

商业物业抵押贷款证券化产品 信用评级方法及模型

(RTFB009202312)



东方金诚国际信用评估有限公司
Golden Credit Rating International Co., LTD.

目 录

一、概述	1
二、适用范围	1
三、评级思路	1
四、基础资产信用质量分析	1
五、交易结构分析	3
六、产品主要风险分析	4
七、现金流分析及压力测试	5
八、参与机构履约能力分析	6
九、本评级方法及模型局限性	6
附录一：资产证券化产品信用等级符号及含义	8

一、概述

（一）版本和制定日期

本方法及模型经公司技术委员会审议通过，版本编码为 RTFB009202312，自 2023 年 12 月 8 日起施行。

（二）制定说明

本方法及模型系根据东方金诚信用评级概念框架、监管和自律指引，结合商业物业抵押贷款证券化产品的信用风险特征制定，为东方金诚新增的评级方法及模型。

经测试，本次方法及模型的制定未对尚处于东方金诚信用等级有效期的受评对象评级结果产生影响。

二、适用范围

本方法与模型适用于基础资产为商业物业类抵押贷款，包括但不限于委托贷款、股东借款、信托贷款等或由前述资产形成的信托受益权的资产证券化产品，基础资产实际还款来源为商业物业运营收入，包括但不限于租金收入、酒店收入、停车费收入、物业管理收入等。

商业物业抵押贷款结构化融资是指发起机构/原始权益人以商业物业抵押贷款作为基础资产，将基础资产信托或出售给特殊目的实体（Special Purpose Vehicle, SPV），由 SPV 发行证券化产品，并由基础资产产生的现金流支付产品本金及收益。

三、评级思路

本方法与模型的目的是综合评估商业物业抵押贷款证券化产品的优先级本息获得及时足额偿付的可能性。本方法与模型采用定性分析和定量分析相结合的评级思路，其中定性分析主要包括基础资产信用质量分析、交易结构分析以及主要参与机构履约能力分析，定量分析主要包括现金流分析和压力测试。

四、基础资产信用质量分析

商业物业抵押贷款证券化产品基础资产未来现金流的持续稳定性，依赖于标的物业经营状况、标的物业运营主体的可持续运营和抵押物评估价值、变现价值等。由于标的物业运营所形成的现金流会受多重因素影响而不及预期，抵押物的变现价值也易受宏观及行业环境等因素的影响而出现波动，具有较大的不确定性，因此，基础资产信用质量重点分析重标的物业、运营主体和现金流。

（一）标的物业质量

1. 宏观、区域及行业环境

标的物业的运营状况受宏观及所属行业景气度波动影响较大。东方金诚对宏观环境的分析包括但不限于宏观/区域经济形势、区域产业结构、居民可支配收入和消费能力等，对行业的分析主要考察标的物业所属行业发展态势、行业供求关系和竞争格局等方面，其中对宏观及行业环境分析的要素和侧重点视标的物业所属行业的不同可能会有所差异，进而为判断标的物业运营现金流收入稳定性和增长空间，以及标的物业的评估价值合理性提供依据。

2. 标的物业层面

标的物业涉及行业广泛，业态多样，一般包括写字楼、综合性购物中心、酒店、公寓、工业厂房、仓储物流等，不同行业及业态的标的物业经营特征、运营模式也有所差异。东方金诚主要基于以下几个维度进行分析：

2.1 标的物业评估价值

物业资产估值方法主要有三种：市场比较法、收益法和成本法。东方金诚对标的物业评估价值的判断会基于标的物业的价值评估报告，结合物业价值评估逻辑、估值方法的运用以及估值合理性等方面进行综合评判。

2.2 标的物业运营状况

2.2.1 合法合规性

重点关注对标的物业权属状况、已有抵押、质押等权利限制情况等。

2.2.2 地理位置

商业物业的地理位置对标的物业的经营状况和估值均有重要影响，因此重点关注标的物业所处地区经济发展程度、城市区域、交通便利性、周围环境等。

2.2.3 周边竞争物业

重点关注标的物业所处区域同类型物业竞品的运营情况，以此判断标的物业的竞争力。

2.2.4 承租人、租金价格、出租率及收缴率

承租人综合实力、租期期限、集中度、关联关系等直接影响标的物业的现金流的稳定性。

东方金诚依据标的物业出租率、租金收入的历史表现，分析标的物业租金水平、租期分布、租金收取模式及收取频率、租金逾期、收缴率、租金增长率、空置情况等方面，判断标的物业未来现金流的可持续性和稳定性。

2.2.5 运营成本

运营成本主要分析管理费用、销售费用、保险费、房产税、增值税、土地使用税等税费。

（二）标的物业运营方履约能力

标的物业运营方的经营管理能力和财务状况会对标的物业未来持续稳定现金流产生重大影响。因此，东方金诚依据已公布的各行业企业主体评级方法，分析标的物业运营方的信用风险及履约能力，尤其关注运营管理方的运营资质、运营经验、经营战略、成本控制、物业维护等方面的管理能力。

