

作者：申学峰
邮箱：research@fecr.com.cn

中外信用评级机构商业地产行业评级技术比较

摘要

本文对国内外主要评级机构的商业地产行业信用评级技术进行横向比较，重点分析不同机构在评级对象、评级框架、评级要素和级别调整因素几个方面的异同。

在评级对象方面，标普和穆迪是以全球范围内的商业地产公司为对象，范围包含了 REITs 类公司。国内评级机构评级对象限于国内公司，且不包含 REITs。国内机构对商业地产的界定也有细节差异，中诚信与新世纪界定的范围是出租商业类物业的公司，而远东资信还划入了销售商业物业的公司。

在评级框架方面，标普使用的是矩阵方法，即先分析业务风险、财务风险，根据两个维度的分析结果通过矩阵映射得出基准等级。穆迪、中诚信、新世纪和远东资信则使用线性加权评分方法，即先对每个因子进行打分，分数按权重线性加总得出对应基准等级。最后在基准等级上进行级别调整得出最终主体等级。

在评级要素与指标方面，对比标普和穆迪，标普的指标设置较为全面，包含了大部分需要考虑的因素，而穆迪的评级指标数量相对较少。标普评级中考虑的盈利能力、资产估值与折旧等指标没有被穆迪的模型所覆盖。对比国内机构，新世纪和远东资信使用了较多的财务数据作为定量指标，中诚信相对使用了更多定性指标。新世纪衡量了宏观环境和行业风险，而中诚信和远东资信则没有考虑。

在级别调整因素方面，对比标普和穆迪，除穆迪的调整因素比标普的明显更多之外，标普的级别调整因素大多通用于其他行业，而穆迪针对行业的特点选择级别调整因素。对比新世纪和远东资信的级别调整设置，新世纪调级依据的大部分是财务相关的因素。

相关研究报告：

1. 《土地供应显著增加，行业债券信用利差逐步下降——2021年3月房地产行业观察与债市运行动态》，2021.4.9
2. 《国内康养地产的发展现状、前景及其对房企财务的影响》，2021.4.6
3. 《土地成交大幅减少，重点城市土地出让“两集中”——2021年2月房地产行业观察》，2021.3.9
4. 《商品房成交热度不减，房企融资新规开始施行——2021年1月房地产行业观察》，2021.2.10
5. 《2021年中国住宅地产行业信用展望》，2021.2.8

一、概述

商业地产即作为商业用途的地产，区别于以居住功能为主的住宅房地产、以工业生产功能为主的工业地产。商业地产是通过合理运营实现房地产升值、获取回报的房地产投资品，包括传统商铺、专业市场、商业街、社区商业中心、大型购物中心、百货商场、休闲或娱乐商业、办公楼、写字楼等。我国商业地产行业起步晚，且经营模式与国外发达国家有所不同，因而国内外评级机构在行业评级技术上存在一定差异。

本文将不同信用评级机构公开披露的商业地产行业评级技术文件进行横向比较，重点分析国内外评级机构在评级方法与模型上的相同和不同之处。根据国内外主要评级机构披露的信息（见表1），目前标普、穆迪、中诚信、新世纪、远东资信已披露专门针对商业地产行业的评级技术文件，联合资信的房地产行业评级技术文件涵盖了商业地产，而中证鹏元、东方金诚、大公尚未披露覆盖商业地产行业的评级技术文件。需要注意的是，标普定义的 Real Estate Industry 特指商业运营类的房地产，不包含房地产开发。

表 1：中外信用评级机构商业地产行业（企业）信用评级方法一览

| 评级机构名称 | 简称 | 评级方法与模型名称 | 发布/更新时间 |
|----------------------------|------|--|------------|
| S&P Global Ratings | 标普 | Key Credit Factors for the Real Estate Industry | 2020/04/01 |
| Moody's Investors Services | 穆迪 | Rating Methodology: REITs and Other Commercial Real Estate Firms | 2018/09/10 |
| 中诚信国际信用评级有限责任公司 | 中诚信 | 房地产行业（商业）评级方法 | 2018/06/29 |
| 联合资信评估股份有限公司 | 联合 | —— | —— |
| 上海新世纪资信评估投资服务有限公司 | 新世纪 | 房地产租赁行业信用评级方法 工商企业评级模型（房地产租赁） | 2021/01/06 |
| 中证鹏元资信评估股份有限公司 | 中证鹏元 | —— | —— |
| 东方金诚国际信用评估有限公司 | 东方金诚 | —— | —— |
| 大公国际资信评估有限公司 | 大公 | —— | —— |
| 远东资信评估有限公司 | 远东资信 | 中国商业地产行业企业信用评级方法与模型 | 2020/05/19 |

