

信用评级公告

联合〔2022〕841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 2022 年面向专业投资者公开发行人公司债券（第一期）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 2022 年面向专业投资者公开发行人公司债券（第一期）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

评级总监：

二〇二二年二月十四日

万科企业股份有限公司2022年面向专业投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过 19.90 亿元（含）

本期债券期限：本期债券分为两个品种，品种一为 3 年期，品种二为 5 年期

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：本期债券募集资金扣除发行费用后拟全部用于偿还回售/到期的公司债券等符合国家法律法规及政策要求的企业经营活动以及根据法律法规最新要求、监管机构最新政策所允许的用途

评级时间：2022 年 2 月 14 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

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 对本期债券保障程度很高。

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。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债券信用等级为 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。

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		
—				—

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

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。

分析师：赵 兮 罗星驰

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

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
现金类资产（亿元）	2003.21	1779.59	1954.11	1471.70
资产总额（亿元）	15285.79	17299.29	18691.77	19674.03
所有者权益（亿元）	2356.21	2705.79	3498.44	3749.30
短期债务（亿元）	931.83	938.87	829.13	782.91
长期债务（亿元）	1680.24	1639.65	1756.13	1884.23
全部债务（亿元）	2612.08	2578.52	2585.26	2667.14
营业收入（亿元）	2976.79	3678.94	4191.12	2714.86
利润总额（亿元）	674.60	765.39	796.76	331.01
EBITDA（亿元）	785.63	911.14	944.33	--
经营性净现金流（亿元）	336.18	456.87	531.88	12.20
营业利润率（%）	29.70	27.30	22.75	17.50
净资产收益率（%）	20.91	20.38	16.95	--
资产负债率（%）	84.59	84.36	81.28	80.94
全部债务资本化比率（%）	52.58	48.80	42.49	41.57
流动比率（%）	115.43	113.07	117.45	118.65
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	1.88
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 9 月
资产总额（亿元）	4563.82	4477.24	4814.26	4946.82
所有者权益（亿元）	801.13	1109.95	1473.34	1549.40
全部债务（亿元）	1695.09	1721.93	1758.35	/
营业收入（亿元）	30.63	40.97	70.71	44.12
利润总额（亿元）	231.47	360.51	409.85	219.97
资产负债率（%）	82.45	75.21	69.40	68.68
全部债务资本化比率（%）	67.91	60.81	54.41	/
流动比率（%）	155.05	164.86	185.02	196.02
经营现金流动负债比（%）	-14.23	-5.35	19.13	--

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. 公司 2021 年三季报未经审计，相关指标未予年化；4. “/”表示数据未能获取，“--”表示指标不适用

资料来源：公司年报及三季报，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	2022/1/19	赵兮 朱一汀	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）	阅读原文
AAA	稳定	2021/2/7	冯磊 赵兮	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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受万科企业股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

万科企业股份有限公司 2022 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第一期）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2021年9月底，公司股份总数为116.25亿股，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27.61%）。公司无控股股东及实际控制人，股权较为分散，需关注其股权结构的稳定性。截至2021年9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2021年9月底，公司集团总部内设事业中心、管理中心、协同中心、组织中心和生态中心；事业集团内设北京区域BG¹、东北区域BG、华中区域BG、南方区域BG、上海区域BG、西北区域BG、西南区域BG和物业事业集团BG；

事业单元内设长租公寓事业部BU²、海外事业部BU、酒店与度假事业部BU、梅沙教育事业部BU、食品事业部BU、物流事业部BU和印力集团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9月底，公司合并资产总额19674.03亿元，所有者权益3749.30亿元（含少数股东权益1473.08亿元）；2021年1—9月，公司实现营业收入2714.86亿元，利润总额331.01亿元。

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、本期债券概况

本期债券名称为“万科企业股份有限公司2022年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”。本期债券发行规模不超过19.90亿元（含）。本期债券分为两个品种，品种一为3年期，品种二为5年期。本期债券票面金额为100元。本期债券按面值平价发行。本期债券采用固定利率形式，本期债券票面利率由公司和簿记管理人按照发行时网下询价簿记结果共同协商确定。债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。本期债券按年付息，到期一次还本。本息支付将按照债券登记机构的有关规定统计债券持有人名单，本息支付方式及其他具体安排按照债券登记机构的相关规定办理。

本期债券募集资金扣除发行费用后拟全部用于偿还回售/到期的公司债券等符合国家法律法规及政策要求的企业经营活动以及根据法

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。

律法规最新要求、监管机构最新政策所允许的用途。

本期债券无担保。

三、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，新冠肺炎疫情的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。中国在宏观政策方面加大了逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，推动经济逐季复苏，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 年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。但三季度以来，受限产限电政策加码、楼市调控趋严、原材料价格高位上涨、局部疫情反复等因素影响，我国经济修复放缓，生产端与需求端下行压力均有所加大。2021 年前三季度，我国国内生产总值 82.31 万亿元，累计同比增长 9.80%，两年平均增长 45.15%，二者分别较上半年同比增速和两年平均增速放缓 2.90 和 0.16 个百分点，经济增长有所降速。

三大产业中，**第三产业受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平**。2021 年前三季度，第一、二产业增加值两年平均增速分别为 4.82% 和 5.64%，均高于疫情前 2019 年同期水平，恢复情况良好；第三产业前三季度两年平均增速为 4.85%，远未达到 2019 年同期 7.30% 的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。**出口维持高速增长，消费与固定资产投资增速放缓**。消费修复基础仍不牢固。2021 年前三季度，我国社会消费品零售总额 31.81 万亿元，同比增长 16.40%；两年平均增速 3.93%，较上半年两

年平均增速小幅回落，较疫情前水平仍有一定差距，与居民人均可支配收入两年平均增速同步放缓。固定资产投资增速有所回落。2021 年前三季度，全国固定资产投资（不含农户）39.78 万亿元，同比增长 7.30%；两年平均增长 3.80%，较上半年两年平均增速放缓 0.60 个百分点，仍未恢复到疫情前水平。全球经济和贸易回暖带来的需求增加支撑我国出口高增长。2021 年前三季度，我国货物贸易进出口总值 4.37 万亿美元，为历史同期最高值，同比增长 32.80%，实现较高增速，但增速呈现逐季小幅下降趋势。其中，出口 2.40 万亿美元，同比增长 33.00%；进口 1.97 万亿美元，同比增长 32.60%；贸易顺差为 4275.40 亿美元。

