

香港交易及結算所有限公司及香港聯合交易所有限公司對本公告的內容概不負責，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，並明確表示，概不對因本公告全部或任何部分內容而產生或因依賴該等內容而引致的任何損失承擔任何責任。

**vanke**

**CHINA VANKE CO., LTD. \***

**萬科企業股份有限公司**

(於中華人民共和國註冊成立的股份有限公司)

(股份代號：2202)

## 海外監管公告

本公告乃根據香港聯合交易所有限公司證券上市規則第13.10B條作出。

茲載列由中誠信證券評估有限公司出具的《萬科企業股份有限公司2015年公司債券（第一期）跟蹤評級報告（2018）》，僅供參閱，該報告已刊登於巨潮資訊網站。

請閣下知悉該文件並非由本公司準備，本公司對該文件中所載內容不負核實義務，不承擔任何責任，對其準確性或完整性亦不發表任何聲明，並明確表示概不對所載內容全部或任何部分內容而產生或因依賴該等內容而引致的任何損失承擔任何責任，僅用作提供資訊予公眾。

承董事會命  
萬科企業股份有限公司  
朱旭  
公司秘書

中國，深圳，2018年5月25日

於本公告日期，董事會成員包括：執行董事郁亮先生、王文金先生及張旭先生；非執行董事林茂德先生、肖民先生、陳賢軍先生及孫盛典先生；以及獨立非執行董事康典先生、劉姝威女士、吳嘉寧先生及李強先生。

\* 僅供識別



# 信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪149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已发行的“万科企业股份有限公司2015年公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持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

二零一八年五月二十四日

# 万科企业股份有限公司

## 2015 年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2018）

发行主体	万科企业股份有限公司		
债券简称	15 万科 01		
债券代码	112285		
发行年限	5 年		
发行规模	人民币 50 亿元		
存续期限	2015/9/25~2020/9/25		
上次评级时间	2018/5/25		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

### 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，本报告对万科企业“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

2017 年，万科企业股份有限公司（以下简称“万科企业”或“公司”）的行业龙头地位持续稳固，经营业绩较快增长，待结算资源丰富，项目储备区域布局均衡，财务政策稳健且流动性较强，同时公司在核心住宅业务的基础上，继续开展城市配套服务业务，逐步发挥协同效应。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到房地产调控政策持续且行业竞争加剧等因素可能对公司经营、管理及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持万科企业主体信用等级 AAA，评级展望稳定，维持“万科企业股份有限公司 2015 年公司债券（第一期）”信用等级为 AAA。

### 正 面

- 行业龙头地位持续稳固。万科企业作为国内最早从事房地产开发的企业之一，具有近 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，2017 年公司在全国销售市场占有率较 2016 年提高 0.9 个百分点至 3.96%，呈持续上升态势。
- 经营业绩快速增长，待结算资源丰富。2017 年，公司实现合同销售面积 3,595 万平方米，合同销售金额 5,299 亿元，同比分别增长 30.02% 和 45.26%；年末已售待结算面积 2,963 万平方米，已售待结算金额 4,143 亿元，分别同比增长 29.96% 和 48.92%，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。
- 区域均衡分布优势。2017 年公司新增土地储备总建筑面积为 4,615 万平方米，于南方区域、上海区域、北方区域和中西部区域新增土地储备建筑面积占比分别为 19.93%、25.64%、21.81% 和 32.62%，项目均匀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协同



## 分析师

周莉莉 llzhou@ccxr.com.cn

陈恩 schen@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年5月24日

效应进一步显现。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，业务领域不断创新，已进入物业服务、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。公司继续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，财务杠杆比率仍维持在合理区间。2017年得益于良好的销售形势和较强的流动性管理能力，公司经营活动净现金流为823.23亿元，同比大幅增长108.06%；年末手持货币资金充裕，同比增长100.07%至1,741.21亿元，对短期债务覆盖充分。

## 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](http://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。

## 募集资金使用情况

万科企业股份有限公司 2015 年公司债券（第一期）（债券简称为“15 万科 01”、债券代码为“112285”，以下简称“本期债券”）于 2015 年 9 月 25 日至 2015 年 9 月 28 日完成发行，发行规模为 50 亿元，期限为 5 年，到期日为 2020 年 9 月 25 日。本期债券实际发行额为 50 亿元，最终票面利率为 3.50%。截至 2017 年 12 月 31 日，万科企业股份有限公司（以下简称“万科企业”或“公司”）已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

