

地方型控股集团的出路在哪里？

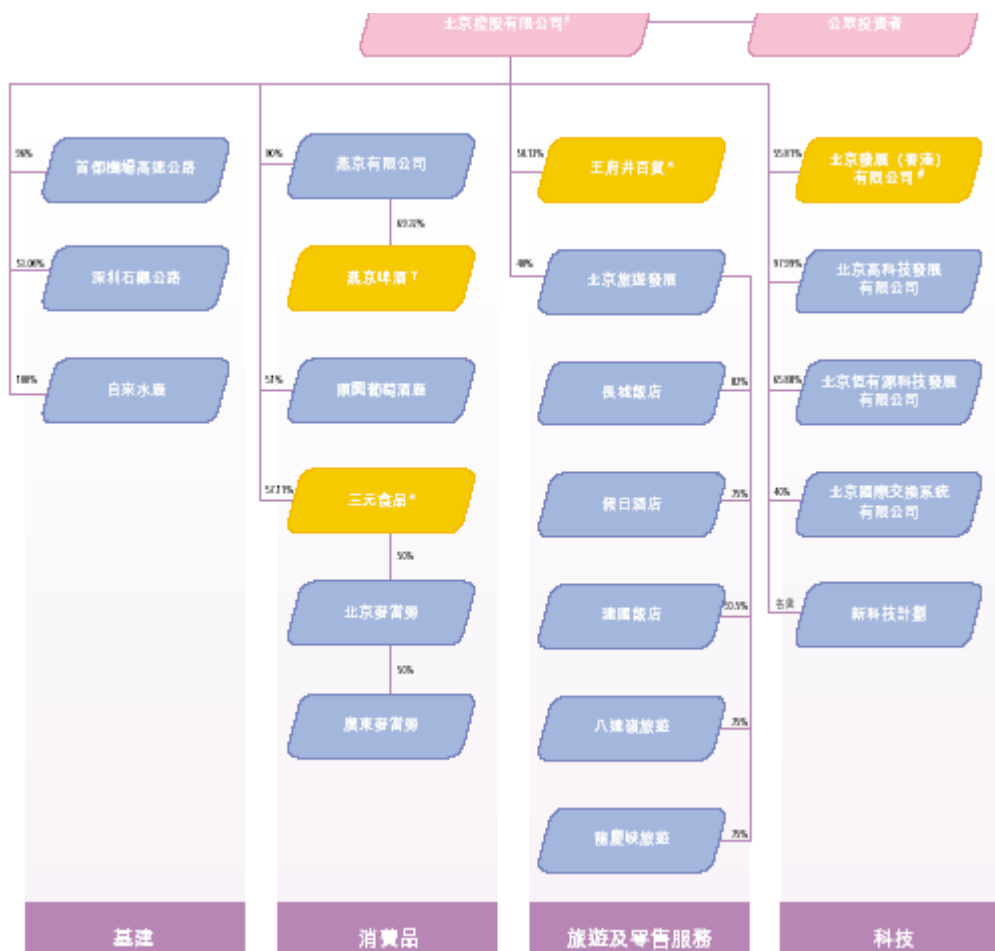
北控、上实、深圳控股三家都是地方政府支持的集团企业，他们在境内资本市场不发达的时期，充当了窗口企业的融资功能，确实发挥了一定的积极作用；但随着国内资本市场的发展，窗口企业的作用在弱化，他们也需要寻找新的出路：北控转向了公用事业业务组合，并获得了资本市场的认同；深圳控股转向了专业化的地产公司，也获得了资本市场的认同；但一度沿着 PE 道路走得很好的上实却面临战略调整的尴尬。

随着国际 PE 的进入和国内 PE 的崛起，PE 市场的竞争变得更加激烈，于是上实开始从 PE 转向 GE，提出要在房地产和医药领域整合，但这两个领域都是高耗现金流的产业。仅医药领域就汇集了华润、复星等众多资本巨头，稍有不慎就可能遭遇毁灭性打击，实际上，华源、三九都是在医药整合领域遭遇滑铁卢的；而房地产就更是一个长期现金流为负的产业了。从 PE 转向 GE 的上实选择了这样一些现金流为负的产业进行整合，上实正在走当年北控的老路——今天手持现金超过 50 亿的上实，明天将面临严峻的现金流压力。

