



# 万科企业股份有限公司

## 2024 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 0300 号

---

## 声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，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。
- 根据监管要求，本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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 5 月 28 日

|  |   |               |
|--|---|---------------|
| <b>本次跟踪发行人及评级结果</b>  | <b>万科企业股份有限公司</b>   | <b>AAA/稳定</b> |
| <b>本次跟踪债项及评级结果</b>   | “20 万科 02”、“20 万科 04”、“20 万科 06”、“20 万科 08”、“21 万科 02”  | <b>AAA</b>    |
| <b>跟踪评级原因</b>  | 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。  |               |
| <b>评级观点</b>  | 本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于万科企业股份有限公司（以下简称“万科企业”或“公司”）长期保持的领先行业地位、行业标杆形象及深圳国资背景有助于其获得多方支持、区域布局合理且土地储备较为充足、持有型物业可创造较大的再融资空间且租金收入可提供较好的收入及现金流补充等方面的优势。同时，中诚信国际也关注到销售业绩持续承压对公司资金平衡提出更大挑战、盈利能力明显弱化以及公开市场债券融资渠道不畅且面临信用债集中到期压力等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。 |               |
| <b>正面</b>  |   |               |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 长期保持的领先行业地位、行业标杆形象及深圳国资背景有助于公司获得多方支持</li> <li>■ 区域布局合理，土地储备较为充足</li> <li>■ 持有型物业可创造较大的再融资空间，租金收入可提供较好的收入及现金流补充</li> </ul> |   |               |
| <b>关注</b>  |   |               |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 销售业绩持续承压对公司资金平衡提出更大挑战</li> <li>■ 盈利能力明显弱化</li> <li>■ 公开市场债券融资渠道不畅且面临信用债集中到期压力</li> </ul>                                  |   |               |

**项目负责人：**石 烁 sshi@ccxi.com.cn

**项目组成员：**杜乃婧 njdu@ccxi.com.cn

**评级总监：**

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

## 财务概况

| 万科企业（合并口径）        | 2021      | 2022      | 2023      | 2024.3    |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 资产总计（亿元）          | 19,386.38 | 17,578.05 | 15,048.50 | 14,638.69 |
| 所有者权益合计（亿元）       | 3,927.73  | 4,056.37  | 4,029.34  | 3,995.33  |
| 负债合计（亿元）          | 15,458.65 | 13,521.68 | 11,019.17 | 10,643.36 |
| 总债务（亿元）           | 2,922.00  | 3,381.30  | 3,416.56  | 3,414.05  |
| 营业总收入（亿元）         | 4,527.98  | 5,038.38  | 4,657.39  | 615.94    |
| 净利润（亿元）           | 380.70    | 376.13    | 204.56    | 3.31      |
| EBITDA（亿元）        | 667.07    | 623.05    | 410.90    | --        |
| 经营活动产生的现金流量净额（亿元） | 41.13     | 27.50     | 39.12     | -94.21    |
| 营业毛利率（%）          | 21.82     | 19.55     | 15.23     | 10.82     |
| 净负债率（%）           | 38.57     | 50.22     | 60.73     | 65.22     |
| EBIT 利润率（%）       | 12.95     | 10.52     | 6.87      | --        |
| EBITDA 利息保障倍数（X）  | 4.58      | 4.78      | 2.71      | --        |

注：1、中诚信国际根据万科企业提供的其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 2021~2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度报告整理，其中 2021 年和 2022 年数据分别为下年财务报表期初数，2023 年和 2024 年一季度数据均为该期财务报表期末数；2、债务统计口径不包含应付票据以及短期借款和一年内到期的非流动负债中的应付利息，但包含租赁负债；非经常性损益包括公允价值变动损益、投资收益中除权益法核算的长期股权投资收益的其余部分、资产处置收益、营业外收入和营业外支出；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，特此说明。

