



信用等级通知书

信评委函字[2018]G159-1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2018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）”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

二零一八年七月十三日

万科企业股份有限公司 2018 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）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 15 亿元（含 15 亿元） |
| 债券期限 | 本期债券期限不超过 10 年，可以为单一品种或数个不同的品种。本期债券的具体品种、各品种的期限和发行规模由发行人和主承销商根据市场情况确定。 |
| 债券利率 | 本期债券采用固定利率形式，票面利率将以公开方式向具备相应风险识别和承担能力的合格投资者进行询价，由发行人和簿记管理人根据利率询价情况在不超过国务院限定的利率水平下确定利率区间后，通过簿记建档方式确定。 |
| 偿还方式 | 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 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018.Q1 |
|----------------|----------|----------|-----------|-----------|
| 所有者权益（亿元） | 1,363.10 | 1,616.77 | 1,866.74 | 1,953.37 |
| 总资产（亿元） | 6,112.96 | 8,306.74 | 11,653.47 | 12,242.65 |
| 总债务（亿元） | 794.91 | 1,288.64 | 1,906.24 | 1,931.19 |
| 营业总收入（亿元） | 1,955.49 | 2,404.77 | 2,428.97 | 308.26 |
| 营业毛利率（%） | 29.35 | 29.41 | 34.10 | 34.17 |
| EBITDA（亿元） | 362.97 | 427.13 | 571.32 | - |
| 所有者权益收益率（%） | 19.04 | 17.54 | 19.93 | 3.64 |
| 资产负债率（%） | 77.70 | 80.54 | 83.98 | 84.04 |
| 总债务/EBITDA（X） | 2.19 | 3.02 | 3.34 | - |
| EBITDA 利息倍数（X） | 7.48 | 7.71 | 6.96 | - |

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、鉴于万科企业应付票据均为“商业承兑汇票”，无保证金，而且均不付息；“交易性金融负债”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“交易性金融负债”；
3、万科企业 2018 年第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 2018 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）”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、突出的品牌竞争力、区域均衡分布优势、公司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和良好的流动性等对公司信用质量的支持。同时，我们也关注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 年的住宅物业开发经验，在全国主要城市销售收入排名居前，销售市场占有率呈持续上升态势，其行业龙头地位稳固。
- 突出的品牌竞争力。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，万科企业获得了客户和社会公众的高度信赖，形成了突出的品牌竞争力。
- 区域均衡分布优势。万科企业坚持聚焦深耕城市圈的发展战略，截至 2017 年末已进入中国大陆 70 余个主要城市，项目分布于国内主要经济圈内，分散且针对优势经济区域的布局有助于其抵御区域市场波动风险。
- 公司核心住宅业务与城市配套服务业务的协同效应。公司在坚守住宅房地产开发业务基础上，明确了城市配套服务商的定位，业务领域

分析师

周莉莉 lizhou@ccxr.com.cn

应洽亚 zyying@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年7月13日

不断创新，已进入商业开发与运营、物流仓储服务、租赁住宅、养老产业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，根据回款情况规划投资及运营支出，财务杠杆比率仍稳定维持在合理区间，年末货币资金对短期债务的保障程度良好，同时获现能力对利息支出的覆盖亦处于较高水平。

关注

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

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

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 2018 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，第三大股东系安邦保险集团股份有限公司下属公司及其一致行动人，持股比例分别为 25.40% 和 6.73%。

2017 年 7 月 1 日，公司发布《2016 年度股东大会决议公告》，2016 年度股东大会以累积投票的方式，选举郁亮、林茂德、肖民、陈贤军、孙盛典、王文金和张旭为公司第十八届董事会非独立董事；选举康典、刘姝威、吴嘉宁和李强为公司第十八届董事会独立董事；选举解冻、郑英为第九届监事会非职工代表监事，与职工代表监事周清平共同组成第九届监事会。同日，公司发布《第十八届董事会第一次会议决议公告》，经第十八届董事会第一次会议审议通过，选举郁亮先生为公司第十八届董事会主席，选举林茂德先生为公司第十八届董事会副主席；公司发布《第九届监事会第一次会议决议公告》，选举解冻为公司第九届监事会主席。2018 年 2 月 1 日，公司发布《关于变更公司总裁、首席执行官的公告》，经第十八届董事会第六次会议审议通过，公司董事会决定聘任祝九胜为公司总裁、首席执行官，任期自董事会审议通过之日起至第十八届董事会任期届满止。董事会主席郁亮不再兼任公司总裁、首席执行官。

公司拥有 30 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 7 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 2017 年 12 月 31 日，公司资产总额 11,653.47 亿元，所有者权益（含少数股东权益）1,866.74 亿元，资产负债率 83.98%；2017 年公司实现营业收入 2,428.97 亿元，净利润 372.08 亿元，经营活动净现金流 823.23 亿元。

截至 2018 年 3 月 31 日，公司资产总额 12,242.65 亿元，所有者权益（含少数股东权益）1,953.37 亿元，资产负债率 84.04%；2018 年 1~3 月公司实现营业收入 308.26 亿元，净利润 17.79 亿元，经营活动净现金流-277.54 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 2018 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） |
| 发行规模 | 不超过 15 亿元（含 15 亿元） |
| 债券期限 | 本期债券期限不超过 10 年，可以为单一品种或数个不同的品种。本期债券的具体品种、各品种的期限和发行规模由发行人和主承销商根据市场情况确定 |
| 债券利率 | 本期债券采用固定利率形式，票面利率将以公开方式向具备相应风险识别和承担能力的合格投资者进行询价，由发行人和簿记管理人根据利率询价情况在不超过国务院限定的利率水平下确定利率区间后，通过簿记建档方式确定 |
| 偿还方式 | 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 15 亿元（含 15 亿元），其中 10.5 亿元拟用于发行人住房租赁项目建设，4.5 亿元拟用于补充发行人运营资金。具体情况如下表：

表 2: 本次住房租赁专项债募集资金使用用途

单位：万元

| 项目 | 资产状况 | 2018 年至 2020 年拟投资金额 | 住房租赁项目部分拟使用募集资金合计 |
|----------------|------|---------------------|-------------------|
| 广州-鱼苗场项目 | 重资产 | 44,762 | 38,000 |
| 广州-长岭居项目 | 重资产 | 42,124 | 35,000 |
| 北京-泊寓经海店项目 | 轻资产 | 7,482 | 6,000 |
| 厦门-禾寓同安工业集中区项目 | 轻资产 | 500 | 500 |
| 厦门-禾寓同安环东海域项目 | 轻资产 | 500 | 500 |
| 深圳-泊寓布吉店项目 | 轻资产 | 27,379 | 25,000 |
| 合计 | | 122,747 | 105,000 |

注：上述项目均纳入发行人并表范围，属于居住相关的土地属性。重资产指自有物业，轻资产指租赁物业。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）。

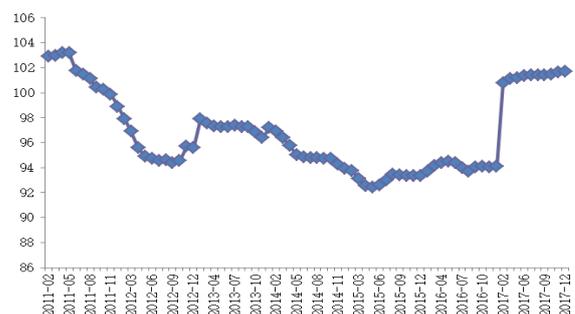
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

房地产行业概况

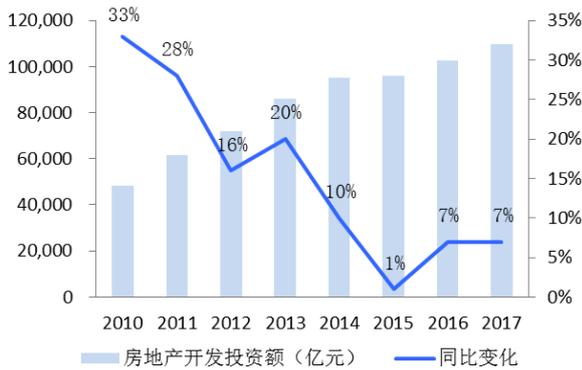
房地产业是中国经济增长的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。自改革开放以来，中国房地产行业得到快速发展，国房景气指数持续提升并于 2007 年 11 月达到历史顶点 106.59 点。此后，受 2008 年次贷危机和紧缩货币政策影响，国内房价出现十年来的首次下跌；2009 年随着国家出台的信贷宽松政策，商品房销售情况有所好转；2010 年，为抑制过快上涨的房价，国务院先后出台多项调控政策，房地产市场再次步入调整阶段；2012 年，在中央继续保持从紧政策的同时，地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求，商品房销售开始逐步回升，2013 年房地产市场延续上升势头，期内国房景气指数呈波动上升态势；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，中国房地产市场总体上呈现回暖趋势，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，但仍较上年同期均有所上升。2016 年房地产市场的明显回暖使得当年房地产业对 GDP 增长贡献率达 7.8%，较上年增加了 5.4 个百分点，房地产业增加值占 GDP 的比重亦达到历史最高位的 6.47%。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。

图 1: 2011~2017 年国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

图 2：2010~2017 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，近年来房地产开发投资额保持增长，但增速有所放缓。根据国家统计局数据显示，2015 年房地产行业投资增速延续回落态势，当年全国房地产开发投资 95,979 亿元，同比增长仅 1.0%；2016 年，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 6.9%，增速较上年上涨 5.9 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 7.0%，增速与上年基本持平。

