



万科企业股份有限公司

2025 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[2025]跟踪 0343 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

2025 年 5 月 30 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 06”、“20 万科 08”、“21 万科 02”	AAA
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。	
评级观点	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”）大股东深圳市地铁集团有限公司（以下简称“深铁集团”）及深圳市国资委充实公司经营管理力量、并以实际行动从多方面对公司提供大力支持，公司土地储备区域分布质量相对较好、且较为均衡，持有型物业可创造一定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，此外持续、大力度的利好政策对公司形成了大力支持等方面的优势。同时，中诚信国际也关注到销售业绩持续下滑对公司资金平衡提出更大挑战，作为承债主体的母公司层面货币资金余额大幅下降、公开市场债券融资渠道不畅且面临较大的信用债集中到期压力，盈利能力恶化、其中其他应收款发生大额坏账损失、此类款项未来的回收情况及其他款项进一步发生坏账的风险等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。	
正 面		
■ 大股东深铁集团及深圳市国资委充实公司经营管理力量，并以实际行动从多方面对公司提供大力支持 ■ 土地储备区域分布质量相对较好，且较为均衡 ■ 持有型物业可创造一定的再融资空间，租金收入可提供较好的收入及现金流补充，此外持续、大力度的利好政策对公司形成了大力支持		
关 注		
■ 销售业绩大幅下滑，土储中的新项目较少或继续影响其短期内的销售规模，对公司资金平衡提出更大挑战 ■ 作为承债主体的母公司层面货币资金余额大幅下降，公开市场债券融资渠道不畅且面临较大的信用债集中到期压力 ■ 盈利能力恶化，其中其他应收款发生大额坏账损失，此类款项未来的回收情况及其他款项进一步发生坏账的风险值得关注		

项目负责人：应治亚 zyying@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）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
资产总计（亿元）	17,578.05	15,048.50	12,862.60	12,440.39
所有者权益合计（亿元）	4,056.37	4,029.34	3,388.55	3,299.74
负债合计（亿元）	13,521.68	11,019.17	9,474.05	9,140.65
总债务（亿元）	3,381.30	3,416.56	3,800.58	3,832.15
营业总收入（亿元）	5,038.38	4,657.39	3,431.76	379.95
净利润（亿元）	376.13	204.56	-487.04	-64.15
EBITDA（亿元）	623.05	410.90	-272.67	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	27.50	39.12	38.00	-57.93
营业毛利率（%）	19.55	15.23	10.17	6.10
净负债率（%）	50.22	60.73	87.37	94.58
EBIT 利润率（%）	10.52	6.87	-10.49	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	4.78	2.71	-1.88	--

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 2022~2024 年度审计报告及未经审计的 2025 年一季度报告整理，其中 2022 年和 2023 年数据分别为下年财务报表期初数，2024 年和 2025 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、股东借款；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

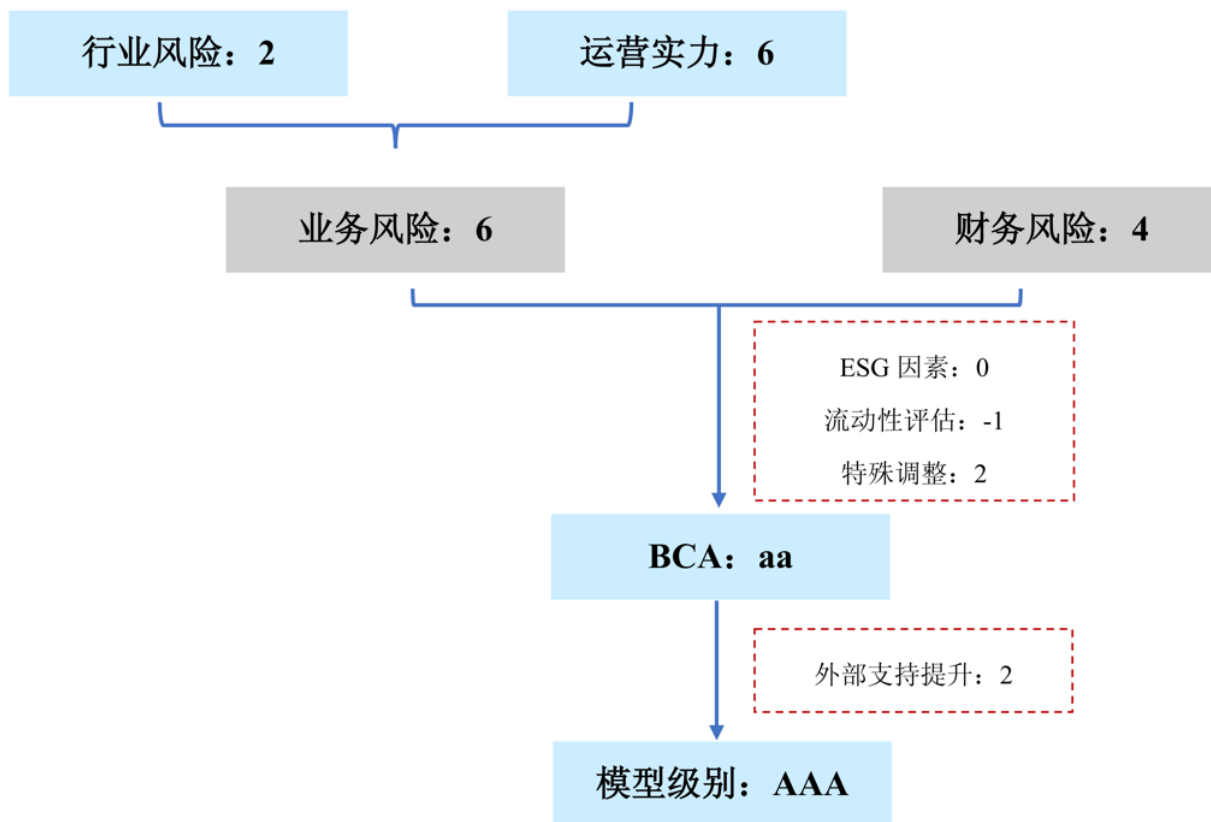
债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级有效 期	发行金额/债项 余额（亿元）	存续期	特殊条款
20 万科 06	AAA	AAA	2024/5/28 至 本报告出具日	12/12	2020/6/19~2027/6 /19（5+2）	公司赎回选择权、调整票面利率 选择权和投资者回售选择权
20 万科 08	AAA	AAA	2024/5/28 至 本报告出具日	16/16	2020/11/13~2027/ 11/13（5+2）	公司赎回选择权、调整票面利率 选择权和投资者回售选择权
21 万科 02	AAA	AAA	2024/5/28 至 本报告出具日	11/11	2021/1/22~2028/1 /22（5+2）	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