## 本次跟踪情况

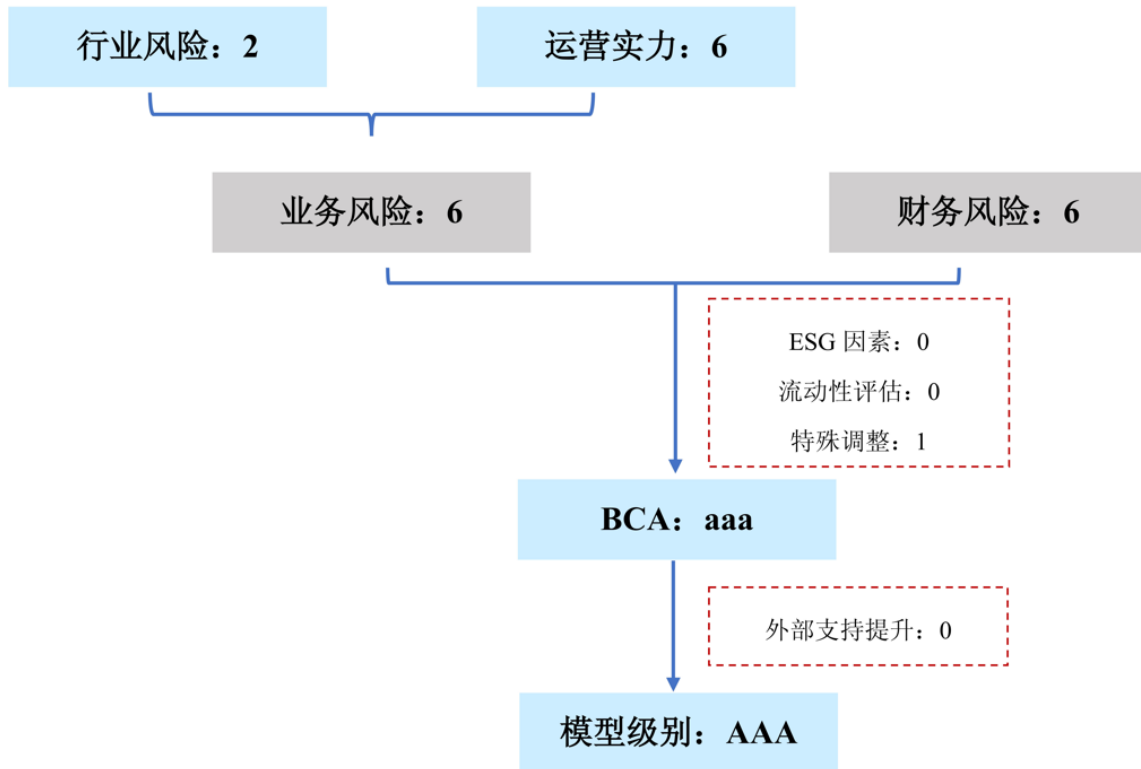
| 债项简称     | 本次债项<br>评级结果 | 上次债项<br>评级结果 | 上次评级有效<br>期           | 发行金额/债项<br>余额（亿元） | 存续期                            | 特殊条款                           |
|----------|--------------|--------------|-----------------------|-------------------|--------------------------------|--------------------------------|
| 20 万科 02 | AAA          | AAA          | 2023/4/28 至<br>本报告出具日 | 10/10             | 2020/3/16~2027/3<br>/16（5+2）   | 公司赎回选择权、调整票面利率<br>选择权和投资者回售选择权 |
| 20 万科 04 | AAA          | AAA          | 2023/4/28 至<br>本报告出具日 | 15/15             | 2020/5/19~2027/5<br>/19（5+2）   | 公司赎回选择权、调整票面利率<br>选择权和投资者回售选择权 |
| 20 万科 06 | AAA          | AAA          | 2023/4/28 至<br>本报告出具日 | 12/12             | 2020/6/19~2027/6<br>/19（5+2）   | 公司赎回选择权、调整票面利率<br>选择权和投资者回售选择权 |
| 20 万科 08 | AAA          | AAA          | 2023/4/28 至<br>本报告出具日 | 16/16             | 2020/11/13~2027/<br>11/13（5+2） | 公司赎回选择权、调整票面利率<br>选择权和投资者回售选择权 |
| 21 万科 02 | AAA          | AAA          | 2023/4/28 至<br>本报告出具日 | 11/11             | 2021/1/22~2028/1<br>/22（5+2）   | 公司赎回选择权、调整票面利率<br>选择权和投资者回售选择权 |

注：债券余额为 2024 年 4 月末数据。

| 主体简称 | 本次主体评级结果 | 上次主体评级结果 | 上次主体评级有效期         |
|------|----------|----------|-------------------|
| 万科企业 | AAA/稳定   | AAA/稳定   | 2023/4/28 至本报告出具日 |

● 评级模型

万科企业股份有限公司评级模型打分(C200100\_2024\_06\_2024\_01)



注:

**调整项:** 万科企业投资性房地产租金收入可为公司提供较好的收入及现金流补充, 未抵押部分可为公司创造较大的再融资空间; 深圳市国资委及公司大股东深铁集团关于支持公司的明确表态对于稳定市场及金融机构信心具有重要作用。

**方法论:** 中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法与模型 C200100\_2024\_06

## 宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

## 业务风险

中诚信国际认为，2023 年房地产销售规模小幅收缩、土地投资及新开工探底、行业信用风险出清接近尾声，以央国企为主的竞争格局进一步显现；预计 2024 年房地产销售下行压力仍存，行业格局及区域分化加剧，但在利好政策的提振下，行业或将加速进入筑底回稳期。长期来看，随供求关系格局的变化，房地产行业需探索建立新发展模式，发展模式的转变将对房地产企业经营能力提出更高要求。

受多重因素叠加影响，2023 年房地产销售规模已降至近年来的谷底，以央国企为主的竞争格局进一步显现；城市能级间分化加剧，预计一线城市及强二线城市楼市房价指数保持增幅；库存水平上升的趋势或将延续，房地产企业去化周期或将进一步延长；销售低迷，加之市场对房地产预期及非核心城市资产价格信心不足，房地产行业投资活动减弱；当前房地产行业政策环境持续回暖，房企多重再融资渠道边际修复。展望 2024 年，房地产销售下行压力仍存，行业格局及区域分化加剧；城中村改造、保障性住房、“平急两用”作为“三大工程”将进入发展快车道，有助于稳增长、稳预期、稳投资，不过，“三大工程”主要集中在重点城市，财政造血能力强、人口基数大的城市有望率先放量；投资端仍将低迷，区域分化更为明显；房企金融资源将企稳回升，融资环境将进一步改善，但企业自身造血能力的恢复仍是可持续发展本质。长期来看，随供求关系格局的变化，房地产行业需探索建立新发展模式，发展模式的转变将对房地产企业经营能力提出更高要求。

详见《中国房地产行业展望，2024 年 1 月》，报告链接：<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10920?type=1>