2021 年前三季度，CPI 先涨后落，PPI 显著上涨。2021 年前三季度，CPI 同比上涨 0.60%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.70%，总体呈先升高后回落走势；PPI 同比上涨 6.70%，整体呈上涨趋势，生产资料价格上涨是推动 PPI 上涨的主要因素，其中上游石化、煤炭、金属价格上涨的影响较大，或对相关下游企业利润产生一定挤压。

2021 年前三季度，社融存量同比增速整体呈下行趋势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年三季度末，社融存量余额为 308.05 万亿元，同比增长 10%，增速逐季小幅下降。从结构看，前三季度人民币贷款是新增社融的主要支撑项；政府债券和企业债券融资回归常态；表外融资大幅减少，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，前三季度 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后稳。二季度以来 M2-M1 剪刀差走阔，反映了企业活期存款转为定期，融资需求减弱，投资意愿下降。

2021 年前三季度，财政收入呈现恢复性增长，“三保”等重点领域支出增长较快。2021 年前三季度，全国一般公共预算收入 16.40 万亿元，同比增长 16.30%，达到 2021 年预算收入的 82.99%，财政收入恢复性增长态势总体平

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。

稳。其中，全国税收收入 14.07 万亿元，同比增长 18.40%，在 PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素的带动下，工商业增值税、企业所得税等税种实现高增长。支出方面，前三季度全国一般公共预算支出 17.93 万亿元，同比增长 2.30%，达到 2021 年预算支出的 71.68%，非急需非刚性支出持续压减，“三保”等重点领域支出得到有力保障。前三季度，全国政府性基

金预算收入 6.10 万亿元，同比增长 10.50%。其中国有土地使用权出让收入 5.36 万亿元，同比增长 8.70%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 7.14 万亿元，同比下降 8.80%，主要是由于专项债项目审核趋严，地方政府专项债发行进度缓慢，项目落地有所滞后。

表 1 2018—2020 年及 2021 年前三季度中国主要经济数据

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年前三季度
GDP（万亿元）	91.93	98.65	101.60	82.31
GDP 增速（%）	6.75	6.00	2.30	9.80（5.15）
规模以上工业增加值增速（%）	6.20	5.70	2.80	11.80（6.37）
固定资产投资增速（%）	5.90	5.40	2.90	7.30（3.80）
社会消费品零售总额增速（%）	8.98	8.00	-3.90	16.40（3.93）
出口增速（%）	9.87	0.51	3.63	33.00
进口增速（%）	15.83	-2.68	-0.64	32.60
CPI 同比（%）	2.10	2.90	2.50	0.60
PPI 同比（%）	3.50	-0.30	-1.80	6.70
城镇调查失业率（%）	4.90	5.20	5.20	4.90
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.60	5.00	1.20	8.70
公共财政收入增速（%）	6.20	3.80	-3.90	16.30
公共财政支出增速（%）	8.70	8.10	2.80	2.30

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；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，其余指标增速均为名义增长率；4. 城镇调查失业率指标值为期末数；5. 2021 年前三季度数据中，括号内数据为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

2021 年以来就业形势总体基本稳定，调查失业率呈逐季稳中有降的趋势。2021 年前三季度，城镇新增就业 1045 万人，完成全年目标任务的 95%；1—9 月城镇调查失业率均值为 5.20%，略低于全年 5.50%左右的预期目标，就业形势总体良好。从结构看，重点群体就业情况在三季度出现改善，其中 16~24 岁城镇人口失业率结束了自 2021 年 1 月以来的连续上升趋势，自 8 月开始出现下降；截至 2021 年三季度末，农村外出务工劳动力总量同比增长 2%，基本恢复至疫情前 2019 年同期水平。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年第四季度，能耗双控、原材料价格高位运行、局部疫情、楼市调控政策等因素仍

将对我国经济产生影响，经济稳增长压力有所加大。货币政策存在降准空间；财政方面预计将加快地方政府专项债券的发行及资金投入使用，促进经济平稳增长。

生产方面，2021 年第四季度我国能耗双控的压力仍然较大，叠加原材料价格较高等因素影响，工业生产或将持续承压。需求方面，未来房地产信贷政策收紧态势可能有所缓解，但在房地产调控政策基调不变的前提下，短期内房地产投资难以逆转偏弱的格局；随着财政资金到位以及“十四五”规划的重大项目陆续启动建设，基建投资有望逐步改善，但受制于地方政府债务管理趋严，预计改善空间有限；限产限电、生产成本上升等因素或将对制造业投资修复产生制约。消费市场复苏基础仍不牢固，

第四季度仍然会受到疫情影响，但电商购物节等因素有助于带动消费提升。第四季度海外需求修复叠加出口价格上涨或将支撑出口依然保持在较高水平，但在上年基数抬高因素影响下，出口增速或将小幅下行。基于上述分析，联合资信预测全年 GDP 增速在 8.00% 左右。

