



万科企业股份有限公司 公司债 2023 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[2023]跟踪 0162 号

声明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级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，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 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，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本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。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 4 月 28 日

本次跟踪发行人及评级结果	万科企业股份有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“20 万科 02”、“20 万科 03”、“20 万科 04”、“20 万科 05”、“20 万科 06”、“20 万科 07”、“20 万科 08”和“21 万科 02”	AAA
评级观点	<p>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”）继续维持较为领先的行业地位，区域布局合理、土地储备较为充足，核心住宅开发业务与不动产经营、服务业务协同发展及财务政策稳健、融资渠道畅通等方面的优势。同时中诚信国际也关注到房地产行业风险及联合营项目运营和资金管理情况等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。</p>	
评级展望	<p>中诚信国际认为，万科企业股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。</p>	
调级因素	<p>可能触发评级上调因素：不适用。 可能触发评级下调因素：行业地位显著下降、财务杠杆比率大幅上升、盈利能力严重恶化、现金流平衡能力显著弱化。</p>	
正面		
<ul style="list-style-type: none"> ■ 继续维持较为领先的行业地位 ■ 区域布局合理，土地储备较为充足 ■ 核心住宅开发业务与不动产经营、服务业务协同发展 ■ 财务政策稳健，融资渠道畅通 		
关注		
<ul style="list-style-type: none"> ■ 房地产行业政策变化对公司经营提出更高挑战 ■ 联合营项目运营和资金管理情况 		

项目负责人：石 烁 sshi@ccxi.com.cn
项目组成员：彭俊贤 jxpeng@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）	2020	2021	2022
资产总计（亿元）	18,691.77	19,386.38	17,571.24
所有者权益合计（亿元）	3,498.44	3,927.73	4,049.92
负债合计（亿元）	15,193.33	15,458.65	13,521.33
总债务（亿元）	2,847.01	2,922.00	3,381.30
营业总收入（亿元）	4,191.12	4,527.98	5,038.38
净利润（亿元）	592.98	380.70	375.51
EBITDA（亿元）	918.75	667.07	622.83
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	531.88	41.13	27.50
营业毛利率（%）	29.25	21.82	19.55
净负债率（%）	28.31	38.57	50.30
总债务/EBITDA（X）	3.10	4.38	5.43
EBITDA 利息保障倍数（X）	5.46	4.58	4.78

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 2020~2022 年度审计报告整理，各期财务数据均为该期财务报表期末数；2、本报告中的债务统计口径不包含应付票据、交易性金融负债以及短期借款和一年内到期的非流动负债中的未到期应付利息，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。

同行业比较（2022 年数据）

部分房地产开发企业主要指标对比表								
公司名称	全口径签约销售金额（亿元）	总资产（亿元）	净负债率（%）	非受限货币资金/短期债务(X)	营业总收入（亿元）	净利润率（%）	存货周转率（X）	总债务/销售商品提供劳务收到的现金（X）
保利发展	4,573	14,704.64	65.69	2.14	2,811.08	9.61	0.26	1.30
招商蛇口	2,926	8,864.71	41.72	2.07	1,830.03	4.97	0.36	1.09
万科企业	4,170	17,571.24	50.30	2.02	5,038.38	7.45	0.41	1.05

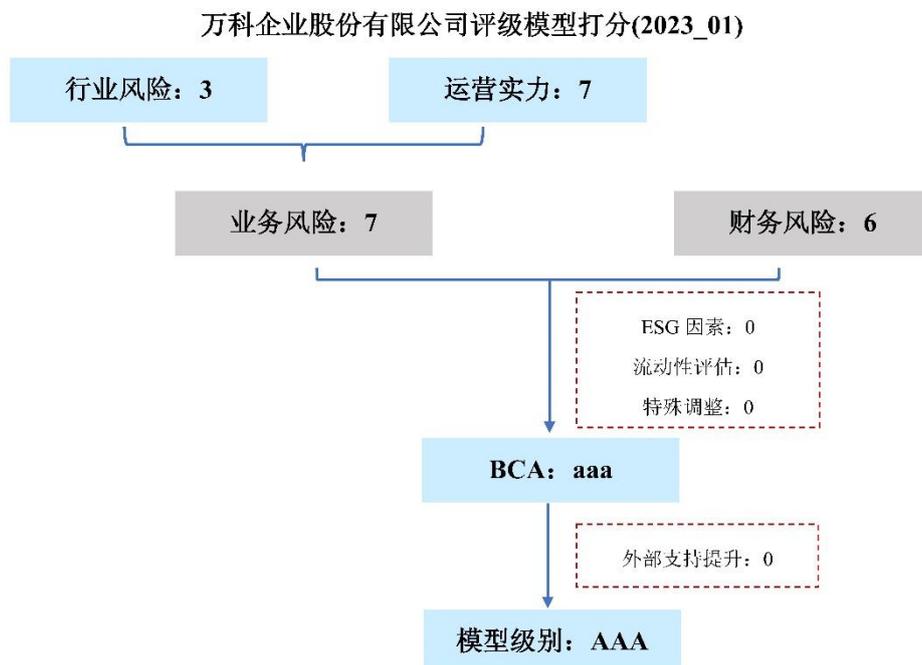
中诚信国际认为，万科企业具有行业中较为领先的业务和资产规模，存货周转效率高，非受限货币资金对短期债务的保障能力强，财务杠杆处于较低水平，销售回款对总债务的保障能力较强，盈利能力尚可。