资料来源：评级公司官网，远东资信整理

二、评级对象比较

标普和穆迪的商业地产行业评级方法针对的是全球范围内的公司，包括 REITs（房地产投资信托）和房地产运营公司。此处定义的 REITs 是指持有并运营商业地产的公司实体，与国内以基金形式运营的 REITs 有本质的区别。REITs 及其他形式的房地产运营公司的具体经营模式千差万别，企业可以通过不动产交易赚取差价，也可以通过对

外租赁获取租金。为了明确评级范围，穆迪和标普将评级对象限定为主要收入来自房地产租金的公司。具体经营的房地产类型可以是一般意义上的商业地产，也可以是工业地产。

国内评级机构的评级方法适用范围是国内的公司。由于和发达经济体的房地产经营模式存在明显差异，国内没有成熟的股权类 REITs 市场，因而国内机构的商业地产行业评级方法的评级对象不含 REITs 类公司。

与标普和穆迪两家评级对象界定基本一致所不同的是，国内各信用评级机构在商业地产行业具体评级对象的界定上存在一定差异。根据披露的评级方法文本，中诚信评级方法的适用对象为持有商业物业租金收入超过其最近一期营业收入 50% 的房地产企业。新世纪的评级方法适用于从事物业租赁相关业务，且满足以下条件之一的企业：营业收入以租金收入为主（50% 及以上）；毛利润主要来自物业租赁及服务业务（50% 及以上）；资产主要布局投资物业资产（50% 及以上）等。其物业业态包括商场、写字楼、公寓、工业厂房、物流仓库、文体场馆等。远东资信适用于商业地产行业评级方法和评级模型的企业主要是指：商业地产行业相关业务（包括商业地产销售、出租）的营业收入占企业营业收入总额的比重大于或等于 50% 的企业。

将三家机构评级方法的适用对象进行比较：中诚信的方法适用对象限定于经营商业物业并以租金为主要收入的公司；新世纪的方法适用对象既包括经营商业物业的公司，也包括经营工业厂房的公司，且不限定公司必须以租金为主要收入；而远东资信的方法适用对象是销售或出租商业地产的公司，评级对象囊括了主营商业地产开发的公司。从国内目前房地产行业公司经营形式看，经营商业地产的企业通常同时是商业地产的开发商，很难将商业地产的销售和自持运营进行严格的划分。因此远东资信将销售和出租商业地产的公司都划入评级对象更合理。

表 2：各信用评级机构商业地产行业（企业）信用评级的对象

| 评级机构 | 评级方法与模型名称 | 评级对象 | 适用区域 |
|------|--|--------------------------------------|------|
| 标普 | Key Credit Factors for the Real Estate Industry | REITs, 房地产运营公司 (以租金为主要收入, 物业业态不限) | 全球 |
| 穆迪 | Rating Methodology: REITs and Other Commercial Real Estate Firms | | |
| 中诚信 | 房地产行业（商业）评级方法 | 出租商业物业的公司 | 国内 |
| 新世纪 | 房地产租赁行业信用评级方法 工商企业评级模型（房地产租赁） | 持有或出租商业物业（含工业物业）的公司 | |
| 远东资信 | 中国商业地产行业企业信用评级方法与模型 | 销售或出租商业物业的公司 | |

