信用评级公告

联合〔2021〕5288 号

联合资信评估股份有限公司通过对万科企业股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持万科企业股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，“21 万科 MTN002”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月二十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

万科企业股份有限公司
2021年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次评级级别	本次评级展望	上次评级级别	上次评级展望
万科企业股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
21 万科 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
21 万科 MTN002	20.00 亿元	20.00 亿元	2024-04-29

评级时间：2021 年 6 月 29 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

万科企业股份有限公司（以下简称“公司”）作为国内最早从事房地产开发的企业之一，行业经验丰富，龙头地位稳固。公司长期保持稳健的经营风格和财务政策，房地产开发、商业开发与运营、物业服务和物流仓储服务等业务发展态势良好，持续发展能力和穿越行业周期能力强。2020 年，公司销售业绩稳步增长，盈利能力很强，账面货币资金充足，流动性充裕。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到房地产行业调控政策趋于长期化背景下未来房地产市场运行存在一定不确定性、公司股权结构较为分散等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司项目储备充足，未来随着公司存量项目进一步实现销售以及商业地产业务进一步拓展，公司经营状况将保持良好。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 万科 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司行业经验丰富，品牌知名度高，品牌溢出效应强。**公司是全国规模领先的房地产开发企业，有着 30 余年的房地产行业经验，公司销售规模常年稳居行业销售排名前列，行业龙头地位稳固，品牌影响力强。
2. **公司土地储备丰富且区域分布分散，多元化经营协同效应逐步发挥，有效分散了经营风险，长期以来经营稳健，穿越周期能力强。**公司坚持深耕城市圈的战略，土地储备质量较好，主要分布在一二线城市，分散的区域布局可在一定程度上抵御行业轮动风险。同时，公司定位于城乡建设与生活服务商，城市配套服务业务与地产开发业务协同效应逐步发挥，并且能够对公司收入形成有效补充。公司长期以来经营稳健，经历了多轮周期，行业经验丰富，穿越周期能力强。
3. **公司财务政策稳健，持续盈利能力强，具有较好的财务弹性。**公司紧跟房地产市场格局的变化，始终坚持严谨的购地策略，并持续探索多元化的土地获取模式，拿地成本相对合理。近三年，公司销售业绩稳步增长，较大规模的

分析师：冯磊　　赵兮
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

售未结转项目可为未来业绩提供一定支撑，销售回款逐年增多，货币资金充足，现金类资产对短期债务覆盖程度高。公司债务负担适中，期限分布相对均衡且绝大部分为信用借款，融资结构合理，再融资空间大。

关注

1. **房地产行业调控趋于长期化。**房地产行业调控政策趋于长期化，未来房地产市场运行存在一定不确定性。
2. **公司股权结构较为分散**。公司股权较为分散，且无实际控制人，需关注其股权结构的稳定性。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	2003.21	1779.59	1954.11	1967.76
资产总额（亿元）	15285.79	17299.29	18691.77	19078.60
所有者权益（亿元）	2356.21	2705.79	3498.44	3554.32
短期债务（亿元）	931.83	938.87	829.13	--
长期债务（亿元）	1680.24	1639.65	1756.13	--
全部债务（亿元）	2612.08	2578.52	2585.26	--
营业收入（亿元）	2976.79	3678.94	4191.12	622.64
利润总额（亿元）	674.60	765.39	796.76	41.08
EBITDA（亿元）	785.63	911.14	944.33	--
经营性净现金流（亿元）	336.18	456.87	531.88	168.79
营业利润率（%）	29.70	27.30	22.75	16.04
净资产收益率（%）	20.91	20.38	16.95	--
资产负债率（%）	84.59	84.36	81.28	81.37
全部债务资本化比率（%）	52.58	48.80	42.49	--
流动比率（%）	115.43	113.07	117.45	117.63
经营现金流动负债比（%）	3.00	3.59	4.04	--
现金短期债务比（倍）	2.15	1.90	2.36	--
EBITDA 利息倍数（倍）	5.55	6.53	5.96	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.32	2.83	2.74	--
公司本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	4563.82	4477.24	4814.26	4819.60
所有者权益（亿元）	801.13	1109.95	1473.34	1474.00
全部债务（亿元）	--	--	--	--
营业收入（亿元）	30.63	40.97	70.71	9.84
利润总额（亿元）	231.47	360.51	409.85	0.65
资产负债率（%）	82.45	75.21	69.40	69.42
全部债务资本化比率（%）	801.13	1109.95	1473.34	1474.00
流动比率（%）	155.05	164.86	185.02	188.95
经营现金流动负债比（%）	-14.23	-5.35	19.13	--

1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2. 其他流动负债中的短期融资券已计入短期债务；考虑到公司应付票据、衍生金融负债的性质目的用途以及与公开口径保持一致的目的，应付票据及衍生金融负债未计入短期债务；此外短期债务已剔除短期借款中计提的应付利息及一年内到期的非流动负债中计提的应付利息和一年内到期的租赁负债；3. 由于 2021 年一季报未披露财务附注明细，未计算债务相关指标

资料来源：公司年报及一季报，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 万科 03 21 万科 04	AAA	AAA	稳定	2021/4/30	冯磊 赵兮	房地产企业信用评估方法(V3.0.201907)/房地产企业主体信用评级模型(V3.0.201907)	阅读原文
21 万科 MTN002	AAA	AAA	稳定	2021/3/11	冯磊 赵兮	房地产企业信用评估方法(V3.0.201907)/房地产企业主体信用评级模型(V3.0.201907)	阅读原文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由万科企业股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

万科企业股份有限公司
2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于万科企业股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

公司前身为1984年5月成立的“现代科教仪器展销中心”。1988年11月经深圳市人民政府“深府办〔1988〕1509号文”批准，深圳现代企业有限公司实施股份制改革，并更名为“深圳万科企业股份有限公司”，初始股本总额为41332680股。1991年1月29日，公司A股股票在深圳证券交易所上市（证券代码“000002.SZ”）。1993年5月28日，公司发行B股在深圳证券交易所上市，并于当年12月更为现名。2014年6月25日，公司B股以介绍方式转换上市地在香港联合交易所有限公司上市（证券代码“2202.HK”）。2020年6月，公司发行总数为315589200股的新H股。截至2020年末，公司股份总数为116.18亿股，深圳市人民政府国有资产监督管理委员会所属的全资子公司深圳市地铁集团有限公司（以下简称“地铁集团”）系公司的第一大股东（持股比例为27.91%）。公司无控股股东及实际控制人。公司股权较为分散，且无实际控制人，需关注其股权结构的稳定性。截至2020年底，公司第一大股东不存在对公司进行股权质押的情况。

公司经营范围：兴办实业（具体项目另行申报）；国内商业；物资供销业（不含专营、专控、专卖商品）；进出口业务（按深经发审证字第113号外贸企业审定证书规定办理）；房地产开发。

截至2020年底，公司集团总部内设事业中心、管理中心、协同中心和生态中心；事业集团内设南方区域BG[1]、上海区域BG、北方区域BG、中西部区域BG、西北区域BG和物业事业部BG；事业单元内设印力集团BU[2]、物流事业部BU、酒店与度假事业部BU、海外事业部BU、长租公寓事业部BU、梅沙教育事业部BU和食品事业部BU。

截至2020年底，公司合并资产总额18691.77亿元，所有者权益3498.44亿元（含少数股东权益1253.34亿元）；2020年，公司实现营业收入4191.12亿元，利润总额796.76亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额19078.60亿元，所有者权益3554.32亿元（含少数股东权益1297.24亿元）；2021年1－3月，公司实现营业收入622.64亿元，利润总额41.08亿元。

公司注册地址：中国深圳市盐田区大梅沙环梅路33号万科中心；法定代表人：郁亮。

三、债券概况及募集资金使用情况概况

截至2021年5月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金的使用与募集说明书的约定一致。

表1　跟踪评级债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限（年）
21万科MTN002	20.00	20.00	2021-04-29	3
21万科03	10.00	10.00	2021-05-20	5
21万科04	5.66	5.66	2021-05-20	7

