

万科企业股份有限公司 2020 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

项目负责人：石 烁 sshi@ccxi.com.cn

石 烁

项目组成员：李 昂 ali@ccxi.com.cn

李 昂

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 3 月 4 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。
- 中诚信国际及其子公司、控股股东及其控制的其他机构没有对该受评对象提供其他非评级服务，经审查不存在利益冲突的情形。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程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.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 [2020]G077 号

万科企业股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“万科企业股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，本期公司债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年三月四日

发行要素

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

评级观点: 中诚信国际评定万科企业股份有限公司(以下简称“万科企业”或“公司”)主体信用等级为 **AAA**, 评级展望为稳定; 评定“万科企业股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了万科企业稳固的行业龙头地位、稳步增长的销售业绩和丰富的待结算资源、丰富且布局分散的土地储备、核心住宅业务与城市配套服务业务的协同效应以及稳健的财务政策等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时, 中诚信国际关注到房地产调控政策持续且行业竞争加剧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	2016	2017	2018	2019.Q3
总资产(亿元)	8,306.74	11,653.47	15,285.79	16,387.63
所有者权益(亿元)	1,616.77	1,866.74	2,356.21	2,448.52
总负债(亿元)	6,689.98	9,786.73	12,929.59	13,939.11
总债务(亿元)	1,288.64	1,906.24	2,612.08	2,268.79
营业总收入(亿元)	2,404.77	2,428.97	2,976.79	2,239.15
净利润(亿元)	283.50	372.08	492.72	285.90
EBITDA(亿元)	427.13	571.32	785.63	-
存货周转率(X)	0.41	0.30	0.28	-
经营活动净现金流(亿元)	395.66	823.23	336.18	17.34
营业毛利率(%)	29.41	34.10	37.48	35.99
所有者权益收益率(%)	19.03	21.36	23.34	-
货币资金/短期债务(X)	2.01	2.80	2.02	1.82
净负债率(%)	25.87	8.84	30.89	48.86
总债务/EBITDA(X)	3.02	3.34	3.32	-
EBITDA 利息倍数(X)	7.71	6.96	5.55	-

注: 中诚信国际根据 2016 年~2018 年审计报告及 2019 年三季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **稳固的行业龙头地位。** 万科企业是国内最早从事房地产开发的企业之一, 具有 30 余年的住宅物业开发经验, 2018 年公司在全国销售市场占有率达 4.05%, 且在全国 24 个城市的销售排名位列当地第一, 行业龙头地位稳固。

■ **稳步增长的销售业绩, 丰富的待结算资源。** 2018 年公司销售面积和销售金额分别为 4,038 万平方米和 6,070 亿元, 近三年复合增长率分别为 20.85% 和 28.96%。截至 2019 年 9 月末, 公司已售未结转面积和金额分别达 4,474 万平方米和 6,362 亿元, 丰

富的待结算资源为其未来经营业绩提供了强有力的保障。

■ **丰富且布局分散的土地储备。** 万科企业坚持聚焦深耕城市圈的发展战略, 截至 2019 年 9 月末, 公司在建及待建面积分别为 10,588 万平方米和 5,594 万平方米, 项目均匀分布于国内主要经济圈的 70 余个城市, 丰富分散且针对优势经济区域的布局有助于其抵御区域市场波动风险。

■ **核心住宅业务与城市配套服务业务的协同效应。** 公司在坚守住宅房地产开发业务基础上, 明确了城乡建设与生活服务商的定位, 业务领域不断创新, 已进入物业服务、租赁住宅、商业开发与运营、物流仓储服务等城市配套服务业务, 逐步发挥较好的协同效应。

■ **稳健的财务政策。** 公司严格执行稳健审慎的经营策略, 根据回款情况规划投资及运营支出, 财务杠杆比率稳定维持在较低水平。同时, 近年来公司营收规模及盈利水平持续提升, 经营所得可对其债务偿还形成充分覆盖。

关注

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

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影响, 房地产有效需求超预期下降, 公司现金流平衡能力大幅弱化。

同行业比较

2018 年部分房地产企业主要指标对比表						
公司名称	签约销售金额(亿元)	资产总额(亿元)	净负债率(%)	货币资金/短期债务(倍)	营业总收入(亿元)	净利润率(%)
保利发展	4,048	8,464.94	83.04	2.13	1,945.55	13.44
华润置地	2,107	6,557.43	33.89	3.21	1,211.89	22.51
万科企业	6,070	15,285.79	30.89	2.02	2,976.79	16.55

注: “保利发展”为“保利发展控股集团股份有限公司”简称; “华润置地”为“华润置地有限公司”简称。

资料来源: 中诚信国际整理

发行主体概况

万科企业股份有限公司（以下简称“万科企业”或“公司”）前身为 1984 年 5 月成立的“现代科教仪器展销中心”，1987 年更名为“深圳现代科技中心”，1988 年更名为“深圳现代企业有限公司”。1988 年 11 月经深圳市人民政府“深府办（1988）1509 号”文批准，深圳现代企业有限公司实施股份制改革，并更名为“深圳万科企业股份有限公司”，初始股本总额为 41,332,680 股。1991 年 1 月 29 日，公司 A 股股票在深圳证券交易所上市（证券代码“000002”）。1993 年 5 月 28 日，公司发行 B 股在深圳证券交易所上市，并于 12 月更为现名。2014 年 6 月 25 日，公司 B 股以介绍方式转换上市地在香港联合交易所有限公司（H 股）上市（证券代码“02202”）。

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人民政府国有资产监督管理委员会所属的全资子公司深圳市地铁集团有限公司（以下简称“地铁集团”），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 股公司 A 股股份，占公司总股本的 29.38%，为公司第一大股东。截至 2019 年 9 月末，地铁集团系公司的第一大股东，持股比例为 28.69%，公司不存在控股股东及实际控制人。

公司拥有 30 余年的房地产开发经验，是中国

领先的物业开发商，专注于住宅项目的开发、销售及管理，着重开发面向大众市场的优质中小型单位的住宅物业。公司项目覆盖中国南方区域、上海区域、北方区域及中西部区域的 70 余个主要城市及多个海外城市，系国内品牌影响力最广，综合实力最强的房地产开发企业之一。

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

截至 2019 年 9 月 30 日，公司资产总额 16,387.63 亿元，所有者权益（含少数股东权益）2,448.52 亿元，资产负债率 85.06%；2019 年 1~9 月公司实现营业收入 2,239.15 亿元，净利润 285.90 亿元，经营活动净现金流 17.34 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 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）
发行规模	本期债券发行规模不超过 25 亿元（含 25 亿元）
债券期限	本期债券主要分为两个品种，品种一为 5 年期（附第 3 年末发行人赎回选择权、发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权），品种二期限为 7 年期（附第 5 年末发行人赎回选择权、发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权）
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	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
募集资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后拟全部用于偿还即将到期的公司债券

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

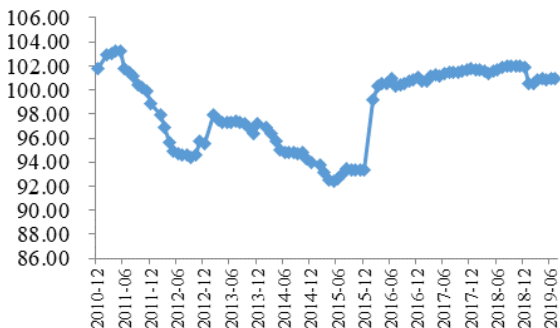
房地产行业分析

行业概况

房地产业是中国经济增长的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。自改革开放以来，中国房地产行业得到快速发展，国房景气指数持续提升，并于 2007 年 11 月达到历史顶点 106.59 点。

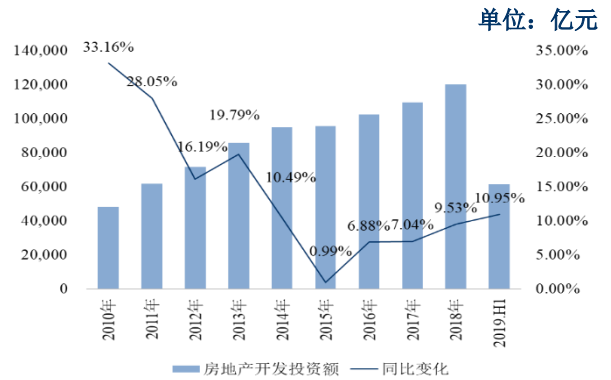
此后，受 2008 年次贷危机和紧缩货币政策影响，国内房价出现十年来的首次下跌；2009 年随着国家信贷宽松政策出台，商品房销售情况有所好转；2010 年以来，为抑制房价过快上涨，国务院先后出台多项调控政策，房地产市场再次步入调整阶段；2012 年，在中央继续保持从紧政策的同时，地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求，商品房销售开始逐步回升；2014 年，房地产市场短期供过于求，且受价格预期变化等因素影响，房地产市场销售下滑，国房景气指数亦随之下降；进入 2015 年，随着一系列宽松的行业政策出台，国房景气指数自 2015 年 6 月开始有所回升并于下半年企稳，上升态势延续至 2016 年上半年。2016 年 10 月以来部分重点城市陆续出台限购、限贷等房地产调控政策，国房景气指数有所调整，但仍较上年同期有所上升。2017 年以来国房景气指数持续上行，于 2017 年 12 月达到 101.72 点，但 3 月以来受部分城市不断加大房地产调控力度影响，景气指数上升增速出现明显回落。进入 2018 年，各线城市调控政策持续高压，1~4 月国房景气度持续回落，但得益于 4 月份央行定向降准改善外部资金流动性，5~9 月期间国房景气度有所回升，9 月份上涨至 102.01 点。9~12 月，国房景气指数小幅回落，12 月为 101.85 点，比 9 月份下降 0.16 点。2019 年 1 月国房指数降至 100.57 点，2~6 月小幅波动上升，于 6 月达到 100.90 点。

