

评级方法 商业地产抵押贷款资产支持

2015 年

证券信用评级方法

概述

评级分析框架

标的资产价值分析及证券分层:

- 标的资产特征分析
- 稳定净现金流评估
- 资本化比率及价值分析
- LTV/DSCR 及证券分层

现金流分析

交易结构及法律风险分析:

参与方履约能力分析

新世纪评级结合了国际主流评级机构的技术与经验以及中国债券市场信用评级的实践与需要，制订了商业地产抵押贷款资产支持证券的信用评级方法。

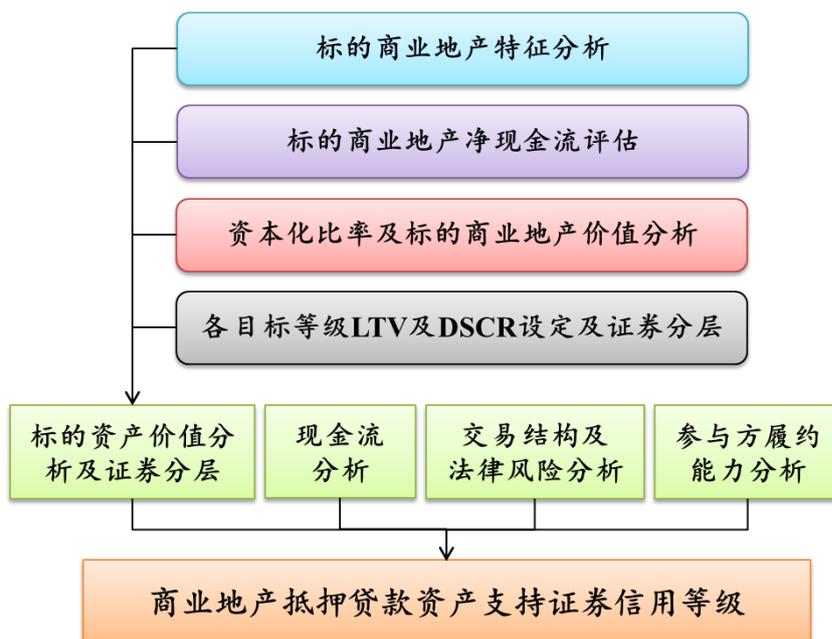
本评级方法中所涉及的商业地产抵押贷款资产支持证券是指由国内的银行或非银行类金融机构作为发起机构，将其发放的商业地产抵押贷款真实出售给特殊目的实体(Special Purpose Vehicle-SPV)后，由 SPV 发行的结构化债券，并以商业地产所产生的现金流（包括日常租金、出售对价或再融资款等）作为债券本息偿付主要资金来源的债务融资工具。

新世纪评级通过分析标的资产的特征，评估其产生净现金流的能力，进而分析其价值，再通过各目标等级下 LTV 及 DSCR 的设定来确认各目标等级所需的信用支持，然后结合现金流分析，并同时考虑交易结构风险、法律风险及交易对手风险等因素来综合评定商业地产抵押贷款资产支持证券的信用等级。

■ 概述

商业地产抵押贷款资产支持证券的信用评级是在对被评证券的标的资产价值、证券分层、交易结构设置、现金流分析、法律风险和交易主要参与方履约能力等因素进行定量和定性分析的基础上，综合被评证券对投资者权益的保障程度，所做出的信用等级判定。

■ 评级分析框架



■ 标的资产价值分析及证券分层

（一） 标的商业地产特征分析

商业地产抵押贷款的主要风险取决于其产生收入的能力及其资本价值对债务的覆盖情况，新世纪评级对可能影响标的商业地产现金流及资产价值的因素会进行较为全面的考量，重点因素主要包括：标的商业地产的地理位置、建筑物质量、周边市场供需环境、租户结构及出租率等特征。

新世纪评级将商业地产归纳为以下几类：办公楼、出租用的商住楼、商场、工业厂房以及城市综合体等。新世纪评级根据各类商业地产的不同特性来对其进行有针对性的风险特征分析及价值评估。

1. 标的商业地产分析所需资料:

为配合新世纪评级进行标的资产的特征分析，原始权益人需要为入池的每一笔商业地产提供一份背景资料，其内容主要包括以下几项：

- **资产摘要**

包括对标的资产的描述、详细的地理位置、运营历史、商业地产类型、可供出租的空间、当前所有者简介以及相关权属的法律证明文件等。

- **历史运营表现**

通常至少需要 3 年以上的历史经营表现数据，包括收入及支出构成、承租人流动率及闲置时间等。

- **针对标的资产任何抵押及相关权利证明的详细资料**

- **主要租户的合同摘要**

- **当前的出租情况**

包括租户名称、承租面积、当前租金、租期起止时间以及其他租赁相关资料。

- **保险证明文件**

- **管理合同或其他相关的运营协议（若有）**

新世纪评级会对标的商业地产及其周边地区进行实地尽调。通常会标的商业地产的管理机构及相关单位进行现场访谈，以进一步了解其运营能力。

2. 相关专业机构报告

新世纪评级通常会参考以下几类第三方报告：

- **商业地产价值评估报告**

新世纪评级会参考独立评估机构所出具的商业地产价值评估报告，并对报告中的相关调研资料及估价程序进行必要分析。

- **建筑工程报告**

新世纪评级会通过专业机构出具的建筑工程报告来了解标的建筑物的基本情况（包括：维修成本、建筑的合法合规性、环境风险、地震风险及重置成本等），进而判断未来可能需要的资本性支出。

