

关于融创中国 2017 业绩发布—兼评恒碧万

综合 2017 融创中国业绩发布的数据、融创官微发布的《一图读懂融创 2017》的内容，发布会业绩演示 PPT 以及观点等的新闻报道，以及恒碧万融历年的年度业绩和年报数据，依据事实和文件，进行分析和比较，作出评估和判断，大概如下。

一、【毛利率】

1) 2017 并表结算的营收毛利率, 20.7%, 2017 年合营和联营公司的营收毛利率为 24%, 2017 年全部收入, 包括附属公司, 联营公司, 合营公司的约 1400 亿营业收入的毛利率为 22.4%。此收入毛利率对应的大约为 15 年到 16 年间的销售反映的毛利率。2) 已售未结 3500 亿左右, 毛利率水平为 22-25% (来源: 17 发布会, 汪, 曹)。此毛利率大约为 17 年的销售对应的毛利率。3) 万达城住宅部分毛利率, 在重估之后, 仍然有 30%-40%。此毛利率至少会帮助公司未来 18 年, 19 年, 20 年的年报的毛利率往上爬升一个点。4) 土地储备中未售部分的毛利率, 用词是“具有绝对优势的土储”, 相信未来几年毛利率还会有所提高, 可能接近 25%。5) 未来买的地的毛利率, 用词是“具有绝对优势的拿地能力”, 未来 19 年 20 年的毛利率应该可以与万科、碧桂园接近, 这个要相信融创各个区域团队在业内的能力和自律。

判断: 融创中国未来毛利率缓慢上升确定性高, 未来 18 年, 19 年, 年报整体毛利率 (包括表内和表外) 还会有所提高, 大约会在 23.5%-25% 之间。

比较: 15, 16, 17 年主要公司营收的毛利率分别为: 万科 24%, 24%, 33%; 碧桂园 20%, 21%, 26%; 恒大 28%, 28%, 36%; 融创 19%, 16%, 21%; 和恒碧万相比, 融创的 17 年营收毛利率似乎仍相对较低。其实 22% 还是可以的, 主要是恒大和万科的 17 年结算毛利比较高, 所以市场的期望有点高。

再判断: 可以预计, 1) 明年即 18 年年报融创结算的, 很大部分就是现在 22%-25% 毛利的已售未结储备, 明年的结算毛利将在 24%-25% 左右, 比今年有约 2 个百分点的提升。2) 后年的结算, 随着万科、碧桂园这些年的相对高地价项目进入市场销售, 销售价格的稳定, 现在就实际在售的货值的毛利率来说, 四巨头的毛利率差距, 应该相差不大; 就是说, 反映到 19 年的结算营收的毛利率, 四巨头应该相当。四巨头 19 年的年报的结算的包括表内表外的毛利率大约在 24%-28% 之间。

二、【净利润 A】

1) 2017 报表利润 110 亿。这个考虑了乐视的约 165 亿全部各种拨备和万达等的约 270 亿土地重估。2) 2017 核心利润 111 亿。看年报注释, 这个也应用了 1) 中一样的拨备和重估。以上两个都是以 1400 亿收入前置了对应 3600 亿销售和维持 3 万亿储备的所需行政销售财务费用, 是在行政销售费用前置的情况下, 在投资买地远超销售的情况下的财务报表利润。3) 曹鸿玲之拨备后整体利润: 考虑拨备, 以及其他因素 (不考

虑重估，按照假设销售全结算的角度）实际经营应该在 40-50 亿的整体量级。4) 曹鸿玲之不考虑拨备的整体利润：不考虑拨备，（不考虑重估，按照假设销售全结算的角度），今年的利润应该接近 250 亿以上。5) 如果没有万达城交易 要承认，如果没有万达大型收购，估计乐视的拨备可能是 80 亿左右，在这样的情况下，即使有其他重估，1400 亿的收入支撑 3600 销售的费用前置，22%的毛利，对融创来说，在报表上利润释放会很困难。6) 官方文字关于未来利润 继续将战略优势释放为优异的财务表现：继续推动与公司规模相匹配的业绩快速实现，放缓的投资增长速度支持与规模相匹配的利润表现。

判断：实际净利持续释放，未来三年都是持续释放。什么叫释放利润？释放就是我已经有了这个利润，我可以按我的节奏在规范内来呈现出来。持续释放的前提是优势的储备和强大效率的销售。