图 1：2011~2019.H1 国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

图 2：2010~2019.H1 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

在房地产投资方面，受益于宽松的行业政策，2016 年房地产行业全面回暖，良好的销售情况提振了房企信心，当年房地产投资增速有所提升，全年累计完成房地产开发投资 102,581 亿元，同比增长 6.88%，增速较上年上涨 5.89 个百分点。自 2016 年 10 月以来，各地房地产市场调控政策持续收紧，但全国房地产开发投资增速仍维持在当前水平，2017 年全国累计完成房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，全年整体增速与上年基本持平。2018 年以来，各线城市调控政策未出现明显放松，加之外部融资环境持续收紧，房企为尽快回笼资金，加快房地产开发建设节奏，2018 年全国房地产开发投资较上年同期增长 9.53% 至 120,264 亿元，增速较上年同期上升 2.49 个百分点。2019 年 1~6 月全国房地产开发投资较上年同期增长 10.9% 至 61,609 亿元，增速较上年同期上升 1.2 个百分点。房地产开发投资资金的到位情况方面，2016~2018 年房地产开发企业到位资金分别为 144,214 亿元、156,053 亿元和 165,963 亿元，年均复合增长率 7.3%；同期增速分别为 15.2%、8.2% 和 6.4%。从资金来源来看，房企资金来源中自筹资金规模呈上升趋势，分别为 49,133 亿元、50,872 亿元和 55,831 亿元，占比分别为 34.1%、32.6% 和 33.6%；定金及预收款规模及其占比呈快速上升态势，2016~2018 年房企资金来源中定金及预收款规模为 41,952 亿元、48,694 亿元和 55,418 亿元，占比从 2016 年的 29.1% 上升至 2018 年的 33.4%；同期国内贷款分别为 21,512 亿元、25,242 亿元和 24,005 亿元，个人按揭贷款分别为 24,403 亿元、23,906 亿元和 23,706 亿元，受外部资金环境紧缩影响，2018 年国内贷款

和个人按揭贷款同比分别下降 4.9%和 0.8%。在去杠杆的环境下，房企资金压力上升，开发投资资金对其内部流动性资金的依赖性提高。2019年1~6月，房地产开发企业到位资金 84,966 亿元，较上年同期增长 7.2%，增速提高 2.6 个百分点。其中，自筹资金和定金及预收款同比分别增长 4.7%和 9.0%至 26,731 亿元和 28,465 亿元，增速有所放缓，占比分别为 31.5%和 33.5%；国内贷款和个人按揭贷款分别为 13,330 亿元和 12,806 亿元，同比分别增长 8.4%和 11.1%。

表 2：2016~2019.H1 房地产开发投资资金来源

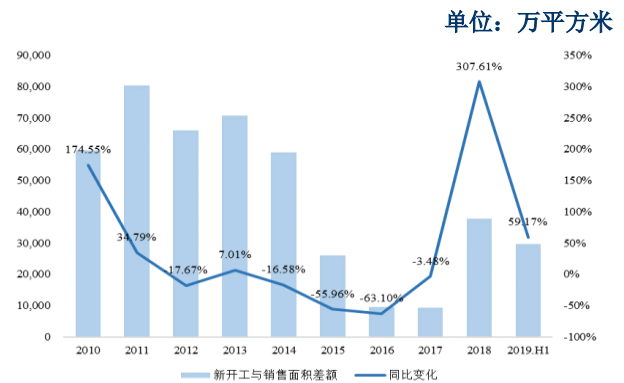
单位：亿元、%				
指标	2016	2017	2018	2019.H1
资金来源合计	144,214	156,053	165,963	84,966
同比增长	15.2	8.2	6.4	7.2
其中：				
自筹资金	49,133	50,872	55,831	26,731
占比	34.1	32.6	33.6	31.5
同比增长	0.2	3.5	9.7	4.7
国内贷款	21,512	25,242	24,005	13,330
占比	14.9	16.2	14.5	15.7
同比增长	6.4	17.3	-4.9	8.4
利用外资	140	168	108	43
占比	0.1	0.1	0.1	0.1
同比增长	-52.6	19.8	-35.8	51.8
定金及预收款	41,952	48,694	55,418	28,465
占比	29.1	31.2	33.4	33.5
同比增长	29.0	16.1	13.8	9.0
个人按揭贷款	24,403	23,906	23,706	12,806
占比	16.9	15.3	14.3	15.1
同比增长	46.5	-2.0	-0.8	11.1

资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

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

面积差额较上年同期大幅增长 307.6%至 37,688 万平方米。2019年上半年房地产开发企业房屋新开工面积为 105,509 万平方米，较上年同期增长 10.12%，新开工面积量处于较高水平但增速有所回落；从新开工面积与销售面积的差额来看，2019年1~6月，全国商品房新开工面积与销售面积差额较上年同期大幅增长 59.17%至 29,723 万平方米。

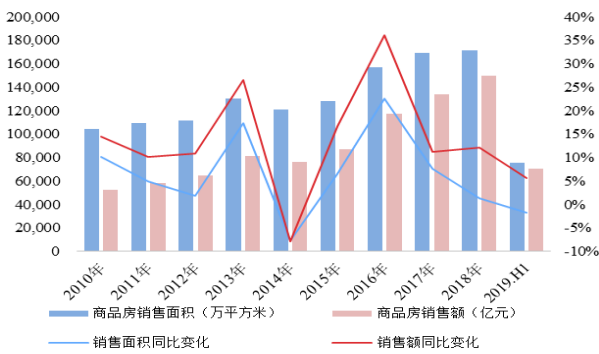
图 3：2010~2019.H1 商品房新开工与销售面积差额



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从销售情况看，2016年，在宽松的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，当年全国商品房销售面积与销售金额分别为 157,349 万平方米和 117,627 亿元，分别同比增长 22.5%和 34.8%；其中商品住宅销售面积和销售金额分别同比增长 22.4%和 36.1%。2017年，全国商品房销售面积和销售金额分别为 169,408 万平方米和 133,701 亿元，分别同比增长 7.7%和 13.7%。2018年，全国商品房销售面积和销售金额分别为 171,654 万平方米和 149,973 亿元，同比分别增长 1.3%和 12.2%，增速较上年同期分别下降 6.4 个百分点和 1.47 个百分点，受房地产调控政策持续的影响，房地产销售增速放缓明显。其中，2018年住宅销售面积同比增长 2.2%，销售金额同比增长 14.7%；办公楼销售面积同比下降 8.3%，销售金额同比下降 2.6%；商业营业用房销售面积同比下降 6.8%，销售金额同比增长 0.7%。2019年1~6月，全国商品房销售面积和销售金额分别为 75,786 万平方米和 70,698 亿元，同比分别下降 1.8%和增长 5.6%，销售金额增速同比下降 7.6 个百分点，随着“因城施策”贯彻落实，房地产销售显著降温。

图 4：2010~2019.H1 商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

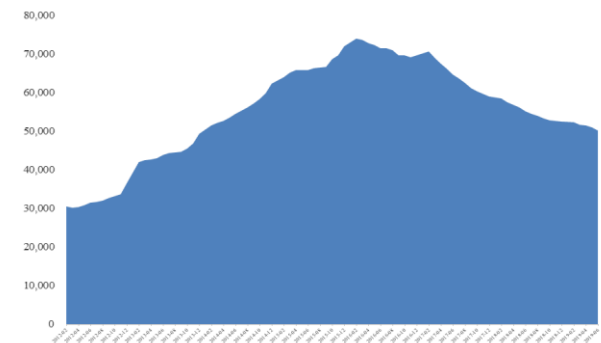
从不同区域的销售情况来看，2018 年东部地区仍是我国商品房销售的主要区域，但其商品房销售增速落后于其他区域。2018 年，东部地区商品房销售额 79,258 亿元，同比增长 6.5%；中部地区商品房销售额 33,848 亿元，同比增长 18.1%；西部地区商品房销售额 31,127 亿元，同比增长 23.4%；东北地区商品房销售额 5,740 亿元，同比增长 7.0%。2018 年以来“去库存”仍是中西部地区三四线城市调控主基调，商品房销售增速高于东部地区。2019 年 1~6 月，东部地区实现商品房销售额 37,716 亿元，同比增长 4.7%；中部地区商品房销售额 15,353 亿元，同比增长 6.1%；西部地区商品房销售额 15,178 亿元，同比增长 8.4%；东北地区商品房销售额 2,451 亿元，同比增长 0.9%，各区域销售额增速均呈回落趋势。从价格来看，2018 年 1~12 月全国 100 个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，2018 年 12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 14,678 元/平方米，较上年增长 5.1%，增速较上年下降 2.1 个百分点。分城市能级来看，2018 年 12 月，一线城市住宅均价达 41,368 元/平方米，较上年同期增长 0.4%，增速同比下降 1.0 个百分点；二线城市住宅均价达 13,582 元/平方米，较上年同期增长 7.1%，增速同比下降 0.6 个百分点；而三线城市住宅均价达 9,061 元/平方米，较上年同期增长 8.7%，增速同比下降 3.8 个百分点¹。2019 年 1~6 月全国 100 个城市住宅均价持续呈现逐月增长的态势，2019 年 6 月全国 100 个城市住宅均价为 14,891 元/平方米，较年初小幅增长 1.45%；其中，一线城市住宅均价 41,486 元

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。

/平方米，较年初小幅增长 0.29%；二线城市住宅均价 13,859 元/平方米，较年初增长 2.04%；三线城市住宅均价 9,279 元/平方米，较年初增长 2.40%。总体来看，受 2016 年 10 月以来房地产政策的持续收紧及政策区域分化加重影响，近年来全国住宅房价增速有所下降。

图 5：2012~2019.H1 全国商品房待售情况

单位：万平方米



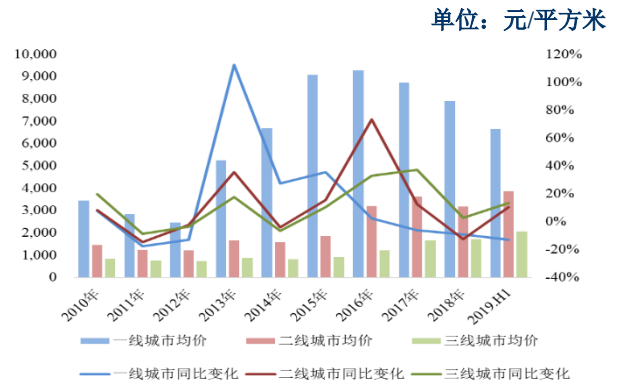
资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

商品房库存方面，2016 年主要城市市场成交情况较好，住宅去化较快，商品房库存出现近年来首次下降；截至 2016 年末，全国商品房待售面积 69,539 万平方米，环比增加 444 万平方米，但较上年末减少 2,314 万平方米。2017 年以来房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策，商品房库存持续下降，截至 2017 年末，全国商品房待售面积 58,923 万平方米，环比减少 683 万平方米，较上年末减少 10,616 万平方米。2018 年以来全国商品房待售面积进一步下降，截至 2018 年末为 52,414 万平方米，较上年末减少 6,510 万平方米。从去化周期来看，以 2018 年 1~12 月商品房月均销售面积估算，全国待售商品房去化周期较 2017 年进一步缩短至 3.7 个月。截至 2019 年 6 月末，全国商品房待售面积进一步下降至 50,162 万平方米，较上年末减少 2,252 万平方米。从去化周期来看，以 2019 年 1~6 月商品房月均销售面积估算，全国待售商品房去化周期为 3.97 个月，受房地产销售景气度下降影响，库存商品房去化周期有所上升。

