

# 房地产企业信用评级方法及模型

(RTFC010202208)



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、 适用业务类别.....	2
三、 房地产企业信用风险特征.....	2
四、 评级基本假设和分析框架.....	3
五、 评级模型.....	7
六、 方法及模型的局限性.....	12

## 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 RTFC010202208，自 2022 年 8 月 6 日起施行。

### （二）制定或修订说明

本方法及模型由评级方法和模型工作组对 2020 年 11 月生效的《房地产企业信用评级方法及模型》的实施效果进行了评估，依据东方金诚的信用评级概念框架、五部委《关于促进债券市场信用评级行业健康发展的通知》等相关监管规定和自律指引进行修订。主要修订内容如下：

1、将评级模型调整为个体信用状况（BCA）+外部支持结构，其中个体信用状况以原模型基础评分和调整项中的流动性、公司治理为基础构成，外部支持以原模型外部支持调整因素为基础进行了细化。

2、基础评分模型以提升个体信用状况区分度为导向调整了部分评级指标，在此基础上调整了相应指标的阈值及权重：

（1）企业规模方面，将“资产总额”权重由 15%下调至 12.5%；将“合同销售金额”权重由 15%下调至 12.5%。

（2）市场竞争力方面，删除“土地储备及区域多样性”和“业态多样性”，新增“土储竞争力”并设置权重为 8.5%；新增“土储充足率”并设置权重为 8.5%。

（3）盈利能力和运营效率方面，删除“净资产收益率”；将“预收账款/营业收入”名称改为“合同负债（或预收款项）/营业收入”，权重由 10%下调至 6%；将“存货周转率”的权重由 2.5%上调至 4%。

（4）债务负担和保障程度方面，新增“净负债率”并设置权重为 7%；新增“全部债务/销售商品、提供劳务收到的现金”并设置权重为 5%；将“货币资金/短期有息债务”权重由 7.5%上调至 8%；将“EBITDA 利息倍数”权重由 7.5%上调至 8%。

（5）调整评分指标阈值，以更符合房地产企业目前经营情况并提高各指标区分度。

3、将原模型中与环境、社会责任、公司治理、财务信息质量相关的指标与调整项合并为环境、社会和治理（Environmental, Social and Governance，以下简称“ESG”）评价，作为对个体信用状况的重要调整因素。

4、将原模型中的流动性调整项改为财务弹性调整因素，并从可动用现金资源对短期刚性债务的覆盖程度、其他流动性来源两个维度进行评价。

5、针对外部支持，明确了政府、企业等外部支持方的支持能力和支持意愿评价指标。

经测试，本次方法及模型的修订未对尚处于东方金诚信用等级有效期的受评主体评级结果产生影响。

## 二、适用业务类别

本方法及模型适用于房地产企业，相关企业归属于国家统计局发布的《国民经济行业分类》（GB/T4754-2017）目录中“K 房地产业”中列示的“房地产开发经营”。

本方法及模型适用的房地产开发企业须满足以下条件之一：

1. 房地产开发业务收入占营业总收入比重大于 50%。
2. 公司房地产开发业务收入比重靠前，且毛利润占比超过 50%。
3. 其他东方金诚认为可归于房地产行业的情形。

## 三、房地产企业信用风险特征

一般而言，房地产企业具有以下风险特征：

### （一）周期性

房地产行业与国民经济的运行周期高度相关，是典型的周期性行业。宏观经济发展可以带动房地产行业的兴旺，而房地产行业的发展也可以一定程度上促进宏观经济的发展。在经济上行周期时，房地产行业或将出现供需两旺，房地产企业收益相应增加；而在经济下行周期时，房地产行业需求减少，投资规模下降，价格或出现下跌，市场萎缩，房地产企业收益相应减少，企业经营风险加大。

### （二）区域性

房地产行业具有很强的区域特征。房地产企业的项目往往分布在多个城市和地区，项目所在的区位不同，直接影响到其盈利能力。不同地区在经济发展水平、人口数量及流动性、居民收入水平、城市规划、金融发达程度、土地政策法规等方面存在显著差异，导致不同地区房地产市场地域特征明显，进而影响房地产企业经营策略和盈利水平。近年房地产行业区域差异性逐步扩大，对房地产企业经营和盈利的影响显著增长。此外，业务范围较集中的企业可能因当地经济环境和市场需求的变化而面临较大的经营风险。