- **市场调研报告**

当原始权益人无法就标的商业地产提供足够的市场信息及相关佐证资料时，新世纪评级会要求其提供第三方机构出具的市场调研报告。

（二） 标的商业地产净现金流评估

在就商业地产基本面特征分析完成之后，新世纪评级将参考特征分析来估测标的资产产生稳定净现金流的能力。净现金流是指商业地产所产生的全部收入扣除所有预期的运营费用和资本支出之后的净收入，并以该笔资产证券化交易的存续期间及到期后可长期持续维持的收入作为净现金流的评估基础。

为估测标的商业地产的稳定净现金流，新世纪评级通常会以目前标的资产的实际收入与支出水平为基准来进行调整。收入的预测与调整将主要考虑现有已签约租户的租约情况以及未来预期的出租率情况，然后扣除日常运营及管理费用后得到营业利润，新世纪评级同时会根据当地市场环境来判断标的资产当前租金价格及运营支出水平的合理性及可持续性。随后再将年度化的平均资本支出、租赁佣金及重新出租成本从营业利润中扣除后即可得到该标的商业地产的稳定净现金流。

在评估标的商业地产的稳定净现金流时，新世纪评级会审慎考虑宏观经济情势、当地房地产市场的供需状况、标的资产的运营历史绩效、对当前实际租金价格的合理调整幅度、预估的出租率水平、租赁佣金以及未来建筑物改造翻新计划等诸多因素。

（三） 资本化比率及标的商业地产价值分析

新世纪评级通常会使用直接资本化法（Direct Capitalization Method）来评估标的商业地产的价值，即以估测的稳定净现金流除以资本化比率（Capitalization Rate）。

新世纪评级在决定所使用的资本化比率时通常会考虑标的商业地产的地理位置、建筑物房龄及状况、周边竞争环境、市场前景以及同行业可比数据等因素。在某些交易中，对于一些特殊的标的资产，新世纪评级也可能采用其他适用的价值估算方法。

（四） 目标等级下的 LTV 与 DSCR 标准设定及证券分层

商业地产抵押贷款资产支持证券的分层比例测算是此类交易的分析重点。新世纪评级主要参考贷款价值比（LTV，即所发行证券规模与标的资产的价值比率）以及债务保障倍数（DSCR，即标的资产每年产生的稳定净现金流对计划发行证券每年必须偿付的本息金额的比率），并结合交易结构安排及现金流分析来判断证券分层是否能够提供足够的信用支持。

新世纪评级各目标等级下 LTV 及 DSCR 指标的门槛设置如图表 1 所示，图表中的门槛设置仅是初步标准，交易中最终使用的 LTV 与 DSCR 将根据每笔交易的标的资产特征进行必要调整，所考量的因素包括：标的资产类型、抵押情况、建筑物屋龄与状况、房地产市场历史表现、租金收入水平及资产价值在历史压力情境下的波动情况、地区集中度问题（若涉及多个标的资产）、当前出租情况、物业管理水平、证券分期摊还设置以及再融资安排等因素。DSCR 指标中每年需偿付的本息金额是根据较为严格的利率情景假设条件，并考虑了未来可能的再融资利率后，进行测算的。

图表 1. 目标等级下 LTV 及 DSCR 标准设置

信用等级	LTV (%)	DSCR (倍)
AAA	40-55	1.70-2.10
AA	45-60	1.50-1.70
A	50-65	1.40-1.60
BBB	55-70	1.25-1.45

资料来源：新世纪评级

■ 现金流分析

新世纪评级以标的资产稳定净现金流为分析基础，结合交易结构所安排的分配顺序及偿付机制，并同时考虑交易机构设计中约定的各类触发事件及再融资安排，进行综合的现金流分析。

商业地产抵押贷款资产支持证券通常会采用分期还本或到期一次还本的方式，在一些特殊交易结构设置中也可能采用零息证券或结合以上还本方式的组合型证券。

在有外部信用支持的情况下（如：差额支付或保证担保），新世纪评级会将与外部信用支持相关的触发条件、适用范围及增信效果纳入考量范围内。

■ 交易结构及法律风险分析

除上述标的资产及证券规模的分析外，交易结构设置的合理性及法律风险也是新世纪评级在商业地产抵押贷款资产支持证券交易所考量的重点。

(一) 交易结构风险

● 交易是否有必要的保险作保障

商业地产抵押贷款资产支持证券的标的资产通常都会投保各式必要的保险，以保障标的资产在遭遇地震、火灾或其他自然灾害或人为损坏时，能够获得修复或重置，并为因运营中断或租金损失对现金流造成的负面影响提供理赔保障。