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各

[1] BG为Business Group的缩写，指事业集团。

[2] BU为Business Unit的缩写，指事业部。

国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[3]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[4]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

[3] 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

[4] 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）平均值）9
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用**。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保

持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

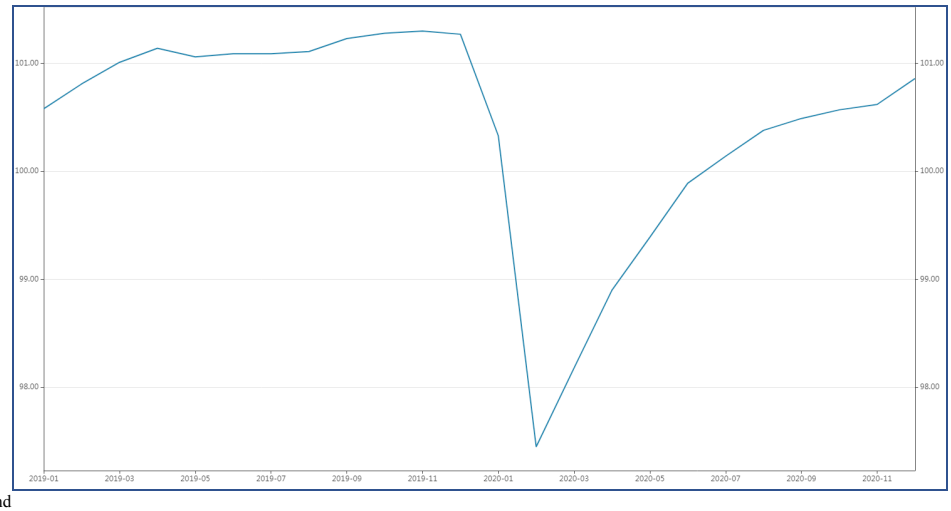
五、行业分析

1. 房地产行业概况

2019年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，房地产行业实施了全面的融资政策调控。2020年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自2020年3月陆续复工以来，全国房地产市场景气度逐步回升。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019年6月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。2020年初，新冠肺炎疫情导致房地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。同时，对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自2020年3月以来，全国房地产市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

图1 2019年－2020年全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2020 年，全国房地产开发投资完成额 14.14 万亿元，累计同比增长 7.00%，增速较 2019 年下降 2.90 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 10.44 万亿元，累计同比增长 7.6%，增速相较于 2019 年下降 13.90 个百分点；办公楼完成投资额 0.65 万亿元，累计同比增长 5.4%，增速相较于 2019 年提升 2.60 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.31 万亿元，累计同比下降 1.1%，相较于 2019 年降幅收窄 5.6 个百分点。

施工方面，2020 年受年初新冠肺炎疫情的影响，整体施工进度有所放缓。具体来看，2020 年房屋新开工面积 22.44 亿平方米，同比下降 1.20%，一季度新开工面积大幅下滑，随着复工复产的持续推进，新开工面积同比降幅持续收窄。从施工面积来看，2020 年全国房屋施工面积达 92.68 亿平方米，同比增长 3.70%，增速相较 2019 年下降 5.00 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.12 亿平方米，同比下降 4.90%。

从销售情况来看，2020 年，商品房销售面积 17.61 亿平方米，同比增长 2.60%。其中，住宅销售面积 15.49 亿平方米（占 87.96%），同比增长 3.20%，增速较 2019 年增长 1.70 个百分点。2020 年，商品房销售金额为 17.36 万亿元，同比增长 8.60%，增速较 2019 年增长 2.20 个百分点。其中，住宅销售金额 15.46 万亿元，同比增长 10.80%，增速较 2019 年增长 0.50 个百分点。

2. 土地市场与信贷环境

2020 年初，受新冠肺炎疫情的影响，土地市场降温明显，4 月起明显回升，房企到位资金增速较 2019 年基本持平，但仍处近年以来的低位；资金来源中以自筹资金和以定金及预收款为主的其他资金为主。

土地市场方面，2020 年，房地产开发企业土地购置面积 2.55 亿平方米，同比下降 1.10%；土地成交价款 17268.83 亿元，累计同比增长 17.40%，基本恢复至 2018 年增长水平。受年初新冠肺炎疫情的影响，一季度土地成交大幅下降，随后持续走高。2020 年 1－3 月，土地市场极为冷清，累计土地成交价款 977.49 亿元，同比下降 18.10%；4 月开始随着房地产市场的逐步回暖，土地市场活跃度持续增强。

从资金来源上看，2020 年，房地产开发到位资金合计 19.31 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2019 年增长 0.52 个百分点。其中，国内贷款合计 2.67 万亿元，同比增长 5.74%，国内贷款增速较 2019 年增长 0.63 个百分点；自筹资金合计 6.34 万亿元，同比增长 8.97%，增速较 2019 年增长 4.77 个百分点；其他资金合计 10.29 万亿元，同比增长 8.23%，增速较 2019 年回落 2.26 个百分点。从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占 34.36%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占 15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。

表 3 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	24004.52	14.46	25228.77	14.13	26675.94	13.81
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10
自筹资金	55830.65	33.64	58157.84	32.56	63376.65	32.82
其他资金	86019.74	51.83	95046.26	53.21	102870.26	53.27
其中：定金及预收款	55418.17	33.39	61359.00	34.35	66547.00	34.46
个人按揭	23705.89	14.28	27281.00	15.27	29976.00	15.52
合 计	**165962.89**	**100.00**	**178608.59**	**100.00**	**193114.85**	**100.00**

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变，2020 年初出现短暂的货币宽松政策，但随后不断出台的监管新政再次明确了整体趋严的融资环境。

从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，短期政策出现边际调整。2020 年以来，“房住不炒”多次被强调，2020 年 2 月，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见表 4。

表 4　2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
2020 年 5 月	央行	央行发布《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 5 月	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群的带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
2020 年 7 月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康的发展
2021 年 3 月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托等非标融资渠道受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。2020 年以来房地产融资相关政策具体内容见表 5。

表 5　2020 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 1 月	央行	2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场工作电视电话会议要求，2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
2020 年 4 月	银保监会	4 月 22 日国新办发布会上，银保监会相关人士表示银行需监控资金流向，坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020 年 5 月	央行	《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》提出，稳健的货币政策要灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 6 月	央行等	央行等多部委印发关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见。意见指出，要高度重视对受疫情影响的中小微企业等实体经济的金融支持工作，强化社会责任担当。按照金融供给侧结构性改革要求，引导商业银行把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台，转移到中小微企业等实体经济领域，实现信贷资源增量优化、存量重组
2020 年 8 月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，提出“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，根据指标完成情况将公司分成四档，约束每档公司的新增有息负债比例
2020 年 10 月	央行	重点房企资金检测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面，下一步考虑扩大适用范围
2020 年 12 月	人民银行、银保监会	发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，分档对房地产贷款集中度进行管理，并自 2021 年 1 月 1 日起实施

资料来源：联合资信整理

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年底，公司股份总数116.18亿股。公司无控股股东及实际控制人。公司股权较为分散，且无实际控制人，需关注其股权结构的稳定性。

2. 企业规模和竞争力

公司行业地位领先，销售金额和面积常年位列全国房地产企业前三，品牌知名度高，经营综合实力强。

公司是全国规模领先的房地产开发企业，有着 30 余年的房地产行业经验，项目开发经验丰富。公司专注物业开发、销售及管理，项目覆盖中国南方区域、上海区域、北方区域、中西部区域及西北区域主要城市及部分海外市场，所开发物业包括低层住宅单位、多层住宅单位、高层住宅单位、商用单位及商住混合物业等。长期以来公司保持稳健的经营风格，在巩固主业房地产开发业务优势的基础上，持续拓展城市配套服务相关业务，商业开发与运营、物业服务和物流仓储服务等业务发展态势良好，持续发展能力和穿越行业周期能力强。

