

风控（二）

——在不确定中坚守确定性

最近融创中国的市值超过 1000 亿港币，对未来一年或更长阶段市场的大势、核心公司的业务发展以及核心公司的市场趋势、价格波动如何评估、判断，我们需要在新的公司背景下，在原来评估、判断的基础上再判断，如何在新的公司背景、新的市场环境下，在对的方向上做对的事，如何在巨大的挑战中、不确定中寻找并坚守确定性，这就是风控现在需要做的事。一方面我们投资的核心内房股涨幅特别巨大，恒生指数涨幅也不小，另一方面恒生指数还没见到 30000 点，也没放量，比较平稳，虽然恒生指数和具体的公司、具体的板块关系不大，但和市场的情绪关系很大；虽然内房股涨幅非常巨大，但是在它们的中报及业绩发布会所展现出来的未来一年的潜在价值（内在价值），在现在的公司新背景和市场大环境下还有一定的空间；对未来一年或更长来说，在未来可能的牛市下半场，除了确定的新的底部之外，还有新底部之上的巨大空间，当然，随伴而来的同时也有巨大风险和对风控和自律的高要求。

一、想清楚未来一年后估值的底部

过去几个季度，是融创从熊市思维的绝对底部到合理股价的快速重估过程。到目前为止，这个快速重估过程，包括了去年从销售上看市值该涨而没有涨的部分，也已经包括了对今年销售翻倍毛利确定的乐观预期。我们在六月初《谈风控（一）》的文章中认为，融创 10 元--20 元的价格在今年都是合理的，认为未来两年融创的市值底部不会低于 1000 亿，这些判断现在看都没有错；但是这个阶段融创价格上升速度远远超出我们当初的预期，相对恒生指数的涨幅非常巨大，在香港历史上也是少有的；因为核心内房股的内在变化也是少有的。

对于 2017 年的全年经营水平来讲，目前的价格应该说并不便宜，处在合理偏高区域，但是如果用最近一个月或未来三个月也就是今年最后四个月融创将会展现的--在半年业绩会上说的--未来四个月销售超过 1500 亿（不包括文旅城）这样的经营水平，并且毛利确定性锁定，现在融创的价格未来四、五个季度起码还有 50% 的确定空间，也就是说到明年 8 月份特别是 8 月份的中报以后，由于 2018 年的较为确定的持续增长，较为确定的靓丽销售和结算的业绩，融创中国市值在未来一年以后的底部大概率在 1500 亿以上。原因有四：

- 1、融创 2018 年销售预计达到 4500 亿以上，全结算利润超过 300 亿，市场给 5 倍市盈率为不过。如果考虑到万达项目，销售可能达到 5000--5500 亿的水平，全结算利润可以看到 450 亿人民币，500 亿港币。试问放眼世界，有几家公司可以做到？

- 2、 作为规模十万亿的世界级行业的前四名，市场最终会给一个合理的估值；放

眼世界，试问十万亿规模的行业，10%左右的行业利润，放眼世界又有几个？

3、2018年中报后毛利率将会接近或达到高峰，净利率将有大幅提高；一个周期性行业，几年才有一次这样的机会？

4、文旅城一方面提前一年把融创送入储备的四巨头，另一方面帮助融创提前半年进入销售的四巨头，并且提高融创的毛利率和净利率，增加了融创进入四巨头的确定性。长期来看，文旅城对融创来说，给出了一个转型的大方向、确定性，毕竟，1800个亿就这样落地文旅资产化了，融创自己应该还要贴一点（也许至少350亿到550亿左右，也许最高达700亿左右或更多；包含了收购文旅城时的溢价约160亿元）。融创和万达的宏大合作和交易，前无古人，后无来者，时也势也！命也运也！

二、未来至少看两年，看到18年，19年，也许更长

牛市很长，从低估到合理到高估，有很长的过程，也许15个季度左右的牛市，才走了6个季度，还有很长的过程。持有看18年，主要持有看19年，也许（争取）拿一些超级现金的同时看到2020年。我们看市场，要放在一个大周期中看。香港市场，2016年2月以后，进入了较为稳定的上升周期。我们认为，如果没有快速的大幅上升，这个周期可能长达15个季度以上。未来两年内到2019年9月可以看到35000点甚至更高完全是可能的。如果指数有快速的大幅上升，市场的风险就会比较大一些，如果持续放量，风险会更大一些。未来，在较为稳健向好的市场氛围下，我们可能面临的机会和挑战一样重大。

恒生指数已到达28000点，在越过2015年高点前不太可能有重大调整（15%或以上），并且越过一定是很有规模的越过，也就是说28000点不会有大的调整，在30000或32000点可能才有重大调整，在这个过程中恒生指数走的平淡和平静。而即使恒生指数有一定的调整，具体内房股的表现还得具体而论。在牛市中遇到的一个情况是上轮牛市（2007）以来不可逾越的NAV受到挑战，碧桂园、恒大、万科已经接近甚至超过了NAV，融创尚有较大空间。

