



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪174号

万科企业股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“万科企业股份有限公司2015年公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会

二零一七年五月二十五日

万科企业股份有限公司 2015年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2017）

发行主体	万科企业股份有限公司		
发行年限	5年		
发行规模	人民币50亿元		
存续期限	2015/9/25~2020/9/25		
上次评级时间	2016/5/9		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

概况数据

万科企业	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	1,158.94	1,363.10	1,616.77	1,619.86
总资产（亿元）	5,084.09	6,112.96	8,306.74	8,867.54
总债务（亿元）	689.81	794.91	1,288.64	1,420.20
营业总收入（亿元）	1,463.88	1,955.49	2,404.77	185.89
营业毛利率（%）	29.94	29.35	29.41	29.80
EBITDA（亿元）	273.48	362.97	427.13	26.23
所有者权益收益率（%）	16.64	19.04	17.54	2.74
资产负债率（%）	77.20	77.70	80.54	81.73
总债务/EBITDA(X)	2.52	2.19	3.02	13.53
EBITDA 利息倍数(X)	4.00	7.48	7.71	1.59
净负债率（%）	5.41	19.30	25.87	31.52

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、鉴于万科企业应付票据均为“商业承兑汇票”，无保证金，而且均不付息；“交易性金融负债”为利率互换契约，是公司用于对冲利率风险的产品，按照“实质重于形式”原则，本报告中万科企业“短期债务”及相关指标均不包含“应付票据”和“交易性金融负债”；
3、万科企业2017年第一季度所有者权益收益率和总债务/EBITDA等指标经年化处理。

基本观点

2016年，万科企业股份有限公司（以下简称“万科企业”或“公司”）继续保持行业龙头地位，经营业绩较快增长，项目储备布局保持合理均衡，财务结构稳健及流动性指标持续向好，同时公司在核心住宅业务的基础上，继续开展城市配套服务业务，逐步发挥协同效应。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到房地产行业竞争加剧、公司股权结构变化及董事会成员变化等因素可能对公司经营、管理及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评将维持万科企业主体信用等级AAA，评级展望稳定，维持“万科企业股份有限公司2015年公司债券（第一期）”信用等级为AAA。

正面

- 继续保持行业龙头地位。万科企业作为国内最早从事房地产开发的企业之一，具有近30年的住宅物业开发经验，在全国主要城市销售收入排名居前，2016年公司在全国销售市场占有率为3.1%，较2015年提高0.1个百分点，呈持续上升态势。
- 经营业绩较快增长，待结算资源丰富。2016年，公司实现合同销售面积2,765.4万平方米，合同销售金额3,647.7亿元，分别较上年同期增长33.8%和39.5%；年末已售待结算面积2,280万平方米，已售待结算金额2,782亿元，分别同比增长23.8%和29.4%，丰富的待结算资源为其未来经营业绩提供了强有力的保障。
- 合理均衡的项目储备资源。2016年，公司新增土地储备权益建筑面积为1,892万平方米，于上海区域、广深区域、北京区域和中西部区域新增土地储备建筑面积占比分别为28.64%、17.83%、25.34%和28.19%，项目均匀分布于国内主要经济圈内，分散且针对优势经济区域的布局有助于其抵御区域市场波动风险。
- 公司核心住宅业务与城市配套服务业务协同

分析师

解晓婷 xtxie@ccxr.com.cn
李诗哲 shzhli@ccxr.com.cn
吴丹 danwu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年5月25日

效应显现。公司在坚守住宅房地产开发业务基础上，明确了城市配套服务商的定位，业务领域不断创新，已进入物流地产、商业地产、长租公寓、养老产业等城市配套服务业务，逐步发挥较好的协同效应。

- 财务结构稳健及流动性指标持续向好。公司继续执行稳健审慎的经营策略，根据回款情况规划投资及运营支出，财务杠杆比率仍维持在合理区间。同时，2016年得益于良好的销售形势和较强的流动性管理能力，公司经营活动净现金流为395.66亿元，同比大幅增长146.58%；年末手持货币资金充裕，同比增长63.65%至870.32亿元，对短期债务覆盖充分；同时，2016年公司存货周转率及资产周转率均较上年有所提升，整体流动性进一步增强。

关注

- 房地产行业竞争加剧。在宏观经济增速放缓、房地产市场区域分化日益明显的背景下，行业竞争加剧，利润空间不断收窄，行业环境及行业政策的变化或将对公司经营战略的实施提出更高要求。
- 公司股权结构变化及董事会成员变化对公司长期发展战略、业务经营和管理稳健性有不确定性的影响。2015年公司第一大股东发生变更，此后股权结构一直处于变化之中。股权结构变动以及未来董事会成员变化或将对公司经营计划、管理方式以及未来发展战略产生影响。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

募集资金使用情况

万科企业股份有限公司 2015 年公司债券（第一期）（债券简称为“15 万科 01”、债券代码为“112285”，以下简称“本期债券”）于 2015 年 9 月 25 日至 2015 年 9 月 28 日完成发行，发行规模为 50 亿元，期限为 5 年，到期日为 2020 年 9 月 25 日。本期债券实际发行额为 50 亿元，最终票面利率为 3.50%。截至 2016 年 12 月 31 日，万科企业股份有限公司（以下简称“万科企业”或“公司”）已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

重大事项

自 2015 年以来，深圳市钜盛华股份有限公司（以下简称“钜盛华”）及其一致行动人持续买入公司股票，截至 2015 年末，钜盛华及其一致行动人合计持有公司 24.26% 股权，成为公司第一大股东；公司原第一大股东华润股份有限公司（以下简称“华润股份”）成为第二大股东，直接和间接持股比例合计为 15.29%。

