



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪169号

万科企业股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“万科企业股份有限公司2015年公司债券（第一期）”、“万科企业股份有限公司2017年公司债券（第一期）”和“万科企业股份有限公司2017年公司债券（第二期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持上述债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年五月十五日

万科企业股份有限公司 2015 年公司债券（第一期）、 万科企业股份有限公司 2017 年公司债券（第一期、第二期） 跟踪评级报告（2019）

| | | | |
|--------|----------------------------|-----|---------|
| 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） | | |
| 债券简称 | 15 万科 01 | | |
| 债券代码 | 112285 | | |
| 发行年限 | 5 年期 | | |
| 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 | 2018/5/24 | | |
| 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 | |

| | | | |
|--------|---------------------------------|-----|---------|
| 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（第一期） | | |
| 债券简称 | 17 万科 01 | | |
| 债券代码 | 112546 | | |
| 发行年限 | 5 年期，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售权 | | |
| 发行规模 | 基础发行规模为人民币 20 亿元，超额配售人民币 10 亿元 | | |
| 发行日期 | 2017/7/18 | | |
| 回售日期 | 2020/7/18 | | |
| 到期日期 | 2022/7/18 | | |
| 上次评级时间 | 2018/5/24 | | |
| 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 | |

基本观点

2018 年，万科企业股份有限公司（以下简称“万科企业”或“公司”）继续保持行业龙头地位，经营业绩稳步增长，待结算资源丰富，项目储备丰富且城市布局分散，财务政策稳健，同时公司在核心住宅业务的基础上，继续开展城市配套服务业务，逐步发挥协同效应。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到房地产调控政策持续且行业竞争加剧等因素可能对公司经营、管理及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评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）”、“万科企业股份有限公司 2017 年公司债券（第一期）”、“万科企业股份有限公司 2017 年公司债券（第二期）”信用等级为 AAA。

正面

- 继续保持行业龙头地位。万科企业作为国内最早从事房地产开发的企业之一，具有 30 余年的住宅物业开发经验，2018 年公司在全国销售市场占有率较 2017 年提高 0.09 个百分点至 4.05%，并在全国 24 个城市的销售排名位列当地第一，行业龙头地位稳固。
- 销售业绩稳步增长，待结算资源丰富。2018 年公司销售面积和销售金额分别为 4,038 万平方米和 6,070 亿元，分别同比增长 12.31% 和 14.54%；年末已售待结算面积为 3,710 万平方米，已售待结算金额 5,307 亿元，分别同比增长 25.21% 和 28.10%，丰富的待结算资源为其未来经营业绩提供了强有力的保障。
- 丰富且布局分散的土地储备。2018 年公司新增土地储备总建筑面积 4,681 万平方米，截至 2018 年末，公司在建及拟建项目的总建筑面积合计 14,949 万平方米，项目均匀分布于国内主

| | | | |
|--------|---------------------------------|-----|---------|
| 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） | | |
| 债券简称 | 17 万科 02 | | |
| 债券代码 | 112561 | | |
| 发行年限 | 5 年期，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售权 | | |
| 发行规模 | 人民币 10 亿元 | | |
| 发行日期 | 2017/8/4 | | |
| 回售日期 | 2020/8/4 | | |
| 到期日期 | 2022/8/4 | | |
| 上次评级时间 | 2018/5/24 | | |
| 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 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.Q1 |
|-----------------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 所有者权益 (亿元) | 1,616.77 | 1,866.74 | 2,356.21 | 2,361.89 |
| 总资产 (亿元) | 8,306.74 | 11,653.47 | 15,285.79 | 15,511.66 |
| 总债务 (亿元) | 1,288.64 | 1,906.24 | 2,472.19 | 2,488.99 |
| 营业总收入 (亿元) | 2,404.77 | 2,428.97 | 2,976.79 | 483.75 |
| 营业毛利率 (%) | 29.41 | 34.10 | 37.48 | 35.04 |
| EBITDA (亿元) | 427.13 | 571.32 | 785.63 | - |
| 所有者权益收益率 (%) | 17.54 | 19.93 | 20.91 | 5.43 |
| 资产负债率 (%) | 80.54 | 83.98 | 84.59 | 84.77 |
| 净负债率 (%) | 25.87 | 8.84 | 24.96 | 44.74 |
| 总债务/EBITDA (X) | 3.02 | 3.34 | 3.15 | - |
| EBITDA 利息倍数 (X) | 7.71 | 6.96 | 5.55 | - |

- 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；“衍生金融负债”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“衍生金融负债”；
3、2019年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

分析师

樊睿裕 cyfan@ccxr.com.cn
张丽华 lh Zhang@ccxr.com.cn
Tel: (021) 60330988
Fax: (021) 60330991
www.ccxr.com.cn

2019年5月15日

要经济圈的 70 余个城市，丰富分散且针对优势经济区域的布局有助于其抵御区域市场波动风险。

- 公司核心住宅业务与城市配套服务业务协同效应进一步显现。公司在坚持住宅房地产开发业务的基础上，明确了城乡建设与生活服务商的定位，业务领域不断创新，已进入物业服务、租赁住宅、商业开发与运营、物流仓储服务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。2018 年公司继续执行稳健审慎的经营策略，根据回款情况规划投资及运营支出，财务杠杆比率仍保持在较低水平。同时公司营收规模及盈利水平保持快速提升，经营所得对其债务偿还形成了充分覆盖。

关注

- 房地产调控政策持续且行业竞争加剧。在宏观经济增速放缓、因城施策等调控政策持续且房地产市场区域分化日益明显的背景下，房地产行业竞争加剧，利润空间不断收窄，行业环境及行业政策的变化或将对公司经营战略的实施提出更高要求。

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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

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：“15 万科 01”、债券代码：“112285”）于 2015 年 9 月 28 日完成发行。实际发行规模为 50 亿元，发行年限为 5 年期，票面利率为 3.50%，到期日为 2020 年 9 月 25 日。截至 2018 年末，15 万科 01 募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

万科企业股份有限公司 2017 年公司债券（第一期）（债券简称：“17 万科 01”、债券代码：“112546”）于 2017 年 7 月 18 日完成发行，基础发行规模为人民币 20 亿元，超额配售人民币 10 亿元，票面利率为 4.50%，发行年限为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，回售日为 2020 年 7 月 18 日，到期日为 2022 年 7 月 18 日。截至 2018 年末，17 万科 01 募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

万科企业股份有限公司 2017 年公司债券（第二期）（债券简称：“17 万科 02”、债券代码：“112561”）于 2017 年 8 月 4 日完成发行，发行规模为人民币 10 亿元，票面利率为 4.54%，发行年限为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，回售日为 2020 年 8 月 4 日，到期日为 2022 年 8 月 4 日。截至 2018 年末，17 万科 02 募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