注：“保利发展”为“保利发展控股集团股份有限公司”简称，证券代码 600048.SH；“招商蛇口”为“招商局蛇口工业区控股股份有限公司”简称，证券代码 001979.SZ。

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额（亿元）	债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
20 万科 02	AAA	AAA	2022/4/29	10	10	2020/3/16~2027/3/16	附带第 5 年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权
20 万科 03	AAA	AAA	2022/4/29	10	10	2020/5/19~2025/5/19	附带第 3 年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权
20 万科 04	AAA	AAA	2022/4/29	15	15	2020/5/19~2027/5/19	附带第 5 年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权
20 万科 05	AAA	AAA	2022/4/29	8	8	2020/6/19~2025/6/19	附带第 3 年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权
20 万科 06	AAA	AAA	2022/4/29	12	12	2020/6/19~2027/6/19	附带第 5 年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权
20 万科 07	AAA	AAA	2022/4/29	3.81	3.81	2020/11/13~2025/11/13	附带第 3 年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权
20 万科 08	AAA	AAA	2022/4/29	16	16	2020/11/13~2027/11/13	附带第 5 年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权
21 万科 02	AAA	AAA	2022/4/29	11	11	2021/1/22~2028/1/22	附带第 5 年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权

评级模型



方法论

中诚信国际房地产行业评级方法与模型 C200100_2022_05

■ 业务风险:

万科企业属于房地产行业，行业风险评估为中等；万科企业具有极强的规模优势，谨慎的投资策略和畅通的融资渠道体现其极高的经营稳健性，较为充足且布局分散的项目储备可对其未来发展提供保障，业务风险评估为极低。

■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对万科企业个体基础信用等级无影响，万科企业具有 aaa 的个体基础信用等级，反映了其极低的业务风险和很低的财务风险。

■ 财务风险:

万科企业整体盈利能力尚可，财务杠杆水平较低，非受限货币资金对短期债务可形成充分覆盖，经营获现对债务本息的保障程度较强，财务风险评估为很低。

跟踪评级原因

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

募集资金使用情况

跟踪期内，公司于 2022 年 2 月 26 日将“19 万科 01”的票面利率下调至 2.50%，投资者回售 19.97 亿元；鉴于存续规模较小，经公司与债券持有人协商一致后，公司提前兑付本期债券并于当日从深交所摘牌。2022 年 7 月 18 日“17 万科 01”到期摘牌。公司于 2022 年 9 月 26 日将“19 万科 02”的票面利率下调至 2.00%，投资者回售全部存续金额 25 亿元，本债券从深交所摘牌。公司于 2023 年 1 月 30 日对“21 万科 01”行使发行人赎回选择权，赎回全部存续金额 19 亿元，本债券从深交所摘牌。公司于 2023 年 3 月 16 日对“20 万科 01”行使发行人赎回选择权，赎回全部存续金额 15 亿元，本债券从深交所摘牌。

根据《万科企业股份有限公司 2022 年度报告》，“20 万科 02”、“20 万科 03”、“20 万科 04”、“20 万科 05”、“20 万科 06”、“20 万科 07”、“20 万科 08”和“21 万科 02”募集资金的使用与募集说明书的约定一致。

宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度

经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

近期关注

中诚信国际认为，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致房地产销售及投资规模降至近年来低水平，行业内竞争格局亦发生改变。短期来看，随着房地产行业政策效果的显现，房企信用质量进一步恶化、信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，房地产行业景气度有望触底回升。长期来看，在“房住不炒”政策基调下，调控政策、信贷政策及融资环境的变化都将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

