

第一章 多元化反思

1.2 成长的悖论：小企业加法与大企业减法

引言

关于多元化与专业化之争由来已久，尽管有很多多元化失败的案例，但也有同样多借助多元化手段“发家”的企业，这种现象在新兴市场尤其普遍。

——在外部融资渠道不畅通的情况下，中小企业只有通过多元化构建内部资本市场、提高“自我规模化速度”，才能尽快突破外部融资瓶颈，支持核心主业发展；其实，即使是那些上市公司，也常常选择多元化的内部融资战略，通过内外部资本市场的互动来加速资金的周转和规模化的速度。

TCL 沿着这条路径壮大了，从固定电话到彩电再到手机，经营现金和分拆融资支持着企业的扩张；以专业化著称的万科早年也是在多业务的支持下成长起来的，零售、原始股权投资、贸易等业务在十年间为地产主业的资金缺口提供了 35% 的支持；而华为更是通过剥离出售电工和 H3C 业务度过了“冬天”……

成长过程中的“加法”推动了很多小企业的迅速壮大，但与成长期的广泛多元化相矛盾的是，到了一定阶段，上述企业又都开始不约而同的做起了减法——分拆剥离那些非核心业务。该如何理解这种“加法”与“减法”的悖论？

在外部融资渠道不畅通的情况下，构建内部资本市场，以非核心业务的经营利润或剥离收益支持核心业务的成长，这是新兴市场中小企业在成长过程中探索出的一条路径，而在这条路上成功的秘诀就是“追求现金速度”——以内部资本市场培养规模价值，以外部资本市场加速价值兑现。但当企业成长到一定阶段后，子业务随着竞争的加剧和市场的成熟，现金速度开始减慢，于是，企业需要重新梳理它的业务结构，抛弃一些现金速度减慢的业务，而专注于核心业务的成长。

总之，“加法”与“减法”都是企业成长过程中，适应内外部金融环境的战略，它们看似矛盾，却都有着共同的目标，“提高现金速度，推动自我规模化”。

一、从 TCL 兴衰看企业内部融资成长

1.1 成长期：内部融资培育规模价值，外部融资加速价值兑现

今天的 TCL 陷入了严重的亏损之中，面临退市风险，但不可否认的是，TCL 的成长经历是一个神话：TCL 成立于 1981 年，80 年代初期 TCL 在磁带业务上赚到了第一桶金，80 年代下半期 TCL 转向了固定电话业务，并在 90 年代初期形成了规模价值，1993 年将固定电话业务上市，并开始担当起向其他业务输血的重任，90 年代中期 TCL 进入了彩电行业，并在 90 年代末形成规模价值，1999 年将彩电业务装入 TCL 国际（TCL 多媒体）分拆上市，此后彩电业务接替固定电话业务充当集团内部输血的主力，2001 年移动通讯也开始呈现爆发性增长，在 2003 年以前为集团贡献了丰厚的现金回报，2004 年集团整体上市，兑现了彩电和手机业务的规模化价值。

在主业的变换中，TCL 实现了跳跃式的发展，在 1995 年到 2002 年，公司年均增长率在 50% 以上——TCL 将自己的成功归于“独木成林”的多元化战略，即，TCL 的每一个单一业务都可以单独发展壮大为“一片树林”，但实际上，集团业务间的相互“支

援”才是 TCL 成功的关键：从一个做磁带的小厂子，发展成为全球彩电龙头，TCL 成长过程中多元化所打造的内外部资本市场互动发挥了重要作用：TCL 正是通过投资成熟产业来实现快速盈利和快速规模化，然后获取分拆上市时的规模溢价。

TCL 彩电产业的孕育

TCL 的彩电产业开始于从陕西彩虹手中接过的一条停产生产线，在以固定电话业务为主的集团资源支持下，1995 年 TCL 彩电进入了行业三甲，此后，集团将更多资源输入彩电产业，到 1999 年上市前，以彩电业务为主的 TCL 国际（后称 TCL 多媒体）共向集团公司借款 3.5 亿元，其中 1.18 亿为短债，2.35 亿为长债。

1999 年集团公司将彩电、白色家电和电脑、IT 等业务整合进入 TCL 国际并在香港上市，募集资金 10 亿港元，其中，2.5 亿用于彩电业务的海外拓展，2 亿偿还集团公司的贷款，5300 万用于 TCL 白色家电的发展，3700 万用于 TCL 电脑网络产品的拓展，余下 4 个多亿全部用作流动资金，或者说投向“最需要资金的地方”。

如果说，在上市之前固定电话业务担当着集团内部融资的主要功能，那么，上市之后，彩电业务已经具有了规模化的盈利能力和外部融资渠道，开始充当为其他业务输血的主力。1999 年上市之后，公司以 1170 万元认购了 TCL 移动通讯公司 20% 的股权，2001 年又以 3.42 亿元向集团收购 TCL 电脑业务。

2000 年 TCL 国际确立了在国内的领先地位，此后，在 2004 年国际化收购汤姆逊之前，TCL 国际每年都可产生数亿元的净经营活动现金流，2003 年最高时一年就产生了 7.4 亿元的净经营活动现金流。

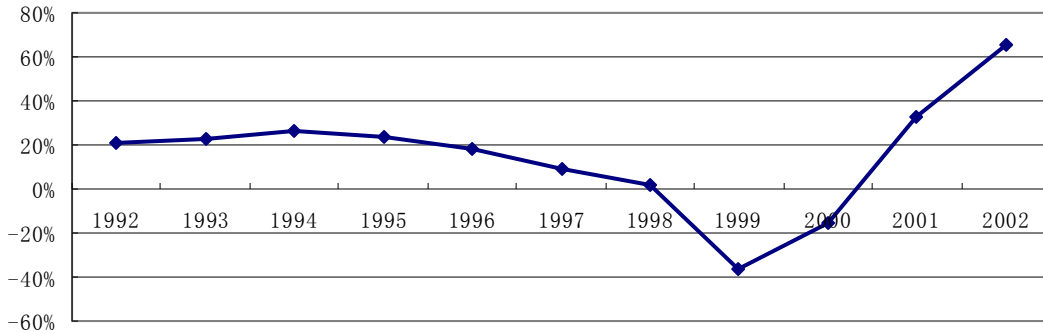
TCL 手机产业的孕育

TCL 的手机产业是从固定电话和彩电业务中孕育出来的，90 年代初期，公司的固定电话业务处于成熟期，投入资本回报率较高，稳定在 20% 以上，每年可产生几千万的正经营现金流，并形成了外部融资能力，1993 年 TCL 通讯以固定电话为主业在 A 股上市，募集资金 1.1 亿元，其中，真正用于固定电话主业的资金只有 1250 万元，其余，500 万元用于与台湾东讯公司合资成立 TCL 东讯通讯工业有限公司，生产和销售传呼机，5440 万用于兴建 TCL 大厦和员工宿舍，400 万美元用于与日本电气香港有限公司和相干兴达投资公司合资成立 TCL 移动通讯设备有限公司——正是这 400 万美元的投入奠定了日后 TCL 在手机领域的发展基础。

1997 年以后，随着固定电话垄断销售的打破及移动通信的出现，公司的固定电话业务开始呈现严重的下滑趋势，1997 年投入资本回报率降至 9%，1998 年进一步降至 1.4%，1999 年和 2000 年连续亏损，净经营现金流也在 1999 年降为 -7480 万，以往的“现金牛”急需业务转型。在此背景下，集团公司加大了对移动通信业务的投入，加速了对固定电话业务的价值变现，在 1998 年进行了以固定电话业务为核心的最后一次配股，募集资金 1.88 亿，其中 5800 万元在当期没有投入，而是作为流动资金支持 TCL 通讯公司度过低谷期的现金流危机，1999 年以彩电业务为主的 TCL 国际又出资 1170 万元认购惠州 TCL 特灵通移动通信有限公司 20% 股权，为移动通信业务进一步输血。

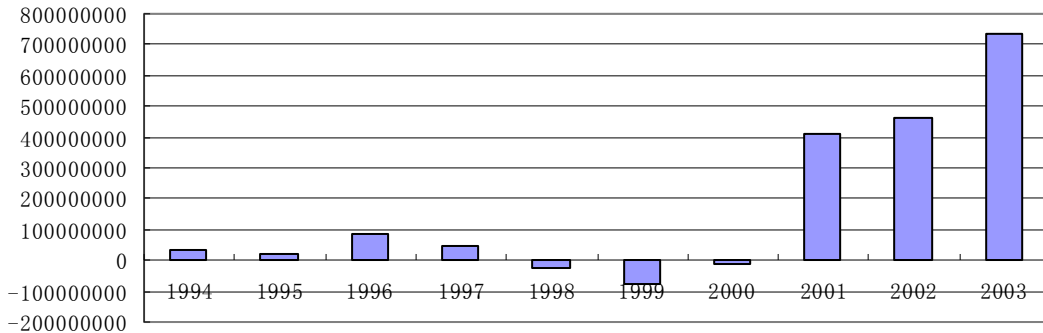
2000 年，前期在移动通信方面的投入终于显现成果，TCL 移动通讯设备公司成功从传呼机转型手机，当年创造销售收入 2.7 亿，净利润 1200 万元，次年（2001 年）手机业务爆发性增长，移动通讯公司的销售收入达到 21.6 亿，增长了 695.5%，净利润达到 3.24 亿，增长了 2610%！2002 年，销售收入进一步上升到 82 亿，净利润 12.7 亿，同年 TCL 通讯追加投资 670 万美元——经过 2~3 年的培育，TCL 移动通讯业务初步实现了规模化盈利。

TCL通讯的投入资本回报率



图（1）TCL 通讯（000542）的投入资本回报率变化

TCL国际化以前的净经营活动净现金流



图（2）TCL 通讯（000542）的经营活动净现金流（1994~2003）

由以上分析不难看出，在多元化的成长过程中，TCL 集团总是先利用自己的内部现金支持某一新业务的发展，用 2~3 年的时间使其形成规模价值，然后再借助外部资本市场来提前兑现业务价值，收回部分投资，转而支持下一个新业务发展。内部资本市场培养价值，外部资本市场加速价值的实现。

1. 2 成熟期：速度成就价值

很多企业在多元化过程中失败了，为什么 TCL 能够把各项多元化业务做得游刃有余？关键就在于它成功实现了“速度成就价值”！

TCL 在多元化过程中进入的每个行业都不是“先驱”，但却都能迅速成为行业龙头，这中间除了管理能力外，企业进入时机的把握很重要。九十年代中后期 TCL 进入了彩电行业，相对于长虹等中国彩电业的“先驱”，TCL 在这个领域是个跟随者，但跟随者的好处是可以减少前期市场探索阶段的高投入，并缩短投入期的持续时间，迅速实现盈利。九十年代中后期，借助国内已经逐步成熟起来的大屏幕彩电技术，TCL 享受了低投入的高利润，迅速壮大起来，并在 1999 年将其彩电业务在香港分拆上市，2000 年彩电销量全国第一。在手机业务上，1997 年 TCL 意识到固定电话市场在中国正面临萎缩威胁，开始转向移动电话，这一时期，国外手机正处于升级换代的空白期，国内手机制造

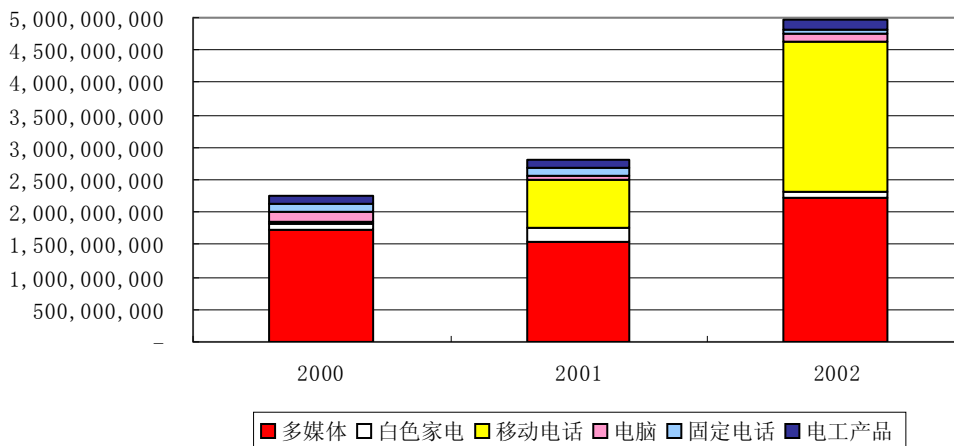
商的技术快速跟进，TCL 趁机褫夺市场，并在 2000 年产生盈利，2001 年贡献 3.24 亿元的利润，2002 年进一步贡献了 12.7 亿的利润。

