



信用等级通知书

信评委函字[2019] G008-F4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2019年面向合格投资者公开发行住房租赁专项公司债券（第二期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为**AAA**，评级展望稳定；本期债券的信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

信用评级委员会

二零一九年八月二十一日

万科企业股份有限公司 2019 年面向合格投资者 公开发行住房租赁专项公司债券（第二期）信用评级报告

债券级别 AAA
主体级别 AAA
评级展望 稳定
发行主体 万科企业股份有限公司
发行总额 本期债券发行规模不超过 25 亿元(含 25 亿元)
债券期限 本期债券期限为 5 年,附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。发行人有权决定是否在本期债券存续期的第 3 年末调整本期债券后续期限的票面利率,发行人发出关于是否调整本期债券票面利率及调整幅度的公告后,投资者有权选择在本期债券第 3 个计息年度付息日前将其持有的本期债券全部或部分按面值回售给发行人。

债券利率 本期公司债券票面利率通过簿记建档方式确定,在其存续期的前 3 年内固定不变。如发行人行使调整票面利率选择权,则未被回售部分在其存续期后 2 年票面利率为前 3 年票面利率加调整基点,在其存续期后 2 年固定不变。如发行人未行使调整票面利率选择权,则未被回售部分在其存续期后 2 年票面利率仍维持原有票面利率不变。

偿还方式 本期债券采用单利按年计息,不计复利。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 本期债券募集资金扣除发行费用后,拟用于发行人住房租赁项目建设及补充营运资金。

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、2019 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

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“万科企业股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行住房租赁专项公司债券(第二期)”信用级别为 AAA,该级别反映了本期债券安全性极强,基本不受不利经济环境的影响,违约风险极低。

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,评级展望稳定。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、稳步增长的销售业绩和丰富的待结算资源、丰富且布局分散的土地储备、核心住宅业务与城市配套服务业务的协同效应以及稳健的财务政策等对公司信用质量的支持。同时,我们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信用质量产生的影响。

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 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达 4.05%,且在全国 24 个城市的销售排名位列当地第一,行业龙头地位稳固。
- 稳步增长的销售业绩,丰富的待结算资源。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,近三年复合增长率分别为 20.85%和 28.96%;年末已售待结算面积和金额分别为 3,710 万平方米和 5,307 亿元,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。万科企业坚持聚焦深耕城市圈的发展战略,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。

分 析 师

樊春裕

cyfan@ccxr.com.cn

应治亚

zyying@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年8月21日

- 核心住宅业务与城市配套服务业务的协同效应。公司在坚守住宅房地产开发业务基础上，明确了城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。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，财务杠杆比率稳定维持在较低水平。同时，近年来公司营收规模及盈利水平持续提升，经营所得可对其债务偿还形成充分覆盖。

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 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。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。

概 况

发行主体概况

万科企业股份有限公司（以下简称“万科企业”或“公司”）前身为 1984 年 5 月成立的“现代科教仪器展销中心”，1987 年更名为“深圳现代科技中心”，1988 年更名为“深圳现代企业有限公司”。1988 年 11 月经深圳市人民政府“深府办（1988）1509 号”文批准，深圳现代企业有限公司实施股份制改革，并更名为“深圳万科企业股份有限公司”，初始股本总额为 41,332,680 股。1991 年 1 月 29 日，公司 A 股股票在深圳证券交易所上市（证券代码“000002”）。1993 年 5 月 28 日，公司发行 B 股在深圳证券交易所上市，并于 12 月更为现名。2014 年 6 月 25 日，公司 B 股以介绍方式转换上市地在香港联合交易所有限公司（H 股）上市。

自 2015 年以来，深圳市钜盛华股份有限公司（以下简称“钜盛华”）及其一致行动人持续买入公司股票。截至 2015 年末，钜盛华及其一致行动人合计持有公司 24.26% 股份，成为公司第一大股东；公司原第一大股东华润股份有限公司（以下简称“华润股份”）成为第二大股东，直接和间接持股比例合计为 15.29%。2016 年恒大地产集团有限公司（以下简称“恒大地产”）及其一致行动人持续买入公司股票。2017 年 1 月 12 日，华润股份及其全资子公司将合计持有的公司 A 股股份全部转让予深圳市地铁集团有限公司（以下简称“地铁集团”），地铁集团持有公司 A 股股份占公司总股份的比例为 15.31%。2017 年 6 月 10 日，公司发布《关于股东签署股份转让协议的提示性公告暨公司股票复牌公告》，中国恒大集团下属企业将所持有的 1,553,210,974 股万科 A 股股份以协议转让的方式全部转让给地铁集团。2017 年 7 月 7 日，公司发布《关于股东协议受让公司股份过户登记完成的公告》。至此，地铁集团直接持有 3,242,810,791 股万科 A 股股份，占万科总股本的 29.38%，为万科第一大股东。截至 2019 年 3 月末，地铁集团系万科的第一大股东，持股比例为 29.38%；第二大股东系钜盛华及其一致行动人，持股比例为 14.67%。

公司拥有 30 余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。公司项目覆盖中国南方区域、上海区域、北方区域及中西部区域的 70 余个主要城市及多个海外城市，系国内品牌影响力最广，综合实力最强的房地产开发企业之一。

截至 2018 年 12 月 31 日，公司资产总额 15,285.79 亿元，所有者权益（含少数股东权益）2,356.21 亿元，资产负债率 84.59%；2018 年公司实现营业收入 2,976.79 亿元，净利润 492.72 亿元，经营活动净现金流 336.18 亿元。

截至 2019 年 3 月 31 日，公司资产总额 15,511.66 亿元，所有者权益（含少数股东权益）2,361.89 亿元，资产负债率 84.77%；2019 年 1~3 月公司实现营业收入 483.75 亿元，净利润 32.06 亿元，经营活动净现金流-267.13 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 2019 年面向合格投资者公开发行住房租赁专项公司债券（第二期）
发行规模	不超过 25 亿元（含 25 亿元）
债券期限	本期债券期限为 5 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。发行人有权决定是否在本期债券存续期的第 3 年末调整本期债券后续期限的票面利率，发行人发出关于是否调整本期债券票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在本期债券第 3 个计息年度付息日前将其持有的本期债券全部或部分按面值回售给发行人。
债券利率	本期公司债券票面利率通过簿记建档方式确定，在其存续期的前 3 年内固定不变。如发行人行使调整票面利率选择权，则未被回售部分在其存续期后 2 年票面利率为前 3 年票面利率加调整基点，在其存续期后 2 年固定不变。如发行人未行使调整票面利率选择权，则未被回售部分在其存续期后 2 年票面利率仍维持原有票面利率不变。
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。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，拟用于发行人住房租赁项目建设及补充营运资金。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

募集资金用途

本期债券发行规模不超过 25 亿元（含 25 亿

元),其中 17.50 亿元拟用于公司住房租赁项目建设和运营,7.50 亿元拟用于补充公司运营资金。具体情况如下表:

表 2: 本期住房租赁专项债募集资金使用用途

单位: 万元

项目名称	项目模式	2019 年至 2021 年拟 投资金额	拟使用本期 债券募集资 金金额
北京翡翠云图	重资产	27,397	27,000
上海徐泾北	重资产	8,677	8,000
大连大橡塑	重资产	6,265	6,000
大连翡翠都会	重资产	24,794	24,000
东莞虎门紫院	重资产	6,054	6,000
沈阳翡翠臻园	重资产	5,571	5,000
北京草桥	以经营权出租方式 与社会资本合作	100,758	99,000
合计		179,516	175,000

注: 重资产指自有物业,上述重资产项目纳入发行人并表范围,土地属性为住宅用地。以经营权出租方式与社会资本合作的项目,土地属性为集体用地,在不改变集体用地所有权及使用权的前提下,农村集体经济组织将集体用地建设租赁住房项目的经营管理权出租给万科下属子公司,农村集体经济组织和万科下属子公司分享运营收益。本期债券中拟使用募集资金已剔除地价款,仅用于住房租赁项目的工程款支付(含建安、硬装、软装成本等)和运营成本(人工成本及日常维护支出等)。