中诚信国际认为，公司长期保持的领先行业地位及行业标杆形象有助于其获得多方支持，其较为充足且区域布局相对较好及分散的土储可对未来销售形成一定支撑，经营服务业务带来收入和现金流的较好补充；但公司销售业绩持续承压对其资金平衡提出更大挑战，在公司面临一定的债务集中到期压力且公开市场债券融资渠道不畅的情况下，需持续关注其资产出售及与经营性物业相关的融资的后续落实情况。

*2023 年公司股权及治理结构无较大变化，但发展战略有所调整，后续实施进展及实施效果有待关注。*

截至 2023 年末，深圳市地铁集团有限公司（以下简称“深铁集团”）直接持有公司 27.18% 股权，持股比例较上年末下降 0.7 个百分点，主要因 2023 年公司向不少于六名承配人增发 3 亿股 H 股使得总股数变多所致，深铁集团仍为公司第一大股东，公司无控股股东及实际控制人。2023 年公司董事会、监事会及高级管理人员换届，董事会主席、总裁兼首席执行官、监事会主席、财务负责人、首席运营官和董事会秘书均未发生变化，增设董事会副主席，由深铁集团委派的非执行董事担任，整体来看公司核心管理团队较为稳定。2024 年 4 月 30 日，公司董事会主席在股东大会上宣布公司发展战略将更加聚焦于综合住区开发、物业服务、租赁公寓三大主业，清理和转让

非主业的财务投资，此外将坚决大力度推进商办等大宗资产交易，将融资模式由统借统还、主体信用为主的模式逐步转向以项目、资产信用为主的融资模式，并大规模削减付息债务。公司本次战略调整符合当前行业发展趋势，但实施进展及实施效果仍待关注。

**跟踪期内公司商品房销售业绩随市场大势而下滑，但其存量土储较为充足且区域布局相对较好及分散，可对未来销售形成一定支撑；公司面临一定的债务集中到期压力，且公开市场债券融资渠道不畅，中诚信国际将持续关注公司围绕经营性物业的融资后续落实情况。**

2023 年，受行业走弱的影响，公司销售业绩虽排在行业第二位，但仍同比减少 9.8%，且均价亦有所下调。市场未见起色以及未来不确定性加剧使得公司拿地策略更加谨慎，基本上仅于一二线城市拿地，且自第四季度开始大幅收缩投资，因此 2023 年公司整体拿地力度下降。新增土地储备少于存量项目销售规模，导致公司土地储备面积继续缩减，但仍较为充裕，截至 2023 年末，公司全口径在建及规划中项目总计容建筑面积为 9,189 万平方米，此外旧城改造项目预计可转化土地储备建筑面积 373.9 万平方米。公司在建及规划中项目分散度高，从计容建筑面积来看，分布于各区域的占比较为均衡，且分布于单个城市的占比均低于 5%。公司土地主要分布于各经济圈城市群的核心及重点城市，区域分布质量相对较好。2024 年一季度，受行业大势影响，公司销售业绩同比下滑幅度较大，未获取新项目。

公司融资方式以银行借款为主，同时公开市场债券融资亦为其重要融资手段，2023 年境内整体新获融资成本为 3.61%，处于行业中的较低水平。公司的银行融资渠道仍较为畅通，但公开市场债券融资渠道不畅，自 2023 年 10 月份至今未有新债券发行。截至 2024 年 5 月 27 日，公司于 2024 年和 2025 年到期及到回售期的境内外债券<sup>1</sup>（含 abs）金额分别为 175.03 亿元和 361.56 亿元，面临一定的债务集中到期压力，且在目前二级市场成交收益率居高不下的情况下，预计短期内其债券发行难度较大，且在当前低迷的商品房市场环境下，公司将更多依赖银行的融资支持以保障其正常经营及偿债。公司已着手积极利用与经营性物业有关的 REITs、CMBS、经营性物业贷等融资手段，中诚信国际将持续关注该类融资后续的落实情况。

**表 1：近年来公司房地产业务投资、运营、销售情况（万平方米、亿元、个、亿元、元/平方米）**

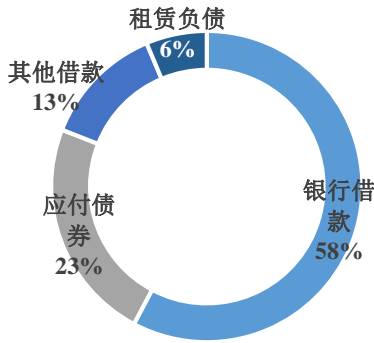
|                  | 2021  | 2022   | 2023   | 2024.Q1 |
|------------------|-------|--------|--------|---------|
| 开复工面积（全口径）       | 3,265 | 1,568  | 1,706  | 170     |
| 竣工面积（全口径）        | 3,571 | 3,629  | 3,134  | 266     |
| 销售面积（全口径）        | 3,808 | 2,630  | 2,466  | 391     |
| 销售金额（全口径）        | 6,278 | 4,170  | 3,761  | 580     |
| 新拓展项目            | 148   | 36     | 43     | 0       |
| 新增项目储备土地价款（权益口径） | 1,402 | 496    | 463    | 0       |
| 新增项目楼面均价（权益口径）   | 6,942 | 12,297 | 13,899 | --      |