房地产开发投资资金的到位情况方面，近年来我国房地产开发企业的到位资金规模逐年增长，2015~2017 年房地产开发企业到位资金分别为 125,203 亿元、144,214 亿元和 156,053 亿元，年均复合增长率 11.64%；同期增速分别为 2.63%、15.18%和 8.21%。从资金来源来看，随着房地产市场的回暖，房企资金来源中其他来源（包括定金及预收款和个人按揭贷款）规模及其占比呈快速上升态势，2015~2017 年房企资金来源中定金及预收款和个人按揭贷款合计分别为 49,182 亿元、66,355 亿元和 72,600 亿元，占比从 2015 年的 39.28% 上升至 2017 年的 46.52%；但受按揭贷款利率持续上升影响，2017 年定金及预收款和个人按揭贷款增速仅为 9.41%，较 2016 年下降 25.51 个百分点。2015~2017 年房企自筹资金和国内贷款规模呈上升趋势，分别为 69,252 亿元、70,645 亿元和 76,114 亿元，占比分别为 55.31%、48.99%和 48.77%，近年来房企自筹资金比例不断下降，房企融资渠道逐

步由直接融资转向银行贷款、信托等传统融资渠道。

表 3：2015~2017 年房地产开发投资资金来源

单位：亿元、%

| 指标 | 2015 | 2016 | 2017 |
|-------------|---------|---------|---------|
| 资金来源合计 | 125,203 | 144,214 | 156,053 |
| 同比增长 | 2.6 | 15.2 | 8.2 |
| 其中： | | | |
| 自筹资金 | 49,038 | 49,133 | 50,872 |
| 占比 | 39.17 | 34.07 | 32.60 |
| 同比增长 | -2.7 | 0.2 | 3.5 |
| 国内贷款 | 20,214 | 21,512 | 25,242 |
| 占比 | 16.14 | 14.92 | 16.18 |
| 同比增长 | -4.8 | 6.4 | 17.3 |
| 利用外资 | 297 | 140 | 168 |
| 占比 | 0.24 | 0.10 | 0.11 |
| 同比增长 | -53.6 | -52.6 | 19.8 |
| 其他来源 | 55,655 | 73,428 | 79,770 |
| 占比 | 44.45 | 50.92 | 51.12 |
| 同比增长 | 12 | 31.9 | 8.6 |
| 其中：定金及预收款 | 32,520 | 41,952 | 48,694 |
| 同比增长 | 7.5 | 29.0 | 16.1 |
| 个人按揭贷款 | 16,662 | 24,403 | 23,906 |
| 同比增长 | 21.9 | 46.5 | -2.0 |

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波动下滑态势。具体来看，2015 年房地产开发企业对新项目开发持较为谨慎态度，有意控制新楼盘的开工规模以降低企业自身现金支出，当期房地产开发企业房屋新开工面积 154,454 万平方米，同比下降 14.0%。在商品房库存增加以及出清周期延长的背景下，房地产新开工面积同比下降导致短期内新增供给量的下滑，有助于缩短房地产市场恢复供需平衡的时间。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，房企纷纷加速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，房地产开发企业房屋新开工面积为 178,654 万平方米，同比上升 7.0%，较上年下降 1.1 个百分点，随着房地产政策的持续收紧，房地产开发企业新开工面积增速有所放缓。从新开工面积与销售面积的

差额来看，近年来商品房新开工面积始终高于同年商品房销售面积，但新开工面积与销售面积差额呈逐年收窄态势。2017年，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3.48%，商品房库存去化压力下降。

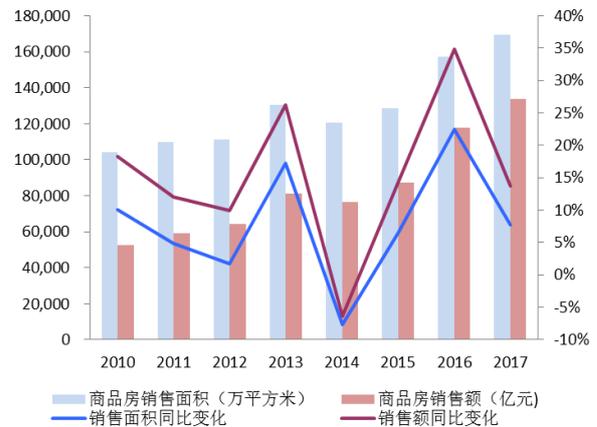
图 3：2010~2017 年商品房新开工与销售面积差额



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从销售情况看，得益于频出的利好政策，2015年全国商品房销售面积与销售额分别为128,495万平方米和87,281亿元，同比分别增长6.5%和14.4%；其中商品住宅销售面积和销售额分别同比增长6.9%和16.6%。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22.4%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7.66%和13.67%，受2016年10月及2017年3月连续出台的房地产调控政策影响，增速均有较大幅度放缓。值得注意的是，2017年办公楼及商业营业用房销售增长速度均高于住宅，其中住宅销售面积及销售额分别同比增长5.3%和11.3%；办公楼销售面积及销售额分别同比增长24.3%和17.5%；商业营业用房销售面积及销售额分别同比增长18.7%和25.3%。

图 4：2010~2017 年商品房销售情况



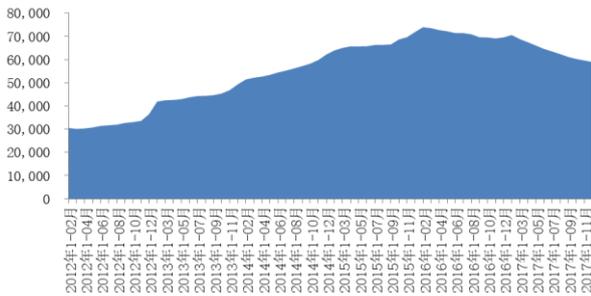
资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

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，2017年东部地区商品房销售额74,439亿元，同比增长6.2%，销售额占比达55.68%；同期中部地区商品房销售额28,665亿元，同比增长24.1%；西部地区商品房销售额25,231亿元，同比增长25.9%；东北部地区商品房销售额为5,367亿元，同比增长21.8%。2017年以来“去库存”仍是中西部地区三四线城市调控主基调，商品房销售情况明显改善。从价格来看，2017年以来全国房价增速有所下降，但整体价格水平依然持续向上，2017年1~12月全国100个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，2017年12月全国100个城市住宅成交均价达13,967元/平方米，较上年同期增长7.15%。分城市能级来看，2017年12月末，一线城市住宅均价达41,202元/平方米，较上年同期增长1.43%；同期二线城市住宅均价达12,684元/平方米，较上年同期增长7.70%；而三线城市住宅均价达8,335元/平方米，较年初增长12.48%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，2017年三四线热点城市房地产销售增速高于一二线城市。

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 5：2012~2017 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

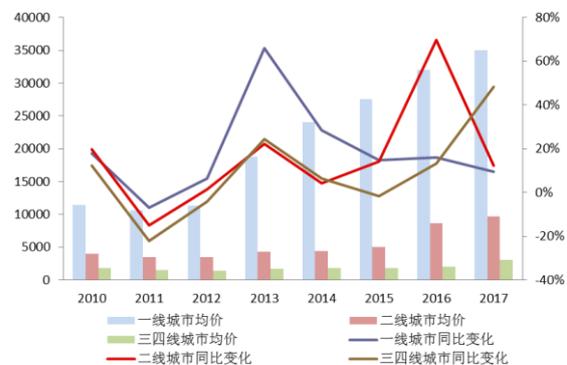
商品库存方面，2015 年以来，尽管房地产投资速度有所放缓，同时销售情况有所回升，房地产市场供需差有所收窄，但供过于求的局面继续存在，截至 2015 年末，全国商品房待售面积 7.19 亿平方米，同比增长 15.58%，增速较上年末收窄 10.54 个百分点。2016 年主要城市市场成交情况较好，住宅去化较快，商品库存出现近年来首次下降。截至 2016 年末，全国商品房待售面积 6.95 亿平方米，环比增加 444 万平方米，但较上年末减少 2,314 万平方米。2017 年以来房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策，商品库存持续下降，截至 2017 年末，全国商品房待售面积 5.89 亿平方米，环比减少 683 万平方米，较上年末减少 10,616 万平方米。从去化周期来看，以 2017 年商品房月均销售面积估算，全国待售商品房去化周期约 4.17 个月，较 2016 年缩短 1.13 个月，但不同城市分化情况仍较为明显，部分三、四线城市仍存在库存压力。

土地市场方面，2015~2017 年我国房地产开发企业购置土地面积分别为 22,811 万平方米、22,025 万平方米和 25,508 万平方米，同期土地成交价款分别为 7,622 亿元、9,129 亿元和 13,643 亿元。2017 年房地产企业土地购置成本涨至 5,348.52 元/平方米，近三年年均复合增长率为 26.52%。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。其中，一线城市土地成交均价涨幅在 2013 年达到近年顶点后，2014 年和 2015 年呈现下降态势，而 2016 年一线城市土地成交均价涨幅小幅回升，同时平均溢价率达 47.06%，较上年提升 19.16 个百分点，受土拍限价影响，2017 年一线城市土地成交均价涨幅及溢价率均有所回落，分别下降 6.49 个百分点和 32.76 个百