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

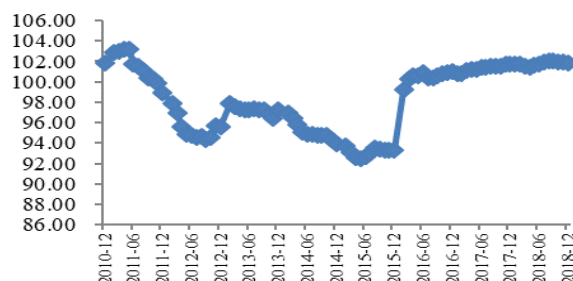
行业分析

房地产行业概况

房地产业是中国经济增长的支柱产业之一,在国民经济发展中起着重要作用。自改革开放以来,中国房地产行业得到快速发展,国房景气指数持续提升,并于 2007 年 11 月达到历史顶点 106.59 点。此后,受 2008 年次贷危机和紧缩货币政策影响,国内房价出现十年来的首次下跌;2009 年随着国家信贷宽松政策出台,商品房销售情况有所好转;2010 年以来,为抑制房价过快上涨,国务院先后出台多项调控政策,房地产市场再次步入调整阶段;2012 年,在中央继续保持从紧政策的同时,地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求,商品房销售开始逐步回升;2014 年,房地产市场短期供过于求,且受价格预期变化等因素影响,房地产市场销售下滑,国房景气指数亦随之下降;进入 2015 年,随着一系列宽松的行业政策出台,国房景气指数自 2015 年 6 月开始有所回升并于下半年企稳,

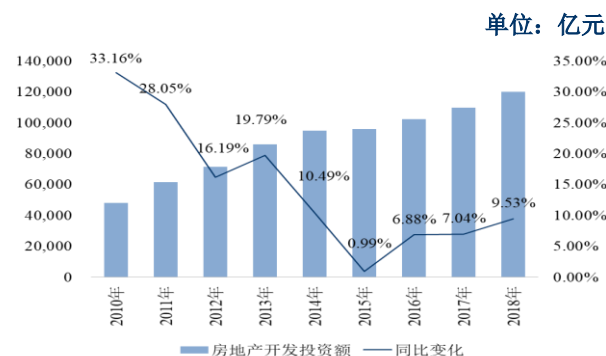
上升态势延续至 2016 年上半年。2016 年 10 月以来部分重点城市陆续出台限购、限贷等房地产调控政策,国房景气指数有所调整,但仍较上年同期有所上升。2017 年以来国房景气指数持续上行,于 2017 年 12 月达到 101.72 点,但 3 月以来受部分城市不断加大房地产调控力度影响,景气指数上升增速出现明显回落。进入 2018 年,各线城市调控政策持续高压,1~4 月国房景气度持续回落,但得益于 4 月份央行定向降准改善外部资金流动性,5~9 月期间国房景气度有所回升,9 月份上涨至 102.01 点。9~12 月,国房景气指数小幅回落,12 月为 101.85 点,比 9 月份下降 0.16 点。

图 1: 2011~2018 年国房景气指数



资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

图 2: 2010~2018 年全国房地产开发投资情况



资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

在房地产投资方面,受益于宽松的行业政策,2016 年房地产行业全面回暖,良好的销售情况提振了房企信心,当年房地产投资增速有所提升,全年累计完成房地产开发投资 102,581 亿元,同比增长 6.88%,增速较上年上涨 5.89 个百分点。自 2016 年 10 月以来,各地房地产市场调控政策持续收紧,但全国房地产开发投资增速仍维持在当前水平,2017 年全国累计完成房地产开发投资 109,799 亿元,同比增长 7.04%,全年整体增速与上年基本持平。2018 年以来,各线城市调控政策未出现明显放

松，加之外部融资环境持续收紧，房企为尽快回笼资金，加快房地产开发建设节奏，2018 年全国房地产开发投资较上年同期增长 9.53%至 120,264 亿元，增速较上年同期上升 2.49 个百分点。

房地产开发投资资金的到位情况方面，2016~2018 年房地产开发企业到位资金分别为 144,214 亿元、156,053 亿元和 165,963 亿元，年均复合增长率 7.3%；同期增速分别为 15.2%、8.2%和 6.4%。从资金来源来看，房企资金来源中自筹资金规模呈上升趋势，分别为 49,133 亿元、50,872 亿元和 55,831 亿元，占比分别为 34.1%、32.6%和 33.6%；定金及预收款规模及其占比呈快速上升态势，2016~2018 年房企资金来源中定金及预收款规模为 41,952 亿元、48,694 亿元和 55,418 亿元，占比从 2016 年的 29.1%上升至 2018 年的 33.4%；同期国内贷款分别为 21,512 亿元、25,242 亿元和 24,005 亿元，个人按揭贷款分别为 24,403 亿元、23,906 亿元和 23,706 亿元，受外部资金环境紧缩影响，2018 年国内贷款和个人按揭贷款同比分别下降 4.9%和 0.8%。在去杠杆的环境下，房企资金压力上升，开发投资资金对其内部流动性资金的依赖性提高。

表 3：2016~2018 年房地产开发投资资金来源

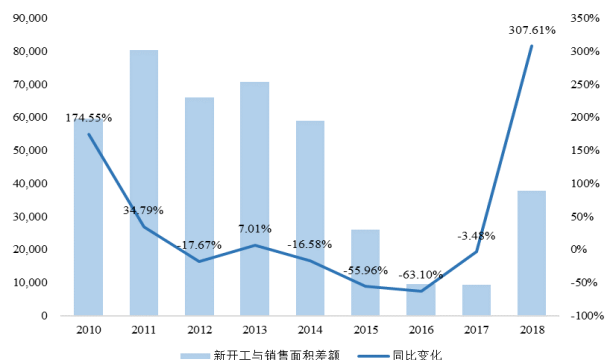
单位：亿元、%			
指标	2016	2017	2018
资金来源合计	144,214	156,053	165,963
同比增长	15.2	8.2	6.4
其中：			
自筹资金	49,133	50,872	55,831
占比	34.1	32.6	33.6
同比增长	0.2	3.5	9.7
国内贷款	21,512	25,242	24,005
占比	14.9	16.2	14.5
同比增长	6.4	17.3	-4.9
利用外资	140	168	108
占比	0.1	0.1	0.1
同比增长	-52.6	19.8	-35.8
定金及预收款	41,952	48,694	55,418
占比	29.1	31.2	33.4
同比增长	29.0	16.1	13.8
个人按揭贷款	24,403	23,906	23,706
占比	16.9	15.3	14.3
同比增长	46.5	-2.0	-0.8

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

施工方面，近年房地产新开工面积呈现稳步增长态势。具体来看，2016 年，在一、二线重点城市房地产市场景气度明显提升的带动下，房企纷纷加快开发节奏以及时补充可售货源，全国房地产当年累计新开工面积 166,928 万平方米，同比上升 8.1%。2017 年，随着房地产政策的持续收紧，当期房地产开发企业房屋新开工面积为 178,654 万平方米，增速较上年回落 1.1 个百分点至 7.0%，同期全国商品房新开工面积与销售面积差额（差额=新开工面积-销售面积）为 9,246 万平方米，同比下降 3.5%，商品房库存去化压力下降。在外部融资环境持续收紧的背景下，基于对内部流动性资金的需求，房企加快了项目新开工进度，2018 年商品房新开工面积完成 209,342 万平方米，同比增长 17.2%，增速比 2017 年提高 10.2 个百分点。从新开工面积与销售面积的差额来看，2018 年，全国商品房新开工面积与销售面积差额较上年同期大幅增长 307.6%至 37,688 万平方米。

图 3：2010~2018 年商品房新开工与销售面积差额

单位：万平方米

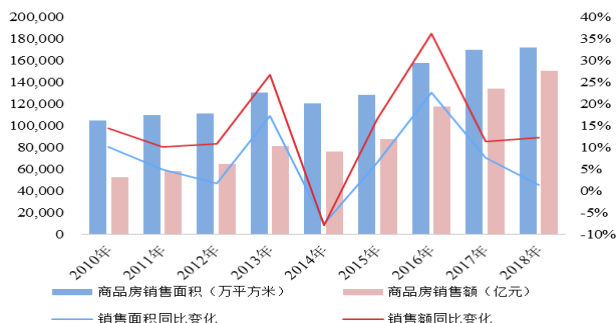


资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从销售情况看，2016 年，在宽松的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，当年全国商品房销售面积与销售额分别为 157,349 万平方米和 117,627 亿元，分别同比增长 22.5%和 34.8%；其中商品住宅销售面积和销售额分别同比增长 22.4%和 36.1%。2017 年，全国商品房销售面积和销售额分别为 169,408 万平方米和 133,701 亿元，分别同比增长 7.7%和 13.7%。2018 年，全国商品房销售面积和销售额分别为 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 1.47 个百分点，受房地产

调控政策持续的影响，房地产销售增速放缓明显。其中，2018 年住宅销售面积同比增长 2.2%，销售额同比增长 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%。

