



信用等级通知书

信评委函字 [2016] 跟踪071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，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一六年五月九日

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（2016）

| | | | |
|--------|---------------------|-----|---------|
| 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 | 2015/9/18 | | |
| 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 | 2013 | 2014 | 2015 |
|----------------|----------|----------|----------|
| 所有者权益（亿元） | 1,054.39 | 1,158.94 | 1,363.10 |
| 总资产（亿元） | 4,792.05 | 5,084.09 | 6,112.96 |
| 总债务（亿元） | 767.06 | 689.81 | 794.91 |
| 营业总收入（亿元） | 1,354.19 | 1,463.88 | 1,955.49 |
| 营业毛利率（%） | 31.47 | 29.94 | 29.35 |
| EBITDA（亿元） | 259.66 | 273.48 | 362.97 |
| 所有者权益收益率（%） | 17.35 | 16.64 | 19.04 |
| 资产负债率（%） | 78.00 | 77.20 | 77.70 |
| 总债务/EBITDA（X） | 2.95 | 2.52 | 2.19 |
| EBITDA 利息倍数（X） | 3.95 | 4.00 | 7.48 |
| 净负债率（%） | 30.67 | 5.41 | 19.30 |

注：所有者权益含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

分析师

李诗哲 shzh@ccxr.com.cn

解晓婷 xtjie@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 5 月 9 日

基本观点

2015 年，在房地产行业筑底式回暖的背景下，万科企业股份有限公司（以下简称“万科企业”）保持其行业龙头地位，经营业绩较快增长，并积极应对市场环境变化，加大土地储备，合理均衡的土地储备为其未来较好的经营业绩提供了有力保障。此外，公司财务结构维持稳健，主要偿债指标持续向好。但我们也关注房地产行业景气度波动、公司股权结构变化可能对公司经营、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

- 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，2015 年销售金额保持行业第一，市场占有率由 2014 年的 2.82% 上升至 3.00%，呈持续上升态势，其行业龙头地位稳固。
- 经营业绩增长较快。2015 年，公司实现合同销售面积 2,067 万平方米，合同销售金额 2,615 亿元，分别较上年同期增长 14.3% 和 20.7%；结算面积 1,705 万平方米，结算金额 1,962 亿元，分别同比增长 35.4% 和 33.5%。
- 合理均衡的项目资源储备。2015 年公司积极应对市场变化，加大土地储备规模，新增土地储备权益建筑面积 1,580 万平方米，与其经营规模相匹配，且土地储备区域分布均衡合理，为其未来经营业绩的保持及长远发展奠定基础。
- 财务结构稳健及主要偿债指标持续向好。2015 年，公司维持其稳健的财务结构，资产负债率在行业中处于适中水平，存货周转率和总资产周转率继续保持在行业领先水平；货币资金对短期债务的保障充足，获现能力对利息支出形成了有力的保障。

关 注

- 房地产行业景气度波动。尽管房地产行业呈现回暖态势，但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波动，行业竞争日益加剧，市场区域分化严重，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。
- 股权结构变动对经营、管理稳健性的影响。2015年，公司第一大股东发生变更，由2014年末的华润股份有限公司变更为深圳市钜盛华股份有限公司及其一致行动人前海人寿保险股份有限公司，且公司目前筹划的重大资产重组事项亦可能会影响公司股权结构，股权结构的改变易对公司经营计划、管理方式以及未来发展方向产生影响，进而影响公司经营风格的稳定性。

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 2015 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

万科企业因筹划重大资产重组事项，经公司向深圳证券交易所申请，公司 A 股股票（股票代码 000002，简称万科 A）自 2015 年 12 月 18 日 13:00 起开始停牌。公司于 2015 年 12 月 21 日发布了《关于重大资产重组停牌公告》，之后也陆续披露了《关于重大资产重组停牌进展公告》。

停牌期间，公司重大资产重组事项的相关工作正常推进，取得了一定的进展。2016 年 3 月 12 日，公司就拟议交易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”），并于 3 月 14 日披露。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（以下简称“目标公司”）的全部或部分股权。目标公司在双方签署正式的交易文件时，地铁集团将注入部分优质地铁上盖物业项目的资产。万科企业拟采取以向地铁集团新发行股份为主，如有差额以现金补足的方式收购地铁集团持有的目标公司全部或部分股权。

除地铁集团外，公司于 2015 年 12 月 25 日就拟议交易与另一名潜在交易对手签署了一份不具有法律约束力的合作意向书。除上述潜在交易对手方外，公司还在与其他潜在对手进行谈判和协商。就万科企业目前筹划的重大资产重组，较为复杂，交易金额巨大，仍存在不确定性。

另外，公司第一大股东为深圳市钜盛华股份有限公司及其一致行动人前海人寿保险股份有限公司，持股比例 24.26%；第二大股东为华润股份有限

公司，其直接和间接持股比例合计为 15.29%；除此之外，公司无其他股东持股在 10%以上，无《上市公司收购管理办法》界定的控股股东，无实际控制人。

2014 年末，公司第一大股东为华润股份有限公司，持有公司 14.91%的股份，2015 年公司第一大股东发生变更，且目前公司计划中的重大资产重组事项亦可能会影响其股权结构。股权结构的变化易对公司经营计划、管理方式以及发展方向产生影响，未来中诚信将对公司股权结构变化、经营风格稳定性保持密切关注。

行业关注

2015 年，在宽松的政策环境带动下，房地产行业整体呈现筑底回暖态势，但房地产开工面积和房地产投资增速依然低位徘徊，待售面积仍居高不下，房地产市场区域分化严重，行业集中度持续上升

