

深铁入主能否缓解万科流动性压力

2025年2月12日

1月27日，万科企业股份有限公司（“万科”）宣布选举深圳市地铁集团有限公司（“深铁集团”）党委书记、董事长辛杰为公司第二十届董事会主席。同时，万科聘任了郁亮、李锋、华翠及李刚为执行副总裁，田钧为董事会秘书。除郁亮外，上述人员均具有深铁集团或深圳市其他国企背景。据悉，2月5日万科内部宣布多位高管人事任命及管理团队职责分工，新聘任高管均具有深圳国资背景。

标普信评认为，万科董事会和管理层的变动表明深铁集团对万科管控力度的增强，反映了深铁集团力图通过市场化、法治化的方式来化解万科债务风险，推动公司稳健经营。然而，鉴于万科较大的债务到期规模，其销售状况和深铁集团支持的具体细节将是化解其债务风险的关键所在。我们目前维持万科的非公开信用分析（Private Credit Analysis，是标普信评对被分析对象的信用质量所进行的预估分析和分析评论，以下简称“PCA”）结果为bb+，这一结论主要基于深铁集团后续支持路径仍未明晰，且万科流动性压力尚未缓解。我们将持续评估万科的流动性状况对其信用质量的影响。

分析师

王可欣

北京

Kexin.wang@spgchinaratings.cn

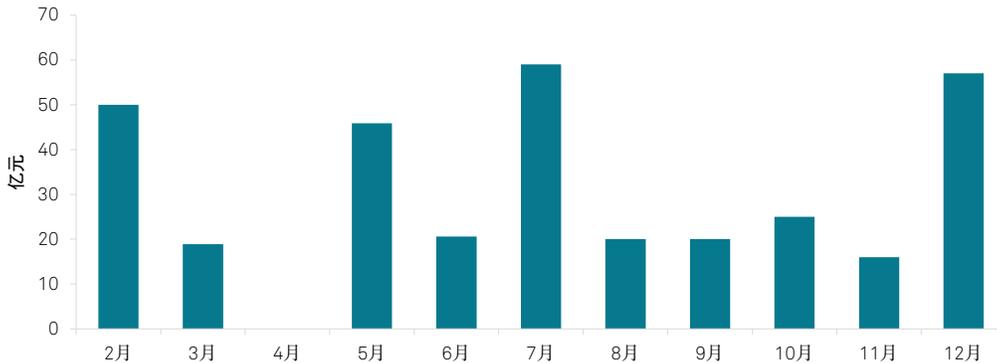
张任远

北京

Renyuan.zhang@spgchinaratings.cn

图1

万科2025年债券到期规模仍较大



资料来源：iFind，标普信评。

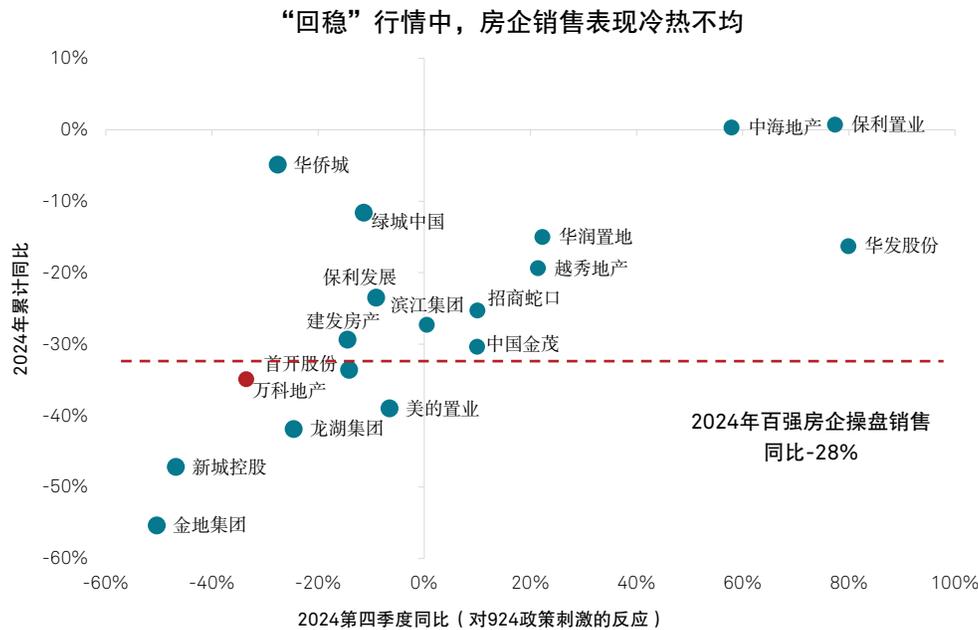
版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

深铁集团入主后，需要重点关注万科的销售表现及大股东的帮扶措施

我们认为，合同销售是万科重要的流动性来源，债务风险的化解需要依赖稳健经营带来的经营性现金流。然而，受制于“有效库存”不足，万科未来的销售表现仍面临较大压力。2024年，万科的合同销售金额同比下滑34.6%，“924”政策对公司销售的刺激效果明显弱于国有房企。一方面，这是由于购房者对于国企交付能力更有信心；另一方面，公司过去三年拿地紧缩，在政策效果更明显的高能级城市补库存乏力，“有效”土储不足制约了其销售回稳能力。我们预计，虽然与深铁集团的关系更