资料来源：评级公司官网，远东资信整理

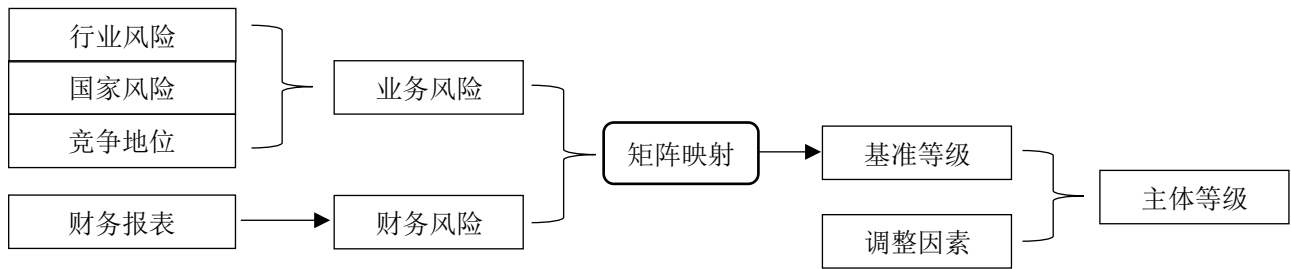
三、评级框架比较

主体信用级别的产生大致可分为两步，首先是分析对所有主体来说都需要考虑的基础因素，并得出基准级别，然后再针对不同的个体考虑级别调整因素，在基准级别上进行调整得出最终评级。不同评级机构在得出基准级别时使用了不同的方法，其中一类用的是矩阵的方法，另一类用的是线性加权评分法。

（一）标普的评级框架

标普得出基准级别使用的是矩阵方法，即先从业务风险、财务风险两个维度分析商业地产公司，根据两个维度的分析结果通过矩阵映射得出基准等级。其中业务风险既包含行业风险、国家风险等只能定性衡量的因素，也包含竞争地位等可以用业绩数字定量衡量的因素。财务风险则是与会计相关的风险因素，主要通过定量的财务数字来衡量，包括会计报表中主要科目的数据和根据会计数据计算的各种比率。在得出基准等级后，标普还重点分析商业地产公司的评级调整因素，在进行级别调整后得出最终的主体信用评级符号。

图 1：标普的商业地产行业信用评级框架

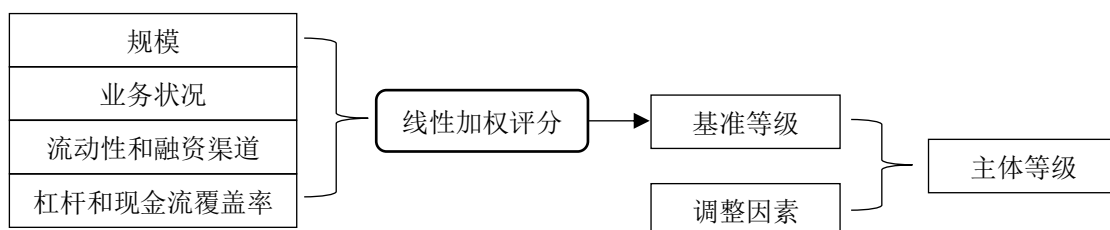


（二）穆迪、中诚信、新世纪和远东资信的评级框架

与标普使用矩阵方法不同的是，穆迪、中诚信、新世纪和远东资信在得出基准级别时使用的是线性加权评分方法，即先根据商业地产行业的风险特征挑选对主体评级最重要、且对所有主体来说都需要考虑的因子，并为每个因子赋予影响权重。针对每个主体，分别从所选因子的角度进行打分，各项分数按权重线性加总后得出基准信用评分，进而得出总分数对应的基准等级。最后在基准等级的基础上，针对不同主体考虑其他因素进行级别调整，得出最终主体等级。

以穆迪为例，其根据商业地产行业的风险特征选择评级因子，并将所选因子按照属性划分为规模、业务状况、流动性和融资渠道、杠杆和现金流覆盖率等四类。与穆迪类似，已披露商业地产行业评级技术的三家国内机构也从各自的分析出发选取因子并将因子划分类别。国内机构和穆迪不同的是，由于穆迪的评级对象是全球范围内的企业，不同企业之间在经营环境等方面差异较大，而国内机构的评级对象是中国企业，企业之间的经营环境等差异相对较小。因此穆迪在评级框架中对基准等级打分设置的因子数量相对较少，而针对不同主体设置了很多调整因素。国内机构的评级框架中基准等级打分所用的因子相对更多，而针对个体的调整因素相对较少。

图 2：穆迪的商业地产行业信用评级框架



四、评定基准等级的要素与指标比较

标普和穆迪的评级对象是全球范围内的商业地产企业，且其商业地产企业包含了REITs这种国内没有的类型，而国内机构评级的对象限于中国商业地产企业。因此标普和穆迪在得出基准级别时考虑的要素及使用的具体指标体系和国内机构的有很大区别，需要将国外和国内机构的指标体系分开比较。本节首先将标普与穆迪的评级指标进行比较，再将国内机构的评级指标作互相对比。

