

信用评级公告

联合〔2021〕1087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 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）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 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）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：



二〇二一年四月三十日

万科企业股份有限公司2021年面向专业投资者 公开发行公司债券（第二期）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 15.66 亿元（含）

本期债券期限：本期债券分为两个品种，品种一为 5 年期（附第 3 年末公司赎回选择权、公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权），品种二为 7 年期（附第 5 年末公司赎回选择权、公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权）

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付

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。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债券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，本期债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

评级时间：2021 年 4 月 30 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	
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

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

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

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

资料来源: 公司年报, 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	2021/2/7	冯磊 赵兮	房地产企业信用评级方法 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，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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 2021 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第二期）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2020年末，公司股份总数为116.18亿股，深圳市人民政府国有资产监督管理委员会所属的全资子公司深圳市地铁集团有限公司（以下简称“地铁集团”）系公司的第一大股东（持股比例为27.91%）。公司无控股股东及实际控制人。公司股权较为分散，且无实际控制人，需关注其股权结构的稳定性。截至2020年底，公司第一大股东不存在对公司进行股权质押的情况。

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

截至2020年底，公司集团总部内设事业中心、管理中心、协同中心和生态中心；事业集团内设南方区域BG¹、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BU²、物流事业部BU、酒店与度假事业部BU、海外事业部BU、长租公寓事业部BU、梅沙教育事业部BU和食品事业部BU。

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

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2021年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）”。本期债券票面金额为100元。本期债券按面值平价发行，发行价格为100元/张。本期债券发行规模不超过15.66亿元（含）。本期债券分为两个品种，品种一为5年期（附第3年末公司赎回选择权、公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权），品种二为7年期（附第5年末公司赎回选择权、公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权）。公司和簿记管理人将根据网下簿记建档情况，决定是否行使品种间回拨选择权，即减少其中一个品种的发行规模，同时对另一品种的发行规模增加相应金额，品种间回拨比例不受限制（如某个品种的发行规模全额回拨至另一品种，则本期债券实际变更为单一品种）。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。本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券于每年的付息日向

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。

投资者支付的利息金额为投资者截至付息债权登记日收市时所持有的本期债券票面总额与对应的票面利率的乘积；于兑付日向投资者支付的本息金额为投资者截至兑付债权登记日收市时所持有的本期债券最后一期利息及所持有的债券票面总额的本金。

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。

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；基础设施建设投资（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年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

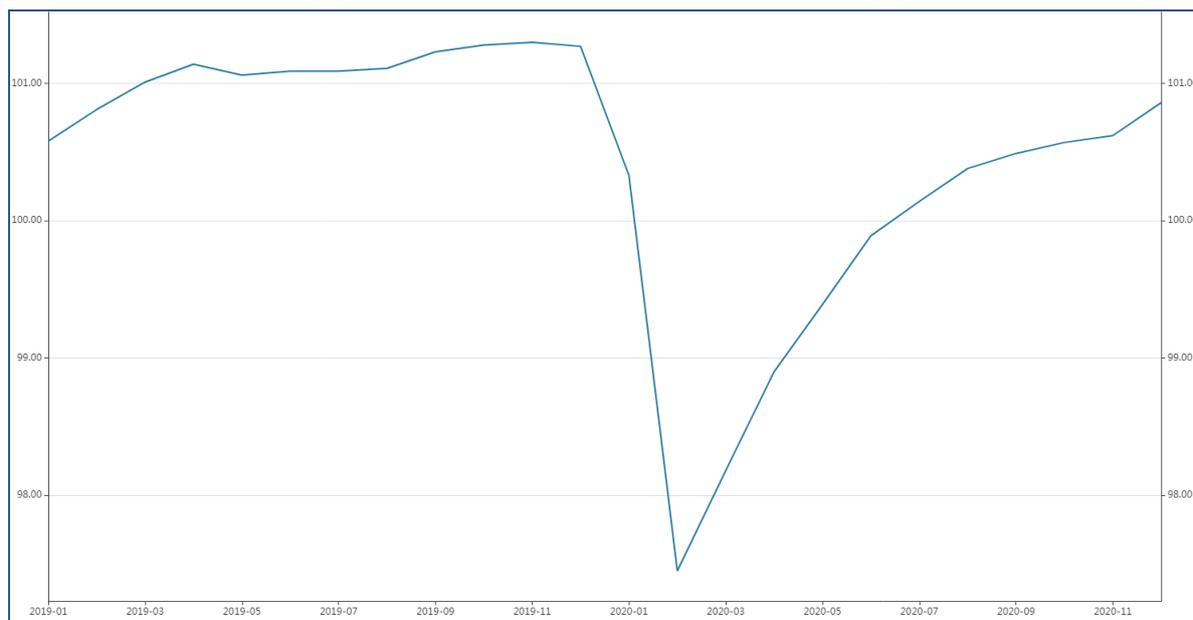
2019年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，房地产行业实施了全面的融资政策调控。2020年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自2020年3月陆续复工以来，全国房地产市场景气度逐步回升。