分点，为 9.49% 和 14.30%；二线城市土地成交均价涨幅 2013~2015 年间小幅波动，而 2016 年则大幅增加 70.2%，较 2015 年提升了 56.2 个百分点，且平均溢价率同比上升 34.84 个百分点至 52.55%，土地市场热度明显上涨，同样受土拍限价影响，2017 年二线城市土地成交均价涨幅及溢价率亦有所回落，分别为 12.33% 和 29.33%；而三四线城市成交土地均价涨幅及溢价率近年来均有所上升，2017 年土地均价涨幅提升至 48.37%，较上年上升 35.01 个百分点，平均溢价率升至 37.05%，较上年上升 17.20 个百分点。

图 6：2010~2017 年各能级城市成交土地成交情况

单位：元/平方米



资料来源：中指数据，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，随着一系列宽松的行业政策出台，近年来房地产市场总体上呈现回暖趋势，商品房销售量价齐升，库存量持续走低，但随着 2016 年四季度以来一系列房地产调控政策出台，一二线城市商品房销售均价增速有所放缓。

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。从全国层面来看，依旧维持去库存的政策目标，2016 年 2 月份，政府新出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至 20%，同时调整契税税率，降低购房成本等；3 月份，政府出台二手房营改增政策，以降税的方式引导改善性住房需求；6 月份国家又出台新政鼓励租赁业务的发展，进一步推动房地产市场的去化进程。在全国层面陆续出台宽松的房地产政策的同时，部分重点城市推出了严格的楼市调控政策以抑制房价的过快上涨，2016 年 3 月，上海和深圳率先出台房地产调控政策，提高购房首付比例及非本市户籍居民购房门槛。而其他三四线城市则继续以“去库存”为主基调。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。从全国层面来看，2017 年 2 月份，中国人民银行、银监会公布通知，在不实施限购措施的城市，家庭首套房商业性个人住房贷款首付款比例可向下浮动 5 个百分点；对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，二套房再次申请商业性个人住房贷款的最低首付款比例调整为不低于 30%。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。就各能级城市而言，一线城市仅广州针对居民家庭施行限售，北京、上海和深圳居民家庭不限售。

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、公安部、财政部、国土资源部、人民银行、税务总局、工商总局、证监会等九部门在《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、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山、肇庆等 12 个城市作为住房租赁首批试点。2017 年 8 月，国土资源部和住房城乡建设部印发《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》，确定将在 13 个城市，开展集体建设用地建设租赁住房试点。同年 10 月，十九大报告明确坚持“房子是用来住的、不是用来炒”的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，多层次住房体系的加速推进，有助于促进房地产市场平稳健康发展。

表 4：2016 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 |
|------------|-------------------------------------|---|
| 2016.02 | 财政部、国家税务总局、住房城乡建设部 | 财政部发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》调减房地产契税营业税，对个人购买家庭唯一住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1% 的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 1.5% 的税率征收契税。 |
| 2016.03 | 财政部、国家税务总局 | 自 5 月 1 日起，个人购买不足 2 年的住房对外销售的，按照 5% 的征收率全额缴纳增值税，个人将购买 2 年以上（含 2 年）的住房对外销售的，免征增值税。对北上广深四市，个人将购买不足 2 年的住房对外销售的，按照 5% 的征收率全额缴纳增值税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的非普通住房对外销售的，以销售收入减去购买住房价款后的差额按照 5% 的征收率缴纳增值税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的普通住房对外销售的，免征增值税。 |
| 2016.03 | 上海、深圳市政府 | 上海、深圳市政府率先出台楼市调控政策，调整非本地居民购房资格要求，上海将缴纳社保年限由 3 年调增至 5 年，深圳由 1 年调增至 3 年；两地均调增居民购房首付比例。 |
| 2016.03~06 | 沈阳、大连等市政府 | 以沈阳、大连市为代表的各地政府陆续推出购房优惠政策以实现去库存目标，具体包含大学生购房补贴、公积金贷款额度上涨、农民购房补贴、购房税费减免等利好政策。 |
| 2016.06 | 国务院办公厅 | 《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》指出，实行购租并举，培育和发展住房租赁市场，是深化住房制度改革的重要内容，是实现城镇居民住有所居的重要途径。要以建立购租并举的住房制度为主要方向，健全以市场配置为主、政府提供基本保障的住房租赁体系，支持住房租赁消费，促进住房租赁市场健康发展。 |
| 2016.08~09 | 武汉、厦门、苏州、杭州、南京市政府 | 部分重点二线城市出台限购、限贷以及土地调控等政策以抑制房价、地价的过快上涨。 |
| 2016.10 | 北京、天津、苏州、郑州等 21 个城市政府 | 十一期间一、二线重点城市密集出台房地产调控政策，在土地、购房资格、首付比例等方面出台严格调控政策，部分城市在前期调控政策的基础上加大调控力度。 |
| 2016.11~12 | 上海、杭州、武汉、郑州、成都等市政府 | 在前期调控政策的基础上，部分重点城市继续加大调控力度，上海在首套房的认定上认房又认贷，普通住房首付比例增至五成，非普通住房首付增至七成；杭州扩大限购范围，对不能提供自购房之日起前 2 年内在本市连续缴纳 1 年以上个人所得税或社会保险证明的非本市户籍居民家庭全面限购。 |
| 2017.02 | 中国人民银行、银监会 | 中国人民银行、中国银监会要求在不实施“限购”的城市，居民家庭购买首套普通住房的商业性个人住房贷款，在最低首付 25% 的基础上可再下浮 5 个百分点；对拥有 1 套住房且房贷未结清的家庭，再次申请商业性个人住房贷款购买普通住房，最低首付款比例调整为不低于 30%。 |
| 2017.03 | 国务院办公厅 | 《2017 年两会政府工作报告》指出，因城施策去库存，坚持住房的居住属性，落实地方政府主体责任，加快建立和完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制；加强房地产市场分类调控，房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地，规范开发、销售、中介等行为。 |
| 2017.03~06 | 南京、广州、青岛、厦门、福州、珠海、惠州、成都等市政府及海南省住建厅 | 继地方政府相继出台限购、限贷政策后，部分城市出台限售令，规定新购买住房的，取得不动产权证未满 2 年的，不得上市交易，不得办理转让公证手续；或新购买的住房须在取得不动产权证满 3 年之后才能上市交易。 |
| 2017.07 | 住房城乡建设部、国家发展改革委等九部门 | 《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》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，以充分发挥国有企业在稳定租金和租期，积极盘活存量房屋用于租赁，增加租赁住房有效供给等方面的引领和带动作用。 |
| 2017.08 | 国土资源部和住房城乡建设部印发《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》 | 确定将在 13 个城市（第一批包括北京市，上海市，辽宁沈阳市，江苏南京市，浙江杭州市，安徽合肥市，福建厦门市，河南郑州市，湖北武汉市，广东广州市、佛山市、肇庆市，四川成都市），开展集体建设用地建设租赁住房试点。 |
| 2017.08 | 全国土地利用管理工作会议 | 大力实施节约集约用地，以盘活利用“批而未供土地、闲置土地、城镇低效用地”为主攻方向，推动节约集约用地向纵深发展。 |
| 2017.10 | 十九大报告 | 坚持“房子是用来住的、不是用来炒”的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居。 |
| 2017.12 | 中央经济工作会议 | 促进房地产市场平稳健康发展。要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。 |

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

行业关注

在房地产行业政策及融资环境趋于收紧的背景下，房地产企业内外部流动性来源收紧，融资成本上升。随着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。

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%，较上年同期增速下降25.51个百分点，房地产企业内外部流动性来源呈收紧趋势。

外部流动性方面，一直以来银行贷款是房企融资的主要方式之一，2016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%。2016年前三季度房企公司债发行政策仍相对宽松，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。从融资成本来看，2016年融资环境相对宽松，融资成本整体均处于较低水平。2017年以来随着房企融资政策的紧缩，房企融资成本不断被抬高。从房地产信用债到期分布来看，2018~2023年为房地产债券到期高峰。在融资渠道收紧、融资成本上升及债券到期高峰到来的背景下，其房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

近年来房地产企业利润空间不断被压缩，行业内兼并收购现象明显，房地产行业集中度进一步提升，具有规模优势的房地产企业可获得更多的流动性补充。

受市场竞争加剧、土地价格上升等因素的影响，房企的利润空间不断侵蚀，盈利能力有所下滑，行业内的兼并收购案例大幅增多。据不完全统计，2016年销售额在300亿元以上百亿房企已完成及正在进行的并购案例已近100起，占行业并购数量的70%以上，资金、项目及资源等逐步向大型房企聚集。与此同时，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升。2017年TOP100房企销售金额集中度提升11.58个百分点至55.50%，占比超过一半；TOP20销售金额集中度则上升7.77个百分点至32.50%；而TOP10房企销售额的比重达到24.10%，较上年提升5.75个百分点，千亿房企已达17家。2017年以来房地产行业集中度进一步提升，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业凭借较强的销售及筹资能力，可获得更多的流动性补充。

表 5: 2015~2017 年国内房企销售集中度

| | 2015 | 2016 | 2017 |
|--------|--------|--------|--------|
| TOP3 | 7.67% | 8.88% | 12.00% |
| TOP10 | 17.05% | 18.35% | 24.10% |
| TOP20 | 23.06% | 24.73% | 32.50% |
| TOP50 | 32.07% | 34.59% | 45.90% |
| TOP100 | 40.05% | 43.92% | 55.50% |

