理财环境和房地产业融资：万科的融资战略

万科简介

万科前身为成立于1984年5月的“深圳市现代企业有限公司”。1988年11月改制为“深圳市万科企业股份有限公司”，股本总额为4,133万股。1991年1月公司A股在深圳证券交易所挂牌上市，接下来的20年里，公司通过融资实现了一系列的跳跃式发展。时至今日，公司的股本已超过1,099,000万股，资产合计超过2800亿，是国内房地产行业当之无愧的航空母舰。

我国房地产企业的融资方式- 银行信贷

是我国房地产企业融资的主要方式，有超过50%的资金部分直接或间接来自银行。房地产开发贷款在国内主要有三种形式:

第一种是房地产开发流动资金贷款,主要用于补充企业为完成计划内土地 开发和商品房建设任务需要的流动资金;

第二种是房地产开发项目贷款,主要为具体的房地产开发项目提供生产性流动资金贷款;

第三种是房地产抵押贷款，是开发 商以拟开发的土地使用权或房屋产权做抵押而向银行取得贷款。

我国房地产企业的融资方式- 银行信贷

但是这三种贷款方式的期限都很短，无法适应房地产开发周期的需要。而且银行信贷稳定性差，市场风险大。这就导致了房地产行业高风险的的财务结构，不利于房地产行业的健康发展。银行贷款、股权融资在过去几年中推动了房地主行业的高速发展。但是从2009年和2010年的数据可以看出，随着国家为防止房地产泡沫，出台严厉的调控措施，银行银行贷款受到严格限制。

我国房地产企业的融资方式- 银行信贷

房地产企业资金来源国内贷款占比变化

我国房地产企业的融资方式–股权融资

简单来说就是通过增发新的普通股来融资。对于部分上市公司而言，资本市场融资也是较好的融资方式之一，尤其是目前全球流动性过剩，证券市场一片繁荣的状况下。通过非公开增发注入股东的优质资产，通过增发和配股在资本市场融资，并迅速扩大公司规模。如万科、保利，上实发展、世茂股份、泛海建设、天鸿宝业、招商地产、苏宁环球、中粮地产、冠城大通、万通先锋、大龙地产、中江地产、新湖中宝、中铁二局、华业地产、华发股份等均通过股权融资达到扩大经营规模的目的。

我国房地产企业的融资方式– 股权融资

股票上市可以在国内或国外进行，可以在主板市场或创业板市场进行，根据公司的具体情况而定。具体而言，发行股票的优点是：

第一，所筹资金具有永久性，无到期日，没有还本压力；

第二，一次筹资金额大，用款限制相对较松；

第三，提高企业的知名度，为企业带来良好声誉；

第四，有利于帮助企业建立规范的现代企业制度。

我国房地产企业的融资方式– 股权融资

同时，股票上市也有不利之处：

第一，上市的条件过于苛刻；

第二，上市时间跨度长，竞争激烈，无法满足企业紧迫的融资需求；

第三，企业要负担较高的信息报道成本，各种信息公开可能会暴露商业秘密；

第四，企业上市融资必须以出让部分产权作为代价，分散企业控制权，从而出让较高的利润收益。

我国房地产企业的融资方式– 债券融资

债券融资是指项目主体按法定程序发行的、承诺按期向债券持有者支付利息和偿还本金的一种融资行为。

债券融资有个很好的特点：利息是市场上最低的、最固定的，另外偿还期也比较长，风险又是可控的，因此企业掌握着控制权，资可以减少公司被反控制。债券融资实际上是债务融资，对公司的控制权不会产生稀释。