公司业务和资产规模大，销售金额和面积常年位列全国房地产企业排行前三，行业龙头地位稳固。2020 年，公司接连上榜《财富》“世界 500 强”，位列榜单第 208 位。

3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（中征码：4402000000325267），截至 2021 年 4 月 19 日，公司无未结清不良或关注类信贷信息。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

七、管理分析

公司股权结构以及主要管理制度未发生重大变化，管理运作正常。

跟踪期内，公司股权结构以及主要管理制度未发生重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司营业收入持续增长，主营业务突出；受房地产及相关业务毛利率下降影响，公司综合毛利率有所下降。

2020 年，受益于房地产及相关业务收入增多，公司营业收入持续增长。2020 年，公司净利润为 592.98 亿元；其中归属于母公司所有者的净利润 415.16 亿元。

2020 年，公司房地产及相关业务收入（大部分来自于商品住宅的销售收入）年均保持增长态势，主要系结转规模扩大所致；物业服务收入也随项目资源增多而有所增长；其他业务收入占比较小。

表 6　公司营业收入构成及毛利率情况

业务板块	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
主营业务收入	**2944.17**	**98.90**	**37.14**	**3653.54**	**99.31**	**35.90**	**4158.81**	**99.23**	**28.95**
其中：房地产及相关业务	2846.21	95.61	37.78	3526.54	95.86	36.52	4004.49	95.55	29.36
物业服务	97.96	3.29	18.64	127.00	3.45	18.57	154.32	3.68	18.33
其他业务收入	**32.63**	**1.10**	**67.87**	**25.40**	**0.69**	**86.15**	**32.31**	**0.77**	**66.90**
合计	**2976.79**	**100.00**	**37.48**	**3678.94**	**100.00**	**36.25**	**4191.12**	**100.00**	**29.25**

注：毛利率=（收入-成本）/收入*100%；其他业务收入主要包括向联合营公司收取的运营管理费、品牌管理费、商管相关的附属收费等收入
资料来源：公司年报

2020 年，公司房地产及相关业务毛利率受行业调控及市场竞争等因素影响呈下降态势；物业服务业务毛利率基本保持稳定。2020 年，公司综合毛利率为 29.25%。

2021年1－3月，公司实现营业收入622.64亿元，同比增长30.33%；综合毛利率下降至20.41%，主要系结转项目地价占房价比例提高所致。2021年1－3月，公司实现净利润25.07亿元，同比增长3.16%；其中归属于母公司所有者的净利润12.92亿元。

2. 房地产开发业务

（1）项目建设开发情况

公司开竣工进度受市场环境、新增土地储备等因素影响较大，但在建项目及拟建项目体量较大，可为公司未来发展提供保障；此外，公司大规模的开发建设也会带来相应的投资建设资金支出压力。

公司标准项目开发流程的核心要素包括选址及市场研究、前期准备、建设、销售及市场推广、竣工、交付及售后服务。其中，选址、市场研究及土地收购一般耗时3~6个月，项目规划、设计及融资耗时一般为9个月，项目动工至一期预售通常为6个月，发展物业一期预售及市场推广至交付物业一般耗时约19个月。

公司根据市场环境变化、销售回款及土地储备等情况适时调整开发节奏。2020年，公司开发项目新开工面积约3960万平方米，同比下降6.6%，完成年初计划的135.6%；开发项目实现竣工面积约3382万平方米，同比增长12.4%，完成年初计划的101.9%。2021年1－3月，公司实现新开工面积805万平方米，同比增长13.5%，占全年开工计划的25.6%（2020年同期为24.3%）；实现竣工面积310万平方米，同比增长27.7%，占全年竣工计划的8.6%（2020年同期为7.3%）。

表 7 公司房地产开发主要指标（单位：万平方米）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
新开工面积	4993	4241	3960	805
竣工面积	2756	3008	3382	310
全口径在建建筑面积	9013	10256	10788	11302
权益在建建筑面积	5402	6170	6381	6699

资料来源：公司年报及一季报，联合资信整理

在建及拟建项目方面，截至 2021 年 3 月底，公司全口径在建建筑面积为 11302 万平方米（权益在建建筑面积为 6699 万平方米），全口径期末拟建建筑面积为 4734 万平方米（权益拟建建筑面积为 2978 万平方米），能够保证未来一定时间内的销售需求。此外，公司还参与了一批旧城改造项目，按照当前规划条件，权益建筑面积合计约 340 万平方米。考虑到上述在建、拟建及旧城改造项目存在一定的建设资金需求，公司存在一定的开发支出压力；但公司的销售资金回笼及较强的融资能力可在一定程度上缓解该压力。

（2）房产销售情况

公司行业龙头地位稳固，2020 年销售规模保持增长，销售区域布局相对均衡；同时公司已售未结资源规模较大，为后续收入结转提供了有力支撑。

2020年，公司实现签约销售面积4667万平方米，签约销售金额7041亿元，分别增长13.5%和11.6%；从销售业态来看，当年销售产品中住宅占88.2%，商办占7.9%，其它配套占3.9%；2020年公司在23个城市的销售金额位列当地第一，在14个城市排名第二。2021年1－3月，公司房地产业务实现合同销售面积1104万平方米，同比增长24.8%；实现合同销售金额1795亿元，同比增长30.2%。截至2021年3月底，公司合并范围内有5352万平方米已售资源未竣工结算，对应合同金额合计约7624亿元，为后续收入结转提供了有力支撑。

表 8 公司房地产销售情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
全口径销售面积（万平方米）	4038	4112	4667	1104
全口径销售金额（亿元）	6070	6308	7041	1795
销售均价（元/平方米）	15032	15340	15086	16250

已售未结转面积（万平方米）	3710	4289	4919	5352
已售未结转金额（亿元）	5307	6091	6982	7624

资料来源：公司年报及一季报，联合资信整理

从销售区域来看，公司坚持城市圈的市场布局策略，其项目区域分布整体相对均衡，能够降低区域集中度对公司经营的影响。

表 9　公司房地产销售区域分布情况（单位：亿元、%）

区　域	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 1—3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
南方区域	1434.68	23.64	1274.23	20.20	1502.00	21.33	371.43	20.70
上海区域	1811.10	29.84	2045.11	32.42	2377.33	33.76	673.79	37.54
北方区域	1456.83	24.00	1422.13	22.54	1501.74	21.33	378.06	21.07
中西部区域	1304.57	21.49	1506.58	23.88	1153.69	16.38	274.05	15.27
西北区域	--	--	--	--	463.95	6.59	81.36	4.53
其他	62.36	1.03	60.35	0.96	42.75	0.61	16.03	0.89
合计	**6069.54**	**100.00**	**6308.40**	**100.00**	**7041.46**	**100.00**	**1,794.72**	**100.00**

注：由于业务管理需要，公司于2020年将原中西部区域拆分为中西部区域和西北区域
资料来源：公司年报及一季报，联合资信整理

（3）土地储备情况

公司坚持审慎的拿地策略，拿地节奏有所放缓，拿地成本仍然相对合理。此外，公司土地储备区域集中度不高，分散布局在一定程度上有利于抵御行业轮动风险。

公司紧跟房地产市场格局的变化，始终坚持严谨的购地策略，并通过PIE评估模型（PIE，即Population、Infrastructure和Employment首字母缩写，指“人口、基础设施建设和就业”）、项目跟投制度等方式来控制投资风险。近年来，公司持续探索多元化的土地获取模式，通过合作开发、股权收购、代建等方式获取土地资源。

表 10　公司获取土地储备情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
项目数量（个）	227	147	168	32
新增全口径规划建筑面积（万平方米）	4681	3717	3367	481
新增权益规划建筑面积（万平方米）	2490	2478	2059	341
新增权益地价总额（亿元）	1351	1550	1382	--
楼面均价（元/平方米）	5427	6252	6710	--
期末全口径待建面积（万平方米）	5936	5394	5051	4734
期末权益待建面积（万平方米）	3580	3360	3127	2978

