

万科企业股份有限公司 2021 年面向合格投资者公 开发行住房租赁专项公司债券（第一期）跟踪评级 报告（2021）

项目负责人：石 烁 sshi@ccxi.com.cn

项目组成员：李 昂 ali@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 5 月 25 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，充分履行了实地调查和诚信义务，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评级结果维持、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 [2021]跟踪 0401 号

万科企业股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会最后审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“21 万科 01”、“21 万科 02”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

二零二一年五月二十五日

评级观点：中诚信国际维持万科企业股份有限公司（以下简称“万科企业”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 万科 01”、“21 万科 02”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了万科企业继续维持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、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、合联营项目经营情况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	2018	2019	2020	2021.Q1
总资产（亿元）	15,285.79	17,299.29	18,691.77	19,078.60
所有者权益（亿元）	2,356.21	2,705.79	3,498.44	3,554.32
总负债（亿元）	12,929.59	14,593.50	15,193.33	15,524.28
总债务（亿元）	2,612.08	2,578.52	2,585.26	2,518.08
营业总收入（亿元）	2,976.79	3,678.94	4,191.12	622.64
净利润（亿元）	492.72	551.32	592.98	25.07
EBITDA（亿元）	785.63	911.14	944.33	-
经营活动净现金流（亿元）	336.18	456.87	531.88	168.79
营业毛利率（%）	37.48	36.25	29.25	20.41
净负债率（%）	30.89	33.87	18.09	15.53
总债务/EBITDA（X）	3.32	2.83	2.74	-
EBITDA 利息倍数（X）	5.55	6.53	5.96	-

注：中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告整理。

正面

■ **继续维持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，2020 年公司在全国销售市场占有率约为 4.03%，且在全国 23 个城市的销售排名位列当地第一，继续保持了稳固的行业龙头地位。

■ **稳步增长的销售业绩，丰富的待结算资源。**2020 年公司销售金额为 7,042 亿元，继续保持增长；截至 2021 年 3 月末，公司已售未结转金额达 7,624 亿元，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。**截至 2021 年 3 月末，公司在建及待建面积分别为 11,302 万平方米和 4,734 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。**2020 年公司继续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，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“房住不炒”行业政策的基调下，房地产企业在土地获取、融资、销售等环节面临较为频繁的政策环境变化，同时加上宏观经济增速下滑及行业竞争加剧的影响，房地产企业盈利空间不断收窄，行业环境及政策的变化或将将对房地产企业经营战略的实施提出更高要求。

■ **合联营项目经营情况。**近年来，房地产企业项目合作开发现象逐渐普遍，长期股权投资、往来款、少数股东权益及对外担保均呈增长趋势，合联营项目的增多将对房地产企业的管理能力提出更高要求。

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

2020 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*	7,233	23,011.59	227.81	0.30	-	5,072.48	6.19	0.28
碧桂园控股*	5,707	20,158.09	56.01	1.89	-	4,628.56	11.69	0.33
保利地产	5,028	12,513.75	62.15	1.84	0.97	2,432.08	16.47	0.25
融创中国*	5,753	11,084.05	108.97	1.16	-	2,305.87	17.15	0.35
万科企业	7,042	18,691.77	18.09	2.35	0.55	4,191.12	14.15	0.31

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、带“*”企业均为港股上市公司，财务报表采用香港会计准则编制，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

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
21 万科 01	AAA	AAA	2021/1/7	19	19	2021/1/22~2024/1/22	附第 2 年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权
21 万科 02	AAA	AAA	2021/1/7	11	11	2021/1/22~2028/1/22	附第 5 年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

万科企业股份有限公司 2021 年面向合格投资者公开发行住房租赁专项公司债券（第一期）于 2021 年 1 月 22 日完成发行，分为两个品种：品种一（债券简称：21 万科 01、债券代码：149357）发行规模为 19 亿元，期限为 3 年，附第 2 年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权，票面利率为 3.38%；品种二（债券简称：21 万科 02、债券代码：149358）发行规模为 11 亿元，期限为 7 年，附第 5 年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权，票面利率为 3.98%。

根据《万科企业股份有限公司 2020 年度报告》，上述公司债券募集资金的使用与募集说明书的约定一致。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经

济增长的贡献率回升至 50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体

经济。值得一提的是，3月15日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年GDP季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

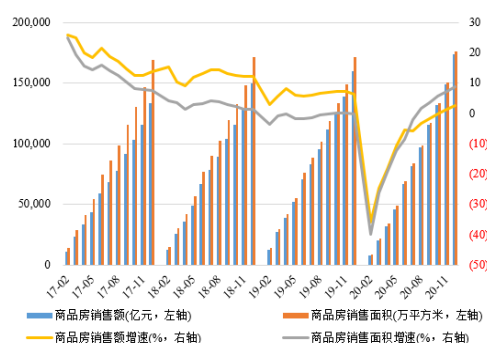
近期关注

2020年4月以来房地产行业逐步从疫情影响中恢复并于9月恢复至上年同期水平，在房企年底加速去化的带动下全年商品房销售超越上年水平，房地产行业展现出较强韧性

2020年第一季度全国房地产销售受疫情冲击较大，全国商品房销售额和面积分别同比下降24.70%和26.30%，均降至2017年以来同期最低水平。4月以来，市场需求不断释放叠加房企加快推盘节奏，商品房销售逐月恢复，并于9月恢复至2019年同期水平。进入四季度以来，房企加速去化，带动全年销售面积和金额超越上年，全年商品房销售额和面积分别同比增长2.6%和8.7%；房地产行业表现出较强韧性。