加紧密或有助于提升购房者对其交付能力的信心，但在公司优质项目加速去化、剩余项目的去化难度不断增加的情况下，2025年万科的销售压力仍较大。

图2



资料来源：克而瑞地产研究，标普信评。
 版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

在销售面临压力的背景下，我们认为非核心资产的处置和新增融资均对2025年大规模的债券到期偿付产生重要影响，而深铁集团通过何种举措帮助万科获取增量资金、缓解流动性压力值得关注。

目前，深铁集团对万科的帮扶主要体现在盘活资产和新增融资两方面。管理层更替后，深铁集团以13亿元收购万科持有的红树湾项目49%的股权；同时，深圳市住建局负责人表示将大力协调有关方面妥善处置万科的部分闲置存量土地。融资方面，深铁集团向万科提供28亿元股东贷款；深圳地区8家国有银行和股份制银行负责人也表示将满足万科的合理融资需求，全力保障其整体融资规模稳定。此外，过去3年万科陷入融资困境，最近一次公募债发行要追溯至2023年7月。若深铁集团的支持举措能够修复债券市场信心，将对缓解万科流动性压力起到正面作用。

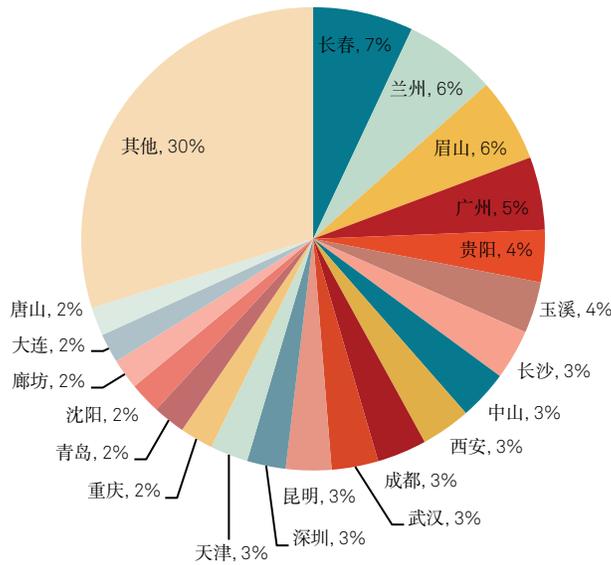
万科 PCA 评估情况

我们维持对万科的 PCA 结果为 bb+。虽然深铁集团对万科的管控增强，力图通过市场化、法制化的方式化解万科的债务问题，但是由于万科的债务规模较大，且深铁集团后续的流动性支持举措仍缺乏细节，万科当前面临的较大流动性压力暂未得到缓解。我们将持续关注深铁集团对万科的帮扶路径及实施细则，并评估万科流动性状况的变化对其信用状况的影响。

我们认为，万科的业务状况良好。作为全国性大型房地产开发企业，万科具有领先的市场份额和强劲的品牌影响力。但是，公司不断出售资产以补充流动性、减少拿地规模，且存量项目去化难度不断升级，这些因素均在削弱其长期的竞争优势。公司的财务风险很高，杠杆水平将呈上升趋势，流动性偏紧，债务到期压力较大。大股东深铁集团能够在业务资源及融资等方面给予一定支持。

图3

截至2023年末万科土储情况



资料来源：万科年报，标普信评。
 版权©2025标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

表1

万科 PCA 结果变迁

时间	PCA 结果	变化原因
2024/4/12	aa+2	公司财务缓冲空间下降，二级市场利差升高，债券融资存在压力，面临债务腾挪接续的考验。
2024/7/31	aa-	公司发布公告称 2024 年上半年，受房地产开发项目结算规模和毛利率显著下降、部分项目计提减值等影响，公司净利润预计亏损 70-90 亿元，我们认为公司的 EBITDA 利润率将在 2024 年继续承压，财务风险出现上升。
2024/11/25	bbb+	公司加大对商办资产的处置力度，拿地大幅放缓，削弱了公司未来的竞争地位。受房地产开发项目结算规模和毛利率显著下降、部分项目计提减值等影响，我们预计公司的 EBITDA 利润率将在 2024 年继续承压，财务风险进一步增加。同时，公司流动性压力较为紧张，再融资的畅通对公司债券的偿付至关重要。
2025/1/10	bb+	2025 年 1 月，公司控股子公司债权投资计划展期两年，规模为 20 亿元，反映出公司流动性偏紧，部分项目较为下沉，去化难度较大，项目端有融资偿还压力。我们认为，公司财务风险上升，未来项目端的融资风险可能呈高发趋势。

本报告不构成评级行动。

非公开信用分析 (Private Credit Analysis, PCA) 是标普信评推出的面向投资人及其他使用者的专属资信评估服务, 包含了标普信评针对中国债券市场活跃发行人的信用质量所进行的分析与评论。如需了解标普信评 PCA 服务的更多详细信息, 请访问 [Private Credit Analysis \(spgchinaratings.cn\)](http://PrivateCreditAnalysis(spgchinaratings.cn)), 并欢迎联系 PCASupport@spgchinaratings.cn。

欢迎关注标普信评微信公众号:



©版权所有 2025 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, 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, 包括但不限于适用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失、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, 除非其注册为该类机构。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) 的附属企业。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。