

万科半年报的十大关注

胜遇研究

8月30日，万科正式公报半年报，其中归属于上市公司股东的亏损额略超过业绩预告中的70-90亿元，上半年归属于上市公司股东的净利润-98.52亿元，2023年同期为98.79亿元，同比下降199.82%；扣除非经常性损益后归属于上市公司股东的净利润-76.13亿元，2023年同期为87.03亿元，同比下降187.48%。大幅亏损实际上已有预期，除此之外，还有哪些细节需要关注：

1、亏损原因

半年报对此的解释为：(1) 房地产开发项目结算规模和毛利率显著下降。报告期内，本集团房地产开发业务结算利润主要对应2022年、2023年销售的项目及2024年上半年消化的现房和准现房库存。这些项目大部分为2022年前获取的土地，地价获取成本较高，后续销售阶段市场持续下行，销售情况和毛利率均低于投资预期，导致报告期结算毛利总额大幅减少。上半年开发业务的结算收入为1,116.8亿元，同比下降34.6%；开发业务的结算毛利率6.8%，同比下降13.5个百分点。(2) 计提减值。结合市场情况、结算毛利大幅下降，以及大宗交易等过程中多项目出现亏损，按照审慎原则，中期对部分项目计提存货跌价准备21.0亿元（含非并表项目计提1.7亿元）。此外，针对部分应收款项计提信用减值损失21.0亿元。(3) 部分非主业财务投资出现亏损。(4) 部分大宗资产交易和股权交易亏损。为更快回笼资金，公司对资产交易和股权处置都采取了更加坚决的行动，部分交易价格低于账面值。

对于(1)，我国的预售制导致房地产销售和交房结算一般存在2年的时滞，再考虑到土地获取到预收的时间，滞后的时间可能会延长至2.5至3年左右，因此高价的土地必须要匹配高房价，否则项目层面即可能出现亏损，万科上半年的亏损很大的原因也来源于此。当下房价下跌的局面仍未改善，根据统计局数据，2024年7月70大中城市新房销售价格指数环比仅4个城市（太原、上海、西安、吉林）未下跌，同比仅2个城市（上海、西安）未下跌；前7个月同比仅6个城市（天津、上海、杭州、成都、西安、三亚）未下跌，在房价未能企稳回升时，万科仍需消化曾经的“高价”地，亏损的情况大概率仍会延续。

对于(2)，同样原因在于房价下跌，存货跌价准备的计提19.28亿元（合并报表层面），2023年上半年和下半年分别为0和34.90亿元，所以今年上半年计提的规模环比是下降的，至于是否合理，则需要更详细的项目资料，但从房价的变化来看也能有初步的判断。再者，从计提的比例来看，2023年末和2024年6月末计提的存货跌价损失占未计提该跌价准确前存货的比例分别为0.49%和0.31%，比例也是下降的，可能万科认为存货的跌价风险在减少？此外，信用减值损失达到20.97亿元，2023年上半年和下半年分别为2.97亿元和0.81亿元，计提的对象绝大部分是其他应收款，由于未披露具体的应收对象，所以也无法判断计提是否合理，但大幅增长是符合行业情况的，毕竟未暴雷的民营房企也没剩几家，合作项目的受伤预计不低。

对于(3)没什么特别要说的，投资亏损也是很正常的，看看大A会更清晰。

对于(4)是应该做的，艰难局面下，更快速的回收现金流远比规避所谓的账面亏损更重要，况且资产交易中可能还会连通债务一起出售，对于减少偿还压力也是好的。

2、归母亏损和少数股东盈利并存

这是万科单独拿出来讲的：上半年受结算规模和项目毛利率下降影响，公司和少数股东（即合作方）在项目层面利润都出现了大幅下滑，之所以本集团权益净利润出现亏损，而少数股东损益仍然为正，主要原因是，少数股东损益仅反映了合作方在项目公司层面的利润，而集团的权益净利润除了按股权比例汇总项目公司层面的利润外，还需扣除上市公司层面的费用，以及考虑投资损益、资产交易损益等影响，比如万科全资投资的经营性业务按成本法核算计提的折旧摊销，非项目层面的利息支出、费用等。实际上，在单个合作项目中，万科与合作方同股同权，利润回报水平的变动幅度是一致的。

项目盈利不代表上市公司也会盈利，非项目层面的各项费用也是大头，比如上市公司本部的财务费用13.14亿元，其中利息支出达到41.95亿元（另有利息收入24.76亿元），何况还有资产的折旧摊销等等。其中是否存在少数股东约定固定收益的情况，并没有展开或更详细的资料，这点更关乎表外债务的评估。

