

类 REITs 产品  
信用评级方法及模型  
(RTFB008202312)



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 .....	7

## 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 RTFB008202312，自 2023 年 12 月 8 日起施行。

### （二）制定或修订说明

本方法及模型由评级方法模型项目组依据东方金诚的信用评级概念框架、相关监管规定和自律指引，结合类 REITs 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

本方法及模型适用于基础资产为私募基金份额、信托受益权、有限合伙份额、标的债权和标的股权等的证券化产品，基础资产还款来源为项目公司运营标的资产所产生的运营现金流。标的资产包括但不限于商业物业、保障性租赁住房、基础设施等资产类型。产品形式包括企业资产支持证券、资产支持计划受益凭证及其他以类似基础资产为支持的证券化产品。

REITs（Real Estate Investment Trusts）是指不动产投资信托基金，是向投资者发行收益凭证，募集资金投资于不动产，并向投资者分配投资收益的一种投资基金。鉴于目前我国类 REITs 产品的交易模式（交易结构、组织形式等）与标准 REITs 存在差异，故称之为类 REITs，以区别于标准 REITs。随着国内法律法规和税收体系的完善及产品创新等方面的变化，类 REITs 产品的交易模式可能会发生改变，东方金诚将根据本方法及模型的适用性及时进行更新。

## 三、 评级思路

东方金诚对类 REITs 产品的评级采用定性和定量分析相结合的评级思路，综合评估受评优先级本息获得及时足额偿付的可能性。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、产品主要风险分析以及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

类 REITs 优先级的足额及时兑付来源于构建的基础资产回款来源，依赖于底层标的资产的运营现金流以及标的资产运营方的履约能力。

## （一）标的资产运营方履约能力

标的资产运营方的经营、财务状况对标的资产持续稳定现金流的产生有着重大影响。东方金诚通常依据已公布的各行业企业主体评级方法，分析标的资产运营方的信用风险及履约能力。

## （二）标的资产质量

东方金诚从宏观、区域及行业环境和标的资产层面考察标的资产的运营状况，用于评估标的资产价值和现金流的合理性。

### 1. 宏观、区域及行业环境

标的资产的运营状况受宏观经济、区域经济环境及所属行业景气度波动影响较大。东方金诚对宏观和区域经济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资产所属行业发展态势、行业供求和竞争等方面，对宏观、区域及行业环境分析的要素和侧重点，视标的资产所属行业的不同可能会有所差异，进而为判断标的资产运营现金流稳定性和增长空间，以及标的资产的评估价值合理性提供依据。

### 2. 标的资产

类 REITs 产品的还款来源主要为标的资产的运营现金流和处置收入。由于标的资产涉及行业广泛，业态多样，东方金诚对影响标的资产运营现金流、资产价值的主要因素进行分析，主要包括：

1、行业和业态类型。标的资产为商业物业的，涉及的业态类型包括购物中心、写字楼、酒店、厂房等，标的资产为基础设施项目的，涉及的类型包括但不限于交通基础设施、能源基础设施（电力等）、市政基础设施等。不同行业和业态的标的资产的运营表现，受所处行业信用风险特征的影响较大，运营表现有所不同。

2、地理区位。考察标的资产所在城市、区域、周边交通情况、配套设施情况、附近类似业态资产的供给/需求状况和运营状况等。整体而言，地理位置优越、交通便捷、周边配套完善、具有竞争力的标的资产容易获得较高的价值和运营现金流。

3、下游需求及定价。标的资产涉及商业物业的，需考察租户租赁情况，包括但不限于租户信用质量、租约稳定性、租户集中度、租金水平/客房单价、出租率/入住率、租金收缴率等。承租人资质越好，租约稳定性越高，租金收缴率越高，越有利于保障标的资产现金流的稳定性以及物业价值的提升。标的资产涉及基础设施相关行业的，不同基础设施类标的资产现金流的来源存在差异，总体而言下游客户需求的稳定性、定价水平、回款及时性等因素将直接影响标的资产的运营现金流和估值。