## 重大事项

2017 年 1 月 12 日，华润股份有限公司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。公司第二大股东系深圳市钜盛华股份有限公司及其一致行动人，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，选举郁亮为公司第十八届董事会主席，选举林茂德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。

## 行业分析

受房地产调控政策持续升级影响，2017 年以来我国房地产行业步入阶段性下行周期，商品房销售增速下滑明显，三四线城市成为新增长点。

自 2016 年 10 月以来，我国房地产市场调控政策持续收紧，房地产市场步入阶段性下行周期。根据国家统计局数据显示，2017 年房地产企业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；同年全国商品房销售面积与销售额分别为 169,408 万平方米和 133,701 亿元，分别同比增长 7.66% 和 13.67%，增速分别较上年下降 14.84 个百分点和 21.13 个百分点。办公楼及商业营业用房销售增长速度高于住宅，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%。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保持向上趋势，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%。受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。

图 1: 2015~2017 年全国商品房销售情况



资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

土地市场方面, 2017 年全国土地成交金额大幅上涨, 但不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。2017 年房企购置土地面积 25,508 万平方米, 同比上升 15.81%; 房地产建设用地成交款约 13,643 亿元, 同比上涨 49.45%, 成交均价涨至 5,348.52 元/平方米。分城市能级来看, 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, 同比分别下降 6.49 个百分点和 32.76 个百分点, 为 9.49% 和 14.30%; 二线城市地成交均价涨幅及溢价率亦有所回落, 分别较上年下降 57.43 个百分点和 23.22 个百分点, 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, 分别为 48.37% 和 37.05%, 同比分别上升 35.01 个百分点和 17.20 个百分点。

### 2017 年房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策的主基调, 重点城市调控效果显现, 同时长效机制也加速推进。

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。在此背景下, 部分城市亦相继推出了限售政策以抑制短期投机需求。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。受此影响, 2017 年我国房地产销售增速放缓, 其中一、二线城市销售增速回落显著。

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, 《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, 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。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, 有助于促进房地产市场平稳健康发展。

### 2017 年以来房企内外部流动性来源收紧, 融资成本上升, 资金平衡能力面临更高挑战。同时, 行业内的兼并收购现象加剧了行业集中度进一步提升, 具有规模优势的房企可获得更多的流动性补充。

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预收款及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, 房地产企业内部流动性来源呈收紧趋势。外部流动性方面, 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。从融资成本来看, 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, 房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

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。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%；TOP20 房企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。

## 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，公司收入规模仍保持增长态势。2017 年公司实现营业收入 2,428.97 亿元，同比增长 1.01%，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，2017 年占营业收入的比例达到 95.93%，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%。

**跟踪期内，公司行业龙头地位稳固，其销售业绩保持增长，项目运营稳健，市场占有率持续上升，但受竣工交付节奏影响，2017 年公司结算量小幅下降。同时，公司拥有大量待结算资源，可为其未来经营业绩的保持提供保障。**

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。跟踪期内公司商品房销售呈现量价齐升的良好态势，2017 年公司加快推盘节奏，销售业绩大幅增长，当年实现销售面积达 3,595 万平方米，销售金额为 5,299 亿元，分别同比增长 30.02% 和 45.26%。从区域分布来看，2017 年销售金额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。

从城市销售排名来看，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 36 个城市的市场销售排名位列当地前三，其中北京、上海和深圳都位列第一位，广州位列第二位。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%。

从结算情况看，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，分别为 1,981 万平方米和 2,330 亿元，分别同比下降 3.51% 和 0.48%。从区域分布来看，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，较 2016 年末分别增长 29.96% 和 48.92%，对公司 2018 年的业绩形成了强有力保障。

表 1：2015~2017 年公司业务运营情况

单位：亿元、万平方米、元/平方米

指标	2015	2016	2017	2017 年同比变化
销售面积	2,067	2,765	3,595	30.02%
销售金额	2,615	3,648	5,299	45.26%
结算面积	1,705	2,053	1,981	-3.51%
结算金额	1,902	2,341	2,330	-0.48%
销售均价	12,651	13,193	14,740	11.73%
已售未结转面积	1,841	2,280	2,963	29.96%
已售未结转金额	2,151	2,782	4,143	48.92%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从项目运作情况来看，2017 年公司继续加快了对项目的开发节奏。当年，公司新开工面积 3,652 万平方米，同比增长 16.42%；竣工面积 2,301 万平方米，同比增长 2.86%。从结算面积/竣工面积比例看，2017 年公司该项指标为 86.09%，显示出公司出色的资源把控和较快的存货周转效率。公司持续采取深耕策略，截至 2017 年末，公司房地产项目分布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的 70 余个城市；年末在大陆拥有 750 个主要开发项目（含规划中项目），在建项目总建筑面积约 6,853 万平方米，

