

信用评级公告

联合〔2022〕2885号

联合资信评估股份有限公司通过对万科企业股份有限公司及其拟发行的2022年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）的信用状况进行综合分析和评估，确定万科企业股份有限公司主体长期信用等级为AAA，万科企业股份有限公司2022年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二二年五月十二日

万科企业股份有限公司2022年面向专业投资者 公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：不超过 10.00 亿元（含）

本期债券期限：本期债券分为两个品种，品种一为 5 年期（附第 3 年末公司票面利率调整选择权、投资者回售选择权及赎回选择权），品种二期限为 7 年期（附第 5 年末公司票面利率调整选择权、投资者回售选择权及赎回选择权）

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：本期债券募集资金扣除发行费用后拟全部用于偿还公司到期债务和置换已用于偿还到期债务的自有资金或金融机构借款等符合相关法律法规及政策要求的用途

评级时间：2022 年 5 月 12 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对万科企业股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为国内较早从事房地产开发的企业之一，行业经验丰富，龙头地位稳固。公司长期保持稳健的经营风格和财务政策，房地产开发、商业开发与运营、物业服务和物流仓储服务等业务发展态势良好，持续发展能力和穿越行业周期能力强。公司财务政策稳健，账面货币资金充足，流动性充裕。同时，联合资信也关注到房地产行业调控政策趋于长期化背景下未来房地产市场运行存在一定不确定性、公司股权结构较为分散等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流入和 EBITDA 对本期债券保障程度很高。

公司项目储备充足，未来随着公司存量项目进一步实现销售以及商业地产业务进一步拓展，公司经营状况将保持良好。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 1. 公司行业经验丰富，品牌知名度高，品牌溢出效应强。** 公司是全国规模领先的房地产开发企业，有着 30 余年的房地产行业经验，公司销售规模常年稳居行业销售排名前列，行业龙头地位稳固，品牌影响力强。
- 2. 公司土地储备丰富且区域分布分散，多元化经营协同效应逐步发挥，有效分散了经营风险，长期以来经营稳健，穿越周期能力强。** 公司坚持深耕城市圈的战略，土地储备质量较好，业务重点聚焦全国经济最具活力的三大经济圈及中西部重点城市，分散的区域布局可在一定程度上抵御区域轮动风险。同时，公司定位于城乡建设与生活服务商，城市配套服务业务与地产开发业务协同效应逐步发挥，并且能够对公司收入形成有效补充。公司长期以来经营稳健，经历了多轮周期，行业经验丰富，穿越周期能力强。
- 3. 公司财务政策稳健，具有较好的财务弹性。** 公司紧跟房地产市场格局的变化，始终坚持严谨的购地策略，并持续探

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	1
			现金流量	2
		资本结构	1	
		偿债能力	1	
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：赵兮 罗星驰

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址：www.lhratings.com

索多元化的土地获取模式，拿地成本相对合理。公司较大规模的已售未结转项目可为未来业绩提供一定支撑，货币资金充足，现金类资产对短期债务覆盖程度高。公司债务负担适中，期限分布相对均衡且绝大部分为信用借款，融资结构合理，再融资空间大。

关注

1. 2021 年下半年以来房地产市场出现较大波动，长期来看行业高速增长阶段已经结束。2021 年下半年以来房地产市场大幅降温，公司 2021 年经营业绩也有所下降。2021 年，公司签约销售金额同比下降 10.8%；受开发业务毛利率下滑、投资收益回落以及计提资产减值损失等因素影响，公司净利润同比下降 35.80%。从长期来看，房地产行业高速增长阶段已经结束，伴随行业调控政策趋于长期化，未来房地产市场运行存在一定不确定性。
2. 公司股权结构较为分散。公司股权较为分散，且无实际控制人，需关注其股权结构的稳定性。

主要财务数据：

合并口径			
项目	2019年	2020年	2021年
现金类资产（亿元）	1779.59	1954.11	1494.01
资产总额（亿元）	17299.29	18691.77	19386.38
所有者权益（亿元）	2705.79	3498.44	3927.73
短期债务（亿元）	938.87	829.13	586.22
长期债务（亿元）	1639.65	1756.13	2073.43
全部债务（亿元）	2578.52	2585.26	2659.65
营业收入（亿元）	3678.94	4191.12	4527.98
利润总额（亿元）	765.39	796.76	522.23
EBITDA（亿元）	911.14	944.33	670.35
经营性净现金流（亿元）	456.87	531.88	41.13
营业利润率（%）	27.30	22.75	17.17
净资产收益率（%）	20.38	16.95	9.69
资产负债率（%）	84.36	81.28	79.74
全部债务资本化比率（%）	48.80	42.49	40.37
流动比率（%）	113.07	117.45	122.02
经营现金流动负债比（%）	3.59	4.04	0.31
现金短期债务比（倍）	1.90	2.36	2.55
EBITDA 利息倍数（倍）	6.53	5.96	4.98
全部债务/EBITDA（倍）	2.83	2.74	3.97
公司本部（母公司）			
项目	2019年	2020年	2021年
资产总额（亿元）	4477.24	4814.26	5088.12
所有者权益（亿元）	1109.95	1473.34	1578.89
全部债务（亿元）	1721.93	1758.35	1780.78
营业收入（亿元）	40.97	70.71	63.87
利润总额（亿元）	360.51	409.85	249.46
资产负债率（%）	75.21	69.40	68.97
全部债务资本化比率（%）	60.81	54.41	53.00
流动比率（%）	164.86	185.02	203.13
经营现金流动负债比（%）	-5.35	19.13	-9.13

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2. 短期债务包括短期借款、其他流动负债中的短期融资券、一年内到期的长期借款和应付债券，不含已计提的应付利息；长期债务包括长期借款、应付债券；利息支出剔除租赁负债的利息支出

资料来源：公司年报，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2022/2/14	赵兮 罗星驰	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读原文
AAA	稳定	2021/2/7	冯磊 赵兮	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	--

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受万科企业股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

万科企业股份有限公司 2022 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

一、主体概况

万科企业股份有限公司（以下简称“公司”或“万科企业”）前身为1984年5月成立的“现代科教仪器展销中心”。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41332680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.SZ”）。1993年5月28日，公司发行B股在深圳证券交易所上市，并于当年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（以下简称“香港联交所”）上市（证券代码“2202.HK”）。截至2021年底，公司股份总数为116.25亿股，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系公司的第一大股东（持股比例为27.89%）。公司无控股股东及实际控制人，股权较为分散，需关注其股权结构的稳定性。截至2021年底，公司第一大股东不存在对公司进行股权质押的情况。

公司经营范围：兴办实业（具体项目另行申报）；国内商业；物资供销业（不含专营、专控、专卖商品）；进出口业务（按深经发审证字第113号外贸企业审定证书规定办理）；房地产开发。控股子公司主营业务包括房地产开发、物业管理、投资咨询等。

截至2021年底，公司集团总部内设事业中心、管理中心、协同中心、组织中心和监察中心；事业集团内设北京区域BG¹、东北区域BG、华中区域BG、南方区域BG、上海区域BG、西

北区域BG、西南区域BG和物业事业集团BG；事业单元内设印力集团BU²、物流事业部BU、长租公寓事业部BU、酒店与度假事业部BU、海外事业部BU、梅沙教育事业部BU和食品事业部BU。

截至2021年底，公司合并资产总额19386.38亿元，所有者权益3927.73亿元（含少数股东权益1568.20亿元）；2021年，公司实现营业收入4527.98亿元，利润总额522.23亿元。

公司注册地址：深圳市盐田区大梅沙环梅路33号万科中心；法定代表人：郁亮。

二、本期债券概况

本期债券名称为“万科企业股份有限公司2022年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）”。本期债券发行规模不超过10.00亿元（含）。本期债券分为两个品种，品种一为5年期（附第3年末公司票面利率调整选择权、投资者回售选择权及赎回选择权），品种二期限为7年期（附第5年末公司票面利率调整选择权、投资者回售选择权及赎回选择权）。本期债券票面金额为100元。本期债券按面值平价发行。本期债券票面利率为固定利率，票面利率将根据网下询价簿记结果，由公司与簿记管理人按照有关规定，在利率询价区间内协商一致确定。债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。本期债券按年付息，到期一次还本。

本期债券募集资金扣除发行费用后拟全部用于偿还公司到期债务和置换已用于偿还到期债务的自有资金或金融机构借款等符合相关法律法规及政策要求的用途。

本期债券无担保。

¹ BG 为 Business Group 的缩写，指事业集团。

² BU 为 Business Unit 的缩写，指事业部。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2021年，我国统筹经济发展和疫情防控、积极应对经济下行压力，宏观经济政策保持了连贯性、稳定性。积极的财政政策保持了一定力度，加大了对中小微企业的支持，保持了市场主体的活跃度；稳健的货币政策灵活精准，货币供应量和社会融资规模同名义经济增速基本匹配。整体看，2021年实现了“十四五”良好开局，宏观政策稳健有效。