2022 年以来，积极的政策环境助力房地产市场筑底，8 月以来全国商品房销售额累计同比降幅持续收窄，但由于市场下行具有较大惯性，全年商品房销售金额同比大幅回落 26.7%。房地产投资方面，受行业持续下行影响，2022 年房地产行业投资活动减弱，全年房地产新开工面积及房地产开发投资金额分别同比下降约 39%和 10%，房地产开发投资额自 2020 年首次出现同比下降并回落至近 5 年的低点。中诚信国际认为，房地产政策频出有效引导需求合理释放，2023 年房地产销售及投资活动有望触底回升，行业景气度有望复苏。行业竞争格局方面，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致行业竞争格局发生改变，不同企业性质间销售业绩分化明显，央企普遍能保持较强的规模优势，当年销售金额同比降幅优于行业平均水平；但民营企业对外部不利因素抵御能力普遍偏弱，当年销售金额同比降幅高于行业平均水平。此外，目前国有背景开发商已成为土地市场主要参与者，叠加行业利润空间收窄，未来房地产行业投资活动有望回归理性。融资方面，为了满足房地产合理融资需求，目前已形成支持房企融资的“三支箭”格局，“三箭齐发”对房地产行业再融资环境改善起到重要作用，随着政策效果不断释放，行业融资环境有望得到改善。中诚信国际认为，目前行业信用风险出清已进入尾声，行业信用基本面触底，房企信用质量进一步恶化以及信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，短期内房地产行业处于底部修复期；长期来看，“房住不炒”政策基调并未改变，中国房地产市场仍将处于较为严格的监管环境之中，各项政策都将以维护房地产市场平稳健康发展为目标，在此行业政策背景之下调控政策、信贷政策及融资环境的变化均将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

详见《中国房地产行业展望，2023 年 3 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9852?type=1>

中诚信国际认为，跟踪期内公司仍保持突出的规模优势，2022 年销售业绩受市场下行影响出现一定下滑，但仍维持在行业前列；谨慎的投资策略和畅通的融资渠道体现其极高的经营稳健性，较为充足且布局分散的项目储备可对其未来发展提供保障；同时，经营服务业务快速增长，可分散其业务风险。

公司拥有突出的规模优势；2022 年受市场下行影响，公司销售业绩出现一定下滑，但仍保持在行业前三，继续维持较为领先的行业地位。

公司成立于 1984 年，经过三十余年的发展，已成为国内领先的城市建设服务商。由于拿地规模

下降，2022 年公司新开工面积有明显的下降，但随着前期开工项目的推进，竣工规模仍保持增长。截至 2022 年末，公司整体项目开发规模在行业中仍拥有突出的优势。

表 1：公司房地产业务运营情况（万平方米）

	2020	2021	2022
新开工面积	3,960	3,265	1,568
竣工面积	3,382	3,571	3,629
在建建筑面积（全口径）	10,788	10,367	8,260
在建建筑面积（权益）	6,381	6,428	5,240

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

房地产销售方面，受行业景气度下降的影响，公司 2022 年全口径销售金额和销售面积同比分别下降 33.58%和 30.93%，但其全口径销售金额仍位列行业前列，且在 24 个城市的销售金额位列当地第一，在 11 个城市排名第二，在 9 个城市排名第三，保持了较为领先的行业地位。2023 年以来公司销售表现有所改善，根据公司披露的 2023 年 3 月份销售情况简报，2023 年 1~3 月公司销售金额和销售面积分别为 1,013.80 亿元和 625.70 万平方米，同比分别小幅下降 4.81%和 1.11%，降幅较上年有所收窄，依然保持领先的行业地位。

表 2：近年来公司销售及结算情况（万平方米、亿元、元/平方米）

	2020	2021	2022
销售面积（全口径）	4,668	3,808	2,630
销售金额（全口径）	7,042	6,278	4,170
销售均价（全口径）	15,086	16,487	15,854

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从销售区域分布来看，公司项目主要分布于全国经济最具活力的三大经济圈及中西部重点城市。2022 年，公司以长三角为核心的上海区域和以珠三角为核心的南方区域持续贡献前两大销售份额；以环渤海为核心的北京区域弱于其他两大经济圈为核心的区域；以中部中心城市组成的华中区域表现较为突出，销售份额有所提升，而以西南中心城市组成的西南区域销售贡献则有所下降。

表 3：近年来公司销售金额区域分布情况（%）

	2020	2021	2022
上海区域	33.76	35.76	32.70
南方区域	21.33	23.10	24.92
北京区域		14.66	13.68
东北区域	21.33	4.71	4.80
华中区域		6.22	9.50
西南区域	16.38	9.96	6.52
西北区域	6.59	4.44	6.56
其他	0.61	1.16	1.32
合计	100.00	100.00	100.00

注：1、2020 年 8 月 28 日，公司成立西北区域事业集团，覆盖陕西、甘肃、新疆、青海与宁夏五地，成为公司第五大区域事业集团。2021 年，公司将 2020 年分部报告中的北方区域拆分为北京区域与东北区域、中西部区域拆分为华中区域与西南区域，并将原隶属于上海区域的南昌与原隶属于南方区域的长沙拆分至华中区域，2021 年分部报告所列示的北京区域与东北区域、华中区域与西南区域分别主要对应 2020 年的北方区域和中西部区域的资产、收入、费用及经营成果。

