



信用等级通知书

信评委函字[2017] G351-F2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拟发行的“万科企业股份有限公司2017年公司债券（第二期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；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

二零一七年七月三十一日

万科企业股份有限公司 2017 年公司债券（第二期）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	万科企业股份有限公司
发行总额	10亿元
债券期限	3+2年
债券利率	由发行人和簿记管理人根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定，在债券存续期内固定不变。
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，拟将全部用于偿还金融机构贷款，改善债务结构。

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等指标已经过年化。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定发行主体万科企业股份有限公司（以下简称“万科企业”或“公司”）主体信用等级为AAA。该级别反映了发行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。中诚信证评肯定了万科企业稳固的行业龙头地位、突出的品牌竞争力、区域均衡分布优势、公司核心住宅业务与城市配套服务业务的协同效应以及稳健的财务政策和良好的流动性等对公司信用质量的支持。同时，我们也关注房地产行业竞争加剧、利润空间收窄以及股权结构变动、董事会换届对公司长期发展战略、业务经营管理稳健性的影响等因素可能对公司信用质量产生的影响。

中诚信证评评定“万科企业股份有限公司 2017 年公司债券（第二期）”信用级别为 AAA，该级别反映了本期债券的信用质量极高，信用风险极低。

正面

- 稳固的行业龙头地位。万科企业是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，销售市场占有率由 2010 年的 1.95% 逐年上升至 2016 年的 3.10%，且呈持续上升态势，其行业龙头地位稳固。
- 突出的品牌竞争力。凭借优质且稳定的产品质量、明确的产品定位与贴合需求的物业服务，万科企业获得了客户和社会公众的高度信赖，形成了突出的品牌竞争力。
- 区域均衡分布优势。万科企业坚持聚焦深耕城市圈的发展战略，截至 2016 年末已进入中国大陆 65 个主要城市，项目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的协同效应。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



分析师

樊春裕 cyfan@ccxr.com.cn



李诗哲 shizheli@ccxr.com.cn

吴丹 danwu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年7月21日

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。

- 稳健的财务政策及较强的流动性。公司严格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，财务杠杆比率仍稳定维持在合理区间，经营性现金流及年末货币资金对短期债务的保障程度良好，同时获现能力对利息支出的覆盖亦处于较高水平。

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明显的背景下，行业竞争日益加剧，利润空间不断收窄，行业环境及行业政策的变化或将对万科企业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。

发行主体概况

万科企业股份有限公司（以下简称“万科企业”或“公司”）前身为1984年5月成立的“现代科教仪器展销中心”，1987年更名为“深圳现代科技中心”，1988年更名为“深圳现代企业有限公司”。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41,332,680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”）。1993年5月28日，公司发行B股在深圳证券交易所上市，并于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（H股）上市。

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。2015年12月18日，公司股票因筹划重大资产重组事项而停牌。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%。

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了关于终止发行股份购买资产的事项。截至2016年末，公司第一大股东为钜盛华及其一致行动人，持股25.40%；华润股份及其全资子公司持股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%。

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（以下简称“中国恒大”）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持股25.40%，依然为公司的第一大股东。地铁集团持股比例为15.31%，恒大地产及其一致行动人持股14.07%。

2017年6月10日，公司发布《关于股东签署股份转让协议的提示性公告暨公司股票复牌公告》，公司于2017年6月9日晚间收到地铁集团和恒大地产、广州市昱博投资有限公司、广州市奕博投资有限公司等中国恒大下属企业的通知，地铁集团于2017年6月9日下午与中国恒大下属企业签署了《恒大地产集团有限公司、广州市昱博投资有限公司、广州市奕博投资有限公司、广州市悦朗投资有限公司、广州市凯轩投资有限公司、广州市广域实业有限公司、广州市欣盛投资有限公司、广州市仲勤投资有限公司、广州市启通实业有限公司、广州市凯进投资有限公司与深圳市地铁集团有限公司关于万科企业股份有限公司之股份转让协议》，中国恒大下属企业将所持有的1,553,210,974股万科A股股份以协议转让的方式全部转让给地铁集团。关于本次股份转让，地铁集团已于2017年6月12日获得深圳市人民政府国有资产监督管理委员会的批复，中国恒大下属企业（恒大地产除外）也已获得了中信证券股份有限公司出具的《关于《关于股东股份解除质押的公告》的回复》，其

持有的 1,553,190,974 股万科 A 股股份已于 2017 年 6 月 19 日在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司办理了解除质押的相关手续。2017 年 7 月 7 日，公司发布《关于股东协议受让公司股份过户登记完成的公告》。至此，地铁集团直接持有 3,242,810,791 股万科 A 股股份，占万科总股本的 29.38%，为万科第一大股东。

公司拥有近 30 年的房地产开发经验，是中国领先的物业开发商，专注于住宅项目的开发、销售及管理，着重开发面向大众市场的优质中小型单位的住宅物业。公司项目覆盖中国广深区域、上海区域、北京区域及中西部区域的 65 个主要城市及 6 个海外城市，系国内品牌影响力最广，综合实力最强的房地产开发企业之一。

截至 2016 年 12 月 31 日，公司资产总额 8,306.74 亿元，所有者权益（含少数股东权益）1,616.77 亿元，资产负债率 80.54%；2016 年公司实现营业收入 2,404.77 亿元，净利润 283.50 亿元，经营活动净现金流 395.66 亿元。

截至 2017 年 3 月 31 日，公司资产总额 8,867.54 亿元，所有者权益（含少数股东权益）1,619.86 亿元，资产负债率 81.73%；2017 年 1~3 月公司实现营业收入 185.89 亿元，净利润 11.09 亿元，经营活动净现金流-95.24 亿元。

重大事项

董事会、监事会换届选举

2017 年 7 月 1 日，公司发布《2016 年度股东大会决议公告》，2016 年度股东大会以累积投票的方式，选举郁亮、林茂德、肖民、陈贤军、孙盛典、王文金和张旭为公司第十八届董事会非独立董事；选举康典、刘姝威、吴嘉宁和李强为公司第十八届董事会独立董事；选举解冻、郑英为第九届监事会非职工代表监事，与职工代表监事周清平共同组成第九届监事会。同日，公司发布《第十八届董事会第一次会议决议公告》，经第十八届董事会第一次会议审议通过，选举郁亮先生为公司第十八届董事会主席，选举林茂德先生为公司第十八届董事会副主席；公司发布《第九届监事会第一次会议决议公告》，选举解冻为公司第九届监事会主席。

资产包购买

公司董事会审议通过了《关于参与广信房产资产包竞买的议案》，同意公司参与竞买广东国际信托投资公司（以下简称“广东国投”）下属公司投资权益及相关债权（以下简称“广信房产资产包”）。2017 年 6 月 29 日，公司下属子公司广州市万溪房地产有限公司（以下简称“广州万溪”）通过现场公开拍卖竞得广信房产资产包，成交价为人民币 551 亿元。该项目将与相关合作方联合开发，公司正与竞拍前已有联合投资承诺的合作方进一步落实共同开发事宜，并根据董事会授权与其他意向合作方协商共同合作开发事宜。

交易的标的包括三部分，第一部分包括三笔债权：（1）广东国投持有的对广东省信托房产开发公司（以下简称“广信房产”）的债权及相应利息；（2）广东国投受让的广东国际大厦实业有限公司对广信房产的债权及相应利息；（3）破产清算组接受广东国际租赁公司破产清算小组、广信企业发展公司破产清算组和广东国际信托投资公司深圳公司破产清算组委托，在本次拍卖中一并出售的该三家破产公司清算组分别持有的对广信房产的债权及相应利息。第二部分为广东国投持有的广信房产的 100% 投资权益。第三部分为广东国投持有的对广州分公司的 100% 投资权益。本次交易标的涉及的核心资产为位于广州市核心区域 16 宗可开发土地，对应权益可开发计容面积为 211 万平方米，其中约 98% 均位于荔湾区、越秀区。

普洛斯私有化

2017 年 7 月 15 日，公司发布《关于参与私有化普洛斯的重大事项停牌公告》，公司联合普洛斯公司（Global Logistic Properties Limited，新加坡证券交易所上市公司，股票代码：MC0.SG；以下简称“GLP”或“普洛斯”）现任 CEO 梅志明先生、厚朴（HOPU Logistics Investment Management Co., Ltd.）、高瓴资本（Hillhouse Capital Logistics Management, Ltd.）、中银集团投资有限公司（Bank of China Group Investment Limited，以下简称“中银投”）共同参与普洛斯公司潜在的私有化，报价为每股 3.38 新加坡元。

2017年7月18日，公司公告称，其间接全资附属公司万科地产（香港）有限公司（以下简称“万科地产（香港）”）及其附属公司，与厚朴、高瓴资本、SMG、中银投组成财团，共同参与 GLP 潜在的私有化（以下简称“本次收购”）。万科地产（香港）已就本次收购于 2017 年 7 月 5 日订立了财团条款，并于 2017 年 7 月 14 日订立了股东协议及附属协议。收购要约方及 GLP 就有关收购于 2017 年 7 月 14 日达成执行协议，并列明了收购要约方及 GLP 执行方案的条款及条件。