比较：17 年，报表利润，还没有办法和恒大碧桂园和万科相提并论，但曹鸿玲的不考虑拨备的整体利润 250 亿来说，差距已经不大了。估计同样口径的恒大碧桂园和万科的整体利润应该在 350-420 亿的量级。

三、【净利润 B】

已售未结——整体利润的秘密，隐秘的超级利润，未来利润的释放源，
利润去哪里了？地产行业是超级规模的行业，超级行业必有超级利润。

最近几年，地产行业集中度加速。龙头公司的年销售远远高于报表营业收入，巨额费用错配，导致真实的利润扭曲。恒碧万融都有这个问题，由于融创最近增长最快，所以，融创的真实利润扭曲尤甚。

由于恒碧万融实际上都是万亿级别的总资产的世界级超级公司，从今年将完成的实际的销售合同角度看，已经是世界上最大规模的公司之一，除了中国的大银行，两桶油，国家电网，美国的摩根大通，花旗银行，富国银行，美国银行、沃尔玛等零售大公司之外，在世界上只有也只有韩国三星，日本丰田，德国汽车三巨头，中国华为，美国苹果的销售额可以和四巨头相当。之所以，这个利润的扭曲是财务的谨慎原则带来的，因为历史上大象是不会长期跳舞的，但问题中国的城市化的规模和时间跨度是人类历史上仅见的，现在看未来几年份额向龙头集中的趋势还要继续下去。现在有了 15 号，作为现实和最严谨的现行财务规范之间的缓冲。但 15 号还是远远不够的，因为销售转化成营收，几乎是铁定的，除非是百年一遇的金融危机。但如果真的发生百年一遇的事，那几个地产公司的利润计算又算得了什么事呢？

就是说，如何理解曹鸿玲的 50 亿整体利润和 250 亿整体利润？其实，利润的秘密就在整体包括了当年的已售未结增量，利润的密码就在已售未结里。在任何情况下，已售未结的销售金额的毛利，除去未完成工程部分的管理费用和未完成工程部分的财务费用之后，在交了该交的税之后便是净利润，因为销售已经完成，工程已部分完成，管理费用、财务费用已部分支出。销售费用和已完成部分管理费用和财务费用已错配给了当期的营业收入对应的费用中。要想明白这个问题，逻辑上还是有些烧脑的。因为当期的已售未结就是下期的营业收入，而当期的销售实际上就是当期的已售未结。但我们关心销

售的时候，其实是在关心未来的透视利润——已售未结。这个问题，不相信的人，永远不相信，相信的人，也会怀疑。

毛利越高，只要高过 20%，累进制的土地增值税将拿掉很多的净利。

比较：主要公司的权益已售未结金额如下：恒大 3950 亿，碧桂园 3800 亿，万科 3700 亿，融创 2550 亿。在这里，融创大概有 380 亿的利润可以释放，比一般认为的 250 亿要高很多。其他公司也一样具有超级规模的利润可以释放。具体要注意累进的土增税对高毛利的削弱。

读懂了超级利润的秘密，就可以理解曹鸿玲的两个利润了，曹的所谓的整体利润，都包括了隐秘在已售未结部分的 17 年的 2200 亿（3600 销售-1400 营收）已售未结的 220 多亿量级的利润。恒碧万在已售未结里存储了大约 600 亿量级的利润，融创在已售未结中存储了大约 350 亿量级的利润。具体可以从其规模中根据毛利，土增税和所得税来估算。

判断：已售未结不增长了，利润就大幅释放了。利润大幅释放了，公司就不增长了。

四、【储备】

具有绝对竞争力的土地储备和拿地能力（这是融创官方版本的文字），试问天下有几家敢白纸黑字在业绩发布上这么说？融创的储备效率，在对的城市，对的时候大规模拿地的能力，造就了今天融创足以傲视天下的储备。储备的规模，成本，布局，合作，流动性等等，都不错。综合好评！

