

万科企业股份有限公司

2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕3933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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持万科企业股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 万科 04”“21 万科 05”“21 万科 06”“22 万科 01”“22 万科 02”“22 万科 03”“22 万科 04”“22 万科 05”“22 万科 06”“22 万科 07”“23 万科 01”“22 万科 GN001”“22 万科 GN002”“22 万科 GN003”“21 万科 MTN003”“22 万科 MTN001”“22 万科 MTN002”“22 万科 MTN003”“22 万科 MTN004”“22 万科 MTN005”“23 万科 MTN001”“23 万科 MTN002”“23 万科 MTN003”“23 万科 MTN004”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：

二〇二四年六月七日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel): (010) 85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱 (Email):lianhe@lhratings.com

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。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。

三、本报告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。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；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。

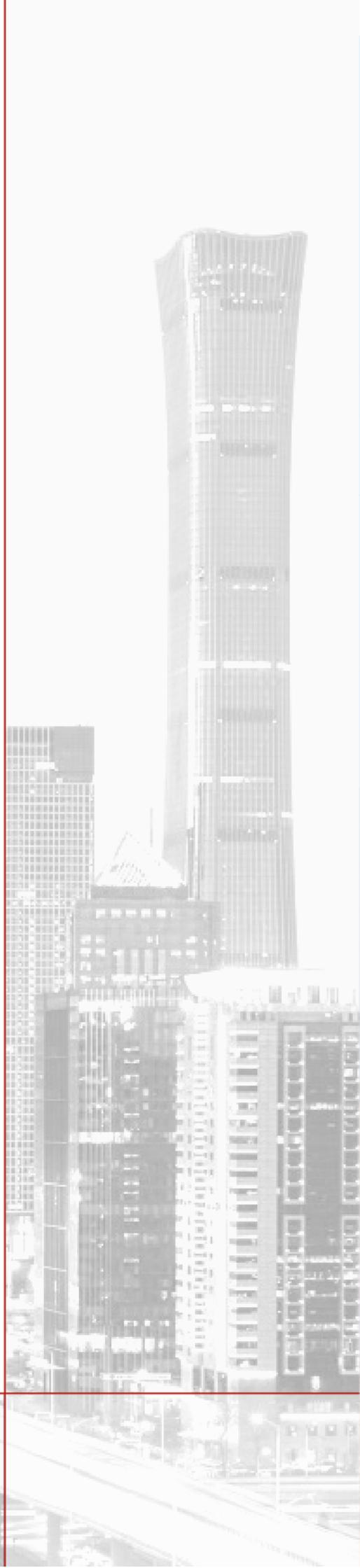
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、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。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、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。

九、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。



万科企业股份有限公司

2024 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
万科企业股份有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	
21 万科 04/21 万科 05/21 万科 06/22 万科 01			
22 万科 02/22 万科 03/22 万科 04/22 万科 05			
22 万科 06/22 万科 07/23 万科 01			
22 万科 GN001/22 万科 GN002/22 万科 GN003			2024/06/07
21 万科 MTN003/22 万科 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	
22 万科 MTN002/22 万科 MTN003			
22 万科 MTN004/22 万科 MTN005			
23 万科 MTN001/23 万科 MTN002			
23 万科 MTN003/23 万科 MTN004			

评级观点

万科企业股份有限公司（以下简称“公司”）作为国内较早从事房地产开发的房地产龙头企业之一，经历了多轮周期，行业经验丰富，长期以来保持稳健的经营风格，区域布局相对均衡，所开发物业业态多元。在巩固主业房地产开发业务优势的基础上，公司持续拓展城市配套服务相关业务，物流、商业、长租公寓等多元化业务发展态势良好。2023 年，房地产行业持续调整，公司面临不利的经营环境，签约销售规模持续下降，叠加融资环境变化，账面货币资金规模有所下降，再融资压力大，但经营活动现金流仍保持净流入态势，全部债务资本化比率维持合理水平，且融资结构以长期债务为主。伴随行业融资环境收紧，公司由过往“总对总”的信用融资模式向以项目制抵押的融资模式改变，公司逐步加强大宗交易和股权交易工作并利用经营性物业贷等融资工具推动融资模式转型，公司整体偿债能力指标有望维持良好水平。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

房地产行业仍处调整阶段，未来公司销售或将持续承压。公司计划于未来 2 年削减 1000 亿元以上债务，随着公司存量项目进一步实现销售以及经营性资产的盘活与转化，公司经营有望保持良好，公司的评级展望为稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：签约销售额持续大幅下降；融资模式转型遇到挑战，可动用货币资金规模持续下降。

优势

- **行业地位领先。**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，销售规模常年稳居行业销售排名前列。
- **项目储备较为充足，且区域分布相对均衡。**截至 2023 年底公司仍保持较为充足的项目储备，同时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。
- **经营与服务业务与开发业务协同效应逐步发挥。**长期以来公司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，有助于分散经营风险，为可持续发展奠定了良好基础。

关注

- **房地产行业持续调整。**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，公司开发业务销售规模逐年下降，项目去化压力加大。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。
- **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。

- **融资环境变化，流动性管理压力有所加大。**2023 年，公司筹资活动现金流入同比下降 34.02%。截至 2023 年底，公司合并口径货币资金 998.14 亿元，较上年底下降 27.25%；公司本部货币资金 183.97 亿元，较上年底下降 58.70%。公司过往主要采用“总对总”的融资方式，债务较为集中于公司本部，截至 2023 年底，公司本部全部债务 2056.36 亿元，现金短期债务比为 0.41 倍。同时，公司经营服务类业务投资回收周期长，对资金占压较大。伴随公司所面临融资环境波动与融资模式转变，流动性管理压力有所加大，需关注公司大宗交易、股权交易等工作以及利用经营性物业贷等工具融资进展。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 [房地产企业信用评级方法 V4.0.202208](#)

评级模型 [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

本次评级打分表及

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	5
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			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