注：公司的土地储备口径为拟建项目建筑面积数据，不包括在建项目相关数据
资料来源：公司年报及一季报，联合资信整理

公司采取理性的投资策略，在做好安全与发展平衡、风险与收益匹配的前提下发掘各类项目资源，坚持审慎投资。2020 年，公司获取新项目 168 个，总规划建筑面积 3367 万平方米，权益规划建筑面积 2059 万平方米，权益地价总额约 1382 亿元，新增项目平均地价为 6710 元/平方米。2021 年 1—3 月，公司新增加开发项目 32 个，总规划建筑面积 480.6 万平方米，权益规划建筑面积 340.6 万平方米。

截至 2020 年底，公司全口径待建面积 5051 万平方米（权益待建面积 3127 万平方米），较上年底下降 6.36%。其中，南方区域、上海区域、北方区域、中西部区域和西北区域占比分别为 18.45%、10.26%、34.34%、27.11%

和 9.84%，区域布局相对均衡，可在一定程度上抵御行业轮动风险。截至 2021 年 3 月底，公司全口径待建面积 4734 万平方米（权益待建面积 2978 万平方米）。

3. 其他业务

公司定位于城乡建设与生活服务商，公司其他业务基本与房地产行业相关，城市配套服务业务与地产开发业务协同效应逐步发挥，有效分散了经营风险，并且能够对公司收入形成有效补充。

（1）物业服务

公司物业服务业务主要由旗下子公司万物云空间科技服务股份有限公司（以下简称“万物云”）负责运营。2020年，万物云实现全口径营业收入182.04亿元（含对公司内和对外营业收入），同比增长27.36%。其中，住宅物业服务收入100.52亿元（占比55.22%），商业物业及设施服务53.14亿元（占比29.19%），智慧城市服务9.91亿元（占比5.44%），社区生活服务收入9.85亿元（占比5.41%），万物成长收入8.62亿元（占比4.74%）。截至2020年底，万物云在管面积5.66亿平方米。

（2）租赁住宅

公司积极布局长租公寓市场，目前以青年公寓（“泊寓”）为主要产品线，同时探索为不同阶段客户提供长期租住解决方案，继续坚持围绕核心城市布局，积极提高项目经营与服务质量。2020年，公司长租公寓营业收入25.40亿元，同比增长72.33%。2020年，公司在深圳、天津、北京、珠海、济南、西安、成都、厦门、广州等9个重点城市新开业3.3万间长租公寓。截至2020年底，公司运营管理长租公寓18.44万间，累计开业14.24万间；已开业项目的整体出租率超过95%。

表 11 截至 2020 年底公司持有及管理的公寓项目情况

城市	项目数量（个）	总房间数量（万间）	已开业间数（万间）
深圳	148	7.58	7.09
北京	16	2.53	0.37
广州	33	1.18	0.95
天津	15	0.75	0.61
西安	11	0.65	0.58
上海	17	0.64	0.32
济南	12	0.54	0.43
厦门	16	0.53	0.53
杭州	16	0.47	0.42
宁波	8	0.43	0.24
大连	18	0.41	0.23
成都	10	0.36	0.3
佛山	7	0.29	0.29
合肥	6	0.24	0.18
长春	13	0.23	0.21
沈阳	9	0.23	0.19
珠海	7	0.21	0.18
东莞	7	0.18	0.14
青岛	6	0.15	0.15
福州	7	0.14	0.14
武汉	3	0.13	0.13
南京	5	0.12	0.11
长沙	5	0.12	0.12
其他城市	18	0.33	0.33
总计	**413**	**18.44**	**14.24**

资料来源：公司年报，联合资信整理

（3）商业开发与运营

公司以印力集团控股有限公司（以下简称“印力集团”）为商业开发与运营平台。截至2020年底，公司（含印力集团）累计开业的商业面积989.8万平方米；此外，规划中和在建商业建筑面积435.4万平方米。2020年，公司商业（含非并表项目）业务营业收入63.22亿元，同比增长4.33%。其中，印力集团管理的商业项目营业收入42.22亿元，同比下降1.62%。截至2020年底，公司已开业项目整体出租率87.4%，其中稳定发展期（开业3年以上）的商业项目出租率92.0%。

（4）物流仓储服务

公司2014年开始进入物流仓储服务市场，以“万纬物流”为物流仓储服务平台，聚焦发展高标仓储和冷链物流两大核心业务。截至2020年底，万纬物流在44个城市累计管理148

个项目，可租赁建筑面积1148万平方米。所管理的项目中，高标库128个，可租赁建筑面积1062万平方米；冷库20个，可租赁建筑面积86万平方米。截至2020年底，万纬物流累计开业项目建筑面积700万平方米，其中高标库开业666万平方米，稳定期出租率94%；冷库开业34万平方米，稳定期使用率77%。

4. 未来发展

公司坚守“城乡建设与生活服务商”的战略定位，发展规划可实施性较强。

未来，公司将围绕“城乡建设与生活服务商”的战略定位，依托事业合伙人机制，坚持“以客户为中心，以现金流为基础，合伙奋斗，持续创造更多真实价值，实现有质量发展”的长期经营方针，不断提升市场竞争优势，实现“长期最大化市场价值”。

在住宅地产开发方面，公司将坚持积极的销售策略，加快库存去化，提升资源转化和周转效率，同时促进销售回款；坚持审慎的拿地策略，择机获取可满足未来持续经营需要的土地资源，同时积极关注存量土地市场的合作机会，发挥资金优势，盘活优质项目资源。

城市配套服务业务方面，公司将在确保核心业务持续稳健发展的基础上积极拓展该类业务。一方面，公司在保证资金投入的同时进一步巩固万科物业的品牌口碑；此外，积极响应政府的“租售并举”制度，积极探索长租公寓模式。另一方面，公司继续对存量商业进行整合，提升运营管理能力，并继续对物流仓储服务业务加大投入。

九、财务分析

1. 财务概况

公司 2020 年度审计报告经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计，上述事务所出具了标准无保留审计意见。公司 2021 年 1 季度财务数据未经审计。公司主营业务一直是房地产开发与经营，并未发生重大变化，财务数据可比性较强。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 18691.77 亿元，所有者权益 3498.44 亿元（含少数股东权益 1253.34 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 4191.12 亿元，利润总额 796.76 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 19078.60 亿元，所有者权益 3554.32 亿元（含少数股东权益 1297.24 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 622.64 亿元，利润总额 41.08 亿元。

2. 资产质量

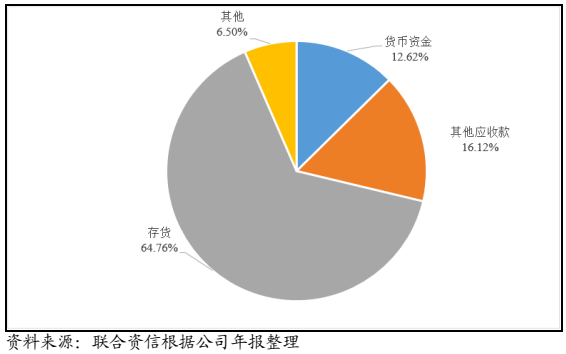
2020年，公司资产规模保持增长；公司资产规模较大，货币资金充裕，资产受限程度很低，整体资产质量良好。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 18691.77 亿元，较年初增长 8.05%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占 82.78%，非流动资产占 17.22%。公司资产以流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产 15473.87 亿元，较年初增长 7.53%，主要系存货增加所致。公司流动资产构成如下图所示。

图 2 截至 2020 年末公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至 2020 年底，公司货币资金 1952.31 亿元，较年初增长 17.47%，主要系销售回款增

