

# 雪球访谈

中国恒大，严重被低估？

2016年08月05日

雪球

聪明的投资者都在这里

## 免责声明

本报告由系统自动生成。所有信息和内容均来源于雪球用户的讨论，雪球不对信息和内容的准确性、完整性作保证，也不保证相关雪球用户拥有所发表内容的版权。报告采纳的雪球用户可能在本报告发出后对本报告所引用之内容做出变更。

雪球提倡但不强制用户披露其交易活动。报告中引用的相关雪球用户可能持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能与这些公司或相关利益方发生关系，雪球对此并不承担核实义务。

本报告的观点、结论和建议不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的任何操作建议。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，根据本报告做出的任何决策与雪球和相关雪球用户无关。

股市有风险，入市需谨慎。

## 版权声明

除非另有声明，本报告采用知识共享“署名 3.0 未本地化版本”许可协议进行许可（访问 <http://creativecommons.org/licenses/by/3.0/deed.zh> 查看该许可协议）。



# 访谈嘉宾



正合奇胜天舒

# 访谈简介

恒大概念最近火了起来，本期访谈我们请到了@正合奇胜天舒来与大家聊聊\$中国恒大(03333)\$。恒大目前市值700亿港币约598亿人民币，2015年和2016年一季度恒大的营业收入仅略小于万科，而万科目前港股市值2006亿港币约1716亿人民币，A股市值2046亿人民币。

他认为恒大单地产主业已值1000亿人民币市值，还有多元化业务转型八大新业务全由上市公司绝对控股，目前合理估值应在1500亿人民币对应1800亿港币，如果转型成功可能上3000亿港币市值。

今年3月29日业绩发布会恒大正式宣布，自己已经是一二线为主的开发商。375个纳入土储项目中，55%在一二线，75%的土地投资额在一二线。

那么恒大未来潜力如何？和主要地产商相比恒大的优势是什么？未来增速如何？童鞋们速来提问吧~

[\( 进入雪球查看访谈 \)](#)

本次访谈相关股票：中国恒大(03333)

以下内容来自[雪球访谈](#)，想实时关注嘉宾动态?立即[下载雪球客户端](#)关注TA吧!

[问] 吴萨甫:

关于\$中国恒大(03333)\$, 对@正合奇胜天舒 说: 恒大买万科, 有没有可能, 目的何在? 虽然已经辟谣了, 但谁知道呢

[答] 正合奇胜天舒:

感谢雪球平台, 创造这个和各位球友交流中国恒大(HK03333)的机会。价值投资, 以股会友, 共同进步。

首先对部分球友表示歉意, 你们问的关于恒大买万科、嘉凯城、廊坊发展、私有化退市等问题, 我回答不了, 不能乱说误导大家。市场上各方演绎已经很精彩了, 请参考, 呵呵。

我能说的就是, 恒大是一家“谋定而后动”的企业, 企业文化强调“精心策划、高效执行”, 凡事不会头脑发热的乱来。当然, 谋事在人, 成事在天, 也未必都能做成。关于私有化退市, 我也只能说本人是极不希望看到的, 那会使预期数倍的投资收益缩成百分之几十, 极大的损害长线小股东的利益。不希望许老板当逃兵。

我比较擅长恒大的基本面分析, 乐于就这些问题进行交流。说的不对的, 也欢迎各位球友指正。下面就开始交流啦。

[问] Donghai1:

关于\$中国恒大(03333)\$, 对@正合奇胜天舒 说: 我想问一下恒大相对万科的优势和不足是什么? 恒大有超越万科的可能性吗? 如果能需要多长时间呢? 谢谢了

[答] 正合奇胜天舒:

万科和恒大, 都是中国几万家地产商自由竞争中脱颖而出的王者。万科做老大好多年, 恒大后起之秀, 一路超车做到第二。

【在企业发展战略上, 可以概况的说: 万科以正合, 恒大以奇胜。】做老大, 自然不用冒险, 利用好自己的先发优势就可以保持领先地位, 然后就等着激进的追赶者犯错误, 历史上的几个挑战者都“落败”了。但挑战者如果四平八稳, 模仿老大, 那就只能一辈子当小弟了, 不出奇不足以致胜。