图 4：2010~2018 年商品房销售情况



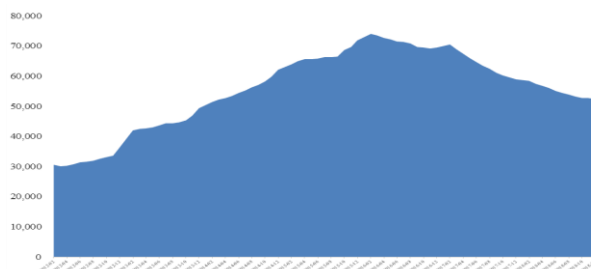
资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从不同区域的销售情况来看，东部地区仍是我国商品房销售的主要区域，但其商品房销售增速落后于其他区域。2018 年，东部地区商品房销售额 79,258 亿元，同比增长 6.5%；中部地区商品房销售额 33,848 亿元，同比增长 18.1%；西部地区商品房销售额 31,127 亿元，同比增长 23.4%；东北地区商品房销售额 5,740 亿元，同比增长 7.0%。2018 年以来“去库存”仍是中西部地区三四线城市调控主基调，商品房销售增速高于东部地区。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，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 2016 年 10 月以来房地产政策的持续收紧及政策区域分化加重影响，近年来全国住宅房价增速有所下降，三线城市房地产住宅价格增幅高于一、二线城市。

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

图 5：2012~2018 年全国商品房待售情况

单位：万平方米



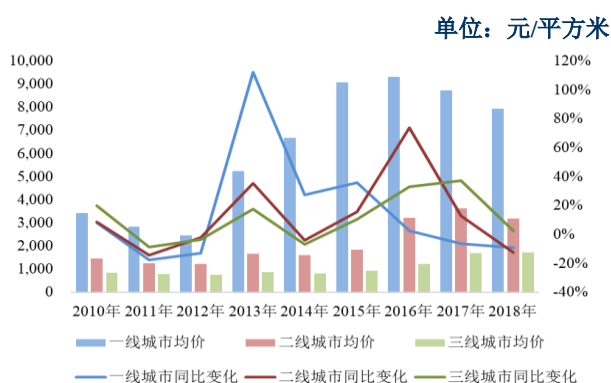
资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

商品房库存方面，2016 年主要城市市场成交情况较好，住宅去化较快，商品房库存出现近年来首次下降；截至 2016 年末，全国商品房待售面积 69,539 万平方米，环比增加 444 万平方米，但较上年末减少 2,314 万平方米。2017 年以来房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策，商品房库存持续下降，截至 2017 年末，全国商品房待售面积 58,923 万平方米，环比减少 683 万平方米，较上年末减少 10,616 万平方米。2018 年以来全国商品房待售面积进一步下降，截至 2018 年末为 52,414 万平方米，较上年末减少 6,510 万平方米。从去化周期来看，以 2018 年 1~12 月商品房月均销售面积估算，全国待售商品房去化周期较 2017 年进一步缩短至 3.7 个月；但考虑到 2018 年全国商品房新开工面积有所增长，未来商品房新增供应将有所增加。

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，2016~2018 年我国房地产业开发企业购置土地面积分别为 22,025 万平方米、25,508 万平方米和 29,142 万平方米，同比增速分别为-3.45%、15.81%和 14.25%；同期土地成交价款分别为 9,129 亿元、13,643 亿元和 16,102 亿元，增速分别为 19.77%、49.45%和 18.02%，2018 年增速较上年大幅下降 31.43 个百分点。土地购置成本增速亦有回调，2016~2018 年房地产企业土地购置成本分别为 4,144.84 元/平方米、5,348.52 元/平方米和 5,525.36 元/平方米，同比分别增长 24.05%、29.04%和 3.31%，2018 年增速较上年大幅下降 25.73 个百分点，表明在融资环境紧缩及销售景气度下降的背景下，房企拿地回归理性。

从不同能级城市来看，近年来不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。一线城市土地成交均价的涨幅在 2013 年达到顶点后逐步呈现下降态势，而土地成交均价则持续增长至 2016 年到达顶点，2017 年以来一线城市土地成交均价持续回落，2018 年一线城市土地成交均价及溢价率分别为 7,925.80 元/平方米和 5.38%。二线城市土地成交均价于 2013~2015 年间小幅波动增长，而 2016 年二线城市土地成交均价大幅增长 73.67% 至 3,221.65 元/平方米，平均溢价率同比上升 35.57 个百分点至 56.08%，2017 年以来土地市场热度持续减弱，2018 年二线城市土地成交均价为 3,189.58 元/平方米，同比下降 12.24%，溢价率回落至 13.60%。三线城市成交土地均价于 2016 年以来维持高位增长，2016 年和 2017 年土地均价涨幅分别达 33.05% 和 37.44%，平均溢价率分别为 30.58% 和 30.90%，而 2018 年以来亦出现回落，三线城市土地成交均价为 1,728.86 元/平方米，涨幅下滑至 2.81%，平均溢价率则下降至 15.35%，房企拿地更趋审慎。

图 6：2010~2018 年各能级城市土地成交情况



资料来源：WIND 数据，中诚信证评整理

总体来看，房地产行业受外部环境及行业政策影响较大，受国内房地产调控政策持续及政策区域分化加重的影响，房地产住宅市场销售增速有所放缓，不同能级城市分化明显，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滑。

行业政策

从房地产的发展过程来看，房地产行业是受政策影响较大的行业。2008 年受金融危机的影响，房地产市场景气度下行，房价有所下降，随着国家陆

续出台救市政策，房价止跌并快速回升。2010 年以来，为了遏制房价快速上涨，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，强化行业政策的执行和监督力度。2011 年，在“调结构，稳物价”的大背景下，中央政府继续加强房地产调控。“国八条”、房产税改革先后落地，“限购”、“限贷”等政策全面升级，限购城市从 2010 年的不足 20 个大幅增加近 50 个。2014 年各地方政府在放松限购、购房落户、提高公积金贷款额度等层面自主出台调整政策；同年，中央政府相继出台“央五条”、定向降准，随后中国人民银行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，从房地产市场供给端和需求端两个层面给予了较为明确的支持。2015 年以来，“去库存”仍是各项政策的主基调，稳定住房消费、支持自住和改善住房需求是房地产政策调整的主要方向。2016 年房地产行业在坚持去库存的整体基调上，继续实施“因城施策”的政策引导。2016 年上半年整体房地产政策较为宽松，进入下半年房地产政策开始收紧。2016 年 8 月，武汉、厦门、苏州率先重启限购政策，9 月杭州、南京、天津亦重启限购政策，十一期间，北京、天津、苏州、郑州、成都、济南、无锡、合肥、武汉、南京、广州、深圳、佛山、厦门、东莞、珠海、福州、上海、杭州、南昌等 21 个城市相继出台了限购限贷政策。

2017 年以来房地产行业调控政策持续收紧，同时在因城施策的导向下仍稳步推进去库存工作。在国家因城施策、分类调控的背景下，部分城市亦相继推出了限售政策以抑制短期性投机需求。值得注意的是，在一线城市政策趋严的情况下，部分购房者需求外溢至环一线周边三四线城市，受此影响，环北京周边县市集中出台调控政策，包括河北省涿州市、河北省保定市涿水县、河北省张家口市崇礼区、河北省保定市主城区、河北省廊坊市等；同时环上海周边嘉兴市、海宁市、南通市、苏州张家港市等及环广州、深圳周边东莞、中山、江门等城市亦加强调控。截至 2017 年末，共有 46 城相继落地限售令，承德、西安、东莞、南宁、长沙、石家庄和扬州 7 城升级限售，海南省则在全省范围内施行限售。

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，并下沉至阜南、景洪等县级城市，全国约有 50 余城市根据当地市场情况从多维度新增或升级四限政策，实施更为精准化、差异化调控。2018 年 6 月，北京、上海等 30 个城市率先开展为期半年的治理房地产市场乱象专项行动，对投机炒房、房企和中介公司违规行为等进行严厉打击。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情况进行政策微调，但政策调整均未突破“房住不炒”的底线，且亦是为了落实分类调控、因城施策，提高调控的精准性。

政策层面除短期供需调控外，长效机制也处于加速推进阶段。2017 年 7 月，住房城乡建设部、国家发展改革委等九部门在《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》中指出，人口净流入的大中城市要支持相关国有企业转型为住房租赁企业，鼓励民营的机构化、规模化住房租赁企业发展，并选取了广州、深圳等 12 个城市作为住房租赁首批试点。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、厦

