品价格段的多样性
		经营效率	①能够以具有成本效益的方式采购优越的地块；②营运资金管理，包括控制土地和建筑物库存；③成本结构，主要受建筑/施工、营销和管理费用的影响
		盈利能力	①盈利水平；②盈利波动性

一级指标	二级指标	三级指标	具体评价角度
财务风险	现金流/杠杆	核心比率	①FFO/债务；②债务/EBITDA
		附加比率	①CFO/债务；②FOCF/债务；③DCF/债务；④(FFO+利息)/利息；⑤EBITDA/利息；⑥债务/(债务+权益)
评级修正因素			多元化/投资组合效应；资本结构；财务政策；管理和治理；差异化因素，例如租金或管理费高于行业内其他公司

资料来源：标普，远东资信整理

2. 穆迪房地产行业信用评级框架

穆迪定义的房地产行业是“Homebuilding And Property Development Industry”，即住宅建筑和房地产开发行业。2018年6月26日穆迪修订了“住宅建筑与房地产开发业评级方法”，此方法适用范围是全球的房地产行业企业，其具体框架如下（见表2）。

和标普类似，穆迪的框架也是先评估基础因素，再考虑其他因素进行级别调整。

穆迪的基础评估指标有规模、业务状况、盈利能力与效率、杠杆率与覆盖率、财务政策。其中，规模、盈利能力与效率、杠杆率和覆盖率都是财务指标，业务状况和财务政策是定性评估指标。

其他评级考虑因素作为调整项，包含的内容很多，具体的有管理战略、公司治理、投资与收购战略等等。这些其他考虑因素根据房地产行业特点而设立，主要是为了覆盖基础评估指标未能全面考虑的因素。

表2：穆迪房地产行业信用评级指标

一级指标	权重	二级指标	权重
规模	15%	收入	15%
业务状况	25%	业务状况	25%
盈利能力与效率	10%	成本结构（减值前毛利率）	10%
杠杆率与覆盖率	30%	EBITDA/利息	15%
		杠杆率	
		i) 高增长市场的房企：收入/债务 ii) 标准市场的房企：债务/(债务+权益)	15% 15%
财务政策	20%	财务政策	20%
其他评级考虑因素		其他财务指标、管理战略、公司治理、投资与收购战略、财务控制、流动性管理、突发事件风险	

资料来源：穆迪，远东资信整理

3. 惠誉房地产行业信用评级框架

惠誉考虑到中国房地产行业具有高政策风险、采用预售制等特点，与国外房地产行业差异较大，因此针对中国房地产行业制定了专门的信用评级方法。方法具体的框架如下（见表3）。

惠誉将影响房企信用风险的因素分为行业关键因素、财务情况关键因素两类，并据此设置评级指标。

行业关键因素下设置有规模、多样性、市场地位、业务稳定性等指标，且基本都是定性指标，主要评价房企的业务风险特征。例如惠誉会考虑房企的土地获取方式、土地储备周期等，从这些角度刻画公司经营策略及其背后的信用风险。

财务情况关键因素设置有盈利能力、财务结构、财务灵活性等指标，惠誉基于房地产行业财务特征选取适当的具体财务比率作为细分指标。例如惠誉在财务灵活性下纳入了现金短债比这一细分指标，而在国内房地产行业金融监管中，现金短债比正是“三道红线”的财务监管指标之一，对房企的再融资能力具有极大的影响。惠誉的方法考虑了国内房地产的现实情况。

表 3：惠誉房地产行业信用评级指标

	一级指标	二级指标
行业关键因素	规模	营业收入
	多样性	地域多样性
		非核心业务
	市场地位	市场领导地位
		品牌辨识度
	业务稳定性	土地获取方式
		土地储备周期
财务指标波动性		
财务情况关键因素	盈利能力	毛利率
		EBITDA/营收
		资本周转率
	财务结构	净债务/净不动产
		资产负债表透明度
		少数股东权益敞口
	财务灵活性	现金短债比
支付的利息/(利润+新增预收款)		

资料来源：惠誉，远东资信整理

（二）国内评级机构房地产行业信用评级框架

1. 中债资信房地产行业信用评级框架

中债资信制定了《中国住宅开发房地产企业主体信用评级方法体系》，根据其披露的评级标准文件，中债资信将影响房地产企业信用风险的主要因素归为资源配置、债务政策两类。其中资源配置主要包括规模和市场地位、区域分布、项目运营情况等企业经营特征要素，而债务政策则主要包括融资能力、杠杆水平、长短期债务等财务特征要素。从结构上看，中债资信的分类和惠誉的很相似，即划分出经营要素与财务要素两类。