比如用杠杆。恒大是行业龙头中债务杠杆加的最高的之一, 靠高杠杆获得最高的成长速度。万科能多年维持老大宝座, 不用杠杆也是不可能的。只是万科近些年更主要采用“股权杠杆”, 就是跟少数股东股权合作开发项目。于是大家看到万科销售增速也

很快，但负债率相当的低。

不过，股权杠杆也有弊端，当项目普遍很赚钱时，分给少数股东的利润是挺“肉疼”的，少数股东资金获得的年化回报率肯定远高于10%左右的债权回报率。于是大家会看到万科这几年归属股东净利润增长比较慢。少数股东已经能分走近三成的净利润。恒大由于是民营企业，许老板比较“贪”，肥水不流外人田，尽量采用10%左右的债权融资，以高净负债率的代价换取上市公司股东利益最大化。

有看过财报的球友会问，恒大的净利润也被永续债持有人分走了几十亿利息啊，上市公司股东利润所剩也不多啊。其实这是个“假象”，恒大上市公司股东的净利润只是被“借走”了而已，以后还会还的。简单的说，永续债不同于普通债，利息不能资本化，而永续债对应的项目最快到2016年上半年才进入收入结算，利息成本2014至2015年就先“分走”了。自然，项目结算时就不用再分，都归股东了。普通的项目借债，利息资本化，到结算收入时才结转成本。股权合作，也是到结算收入时才分利润给少数股东。篇幅所限，不展开，有兴趣的球友可参考我四月初发的扫盲专帖。

其他战略对比，万科和恒大也有显著差别。比如万科始终以一二线为主，恒大走了农村包围城市的道路。注意，凡是和万科一样聚焦一二线的，都追不上万科，反而是恒大、碧桂园这样另辟蹊径的追的最凶。秘密就是，强势龙头在三四线滚雪球滚的更快。此外万科对大区授权充分，恒大特别强调中央集权。万科的产品比较差异化，恒大的房子相当标准化。当然，共性也有很多，二者都强调快周转、精装修、普通住宅为主。

至于恒大能否超越万科当上行业老大？我觉得概率比较大了，时间问题。其实如果以权益销售额的口径计算，克尔瑞昨天预告了最新做的一个排行榜，说今年前七个月，恒大已经是权益销售榜的冠军了。因为恒大的权益销售额占比高达95%，万科不到80%。

## [问] 坚守价值：

关于[\\$中国恒大\(03333\)\\$](#)，对[@正合奇胜天舒](#)说：

恒大这种高负债、高成长的房企，在房地产正常发展的情况下会有超常发展。但是，在房市不好时，遇到房地产行业什么样的情况，会有什么样的风险？对应不同情况，恒大的应对策略应该怎样？各自有多大损失？各种情况出现的概率大概有多大？

## [答] 正合奇胜天舒：

很多投资者可能是受投资大师的影响，对高负债高杠杆心怀忌惮。殊不知，金融地产，天生就是高杠杆的行业，杠杆用多高的问题而已。

地产开发商的高杠杆，借的钱都干什么去了？通常是买土地去了，就是买原材料。比如恒大，随着负债规模的扩大，销售规模、土地储备原值，都在迅速扩大。土地不同于厂房机器，长期晒太阳也能升值的。据第三方报告，不算深圳十几个项目，恒大去年底的土地储备的市场价值已达四五千亿，而当初买这些地花了不到2000亿。（注意，土储升值3000亿不意味着将来会额外产生3000亿利润，很多土地增值税的。）大家要防范的高负债开发商是那些产品滞销、周转不灵的，而不是恒大这种货如轮转的。比行业更高的杠杆的目的就是为了取得比行业更快的增长。恒大的合同销售额，2009年300亿，2013年1000亿，2015年2000亿，今年3000亿必破，明年冲击4000亿。这就是高杠杆取得的结果。从结果看，成功了。