土地市场方面，在外部融资环境趋紧的背景下，近年来房地产开发企业加快了开工建设及去化节奏，推动了房企补充库存的意愿，2016~2018 年我国房地产业开发企业购置土地面积分别为 22,025 万平方米、25,508 万平方米和 29,142 万平方米，同

比增速分别为-3.45%、15.81%和 14.25%；同期土地成交价款分别为 9,129 亿元和 13,643 亿元和 16,102 亿元，增速分别为 19.77%、49.45%和 18.02%，2018 年增速较上年大幅下降 31.43 个百分点。土地购置成本增速亦有回调，2016~2018 年房地产企业土地购置成本分别为 4,144.84 元/平方米、5,348.52 元/平方米和 5,525.36 元/平方米，同比分别增长 24.05%、29.04%和 3.31%，2018 年增速较上年大幅下降 25.73 个百分点，表明在融资环境紧缩及销售景气度下降的背景下，房企拿地回归理性。2019 年 1~6 月，房地产开发企业土地购置面积和成交价款分别为 8,035 万平方米和 3,811 亿元，分别同比下降 27.5%和 27.6%；同期土地购置成本为 4,743.00 元/平方米，同比下降 0.14%，2019 年以来房企拿地投资意愿降低，土地投资整体较为低迷。从不同能级城市来看，近年来不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。一线城市土地成交均价的涨幅在 2013 年达到顶点后逐步呈现下降态势，而土地成交均价则持续增长至 2016 年到达顶点，2017 年以来一线城市土地成交均价持续回落，2018 年一线城市土地成交均价及溢价率分别为 7,925.80 元/平方米和 5.38%，2019 年上半年，一线城市土地成交均价持续下降至 6,661.95 元/平方米，而溢价率则回升至 11.79%。二线城市土地成交均价于 2013~2015 年间小幅波动增长，而 2016 年二线城市土地成交均价大幅增长 73.67%至 3,221.65 元/平方米，平均溢价率同比上升 35.57 个百分点至 56.08%，2017 年以来土地市场热度持续减弱，2018 年二线城市土地成交均价为 3,189.58 元/平方米，同比下降 12.24%，溢价率回落至 13.60%。2019 年上半年，二线城市土地成交楼面均价为 3,874.71 元/平方米，同比增长 18.47%，溢价率为 18.92%。三线城市成交土地均价于 2016 年以来维持高位增长，2016 年和 2017 年土地均价涨幅分别达 33.05%和 37.44%，平均溢价率分别为 30.58%和 30.90%，而 2018 年以来亦出现回落，三线城市土地成交均价为 1,728.86 元/平方米，涨幅下滑至 2.81%，平均溢价率则下降至 15.35%，房企拿地更趋审慎。2019 年上半年三线城市土地成交楼面均价为 2,073.46 元/平方米，同比增长 13.46%，平均溢价率增长至 19.56%。

图 6：2010~2019.H1 各能级城市土地成交情况



资料来源：WIND 数据，中诚信国际整理

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

行业政策

从房地产的发展过程来看，房地产行业是受政策影响较大的行业。2008 年受金融危机的影响，房地产市场景气度下行，房价有所下降，随着国家陆续出台救市政策，房价止跌并快速回升。2010 年以来，为了遏制房价快速上涨，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，强化行业政策的执行和监督力度。2011 年，在“调结构，稳物价”的大背景下，中央政府继续加强房地产调控。“国八条”、房产税改革先后落地，“限购”、“限贷”等政策全面升级，限购城市从 2010 年的不足 20 个大幅增加近 50 个。2014 年各地方政府在放松限购、购房落户、提高公积金贷款额度等层面自主出台调整政策；同年，中央政府相继出台“央五条”、定向降准，随后中国人民银行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，从房地产市场供给端和需求端两个层面给予了较为明确的支持。2015 年以来，“去库存”仍是各项政策的主基调，稳定住房消费、支持自住和改善住房需求是房地产政策调整的主要方向。2016 年房地产行业在坚持去库存的整体基调上，继续实施“因城施策”的政策引导。2016 年上半年整体房地产政策较为宽松，进入下半年房地产政策开始收紧。2016 年 8 月，武汉、厦门、苏州率先重启限购政策，9

月杭州、南京、天津亦重启限购政策，十一期间，北京、天津、苏州、郑州、成都、济南、无锡、合肥、武汉、南京、广州、深圳、佛山、厦门、东莞、珠海、福州、上海、杭州、南昌等 21 个城市相继出台了限购限贷政策。

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

2018 年以来房地产调控政策延续了“房住不炒”的主基调，调控类型涵盖限购、限贷、限售、限价等政策，限购城市再次扩容，大连、沈阳、太原等城市相继落地限购令，限售扩容至兰州、长春、大连等二、三线城市，并下沉至阜南、景洪等县级城市，全国约有 50 余城市根据当地市场情况从多维度新增或升级四限政策，实施更为精准化、差异化调控。2018 年 6 月，北京、上海等 30 个城市率先开展为期半年的治理房地产市场乱象专项行动，对投机炒房、房企和中介公司违规行为等进行严厉打击。2018 年 8 月住建部要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任。随后，成都、杭州、福建等多省市纷纷响应。随着楼市调控的不断深入，2018 年年底以来，菏泽、广州等城市根据地方实际情况进行政策微调，但政策调整均未突破“房住不炒”的底线，且亦是為了落实分类调控、因城施策，提高调控的精准性。

政策层面除短期供需调控外，长效机制也处于加速推进阶段。2017 年 7 月，住房城乡建设部、国家发展改革委等九部门在《关于在人口净流入的大

中城市加快发展住房租赁市场的通知》中指出，人口净流入的大中城市要支持相关国有企业转型为住房租赁企业，鼓励民营的机构化、规模化住房租赁企业发展，并选取了广州、深圳等 12 个城市作为住房租赁首批试点。2018 年 1 月，国土资源部和住房城乡建设部同意沈阳、南京、杭州、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，丰富住房用地供应渠道，建立租购并举的住房制度。同年 3 月《政府工作报告》提出支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。同年 4 月，中国证监会和住房城乡建设部联合发布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》，支持试点城市住房租赁项目开展资产证券化，盘活住房租赁存量资产，提高资金使用效率，加快我国租赁市场的发展壮大。同年 5 月银保监会发布《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》明确表明支持保险资金进入长租公寓市场，拓宽长租公寓市场的融资渠道。同年 12 月，中央经济工作会议强调要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。

2019 年上半年，房地产市场整体的政策基调仍为坚持“房住不炒”，4 月中央政治局会议再次强调“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制”。同期住建部明确将房地产长效机制考核目标落实到年度、季度甚至月度，并对一季度房价、地价波动幅度较大的城市进行了预警提示。5 月，住建部又对近 3 个月新建商品住宅、二手住宅价格指数累计涨幅较大的佛山、苏州、大连、南宁 4 个城市进行了预警提示。7 月中央政治局会议提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，定调下半年房地产调控政策。

总体来看，2018 年以来房地产调控政策延续“房住不炒”的主基调，各线城市继续落实分类调控，提高调控的精准性，同时大力培育发展住房租赁市场、深化发展共有产权住房试点，在控制房价水平

的同时，完善多层次住房供应体系，构建租购并举的房地产制度，短期调控和长效机制的衔接更为紧密。

表 3：2018 年以来房地产行业主要相关政策一览

时间	发文部门	主要内容
2018.01	国土资源部和住房城乡建设部办公厅	同意沈阳、南京、杭州、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，坚持按照区域协调发展和乡村振兴的要求，丰富住房用地供应渠道，建立租购并举的住房制度。
2018.03	中国人民银行、银保监会	要努力抑制居民杠杆率，重点控制居民杠杆率的过快增长，严控个人贷款违规流入股市和房市，继续遏制房地产泡沫化，严肃查处各类违规房地产融资行为。
2018.03	十三届全国人大一次会议 2018 年《政府工作报告》	更好解决群众住房问题，进一步强调“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，落实地方主体责任，继续实行差别化调控，建立健全长效机制，促进房地产市场平稳健康发展。支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。
2018.04	中国证监会和住房城乡建设部《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》	支持试点城市住房租赁项目开展资产证券化，盘活住房租赁存量资产，提高资金使用效率，加快我国租赁市场的发展壮大。
2018.05	银保监会《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》	支持保险资金进入长租公寓市场，拓宽长租公寓市场的融资渠道，有利于发挥保险资金长期、稳定的优势，助推国家房地产调控长效机制的建设，加快房地产市场供给侧结构性改革。
2018.06	北京、上海等 30 个城市	北京、上海等 30 个城市率先开展为期半年的治理房地产市场乱象专项行动，对投机炒房、房企和中介公司违规行为等进行严厉打击，表明了政府坚决整治市场秩序，遏制房价上涨的决心。市场监管的方向和重心也从过去的控需求、管供给转向整秩序、治乱象。
2018.07	住房城乡建设部	公布 20 家违法违规房企及中介黑名单，直指哄抬房价、“黑中介”、捂盘惜售、虚假宣传等房地产市场乱象。
2018.07	中央政治局会议	坚决遏制房价上涨。下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。
2018.08	住房城乡建设部座谈会	要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任，明确提出两点要求：其一，加快制定住房发展规划，调整住房和用地供应结构，大力发展住房租赁市场等。其二，坚决遏制投机炒房，并引入问责机制，对工作不力、市场波动大、未能实现调控目标的城市坚决问责。
2018.12	中央经济工作会议	强调要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。
2019.02-05	中国人民银行	加强房地产金融审慎管理，落实房地产市场平稳健康发展长效机制；坚持房地产金融政策的连续性、稳定性。
2019.02-05	银保监会	继续紧盯房地产金融风险，对房地产开发贷款、个人按揭贷款继续实行审慎的贷款标准；对投机性房地产贷款严格控制，防止资金通过影子银行渠道进入房地产市场，房地产金融仍是防范风险的重点领域；继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长；严查房地产违规。
2019.03	两会政府工作报告	落实地方主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系；推进保障性住房建设和城镇棚户区改造。
2019.04	中央政治局会议	坚持房住不炒定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任长效调控机制。
2019.07	中央政治局会议	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