（一）标普与穆迪评级指标的对比

1. 标普的评级指标体系

标普的指标可以分为两类，一类是关于企业经营环境风险的指标，另一类是关于企业个体经营风险的指标。

企业经营环境风险包括行业风险与国家风险。其中行业风险就是所有商业地产行业企业共有的风险，标普分别从周期性、竞争风险和增长前景的角度对其进行定性分析。对于每个商业地产企业来说，其行业风险都是相同的，因此标普直接确定了行业风险各个子指标的度量结果，例如周期性定为中等水平，产品、服务和技术变革的风险定为低水平。由于评级对象是全球企业，标普还考虑国家风险，国家风险主要从主权经济波动、税收政策、法律制度等方面进行度量。

企业个体经营风险是除环境风险之外、由主体自身特征决定的风险。从具体度量所使用的子指标看，标普主要覆盖分析了企业战略与运营、业务规模与资产质量、盈利状况、现金流、财务杠杆等个体经营风险要素。除此之外，标普还特别考虑了物业资产的估值因素。对于商业地产企业，一方面物业资产在总资产中占比很高，物业价值的升降对企业的价值有很大影响；另一方面物业资产也是企业持续经营的资本，其计价和折旧方式会显著影响核算的会计利润。

表 3：标普的商业地产行业评级指标

| 一级指标 | 二级指标 | 三级指标 | 四级指标 | 具体度量方法 |
|------|------|-----------|---------------|------------------------------------|
| 业务风险 | 行业风险 | 周期性 | | 定性（中等风险） |
| | | 竞争风险和增长前景 | 行业进入壁垒的有效性 | 定性（中等风险） |
| | | | 行业利润率水平和趋势 | 定性（低风险） |
| | | | 产品、服务和技术变革的风险 | 定性（低风险） |
| | | | 增长趋势变动的风险 | 定性（低风险） |
| | 国家风险 | | | 经济波动，税收政策，法律制度，融资渠道，市场数据公开透明程度 |
| | 竞争地位 | 竞争优势 | 资产质量 | 物业的区位、新旧、持有周期、规模，租户及买家，出租净收入，租金收益率 |
| | | | 市场地位 | 市场份额，企业规模排名，企业定价权 |
| | | | 经营战略 | 创造竞争优势的能力，管理团队经验，并购与出售资产的能力 |
| | | 规模、范围和多元化 | 规模 | 物业数量及市场价值 |
| | | | 范围和多元化 | 地理分布，物业种类，客户种类 |
| | 经营效率 | | | 成本结构，营运资本管理，经营流程 |

| 一级指标 | 二级指标 | 三级指标 | 四级指标 | 具体度量方法 |
|--------------|---------|------|--------------|-------------------------------------|
| | | 盈利能力 | 盈利水平 | EBITDA/营收, 资产收益率 |
| | | | 盈利波动性 | EBITDA/营收, 资产收益率的标准差 |
| 财务风险 | 资产估值与折旧 | | | 物业估值的变动, 物业估值的方法标准 |
| | 现金流与杠杆 | 核心比率 | 总债务/EBITDA | —— |
| | | | EBITDA/费用化利息 | —— |
| | | | 固定费用覆盖率 | EBITDA/(费用化利息+资本化利息+定期偿还的债务本金+优先股息) |
| | 补充比率 | | FFO/总债务 | 注: FFO=净利润+折旧 |
| 总债务/(总债务+权益) | | | —— | |

资料来源: 标普官网, 远东资信整理

2. 穆迪的评级指标体系

从穆迪已披露的评级技术文件看, 穆迪在得出基准级别时使用的指标数量相对不多, 对于指标不能全面覆盖的诸多其他因素, 穆迪在评级调整时予以考虑。穆迪的评级指标主要覆盖了经营环境、业务规模与资产质量、现金流、财务杠杆等要素。

从指标的设置可以看出, 穆迪在对商业地产行业公司进行评级时考虑最多的因素是公司的财务杠杆水平。商业地产行业容易受到经济周期波动和商业环境变化的影响, 高杠杆经营商业地产企业在经营环境恶化的情况下更容易出现财务风险, 进而影响到企业的偿债能力。因此行业内企业的财务杠杆是否保持在合理水平对企业的持续稳健经营至关重要。