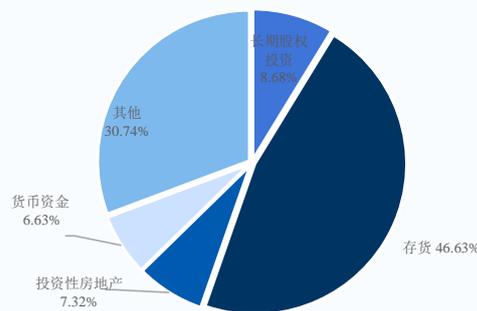
主要财务数据

项目	合并口径			
	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	1494.01	1372.32	998.35	831.05
资产总额（亿元）	19386.38	17578.05	15048.50	14638.69
所有者权益（亿元）	3927.73	4056.37	4029.34	3995.33
短期债务（亿元）	586.22	645.17	624.16	/
长期债务（亿元）	2073.43	2495.89	2576.35	/
全部债务（亿元）	2659.65	3141.06	3200.52	/
营业总收入（亿元）	4527.98	5038.38	4657.39	615.94
利润总额（亿元）	522.23	524.08	298.05	6.99
EBITDA（亿元）	670.35	666.14	437.30	--
经营性净现金流（亿元）	41.13	27.50	39.12	-94.21
营业利润率（%）	17.17	14.71	11.24	6.71
净资产收益率（%）	9.69	9.27	5.08	--
资产负债率（%）	79.74	76.92	73.22	72.71
全部债务资本化比率（%）	40.37	43.64	44.27	/
流动比率（%）	122.02	131.32	139.97	138.47
经营现金流动负债比（%）	0.31	0.26	0.48	--
现金短期债务比（倍）	2.55	2.13	1.60	/
EBITDA 利息倍数（倍）	4.98	5.53	3.07	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.97	4.72	7.32	--

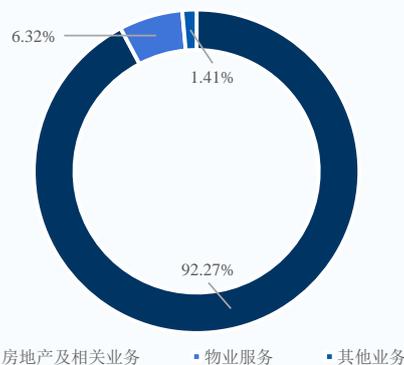
项目	公司本部口径			
	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	5088.12	5457.23	5308.94	5180.09
所有者权益（亿元）	1578.89	1599.75	1708.01	1707.07
全部债务（亿元）	1780.78	2140.67	2056.36	/
营业总收入（亿元）	63.87	26.15	28.78	4.52
利润总额（亿元）	249.46	145.71	154.25	-0.93
资产负债率（%）	68.97	70.69	67.83	67.05
全部债务资本化比率（%）	53.00	57.23	54.63	/
流动比率（%）	203.13	219.36	228.60	208.01
经营现金流动负债比（%）	-9.13	-9.17	-1.83	--

注：1. 本报告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；利息支出剔除融资租赁的利息支出；3. 公司 2024 年一季度数据未经审计；4. “—”表示指标不适用，“/”表示数据未获取
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2023 年底公司资产构成



2023 年公司收入构成



2021—2023 年公司现金流情况



2021—2023 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	到期兑付日	特殊条款
21 万科 04	5.66	5.66	2028/05/20	回售, 赎回, 调整票面利率
21 万科 05	23.00	23.00	2026/07/26	回售, 赎回, 调整票面利率
21 万科 06	7.00	7.00	2028/07/26	回售, 赎回, 调整票面利率
22 万科 01	8.90	8.90	2025/03/04	--
22 万科 02	11.00	11.00	2027/03/04	--
22 万科 03	3.50	3.50	2027/06/06	回售, 赎回, 调整票面利率
22 万科 04	6.50	6.50	2029/06/06	回售, 赎回, 调整票面利率
22 万科 05	29.00	29.00	2027/07/08	回售, 赎回, 调整票面利率
22 万科 06	5.00	5.00	2029/07/08	回售, 赎回, 调整票面利率
22 万科 07	25.00	25.00	2027/10/31	赎回, 调整票面利率, 回售, 交叉保护, 偿债保障承诺
23 万科 01	20.00	20.00	2026/07/24	交叉保护, 偿债保障承诺
22 万科 GN001	30.00	30.00	2025/07/21	--
22 万科 GN002	20.00	20.00	2025/08/12	--
22 万科 GN003	20.00	20.00	2025/09/21	--
21 万科 MTN003	20.00	20.00	2024/09/06	--
22 万科 MTN001	30.00	30.00	2025/01/27	--
22 万科 MTN002	30.00	30.00	2025/02/16	--
22 万科 MTN003	20.00	20.00	2025/02/25	--
22 万科 MTN004	20.00	20.00	2025/12/15	--
22 万科 MTN005	37.00	37.00	2025/12/28	--
23 万科 MTN001	20.00	20.00	2026/04/23	--
23 万科 MTN002	20.00	20.00	2026/05/12	--
23 万科 MTN003	20.00	20.00	2026/06/15	--
23 万科 MTN004	20.00	20.00	2026/07/07	--

注: 上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
资料来源: 联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
23 万科 01	AAA	AAA	2023/07/05	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
23 万科 MTN004	AAA	AAA	2023/06/28	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
23 万科 MTN003	AAA	AAA	2023/04/14	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
21 万科 04 21 万科 05 21 万科 06 22 万科 01 22 万科 02 22 万科 03 22 万科 04 22 万科 05 22 万科 06 22 万科 07 22 万科 GN001 22 万科 GN002 22 万科 GN003 21 万科 MTN003 22 万科 MTN001 22 万科 MTN002 22 万科 MTN003 22 万科 MTN004 22 万科 MTN005	AAA	AAA	2023/05/26	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
23 万科 MTN002	AAA	AAA	2023/05/05	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
23 万科 MTN001	AAA	AAA	2023/04/14	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
22 万科 MTN005	AAA	AAA	2022/12/19	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
22 万科 MTN004	AAA	AAA	2022/11/30	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
22 万科 07	AAA	AAA	2022/10/14	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
22 万科 GN003	AAA	AAA	2022/09/09	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
22 万科 GN002	AAA	AAA	2022/08/02	赵兮 罗星驰	房地产企业信用评级方法 (V3.1.202205) / 房地产企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.1.202205)	阅读原文
22 万科 GN001	AAA	AAA	2022/06/28	赵兮 罗星驰	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)	阅读原文
22 万科 05 22 万科 06	AAA	AAA	2022/06/20	赵兮 罗星驰	房地产企业信用评级方法 (V3.1.202205) / 房地产企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.1.202205)	阅读原文
22 万科 04	AAA	AAA	2022/05/12	赵兮 罗星驰	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)	阅读原文