实际上，在 2000~2003 年间，彩电和手机业务的双增长为 TCL 贡献了大量的经营现金流，将企业推向了多元化的颠峰：2000~2002 年，手机业务几何增长，彩电和电工等业务产生稳定现金回报——利润增长快，而投入相对较少，形成了这一时期的高资产回报率特征，各项业务的主营业务利润与总资产之比均在 20% 以上，新进入的空调、洗衣机业务的主营业务利润与总资产之比甚至达到 100% 以上。随着行业竞争的加剧，空调和洗衣机业务利润开始下降，而新进入的电脑业务一直处于亏损之中，但核心业务多媒体和移动通讯仍能产生良好的现金回报，主营业务利润与总资产之比在 2002 年接近 50%，从而使集团总体的主营业务利润与总资产之比达到 30% 以上，在剔除占总收入 10% 左右的销售费用和 5~6% 的管理费用后，总资产回报率仍可保持在 5% 以上，净资产回报率则保持在 15% 以上，2002 年甚至达到 30% 水平，这一年，衡量资产效率的投入资本回报率达到 22%，经营活动产生的净现金流也高达 11 亿元。彩电和手机业务的高盈利为 TCL 奠定了外部资本市场融资的基础，2004 年集团通过在 A 股整体上市再次募集资金 25 亿元，将内外部资本市场的互动推向了高潮（图（5））。

启示：只有那些能够在较短时间内实现快速盈利和自我规模化的非核心业务才能为主业提供足够的金融资源支持，也能够在最短时间内突破融资的瓶颈，以转让或分拆上市等手段贡献金融资源。因此，内部融资的核心原则就是：自我规模化速度。

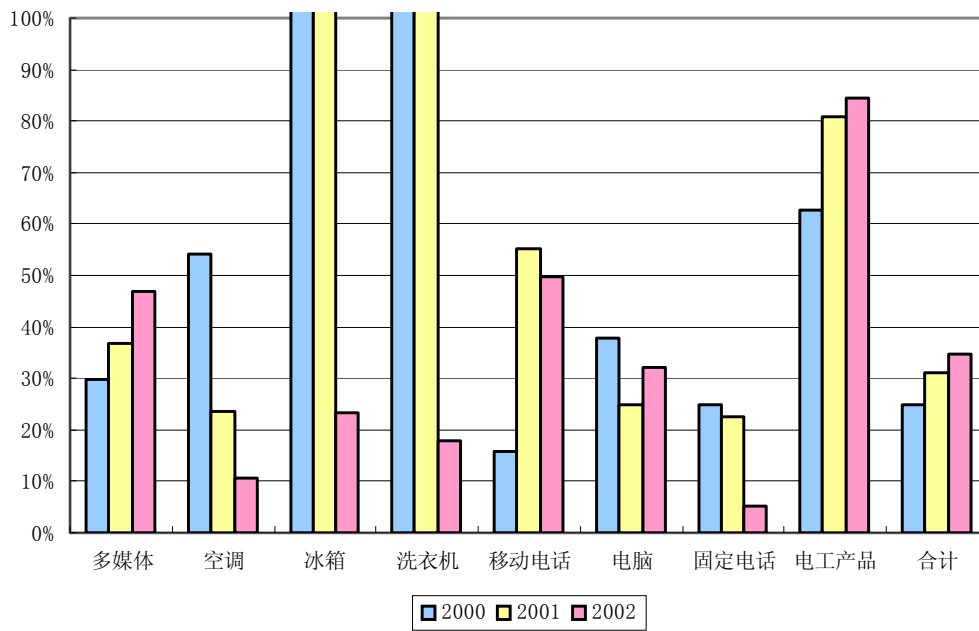
“自我规模化速度”：就是企业在保持一定财务杠杆情况下，以自身现金流所能撬动的最大规模化速度。

TCL 多元化鼎盛时期各业务的主营利润贡献

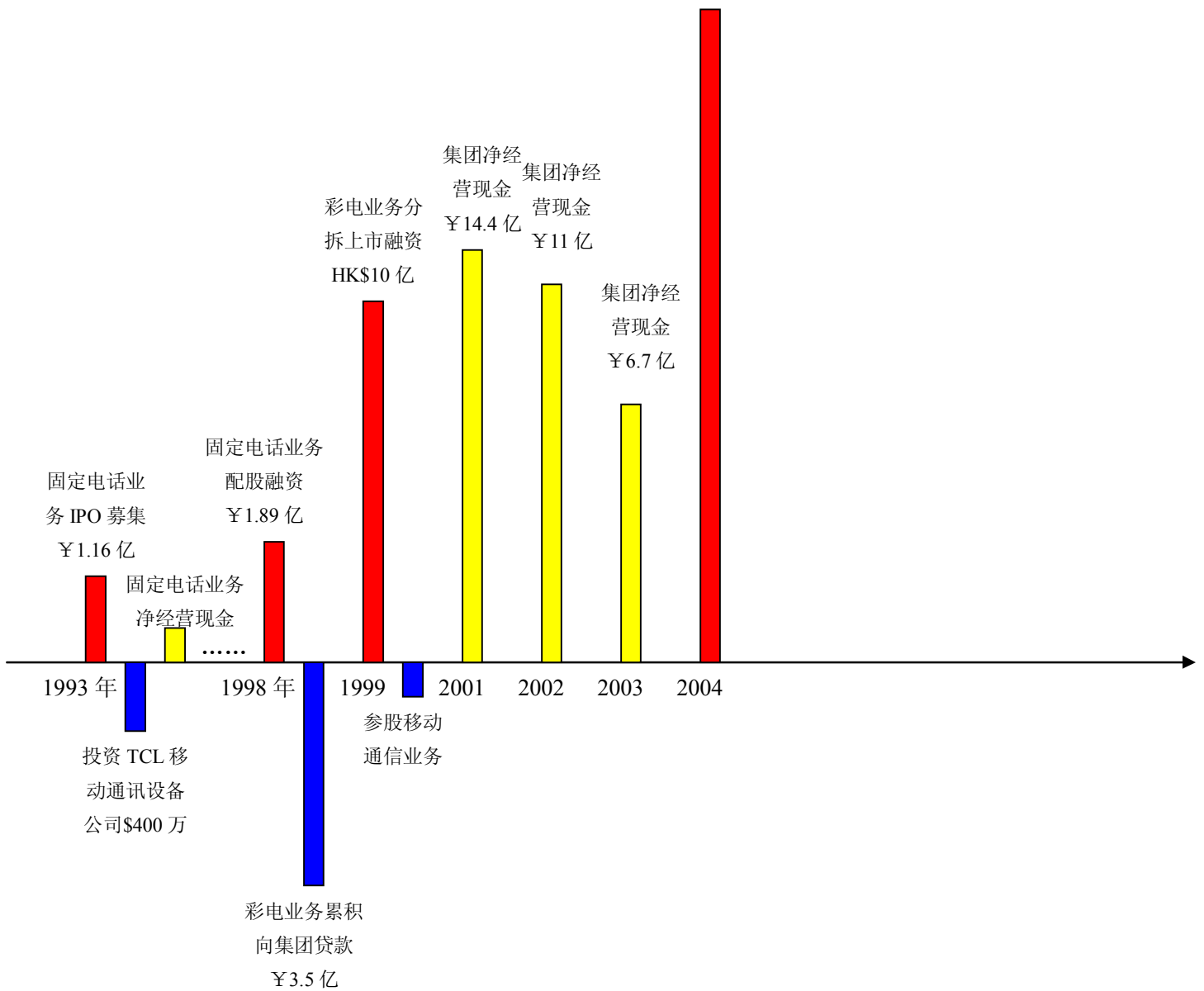


图（3）TCL 多元化鼎盛时期各业务的主营利润贡献

TCL多元化鼎盛时期各项业务的资产回报率



图（4）TCL 多元化鼎盛时期各项业务的资产回报率



图（5）TCL 国际化之前的内外部资本市场互动

（注：图中蓝色柱为新业务培育期的投资支出，黄色柱为业务成熟后的经营现金流贡献，红色柱为以盈利业务为基础的资本市场融资。）

1.3 国际化进程：负现金流的“黑洞”

然而，随着 2004 年公司国际化战略的开展，现金流状况出现了大逆转。2004 年，TCL 开始大刀阔斧的国际化进程，先后并购了彩电巨头汤姆逊和手机巨头阿尔卡特公司，并购后的 TCL 在 2004、2005 两年蝉联全球最大的彩电企业。但正是这两次并购使公司陷入了巨亏的泥沼：2005 年亏损 17 亿，2006 年亏损 37 亿元，集团公司面临 A 股退市的风险。

TCL 的多元化战略到底发生了什么问题？

对于 TCL 来说，国际化进程相当于进入了一个新的业务领域，但不同于以往的多元化拓展，国际化业务非但不能产生正现金流回报，还是一个巨大的“现金黑洞”，正如李东升最常说的一句话“整合的成本远大于我们的想象”，而李东升口中的整合成本中最重要的就是现金流的消耗：

并购现金支出

TCL 并购汤姆逊用的是换股方式，但并购阿尔卡特却支付了 5500 万欧元（5.5 亿人民币）的现金。不过，这 5.5 亿相对于之后的现金流支出，只是一个小数……

巨额亏损承担

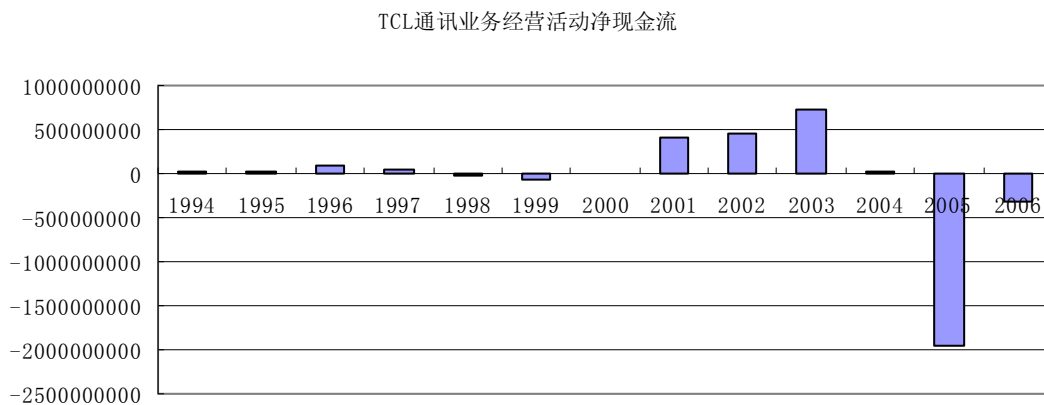
并购前的汤姆逊彩电业务和阿尔卡特手机业务就已处于亏损状态，并购后整合效应的迟迟不能释放使 TCL 承担了巨额的亏损成本：2004 年 TCL 与汤姆逊的合资公司 TTE 亏损 1.43 亿元人民币，与阿尔卡特的合资公司 T&A 亏损 2.83 亿元人民币；2005 年 TTE 亏 8.2 亿，而集团手机业务整体亏损 16 亿；2006 年中期 TTE 实亏 7.63 亿，拨备 8.31 亿，总亏损额高达 15 亿。

周转资金占用

由于海外业务多采用信用证等方式结算，平均结算期 87 天，显著长于国内业务，受此影响 2004 年公司的应收帐款周转期从 2003 年的 20 天延长到 66 天，2006 年在压缩欧洲业务后仍高达 43 天，即使考虑到海外业务对存货的消化作用，海外扩张还是多占用了 40~50 亿的周转资金。

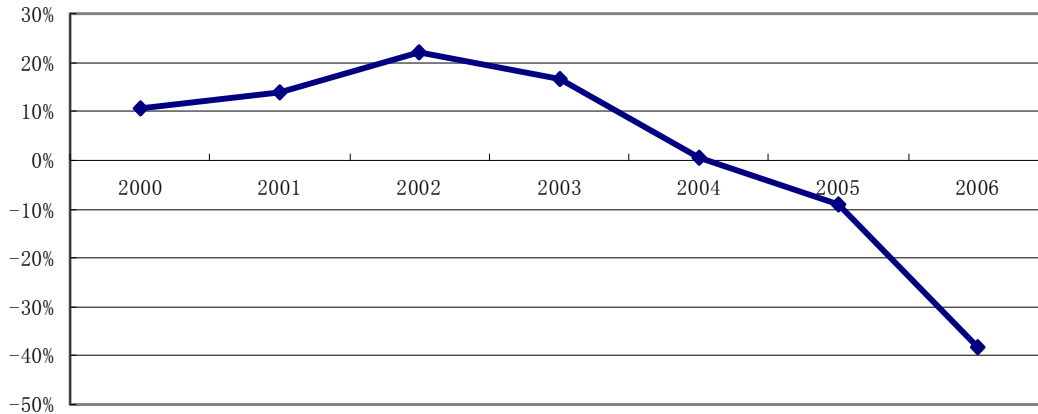
高投资支出加上高资产占用，新进入的国际市场成为一个巨大的负现金流业务，而手机和彩电两项竞争激烈业务的同时国际化，就更让公司不堪重负了。与此同时，传统优势项目固定电话业务正随着整体通讯手段的升级而逐步萎缩，新进入的电脑业务一直处于亏损之中，以至于李东生不得不承认“TCL 集团有 50%的业务是亏损的”，在这种情况下，仅靠电话、电工、照明等少数业务的正现金流，实在无法支持彩电和手机两大业务的国际化发展。TCL 的输血战略随着国际化进程开始变形，集团整体的投资回报率和现金周转速度都大幅降低，总资产回报率从国际化之前的 34% 降至 24% 水平，投入资本回报率也从 16.7% 降至 1% 以下，并进而降至负数，净经营活动产生的现金流从最高时的 +14 亿减至 -13 亿，2005 年进一步减少至 -20 亿