### （三）受政策影响较大

我国房地产行业政策敏感度高，受行业调控政策影响较大。为引导房地产行业规范健康发展，政府除运用行业政策，还通过产业政策、信贷政策、货币政策及财政税收政策等进行宏观调控，例如，政府对土地资源的开发和利用计划直接影响到土地供应，进而影响土地价格；政府的各项税费会影响房地产的开发成本，作用于房地产价格及房地产业态的开发状况；政府对房地产交易所采取的政策会在流通过程影响房地产市场的运行；行业限购限贷等政策影响房地产销售情况；行业信贷和融资政策影响消费者购买力和房企拿地、投资及偿债的能力。

#### （四）资本支出压力较大

房地产行业为资本密集型行业，房地产项目从前期拿地支出到后期项目建设支出，均需要较大的资金投入，同时项目建设周期长，需要较大资金沉淀，行业的发展对融资的依赖性比较强。房地产企业资金来源形式众多，如银行借款、定金及预售款、房地产信托、债券市场、股权融资、关联方借款等，房地产企业在项目开发过程中自有资金投入占比较低，债务融资较多，财务杠杆较高，资本支出压力较大。

#### （五）拿地及建安成本波动风险

房地产企业的成本主要包含土地获取成本以及建安成本。房地产企业主要依赖招拍挂等方式进行土地获取，不同项目的拿地成本差异较大，溢价率有所差异，项目拿地成本的不同直接影响该项目后续的盈利情况。此外，房地产行业的建安成本主要包括材料费、人工费、机械使用费和其他费用，人工成本的变动、钢筋水泥等原料价格的波动都会影响房企的经营活动，进而对其成本和盈利能力产生一定影响。

### 四、评级基本假设和分析框架

#### （一）评级基本假设

东方金诚的房地产企业评级主要基于以下三个基本假设：

##### 1. 持续经营假设

东方金诚通常假定受评主体处于持续经营状态，即受评主体在可以预见的将来有能力将现有生产经营活动持续下去，在此基础上进行相应的评级分析或预测。如受评主体出现破产清算、受到重大监管处罚、连续亏损、债务大幅上升、流动性枯竭等可能导致其持续经营能力产生重大疑虑的情形，东方金诚将改用非持续经营假设对评级分析或预测进行相应调整。

##### 2. 企业业务结构相对稳定假设

东方金诚通常假定预测期内受评主体的业务结构与历史期相比没有结构性变化，因而基于受评主体的历史数据以及业务的自然增长特性做出相应评级分析或预测。当受评主体出现实际控制人变更、并购重组、发展战略重大调整、重大资产划出或者划入等结构性变化从而导致主营业务类型、业务模式、盈利模式等可能发生重大变化时，东方金诚将基于新的业务结构对评级分析或预测做出必要调整。

##### 3. 治理和数据可靠性假设

东方金诚通常假定受评主体的治理机制足以保障其提供的数据是可以合理信赖的，因而引用受评主体提供的数据进行评级分析和预测。但如受评主体频繁更换审计机构、财务报表被审计机构出具否定意见或无法表示意见、公司治理和信息披露方面曾受到监管部门或自律机构处罚、引发了相关诉讼、经营或财务数据明显异常等合理怀疑情形，东方金诚将对已由其他中介服务机构出具专业意见的数据进行一般注意义务项下的审慎核查评估，对无其他中介服务机构出具专业意见的重要数据进行特别注意义务项下的核查评估，并根据核查评估结