高杠杆通常意味着高风险，这是一般而言。你炒股票的胜算有没有50%都很难说，上杠杆自然是高风险。【但具体到长期大牛市中的房地产行业、具体到其中的强势龙头开发商，高杠杆并不意味着更高风险。】

区别在于，龙头开发商项目很多，地域很分散，而且具体到每个项目，胜算都高达98%（项目IRR大于借款成本）。杠杆用少了其实是保守，像万科那样。当然，对无竞争优势的普通开发商，对系统性金融危机时段，高杠杆就是高风险。08年之前的恒大竞争优势就不明显，当时确实危险。现在，不可同日而语了。

为什么说龙头开发商项目胜算那么高，因为龙头开发商是有护城河的。具体如恒大，跟中小竞争对手比，因规模大、集中采购、管理严格而成本低的不是一星半点儿，又因品牌响而有溢价。两头一挤，根本不惧一般的行业中小周期下行。成本优势，意味着定价的灵活性更大，产品更畅销，只要有需求，就要优先买我的。尤其是在楼市低迷的时候，老百姓更不敢买小开发商的房子，怕烂尾。哪个楼盘卖的好久都抢哪个。上两个小周期低谷都证明，越是行业不景气，恒大份额增加越快。【有高收益、高周转护航，又有宽阔的融资渠道，恒大的高杠杆其实远没市场担忧的那么危险。】

【恒大高杠杆唯一的风险，就是全国系统性的金融危机。】整个房地产行业需求腰斩，真的没什么人买房了。这种情况大家都不希望看到，真发生了，管你拿的什么股票，都跌的稀烂。我相信，中国政府会努力防范这种风险的发生。恒大管理层也会密切监控系统风险发生的概率，必要时及时去杠杆，停止拿地、放慢施工、加速回款等等。没有人比他们更担心推到重来。【投资恒大，非要说赌，也是赌国运。】

[问] 东方剑客：

关于[\\$中国恒大\(03333\)\\$](#)，对[@正合奇胜天舒](#)说：部分市场人士认为恒大的多元化项目中有些与其地产主业毫不相干，比如足球、矿泉水，而且亏损较大，属于不务

正业，乱花钱，对于恒大的布局的众多多元化项目，你是怎么看的？

[答] 正合奇胜天舒：

问到多元化的球友有几个，请原谅不一一答复，集中回答一个。

【恒大的多元化转型，是中国经济转型升级的缩影和希望所在。许家印可能是大陆李嘉诚。】

中国经济必须转型升级，从传统到新兴产业、从依赖投资到依赖消费升级，这是共识。问题是，怎么落地？就靠新成立的中小企业从零开始原始积累？那么小的基数，多少年才能有足够的体量？因此，从大的背景说，中国经济迫切需要传统行业中的优势大企业带头转型进入新兴行业。恒大、万达、格力都是转型的代表。而且，原主业获得成功的企业，转型起点高，像富二代创业，有成功基因，成功概率肯定大于白手起家的小企业。虽然在新行业经验欠缺，但成功的企业文化和商业基因是可以复制的。学费要交，老爸有钱。

具体到恒大本身，转型多元化也是战略必须。房地产行业虽然是永续行业，但不考虑通胀，行业天花板就在眼前，长期还要衰退。白银十年，龙头企业的高速成长逻辑是行业集中度提升，份额扩大。但当几年后份额也到天花板，规模必然下降，你裁员吗？所以，志在百年的恒大，转型多元化首先是战略正确。

然后时机也恰当，在主业高歌猛进的最后几年开始布局转型，有试错的时间和空间。李嘉诚就是榜样。大陆人才济济，出几个人达到甚至超越李嘉诚的高度，有何不可能？

很多人看到企业多元化，就喜欢贴上“盲目多元化”的标签。其实一家原主业很成功的大企业搞多元化，怎么可能是盲目呢？人家肯定深思熟虑啊。你看恒大转型布局的方向：健康、旅游、文化、体育、高端饮食，哪个不是朝阳行业？未必都能成功，希望总是有的。

[问] prodean：

关于[\\$中国恒大\(03333\)\\$](#)，对[@正合奇胜天舒](#)说：我认为房地产已是夕阳产业，中长期看房地产公司都必将走下坡路。您怎么看？

[答] 正合奇胜天舒：

同意。所以转型是大势所趋。请参考上一问题的回答。

[问] 奇舞飞扬:

关于\$中国恒大(03333)\$, 对@正合奇胜天舒 说: 港股这么多低估的房产股, 为何最看好恒大?

