

商业地产行业评级要素

一、 行业界定

本评级要素所指的商业地产行业是指按照国家统计局的《国民经济行业分类》（GB/T 4754-2017）房地产业（K70）项下房地产租赁经营（K704）行业以及商业服务业（L72）项下商业综合体管理服务行业（L7222）。

二、 适用范围

商业地产的经营模式主要分为出租模式、出售模式和租售结合模式，本方法适用于物业租金收入占比不低于 60%、收益贡献及现金流流入规模不低于总额 50%的出租模式和租售结合模式的商业地产企业。以商业类物业租赁为主要收益来源的投资管理型企业及后续收益预计主要依赖商业类物业租赁的企业，一般也可参照本方法进行信用质量评估。以出售模式为主的商业地产企业可参照房地产行业企业评级方法进行信用质量评估。

三、 行业特征

商业地产一般是指按照用途划分用于商业用途的房地产产品。广义上讲，商业地产通常用于零售、批发、餐饮、娱乐、健身、休闲等经营用途，从经营模式、功能和用途上区别于普通住宅、公寓、别墅等房地产形式。商业地产的形式多样，主要包括商铺、购物中心、商业街、专业市场、写字楼等。从行业特征来看，商业地产行业存在如下特点：

（1）从现金流角度出发，商业地产行业投资回收期较长，但租金收入能够为商业地产企业带来持续且较为稳定的现金流入。

与住宅地产开发、销售的模式相比，以租赁模式为主的商业地产需经历设计规划、开发、业态组合、品牌招商、运营管理等一系列流程后才能获得收益，现金回笼较慢，投资回收期较长，可能对商业地产企业造成较大的资金周转压力。为平衡现金流，部分商业地产企业选择采用租售结合的经营模式，有利于降低企业经营风险；但该模式也有可能造成物业经营权分散、管理难度较高等问题，对后续长期经营形成挑战。在未完成投资回收之前，商业地产企业可能面临流动性压力；但在投资回收之后，租金收益将为商业地产企业提供持续且较为稳定的现金流入，成为高毛利率、高收入实现质量的优质业务。商业地产运营的成熟程度、企业投资回收情况对于判断商业地产企业的信用风险有重要意义。此外，由于投

资回收期较长，需关注商业地产企业的规模扩张情况，规模扩张较快的企业可能面临过度投资的风险。

(2) 从发展前景角度出发，商业地产具有投资属性，近年来随着创新金融产品的发展，商业地产企业投资前期的资金压力减轻。

商业地产投资金额大、回报周期长、收益率高，具有突出的投资属性，是优质的金融投资标的。但由于商业地产的产业链尚未完善，退出机制尚未完全成熟，使众多的个人投资者、机构投资者难以享受商业地产所带来的投资红利。近年来，随着 REITs 等新兴融资渠道的发展，商业地产方面的金融创新不断增加，商业地产企业投资前期的资金压力减轻，为商业地产带来更好的发展前景。部分商业地产企业利用“轻资产化”的方式进行品牌输出，在降低自身投资风险的同时，也获得了稳定的运营管理收入。

(3) 从竞争角度出发，商业地产行业竞争激烈，存在区域性供大于求的状况，行业集中度上升。

商业地产行业属于资金密集型行业，在过去相对宽松的货币环境下，行业进入门槛降低，导致市场集中度很低，参与者较多。行业内大型企业扩张较快，小型企业也在通过多种形式扩大企业规模。同时，受住宅地产调控政策等因素影响，部分传统的住宅物业开发商也在逐步转型参与到商业物业的开发建设中。此外，主要的商业物业形态如购物中心、百货店、写字楼等同质化明显，部分核心商业区域商业楼宇密度大，供给量较高。上述因素均导致商业地产行业竞争激烈，近年来行业集中度持续上升，拥有资金、品牌、资源优势的大型商业地产企业在竞争中具备优势。

(4) 从经营角度出发，商业地产区域分布和企业运营能力的影响至关重要。

由于区域性供需不均衡状况的存在，商业地产的区域分布情况对其经营业绩影响十分显著，优质的商业地产在区位上具有稀缺性和不可复制性，从而构成差异性竞争力。例如，评价购物中心类商业地产的区域分布，可以考虑该区域的经济水平、人口规模及人口构成、交通便利程度等。商业地产企业的运营能力主要表现在租户质量、出租率、租金水平等方面，租户质量对于企业的租金收取和持续运营有较大影响。在发达城市核心地段拥有优质商业物业的企业，具备很强的核心竞争力；区域分布不佳、运营情况较差的商业地产企业，其物业增值潜力较弱，租金持续性和成长性存在不确定性。

(5) 从资产角度出发，投资性房地产是商业地产企业的重要资产构成，其评估情况和受限程度对企业的资产质量和再融资能力有重要影响。

投资性房地产是商业地产企业的核心资产，在资产构成中占比较大。大部分商业地产企业的投资性房地产采用公允价值模式计量，在判断企业的资产质量时，必须衡量投资性房地产评估价值的合理性，一般可结合租金收入规模、周边

