

信用评级公告

联合〔2023〕6021号

联合资信评估股份有限公司通过对万科企业股份有限公司及其拟发行的2023年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定万科企业股份有限公司主体长期信用等级为AAA，万科企业股份有限公司2023年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二三年七月五日

万科企业股份有限公司2023年面向专业投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：本期债券分为两个品种，设品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，各品种总计发行规模不超过 20 亿元（含）

本期债券期限：品种一期限为 3 年期，品种二期限为 5 年期

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本

募集资金用途：拟全部用于置换已用于偿还到期公司债券及其他有息债务的自有资金

评级时间：2023 年 7 月 5 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V4.0.202208
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

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

公司经营活动现金流入和 EBITDA 对本期债券保障程度很高。

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

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

优势

1. 公司行业经验丰富，品牌知名度高且溢出效应强。公司是全国规模领先的房地产开发企业，有着 30 余年的房地产行业经验，公司销售规模常年稳居行业销售排名前列，市场声誉突出，品牌影响力强。

2. 公司土地储备区域分布分散，多元化经营协同效应逐步发挥，有效分散了经营风险，长期以来经营稳健，穿越周期能力强。公司坚持深耕城市圈的战略，土地储备质量较好，业务重点聚焦全国经济最具活力的三大经济圈及中西部重点城市，分散的区域布局可在一定程度上抵御区域轮动风险。同时，公司定位于城市建设服务商，城市配套服务业务与地产开发业务协同效应逐步发挥，并且能够对公司收入形成有效补充。公司长期以来经营稳健，经历了多轮周期，行业经验丰富，穿越周期能力强。

3. 公司财务政策稳健，具有较好的财务弹性。公司紧跟房地产市场格局的变化，始终坚持严谨的购地策略，并持续探

本次评级模型打分表及结果:

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构	1	
		偿债能力	1	
指示评级				aaa
个体调整因素: --				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素: --				--
评级结果				AAA

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

分析师: 赵兮 罗星驰

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

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

网址: www.lhratings.com

索多元化的土地获取模式, 拿地成本相对合理。公司货币资金充足, 现金类资产对短期债务覆盖程度高。公司债务负担适中, 债务期限结构以长期债务为主, 无抵押无质押的融资占比高, 融资结构合理, 再融资空间大。

关注

1. 2021 年下半年以来房地产市场出现较大波动, 长期来看行业高速增长阶段已经结束。2021 年下半年以来房地产市场大幅降温, 公司开发业务销售规模有所下降。2022 年, 公司签约销售金额同比下降 33.6%, 下降幅度较大。同时, 公司合作开发存在一定规模, 需关注行业下行期合作方风险。从长期来看, 房地产行业高速增长阶段已经结束, 伴随行业调控政策趋于长期化, 未来房地产市场运行存在一定不确定性。

2. 公司股权结构较为分散。公司股权较为分散, 且无实际控制人, 需关注其股权结构的稳定性。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2020年	2021年	2022年	2023年1-3月
现金类资产（亿元）	1954.11	1494.01	1372.32	1400.25
资产总额（亿元）	18691.77	19386.38	17571.24	17430.79
所有者权益（亿元）	3498.44	3927.73	4049.92	3975.06
短期债务（亿元）	829.13	586.22	645.17	592.81
长期债务（亿元）	1756.13	2073.43	2495.89	2614.53
全部债务（亿元）	2585.26	2659.65	3141.06	3207.35
营业收入（亿元）	4191.12	4527.98	5038.38	684.74
利润总额（亿元）	796.76	522.23	523.86	42.32
EBITDA（亿元）	944.33	670.35	665.92	--
经营性净现金流（亿）	531.88	41.13	27.50	70.01
营业利润率（%）	22.75	17.17	14.71	11.56
净资产收益率（%）	16.95	9.69	9.27	--
资产负债率（%）	81.28	79.74	76.95	77.20
调整后资产负债率	71.73	69.80	68.61	68.32
全部债务资本化比率	42.49	40.37	43.68	44.66
流动比率（%）	117.45	122.02	131.32	132.20
经营现金流动负债比	4.04	0.31	0.26	--
现金短期债务比（倍）	2.36	2.55	2.13	2.36
EBITDA 利息倍数	5.96	4.98	5.53	--
全部债务/EBITDA	2.74	3.97	4.72	--
公司本部（母公司）				
项目	2020年	2021年	2022年	2023年1-3月
资产总额（亿元）	4814.26	5088.12	5457.23	5406.08
所有者权益（亿元）	1473.34	1578.89	1599.75	1627.77
全部债务（亿元）	1758.35	1780.78	2140.67	2149.70
营业收入（亿元）	70.71	63.87	26.15	6.59
利润总额（亿元）	409.85	249.46	145.71	-6.61
资产负债率（%）	69.40	68.97	70.69	69.89
全部债务资本化比率	54.41	53.00	57.23	56.91
流动比率（%）	185.02	203.13	219.36	235.94
经营现金流动负债比	19.13	-9.13	-9.17	--

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

资料来源：公司年报及一季报，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2023/06/06	赵兮 罗星驰	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读原文
AAA	稳定	2021/02/07	冯磊 赵兮	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	--

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

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

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

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

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

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

六、根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价股份有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

万科企业股份有限公司 2023 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

一、主体概况

万科企业股份有限公司（以下简称“公司”或“万科企业”）前身为1984年5月成立的“现代科教仪器展销中心”。1988年11月经深圳市人民政府“深府办（1988）1509号文”批准，深圳现代企业有限公司实施股份制改革，并更名为“深圳万科企业股份有限公司”，初始股本总额为41332680股。1991年1月29日，公司A股股票在深圳证券交易所上市（证券代码“000002.SZ”）。1993年5月28日，公司发行B股在深圳证券交易所上市，并于当年12月更为现名。2014年6月25日，公司B股以介绍方式转换上市地在香港联合交易所有限公司（以下简称“香港联交所”）上市（证券代码“2202.HK”）。截至2023年3月底，公司股份总数为119.31亿股，深圳市人民政府国有资产监督管理委员会所属的全资子公司深圳市地铁集团有限公司系公司的第一大股东（持股比例为27.18%）。公司无控股股东及实际控制人，股权较为分散，需关注其股权结构的稳定性。截至2023年3月底，公司第一大股东不存在对公司进行股权质押的情况。

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

截至2023年3月底，公司集团总部内设事业中心、管理中心、协同中心、组织中心和监察中心；事业集团内设北京区域BG¹、东北区域BG、华中区域BG、南方区域BG、上海区域BG、西北区域BG、西南区域BG和物业服务BG；

事业单元内设印力商业BU²、物流BU、长租公寓BU、酒店与度假BU、海外BU、梅沙教育BU和食品BU。

截至2022年底，公司合并资产总额17571.24亿元，所有者权益4049.92亿元（含少数股东权益1623.00亿元）；2022年，公司实现营业总收入5038.38亿元，利润总额523.86亿元。