4、资产运营管理。考察标的资产运营方的运营经验、专业水平、成本管控、激励约束制度、利润考核等。标的资产运营方的运营管理能力对于标的资产运营现金流的持续稳定及

增长以及估值的提升有重要作用。

5、资产处置流动性和便利性。资产处置的流动性受标的资产所属行业和业态、地理区位等因素的影响较大，若标的资产存在法律瑕疵也会导致处置流动性的下降。部分资产的处置涉及流程较复杂，成本较高，便利性不高。一般而言，处置流动性和便利性较弱的标的资产所面临的估值下跌的风险也较大。

## 五、 交易结构分析

东方金诚对类 REITs 产品交易结构安排的分析主要包括现金流归集和分配安排、退出机制、增信措施、信用触发机制等内容。随着国内法律法规的完善以及产品创新等方面的变化，产品的交易结构安排可能发生改变。

### （一） 现金流归集和支付机制

现金流归集和支付机制主要反映现金流从归集到分配给投资者的路径以及分配顺序，主要涉及账户的设置、资金的归集和流转、收益的分配等。合理的账户设置，相对封闭、独立的资金归集和划付安排是监管现金流和防范资金混同的重要手段。

### （二） 退出机制

类 REITs 产品的退出机制通常包括产品存续期间开放程序中的退出、持有到期通过主体回购退出或基础资产处置退出。东方金诚对退出机制的分析主要包括退出路径及其可行性分析。

### （三） 增信措施

类 REITs 产品常采用的增信措施包括预期现金流超额覆盖、标的资产抵押担保、标的资产运营现金流质押担保以及由发行人/关联机构/第三方提供差额支付、保证担保、流动性支持、保证金、优先收购权/支付权利维持费等。

东方金诚对增信措施的考察包括增信措施的增信效力以及增信主体（如有）信用状况分析。其中，对增信措施效力的分析需要结合增信条款涉及对象、规模、期限等核心要素以及设置合理性等进行综合判断。

### （四） 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、处置标的资产、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

标的资产相关风险包括标的资产运营现金流波动风险、标的资产评估价值下降风险、在先权利负担风险、所得税抵扣风险等。

#### 1. 标的资产运营现金流波动风险

标的资产未来运营现金流的稳定性易受到外部经济环境，标的资产运营方运营能力、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对可能对标的资产运营现金流造成不利影响的因素进行加压测试。

#### 2. 标的资产评估价值下降风险

若产品需通过处置方式偿付受评优先级本息，标的资产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考虑标的资产及相关资产评估价值下降的风险。

#### 3. 资产处置风险

类 REITs 产品在处置时通常会由特殊目的载体管理机构对基础资产或底层标的资产进行处置。处置价格和处置所需时间受到相关行业大宗交易市场活跃度、资金面等方面的影响较大，存在一定的不确定性。同时，处置过程中根据处置标的的不同可能涉及缴纳税费面临处置成本上升的风险，导致处置收入下降，进而不利于受评产品的兑付。

#### 4. 在先权利负担风险

标的资产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。

#### 5. 所得税抵扣风险

由于目前国内所得税纳税环境的影响，产品在交易结构设计中规划的所得税抵扣可能在现实操作中存在偏差，导致可用于分配的现金流低于预期，进而导致受评优先级本息覆盖下降或不足。

### （二）交易结构相关风险

交易结构相关风险包括现金流流转风险、资金混同风险、集中回售风险等。

#### 1. 现金流流转风险

部分类 REITs 产品的交易链条较为复杂。项目公司运营标的资产产生现金流并进行债权本息偿付及红利分配，私募基金/有限合伙企业/信托计划作为项目公司的债权及股权持有人获得偿付，继而对 SPV 持有的私募基金份额、信托受益权、有限合伙份额进行分配，上述交易链条对现金流从资产端向产品端的输送有重要影响。现金流分配机制设置的合理性对于保