[答] 正合奇胜天舒:

价值投资, 好企业、好价格、长期持有。就像买一线城市的房子, 持有七八年, 没有不获利丰厚的。

我是球迷, 2010年恒大进入足球, 很快脱颖而出。以管窥豹, 凭借我学过的企业管理理论和常年在华为的工作经验, 一望便知恒大具有杰出企业的基因。正如格力电器、宇通客车、万达、华夏幸福、长城汽车等中国杰出企业, 都是一见钟情的。

恒大是不是好公司, 无疑是有极大争议的。批评者很多, 批评点很多。我判断是否杰出企业主要看企业家和企业文化。企业家是否雄才大略、志在千里。企业文化是否狼性、务实、高效执行、赏罚分明。此外, 我看企业强调看主流, 不同的发展战略各有利弊, 要综合起来评估, 你不能只揪着弊不放, 完全无视利。当然, 究竟谁的判断靠谱, 时间检验喽。

然后就是好价格。非常感谢外资投行多年唱空、打压恒大股价。他们看企业以财务报表为主, 不care什么企业文化、杰出企业基因这些定性的东西的。

目前港股是熊市, 香港内房股普遍不贵, 民营内房多数低估。在我关注的龙头地产商中, 这几年恒大始终是相对最低估的。个人观点, 仅供参考。

[问] 天朝人民赌兴大:

关于\$中国恒大(03333)\$, 对@正合奇胜天舒 说: 团长, 你好。大家都知道你不希望恒大私有化, 但是近来恒大在A股市场的种种操作不免引起投资者更多的猜想, 你认为恒大私有化的可能性大吗? 恒大买的壳最有可能的用途是什么? 私有化后到内地借壳上市对恒大有那些利弊?

[答] 正合奇胜天舒:

恒大旗下有很多业务需要单独剥离上市, 比如恒大粮油、海花岛、恒大商业地产, 多买几个壳备用是可以的。我不希望中国恒大私有化, 所以也不希望恒大把地产业务整体剥离到A股, 我觉得地产业务在A股也卖不了太多钱了。不如溢价卖新兴产业。上述只是我希望、我觉得。

[问] 关爱投机人士:

关于\$中国恒大(03333)\$，对@正合奇胜天舒说：我本人就是恒大多年的小股东，持有小部分仓位。我觉得许老板比较类似于曹操，不太符合国人的传统审美观。虽然我觉得曹操（许）大概率能三国鼎立（成就一家伟大企业），但2016/8/4的买万科事件（先对媒体澄清买万科为假消息，过一个小时后说等公告，再后面发公告买了接近5%股份），总是有点担心恒大的诚信问题。这就是本人想重仓而不敢太重仓的纠结心态。能谈下您对许老板为人的看法吗？

[答] 正合奇胜天舒：

我认为许老板是中国第一流企业家，有雄才大略，且奋斗不息。有感恩的心，对小股东也不错。财富对于这些事业狂人只是个数字，任正非、许家印、王健林、董明珠这些杰出企业家更在乎的是后人对他们的评价。

许老板的缺点，好大喜功，在有些事情处理上太霸道，比如球衣广告事件。哈哈，瑕不掩瑜。

枭雄还是英雄，看结局是刘备还是刘邦了。

[问] 上善若水Jasonli：

关于\$中国恒大(03333)\$，对@正合奇胜天舒说：恒大的股权结构比较简单，许家印绝对控股，管理层和大股东为一致人。这种模式团长如何看？关于公司的管理层和股权模式，团长认为最好的是哪一种？

[答] 正合奇胜天舒：

公司治理结构各有利弊。恒大这种，比较简单，省去很多烦恼和内耗。跟华为类似，恒大也不算家族企业。

[问] 黄狼：

关于\$中国恒大(03333)\$，对@正合奇胜天舒说：地产企业都在比拼高周转和抢占一二线，恒大那么多三四线项目情况咋样？

[答] 正合奇胜天舒：

说起三四线，就是供过于求、去库存。恒大以前三四线比重大，成为被做空的几大理由之一。事实证明这种观点是错的。

供过于求并不可怕，大多数行业都是供过于求的。空调不是吗？白酒不是吗？但这挡不住具有护城河的优势企业盈利赚钱，活的很滋润。尤其是产品差异化的行业，就更不惧供过于求，好产品仍然供不应求。房子，恰恰是最差异化的产品，每套都不同。

恒大在三四线有显著的成本优势和品牌溢价，从而可以让消费者感觉超高性价比，又有精装修差异化，地价又低可以以销定产……产品同质化的行业才怕供过于求，那要全行业亏损的。

做投资最忌讳人云亦云，你和大家想的一样如何能获得超额收益？房地产是很容易一手调研的。比如你在搜房网输入项目名称，就能查阅项目相关信息，历史均价走势等。你查查恒大全国各地项目，虽然一直在打折促销，但绝大多数均价都是一路上扬的。另外，每个项目就在那儿，你完全可以实地考察，草根调研。笔者这几年经常自驾游，亲自参观过恒大全国各地近百项目。很多项目性价比之高，看了就想买。当然，没买，还是恒大股票预期收益高。

为什么很多开发商逃离三四线，回归一二线？因为战败了。为什么恒大、碧桂园还不停的在三四线拿地？因为胜了，吃到甜头了。当然，随着实力的增强，恒大、碧桂园先后回归一二线了，实现了农村包围城市。二者现在已成为全国一二三四线布局最均衡的开发商了。因三四线唱空恒大已是历史。

[问] 破壁：

关于[\\$中国恒大\(03333\)\\$](#)，对[@正合奇胜天舒](#)说：中国恒大的利息支出和汇兑损失是不是都资本化了？

[答] 正合奇胜天舒：

汇率损失怎么可能资本化？谁资本化了？

利息满足条件时资本化是理所应当的行业惯例。没有资本化或因不满足资本化条件。你也不要只看到利息资本化，看不到以前资本化利息的转出，都是滚动进行的。比如恒大去年资本化利息200亿，但是通过销售成本也转出近百亿利息。而且，与众不同的，恒大的永续债利息是全部费用化的，每年费用化四五十亿呢。

[问] 张沈鹏：

关于[\\$中国恒大\(03333\)\\$](#)，对[@正合奇胜天舒](#)说：恒大的接班人体系培养得如何？王石说，他的成功就是别人不需要他。中国恒大有谁可以作为许家印的后备吗？

[答] 正合奇胜天舒：

许老板还年轻，谈接班人尚早。优秀企业，接班人是实战中脱颖而出的。干部能者上、庸者下，大浪淘沙。跟不上企业步伐的元老纷纷退隐。创始人的儿子是人杰就接班，不是那块料就董事会养着。现在投资中国企业，最精彩的就是创始人这一

段。雪道足够长，几十年，可以滚很大的雪球。二代了，就再说吧。

[问] 不忘初心方得善果：

关于\$中国恒大(03333)\$，对@正合奇胜天舒说：请问恒大借贷资金利率为何比许多房企都高。谢谢

[答] 正合奇胜天舒：

两个人都有1000万净资产，甲借500万债，乙借3000万债，同等条件，谁的利息高？恒大借款利率高，是因为恒大借的债最多嘛。但是借债利息再高，也低于股权融资成本。