2、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；其他包括香港、纽约、旧金山、伦敦、西雅图。

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

公司项目储备较为充足，同时区域布局较为分散及均衡，有利于其持续发展及增强抗风险能力。

土地储备方面，截至 2022 年末，公司在建项目和规划中项目总计容建筑面积分别约 8,260 万平方米和 3,593 万平方米，旧城改造项目总计容建筑面积约 403.3 万平方米（按当前规划条件测算），土地储备仍较为充足。从区域分布来看，公司在建和规划中项目在南方区域、上海区域、北京区域、西南区域、华中区域、西北区域和东北区域建筑面积占比分别为 18.0%、17.1%、17.0%、15.4%、11.3%、11.1%和 10.1%，分布较为分散及均衡。

表 4：近年来公司土地储备情况（万平方米）

	2020	2021	2022
在建建筑面积（全口径）	10,788	10,367	8,260
在建建筑面积（权益）	6,381	6,428	5,240
规划中项目总计容建筑面积（全口径）	5,051	4,522	3,593
规划中项目总计容建筑面积（权益）	3,127	2,910	2,277

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

公司投资策略较为谨慎，在行业景气度下行的背景下减小拿地力度，并提高新获取项目城市能级；同时，公司融资渠道通畅且融资成本低，整体经营稳健度极高。

公司继续坚持量入为出的投资策略，2020~2022 年，公司新增土地储备金额占当期销售金额的比例分别为 31.30%、29.50%和 21.25%；在销售下行的背景下，2022 年公司严控拿地规模，当年拿地金额较上年大幅减少。拿地区域方面，公司严格把控投资标准及投资质量，2022 年于 9 个核心一二线城市¹及东莞的拓展金额占比超 78%，随着新获取项目城市能级提升，当年新增土地楼面均价明显增长。

表 5：近年来公司新获取土地储备情况（个、万平方米、亿元、元/平方米）

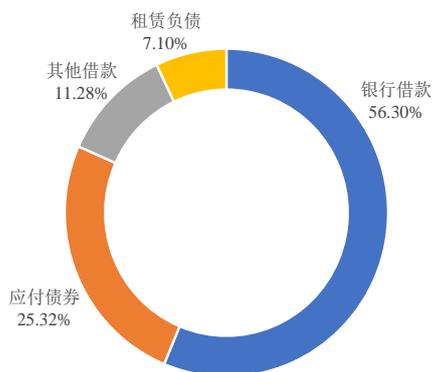
	2020	2021	2022
新增项目	168	148	36
新增规划建筑面积（全口径）	3,367	2,667	690
新增规划建筑面积（权益）	2,059	1,901	404
新增地价总额（权益）	1,382	1,402	496
平均楼面地价	6,710	6,942	12,297

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

融资渠道方面，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，截至 2022 年末，公司存量融资综合融资成本为 4.06%，处于行业中的较低水平，具备很强的融资成本优势。公司与金融机构保持友好合作关系，在 2022 年市场整体融资环境收紧的背景下，全年累计发行信用债 301 亿元，保持了通畅的融资渠道，且融资成本低，可为业务运营及再融资提供有力支持，整体经营稳健度极高。

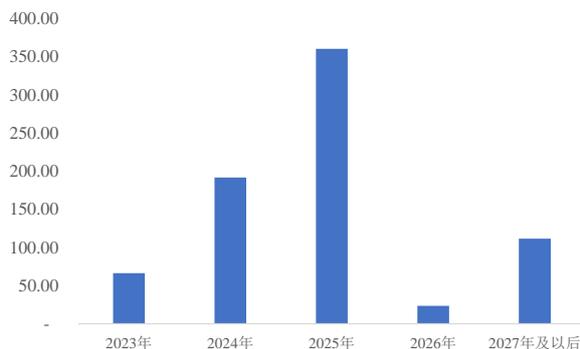
¹ 上海、深圳、杭州、广州、福州、合肥、西安、武汉、苏州。

图 1：截至 2022 年末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2023 年 4 月末公司境内外债券到期/回售分布情况（单位：亿元²）



资料来源：公开渠道，中诚信国际整理

公司坚持开发、经营、服务并重的策略，物业服务、物流仓储服务、租赁住宅、商业开发与运营等经营服务业务快速增长，可分散业务风险。

物业服务方面，负责该业务的公司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”）于 2022 年 9 月 29 日在香港联合交易所上市，股份代码“02602.HK”。凭借较强的物业服务水平、突出的品牌优势及持续的服务创新能力，万物云保持良好的发展态势。万物云持续贯彻蝶城³战略，2022 年末蝶城数量增长至 584 个，完成对 38 个试点蝶城的供应链整合，对应基础住宅物业服务成本降低超过 3,000 万元，蝶城改造提效的可行性得到验证。2022 年万物云实现对万科企业集团内和对外营业收入合计 303.2 亿元，同比增长 26.1%；其中，社区空间居住消费服务、商企和城市空间综合服务、AIoT（人工智能物联网）及 BPaaS（流程即服务）解决方案服务分别占当期收入的比例为 55%、37%和 8%。社区空间服务方面，万物云以“万科物业”为品牌为 3,446 个住宅项目提供服务，其中第三方物业占比 59.1%。商企服务方面，万物云与戴德梁行合作推出“万物梁行”品牌为 2,133 个项目提供服务，2022 年实现物业及设施管理服务 75.7 亿，同比增长 43.0%，来自第三方收入占比 85%。