障受评优先级本息兑付有重要影响。

## 2. 资金混同风险

资金混同风险发生在标的资产运营方或资产服务机构信用状况严重恶化、丧失清偿能力甚至破产时，标的资产的运营现金流与标的资产运营方或资产服务机构的其他资金混同，从而造成基础资产的损失。

## 3. 集中回售风险

部分产品在存续期间设置了回售和赎回机制。投资人的集中回售可能造成标的资产运营现金流与受评优先级本息支付之间的资金缺口较大，使得发行人存在较大的集中偿付压力。

### （三）法律风险

类 REITs 产品交易结构较为复杂，交易过程中可能出现项目公司股权受让及工商登记变更、受让资产、标的资产及相关资产解抵质押等事项。基础资产及标的资产可能存在潜在的法律瑕疵，对资产处置便利性、处置收入造成不利影响，进而影响投资人的收益。

一般情况下，产品的法律意见书会对产品设立的合法合规性、产品涉及参与主体资质的合法性、基础资产及标的资产的基本情况以及是否存在瑕疵、交易结构及交易文件的完备性发表意见。东方金诚在法律意见书的基础上对产品存在的法律风险进行综合判断。

## 七、 现金流分析及压力测试

东方金诚综合考虑基础资产现金流入和产品的兑付安排对产品进行现金流分析及压力测试，通常采用现金流覆盖倍数（DSCR）和抵押率（LTV）指标评估类 REITs 产品的信用风险。

### 1. 现金流覆盖倍数（DSCR）

DSCR 是指标的资产运营现金流扣除相关税费后对优先级本息的覆盖倍数，DSCR 越高，表示标的资产运营现金流对受评优先级本息的保障程度越高。

东方金诚基于标的资产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，并在此基础上对各档证券进行现金流压力测试，压力条件一般包括影响标的资产运营现金流下降的因素和产品发行利率较预期值上升等。

### 2. 抵押率（LTV）

LTV 是指受评优先级本金发行规模与标的资产评估价值的比率。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，进而测算得到标的资产的 LTV。对于依赖于标的资产及相关资产处置收入的类 REITs 产品，东方金诚结合标的资产及相关资产的处置期限、所在区位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因素。

## 八、参与机构履约能力分析

### （一）增信主体

增信主体的信用状况对产品的信用水平有重要影响。增信主体包括差额支付承诺人、担保人、优先收购权人、保证金支付人等。东方金诚按照相关的行业信用评级方法及模型对信用增进机构/增信主体的主体信用状况进行评估，评估结果即反映了其信用增进的能力。

### （二）特殊目的载体管理机构

东方金诚对特殊目的载体管理机构（如受托机构、管理人等）主要分析其履约能力，考察其相关资质、资产证券化工作及管理流程、风险隔离措施、专业能力与操作经验等。

### （三）资金监管机构/资金保管机构/资金托管机构

东方金诚对资金监管机构/资金保管机构/资金托管机构重点考察其是否为受评产品单独设帐，在现金管理方面是否存在混用等现象，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产品管理需要。

### （四）其他参与机构

其他参与机构还包括信托贷款受托人、私募基金管理人等。其他参与机构履约能力的高低亦会对资产证券化产品的偿付产生影响。

## 九、本方法及模型局限性

本方法及模型存在一定局限性，主要包括：

第一，目前国内法律法规政策环境和类 REITs 产品交易机制建设存在不确定性，东方金诚将及时根据评级方法及模型的适用性情况进行调整和完善；

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判断信用风险的影响因素；

第三，本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。

东方金诚将定期或不定期评估本方法及模型的表现，对本方法及模型进行相应优化调整，同时测试和检验评级方法及模型调整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 <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	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 <sub>sf</sub>	本金和收益不能得到偿付

注：除 AAA<sub>sf</sub> 级，CCC<sub>sf</sub> 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。