

# 信用评级公告

联合〔2021〕1647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及其拟发行的 2021 年度第二期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定万科企业股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，万科企业股份有限公司 2021 年度第二期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年三月十一日



# 万科企业股份有限公司

## 2021年度第二期中期票据信用评级报告

### 评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

### 债项概况：

本期中期票据发行规模：20 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：到期一次还本，每年付息一次，最后一期利息随本金一起支付

募集资金用途：拟用于偿还公司到期债务融资工具

评级时间：2021 年 3 月 11 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

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对万科企业股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了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 and 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。近三年，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。

公司经营活动现金流入和 EBITDA 对本期中期票据保障程度很高。

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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极小，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

### 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

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

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，较大规模的已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             | 2017 年   | 2018 年   | 2019 年   | 2020 年 9 月 |
| 现金类资产 (亿元)      | 1741.21  | 2003.21  | 1779.59  | 1732.99    |
| 资产总额 (亿元)       | 11653.47 | 15285.79 | 17299.29 | 18144.66   |
| 所有者权益 (亿元)      | 1866.74  | 2356.21  | 2705.79  | 3026.42    |
| 短期债务 (亿元)       | 622.73   | 931.83   | 938.87   | 850.67     |
| 长期债务 (亿元)       | 1283.52  | 1680.24  | 1639.65  | 1714.21    |
| 全部债务 (亿元)       | 1906.24  | 2612.08  | 2578.52  | 2564.88    |
| 营业收入 (亿元)       | 2428.97  | 2976.79  | 3678.94  | 2414.91    |
| 利润总额 (亿元)       | 511.42   | 674.60   | 765.39   | 418.38     |
| EBITDA (亿元)     | 571.32   | 785.63   | 911.14   | --         |
| 经营性净现金流 (亿元)    | 823.23   | 336.18   | 456.87   | 333.81     |
| 营业利润率 (%)       | 25.98    | 29.70    | 27.30    | 23.10      |
| 净资产收益率 (%)      | 19.93    | 20.91    | 20.38    | --         |
| 资产负债率 (%)       | 83.98    | 84.59    | 84.36    | 83.32      |
| 全部债务资本化比率 (%)   | 50.52    | 52.58    | 48.80    | 45.87      |
| 流动比率 (%)        | 120.09   | 115.43   | 113.07   | 114.14     |
| 经营现金流动负债比 (%)   | 9.72     | 3.00     | 3.59     | --         |
| 现金短期债务比 (倍)     | 2.80     | 2.15     | 1.90     | 2.04       |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | 6.96     | 5.55     | 6.53     | --         |
| 全部债务/EBITDA (倍) | 3.34     | 3.32     | 2.83     | --         |
| 公司本部 (母公司)      |          |          |          |            |
| 项 目             | 2017 年   | 2018 年   | 2019 年   | 2020 年 9 月 |
| 资产总额 (亿元)       | 3302.31  | 4563.82  | 4477.24  | 4799.73    |
| 所有者权益 (亿元)      | 670.62   | 801.13   | 1109.95  | 1478.10    |
| 全部债务 (亿元)       | --       | --       | --       | --         |
| 营业收入 (亿元)       | 18.56    | 30.63    | 40.97    | 41.37      |
| 利润总额 (亿元)       | 134.37   | 231.47   | 360.51   | 414.60     |
| 资产负债率 (%)       | 79.69    | 82.45    | 75.21    | 69.20      |
| 全部债务资本化比率 (%)   | --       | --       | --       | --         |
| 流动比率 (%)        | 166.05   | 155.05   | 164.86   | 190.62     |
| 经营现金流动负债比 (%)   | -7.56    | -14.23   | -5.35    | --         |

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公开口径保持一致的因素, 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. 2020 年三季度未经审计, 相关指标未年化

资料来源: 公司提供, 联合资信整理

主体评级历史:

| 信用等级 | 评级展望 | 评级时间     | 项目小组  | 评级方法/模型                    | 评级报告 |
|------|------|----------|-------|----------------------------|------|
| AAA  | 稳定   | 2021/2/7 | 冯磊 赵兮 | 房地产企业信用评级方法<br>V3.0.201907 | --   |

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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，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 年度第二期中期票据信用评级报告

### 一、主体概况

万科企业股份有限公司（以下简称“公司”或“万科企业”）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6月末，公司实收资本为116.18亿元，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。截至2020年6月底，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6月底，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<sup>1</sup>、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<sup>2</sup>、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2019年底，公司资产总额17299.29亿元，所有者权益2705.79亿元（含少数股东权益825.21亿元）；2019年，公司实现营业收入3678.94亿元，利润总额765.39亿元。

截至2020年9月底，公司资产总额18144.66亿元，所有者权益3026.42亿元（含少数股东权益999.67亿元）；2020年1—9月，公司实现营业收入2414.91亿元，利润总额418.38亿元。

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。

### 二、本期中期票据概况

公司拟于2021年注册额度为40亿元的中期票据，本期拟发行2021年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度为20亿元，发行期限为3年。本期中期票据到期一次还本，每年付息一次，最后一期利息随本金一起支付，募集资金拟用于偿还公司到期债务融资工具。

本期中期票据无担保。

### 三、宏观经济和政策环境分析

#### 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。财政政策更加

<sup>1</sup> BG为Business Group的缩写，指事业集团。

<sup>2</sup> BU为Business Unit的缩写，指事业部。



积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国 2020 年一季度 GDP 下

降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90%和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长 2.30%，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。2020 年下半年我国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 1 2016 - 2020 年中国主要经济数据

| 项目                | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| GDP (万亿元)         | 74.64  | 83.20  | 91.93  | 98.65  | 101.60 |
| GDP 增速 (%)        | 6.85   | 6.95   | 6.75   | 6.00   | 2.30   |
| 规模以上工业增加值增速 (%)   | 6.00   | 6.60   | 6.20   | 5.70   | 2.80   |
| 固定资产投资增速 (%)      | 8.10   | 7.20   | 5.90   | 5.40   | 2.90   |
| 社会消费品零售总额增速 (%)   | 10.40  | 10.20  | 8.98   | 8.00   | -3.90  |
| 出口增速 (%)          | -1.90  | 10.80  | 7.10   | 5.00   | 4.00   |
| 进口增速 (%)          | 0.60   | 18.70  | 12.90  | 1.70   | -0.70  |
| CPI 增幅 (%)        | 2.00   | 1.60   | 2.10   | 2.90   | 2.50   |
| PPI 增幅 (%)        | -1.40  | 6.30   | 3.50   | -0.30  | -1.80  |
| 城镇失业率 (%)         | 4.02   | 3.90   | 4.90   | 5.20   | 5.20   |
| 城镇居民人均可支配收入增速 (%) | 5.60   | 6.50   | 5.60   | 5.00   | 1.20   |
| 公共财政收入增速 (%)      | 4.50   | 7.40   | 6.20   | 3.80   | -3.90  |
| 公共财政支出增速 (%)      | 6.40   | 7.70   | 8.70   | 8.10   | 2.80   |

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、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、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，2016-2017 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

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降

0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企业稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同



比增长 16.90%)，主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

**居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。**2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30%和 -0.70%）均显著扩大。

**社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。**截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

### 财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。

2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

### 就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。

2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 我国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，



“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度。**2021 年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微企业和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品 and 市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021 年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情防控制约和居民收入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测 2021 年我国 GDP 增速将达到 8.50% 左右。

#### 四、行业分析

##### 1. 房地产行业概况

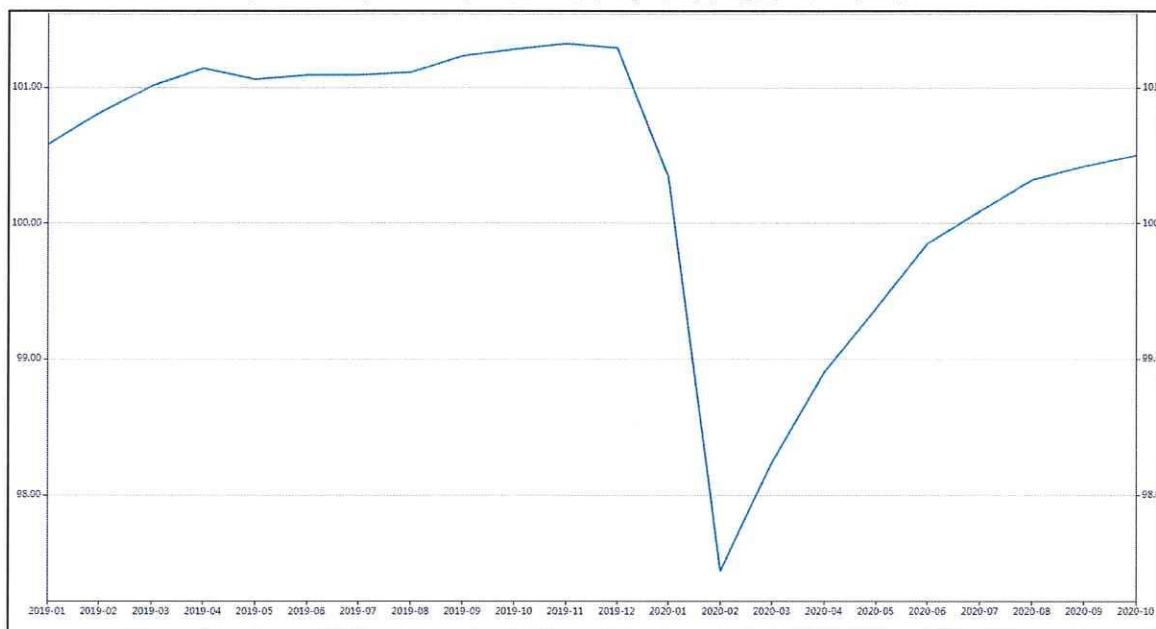
2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄，整体市场趋稳。2020 年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自 2020 年 3 月陆续复工以来，景气度逐步回升。

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。从具体调控方式上来看，有别于前期从“需求端”进行调控的思路，2019 年以来，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，房地产行业实施了全面的融资政策调控，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控，虽然 2019 年底政策面出现小幅宽松和边际调整，但在 2020 年初，“房住不炒”再次被明确，确立了稳地价、稳房价、稳预期的调控核心目标。