根据财团有关安排，收购要约方为 Nesta Investment Holdings, L.P.（以下简称“Nesta”）间接全资拥有的特殊目的公司。Nesta 为根据开曼群岛法律组建的获豁免有限合伙企业，其有限合伙人为厚朴、高瓴资本、SMG、中银投及万科地产（香港）所控制或持有的主体。收购要约方建议收购 GLP 股本中全部已发行及缴足股本普通股（不包括库存股）。GLP 每股代价为 3.38 新加坡元，总代价约 159 亿新加坡元。收购要约方将通过 Nesta 出资及其他途径支付该代价。收购完成时，万科地产（香港）在 Nesta 的出资将不超过 34 亿新加坡元（按照 2017 年 7 月 14 日汇率折算为人民币 168 亿元），在 Nesta 中的有限合伙权益约 21.4%。此外，万科地产（香港）及其附属公司也可以自主决定投资于财团其他成员为收购而设立的若干联接基金。

本次收购尚需满足（或如适用，获豁免）若干条件后方可执行方案，包括 GLP 股东批准、监管部门及法院批准，以及并未出现与 GLP（或 GLP 集团某些主要实体）及收购要约方相关的若干规定的事项。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
发行主体	万科企业股份有限公司
债券名称	万科企业股份有限公司 2017 年公司债券（第二期）
发行规模	10 亿元
债券期限	3+2 年
债券利率	由发行人和簿记管理人根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定，在债券存续期内固定不变
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，拟将全部用于偿还金融机构贷款，改善债务结构

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

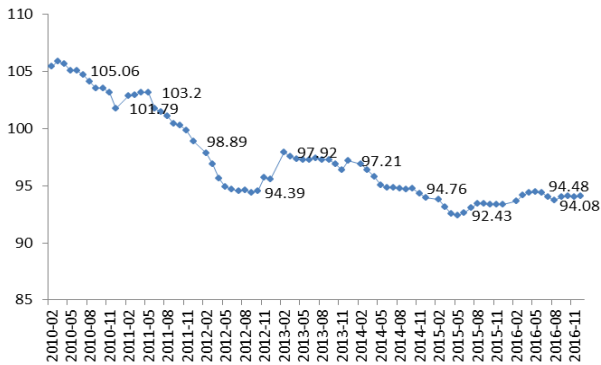
行业分析

房地产行业概况

房地产业是中国经济增长的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。自改革开放以来，中国房地产行业得到快速发展，国房景气指数持续提升并于 2007 年 11 月达到历史顶点 106.59 点。此后，受 2008 年次贷危机和紧缩货币政策影响，国内房价出现十年来的首次下跌；2009 年随着国家出台的信贷宽松政策，商品房销售情况有所好转；2010 年，为抑制过快上涨的房价，国务院先后出台多项调控政策，房地产市场再次步入调整阶段；2012 年，在中央继续保持从紧政策的同时，地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求，商品房销售开始逐步回升，2013 年房地产市场延续上升势头，期内国房景气指数呈波动上升态势；2014 年，房地产市场短期供过于求，且受价格预期变化等因素影响，房地产市场销售下滑，国房景气指数亦随之下降；进入 2015 年，随着一系列宽松的行业政策出台，中国房地产市场总体上呈现回暖趋势，国房景气指数自 2015 年 6 月始有所回升并于下半年企稳，上升态势延续至 2016 年上半年。2016 年 10 月以来部分重点城市陆续出台限购、限贷等房地产调控政策，国房景气指数有所调整，但仍较上年同期均有所上升。2016 年房地产市场的明显回暖使得当年房地产业对 GDP 增长贡献率达 7.8%，较上年增加了 5.4 个百分点，房地产业增加值占

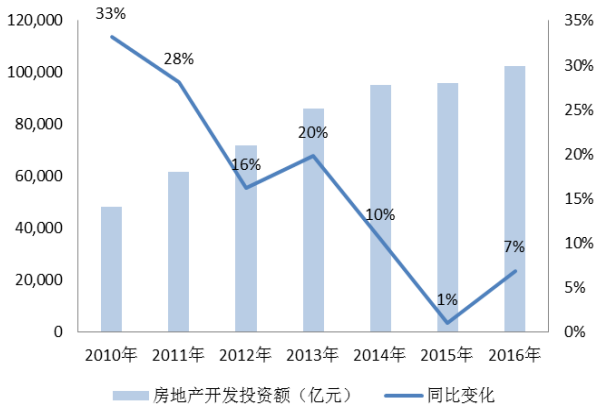
GDP 的比重亦达到历史最高位的 6.47%。

图 1: 2010~2016 年国房景气指数



资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

图 2: 2010~2016 年全国房地产开发投资情况



资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

在房地产投资方面, 近年来房地产开发投资额保持增长, 但增速有所放缓。根据国家统计局数据显示, 2014 年全年完成房地产开发投资 95,036 亿元, 同比增长 10.5%, 增速下降 9.3 个百分点; 2015 年房地产行业投资增速延续回落态势, 当年全国房地产开发投资 95,979 亿元, 同比增长仅 1.0%; 2016 年, 良好的销售情况提振了房企信心, 当年房地产投资增速有所提升, 全年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。

房地产开发投资资金的到位情况方面, 近年来我国房地产开发企业的到位资金规模逐年增长, 2014~2016 年房地产开发企业到位资金分别为 121,991 亿元、125,203 亿元和 144,214 亿元, 年复合增长率 8.73%。从资金来源来看, 随着房地产市场的回暖, 房企资金来源中预收账款以及客户购房贷款规模及其占比呈快速上升态势, 2014~2016 年房企资金来源中预收账款以及客户购房贷款合计

分别为 43,903 亿元、49,182 亿元和 66,355 亿元, 其中 2016 年市场成交的明显提升及信贷政策的宽松使得其预收账款和客户购房贷款的规模同比上涨 34.92%, 占当期房企资金总额的比重亦提升至 46.01%; 而 2014~2016 年房企自筹资金和国内贷款规模有所波动, 分别为 71,661 亿元、69,252 亿元和 70,645 亿元, 占比分别为 58.74%、55.31% 和 48.99%, 占比逐年下降。

表 2: 2014~2016 年房地产开发投资资金来源

单位: 亿元、%

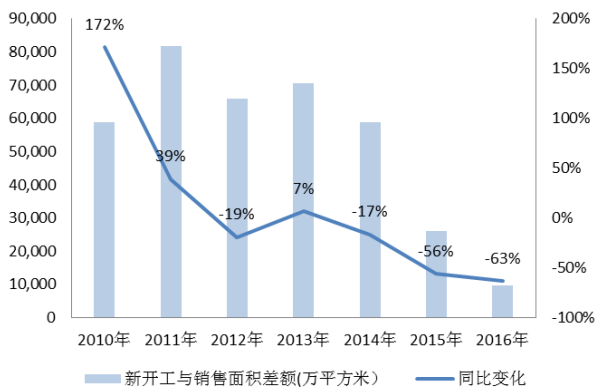
指标	2014	2015	2016
资金来源合计	121,991	125,203	144,214
同比增长	-0.1	2.6	15.2
其中:			
自筹资金	50,419	49,038	49,133
占比	41.33	39.17	34.07
同比增长	6.3	-2.7	0.2
国内贷款	21,242	20,214	21,512
占比	17.41	16.14	14.92
同比增长	8.0	-4.8	6.4
利用外资	639	297	140
占比	0.52	0.24	0.10
同比增长	19.7	-53.6	-52.6
其他来源	49,689	55,655	73,428
占比	40.73	44.45	50.92
同比增长	-8.8	12.0	31.9
其中: 定金及预收款	30,238	32,520	41,952
同比增长	-12.4	7.5	29.0
个人按揭贷款	13,665	16,662	24,403
同比增长	-2.6	21.9	46.5

资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

施工方面, 近年房地产新开工面积呈现波动下滑态势。具体来看, 2014 年房地产销售形势不佳使得房地产开发企业对新项目开发持较为谨慎态度, 有意控制新楼盘的开工规模以降低企业自身现金支出, 当年房地产新开工面积 179,592 万平方米, 同比下降 10.7%。2015 年, 房地产开发企业房屋新开工面积 154,454 万平方米, 同比进一步下降 14.0%。在商品房库存增加以及出清周期延长的背景下, 房地产新开工面积同比下降导致短期内新增供给量的下滑, 有助于缩短房地产市场恢复供需平衡的时间。2016 年, 在一、二线重点城市房地产市

场景气度明显提升的带动下，房企纷纷加速开发节奏以及时补充可售货源，全国房地产当年累计新开工面积 166,928 万平方米，同比上升 8.1%。从新开工面积与销售面积的差额来看，近年来商品房新开工面积始终高于同年商品房销售面积，但新开工面积与销售面积差额呈逐年收窄态势。2016 年，全国商品房新开工面积与销售面积差额（差额=新开工面积-销售面积）9,579 万平方米，同比下降 63.10%，商品房库存去化压力有所减轻。