经初步核算，2021年我国国内生产总值114.37万亿元，按不变价计算，同比增长8.10%，两年平均增长³5.11%。分季度来看，GDP当季同比增速在基数影响下逐季回落，分别为18.30%、7.90%、4.90%和4.00%。从两年平均增速来看，上半年我国经济稳定修复，一、二季度分别增长4.95%、5.47%；三季度两年平均增速回落至4.85%，主要是受供给端约束和内生动能不足的共同影响所致；随着保供稳价和助企纾困政策的有力推进，供给端限电限产的约束有所改善，四季度经济增长有所加快，GDP两年平均增速小幅回升至5.19%。

三大产业中，**第三产业增速受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平**。2021年，第一、二产业增加值两年平均增速分别为5.08%和5.31%，均高于疫情前2019年的水平，恢复情况良好；第三产业增加值两年平均增速为5.00%，远未达到2019年7.20%的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

需求端整体表现为外需强、内需弱的格局，内生增长动能偏弱。消费方面，2021年我国社会消费品零售总额44.08万亿元，同比增长12.50%；两年平均增速3.98%，与疫情前水平（2019年为8.00%）差距仍然较大，主要是疫情对消费特别是餐饮等聚集型服务消费造成了

较大冲击。投资方面，2021年全国固定资产投资（不含农户）54.45万亿元，同比增长4.90%；两年平均增长3.90%，较疫情前水平（2019年为5.40%）仍有一定差距。其中，房地产开发投资持续走弱；基建投资保持低位运行；制造业投资持续加速，是固定投资三大领域中的亮点。外贸方面，海外产需缺口、出口替代效应以及价格等因素共同支撑我国出口高增长。2021年，我国货物贸易进出口总值6.05万亿美元，达到历史最高值。其中，出口金额3.36万亿美元，同比增长29.90%；进口金额2.69万亿美元，同比增长30.10%；贸易顺差达到6764.30亿美元，创历史新高。

2021年，CPI温和上涨，PPI冲高回落。

2021年，CPI同比上涨0.90%，扣除食品和能源价格后的核心CPI同比上涨0.80%，总体呈现波动上行的态势；2021年PPI同比上涨8.10%，呈现冲高回落的态势。输入性因素和供给端偏紧等因素推动PPI升至高位，而随着四季度保供稳价政策落实力度不断加大，煤炭、金属等能源和原材料价格快速上涨势头在年底得到初步遏制，带动PPI涨幅高位回落。

2021年，社融增速整体呈现高位回落的态势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至2021年末，社融存量余额为314.13万亿元，同比增长10.30%，增速较2020年末低3个百分点。从结构看，人民币贷款是主要支撑项；政府债券同比大幅下降，但显著高于2019年水平，发行错期效应使得政府债券支撑社融增速在年底触底回升；企业债券融资回归常态；非标融资规模大幅压降，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，M1同比增速持续回落，M2同比增速相对较为稳定，2021年M2-M1剪刀差整体呈扩大趋势，反映了企业融资需求减弱，投资意愿下降。

³为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以2019年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

表 1 2017-2021 年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年 两年平均
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.36	114.37	--
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.20	8.10	5.11
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	9.60	6.15
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	4.90	3.90
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	12.50	3.98
出口增速 (%)	7.90	9.87	0.51	3.62	29.90	--
进口增速 (%)	16.11	15.83	-2.68	-0.60	30.10	--
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.90	--
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	8.10	--
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.10	--
全国居民人均可支配收入增速 (%)	7.32	6.50	5.80	2.10	8.10	5.06
一般公共预算收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	10.70	--
一般公共预算支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	0.30	--

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

财政收入呈现恢复性增长，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.70%，财政收入呈现恢复性增长态势。其中，全国税收收入 17.27 万亿元，同比增长 11.90%，主要得益于经济修复、PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素。同时，2021 年全国新增减税降费超过 1 万亿元，各项减税降费政策得到有效落实。支出方面，2021 年全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.30%。其中，教育、科学技术、社会保障和就业领域支出分别同比增长 3.50%、7.20%、3.40%，高于整体支出增速，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国政府性基金预算收入 9.80 万亿元，同比增长 4.80%。其中国有土地使用权出让收入 8.71 万亿元，同比增长 3.50%，增速较上年（15.90%）明显放缓；全国政府性基金预算支出 11.37 万亿元，同比下降 3.70%，主要是受专项债项目审核趋严、项目落地与资金发放有所滞后等因素影响。

就业形势总体稳定，居民收入增幅放缓。2021 年，全国各月城镇调查失业率均值为 5.10%，低于全年 5.50% 左右的调控目标。2021

我国全国居民人均可支配收入 3.51 万元，实际同比增长 8.10%；两年平均增速 5.06%，仍未恢复到疫情前 2019 年（5.80%）水平，也对居民消费产生了一定的抑制作用。

2. 宏观政策和经济前瞻

2022 年我国经济发展面临“三重压力”，宏观政策以稳增长为重点。2021 年 12 月，中央经济工作会议指出我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱“三重压力”，提出 2022 年经济工作要稳字当头、稳中求进，政策发力适当靠前，宏观政策要稳健有效：积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续；稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕；实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力。在宏观政策托底作用下，2022 年我国经济或将维持稳定增长，运行在合理区间。

2022 年经济增长更加依赖内生动力。从三大需求来看，2022 年出口的拉动作用或将有所减弱，但固定资产投资，尤其是以政府投资为主的基建投资有望发力，房地产投资增速也有望企稳回升；随着疫情影响弱化、居民增收和

相关政策的刺激，消费需求增长可期，2022 年我国经济有望实现更加依赖内生动力的稳定增长。

四、行业分析

1. 房地产行业概况

2021 年房地产市场整体先扬后抑，上半年迎来小阳春，但下半年房地产市场迅速转冷，销售下滑，房企新开工意愿下降。

2021 年初，由于通胀预期上行，国内热点区域房地产迎来“小阳春”，长三角地区部分城市出现抢房现象；但 2021 年下半年以来，部分头部房企出现风险，加之政府按揭管控严格，加剧了购房者观望情绪，销售市场遇冷，商品房市场景气度迅速下滑；由此，房企新开工意愿普遍下降，房地产开发投资资金持续下滑。

房地产开发投资方面，2021 年上半年，全国房地产开投资同比增长 14.97%，但下半年以来，房地产市场遇冷，房地产开发投资下滑明显。2021 年全年，全国房地产开发投资 14.76 万亿元，同比仅增长 4.4%，增速较 2020 年下降 2.6 个百分点，下滑明显。其中住宅投资 11.12 万亿元，同比增长 6.4%，增速较 2020 年下降 1.2 个百分点；办公楼投资 0.60 万亿元，同比下降 8.0%，出现负增长；商业营业用房投资 1.24 万亿元，同比下降 4.8%。除住宅外，其他类型房地产投资均出现负增长。

施工方面，2021 年下半年以来，房地产行业景气度持续下行，房企新开工意愿下降。具体看，2021 年上半年新开工面积同比增长 3.8%，进入 7 月，新开工面积快速下滑，累计新开工面积同比增速转负；2021 年全年新开工面积 19.89 亿平方米，同比下降 11.4%。从施工面积看，2021 年全国房屋施工面积达 97.54 亿平方米，同比增长 5.2%，增速较 2020 年有所回升。由于 2017—2018 年新开工房屋逐步进入竣工期，2021 年全国房屋竣工面积 10.14 亿平方米，同比增长 11.2%。

销售方面，全年商品房销售市场先扬后抑，2021 年上半年商品房销售面积同比增长 27.70%，较 2019 年上半年增长 16.70%。但 2021 年下半年以来，政府管控按揭力度，直接抑制了部分购房者置换需求；此外受恒大事件影响，房企风险事件频发，购房者因担心房屋不能如期交付而不敢购房，且房企为回笼资金促销部分楼盘，楼盘价格下降压低了购房者对未来的预期，商品房市场景气度迅速回落。2021 年 7—12 月，全国商品房单月销售面积同比增速连续 6 个月为负；但得益于上半年销售增长，2021 年全年全国商品房销售面积 17.94 亿平方米，同比增长 1.90%，增速较 2020 年下降 0.7 个百分点；住宅销售面积 15.65 亿平方米，同比增长 1.1%。

2. 土地市场与信贷环境

2021 年上半年第一轮集中供地热度较高，下半年的第二轮土拍市场则迅速转冷，流拍率大幅增长，底价成交成为常态，第三轮土拍市场有所企稳；全年房地产开发到位资金保持增长，但增速继续回落。

土地市场方面，2021 年土地购置面积 2.16 亿平方米，同比下降 15.50%。受集中供地以及地产行业下行等多重因素影响，2021 年土拍市场出现了新景象；2021 年上半年的第一轮集中供地，百强民营房企获取近 50% 的土地，且部分城市地王频出；但下半年以来按揭贷款发放周期受到管控，销售情况持续恶化，叠加融资环境收紧，开发商尤其是民营地产企业拿地意愿显著下降，第二轮集中供地迅速转冷，央企、国企以及地方城投企业成为拿地主力军，底价成交成为常态，且流拍率大幅增长；第三轮集中供地出让条件优化，利润空间有所改善，土拍市场有所企稳。