四、行业分析

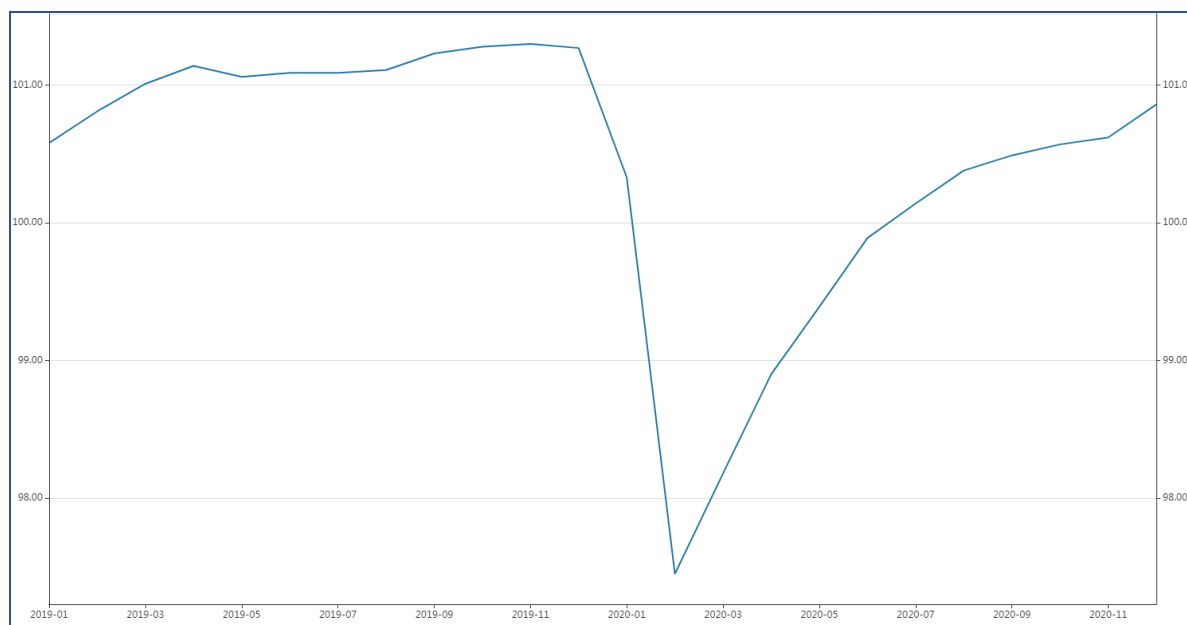
1. 房地产行业概况

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，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%，增速相较于 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%，增速相较于 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 34.46%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占 15.52%）和国内贷款（13.81%）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	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3。

表3 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
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4。

表4 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

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年9月底，公司股份总数116.25亿股。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，项目覆盖北京区域、东北区域、华中区域、南方区域、上海区域、西北区域和西南区域，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。2018—2020 年，公司接连上榜《财富》“世界 500 强”，分别位列榜单第 332 位、第 254 位和第 208 位。

3. 人员素质

公司高级管理团队行业经验丰富，核心管理团队人员稳定，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 年底，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。

2020 年，因业务发展需要，公司服务系统中保安人员编制划归联营公司深圳市万御安防服务科技有限公司，截至 2020 年底此部分人员数量为 43673 人。截至 2020 年底，公司共有在册员工 140565 人（包括前述保安人员），平均年龄为 31.22 岁，平均司龄 2.48 年。分业务系统看，房地产开发系统共有员工 19649 人（占 13.98%），物业服务系统共有员工 111185 人（占 79.10%），其他系统共有员工 9731 人（占 6.92%）。

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 2022 年 1 月 13 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。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，2021年前三季度结算项目利润率进一步下降。

2018—2020年，公司营业收入持续增长，年均复合增长18.66%。2018—2020年，公司净利润分别为492.72亿元、551.32亿元和592.98亿元，逐年增长，年均复合增长9.70%；其中归属于母公司所有者的净利润337.73亿元、388.72亿元和415.16亿元。

2018—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）年均复合增长18.62%，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25.51%，收入规模随项目资源增多而逐年增

长；其他业务收入占比较小。

表 5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

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管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

2018—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逐年下降态势；物业服务业务毛利率基本保持稳定。受上述因素的影响，2018—2020年，公司综合毛利率分别为37.48%、36.25%和29.25%。

2021 年 1—9 月，公司实现营业收入 2714.86 亿元，同比增长 12.42%，主要系结转规模扩大所致。2021 年 1—9 月，公司实现净利润 246.04 亿元，同比下降 18.18%，主要系结算的房地产开发项目利润率下降所致；其中归属于母公司所有者的净利润 166.89 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，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年以来，公司新开工面积有所下滑，竣工面积有所增加。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—9月，公司实现新开工面积2837万平方米，同比增长0.3%，占全年开工计划的90.1%（2020年同期为96.9%）；实现竣工面积1993万平方米，同比增长10.4%，占全年竣工计划的55.5%（2020年同期为54.4%）。

表 6 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—9 月
新开工面积	4993	4241	3960	2837
竣工面积	2756	3008	3382	1993
全口径在建建筑面积	9013	10256	10788	11582
权益在建建筑面积	5402	6170	6381	7062

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 2021 年 9 月底，公司全口径在建建筑面积为 11582 万平方米（权益在建建筑面积为 7062 万平方米），全口径期末拟建建筑面积为 4414 万平方米（权益拟建建筑面积为 2785 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 337 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，销售规模稳步增长，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。

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，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—9月，公司房地产业务实现合同销售面积2946万平方米，同比下降9.8%；实现合同销售金额4791亿元，同比下降2.8%。截至2021年9月底，公司合并范围内有5211万平方米已售资源未结算，对应合同金额合计约7733亿元，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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
全口径销售面积(万平方米)	4038	4112	4667	2946
全口径销售金额(亿元)	6070	6308	7041	4791
销售均价(元/平方米)	15032	15340	15086	16262
已售未结转面积(万平方米)	3710	4289	4919	5211
已售未结转金额(亿元)	5307	6091	6982	7733

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。

表 8 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—6 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	721.60	20.40
上海区域	1811.10	29.84	2045.11	32.42	2377.33	33.76	1322.20	37.30
北方区域	1456.83	24.00	1422.13	22.54	1501.74	21.33	745.90	21.00
中西部区域	1304.57	21.49	1506.58	23.88	1153.69	16.38	545.50	15.40
西北区域	--	--	--	--	463.95	6.59	158.50	4.50
其他	62.36	1.03	60.35	0.96	42.75	0.61	50.60	1.40
合计	6069.54	100.00	6308.40	100.00	7041.46	100.00	3544.30	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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—9 月
项目数量（个）	227	147	168	132
新增全口径规划建筑面积（万平方米）	4681	3717	3367	2241
新增权益规划建筑面积（万平方米）	2490	2478	2059	1603
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	4414
期末权益待建面积（万平方米）	3580	3360	3127	2785