2015 年 12 月 18 日，公司股票因筹划重大资产重组事项而停牌。2016 年 3 月 14 日，公司披露与深圳市地铁集团有限公司（以下简称“地铁集团”）签署了一份合作备忘录（以下简称“备忘录”），备忘录约定，地铁集团将出售，并且万科企业将购买，地铁集团下属公司的全部或部分股权。2016 年 6 月 17 日，公司召开第十七届董事会第十一次会议，审议通过了以发行股份的方式向地铁集团购买其持有的深圳地铁前海国际发展有限公司（以下简称“前海国际”）100% 股权等有关事项。但因各方股东未达成一致意见，2016 年 12 月 16 日，公司董事会审议通过，终止发行股份的方式向地铁集团购买其持有的前海国际股权的事项。2017 年 1 月 12 日，华润股份及其全资子公司中润国内贸易有限公司与地铁集团签署《关于万科企业股份有限公司之股份转让协议》，将合计持有的 1,689,599,817 股公司 A 股股份全部转让予地铁集团。2017 年 1 月 24 日，有关转让股份过户登记手续办理完毕，地铁集团持有公司 A 股股份占公司总股份的比例为 15.31%。

2017 年 3 月 16 日，地铁集团与中国恒大集团

签署《战略合作框架协议》（以下简称“《框架协议》”），并于同日与中国恒大集团下属企业签署《委托协议》，约定在《框架协议》生效之日起一年内（以下简称“有效期”），中国恒大集团下属企业将持有的 1,553,210,974 股万科 A 股表决权、提案权及参加股东大会的权利（以下简称“特定股东权利”）不可撤销地委托给地铁集团，由地铁集团自行决定前述特定股东权利的行使。自上述协议签署之日起一年内，地铁集团可行使公司共计 29.38% 的表决权、提案权及参加股东大会的权利，目前地铁集团为拥有公司表决权比例最高的股东。

截至 2017 年 3 月末，钜盛华及其一致行动人合计持有公司 A 股股份 2,803,897,216 股，占公司股份总数的 25.40%，为公司的第一大股东。地铁集团持股比例为 15.31%，恒大地产集团有限公司（以下简称“恒大地产”）及其一致行动人持股 14.07%。

值得关注的是，公司股权变化或对其控股权产生不确定影响，并对其经营计划和管理方式产生影响；同时，公司未来董事会的换届选举以及董事会成员的变化或将对公司未来发展战略、业务经营及信用状况带来不确定性影响。

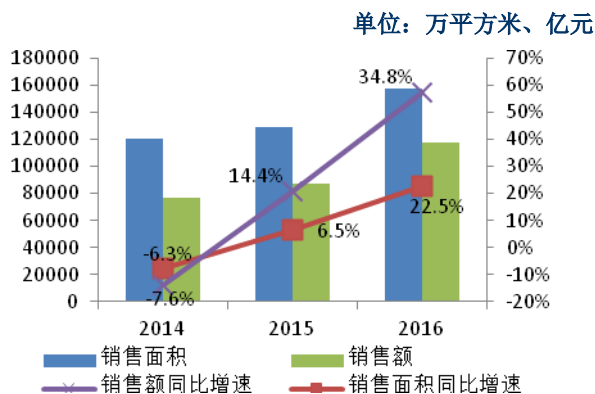
行业分析

受益于宽松的行业政策环境，2016 年我国房地产投资增速上涨，商品房销售呈现量价齐升态势，待售面积出现近年首次下降，但区域分化更趋明显。

得益于持续宽松的行业政策环境，2016 年我国房地产市场处于明显上升周期。根据国家统计局数据显示，2016 年房地产企业累计完成房地产开发投资 102,581 亿元，同比增长 6.9%，增速较上年上涨 5.9 个百分点；同年全国商品房销售面积与销售额分别为 157,349 万平方米和 117,627 亿元，同比分别增长 22.4% 和 34.8%。从价格来看，2016 年 1~11 月全国百城住宅均价呈现逐月增长的态势，2016 年 11 月全国百城住宅成交均价达 12,938 元/平方米，较年初增长 17.34%；其中一线城市住宅均价达 40,441 元/平方米，较年初增长 20.60%；同期二线城市住宅均价达 11,697 元/平方米，较年初增长

17.03%；三线城市住宅均价达 7,359 元/平方米，较年初增长 8.82%¹。良好的商品房成交使得商品库存出现近年来首次下降，2016 年末全国商品房待售面积 69,539 万平方米，同比减少 3.22%；但需关注到部分二线及三四线城市仍存在去库存压力，价格亦难以上行，不同能级城市商品住宅市场分化明显。

图 1：2014~2016 年全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地市场方面，在去库存的大背景下，2016 年全国房地产用地供给继续收紧，但土地成交金额上涨明显，区域亦有所分化。2016 年全国房地产建设用地供应面积为 10,750 万平方米，同比下降 10.19%；同年房企购置的土地面积 22,025 万平方米，同比下降 3.45%，但由于土地均价上升、溢价率持续高位，同期土地成交款约 9,129 亿元，同比上涨 19.77%。其中，一线城市 2016 年的土地成交均价同比增加 15.98%，涨幅较上年增加 1.4 个百分点，平均溢价率约 47.06%；二线城市土地成交均价则同比上涨 70.2%，涨幅较上年提升了 56.2 个百分点，平均溢价率达 52.55%；而三线城市成交土地均价同比增加 13.50%，平均溢价率为 19.85%。

2016 年房地产行业在坚持去库存的整体基调上，继续实施“因城施策”的政策引导，部分重点城市调控政策升级，行业政策仍是短期内影响房地产市场的重要因素。

2016 年全国依旧维持去库存的房地产政策目

¹ 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌及福州；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

标，继续落实“分类调控、分地施策”的政策引导。具体来看，2016 年初中国人民银行、银监会宣布降低非限购城市的首付比例，同时财政部、国家税务总局、住房城乡建设部调整契税税率以降低购房成本；6 月国务院办公厅出台《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》指出，实行购租并举，培育和发展住房租赁市场，促进住房租赁市场健康发展，进一步推动房地产市场的去化进程。在全国层面陆续出台宽松的房地产政策同时，部分重点城市率先推出了严格的楼市调控政策以抑制房价的过快上涨，一线城市中以上海和深圳最为严厉；而去库存压力较大的部分二线及三四线城市则始终维持宽松的房地产政策。2016 年 3 月，上海及深圳率先提高购房首付比例并提高购房资格要求；十一期间，全国二十多个城市相继出台了限购限贷政策；11 月以来，部分重点城市继续加大了调控力度。持续的调控政策使得部分城市短期内购房需求得到抑制，市场成交量收缩明显，行业政策仍是短期内影响房地产市场的重要因素。

