

# 万科企业股份有限公司

## 公司债 2022 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：石 烁 [sshi@ccxi.com.cn](mailto:sshi@ccxi.com.cn)

项目组成员：彭俊贤 [jxpeng@ccxi.com.cn](mailto:jxpeng@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 4 月 29 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与发行人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发行人之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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，不存在因发行人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](http://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。

■ 本次信用评级结果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，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 0219 号

## 万科企业股份有限公司：

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

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“17 万科 01”、“19 万科 02”、“20 万科 01”、“20 万科 02”、“20 万科 03”、“20 万科 04”、“20 万科 05”、“20 万科 06”、“20 万科 07”、“20 万科 08”、“21 万科 01”和“21 万科 02”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

**中诚信国际信用评级有限责任公司**

**二零二二年四月二十九日**

**评级观点：**中诚信国际维持万科企业股份有限公司（以下简称“万科企业”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“17 万科 01”、“19 万科 02”、“20 万科 01”、“20 万科 02”、“20 万科 03”、“20 万科 04”、“20 万科 05”、“20 万科 06”、“20 万科 07”、“20 万科 08”、“21 万科 01”和“21 万科 02”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了万科企业继续维持较为领先的行业地位、丰富且布局分散的土地储备、核心住宅业务与城市配套服务业务的协同效应、稳健的财务政策等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到房地产行业政策、经营业绩有所下滑、联合营项目经营情况等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

### 概况数据

万科企业	2019	2020	2021
总资产（亿元）	17,299.29	18,691.77	19,386.38
所有者权益（亿元）	2,705.79	3,498.44	3,927.73
总负债（亿元）	14,593.50	15,193.33	15,458.65
总债务（亿元）	2,805.55	2,847.01	2,922.00
营业总收入（亿元）	3,678.94	4,191.12	4,527.98
净利润（亿元）	551.32	592.98	380.70
EBITDA（亿元）	921.00	954.18	681.47
经营活动净现金流（亿元）	456.87	531.88	41.13
营业毛利率（%）	36.25	29.25	21.82
净负债率（%）	42.27	25.57	36.37
总债务/EBITDA（X）	3.05	2.98	4.29
EBITDA 利息倍数（X）	6.16	5.67	4.68

注：中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告整理。

### 正面

■ **继续维持较为领先的行业地位。**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，2021 年公司在全国销售市场占有率约为 3.5%，且在全国 20 个城市的销售排名位列当地第一。

■ **丰富且布局分散的土地储备。**截至 2021 年末，公司在建及待建面积分别为 10,367 万平方米和 4,522 万平方米，项目均匀分布于国内主要经济圈的近百个城市，丰富分散且针对优势经济区域的布局有助于其抵御区域市场波动风险。

■ **核心住宅业务与城市配套服务业务的协同效应。**公司在坚守住宅房地产开发业务基础上，明确了城乡建设与生活服务商的定位，业务领域不断创新，物业服务、物流仓储服务、租赁住宅、商业开发与运营等经营服务业务快速增长，不断提升业务

竞争力。

■ **稳健的财务政策。**2021 年公司继续严格执行稳健审慎的经营策略，根据回款情况规划投资及运营支出，财务杠杆比率稳定维持在较低水平，货币资金对短期债务覆盖程度较高。同时，公司经营所得对其债务本息的支撑水平仍维持在较好区间内。

### 关注

■ **房地产行业政策。**在监管政策的持续影响下，2021 年下半年以来房地产市场出现一定调整，商品房销售面临一定下行压力。虽然为维护房地产市场平稳健康发展，政策已经有所调整，但当前仍处于政策传导期，市场环境变化对公司经营提出更高挑战。

■ **经营业绩有所下滑。**受整体行业景气度的影响，2021 年公司签约销售金额为 6,278 亿元，较去年同期下滑 10.85%；此外，房地产项目结算毛利率大幅下滑，带动公司盈利空间收窄，2021 年净利润同比下降 35.80%。

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

### 评级展望

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

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

### 同行业比较

2021 年部分房地产开发企业主要指标对比表

公司名称	全口径签约销售金额（亿元）	总资产（亿元）	净负债率（%）	货币资金/短期债务（X）	总债务/销售商品提供劳务收到的现金（X）	营业总收入（亿元）	净利润率（%）	存货周转率（X）
碧桂园控股*	5,580*	19,483.65	45.91	2.27	-	5,230.60	7.82	0.40
保利发展	5,349	13,999.33	59.54	2.31	0.93	2,850.24	13.05	0.27
中海发展*	3,695	8,699.07	31.43	2.51	-	2,422.40	17.78	0.41
招商蛇口	3,268	8,562.03	36.43	1.80	0.93	1,606.43	9.46	0.31
万科企业	6,278	19,386.38	36.37	2.47	0.63	4,527.98	8.41	0.34

注：1、“碧桂园控股”为“碧桂园控股有限公司”简称，证券代码 02007.HK；“保利发展”为“保利发展控股集团股份有限公司”简称，证券代码 600048.SH；“中海发展”为“中国海外发展有限公司”简称，证券代码 00688.HK；“招商蛇口”为“招商局蛇口工业区控股股份有限公司”简称，证券代码 001979.SZ。2、碧桂园控股签约销售金额为权益口径数据。3、带“\*”企业均为港股上市公司，财务报表采用香港会计准则编制，由于港股上市公司未披露销售商品提供劳务收到的现金，故表中相关指标无法计算。