资料来源：公司年报及公司公告，中诚信国际整理

<sup>1</sup> 境外债务按 2024 年 4 月 30 日央行汇率中间价折算为人民币计价。

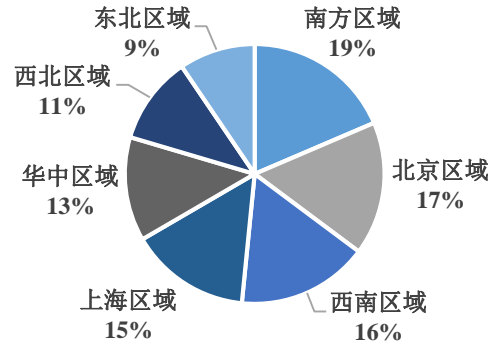


图 1：截至 2023 年末公司总债务构成（金额占比）



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

图 2：截至 2023 年末公司全口径在建及规划中项目分布（面积占比）



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

**跟踪期内，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稳步增长，为公司收入及现金流形成较好补充；公司提出坚决大力度推进商办等大宗资产交易，交易进展及落实情况有待持续关注。**

物业服务业务由公司旗下上市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”）运营。2023 年，万物云实现营业收入 334.2 亿元（含向万科企业提供服务的收入），同比增长 10.2%；公司合并口径实现物业管理收入 294.27 亿元，同比增长 14.17%。跟踪期内，万物云继续贯彻蝶城<sup>2</sup>战略，2023 年末蝶城数量增长至 621 个，蝶城内新增 319 个住宅物业项目，累计对 150 个蝶城进行流程改造，包含 1,124 个住宅物业项目。通过流程改造和运营优化，蝶城实现效率提升，带动整体住宅物业毛利率提升 3.5 个百分点。通过“万物梁行”品牌，万物云在商企服务方面进一步拓展，新增 15 个超高层项目。

公司物流仓储服务平台“万纬物流”聚焦发展高标仓储和冷链物流两大核心业务，是中国规模最大的冷链物流综合服务商。2023 年新开业 8 个项目，截至年末累计开业项目可租赁建筑面积 1,002 万平方米，其中高标库可租赁建筑面积 852 万平方米，稳定期出租率为 88%，冷链可租赁建筑面积 150 万平方米，稳定期库容使用率为 77%。2023 年，物流业务（含非并表项目）实现经营收入 41.8 亿元，同比增长 17.2%。

公司长租公寓运营主体“泊寓”是全国最大的集中式公寓提供商，2023 年新获取房间 2.28 万间，净新增开业 1.35 万间，截至年末共运营管理租赁住房 23.33 万间，累计开业 18.01 万间，业务布局全国 31 个城市，出租率为 95.76%，维持高位。2023 年租赁住宅业务（含非并表项目）实现营业收入 34.6 亿元，同比增长 6.8%，在成本法下实现整体盈利。

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。2023 年公司新开业 15 个商业项目，截至年末合计开业 203 个商业项目（不含轻资产输出管理项目），建筑面积 1,158 万平方米，其中印力集团项目面积占比约 62%，年末出租率 94.8%，同比提高 1.6 个百分点。公司管理运营的商业项目中，长三角及珠三角城市规模占比超过 52%，四个一线城市

<sup>2</sup> 蝶城：以街道为单位，以在管项目为圆心，20-30 分钟步行可达为半径，构建蝶城服务圈，打通社区、商企和城市空间服务的边界，实现物业服务人员共享，蝶城内部快速响应，为街道内的所有空间提供混合服务。



的占比为 24%，一二线城市的占比超过 90%。2023 年商业业务（含非并表项目）营业收入 91.1 亿元，同比增长 4.6%，其中印力集团管理的商业项目营业收入 57.0 亿元，同比增长 4.1%。

公司已提出将退出除综合住区开发、物业服务、租赁公寓三大主业以外的其他业务，清理和转让主业外财务投资，坚决大力度推进商办等大宗资产交易，在 2023 年大宗资产交易实现 123 亿元基础上，后续计划每年完成 200 亿元。2024 年 2 月份，公司完成一笔位于上海的商业广场剩余股权处置，交易对价约 23.84 亿元；此外，公司于 5 月 8 日挂牌转让位于深圳湾超级总部基地的 T208-0053 宗地使用权，起始价为 22.35 亿元，于 5 月 27 日由深铁集团联合深圳某区属国企子公司以底价摘得。

## 财务风险

**中诚信国际认为，跟踪期间公司盈利能力受行业趋势影响出现明显下滑，EBITDA 对债务本息的支撑减弱，销售下降及利润分配、支付利息的现金支出较多导致货币资金大幅减少，且债务规模仍有所增长，净负债率上升，非受限货币资金对短期债务的保障能力减弱。**

### 盈利能力

因前期销售规模下降，2023 年到达结转阶段的项目减少，导致公司营业收入下降。因结转项目整体拿地成本升高，2023 年毛利率下降。因处置长期股权投资的收益减少，2023 年投资收益有所下降。此外，因市场走弱，2023 年内新计提较大金额的存货减值准备。上述因素共同导致 2023 年净利润同比减少 45.62%。2024 年一季度，营业收入和毛利率同比均下降，导致经营性业务利润为负，最终净利润为 3.31 亿元主要得益于期间出售、处理部门或投资单位收益达 15.01 亿元。整体来看，公司盈利能力出现明显下滑。

表 2：公司主要板块收入及毛利率结构（亿元、%）

| 项目       | 2021     |       | 2022     |       | 2023     |       |
|----------|----------|-------|----------|-------|----------|-------|
|          | 收入       | 毛利率   | 收入       | 毛利率   | 收入       | 毛利率   |
| 房地产及相关业务 | 4,299.32 | 21.74 | 4,704.46 | 19.78 | 4,297.46 | 15.41 |
| 物业管理     | 198.31   | 17.42 | 257.74   | 14.42 | 294.27   | 14.96 |
| 其他业务     | 30.35    | 63.23 | 76.18    | 23.03 | 65.66    | 4.88  |
| 合计       | 4,527.98 | 21.82 | 5,038.38 | 19.55 | 4,657.39 | 15.23 |