表 4: 穆迪的商业地产行业评级指标

| 一级指标 | 二级指标 | 具体度量方法 |
|----------|---------------|---|
| 规模 | 总资产 | —— |
| 业务状况 | 市场地位和资产质量 | 多元化(区域、行业及租户的集中度), 市场地位(是否在核心市场处领导地位、是否有定价权), 稳定性与需求(物业地段、出租率、租赁时长) |
| | 经营环境 | 宏观经济实力与波动性, 需求的波动性与弹性、房地产市场的流动性和透明度, 法律的稳定性与支持力度, 租金、资产价格及出租率的趋势 |
| 流动性和融资渠道 | 流动性和融资渠道 | 覆盖未来一年现金支出的流动性的规模和类型, 债务的期限结构, 分配利润, 资本市场融资渠道 |
| | 不受限资产/总资产 | —— |
| 杠杆和覆盖率 | (总债务+优先股)/总资产 | —— |
| | 净债务/EBITDA | —— |
| | 有担保债务/总资产 | —— |
| | 固定费用覆盖率 | EBITDA/(利息费用+资本化利息+优先股分红+信托优先分配+优先单位分配) |

资料来源: 穆迪官网, 远东资信整理

3. 标普与穆迪的对比

对比标普和穆迪的指标设置，流动性和融资渠道是穆迪商业地产行业评级所考虑的，而标普的指标中则没有直接衡量这两个因素的指标。标普只用到了EBITDA这个类现金流相关的指标，至于融资渠道则是在国家风险指标中作为了一个细分的度量维度。除流动性和融资渠道之外，穆迪的其他指标都能够在标普的评级模型中找到对应指标。但是穆迪在评定商业地产企业基准级别所用的指标数量较少，标普评级中考虑的盈利能力、资产估值与折旧等指标没有被穆迪的模型所覆盖。

标普的指标设置较为全面，包含了大部分需要考虑的因素，且指标结构与其他行业的大体相同，其二级指标中只有资产估值与折旧一项是针对商业地产特点所设置。因此标普的商业地产行业评级指标体系比较容易和其他行业的指标体系作对比，在修订模型时可以寻找不同行业可以共用的指标度量方法，逐步提高不同行业之间评级符号的可比性。

穆迪的评级指标数量相对较少，其针对商业地产行业的特点选择对预期违约率及损失率影响最大的几个因素作为评级指标。在分析违约与评级指标的相关性时，往往会遇到不同评级指标间存在多重共线性的情况。通过精简指标的数量可以降低多重共线性，提高模型中对因子赋予的权重的准确性。其他对个体企业来说很重要的因素则放在级别调整项中予以考虑。

(二) 中诚信、新世纪和远东资信评级指标的对比

1. 中诚信的评级指标体系

中诚信的评级指标主要覆盖了经营水平与市场地位、资产质量、现金流对债务的覆盖、财务杠杆等要素。在衡量债务时，中诚信使用了长期债务与短期债务的比例，即考虑了债务期限结构对未来现金流出的影响。在衡量现金流时，中诚信考虑了资本支出影响，如果企业处于经营的扩张期，资本的开支可能会产生除偿债外的大额现金流出。此外，中诚信还将外部支持因素纳入了评定基准级别的指标体系当中。

表 5：中诚信的商业地产行业评级指标

| 重要因素 | 次级指标 | 具体度量方法 |
|-----------|-------------|---|
| 市场地位 | 品牌知名度 | 在某一区域的市场渗透能力，在不同区域的品牌传播能力，市场占有率 |
| | 总资产 | 注：对用成本模式计量的投资性房地产科目给予提升处理 |
| 资产质量 | 持有物业区域分布 | 物业是否集中分布在一、二线城市核心地段，写字楼及高端购物中心是否集中分布在一线城市核心地段 |
| | 持有物业品质 | 是否为高品质的商业物业，如甲级写字楼、具有地标性质的物业 |
| | 抵押及受限资产占比 | —— |
| 财务杠杆及资本结构 | 净负债率 | —— |
| | 总债务/EBITDA | —— |
| | EBITDA 利息倍数 | —— |
| 流动性及资金来源 | 货币资金/短期债务 | —— |
| | 债务期限结构 | 短期债务/长期债务 |

| 重要因素 | 次级指标 | 具体度量方法 |
|----------|-------------|--|
| 现金流及盈利能力 | 融资能力 | 与国内主要银行的合作情况、获得授信的总额、未使用授信的额度以及银行贷款融资条件等，过往公开市场融资历史 |
| | 营业毛利率 | —— |
| | EBITDA/营业收入 | —— |
| 定性因素 | EBITDA/资本支出 | 注：资本支出一般包括未支付土地出让金、建安及改造成本以及项目并购 |
| | 多元化 | 经营物业业态多元化程度，是否涉及其他业务 |
| | 公司治理与管理 | 财务报告质量，股权关系、关联方关系等，管理层的经营理念、战略方针、战略实现能力、应对突发事件的能力及管理方面的历史记录等情况 |
| | 外部支持 | 股东对子公司的支持意愿（从股东的发展战略、企业在集团未来业务发展中的地位、股东持股比例等方面评价） |