22 万科 01 22 万科 02	AAA	AAA	2022/02/14	赵兮 罗星驰	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)	阅读原文
22 万科 MTN003	AAA	AAA	2022/01/20	赵兮 朱一汀	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)	阅读原文
22 万科 MTN002	AAA	AAA	2022/01/20	赵兮 朱一汀	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)	阅读原文
22 万科 MTN001	AAA	AAA	2022/01/19	赵兮 朱一汀	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)	阅读原文
21 万科 MTN003	AAA	AAA	2021/08/11	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)	阅读原文
21 万科 05 21 万科 06	AAA	AAA	2021/07/15	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)	阅读原文
21 万科 MTN002	AAA	AAA	2021/06/29	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)	阅读原文
21 万科 03 21 万科 04	AAA	AAA	2021/04/30	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)	阅读原文
21 万科 MTN002	AAA	AAA	2021/03/11	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)	阅读原文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本编号
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：赵兮 zhaoxi@lhratings.com

项目组成员：罗星驰 luoxc@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于万科企业股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

万科企业股份有限公司（以下简称“公司”）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，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”。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2024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（以下简称“深铁集团”）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。

公司主营业务包括房地产开发及相关资产经营和物业服务，按照联合资信行业分类标准划分为房地产行业。

截至2024年5月底，公司集团总部内设事业中心、管理中心、协同中心、组织中心和风控中心；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、商业BG和物业事业集团BG；事业单元内设长租公寓事业部BU²、酒店与度假事业部BU、海外事业部BU、食品事业部BU和物流事业部BU。

截至2023年底，公司合并资产总额15048.50亿元，所有者权益4029.34亿元（含少数股东权益1521.49亿元）；2023年，公司实现营业总收入4657.39亿元，利润总额298.05亿元。

截至2024年3月底，公司合并资产总额14638.69亿元，所有者权益3995.33亿元（含少数股东权益1489.00亿元）；2024年1—3月，公司实现营业总收入615.94亿元，利润总额6.99亿元。

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。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至2024年3月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，公司按照募集说明书规定的用途使用募集资金，不存在变更募集资金用途的情况。

图表1·截至2024年3月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限（年）
21 万科 04	5.66	5.66	2021/05/20	7
21 万科 05	23.00	23.00	2021/07/26	5
21 万科 06	7.00	7.00	2021/07/26	7
22 万科 01	8.90	8.90	2022/03/04	3
22 万科 02	11.00	11.00	2022/03/04	5
22 万科 03	3.50	3.50	2022/06/06	5
22 万科 04	6.50	6.50	2022/06/06	7
22 万科 05	29.00	29.00	2022/07/08	5
22 万科 06	5.00	5.00	2022/07/08	7
22 万科 07	25.00	25.00	2022/10/31	5
23 万科 01	20.00	20.00	2023/07/24	3
22 万科 GN001	30.00	30.00	2022/07/21	3

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。

22 万科 GN002	20.00	20.00	2022/08/12	3
22 万科 GN003	20.00	20.00	2022/09/21	3
21 万科 MTN003	20.00	20.00	2021/09/06	3
22 万科 MTN001	30.00	30.00	2022/01/27	3
22 万科 MTN002	30.00	30.00	2022/02/16	3
22 万科 MTN003	20.00	20.00	2022/02/25	3
22 万科 MTN004	20.00	20.00	2022/12/15	3
22 万科 MTN005	37.00	37.00	2022/12/28	3
23 万科 MTN001	20.00	20.00	2023/04/23	3
23 万科 MTN002	20.00	20.00	2023/05/12	3
23 万科 MTN003	20.00	20.00	2023/06/15	3
23 万科 MTN004	20.00	20.00	2023/07/07	3

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024 年一季度报）](#)》。

五、行业分析

2023 年房地产市场波动较大，其中一季度短暂回暖复苏后于二季度再次降温；虽 7 月以来利好政策集中释放，但销售下行趋势仍未逆转，行业仍处于探底状态。受销售端未有明显起色影响，土地市场继续冷清但不同城市间仍有分化，城投兜底现象逐步退去，叠加融资端修复有限，房企资金仍承压。考虑到房地产市场供求关系已发生重大变化，2023 年以来调控政策延续宽松态势，放松政策密集发布，但市场信心修复预计仍需一定时间。详见《[2024 年房地产行业分析](#)》。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

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。长期以来公司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、租赁住宅、物业服务和物流仓储服务等业务发展态势良好，为可持续发展奠定了良好基础。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（2023 年，公司位列克而瑞销售排行榜全口径第 2 名、权益口径第 3 名），品牌知名度高。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（中征码：4402000000325267），截至 2024 年 5 月 16 日，公司无未结清不良或关注类信贷信息。截至 2024 年 6 月 7 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

2023年11月，深圳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“深圳市国资委”）、深铁集团和公司共同召开金融机构沟通会，深圳市国资委表示，公司是深圳国资体系的重要成员，如有需要或遭遇极端情况，有充分信心、足够的资金资源和工具，通过项目合作、优化股权投资结构、债券认购、协调金融机构融资等市场化、法治化手段帮助万科积极应对和化解风险。公司第一大股东深铁集团在与金融机构的沟通会议上表示，深铁集团坚定看好公司的发展前景，同时将研究制定并有序释放各种有效的工具，全力支持公司。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。同时，深铁集团正在积极准备，择机购买公司在公开市场发行的债券。中金印力消费基础设施封闭式基础设施证券投资基金于4月30日在深圳证券交易所挂牌上市，募集资金净额为32.6亿元，公司第一大股东深铁集团通过战略配售认购基金份额总额的29.75%。此外，公司于2024年5月8日委托挂牌公开转让深圳南山区T208-0053宗地的使用权、地上建筑物及附着物，挂牌起始价格为人民币22.35亿元，由深圳市百硕迎海投资有限公司与深铁集团组成的联合竞买方（以下简称“联合竞买方”）以人民币22.35亿元竞得本次交易标的。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。

（二）管理水平

2023年，公司股权结构和主要高管团队未发生重大变化。

（三）经营方面

1 业务经营分析

（1）经营概况

2023年，公司营业总收入有所下降，经营服务业务对公司收入贡献有所提升。受开发业务结算毛利率下降影响，公司综合毛利率继续下降，与行业趋势相符。近年来房地产市场景气度不高，预计公司未来收入及毛利率下行压力仍大。