3、存货的结构

上面探讨了存货跌价准备的计提情况，这里就再来看存货的结构，2024年6月末存货余额6,204.0亿元，较2023年底下降11.6%。其中，拟开发产品为913.2亿元，占比14.7%；在建开发产品4,213.7亿元，占67.9%；已完工开发产品（现房）1,047.0亿元，占比16.9%。与2023年6月末和2023年末对比，拟开发产品的占比变化不大；而在建开发产品占比下降，

已完工部分即现房占比在继续提升，2023年6月末和2023年末分别为11.9%和15.4%，2022年末为10.8%，2021年末为8.2%，与2024年6月末的16.9%相比，2年半的时间翻了一倍，这点能直接看出销售的压力。

4、销售与回款

2024年上半年万科实现销售面积939.5万平方米，同比下降27.6%，销售金额1,273.3亿元，同比下降37.6%；2023年上半年销售面积和金额的同比变化分别为增长0.5%和下降5.3%。更重要的是销售回款，2024年上半年销售商品提供劳务收到的现金合计1038.46亿元，这个数据在2021-2023年同期分别为2362.91亿元、1615.80亿元和1609.60亿元，2024年上半年同比下降35.48%，较2021年高点降幅超一半。而经营活动现金流的净额更为严峻，2024年上半年是连续5年为正后转负，万科的经营活动在近10年仅有2015年、2018年和2024年上半年为净流出。

2024年7月单月销售面积和销售金额同比变化分别为-14.4%和-12.9%，前7个月的同比变化分别为-26.0%和-35.1%，降幅较前6个月略有收窄。

5、现金获取依赖资产出售，但不足以弥补经营与筹资的净流出

与经营活动相反，投资活动常年是净流出，近10年仅有2年为净流入，2024年上半年净流入49.76亿元，（另一个年份是2020年，11.59亿元）。具体来看，万科1-7月共实现大宗交易签约金额204亿元（含印力的资产交易及REIT发行），资产类型覆盖商业、酒店、办公、长租公寓等业态。REITs和Pre-REIT基金等创新型工具也取得积极进展，开拓了多种资产交易路径。其中，印力集团完成32.6亿元商业基础设施REITs的发行；保障性租赁住房REITs和物流仓储REITs在申报过程中；建万租赁Pre-REIT基金实现广州项目扩募；设立消费Pre-REIT基金。资产出售叠加投资收缩促使投资活动实现良好的回流。

而筹资活动面临的情况依然严峻，2024年上半年净额为-68.59亿元，2023年上半年和下半年分别为-164.40亿元和-203.73亿元，净流出有所收窄，但仍未实现平衡。在新增融资上，万科上半年合计新增融资、再融资612亿元，其中新增融资的综合成本3.66%（2023年同期和2023年全年分别为3.73%和3.61%）。经营性物业贷合计落地219亿，其中表内新增150亿；“白名单”项目申报175个；银团贷款有序推进，5月获得招商银行牵头的200亿元银团贷款；此外，6月落地交通银行65亿元固融资产包融资。

综合来看，投资回流的现金流无法覆盖投资和筹资的净流出，2024年上半年现金及现金等价物减少69.56亿元至899.86亿元，2022-2022年同期分别减少28.01亿元和147.19亿元。

6、有息债务继续增长

接下来看有息债务，截至2024年6月末为3,312.7亿元，其中一年内到期的有息负债1,019.5亿元，占比为30.8%；一年以上有息负债2,293.2亿元，占比为69.2%。

图 万科有息债务情况

融资情况表（截至 2024 年 6 月 30 日）

单位：万元

融资途径	融资余额	融资成本区间	期限结构
银行贷款	22,450,099.74	2.55%-Hibor 按约定利率上浮	短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款
债券	6,447,812.70	2.90%-4.11%	一年内到期的非流动负债、应付债券
其他借款	4,229,001.19	1.43%-4.60%	短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款
合计	33,126,913.63		

数据来源：2024年半年报

无论是较2023年6月末（3,213.6亿元）还是年末（3,200.5亿元），有息债务均是增长的，净负债率也较2023年末增长了7.38个百分点；上半年有息债务净增112.2亿元，在基本面持续弱化的情况下，降杠杆的难度远比想象的更大。与3年前的2021年6月末相比，销售回款降幅超过一半，但有息债务还净增了625.6亿元，再叠加行业的变化，困难是非常直观的。