我国房地产企业的融资方式– 债券融资

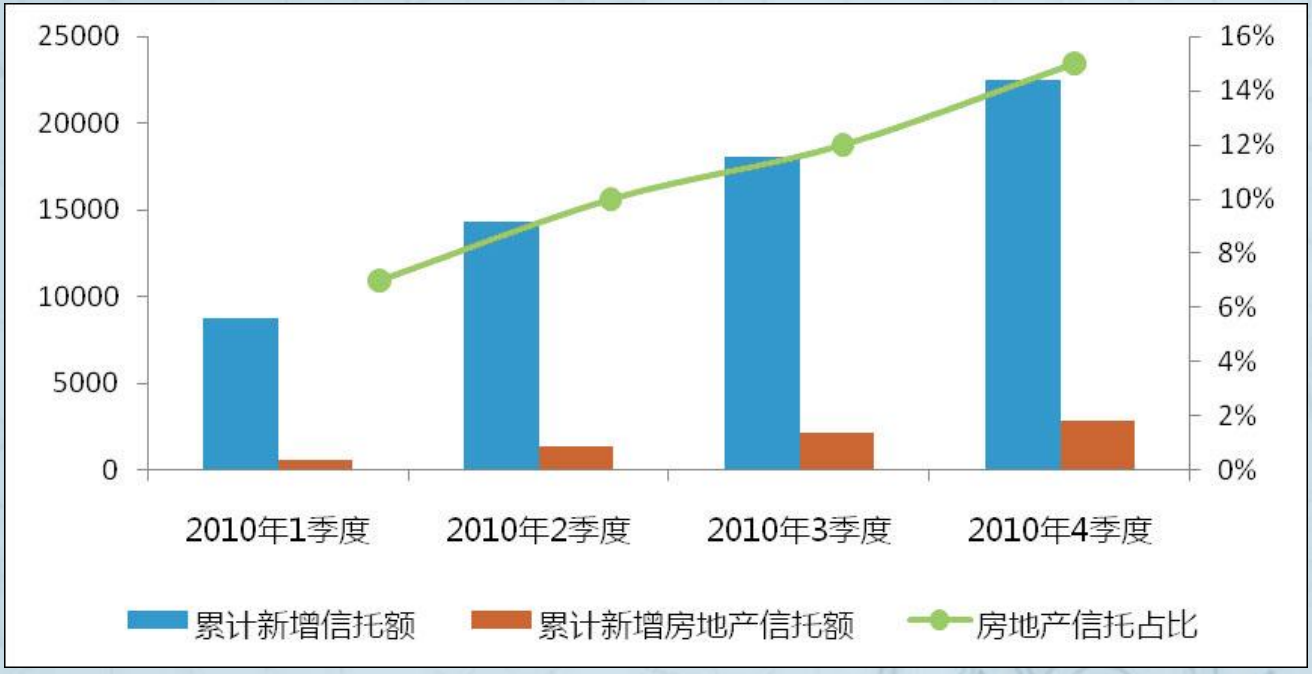
相对股票筹资而言，债券筹资的优点有：资金成本较低；保证控制权；具有财务杠杆作用。缺点：筹资风险高；限制条件多；筹资额有限。

债券融资包含中长期和短期债券融资，其中短期债券融资是目前中小型企业比较容易使用的一种融资方式。主要有短期融资券，是一种约定在短期内付息，解决企业临时性、季节性短期资金需求的融资。具有操作简单，周期较短，利率和期限灵活等特点。

我国房地产企业的融资方式– 基金和信托融资

投资者通过购买基金或信托的方式进行投资，享受房地产升值所带来的实惠。这样既解决了房地产资金的来源问题，减轻了银行的风险，又缓解了房地产供求关系。面对银行信贷、股市融资、债券融资等传统融资渠道受限，房地产上市公司积极争取拓展融资渠道，通过不同融资方式缓解资金压力，维持企业的资金水平。

我国房地产企业的融资方式– 基金和信托融资



房地产信托在2010年急剧膨胀，房地产上市企业从房地产信托中获取了大量资金。据统计，2010年样本沪深上市房地产企业通过信托渠道融资总额达439.38亿元，是2009年的6.15倍。