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，对在建设项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、

放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自2020年3月以来，全国房地产市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

图1 2019年—2020年全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

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

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

较2019年下降5.00个百分点；同期全国房屋竣工面积9.12亿平方米，同比下降4.90%。

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

2. 土地市场与信贷环境

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

款为主的其他资金为主。

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

从资金来源上看，2020年，房地产开发到

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

表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“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”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，房地产市场监管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的带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
2020年7月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康的发展
2021年3月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预

		期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难
--	--	--

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托等非标融资渠道受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。2020年以来房地产融资相关政策具体内容见表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2020年底，公司股份总数116.18亿股。公司无控股股东及实际控制人。公司股权较为分散，且无实际控制人，需关注其股权结构的稳定性。

2. 企业规模和竞争力

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

公司是全国规模领先的房地产开发企业，有着30余年的房地产行业经验，项目开发经验丰富。公司专注物业开发、销售及管理，项目覆盖中国南方区域、上海区域、北方区域、中西部区域及西北区域主要城市及部分海外市场，所开发物业包括低层住宅单位、多层住

宅单位、高层住宅单位、商用单位及商住混合物业等。长期以来公司保持稳健的经营风格，在巩固主业房地产开发业务优势的基础上，持续拓展城市配套服务相关业务，商业开发与运营、物业服务和物流仓储服务等业务发展态势良好，持续发展能力和穿越行业周期能力强。

公司业务和资产规模大，销售金额和面积常年位列全国房地产企业排行前三，行业龙头地位稳固。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，核心管理团队成员稳定，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。

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 2021 年 4 月 19 日，公司无未结清不良或关注类信贷信息。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记

录，履约情况良好。

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。

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

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

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

资料来源：公司年报

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%。

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%。

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
新开工面积	4993	4241	3960
竣工面积	2756	3008	3382
全口径在建建筑面积	9013	10256	10788
权益在建建筑面积	5402	6170	6381

资料来源：公司年报，联合资信整理

在建及拟建项目方面，截至 2020 年底，公司全口径在建建筑面积为 10788 万平方米（权益在建建筑面积为 6381 万平方米），全口径期末拟建建筑面积为 5051 万平方米（权益拟建建筑面积为 3127 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 363 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。截至2020年底，公司合并范围内有4919万平方米已售资源未竣工结算，对应合同金额合计约6982亿元，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
全口径销售面积（万平方米）	4038	4112	4667
全口径销售金额（亿元）	6070	6308	7041
销售均价（元/平方米）	15032	15340	15086
已售未结转面积（万平方米）	3710	4289	4919
已售未结转金额（亿元）	5307	6091	6982

