



# 信用等级通知书

信评委函字[2015] 220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2015年公司债券（第一期）”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

二零一五年九月十八日

## 万科企业股份有限公司 2015 年公司债券（第一期）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 | 50亿元                                          |
| 债券期限 | 5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 | 本期债券募集资金扣除发行费用后拟用于调整债务结构、补充流动资金。              |

### 概况数据

| 万科企业           | 2012     | 2013     | 2014     | 2015.Q1  |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 所有者权益（亿元）      | 821.38   | 1,054.39 | 1,158.94 | 1,162.03 |
| 总资产（亿元）        | 3,788.01 | 4,792.05 | 5,084.09 | 5,260.40 |
| 总负债（亿元）        | 2,966.63 | 3,737.66 | 3,925.15 | 4,098.37 |
| 总债务            | 715.93   | 767.06   | 689.81   | 634.38   |
| 营业收入（亿元）       | 1,031.16 | 1,354.19 | 1,463.88 | 88.94    |
| 营业毛利率（%）       | 36.56    | 31.47    | 29.94    | 34.00    |
| EBITDA（亿元）     | 229.92   | 259.66   | 273.48   | -        |
| 所有者权益收益率（%）    | 19.07    | 17.35    | 16.64    | -        |
| 资产负债率（%）       | 78.32    | 78.00    | 77.20    | 77.91    |
| 总债务/EBITDA（X）  | 3.11     | 2.95     | 2.52     | -        |
| EBITDA 利息倍数（X） | 3.98     | 3.95     | 4.00     | -        |

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

### 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、稳健的财务政策及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景气度波动、利润空间收窄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 2015 年公司债券（第一期）”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，销售额多年位居中国房地产市场第一，在全国主要城市销售收入排名居前，且市场占有率持续呈现上升态势。
- 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，其“万科”品牌系中国房地产业首个驰名商标。
- 区域均衡分布优势。万科企业坚持聚焦城市圈带的发展战略，截至 2014 年末以进入中国大陆 65 个主要城市，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。
- 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。

### 分 析 师

樊天璇 [fxgong@ccxr.com.cn](mailto:fxgong@ccxr.com.cn)

樊春裕 [cyfan@ccxr.com.cn](mailto:cyfan@ccxr.com.cn)

朱 洁 [zhujie@ccxr.com.cn](mailto:zhujie@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2015 年 9 月 18 日

## 关 注

- 房地产行业景气度波动。在宏观经济增速放缓、房地产市场结构性供求矛盾凸显的背景下，近期房地产行业景气度仍呈现波动，行业竞争日益加剧，利润空间不断收窄，行业环境的变化或将对万科企业经营战略的实施提出更高要求。

## 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对象构成委托关系外，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 and 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。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，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，并及时对外公布。

## 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“0002”）。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。截至 2015 年 3 月末，公司股本总额 110.46 亿元，其中 A 股和 H 股占比分别约为 88.10%和 11.90%，华润股份有限公司直接持股比例为 14.90%，系公司单一最大股东。

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、北京区域及成都区域的 65 个主要城市及 4 个海外市场，以合同销售额计，连续多年位列中国房地产企业销售排名榜第一，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 2014 年 12 月 31 日，公司资产总额 5,084.09 亿元，所有者权益（含少数股东权益）1,158.94 亿元，资产负债率 77.20%；2014 年公司实现营业收入 1,463.88 亿元，净利润 192.88 亿元，经营活动净现金流 417.25 亿元。

截至 2015 年 3 月 31 日，公司资产总额 5,260.40 亿元，所有者权益（含少数股东权益）1,162.04 亿元，资产负债率 77.91%；2015 年 1~3 月公司实现营业收入 88.94 亿元，净利润 9.08 亿元，经营活动净现金流-153.44 亿元。

## 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 2015 年公司债券（第一期）                   |
| 发行规模   | 50 亿元                                        |
| 债券期限   | 5 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用于调整债务结构、补充流动资金              |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 行业分析

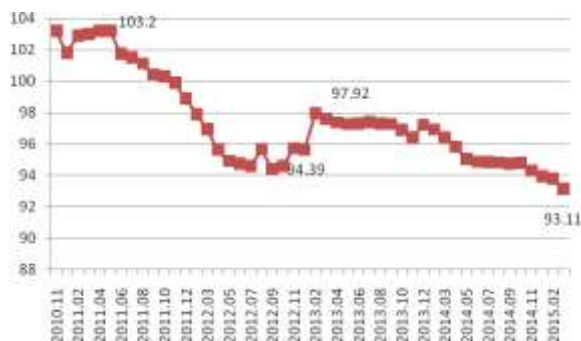
### 全国房地产行业

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 1998 年房地产改革以来，中国房地产行业得到快速发展；2008 年在次贷危机和紧缩货币政策的影响下，国内房价出现十年来的首次下跌；2009 年后，信贷宽松政策刺激了房地产行业的复苏，商品房市场呈现量价齐升的态势；2010 年，为抑制过快上涨的房价，国务院先后出台了“新国十条”、“新国八条”、“新国五条”等多项调控政策，房地产市场再次进入调整阶段，全国商品房销售增速下滑；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，随着市场逐步消化前期调控政策的影响，前期积压的置业需求开始逐步释放，商品房销售自 2012 年 3 月开始逐步回升，2013 年房地产市场延续了 2012 年下半年的上升势头，全年商品房销售面积和销售金额均创出新高。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。

从“国房景气指数”运行趋势来看，该指数上一轮的波动是在 2007 年 11 月触顶，达到 106.59；至 2009 年 3 月探底，至 94.74。本轮在 2010 年 3 月触顶，达到 105.89 后，在严厉的调控政策影响下，房地产投机性需求逐步得以遏制，国房景气指数从高位开始回落，并于 2011 年 12 月份跌落至 98.89。

2012 年以来,前 9 个月房地产景气程度承接上年下行态势继续走低,截至 2012 年 9 月国房景气指数为 94.39,较 2011 年末降低 4.5。随着九、十月房地产传统销售旺季的到来,加之开发商资金状况有所改善,开工能力增强,房地产景气程度缓慢回升。2013 年,在市场回暖、以刚性需求和首改需求为主导的带动下,国内房地产景气度较 2012 年有所回升,国房景气指数全年保持在 97 左右。2014 年,国内房地产市场受到诸多政策不确定性的影响,国房景气指数持续回落。截至 2014 年 12 月末,国房景气指数为 93.93 点。进入 2015 年,国房景气指数延续下滑态势,截至 3 月末,国房景气指数回落至 93.11,较上年末下降 0.82 点。

图 1: 2010.11~2015.03 国房景气指数



资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

在房地产投资方面,根据国家统计局数据显示,2012 年全国共完成房地产开发投资 71,804 亿元,同比增长 16.2%,增速回落 11.9 个百分点。2013 年,在需求释放的带动下,全国房地产开发投资增速有所恢复,全年完成投资 86,013 亿元,同比增长 19.8%,增幅比 2012 年提高 3.6 个百分点。2014 年,商品房销售的下降导致房地产开发投资增速逐步回落,全年完成房地产开发投资 95,036 亿元,增速已经下降至 10.5%。2015 年以来行业政策不断放松,但房地产行业投资增速在一季度仍延续回落态势,2015 年 1~3 月,全国房地产开发投资 16,651 亿元,同比名义增长仅为 8.5%。

图 2: 2012.03~2015.03 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

施工方面,受房地产投资增速下滑的影响,2012 年全国房屋新开工面积增速大幅下滑,并出现负增长,当年全国房屋新开工面积 177,334 万平方米,下降 7.3%。2013 年市场销售火热推动房地产开发企业投资活动明显加强,房地产新开工面积增速较 2012 年呈明显提升,2013 年全国房屋新开工面积 201,208 万平方米,较 2012 年增长 13.5%,增幅提高 2 个百分点。2014 年,房地产销售形势急转直下,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,2014 年,房地产新开工面积 179,592 万平方米,同比下降 10.7%。2015 年一季度,房地产开发企业对新项目开发仍持谨慎态度,房地产新开工面积 23,723.62 万平方米,同比下降 18.45%。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将导致未来新增供给量的下滑,有助于缩短房地产市场恢复供需平衡的时间。

土地成交方面,2012 年,房地产开发企业在政策走势及市场持续性回暖并不明朗、资金面压力依然较大等多方面因素作用下,减少了土地购置活动和支出。2012 年,房地产开发企业土地购置面积 35,667 万平方米,较 2011 年下降 19.5%;土地成交价款 7,410 亿元,同比下降 16.7%,降幅较 2011 年扩大 6.4 个百分点。2013 年随着房地产市场的成交走势的不断上扬,房地产企业加大土地市场投入力度,同时,2013 年地方政府面临较大的债务压力,土地出让积极性较高。供求双方作用下,全国土地市场也迎来了成交高峰。2013 年,房地产开发企业土地购置面积 38,814 万平方米,比上年增长 8.82%,