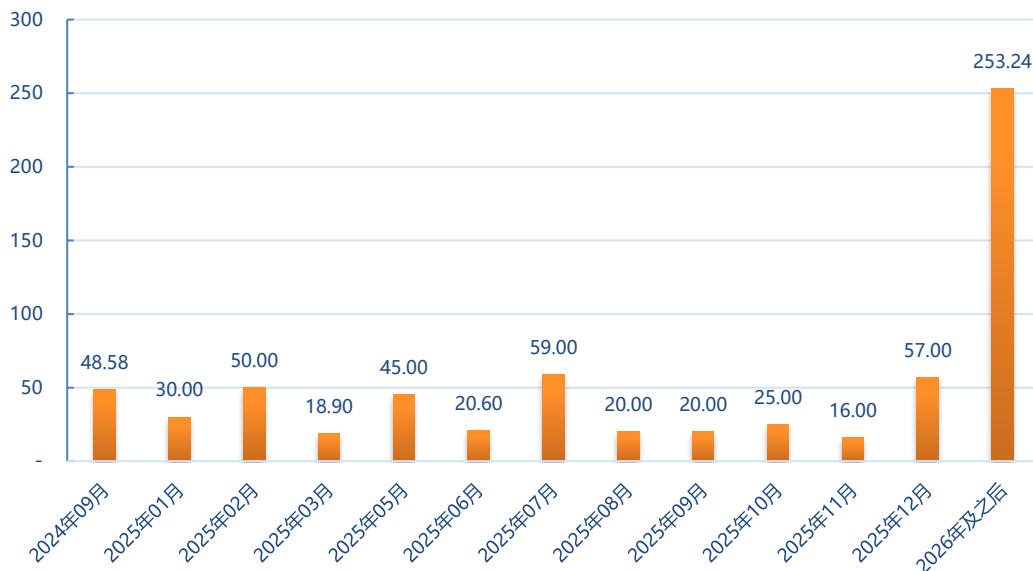
从有息债务结构上看，2024年6月末1年内到期的占比为30.8%，2023年6月末和2023年末分别为14.2%和19.5%，不仅规模还在提升，期限结构也在恶化，新增融资更多以短期为主。

债务来源上，银行借款占比67.8%（2023年6月末和2023年末分别为62.4%和61.7%），债券占比19.5%（2023年6月末和2023年末分别为23.7%和24.8%），其他占比12.7%（2023年6月末和2023年末分别为13.9%和13.5%），可以看出2024年上半年也主要是银行在替债券负重前行。

债券层面，截至2024年8月末，境内存量债28只合计492.56亿元，另有ABS合计43.46亿元，境外债4只共计127.30亿元（汇率按7.092计算），债券合计663.32亿元。从偿还期限来看，年内仅剩9月6日到期的20亿元21万科MTN003，以及ABS合计28.58亿元（均在9月到期）。以当前的情况来看，2024年内基本无忧，2025年合计需偿还361.50亿元，仍将面临严峻的考验。2024年上半年万科合计利息支出达到68.0亿元，假定经营与投资回款能够

满足利息支出（实际上过去3年无一年做到，且差距明显），债务仍有赖于借新还旧，债券仍需银行“兜底”。

图 万科债券偿还的情况（亿元）



数据来源：Wind，胜遇研究团队整理

7、缩表成果

与资产规模最高峰的2021年6月末（15913亿元）相比，总资产减少5536亿元，主要减少的科目包括：存货减少4274亿元，货币资金减少1028亿元，预付款项减少211亿元，长期股权投资减少140亿元；增加的资产主要有：投资性房地产增加212亿元，递延所得税资产增加105亿元，固定资产增加82亿元，应收账款增加58亿元。

对应的，负债总额减少5535亿元至10377亿元，其中合同负债减少4173亿元，应付账款减少1137亿元，其他应付款减少346亿元，其他流动负债（待转销项税）减少347亿元，应付股利减少149亿元，短期借款减少173亿元，应付债券减少71亿元，租赁负债减少58亿元；增加的负债主要有：长期借款增加520亿元，一年内到期的非流动负债增加355亿元。

通过以上对比可以看出，近3年万科的缩表主要缩在了项目上，单纯从数据对比来看，项目的销售所得甚至不足以支付应付款，账面资金还减少了千亿，而有息债务却增加了625.6亿元，缩表的结果竟然是有息债务的攀升。当然，期间上市公司的分红合计338亿元，但依然不够。那么，缩表的受益人是谁？至少不是债权人（作为一个整体，不探讨进出的结构）。

8、土地储备与销售的错配

万科上半年累计获取新项目3个，总规划计容建筑面积24.6万平方米，权益计容建筑面积19.9万平方米，项目总地价10.2亿元，权益地价总额约7.8亿元，新增项目平均地价为3,944元/平方米。上半年新开工及复工计容面积约411.7万平方米，完成年初计划的38.4%；竣工计容面积约859.6万平方米，完成年初计划的39.0%。