2023年，公司营业总收入同比下降7.56%，主要系开发业务结算面积下降所致。收入构成方面，公司收入主要由房地产开发及相关资产经营业务构成，占营业总收入的比重维持在92%以上；伴随物业服务收入快速增长，物业服务收入占比有所上升。2023年，公司经营服务业务（含物业服务和经营性业务）合并报表收入约428亿元，同比增长13.8%，经营服务业务对公司收入贡献有所提升。

毛利率方面，2023年，受公司结算项目地价占售价比重上升影响，房地产及相关业务毛利率呈继续下降态势，带动公司综合毛利率下降，与行业趋势相符。

近年来房地产市场景气度不高，公司合同销售额及销售价格承受较大压力，未来随着此类项目进入结转期，预计公司收入及毛利率仍有较大下行压力。

图表2· 2021—2023年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021年			2022年			2023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	4497.63	99.33%	21.55%	4962.20	98.49%	19.50%	4591.73	98.59%	15.38%
其中：房地产及相关业务	4299.32	94.95%	21.74%	4704.46	93.37%	19.78%	4297.46	92.27%	15.41%
物业服务	198.31	4.38%	17.42%	257.74	5.12%	14.42%	294.27	6.32%	14.96%
其他业务收入	30.35	0.67%	63.23%	76.18	1.51%	23.03%	65.66	1.41%	4.88%
营业总收入合计	4527.98	100.00%	21.82%	5038.38	100.00%	19.55%	4657.39	100.00%	15.23%

注：毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入*100%

资料来源：联合资信根据公司年报整理

（2）房地产开发业务

①土地储备与投资

公司坚持审慎的拿地策略，在行业下行阶段拿地规模持续下降，投资方向进一步聚焦于有真实需求的区域，新增项目平均地价进一步上升。目前公司流动性管理压力有所加大，预计在短期内拿地力度仍较小。

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。2023年，伴随行业下行，公司新增权益规划建筑面积持续下降；公司坚持严格的投资标准，聚焦有真实需求、投资兑现度高的项目，新获取土地楼面均价进

一步上升。2023年，公司获取新项目43个，总规划计容建筑面积约596万平方米，权益计容规划建筑面积约333万平方米，新获取资源以住宅品类为主，主要分布在北京、上海、杭州和成都等主要城市。

图表3·公司获取土地储备情况

项目	2021年	2022年	2023年	2024年1—3月
项目数量(个)	148	36	43	/
新增全口径规划建筑面积(万平方米)	2667	690	596	/
新增权益规划建筑面积(万平方米)	1901	404	333	/
新增权益地价总额(亿元)	1402	496	463	/
楼面均价(元/平方米)	6942	12297	13899	/
期末全口径待建面积(万平方米)	4522	3593	3304	3169
期末权益待建面积(万平方米)	2910	2277	2081	2020

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：联合资信根据公司年报及一季报整理

截至2023年底，公司全口径待建面积3304万平方米，较上年底下降8.05%；整体区域布局相对分散，可在一定程度上抵御区域轮动风险。

②项目开发建设

公司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。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。

2023年，公司开发业务开复工计容面积约1706万平方米，同比增长8.8%，完成年初计划的102.0%；开发业务竣工计容面积约3134万平方米，同比下降13.7%，完成年初计划的97.1%。

图表4·公司房地产开发主要指标(单位：万平方米)

项目	2021年	2022年	2023年	2024年1—3月
新开工面积	3265	1568	/	/
开复工面积	/	/	1706	170
竣工面积	3571	3629	3134	266
全口径在建建筑面积	10367	8260	5886	5676
权益在建建筑面积	6428	5240	3727	3593

资料来源：联合资信根据公司年报及一季报整理

在建及拟建项目方面，伴随开发业务规模收缩，公司期末在建建筑面积逐年下降。截至2023年底，公司在建项目总计容建筑面积较上年底下降28.75%，但在建项目与规划中项目体量仍较大。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373.9万平方米。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房地产销售

伴随行业深度调整，2023年公司开发业务销售规模进一步下降，但仍保持行业前三名的销售规模。

伴随房地产市场大幅降温与公司投资力度放缓，2023年，公司签约销售金额同比下降9.8%(同期，全国商品房销售额同比下降6.50%)，但仍保持行业前三名的销售规模。2024年1—3月，公司签约销售金额同比下降42.8%。

图表5·公司房地产销售情况

项目	2021年	2022年	2023年	2024年1—3月
全口径销售面积(万平方米)	3808	2630	2466	391
全口径销售金额(亿元)	6278	4170	3761	580
销售均价(元/平方米)	16487	15854	15252	14825
已售未结转面积(万平方米)	4674	3362	2339	2323
已售未结转金额(亿元)	7108	5300	3604	3502

资料来源：联合资信根据公司年报及一季报整理

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。从占比情况看，2023年，上海区域占比有所提升，南方区域占比有所下降。

图表 6 • 2023 年公司分区域的销售情况（单位：亿元）

区域	销售金额	占比	占比较上年变动情况
南方区域	892.7	23.7%	-1.20 个百分点
上海区域	1291.4	34.2%	+1.50 个百分点
北京区域	506.0	13.5%	-0.20 个百分点
东北区域	190.1	5.1%	+0.30 个百分点
华中区域	340.5	9.1%	-0.40 个百分点
西南区域	266.0	7.1%	+0.60 个百分点
西北区域	243.8	6.5%	-0.10 个百分点
其他	30.7	0.8%	-0.50 个百分点
合计	3761.2	100.0%	--

注：北京区域包括北京市、河北省、内蒙古自治区、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；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；其他包括香港、纽约、旧金山、伦敦、西雅图
 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，有助于分散经营风险，并且能够对公司收入形成补充；公司较为丰富的经营性不动产项目储备也有助于公司拓宽融资渠道。

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。万物云是中国领先的全域空间服务提供商，并通过 AIoT（人工智能物联网）以及 BPaaS（流程即服务）解决方案实现远程和混合运营（Remote & Hybrid），为客户提升空间服务效率。2023年，万物云实现营业收入 334.2 亿元（含对公司合并范围内以及对外部单位营业收入），同比增长 10.2%。其中社区空间居住消费服务收入 189.3 亿元，占比 56.6%，同比增长 13.0%；商企和城市空间综合服务收入 117.0 亿元，占比 35.0%，同比增长 4.6%；AIoT 及 BPaaS 解决方案服务收入 27.9 亿元，占比 8.4%，同比增长 16.9%。