门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，丰富住房用地供应渠道，建立租购并举的住房制度。同年 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，发展共有产权住房，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。同年 4 月，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》，支持试点城市住房租赁项目开展资产证券化，盘活住房租赁存量资产，提高资金使用效率，加快我国租赁市场的发展壮大。同年 5 月银保监会发布《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》明确表明支持保险资金进入长租公寓市场，拓宽长租公寓市场的融资渠道。同年 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。

总体来看，2018 年以来房地产调控政策延续“房住不炒”的主基调，各线城市继续落实分类调控，提高调控的精准性，同时大力培育发展住房租赁市场、深化发展共有产权住房试点，在控制房价水平的同时，完善多层次住房供应体系，构建租购并举的房地产制度，短期调控和长效机制的衔接更为紧密。

表 4：2018 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
2018.01	国土资源部和住房城乡建设部办公厅	同意沈阳、南京、杭州、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，坚持按照区域协调发展和乡村振兴的要求，丰富住房用地供应渠道，建立租购并举的住房制度。
2018.03	中国人民银行、银保监会	要努力抑制居民杠杆率，重点控制居民杠杆率的过快增长，严控个人贷款违规流入股市和房市，继续遏制房地产泡沫化，严肃查处各类违规房地产融资行为。
2018.03	十三届全国人大一次会议 2018 年《政府工作报告》	更好解决群众住房问题，进一步强调“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，落实地方主体责任，继续实行差别化调控，建立健全长效机制，促进房地产市场平稳健康发展。支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。
2018.04	中国证监会和住房城乡建设部《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》	支持试点城市住房租赁项目开展资产证券化，盘活住房租赁存量资产，提高资金使用效率，加快我国租赁市场的发展壮大。
2018.05	银保监会《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》	支持保险资金进入长租公寓市场，拓宽长租公寓市场的融资渠道，有利于发挥保险资金长期、稳定的优势，助推国家房地产调控长效机制的建设，加快房地产市场供给侧结构性改革。
2018.06	北京、上海等 30 个城市	北京、上海等 30 个城市率先开展为期半年的治理房地产市场乱象专项行动，对投机炒房、房企和中介公司违规行为等进行严厉打击，表明了政府坚决整治市场秩序，遏制房价上涨的决心。市场监管的方向和重心也从过去的控需求、管供给转向整秩序、治乱象。

2018.07	住房和城乡建设部	公布 20 家违法违规房企及中介黑名单，直指哄抬房价、“黑中介”、捂盘惜售、虚假宣传等房地产市场乱象。
2018.07	中央政治局会议	坚决遏制房价上涨。下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。
2018.08	住房和城乡建设部座谈会	要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任，明确提出两点要求：其一，加快制定住房发展规划，调整住房和用地供应结构，大力发展住房租赁市场等。其二，坚决遏制投机炒房，并引入问责机制，对工作不力、市场波动大、未能实现调控目标的城市坚决问责。
2018.12	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。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

行业关注

在延续“房住不炒”为主基调的房地产调控政策影响下，房地产企业内外部流动性来源持续收紧，加之房企信用债到期高峰的来临，其资金平衡能力面临更高挑战。

从内部流动性来源来看，2016 年，在相对宽松的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，房地产企业签约销售金额增长明显，为其带来了较为充足的内部流动性来源。2016~2018 年，全国商品房销售金额为 117,627.05 亿元、133,701.31 亿元和 149,973.00 亿元，同比增速为 34.77%、13.67%和 12.17%，增速呈逐年放缓趋势；同期住宅销售金额为 99,064.17 亿元、110,239.51 亿元和 126,393.00 亿元，同比增速为 36.13%、11.28%和 14.65%。另外从开发资金到位情况来看，2016 年房地产开发资金来源于房产销售的定金及预收款和个人按揭贷款金额占比由上年的 39.28%上升为 46.01%，金额为 66,355.08 亿元，同比增长 34.92%，较上年同期增速上升 22.89 个百分点。但受 2017 年以来房地产行业政策持续收紧影响，房地产企业签约销售金额增速有所放缓，2017 年房地产开发资金来源于房产销售的定金及预收款和个人按揭贷款金额为 72,600 亿元，同比增长 9.41%，增速同比下降 25.51 个百分点；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 8.99%，增速同比下降 0.43 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，目前房地产企业外部流动性来源主要来自于银行贷款、非银行金融机构贷款、债券等债权融资所产生的现金流。2018 年以来，《银

行金融机构联合授信管理办法（试行）》、《商业银行委托贷款管理办法》等系列政策出台，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。2016 年和 2017 年房地产开发资金来源于银行贷款资金分别为 18,158 亿元和 20,485 亿元，分别同比上升 4.3%和 12.80%；来源于非银行金融机构贷款金额分别为 3,354 亿元和 4,756 亿元，同比分别增长 19.84%和 41.81%。而受融资环境趋紧影响，2018 年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为 19,025.96 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 4.67%，增速大幅下滑。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、深交所先后发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，严格管控房企公司债发行条件及审批流程以来，房企交易所市场公司债发行数量和发行规模大幅下降。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。

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。

房地产行业调控政策和融资环境持续收紧，市场竞争加剧，行业内的兼并购项目增加，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，房企规模分化格局持续加大。2018 年 TOP100 房企销售金额占全国销售额比重较上年上升 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%；TOP20 房企销售额占比达到 37.50%，较上年提升 5.00 个百分点；TOP10 房企销售金额门槛超过 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。在行业增速放缓且面临不确定因素背景下，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。

表 5：2016~2018 年国内房企销售额集中度

	2016	2017	2018
TOP3	8.88%	12.00%	12.60%
TOP10	18.35%	24.10%	26.90%
TOP20	24.73%	32.50%	37.50%
TOP50	34.59%	45.90%	55.10%
TOP100	43.92%	55.50%	66.70%

资料来源：克尔瑞信息集团，中诚信证评整理

竞争实力

稳固的行业龙头地位、突出的品牌优势

公司于 1988 年进入房地产行业，是国内最早从事房地产开发的企业之一，已拥有 30 余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，根据克而瑞信息集团的统计，以备案成交金额为口径，公司在中国房地产市场的排名连续多年位居前列，在全国商品房市场的市场占有率整体保持上升态势，从 2010 年 1.95% 的市场占有率提升至 2018 年的 4.05%。

公司业务集中布局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，截至 2018 年末项目已分布于中国大陆 70 余个城市，且持续采取深耕策略。2018 年公司在北京、深圳、杭州、西安、长沙、成都、天津、大连、东莞、宁波等全国 24 个城市的销售排名位列当地

第一，行业龙头地位稳固。

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股份有限公司（以下简称“万科物业”），连续九年蝉联中国物业管理协会评选的“中国物业百强企业”第一名，并在由中国指数研究院举办的 2018 中国房地产品牌价值研究成果发布会上，万科物业位居中国物业品牌价值榜首，并获得 2018 中国物业服务品质领先品牌第一名。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。

合理且分散的区域布局有助于抵御区域市场风险

为满足不同客户群的各种需求，公司进行了多元化的住宅物业产品开发，目前所开发物业包括低层住宅单位、多层住宅单位、高层住宅单位、商用单位及商住混合物业等多种产品组合。同时，公司坚持聚焦城市圈带的发展战略，目前实施四大城市圈的布局策略，根据 PIE²评估模型谨慎选择投资区域，现项目区域主要分布于全国经济发达、市场供需矛盾较浅地区。

截至 2018 年末，公司全部项目的待建面积为 5,936 万平方米，集中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，上述四大区域占比分别为 18.00%、16.76%、30.84%和 34.41%。从城市分布情况来看，截至 2018 年末，公司待建面积规模排名前十的城市分别为西安、广州、成都、昆明、沈阳、长沙、北京、重庆、武汉和贵阳，占当期末全部项目待建面积的比重分别为 5.00%、4.26%、4.07%、3.57%、3.29%、3.20%、3.19%、3.03%、3.03%和 2.82%，合计占比为 35.45%。公司土地储备的区域布局合理且分散，有助于其抵御区域市场波动风险。

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

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

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,财务杠杆比率仍能稳定保持在合理区间。2016~2018 年及 2019 年 3 月末,公司资产负债率分别为 80.54%、83.98%、84.59% 和 84.77%;净负债率分别为 25.87%、8.84%、24.96% 和 44.74%。