房地产企业利润空间持续收窄，行业兼并收购的趋势明显，集中度进一步上升，优质资源将向具有规模优势的房地产企业倾斜。

受市场竞争加剧、土地价格上升等因素的影响，房企的利润空间不断侵蚀，盈利能力有所下滑，行业内的兼并收购案例大幅增多。据不完全统计，2016 年销售额在 300 亿元以上的房企已完成及正在进行中的并购案例已近 100 起，占行业并购数量的 70% 以上，资金、项目及资源等逐步向大型房企聚集。与此同时，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升。2016 年 TOP100 房企入榜金额门槛从 2015 年的 104 亿元提高至 157 亿元，同比上升 51%，销售金额集中度亦提升 3.87 个百分点至 43.92%，占比近一半；TOP20 销售门槛提升最快，由 2015 年的 358 亿元大幅增至 647 亿元，同比提升了 81%，销售金额集中度则上升 1.67 个百分点至 24.73%；而 TOP10 房企销售金额门槛达到 1,100.2 亿元，同比上涨 51.73%，占全国销售额的比重达到 18.35%，较上年提升 1.27 个百分点，千亿房企已达 12 家。

业务运营

跟踪期内，公司销售业绩保持增长，项目运营稳健，销售业绩保持增长，市场占有率持续上升，大量待结算资源为其未来经营业绩的保持提供保障，行业龙头地位稳固。

在房地产市场景气度回升的背景下，2016 年公司加快推盘节奏，销售业绩大幅增长，当年实现销售面积达 2,765 万平方米，销售金额为 3,648 亿元，分别同比增长 33.8% 和 39.5%。从区域分布来看，2016 年销售金额集中于以珠三角为核心的广深区域、以长三角为核心的上海区域、以环渤海为核心的北京区域，以及由中西部中心城市组成的中西部区域，上述四大区域销售金额占比分别为 28.08%、32.06%、21.91% 和 16.51%。按全国商品房销售金额人民币 117,627.1 亿元计算，2016 年公司在全国市场占有率为 3.1%，较 2015 年提高 0.1 个百分点，行业龙头地位稳固。从城市销售排名来看，2016 年公司在北京、上海、广州、深圳、杭州、武汉、苏州、东莞、佛山、南京、西安、宁波、沈阳、天津等 14 个城市的销售金额超过百亿；在 40 个城市的市场销售排名位列当地前三，其中深圳销售排名为第一，北京、上海和广州都位列第二。2017 年 1~3 月，公司实现销售面积 988 万平方米，销售签约金额 1,503 亿元。

从结算情况看，2016 年公司结算面积和结算金额持续增长，分别为 2,053 万平方米和 2,341 亿元，分别同比增长 20.5% 和 23.1%。从区域分布来看，2016 年上海区域结算金额占总结算金额的比重为 33.11%，广深区域、北京区域和中西部区域分别占比 32.43%、17.85% 和 16.61%。截至 2016 年 12 月 31 日，公司尚有 2,280 万平方米已售资源尚未竣工结算，合同金额合计约为 2,782 亿元，较 2015 年末分别增长 23.8% 和 29.4%，对公司 2017 年的业绩形成了强有力保障。

表 1：2014~2016 年公司业务运营情况

单位：亿元、万平方米、元/平方米

指标	2014	2015	2016	2016 年 同比变化
销售面积	1,806	2,067	2,765	33.8%
销售金额	2,151	2,615	3,648	39.5%
结算面积	1,259	1,705	2,053	20.5%
结算金额	1,435	1,902	2,341	23.1%
销售均价	11,909	12,651	13,190	4.26%
已售未结转面积	1,670	1,841	2,280	23.8%
已售未结转金额	1,946	2,151	2,782	29.4%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从项目运作情况来看，2016 年公司继续加快了对项目的开发节奏。当年，公司新开工面积 3,137 万平方米，同比增长 47.5%；竣工面积 2,237 万平方米，同比增长 29.4%。从结算面积/竣工面积比例看，2016 年公司该项指标为 91.79%，显示出公司出色的资源把控和较快的存货周转效率。截至 2016 年末，公司房地产项目分布于中国大陆 65 个城市，且持续采取深耕策略，年末在大陆拥有 600 个主要开发项目（含规划中项目），年末在建权益建筑面积合计约 3,622 万平方米，同比增长 15.4%，为其未来的长远发展提供了较好保障。

2017 年 1~3 月，公司项目新开工面积和竣工面积分别为 917.7 万平方米和 124.3 万平方米，项目新开工面积占全年新开工计划的比例为 31.40%，但由于房地产业务竣工具有较强的季节性规律，大部分项目资源通常集中于下半年交付，一季度竣工占全年预计竣工量的比例仅为 5.1%。

表 2：2014~2016 年公司开竣工情况

单位：万平方米、个

	2014	2015	2016	2016 年 同比变化
新开工面积	1,728	2,127	3,137	47.5%
竣工面积	1,385	1,729	2,237	29.4%
在建权益建筑面积	2,776	3,147	3,622	15.4%
项目数量	417	472	600	27.1%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

海外房地产市场业务方面，2016 年公司持续贯彻以国际化为长期发展的战略，继续拓展海外业务。跟踪期内，公司在纽约参与 5 个项目，在旧金山参与 2 个项目，新进入西雅图参与 1 个项目，以

及在香港新增 1 个项目。当年，海外项目贡献销售面积 3.6 万平方米，销售收入 33.0 亿元。截至 2016 年末，公司已进入旧金山、香港、新加坡、纽约、伦敦、西雅图等 6 个海外城市。