从房地产开发到位资金来源看，伴随着防风险和调结构的货币政策基调，房地产行业融资明显收缩，其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）仍为房地产开发到位资金的主要

来源：在融资渠道收紧环境下，房地产开发企业对销售回款依赖继续加强。2021年上半年，由于销售情况较好，房地产开发到位资金累计同比增长23.46%；但下半年以来，房企违约事件频发，部分地方政府通过收紧预售资金监管预防交付风险，使得部分房企遭遇了更大的流动性风险。随着预售资金监管收紧及商品房销售市场遇冷，2021年7-12月其他资金（定金

及预收款以及个人按揭贷款）单月同比持续为负且呈扩大趋势；9月底以来，金融管理部门及时对部分金融机构过度收缩行为进行适当矫正，信贷环境边际改善，房企融资压力略有缓解，由此2021年下半年房地产开发到位资金同比下降10.51%。2021年全年房地产开发到位资金合计20.11万亿元，同比增长4.2%，增速较2020年下滑3.4个百分点。

表2 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2019年		2020年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25228.77	14.13	26675.94	13.81	23296.00	11.58
利用外资	175.72	0.10	192.00	0.10	107.00	0.05
自筹资金	58157.84	32.56	63376.65	32.82	65428.00	32.53
其他资金	95046.26	53.21	102870.31	53.27	112301.00	55.83
其中：定金及预收款	61358.88	34.35	66546.83	34.46	73946.00	36.76
个人按揭	27281.03	15.27	29975.81	15.52	32388.00	16.10
合计	178608.59	100.00	193114.90	100.00	201132.00	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

中央坚持“房住不炒”总基调不变，2021年初严查经营贷，2021年下半年以来，在各地保交付政策下，预售资金监管收紧，对房企的流动性产生冲击，房企违约事件频发，对房地产企业的融资产生负面影响；2021年底以来房地产调控政策边际好转但并未有大的改善，但2022年3月的国务院金融委会议表明房地产政策出现转向。

2021年初，房地产市场延续上年底热度，针对个别城市出现“余热不降”的现象，政策

坚定不移地贯彻落实“房住不炒”的定位，采取“因城施策、综合施治”的策略，调控不断升级。中长期看，在“房住不炒”的指导下，房地产调控以“稳地价、稳房价、稳预期”为核心，发展租赁市场及加快保障房建设。2021年底以来房地产调控政策出现边际放松，但并未有大的改善，2022年国务院金融委会议上关于房地产行业要求及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，房地产政策出现转向。2021年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见表3。

表3 2021年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021年2月	自然资源部	重点城市住宅用地实现“两集中”：一是集中发布出让公告，且2021年发布住宅用地公告不能超过3次；二是集中组织出让活动
2021年3月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难
2021年7月	国务院办公厅	发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，要求明确对象标准、引导多方参与、坚持供需匹配、严格监督管理、落实地方责任。发展保障性租赁住房，促进解决新市民、青年人等群体住房困难问题
2021年9月	房地产金融工作座谈会	主要提出两点：①金融部门要围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度；②金融机构要配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益
2021年12月	中央经济工作会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房

		需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022年2-3月	--	地方政府陆续放松房地产调控政策，2022年3月郑州发布房地产新政19条，下调住房贷款利率，取消“认房认贷”，推动货币化安置
2022年3月	全国两会	继续保障好群众住房需求。坚持房住不炒定位，探索新发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022年3月	国务院金融委等	关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。随后央行表态要坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险；银保监会鼓励机构稳妥有序开展并购贷款、重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产行业良性循环和健康发展；证监会继续支持实体经济合理融资，积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策看，2021年上半年，楼市出现小阳春，为防止楼市过热，监管部门严查经营贷流入楼市；2021年下半年以来，地产行业信用违约事件频发、中资房企美元债市场大幅波动等均对房企融资产生冲击，同时为保证交付预

售资金监管从严也限制了房企通过销售回款扩充自有现金。为维护房地产行业平稳健康发展，央行和银保监会等出台相关政策支持优质企业对出现风险的大型地产企业项目进行并购，并统一了预售资金的监管。

表4 2021年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021年3月	银保监会、住建部和央行	全面收紧经营贷监管，强化贷前、贷中、贷后、银行内部、中介机构等多领域管理，严防经营贷违规流入楼市。各地开展个人住房信贷管理自查，监督检查力度有所加大
2021年6月	银保监会	银保监会召开新闻发布会介绍近期房地产行业重点监管工作，会上指出，将防止经营贷违规流入房地产作为常态化监管工作，持续发力，久久为功，促进房地产市场平稳健康发展
2021年7月	央行	“三线四档”规则试点房企核心经营财务指标明显改善，银行业金融机构房地产贷款、个人住房贷款集中度稳步降低。下一步，将继续围绕稳定价、稳房价、稳预期目标，持续完善房地产金融管理长效机制
2021年9月	央行	央行货币政策第三季度例会召开，会上首提房地产两个“维护”：维护房地产的健康发展，维护住房消费者的合法权益
2021年10月	发改委、外管局	继续在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求，同时要求企业不断优化外债结构，共同维护企业自身信誉和市场整体秩序
2021年12月	央行、银保监会	鼓励银行业金融机构做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融支持和服务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目；鼓励银行业金融机构积极为并购企业发行债务融资工具提供服务
2022年1月	住建部、央行和银保监会	地方要采取招标形式确定预售资金监管的银行，在预售资金监管额度方面由各地的市县级城乡建设部门根据项目工程造价、项目情况等多方面进行核定。当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由开发商提取自由使用。但涉及到具体拨付的节点时由各地的市县级城乡建设部门确定

资料来源：联合资信整理

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年底，公司股份总数116.25亿股。公司无控股股东及实际控制人。公司股权较为分散，且无实际控制人，需关注其股权结构的稳定性。

2. 企业规模和竞争力

公司行业地位领先，销售金额和面积常年位列全国房地产企业前三，品牌知名度高，综

合实力强。

公司是全国规模领先的房地产开发企业，有着30余年的房地产行业经验，项目开发经验丰富。公司专注物业开发、销售及管理，业务重点聚焦全国经济最具活力的三大经济圈及中西部重点城市，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。长期以来公司保持稳健的经营风格，在巩固主业房地产开发业务优势的基础上，持续拓展城市配套服务相关业务，商业开发与运营、物业服务和物流仓储服务等

业务发展态势良好，持续发展能力和穿越行业周期能力强。

公司业务和资产规模大，销售金额和面积常年位列全国房地产企业排行前三，行业龙头地位稳固。2019—2021年，公司接连上榜《财富》“世界500强”，分别位列榜单第254位、第208位和第160位。

3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》(中征码:4402000000325267),截至2022年4月6日,公司无不良或关注类信贷信息。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录,联合资信未发现公司存在逾期或违约记录,历史履约情况良好。

截至2022年5月12日,联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司履行了上市公司的相关监管规定,股东大会、董事会、监事会独立运作,法人治理结构完善,整体运行情况良好。

公司根据《公司章程》的有关规定,建立了由股东大会、董事会、监事会、管理层组成的较为健全的公司治理结构。

股东大会是公司的权力机构,依法行使决定公司的经营方针和投资计划等职权。

公司设董事会,对股东大会负责。董事会由十一名董事组成,设董事会主席一人,可以设副主席一至二人。

公司设监事会。监事会由三名监事组成,设监事会主席一名。

公司设总裁一名,由董事会聘任或解聘。总裁每届任期为三年,总裁连聘可以连任。总裁对董事会负责,负责主持公司的生产经营管理工作等。

2. 管理水平

公司部门设置齐全,内部管理制度健全,财务制度严谨规范,整体管理运作情况良好。

公司建立了完整且运行有效的内部控制体系,从公司层面到各业务流程层面均建立了系统的内部控制及必要的内部监督机制,为公司经营管理的合法合规、资产安全、财务报告及相关信息的真实、完整提供了合理保障。

资金管理方面,总部管理中心资金管理职能对公司的融资与结算业务进行统一管理,目前已制定包括《万科集团资金管理制度》《万科集团资金业务操作指引》等在内的制度,明确公司资金管理、结算要求,加强资金业务管理和控制,推动各单位不断提升银企直连覆盖率,从而降低资金使用成本并保证资金安全。各子公司银行账户开销户均需由总部管理中心资金管理职能审批确认;公司主要经营付款由总部管理中心资金管理职能统一结算。同时通过定期编制月度动态资金计划、年度资金计划以加强资金的流动性管理,并对资金收付进行动态跟踪,及时调整投融资决策及资金安排。

财务管理方面,公司执行统一的会计政策,制定统一的会计管理办法和核算规则,及时跟进各类会计政策调整或变化,迭代各类业务的会计核算标准。持续推动业财一体化建设,调整业务流程,明确数据规范,实现90%以上会计凭证自动生成,确保全集团客观、真实、完整地记录各项业务,提供完整、准确的会计信息。建立完善的日常会计管理流程,每月统一安排各业务单位结算工作,规定各环节的具体要求、完成节点,过程中提供专业支持和信息系统支持,保障月度结算工作完成质量。

