

万科企业股份有限公司 2020 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

项目负责人：石 烁 sshi@ccxi.com.cn 石 烁
项目组成员：应治亚 zyying@ccxi.com.cn 应治亚
李 昂 ali@ccxi.com.cn 李 昂

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 4 月 29 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]1357 号

万科企业股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“万科企业股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年四月二十九日

发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
万科企业股份有限公司	不超过 25 亿元 (含 25 亿元)	品种一期限为 3+2 年期, 品种二期限为 5+2 年期	每年付息一次, 到期一次还本付息	偿还即将到期或回售的公司债券

评级观点: 中诚信国际评定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**, 评级展望为稳定; 评定“万科企业股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券 (第二期)”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际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方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时, 中诚信国际关注到房地产行业政策等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

万科企业	2017	2018	2019
总资产 (亿元)	11,653.47	15,285.79	17,299.29
所有者权益 (亿元)	1,866.74	2,356.21	2,705.79
总负债 (亿元)	9,786.73	12,929.59	14,593.50
总债务 (亿元)	1,906.24	2,612.08	2,578.52
营业总收入 (亿元)	2,428.97	2,976.79	3,678.94
净利润 (亿元)	372.08	492.72	551.32
EBITDA (亿元)	571.32	785.63	921.00
经营活动净现金流 (亿元)	823.23	336.18	456.87
营业毛利率 (%)	34.10	37.48	36.25
净负债率 (%)	8.84	30.89	33.87
总债务/EBITDA (X)	3.34	3.32	2.80
EBITDA 利息倍数 (X)	6.96	5.55	6.16

注: 中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告整理。

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, 2019 年公司在全国销售市场占有率约为 4%, 且在全国 21 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。**2017~2019 年公司销售金额分别为 5,299 亿元、6,070 亿元和 6,308 亿元, 销售业绩稳步增长。截至 2019 年末, 公司已售未结转金额达 6,091 亿元, 可为其未来经营业绩提供有力保障。

■ **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 2019 年末, 公司在建及待建面积分别为 10,256

万平方米和 5,394 万平方米, 项目均匀分布于国内主要经济圈的近百个城市, 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。

■ **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保持较高水平, 经营所得可对其债务偿还形成有力支撑。

关注

■ **房地产行业政策。**在宏观经济增速放缓叠加新冠肺炎疫情影响的背景下, 因城施策等房地产行业调控政策仍在持续, 行业竞争加剧, 利润空间不断收窄, 环境及政策的变化或将对公司经营战略的实施提出更高要求。

评级展望

中诚信国际认为, 万科企业股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**受宏观经济及调控政策变化的影响, 房地产有效需求超预期下降, 或公司采取激进的举债扩张措施, 公司的经营及财务表现大幅弱化。

同行业比较

2019 年部分房地产开发企业主要指标对比表

公司名称	全口径签约销售金额 (亿元)	总资产 (亿元)	净负债率 (%)	货币资金/短期债务 (X)	总债务/销售商品提供劳务收到的现金 (X)	营业总收入 (亿元)	净利润率 (%)	存货周转率 (X)
中国恒大	6,011	22,065.77	159.29	0.61	-	4,775.61	7.02	0.28
碧桂园控股	5,522*	19,071.52	46.46	2.30	-	4,859.08	12.60	0.40
保利地产	4,618	10,332.09	60.32	1.88	0.99	2,359.34	15.91	0.29
融创中国	5,562	9,606.49	172.26	0.93	-	1,693.16	16.63	0.31
万科企业	6,308	17,299.29	33.87	1.77	0.60	3,678.94	14.99	0.28

注: 1、“中国恒大”为“中国恒大集团”简称, 证券代码 03333.HK; “碧桂园控股”为“碧桂园控股有限公司”简称, 证券代码 02007.HK; “保利地产”为“保利发展控股集团股份有限公司”简称, 证券代码 600048.SH; “融创中国”为“融创中国控股有限公司”简称, 证券代码 01918.HK。2、碧桂园控股签约销售金额为权益口径数据。3、中国恒大数据来自业绩预告, 其中中国恒大的短期债务未包含应付票据。4、由于港股上市公司未披露销售商品提供劳务收到的现金, 故表中相关指标无法计算。

资料来源: 中诚信国际整理

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（证券代码“02202”）。公司主营业务为房地产开发与销售以及商业物业经营，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近百个主要城市及多个海外城市。

产权结构：截至 2019 年末，深圳市人民政府国有资产监督管理委员会所属的全资子公司深圳市地铁集团有限公司（以下简称“地铁集团”）系公司的第一大股东，持股比例为 28.69%，公司不存在控股股东及实际控制人。

本期债券概况

公司债券注册额度为 90 亿元，本次拟发行金额不超过 25 亿元（含 25 亿元）。本期债券主要分为两个品种，品种一为 5 年期（附第 3 年末发行人赎回选择权、发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权），品种二期限为 7 年期（附第 5 年末发行人赎回选择权、发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权）。本次债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还即将到期或回售的公司债券。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在全球经济放缓、外部贸易冲突一波三折及内生性紧缩机制持续等因素影响下，2019 年中国经济增速进一步回落，同比增长 6.1%，在稳增长政策加持下仍保持在预期目标之内。虽然 2019

年四季度经济运行中积极因素一度有所增多，但新型冠状病毒感染的肺炎疫情将对经济带来较大冲击，加大了 2020 年经济运行不确定性。

2019 年中国经济延续供需两弱格局。从需求角度看，房地产投资在建安投资支撑下保持韧性，稳增长发力基建投资有所回升，但制造业投资与民间投资等内生性投资疲弱拉低投资整体增速；在居民部门杠杆率较高背景下扩大内需效果受限，消费增长继续放缓；全球经济走弱、中美贸易冲突压力下出口增速同比回落。需求疲弱生产较为低迷，工业与服务业生产均同比放缓。