判断：融创的储备规模和效率综合来看，天下第一！当然，储备基本都在限购城市，未来要满足政府的要求的价格又要快速销售，毛利不可能很高。18 年 4 月 2 日，恒大市值 3100 亿港币，有息负债 7300 亿，权益可售货值 1.8 万亿；碧桂园市值 3400 亿港币，表内有息负债 2150 亿，权益货值 1.7 万亿；万科 H 市值 3900 亿，表内有息负债 1900 亿，权益货值 1.3 万亿；融创市值 1300 亿，表内有息负债 2300 亿，表内表外有息负债 3500 亿，权益货值 1.4 万亿。论储备规模，几家大公司相差不大，但恒大碧桂园城市更多，万科融创每个城市销售额更高。论储备的质量，就是未来整体的毛利，我相信，应该也是在伯仲之间，至少融创目前储备的整体毛利，和恒碧万的整体，差距不会像 17 年报中的那样大；不然，竞争力在那里？相信融创的判断。

五、【表内有息负债】

融创表内有息负债 2300 亿，恒大 7300 亿，碧桂园表内 2150 亿，万科表内 1900 亿。从绝对数字看，似乎融创的有息负债很高，但如果看储备，这不仅是匹配的，而且是超值。储备 3 万亿（总储备，包括少数股东，也包括潜在的一二级开发连动），是要用钱去买来的，不是天上掉下来的。由于融创的货值集中在一二线，一般来说货值中的土地价值比率要比碧桂园和恒大高很多，但是融创通过选择时机，选择城市，硬是在一二线做出了在三四线才能做到的储备效率！这一点，很重要。但看懂的不多。所以，不但有息负债和储备是匹配，而且负债的效率非常高，就是储备的效率还是超一流的；同时强大的经营现金流确保安全和稳健，未来几年将通过提高利润释放和放缓投资增长速度来

逐步降低净负债率的杠杆；关键是在对的时间上了杠杆，进退从容。简和君的对的时间是什么意思呢？就是第一次大规模快速负债是2016年8月前，买到的土地总的很好很值得，这次主要靠判断和执行力；第二次大规模快速负债是买入万达资产等，别人根本没有机会。这次主要靠人品和口碑。这就是简和君的对的时间，买到了对的土储的所指！万达城住宅部分重估虽然规模很大，但万达城重估之后，万达城住宅部分毛利仍有30%-40%，进一步印证了前无古人，后无来者的超级交易。今后万达城的文旅持有部分，是要跟人合作的，会有新的资本进来。然而，负债率要降下来到行业水平，还要两年。

六、【表外有息负债】

融创的联营公司和合营公司带来的销售较多。在融创的联营、合营公司的有息负债，对应融创的权益比例，就是融创的权益有息负债。这个表外负债，对应着融创的非并表销售，对应着融创的储备中的很大一部分。碧桂园和万科也有类似的情况，但表外规模和相对表内的规模应该都要比融创要小。这个有息负债的总规模，估计为1200亿，其中大约一半为对应融创的权益的负债。对于融创来说，2300亿表内加上1200亿表外，3500亿总的有息负债。估算对应权益的有息负债大概在2500亿，对应2600亿的权益销售和权益货值1.4万亿，还是高效率！考虑储备的到地价比较高，所以还是给予了超级效率的高评！

比较：恒大的表外有息负债，应该基本没有。碧桂园和万科的表外有息负债，应该相对融创较少。融创的情况，合作项目多，合作项目不并表的多，是历史形成的。具体要和公司沟通才能定性。但这些数据可能的波动，不会改变本文第七部分对于【效率】的评估和判断。

七、【效率】

融创的效率还是亮眼的，不管是销售效率还是储备效率都是超一流。融创的风控效率也是超一流的。15年的时候，规模不到700亿，现在做到这么大的销售规模，这么大的储备规模，这么大的总资产规模，没有超一流的风控能力，是不可想象的。对的风控，就是在土地便宜的时候，能够借到钱买地，并且保持强大的销售现金流确保公司安全。整个中国，只有恒大和融创做到了。对面临一二线相对高地价的公司来说，只有融创做到了。这就是融创风控的效率！这就是融创抓住机会的能力！16年融创在部分核心两线城市土地市场有机会的时候敢于借钱买地，17年融创在土地市场风险相对大时候管控买地，并用强大的销售能力平衡好现金流。这就是风险管控！

判断：据简和君观察，销售效率，TOP20的主要公司中，只有万科，碧桂园和新城A和融创相当；储备效率，TOP20的主要公司中，只有新城A和融创相当，但新城的储备规模远远不及融创。当然，销售效率如果不能保持，现金流会有安全问题。论效率，碧桂园，万科，融创都是高手。要融创卖不快，很难！读懂了效率，就读懂了融创。