在土地市场持续激烈竞争的背景下，2016 年公司继续探索多元化的土地获取模式，始终遵循审慎的购地策略加大项目储备力度，新增土地储备分布合理均衡。

鉴于土地市场竞争激烈，公司持续探索多元化的土地获取模式，通过合作、股权收购、代建等方式确保以合理价格获取土地资源。公司紧跟房地产市场格局的变化，始终遵循严谨的购地策略，并通过 PIE 评估模型、事业合伙人持股计划和项目跟投制度等方式来控制投资风险。

在项目投资上，公司坚持量入为出的原则，新增土地储备规模与公司经营规模相匹配，较为合理。2016 年，公司新增项目 173 个，其中 59.5% 的新增项目为通过合作方式获取，新增项目权益占地面积约 809 万平方米，权益建筑面积为 1,892 万平方米。在土地市场竞争持续加剧的背景下，土地成本进一步上升，新增项目平均楼面地价为 6,534 元/平方米，同比上升 32.24%。从新增土地储备的区域分布来看，2016 年广深区域土地储备建筑面积占总建筑面积的比重为 17.83%，上海区域占比 28.64%，北京区域占比 25.34%，中西部区域占比 28.19%，新增项目区域分布较为均衡。

另截至 2016 年末，公司规划中项目的权益总建筑面积为 3,655.9 万平方米，其中广深区域占比为 29.11%、上海区域占比为 18.58%、北京区域占比为 27.78%、中西部区域占比为 24.52%，基本可满足未来 2~3 年的开发需求，适当且均衡的土地储备为公司经营业绩的保持提供保障。

表 3：2014~2016 年公司土地储备和新增项目情况

单位：个、万平方米、元/平方米

指标	2014	2015	2016
新增项目	41	105	173
权益占地面积	206	630	809
权益规划建筑面积	591	1,580	1,892
平均楼面地价	4,372	4,941	6,534

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司坚持“和城市同步发展”的策略，跟随城市发展轨迹和客户需求升级，在住宅开发核心业务的基础上，积极开拓商业地产、物流地产、长租公寓、养老及滑雪等城市配套服务业务，逐步发挥较好的协同效应。

公司围绕“城市配套服务商”的发展战略，逐步丰富产品服务体系，在住宅开发核心业务的基础上，积极开拓商业地产、物流地产、长租公寓、养老及滑雪等城市配套服务业务，逐步发挥较好的协同效应。

商业地产方面，近年来公司积极布局社区商业和综合体商业。2016 年公司通过与部分合作方组成的联合收购平台收购了印力集团控股有限公司（以下简称“印力集团”）的股权，印力集团成熟的商业开发管理和经营管理能力以及大量长期稳定的优质客户资源，将有助于公司布局商业地产市场，同住宅开发互补，形成较好的协同效应。2017 年 3 月 17 日，公司全体董事一致同意关于公司商业地产资产整合的议案，决定将公司拥有的 42 个商业地产项目的部分或全部权益转让给公司参与组建的商业地产投资基金，各参与方同意委托印力集团或其下属公司运营管理标的资产包；同时，在同等市场条件下优先选择委托印力集团或其下属公司经营管理公司持有的其他商业地产项目。

物流地产方面，2014 年公司进入物流地产市场，物流地产业务秉承“聚焦大客户，聚焦重点城市，主打高标库产品”的战略，持续稳健扩张，截至 2016 年底，公司物流地产累计已获取 18 个项目，总建筑面积约 147 万平方米，项目分布于北京、上海、广州等一线城市，长三角其他城市、中西部区域等亦有布局。

长租公寓方面，公司积极布局长租公寓市场，目前已整合形成了统一的对外运营品牌——“泊寓”。养老地产方面，公司基于城市、社区和居家养老需求，深入探索养老模式，公司首个大型养老社区杭州随园嘉树项目，自 2015 年投入运营以来，目前已有 600 余位老人入住，成为 2016 年 G20 峰会的接待参观点。同时，公司还探索产业办公、滑雪等新业务。

此外，在核心城市土地供应日益紧缺的背景下，公司携手股东方地铁集团，致力于探索“轨道+物业”开发模式。一方面地铁集团的上盖物业可考虑注入公司或者采用合作开发方式，可扩大公司业务规模；另一方面，依托地铁集团的轨道品牌以及公司自身的房地产开发实力，公司可同其他轨道开发商合作，将“轨道+物业”模式向其他城市输出。

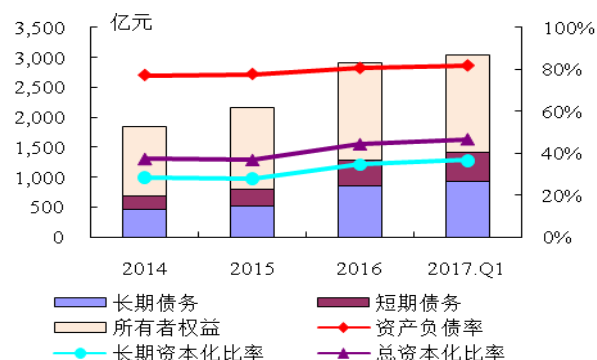
财务分析

下列财务分析基于公司提供的经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014年度、2015年度和2016年度审计报告，以及未经审计的2017年一季度财务报表。

资本结构

随着房地产开发业务规模的扩大，公司总资产规模进一步提升，截至2016年12月31日，公司资产总额达8,306.74亿元，同比增长35.89%。同期，伴随业务规模的扩大，公司外部债务规模和预收款项规模增加，使得负债水平有所上升。2016年末公司总负债为6,689.98亿元，同比增长40.85%。受此影响，当年末公司资产负债率同比小幅上升2.84个百分点至80.54%；净负债率为25.87%，较上年上升6.57个百分点，整体仍处于行业较低水平。截至2017年3月末，公司资产总额8,867.54亿元，负债合计7,247.67亿元，资产负债率和净负债率分别为81.73%和31.52%。总体来看，公司的杠杆比率维持在合理的水平。