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

从商品房去化情况看，近年来我国商品房整体库存周期处于较低水平，2020年疫情爆发初期商品房去化速度受到显著影响，待售面积环比增幅明显提升，2020年二、三季度疫情得到控制后，去化明显提速，商品房待售面积逐月下降并快速恢复至上年同期水平。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。

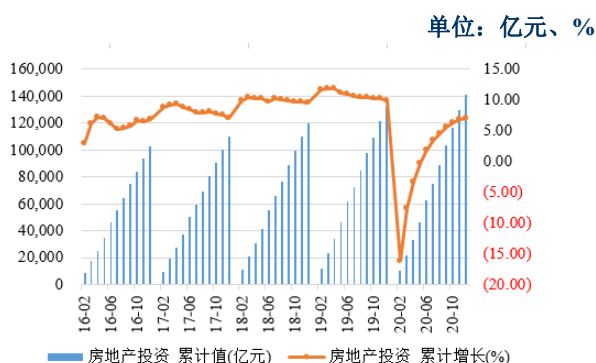
中诚信国际认为，2020年上半年受新冠疫情冲击，房地产销售增速大幅受挫，但随着国内疫情逐步得到控制叠加房企加速去化，全年销售已超过2019年全年水平，房地产行业展现出较强韧性。

2020年在疫情影响下房地产投资短期内呈先抑后扬的态势，下半年在房企追赶开发进度推动下，全年房地产投资额同比增长

2020年初在疫情影响下，多地发布了延迟复工通知，导致开发受阻，新开工面积自2016年以来首次出现负增长；4月以来随着疫情得到有效控制，各地逐步复工、土地供应力度增加、叠加房企追赶开发进度及拿地需求逐步释放，全国新开工面积降幅逐月回落，全国新开工面积同比下降1.2%。

建设投资方面，主要受新开工规模同比下降影响，1~5月房地产开发投资额增速出现负增长；6月以来，在房企逐步恢复投资的推动下，房地产开发投资额同比增速由负转正，全年房地产开发投资额同比实现7%增长。

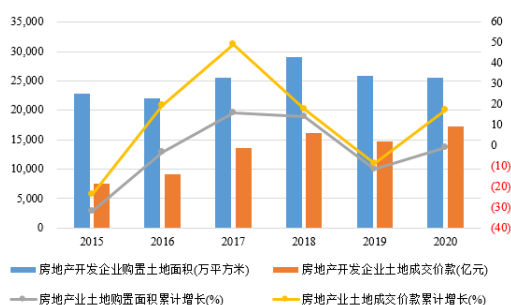
图 2：近年来全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

土地投资方面，2020年1~5月，在疫情影响下国内土地市场购置价款同比增速为负；4月以来土地供给力度明显加大，叠加热点城市优质地块集中入市，房企拿地逐步恢复，6月以来国内土地市场购置价款增速由负转正，全年国内土地市场购置价款同比增长17%。

图 3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额
(万平方米、亿元、%)



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

在“房住不炒”行业政策的基调下，房企在土地获取、融资、销售等环节面临较为频繁的政策环境变化，对其经营战略的实施提出更高的要求

2016年中央经济工作会议首次提出“房子是用来住的、不是用来炒的”，随后三年的中央经济工作会议中均反复强调“房住不炒”的定位。各城市通过居民购买端、新房销售端、土地购买端、企业融资端等多维度实施精准化、差异化调控。本轮调控力度严厉、参与调控的城市范围不断扩大且表现出很强的政策延续性。从坚持住房居住属性的政策

大基调来看，未来严监管的政策环境或将延续，但部分地方政府或将根据当地市场情况对调控政策进行调整。

2020年上半年，在国内疫情爆发的背景下，货币政策放松带来流动性宽裕，房地产行业融资环境有所改善；下半年房地产行业融资政策明显收紧，尤其在8月“三道红线”¹出台后，国内贷款增速明显回落。中诚信国际认为，如“三道红线”按照行业预期全面执行，将对未来几年房地产行业融资环境形成较为深远的影响，一方面由于对新增融资的限制和表内外融资渠道的全面监控，高度依赖杠杆发展的房地产行业在未来几年内行业竞争格局将较难发生重大改变；另一方面，在融资环境趋严的条件下，马太效应将愈发凸显，全行业集中度或将进一步提升。