果，对相应数据进行必要的独立计算、调整，或终止评级。

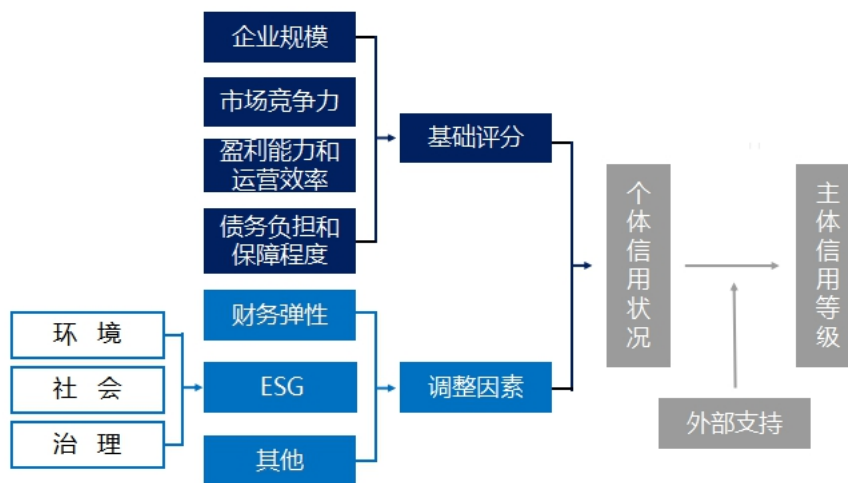
## （二）评级分析框架

东方金诚对房地产企业信用评级分为个体信用状况和外部支持两部分。

其中，个体信用状况主要考察不考虑外部支持情况下受评主体自身的信用风险程度，包括基础评分和调整因素。基础评分主要考察经营与竞争（企业规模、市场竞争力等）和财务实力（盈利能力和运营效率、债务负担和保障程度等）。调整因素主要考察财务弹性、ESG（即环境、社会和公司治理，下同）和其他因素。

外部支持主要考察支持方对受评主体的支持意愿和支持能力。

图表 1 东方金诚房地产企业评级分析框架



## （三）个体信用状况

### 1. 市场环境 with 行业风险

市场环境是评估房地产企业经营与竞争、财务实力，以及预测企业未来发展状况的重要基础。东方金诚着重考察房地产行业的周期性、区域性、行业政策和竞争格局，以分析行业的市场环境。

### 2. 企业规模

我国房地产行业竞争程度较高，马太效应显著，呈现强者恒强局面，企业规模能够综合体现房地产企业现有的市场竞争力。在资源和能力条件相同的情况下，规模大的房地产企业具有较多的项目开发经验和较强的开发管理能力，能够拥有较高的市场占有率，对房地产企业的市场竞争地位有重要影响，规模越大的企业越能抵御经济周期的影响，盈利能力和现金流更加稳定。未来行业分化将进一步加剧，不同规模企业面临的经营风险不同。

东方金诚对规模因素的分析关注企业资产总额、合同销售金额等。房企的资产总额主要由存货、货币资金等构成，资产总额越大，同时在考虑受限资产的情况下，资产变现能力越强，则资产未来转化成收益的可能性越高；合同销售金额是房企偿债的主要来源，合同销售

金额越大，回款规模越高，其偿债来源越充足，对债务的保障能力越强。

### 3. 市场竞争力

房地产企业的市场竞争力主要体现在土地储备竞争力和土地储备充足率等要素。

#### (1) 土储竞争力

由于不同城市及区域的景气度不尽相同，而景气度往往决定项目质量及未来的销售、盈利及资金回笼，对于维持市场竞争地位和保持经营稳定性具有重要影响，在考虑经营区域时，东方金诚主要从项目所在城市的景气度、城市个数等进行考量。

另一方面，同一城市内不同地段的项目所面临的市场状况亦有所不同，直接影响到项目的盈利情况，东方金诚通过查验项目周边交通配套、医疗机构、教育机构、商业配套、就业岗位等衡量项目的竞争力，同时，考察项目地段是否位于城市新城、自贸区、高新技术区等未来重点政策支持、发展潜力大的区域。此外，还可通过研究项目的去化程度、项目拿地成本高低，衡量未来变现能力，判断其土储竞争力。

#### (2) 土储充足率

土地储备规模是衡量房企未来持续发展能力的基础，土地作为不可再生资源，具有稀缺性的特性，因此，在土地储备区域布局相同、变现能力和获利水平相近的情况下，土地储备面积和货值较为丰富的房企，其对未来销售回款、盈利能力的支撑能力就越强，有助于其房地产业务的持续发展；另一方面，土地储备占用大量资金，影响房地产企业资金周转效率和收益回报，应避免盲目高价拿地及激进的拿地策略，拥有适量的土储是企业持续发展的保障。