物流仓储服务方面，公司以“万纬物流”为物流仓储服务平台，聚焦发展高标仓储和冷链物流两大核心业务，已发展成为中国规模最大的冷链物流综合服务商。2022 年，万纬物流继续扩大开业规模，新开业项目可租赁建筑面积 132 万平方米，其中 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。截至 2022 年末，万纬物流在 47 个城市累计管理 162 个自有仓储项目，已开业可租赁建筑面积 964 万平方米；其中，高标库可租赁建筑面积达 846 万平方米，稳定期出租率 90%，冷链园区可租赁建筑面积达 118 万平方米，稳定期出租率 75%。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%，其中高标库营业收入同比微增至 21.6 亿元，冷库营业收入 14.0 亿元，同比增长 46.7%。

² 其中，美元债金额按照 2023 年 4 月 17 日中国人民银行官网汇率中间价 6.8679 折算为人民币金额，统计债券不含 ABS 及 ABN。

³ 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。

租赁住宅方面，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住服务。2022 年，泊寓新获取房间 1.77 万间，净新增开业 0.71 万间。截至 2022 年末，公司运营管理长租公寓 21.51 万间，累计开业 16.66 万间，已开业房间主要位于北京、深圳、广州、成都、武汉等全国 34 个城市，已开业项目的整体出租率 93.3%，2022 年末租金收缴率回升至 95.6%，客户续租率达 60%。2022 年，公司长租公寓营业收入（含非并表项目）32.4 亿元，同比增长 12.1%。

商业开发与运营方面，公司以印力集团控股有限公司（以下简称“印力集团”）为商业开发与运营的主要平台。为实现区域内特征相近项目的资源集约利用，公司于 2022 年底将 7 个地产区域 BG 的部分商业项目委托印力集团进行管理；调整后，印力集团一二线城市总管理面积占比超过 90%，长三角总管理面积占比 44%。截至 2022 年末，公司（含印力集团）累计开业 242 个商业项目（含 138 个社区商业项目），对应建筑面积 1,227.7 万平方米，另有规划中和在建商业建筑面积 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），建筑面积 868 万平方米，另有规划中和在建商业建筑面积 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同比微增至 54.8 亿元，整体出租率同比下降 2.1 个百分点至 93.2%。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内万科企业盈利指标有所下滑，但考虑到行业处于下行阶段，公司整体盈利表现仍尚可；其他应收款持续增长，在当前市场状况下需关注往来款的回收风险；净负债率仍维持在较低水平，且债务期限结构良好，财务结构稳健；EBITDA 对债务本息的保障程度仍处于合理区间内，且非受限货币资金可对短期债务形成充分覆盖。

公司营业收入的增长和期间费用的减少未能完全抵消毛利率下滑造成的影响，叠加投资收益下降，盈利指标呈现下滑趋势，但考虑到行业处于下行阶段，公司整体盈利表现尚可。

得益于公司房地产项目结转规模增长，2022 年公司营业收入保持增长态势。当年公司房地产开发业务结算毛利率为 20.4%，同比下降 2.6 个百分点，但仍处于行业中的较好水平；由于行业下行的影响，公司整体毛利率有所下滑。

期间费用方面，公司严格控制费用支出，在 2022 年市场下行阶段公司销售费用及管理费用均同比小幅下降，同时财务费用随着融资成本的降低而减少，费用控制能力较强。盈利表现方面，毛利率下降使得公司当期经营性业务利润有所下滑；投资收益有所下降，主要系地产开发联合营项目盈利能力受行业下行影响有所下降所致；此外，公司 2022 年计提资产及信用减值损失对利润的影响相对较小。受毛利率下行及投资收益减少的影响，公司盈利指标有所下滑，但整体盈利表现仍值得肯定。

表 6：公司主要板块收入及毛利率结构（亿元、%）

	2020		2021		2022	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
房地产及相关业务	4,004.49	29.36	4,299.32	21.74	4,704.46	19.78
物业管理	154.32	18.33	198.31	17.42	257.74	14.42

其他业务	32.31	66.90	30.35	63.23	76.18	23.03
合计	4,191.12	29.25	4,527.98	21.82	5,038.38	19.55