2015 年在多重政策效应叠加影响下，我国房地产市场整体呈现筑底回暖态势。根据国家统计局数据显示，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%。截至 2015 年末，全国 100 个城市（新建）住宅均价为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%，同比上涨 4.15%，是百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨。与此同时，在去库存的大环境下，房企对行业中长期发展保持谨慎态度，房地产开发投资速度继续下降，以房地产企业新开工面积和土地购置面积为代表的房地产开发指标均在不同程度上延续了下降趋势。2015 年，全国房地产开发投资 95,979 亿元，名义同比增长 1.0%，增速比 1~11 月回落 0.3 个百分点，增速继续下行；房地产开发企业房屋新开工面积 154,454 万平方米，同比下降 14.0%。2015 年房地产开发企业土地购置面积 22,811 万平方米，同比下降 31.7%；同期，土地成交价款 7,622 亿元，下降 23.9%。

房地产投资速度放缓，同时销售回暖，使得房地产市场供需差有所收窄，但受前期投资和建设规模高速增长影响，短期内政策层面的支持依旧难以

扭转库存加大的局面。截至 2015 年末，商品房待售面积 71,853 万平方米，同比增长 15.58%，增速较上年收窄 10.54 个百分点，其中，住宅待售面积增加 1155 万平方米，办公楼待售面积增加 128 万平方米，商业营业用房待售面积增加 458 万平方米。同时，中诚信证评也关注到，房地产区域市场分化严重，一线城市和二线热点城市出现量价齐升的局面，同时一般二线城市以及三四线城市去库存压力继续加大，价格亦难以上行，应关注房地产市场去化情况的区域差异。

房地产政策方面，2015 年“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。中央及地方各级政府在供应端实施“有供有限”，从源头控制商品房供应；同时各管理部门及职能机构从需求端入手，降首付、降利率、减税费、予补贴、放宽公积金贷款政策、取消限购等多手段并施。具体来看，“调供应”方面，2015 年 3 月底，国土部、住建部联合发文，要求各地对土地供应有供、有限，调节结构性过剩矛盾。“促需求”方面，第一，通过降首付、减税费、予补贴明显提振了改善型需求。中央多部委分别于 2015 年 3 月和 9 月两次发文下调购房首付比例，并于同年 3 月下调营业税年限以及 2016 年 2 月财政部发文调减营业税；各级政府亦在税费减免、财政补贴、提高普通住宅标准等方面多管齐下刺激需求入市。第二，公积金政策频出提振市场需求。仅中央年内出台的房地产调控文件中，有 4 次涉及公积金政策，其中 3 次为出台公积金专项政策，内容涉及下调首套普通住房公积金贷款首付比例和二套房首付比例、放宽住房公积金用途、放宽提取条件、督促各地落实异地贷款业务、放开公积金金融渠道等。第三，央行降准降息降低购房成本和难度。2015 年内先后经历了 5 次降息和 5 次降准，基准利率降至历史最低水平，为市场营造宽松的资金环境。第四，取消限外、鼓励农民进城以及全面二孩政策将成为购房需求新增长点，均将有助于房地产市场需求长效调节机制的稳定。

从行业集中度来看，据克而瑞信息集团联合中国房地产测评中心发布的《2015 年中国房地产企业

销售 TOP100 排行榜》显示，2015 年全国行业排名前 20 房企集中度同比增加 0.03 个百分点至 22.82%；TOP50 房企则从 31.15% 上升至 31.74%，小幅增加了 0.59 个百分点；TOP100 房企则大幅增加 1.86 个百分点至 39.64%。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。

业务运营

在房地产市场筑底式回暖的背景下，公司持续强化产品竞争力，销售业绩稳步增长，项目运营稳健，大量待结算资源保障了 2016 年业绩，行业龙头地位巩固

从项目销售情况看，2015 年得益于政策的逐步宽松，公司持续强化其产品竞争力，不断丰富产品服务体系，公司销售业绩实现了稳定增长。2015 年全年公司实现销售面积 2,067 万平方米，销售金额 2,615 亿元，分别同比增长 14.3% 和 20.7%，继续稳居行业龙头的位置。按 2015 年全国商品房销售金额 87,280.8 亿元计算，公司在全国的市场占有率由 2014 年的 2.82% 上升至 3.00%。

表 1: 2013-2015 年房地产企业销售金额排名

| | 单位: 亿元 | | |
|------|--------|-------|-------|
| | 2013 | 2014 | 2015 |
| 万科企业 | 1,741 | 2,120 | 2,627 |
| 绿地集团 | 1,625 | 2,080 | 2,015 |
| 保利地产 | 1,251 | 1,362 | 1,471 |
| 碧桂园 | 1,097 | 1,250 | 1,402 |
| 万达集团 | 1,301 | 1,501 | 1,513 |
| 中海地产 | 1,170 | 1,152 | 1,492 |
| 恒大地产 | 1,083 | 1,376 | 2,050 |

注：克尔瑞披露销售金额与各房地产企业年报数据略有出入，但对销售排名不构成影响

资料来源：克尔瑞数据，中诚信证评整理

从结算情况看，2015 年公司结算面积和结算金额持续保持增长，分别为 1,705 万平方米和 1,962 亿元，分别同比增长 35.4% 和 33.5%。截至 2015 年 12 月 31 日，公司合并报表范围内有 1,841 万平方