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。2023年，公司租赁住宅业务（含非并表项目）实现营业收入 34.6 亿元，同比增长 6.8%。通过扩大开业规模、稳定高出租率、提升运营效率，2023年“泊寓”业务在成本法下实现整体盈利，业务发展进入新的阶段。2023年，“泊寓”新获取房间 2.28 万间，净新增开业 1.35 万间。截至 2023 年底，“泊寓”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，开业数量在北京、深圳、广州、成都和武汉等 24 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。2023年，公司商业业务（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%，出租率 94.8%，同比提高 1.6 个百分点。截至 2023 年底，公司合计开业 203 个商业项目（不含轻资产输出管理项目），建筑面积 1158 万平方米；规划中和在建商业建筑面积为 305 万平方米。其中印力集团合计开业 74 个商业项目（不含轻资产输出管理项目），建筑面积 714 万平方米；规划中和在建商业建筑面积为 71 万平方米。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%，四个一线城市占比为 24%，一二线城市占比超过 90%。

④物流仓储

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。2023年，物流业务（含非并表项目）实现营业收入 41.8 亿元，同比增长 17.2%。其中，高标库营业收入 23.0 亿元，同比增长 6.3%；冷链营业收入（不含供应链业务收入）18.8 亿元，同比增长 33.9%。2023年，万纬物流新开业 8 个项目，合计可租赁建筑面积 43.9 万平方米。其中冷链 7 个，可租赁建筑面积 30.6 万平方米；高标库 1 个，可租赁建筑面积 13.3 万平方米。截至 2023 年底，万纬物流累计开业项目可租赁建筑面积 1002 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，稳定期的库容使用率为 77%。

2 未来发展

未来公司将坚持稳健经营，确保安全底线，推动公司平稳度过行业调整阶段。

2024年，公司将重点围绕以下方面开展工作：

一是确保安全底线：开发业务坚持跑赢大势，经营层面现金流为正。加强大宗交易和股权交易工作，回款300亿元以上，增厚安全垫。

二是坚定降杠杆，推动融资模式转型：未来两年削减付息债务1000亿元。积极利用经营性物业贷等融资工具，全面融入城市房地产融资协调机制，推动融资模式转型。

三是做“好产品、好服务”，持续赢得客户口碑：保障项目高品质交付。通过好产品、好服务持续夯实客户口碑和市场声誉。进一步提升在产品、配套设施、物业服务的专业合力优势。

四是精简高效、节衣缩食：推进组织精简高效，保持骨干员工稳定，支持业务发展。节衣缩食，压降管理费用。

（四）财务方面

毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2023年度财务报告进行了审计，并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。公司2024年一季度财务数据未经审计。

1 主要财务数据变化

2023年，伴随行业深度调整公司资产规模持续下降，货币资金下降较快。公司资产主要由房地产板块及合作开发业务形成的相关资产构成，其可变现能力与账面价值在行业下行阶段均面临一定压力。随着公司拿地规模收缩、项目陆续结转以及压降债务规模，预计公司资产规模将保持下降趋势，存货等流动资产将更快下降。同时，随着融资模式变化，公司受限资产规模将快速上升。考虑到未来一段时间行业调整期销售项目逐渐结转，以及公司力求确保安全底线压降债务与回笼资金，公司盈利指标下降压力仍大。未来，公司为确保经营安全，经营活动现金流有望保持净流入状态，叠加资产处置投资活动现金流也有望得到改善，考虑到公司降债计划，筹资活动现金流预计将持续净流出。

资产方面，公司资产结构符合房地产开发企业资产结构特征，主要由房地产板块及合作开发业务形成的相关资产构成。截至2023年底，公司合并资产总额15048.50亿元，较上年底下降14.39%，主要系货币资金和存货下降所致。伴随销售回款下降及融资环境变化，公司货币资金规模下降较快，截至2023年底公司货币资金规模较上年底下降27.25%。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，受合作方经营往来款及应收联营/合营企业款下降影响，截至2023年底公司其他应收款较上年底下降6.55%；截至2023年底，公司其他应收款累计计提坏账准备23.02亿元，在市场调整阶段面临一定资金回收风险。伴随拿地规模下降及项目结转，公司存货账面价值逐年下降，截至2023年底较上年底下降22.64%，其中已完工开发产品占比15.35%（较上年底上升4.54个百分点）；截至2023年底公司存货累计计提跌价准备79.86亿元，其中2023年新增长计提存货跌价准备34.90亿元，在行业调整阶段公司存货持续面临去化与跌价压力。截至2023年底，公司长期股权投资较上年底增长0.81%，长期股权投资主要为对合营企业及联营公司的投资。截至2023年底，公司投资性房地产较上年底增长11.73%，主要系存货等其他转入所致；公司采用成本模式计量投资性房地产。

图表7· 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2021年底		2022年底		2023年底		2024年3月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	16002.68	82.55%	14153.56	80.52%	11502.60	76.44%	11110.71	75.90%
货币资金	1493.52	7.70%	1372.08	7.81%	998.14	6.63%	830.66	5.67%
其他应收款	2660.61	13.72%	2726.95	15.51%	2548.40	16.93%	2587.51	17.68%
存货	10756.17	55.48%	9070.57	51.60%	7016.96	46.63%	6720.57	45.91%
非流动资产	3383.70	17.45%	3424.49	19.48%	3545.90	23.56%	3527.98	24.10%
长期股权投资	1444.49	7.45%	1295.12	7.37%	1305.63	8.68%	1284.70	8.78%
投资性房地产	859.53	4.43%	985.72	5.61%	1101.34	7.32%	1105.67	7.55%
资产总额	19386.38	100.00%	17578.05	100.00%	15048.50	100.00%	14638.69	100.00%

注：占比指单个资产科目占同期末资产总额的比重
 资料来源：联合资信根据公司年报及一季报整理

资产受限方面，过往公司主要采取“总对总”的信用融资模式为主，资产受限比例较低。截至 2023 年底，公司受限资产合计 373.51 亿元（较上年底增长 82.91%），占总资产的比例为 2.48%（较上年底提高 1.32 个百分点），伴随行业融资环境收紧与公司向以项目制抵押的融资模式改变，预计未来公司资产受限比例将快速上升。

图表 8 • 截至 2023 年底公司资产受限情况

受限资产名称	受限账面价值（亿元）	受限比例
货币资金	28.71	2.88%
存货	194.32	2.77%
投资性房地产	135.40	12.29%
固定资产	15.08	7.84%
合计	373.51	2.48%