注：债券余额为截至本报告出具日数据。

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	2024/5/28 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_2025_1)



注：

调整项：万科企业非受限货币资金较前期已大幅减少，市场筑底及新项目较少或继续影响其短期内的经营现金流入规模，虽然建安支出预计将大幅减少，拿地预计继续收缩，但一年内需预备兑付的信用债规模很大，目前公开市场债券融资渠道仍未恢复，且非受限货币资金中仍有相当一部分无法随时由集团调用，整体流动性紧张，流动性评估调降 1 个子级。

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一定的再融资空间。此外，持续、大力度的利好政策对房企经营形成重要支撑，尤其对尚在正常经营的非国有房企缓解保交楼资金压力、盘活存量土储及债务融资接续等方面产生积极影响，万科企业在存量土地资源盘活、贷款展期、“白名单”项目贷款及经营性物业贷款等房地产融资协调机制等方面得到大力支持。上述两个因素对公司信用水平有提升作用，分别调升 1 个子级。

外部支持：深圳市国资委及深铁集团充实公司经营管理力量，并以实际行动从协调金融资源、购买公司持有的项目股权、收益权及直接提供股东借款等方式加大对公司的支持力度，外部支持调升 2 个子级。

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，2025 年一季度中国经济开局良好，供需均有结构性亮点，但同时，中国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大，为应对外部环境的不确定性，增量政策仍需发力。在创新动能不断增强、内需潜力不断释放、政策空间充足及高水平对外开放稳步扩大的支持下，中国经济有望继续保持稳中有进的发展态势。

详见《一季度经济表现超预期，为全年打下良好基础》，报告链接 https://mp.weixin.qq.com/s/eLpu_W9CVC0WNLnY7FvBMw

业务风险

2024 年房地产行业销售规模降幅同比扩大，土地投资及新开工仍处于低位，房企主要偿债指标趋弱，但政策刺激为市场注入信心，各项利好政策密集出台，融资环境持续改善，预计 2025 年行业销售及投资下行压力仍在，但考虑到利好政策深度及广度仍有提升空间，行业基本面仍将以改善修复为主基调。

2024 年房地产行业继续呈调整态势，上半年“517”新政以及下半年“924”新政为市场注入信心，行业呈阶段性回温态势，高能级核心城市恢复尤为明显；受土地供给量价齐跌、销售持续下滑、库存规模高企等因素影响，2024 年行业土地投资与开发规模仍处于低位。行业融资政策进一步宽松，“白名单”等政策亦不断推进，融资环境持续改善，但需警惕各类舆情对房企公开市场融资的影响。预计 2025 年，在经济恢复缓慢的背景下，居民收入预期未能根本性扭转，购房信心仍不足，市场持续筑底，但在“实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”背景下，政策端有望持续发力，托底行业基本面。

详见《中国房地产行业展望，2025 年 1 月》，报告链接：<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11651?type=1>