资料来源：中诚信国际整理

**本次跟踪债项情况**

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额(亿元)	债券余额(亿元)	存续期	特殊条款
17 万科 01	AAA	AAA	2021/5/25	30	0.08	2017/7/18~2022/7/18	附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权
19 万科 02	AAA	AAA	2021/5/25	25	25	2019/9/26~2024/9/26	附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权
20 万科 01	AAA	AAA	2021/5/25	15	15	2020/3/16~2025/3/16	附带第 3 年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权
20 万科 02	AAA	AAA	2021/5/25	10	10	2020/3/16~2027/3/16	附带第 5 年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权
20 万科 03	AAA	AAA	2021/5/25	10	10	2020/5/19~2025/5/19	附带第 3 年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权
20 万科 04	AAA	AAA	2021/5/25	15	15	2020/5/19~2027/5/19	附带第 5 年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权
20 万科 05	AAA	AAA	2021/5/25	8	8	2020/6/19~2025/6/19	附带第 3 年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权
20 万科 06	AAA	AAA	2021/5/25	12	12	2020/6/19~2027/6/19	附带第 5 年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权
20 万科 07	AAA	AAA	2021/5/25	3.81	3.81	2020/11/13~2025/11/13	附带第 3 年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权
20 万科 08	AAA	AAA	2021/5/25	16	16	2020/11/13~2027/11/13	附带第 5 年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权
21 万科 01	AAA	AAA	2021/5/25	19	19	2021/1/22~2024/1/22	附第 2 年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权
21 万科 02	AAA	AAA	2021/5/25	11	11	2021/1/22~2028/1/22	附第 5 年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权

## 跟踪评级原因

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

## 募集资金使用情况

跟踪期内，公司于 2021 年 8 月 9 日将“18 万科 01”的票面利率下调至 2.80%，投资者回售全部存续金额 6.74 亿元，本债券从深交所摘牌。公司于 2021 年 10 月 29 日将“18 万科 02”的票面利率下调至 2.50%，投资者回售全部存续金额 8.92 亿元，本债券从深交所摘牌。公司于 2022 年 2 月 26 日将“19 万科 01”的票面利率下调至 2.50%，投资者回售 19.97 亿元；鉴于存续规模较小，经公司与债券持有人协商一致后，公司提前兑付本期债券并于当日从深交所摘牌。

根据《万科企业股份有限公司 2021 年度报告》，“17 万科 01”、“19 万科 02”、“20 万科 01”、“20 万科 02”、“20 万科 03”、“20 万科 04”、“20 万科 05”、“20 万科 06”、“20 万科 07”、“20 万科 08”、“21 万科 01”和“21 万科 02”募集资金的使用与募集说明书的约定一致。

## 宏观经济与政策环境

**宏观经济:**2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，产需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保

持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

**宏观风险:**2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

**宏观政策:**2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加

凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

**宏观展望：**疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的挑战与风险进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

## 近期关注

**随着房地产调控政策的持续影响，叠加部分房企信用风险事件发酵，2021年下半年以来商品房销售市场明显降温，短期内商品房销售仍面临一定下行压力**

2021年上半年房地产市场保持较高热度，1~6月全国房地产销售额和销售面积分别同比增长38.9%和27.7%。但随着“三道红线”、“贷款两集中”等房地产调控政策的持续影响，叠加部分房企信用风险事件发酵，居民购房意愿有所下降，下半年以来商品房销售市场明显降温。7月以来单月商品房销售面积及销售额同比持续回落，其中9月以来商品房销售面积及销售额还低于2019年同期。与此同

时，下半年以来国房景气指数持续回落，表明市场对房地产市场信心较弱。尽管四季度以来，为“稳地价、稳房价、稳预期”，政策有所微调，着力恢复房地产合理融资需求及居民合理购房需求，但从“政策底”到“市场底”、“信心底”仍需一定过渡期，叠加房地产税试点工作仍存在一定不确定性，中诚信国际认为房地产市场需求短期尚未见底，商品房销售回落趋势或仍将持续一段时间。

图1：近年来全国商品房销售情况

单位：亿元、万平方米、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

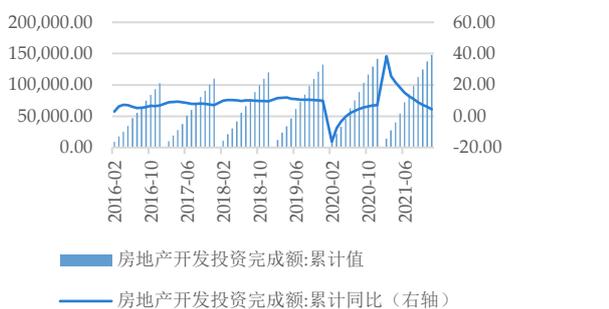
从商品房价格来看，2021年12月，70个大中城市商品住宅销售价格环比总体延续四季度以来的下降态势，同比涨幅回落。其中一线城市、二线城市及三线城市新建商品住宅价格同比涨幅分别为4.4%、2.8%和0.9%，增速较6月回落1.7、2.0和2.8个百分点。从商品房去化情况看，随着2021年下半年商品房销售市场的疲软，商品房去化速度有所放缓。截至2021年12月末，商品房待售面积为51,023.00万平方米，同比增长2.4%，房地产市场整体去化压力有所上升。其中，此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市面临更大的去化压力。

**2021年，房企开发投资及拿地支出表现出前高后低态势，经营端支出明显放缓。在销售回款承压及再融资困难持续的背景下，行业整体仍面临投资信心及投资能力不足问题，房地产开发投资及拿地支出回落趋势或将延续**

2021年上半年，较好的房地产销售市场带动房企到位资金创历史同期新高，在房企加快在手项目开发建设的推动下，房地产开发投资额同比增长

15.0%，处于较高水平，新开工面积也同比增长 3.8%。但下半年以来，随着房地产销售市场降温，叠加房企融资受限，房企投资热情及投资能力双双回落，新开工面积同比持续下降，房地产开发投资增速也逐步回落。2021 年全年，房地产开发投资同比增速已经降至 4.40%，创 2016 年以来年增速新低，而房地产新开工面积则呈现负增长态势，同比回落 11.4%。

图 2：近年来全国房地产开发投资情况  
单位：亿元、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

土地投资方面，2021 年 2 月以来，22 座重点城市实施住宅供地“两集中”政策。对比三轮土地集中供应结果，首轮集中供地中房地产企业表现出较高热度，但在市场降温、拿地条件较严、自身资金实力有限等多重制约下，房地产企业在第二、三轮集中供地中购地意愿或拿地能力不足，拿地热情较第一轮明显下降。总体来看，2021 年房地产开发企业土地购置面积和土地成交价款分别同比下降 15.5% 和同比上升 2.8%。