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

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。2018—2020 年，公司新增权益规划建筑面积逐年下降，但新获取土地楼面均价呈逐年上升态势，整体新增权益地价总额波动增长。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—9 月，公司获取新项目 132 个，总规划建筑面积 2241 万平方米，权益规划建筑面积 1603 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、中西部区域和西北地区占比分别为 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 9 月底，公司全口径待建面积 4414 万平方米（权益待建面积 2785 万平方米）。近三年公司获取土地储备规模、新开工规模和期末待建面积均呈下降趋势，体现公司面临市场不确定性上升采取的谨慎态度。

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。

2021 年 1—6 月，万物云实现全口径营业收入 103.8 亿元（含对公司内和对外营业收入），同比增长 33.3%。

根据公司 2021 年 11 月 6 日发布的《关于拟分拆子公司到香港联交所上市的公告》，公司十九届董事会第十三次会议审议通过拟分拆所属万物云到香港联交所上市的相关议案。根据香港联交所关于最低流通比例的规定和万物云未来发展的资金需求，本次发行的 H 股股数不高于万物云发行后总股本的 15%（超额配售选择权行使前），并授予承销商不超过上述发行的 H 股股数 15% 的超额配售选择权。本次发行的最终发行数量将由万物云股东大会授权其董事会及董事会授权人士根据法律规定、

监管机构核准以及境外资本市场状况决定。

(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2021年9月底，公司租赁住房业务泊寓房源超过19.5万间，2021年1—9月新增开业3400间，累计开业14.9万间。

表 10 截至 2021 年 6 月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	152	7.8	7.3
北京	16	2.5	0.4
广州	33	1.2	0.9
厦门	19	0.8	0.6
上海	18	0.7	0.3
西安	12	0.7	0.6
天津	15	0.6	0.6
济南	12	0.5	0.5
杭州	16	0.5	0.4
成都	12	0.4	0.3
其他城市	125	3.5	2.9
合计	430	19.2	14.8

资料来源：公司半年报

(3) 商业开发与运营

截至2021年6月底，公司（含印力集团控股有限公司）累计开业的商业项目建筑面积为988.8万平方米；已开业项目整体出租率92.3%，其中稳定发展期（开业3年以上）的商业项目出租率93.9%。

(4) 物流仓储服务

公司2014年开始进入物流仓储服务市场，以万纬物流发展有限公司（以下简称“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2021年6月底，万纬物流在44个城市累计管理148个项目，可租赁建筑面积1149万平方米。所管理的项目中，高标库126个，可租赁建筑面积1056万平方米；冷库22个，可租赁建筑面积93万平方米。

截至2021年6月底，万纬物流累计开业项目建筑面积797万平方米，其中高标库开业756万平方米，稳定期出租率94%；冷库开业41万平方米，稳定期使用率68%。2021年，万纬物流增资扩股，引入Reco Meranti Pte Ltd.（新加坡政府投资公司下属公司）、Dahlia Investments Pte. Ltd.（淡马锡下属公司）等多家战略投资者，资本实力进一步加强。

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，2018—2020年，公司流动资产周转次数分别为0.26次、0.27次和0.28次；公司存货周转率分别为0.28次、0.28次和0.31次；总资产周转率分别为0.22次、0.23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 11 2020 年同行业公司经营效率对比情况
(单位：次)

企业简称	存货周转次数	流动资产周转次数	总资产周转次数
新城控股	0.44	0.37	0.29
招商蛇口	0.27	0.25	0.19
世茂股份	0.25	0.27	0.16
万科 A	0.31	0.28	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。

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。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2018—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；2021 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 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 9 月底，公司合并资产总额 19674.03 亿元，所有者权益 3749.30 亿元（含少数股东权益 1473.08 亿元）；2021 年 1—9 月，公司实现营业收入 2714.86 亿元，利润总额 331.01 亿元。

2. 资产质量

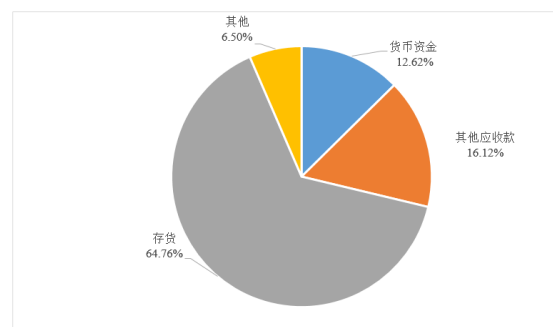
近年来，公司资产规模不断增长，资产构成符合房地产开发企业资产结构特征，以流动资产为主。公司资产规模较大，货币资金充裕，资产受限程度很低，整体资产质量良好。

2018—2020 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 10.58%。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。

2018—2020 年末，公司流动资产规模持续增长，年均复合增长 9.31%。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

2018—2020 年末，公司货币资金波动增长，年均复合增长 1.79%。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。2018—2020 年末，公司预付款项波动下降，年均复合下降 9.47%。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。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。2018—2020 年末，公司其他应收款波动

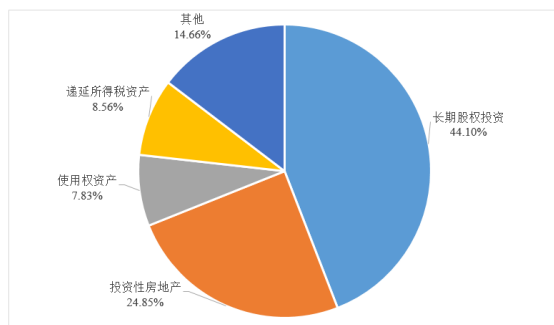
⁵广信资产包为公司于 2017 年 6 月竞得的广东国际信托投资公司下属房地产公司股权及相关债权。2020 年 6 月，公司董事会审议通过，同意公司下属企业广州万科企业有限公司将持有的广州市万溪企业管理有限公司（以下简称“广州万溪”）50%股权以人民币 70.4 亿元转让给战略投资者（含 30.4 亿元的预付溢价款），同时收回前期向广州万溪或广信资产包提供的股东投入。

增长，年均复合增长 1.05%。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。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。