比较：万科，销售，储备，负债管控，均好；恒大，毛利高，储备厚，大局观大趋势把控超一流；碧桂园，布局中国，高销售效率，较高的储备效率，后来居上，大牛公司；融创，布局类似万科，高销售效率，高储备效率。抓住最后的重大机会，事实上已

经成为行业四巨头之一。融创相对于恒大碧桂园万科，上规模要晚两年，底子薄，所以更加不容易。

八、【18年销售】

关键是今年的销售，今年保守4500亿的目标。当然5000亿是大有可能的。下半年的可售资源，大大多于上半年。今年的销售节奏大概率仍旧和去年类似。上半年1700亿左右，下半年3000左右，全年4500-5000亿左右。乐视就先忘了，全部拨备，也许将来有的不仅是渣。当然，18年的销售增幅和过去两年的超高速增长比将大幅放缓。18年4500+的销售，足够让融创稳健、安全和从容。虽然销售的增幅相对过去几年放缓，但在恒大万科碧桂园和融创TOP4中，18年融创的销售增速仍将是最高。

比较：预估融创18年的销售，可能在5000亿量级；恒大在6000亿量级，碧桂园在7000亿量级，万科在6000亿量级。

判断：为什么要必须完成4500亿。因为到18年底，预计融创的表内表外的全部有息负债为3800亿左右，净资产(含少数股东)为700-800亿左右，加起来4500亿——4600亿左右；如果能够完成4500亿以上，销售效率还是一流的，财务安全就有了保障，进退可以相对从容。

九、【文旅集团】

致力于成为最具行业竞争力的文旅地产营运商 这个是万达城超级交易和投资乐视系后的副产品！但是，仅仅文旅集团，三年或者五年后，有成为一家超级大型公司的可能，因为，1000万平米的万达城设施，包括娱乐，酒店，商业；还有乐创文艺的电影，还有什么我不懂的IP，还有家庭客厅，可能会进入很多人的生活，包括你、我或将无可回避。规模和布局就在那里，你、我真的无可回避。当然，文旅要赚钱很难，赚大钱更是难上加难。但要是赚了钱，那就很值钱了。要是万一赚了小几十亿的钱，那就值大钱了。

比较：主要龙头公司的业务探索。恒大，恒大寿险，旅游地产童世界，最近宣布的向高科技探索；碧桂园，产业小镇。万科，生活服务商，物流，商业，公寓，冰雪项目。

判断：和核心主业巨大的整理利润相比，这些业务还看不到规模的盈利。

十、【成长】

成长，成长中会有点难看，毛利不够高，结算还是少，但其实不难看，看你从什么角度怎么看。从效率的角度看，从销售效率、储备效率和财务效率的角度看，融创还是最优秀的公司。今年5000亿的销售的实现，将会让融创来到安全从容之地。

十一、【转型】

为追求高起点布局，加上16年底布局大好，流动性大好，良好的自我感觉难免会为别人的坑买单，不掉进乐视网的坑里，也可能会犯其他的错误。现在回头冷静看，乐视系的估值现在看当时实在太高了，但当时融创现金流太好，老孙胆子太大，对乐视控股应收款、乐视主要股东、乐视管理团队的判断也完全错了。我当时也没有想到看到这么大的问题。现在，乐视的超级错误，带来的最大的好处，让老孙重新冷静审视自己，自

已不是万能的，这个大错误会帮助老孙团队今后五年以上（甚至更长时间）避免犯大的投资错误。

判断：老孙和老孙团队是学习、调整、自我进步能力最强大的团队；每个重大错误都是未来发展宝贵的财富；而错误也是超级公司几十年伟大发展的一部分，不可或缺。这个结论是我的判断。

十二、【内在价值】

判断：长期看，融创的内在价值仍在快速的增长。随着未来几年更加稳健和扎实的报表的从容呈现，融创正走在成长为大型蓝筹的道路上。未来3年，18年，19年，20年，融创在证券市场的整体表现，总体上将会和融创权益销售的增长的趋势类似，随着报表净资产和已售未结等核心数据的不断上升，净负债率的逐步下降，融创内在价值的中枢每年将不断的提高。

就是这样！

丁宏

2018年04月02日