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022
营业毛利率	29.25	21.82	19.55
期间费用率	6.38	6.20	5.02
经营性业务利润	685.98	496.88	488.27
投资收益	135.12	66.14	40.94
资产减值损失	19.81	35.14	4.50
信用减值损失	2.24	2.80	4.82
EBITDA	918.75	667.07	622.83
利润总额	796.76	522.23	523.86
净利润率	14.15	8.41	7.45

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司资产规模大，其他应收款持续增长，需关注在当前市场状况下往来款的回收风险；债务规模虽有所上升，但净负债率仍维持在较低水平，且债务期限结构良好，财务结构稳健。

公司总资产规模持续处于高水平。从资产结构来看，存货、其他应收款、长期股权投资和货币资金是其主要构成，近年合计占比保持在 82%以上。具体来看，由于公司严控投资规模且结转规模增长，2022 年存货规模有所下降，已完工开发产品占比小幅上升；由于应收联合营公司往来款增长，其他应收款有所增长，截至 2022 年末累计坏账准备为 22.42 亿元，需关注在当前市场状况下往来款的回收风险；长期股权投资主要为对联合营企业的投资，由于权益法下确认的其他综合收益及其他权益变动为-73.81 亿元以及宣告发放现金股利或利润 46.23 亿元，2022 年末余额有所减少；主要由于销售回款减少，货币资金余额有所减少；公司投资性房地产以成本模式进行计量，2022 年末公司投资性房地产余额有所增长，主要系存货等其他转入及在建投资性物业投入增加所致。

负债方面，合同负债（含预收款项，下同）、应付账款、其他应付款项和债务是公司负债的最主要构成。由于结转收入规模较大，2022 年末合同负债余额较上年末有所下降，截至 2022 年末，公司合同负债为当年房地产开发结算收入的 1.05 倍，合同负债对未来收入的支撑力度有所下降。公司应付账款主要系应付及预提工程款，因年内竣工结算规模较大，2022 年末小幅减少；其他应付款主要由应付联合营企业、少数股东及其他合作方往来款及土地增值税清算准备金构成，2022 年末由于上述款项均有所下降，导致其他应付款余额有所减少。由于销售回款减少及项目工程建设资金需求仍维持一定体量，2022 年末债务规模有所上升，但债务期限结构持续优化。

所有者权益构成方面，得益于公司利润不断积累，自有资本得以夯实；受合作开发项目增多、并表项目少数股东持续投入及项目利润积累等因素影响，公司少数股东权益亦有所提升。财务杠杆方面，受债务规模增长及货币资金减少的影响，2022 年末净负债率有所上升，但财务杠杆仍控制在较低水平，财务结构稳健。

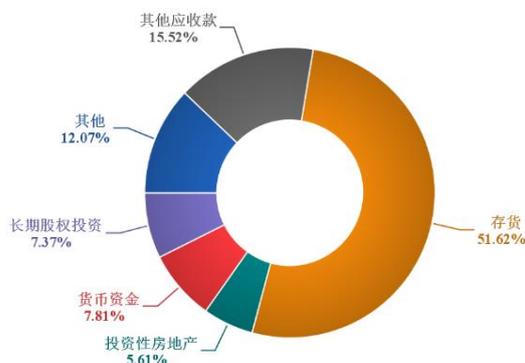
表 8：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2020	2021	2022
货币资金	1,952.31	1,493.52	1,372.08

其他应收款	2,494.99	2,660.61	2,726.95
存货	10,020.63	10,756.17	9,070.57
已完工开发产品/存货	7.39	8.08	10.81
存货周转率（次/年）	0.31	0.34	0.41
长期股权投资	1,418.95	1,444.49	1,294.86
投资性房地产	799.54	859.53	985.72
流动资产占比	82.78	82.55	80.55
总资产	18,691.77	19,386.38	17,571.24
应付账款	2,956.85	3,304.11	2,892.16
其他应付款	2,127.58	1,920.66	1,739.05
合同负债（含预收款项）	6,316.59	6,382.23	4,668.41
总债务	2,847.01	2,922.00	3,381.30
短期债务/总债务	29.68	20.72	19.66
净负债率	28.31	38.57	50.30
少数股东权益	1,253.34	1,568.20	1,623.00
所有者权益	3,498.44	3,927.73	4,049.92

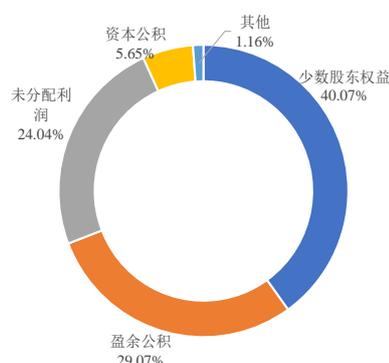
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 3：截至 2022 年末公司总资产构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 4：截至 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司经营获现能力较强，EBITDA 对债务本息的保障程度仍处于合理区间内，且非受限货币资金可对短期债务形成充分覆盖。