米已售资源尚未竣工结算,合同金额合计约为2,151亿元,较2014年末分别增长10.2%和10.5%,对公司2016年的业绩形成了有力保障。

表 2: 2013~2015 年公司业务运营情况

单位: 亿元、万平方米、元/平方米

| 指标 | 2013 | 2014 | 2015 | 2015年 同比变化 |
|---------|--------|--------|--------|---------------|
| 销售面积 | 1,490 | 1,806 | 2,067 | 14.3% |
| 销售金额 | 1,709 | 2,151 | 2,615 | 20.7% |
| 结算面积 | 1,231 | 1,259 | 1,705 | 35.4% |
| 结算金额 | 1,328 | 1,435 | 1,962 | 33.5% |
| 销售均价 | 11,473 | 11,909 | 12,651 | 6.23% |
| 已售未结转面积 | 1,437 | 1,670 | 1,841 | 10.2% |
| 已售未结转金额 | 1,623 | 1,946 | 2,151 | 10.5% |

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

从项目运作情况来看,公司根据市场情况和销售情况审慎把握项目开发节奏。2015年,得益于房地产政策的松绑,房地产市场逐步回暖,公司加快了对项目的开发节奏。当年,公司新开工面积为2,127万平方米,较2014年上升23.1%,同期竣工面积为1,729万平方米,同比增长24.9%。从结算面积/竣工面积比例看,2015年公司该项指标为98.61%,高于2014年7.71个百分点,显示出公司出色的资源把控和较快的存货周转效率。截至2015年末,公司在大陆拥有472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3,147万平方米,规划中项目权益建筑面积合计约3,976万平方米,为其未来持续增长提供较好的保障。

表 3: 2013~2015 年公司开工竣工情况

单位: 万平方米

| | 2013 | 2014 | 2015 |
|----------|-------|-------|-------|
| 新开工面积 | 2,130 | 1,728 | 2,127 |
| 竣工面积 | 1,385 | 1,385 | 1,729 |
| 在建权益建筑面积 | 2,684 | 2,776 | 3,147 |
| 项目数量 | 398 | 417 | 472 |

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总体来看,2015年公司根据市场情况,灵活调整销售策略和项目开发节奏,实现了销售的进一步增长,公司作为房地产行业龙头,对项目的管理能力、抵御市场风险能力很强,这将在很长时间内使其地位更加稳固。

2015 年新增土地储备契合当前市场情况和政策方向, 新增土地储备规模与经营状况匹配, 项目资源分布合理均衡, 抵御市场风险的能力进一步加强

公司获取土地方式主要是通过公开招拍挂以及股权收购方式获取。2015年,房地产市场逐步回暖,利好政策频出,公司契合当前的市场情况,合理增大了土地储备,同时仍保持了较为谨慎稳健的原则。2015年,公司新增项目105个,按公司所占权益计算的占地面积约630万平方米,公司所占权益建筑面积为1,580万平方米,平均楼面地价为4,941元/平方米。从新增土地储备规模来看,与公司经营规模相匹配,较为合理。从总的土地储备来看,截至2015年12月31日,公司规划中项目权益建筑面积合计3,976万平方米,基本可满足未来2~3年的开发需求。

表 4: 2013~2015 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 | 2013 | 2014 | 2015 |
|----------|-------|-------|-------|
| 新增项目 | 104 | 41 | 105 |
| 权益占地面积 | 757 | 206 | 630 |
| 权益规划建筑面积 | 2,148 | 591 | 1,580 |
| 平均楼面地价 | 3,516 | 4,372 | 4,941 |

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

从新增土地储备区域分布来看,2015年广深区域占比36.50%,上海区域占比21.16%,北京区域占比25.34%,成都区域占比17.00%,其中一线城市新增土地储备权益建筑面积占比为18.37%,适当且均衡的土地储备为公司经营业绩的保持提供较好的保障。

总体来看,公司适时把握市场情况,合理进行土地储备,土地储备规模与其经营规模相匹配,土地储备区域分布合理均衡,有助于增强其抵抗市场风险的能力,亦保障其未来较好的经营业绩。

2015 年公司积极拓展其他业务，均以房地产为依托，多元化的经营强化了公司抵御市场风险的能力，并有助于提升公司核心业务的产品竞争力和客户粘性，为公司未来的业务成长提供更加广阔的空间。

2015 年，公司坚持以“国际化”为发展方向，持续拓展海外业务。一方面，公司通过投资海外市场，学习海外成熟市场多元化的商业模式，引进成熟的产品和服务，同时获取国外客户资源，树立万科在海外市场的品牌和口碑。另一方面，通过进入海外市场，拓宽房地产开发区域范围，进一步巩固其核心业务，提升其抵御市场风险的能力。

在开展具体业务方面，公司倾向于选择具有长期投资价值核心城市核心地段，与国际优质开发企业、金融机构及中介服务机构建立战略合作关系。2015 年，公司在纽约新增 3 个项目，分别为纽

约西 42 街 130 号项目、布鲁克林四大道 275 号项目、布鲁克林 Nevins10 项目，在香港新增屯门项目。此外，公司通过合作方式首次进入英国市场，参与伦敦 The Stage 项目和 Soya 资产包项目。截至 2015 年底，公司已进入旧金山、香港、新加坡、纽约、伦敦等 5 个海外城市。2015 年公司的销售业绩中，海外项目贡献销售面积为 2.8 万平方米，贡献销售收入 28.8 亿元。

为实现多元化经营，2015 年公司尝试发展物流地产，成立了万科物流地产发展有限公司，并开展了项目获取、开发建设、资产管理全流程业务。2015 年，公司获得 8 个物流地产项目，按权益计算的规划建筑面积约 26 万平方米。从项目分部来看，物流地产项目分部广泛，北京、上海等一线城市，以及长三角、中部、西南部等区域都有涉及。