重大投资管理方面,总部把握投资战略和原则,统筹资源配置及风险管控。由公司管理层组成的投融资工作小组,在董事会授权范围内,对新项目或新业务(包括开发业务、经营

服务业务、其他特殊项目投资等)投资进行决策。总部事业中心投资管理职能负责投资业务的具体管控,根据开发业务和经营服务业务的特点,制定与之匹配的投资标准和管理流程,发布《万科集团新项目发展制度》《万科集团投融资管理办法》《万科集团投融资原则与指引》等制度,制定城市分级清单和投资地图;根据内外部变化,定期发布投资策略指引并进行投资后评估;同时依托投资管理平台进行线上化管理,对新项目和相关文件进行留档。

七、经营分析

1. 经营概况

受结转项目规模影响,近三年公司营业收入持续增长,主营业务突出。受房地产及相关业务毛利率下降影响,公司综合毛利率逐年下降。

公司是全国规模领先的房地产开发企业,长期以来经营稳健,始终坚持严谨的购地策略,业务重点聚焦全国经济最具活力的三大经

济圈及中西部重点城市。近年来,公司围绕“城乡建设与生活服务商”的发展战略,在巩固传统开发业务固有优势的基础上,积极拓展物业服务、租赁住宅、商业开发和运营及物流仓储服务等领域,多元化经营协同效应逐步发挥,有效分散经营风险。

2019—2021年,公司营业总收入持续增长,年均复合增长10.94%。2019—2021年,公司净利润分别为551.32亿元、592.98亿元和380.70亿元,波动下降,年均复合下降16.90%;其中2021年下降35.80%主要系开发业务毛利率下滑、投资收益回落以及计提资产减值损失所致。2019—2021年,公司归属于母公司所有者的净利润分别为388.72亿元、415.16亿元和225.24亿元。

收入构成方面,2019—2021年,公司房地产及相关业务收入逐年增长,占营业收入的比重维持在95%左右;伴随物业服务收入快速增长,物业服务占收入比重有所上升;其他业务收入占比较小。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况(单位:亿元、%)

业务板块	2019年			2020年			2021年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
主营业务收入	3653.54	99.31	35.90	4158.81	99.23	28.95	4497.63	99.33	21.55
其中: 房地产及相关业务	3526.54	95.86	36.52	4004.49	95.55	29.36	4299.32	94.95	21.74
物业服务	127.00	3.45	18.57	154.32	3.68	18.33	198.31	4.38	17.42
其他业务收入	25.40	0.69	86.15	32.31	0.77	66.90	30.35	0.67	63.23
合计	3678.94	100.00	36.25	4191.12	100.00	29.25	4527.98	100.00	21.82

注: 毛利率=(收入-成本)/收入*100%; 其他业务收入主要包括向联合管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

2019—2021年,受行业调控及土地市场竞争激烈等因素影响,公司结算项目地价占售价比上升,房地产及相关业务毛利率呈逐年下降态势;物业服务业务毛利率基本保持稳定。2019—2021年,公司综合毛利率分别为36.25%、29.25%和21.82%。

2. 房地产开发业务

(1) 土地储备情况

公司坚持审慎的拿地策略,拿地节奏有所

放缓,拿地成本仍然相对合理。此外,公司土地储备区域集中度不高,分散布局在一定程度上有利于抵御区域轮动风险。

公司采取理性的投资策略,在做好安全与发展平衡、风险与收益匹配的前提下发掘各类项目资源,坚持审慎投资。2019—2021年,公司新增权益规划建筑面积逐年下降,但新获取土地楼面均价呈逐年上升态势,整体新增权益地价总额波动增长。

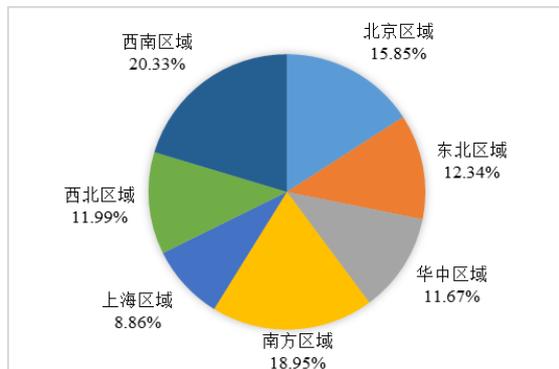
表 6 公司获取土地储备情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年
项目数量 (个)	147	168	148
新增全口径规划建筑面积 (万平方米)	3717	3367	2667
新增权益规划建筑面积 (万平方米)	2478	2059	1901
新增权益地价总额 (亿元)	1550	1382	1402
楼面均价 (元/平方米)	6252	6710	6942
期末全口径待建面积 (万平方米)	5394	5051	4522
期末权益待建面积 (万平方米)	3360	3127	2910

注：公司的土地储备口径为拟建项目建筑面积数据，不包括在建项目相关数据
资料来源：公司年报

截至2021年底，公司全口径待建面积4522万平方米（权益待建面积2910万平方米）。其中，北京区域、东北区域、华中区域、南方区域、上海区域、西北区域和西南区域占比分别为15.85%、12.34%、11.67%、18.95%、8.86%、11.99%和20.33%，区域布局相对均衡，可在一定程度上抵御区域轮动风险。

图 1 截至2021年底公司待建面积区域分布情况



资料来源：联合资信根据企业年报整理

(2) 项目建设开发情况

公司开竣工进度受市场环境、新增土地储备等因素影响较大，但在建项目及拟建项目体量较大，可为公司未来发展提供保障；此外，公司大规模的开发建设也会带来相应的投资建设资金支出压力。

公司根据市场环境变化、销售回款及土地储备等情况适时调整开发节奏。随着拿地节奏的放缓，2019年以来，公司新开工面积有所下滑，但竣工面积有所增加。2021年，公司开发业务新开工计容面积约3265万平方米，同比下

降17.6%，完成年初计划的103.7%；开发业务实现竣工计容面积约3571万平方米，同比增长5.6%，完成年初计划的99.6%。

表 7 公司房地产开发主要指标 (单位: 万平方米)

项目	2019 年	2020 年	2021 年
新开工面积	4241	3960	3265
竣工面积	3008	3382	3571
全口径在建建筑面积	10256	10788	10367
权益在建建筑面积	6170	6381	6428

资料来源：公司年报

在建及拟建项目方面，截至 2021 年底，公司在建项目总计容建筑面积约 10367 万平方米（权益计容建筑面积约 6428 万平方米），规划中项目总计容建筑面积约 4522 万平方米（权益计容建筑面积约 2910 万平方米）。此外，公司还参与了一批旧城改造项目，按当前规划条件，总计容建筑面积约 535 万平方米。考虑到上述在建、拟建及旧城改造项目存在一定的建设资金需求，公司存在一定的开发支出压力；但公司的销售资金回笼及较强的融资能力可在一定程度上缓解该压力。

(3) 房产销售情况

公司行业龙头地位稳固，在多个城市市场排名位列前三；同时公司已售未结资源规模较大，为后续收入结转提供了有力支撑。2021 年，受行业增速放缓、公司拿地趋于谨慎等因素影响，公司开发业务销售规模有所下降。

2019—2021年，公司全口径签约销售面积波动下降，销售均价波动上升，整体签约销售

金额波动下降。2019—2020年，公司销售业绩保持增长，全口径签约销售金额分别同比增长3.9%和11.6%。2021年，受行业增速放缓、公司推盘趋于谨慎等因素影响，公司签约销售面积和金额有所下降。2021年，公司实现签约销售面积3808万平方米，签约销售金额6278亿元，分别同比下降18.4%和10.8%；所销售的产品中，住宅占86.4%，商办占9.7%，其它配套占3.9%；2021年，公司在全国商品房市场的份额约3.5%，销售金额在武汉、成都、南京、郑州等20个城市位列第一，在上海、深圳、天津、福州等18个城市排名第二，在广州、杭州、重庆、哈尔滨等城市排名第三。

截至2021年底，公司合并报表范围内有4674万平方米已售资源未竣工结算，对应合同金额合计约7108亿元，为后续收入结转提供了有力支撑。

表 8 公司房地产销售情况

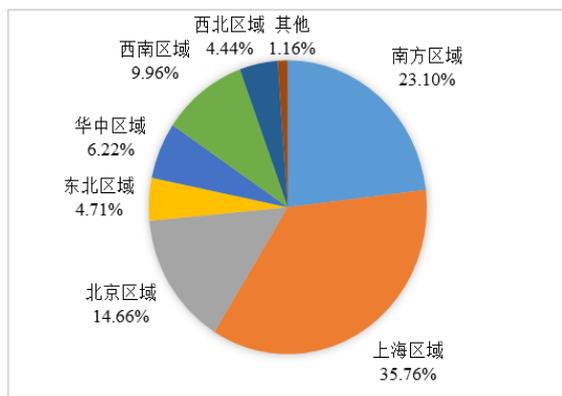
项目	2019年	2020年	2021年
全口径销售面积（万平方米）	4112	4667	3808
全口径销售金额（亿元）	6308	7041	6278
销售均价（元/平方米）	15340	15086	16487
已售未结转面积（万平方米）	4289	4919	4674
已售未结转金额（亿元）	6091	6982	7108