内部结构分化态势加剧。从需求结构来看，投资与消费对经济增长贡献率回落，“衰退型顺差”导致净出口对经济增长贡献率上升。从产业结构来看，第三产业增速回落较大，新动能相关产业增长放缓；生产端与消费端价格背离，内部需求不足 PPI 低位运行，猪价上涨带动 CPI 上行；此外，区域分化加剧，部分省、市经济增速回落明显。

宏观风险：在国内外多重风险挑战持续的情况下，新型冠状病毒感染的肺炎疫情进一步加大了经济运行的风险，成为 2020 年中国经济面临的最大“黑天鹅”事件。在疫情冲击下，中国经济下行压力将进一步加大，第三产业面临的冲击尤为突出，企业尤其是中小企业面临较大的生存压力，而宏观经济下行与微观主体经营恶化或加剧就业难。与此同时，在信用风险仍处于高发态势的当下，疫情冲击所导致的经济下行有可能进一步加剧信用风险释放。此外，央地财税不平衡体制下地方政府收支压力持续存在，部分省份隐性债务风险较为突出，疫情冲击或进一步加大地方财政平衡压力。从外部环境来看，当今世界面临百年未有之大变局，外部地缘政治风险仍需高度警惕。

宏观政策：2019 年 12 月召开的中央政治局会议与中央经济工作会议明确 2020 年经济工作“稳”字当头，确保经济运行在合理区间。但随着疫情爆发人员流动受到较大限制，稳增长政策效果将受到较大程度抑制。不过，在疫情缓解之后政策稳增长

力度或将有所加大，以促进生产恢复。具体来看，积极财政政策或将加快节奏，尤其是地方专项债的发行与投放工作将加快，以进一步发挥基建托底作用。此外，针对服务业受疫情冲击的具体情况，各地或有望出台对应的减税降费措施。货币政策或边际宽松，充分利用 LPR、降准、再贴现、再贷款等工具，加大对受疫情冲击的区域、行业、企业的支持力度，为恢复生产营造良好货币信用环境。

宏观展望：受疫情影响，人员流动受限、春节假期延长，交通运输、旅游、娱乐等服务业首当其冲。我们认为，疫情对中国宏观经济的冲击或将在一季度集中体现，一季度中国经济增速将有较大程度放缓。如果疫情在一季度被基本控制，稳增长政策发力和消费、生产计划的后置可能会给二季度经济反弹提供机会。在下半年，随着逆周期宏观调控政策的发力，经济增速或将回升，2020 年全年经济或前低后稳。由于疫情拖得越久，经济影响也就越大，同时考虑到世界卫生组织已经将此列为国际关注的突发公共卫生事件，后续实际情况仍需视疫情的严重程度和持续时间而定。

中诚信国际认为，肺炎疫情或将打断中国经济的短时回稳进程，加大其短期下行压力，但稳增长政策作用的发挥和部分产业在疫情之下仍保持较快增长能在一定程度上缓冲经济下行。针对疫情，各级政府持续采取强有力的管控措施，疫情对中国经济的影响或偏于短期，中期影响或有限。由于目前尚处疫情发展阶段，其持续时间和严重程度对经济影响甚为重要，后续仍需密切关注疫情的变化。但总体上来看，疫情并不会打断中国既定的改革开放与经济转型进程，中国经济中长期增长韧性犹存。

房地产行业

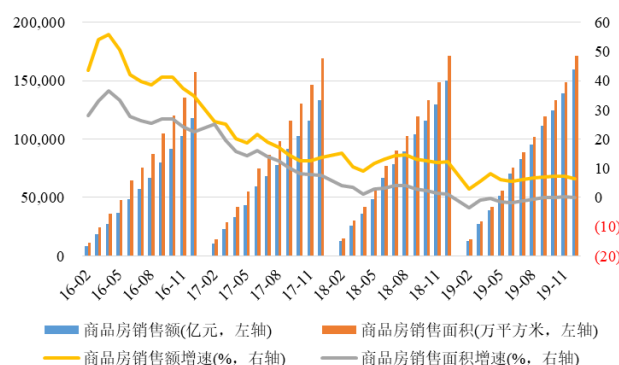
2019 年在房地产调控政策持续及政策区域分化加重的影响下，房地产销售增速放缓，房价涨幅明显收窄，房地产去库存效果逐步显现。

在坚持住房居住属性政策大基调的背景下，近年来房地产销售增速呈现下行趋势。2019 年，全国

商品房销售面积为 17.16 亿平方米，同比下降 0.1%，近年来首次出现负增长；全年商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.5%，增速下滑 5.7 个百分点。商品房销售价格方面，2019 年，70 个大中城市价格指数环比涨幅呈现明显缩窄，由 2018 年 8 月环比涨幅 1.49% 的高点波动回落至 2019 年 12 月的 0.35%。

图 1：近年来全国商品房销售情况

单位：亿元、万平方米、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

随着房地产去库存政策的持续推进，全国商品房待售面积持续下降，截至 2019 年末全国商品房待售面积降至 4.98 亿平方米，同比下降 4.9%，去库存效果逐步显现，但值得注意的是此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市，库存压力仍然较大，同时棚改货币化政策的收紧亦或对三、四线及以下城市需求产生一定影响。