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的影响，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 10 月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, 2019 年, 全国房地产开发投资完成额 13.22 万亿元, 累计同比增长 9.90%, 增速较 2018 年提升 0.40 个百分点, 整体增速仍维持高位。其中, 住宅开发投资完成额 9.71 万亿元, 累计同比增长 13.90%, 增速相较于 2018 年提升 0.50 个百分点; 办公楼完成投资额 0.62 万亿元, 累计同比增长 2.80%, 增速相较于 2018 年提升 14.10 个百分点; 商业营业用房完成投资额 1.32 万亿元, 累计同比下降 6.70%, 相较于 2018 年降幅收窄 2.70 个百分点。2020 年 1—9 月, 全国房地产开发投资完成额 10.35 万亿元, 累计同比增长 5.6%, 增速较 2019 年下降 4.90 个百分点。其中, 住宅开发投资完成额 7.66 万亿元, 累计同比增长 6.1%。

施工方面, 2019 年以来, 新开工增速较 2018 年明显回落, 竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看, 2019 年, 房屋新开工面积 22.72 亿平方米, 同比增长 8.50%, 增幅较 2018 年收窄 8.70 个百分点; 在 2018 年以来房屋新开工面积增长的带动下, 2019 年全国房屋施工面积达 89.38 亿平方米, 同比增长 8.70%, 增速相较于 2018 年提升 3.50 个百分点; 同期全国房屋竣工

面积 9.59 亿平方米, 同比增长 2.60%, 竣工增速在维持了两年负增长后首次转正, 相较于 2018 年增速提升 10.40 个百分点。2020 年以来, 受年初新冠肺炎疫情的影响, 施工进度较 2019 年进一步放缓。具体来看, 2020 年 1—9 月, 全国房屋新开工面积 16.01 亿平方米, 同比下降 3.4%, 其中住宅新开工面积为 11.72 亿平方米, 同比下降 4.2%。全国房屋施工面积 85.98 亿平方米, 同比增长 3.1%, 其中住宅施工面积 60.70 亿平方米, 同比增长 4.0%。全国房屋竣工面积 4.13 亿平方米, 同比下降 11.6%, 其中住宅竣工面积 2.96 亿平方米, 同比下降 10.5%。

从销售情况来看, 2019 年, 商品房销售面积 17.16 亿平方米, 同比下降 0.10%, 销售面积增速自 2015 年以来首次年度增速跌入负值区间。其中, 住宅销售面积 15.01 亿平方米 (占 87.47%), 同比增长 1.50%, 增速于 2019 年 2 月跌入负值区间; 在房企下半年加速去化回笼资金的情况下, 增速于 2019 年 8 月转正, 全年增速相较于 2018 年下滑 0.70 个百分点。2019 年, 商品房销售金额为 15.97 万亿元, 同比增长 6.50%, 增速较 2018 年下滑 5.70 个百分点。其中, 住宅销售金额 13.94 万亿元 (占 87.29%),

同比增长 10.30%，增速较 2018 年下降 4.40 个百分点。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市，一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，未来房价下探空间或较为有限；部分三四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，加之棚改货币化力度减弱使得三四线城市购买力有所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态势。2020 年 1—9 月，商品房销售面积 11.71 亿平方米，同比下降 1.8%；商品房销售额 11.56 万亿元，同比增长 3.7%。

## 2. 土地市场与信贷环境

2019 年，土地市场降温明显，受信贷政策维持紧缩影响，房企到位资金增速虽有所回升，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项为主的其他资金为主。

土地市场方面，2019 年，房地产开发企业土地购置面积 2.58 亿平方米，同比下降 11.40%，相较 2018 年累计同比增长 14.20% 的增速下滑 25.60 个百分点；土地成交价款 14709.28 亿元，累计同比下降 8.70%，相较于 2018 年累计同比增长 18.00% 的增速下滑 26.70 个百分点。土地

市场降温明显，各能级城市供给成交分化。分月份来看，2019 年 1—3 月，土地市场较为冷清；4 月开始随着行业融资有所松动以及小阳春行情的影响，加之在房企库存普遍下降的情况下，房企拿地意愿有所增强；6 月开始随着小阳春行情的消退以及行业融资的再度收紧，土地市场同步降温。2020 年 1—9 月，房地产开发企业土地购置面积 1.50 亿平方米，同比下降 2.87%；土地成交价款 9315.51 亿元，同比增长 13.80%。

从资金来源上看，2019 年，房地产开发到位资金合计 17.86 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2018 年回升 1.20 个百分点。其中，国内贷款合计 2.52 万亿元，同比增长 5.10%，国内贷款增速于 2018 年全年维持负增长，于 2019 年 3 月增速开始转正，全年增速较 2018 年回升 10.00 个百分点；自筹资金合计 5.82 万亿元，同比增长 4.20%，增速较 2018 年下滑 5.50 个百分点；其他资金合计 9.50 万亿元，同比增长 10.49%，增速较 2018 年提升 2.65 个百分点。2020 年 1—9 月，房地产开发到位资金合计 13.64 万亿元，同比增长 4.45%；从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占 33.10%）、自筹资金（32.62%）、个人按揭（占 15.97%）和国内贷款（15.02%）为主。

表 2 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  | 2017 年    |        | 2018 年    |        | 2019 年    |        | 2020 年 1—9 月 |        |
|-----------|-----------|--------|-----------|--------|-----------|--------|--------------|--------|
|           | 金额        | 占比     | 金额        | 占比     | 金额        | 占比     | 金额           | 占比     |
| 国内贷款      | 25241.76  | 16.18  | 24004.52  | 14.46  | 25228.77  | 14.13  | 20484.26     | 15.02  |
| 利用外资      | 168.19    | 0.11   | 107.98    | 0.07   | 175.72    | 0.10   | 93.71        | 0.07   |
| 自筹资金      | 50872.22  | 32.60  | 55830.65  | 33.64  | 58157.84  | 32.56  | 44485.11     | 32.62  |
| 其他资金      | 79770.46  | 51.12  | 86019.74  | 51.83  | 95046.26  | 53.21  | 71313.39     | 52.29  |
| 其中：定金及预收款 | 48693.57  | 31.20  | 55418.17  | 33.39  | 61359.00  | 34.35  | 45144.52     | 33.10  |
| 个人按揭      | 23906.31  | 15.32  | 23705.89  | 14.28  | 27281.00  | 15.27  | 21783.24     | 15.97  |
| 合 计       | 156052.62 | 100.00 | 165962.89 | 100.00 | 178608.59 | 100.00 | 136376.47    | 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，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，对房地产企业的融资渠道进行全面管控。

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“宽松对冲”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”再次被强调，在 3 月召开的金融支持疫情防控和经济社会发展座谈会以及 4 月召开的中央政治局会议中，

均重提坚持房子是用来住的、不是用来炒的，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。2019 年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见表 3。

表 3 2019 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                                                                                                                                           |
|-------------|----------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2019 年 3 月  | 两会政府工作报告 | 房地产调控政策，坚持“房住不炒”，保持政策的连续性和稳定性；房地产金融政策，总方针不变，严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款；房地产税立法，稳步推进，目前正在抓紧完善法律草案；新型城镇化，坚持以中心城市引领城市群发展，城镇化速度仍会加快；房地产市场，形势稳地价稳房价稳预期，防止大起大落 |
| 2019 年 4 月  | 银保监会     | 继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长                                                                                                                         |
| 2019 年 4 月  | 中央政治局会议  | 继续重申“房住不炒”，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制                                                                                                        |
| 2019 年 7 月  | 中央政治局会议  | 会议中提到坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段                                                                                           |
| 2019 年 9 月  | 全国人民代表大会 | 主要针对房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正                                                                                                     |
| 2019 年 11 月 | 央行       | 强调“因城施政”，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段                                                                                                          |
| 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                                                                              |

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。2019 年以来房地产融资相关政策具体内容见表 4。

表 4 2019 年以来房地产融资相关政策汇总

| 时间         | 政策来源 | 主要内容                                                                                                                                                                                             |
|------------|------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2019 年 5 月 | 银保监会 | 房地产信托资金受限：银保监会日前正式发布银保监会（2019）23 号文《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》，强调不得向四证不全、开发商/股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资，或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资                                        |
| 2019 年 7 月 | 发改委  | 要求房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；房企在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息，包括债务规模、期限情况、备案登记情况等，并提交《企业发行外债真实性承诺函》；房企发行外债要加强信息披露，在募集说明书等文件中需明确资金用途等情况                                                             |
| 2019 年 7 月 | 央行   | “点名”房地产行业占用了较多的信贷资源，旨在引导银行充分认识信贷结构调整的必要性和迫切性，转变传统信贷路径依赖，合理控制房地产贷款投放。并明确对房地产信贷领域提出以下几点要求：①保持个人住房贷款合理适度增长，严禁消费贷款违规用于购房；②加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理；③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 |



|          |         |                                                                                                                                                                                                                              |
|----------|---------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2019年8月  | 银保监会    | 银保监会决定在32个城市开展银行房地产业务专项检查工作。关于检查内容和要点，一是贯彻落实党中央、国务院关于规范房地产市场决策部署和监管部门规定的情况；二是房地产信贷业务管理情况，包括房地产开发贷款和土地储备贷款管理情况等；三是房地产业务风险管理情况；四是信贷资金被挪用流向房地产领域，例如个人综合消费贷款、经营性贷款、“首付贷”、信用卡透支等资金挪用于购房等；五是同业和表外业务，包括对银行理财资金投向房地产领域非标准化资产的监督管理情况等 |
| 2019年9月  | 财政部     | 专项债额度提前下达，不能用于房地产领域                                                                                                                                                                                                          |
| 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                                                                                                                                                                                     |

资料来源：联合资信整理

2020年8月20日，央行、住建部等召开房企座谈会，会上提出了“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”，即扣除预收款项后的资产负债率不得高于70%、净负债率不得高于100%、现金对短期债务的覆盖倍数不得低于1倍，根据指标完成情况将房企按照“红-橙-黄-绿”四档进行管理，三项指标均超出管理规则的红线要求，则企业对应为红档，超出两项即为橙档，超出一项即为黄档，若均低于红线要求则对应为绿档。根据企业的分档表现，给予不同的负债增长限额，从红至绿四档对应的有息负债增速上限分别为0%、5%、10%和15%。该管理规则计划对12家企业进行试点，并根据试点情况向全国推广。在管理规则颁布后，监管部门下发《试点地产企业主要经营、财务指标统计监测表》，要求试点房企每月报送监测财务指标数据情况，此外还要求填报参股未并表住宅地产项目、明股实债项目融资等数据，反映出监管部门对房地产表内表外融资全覆盖的强监管思路。房企资金监测和融资管理规则预计于2021年1月1日起在全行业全面推行，该项政策的推行将对红档和橙档企业的融资产生较大影响。