五、 交易结构分析

东方金诚对商业物业抵押贷款证券化产品交易结构安排的分析主要基于交易文件，重点对现金流归集和分配安排、增信措施、信用触发机制等内容进行分析。

（一）现金流归集和支付机制

证券化产品需要建立相对封闭、独立的基础资产现金流归集机制，以缓释基础资产与其他资产混同以及被侵占、挪用等风险。本方法通过考察受评对象是否建立相对严格的现金流归集机制，评估其对受评产品本息偿付的影响程度。

现金流支付机制主要涉及以下几个方面的安排：一是税费的支付方式；二是证券化产品各档获得现金流分配的顺序；三是本金偿付方式以及不同增信措施或信用触发机制下的收益分配程序等，以规范和保障证券化产品持有人预期收益的实现。本方法通过对现金流支付机制的考察，评估其对受评产品本息偿付的影响程度。

（二）增信措施

外部信用增进措施是指由第三方向证券化产品提供本息偿付的保障，包括提供保证担保、差额支付承诺等。本方法通过考察外部增信提供主体的信用状况以及增信条款来判断外部增进措施的有效性。

（三）信用触发机制

信用触发机制指在交易中事先约定若出现相关的信用风险事件即采取预定的措施以加强对受评优先级本息偿付的保护。当出现不利于证券兑付的情形时，管理人/受托机构可以通过改变现金流归集频率、现金流支付顺序、处置标的物业、提前终止等方式最大程度保障受评优先级本息的兑付。

六、产品主要风险分析

（一）基础资产相关风险

标的物业相关风险包括标的物业运营现金流波动风险、标的物业评估价值下降风险、在先权利负担风险等。

1. 标的物业运营现金流波动风险

标的物业未来运营现金流的稳定性易受到外部经济环境，物业运营方运营能力、下游需求及定价水平、资产运营管理等因素的影响，东方金诚在现金流分析及压力测试部分将可能造成标的物业运营现金流不利影响的因素进行加压测试。

2. 标的物业评估价值下降风险

若产品需通过处置方式（包括但不限于处置标的物业等）偿付受评优先级本息，标的物业的处置价值可能受到届时宏观经济波动、相关行业及市场景气程度的影响。东方金诚在处置压力测试部分会考虑标的物业及相关资产评估价值下降的风险。

3. 在先权利负担风险

标的物业在产品设立前可能存在在先权利负担，进而影响 SPV 成为第一顺位抵质押权人。一般情况下，产品可通过设置在规定时间内办理完毕原权利负担解除及第一顺位抵押、未按时使 SPV 成为第一顺位抵质押权人时触发提前终止事件等措施缓释在先权利负担风险。

（二）交易结构相关风险

东方金诚对交易结构相关风险进行分析时，主要分析发起机构/资产服务机构/项目公司破产风险、混同风险、流动性风险等。

● 发起机构/资产服务机构/项目公司破产风险

对于证券化产品中尚未完全实现破产隔离的情形，证券化产品信用评级与发起机构/资产服务机构/项目公司的信用水平密切相关。发起机构/资产服务机构/项目公司经营和财务一旦陷入困境，资不抵债导致破产，在未完全实现破产隔离的情况下，基础资产涉及的标的物业将被作为破产财产进行清算，进而影响证券化产品本息的兑付。

● 混同风险

混同风险是指标的物业回收的现金流与证券化产品参与机构的其他资金混同在一起，当参与机构发生信用危机（如破产）时，难以准确界定或区分其资金来源及所有者，有可能导致信托财产遭受损失而引发的风险。

东方金诚在分析混同风险时，要关注资产服务机构的信用状况，同时考虑交易结构中是否有混同风险的防范措施条款，是否设置权利完善事件等。

● 流动性风险

流动性风险产生于标的物业当期现金流入与优先级产品当期各项税费支付和本息支付

所需现金之间的错配。流动性风险可能会引发证券化产品兑付不及时，触发加速清偿事件或违约事件等，进而影响整个交易结构的稳定性。

（三）法律风险

在现行法律和监管框架下，东方金诚重点关注交易结构中各参与方主体是否符合资格，关注基础资产是否真实、合法、有效、权属明确无争议，转让是否有效、合法，关注基础资产是否存在抵押、质押等第三方权利限制和权利负担的情形。若基础资产存在抵质押等第三方权利负担，需关注解除权利负担的可行性及相关风险缓释措施。

七、现金流分析及压力测试

（一）现金流模型

商业物业抵押贷款证券化产品的还本付息及相关税费支付主要依靠标的物业所产生的现金流，东方金诚基于标的物业的历史运营情况、基础合同的分析、现金流预测机构出具的现金流预测分析报告以及产品的兑付安排等构建现金流模型，通过模拟现金流入和现金流出，来测试现金流在各时点对受评产品本金和利息的偿付情况。