截至2023年3月底，公司合并资产总额17430.79亿元，所有者权益3975.06亿元（含少数股东权益1514.94亿元）；2023年1—3月，公司实现营业总收入684.74亿元，利润总额42.32亿元。

公司注册地址：深圳市盐田区大梅沙环梅路33号万科中心；法定代表人：郁亮。

二、本期债券概况

本期债券名称为“万科企业股份有限公司2023年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”。本期债券发行规模为不超过20亿元（含）。本期债券分为两个品种，品种一为3年起，品种二为5年期，本期债券设品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和簿记管理人将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内，由公司和簿记管理人协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权，即减少其中一个品种的发行规模，同时对另一品种的发行规模增加相同金额，单一品种最大拨出规模不超过其最大可发行规模的100%。本期债券每年付息一次，到期一次还本。

本期债券募集资金拟全部用于置换已用于偿还到期公司债券及其他有息债务的自有资金。

本期债券无担保。

¹ BG为Business Group的缩写，指事业集团。

² BU为Business Unit的缩写，指事业部。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）》，报告链接 <https://www.lhratings.com/lock/research/f4a89bc372f>。

四、行业分析

2022 年，在多重因素影响下，国内房地产市场延续 2021 年下半年以来的低迷状态，商品房销售萎靡，全国土地市场热度不高，供求规模齐跌，房企新开工意愿和房地产开发投资均持续下降，市场信心有待恢复。面对经济下行，为防范房地产行业出现系统性风险、保持房地产市场平稳健康发展，供需两端调控政策逐步松绑转向宽松；2022 年 11 月，融资端政策利好集中释放，“四箭齐发”等政策将有助于行业信用端困难纾解和流动性整体优化，但政策传导速度及落地效果仍有待观察。在政策宽松预期及前期需求释放下，2023 年国内房地产市场会有阶段性回暖，但长期不确定性仍大。

完整版行业分析详见《2023 年房地产行业分析》，报告链接：<https://www.lhratings.com/lock/research/f4a89bc373b>。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2023 年 3 月底，公司股份总数为 119.31 亿股。公司无控股股东及实际控制人。公司股权较为分散，且无实际控制人，需关注其股权结构的稳定性。

2. 企业规模和竞争力

公司行业地位领先，销售金额和面积常年位列全国房地产企业前列，品牌知名度高，综合实力强。

公司是全国规模领先的房地产开发企业，有着 30 余年的房地产行业经验，项目开发经验丰富。公司专注物业开发、销售及管理，业务重点聚焦全国经济最具活力的三大经济圈及中西部重点城市，所开发物业包括低层住宅单位、多层住宅单位、高层住宅单位、商用单位及商住混合物业等。长期以来公司保持稳健的经营风格，在巩固主业房地产开发业务优势的基础上，持续拓展城市配套服务相关业务，

商业开发与运营、物业服务和物流仓储服务等业务发展态势良好，持续发展能力和穿越行业周期能力强。

公司业务和资产规模大，销售金额和面积常年位列全国房地产企业前列，品牌知名度高。2020—2022年，公司接连上榜《财富》“世界500强”，分别位列榜单第208位、第160位和第178位。

3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》(中征码:440200000325267),截至2023年6月26日,公司无不良或关注类信贷信息。

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

截至2023年5月底,联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

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

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

股东大会是公司的权力机构,依法行使决定公司的经营方针和投资计划等职权。

公司设董事会,对股东大会负责。董事会由十一名董事组成,设董事会主席一人,可以设副主席一至二人。截至2022年底,公司第十九届董事会由11名董事组成,其中执行董事3名,非执行董事4名,独立非执行董事4名。

公司设监事会。监事会由三名监事组成,设监事会主席一名。

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

理工作等。

2. 管理水平

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

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

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

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

重大投资管理方面,总部把握投资战略和原则,统筹资源配置及风险管控。由公司管理层组成的投融资工作小组,在董事会授权范围内,对新项目或新业务(包括开发业务、经营服务业务、其他特殊项目投资等)投资进行决策。总部事业中心投资管理职能负责投资业务

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

七、经营分析

1. 经营概况

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

公司是全国规模领先的房地产开发企业，长期以来经营稳健，始终坚持严谨的购地策略，业务重点聚焦全国经济最具活力的三大经济圈及中西部重点城市。近年来，公司围绕“城市建设服务商”的发展战略，在巩固传统开发

业务固有优势的基础上，积极拓展物业服务、租赁住宅、商业开发和运营及物流仓储服务等领域，多元化经营协同效应逐步发挥，有效分散经营风险。

2020—2022年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长9.64%。2020—2022年，公司净利润分别为592.98亿元、380.70亿元和375.51亿元，逐年下降，年均复合下降20.42%；其中2021年同比下降35.80%，主要系开发业务毛利率下滑、投资收益回落以及计提资产减值损失所致。2022年，公司营业总收入同比增长11.27%，净利润同比下降1.36%。2020—2022年，公司归属于母公司所有者的净利润分别为415.16亿元、225.24亿元和226.18亿元。

收入构成方面，2020—2022年，公司房地产及相关业务收入逐年增长，占营业收入的比重维持在93%以上；伴随物业服务收入快速增长，物业服务占收入比重有所上升；其他业务收入占比较小。

表1 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2020年			2021年			2022年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
主营业务收入	4158.81	99.23	28.95	4497.63	99.33	21.55	4962.20	98.49	19.50
其中：房地产及相关业务	4004.49	95.55	29.36	4299.32	94.95	21.74	4704.46	93.37	19.78
物业服务	154.32	3.68	18.33	198.31	4.38	17.42	257.74	5.12	14.42
其他业务收入	32.31	0.77	66.90	30.35	0.67	63.23	76.18	1.51	23.03
合计	4191.12	100.00	29.25	4527.98	100.00	21.82	5038.38	100.00	19.55

注：毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入*100%；其他业务收入主要包括向联合管公司收取的运营管理费、品牌管理费、商管相关的附属收费等收入
资料来源：公司年报，联合资信整理

2020—2022年，受行业调控及土地市场竞争激烈等因素影响，公司结算项目地价占售价比上升，房地产及相关业务毛利率呈逐年下降态势；物业服务业务毛利率逐年小幅下降。2020—2022年，公司综合毛利率分别为29.25%、21.82%和19.55%。

2023年1—3月，公司实现营业总收入684.74亿元，同比增长9.27%；毛利率为15.45%。

2. 房地产开发业务

（1）土地储备情况

公司坚持审慎的拿地策略，2022年拿地节奏放缓明显。此外，公司土地储备区域集中度不高，分散布局在一定程度上有利于抵御区域轮动风险。

公司采取理性的投资策略，在做好安全与发展平衡、风险与收益匹配的前提下发掘各类项目资源，坚持审慎投资。2020—2022年，公司新增权益规划建筑面积逐年下降，但新获取

