

版本号：
cspy_ffmx_2024V1.0

生效日期：
2024年5月21日

联系人

李琳
lilin@cspengyuan.com

汤军
tangji@cspengyuan.com

高云
gaoyun@cspengyuan.com

中证鹏元资信评估股份有限公司

地址：深圳市深南大道
7008号阳光高尔夫大厦3楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

商业地产结构融资产品评级方法和模型

目录

一、概述	2
(一) 适用范围	2
(二) 制定或修订说明	2
(三) 基本假设	2
二、评级框架	3
三、基础资产分析	4
(一) 物业运营分析	4
(二) 物业价值分析	5
四、现金流分析与压力测试	6
(一) 基础资产现金流评估值的合理性判断	6
(二) 结构融资产品设计	6
(三) 现金流分析与压力测试	6
五、交易结构分析	7
(一) 现金流支付机制	8
(二) 增信设计	8
(三) 交易结构风险	9
六、主要参与方分析	9
(一) 资产服务机构	10
(二) 受托人与管理人	10
(三) 其他参与方	10
七、法律风险分析	11
八、局限性与更新	11

一、概述

（一）适用范围

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”或“我们”）的商业地产结构融资产品评级方法和模型适用于穿透后底层资产为商业地产，并以该商业地产未来收入（如租金、物业费、商业管理费等）或处置收入为还款来源的结构融资产品的信用评级。商业地产结构融资产品，既包括以商业地产作为抵押物，并以该商业物业产生的现金流作为还款来源的各类结构融资产品；也包括利用各种特殊目的载体（SPV）通过股权和债权等形式直接或间接持有商业地产，并通过运营或处置该标的商业地产获取现金流作为还款来源的各类结构融资产品。

（二）制定或修订说明

商业地产结构融资产品是目前结构融资产品中发行较多的一类品种，为使评级技术更好地适应市场发展变化及趋势，提升评级方法的适用性和信息披露的全面性，中证鹏元对2017年4月19日生效的《商业房地产抵押贷款资产证券化评级方法》（版本号：py_ff_2017V1.0）进行修订并更名为《商业地产结构融资产品评级方法和模型》。本评级方法和模型已经中证鹏元技术政策委员会审议通过。

本次修订主要包括：

- （1）将评级产品名称调整为商业地产结构融资产品，并对评级方法和模型适用范围进行修订，同时废除《商业房地产抵押贷款资产证券化评级方法》；
- （2）增加了修订说明和基本假设；
- （3）完善了商业地产结构融资产品评级方法和模型的构建思路和评判标准；
- （4）文字表述等其他必要的修订。

由于本次评级方法和模型的构建思路和评判标准不涉及实质修改，本次修订不会对尚处于中证鹏元信用等级有效期的受评证券或产品评级结果产生影响。

（三）基本假设

1. 假设宏观经济环境、金融市场环境及法律环境不会发生根本性变化，以及不会出现不可抗力的因素（如自然灾害、战争等）。

2. 假设经监管部门认定的专业机构能够勤勉尽责，所提供的信息是真实、准确和完整的。

3. 相关权利义务主体出具的相关承诺函真实、可靠。

二、评级框架

中证鹏元在遵循《结构融资产品评级准则》¹的基础上，根据商业地产结构融资产品的基本特征，制定本评级方法和模型。中证鹏元商业地产结构融资产品的评级框架包括五大部分：基础资产分析、现金流分析与压力测试、交易结构分析、主要参与方分析、法律风险分析。

1. 基础资产产生的现金流是受评结构融资产品本息偿付的来源，基础资产分析是评级框架的核心内容。在评级过程中，中证鹏元首先关注入池后的基础资产现金流影响因素，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、运营方运营水平、租户结构及出租率等特征。