土地成交价款 9,918 亿元，增长 33.9%，增速提高 2.4 个百分点。2014 年，伴随着房地产销售情况的下滑，房地产业购置面积同比出现下降，当年房地产业土地购置面积 33,383.03 万平方米，同比下降 14.0%；但由于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，同期土地成交价款为 10,019.88 亿元，同比增长 1.0%。2015 年一季度，房地产业土地购置面积 4,051.42 万平方米，同比下滑 32.37%，同期房地产业土地成交价款下滑 27.82% 至 1,123.16 亿元。

从销售情况看，2012 年随着调控政策效益的显现，房地产市场需求出现萎缩，商品房销售增长缓慢，2012 年全国商品房销售面积 111,304 万平方米，同比增长 1.8%，增速降低 3.1 个百分点；商品房销售额 64,456 亿元，同比增长 10%，增速降低 2.1 个百分点，商品房销售面积和销售额增速继续回落。在宏观调控政策的持续影响下，房地产投机性需求得以遏制，刚性和改善性需求成为房地产市场主要购买力。2013 年，刚性和改善性需求出现集中释放，当年全国商品房销售面积 130,551 万平方米，比上年增长 17.3%，增速比 2012 年提高 15.5 个百分点；其中，住宅销售面积增长 17.5%，办公楼销售面积增长 27.9%，商业营业用房销售面积增长 9.1%；同年，商品房销售额 81,428 亿元，增长 26.3%，增速比 2012 年提高 16.3 个百分点；其中，住宅销售额增长 26.6%，办公楼销售额增长 35.1%，商业营业用房销售额增长 18.3%。

2014 年，受银行信贷收紧及价格预期变化等因素影响，全国商品住宅销售面积同比持续下降，带动商品房销售量加速下滑。2014 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%。在销售下滑和高库存的双重压力下，住房价格涨幅趋缓，2014 年 1~4 月，百城住宅价格指数环比虽有增长，但涨幅亦逐步缩小，自 2014 年 5 月以来，百城指数环比已经连续下降 9 个月。2015 年一季度全国商品房销售面积与销售额分别为 18,254 万平方米和 12,023 亿元，同比分别下降 9.23% 和 9.34%，仍呈现下跌态势；同期百城住宅价格亦延续 2014

年四季度下跌态势，但跌幅有所收窄，累计小幅下跌 0.18%。

随着房地产市场短期供大于求，导致库存量连续攀升。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 3 月商品房待售面积 6.50 亿平方米，同比增加 24.6%，增幅在连续 3 个月下滑后首次扩大，待售面积创历史新高。

表 2：2012~2014 年房地产开发投资资金来源

单位：亿元、%

| 指标      | 2012   | 2013    | 2014    |
|---------|--------|---------|---------|
| 资金来源合计  | 96,538 | 122,122 | 121,991 |
| 同比增长率   | 12.7   | 26.5    | -0.1    |
| 其中：自筹资金 | 39,083 | 47,425  | 50,419  |
| 占比      | 48.48  | 38.83   | 41.33   |
| 同比增长    | 11.7   | 21.3    | 6.3     |
| 国内贷款    | 14,778 | 19,673  | 21,242  |
| 占比      | 15.31  | 16.11   | 17.41   |
| 同比增长    | 13.2   | 33.1    | 8.0     |
| 利用外资    | 402    | 534     | 639     |
| 占比      | 0.42   | 0.44    | 0.52    |
| 同比增长    | -48.8  | 32.8    | 19.7    |
| 其他来源    | 42,275 | 54,491  | 49,689  |
| 占比      | 43.79  | 44.62   | 40.73   |
| 同比增长    | 14.7   | 28.9    | -8.8    |

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从房地产企业资金来源看，2014 年房地产开发企业到位资金 121,991 亿元，比 2013 年下降 0.1%。结构上看，自筹资金、定金及预收款和个人按揭贷款为主的其他来源在房地产企业资金中仍占据主导地位，这两部分资金来源在房地产企业到位资金中的占比超过 70%。2014 年，自筹资金和国内贷款同比增速分别为 6.3% 和 8.0%，占比分别提高至 41.33% 和 17.41%。从房地产贷款余额的结构看，个人购房贷款是房地产贷款最主要的组成部分，在房地产贷款中的占比一直保持在 60% 以上。截至 2014 年末，全国个人购房贷款余额为 115,278 亿元，个人购房贷款占房地产贷款总额的 66.32%，房产和地产开发贷款在房地产贷款中占比为 32.41%。2014 年其他来源资金 49,689 亿元，同比下降 8.8%，该类资金占比也下降至 40.73%；在其他来源资金中，

定金及预收款 30,276 亿元，同比下降 12.4%，个人按揭贷款 13,745 亿元，同比下降 2.6%。

另外，在抑制房地产投资性需求的同时，政府也通过增加保障性住房的供给来满足中低收入群体的住房需求，近年来金融机构加大了对于保障性住房项目的信贷支持力度。根据央行的统计数据，2012~2014 年，保障性住房开发贷款余额同比增速分别 46.6%、26.7%和 57.2%，连续保持高速增长。2014 年末，保障性住房开发贷款余额达 11,364 亿元，占同期房产开发贷款的 26.64%。

### 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波动较大的行业。2008 年受金融危机的影响，房地产行业出现短暂衰退，国家出台刺激性救市政策，此期间房价经历由跌到快速上涨的 V 字型走势。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。2012 年中央及相关部委继续坚持房地产调控从紧的方向。

2013 年全国房地产市场调控基调贯彻始终，但不同城市政策导向出现差别化。年初，国务院出台“新国五条”，进一步明确了支持自住需求、抑制投机投资性购房是房地产市场调控必须坚持的一项基本政策。下半年以来，新一届政府着力建立健全长效机制、维持宏观政策稳定，不动产登记、保障房建设等长效机制工作继续推进，而限购、限贷等调控政策更多交由地方政府决策。

2014 年继“两会”上中央提出分类调控后，地方政府纷纷自主出台调整政策，集中在放松限购、购房落户、提高公积金贷款额度等层面，南宁率先松绑限购政策，之后其他限购城市陆续放松限购，10 月份后仅剩“北上广深”和三亚尚未放松限购；对于更为重要的资金层面，中央政府相继出台央五条、定向降准，以及央行银监会放松“二套房”贷

款的认定标准等微刺激措施引导、稳定住房消费，支持居民合理的住房需求。

自 2014 年下半以来，政策面对房地产的支持力度日渐增强。2014 年 9 月 30 日，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 3 月 30 日，中国人民银行、住建部与银监会联合下发《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购二套房，最低首付款比例调整为不低于 40%；同日，财政部下发《财政部国家税务总局关于调整个人住房转让营业税政策的通知》，购买 2 年以上普通住房销售免征营业税。与此同时，中国人民银行多次宣布降准，以缓解银行可贷资金不足问题，促进上述政策实际落地；此外，上海、浙江、江苏、安徽、深圳、福建等省市的楼市公积金新政落地；津闽粤自贸区总体方案、长江中游城市群发展规划、温州民营经济创新发展示范区等获批。