## 五、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至2020年9月底，公司实收资本为116.18亿元。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。2017—2019年，公司接连上榜《财富》“世界500强”，分别位列榜单第307位、第332位和第254位。

### 3. 人员素质

**公司高级管理团队行业经验丰富，核心管理团队稳定，有利于公司的长远发展；公司员工构成合理，能够满足目前经营需要。**



截至 2020 年 6 月末，公司董事、监事及高级管理人员共计 16 人。

郁亮先生，1965 年出生，1988 年毕业于北京大学国际经济学系，获学士学位；1997 年获北京大学经济学硕士学位。郁亮先生曾供职于深圳外贸集团；1990 年加入公司，1994 年起任公司董事，1996 年任公司副总经理，1999 年任公司常务副总经理兼财务负责人，2001 年至 2018 年 1 月任公司总裁、首席执行官，2017 年 7 月至今任公司董事会主席。

祝九胜先生，1993 年获得中南财经大学（现中南财经政法大学）经济学硕士学位，2003 年获得中南财经政法大学经济学博士学位。1993 年至 2012 年祝先生在中国建设银行股份有限公司深圳市分行工作，历任福田支行副行长（主持工作）、分行信贷部总经理、公司部总经理、分行副行长等；2012 年加入公司，2012 年至 2015 年担任公司高级副总裁，2014 年至今担任公司全资附属企业深圳市万科财务顾问有限公司董事长，2016 年至 2018 年 1 月担任公司联营企业深圳市鹏鼎创盈金融信息服务股份有限公司董事长兼总经理，2018 年 1 月 31 日起任公司总裁、首席执行官。

截至 2020 年 6 月末，公司共有在册员工 133455 人，平均年龄为 31.8 岁，平均司龄 2.4 年。分业务系统看，房地产开发系统共有员工 17433 人（占 13.06%），物业服务系统共有员工 104178 人（占 78.06%），其他系统共有员工 11844 人（占 8.87%）。

#### 4. 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 2020 年 12 月 25 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。

## 六、管理分析

### 1. 法人治理结构

**公司履行了上市公司的相关监管规定，股东大会、董事会、监事会独立运作，法人治理结构完善，整体运行情况良好。**

公司根据《公司章程》的有关规定，建立了由股东大会、董事会、监事会、管理层组成的较为健全的公司治理结构。

股东大会是公司的权力机构，依法行使决定公司的经营方针和投资计划等职权。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由十一名董事组成，设董事会主席一人，可以设副主席一至二人。董事会成员中应当至少包括三分之一独立董事，且至少应有一名独立董事是会计专业人士。董事会负责召集股东大会，并向大会报告工作；执行股东大会的决议；决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案；制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案等。

公司设监事会。监事会由三名监事组成，设监事会主席一名。监事会主席的选举或罢免由全体监事三分之二以上表决通过。监事会行使对公司定期报告签署书面审核意见；检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等职权。

公司设总裁一名，由董事会聘任或解聘。总裁每届任期为三年，总裁连聘可以连任。总裁对董事会负责，负责主持公司的生产经营管理工作等。

### 2. 管理水平

**公司部门设置齐全，内部管理制度健全，财务制度严谨规范，整体管理运作情况良好。**

公司建立了完整且运行有效的内部控制体系，从公司层面到各业务流程层面均建立了系统的内部控制及必要的内部监督机制，为公司经营管理的合法合规、资产安全、财务报告及相关信息的真实、完整提供了合理保障。



财务管理方面，公司严格遵照国家统一的会计准则和会计制度，建立了规范的会计工作秩序，制定了《万科集团会计管理及核算规范》及各项具体业务核算制度，加强公司会计管理，提高会计工作的质量和水平。与此同时，公司通过不断加强财务信息系统的建设和完善，财务核算工作全面实现信息化，有效保证了会计信息及资料的真实、完整。

子公司管理方面，公司构建了总部、区域、一线的三级架构体系。在三级架构体系下，总部对区域本部和子公司的授权和职责划分坚持职责分离原则；总部各专业部门统一制定相关制度，对一线公司进行专业指导；并通过内部审计、专业检查、监事巡查等手段，检查、监督公司各层级职责的有效履行。

对外投资管理方面，公司总部事业中心投资管理职能负责管控投资业务，目前已制定了包括《万科集团新项目发展制度》、《万科集团投融资管理办法》等在内的投资管理制度，定期发布投资策略并使用新项目决策平台对新项目投资进行管理。公司始终坚持“精挑细选、坚持投资主流市场”的策略，重点考虑价格的合理性和风险的可控性，严格评估项目收益的可行性，通过严格的分级授权审批程序对新项目投资实施全程监控，确保新项目获取安全、合法、审慎、有效。公司总部把握投融资战略和原则，统筹资源配置及风险管控，主导非普通项目、新进入城市、非传统住宅业务的投资决策，所决策新项目经总部相关专业部门联合评审后，报由公司管理层组成的公司投资决策

委员会在董事会授权范围内进行决策；项目投资金额超过公司董事会对公司授权的，需在报董事会决议通过后方可实施。

## 七、经营分析

### 1. 经营概况

受结转项目规模影响，近三年公司营业收入持续增长，主营业务突出；公司主营业务获利能力较强，毛利率处于较高水平。

2017—2019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）年均复合增长23.02%，呈现持续增长态势，主要系结转规模扩大所致；物业服务收入年均复合增长33.49%，呈现持续增长态势，主要系新增签约物业服务面积增加所致；其他业务收入占比较小。

2017—2019年，公司房地产及相关业务毛利率呈现波动增长态势，其中2018年增加主要系2017年以来在市场回暖期销售及盈利情况相对较好的项目进入结算期所致；物业服务业务毛利率基本保持稳定。受上述因素的影响，2017—2019年，公司综合毛利率分别为34.10%、37.48%和36.25%。

2020年1—9月，公司实现营业收入2414.91亿元，较上年同期增长7.85%，基本保持稳定；实现利润总额418.38亿元，较上年同期增长0.03%，主要系结转项目毛利率略有下滑所致。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 业务板块        | 2017年   |        |       | 2018年   |        |       | 2019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      | 2401.40 | 98.86  | 33.71 | 2944.17 | 98.90  | 37.14 | 3653.54 | 99.31  | 35.90 |
| 其中：房地产及相关业务 | 2330.13 | 95.93  | 34.17 | 2846.21 | 95.61  | 37.78 | 3526.54 | 95.86  | 36.52 |
| 物业服务        | 71.27   | 2.93   | 18.72 | 97.96   | 3.29   | 18.64 | 127.00  | 3.45   | 18.57 |
| 其他业务收入      | 27.57   | 1.14   | 67.29 | 32.63   | 1.10   | 67.87 | 25.40   | 0.69   | 86.15 |
| 合计          | 2428.97 | 100.00 | 34.10 | 2976.79 | 100.00 | 37.48 | 3678.94 | 100.00 | 36.25 |

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



## 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，2018年，公司新开工面积同比增长36.72%，竣工面积同比增长19.77%；随着拿地节奏的放缓，2019年，公司新开工面积有所下滑（其中南方区域628万平方米、上海区域833万平方米、北方区域1254万平方米、中西部区域1527万平方米，下滑主要来自于上海区域），但受上年期末在建增加的影响当年竣工面积仍然有所增加（其中南方区域754万平方米、上海区域809万平方米、北方区域699万平方米、中西部区域746万平方米，除北方区域外均有不同程度的增加）。从区域分布来看，2017—2019年，公司中西部区域开、竣工面积及销售面积均有所增长，预计上海区域短期内竣工和销售面积将略有下滑。2020年1—9月，公司新开工面积占全年开工计划的96.9%；竣工面积占全年计划竣工面积的54.4%。

表6 公司房地产开发主要指标（单位：万平方米）

| 项目        | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年1—9月 |
|-----------|-------|-------|-------|-----------|
| 新开工面积     | 3652  | 4993  | 4241  | 2830      |
| 竣工面积      | 2301  | 2756  | 3008  | 1805      |
| 全口径在建建筑面积 | 6853  | 9013  | 10256 | 11291     |
| 权益在建建筑面积  | 4374  | 5402  | 6170  | 6698      |

资料来源：公司年报及三季报，联合资信整理

在建及拟建项目方面，截至2020年9月底，公司全口径在建建筑面积为11291万平方米（权益在建建筑面积为6698万平方米），全口径期末拟建建筑面积为4521万平方米（权益拟建建筑面积为2694万平方米），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331万平方米。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，销售及结算规模稳步增长，但受行业整体增速放缓及拿地节奏放缓的共同影响，公司销售增速有所放缓；此外，公司销售区域布局相对均衡，未结算规模较大，可为未来收入结转提供一定支撑。

2018年，公司凭借均衡的区域布局优势、品牌效应优势等，销售业绩保持增长；当期全口径销售面积和销售金额分别同比增长12.32%和14.55%；从销售业态来看，当年销售产品中住宅占84.9%、商办占11.5%、其他配套占3.6%；144平方米以下的中小户型占比91.4%。受行业增速放缓、公司拿地趋于谨慎以及往年销售基数高的共同影响，2019年，公司签约销售金额和面积增速均有所放缓，但仍有小幅增长，在21个城市的销售金额位列当地第一，在12个城市排名第二；从销售业态来看，当年销售产品中住宅占86.4%、商办占10.0%、其他配套占3.6%；144平米以下中小户型占91.2%。2020年1—9月，公司签约销售金额和面积同比有所下滑，但降幅较一季度有所收窄；截至2020年9月底，公司合并范围内有4913万平方米已售项目尚未竣工结算，对应合同销售金额约7249亿元，为后续收入结转提供了有力支撑。