加所致。货币资金中有 95.68 亿元受限资金，受限比例为 4.90%，受限比例很低。

公司预付款项主要包括预付地价款、土地保证金、预缴税费、工程款及设计费等。截至 2020 年底，公司预付款项 622.48 亿元，较年初下降 36.35%，主要系广信资产包引入战略投资者，公司收回前期股东投入所致[5]。

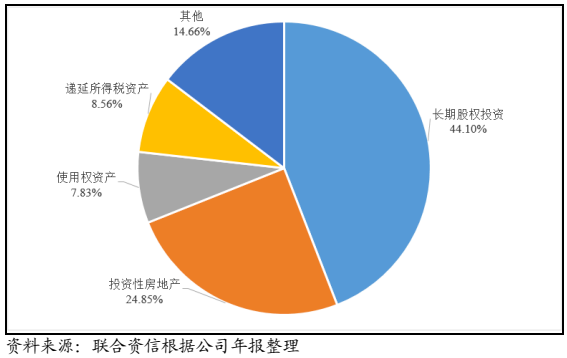
公司其他应收款主要包括土地及其他保证金、合作方经营往来款和应收联营/合营企业款等。截至 2020 年底，公司其他应收款 2494.99 亿元，较年初增长 5.96%，主要系应收联营/合营企业款和合作方经营往来款增加所致。其中，按交易方归集的年末余额前五名其他应收款余额合计占比 9.47%，集中度一般。公司其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用。

截至2020年底，公司存货10020.63亿元，较年初增长11.71%。其中已完工开发产品占7.39%、在建开发产品占72.35%、拟开发产品占20.13%；公司按照市场价格状况和项目实际销售情况，对项目可变现净值进行测试后计提存货跌价准备，因部分城市房价、地价调整幅度较大，公司对涿州新辰之光、廊坊朗润园、合肥未来之光、上海天际等项目累计计提跌价准备41.85亿元，计提比例0.42%。

（2）非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 3217.90 亿元，较年初增长 10.60%，主要系长期股权投资和投资性房地产增加所致。公司非流动资产构成如下图所示。

图 3　截至 2020 年末公司非流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至 2020 年底，公司长期股权投资 1418.95 亿元，较年初增长 8.75%。其中对合营企业投资占比 46.53%，对联营企业投资占比 53.47%。

公司投资性房地产按成本计量。截至 2020 年底，公司投资性房地产 799.54 亿元，较年初增长 8.69%，主要系物流仓储、产办等物业增加所致。

截至 2020 年底，公司使用权资产 252.10 亿元，较年初增长 13.89%。公司租用房屋及建筑物作为长租公寓、产业办公、商业进行转租以及作为自用办公场所。

截至 2020 年底，公司递延所得税资产 275.35 亿元，较年初增长 17.53%。

截至2020年底，公司所有权或使用权受限制的资产合计253.53亿元，包括货币资金95.68亿元，存货63.98亿元，投资性房地产88.77亿元，固定资产及其他5.10亿元；受限资产占总资产的1.36%，公司资产受限比例很低。

截至2021年3月底，公司合并资产总额19078.60亿元，较上年底增长2.07%，较上年底变化不大。其中，流动资产占83.04%，非流动资产占16.96%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

2020 年，公司所有者权益保持增长，权益结构中盈余公积、未分配利润和少数股东权益

[5]广信资产包为公司于 2017 年 6 月竞得的广东国际信托投资公司下属房地产公司股权及相关债权。2020 年 6 月，公司董事会审议通过，同意公司下属企业广州万科企业有限公司将持有的广州市万溪企业管理有限公司（以下简称“广州万溪”）50%股权以人民币 70.4 亿元转让给战略投资者（含 30.4 亿元的预付溢价款），同时收回前期向广州万溪或广信资产包提供的股东投入。

占比较大。

截至 2020 年底，公司所有者权益 3498.44 亿元，较年初增长 29.29%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 64.17%，少数股东权益占比为 35.83%，少数股东权益占比有所上升，主要系合作方投入增加所致。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占 3.32%、5.30%、-0.44%、27.86%和 28.13%。所有者权益中盈余公积、未分配利润和少数股东权益占比较大。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益 3554.32 亿元，较上年底增长 1.60%；所有者权益规模和结构较上年底变化不大。

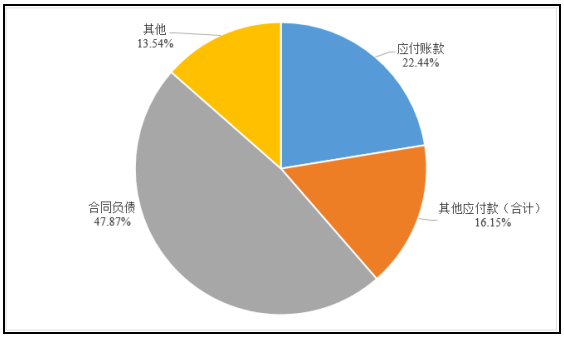
（2）负债

2020 年，受业务规模扩大的影响，公司负债规模保持增长；整体债务负担适中，债务期限结构分布相对均衡，信用借款占比高。

截至 2020 年底，公司负债总额 15193.33 亿元，较年初增长 4.11%。其中，流动负债占 86.72%，非流动负债占 13.28%。公司负债以流动负债为主。

截至 2020 年底，公司流动负债 13174.93 亿元，较年初增长 3.53%，主要系合同负债和应付账款增加所致。公司流动负债构成如下图所示。

图4　截至2020年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司年报整理

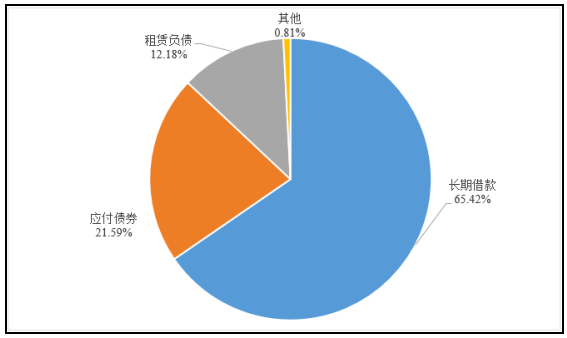
截至 2020 年底，公司应付账款 2956.85 亿元，较年初增长 10.63%，主要系公司开发项目规模较大，应付及预提工程款增加所致。公司无账龄超过一年的重要应付账款。

公司其他应付款主要由应付股权款与合作公司往来及其他、应付合联营企业款和土地增值税清算准备金构成。截至 2020 年底，公司其他应付款 2127.58 亿元，较年初下降 15.13%。

截至 2020 年底，公司合同负债 6307.47 亿元，较年初增长 9.31%，主要系预收房款增加所致。

截至 2020 年底，公司非流动负债 2018.40 亿元，较年初增长 8.09%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债构成如下图所示。

图5　截至2020年底公司非流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至 2020 年底，公司长期借款 1320.37 亿元，较年初增长 15.50%。其中，信用借款占 91.62%，质押借款占 6.66%，抵押借款占 1.71%。

截至 2020 年底，公司应付债券 435.76 亿元，较年初下降 12.23%。

截至 2020 年底，公司租赁负债 245.90 亿元，较年初增长 15.57%，主要系出租项目增加所致。

有息债务方面，截至 2020 年底，公司全部债务（包括短期借款、长期借款、其他流动负债中的短期融资券、应付债券、一年内到期的长期借款和应付债券，不含已计提的应付利息）2585.26 亿元，较年初微增 0.26%。其中，短期债务占 32.07%，长期债务占 67.93%，以

长期债务为主。从期限分布来看，公司 1 年以内（含 1 年）到期债务占 32.07%、1~2 年（含 2 年）到期债务占 20.86%、2~3 年（含 3 年）到期债务占 20.62%、3~5 年（含 5 年）到期债务占 19.91%、5 年以上到期债务占 6.54%，整体期限较为均衡；从融资渠道来看，公司银行借款占 52.66%（成本 5.70%以下）、应付债券占 21.86%（成本 1.90%~5.35%）、其他借款占 25.49%（成本 2.30%~6.16%）；分境内境外来看，境内债务占 74.4%、境外债务占 25.6%。从债务指标看，2020 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率有所下降。整体看，公司债务负担适中且债务期限分布相对均衡。