土地楼面均价呈逐年上升态势，整体新增权益地价总额波动下降。2022年，公司获取新项目36个，伴随行业销售下行，公司坚持严格的投资标准，新增拿地数量大幅下降；新增项目主要位于东莞、武汉、兰州、西安、合肥、杭州、

深圳等一二线城市，新增项目楼面均价有所上升。2023年1—3月，公司新获取5个项目，总规划计容建筑面积88万平方米，权益规划计容建筑面积48万平方米。

表 2 公司获取土地储备情况

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1—3月
项目数量（个）	168	148	36	5
新增全口径规划建筑面积（万平方米）	3367	2667	690	88
新增权益规划建筑面积（万平方米）	2059	1901	404	48
新增权益地价总额（亿元）	1382	1402	496	/
楼面均价（元/平方米）	6710	6942	12297	/
期末全口径待建面积（万平方米）	5051	4522	3593	3542
期末权益待建面积（万平方米）	3127	2910	2277	2252

注：公司的土地储备口径为拟建项目建筑面积数据，不包括在建项目相关数据
资料来源：公司年报及一季报，联合资信整理

截至2022年底，公司全口径待建面积3593万平方米，较年初下降20.55%；整体区域布局相对均衡，可在一定程度上抵御区域轮动风险。

（2）项目建设开发情况

公司开竣工进度受市场环境、新增土地储备等因素影响较大，在建项目及拟建项目体量较大可为公司未来发展提供一定保障，但公司大规模的开发建设也会带来相应的投资建设资金支出压力。

公司根据市场环境变化、销售回款及土地储备等情况适时调整开发节奏。随着拿地节奏的放缓，2020—2022年，公司新开工面积有所下滑，但竣工面积有所增加。2022年，公司开发业务新开工计容面积同比下降52.0%，完成年初计划的81.7%；开发业务实现竣工计容面积同比增长1.6%，完成年初计划的93.1%。2023年1—3月，公司实现新开工及复工计容面积590万平方米，实现竣工计容面积344万平方米。

表 3 公司房地产开发主要指标（单位：万平方米）

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1—3月
新开工面积	3960	3265	1568	590
竣工面积	3382	3571	3629	344

全口径在建建筑面积	10788	10367	8260	8043
权益在建建筑面积	6381	6428	5240	5098

注：2023年1—3月新开工数据包含复工计容面积。
资料来源：公司年报及一季报，联合资信整理

在建及拟建项目方面，随着新开工面积的下降和竣工面积的持续增长，截至2023年3月底，公司在建项目总计容建筑面积8043万平方米（权益计容建筑面积约5098万平方米）；规划中项目总计容建筑面积约3542万平方米（权益计容建筑面积约2252万平方米）。此外，公司还参与了一批旧城改造项目，按当前规划条件，总计容建筑面积约384万平方米。考虑到上述在建、拟建及旧城改造项目存在一定的建设资金需求，公司存在一定的开发支出压力。同时，公司合作开发存在一定规模，需关注行业下行期合作方风险。

（3）房产销售情况

公司在多个城市市场排名位列前三，品牌知名度高；同时公司已售未结资源规模较大，可为后续收入结转提供一定支撑。2021年以来，受行业增速放缓、公司拿地趋于谨慎等因素影响，公司开发业务销售规模有所下降。

伴随2021年下半年以来房地产市场大幅降温与公司投资力度放缓，2020—2022年，公司全口径签约销售面积逐年下降，销售均价波动上升，整体签约销售金额逐年下降。2022年，公司实现签约销售面积2630万平方米，签约销售金额4170亿元，分别同比下降30.9%和33.6%。2022年，公司销售金额在西安、成都、长沙、济南、东莞等24个城市位列第一，在重庆、武汉、郑州、苏州、沈阳等11个城市排名第二，在杭州、宁波、佛山、天津、青岛等9个城市排名第三。2023年1—3月，公司实现合同销售面积626万平方米，合同销售金额1014亿元，同比分别下降1.1%和4.8%。

截至2023年3月底，公司合并报表范围内已售未结算面积和金额规模大，可为后续收入结转提供一定支撑。

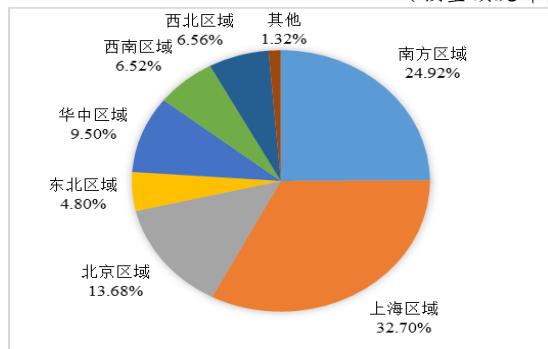
表4 公司房地产销售情况

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1—3月
全口径销售面积(万平方米)	4667	3808	2630	626
全口径销售金额(亿元)	7041	6278	4170	1014
销售均价(元/平方米)	15086	16487	15854	16203
已售未结转面积(万平方米)	4919	4674	3362	3435
已售未结转金额(亿元)	6982	7108	5300	5489

资料来源：公司年报及一季报，联合资信整理

从销售区域来看，公司项目区域分布整体相对均衡，能够降低区域集中度对公司经营的影响。

图1 2022年公司房地产销售区域分布情况
(按金额统计)



注：北京区域包括北京市、河北省、山东省、山西省、天津市；东北区域包括辽宁省、黑龙江省、吉林省、内蒙古自治区；华中区域包括湖北省、河南省、湖南省、江西省；南方区域包括广东省、福建省、海南省、广西壮族自治区；上海区域包括上海市、安徽省、江苏省、浙江省；西北区域包括陕西省、甘肃省、宁夏回族自治区、青海省、新疆维吾尔自治区；西南区域包括四川省、重庆市、贵州省、云南省。

资料来源：联合资信根据公司年报整理

3. 其他业务

公司定位于城市建设服务商，经营与服务业务与开发业务协同效应逐步发挥，有效分散了经营风险，并且能够对公司收入形成有效补充。

(1) 物业服务

公司物业服务业务主要由旗下子公司万物云空间科技服务股份有限公司（以下简称“万物云”）负责运营。公司已分拆万物云于香港联交所上市。

2022年，万物云实现营业收入（含对公司合并范围内以及对外部单位营业收入）303.2亿元，同比增长26.1%。其中，社区空间居住消费服务收入167.5亿元（占55%），同比增长24.4%；商企和城市空间综合服务收入111.8亿元（占37%），同比增长28.3%；AIoT（人工智能物联网）及BPaaS（流程即服务）解决方案服务收入23.9亿元（占8%），同比增长28.8%。