地价、周边同类物业租金水平等因素进行考虑。同时，投资性房地产作为可抵押资产，其受限程度对于企业的再融资空间有重要影响。近年来，部分商业地产企业向“轻资产化”方向转型，虽然有助于降低资金压力和经营风险，但投资性房地产规模的下降对于企业的融资能力造成不利影响。

四、 评级要素及参考指标

核心要素	子要素	可参考指标
宏观及行业	行业供需情况	商业营业用房/办公楼竣工面积；商业营业用房/办公楼销售面积；商业营业用房/办公楼租金水平、空置率
	行业现状及前景	行业景气度（商业营业用房/办公楼完成投资额，社会消费品零售总额增速）；政策友好度；REITs等商业地产相关金融产品的发展
企业基础素质	企业性质	企业性质及股东背景
	行业地位	行业排名；品牌输出能力；主要产品在区域市场的知名度
经营与竞争力	业务构成	非主营业务对公司利润补充能力；非主营业务与商业地产业务的协同作用
	业务模式与业态	商业地产业务模式；商业地产业态构成
	业务规模	租金收入及其他商业运营收入规模；土地储备/在建项目/项目销售规模
	区域分布及差异化	商业物业的城市分布情况（城市发达程度，城市分布多样性）；商业物业的区位布局情况；产品的稀缺性和差异化竞争力
	运营能力	运营项目出租率、租金水平；租户构成，主力租户质量及稳定性；项目持续升级改造与租金成长性
战略与管理	发展战略	发展战略是否符合国家政策导向、与当前业务的关联程度、实现战略的投入、实现战略的条件
	组织管理模式	三会制度是否健全、治理结构是否规范、内部制约、组织结构及职责分工是否明确、激励制度、管理层的稳定性、管理层经验及文化水平、员工结构
财务分析	信息披露与采纳准则	审计机构的从业资质和市场声誉、审计报告的类型；企业变更审计机构的频率、存货计价方式、坏账准备计提政策、投资性房地产计量方式、固定资产折旧政策、无形资产计价及摊销政策、收入确认原则、资产减值准备计提政策、企业税种和税率、借款利息资本化条件
	资产质量	现金类资产的充足性及受限性；存货的构成、变现能力及跌价风险；应收账款规模和坏账准备；预付款项规模；投资性房地产评估机构的从业资质和市场声誉、评估价值的合理性、投资性房地产受限程度及变现能力；固定资产的折旧政策；在建工程规模；无形资产的构成及估值等
	资本结构	资金来源结构；资本实力与债务结构的合理性；债务规模与期限结构，资产证券化产品可能造成的表外负债；权益稳定性；利润分配政策；债务与负债水平的变化趋势
	盈利水平与现金流	营业收入规模、稳定性及变化趋势；净利润规模及变化趋势；投资收益和营业外收入的规模和持续性；投资性房地产公允价值变动损益对利润水平的影响；盈利水平和盈利指标；对成本费用的控制力度；现金收入比；经营活动

		现金流入规模及净现金流规模；筹资活动前现金流量净额
	偿债能力	企业信用记录与融资环境；现金短期债务比、速动比率等短期偿债能力指标；EBITDA 构成情况、EBITDA 全部债务比、EBITDA 利息倍数等长期偿债能力指标
	母公司分析	母公司的定位、业务情况；对下属分、子公司管理情况；财务分析（资产状况、收入盈利、现金流，融资、负债等）
其他 重大 事项	或有负债	对外担保；未决诉讼
	关联风险	关联交易
	融资能力	融资渠道、股东支持、历史履约情况、银行授信情况、负面新闻、资产受限情况

五、 局限性

本文主要是在工商企业评级方法的基础上制定的商业地产行业评级要素，仅列举了商业地产行业企业评级时需要考察的重点要素，并未覆盖评价商业地产行业企业信用风险需要考虑的全部因素，同时，考虑到企业经营环境变化以及主体间差异，部分要素可能并不适用于受评主体。由于以租赁模式为主的商业地产企业和以销售模式为主的商业地产企业之间经营和财务特征差异较大，本文仅适用于以租赁模式为主的商业地产企业，未能覆盖商业地产全行业。

我公司对商业地产行业未来经营状况的判断是以其历史经营状况、现状以及目前政策导向为基础，但是受评主体的发展、政策的变化及影响其偿债能力的内外部因素是动态变化的，这些影响因素的未来状况可能与过去、现在有着较大的不同，因此，以上述要素对商业地产行业主体信用风险的评估不能保证完全准确地预测其未来实际的违约风险。

同时，方法中的考核重点，尤其是指标的选择在随着行业不断演进而有所调整和修正的，我公司将定期或不定期审查并适时修订。