### 4. 盈利能力和运营效率

盈利能力是房地产企业营运能力、成本管控能力和项目管理效率的综合体现，是企业偿债能力的重要保障。东方金诚对房地产企业盈利能力的分析主要关注净利润、合同负债（或预收款项）/营业收入等指标。其中净利润是评价企业盈利能力、管理绩效以至偿债能力的综合指标；合同负债（或预收款项）/营业收入是房企已回款待结转资金对结转收入的覆盖程度，一定程度上体现了房企未来经营业绩的保障程度。

运营效率则反映了企业资产构成的周转状况，以及企业营运状况的好坏、管理水平的高低。东方金诚对房地产企业运营效率的分析主要关注存货周转率等指标的波动情况。存货周转率反映房企存货的流动性及存货资金占用量是否合理，促使企业在保证生产经营连续性的同时，提高资金的使用效率，增强企业的短期偿债能力。

### 5. 债务负担和保障程度

债务负担和保障程度是房地产企业对一定时期内到期债务偿还、资产变现、再融资及抵抗风险的综合能力，是房地产企业信用风险水平的重要考量因素。房地产行业财务杠杆效果明显，房地产企业的债务负担和保障程度对评价房地产企业信用状况至关重要。

一般而言，企业债务负担越低表明该企业的偿债压力相对较小，但过低的债务也可能反映企业的融资能力相对一般。东方金诚对房地产企业债务负担和保障程度的主要衡量指标包括剔除预收款后的资产负债率、净负债率、货币资金/短期有息债务、EBITDA 利息倍数、全部债务/销售商品、提供劳务收到的现金等。剔除预收款后的资产负债率在资产端和负债端同时扣除了以房屋预售款为主的合同负债（或预收款项）的影响，更能体现房企真实资产负

债率水平；净负债率是全部有息债务在扣除货币资金后对净资产的覆盖程度，可判断企业财务杠杆程度；存量货币资金是房企对短期债务偿付的主要来源之一，因此用货币资金对短期有息债务的覆盖程度可直观反映短期债务的偿付能力；EBITDA 利息倍数是企业生产经营所获得的息税前利润与利息费用之比，是衡量房企长期偿债能力的重要指标；此外，由于净利润与经营活动产生的现金净流量有可能背离，销售商品、提供劳务收到的现金更能反映房企销售回款情况，因此用全部债务/销售商品、提供劳务收到的现金可反映企业现金流对有息债务的保障程度。

## 6. 财务弹性

财务弹性反映公司应对经济环境波动和市场状况变化的能力，即其能在多大程度上获取现金以维持资产的流动性、保障债务的偿还。若受评主体缺乏财务弹性，则可能因无法保障营运资金而减弱盈利能力，甚至导致无法偿付到期债务。

东方金诚通过综合分析受评主体可动用现金资源对短期刚性债务的覆盖程度、其他流动性来源，对其财务弹性进行评价，以此判断财务弹性对受评主体信用风险程度的影响。

## 7. ESG

环境、社会和公司治理（Environmental, Social and Governance, ESG）因素可能从多个维度或路径影响企业的可持续经营发展潜力，并影响企业盈利的持续性和稳定性。同时，社会责任和公司治理表现也是影响受评主体财务信息质量和偿债意愿的关键因素。

东方金诚评估可辨别的 ESG 因素对受评主体信用质量产生的影响，包括环境、社会、治理三个方面以及相应的评价维度。

## 8. 其他

如受评对象还存在财务弹性、ESG 之外影响受评主体信用风险程度的因素，东方金诚将额外考虑其对受评主体的影响并进行必要调整。

### （四）外部支持

假如受评主体在面临流动性危机难以履行债务承诺时仍然能获得稳定的外部支持，将有助于稳定相关方的预期从而降低受评主体发生实际流动性危机的可能性，同时外部支持方在受评主体发生经营或流动性危机时做出的具体救助措施将有助于提升到期债务的偿付可能性或降低违约损失率。