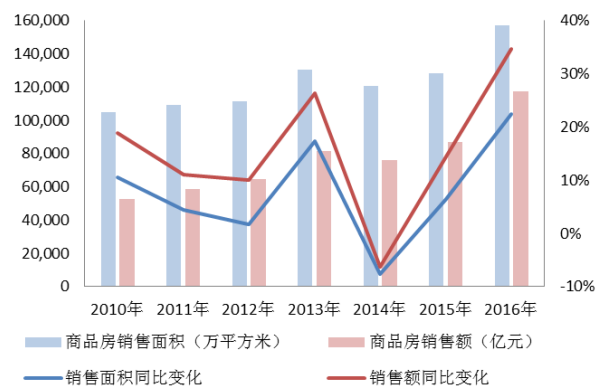
图 3：2010~2016 年商品房新开工与销售面积差额



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从销售情况看，受银行信贷收紧及价格预期变化等因素影响，2014 年全国商品房销售量有所下滑，当年全国商品房销售面积和销售额分别为 120,649 万平方米和 76,292 亿元，同比分别下降 7.6% 和 6.3%；其中商品住宅销售面积和销售额分别同比下降 9.1% 和 7.8%。进入 2015 年，得益于频出的利好政策，全年销售面积和销售额均有所上升，2015 年全国商品房销售面积与销售额分别为 128,495 万平方米和 87,281 亿元，同比分别增长 6.5% 和 14.4%；其中商品住宅销售面积和销售额分别同比增长 6.9% 和 16.6%。2016 年，在宽松的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，当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%；其中商品住宅销售面积和销售额分别同比增长 22.4% 和 36.1%。

图 4：2010~2016 年商品房销售情况



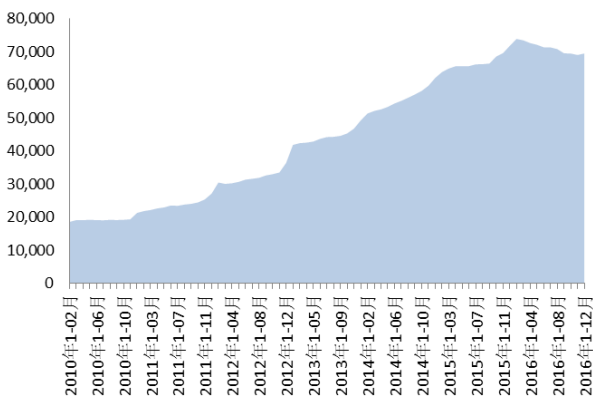
资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

不同区域的销售情况来看，东部地区仍是我国商品房销售的主要区域，2016 年东部地区商品房销售额 72,331 亿元，同比增长 38.7%，销售额占比达 61.49%；同期中部地区商品房销售额 25,250 亿元，同比增长 38.7%；西部地区商品房销售额 20,046 亿元，同比增长 18.3%，2016 年西部地区销售额增幅落后于全国平均水平，去库存进度仍有待提升。从价格来看，2016 年 1~11 月全国 100 个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，2016 年 11 月全国 100 个城市住宅成交均价达 12,938 元/平方米，较年初增长 17.34%。分城市能级来看，2016 年 11 月末，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%；而三线城市住宅均价达 7,359 元/平方米，较年初增长 8.82%¹。不同能级城市的商品住宅市场分化明显，一线城市住宅成交均价及涨幅均远高于二三线城市。

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、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。

图 5：2010~2016 年全国商品房待售情况

单位：万平方米



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

商品库存方面，近年来我国商品房库存量持续攀升，截至 2014 年末，全国商品房待售面积 6.22 亿平方米，较 2013 年末增加 1.29 亿平方米；其中，住宅待售面积 4.07 亿平方米，较 2013 年末增加 0.83 亿平方米。2015 年以来，尽管房地产投资速度有所放缓，同时销售情况亦有所回升，房地产市场供需差有所收窄，但供过于求的局面继续存在，截至 2015 年末，全国商品房待售面积 7.19 亿平方米，同比增长 15.58%，增速较上年末收窄 10.54 个百分点。2016 年主要城市市场成交情况较好，住宅去化较快，商品库存出现近年来首次下降。截至 2016 年末，全国商品房待售面积 6.95 亿平方米，环比增加 444 万平方米，而较上年末减少 2,314 万平方米。从去化周期来看，以 2016 年商品房月均销售面积估算，全国待售商品房去化周期约 5.30 个月，较 2015 年缩短 1.41 个月，但不同城市分化情况仍较为明显，部分二线及三、四线城市仍存在库存压力。

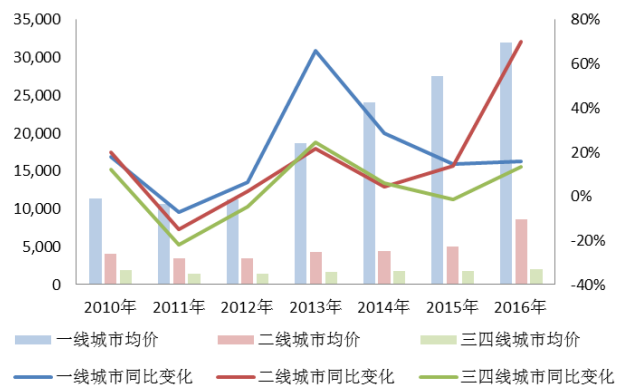
土地市场方面，在去库存的大背景下，近三年全国房地产用地供给逐年收紧。根据国土资源部数据显示，2014~2016 年全国房地产建设用地供应面积分别为 15,470 万平方米、11,970 万平方米及 10,750 万平方米。土地成交面积受供应减少的影响亦逐年下降，而供应的减少加剧了房企在土地市场的竞争，加之房地产开发企业购置土地区域转向土地价格较高的一、二线城市，土地成交均价呈现上升趋势。2014~2016 年，我国房地产业开发企业购置土地面积分别为 33,383 万平方米、22,811 万平方米和 22,025 万平方米，同期土地成交价款分别为

10,020 亿元、7,622 亿元和 9,129 亿元。受此影响，2016 年房地产企业土地购置成本涨至 4,144.84 元/平方米，近三年年均复合增长率为 17.51%。

从不同能级城市来看，近年来不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。其中，一线城市土地成交均价涨幅在 2013 年达到近年顶点后，2014 年和 2015 年呈现下降态势，而 2016 年一线城市土地成交均价涨幅小幅回升，同时平均溢价率达 47.06%，较上年提升 19.16 个百分点；二线城市土地成交均价涨幅 2013~2015 年间小幅波动，而 2016 年则大幅增加 70.2%，较 2015 年提升了 56.2 个百分点，且平均溢价率同比上升 34.84 个百分点至 52.55%，土地市场热度明显上涨；三线城市成交土地均价涨幅近年来有所波动，2016 年提升至 13.5%，平均溢价率升至 19.85%。

图 6：2010~2016 年各能级城市土地成交情况

单位：元/平方米



资料来源：中指数据，中诚信证评整理

总体来看，房地产行业受外部环境及行业政策影响较大，随着一系列宽松的行业政策出台，近年来房地产市场总体上呈现回暖趋势，商品房销售量价齐升，但不同城市间房地产市场分化日趋明显。

行业政策

从房地产的发展过程来看，房地产行业是受政策影响较大的行业。2008 年受金融危机的影响，房地产市场景气度下行，房价有所下降，随着国家陆续出台救市政策，房价止跌并快速回升。2010 年以来，为了遏制房价快速上涨，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，强化行业政策的执行和监督力度。2011 年，在“调结构，稳物价”的大背景下，中

央政府继续加强房地产调控。“国八条”、房产税改革先后落地，“限购”、“限贷”等政策全面升级，限购城市从 2010 年的不足 20 个大幅增加近 50 个。2014 年各地方政府在放松限购、购房落户、提高公积金贷款额度等层面自主出台调整政策；同年，中央政府相继出台“央五条”、定向降准，随后中国人民银行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，从房地产市场供给端和需求端两个层面给予了较为明确的支持。2015 年以来，“去库存”仍是各项政策的主基调，稳定住房消费、支持自住和改善住房需求是房地产政策调整的主要方向。具体来看，2015 年 3 月底，国土部、住建部联合发文，提出缩减土地供应规模以减少商品房供应量，当年全国 300 多个城市土地供应量同比大幅下滑 36%，政策效果显著；同时中央及地方各管理部门及职能部门从需求端入手，降首付、降利率、减税费、予补贴、放宽公积金贷款政策、取消限外等多手段并施，提升居民的购房能力及意愿。

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。从全国层面来看，依旧维持去库存的政策目标，2016 年 2 月份，政府新出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至 20%，同时调整契税税率，降低购房成本等；3 月份，政府出台二手房营改增政策，以降税的方式引导改善性住房需求；6 月份国家又出台新政鼓励租赁业务的发展，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的同时，部分重点城市推出了严格的楼市调控政策以抑制房价的过快上涨，2016 年 3 月，上海和深圳率先出台房地产调控政策，提高购房首付比