2020年12月末，央行联合银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》（以下简称“《通知》”），划定银行房地产贷款集中度“红线”，《通知》明确对7家中资大型银行、17家中资中型银行、中资小型银行和非县域农合机构、县域农合机构、村镇银行，共5档机构分类分档设置明确的房地产贷款占比上限、个人住房贷款占比上限，《通知》旨在防止房地产贷款在银行体系全部贷款中的比重偏离合理水平，防范金融体系对房地产贷款过度集中带来的潜在系统性金融风险。中诚信国际认为，未来银行资源将进一步向优质房企集中，资质偏弱的房企或将面临较大融资及回款压力。

此外，2021年2月自然资源部组织召开“全国2021年住宅用地供应分类调控工作视频培训会议”，要求各地主动采取有效措施引导住宅用地市场理性竞争，22座重点城市或将实施住宅供地“两集中”政策，中诚信国际将对未来土地供应政策的变化保持关注。

¹ 2020年8月20日，住房和城乡建设部、中国人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，研究进一步落实房地产长效机制并提出资金监测和融资管理规则（简称“三道红线”）。“三道红线”是指剔除预收款后的资产负债率大于70%、净负债率大于100%、货币资金短债比小于1倍三个阈值设置为“三条红线”，根据房企财务指标对“三道红线”“踩线”的数量不同，将其分为“红、橙、黄、绿”四档，每降低一档，融资规模上限增加5%。

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。

2020年疫情加剧房企间分化，房地产行业集中度进一步提升。TOP30房企竞争力增强，集中度稳中有升；相比之下TOP 50房企的增速更为显著。在目前的市场背景下，规模房企的竞争优势日益凸显，随着资源加速向头部企业集聚，行业集中度将继续走高。而对于100强之后的房企而言，面对激烈的行业竞争，该梯队房企的增长空间或将进一步受限。

表 1：2017~2020 年国内房企权益销售金额集中度

	2017	2018	2019	2020
TOP 3	9.4%	9.8%	9.5%	9.8%
TOP 10	19.5%	21.3%	21.4%	21.3%
TOP 30	31.0%	35.1%	35.7%	36.1%
TOP 50	37.3%	43.4%	43.5%	44.7%
TOP 100	46.1%	53.7%	53.0%	54.4%

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，在行业增速放缓及调控政策持续的背景下，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。

跟踪期内，公司继续保持稳固的行业龙头地位，房地产销售及结算规模继续稳定增长，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。2020 年，公司在全国商品房市场的份额约 4.03%，在 23 个城市的销售金额位列当地第一，在 14 个城市排名第二，保持了稳固的行业龙头地位。

房地产销售方面，尽管受到疫情影响公司在

2~4 月签约销售金额同比有所下降，但在疫情影响减弱并消除后，公司销售情况迅速恢复，2020 年全年公司合同销售金额同比增长 11.64%，增速有所回升。销售均价方面，得益于公司多元化的区域布局和产品结构，2020 年销售均价基本保持稳定。另根据公司公布的一季报，2021 年 1~3 月，公司签约销售面积和签约销售金额同比分别增长 24.82% 和 30.16%。

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。2020 年，公司以长三角为核心的上海区域²销售金额占比为 33.76%，仍为占比最大的销售区域；以环渤海为核心的北方区域³的销售金额占比为 21.33%，同比略有下降；以珠三角为核心的南方区域⁴的销售金额占比为 21.33%，较上年有所回升；以中西部中心城市组成的中西部区域⁵和以西北中心城市组成的西北区域⁶销售金额合计占比为 22.97%，在上年基础上略有回落。

表 2：2018~2020 年及 2021 年一季度公司业务运营情况

单位：亿元、万平方米、元/平方米

	2018	2019	2020	2021.Q1
销售面积（全口径）	4,038	4,112	4,668	1,104
销售金额（全口径）	6,070	6,308	7,042	1,795
销售均价	15,032	15,340	15,086	16,250
结算面积	2,191	2,460	2,889	375
结算金额	2,846	3,527	3,989	530
已售未结转面积	3,710	4,289	4,919	5,352
已售未结转金额	5,307	6,091	6,982	7,624

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，2020 年南方区域、上海区域、北方区域、中西部区域和西北区域的结算金额占比分别为

² 上海区域包括上海、杭州、嘉兴、苏州、昆山、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、盐城、绍兴、金华、泰州、台州。

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、包头、临沂、潍坊、张家口、营口、盘锦、保定、廊坊。

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、江门、柳州。

⁵ 中西部区域包括成都、南充、武汉、宜昌、郑州、重庆、贵阳、鄂州、昆明、玉溪、大理、西双版纳、眉山、周口、西昌。

⁶ 西北区域包括西安、乌鲁木齐、兰州、银川、西宁、咸阳、渭南。

28.11%、27.64%、16.91%、18.85%和 6.91%，较为分散及均衡。截至 2021 年 3 月末，公司已售未结转

面积和金额分别为 5,352 万平方米和 7,624 亿元，对公司后续的业绩形成了强有力的保障。

表 3：2018~2020 年公司销售及结算区域分布情况

单位：%

区域	2018		2019		2020	
	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	23.64	26.94	20.20	32.98	21.33	28.11
上海区域	29.84	29.33	32.42	27.23	33.76	27.64
北方区域	24.00	24.18	22.54	20.53	21.33	16.91
中西部区域	21.49	19.55	23.88	19.26	16.38	18.85
西北区域	-	-	-	-	6.59	6.91
其他	1.03	-	0.96	-	0.61	1.58
合计	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