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。近年来,公司年末持有货币资金规模较大,2016~2018 年及 2019 年 3 月末公司货币资金规模分别为 870.32 亿元、1,741.21 亿元、1,884.17 亿元和 1,432.20 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,可对其短期债务的偿还形成较好保障。2016~2018 年及 2019 年 3 月末公司货币资金/短期债务分别为 2.01 倍、2.80 倍、2.38 倍和 2.04 倍,流动性较好。

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,公司收入规模保持稳步增长态势。2016~2018 年公司分别实现营业收入 2,404.77 亿元、2,428.97 亿元和 2,976.79 亿元,近三年复合增长率为 11.26%。房地产销售收入是公司收入的主要来源,2016~2018 年占营业收入的比例均达到 95%以上,公司主营业务运营稳定。同时,在巩固房地产开发业务优势的基础上,近年来公司持续拓展和城乡建设与生活服务相关的业务,同期实现物业服务及其他业务收入合计分别为 63.37 亿元、98.84 亿元和 130.59 亿元,近三年复合增长率为 43.55%。2019 年 1~3 月,公司实现营业收入 483.75 亿元,同比增长 56.93%。

表 6: 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

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等中国大陆 70 余个城市,以及旧金山、香港、新加坡、纽约、伦敦、西雅图和吉隆坡等多个海外城市,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。

房地产销售方面,近年来公司商品房销售保持量价齐升的良好态势,2016~2018 年公司分别实现合同销售面积 2,765 万平方米、3,595 万平方米和 4,038 万平方米,近三年复合增长率为 20.85%;合同销售金额分别为 3,648 亿元、5,299 亿元和 6,070 亿元,近三年复合增长率为 28.96%。销售均价方面,得益于公司较优越的区域布局和产品结构,近三年销售均价分别为 13,190 元/平方米、14,740 元/平方米和 15,032 元/平方米,整体呈逐年上升态势。从销售产品结构来看,2016~2018 年公司住宅销售占比分别为 84.7%、82.7%和 84.9%,商办销售占比分别为 11.9%、13.6%和 11.5%。

从销售区域分布来看,公司坚持城市圈的市场布局策略,其项目区域分布整体较为均衡,能有效降低业务对单一市场区域的依赖程度及区域集中度风险。2018 年,公司以长三角为核心的上海区域³和以环渤海为核心的北方区域⁴的销售金额占比分别为 29.84%和 24.00%,以珠三角为核心的南方区域⁵的销售金额占比为 23.64%,以中西部中心城市组成的中西部区域⁶销售金额占比为 21.49%。从城市销售排名来看,2018 年公司在北京、深圳、杭州、

³ 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。

⁴ 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、包头。

⁵ 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。

⁶ 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、周口、西宁。

西安、长沙、成都、天津、大连、东莞、宁波等全国 24 个城市的市场销售排名位列当地第一，且在全国市场占有率为 4.05%，公司行业龙头地位稳固。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%。

表 7：2016~2019.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（全口径）	2,765	3,595	4,038	925
销售金额（全口径）	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

表 8：2016~2018 年公司销售及结算区域分布情况

单位：%

区域	2016		2017		2018	
	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
南方区域	28.08	32.43	28.60	30.52	23.64	26.94
上海区域	32.60	33.11	28.33	28.62	29.84	29.33
北方区域	21.91	17.85	23.88	23.77	24.00	24.18
中西部区域	16.51	16.61	18.81	17.09	21.49	19.55
海外	0.90	-	0.38	-	1.03	-
合计	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

房地产项目运作方面，近年来公司加快房地产项目的开发节奏，2016~2018 年新开工面积分别为 3,137 万平方米、3,652 万平方米和 4,993 万平方米，近三年复合增长率为 26.16%；同期竣工面积分别为 2,237 万平方米、2,301 万平方米和 2,756 万平方米，近三年复合增长率为 11.00%。截至 2018 年末，公司在建项目总建筑面积约 9,013 万平方米，其中在建权益建筑面积合计约 5,402 万平方米，为其未来经营业绩的保持提供了较好保障。

表 9：2016~2018 年公司开工情况

单位：万平方米、个

	2016	2017	2018
新开工面积	3,137	3,652	4,993
竣工面积	2,237	2,301	2,756
项目数量	600	750	903
在建建筑面积（全口径）	5,442	6,853	9,013
在建建筑面积（权益）	3,622	4,374	5,402

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

土地储备

土地储备方面，公司紧跟房地产市场格局的变化，始终遵循严谨的购地策略，并通过 PIE 评估模型、项目跟投制度等方式来控制投资风险。2016~2018 年公司新增土地储备项目数分别为 173 个、216 个和 227 个，新增权益规划建筑面积分别

为 1,892 万平方米、2,768 万平方米和 2,490 万平方米。

从储备项目获取的方式来看，鉴于土地市场竞争激烈，公司持续探索多元化的土地获取模式，通过合作、股权收购、代建等方式确保以合理价格获取土地资源。2016~2018 年，按建筑面积算，公司分别有 59.5%、72.3%和 82.6%的新增项目为通过合作方式获取。受益于此，2016~2018 年公司新增储备项目平均楼面地价分别为 6,534 元/平方米、7,908 元/平方米和 5,427 元/平方米，项目平均成本整体处于较低水平。

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为 8.42%，上海区域占比为 29.20%，北方区域占比为 30.98%，中西部区域占比为 31.39%。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，2018 年公司新增项目中位于一、二线城市的項目占比为 72.1%；按权益投资金额计算，位于一、二线城市的項目占比为 81.4%。

表 10：2016~2018 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
新增项目	173	216	227
新增规划建筑面积（全口径）	3,157	4,615	4,681
新增规划建筑面积（权益）	1,892	2,768	2,490
新增地价总额（权益）	1,236	2,189	1,351
平均楼面地价	6,534	7,908	5,427
待建面积（全口径）	5,297	6,322	5,936
待建面积（权益）	3,656	4,078	3,580

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从土地储备整体规模来看，截至 2018 年末，公司全部项目的待建面积为 5,936 万平方米；其中，南方区域的占比为 18.00%，上海区域的占比为 16.76%，北方区域的占比为 30.84%，中西部区域的占比为 34.41%。从城市分布情况来看，截至 2018 年末，公司待建面积规模排名前十的城市分别为西安、广州、成都、昆明、沈阳、长沙、北京、重庆、武汉和贵阳，占当期期末全部项目待建面积的比重分别为 5.00%、4.26%、4.07%、3.57%、3.29%、3.20%、3.19%、3.03%、3.03%和 2.82%，合计占比为 35.45%，公司土地储备的城市分布较为分散。总体来看，公

司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。

物业服务业务及其他业务

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，积极开拓物业服务、商业开发与运营、物流仓储服务、租赁住宅等城市配套服务业务，逐步发挥较好的协同效应。2016~2018 年，公司物业服务及其他业务收入合计分别实现 63.37 亿元、98.84 亿元和 130.59 亿元。

物业服务方面，主要由旗下子公司万科物业负责运营。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。2016~2018 年，公司物业服务业务实现并表范围内主营业务收入 42.60 亿元、71.27 亿元和 97.96 亿元，近三年复合增长率为 51.64%。根据近年来中国指数研究院与中国物业管理协会合并评选，万科物业连续九年荣获中国物业服务百强企业第一名；且在收入、利润规模与品牌价值等方面均排名行业第一。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。

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集团 20 家购物中心，进一步完善商业布局。此外，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规模为 21.06 亿元的资产专项支持计划，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规模为 21.16 亿元的资产专项支持计划。

物流仓储服务方面，2014 年公司进入物流仓储服务市场，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 日公司发布公告称完成对普洛斯公司（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，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。截至 2019 年 3 月，公司已累计进入 11 个城市，覆盖国内一线城市及内陆核心城市，提供一站式温控物流解决方案服务，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。

租赁住宅方面，公司积极布局长租公寓市场，目前以青年公寓（“泊寓”）为主要产品线，同时探索为不同阶段客户提供长期租住解决方案。截至 2019 年 3 月，长租公寓业务已覆盖 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%。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。

此外，公司积极探索冰雪度假、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。

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，公司储备项目丰富且区域布局较为分散，现阶段待结算资源丰富，可对其业绩保持具有较好保障。与此同时，公司在坚守住宅房地产开发业务基础上，拓展物业服务、商业开发与运营、物流仓储服务、租赁住宅等城市配套服务业务，逐