行业关注

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

从内部流动性来源来看，2016 年，在相对宽松的产业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，房地产企业签约销售金额增长明显，为其带来了较为充足的内部流动性来源。2016~2018 年，全国商品房销售金额为 117,627.05 亿元、133,701.31 亿元

和 149,973.00 亿元，同比增速为 34.77%、13.67%和 12.17%，增速呈逐年放缓趋势；同期住宅销售金额为 99,064.17 亿元、110,239.51 亿元和 126,393.00 亿元，同比增速为 36.13%、11.28%和 14.65%。另外从开发资金到位情况来看，2016 年房地产开发资金来源于房产销售的定金及预收款和个人按揭贷款金额占比由上年的 39.28%上升为 46.01%，金额为 66,355.08 亿元，同比增长 34.92%，较上年同期增速上升 22.89 个百分点。但受 2017 年以来房地产行业政策持续收紧影响，房地产企业签约销售金额

增速有所放缓，2017 年房地产开发资金来源于房产销售的定金及预收款和个人按揭贷款金额为 72,600 亿元，同比增长 9.41%，增速同比下降 25.51 个百分点；2018 年，房地产开发企业到位资金中定金及预收款和个人按揭贷款合计 79,124 亿元，同比增长 8.99%，增速同比下降 0.43 个百分点，房地产企业内部流动性来源呈收紧趋势。

外部流动性方面，目前房地产企业外部流动性来源主要来自于银行贷款、非银行金融机构贷款、债券等债权融资所产生的现金流。2018 年以来，《银行金融机构联合授信管理办法（试行）》、《商业银行委托贷款管理办法》等系列政策出台，银行对房地产企业贷款审核趋于严格，且银行信贷通过信托等方式绕道流向房地产企业被严格限制，房地产开发资金来源于银行贷款资金呈下降趋势。2016 年和 2017 年房地产开发资金来源于银行贷款资金分别为 18,158 亿元和 20,485 亿元，分别同比上升 4.3% 和 12.80%；来源于非银行金融机构贷款金额分别为 3,354 亿元和 4,756 亿元，同比分别增长 19.84% 和 41.81%。而受融资环境趋紧影响，2018 年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为 19,025.96 亿元，较上年同期下降 7.1%；来源于非银行金融机构贷款金额为 4,979 亿元，同比增长 4.67%，增速大幅下滑。债券融资方面，自 2016 年 10 月银监会要求严控房地产金融业务风险，同时上交所、深交所先后发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，严格管控房企公司债发行条件及审批流程以来，房企交易所市场公司债发行数量和发行规模大幅下降。与此同时，发改委和财政部于 2018 年 5 月下发《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，限制房企境外发债用途等。受此影响，房企海外发债亦受阻。2019 年以来融资渠道进一步收紧，2019 年 5 月银保监会发布《中国银保监会关于开展“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》（银保监发〔2019〕23 号）对银行、保险、信托、金融租赁公司、财务公司等银保监回辖内机构逐一点名，将房地产融资业务监管作为工作重点之一。2019 年 7 月国家发改委发布《对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》对房企海外发债用途进行限制，仅能用于

偿还一年内到期的海外债，同时加强了信息披露要求。与此同时，央行表示加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率。另外，从房地产境内信用债到期分布来看，2019~2023 年为房地产债券到期高峰。在融资渠道收紧及债券到期高峰到来的背景下，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

房地产行业集中度进一步提升，房企规模分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势。

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均进一步提升，房企规模分化格局持续加大。2018 年 TOP100 房企权益销售金额占全国销售额比重较上年上升 7.60 个百分点至 53.70%；TOP50 房企权益销售金额占比较上年上升 6.10 个百分点至 43.40%；TOP20 房企权益销售金额占达到 29.40%，较上年提升 3.30 个百分点；TOP10 房企权益销售金额占全国销售金额的比重为 21.30%，较上年上升 1.80 个百分点，千亿房企数量亦达到 30 家，行业集中度和销售门槛均不断提升。2019 年 1~6 月，TOP100 房企权益销售额集中度较上年末上升 0.8 个百分点至 54.50%。在行业增速放缓且面临不确定因素的背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

表 4：2017~2019.H1 国内房企权益销售金额集中度

	2017	2018	2019.H1
TOP3	9.40%	9.80%	10.50%
TOP10	19.50%	21.30%	22.70%
TOP20	26.10%	29.40%	31.20%
TOP50	37.30%	43.40%	45.00%
TOP100	46.10%	53.70%	54.50%

资料来源：克而瑞信息集团，中诚信国际整理

竞争实力

稳固的行业龙头地位、突出的品牌优势

公司于 1988 年进入房地产行业，是国内最早

从事房地产开发的企业之一，已拥有 30 余年的住宅物业开发经验，凭借主流的产品定位，积极的销售策略，近年销售业绩稳步增长。从销售金额来看，以备案成交金额为口径，公司在中国房地产市场的排名连续多年位居前列，在全国商品房市场的市场占有率整体保持上升态势，从 2010 年全年 1.95% 的市场占有率提升至 2018 年全年的 4.05% 和 2019 年 1~9 月的 4.30%。

公司业务集中布局于以珠三角为核心的南方区域、以长三角为核心的上海区域、以环渤海为核心的北方区域，以及由中西部中心城市组成的中西部区域，截至 2018 年末项目已分布于中国大陆 70 余个城市，且持续采取深耕策略。2018 年公司在北京、深圳、杭州、西安、长沙、成都、天津、大连、东莞、宁波等全国 24 个城市的销售排名位列当地第一，行业龙头地位稳固。

公司所开发楼盘多次获得国家级“鲁班奖”、“住建部设计奖”，其物业服务主体万科物业发展股份有限公司（以下简称“万科物业”），连续十年蝉联中国物业管理协会评选的“中国物业百强企业”第一名。凭借优质且稳定的产品质量，明确的产品定位与贴合需求的物业服务，公司获得了客户和社会公众的高度信赖，形成了很高的品牌知名度。

合理且分散的区域布局有助于抵御区域市场风险

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

截至 2018 年末，公司全部项目的待建面积为 5,936 万平方米，集中于以珠三角为核心的南方区域、以长三角为核心的上海区域、以环渤海为核心的北方区域，以及由中西部中心城市组成的中西部区域，上述四大区域占比分别为 18.00%、16.76%、30.84% 和 34.41%。从城市分布情况来看，截至 2018

年末，公司待建面积规模排名前十的城市分别为西安、广州、成都、昆明、沈阳、长沙、北京、重庆、武汉和贵阳，占当期末全部项目待建面积的比重分别为 5.00%、4.26%、4.07%、3.57%、3.29%、3.20%、3.19%、3.03%、3.03% 和 2.82%，合计占比为 35.45%。截至 2019 年 9 月末，公司全部项目待建面积为 5,594 万平方米。公司土地储备的区域布局合理且分散，有助于其抵御区域市场波动风险。

审慎的投资和财务政策以及较强的流动性

公司严格执行稳健、审慎的经营策略，根据回款情况合理规划投资及运营支出，使得近年来公司在业务规模增长的背景下，财务杠杆比率仍能稳定保持在合理区间。截至 2019 年 9 月末，公司资产负债率和净负债率分别为 85.06% 和 48.86%。

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。凭借良好的销售回笼以及审慎的投资策略，公司持续保持充裕的现金和相对稳健的债务水平，可对其短期债务的偿还形成较好保障。2016~2018 年及 2019 年 9 月末公司货币资金/短期债务分别为 2.01 倍、2.80 倍、2.02 倍和 1.82 倍，流动性较好。

业务运营

得益于较强的品牌效益及灵活的经营策略，在房地产行业竞争加剧、“因城施策”政策频出的背景下，公司收入规模保持稳步增长态势。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司分别实现营业收入 2,404.77 亿元、2,428.97 亿元、2,976.79 亿元和 2,239.15 亿元。房地产销售收入是公司收入的主要来源，2016~2018 年及 2019 年 1~9 月占营业收入的比例均达到 95% 以上，公司主营业务运营稳定。同时，在巩固房地产开发业务优势的基础上，近年来公司持续拓展和城乡建设与生活服务相关的业务，同期实现物业服务及其他业务收入合计分别为 63.37 亿元、98.84 亿元、130.59 亿元和 102.15 亿元。

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

表 5：2016~2019.Q3 公司营业收入分板块情况

单位：亿元

业务类型	2016	2017	2018	2019.Q3
房地产	2,341.40	2,330.13	2,846.21	2,137.00
物业服务	42.60	71.27	97.96	84.90
其他	20.77	27.57	32.63	17.25
合计	2,404.77	2,428.97	2,976.79	2,239.15

注：其他业务收入包括租赁住宅、商业开发与运营、物流仓储服务等业务。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房地产项目开发运营

公司是全国领先的专业化住宅房地产开发商，利用标准化模式开发以中小户型普通商品房为主的住宅产品，目前已进入以珠三角为核心的南方区域，以长三角为核心的上海区域，以环渤海为核心的北方区域，以及由中西部中心城市组成的中西部区域等中国大陆 70 余个城市，以及旧金山、香港、新加坡、纽约、伦敦、西雅图和吉隆坡等多个海外城市，所开发物业覆盖了低层住宅单位、多层住宅单位、高层住宅单位、商用单位及商住混合物业等多种产品类型。

房地产销售方面，近年来公司商品房销售保持量价齐升的良好态势，2016~2018 年公司分别实现合同销售面积 2,765 万平方米、3,595 万平方米和 4,038 万平方米，近三年复合增长率为 20.85%；合同销售金额分别为 3,648 亿元、5,299 亿元和 6,070 亿元，近三年复合增长率为 28.96%。销售均价方面，得益于公司较优越的区域布局和产品结构，近三年销售均价分别为 13,190 元/平方米、14,740 元/平方米和 15,032 元/平方米，整体呈逐年上升态势。2019 年 1~9 月，公司合同销售面积和销售金额分别为 3,062 万平方米和 4,756 亿元，同比分别增长 5.51% 和 10.22%。

从销售区域分布来看，公司坚持城市圈的市场布局策略，其项目区域分布整体较为均衡，能有效降低业务对单一市场区域的依赖程度及区域集中度风险。2018 年，公司以长三角为核心的上海区域³和以环渤海为核心的北方区域⁴的销售金额占比分别为 29.84% 和 24.00%，以珠三角为核心的南方区