就几个大公司的企业价值（EV）而言，恒大7000亿的企业价值，比万科高一倍，即使考虑到金融部分，还是不很合理的，今后要大幅降低净负债才合理些，但牛市本身就是不合理。而融创未来并表万达文旅城部分后的负债提高，企业价值比现在高几百亿，考虑到最近股价的上升，融创现时（9月12日）的企业价值已然不低，将来对融创来说快速提高销售，停缓拿地大幅减少净负债等，这样如果股权市值提高较快，而净负债相应下降较多，两者相抵后，企业价值仍可保持在合理水平，不会出现比万科（万科下半年会提高负债）高的情况。当然，牛市下半场，特别是中后期，本身就是就有很多的不合理，什么都是可能出现的。

三、大公司转型方向已初见端倪

万科转型物流地产、长租公寓泊寓，恒大转型金融、健康，融创转型大文旅。并且我们看懂了在中国这么多大公司中，这次万达去杠杆转型来讲，为什么万达选择最后融

创合作了。因为别的有可能的几家都很难谈成，万科需要满足大股东的需要大幅分红，虽然很早有了战略合作，但是还是不了了之；碧桂园自己有小镇，恒大也在搞和万达文旅竞争的童世界；所以融创就露出了水面，进入万达的视野。文旅城短期来讲帮助融创提高净利润，提高毛利率，提高销售，中期来看，帮助融创销售快速登顶前三，长期来看符合融创选择的大文旅，大娱乐。

将来融创五、六年后拥有几千亿资产（1800亿+）在文旅城，但是融创在做这些事的同时，并没有影响在房地产行业中的地位保持和巩固，融创会珍惜和保护好自己的优势和成果。五、六年后行业还是足够大，融创还有会借较多的钱，还是有5000亿以上级别的房地产开发销售的生意，但是随着净资产的增长净负债率下降了，这时候（即使较为低估的情况）也至少值2500亿的内在价值，因为文旅城预计内在价值至少1000亿（0.5pb），开发业务预计内在价值至少1500亿人民币（3pe）。

融创13个文旅城可售住宅16--25年用十年左右赚的钱，1200亿左右，除去收购溢价的160亿，会全部用于文旅城的文旅1800亿商业、酒店和娱乐设施部分，如果包括收购溢价共差额600亿左右，要逐步用十年的时间从融创本体来补贴；当然，文旅城是要花十年建成，贴补也可以用十年时间慢慢来，每年60到70亿左右，开始几年可能更大些。

思考融创收购万达文旅后的未来几年的全结算盈利和资本开支：融创16年全结算盈利的100亿，资本开支已经投去了乐视150亿，金科和链家80亿，共230亿，两者相抵亏欠130亿；17年、18年两年本体（本体就是不包括万达部分）全结算盈利的500亿，资本开支中160亿为文旅城收购溢价，应有约140亿将会陆续投去文旅城的投入部分，两者相抵盈余200亿；19年、20年本体赚的钱，700亿左右，大概150亿左右也要用于文旅城非可售部分建设（主要看住宅能赚多少，融创在文旅可售物业上有没有1200亿的净利润），两者相抵，有550亿左右的盈余。总的来说，自16年到20年，5年期间，盈余620亿，此时，文旅城的文旅部分，大概已经投入超过1000亿了。2020年以后五年，仍要从本体投入300亿左右；从文旅城的住宅的利润上投入500亿左右。

如果继续和万达合作做7个文旅城，那么，未来仍然要贴补300亿左右到7个新文旅城的文旅部分中；这样来看，如果开20个文旅城，每年本体对万达城开支将达百亿。所以，融创2020年前的有息负债要一直保持2000亿以上（有息负债如果包括非并表部分，3000亿左右），用来维持在地产行业中保持第一集团的土地储备地位；但融创的净负债率将会因为净资产的大幅提高和净负债的相对减少而快速下降。

四、买卖的转变和风控

对过去来讲，我们卖出了超过30%的规模，对于融资来说，对于过去几年前的买入来说，对于长期的持有来说，对于已经取得的巨大的浮赢来说，卖出30%没有大的问题，是相对正确的，总之，对过去来说，大的方向上是对的。

也许将来我们还会买入，我们不要去把将来的买入和现在的卖出相比较，现在的卖

出是和过去的买入相比较，现在的买入是和新的公司背景下的内在价值比较，这是两笔不同的生意。现在的买入，或者未来的买入，是和现在看到的看懂的内在价值相比较，将来的卖出价格，和将来的内在价值去比较。融创、碧桂园的内在价值，由于市场环境和氛围的变化，由于公司储备和竞争地位的变化，由于我们看问题的角度的变化，变动的区间很大。