2018—2020 年末，公司存货持续增长，年均复合增长 15.57%，主要系项目获取及开发建设投入所致。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%。

2018—2020 年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长 17.39%。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

2018—2020 年末，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 4.67%，主要系公司加大对合营/联营企业的投资所致。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。2018—2020 年末，公司投资性房地产持续增长，年均复合增长 21.62%。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。

2019 年，公司执行新租赁准则，将租赁确认为使用权资产。截至 2019 年底，公司使用权资产 221.35 亿元。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。

2018—2020 年末，公司递延所得税资产持续增长，年均复合增长 32.23%，主要系土地增值税清算准备金增加。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 9 月底，公司合并资产总额 19674.03 亿元，较上年底增长 5.26%，主要系存货增加所致。其中，流动资产占 83.08%，非流动资产占 16.92%。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

公司所有者权益逐年增长，权益结构中盈余公积、未分配利润和少数股东权益占比较大。

2018—2020 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 21.85%，主要系未分配利润和盈余公积增加。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，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 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 9 月底，公司所有者权益 3749.30 亿元，较上年底增长 7.17%，主要系少数股东权益增加所致；所有者权益规模和结构较上年底变化不大。

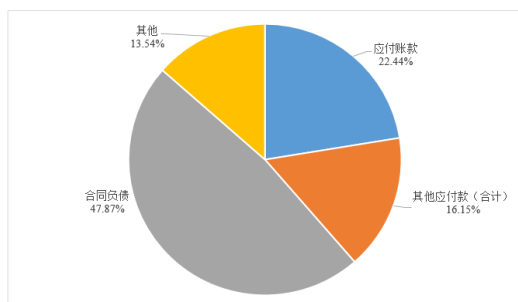
(2) 负债

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。

2018—2020 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 8.40%，主要系流动负债增加所致。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。

2018—2020 年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长 8.37%。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

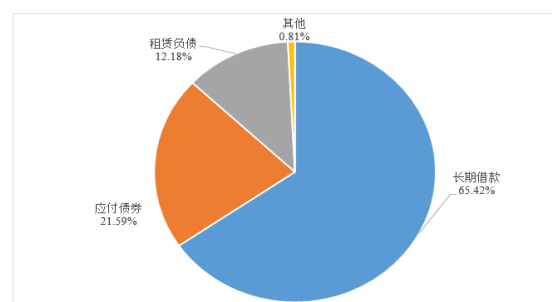
公司应付账款主要为应付及预提工程款和应付地价等。2018—2020 年末，公司应付账款持续增长，年均复合增长 13.89%。截至 2020 年底，公司应付账款 2956.85 亿元，较年初增长 10.63%，主要系公司开发项目规模较大，应付及预提工程款增加所致。公司无账龄超过一年的重要应付账款。

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、应付合营/联营企业款和土地增值税清算准备金构成。2018—2020 年末，受应付股权款与合作公司往来及其他波动下降影响，公司其他应付款波动下降。截至 2020 年底，公司其他应付款 2127.58 亿元，较年初下降 15.13%。

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。2018—2020 年末，公司合同负债持续增长，年均复合增长 11.79%。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。

2018—2020 年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 8.63%。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

2018—2020 年末，公司长期借款波动增长，年均复合增长 4.49%。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%。

2018—2020 年末,公司应付债券波动下降,年均复合下降 3.81%。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。截至 2020 年底,公司应付债券 435.76 亿元,较年初下降 12.23%。

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,2018—2020 年,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)波动下降,年均复合下降 0.51%。其中,截至 2019 年底,公司全部债务 2578.52 亿元,较年初微降 1.28%,主要系公司融资结构调整所致。截至 2020 年底,公司全部债务 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,2018—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均持续下降。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 9 月底,公司负债总额 15924.73 亿元,较上年底增长 4.81%。其中,流动负债占 86.51%,非流动负债占 13.49%。公司以流动负债为主,负债结构较上年底变化不大。截至 2021 年 9 月底,公司全部债务 2667.14 亿元,较上年底增长 3.17%。债务结构方面,短期债务占 29.35%,长期债务占 70.65%,以长期债务为主。从债务指标来看,截至 2021 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 80.94%、41.57%和 33.45%。

4. 盈利能力

近年来,随着结转规模的扩大,公司营业收入和利润总额不断增长;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。

2018—2020 年,随着公司结转规模的扩大,公司营业收入持续增长,年均复合增长 18.66%。2018—2020 年,公司营业成本持续增长,年均复合增长 26.23%,营业成本增幅超过营业收入增幅,主要系拿地成本上升所致。2018—2020 年,公司利润总额逐年增长,年均复合增长 8.68%。

从期间费用看,2018—2020 年,公司费用总额波动增长,年均复合增长 3.10%。2019 年,公司期间费用总额为 268.66 亿元,同比增长 6.81%,主要系销售费用和管理费用增加所致。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。从构成看，2020 年公司销售费用、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%。其中，销售费用为 106.37 亿元，同比增长 17.61%，主要系销售规模扩大所致；管理费用为 102.88 亿元，同比下降 6.63%，主要系人工及行政费用降低所致；研发费用为 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；财务费用为 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，2018—2020 年，公司投资收益波动增长，年均复合增长 41.09%，主要系权益法确认的长期股权投资收益波动增长所致。其中对联营企业和合营企业的投资收益 62.80 亿元、37.91 亿元和 97.40 亿元；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，2018—2020 年，营业利润率分别为 29.70%、27.30%和 22.75%，持续下降；公司总资本收益率分别为 11.56%、12.00%和 11.02%，波动下降；净资产收益率分别为 20.91%、20.38%和 16.95%，持续下降。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

2021 年 1—9 月，公司实现营业收入 2714.86 亿元，同比增长 12.42%。2021 年 1—9 月，公司实现净利润 246.04 亿元，同比下降 18.18%，主要系结算的房地产开发项目利润率下降所致；其中归属于母公司所有者的净利润 166.89 亿元。