年末在建权益建筑面积合计约 4,374 万平方米，同比增长 20.76%，为其未来的长远发展提供了较好保障。

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 2：2015~2017 年公司开竣工情况**

单位：万平方米、个

	2015	2016	2017	2017 年 同比变化
新开工面积	2,127	3,137	3,652	16.42%
竣工面积	1,729	2,237	2,301	2.86%
项目数量	472	600	750	25.00%
在建权益建筑面积	3,147	3,622	4,374	20.76%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

海外房地产市场业务方面，2017 年公司持续贯彻以国际化为长期发展的战略，继续拓展海外业务。跟踪期内，公司新进入吉隆坡。截至 2017 年末，公司已进入旧金山、香港、新加坡、纽约、伦敦、西雅图和吉隆坡等 7 个海外城市。2017 年海外项目贡献销售金额 20.14 亿元，占当年销售金额总额的 0.38%，较上年下降 0.52 个百分点。

**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，跟踪期内公司继续拓展合作、股权收购、代建等渠道加大项目储备力度，新增土地储备分布合理均衡。**

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。由于核心城市土地竞争激烈、土地成本大幅上升，公司积极拓展合作、股权收购、代建等渠道发掘市场机会。2017 年，公司在深耕现有城市的基础上，新进入哈尔滨、石家庄、兰州、西昌、宜昌、吉隆坡等城市，当年新增项目 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，新增项目总规划建筑面积为 4,615 万平方米，其中权益建筑面积为 2,768 万平方米，权益占地面积约 1,211 万平方米。在土地市场竞争持续加剧的背景下，公司土地成本

进一步上升，新增项目平均楼面地价为 7,908 元/平方米，同比上升 21.03%。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%。

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。

**表 3：2015~2017 年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	2017 年 同比变化
新增项目	105	173	216	24.86%
权益占地面积	630	809	1,211	49.69%
权益规划建筑面积	1,580	1,892	2,768	46.30%
平均楼面地价	4,941	6,534	7,908	21.03%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

**公司遵循与客户同步发展和与城市同步发展两条主线，在住宅开发核心业务的基础上，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、养老产业等城市配套服务业务，逐步发挥较好的协同效应。**

公司遵循与客户同步发展和与城市同步发展两条主线，在住宅开发核心业务的基础上，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、冰雪度假、养老、教育、产业办公等城市配套服务业务，逐步发挥较好的协同效应。

物业服务方面，主要由旗下子公司万科物业发展有限公司（以下简称“万科物业”）负责运营。2017 年公司物业服务业务实现并表范围内主营业务收入 71.3 亿元，同比增长 67.28%。

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。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，

跟踪期内印力集团持续推进商业服务创新、存量资产管理提升和数字化建设，优化城市空间场景体验，助力城市更新升级，同时积极探索社区商业运营模式。2018年1月印力集团联合收购凯德20家购物中心，进一步完善商业布局。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，公司物流地产主打高标库产品，客户主要为国内主流电商、快递快运、高端制造业、现代零售业和生鲜食品企业。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%。

租赁住宅业务方面，公司目前已整合形成了集中式长租公寓品牌“泊寓”。泊寓致力于满足城市青年人群的中长期租住需求。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。同时，2017年公司启动“万村计划”，专门从事城中村综合整治及租赁运营业务，升级城中村公共设施配套，提供规范化的租赁服务。公司与深圳市人才安居集团有限公司签订了战略合作协议，双方将在人才安居住房和社会租赁住房的开发建设、房屋租赁、装饰装修、物业管理等方面展开全方位合作。