注：2020 年 8 月 28 日，公司成立西北区域事业集团，覆盖陕西、甘肃、新疆、青海与宁夏五地，成为公司第五大区域事业集团。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房地产项目运作方面，公司新开工面积有所下降，但竣工规模有所增长，整体项目开发规模保持增长。截至 2021 年 3 月末，公司在建项目总建筑面积约 11,302 万平方米，其中在建权益建筑面积合计约 6,699 万平方米，为其未来销售及结转规模的保持提供了较好保障。

表 4：2018~2020 年及 2021 年一季度公司开工竣工情况

单位：万平方米

	2018	2019	2020	2021.Q1
新开工面积	4,993	4,241	3,960	805
竣工面积	2,756	3,008	3,382	310
在建建筑面积（全口径）	9,013	10,256	10,788	11,302
在建建筑面积（权益）	5,402	6,170	6,381	6,699

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司坚持理性投资策略，2020 年拿地节奏有所放缓，拿地成本仍较为合理。此外，适量且分散的土地储备有利于其持续发展及增强抗风险能力

土地储备方面，公司继续坚持理性投资的策略，2020 年公司新增土地储备权益规划建筑面积和金额均有所减少，拿地金额占销售金额的比重进一步降低。同时，受整体地价上升的影响，2020 年公司新增储备项目平均楼面地价有所上升，但仍控制在合理水平。

从新增土地储备的区域分布来看，2020 年公司继续围绕城市经济圈进行布局，其中北方区域、上海区域、南方区域、中西部区域和西北区域权益建

筑面积占比分别为 33.33%、19.28%、18.14%、17.82%和 11.43%，整体来看较为均衡。

表 5：2018~2020 年及 2021 年一季度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

	2018	2019	2020	2021.Q1
新增项目	227	147	168	32
新增规划建筑面积（全口径）	4,681	3,717	3,367	481
新增规划建筑面积（权益）	2,490	2,478	2,059	341
新增地价总额（权益）	1,351	1,550	1,382	-
平均楼面地价	5,427	6,252	6,710	-
待建面积（全口径）	5,936	5,394	5,051	4,734
待建面积（权益）	3,580	3,360	3,127	2,978

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2020 年末，公司全部项目的待建面积为 5,051 万平方米，同比下降 6.36%；其中，北方区域、中西部区域、南方区域、上海区域和西北区域占比分别为 34.34%、27.11%、18.45%、10.26%和 9.84%。从城市分布情况来看，截至 2020 年末，公司待建项目分布于 77 个城市，且仅有广州和长春两个城市待建项目面积占比为 5.60%和 5.52%，其余城市面积占比均低于 5%，公司土地储备的城市分布较为分散。另截至 2021 年 3 月末，公司全部项目的待建面积为 4,734 万平方米。此外，截至 2021 年 3 月末，公司尚有在建项目建筑面积 11,302 万平方米，较 2020 年末增长 4.76%。总体来看，公司保持了适当的土地储备量及分散的区域布局，有助于其持续发

展及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，继续拓展物业服务、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，负责该业务的公司旗下子公司万科物业发展股份有限公司于 2020 年更名为万物云空间科技服务股份有限公司（以下简称“万物云”）。凭借较强的物业服务水平、突出的品牌优势及持续的服务创新能力，万物云保持良好的发展态势，2020 年实现对万科企业集团内和对外营业收入合计 182.04 亿元，同比增长 27.36%。其中，住宅物业服务方面，万物云在 100 个城市（含香港）服务 3,051 个项目，2020 年住宅物业服务收入 100.52 亿元，占收入比重 55.22%。商企服务方面，万物云与戴德梁行合作推出“万物梁行”品牌，服务项目超 1,700 个，2020 年物业管理和设施管理项目新增拓展超 200 个，其中包括 50 个饱和收入超 1,000 万元的重大项目，在全球/全国级总部项目、超高层项目、全国分布式职场项目等多个重点领域都有突破，持续扩大领先优势，实现商业物业及设施服务收入 53.14 亿元，占收入比重 29.19%。在城市空间服务方面，万物云推出“万物云城”品牌，率先进入城市服务领域，新增厦门鼓浪屿、江门人才岛、武汉江汉区等 12 个项目，累计布局 10 个城市，16 个项目，2020 年实现智慧城市服务收入 9.91 亿元，占收入比重 5.44%。截至 2020 年末，万物云在管面积 5.66 亿平方米，在行业中处于领先地位。

租赁住宅方面，公司积极布局长租公寓市场，目前以集中式长租公寓（“泊寓”）为主要产品线，主要面向新进入城市的青年客户，提供租住、社交、创业、学习、成长等服务为一体的综合租住服务。2020 年公司在深圳、天津、北京、珠海、济南、西安、成都、厦门、广州等 9 个重点城市新开业 3.3 万间长租公寓。截至 2020 年末，公司运营管理长租公寓 18.44 万间，累计开业 14.24 万间，已开业房间主要位于深圳、北京、上海、广州、杭州、天津、