一、北控的蜕变

1.1 2004 年以前：让人看不懂的四大大业务结构

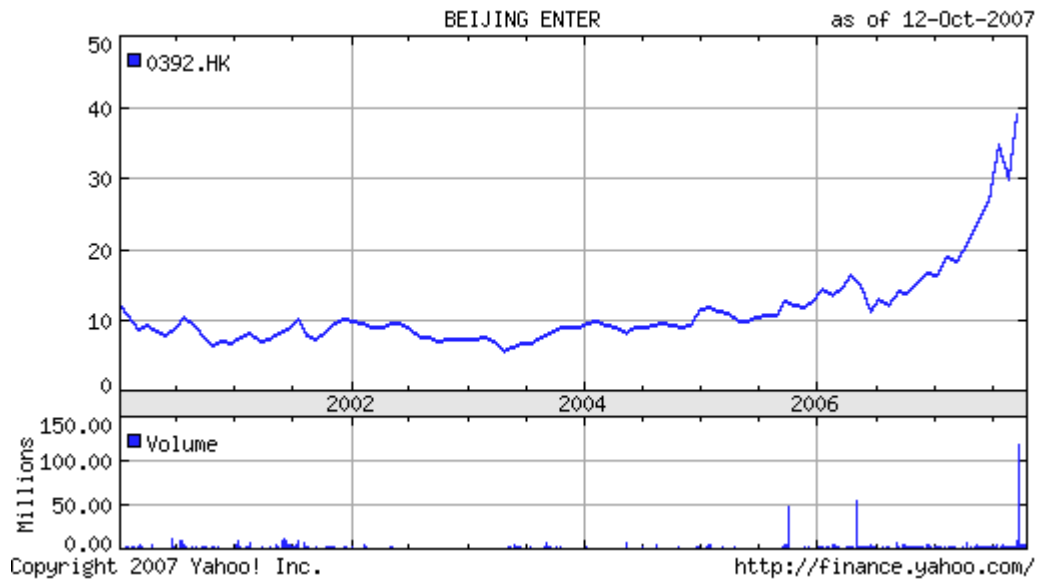
1997 年北控作为首只中国“窗口红筹公司”，以北京市八项优质资产组合登陆香港交易所。上市后，北控确立了基建、消费品、旅游及零售、高科技四大业务板块，并在 1997 年到 2001 年进行了大量的并购活动，除了基建板块的首都机场高速、深圳石观高速和一间自来水厂外，在消费品板块以燕京啤酒为旗舰，拓展了葡萄酒、乳业和其他食品加工产业，在旅游零售板块则包括了王府井百货、长城饭店、建国饭店、假日酒店、八达岭旅游、龙庆峡旅游等，而高科技板块更是囊括了与国际交换系统业务（与西门子合资）、智能卡、全球定位系统、磁悬浮列车、生化工程、地热系统等多项业务。



北京控股 2003 年的业务架构图

备注：其中*为上海证券交易所上市公司
 γ为深圳证券交易所上市公司
 #为香港联合交易所有限公司上市

上市后，北控的股价曾一度从 12.48 元的发行价冲到 60 元，但纷繁而缺乏协同性的业务架构很快就让投资人失去了兴趣，从 1997 年到 2003 年，北控的股价一路下跌，最低时股价只有 6 港元，较发行价还低 50%，市值也从最高 300 多亿港元跌到 30 亿港元，缩水 10 倍。北控到底怎么了？



1. 2 资产回报率的下降

为了支持四大业务板块的发展，上市初期的北控进行了大量的投资，从 2000 年到 2002 年，北控披露的投资项目就达 36 项，总投资额达 30 亿港元。但是由于新增业务的资产回报率低，从而拉低了公司整体的资产回报率，使总资产回报率由 3.5% 左右下降到 2.5% 水平，而净资产回报率则由 7% 左右跌到 5% 水平，尤其是房地产投资和其他业务投资，更是多次出现了亏损现象。

表（）北京控股各业务的总资产回报率和公司整体的回报率情况

	2000	2001	2002	2003	2004
啤酒	6.8%	4.6%	4.1%	5.7%	6.3%
零售	-3.7%	2.4%	4.7%	2.9%	4.6%
乳业	5.9%	8.7%	11.2%	1.1%	-9.4%
高速	12.6%	14.8%	11.6%	9.5%	11.8%
水务	8.7%	11.9%	12.4%	13.0%	14.3%
酒店	3.2%	2.5%	7.6%	-8.2%	-224.0%
旅游	3.2%	6.4%	17.9%	0.7%	3.1%
房地产	12.7%	-6.4%	-22.7%	1.7%	-13.2%
高科技	66.0%	43.7%	14.3%	10.9%	14.8%
地热系统				14.8%	14.1%
其他	-0.8%	-1.1%	-1.1%	0.5%	-1.5%
公司整体					
总资产回报率	3.4%	3.5%	2.4%	2.5%	2.6%
净资产回报率	6.3%	7.1%	5.0%	5.7%	5.7%