2. 资产池现金流入与现金流出在规模与时间上的匹配程度是衡量受评结构融资产品能否按时足额偿付的重要依据，也是评级时关注的重点。中证鹏元以基础资产产生的现金流为分析基础，结合交易结构所安排的分配顺序及偿付机制，同时考虑交易结构设计中约定的各类触发事件及再融资安排，进行现金流分析。通过计算偿债覆盖倍数（debt-to-service coverage ratio, DSCR）与贷款价值比（loan-to-value ratio, LTV）等量化指标，进而形成商业地产结构融资产品评级的初步标准。在计算 DSCR 和 LTV 时，我们所考量的因素包括：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、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、产品分期摊还设置以及再融资安排等因素。同时，我们通过设置不同的压力条件，对上述指标进行压力测试，以判断在更为严苛的条件下现金流入对现金流出的覆盖情况。

3. 交易结构通过一系列影响基础资产产生的现金流归集路径、规模与安全性的安排进而作用于结构融资产品的本息偿付。中证鹏元对商业地产结构融资产品交易结构的考察，主要关注现金流支付机制、增信设计、交易结构风险，由此判断其对受评结构融资产品本息偿付的保障程度及对投资者利益保护是否构成不利影响。

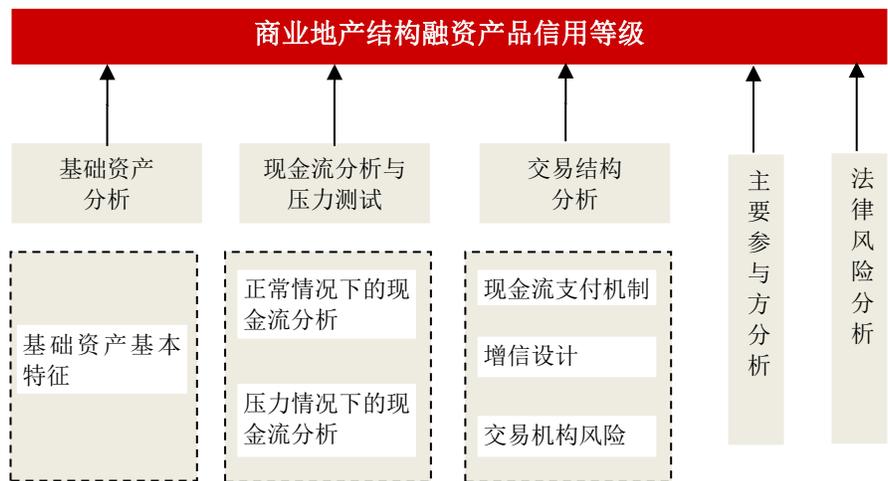
4. 在现金流的归集过程中，款项一般需要通过相关参与人，如资产服务机构、特殊目的载体（SPV）、资金保管与结算机构及其设立的账户进行归集划转，再按约定分配给

¹ 该准则介绍了中证鹏元关于结构融资产品一般性的评级思路与框架。

投资者。该过程中，主要参与方的尽职能力关系着偿付现金流能否及时足额划转，因此也是中证鹏元在评级过程中关注的内容。

5. 风险隔离是结构融资产品的基本特征，实现基础资产及其产生的现金流的破产隔离，是保障受评结构融资产品偿付现金流独立于发起人信用风险的前提。中证鹏元关注在现行法律框架下，基础资产与发起人资产的风险隔离机制，以及结构化产品在各项环节与安排的合法性，能否保障受评结构融资产品持有人的利益。

图1 商业地产结构融资产品评级框架



资料来源：中证鹏元整理

三、基础资产分析

商业地产结构融资产品的还款来源主要是标的物业运营现金流和标的物业处置所产生的现金流，因而影响标的物业运营现金流和标的物业处置所产生现金流的因素是我们分析的重点。商业地产结构融资产品的主要风险取决于标的物业产生收入的能力及其资产价值对债务的覆盖情况，中证鹏元对可能影响标的商业地产现金流及资产价值的因素进行较为全面的考量。

（一）物业运营分析

1. 运营环境。运营环境包括宏观环境、行业环境、区域环境、地理位置以及同类型物业竞争情况。通过分析标的商业地产所处运营环境从而判断标的商业地产的经营稳定性。

2. 业态类型。业态类型主要包括办公楼、购物中心、产业园区、酒店、公寓、仓储物流等，不同业态的商业用途和经营模式均有所差别。

3. 标的商业地产的租户群体情况。主要考察该群体行业分类、租户集中度、租赁合同期限、租金情况、租金支付模式、保证金、续租情况、历史租金缴付情况等，并且就租赁规模较大的租户的经营及财务情况进行单独分析。