表 5：2015 年公司物流地产业务情况

单位：平方米

| 城市 | 项目 | 权益 | 占地面积 | 规划建筑面积 | 权益建筑面积 | 项目进度 |
|----|--------|--------|---------|---------|---------|------------|
| 贵阳 | 尤里物流项目 | 50.0% | 133,334 | 101,254 | 50,627 | 在建，部分完工出租 |
| 武汉 | 阳逻物流项目 | 50.5% | 149,167 | 76,085 | 38,043 | 在建 |
| 上海 | 上房物流项目 | 50.5% | 66,670 | 41,722 | 20,861 | 已完工出租 |
| 沈阳 | 宇麦物流项目 | 42.5% | 51,711 | 41,369 | 17,582 | 前期 |
| 长沙 | 望城项目 | 40.0% | 97,087 | 54,574 | 21,830 | 在建，部分完工已出租 |
| 成都 | 空港项目 | 50.0% | 71,667 | 70,233 | 35,117 | 在建 |
| 杭州 | 大江东香精厂 | 50.0% | 100,000 | 100,000 | 50,000 | 开工 |
| 北京 | 西京项目 | 100.0% | 26,666 | 21,587 | 21,587 | 已完工出租 |
| 合计 | - | - | 696,302 | 506,824 | 255,647 | - |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

万科始终坚持物业服务的创新。首先，公司对其原有的物业服务模式进行升级，持续推进信息化建设，“睿服务”体系由 1.0 版本升级至 2.0 版本，减少中间监控环节和管理成本，提供住宅项目的运营效率。得益于此，公司住宅物业毛利率实现稳步增长。同时，万科物业充分发掘资产服务经营模式，2015 年资产服务利润同比增长 87%，对利润的贡献达到 22%，较上年提升 6 个百分点。其次，2015 年万科物业开始主动拓展住宅和商写物业市场。在商业写字楼市场方面，万科物业在北京、深圳、上海、杭州等地，共新获取 21 个商业写字楼项目的服务合同。在住宅物业市场方面，公司根据市场需

求，提供多种合作模式，包括股权合作、项目全委合作、“睿服务”体系合作等。截至 2015 年末，万科物业进入 64 个城市，提供服务的合同项目 980 个，服务合同约定的建筑面积 21,487 万平方米，较 2014 年同期增长 107.8%。其中，包干制项目 14,347 万平方米，酬金制项目 4,607 万平方米，睿服务管理面积 2,533 万平方米。2015 年，公司物业服务业务实现业务收入 29.70 亿元，同比增长 49.4%。

总体来看，公司在聚焦核心房地产开发业务的同时，积极拓展其他业务，坚持发展海外市场、深入物流地产以及深化物业服务，多元化的经营使得公司抵御市场风险能力得以提升，且其他业务与房

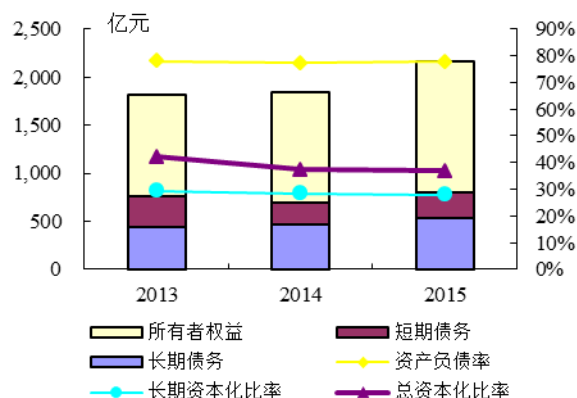
地产开发核心业务相辅相成，在品牌树立、增强市场竞争力和客户粘性等方面效果明显。

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2013年度、2014年度和2015年度审计报告。

资本结构

图 1：2013~2015 年末公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

随着经营规模的扩大，公司总资产规模进一步提升，截至 2015 年 12 月 31 日，公司资产总额达 6,112.96 亿元，同比增长 20.24%，资产规模继续领先同行业，保持其行业龙头的地位。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，为 4,749.86 亿元，同比增长 21.01%，导致其资产负债率略微上涨至 77.70%，高于 2014 年末资产负债率 0.5 个百分点。由于利润累积不断夯实其自有资本且债务规模控制得当，2015 年末公司净负债率为 19.30%，较上年上升 13.89 个百分点，但同行业内其他房地产企业相比，仍旧处于较低的水平。总体来看，公司的杠杆比率处于较合理的水平。

表 6：截至 2015 年 12 月 31 日部分房地产

上市公司资本结构比较

单位：亿元、%

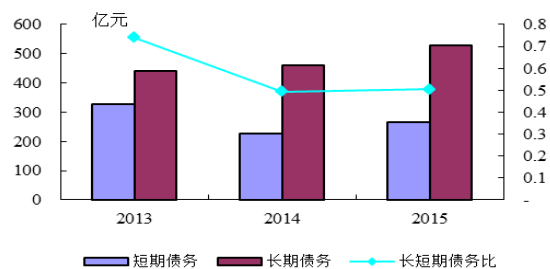
| 公司 | 总资产 | 资产负债率 | 净负债率 |
|------|----------|-------|-------|
| 万科 A | 6,112.96 | 77.70 | 19.30 |
| 保利地产 | 4,038.33 | 75.95 | 85.08 |
| 华润置地 | 3,892.35 | 66.13 | 22.97 |
| 招商地产 | 2,108.99 | 70.52 | 13.39 |

注：1、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”；2、保利地产“短期债务”及相关指标亦不包含“应付票据”，同万科企业处理方式一致；3、华润置地货币单位为港元。

资料来源：聚源数据，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。2015 年末，公司总债务规模为 794.91 亿元，同比增长 15.24%，其中短期债务 266.46 亿元，同比增长 16.70%，长期债务 528.44 亿元，同比增长 14.51%。当年公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.50 倍，与 2014 年的 0.49 倍基本持平。整体来看，公司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，利于其项目持续稳定运营。