2023年拿地个数、权益计容建面、权益金额和均价分别为43个、333.3万平方米、463.2亿元和13,899元/平方米，主要发生在8月底前（32个、267.6万平方米、431.0亿元和16,003元/平方米）。进入2024年后投资克制还是比较高的，但新增的2块地位于沈阳，权益建面占比约25%，均为合作项目，另一块位于徐州，尚不知在低能级获取土地的盈利预期如何，尽管楼面价并不高。根据统计局数据，沈阳7月单月新房价格指数同比跌4%，徐州同比跌9.6%。

截至2024年6月末万科在建项目和规划中项目的总计容建筑面积约8,213.5万平方米。其中在建项目计容建筑面积约5,085.1万平方米，权益计容建筑面积约3,229.6万平方米；规划中项目计容建筑面积约3,128.4万平方米，权益计容建筑面积约1,993.2万平方米。此外，本集团还参与了一批旧城改造项目，按当前规划条件总计容建筑面积约373.9万平方米。

在建权益计容面积和拟建权益计容面积在2023年末分别为3,727.2万平方米和2,080.9万平方米；2023年6月末分别为4,660.4万平方米和2,200.7万平方米。可以看出，在建面积持续下降，但规划拟建变化不大。以今年上半年的销售面积939.5万平方米评估，目前土储足够，但半年报并未披露土储的构成。从销售的区域分布来看，长三角和珠三角是最重要的销售构成，合计销售金额占比接近6成，再加上北京区域，三大片区占比超过7成。

图 2024年上半年万科销售情况

分区域的销售情况

	销售面积 (万平方米)	比例	销售金额 (亿元)	比例
南方区域	146.1	15.6%	298.9	23.5%
上海区域	243.7	25.9%	448.7	35.2%
北京区域	154.7	16.5%	161.1	12.7%
东北区域	87.2	9.3%	65.0	5.1%
华中区域	125.2	13.3%	108.3	8.5%
西南区域	97.0	10.3%	101.9	8.0%
西北区域	84.7	9.0%	76.6	6.0%
其他	0.9	0.1%	12.8	1.0%
合计	939.5	100.0%	1,273.3	100.0%

注：北京区域包括北京市、河北省、山东省、山西省、天津市、内蒙古自治区；东北区域包括辽宁省、黑龙江省、吉林省；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、西雅图。

数据来源：2024年半年报

2023年报中披露了2023年末的储备（对应全口径的拟建计容面积）构成，将其与2024年上半年销售的区域对比来看，非常直观，土储占比高的区域，销售占比并不高；而销售的主力贡献区域，土储有所不足，尤其是上海区域，这些区域的补库需求更为直接。

图 万科土地储备与销售情况对比

区域	2023年末储备面积占比	2024年上半年销售面积占比	2024年上半年销售金额占比
南方区域	19.3%	15.6%	23.5%
上海区域	3.6%	25.9%	35.2%
北京区域	15.4%	16.5%	12.7%
东北区域	13.3%	9.3%	5.1%
华中区域	12.5%	13.3%	8.5%
西南区域	24.2%	10.3%	8.0%
西北区域	11.6%	9.0%	6.0%
其他	0.0%	0.1%	1.0%

数据来源：2024年半年报、2023年年报，胜遇研究团队整理

以上对比可知，从总体来看万科土储总量足够，但与销售存在错配，第一大贡献区域土储明显不足，而土储充裕的区域销售贡献不足。结构上的差异导致万科部分现有土储可能存在负效应，资金沉淀叠加资产价值下降；另一方面，仍需继续投资以保障销售现金流，在债务压顶之下无疑更加困难。从这一角度来看，低能级区域的景气度回暖对万科至关重要，只是这次风还会来吗？

9、其他业务不乏亮点

合并报表口径上，上半年物业服务收入160.00亿元，同比增13.98%，毛利率13.65%，同比降1.74个百分点；其他业务收入33.81亿元，同比增35.58%，毛利率13.63%，同比增7.78个百分点；包括相关资产经营业务在内的房地产开发业务收入1233.99亿元，同比降33.07%，毛利率7.25%，同比降12.06个百分点。

详细来看，万物云实现营业收入176.3亿元（含向万科集团提供服务的收入），同比增长9.5%，其中社区空间居住消费服务收入101.5亿元，占比57.6%，同比增长11.5%；商企和城市空间综合服务收入60.8亿元，占比34.5%，同比增长7.0%；AIoT及BPaaS解决方案服务收入14.0亿元，占比7.9%，同比增长5.9%。上半年万物云新获取221个住宅服务项目，饱和收入共12.76亿元；6月末，万物云共服务2,382个项目，合约项目数量2,804个。