公司经营获现能力较强，近年来经营活动净现金流始终为净流入状态。2022 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下降 30.28%，对总债务的覆盖度有所降低。公司对固定资产、无形资产和投资性房地产等长期资产的投资支出有所增长，投资活动现金流呈净流出状态；主要由于当期对外融资规模上升，筹资活动现金流转为净流入。

由于总债务规模上升，公司总债务/EBITDA 有所下降，但 EBITDA 对债务本息的保障程度仍处于合理区间内。2022 年末公司非受限货币资金规模有所下降，但对短期债务的覆盖能力仍较好。

表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、%、X）

	2020	2021	2022
经营活动净现金流	531.88	41.13	27.50
销售商品、提供劳务收到的现金	4,722.83	4,640.51	3,235.35
投资活动净现金流	57.97	-262.81	-130.30
筹资活动净现金流	-325.04	-231.04	34.39

非受限货币资金/短期债务	2.20	2.32	2.02
总债务/EBITDA	3.10	4.38	5.43
EBITDA 利息保障倍数	5.46	4.58	4.78
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	0.60	0.63	1.05

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

截至 2022 年末，公司受限资产合计为 204.20 亿元，其中受限投资性房地产、存货、货币资金、固定资产和无形资产账面价值分别为 105.35 亿元、63.35 亿元、27.83 亿元、7.55 亿元和 0.13 亿元，受限资产占当期末总资产的 1.16%。此外，截至 2022 年末，公司受监管的预售房款为 463.9 亿元。

或有负债方面，截至 2022 年末，公司及控股子公司对联营公司及合营公司提供担保余额为人民币 0.28 亿元，或有负债风险很小。

截至 2022 年末，公司无影响正常经营的重大未决诉讼。

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，2020~2023 年 4 月 13 日，公司本部所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测⁴

假设

——2023 年，预计万科企业全年销售规模同比增长 10%左右。

——2023 年，预计万科企业全口径土地投资规模同比有所增长。

——2023 年，预计万科企业到达结转阶段的项目量减少，营业收入规模将有小幅下降，全年毛利率基本与 2022 年持平。

预测

表 10：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
净负债率(%)	38.57	50.30	43~53
总债务/销售商品提供劳务收到的现金(X)	0.63	1.05	0.9~1.1

资料来源：中诚信国际整理

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，万科企业流动性较强，未来一年流动性来源对流动性需求形成较好覆盖。

⁴ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人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人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，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发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

公司经营获现能力较强，预计未来一年销售回款仍能保持在行业领先水平上；截至 2022 年末，公司非受限货币资金为 1,344.25 亿元，可覆盖短期债务；此外，公司尚未使用的主要银行授信额度为 2,033.41 亿元，且融资渠道通畅，备用流动性较好。

公司资金流出主要用于偿付债务本息、获取土地、项目工程建设及各项税费支出。由于公司债务主要来自于银行借款及公开市场融资，当前其与银行机构关系维系良好且融资渠道顺畅，其主要资金需求来自土地投资及工程建设支出。公司拿地需求预计将有所增加，但其坚持量入为出的投资策略，拿地金额将根据销售回款表现及时调整，工程建设支出可由开发贷款及销售回款支撑。综上所述，公司资金平衡状况较好，流动性较强，未来一年流动性来源能够较好覆盖需求。

ESG 分析⁵

中诚信国际认为，公司大力推广绿色建筑设计，切实落实企业社会责任；公司治理结构较为健全，内控制度较为完善，目前公司 ESG 综合表现较好，优于行业内大部分企业，潜在 ESG 风险较小。

环境方面，公司积极践行绿色设计理念，在建筑与施工中不断推进绿色建筑技术的研发及创新，推进施工现场节能减排，加强施工过程污染防治，全面提升绿色施工管理水平，公司新建项目连续 9 年满足绿色建筑评价标准，截至 2022 年末，公司满足绿色建筑评价标准的项目面积累计 3.83 亿平方米。同时，公司按照“资源消耗减量化、资源利用循环化”的减碳思路，优化能源管理机制，加快清洁能源应用，推进水资源节约利用，强化废弃物处置能力，提升资源综合利用水平，助力实现低碳发展。

社会方面，公司持续完善安全生产管理体系，切实落实安全生产管理责任，切实保障员工的职业安全，2022 年，公司未发生较大及以上等级安全生产事故。员工发展方面，公司持续加强员工培养，以人力资源管理体系及相关规定为依托，构建了全方面的员工培养体系，同时积极开展各类员工关怀活动，提升员工的幸福感和归属感，员工稳定性较好。

公司治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。总体来看，公司内控及治理结构较健全，发展战略符合行业政策和公司经营目标。

同行业比较

中诚信国际选取了保利发展控股集团股份有限公司（以下简称“保利发展”，600048.SH）和招商局蛇口工业区控股股份有限公司（以下简称“招商蛇口”，001979.SZ）作为万科企业的可比公司，上述三家企业与公司在业务、财务和股东背景方面均具有较高的可比性。