图 2：2013~2015 年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，随着项目开发投入和业务规模的持续拓展，公司资产规模不断扩大，财务杠杆比率保持适中水平，债务结构合理，其财务稳健性仍然较强。

流动性

从流动资产来看，截至 2015 年 12 月 31 日，公司流动资产占资产总额的比重为 89.49%，但较前两年的 92.25% 和 91.42% 呈现下滑趋势。从流动资产的构成来看，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 8.70%、

12.35%和 60.22%，货币资金和存货占比分别较上年下降 3.64 和 2.27 个百分点，其他应收款占比则上升了 2.73 个百分点。2015 年，公司其他应收款占比上升主要系土地及其他保证金、与合作方经营往来款大幅增加所致。

表 7：2013~2015 年末公司流动资产分析

| 指标 | 2013 | 2014 | 2015 |
|----------------|--------|--------|--------|
| 流动资产/总资产 | 92.25% | 91.42% | 89.49% |
| 存货/流动资产 | 74.91% | 68.36% | 60.22% |
| 货币资金/流动资产 | 9.26% | 12.34% | 8.70% |
| (存货+货币资金)/流动资产 | 78.36% | 74.83% | 68.92% |

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，2015 年公司存货规模保持增长，年末存货净额为 3,681.22 亿元，同比增长 15.86%。其中，在建开发产品 2,284.10 亿元、已完工开发产品 348.26 亿元、拟开发产品 1,035.29 亿元，占期末存货总额的比例分别为 62.05%、9.46%和 28.12%。存货中已完工开发产品占 9.46%，现房销售压力较小，而在建和拟建开发产品合计占存货的 90.17%，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 8：截至 2015 年 12 月 31 日公司存货明细

| 项目 | 单位：亿元 | |
|---------|----------|---------|
| | 金额 | 占比 |
| 已完工开发产品 | 348.26 | 9.46% |
| 在建开发产品 | 2,284.10 | 62.05% |
| 拟开发产品 | 1,035.29 | 28.12% |
| 其他 | 13.57 | 0.37% |
| 合计 | 3,681.22 | 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。2015 年公司存货周转率和总资产周转率分别为 0.40 次和 0.35 次，较上年有所上升，且与同行业上市企业相比，公司资产周转速度处于中等偏上水平。

表 9：2015 年末部分房地产上市公司流动资产分析

| 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 A | 89.49% | 8.70% | 60.22% |
| 保利地产 | 95.26% | 9.74% | 74.94% |
| 华润置地 | 71.59% | 16.46% | 67.81% |
| 招商地产 | 88.47% | 21.78% | 65.06% |

资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

表 10：2015 年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 A | 0.40 | 0.35 | 2.00 |
| 保利地产 | 0.30 | 0.32 | 1.06 |
| 华润置地 | 0.38 | 0.28 | 3.24 |
| 招商地产 | 0.28 | 0.26 | 4.50 |

资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

现金流方面，2015 年公司经营活动净现金流为 160.46 亿元，较 2014 年的 417.25 亿元有大幅下滑，主要是因为 2015 年加大土地储备支付土地金额大幅增加所致。受此影响，公司当年经营活动现金流净额/短期债务为 0.60 倍，较 2014 年 1.83 倍有大幅下降，经营活动净现金流对短期债务覆盖程度一般。货币资金方面，2015 年末公司货币资金规模有所下滑，货币资金/短期债务为 2.00 倍，对短期债务仍能形成较好覆盖。

总体来看，近年公司严格把控项目开发节奏，资产周转效率提升，年末手持货币资金仍较为充裕，整体流动性良好。但中诚信证评也注意到，公司合作开发项目增多、土地储备支出加大，与联营、合营企业往来款增加，如公司无法对联营、合营企业资金进行统筹管理，则可能会对经营性活动现金流产生影响。

盈利能力

从收入规模看，2015 年全年实现营业收入 1,955.49 亿元，同比增长 33.58%。此外，2015 年末公司预收款项余额为 2,126.26 亿元，同比增长 16.99%，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，受今年房地产行业景气度波动影响，行业盈利水平普遍下滑，公司毛利率水平也有略微下降，2015 年公司毛利率为 29.35%，较上年下降 0.59 个百分点。

期间费用方面，2015 年公司期间费用整体仍呈

现一定增长，主要系管理费用增加所致。同期，得益于公司销售管理能力的加强，2015 年公司销售费用减少；随着经济增速放缓，市场利率下行，公司整体融资成本下滑，同期财务费用亦减少。2015 年，公司期间费用合计 93.61 亿元，占营业收入比重为 4.79%，较上年下滑 1.40 个百分点。整体来看，公司对期间费用的把控能力很强。

表 11：2013~2015 年公司期间费用分析

单位：亿元

| | 2013 | 2014 | 2015 |
|--------|----------|----------|----------|
| 销售费用 | 38.65 | 45.22 | 41.38 |
| 管理费用 | 30.03 | 39.03 | 47.45 |
| 财务费用 | 8.92 | 6.41 | 4.78 |
| 三费合计 | 77.59 | 90.65 | 93.61 |
| 营业总收入 | 1,354.19 | 1,463.88 | 1,955.49 |
| 三费收入占比 | 5.73% | 6.19% | 4.79% |

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

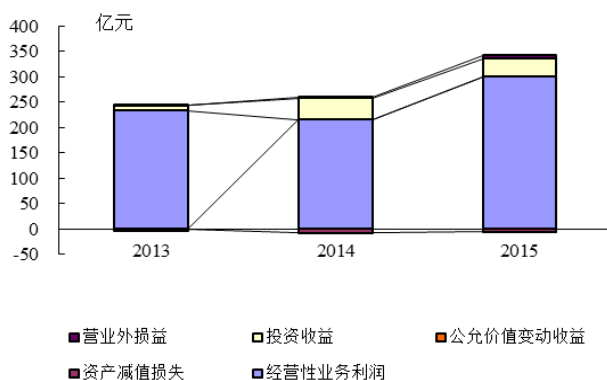
表 12：2015 年部分房地产上市公司盈利能力相关指标

| 公司 | 营业毛利率 | 所有者权益收益率 |
|------|--------|----------|
| 万科 A | 29.35% | 19.04% |
| 保利地产 | 33.20% | 17.32% |
| 华润置地 | 31.24% | 14.70% |
| 招商地产 | 37.68% | 12.94% |

资料来源：聚源数据，中诚信证评整理

利润方面，2015 年公司利润总额为 338.03 亿元，同比增长 33.86%，其中经营性业务利润 300.57 亿元，同比增长 39.16%，占利润总额比例为 88.92%，经营性业务盈利能力很强。得益于此，2015 年公司净利润为 259.49 亿元，净资产收益率为 19.04%，较 2014 年增加 2.4 个百分点，盈利能力持续增强。

图 3：2013~2015 年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，2015 年公司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，盈利能力持续强化。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，随着经营规模的扩大，截至 2015 年 12 月 31 日公司总债务为 794.91 亿元，较上年末上升了 20.24%；其中短期债务 266.46 亿元，短期债务占比较低。

从主要偿债能力指标来看，2015 年公司 EBITDA 为 362.97 亿元，同比上升 32.72%，主要系利润总额增加所致，公司的资金获取能力依然很强。2015 年公司主要偿债能力指标均有所提升，总债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数分别为 2.19 倍和 7.48 倍，EBITDA 对债务本息的保障能力有所加强；同期，经营活动净现金流/总债务为 0.20，该指标较 2014 年有所弱化，主要系当年经营活动净现金流大幅下滑所致。

表 13：2013~2015 年公司主要偿债能力指标

| | 2013 | 2014 | 2015 |
|----------------|--------|--------|--------|
| 短期债务（亿元） | 326.24 | 228.32 | 266.47 |
| 长期债务（亿元） | 440.81 | 461.49 | 528.44 |
| 总债务（亿元） | 767.05 | 689.81 | 794.91 |
| 经营净现金流利息倍数（X） | 0.29 | 6.10 | 3.31 |
| 经营净现金流/总债务（X） | 0.03 | 0.60 | 0.20 |
| EBITDA（亿元） | 259.66 | 273.48 | 362.97 |
| 总债务/EBITDA（X） | 2.95 | 2.52 | 2.19 |
| EBITDA 利息倍数（X） | 3.95 | 4.00 | 7.48 |

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 2015 年末，公司总债务为 794.91 亿元，其中人民币债务 606.52 亿元，美元债务 122.59 亿元，港币债务 59.39 亿元以及新加坡币债务 6.41 亿元，占比分别为 76.30%、15.42%、7.47% 和 0.81%。目前，公司利用无本金远期汇率交易产品对冲外汇风险，也尝试采用衍生工具控制利率风险。

表 14：截至 2015 年末公司债务币种分类明细

单位：亿元人民币

| 币种 | 债务总额 | 占比 |
|-----------|---------------|----------------|
| 人民币 | 606.52 | 76.30% |
| 美元 | 122.59 | 15.42% |
| 港币 | 59.39 | 7.47% |
| 新加坡币 | 6.41 | 0.81% |
| 合计 | 794.91 | 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 2015 年末，公司合并口径下获得主要合作银行授信总额约为 1,045.96 亿元，其中未使用的授信额度为 649.76 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 2015 年 12 月 31 日，公司担保余额为 224.38 亿元，其中对联营公司提供担保余额为 3.83 亿元，其余 220.55 亿元均系为子公司提供的担保。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 2015 年末，公司承担阶段性担保额及全程担保额分别为 687.12 亿元和 0.54 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，整体或有风险可控。

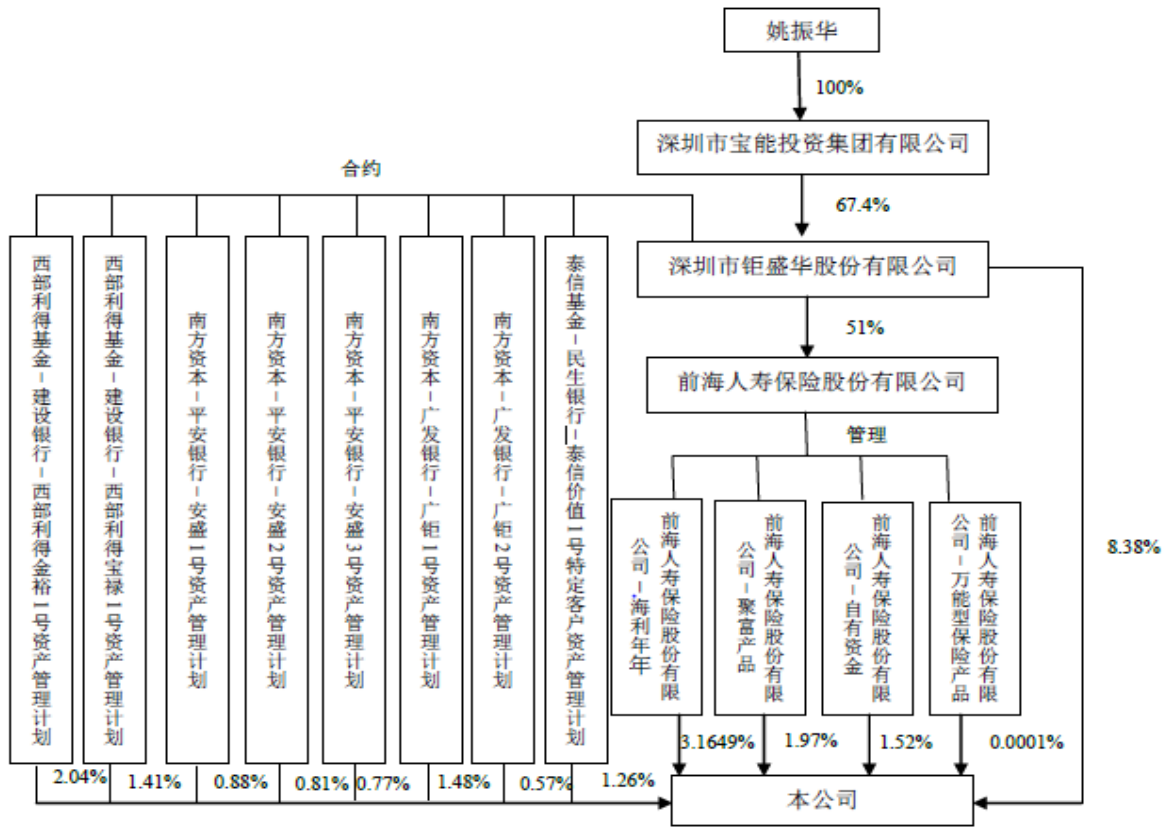
整体来看，2015 年公司的各项财务指标均表现稳健，综合财务实力很强，加之多元化的融资渠道下具备较强财务弹性，公司整体偿债能力极强。

结 论

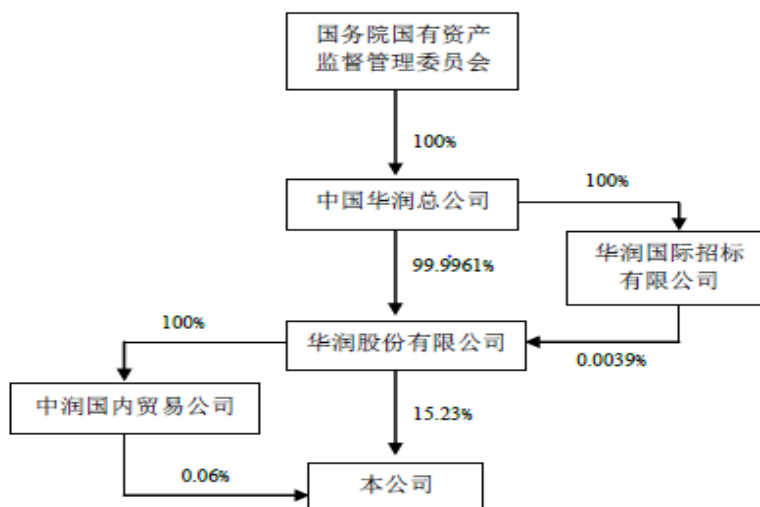
综上，中诚信证评维持万科企业股份有限公司主体信用等级为AAA，评级展望为稳定；维持“万科企业股份有限公司2015年公司债券”信用等级为AAA。

附一：万科企业股份有限公司股权结构图（截至2015年12月31日）

第一大股东持股结构图

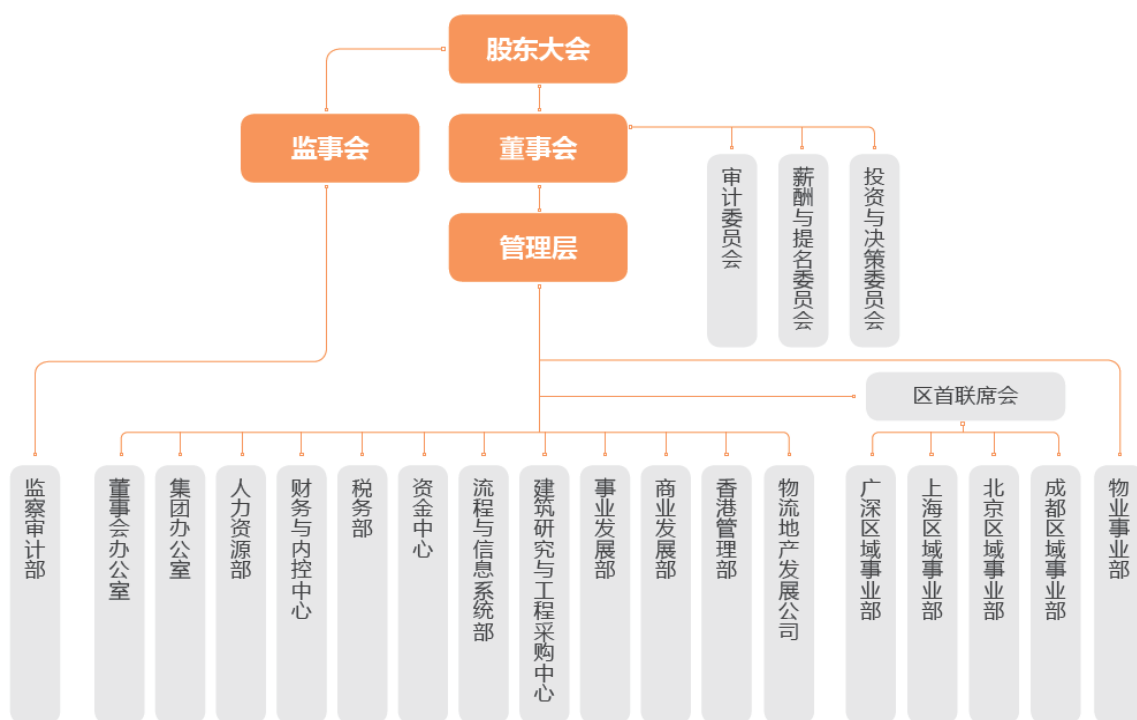


第二大股东持股结构图



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 2015 年 12 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) | 2013 | 2014 | 2015 |
|------------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 4,436,540.98 | 6,271,525.34 | 5,318,038.10 |
| 应收账款净额 | 307,896.98 | 189,407.18 | 251,065.33 |
| 存货净额 | 33,113,322.33 | 31,772,637.85 | 36,812,193.05 |
| 流动资产 | 44,204,658.52 | 46,480,569.75 | 54,702,437.59 |
| 长期投资 | 1,310,367.16 | 1,936,683.74 | 3,464,223.62 |
| 固定资产合计 | 1,475,391.09 | 1,212,271.19 | 1,628,088.92 |
| 总资产 | 47,920,532.35 | 50,840,875.54 | 61,129,556.77 |
| 短期债务 | 3,262,430.62 | 2,283,235.80 | 2,664,649.20 |
| 长期债务 | 4,408,152.04 | 4,614,894.40 | 5,284,439.66 |
| 总债务（短期债务+长期债务） | 7,670,582.66 | 6,898,130.20 | 7,949,088.86 |
| 总负债 | 37,376,590.01 | 39,251,513.85 | 47,498,595.04 |
| 所有者权益（含少数股东权益） | 10,543,942.34 | 11,589,361.69 | 13,630,961.73 |
| 营业总收入 | 13,541,879.11 | 14,638,800.45 | 19,554,913.00 |
| 三费前利润 | 3,107,614.22 | 3,066,419.49 | 3,941,807.45 |
| 投资收益 | 100,518.78 | 415,926.20 | 356,190.81 |
| 净利润 | 1,829,754.99 | 1,928,752.40 | 2,594,943.80 |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 2,596,574.86 | 2,734,806.58 | 3,629,739.74 |
| 经营活动产生现金净流量 | 192,386.89 | 4,172,481.91 | 1,604,602.07 |
| 投资活动产生现金净流量 | -795,441.72 | -348,737.09 | -2,094,748.12 |
| 筹资活动产生现金净流量 | -205,764.56 | -1,961,725.15 | -510,391.08 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -811,607.48 | 1,864,917.05 | -990,569.85 |
| 财务指标 | 2013 | 2014 | 2015 |
| 营业毛利率（%） | 31.47 | 29.94 | 29.35 |
| 所有者权益收益率（%） | 17.35 | 16.64 | 19.04 |
| EBITDA/营业总收入（%） | 19.17 | 18.68 | 18.56 |
| 速动比率（X） | 0.34 | 0.43 | 0.43 |
| 经营活动净现金/总债务（X） | 0.03 | 0.60 | 0.20 |
| 经营活动净现金/短期债务（X） | 0.06 | 1.83 | 0.60 |
| 经营活动净现金/利息支出（X） | 0.29 | 6.10 | 3.31 |
| EBITDA 利息倍数（X） | 3.95 | 4.00 | 7.48 |
| 总债务/EBITDA（X） | 2.95 | 2.52 | 2.19 |
| 资产负债率（%） | 78.00 | 77.20 | 77.70 |
| 总资本化比率（%） | 42.11 | 37.31 | 36.84 |
| 长期资本化比率（%） | 29.48 | 28.48 | 27.94 |
| 净负债率（%） | 30.67 | 5.41 | 19.30 |

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”。

附四：基本财务指标的计算公式
$$\text{货币资金等价物} = \text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$$
$$\text{长期投资} = \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{长期股权投资}$$
$$\text{固定资产合计} = \text{投资性房地产} + \text{固定资产} + \text{在建工程} + \text{工程物资} + \text{固定资产清理} + \text{生产性生物资产} + \text{油气资产}$$
$$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{交易性金融负债} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债}$$
$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券}$$
$$\text{总债务} = \text{长期债务} + \text{短期债务}$$
$$\text{净债务} = \text{总债务} - \text{货币资金}$$
$$\text{三费前利润} = \text{营业总收入} - \text{营业成本} - \text{利息支出} - \text{手续费及佣金收入} - \text{退保金} - \text{赔付支出净额} - \text{提取保险合同准备金净额} - \text{保单红利支出} - \text{分保费用} - \text{营业税金及附加}$$
$$\text{EBIT (息税前盈余)} = \text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$$
$$\text{EBITDA (息税折旧摊销前盈余)} = \text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$$
$$\text{资本支出} = \text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} + \text{取得子公司及其他营业单位支付的现金净额}$$
$$\text{营业毛利率} = (\text{营业总收入} - (\text{营业成本} + \text{利息支出} + \text{手续费及佣金支出} + \text{退保金} + \text{赔付支出净额} + \text{提取保险合同准备金净额} + \text{保单红利支出} + \text{分保费用})) / \text{营业总收入}$$
$$\text{EBIT 率} = \text{EBIT} / \text{营业总收入}$$
$$\text{三费收入比} = (\text{财务费用} + \text{管理费用} + \text{销售费用}) / \text{合同销售收入}$$
$$\text{所有者权益收益率} = \text{当期净利润} / \text{期末所有者权益 (含少数股东权益)}$$
$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$$
$$\text{速动比率} = (\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$$
$$\text{存货周转率} = \text{主营业务成本 (营业成本)} / \text{存货平均余额}$$
$$\text{应收账款周转率} = \text{主营业务收入净额 (营业总收入净额)} / \text{应收账款平均余额}$$
$$\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{资产总额}$$
$$\text{总资本化比率} = \text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{长期资本化比率} = \text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$$
$$\text{净负债率} = (\text{总债务} - \text{货币资金}) / \text{所有者权益}$$

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。