资料来源：公司年报，联合资信整理

从销售区域来看，公司坚持城市圈的市场布局策略，其项目区域分布整体相对均衡，能够降低区域集中度对公司经营的影响。

图2 2021年公司房地产销售区域分布情况

（按金额统计）



资料来源：联合资信根据公司年报整理

3. 其他业务

公司定位于城乡建设与生活服务商，公司其他业务基本与房地产行业相关，城市配套服务业务与地产开发业务协同效应逐步发挥，有效分散了经营风险，并且能够对公司收入形成有效补充。

（1）物业服务

公司物业服务业务主要由旗下子公司万物云空间科技服务股份有限公司（以下简称“万物云”）负责运营。

2021年，万物云实现营业收入（含对公司内和对外营业收入）240.4亿元，同比增长32.1%。其中，社区空间服务收入134.6亿元（占比56.0%），同比增长22.9%；商企和城市空间服务收入87.2亿元（占36.2%），同比增长38.1%；AIoT（人工智能物联网）及BPaaS（流程即服务）解决方案服务收入18.6亿元（占7.8%），同比增长99.5%。

2021年，万物云项目覆盖全国一二线城市，在管项目总数4393个，在管面积7.8亿平方米，在管面积同比增长35.9%。合同管理项目总数5553个，合同管理面积10.1亿平方米，合同管理面积同比增长38.0%。

公司拟分拆所属子公司万物云到香港联交所主板独立上市，中国证券监督管理委员会已对万物云提交的关于境外首次公开发行股份申请材料进行审查，经审查符合法定形式，决定对该行政许可申请予以受理。2022年4月2日，公司发布的《关于万物云向香港联交所提交上市申请的公告》显示，万物云于2022年3月31日通过其联席保荐人向香港联交所呈交上市申请，以申请万物云的股份于香港联交所主板上市及批准买卖。

（2）租赁住宅

公司积极布局租赁住宅市场，旗下“泊寓”是全国最大的集中式公寓提供商，为新进入城市的青年提供综合租住服务。2021年，公司租赁住宅业务（含非并表项目）实现营业收入28.9亿元，同比增长13.9%。2021年，泊寓新获取

房间2.76万间，净新增开业1.71万间。截至2021年底，共运营管理长租公寓20.87万间，累计开业15.95万间，业务布局全国33个城市，其中在深圳、福州、济南、沈阳、天津、西安、长春、广州、北京、成都、武汉、合肥等城市在开业数量上排名领先。

(3) 商业开发与运营

公司商业物业开发与运营业务包含消费中心、社区商业等业务形态。印力集团控股有限公司（以下简称“印力集团”）为公司主要商业物业开发与运营平台。

截至2021年底，公司累计开业211个商业项目（含113个社区商业项目），建筑面积1139.16万平方米。其中，2021年新开业项目34个，建筑面积206.87万平方米。此外，规划中和在建商业建筑面积为401.31万平方米。

其中，印力集团累计开业105个商业项目（含25个社区商业，32个轻资产输出管理），建筑面积875万平方米。2021年新开业项目15个，建筑面积135万平方米，此外，规划中和在建商业建筑面积为102.7万平方米。

2021年，公司商业业务（含非并表项目）营业收入76.22亿元，同比增长20.57%。其中，印力集团管理的商业项目营业收入52.3亿元，同比增长23.9%，同店同比收入增长12.1%，整体出租率95.3%。

(4) 物流仓储服务

公司以万纬物流发展有限公司（以下简称“万纬物流”）为物流仓储服务及供应链解决方案平台。2021年，公司物流业务（含非并表项目）实现营业收入31.6亿元，同比增长68.9%。

2021年万纬物流继续完善核心节点布局，新获取管理项目3个，可租赁建筑面积21万平方米。目前，万纬物流在全国46个城市运营管理152个仓储项目，可租赁建筑面积1136万平方米。其中高标库125个，可租赁建筑面积998万平方米；冷链园区38个（含干冷混合项目11个），可租赁建筑面积138万平方米，可租赁托盘数量133万托。依托遍布全国重要物流节点

城市的高标仓储和冷链物流网络，万纬物流可为客户提供多元化的供应链服务。

2021年，万纬物流新开业141万平方米。其中，新开业17个高标库，可租赁建筑面积114万平方米；新开业8个冷链园区，可租赁建筑面积27万平方米。截至2021年底，累计开业项目可租赁建筑面积828万平方米。2021年，万纬物流稳定期的高标库出租率为93%，冷链稳定期的使用率为75%。

2021年，万纬物流增资扩股，引入了新加坡政府投资公司（GIC）、淡马锡等四家战略投资者，资本实力进一步加强。

4. 经营效率

2019—2021年，公司经营效率指标呈上升态势。

从经营效率指标看，2019—2021年，公司流动资产周转次数分别为0.27次、0.28次和0.29次；公司存货周转率分别为0.28次、0.31次和0.34次；总资产周转率分别为0.23次、0.23次和0.24次，均呈上升态势。与同行业上市公司比较情况看，公司经营效率指标适中。

表9 2021年同行业公司经营效率对比情况

（单位：次）

企业简称	存货周转次数	流动资产周转次数	总资产周转次数
新城控股	0.51	0.42	0.31
招商蛇口	0.31	0.26	0.20
华润置地	0.40	0.36	0.24
公司	0.34	0.29	0.24

注：为了便于对比，上表公司相关数据来自 Wind

数据来源：Wind

5. 未来发展

2022年，公司将坚持稳健经营，继续提升整体经营水平与竞争力。

2022年，公司将重点围绕以下方向开展工作：

一是坚持稳健经营、保持健康的财务状况。公司将继续加强现金流管理，持续优化债务结构与融资成本。

二是实现开发业务的止跌企稳，充分发挥开发经营本部的统筹管理作用，提升整体经营水平。

三是经营服务业务继续提升经营效率和竞争力，争取更大的发展空间和更好的回报水平。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2019—2021 年度审计报告经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计，上述事务所出具了标准无保留审计意见。公司主营业务一直是房地产开发与经营，未发生重大变化，财务数据可比性较强。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 19386.38 亿元，所有者权益 3927.73 亿元（含

少数股东权益 1568.20 亿元）；2021 年，公司实现营业收入 4527.98 亿元，利润总额 522.23 亿元。

2. 资产质量

2019—2021 年末，公司资产规模持续增长，资产构成符合房地产开发企业资产结构特征，以流动资产为主。公司货币资金充裕，资产受限程度很低，整体资产质量很好。

2019—2021 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 5.86%。截至 2021 年底，公司合并资产总额较上年底增长 3.72%，主要系流动资产增加所致。公司资产以流动资产为主。

表 10 2019—2021 年末公司资产及负债主要构成情况

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	14389.89	83.18	15473.87	82.78	16002.68	82.55
货币资金	1661.95	9.61	1952.31	10.44	1493.52	7.70
其他应收款	2354.65	13.61	2494.99	13.35	2660.61	13.72
存货	8970.19	51.85	10020.63	53.61	10756.17	55.48
非流动资产	2909.40	16.82	3217.90	17.22	3383.70	17.45
长期股权投资	1304.76	7.54	1418.95	7.59	1444.49	7.45
投资性房地产	735.65	4.25	799.54	4.28	859.53	4.43
资产总额	17299.29	100.00	18691.77	100.00	19386.38	100.00
流动负债	12726.10	87.20	13174.93	86.72	13114.46	84.84
应付账款	2672.81	18.32	2956.85	19.46	3304.11	21.37
其他应付款	2506.98	17.18	2127.58	14.00	1920.66	12.42
一年内到期的非流动负债	806.46	5.53	604.62	3.98	479.32	3.10
合同负债	5770.47	39.54	6307.47	41.51	6368.59	41.20
非流动负债	1867.40	12.80	2018.40	13.28	2344.19	15.16
长期借款	1143.20	7.83	1320.37	8.69	1543.22	9.98
应付债券	496.46	3.40	435.76	2.87	530.21	3.43
负债总额	14593.50	100.00	15193.33	100.00	15458.65	100.00

注：资产类科目占比指单个资产科目占同期末资产总额的比重，负债类科目占比指单个负债科目占同期末负债总额的比重

资料来源：公司年报，联合资信整理

2019—2021 年末，公司货币资金波动下降，年均复合下降 5.20%。截至 2021 年底，公司货币资金较上年底下降 23.50%，其中银行存款占比 99.46%，其他货币资金占比 0.53%。银行存款中含有受限使用资金为 86.44 亿元，占货币资金的 5.79%。截至 2021 年底，公司预售监管资金为 538.65 亿元，占货币资金的 36.07%。

公司其他应收款主要包括土地及其他保证金、合作方经营往来款和应收联营/合营企业款等。2019—2021 年末，公司其他应收款持续增长，年均复合增长 6.30%。截至 2021 年底，公司其他应收款较年初增长 6.64%。其中，按交易方归集的年末余额前五名其他应收款余额合计占比 9.75%，集中度一般。其他应收款累计计提坏账准备 19.84 亿元，计提比例