图 3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额  
单位：万平方米、亿元、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

**为维护房地产行业平稳健康发展，2021 年四季度以来房地产政策有所调整，当前仍处于政策传导期；长期来看，在“房住不炒”政策基调下，调控政策、信贷政策及融资环境的变化都将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求**

2016 年中央经济工作会议首次提出“房子是用来住的、不是用来炒的”，此后中央及各主要监管部门在多个场合反复强调“房住不炒”的定位。与此同时，2016 年 10 月以来，各城市通过居民购买端、新房销售端、土地购买端、企业融资端等多维度实施精准化、差异化调控，本轮调控表现出很强的政策延续性。

2020 年下半年以来，房地产行业融资政策进一步收紧，尤其在 8 月“三道红线”出台后，国内贷款增速明显回落。2020 年 12 月末，央行联合银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》（以下简称“《通知》”），划定银行房地产贷款集中度“红线”。《通知》旨在防止房地产贷款在银行体系全部贷款中的比重偏离合理水平，防范金融体系对房地产贷款过度集中带来的潜在系统性金融风险。2021 年以来，在银行房地产贷款集中度管理制度的影响下，按揭贷款发放进度明显放缓，房地产企业销售回款受到了不同程度的负面影响。2021 年 2 月，自然资源部组织召开“全国 2021 年住宅用地供应分类调控工作视频培训会议”，要求各地主动采取有效措施引导住宅用地市场理性竞争，22 座重点城市实施住宅供地“集中供地”政策。2021 年 7 月，住房和城乡建设部、国家发展和改革委员会等八部委联合发布了《关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》，提出了房地产市场秩序三年实现明显好转的目标以及具体整治范围、措施和机制。此外值得关注的是，2021 年以来部分房地产发债企业发生信用风险事件，境内外债券投资者信心较弱，部分房地产企业境内外信用债发行亦在一定程度上受阻。

为防范房地产市场风险的进一步扩大，2021 年四季度以来政策端已经有所松动：9 月底以来监管

部门密集发声，要求金融机构满足房地产合理融资需求；10月以来交易商协会及交易所相继表态支持符合条件的房地产企业发债融资；12月中国人民银行和银保监会联合印发《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》，要求银行业金融机构稳妥有序开展房地产项目并购贷款业务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目。同时，还要求银行加大债券融资的支持力度、积极提供并购的融资顾问服务、提高并购的服务效率、做好风险管理等；12月中旬召开的中央经济工作会议在强调“房住不炒”定位的同时，提出“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”；而从各地政策来看，公开信息显示，2021年四季度以来，已有桂林、晋江、芜湖、荆门、衡阳等20多个城市发布稳楼市政策，包括购房补贴、贷款贴息、契税补贴等，2022年1月底，安徽省则在《进一步做好近期促进消费工作若干措施》，提出鼓励房产领域降低首付比例等举措；此外，央行及银保监会均在2022年工作部署中提及“促进房地产业良性循环和健康发展”。

**中诚信国际认为**，相关政策落地或有助于推动房地产市场恢复平稳发展，但当前仍处于政策传导期，房地产市场企稳仍有待观察。长期来看，“房住不炒”政策基调并未改变，中国房地产市场仍将处于较为严格的监管环境之中，各项政策都将以维护房地产市场平稳健康发展为目标，在此行业政策背景之下调控政策、信贷政策及融资环境的变化均将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

**跟踪期内，受整体行业景气度的影响，公司房地产销售业绩有所下滑，但仍处于在行业较为领先的地位；此外，公司结算规模继续稳定增长，充足的**

## 已售待结算资源为其未来结算业绩形成强力保障

公司于1988年进入房地产行业，是全国领先的专业化住宅房地产开发商。2021年，公司在全国商品房市场的份额约3.5%，在20个城市的销售金额位列当地第一，在18个城市排名第二，保持了较为领先的行业地位。

房地产销售方面，受下半年以来行业景气度下降的影响，2021年全年公司销售业绩有所下滑，合同销售面积和销售金额分别同比下降18.42%和10.85%；销售均价方面，得益于公司进一步聚焦核心城市，2021年销售均价同比增长9.29%。2022年第一季度，公司实现签约销售金额1,065亿元，同比减少40.66%，延续下滑趋势。

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；2021年6月，基于发展趋势、地理分区及管理幅度等因素，公司将原有的五大区域重新划分为七大区域。2021年，公司以长三角为核心的上海区域<sup>1</sup>销售金额占比为35.76%，仍为占比最大的销售区域；以珠三角为核心的南方区域<sup>2</sup>的销售金额占比为23.10%，销售份额持续提升；以环渤海为核心的北京区域<sup>3</sup>和以东北部中心城市组成的东北区域<sup>4</sup>的销售金额占比合计为19.37%，同比有所下降；以西南中心城市组成的西南区域<sup>5</sup>和以中部中心城市组成的华中区域<sup>6</sup>销售金额合计占比为16.17%，同比保持平稳；以西北中心城市组成的西北区域<sup>7</sup>销售金额占比为4.44%，在上年基础上略有回落。

**表 1：2019~2021 年公司业务运营情况**

单位：亿元、万平方米、元/平方米

	2019	2020	2021
销售面积（全口径）	4,112	4,668	3,808
销售金额（全口径）	6,308	7,042	6,278
销售均价	15,340	15,086	16,487

<sup>1</sup> 上海区域包括上海、杭州、苏州、南京、宁波、徐州、南通、无锡、镇江、常熟、扬州、昆山、绍兴、盐城、常州、嘉兴、海宁、靖江、瑞安、太仓、高邮、宿迁、海门、台州、金华、马鞍山、湖州、江阴、温州、芜湖及合肥等。