中诚信国际认为，公司商品房销售业绩大幅下滑，市场竞争力有所下降，其存量土储整体规模尚可且区域布局相对较好及均衡，但新项目较少或继续影响其短期内的销售规模；经营服务业务经营稳定，为公司收入及现金流形成较好补充；在多方支持下，公司持续如期兑付到期及回售债券，但仍面临较大的集中兑付压力，中诚信国际将持续关注公司银行端融资接续及增量、大股东进一步的资金支持、非标债务延期行权或展期以及大宗资产交易的落地情况。

跟踪期内，深圳市国资委及深铁集团充实了公司的经营管理力量。

2025 年 1 月 27 日，公司董事长及法定代表人由郁亮先生变更为深铁集团现任董事长辛杰先生，郁亮先生继续担任公司董事、执行副总裁，协助董事长开展工作；祝九胜先生因身体原因辞去公司董事、董事会投资与决策委员会委员、总裁、首席执行官、授权代表等职务，不再担任公司任何职务；董事会秘书由朱旭女士变更为田钧先生¹；聘任李锋先生²、华翠女士³、李刚先生⁴为公司执行副总裁。此外，刘肖先生于 2025 年 3 月 31 日辞去公司副总裁、首席运营官职务，仍在公

¹ 2023 年 5 月至今，任深圳市国有免税商品（集团）有限公司专职外部董事；2024 年 6 月至今，任深圳市投资控股有限公司、深圳市创新投资集团有限公司专职外部董事。

² 2024 年 6 月至今，任深圳市天健（集团）股份有限公司董事。

³ 2019 年 5 月至今，历任深圳地铁运营集团有限公司党委副书记，深铁集团审计法律中心总经理，深圳市建材交易集团有限公司董事、总经理、党支部书记、董事长。

⁴ 2018 年 1 月至今，历任深铁集团办公室主任，深圳市地铁商业管理有限公司党委书记、董事长；2021 年 11 月至今，兼任深圳市睿印商业管理有限公司董事、董事长。

司工作，联系战略投资业务。

跟踪期内公司商品房销售业绩受行业景气度低迷及公司近年新项目减少的影响而大幅下滑，市场竞争力有所下降，其存量土储较为充沛且区域布局相对较好及均衡，但新项目较少或继续影响其短期内的销售规模；在多方支持下，公司持续如期兑付到期及回售债券，但仍面临较大的集中兑付压力，中诚信国际将持续关注公司银行端融资接续及增量、大股东进一步资金支持以及非标债务延期行权或展期情况。

2024 年，受行业景气度低迷及公司近年新获取项目数量减少的影响，公司全口径销售金额同比减少 34.6%，且销售均价继续下降，销售业绩排名⁵由上年的第二位下滑至第四位。2024~2025 年为公司公开市场债务到期/回售的高峰，因此公司大幅降低拿地力度，2024 年全年仅获取 13 个项目，其中 11 个项目为存量盘活项目，主要分布于上海、广州、成都等核心城市。新增土地储备较少导致公司土地储备面积进一步缩减，截至 2024 年末，公司全口径在建及规划中项目总计容建筑面积为 6,838.05 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 356.8 万平方米，目前项目储备整体规模仍尚可，但新项目较少或继续影响其短期内的销售规模。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 6%。公司项目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。2025 年一季度，公司销售业绩同比下滑幅度扩大至 39.8%，同比降幅高于其他头部房企，销售业绩排名下降至第六位，市场竞争力有所下降；同期，公司未获取新项目。

公司融资方式以银行借款为主，公开市场债券融资亦为其重要融资手段，此外亦有一定规模的保险资金债权投资计划。公司的银行融资渠道保持稳定，2024 年新增融资和再融资 948 亿元，整体新获融资成本同比下降 37 个基点至 3.54%，处于行业中的较低水平。公开市场债券融资渠道不畅，跟踪期内仍未有新债券发行，但在多方支持下，公司持续如期兑付到期及回售债券，2024 年公司累计兑付境内外债券（含 ABS 产品）折合人民币⁶约 292 亿元，银行新增融资对债券兑付起到重要作用；2025 年以来公司已累计兑付境内外债券折合人民币约 144 亿元，根据公司披露数据，过程中大股东深铁集团累计向公司提供人民币 118.52 亿元股东借款用于公开市场债券本息的偿付。截至 2025 年 5 月 30 日，公司于年内到期及到回售期的境内外债券金额仍有 217.60 亿元，依然面临较大的集中兑付压力。目前公司存续债券二级市场成交收益率仍未降至可使公司恢复正常发债的水平，当前商品房市场仍在筑底中且公司新项目较少，公司或将继续依赖银行和大股东的融资支持以保障其正常经营及偿债。保险资金债权投资计划方面，公司于 2025 年 1 月 9 日公告其一笔 20.4 亿元的债权投资计划获展期两年，系公司首次公告非标债务展期。中诚信国际将持续关注公司银行融资接续及增量融资的获取、大股东进一步资金支持以及非标债务延期行权或展期情况。