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多年连续位列前列，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2017年的3.96%。

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 2017 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。2017 年公司在北京、上海、广州、深圳、杭州、武汉、苏州、东莞、佛山、南京、西安、宁波、沈阳、天津等 22 个城市的销售金额超过百亿；在 36 个城市的市场销售排名位列当地前三，其中深圳、北京和上海销售排名都为第一，广州位列第二。

表 6：2017 年公司主要城市销售排名

| 城市 | 销售金额排名 | 城市 | 销售金额排名 |
|----|--------|------|--------|
| 北京 | 1 | 昆明 | 2 |
| 上海 | 1 | 郑州 | 1 |
| 广州 | 2 | 温州 | 1 |
| 深圳 | 1 | 长春 | 1 |
| 杭州 | 1 | 武汉 | 1 |
| 太原 | 1 | 厦门 | 3 |
| 宁波 | 1 | 南京 | 1 |
| 东莞 | 2 | 南宁 | 1 |
| 徐州 | 1 | 青岛 | 1 |
| 沈阳 | 1 | 苏州 | 1 |
| 西安 | 1 | 南昌 | 3 |
| 烟台 | 1 | 长沙 | 1 |
| 海南 | 3 | 济南 | 3 |
| 南通 | 3 | 乌鲁木齐 | 2 |
| 扬州 | 1 | 成都 | 2 |
| 合肥 | 2 | 佛山 | 2 |
| 贵阳 | 2 | 中山 | 1 |
| 大连 | 1 | 天津 | 2 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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”），蝉联中国物业管理协会评选的“2017 中国物业百强企业”第一名，并在由中国指数研究院举办的 2017 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 2017 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。

区域均衡分布的优势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 2017 年 12 月末，公司项目分布于中国大陆 70 余个城市，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，上述四大区域项目规划建筑面积占比分别为 23.80%、20.50%、26.80%和 28.90%，区域分布较为均衡，有助于公司抵御区域市场风险，提升抗风险能力。

表 7：2015~2017 年公司项目规划建筑面积区域分布情况

| 区域 | 单位：% | | |
|-------|--------|--------|--------|
| | 2015 | 2016 | 2017 |
| 南方区域 | 29.10 | 26.93 | 23.80 |
| 上海区域 | 22.50 | 23.63 | 20.50 |
| 北方区域 | 27.68 | 27.48 | 26.80 |
| 中西部区域 | 20.72 | 21.96 | 28.90 |
| 合计 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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，资产负债率仍能稳定保持在合理区间。2015~2017 年及 2018 年 3 月末，公司资产负债率分别为 77.70%、80.54%、83.98%和 84.04%；净负债率分别为 19.30%、25.87%、8.84%和 50.34%。

近年来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，近年年末公司持有货币资金规模较大。2015~2017 年及

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

2018年3月末公司货币资金规模分别为531.80亿元、870.32亿元、1,741.21亿元和947.82亿元。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，对其短期债务的偿还形成较好保障。2015~2017年及2018年3月公司货币资金/短期债务分别为2.00倍、2.01倍、2.80倍和1.94倍，流动性较好。

业务运营

得益于较强的品牌效益、均衡的项目分布及灵活的经营策略，近年来在房地产行业竞争加剧、“因城施策”政策频出的背景下，公司收入规模保持较快的增长态势。2015~2017年公司分别实现营业收入1,955.49亿元、2,404.77亿元和2,428.97亿元，年均复合增长率为11.45%，主要由房地产开发和物业服务构成。房地产销售收入是公司收入的主要来源，2015~2017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。2018年1~3月，公司实现营业收入308.26亿元，同比上升65.83%，房地产销售收入占营业收入的比例为90.18%。

表8：2015~2017年公司营业收入分板块情况

| 单位：亿元 | | | |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 业务类型 | 2015 | 2016 | 2017 |
| 房地产 | 1,902.13 | 2,341.40 | 2,330.14 |
| 物业服务 | 29.70 | 42.60 | 71.27 |
| 其他 ³ | 23.66 | 20.77 | 27.57 |
| 合计 | 1,955.49 | 2,404.77 | 2,428.97 |

资料来源：公司审计报告，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，利用标准化模式快速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、吉隆坡等7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

³ 公司其他业务收入主要系向联营、合营公司收取的管理费。

物业等多种产品类型。

房地产开发运营方面，近年来公司加快对项目的开发节奏，2015~2017年新开工面积分别为2,127万平方米、3,137万平方米和3,652万平方米，同期竣工面积分别为1,729万平方米、2,237万平方米和2,301万平方米。从新开工面积/竣工面积比例来看，2015~2017年公司新开工面积/竣工面积比分别为1.23倍、1.40倍和1.59倍。同期，结算面积/竣工面积分别为98.61%、91.77%和86.09%，比例基本维持在85%~99%之间，显示出公司出色的资源把控和较快的存货周转效率。2018年1~3月，公司项目新开工面积和竣工面积分别为1,129.9万平方米和154.5万平方米，项目新开工面积占全年新开工计划的比例为31.9%，但由于房地产业务竣工具有较强的季节性规律，大部分项目资源通常集中于下半年交付，一季度竣工占全年预计竣工量的比例仅为5.9%。

表9：2015~2018.Q1公司开工及竣工情况

| 单位：万平方米、个 | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|---------|
| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018.Q1 |
| 新开工面积 | 2,127 | 3,137 | 3,652 | 1,130 |
| 竣工面积 | 1,729 | 2,237 | 2,301 | 155 |
| 项目数量 | 472 | 600 | 750 | - |
| 在建权益建筑面积 | 3,147 | 3,622 | 4,374 | 5,010 |

注：新开工、竣工面积系全口径

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，公司坚持积极的销售策略，对于新开盘项目，以新推盘当月销售率为核心指导指标，力争保持较好的销售节奏。在房地产行业-景气度回升的背景下，形成了量价齐升的良好态势。2015~2017年公司分别实现合同销售面积2,067万平方米、2,765万平方米和3,595万平方米；合同销售金额2,615亿元、3,648亿元和5,299亿元。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12,651元/平方米、13,190元/平方米和14,740元/平方米。从销售区域分布来看，公司坚持城市圈的市场布局策略，项目分布在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，公司项目区域分布较为均衡，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。2017年上述四大区域销售金额占比分别为 28.60%、28.33%、23.88% 和 18.81%。按全国商品房销售金额人民币 133,701 亿元计算，2017 年公司在全国市场占有率为 3.96%，较 2016 年提高 0.9 个百分点，行业龙头地位稳固。2018 年 1~3 月，公司实现销售面积 1,048.2 万平方米，销售签约金额 1,542.6 亿元，同比上升 2.63%。

表 10：2015~2018.Q1 公司业务运营情况

单位：亿元、万平方米、元/平方米

| 指标 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018.Q1 |
|---------|--------|--------|--------|---------|
| 销售面积 | 2,067 | 2,765 | 3,595 | 1,048 |
| 销售金额 | 2,615 | 3,648 | 5,299 | 1,543 |
| 结算面积 | 1,705 | 2,053 | 1,981 | 165 |
| 结算金额 | 1,902 | 2,341 | 2,330 | 278 |
| 销售均价 | 12,651 | 13,193 | 14,740 | 14,723 |
| 已售未结转面积 | 1,841 | 2,280 | 2,963 | 3,564 |
| 已售未结转金额 | 2,151 | 2,782 | 4,143 | 4,945 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 11：2015~2017 年公司销售及结算区域分布情况

单位：%

| 区域 | 2015 | | 2016 | | 2017 | |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 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 | 30.79 | 30.86 | 28.08 | 32.43 | 28.60 | 23.00 |
| 上海区域 | 32.77 | 26.90 | 32.60 | 33.11 | 28.33 | 22.95 |
| 北方区域 | 22.13 | 23.07 | 21.91 | 17.85 | 23.88 | 29.38 |
| 中西部区域 | 13.20 | 19.17 | 16.51 | 16.61 | 18.81 | 24.67 |
| 海外 | 1.10 | - | 0.90 | - | 0.38 | - |
| 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

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。2015~2017 年公司新增土地储备项目数分别为 105 个、173 个和 216 个，权益建筑面积分别为 1,580 万平方米、1,892 万平方米和 2,768 万平方米。从土地成本来看，2015~2017 年公司新增储备项目平均楼面地价分别为 4,941 元/平方米、6,534 元/平方米和 7,908 元/平方米，平均成本近年来持续上涨，但总体仍处于较低水平。从新增土地储备的区域分布来看，2017 年南方区域土地储备建筑面积占总建筑面积的比重为 19.93%，上海区域占比 25.64%，北

方区域占比 21.81%，中西部区域占比 32.62%，新增项目区域分布较为均衡。从城市能级分布来看，按建筑面积计算，新增项目中位于一、二线城市的项目占比为 74.7%；按权益投资金额计算，位于一二线城市的项目占比为 90.0%。