资料来源：中诚信官网，远东资信整理

2. 新世纪的评级指标体系

新世纪的评级指标主要覆盖了经营环境、企业战略与运营、规模与盈利能力、现金流、财务杠杆等要素。新世纪的指标大部分是用可量化的财务数据进行度量，较少使用定性指标。通过减少定性评价，可以降低主观判断对评级结果的影响。此外在财务类指标的具体度量方法上，新世纪根据商业地产行业特点作了一些特别的调整。例如其使用了经调整的EBITDA（EBITDA-公允价值变动收益），其计算资产负债率时剔除了预收款项或合同负债。

表 6：新世纪的商业地产行业评级指标

| 一级要素 | 二级要素 | 三级要素 | 具体度量方法 | |
|------|--------|-----------|------------------------------------|-------------------------|
| 业务风险 | 宏观环境 | | —— | |
| | 行业风险 | | —— | |
| | 市场竞争 | 营业收入 | | —— |
| | | 总资产 | | —— |
| | | 项目地理位置及区位 | | 物业所在城市能级、物业所在区位状况 |
| | 盈利能力 | 业务多样性 | | 业务区域，产品类型，租户类型，租赁期限的多样性 |
| | | 营业利润率 | | —— |
| | | 租金回报率 | | 租赁收入对投资性房地产的比率 |
| | | 总资产报酬率 | | —— |
| | 公司治理 | 未来盈利变化 | | 未来经营业绩变化趋势 |
| 组织结构 | | | 实际控制人，组织架构设置，以及对子公司的控制力 | |
| 财务风险 | 财务政策风险 | 战略与管理 | 治理结构，管理水平，战略制定及执行，关联交易及往来，有关重要奖惩记录 | |
| | | 财务政策影响 | 财务政策的合理性和稳健性 | |
| | | 重大或有事项影响 | 或有事项的实质影响 | |
| | | 信用信息记录影响 | 控股股东、实际控制人或保证人等的外部信息查询情况 | |

| 一级要素 | 二级要素 | 三级要素 | 具体度量方法 |
|------|-----------|------------------|---|
| | 会计政策与质量 | 会计政策 | 会计政策的稳健性和合理性 |
| | | 会计信息质量 | 审计意见类型 |
| | 现金流状况 | 经营性现金净流入量/流动负债 | —— |
| | | 经调整的 EBITDA/刚性债务 | 注：经调整的 EBITDA=EBITDA-公允价值变动收益 |
| | | 经调整的 EBITDA/利息支出 | 注：利息支出=列入财务费用的利息支出+资本化利息支出 |
| | | 现金流趋势 | 未来现金流变化趋势 |
| | 负债结构与资产质量 | 经调整的资产负债率 | (总负债-预收款项或合同负债)/(总资产-预收款项或合同负债) |
| | | 长短期债务比 | —— |
| | | 资产受限程度 | 受限资产规模以及对企业信用质量的影响 |
| | | 资本补充能力 | 增资，债转股，经营积累和分红政策 |
| | 流动性 | 短期刚性债务现金覆盖率 | (期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额+期末应收款项融资余额)/期末短期刚性债务余额 |
| | | 速动比率 | —— |

资料来源：新世纪官网，远东资信整理

3. 远东资信的评级指标体系

远东资信的评级指标主要覆盖了企业管理、规模与业务分布、盈利能力与运营效率、现金流对债务的覆盖、财务杠杆等要素。从子指标的选取来看，远东资信的指标大部分也是用可量化的财务数据进行度量，对于少数难以获取度量数据的指标，远东资信使用了定性的方法。通常情况下财务数据较其他类型的数据的质量更高，可以用来更可靠地度量指标；且增加定量指标比例，有效降低了主观判断对评级结果的影响，有利于提高评级质量和可靠性。