[问] 坚守价值：

关于\$中国恒大(03333)\$，对@正合奇胜天舒说：  
正和兄给预测一下上半年恒大的各种利润？

[答] 正合奇胜天舒：

开发商的利润相对来说是比较好预测的。毕竟有合同销售数据这个先行指标，而报表的营业收入滞后一年半到两年。

比如恒大，前两年的合同销售额依次是1315亿、2013亿、今年不止3000亿、明年冲击4000亿……那么，报表营业收入，地产主业这块，去年1264亿，今年大体就是1840亿，明年2700亿，后年3500亿。有收入增长的基础，如果毛利率相对稳定，盈利大概率是高速增长的。

这两年市场复苏，龙头开发商的毛利率应该逐渐企稳回升，即使下行也是暂时的。销售费用管理费用率则和企业增速有关，增长越快的企业报表暂时吃点亏，以后也会还回来。汇率这种事一次性的“浮亏”。恒大的美元债，最快也要2018年到期还本。现在人民币贬值，未必2018年没升回来。

恒大与众不同的是多元化投入比较大，暂时拖累报表。不过我相信拖累也是暂时的。以前亏越多，以后减亏就是增长。

总之，看远一点，都快是财报营收三四千亿的大企业了，还担心将来净归属股东核心净利润没有两三百亿？许老板虽然花起钱来大手大脚，但绝对是非常重视长期利润的企业家。

[问] wdctl：

关于\$中国恒大(03333)\$，对@正合奇胜天舒说：大型高速发展房地产公司财务报表是不是都有逆周期性，当年销售增速越快的公司，当年的利润往往很差，经营现金流净额也不太好，若是当年行业不好公司进行收缩，利润表和现金流量表却很好。例如，2014年房地产行业低谷，万科加快回款，延缓拿地并增加供应商应付款，导致当年经营现金流量净额高达400多亿(正常年份100多亿)，历史上现金流最强年份。但有一事不太明白，恒大和融创都是高速发展的房地产公司，为什么恒大经营现金流净额是负的(高速发展阶段，按前面的道理，这应该是正常表现)，但是融创经营现金流净额却是正的，而且年年增长很快，为什么。谢谢。

[答] 正合奇胜天舒：

你说的逆周期是常见现象，是这样。因为财报收入成本不匹配所致。收入总是滞后的，部分成本费用是即期的。当年增速越快，报表越难看。

至于经营净现金流，因为包含开发商拿地的金额，所以长期为负也没什么大不了。说明企业在高速增长，回笼的资金都拿地去了还不够。有经营净现金流为正的，往往因为股权合作拿地多。恒大是偏好债权拿地的。

[问] iexus：

关于\$中国恒大(03333)\$，对@正合奇胜天舒说：恒大明年分红怎么看？

[答] 正合奇胜天舒：

恒大近三年的分红政策是归属股东净利润（这个口径包含了投资物业重估收益）的50%。明年分红如何取决于利润增长程度。当然，如果利润增长较大，也未必就维持50%，降一些派息率也未尝不可。分红绝对额大概率不会降。

[问] 坚守价值：

关于\$中国恒大(03333)\$，对@正合奇胜天舒说：

几年前，正和兄为恒大估值8-20元，  
现在有没有变化？最新估值范围是什么？

[答] 正合奇胜天舒：

去年我对中国恒大的估值置信区间是8-20港元没错。其中地产主业8-12港元。但是对于恒大这样高速发展、日新月异的企业，每年重估一下是必要的。毕竟，过去一年，销售增长超预期、土地储备超预期、恒大人寿、恒大金服上线……最新修订的估值区间是12至33港元。折合人民币的市值区间是1350至3800亿。其中，地产主

业价值1050至1800亿人民币，其他为多元化新业务的想象空间。保守投资者主要参考地产部分即可，多元化先不算。具体内容可参考我今年4月6日发帖《恒大多元化业务的内在价值300~2000亿》。定期重估。仅供参考。

[问] 张昕心：

关于\$中国恒大(03333)\$，对@正合奇胜天舒说：看过笔者很多分析受益匪浅。特来捧场。算的上是恒大通。不知道笔者对恒大目前持股其他上市企业，或者非上市企业一览表。最近搞的沸沸扬扬.感觉恒大都快变成一个投资公司了。