成都、厦门、青岛、南京、苏州、武汉、西安、济南等核心城市，已开业项目的整体出租率超过 95%。2020 年，公司长租公寓营业收入 25.40 亿元，同比增长 72.33%。

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”）为商业开发与运营的主要平台。2020 年，公司（含印力集团）新开业商业面积 128.9 万平方米，包含 3 个购物中心和 20 个社区商业。截至 2020 年末，公司（含印力集团）累计开业的商业面积 989.8 万平方米，另有规划中和在建商业建筑面积 435.4 万平方米。截至 2020 年末，公司已开业项目整体出租率 87.4%，其中稳定发展期（开业 3 年以上）的商业项目出租率 92.0%。2020 年，公司商业（含非并表项目）业务营业收入 63.22 亿元，同比增长 4.33%；其中，印力集团管理的商业项目营业收入 42.22 亿元，同比下降 1.62%。

物流仓储服务方面，公司以“万纬物流”为物流仓储服务平台，聚焦发展高标仓储和冷链物流两大核心业务，已发展成为中国规模最大的冷链物流综合服务商。2020 年，万纬物流继续完善核心节点布局，新获取管理项目 10 个，可租赁建筑面积 75 万平方米。截至 2020 年末，万纬物流在 44 个城市累计管理 148 个项目，可租赁建筑面积 1,148 万平方米。所管理的项目中，高标库 128 个，可租赁建筑面积 1,062 万平方米；冷库 20 个，可租赁建筑面积 86 万平方米。2020 年，万纬物流新开业 195 万平方米，截至年末累计开业项目建筑面积 700 万平方米，其中高标库开业 666 万平方米，稳定期出租率 94%；冷库开业 34 万平方米，稳定期使用率 77%。2020 年，万纬物流管理项目（含非并表项目）的营业收入 18.7 亿元，同比增长 37%，其中高标库营业收入 12.9 亿元，同比增长 29%；冷库营业收入 5.8 亿元，同比增长 60%。

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 2018~2020 年度审计报告⁷以及未经审计的 2021 年一季度财务报表,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。

2020 年,受毛利空间压缩的影响,公司经营性业务利润有所下降,利润增速有所放缓,但盈利能力整体仍维持在合理水平

2020 年公司整体营业毛利率有所下降,主要因收入占比最大的房地产及相关业务毛利率随行业整体毛利空间收窄而有所下降,但整体仍保持在合理水平。2021 年一季度,公司整体营业毛利率进一步下降至 20.41%。

表 6: 近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2018	2019	2020
房地产及相关业务	37.78	36.52	29.36
物业管理	18.64	18.57	18.33
其他业务	67.87	86.15	66.90
营业毛利率	37.48	36.25	29.25

资料来源:公司财务报表,中诚信国际整理

2020 年,由于销售规模的增长,公司的销售费用同比增长 17.61%;但由于人工及行政费用的降低,管理费用(含研发费用)同比减少 9.36%;此外,由于当期利息支出资本化率较高,公司财务费用同比下降 10.30%。同时,受益于营业总收入提升,公司期间费用率进一步下降,费用控制能力较强。2021 年一季度,公司期间费用率同比下降 2.42 个百分点,主要系财务费用同比下降 29.70%。

由于毛利率的下降,2020 年公司经营性业务利润同比减少 6.76%,但仍为公司利润的最主要来源,占利润总额比重达 86.10%。主要由于合联营项目贡献的利润大幅增长,2020 年公司投资收益同比增长 171.10%。此外,公司 2020 年资产及信用减值损失合计为 22.05 亿元,主要系对廊坊及保定部分项目计提了 19.81 亿元减值准备造成的。综上,2020 年公司利润总额略有增长。从盈利指标来看,由于利

润增速放缓,公司 EBITDA 利润率、净利润率及净资产收益率都有所下滑,但仍保持在合理水平。2021 年一季度,主要受毛利率下滑的影响,公司经营性业务利润同比下降 24.25%,净利润率同比下降 1.06 个百分点,盈利表现有所下滑。

表 7: 近年来公司盈利能力相关指标(亿元)

	2018	2019	2020	2021.Q1
销售费用	78.68	90.44	106.37	18.82
管理费用(含研发费用)	112.87	120.85	109.54	29.46
财务费用	59.99	57.36	51.45	15.89
期间费用合计	251.54	268.66	267.36	64.17
期间费用率(%)	8.45	7.30	6.38	10.31
经营性业务利润	632.46	735.73	685.98	35.68
资产/信用减值损失	26.18	18.66	22.05	0.49
公允价值变动收益	0.87	-0.69	0.05	-0.10
投资收益	67.88	49.84	135.12	5.36
利润总额	674.60	765.39	796.76	41.08
净利润率(%)	16.55	14.99	14.15	4.03
EBITDA 利润率(%)	26.39	24.77	22.53	-
净资产收益率(%)	23.34	21.78	19.12	-