例及非本市户籍居民购房门槛。而其他三四线城市则继续以“去库存”为主基调，2016 年 3 月沈阳市政府下发《沈阳市人民政府办公厅关于促进房地产市场健康发展的实施意见（试行）》，发布对毕业不超过 5 年的高校学生实行“零首付”政策、对个人购买住房市区两级给予奖励政策、公积金最高贷 90 万元、土地供应减半、降低二手住房交易税费、鼓励农民进城买房居住等 22 项鼓励性房产新政，此外，2016 年上半年西安、广西、山东等省市均出台各类宽松政策以消化商品房库存。

2016 年上半年整体房地产政策较为宽松，居民购房预期仍较乐观，因此 2016 年前三季度房价总体上持续上涨，部分重点一、二线城市房价涨幅较大，调控范围也随之扩大。2016 年 8 月，武汉、厦门、苏州率先重启限购政策，9 月杭州、南京、天津亦重启限购政策，十一期间，北京、天津、苏州、郑州、成都、济南、无锡、合肥、武汉、南京、广州、深圳、佛山、厦门、东莞、珠海、福州、上海、杭州、南昌等 21 个城市相继出台了限购限贷政策。其中，深圳出台了最严限购限贷政策，要求本市户籍成年单身人士（含离异）限购 1 套住房；连续缴纳 5 年以上个人所得税或社保的非户籍居民家庭，限购 1 套住房；对已有 1 套住房的，首付提高到七成以上；北京通州对商品住房也进行了限购，对于本市户籍居民已拥有 1 套住房的，且落户 3 年（含）以上的，限购 1 套通州区商品住房；已拥有 1 套住房、近 3 年在通州连续缴纳社保或个税的本市其他区县户籍居民家庭，限购 1 套通州区商品住房。各地十一期间密集出台调控政策后，2016 年 11 月~12 月杭州、苏州、上海等重点城市又加大了调控力度，一、二线城市房地产政策基调明显趋严。

表 3：2016 年以来房地产行业主要相关政策一览

时间	发文部门	主要内容
2016.02	财政部、国家税务总局、住房城乡建设部	财政部发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》调减房地产契税营业税，对个人购买家庭唯一住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1% 的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 1.5% 的税率征收契税。
2016.03	财政部、国家税务总局	自 5 月 1 日起，个人购买不足 2 年的住房对外销售的，按照 5% 的征收率全额缴纳增值税，个人将购买 2 年以上（含 2 年）的住房对外销售的，免征增值税。对北上广深四市，个人将购买不足 2 年的住房对外销售的，按照 5% 的征收率全额缴纳增值税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的非普通住房对外销售的，以销售收入减去购买住房价款后的差额按照 5% 的征收率缴纳增值税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的普通住房对外销售的，免征增值税。
2016.03	上海、深圳市政府	上海、深圳市政府率先出台楼市调控政策，调整非本地居民购房资格要求，上海将缴纳

社保年限由 3 年调增至 5 年，深圳由 1 年调增至 3 年；两地均调增居民购房首付比例。

2016.03~06	沈阳、大连等市政府	以沈阳、大连市为代表的各地政府陆续推出购房优惠政策以实现去库存目标，具体包含大学生购房补贴、公积金贷款额度上涨、农民购房补贴、购房税费减免等利好政策。
2016.06	国务院办公厅	《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，是深化住房制度改革的重要内容，是实现城镇居民住有所居的重要途径。要以建立购租并举的住房制度为主要方向，健全以市场配置为主、政府提供基本保障的住房租赁体系，支持住房租赁消费，促进住房租赁市场健康发展。
2016.08~09	武汉、厦门、苏州、杭州、南京市政府	部分重点二线城市出台限购、限贷以及土地调控等政策以抑制房价、地价的过快上涨。
2016.10	北京、天津、苏州、郑州等 21 个城市政府	十一期间一、二线重点城市密集出台房地产调控政策，在土地、购房资格、首付比例等方面出台严格调控政策，部分城市在前期调控政策的基础上加大调控力度。
2016.11~12	上海、杭州、武汉、郑州、成都等市政府	在前期调控政策的基础上，部分重点城市继续加大调控力度，上海在首套房的认定上认房又认贷，普通住房首付比例增至五成，非普通住房首付增至七成；杭州扩大限购范围，对不能提供自购房之日起前 2 年内在本市连续缴纳 1 年以上个人所得税或社会保险证明的非本市户籍居民家庭全面限购。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

行业关注

房地产企业利润空间持续收窄，行业兼并收购趋势明显，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 300 亿元以上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 房企上榜金额门槛从 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%，占比接近一半；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。

表 4：2014~2016 年国内房企销售额集中度

	2014	2015	2016
TOP3	7.47%	7.67%	8.88%
TOP10	16.92%	17.05%	18.35%
TOP20	22.79%	23.06%	24.73%
TOP50	31.15%	32.07%	34.59%
TOP100	37.78%	40.05%	43.92%

资料来源：克尔瑞信息集团，中诚信证评整理

表 5：2014~2016 年国内房企销售面积集中度

	2014	2015	2016
TOP3	4.80%	5.37%	6.99%
TOP10	10.44%	11.31%	12.54%
TOP20	13.65%	14.62%	16.21%
TOP50	18.72%	19.94%	22.05%
TOP100	22.30%	24.65%	27.49%

资料来源：克尔瑞信息集团，中诚信证评整理

竞争实力

稳固的行业龙头地位、突出的品牌优势

公司于 1988 年进入房地产行业，是国内最早从事房地产开发的企业之一，已拥有近 30 年的住宅物业开发经验，凭借主流的产品定位，积极的销售策略，近年销售业绩稳步增长。以销售金额来看，根据克尔瑞信息集团的统计，以备案成交金额为口径，公司在中国房地产市场的排名多年连续位列前列，在全国商品房市场的市场占有率整体保持上升态势，从 2010 年 1.95% 的市场占有率提升至 2016 年的 3.10%。

公司业务集中布局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，截至 2016 年末项目已分布于中国大陆 65 个城市，且持续采取深耕策略。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。

表 6：2016 年公司主要城市销售排名

城市	销售金额排名	城市	销售金额排名
北京	2	昆明	2
上海	2	郑州	2
广州	2	温州	4
深圳	1	长春	1
杭州	3	武汉	1
太原	1	珠海	4
宁波	1	南京	1
东莞	1	南宁	4
徐州	1	青岛	1
沈阳	1	苏州	3
西安	1	南昌	3
烟台	1	无锡	3
海南	2	济南	5
南通	2	新疆	2
扬州	1	成都	2
合肥	1	重庆	6
贵阳	4	中山	2
大连	1	天津	4
佛山	2	长沙	3

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司所开发楼盘多次获得国家级“鲁班奖”、“住建部设计奖”，其物业服务主体万科物业发展有限公司（以下简称“万科物业”），蝉联中国物业管理协会评选的“2016 中国物业百强企业”第一名，并被国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院三家单位联合评选为“2016 年中国物业服务领先品牌企业”。凭借优质且稳定的产品质量，明确的产品定位与贴合需求的物业服务，公司获得了客户和社会公众的高度信赖，形成了很高的品牌知名度。

区域均衡分布的优势有助于抵御区域市场风险

为满足不同客户群的各种需求，公司进行了多元化的住宅物业产品开发，目前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多种产品组合。同时，公司坚持聚焦城市圈带的发展战略，目前实施四大城市

圈的布局策略，根据 PIE²评估模型谨慎选择投资区域，现项目区域主要分布于全国经济发达、市场供需矛盾较浅地区。截至 2016 年末，公司项目分布于中国大陆 65 个城市，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，上述四大区域项目规划建筑面积占比分别为 26.93%、23.63%、27.48% 和 21.96%，区域分布较为均衡，有助于公司抵御区域市场风险，提升抗风险能力。

表 7：2014~2016 年公司项目规划建筑面积区域分布情况

单位：%

区域	2014	2015	2016
广深区域	29.22	29.10	26.93
上海区域	21.31	22.50	23.63
北京区域	28.42	27.68	27.48
中西部区域	21.05	20.72	21.96
合计	100	100	100

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

审慎的投资和财务政策以及较强的流动性

公司严格执行稳健、审慎的经营策略，根据回款情况合理规划投资及运营支出，使得近年来公司在业务规模增长的背景下，资产负债率仍能稳定保持在合理区间。2014~2016 年末，公司资产负债率分别为 77.20%、77.70% 和 80.54%；净负债率分别为 5.41%、19.30% 和 25.87%。

近年来公司在坚持存货去化的同时，强调稳健投资及销售回款对于其现金流管理的重要性，近年其经营性现金流持续表现良好，年末持有货币资金的规模较大。2014~2016 年公司经营性净现金流分别为 417.25 亿元、160.46 亿元和 395.66 亿元；年末货币资金规模分别为 627.15 亿元、531.80 亿元和 870.32 亿元。凭借良好的销售回笼以及审慎的投资策略，公司持续保持充裕的现金和相对稳健的债务水平，对其短期债务的偿还形成较好保障。2014~2016 年公司货币资金/短期债务分别为 2.75 倍、2.00 倍和 2.01 倍，流动性较好。