结算方面，2015~2017 年，公司结算面积分别为 1,705 万平方米、2,053 万平方米和 1,981 万平方米；结算金额分别为 1,902 亿元、2,341 亿元和 2,330 亿元，受竣工交付节奏影响，2017 年公司结算面积和结算金额均小幅下降。从结算区域分布来看，2017 年南方区域、上海区域、北方区域和中西部区域的结算面积占比分别为 23.00%、22.95%、29.38% 和 24.67%。截至 2017 年 12 月 31 日，公司尚有 2,963 万平方米已售资源尚未竣工结算，合同金额合计约为 4,143 亿元，对公司 2018 年的业绩形成了强有力保障。

另截至 2017 年末，公司规划中项目的总建筑面积为 6,321.9 万平方米，其中南方区域占比为 23.8%、上海区域占比为 20.5%、北方区域占比为 26.8%、中西部区域占比为 28.9%，基本可满足未来 2~3 年的开发需求，适当且均衡的土地储备为公司经营业绩的保持提供保障。

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。2017年，公司新增项目216个，按建筑面积算，有72.3%的新增项目为通过合作方式获取。此外，公司还通过购买资产包来获取土地资源。2017年6月29日，公司下属子公司广州市万溪房地产有限公司（以下简称“广州万溪”）通过现场公开拍卖竞得广信房产资产包，交易标的涉及的核心资产包括位于广州市核心区域16宗可开发土地，对应权益可开发计容面积为211万平方米，其中约98%均位于荔湾区、越秀区。

表 12：2015~2018.Q1 公司土地储备和新增项目情况

单位：个、万平方米、元/平方米

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018.Q1 |
|----------|-------|-------|-------|---------|
| 新增项目 | 105 | 173 | 216 | 49 |
| 权益占地面积 | 630 | 809 | 1,211 | - |
| 权益规划建筑面积 | 1,580 | 1,892 | 2,768 | 3,791 |
| 平均楼面地价 | 4,941 | 6,534 | 7,908 | - |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

物业服务业务

万科物业以高品质物业服务为基础，通过高品质的基础物业服务和丰富多元的生活服务建立公司与客户的刚性连接，通过提供资产服务实现价值变现。万科物业以提供一流水准的物业服务、做好建筑打理为理念，近年积极引进移动互联网技术，整合社区资源，2014年推出了全新的物业服务解决方案“睿服务”体系，2015年和2016年继续推进信息化建设，“睿服务”体系相继升级至2.0版本和3.0版本。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。2015~2017年，公司物业服务业务实现并表范围内主营业务收入29.70亿元、42.60亿元和71.27亿元，年均复合增长率为54.91%。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，万科物业均荣获中国物业服务百强企业第一名。万科物业的在收入、利润规模与品牌价值等方面均排名行业第一。

其他业务

公司坚持“和城市同步发展”的策略，跟随城市发展轨迹和客户需求升级，在住宅开发核心业务的基础上，积极开拓商业开发与运营、物流仓储服务、

租赁住宅、养老及滑雪等城市配套服务业务，逐步发挥较好的协同效应。

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。2016年公司通过与部分合作方组成的联合收购平台收购了印力集团控股有限公司（以下简称“印力集团”）的股权，印力集团成熟的商业开发管理和经营管理能力以及大量长期稳定的优质客户资源，将有助于公司布局商业地产市场，同住宅开发互补，形成较好的协同效应。2017年3月17日，公司全体董事一致同意关于公司商业地产资产整合的议案，决定将公司拥有的42个商业地产项目的部分或全部权益转让给公司参与组建的商业地产投资基金，在同等市场条件下优先选择委托印力集团或其下属公司经营管理公司持有的其他商业地产项目。2018年1月5日，印力集团联合万科等共同收购凯德集团旗下全资子公司凯德商用在中国20家购物中心项目的100%股权及相应负债，进一步扩展了公司的商业地产版图。截至目前，印力集团管理面积总规模已经达到行业第二。2017年10月，印力以深国投广场为标的发起并设立信托受益权资产支持专项计划，实现商业物业资产证券化。该产品于2017年12月在深交所正式挂牌交易。截至2017年底，公司管理商业项目共计172个，总建面超过1千万平方米。

物流仓储服务方面，2014年公司进入物流地产市场，物流地产业务秉承“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。2017年7月15日，公司发布《关于参与私有化普洛斯的重大事项停牌公告》，公司联合普洛斯公司（Global Logistic Properties Limited，以下简称“GLP”或“普洛斯”）现任CEO梅志明先生、厚朴、高瓴资本、中银集团投资有限公司共同参与普洛斯公司潜在的私有化。2018年1月23日公司发布公告，称完成对普洛斯的私有化。2017年公司物流地产业务新获取项目36个；2018年第一季度新增8个物流地产项目。以上44个项目合计规划建筑面积约为334万平方米。截至2018年3月27日，公司物流地产业务累计获取62个项目，总建筑面积（指可租赁物业的建筑面积）482万平方米，其中

已建成运营项目共 26 个，稳定运营项目平均出租率达到 96%。

租赁住宅方面，公司积极布局长租公寓市场，目前已整合形成了统一的对外运营品牌——“泊寓”。泊寓致力于满足城市青年人群的中长期租住需求。养老地产方面，公司基于城市、社区和居家养老需求，深入探索养老模式，公司首个大型养老社区杭州随园嘉树项目，自 2015 年投入运营以来，目前已有 600 余位老人入住，成为 2016 年 G20 峰会的接待参观点。截至 2017 年末，泊寓业务已覆盖 29 个一线及二线城市，累计获取房间数超过 10 万间，累计开业超过 3 万间。

此外，公司积极探索冰雪度假、养老、教育、产业办公等业务。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。养老业务方面，公司目前已经布局了 15 个城市。截至 2017 年末，公司共获取带床位项目约 50 个，另有无床位的日照/居家服务中心约 120 个，杭州“随园嘉树”等项目获得社会各界高度评价。教育业务方面，公司通过创新型公办、PPP 模式、民办国际化学校等多种模式探索覆盖 K12 的全日制教学体系，同时拓展包括城市营地、社区营地、户外营地在内的素质教育基地。目前公司在全国参与运营超过 10 所学校。

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，公司项目开发区域布局较为均衡，现阶段待结算资源丰富，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，通过列席董事会会议，审阅专项报告，以及现场巡视、访谈等方式，除对公司财务和高管履职情况进行检查监督外，还通过对一线公司的巡视，对其经营管理和内部控制、管理层履职、股东及员工权益保护等情况进行检查和督导。公司管理层负责组织实施股东大会、董事会决议事项，主持公司日常经营管理工作。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。

2016 年公司董事会审议通过《万科企业股份有限公司信息披露管理办法（修订稿）》，进一步明确信息披露的组织工作及披露程序，强化信息披露管理工作，提高公司透明度。

值得关注的是，2015 年公司第一大股东发生变更，此后股权结构一直处于变化之中。截至 2017 年 7 月 7 日，公司第一大股东为地铁集团，持股 29.38%。此外，公司于 2017 年 7 月 1 日完成了董事会的换届选举。2018 年 2 月 1 日，公司变更了公司总裁、首席执行官，公司股权变化及董事会成员以及高管的变化或将对公司未来发展战略、业务经营及信用状况带来不确定性影响。

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

公司始终坚守城市配套服务商的战略发展方向，坚持以“现金流为基础的持续回报增长”的经营导向。未来5年住宅仍将是万科的核心业务。万科在核心业务上坚持为普通人盖好房子的定位，强调产品质量和经营效率，为客户提供“三好住宅”产品。在新业务上，确定的物流、商业、公寓、海外等业务继续加大投入，完成业务发展初期以规模为导向的发展目标，探索事业合伙人机制。在养老、教育、产业等孵化新业务，继续探索商业模式和业务发展方式，鼓励不同城市差异化的试点。

房地产业务方面，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。

城市配套服务方面，公司新的十年发展战略明确了城市配套服务商的定位，在确保核心业务持续稳健经营的基础上积极拓展业务版图。首先，公司致力于探索“轨道+物业”开发模式，地铁集团成为公司的重要股东后，为双方双方共同探索 TOD 模式奠定了良好基础。其次，公司未来将以成为“中国数一数二的商业地产平台”为目标，大力发展商业地产，提升商业地产运营管理能力。印力集团将成为公司商业开发和管理的平台，实现存量商业资产的整合。再次，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。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、推出项目跟投制度后，截至2017年9月底，公司累计已有412个项目实施跟投。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； $10\% < \text{项目 IRR} \leq 25\%$ ：跟投人员与万科企业按出资比例分配项目收益； $25\% < \text{项目 IRR}$ ：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1.2倍分享。

总体看，公司坚守城市配套服务商的战略发展方向，不断创新，探索城市配套服务业业务，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2015年度、2016年度和2017年度审计报告，以及未经审计的2018年一季度财务报表⁴。

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。2015~2017年末，公司资产总额分别为6,112.96亿元、8,306.74亿元和11,653.47亿元，三年年均复合增长率为38.07%，资产规模处于行业内领先水平。得益于利润累积不断夯实自有资本，截至2017年末，所有者权益达到1,866.74亿元，近三年复合增长率为17.02%。同期，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，

⁴ 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。

2015~2017 年末,公司总负债分别为 4,749.86 亿元、6,689.98 亿元和 9,786.73 亿元,年均复合增长率为 43.54%。其中,预收账款分别为 2,126.26 亿元、2,746.46 亿元和 4,077.06 亿元,年均复合增长率为 38.47%。截至 2018 年 3 月末,公司资产总额 12,242.65 亿元,负债合计 10,289.27 亿元。