资料来源:公司财务报表,中诚信国际整理

2020 年,公司资产规模保持增长,同时财务杠杆维持在较低水平,债务期限结构合理,整体财务结构稳健

2020 年,随着业务规模的扩大,公司资产总额进一步增长。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,随着公司土地获取及项目的投入,2020 年公司存货余额同比增长 11.71%。2020 年末公司其他应收款有所增长,主要因应收联合营公司往来款有所增长。此外,2020 年末公司货币资金同比增长 17.47%。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。公司投资性房地产以成本模式进行计量,2020 年末公司投资性房地产余额有所增长,主要因在建投资性物业投入增加及存货等其他转入。公司的长期股权投资主要为对合联营企业的投资,2020 年末同比略有增长。

2020 年公司负债总额亦有所增长,主要由预收款项⁸、应付账款、其他应付款和有息债务构成。其中随着销售规模的持续增长,公司预收款项进一步

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。

⁸ 合同负债纳入预收款项进行分析。

增长，2020 年末同比增长 9.32%。2020 年公司债务规模保持平稳，年末有息债务为 2,585.26 亿元，同比基本持平；长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.47 倍，债务期限结构良好。

所有者权益构成方面，2020 年 6 月 11 日公司完成境外上市外资股（H 股）3.16 亿股的配售，募集资金净额人民币 71.65 亿元，其中股本增加 3.16 亿元，资本公积股本溢价 68.50 亿元。同时，得益于公司业务很强的盈利能力，其利润积累进一步夯实自有资本；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较明显的提升。

财务杠杆方面，公司秉承稳健审慎的财务政策，2020 年末及 2021 年 3 月末公司净负债率保持在较低水平，财务结构稳健。

表 8：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.Q1
总资产	15,285.79	17,299.29	18,691.77	19,078.60
流动资产	12,950.72	14,389.89	15,473.87	15,843.32
货币资金	1,884.17	1,661.95	1,952.31	1,965.99
其他应收款	2,443.24	2,354.65	2,494.99	2,549.03
存货	7,503.03	8,970.19	10,020.63	10,207.64
非流动资产	2,335.08	2,909.40	3,217.90	3,235.29
投资性房地产	540.56	735.65	799.54	796.61
长期股权投资	1,295.28	1,304.76	1,418.95	1,423.65
总负债	12,929.59	14,593.50	15,193.33	15,524.28
应付账款	2,295.97	2,672.81	2,956.85	2,899.07
其他应付款	2,274.31	2,506.98	2,127.58	2,081.84
预收款项	5,049.65	5,778.18	6,316.59	6,824.76
短期债务	931.83	938.87	829.13	723.69
长期债务	1,680.24	1,639.65	1,756.13	1,794.39
总债务	2,612.08	2,578.52	2,585.26	2,518.08
所有者权益	2,356.21	2,705.79	3,498.44	3,554.32
未分配利润	917.25	953.52	984.17	997.09
少数股东权益	798.57	825.21	1,253.34	1,297.24
资产负债率（%）	84.59	84.36	81.28	81.37
净负债率（%）	30.89	33.87	18.09	15.53

注：1、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、2020 年末及 2021 年 3 月末“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

2020 年末，公司资产仍主要由流动资产构成，其占总资产的比重保持为 82.78%。截至 2020 年末货币资金和存货合计占流动资产比重达 77.38%。另截至 2021 年 3 月末，流动资产占比及构成与上年末相比变化较小。

表 9：近年来公司主要流动资产分析

	2018	2019	2020	2021.Q1
流动资产/总资产	84.72%	83.18%	82.78%	83.04%
存货/流动资产	57.94%	62.34%	64.76%	64.43%
货币资产/流动资产	14.55%	11.55%	12.62%	12.41%
其他应收款/流动资产	18.87%	16.36%	16.12%	16.09%
（存货+货币资金）/流动资产	72.48%	73.89%	77.38%	76.84%
已完工开发产品（亿元）	639.62	660.34	740.44	-
已完工开发产品/存货	8.52%	7.36%	7.39%	-
在建开发产品+拟开发产品（亿元）	6,852.90	8,298.28	9,267.65	-
（在建开发产品+拟开发产品）/存货	91.33%	92.51%	92.49%	-

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，2020 年末货币资金中受限货币资金占比仅为 4.90%，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 2020 年末其他应收款前五大单位分别为广东省信托房产开发有限公司、成都万科南城置业有限公司、北京宁溪房地产开发有限责任公司、深圳市云上筑建筑有限公司及珠海市懋德诚投商业发展有限公司，均为应收合营往来款，合计占比为 9.47%。

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10：近年来公司周转率相关指标

	2018	2019	2020
存货周转率（次/年）	0.28	0.28	0.31
总资产周转率（次/年）	0.22	0.23	0.23

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

公司经营活动现金流保持净流入状态，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

2020 年，随着销售业绩和回款的增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金保持增长，受益于此，经营活动净现金流持续为正，并呈增长态势。2021 年一季度，由于销售规模大幅增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 86.48%，经营活动净现金流继续保持净流入状态。

2020 年公司总债务规模基本保持不变，其中短期债务在总债务中占比为 32.07%，其债务期限结构仍较为合理。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 74.63%、19.45%和 4.96%，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，2020 年末占比仍维持在 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 11：2018-2020 年末公司债务资金来源分类明细