注：其他业务收入包括养殖业务收入和向合营/联营企业收取的合并抵消后运营管理费。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 资产质量

跟踪期内随着新获取项目减少以及存量项目的结转清算，公司存货继续减少，其他应收款亦有所下降，导致总资产规模收缩。随着去化速度减缓，存货中的已竣工物业占比上升。部分在建物业竣工转入带动投资性房地产规模有所增长。受销售下降及利润分配、支付利息的现金支出较多的影响，货币资金大幅下降。负债方面，受项目销售下滑影响，公司预收款项（含合同负债）出现大幅下降，对未来收入结转的支撑减弱。跟踪期内公司债务规模小幅上升，所有者权益受利润分配影响而减少，导致净负债率有所增加，但仍处于较低水平。

### 现金流及偿债情况

2023 年由于销售下滑、回款减少，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比减少 8.31%，对总债务的覆盖度有所降低；但受益于较强的运营管理能力，经营活动现金流仍呈净流入状态。对固定资产、无形资产和投资性房地产等长期资产的投资支出较大，投资活动现金流呈净流出态势。筹资活动因支付利息和股利支出较大而呈大额净流出态势。随着盈利水平的下降，EBITDA 对债务本息的支撑有所弱化。此外，非受限货币资金对短期债务的覆盖能力亦有较明显下降。

表 3：近年来公司财务相关指标情况（亿元、%、X）

|                    | 2021      | 2022      | 2023      | 2024.3/2024.1-3 |
|--------------------|-----------|-----------|-----------|-----------------|
| 期间费用率              | 6.20      | 5.02      | 4.79      | 7.13            |
| 经营性业务利润            | 496.88    | 488.27    | 300.81    | -2.55           |
| 投资收益               | 66.14     | 41.16     | 26.88     | 10.40           |
| 资产减值损失             | 35.14     | 4.50      | 34.90     | 0.00            |
| 信用减值损失             | 2.80      | 4.82      | 3.78      | 1.03            |
| 利润总额               | 522.23    | 524.08    | 298.05    | 6.99            |
| EBIT 利润率           | 12.95     | 10.52     | 6.87      | --              |
| 货币资金               | 1,493.52  | 1,372.08  | 998.14    | 830.66          |
| 其他应收款              | 2,660.61  | 2,726.95  | 2,548.40  | 2,584.91        |
| 存货                 | 10,756.17 | 9,070.57  | 7,016.96  | 6,720.57        |
| 已完工开发产品/存货         | 8.08      | 10.81     | 15.35     | --              |
| 存货周转率（次/年）         | 0.33      | 0.41      | 0.49      | --              |
| 投资性房地产             | 859.53    | 985.72    | 1,101.34  | 1,105.67        |
| 长期股权投资             | 1,444.49  | 1,295.12  | 1,305.63  | 1,284.70        |
| 总资产                | 19,386.38 | 17,578.05 | 15,048.50 | 14,638.69       |
| 预收款项（含合同负债）        | 6,382.23  | 4,668.41  | 3,104.44  | 3,002.06        |
| 总债务                | 2,922.00  | 3,381.30  | 3,416.56  | 3,414.05        |
| 短期债务/总债务           | 20.72     | 19.66     | 18.84     | 24.13           |
| 股本                 | 116.25    | 116.31    | 119.31    | 119.31          |
| 资本公积               | 205.84    | 228.68    | 250.52    | 253.30          |
| 少数股东权益             | 1,568.20  | 1,623.11  | 1,521.49  | 1,489.00        |
| 未分配利润              | 926.98    | 980.14    | 936.16    | 932.54          |
| 所有者权益              | 3,927.73  | 4,056.37  | 4,029.34  | 3,995.33        |
| 净负债率               | 38.57     | 50.22     | 60.73     | 65.22           |
| 经营活动净现金流           | 41.13     | 27.50     | 39.12     | -94.21          |
| 销售商品、提供劳务收到的现金     | 4,640.51  | 3,235.35  | 2,966.49  | 477.88          |
| 投资活动净现金流           | -262.81   | -130.30   | -46.16    | 22.20           |
| 筹资活动净现金流           | -231.04   | 34.39     | -368.13   | -89.45          |
| 非受限货币资金/短期债务       | 2.32      | 2.02      | 1.51      | 0.98            |
| EBITDA 利息保障倍数      | 4.58      | 4.78      | 2.71      | --              |
| 总债务/销售商品、提供劳务收到的现金 | 0.63      | 1.05      | 1.15      | --              |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 或有事项

截至 2023 年末，公司受限资产合计为 373.51 亿元，占当期末总资产的 2.48%，其中包括存货 194.32 亿元、投资性房地产 135.40 亿元、货币资金 28.71 亿元，其中受限货币资金不包含预售监管资金。

截至 2023 年末，公司无影响经营的重大未决诉讼；除对购房人提供按揭贷款担保外，公司合并

口径对外担保余额为 1.30 亿元，或有负债对公司的影响较小。

**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，2021~2024 年 3 月，公司本部各类借款未见异常。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。