股东、实际控制人或地方政府等利益相关方是常见的支持主体，东方金诚主要从支持能力和支持意愿两个方面综合考察外部支持情况。支持能力指支持方对受评主体进行流动性及偿债方面支持的能力，政府支持能力主要考察政府的经济、财政实力；企业支持能力主要考察支持方的综合实力。支持意愿指当受评主体面对偿债危机或者流动性压力时，支持方提供支持的主观愿望或者可能性，政府的支持意愿主要考察受评主体与提供支持政府的关联性（包括但不限于股权关系、公益属性或民生属性、历史支持记录）和对于政府的重要性（包括但不限于对经济、税收和就业贡献，对社会稳定的影响）；企业支持意愿主要通过支持方与受评主体的股权关系、支持方对受评主体的历史支持记录、受评主体对支持方收入、利润贡献以及受评主体在支持方运营业务板块中的重要性等方面进行综合判断。



## 五、评级模型

与评级分析框架相对应，评级模型分为个体信用状况和外部支持两部分。个体信用状况由基础评分和调整项组成，其中基础评分主要从企业规模、市场竞争力、盈利能力和运营效率、债务负担和保障程度等四个方面对受评对象表现进行评分，在基础评分基础上结合财务弹性、ESG 及其他等评级调整因素评定个体信用状况；在个体信用状况基础上，根据外部支持方的支持能力和支持意愿评价结果综合确定外部支持对受评主体信用等级的影响。

受评主体的信用等级由信用评级委员会参考评级模型结果综合分析后以投票形式最终评定。

### （一）个体信用状况

#### 1. 基础评分

基础评分从企业规模、市场竞争力、盈利能力和运营效率、债务负担和保障程度等四个方面对受评主体信用基础表现进行评分。

图表 2：房地产企业基础评分指标

一级指标	权重	二级指标	权重
企业规模	25%	资产总额（亿元）	12.5%
		合同销售金额（亿元）	12.5%
市场竞争力	17%	土储竞争力	8.5%
		土储充足率（倍）	8.5%
盈利能力和运营效率	20%	合同负债（或预收款项）/营业收入（倍）	6.0%
		净利润（亿元）	10.0%
		存货周转率（次）	4.0%
债务负担和保障程度	38%	净负债率（%）	7.0%
		剔除预收款后的资产负债率（%）	10.0%
		货币资金/短期有息债务（倍）	8.0%
		EBITDA 利息倍数（倍）	8.0%
		全部债务/销售商品、提供劳务收到的现金（倍）	5.0%

注：新会计准则下，房屋预售款等预收款项重分类至“合同负债”科目。

一般情况下，基础评分会应用二级指标的近两年历史数据及未来一年预测值数据进行测算，各年数据相应赋予 40%、40%和 20%的权重。但如果足够理由认为按该权重比例不能较好反映受评主体的未来变化，东方金诚可能对各年权重进行调整；当有证据表明某个报表数据不能准确反映受评主体实际偿债能力时，东方金诚可能进行独立估算。

#### （1）企业规模

企业规模主要用资产总额和合同销售金额两个指标来衡量。

图表 3：企业规模指标评价参考

二级指标	一档	二档	三档	四档	五档	六档	七档	八档
资产总额（亿元）	$X \geq 8000$	$2000 \leq X < 8000$	$520 \leq X < 2000$	$130 \leq X < 520$	$25 \leq X < 130$	$5 \leq X < 25$	$2 \leq X < 5$	$X < 2$
合同销售金额（亿元）	$X \geq 2500$	$680 \leq X < 2500$	$150 \leq X < 680$	$50 \leq X < 150$	$15 \leq X < 50$	$3 \leq X < 15$	$1 \leq X < 3$	$X < 1$

## (2) 市场竞争力

市场地位主要用土储竞争力和土储充足率两个指标来衡量。

土储竞争力主要考察房地产企业的土地储备质量,东方金诚通过考察企业土地储备所在城市景气度、分布城市的多样性、项目所在区位、项目去化情况以及拿地成本等,对指标进行打分,以综合衡量和判断其土地储备竞争力水平。

土储充足率主要考察房地产企业的土地储备规模,通过衡量存量土地储备规模相较于销售规模的比重,衡量土地储备对未来销售业绩的支撑程度,以此判断土地储备充足率。

图表 4: 市场竞争力指标评价参考

二级指标	一档	二档	三档	四档	五档	六档	七档	八档
土储竞争力	$X \geq 100$	$80 \leq X < 100$	$60 \leq X < 80$	$45 \leq X < 60$	$30 \leq X < 45$	$15 \leq X < 30$	$0 \leq X < 15$	$X < 0$
土储充足率(倍)	$X \geq 6.0$	$3.2 \leq X < 6.0$	$2.0 \leq X < 3.2$	$1.0 \leq X < 2.0$	$0.7 \leq X < 1.0$	$0.5 \leq X < 0.7$	$0.3 \leq X < 0.5$	$X < 0.3$