资本结构最优化，是公司做出筹资决策的核心问题。

正确估计和合理降低资本成本是制定筹资决策的重要基础。影响资本成本的因素有很多，分为两方面。一方面，外部因素包括利率，市场风险溢价，税率等。另一方面内部因素包括资本结构、股利政策和投资政策等。

万科的融资特点

资本结构	2011.9	2010	2009	2008	2007	2006
资产负债率（%）	78.97	74.69	67.01	67.44	66.11	65.04
权益乘数	4.76	3.95	3.03	3.07	2.95	2.86
流动资产/总资产（%）	95.97	95.32	94.69	95.15	95.34	96.68
非流动资产/总资产（%）	4.03	4.68	5.31	4.85	4.66	3.32
流动负债/负债合计（%）	87.04	80.51	73.86	80.27	73.7	67.81
非流动负债/负债合计（%）	12.96	19.49	26.14	19.73	26.3	32.19

万科的融资特点

万科的融资战略是以多元化为策略，以优化资本结构为基础，直接融资与间接融资兼备，主要采取较为合理的股权融资和财务风险可控的债务融资。在继续加强与银行合作基础上，积极创新融资方式和手段，尝试与银行、信托、基金等资金方合作开发新型融资工具和产品，进一步拓展融资渠道，由此进一步扩充资本实力，大大降低了融资成本，为公司实现快速发展奠定了坚实基础。

万科的融资选择–股权融资

- 一方面，股权融资的成本一般要高于债务融资成本。
- 另一方面，由于目前我国资本市场与上市公司没有严格的股利分配限制，利用股票融资的成本反而较低。

万科的融资选择–股权融资

年份	股本（万股）	同比增加	融资方式	备注（影响股本因素）
1989	4,133		首次发行 A 股，发行面值 1 元，融资 2800 万人民币。	我国第一批股份制企业。
1990	4,133	0		股本未发生变化。
1991	7,797	88.6%	● 配股（2 股配售 1 股），配股价为 4.4 元； ● 定向发行新股 770 万股，增发价为 4.8 元。 两次融资共约 1.27 亿。	● 1991 年 1 月，在深交所正式挂牌上市交易。 ● 每 5 股派送 1 股红股。
1992	9,236	18.5%		● 每 5 股派送 1 股红股。
1993	18,355	98.7%	首次发行 4500 万股 B 股，融资约 4.51 亿人民币。	● 每 4 股派送 1 股红股。 ● 公积金转增股本，每 4 股转增 1 股。 ● 制定员工持股第一阶段方案（1993－1995）。
1994	24,2956	32.4%		● A 股每 10 股送红股 3.5

万科的融资选择—股权融资

年份	股本（万股）	同比增加	融资方式	备注（影响股本因素）
				股，B股每 2,000 股送红股 485.2 股。
1995	28,823	18.6%	实施首期员工持股计划第一阶段方案，每股发行价格为人民币 3.01 元，共计发行 8,826,500 股，募集资金总额约 2700 万人民币。	● 每 10 股派送 1.5 股红股。
1996	31,705	10%		● 每 10 股派送 1 股红股。
1997	45,086	42.2%	配股（每 10 股配 2.37 股），配股价为 4.5 元人民币，融资约 3.8 亿人民币。	● 每 10 股派送 1.5 股红股。
1998	49,594	10%		● 每 10 股派送 1 股红股。
1999	54,554	10%		● 每 10 股派送 1 股红股。
2000	63,097	15.7%	配股（每 10 股配 2.727 股），配股价为人民币 7.5 元，融资约 6.25 亿人民币。	此次配股中，国有股、主要法人股以及 B 股股东未参与配股。
2001	63,097	0		股本未发生变化。
2002	63,097	0.0004%	发行可转债，共 1500 万张，面值为 100 元，融资 15 亿人民币。	债转股产生 2,772 股流通 A 股。
2003	139,585	121.2%		● 债转股共增加约 1.3 亿股。 ● 公积金转增股本，每 10 股转增 10 股。
2004	227,363	62.9%	发行可转债"万科转 2"，共 1,990 万张，面值 100 元，融资 19.9 亿人民币。	● "万科转债"剩余部分年内全部转股。 ● 分红派息，每 10 股送 1 股红股。 ● 公积金转增股本，每 10 股转增 4 股。

