

卖空和研报

——兼谈融创的并表、项目和能力（融创1）

大部分外资投行，他们的分析员对中国的地产行业的国情和市场是少熟悉、少理解和缺少学习的，也就难以写出有见地的行业的研究报告。特别是融创中国，合作开发收购比较多，并表和非并表的依据不一而论，由于公司年报对项目的并表没有明示，研究报告往往就回避了这个题目。

要研究融创，就要明白融创的权益销售，并表项目和非并表项目；融创并表的依据并不是50%以上就并表，50%以下合营或者联营就不并表。以北京为例，北京并表的项目只有一个，就是门头沟新城，而北京壹号院（权益51%），紫禁壹号院（51%）这两个项目都是非并表；至于使馆壹号院，西长安壹号，权益都低于50%，是联营，当然不并表；枫丹壹号，权益50%，是保利并表；望京金茂府，亚奥金茂悦，两个权益都是49%，也是联营，都是金茂并表；所以，北京的表内销售，自从西山壹号院结算完了之后，现在基本就是没有了；但是权益销售在那里，利润将来会反映在联营和合营部分；类似的情况，其他主要城市，如天津，也是，像天津最大的项目，融创中心，货值240亿，权益41%，是非并表；全运村（39%权益）非并表，天拖北（41%），复康路（41%），也都是非并表；杭州河滨之城东，65%权益，非并表；无锡香樟园51%，非并表。所以，融创项目的非并表部分，比并表部分（上海的一些亮丽的并表项目，还没有进入主结算期）还要星光灿烂，所以，如果对这些项目的不了解清楚，并且不研究并表项目部分和非并表项目部分的毛利情况，那就难以写出反映公司实际情况的报告。

那么，如何来看融创呢？只要抓住一个问题，就是权益销售的数量和质量。权益销售和权益营收如何转化，只是时间问题；权益销售的金额、权益销售以怎么样的节奏和项目构成转化成权益营收（权益销售的毛利、权益销售的净利），只能交给时间。去年（15年）的权益营收是390亿多，净利是6.5%左右；未来，权益营收和净利，将逐步上行；但今年，由于销售大增，三项费用（当期结算）大幅上升，可结算的金额和质量的不确定性，估计中报和年报不会好看；但金簪掉在井里，是你的总是你的。就看你的态度——持有融创还是投机买卖融创。

融创的能力，是在市场波动中提高份额和适时布局的能力。优秀公司必须具备这个能力。这个能力是建立在团队能力，产品能力，营销能力之上的。实际上就是战略投资和布局的能力。09年上半年和11年北京市场低迷，融创进北京拿下西山壹号院（08年底），望京金茂府（11年）和亚奥金茂悦（11年），从此有了北京的地盘，要知道那时融创没有多少钱，也借不到多少钱，重要的是要说服有实力的人合作一起干，这个人要有实力又有战略眼光（没有战略眼光，人家也不会看中你）还不能太计较；12年底长三

角低迷，卖出北京西山壹号院项目有了一点钱，融创终于看到了进入上海的机会，融创借绿城困局，搭融绿平台，13年进入上海苏州杭州等地，从此有了长三角地盘；14年中和年底，本想借重绿城品牌，和佳兆业困局，进入珠三角，奈何事与愿违，但塞翁失马，焉知非福，一计不成，又生一计，15年布局了8个核心两线城市，也算收获颇丰。总的来说，融创还在发展路上，总还有这样那样的问题，发展和稳健还不能兼顾，还需要时间成熟，还不能像万科那样从容。

至于卖空的投机者，还有投行的报告，他们要小心了。卖空成功是非常难的，但他们注定带来比原来更大的波动；对于基本面向好的公司，当他们卖出的时候，市场会疑虑中下跌，当他们买回来的时候，市场会上涨而为难他们。至于投行，他们的报告，要写得更有功一些才好，不然，不但不值一哂，而且贻笑大方。

丁宏

2016年07月20日