表 12　截至 2020 年底公司债务期限分布情况

（单位：%）

期限	占比
1 年以内（含 1 年）	32.07
1~2 年（含 2 年）	20.86
2~3 年（含 3 年）	20.62
3~5 年（含 5 年）	19.91
5 年以上	6.54
合计	**100.00**

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 15524.28 亿元，较上年底增长 2.18%，较上年底变化不大。其中，流动负债占 86.76%，非流动负债占 13.24%。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

4. 盈利能力

2020年，公司收入和利润规模保持增长；投资收益对利润形成一定补充，公司整体盈利能力很强。

2020 年，公司实现营业收入 4191.12 亿元，同比增长 13.92%。2020 年，公司实现净利润 592.98 亿元，同比增长 7.56%；其中归属于母公司所有者的净利润 415.16 亿元。

从期间费用看，2020 年，公司费用总额为 267.36 亿元，同比微降 0.48%，主要系管理费用和财务费用下降所致；其中，销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 39.79%、38.48%、2.49%和 19.24%。2020 年，公司销售费用 106.37 亿元，同比增长 17.61%，主要系销售规模扩大所致；管理费用 102.88 亿元，同比下降 6.63%，主要系人工及行政费用降低所致；研发费用 6.66 亿元，同比下降 37.59%，主要系公司研发项目聚焦及部分业务剥离所致；财务费用 51.45 亿元，同比下降 10.30%，主要系费用化利息支出减少所致。

利润构成方面，2019－2020 年，公司投资收益占营业利润的比重分别为 10.06%、6.51%和 16.90%，投资收益为公司营业利润提供一定补充。

盈利指标方面，2020 年，公司营业利润率为 22.75%，总资本收益率为 11.02%，净资产收益率为 16.95%，同比有所下降。与同行业其他主要上市公司比较，公司盈利指标处于较高水平，整体盈利能力很强。

表 13　2020 年同行业公司盈利情况对比（单位：%）

证券简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
新城控股	23.50	4.61	34.28
招商蛇口	28.69	3.88	12.49
世茂股份	35.35	3.33	6.02
万科 A	**29.25**	**4.65**	**20.13**

注：为了便于对比，上表公司相关数据来自 Wind，联合资信与 Wind 计算口径存在一定差异

数据来源：Wind

5. 现金流

2020 年，公司销售回款逐年增多且拿地趋于谨慎，经营活动现金流保持净流入；投资活动现金流净额由负转正；筹资活动现金流持续净流出。

表 14　公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计	4239.50	4698.49	5083.62
经营活动现金流出小计	3903.32	4241.62	4551.74
经营活动现金流量净额	**336.18**	**456.87**	**531.88**
投资活动现金流入小计	187.92	159.34	305.64
投资活动现金流出小计	861.57	445.60	247.67
投资活动现金流量净额	**-673.64**	**-286.27**	**57.97**
筹资活动前现金流量净额	**-337.46**	**170.60**	**589.85**
筹资活动现金流入小计	1693.08	1233.94	1539.36

筹资活动现金流出小计	1245.10	1567.32	1,864.40
筹资活动现金流量净额	**447.98**	**-333.38**	**-325.04**

资料来源：公司年报

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入同比增长 8.20%，主要系销售回款增加所致。同期，公司经营活动现金流出同比增长 7.31%，主要系支付联营/合营企业及外部公司往来款项增多所致。2020 年，公司经营活动产生的现金流量净额 531.88 亿元，持续净流入。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入同比增长 91.82%，主要系收回理财产品所致。同期，公司投资活动现金流出同比减少 44.42%，主要系投资支付的现金减少所致。2020 年，公司投资活动产生的现金流量净额 57.97 亿元，由净流出转为净流入。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动产生的现金流量净额-325.04 亿元，持续净流出。

2021 年 1－3 月，公司经营活动产生的现金流量净额 168.79 亿元，投资活动产生的现金流量净额 8.72 亿元，筹资活动产生的现金流量净额-147.67 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力和长期偿债能力均很强，融资渠道畅通；考虑到公司作为国内龙头房地产开发企业之一，项目储备充裕，盈利能力很强，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2020 年，公司流动比率有所增长，速动比率有所下降。公司流动资产对流动负债的保障程度良好。2020 年，公司现金短期债务比有所增长，现金类资产对短期债务的保障程度良好。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 944.33 亿元，同比增长 3.64%。从构成看，公司 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占 8.23%）和利润总额（占 84.37%）构成。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数有所下降，但 EBITDA 对利息的覆盖程度保持良好；全部债务/EBITDA 持续下降，EBITDA 对全部债务的覆盖程度良好。整体看，公司长期债务偿债能力很强。

表 15　公司偿债能力指标

项目	项目	2018 年	2019 年	2020 年
短期偿债能力指标	流动比率（%）	115.43	113.07	117.45
	速动比率（%）	48.56	42.59	41.39
	经营现金流动负债比（%）	3.00	3.59	4.04
	现金类资产/短期债务（倍）	2.15	1.90	2.36
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	785.63	911.14	944.33
	全部债务/EBITDA（倍）	3.32	2.83	2.74
	EBITDA 利息倍数（倍）	5.55	6.53	5.96

资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至2020年底，公司及控股子公司对联营公司及合营公司提供担保余额为154.48亿元，占净资产比重为4.42%，或有负债风险不大。

截至2020年底，公司无重大诉讼、仲裁事项。

截至2020年底，公司获得银行授信4456.7亿元，其中未使用额度1564.5亿元，间接融资渠道通畅；公司作为A股和H股上市公司，直接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

公司母公司资产以其他应收款为主；负债以其他应付款、长期借款和一年内到期的非流动负债为主，债务负担较轻；所有者权益中盈余公积占比高；母公司收入规模不大，利润以投资收益为主。

截至 2020 年底，母公司资产总额 4814.26 亿元，较年初增长 7.53%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产 4219.49 亿元（占比 87.65%），非流动资产 594.76 亿元（占比 12.35%）。从构成看，母公司资产主要由货币资金（占 19.20%）、其他应收款（合计）（占 68.44%）和长期股权投资（占 11.55%）构成。截至 2020 年底，母公司货币资金为 924.35 亿元。

截至 2020 年底，母公司负债总额 3340.92 亿元，较年初下降 0.78%。其中，流动负债 2280.58 亿元（占比 68.26%），非流动负债 1060.33 亿元（占比 31.74%）。从构成看，母公司负债主要由短期借款（占 5.94%）、其他应付款（合计）（占 44.66%）、一年内到期的非流动负债（占 15.20%）和长期借款（占 27.71%）构成。母公司 2020 年资产负债率为 69.40%，较 2019 年下降 5.81 个百分点。整体看，母公司债务负担较轻。

截至 2020 年底，母公司所有者权益为 1473.34 亿元，较年初增长 32.74%，主要系盈余公积增加所致。在所有者权益中，实收资本为 116.18 亿元（占 7.89%）、资本公积合计 228.04 亿元（占 15.48%）、未分配利润合计 154.46 亿元（占 10.48%）、盈余公积合计 974.66 亿元（占 66.15%）。

2020 年，母公司营业收入为 70.71 亿元，利润总额为 409.85 亿元，主要来源为投资收益（432.37 亿元）。

现金流方面，2020年，公司母公司经营活动现金流净额为436.31亿元，投资活动现金流净额140.29亿元，筹资活动现金流净额-384.18亿元。

截至2021年3月底，母公司资产总额为4819.60亿元，负债合计3345.60亿元，所有者权益合计1474.00亿元。2021年1－3月，母公司营业收入9.84亿元，净利润0.65亿元；经营活动现金流净额为121.65亿元，投资活动现金流净额为4.19亿元，筹资活动现金流量净额为-102.98亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