## 假设与预测<sup>3</sup>

### 假设

- 2024 年，房地产销售市场整体仍保持筑底态势。
- 2024 年，万科企业大幅收缩土地投资。
- 2024 年，万科企业房地产结算规模将随已售待结转资源的下降而减少，毛利率水平继续承压。

### 预测

表 4：预测情况表

| 重要指标                  | 2022 年实际 | 2023 年实际 | 2024 年预测  |
|-----------------------|----------|----------|-----------|
| 净负债率(%)               | 50.22    | 60.73    | 50.0~59.0 |
| 总债务/销售商品提供劳务收到的现金 (X) | 1.05     | 1.15     | 1.4~1.6   |

资料来源：中诚信国际整理

## 调整项

**ESG<sup>4</sup>表现方面**，万科企业注重安全建设与环保投入，并积极履行企业社会责任；公司治理结构较为健全，内控制度较为完善，积极调整战略，目前公司 ESG 表现较好，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，截至 2024 年 3 月末公司非受限货币资金较前期已有较大幅度减少，商品房销售低迷仍将削弱公司经营现金创造能力，虽然建安支出预计将有较大幅度减少，拿地支出将显著收缩，但一年内需预备兑付的信用债规模较大，目前公开市场债券融资难度仍较大，且非受限货币资金中仍有部分无法随时由集团调用，因此公司流动性安全将更多依赖银行的融资支持及资产处置回笼资金，需关注银行融资及资产处置后续进展及落实情况。

## 特殊事项

截至 2023 年末，万科企业投资性房地产账面价值 1,101.34 亿元，其中未抵押部分账面价值为 965.94 亿元，可为公司创造较大的再融资空间；持有型物业年租金收入在 90 亿元以上，可为公司提供较好的收入及现金流补充。

2023 年三季度以来，全国各地陆续出台了自 2016 年下半年以来力度最大、覆盖面最广的行业优化政策，且近期召开的中央政治局会议及高层表态进一步将我国房地产的稳定工作提升到更为重要的地位。在公司于 2023 年 11 月 6 日召开的三季度业绩说明会上，深圳市国资委表示公司是深

<sup>3</sup> 中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对受评对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行主体相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与受评对象的未来实际经营情况可能存在差异。

<sup>4</sup>中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

圳国资体系的重要成员，公司的经营发展对深圳国资具有重大影响，并且深圳市国资委和公司大股东深铁集团均表示将通过市场化、法治化手段对公司提供支持，其中深铁集团表示将按照市场化、法治化方式承接公司在深圳的部分城市更新项目，帮助公司盘活大宗资产，为公司注入新的流动性，交易金额预计超过人民币 100 亿元，且正在积极准备择机购买公司在公开市场发行的债券。深铁集团于后续公司发行的中金印力消费 REIT 中认购近 30% 份额，金额约 10 亿元。此外，深铁集团于 2024 年 4 月 30 日公司举行的股东大会上再次表示将一如既往支持公司的良性发展，不会因市场波动而动摇。深圳市国资委及深铁集团关于支持公司的明确表态对于稳定市场及金融机构信心具有重要作用。

## 跟踪债券信用分析

截至本报告出具日，“20 万科 02”、“20 万科 04”、“20 万科 06”、“20 万科 08”、“21 万科 02”募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

本次跟踪债券均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。跟踪债券均设置赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权，跟踪期内未进入行权期，上述含权条款跟踪期内对债券的信用风险和公司的信用实力无影响。2024 年度跟踪债券尚未进入回售期，主要回售期在 2025 年。公司于 2025 年需兑付的包括跟踪债券在内的境内外信用债总金额高达 361.21 亿元，面临较大的集中兑付压力，需关注届时公司对于债券兑付资金的筹措情况。