(2) 租赁住宅

公司旗下“泊寓”是全国最大的集中式公寓提供商，为新进入城市的青年提供综合租赁服务。2022年，公司租赁住宅业务（含非并表项目）实现营业收入32.4亿元，同比增长12.1%。截至2022年底，公司共运营管理租赁住房21.51万间，累计开业16.66万间，业务布局全国34个城市，开业数量在北京、深圳、广州、成都、武汉等26个城市排名前三。

(3) 商业开发与运营

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

截至2022年底，公司累计开业242个商业项目（含138个社区商业项目），建筑面积1227.7万平方米；规划中和在建商业建筑面积为365.4万平方米。其中，印力集团累计开业102个商业项目（含23个社区商业，29个轻资产输出管理项目），建筑面积868万平方米；规划中和在建商业建筑面积为124.4万平方米。

2022年，公司商业业务（含非并表项目）营业收入87.2亿元，同比增长14.3%。其中，印力集团管理的商业项目营业收入54.8亿元，同比增长4.8%。

（4）物流仓储服务

万科物流发展有限公司（以下简称“万纬物流”）为公司物流仓储服务及一体化供应链解决方案平台。2022年，公司物流业务（含非并表项目）实现营业收入35.6亿元，同比增长17.9%。

2022年，万纬物流新开业13个高标库，可租赁建筑面积94万平方米；10个冷链园区(含5个干冷混合项目),可租赁建筑面积37万平方米；新开业项目合计可租赁建筑面积132万平方米。截至2022年底，累计开业项目可租赁建筑面积964万平方米，其中高标库可租赁建筑面积846万平方米，稳定期出租率为90%；冷链可租赁建筑面积118万平方米，稳定期的使用率为75%。

4. 经营效率

2020-2022年，公司经营效率指标呈上升趋势。

从经营效率指标看，2020-2022年，公司存货周转次数、流动资产周转次数和总资产周转次数均持续增长。与同行业上市公司比较情况看，公司经营效率指标良好。

表5 2022年同行业公司经营效率对比情况

（单位：次）

企业简称	存货周转次数	流动资产周转次数	总资产周转次数
招商蛇口	0.36	0.28	0.21
保利发展	0.26	0.22	0.20
新城控股	0.41	0.33	0.23
公司	0.40	0.33	0.27

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

数据来源：Wind

5. 未来发展

2023年，公司将坚持稳健经营，继续提升整体经营水平与竞争力。

2023年，公司将重点围绕以下方向开展工作：

一是保障经营安全，维持行业领先的信用评级，保持融资弹性，持续优化债务结构，探索股权融资机会，助力业务良性发展。

二是坚定实施不动产开发、经营、服务并重，与城市同步发展、与客户同步发展，以“长期最大化市场价值”为目标，从公司整体利益最大化角度推动业务协同，提升整体经营水平。

三是打造更多优良资产，从经营视角完善建管标准，提高商业、办公、公寓、物流仓储等项目的经营回报，形成更多具备交易条件的优良资产，探索 REITs 等创新型工具。

四是提升 ESG 价值与可持续发展能力，将 ESG 理念融入日常工作运营中，持续探索绿色低碳发展模式，积极披露与回应社会关心的可持续发展议题。

八、财务分析

1. 财务概况

毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2020-2022年度财务报告进行了审计，并均出具了标准无保留审计意见。公司主营业务一直是房地产开发与经营，未发生重大变化，财务数据可比性较强。

截至2022年底，公司合并资产总额17571.24亿元，所有者权益4049.92亿元（含少数股东权益1623.00亿元）；2022年，公司实现营业总收入5038.38亿元，利润总额523.86亿元。

截至2023年3月底，公司合并资产总额17430.79亿元，所有者权益3975.06亿元（含少数股东权益1514.94亿元）；2023年1-3月，公司实现营业总收入684.74亿元，利润总额42.32亿元。

2. 资产质量

2020-2022年末，公司资产规模波动下降，资产构成符合房地产开发企业资产结构特征，以流动资产为主。公司货币资金充裕，资产受限程度很低，整体资产质量很好。

2020—2022 年末，公司资产规模波动下降，年均复合下降 3.04%。截至 2022 年底，公司合

并资产总额较年初下降 9.36%，主要系流动资产减少所致，公司资产以流动资产为主。

表 6 2020—2022 年末公司资产及负债主要构成情况

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	15473.87	82.78	16002.68	82.55	14153.56	80.55
货币资金	1952.31	10.44	1493.52	7.70	1372.08	7.81
其他应收款	2494.99	13.35	2660.61	13.72	2726.95	15.52
存货	10020.63	53.61	10756.17	55.48	9070.57	51.62
非流动资产	3217.90	17.22	3383.70	17.45	3417.68	19.45
长期股权投资	1418.95	7.59	1444.49	7.45	1294.86	7.37
投资性房地产	799.54	4.28	859.53	4.43	985.72	5.61
资产总额	18691.77	100.00	19386.38	100.00	17571.24	100.00
流动负债	13174.93	86.72	13114.46	84.84	10778.02	79.71
应付账款	2956.85	19.46	3304.11	21.37	2892.16	21.39
其他应付款	2127.58	14.00	1920.66	12.42	1739.05	12.86
合同负债	6307.47	41.51	6368.59	41.20	4655.81	34.43
非流动负债	2018.40	13.28	2344.19	15.16	2743.31	20.29
长期借款	1320.37	8.69	1543.22	9.98	1807.73	13.37
应付债券	435.76	2.87	530.21	3.43	688.16	5.09
负债总额	15193.33	100.00	15458.65	100.00	13521.33	100.00

注：资产类科目占比指单个资产科目占同期末资产总额的比重，负债类科目占比指单个负债科目占同期末负债总额的比重
资料来源：公司年报，联合资信整理

2020—2022 年末，公司货币资金持续下降，年均复合下降 16.17%。截至 2022 年底，公司货币资金较年初下降 8.13%，其中银行存款占比 99.28%，其他货币资金占比 0.70%。银行存款中含有受限使用资金为 27.83 亿元，占货币资金的 2.03%。截至 2022 年底，公司预售监管资金约 463.9 亿元，占货币资金的 33.81%。截至 2022 年底，万物云现金及现金等价物 133.45 亿元。

公司其他应收款主要包括土地及其他保证金、合作方经营往来款和应收联营/合营企业款等。2020—2022 年末，公司其他应收款持续增长，年均复合增长 4.55%。截至 2022 年底，公司其他应收款较年初增长 2.49%。其中，按交易方归集的年末余额前五名其他应收款余额合计占比 9.21%，集中度一般。从账龄看，1 年以内（含 1 年）占比 44.47%，1 年至 2 年（含 2 年）占比 20.46%，2 年至 3 年（含 3 年）占比 9.89%，3 年以上占比 25.18%。其他应收款累计计提坏账准备 22.42 亿元，计提比例

