

# 标普信用评级（中国）补充评级方法论 — 房地产行业

## 一、适用范围与概述

本方法论是标普信用评级（中国）有限公司的补充评级方法论之一。当受评主体属于房地产行业时，我们通常会参考本方法论中所论述的评级方法和假设条件进行评级。本方法论适用的领域包括房地产开发及物业运营等。本方法论通常与标普信用评级（中国）— 工商企业评级方法论结合使用。

若其他行业、发行人或特定债项所表现出的特点适用此方法论时，我们亦可以使用本方法论进行分析。

## 二、方法论

### （一）业务状况分析

在评估业务状况时，我们通常从行业风险和竞争地位两个方面进行分析。

#### 1、行业风险

我们的行业风险分析通常会从行业的周期性、竞争风险和行业整体的增长前景方面进行分析。行业的周期性主要考虑该行业在经济周期、商业周期和其他周期性因素下的风险暴露程度；以及这些因素对行业收入规模和盈利能力产生的影响。行业竞争风险和增长前景主要考虑 1) 行业进入壁垒；2) 盈利水平及趋势；3) 产品、服务或技术变化造成的行业变革；4) 行业增长的可持续性。

#### 房地产开发

本领域内的企业绝大部分息税及折旧摊销前利润（EBITDA）均来自于开发和销售新建住宅或商业地产。

#### 物业运营

本领域内的企业绝大部分 EBITDA 均来自于租金收入，例如一般的物业运营公司或房地产信托投资基金（REITs）都属于此类。

#### 2、竞争地位

在分析房地产企业的竞争地位时，我们通常考虑以下四个要素：

- (1) 竞争优势;
- (2) 规模、范围和多样性
- (3) 经营效率;
- (4) 盈利能力。

具体如下:

### 竞争地位分析要素

分析要素	释义	一般考量因素
1. 竞争优势	公司产品或服务的战略定位及对客户的吸引力, 商业模式的稳定性和可持续性	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 战略</li> <li>• 差异化/独特性/定位</li> <li>• 品牌声誉和营销</li> <li>• 产品和服务质量</li> <li>• 进入壁垒</li> <li>• 技术优势</li> <li>• 资产密集程度</li> </ul>
2. 规模、范围和多样性	经营活动的规模和多样化程度	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 产品或服务的多样性</li> <li>• 销量, 市场规模, 收入规模和市场份额</li> <li>• 产品或服务的成熟度</li> </ul>
3. 经营效率	企业资产质量和灵活性, 成本管理和成本结构	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 成本结构</li> <li>• 生产流程</li> <li>• 营运资金管理</li> <li>• 技术</li> </ul>
4. 盈利能力		<ul style="list-style-type: none"> <li>• 多种盈利指标分析</li> </ul>

#### (1) 竞争优势

在分析房地产开发企业的竞争优势时, 我们通常从以下几个方面评估其市场地位:

- 企业的规模和市场份额: 拥有较大规模和市场份额的企业更容易获取资金以支持其增长, 并容易产生规模经济效应, 且有助于其取得位置优越的地块及获得较优惠的价格。于此同时, 还可以助其维护与优质分包商和供应商的关系, 以及在不利的市场环境下仍保持较好的销售业绩, 另外还能更好地支持其系统性投入以便提高销售效率和更好地了解终端市场。
- 营销策略的有效性: 我们认为房地产开发企业营销策略的有效性主要通过品牌美誉度、房屋设计的多样性和认可度, 以及其开发的区域或社区的吸引力(包括所在位置和配备设施)等方面进行衡量; 此外定价策略也是营销策略的重要组成部分。

- 土地采购能力：能否取得足量位置优越的地块以支持其业务增长是衡量房地产开发企业市场地位的另一个重要因素。若房地产开发企业的主要经营区域集中在人口密集且可开发土地稀缺的城市或地区，是否拥有这一能力就会显得尤为重要。
- 提供销售支持的能力：一些房地产开发企业能提供一些其他的相关服务如提供销售支持，从而形成一定的竞争优势并为其带来其他收入。
- 商业战略的执行力：商业战略的执行能力主要表现为公司的管理层能否在不引发过度风险的前提下，规划和实施房地产开发项目，并从中获得足够的收益。