资料来源：公司年报，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	
	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
上海区域	1811.10	29.84	2045.11	32.42	2377.33	33.76
北方区域	1456.83	24.00	1422.13	22.54	1501.74	21.33
中西部区域	1304.57	21.49	1506.58	23.88	1153.69	16.38
西北区域	--	--	--	--	463.95	6.59
其他	62.36	1.03	60.35	0.96	42.75	0.61
合计	6069.54	100.00	6308.40	100.00	7041.46	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，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
项目数量（个）	227	147	168
新增全口径规划建筑面积（万平方米）	4681	3717	3367
新增权益规划建筑面积（万平方米）	2490	2478	2059
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
期末权益待建面积（万平方米）	3580	3360	3127

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，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。

截至 2020 年底，公司全口径待建面积 5051 万平方米（权益待建面积 3127 万平方米），较上年底下降 6.36%。其中，南方区域、上海区域、北方区域、中西部区域和西北区域占比分别为 18.45%、10.26%、34.34%、27.11% 和 9.84%，区域布局相对均衡，可在一定程度

上抵御行业轮动风险。

3. 其他业务

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

(1) 物业服务

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

(2) 租赁住宅

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

表 10 截至 2020 年底公司持有及管理的公寓项目情况

城市	项目数量 (个)	总房间数量 (万间)	已开业间数(万 间)
深圳	148	7.58	7.09
北京	16	2.53	0.37
广州	33	1.18	0.95
天津	15	0.75	0.61
西安	11	0.65	0.58

上海	17	0.64	0.32
济南	12	0.54	0.43
厦门	16	0.53	0.53
杭州	16	0.47	0.42
宁波	8	0.43	0.24
大连	18	0.41	0.23
成都	10	0.36	0.3
佛山	7	0.29	0.29
合肥	6	0.24	0.18
长春	13	0.23	0.21
沈阳	9	0.23	0.19
珠海	7	0.21	0.18
东莞	7	0.18	0.14
青岛	6	0.15	0.15
福州	7	0.14	0.14
武汉	3	0.13	0.13
南京	5	0.12	0.11
长沙	5	0.12	0.12
其他城市	18	0.33	0.33
总计	413	18.44	14.24

资料来源：公司年报，联合资信整理

(3) 商业开发与运营

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

(4) 物流仓储服务

公司2014年开始进入物流仓储服务市场，以“万纬物流”为物流仓储服务平台，聚焦发展高标仓储和冷链物流两大核心业务。截至2020年底，万纬物流在44个城市累计管理148个项目，可租赁建筑面积1148万平方米。所管理的项目中，高标库128个，可租赁建筑面积1062万平方米；冷库20个，可租赁建筑面积86万平

方米。截至2020年底，万纬物流累计开业项目建筑面积700万平方米，其中高标库开业666万平方米，稳定期出租率94%；冷库开业34万平方米，稳定期使用率77%。

4. 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；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。

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。

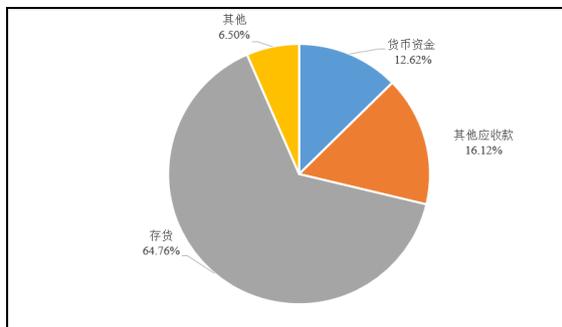
2018—2020 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 10.58%。截至 2020 年底，公司合并资产总额 18691.77 亿元，较年初增长 8.05%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占 82.78%，非流动资产占 17.22%。公司资产以流动资产为主。

(1) 流动资产

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³。

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/

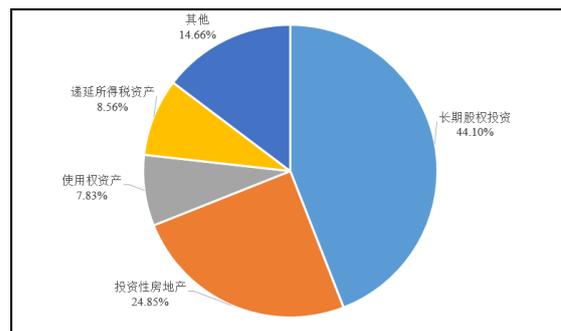
合营企业款和合作方经营往来款增加所致。其中，按交易方归集的年末余额前五名其他应收款余额合计占比9.47%，集中度一般。公司其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用。

