

风控（一）

——谈风控、谈核心内房股、谈未来

一、谈风控：

1、什么是风控：

风控在现阶段即对判断再判断，并根据新的判断再规划。风控做的好，价值通向百亿。

时过境迁，几个月前的判断放到现在不一定对。特别是现在，一方面内房股指数大幅攀升，另一方面调控空前严峻。我们现在抓住的这些核心内房公司群三年内（含16年）销售可能翻两翻还拐弯，放眼世界范围，很多年来都少见这样的规模公司的高增长，面对这些新形势我们怎么判断和应对？我们要对判断再判断，并根据新的判断再规划。

从较长的角度看，风控就是在对的方向上做对的事；“对”就是相对安全，“对”就是有较高的确定性；“方向”就是地指行公，“事”就是“执行之四季”。我们要争取识别风险、管理风险并控制风险，特别是要识别和管控重大风险。

2、我们的基本判断：

（1）恒生指数在重大调整前将超越2015年高点。

这轮牛市肇始于2016年2月份前后，一二季度之间。一轮牛市至少持续15个季度，也许更长。我们有10-15个季度的时间来观察、判断、规划这个事情，我们已观察判断了六、七个季度，我们会持续关注。

（2）2016年到2020年是少数规模公司的钻石时代。

由于其已经确立的内在基因（战略企图心和投资能力，销售能力，产品能力），少数销售高增长的几家规模公司，在未来的行业格局中将继续领跑。他们是碧桂园，融创，万科，恒大，新城等。这几年是极少数规模公司的钻石时代。

3、我们面临的重大机会和挑战：

（1）机会：

牛市来了，它在哪里我们就在哪里。香港市场3000亿的内房流通股我们占了其中的1%，我们是这里面无可争辩的王者。由于沪港通和深港通的原因，投资者发生了重大变化。市场在以销售为导向进行价格重估，市场认可内房股的权益销售高增长公司群，而不仅仅是融创一家。

（2）挑战：

我们的挑战是如何判断并利用好市场。就是说，事后看，我们有没有犯较大的错误。

（3）持有是现阶段我们最重要的选择。

该买的时候不买是风险，该卖的时候不卖也是风险，但最大的风险是该持有的时候不持有。在牛市中，拿着一把现金，不在市场中（持有并和牛市在一起），这是最大的风险。在市场中，就已经以安全价格买入优秀公司股份的情况而言，持有的风险最多也就是我们没有得到牛市的那一部分溢价。但那不是谁能刻意抓住的。

二、谈核心内房股：

4、我们的进步：

我们在先把底部想清楚，想清楚未来几年最底部的情况。我们认为，未来几年后最底部的情况是，指数上升再重大调整后其底部也不会低于 23000 上下，融创的市盈率（全结算）不会低于 5 倍，融创的市销率也不会低于 0.35。我的判断：

①任何力量都阻挡不了碧桂园成为世界 TOP100 的公司，融创也将紧随其后直奔 5000 亿销售而去，这个时间可能是 2-3 年。

②融创未来两年如能达成 4000 亿的年销售额，那么融创的市值不会低于 1000 亿，当然，在这个基础上，我们也可以谨慎的给个 7.5 折或 8.5 折的折扣。下半年到今年底，10--20 元是融创的合理价格区间，10 元是融创的安全价格。将来市场再怎么跌，融创也不可能跌破这个价格。

③对的融资会给项目加分。但大部分时候融资是赚不了钱的，甚至如果在错误的时间、错误的价格、错误的项目上融了资会出生死存亡的大问题。在有机会的时候我们会持续融资较长的时间，相反也会持续不融资很长时间。

5、和最好的季节在一起：

2016 年，便宜的资金遇上了便宜的土地，融创紧紧抓住了这个机会，并且是行业中做的最好的之一，这就是老孙说的民国以来的最好历史性机会。对我们而言，同样如此。去年是最好的季节，因为我们能买到便宜的优秀内房股；今年是最好的季节，因为市场逐步认同优秀的内房股；明年依然还是，因为这些优秀内房股的盈利将扑面而来，而销售也许还会有超越行业的增长。未来，我们会随着销售数据的逐季展开，或静待印证这个判断，或小心调整我们的判断（如销售数据不匹配我们的判断）。

6、争取不要输给持有，争取有机会获得扭曲力，如果没机会（较高确定性、较高把握）那就持有。

在牛市持有优秀公司是了不起的事情。交易做差价，是不太现实的。我们的实践和巴菲特的 17 年年度股东会忠告，都在那里。优秀公司是真正的稀缺资源。

7、地狱里没有石油。一定要记住，一定要相信。不能自己把自己骗了。

不要相信大家一致相信的明显不合理（判断和现象），更不能自己把自己骗了。坚守常识。极端现象可能出现，但是这是幻象，不是正常的现实。幻象终会消逝，不会长久。特别是看到高估，时间一长，几周几月，会麻木。不能自己把自己骗了。有资格来到了天堂，结果自己去了地狱。所以要保持清醒，小心判断。天堂和地域之间的距离，是清醒。