0.82%。公司其他应收款规模较大，对公司资金形成一定占用。

2020—2022 年末，公司存货波动下降，年均复合下降 4.86%。截至 2022 年底，公司存货较年初下降 15.67%，主要系完工项目交付及新获取项目减少所致。其中已完工开发产品占 10.81%、在建开发产品占 76.65%、拟开发产品占 12.32%；公司按照市场价格状况和项目实际销售情况，对项目可变现净值进行测试后对部分项目计提了存货跌价准备，截至 2022 年底公司对廊坊朗润园、涿州新辰之光和廊坊启航之光等项目累计计提跌价准备 51.39 亿元，占存货账面余额的 0.56%。

2020—2022 年末，公司长期股权投资波动下降，年均复合下降 4.47%。截至 2022 年底，公司长期股权投资较年初下降 10.36%。其中对合营企业投资占比 46.77%，对联营企业投资占比 53.23%。截至 2022 年底公司对长期股权投资累计计提减值准备 4.09 亿元。

公司投资性房地产按成本计量。2020—2022 年末，公司投资性房地产持续增长，年均

复合增长 11.03%。截至 2022 年底，公司投资性房地产较年初增长 14.68%。

截至 2022 年底，公司所有权或使用权受限的资产合计 204.20 亿元（包括银行存款中含有的受限使用资金 27.83 亿元、用于借款抵押的存货 63.35 亿元、用于借款抵押的投资性房地产 105.35 亿元、用于借款抵押的固定资产 7.55 亿元和用于借款抵押的无形资产 0.13 亿元），占总资产的 1.16%。此外，截至 2022 年底，公司货币资金中含有预售监管资金 463.9 亿元。整体看，公司资产受限比例很低。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 17430.79 亿元，较上年末下降 0.80%，较上年末变化不大。其中，流动资产占 80.38%，非流动资产占 19.62%，资产结构较上年末变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2020 - 2022 年末，公司所有者权益持续增长，权益结构中盈余公积、未分配利润和少数股东权益占比较大。

2020 - 2022 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 7.59%。截至 2022 年底，公司所有者权益 4049.92 亿元，较年初增长 3.11%。所有者权益中，股本、资本公积、库存股、其他综合收益、盈余公积、未分配利润和少数股东权益分别占 2.87%、5.65%、-0.32%、-1.39%、29.07%、24.04% 和 40.07%，盈余公积、未分配利润和少数股东权益占比较大。

截至 2023 年 3 月底，公司所有者权益 3975.06 亿元，较上年末下降 1.85%，主要系少数股东权益下降所致。

(2) 负债

2020 - 2022 年末，公司负债规模波动下降，但债务规模逐年增长；整体债务负担适中，债务期限结构以长期债务为主，无抵押无质押的融资占比高。

2020 - 2022 年末，公司负债规模波动下降，年均复合下降 5.66%。截至 2022 年底，公司负债总额较年初下降 12.53%，公司负债以流动负债为主。

公司应付账款主要为应付及预提工程款和应付地价等。2020 - 2022 年末，公司应付账款波动下降，年均复合下降 1.10%。截至 2022 年底，公司应付账款较年初下降 12.47%，主要系应付及预提工程款减少所致。公司无账龄超过一年的重要应付账款。

公司其他应付款主要由应付股权款与合作公司往来及其他、应付合营/联营企业款和土地增值税清算准备金构成。2020 - 2022 年末，公司其他应付款持续下降，年均复合下降 9.59%。截至 2022 年底，公司其他应付款较年初下降 9.46%。

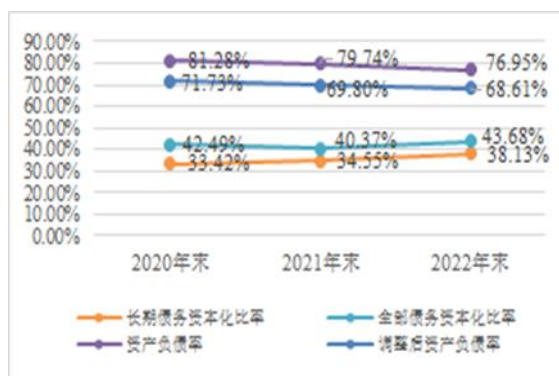
公司合同负债主要涉及公司客户的房地产销售合同中收取的预收款。2020 - 2022 年末，公司合同负债波动下降，年均复合下降 14.08%。截至 2022 年底，公司合同负债较年初下降 26.89%。

图 2 2020 - 2022 年末公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图 3 2020 - 2022 年末公司债务杠杆水平



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

有息债务方面，2020—2022年末，公司全部债务³持续增长，年均复合增长 10.23%。截至 2022 年底，公司全部债务 3141.06 亿元，较上年底增长 18.10%。其中，短期债务占比 20.54%，长期债务占比 79.46%，债务结构以长期债务为主。从融资渠道来看，银行借款占 60.61%（融资成本区间为 3.00%~Hibor 按约定比例上浮之间）、应付债券占 27.25%（融资成本区间为 2.56%~Libor 按约定比例上浮之间）、其他借款占 12.14%（融资成本区间为 4.10%~6.16%）。分境内境外来看，境内债务占 78.1%、境外债务占 21.9%。从融资类型看，无抵押无质押的融资占比 95.2%。从债务指标看，2020—2022 年末，公司资产负债率和调整后资产负债率均持续下降，全部债务资本化比率波动上升，长期债务资本化比率逐年上升。整体看，公司债务负担适中且以长期债务为主。

表 7 截至 2022 年底公司债务期限分布情况

期限	占比
1 年以内（含 1 年）	20.54%
1 年以上	79.46%
合计	100.00%

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2023 年 3 月底，公司负债总额 13455.73 亿元，较上年底下降 0.49%，较上年底变化不大。其中，流动负债占 78.76%，非流动负债占 21.24%，负债结构较上年底变化不大。

4. 盈利能力

2020—2022 年，随着结转规模的扩大，公司营业收入持续增长，但净利润规模逐年下降；投资收益对利润形成一定补充，公司整体盈利能力很强。

2020—2022 年，公司营业收入变动情况详见经营分析部分。2020—2022 年，公司利润总

额波动下降，年均复合下降 18.91%。2022 年，公司利润总额 523.86 亿元，同比提升 0.31%。

从期间费用看，2020—2022 年，公司费用总额波动下降，年均复合下降 2.73%。2021 年，公司费用总额为 280.77 亿元，同比增长 5.02%，主要系销售费用增加所致。2022 年，公司费用总额为 252.98 亿元，同比下降 9.90%，主要系财务费用下降所致。