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、元/平方米）

	2022	2023	2024	2025.Q1
开复工面积（全口径）	1,568	1,706	1,023	213
竣工面积（全口径）	3,629	3,134	2,375	216
销售面积（全口径）	2,630	2,466	1,811	254

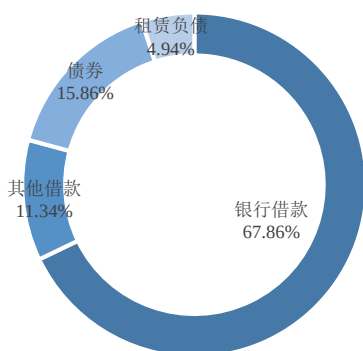
⁵ 基于“克而瑞地产研究”统计结果，下同。

⁶ 按照 2025 年 4 月 30 日中国人民银行官网人民币对美元汇率中间价折算，下同。

销售金额（全口径）	4,170	3,761	2,460	349
新拓展项目	36	43	13	0
新增项目储备土地价款（权益口径）	496	463	56	0
新增项目楼面均价（权益口径）	12,297	13,899	6,670	--

资料来源：公司年报及公司公告，中诚信国际整理

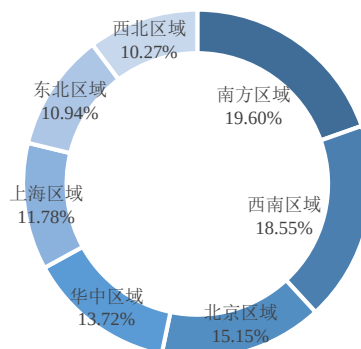
图 1：截至 2024 年末公司总债务构成（金额占比）



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

图 2：截至 2024 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经营稳定，为公司收入及现金流形成较好补充；公司持续以多种方式推进大宗资产交易，后续进一步的资产处置情况有待持续关注。

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。2024 年，万物云实现营业收入 362.24 亿元（含向万科企业提供服务的收入），同比增长 9.16%，年内新获取 405 个住宅服务项目。跟踪期内，万物云持续深化蝶城⁷战略，2024 年末蝶城数量由年初的 621 个增长至 666 个，累计完成 250 个蝶城（涉及 1,555 个住宅物业项目）的流程改造验收。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较蝶城改造前的 2021 年提升 1.3 个百分点。通过“万物梁行”品牌，万物云在商企服务方面具有较强竞争力，此外，通过对珠海市丹田物业管理股份有限公司的战略并购，增强了高校、医院等特殊场景服务能力，商企物业服务项目和综合设施管理服务项目饱和收入合计同比增长 17.3%。

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，2024 年新拓展房源 4.06 万间，净新增开业 1.11 万间，截至年末共运营管理租赁住房 26.24 万间，累计开业 19.12 万间，服务企业客户超 5,400 家。泊寓积极响应国家纳保政策，所管理的租赁住宅中有 12.57 万间纳入保障性租赁住房。2024 年泊寓出租率为 95.6%，项目前台 GOP 利润率为 89.8%，保持行业领先水平。2024 年租赁住宅业务（含非并表项目）实现营业收入 37.02 亿元，同比增长 7%。

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。2024 年公司新开业上海徐汇万科广场、上海三林印象汇、深圳坂田万科广场等 8 个商业项目，亦处置了多个项目股权，截至年末合计开业 181 个商业项目（不含轻资产输出管理项目），建筑面积 1,081 万平方米，同比有所收缩，其中印力集团管理的项目出租率 95.1%，同比提高 0.3 个百分点。公

⁷ 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。

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 58%,四个一线城市的占比为 29%,一二线城市的占比超过 94%。2024 年商业业务(含非并表项目)营业收入 88.9 亿元,同比下降 2.5%。

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,拥有超 160 个物流园区,全国运营管理超 50 个专业冷链物流园,服务超 3,400 家企业,业务规模行业领先。截至 2024 年末累计开业项目可租赁建筑面积 1,043.1 万平方米,较上年末略有增加,其中高标库可租赁建筑面积 840.7 万平方米,稳定期出租率为 87%,冷链可租赁建筑面积 202.4 万平方米,稳定期库容使用率为 78%,出租率较为稳定。2024 年,物流业务(含非并表项目)实现营业收入 39.7 亿元,同比减少 5%。

跟踪期内,为缓解流动性压力,公司持续以多种方式推动大宗资产交易,2024 年完成全国 19 个城市的 54 个项目大宗交易,涵盖办公、商业、酒店、公寓等业态,合计签约金额 259 亿元,交易对手包括境内外机构投资者、本地国企、产业需求者、个人资产配置等各类投资者。除常规的资产/股权出售方式以外,公司亦探索 REITs 和 Pre-REIT 等创新型工具,例如以杭州西溪印象城项目作为底层资产设立中金印力消费 REIT,与中信金石基金管理有限公司等共同设立“中信万科消费基础设施基金”购买了深圳龙岗万科广场和北京旧宫万科广场项目,开拓了多样化的资产交易路径。为应对偿债高峰,预计公司将继续推进大宗资产交易,但该类交易涉及的影响因素较多,后续的交易落地情况有待持续关注。