8、我们要做百里挑一的事情。

所谓百里挑一，即在对的方向做对的事情、并且在这个方向上坚持下去。很多事情我们是选择不做的，方向不对。一些事情是我们通过比较判断后明白选择不再做的。还有一些事情是我们明白做不了的。对投资而言，就是能找到并抓住长期来看能成为百里挑一的公司，然后认定方向、认定龙头、认定持有、非常小心、持续判断、对判断再判断，做到这几点就能成就百里挑一。

过去很长时间，六、七年来，我们一路试错，一路比较。错投了很多以为是好公司

的问题公司。我们要不断的分析、比较、判断、挑选。如果认定了好公司，要紧紧抓住优秀的公司不放。主动抓住就是挑。

我要求自己、要求我们的团队挑对的事做，做十里挑一的事。虽然我们常犯错，但我们过去的实践和业绩已证明了我们长期看是不断学习的，总结的，进步的。我们的管理纲目、我们的文章是我们过去长期实践的大量经验和教训的总结，是经过反复推敲的，我们的团队按我们的体系、方法、平台办事长期看会帮助我们做成事，也会帮助我们成为有成就的团队。

融创是百里挑一的，也许更好。好的机制、好的团队、好的人才、好的机会，所以融创能有今天的成就。和孙宏斌及其团队站在一起，我们也就能成就为最好的我们。

9、我们会非常小心，并且反复不断的判断。我们不保证不犯错误，但会非常小心。

利清面落获恪方，核体级规节围稳。这些总结都是指向小心谨慎和每个季度不断的判断。只要在这个财富管理的行业，我们肯定还会犯这样那样的错误，我希望我们少犯大错误。未来我们必须在战略资金上留有余地，使得即使有较大的错误，我们还有判断和调整空间。

10、四季利用市场，适时清除融资。

四个执行季度（买入季，持有及，卖出季，持现季），都需要不断的判断。对行业和市场看的远些，谨慎判断，不断判断，我们才会少犯大的错误。错误往往出现在季节的错判，错判内在价值，卖早了是折腾，风险价格不卖是大错误。

要清除融资得先利用到市场，要利用市场得先判断对市场。有时候要等待，耐心长久的等待，等待判断的合理的事情发生。看的远，看清未来的内在价值，才是价值投资。春去秋来，春华秋实。和孙宏斌在一起，赚到老孙为我们赚的那部分钱。合理价格的区间很大，今年下半年到年底，10-20 元都是合理价格区间。我们也要想明白清除融资的意义。

市场变化很快，大部分时候优秀的企业家和投资家也就是领先市场一个季度的时间。我们只要做到领先一个季度，这一个季度就是绝大多数人终其一生也赶不上的距离。

11、2015 的教益要辩证的看。

2015 是个假牛市，我们错判了市场、尤其是香港市场，在香港市场我们将风险看成了机会。2015 指数已在相对高位，融创在销售并没有增长的情况下股价从 4 涨到 10，此时我们仍持有相对高比例的融资，并且还在买入一些 SOHO、恒隆等。2015 我们没有亏损是因为我们在买上并没有错误，我们在对的时间买了对的股票、并且我们长期持有着我们的股票，事后看我们虽遗憾没能抓住牛市、没能抓住曾经的浮盈、但痛惜的是我们应该却没能清除融资、只看到了一个牛市的背影，在以后应对市场时遇到了困难。

现在倒了过来，机会大于风险。融创的销售会在三年内（含 16）翻两翻还拐弯，即使放眼全球也少见这样的大公司，无论是从指数、还是从市盈率或市销率的角度看，1000 亿都应是融创未来两年的底部。

融创之所以从 16 年开始的几年，可能有这样大规模的增长，主要是融创的负债从 300 亿发展到 1000 多亿，这些有效负债在发挥作用。

从 11 年末到 15 年，融创销售从 170 亿上升到了 680 亿，四倍；但是市值从底部的 50 亿（11 年末）到最高 340 亿（15 年 4 月，7 倍），在 15 年下半年，销售没有较高的增长，在指数的调整中融创有了更大调整。而如果 15 年 200 亿市值（四倍 11 年）6 元是合理价格，那么，我们对未来几年底部的判断，是站得住的。

《2015 的教益》等文章，我们是总结过去，我们主要着眼于我们总结的错误，没有及时清除融资。现在，市场还在发展过程中，我们主要着眼于利用市场，着眼于判断四季，把未来的次序和底部想明白，把香港市场想明白，把优秀公司想明白，把未来几年的执行四季，把底部区间，把合理区间，可能的高估区间想明白。