此外，公司继续探索冰雪度假、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。

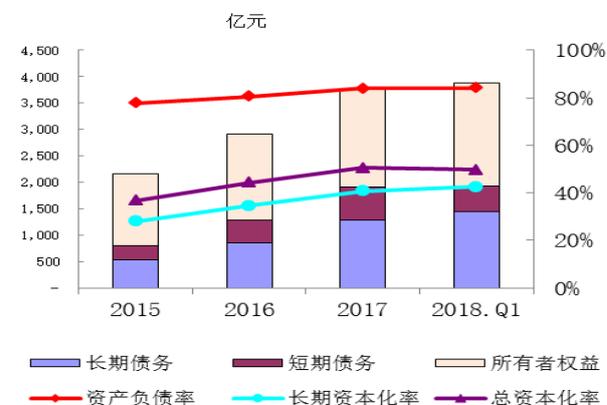
## 财务分析

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。

### 资本结构

随着房地产开发业务规模的扩大，公司总资产规模进一步提升，截至2017年12月31日，公司资产总额达11,653.47亿元，同比增长40.29%。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。2017年末公司总负债为9,786.73亿元，同比增长46.29%。受此影响，当年末公司资产负债率同比小幅上升3.44个百分点至83.98%；同期公司净负债率较上年下降17.03个百分点至8.84%，整体仍处于行业较低水平。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，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。

图2：2015~2018.Q1末公司资本结构

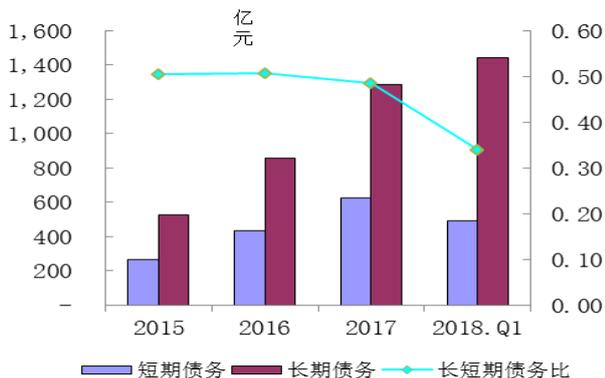


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

债务方面，随着在建项目的持续推进，公司债务规模逐年上升。2017年末，公司总债务规模为1,906.24亿元，同比增长47.93%，其中短期债务

622.73 亿元，同比增长 43.65%，长期债务 1,283.52 亿元，同比增长 50.09%；公司长短期债务比（短期债务/长期债务）从 2016 年末的 0.51 倍下降至 2017 年末的 0.49 倍。截至 2018 年 3 月末，公司总债务为 1,931.19 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 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。

图 3：2015~2018.Q1 末公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，近年来随着公司在业务规模扩大，公司资产及负债规模均呈上升的趋势，但凭借稳健的投资策略，财务杠杆比率虽有所上升但仍保持在合理水平，债务期限结构合理，整体财务结构仍保持稳健。

## 流动性

从流动资产来看，截至 2017 年末公司流动资产为 10,175.53 亿元，公司流动资产占资产总额的比重为 87.32%。从流动资产的构成来看，2017 年末公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成，分别占流动资产的 17.11%、16.04% 和 58.78%。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 4：2015~2018.Q1 末公司流动资产分析

	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，2017 年公司存货规模保持增长，年末存货净额为 5,980.88 亿元，同比增长 27.97%。其中拟开发产品、在建开发产品和已完工开发产品（现房）分别为 2,176.61 亿元、3,290.51 亿元和 499.81 亿元，占比分别为 36.39%、55.02% 和 8.36%，现房销售压力较小，而在建和拟建开发产品合计占存货的 91.4%，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 5：截至 2017 年 12 月 31 日公司存货明细

单位：亿元		
项目	金额	占比
已完工开发产品	499.81	8.36%
在建开发产品	3,290.51	55.02%
拟开发产品	2,176.61	36.39%
其他	13.95	0.23%
合计	5,980.88	100.00%

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。2017 年公司存货周转率和总资产周转率分别为 0.30 次和 0.24 次，公司资产周转速度较上年小幅下降，但仍保持在较高水平。

现金流方面，得益于销售回款的大幅增加以及稳健审慎的投资策略，2017 年公司经营活动净现金流为 823.23 亿元，同比上升 108.06%，受此影响，公司当年经营活动现金流净额/短期债务为 1.32 倍，比上一年增加 0.41 倍。货币资金方面，2017 年末公司货币资金规模同比增加 100.07%，货币资金/短期债务为 2.80 倍，较上年上升 0.79 倍，对短期债务能形成较好覆盖。

表 6：2015~2018.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，2017 年公司资产周转效率水平有所下降，但整体仍维持在较高水平。受益于良好的项