表 7：远东资信的商业地产行业评级指标

| 一级指标 | 二级指标 | 具体度量方法 |
|------|------------|----------------------------|
| 企业运营 | 运营能力及品牌成熟度 | 公司物业运营经验及运营系统完善程度 |
| | 区位分布 | 项目区位以及周边商业环境成熟度 |
| 企业管理 | 公司治理 | 公司治理结构完善程度，内控制度，执行情况 |
| | 融资能力 | 融资渠道的多元化程度，融资的畅通性，融资成本的高低等 |
| 企业规模 | 总资产 | —— |
| | 净资产 | —— |
| | 租金收入 | —— |
| 财务杠杆 | 资产负债率 | —— |
| | 总债务资本化比率 | —— |
| 运营效率 | 总资产周转率 | —— |
| | 存货周转速度 | —— |
| 盈利能力 | 毛利率 | —— |

| 一级指标 | 二级指标 | 具体度量方法 |
|------|---------------|--------|
| | 净资产收益率 | —— |
| 偿债能力 | 总债务/EBITDA | —— |
| | EBITDA 利息覆盖倍数 | —— |
| | 货币资金/短期债务 | —— |

资料来源：远东资信整理

4. 中诚信、新世纪和远东资信的对比

对比国内机构的商业地产行业评级指标，最突出的特点就是新世纪和远东资信使用了较多的财务数据作为定量指标。与新世纪和远东资信相比，中诚信相对使用了更多的定性指标，例如其指标体系中的品牌知名度、持有物业品质等。

另外一个显著差异是新世纪使用了宏观环境和行业风险两个指标来衡量企业的经营环境风险，而中诚信和远东资信则没有设置直接衡量经营环境的指标。对于国内商业地产企业来说，宏观环境和行业风险是所有该行业内企业所共有的风险，考虑商业地产的宏观环境和行业风险不会增加商业地产行业内企业之间的风险区分度，但是可以提高商业地产企业评级和其他行业企业评级之间的可比性。在中诚信的商业地产行业评级技术文件中未披露宏观环境和行业风险的具体度量方法。

五、级别调整因素比较

标普的基本评级指标已经覆盖了大部分需要考虑的因素，因此其级别调整因素数量相对不多。标普考虑的级别调整因素包括多元化经营、债务的结构（期限/币种/利率）、流动性、财务政策、公司治理和管理情况等。

穆迪设置的评级基本指标数量较少，因此其在得出最终主体评级时考虑了很多级别调整因素。穆迪的级别调整因素包括：物业项目开发模式、合资经营情况、处置资产的收入、管理层的历史表现、高管激励、管理策略与风险偏好、房地产周期、资产是否受限、债务追索权、环境与社会 responsibility、股东或政府支持等等。

对比标普和穆迪的级别调整因素，除了穆迪的调整因素比标普的明显更多之外，两家评级机构选择具体因素的出发点也有明显不同。标普按照一个可以在不同行业通用的范式来确定商业地产行业的级别调整因素，例如资本结构、流动性等都是对所有公司可适用的因素。而穆迪则是一方面考虑所有公司通用的调整因素，另一方面考察商业地产行业的具体特征，针对行业的特点选择可能会产生重大影响的级别调整因素，例如房地产周期、非受限资产质量等都是只在分析商业地产相关行业时才需要特别关注的因素。

从国内评级机构公开披露的商业地产行业评级技术文件看，新世纪、远东资信在评级中考虑了级别调整，中诚信未披露级别调整因素。对比新世纪和远东资信的级别调整设置，新世纪调级依据的大部分是财务相关的因素。

新世纪设置的可能导致上调的因素有极强的资本实力、突出的市场地位、强劲元现金获取能力、显著的营收规模、明显的资产估值优势等，其设置的可能导致下调的因素有持续或重大亏损、财务杠杆持续高企并对信用质量构成实质影响、流动性风险异常突出等。此外新世纪还考虑外部支持对级别的影响。

远东资信设置的可能导致级别上调的因素有股东支持、不动产的计量方式。如果股东为央企、大型国企或实力很强的民营企业且能为公司经营提供支持，则在基准级别上进行调升。可能导致级别下调的因素有受限资产、非经常性损益、负面事件、对外担保、未决诉讼、信用记录、财务信息质量等。如果存在企业资产受限比例很大、非经常性损益占盈利比例很高、发生重大负面事件等情况，则在基准级别上进行调降。

【作者简介】

申学峰，中央财经大学金融学硕士，研究部助理研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座11层
电话：010-57277666

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层
电话：021-61428000

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。