12、基本判断非常重要，忽略那些枝节。

抓住最基本判断。抓住最重要的。优秀公司群的高增长是稀缺的，牛市是稀缺的。市场认同的龙头是稀缺的。

13、投资方向选择：

整个世界我们看了个遍，研究了个遍，比较了个遍，销售翻翻的大公司我们几乎没有看到。我知道“苹果”、“谷歌”、“亚马逊”、“伯克希尔”、“阿里”、“腾讯”、“微软”这些公司很好，它们主宰和主导着这个世界，但是它们对现在的我们来说卖得太贵，它们现在与我们无缘。这些年来，我们能够做得比别人好一些，就是因为相对而言我们的视野更宽阔一些、我们的选择更多一些、我们的研究更多一些、我们想得更多一些、我们的企图心更大一些、我们更主动一些。

我们选择在房地产和证券的结合部做生意，我们判断风险、管控风险，来苏州的十多年我们没有一天不在努力。做我们能力范围内的事，投资我们容易理解的业务。现在从权益的角度看我们所拥有的生意，已经是较大的生意，将来我们会成资产更加扎实的公司，但是我们只是一个投资公司，我们不直接创造价值，创造价值的是成功运营大生意的企业。我们并不真正实际营运这些生意，我们的团队也远远不具备营运这些资产所需的能力。所以，如果我们不持股份，那我们除了一把现金外就什么都没有。

三、谈未来：

14、风物长宜放眼量。

眼光要放长远，胸怀要远大。股价的波动是正常的，不必太过关注。

15、未来至少看两年。

没有一个大的变化是在一年内完成的。融创今年的销售在 2500-3000 亿，未来要上到 3500-4000 亿。从现在开始，我们至少还要再看两年，这个看就是边观察、边判断、边规划、边执行。

16、我们的部门建设：

(1) 承担职责，担当使命。

我的核心业务是资产布局、风险管控等，专注于核心业务才能成就我们的事业。但是在过去，很多时候我总是囿于那些非核心事务，把很多的精力花在了那些不是很重要的事情上、并且有时候陷得很深，较多的介入了某些业务从业务员、到部门主管的很多工作。这是不正常的、不应该的、也是不可持续的。

过去，田锐和孙永泉是我的助理或中心副主任，但是现在你们是中心主任，所以必须成长起来、独立担负中心职责。不能总是围绕着老丁，等思想、等判断、等指示、被动执行，做到主任了，就不能老只做助理和秘书的工作。做主任就要向我学习，有自己独立的思考和判断、出产品、带团队，把中心的工作全面担负起来，就是承担，担当，负责。

这些年我们打通了世界，但是我们没能打通苏州。孙永泉作为公司行政主管在人事招聘上收获不大。从公司长远发展计，我们需要挑选到对的人加入我们，这些人与现有团队成员相互砥砺，通过几年的时间我们能够建设一支与我们的资产格局、行业地位相匹配的专业团队；我们这个大团队有会很多部门（科室），这些部门的主管应该有业务关系，有专业产品和服务，有绩效，能用四拖三要二。

(2) 证券中心：

证券中心是一个综合部门，这个部门有平台、有方向、有风控。任何一个公司能提出设立“方向科”、“风控科”、“平台和估值科”这三个部门，那都是很有意思的，是胸怀天下、志存高远的。

风控科，安全和风险的评估、判断，重大风险管控，根据判断与规划来建立动态的规判执行体系；风控是全程的，贯穿四季的，四季都在执行；

平台和估值科是证券管控平台数据的维护和更新，平台的改进和完善，中美宏观经济的研究跟踪，利用平台的管控体系，对我们既有投资及宏观经济进行月度或季度的分析、比较和估值；

方向科是面向未来的，面向长远的；把更宽的视野，更多的公司（中美港），放在地区的范围内比较，放在行业的范围内比较，在“地指行公”的方向上做平台分析、比较和综合，不断剔除平庸的公司，不断发现优秀的公司，时刻关注着主要的公司、行业和经济的趋势，为的投资决策做基础的长期的准备；寻找对的方向的过程是漫长和艰难的；寻找对方向，即对的区域，对的行业，对的公司。

未来，证券业务部门应具备十年中，当我可能有重大错判的时候，提出一个对的重大建议并被接受的能力。也就是从较长的时间来说，我也是会犯错误的、会出现偏颇，那部门就要有能力通过文章、建议和反复的申辩来说服我、让我接受和改正，并且在事后被证明这个改变是对的。那么这个建议就是值钱的和有价值的，我们打造的这个部门也就有价值和意义了。

(3) 关于管理和平台

我们已有的理论体系、我的那些文章是我们过去长期实践经验和教训的总结、都是经过反复推敲的，是我们可以终身受用的，业务部门不可能跳出这个体系另建一套、这也不会被允许。业务部门要做的是学习我们的理论体系，在这个上面做研究，在研究学习和运用的基础上，形成自己相对独立的思想、认识、和判断，出自己的产品和报告，出自己的观点、结论和判断。当然，这些工作我过去一直在做，未来也会继续做下去，我会有自己的思考和判断。但是业务部门要独立开展自己的工作，不能总是被动等待和接受。



丁宏

最终修改：2017年6月17日