[答] 正合奇胜天舒：

恒大人寿的资金，就是要配置一定比例的股票。恒大人寿入股的，主要是目标壳公司、优秀供应商和优质同行。

[问] 黄狼：

关于\$中国恒大(03333)\$，对@正合奇胜天舒说：请问恒大做了很多旅游地产项目，投资回报怎么样？

[答] 正合奇胜天舒：

@上善若水Jasonli

旅游地产的问题两位球友提到，一并回答。

城里住一套，旅游景点来一套休闲度假，已经成了很多老年人和中产阶级的生活方式。

恒大的旅游地产项目也发展了几代了。最早一代是金碧天下系列，以清远为代表，比较简单。第二代是海上XXX系列，代表作如海上威尼斯、海上夏威夷。第三代文化旅游城系列，升级了。第四代是海花岛，以及内地复制的几个“小海花岛”。前几代旅游地产地价低(小几百)，体量大，好处是可以以销定产，慢慢卖，一排一排的挖坑、盖楼、销售。风险不大，毛利不低。旅游产业成败关键看海花岛了，这个项目设计的起点很高，理想状况下每年可带来50~100亿租金收入。当然，能否做好还需要运气。

时间到，就回答这些了。没有回答的问题，请见谅。

[问] 投资百晓生：

关于\$中国恒大(03333)\$，对@正合奇胜天舒说：

看到大玩家张磊微信公众号的一篇文章 <http://t.cn/RtSpAjO>

结尾有这么一句

『犹记去年春夏，一些艺高人胆大的互联网金融机构做恒大商票业务，据说贴现的年化利率 18% 以上，可以想象那时恒大多么缺钱。从极度缺钱到豪掷万金，只用了区区一年半，也许这才是许老板真正技惊四座的地方。』

恒大去年是很缺钱吗？

[答] 正合奇胜天舒：

这位张磊是不懂装懂。恒大商票18%贴现，这哪里是恒大缺钱，明明是部分恒大供应商缺钱急于变现。商票是恒大开给供应商的无抵押应付账款凭证，期限比如半年。中小供应商银行贷款难，急用钱时可能民间借高利贷变现。

现在好了，恒大有恒大金服牌照，可以解决供应商融资难的问题。供应商可以把商票抵押给恒大集团，恒大集团为其担保，在恒大金服上发理财产品，成本不会超过10%。恒大金服平台收一点服务费。老百姓可以买到年化7%左右的理财产品。多赢。互联网金融的本意就是中小企业融资难，为老百姓提供高息投资产品的。安全性通过大企业做担保实现。大企业凭啥能担保？因为是供应商，欠供应商的钱。[\\$中国恒大\(03333\)\\$](#)

[问] 投资百晓生：

关于[\\$中国恒大\(03333\)\\$](#)，对[@正合奇胜天舒](#)说：

看到大玩家张磊微信公众号的一篇文章 <http://t.cn/RtSpAjO>

结尾有这么一句

『犹记去年春夏，一些艺高人胆大的互联网金融机构做恒大商票业务，据说贴现的年化利率 18% 以上，可以想象那时恒大多么缺钱。从极度缺钱到豪掷万金，只用了区区一年半，也许这才是许老板真正技惊四座的地方。』

恒大去年是很缺钱吗？

[答] 正合奇胜天舒：

回复[@TheOneToBeStar](#)：大企业都是可以无偿占用供应商资金几个月的，就是应付供应商钱。之所以能给供应商发的互联网金融理财产品担保，是因为一旦供应商违约，大企业欠供应商的钱就可以用来给理财产品还本付息。我欠你的钱，你缺钱可以去找别人借，我给你担保。我还你钱时，你正好还别人。你要是跑路了不还别人钱，我替你还，但就不还你了。这就是“供应链金融”。大企业 and 供应商彼此知根底。