利润构成方面，2020—2022 年，公司投资收益逐年下降，年均复合下降 44.96%，主要系权益法确认的收益下降所致；投资收益占营业利润的比重分别为 16.90%、12.59%和 7.87%，投资收益为营业利润提供一定补充。2020—2022 年，公司资产减值损失分别为 19.81 亿元、35.14 亿元和 4.50 亿元，对营业利润造成一定侵蚀。

盈利指标方面，2020—2022 年，公司营业利润率分别为 22.75%、17.17%和 14.71%，总资产收益率分别为 11.02%、6.80%和 5.90%，净资产收益率分别为 16.95%、9.69%和 9.27%，均持续下降。同行业上市公司比较情况看，公司盈利指标良好。

表 8 2022 年同行业公司盈利情况对比（单位：%）

证券简称	毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
招商蛇口	19.25	2.25	3.20
保利发展	21.99	2.78	8.38
新城控股	20.03	1.32	1.77
公司	19.55	3.32	9.27

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

数据来源：Wind

2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 684.74 亿元，同比增长 9.27%；净利润 28.34 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 14.46 亿元。

5. 现金流

2020—2022 年，公司经营活动现金流持续

³全部债务包括短期借款、长期借款、应付债券、一年内到期的长期借款和应付债券，不含已计提的应付利息。

净流入，但 2021 年以来净流入规模同比显著下降；公司投资活动现金流净额由正转负；2022 年，公司筹资活动现金流转为净流入。

表 9 2020—2022 年公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
经营活动现金流入小计	5083.62	4842.16	3656.73
经营活动现金流出小计	4551.74	4801.03	3629.23
经营现金流量净额	531.88	41.13	27.50
投资活动现金流入小计	305.64	163.87	191.66
投资活动现金流出小计	247.67	426.67	321.96
投资活动现金流量净额	57.97	-262.81	-130.30
筹资活动前现金流量净额	589.85	-221.68	-102.80
筹资活动现金流入小计	1539.36	1610.07	1570.33
筹资活动现金流出小计	1864.40	1841.11	1535.94
筹资活动现金流量净额	-325.04	-231.04	34.39

资料来源：公司年报，联合资信整理

从经营活动来看，2020—2022 年，公司经营现金流入逐年下降，年均复合下降 15.19%；经营活动现金流出波动下降，年均复合下降 10.71%。综上，2020—2022 年，公司经营现金净额持续净流入，但 2021 年以来净流入规模大幅下降。

从投资活动来看，2020—2022 年，公司投资活动现金流入波动下降，年均复合下降 20.81%；投资活动现金流出波动增长，年均复合增长 14.02%，其中 2021 年同比增长 72.27% 主要系取得子公司及其他营业单位支付的现金净额增多所致。综上，2020—2022 年，公司投资活动现金净额有所波动，2021 年起公司投

资活动现金净额由净流入转为净流出。

2020—2022 年，公司筹资活动前活动产生的现金流量净额分别为 589.85 亿元、-221.68 亿元和-102.80 亿元。

从筹资活动来看，2020—2022 年，公司筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长 1.00%，公司筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出逐年下降，年均复合下降 9.24%，公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金。2022 年，公司筹资活动现金流由净流出转为净流入，在行业下行阶段融资规模有所扩大。

2023 年 1—3 月，公司经营现金流入净额 70.01 亿元，投资活动现金流量净额-3.37 亿元，筹资活动现金流量净额-37.50 亿元。

6. 偿债指标

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

从短期偿债指标看，2020—2022 年，公司流动资产对流动负债的保障程度以及现金类资产对短期债务的保障程度均表现良好。整体看，公司短期偿债指标表现很强。

从长期偿债指标看，2020—2022 年，公司 EBITDA 对利息以及 EBITDA 对全部债务的覆盖程度均表现良好。整体看，公司长期偿债指标表现很强。

表 10 公司偿债指标

项目	项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
短期偿债能力指标	流动比率（%）	117.45	122.02	131.32	132.20
	速动比率（%）	41.39	40.01	47.16	49.38
	经营现金流流动负债比（%）	4.04	0.31	0.26	--
	现金短期债务比（倍）	2.36	2.55	2.13	/
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	944.33	670.35	665.92	--
	全部债务/EBITDA（倍）	2.74	3.97	4.72	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	5.96	4.98	5.53	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

对外担保方面，截至 2022 年底，公司及控股子公司对联营公司及合营公司提供担保余

额为 0.28 亿元。截至 2022 年底，公司为客户的按揭贷款提供担保总额约 2243.65 亿元。

未决诉讼方面，截至2022年底，公司无重大诉讼、仲裁事项。

银行授信方面，截至2023年3月底，公司获得主要合作银行授信额度5163.04亿元，其中尚未使用的授信余额2096.10亿元，间接融资渠道通畅；公司作为A股和H股上市公司，融资渠道多元。

7. 公司本部（母公司）财务分析

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

截至2022年底，公司本部资产总额5457.23亿元，较上年底增长7.25%，主要系流动资产增加所致，资产结构以流动资产为主(占87.50%)。从构成看，公司本部资产主要由货币资金（占8.16%）、其他应收款（占79.32%）和长期股权投资（占11.71%）构成。截至2022年底，公司本部货币资金为445.43亿元。

截至2022年底，公司本部负债总额3857.48亿元，较上年底增长9.92%，其中流动负债占56.43%。从构成看，公司本部负债主要由其他应付款（占42.23%）、一年内到期的非流动负债（占12.22%）、长期借款（占31.52%）和应付债券（占12.05%）构成。公司本部2022年末资产负债率为70.69%，较2021年末提升1.72个百分点。

截至2022年底，公司本部所有者权益为1599.75亿元，较上年底增长1.32%。所有者权益中，股本、资本公积、库存股、盈余公积、未分配利润分别占7.27%、14.38%、-0.81%、73.60%和5.56%。

2022年，公司本部营业收入为26.15亿元，利润总额为145.71亿元，主要来源为投资收益（147.41亿元）。

现金流方面，2022年，公司本部经营活动现金流净额为-199.61亿元，投资活动现金流净

额-2.93亿元，筹资活动现金流净额144.98亿元。

截至2023年3月底，公司本部资产总额5406.08亿元，所有者权益为1627.77亿元，负债总额3778.31亿元；公司本部资产负债率69.89%。2023年1—3月，公司本部营业收入6.59亿元，利润总额-6.61亿元；经营活动现金流净额、投资活动现金流净额、筹资活动现金流净额分别为-5.81亿元、1.41亿元、15.90亿元。