● 资本支出安排

商业地产一般都需要持续的管理及维护投入，新世纪评级会参考标的资产的建筑工程报告，并考察物业管理团队的日常管理能力。商业地产的日常管理包括例行的管理、修缮以及维护保养等。新世纪评级会将在例行管理前提下所估算出的资本性支纳入现金流考量，并检验交易结构安排中是否有对可能发生的非经常性资本支出作必要的资金储备，以应对突发的资本性支出。

● 流动性风险

商业地产抵押贷款资产支持证券的交易结构中可能需要有一定的现金储备及流动性安排，以确保当标的资产所产生的现金流因各种原因而暂时中断时，交易所涉及的相关税费及利息能够获得及时的偿付。新世纪评级认为会影响流动性安排的主要因素包括：标的资产的现状、入池资产数量、租期分布、支付频率以及物业管理机构寻找新租户的能力。在标的资产所涉及的租户集中度很高的情况下（如：租户数量、地区或行业集中度），当主要租户迁出或无法支付租金，或当大部分同行业的租户均面临来自同一行业景气度的压力时，标的资产所产生现金流的能力会受到很大的影响。同时，若大部分租约的到期时间十分集中，亦可能增加流动性风险发生的可能性，新世纪评级会重点关注此类风险的影响。

● 再融资安排与结清期间

新世纪评级对于到期一次还本以及本金偿付主要集中在存续期后期的交易会就再融资安排（包括先决条件以及资金的充足性、可获得性与及时性）进行充分的考量。若交易涉及标的资产的最终出售，新世纪评级会考虑出售相关的操作程序，并判断标的资产是否能够在法定到期日前顺利出售。新世纪评级同时对于预期到期日至法定到期日的期间长度（Tail Period，结清时间）有一定的要求，由于商业地产的处置通常需要几个月，甚至数年的时间。为确保交易预留足够的处置时间，新世纪评级通常会要求结清时间最短不少于两年。并且根据标的资产的

特征、交易结构、入池资产数量、交易规模、杠杆比率以及资产转售流动性、宏观经济及房地产市场景气度等因素均可能导致结清时间的拉长。

(二) 法律风险

新世纪评级对于商业地产抵押贷款资产支持证券的法律风险分析主要关注问题包括：由委托人/资产出售方将标的资产转移至发行机构所形成资产转移交易的有效性和合法性（真实出售）。此外，新世纪评级会重点关注在标的资产转让之后，其他任何机构及个人是否仍持有对标的资产的追索权或其他任何形式的法律权利（破产隔离）。新世纪评级需依据律师的专业法律意见对交易要素的合法性及有效性进行判断。

■ 参与方履约能力分析

商业地产抵押贷款资产支持证券所涉及的参与方主要包括资产服务机构、受托机构以及资金托管机构。

资产服务机构通常是专业的物业管理公司。新世纪评级会重点关注物业管理公司的管理水平，关注重点包括团队构成情况/工作人员的专业能力及相关经验、内部管理制度的完备性及执行情况、客户服务能力、自身财务状况、租金收缴是否准确及时、对于招租及退租的处理效率以及是否有后备资产服务机构等。

受托机构通常是信托机构。新世纪评级会着重考察受托机构对交易各项事务的处理能力、业务经验、内部风险控制以及其尽职履行各项职责的综合能力。

资金托管机构通常是银行。尽管托管机构可以被解任，并任命新的资金托管机构，在一定程度上减轻了由于托管机构破产对投资者的影响。但是如果发生托管机构破产等事件，投资者将不可避免地受到一定的影响。新世纪评级会着重考察资金托管机构自身的经营稳健性、财务状况，以及是否具有稳定的资金清算系统和一定的资金保管经验。

附录一：

评级结果释义

新世纪评级对资产支持证券的信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA 级	偿付能力极强，违约风险和违约损失风险极低。
	AA 级	偿付能力很强，违约风险和违约损失风险很低。
	A 级	偿付能力较强，违约风险和违约损失风险较低。
	BBB 级	偿付能力一般，违约风险和违约损失风险一般。
投机级	BB 级	偿付能力较弱，违约风险和违约损失风险较高。
	B 级	偿付能力很弱，违约风险和违约损失风险很高。
	CCC 级	偿付能力极弱，违约风险和违约损失风险极高。
	CC 级	基本不能保证偿付。
	C 级	不能得到偿付。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（本评级机构）和/或其被许可人版权所有。

本文件包含的所有信息受法律保护，未经本评级机构事先书面许可，任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由本评级机构从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，本评级机构对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，本评级机构不对任何人或任何实体就 a)本评级机构或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或 b)即使本评级机构事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。