资料来源：联合资信根据公司年报整理

所有者权益方面，截至 2023 年底，公司所有者权益 4029.34 亿元，较上年底下降 0.67%，主要系未分配利润和少数股东权益下降所致。其中，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 2.96%、6.22%、-0.32%、-1.18%、31.33%、23.23%和 37.76%。盈余公积、未分配利润和少数股东权益占比较大。

截至 2023 年底，公司负债总额 11019.17 亿元，较上年底下降 18.51%，主要系合同负债及应付账款下降所致。公司应付账款主要为应付及预提工程款和应付地价等，截至 2023 年末，公司应付账款延续下降态势，较上年底下降 23.35%。公司其他应付款主要由应付合营/联营企业款、应付股权款与合作公司往来及其他和土地增值税清算准备金构成，截至 2023 年底，公司其他应付款较上年底下降 6.97%，变化不大。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，截至 2023 年底，公司合同负债较上年底下降 33.71%。

图表 9 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	13114.46	84.84%	10778.02	79.71%	8217.85	74.58%	8023.74	75.39%
应付账款	3304.11	21.37%	2892.16	21.39%	2216.88	20.12%	2010.12	18.89%
其他应付款	1920.66	12.42%	1739.05	12.86%	1617.78	14.68%	1582.04	14.86%
一年内到期的非流动负债	479.32	3.10%	639.22	4.73%	649.27	5.89%	821.91	7.72%
合同负债	6368.59	41.20%	4655.81	34.43%	3086.38	28.01%	2984.95	28.05%
非流动负债	2344.19	15.16%	2743.67	20.29%	2801.31	25.42%	2619.62	24.61%
长期借款	1543.22	9.98%	1807.73	13.37%	1977.64	17.95%	1896.02	17.81%
应付债券	530.21	3.43%	688.16	5.09%	598.71	5.43%	502.17	4.72%
负债总额	15458.65	100.00%	13521.68	100.00%	11019.17	100.00%	10643.36	100.00%

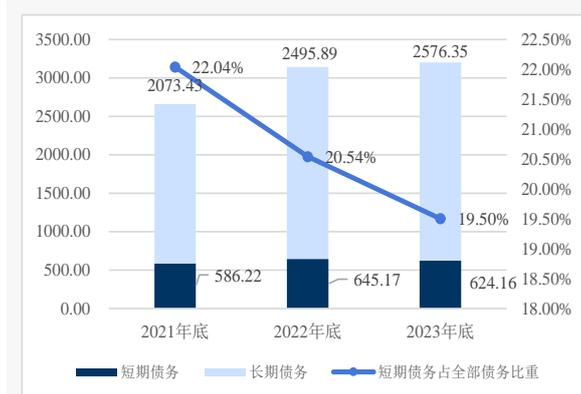
注：占比指单个负债科目占同期末负债总额的比重

资料来源：联合资信根据公司年报及一季报整理

截至 2023 年底，公司全部债务³3200.52 亿元，较上年底增长 1.89%。其中，短期债务占 19.50%，长期债务占 80.50%，以长期债务为主。从融资对象来看，银行借款占 61.66%（融资成本区间为 2.50%~Hibor 按约定利率上浮）、债券占 24.76%（融资成本区间为 2.90%~5.35%）、其他借款占 13.58%（融资成本区间为 2.75%~4.60%）。分境内境外来看，境内占 80.3%、境外占 19.7%。从债务指标看，2023 年，公司资产负债率和调整后资产负债率有所下降，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率有所上升。未来一段时间，公司计划加强大宗交易和股权交易工作，回笼资金及压降债务规模，并利用经营性物业贷等融资工具以及全面融入城市房地产融资协调机制等手段推动融资模式转型，预计负债及公开市场融资规模将有所下降。

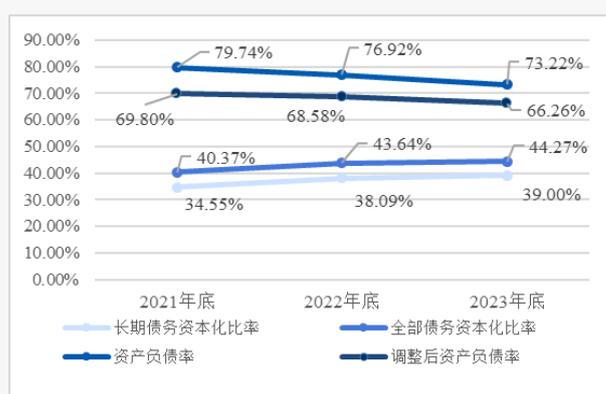
³ 全部债务包括短期借款、长期借款、应付债券、一年内到期的长期借款和应付债券，不含已计提的应付利息。

图表 10 • 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司年报整理

图表 11 • 公司债务指标



资料来源：联合资信根据公司年报整理

2023年，受开发业务结算面积下降影响，公司营业总收入同比下降7.56%。2023年，公司营业利润率延续下降态势。期间费用方面，2023年，公司费用总额同比下降11.89%，主要系压降人工费用与行政费用所致。利润构成方面，2023年，公司投资收益继续下降，资产减值损失大幅增多。受上述因素综合影响，2023年，公司主要盈利指标延续下降态势。与同行业上市公司比较情况看，公司盈利指标仍属较强。2024年1—3月，公司营业收入同比下降10.05%，营业利润率进一步下降至6.71%；同期，公司处置了部分投资，实现投资收益10.40亿元，同比增长79.97%；实现净利润3.31亿元，其中归属于母公司所有者的净利润3.62亿元。

图表 12 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021年	2022年	2023年	2024年1—3月
营业总收入	4527.98	5038.38	4657.39	615.94
营业成本	3539.77	4053.19	3947.84	549.29
费用总额	280.77	252.98	222.90	43.89
资产减值损失	-35.14	-4.50	-34.90	0.00
投资收益	66.14	41.16	26.88	10.40
利润总额	522.23	524.08	298.05	6.99
营业利润率	17.17%	14.71%	11.24%	6.71%
总资本收益率	6.80%	5.91%	3.50%	--
净资产收益率	9.69%	9.27%	5.08%	--