² PIE，即 Population、Infrastructure、Employment 首字母缩写，意指“人口、基础设施建设和就业”。

业务运营

得益于较强的品牌效益、均衡的项目分布及灵活的经营策略,近年来在房地产行业竞争加剧、“因城施策”政策频出的背景下,公司收入规模保持较快的增长态势。2014~2016年公司分别实现营业收入1,463.88亿元、1,955.49亿元和2,404.77亿元,年均复合增长率为28.17%,主要由房地产开发和物业服务构成。房地产销售收入是公司收入的主要来源,近三年占营业收入的比例均达到97%以上,公司主营业务运营稳定。

表 8: 2014~2016 年公司营业收入分板块情况

业务类型	单位: 亿元		
	2014	2015	2016
房地产	1,435.30	1,902.13	2,341.40
物业服务	19.88	29.70	42.60
其他 ³	8.70	23.66	20.77
合计	1,463.88	1,955.49	2,404.77

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

房地产项目开发运营

公司是全国领先的专业化住宅房地产开发商,利用标准化模式快速开发以中小户型普通商品房为主的住宅产品,目前已进入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等中国大陆 65 个城市,以及旧金山、香港、新加坡、纽约、伦敦、西雅图等 6 个海外城市,所开发物业覆盖了低层住宅单位、多层住宅单位、高层住宅单位、商用单位及商住混合物业等多种产品类型。

房地产开发运营方面,近年来公司加快对项目的开发节奏,2014~2016年公司新开工面积分别为1,728万平方米、2,127万平方米和3,137万平方米,同期竣工面积分别为1,385万平方米、1,729万平方米和2,237万平方米。从新开工面积/竣工面积比例来看,2014~2016年公司新开工面积/竣工面积比分别为1.25倍、1.23倍和1.40倍。同期,结算面积/竣工面积分别为90.90%、98.61%和91.79%,比例基本维持在90%~99%之间,显示出公司出色的资

³ 公司其他业务收入主要系向联营、合营公司收取的管理费。

源把控和较快的存货周转效率。截至2016年末,公司在大陆拥有600个主要开发项目(含规划中项目),在建项目权益建筑面积合计约3,622.2万平方米,规划中项目权益建筑面积合计约3,655.9万平方米,为其未来持续增长提供较好的保障。

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 9: 2014~2016 年公司开工及竣工情况

	单位: 万平方米、个		
	2014	2015	2016
在建权益建筑面积	2,776	3,147	3,622
项目数量	417	472	600
新开工面积	1,728	2,127	3,137
竣工面积	1,385	1,729	2,237

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

销售方面,公司坚持积极的销售策略,对于新开盘项目,以新推盘当月销售率为核心指导指标,力争保持较好的销售节奏。在房地产行业景气度回升的背景下,形成了量价齐升的良好态势。2014~2016年公司分别实现合同销售面积1,806万平方米、2,067万平方米和2,765万平方米;合同销售金额2,151亿元、2,615亿元和3,648亿元。销售均价方面,得益于公司较优越的区域布局和产品结构,近三年销售均价分别为11,909元/平方米、12,651元/平方米和13,190元/平方米。从销售区域分布来看,公司坚持城市圈的市场布局策略,项目分布在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,公司项目区域分布较为均衡,能有效降低业务对单一市场区域的依赖程度及区域集中度风险。2017年1~3月,公司实现销售面积988万平方米,取得销售签约金额1,503亿元。

表 10: 2014~2016 年公司业务运营情况

单位: 万平方米、亿元、元/平方米

指标	2014	2015	2016
销售面积	1,806	2,067	2,765
销售金额	2,151	2,615	3,648
结算面积	1,259	1,705	2,053
结算金额	1,435	1,902	2,341
销售均价	11,909	12,651	13,190
已售未结转面积	1,670	1,841	2,280
已售未结转金额	1,946	2,151	2,782

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

得益于待结算资源充足, 近三年公司结算面积和结算金额均持续保持增长。2016 年公司结算面积 2,053 万平方米, 近三年年均复合增长率为 23.74%; 结算金额为 2,341 亿元, 近三年年均复合增长率为 27.72%。从结算区域分布来看, 近年公司上海区域结算收入占比最高, 2016 年为 33.11%; 其次为广深区域, 占比为 32.43%。此外, 截至 2017 年 3 月末, 公司尚有 2,719 万平方米已售资源未竣工结算, 合同金额合计约 3,349 亿元, 为公司未来短期内经营业绩的增长提供了较好保障。

表 11: 2014~2016 年公司销售及结算区域分布情况

单位: %

区域	2014		2015		2016	
	销售额占比	结算额占比	销售额占比	结算额占比	销售额占比	结算额占比
广深区域	28.75	31.22	30.79	30.86	28.08	32.43
上海区域	32.10	27.47	32.77	26.90	32.60	33.11
北京区域	23.66	24.86	22.13	23.07	21.91	17.85
成都区域	15.49	16.45	13.20	19.17	16.51	16.61
海外	-	-	1.10	-	0.90	-
合计	100	100	100	100	100	100

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

土地储备

土地储备方面, 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、项目跟投制度等方式来控制投资风险。2014~2016 年公司新增土地储备项目数分别为 41 个、105 个和 173 个, 权益建筑面积分别为 591 万平方米、1,580 万平方米和 1,892 万平方米。从土地成本来看, 近三年公司新增储备项目平均楼面地价

分别为 4,372 元/平方米、4,941 元/平方米和 6,534 元/平方米, 平均成本处于较低水平。截至 2016 年末, 公司规划中项目的权益建筑面积为 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。2017 年以来, 截至 2017 年 3 月末, 公司新增 42 个项目, 权益占地面积 235.3 万平方米, 权益规划建筑面积 470.3 万平方米。

从储备项目获取的方式来看, 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。2016 年, 公司新增项目 173 个, 59.5% 的新增项目为通过合作方式获取。

表 12: 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

	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

物业服务业务

万科物业以高品质物业服务为基础, 通过高品质的基础物业服务和丰富多元的生活服务建立公司与客户的刚性连接, 通过提供资产服务实现价值变现。万科物业以提供一流水准的物业服务、做好建筑打理为理念, 近年积极引进移动互联网技术, 整合社区资源, 2014 年推出了全新的物业服务解决方案“睿服务”体系, 2015 年和 2016 年继续推进信息化建设, “睿服务”体系相继升级至 2.0 版本和 3.0 版本。凭借较好的物业服务水平、突出的品牌优势及持续的服务创新能力, 万科物业近年保持良好的发展态势。截至 2016 年末, 万科物业服务人口 1,070 万人, 服务家庭 358 万户, 合并报表范围内实现物业服务收入 42.60 亿元, 同比增长 43.43%。根据近年来中国指数研究院与中国物业管理协会合并评选, 万科物业均荣获中国物业服务百强企业第一名。万科物业的在收入、利润规模与品牌价值等方

面均排名行业第一。

其他业务

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。

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，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、中西部区域等地区亦有布局。

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。此外，公司还探索产业办公、滑雪等新业务。

总体来看，公司目前的房地产开发规模、年合同销售金额及品牌效应均位居全国前列，行业龙头地位显著。同时，公司项目开发区域布局较为均衡，现阶段待结算资源丰富，对其业绩保持具有较好保

障。与此同时，公司在坚守住宅房地产开发业务基础上，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。

公司治理

治理结构

公司作为中国内地首批上市的企业之一，已根据《公司法》、《证券法》等法律和《公司章程》的规定，设立了股东大会、董事会和监事会，并于 2014 年根据境内上市外资股转换上市地到香港联交所上市的需要，结合香港联交所等境外上市规范的要求，进一步完善公司治理。

公司遵循“专业化+规范化+透明度”的原则，制定了符合自身发展需要的各项规则和制度，明确了决策、执行及监督层的职能分工及内部协调、制衡机制。具体来看，公司股东大会享有法律法规和公司章程规定的合法权利，依法行使公司经营方针、筹资、投资和利润分配等重大事项的决定权。公司董事会由包含 4 名独立董事在内的 11 名董事组成，对股东大会负责，依法行使企业的经营决策权，并通过设立审计、薪酬与提名、投资与决策三个专业委员会提升管理效率。公司监事会对股东大会负责，通过列席董事会会议，审阅专项报告，以及现场巡视、访谈等方式，除对公司财务和高管履职情况进行检查监督外，还通过对一线公司的巡视，对其经营管理和内部控制、管理层履职、股东及员工权益保护等情况进行检查和督导。公司管理层负责组织实施股东大会、董事会决议事项，主持公司日常经营管理工作。为了激发管理团队的主动性和创造性，强化管理团队与股东之间的利益纽带，公司按照“共创、共担、共享”原则推行事业合伙人机制，包括事业合伙人持股计划，以及在项目层面建立跟投机制，将公司管理团队利益和股东利益进一步融合。

2016 年公司董事会审议通过《万科企业股份有限公司信息披露管理办法（修订稿）》，进一步明确公司信息披露的组织工作及披露程序，强化信息披露管理工作，提高公司透明度。