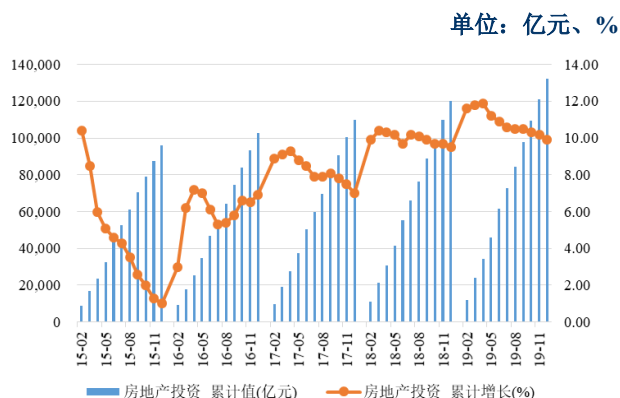
中诚信国际认为，2019 年以来，房地产市场调控继续坚持以“房住不炒”为主要思路，各城市延续多维度实施精准化、差异化调控。在调控政策持续的影响下，房地产企业整体内部流动性来源增速承压。

受融资环境紧缩的影响，2019 年房企外部现金流平衡能力面临挑战，但拿地意愿的下降及新开工面积增速的大幅放缓，均有助于房企现金流状况的改善。

在投资方面，2019 年，在年初新开工面积和施工面积的双向推动下，房地产开发投资额始终维持两位数的高增速，但随后房企根据外部环境变化调整项目进度，房地产开发投资增速逐渐回落，全年

房地产开发投资同比增长 9.9% 至 13.22 万亿元，其中住宅投资同比增长 13.9% 至 9.71 万亿元。

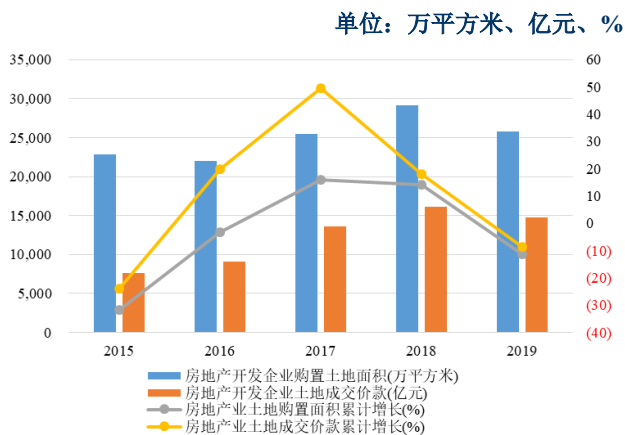
图 2：近年来全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

受销售增速放缓以及融资环境紧缩的影响，房企拿地意愿降低，新开工增速下滑。其中土地市场方面，国内土地市场购置面积和价款均发生明显下降，同比分别下降 11.4% 和 8.7%。施工方面，2019 年，房地产开发企业新开工面积 22.72 亿平方米，同比增长 8.5%，增速下滑 8.7 个百分点。

图 3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

外部融资是房地产企业现金流的重要补充来源。2019 年 5 月以来，多项针对房企融资端的调控政策

相继出台¹，房地产企业外部融资难度有所增加。与此同时，房地产行业面临未来 2~3 年债务集中到期压力，对房企的资金平衡能力形成较大挑战。

中诚信国际认为，在行业整体规模增速放缓和融资环境收紧的综合作用下，房地产企业土地投资趋于理性，新开工节奏有所放缓，在一定程度上能够缓解内部现金流平衡压力；与此同时，房地产行业外部流动性压力增大，对房企的资金平衡能力提出更高要求。

房地产行业梯队分化格局持续凸显，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。

随着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持续提升，房地产行业梯队分化格局持续凸显。

具体来看，2019 年 TOP 3 房企销售规模增速放缓，集中度小幅下降 0.3 个百分点；TOP 4~10、TOP 11~30 的梯队规模企业集中度上升，梯队内竞争加剧，同时各梯队的销售金额门槛也有所提升。总体而言，TOP 30 梯队房企凭借更强的销售回款和外部融资能力，具有较为明显的竞争优势；而房地产市场资源加速向优势企业聚集，将使得梯队分化格局得以持续。与之相比，2019 年 TOP 31~50 和 TOP 51~100 房企的集中度同比有所下降。

表 1：2017~2019 国内房企权益销售金额集中度

	2017	2018	2019
TOP 3	9.4%	9.8%	9.5%
TOP 10	19.5%	21.3%	21.4%
TOP 30	31.0%	35.1%	35.7%
TOP 50	37.3%	43.4%	43.5%

¹ 5 月，银保监会的 23 号文明确要求，商业银行、信托、租赁等金融机构不得违规进行房地产融资；7 月，银保监会对多家信托进行窗口指导，要求控制房地产信托规模的增量，并强化合规管控；当月，国家发改委发文要求，房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务，同时还需详细披露其海外发债的具体情况和资金用途；8 月，银保监会向各银保监局信托监管处室传达下半年监管重点，指出按月监测房地产信托业务变化情况，及时采取多种措施，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头。

TOP 100	46.1%	53.7%	53.0%
---------	-------	-------	-------

资料来源：克而瑞信息集团，中诚信国际整理

中诚信国际认为，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。

新型冠状病毒肺炎疫情对房地产企业销售回款及开工推盘有负面影响，各地政府相继出台相关政策加以应对；疫情对房地产行业的影响程度取决于疫情持续时间。

新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“疫情”）直接导致的全国范围停工、停售对房企推盘及销售造成一定冲击；房地产企业土地储备进度及项目推盘节奏亦将更趋审慎。

与此同时，部分地方政府围绕活跃交易、土地出让和融资等层面出台行业相关政策，帮助房地产企业渡过难关。其中上海市、浙江省、海南省、无锡市、西安市、南昌市、深圳市等省市先后发文，从允许延迟土地价款缴纳、税费缴纳延期、预售条件适度放宽、延长公积金贷款期限、信贷支持等多个维度帮助房地产开发企业应对疫情影响，但尚未突破限购、限贷、限售、限价等调控政策。