<sup>2</sup> 南方区域包括深圳、广州、东莞、佛山、福州、厦门、珠海、江门、中山、清远、惠州、南宁、柳州、三亚、莆田、泉州、晋江及漳州等。

<sup>3</sup> 北京区域包括北京、天津、青岛、济南、烟台、太原、石家庄、唐山、秦皇岛、张家口、晋中、临沂、淄博、威海及雄安新区。

<sup>4</sup> 东北区域包括包头、大连、沈阳、鞍山、抚顺、营口、盘锦、长春、吉林及哈尔滨等。

<sup>5</sup> 西南区域包括重

庆、成都、贵阳、南充、昆明、玉溪、西双版纳、大理、永川、西昌及眉山等。

<sup>6</sup> 华中区域包括南昌、长沙、郑州、武汉、宜昌、鄂州及周口等。

<sup>7</sup> 西北区域包括西安、兰州、西宁、银川、咸阳、渭南及乌鲁木齐等。

结算面积	2,460	2,889	3,117
结算金额	3,527	3,989	4,023
已售未结转面积	4,289	4,919	4,674
已售未结转金额	6,091	6,982	7,108

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

结算方面，得益于较强的工程节点管控能力，公司结算面积和结算金额均呈上升趋势。从结算区域分布来看，2021年南方区域、上海区域、北京区

域、西南区域、华中区域、东北区域和西北区域的结算金额占比分别为 26.83%、24.10%、13.79%、10.55%、9.09%、7.76%和 7.00%，较为分散及均衡。截至 2021 年末，公司已售未结转面积和金额分别为 4,674 万平方米和 7,108 亿元，对公司后续的结算业绩形成了强有力的保障。

表 2：2019~2021 年公司销售及结算区域分布情况

单位：%

区域	2019		2020		2021	
	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	20.20	32.98	21.33	28.11	23.10	26.83
上海区域	32.42	27.23	33.76	27.64	35.76	24.10
北京区域	22.54	20.53	21.33	16.91	14.66	13.79
东北区域					4.71	7.76
华中区域	23.88	19.26	16.38	18.85	6.22	9.09
西南区域					9.96	10.55
西北区域	-	-	6.59	6.91	4.44	7.00
其他	0.96	-	0.61	1.58	1.16	0.88
合计	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

注：2020 年 8 月 28 日，公司成立西北区域事业集团，覆盖陕西、甘肃、新疆、青海与宁夏五地，成为公司第五大区域事业集团。2021 年，公司将 2020 年分部报告中的北方区域拆分为北京区域与东北区域、中西部区域拆分为华中区域与西南区域，并将原隶属于上海区域的南昌与原隶属于南方区域的长沙拆分至华中区域，2021 年分部报告所列示的北京区域与东北区域、华中区域与西南区域分别主要对应 2020 年的北方区域和中西部区域的资产、收入、费用及经营成果。

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

房地产项目运作方面，由于拿地规模下降，2021 年公司新开工面积同比有所减少；但竣工规模保持增长，整体项目在建规模小幅下降。

表 3：2019~2021 年公司开工竣工情况

单位：万平方米

	2019	2020	2021
新开工面积	4,241	3,960	3,265
竣工面积	3,008	3,382	3,571
在建建筑面积（全口径）	10,256	10,788	10,367
在建建筑面积（权益）	6,170	6,381	6,428

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

**公司保持谨慎的拿地策略，并提高了拿地权益比例，期末适量且分散的土地储备有利于其持续发展及增强抗风险能力**

土地储备方面，公司继续坚持量入为出的投资策略，2021 年权益拿地金额与上年基本持平。由于加大了对核心二线城市的投资力度，2021 年公司新增储备项目平均楼面地价有所上升，但仍控制在合理水平。此外，2021 年公司提高了拿地权益占比，

拿地面积权益比例为 71.3%，同比增长 10.1 个百分点。

从新增土地储备的区域分布来看，2021 年公司继续围绕城市经济圈进行布局，其中上海区域、南方区域、华中区域、北京区域、西北区域、东北区域和西南区域权益建筑面积占比分别为 19.02%、17.65%、17.47%、14.84%、14.76%、8.93%和 7.33%，整体来看较为均衡。

表 4：2019~2021 年公司新增项目及土地储备情况

单位：个、万平方米、亿元、元/平方米

	2019	2020	2021
新增项目	147	168	148
新增规划建筑面积（全口径）	3,717	3,367	2,667
新增规划建筑面积（权益）	2,478	2,059	1,901
新增地价总额（权益）	1,550	1,382	1,402
平均楼面地价	6,252	6,710	6,942
规划中项目总计容建筑面积（全口径）	5,394	5,051	4,522
规划中项目总计容建筑面积（权益）	3,360	3,127	2,910

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

截至 2021 年末，公司规划中项目总计容建筑

面积为 4,522 万平方米，同比下降 10.47%；其中，西南区域、南方区域、北京区域、东北区域、西北区域、华中区域和上海区域占比分别为 20.33%、18.95%、15.85%、12.34%、11.99%、11.67%和 8.86%。从城市分布情况来看，截至 2021 年末，公司待建项目分布于近 80 个城市，且仅有广州和长春两个城市规划中项目计容建筑面积占比为 5.78%和 5.40%，其余城市面积占比均低于 5.00%，公司土地储备的城市分布较为分散及均衡。总体来看，公司保持了适当的土地储备量及分散的区域布局，有助于其持续发展及抵御区域市场波动风险。