万科的融资选择–股权融资

2005	372,269	63.7%		• 公积金转增股本，每 10 股转增 5 股。 • "万科转 2"债转股约增加股本 3.1 亿股。
2006	436,990	17.4%	向 10 家发行对象，非公开增发 4 亿 A 股，增发价为 10.5 元。 募集资金约 42 亿人民币。	• "万科转 2"部分债转股，股本约增加 2.5 亿股。剩余部分可转债被公司赎回。
2007	687,201	57.3%	公开增发 A 股，增发价为 31.53 元。 募集资金约 99 亿人民币。	• 公积金转增股本，每 10 股转增 5 股
2008	1,099,521	60%		• 公积金转增股本，每 10 股转增 6 股

万科的融资选择–股权融资

- 股权融资在万科扩大规模，近一步发展中发挥了巨大作用。表三是万科2007年股权融资100亿资金的使用情况。2007年万科公开发行A股，募集资金净额人民币9,936,601,701.22元，于2007年8月30日到位，截止2011年中，各项目的投资、收益和进度的详细情况如下：

单位：万元

募集资金总额	993,660		本年度已使用募集资金总额			17,356		
			已累计使用募集资金总额			978,055		
承诺项目	是否变更项目	拟投入金额	本期投入金额	累计投入金额	投资进度	产生收益情况	是否达到预计效益	可行性是否发生重大变化
上海金色雅筑（原中林项目）	否	70,000	0	70,000	100%	27,250	是	否
上海浦东五街坊项目	否	120,000	12,544	118,579	98.82%	-498	是	否
杭州西溪蝶园（原蒋村项目）	否	70,000	0	70,000	100%	35,749	是	否
杭州余杭区良渚项目	否	170,000	0	170,000	100%	46,965	是	否
宁波鄞州区金色水岸项目	否	163,660	0	163,660	100%	93,748	是	否
佛山万科城（原南庄项目）	否	90,000	0	90,000	100%	40,024	是	否
广州新里程（原科学城 113 项目）	否	60,000	0	60,000	100%	15,154	是	否
广州金城蓝湾（原金沙洲项目）	否	80,000	0	80,000	100%	33,307	是	否
珠海香洲区珠海宾馆项目	否	65,000	946	64,950	99.92%	17,990	是	否
南京白下区安品街项目	否	65,000	3,866	50,866	78.26%	-	是	否
南京红郡（原黄家圩项目）	否	40,000	0	40,000	100%	4,650	否	否
合计	-	**993,660**	**17,356**	**978,055**	**98.43%**	**314,339**	**是**	**否**
未达到计划进度和预计收益的说明（分具体项目）	1.南京安品街项目因受政府老城保护的政策影响，影响了项目进度，目前项目报批报建工作已经完成，项目整体开发计划相应调整；2.南京红郡项目已于 2010 年基本售罄且交付，累计实现销售净利率 9.95%，盈利水平低于招股意向书预计水平。募集资金其他投向项目的收益率均超过收益预计水平，本次募集资金投向项目的整体效益将高于招股意向书的收益预计水平。							
变更原因及变更程序说明（分具体项目）	无变更							
尚未使用的募集资金用途及去向	截至 2011 年 6 月 30 日，此次募集资金按照招股意向书使用了人民币 978,055 万元，占募集资金净额人民币 993,660 万元的 98.4%，余额人民币 15,605 万元将随着项目的后续开发全部投入。							