通常情况下，东方金诚采用现金流覆盖倍数（DSCR）和抵押率（LTV）来分析证券化产品的信用质量。

1. 现金流覆盖倍数（DSCR）

现金流覆盖倍数（DSCR）是指标的物业运营现金流扣除相关税费后对受评证券化产品优先级本息的覆盖倍数，DSCR 越高，表示标的物业运营现金流对受评优先级的保障程度越高。

东方金诚基于标的物业的历史运营表现以及第三方的现金流预测报告，测算每个兑付日的 DSCR，并在此基础上对证券化产品各档进行现金流压力测试，压力条件一般包括标的物业运营现金流下降的因素和产品发行利率较预期值上升等因素。

2. 抵押率（LTV）

抵押率（LTV）是指受评优先级本金发行规模与标的物业评估价值的比率。LTV 越低，受评优先级的保障程度越高，信用风险越低。

东方金诚参考专业评估机构出具的评估结果并对评估结果的合理性进行评估，进而测算得到标的物业的 LTV。对于依赖于标的物业及相关资产处置收入的商业物业抵押贷款证券化产品，东方金诚结合标的物业及相关资产的处置期限、处置税费等因素对其评估价值进行压力测试，压力条件主要包括评估价值下降等。

（二）压力测试

压力测试主要是通过调整现金流模型的相关假设，评估受评产品在压力情景下的表现。东方金诚在压力测试中遵循的基本假设包括：空置率上升、租金收入增长率降低、租金价格下降、收缴率下降、提高产品预期发行利率等。

若产品需通过处置方式（包括但不限于处置物业等）偿付受评优先级本息，考虑到标的物业的处置价值可能受到届时宏观经济波动、相关行业景气程度的影响，东方金诚在处置压力测试部分会考虑标的物业及相关资产评估价值下降的风险。

八、参与机构履约能力分析

（一）发起机构/资产服务机构/项目公司

发起机构/资产服务机构/项目公司的履约能力对证券化产品的信用水平有着重要影响。本评级方法对发起机构/资产服务机构/项目公司履约能力的考查主要是评估其主体信用状况，并重点关注其信用风险管理体系的完备性、资产管理水平和历史表现。

（二）受托机构

东方金诚对受托机构主要分析其操作风险与信用风险，考察受托机构是否具有相关资质，分析受托机构具体的管理流程、账户管理制度、风险隔离措施及防火墙制度等，分析受托机构团队的专业能力与操作经验。

（三）资金监管机构/资金保管机构

东方金诚对资金监管机构/资金保管机构重点考察其是否为证券化产品单独设账，在现金管理方面是否存在混用风险，是否建立了严格的现金收付管理制度，在技术条件上是否能满足管理需要。

（四）信用增进机构（如有）

信用增进机构的信用状况对资产支持票据的信用水平有重要影响。东方金诚按照相关行业信用评级方法和模型对信用增进机构的主体信用状况进行评估，评估结果即反映了其信用增信的能力和意愿，并结合增信条款的具体设置综合评估其对产品提供增信的增信效力和增信效果。

九、本评级方法及模型局限性

本评级方法及模型是基于受评产品及相关历史信息对受评产品信用风险的预测，主要局限性包括但不限于以下方面：

第一，本评级方法基于目前国内相关法律法规和监管框架制定，若法律环境和监管框架发生不可预见的重大变化，可能对受评产品信用等级带来影响；

第二，影响产品信用风险的因素众多，本评级方法仅对关键评级要素进行分析和说明，对一些特殊交易结构的产品可能未能穷尽所有影响信用风险的因素；

第三，本评级方法所采用的数量模型是基于一定理论假设，真实情况与理论假设可能存在差异；

第四，本评级方法及模型采用定性和定量相结合的方式，最终评级结果由信用评级委员会参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

针对本评级方法及模型，评级方法及模型工作组将根据监管规定和公司制度要求定期或不定期检验评估方法及模型表现，对评级方法及模型进行相应的优化调整，并按监管机构相关要求及时披露修订后的方法模型以及修订对信用评级结果的影响。

附录一：资产证券化产品信用等级符号及含义

符号	定义
AAA _{sf}	本金和收益所获保障的程度极高，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA _{sf}	本金和收益所获保障的程度很高，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A _{sf}	本金和收益所获保障的程度较高，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB _{sf}	本金和收益所获保障的程度一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB _{sf}	本金和收益所获保障的程度较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B _{sf}	本金和收益所获保障的程度较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC _{sf}	本金和收益所获保障的程度极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC _{sf}	本金和收益在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还本金和支付收益
C _{sf}	本金和收益不能得到偿付

注：除 AAA_{sf} 级，CCC_{sf} 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用+、-符号进行微调，表示略高或略低于本等级。