表 7 公司房地产销售情况

| 项目            | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 1—9 月 |
|---------------|--------|--------|--------|--------------|
| 全口径销售面积（万平方米） | 3595   | 4038   | 4112   | 3265         |
| 全口径销售金额（亿元）   | 5299   | 6070   | 6308   | 4928         |
| 销售均价（元/平方米）   | 14740  | 15032  | 15340  | 15093        |
| 结转面积（万平方米）    | 1981   | 2191   | 2460   | 1725         |
| 结转金额（亿元）      | 2330   | 2846   | 3527   | 2139         |
| 已售未结转面积（万平方米） | 2963   | 3710   | 4289   | 4913         |

|             |      |      |      |      |
|-------------|------|------|------|------|
| 已售未结转金额（亿元） | 4143 | 5307 | 6091 | 7249 |
|-------------|------|------|------|------|

资料来源：公司年报及三季报，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。2017 年以来，公司销售区域中上海区域占比有所提升、南方区域占比有所下降、中西部区域有所波动。

表 8 公司房地产销售区域分布情况（单位：亿元、%）

| 区 域   | 2017 年  |        | 2018 年  |        | 2019 年  |        | 2020 年 1—6 月 |       |
|-------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|--------------|-------|
|       | 金额      | 占比     | 金额      | 占比     | 金额      | 占比     | 金额           | 占比    |
| 南方区域  | 1515.15 | 28.60  | 1434.68 | 23.64  | 1274.23 | 20.20  | 491.6        | 15.3  |
| 上海区域  | 1501.27 | 28.33  | 1811.10 | 29.84  | 2045.11 | 32.42  | 1322.6       | 41.3  |
| 北方区域  | 1265.57 | 23.88  | 1456.83 | 24.00  | 1422.13 | 22.54  | 712.3        | 22.3  |
| 中西部区域 | 996.76  | 18.81  | 1304.57 | 21.49  | 1506.58 | 23.88  | 638.5        | 19.9  |
| 其他    | 20.07   | 0.38   | 62.36   | 1.03   | 60.35   | 0.96   | 39.8         | 1.2   |
| 合计    | 5298.82 | 100.00 | 6069.54 | 100.00 | 6308.40 | 100.00 | 3204.8       | 100.0 |

资料来源：公司年报及半年报，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 9 公司获取土地储备情况

| 项目                | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 1—9 月 |
|-------------------|--------|--------|--------|--------------|
| 项目数量（个）           | 216    | 227    | 147    | 101          |
| 新增全口径规划建筑面积（万平方米） | 4615   | 4681   | 3717   | 1832         |
| 新增权益规划建筑面积（万平方米）  | 2768   | 2490   | 2478   | 1066         |
| 新增权益地价总额（亿元）      | 2189   | 1351   | 1550   | --           |
| 楼面均价（元/平方米）       | 7908   | 5427   | 6252   | --           |
| 期末全口径待建面积（万平方米）   | 6322   | 5936   | 5394   | 4521         |
| 期末权益待建面积（万平方米）    | 4078   | 3580   | 3360   | 2694         |

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：公司年报及三季报，联合资信整理

2018 年，公司根据市场环境调整拿地节奏，当年新获取项目 227 个，当年新获取项目权益地价总额明显下降，主要系当年土地市场降温及公司新增项目区域的共同影响使得当

年新增土地平均楼面地价大幅下滑所致；按照建筑面积计算，新增土储中一二线城市占 72.1%；按照权益投资金额计算，新增土储中一二线城市占 81.4%。2019 年，公司继续坚持



理性投资的策略，新增土地储备项目数和新增权益规划建筑面积均有所减少，投资金额占销售金额的比重进一步下降；按照建筑面积计算，新增土储中一二线城市占 71.5%；按照权益投资金额计算，新增土储中一二线城市占 79.9%。2020 年 1—9 月，鉴于土地市场竞拍激烈，公司坚持理性投资，拿地规模继续收缩。

截至 2019 年底，公司全口径待建面积合计 5394 万平方米（权益待建面积 3360 万平方米），较上年底下降 9.13%。其中，中西部区域、北方区域、上海区域和南方区域占比分别为 38.44%、30.82%、15.52%和 15.22%，中西部区域占比进一步提高。从区域分布集中度来看，截至 2019 年底，公司待建面积规模排名前十的城市分别为成都、广州、长春、贵阳、西安、重庆、沈阳、昆明、天津和杭州，占期末待建面积的比重分别为 8.16%、5.39%、5.25%、4.92%、4.58%、3.82%、3.81%、3.56%、2.77%和 2.52%，合计占 44.78%，集中度不高。整体看，公司土地储备相对分散，可在一定程度上抵御行业轮动风险。截至 2020 年 9 月底，公司全口径待建面积 4521 万平方米，权益待建面积 2694 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“万科物业”）负责运营。万科物业连续十年获得“中国物业服务百强企业综合实力TOP1”称号，继续保持行业领先地位，且在收入、利润规模和品牌价值方面均排名行业第一。此外，2018年7月，万科物业旗下万科物业服务（香港）有限公司以首次公开募股定价方式购

买戴德梁行4.9%的股份，并成为其第四大战略股东。2020年，万科物业由住宅商企“两翼齐飞”升级为“三驾马车”的发展策略，加快“物业城市”业务发展，新增厦门鼓浪屿、青岛动车小镇等项目，持续拓宽城市空间业务发展格局。截至2020年6月底，万科物业累计签约建筑面积6.8亿平方米，其中已接管面积5.2亿平方米，未来储备1.6亿平方米。

#### （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。截至2020年9月底，公司累计开业泊寓13.58万间，成熟期项目（开业半年及以上）的出租率为95.3%。

#### （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6月底，公司（含印力集团）累计开业的商业项目面积为836万平方米；此外，规划中和在建商业建筑面积543万平方米。同时，印力集团积极开展资本市场创新探索，并于2019年11月发起印象壹号商业投资基金，总规模30亿元，未来将投向购物中心的开发和运营；并积极探索资产证券化，于2020年4月发行“中信证券印力-印象2号资产支持专项计划”。

#### （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，服务客户超过850家，涵盖电商类、快递快运类、制造业类、餐饮类和零售商超类等各个领域。2018年1月23日，公司发布公告称完成对普洛斯公司（Global Logistic Properties Limited）的私有化，并成为其第一大股东；通过收购太古实业有限公司旗下冷链物流资产，实现冷链规模及运营能力的升级。

截至2020年6月底，公司物流仓储服务累



计开业建筑面积616万平方米。其中高标库开业582万平方米，稳定期出租率89.1%；冷库开业34万平方米，稳定期使用率81.5%。此外，规划中和在建的物流仓建筑面积合计459万平方米，其中高标库建筑面积约423万平方米、冷库建筑面积约36万平方米。公司合计服务客户超过850家，涵盖电商类、快递快运类、制造业类、餐饮类、零售商超类等各个领域。

#### 4. 经营效率

公司经营效率相对稳定，处于行业中等偏上水平。

从经营效率指标看，2017—2019年，公司流动资产周转次数分别为0.28次、0.26次和0.27次；公司存货周转率分别为0.30次、0.28次和0.28次；总资产周转率分别为0.24次、0.22次和0.23次，基本保持稳定。与同行业上市公司比较情况看，公司经营效率处于行业中等偏上水平。

表 10 2019 年同行业公司经营效率对比情况

| 企业简称 | 存货周转<br>(次) | 预收款项/存货<br>(倍) | 总资产周转<br>(次) |
|------|-------------|----------------|--------------|
| 金地集团 | 0.30        | 0.60           | 0.21         |
| 新城控股 | 0.31        | 0.85           | 0.22         |
| 招商蛇口 | 0.24        | 0.31           | 0.19         |
| 世茂股份 | 0.27        | 0.10           | 0.18         |
| 万科 A | 0.28        | 0.64           | 0.23         |

注：为了便于对比，上表公司相关数据来自 Wind  
数据来源：Wind

#### 5. 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。

公司坚持“以客户为中心，以现金流为基础，坚持合伙奋斗，持续创造更多真实价值，实现有质量发展”的长期经营方针。

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。

### 八、财务分析

#### 1. 财务概况

公司提供的2017—2019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；2020年三季报未经审计。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2019年底，公司资产总额17299.29亿元，所有者权益2705.79亿元（含少数股东权益825.21亿元）；2019年，公司实现营业收入3678.94亿元，利润总额765.39亿元。

截至2020年9月底，公司资产总额18144.66亿元，所有者权益3026.42亿元（含少数股东权益999.67亿元）；2020年1—9月，公司实现营业收入2414.91亿元，利润总额418.38亿元。

#### 2. 资产质量

近年来，公司资产规模不断增长，资产构成符合房地产开发企业资产结构特征，以流动资产为主。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。

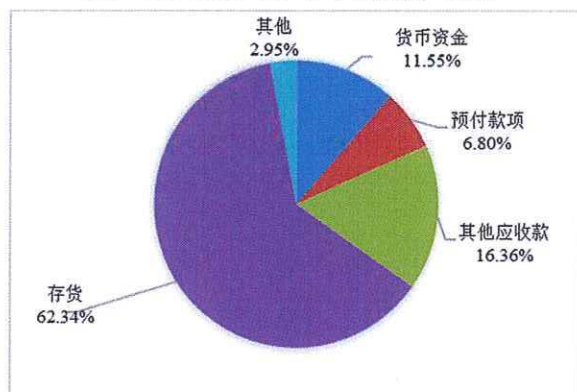
2017—2019年末，公司合并资产总额连续增长，年均复合增长21.84%。截至2019年底，公司合并资产总额17299.29亿元，较年初增长13.17%，流动资产与非流动资产均有所增长。其中，流动资产占83.18%，非流动资产占16.82%。公司资产以流动资产为主。



### (1) 流动资产

2017—2019年末，公司流动资产连续增长，年均复合增长18.92%。截至2019年底，公司流动资产14389.89亿元，较年初增长11.11%，主要系存货增加所致；流动资产主要构成如下图所示。

图2 截至2019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

2017—2019年末，公司货币资金波动下降，年均复合下降2.30%。截至2019年底，公司货币资金1661.95亿元，较年初下降11.79%，主要系偿还到期债务所致；货币资金中有64.56亿元受限资金，受限比例为3.88%。

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。2017—2019年末，公司预付款项连续增长，年均复合增长19.65%。截至2019年底，公司预付款项977.96亿元，较年初增长28.76%，主要系预付地价款增加所致；其中超过1年且金额重大的预付款项主要是广信资产包前期项目款233.90亿元（2019年1月，公司下属子公司广州市万溪房地产有限公司（现已更名为广州市万溪企业管理有限公司，以下简称“广州万溪”）与破产清算组签署协议；破产清算组于2019年1月9日向广州万溪移交广东省信托房产开发公司及对广东国际信托投资公司广州房地产分公司的实际控制权，核心资产为位于广州市核心区域16宗可开发土地）。