另外，蓄资金池是违法的。//@TheOneToBeStar:回复@正合奇胜天舒:我还是不太理解互联网金融这种模式。本质上是影子银行。

上去融资的企业都是在银行借不到钱的。银行若觉得其收益能覆盖风险，银行也肯定乐意去借钱给它们，就是因为风险太大，不可控，所以才不借。互联网金融平台的数据有银行多吗？风险控制比银行好吗？惩罚力度，法律保障比银行严格吗？显然是不可能的。

说是平台有个资金池，有担保。敢问这资金池像银行一样受巴三条约保障吗？担保公司比银行信誉，国家信誉高？

绝大多数老百姓都是被以前的刚兑骗了，以为什么都是可以刚兑的，脑子里没有风险意识。信贷金融又是个收益前置，风险后置的行业，简直就是庞氏骗局的温床。

### [问] 投资百晓生：

关于\$中国恒大(03333)\$，对@正合奇胜天舒 说：

看到大玩家张磊微信公众号的一篇文章 <http://t.cn/RtSpAjO>

结尾有这么一句

『犹记去年春夏，一些艺高人胆大的互联网金融机构做恒大商票业务，据说贴现的年化利率 18% 以上，可以想象那时恒大多么缺钱。从极度缺钱到豪掷万金，只用了区区一年半，也许这才是许老板真正技惊四座的地方。』

恒大去年是很缺钱吗？

### [答] 正合奇胜天舒：

回复@TheOneToBeStar: 看开发商的融资成本，不要只盯着有息负债看。恒大去年的有息负债利率5%~12%不等，平均9.7%左右（连续降息的结果今年会体现）。但还有应付账款和预收账款这些巨额无息负债。综合起来，平均融资成本仅5%出头。当然，万科们更低。不过，相当于投资收益，差几个点就不算事儿。//@TheOneToBeStar:回复@张沈鹏:看恒大平均融资利率吧

### [问] 投资百晓生：

关于\$中国恒大(03333)\$，对@正合奇胜天舒 说：

看到大玩家张磊微信公众号的一篇文章 <http://t.cn/RtSpAjO>

结尾有这么一句

『犹记去年春夏，一些艺高人胆大的互联网金融机构做恒大商票业务，据说贴现的年化利率 18% 以上，可以想象那时恒大多么缺钱。从极度缺钱到豪掷万金，只

用了区区一年半，也许这才是许老板真正技惊四座的地方。』

恒大去年是很缺钱吗？

[答] 正合奇胜天舒：

回复@TheOneToBeStar: 不懂可以问，乱说就不好了。

开发商的有息债，分企业债、银行贷款、信托和永续债，前两种利率都低，3%~8%，后两种利率都高，8%~12%。后两者的借款人不是银行哦，是房地产信托等投资机构，无论投资谁的项目，人家也不可能要太低的利率。开发商平均借款利率低，很重要因素是前两种借款比例高。平均借款利率高的开发商，往往是后两种借款占比高。

恒大IR在路演时介绍过，恒大由于举债拿地多，拿地到开盘又很快，银行贷款不能拿地，开发贷要具备条件才能发……，所以恒大的负债结构中，信托、永续债占大多数，企业债和银行贷款占比不到三成。

而万科等开发商，偏好合作股权开发，别人出钱拿地占股，于是债务结构中，信托和永续债的占比就低，平均成本就低。但是我说过，股权融资的实际成本是远大于10%左右的债务融资的。少数股东的年化回报率没20%谁干？

恒大这种规模、这种实力、这种低成本优势快周转的企业，实际经营风险远低于中小开发商。正因为此，才有那么多机构愿意和恒大合作，借给恒大那么多钱。

再说一遍，不要看到表象，简单思考，就胡乱下结论。//@TheOneToBeStar: 回复@正合奇胜天舒: 本质上的风险点在恒大上咯。

恒大现在的融资利率在10%以上。这10%是专业机构风险评估后的结果。

现在7%放给老百姓，是欺负了老百姓没风险意识

(完)

以上内容来自[雪球访谈](#)，想实时关注嘉宾动态？立即[下载雪球客户端](#)关注TA吧！

没别的  
就是比人聪明。



雪球

聪明的投资者都在这里