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；2020 年，投资活动现金流净额由负转正；2019 年以来，公司偿还较大规模债务，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	2021 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	4239.50	4698.49	5083.62	3706.49
经营活动现金流出小计	3903.32	4241.62	4551.74	3694.29
经营现金流量净额	336.18	456.87	531.88	12.20
投资活动现金流入小计	187.92	159.34	305.64	95.52
投资活动现金流出小计	861.57	445.60	247.67	371.14
投资活动现金流量净额	-673.64	-286.27	57.97	-275.62
筹资活动前现金流量净额	-337.46	170.60	589.85	-263.42
筹资活动现金流入小计	1693.08	1233.94	1539.36	1017.51
筹资活动现金流出小计	1245.10	1567.32	1864.40	1223.82
筹资活动现金流量净额	447.98	-333.38	-325.04	-206.32

资料来源：公司年报及三季报

从经营活动来看，2018—2020 年，公司经营现金流入持续增长，年均复合增长 9.50%，主要系销售回款不断增加所致。同期，公司经营现金流出持续增长，年均复合增长 7.99%，主要系项目获取及开发建设投入增多所致。综上，2018—2020 年，公司经营现金净额持续净流入。

从投资活动来看，2018—2020 年，公司投资活动现金流入波动增长。其中 2020 年同比增长 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持续下降，年均复合下降 46.38%，主要系投资支付的现金减少所致。综上，2018—2020 年，公司投资活动现金净额分别为-673.64 亿元、-286.27 亿元和 57.97 亿元，2020 年公司投资活动现金净额由净流出转为净流入。

从筹资活动来看，2018—2020 年，公司筹资活动现金流入，波动下降，年均复合下降 4.65%，主要系取得借款收到的现金波动下降所致。同期，公司筹资活动现金流出持续增长，年均复合增长 22.37%，主要系偿还债务增加所致。综上，2018—2020 年，公司筹资活动现金

净额分别为447.98亿元、-333.38亿元和-325.04亿元。

2021年1—9月，公司经营活动现金流净额小规模净流入、投资活动现金流净流出，公司保持了一定的资本支出力度，收并购规模有所加大；筹资活动现金流仍为净流出，公司持续减债控杠杆。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标和长期偿债指标均很强，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，2018—2020年，公司流动比率波动增长，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。2018—2020年，公司现金短期债务比波动增长，现金类资产对短期债务的保障程度良好。整体看，公司短期偿债能力指标很强。

从长期偿债能力指标看，2018—2020年，公司EBITDA持续增长，主要系利润总额增长所致。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。2018—2020年，公司EBITDA利息倍数波动增长，EBITDA对利息的覆盖程度良好；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指标很强。

表 15 公司偿债能力指标

项目	项目	2018年	2019年	2020年	2021年9月
短期偿债能力指标	流动比率（%）	115.43	113.07	117.45	118.65
	速动比率（%）	48.56	42.59	41.39	37.86
	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	1.88
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：联合资信根据公司财务报告整理

截至2021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144.44亿元，占净资产比重为3.97%。

截至2021年6月底，公司无重大诉讼、仲裁事项。

截至2021年6月底，公司获得主要合作银行授信4456.69亿元，其中未使用额度1458.04亿元，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。

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 9 月底，母公司资产总额为 4946.82 亿元，负债合计 3397.42 亿元，所有者权益合计 1549.40 亿元。2021 年 1—9 月，母公司营业收入 44.12 亿元，利润总额 219.97 亿元；经营活动现金流净额为 -333.13 亿元，投资活动现金流净额为 13.90 亿元，筹资活动现金流量净额为 -105.76 亿元。

九、本期公司债券偿还能力分析

公司作为国内规模领先的房地产开发企业，在行业经验、市场品牌等方面具有极强竞争优势，能够通过持续经营达到较高的盈利水平，联合资信认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

1. 本期公司债券对现有债务的影响

截至 2020 年末，公司全部债务 2585.26 亿元，本期债券发行规模不超过 19.90 亿元（含），对公司债务负担影响一般。

以 2020 年底财务数据为基础，本期债券发行后，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 81.28%、42.49% 和 33.42% 上升至 81.30%、42.68% 和 33.67%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期债券募集资金扣除发行费用后拟全部用于偿还回售/到期的公司债券等符合国家法律法规及政策要求的企业经营活动以及根据法律法规最新要求、监管机构最新政策所允许的用途，公司实际债务负担或将轻于上述预测值。

2. 本期债券偿还能力分析

以 2020 年底财务数据为基础，考虑本期债券发行后公司经营活动现金流入量、经营现金净流量和 EBITDA 对长期债务的保障情况，公司对本期债券偿还能力极强。

表 16 本期债券偿还能力测算

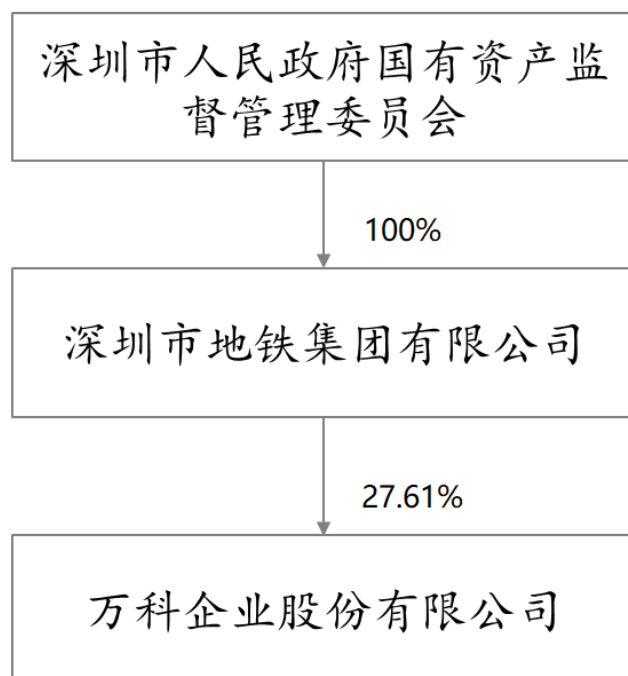
项目	2020 年
发行后长期债务*（亿元）	1776.03
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	2.86
经营现金净流量/发行后长期债务（倍）	0.30
发行后长期债务/EBITDA（倍）	1.84