目销售回款及经营性现金流表现，公司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

从收入规模看，2017 年全年实现营业收入 2,428.97 亿元，同比增长 1.01%，其中房产开发业务是其收入和利润的主要来源。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。

从毛利水平来看，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，但公司毛利率保持增长，2017 年公司毛利率为 34.10%，较上年上升 4.69 个百分点。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 308.26 亿元，毛利率为 34.17%。

随着公司业务规模的增长，期间费用亦大幅增长，2017 年公司期间费用合计 172.03 亿元，同比增长 26.93%。具体来看，销售费用、管理费用和财务费用分别为 62.62 亿元、88.66 亿元和 20.75 亿元，分别同比增长 21.34%、30.37% 和 30.35%。2017 年，公司期间费用占营业收入比重为 7.08%，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 7：2015~2018.Q1 公司期间费用分析

	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

利润总额方面，2017 年公司利润总额为 511.42 亿元，同比增长 30.29%，主要由经营性业务利润和投资收益构成。2017 年公司业务规模保持增长，毛利上升，经营性业务利润同比增长 30.36% 至 458.92 亿元，占利润总额比例为 89.73%，经营性业务盈利

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，2017 年投资收益为 62.45 亿元，同比上升 24.55%，对其利润形成良好补充。综上，2017 年公司净利润为 372.08 亿元，同比增加 31.25%，净资产收益率为 19.93%，较 2016 年上升 2.40 个百分点，整体盈利能力很强。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。

图 4：2015~2018.Q1 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，2017 年公司营业收入及利润持续保持增长，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 EBITDA 规模来看，2017 年公司 EBITDA 为 571.32 亿元，同比上升 33.76%，主要由利润总额构成。从偿债能力指标来看，2017 年公司总债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数分别为 3.34 倍和 6.96 倍，EBITDA 对债务本息的保障能力很强；同期，经营净现金流利息倍数为 10.03 倍，较 2016 年上升 2.89 倍，经营净现金流对利息支出覆盖充分。

表 8：2015~2018.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	6.96	-
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

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 9：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

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。

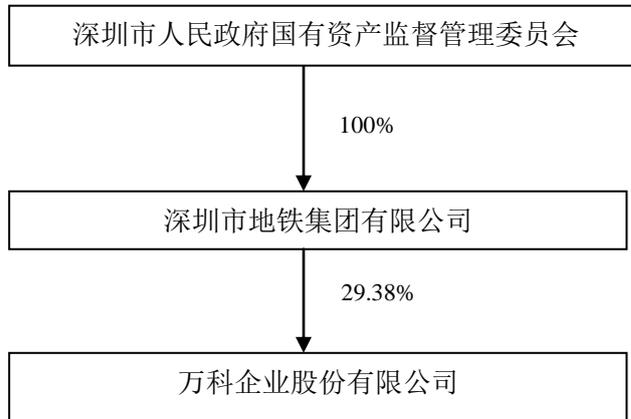
总体看来，跟踪期内公司收入及利润规模继续保持增长，盈利能力很强，同时充足的待结算资源亦对其未来经营业绩保持具有很强的支撑。此外，公司现金回笼情况良好，年末手持货币资金充裕，财务杠杆比率保持在合理区间，加之多元化的融资渠道下具备较强财务弹性，整体偿债能力极强。