步发挥较好的协同效应。

公司治理

治理结构

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

公司遵循“专业化+规范化+透明度”的原则，制定了符合自身发展需要的各项规则和制度，明确了决策、执行及监督层的职能分工及内部协调、制衡机制。具体来看，公司股东大会享有法律法规和公司章程规定的合法权利，依法行使公司经营方针、筹资、投资和利润分配等重大事项的决定权。公司董事会由包含 4 名独立董事在内的 11 名董事组成，对股东大会负责，依法行使企业的经营决策权，并通过设立审计、薪酬与提名、投资与决策三个专业委员会提升管理效率。公司监事会对股东大会负责，除了通常的对公司财务和高管履职情况进行检查监督外，还通过组织对子公司的巡视，加强对各子公司业务监督。公司管理层根据董事会的授权，负责组织实施股东大会、董事会决议事项，主持企业日常经营管理工作。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“共识、共创、共担、共享”原则推行事业合伙人机制，包括事业合伙人持股计划，以及在项目层面建立跟投机制，将公司管理团队利益和股东利益进一步融合。

内部管理

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

财务管理方面，公司贯彻执行国家统一的财务会计制度，建立了规范的会计工作秩序，制定了《万科集团会计管理及核算规范》及各项具体业务核算

制度，并通过不断加强财务信息系统的建设和完善，全面实现了财务核算工作信息化。

公司通过编制营运计划及成本费用计划等方式，明确各责任单位的职责权限，并通过对营运计划的动态管理强化约束。

公司事业发展部负责管控投资业务，目前已制定包括《万科集团新项目发展制度》、《万科集团投融资管理办法》等在内的投资管理制度，定期发布投资策略指引，并使用新项目决策平台对新项目投资进行管理。公司始终坚持“精挑细选、坚持投资主流市场”的策略，重点考虑价格的合理性和风险的可控性，严格评估项目收益的可行性，通过严格的分级授权审批程序对新项目投资实施全程监控，确保新项目获取安全、合法、审慎、有效，并建立项目跟投制度，员工将同步跟投公司所获取的新项目。集团总部把握投资战略和原则，统筹资源配置及风险管控，主导新进入城市、非传统住宅业务的投资决策；区域本部在集团投资额度管理办法及投资管理制度引导下，负责本区域各一线公司普通新项目的投资决策，所决策新项目经总部相关专业部门联合评审后，报由公司管理层组成的集团投资决策委员会在董事会授权范围内进行决策备案；项目投资金额超过公司董事会对公司授权的，需在报董事会决议通过后方可实施。

对子公司管理方面，公司构建了总部、事业部/区域、一线公司的多层级架构体系。在多层级架构体系下，总部对区域本部和子公司的授权和职责划分坚持职责分离原则；总部各专业部门统一制定相关制度，对一线公司进行专业指导；并通过内部审计、专业检查、监事巡查等手段，检查、监督公司各层级职责的有效履行。

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

计划以加强资金管理的计划性，并对子公司的资金计划完成情况进行跟踪，及时调整资金安排。

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

风险管理方面，公司在董事会层面和公司内部管理层面，增加了风险识别、评估、监控和防范等职能。明确董事会审计委员会负责评估确认公司达成策略目标所愿意接受的风险程度和性质，检查和评估公司建立起来的风险管理系统有效实施和运行。公司设立风险管理工作委员会，建立总部、事业部/区域、一线公司三级风险管理架构，制定风险管理制度，通过对总部及各业务单位开展风险调研，对来自外部环境和公司内部的主要风险进行识别和评估，持续监控风险管理体系的健全性、合理性和有效性。

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

战略规划

公司坚守“城乡建设与生活服务商”的战略定位，坚持以“客户为中心，以现金流为基础，艰苦奋斗，持续创造更多真实价值，实现有质量发展”

的长期经营指导方针，巩固业务基本盘。未来，公司将在坚持住宅开发核心业务的基础上，继续聚焦已进入的物业服务、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，进一步发挥其协同效应。

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

城市配套服务业务方面，公司将在确保核心业务持续稳健经营的基础上积极拓展其业务版图。首先，公司保证物业服务方面业务方面的重组的资金投入，通过科技手段提升客户服务体验、提高住区物业的基础服务效率，进一步巩固万科物业的服务口碑。其次，公司将进一步推进长租公寓业务板块，响应各级政府积极推进“租购并举”的制度建设，提升万科租赁住宅品牌影响力。再次，公司将以印力集团为商业开发和管理的平台，实现存量商业资产的整合，持续提升商业地产项目的运营表现。此外，公司将对物流地产等其他业务加大投入，完成业务发展初期以规模为导向的发展目标。

公司于 2014 年引入事业合伙人持股计划、推出项目跟投制度，跟投项目从获取到首期开工、首期开盘以及现金流回正的平均时间明显缩短，公司的营销费用率也得到有效控制。2016 年公司对跟投制度进行了进一步修订，增加了跟投人对公司的劣后责任，使制度更加透明。2018 年 1 月公司进一步修订了跟投制度，主要增加了特殊劣后机制：项目内部收益率（IRR） $\leq 10\%$ ：项目收益优先向万科企业分配，直至万科企业达到项目 IRR 为 10% 时对应的收益水平，再向跟投人员分配项目收益； $10\% <$

项目 IRR $\leq 25\%$ ：跟投人员与万科企业按出资比例分配项目收益； $25\% <$ 项目 IRR：在项目 IRR 超过 25% 后的项目收益范围内，由跟投人员按其全部出资比例的 1.2 倍分享。

总体看，公司坚守“城乡建设与生活服务商”的战略定位，聚焦核心业务的同时积极探索城市配套服务业务，公司根据其自身经营实际制定的战略规划较稳健，其发展战略有望逐步实现。

财务分析

下列财务分析基于公司提供的经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 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。

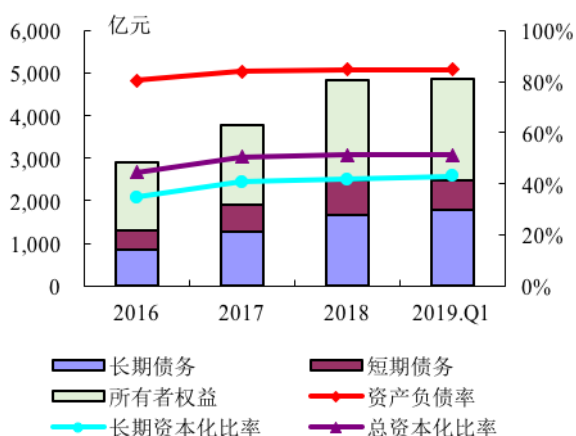
资本结构

随着房地产开发业务规模的稳步增长，公司近年来资产规模整体呈现增长态势。2016~2018 年末，公司资产总额分别为 8,306.74 亿元、11,653.47 亿元和 15,285.79 亿元，近三年复合增长率为 35.65%。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，截至 2018 年末，所有者权益达到 2,356.21 亿元，近三年复合增长率为 20.72%。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，2016~2018 年末，公司负债总额分别为 6,689.98 亿元、9,786.73 亿元和 12,929.59 亿元，近三年复合增长率为 39.02%。

财务杠杆比率方面，公司坚持审慎稳健的经营策略，近年来保持了较低的财务杠杆比率。2016~2018 年末公司资产负债率分别为 80.54%、83.98% 和 84.59%；同期末公司净负债率分别为 25.87%、8.84% 和 24.96%。另截至 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%。

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。

图 7：2016~2019.Q1 公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

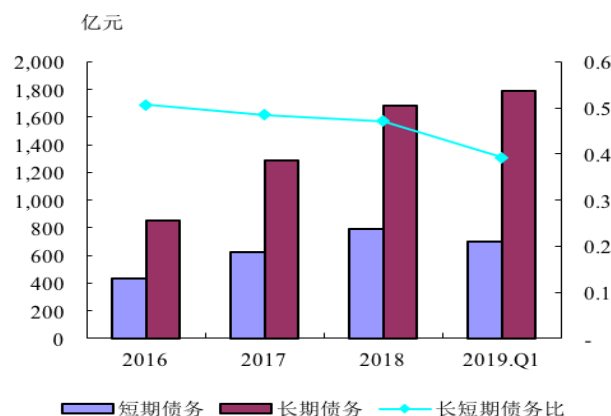
从资产构成来看，公司资产以流动资产为主，2016~2018 年末，公司流动资产占总资产比重分别为 86.83%、87.32% 和 84.72%，主要由存货、货币资金和其他应收款构成。2016~2018 年末公司存货余额分别为 4,673.61 亿元、5,980.88 亿元和 7,503.03 亿元，近三年复合增长率为 26.70%，主要系公司房地产开发项目规模持续扩大所致。2016~2018 年末，公司货币资金账面余额分别为 870.32 亿元、1,741.21 亿元和 1,884.17 亿元，主要为银行存款构成。同期末，公司其他应收款分别为 1,054.35 亿元、1,632.50 亿元和 2,443.24 亿元，主要为土地及其他保证金、合作方经营往来款、应收合联营企业款。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。