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%。

(2) 非流动资产

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%。

³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。

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。

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，实收资本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占3.32%、5.30%、-0.44%、27.86%和28.13%。所有者权益中盈余公积、未分配利润和少数股东权益占比较大。

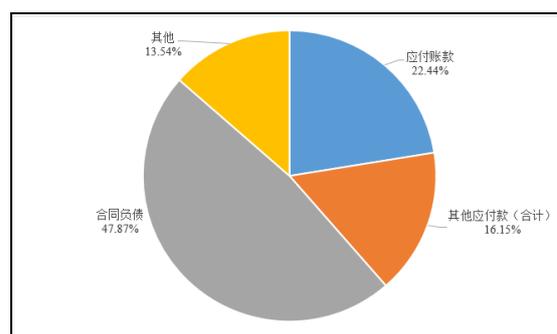
(2) 负债

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

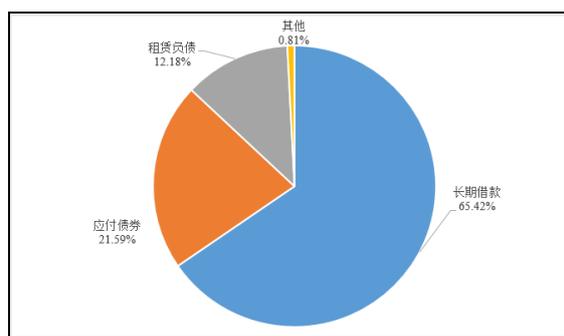
公司应付账款主要为应付及预提工程款和应付地价等。2018—2020年末，公司应付账款持续增长，年均复合增长13.89%。截至2020年底，公司应付账款2956.85亿元，较年初增长10.63%，主要系公司开发项目规模较大，应付及预提工程款增加所致。公司无账龄超过一年的重要应付账款。

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。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

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；公司总资产收益率分别为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

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
经营活动现金流入小计	4239.50	4698.49	5083.62
经营活动现金流出小计	3903.32	4241.62	4551.74
经营现金流量净额	336.18	456.87	531.88
投资活动现金流入小计	187.92	159.34	305.64
投资活动现金流出小计	861.57	445.60	247.67
投资活动现金流量净额	-673.64	-286.27	57.97
筹资活动前现金流量净额	-337.46	170.60	589.85
筹资活动现金流入小计	1693.08	1233.94	1539.36
筹资活动现金流出小计	1245.10	1567.32	1,864.40
筹资活动现金流量净额	447.98	-333.38	-325.04

资料来源：公司年报

从经营活动来看，2018—2020年，公司经营活动现金流入持续增长，年均复合增长9.50%，主要系销售回款不断增加所致。同期，公司经营活动现金流出持续增长，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，公司经营活动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。

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, 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很强。

表 15 公司偿债能力指标

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

资料来源: 联合资信根据公司年报整理

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

截至 2020 年底, 公司无重大诉讼、仲裁事项。

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

7. 母公司财务分析

公司母公司资产以其他应收款为主; 负债以其他应付款、长期借款和一年内到期的非流动负债为主, 债务负担较轻; 所有者权益中盈

余公积占比高; 母公司收入规模不大, 利润以投资收益为主。

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

截至 2020 年底, 母公司负债总额 3340.92 亿元, 较年初下降 0.78%。其中, 流动负债 2280.58 亿元 (占比 68.26%), 非流动负债