4. 运营方的运营能力。主要考察运营方的运营资质、物业维护、运营历史、运营策略、租户准入、租户管理制度等，良好的运营能力有利于标的商业地产的持续稳定运营。

5. 标的商业地产的未来运营净现金流由运营收入和运营成本决定。其中运营收入主要受到租金单价、租金增长率、出租率、退租率、收缴率、其他收入的规模及稳定性等因素的影响。运营成本主要包括管理费用、销售费用、物业维护费、保险费、税费（增值税及附加、土地使用税、房产税、印花税等）等付现成本。

（二）物业价值分析

1. 标的物业的合法合规性。标的物业权属清晰、不存在权利负担是处置物业并取得处置价值的基本前提。此外，还需要关注土地使用权的合规性、物业实际用途与证载证书所载规划用途是否相符、证照剩余期限是否能覆盖产品存续期等。若标的物业的合法合规性存在瑕疵，可能对物业价值的实现产生不利影响。

2. 土地剩余使用期限。土地剩余使用期限越长，物业成新度越高，可获得稳定现金流的剩余时间越长。

3. 标的物业的地理位置。优越的地理位置会吸引高质量的承租人，并且能够维持较高的房产价值，其所在城市经济水平、周边区域环境、基础设施建设配套、交通便利程度、未来区域规划、可比商业的平均租金水平、出售单价等都是非常重要的考量因素。

4. 建筑物质量。较高的施工质量会减轻后期的维护负担，成功的设计通常具有引人注目外形和强劲的功能，应避免外形过于时髦或配制过于专门化，同时过时的房产，常常需要重新装修，养护成本较高。

5. 标的物业的运营情况。标的物业的运营情况依赖于成熟的运营模式、专业的运营团队，良好的运营情况有利于标的物业实现稳定的运营收入。

6. 物业价值通常由专业评估机构进行评估，常用方法有比较法、收益法、成本法，评估机构根据评估对象的实际情况选取一种或多种评估方法得出最终评估结果。中证鹏元通过对标的商业地产进行综合分析，判断评估机构的假设条件、评估方法、参数设置以及预测结果的合理性。

四、现金流分析与压力测试

标的物业产生的现金流入在每个兑付时点（各档结构融资产品本息偿付日）对各档结构融资产品现金流出的覆盖程度以及结构融资产品规模与标的物业价值的比率是判断受评结构融资产品能否获得目标信用等级的量化依据。因此，中证鹏元在现金流分析中，采用偿债覆盖倍率（DSCR）衡量基础资产现金流对结构融资产品本息的偿付保障程度，采用贷款价值比（LTV）来衡量标的物业处置时对受评结构融资产品的偿付保障程度。

（一）基础资产现金流评估值的合理性判断

基础资产现金流评估值为现金流分析的基础，用以测算基础资产现金流对结构融资产品本息的覆盖程度。一般情况下，基础资产现金流的预期规模由专业评估机构进行评估。但出于谨慎性考虑，中证鹏元需要对基础资产相应业务的运营环境、经营情况以及基础资产历史现金流表现进行分析，进而判断评估机构的假设条件、评估方法、相关指标的运用以及预测结果是否客观、合理，是否需要进一步调整。

（二）结构融资产品设计

结构融资产品设计包括结构融资产品的分层、分档，以及各档产品的发行规模、预期到期期限、预期收益率、还本付息方式等条款等。优先/次级结构设计是结构融资产品最常用的结构化设计，一般将结构融资产品分为优先级与次级两层，同时优先级产品内进一步分为不同数档。优先级产品的本息偿付次序优于次级产品，而优先级产品中各档产品的偿付次序亦不一样。此外，各档产品的发行规模、到期期限、预期收益率、还本付息方式均有可能存在差异。这些因素直接决定了现金流出分布。

结构融资产品对标的物业与发起人之间所作的破产隔离安排是产品设计中关注的重要内容，破产隔离安排有效性会影响标的物业对结构融资产品的偿付保障性。若破产隔离安排有效性不足，结构融资产品发起人的经营和财务状况发生恶化或破产，标的物业可能被作为破产财产进行清算，进而影响结构融资产品本息的偿付。

（三）现金流分析与压力测试

因为商业地产结构融资产品的偿债来源是现金流和物业价值，现金流对本息支出的覆盖程度以及物业价值对贷款本金的保障程度是确定级别的重要参考，因此中证鹏元主要考

察 DSCR、LTV 两个指标，并对其进行压力测试。

当年净现金流（NCF）=经营收入-费用-资产化支出

偿债覆盖倍数（DSCR）=当年净现金流（NCF）/当年的本金和利息偿付额

贷款价值比（LTV）=贷款金额/房地产的评估价值

中证鹏元采用偿债覆盖倍率进行现金流分析与压力测试。首先中证鹏元测算正常情况下的现金流入对受评结构融资产品本息的覆盖程度。中证鹏元采用审慎评估后的现金流评估值，同时根据结构融资产品与交易结构设计获得现金流出分布，进而通过对现金流入与流出的对比分析，测试各种模拟场景下的现金流入对各档产品本息偿付的覆盖程度。

随后，中证鹏元将结合基础资产确定压力条件，测算在压力情况下现金流对产品本息的覆盖情况，以判断基础资产现金流在既定交易结构下对受评结构融资产品本息偿付保障程度的稳健性。压力条件包括：调低租金单价水平、提高空置率、提升预期收益率等，并分别在上述单一和/或组合的压力条件下测算对应的现金流入情况。通过对比现金流入与现金流出，可判定压力条件下各种模拟场景对应的现金流入能否覆盖受评结构融资产品本息。如果覆盖倍率小于 1，则表明基础资产现金流不能满足受评结构融资产品本息的偿付。最后一期本息偿付综合考虑抵押物业处置价值和增信方提供的增信措施。

标的物业资产处置价值是商业地产结构融资产品获得偿付保障的重要基础，中证鹏元考察受评结构融资产品规模和标的物业价值的比率，该比率越低，标的物业能够承受越高的下跌风险，受评结构融资产品的保障程度越高。考虑到不动产可能存在的价值波动风险以及不动产处置过程中存在的税费等因素，中证鹏元对标的物业价值进行加压，考察受评结构融资产品规模与加压后标的物业价值的比率。

五、交易结构分析

一般而言，商业地产结构融资产品的交易结构主要包括：现金流支付机制、增信设计。现金流支付机制通过影响现金流路径以及各项税费与各档产品本息偿付的先后顺序进而影响用于偿付各档产品本息的资金规模大小；增信设计则通过内外部增信措施，利用基础资产自身产生的现金流或第三方提供的额外信用或流动性，提高对优先级产品本息偿付的保障程度。同时，中证鹏元还关注交易结构中存在的风险因素，这些风险亦可能影响偿付现金流的安全性与规模大小。

中证鹏元对交易结构的分析包括现金流支付机制、增信设计以及交易结构风险三个方面。

（一）现金流支付机制

现金流支付机制决定了现金流从归集到分配给产品投资者的路径与规模，进而影响对各档产品本息偿付的保障程度。就现金流支付机制，中证鹏元主要关注：

1. 资金分配顺序是否更有利于优先级产品的本息偿付保障。例如：（1）收益账下不设置次级档产品的期间收益，则收益账归集的资金在扣减各项税、费、储备金和优先级产品利息后的剩余资金将形成超额利差，转入本金账，从而加强对优先级产品本金的覆盖程度；（2）收益账下将资产服务机构部分费用的支付顺序置于优先级产品利息偿付之后，有利于加强对优先级产品利息偿付的保障。