万科的融资选择—境外融资

万科近年境外融资情况				
时间	融资方式	名称	投资方	融资金额
2004.7	合作项目	中山“万科城市风景花园”	德国银行 Hypo Real Estate Bank Internal	3500 万美元
2005.12	股权转让	万科项目公司部分股权	新加坡政府产业投资有限公司附属公司 RZP	8700 多万人民币
2007.4	基金	中信资本万科中国房地产开发基金	GE Commercial Finance Real Estate	2000 万美元

万科的融资选择–资本公积转增股本

与现金股利方式相比

1.对公司而言，减少现金流出

2.对投资者而言，减少税赋

3.万科股票的投资价值——长期看涨

万科的融资选择–发行可转换债券

一、2002年

万科转债：1500万张，面值100元，融资15亿元

2003年债转股增加约1.3亿股

二、2004年

万科转2：1990万张，面值100元，融资19.9亿元

2005年债转股增加约3.1亿股

万科的融资选择–发行可转换债券

发行可转债的背景环境

一、高增长下的资金缺口

1.净资产收益率10%+

2.主营业务增长速度30%左右

3.2001年中期，现金流出现负值（-7.25亿元）

二、股票融资方案不可行

2000年定向增发计划落空

万科的融资选择–发行可转换债券

可转债的优点

1.前期筹资成本较低

2.有利于稳定股价

3.股本不会急剧扩张，可以缓解对业绩的稀释

可转债的缺点（及对应措施）

1.股价上涨风险（赎回条款）

2.股价低迷风险（回售条款）

3.总体筹资成本较高

万科的融资选择–2009年以后的融资选择

- 1998年，住房分配货币化——标志着房地产企业全面开始市场化
- 2003年4月，121文件，第二套住房首付比例提高——宏观调控预警
- 2004年，831大限（9月1日开始，取消国有土地使用权协议出让，一律采用招、拍、挂），加强经适房管理、加强房贷监管、银行首次加息——宏观调控开始
- 2005年3月，房贷优惠政策取消、房地产税改革深入、旧国八条
- 5月，新国八条、加强税收管理
- 9月，银监会212号文——收紧房地产信托

万科的融资选择–2009年以后的融资选择

- 2006年 4月，房贷利率上调
- 5月，国六条出台
- 7月，165号文（“90平方米、双70%”）、171号文（外资限炒令）、108号文（二手房转让征收个税）
- 8月，清查土地违规、再次加息
- 2007年 6次加息、10次上调存款准备金率
- 2008年 1月 打击囤地
- 9月，重大转折（美国次贷危机），利率、存款准备金率下调（10月再度下调）。
- 11月，四万亿经济刺激计划出台
- 2009年11月，重大转折（四万亿副作用，09年M2增速29.7%，实际货币贬值高达14.6%），抑制投机投资性住房