现在来看，我们将来在未来三个月或四个月可能有大规模的买入，是抓住将来可能的机会，并且看到未来四、五个季度的事情，在纷乱、混淆的市场情况中找到确定性。所以我们在这里找的不是理由，对的方向是有逻辑的，逻辑是驳不倒的，是大势所趋的东西，是确定性。所谓风控是对的方向做对的事，我们把方向找到，把逻辑找到，把底线找到。

我们的底线是现在持有的核心公司会基本保留下来，这块资产未来一年确定性非常高，我们的现金会寻找机会，在合适的时机进行新的投资，是因为新的投资有机会对未来来说还有较高的确定性，如果未来一年只有 20% 的确定性，我们就不一定去做，如果未来一年或一年半还有 50% 以上的确定性，我们必须考虑去做。但是如果如果没有合适的价格，我们也可以不做。

所以我们不去担心过去未来几周几月的涨跌，不去纠结在这些事情上，把更加确定的未来的事情想清楚。只要身在这个行业中，错误总会伴随着我们，我们要做的是不犯大错误。我们要跟上融创已经取得的成就和步伐。未来我们不会再使用融资交易。

如果将来的买入，相对于已经卖出的价格，我们或许会付出的价格较高。我们要接受这个事实，因为我们买入是相对于未来的确定性，相对于一年以后的。如果高于已经卖出的价格，是我们认识市场再判断后应该付出的代价。如果低于这个价格，那是市场给予的机会。

五、底部和底部之上和风控，内在价值、NAV、市值和风控

我们首先要求自己把未来市场的底部看清楚，但是，现在我们也要求自己把市场底部之上看清楚。底部之上，有很大的范围。底部之上，也有很大的风险。在牛市的下半场，在可能的牛市下半场，控制风险比上半场更重要，但市场绝对价格的波动将远远大于上半场，我们必须在风控原则下参与其中。

为什么融创和碧桂园能够后来居上，就是把城市化的下半场看得清楚，用自己有把握的方式，在对的方向做了对的事情。融创长期在一线城市，老孙知道核心二线城市会走一线城市过去五六年走过的路；而碧桂园的执行力，使得团队更加读懂了城市，融入了城市的发展中。

如何看待内在价值？在大周期的不同阶段，要从不同的角度去看。在熊市的底部，在牛市的初期，在合理的估值期，在市场相对热情期，在牛市的下半场（下半场，就是指指数行业和公司不再低估，很难找到明显低估的公司），在市场的疯狂期，如果用同一把标尺，我们很难适应和接受市场价格的巨大波动。对于内房股来说，净资产，净资产折

扣率，报表利润，核心利润，含已售未结的净资产，含当年假设全结算的净资产，含明年全结算的净资产，NAV，等等都是不同阶段解读内在价值的尺度。其中 NAV 是最后的一道防线，超过了，就是牛市价格。进入风险价格区域。

过去几年，优秀公司的市值在市场相对热情的时候，总是接近 NAV，但是这一次，龙头和优秀公司的定义在变，虽然面对着调控，在复杂的调控局面下，证券市场对那些优秀公司，正在给出新的答案。随着市场指数的上升，一批和以往不同的公司，更有综合竞争力的公司，新的龙头，正在试图越过过去难以越过的 NAV。而这，才是牛市下半场才有可能发生的事。

六、站在企业经营的角度，帮助我们看得更远，帮做我们做好风控

现在我们看出来融创不是具有大象基因，它在储备上已经就是大象，在销售上很快是大象，再在利润上它还在成长中；融创不是一匹黑马，它已经是一匹白马，是潜在的龙头，但是还没成熟；融创不是一般的树，它是一颗大型乔木，但是这个大型乔木还在快速生长期。孙总杨总他们已经在对的方向上做了巨大正确的事，而这些正确的事将在未来的一年、两年兑现出来。这是一个确定的事情。我们要追求确定的事，而风控也要保护我们目前的成果，然后抓住未来有可能取得的机会，这就是确定性。

如果我们站在企业经营的角度，现在的融创，现在的碧桂园，正在拥有和以往完全不同的全面的竞争力，正在拥有更有力的竞争地位，正在一个世界级的行业中建立优势。市场正在重新评估他们，形成新的共识还需要时间和实践，还需要考验和检验，还需要证明和不断的再证明。我们在其中，当我们作出判断后，我们努力坚持、坚守确定性。

也许明年适当的时候，我们还有谈风控三，我会谈论超级现金，谈论拥有更多的现金，牛市现金，牛市超级现金；谈论牛市后期的巨大风险，谈论如何应对和管控好这些巨大的风险。

丁

宏

最后修改：2017年09月23日