图2：2014~2017.Q1末公司资本结构

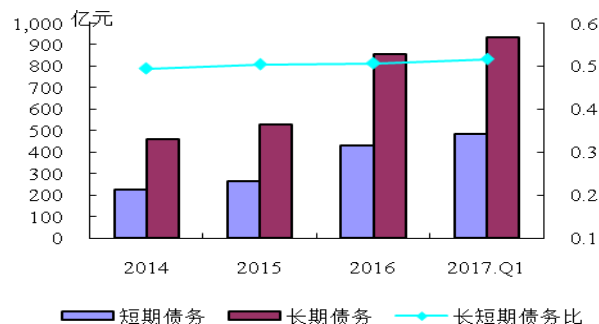


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

债务方面，随着在建项目的持续推进，公司债务规模逐年上升。2016年末，公司总债务规模为1,288.64亿元，同比增长62.11%，其中短期债务

433.50亿元，同比增长62.69%，长期债务855.14亿元，同比增长61.82%。当年末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为0.51倍，与2015年末的0.50倍基本持平。截至2017年3月末，公司总债务为1,420.20亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为0.52倍，以长期债务为主的债务结构与其业务特点较为匹配，债务期限结构合理。

图3：2014~2017.Q1末公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，凭借稳健的投资策略，公司在业务规模扩大过程中财务杠杆比率虽有所上升，但仍保持在合理水平，债务期限结构合理，整体财务结构维持稳健。

流动性

从流动资产来看，截至2016年末公司流动资产为7,212.95亿元，公司流动资产占资产总额的比重为86.83%。从流动资产的构成来看，2016年末公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成，分别占流动资产的12.07%、14.62%和64.79%。另截至2017年3月末，公司流动资产占同期末资产总额的比重为87.20%，存货和货币资金占流动资产的比重为75.34%。

表4：2014~2017.Q1末公司流动资产分析

	2014	2015	2016	2017.Q1
流动资产/总资产	91.42%	89.49%	86.83%	87.20%
存货/流动资产	68.36%	67.30%	64.79%	63.58%
货币资金/流动资产	13.49%	9.72%	12.07%	11.76%
(存货+货币资金)/流动资产	81.85%	77.02%	76.86%	75.34%
其他应收款/流动资产	10.53%	13.80%	14.62%	16.17%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，2016年公司存货规模保持增长，年末存货净额为4,673.61亿元，同比增长26.96%。其

中，在建开发产品 2,848.85 亿元、已完工开发产品 437.12 亿元、拟开发产品 1,369.15 亿元，占期末存货总额的比例分别为 60.96%、9.35% 和 29.30%。存货中已完工开发产品占比 9.35%，现房销售压力较小，而在建和拟建开发产品合计占存货的 90.26%，较大规模的在建、拟建项目给公司未来经营业绩提供保障，同时后续开发的资金需求也较大。

表 5：截至 2016 年 12 月 31 日公司存货明细

单位：亿元

项目	金额	占比
已完工开发产品	437.12	9.35%
在建开发产品	2,848.85	60.96%
拟开发产品	1,369.15	29.30%
其他	18.49	0.39%
合计	4,673.61	100.00%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产周转效率方面，公司坚持对住宅项目实行标准化管理，通过标准化管理提高项目开发的周转速度。同时，自公司 2014 年引入事业合伙人机制以来，跟投项目制度的实施使得项目周转效率得到明显提升。2016 年公司存货周转率和总资产周转率分别为 0.41 次和 0.36 次，资产周转速度持续加快。

现金流方面，得益于销售回款的大幅增加以及稳健审慎的投资策略，2016 年公司经营活动净现金流为 395.66 亿元，同比上升 146.58%，受此影响，公司当年经营活动现金流净额/短期债务为 0.91 倍，比上一年增加 0.31 倍。货币资金方面，2016 年末公司货币资金规模同比增加 63.65%，货币资金/短期债务为 2.01 倍，与上年基本持平，对短期债务能形成较好覆盖。

表 6：2014~2017.Q1 公司部分流动性指标

单位：亿元

	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	627.15	531.80	870.32	909.69
经营活动现金流净额	417.25	160.46	395.66	-95.24
经营净现金流/短期债务	1.83	0.60	0.91	-0.20
货币资金/短期债务	2.75	2.00	2.01	1.88

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，得益于标准化管理以及项目跟投机制的实施，跟踪期内公司资产周转效率得到提升，项目销售回款及经营性现金流表现良好，年末手持货币资金充足，对短期债务形成较好覆盖，整体流

动性良好。

盈利能力

从收入规模看，2016 年全年实现营业收入 2,404.77 亿元，同比增长 22.98%，其中房产开发业务是其收入和利润的主要来源。此外，2016 年末公司预收款项余额为 2,746.46 亿元，同比增长 29.17%，占当年营业收入比重为 114.21%，为其未来经营业绩的增长提供了较好的保障。

从毛利水平来看，在房地产行业竞争加剧以及土地成本日益上涨的背景下，行业整体利润空间收窄，但公司毛利率保持稳定，2016 年公司毛利率为 29.41%，基本与上年持平。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 185.89 亿元，毛利率为 29.80%。

随着公司业务规模的增长，期间费用亦大幅增长，2016 年公司期间费用合计 135.53 亿元，同比增长 44.78%。具体来看，销售费用、管理费用和财务费用分别为 51.61 亿元、68.01 亿元和 15.92 亿元，分别同比增长 24.71%、43.31% 和 233.25%，财务费用的大幅增长系受债务规模扩张的影响。2016 年，公司期间费用占营业收入比重为 5.64%，公司对期间费用的控制能力很强。2017 年 1~3 月，公司三费合计为 28.56 亿元，由于公司结转收入大多集中于下半年，三费收入占比提升至 15.36%。