表 4：中债资信房地产行业信用评级指标

要素归类	评级要素	模型指标
资源配置	规模和市场地位	签约销售额
	区域分布	城市个数、核心开发区域景气度、一二线占比
	项目运营情况	存货/预收、已完工项目去化率、在建项目去化率、房企销售均价/在建项目平均投资成本
	土地储备	土地储备一二线占比、土地储备总规划建筑面积/新签约销售面积
	商业地产板块经营性指标	商业地产板块收入、商业地产所处区域景气度、平均出租率、成本计价物业价值/租金收入、公允价值计价物业价值/租金收入
	盈利能力及现金流情况	营业毛利率、调整后 EBIT 利润率
债务政策	融资能力	综合融资成本、剩余授信额度/授信总额
	杠杆水平	剔除预收款的资产负债率
	短期偿债	现金类资产/短期债务、经营活动现金流入量/（流动负债-预收账款）
	长期偿债	核心资产对全部债务覆盖倍数
调整因素		公司治理与战略、流动性、偿债意愿、大数据调整因子

资料来源：中债资信，远东资信整理

2.中诚信房地产行业信用评级框架

中诚信制定有《房地产住宅开发行业评级方法与模型》，其整体结构与穆迪的类似，即选取最关键的几项指标来评价主体信用风险。在具体指标设定上，中诚信考虑了房地产行业的特点，例如合同销售金额、项目储备、预收款项（合同负债）/营业收入等指标都是房地产企业特有的。在模型中，项目储备是规模指标的一项，项目储备越多企业信用评分越高，但房企项目储备太多也可能会超出财务承受能力引发债务危机。

表 5：中诚信房地产行业信用评级指标

一级指标	二级指标
规模	总资产（10%）
	合同销售金额（15%）
	项目储备（15%）
盈利能力与效率	预收款项（合同负债）/营业收入（8%）
	净利润率（8%）
	存货周转率（8%）

一级指标	二级指标
偿债能力	净负债率（12%）
	货币资金/短期债务（8%）
	总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（8%）
	EBIT 利息倍数（8%）

资料来源：中诚信，远东资信整理

3.联合资信房地产行业信用评级框架

联合资信制定有《房地产企业主体信用评级模型》，其框架和标普评级的类似，主要从经营和财务两大维度来评价信用风险。其中经营类风险包括企业所处环境和企业自身竞争力，财务类风险包括企业现金流、资本结构和偿债能力。对于国内房企都面临的“三道红线”负债约束指标，联合资信使用了“三道红线”中的现金短债比。

表 6：联合资信房地产行业信用评级指标

	风险因子		具体评价指标
经营风险	经营环境	宏观和区域风险	
		行业风险	
	自身竞争力	基础素质	行业地位、区域分布
		经营分析	签约销售回款、土地获利能力、土地储备
		企业管理	法人治理结构、管理水平
财务风险	现金流	盈利能力	营业收入、利润总额、营业利润率、净资产收益率
		现金流量	经营活动现金流量净额、现金收入比
		资产质量	资产总额、流动资产占比、总资产周转次数
	资本结构		所有者权益、全部债务资本化比率、资产负债率
	偿债能力		现金类资产/短期债务、流动比率、EBITDA 利息倍数、全部债务/EBITDA

资料来源：联合资信，远东资信整理

（三）各评级机构评级框架待改进的地方

1.部分评级方法没有直接考虑宏观环境、行业环境的影响

国内房地产业是一个高度受政策左右的行业，从历史来看，历次行业政策的大调整都会导致行业的经营环境出现大的波动。行业风险主要包括行业周期性、行业政策、行业景气程度、行业增长性、行业内竞争程度和上下游行业影响等在内的行业相关风险。行业政策频繁出台、行业景气度下行、行业内竞争逐步加剧、购房需求减少等因素变化，均会导致行业风险加剧。

此外，房地产行业还可能因宏观或行业环境变动而遇到长期转型风险。例如在房地产行业成长期，随着人均购房需求的增加，房地产行业内企业面临较好的外部经营环境，签约销售规模和现金流量随之增长，同时也带动行业投资的增加，行业整体信用状况也较好；而当行业逐步发展成熟时，随着人均购房需求的下降，房地产行业内企业手货值去化减慢，现金流趋紧，行业竞争加剧，房企需要放慢投资步伐以适应新环境，如果房企未能及时转型，其信用风险就会上升。

穆迪的评级方法没有在基础评估指标中考虑外部环境因素，其可能只在其他评级调整因素部分会将重大的外部环境变动作为级别调整因素。惠誉、中债资信、中诚信的方法中都没有明确提到宏观环境或行业环境，因此整体框架上并不完整。