域⁵的销售金额占比为 23.64%，以中西部中心城市组成的中西部区域⁶销售金额占比为 21.49%；2019 年 1~9 月，公司在上海区域的销售金额占比提升至 33.35%，在中西部区域、北方区域和南方区域的销售金额占比分别为 23.71%、22.66% 和 19.13%。

表 6：2016~2019.Q3 公司业务运营情况

单位：亿元、万平方米、元/平方米

指标	2016	2017	2018	2019.Q3
销售面积（全口径）	2,765	3,595	4,038	3,062
销售金额（全口径）	3,648	5,299	6,070	4,756
销售均价	13,193	14,740	15,032	15,532
结算面积	2,053	1,981	2,191	1,455
结算金额	2,341	2,330	2,846	2,126
已售未结转面积	2,280	2,963	3,710	4,474
已售未结转金额	2,782	4,143	5,307	6,362

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

结算方面，受竣工交付节奏影响，公司结算面积和结算金额均有所波动。2016~2018 年，公司结算面积分别为 2,053 万平方米、1,981 万平方米和 2,191 万平方米，结算金额分别为 2,341 亿元、2,330 亿元和 2,846 亿元；2019 年 1~9 月公司结算面积和结算金额分别为 1,455 万平方米和 2,126 亿元。从结算区域分布来看，2018 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 26.94%、29.33%、24.18% 和 19.55%；2019 年 1~9 月南方区域、上海区域、北方区域和中西部区域的结算面积占比分别为 35.11%、30.20%、16.38% 和 18.31%。截至 2019 年 9 月末，公司已售未结转面积和金额分别为 4,474 万平方米和 6,362 亿元，对公司后续的业绩形成了强有力的保障。

³ 上海区域包括上海、杭州、嘉兴、苏州、昆山、常熟、无锡、南京、南昌、宁波、合肥、扬州、温州、芜湖、徐州、宿迁、南通、镇江、常州、海宁、盐城、绍兴。

⁴ 北方区域包括北京、秦皇岛、天津、沈阳、抚顺、大连、长春、哈尔滨、吉林、青岛、济南、烟台、太原、晋中、唐山、鞍山、石家庄、淄博、威海、包头。

⁵ 南方区域包括深圳、广州、清远、东莞、惠州、佛山、珠海、中山、厦门、福州、漳州、泉州、三亚、南宁、长沙。

⁶ 中西部区域包括成都、南充、武汉、宜昌、西安、郑州、重庆、昆明、玉溪、贵阳、乌鲁木齐、兰州、银川、鄂州、周口、西宁。

表 7：2016~2019.Q3 公司销售及结算区域分布情况

单位：%

区域	2016		2017		2018		2019.Q3	
	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	销售额占比	结算额占比
南方区域	28.08	32.43	28.60	30.52	23.64	26.94	19.13	35.11
上海区域	32.60	33.11	28.33	28.62	29.84	29.33	33.35	30.20
北方区域	21.91	17.85	23.88	23.77	24.00	24.18	22.66	16.38
中西部区域	16.51	16.61	18.81	17.09	21.49	19.55	23.71	18.31
海外	0.90	-	0.38	-	1.03	-	1.15	-
合计	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房地产项目运作方面，近年来公司加快房地产项目的开发节奏。2016~2018 年新开工面积分别为 3,137 万平方米、3,652 万平方米和 4,993 万平方米，竣工面积分别为 2,237 万平方米、2,301 万平方米和 2,756 万平方米；2019 年 1~9 月，新开工面积和竣工面积分别为 3,243 万平方米和 1,640 万平方米。截至 2019 年 9 月末，公司在建项目总建筑面积约 10,588 万平方米，其中在建权益建筑面积合计约 6,275 万平方米，为其未来经营业绩的保持提供了较好保障。

表 8：2016~2019.Q3 公司开竣工情况

单位：万平方米、个

	2016	2017	2018	2019.Q3
新开工面积	3,137	3,652	4,993	3,243
竣工面积	2,237	2,301	2,756	1,640
项目数量	600	750	903	1,013
在建建筑面积（全口径）	5,442	6,853	9,013	10,588
在建建筑面积（权益）	3,622	4,374	5,402	6,275

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

土地储备

土地储备方面，公司紧跟房地产市场格局的变化，始终遵循严谨的购地策略，并通过 PIE 评估模型、项目跟投制度等方式来控制投资风险。2016~2018 年公司新增土地储备项目数分别为 173 个、216 个和 227 个，新增权益规划建筑面积分别为 1,892 万平方米、2,768 万平方米和 2,490 万平方米。2019 年 1~9 月，公司新增土地储备项目 116 个，新增权益规划建筑面积 2,042 万平方米。

从储备项目获取的方式来看，鉴于土地市场竞争激烈，公司持续探索多元化的土地获取模式，通过合作、股权收购、代建等方式确保以合理价格获取土地资源。受益于此，2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司新增储备项目平均楼面地价分别

为 6,534 元/平方米、7,908 元/平方米、5,427 元/平方米和 6,688 元/平方米，项目平均成本整体处于较低水平。

从新增土地储备的区域分布来看，2018 年南方区域新增土地储备建筑面积占总建筑面积的比重为 8.42%，上海区域占比为 29.20%，北方区域占比为 30.98%，中西部区域占比为 31.39%。从新增土地储备的城市能级分布来看，按规划建筑面积计算，2018 年公司新增项目中位于一、二线城市的项目占比为 72.1%；按权益投资金额计算，位于一、二线城市的项目占比为 81.4%。

表 9：2016~2019.Q3 公司新增项目及土地储备情况

单位：个、万平方米、亿元、元/平方米

	2016	2017	2018	2019.Q3
新增项目	173	216	227	116
新增规划建筑面积（全口径）	3,157	4,615	4,681	2,832
新增规划建筑面积（权益）	1,892	2,768	2,490	2,042
新增地价总额（权益）	1,236	2,189	1,351	1,366
平均楼面地价	6,534	7,908	5,427	6,688
待建面积（全口径）	5,297	6,322	5,936	5,594
待建面积（权益）	3,656	4,078	3,580	3,629

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从土地储备整体规模来看，截至 2018 年末，公司全部项目的待建面积为 5,936 万平方米；其中，南方区域的占比为 18.00%，上海区域的占比为 16.76%，北方区域的占比为 30.84%，中西部区域的占比为 34.41%。从城市分布情况来看，截至 2018 年末，公司待建面积规模排名前十的城市分别为西安、广州、成都、昆明、沈阳、长沙、北京、重庆、武汉和贵阳，占当期末全部项目待建面积的比重分别为 5.00%、4.26%、4.07%、3.57%、3.29%、3.20%、3.19%、3.03%、3.03% 和 2.82%，合计占比为 35.45%，公司土地储备的城市分布较为分散。此外，截至 2019 年 9 月末公司全部项目待建面积为 5,594 万平方米，权益待建面积 3,629 万平方米。总体来看，公司整体土地储备保持了合理且分散的区域布局，有助于其抵御区域市场波动风险。

物业服务业务及其他业务

公司遵循与客户同步发展和与城市同步发展两条主线，在巩固住宅开发业务优势的基础上，积极开拓物业服务、商业开发与运营、物流仓储服务、租赁住宅等城市配套服务业务，逐步发挥较好的协同效应。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司物业服务及其他业务收入合计分别实现 63.37 亿元、98.84 亿元、130.59 亿元和 102.15 亿元。

物业服务方面，主要由旗下子公司万科物业负责运营。凭借较好的物业服务水平、突出的品牌优势及持续的服务创新能力，万科物业近年保持良好的发展态势。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司物业服务业务实现并表范围内主营业务收入 42.60 亿元、71.27 亿元、97.96 亿元和 84.90 亿元。根据近年来中国指数研究院与中国物业管理协会合并评选，万科物业连续九年荣获中国物业服务百强企业第一名，且在收入、利润规模与品牌价值等方面均排名行业第一。此外，2018 年 7 月，万科物业旗下万科物业服务（香港）有限公司以首次公开募股定价方式购买戴德梁行

4.9%的股份，并成为其第四大战略股东，该合作亦成为万科物业与国际接轨的重要纽带。

租赁住宅方面，公司积极布局长租公寓市场，目前以青年公寓（“泊寓”）为主要产品线，同时探索为不同阶段客户提供长期租住解决方案。截至 2019 年 9 月末，租赁住宅业务已覆盖 35 个主要城市，累计开业约 9.8 万间。

商业开发与运营方面，近年来公司积极布局社区商业和综合体商业。截至 2018 年底，公司管理商业项目共计 210 多个，总建筑面积超过 1,300 万平方米。公司以印力集团控股有限公司（以下简称“印力集团”）为商业开发与运营平台。2018 年 1 月，印力集团联合收购凯德集团 20 家购物中心，进一步完善商业布局。此外，印力集团聚焦存量项目运营管理，并持续优化资产结构，积极探索资产证券化，2019 年 1 月，印力集团以南京江北印象汇及天津印象城为标的发起并设立规模为 21.06 亿元的资产专项支持计划，2019 年 2 月，印力集团管理的商业地产基金以深圳龙岗万科广场为标的发起并设立规模为 21.16 亿元的资产专项支持计划。截至 2019 年 6 月末，公司管理商业项目总建筑面积超过 1,350 万平方米；其中印力集团管理商业项目 110 个，管理面积 915 万平方米，已开业面积为 643 万平方米（90%为购物中心）。

物流仓储服务方面，2014 年公司进入物流仓储服务市场，秉承“聚焦大客户，聚焦重点城市，主打高标库产品”的战略，持续稳健扩张。2018 年 1 月 23 日公司发布公告称完成对普洛斯公司（Global Logistic Properties Limited）的私有化，并成为其第一大股东。2018 年公司新获取项目 64 个，合计可租赁物业的建筑面积约 494 万平方米；截至 2019 年 6 月末，公司物流仓储服务业务已进驻 44 个城市，累计获取 127 个项目，总建筑面积（可租赁物业的建筑面积）996 万平方米，其中已运营项目共 64 个，稳定运营项目平均出租率达到 92%。此外，为加快冷链业务的全国布局和服务升级，2018 年 7 月，公司通过并购方式获得太