九、本期债券偿还能力分析

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

1. 本期债券对现有债务的影响

截至2022年底，公司全部债务3141.06亿元，本期债券发行金额为不超过20亿元，对公司债务负担影响不大。以2022年底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由76.95%、43.68%和38.13%上升至76.98%、43.84%和38.32%。

2. 本期债券偿还能力分析

以2022年底财务数据为基础，考虑本期债券发行后公司经营活动现金流入量和EBITDA对长期债务的保障情况，公司对本期债券偿还能力极强。

表 11 本期债券偿还能力测算

项目	2022年
发行后长期债务*（亿元）	2515.89
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	1.45
发行后长期债务/EBITDA（倍）	3.78

注：发行后长期债务为将本期债券发行额度计入后测算的长期债务总额
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十、结论

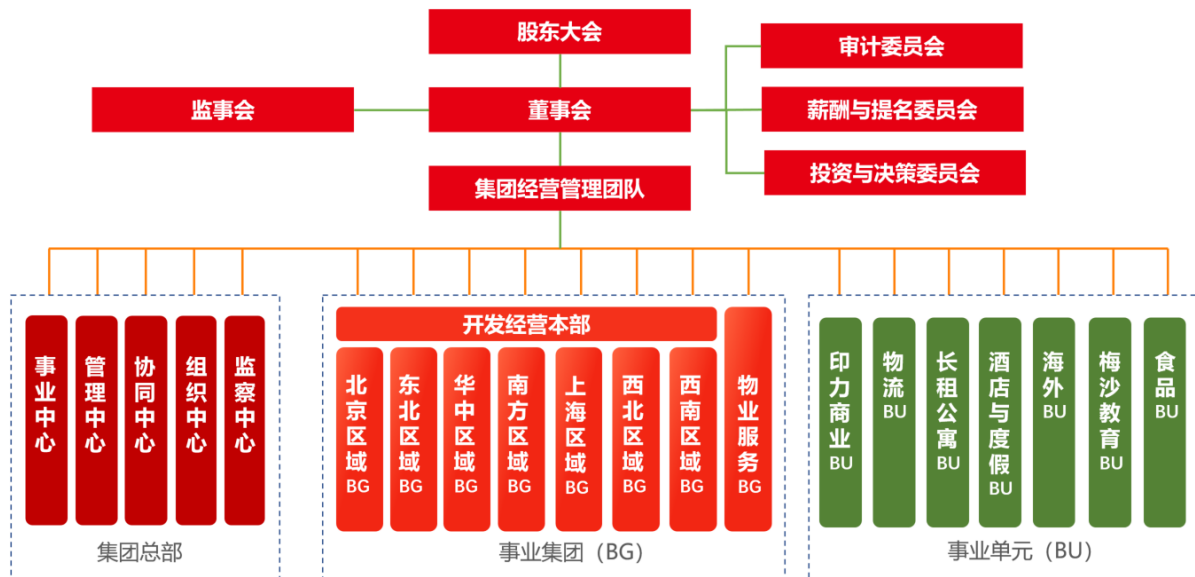
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为AAA，本期债券信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月末万科企业股份有限公司前十大股东明细

序号	股东名称	持股数量（股）	持股比例
1	深圳市地铁集团有限公司	3242810791	27.18%
2	HKSCC NOMINEES LIMITED	2206365315	18.49%
3	深圳盈嘉众实业合伙企业（有限合伙）	438703992	3.68%
4	香港中央结算有限公司	335541175	2.81%
5	中央汇金资产管理有限责任公司	185478200	1.55%
6	新华人寿保险股份有限公司-分红-个人分红-018L-FH002 深	168778848	1.41%
7	招商财富资管-招商银行-招商财富-招商银行-德赢 1 号专项资产管理计划	144618820	1.21%
8	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品-005L-CT001 沪	134555798	1.13%
9	中国证券金融股份有限公司	132669394	1.11%
10	深圳盈安财务顾问企业（有限合伙）	122230826	1.02%

资料来源：公司一季报

附件 1-2 截至 2023 年 3 月末万科企业股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年末万科企业股份有限公司 主要城市公司、主要物业管理公司及其他主要经营子公司情况

序号	企业名称	注册地	币种	注册资本(千元)	表决权
1	深圳市万科发展有限公司	深圳	人民币	600000	100%
2	广州万科企业有限公司	广州	人民币	5000000	100%
3	上海万科企业有限公司	上海	人民币	10000000	100%
4	北京万科企业有限公司	北京	人民币	2000000	100%
5	佛山市万科置业有限公司	佛山	人民币	60000	100%
6	东莞市万科房地产有限公司	东莞	人民币	300000	100%
7	珠海万科发展有限公司	珠海	人民币	10000	100%
8	厦门市万科企业有限公司	厦门	人民币	1200000	100%
9	福州市万科发展有限公司	福州	人民币	20000	100%
10	海南万科企业管理有限公司	海南	人民币	10000	100%
11	南京万科企业有限公司	南京	人民币	150000	100%
12	苏州万科企业有限公司	苏州	人民币	100000	100%
13	宁波万科企业有限公司	宁波	人民币	150000	100%
14	合肥万科企业有限公司	合肥	人民币	200000	100%
15	唐山万科房地产开发有限公司	唐山	人民币	200000	100%
16	天津万科房地产有限公司	天津	人民币	390000	100%
17	沈阳万科企业有限公司	沈阳	人民币	100000	100%
18	大连万科置业有限公司	大连	人民币	30000	100%
19	长春万科房地产开发有限公司	长春	人民币	50000	100%
20	烟台万科企业有限公司	烟台	人民币	30000	100%
21	太原万科企业有限公司	太原	人民币	100000	100%
22	青岛万科房地产有限公司	青岛	人民币	20000	100%
23	万科(成都)企业有限公司	成都	人民币	500000	100%
24	武汉市万科房地产有限公司	武汉	人民币	150000	100%
25	万科(重庆)企业有限公司	重庆	人民币	100000	100%
26	西安万科企业有限公司	西安	人民币	20000	100%
27	贵阳万科房地产有限公司	贵阳	人民币	100000	100%
28	云南万科企业有限公司	昆明	人民币	40000	100%
29	万科(新疆)企业有限公司	乌鲁木齐	人民币	100000	100%
30	浙江浙南万科房地产有限公司	温州	人民币	1300000	100%
31	芜湖万科房地产有限公司	芜湖	人民币	60000	100%
32	扬州万科房地产有限公司	扬州	人民币	10000	100%
33	郑州万科企业有限公司	郑州	人民币	100000	100%
34	徐州万科企业有限公司	徐州	人民币	100000	100%
35	济南万科企业有限公司	济南	人民币	100000	100%
36	广西万科企业管理有限公司	南宁	人民币	10000	100%
37	常州万科企业有限公司	常州	人民币	20000	100%
38	兰州万科企业有限公司	兰州	人民币	100000	100%
39	石家庄万科企业有限公司	石家庄	人民币	50000	100%