——超出内部融资能力的多元化扩张让 TCL 付出了沉重的代价。



图（6）TCL 通讯业务的净经营活动现金流

TCL集团的投入资本回报率



图（7）TCL 集团的投入资本回报率

1. 4 衰退期：双主业下的内部融资不足，外部融资堵塞

彩电和手机的国际化进程把 TCL 带入了负现金流的市场，这些负现金流拉低了 TCL 经营现金的回报率，导致了内部经营现金流周转速度减慢、甚至变负——内部规模化速度减慢所引起的价值衰减又在外部资本市场上被进一步放大，集团公司股价从 2004 年最高时的 9 元多，一直跌到最低时的 2 元多，而 TCL 多媒体在香港市场的股票更是沦为“仙股”，低股价和一蹶不振的业绩阻碍了公司借助香港市场的外部融资计划，内外部资本市场的互动被打破，企业资金周转能力大幅降低，无力再支持多主业发展。

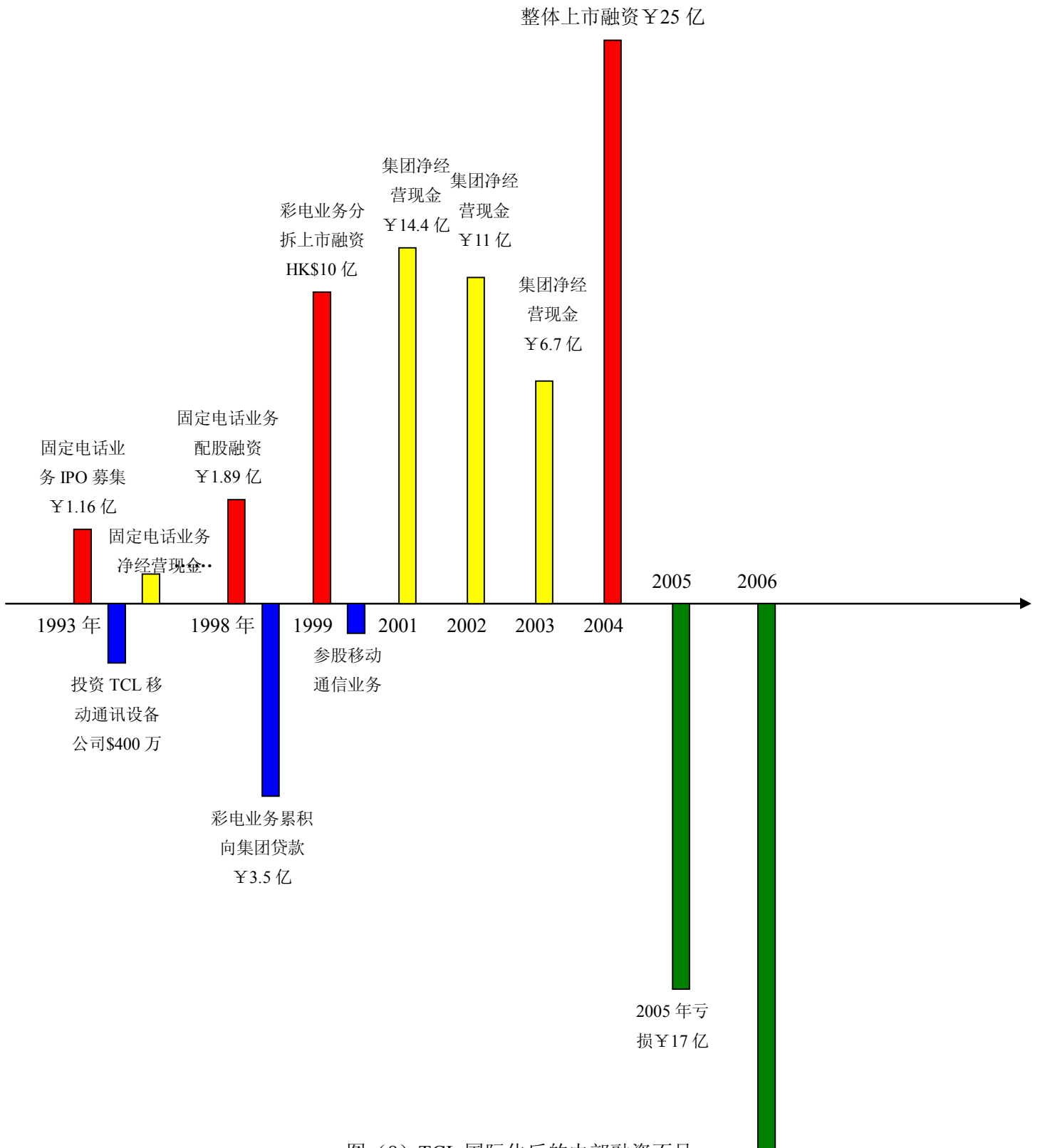
为了应付庞大的现金流压力、以内部资本市场为子公司持续输血，2004 年 6 月，集团向银团申请 6.5 亿港元的过桥贷款作为 TCL 通讯的流动资金；2005 年 4 月，TCL 成立财务公司，注册资本 5 亿元，其中集团及其子公司出资 4 亿元，海外战略投资人出资 1 亿元，用于集团内部的金融资源调配；2005 年 5 月 TCL 集团认购 TCL 通讯发行的 2000 万欧元可转债，未来如果转股将会有进一步资金注入；2005 年底，TCL 集团认购 TCL 通讯配售的 3.2 亿元 H 股；2006 年 10 月底，TCL 集团通过了在 A 股定向发行的决议，拟募集资金 10.5 亿元人民币，其中 6.5 亿用于 TCL 多媒体，1.5 亿用于 TCL 电脑，余下 2 亿用于补充流动资金，后改为全部投入液晶屏生产……

为了满足子公司的巨额资金需求，TCL 再次寄希望于外部融资渠道，以往的成功融资经验让 TCL 对资本市场充满期待：继 1993 年 TCL 通讯（000542，TCL 集团前身）在 A 股上市融资 1.16 亿元、1998 年 TCL 通讯（000542）A 股配股融资 1.89 亿元、2000 年 TCL 国际（1070.HK）在香港上市融资 1.88 亿元和 2004 年 1 月 TCL 集团（000100）整体上市融资 24 亿元以后，2004 年 9 月集团公司意欲分拆 TCL 通讯香港上市，但这次融资计划却没能顺利实施，在遭遇到投资人圈钱恶评后最终改为介绍方式上市；2005 年底 TCL 通讯（HK. 1070）又期望以配股方式支持手机产业度过低谷，但在业绩不佳的情况下，集团公司只好带头认购了 3.2 亿元的股票；2006 年，TCL 多媒体拟实施配股融资，但在股价低迷的情况下，最终放弃；2006 年 10 月，TCL 集团通过了在 A 股机构投资人定向发行的决议，拟募集资金 10.5 亿元，在市场普遍置疑其电脑业务投资项目后，于 2007 年 6 月改变了募集资金投向……

TCL 的内外部资本市场互动似乎不那么顺畅了，实际上，以往内外部资本市场互动的基础在于内部资本市场，只有内部资本市场能够在短期内打造出企业的规模化价值，

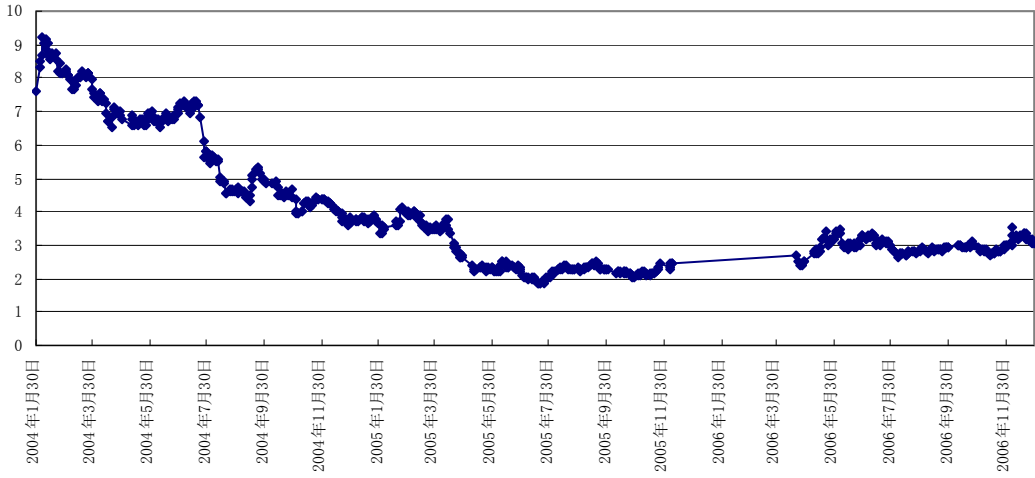
外部资本市场才能发挥作用，加速资金的回收并提升金融资源的利用效率——成长中企业的多元化，内部资本市场的效率是根本，而产生现金的“速度”则是关键。但内部资本市场的融资能力是以企业的现金回报速度为限的，在国际化进程中，海外业务长期无法消化的负现金流超出了企业多元化业务间的内部融资极限，从而拉低了集团整体的“现金产生速度”，阻碍了公司内部价值的形成，进而大大削弱了外部资本市场的融资潜力，最终导致股价下跌和分拆融资、配股计划的破产；而紧张的现金流又进一步限制了公司各业务的成长，内部资本市场能力被进一步削弱：

2004年TCL手机业务开始下滑，国内市场份额由11%降至5.85%，并在2005年继续下跌至3.7%，这之中除了外资厂商的冲击外，TCL自身新款推出速度放慢也是直接原因。2006年，在紧急止血了手机业务后，TCL的彩电业务又出现严重滑坡，1-9月国内市场销量下降11%，欧美下降30%，连公司一向看好的新兴市场也下降8%，在9月的全球排名中，TCL的彩电业务已从老大降至第三名，而这一切要归咎于公司在平板电视上的投入不足——TCL已陷入了一种“摠了葫芦起了瓢”的状态，在一个业务上投入多了就会导致另一业务的投入不足和市场衰退，而单个业务的投入不足又导致整体业绩下滑，并连累股价下跌，到2006年，TCL集团的股价已从2004年最高时的9元多，一路跌到2元钱，而TCL多媒体股价更是跌至一元钱以下，2007年5月，TCL多媒体公布了配股计划，在之前0.64元股价基础上再折让37.5%，拟以0.4元/股的低价配股募集资金7.74亿元，结果，消息一经公布就导致TCL多媒体股价一天内急挫15%，最终迫使集团公司放弃了在香港配售的计划，转而谋求A股再融资——内部资本市场的融资不足也破坏了外部资本市场的融资平台。



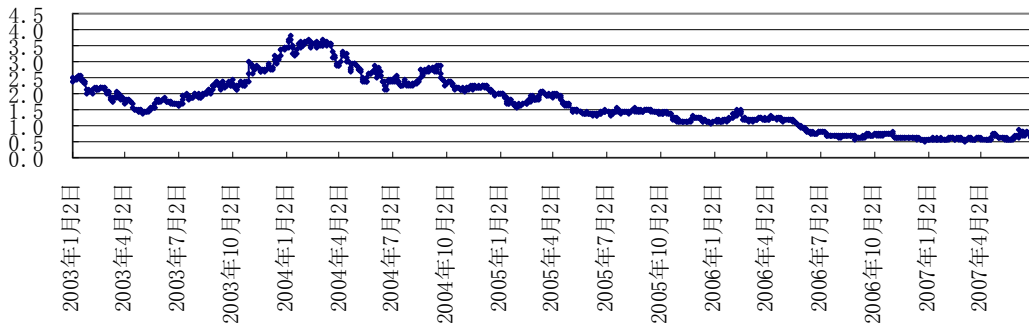
图（8）TCL 国际化后的内部融资不足
 （注：图中蓝色柱为新业务培育期的投资支出，黄色柱为业务成熟后的经营现金流贡献，红色柱为以盈利业务为基础的资本市场融资，绿色柱为国际化后的经营亏损。）