## 结 论

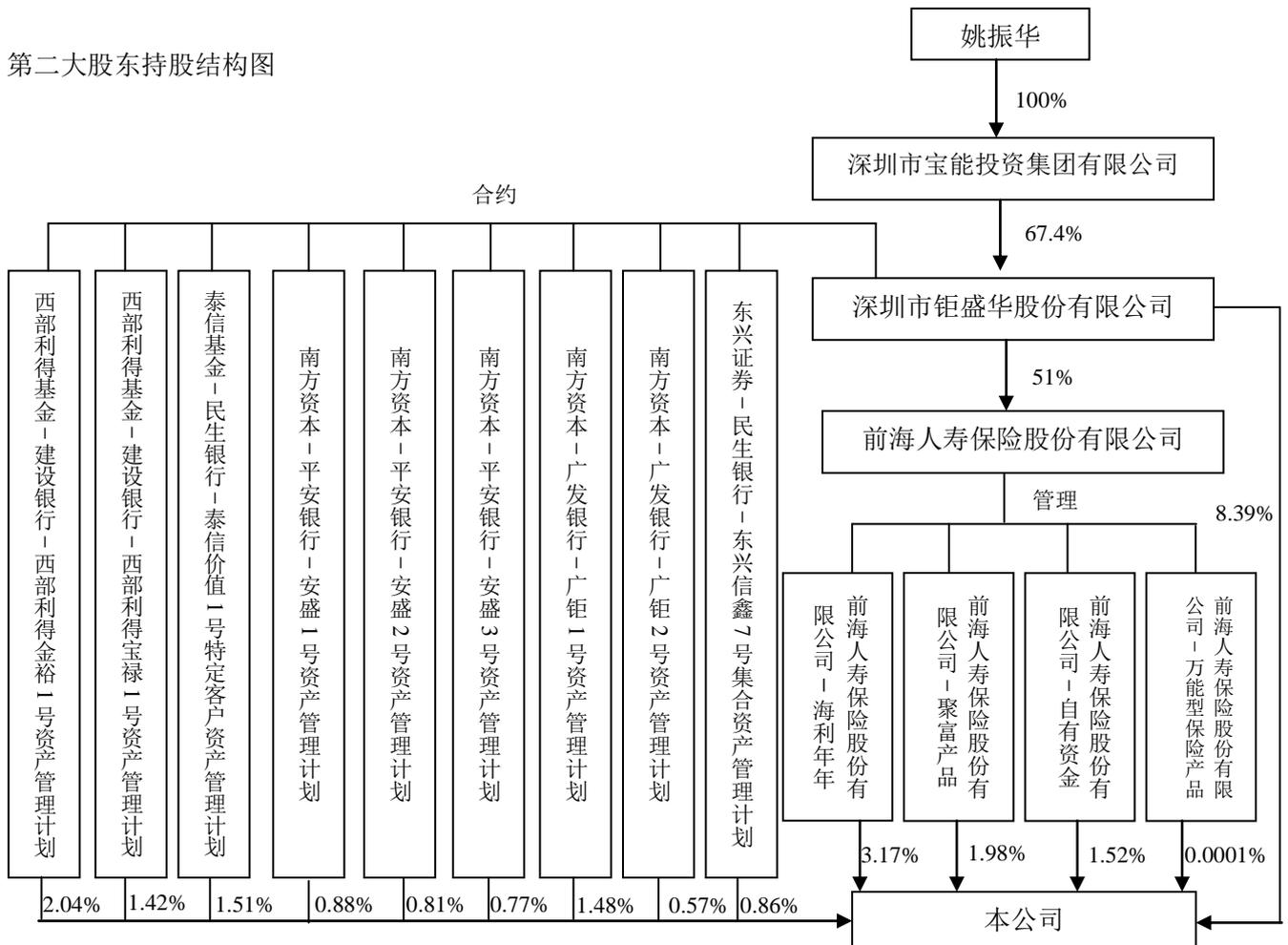
综上，中诚信证评维持万科企业股份有限公司主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；维持“万科企业股份有限公司2015年公司债券（第一期）”信用等级为**AAA**。