在分析物业运营企业的竞争优势时，我们通常考量其资产组合的质量、市场地位、商业战略的有效性 and 执行力等。

- 在评估物业运营企业的资产组合时，我们通常侧重于关注其资产质量。我们一般会分析物业运营企业在经历完整的经济周期的过程中，其经营性现金流和资产价值的波动性或稳定性。因为在一个完整的经济周期内，优质资产通常可以产生更高的收益和更稳定的现金流。
- 在评估物业运营企业的市场地位时，我们既考虑其在整个房地产行业中的地位，也考虑其在直接参与的市场中占有的份额。我们认为市场份额与企业是否能够适应行业周期性下滑或激烈的竞争环境有关联，因为市场份额较大的企业通常能够更好地吸引并留住租户。
- 在评估物业运营企业的商业战略和执行力时，我们通常侧重于分析企业是否能够通过执行经营战略而产生持久的竞争优势，并通过经营战略、经营模式、推动增长的能力，以及适时安排资产收购（并为之筹集足够的资金）或资产处置的能力等方面来评估管理层的过往业绩和经验。我们还可能评估其经营战略是否能够很好地预估并满足租户群体未来可能产生的需求。

## (2) 规模、范围和多样性

在分析房地产开发企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑其业务在地域分布上的多样化程度、在所进入市场内的相对吸引力、产品类型的多样性以及价格定位的多样性。

在分析物业运营企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑其所运营物业的类型（例如零售、办公、酒店或其他）和当地市场（省、市和地区）的特点，并且分析相应需求驱动因素、当前入住率以及预计未来会新增的物业供给等。如果从更广泛的房地产市场角度来看，不同类型的物业和不同地区的市场拥有不同的基本属性和特点，并且这些属性和特点可能随着时间的推移而发生变化，而我们会将这些因素纳入考量。

## (3) 经营效率

在分析房地产开发企业的经营效率时，我们通常考虑的因素包括：其是否有能力以较高的性价比取得位置优越的地块；营运资金的管理能力，包括土地和建物库存管控能力；成本结构是否合理，包括施工、营销和间接成本在其中所占比重等。

在分析物业运营企业时，经营效率（包括成本结构、营运资金管理、业务流程和技术等）一般是次要的考虑因素，我们认为其影响力通常有限。这是因为物业运营企业的主要收入一般来自于租金收入。

#### (4) 盈利能力

在分析企业的盈利能力时，我们通常会考虑盈利水平，以及中长期盈利水平的波动性。如果企业的历史数据有限，我们可能会参考同业数据。

## (二) 财务风险分析

在分析房地产企业的财务风险时，我们所使用的方法通常与分析其他工商企业发行主体时所用的方法类似（参见标普信用评级（中国）—工商企业评级方法论）。

### 1. 核心比率

在分析房地产开发企业的现金流和杠杆水平时，我们通常使用以下核心指标：营运现金流(FFO)/债务；债务/EBITDA。

在分析房物业运营企业的现金流和杠杆水平时，我们通常使用以下核心指标：债务/EBITDA；EBITDA/利息；固定费用偿付比率。

### 2. 补充比率

除了对企业的核心比率进行分析外，我们通常还会考虑补充比率的表现，以全面的了解其信用风险状况并完善我们的现金流分析。

可考虑的补充偿付比率包括：经营性现金流(CFO)/债务；自由经营性现金流(FOCF)/债务；自由支配现金流(DCF)/债务等。尽管比率的变动幅度可能很大，但上述比率可以反映营运资金对于现金流的影响程度。持续增长中的企业可能在相当一段时间内其FOCF都会呈现为负值，使得偿付风险加剧。我们还可能考虑两个覆盖率比率：(FFO+利息)/现金利息；以及EBITDA/利息。这两个比率反映了企业对于债务利息的偿还能力。

我们还可能考虑另一个补充比率：债务/(债务+权益)。这是衡量财务杠杆的传统指标，且我们认为这一指标有时能够较好地评估企业的融资方式及其承受亏损的能力。

## 三、其他事项

本方法论并不旨在全面囊括我们在分析时考虑的所有因素。在适当的情况下，我们可能在分析中采用其他文中未涉及的定量或定性的指标，以充分反映特定发行主体、债项或证券类型的信用状况。评级委员会也可能会针对一些特殊情况，在适当的时候对评级方法论的运用方式做出调整。