2. 是否设置信用触发机制（主要为加速清偿事件与违约事件）及是否将更大范围的事件认定为信用触发事件。一般而言，在交易条款中若设置了信用触发机制，则在信用触发事件发生后，收益账户与本金账户下的资金分配顺序将改变，即基础资产产生的资金在支付相关税费后将优先用于清偿优先级产品的本息，从而加快对优先级产品的本息偿付，这在一定程度将提高优先级产品的安全性。

（二）增信设计

目前，商业地产贷款结构融资产品常用的增信设计包括优先/次级结构、超额抵押、储备金账户、资产抵押等。对此，中证鹏元关注：

1. 优先/次级结构安排中，各档产品的发行规模及其占发行总规模的比重。通过该要素可判断各档产品的信用支持水平（劣后级产品后于优先级得到偿付，相当于为优先级产品提供了一定的信用支持）。

2. 应收账款质押及现金流超额覆盖。物业持有方以标的商业地产的租金收入以及其他经营收入作为质押担保，各个兑付日基础资产净现金流对优先级产品本息形成超额覆盖。

3. 标的商业地产抵押。商业地产提供的抵押担保有利于提升优先级产品的偿付安全性。商业地产评估价值对优先级产品的覆盖比例越高，优先级产品的偿付保障程度越高。

4. 储备金账户。储备金账户是指设置一个特别的账户，当基础资产产生的现金流不足时，用以弥补投资者的损失。例如，我国目前结构融资产品实践中的流动性储备金账户，其优先于次级产品按一定标准计提，用于收益账下资金不足以偿付优先档产品利息时的补足，从而加强了对优先级产品本息偿付的保障。

5. 流动性支持安排。为保障结构融资产品项下投资者收益，在结构融资产品存续期间，如果产品无法兑付时，担保方或母公司能否提供流动性支持，从而提高对产品

本息偿付的保障。

6. 信用触发机制。结构融资产品通常设置信用触发机制，常见的信用触发机制如评级下调事件安排、现金流净额覆盖不足事件安排等。评级下调事件安排系如发生评级下调事件，原始权益人采取相应的措施应对，以降低优先级产品的违约风险。现金流净额覆盖不足事件安排系如发生现金流净额覆盖不足事件，增信主体及时确保全部优先级结构融资产品持有人应获分配的预期收益和本金得到足额分配，解除现金流净额覆盖不足事件，从而提升对优先级产品本息偿付的保障。

以上增信措施均为内部增信，商业地产结构融资产品亦可同时结合外部增信措施进一步加强对各档产品本息偿付的保障。外部增信措施本身并不改变基础资产的现金流特征，但在基础资产自身产生的现金流无法按时足额偿付相应的本息时，可通过第三方提供的额外信用或流动性支持补足其差额，从而提升各档产品的信用水平。外部增信的主要缺点是易受信用增级提供者自身信用状况的影响。此外，中证鹏元还将考察其自身信用风险以及其与商业地产结构融资产品本身信用风险的关联性来综合评价外部增信效果。

（三）交易结构风险

交易结构设计中存在的一些风险因素虽难以量化衡量，但可能实际影响到偿付现金流的安全性与规模大小，亦是中证鹏元关注的评级内容。同时，中证鹏元也关注相关文件中对应风险缓释条款的设置。中证鹏元关注的交易结构风险主要包括资金混同风险、租金收入风险、流动性风险、抵押权利风险、再投资风险、处置价格波动风险等。对于商业地产结构融资产品，中证鹏元还关注回售退出风险及持续运营风险。回售退出风险指产品投资人选择提前退出或到期退出时可能出现的基础资产现金流不足以偿付优先级剩余本息的风险。持续运营风险是指若物业运营方的经营及财务情况恶化，将对基础资产产生的现金流形成不利影响，进而影响优先级产品本息的兑付。

六、主要参与方分析

对主要参与方的分析，中证鹏元关注其尽职能力的高低。中证鹏元认为，一个合格的参与方，应具备相应的尽职能力，能够依据交易文件履行其职责。在结构融资产品交易结构中，主要参与方包括发起人、资产服务机构、计划管理人（或受托人）、资金保管机构等，其中，发起人与资产服务机构往往为同一机构。资产服务机构一般在结构融资产品中承担着管理入池贷款，以及就基础资产运行情况编制报告的义务；计划管理人（或受托人）