财务风险

中诚信国际认为,跟踪期内公司盈利能力恶化,EBITDA 转负;大额亏损侵蚀所有者权益,销售下降及支付利息的现金支出较多导致货币资金大幅减少,合并范围变动导致债务规模有所增长,净负债率明显上升;其他应收款计提大额坏账准备,此类款项未来的回收情况及其他款项进一步发生坏账的风险值得关注;非受限货币资金已无法覆盖短期债务,且货币资金主要存放于下属子公司,预计可随时调用至母公司层面偿债的货币资金规模较为有限,母公司层面的短期偿债压力很大。

盈利能力

因前期销售规模下降,2024 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较高而后期销售价格低于预期,2024 年毛利率进一步下降,导致经营性业务利润首次转负。因市场走弱,2024 年联合营项目整体亏损导致公司投资收益为负,表内项目亦计提大额减值,同时其他应收款计提了大额信用减值。此外,为加快资金回笼,公司对部分资产和股权的处置价格低于账面价值,产生了资产处置损失。上述因素共同导致 2024 年公司发生了大额亏损。2025 年一季度,营业收入同比减少 38.31%,毛利率进一步下降至 6.10%,净亏损 64.15 亿元。整体来看,公司盈利能力恶化。

表 2: 公司主要板块收入及毛利率结构(亿元、%)

项目	2022		2023		2024	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
房地产及相关业务	4,704.46	19.78	4,297.46	15.41	3,010.28	9.53
物业管理	257.74	14.42	294.27	14.96	331.32	13.21
其他业务	76.18	23.03	65.66	4.88	90.16	20.33

合计	5,038.38	19.55	4,657.39	15.23	3,431.76	10.17
----	----------	-------	----------	-------	----------	-------

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、存量项目的结转清算以及各类减值准备的计提和投资损失的确认，公司存货继续减少，长期股权投资和其他应收款亦有所下降，导致总资产规模进一步收缩。其中，其他应收款 2024 年计提了 257.83 亿元大额坏账准备，年末坏账准备余额达 280.85 亿元，占期末其他应收款余额的 11.26%，主要为按单项计提的坏账准备，在仍处于筑底状态的市场下，需关注此类款项未来的追回情况及其他款项进一步发生坏账的风险。随着去化速度减缓，存货中的已竣工物业占比持续上升，截至 2024 年末公司计提存货跌价准备余额 115.68 亿元，占同期末存货账面余额的 2.18%。公司将印力集团纳入合并范围以及部分在建物业竣工转入带动投资性房地产规模同比有较大幅度的增长。受销售下降及支付利息的现金支出较多的影响，货币资金继续下降，且母公司层面的年末货币资金余额仅有 9.11 亿元。负债方面，受项目销售下滑影响，公司预收款项（含合同负债）继续大幅下降，对未来收入结转的支撑大幅减弱。跟踪期内受合并范围变动的影响，公司债务规模有所增长，所有者权益受大额净亏损影响而减少，导致净负债率明显上升。

现金流及偿债情况

2024 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 32.24%，对总债务的覆盖度继续降低；但受益于较强的以销定产管理能力，经营活动现金流仍保持净流入状态。由于年内加大资产及股权处置力度，以及收购的子公司所持有的现金及现金等价物高于公司以现金支付的对价，2024 年投资活动现金流呈大额净流入态势。筹资活动因支付利息支出较大继续呈大额净流出态势。由于大额净亏损，EBITDA 转负，已无法为利息支出提供保障。此外，非受限货币资金已无法覆盖短期债务，且母公司层面货币资金余额很小（2025 年 3 月末余额 8.68 亿元），货币资金主要存放于下属子公司，其中包含一定规模的存放于合作项目公司账户以及预售监管资金账户中的难以随时动用的资金，考虑到万科企业非全资子公司数量较多、在建待交付项目规模较大，预计其实际可调用至母公司层面用于偿债的货币资金相对有限，而母公司层面的短期债务规模很大（2025 年 3 月末余额 1,182.67 亿元），因此母公司层面的短期偿债压力很大。

表 3：近年来公司财务相关指标情况（亿元、%、X）

	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
经营性业务利润	488.27	300.81	-66.74	-42.53
投资收益	41.16	26.88	-28.59	-22.22
资产减值损失	-4.50	-34.90	-71.68	0.00
信用减值损失	-4.82	-3.78	-263.98	-1.51
资产处置收益/损失	0.13	0.11	-25.34	-0.02
净利润	376.13	204.56	-487.04	-64.15
EBIT 利润率	10.52	6.87	-10.49	--
货币资金	1,372.08	998.14	881.63	755.02
其他应收款	2,726.95	2,548.40	2,214.25	2,183.54
存货	9,070.57	7,016.96	5,190.09	4,993.07
已完工开发产品/存货	10.81	15.35	23.88	--