中诚信国际认为，因疫情爆发于房地产行业销售淡季，因而短期内对行业的整体冲击可控；但2020年下半年房地产企业公开市场到期债务压力较重，若疫情持续时间延长，则房地产企业的资金平衡将在更大程度上依赖于外部政策环境的持续改善。

业务运营

房地产及相关业务为公司收入的主要来源，近年来收入占比均为95%以上；同时，随着在管项目增多，公司物业管理收入规模和其占收入的比重呈上升态势，能对公司收入形成一定补充。

表 2：公司主要板块收入结构及占比（亿元）

收入	2017	2018	2019
房地产及相关业务	2,330.13	2,846.21	3,526.54

物业管理	73.68	97.96	127.00
其他业务	25.16	32.63	25.40
合计	2,428.97	2,976.79	3,678.94
占比	2017	2018	2019
房地产及相关业务	95.93%	95.61%	95.86%
物业管理	3.03%	3.29%	3.45%
其他业务	1.04%	1.10%	0.69%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

注：其他业务收入主要包括向联合营公司收取的运营管理费、品牌管理费、商管相关的附属收费等收入。

资料来源：公司年报

公司是全国领先的专业化住宅地产开发商，行业龙头地位显著。近年来，公司房地产销售及结算规模均呈不断增长态势，同时充足的已售待结算资源为其未来业绩形成强力保障

公司于1988年进入房地产行业，经过三十余年的发展，已成为全国领先的专业化住宅房地产开发商。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。2019年，公司在全国商品房市场的份额约4%，在21个城市的销售金额位列当地第一，在12个城市排名第二，行业龙头地位稳固。公司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近百个城市；此外，公司亦进驻了旧金山、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增长态势，合同销售金额近三年平均复合增长率为9.11%。销售均价方面，得益于公司较优越的区域布局和产品结构，近三年销售均价亦呈逐年上升态势。根据公司公布的经营简报，受疫情影响，2020年1~3月，公司签约销售面积和签约销售金额同比分别下降4.33%和7.74%，需持续关注疫情对公司后续经营业绩的影响。

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。2019年，公司以长三角为核心的上海区域²销售金额占比为32.42%，是占比最大的销售区域；以中西部中心城市组成的中西部区域³销售金额占比为23.88%，近年来有所上升；以环渤海为核心的北方区域⁴的销售金额占比为22.54%，近年来占比小幅波动；而以珠三角为核心的南方区域⁵的销售金额占比为20.20%，近年来呈下降趋势。

表 3：2017~2019 年公司业务运营情况

单位：亿元、万平方米、元/平方米

	2017	2018	2019
销售面积（全口径）	3,595	4,038	4,112
销售金额（全口径）	5,299	6,070	6,308
销售均价	14,740	15,032	15,340
结算面积	1,981	2,191	2,460
结算金额	2,330	2,846	3,527
已售未结转面积	2,963	3,710	4,289
已售未结转金额	4,143	5,307	6,091

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

结算方面，得益于较强的工程节点管控能力，公司结算面积和结算金额均呈上升趋势。从结算区域分布来看，2019年南方区域、上海区域、北方区域和中西部区域的结算金额占比分别为32.98%、27.23%、20.53%和19.26%。截至2019年末，公司已售未结转面积和金额分别为4,289万平方米和6,091亿元，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、苏州、宁波、南京、镇江、南昌、合肥、扬州、嘉兴、芜湖、温州、南通、常州、昆山、无锡、徐州、常熟、绍兴、海宁、靖江、瑞安、太仓、盐城、高邮、宿迁、海门、台州、金华、马鞍山、湖州及江阴等。

³ 中西部区域包括成都、武汉、西安、重庆、昆明、贵阳、乌鲁木齐、南充、郑州、兰州、宜昌、渭南、玉溪、银川、西宁、西双版纳、大理、鄂州、永川、西昌、眉山、咸阳及周口等。

⁴ 北方区域包括北方区域包含如下城市：北京、天津、沈阳、鞍山、大连、青岛、长春、烟台、吉林、太原、唐山、廊坊、抚顺、秦皇岛、晋中、营口、济南、石家庄、临沂、包头、盘锦、张家口、哈尔滨、淄博、威海及雄安新区。

⁵ 南方区域包括南方区域包含如下城市：深圳、广州、清远、东莞、佛山、珠海、中山、长沙、厦门、福州、三亚、南宁、莆田、柳州、泉州、晋江、漳州及惠州。

表 4：2017~2019 年公司销售及结算区域分布情况

单位：%

区域	2017		2018		2019	
	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	28.60	30.52	23.64	26.94	20.20	32.98
上海区域	28.33	28.62	29.84	29.33	32.42	27.23
北方区域	23.88	23.77	24.00	24.18	22.54	20.53
中西部区域	18.81	17.09	21.49	19.55	23.88	19.26
其他	0.38	-	1.03	-	0.96	-
合计	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房地产项目运作方面，近年来公司项目整体保持与拿地及销售相匹配的开工规模，同时竣工规模不断增长，整体项目开发规模不断增长。截至 2019 年末，公司在建项目总建筑面积约 10,256 万平方米，其中在建权益建筑面积合计约 6,170 万平方米，为其未来销售规模的保持提供了较好保障。

表 5：2017~2019 年公司开竣工情况

单位：万平方米

	2017	2018	2019
新开工面积	3,652	4,993	4,241
竣工面积	2,301	2,756	3,008
在建建筑面积（全口径）	6,853	9,013	10,256
在建建筑面积（权益）	4,374	5,402	6,170