行业分析

2018 年以来房地产调控政策延续“房住不炒”主基调，继续落实分类调控，提高调控的精准性，同时完善多层次住房供应体系，构建房地产市场健康发展长效机制。

2018 年以来房地产调控政策延续了“房住不炒”的主基调，调控类型涵盖限购、限贷、限售、限价等政策，限购城市再次扩容，大连、沈阳、太原等城市相继落地限购令，限售扩容至兰州、长春、大连等二、三线城市，并下沉至县级城市，全国约有 50 余个城市根据当地市场情况新增或升级四限政策，实施更为精准化、差异化的调控。2018 年 8

月住建部要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任。随后，成都、杭州、福建等多省市纷纷响应。随着楼市调控的不断深入，2018 年年底以来，菏泽、广州等城市根据地方实际进行政策微调，但政策调整均未突破“房住不炒”的底线，且亦是為了落实分类调控、因城施策，提高调控的精准性。

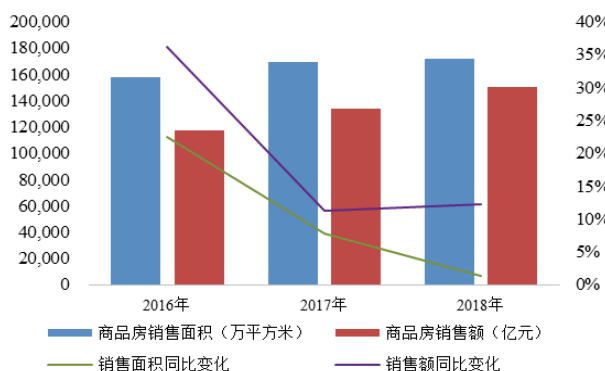
政策层面除短期供需调控外，长效机制的建立也处于加速推进阶段。2018 年 1 月，国土资源部和住房城乡建设部同意沈阳、南京、杭州、合肥等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，建立租购并举的住房制度。3 月《政府工作报告》提出支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场。随后，中国证监会和住房城乡建设部联合发布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》；银保监会发布《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》。12 月，中央经济工作会议强调要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。

在房地产调控政策持续的影响下，2018 年行业销售增速持续下滑，房企拿地更趋理性，土地成交额增速及土地溢价率亦有所下降。

根据国家统计局数据显示，2018 年全国商品房销售面积与销售金额分别为 171,654 万平方米和 149,973 亿元，同比分别增长 1.3% 和 12.2%，增速较上年同期分别下降 6.4 个百分点和 1.5 个百分点。其中，2018 年全国住宅销售面积和销售金额分别为 147,929 万平方米和 126,393 亿元，同比分别增长 2.2% 和 14.7%；办公楼销售面积同比下降 8.3%，销售额同比下降 2.6%；商业营业用房销售面积同比下降 6.8%，销售额同比增长 0.7%。从价格来看，2018 年 1~12 月全国 100 个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，但增速有所下降。2018 年 12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 14,678 元/平方米，较上年增长 5.1%，增速较上年同期下降 2.1 个百分点。分城市能级来看，2018 年 12 月，一线城市住宅均价达 41,368 元/平方米，较上年同期增长 0.4%，增速

同比下降 1.0 个百分点；二线城市住宅均价达 13,582 元/平方米，较上年同期增长 7.1%，增速同比下降 0.6 个百分点；而三线城市住宅均价达 9,061 元/平方米，较上年同期增长 8.7%，增速同比下降 3.8 个百分点¹。受房地产调控政策持续及“因城施策”影响，2018 年全国住宅价格增速有所下降，三线城市房地产住宅价格增幅高于一、二线城市。

图 1：2016~2018 年全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地市场方面，在外部融资环境趋紧的背景下，近年来房地产开发企业加快了开工建设及去化节奏，推动了房企补充库存的意愿，2018 年房企购置土地面积 29,142 万平方米，同比上升 14.25%；土地成交价款 16,102 亿元，同比上涨 18.02%，增速较上年大幅下降 31.43 个百分点，成交均价为 5,525.36 元/平方米，同比增长 3.31%，增速同比下降 25.73 个百分点。分城市能级来看，2018 年一、二线城市土地成交均价同比分别下降 9.18% 和 12.24% 至 7,925.8 元/平方米和 3,189.58 元/平方米；三线城市成交土地均价有所上升但增速放缓，为 1,728.86 元/平方米，同比增长 2.81%，增速同比下降 34.63 个百分点。土地溢价率方面，2018 年土地市场平均溢价程度显著下降，一、二、三线城市溢价率分别为 5.38%、13.60% 和 15.35%，较上年同期分别下降 8.27 个百分点、18.10 个百分点和 15.55 个百分点。总体来看，在融资环境趋紧及销售景气度下降的背景下，房企拿地更为理性，土地成交金

额增速及溢价率均有所下降。

房地产企业内外部流动性来源持续收紧，资金平衡能力面临更高挑战。同时，房地产行业集中度进一步提升，房企规模分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势。

从内部流动性来源来看，受国内房地产行业政策持续收紧影响，近年来房地产企业签约销售金额增速持续放缓，2018 年房地产开发企业到位资金中定金及预收款和个人按揭贷款合计 79,124 亿元，同比增长 9.0%，增速下降 0.4 个百分点，房地产企业内部流动性来源呈收紧趋势。外部流动性方面，2018 年以来银行对房地产企业贷款审核趋于严格，且银行信贷通过信托等方式绕道流向房地产企业被严格限制，房地产开发资金来源于银行贷款资金呈下降趋势。2018 年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为 19,026 亿元，较上年同期下降 7.1%；来源于非银行金融机构贷款金额为 4,979 亿元，同比增长 4.7%，增速同比下滑 37.1 个百分点。债券融资方面，自 2016 年 10 月银监会要求严控房地产金融业务风险，同时上交所、深交所严控房企公司债发行条件和审批流程以来，房企交易所市场公司债规模大幅下降。与此同时，发改委和财政部于 2018 年 5 月下发《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，限制房企境外发债用途等。受此影响，房企海外发债亦受阻。另外，从房地产境内信用债到期分布来看，2019~2023 年为房地产债券到期高峰。在融资渠道收紧及债券到期高峰到来的背景下，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

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。2018 年 TOP100 房企销售金额占全国销售金额比重较上年上升 11.20 个百分点至 66.70%；TOP50 房企销售金额占比较上年上升 9.20 个百分点至 55.10%；TOP10 房企销售金额门槛达到超过 2,000 亿元，占全国销售金额的比重为 26.90%，较上年上升 2.80 个百分点，千亿房企数量亦达到 30 家，行业集中度和销售门槛均不断提升，房企规模分化格

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。

局持续加大。在行业增速放缓且面临不确定因素的背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

业务运营

得益于较强的品牌效益及灵活的经营策略，在房地产行业竞争加剧、“因城施策”政策频出的背景下，公司收入规模仍保持稳步增长态势，2018年公司实现营业收入2,976.79亿元，同比增长22.55%。2018年在巩固房地产开发优势的基础上，公司持续拓展和城乡建设与生活服务相关的业务，当年公司实现物业服务及其他业务收入合计130.59亿元，同比增长32.12%。2019年1~3月，公司实现营业收入483.75亿元，同比增长56.93%。