表3：2014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                                                                                                                                                                                    |
|---------|----------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2014.01 | 国土资源部          | 《组建不动产登记局，开展不动产统一登记》国土资源部将协调有关部门建立部际联席会议制度，加快组建不动产登记局，扎实开展不动产统一登记                                                                                                                       |
| 2014.02 | 中国人民银行         | 中央明确提出要落实差别化住房信贷政策，满足首套自住购房的贷款需求，切实提高保障性安居工程金融服务水平                                                                                                                                      |
| 2014.03 | 全国人大           | 全国人大正在推进房地产税法立法工作，在其出台之前，不动产登记、住房信息联网等将先期进行                                                                                                                                             |
| 2014.03 | 国务院            | 《国家新型城镇化规划》，2020 年要实现常住人口城镇化率达到 60%左右，户籍人口城镇化率达到 45%左右。                                                                                                                                 |
| 2014.04 | 中国人民银行         | 中央人民银行宣布将降低部分农村商业银行存货准备金率                                                                                                                                                               |
| 2014.05 | 国土资源部          | 从 2014 年开始，用 3 年左右时间全面实施不动产统一登记制度，用 4 年左右时间运行统一的不动产登记信息管理基础平台                                                                                                                           |
| 2014.05 | 中国人民银行         | 优先满足居民家庭首次购买自住普通商品住房的贷款需求；合理确定首套房贷款利率水平；及时审批和发放符合条件的个人住房贷款；严格执行个人住房贷款各项管理规定；加强对住房贷款风险的监测分析                                                                                              |
| 2014.05 | 发改委            | 《关于创新企业债券融资方式扎实推进棚户区改造建设有关问题的通知》在多个方面强化了对企业债券融资支持棚户区改造的政策支持，包括增加棚改相关的城投发债指标，放宽棚改概念企业债发行条件，推出项目收益类债券、扩大债债范围等举措                                                                           |
| 2014.06 | 中国人民银行         | 从 2014 年 6 月 16 日起，对符合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点                                                                                                                 |
| 2014.07 | 住建部            | 《第一次全国住房城乡建设工作座谈会》，对房地产政策完善提出了三点落实意见：千方百计消化库存；进一步加强房地产结构调整；完善房地产项目周边配套设施                                                                                                                |
| 2014.07 | 国务院常务会议        | 住房保障和公积金制度实施范围逐步扩大到农民工、《不动产登记暂行条例》公开征求意见                                                                                                                                                |
| 2014.09 | 中国人民银行和银监会     | 《关于进一步做好金融服务工作等通知》，放松了“二套房”贷款的认定标准                                                                                                                                                      |
| 2014.10 | 住建部、财政部和中国人民银行 | 《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，放宽公积金贷款条件，职工连续缴存 6 个月即可申请公积金贷款，并取消四项收费                                                                                                                           |
| 2014.11 | 中国人民银行         | 自 2014 年 11 月 22 日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率                                                                                                                                                   |
| 2015.02 | 国务院            | 《关于加大改革创新力度加快农业现代化建设的若干意见》（一号文件）：探索农民工享受城镇保障性住房的具体办法。                                                                                                                                   |
| 2015.02 | 中国人民银行         | 自 2015 年 2 月 5 日起下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点；自 2015 年 3 月 1 日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率                                                                                                           |
| 2015.03 | 国土资源部、住建部      | 《关于优化 2015 年住房及用地供应结构促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求 2015 年各地有供、有限，合理安排住房和其用地供应规模；优化住房供应套型，促进用地结构调整；多措并举，统筹保障性安居工程建设；部门联动，加大市场秩序和供应实施监督力度                                                          |
| 2015.03 | 中国人民银行、住建部、银监会 | 《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》发布，二套房首付可低至四成                                                                                                                                                        |
| 2015.03 | 财政部            | 根据《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》要求，购买 2 年以上普通住房销售免征营业税                                                                                                                                            |
| 2015.04 | 中国人民银行         | 自 4 月 20 日起下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点                                                                                                                                                  |
| 2015.04 | 国务院            | 国务院发布关于落实《政府工作报告》重点工作部门分工的意见，明确规定 15 部委要负责坚持分类指导，因地施策，落实地方政府主体责任，支持居民自住和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展                                                                                           |
| 2015.05 | 中国人民银行         | 自 2015 年 5 月 11 日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.1%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.25%，同时结合推进利率市场化改革，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.3 倍调整为 1.5 倍；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整 |

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

总的来看，放松首套房贷认定、降低二套房首付比例、公积金贷款优惠、调整营业税全额征收的免征期以及降息等举措，在稳定购房者预期的同时，能够有效降低置业门槛，减轻二手房交易的税费负担，有助于改善型需求在短期内的释放。同时，随着货币政策进入降息周期，购房成本和房地产企业资金成本也将不同程度回落。房地产行业政策面从过去的“严格调控”向“正常化”的回归，将对房地产市场和行业带来积极影响，但在房地产市场结构性供求矛盾凸显的环境下，政策效果仍有待观察。

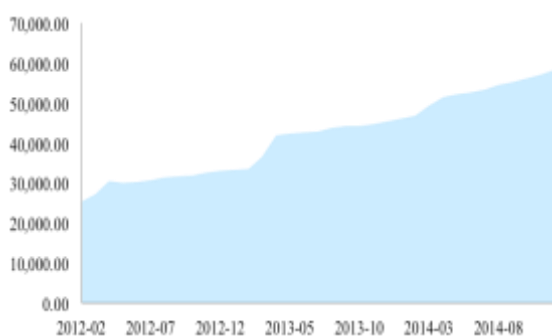
## 行业关注

**2014 年下半年以来，政策层面对房地支持持续增强，但政策效果仍有待观察，短期内依旧难以扭转库存加大的局面，去库存将为房地产市场的主基调**

2014 年我国房地产市场出现分化，部分城市商品房价格下降，库存压力加大，去化周期明显延长。为此，住建部在 2014 年坚持“双向调控”的政策基调，根据不同地区、不同城市的具体情况灵活制定相应的调控手段。而从 2014 年下半年以来，鉴于整体经济下行压力较大，房地产行业景气度欠佳，政策层面的支持力度持续增强，以促进房地产企稳回升。2015 年 3 月末商品房待售面积 64,998 万平方米，同比增加 24.6%，增幅在连续 3 个月下滑后首次扩大，待售面积创历史新高；另根据中国指数研究院的数据显示，主要代表城市的出清周期明显延长。行业利好政策频出，虽然在短期内有助于引导市场预期，有望带动需求释放；但无法从根本上扭转市场供需失衡，库存量加大的局面，未来市场仍将以去库存为主基调。

图 3：近年来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

**房地产行业集中度持续上升，行业竞争的重心逐步倾向于资本实力及品牌影响力，相关房企综合实力将有望得到进一步提升**

近年来，持续的政策调控和日益高企的土地价格压缩了行业内中小企业的生存空间，行业集中度不断提高，行业竞争的重心逐步倾向于资本实力及品牌影响力。根据克而瑞信息集团联合中国房地产测评中心发布的《2014 年中国房地产企业销售 TOP100 排行榜》显示，2014 年全国行业排名前 10 的房产企业销售额占全国市场的比例从 2013 年的 13.72% 上升至 17.19%，增加了 3.47 个百分点，升幅同比提升了 2.51 个百分点；前 20 和前 50 的房产企业同比也分别提升了 4.27 个百分点和 5.42 个百分点，提升幅度加大。从行业发展趋势来看，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业和具有独特优势的房地产公司能够在整合中占据优势和主动地位，通过兼并收购等方式逐步扩大市场份额，综合实力将有望得到进一步提升，行业集中度将持续上升。

## 竞争实力

### 稳固的行业龙头地位

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第一，在全国商品房市场的市场占有率整体保持上升态势。

表 4：2010~2014 年房地产企业销售排名

单位：亿元、%

|      | 2010    |           |    | 2011    |           |    | 2012    |           |    | 2013    |           |    | 2014    |           |    |
|------|---------|-----------|----|---------|-----------|----|---------|-----------|----|---------|-----------|----|---------|-----------|----|
|      | 销售<br>额 | 市场占<br>有率 | 排名 | 销售<br>额 | 市场占<br>有率 | 排名 | 销售<br>额 | 市场占<br>有率 | 排名 | 销售<br>额 | 市场占<br>有率 | 排名 | 销售<br>额 | 市场占<br>有率 | 排名 |
| 万科企业 | 1,026   | 1.95      | 1  | 1,210   | 2.07      | 1  | 1,418   | 2.20      | 1  | 1,741   | 2.14      | 1  | 2,120   | 2.78      | 1  |
| 绿地集团 | 650     | 1.23      | 3  | 776     | 1.32      | 3  | 1,078   | 1.67      | 2  | 1,625   | 2.00      | 2  | 2,080   | 2.73      | 2  |
| 保利地产 | 660     | 1.25      | 2  | 732     | 1.25      | 4  | 1,018   | 1.58      | 3  | 1,251   | 1.54      | 4  | 1,362   | 1.78      | 5  |
| 碧桂园  | 330     | 0.63      | 9  | 776     | 1.32      | 7  | 475     | 0.74      | 9  | 1,097   | 1.35      | 6  | 1,250   | 1.64      | 6  |
| 万达集团 | 369     | 0.70      | 7  | 560     | 0.96      | 6  | 905     | 1.40      | 6  | 1,301   | 1.60      | 3  | 1,501   | 1.97      | 3  |
| 中海地产 | 578     | 1.10      | 4  | 720     | 1.23      | 5  | 935     | 1.45      | 4  | 1,170   | 1.44      | 5  | 1,152   | 1.51      | 7  |
| 恒大地产 | 527     | 1.00      | 5  | 808     | 1.38      | 2  | 923     | 1.43      | 5  | 1,083   | 1.33      | 7  | 1,376   | 1.80      | 4  |

注：2010~2014 年全国商品房销售金额分别为 52,721 亿元、58,589 亿元、64,456 亿元、81,428 亿元和 76,292 亿元，销售额来源于克尔瑞信息集团，部分指标与企业披露数据或有出入