## (3) 盈利能力和运营效率

盈利能力和运营效率主要用合同负债(或预收款项)/营业收入、净利润和存货周转率三个指标来衡量。

合同负债(或预收款项)/营业收入: 合同负债(或预收款项)/营业收入。

存货周转率: 营业成本/平均存货净额。

图表 5: 盈利能力和运营效率指标评价参考

二级指标	一档	二档	三档	四档	五档	六档	七档	八档
合同负债/营业收入(倍)	$X \geq 2.0$	$1.3 \leq X < 2.0$	$0.8 \leq X < 1.3$	$0.5 \leq X < 0.8$	$0.2 \leq X < 0.5$	$0.1 \leq X < 0.2$	$0.01 \leq X < 0.1$	$X < 0.01$
净利润(亿元)	$X \geq 150$	$22 \leq X < 150$	$5 \leq X < 22$	$1.5 \leq X < 5$	$0 \leq X < 1.5$	$-2.5 \leq X < 0$	$-7 \leq X < -2.5$	$X < -7$
存货周转率(次)	$X \geq 0.5$	$0.35 \leq X < 0.5$	$0.25 \leq X < 0.35$	$0.15 \leq X < 0.25$	$0.1 \leq X < 0.15$	$0.05 \leq X < 0.1$	$0.01 \leq X < 0.05$	$X < 0.01$

## (4) 债务负担和保障程度

债务负担和保障程度主要用净负债率、剔除预收款后的资产负债率、货币资金/短期有息债务、EBITDA 利息倍数、全部债务/销售商品、提供劳务收到的现金五个指标来衡量。

净负债率:  $(\text{全部有息债务} - \text{货币资金}) / \text{所有者权益} * 100\%$ 。

剔除预收款后的资产负债率:  $\text{调整后负债总额} / \text{调整后资产总额} * 100\%$ 。其中调整后负债总额=财务报表负债总额-合同负债(或预收款项);调整后资产总额=财务报表资产总额-合同负债(或预收款项)。

货币资金/短期有息债务:  $\text{货币资金} / (\text{短期借款} + \text{交易性金融负债} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债} + \text{其他短期有息债务})$ 。

EBITDA 利息倍数:  $(\text{利润总额} + \text{利息费用} + \text{折旧} + \text{摊销}) / (\text{利息费用} + \text{资本化利息支出})$ 。

全部债务/销售商品、提供劳务收到的现金:  $\text{全部债务} / \text{销售商品、提供劳务收到的现金}$ 。

图表 6：债务负担和保障程度指标评价参考

二级指标	一档	二档	三档	四档	五档	六档	七档	八档
净负债率 (%)	$X \leq 20$	$20 < X \leq 60$	$60 < X \leq 100$	$100 < X \leq 150$	$150 < X \leq 190$	$190 < X \leq 240$	$240 < X \leq 300$	$X > 300$
剔除预收款后的资产负债率 (%)	$X \leq 52$	$52 < X \leq 62$	$62 < X \leq 70$	$70 < X \leq 78$	$78 < X \leq 85$	$85 < X \leq 92$	$92 < X \leq 98$	$X > 98$
货币资金/短期有息债务 (倍)	$X \geq 3$	$2 \leq X < 3$	$1 \leq X < 2$	$0.6 \leq X < 1.0$	$0.3 \leq X < 0.6$	$0.1 \leq X < 0.3$	$0.01 \leq X < 0.1$	$X < 0.01$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$X \geq 4$	$2.5 \leq X < 4$	$1.8 \leq X < 2.5$	$1.2 \leq X < 1.8$	$0.8 \leq X < 1.2$	$0.3 \leq X < 0.8$	$0.1 \leq X < 0.3$	$X < 0.1$
全部债务/销售商品、提供劳务收到的现金 (倍)	$X \leq 0.5$	$0.5 < X \leq 1$	$1 < X \leq 2$	$2 < X \leq 3$	$3 < X \leq 4$	$4 < X \leq 5.5$	$5.5 < X \leq 7$	$X > 7$

