

中国房地产 研报

万科困境，仍需交由市场解决



春节前后，万科经历了一场前所未有的管理层大换血，将其再次卷入舆论漩涡。1月27日，万科公告董事会主席郁亮辞职，转任执行副总裁；祝九胜以身体原因辞去所有职务；而朱旭辞去董秘职务，留任长租公寓事业部。三位高管辞职的同时，深铁董事长辛杰被选举为第二十届董事会主席，聘任李锋、华翠和李刚为执行副总裁，田钧为董事会秘书，新任命的三位执行副总裁和董秘均有深圳国资背景。2月5日，春节假期复工后第一天，万科内部再次公布了10名中高层的拟人事任命；而在晚些时间，又公布了人员职责分工，证实了深圳国资接管万科。

2月12日，彭博社消息称，政府正在制定方案协助万科500亿资金缺口，根据计划监管机构将分配200亿地方政府债券配额，用于购买万科未出售的房地产及空置土地，以便偿还今年到期债务。事实上，近年来万科现金流及债务压力问题受到业界广泛关注，在国资全面接管和救助下，万科能否有望冲破阴霾，在行业调整中“活下去”？

一、战投部及北京、华东区域是接管重点

据万科2024年三季报披露，截止2024年9月深铁集团持有万科32.43亿股，持股比例27.18%，为万科第一大股东。而接任郁亮董事长职位的辛杰，正是万科大股东深圳地铁集团的董事长。除了辛杰外，还有14位拥有深铁背景的高管分别接手万科不同管理部门。

表：春节前后万科深圳国资背景新高管就职情况

人名	职位	具体职责
辛杰	董事会主席	主持集团全面工作
田钧	董事会秘书	/
李锋	执行副总裁	开发经营事业集团
华翠	执行副总裁	集团办公室\党群工作部、人力资源部、审计监察部\纪委办公室、法务部
李刚	执行副总裁	物业事业集团、商业事业部、长租公寓事业部、海外事业部、酒店与度假事业部、食品事业部、物流事业部、办公事业部、印力公司
赵正阳	管理层	战略投资运营管理部总经理
鄢伯通	管理层	战略投资运营管理部副总经理
段军	管理层	战略投资运营管理部副总经理
李海洋	管理层	开发经营事业集团成本总监
郭伟	管理层	开发经营事业集团安全总监
王智余	管理层	北京区域管理部总经理
陈武	管理层	华东区域管理部总经理
万梅	管理层	集团办公室副主任
肖静华	管理层	财务资金管理部总经理
商德良	管理层	法务部总经理

数据来源：企业公告、公开新闻、CRIC

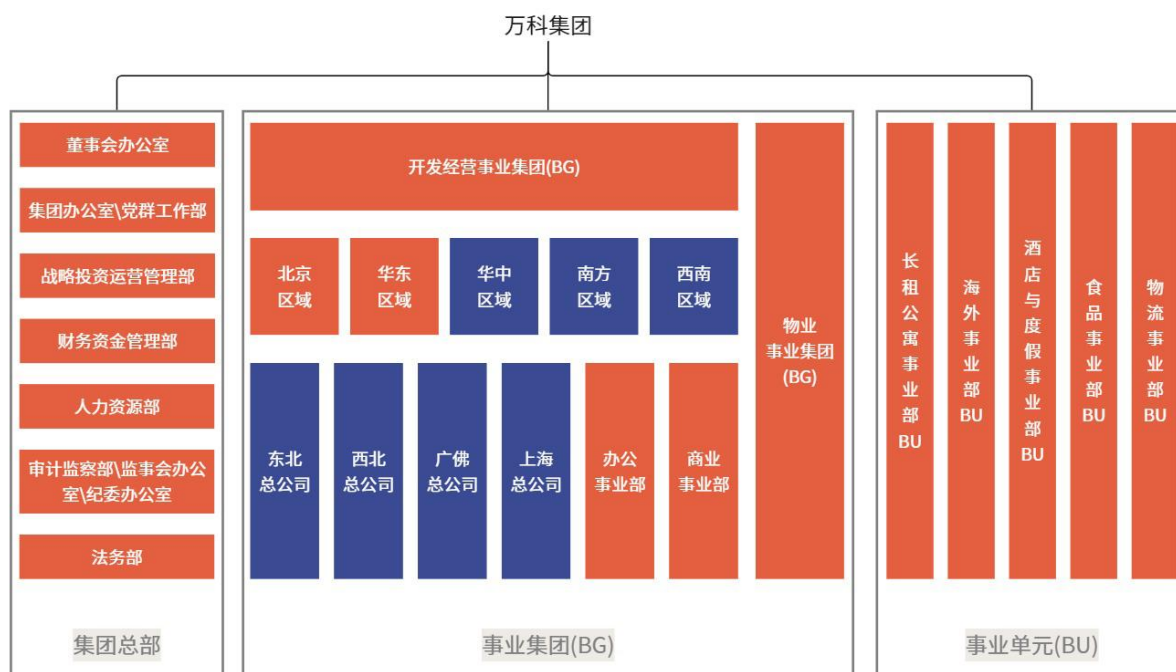
万科集团的组织架构主要分为总部、事业集团及事业单位三部分。其中，总部共设有7个部门，