TCL集团股价图



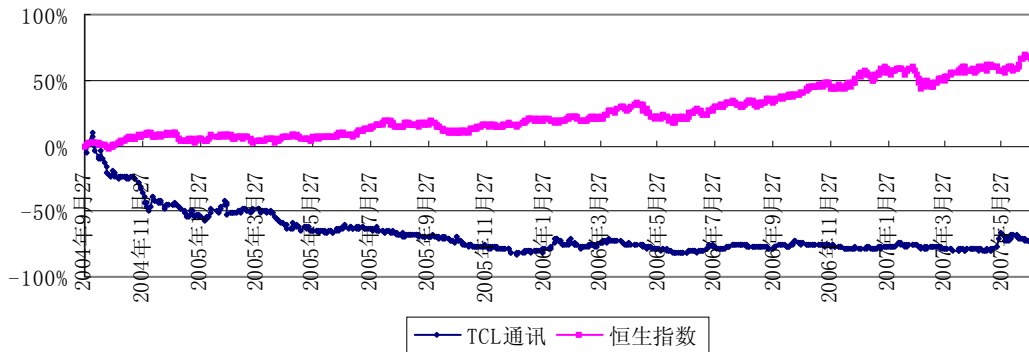
图（9）TCL 集团股价图

TCL多媒体股价



图（10）TCL 多媒体股价图

TCL通讯股票收益率



图（11）TCL 通讯股价图

1. 5 出路：以变现方式重新启动内部融资

2005 年底，TCL 出让了它的两项非核心资产，国际电工和智能楼宇两家子公司，收回现金 17 亿元，创造投资收益 11 亿元，这些资金将被用于核心业务的集中发展。2006 年第三季度公司又重组压缩了欧洲业务，收回投资现金 2 亿，处置固定资产收回现金 3.2 亿，这些变现的资产为公司核心业务的投入提供了内部的金融资源支持；内部融资带动了外部融资，2007 年 3 月 TCL 通讯向新加坡星展银行发行 4500 万美元可转债，并计划以 TCL 集团为主体在 A 股市场增发融资 23 亿元，投资液晶屏项目。但这一切只是开始：对汤姆逊 CRT 技术的过度重视已经导致公司在平板电视上落后于国内其他主要厂商，甚至因此让出了全球彩电销售第一的宝座，目前公司正奋起直追，但是这显然需要大量的研发和生产投入；在手机业务上，新款的加速推出、2.5G 和 3G 技术的跟上……同样需要高投入——多元化战略与海外战略的资金争夺将更加激烈，而外部融资的启动依赖于内部资源的有效配置！下一步 TCL 的电脑业务、白色家电业务也将面临同样的剥离遭遇。

实际上，2007 年 6 月 TCL 集团将 A 股再融资计划中的电脑业务撤消，而将 23 亿元全部投入液晶屏项目，已经反映出公司无力再追加对电脑、手机业务的投入，而在这两个竞争激烈的行业内，不进则退，停止投资就意味着价值衰退，与其在犹豫中消耗价值，不如果断抉择，在电脑、白色家电等业务尚有一定规模价值的时候及时转让，以便收回投资、全力支持彩电业务的发展。至于手机业务——诺基亚是在剥离了造纸、轮胎、电缆等业务后，成为全球最大的手机制造商的，摩托罗拉也是专业化的手机制造商，三星已经剥离了它的汽车、工程机械等众多业务——面对这些国际巨头的挤压，手机行业已经变成一个巨大的现金流黑洞，此时的 TCL 即使倾全部金融资源都未必能把这一业务做出规模化价值，更何况是一心二用了——毕竟相比于彩电业务，在手机领域，国内厂商相比于国际巨头，技术差距更大——趁手机业务的价值高点，及时剥离，是公司真正摆脱困境的唯一出路。

整体上市融资 ¥25 亿

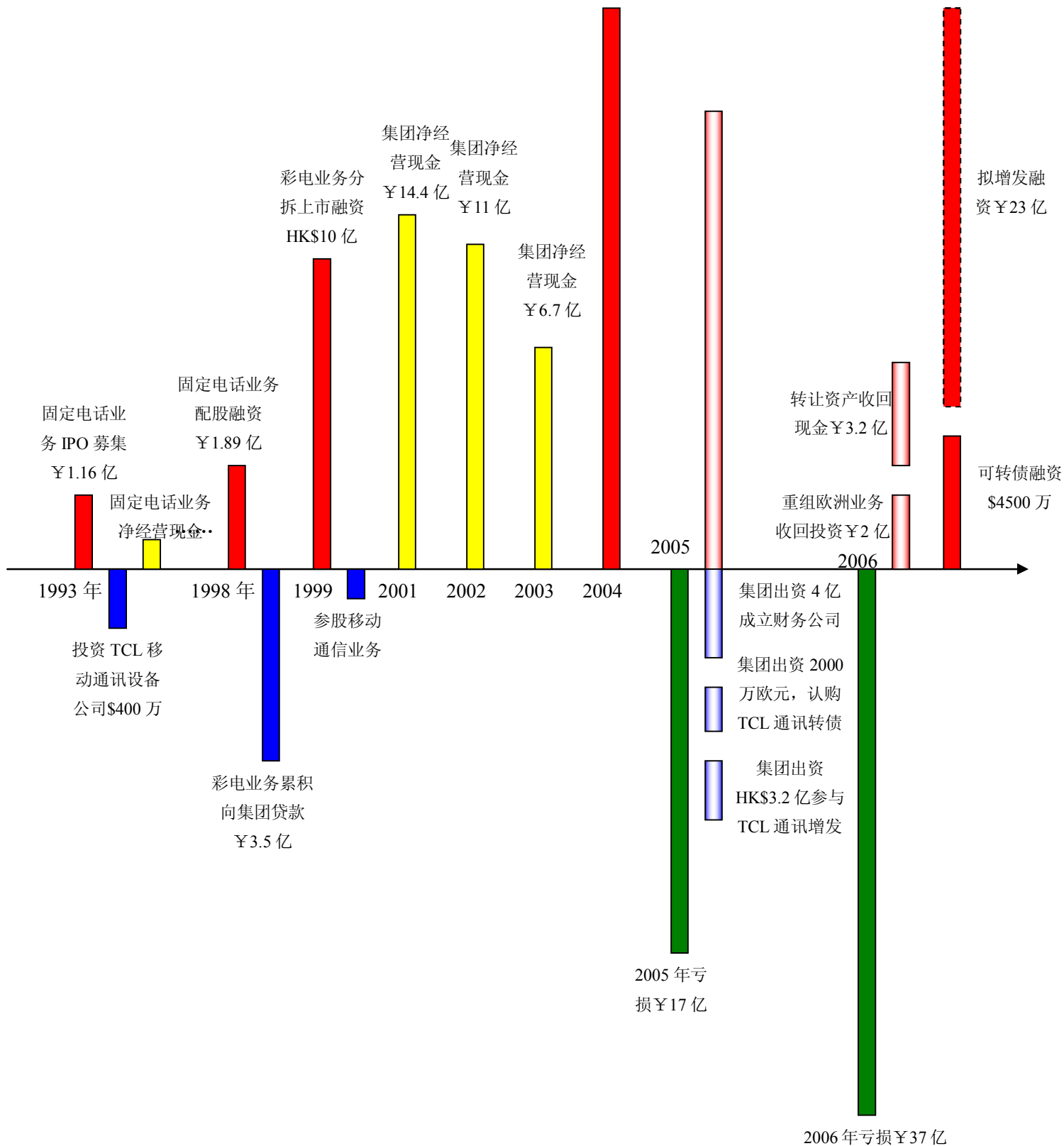


图 (12) 以业务剥离重新启动内部资本市场

(注: 图中蓝色柱为新业务培育期的投资支出, 黄色柱为业务成熟后的经营现金流贡献, 红色柱为以盈利业务为基础的资本市场融资, 绿色柱为国际化后的经营亏损, 红白柱为资产剥离的内部融资贡献, 蓝白柱为集团对子公司的内部输血。)

二、 加法原则

TCL 多元化的兴衰给了我们很多启示，而在后文万科、华为、新希望，乃至美国孟山都公司的案例中我们将进一步印证这些启示——以内部融资为目的的多元化业务，追求现金回报速度是企业成败的关键。

2.1 加法原则之一：拒绝负现金回报

多元化失败的故事很多，其中最常见的错误就是进入了负现金流的“雷区”。我们在上面谈到 TCL 进入国际市场后，陷入了负现金流的陷阱，不仅无法推动企业的进一步规模化，还面临退市的威胁。现实中负现金流的“雷区”还有很多，除了陌生的国际市场外，还包括负现金流的行业：

TCL 曾成功进入了固定电话、彩电、手机等行业……看起来多元化似乎没有什么行业要求，但实际上，上述行业都是在上世纪八、九十年代进入的，那时候，中国经济尚处于规模化前期阶段，行业内企业分化并不明显，规模化门槛也比较低；但今天，随着中国市场行业竞争的日益充分，行业盈利模式也在发生变化，很多行业已经不再适应多元化内部融资的需求了。如手机行业，国产手机在经历了 2001~2003 年的暴利以后，今天已经变成了一个高投入产业，类似的还有房地产。

上世纪八九十年代，很多企业通过多元化进入房地产行业而获取了成长中的“第一桶金”，这其中最典型的要数万科，1988 年万科进入房地产行业，这一时期的房地产业尚处于市场化的萌芽阶段，存在着许多政策性的暴利，土地转让制度上的漏洞、相对宽松的银行贷款政策等都使地产行业变成一个“轻资产”的行业，开发商可以通过大量借用银行、政府、供应商、购房人的钱，来减少自身的资金投入，从而将一个动辄十几亿、甚至几十亿元投入的行业做得“举重若轻”。不过，随着行业格局的变迁、金融政策环境的变化，房地产行业的竞争规则已经完全不同了，今天的房地产行业重资产的特性开始显现：2006 年地产上市公司平均的净经营现金与总资产之比为-4.5%，净经营现金剔除财务费用后与股东权益之比为-14.3%——也就是说，在不增加投资的情况下，即使考虑了财务杠杆的作用，地产企业的股东仍需要每年追加 14% 的投资才能维持经营；而如果企业要保持行业平均的成长速度，则需要再增加资本支出，剔除资本支出项后的自由现金流为负，其数值相当于总资产的 9.1%，相当于股东权益的 25.5%——也就是说，今天的地产上市公司平均每年要再追加相当于总资产 9%、相当于前期股权投资 25% 的投资，才能跟上行业平均的扩张速度。每年追加 25% 的持续投资，这对于多数成长中的企业来说都是一个不小的负担，尤其是对于房地产这样一个初始投资规模很高的行业来说更是如此。房地产行业同手机等产业一样，已经不能再允许一心二用的多元化投资了，这也就是万科为什么最终选择砍掉其他所有非地产业务、转让万佳超市、全力投入地产行业的原因了。

2.2 加法原则之二：追求现金回报速度

多元化内部融资的行业选择，不仅在投入初期要能够产生正的现金流，而且还应该能够在最短时间内创造最丰厚的正经营现金流、以获取最快的“自我规模化速度”。国际化之前的 TCL 是“速度成就价值”的典范，它通过内部资本市场调配金融资源、多元化进入成熟产业，迅速实现盈利、做大规模后再将该业务分拆上市，借助外部资本市场提前兑现价值以支持下一个新业务的成长。但，2004 年的国际化进程改变了 TCL 原

来的运营模式，彩电和手机业务同时进入的国际化市场，都是亏损的负现金流市场，这些负现金流拉低了 TCL 经营现金的回报率，导致了内部经营现金流周转速度减慢，甚至变负——内部规模化速度减慢所引起的价值衰减又在外部资本市场上被进一步放大，低股价和一蹶不振的业绩阻碍了公司借助香港市场的外部融资计划，内外部资本市场的互动被打破，企业资金周转能力大幅降低，无力再支持多主业发展。

——构建内部资本市场的目的是为了通过内部融资来支持主业发展，因此，只有那些能够在较短时间内实现快速盈利和自我规模化的业务才能实现业务间金融资源的相互支持，也才能够在最短时间内突破融资的瓶颈，实现内外部资本市场的互动。因此，内部融资的核心原则就是：自我规模化速度。“自我规模化速度”：就是企业在保持一定财务杠杆情况下，以自身现金流所能撬动的最大化速度。

为了度量不同行业的自我规模化速度，我们引入了“净资产经营现金回报率”指标：

$$\text{净资产经营现金回报率} = (\text{净经营活动现金流} - \text{财务费用}) / \text{净资产}$$

这一指标显示了在不进行投资扩张的情况下，如果行业维持现状，股东每年可以回收的初始投资额的百分比，它的倒数就是我们常说的“投资回收期 (Payback Period)”。表 (1) 为 2006 年 A 股上市公司中各行业平均的净资产经营现金回报率水平：

表 (1) 部分行业 A 股上市公司平均的净资产经营现金回报率

	2002	2003	2004	2005	2006
批发	11.8%	-29.9%	37.1%	-13.5%	41.0%
石油	34.7%	33.5%	33.5%	34.5%	34.2%
航空	52.7%	39.6%	44.0%	44.4%	32.5%
煤炭	18.9%	28.8%	35.1%	33.6%	29.8%
汽车整车	32.6%	20.7%	7.0%	25.9%	26.0%
公共设施服务	12.8%	14.9%	12.4%	13.8%	24.5%
钢铁	24.6%	27.2%	27.1%	25.3%	23.8%
零售业	10.0%	12.7%	16.5%	20.7%	23.5%
电力	20.7%	20.3%	19.8%	21.8%	23.3%
交运设备	21.2%	17.0%	7.6%	17.8%	21.6%
水运	16.5%	18.9%	30.1%	33.3%	21.2%
有色	14.3%	18.4%	18.2%	23.9%	20.9%
酒	12.6%	15.3%	15.0%	17.0%	19.2%
非金属	8.9%	13.3%	11.2%	10.4%	18.0%
化学原料	8.7%	9.7%	12.5%	18.4%	17.1%
港口	13.1%	15.9%	15.7%	16.2%	17.1%
造纸	12.5%	6.8%	13.2%	13.2%	16.7%
高速路	10.4%	6.6%	13.1%	12.8%	16.6%
机场	17.1%	14.0%	13.4%	14.5%	16.6%
旅馆	8.4%	7.7%	12.8%	16.6%	16.5%
食品饮料	12.8%	10.2%	10.0%	16.3%	16.3%
乳品	26.0%	19.9%	34.0%	24.2%	16.2%
家电	7.7%	9.4%	3.3%	1.3%	16.1%
建筑	5.4%	6.0%	7.1%	14.3%	13.6%
铁路	13.3%	8.5%	12.9%	33.3%	12.6%

计算机	5.5%	10.2%	6.6%	6.7%	12.6%
旅游	9.7%	1.8%	7.6%	6.7%	10.9%
医药	10.2%	8.3%	5.9%	8.6%	9.9%
化纤	10.9%	8.9%	6.9%	9.4%	9.7%
纺织	5.7%	5.6%	14.6%	7.3%	9.7%
金属制品	0.0%	8.6%	14.5%	30.3%	7.8%
农业	3.4%	3.4%	5.3%	4.3%	7.7%
电子元器件	11.5%	10.6%	7.1%	2.8%	7.6%
软件	-0.4%	3.3%	-0.1%	9.9%	7.3%
汽车零部件	11.7%	12.3%	8.3%	7.4%	7.2%
塑料	14.9%	1.9%	1.1%	4.7%	5.9%
机械	6.7%	10.3%	11.3%	2.8%	5.2%
电器机械	12.2%	13.6%	14.2%	13.1%	4.5%
通信设备	1.4%	3.2%	4.4%	0.0%	-3.7%
家具	-4.8%	4.5%	2.3%	18.4%	-4.8%
房地产	4.4%	-7.0%	0.3%	-2.7%	-14.3%

由表可见，贸易、石油、煤炭等带有一定垄断性的行业，投资的现金回报率高达 30% 以上，也就是说在行业环境不变的情况下，企业用不到三年的时间就可以收回初始投资；从另一个角度看，如果企业将所有净经营现金都投入再生产，则在两年后规模就将翻一倍——这不仅反映了投资的安全性，也反映了企业在新业务上依靠内部资源所能实现的自我规模化速度，速度越快，企业就越有可能在行业竞争加剧、现金流由正转负之前达到规模化门槛，而一旦形成规模化价值，不仅企业的竞争地位、盈利状况不同，从金融资源角度看，规模化企业将具备利用外部资本市场独立融资发展的能力，或者，在不打通资本市场渠道的情况下，至少也具有了剥离出售的溢价，从而可以支持其他业务的发展——低投入高回报的“现金速度”成为企业突破外部资本市场融资瓶颈的有力工具。从这个角度看，对于那些以多元化业务实现内部融资的规模化前期企业来说，“回收期”指标也许比净现值（NPV）指标更能反映投资状况。

由表（1）可见，除了垄断性较强的石油、煤炭等行业外，航空、汽车、钢铁、零售等行业的净资产经营现金回报率也较高，在 20% 以上——这意味着，在不借助外力的情况下，这些行业内的企业平均 3~4 年规模翻一番，而酿酒、水泥、化工、造纸、食品等行业则可以产生相对稳定的 10% 的净资产经营现金回报。此外，除了成熟产业机会外，象万科那样把握市场性的暴利机会、象新希望那样把握制度性的暴利机会，以及象华为那样选择恰当的相关多元化业务，都可以实现多元化业务的快速盈利和快速规模化。

2.3 自身实力与投资规模的匹配

量力而为是多元化内部融资的另一个重要原则，也是高现金回报速度的前提保障。2004 年，TCL 进入了高投资支出的国际化业务领域，在这样的业务领域里，它至多负担一个，但李东升却同时选择了两个（彩电和手机），其结果是可想而知的。当然，对于更多成长中的企业来说，更容易犯的错误是急于进入了看似高回报、实则高门槛的行业。

表（1）中列出了当前净经营现金回报较高的产业，那么是否所有高经营现金回报

的行业都可以随意进入呢？答案显然是否定的。因为尽管这些行业内上市公司“平均”的现金回报很高，但作为一个新进入者，企业在这一业务上的初投资能否达到并超过行业平均的资产规模呢？现实中每个行业都有一个盈利的规模化门槛，只有达到这一门槛，企业的投资回报率才是最高的，而对于不同的行业，这一门槛也是不同的。

以汽车制造行业为例，由表（1）我们看到，2006年交通运输设备制造业平均的净资产经营现金回报率为21.6%，即，企业用3.5年时间就可以使资产规模翻一倍（ $(1+21.6\%)^{3.5}=2$ ），而整车制造行业的现金回报率更高，达到26%，企业用3年时间就可以使资产规模翻一倍——应该说，今天，中国的汽车制造业是个产生经营现金速度较快的行业（尽管它的投资支出也很大），它符合我们前面所说的两条加法原则。但问题是，汽车行业是一个典型的规模经济产业，在这一行业内，要想突破规模化的盈利门槛，需要较高的投入，国际上公认的一个规模化门槛是年产100万辆汽车，实际中，一些年产销量200万辆的企业也面临整合；而国内汽车行业尚处于发展的初期阶段，规模普遍较低，但即使如此，2006年我国年产销量在10万辆以上的企业也已有13家，其中上汽、一汽产量均接近百万辆，东风、长安、北汽等也超过50万辆，就连奇瑞等民营企业的生产规模也突破了30万辆——今天，中国轿车产业的规模化门槛至少是年产销量10万辆，而这至少需要5~10亿元的投资，实际上，2004年6月1日起正式实施的《汽车产业发展政策》明确规定，新建汽车生产企业的投资项目投资总额不得低于人民币20亿元，其中自有资金不得低于8亿元，同时要建立成品研究开发机构，且投资不得低于5亿元。

20亿元的投资门槛对于很多中小企业来说是一笔不小的支出，但仍有不少成长中的企业尝试多元化进入这一行业，结果，多数投资都不理想。以国内手机巨头波导为例，母公司波导科技在手机上赚了第一桶金后，于2003年10月受让无锡威孚、无锡水星58%股份，入主南汽，斥资1亿元造车，但2004年中国汽车行业遭遇寒冬，波导科技在等不及新雅途上市的情况下就撤出了南汽车身厂。2006年波导又卷土重来，意欲重新进入汽车领域，根据相关报道，公司这次计划投资2.6亿元兴建基地，并已从奇瑞挖走了不少技术人员，组建了一支60人的研究团队，但是，除了研究能力外，汽车产业更重要的是生产规模，有了规模才能摊销高昂的成本，而如果没有足够的资金投入，此番波导的“回马枪”可能又要扎空了。

除了汽车这类初投资规模较大的重工业外，一些品牌影响力较大的消费品制造业也同样面临着高进入门槛。在后文我们将提到的新希望就陷入了乳业的“投资黑洞”。应该说今天的新希望已经是一个规模不小的企业了，但与它多元化进入的乳品行业规模门槛相比，它的投入仍嫌不足——与蒙牛、伊利每年二三十亿元的营销费用相比，新希望在乳业上几亿元的投资就有些捉襟见肘了。

自身实力与规模门槛的匹配是多元化成功的必要条件。

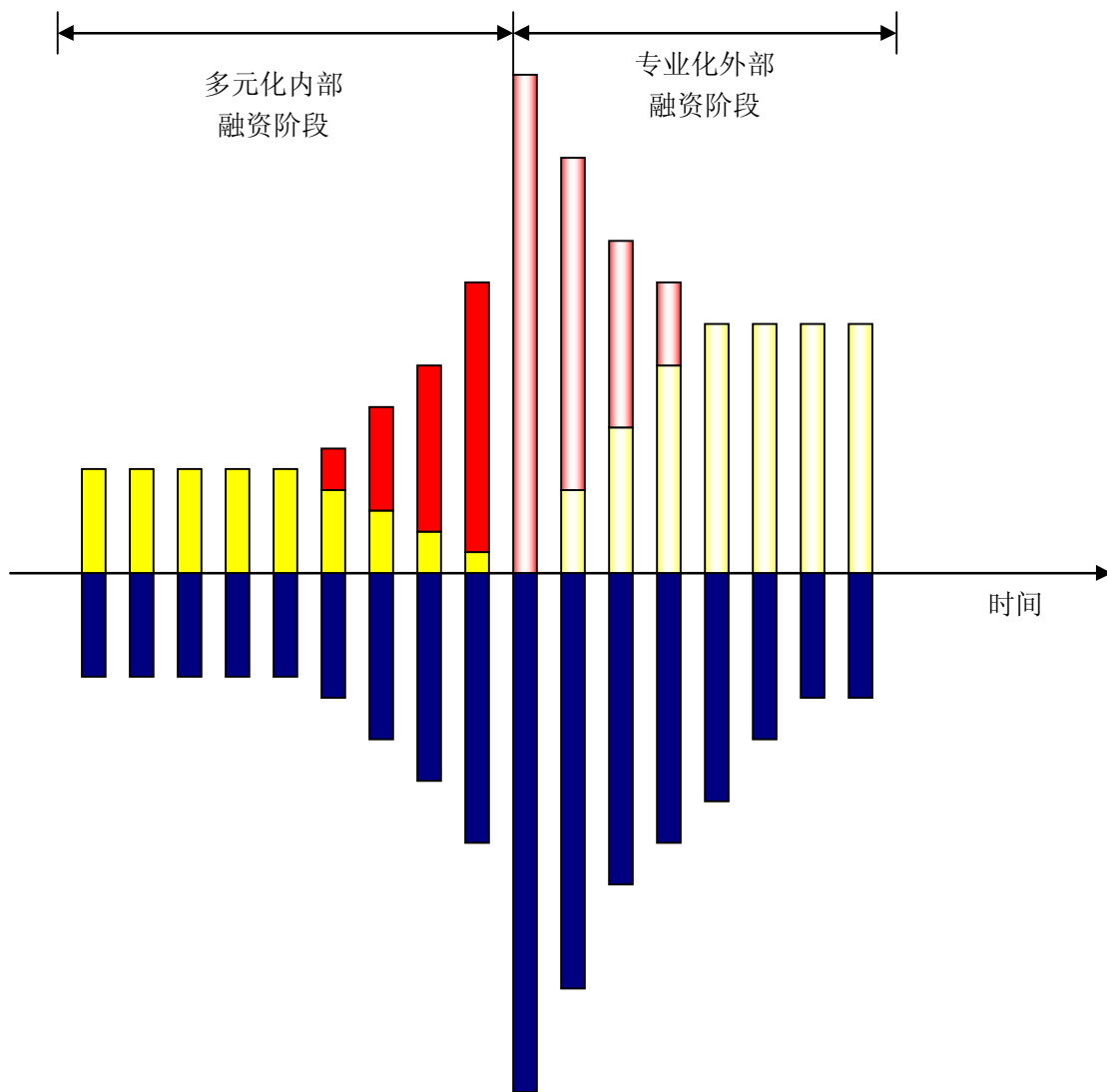
2. 4 减法同样重要

说了很多加法原则，其实，“减法”也同样重要。

中小企业做大，需要依靠多元化业务的内部融资来做“加法”，但做大以后的企业就要面临“减法”的抉择。随着竞争的加剧，当初产生高现金回报的业务，正现金流开始衰减甚至为负，规模化速度开始减慢，此时，企业就必须做出决策，砍掉一些业务，最终，只可能留下一个负现金流的业务，否则多业务间的现金流争夺将导致企业在任一单一业务上的投入都不足，结果，每个业务的规模化速度都被减慢，所有业务都不能形成规模化溢价。

今天的 TCL，彩电与手机，双核心业务下内部融资严重不足，为此，公司在 2005 年底出售了电工业务，2006 年又压缩了欧洲业务，但持续亏损已威胁到集团公司的上市地位。2007 年公司仍在坚持它的彩电与手机双核心业务，并拒绝出售电脑业务，对多元化的过度迷恋让公司的减法做得有点晚了，未来，如果不能及时纠正，电脑和手机业务不但不能实现增值，还将面临贬值威胁，到那时，再来做减法的内部融资就太晚了。

总之，如图（13）所示，在外部融资渠道不畅通的情况下，成长中的中小企业通常会选择以多元业务构建内部资本市场，通过相关多元化、成熟产业跟进或把握制度性机会等方式，使非核心业务迅速盈利并实现规模化；然后在核心业务进入激烈竞争期后，非核心业务以经营现金流或资产剥离收益支持核心业务的成长，直到核心业务形成规模化价值，能够突破外部资本市场瓶颈、独立融资为止。



图（13）多元化业务内部融资成长路径的示意图

注：图中蓝色柱为核心业务的投资现金支出，黄色实柱为多元化内部融资时期非核心业务的经营现金流贡献，红色实柱为多元化内部融资时期非核心业务的剥离现金贡献，红白柱为核心业务规模化以后的外部资本市场融资，黄白柱为核心业务规模化以后自身的经营现金流贡献。

三、 多元化内部融资的其他模式

除了 TCL 把握成熟产业机会进行多元化外，小企业成长中的多元化还有很多模式：万科把握了房地产市场和股票市场的暴利机会进行多元化扩张，其零售、原始股权投资、贸易等业务在十年间为地产主业的资金缺口提供了 35% 的支持；华为作为国内电信设备三大巨头中唯一一家非上市公司，通过相关多元化培育起了一批非核心业务，这些非核心业务在公司经历“冬天”时以剥离出售的形式为核心业务的重新启动提供了重要的资金支持；新希望，把握了金融开放过程中的制度性机会，参股民生银行获得丰厚的收益，但是公司在乳业这个资本密集型行业内的投资已超出了其金融资源的能力范围，陷入了负现金流的陷阱。总之，成功的多元化有很多模式，但成功的多元化又都遵循着一些共

同的原则：成功的多元化都是以内部融资为目的的，而内部融资的核心就是“现金速度”，或者说是“自我规模化的速度”。

3. 1 万科，众星捧月房地产业务

上市之初的万科是一家高度多元化的企业，而当时公司的相对主业并不是房地产，而是进出口贸易，1988年万科多元化进入了房地产领域，1992年正式将房地产确立为公司的核心业务，此后不断减少在其他业务领域的投资，并借助非核心业务的稳定现金流贡献来满足房地产主业的资金需求；1992年以后，随着房地产行业竞争环境的转变，为满足行业不断升级的投资需求，公司开始变现其他非核心业务，继续以现金回收和资本升值收益的方式支撑房地产主业的发展；2001年公司剥离零售业务，在获取4亿元现金和2亿元投资收益后，彻底转型为专业化公司。在万科的成长历程中，多元化的业务结构为公司提供了必要的金融资源。

3. 1. 1 广泛“播种”

深圳万科企业股份有限公司的前身是全民所有制企业“深圳现代科教仪器展销中心”，公司成立于1984年5月，隶属深圳经济特区发展公司。一九八四年始开始进口贸易，主要经营以日本名牌产品为主的影视视频器，1987年开始经营出口贸易，1988年上市时对公司业务范围的描述是“本公司是集工业开发、进出口贸易、房地产经营业务为一体的工贸技综合型企业，VHS录像机为本公司主导项目”，当时，公司拥有下属企业、投资公司14个，其中来料加工厂三个，工业企业9个，广告代理企业1个，房地产企业1个，业务范围涉及进出口贸易、录象机配件生产及组装、精美礼品制造、印刷、服装加工、手表加工、家电配件制造、首饰制造、广告代理和房地产开发等。上市募集资金也将主要用于VHS录象机引进项目上。此后公司又先后进入了影视制作、连锁零售、电脑、食品饮料、医药等领域。到1990年，万科多元化结构达到顶峰，成立了企业发展部、房地产经营部、影视部、海外贸易部、连锁零售本部等，企业拟定了第二个发展的五年计划，其重点是“继续开拓远洋贸易，稳步发展印刷、服装等加工工业，大力开发房地产，努力拓展大众传播，争取介入金融业”，简单的说就是“构建多元化的业务集团”。

万科今天的主业房地产开发也是在这一时期进入的。在兴建工厂的同时，公司以较低的价格购入了大量土地，并延伸至住宅开发领域。1988年万科在深圳注册成立“深圳（宝安）万科产业有限公司”，正式进入房地产开发行业，注册资本250万元人民币，当年11月公司以2000万元的低价购入深圳宝安区中心地段15万平方米住宅用地的45年使用权，拟建成配备娱乐、体育设施的高级住宅，瞄准三资工厂的海外管理人员。

在成立初期，万科各项业务的所需投入都不大，全资公司的注册资本金一般在100~500万元之间，而合资、合作企业的投入更小，通常只有几十万元，就连以高投入著称的房地产企业，成立之初的投入也只有几百万元——九十年代初期房地产行业的销售政策相对宽松，低廉的土地成本再加上预售款和银行贷款融资，房地产行业创造了丰富的正现金流。

在多元化业务结构的推动下万科的资产规模迅速扩张。

3. 1. 2 非核心业务的利润支持

1992年，房地产业务已经取代贸易成为公司利润的重要来源，在全年7764万的利润总额中，房地产业务贡献了50%，不过，这时的万科仍强调以地产业务为主、贸易、

商业、工业制造、服务、广告娱乐为辅的多元化业务结构，年内进出口业务贡献了 1248 万元的利润，工业企业合计贡献了 440 万元的利润，注资 700 万元的万佳超市已初步形成规模，全年累计销售额 4095 万元，但仍处于亏损中，同时，公司拿出了 4200 万元参与了国有企业改制中的原始股权投资。

随着房地产业的发展，万科在房地产上积累占用的资金已越来越大，截止 1992 年底，下属房地产企业的累计注册资本就已达 5000 万元，房地产存货已达 1.5 亿元，在此背景下，公司开始出售部分非核心业务，年内转让了从事咨询服务的国企服务公司和服装公司，转让收益 84 万元，不过，相比于房地产行业所需的大量投入，这只是一个开始。

1993 年，公司进一步缩减了在其他业务上的投资，放弃了对万佳超市的追加投资，节约了 2950 万元的资金，使持股比例由原来的 100% 降至 35%；同时，公司 B 股募集资金 5 亿元，除拿出 7400 万元用于原始股权投资外，其余全部用于房地产开发——房地产行业重资本特性开始显现。在投资推动下，公司利润再次翻番，达到 1.7 亿，其中房地产业务贡献利润 9570 万元，占 56%，非核心业务也不甘示弱，进出口业务全年贡献利润 2161 万元，工业企业贡献利润 1141 万元，文化及广告业务贡献利润 693 万元，原始股权投资为公司贡献了 7814 万元的证券投资收益——相对于 8182 万元的总投资额，可以说是制度性的暴利。1993 年公司将房地产和股权投资确立为主导业务。

1994 年房地产业务的利润贡献比例继续上升，接近 70%，进出口贸易、工业和广告服务业对主业的利润支持度减小，其利润贡献分别占利润总额的 7.5%、5.7% 和 2.7%，原始股权投资再次为公司贡献了 4500 万元的利润，占利润总额的 15%。为了防御房地产行业的经营风险，公司在年内又增加了对万佳超市的投入，持股比例由 35% 上升至 60%。

1995 年，房地产业务贡献了近 1.6 亿的利润，占利润总额的 75.9%，但这一年股票投资收益衰减，年内仅贡献 600 万元利润，幸好进出口业务收益稳定，继续贡献了 1110 万元的稳定盈利，工业项目创利 1158 万元，零售业务首次盈利，2.3 亿元的销售收入在贡献大量现金流的同时，也贡献了 428 万元利润。不过，房地产业务的现金占用继续上升，存货已达 10 亿元，剔除预收款融资 1.8 亿、应付款融资 2.4 亿后，资金缺口仍较大，公司大幅增加了短期借款，从上年的 4 亿元增加到 6.5 亿，资金压力开始显现。

3. 1. 3 经历低谷

1996 年，受制于整个房地产行业的萧条，万科房地产主业的利润贡献由上年的 1.6 亿元下降至 1 亿元，占当年利润总额的 52%，存货总额已接近 14 亿元，短期借款进一步上升至 8.3 亿元。波动中，其他业务的“输血”支撑了公司的低谷扩张：零售业务在创造了近 3 亿元销售额的同时，贡献了 1654 万的利润，进出口业务贡献 1313 万元利润，股权投资获利 2370 万元。不过，相对于房地产业务数亿元的资金缺口，5000 多万的利润贡献仍不足以支撑房地产业的发展，年内公司转让了深圳怡宝食品饮料有限公司、北京比特实业股份有限公司等企业股权，获得投资收益 4000 万元，收回长期投资 9500 万元。

1997 年，在非核心业务的金融资源支持下，万科在房地产同行中率先走出低谷，当年，房地产主业创造 1.7 亿元利润，占利润总额的 67.5%，股票投资和其他业务继续担当输血重任，年内，股票投资贡献了 4492 万元的投资收益，零售业务贡献了 5.5 亿销售额和 2590 万元的利润，进出口贸易继续贡献 564 万元利润，广告业务 589 万元，工业方面进一步缩减资产，转让了供电服务和工业扬声器两块业务，获利 350 万，收回固定资产投资 2860 万元。除了内部的利润支持和资产转让融资外，外部融资渠道的打通在

一定程度上降低了公司对内部融资的依赖度，3.8 亿配股资金为房地产行业的自我发展提供了必要的支持，在存货升至 17 亿的同时，短期借款降至 5.5 亿元——房地产主业的规模化价值开始受到资本市场投资人认同。

3. 1. 4 集中剥离

经历了低谷的万科，重新进入了高速发展期，不过，此时房地产行业的竞争规则已经改变，“空手套白狼”的时代一去不复返了，房地产行业变成了一个资本密集型的产业，以往非核心业务每年几千万元的利润支持已经不足以满足公司房地产业务的成长需要了。在这一背景下，公司开始了对非核心业务的集中清理。

1998 年，房地产业务贡献净利润 1.8 亿，占集团总盈利份额的 90%，其他业务持续输血：年内公司出售了所持的北京银建股份有限公司和上海泛亚招商控股有限公司的法人股，收回投资现金 4882 万，贡献投资收益 1618 万元，零售业务以经营利润方式为集团的发展贡献了 6.3 亿销售额和 2426 万元的净利润，分得股利 1072 万，而贸易、工业业务则以出售残值方式贡献现金，并计划出售经营不佳的天津写字楼、酒店项目及深圳彩视电分项目。年内，长期投资净额比上年减少 11,151 万元，减幅 34.2%。

1999 年，公司进行配股融资 6.25 亿，除 4000 万追加万佳超市投资、8500 万用作流动资金外，其余全部用于房地产项目，鉴于房地产主业已经具备相当规模，开始形成独立的外部融资能力，因此公司明确提出“以房地产为核心业务，亦投资零售业务”的发展战略，确定了对贸易和工业业务的全面剥离政策。年内增持万佳超市股权至 72%，同时淡出其他业务，公司长期投资净额较上年减少 2,277 万元，减幅 10.6%，收回投资现金 3567 万元。房地产主业贡献净利润 1.88 亿元，占公司净利润总额的 82%，零售业务贡献 8.6 亿销售额和 2097 万元的净利润，占比 9.2%，股票投资及其他业务贡献了 2018 万元收益。

2000 年，华润入主，为万科提供了资源后盾，公司围绕房地产核心进行了组织结构重组，进一步出售非核心业务资产，年内长期投资净额减少 9639 万元，收回投资现金 3823 万，到 2000 年底，公司剩下的非核心资产只有万佳超市、彩视电分、文化传播公司和精品制造工厂。全年房地产业务创造了 2.4 亿净利润，占集团净利润总额的 79.4%；零售业务在开出第四、第五分店后以 13.8 亿销售额位居广东省同行之首，贡献净利润 2557 万；股票投资和其他业务贡献利润 3655 万元。不过，房地产行业的资金沉淀仍在上升，存货已由上年的 25 亿元上升到 35 亿元。

2001 年，由于部分项目的前期准备速度较慢，导致公司存货进一步上升至 47 亿，较上年增长 36%，面对庞大的存货压力，万科最终选择了抛弃自己钟爱的零售业务，2001 年 9 月公司决定将其所持有的万佳超市 72% 的股权转让给华润集团，同时转让的还有下属企业中润国内贸易公司，收回投资现金 4.57 亿元，确认投资收益 2.11 亿元，此外，年初，公司还转让了精品制造工厂，截止 2001 年末，万科剩余的非地产投资项目只有彩视电分一家。年内公司房地产业务创造了 2.15 亿净利润（零售业务在出售前贡献了 2116 万元的利润）。

3. 1. 5 专业化

2002 年，万科正式确立了专业化的发展战略，并聘请国际知名咨询管理公司来配合集团专业化战略的实施以及城市扩展策略的展开。作为专业化运做的第一年，集团地产业务得到了有力发展，创造了 3.8 亿净利润，并成功发行 15 亿元可转债，凭借自身地产业务的盈利能力实现了规模化价值和外部资本市场支持。

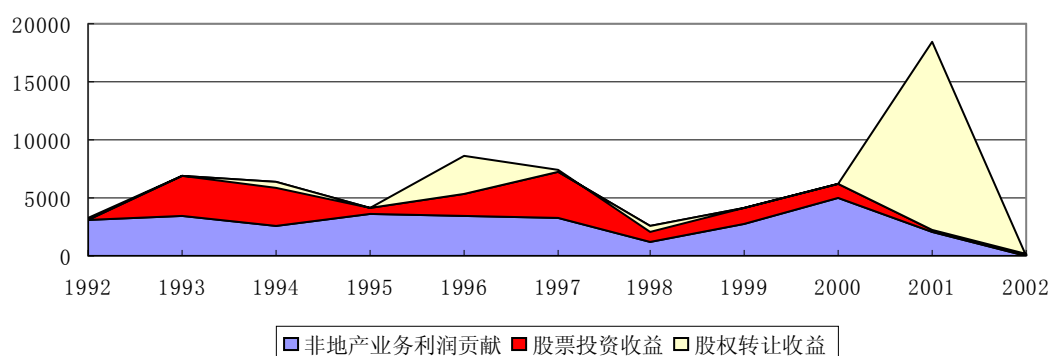
由以上万科的成长历程我们看到，在成长之初，万科是一个典型的多元化公司，随着公司的发展逐步确立了房地产主业，但作为一个资本密集型的行业，房地产需要占用大量金融资源，而在企业成长之初、融资渠道不畅通的情况下，内部非核心业务的“输血”成为企业发展过程中的最主要支持。幸运的是，万科的非核心业务大多能够产生稳定的现金回报：原始股投资为公司提供了稳定的制度性收益，不到1亿元的投入，却累计为公司创造了2亿多元的投资收益；其他工业、贸易和服务业务的初始投入和后续投入都较少，截止到2001年末，公司影视电分业务的总投入也只有1070万，文化传播业务的总投入不到900万，精品制造公司的投入额230万……上述低投入的贸易、加工业务却为公司带来了相对稳定的现金回报，其中，进出口贸易每年可产生1000~2000万元的稳定利润，在万科地产业务的成长初期发挥了重要的作用。

至于零售业务，虽然后续投资额较高——注册资本从初始投资时的250万元上升到2000年底的上亿元——成为资本密集型产业，但随着资产规模的扩大，企业价值也在形成，转让前万佳超市已成为广东省同行业的销售冠军，从而在股权转让时为公司贡献了4个多亿的现金和2个多亿的投资收益。

总之，每个非核心业务都以经营利润或残值收益的方式支持着核心主业的发展，从1992年到2001年的十年间，万科非地产业务总计贡献了3个多亿的经营利润，2个多亿的资产转让收益，8亿左右的股权转让现金，这些钱对于今天的万科不算什么，但对于成长初期的万科却是重要的资源供给。图（14）和图（15）是万科非核心业务的利润和现金贡献，由图可见，在多元化的前期，经营利润担当着“输血”的主角，而在多元化后期，变现后的资本利得成为重要的“血源”，但无论是哪种模式，多元化业务的内部融资都为企业核心业务发展提供了必要的金融资源支持，实际上，在十年间，非核心业务为房地产主业的资金缺口提供了35%的资金支持。

当然，随着公司地产业务规模的形成，一方面传统的非地产业务无法再满足不断攀升的资金需求，另一方面，外部资本市场融资通道向规模企业敞开大门，在这种情况下，地产业务自身的现金周转和外部资本市场融资取代内部业务间融资而成为业务发展的最主要动力（图（16））。

万科非地产业务的利润贡献



图（13）万科非地产业务的利润收益贡献

万科非地产业务的现金贡献

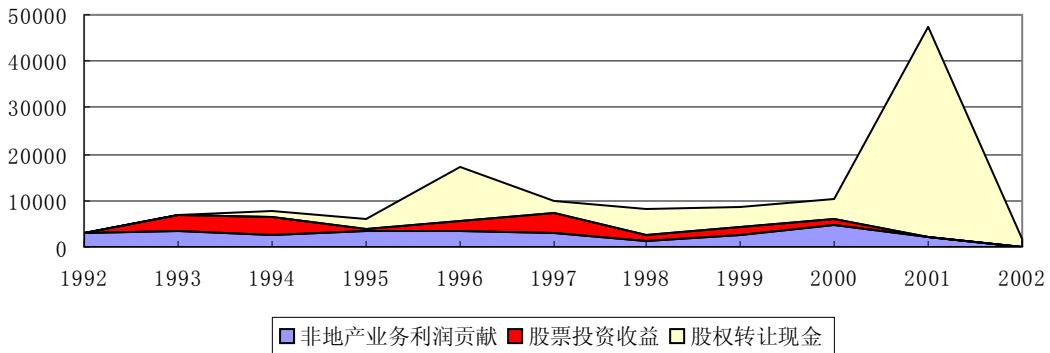


图 (14) 万科非地产业务的现金贡献

万科内部融资对地产业务发展的支持

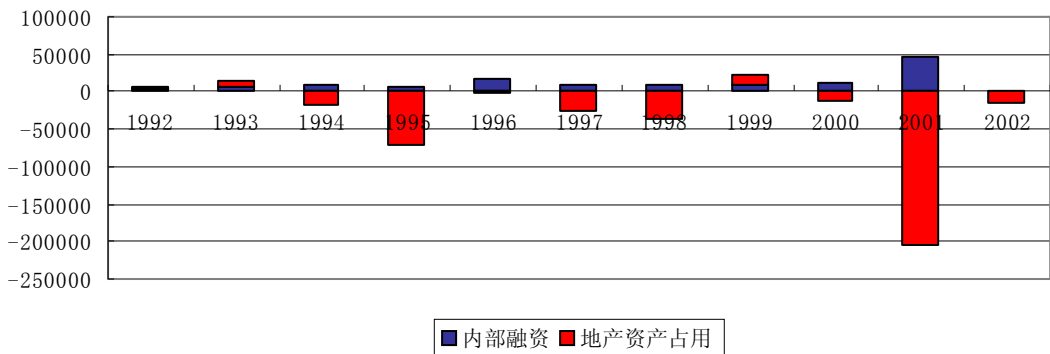


图 (15) 万科内部融资对地产业务发展的资金支持

万科的地产业务融资结构

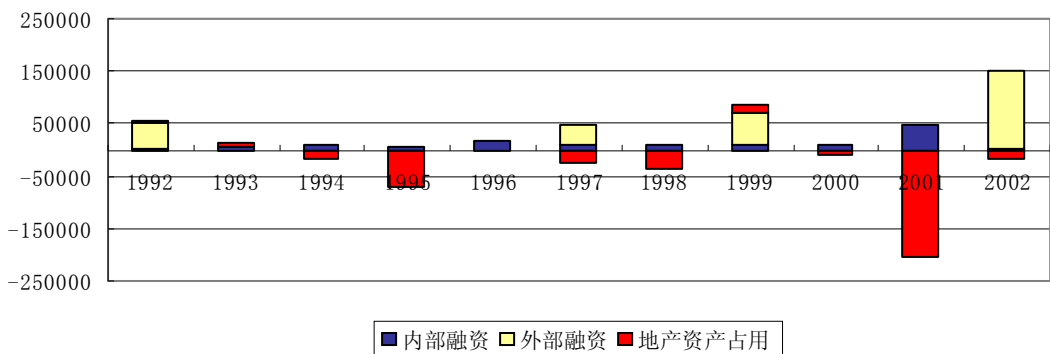


图 (16) 万科地产业务的融资结构

3. 2 华为：以相关多元化实现内部融资

万科，作为中国资本市场的先驱，尚且需要内部资本市场的支持，对于非上市公司来说，内部资本市场的融资功能更加重要。

中国电信设备市场上叱咤风云的“巨大中华”四家企业，除巨龙较早退出竞争外，其余三家，大唐和中兴都是上市公司，只有华为一家非上市，面对电信设备行业的投资竞赛和人力资源争夺，华为如何与中兴和大唐竞争呢？

复杂的股权结构限制了华为对外部资本市场的利用，内部资本市场成为企业最重要的融资手段。但与万科不同，华为从一开始就很清楚自己的主业在哪儿，多元化的投资从来都只是一种辅助的成长手段，也因此，公司通常会选择在主业比较繁荣时期进入相关多元化产业，培育一些非核心业务——由于是相关产业，因此可以伴随主业快速成长、获取良好收益——然后在主业进入竞争激烈期后再转让非核心产业股权获取溢价收益。

90年代初，在华为的稳定成长阶段，它和几十家电信局的三产企业合资成立了默贝克公司，作为主业电信网络设备的辅助，默贝克公司专门生产通讯模块电源、变频器，1996年默贝克更名为华为电气，2000年又更名为安圣电气。2000年底，安圣电气的年销售额已达到26亿元，利润额接近3亿元，盈利状况稳定。但也就是在这一时期，华为开始步入了它的第一个“冬天”，2001年3月，任正非发表了题为《华为的冬天》的文章，轰动了业界，在文中他坦承了当时华为所面临的困境，并警示华为人要居安思危。事实也正如任正非所言，在2001年华为经历了有史以来第一个冬天，业务发展全面停滞——这一年，全球网络泡沫的破灭连累电信业务投资萧条，而中国电信的分拆又进一步打乱了原有的竞争格局，华为更因错失小灵通和CDMA两个市场而业务萎缩，一连串的负面因素让公司2002年的利润较上年缩水了58%，负债额也从1997年的20亿元增加到100亿元，负债率突破了50%。怎么办？

在这关键时刻，是华为电气给了华为一个重新振作的机会。早在2000年，华为就开始密谋出售华为电气，更名只是一个开始，此后公司做了一系列详细的调研和潜在买家的筛查，最终锁定了美国最老牌电气公司爱默生。2001年，华为将安圣电气以7.5亿美元、约60亿元人民币的价格出售给美国爱默生公司，相当于做了一次20倍市盈率、4倍市净率的IPO。通过剥离出售，公司提前兑现了安圣电气未来20年的利润，并将这些资金全部投入到主业的发展中去，在小灵通和CDMA上采取紧急补救措施，并积极开拓海外市场，2003年，华为度过了它生命中的第一个冬天。

斗转星移，时间进入了2006年，人们又开始讨论“华为的冬天”了。在全球固网与移动网络大融合的背景下，运营商和设备制造商都开始出现了大面积的规模重组，爱立信收购了马可尼，阿尔卡特合并了老牌电信商朗讯，随后合并了北电的3G部门，诺基亚合并了西门子通信部门——电信业的融合已成为大势所趋。而在国际巨头们风风火火的大合并之后，华为和同行的同行们发现，通过几年努力好不容易缩小的与国际巨头的差距，现在又被拉大了——面对国际拓展中的规模瓶颈和国内市场上中兴通讯的努力赶超，华为正经受第二次大挑战。也就是在这一时刻，华为做了第二次轰动性的股权转让。

2006年，华为准备卖掉它与3COM公司合资成立的华为3COM（H3C）公司49%的股权。华为3COM公司是2003年华为联手3COM公司抵御思科侵权官司的结果，主要从事华为非电信企业的网络产品销售。合资公司中，华为注入了包括产品、技术、制造以及相关IP许可在内的企业网络业务，占51%的股份，3Com公司注入1.6亿美元现金并授权新公司使用其相关的IP许可，占49%的股份（后3COM公司行使认购权，增持股份至51%）——H3C公司集合了华为自1994年以来在数据通信技术和销售网络方面的沉淀，加上3COM公司在以太网产品线上的授权和1.6亿美元的注资，合资9个月后，华为3COM公司在中国区的销售额就已经突破了25亿元人民币，并首度实现了盈利；到2006年上半年H3C销售额已达到3.24亿美元，同比增长70%，下半年预计增长更加迅速，全年销售额估计可以接近10亿美元。

H3C 的良好业绩为其吸引了大批竞购者，华为准备出售 H3C 的消息一经传开，北电、Juniper 等设备商就竞相报价，此外，德克萨斯太平洋(Texas Pacific)、贝恩资本(Bain Capital)和银湖(Silver Lake Partners)三家私募基金公司也加入了竞购队伍。不过，对于华为和 H3C 来说，合资的另一方 3COM 公司显然是一个更理想的买家，因为，对于 3COM 公司来说，竞购 H3C 是势在必得，根据 3COM 公司 2006 年季报显示，期内 3COM 的销售收入为 3 亿美元，净亏损为 1410 万美元，其中，H-3C 为 3COM 贡献了 1.7 亿美元销售收入和 1820 万美元净利润，H3C 已相当于是 3COM 公司的半边山了。2006 年 11 月华为与 3COM 公司启动了竞购程序，根据双方的事先约定，一旦进入竞购程序，华为可以对 3Com 公司拥有的 51% 股份提出收购，3Com 也可以提出收购华为拥有的 49% 股份，不过这一程序只适用于华为和 3Com 公司之间，而且收到报价的一方需要在三个工作日内提出反收购，价格也至少要比对方高出两个百分点，否则就视为接受报价——除非双方另有协议，这一过程将自动进行下去直到一方胜出。竞购的结果是，华为接受了 3COM 公司 8.82 亿美元的报价，以近 20 倍的市盈率将其持有的华为 3COM (H3C) 公司 49% 股权转让给了 3COM 公司，交易完成后，H3C 成为 3COM 的全资子公司。