表 7：2014-2017.Q1 公司期间费用分析

单位：亿元

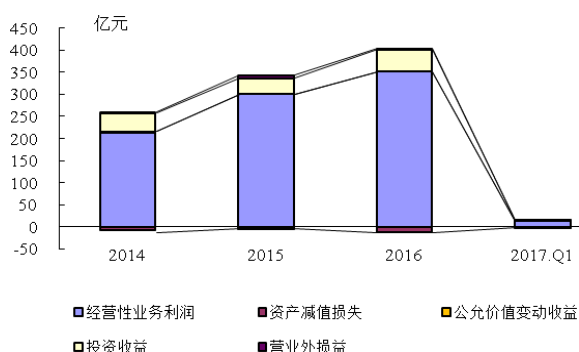
	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用	45.22	41.38	51.61	10.08
管理费用	39.03	47.45	68.01	14.77
财务费用	6.41	4.78	15.92	3.70
三费合计	90.65	93.61	135.53	28.56
营业总收入	1,463.88	1,955.49	2,404.77	185.89
三费收入占比	6.19%	4.79%	5.64%	15.36%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2016 年公司利润总额为 392.54 亿元，同比增长 16.13%，主要由经营性业务利润和投资收益构成。2016 年公司业务规模保持增长，毛利空间稳定，经营性业务利润同比增长 17.12% 至 352.03 亿元，占利润总额比例为 89.68%，经营性业务盈利能力很强。投资收益方面，公司投资收益主要来源于联营、合营公司实现的权益利润和以股权

转让方式实现项目合作而取得的收益，2016 年投资收益为 50.14 亿元，同比上升 40.76%，对其利润形成良好补充。综上，2016 年公司净利润为 283.50 亿元，同比增加 9.25%，净资产收益率为 17.54%，较 2015 年下降 1.5 个百分点，整体盈利能力依然很强。2017 年 1~3 月，公司利润总额 15.72 亿元，其中经营性业务利润为 13.33 亿元，投资收益为 2.60 亿元。

图 4：2014~2017.Q1 公司利润总额变化及其构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，在房地产行业竞争加剧的背景下，公司凭借其品牌知名度、均衡的区域布局以及项目高周转效率，2016 年公司营业收入持续保持增长，盈利能力很强。此外，公司较大规模的待结算资源亦将对未来 1~2 年的业绩增长形成有力保障。

偿债能力

由于公司业务规模的扩大，公司的债务规模亦逐年上升。截至 2016 年 12 月 31 日，公司总债务为 1,288.64 亿元，较上年末上升了 62.11%；其中短期债务 433.50 亿元，长短期债务比为 0.51 倍。截至 2017 年 3 月末，公司债务规模进一步上升至 1,420.20 亿元，较 2016 年末上升 10.21%。

从 EBITDA 规模来看，2016 年公司 EBITDA 为 427.13 亿元，同比上升 17.67%，主要由利润总额构成。从偿债能力指标来看，2016 年公司总债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数分别为 3.02 倍和 7.71 倍，EBITDA 对债务本息的保障能力很强；同期，经营净现金流利息倍数为 7.14 倍，较 2015 年的 3.31 倍有大幅提升，经营净现金流对利息支出覆盖充分。

表 8：2014~2017.Q1 公司主要偿债能力指标

	2014	2015	2016	2017.Q1
短期债务 (亿元)	228.32	266.47	433.50	483.42
长期债务 (亿元)	461.49	528.44	855.14	936.78
总债务 (亿元)	689.81	794.91	1,288.64	1,420.20
经营净现金流利息倍数 (X)	6.10	3.31	7.14	-5.77
经营净现金流/总债务 (X)	0.60	0.20	0.31	-0.27
EBITDA (亿元)	273.48	362.97	427.13	26.23
总债务/EBITDA (X)	2.52	2.19	3.02	13.53
EBITDA 利息倍数 (X)	4.00	7.48	7.71	1.59

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从债务币种来看，公司债务主要以人民币债务和美元债务为主。截至 2016 年末，公司总债务为 1,288.64 亿元，其中人民币债务 853.57 亿元，美元债务 258.29 亿元，港币债务 154.14 亿元、英镑债务 15.90 亿元以及新加坡币债务 6.74 亿元，占比分别为 66.24%、20.04%、11.96%、1.24% 和 0.52%。目前，公司利用远期外汇契约等衍生工具来对冲外汇风险。

表 9：截至 2016 年末公司债务币种分类明细

单位：亿元		
币种	债务总额	占比
人民币	853.57	66.24%
美元	258.29	20.04%
港币	154.14	11.96%
英镑	15.90	1.24%
新加坡币	6.74	0.52%
合计	1,288.64	100.00%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与包括中国工商银行股份有限公司在内的多家银行保持了良好的合作关系。截至 2017 年 3 月末，公司合并口径下获得主要合作银行授信总额约为 1,456.13 亿元，其中未使用的授信额度为 722.15 亿元。公司融资渠道畅通，具备较强的财务弹性。

或有负债方面，截至 2016 年 12 月 31 日，公司担保余额为 331.7 亿元，其中对联营公司提供担保余额为 18.4 亿元，其余 313.3 亿元均系为子公司提供的担保。同时，公司为商品房承购人提供阶段性抵押贷款担保，担保类型分为阶段性担保和全程

担保。截至 2016 年末，公司承担阶段性担保额及全程担保额分别为 1,111.63 亿元和 0.24 亿元。考虑到公司担保主要系对子公司的担保以及为商品房承购人提供的阶段性抵押担保，整体或有负债风险可控。