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

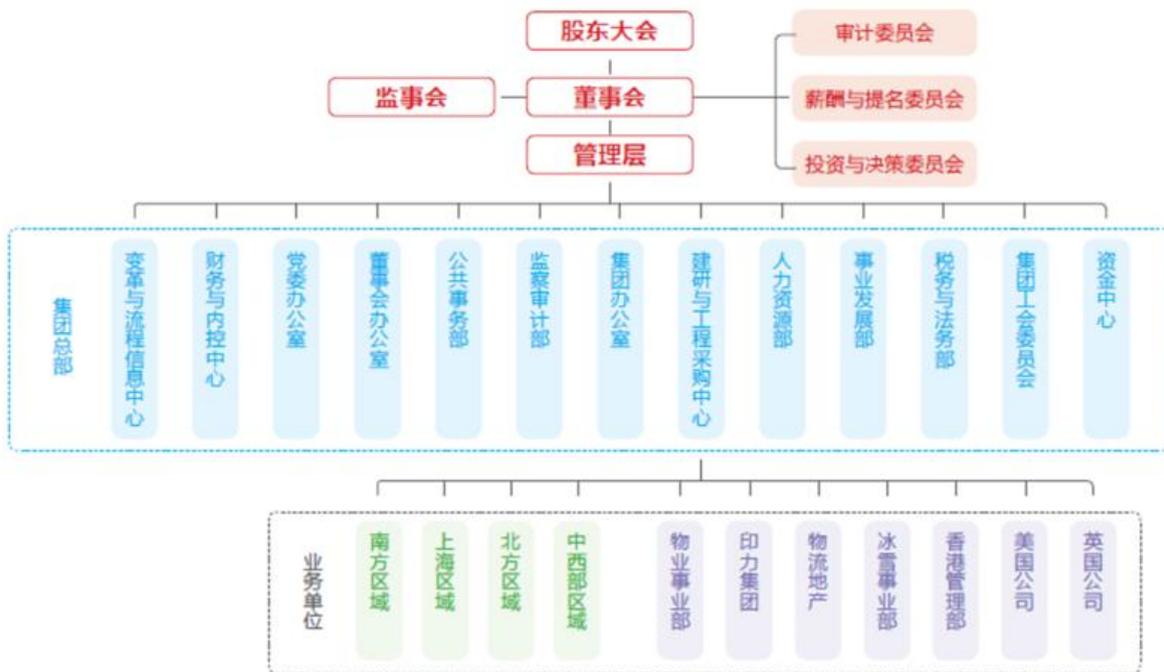


第二大股东持股结构图



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

**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**
$$\text{货币资金等价物} = \text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$$
$$\text{长期投资} = \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{长期股权投资}$$
$$\text{固定资产合计} = \text{投资性房地产} + \text{固定资产} + \text{在建工程} + \text{工程物资} + \text{固定资产清理} + \text{生产性生物资产} + \text{油气资产}$$
$$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{交易性金融负债} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债}$$
$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券}$$
$$\text{总债务} = \text{长期债务} + \text{短期债务}$$
$$\text{净债务} = \text{总债务} - \text{货币资金}$$
$$\text{三费前利润} = \text{营业总收入} - \text{营业成本} - \text{利息支出} - \text{手续费及佣金收入} - \text{退保金} - \text{赔付支出净额} - \text{提取保险合同准备金净额} - \text{保单红利支出} - \text{分保费用} - \text{营业税金及附加}$$
$$\text{EBIT (息税前盈余)} = \text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$$
$$\text{EBITDA (息税折旧摊销前盈余)} = \text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$$
$$\text{资本支出} = \text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} + \text{取得子公司及其他营业单位支付的现金净额}$$
$$\text{营业毛利率} = (\text{营业总收入} - (\text{营业成本} + \text{利息支出} + \text{手续费及佣金支出} + \text{退保金} + \text{赔付支出净额} + \text{提取保险合同准备金净额} + \text{保单红利支出} + \text{分保费用})) / \text{营业总收入}$$
$$\text{EBIT 率} = \text{EBIT} / \text{营业总收入}$$
$$\text{三费收入比} = (\text{财务费用} + \text{管理费用} + \text{销售费用}) / \text{合同销售收入}$$
$$\text{所有者权益收益率} = \text{当期净利润} / \text{期末所有者权益 (含少数股东权益)}$$
$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$$
$$\text{速动比率} = (\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$$
$$\text{存货周转率} = \text{主营业务成本 (营业成本)} / \text{存货平均余额}$$
$$\text{应收账款周转率} = \text{主营业务收入净额 (营业总收入净额)} / \text{应收账款平均余额}$$
$$\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{资产总额}$$
$$\text{总资本化比率} = \text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{长期资本化比率} = \text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$$
$$\text{净负债率} = (\text{总债务} - \text{货币资金}) / \text{所有者权益}$$

## 附五：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
<b>AAA</b>	债券信用质量极高，信用风险极低
<b>AA</b>	债券信用质量很高，信用风险很低
<b>A</b>	债券信用质量较高，信用风险较低
<b>BBB</b>	债券具有中等信用质量，信用风险一般
<b>BB</b>	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
<b>B</b>	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
<b>CCC</b>	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
<b>CC</b>	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
<b>C</b>	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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。

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
<b>AAA</b>	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
<b>AA</b>	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
<b>A</b>	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
<b>BBB</b>	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
<b>BB</b>	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>B</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
<b>CCC</b>	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
<b>CC</b>	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
<b>C</b>	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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

<b>正面</b>	表示评级有上升趋势
<b>负面</b>	表示评级有下降趋势
<b>稳定</b>	表示评级大致不会改变
<b>待决</b>	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，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。