

偿债大考之年，万科扛得住吗？

2024 年 4 月 29 日

我们认为，得益于持有大量的经营性物业带来的增量融资空间和稳定的租金收入，万科企业股份有限公司（以下简称“万科”或“公司”）拥有足够的财务空间管理当前的流动性压力，应对 2024 年到期的本部债券。

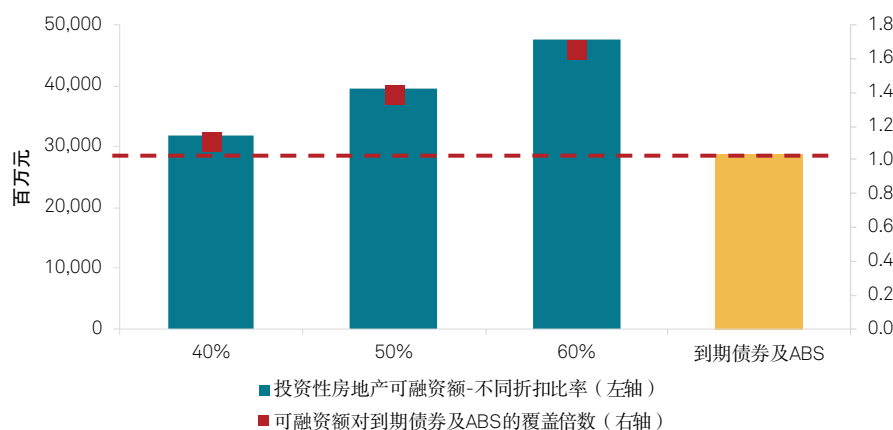
1、万科持有较多的经营性物业，潜在的增量再融资空间可满足一年内到期债券和供应链融资的偿付

我们认为，万科持有的大量经营性物业可以作为经营性物业贷增量融资的重要抓手，增量规模可以满足 2024 年到期债券和供应链融资的偿还需求。截至 2023 年末，万科已完工未受限的投资性房地产账面价值约为 790 亿元，即使按照 40% 的折扣率计算，增量的融资额度仍然可以覆盖截至 2023 年末一年内到期的共计约 290 亿元的本部债券和供应链融资。另外，资产处置也可以是管理其流动性和降低杠杆的另一种方式。万科拥有较多的经营性物业资产和股权，例如：

- 物业服务子公司万物云，为港股上市公司，目前总市值超过 200 亿元。
- 长租公寓“泊寓”，目前为全国最大的集中式公寓提供商。
- 万纬系列物流园区，业务分布 47 城，拥有约 170 个物流园区。

图1

万科投资性房地产可融资额对到期债券覆盖情况



注：1、投资性房地产可融资额=（投资性房地产（已完工）-已用于银行借款抵押部分）*折扣比率。2、到期债券及ABS包括一年内到期的债券及供应链融资余额。3、上述数据截至2023年末。