古实业有限公司旗下在上海、广州、南京、成都、厦门、廊坊、宁波在内的 7 座冷库。

此外，公司积极探索产业办公、冰雪度假、养老、教育等业务。其中，在产业办公方面，截至 2019 年 6 月末，公司共管理标准办公项目 79 个，产业园项目 35 个，管理面积合计约 803 万平方米（其中 72% 位于北京、上海、广州、深圳、杭州和成都六个城市）。在冰雪度假方面，公司致力于打造有竞争力的冰雪度假服务体系，旗下吉林万科松花湖和北京石京龙雪场 2018-2019 雪季累计到访客流量超过 60 万人次。松花湖项目现已尝试通过增加度假场景、丰富客户体验来提升夏季运营效益；2018 年 8 月，公司与合作方组成联合体中标北京 2022 年冬奥会和冬季残奥会延庆赛区 PPP 项目，将作为社会资本方参与建设及运营工作。

总体来看，公司目前的房地产开发规模、年合同销售金额及品牌效应均位居全国前列，行业龙头地位显著。同时，公司储备项目丰富且区域布局较为分散，现阶段待结算资源丰富，可对其业绩保持具有较好保障。与此同时，公司在坚守住宅房地产开发业务基础上，拓展物业服务、商业开发与运营、物流仓储服务、租赁住宅等城市配套服务业务，逐步发挥较好的协同效应。

公司治理

治理结构

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

公司遵循“专业化+规范化+透明度”的原则，制定了符合自身发展需要的各项规则和制度，明确了决策、执行及监督层的职能分工及内部协调、制衡机制。具体来看，公司股东大会享有法律法

规和公司章程规定的合法权利，依法行使公司经营方针、筹资、投资和利润分配等重大事项的決定权。公司目前董事会由包含 4 名独立董事在内的 10 名董事组成，对股东大会负责，依法行使企业的经营决策权，并下设审计、薪酬与提名、投资与决策三个专业委员会。公司监事会对股东大会负责，除了通常的对公司财务和高管履职情况进行检查监督外，还通过组织对子公司的巡视，加强对各子公司业务监督。公司管理层根据董事会的授权，负责组织实施股东大会、董事会决议事项，主持企业日常经营管理工作。为了激发管理团队的主动性和创造性，强化管理团队与股东之间的利益纽带，公司按照“共识、共创、共担、共享”原则推行业务合伙人机制，包括事业合伙人持股计划，以及在项目层面建立跟投机制，将公司管理团队利益和股东利益进一步融合。

内部管理

公司逐步完善了“战略总部、事业集团/事业单元、城市公司”的多层级管理架构体系，将管理职能逐步下放到事业集团/事业单元、执行一线城市公司，并通过财务管理、全面预算管理制度、对外资决策管理、对子公司管理、融资管理、采购管理等方面的内控制度加强管控。

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。

公司事业发展中心投资管理职能负责管控投资业务，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；事业集团/事业单元在集团投资额度管理办法及投资管理制度引导下，负责本事业集团/事业单元各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；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，公司构建了战略总部、事业集团/事业单元、城市公司的多层级架构体系。在多层级架构体系下，总部对事业集团/事业单元和子公司的授权和职责划分坚持职责分离原则；总部各专业职能部门统一制定相关制度，对城市公司进行专业指导；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事业发展中心资金管理职能统一安排，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职能统一结算。同时，事业发展中心资金管理职能通过定期编制月度、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，公司制定了包括《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、事业集团/事业单元、城市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的健全性、合理性和有效性。

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

战略规划

公司坚守“城乡建设与生活服务商”的战略定位，坚持以“客户为中心，以现金流为基础，合伙奋斗，持续创造更多真实价值，实现有质量发展”的长期经营指导方针，巩固业务基本盘。未来，公司将在坚持住宅开发核心业务的基础上，继续聚焦已进入的物业服务、租赁住宅、商业开发与运营、物流仓储服务等城市配套服务业务，进一步发挥其协同效应。

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

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

公司于 2014 年引入事业合伙人持股计划、推出项目跟投制度，跟投项目从获取到首期开工、首期开盘以及现金流回正的平均时间明显缩短，公司的营销费用率也得到有效控制。2016 年公司对跟投制度进行了进一步修订，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）≤10%：项目收益优先向万科企业分配，直至万科企业达到项目 IRR 为 10% 时对应的收益水平，再向跟投人员分配项目收益；10% < 项目 IRR ≤ 25%：跟投人员与万科企业按出资比例分配项目收益；25% < 项目

IRR：在项目 IRR 超过 25% 后的项目收益范围内，由跟投人员按其全部出资比例的 1.2 倍分享。

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

财务分析

下列财务分析基于公司提供的经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年度审计报告⁷以及未经审计的 2019 年三季度财务报表，财务数据均为合并口径，各期财务数据均为该期财务报表期末数。

资本结构

随着房地产开发业务规模的稳步增长，公司近年来资产规模整体呈现增长态势。2016~2018 年末，公司资产总额分别为 8,306.74 亿元、11,653.47 亿元和 15,285.79 亿元，近三年复合增长率为 35.65%。得益于利润累积不断夯实自有资金及少数股东权益的上升，截至 2018 年末公司所有者权益达到 2,356.21 亿元，近三年复合增长率为 20.72%。同期末，伴随业务规模的扩大，公司外部债务规模和预收款项规模增加使得负债水平有所上升，2016~2018 年末，公司负债总额分别为 6,689.98 亿元、9,786.73 亿元和 12,929.59 亿元，近三年复合增长率为 39.02%。

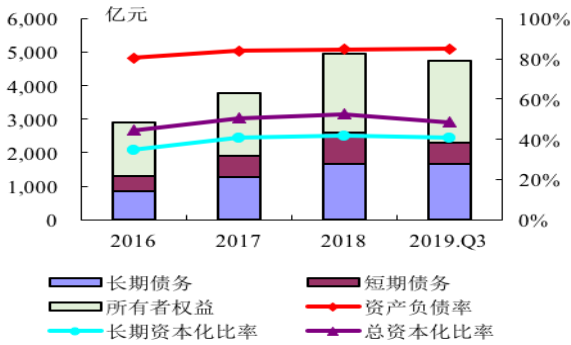
财务杠杆比率方面，2016~2018 年末公司资产负债率分别为 80.54%、83.98% 和 84.59%；同期末公司净负债率分别为 25.87%、8.84% 和 30.89%，近年财务杠杆比率有所上升，但仍处于较低水平。

另截至 2019 年 9 月末，公司资产总额和负债总额分别为 16,387.63 亿元和 13,939.11 亿元，资

⁷ 公司于 2018 年 1 月 1 日起执行《企业会计准则 14 号-收入》、《企业会计准则第 22 号-金融工具确认和计量》、《企业会计准则第 23 号-金融资产转移》、《企业会计准则第 24 号-套期会计》、《企业会计准则第 37 号-金融工具列报》五项会计准则，并进行会计报表披露，不重述 2017 年比较期间数据。

产负债率和净负债率分别为 85.06%和 48.86%。

图 7：2016~2019.Q3 公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

从资产构成来看，公司资产以流动资产为主，2016~2018 年末，公司流动资产占总资产比重分别为 86.83%、87.32%和 84.72%，主要由存货、货币资金和其他应收款构成。2016~2018 年末公司存货余额分别为 4,673.61 亿元、5,980.88 亿元和 7,503.03 亿元，近三年复合增长率为 26.70%，主要系公司房地产开发项目规模持续扩大所致。2016~2018 年末，公司货币资金账面余额分别为 870.32 亿元、1,741.21 亿元和 1,884.17 亿元，主要为银行存款构成。同期末，公司其他应收款分别为 1,054.35 亿元、1,632.50 亿元和 2,443.24 亿元，主要为土地及其他保证金、合作方经营往来款、应收合联营企业款。另截至 2019 年 9 月末，公司存货和其他应收款分别为 8,598.51 亿元和 2,493.03 亿元，较年初分别增长 14.60%和 2.04%，货币资金较年初下降 43.08%至 1,072.40 亿元，主要系支付项目工程款及新增土地支出增加所致，预付账款较年初增长 46.33%至 1,111.40 亿元，主要系预付土地款项增加所致。

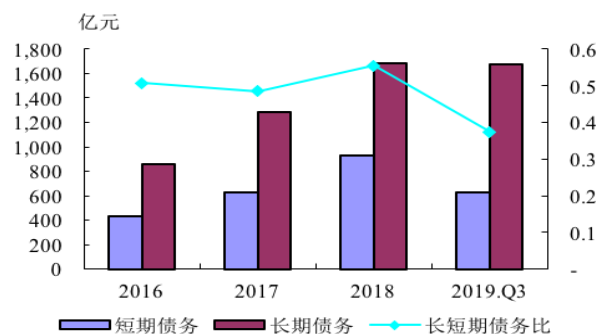
非流动资产方面，2016~2018 年末公司非流动资产分别为 1,093.79 亿元、1,477.94 亿元和 2,335.08 亿元，主要由长期股权投资和投资性房地产构成。2016~2018 年末，公司长期股权投资分别为 617.02 亿元、812.24 亿元和 1,295.28 亿元，主要为对合营企业和联营企业的投资构成。随着公司持有型物业持续投入，2016~2018 年末公司

投资性房地产分别为 218.74 亿元、288.11 亿元和 540.56 亿元，近三年复合增长率为 57.20%，主要为房屋、建筑物及在建工程。截至 2019 年 9 月末，公司长期股权投资为 1,268.61 亿元，较年初减少 2.06%，投资性房地产为 723.61 亿元，较年初增加 33.86%。

负债方面，公司负债主要由预收款项及合同负债⁸、其他应付款和计息债务构成。近年来公司销售业绩稳步增长，预收房款规模进一步扩大，2016 和 2017 年末公司预收款项余额分别为 2,746.46 亿元和 4,077.06 亿元，2018 年末公司合同负债及预收款项金额合计 5,049.65 亿元。2016~2018 年末，公司其他应付款分别为 1,065.80 亿元、1,828.87 亿元和 2,274.31 亿元，主要由应付合联营企业款、应付少数股东股权款与合作公司往来款等构成。截至 2019 年 9 月末，预收款项及合同负债为 5,880.42 亿元，其他应付款为 2,391.00 亿元，分别较年初增长 16.45%和 5.13%。

从债务规模来看，公司高周转的运营模式对外部融资较为依赖，2016~2018 年末，公司总债务分别为 1,288.64 亿元、1,906.24 亿元和 2,612.08 亿元，近三年复合增长率为 42.37%。债务期限结构方面，2016~2018 年末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.51 倍、0.49 倍和 0.55 倍。另截至 2019 年 9 月末，公司总债务为 2,268.79 亿元，长短期债务比下降至 0.35 倍，以长期债务为主的债务结构与其业务特点较为匹配，债务期限结构合理。