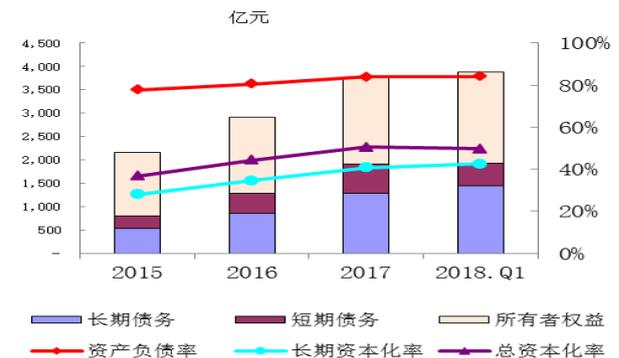
财务杠杆比率方面,公司审慎稳健的经营策略使得其在业务规模扩张的过程中,仍保持了相对稳定的财务杠杆比率。2015~2017 年末公司资产负债率分别为 77.70%、80.54%和 83.98%;同期末公司净负债率分别为 19.30%、25.87%和 8.84%。截至 2018 年 3 月末,公司资产负债率和净负债率分别为 84.04%和 50.34%。总体来看,公司的杠杆比率维持在合理的水平。

从资产构成来看,公司资产以流动资产为主,2015~2017 年末,公司流动资产占总资产比重分别为 89.49%、86.83%和 87.32%,主要由货币资金、存货、其他应收款和预付款项构成。2015~2017 年末公司存货余额分别为 3,681.22 亿元、4,673.61 亿元和 5,980.88 亿元,其中在建及拟开发项目开发成本占比均保持在 90%以上。2015~2017 年末,公司货币资金账面余额分别为 531.80 亿元、870.32 亿元和 1,741.21 亿元,主要为银行存款。公司其他应收款主要为土地及其他保证金、合作方经营往来款、应收联营/合营企业款,近三年末分别为 754.86 亿元、1,054.35 亿元和 1,632.50 亿元,其中 2017 年末公司前五名的其他应收款对象均为合营及联营企业,合计占其他应收款总额的 10.99%。2015~2017 年末,公司预付款项分别为 396.47 亿元、502.63 亿元和 730.17 亿元,主要为预付地价款、土地保证金、预缴税费、工程款及设计费等,其中账龄超过一年的预付款项占比为 5.28%,主要为土地未交付的预付地价款。非流动资产方面,近年来公司非流动资产规模亦增长较快,2015~2017 年末公司非流动资产分别为 642.71 亿元、1,093.79 亿元和 1,477.94 亿元,主要由长期股权投资和投资性房地产构成。截至 2017 年末,公司长期股权投资为 812.24 亿元,主要为对合营企业和联营企业的投资;同期,投资

性房地产为 288.11 亿元,主要为房屋、建筑物及在建工程。

负债方面,公司负债主要由有息债务、预收款项、应付账款和其他应付款构成。公司应付账款主要为应付地价、应付及预提工程款及质量保证金,2015~2017 年末公司应付账款余额分别为 914.46 亿元、1,380.48 亿元和 1,734.39 亿元;同期,公司预收账款余额分别为 2,126.26 亿元、2,746.46 亿元和 4,077.06 亿元,其中 2017 年账龄超过一年的预收款项余额为 881.38 亿元,主要为尚未结算的预收房款;同期其他应付款分别为 623.50 亿元、1,065.80 亿元和 1,828.87 亿元,主要为应付合营/联营企业款、应付股权款与合作公司往来款、土地增值税清算准备金等。截至 2018 年 3 月末,公司合同负债⁵、应付账款和其他应付款分别为 4,793.60 亿元、1,698.03 亿元和 1,646.29 亿元。

图 7: 2015~2018.Q1 末公司资本结构

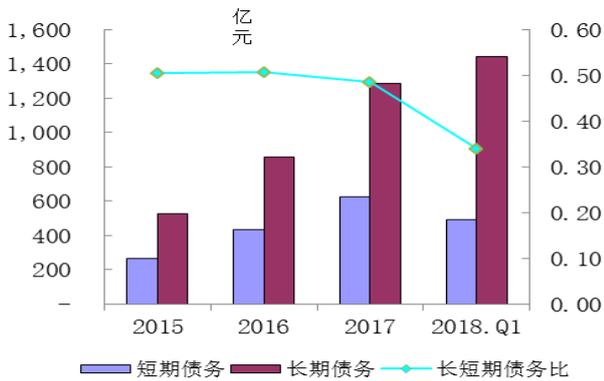


资料来源:公司定期报告,中诚信证评整理

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,近年来债务规模上升较快。2015~2017 年末,公司总债务分别为 794.91 亿元、1,288.64 亿元和 1,906.24 亿元,近三年复合增长率为 54.86%。截至 2018 年 3 月末,公司总债务进一步上升至 1,931.19 亿元。债务期限结构方面,2015~2017 年及 2018 年 3 月末公司长短期债务比(短期债务/长期债务)分别为 0.50 倍、0.51 倍、0.49 倍和 0.34 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。

⁵ 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,截至 2018 年 3 月 31 日,公司预收款项科目余额为 0。

图 8: 2015~2018.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，凭借稳健的投资策略，公司在业务规模扩大过程中财务杠杆比率虽有所上升，但仍保持在较好水平，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模保持上升。2015~2017 年末，公司流动资产分别为 5,470.24 亿元、7,212.95 亿元和 10,175.53 亿元，年均复合增长率为 36.39%，占同期末资产总额的比重分别为 89.49%、86.83% 和 87.32%。从流动资产结构看，公司流动资产主要由存货和货币资金构成，两项合计占流动资产的比重基本保持在 70% 左右。另截至 2018 年 3 月末，公司流动资产占同期末资产总额的比重为 87.10%，存货和货币资金占流动资产的比重为 67.98%。

表 13: 2015~2018.Q1 公司流动资产分析

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018.Q1 |
|----------------|--------|--------|--------|---------|
| 流动资产/总资产 | 89.49% | 86.83% | 87.32% | 87.10% |
| 存货/流动资产 | 67.30% | 64.79% | 58.78% | 59.09% |
| 货币资金/流动资产 | 9.72% | 12.07% | 17.11% | 8.89% |
| (存货+货币资金)/流动资产 | 77.02% | 76.86% | 75.89% | 67.98% |
| 其他应收款/流动资产 | 13.80% | 14.62% | 16.04% | 22.60% |

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，2015~2017 年末公司存货净额分别为 3,681.22 亿元、4,673.61 亿元和 5,980.88 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，较大规模的在建和拟建项目为公司经营业绩的保持奠定了基础，同时后续开发的资金需求也较大。

表 14: 2015~2017 年末公司存货结构分析

| | 单位：亿元 | | |
|------------|----------|----------|----------|
| | 2015 | 2016 | 2017 |
| 存货 | 3,681.22 | 4,673.61 | 5,980.88 |
| 存货同比增长率 | 15.86% | 26.96% | 27.97% |
| 已完工开发产品 | 348.26 | 437.12 | 499.81 |
| 已完工开发产品/存货 | 9.46% | 9.35% | 8.36% |
| 在建开发产品 | 2,284.10 | 2,848.85 | 3,290.51 |
| 在建开发产品/存货 | 62.05% | 60.96% | 55.02% |
| 拟开发产品 | 1,035.29 | 1,369.15 | 2,176.61 |
| 拟开发产品/存货 | 28.12% | 29.30% | 36.39% |

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。同时，自公司 2014 年引入跟投项目制度，项目周转效率保持在较高水平。2015~2017 年，公司存货周转效率分别为 0.40 次、0.41 次和 0.30 次；总资产周转率分别为 0.35 次、0.33 次和 0.24 次，整体周转效率较好。

表 15: 2015~2017 年公司周转率相关指标

| | 2015 | 2016 | 2017 |
|-------------|------|------|------|
| 存货周转率（次/年） | 0.40 | 0.41 | 0.30 |
| 总资产周转率（次/年） | 0.35 | 0.33 | 0.24 |

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

现金流方面，公司销售回款情况较好，回款率维持在较高水平，经营性净现金流持续表现较好，2015~2017 年公司经营性净现金流分别为 160.46 亿元、395.66 亿元和 823.23 亿元。2015 年公司由于加大土地储备支付土地金额大幅增加，使得经营性净现金流有所回落，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 1~3 月，公司经营活动现金流呈净流出状态，为 -277.54 亿元。

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% 左右，维持在相对充裕水平，对短期债务形成较好覆盖。2015~2017 年末及 2018 年 3 月末公司手持货币资金分别为 531.80 亿

元、870.32 亿元、1,741.21 亿元和 947.82 亿元，货币资金/短期债务分别为 2.00 倍、2.01 倍、2.80 倍和 1.94 倍。

表 16：2015~2018.Q1 公司部分流动性指标

| | 单位：亿元 | | | |
|-----------------|--------|--------|----------|---------|
| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018.Q1 |
| 货币资金 | 531.80 | 870.32 | 1,741.21 | 947.82 |
| 经营活动现金流净额 | 160.46 | 395.66 | 823.23 | -277.54 |
| 经营净现金流/短期债务 (X) | 0.60 | 0.91 | 1.32 | -2.27 |
| 货币资金/短期债务 (X) | 2.00 | 2.01 | 2.80 | 1.94 |

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高水平，项目销售回款及经营性现金流表现良好，年末手持货币资金充足，对短期债务形成较好覆盖，整体流动性良好。