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

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

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

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

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，本期拟发行公司债额度为 15.66 亿元，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%、42.64% 和 33.62%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期发行的公司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 年相关财务数据为基础，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为本期公司债券发行额度（15.66 亿元）的 60.30 倍和 324.62 倍，EBITDA 和经营现金流入量对本期债券的覆盖程度很高。

十、结论

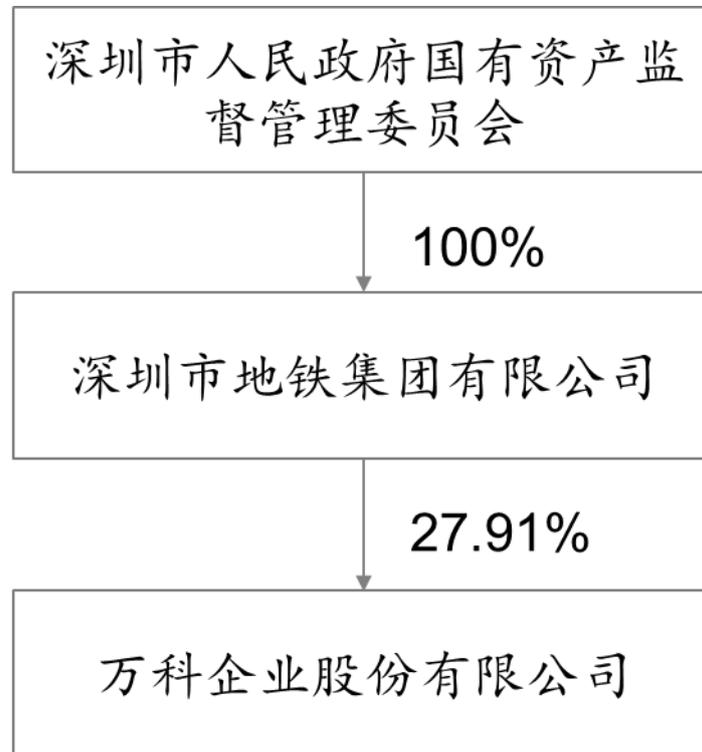
公司作为国内最早从事房地产开发的企业之一，行业经验丰富，龙头地位稳固。公司长期保持稳健的经营风格和财务政策，房地产开发、商业开发与运营、物业服务和物流仓储服务等业务发展态势良好，持续发展能力和穿越行业周期能力强。近三年，公司销售业绩稳步增长，盈利能力很强，账面货币资金充足，流动性充裕。同时，联合资信也关注到房地产行业调控政策趋于长期化背景下未来房地产市场运行存在一定不确定性、公司股权结构较为分散等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流入和 EBITDA 对本期债券保障程度很高。

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债券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，本期债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2020 年末万科企业股份有限公司股权结构图