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司坚持量入为出、审慎投资的策略，近年来拿地节奏有所放缓，多元化的拿地方式有效地控制了拿地成本。此外，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 PIE⁶评估模型、项目跟投制度等方式来控制投资风险。2017~2019 年公司新增土地储备项目数和新增权益规划建筑面积均有所减少，拿地金额占销售金额的比重不断降低。

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，通过合作开发、股权收购、代建等方式确保以合理价格获取土地资源。受益于此，近三年公司新增储备

项目平均楼面地价整体处于较低水平。

从新增土地储备的区域分布来看，2019 年中西部区域、北方区域、上海区域和南方区域新增土地储备建筑面积占总建筑面积的比重分别为 40.55%、31.66%、18.31%和 9.48%。从新增土地储备的城市能级分布来看，公司新拓展项目中位于一、二线城市的占比较高。按规划建筑面积计算，2019 年公司新增项目中位于一、二线城市的项目占比为 71.5%；按权益投资金额计算，位于一、二线城市的项目占比为 79.9%。

表 6：2017~2019 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

	2017	2018	2019
新增项目数量	216	227	147
新增规划建筑面积（全口径）	4,615	4,681	3,717
新增规划建筑面积（权益）	2,768	2,490	2,478
新增地价总额（权益）	2,189	1,351	1,550
平均楼面地价	7,908	5,427	6,252
待建面积（全口径）	6,322	5,936	5,394
待建面积（权益）	4,078	3,580	3,360

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2019 年末，公司全部项目的待建面积为 5,394 万平方米；其中，中西部区域的占比为 38.44%，北方区域的占比为 30.82%，上海区域的占比为 15.52%，南方区域的占比为 15.22%。从城市分布情况来看，截至 2019 年末，公司待建面积规模排名前十的城市分别为成都、广州、长春、贵阳、西安、重庆、沈阳、昆明、天津和杭州，占当期末全部项目待建面积的比重分别为 8.16%、5.39%、5.25%、4.92%、4.58%、3.82%、3.81%、3.56%、2.77%和 2.52%，上述城市合计占比为 44.78%，公司土地储备的城市分布较为分散。总体来看，公司整体土

⁶ PIE，即 Population、Infrastructure、Employment 首字母缩写，意指“人口、基础设施建设和就业”。

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。

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，较好地发挥了协同作用

物业服务方面，该业务主要由公司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。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，营业收入持续增长。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，万科物业连续十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。截至2019年末，万科物业累计签约面积6.4亿平方米，同比增长26.1%，其中已接管合同面积4.5亿平方米，为未来储备1.9亿平方米。

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年末，公司租赁住宅累计开业11万间，已开业房间中81%位于北京、上海、深圳、广州、杭州、天津、成都、厦门、青岛、南京、苏州、武汉、西安、济南等14个核心城市，成熟期项目（开业半年及以上）的平均出租率约90%。

商业开发与运营方面，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。截至2019年末，印力集团运营管理项目108个，覆盖50多个城市，管理面积近900万平方米，已开业面积为644万平方米。

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。近年来公司不断完善核心节点布局，物流仓储服务项目规模逐渐增加，并持续丰富服务内容，通过收购融合太古冷链物流，实现冷链规模及运营能力的升级。截至2019年末，公司物流仓储服务已进驻44个城市，累计获取138个项目，其中高标库123个（包括9个高标库与冷库一体化综合物流园），冷库15个，可租赁物业的建筑面积约1,086万平方米。其中，共计稳定运营53个项目，包括45个高标库项目和8个冷链项目，其中高标库稳定运营项目平均出租率为92%，冷库的全年仓库使用率为82%。

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。

战略规划及管理

公司坚守“城乡建设与生活服务商”的战略定位，未来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

公司坚持以“客户为中心，以现金流为基础，合伙奋斗，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，在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,公司保证物业服务业务方面的资金投入,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,公司将对物流仓储服务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 月和 2020 年 3 月,公司对跟投制度进行了两次修订,主要增加并完善了特殊劣后机制,并根据项目 IRR 与公司加权平均资本成本(WACC)的对比情况对项目收益分配进行了具体的规定。

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。

法人治理结构完善,内部控制制度体系健全

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。公司目前董事会由包含 4 名独立董事在内的 10 名董事组成,对股东大会负责,依法行使企业的经营决策权,并下设审计、薪酬与提名、投资与决策三个专业委员会。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。

公司逐步完善了“战略总部、事业集团/事业单元、城市公司”的多层级管理架构体系,将管理职能逐步下放到事业集团/事业单元、执行一线城市公司,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,现有的内部控制制度已覆盖了公司运营的各层面和各环节,形成了规范的管理体系。

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 2017~2019 年度审计报告⁷,各期财务数据均为该期财务报表期末数。公司财务报表均按照新会计准则编制。

盈利能力

⁷ 公司自 2018 年 1 月 1 日起执行了财政部 2017 年度修订的《企业会计准则第 14 号——收入》和《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》等新金融工具准则,并自 2019 年 1 月 1 日起执行了财政部 2018 年度修订的《企业会计准则第 21 号——租赁》,并进行会计报表披露,不重述 2017 年和 2018 年比较期间数据。

受毛利空间压缩及土地增值税增加等因素的影响，公司利润增速有所放缓，但整体仍保持较强的盈利能力

近年来，公司收入占比最大的房地产及相关业务毛利率有所波动，但整体毛利率仍维持在较好水平。

表 7：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

业务	2017	2018	2019
房地产及相关业务	34.17	37.78	36.52
物业管理	18.72	18.64	18.57
其他业务	67.29	67.87	86.15
营业毛利率	34.10	37.48	36.25