非流动资产方面，2016~2018 年末公司非流动资产分别为 1,093.79 亿元、1,477.94 亿元和 2,335.08 亿元，主要由长期股权投资和投资性房地产构成。2016~2018 年末，公司长期股权投资分别为 617.02 亿元、812.24 亿元和 1,295.28 亿元，主要为对合营企业和联营企业的投资构成。随着公司持有型物业持续投入，2016~2018 年末公司投资性房地产分别为 218.74 亿元、288.11 亿元和 540.56 亿元，近三年复合增长率为 57.20%，主要为房屋、建筑物及在建工程。截至 2019 年 3 月末，公司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。

负债方面，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。近年来公司销售业绩稳步增长，预收房款规模进一步扩大，2016 和 2017 年末公司预收款项余额分别为 2,746.46 亿元和 4,077.06 亿元，2018 年末公司合同负债及预收款项金额合计 5,049.65 亿元。2016~2018 年末，公司其他应付款分别为 1,065.80 亿元、1,828.87 亿元和 2,274.31 亿元，主要由应付合联营企业款、应付少数股东股权款与合作公司往来款等构成。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。

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，2016~2018 年末，公司总债务分别为 1,288.64 亿元、1,906.24 亿元和 2,472.19 亿元，近三年复合增长率为 38.51%。债务期限结构方面，2016~2018 年公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.51 倍、0.49 倍和 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 8：2016~2019.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，近年来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

随着业务规模的扩大，近年来公司流动资产规

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。

模保持稳步上升态势。2016~2018 年末公司流动资产分别为 7,212.95 亿元、10,175.53 亿元和 12,950.72 亿元，近三年复合增长率为 34.00%，占同期末资产总额的比重分别为 86.83%、87.32%和 84.72%。从流动资产结构看，公司流动资产主要由存货、其他应收款和货币资金构成，2018 年末占流动资产的比重分别为 57.94%、18.87%和 14.55%。

表 11：2016~2019.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，2016~2018 年末公司存货净额分别为 4,673.61 亿元、5,980.88 亿元和 7,503.03 亿元，随着业务规模的扩大持续上升。从存货结构来看，公司存货包括已完工开发产品、在建开发产品、拟开发产品和建筑合同形成的已完工未结算资产，在“高周转”策略的带动下，近三年公司存货中已完工开发产品占比保持在 10%以下，现房销售压力较小；在建及拟开发项目开发成本保持在 90%以上，较大规模的在建、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 12：2016~2018 年末公司存货结构分析

	2016	2017	2018
存货	4,673.61	5,980.88	7,503.03
存货同比增长率	26.96%	27.97%	25.45%
已完工开发产品	437.12	499.81	639.62
已完工开发产品/存货	9.35%	8.36%	8.52%
在建开发产品	2,848.85	3,290.51	5,069.91
在建开发产品/存货	60.96%	55.02%	67.57%
拟开发产品	1,369.15	2,176.61	1,782.99
拟开发产品/存货	29.30%	36.39%	23.76%

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。2016~2018 年，公司存货周转效率分别为 0.41 次、0.30 次和 0.28 次；总资产周转率分别为 0.33 次、0.24 次和 0.22 次，整体周转效率保持在较好水

平。

表 13：2016~2018 年公司周转率相关指标

	2016	2017	2018
存货周转率（次/年）	0.41	0.30	0.28
总资产周转率（次/年）	0.33	0.24	0.22

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

现金流方面，公司销售回款比率维持在较高水平，2016~2018 年公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 2,865.33 亿元、3,684.05 亿元和 3,981.48 亿元。同期，公司经营性净现金流分别为 395.66 亿元、823.23 亿元和 336.18 亿元，经营性净现金流表现较好。其中，2016 年和 2017 年由于销售回款的大幅增加，经营性净现金流上升较快；2018 年受新开工面积增长较多导致在建项目规模较大影响，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，公司经营性净现金流有所下降。

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%，维持在相对充裕水平。2016~2018 年末公司货币资金分别为 870.32 亿元、1,741.21 亿元和 1,884.17 亿元，货币资金/短期债务分别为 2.01 倍、2.80 倍和 2.38 倍，可对短期债务形成较好覆盖。

表 14：2016~2019.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，得益于标准化管理以及项目跟投机制的实施，公司资产周转效率维持在较好水平。同时，受益于良好的项目销售回款及较强的融资能力，公司手持货币资金充足，对短期债务形成较好覆盖，整体流动性良好。

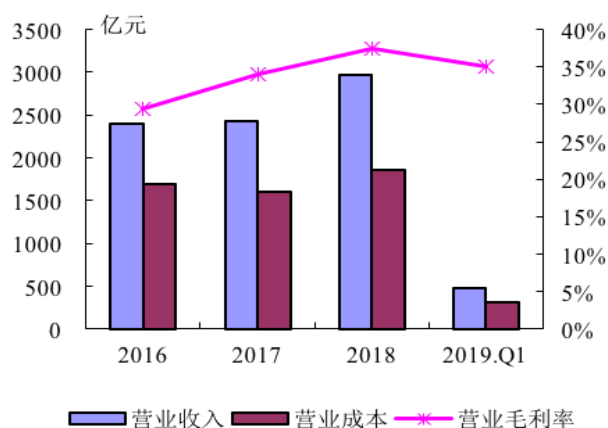
盈利能力

公司收入主要来源于房产销售收入、物业服务收入及其他业务收入，其中房产开发业务是其收入和利润的主要来源。2016~2018 年公司实现营业收

入分别为 2,404.77 亿元、2,428.97 亿元和 2,976.79 亿元，近三年复合增长率为 11.26%。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。

从毛利水平看，在房地产行业竞争加剧以及土地成本日益上涨的背景下，行业整体利润空间收窄，但公司毛利率仍保持稳定增长，2016~2018 年分别为 29.41%、34.10%和 37.48%，处于行业较好水平。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 483.75 亿元，毛利率为 35.04%。

图 9：2016~2019.Q1 公司收入成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从期间费用来看，公司期间费用主要由销售费用和管理费用（含研发费用）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。2016~2018 年公司发生三费合计分别为 135.53 亿元、172.03 亿元和 251.54 亿元，同期三费收入占比分别为 5.64%、7.08%和 8.45%，处于行业较低水平，公司对期间费用的控制能力较强。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 15：2016~2019.Q1 公司期间费用分析

单位：亿元

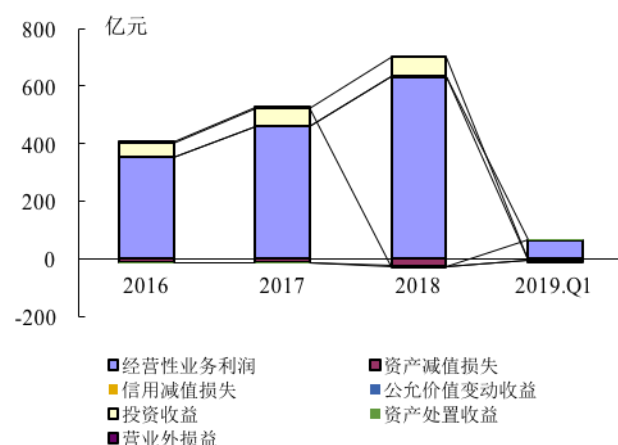
	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	51.61	62.62	78.68	13.71
管理费用	68.01	88.66	112.87	27.58
财务费用	15.92	20.75	59.99	18.42
三费合计	135.53	172.03	251.54	59.71
营业总收入	2,404.77	2,428.97	2,976.79	483.75
三费收入占比	5.64%	7.08%	8.45%	12.34%

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

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，近年来公司业务规模保持增长，毛利水平持续上升，加之其对期间费用的把控较强，2016~2018 年公司经营性业务利润分别为 352.03 亿元、458.92 亿元和 632.46 亿元，近三年复合增长率为 34.04%，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合联营公司实现的权益利润，2016~2018 年投资收益分别为 50.14 亿元、62.45 亿元和 67.88 亿元，投资收益对其利润形成良好补充。综上，公司近三年利润总额分别为 392.54 亿元、511.42 亿元和 674.60 亿元；同期，净利润分别为 283.50 亿元、372.08 亿元和 492.72 亿元，净资产收益率⁹分别为 17.54%、19.93%和 20.91%。