0.74%。公司其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用。

2019—2021年末，公司存货持续增长，年均复合增长9.50%，主要系项目获取及开发建设投入增加所致。截至2021年底，公司存货较年初增长7.34%。其中已完工开发产品占8.08%、在建开发产品占77.01%、拟开发产品占14.81%；公司按照市场价格状况和项目实际销售情况，对项目可变现净值进行测试后对部分项目计提了存货跌价准备，截至2021年底公司对廊坊朗润园、涿州新辰之光和合肥未来之光等项目累计计提跌价准备61.80亿元，占存货账面余额的0.57%。

2019—2021年末，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长5.22%，主要系公司加大对合营/联营企业的投资所致。截至2021年底，公司长期股权投资较上年底增长1.80%。其中对合营企业投资占比45.14%，对联营企业投资占比54.86%。

公司投资性房地产按成本计量。2019—2021年末，公司投资性房地产持续增长，年均复合增长8.09%。截至2021年底，公司投资性房地产较上年底增长7.50%。

截至2021年底，公司所有权或使用权受限制的资产合计229.03亿元（包括银行存款中含有的受限使用资金86.44亿元、用于借款抵押的存货48.99亿元、用于借款抵押的投资性房地产88.67亿元、用于借款抵押的固定资产4.45亿元和用于借款抵押的无形资产0.48亿元），占总资产的1.18%。此外，截至2021年底，公司货币资金中含有预售监管资金538.65亿元。整体看，公司资产受限比例很低。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2019—2021年末，公司所有者权益持续增长，权益结构中盈余公积、未分配利润和少数股东权益占比较大。

2019—2021年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长20.48%，主要系未分配利润

和盈余公积增加所致。截至2021年底，公司所有者权益3927.73亿元，较上年底增长12.27%。其中，归属于母公司所有者权益占比为60.07%，少数股东权益占比为39.93%，少数股东权益占比有所上升，主要系合作方投入增加所致。在所有者权益中，股本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占2.96%、5.24%、-0.04%、28.31%和23.60%。所有者权益中盈余公积、未分配利润和少数股东权益占比较大。

(2) 负债

2019—2021年末，受业务规模扩大影响，公司负债规模逐年增长；整体债务负担适中，债务期限结构分布相对均衡，信用借款占比高。

2019—2021年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长2.92%。截至2021年底，公司负债总额较上年底增长1.75%，公司负债以流动负债为主。

公司应付账款主要为应付及预提工程款和应付地价等。2019—2021年末，公司应付账款持续增长，年均复合增长11.18%。截至2021年底，公司应付账款较上年底增长11.74%，主要系公司开发项目规模较大，应付及预提工程款增加所致。公司无账龄超过一年的重要应付账款。

公司其他应付款主要由应付股权款与合作公司往来及其他、应付合营/联营企业款和土地增值税清算准备金构成。2019—2021年末，公司其他应付款持续下降，年均复合下降12.47%。截至2021年底，公司其他应付款较上年底下降9.73%。

公司合同负债主要涉及公司客户的房地产销售合同中收取的预收款。2019—2021年末，公司合同负债持续增长，年均复合增长5.05%。截至2021年底，公司合同负债较上年底增长0.97%。

2019—2021年末，公司长期借款持续增长，年均复合增长16.19%。截至2021年底，

公司长期借款较上年底增长 16.88%。其中，信用借款占 98.65%，质押借款占 0.54%，抵押借

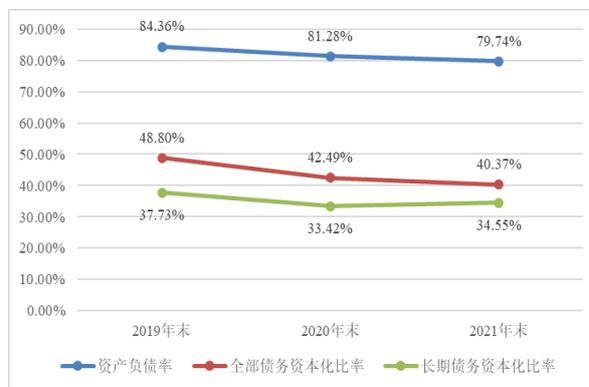
款占 0.81%。

图 3 2019-2021 年末公司债务结构 (单位: 亿元)



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

图 4 2019-2021 年末公司债务杠杆水平



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

有息债务方面, 2019—2021 年末, 公司全部债务⁴持续小幅增长, 年均复合增长 1.56%。截至 2021 年底, 公司全部债务 2659.65 亿元, 较上年底增长 2.88%, 债务结构以长期债务为主。从融资渠道来看, 公司银行借款占 56.10% (融资成本区间为 Libor 按约定利率上浮 ~5.88%)、应付债券占 21.82% (融资成本区间为 1.90%~5.35%)、其他借款占 22.09% (融资成本区间为 2.99%~6.16%); 分境内境外来看, 境内债务占 75.8%、境外债务占 24.2%。从债务指标看, 2019—2021 年末, 公司资产负债率和全部债务资本化比率持续下降, 长期债务资本化比率波动下降。整体看, 公司债务负担适中且债务期限分布相对均衡。

表 11 截至 2021 年底公司债务期限分布情况

期限	占比
1 年以内 (含 1 年)	22.04%
1~2 年 (含 2 年)	28.44%
2~3 年 (含 3 年)	21.89%
3~5 年 (含 5 年)	15.31%
5 年以上	12.32%
合计	100.00%

资料来源: 公司提供

⁴全部债务包括短期借款、长期借款、其他流动负债中的短期融资券、应付债券、一年内到期的长期借款和应付债券, 不含已计提的应付利息。

4. 盈利能力

2019—2021 年, 随着结转规模的扩大, 公司营业收入持续增长, 但 2021 年利润总额同比发生下滑; 合联营公司产生的投资收益对利润形成一定补充, 公司整体盈利能力很强。

2019—2021 年, 公司营业收入变动情况详见经营分析部分。2019—2021 年, 公司利润总额波动下降, 年均复合下降 17.40%。2021 年, 公司利润总额 522.23 亿元, 同比下降 34.46%, 主要系公司毛利率下滑、投资收益回落以及计提减值所致。

从期间费用看, 2019—2021 年, 公司费用总额波动增长, 年均复合增长 2.23%。2021 年, 公司费用总额为 280.77 亿元, 同比增长 5.02%, 主要系销售费用增加所致, 在销售额下降同时销售费用有所上升, 显示公司销售难度有所加大。

利润构成方面, 2019—2021 年, 公司投资收益波动增长, 年均复合增长 15.20%, 主要系权益法确认的长期股权投资收益波动增长所致。其中对联营企业和合营企业的投资收益 37.91 亿元、97.40 亿元和 48.89 亿元; 投资收益占营业利润的比重分别为 6.51%、16.90%和 12.59%, 投资收益为营业利润提供一定补充。2019—2021 年, 公司资产减值损失分别为

16.49 亿元、19.81 亿元和 35.14 亿元，2021 年公司对部分项目和股权投资计提较大规模资产减值，对营业利润造成一定侵蚀。

盈利指标方面，2019—2021 年，公司营业利润率分别为 27.30%、22.75% 和 17.17%，总资产收益率分别为 12.00%、11.02% 和 6.80%，净资产收益率分别为 20.38%、16.95% 和 9.69%，均持续下降。

表 12 2021 年同行业公司盈利情况对比（单位：%）

证券简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
新城控股	20.45	3.59	22.93
招商蛇口	25.47	3.10	9.88
华润置地	26.97	6.64	4.31
公司	21.82	2.96	9.78

注：为了便于对比，上表公司相关数据来自 Wind，联合资信与 Wind 计算口径存在一定差异

数据来源：Wind

5. 现金流

2019—2021 年，公司经营活动现金流持续净流入，但 2021 年净流入规模同比显著下降；2021 年，公司投资活动现金流净额由正转负；2019 年以来，公司筹资活动现金流持续净流出。

表 13 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
经营活动现金流入小计	4698.49	5083.62	4842.16
经营活动现金流出小计	4241.62	4551.74	4801.03
经营现金流量净额	456.87	531.88	41.13
投资活动现金流入小计	159.34	305.64	163.87
投资活动现金流出小计	445.60	247.67	426.67
投资活动现金流量净额	-286.27	57.97	-262.81
筹资活动前现金流量净额	170.60	589.85	-221.68
筹资活动现金流入小计	1233.94	1539.36	1610.07
筹资活动现金流出小计	1567.32	1864.40	1841.11
筹资活动现金流量净额	-333.38	-325.04	-231.04

资料来源：公司年报

从经营活动来看，2019—2021 年，公司经营活动现金流入波动增长，年均复合增长 1.52%；经营活动现金流出持续增长，年均复

合增长 6.39%。综上，2019—2021 年，公司经营现金净额持续净流入，但 2021 年净流入规模同比下降较多。

从投资活动来看，2019—2021 年，公司投资活动现金流入波动增长，年均复合增长 1.41%；投资活动现金流出波动下降，年均复合下降 2.15%，其中 2021 年同比增长 72.27% 主要系取得子公司及其他营业单位支付的现金净额增多所致。综上，2019—2021 年，公司投资活动现金净额有所波动，2021 年公司对外投资款项有所增加，投资活动现金净额由净流入转为净流出。

2019—2021 年，公司筹资活动前活动产生的现金流量净额分别为 170.60 亿元、589.85 亿元和 -221.68 亿元。

从筹资活动来看，2019—2021 年，公司筹资活动现金流入持续增长，年均复合增长 14.23%，公司筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出波动增长，年均复合增长 8.38%，公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金。2019—2021 年，公司筹资活动现金流持续净流出。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标和长期偿债指标均表现很强，融资渠道畅通。考虑到公司作为国内龙头房地产开发企业之一，项目储备充裕，盈利能力很强，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债指标看，2019—2021 年，公司流动资产对流动负债的保障程度以及现金类资产对短期债务的保障程度均表现良好。整体看，公司短期偿债指标表现很强。

从长期偿债指标看，2019—2021 年，公司 EBITDA 对利息以及 EBITDA 对全部债务的覆盖程度均表现良好。整体看，公司长期偿债指标表现很强。

表 14 公司偿债指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年
短期偿债能力	流动比率 (%)	113.07	117.45	122.02
	速动比率 (%)	42.59	41.39	40.01
	经营现金流动负债比 (%)	3.59	4.04	0.31
	现金类资产/短期债务 (倍)	1.90	2.36	2.55
长期偿债能力	EBITDA (亿元)	911.14	944.33	670.35
	全部债务/EBITDA (倍)	2.83	2.74	3.97
	EBITDA 利息倍数 (倍)	6.53	5.96	4.98

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

对外担保方面，截至2021年底，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139.38亿元，占净资产的比重为3.55%。

未决诉讼方面，截至2021年底，公司无重大诉讼、仲裁事项。

银行授信方面，截至2021年底，公司获得主要合作银行授信额度4456.69亿元，其中尚未使用的授信余额1694.81亿元，间接融资渠道通畅；公司作为A股和H股上市公司，融资渠道多元。

7. 母公司财务分析

公司母公司资产以其他应收款为主；负债以其他应付款、长期借款和一年内到期的非流动负债为主；所有者权益中盈余公积占比高；母公司收入规模不大，利润以投资收益为主。

截至 2021 年底，母公司资产总额 5088.12 亿元，较上年底增长 5.69%，主要系非流动资产增加所致，资产结构以流动资产为主（占 86.56%）。从构成看，母公司资产主要由货币资金（占 9.89%）、其他应收款（占 76.67%）和长期股权投资（占 12.65%）构成。截至 2021 年底，母公司货币资金为 502.96 亿元。

截至 2021 年底，母公司负债总额 3509.23 亿元，较上年底增长 5.04%，负债结构以流动负债为主（占 61.79%）。从构成看，母公司负债主要由其他应付款（占 46.76%）、一年内到期的非流动负债（占 9.73%）、长期借款（占 31.80%）和应付债券（占 6.41%）构成。母公司 2021 年资产负债率为 68.97%，较 2020 年下降 0.43 个百分点。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 1578.89 亿元，较上年底增长 7.16%，主要系盈余公积增加所致。在所有者权益中，股本为 116.25 亿元（占 7.36%）、资本公积合计 229.27 亿元（占 14.52%）、未分配利润合计 121.50 亿元（占 7.70%）、盈余公积合计 1111.87 亿元（占 70.42%）。

2021 年，母公司营业收入为 63.87 亿元，利润总额为 249.46 亿元，主要来源为投资收益（224.32 亿元）。

现金流方面，2021 年，母公司经营活动现金流净额为-197.91 亿元，投资活动现金流净额 13.81 亿元，筹资活动现金流净额-237.28 亿元。

九、本期公司债券偿还能力分析

公司作为国内规模领先的房地产开发企业，在行业经验、市场品牌等方面具有极强竞争优势，能够通过持续经营达到较高的盈利水平，联合资信认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

1. 本期公司债券对现有债务的影响

截至 2021 年末，公司全部债务 2659.65 亿元，本期债券发行规模不超过 10.00 亿元（含），对公司债务负担影响一般。

以 2021 年底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 79.74%、40.37% 和 34.55% 上升至 79.75%、40.47% 和 34.66%，公司负债水

平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期债券募集资金扣除发行费用后拟全部用于偿还公司到期债务和置换已用于偿还到期债务的自有资金或金融机构借款等符合相关法律法规及政策要求的用途，公司实际债务负担或将轻于上述预测值。

2. 本期债券偿还能力分析

以 2021 年底财务数据为基础，考虑本期债券发行后公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对长期债务的保障情况，公司对本期债券偿还能力极强。

表 15 本期债券偿还能力测算

项目	2021 年
发行后长期债务*（亿元）	2083.43
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	2.32
发行后长期债务/EBITDA（倍）	3.11

注：发行后长期债务为将本期债券发行额度计入后测算的长期债务总额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十、结论

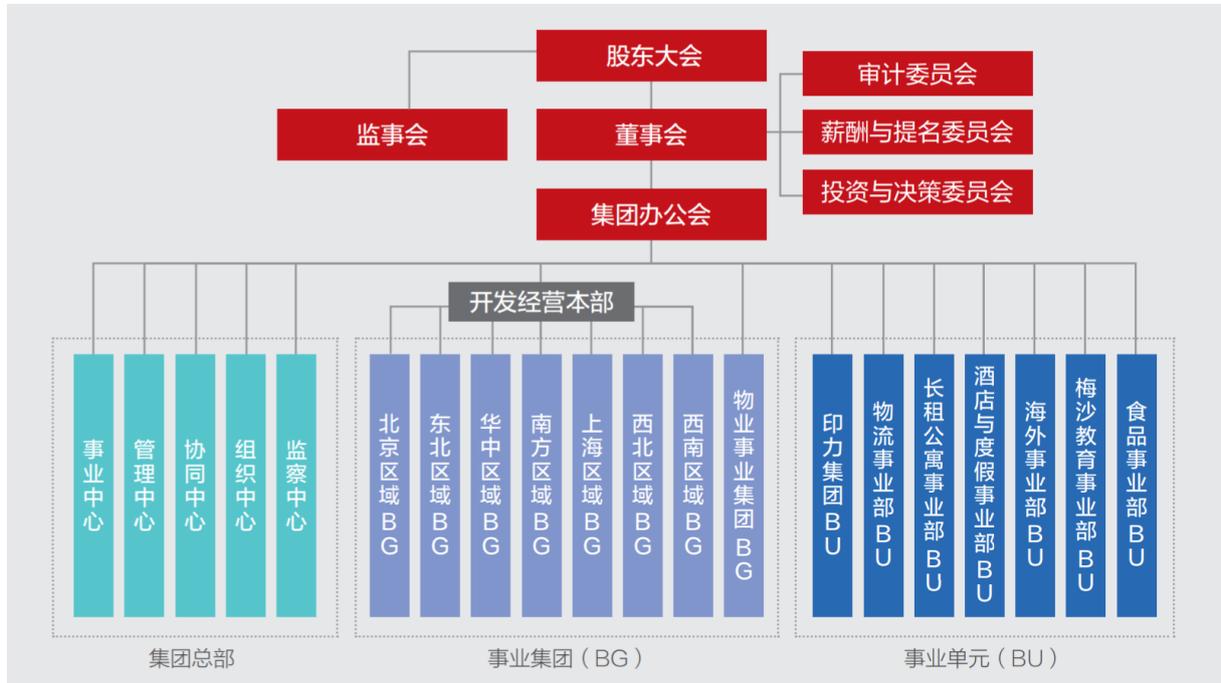
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为AAA，本期债券信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年末万科企业股份有限公司前十大股东明细

序号	股东名称	持股数量 (股)	占总股本比例 (%)
1	深圳市地铁集团有限公司	3242810791	27.89
2	HKSCC NOMINEES LIMITED	1901059172	16.35
3	深圳盈嘉众实业合伙企业 (有限合伙)	438703992	3.77
4	香港中央结算有限公司	340662342	2.93
5	中央汇金资产管理有限责任公司	185478200	1.60
6	招商财富-招商银行-德赢 1 号专项资产管理计划	146255820	1.26
7	中国证券金融股份有限公司	132669394	1.14
8	深圳盈安财务顾问企业 (有限合伙)	122230826	1.05
9	新华人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-018L-FH002 深	81623145	0.70
10	兴业银行股份有限公司-兴全趋势投资混合型证券投资基金	78988122	0.68

资料来源: 公司年报

附件 1-2 截至 2021 年末万科企业股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年末万科企业股份有限公司 主要城市公司、主要物业管理公司及其他主要经营子公司情况