公司现金类资产、经营活动现金流入量、经营活动产生的现金流量净额和EBITDA对存续债券的保障能力强。

表 16　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

主要指标	指标值
截至 2021 年 5 月底存续债券余额	383.25
现金类资产/存续债券余额	5.13
经营活动现金流入/存续债券余额	13.26
经营活动现金流净额/存续债券余额	1.39
EBITDA/存续债券余额	2.46

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

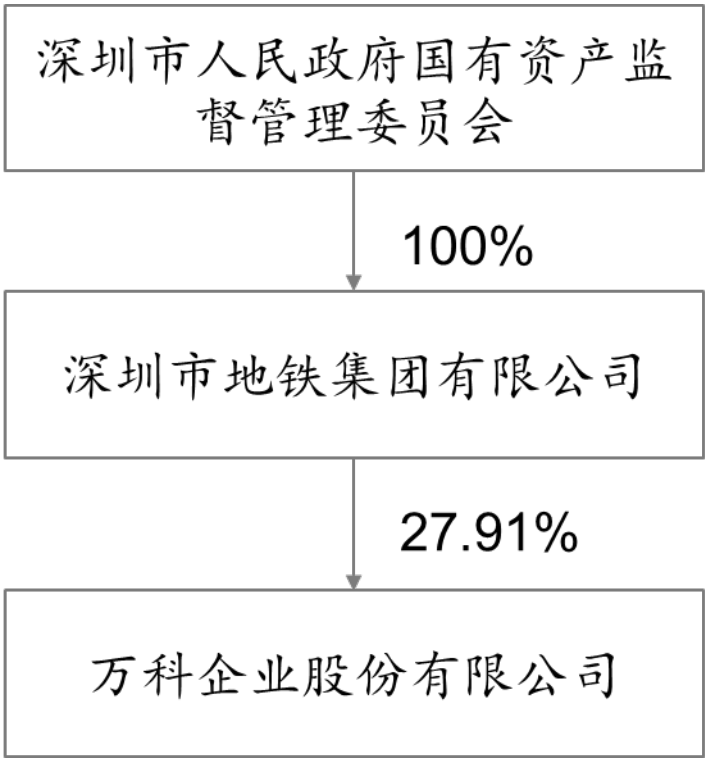
截至 2021 年 3 月底，公司现金类资产为 1967.76 亿元，为截至 2021 年 5 月底存续债券余额[6]（383.25 亿元）的 5.13 倍，公司现金类资产对待偿债券余额的覆盖程度高。2020 年公司经营活动现金流入量、经营活动产生的现金流量净额和 EBITDA 分别为 5083.62 亿元、531.88 亿元和 944.33 亿元，为截至 2021 年 5 月底债券余额（383.25 亿元）的 13.26 倍、1.39 倍和 2.46 倍，公司经营活动现金流入量、经营活动产生的现金流量净额和 EBITDA 对存续债券余额按期偿付起到较强的保障作用。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“21万科MTN002”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

[6] 统计范围包含证监会主管 ABS，采用 Wind 统计口径。

附件 1-1　截至 2020 年末万科企业股份有限公司股权结构图



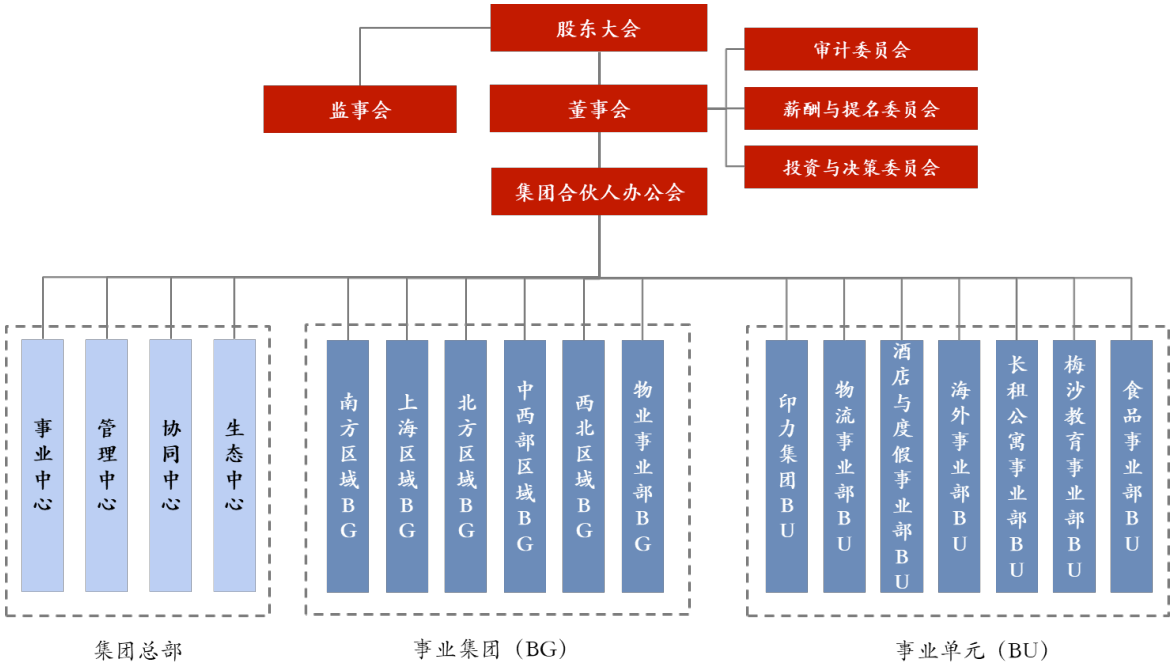
资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2020 年末万科企业股份有限公司前十大股东明细

序号	股东名称	持股数量（股）	占总股本比例（%）
1	深圳市地铁集团有限公司	3242810791	27.91
2	HKSCC NOMINEES LIMITED	1893452374	16.30
3	香港中央结算有限公司(陆股通)	535415703	4.61
4	国信证券-工商银行-国信金鹏分级 1 号集合资产管理计划	456993190	3.93
5	中央汇金资产管理有限责任公司	189566000	1.63
6	招商财富-招商银行-德赢 1 号专项资产管理计划	146255820	1.26
7	中国证券金融股份有限公司	132669394	1.14
8	中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-005L-FH002 深	105423170	0.91
9	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品-005L-CT001 深	84877282	0.73
10	深圳盈安财务顾问企业(有限合伙)	65000026	0.56

资料来源：Wind

附件 1-3　截至 2020 年末万科企业股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-4　截至 2020 年末万科企业股份有限公司主要城市公司、主要物业管理公司及其他主要经营子公司情况