注：发行后长期债务为将本期债券发行额度计入后测算的长期债务总额
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十、结论

基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 9 月末万科企业股份有限公司股权结构图



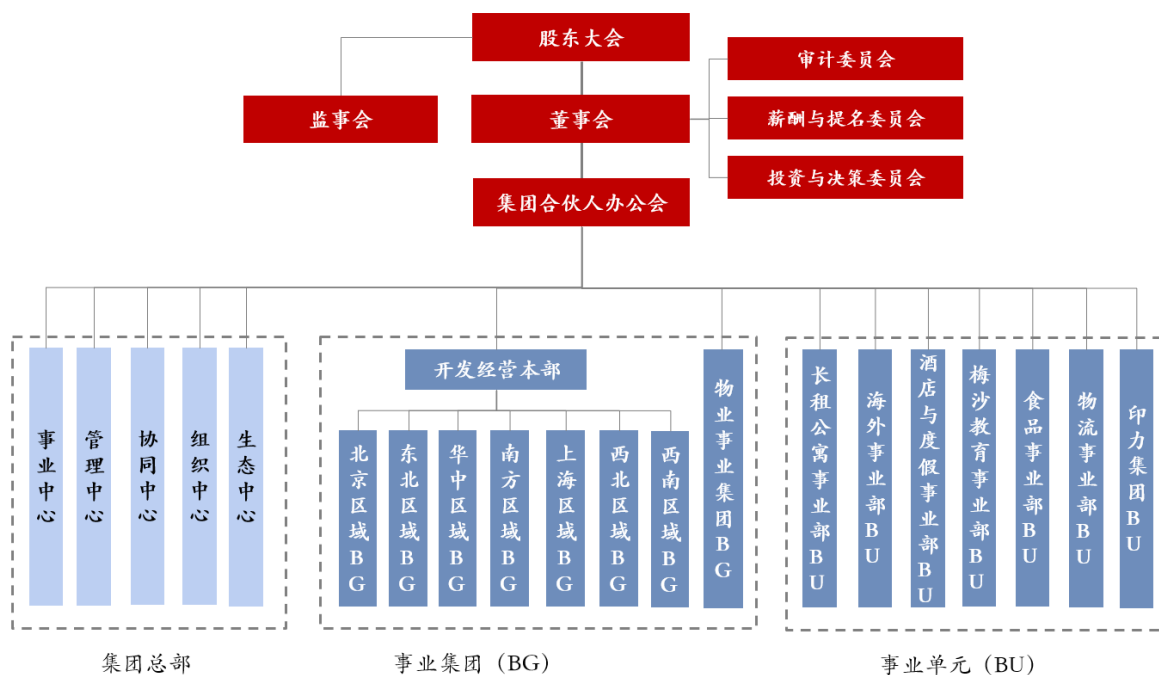
资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 1-2 截至 2021 年 9 月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	3209810791	27.61
2	HKSCC NOMINEES LIMITED	1901072272	16.35
3	香港中央结算有限公司	612734365	5.27
4	深圳盈嘉众实业合伙企业（有限合伙）	438703992	3.77
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	深圳盈安财务顾问企业（有限合伙）	122230826	1.05
9	中国人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-005L-FH002 深	70841537	0.61
10	兴业银行股份有限公司-兴全趋势投资混合型证券投资基金	68154474	0.59

资料来源：公司 2021 年三季报

附件 1-3 截至 2021 年 9 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 1-4 截至 2021 年 6 月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	600000.00	100%
2	广州万科企业有限公司	广州	人民币	5000000.00	100%
3	上海万科企业有限公司	上海	人民币	10000000.00	100%
4	北京万科企业有限公司	北京	人民币	2000000.00	100%
5	佛山市万科置业有限公司	佛山	人民币	60000.00	100%
6	东莞市万科房地产有限公司	东莞	人民币	300000.00	100%
7	珠海万科发展有限公司	珠海	人民币	10000.00	100%
8	厦门市万科企业有限公司	厦门	人民币	1200000.00	100%
9	福州市万科发展有限公司	福州	人民币	20000.00	100%
10	海南万科企业管理有限公司	海南	人民币	10000.00	100%
11	南京万科企业有限公司	南京	人民币	150000.00	100%
12	苏州万科企业有限公司	苏州	人民币	100000.00	100%
13	宁波万科企业有限公司	宁波	人民币	150000.00	100%
14	合肥万科企业有限公司	合肥	人民币	200000.00	100%
15	唐山万科房地产开发有限公司	唐山	人民币	200000.00	100%
16	天津万科房地产有限公司	天津	人民币	390000.00	100%
17	沈阳万科企业有限公司	沈阳	人民币	100000.00	100%
18	大连万科置业有限公司	大连	人民币	30000.00	100%
19	长春万科房地产开发有限公司	长春	人民币	50000.00	100%
20	烟台万科企业有限公司	烟台	人民币	30000.00	100%
21	太原万科企业有限公司	太原	人民币	100000.00	100%
22	青岛万科房地产有限公司	青岛	人民币	20000.00	100%
23	万科(成都)企业有限公司	成都	人民币	500000.00	100%
24	武汉市万科房地产有限公司	武汉	人民币	150000.00	100%
25	万科(重庆)企业有限公司	重庆	人民币	100000.00	100%
26	西安万科企业有限公司	西安	人民币	20000.00	100%
27	贵阳万科房地产有限公司	贵阳	人民币	100000.00	100%
28	云南万科企业有限公司	昆明	人民币	20000.00	100%
29	万科(新疆)企业有限公司	乌鲁木齐	人民币	100000.00	100%
30	浙江浙南万科房地产有限公司	温州	人民币	1300000.00	100%
31	芜湖万科房地产有限公司	芜湖	人民币	60000.00	100%
32	扬州万科房地产有限公司	扬州	人民币	10000.00	100%
33	郑州万科企业有限公司	郑州	人民币	100000.00	100%
34	徐州万科企业有限公司	徐州	人民币	100000.00	100%
35	济南万科企业有限公司	济南	人民币	100000.00	100%
36	广西万科企业管理有限公司	南宁	人民币	10000.00	100%
37	常州万科企业有限公司	常州	人民币	20000.00	100%
38	兰州万科企业有限公司	兰州	人民币	100000.00	100%