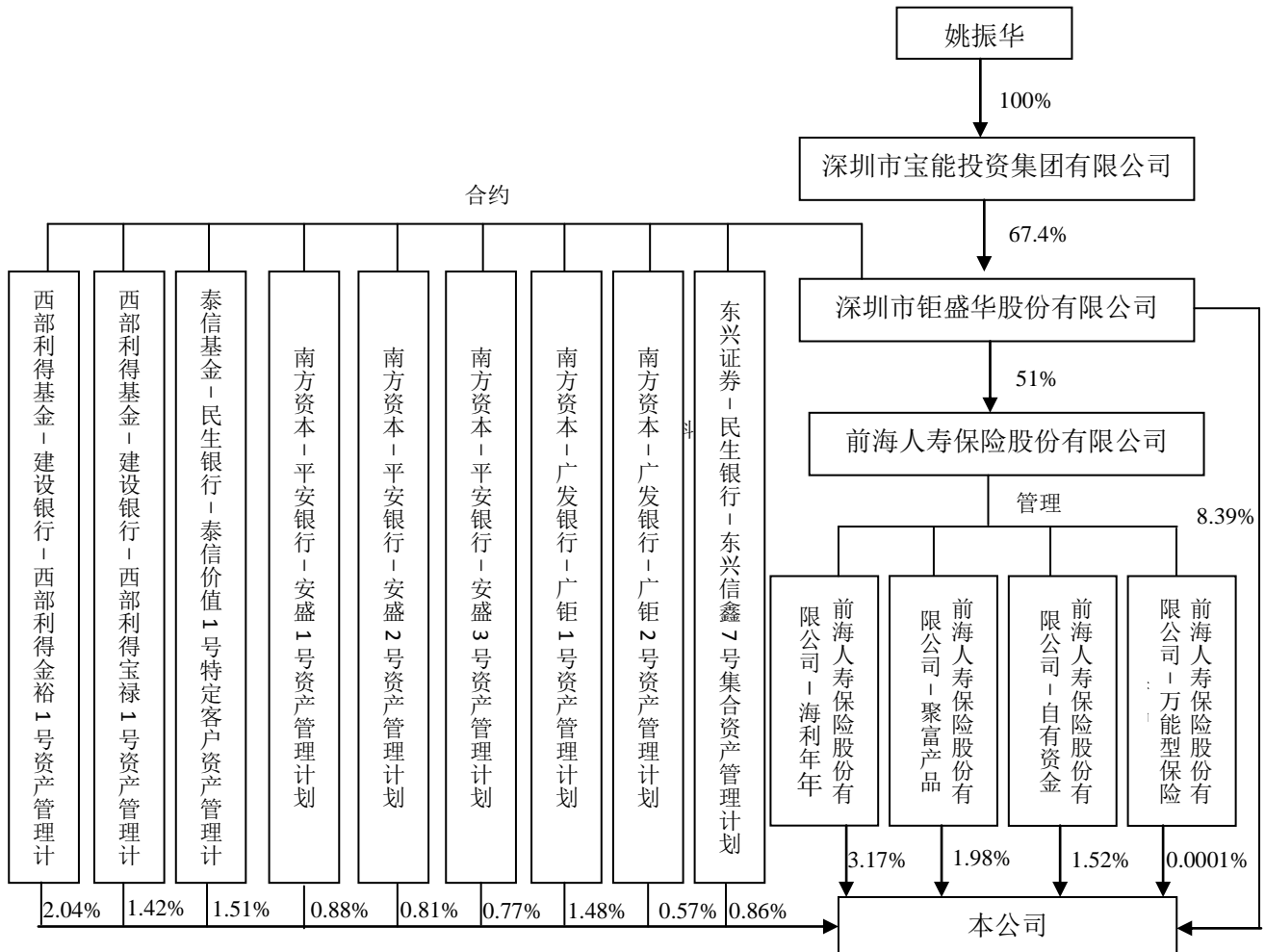
总体看来，跟踪期内公司收入规模继续保持增长，充足的待结算资源亦对其未来经营业绩保持具有很强的支撑。同时，公司现金回笼情况良好，年末手持货币资金充裕，财务杠杆比率保持在合理区间，加之多元化的融资渠道下具备较强财务弹性，整体偿债能力极强。

结 论

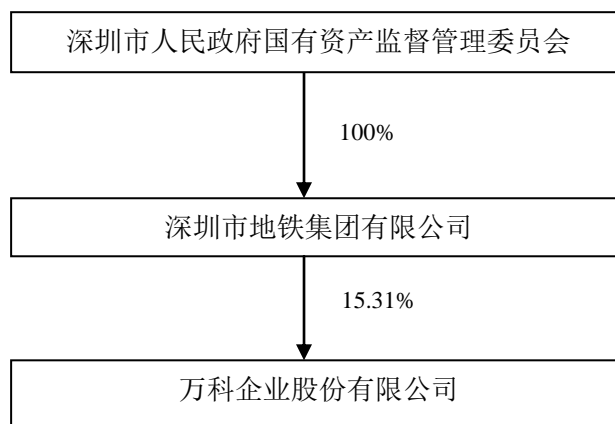
综上，中诚信证评将维持万科企业股份有限公司主体信用级别为**AAA**，评级展望为稳定；维持“万科企业股份有限公司2015年公司债券（第一期）”信用级别为**AAA**。