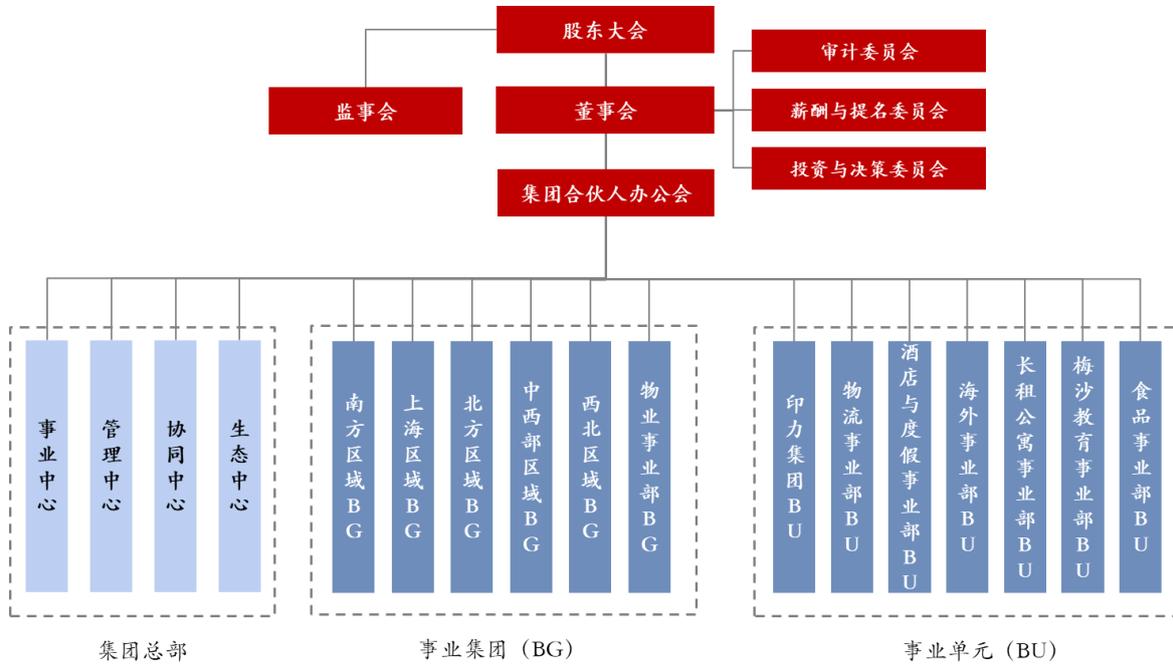
资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年末万科企业股份有限公司前十大股东明细

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

资料来源: Wind

附件 1-3 截至 2020 年末万科企业股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

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

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

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

资料来源：公司年报，联合资信整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	2003.21	1779.59	1954.11
资产总额（亿元）	15285.79	17299.29	18691.77
所有者权益（亿元）	2356.21	2705.79	3498.44
短期债务（亿元）	931.83	938.87	829.13
长期债务（亿元）	1680.24	1639.65	1756.13
全部债务（亿元）	2612.08	2578.52	2585.26
营业收入（亿元）	2976.79	3678.94	4191.12
利润总额（亿元）	674.60	765.39	796.76
EBITDA（亿元）	785.63	911.14	944.33
经营性净现金流（亿元）	336.18	456.87	531.88
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
营业利润率（%）	29.70	27.30	22.75
总资本收益率（%）	11.56	12.00	11.02
净资产收益率（%）	20.91	20.38	16.95
长期债务资本化比率（%）	41.63	37.73	33.42
全部债务资本化比率（%）	52.58	48.80	42.49
资产负债率（%）	84.59	84.36	81.28
流动比率（%）	115.43	113.07	117.45
速动比率（%）	48.56	42.59	41.39
经营现金流动负债比（%）	3.00	3.59	4.04
现金短期债务比（倍）	2.15	1.90	2.36
EBITDA 利息倍数（倍）	5.55	6.53	5.96
全部债务/EBITDA（倍）	3.32	2.83	2.74

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2. 其他流动负债中的短期融资券已计入短期债务；考虑到公司应付票据、衍生金融负债的性质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。

资料来源：公司年报，联合资信搜集整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	891.79	849.16	924.35
资产总额（亿元）	4563.82	4477.24	4814.26
所有者权益（亿元）	801.13	1109.95	1473.34
短期债务（亿元）	--	--	--
长期债务（亿元）	--	--	--
全部债务（亿元）	--	--	--
营业收入（亿元）	30.63	40.97	70.71
利润总额（亿元）	231.47	360.51	409.85
EBITDA（亿元）	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	-389.05	-133.63	436.31
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
总资本收益率（%）	--	--	--
净资产收益率（%）	28.69	32.48	27.82
长期债务资本化比率（%）	--	--	--
全部债务资本化比率（%）	--	--	--
资产负债率（%）	82.45	75.21	69.40
流动比率（%）	155.05	164.86	185.02
速动比率（%）	155.05	164.86	185.02
经营现金流动负债比（%）	-14.23	-5.35	19.13
现金短期债务比（倍）	--	--	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--

资料来源：公司年报，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其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

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

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

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 年面向专业投资者公开发行 公司债券（第二期）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。