而此次管理层的更迭几乎涉及总部所有部门，其中**战略投资运营管理部**更是调整重点。其中，执行副总裁华翠分管集团办公室、党群工作、人力资源、审计、纪委、法务部等；此外共有**3名高管接管战略投资运营管理部**。作为万科核心部门，战略投资运营管理部主要负责集团战略、投资、融资、运营、营销、海外拓展、新业务孵化等业务工作。另有3名高管分别任命为集团办公室副主任、财务资金管理部总经理及法务部总经理。

而事业集团方面，由执行副总裁李锋负责开发经营事业集团，并新任命了4名高管，包括开发经营事业集团成本总监及安全总监，以及**北京区域及华东区域管理部总经理**，北京及华东均为万科开发业务主要销售贡献区域。

而在事业单位及多元化领域，物业、商业、长租、海外事业、酒店与度假、食品、物流、办公以及印力公司则由新执行副总裁李刚分管。可见，从总部到开发，再到多元业务，深铁集团几乎均有涉及，未来不排除会有新的人事任命，进一步加强对企业掌控。

图：深圳国资背景高管接管万科涉及部门（红色为接管涉及部门）



数据来源：企业官网、CRIC

除了新任高管，原有万科董监高的去留也成为了业界关注焦点。除了郁亮及原董秘朱旭退居二线外，祝九胜辞去一切职务。还有部分万科高管的职务得到了保留，如解冻、韩慧华及刘肖等，其中解冻为监事会主席，韩慧华仍负责财务资金管理部，刘肖分管集团战略投资运营管理部。此外，张海、朱保全、孙嘉仍负责开发经营事业集团、物业事业集团、商业事业部及印力公司的相关工作等。

