

作者 | 宋新澳

编辑 | 王晗玉

万科不是因为缺钱而发H股——3月8日，万科总裁兼首席执行官祝九胜在股东大会上面对投资者质疑时作出这一回应。

此前于2月12日和3月2日，万科接连在A股和H股发布增发新股公告。以募资上限计算，万科此番通过两度股权融资共计可募得约185亿元人民币。

但此时，

万科在A股、H

股的股价正处于“三支箭”后的低谷，且均已破净。

此前在2022年底，政策端“三支箭”齐落地，带动地产股整体上涨。随后碧桂园等部分房企也在股价上涨声中启动股权融资。

而万科没有在去年底的相对高点决定增发，却等到股价接连下跌，直至跌破净值才公开增发预案，再度引起中小股东不满。

这一情绪蔓延到二级市场，万科H股配售公告发布当天，万科企业低开，盘中最大跌幅近5%，整体跌势延续至今。

折价配售伤害股民利益

万科股民的不满来源于折价配售后被摊薄的股东权益和投资收益。

一方面，在权益端，定向增发的新股只有特定的个人和机构才能购买，小股东不具有优先购买权，公司总股本增加，原持股小股东只能被动接受被稀释的股权。

另一方面，更重要的是，在收益端，

以低于每股净资产的价格配售新股，也可能摊薄原股东持有万科股票的投资收益。

目前，H股万科企业配售已经完成交割，配售价为13.05港元/股，这一价格对应的PB水平仅在0.6上下；而在A股，鉴于近一个月内万科股价一直低于每股净资产，如果万科股价再无起色，最终其增发价也将低于每股净资产。

一位在房企人士对36氪解释，以高于或低于每股净资产的价格增发新股，对增发后

市净率的影响完全不同。

假设一家企业每股净资产20元，如果以22元/股的价格配售，配售完成后所得款项直接计入净资产，那么净资产总额及每股净资产均会相应增厚，市净率就会下降；而若以15元/股的价格折价配售，尽管净资产总额仍旧增加，但平摊到每股上的净资产会被摊薄，市净率则会相应上涨。

该人士进一步解释：“港股资本市场对地产股开出估值多关注PB（市净率）。假设PB1.5是地产股的估值‘天花板’，配售后公司业务没怎么变化，PB平白无故增长了，距离估值‘天花板’的空间就缩短了，那是不是股民可能获得的收益也减少了？”

此外，对比业内同行，万科的配售定价也显得过于慷慨。碧桂园赶着在2022年底地产股的上一轮“情绪涨”中完成配售，尽管也处在破净阶段，但PB水平优于当前；保利、华发两家虽也在近期宣布增发，但均承诺价格不低于每股净资产值。

对于折价配售的质疑，万科管理层在3月8日召开的股东大会上作出回应。

万科总裁兼首席执行官祝九胜表示，短期大家可能关注价格和摊薄，长期还是看能不能创造价值。

他提到，“郁亮对我们的要求是

当好农民种好地，

我们拿到的股权性资金和利润留存形成的净资产，基本上就是种子，债性资金相当于化肥农药。”

“在这种前提下股东如果同意增发，投资人还同意给钱，那就不是一般的种子，是良种子、金种子，这种种子我们会倍加珍惜，跟化肥农药配合好，更努力把地种好，提高粮食产量和出产质量。”祝九胜说。

万科配售新股有基于优化资产负债表的考量。

相对于债权融资，

股权融资增厚的是一家企业的净资产，

配售完成后可直接降低净负债率。这在“三道红线”大背景下无疑是有利于巩固融资优势的途径。

不过，以万科的财务状况，有必要在破净的时点折价配售吗？截至去年三季度末，万科账上还有1188亿元现金。截至2022年上半年末，万科剔除预收账款的资产负债率为69.7%，净负债率20.2%，现金短债比1.67倍，距离“三道红线”还有较宽裕的安全空间。

而在此次股东大会上，财务负责人韩慧华也表示万科的资金安全不存在任何问题，无论什么样的环境下，万科依然能够保持比较畅通的融资渠道，能够以相对比较低的成本去市场上融资。

对于这一疑问，36氪曾联系万科做进一步了解，但对方表示需请以股东大会相关回应为准。

在该会上祝九胜曾提到做出这一决定前，“内部也经过多轮讨论，也非常纠结”。而最终A股增发能否完成以及定增价格是否低于每股净资产，尚有不确定性。

“不缺钱”与“割肉分红”

对于万科的财务状况，前述房企人士也对36氪表示，万科目前在银行处还可算优质客户。

去年年底，万科先后获得六大行在内多家金融机构累计超过8000亿元的授信额度。与此同时，董事会又新增500亿元的债券融资额度。

换句话说，只要万科愿意借钱，它还是多数银行欢迎的大客户。

这一判断在银行那里也得到了支持。

一名国有银行对公客户部工作人员向36氪表示，去年年底，多家大行接连为房企开出天量授信，这对于部分房企而言确实“站台”性质更浓——“我们更多是站在增强市场信心的角度，为这些企业做一个背书，真正到审批这一步还是会严格把握具体项目的风险”。

但同时他也提到，万科目前在银行“内定”的风险等级中属“安全档”，“万科来贷款我们还是比较欢迎”。

这正对应着管理层在股东大会上特别强调的万科“不缺钱”。

如此，

无论是从杠杆率还是债权融资空间来看，万科或许并没到不得不折价配售的程度。

而要说缺钱，2022年初正是房企资金压力最大的阶段。但在那一时点，万科选择拿出112亿元给股东分红。

这一慷慨远甚于目前的折价配售——前述房企人士解释，“这100多亿是直接从万科的净资产中掏出来的”。

按照管理层的“种子论”，与其拿112亿分红直接减少净资产规模，难道不是暂停分红以在缺钱的阶段维持更低的负债率更符合长远利益？

此外，2022年初拿112亿分红，2023年初再通过配售融回150亿资金，这在上述人士看来，无异于羊毛出在羊身上。

“这不是把一年前给股东的分红再割回来吗？”

值得注意的是，在本次A股发布150亿定增预案后，万科还同步发出一份《未来三年(2023-2025年)股东分红回报规划》，表示未来三年内，在满足公司正常生产经营资金需求的情况下，公司计划每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的可分配利润的30%。

股东大会上，管理层进一步补充说，30%是底线要求，分红将争取维持在35%左右。

熟悉的操作正在上演。

不过对于这一质疑，万科方面对36氪表示需以股东大会相关回应为准。万科董事会秘书朱旭在该会上表示，公司上市多年一直坚持稳定的现金分红政策，会争取把股息分红像以往一样维持在35%左右，为长期投资者规划现金流提供一个比较好的预期。

回想此前，万科董事会主席郁亮在2021年的薪酬仅154.7万元，相较前一年减少1092.6万元。在当年的业绩会上，郁亮向52万名股东致歉，自愿放弃2021年度全部奖金。

但依靠当年分红，期末持股数在730.62万股的郁亮拿到的现金派息超过700万元。