资料来源：克尔瑞信息集团，中诚信证评整理

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成都区域，截至 2014 年末项目已分布于中国大陆 65 个城市。从公司项目区域的核心城市商品房销售情况来看，以销售额为统计口径，2014 年公司在上海、北京、广州、深圳以及天津、杭州、宁波、武汉、合肥、长沙、西安等一、二线经济城市能进入当地市场销售排名前三，进一步体现了其领先的行业地位。

表 5：2014 年公司主要项目区域销售排名

| 城市 | 销售金额排名 |
|----|--------|
| 北京 | 1      |
| 上海 | 3      |
| 广州 | 3      |
| 深圳 | 1      |
| 杭州 | 2      |
| 天津 | 2      |
| 苏州 | 2      |
| 沈阳 | 2      |
| 长春 | 2      |
| 青岛 | 1      |
| 郑州 | 3      |
| 东莞 | 1      |
| 长沙 | 2      |
| 西安 | 1      |
| 宁波 | 1      |
| 合肥 | 2      |
| 武汉 | 2      |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 突出的品牌优势

公司通过“优势产品力为支撑，各地产项目品牌、物业品牌联动”战略，持续打造“万科”品牌。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“2014 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“2014 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，其“万科”品牌系中国房地产业首个国家认定的驰名商标。

## 区域均衡分布优势及多元化产品组合

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，实施“3+X”市场布局策略，根据 PIE<sup>1</sup>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 2014 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

<sup>1</sup> PIE，即 Population、Infrastructure、Employment 首字母缩写，意指“人口、基础设施建设和就业”。

心的北京区域，以及由中西部中心城市组成的成都区域，上述四大区域项目规划建筑面积占比分别为 29.22%、21.31%、28.42%和 21.05%，区域分布较为均衡。

表 6：2012~2014 年公司项目规划建筑面积区域分布情况

| 单位：% |       |       |       |
|------|-------|-------|-------|
| 区域   | 2012  | 2013  | 2014  |
| 广深区域 | 27.24 | 28.98 | 29.22 |
| 上海区域 | 21.93 | 20.41 | 21.31 |
| 北京区域 | 32.74 | 29.46 | 28.42 |
| 成都区域 | 18.10 | 21.15 | 21.05 |
| 合计   | 100   | 100   | 100   |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司谨慎、严格及相对分散的项目区域布局，多元化的产品组合，有助于公司抵御区域市场波动风险，提升抗风险能力。

### 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。2012~2014 年末，公司资产负债率分别为 78.32%、78.00 %和 77.20 %；扣除预收款项后，实际资产负债率分别为 66.85%、67.43%和 64.52%；净负债率分别为 23.50%、30.67%和 5.41%。

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。2012~2014 年公司经营性净现金流分别为 37.26 亿元、19.24 亿元和 417.25 亿元；年末货币资金规模分别为 522.92 亿元、443.65 亿元和 627.15 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。2012~2014 年公司经营活动净现金流/短期债务分别为 0.10 倍、0.06 倍和 1.83 倍；货币资金/短期债务分别为 1.47 倍、1.36 倍和 2.75 倍，均处于行业内良好水平。

表 7：截至 2014 年末公司与部分房地产上市企业

偿债指标比较<sup>2</sup>

单位：%、倍

| 公司   | 资产负债率 | 净负债率   | 短期债务/长期债务 | 经营活动净现金流/短期债务 | 货币资金/短期债务 |
|------|-------|--------|-----------|---------------|-----------|
| 万科企业 | 77.20 | 5.41   | 0.49      | 1.83          | 2.75      |
| 恒大地产 | 76.31 | 85.93  | 1.04      | -0.57         | 0.75      |
| 保利地产 | 77.89 | 106.53 | 0.29      | -0.36         | 1.40      |
| 碧桂园  | 76.70 | 23.91  | 0.32      | -0.29         | 2.20      |
| 招商地产 | 71.16 | 33.39  | 0.36      | -0.65         | 2.32      |
| 中海地产 | 61.02 | 31.66  | 0.31      | -0.20         | 2.27      |

注：恒大地产为香港上市公司（3333.HK）数据，下同  
资料来源：聚源数据、各公司定期报告，中诚信证评整理

### 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景气度波动的背景下，公司收入规模仍保持较快的增长态势。2012~2014 年公司分别实现营业收入 1,031.16 亿元、1,354.19 亿元和 1,463.88 亿元，年均复合增长率为 19.15%，主要由房地产开发和物业管理构成。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 98%以上，公司主业运营稳定。

表 8：2012~2015.Q1 年公司营业收入分板块情况

单位：亿元

| 业务类型            | 2012     | 2013     | 2014     | 2015.Q1 |
|-----------------|----------|----------|----------|---------|
| 房地产             | 1,015.80 | 1,327.88 | 1,435.30 | 82.24   |
| 物业服务            | 8.59     | 14.71    | 19.88    | 4.87    |
| 其他 <sup>3</sup> | 6.77     | 11.60    | 8.70     | 1.83    |
| 合计              | 1,031.16 | 1,354.19 | 1,463.88 | 88.94   |

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成

<sup>2</sup> 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”。

<sup>3</sup> 公司其他业务收入主要系向联营、合营公司收取的管理费。

都区域等中国大陆 65 个城市，以及旧金山、香港、新加坡、纽约等 4 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，公司根据市场情况和销售情况审慎把握项目开发节奏。2012~2014 年公司新开工面积分别为 1,433 万平方米、2,131 万平方米和 1,728 万平方米，同期竣工面积分别为 979 万平方米、1,303 万平方米和 1,385 万平方米。从近三年新开工面积/竣工面积比例来看，2012~2014 年公司新开工面积/竣工面积比分别为 1.46 倍、1.63 倍和 1.25 倍。2014 年房地产市场环境异常复杂，公司审慎新项目投资，导致当年新开工面积有所下降，但公司库存结构更为安全合理。公司近三年的结算面积/竣工面积比例基本维持在 90%~94%之间，显示出公司出色的资源把控和较快的存货周转效率。截至 2014 年末，公司在中国大陆拥有 417 个主要开发项目，在建项目权益建筑面积合计约 2,776 万平方米，规划中项目权益建筑面积合计约 3,801 万平方米，为其未来持续增长提供较好保障。

2015 年 1-3 月，公司项目新开工面积和竣工面积分别为 559 万平方米和 87 万平方米，项目新开工面积占全年新开工计划的比例为 33.20%，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 5.50%。

**表 9：2012~2014 年公司开工及竣工情况**

|          | 单位：万平方米、个 |       |       |
|----------|-----------|-------|-------|
|          | 2012      | 2013  | 2014  |
| 在建权益建筑面积 | 2,266     | 2,684 | 2,776 |
| 项目数量     | 320       | 398   | 417   |
| 新开工面积    | 1,433     | 2,130 | 1,728 |
| 竣工面积     | 979       | 1,303 | 1,385 |

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不佳的背景下，仍形成了量价齐升的良好态势。2012~2014 年公司分别实现合同销售面积 1,296 万平方米、1,490 万平方米和 1,806 万平方米；合同销售金额 1,412 亿元、1,709 亿元和 2,151 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，近年销售均价分别为 10,901 元/平方米、11,473 元/平方米和 11,909 元/平方米，呈稳步上升态势。从销售区域分布来看，公司坚持“3+X”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成都区域，公司项目区域分布较为均匀，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。2015 年 1-3 月，公司实现销售面积 396 万平方米，取得销售签约金额 463 亿元。

**表 10：2012~2015.Q1 公司业务运营情况**

|      | 单位：万平方米、亿元 |       |       |         |
|------|------------|-------|-------|---------|
| 指标   | 2012       | 2013  | 2014  | 2015.Q1 |
| 销售面积 | 1,296      | 1,490 | 1,806 | 396     |
| 销售金额 | 1,412      | 1,709 | 2,151 | 463     |
| 结算面积 | 889        | 1,231 | 1,259 | 73      |
| 结算金额 | 1,016      | 1,328 | 1,435 | 82      |