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

受业务规模扩大及销售金额上升的影响，公司的管理费用和销售费用呈增长态势，但随着债务规模及融资成本的控制，公司财务费用于 2019 年有所下降。同时，受益于营业总收入提升，公司期间费用率于 2019 年有所下降，费用控制能力保持在较好水平。

得益于快速增长的业务规模及较好的期间费用控制能力，近三年公司经营业务利润持续增长，是公司利润的最主要来源。但由于 2019 年公司计税的高毛利项目较多，导致土地增值税增长较快，因此公司经营业务利润增速有所放缓。同时，由于公司部分合联营项目计提了减值准备，2019 年公司投资收益有所下降。综上，公司利润总额虽保持增长态势，但增速有所放缓。从盈利指标来看，由于利润增速放缓，近三年公司 EBITDA 利润率、净利润率及净资产收益率都有所波动，但整体保持在较高水平。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019
销售费用	62.62	78.68	90.44
管理费用（含研发费用）	88.66	112.87	120.85
财务费用	20.75	59.99	57.36
期间费用合计	172.03	251.54	268.66
期间费用率（%）	7.08	8.45	7.30
经营性业务利润	458.92	632.46	735.73
资产/信用减值损失	13.19	26.18	18.66
公允价值变动收益	0.00	0.87	-0.69
投资收益	62.45	67.88	49.84

利润总额	511.42	674.60	765.39
净利润率（%）	15.32	16.55	14.99
EBITDA 利润率（%）	23.52	26.39	25.03
净资产收益率（%）	21.36	23.34	21.78

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资本结构

公司资产规模保持增长，同时财务杠杆维持在较低水平，债务期限结构亦较为合理，整体财务结构稳健

随着业务规模的扩大，公司资产总额不断增长。具体来看，公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成。其中，随着土地获取及项目开发的投入，公司存货余额不断增长。公司其他应收款于 2018 年有较明显的增长，主要因 2018 年末应收联合营公司往来款的增长。货币资金余额于 2019 年末有所下降，主要因 2019 年公司偿还的到期债务较多。公司非流动资产主要由投资性房地产和长期股权投资构成。其中，投资性房地产以成本模式进行计量，近三年投资性房地产余额持续增长，主要因物流仓储、产办等投资物业增加。公司的长期股权投资主要为对合联营企业的投资，由于 2018 年公司加大对合联营项目的投资，当年末长期股权投资同比增长 59.47%，2019 年末同比基本持平。

公司负债总额亦呈增长态势，负债主要由预收款项⁸、其他应付款和有息债务构成。其中随着销售规模的快速增加，公司预收款项不断增长，近三年年均复合增长率为 19.05%。随着合作项目的增多，公司其他应付款余额逐年增长，主要由应付合营/联营企业款和应付股权款与合作公司往来及其他构成。此外，公司债务于 2019 年改变了连续增长态势，年末有息债务为 2,578.52 亿元，同比下降 1.28%；同时长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.57 倍，债务期限结构良好。

所有者权益构成方面，2019 年公司完成境外上市外资股（H 股）2.63 亿股的配售，募集资金净额人民币 66.43 亿元，其中股本增加 2.63 亿元，资本

⁸ 2018 年及 2019 年末合同负债纳入预收款项进行分析。

公积股本溢价 63.80 亿元。同时，得益于公司业务很强的盈利能力，其利润积累不断夯实自有资本；此外，受合作开发增多，并表项目少数股东持续投入，公司少数股东权益亦有所提升。

财务杠杆方面，公司秉承稳健审慎的财务政策，2017~2019 年末公司净负债率虽呈上升趋势，但仍处于较低水平，财务结构稳健。

表 9：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元）

	2017	2018	2019
总资产	11,653.47	15,285.79	17,299.29
流动资产	10,175.53	12,950.72	14,389.89
货币资金	1,741.21	1,884.17	1,661.95
其他应收款	1,632.50	2,443.24	2,354.65
存货	5,980.88	7,503.03	8,970.19
非流动资产	1,477.94	2,335.08	2,909.40
投资性房地产	288.11	540.56	735.65
长期股权投资	812.24	1,295.28	1,304.76
总负债	9,786.73	12,929.59	14,593.50
其他应付款	1,828.87	2,274.31	2,506.98
预收款项	4,077.06	5,049.65	5,778.18
短期债务	622.73	931.83	938.87
长期债务	1,283.52	1,680.24	1,639.65
总债务	1,906.24	2,612.08	2,578.52
所有者权益	1,866.74	2,356.21	2,705.79
未分配利润	771.72	917.25	953.52
少数股东权益	539.99	798.57	825.21
资产负债率（%）	83.98	84.59	84.36
净负债率（%）	8.84	30.89	33.87

注：1、2018 年及 2019 年末合同负债纳入预收款项分析；

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”；2019 年末“短期债务”不包含“短期借款”中计提的应付利息及“一年内到期的非流动负债”中计提的应付利息和一年内到期的租赁负债。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司流动资产主要由货币资金、存货和其他应收款构成，其中货币资金受限比例小，存货去化及周转情况良好，资产流动性很强

流动资产一直为公司资产的主要构成，其占总资产的比重保持在 80%以上。截至 2019 年末货币资金和存货合计占流动资产比重达 73.89%。

表 10：近年来公司主要流动资产分析

	2017	2018	2019
流动资产/总资产	87.32%	84.72%	83.18%

存货/流动资产	58.78%	57.94%	62.34%
货币资产/流动资产	17.11%	14.55%	11.55%
其他应收款/流动资产	16.04%	18.87%	16.36%
（存货+货币资金）/流动资产	75.89%	72.48%	73.89%
已完工开发产品（亿元）	499.81	639.62	660.34
已完工开发产品/存货	8.36%	8.52%	7.36%
在建开发产品+拟开发产品（亿元）	5,467.12	6,852.90	8,298.28
（在建开发产品+拟开发产品）/存货	91.41%	91.33%	92.51%