表 1：2016~2018 年公司营业收入分板块情况

| 单位：亿元 | | | |
|-----------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 业务类型 | 2016 | 2017 | 2018 |
| 房地产 | 2,341.40 | 2,330.13 | 2,846.21 |
| 物业服务 | 42.60 | 71.27 | 97.96 |
| 其他 | 20.77 | 27.57 | 32.63 |
| 合计 | 2,404.77 | 2,428.97 | 2,976.79 |

注：其他业务收入包括租赁住宅、商业开发与运营、物流仓储服务等业务。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

跟踪期内，公司销售业绩稳步增长，市场占有率持续上升，行业龙头地位稳固。同时，公司拥有大量待结算资源，可为其未来经营业绩的保持提供保障。

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。跟踪期内公司商品房销售保持量价齐升的良好态势，2018年公司实现销售面积4,038万平方米，销售金额为6,070亿元，分别同比增长12.31%和14.54%。从销售产品结构来看，住宅销售占比较上年增加2.2个百分点至84.9%，商办销售占比同比减少2.1个百分点至11.5%，其他配套占比为3.6%。从区域分布来看，2018年以长三角为

核心的上海区域²和以环渤海为核心的北方区域³的销售金额占比分别为29.84%和24.00%，与上年基本持平；以珠三角为核心的南方区域⁴的销售金额占比为23.64%，较上年下降4.96个百分点；以中西部中心城市组成的中西部区域⁵销售金额占比较上年上升2.68个百分点至21.49%。2018年公司在全国市场占有率为4.05%，较2017年提高0.09个百分点。从城市销售排名来看，2018年公司在深圳、杭州、西安、东莞、宁波、沈阳、武汉、天津、大连、长春等24个城市的市场销售排名位列当地第一，其行业龙头地位稳固。2019年1~3月，公司销售面积和销售金额分别为925万平方米和1,494亿元，同比分别下降11.77%和3.12%。

从结算情况看，受益于公司较为丰富的待结算资源，2018年公司结算面积和结算金额分别为2,191万平方米和2,846亿元，分别同比上升10.65%和22.15%。从区域分布来看，2018年南方区域、上海区域、北方区域和中西部区域的结算面积占比分别为26.94%、29.33%、24.18%和19.55%。截至2018年末，公司尚有3,710万平方米已售资源尚未竣工结算，合同金额合计约为5,307亿元，较2017年末分别增长25.21%和28.10%；另截至2019年3月末，公司已售未结转面积和金额分别上升至4,043万平方米和5,864亿元，对公司后续的业绩形成了强有力的保障。

² 上海区域包括上海、杭州、嘉兴、苏州、昆山、常熟、无锡、南京、南昌、宁波、合肥、扬州、温州、芜湖、徐州、宿迁、南通、镇江、常州、海宁、盐城、绍兴。

³ 北方区域包括北京、秦皇岛、天津、沈阳、抚顺、大连、长春、哈尔滨、吉林、青岛、济南、烟台、太原、晋中、唐山、鞍山、石家庄、淄博、威海。

⁴ 南方区域包括深圳、广州、清远、东莞、惠州、佛山、珠海、中山、厦门、福州、漳州、泉州、三亚、南宁、长沙。

⁵ 中西部区域包括成都、南充、武汉、宜昌、西安、郑州、重庆、昆明、玉溪、贵阳、乌鲁木齐、兰州、银川、鄂州。

表 2：2016~2019.Q1 公司业务运营情况

单位：亿元、万平方米、元/平方米

| 指标 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.Q1 |
|---------|--------|--------|--------|---------|
| 销售面积 | 2,765 | 3,595 | 4,038 | 925 |
| 销售金额 | 3,648 | 5,299 | 6,070 | 1,494 |
| 销售均价 | 13,193 | 14,740 | 15,032 | 16,151 |
| 结算面积 | 2,053 | 1,981 | 2,191 | 311 |
| 结算金额 | 2,341 | 2,330 | 2,846 | 456 |
| 已售未结转面积 | 2,280 | 2,963 | 3,710 | 4,043 |
| 已售未结转金额 | 2,782 | 4,143 | 5,307 | 5,864 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从项目运作情况来看，2018 年公司进一步加快了项目的开发节奏。当年，公司新开工面积 4,993 万平方米，同比增长 36.7%，增速较上年增加 20.3 个百分点；竣工面积 2,756 万平方米，同比增长 19.8%，增速较上年上升 16.9 个百分点。从结算面积/竣工面积比例看，2018 年公司该项指标为 79.5%，较上年下降 6.6 个百分点，但仍保持了出色的资源把控和较快的存货周转效率。截至 2018 年末，公司在建项目总建筑面积约 9,013 万平方米，同比增长 31.5%，其中在建权益建筑面积合计约 5,402 万平方米，同比增长 23.5%，为其未来经营业绩的保持提供了较好保障。

2019 年 1~3 月，公司项目新开工面积和竣工面积分别为 1,019 万平方米和 223 万平方米，项目新开工面积占全年新开工计划的比例为 28.2%，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 7.2%。

表 3：2016~2018 年公司开竣工情况

单位：万平方米、个

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2018 年 同比变化 |
|-----------------|-------|-------|-------|----------------|
| 新开工面积 | 3,137 | 3,652 | 4,993 | 36.7% |
| 竣工面积 | 2,237 | 2,301 | 2,756 | 19.8% |
| 项目数量 | 600 | 750 | 903 | 20.4% |
| 在建建筑面积 (全口径) | 5,442 | 6,853 | 9,013 | 31.5% |
| 在建建筑面积 (权益) | 3,622 | 4,374 | 5,402 | 23.5% |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

海外房地产市场业务方面，2018 年公司持续贯彻以国际化为长期发展的战略，继续拓展海外业

务。截至 2018 年末，公司已进入旧金山、香港、新加坡、纽约、伦敦、西雅图和吉隆坡等多个海外城市。2018 年海外项目贡献销售金额 62.36 亿元，占当年销售金额总额的 1.03%，较上年上升 0.65 个百分点。

2018 年公司坚持量入为出、审慎投资的策略，当期新增土地储备力度有所放缓，且以合作开发拿地为主。合理且分散的土地储备有利于抵御区域市场波动风险，增强抗风险能力。

土地储备方面，公司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。2018 年面对房地产市场格局的变化，公司坚持量入为出、审慎投资的策略，确保投资规模与公司发展现状相匹配，当年新增项目 227 个，新增项目总规划建筑面积为 4,681 万平方米，同比小幅增长 1.43%。从新增储备项目获取的方式来看，2018 年公司持续探索合作、股权收购、代建等多元化的土地获取模式，其中按规划建筑面积算有 82.6% 的新增项目为通过合作方式获取，较上年上升 10.3 个百分点，受此影响，2018 年公司新增权益建筑面积为 2,490 万平方米，同比下降 10.04%。