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。2014 年公司结算面积 1,259 万平方米，近三年年均复合增长率为 18.98%；结算金额为 1,435 亿元，近三年年均复合增长率为 18.87%。从结算区域分布来看，近年公司广深区域结算收入占比最高，2014 年为 31.22%；其次为上海区域和北京区域，占比分别为 27.47%和 24.86%。此外，截至 2015 年 3 月末，公司合并报表范围内尚有 1,919 万平方米已售资源未竣工结算，合同金额合计约 2,234 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 11：2012~2014 年公司销售及结算区域分布情况**

|      | 单位：%  |       |       |       |       |       |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|      | 2012  |       | 2013  |       | 2014  |       |
| 区域   | 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 | 33.15 | 28.46 | 30.65 | 33.55 | 28.75 | 31.22 |
| 上海区域 | 23.35 | 21.40 | 26.94 | 21.05 | 32.10 | 27.47 |
| 北京区域 | 26.19 | 32.93 | 26.56 | 25.63 | 23.66 | 24.86 |
| 成都区域 | 17.31 | 17.21 | 15.85 | 19.77 | 15.49 | 16.45 |
| 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，公司始终遵循严谨的购地策略，紧跟房地产市场格局的变化，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，整体项目土地储备较为谨慎。2012~2014 年公司分别新增权益占地面积 624 万平方米、757 万平方米和 206 万平方米。2014 年以来，房地产市场景气度不佳，公司当年仅新增 41 个项目，权益占地面积 206 万平方米；2015 年 1-3 月新增 9 个项目，权益占地面积 69 万平方米。截至 2015 年 3 月 31 日，公司规划中项目的权益总建筑面积为 3,662 万平方米，其中广深区域占比为 29.35%、上海区域占比为 20.41%、北京区域占比为 30.81%、成都区域占比为 19.43%，适当且均衡的土地储备为公司经营业绩的保持提供保障。

从储备项目获取的方式来看，近年来公司主要通过招拍挂、收购和合作开发等多渠道获取土地资源，坚持城市圈带的项目战略布局，近年核心区域土地出让价格上涨，使其平均楼面地价持续上扬。土地的稀缺性使其价格存在持续上涨动力，受此影响，在“小股操盘”战略导向下，公司后期将充分利用自身成熟的项目运营经验，依靠管理优势获得更多合作机会及获取额外管理收益。

表 12：2012~2015.Q1 公司土地储备和新增项目情况

单位：个、万平方米、元

|          | 2012  | 2013  | 2014  | 2015.Q1 |
|----------|-------|-------|-------|---------|
| 新增项目     | 78    | 104   | 41    | 9       |
| 权益占地面积   | 624   | 757   | 206   | 69      |
| 权益规划建筑面积 | 1,589 | 2,148 | 591   | 170     |
| 平均楼面地价   | 2,790 | 3,516 | 4,372 | 4,769   |

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。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 2014 年末，万科物业服务已覆盖中国大陆 61 个大中城市，服务项目 457 个，合同管理面积 10,340 万平方米，合并报表

范围内物业服务实现收入 19.88 亿元，同比增长 35.15%。

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。但中诚信证评也关注到，近期房地产行业景气度仍呈现波动，行业竞争日益加剧，利润空间不断收窄，行业环境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策权。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、共享、共担”原则推行事业合伙人机制，并推进事业合伙人持股计划，同时在项目层面建立跟投机制，将公司管理层利益和股东

利益进一步融合。

此外，公司与第一大股东华润股份有限公司及其关联企业在业务、人员、资产、机构、财务等方面完全分开，保证了自身具有独立完整的业务及自主经营能力。

## 内部管理

公司构建并逐步完善了“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。

对外投资决策方面，公司战略投资营销运营管理部负责管控投资业务，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。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投资决策委员会在董事会授权范围内进行决策，如项目投资金额超过董事会授权，需在报董事会决议通过后方可实施。

对子公司管理方面，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履行情况。

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，公司采购管理部负责采购业务的管理控制，现制定了包括《万科集团工程款支付管理规定》、《工程采购管理办法》、《工程采购实施细则》、《供应商管理细则》、《战略合作实施细则》等在内的工程采购管理制度。公司通过招标投标等多种采购方式以及集中采购等措施，发挥采购量的优势以实现规模效益；在对总包/关键产品/服务供应商进行全面评估的基础上，筛选合格供应商，并与之建立战略合作关系。公司各子公司均使用采购平台，并通过将第三方进行的工程质量综合评估与供应商评估分级挂钩，优化了供应商管理和分级体系。

总体看，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

未来十年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。公司未来将强化销售及回款，严控各项成本费用，努力提升利润率，稳健提升盈利能力，并通过提升客户住宅体验，丰富客户服务内容，重点开拓养老、装修项目，保持和扩大万科在居住品牌上的优势，实现高质量的协同发展。同时，公司将物流地产作为其重点业务之一，目前已在贵阳和武汉获得两个项目，未来计划在“长三角”、“珠三角”、“环渤海”经济圈以及重庆、成都、山东、西安等全国重点经济区域实现物流项目的全国性布局。

具体来看，未来公司将继续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、共享、共担”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。经营策略与资本运作方面，公司提出“重运营、轻资产、高周转”的运营战略，以提升净资产收益率。产品系列方面，公司坚持“主流定位”战略，围绕市场和客户需求变化，不断优化产品性价比，提升市场竞争。业务布局方面，公司坚持实行“国际化”与“3+X”发展战略，合理补充项目资源，在人口、基础设施配套和就业等对住宅市场有支撑力的城市进一步拓展市场份额。土地储备方面，公司坚持谨慎的策略，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。此外，公司融资能力强，未来将综合运用多元化融资渠道，统筹好资金流入与流出的动态均衡。

总体看，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)审计的，并出具标准无保留意见的 2012 年度、2013 年度和 2014 年度审计报告，以及未经审计的 2015 年一季度财务报表。

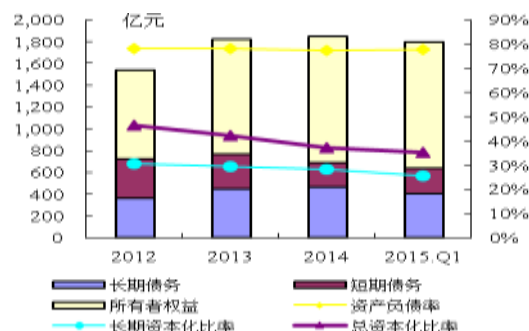
### 资本结构

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。2012~2014 年末，公司资产总额分别为 3,788.02 亿元、4,792.05 亿元和 5,084.09 亿元，三年年均复合增长率为 15.85%。得益于历年盈余留存，公司自有资本不断夯实，截至 2014 年末，所有者权益达到 1,158.94 亿元，近三年复合增长率为 18.78%。同时，伴随着业务规模的扩大，公司外部债务规模和预收款项规模较大，使得其近三年负债规模亦保持增长。2012~2014 年末，公司总负债分别为 2,966.63 亿元、3,737.66 亿元和 3,925.15 亿元，年均复合增长率为 15.03%。

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。2012~2014 年末公司资产负债

率分别为 78.32%、78.00 %和 77.20 %；扣除预收款项后，实际资产负债率分别为 66.85%、67.43%和 64.52%。2015 年以来公司依然保持稳健的投资及积极的销售策略，财务杠杆比率维持稳定。截至 2015 年 3 月末，公司资产总额 5,260.40 亿元，负债合计 4,098.37 亿元，资产负债率和实际资产负债率分别为 77.91%和 63.65%。

图 4：2012~2015.Q1 公司资本结构



资料来源：公司审计报告、中诚信证评整理

表 13：截至 2014 年末公司与部分房地产上市公司

### 资本结构比较

单位：亿元、%

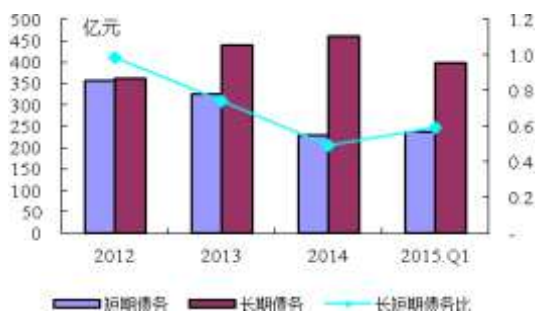
| 公司   | 总资产       | 资产负债率 | 实际资产负债率 |
|------|-----------|-------|---------|
| 万科企业 | 5,084.09  | 77.20 | 63.65   |
| 恒大地产 | 4,744.62  | 76.31 | 73.69   |
| 保利地产 | 3,657.66  | 77.89 | 67.97   |
| 碧桂园  | 2,680.32  | 76.70 | 64.57   |
| 招商地产 | 1,516.92  | 71.16 | 62.32   |
| 中海地产 | 3,509.37* | 61.02 | 55.01   |

注：\*中海地产的货币单位为港元

资料来源：聚源数据、各公司定期报告，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，但受益于良好的销售业绩以及较高的销售回款率带来的现金回笼增多，在一定程度上缓减了债务上升的压力。2012~2014 年及 2015 年 3 月末，公司总债务分别为 715.93 亿元、767.06 亿元、689.81 亿元和 634.38 亿元。债务期限结构方面，2012~2014 年及 2015 年 3 月末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.99 倍、0.74 倍、0.49 倍和 0.59 倍。随着本期债券的成功发行，其债务期限结构将得到进一步优化。