表 5：截至 2024 年 5 月 27 日，公司公开债到期（含回售）分布情况（亿元）

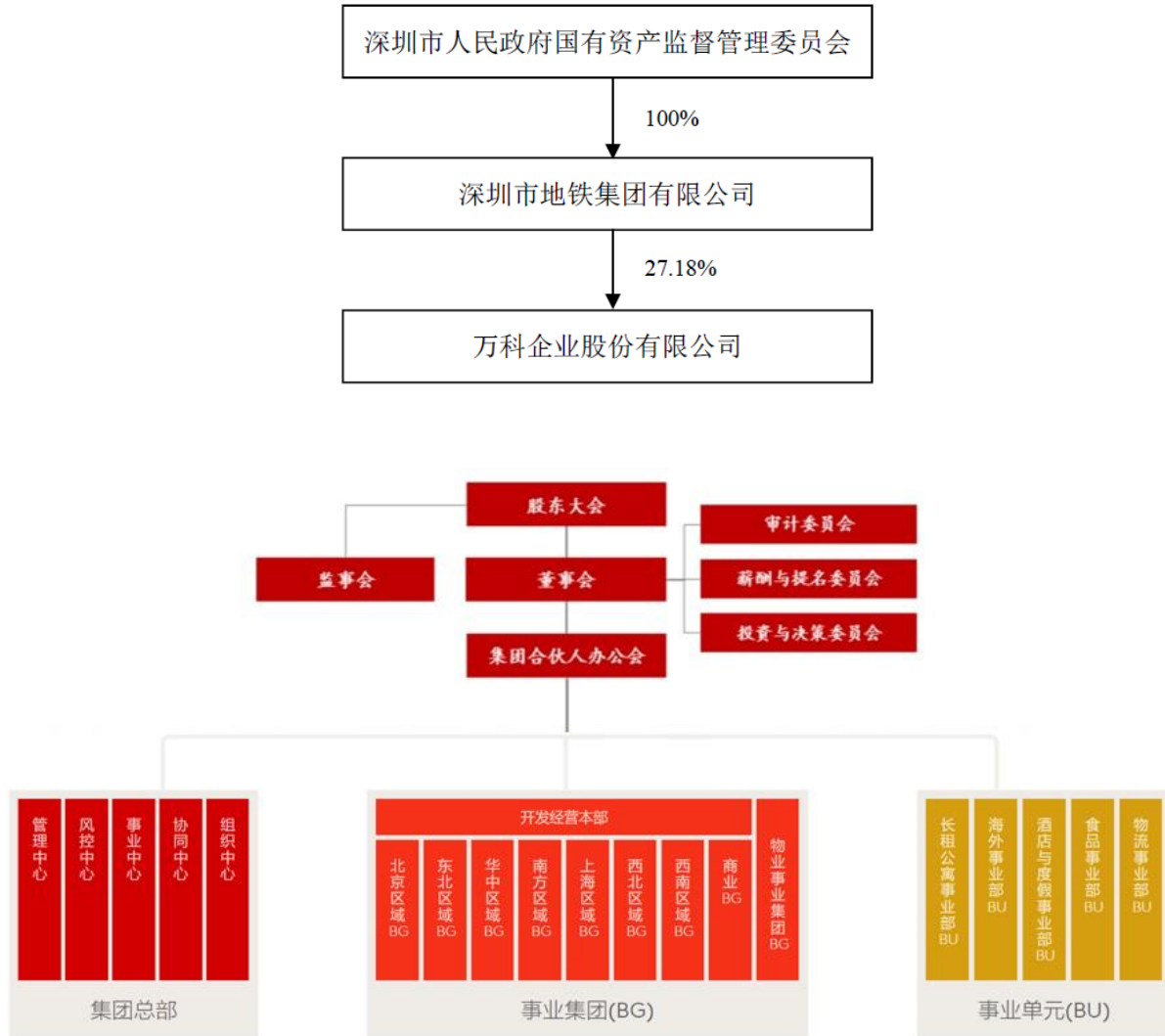
| 合并口径    | 2024 年 6~12 月 | 2025 年 | 2026 年及以后 |
|---------|---------------|--------|-----------|
| 信用债     | 85.17         | 361.21 | 240.33    |
| 其中：跟踪债券 | 0             | 53.00  | 11.00     |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 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“20 万科 02”、“20 万科 04”、“20 万科 06”、“20 万科 08”、“21 万科 02”的信用等级为 **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 2023 年末）



资料来源：公司年报及公司官网

## 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)             | 2021           | 2022           | 2023           | 2024.3         |
|-------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 货币资金                    | 14,935,244.43  | 13,720,763.49  | 9,981,375.54   | 8,306,648.69   |
| 其他应收款                   | 26,606,112.04  | 27,269,467.82  | 25,484,045.32  | 25,849,130.02  |
| 存货                      | 107,561,703.66 | 90,705,693.04  | 70,169,578.53  | 67,205,666.14  |
| 长期投资                    | 14,732,392.54  | 13,464,330.96  | 13,275,399.61  | 13,062,228.57  |
| 固定资产                    | 1,282,105.98   | 1,642,026.51   | 1,923,303.49   | 1,911,447.32   |
| 在建工程                    | 339,812.94     | 184,972.54     | 292,037.58     | 252,661.47     |
| 无形资产                    | 1,044,516.81   | 1,154,754.41   | 1,095,647.83   | 1,100,723.10   |
| 投资性房地产                  | 8,595,340.97   | 9,857,239.30   | 11,013,398.58  | 11,056,741.78  |
| 资产总计                    | 193,863,812.87 | 175,780,493.59 | 150,485,017.21 | 146,386,909.48 |
| 预收款项（含合同负债）             | 63,822,280.04  | 46,684,114.69  | 31,044,357.58  | 30,020,579.04  |
| 其他应付款                   | 19,206,616.92  | 17,390,491.10  | 16,177,776.45  | 15,820,373.74  |
| 短期债务                    | 6,054,794.44   | 6,647,566.66   | 6,437,588.64   | 8,236,460.51   |
| 长期债务                    | 23,165,249.28  | 27,165,457.65  | 27,727,975.23  | 25,904,003.32  |
| 总债务                     | 29,220,043.72  | 33,813,024.31  | 34,165,563.87  | 34,140,463.82  |
| 净债务                     | 15,149,197.79  | 20,370,557.28  | 24,471,306.12  | 26,058,196.28  |
| 负债合计                    | 154,586,535.22 | 135,216,810.59 | 110,191,664.12 | 106,433,570.84 |
| 所有者权益合计                 | 39,277,277.65  | 40,563,683.00  | 40,293,353.09  | 39,953,338.65  |
| 利息支出                    | 1,456,233.81   | 1,302,279.04   | 1,515,852.92   | --             |
| 营业总收入                   | 45,279,777.40  | 50,383,836.74  | 46,573,907.67  | 6,159,414.91   |
| 经营性业务利润                 | 4,968,766.00   | 4,882,731.59   | 3,008,073.01   | -25,541.05     |
| 投资收益                    | 661,427.49     | 411,578.87     | 268,782.98     | 104,014.32     |
| 净利润                     | 3,806,952.70   | 3,761,255.88   | 2,045,555.84   | 33,129.03      |
| EBIT                    | 5,864,373.95   | 5,300,552.75   | 3,200,930.82   | --             |
| EBITDA                  | 6,670,705.95   | 6,230,548.97   | 4,109,010.29   | --             |
| 销售商品、提供劳务收到的现金          | 46,405,081.11  | 32,353,542.66  | 29,664,910.86  | 4,778,774.92   |
| 经营活动产生的现金流量净额           | 411,316.09     | 275,044.95     | 391,232.39     | -942,141.94    |
| 投资活动产生的现金流量净额           | -2,628,078.62  | -1,303,027.12  | -461,564.21    | 221,988.36     |
| 筹资活动产生的现金流量净额           | -2,310,376.75  | 343,891.89     | -3,681,316.43  | -894,458.27    |
| 财务指标                    | 2021           | 2022           | 2023           | 2024.3         |
| 营业毛利率（%）                | 21.82          | 19.55          | 15.23          | 10.82          |
| 期间费用率（%）                | 6.20           | 5.02           | 4.79           | 7.13           |
| EBITDA 利润率（%）           | 14.73          | 12.37          | 8.82           | --             |
| EBIT 利润率（%）             | 12.95          | 10.52          | 6.87           | --             |
| 净资产收益率（%）               | 9.69           | 9.42           | 5.06           | --             |
| 存货周转率（X）                | 0.33           | 0.41           | 0.49           | --             |
| 资产负债率（%）                | 79.74          | 76.92          | 73.22          | 72.71          |
| 总资本化比率（%）               | 42.66          | 45.46          | 45.89          | 46.08          |
| 净负债率（%）                 | 38.57          | 50.22          | 60.73          | 65.22          |
| 短期债务/总债务（%）             | 20.72          | 19.66          | 18.84          | 24.13          |
| 非受限货币资金/短期债务（X）         | 2.32           | 2.02           | 1.51           | 0.98           |
| 经调整的经营产生的现金流量净额/总债务（X）  | -0.03          | -0.03          | -0.03          | --             |
| 经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务（X） | -0.16          | -0.16          | -0.17          | --             |
| 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）  | 0.28           | 0.21           | 0.26           | --             |
| 总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）   | 0.63           | 1.05           | 1.15           | --             |
| 总债务/EBITDA（X）           | 4.38           | 5.43           | 8.31           | --             |
| EBITDA/短期债务（X）          | 1.10           | 0.94           | 0.64           | --             |
| EBITDA 利息保障倍数（X）        | 4.58           | 4.78           | 2.71           | --             |