40	中山万科企业有限公司	中山	人民币	100000	100%
41	长沙市万科企业有限公司	长沙	人民币	19000	100%
42	浙江万科南都房地产有限公司	杭州	人民币	3650000	100%
43	无锡万科企业有限公司	无锡	人民币	20000	100%
44	南通万科企业有限公司	南通	人民币	50000	100%
45	江西万科益达置业投资有限公司	南昌	人民币	100000	50%
46	嘉兴万科房地产开发有限公司	嘉兴	人民币	100000	100%
47	盐城万科房地产开发有限公司	盐城	人民币	20000	100%
48	哈尔滨万科企业有限公司	哈尔滨	人民币	100000	100%
49	包头万科房地产有限公司	包头	人民币	10000	100%
50	江门万科企业有限公司	江门	人民币	100000	100%
51	惠州市万科企业有限公司	惠州	人民币	20000	100%
52	临沂万科企业有限公司	临沂	人民币	100000	100%
53	Vanke Overseas Investment Holding Company Limited	开曼群岛	港币	7500	75%
54	万物云空间科技服务股份有限公司	深圳	人民币	1178469	56.06%
55	深圳市万科物业服务有限公司	深圳	人民币	50000	56.06%
56	广州市万科物业服务有限公司	广州	人民币	5000	56.06%
57	东莞市万科物业服务有限公司	东莞	人民币	5000	56.06%
58	佛山市万科物业服务有限公司	佛山	人民币	5000	56.06%
59	南京万科物业管理有限公司	南京	人民币	12000	56.06%
60	上海万科物业服务有限公司	上海	人民币	12260	56.06%
61	北京万科物业服务有限公司	北京	人民币	50000	56.06%
62	天津万科物业服务有限公司	天津	人民币	10000	56.06%
63	沈阳万科物业服务有限公司	沈阳	人民币	10000	56.06%
64	成都万科物业服务有限公司	成都	人民币	100000	56.06%
65	武汉市万科物业服务有限公司	武汉	人民币	12000	56.06%
66	长春万科物业服务有限公司	长春	人民币	20000	56.06%
67	深圳市万睿智能科技有限公司	深圳	人民币	100000	56.06%
68	CWVS Holding Limited	开曼群岛	美元	1	65%
69	上海阳光智博生活服务集团有限公司	上海	人民币	212500	56.06%
70	福建伯恩物业集团有限公司	福州	人民币	62100	56.06%
71	万科地产（香港）有限公司	香港	港币	6309217	100%
72	万科置业（香港）有限公司	香港	美元	490000	100%
73	万科置业地产（香港）有限公司	香港	美元	90000	100%
74	东莞市万科建筑技术研究有限公司	东莞	人民币	20000	100%
75	Vanke Holdings USA LLC	美国	美元	972501	100%
76	吉林省松花湖国际度假区开发有限公司	吉林	人民币	1100000	100%
77	万科物流发展有限公司	上海	人民币	35968000	75%
78	珠海市泊寓公寓管理有限公司	珠海	人民币	5000	100%
79	环山集团股份有限公司	青岛	人民币	127334	100%

资料来源：公司年报，联合资信整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1-3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	1954.11	1494.01	1372.32	1400.25
资产总额（亿元）	18691.77	19386.38	17571.24	17430.79
所有者权益（亿元）	3498.44	3927.73	4049.92	3975.06
短期债务（亿元）	829.13	586.22	645.17	592.81
长期债务（亿元）	1756.13	2073.43	2495.89	2614.53
全部债务（亿元）	2585.26	2659.65	3141.06	3207.35
营业总收入（亿元）	4191.12	4527.98	5038.38	684.74
利润总额（亿元）	796.76	522.23	523.86	42.32
EBITDA（亿元）	944.33	670.35	665.92	--
经营性净现金流（亿元）	531.88	41.13	27.50	70.01
财务指标				
销售债权周转次数（次）	167.01	116.50	82.04	--
存货周转次数（次）	0.31	0.34	0.41	--
总资产周转次数（次）	0.23	0.24	0.27	--
现金收入比（%）	112.69	102.49	64.21	123.12
营业利润率（%）	22.75	17.17	14.71	11.56
总资本收益率（%）	11.02	6.80	5.90	--
净资产收益率（%）	16.95	9.69	9.27	--
长期债务资本化比率（%）	33.42	34.55	38.13	39.68
全部债务资本化比率（%）	42.49	40.37	43.68	44.66
资产负债率（%）	81.28	79.74	76.95	77.20
调整后资产负债率（%）	71.73	69.80	68.61	68.32
流动比率（%）	117.45	122.02	131.32	132.20
速动比率（%）	41.39	40.01	47.16	49.38
经营现金流动负债比（%）	4.04	0.31	0.26	--
现金短期债务比（倍）	2.36	2.55	2.13	2.36
EBITDA 利息倍数（倍）	5.96	4.98	5.53	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.74	3.97	4.72	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2. 短期债务包括短期借款、一年内到期的长期借款和应付债券，不含已计提的应付利息；长期债务包括长期借款、应付债券；利息支出剔除租赁负债的利息支出
资料来源：公司年报及一季报，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1-3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	924.35	502.96	445.43	456.68
资产总额（亿元）	4814.26	5088.12	5457.23	5406.08
所有者权益（亿元）	1473.34	1578.89	1599.75	1627.77
短期债务（亿元）	698.01	439.73	459.94	375.12
长期债务（亿元）	1060.33	1341.05	1680.73	1774.58
全部债务（亿元）	1758.35	1780.78	2140.67	2149.70
营业收入（亿元）	70.71	63.87	26.15	6.59
利润总额（亿元）	409.85	249.46	145.71	-6.61
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	436.31	-197.91	-199.61	-5.81
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	--	--	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.01	0.00	--
现金收入比（%）	--	--	--	--
营业利润率（%）	95.67	98.58	97.89	98.71
总资本收益率（%）	--	--	--	--
净资产收益率（%）	27.82	15.80	9.11	--
长期债务资本化比率（%）	41.85	45.93	51.23	52.16
全部债务资本化比率（%）	54.41	53.00	57.23	56.91
资产负债率（%）	69.40	68.97	70.69	69.89
流动比率（%）	185.02	203.13	219.36	235.94
速动比率（%）	185.02	203.13	219.36	235.94
经营现金流动负债比（%）	19.13	-9.13	-9.17	--
现金短期债务比（倍）	1.32	1.14	0.97	1.22
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：“--”表示指标不适用

资料来源：公司年报及一季报，联合资信搜集整理

附件 3 主要财务指标计算公式

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

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

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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

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

联合资信评估股份有限公司关于 万科企业股份有限公司 2023 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

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

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

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

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

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