东方金诚将基础评分指标取值的档位转化为分值。其中当定量指标取值落在档位参考的阈值范围内时，采用线性插值法计算该定量指标得分。东方金诚基础评分由各指标得分乘以其权重并将结果加总得出。

图表 7：基础评分指标各档位得分参考

指标	一档	二档	三档	四档	五档	六档	七档	八档
资产总额 (亿元)	100	80~100	60~80	45~60	30~45	15~30	0~15	0
合同销售金额 (亿元)	100	80~100	60~80	45~60	30~45	15~30	0~15	0
土储竞争力	100	80~100	60~80	45~60	30~45	15~30	0~15	0
土储充足率 (倍)	100	80~100	60~80	45~60	30~45	15~30	0~15	0
合同负债/营业收入 (倍)	100	80~100	60~80	45~60	30~45	15~30	0~15	0
净利润 (亿元)	100	80~100	60~80	45~60	30~45	15~30	0~15	0
存货周转率 (次)	100	80~100	60~80	45~60	30~45	15~30	0~15	0
净负债率 (%)	100	100~80	80~60	60~45	45~30	30~15	15~0	0
剔除预收款后的资产负债率 (%)	100	100~80	80~60	60~45	45~30	30~15	15~0	0
货币资金/短期有息债务 (倍)	100	80~100	60~80	45~60	30~45	15~30	0~15	0
EBITDA 利息倍数 (倍)	100	80~100	60~80	45~60	30~45	15~30	0~15	0
全部债务/销售商品、提供劳务收到的现金 (倍)	100	100~80	80~60	60~45	45~30	30~15	15~0	0

## 2. 调整因素

除基础评分中涉及的指标因素外，东方金诚还会考虑一些其他评级因素对部分房地产企业信用风险的重要影响，包括但不限于财务弹性、ESG 和其他等调整因素，东方金诚对受评主体在每个评级调整因素的表现进行分档，分档结果用于综合确定对个体信用状况的影响程度。

### (1) 财务弹性调整因素

东方金诚通过综合分析受评主体可动用的现金资源对短期刚性债务的保障程度和其他流动性来源，对受评主体进行财务弹性评价，分为“强”、“中”、“较弱”和“很弱”四个档位。

可动用的现金资源是受评主体短期刚性债务偿付的重要保障，东方金诚通过判断受评主

体未来一年筹资活动前净现金流以及当前存量易变现资产规模，分析其对未来一年内到期的刚性债务的保障程度，并根据保障程度的不同，设置“很强”、“较强”、“一般”、“弱”和“很弱”五个档位。

在考虑受评主体可动用的现金资源的基础上，东方金诚对受评主体其他流动性来源进行评价，主要考察受评主体银行授信、融资成本、资产抵质押、债务期限结构、债务来源结构几个方面，同时还会对受评主体存量债券二级市场表现、上市公司股权融资能力进行判断。东方金诚将其他流动性来源划分为“很强”、“较强”、“一般”和“弱”四个档位。

### (2) ESG 调整因素

东方金诚评估可辨别的 ESG 因素对受评主体信用质量产生的影响，包括环境、社会、治理三个方面以及相应的评价维度。

其中，在环境方面，综合考虑碳转型、污染物排放及环保处罚、环保体系建设等评价维度；在社会方面，综合考察安全生产及处罚、产品质量及处罚、员工发展等评价维度；在治理方面，综合考察战略规划、公司制度与组织架构、财务信息质量、违法违规事件等评价维度。

东方金诚对评级过程中发现的受评主体上述各维度存在的缺陷进行判断，在此基础上确定 ESG 评价结果。

**图表 8：ESG 分析要素及评价维度**

分析要素	评价维度
环境	碳转型
	污染物排放及环保处罚
	环保体系建设
社会	安全生产及处罚
	产品质量及处罚
	员工发展
治理	战略规划
	公司制度与组织架构
	财务信息质量
	违法违规事件