序号	企业名称	注册地	币种	注册资本（千元）	表决权（%）
1	深圳市万科发展有限公司	深圳	人民币	600000	100
2	广州万科企业有限公司	广州	人民币	5000000	100
3	上海万科企业有限公司	上海	人民币	10000000	100
4	北京万科企业有限公司	北京	人民币	2000000	100
5	佛山市万科置业有限公司	佛山	人民币	60000	100
6	东莞市万科房地产有限公司	东莞	人民币	300000	100
7	珠海万科发展有限公司	珠海	人民币	10000	100
8	厦门市万科企业有限公司	厦门	人民币	1200000	100
9	福州市万科发展有限公司	福州	人民币	20000	100
10	海南万科企业管理有限公司	海南	人民币	10000	100
11	南京万科企业有限公司	南京	人民币	150000	100
12	苏州万科企业有限公司	苏州	人民币	100000	100
13	宁波万科企业有限公司	宁波	人民币	150000	100
14	合肥万科企业有限公司	合肥	人民币	200000	100
15	唐山万科房地产开发有限公司	唐山	人民币	200000	100
16	天津万科房地产有限公司	天津	人民币	390000	100
17	沈阳万科企业有限公司	沈阳	人民币	100000	100
18	大连万科置业有限公司	大连	人民币	30000	100
19	长春万科房地产开发有限公司	长春	人民币	50000	100
20	烟台万科企业有限公司	烟台	人民币	30000	100
21	太原万科房地产有限公司	太原	人民币	60000	100
22	青岛万科房地产有限公司	青岛	人民币	20000	100
23	万科（成都）企业有限公司	成都	人民币	500000	100
24	武汉市万科房地产有限公司	武汉	人民币	150000	100
25	万科（重庆）企业有限公司	重庆	人民币	100000	100
26	西安万科企业有限公司	西安	人民币	20000	100
27	贵阳万科房地产有限公司	贵阳	人民币	100000	100
28	云南万科企业有限公司	昆明	人民币	20000	100
29	万科（新疆）企业有限公司	乌鲁木齐	人民币	100000	100
30	浙江浙南万科房地产有限公司	温州	人民币	1300000	100
31	芜湖万科房地产有限公司	芜湖	人民币	60000	100
32	扬州万科房地产有限公司	扬州	人民币	10000	100
33	郑州万科企业有限公司	郑州	人民币	100000	100
34	徐州万科企业有限公司	徐州	人民币	100000	100
35	济南万科企业有限公司	济南	人民币	100000	100
36	广西万科企业管理有限公司	南宁	人民币	10000	100
37	常州万科企业有限公司	常州	人民币	20000	100
38	兰州万科企业有限公司	兰州	人民币	100000	100

39	石家庄万科房地产开发有限公司	石家庄	人民币	50000	100
40	中山万科企业有限公司	中山	人民币	100000	100
41	长沙市万科企业有限公司	长沙	人民币	19000	100
42	浙江万科南都房地产有限公司	杭州	人民币	3650000	100
43	无锡万科企业有限公司	无锡	人民币	20000	100
44	南通万科企业有限公司	南通	人民币	20000	100
45	江西万科益达置业投资有限公司	南昌	人民币	100000	50
46	嘉兴万科房地产开发有限公司	嘉兴	人民币	100000	100
47	盐城万科房地产开发有限公司	盐城	人民币	20000	100
48	哈尔滨万科企业有限公司	哈尔滨	人民币	100000	100
49	包头万科房地产有限公司	包头	人民币	10000	100
50	江门万科企业有限公司	江门	人民币	100000	100
51	惠州市万科企业有限公司	惠州	人民币	20000	100
52	潍坊万科企业有限公司	潍坊	人民币	100000	100
53	临沂万科企业有限公司	临沂	人民币	100000	100
54	Vanke Overseas Investment Holding Company Limited	开曼群岛	港币	7500	75
55	万物云空间科技服务股份有限公司	深圳	人民币	1000000	71
56	深圳市万科物业服务有限公司	深圳	人民币	50000	71
57	广州市万科物业服务有限公司	广州	人民币	5000	71
58	东莞市万科物业服务有限公司	东莞	人民币	5000	71
59	佛山市万科物业服务有限公司	佛山	人民币	5000	71
60	南京万科物业管理有限公司	南京	人民币	12000	71
61	上海万科物业服务有限公司	上海	人民币	12260	71
62	北京万科物业服务有限公司	北京	人民币	50000	71
63	天津万科物业服务有限公司	天津	人民币	10000	71
64	沈阳万科物业服务有限公司	沈阳	人民币	10000	71
65	成都万科物业服务有限公司	成都	人民币	50000	71
66	武汉市万科物业服务有限公司	武汉	人民币	12000	71
67	长春万科物业服务有限公司	长春	人民币	20000	71
68	深圳市万睿智能科技有限公司	深圳	人民币	100000	71
69	Rugby Cayman Limited	开曼群岛	美元	1	60
70	万科地产（香港）有限公司	香港	港币	3034200	100
71	万科置业（香港）有限公司	香港	美元	490000	100
72	万科置业地产（香港）有限公司	香港	美元	90000	100
73	东莞市万科建筑技术研究有限公司	东莞	人民币	20000	100
74	Vanke Holdings USA LLC	美国	美元	972501	100
75	吉林省松花湖国际度假区开发有限公司	吉林	人民币	110000	100
76	Lithium Real Estate (Jersey) Limited	英国	英镑	27420	100
77	万科物流发展有限公司	上海	人民币	18100000	100
78	珠海市泊寓公寓管理有限公司	珠海	人民币	5000	100

资料来源：公司年报，联合资信整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	2003.21	1779.59	1954.11	1967.76
资产总额（亿元）	15285.79	17299.29	18691.77	19078.60
所有者权益（亿元）	2356.21	2705.79	3498.44	3554.32
短期债务（亿元）	931.83	938.87	829.13	--
长期债务（亿元）	1680.24	1639.65	1756.13	--
全部债务（亿元）	2612.08	2578.52	2585.26	--
营业收入（亿元）	2976.79	3678.94	4191.12	622.64
利润总额（亿元）	674.60	765.39	796.76	41.08
EBITDA（亿元）	785.63	911.14	944.33	--
经营性净现金流（亿元）	336.18	456.87	531.88	168.79
财务指标				
销售债权周转次数（次）	197.04	204.06	167.01	--
存货周转次数（次）	0.28	0.28	0.31	--
总资产周转次数（次）	0.22	0.23	0.23	--
现金收入比（%）	133.75	117.63	112.69	185.17
营业利润率（%）	29.70	27.30	22.75	16.04
总资本收益率（%）	11.56	12.00	11.02	--
净资产收益率（%）	20.91	20.38	16.95	--
长期债务资本化比率（%）	41.63	37.73	33.42	--
全部债务资本化比率（%）	52.58	48.80	42.49	--
资产负债率（%）	84.59	84.36	81.28	81.37
流动比率（%）	115.43	113.07	117.45	117.63
速动比率（%）	48.56	42.59	41.39	41.84
经营现金流动负债比（%）	3.00	3.59	4.04	--
现金短期债务比（倍）	2.15	1.90	2.36	--
EBITDA 利息倍数（倍）	5.55	6.53	5.96	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.32	2.83	2.74	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2. 其他流动负债中的短期融资券已计入短期债务；考虑到公司应付票据、衍生金融负债的性质目的用途以及与公开口径保持一致的目的，应付票据及衍生金融负债未计入短期债务；此外短期债务已剔除短期借款中计提的应付利息及一年内到期的非流动负债中计提的应付利息和一年内到期的租赁负债；3. 由于 2021 年一季报未披露财务附注明细，未计算债务相关指标

资料来源：公司年报及一季报，联合资信搜集整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	891.79	849.16	924.35	947.20
资产总额（亿元）	4563.82	4477.24	4814.26	4819.60
所有者权益（亿元）	801.13	1109.95	1473.34	1474.00
短期债务（亿元）	--	--	--	--
长期债务（亿元）	--	--	--	--
全部债务（亿元）	--	--	--	--
营业收入（亿元）	30.63	40.97	70.71	9.84
利润总额（亿元）	231.47	360.51	409.85	0.65
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	-389.05	-133.63	436.31	121.65
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	--	--	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.02	--
现金收入比（%）	--	--	--	--
营业利润率（%）	98.99	95.00	95.67	97.11
总资本收益率（%）	--	--	--	--
净资产收益率（%）	28.69	32.48	27.82	--
长期债务资本化比率（%）	--	--	--	--
全部债务资本化比率（%）	--	--	--	--
资产负债率（%）	82.45	75.21	69.40	69.42
流动比率（%）	155.05	164.86	185.02	188.95
速动比率（%）	155.05	164.86	185.02	188.95
经营现金流动负债比（%）	-14.23	-5.35	19.13	--
现金短期债务比（倍）	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

资料来源：公司年报及一季报，联合资信搜集整理

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[（本期/前 n 年）^（1/（n-1））-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。