值得关注的是，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。截至 2017 年 7 月 7 日，公司第一大股东为地铁集团，持股 29.38%。此外，公司于 2017 年 7 月 1 日完成了董事会的换届选举。公司股权变化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。

内部管理

公司逐步完善了“战略总部、专业区域、执行一线”的多层级管理架构体系，将管理职能逐步下放到区域中心、一线公司，并通过财务管理、全面预算管理制度、对外资决策管理、对子公司管理、融资管理、采购管理等方面的内控制度加强管控。

财务管理方面，公司贯彻执行国家统一的财务会计制度，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，并通过不断加强财务信息系统的建设和完善，全面实现了财务核算工作信息化。

全面预算管理方面，公司通过编制营运计划及成本费用预算等方式实施预算管理控制，明确各责任单位在预算管理中的职责权限，并通过对营运计划的动态管理强化预算约束。

公司事业发展部负责管控投资业务，目前已制定包括《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，定期发布投资策略指引，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，并建立项目跟投制度，员工将同步跟投公司所获取的新项目。集团总部把握投资战略和原则，统筹资源配置及风险管控，主导新进入城市、非传统住宅业务的投资决策；区域本部在集团投资额度管理办法及投资管理制度引导下，负责本区域各一线公司普通新项目的投资决策，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集团投资决策委员会在董事会授权范围内进行决策备案；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。

对子公司管理方面，公司构建了总部、事业部/区域、一线公司的多层级架构体系。在多层级架构体系下，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。

融资方面，公司的融资与结算业务由总部统一管理，现已制定包括《万科集团资金管理制度》、《万科集团资金业务操作细则》等在内的制度，以明确公司的资金管理和结算要求。具体来看，各子公司所有对外融资事项均由资金管理部统一安排，经各级负责人审批后方可进行；付款方面，公司主要经营付款由资金管理部统一结算。同时，资金管理部通过定期编制月度、季度动态资金计划、年度资金计划以加强资金管理的计划性，并对子公司的资金计划完成情况进行跟踪，及时调整资金安排。

采购管理方面，公司建筑研究与工程采购中心负责采购业务的管理控制。制定包括《工程采购管理办法》、《工程采购实施细则》、《供应商管理细则》等在内的工程采购管理制度，以规范采购业务操作。为进一步提升采购透明度，在万科集团内网建立了采购公示平台；每一次采购均严格进行资质预审、经济标和技术标评审，在公平、公正、充分竞争的基础上择优选择供应商，以保证质量、服务和性价比的合理性；通过建立采购事件合伙人的方式进一步完善集中采购机制，整合内部需求和外部资源，扩大集中采购的范围，最大限度发挥采购规模优势，实现规模效益；为进一步把控材料质量，建立了从采购技术标准制定到招标采购再到质量飞行检查的新常态化采购质量管理体系。集团各子公司均使用采购平台进行采购业务和供应商管理，将工程质量综合评估、质量飞行检查、客户维修与供应商评估、分级挂钩，并对外发布万科合格供应商名录。

风险管理方面，公司在董事会层面和公司内部管理层面，增加了风险识别、评估、监控和防范等职能。明确董事会审计委员会负责评估确认公司达成策略目标所愿意接受的风险程度和性质，检查和

评估公司建立起来的风险管理系统有效实施和运行。公司设立风险管理工作委员会，建立总部、事业部/区域、一线公司三级风险管理架构，制定风险管理制度，通过对总部及各业务单位开展风险调研，对来自外部环境和公司内部的主要风险进行识别和评估，持续监控风险管理体系的健全性、合理性和有效性。

总体来看，公司较为全面的各项规章制度，完善的治理结构和内控体系，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

战略规划

未来公司将其业务版图归纳为“三好住宅”+“城市配套服务商”，继续坚持以住宅开发为主，并探索与自身客户资源以及技术、信用优势存在关联性的消费地产、产业地产以及地产延伸业务。

房地产业务方面，未来公司将贯彻合理定价、积极销售的策略，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，力争销售回款率维持在 95% 以上。土地储备上，公司坚持“不囤地、不捂盘、不拿地王”的原则，坚持谨慎的策略，通过战略合作等多种方式择机获取可满足未来持续经营需要的土地资源；同时，公司将积极关注土地存量市场的合作机会，发挥资金优势，加强机构间合作，发掘盘活优质项目资源。此外，公司将坚持海外市场的布局，引进国外优秀的产品和服务理念、扩大在海外市场的品牌影响力以及拓宽房地产开发区域范围，提升其抵御市场风险的能力。

城市配套服务方面，公司新的十年发展战略明确了城市配套服务商的定位，在确保核心业务持续稳健经营的基础上积极拓展业务版图。首先，公司致力于探索“轨道+物业”开发模式，未来公司城市配套服务商的很多新业务，都需要围绕地铁开展；地铁集团成为公司的重要股东后，为双方共同探索 TOD 模式奠定了良好基础。其次，公司未来将以成为“中国数一数二的商业地产平台”为目标，大力发展商业地产，提升商业地产运营管理能力。印力集团将成为公司商业开发和管理的平台，实现存量商

业资产的整合。再次，公司将物流地产、长租公寓等业务加大投入，完成业务发展初期以规模为导向的发展目标。

公司于 2014 年引入事业合伙人持股计划、推出项目跟投制度后，截至 2017 年 2 月底，公司累计已有 308 个项目实施跟投。跟投项目从获取到首期开工、首期开盘以及现金流回正的平均时间明显缩短，公司的营销费用率也得到有效控制。2016 年公司对跟投制度进行了进一步修订，增加了跟投人对公司的劣后责任，使制度更加透明。公司将持续坚持、推进事业合伙人持股计划和完善项目跟投制度，提升管理层与公司利益关联度，通过“自律”机制，在“共创、共担、共享”原则下，强化控制项目投资风险、销售和回款周期，以及成本费用水平，以维持财务结构稳健性、提升盈利能力。

总体看，公司坚守城市配套服务商的战略发展方向，不断创新，探索城市配套服务业业务，公司根据其自身经营实际制定的战略规划较稳健，其发展战略有望逐步实现。

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。

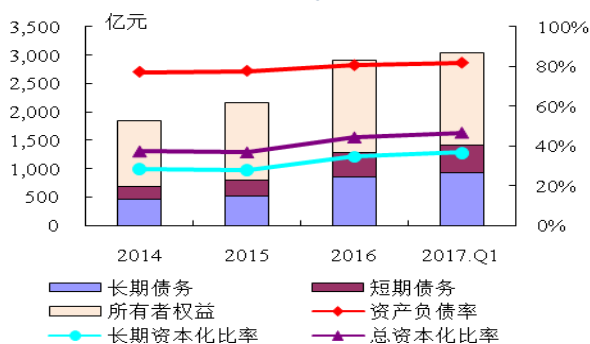
资本结构

随着房地产开发业务规模的稳步增长，公司近年来资产规模整体呈现增长态势。2014~2016 年末，公司资产总额分别为 5,084.09 亿元、6,112.96 亿元和 8,306.74 亿元，三年年均复合增长率为 27.82%，资产规模处于行业内领先水平。得益于利润累积不断夯实自有资本，截至 2016 年末，所有者权益达到 1,616.77 亿元，近三年复合增长率为 18.11%。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，2014~2016 年末，公司总负债分别为 3,925.15 亿元、4,749.86 亿元和 6,689.98 亿元，年均复合增长率为 30.55%。其中，预收账款分别为 1,817.49 亿元、2,126.26 亿元和 2,746.46 亿元，年均复合增长率为 22.93%。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。

财务杠杆比率方面，公司审慎稳健的经营策略使得其在业务规模扩张的过程中，仍保持了相对稳定的财务杠杆比率。2014~2016 年末公司资产负债率分别为 77.20%、77.70%和 80.54%；同期末公司净负债率分别为 5.41%、19.30%和 25.87%。2016 年以来公司依然保持稳健的投资及积极的销售策略，财务杠杆比率虽然有所上升，但仍处在合理水平。截至 2017 年 3 月末，公司资产负债率和净负债率分别为 81.73%和 31.52%。

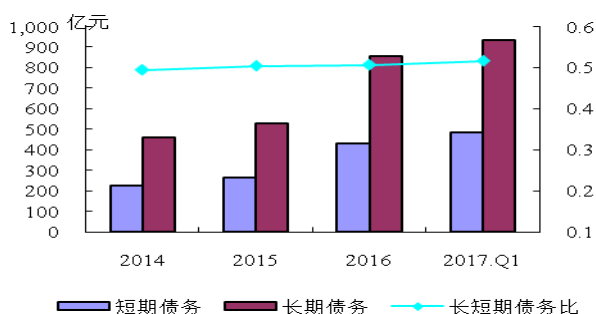
图 7：2014~2017.Q1 公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从债务规模来看，公司高周转的运营模式对外部融资较为依赖，近年来债务规模上升较快。2014~2016 年及 2017 年 3 月末，公司总债务分别为 689.81 亿元、794.91 亿元、1,288.64 亿元和 1,420.20 亿元。债务期限结构方面，2014~2016 年及 2017 年 3 月末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.49 倍、0.50 倍、0.51 倍和 0.52 倍，近年来较为稳定，债务期限结构较为合理。