### (3) 其他

根据受评主体的实际情况，东方金诚还将考虑财务弹性、ESG 外的其他因素，判断其对受评主体信用水平产生的影响。

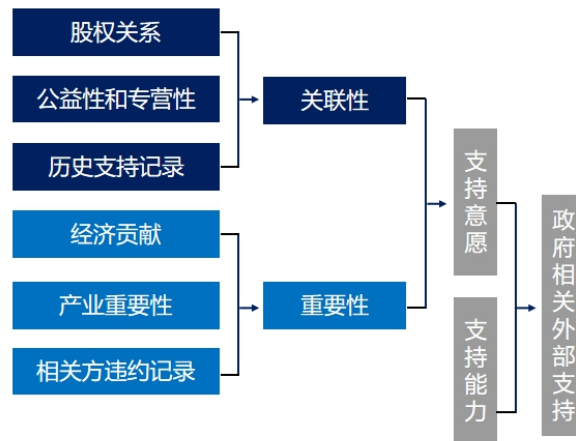
## (二) 外部支持

东方金诚在对外部支持方对受评主体的支持能力和支持意愿评价基础上确定外部支持对受评主体信用等级的影响。

根据外部支持提供方的不同，东方金诚将外部支持分为政府相关外部支持和企业相关外部支持。

### 1. 政府相关外部支持

图表 9：政府相关外部支持框架

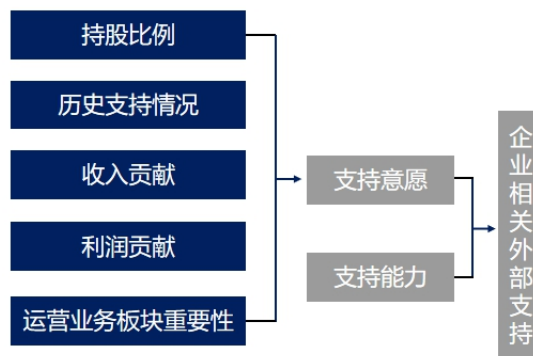


政府支持方的支持意愿主要考察受评主体与提供支持政府的关联性及对于提供支持政府的重要性。关联性主要通过政府部门与受评主体的股权关系、受评主体所从事业务的公益性和专营性以及受评主体历史上受到的政府支持情况进行综合判断。重要性主要通过受评主体对于所属政府的经济、税收和就业贡献、受评主体所从事产业对当地经济发展的重要性进行判断。一般情况下，与提供支持政府关联性越高、对提供支持政府越重要的企业，在面临流动性困难和难以履行债务承诺时获得支持的可能性越大。

政府支持能力主要考察提供支持政府的经济和财政实力，东方金诚参照地方政府信用评级方法和评级标准，通过 GDP、一般公共预算收入、财政自给率、政府债务率等指标对政府支持能力进行综合评价。

## 2. 企业相关外部支持

图表 10：企业相关外部支持框架



企业相关外部支持意愿主要通过支持方与受评主体的股权关系、支持方对受评主体的历史支持记录、受评主体对支持方收入、利润贡献以及受评主体在支持方运营业务板块中的重要性等方面进行综合判断。一般情况下，支持方持有企业的股权比例越高、企业对支持方的收入、利润贡献越多、企业在支持方运营业务板块中的重要性越高，支持方对企业的支持意愿越强；此外，历史支持情况也可反映支持方对企业的支持意愿。

企业支持能力主要考察提供支持企业的综合实力，综合实力越强的企业通常提供支持的能力越强。

## 六、方法及模型的局限性

第一，由于影响受评企业信用风险变化的因素众多且存在动态变化，本方法及模型仅对关键评级因素和主要指标进行分析和说明，未能穷尽所有判断企业信用风险的影响因素。

第二，本方法及模型仅评估了常规的短期流动性风险，但受评主体存在受突发因素影响导致短期流动性紧张引发信用违约的可能，由于这些突发因素众多且难以预测，本方法及模型并未能全部纳入。

第三，本方法及模型包括了东方金诚对该行业企业信用风险评估时通常最重要的评级要素，评级模型各指标的权重为通常情况下东方金诚认为该指标在评估信用风险中的重要性，但实际重要性可能因个体差异及外部环境等差异而不完全固定。

东方金诚将定期或不定期评估本评级方法及模型的表现，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。