图 8：2016~2019.Q3 公司债务结构分析



⁸ 根据《企业会计准则第 14 号—收入》，合同负债是指企业已收或应收客户对价而应向客户转让商品的义务。

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

所有者权益方面，公司所有者权益主要由实收资本、盈余公积、未分配利润和少数股东权益构成。具体来看，2016~2018年末公司实收资本保持在110.39亿元；得益于公司多年利润积累，公司盈余公积和未分配利润持续增长，2016年~2018年末，盈余公积分别为325.41亿元、359.00亿元和473.93亿元，近三年复合增长率为20.68%；未分配利润分别为612.00亿元、771.72亿元和917.25亿元，近三年复合增长率为22.42%；同期末，公司少数股东权益分别为482.32亿元、539.99亿元和798.57亿元，近三年复合增长率为28.67%，其中2018年末公司少数股东权益大幅上升47.89%，主要系当年合作方权益增加所致。截至2019年9月末，公司所有者权益为2,448.52亿元，其中实收资本上升至113.02亿元、盈余公积为473.93亿元、未分配利润为981.54亿元、少数股东权益为775.78亿元。

总体来看，随着公司业务规模的扩大，近年来公司资产及负债规模保持快速增长态势，但公司凭借稳健的投资策略，财务杠杆仍保持在较低水平，债务期限结构处于合理水平，整体财务结构稳健。

流动性

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

表 10：2016~2019.Q3 公司流动资产分析

	单位：%			
	2016	2017	2018	2019.Q3
流动资产/总资产	86.83	87.32	84.72	82.88
存货/流动资产	64.79	58.78	57.94	63.31
货币资金/流动资产	12.07	17.11	14.55	7.90
(存货+货币资金)	76.86	75.89	72.48	71.20

流动资产

其他应收款/流动资产	14.62	16.04	18.87	15.98
------------	-------	-------	-------	-------

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

存货方面，2016~2018年末公司存货净额分别为4,673.61亿元、5,980.88亿元和7,503.03亿元，随着业务规模的扩大持续上升。从存货结构来看，公司存货包括已完工开发产品、在建开发产品、拟开发产品和建筑合同形成的已完工未结算资产，在“高周转”策略的带动下，近三年公司存货中已完工开发产品占比保持在10%以下，现房销售压力较小；在建及拟开发项目开发成本保持在90%以上，较大规模的在建、拟建项目给公司未来经营业绩提供保障，同时后续开发的资金需求也较大。

表 11：2016~2018 年末公司存货结构分析

单位：亿元、%

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

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

资产周转效率方面，公司坚持对住宅项目实行标准化管理，通过标准化管理提高项目开发的周转速度。2016~2018年，公司存货周转效率分别为0.41次、0.30次和0.28次；总资产周转率分别为0.33次、0.24次和0.22次，整体周转效率保持在较好水平。

表 12：2016~2018 年公司周转率相关指标

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

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

现金流方面，公司销售回款比率维持在较高水平，2016~2018年公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为2,865.33亿元、3,684.05亿元和3,981.48亿元。同期，公司经营性净现金流分别为395.66亿元、823.23亿元和336.18亿元，经营性净现金流表现较好。其中，2016年和2017年

由于销售回款的大幅增加，经营性净现金流上升较快；2018年受新开工面积增长较多导致在建项目规模较大影响，当期支付合联营往来款及购买商品接受劳务支付金额较大，公司经营性净现金流有所下降。2019年1~9月，受益于良好的销售情况，公司销售商品、提供劳务收到的现金为3,024.24亿元，经营性净现金流为17.34亿元，较上年同期分别增长10.40%和106.74%。

货币资金方面，凭借良好的销售回笼以及稳健的财务管理，公司货币资金维持在相对充裕水平。2016~2018年末及2019年9月末公司货币资金分别为870.32亿元、1,741.21亿元、1,884.17亿元及1,072.40亿元，货币资金/短期债务分别为2.01倍、2.80倍、2.02倍及1.82倍，可对短期债务形成较好覆盖，其中受支付工程款和支付土地款增加影响，2019年9月末公司货币资金较年初下降43.08%。

表 13：2016~2019.Q3 公司部分流动性指标

	2016	2017	2018	2019.Q3
货币资金（亿元）	870.32	1,741.21	1,884.17	1,072.40
经营活动现金流净额（亿元）	395.66	823.23	336.18	17.34
经营净现金流/短期债务（X）	0.91	1.32	0.36	0.04*
货币资金/短期债务（X）	2.01	2.80	2.02	1.82

注：带“*”指标经年化处理

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

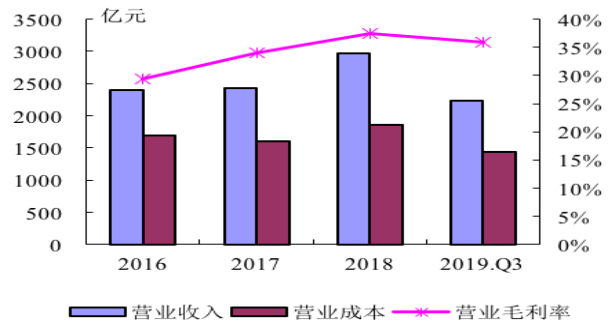
总体来看，得益于标准化管理以及项目跟投机制的实施，公司资产周转效率维持在较好水平。同时，受益于良好的项目销售回款及较强的融资能力，公司手持货币资金较为充足，可对短期债务形成较好覆盖，整体流动性良好。

盈利能力

公司收入主要来源于房产销售收入、物业服务收入及其他业务收入，其中房产开发业务是其收入和利润的主要来源。2016~2018年公司实现营业收入分别为2,404.77亿元、2,428.97亿元和2,976.79亿元，近三年复合增长率为11.26%。从毛利水平看，在房地产行业竞争加剧以及土地成本日益上涨的背景下，行业整体利润空间收窄，但公司毛利率仍保持稳定增长，2016~2018年分

别为29.41%、34.10%和37.48%，处于行业较好水平。2019年1~9月，公司实现营业收入2,239.15亿元，同比增长27.21%，毛利率为35.99%。此外，2019年9月末公司合同负债及预收款项合计为5,880.42亿元，为其未来经营业绩的增长提供了较好的保障。

图 9：2016~2019.Q3 公司收入成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

从期间费用来看，公司期间费用主要由销售费用和管理费用（含研发费用）构成，随着品牌推广力度的加大，以及业务规模扩大下销售代理费用、员工工资等的增长，公司销售及管理费用相应增加。2016~2018年公司发生三费合计分别为135.53亿元、172.03亿元和251.54亿元，同期三费收入占比分别为5.64%、7.08%和8.45%，公司对期间费用的控制能力呈下滑趋势，但仍处于合理区间。2019年1~9月，公司期间费用合计为185.61亿元，期间费用占营业收入比重为8.29%。

表 14：2016~2019.Q3 公司期间费用分析

	单位：亿元、%			
	2016	2017	2018	2019.Q3
销售费用	51.61	62.62	78.68	53.14
管理费用	68.01	88.66	112.87	84.22
财务费用	15.92	20.75	59.99	48.25
三费合计	135.53	172.03	251.54	185.61
营业总收入	2,404.77	2,428.97	2,976.79	2,239.15
三费收入占比	5.64	7.08	8.45	8.29

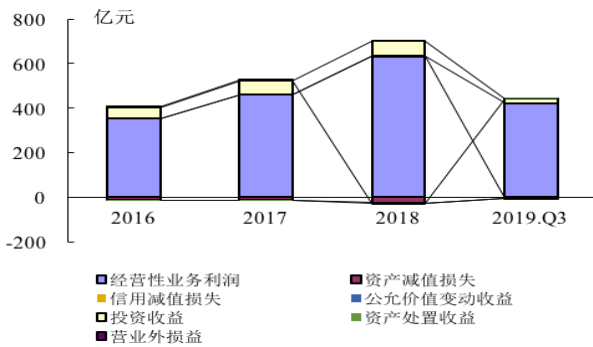
注：管理费用包含研发费用。

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。具体来看，近年来公司业务规模保持增长，毛利水平持续上升，2016~2018年公司经营性业务利润分别为352.03亿元、458.92亿元和

632.46 亿元，近三年复合增长率为 34.04%，公司经营业务盈利能力很强。投资收益方面，公司投资收益主要来源于合联营公司实现的权益利润，2016~2018 年投资收益分别为 50.14 亿元、62.45 亿元和 67.88 亿元，投资收益对其利润形成良好补充。综上，公司近三年利润总额分别为 392.54 亿元、511.42 亿元和 674.60 亿元；同期，净利润分别为 283.50 亿元、372.08 亿元和 492.72 亿元，净资产收益率分别为 19.03%、21.36%和 23.34%。此外，2019 年 1~9 月公司实现利润总额 418.25 亿元，净利润 285.90 亿元，较上年同期分别增长 32.10%和 31.16%；其中经营性业务利润为 422.86 亿元，较上年同期增长 30.40%，投资收益为 19.33 亿元，较上年同期下降 27.07%。

图 10：2016~2019.Q3 公司利润总额变化及其构成



资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

总体来看，在房地产行业竞争加剧的背景下，公司凭借其品牌知名度、较为均衡的区域布局以及项目高周转效率，营业收入持续保持增长，盈利能力很强。此外，公司较大规模的待结算资源亦将对未来 1~2 年的业绩增长形成有力保障。

偿债能力

随着公司业务规模的扩大，公司的债务规模亦逐年上升。截至 2018 年末，公司总债务为 2,612.08 亿元，其中短期债务 931.83 亿元，长短期债务比为 0.55 倍。截至 2019 年 9 月末，公司总债务为 2,268.79 亿元，长短期债务比下降至 0.35 倍。

从 EBITDA 规模来看，公司 EBITDA 主要由利润总额构成，2016~2018 年分别为 427.13 亿元、

571.32 亿元和 785.63 亿元，获现能力持续向好。从偿债能力指标来看，2016~2018 年公司总债务/EBITDA 分别为 3.02 倍、3.34 倍和 3.32 倍，EBITDA 利息保障倍数分别为 7.71 倍、6.96 倍和 5.55 倍，公司良好的获现能力对其债务的偿还提供了很强的保障。

从现金流来看，2016~2018 年公司经营性净现金流分别为 395.66 亿元、823.23 亿元和 336.18 亿元，经营性净现金流/总债务分别为 0.31 倍、0.43 倍和 0.13 倍；同期公司经营性净现金流利息倍数分别为 7.14 倍、10.03 倍和 2.38 倍，经营性净现金流对利息的覆盖能力较强。