中诚信国际认为，万科企业具有行业中较为领先的业务和资产规模，存货周转效率高，非受限货币资金对短期债务的保障能力强，财务杠杆处于较低水平，销售回款对总债务以及 EBITDA 对利息的保障能力较强，盈利能力尚可。

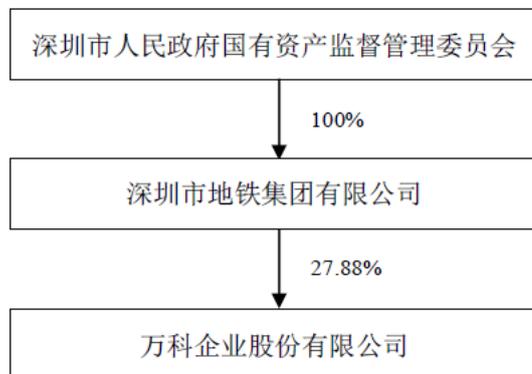
⁵中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

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 03”、“20 万科 04”、“20 万科 05”、“20 万科 06”、“20 万科 07”、“20 万科 08”和“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 2022 年末）

第一大股东持股结构图



注：公司不存在控股股东及实际控制人。

组织结构图



资料来源：公司提供

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）	2020	2021	2022
货币资金	19,523,072.34	14,935,244.43	13,720,763.49
其他应收款	24,949,854.55	26,606,112.04	27,269,467.82
存货	100,206,300.82	107,561,703.66	90,705,693.04
长期投资	14,419,418.69	14,732,392.54	13,461,827.60
固定资产	1,257,734.27	1,282,105.98	1,642,026.51
在建工程	323,685.03	339,812.94	184,972.54
无形资产	608,778.13	1,044,516.81	1,154,754.41
投资性房地产	7,995,413.90	8,595,340.97	9,857,239.30
资产总计	186,917,709.40	193,863,812.87	175,712,444.42
合同负债（含预收款项）	63,165,944.16	63,822,280.04	46,684,114.69
其他应付款	21,275,835.35	19,206,616.92	17,390,491.10
短期债务	8,449,762.07	6,054,794.44	6,647,566.66
长期债务	20,020,295.20	23,165,249.28	27,165,457.65
总债务	28,470,057.27	29,220,043.72	33,813,024.31
净债务	9,903,819.30	15,149,197.79	20,370,557.28
负债合计	151,933,262.07	154,586,535.22	135,213,293.78
所有者权益合计	34,984,447.33	39,277,277.65	40,499,150.64
利息支出	1,682,129.92	1,456,233.81	1,302,279.04
营业总收入	41,911,167.77	45,279,777.40	50,383,836.74
经营性业务利润	6,859,833.71	4,968,766.00	4,882,731.59
投资收益	1,351,187.00	661,427.49	409,367.80
净利润	5,929,811.64	3,806,952.70	3,755,090.93
EBIT	8,489,029.35	5,864,373.95	5,298,341.68
EBITDA	9,187,519.96	6,670,705.95	6,228,337.90
销售商品、提供劳务收到的现金	47,228,313.07	46,405,081.11	32,353,542.66
经营活动产生的现金流量净额	5,318,802.22	411,316.09	275,044.95
投资活动产生的现金流量净额	579,706.71	-2,628,078.62	-1,303,027.12
筹资活动产生的现金流量净额	-3,250,425.99	-2,310,376.75	343,891.89
财务指标	2020	2021	2022
营业毛利率（%）	29.25	21.82	19.55
期间费用率（%）	6.38	6.20	5.02
EBITDA 利润率	21.92	14.73	12.36
净利润率（%）	14.15	8.41	7.45
净资产收益率（%）	19.12	10.25	9.41
存货周转率（X）	0.31	0.34	0.41
资产负债率（%）	81.28	79.74	76.95
总资本化比率（%）	44.87	42.66	45.50
净负债率（%）	28.31	38.57	50.30
短期债务/总债务（%）	29.68	20.72	19.66
非受限货币资金/短期债务（X）	2.20	2.32	2.02
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.13	-0.03	-0.03
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.43	-0.16	-0.16
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	3.16	0.28	0.21
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	0.60	0.63	1.05
总债务/EBITDA（X）	3.10	4.38	5.43
EBITDA/短期债务（X）	1.09	1.10	0.94
EBITDA 利息保障倍数（X）	5.46	4.58	4.78

注：1、本报告中的债务统计口径不包含应付票据、交易性金融负债以及短期借款和一年内到期的非流动负债中的未到期应付利息，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；2、将预收款项与合同负债合并计入合同负债。

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
	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
盈利能力	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 (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）66428877

传真：+86（10）66426100

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）66428877

Fax: +86（10）66426100

Web: www.ccxi.com.cn