对于此次非核心业务的资产剥离，华为高级副总裁郭平表示：“华为出售 H3C 的股份后，将更加聚焦于核心业务，进一步巩固华为在基于全 IP 网络的 FMC 解决方案的领先地位。”。

两次资产剥离为华为融资 130 亿元，超过国内多数上市公司的再融资额，20 倍的转让市盈率也接近公开市场的估值水平，华为内部资本市场的价值实现功能丝毫不逊于外部资本市场。近期市场又传闻华为可能出售其光纤和接入部门，无论传闻是否属实，华为以内部融资支持核心业务投资的战略是很清晰的。

3.3 新希望：酝酿中的内部融资

新希望是另一个正沿着内部融资道路成长的企业，如果说华为是以相关多元化方式来实现非核心业务的快速规模化，TCL 是通过投资成熟产业来实现快速规模化，那么，新希望则是把握了中国制度变革中的爆发性收益。

新希望和 TCL 类似，都是从“隐形冠军”走上多元化道路的。上市之初，新希望是一家专业化企业，其饲料产销量已名列全国第一，但国内饲料行业的低进入门槛限制了公司的进一步规模化扩张，而 1997 年的亚洲金融危机和香港禽流感则更进一步冲击了公司主业的利润空间，在此背景下，新希望开始了多元化扩张。

在新希望的多元化扩张中，内外部资本市场的互动同样发挥了重要作用，前期公司以饲料业为主体进行融资，然后利用内部资本市场将募集资金配置于多元化业务上，通过参股手段获取开放过程中的制度性收益，后期，公司以饲料主业的经营现金支持乳业发展，但面对乳品行业不断攀升的规模化门槛，公司面临着新的内部融资挑战。

1997 年新希望上市募集资金 2.8 亿，按募集时计划拟全部用于饲料和农业项目，但实际中饲料业的真实投资需求较低，节余出的 9800 万元变更用途，认购民生银行股权，并在 1998 年以非募集资金 6000 万追加认购民生银行股权；2000 年，公司配股融资 1.92 亿，按计划除 3700 万用于化工项目外，其他资金全部用于饲料项目，但实际中，到 2001 年底，饲料行业的投入只有 1500 多万，最终投入资金也只有 7400 万元，而与此同时公司以 6000 万元参股了民生寿险，以 3850 万元投资平阳乳业。

上述金融和化工领域的投资为公司带来了丰厚的利润，1999 年参股民生银行后，新希望在 2000 年就获得了 1794 万元的投资收益，2001 年投资收益上升至 4190 万元，此后逐年递增，到 2006 年，民生银行的投资收益已高达 2.3 亿元，占利润总额的八成，截

止 2006 年末新希望从民生银行累计获得投资收益 6.8 亿元，相当于初始投资的 5.3 倍，年均回报率 27%。而与国际金融公司合作的成都华融化工项目也在 2000 年投产后次年盈利，2003 年净利润 1253 万元，2004 年净利润 3182 万元，此后在未追加投资的情况下，公司每年可产生 3000 多万的稳定利润，其中 1000 多万元归属新希望。

在获取制度性收益后，2001 年公司进入了乳品行业，出资 4400 万元整体收购四川华西乳业，出资 1638 万元购买新华西乳品公司股权，出资 3000 万元收购安徽白帝乳业，出资 2346 万元收购重庆天友乳业，出资 3400 万元组建长春苗苗豆乳业，出资 2400 万元组建河北天香乳业，出资 7344 万元购买云南邓川蝶泉乳业 91.8% 股权，出资 2100 万元组建杭州双峰乳业，出资 1965 万元组建青岛琴牌乳业，出资 6000 万元组建杭州新希望美丽健乳业公司，出资 4080 万元组建南通天成保健品公司……加上后期的技术改造投入，目前公司在乳业方面已披露的总投资额就已高达 5.5 亿元。而上述投资资金主要依靠募集资金和饲料业务的经营现金流支持——饲料行业每年可产生几千万元的净利润，加上折旧和运营资金的节约，自 2000 年以来，多数年份公司的净经营现金都在亿元以上。

但遗憾的是，乳业是一个规模化门槛较高的行业，它已经超出了新希望内部融资的能力范围，而成为一个负现金流的“黑洞”。随着蒙牛、伊利等营销大战的启动，以及外资乳品公司的参战，以营销费用构筑的品牌门槛在不断提高，2005 年，蒙牛借神五上天火了一把后，又通过赞助超级女声，让“蒙牛酸酸乳”几乎家喻户晓；而伊利也毫不示弱，在奥运赞助商的争夺战中技压蒙牛，并签下郭晶晶、刘翔做代言——2006 年伊利的销售费用达到 34 亿元，蒙牛在调整境内外会计准则差异后，销售费用也在 30 亿元以上，剔除运输费用支出后仍在 20 亿元以上——与它们相比，新希望 2006 年乳业和其他业务的营销费用支出总和也只有 2.3 亿元，根本无法相提并论。其实，即使是行业老三，光明乳业，作为一家区域性的乳品企业，在与全国性乳品企业的营销竞赛中，规模不经济的特征已开始显现：2006 年光明乳业的销售费用支出为 18.6 亿元，占总销售额的 25.4%，而伊利、蒙牛（国内会计准则调整后）的销售费用与总销售额之比均在 20% 左右，比光明低 5 个百分点；光明乳业的管理费用支出为 2.83 亿元，占总销售额的 3.87%，而伊利的管理费用与总销售额之比为 3.16%，蒙牛更低，仅为 2.59%——这几个百分点的差异在竞争白热化阶段将决定着企业的生死存亡，地方性乳品企业在与全国性乳品企业的抗争中处于明显劣势。

在此背景下，新希望乳业未来将面临持续攀升的现金投资压力——与庞大的乳业支出相比，饲料、化工等业务的现金支持力度正在减弱，而民生银行的投资收益虽好却不分红，内部经营现金的融资支持不足已是必然趋势，继续坚持乳品主业就意味着公司将被迫卖掉包括金融产业在内的所有非核心业务，以资本收益支持主业成长，当然，公司也可以选择卖掉乳品业务转而支持饲料或其他行业的发展——毕竟在农业主业方面，公司已经达到了相当的投资规模和优势——但不管如何决策，对于新希望来说，新一轮的内部融资即将开始。

民生银行投资收益

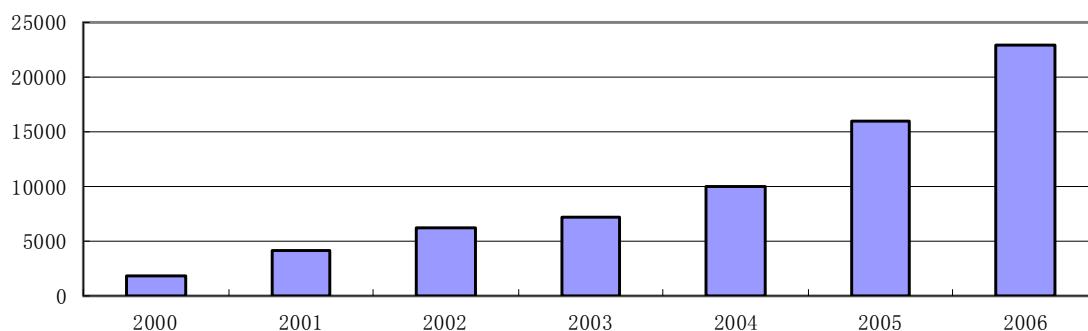


图 (17) 新希望民生银行投资收益

3. 4 孟山都：从“杂货铺”中走出的“高科技公司”

最后，即使在外部融资渠道已经比较畅通的情况下，象无锡尚德这种在成长初期就幸运地突破了外部融资瓶颈的企业毕竟是少数，更多企业需要通过多元化业务来构建内部资本市场，借助内部资本市场加速规模化突破外部资本市场瓶颈，然后利用外部资本市场加速规模化价值的兑现。也因此，即使在美国这种高度发达的资本市场上，依然存在着许多借助多元化业务来内部融资、实现业务转型的公司。

孟山都公司一度是美国前三大化学公司之一，不过，经过九十年代后半期大刀阔斧的转型，目前它已成为全球最大的农业生命科技公司。从生产糖精、香料、肥皂、除草剂的“杂货商”到今天研制生物药品和转基因种子的高科技公司，孟山都的转型过程突显了多元化传统业务的内部融资支持作用——没有传统业务的坚实盈利基础，平地而起的高科技产业将面临严重资金瓶颈。

孟山都成立于 1901 年，比杜邦早一年，但与杜邦不同，成立之初的孟山都并不以研究创新见长，而是一个典型的日用化工产品制造商。公司以糖精生产起家，后来开始生产咖啡、香料，20 年代后期增加了肥料和轮胎用碳黑的生产，30 年代发展石油化工和塑料工业，1964 年购进费希尔控制件公司，1974 年收购奥林匹亚工业公司（生产人造纤维），1976 年建立孟山都化学中间体公司，1979 年成立费希尔控制国际公司，该公司是国际著名的工艺控制和电脑辅助设备及其服务的供应商，1985 年收购 G.D.Searle 医药公司及其食品添加剂营业部，1986 年孟山都化工公司成立，成为孟山都公司的重要经营单位——在这一时期公司已在全球 24 个国家拥有 90 余家生产厂，制造、销售 1000 多种产品。经过近百年的发展，到 1996 年底，公司已形成了以化工为主的广泛多元化业务架构，经营范围农业、医药、食品、化工四大领域。

表 (2) 孟山都 1996 年战略转型前的业务结构 (单位：亿美元)

	资产	收入	营业利润	资本支出	收入增长
农业	33.31	29.97	5.39	2.59	23%
医药	23.62	19.95	0.76	0.89	17%
食品	21.44	12.06	0.91	0.88	8%
化工	26.58	30.64	0.67	2.51	-17%

1982 年以后，孟山都开始从简单制造业向高科技领域延展，在 1985~1993 年期间，

公司卖掉了一系列不具战略发展的业务，1995年12月又卖掉了所有的苯乙烯系塑料业务，获取了5.8亿美元的现金。1996年是孟山都公司的转折之年，也是它财务状况最好的一年。1996年公司总销售收入达92.62亿美元，比1995年增加3%，净利润为3.85亿美元。也就是在这一年底，公司董事会批准了一项分离化工业务计划，孟山都公司从此一分为二，即新的生命科学公司和更为传统的化工公司，公司将致力于实现从传统的化学工业公司向高科技农业、食品以及保健工业的转变。新的生命科学公司拥有19000名员工，主要业务包括农用产品、药品和食品添加剂部分，产品有“农达”（Roundup）除草剂、抗农达的大豆、抗虫害的棉花、“纽特”甜味剂（NutraSweet）、治疗关节炎和失眠症的药品等。而分拆出去的传统化工公司（首诺公司），拥有9000名员工，主要产品有尼龙和丙烯酸纤维、用于玻璃的Saflex塑料夹层、含磷化合物、聚合物改性剂、热传导流体、水处理药剂及其他特种化学品。1997年，首诺公司正式从孟山都分离。此后，公司又逐步剥离了其他技术含量不高，增长性较差的业务，如，2000年，孟山都出售了生物胶业务，获得6.85亿美元现金，出售了甜味剂加工业务，获取现金5.7亿美元，出售了Nutrasweet品牌的甜味合成剂业务，获取现金4.4亿美元，出售可NSC化工原料厂，获取现金1.25亿美元，并允许一家化工技术服务公司MBO……以上所有的转让资金都被用于偿还短期债务，以缓解高科技转型过程中研发和并购投入所产生的财务压力。

有了剥离资金的支持，公司开始进行了一系列并购活动，1996年3月，收购Calgene公司和DeKalb Genetics公司的部分股权，1996年5月，又花费1.5亿美元收购Agracetus公司的农业科学业务，1996年12月，孟山都公司控股Calgene公司，在农业科学方面又迈出了一大步，投资额总计为3.4亿美元，1997年1月，与Holden基础种子公司达成协议，收购这家世界领先的基础种子玉米公司及其附属子公司，总费用高达10.2亿美元，1997年2月，孟山都公司耗资2.4亿美元收购了Asgrow农业种子公司……总之，在此后的两年时间里，公司在生命科学领域投入了约80亿美元。今天孟山都已成为全球最大的农业生命科学公司，但是，作为一家成长在世界上最发达的资本市场上的美国公司，它的高科技主业发展过程中，同样离不开内部融资的资源支持——无论是糖精、肥皂、还是尼龙，它们都是孟山都生命科技业务发展的垫脚石。

其实，多元化战略本身并不存在对与错，关键是如何处理多元化业务与核心业务之间的关系，对于新兴市场上成长中的企业，有选择的多元化为企业提供了一条快速规模化的增长捷径。