2017—2019年末，公司其他应收款波动增长，年均复合增长20.10%。截至2018年底，公

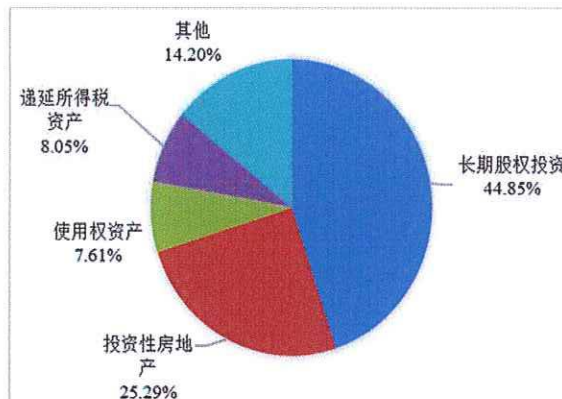
司其他应收款2443.24亿元，较年初增长49.66%，主要系向合作方及联合营项目付款增加所致。截至2019年底，公司其他应收款2354.65亿元，较年初下降3.63%，主要系应收联营/合营企业款减少所致；其他应收款主要包括土地及其他保证金、合作方经营往来款和应收联营/合营企业款，按交易方归集的年末余额前五名其他应收款余额合计占比9.51%，集中度一般。公司其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用。

2017—2019年末，公司存货连续增长，年均复合增长22.47%，主要系项目获取及开发建设投入所致。截至2019年底，公司存货8970.19亿元，较年初增长19.55%，其中已完工开发产品占7.36%、在建开发产品占69.37%、拟开发产品占23.14%；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，公司对成都君逸、上海金域澜湾鹭语墅、上海天际、乌鲁木齐南山郡等项目累计计提跌价准备29.90亿元，计提比例0.33%。

### (2) 非流动资产

2017—2019年末，公司非流动资产连续增长，年均复合增长40.31%。截至2019年底，公司非流动资产2909.40亿元，较年初增长24.60%，主要系投资性房地产和使用权资产增加所致；非流动资产主要构成如下图所示。

图3 截至2019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

2017—2019年末,公司长期股权投资连续增长,年均复合增长26.74%,主要系公司加大对合联营企业的投资所致。截至2019年底,公司长期股权投资1304.76亿元,较年初增长0.73%。其中对合营企业投资占比43.77%,对联营企业投资占比56.23%。

公司投资性房地产按成本计量。2017—2019年末,公司投资性房地产连续增长,年均复合增长59.79%。截至2018年底,公司投资性房地产540.56亿元,较年初增长87.62%,主要系合并范围变动所致;截至2019年底,公司投资性房地产735.65亿元,较年初增长36.09%,主要系物流仓储、产办等物业增加所致。

2019年,公司执行新租赁准则,截至2019年底公司确认使用权资产221.35亿元,其中房屋及建筑物占99.95%。公司租用房屋及建筑物作为自用办公场所,以及作为长租公寓、产业办公、商业进行转租。

2017—2019年末,公司递延所得税资产连续增长,年均复合增长55.80%,主要系土地增值税清算准备金增加所致。截至2019年底,公司递延所得税资产234.28亿元,较年初增长48.75%。

截至2019年底,公司所有权或使用权受限制的资产合计229.47亿元,主要包括货币资金64.56亿元,存货67.47亿元,投资性房地产92.16亿元;受限资产占总资产的1.33%,公司资产受限比例很低。

截至2020年9月底,公司合并资产总额18144.66亿元,较年初增长4.89%,基本保持稳定。其中,流动资产占82.88%,非流动资产占17.12%,资产结构较年初变化不大。

### 3. 资本结构

#### (1) 所有者权益

**公司所有者权益逐年增长,但权益结构中未分配利润和少数股东权益占比较大。**

2017—2019年末,公司所有者权益连续增长,年均复合增长20.39%,主要系未分配利润

和盈余公积增加所致。截至2019年底,公司所有者权益合计2705.79亿元,较年初增长14.84%。其中,归属于母公司所有者权益占69.50%,少数股东权益占30.50%。归属于母公司所有者权益1880.58亿元,股本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占6.01%、6.59%、-0.96%、37.66%和50.70%。权益结构中未分配利润和少数股东权益占比较大。

截至2020年9月底,公司所有者权益为3026.42亿元,较年初增长11.85%,主要系少数股东权益的增加所致。其中,归属于母公司所有者权益占66.97%,少数股东权益占33.03%。归属于母公司所有者权益中股本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占5.73%、9.25%、-0.95%、34.95%和51.02%。权益结构中未分配利润和少数股东权益占比较大,所有者权益结构稳定性有待提升。

#### (2) 负债

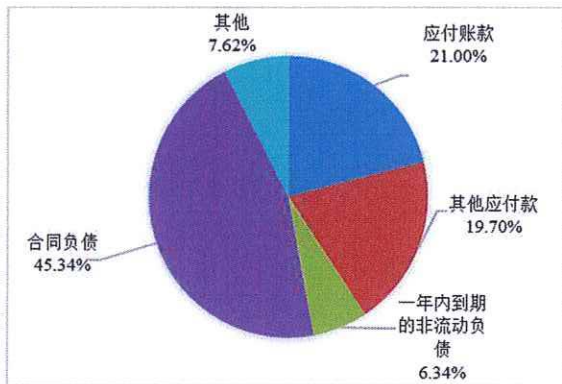
**近年来,受业务规模扩大的影响,公司负债规模逐年增长;整体债务负担适中,债务期限结构分布相对均衡,信用借款占比高。**

2017—2019年末,公司负债总额连续增长,年均复合增长22.11%,主要系流动负债增加所致。截至2019年底,公司负债总额14593.50亿元,较年初增长12.87%。其中,流动负债占87.20%,非流动负债占12.80%。公司负债以流动负债为主。

2017—2019年末,公司流动负债连续增长,年均复合增长22.55%,主要系合同负债、应付账款和其他应付款增加所致。截至2019年底,公司流动负债12726.10亿元,较年初增长13.43%,主要系合同负债和应付账款增加所致;流动负债主要构成如下图所示。



图4 截至2019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

2017—2019年末，公司应付账款逐年增长，年均复合增长24.14%。截至2019年底，公司应付账款2672.81亿元，较年初增长17.26%，主要系应付地价和应付及预提工程款增多所致。其中应付地价占14.69%，应付及预提工程款占81.90%，质量保证金占1.73%，应付及预提销售佣金占1.29%，其他占0.40%。

2017—2019年末，受土地增值税清算准备金和应付股权款与合作公司往来及其他增多等因素影响，公司其他应付款逐年增多。截至2019年底，公司其他应付款2506.98亿元，较年初增长10.89%。其中应付股利占0.15%，应付合营/联营企业款占32.79%，应付股权款与合作公司往来及其他占48.49%，土地增值税清算准备金占14.67%，押金及保证金占1.45%，代收款占0.85%，购房意向金占1.59%。

2017—2019年末，公司一年内到期的非流动负债连续增长，年均复合增长32.17%。截至2019年底，公司一年内到期的非流动负债806.46亿元，较年初增长14.49%。

由于财政部修订企业会计准则引起的公司会计政策变更，2018年起公司新增合同负债科目，公司合同负债主要涉及公司客户的房地产销售合同中收取的预收款。截至2019年底，公司合同负债5770.47亿元，较年初增长14.33%，主要系预收售房款增多所致。

2017—2019年末，公司非流动负债连续增长，年均复合增长19.25%。截至2019年底，公

司非流动负债1867.40亿元，较年初增长9.18%，主要系确认租赁负债所致；非流动负债主要构成如下图所示。

图5 截至2019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

2017—2019年末，公司长期借款波动增长，年均复合增长9.11%。截至2018年底，公司长期借款1209.29亿元，较年初增长25.93%，主要系公司对融资结构的优化和调整所致。截至2019年底，公司长期借款1143.20亿元，较年初下降5.47%，主要系公司拿地节奏放缓使得新增借款减少所致，其中，信用借款占84.73%、抵押借款占3.57%、质押借款占11.70%。

2017—2019年末，公司应付债券连续增长，年均复合增长23.93%。截至2019年底，公司应付债券496.46亿元，较年初增长5.42%，主要系公司发行“19万科01”“19万科02”以及子公司万科地产（香港）有限公司发行境外债所致。

2019年，公司执行新租赁准则，新确认租赁负债212.77亿元。

截至2020年9月底，公司负债总额15118.23亿元，较年初增长3.60%，基本保持稳定。其中，流动负债占87.15%，非流动负债占12.85%，负债结构较年初变化不大。

2017—2019年末，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）波动增长，年均复合增长16.30%，其中2018年底有所增长主要系开发资金需求增加、2019年底略有下



滑主要系公司开发节奏放缓所致。截至 2019 年底，公司全部债务 2578.52 亿元，较年初下降 1.28%。其中，短期债务占 36.41%，长期债务占 63.59%，长期债务占比较高。从期限分布来看，公司 1 年内到期债务占 36.41%、1~2 年到期债务占 12.80%、2~3 年到期债务占 19.03%、3~5 年到期债务占 25.72%、5 年以上到期债务占比 6.05%，整体期限较为均衡；从融资渠道来看，公司银行借款占 54.5%（成本 5.88% 以下）、应付债券占 24.1%（成本 2.95%~5.35%）、其他借款占 21.4%（成本 3.62%~6.16%）；从币种来看，境内债务占 73.9%、境外债务占 26.1%。2017—2019 年末，公司资产负债率分别为 83.98%、84.59%和 84.36%，波动上升；全部债务资本化比率分别为 50.52%、52.58%和 48.80%，波动下降；长期债务资本化比率分别为 40.74%、41.63%和 37.73%，波动下降。整体看，公司债务负担适中且债务期限分布相对均衡。

表 11 公司债务期限分布情况（单位：%）

| 到期时间  | 占比     |
|-------|--------|
| 1 年内  | 36.41  |
| 1~2 年 | 12.80  |
| 2~3 年 | 19.03  |
| 3~5 年 | 25.72  |
| 5 年以上 | 6.05   |
| 合计    | 100.00 |

