

投行的兄弟看过来

——谈融创中国的项目、货值和毛利（融创2）

这么些年，在香港市场的内房股，投行往往隔靴搔痒，不管是高盛，还是大摩，都没有真正的理解中国的房地产市场，当然也没有动力用心好好干活（行业交易量总的看不大）；在他们的人生经历和职业生涯里，没有遭遇过这样一个市场和城市的发展状态（可能50年代的美国，60年代的欧洲有过这样磅礴的市场和神奇而野蛮生长的城市），也没有见过这样扭曲的土地市场供应方式（中国的土地几乎只有一个供应方，而这个供应方还是收税方），他们不易读懂也不愿意俯身来细细研究并读懂这个市场。

但我们作为投资者，不可不察，不可不懂。两个基本的假设：1）这个行业暂时还不会崩溃，各利益相关方要维持这样的平衡格局；2）这个行业不好弄，很麻烦。地王遍地之后的城市，即使是一线或强两线城市，这个城市的地产行业景气肯定下行两年或更久。这是残酷的机会，市场调整后会不会回来？还能不能回来？要看这个城市的生机和动力，一切都不好说。这个期间，这些城市中的房地产市场，肯定不平静，有的公司离开了，有的公司消失了，有的公司崛起有的公司保持，正所谓此起彼伏，又生生不息，你方唱罢我登场；考验的是团队能力，货值的成本和结构，市场判断和投资布局的能力。说了这些，我们就进入主题，带上我们的对面的卖空的兄弟，直奔融创中国。

融创中国的项目，在15年报中92个，据推算，货值面积1992万平（计容），货值3900亿（计容），计容单价1.96万元。2016新增，到5月底，29个项目（现在可能有增加），990亿货值（估算）。

这些项目（不包括2016的新增项目）的货值面积（计容）和货值（计容），分布在北京（69万平货值面积，450亿货值，货值单价6.5万）、济南（185万平货值面积，192亿货值，货值单价1.04万）、天津（419万平货值面积，825亿货值，货值单价1.97万）、西安（46万平货值面积，38亿货值，货值单价0.83万）、重庆（496万平货值面积，442亿货值，货值单价0.89万）、成都（132万平货值面积，109亿货值，货值单价0.83万）、上海（178万平货值面积，1120亿货值，货值单价6.3万）、南京（16.4万平货值面积，47亿货值，货值单价2.86万）、苏州（23万平货值面积，95亿货值，货值单价4.13万）、无锡（173万平货值面积，131亿货值，货值单价0.76万）、常州（70万平货值面积，49亿货值0.7万货值单价）、杭州（85万平货值面积，227亿货值，货值单价2.67万）、合肥（15.9万平货值面积，40亿货值，货值单价2.51万）、武汉（101.9万平货值面积，112亿货值，货值单价1.1万）、海南（48.8万平货值面积，39亿货值，货值单价0.8万）。

注意，所谓货值，是指用于销售的物业，包括已经竣工但还没有销售、已经销售和待售的在建项目的和还没有开工的项目的估算的物业销售额。这些货值中（去年底的3900亿），440亿已经在2015年年底销售出去，是已售未结，560亿在今年上半年已经销

售出去，所以，这些货值中的可售货值，只剩下 2900 亿了，如果下半年卖出 650 亿，那么到年底，这些货值中就只有 2250 亿可售货值了！这样看可售货值是不是有点少？对了，所以融创在主要城市上半年新增还是抓的比较狠的；融创上半年新增了大概 1000 货值，质量总的还是可以的。

光谈这些还不够，重要的是大货值项目和它们的目前的毛利。

货值 50 亿以上的大项目和现在实际成交价格的毛利：

北京：北京壹号院，货值 97 亿，毛利率 30%+；紫禁壹号院，货值 95 亿，毛利率 30%；使馆壹号院，货值 84 亿，毛利率 30%+，西长安壹号院，货值 83 亿，毛利率 10%；

济南：财富中心，货值 69 亿，毛利率 30%+；中新国际城，货值 65 亿，估计毛利率 30%；

天津：融创中心，货值 215 亿，毛利率 25%+；全运村，货值 187 亿，毛利率 30%+；融创城，货值 90 亿，毛利率 15%+；R3 地块，货值 60 亿，毛利率 30%+；半岛半湾，货值 49 亿，毛利率 30%+；

重庆：国博城，货值 95 亿，毛利率 10%+；欧麓花园城东，货值 86 亿，毛利率 5%+；欧麓花园城西，货值 52 亿，毛利率 5%+；凡尔赛花园，货值 48 亿，毛利率 20%+；

上海：华枫项目，货值 545 亿，毛利率估计 30%+；滨江壹号院，货值 247 亿，毛利率 30%+；香溢花城，货值 93 亿，毛利率 30%+；富源滨江，货值 91 亿，待售；上海大宁北玉兰公馆，57 亿货值，毛利率 30%+；

无锡：香樟园，货值 55 亿，毛利率 15%+；

杭州：时代奥城，货值 49 亿，待建；

武汉：公园一号，货值 112 亿，毛利率 30%+；

除了上面的主要的项目之外，融创的 30% 以上的高毛利项目和货值还有：

北京的枫丹壹号，33 亿货值；望京金茂府，18 亿货值；复康路十一号，36 亿货值；河与海，29 亿货值；融创滨海中心，20 亿货值；兰园，10 亿货值；西安珑府，21 亿货值；重庆玫瑰园，24 亿货值；重庆紫泉枫丹，7.1 亿货值；成都融创锦邸，6.1 亿货值；融创外滩 188，28 亿货值；苏州融创狮山御园，34 亿货值；