上半年租赁住宅业务（含非并表项目）实现营业收入17.3亿元，**同比增长5.3%**；泊寓在北京、深圳、杭州、成都等城市新获取房源1.5万间，其中一线城市拓展房源1.2万间，占比80.6%，净新增开业0.33万间；截至6月底，泊寓在全国29个城市共运营管理租赁住房24.2万间，累计开业18.3万间，**出租率为95.2%**；项目前台GOP利润率接近90%，继续保持行业领先；**单房运营成本同比下降13.3%**。

上半年万科累计开业197个商业项目（不含轻资产输出管理项目），建筑面积1,106万平方米；规划中和在建商业项目的建筑面积为224.9万平方米，其中印力累计开业71个商业项目（不含轻资产输出管理项目），建筑面积665.2万平方米；规划中和在建商业项目的建筑面积为71.4万平方米；商业业务（含非并表项目）营业收入45.9亿元，**同比增长6.7%**，其中，印力管理的商业项目营业收入27.1亿元，**整体出租率94.2%**，同比基本持平。

上半年物流业务（含非并表项目）实现经营收入19.4亿元，其中高标库营业收入10.7亿元，**同比下降6.0%**；冷链营业收入（不含供应链业务收入）8.8亿元，同比增长8.4%；新开业6个园区，可租赁建筑面积51.7万平方米；6月末累计开业项目可租赁建筑面积1043.9万平方米，其中高标库可租赁建筑面积849.3万平方米，**稳定期出租率为85%**，冷链可租赁建筑面积194.6万平方米，**稳定期使用率为74%**。

以上，万科其他业务不乏亮点，但并不影响本质，或者更准确的说，对解决短期债务压力贡献有限，对于长期经营还是很重要的。

10、节流表现

全社会都在过“紧日子”，那么万科呢？考虑到收入和费用的时间不匹配，我们对销售收现和费用的变化情况，2024年上半年销售收现同比下降35.48%，销售费用同比下降11.77%，管理费用同比下降7.19%，财务费用同比下降8.4%，其中利息支出同比下降5.95%，费用化利息（扣除资本化部分）同比增长3.00%，剔除折旧后的三费同比减少8.41%；此外，支付给职工以及为职工支付的现金同比减少11.23%，支付的各项税费同比减少31.60%。可见，相对于销售回款，在费用上万科貌似并没有那么紧。

最后，总结：

万科其他业务也不乏亮点，资产出售与新增融资持续推进，但现金流继续承压，销售压力仍不轻，土储和销售错配的情况依然存在，有息债务偿还依赖于借新还旧，甚至缩表的同时还伴随着有息债务的增加，期限结构也在弱化，银行在为债券负重前行，年内债券基本无忧，但明年依然是严峻的考验，结合运营成本和利息支出的规模，债券仍需要银行

“兜底”。当然，乐观的情况是包括低层级区域的销售显著回暖，届时上述问题可能都不再是困难，但乐观实现的概率又有多大呢？

报告声明

1. 本报告仅供丝路海洋（北京）科技有限公司（本公司）客户使用。
2. 本报告所载的所有内容均不构成投资建议，任何投资者须对任何自主决定的行为负责。任何投资者因信赖本报告而进行的投资或其他行动并由此产生的任何损失，均由投资者自行承担，本公司不承担任何法律责任。
3. 本报告所载的所有信息均以本公司认为准确、可靠的来源获取，但本公司不保证本报告所述信息的准确性和完整性，本报告的使用者不应认为本报告所载的信息是准确和完整的而加以依赖，本公司不对因本报告所载信息的不合理、不准确或遗漏导致的任何损失或损害承担任何责任。
4. 本报告是本公司依据合理的内部程序独立做出的，所载的观点仅是报告当日的观点，且上述观点后续可能发生变化，在不同时期，本公司可能会发出与本报告观点不一致的研究报告，本公司不承担及时更新和通知的义务。
5. 本公司对本报告的所有信息表达与本公司业务利益存在直接或间接不做任何保证，相关风险请本报告的使用者独立做出评估，本公司不承担由此可能引起的任何法律责任。
6. 本报告的版权归本公司所有，未经本公司书面许可任何个人和机构不得以任何形式复制、翻版、篡改、引用、刊登或发表等。
7. 本公司发布的报告和信息适用法律法规规定的其它有关免责规定。
8. 以上声明内容的最终解释权归本公司所有。