从新增土地储备的区域分布来看，2018 年南方区域新增土地储备建筑面积占总建筑面积的比重较 2017 年下降 11.51 个百分点至 8.42%；上海区域占比 29.20%，较上年上升 3.57 个百分点；北方区域占比 30.98%，较上年上升 9.17 个百分点；中西部区域占比 31.39%，较上年下降 1.23 个百分点。从新增土地储备的城市能级分布来看，按规划建筑面积计算，新增项目中位于一、二线城市的的项目占比为 72.1%，较上年下降 2.6 个百分点；按权益投资金额计算，位于一二线城市的项目占比为 81.4%，较上年下降 8.6 个百分点。受此影响，2018 年新增项目的权益地价总额较上年下降 38.26% 至 1,351 亿元，新增项目平均楼面地价同比下降 31.37% 至 5,427 元/平方米。

表 4：2016~2018 年公司新增项目及土地储备情况

单位：个、万平方米、亿元、元/平方米

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2018 年 同比变化 |
|--------------------------------|-------|-------|-------|----------------|
| 新增项目 | 173 | 216 | 227 | 5.09% |
| 新增规划建筑面积 (全口径) | 3,157 | 4,615 | 4,681 | 1.43% |
| 新增规划建筑面积 (权益) | 1,892 | 2,768 | 2,490 | -10.04% |
| 新增地价总额 (权益) | 1,236 | 2,189 | 1,351 | -38.26% |
| 平均楼面地价 | 6,534 | 7,908 | 5,427 | -31.37% |
| 土地储备建筑面积 ⁶ (全口径) | 5,297 | 6,322 | 5,936 | -6.10% |
| 土地储备建筑面积 (权益) | 3,656 | 4,078 | 3,580 | -12.22% |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

土地储备方面，公司持续采取深耕策略，房地产项目分布于以珠三角为核心的南方区域，以长三角为核心的上海区域，以环渤海为核心的北方区域，以及由中西部中心城市组成的中西部区域的 70 余个城市。截至 2018 年末，公司土地储备总建筑面积为 5,936 万平方米，同比下降 6.10%。从土地储备的区域分布来看，南方区域的占比下降 5.77 个百分点至 18.00%、上海区域的占比下降 3.72 个百分点至 16.76%；而北方区域的占比上升 4.02 个百分点至 30.84%、中西部区域的占比提高 5.48 个百分点至 34.41%。从土地储备的城市分布来看，公司土地储备分布城市较为分散，截至 2018 年末，公司土地储备规模前十大城市分别为西安、广州、成都、昆明、沈阳、长沙、北京、重庆、武汉、贵阳，占当期末土地储备总建筑面积的比分别为 5.00%、4.26%、4.07%、3.57%、3.29%、3.20%、3.19%、3.03%、3.03%及 2.82%，合计占比为 35.45%。总体来看，公司北方区域及中西部区域的土地储备规模有所增长，但其整体土地储备保持了合理且分散的区域布局，有助于其抵御区域市场波动风险。

2018 年公司在巩固住宅开发业务优势基础上，持续拓展物业服务、租赁住宅、商业开发与运营、物流仓储服务等城市配套服务业务，其他业务收入稳步增长。

公司遵循与客户同步发展和与城市同步发展

两条主线，在巩固住宅开发业务优势的基础上，发挥较好的协同效应，积极开拓物业服务、商业开发与运营、物流仓储服务、租赁住宅等。2018 年，公司实现物业服务及其他业务收入合计 130.59 亿元，同比增长 32.12%。

物业服务方面，主要由旗下子公司万科物业发展股份有限公司（以下简称“万科物业”）负责运营。2018 年公司物业服务业务贯彻“住宅商企两翼齐飞”的发展战略，实现并表范围内主营业务收入 97.96 亿元，同比增长 32.95%；在新增签约饱和和收入中，住宅业务占比 65%，非住宅业务占比 35%。此外，2018 年 7 月，万科物业旗下万科物业服务（香港）有限公司以首次公开募股定价方式购买戴德梁行 4.9% 的股份，并成为其第四大战略股东，该合作亦成为万科物业与国际接轨的重要纽带。

租赁住宅业务方面，公司目前已整合形成了集中式长租公寓品牌“泊寓”。泊寓致力于满足城市青年人群的中长期租住需求。截至 2018 年末，泊寓业务已覆盖 35 个主要城市，累计开业超过 6 万间，开业 6 个月以上项目的平均出租率约 92%。截至 2019 年 3 月 26 日，公司共完成 55 亿元住房租赁专项公司债券发行，为租赁住宅业务发展提供了资金支持。

商业开发与运营方面，近年来公司积极布局社区商业和综合体商业，截至 2018 年底，公司管理商业项目共计 210 多个，总建筑面积超过 1,300 万平方米。公司以印力集团控股有限公司（以下简称“印力集团”）为商业开发与运营平台。2018 年 1 月，印力集团联合收购凯德 20 家购物中心，进一步完善商业布局。跟踪期内，印力集团聚焦存量项目运营管理，并持续优化资产结构，积极探索资产证券化。2019 年 1 月，印力集团以南京江北印象汇及天津印象城为标的发起并设立资产专项支持计划，发行规模 21.06 亿元；2019 年 2 月，印力集团管理的商业地产基金以深圳龙岗万科广场为标的发起并设立资产专项计划，发行规模 21.16 亿元。

物流仓储服务方面，公司物流地产秉承“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。2018 年 1 月 23 日公司发布公告称

⁶ 土地储备口径为公司全部项目的待建面积。

完成对全球领先的现代物流设施服务商普洛斯公司（Global Logistic Properties Limited）的私有化，并成为其第一大股东。2018 年公司新获取项目 64 个，合计可租赁物业的建筑面积约 494 万平方米；截至 2019 年 3 月 26 日，公司物流地产业务已进驻 42 个城市，累计获取 124 个项目，总建筑面积（可租赁物业的建筑面积）971 万平方米，其中已运营项目共 62 个，稳定运营项目平均出租率达到 96%。此外，为加快冷链业务的全国布局和服务升级，2018 年 7 月，公司通过并购方式获得太古实业有限公司旗下在上海、广州、南京、成都、厦门、廊坊、宁波在内的 7 座冷库，实现了对国内一线城市及内陆核心港口城市的冷链业务覆盖。

此外，公司继续探索冰雪度假、养老、教育、产业办公等业务。其中，在冰雪度假方面，公司持续提升品质，在 2017 年 11 月至 2018 年 2 月雪季期间，吉林万科松花湖和北京石京龙两个滑雪项目累计到访的客流量超过 50 万人次；2018 年 8 月，公司与合作方组成联合体中标北京 2022 年冬奥会和冬季残奥会延庆赛区 PPP 项目，将作为社会资本方参与建设及运营工作。

财务分析

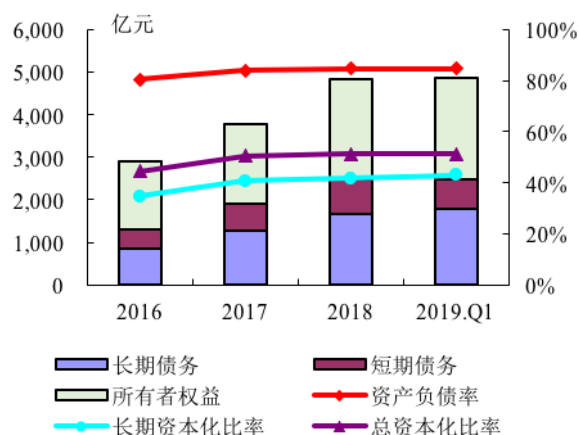
下列财务分析基于公司提供的经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年度审计报告⁷以及未经审计的 2019 年一季度财务报表。