39	石家庄万科房地产开发有限公司	石家庄	人民币	50000.00	100%
40	中山万科企业有限公司	中山	人民币	100000.00	100%
41	长沙市万科企业有限公司	长沙	人民币	19000.00	100%
42	浙江万科南都房地产有限公司	杭州	人民币	3650000.00	100%
43	无锡万科企业有限公司	无锡	人民币	20000.00	100%
44	南通万科企业有限公司	南通	人民币	20000.00	100%
45	江西万科益达置业投资有限公司	南昌	人民币	100000.00	50%
46	嘉兴万科房地产开发有限公司	嘉兴	人民币	100000.00	100%
47	盐城万科房地产开发有限公司	盐城	人民币	20000.00	100%
48	哈尔滨万科企业有限公司	哈尔滨	人民币	100000.00	100%
49	包头万科房地产有限公司	包头	人民币	10000.00	100%
50	江门万科企业有限公司	江门	人民币	100000.00	100%
51	临沂万科企业有限公司	临沂	人民币	100000.00	100%
52	惠州市万科企业有限公司	惠州	人民币	20000.00	100%
53	Vanke Overseas Investment Holding Company Limited	开曼群岛	港币	7500.00	75%
54	万物云空间科技服务股份有限公司	深圳	人民币	1000000.00	71.43%
55	深圳市万科物业服务有限公司	深圳	人民币	50000.00	71.43%
56	广州市万科物业服务有限公司	广州	人民币	5000.00	71.43%
57	东莞市万科物业服务有限公司	东莞	人民币	5000.00	71.43%
58	佛山市万科物业服务有限公司	佛山	人民币	5000.00	71.43%
59	南京万科物业管理有限公司	南京	人民币	12000.00	71.43%
60	上海万科物业服务有限公司	上海	人民币	12260.00	71.43%
61	北京万科物业服务有限公司	北京	人民币	50000.00	71.43%
62	天津万科物业服务有限公司	天津	人民币	10000.00	71.43%
63	沈阳万科物业服务有限公司	沈阳	人民币	10000.00	71.43%
64	成都万科物业服务有限公司	成都	人民币	50000.00	71.43%
65	武汉市万科物业服务有限公司	武汉	人民币	12000.00	71.43%
66	长春万科物业服务有限公司	长春	人民币	20000.00	71.43%
67	深圳市万睿智能科技有限公司	深圳	人民币	100000.00	71.43%
68	Rugby Cayman Limited	开曼群岛	美元	1.00	60%
69	万科地产 (香港) 有限公司	香港	港币	3034200.00	100%
70	万科置业 (香港) 有限公司	香港	美元	490000.00	100%
71	万科置业地产 (香港) 有限公司	香港	美元	90000.00	100%
72	东莞市万科建筑技术研究有限公司	东莞	人民币	20000.00	100%
73	Vanke Holdings USA LLC	美国	美元	972501.00	100%
74	吉林省松花湖国际度假区开发有限公司	吉林	人民币	110000.00	100%
75	Lithium Real Estate (Jersey) Limited	英国	英镑	27420.00	100%
76	万科物流发展有限公司	上海	人民币	24420000.00	100%
77	珠海市泊寓公寓管理有限公司	珠海	人民币	5000.00	100%

资料来源：公司半年报，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 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	2003.21	1779.59	1954.11	1471.70
资产总额（亿元）	15285.79	17299.29	18691.77	19674.03
所有者权益（亿元）	2356.21	2705.79	3498.44	3749.30
短期债务（亿元）	931.83	938.87	829.13	782.91
长期债务（亿元）	1680.24	1639.65	1756.13	1884.23
全部债务（亿元）	2612.08	2578.52	2585.26	2667.14
营业收入（亿元）	2976.79	3678.94	4191.12	2714.86
利润总额（亿元）	674.60	765.39	796.76	331.01
EBITDA（亿元）	785.63	911.14	944.33	--
经营性净现金流（亿元）	336.18	456.87	531.88	12.20
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	128.33
营业利润率（%）	29.70	27.30	22.75	17.50
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	33.45
全部债务资本化比率（%）	52.58	48.80	42.49	41.57
资产负债率（%）	84.59	84.36	81.28	80.94
流动比率（%）	115.43	113.07	117.45	118.65
速动比率（%）	48.56	42.59	41.39	37.86
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	1.88
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. 公司 2021 年三季度未经审计，相关指标未予年化；4. “/”表示数据未能获取，“--”表示指标不适用

资料来源：公司年报及三季度报，联合资信整理

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 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	891.79	849.16	924.35	499.36
资产总额（亿元）	4563.82	4477.24	4814.26	4946.82
所有者权益（亿元）	801.13	1109.95	1473.34	1549.40
短期债务（亿元）	666.61	851.41	698.01	/
长期债务（亿元）	1028.48	870.51	1060.33	/
全部债务（亿元）	1695.09	1721.93	1758.35	/
营业收入（亿元）	30.63	40.97	70.71	44.12
利润总额（亿元）	231.47	360.51	409.85	219.97
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	-389.05	-133.63	436.31	-333.13
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	98.00
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（%）	56.21	43.96	41.85	/
全部债务资本化比率（%）	67.91	60.81	54.41	/
资产负债率（%）	82.45	75.21	69.40	68.68
流动比率（%）	155.05	164.86	185.02	196.02
速动比率（%）	155.05	164.86	185.02	196.02
经营现金流动负债比（%）	-14.23	-5.35	19.13	--
现金短期债务比（倍）	1.34	1.00	1.32	/
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 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	
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	
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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 万科企业股份有限公司 2022 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年万科企业股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

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，提供有关财务报告以及其他相关资料。万科企业股份有限公司或本次（期）债券如发生重大变化，或发生可能对万科企业股份有限公司或本次（期）债券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、外部经营环境及本次（期）债券相关信息，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次（期）债券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次（期）债券信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送万科企业股份有限公司、监管部门等。