资料来源：公司提供

截至 2020 年 9 月底，公司全部债务 2564.88 亿元，较上年底下降 0.53%。其中，短期债务 850.67 亿元（占 33.17%），较上年底下降 9.39%；长期债务 1714.21 亿元（占 66.83%），较上年底增长 4.55%。截至 2020 年 9 月底，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分别为 83.32%、45.87%和 36.16%，较上年底分别下降 1.04 个百分点、下降 2.93 个百分点和下降 1.57 个百分点。

#### 4. 盈利能力

近年来，公司营业收入和净利润不断增长，合联营公司产生的投资收益对利润形成一

定补充，公司整体盈利能力很强。

2017—2019 年，随着公司结转规模的扩大，公司营业收入逐年增长，年均复合增长 23.07%。2017—2019 年，公司利润总额分别为 511.42 亿元、674.60 亿元、765.39 亿元，连续增长，年均复合增长 22.34%。

2017—2019 年，公司费用总额连续增长，年均复合增长 24.97%。2019 年，公司期间费用总额为 268.66 亿元，较上年增长 6.81%，主要系销售费用和管理费用增加所致，其中销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 33.67%、41.01%、3.97%和 21.35%。2017—2019 年，公司销售费用和管理费用分别年均复合增长 20.18%和 15.55%，主要系经营规模扩大所致。2017—2019 年，公司研发费用分别为 6.13 亿元、9.46 亿元和 10.67 亿元，研发费用占期间费用的比重不大。2017—2019 年，公司财务费用分别为 20.75 亿元、59.99 亿元和 57.36 亿元，其中 2018 年同比大幅增长 189.05%，主要系融资规模增加所致。

利润构成方面，2017—2019 年，公司投资收益分别为 62.45 亿元、67.88 亿元和 49.84 亿元，其中对联营企业和合营企业的投资收益 45.69 亿元、62.80 亿元和 37.91 亿元；投资收益占营业利润的比重分别为 12.29%、10.06%和 6.51%，投资收益为公司营业利润提供补充。

从盈利指标看，2017—2019 年，公司营业利润率分别为 25.98%、29.70%和 27.30%，波动上升。2017—2019 年，公司总资产收益率分别为 10.94%、11.56%和 12.00%，持续上升；净资产收益率分别为 19.93%、20.91%和 20.38%，波动上升。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 12 2019 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 |
|------|-------|--------|--------|
| 金地集团 | 40.50 | 6.38   | 20.04  |
| 新城控股 | 32.64 | 4.65   | 36.72  |



|      |       |      |       |
|------|-------|------|-------|
| 招商蛇口 | 34.65 | 5.54 | 18.78 |
| 世茂股份 | 35.01 | 4.66 | 9.90  |
| 万科 A | 36.25 | 5.05 | 22.61 |

注：为了便于对比，上表公司相关数据来自 Wind

数据来源：Wind

2020年1—9月，公司实现营业收入2414.91亿元，同比增长7.85%，基本保持稳定；实现利润总额418.38亿元，同比增长0.03%，同比变化不大主要系结转项目毛利率略有下滑所致。

## 5. 现金流

近年来，公司销售回款逐年增多且拿地趋于谨慎，经营活动现金流持续净流入；投资活动现金流净流出规模较大；2019年公司偿还较大规模债务，筹资活动现金流转为净流出。

表 13 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

| 项目          | 2017 年  | 2018 年  | 2019 年  | 2020 年<br>1—9 月 |
|-------------|---------|---------|---------|-----------------|
| 经营活动现金流入小计  | 4122.61 | 4239.50 | 4698.49 | 3249.70         |
| 经营活动现金流出小计  | 3299.38 | 3903.32 | 4241.62 | 2915.89         |
| 经营现金流量净额    | 823.23  | 336.18  | 456.87  | 333.81          |
| 投资活动现金流入小计  | 197.72  | 187.92  | 159.34  | 218.79          |
| 投资活动现金流出小计  | 713.85  | 861.57  | 445.60  | 156.90          |
| 投资活动现金流量净额  | -516.13 | -673.64 | -286.27 | 61.90           |
| 筹资活动前现金流量净额 | 307.10  | -337.46 | 170.60  | 395.70          |
| 筹资活动现金流入小计  | 1237.75 | 1693.08 | 1233.94 | 813.05          |
| 筹资活动现金流出小计  | 685.10  | 1245.10 | 1567.32 | 1130.81         |
| 筹资活动现金流量净额  | 552.65  | 447.98  | -333.38 | -317.76         |
| 现金收入比       | 151.67  | 133.75  | 117.63  | 126.10          |

资料来源：公司年报及三季报

从经营活动来看，2017—2019 年，公司经营活动现金流入连续增长，年均复合增长 6.76%，主要系销售回款增多所致。2017—2019 年，公司经营活动现金流出连续增长，年均复合增长 13.38%，主要系项目获取及开发建设投入增多所致。2017—2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 823.23 亿元、336.18 亿元和 456.87 亿元，持续净流入。

从投资活动来看，2017—2019 年，公司投资活动现金流入连续下降，年均复合下降 10.23%，其中 2019 年同比减少 15.21%主要系取得投资收益收到的现金减少所致。2017—

2019 年，公司投资活动现金流出波动下降，年均复合下降 20.99%。其中 2018 年同比增长 20.69%主要系购买理财产品及其他增多所致；2019 年同比减少 48.28%主要系投资支付的现金下降所致。2017—2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-516.13 亿元、-673.64 亿元和-286.27 亿元，持续净流出。

从筹资活动来看，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入波动下降，年均复合下降 0.15%，主要系取得借款收到的现金波动下降所致。2017—2019 年，公司筹资活动现金流出连续增长，年均复合增长 51.25%，主要系偿还债务支付的现金增多所致。2017—2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 552.65 亿元、447.98 亿元和-333.38 亿元，由净流入转为净流出。

2020 年 1—9 月，公司经营活动产生的现金流量净额 333.81 亿元，投资活动产生的现金流量净额 61.90 亿元，筹资活动产生的现金流量净额-317.76 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，2017—2019 年末，公司流动比率分别为 120.09%、115.43%和 113.07%，连续下降，主要系合同负债和应付账款增长较快所致。2017—2019 年末，公司速动比率分别为 49.50%、48.56%和 42.59%，连续下降。公司流动资产对流动负债的保障程度良好。2017—2019 年末，公司现金短期债务比分别为 2.80 倍、2.15 倍和 1.90 倍，现金类资产对短期债务的保障程度良好。截至 2020 年 9 月底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为 114.14%、41.60%和 2.04 倍。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，



公司 EBITDA 逐年增长，年均复合增长 26.97%，主要系利润总额增长所致。2019 年，公司 EBITDA 为 911.14 亿元，同比增长 15.97%；公司 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占 9.08%）和利润总额（占 84.00%）构成。2017—2019 年，公司 EBITDA 利息倍

数分别为 6.96 倍、5.55 倍和 6.53 倍，波动下降，EBITDA 对利息的覆盖程度良好。2017—2019 年，公司全部债务/EBITDA 分别为 3.34 倍、3.32 倍和 2.83 倍，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 14 公司偿债能力指标

| 项目       | 项目             | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 9 月 |
|----------|----------------|--------|--------|--------|------------|
| 短期偿债能力指标 | 流动比率（%）        | 120.09 | 115.43 | 113.07 | 114.14     |
|          | 速动比率（%）        | 49.50  | 48.56  | 42.59  | 41.60      |
|          | 经营现金流动负债比（%）   | 9.72   | 3.00   | 3.59   | --         |
|          | 现金类资产/短期债务（倍）  | 2.80   | 2.15   | 1.90   | 1.96       |
| 长期偿债能力指标 | EBITDA（亿元）     | 571.32 | 785.63 | 911.14 | --         |
|          | 全部债务/EBITDA（倍） | 3.34   | 3.32   | 2.83   | --         |
|          | EBITDA 利息倍数（倍） | 6.96   | 5.55   | 6.53   | --         |

资料来源：联合资信根据公司年报及三季报整理

截至2020年6月底，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19.40亿元，或有负债风险不大。

截至2020年6月底，公司无重大诉讼、仲裁事项。

截至2020年6月底，公司获得银行授信3927.10亿元，其中未使用额度1285.93亿元，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，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2019年底，母公司资产总额4477.24亿元，较年初下降1.90%。其中，流动资产4116.19亿元（占91.94%），非流动资产361.05亿元（占8.06%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占17.83%）和其他应收款（占79.36%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占89.49%）和无形资产（占8.36%）构成。截至2019年底，母公司货币资金为734.11亿元。

截至2019年底，母公司负债总额3367.29亿元，较年初下降10.51%，主要系其他应付款下降所致。其中，流动负债2496.77亿元（占74.15%），非流动负债870.51亿元（占25.85%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占5.47%）、其他应付款（占62.46%）和一年内到期的非流动负债（占28.79%）构成，非流动负债主要由长期借款（占81.69%）和应付债券（占18.31%）构成。截至2019年底，母公司资产负债率为75.21%，较年初下降7.24个百分点。

截至2019年底，母公司所有者权益为1109.95亿元，较年初增长38.55%，主要系盈余公积增长所致。其中，股本为113.02亿元（占10.18%）、资本公积合计159.54亿元（占14.37%）、未分配利润合计129.12亿元（占11.63%）、盈余公积合计708.26亿元（占63.81%）。

2019年，母公司实现营业收入40.97亿元，同比增长33.73%；实现利润总额360.51亿元，同比增长55.75%。母公司利润以投资收益为主。

2019年，公司母公司实现经营活动产生的现金流量净额-133.63亿元，投资活动产生的现



金流量净额 20.77 亿元，筹资活动产生的现金流量净额 67.94 亿元。

截至 2020 年 9 月底，母公司资产总额 4799.73 亿元，所有者权益为 1478.10 亿元，负债总额 3321.63 亿元；母公司资产负债率 69.20%。2020 年 1—9 月，母公司营业收入 41.37 亿元，利润总额 414.60 亿元。

## 九、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据的发行对公司债务结构影响不大，公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据保障程度很高。

### 1. 本期中期票据对现有债务的影响

本期中期票据拟发行额度为 20 亿元，占公司 2020 年 9 月末全部债务的 0.78%，占长期债务的 1.17%，对现有债务结构影响较小。以 2020 年 9 月底财务数据为基础，本期中期票据发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 83.32%、45.87% 和 36.16% 上升至 83.34%、46.07% 和 36.43%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本次发行的中期票据募集资金拟用于偿还公司到期债务融资工具，公司实际债务负担或将轻于上述预测值。