当然，融创的低毛利项目有：北京：西长安壹号，83 亿货值；济南，剑桥府邸，10 亿货值；；重庆，欧麓花园东 86 亿货值，欧麓花园西 52 亿货值；这里，北京和重庆的低毛利项目，已在前面大项目里已经谈到了，济南的规模非常小，低于 10 亿，可以忽略不计。

但是，就像苏州一样，一年前的老大难项目，负毛利项目，现在也有一定的毛利了；重庆的情况，看来也在慢慢的好转中，因为今年重庆的土地市场，已经春江水暖鸭先知了。

最后谈一谈整体的毛利的问题，这个问题，是判断的根本问题，这个问题如果不谈清楚，会耽误了对面那些投行和做空的兄弟们。

2013年，融创开启并购之门后，毛利逐步降低，一方面，是因为行业的毛利逐步降低，另一方面，融创打包收购的项目中，往往有一些是被收购方原来买了地王做不下去的项目，而且项目还不小，但是，对方也是地方上一等一的高手，不到现金流玩不下去，自然不会轻易卖出，所以，收购的资产包中地王项目多，往往是已经建了，但是卖不出去，并且规模不小，融创接手之后，以市场价消化，自然是零毛利或者几乎负毛利。那么，融创为什么要收购呢？三条原因：一是为快速进入市场，二是收购的项目包中其实其中也有还不错的项目，只是甜头往往在后面，问题项目在在前面；三是收购的时候，往往是市场最困难的时候，这个时候进入，是布局的好时候；如果不是收购，在白银时代，融创怎么能够弯道超车，从20名到前十强呢。

试想，假设在并表的2015结算项目中，你有50亿的零毛利结算，加上180亿的18%的毛利的结算，结果就是13个点的毛利，如果你的50亿的毛利是负的，180亿的毛利是20%，结果也是相当。

2014年，是很多公司在09年，10年，13年拿的相对高地价项目销售非常困难的一年。融创在苏州，无锡，常州，重庆等一些并表的项目，毛利是零毛利甚至负毛利，这些地区在2015年的结算，据推算并表部分可能达到了70亿左右的规模（包括重庆是被并表项目37亿，苏州一个并表项目12亿，无锡和常州三个并表项目22亿），我们认为，这个70个亿的销售是零毛利，但融创成功的卖出了这些项目中的大部分，使得公司在15年下半年有能力继续布局；这些零毛利销售在15年大规模进入结算，就是融创并表毛利超低的逻辑。

在融创的结算表中，凡是低毛利的，一定是并表的，为什么呢？因为你收购来的是人家做不下去的项目，自然毛利低，而且，即使是50%对50%，当然是收购方融创并表，因为你收购的项目是人家卖出的，对方要将项目从报表中清理出去。

在融创的结算表中，凡是高毛利的，往往是合作方并表的，为什么呢？这些项目往往是在市场差的时候，融创缺钱，和人家一起联合拿地的市场招拍挂项目，融创的合作者，都是比较强势或者区域强势的，如保利，金茂，天房，住总，泰达，世茂，苏州园区建屋，杭州大家，葛洲坝等等，让他们并表，也算融创对合作的一种态度；所以，融创不但要做一个名声好的并购者，而且要做一个态度好的合作者，还有什么让人并表，自己操盘更好的方式吗？

但是，融创的毛利，真的这么底吗？下面我们来看看分类的数据；

根据融创的年报：

2013年：融创并表毛利，23.4%；非并表毛利，24.3%；全部毛利，24%

2014年：融创并表毛利，17.2%；非并表毛利，27%，全部毛利，22.4%

2015年：融创并表毛利，12.4%；非并表毛利，24.3%，全部毛利，18.9%；

我们看到，非并表部分，保持了稳定；那么，并表部分，在不在掌控之中呢？

保守预计2016年，融创的全部营收的整体毛利率，在21%--23%之间。

更为重要的是，15年结算的均价，大约是各个项目2014年底的前后的价格，2016

年结算的价格，是各个项目 2015 年底的均价，所以，15 年的结算利润，是毛利的底部，16 年，17 年的结算，毛利将有大幅的增长，这个，不但已经发生，而且已经定局，17 年的整体毛利，按照我们的测算，保守估计将达到 28%左右，因为 17 年的结算的均价，基本上现在已经可以看明白看清楚了，就是：整体上不会比现在的各个项目的实际成交价格低。

另外：2013--2016 年，融创的权益销售，从 13 年 353 亿，14 年 395 亿，15 年 435 亿，将会增长到 16 年的 650 亿以上；年复合增长 24%；

但是，如果今年的权益营收在 430 亿左右的话，从 2013--2016 年，融创的权益营收，从 2013 年 276 亿，2014 年 366 亿，2015 年 391 亿，2016 年 430 亿（估计），复合增长是 16%；

由于权益销售的增长随着时间都注定会全部转化成权益的增长，所以，未来权益营收将有大幅提高的潜力。

未来，毛利逐步上行，权益结算也大幅上升；这些都是确定的。

对面看空的投行，投行的卖空的兄弟，你们在一个确定上升的大趋势上，却想利用今年由于销售大增（好事）、布局扩大（好事），带来的费用增长，以及仍有一些低毛利项目今年进入结算后的年报利润不确定性来看空做空，你们也要看到大量高毛利项目未来两年将成群结队进入结算，融创全国布局基本确立，未来销售的基础几乎囊括了大陆最有活力的所有城市，通过今年甚至明年后年对规模的有意识的扩张，融创的资产负债表将更加宏大稳健坚实。若果罔顾这些大局和事实，一意看空，现在阶段选择卖出的投资客，可是要比现在阶段持有和买入的投资者承担更大风险；而卖空的风险，又要比卖出者高了不少，所以卖出和卖空，可都要小心啊。

丁宏

2016 年 07 月 20 日