盈利能力

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。2015~2017 年公司实现营业收入分别为 1,955.49 亿元、2,404.77 亿元和 2,428.97 亿元，年均复合增长率为 11.45%。此外，2017 年末公司预收款项余额为 4,077.06 亿元，同比增长 48.45%，占当年营业收入比重为 167.85%，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，近三年分别为 29.35%、29.41%和 34.10%，处于较好水平。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 308.26 亿元，毛利率为 34.17%。

图 9：2015~2018.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。2015~2017 年公司发生三费合计分别为 93.61 亿元、135.53 亿元和 172.03 亿元，同期三费收入占比分别为 4.79%、5.64%和 7.08%，处于较低水平，公司对期间费用的控制能力很强。2018 年 1~3 月，公司三费合计为 45.34 亿元，由于公司结转收入大多集中于下半年，三费收入占比提升至 14.71%。

表 17：2015~2018.Q1 公司三费分析

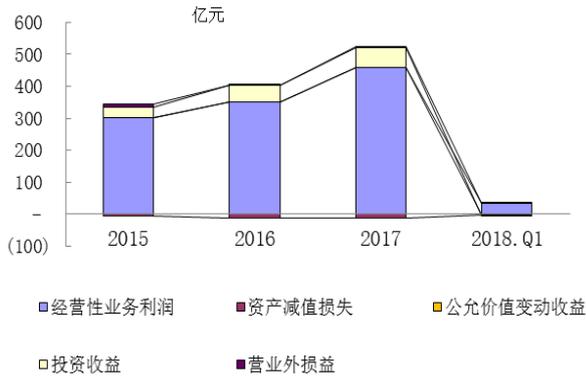
| | 单位：亿元 | | | |
|--------|----------|----------|----------|---------|
| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018.Q1 |
| 销售费用 | 41.38 | 51.61 | 62.62 | 12.76 |
| 管理费用 | 47.45 | 68.01 | 88.66 | 22.18 |
| 财务费用 | 4.78 | 15.92 | 20.75 | 10.40 |
| 三费合计 | 93.61 | 135.53 | 172.03 | 45.34 |
| 营业总收入 | 1,955.49 | 2,404.77 | 2,428.97 | 308.26 |
| 三费收入占比 | 4.79% | 5.64% | 7.08% | 14.71% |

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。近年来公司业务规模保持增长，毛利空间稳定，加之其对期间费用的把控较强，公司经营性业务利润保持较大幅度增长。2015~2017 年公司经营性业务利润分别为 300.57 亿元、352.03 亿元和 458.92 亿元。投资收益方面，公司投资收益主要来源于联营、合营公司实现的权益利润和以股权转让方式实现项目合作而取得的收益，2015~2017 年投资收益分别为 35.62 亿元、50.14 亿元和 62.45 亿元，对其利润形成良好补充。综上，公司近三年利润总额分别为 338.03 亿元、392.54 亿元和 511.42 亿元；

同期，净利润分别为 259.49 亿元、283.50 亿元和 372.08 亿元，净资产收益率⁶分别为 19.04%、17.54% 和 19.93%。2018 年 1~3 月，公司利润总额 29.99 亿元，其中经营性业务利润为 34.47 亿元，投资收益为-3.35 亿元，净利润为 17.79 亿元。总体来看，在房地产行业利润收窄的背景下，公司仍保持了较强的盈利能力。

图 10：2015~2018.Q1 公司利润总额构成分析



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、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

由于公司业务规模的扩大，公司的债务规模亦逐年上升。截至 2017 年 12 月 31 日，公司总债务为 1,906.24 亿元，同比增长 47.93%；其中短期债务 622.73 亿元，长短期债务比为 0.49 倍。截至 2018 年 3 月末，公司债务规模进一步上升至 1,931.19 亿元，较 2017 年末上升 1.31%。

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 2017 年末，公司总债务为 1,906.24 亿元，其中人民币债务 1,333.77 亿元，美元债务 410.15 亿元，港币债务 141.36 亿元以及英镑债务 20.97 亿元，占比分别为 70.0%、21.5%、7.4% 和 1.1%。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 18：截至 2017 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 | 1,333.77 | 70.0% |
| 美元 | 410.15 | 21.5% |
| 港币 | 141.36 | 7.4% |
| 英镑 | 20.97 | 1.1% |
| 合计 | 1,906.24 | 100.0% |

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从 EBITDA 规模来看，公司 EBITDA 主要由利润总额构成，2015~2017 年分别为 362.97 亿元、427.13 亿元和 571.32 亿元，获现能力持续向好。从主要偿债能力指标表现来看，2015~2017 年公司总债务/EBITDA 分别为 2.19 倍、3.02 倍和 3.34 倍，EBITDA 利息保障倍数分别为 7.48 倍、7.71 倍和 6.96 倍，公司获现能力对其债务的偿还提供了很强保障。

现金流方面，近年来公司经营性现金保持净流入状态，2015~2017 年及 2018 年 1~3 月分别为 160.46 亿元、395.66 亿元、823.23 亿元和-277.54 亿元，经营性净现金流/总债务分别为 0.20 倍、0.31 倍、0.43 倍和-0.57 倍，2015~2017 年经营性净现金流利息倍数分别为 3.31 倍、7.14 倍和 10.03 倍，经营性净现金流对利息的覆盖能力很强。

表 19：2015~2018.Q1 公司主要偿债能力指标

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018.Q1 |
|-----------------|--------|----------|----------|----------|
| 短期债务 (亿元) | 266.47 | 433.50 | 622.73 | 489.08 |
| 长期债务 (亿元) | 528.44 | 855.14 | 1,283.52 | 1,442.11 |
| 总债务 (亿元) | 794.91 | 1,288.64 | 1,906.24 | 1,931.19 |
| 经营净现金流利息倍数 (X) | 3.31 | 7.14 | 10.03 | - |
| 经营净现金流/总债务 (X) | 0.20 | 0.31 | 0.43 | -0.57 |
| EBITDA (亿元) | 362.97 | 427.13 | 571.32 | - |
| 总债务/EBITDA (X) | 2.19 | 3.02 | 3.34 | - |
| EBITDA 利息倍数 (X) | 7.48 | 7.71 | 6.96 | - |

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 2017 年 12 月末，公司获得银行授信 2,920.50 亿元，已使用 1,396.69 亿元，未使用 1,523.81 亿元。同时，公司作为 A 股和 H 股上市企业，直接融资

⁶ 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。

渠道畅通，具备较强的财务弹性。

或有负债方面，截至 2017 年 12 月 31 日，公司担保余额为人民币 296.03 亿元，其中，公司及控股子公司为其他控股子公司提供担保余额为 269.75 亿元，其余为公司及控股子公司对联营公司及合营公司提供担保。同时，公司为商品房承购人提供阶段性抵押贷款担保，担保类型分为阶段性担保和全程担保。截至 2017 年末，公司承担阶段性担保额及全程担保额分别为 1,403.55 亿元和 3.34 亿元。考虑到公司担保主要系对子公司的担保以及为商品房承购人提供的阶段性抵押担保，整体或有负债风险可控。

总体看来，公司近年来收入规模持续增长，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，财务杠杆比率保持在合理区间，加之多元化的融资渠道下具备较强财务弹性，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级别为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“万科企业股份有限公司 2018 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）”信用级别为 **AAA**。

关于万科企业股份有限公司2018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）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。

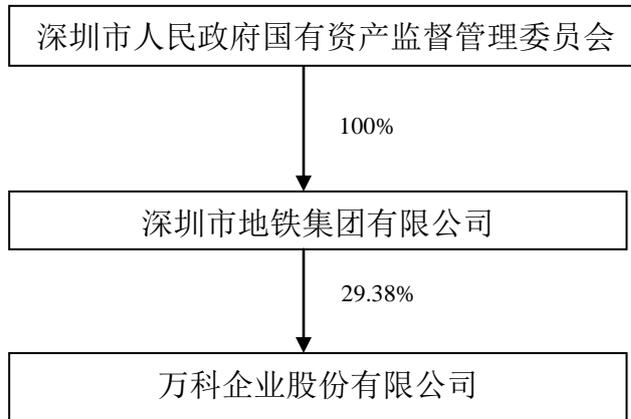
在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