### 2. 本期中期票据偿还能力分析

2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 571.32 亿元、785.63 亿元和 911.14 亿元，分别为本期中期票据发行额度（20 亿元）的 28.57 倍、39.28 倍和 45.56 倍。2017—2019 年，公司经营活动产生的现金流入分别为 4122.61 亿元、4239.50 亿元和 4698.49 亿元，分别为本期中期票据发行额度（20 亿元）的 206.13 倍、211.98 倍和 234.92 倍；同期公司经营活动现金流量净额分别为 823.23 亿元、336.18 亿元和 456.87 亿元，分别为本期中期票据发行额度（20 亿元）的 41.16 倍、16.81 倍和 22.84 倍。公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量

净额和 EBITDA 对本期中期票据保障能力很强。

## 十、结论

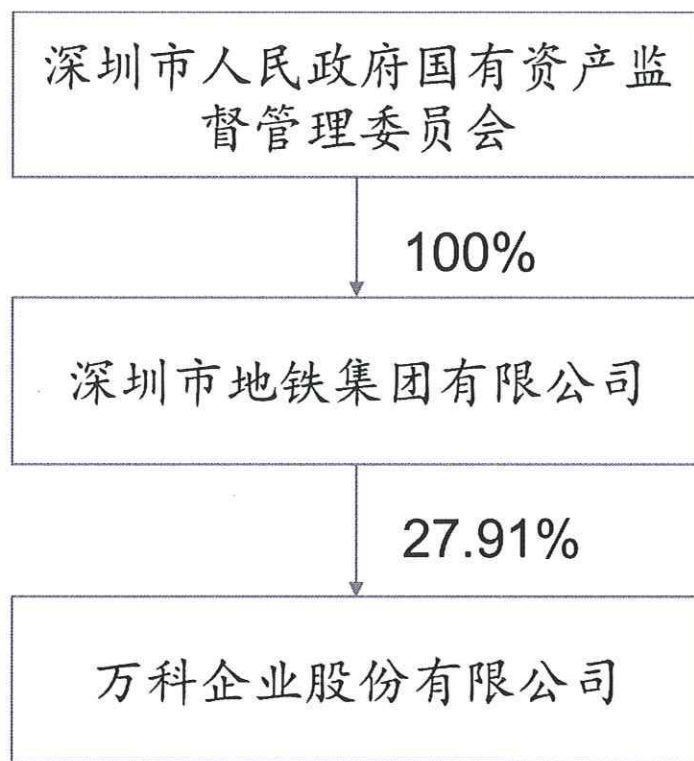
公司作为国内最早从事房地产开发的企业之一，行业经验丰富，龙头地位稳固。公司长期保持稳健的经营风格和财务政策，房地产开发、商业开发与运营、物业服务和物流仓储服务等业务发展态势良好，持续发展能力和穿越行业周期能力强。近三年，公司销售业绩稳步增长，盈利能力很强，账面货币资金充足，流动性充裕。同时，联合资信也关注到房地产行业调控政策趋于长期化背景下未来房地产市场运行存在一定不确定性、公司股权结构较为分散等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流入和 EBITDA 对本期中期票据保障程度很高。

公司在建房地产项目及土地储备充足，未来随着公司存量房产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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极小，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

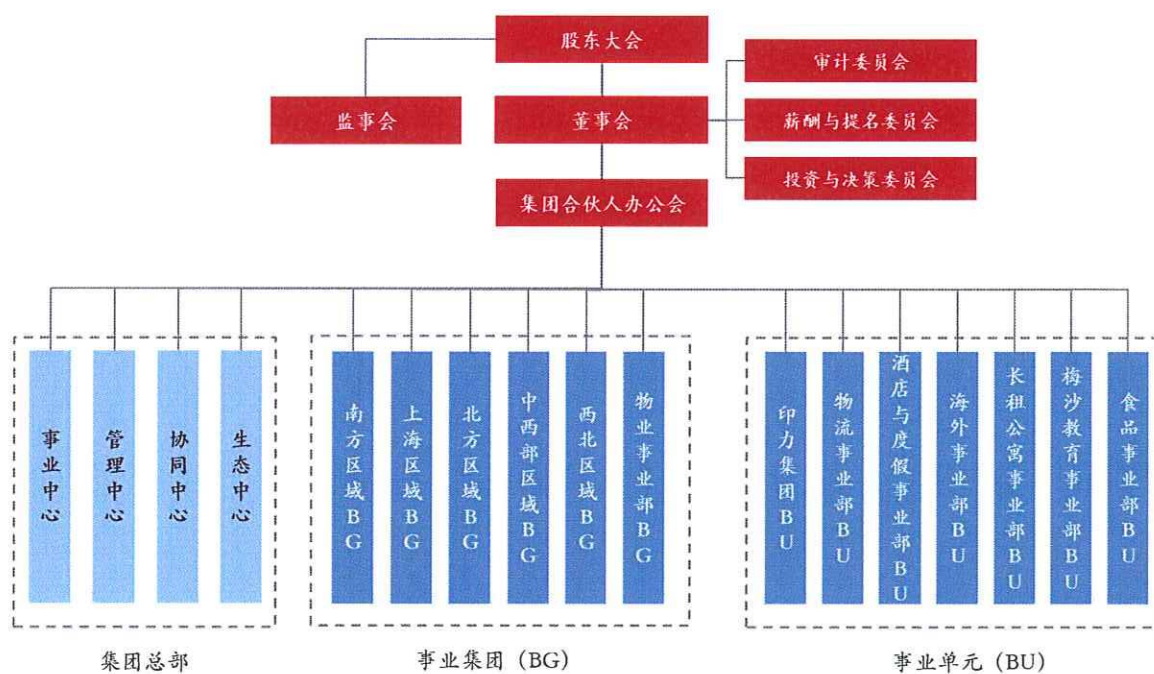
附件 1-1 截至 2020 年 6 月末万科企业股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供



附件 1-2 截至 2020 年 6 月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 1-3 截至 2020 年 6 月末万科企业股份有限公司 主要房地产子公司及主要物业管理子公司情况

| 序号 | 企业名称          | 注册资本(万元)   | 持股比例(%) | 享有表决权(%) | 主营业务  |
|----|---------------|------------|---------|----------|-------|
| 1  | 深圳市万科发展有限公司   | 60000.00   | 100.00  | 100.00   | 房地产开发 |
| 2  | 广州万科企业有限公司    | 500000.00  | 100.00  | 100.00   | 房地产开发 |
| 3  | 上海万科企业有限公司    | 1000000.00 | 100.00  | 100.00   | 房地产开发 |
| 4  | 北京万科企业有限公司    | 200000.00  | 100.00  | 100.00   | 房地产开发 |
| 5  | 佛山市万科置业有限公司   | 6000.00    | 100.00  | 100.00   | 房地产开发 |
| 6  | 东莞市万科房地产有限公司  | 30000.00   | 100.00  | 100.00   | 房地产开发 |
| 7  | 珠海万科发展有限公司    | 1000.00    | 100.00  | 100.00   | 房地产开发 |
| 8  | 厦门市万科企业有限公司   | 120000.00  | 100.00  | 100.00   | 房地产开发 |
| 9  | 福州市万科发展有限公司   | 2000.00    | 100.00  | 100.00   | 房地产开发 |
| 10 | 海南万科企业管理有限公司  | 1000.00    | 100.00  | 100.00   | 房地产开发 |
| 11 | 南京万科企业有限公司    | 15000.00   | 100.00  | 100.00   | 房地产开发 |
| 12 | 苏州万科企业有限公司    | 10000.00   | 100.00  | 100.00   | 房地产开发 |
| 13 | 宁波万科企业有限公司    | 15000.00   | 100.00  | 100.00   | 房地产开发 |
| 14 | 合肥万科企业有限公司    | 20000.00   | 100.00  | 100.00   | 房地产开发 |
| 15 | 唐山万科房地产开发有限公司 | 20000.00   | 100.00  | 100.00   | 房地产开发 |
| 16 | 天津万科房地产有限公司   | 39000.00   | 100.00  | 100.00   | 房地产开发 |
| 17 | 沈阳万科企业有限公司    | 10000.00   | 100.00  | 100.00   | 房地产开发 |
| 18 | 大连万科置业有限公司    | 3000.00    | 100.00  | 100.00   | 房地产开发 |
| 19 | 长春万科房地产开发有限公司 | 5000.00    | 100.00  | 100.00   | 房地产开发 |
| 20 | 烟台万科企业有限公司    | 3000.00    | 100.00  | 100.00   | 房地产开发 |
| 21 | 太原万科房地产有限公司   | 6000.00    | 100.00  | 100.00   | 房地产开发 |
| 22 | 青岛万科房地产有限公司   | 2000.00    | 100.00  | 100.00   | 房地产开发 |
| 23 | 万科(成都)企业有限公司  | 50000.00   | 100.00  | 100.00   | 房地产开发 |
| 24 | 武汉市万科房地产有限公司  | 15000.00   | 100.00  | 100.00   | 房地产开发 |
| 25 | 万科(重庆)企业有限公司  | 10000.00   | 100.00  | 100.00   | 房地产开发 |
| 26 | 西安万科企业有限公司    | 2000.00    | 100.00  | 100.00   | 房地产开发 |
| 27 | 贵阳万科房地产有限公司   | 10000.00   | 100.00  | 100.00   | 房地产开发 |
| 28 | 云南万科企业有限公司    | 2000.00    | 100.00  | 100.00   | 房地产开发 |
| 29 | 万科(新疆)企业有限公司  | 10000.00   | 100.00  | 100.00   | 房地产开发 |
| 30 | 浙江浙南万科房地产有限公司 | 130000.00  | 100.00  | 100.00   | 房地产开发 |
| 31 | 芜湖万科房地产有限公司   | 6000.00    | 100.00  | 100.00   | 房地产开发 |
| 32 | 扬州万科房地产有限公司   | 1000.00    | 100.00  | 100.00   | 房地产开发 |
| 33 | 郑州万科企业有限公司    | 10000.00   | 100.00  | 100.00   | 房地产开发 |
| 34 | 徐州万科企业有限公司    | 10000.00   | 100.00  | 100.00   | 房地产开发 |
| 35 | 济南万科企业有限公司    | 10000.00   | 100.00  | 100.00   | 房地产开发 |
| 36 | 广西万科企业管理有限公司  | 1000.00    | 100.00  | 100.00   | 房地产开发 |
| 37 | 常州万科房地产有限公司   | 50000.00   | 100.00  | 100.00   | 房地产开发 |
| 38 | 兰州万科企业有限公司    | 10000.00   | 100.00  | 100.00   | 房地产开发 |