图 10：2016~2019.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，在房地产行业竞争加剧的背景下，公司凭借其品牌知名度、较为均衡的区域布局以及项目高周转效率，营业收入持续保持增长，盈利能

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。

力很强。此外，公司较大规模的待结算资源亦将对未来 1~2 年的业绩增长形成有力保障。

偿债能力

随着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，公司 EBITDA 主要由利润总额构成，2016~2018 年分别为 427.13 亿元、571.32 亿元和 785.63 亿元，获现能力持续向好。从偿债能力指标来看，2016~2018 年公司总债务/EBITDA 分别为 3.02 倍、3.34 倍和 3.15 倍，EBITDA 利息保障倍数分别为 7.71 倍、6.96 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，2016~2018 年公司经营性净现金流分别为 395.66 亿元、823.23 亿元和 336.18 亿元，经营性净现金流/总债务分别为 0.31 倍、0.43 倍和 0.14 倍；同期公司经营性净现金流利息倍数分别为 7.14 倍、10.03 倍和 2.38 倍，经营性净现金流对利息的覆盖能力较强。

表 16：2016~2019.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 17：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	100.00%

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 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，公司近年来收入及利润规模持续增长，整体盈利能力很强，同时充足的待结算资源亦对其未来经营业绩保持具有很强的支撑。此外，公司现金回笼情况良好，年末手持货币资金规模充裕，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，中诚信证评评定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；评定“万科企业股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行住房租赁专项公司债券（第二期）”信用等级为 **AAA**。

关于万科企业股份有限公司2019年面向合格投资者 公开发行住房租赁专项公司债券（第二期）的跟踪评级安排

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

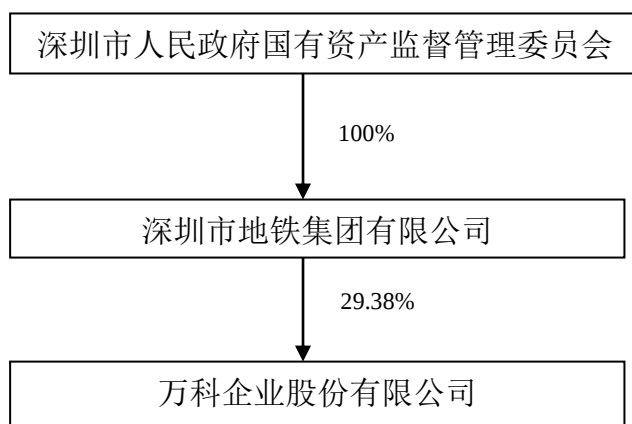
在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

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

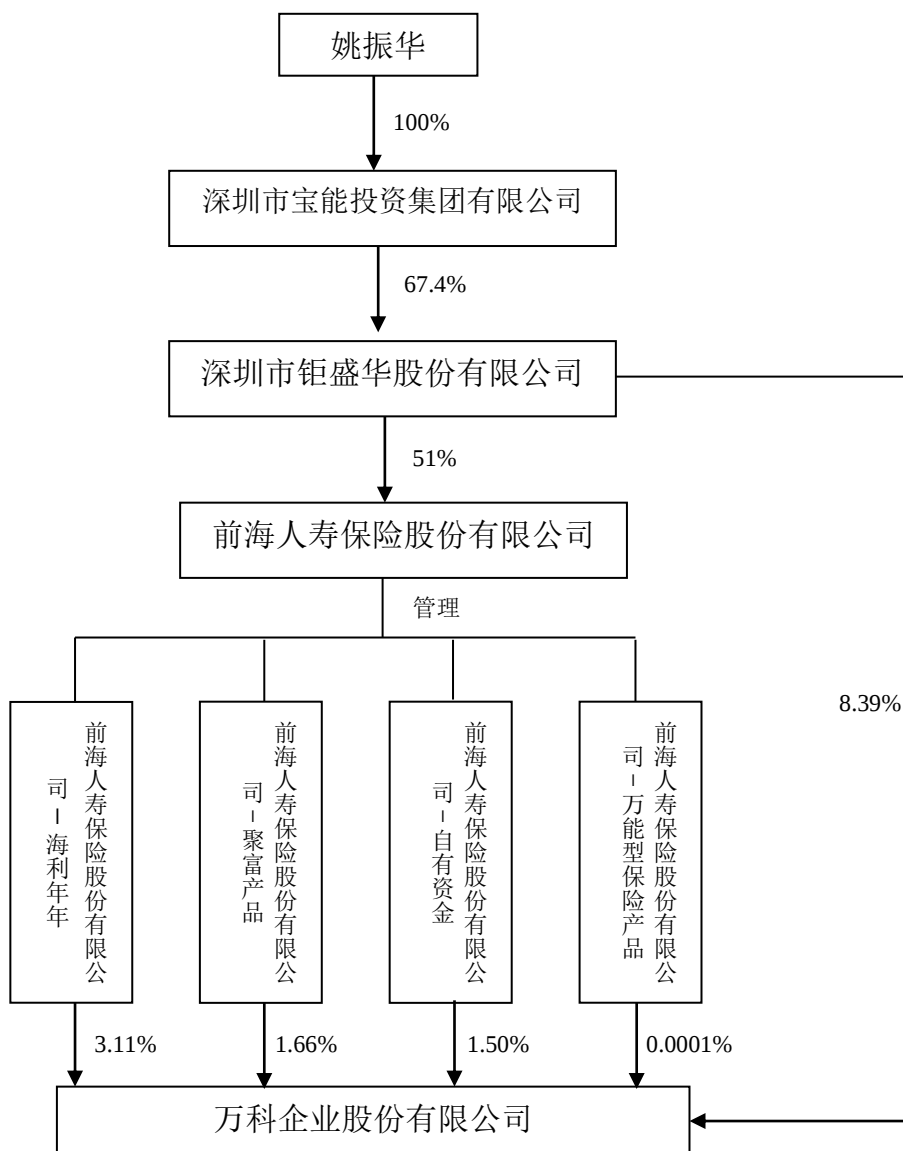
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

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

第一大股东持股结构图

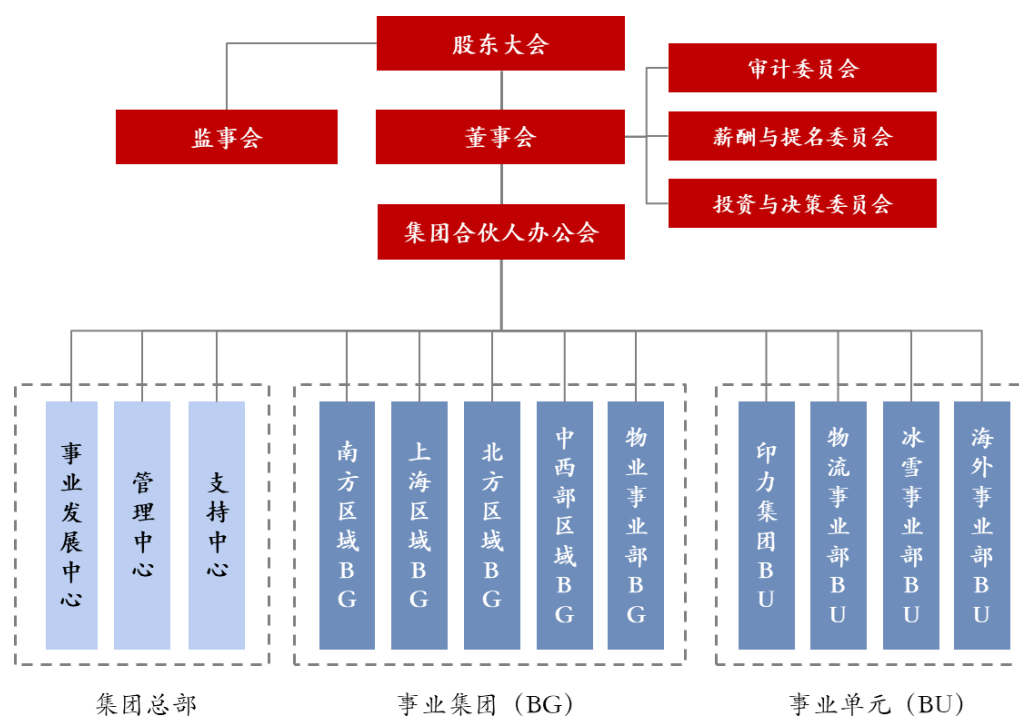


第二大股东持股结构图



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	6,977,479.33
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

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

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。