图 5：2012~2015.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体看，凭借良好的销售形势和稳健的投资策略，公司在业务规模扩大过程中仍保持了相对稳健的财务杠杆比率。

### 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。2012~2014 年末，公司流动资产分别为 3,627.74 亿元、4,420.47 亿元和 4,648.06 亿元，年均复合增长率为 13.19%，占同期末资产总额的比重分别为 95.77%、92.25%和 91.42%。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 80%以上，在同行业中处于合理水平。

表 14：2012~2015.Q1 公司流动资产分析

|                | 2012   | 2013   | 2014   | 2015.Q1 |
|----------------|--------|--------|--------|---------|
| 流动资产/总资产       | 95.77% | 92.25% | 91.42% | 91.48%  |
| 存货/流动资产        | 70.34% | 74.91% | 68.36% | 69.95%  |
| 货币资金/流动资产      | 14.41% | 10.04% | 13.49% | 8.08%   |
| (存货+货币资金)/流动资产 | 84.75% | 84.95% | 81.85% | 78.03%  |

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

表 15：2014 年末公司与部分房地产上市公司

| 流动资产比较 |          |           |         |
|--------|----------|-----------|---------|
| 公司     | 流动资产/总资产 | 货币资金/流动资产 | 存货/流动资产 |
| 万科企业   | 91.42%   | 13.49%    | 68.36%  |
| 恒大地产   | 80.86%   | 15.51%    | 64.24%  |
| 保利地产   | 95.92%   | 11.42%    | 76.15%  |
| 碧桂园    | 71.86%*  | 14.13%    | 68.16%  |
| 招商地产   | 92.46%   | 16.39%    | 72.03%  |
| 中海地产   | 80.93%   | 18.03%    | 68.66%  |

\* 由于碧桂园将其超过正常营运周期落成的物业列入非流动资产科目，使得其流动资产/总资产比率相对较低；

资料来源：聚源数据、各公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，2012~2014 年末公司存货净额分别

为 2,551.64 亿元、3,311.33 亿元和 3,177.26 亿元，呈小幅波动。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 8%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。

表 16：2012~2015.Q1 公司存货结构分析

单位：亿元

|            | 2012     | 2013     | 2014     | 2015.Q1  |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| 存货         | 2,551.64 | 3,311.33 | 3,177.26 | 3,366.21 |
| 存货同比增长率    | -        | 29.77%   | -4.05%   | -1.16%   |
| 已完工开发产品    | 159.94   | 177.17   | 226.95   | 239.52   |
| 已完工开发产品/存货 | 6.27%    | 5.35%    | 7.14%    | 7.12%    |
| 在建开发产品     | 1,622.19 | 1,886.82 | 1,962.91 | 2,197.52 |
| 在建开发产品/存货  | 63.57%   | 56.98%   | 61.78%   | 65.28%   |
| 拟开发产品      | 767.34   | 1,243.75 | 952.04   | 887.08   |
| 拟开发产品/存货   | 30.07%   | 37.56%   | 29.96%   | 26.35%   |

资料来源：公司审计报告，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。2012~2014 年，公司存货周转效率分别为 0.28 次、0.32 次和 0.32 次；总资产周转率分别为 0.31 次、0.32 次和 0.30 次，在行业内处于中等偏上水平。

表 17：2012~2014 年公司周转率相关指标

|             | 2012 | 2013 | 2014 |
|-------------|------|------|------|
| 存货周转率（次/年）  | 0.28 | 0.32 | 0.32 |
| 总资产周转率（次/年） | 0.31 | 0.32 | 0.30 |

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

表 18：2014 年公司与部分房地产上市公司

| 运营相关指标 |          |           |           |
|--------|----------|-----------|-----------|
| 公司     | 存货周转率（次） | 总资产周转率（次） | 货币资金/短期债务 |
| 万科企业   | 0.32     | 0.30      | 2.75      |
| 恒大地产   | 0.37     | 0.27      | 0.75      |
| 保利地产   | 0.29     | 0.32      | 1.40      |
| 碧桂园    | 0.57     | 0.32      | 2.20      |
| 招商地产   | 0.30     | 0.30      | 2.32      |
| 中海地产   | 0.40     | 0.34      | 2.27      |

资料来源：聚源数据、各公司定期报告，中诚信证评整理

现金流方面，受益于良好的销售业绩及回款情况，公司经营性净现金流持续表现较好，2012~2014

年公司经营性净现金流分别为 37.26 亿元、19.24 亿元和 417.25 亿元。2014 年房地产市场仍处于深度调整期，公司布局实施了项目跟投制度，项目开发节奏放缓，扩张较为谨慎，经营性现金流状况大幅提升。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%以上，维持在相对充裕水平，对短期债务形成较好覆盖。2014 年末公司货币资金为 627.15 亿元，货币资金/短期债务为 2.75 倍。

表 19：2012~2014 年公司部分流动性指标

|             | 单位：亿元  |        |        |
|-------------|--------|--------|--------|
|             | 2012   | 2013   | 2014   |
| 货币资金        | 522.92 | 443.65 | 627.15 |
| 经营活动现金净额    | 37.26  | 19.24  | 417.25 |
| 经营净现金流/短期债务 | 0.10   | 0.06   | 1.83   |
| 货币资金/短期债务   | 1.47   | 1.36   | 2.75   |

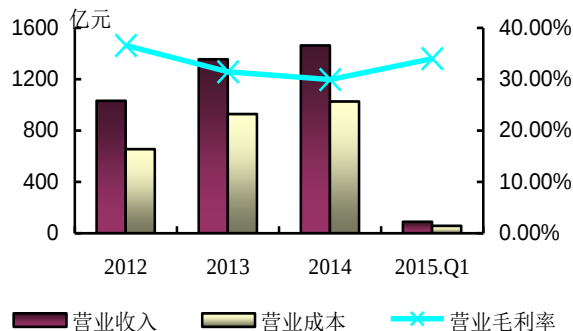
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，近年公司严格把握项目开发节奏，销售回款情况及经营性现金流表现良好，年末手持货币资金充裕，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。2012~2014 年公司实现营业收入分别为 1,031.16 亿元、1,354.19 亿元和 1,463.88 亿元，年均复合增长率为 19.15%。此外，公司 2014 年末预收款项余额为 1,817.49 亿元，同比增长 16.87%，为其未来经营业绩的增长提供了保障。从毛利水平看，在当前房地产行业景气度波动，行业竞争加剧，地价与房价比日益提升，整体利润逐渐回落的背景下，公司近年房地产业务营业毛利率有所下降，2012~2014 年营业毛利率分别为 36.56%、31.47%和 29.94%。

图 6：2012~2015.Q1 公司收入成本分析



资料来源：公司审计报告，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。2012~2014 年公司发生三费合计分别为 66.01 亿元、77.59 亿元和 90.65 亿元，同期三费收入占比分别为 6.40%、5.73%和 6.19%。整体来看，公司近三年的费用水平保持稳定，其费用控制情况较好。

表 20：2012~2014 年公司三费分析

|        | 单位：亿元    |          |          |
|--------|----------|----------|----------|
|        | 2012     | 2013     | 2014     |
| 销售费用   | 30.56    | 38.65    | 45.22    |
| 管理费用   | 27.80    | 30.03    | 39.03    |
| 财务费用   | 7.65     | 8.92     | 6.41     |
| 三费合计   | 66.01    | 77.59    | 90.66    |
| 营业总收入  | 1,031.16 | 1,354.19 | 1,463.88 |
| 三费收入占比 | 6.40%    | 5.73%    | 6.19%    |

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

表 21：2014 年公司与部分房地产上市公司

| 盈利能力指标 |         |          |
|--------|---------|----------|
| 公司     | 营业毛利率   | 所有者权益收益率 |
| 万科企业   | 29.94 % | 16.64 %  |
| 恒大地产   | 28.53 % | 16.03 %  |
| 保利地产   | 32.03 % | 17.60 %  |
| 碧桂园    | 26.09 % | 37.70 %  |
| 招商地产   | 37.33 % | 12.59 %  |
| 中海地产   | 34.51 % | 20.62 %  |

资料来源：聚源数据、各公司定期报告，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。近年公司业务规模保持增长，费用控制水平稳定，但受营业毛利率下滑影响，使其经营性业务利润小幅波动。2012~2014 年公司经营性业务利润分别为 201.77 亿元、233.17 亿元和 215.99 亿