|    |                                                   |           |        |        |                   |
|----|---------------------------------------------------|-----------|--------|--------|-------------------|
| 39 | 石家庄万科房地产开发有限公司                                    | 5000.00   | 100.00 | 100.00 | 房地产开发             |
| 40 | 中山万科企业有限公司                                        | 10000.00  | 100.00 | 100.00 | 房地产开发             |
| 41 | 长沙市万科企业有限公司                                       | 1900.00   | 100.00 | 100.00 | 房地产开发             |
| 42 | 浙江万科南都房地产有限公司                                     | 365000.00 | 100.00 | 100.00 | 房地产开发             |
| 43 | 无锡万科企业有限公司                                        | 2000.00   | 100.00 | 100.00 | 房地产开发             |
| 44 | 南通万科企业有限公司                                        | 2000.00   | 100.00 | 100.00 | 房地产开发             |
| 45 | 江西万科益达置业投资有限公司                                    | 10000.00  | 50.00  | 50.00  | 房地产开发             |
| 46 | 嘉兴万科房地产开发有限公司                                     | 10000.00  | 100.00 | 100.00 | 房地产开发             |
| 47 | 盐城万科房地产开发有限公司                                     | 2000.00   | 100.00 | 100.00 | 房地产开发             |
| 48 | 哈尔滨万科企业有限公司                                       | 10000.00  | 100.00 | 100.00 | 房地产开发             |
| 49 | 包头万科房地产有限公司                                       | 1000.00   | 100.00 | 100.00 | 房地产开发             |
| 50 | 江门万科企业有限公司                                        | 10000.00  | 100.00 | 100.00 | 房地产开发             |
| 51 | 惠州市万科企业有限公司                                       | 2000.00   | 100.00 | 100.00 | 房地产开发             |
| 52 | Vanke Overseas Investment Holding Company Limited | 750 (港元)  | 75.00  | 75.00  | 房地产开发             |
| 53 | 万科物业发展股份有限公司                                      | 100000.00 | 63.00  | 71.43  | 物业服务              |
| 54 | 深圳市万科物业服务有限公司                                     | 5000.00   | 63.00  | 71.43  | 物业服务              |
| 55 | 广州市万科物业服务有限公司                                     | 500.00    | 63.00  | 71.43  | 物业服务              |
| 56 | 东莞市万科物业服务有限公司                                     | 500.00    | 63.00  | 71.43  | 物业服务              |
| 57 | 佛山市万科物业服务有限公司                                     | 500.00    | 63.00  | 71.43  | 物业服务              |
| 58 | 南京万科物业管理有限公司                                      | 1200.00   | 63.00  | 71.43  | 物业服务              |
| 59 | 上海万科物业服务有限公司                                      | 1226.00   | 63.00  | 71.43  | 物业服务              |
| 60 | 北京万科物业服务有限公司                                      | 2200.00   | 63.00  | 71.43  | 物业服务              |
| 61 | 天津万科物业服务有限公司                                      | 1000.00   | 63.00  | 71.43  | 物业服务              |
| 62 | 沈阳万科物业服务有限公司                                      | 1000.00   | 63.00  | 71.43  | 物业服务              |
| 63 | 成都万科物业服务有限公司                                      | 5000.00   | 63.00  | 71.43  | 物业服务              |
| 64 | 武汉市万科物业服务有限公司                                     | 1200.00   | 63.00  | 71.43  | 物业服务              |
| 65 | 长春万科物业服务有限公司                                      | 2000.00   | 63.00  | 71.43  | 物业服务              |
| 66 | 深圳市万睿智能科技有限公司                                     | 10000.00  | 63.00  | 71.43  | 智能科技              |
| 67 | Ruby Cayman Limited                               | 0.10      | 65.00  | 65.00  | 商企物业管理服务、设施物业管理服务 |

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

| 项 目            | 2017 年   | 2018 年   | 2019 年   | 2020 年 9 月 |
|----------------|----------|----------|----------|------------|
| <b>财务数据</b>    |          |          |          |            |
| 现金类资产（亿元）      | 1741.21  | 2003.21  | 1779.59  | 1732.99    |
| 资产总额（亿元）       | 11653.47 | 15285.79 | 17299.29 | 18144.66   |
| 所有者权益（亿元）      | 1866.74  | 2356.21  | 2705.79  | 3026.42    |
| 短期债务（亿元）       | 622.73   | 931.83   | 938.87   | 850.67     |
| 长期债务（亿元）       | 1283.52  | 1680.24  | 1639.65  | 1714.21    |
| 全部债务（亿元）       | 1906.24  | 2612.08  | 2578.52  | 2564.88    |
| 营业收入（亿元）       | 2428.97  | 2976.79  | 3678.94  | 2414.91    |
| 利润总额（亿元）       | 511.42   | 674.60   | 765.39   | 418.38     |
| EBITDA（亿元）     | 571.32   | 785.63   | 911.14   | --         |
| 经营性净现金流（亿元）    | 823.23   | 336.18   | 456.87   | 333.81     |
| <b>财务指标</b>    |          |          |          |            |
| 销售债权周转次数（次）    | 138.48   | 197.04   | 204.06   | --         |
| 存货周转次数（次）      | 0.30     | 0.28     | 0.28     | --         |
| 总资产周转次数（次）     | 0.24     | 0.22     | 0.23     | --         |
| 现金收入比（%）       | 151.67   | 133.75   | 117.63   | 126.10     |
| 营业利润率（%）       | 25.98    | 29.70    | 27.30    | 23.10      |
| 总资产收益率（%）      | 10.94    | 11.56    | 12.00    | --         |
| 净资产收益率（%）      | 19.93    | 20.91    | 20.38    | --         |
| 长期债务资本化比率（%）   | 40.74    | 41.63    | 37.73    | 36.16      |
| 全部债务资本化比率（%）   | 50.52    | 52.58    | 48.80    | 45.87      |
| 资产负债率（%）       | 83.98    | 84.59    | 84.36    | 83.32      |
| 流动比率（%）        | 120.09   | 115.43   | 113.07   | 114.14     |
| 速动比率（%）        | 49.50    | 48.56    | 42.59    | 41.60      |
| 经营现金流动负债比（%）   | 9.72     | 3.00     | 3.59     | --         |
| 现金短期债务比（倍）     | 2.80     | 2.15     | 1.90     | 2.04       |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 6.96     | 5.55     | 6.53     | --         |
| 全部债务/EBITDA（倍） | 3.34     | 3.32     | 2.83     | --         |

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. 2020 年三季度未经审计，相关指标未年化。

资料来源：公司年报及三季度报，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             | 2017 年  | 2018 年  | 2019 年  | 2020 年 9 月 |
|----------------|---------|---------|---------|------------|
| <b>财务数据</b>    |         |         |         |            |
| 现金类资产（亿元）      | 844.38  | 891.79  | 849.16  | 974.79     |
| 资产总额（亿元）       | 3302.31 | 4563.82 | 4477.24 | 4799.73    |
| 所有者权益（亿元）      | 670.62  | 801.13  | 1109.95 | 1478.10    |
| 短期债务（亿元）       | --      | --      | --      | --         |
| 长期债务（亿元）       | --      | --      | --      | --         |
| 全部债务（亿元）       | --      | --      | --      | --         |
| 营业收入（亿元）       | 18.56   | 30.63   | 40.97   | 41.37      |
| 利润总额（亿元）       | 134.37  | 231.47  | 360.51  | 414.60     |
| EBITDA（亿元）     | --      | --      | --      | --         |
| 经营性净现金流（亿元）    | -141.32 | -389.05 | -133.63 | 392.26     |
| <b>财务指标</b>    |         |         |         |            |
| 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    | 0.01    | --         |
| 现金收入比（%）       | --      | --      | --      | --         |
| 营业利润率（%）       | 98.88   | 98.99   | 95.00   | 92.07      |
| 总资本收益率（%）      | --      | --      | --      | --         |
| 净资产收益率（%）      | 20.04   | 28.69   | 32.48   | --         |
| 长期债务资本化比率（%）   | --      | --      | --      | --         |
| 全部债务资本化比率（%）   | --      | --      | --      | --         |
| 资产负债率（%）       | 79.69   | 82.45   | 75.21   | 69.20      |
| 流动比率（%）        | 166.05  | 155.05  | 164.86  | 190.62     |
| 速动比率（%）        | 166.05  | 155.05  | 164.86  | 190.62     |
| 经营现金流动负债比（%）   | -7.56   | -14.23  | -5.35   | --         |
| 现金短期债务比（倍）     | --      | --      | --      | --         |
| EBITDA 利息倍数（倍） | --      | --      | --      | --         |
| 全部债务/EBITDA（倍） | --      | --      | --      | --         |

资料来源：公司年报及三季报，联合资信搜集整理

## 附件 4 主要财务指标的计算公式

| 指标名称            | 计算公式                                              |
|-----------------|---------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>     |                                                   |
| 资产总额年复合增长率      |                                                   |
| 净资产年复合增长率       | (1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%                 |
| 营业收入年复合增长率      | (2) n 年数据: 增长率=[ (本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1]×100% |
| 利润总额年复合增长率      |                                                   |
| <b>经营效率指标</b>   |                                                   |
| 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%                          |
| <b>盈利指标</b>     |                                                   |
| 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%                     |
| <b>债务结构指标</b>   |                                                   |
| 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%                                   |
| <b>长期偿债能力指标</b> |                                                   |
| EBITDA 利息倍数     | EBITDA/利息支出                                       |
| 全部债务/ EBITDA    | 全部债务/ EBITDA                                      |
| <b>短期偿债能力指标</b> |                                                   |
| 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 5-1 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 5-2 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 5-3 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 |

## 联合资信评估股份有限公司关于 万科企业股份有限公司 2021 年度第二期中期票据的跟踪 评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

万科企业股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

万科企业股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对万科企业股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，万科企业股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注万科企业股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现万科企业股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对万科企业股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如万科企业股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对万科企业股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与万科企业股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。