

2019年9月10日，中国香港。鹏元国际首次向万科企业股份有限公司（万科）授予国际刻度的长期主体评级，等级为‘BBB+’，展望为稳定。

万科是中国领先的房地产开发商之一。房地产开发占公司2019年上半年总收入的95%，物业管理占4%，其余收入来自物流和仓储服务等其他业务。万科的评级反映了公司在中国房地产行业中的优势地位、全国性的高质量土地储备、低杠杆率和强劲的盈利能力。另一方面，万科的评级受到市场周期性、政策不确定性以及业务集中度风险相对较高的制约。

万科稳定的展望反映了我们对公司的合约销售额将继续增长，并且保持中国领先市场地位的预期。

## 主要评级观点

### 正面因素

万科长期以来一直位居中国房地产开发行业前三，我们预期公司将维持其领先的市场地位。万科成立于30多年前，以2018年的权益合约销售额计为中国第三大房地产开发商。与中国其他房地产企业相比，万科凭借领先的市场地位和庞大的规模，具有较高的经营效率和市场认可度，使其在整个中国房地产周期中表现出色。其合约销售额增速从2017年的46%放缓至2018年的15%和2019年上半年的10%，但仍超过中国房地产市场的增长速度。我们估计万科合约销售的市场份额从2016年的3.1%扩张至2019年上半年的4.7%。尽管合约销售额增速放缓，但我们预期未来两年公司将维持目前的市场份额。

我们认为公司拥有全国性的优质土地储备，土地储备去化周期较理想。截至2019年6月，万科的土地储备遍布全国各地，足以支持大约三年的销售。我们估计，公司在29个省或自治区的权益总建筑面积共9,600万平方米。截至2018年底，广东省占土地储备的16%，江苏省占比11%和浙江省占比7%。我们估计一二线城市占其权益土地储备的73%。优质的土地储备为万科的未来发展项目提供支持。我们预期万科在2019年和2020年将保持三年左右的理想土地储备去化周期。

基于万科强大的现金回款和保守的拿地策略，我们评估万科杠杆为可控。我们估计万科2019年上半年的现金回款率高达90%，预计未来两年将维持这一比率。此外，万科2019年上半年的土地购置减少，权益土地购置成本同比下降2%至700亿元人民币。因此，其权益土地成本与合约销售额比率由2018年上半年的33%下降至2019年上半年的29%，反映出公司的拿地策略较为保守。由于拿地减少，我们预计万科2019年的总债务与总资本化比率将保持在54%左右，净债务与调整后库存比率将略有改善，将从2018年的31%下降至2019年的27%。

强劲的合约销售额和强健的执行能力推动强劲的盈利能力和稳定现金流。与同业相比，万科的盈利能力更强劲，现金流更稳定。2018年，公司实现26%的EBITDA利润率，而行业平均水平为20%，公司22%的资本回报率也远高于4%的行业平均水平。在万科大量已售未结转销售额和出色的执行能力的推动下，我们预期公司将维持强劲的盈利能力和稳定的现金流。

### 负面因素

市场周期性和政策风险可能会对公司的盈利能力和融资产生负面影响。我们预计中国政府将继续严格控制房地产，并打击不受监管的融资。作为中国最大的房地产开发商之一，万科需要面对市场周期性和政策或监管风险。不同城市房地产法规相关的政策的不确定性仍然是万科主要关注的问题。

我们估计万科的业务集中度风险相对较高。作为中国房地产行业的领导者，万科2019年上半年95%的收入来自房地产开发，而物业服务和租赁住宅等其他业务与房地产开发市场也有较高的相关性。尽管万科已开始将其业务多元化，不再局限于住宅物业，但我们认为转型需要时间，公司未来三年的核心业务仍为房地产开发。

## 评级展望

出现以下情况导致万科的信用状况显著恶化时，我们将考虑下调公司的主体评级：1) 杠杆率长期大幅增加；2) EBITDA利润率大幅下降且不太可能回升；3) 经营状况显著恶化。

出现以下情况导致公司的信用状况大幅改善时，我们将考虑上调公司的主体评级：1) 杠杆率持续大幅下降；2) 经营状况显著改善。