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

货币资金主要为银行存款，近年来受限比例持续较低，2019 年末货币资金中受限货币资金占比仅为 3.88%，可动用资金较为充足。

公司其他应收款主要由应收联营/合营企业款、合作方经营往来款和土地及其他保证金构成，其中 2019 年末其他应收款前五大单位分别为杭州西曙置业有限公司、昆明万睿非常开发有限公司、成都万科南城置业有限公司、深圳市凯福投资实业有限公司及上海恺冠臻房地产开发有限公司，合计占比为 9.51%。

公司存货主要由已完工开发产品、在建开发产品和拟开发产品构成，其中已完工开发产品占比较低，同时公司存货周转率保持在较高水平，存货去化及周转情况良好。

表 11：近年来公司周转率相关指标

	2017	2018	2019
存货周转率（次/年）	0.30	0.28	0.28
总资产周转率（次/年）	0.24	0.22	0.23

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

公司货币资金可对短期债务提供充足的保障，EBITDA 对债务本息的保障程度亦维持在较好区间，销售回款对总债务的保障倍数处于较好水平

因销售业绩的增长和公司回款的严格管控，公司销售商品、提供劳务收到的现金保持增长，受益于此，经营活动净现金流呈持续净流入状态。

由于年内到期偿还的债务较多，2019 年公司总

债务规模略有下降，其中短期债务在总债务中占比为 36.41%，其债务期限结构保持在较为合理的水平。从债务币种来看，由于公司融资渠道较多，因此债务币种较多，以人民币、美元和港币债务为主，人民币、美元和港币债务占比分别为 74.33%、19.97%和 4.68%，公司利用远期外汇契约等衍生工具来对冲外汇风险。此外，从债务资金来源来看，公司债务以银行借款为主，占比维持在 50%以上；同时公开市场债券融资亦为公司重要的融资手段，有助于公司优化债务结构、降低融资成本。

表 12：2017~2019 年末公司债务资金来源分类明细

	2017	2018	2019
银行借款	60.50%	52.80%	54.50%
应付债券	20.20%	27.20%	24.10%
其他借款	19.30%	20.00%	21.40%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受益于很强的盈利能力，公司 EBITDA 对债务的保障能力维持在较好水平，经调整的 EBIT 利息保障倍数亦保持较好；同时，公司货币资金充足，对短期债务的覆盖能力很强。此外，公司总债务/销售商品、提供劳务收到的现金持续处于较好水平，回款对其债务形成较好支撑。

表 13：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019
经营活动净现金流	823.23	336.18	456.87
销售商品、提供劳务收到的现金	3,684.05	3,981.48	4,327.36
货币资金/短期债务	2.80	2.02	1.77
总债务	1,906.24	2,612.08	2,578.52
短期债务/总债务	32.67%	35.67%	36.41%
总债务/EBITDA	3.34	3.32	2.80
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	0.52	0.66	0.60
经调整的 EBIT 利息保障倍数	7.23	5.77	6.12

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

充足的外部授信和畅通的股权融资渠道能够对公司流动性提供支持，此外，公司受限资产比例低，或有负债风险低

截至 2019 年末公司共获得银行授信额度 4,030.50 亿元，其中未使用额度为 1,806.10 亿元，

备用流动性充足；同时，公司作为 A 股和 H 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，财务弹性较好。

截至 2019 年末，公司受限资产合计为 229.47 亿元，其中受限货币资金、存货和投资性房地产账面价值分别为 64.56 亿元、67.47 亿元和 92.16 亿元。受限资产仅占当期末总资产的 1.33%，净资产的 8.48%，受限比例很低。

截至 2019 年末，公司及控股子公司对联营公司及合营公司提供担保余额为人民币 23.81 亿元，占净资产的比重为 0.88%，或有负债风险较小。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2019 年 12 月 31 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

评级结论

综上所述，中诚信国际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 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”的债项信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于万科企业股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（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，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次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次债券偿债保障情况等因素，以对本次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，本公司将于本次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）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次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.ccxi.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。

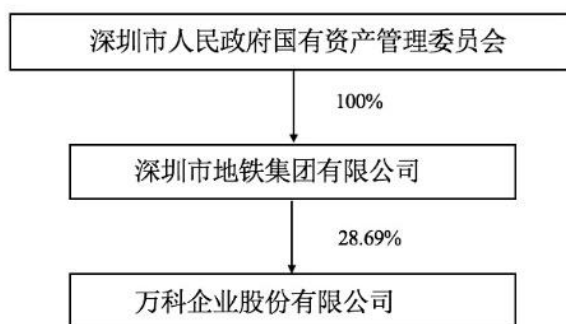
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 4 月 29 日