资料来源：联合资信根据公司年报及一季报整理

从经营活动来看，2023年，伴随销售下降及公司控制购地支出，公司经营活动现金流入与流出均延续下降态势，整体经营活动现金流量净额仍维持净流入。从投资活动来看，2021—2023年，伴随公司投资活动现金流出规模减少，投资活动现金流净流出规模有所缩减。2023年，公司筹资活动现金流入同比下降34.02%，筹资活动净现金流大幅净流出。2024年1—3月，公司经营活动现金流净流出主要系销售回款减少所致，投资活动现金流净流入主要系压降投资支出以及处置部分投资所致，筹资活动延续净流出状态。

图表 13 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2021年	2022年	2023年	2024年1—3月
经营活动现金流入小计	4842.16	3656.73	3211.29	537.90
经营活动现金流出小计	4801.03	3629.23	3172.16	632.11
经营活动现金流量净额	41.13	27.50	39.12	-94.21
投资活动现金流入小计	163.87	191.66	152.73	41.14
投资活动现金流出小计	426.67	321.96	198.89	18.95
投资活动现金流量净额	-262.81	-130.30	-46.16	22.20
筹资活动前现金流量净额	-221.68	-102.80	-7.03	-72.02
筹资活动现金流入小计	1610.07	1570.33	1036.16	146.05

筹资活动现金流出小计	1841.11	1535.94	1404.29	235.50
筹资活动现金流量净额	-231.04	34.39	-368.13	-89.45

资料来源：联合资信根据公司年报及一季报整理

2 偿债指标变化

2023年，公司现金短期债务比出现一定下降，但考虑到公司经营获现能力较强，且未来一段时间公司计划加强大宗交易和股权交易工作以及利用经营性物业贷等融资工具推动融资模式转型，公司整体短期偿债能力指标有望保持良好；考虑到公司盈利能力仍可能持续承压，与EBITDA相关的长期偿债指标仍将面临一定压力。

图表 14 • 公司偿债指标

项目	指标	2021年	2022年	2023年	2024年3月底
短期偿债指标	流动比率	122.02%	131.32%	139.97%	138.47%
	速动比率	40.01%	47.16%	54.58%	54.71%
	经营现金/流动负债（倍）	0.31	0.26	0.48	--
	现金类资产/短期债务（倍）	2.55	2.13	1.60	/
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	670.35	666.14	437.30	--
	全部债务/EBITDA（倍）	3.97	4.72	7.32	--
	EBITDA/利息支出（倍）	4.98	5.53	3.07	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额

资料来源：联合资信根据公司年报及一季报整理

从短期偿债指标看，2023年，公司经营现金持续净流入，可对流动负债形成一定覆盖，流动比率与速动比率有所上升，但现金类资产对短期债务的覆盖倍数有所下降，截至2023年底公司现金短期债务比为1.60倍，考虑到房地产企业预售资金受到监管等因素，公司实际可用货币资金对短期债务的覆盖倍数低于上述值。

从长期偿债指标看，2023年，伴随公司盈利能力下降，EBITDA对全部债务及利息支出的覆盖程度有所弱化，但仍处于良好水平。

对外担保方面，截至2023年底，公司及其子公司对外担保（不包括对子公司的担保）余额1.30亿元。截至2023年底，公司为客户的按揭贷款提供担保总额约1713.20亿元。

未决诉讼方面，截至2023年底，公司无重大未决诉讼、仲裁事项。

银行授信方面，截至2024年3月底，公司获得主要合作银行授信额度4851.50亿元，其中尚未使用的授信余额2108.89亿元，间接融资渠道通畅；公司作为A股和H股上市公司，融资渠道较为多元；此外，未来一段时间公司计划利用经营性物业贷等融资工具以及全面融入城市房地产融资协调机制等手段推动融资模式转型。

3 公司本部主要变化情况

公司本部资产以其他应收款和长期股权投资为主，流动性不佳，考虑到公司过往主要采用“总对总”的融资方式，债务较为集中于公司本部，而货币资金较多停留于子公司层面，需关注公司本部流动性管理情况。

截至2023年底，公司本部资产总额5308.94亿元，较上年底下降2.72%。其中，流动资产4566.55亿元，主要由其他应收款（占95.95%）构成；非流动资产742.39亿元，主要由长期股权投资（占94.19%）构成。截至2023年底，公司本部货币资金为183.97亿元，较上年底下降58.70%。

截至2023年底，公司本部负债总额3600.94亿元，较上年底下降6.65%。其中，流动负债1997.66亿元，主要由其他应付款（占72.97%）和一年内到期的非流动负债（占23.25%）构成；非流动负债1603.28亿元，主要由长期借款（占70.56%）和应付债券（占29.44%）构成。截至2023年底，公司本部全部债务2056.36亿元，全部债务资本化比率54.63%。其中，短期债务为453.08亿元（占比22.03%），现金短期债务比为0.41倍。

截至2023年底，公司本部所有者权益为1708.01亿元，较上年底增长6.77%。

截至2024年3月底，公司本部资产总额5180.09亿元，所有者权益为1707.07亿元，负债总额3473.02亿元；公司本部资产负债率67.05%；截至2024年3月底，公司本部货币资金52.51亿元，较上年底下降71.46%。

（五）ESG 方面

公司积极将 ESG 融入公司业务实践，不断提升可持续发展管理，目前公司 ESG 综合表现较好。

环境方面，公司响应“二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和”的国家战略，致力于实现绿色与低碳的发展路径，主动采取措施应对气候变化的挑战，在设计规划、建筑建造、运营管理等各个业务环节中，持续探索减少碳排放的可能性。截至 2023 年底，公司满足绿色建筑评价标准的面积累计超 3.28 亿平方米。

社会责任方面，公司注重员工安全及公平雇佣，截至 2023 年底，公司员工总人数 131097 人，其中女性员工占比 45%。2023 年，针对业务拓展及多种业务场景，公司开发多样化的培训形式，注重对员工的服务力和专业力的提升，以适应逐渐变化的市场环境和业务需求，全年员工培训平均时长 25.6 小时。公司建立配套安全责任体系，实行安全事故责任追究制，制定及面向公司所有业务线严格执行内部政策《生产事故管理办法》，并要求供应商、承包商等合作单位遵守该政策。

公司及公司董事会遵循中国证监会《上市公司治理准则》和香港联合交易所《环境、社会及管治报告指引》要求，加强董事会在公司 ESG 事务治理的参与，将 ESG 融入公司业务实践中。公司设立 ESG 工作委员会，由董事会主席担任 ESG 工作委员会的主任，ESG 工作委员会负责确认重要性议题的评估结果；决定 ESG 管理目标、方针政策和实施路径；评估及识别的 ESG 相关风险及机遇等 ESG 管理重大事项。