资本结构

随着房地产开发业务规模的稳步增长，公司总资产规模进一步提升，2018 年末公司资产总额达 15,285.79 亿元，同比增长 31.17%。得益于利润累积不断夯实自有资本及少数股东权益的上升，2018 年末公司所有者权益为 2,356.21 亿元，同比增长 26.22%。同期末，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，2018 年末公司负债总额为 12,929.59 亿元，同比增长 32.11%。受此影响，当年末公司资产负债率同比小幅上升 0.61 个百分点至 84.59%；同期末，公司净负债率较上年上升 16.12 个百分点至 24.96%，持续处于较低水平。截至 2019 年 3 月末，公司资产总额和负债总额分别为 15,511.66 亿元和 13,149.77 亿元，资产负债率和净负债率分别为 84.77% 和 44.74%。

图 2：2016~2019.Q1 公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

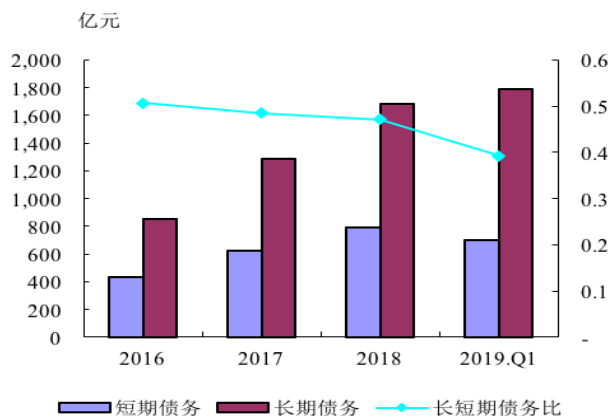
从资产构成来看，2018 年末，公司流动资产占资产总额的比重为 84.72%，较上年下降 2.6 个百分点，主要由存货、货币资金和其他应收款构成。其中，存货 7,503.03 亿元，同比增长 25.45%，主要系公司项目规模持续扩大所致；货币资金 1,884.17 亿元，同比增长 8.21%；其他应收款 2,443.24 亿元，同比增长 49.66%，主要系向合作方及合联营项目付款大幅增加导致往来款余额增长所致。非流动资产方面，公司非流动资产主要由长期股权投资和投资性房地产构成。其中，2018 年末长期股权投资 1,295.28 亿元，同比增长 59.47%，主要系公司合作项目增加所致；同期末，随着公司持有型物业持续投入，公司投资性房地产较上年末增长 87.62% 至 540.56 亿元，其中在建的物业为 302.40 亿元，较上年末增长 167.23%，完工物业为 238.16 亿元，较上年末增长 36.13%。截至 2019 年 3 月末，公司存货、货币资金和其他应收款分别为 7,785.78 亿元、1,432.20 亿元和 2,438.29 亿元，长期股权投资和投资性房地产分别为 1,296.88 亿元和 560.55 亿元。

⁷ 公司于 2018 年 1 月 1 日起执行《企业会计准则 14 号-收入》、《企业会计准则第 22 号-金融工具确认和计量》、《企业会计准则第 23 号-金融资产转移》、《企业会计准则第 24 号-套期会计》、《企业会计准则第 37 号-金融工具列报》五项会计准则，并进行会计报表披露，不重述 2017 年比较期间数据。

负债构成方面, 2018 年末公司负债主要由预收款项及合同负债⁸、其他应付款和计息债务构成。2018 年公司销售业绩稳步增长, 预收房款规模进一步扩大, 合同负债及预收款项金额合计达 5,049.65 亿元, 同比增长 23.86%; 同期末, 其他应付款余额同比增长 23.68% 至 2,274.31 亿元, 主要系应付合联营企业款、应付少数股东股权款与合作公司往来款增加所致。截至 2019 年 3 月末, 预收款项及合同负债为 5,333.20 亿元, 其他应付款为 2,314.35 亿元。

债务方面, 公司高周转的运营模式对外部融资较为依赖, 截至 2018 年末, 公司总债务规模为 2,472.19 亿元, 同比增长 29.69%, 其中短期债务 791.94 亿元, 同比增长 27.17%, 长期债务 1,680.24 亿元, 同比增长 30.91%; 公司长短期债务比 (短期债务/长期债务) 从 2017 年末的 0.49 倍下降至 2018 年末的 0.47 倍。截至 2019 年 3 月末, 公司总债务为 2,488.99 亿元, 长短期债务比进一步下降至 0.39 倍, 以长期债务为主的债务结构与其业务特点较为匹配, 债务期限结构合理。

图 3: 2016~2019.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, 随着公司业务规模的扩大, 2018 年公司资产及负债规模保持快速增长态势, 但公司凭借稳健的投资策略, 财务杠杆仍保持在较低水平, 债务期限结构处于合理水平, 整体财务结构稳健。

流动性

从流动资产来看, 截至 2018 年末公司流动资产为 12,950.72 亿元, 公司流动资产占资产总额的

比重为 84.72%。从流动资产的构成来看, 2018 年末公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成, 分别占流动资产的 14.55%、18.87% 和 57.94%。

表 5: 2016~2019.Q1 公司流动资产分析

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.Q1 |
|----------------|--------|--------|--------|---------|
| 流动资产/总资产 | 86.83% | 87.32% | 84.72% | 83.34% |
| 存货/流动资产 | 64.79% | 58.78% | 57.94% | 60.23% |
| 货币资金/流动资产 | 12.07% | 17.11% | 14.55% | 11.08% |
| (存货+货币资金)/流动资产 | 76.86% | 75.89% | 72.48% | 71.31% |
| 其他应收款/流动资产 | 14.62% | 16.04% | 18.87% | 18.86% |

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

存货方面, 2018 年公司存货规模保持增长, 年末存货净额为 7,503.03 亿元, 同比增长 25.45%。其中拟开发产品、在建开发产品和已完工开发产品的账面价值分别为 1,782.99 亿元、5,069.91 亿元和 639.62 亿元, 占比分别为 23.76%、67.57% 和 8.52%, 在高周转策略的带动下, 公司现房销售压力较小, 而在建和拟建开发产品合计占存货的 91.34%, 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 6: 截至 2018 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 | 639.62 | 8.52% |
| 在建开发产品 | 5,069.91 | 67.57% |
| 拟开发产品 | 1,782.99 | 23.76% |
| 其他 | 10.51 | 0.14% |
| 合计 | 7,503.03 | 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。2018 年公司存货周转率和总资产周转率分别为 0.28 次和 0.22 次, 较上年均小幅下降 0.02 次, 整体仍保持在较好水平。

现金流方面, 受 2018 年新开工面积增长较多导致在建项目规模较大影响, 公司当期支付合联营往来款及购买商品接受劳务支付金额较大, 受此影响, 2018 年公司经营活动净现金流为 336.18 亿元, 同比下降 59.16%; 同期经营活动现金流净额/短期债务为 0.42 倍, 比上一年下降 0.9 倍。货币资金方

⁸ 根据《企业会计准则第 14 号—收入》, 合同负债是指企业已收或应收客户对价而应向客户转让商品的义务。

面, 2018 年末公司货币资金规模同比增加 8.21% 至 1,884.17 亿元, 主要源于销售业绩的持续增长及对外融资规模的扩大; 但受公司短期债务规模增长影响, 2018 年末货币资金/短期债务为 2.38 倍, 较上年小幅下降 0.42 倍。整体来看, 公司货币资金仍可对短期债务能形成充足的保障。

表 7: 2016~2019.Q1 公司部分流动性指标

| | 单位: 亿元 | | | |
|-----------------|--------|----------|----------|----------|
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.Q1 |
| 货币资金 | 870.32 | 1,741.21 | 1,884.17 | 1,432.20 |
| 经营活动现金流净额 | 395.66 | 823.23 | 336.18 | -267.13 |
| 经营净现金流/短期债务 (X) | 0.91 | 1.32 | 0.42 | -1.52* |
| 货币资金/短期债务 (X) | 2.01 | 2.80 | 2.38 | 2.04 |

注: 带“*”指标经年化处理

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 2018 年公司资产周转效率水平有所下降, 但整体仍维持在较好水平。同时, 受益于良好的项目销售回款及较强的融资能力, 公司年末手持货币资金充足, 对短期债务形成较好覆盖, 整体流动性良好。

盈利能力

从收入规模看, 2018 年全年实现营业收入 2,976.79 亿元, 同比增长 22.55%, 其中房产开发业务是其收入和利润的主要来源。此外, 2018 年末公司合同负债及预收款项合计为 5,049.65 亿元, 同比增长 23.86%, 占当年营业收入比重为 169.63%, 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, 2018 年随着一批在市场回暖期销售、盈利情况相对较好的项目进入结算, 公司毛利率较上年上升 3.38 个百分点至 37.48%。2019 年 1~3 月, 公司实现营业收入 483.75 亿元, 毛利率为 35.04%。

2018 年公司销售费用、管理费用(含研发费用)和财务费用分别为 78.68 亿元、112.87 亿元和 59.99 亿元, 分别同比增长 25.65%、27.31% 和 189.05%。受此影响, 2018 年公司期间费用同比增长 46.22% 至 251.54 亿元; 期间费用占营业收入比重为 8.45%, 较上年上升 1.37 个百分点。2019 年 1~3 月, 公司期间费用合计为 59.71 亿元, 由于公司结转收入大多集中于下半年, 期间费用占营业收入比重上升至 12.34%。

表 8: 2016~2019.Q1 公司期间费用分析

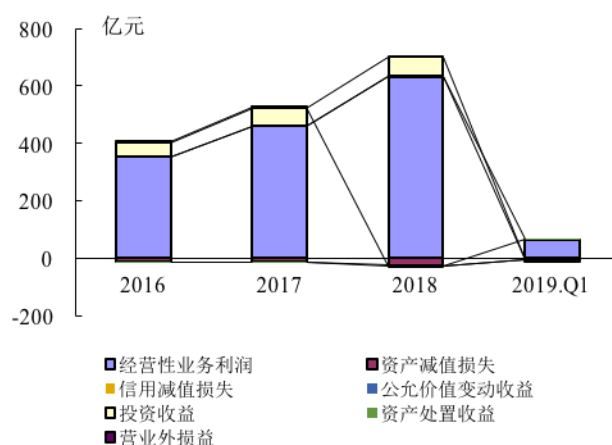
| | 单位: 亿元 | | | |
|--------|----------|----------|----------|---------|
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.Q1 |
| 销售费用 | 51.61 | 62.62 | 78.68 | 13.71 |
| 管理费用 | 68.01 | 88.66 | 112.87 | 27.58 |
| 财务费用 | 15.92 | 20.75 | 59.99 | 18.42 |
| 三费合计 | 135.53 | 172.03 | 251.54 | 59.71 |
| 营业总收入 | 2,404.77 | 2,428.97 | 2,976.79 | 483.75 |
| 三费收入占比 | 5.64% | 7.08% | 8.45% | 12.34% |

注: 管理费用包含研发费用。

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

利润总额方面, 公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。具体来看, 2018 年公司业务规模保持增长, 毛利水平进一步上升, 经营性业务利润同比增长 37.81% 至 632.46 亿元, 占利润总额比重达 93.75%, 公司经营性业务盈利能力很强。投资收益方面, 公司投资收益主要来源于联营、合营公司实现的权益利润, 2018 年投资收益为 67.88 亿元, 同比上升 8.70%, 投资收益对其利润形成良好的补充。综上, 2018 年公司实现利润总额 674.60 亿元, 同比增长 31.91%, 净利润为 492.72 亿元, 同比增加 32.42%, 净资产收益率为 20.91%, 较 2017 年上升 0.98 个百分点, 整体具有很强的盈利能力。

图 4: 2016~2019.Q1 公司利润总额变化及其构成



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 2018 年公司营业收入及利润持续保持快速增长, 整体保持了很强的盈利能力。此外, 公司较大规模的待结算资源亦将对其未来 1~2 年的业绩增长形成有力支撑。

⁹ 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。

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 2018 年末，公司总债务为 2,472.19 亿元，同比增长 29.69%；其中短期债务 791.94 亿元，长短期债务比为 0.47 倍。截至 2019 年 3 月末，公司总债务为 2,488.99 亿元，较 2018 年末上升 0.68%，长短期债务比下降至 0.39 倍。

从 EBITDA 规模来看，2018 年公司 EBITDA 为 785.63 亿元，同比上升 37.51%，获现能力进一步提高。从偿债能力指标来看，2018 年公司总债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数分别为 3.15 倍和 5.55 倍，公司良好的获现能力对其债务的偿还提供了很强的保障。从现金流来看，随着公司经营活动支出的增加，2018 年公司经营性净现金流为 336.18 亿元，同比下降 59.16%，经营性净现金流/总债务、经营性净现金流利息倍数分别为 0.14 倍和 2.38 倍，较上年分别下降 0.29 倍和 7.65 倍，经营性净现金流对债务本息的覆盖能力有所减弱。

表 9：2016~2019.Q1 公司主要偿债能力指标

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.Q1 |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 短期债务（亿元） | 433.50 | 622.73 | 791.94 | 701.40 |
| 长期债务（亿元） | 855.14 | 1,283.52 | 1,680.24 | 1,787.59 |
| 总债务（亿元） | 1,288.64 | 1,906.24 | 2,472.19 | 2,488.99 |
| 经营活动净现金流（亿元） | 395.66 | 823.23 | 336.18 | -267.13 |
| 经营净现金流利息倍数（X） | 7.14 | 10.03 | 2.38 | - |
| 经营净现金流/总债务（X） | 0.31 | 0.43 | 0.14 | -0.43* |
| EBITDA（亿元） | 427.13 | 571.32 | 785.63 | - |
| 总债务/EBITDA（X） | 3.02 | 3.34 | 3.15 | - |
| EBITDA 利息倍数（X） | 7.71 | 6.96 | 5.55 | - |

注：带“*”指标经年化处理

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 2018 年末，公司总债务为 2,472.19 亿元，其中人民币债务 1,679.67 亿元，美元债务 594.77 亿元，港币债务 175.53 亿元、英镑债务 21.23 亿元以及新加坡元债务 0.99 亿元，占比分别为 67.94%、24.06%、7.10%、0.86% 和 0.04%。目前，公司利用远期外汇契约等衍生工具来对冲外汇风险。

表 10：截至 2018 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 | 1,679.67 | 67.94% |
| 港币 | 175.53 | 7.10% |
| 美元 | 594.77 | 24.06% |
| 英镑 | 21.23 | 0.86% |
| 新元 | 0.99 | 0.04% |
| 合计 | 2,472.19 | 100.0% |

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 2018 年末，公司获得银行授信 3,630.50 亿元，已使用 2,022.38 亿元，未使用 1,608.12 亿元。同时，公司作为 A 股和 H 股上市企业，直接融资渠道畅通，具备较强的财务弹性。

或有负债方面，截至 2018 年末，公司对外担保余额为 32.39 亿元，且全部为对联营公司及合营公司的担保，同时，公司为商品房承购人提供阶段性抵押贷款担保余额为 1,814.54 亿元。公司整体或有负债风险可控。

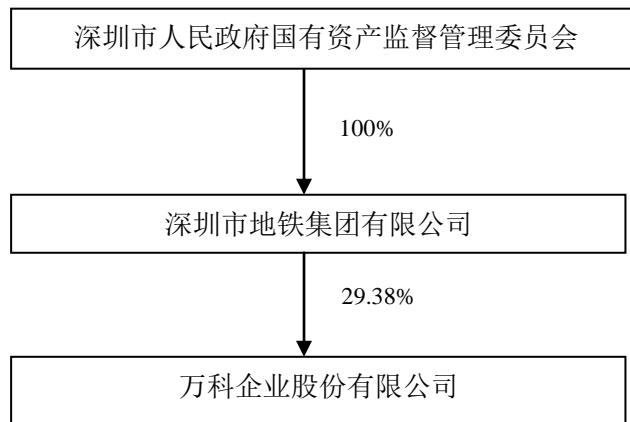
总体看来，跟踪期内公司收入及利润规模持续增长，整体保持很强的盈利能力，同时充足的待结算资源亦对其未来经营业绩保持提供有力的支撑。此外，公司年末手持货币资金充裕，财务杠杆比率较低，加之多元化的融资渠道下具备较强财务弹性，公司整体偿债能力极强。

结论

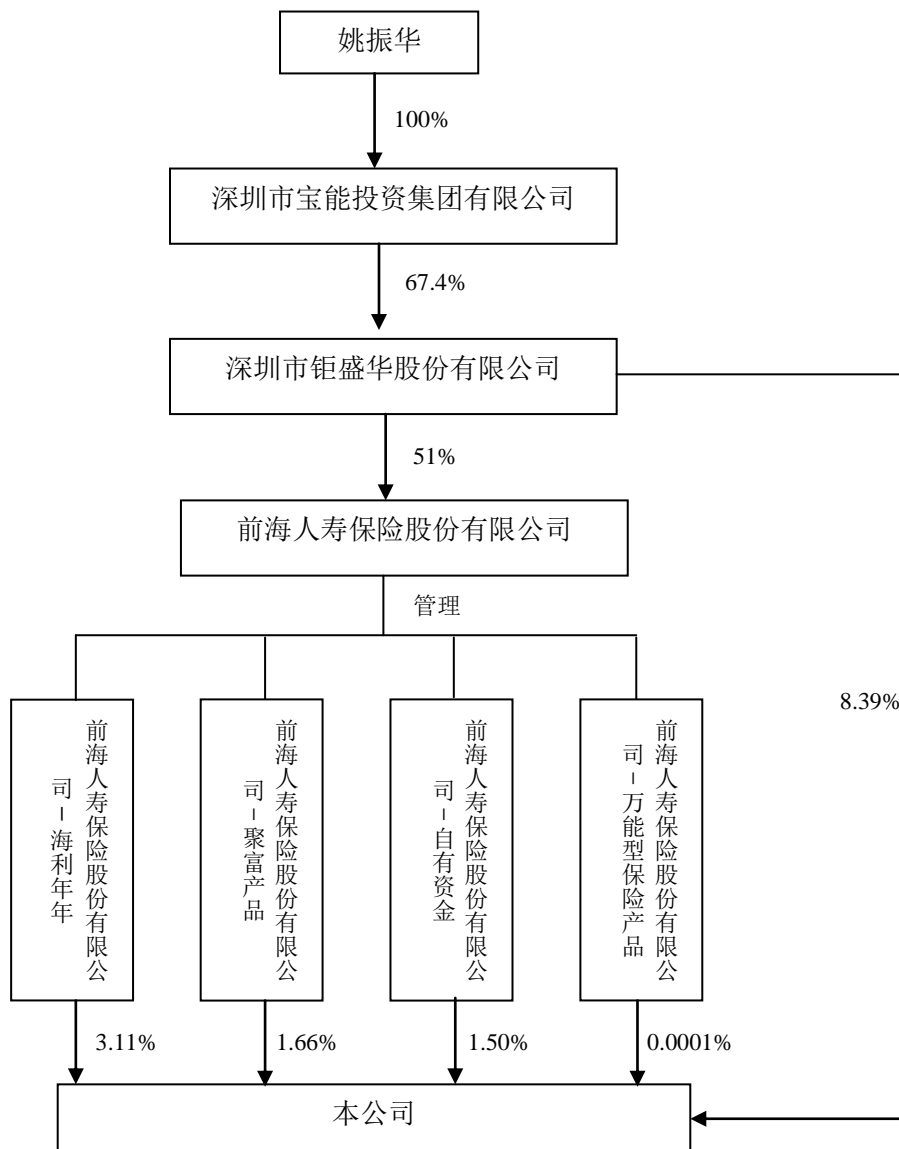
综上，中诚信证评维持万科企业股份有限公司主体信用级别为**AAA**，评级展望为稳定；维持“万科企业股份有限公司2015年公司债券（第一期）”、“万科企业股份有限公司2017年公司债券（第一期）”、“万科企业股份有限公司2017年公司债券（第二期）”信用级别为**AAA**。