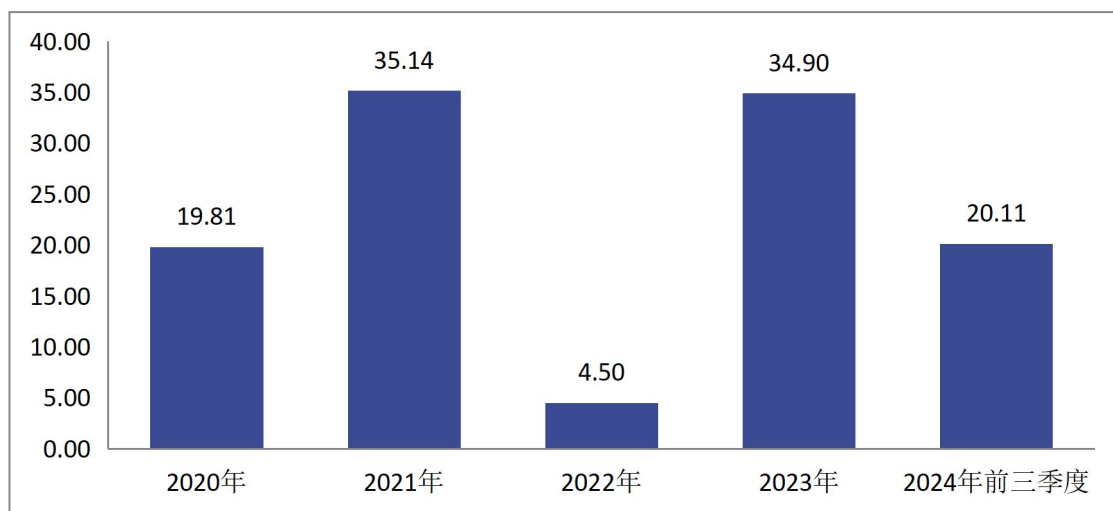
二、资产质量下降，债务展期需要更多增信

对于接管万科后的深铁集团而言，首要目标是稳定企业运营，其次是从外部为万科获得更多资金支持。2025年1月27日，万科发布2024年年度业绩预告，披露归属于上市公司股东的净利润亏损预计为450亿元，扣除非经常性损益后的净利润亏损预计410亿元。

万科将2024年的亏损主要归因为以下四点。1) 期内开发项目结算规模和毛利率显著下降。2024年开发结算利润主要对应2022年、2023年销售的项目及2024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。2) 期内新增计提了信用减值和存货跌价准备。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价格低于账面值。

对比万科三季报，2024年前三季度，万科总营业收入同比下降24%，毛利润下降了59%至209亿，毛利率同比下降8个百分点至10%。前三季度，信用减值损失及资产减值损失分别亏损55亿及20亿，资产处置收益为亏损25亿。

图：历年万科资产减值损失情况（亿元）



数据来源：企业年报

需注意的是，前三季度万科归属于母公司的净利润为亏损179亿元，相比于2024年预计亏损450亿，亏损扩大了近270亿。在第四季度集中出现巨额亏损，不管是由于信用减值、资产减值亦或是资产处置亏损，均说明了万科持有的资产质量正在快速下降。

截止2024年第三季度，万科合并报表的流动资产为10163亿元；其中57%为存货，账面价值为5793亿；其他应收款占25%，账面价值2573亿；现金仅797亿元，占比8%。但流动负债中，短期借款及一年内到期非流动负债高达1202亿，以及1742亿的应付账款等等。

在市场疲软下，万科存货若不能快速变现，以应对不断到期的债务压力，则需要银行或金融机构继续债务展期。但在资产质量下降的背景下，金融机构势必会让万科提供更多增信措施来减少风

险敞口，包括但不限于股权质押、物权抵押等等。此外万科还有美元债，海外投资者的谈判或也十分艰难。

三、万科自救须要通过市场途径才能实现

从大股东的支持来看，2024年起深铁集团共有三次在资金上支持万科。最早是2024年5月8日，深铁集团联合深圳百硕投资以22.35亿竞得万科T208-0053宗地，支付方式为现金支付，但该项目账面价值为40.16亿，**对万科当期损益影响为亏损17.85亿**。

2025年1月27日，万科以总价13.5亿的价格，转让红树湾项目49%收益权及股权于深铁集团，深铁集团应支付的转让款，与万科及其关联公司此前从深铁集团及其关联公司获得的部分资金进行冲抵，此次交易影响**财务报表为收益6.0亿**。

而最近一次是2月10日，深铁集团提供股东借款3年期28亿元，用于万科偿还到期债务，同时以万科持有的上市公司**万物云市值40亿股票提供质押担保**。该借款设置了平仓线，若质押股票价值低于股东借款余额，万科需要在**5个工作日内追加质押同类股票**、提供其他合格担保措施或提前偿还部分贷款等。