资料来源：公司年报，Wind，标普信评。

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

分析师

张任远

北京

renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

任映雪

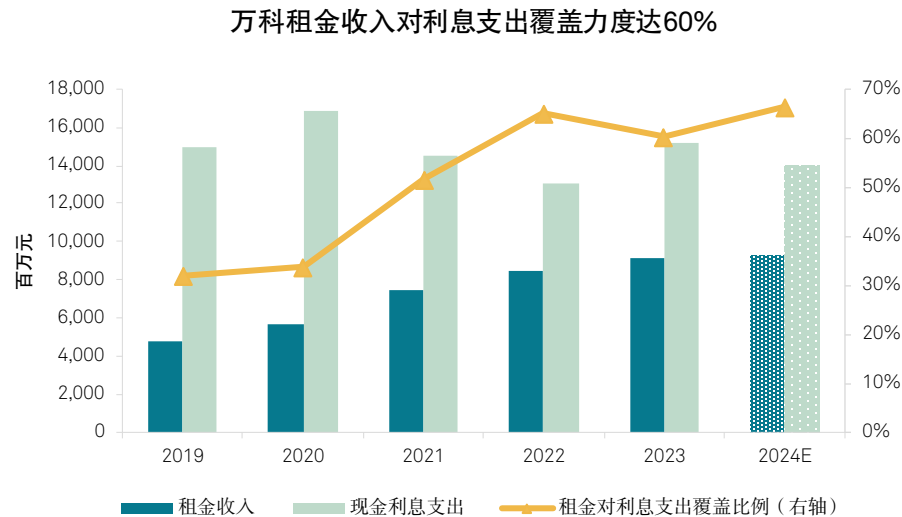
北京

yingxue.ren@spgchinaratings.cn

2、经营性物业的租金收入对利息支出提供较好的支撑

我们认为，万科具有较好的经营性物业，经营性物业租金收入对公司整体利息支出的覆盖程度逐年提高，可以提供较好的支撑。近年来，随着对于经营性物业的投入加大，万科租金收入对全口径利息支出的覆盖率呈逐年上涨趋势。2023 年万科租金收入约 91 亿元，对全口径利息支出的覆盖率约为 60%。

图2



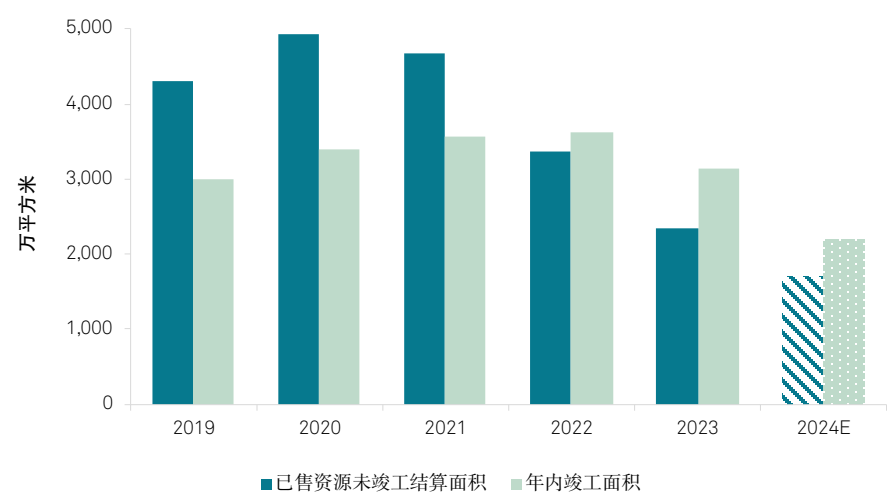
注：现金利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出。2024E为预测值，未考虑经营性物业的出售。
资料来源：公司年报，标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

3、集中交付压力趋缓，2024 年万科经营性现金流不会失血

我们预计，随着集中交付压力趋缓，万科 2024 年的经营性现金流净额仍然可以保持净流入状态，不会造成额外的资金缺口。数据显示，2022 年和 2023 年是万科的集中交付大年。交付压力叠加行业销售下行，形成了经营性现金流的压力。按照“已售未竣工结算面积”指标，2022年、2023 年万科分别交付住宅 34 万套和 28.9 万套；截至 2023 年末，万科已售未竣工结算面积降至 2,339 万平方米。我们预计，2024 年万科的交付压力将有所缓解，在保持当前的销售情况下，经营性现金流仍将保持净流入。根据万科披露，该公司 2024 年计划竣工计容面积约 2,200 万平方米，较 2022 年的 3,600 万平方米及 2023 年的 3,100 万平方米明显减少。

图3

万科项目交付压力下降



注：E为估计值，2024年年内竣工计容面积出自公司年报，未竣工面积按照年报推算。
资料来源：公司年报，标普信评。
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2024 标普信用评级（中国）有限公司 保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。