附一：万科企业股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）

第一大股东持股结构图

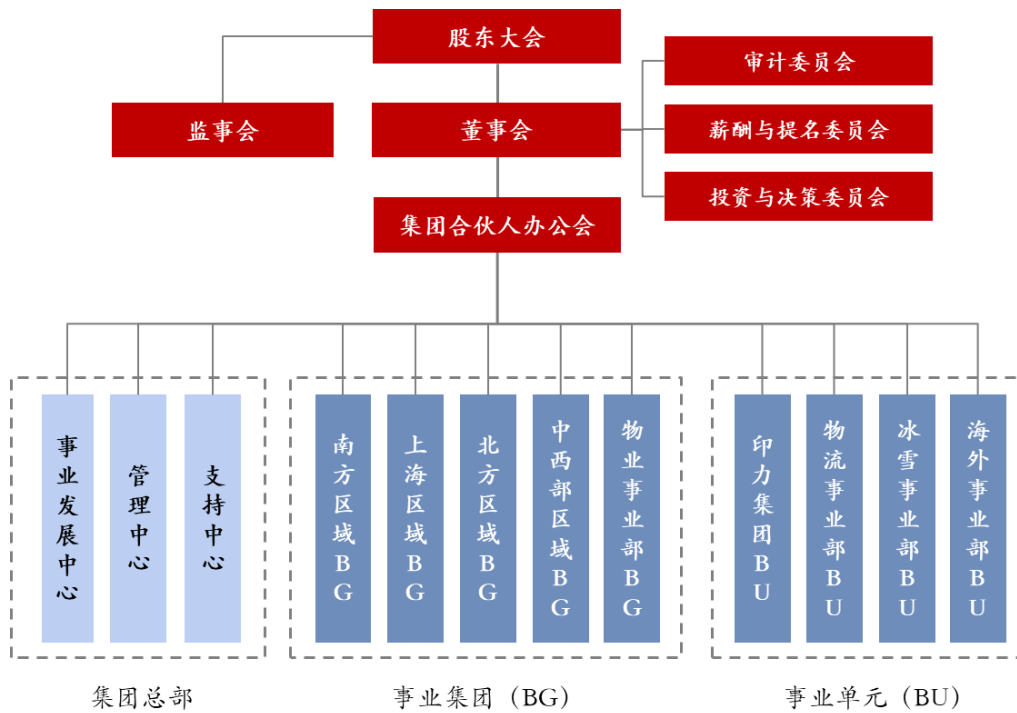


第二大股东持股结构图



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 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：万科企业股份有限公司主要财务数据及财务指标

| 财务数据（单位：万元） | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.Q1 |
|------------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 货币资金 | 8,703,211.82 | 17,412,100.92 | 18,841,744.68 | 14,322,041.63 |
| 应收账款净额 | 207,525.68 | 143,273.40 | 158,618.08 | 183,770.75 |
| 存货净额 | 46,736,133.61 | 59,808,765.76 | 75,030,262.74 | 77,857,773.05 |
| 流动资产 | 72,129,542.79 | 101,755,283.21 | 129,507,185.63 | 129,272,765.75 |
| 长期投资 | 6,303,000.28 | 8,256,505.48 | 13,221,657.06 | 13,254,658.07 |
| 固定资产合计 | 2,945,053.00 | 3,693,251.93 | 6,750,259.09 | 8,915,180.13 |
| 总资产 | 83,067,421.39 | 116,534,691.78 | 152,857,935.65 | 155,116,645.25 |
| 短期债务 | 4,334,988.65 | 6,227,269.64 | 7,919,433.04 | 7,013,978.05 |
| 长期债务 | 8,551,443.71 | 12,835,171.67 | 16,802,420.12 | 17,875,901.49 |
| 总债务（短期债务+长期债务） | 12,886,432.36 | 19,062,441.31 | 24,721,853.16 | 24,889,879.54 |
| 总负债 | 66,899,764.26 | 97,867,297.86 | 129,295,862.65 | 131,497,704.06 |
| 所有者权益（含少数股东权益） | 16,167,657.13 | 18,667,393.92 | 23,562,073.00 | 23,618,941.20 |
| 营业总收入 | 24,047,723.69 | 24,289,711.03 | 29,767,933.11 | 4,837,463.08 |
| 三费前利润 | 4,875,607.89 | 6,309,496.37 | 8,839,904.46 | 1,251,483.35 |
| 投资收益 | 501,383.59 | 624,456.17 | 678,793.45 | -20,656.06 |
| 净利润 | 2,835,025.55 | 3,720,838.73 | 4,927,229.45 | 320,593.44 |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 4,271,258.31 | 5,713,172.28 | 7,856,347.32 | - |
| 经营活动产生现金净流量 | 3,956,612.90 | 8,232,283.42 | 3,361,818.34 | -2,671,260.35 |
| 投资活动产生现金净流量 | -4,338,905.01 | -5,161,323.30 | -6,736,443.60 | 598,016.42 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 3,129,665.06 | 5,526,489.62 | 4,479,764.81 | -2,292,832.44 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 2,774,239.38 | 8,483,599.24 | 1,134,215.62 | -4,378,018.49 |
| 财务指标 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.Q1 |
| 营业毛利率（%） | 29.41 | 34.10 | 37.48 | 35.04 |
| 所有者权益收益率（%） | 17.54 | 19.93 | 20.91 | 5.43* |
| EBITDA/营业总收入（%） | 17.76 | 23.52 | 26.39 | - |
| 速动比率（X） | 0.44 | 0.50 | 0.49 | 0.46 |
| 经营活动净现金/总债务（X） | 0.31 | 0.43 | 0.14 | -0.43* |
| 经营活动净现金/短期债务（X） | 0.91 | 1.32 | 0.42 | -1.52* |
| 经营活动净现金/利息支出（X） | 7.14 | 10.03 | 2.38 | - |
| EBITDA 利息倍数（X） | 7.71 | 6.96 | 5.55 | - |
| 总债务/EBITDA（X） | 3.02 | 3.34 | 3.15 | - |
| 资产负债率（%） | 80.54 | 83.98 | 84.59 | 84.77 |
| 总债务/总资本（%） （总资本化比率） | 44.35 | 50.52 | 51.20 | 51.31 |
| 长期资本化比率（%） | 34.59 | 40.74 | 41.63 | 43.08 |
| 净负债率（%） | 25.87 | 8.84 | 24.96 | 44.74 |

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；“衍生金融负债”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“衍生金融负债”；

3、2019 年一季度带“*”指标经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

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

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

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

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

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

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/合同销售收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

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

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

附五：信用等级的符号及定义

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

评级展望的含义

| 内容 | 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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含义 |
|------|------------------------------|
| AAA | 债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低 |
| AA | 债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低 |
| A | 债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低 |
| BBB | 债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般 |
| BB | 债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险 |
| B | 债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高 |
| CCC | 债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高 |
| CC | 基本不能保证偿还债券 |
| C | 不能偿还债券 |

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

短期债券信用评级等级符号及定义

| 等级 | 含义 |
|------------|---------------------------|
| A-1 | 为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。 |
| A-2 | 还本付息能力较强，安全性较高。 |
| A-3 | 还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。 |
| B | 还本付息能力较低，有一定的违约风险。 |
| C | 还本付息能力很低，违约风险较高。 |
| D | 不能按期还本付息。 |

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。