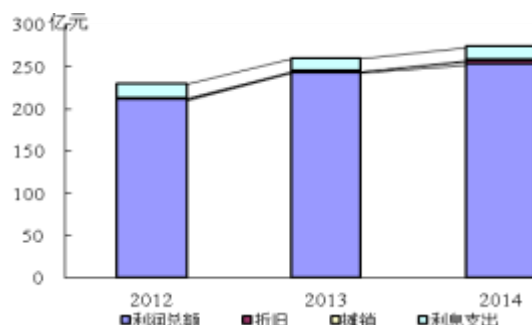
元。投资收益方面，公司投资收益主要来源于联营、合营公司实现的权益利润和以股权转让方式实现项目合作而取得的收益，2012~2014 年投资收益分别为 9.29 亿元、10.05 亿元和 41.59 亿元。近年公司提出“重运营、轻资产”的战略运营模式，通过股权合作或转让方式引入合作合伙，共享优势资源，提高运营效率，投资收益持续提升，对其利润形成良好补充。综上，公司近三年利润总额分别为 210.70 亿元、242.91 亿元和 252.52 亿元；同期，公司净资产收益率<sup>4</sup>分别为 19.07%、17.35%和 16.64%。总体来看，公司在房地产行业利润整体回落的背景下，仍保持了较高的利润水平。

总体来看，在房地产行业景气度波动的背景下，公司项目区域布局及主流产品结构优势使其抗风险能力增强，营业收入持续保持增长，在房地产行业利润整体回落的背景下，仍保持了较高的利润水平。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

从债务规模来看，近年公司积极销售，审慎投资，资金状况良好，在一定程度上缓解了其债务上升压力。截至 2014 年末，公司总债务 689.81 亿元，同比下降 10.07%。2015 年 3 月末，公司债务规模进一步下降至 634.38 亿元，较 2014 年末下降 8.04%。从债务币种来看，近年公司发挥境外融资优势，通过美元、港币借款以及发行美元和新加坡币债券充分利用境外低成本资金支持公司发展。截至 2014 年末公司外币有息债务包括 4.20 亿美元借款、14.60 亿元港币借款以及公开发行美元债 12 亿美元和 1.40 亿新加坡币债券，合计折合人民币约 115.61 亿元。近年人民币兑美元汇率波动频繁，但公司针对 3.25 亿美元外币借款签署了无本金交割远期外汇契约（NDF），且后期将通过增持外币资产及购买对冲产品进一步平抑汇率波动风险。

图 7：2012~2014 年公司 EBITDA 变化及其构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额构成，2012~2014 年分别为 229.92 亿元、259.66 亿元和 273.48 亿元，获现能力持续向好。从主要偿债能力指标表现来看，2012~2014 年公司总债务/EBITDA 分别为 3.11 倍、2.95 倍和 2.52 倍；EBITDA 利息保障倍数分别为 3.98 倍、3.95 倍和 4.00 倍，公司持续增长的收入规模和获现能力对其债务的偿还提供了较好保障。

表 22：2012~2015.Q1 公司偿债能力分析

|                | 2012   | 2013   | 2014   | 2015.Q1 |
|----------------|--------|--------|--------|---------|
| 短期债务(亿元)       | 355.57 | 326.24 | 228.32 | 236.34  |
| 总债务(亿元)        | 715.93 | 767.06 | 689.81 | 634.38  |
| EBITDA(亿元)     | 229.92 | 259.66 | 273.48 | -       |
| 资产负债率(%)       | 78.32  | 78.00  | 77.20  | 77.91   |
| 总资本化率(%)       | 46.57  | 42.11  | 37.31  | 35.31   |
| 经营净现金流/总债务(X)  | 0.05   | 0.03   | 0.60   | -       |
| 总债务/EBITDA(X)  | 3.11   | 2.95   | 2.52   | -       |
| EBITDA 利息倍数(X) | 3.98   | 3.95   | 4.00   | -       |

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2014 年 12 月 31 日，公司担保余额 159.65 亿元，其中对联营公司及合营公司提供担保余额为 2.81 亿元，其余 156.84 亿元均系为子公司提供的担保。同时，公司按房地产经营惯例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<sup>5</sup>。截至 2014 年末，公司承担阶段性担保额及全程担保额分别为人民币 557.76 亿元及人民币 0.73 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

<sup>4</sup> 净资产收益率指标根据附表三中公式计算，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。

<sup>5</sup> 阶段性担保的担保期限自保证合同生效之日起，至商品房承购人所购住房的《房地产证》办出及抵押登记手续办妥后并交银行执管之日止；全程担保的担保期限从担保书生效之日起至借款合同届满之日后两年止。

提供的阶段性抵押担保，整体或有风险可控。

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商业银行保持了良好的合作关系。截至 2015 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 1,248.02 亿元，其中未使用的授信额度约为 865.27 亿元。同时，公司近年融资渠道实现了多元化，除境内融资外，还利用自身优势积极拓展境外资本及非资产市场融资渠道，现已有效开拓了信托、委托贷款、债券融资等多种渠道，且为优化债务结构，启动了债务融资工具计划。整体来看，公司融资渠道畅通，具备较强的财务弹性。

总体而言，公司近年来收入规模持续保持增长，充足的待结算资源亦对其未来经营业绩保持具有很强支撑。同时，公司现金回笼情况良好，年末手持货币资金规模充裕，财务杠杆比率稳定保持在合理区间，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 2015 年公司债券（第一期）”信用级别为 **AAA**。

## 关于万科企业股份有限公司 2015年公司债券（第一期）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，本公司将于发行主体及担保主体年度报告公布后二个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告；在此期限内，如发行主体、担保主体（如有）发生可能影响本期债券信用等级的重大事件，应及时通知本公司，并提供相关资料，本公司将就该项事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

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、债券信用等级或公告信用等级暂时失效。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将通过本公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）予以公告。

(本页无正文，为《万科企业股份有限公司2015年公司债券信用评级报告》之  
签署页)

