

标普信用评级（中国）补充评级方法论—房地产行业

2026 年 04 月 23 日

一、适用范围与概述

本方法论是标普信用评级（中国）有限公司的补充评级方法论之一。当受评主体属于房地产行业时，我们通常会参考本方法论中所论述的评级方法和假设条件进行评级。本方法论适用的领域包括房地产开发及物业运营等。本方法论通常与标普信用评级（中国）—工商企业评级方法论结合使用。

房地产开发

本领域内的企业绝大部分息税及折旧摊销前利润（EBITDA）均来自于开发和销售新建住宅或商业地产。

商业物业持有运营及 REITs

本领域内的企业绝大部分 EBITDA 均来自于租金收入，例如一般的物业运营公司或房地产信托投资基金（REITs）都属于此类。

若其他行业、发行人或特定债项所表现出的特点适用此方法论时，我们亦可以使用本方法论进行分析。

二、方法论

（一）业务状况分析

在评估业务状况时，我们通常从行业风险和竞争地位两个方面进行分析。

1、行业风险

我们的行业风险分析通常会从行业的周期性、竞争风险和行业整体的增长前景方面进行分析。行业的周期性主要考虑该行业在经济周期、商业周期和其他周期性因素下的风险暴露程度；以及这些因素对行业收入规模和盈利能力产生的影响。行业竞争风险和增长前景主要考虑

1) 行业进入壁垒；2) 盈利水平及趋势；3) 产品、服务或技术变化造成的行业变革；4) 行业增长的可持续性。

2、竞争地位

在分析房地产企业的竞争地位时，我们通常考虑以下四个要素：

- (1) 竞争优势；
- (2) 规模、范围和多样性；
- (3) 经营效率；
- (4) 盈利能力。

在以上四个要素当中，我们认为不同细分行业依商业模式和市场环境的不同，分析其竞争地位的侧重点会所有不同。例如针对房地产开发企业来说，竞争优势和经营效率更为重要。而针对商业物业持有运营及 REITs 企业来说，竞争优势和规模、范围和多样性是我们分析该类企业竞争地位更加侧重的维度。

(1) 竞争优势

在分析房地产开发企业的竞争优势时，我们通常考虑下列指标，并按照具体指标的统计情况三档：

- 销售规模和市场份额；
- 品牌声誉和产品品质；
- 土地采购能力及土储质量；
- 商业战略的执行力等。

在分析商业物业持有运营企业及 REITs 的竞争优势时，我们通常考虑下列指标，并按照具体指标的统计情况三档：

- 资产质量，包括物业区位、出租率、租赁业务毛利率（NOI）等；
- 运营状况；
- 业务战略和管理能力；

(2) 规模、范围和多样性

在分析房地产开发企业的规模、范围和多样性时，我们通常考虑下列指标，并按照具体指标的统计情况三档：

- 地域分布的多样化程度；
- 产品类型及价格定位的多样性；
- 土储规模与充足性

在分析商业物业持有运营企业及 REITs 的规模、范围和多样性时，我们通常考虑下列指标，并按照具体指标的统计情况三档：

- 所持有物业的数量、市场价值；
- 物业地理分布类型多样性；
- 租户集中度；
- 租约结构及到期租约占比等。

(3) 经营效率

在分析房地产开发企业的经营效率时，我们通常考虑下列指标，并按照具体指标的统计情况三档：

- 营运资金的管理能力；
- 成本控制能力；
- 经营审慎情况等。

在分析商业物业持有运营企业及 REITs 时，我们通常考虑下列指标，并按照具体指标的统计情况三档：

- 成本结构；
- 营运资金管理效率；
- 管消费率等。

(4) 盈利能力

在分析企业的盈利能力时，我们通常会考虑盈利水平，以及中长期盈利水平的波动性。如果企业的历史数据有限，我们可能会参考同业数据。

(二) 财务风险分析

在分析房地产企业的财务风险时，我们所使用的方法通常与分析其他工商企业发行主体时所使用的类似（参见标普信用评级（中国）——工商企业评级方法论）。

1、核心比率

在分析企业的现金流和杠杆水平时，我们通常使用以下核心指标：经调整总债务/息税及折旧摊销前利润（EBITDA）；EBITDA 利息覆盖倍数。

2、补充比率

除了对企业的核心比率进行分析外，我们通常还会考虑补充比率的表现，以全面的了解其信用风险状况并完善我们的现金流分析。

三、其他事项

本方法论并不旨在全面囊括我们在分析时考虑的所有因素。在适当的情况下，我们可能在分析中采用其他文中未涉及的定量或定性的指标，以充分反映特定发行主体、债项或证券类型的信用状况。评级委员会也可能会针对一些特殊情况，在适当的时候对评级方法论的运用方式做出调整。

©版权所有 2026 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。部分内容可能借助人工智能（AI）工具创建。使用人工智能创建或处理的已发布内容由标普职员撰写、审核、编辑及批准。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。