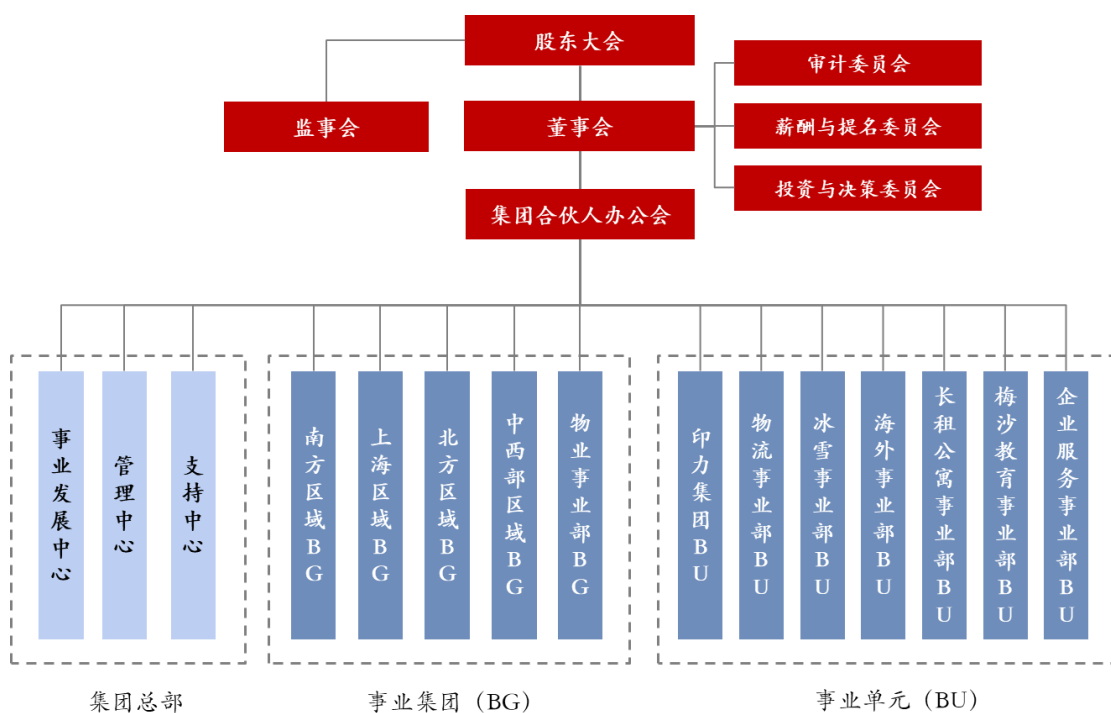
附一：万科企业股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）

第一大股东持股结构图



注：公司不存在控股股东及实际控制人。

组织结构图



附二：万科企业股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019
货币资金	17,412,100.92	18,841,744.68	16,619,459.57
其他应收款	16,324,976.59	24,432,414.29	23,546,500.73
存货净额	59,808,765.76	75,030,262.74	89,701,903.56
长期投资	8,256,505.48	13,221,657.06	13,339,970.43
固定资产	709,880.81	1,153,379.87	1,239,983.83
在建工程	102,241.09	191,300.75	417,983.95
无形资产	143,750.48	495,258.50	526,964.72
投资性房地产	2,881,130.03	5,405,578.48	7,356,467.81
总资产	116,534,691.78	152,857,935.65	172,992,945.04
预收款项	40,770,593.99	50,496,537.96	57,781,800.87
其他应付款	18,288,680.29	22,743,121.53	25,069,846.07
短期债务	6,227,269.64	9,318,339.53	9,388,693.36
长期债务	12,835,171.67	16,802,420.12	16,396,529.14
总债务	19,062,441.31	26,120,759.65	25,785,222.50
净债务	1,650,340.39	7,279,014.97	9,165,762.93
总负债	97,867,297.86	129,295,862.65	145,935,033.50
费用化利息支出	406,073.21	818,133.56	925,526.90
资本化利息支出	414,735.75	596,447.62	569,380.24
所有者权益合计（含非控股股东权益）	18,667,393.92	23,562,073.00	27,057,911.54
营业总收入	24,289,711.03	29,767,933.11	36,789,387.75
经营性业务利润	4,589,201.15	6,324,552.48	7,357,280.10
投资收益	624,456.17	678,793.45	498,412.68
净利润	3,720,838.73	4,927,229.45	5,513,161.46
EBIT	5,520,268.47	7,564,153.70	8,579,455.85
EBITDA	5,713,172.28	7,856,347.32	9,210,016.07
销售商品、提供劳务收到的现金	36,840,522.34	39,814,827.04	43,273,595.86
经营活动产生现金净流量	8,232,283.42	3,361,818.34	4,568,680.95
投资活动产生现金净流量	-5,161,323.30	-6,736,443.60	-2,862,673.46
筹资活动产生现金净流量	5,526,489.62	4,479,764.81	-3,333,821.04
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率（%）	34.10	37.48	36.25
期间费用率（%）	7.08	8.45	7.30
EBITDA 利润率（%）	23.52	26.39	25.03
净利润率（%）	15.32	16.55	14.99
总资产收益率（%）	5.53	5.62	5.27
存货周转率(X)	0.30	0.28	0.28
资产负债率（%）	83.98	84.59	84.36
总资本化比率（%）	50.52	52.58	48.80
净负债率（%）	8.84	30.89	33.87
短期债务/总债务（%）	32.67	35.67	36.41
经营活动净现金流/总债务（X）	0.43	0.13	0.18
经营活动净现金流/短期债务（X）	1.32	0.36	0.49
经营活动净现金流/利息支出（X）	10.03	2.38	3.06
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	0.52	0.66	0.60
总债务/EBITDA（X）	3.34	3.32	2.80
EBITDA/短期债务（X）	0.92	0.84	0.98
EBITDA 利息保障倍数（X）	6.96	5.55	6.16
经调整 EBIT 利息保障倍数（X）	7.23	5.77	6.12

注：1、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的计息部分调整至短期债务；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”，此外，2019 年末“短期债务”亦不包含“短期借款”中计提的应付利息及“一年内到期的非流动负债”中计提的应付利息和一年内到期的租赁负债。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	净负债率	=净债务/所有者权益合计
	资产负债率	=负债总额/资产总额
经营效率	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本)/营业总收入
盈利能力	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	经调整 EBIT	=EBIT+资本化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
现金流量	净利润率	=净利润/营业总收入
	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
	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
偿债能力	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	经调整 EBIT 利息保障倍数	=经调整 EBIT/利息支出

注：“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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。