存货周转率（次/年）	0.41	0.49	0.51	--
投资性房地产	985.72	1,101.34	1,410.57	1,400.58
长期股权投资	1,295.12	1,305.63	1,155.69	1,114.99
总资产	17,578.05	15,048.50	12,862.60	12,440.39
预收款项（含合同负债）	4,668.41	3,104.44	1,942.52	1,932.23
总债务	3,381.30	3,416.56	3,800.58	3,832.15
短期债务/总债务	19.66	18.84	42.14	40.19
股本	116.31	119.31	119.31	119.31
资本公积	228.68	250.52	260.98	280.03
少数股东权益	1,623.11	1,521.49	1,361.88	1,332.46
未分配利润	980.14	936.16	441.38	378.92
所有者权益	4,056.37	4,029.34	3,388.55	3,299.74
净负债率	50.22	60.73	87.37	94.58
经营活动净现金流	27.50	39.12	38.00	-57.93
销售商品、提供劳务收到的现金	3,235.35	2,966.49	2,009.98	301.18
投资活动净现金流	-130.30	-46.16	108.09	26.80
筹资活动净现金流	34.39	-368.13	-276.73	-97.54
非受限货币资金/短期债务	2.02	1.51	0.52	0.46
EBITDA 利息保障倍数	4.78	2.71	-1.88	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.05	1.15	1.89	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

或有事项

截至 2024 年末，公司受限资产合计为 1,425.17 亿元，占当期末总资产的 11.08%，其中包括存货 600.99 亿元、投资性房地产 743.02 亿元、货币资金 41.53 亿元，其中受限货币资金不包含预售监管资金。2024 年公司融资模式转型，增加了抵押担保融资规模，存货和投资性房地产的受限比例大幅上升。

跟踪期内，公司的子/孙公司涉诉增多，多家公司子/孙公司被列入被执行对象、失信被执行对象或被采取限制消费措施，截至 2024 年末，此类事项未对公司的财务状况或经营业绩构成重大负面影响。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 18.43 亿元，均为对联营公司或联合营公司的子公司的担保。

过往债务履约情况：根据公司提供的 2025 年 5 月 16 日《企业信用报告》，公司本部未结清信贷账户未见异常。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⁸

假设

——2025 年，房地产市场延续筑底态势，叠加公司新项目较少因素，万科企业销售业绩同比大幅下降。

⁸ 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。

——2025 年，万科企业继续收缩土地投资。

——2025 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大幅减少，毛利率水平继续承压。

预测

表 4：预测情况表

重要指标	2023 年实际	2024 年实际	2025 年预测
净负债率(%)	60.73	87.37	87.0~92.0
总债务/销售商品提供劳务收到的现金 (X)	1.15	1.89	2.3~2.5

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理及预测

调整项

ESG⁹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，跟踪期内深圳市国资委大力充实公司经营管理力量，目前公司 ESG 表现对其信用风险无重大负面影响，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，截至 2025 年 3 月末公司非受限货币资金较前期已大幅减少，市场筑底及新项目较少或继续影响其短期内的经营现金流入规模，虽然建安支出预计将大幅减少，拿地预计继续收缩，但一年内需预备兑付的信用债规模很大，目前公开市场债券融资渠道仍未恢复，且非受限货币资金中仍有相当一部分无法随时由集团调用，整体流动性紧张，流动性安全将更多依赖银行的融资支持、资产处置回笼资金以及来自大股东的资金支持，需关注银行融资、资产处置及股东资金支持后续进展及落实情况。

特殊事项

2024 年，公司通过经营性物业贷款盘活前期在经营性资产上的投入，新增全口径经营性物业贷 293 亿元，截至年末全口径经营性物业贷余额为 467 亿元。截至 2024 年末，万科企业投资性房地产账面价值为 1,410.57 亿元，其中未抵押部分账面价值为 667.55 亿元，可为公司创造一定的再融资空间；持有型物业年租金收入在 97 亿元以上，可为公司提供较好的收入及现金流补充。

尽管当前房地产行业仍处于深度调整周期中，但自 2023 年以来，全国各地陆续出台了包括放松限贷、降低首付、降低利率等自 2016 年下半年以来力度最大、覆盖面最广的行业优化政策，同时，四季度中央金融工作会议强调要一视同仁满足不同所有制房企合理融资需求，并提出房地产贷款的“三个不低于”，继续用好“第二支箭”支持民营房企发债融资；2024 年 1 月，央行和金融监管总局发布经营性物业贷新规优化贷款资金用途；同年 5 月和 9 月，中央和地方层面进一步陆续出台了一系列行业重磅利好政策，同时 2025 年首次将“稳楼市”写进政府工作报告总体要求，充分体现了政府托底市场的决心，上述持续、大力度的利好政策对房企经营形成重要支撑，尤其对尚在正常经营的非国有房企缓解保交楼资金压力、盘活存量土储及债务融资接续等方面产生积极影响。万科企业在存量土地资源盘活、贷款展期、“白名单”项目贷款及经营性物业贷款等房地产融资协调机制等方面得到大力支持。