图 8：2014~2017.Q1 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，债务期限结构处于合理水平，整体财务结构较好。

流动性

随着业务规模的扩大，近年来公司流动资产规模保持上升。2014~2016 年末，公司流动资产分别为 4,648.06 亿元、5,470.24 亿元和 7,212.95 亿元，年均复合增长率为 24.57%，占同期末资产总额的比重分别为 91.42%、89.49%和 86.83%。从流动资产结构看，公司流动资产主要由存货和货币资金构成，两项合计占流动资产的比重基本保持在 75%以上。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 13：2014~2017.Q1 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%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，2014~2016 年末公司存货净额分别为 3,177.26 亿元、3,681.22 亿元和 4,673.61 亿元，随着业务规模的扩大持续上升。从存货结构来看，公司存货包括已完工开发产品、在建开发产品、拟开发产品和建筑合同形成的已完工未结算资产，在“高周转”策略的带动下，近三年公司存货中已完工开发产品占比保持在 10%以下，现房销售压力较小；在建及拟开发项目开发成本保持在 90%以上，较大规模的在建和拟建项目为公司经营业绩的保持奠定了基础，同时后续开发的资金需求也较大。

表 14：2014~2016 年末公司存货结构分析

	单位：亿元		
	2014	2015	2016
存货	3,177.26	3,681.22	4,673.61
存货同比增长率	-4.05%	15.86%	26.96%
已完工开发产品	226.95	348.26	437.12
已完工开发产品/存货	7.14%	9.46%	9.35%
在建开发产品	1,962.91	2,284.10	2,848.85
在建开发产品/存货	61.78%	62.05%	60.96%
拟开发产品	952.04	1,035.29	1,369.15
拟开发产品/存货	29.96%	28.12%	29.30%

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 年引入跟投项目制度，项目周转效率得到明显提升。2014~2016 年，公司存货周转效率分别为 0.32 次、0.40 次和 0.41 次；总资产周转率分别为 0.30 次、0.35 次和 0.33 次，整体周转效率较好。

表 15：2014~2016 年公司周转率相关指标

	2014	2015	2016
存货周转率（次/年）	0.32	0.40	0.41
总资产周转率（次/年）	0.30	0.35	0.33

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

现金流方面，公司销售回款情况较好，回款率维持在较高水平，经营性净现金流持续表现较好，2014~2016 年公司经营性净现金流分别为 417.25 亿元、160.46 亿元和 395.66 亿元。2014 年房地产市场处于深度调整期，项目开发节奏放缓，公司扩张较为谨慎，经营性现金流状况大幅提升；2015 年公司由于加大土地储备支付土地金额大幅增加，使得经营性净现金流有所回落，2016 年由于销售回款的大幅增加，经营性净现金流有所上升。

货币资金方面，凭借良好的销售回笼以及稳健的财务管理，近年公司年末持有的货币资金规模总体保持在总资产的 10% 左右，维持在相对充裕水平，对短期债务形成较好覆盖。2014~2016 年末公司手持货币资金分别为 627.15 亿元、531.80 亿元和 870.32 亿元，货币资金/短期债务分别为 2.75 倍、2.00 倍和 2.01 倍。

表 16：2014~2017.Q1 公司部分流动性指标

	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 (X)	1.83	0.60	0.91	-0.20
货币资金/短期债务 (X)	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

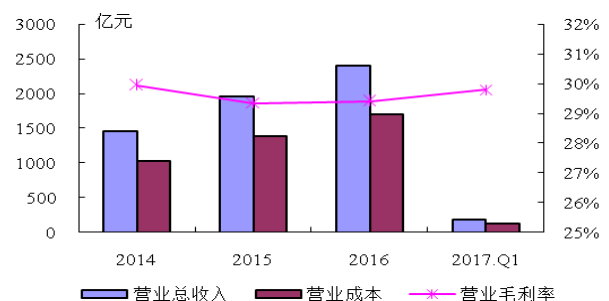
受限资产方面，公司所有权受限资产主要为债务融资设立的抵押资产。截至 2016 年末，公司受限资产账面价值合计为 88.44 亿元，占净资产的比重为 5.47%，其中用于借款抵押的存货为 65.12 亿元、投资性房地产为 19.23 亿元，因担保使用受限的投资性房地产为 4.09 亿元。

总体来看，得益于标准化管理以及项目跟投机制的实施，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

公司收入主要来源于房产销售收入、物业服务收入及其他业务收入，其中房产开发业务是其收入和利润的主要来源。2014~2016 年公司实现营业收入分别为 1,463.88 亿元、1,955.49 亿元和 2,404.77 亿元，年均复合增长率为 28.17%。此外，公司 2016 年末预收款项余额为 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强有力的保障。从毛利水平看，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，近三年分别为 29.94%、29.35% 和 29.41%，处于较好水平。2017 年 1~3 月公司实现营业收入 185.89 亿元，毛利率为 29.80%。

图 9：2014~2017.Q1 公司收入成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从期间费用来看，公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成，随着品牌推广力度的加大，以及业务规模扩大下销售代理费用、员工工资等的增长，公司销售及管理费用相应增加。2014~2016 年公司发生三费合计分别为 90.65 亿元、93.61 亿元和 135.53 亿元，同期三费收入占比分别为 6.19%、4.79% 和 5.64%，处于较低水平，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，三费收入占比为 15.36%。

表 17: 2014~2017.Q1 公司三费分析

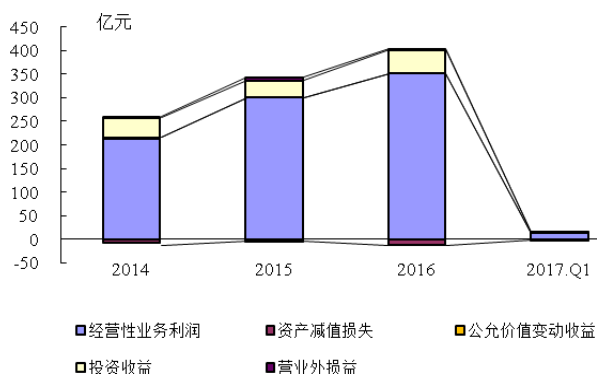
单位: 亿元

	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

公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。近年来公司业务规模保持增长, 毛利空间稳定, 加之其对期间费用的把控进一步增强, 公司经营性业务利润保持较大幅度增长。2014~2016 年公司经营性业务利润分别为 215.99 亿元、300.57 亿元和 352.03 亿元。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, 2014~2016 年投资收益分别为 41.59 亿元、35.62 亿元和 50.14 亿元, 对其利润形成良好补充。综上, 公司近三年利润总额分别为 252.52 亿元、338.03 亿元和 392.54 亿元; 同期, 净利润分别为 192.88 亿元、259.49 亿元和 283.50 亿元, 净资产收益率⁴分别为 16.64%、19.04%和 17.54%。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。总体来看, 在房地产行业利润收窄的背景下, 公司仍保持了较强的盈利能力。

图 10: 2014~2017.Q1 公司利润总额构成分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

⁴ 净资产收益率指标根据附表四中公式计算, 计算公式差异或导致该指标与万科企业披露数据有所出入。

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, 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 年末, 公司总债务 1,288.64 亿元, 同比上升 62.11%。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 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%。公司利用远期外汇契约等衍生工具来对冲外汇风险。

表 18: 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

从 EBITDA 规模来看, 公司 EBITDA 主要由利润总额构成, 2014~2016 年分别为 273.48 亿元、362.97 亿元和 427.13 亿元, 获现能力持续向好。从主要偿债能力指标表现来看, 2014~2016 年公司总债务/EBITDA 分别为 2.52 倍、2.19 倍和 3.02 倍, EBITDA 利息保障倍数分别为 4.00 倍、7.48 倍和 7.71 倍, 公司持续增强获现能力对其债务的偿还提供了很强保障。

现金流方面, 近年来公司经营性现金保持净流入状态, 2014~2016 年分别为 417.25 亿元、160.46 亿元和 395.66 亿元, 经营性净现金流/总债务分别为 0.60 倍、0.20 倍和 0.31 倍, 经营性净现金流利息倍数分别为 6.10 倍、3.31 倍和 7.14 倍, 经营性

净现金流对利息的覆盖能力非常强。

表 19：2014~2017.Q1 公司偿债能力分析

	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

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，备用流动性较为充足。同时，公司作为 A 股和 H 股上市企业，直接融资渠道畅通，整体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 亿元均为对子公司提供的担保。同时，公司按房地产经营管理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，公司近年来收入规模持续增长，盈利能力很强，同时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。此外，公司现金回笼情况良好，经营性现金持续净流入，年末手持货币资金规模充裕，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，中诚信证评评定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；评定“万科企业股份有限公司 2017 年公司债券（第二期）”信用级别为 **AAA**。

关于万科企业股份有限公司 2017年公司债券（第二期）的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用等级有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