	2018	2019	2020
银行借款	52.8%	54.5%	52.7%
应付债券	27.2%	24.1%	21.9%
其他借款	20.0%	21.4%	25.4%
合计	100.0%	100.0%	100.0%

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，2020 年公司 EBITDA

对债务的保障能力仍维持在较好水平；公司经调整的 EBIT 对利息的覆盖能力亦较强；同时，公司货币资金充足，对短期债务的覆盖能力很强。同期，公司总债务/销售商品、提供劳务收到的现金仍处于较好水平，回款对其债务形成较好支撑。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.Q1
经营活动净现金流	336.18	456.87	531.88	168.79
销售商品、提供劳务收到的现金	3,981.48	4,327.36	4,722.83	1,152.94
货币资金/短期债务	2.02	1.77	2.35	2.72
总债务	2,612.08	2,578.52	2,585.26	2,518.08
短期债务/总债务	35.67%	36.41%	32.07%	28.74%
总债务/EBITDA	3.32	2.83	2.74	-
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	0.66	0.60	0.55	-
经调整的 EBIT 利息保障倍数	5.77	6.48	6.03	-

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 2020 年末公司共获得银行授信额度 4,456.7 亿元，其中未使用额度为 1,564.5 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 2020 年末，公司受限资产合计为 253.53 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 95.68 亿元、63.98 亿元和 88.77 亿元。受限资产仅占当期末总资产的 1.36%，受限比例很低。

截至 2020 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 154.48 亿元，占净资产的比重为 4.53%，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 2021 年 4 月 19 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

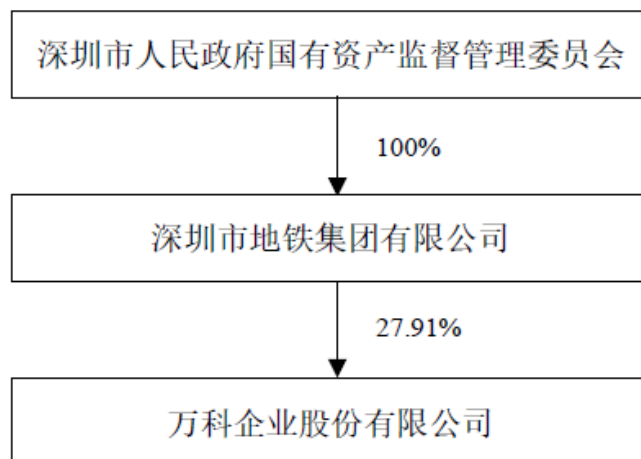
告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持万科企业股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 万科 01”、“21 万科 02”的债项信用等级为 **AAA**。

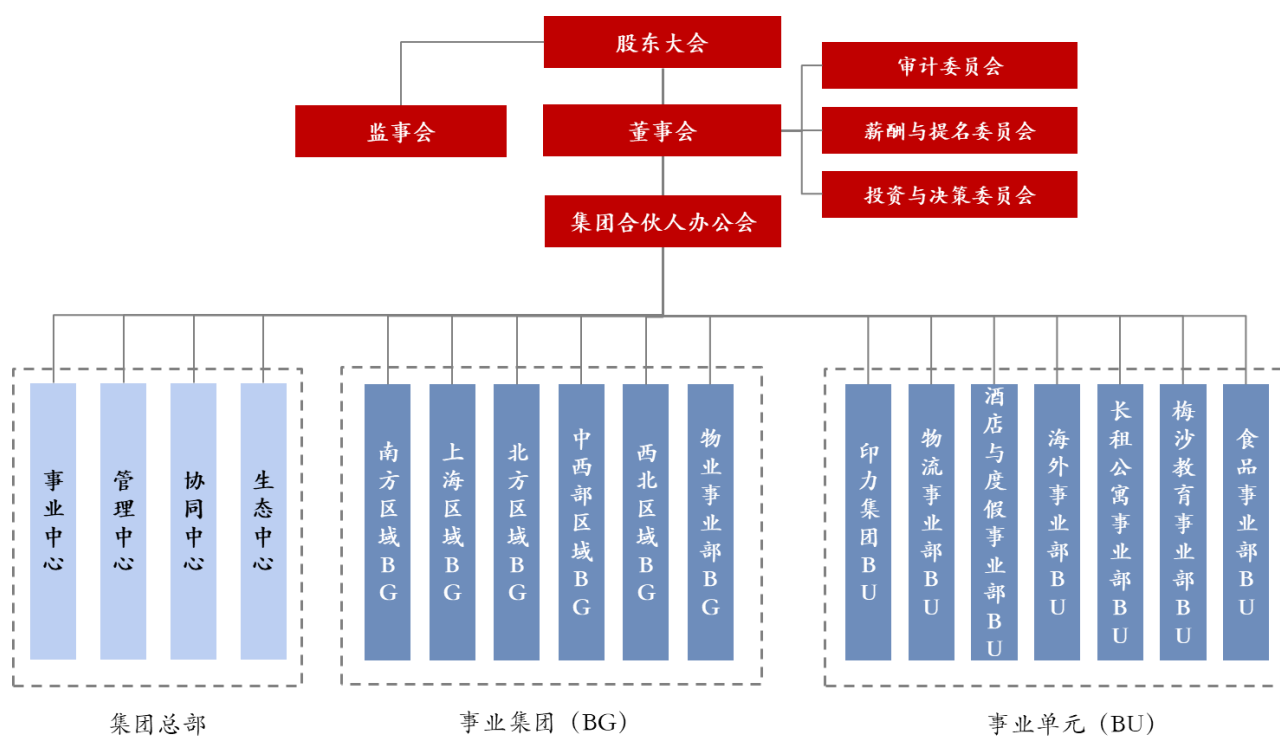
附一：万科企业股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）