表：深铁集团对万科资金支持情况（亿元）

时间	交易标的/支持方式	交易金额/借款金额	支付方式/增信措施
2024年5月8日	T208-0053宗地的使用权、地上建筑物及附着物	22.35	现金支付，《转让合同》签订后2个工作日内一次性支付。
2025年1月27日	红树湾项目49%未来投资收益权	12.92	深铁集团应支付款项与万科此前已通过冗余资金划拨提前获得资金净额和向万科支付的意向金进行冲抵。
	深圳地铁万科投资发展49%股权	0.58	债权债务抵偿。
2025年2月10日	股东借款	28	万物云市值为40亿股票提供质押担保。

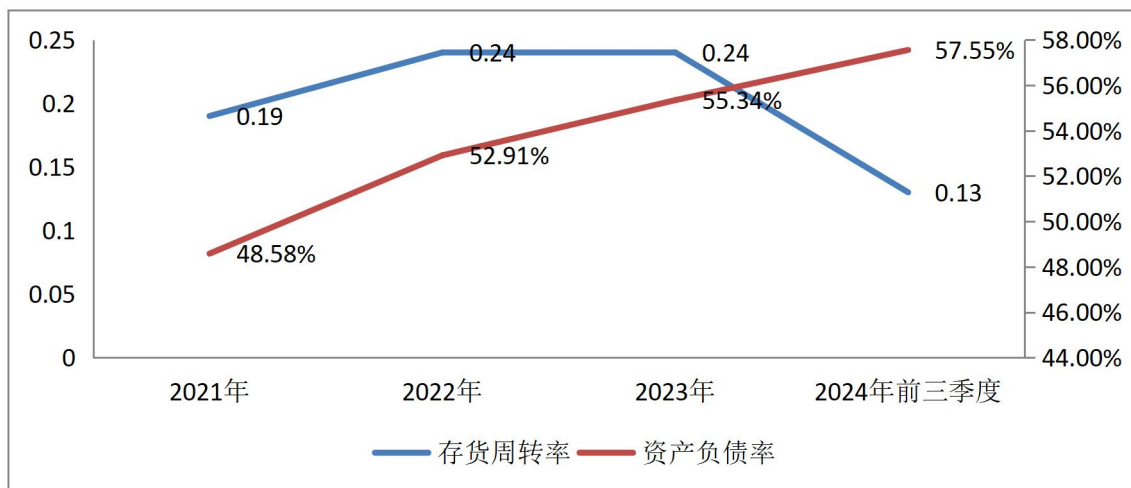
数据来源：企业公告

从以上支持来看，确实一定程度缓解了万科资金流紧张问题，但对于万科这样一个庞大体量的房地产公司而言，深铁集团所能带来的影响或相对有限。截止2024年9月，深铁集团的总资产规模为7523亿，而万科的资产规模高达13571亿，**是深铁集团的1.8倍**。而从营收规模来看，万科是深铁集团的17到18倍。深圳国资委虽然作为深铁集团的股东，也提出了要支持万科，但深圳国资委旗下也有其他需要救助的企业，包括近期被清盘呈请的华南城。

此外，**有市场消息称，政府正在制定方案协助万科500亿资金缺口，包括分配200亿地方政府债券配额**，用于购买万科未出售的房地产及空置土地。但从本质来看，如果万科不能够在市场上寻求到突破，通过自我造血、创造增量资金来偿还债务；这一系列的救助措施，不管是与大股东之间

的项目转让，还是股东借款（以万物云股权作为交易），或是用专项债收储，**背后逻辑都是优质资产的出售**，无法打破当前局面。一个企业的真实价值是通过市场来体现的。

图：历年深铁集团存货周转率及资产负债率



数据来源：债券年报

整体来看，虽然救助万科具有一定难度，但此次深铁集团的全面接管仍然**既有必要也有积极意义**。作为万科第一大股东，深铁集团首先要维护国企自身权益；同时也能提升各方信心，通过再次强调万科国企背景，为企业带来更多信用背书。而万科所要面对的不仅仅是信用问题，资产质量下降、现金流紧张或都在短期内难以解决，只能通过市场途径来化解。

免责声明

数据、观点等引用请注明“由克而瑞研究中心提供”。由于统计时间和口径的差异，可能出现与相关政府部门最终公布数据不一致的情形，则最终以政府部门权威数据为准。文章内容仅供参考，不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。