附一：万科企业股份有限公司股权结构图（截至2017年3月31日）

第一大股东持股结构图

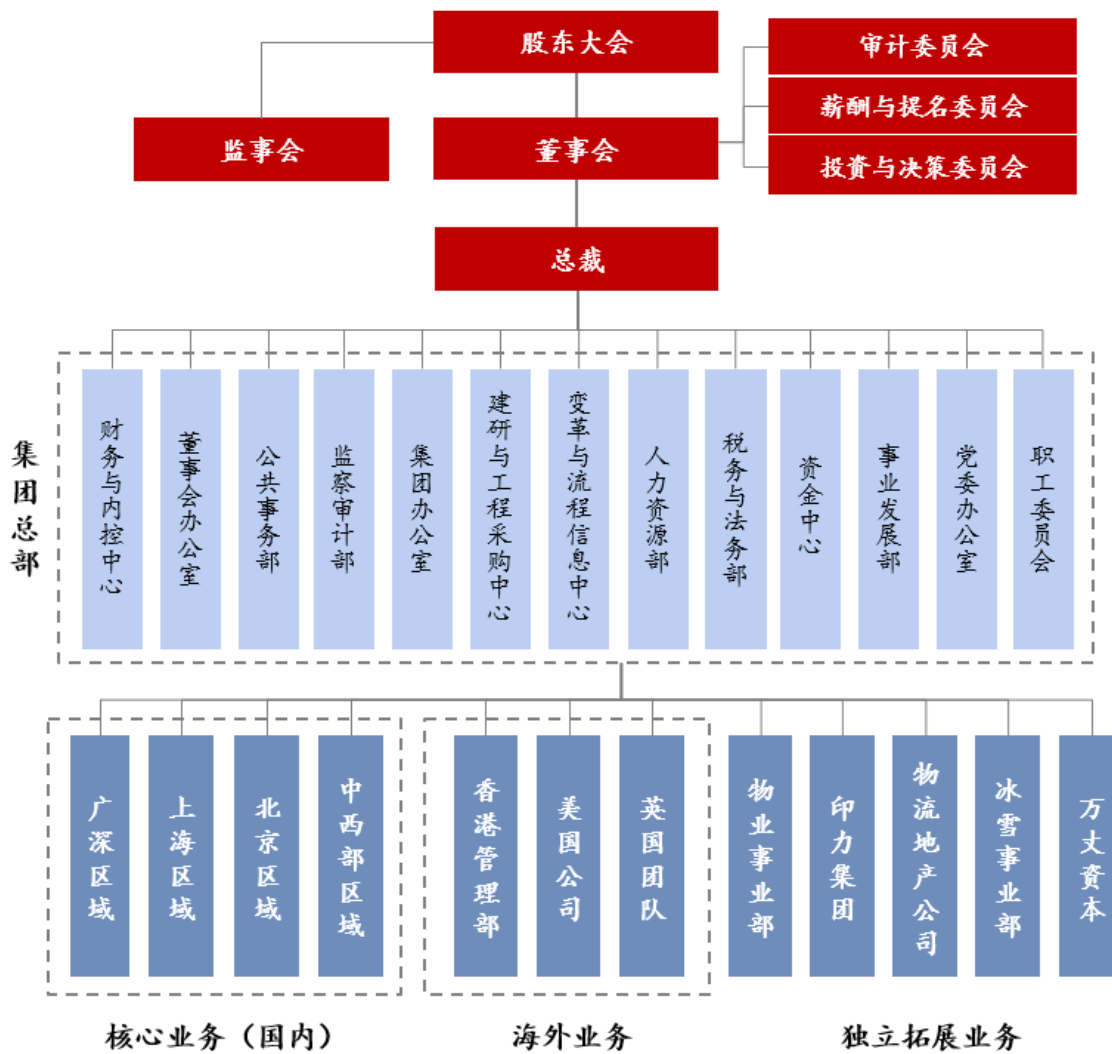


第二大股东持股结构图



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：万科企业股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：万科企业股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	6,271,525.34	5,318,038.10	8,703,211.82	9,096,914.31
应收账款净额	189,407.18	251,065.33	207,525.68	173,449.81
存货净额	31,772,637.85	36,812,193.05	46,736,133.61	49,163,669.14
流动资产	46,480,569.75	54,702,437.59	72,129,542.79	77,324,289.56
长期投资	1,936,683.74	3,464,223.62	6,303,000.28	6,492,471.42
固定资产合计	1,212,271.19	1,628,088.92	2,945,053.00	2,912,026.49
总资产	50,840,875.54	61,129,556.77	83,067,421.39	88,675,351.52
短期债务	2,283,235.80	2,664,649.20	4,334,988.65	4,834,215.55
长期债务	4,614,894.40	5,284,439.66	8,551,443.71	9,367,773.75
总债务（短期债务+长期债务）	6,898,130.20	7,949,088.86	12,886,432.36	14,201,989.30
总负债	39,251,513.85	47,498,595.04	66,899,764.26	72,476,749.89
所有者权益（含少数股东权益）	11,589,361.69	13,630,961.73	16,167,657.13	16,198,601.63
营业总收入	14,638,800.45	19,554,913.00	24,047,723.69	1,858,922.88
三费前利润	3,066,419.49	3,941,807.45	4,875,607.89	418,887.72
投资收益	415,926.20	356,190.81	501,383.59	25,972.32
净利润	1,928,752.40	2,594,943.80	2,835,025.55	110,917.08
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	2,734,806.58	3,629,739.74	4,271,258.31	262,328.89
经营活动产生现金净流量	4,172,481.91	1,604,602.07	3,956,612.90	-952,393.64
投资活动产生现金净流量	-348,737.09	-2,094,748.12	-4,338,905.01	282,241.46
筹资活动产生现金净流量	-1,961,725.15	-510,391.08	3,129,665.06	1,095,199.74
现金及现金等价物净增加额	1,864,917.05	-990,569.85	2,774,239.38	412,951.47
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	29.94	29.35	29.41	29.80
所有者权益收益率（%）	16.64	19.04	17.54	2.74
EBITDA/营业总收入（%）	18.68	18.56	17.76	14.11
速动比率（X）	0.43	0.43	0.44	0.45
经营活动净现金/总债务（X）	0.60	0.20	0.31	-0.27
经营活动净现金/短期债务（X）	1.83	0.60	0.91	-0.79
经营活动净现金/利息支出（X）	6.10	3.31	7.14	-5.77
EBITDA 利息倍数（X）	4.00	7.48	7.71	1.59
总债务/EBITDA（X）	2.52	2.19	3.02	13.53
资产负债率（%）	77.20	77.70	80.54	81.73
总资本化比率（%）	37.31	36.84	44.35	46.72
长期资本化比率（%）	28.48	27.94	34.59	36.64
净负债率（%）	5.41	19.30	25.87	31.52

注：1、所有者权益含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、鉴于万科企业应付票据均为“商业承兑汇票”，无保证金，而且均不付息；“交易性金融负债”为利率互换契约，是公司用于对冲利率风险的产品，按照“实质重于形式”原则，本报告中万科企业“短期债务”及相关指标均不包含“应付票据”和“交易性金融负债”；

3、万科企业 2017 年第一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务和总债务/EBITDA 等指标已经过年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业总收入 - (营业成本 + 利息支出 + 手续费及佣金支出 + 退保金 + 赔付支出净额 + 提取保险合同准备金净额 + 保单红利支出 + 分保费用)) / 营业总收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 合同销售收入

所有者权益收益率 = 当期净利润 / 期末所有者权益（含少数股东权益）

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

净负债率 = (总债务 - 货币资金) / 所有者权益

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。