⁹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。

外部支持

深圳市国资委及深铁集团充实公司经营管理力量，并以实际行动从协调金融资源、购买公司持有的项目股权、收益权及直接提供股东借款等方式加大对公司的支持力度。

跟踪期内，深圳市国资委及深铁集团充实公司经营管理力量，从多方面加大了支持力度。管理层方面，公司董事长及法定代表人变更为深铁集团现任董事长，同时诸多要职由深圳市国资体系人员担任。支持方面，深圳市国资委和深铁集团积极协调各类金融资源，助力公司开展融资；深铁集团在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），支持公司完成深圳湾超级总部基地项目转让¹⁰，受让公司所持有的红树湾物业开发项目投资收益权¹¹，此外，自 2025 年 2 月至本报告出具日，根据公开披露信息显示，深铁集团已直接向公司提供累计 118.52 亿元股东借款。

跟踪债券信用分析

截至本报告出具日，“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。截至 2025 年 5 月 30 日，公司于年内需兑付的包括跟踪债券在内的境内外信用债总金额高达 217.60 亿元，面临较大的集中兑付压力，需关注公司对于每笔债券兑付资金的筹措情况。

表 5：截至 2025 年 5 月 30 日，公司公开债到期（含回售）分布情况（亿元）

合并口径	2025 年 6~12 月	2026 年	2027 年及以后
信用债	217.60	123.66	130.49
其中：跟踪债券	28	11	0

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

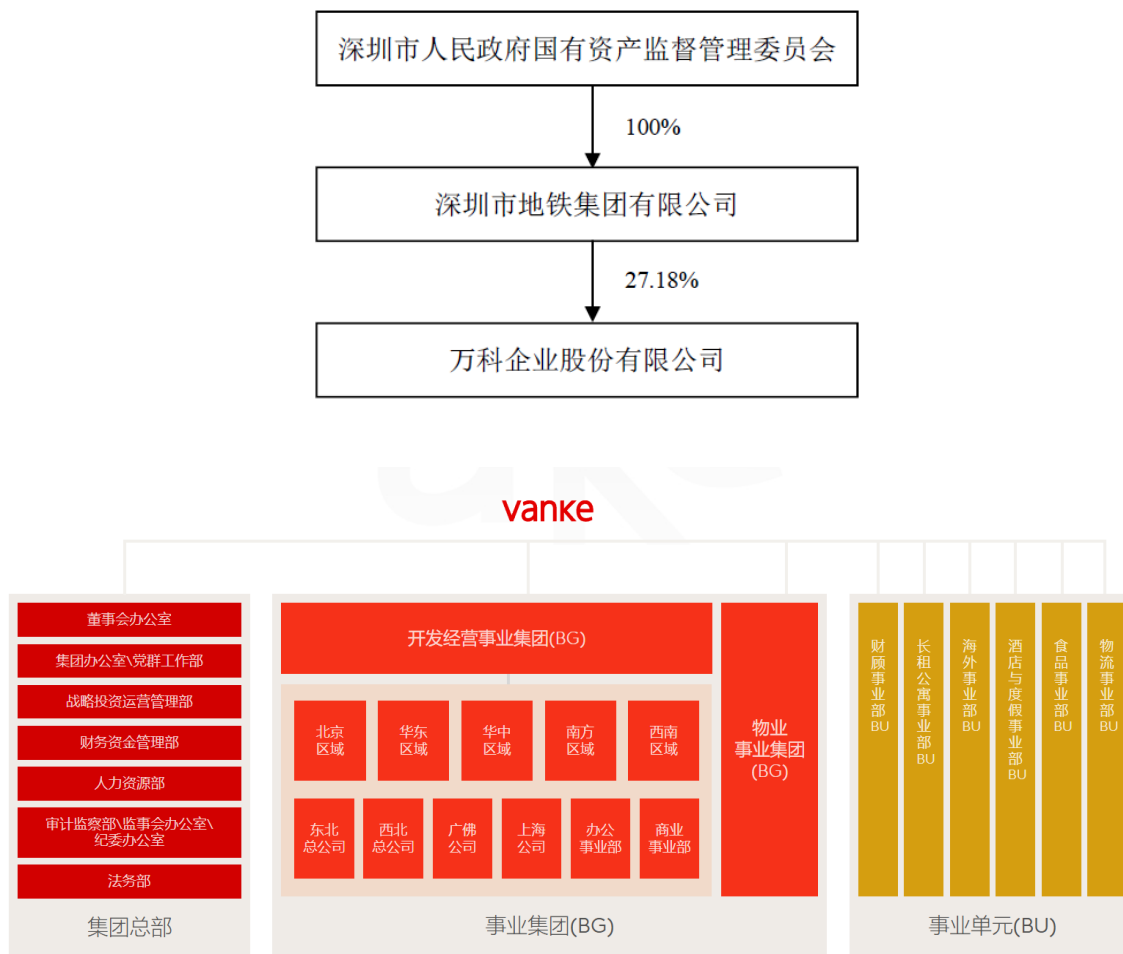
评级结论

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 06”、“20 万科 08”、“21 万科 02”的信用等级为 **AAA**。