表 15：2016~2019.Q3 公司主要偿债能力指标

	2016	2017	2018	2019.Q3
短期债务 (亿元)	433.50	622.73	931.83	590.80
长期债务 (亿元)	855.14	1,283.52	1,680.24	1,678.00
总债务 (亿元)	1,288.64	1,906.24	2,612.08	2,268.79
经营活动净现金流 (亿元)	395.66	823.23	336.18	17.34
经营净现金流利息倍数 (X)	7.14	10.03	2.38	-
经营净现金流/总债务 (X)	0.31	0.43	0.13	0.01*
EBITDA (亿元)	427.13	571.32	785.63	-
总债务/EBITDA (X)	3.02	3.34	3.32	-
EBITDA 利息倍数 (X)	7.71	6.96	5.55	-

注：带“*”指标经年化处理

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

从债务币种来看，公司债务主要以人民币债务和美元债务为主。截至 2019 年 9 月末，公司总债务为 2,268.79 亿元，其中人民币债务 1,534.80 亿元，美元债务 552.94 亿元，港币债务 152.79 亿元、英镑债务 20.79 亿元以及新加坡元债务 1.02 亿元，占比分别为 67.65%、24.37%、6.73%、0.92%以及 0.04%。目前，公司利用远期外汇契约等衍生工具来对冲外汇风险。

表 16：截至 2019 年 9 月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	1,534.80	67.65%
港币	552.94	24.37%
美元	152.79	6.73%
英镑	20.79	0.92%
新加坡元	1.02	0.04%

马来西亚币	6.12	0.27%
卢布	0.33	0.01%
合计	2,268.79	100.0%

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

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 2019 年 9 月末，公司获得银行授信 4,290.50 亿元，已使用 2,461.38 亿元，未使用 1,829.12 亿元。同时，公司作为 A 股和 H 股上市企业，直接融资渠道畅通，具备较强的财务弹性。

或有负债方面，截至 2019 年 9 月末，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 20.44 亿元；同时，公司为商品房承购人提供阶段性抵押贷款担保余额为 2,035.60 亿元。公司整体或有负债风险可控。

总体看来，公司近年来收入及利润规模持续增长，整体盈利能力很强，同时充足的待结算资源亦对其未来经营业绩保持具有很强的支撑。此外，公司现金回笼情况良好，年末手持货币资金规模充裕，财务杠杆比率较低，加之多元化的融资渠道下具备较强财务弹性，公司整体偿债能力极强。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定万科企业股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“万科企业股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的债项信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于万科企业股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）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级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

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

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

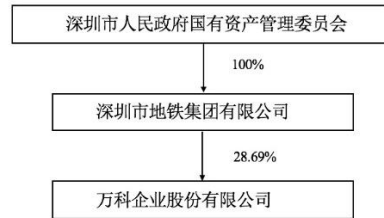
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

中诚信国际信用评级有限责任公司

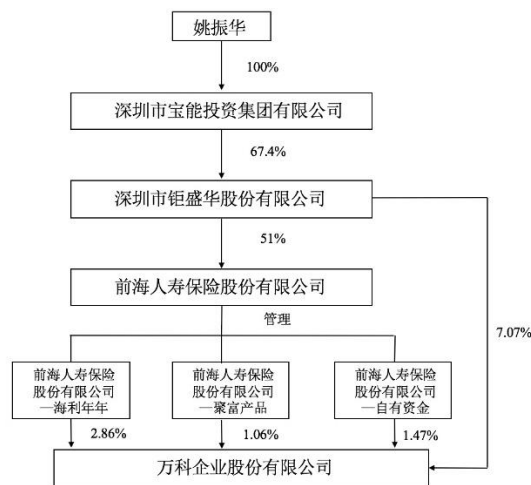
2020 年 3 月 4 日

附一：万科企业股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年 9 月末）

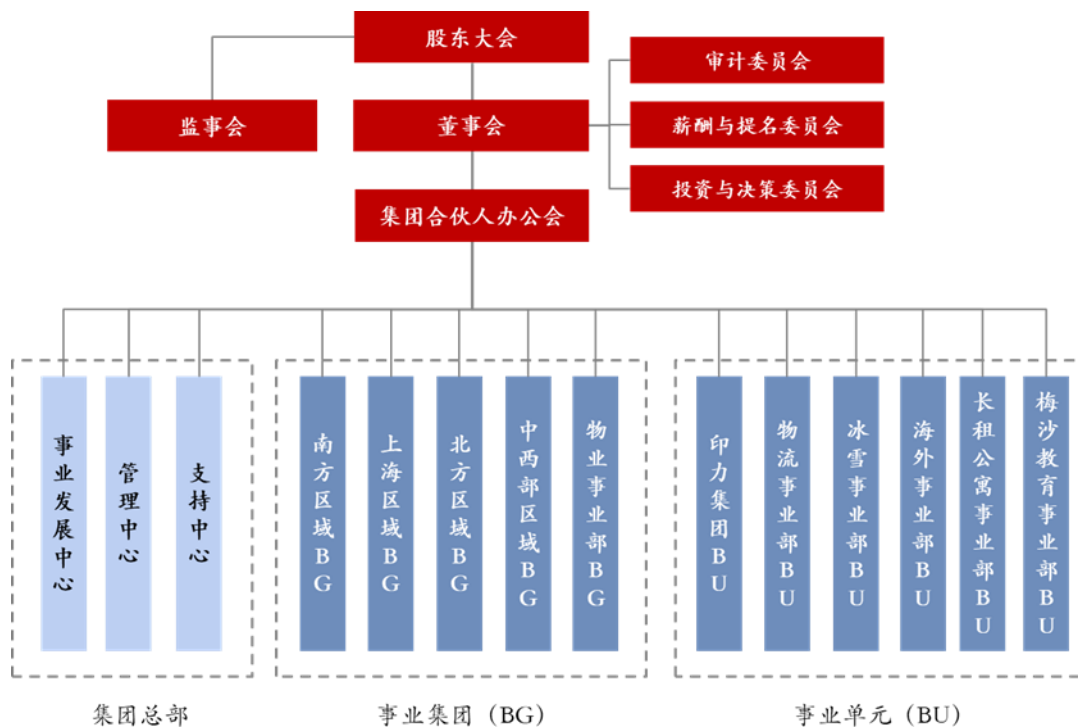
第一大股东持股结构图



第二大股东持股结构图



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）	2016	2017	2018	2019.9
货币资金	8,703,211.82	17,412,100.92	18,841,744.68	10,724,024.60
其他应收款	10,543,500.49	16,324,976.59	24,432,414.29	24,930,272.72
存货净额	46,736,133.61	59,808,765.76	75,030,262.74	85,985,137.10
长期投资	6,303,000.28	8,256,505.48	13,221,657.06	13,000,546.62
固定资产	681,079.31	709,880.81	1,153,379.87	1,241,225.99
在建工程	76,531.26	102,241.09	191,300.75	497,771.04
无形资产	126,036.37	143,750.48	495,258.50	479,823.59
投资性房地产	2,187,442.43	2,881,130.03	5,405,578.48	7,236,143.13
总资产	83,067,421.39	116,534,691.78	152,857,935.65	163,876,321.73
预收款项	27,464,555.45	40,770,593.99	50,496,537.96	58,804,191.67
其他应付款	10,658,025.72	18,288,680.29	22,551,439.23	23,910,034.29
短期债务	4,334,988.65	6,227,269.64	9,318,339.53	5,907,956.36
长期债务	8,551,443.71	12,835,171.67	16,802,420.12	16,779,961.83
总债务	12,886,432.36	19,062,441.31	26,120,759.65	22,687,918.19
净债务	4,183,220.54	1,650,340.39	7,279,014.97	11,963,893.59
总负债	66,899,764.26	97,867,297.86	129,295,862.65	139,391,132.20
费用化利息支出	231,033.93	406,073.21	818,133.56	-
资本化利息支出	322,787.70	414,735.75	596,447.62	-
所有者权益合计（含非控股股东权益）	16,167,657.13	18,667,393.92	23,562,073.00	24,485,189.53
营业总收入	24,047,723.69	24,289,711.03	29,767,933.11	22,391,475.75
经营性业务利润	3,520,273.31	4,589,201.15	6,324,552.48	4,228,626.31
投资收益	501,383.59	624,456.17	678,793.45	193,275.84
净利润	2,835,025.55	3,720,838.73	4,927,229.45	2,859,041.70
EBIT	4,156,395.10	5,520,268.47	7,564,153.70	-
EBITDA	4,271,258.31	5,713,172.28	7,856,347.32	-
销售商品、提供劳务收到的现金	28,653,293.83	36,840,522.34	39,814,827.04	30,242,376.58
经营活动产生现金净流量	3,956,612.90	8,232,283.42	3,361,818.34	173,441.23
投资活动产生现金净流量	-4,338,905.01	-5,161,323.30	-6,736,443.60	-1,202,251.47
筹资活动产生现金净流量	3,129,665.06	5,526,489.62	4,479,764.81	-6,987,476.94
财务指标	2016	2017	2018	2019.9
营业毛利率（%）	29.41	34.10	37.48	35.99
期间费用率（%）	5.64	7.08	8.45	8.29
EBITDA 利润率（%）	17.76	23.52	26.39	-
净利润率（%）	11.79	15.32	16.55	12.77
总资产收益率（%）	5.76	5.53	5.62	-
存货周转率(X)	0.41	0.30	0.28	-
资产负债率（%）	80.54	83.98	84.59	85.06
总资本化比率（%）	44.35	50.52	52.58	48.10
净负债率（%）	25.87	8.84	30.89	48.86
短期债务/总债务（%）	33.64	32.67	35.67	26.04
经营活动净现金流/总债务（X）	0.31	0.43	0.13	0.01*
经营活动净现金流/短期债务（X）	0.91	1.32	0.36	0.04*
经营活动净现金流/利息支出（X）	7.14	10.03	2.38	-
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	0.45	0.52	0.66	0.56*
总债务/EBITDA（X）	3.02	3.34	3.32	-
EBITDA/短期债务（X）	0.99	0.92	0.84	-
EBITDA 利息保障倍数（X）	7.71	6.96	5.55	-
经调整 EBIT 利息保障倍数（X）	7.25	6.24	4.61	-

注：1、2019年三季度未经审计；2、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；3、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”；4、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	净负债率	=净债务/所有者权益合计
	资产负债率	=负债总额/资产总额
经营效率	总资产化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本)/营业总收入
	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
盈利能力	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	净利润率	=净利润/营业总收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
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。