### 公司在巩固住宅开发业务优势基础上，物业服务、物流仓储服务、租赁住宅、商业开发与运营等经营服务业务快速增长，不断提升业务竞争力

物业服务方面，负责该业务的公司旗下子公司万科物业发展股份有限公司于 2020 年更名为万物云空间科技服务股份有限公司（以下简称“万物云”）。2021 年 11 月，公司股东大会审议通过拟分拆万物云到香港联交所上市的相关议案；截至目前，万物云已通过其联席保荐人向香港联合交易所呈交上市申请（A1 表格），以申请万物云的股份于香港联合交易所主板上市及批准买卖。凭借较强的物业服务水平、突出的品牌优势及持续的服务创新能力，万物云保持良好的发展态势，截至 2021 年末，万物云项目覆盖全国一二线城市，在管项目总数 4,393 个，在管面积 7.8 亿平方米，在管面积同比增长 35.9%，在行业中处于领先地位。2021 年万物云实现对万科企业集团内和对外营业收入合计 240.4 亿元，同比增长 32.1%；其中，社区空间服务、商企和城市空间服务、AIoT（人工智能物联网）及 BPaaS（流程即服务）解决方案服务分别占当期收入的比例为 56.0%、36.2%和 7.8%。社区空间服务方面，万物云以“万科物业”为品牌为 1,605 个第三方住宅项目提供服务，占总在管住宅项目的 56.9%。商企服务方面，万物云与戴德梁行合作推出“万物梁行”品牌，获取了 2021 年在国内进行招投标的超高层项目超过 50%的份额，已服务超 50 家头部互

联网科技企业和独角兽企业，目前在管第三方商企项目达 1,319 个，占在管商企项目的 84.0%。在城市空间服务方面，万物云以“万物云城”为品牌，以数字化解决方案、专家中心运营模式（COE 运营）和供应链资源整合为支撑打造“云城队长”IP，累计布局 29 个城市、43 个项目。

物流仓储服务方面，公司以“万纬物流”为物流仓储服务平台，聚焦发展高标仓储和冷链物流两大核心业务，已发展成为中国规模最大的冷链物流综合服务商。2021 年，万纬物流继续完善核心节点布局，新获取管理项目 3 个，可租赁建筑面积 21 万平方米。截至 2021 年末，万纬物流在 46 个城市累计管理 152 个仓储项目，可租赁建筑面积 1,136 万平方米；其中，125 个高标库的可租赁建筑面积达 998 万平方米，38 个冷链园区（含干冷混合项目 11 个）的可租赁建筑面积达 138 万平方米，可租赁托盘数量 133 万托。2021 年，万纬物流继续扩大开业规模，新开业 141 万平方米，截至年末累计开业项目建筑面积 828 万平方米，其中高标库稳定期出租率 93%，冷库稳定期使用率 75%。2021 年，公司物流业务（含非并表项目）实现营业收入 31.6 亿元，同比增长 68.9%，其中高标库营业收入 20.6 亿元，同比增长 59.8%；冷库营业收入 11.0 亿元，同比增长 89.0%。

租赁住宅方面，公司积极布局长租公寓市场，目前以集中式长租公寓（“泊寓”）为主要产品线，主要面向新进入城市的青年客户，提供租住、社交、创业、学习、成长等服务为一体的综合租住服务。2021 年，泊寓新获取房间 2.76 万间，净新增开业 1.71 万间。截至 2021 年末，公司运营管理长租公寓 20.87 万间，累计开业 15.95 万间，已开业房间主要位于深圳、福州、济南、沈阳、天津、西安、长春、广州、北京、成都、武汉、合肥等核心城市，已开业项目的整体出租率 95.3%，全年租金收缴率为 98.9%，客户续租率达 58%。2021 年，公司长租公寓营业收入（含非并表项目）28.9 亿元，同比增长 13.9%。

商业开发与运营方面，公司以印力集团控股有

限公司（以下简称“印力集团”）为商业开发与运营的主要平台。2021年，公司（含印力集团）新开业项目34个，对应建筑面积206.87万平方米。截至2021年末，公司（含印力集团）累计开业211个商业项目（含113个社区商业项目），对应建筑面积1,139.16万平方米，另有规划中和在建商业建筑面积401.31万平方米。其中，印力集团累计开业105个商业项目（含25个社区商业，32个轻资产输出管理），建筑面积875万平方米，另有规划中和在建商业建筑面积102.7万平方米。2021年，公司商业业务（含非并表项目）营业收入76.22亿元，同比增长20.57%；其中，印力集团管理的商业项目营业收入52.3亿元，同比增长23.9%，整体出租率95.3%。

## 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2019~2021年度审计报告<sup>8</sup>，各期财务数据均为该期财务报表期末数。公司财务报表均按照新会计准则编制。

### 2021年，在行业整体毛利空间压缩的背景下，公司毛利率水平有较大幅度的下滑，导致经营性业务利润及投资收益均有所下降，整体盈利能力有较明显的下降

由于结算规模继续稳定增长，2021年公司营业收入保持增长态势。公司整体营业毛利率有较大幅度的下降，主要系受行业发展趋势的影响，结转项目地价占售价比重上升，导致收入占比最大的房地产及相关业务毛利率同比下滑7.62个百分点。

表5：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

项目	2019	2020	2021
房地产及相关业务	2,828.67	4,004.49	4,299.32
物业管理	126.04	154.32	198.31
其他业务	10.69	32.31	30.35
<b>营业收入</b>	<b>2,965.40</b>	<b>4,191.12</b>	<b>4,527.98</b>
项目	2019	2020	2021
房地产及相关业务	36.52	29.36	21.74
物业管理	18.57	18.33	17.42

<sup>8</sup> 公司自2018年1月1日起执行了财政部2017年度修订的《企业会计准则第14号——收入》和《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》等

其他业务	86.15	66.90	63.23
<b>营业毛利率</b>	<b>36.25</b>	<b>29.25</b>	<b>21.82</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021年，由于推广费用和销售佣金的增长，公司的销售费用同比增长20.42%；但由于人工费用支出的降低，管理费用（含研发费用）保持平稳；此外，由于当期借款本息产生的汇兑差额转为净收益，公司财务费用同比下降14.80%。同时，受益于营业总收入提升，公司期间费用率进一步下降，费用控制能力较强。

由于毛利率的大幅下降，2021年公司经营性业务利润同比下滑27.57%，但仍为公司利润的最主要来源，占利润总额比重达95.15%。主要由于联合营项目毛利率下降及投资其他业务的收益减少，2021年公司投资收益同比大幅下滑51.05%。此外，公司2021年资产及信用减值损失合计为37.94亿元，主要系2021年下半年以来，市场明显下行，四季度下行有所加剧，公司对济南、佛山、太原及贵阳等城市的部分项目计提了31.20亿元减值准备造成的。综上，2021年公司利润总额同比下滑34.46%。从盈利指标来看，由于利润下滑，公司EBITDA利润率、净利润率及净资产收益率都下滑明显。

表6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021
销售费用	90.44	106.37	128.09
管理费用（含研发费用）	120.85	109.54	108.85
财务费用	57.36	51.45	43.84
期间费用合计	268.66	267.36	280.77
期间费用率(%)	7.30	6.38	6.20
经营性业务利润	735.73	685.98	496.88
资产/信用减值损失	18.66	22.05	37.94
公允价值变动收益	-0.69	0.05	0.04
投资收益	49.84	135.12	66.14
利润总额	765.39	796.76	522.23
净利润率(%)	14.99	14.15	8.41
EBITDA利润率(%)	25.03	22.77	15.05
净资产收益率(%)	21.78	19.12	10.25

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 2021年，公司资产规模保持增长，同时财务杠杆维持在较低水平，债务期限结构合理，整体财务结构

新金融工具准则，并自2019年1月1日起执行了财政部2018年度修订的《企业会计准则第21号——租赁》，并进行会计报表披露。

## 稳健

2021年，随着业务规模的扩大，公司资产总额进一步增长。具体来看，公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成。其中，随着公司土地获取及项目建设的投入，2021年末公司存货余额同比增长7.34%。2021年末公司其他应收款有所增长，主要因合作方经营往来款及应收联合营公司往来款有所增长。此外，由于公司在年内加大收并购力度、归还投资及分配现金股利支付的现金较多，2021年末公司货币资金同比下滑23.50%。公司非流动资产主要由投资性房地产和长期股权投资构成。公司投资性房地产以成本模式进行计量，2021年末公司投资性房地产余额有所增长，主要因存货等其他转入及在建投资性物业投入增加。公司的长期股权投资主要为对联合营企业的投资，2021年末同比基本持平。

2021年公司负债总额亦有所增长。公司负债主要由预收款项<sup>9</sup>、应付账款、其他应付款和有息债务构成。由于当期销售回款与结转规模相当，2021年末公司预收款项同比基本持平。2021年公司债务规模保持平稳，年末总债务为2,922.00亿元，同比小幅增长；长短期债务比（短期债务/长期债务）下降至0.26倍，债务期限结构持续优化。

所有者权益构成方面，2021年公司从未分配利润中提取了137.20亿元任意盈余公积并分配普通股股利145.22亿元，导致年末未分配利润有所下降，盈余公积有所增长。此外，由于合作开发项目增多，并表项目少数股东持续投入及项目利润积累，公司少数股东权益亦有所提升。

财务杠杆方面，公司秉承稳健审慎的财务政策，2021年末资产负债率为79.74%，净负债率为36.37%，财务杠杆保持在较低水平，财务结构稳健。

表7：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元）

	2019	2020	2021
总资产	17,299.29	18,691.77	19,386.38
流动资产	14,389.89	15,473.87	16,002.68

货币资金	1,661.95	1,952.31	1,493.52
其他应收款	2,354.65	2,494.99	2,660.61
存货	8,970.19	10,020.63	10,756.17
非流动资产	2,909.40	3,217.90	3,383.70
投资性房地产	735.65	799.54	859.53
长期股权投资	1,304.76	1,418.95	1,444.49
总负债	14,593.50	15,193.33	15,458.65
应付账款	2,672.81	2,956.85	3,304.11
其他应付款	2,506.98	2,127.58	1,920.66
预收款项	5,778.18	6,316.59	6,382.23
短期债务	953.13	844.98	605.48
长期债务	1,852.43	2,002.03	2,316.52
总债务	2,805.55	2,847.01	2,922.00
所有者权益	2,705.79	3,498.44	3,927.73
未分配利润	953.52	984.17	926.98
少数股东权益	825.21	1,253.34	1,568.20
资产负债率 (%)	84.36	81.28	79.74
净负债率 (%)	37.92	25.57	36.37

注：1、合同负债纳入预收款项分析；

2、短期债务包含“一年内到期的非流动负债”中的“一年内到期的租赁负债”，长期债务包含“租赁负债”。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 公司资产主要由流动资产构成，其中可动用货币资金较为充足，存货去化及周转情况良好，资产流动性较好

2021年末，公司资产仍主要由流动资产构成，其占总资产的比重为82.55%；流动资产主要由货币资金、存货及其他应收款构成，其中货币资金和存货合计占流动资产比重达76.55%。

表8：近年来公司主要流动资产分析

	2019	2020	2021
流动资产/总资产	83.18%	82.78%	82.55%
存货/流动资产	62.34%	64.76%	67.21%
货币资产/流动资产	11.55%	12.62%	9.33%
其他应收款/流动资产	16.36%	16.12%	16.63%
(存货+货币资金)/流动资产	73.89%	77.38%	76.55%
已完工开发产品 (亿元)	660.34	740.44	869.52
已完工开发产品/存货	7.36%	7.39%	8.08%
在建开发产品+拟开发产品 (亿元)	8,298.28	9,267.65	9,876.54
(在建开发产品+拟开发产品)/存货	92.51%	92.49%	91.82%

<sup>9</sup>合同负债纳入预收款项进行分析。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

货币资金主要为银行存款，截至 2021 年末货币资金余额为 1,493.52 亿元。其中，银行存款中受限使用资金为 86.44 亿元，物业管理项目代管基金为 7.97 亿元，预售监管资金为 538.65 亿元，扣除上述三部分后的货币资金为 860.46 亿元，可动资金较为充足。

公司其他应收款主要由应收联营/合营企业款、合作方经营往来款和土地及其他保证金构成，其中 2021 年末其他应收款前五大单位分别为广州市溪楹房地产有限公司、无锡万成昀奕房地产有限公司、深圳市云上筑建筑有限公司、北京宁溪房地产开发有限责任公司及珠海市懋德诚投商业发展有限公司，均为联合营公司，应收余额合计占比为 9.75%。

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

**表9：近年来公司周转率相关指标**

	2019	2020	2021
存货周转率（次/年）	0.28	0.31	0.34
总资产周转率（次/年）	0.23	0.23	0.24

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

**由于销售回款减少及建安支出增长，公司经营活动现金流大幅下滑，但仍保持净流入状态；公司债务期限结构持续优化，货币资金可对短期债务提供充足的保障，EBITDA 对债务本息的保障程度亦维持在较好区间，销售回款对总债务的保障倍数处于较好水平**

2021 年，由于销售业绩和回款的减少，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比小幅下滑；由于公司建安支出有所增长，经营活动净现金流同比下降 92.27%，但仍保持净流入状态。

2021 年公司总债务规模同比小幅增长，但其中短期债务在总债务中占比为 20.72%，债务期限结构持续优化。此外，从债务资金来源来看，公司债务

以银行借款为主，2021 年末占比仍维持在 50%以上；同时公开市场债券融资亦为公司重要的融资手段，有助于公司优化债务结构、降低融资成本。截至 2021 年末，公司存量融资综合融资成本为 4.11%，处于行业中的较低水平。

**表 10：2019~2021 年末公司债务资金来源分类明细**

	2019	2020	2021
银行借款	50.3%	48.1%	51.4%
应付债券	22.3%	20.0%	20.0%
其他借款	19.8%	23.2%	20.2%
租赁负债	7.6%	8.7%	8.4%
合计	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受盈利能力下滑的影响，2021 年公司 EBITDA 对债务的保障能力有所减弱，公司经调整的 EBIT 对利息的覆盖能力亦有所弱化，但整体偿债指标仍维持在较好区间内；同时，由于公司债务期限结构进一步优化，且在手货币资金充足，公司货币资金对短期债务的覆盖能力很强。同期，公司总债务/销售商品、提供劳务收到的现金仍处于较好水平，回款对其债务形成较好支撑。

**表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2019	2020	2021
经营活动净现金流	456.87	531.88	41.13
销售商品、提供劳务收到的现金	4,327.36	4,722.83	4,640.51
货币资金/短期债务	1.74	2.31	2.47
总债务	2,805.55	2,847.01	2,922.00
短期债务/总债务	33.97%	29.68%	20.72%
总债务/EBITDA	3.05	2.98	4.29
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	0.65	0.60	0.63
经调整的 EBIT 利息保障倍数	6.12	5.74	4.59

注：费用化利息支出包含“租赁负债的利息支出”。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

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

截至 2021 年末公司共获得主要银行授信额度 4,456.70 亿元，其中未使用额度为 2,761.88 亿元，备用流动性充足；同时，公司资本市场融资渠道较

为通畅，财务弹性较好。

截至 2021 年末，公司受限资产合计为 229.03 亿元，其中受限货币资金、存货和投资性房地产账面价值分别为 86.44 亿元、48.99 亿元和 88.67 亿元。受限资产仅占当期末总资产的 1.18%，受限比例很低。

截至 2021 年末，公司及控股子公司对联营公司及合营公司提供担保余额为人民币 139.38 亿元，占期末净资产的比重为 3.55%，或有负债风险较小。

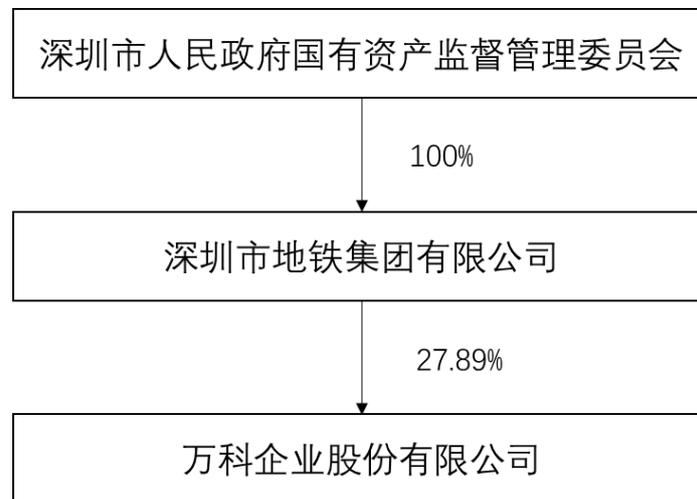
**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2022 年 4 月 6 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持万科企业股份有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“17 万科 01”、“19 万科 02”、“20 万科 01”、“20 万科 02”、“20 万科 03”、“20 万科 04”、“20 万科 05”、“20 万科 06”、“20 万科 07”、“20 万科 08”、“21 万科 01”和“21 万科 02”的债项信用等级为 **AAA**。

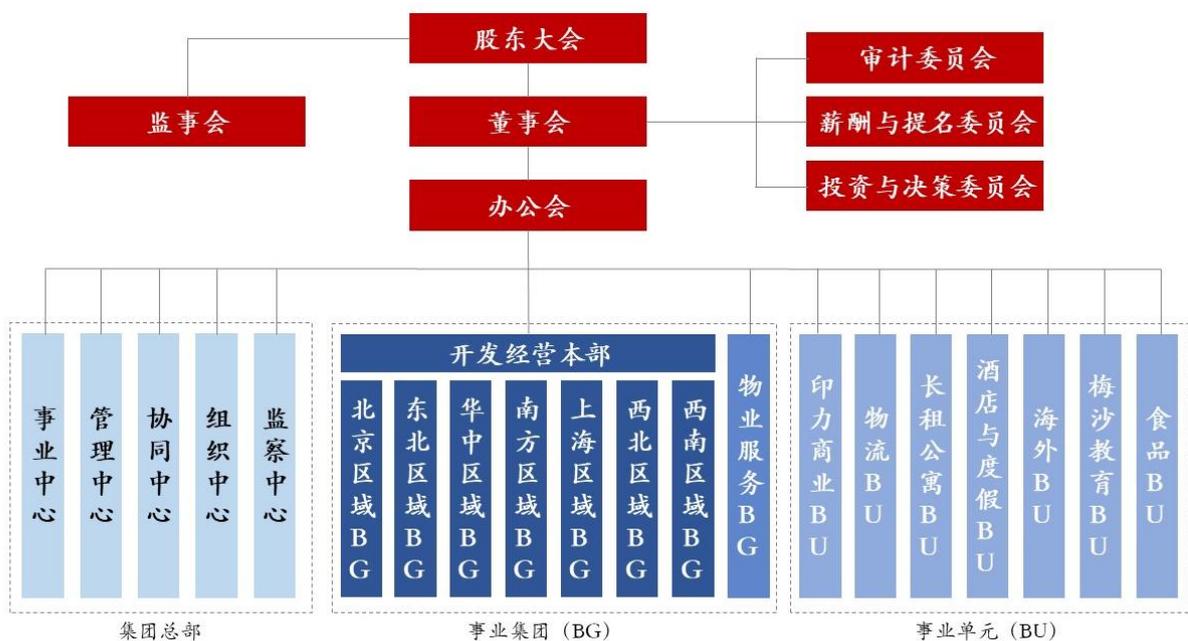
## 附一：万科企业股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年末）

第一大股东持股结构图



注：公司不存在控股股东及实际控制人。

组织结构图



## 附二：万科企业股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021
货币资金	16,619,459.57	19,523,072.34	14,935,244.43
其他应收款	23,546,500.73	24,949,854.55	26,606,112.04
存货净额	89,701,903.56	100,206,300.82	107,561,703.66
长期投资	13,339,970.43	14,419,418.69	14,732,392.54
固定资产	1,239,983.83	1,257,734.27	1,282,105.98
在建工程	417,983.95	323,685.03	339,812.94
无形资产	526,964.72	608,778.13	1,044,516.81
投资性房地产	7,356,467.81	7,995,413.90	8,595,340.97
总资产	172,992,945.04	186,917,709.40	193,863,812.87
预收款项（含合同负债）	57,781,800.87	63,165,944.16	63,822,280.04
其他应付款	25,069,846.07	21,275,835.35	19,206,616.92
短期债务	9,531,257.77	8,449,762.07	6,054,794.44
长期债务	18,524,265.72	20,020,295.20	23,165,249.28
总债务	28,055,523.49	28,470,057.27	29,220,043.72
净债务	11,436,063.92	8,946,984.94	14,284,799.29
总负债	145,935,033.50	151,933,262.07	154,586,535.22
费用化利息支出	925,526.90	875,757.99	786,134.67
资本化利息支出	569,380.24	806,371.93	670,099.14
所有者权益合计（含少数股东权益）	27,057,911.54	34,984,447.33	39,277,277.65
营业总收入	36,789,387.75	41,911,167.77	45,279,777.40
经营性业务利润	7,357,280.10	6,859,833.71	4,968,766.00
投资收益	498,412.68	1,351,187.00	661,427.49
净利润	5,513,161.46	5,929,811.64	3,806,952.70
EBIT	8,579,455.85	8,843,333.28	6,008,397.79
EBITDA	9,210,016.07	9,541,823.90	6,814,729.79
销售商品、提供劳务收到的现金	43,273,595.86	47,228,313.07	46,405,081.11
经营活动产生现金净流量	4,568,680.95	5,318,802.22	411,316.09
投资活动产生现金净流量	-2,862,673.46	579,706.71	-2,628,078.62
筹资活动产生现金净流量	-3,333,821.04	-3,250,425.99	-2,310,376.75
财务指标	2019	2020	2021
营业毛利率（%）	36.25	29.25	21.82
期间费用率（%）	7.30	6.38	6.20
EBITDA 利润率（%）	25.03	22.77	15.05
净利润率（%）	14.99	14.15	8.41
净资产收益率（%）	21.78	19.12	10.25
存货周转率(X)	0.28	0.31	0.34
资产负债率（%）	84.36	81.28	79.74
总资本化比率（%）	50.91	44.87	42.66
净负债率（%）	42.27	25.57	36.37
短期债务/总债务（%）	33.97	29.68	20.72
经营活动净现金流/总债务（X）	0.16	0.19	0.01
经营活动净现金流/短期债务（X）	0.48	0.63	0.07
经营活动净现金流/利息支出（X）	3.06	3.16	0.28
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	0.65	0.60	0.63
总债务/EBITDA（X）	3.05	2.98	4.29
EBITDA/短期债务（X）	0.97	1.13	1.13
EBITDA 利息保障倍数（X）	6.16	5.67	4.68
经调整 EBIT 利息保障倍数（X）	6.12	5.74	4.59

注：短期债务包含“一年内到期的非流动负债”中的“一年内到期的租赁负债”，长期债务包含“租赁负债”。费用化利息支出包含“租赁负债的利息支出”。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资
	短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 / 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 其他债务调整项
	长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 其他债务调整项
	总债务 = 长期债务 + 短期债务
	净债务 = 总债务 - 货币资金
	净负债率 = 净债务 / 所有者权益合计
	资产负债率 = 负债总额 / 资产总额
总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益合计)	
经营效率	存货周转率 = 营业成本 / 存货平均净额
	应收账款周转率 = 营业总收入 / 应收账款平均净额
盈利能力	营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入
	期间费用率 = (销售费用 + 管理费用 + 研发费用 + 财务费用) / 营业总收入
	经营性业务利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金支出 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 税金及附加 - 期间费用 + 其他收益
	EBIT (息税前盈余) = 利润总额 + 费用化利息支出
	经调整 EBIT = EBIT + 资本化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余) = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
	总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额
净资产收益率 = 净利润 / 所有者权益合计平均值	
净利润率 = 净利润 / 营业总收入	
现金流	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。