注：1、2021 年和 2022 年数据分别为下年财务报表期初数，2023 年和 2024 年一季度数据均为该期财务报表期末数；2、债务统计口径不包含应付票据以及短期借款和一年内到期的非流动负债中的应付利息，但包含租赁负债；非经常性损益包括公允价值变动损益、投资收益中除权益法核算的长期股权投资收益的其余部分、资产处置收益、营业外收入和营业外支出。



### 附三：基本财务指标的计算公式

| 指标   | 计算公式              |  |
|------|-------------------|--|
| 资本结构 | 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+租赁负债+其他债务调整项  |
|      | 总债务               | =长期债务+短期债务   |
|      | 非受限货币资金           | =货币资金-受限货币资金   |
|      | 净债务               | =总债务-非受限货币资金   |
|      | 资产负债率             | =负债总额/资产总额   |
|      | 经调整的所有者权益         | =所有者权益合计-混合型证券调整   |
|      | 总资本化比率            | =总债务/(总债务+经调整的所有者权益)   |
|      | 净负债率              | =净债务/经调整的所有者权益   |
|      | 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   |
| 经营效率 | 应收账款周转率           | =营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)   |
|      | 存货周转率             | =营业成本/存货平均净额   |
|      | 营业毛利率             | =(营业收入-营业成本)/营业收入  |
| 盈利能力 | 期间费用合计            | =销售费用+管理费用+财务费用+研发费用   |
|      | 期间费用率             | =期间费用合计/营业收入   |
|      | 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-非经常性损益调整项 |
|      | EBIT（息税前盈余）       | =利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项  |
|      | 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   |
|      | 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/营业收入  |
| 现金流  | 经调整的经营活动产生的现金流量净额 | =经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出         |
|      | 流动比率              | =流动资产/流动负债   |
| 偿债能力 | 速动比率              | =(流动资产-存货)/流动负债  |
|      | 利息支出              | =资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出   |
|      | EBITDA 利息保障倍数     | =EBITDA/利息支出   |

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

| 个体信用评估<br>(BCA) 等级符号 | 含义  |
|----------------------|---|
| aaa                  | 在无外部特殊支持下，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                   | 在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。  |
| a                    | 在无外部特殊支持下，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                  | 在无外部特殊支持下，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                   | 在无外部特殊支持下，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                    | 在无外部特殊支持下，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                  | 在无外部特殊支持下，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                   | 在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。              |
| c                    | 在无外部特殊支持下，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。

| 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     | 受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。              |
| 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。

| 中长期债项等级符号 | 含义                            |
|-----------|-------------------------------|
| AAA       | 债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。 |
| AA        | 债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。  |
| A         | 债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。  |
| BBB       | 债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。   |
| BB        | 债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。  |
| B         | 债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。    |
| CCC       | 债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。     |
| 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。

| 短期债项等级符号 | 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      | 还本付息能力较强，安全性较高。          |
| A-3      | 还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。 |
| B        | 还本付息能力较低，有很高的违约风险。       |
| C        | 还本付息能力极低，违约风险极高。         |
| D        | 不能按期还本付息。                |

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn