

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充分考虑中国宏观环境、行业环境的影响，在评级指标的设立上也没有充分考虑国内房地产行业的特点，需要结合行业现实改进。

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再融资能力变差；⑥表外融资较多；⑦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 股上市房地产开发企业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 15% ii) 标准市场的房企：债务/(债务+权益) 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。但是部分房企特有指标的纳入可能并不合理，例如按照模型打分，项目储备越多信用评分越高，而实际情况是房企项目储备太多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。联合资信的评级框架忽略了在房地产行业非常重要的融资能力，而且其在具体指标设立方面可能也忽略了部分对房企影响重大的财务指标。例如国内房企在财务方面都面临“三道红线”负债指标的约束，联合资信只考虑了“三道红线”中的现金短债比指标。

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
财务风险	现金流	企业管理	法人治理结构、管理水平
		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存在的一些问题

1.部分评级方法没有充分考虑宏观环境、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，房地产行业的需求会受到宏观经济的影响。当宏观经济处于上行周期时，随着人均购房需求的增加，房地产行业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；而当宏观经济处于下行周期时，随着人均购房需求的下降，房地产行业企业手货值去化减慢，现金流趋紧，行业竞争加剧，部分企业的信用风险提升。

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. 指标设立没有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和国内债券市场相脱节。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“三道红线”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，还需要将这些因素纳入。

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

2018 至 2019 年出现的第一波房企违约潮,主要的背景因素就是 2017 年开始的新一轮房地产调控。2021 年出现的第三波违约潮,则主要是因为 2020 年下半年出台了“三道红线”规则及房地产贷款集中度管理政策。可以看出,对于国内房地产业来说,行业政策的显著收紧对房企影响巨大,很容易导致行业内资质偏弱、杠杆偏高的房企出现基本面迅速恶化,甚至整个行业信用资质的下降,这是近几年国内房地产行业的一个突出特征。而且在政策收紧情况下,国内一些房企低估了政策冲击的力度和持续时间,甚至采取了逆势扩张的策略,加剧了自身信用风险。

2. 激进扩张(在房地产领域扩张或多元化扩张)

在早前的房地产快速发展阶段,很多房企盈利良好,利用盈利资金向其他行业扩张。部分房企在扩张过程中投资步伐过快,耗用了公司大量现金,甚至出现投资项目大幅亏损的情况,导致自身资金面紧张。例如已违约的北京

华业资本控股股份有限公司、银亿股份有限公司、国购投资有限公司、上海三盛宏业投资(集团)有限责任公司等，都是因为非相关领域过度扩张引发了债务危机。

除过度多元化扩张外，还有一些房企是因为主业扩张步伐过快而引发债务危机。在房地产市场增速放缓后，一些房企仍希望通过举债融资、大量拿地来实现规模跨越式发展。例如天津房地产集团、四川蓝光发展、新力控股这几家房企原本都是地方性房企，后来向全国范围内扩张业务，为购置土地项目耗用了大量债务资金，最后因资金断裂而违约。

3. 存量项目去化过慢

房地产项目开发前期需要投入大量资金，而且行业内普遍采用高杠杆经营策略，项目投入资金大部分来源于债务融资。如果项目开发环节受阻或项目销售困难，就会导致大量资金沉淀在存量项目上无法及时回款，引发债务危机。例如在新冠疫情爆发初期，国内房地产销售出现了大幅下滑，很多地产项目开发一度暂停，继而引发了国内的第二波房企违约潮。

除疫情冲击会导致项目去化放缓外，项目的类型、区位也可能是去化慢的原因。例如泰禾集团开发了很多高端地产项目，当代置业专注于建筑成本较高的绿色地产项目，这些项目的销售价格大幅高于普通商品住宅价格，在市场需求放缓的情况下就出现了库存积压，导致房企回款受阻。又例如华夏幸福主要围绕产业新城项目开发商办物业和住宅物业，阳光100中国投资建设了多个文旅项目，这些项目的特点是资金回收期很长，在房企缺少长期资本、不足以支撑其项目投资时就出现了违约。此外，一些特定类型项目监管政策的变动也可能导致项目去化放缓，例如中弘控股在海南开发的商办项目就因不符合政策要求而被地方政府暂停。

4. 资产质量不佳或资产受限

房地产企业在出现流动性困难时，可以考虑出售部分资产回收现金。但是一些房企的存量项目因为区位不佳，其变现价值可能远低于公司资产负债表中的账面价值，即使资产变卖也只能回收少部分资金。

还有一些房企为了向信托公司等机构获取非标融资，已将旗下资产大量抵押。当房企出现债券兑付困难时，已抵押资产无法及时变现，不能支撑房企偿付短期债务。例如重庆协信远创在违约前夕，大部分资产都处于抵押受限状态，债权人很难通过执行其资产获得偿付。

此外，2021年还出现了房企货币资金受限这一新情况。今年很多地方加强了对商品房预售资金的监管，预售资金只能用于对应项目的开发支出，房企无法自由调度用于偿债。因此有些房企在违约时尽管账面上仍有大量货币资金，但其中大部分可能已处于受限状态，并不能用于偿付到期债务。

5. 再融资能力变差

在“三道红线”规则出台后，高负债房企的债务规模被严格限制，很多房企再融资活动受阻。例如2021年违约的房企基本都出现债务再融资能力变差的情况。而且在行业下行阶段，金融市场对高风险房企会进一步收紧信用，

导致其融资能力快速恶化。例如近期房地产行业下行引发多只美元债违约后，国内房企美元债发行规模骤降，依赖美元债融资的房企再融资能力变差。

不仅债券市场收缩会冲击房企再融资能力，银行等机构的抽贷行为也会冲击房企的融资能力。例如花样年控股在今年10月份突然被银行拒绝提供贷款，直接引发了债券违约。因此在分析高风险房企信用时，到期债务是否能接续至关重要，需要重点考察其再融资能力的影响。

6.表外融资较多

国内很多房企为了满足负债指标监管要求，对财务报表进行一定程度修饰，将部分债务转移出资产负债表或债务修饰成权益。例如一些房企的资产负债表中有大额的少数股东权益，同时公司对外提供了大额担保，其少数股东权益名义上是与其他公司合作开发项目所产生，但实际上房企未来需要回购这部分少数股东权益，名义上的权益实际上是以资产提供担保的债务。还有一些情况下，房企直接以少数股东的名义参与地产项目投资，但实际上房企对项目具有主导权，这种情况下项目公司的债务并不直接计入房企合并报表，实现了负债的出表。

这些表外隐藏的债务一旦到期将会大量消耗房企现金，容易引发流动性危机。

7.非标债务逾期

房地产行业的融资渠道有很多，房企可以通过债券、银行贷款等标准化渠道获得资金，也可以通过信托贷款、商业票据、往来款等非标准渠道融资。有些房企在出现债券违约前，其对供应商发行的商业票据已经出现了逾期支付，或者已经开始拖欠供应商贷款。这些先于债券违约的非标债务逾期是信用状况恶化的前兆，对预判未来的违约有重要的参考意义。

（三）对现有评级框架的改进建议

1.经营类指标的改进

在经营类指标方面，可以结合国内房地产行业特点增加如下指标。

①行业政策风险：国内房地产企业深受行业大环境的影响，因此在信用评级框架中，应当将行业政策作为重要的背景因素纳入考量。在具体评价方法上，可以将行业政策风险划分为数个等级，结合政策实际影响进展与定性分析确定行业政策风险的等级。

②土地储备：房企采用稳健还是激进的拿地策略，很大程度上决定了其信用风险基调。可以通过分析房企历年新增土地建筑面积的变化、房企存量土地规模与净资产的比值来判断房企土地储备是否过于激进。

③销售回款步伐：国内一些房企采取高杠杆、高周转的经营模式，资金链绷得很紧，一旦有几个月的销售回款放缓，资金面就可能快速恶化。所以跟踪房企高频的销售回款情况有助于及时预测信用风险。

④多元化经营：房企超出资金承受能力的多元化经营容易引发流动性危机，可以分析房企在主业之外的投资、相关投资的收益情况来判断是否有多元化经营拖累信用质量的情况。

⑤资产的质量：质量差的资产不容易出售变现，可以通过分析房企土地项目的城市分布、地段分布、项目类型等信息来判断资产质量情况。

⑥受限资产：房企资产受限会影响其变现，降低企业偿债能力。可以考察房企是否已经将大部分资产用于抵押担保，或账面货币资金已处于专户监管来判断资产受限程度及其对信用的负面影响。

⑦再融资能力：能否获得再融资对债务接续至关重要，评估再融资能力的角度包括银行等金融机构的授信、债券市场对个体风险的态度、供应商给予的商业信用等，甚至监管部门态度也会对再融资能力产生影响。

2. 财务类指标的改进

在财务类指标方面，可以考虑根据国内房企财务特点及监管政策纳入以下指标。

①“三道红线”负债指标：目前国内房企的负债规模都面临剔除预收款后的资产负债率、净负债率和现金短债比这三个指标的约束，三个指标越过红线的房企债务融资受到限制，对信用风险影响很大。即使在“三道红线”出台之前，考虑到国内房地产行业普遍采取预售方式，剔除预收款后的资产负债率也是一个能更好反映国内房企负债水平的指标。

②少数股东权益/净资产：国内一些房企存在较多“明股实债”的表外债务，通过分析房企少数股东权益与净资产的比例可以甄别一些表外债务可能较大的房企。

③营业收入/(存货+合同资产)：国内房企的存量项目主要体现在存货与合同资产两个会计科目上，通过分析营业收入与存货、合同资产的比值可以判断房企的存量项目周转情况，周转较慢的房企就可能面临回款放缓的困境。

④应付票据和应付账款的增长率：房企如果应付票据和应付账款出现了过快增长，可能是供应商贷款或建筑承包款出现了延期支付，对潜在的债券违约风险具有预警作用。

三、制定适用于国内房地产行业的财务类指标评分卡

考虑到中国房地产行业的特点，可以选取适用于国内房企信用风险评估的财务指标，并建立财务风险评分卡。

(一) 选取财务指标

结合国外评级机构房地产行业信用评级方法和国内房地产行业特点，可以考虑使用如下财务指标（见表8）建立财务风险评分卡。

表 8：待选财务指标

指标类型	指标名称	计算方法
负债或资本结构	剔除预收款后的资产负债率	$(\text{负债}-\text{预收账款}-\text{合同负债})/(\text{总资产}-\text{预收账款}-\text{合同负债})$
	净负债率	$(\text{有息负债}-\text{货币资金})/\text{权益}$
	现金短债比	$\text{货币资金}/\text{短期有息负债}$
	债务/EBITDA	$\text{有息负债}/(\text{利润总额}+\text{利息费用}+\text{折旧与摊销})$
	债务/资本	$\text{有息负债}/(\text{有息负债}+\text{权益})$
	净债务/净不动产	$(\text{有息负债}-\text{货币资金})/(\text{存货}+\text{合同资产})$
	少数股东权益比例	$\text{少数股东权益}/\text{权益}$
盈利或营运能力	毛利率	$(\text{营业收入}-\text{营业成本})/\text{营业收入}$
	EBITDA/营收	$\text{EBITDA}/\text{营业收入}$
	土地项目周转率	$\text{营业收入}/(\text{存货}+\text{合同资产})$
现金流	经营性现金流/债务	$\text{经营活动现金流量净额}/\text{有息负债}$
	经营性现金流利息覆盖倍数	$\text{经营活动现金流量净额}/\text{利息费用}$
	EBITDA 利息覆盖倍数	$(\text{利润总额}+\text{利息费用}+\text{折旧与摊销})/\text{利息费用}$
规模	营业收入	营业收入
	EBITDA	$\text{利润总额}+\text{利息费用}+\text{折旧与摊销}$
其他	利息/(营收+新增预收款)	$\text{利息费用}/(\text{营业收入}+\Delta\text{预收账款}+\Delta\text{合同负债})$
	应付款项增长率	$\text{本期末应付票据及应付账款}/\text{上期末应付票据及应付账款}-1$

资料来源：远东资信整理

为了筛选出合适的财务指标，此处以 A 股主营房地产开发业务的上市房企、已违约的发债房企为样本作 logistic 回归。样本的因变量是房企违约与否（违约为 1，未违约则为 0），自变量为上述 17 个财务指标，并采用 2017 年至 2021 年 11 月期间的的面板数据。通过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（见表 9）。其中营业收入指标的系数为正，营收规模越大违约概率越高。可能在房地产行业信用评级中，规模大并不一定代表信用风险小，一些大型房企正是因为规模扩张激进而出现违约。

表 9：与违约显著相关的财务指标

	系数	p 值
现金短债比	-2.1610	0.0261
债务/EBITDA	0.0593	0.0164
净债务/净不动产	4.5252	0.0007
营业收入	0.0067	0.0613
利息/(营收+新增预收款)	6.0658	0.0742
Pseudo R-squared: 0.614		

资料来源：远东资信整理

（二）设置财务指标打分权重

在筛选出财务指标后，可以用这些指标为房企财务风险打分，具体打分权重可以通过层次分析法（PHP）设置。考虑到营业收入这个规模指标一般被用于评价企业经营风险，此处仅使用现金短债比、债务/EBITDA、净债务/净不动产、利息/(营收+新增预收款)这4个指标来评价财务风险，4个指标分别用A、B、C、D表示。

根据财务指标间的相对重要性，设置判断矩阵如下：

	A	B	C	D
A	1	3	4	2
B	1/3	1	2	1/2
C	1/4	1/2	1	1/3
D	1/2	2	3	1

此判断矩阵通过了一致性检验。根据判断矩阵计算得到A、B、C、D四个指标的打分权重分别为46.73%、16.01%、9.54%、27.72%。

（三）设置财务指标打分阈值

在设定每个财务指标的打分卡时，可以参照信用级别（AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC/C）将指标区间划分为8档，每一档阈值的设置方法如下：

①根据国内房地产行业信用风险特点，确定理想的房企信用级别分布曲线以及各信用级别主体占行业总体的比例；②将行业理想分布各档比例转为累积占比，再根据信用级别与财务指标档位的对应关系，确定财务指标各档阈值点比例；③统计国内房企在各财务指标上的实际表现，并对指标表现进行排序，根据各档阈值点的累积比例确定每档阈值；④根据计算得到每个指标的7个阈值点，可以将所有财务指标转换为1至8档。

结合财务指标打分权重、阈值，就得到最终的国内房企财务风险评分卡。

四、总结

国内房地产行业近年来经历了政策、疫情等诸多冲击，行业基本面出现了巨大变化，很多房企信用风险陡增，违约案例不断增加。因此如何准确评估房企信用风险成为评级行业和债券投资者非常关心的问题。但是目前国内外评级机构的房地产行业信用评级方法在政策风险评估、关键财务指标选取等方面可能还存在一些问题，有必要结合当下国内房地产行业现状和趋势，根据房企的信用特征对评级方法模型进行改进。

本文从国内房企违约案例出发，分析汇总了违约房企在经营和财务方面的一些特点，对房企信用评级指标提出了改进意见。最后本文从评级可选财务指标中选取了对国内房企违约风险影响最显著的几个财务指标，尝试建立一个贴近国内房企现实情况的财务风险评分卡。但是需要注意的是，房地产行业本身处在不断变化的过程中，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。因此对于评级行业来说，为了保证信用评级结果质量，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与模型。

【作者简介】

申学峰，中央财经大学金融学硕士，远东资信研究与发展部助理研究员。

【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机构。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，远东资信开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务，为中国评级行业培养了大量专业人才，并多次参与中国人民银行、国家发改委和中国证监会等部门的监管文件起草工作。

远东资信资质完备，拥有中国人民银行、国家发改委、中国证监会、中国银行间市场交易商协会和中国保险资产管理业协会等政府监管部门和行业自律机构认定的全部信用评级资质。



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：010-5727 7666

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：021-6142 0651

【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。