分析师：



龚天璇



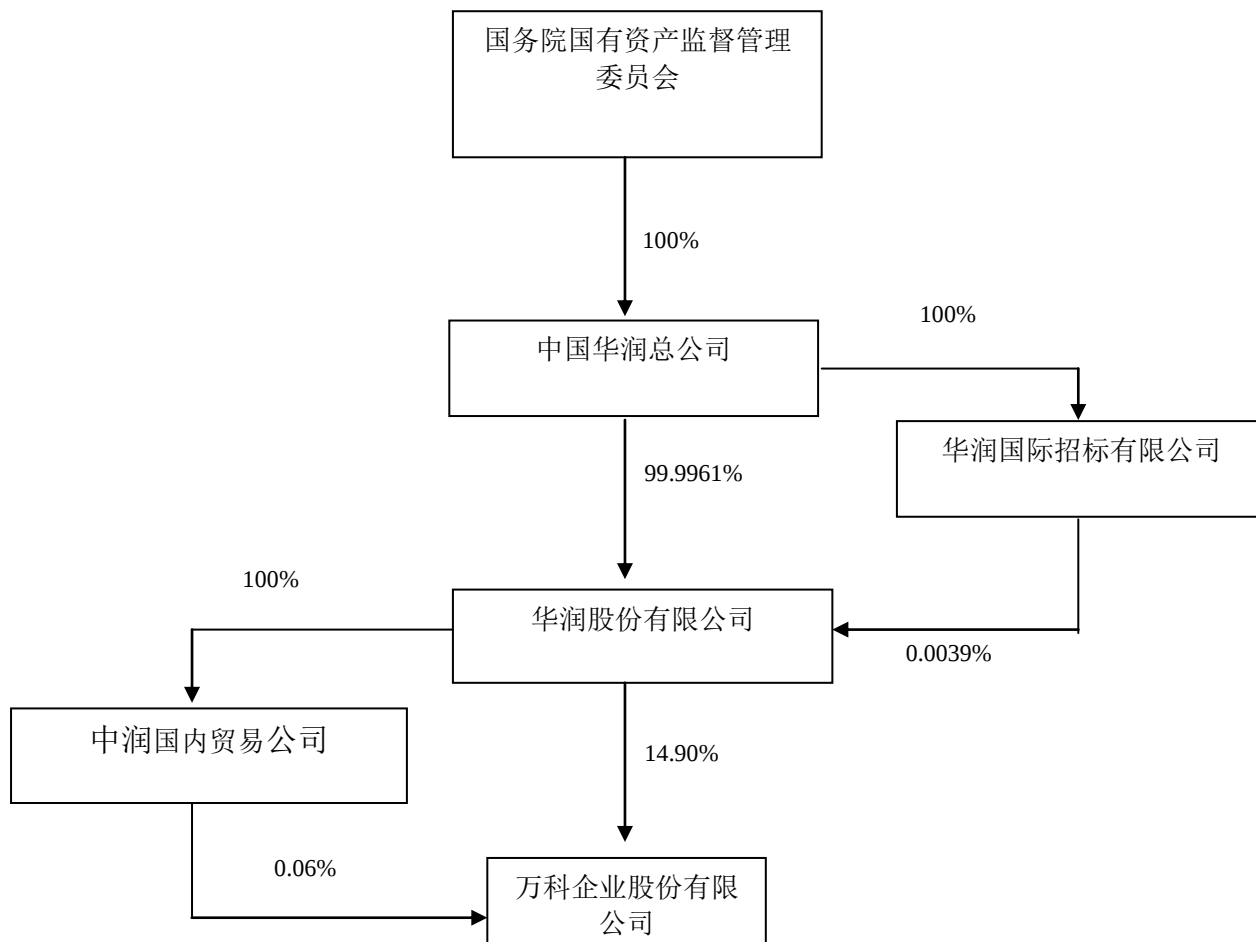
樊春裕



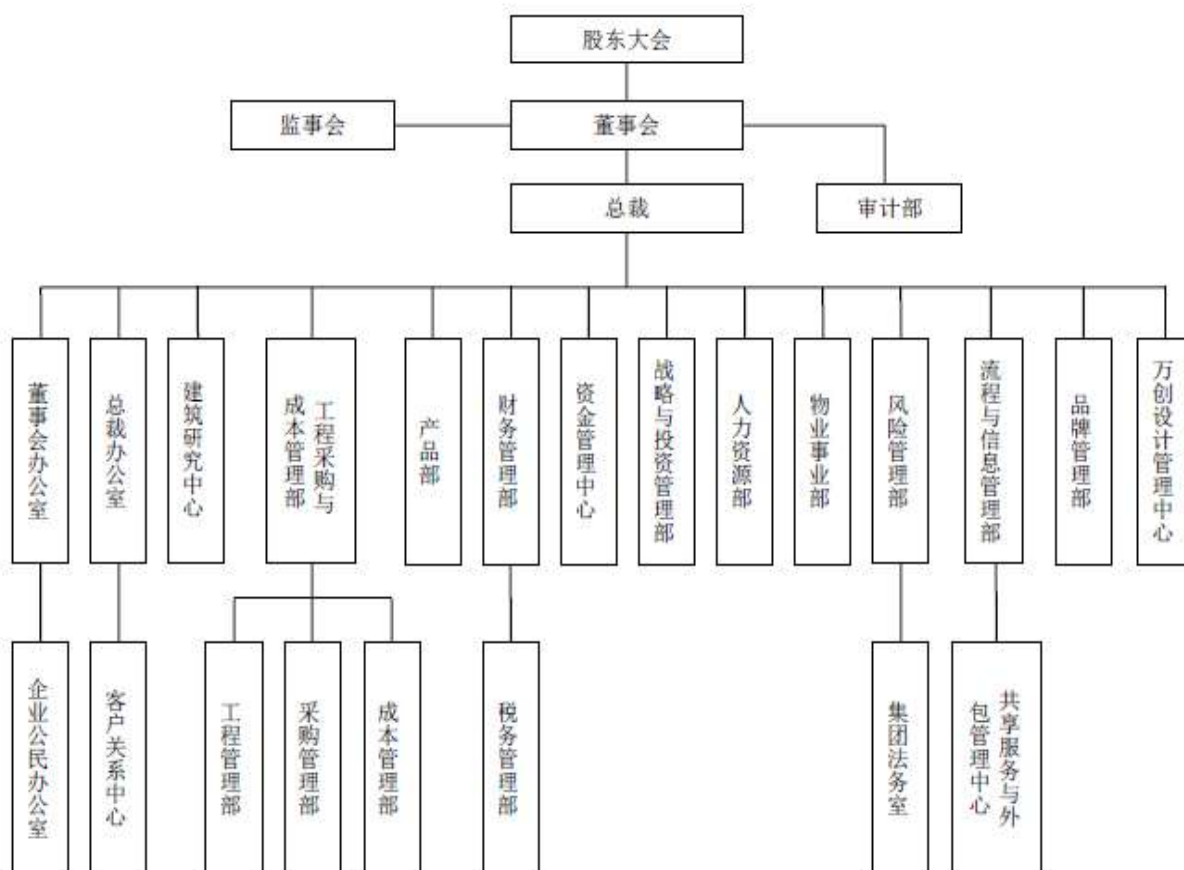
朱洁



附一：万科企业股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 3 月 31 日）



附二：万科企业股份有限公司组织结构图（截至 2015 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)     | 2012          | 2013          | 2014          | 2015.Q1       |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金            | 5,229,154.21  | 4,436,540.98  | 6,271,525.34  | 3,888,971.46  |
| 存货净额            | 25,516,411.30 | 33,113,322.33 | 31,772,637.85 | 33,662,102.74 |
| 其他应收款           | 2,005,792.18  | 3,481,531.72  | 4,892,446.37  | 6,092,505.06  |
| 长期投资            | 704,507.01    | 1,310,367.16  | 1,936,683.74  | 2,019,068.11  |
| 固定资产(合计)        | 503,860.44    | 1,475,391.09  | 1,212,271.19  | 1,247,797.10  |
| 总资产             | 37,880,161.51 | 47,920,532.35 | 50,840,875.54 | 52,604,044.14 |
| 短期债务            | 3,555,735.94  | 3,262,430.62  | 2,283,235.80  | 2,363,364.20  |
| 长期债务            | 3,603,607.04  | 4,408,152.03  | 4,614,894.39  | 3,980,454.53  |
| 总债务             | 7,159,342.98  | 7,670,582.65  | 6,898,130.19  | 6,343,818.73  |
| 净债务             | 1,930,188.77  | 3,234,041.67  | 626,604.85    | 2,454,847.27  |
| 总负债             | 29,666,342.01 | 37,376,590.01 | 39,251,513.85 | 40,983,691.86 |
| 所有者权益(含少数股东权益)  | 8,213,819.50  | 10,543,942.34 | 11,589,361.69 | 11,620,352.28 |
| 营业总收入           | 10,311,624.51 | 13,541,879.11 | 14,638,800.45 | 889,433.82    |
| 三费前利润           | 2,677,833.32  | 3,107,614.23  | 3,066,419.49  | 227,033.71    |
| EBITDA          | 2,299,222.04  | 2,596,574.86  | 2,734,806.58  | -             |
| 经营活动产生现金净流量     | 372,595.85    | 192,386.89    | 4,172,481.91  | -1,534,442.15 |
| 投资活动产生现金净流量     | -245,345.17   | -795,441.72   | -348,737.09   | -126,687.22   |
| 筹资活动产生现金净流量     | 1,628,550.90  | -205,764.56   | -1,961,725.15 | -699,029.92   |
| 现金及现金等价物净增加额    | 1,750,611.25  | -811,607.48   | 1,864,917.05  | -2,359,781.38 |
| 财务指标            | 2012          | 2013          | 2014          | 2015.Q1       |
| 营业毛利率(%)        | 36.56         | 31.47         | 29.94         | 34.00         |
| 所有者权益收益率(%)     | 19.07         | 17.35         | 16.64         | 3.13          |
| EBITDA/营业总收入(%) | 22.30         | 19.17         | 18.68         | -             |
| 速动比率(X)         | 0.41          | 0.34          | 0.43          | 0.39          |
| 经营活动净现金/总债务(X)  | 0.05          | 0.03          | 0.60          | -             |
| 经营活动净现金/短期债务(X) | 0.10          | 0.06          | 1.83          | -             |
| 经营活动净现金/利息支出(X) | 0.64          | 0.29          | 6.10          | -             |
| 总债务/EBITDA(X)   | 3.11          | 2.95          | 2.52          | -             |
| EBITDA 利息倍数(X)  | 3.98          | 3.95          | 4.00          | -             |
| 资产负债率(%)        | 78.32         | 78.00         | 77.20         | 77.91         |
| 总资本化比率(%)       | 46.57         | 42.11         | 37.31         | 35.31         |
| 长期资本化比率(%)      | 30.49         | 29.48         | 28.48         | 25.51         |

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

**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                           |
|------------|------------------------------|
| <b>AAA</b> | 债券信用质量极高，信用风险极低              |
| <b>AA</b>  | 债券信用质量很高，信用风险很低              |
| <b>A</b>   | 债券信用质量较高，信用风险较低              |
| <b>BBB</b> | 债券具有中等信用质量，信用风险一般            |
| <b>BB</b>  | 债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高       |
| <b>B</b>   | 债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高         |
| <b>CCC</b> | 债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高        |
| <b>CC</b>  | 债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高        |
| <b>C</b>   | 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                                 |
|------------|------------------------------------|
| <b>AAA</b> | 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 |
| <b>AA</b>  | 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  |
| <b>A</b>   | 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  |
| <b>BBB</b> | 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   |
| <b>BB</b>  | 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>B</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    |
| <b>CCC</b> | 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     |
| <b>CC</b>  | 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     |
| <b>C</b>   | 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

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。

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