2. 指标设立还需充分考虑国内房地产行业的特点

标普和穆迪的方法适用于全球范围内的房地产企业，因此没有针对国内行业特点设置评级要素，在实际评级中可能会影响评级准确性。惠誉专门对中国房地产行业制定了信用评级方法，国内评级机构的方法也都针对中国房地产行业，但是在评级要素/指标的设立方面，仍遗漏了部分对评估信用风险至关重要的内容。例如当前国内房企面临严苛的负债指标约束，行业内存在很多表外融资、大额抵押担保、货币资金受限等情况，因此在构建中国房地产行业信用评级方法与模型时，还需要考虑这些因素。

二、结合国内房企违约案例改进现有评级框架

近年来国内房企违约案例不断增加，为信用评级模型的完善提供了很好的数据来源。因此可以通过分析当前已违约房企的特征，寻找适用于国内房地产业的评级要素指标，对现有评级机构的评级框架进行改进。

（一）国内房企债券违约案例汇总

从2017年开始，国内房地产行业调控政策显著趋严，房地产行业景气度下降，房地产行业陆续出现债券违约案例。2018年10月15日，国内上市房企北京华业资本控股股份有限公司出现债券违约，随后，又新增多起房企违约案例，出现第一次违约潮。

2020年新冠疫情爆发，房地产销售受到冲击，部分房企因回款受阻而出现资金链断裂，引发了第二次违约潮。

2020年下半年，国内应对疫情的经济刺激政策导致部分地区商品房价格出现快速上涨。随后房地产调控政策加码，国家先后出台了“三道红线”、房地产贷款集中度管理政策。在“三道红线”约束下，房地产行业债务再融资活动受阻；房地产贷款集中度管理政策则导致个人住房贷款额度收紧，商品房销售量下降。多家房企因此出现资金链断裂，引发第三次违约潮。

表 7：2018 年以来国内房企首次出现债券违约的案例

	时间	房企名称	违约主要原因
第一次违约潮 (房地产调控趋严)	2018.10.15	北京华业资本控股股份有限公司	多元化扩张进入医疗、金融业,造成巨额亏损
	2018.10.18	中弘控股股份有限公司	主营商办项目被政策暂停,实际控制人侵占资金
	2018.12.24	银亿股份有限公司	土储质量较差,高溢价并购汽车业务且出现亏损
	2019.02.01	国购投资有限公司	土储分布区域过于集中,货币资金受限,多元化扩张
	2019.09.19	正源房地产开发有限公司	耗巨资收购上市公司股份,欲借壳上市但失败
第二次违约潮 (新冠疫情冲击)	2020.07.06	泰禾集团股份有限公司	高杠杆下激进扩张,高端项目周转慢,大量资产抵押
	2020.08.24	天津市房地产信托集团有限公司	营收下降,内部治理较弱,母公司无力履行担保责任
	2020.09.08	天津房地产集团有限公司	在全国多地激进扩张,耗巨资拿地
	2020.09.22	上海三盛宏业投资(集团)有限责任公司	融资成本过高,开发周期过长,不相关多元化扩张
第三次违约潮 (“三道红线”、房地产贷款集中度管理)	2021.03.09	重庆协信远创实业有限公司	产业地产项目去化慢,拿地过于激进,丧失股东支持
	2021.03.23	华夏幸福基业股份有限公司	产业地产项目回收期过长,销售放缓,再融资受阻
	2021.06.15	华夏幸福基业控股股份公司	产业地产项目回收期过长,销售放缓,再融资受阻
	2021.07.12	四川蓝光发展股份有限公司	在全国多地激进扩张,存量项目积压
	2021.08.11	阳光 100 中国控股有限公司	商业地产项目遇冷,文旅项目耗资巨大、回报周期长
	2021.10.04	花样年控股集团有限公司	依赖短期债务融资,融资环境收紧,项目去化放缓
	2021.10.18	新力控股(集团)有限公司	扩张过快,拿地成本过高,银行贷款减少
	2021.10.26	当代置业(中国)有限公司	依赖负债进行高周转,绿色地产销售遇冷

资料来源: Wind 资讯, 远东资信整理

(二) 国内违约房企特点的总结

回顾已发生的房企违约事件就可以看出,在近几年房地产政策收紧后,房地产需求遇冷,房企债务再融资愈加困难,部分经营不善的房企承受不住冲击而出现资金链断裂。因此分析国内房企违约特点时,主要关注政策的冲击以及房企自身的薄弱点。具体来看,大致可以总结出违约房企有以下几个常见特点。

1. 受到行业政策收紧的巨大冲击

预览已结束,完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35884