承担对结构融资产品（或信托计划）进行会计核算和报告、按合同约定管理和处置标的财产以及就结构融资产品（或信托计划）运行情况进行持续披露的义务。因此，资产服务机构和计划管理人（或受托人）的尽职能力可以直接影响到各档产品本息的偿付，为交易中重要的参与方。

（一）资产服务机构

中证鹏元对资产服务机构尽职能力的考察包括：公司治理与管理、资产运营能力、风险控制能力、财务与信用状况以及过往的尽职情况等。

公司治理与管理方面，中证鹏元考察：资产服务机构公司治理是否规范；资产服务机构各部门的设置；资产服务机构的制度建设；

资产运营能力方面，中证鹏元考察：资产服务机构对标物业的运营能力，包括资产服务机构的运营历史、管理经验、经营策略、招商能力、租户管理等情况；

财务与信用状况方面，中证鹏元考察：资产服务机构的主要财务指标表现；资产服务机构的信用状况。

过往尽职情况方面，中证鹏元主要是考察其过往作为资产服务机构的尽职情况，例如是否出现违约情形，是否存在尽职不到位的情形。

（二）受托人与管理人

在商业地产结构融资产品中，信托计划和结构融资产品对应的是受托人和管理人，其主要职责包括：管理、分配结构融资产品资产及利益；监督托管银行；在结构融资产品利益受到损害时，代表产品持有人向责任方追究法律责任等。中证鹏元对计划管理人尽职能力的考察主要包括：治理与管理状况、相关业务经验、内部控制机制与风险管理状况、资信状况以及过往尽职情况。

（三）其他参与方

资金保管机构主要负责资金的托管与税费及产品本息的按时支付，中证鹏元对其尽职能力的考察主要包括资金保管机构的治理状况、相关业务经验、内部控制机制与风险管理状况、资金管理制度、资信状况以及过往尽职情况。

托管方的主要职责包括：保管、分配、划转结构融资产品资金；更正划转指令；因计划管理人过错导致结构融资产品资产产生损失时向计划管理人进行追偿等。中证鹏元对托

管方的分析主要侧重对其尽职能力的分析，主要包括公司治理状况，是否具有相应的业务资质及相关业务经验，相应业务的风险控制机制，资信状况，以往是否在相同或类似业务上出现过重大失误、违约，或遭受过国家主管部门的处罚。

此外，中证鹏元还将关注相关合同条款对主要参与方行为和责任的约定以判断其是否有利于保障其履行职责。

七、法律风险分析

中证鹏元关注在现行法律和监管框架下，结构融资产品的风险隔离机制，基础资产的转让是否合法、有效。此外，中证鹏元还关注交易结构中可能存在的其他法律风险。例如，《贷款服务合同》与《资金托管合同》中关于现金流的归集与支付的约定是否明确；合同约定的权利义务的确性和可操作性如何；信用增级措施是否合法有效（如是否出具了相应的法律文件、是否完成了相关的登记或备案手续）等。

八、局限性与更新

1. 本评级方法所采用的量化模型及其参数设置均是在一定的假设条件下进行，参数假设是基于历史数据，历史数据未经历完整的经济周期，并且模型无法穷尽影响商业地产结构融资产品信用状况的全部因素，存在一定的模型风险。

2. 本评级方法和模型对指标的选取存在人为因素，并且评级结果由评审专家委员会集体讨论决定，可能无法全面、准确反映信用风险，中证鹏元将定期或不定期审查本评级方法和模型，适时修订。

版权及声明

本文件的版权归中证鹏元资信评估股份有限公司所有。

未经中证鹏元资信评估股份有限公司书面授权或许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何方法复制、修改和传播本文件。中证鹏元资信评估股份有限公司及其雇员不对使用本文件而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中证鹏元资信评估股份有限公司主要通过公司网站：www.cspengyuan.com 发布技术政策文件，并对所发布的技术政策文件拥有解释、修订、更新和废止等权利。