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。

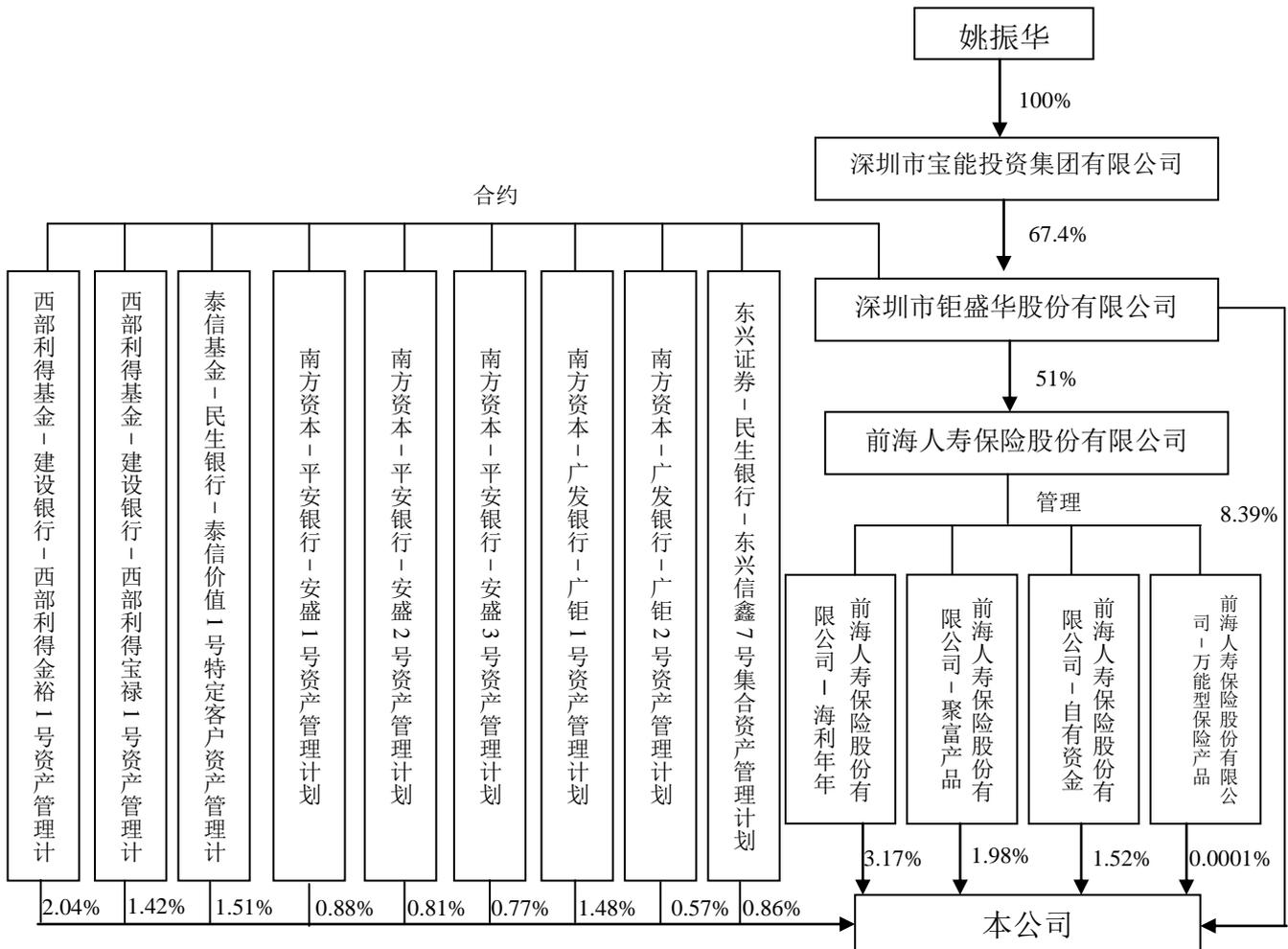
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：万科企业股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）

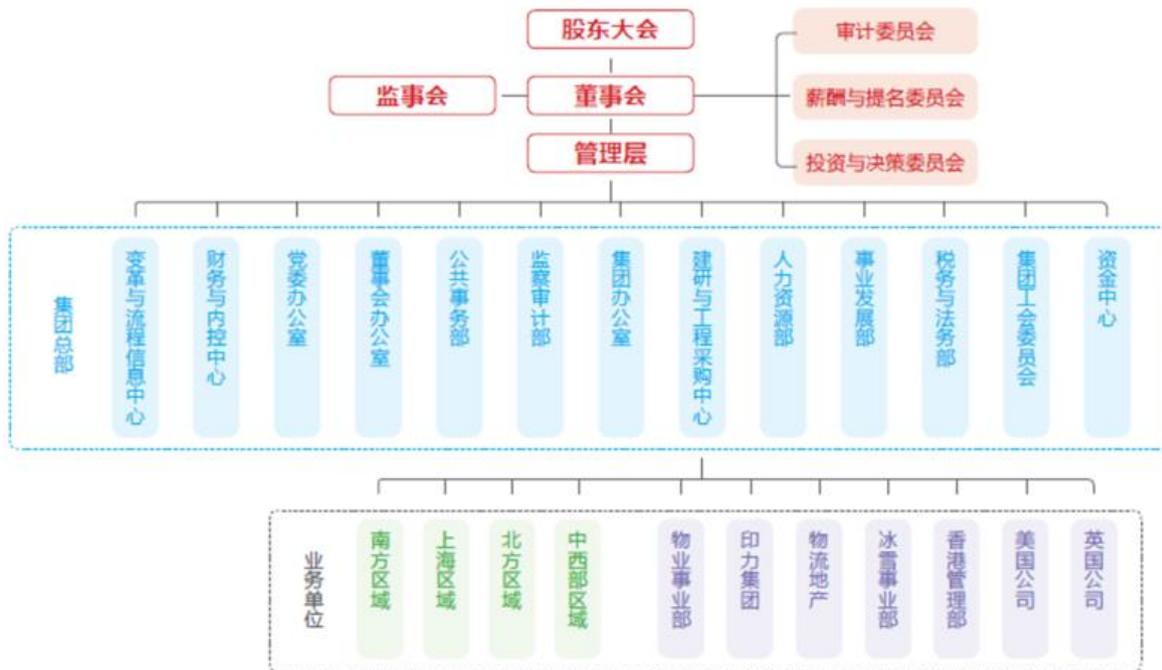
第一大股东持股结构图



第二大股东持股结构图



附二：万科企业股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



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） | 2015 | 2016 | 2017 | 2018.Q1 |
|------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| 货币资金 | 5,318,038.10 | 8,703,211.82 | 17,412,100.92 | 9,478,231.47 |
| 应收账款净额 | 251,065.33 | 207,525.68 | 143,273.40 | 147,642.74 |
| 存货净额 | 36,812,193.05 | 46,736,133.61 | 59,808,765.76 | 63,009,296.36 |
| 流动资产 | 54,702,437.59 | 72,129,542.79 | 101,755,283.21 | 106,631,527.76 |
| 长期投资 | 3,464,223.62 | 6,303,000.28 | 8,256,505.48 | 8,385,845.43 |
| 固定资产合计 | 1,628,088.92 | 2,945,053.00 | 3,693,251.93 | 4,233,612.66 |
| 总资产 | 61,129,556.77 | 83,067,421.39 | 116,534,691.78 | 122,426,479.23 |
| 短期债务 | 2,664,649.20 | 4,334,988.65 | 6,227,269.64 | 4,890,807.49 |
| 长期债务 | 5,284,439.66 | 8,551,443.71 | 12,835,171.67 | 14,421,083.38 |
| 总债务（短期债务+长期债务） | 7,949,088.86 | 12,886,432.36 | 19,062,441.31 | 19,311,890.87 |
| 总负债 | 47,498,595.04 | 66,899,764.26 | 97,867,297.86 | 102,892,738.99 |
| 所有者权益（含少数股东权益） | 13,630,961.73 | 16,167,657.13 | 18,667,393.92 | 19,533,740.24 |
| 营业总收入 | 19,554,913.00 | 24,047,723.69 | 24,289,711.03 | 3,082,561.53 |
| 三费前利润 | 3,941,807.45 | 4,875,607.89 | 6,309,496.37 | 798,145.77 |
| 投资收益 | 356,190.81 | 501,383.59 | 624,456.17 | -33,481.73 |
| 净利润 | 2,594,943.80 | 2,835,025.55 | 3,720,838.73 | 177,948.58 |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 3,629,739.74 | 4,271,258.31 | 5,713,172.28 | - |
| 经营活动产生现金净流量 | 1,604,602.07 | 3,956,612.90 | 8,232,283.42 | -2,775,365.32 |
| 投资活动产生现金净流量 | -2,094,748.12 | -4,338,905.01 | -5,161,323.30 | -5,030,633.77 |
| 筹资活动产生现金净流量 | -510,391.08 | 3,129,665.06 | 5,526,489.62 | -195,690.79 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -1,000,537.12 | 2,747,372.95 | 8,597,449.74 | -8,001,689.88 |
| 财务指标 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018.Q1 |
| 营业毛利率（%） | 29.35 | 29.41 | 34.10 | 34.17 |
| 所有者权益收益率（%） | 19.04 | 17.54 | 19.93 | 3.64 |
| EBITDA/营业总收入（%） | 18.56 | 17.76 | 23.52 | - |
| 速动比率（X） | 0.43 | 0.44 | 0.50 | 0.50 |
| 经营活动净现金/总债务（X） | 0.20 | 0.31 | 0.43 | -0.57 |
| 经营活动净现金/短期债务（X） | 0.60 | 0.91 | 1.32 | -2.27 |
| 经营活动净现金/利息支出（X） | 3.31 | 7.14 | 10.03 | - |
| EBITDA 利息倍数（X） | 7.48 | 7.71 | 6.96 | - |
| 总债务/EBITDA（X） | 2.19 | 3.02 | 3.34 | - |
| 资产负债率（%） | 77.70 | 80.54 | 83.98 | 84.04 |
| 总债务/总资本（%） | 36.84 | 44.35 | 50.52 | 49.71 |
| 长期资本化比率（%） | 27.94 | 34.59 | 40.74 | 42.47 |
| 净负债率（%） | 19.30 | 25.87 | 8.84 | 50.34 |

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；“交易性金融负债”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“交易性金融负债”；

3、万科企业 2018 年第一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务等指标已经过年化处理。

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。