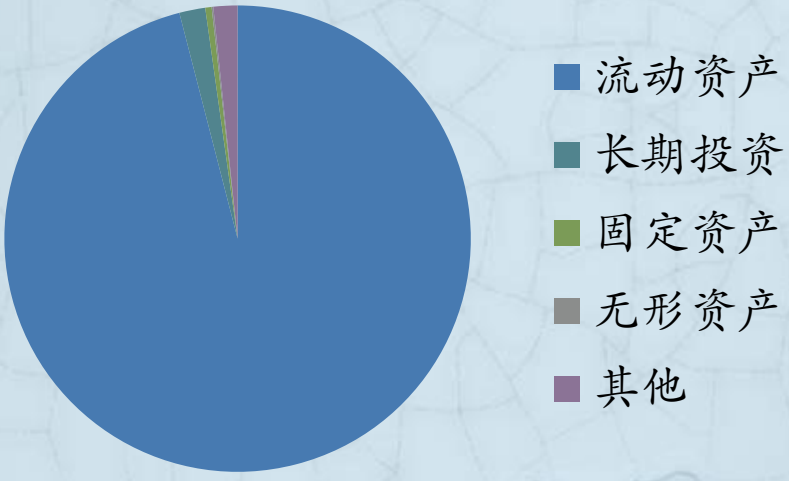
万科的融资选择–2009年以后的融资选择

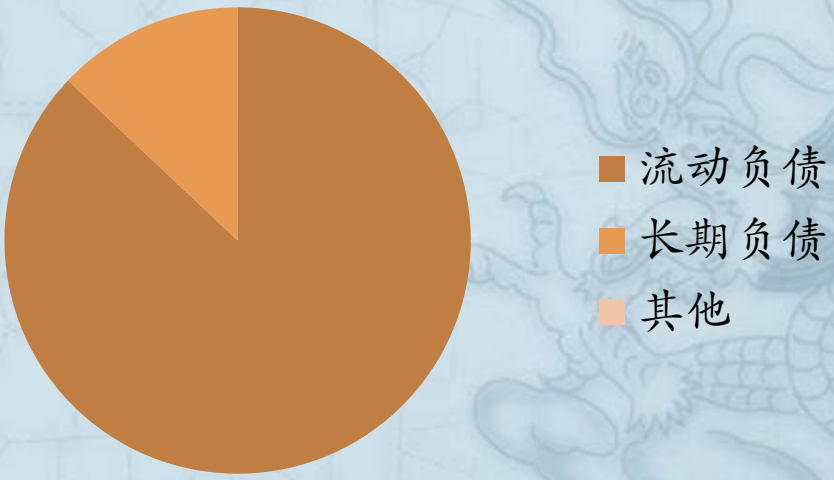
资产负债表（亿元）	2011-09-30	2010-12-31	2009-12-31
货币资金	339	378	230
应收账款净额	9.95	15.9	7.13
存货	1929	1333	901
其他应收款	225	149	77.9
流动资产合计	2718	2055	1303
长期投资净额	50.9	44.9	35.7
固定资产净额	12.5	12.2	13.6
无形资产	3.3	3.74	0.82
资产合计	2832	2156	1376
应付账款	205	169	163
流动负债合计	1947	1297	681
非流动负债合计	290	314	241
负债合计	2237	1611	922
实收资本	110	110	110
资本公积	88.3	87.9	85.6
盈余公积	106	106	87.4
未分配利润	160	135	88.1
股东权益合计	596	546	454
流动比率	1.4	1.59	1.92
资产负债率（%）	78.97	74.69	67.01

万科的融资选择–2009年以后的融资选择

利润表（亿元）	2011-09-30	2010-12-31	2009-12-31
主营业务收入	293	507	489
主营业务成本	170	301	345
销售费用	16.9	20.8	15.1
财务费用	1.95	5.04	5.74
管理费用	12.7	18.5	14.4
投资收益	0.89	7.78	9.24
利润总额	56.5	119	86.2
所得税	15.4	31	21.9
净利润	41.1	88	64.3
归属于母公司股东的净利润	35.8	72.8	53.3
主营业务利润率（%）	19.12	23.46	17.77
销售毛利率（%）	41.84	40.7	29.39

万科的融资选择–2009年以后的融资选择





万科的融资选择–2009年以后的融资选择

- 一、银行借款
- 1.短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款三项合计从09年末的261亿增加到了11年三季度末的461亿
- 2.银行对房地产贷款的态度：全面紧缩，严格控制，只减不增
- 3.未来短期内的走向：银行的进一步严控，万科需要寻找其他融资来源

万科的融资选择–2009年以后的融资选择

- 二、预收销售款
- 1.房地产行业的战略选择——靠什么赚钱?
  - 卖房vs捂地
- 2.万科的选择
- 3.卖房策略的优势
  - 1）资金的高速周转，收益的稳定性，抵御政策波动能力
  - 2）银行对企业的评价，争取贷款时的相对优势
  - 3）市场占有率较大，企业知名度超过同行，消费者和投资人的认可