序号	企业名称	注册地	币种	注册资本(千元)	表决权
1	深圳市万科发展有限公司	深圳	人民币	600000.00	100%
2	广州万科企业有限公司	广州	人民币	5000000.00	100%
3	上海万科企业有限公司	上海	人民币	10000000.00	100%
4	北京万科企业有限公司	北京	人民币	2000000.00	100%
5	佛山市万科置业有限公司	佛山	人民币	60000.00	100%
6	东莞市万科房地产有限公司	东莞	人民币	300000.00	100%
7	珠海万科发展有限公司	珠海	人民币	10000.00	100%
8	厦门市万科企业有限公司	厦门	人民币	1200000.00	100%
9	福州市万科发展有限公司	福州	人民币	20000.00	100%
10	海南万科企业管理有限公司	海南	人民币	10000.00	100%
11	南京万科企业有限公司	南京	人民币	150000.00	100%
12	苏州万科企业有限公司	苏州	人民币	100000.00	100%
13	宁波万科企业有限公司	宁波	人民币	150000.00	100%
14	合肥万科企业有限公司	合肥	人民币	200000.00	100%
15	唐山万科房地产开发有限公司	唐山	人民币	200000.00	100%
16	天津万科房地产有限公司	天津	人民币	390000.00	100%
17	沈阳万科企业有限公司	沈阳	人民币	100000.00	100%
18	大连万科置业有限公司	大连	人民币	30000.00	100%
19	长春万科房地产开发有限公司	长春	人民币	50000.00	100%
20	烟台万科企业有限公司	烟台	人民币	30000.00	100%
21	太原万科企业有限公司	太原	人民币	100000.00	100%
22	青岛万科房地产有限公司	青岛	人民币	20000.00	100%
23	万科(成都)企业有限公司	成都	人民币	500000.00	100%
24	武汉市万科房地产有限公司	武汉	人民币	150000.00	100%
25	万科(重庆)企业有限公司	重庆	人民币	100000.00	100%
26	西安万科企业有限公司	西安	人民币	20000.00	100%
27	贵阳万科房地产有限公司	贵阳	人民币	100000.00	100%
28	云南万科企业有限公司	昆明	人民币	20000.00	100%
29	万科(新疆)企业有限公司	乌鲁木齐	人民币	100000.00	100%
30	浙江浙南万科房地产有限公司	温州	人民币	1300000.00	100%
31	芜湖万科房地产有限公司	芜湖	人民币	60000.00	100%
32	扬州万科房地产有限公司	扬州	人民币	10000.00	100%
33	郑州万科企业有限公司	郑州	人民币	100000.00	100%
34	徐州万科企业有限公司	徐州	人民币	100000.00	100%
35	济南万科企业有限公司	济南	人民币	100000.00	100%
36	广西万科企业管理有限公司	南宁	人民币	10000.00	100%
37	常州万科企业有限公司	常州	人民币	20000.00	100%
38	兰州万科企业有限公司	兰州	人民币	100000.00	100%

39	石家庄万科房地产开发有限公司	石家庄	人民币	50000.00	100%
40	中山万科企业有限公司	中山	人民币	100000.00	100%
41	长沙市万科企业有限公司	长沙	人民币	19000.00	100%
42	浙江万科南都房地产有限公司	杭州	人民币	3650000.00	100%
43	无锡万科企业有限公司	无锡	人民币	20000.00	100%
44	南通万科企业有限公司	南通	人民币	50000.00	100%
45	江西万科益达置业投资有限公司	南昌	人民币	100000.00	50%
46	嘉兴万科房地产开发有限公司	嘉兴	人民币	100000.00	100%
47	盐城万科房地产开发有限公司	盐城	人民币	20000.00	100%
48	哈尔滨万科企业有限公司	哈尔滨	人民币	100000.00	100%
49	包头万科房地产有限公司	包头	人民币	10000.00	100%
50	江门万科企业有限公司	江门	人民币	100000.00	100%
51	惠州市万科企业有限公司	惠州	人民币	20000.00	100%
52	潍坊万科企业有限公司	潍坊	人民币	100000.00	100%
53	临沂万科企业有限公司	临沂	人民币	100000.00	100%
54	Vanke Overseas Investment Holding Company Limited	开曼群岛	港币	7500.00	75%
55	万物云空间科技服务股份有限公司	深圳	人民币	1050420.00	71.43%
56	深圳市万科物业服务有限公司	深圳	人民币	50000.00	71.43%
57	广州市万科物业服务有限公司	广州	人民币	5000.00	71.43%
58	东莞市万科物业服务有限公司	东莞	人民币	5000.00	71.43%
59	佛山市万科物业服务有限公司	佛山	人民币	5000.00	71.43%
60	南京万科物业管理有限公司	南京	人民币	12000.00	71.43%
61	上海万科物业服务有限公司	上海	人民币	12260.00	71.43%
62	北京万科物业服务有限公司	北京	人民币	50000.00	71.43%
63	天津万科物业服务有限公司	天津	人民币	10000.00	71.43%
64	沈阳万科物业服务有限公司	沈阳	人民币	10000.00	71.43%
65	成都万科物业服务有限公司	成都	人民币	100000.00	71.43%
66	武汉市万科物业服务有限公司	武汉	人民币	12000.00	71.43%
67	长春万科物业服务有限公司	长春	人民币	20000.00	71.43%
68	深圳市万睿智能科技有限公司	深圳	人民币	100000.00	71.43%
69	CWVS Holding Limited	开曼群岛	美元	1.00	60%
70	上海阳光智博生活服务集团有限公司	上海	人民币	212500.00	71.43%
71	福建伯恩物业集团有限公司	福州	人民币	62100.00	71.43%
72	万科地产(香港)有限公司	香港	港币	3154200.00	100%
73	万科置业(香港)有限公司	香港	美元	490000.00	100%
74	万科置业地产(香港)有限公司	香港	美元	90000.00	100%
75	东莞市万科建筑技术研究有限公司	东莞	人民币	20000.00	100%
76	Vanke Holdings USA LLC	美国	美元	972501.00	100%
77	吉林省松花湖国际度假区开发有限公司	吉林	人民币	1100000.00	100%
78	Lithium Real Estate (Jersey) Limited	英国	英镑	27420.00	100%
79	万科物流发展有限公司	上海	人民币	32910720.00	75%
80	珠海市泊寓公寓管理有限公司	珠海	人民币	5000.00	100%

资料来源：公司年报，联合资信整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	1779.59	1954.11	1494.01
资产总额（亿元）	17299.29	18691.77	19386.38
所有者权益（亿元）	2705.79	3498.44	3927.73
短期债务（亿元）	938.87	829.13	586.22
长期债务（亿元）	1639.65	1756.13	2073.43
全部债务（亿元）	2578.52	2585.26	2659.65
营业收入（亿元）	3678.94	4191.12	4527.98
利润总额（亿元）	765.39	796.76	522.23
EBITDA（亿元）	911.14	944.33	670.35
经营性净现金流（亿元）	456.87	531.88	41.13
财务指标			
销售债权周转次数（次）	204.06	167.01	116.50
存货周转次数（次）	0.28	0.31	0.34
总资产周转次数（次）	0.23	0.23	0.24
现金收入比（%）	117.63	112.69	102.49
营业利润率（%）	27.30	22.75	17.17
总资产收益率（%）	12.00	11.02	6.80
净资产收益率（%）	20.38	16.95	9.69
长期债务资本化比率（%）	37.73	33.42	34.55
全部债务资本化比率（%）	48.80	42.49	40.37
资产负债率（%）	84.36	81.28	79.74
流动比率（%）	113.07	117.45	122.02
速动比率（%）	42.59	41.39	40.01
经营现金流动负债比（%）	3.59	4.04	0.31
现金短期债务比（倍）	1.90	2.36	2.55
EBITDA 利息倍数（倍）	6.53	5.96	4.98
全部债务/EBITDA（倍）	2.83	2.74	3.97

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2. 短期债务包括短期借款、其他流动负债中的短期融资券、一年内到期的长期借款和应付债券，不含已计提的应付利息；长期债务包括长期借款、应付债券；利息支出剔除租赁负债的利息支出

资料来源：公司年报，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	849.16	924.35	502.96
资产总额（亿元）	4477.24	4814.26	5088.12
所有者权益（亿元）	1109.95	1473.34	1578.89
短期债务（亿元）	851.41	698.01	439.73
长期债务（亿元）	870.51	1060.33	1341.05
全部债务（亿元）	1721.93	1758.35	1780.78
营业收入（亿元）	40.97	70.71	63.87
利润总额（亿元）	360.51	409.85	249.46
EBITDA（亿元）	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	-133.63	436.31	-197.91
财务指标			
销售债权周转次数（次）	--	--	--
存货周转次数（次）	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.02	0.01
现金收入比（%）	--	--	--
营业利润率（%）	95.00	95.67	98.58
总资本收益率（%）	--	--	--
净资产收益率（%）	32.48	27.82	15.80
长期债务资本化比率（%）	43.96	41.85	45.93
全部债务资本化比率（%）	60.81	54.41	53.00
资产负债率（%）	75.21	69.40	68.97
流动比率（%）	164.86	185.02	203.13
速动比率（%）	164.86	185.02	203.13
经营现金流动负债比（%）	-5.35	19.13	-9.13
现金短期债务比（倍）	1.00	1.32	1.14
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--

注：“--”表示指标不适用

资料来源：公司年报，联合资信搜集整理

附件 3 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	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	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 万科企业股份有限公司 2022 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第二期）的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

万科企业股份有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。