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）	2018	2019	2020	2021.Q1
货币资金	18,841,744.68	16,619,459.57	19,523,072.34	19,659,863.87
其他应收款	24,432,414.29	23,546,500.73	24,949,854.55	25,490,313.83
存货净额	75,030,262.74	89,701,903.56	100,206,300.82	102,076,405.12
长期投资	13,221,657.06	13,339,970.43	14,419,418.69	14,472,534.58
固定资产	1,153,379.87	1,239,983.83	1,257,734.27	1,241,615.70
在建工程	191,300.75	417,983.95	323,685.03	326,499.29
无形资产	495,258.50	526,964.72	608,778.13	616,064.32
投资性房地产	5,405,578.48	7,356,467.81	7,995,413.90	7,966,104.52
总资产	152,857,935.65	172,992,945.04	186,917,709.40	190,786,049.27
预收款项（含合同负债）	50,496,537.96	57,781,800.87	63,165,944.16	68,247,578.43
其他应付款	22,743,121.53	25,069,846.07	21,275,835.35	20,818,445.58
短期债务	9,318,339.53	9,388,693.36	8,291,336.38	7,236,903.74
长期债务	16,802,420.12	16,396,529.14	17,561,300.63	17,943,861.10
总债务	26,120,759.65	25,785,222.50	25,852,637.01	25,180,764.85
净债务	7,279,014.97	9,165,762.93	6,329,564.67	5,520,900.97
总负债	129,295,862.65	145,935,033.50	151,933,262.07	155,242,848.79
费用化利息支出	818,133.56	826,897.04	777,194.45	-
资本化利息支出	596,447.62	569,380.24	806,371.93	-
所有者权益合计（含少数股东权益）	23,562,073.00	27,057,911.54	34,984,447.33	35,543,200.49
营业总收入	29,767,933.11	36,789,387.75	41,911,167.77	6,226,409.59
经营性业务利润	6,324,552.48	7,357,280.10	6,859,833.71	356,796.41
投资收益	678,793.45	498,412.68	1,351,187.00	53,597.92
净利润	4,927,229.45	5,513,161.46	5,929,811.64	250,705.07
EBIT	7,564,153.70	8,480,825.99	8,744,769.75	-
EBITDA	7,856,347.32	9,111,386.21	9,443,260.36	-
销售商品、提供劳务收到的现金	39,814,827.04	43,273,595.86	47,228,313.07	11,529,443.20
经营活动产生现金净流量	3,361,818.34	4,568,680.95	5,318,802.22	1,687,943.45
投资活动产生现金净流量	-6,736,443.60	-2,862,673.46	579,706.71	87,168.08
筹资活动产生现金净流量	4,479,764.81	-3,333,821.04	-3,250,425.99	-1,476,682.74
财务指标	2018	2019	2020	2021.Q1
营业毛利率（%）	37.48	36.25	29.25	20.41
期间费用率（%）	8.45	7.30	6.38	10.31
EBITDA 利润率（%）	26.39	24.77	22.53	-
净利润率（%）	16.55	14.99	14.15	4.03
净资产收益率（%）	23.34	21.78	19.12	-
存货周转率(X)	0.28	0.28	0.31	-
资产负债率（%）	84.59	84.36	81.28	81.37
总资本化比率（%）	52.58	48.80	42.49	41.47
净负债率（%）	30.89	33.87	18.09	15.53
短期债务/总债务（%）	35.67	36.41	32.07	28.74
经营活动净现金流/总债务（X）	0.13	0.18	0.21	-
经营活动净现金流/短期债务（X）	0.36	0.49	0.64	-
经营活动净现金流/利息支出（X）	2.38	3.27	3.36	-
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	0.66	0.60	0.55	-
总债务/EBITDA（X）	3.32	2.83	2.74	-
EBITDA/短期债务（X）	0.84	0.97	1.14	-
EBITDA 利息保障倍数（X）	5.55	6.53	5.96	-
经调整 EBIT 利息保障倍数（X）	5.77	6.48	6.03	-

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，本报告对万科企业“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、2020 年末和 2021 年 3 月末“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；3、费用化利息支出不包含“租赁负债的利息支出”。

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
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
经营效率	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
盈利能力	营业毛利率	=(营业收入-营业成本)/营业收入
	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	净利率	=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
偿债能力	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
	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。