¹⁰ 2024 年 5 月 27 日，据深圳公共资源交易中心公告，万科企业深圳湾超级总部基地 T208-0053 宗地以挂牌价 22.35 亿元成交，受让方为深铁集团和深圳市百硕迎海投资有限公司（由深圳市南山区国资委下属的深圳市大沙河建设投资有限公司 100% 控股）。

¹¹ 2025 年 1 月 27 日，公司以 12.92 亿元的价格向深铁集团转让公司持有的红树湾物业开发项目 49% 投资收益权以及其他附属权益的未来收益权。

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 2025 年 3 月末）



资料来源：公司公告及公司官网

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)	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
货币资金	13,720,763.49	9,981,375.54	8,816,286.50	7,550,191.54
其他应收款	27,269,467.82	25,484,045.32	22,142,525.14	21,835,375.01
存货	90,705,693.04	70,169,578.53	51,900,943.98	49,930,742.71
长期投资	13,464,330.96	13,275,399.61	11,773,712.07	11,339,900.06
固定资产	1,642,026.51	1,923,303.49	2,061,053.98	2,007,964.68
在建工程	184,972.54	292,037.58	153,903.50	144,432.38
无形资产	1,154,754.41	1,095,647.83	829,747.66	812,097.81
投资性房地产	9,857,239.30	11,013,398.58	14,105,736.92	14,005,816.59
资产总计	175,780,493.59	150,485,017.21	128,625,985.98	124,403,938.62
预收款项（含合同负债）	46,684,114.69	31,044,357.58	19,425,177.43	19,322,337.33
其他应付款	17,390,491.10	16,177,776.45	15,231,707.24	14,518,808.32
短期债务	6,647,566.66	6,437,588.64	16,016,591.20	15,400,386.73
长期债务	27,165,457.65	27,727,975.23	21,989,232.73	22,921,094.70
总债务	33,813,024.31	34,165,563.87	38,005,823.92	38,321,481.43
净债务	20,370,557.28	24,471,306.12	29,604,884.74	31,209,277.08
负债合计	135,216,810.59	110,191,664.12	94,740,519.73	91,406,497.34
所有者权益合计	40,563,683.00	40,293,353.09	33,885,466.25	32,997,441.28
利息支出	1,302,279.04	1,515,852.92	1,451,210.45	--
营业总收入	50,383,836.74	46,573,907.67	34,317,644.07	3,799,464.99
经营性业务利润	4,882,731.59	3,008,073.01	-667,371.19	-425,349.28
投资收益	411,578.87	268,782.98	-285,926.76	-222,180.47
净利润	3,761,255.88	2,045,555.84	-4,870,393.44	-641,519.85
EBIT	5,300,552.75	3,200,930.82	-3,598,900.32	--
EBITDA	6,230,548.97	4,109,010.29	-2,726,731.72	--
销售商品、提供劳务收到的现金	32,353,542.66	29,664,910.86	20,099,827.26	3,011,754.85
经营活动产生的现金流量净额	275,044.95	391,232.39	379,984.76	-579,256.88
投资活动产生的现金流量净额	-1,303,027.12	-461,564.21	1,080,912.96	267,966.05
筹资活动产生的现金流量净额	343,891.89	-3,681,316.43	-2,767,299.86	-975,387.80
财务指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
营业毛利率（%）	19.55	15.23	10.17	6.10
期间费用率（%）	5.02	4.79	6.77	12.10
EBITDA 利润率（%）	12.37	8.82	-7.95	--
EBIT 利润率（%）	10.52	6.87	-10.49	--
净资产收益率（%）	9.42	5.06	-13.13	--
存货周转率（X）	0.41	0.49	0.51	--
资产负债率（%）	76.92	73.22	73.66	73.48
总资本化比率（%）	45.46	45.89	52.87	53.73
净负债率（%）	50.22	60.73	87.37	94.58
短期债务/总债务（%）	19.66	18.84	42.14	40.19
非受限货币资金/短期债务（X）	2.02	1.51	0.52	0.46
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.03	-0.03	-0.03	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.16	-0.17	-0.07	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	0.21	0.26	0.26	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	1.05	1.15	1.89	--
总债务/EBITDA（X）	5.43	8.31	-13.94	--
EBITDA/短期债务（X）	0.94	0.64	-0.17	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	4.78	2.71	-1.88	--

注：1、2022 年和 2023 年数据分别为下年财务报表期初数，2024 年和 2025 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，但包含租赁负债和股东借款；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
经营效率	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
	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
盈利能力	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
	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
现金流	EBIT 利润率	= EBIT/营业收入
	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
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	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）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