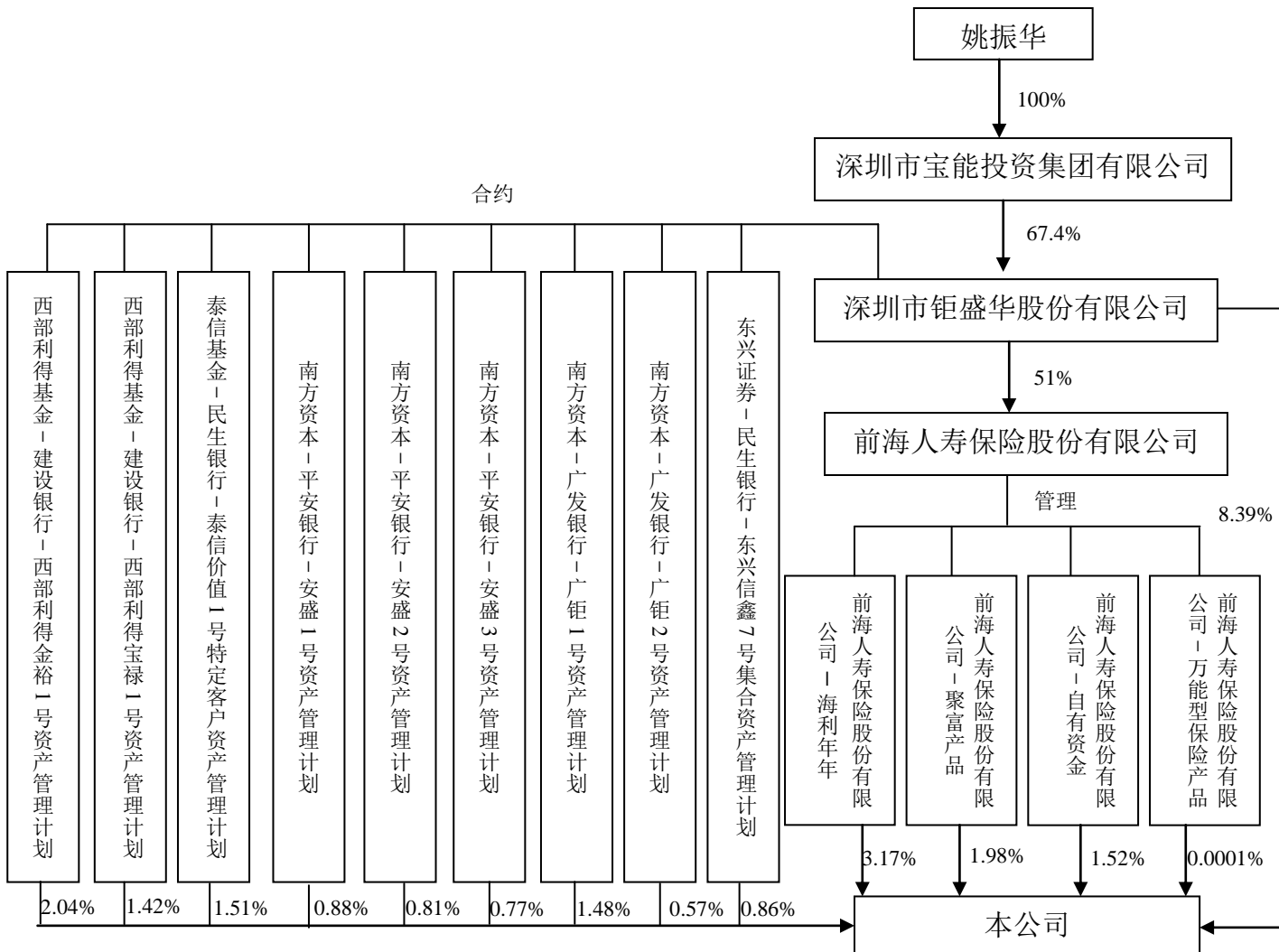
在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

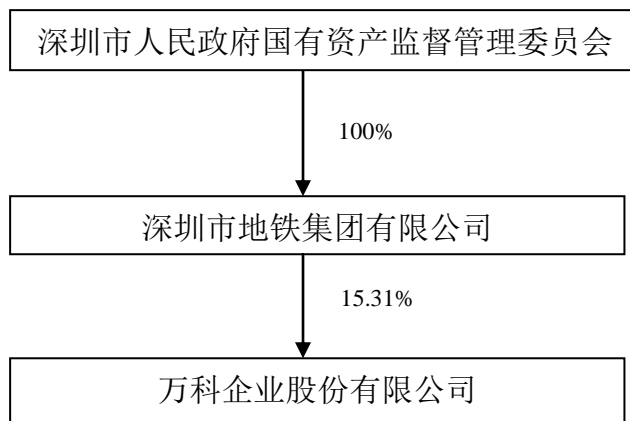
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

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

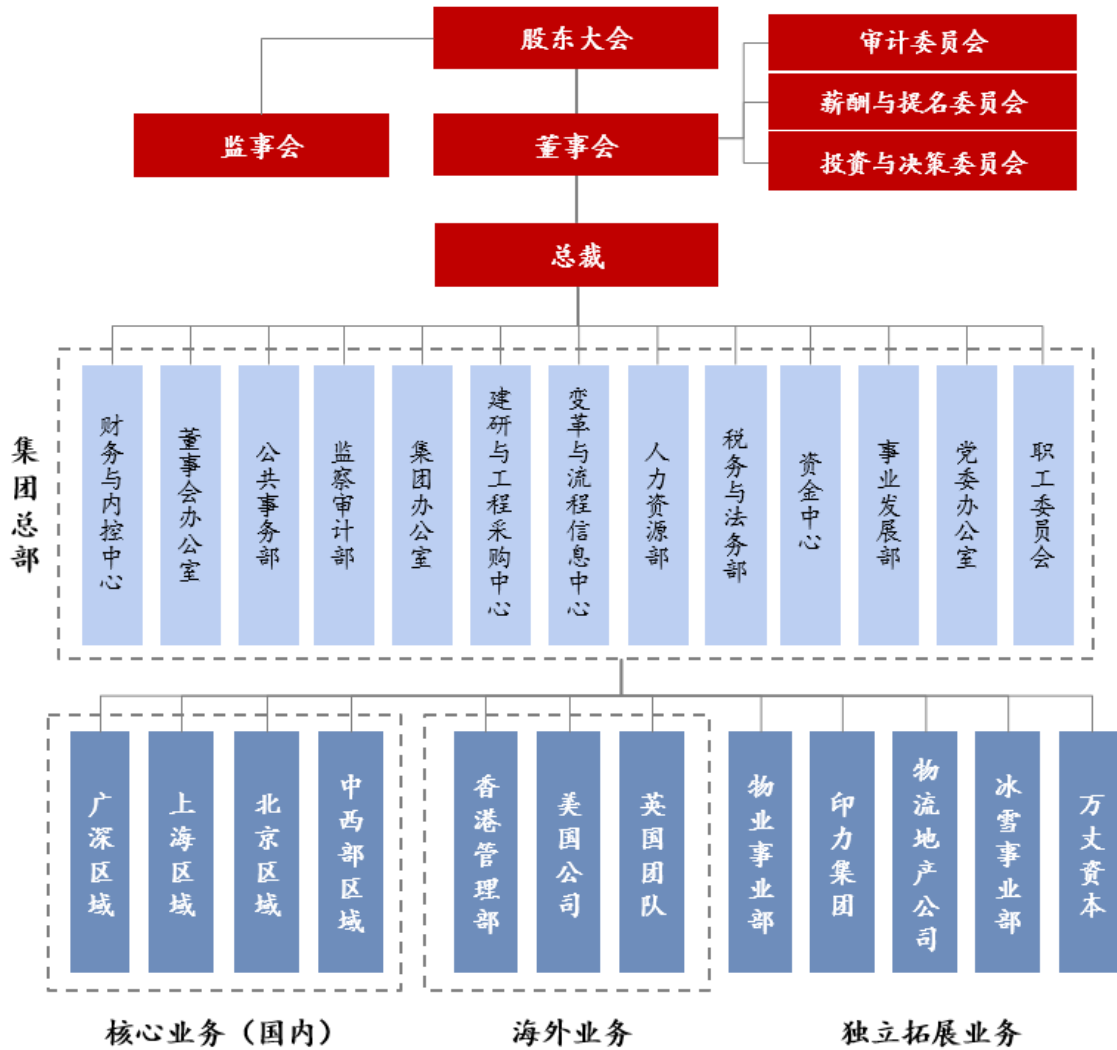


第二大股东持股结构图



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）



附三：万科企业股份有限公司主要财务数据及指标

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、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

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

长短期债务比=短期债务/长期债务

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-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

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

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）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/期末所有者权益

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=营业成本/存货平均余额

应收账款周转率=营业收入/应收账款平均余额

总资产周转率=营业收入/总资产平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

实际资产负债率=（负债总额-预收款项）/（资产总额-预收款项）

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

经营性业务利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用

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。