七、跟踪评级结论

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，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 万科 04”“21 万科 05”“21 万科 06”“22 万科 01”“22 万科 02”“22 万科 03”“22 万科 04”“22 万科 05”“22 万科 06”“22 万科 07”“23 万科 01”“22 万科 GN001”“22 万科 GN002”“22 万科 GN003”“21 万科 MTN003”“22 万科 MTN001”“22 万科 MTN002”“22 万科 MTN003”“22 万科 MTN004”“22 万科 MTN005”“23 万科 MTN001”“23 万科 MTN002”“23 万科 MTN003”“23 万科 MTN004”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司前十大股东明细（截至 2024 年 3 月底）

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	2206350086	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	218810297	1.83%
5	中央汇金资产管理有限责任公司	185478200	1.55%
6	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	137271120	1.15%
7	中国证券金融股份有限公司	132669394	1.11%
8	中国人寿保险股份有限公司-传统-普通保险产品-005L-CT001 沪	130868203	1.10%
9	深圳盈安财务顾问企业（有限合伙）	122230826	1.02%
10	中国工商银行股份有限公司-华泰柏瑞沪深 300 交易型开放式指数证券投资基金	72836827	0.61%

资料来源：联合资信根据公司一季报整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 5 月底）



资料来源：公司官网

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2023 年底）

序号	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	1000000	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	武汉市	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	69000	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	南京万科物业管理服务有限公司	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	144981	100%

资料来源：联合资信根据公司年报整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	1494.01	1372.32	998.35	831.05
应收账款（亿元）	47.44	75.05	72.94	87.75
其他应收款（亿元）	2660.61	2726.95	2548.40	2587.51
存货（亿元）	10756.17	9070.57	7016.96	6720.57
长期股权投资（亿元）	1444.49	1295.12	1305.63	1284.70
固定资产（亿元）	128.21	164.20	192.33	191.14
在建工程（亿元）	33.98	18.50	29.20	25.27
资产总额（亿元）	19386.38	17578.05	15048.50	14638.69
实收资本（亿元）	116.25	116.31	119.31	119.31
少数股东权益（亿元）	1568.20	1623.11	1521.49	1489.00
所有者权益（亿元）	3927.73	4056.37	4029.34	3995.33
短期债务（亿元）	586.22	645.17	624.16	/
长期债务（亿元）	2073.43	2495.89	2576.35	/
全部债务（亿元）	2659.65	3141.06	3200.52	/
营业总收入（亿元）	4527.98	5038.38	4657.39	615.94
营业成本（亿元）	3539.77	4053.19	3947.84	549.29
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	522.23	524.08	298.05	6.99
EBITDA（亿元）	670.35	666.14	437.30	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	4640.51	3235.35	2966.49	477.88
经营活动现金流入小计（亿元）	4842.16	3656.73	3211.29	537.90
经营活动现金流量净额（亿元）	41.13	27.50	39.12	-94.21
投资活动现金流量净额（亿元）	-262.81	-130.30	-46.16	22.20
筹资活动现金流量净额（亿元）	-231.04	34.39	-368.13	-89.45
财务指标				
销售债权周转次数（次）	116.50	82.04	62.88	--
存货周转次数（次）	0.34	0.41	0.49	--
总资产周转次数（次）	0.24	0.27	0.29	--
现金收入比（%）	102.49	64.21	63.69	77.58
营业利润率（%）	17.17	14.71	11.24	6.71
总资本收益率（%）	6.80	5.91	3.50	--
净资产收益率（%）	9.69	9.27	5.08	--
长期债务资本化比率（%）	34.55	38.09	39.00	/
全部债务资本化比率（%）	40.37	43.64	44.27	/
资产负债率（%）	79.74	76.92	73.22	72.71
流动比率（%）	122.02	131.32	139.97	138.47
速动比率（%）	40.01	47.16	54.58	54.71
经营现金流动负债比（%）	0.31	0.26	0.48	--
现金短期债务比（倍）	2.55	2.13	1.60	/
EBITDA 利息倍数（倍）	4.98	5.53	3.07	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.97	4.72	7.32	--

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；3. 公司 2024 年一季度数据未经审计；4. “--”表示指标不适用，“/”表示数据未获取
 资料来源：联合资信根据公司年报及一季报整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	502.96	445.43	183.97	52.51
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款（亿元）	3900.92	4328.67	4381.58	4388.69
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	643.74	639.10	699.28	695.06
固定资产（亿元）	0.27	0.23	0.17	0.17
在建工程（亿元）	4.36	8.55	9.64	9.91
资产总额（亿元）	5088.12	5457.23	5308.94	5180.09
实收资本（亿元）	116.25	116.31	119.31	119.31
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	1578.89	1599.75	1708.01	1707.07
短期债务（亿元）	439.73	459.94	453.08	/
长期债务（亿元）	1341.05	1680.73	1603.28	/
全部债务（亿元）	1780.78	2140.67	2056.36	/
营业总收入（亿元）	63.87	26.15	28.78	4.52
营业成本（亿元）	0.29	0.00	0.00	0.00
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	249.46	145.71	154.25	-0.93
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流入小计（亿元）	2483.21	1868.56	1673.42	318.83
经营活动现金流量净额（亿元）	-197.91	-199.61	-36.52	-55.46
投资活动现金流量净额（亿元）	13.81	-2.93	1.03	0.29
筹资活动现金流量净额（亿元）	-237.28	144.98	-225.90	-76.29
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）	0.01	0.00	0.01	--
现金收入比（%）	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润率（%）	98.58	97.89	98.96	98.03
总资本收益率（%）	--	--	--	--
净资产收益率（%）	15.80	9.11	9.03	--
长期债务资本化比率（%）	45.93	51.23	48.42	/
全部债务资本化比率（%）	53.00	57.23	54.63	/
资产负债率（%）	68.97	70.69	67.83	67.05
流动比率（%）	203.13	219.36	228.60	208.01
速动比率（%）	203.13	219.36	228.60	208.01
经营现金流动负债比（%）	-9.13	-9.17	-1.83	--
现金短期债务比（倍）	1.14	0.97	0.41	/
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：“—”表示指标不适用，“/”表示数据未获取
 资料来源：联合资信根据公司年报及一季报整理

附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
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	
总资产收益率	(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%
经营现金流流动负债比	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+固定资产折旧+使用权资产折旧+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