1. 3 对子公司的投入不足

下降的回报率进一步限制了集团公司的融资能力，自 1997 年上市后，直到 2006 年，

十年间公司没有再进行过一次股权融资，集团整体的现金流主要来自内部的经营现金流和联营公司的分红，但每年十多亿的经营现金流在减去分红和利息支出后，根本不足以支持四大板块、十几个业务的投资需求，结果，除了分拆上市的燕京啤酒外，其他竞争性产业，从乳业到零售再到旅游、酒店其投资额都远小于同行业其他公司：在 2004 年以前，三元乳业的投资支出最高时只有 1.5 亿，最低时还不到 5000 万元，显著低于伊利、光明等每年 3~6 亿元的投资支出，而后起之秀蒙牛在 2004 年更是将净投资支出提高到 11 亿元；零售方面，引入东安集团之前，北控每年的资本支出仅为一千多万元，而当时零售行业上市公司平均的净投资支出为 8000 多万元；酒店方面，北控每年的投资支出少则几百万元，多了也不过 1200 万元，显著低于当时行业平均的投资支出 6000 万元。

投入不足的直接结果就是零售、乳业、旅游、酒店等业务的全面业绩下滑，旅游、酒店陷入了微利状态，而乳业则在 2004 年陷入了严重的亏损之中。

在北控股份业绩不佳、回报率下滑的同时，其母公司京泰集团陷入了更严重的支付危机之中，甚至可以说是濒临破产。在北控上市后，京泰进行了更大规模的扩张，短短几年间，旗下子公司达到了 270 多家，而且其中多数处于微利甚至亏损状态，不仅耗尽了上市资金还质押了大量北控股份的股权，面临控股地位丧失的威胁。

表（）北京控股的现金流分解（千港元）

	2001	2002	2003	2004
经营现金流	1344937	1268892	1720701	1297794
投资现金流	-899483	-1700734	-686462	-882950
融资现金流	-322056	-517116	-711782	10050

表（）北京控股各分类业务的资本支出（千港元）

	2000	2001	2002	2003	2004
啤酒	349484	279947	485022	537858	649621
零售	15907	11533	24151	51648	242801
乳业	80079	121809	143119		92393
高速	30458	36744	13491	2626	8809
水务	0	470	0	0	0
酒店	6735	11997	2539	10	0
旅游	109405	90387	11189	0	0
房地产	131656	9597	10860	5293	2848
高科技	-	22694	10903	27943	40629
地热系统	-	-	-	4214	1797
其他	18884	35479	86366	50608	35909
总体	742518	620657	787640	773355	1074807

乳业企业的投资支出比较

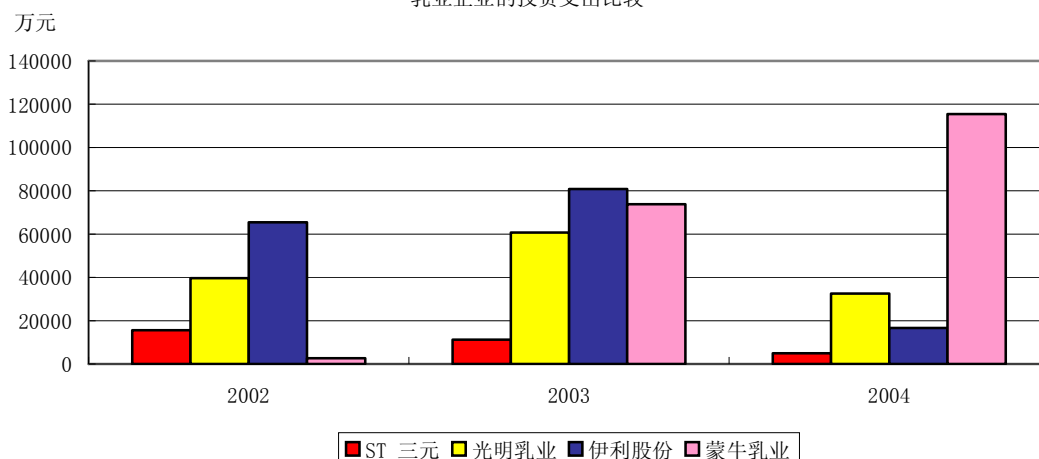


图 () 乳业企业的投资支出比较

图 () 是北控的多元化坐标图，横轴为行业平均的五年现金流均值，纵轴为行业平均的风险资本回报率，即每一元资本在承受一单位风险时的回报率，它在数值上等于净资产回报率的均值与波动率之比。其中，风险资本回报率高的行业，能够满足公开市场投资人需要，而风险资本回报率低的行业，必须借助私人股权基金的力量来加速产业整合；长期现金流均值为负的行业，如果放在集团内部，将长期消耗其他业务的现金流，从而导致其他业务的投入不足，因此，应当分拆或剥离以借助外部资本市场金融资源；而长期现金流均值为正的行业，则能够在集团内部发挥内部资本市场的效率。

北控的多元化坐标图

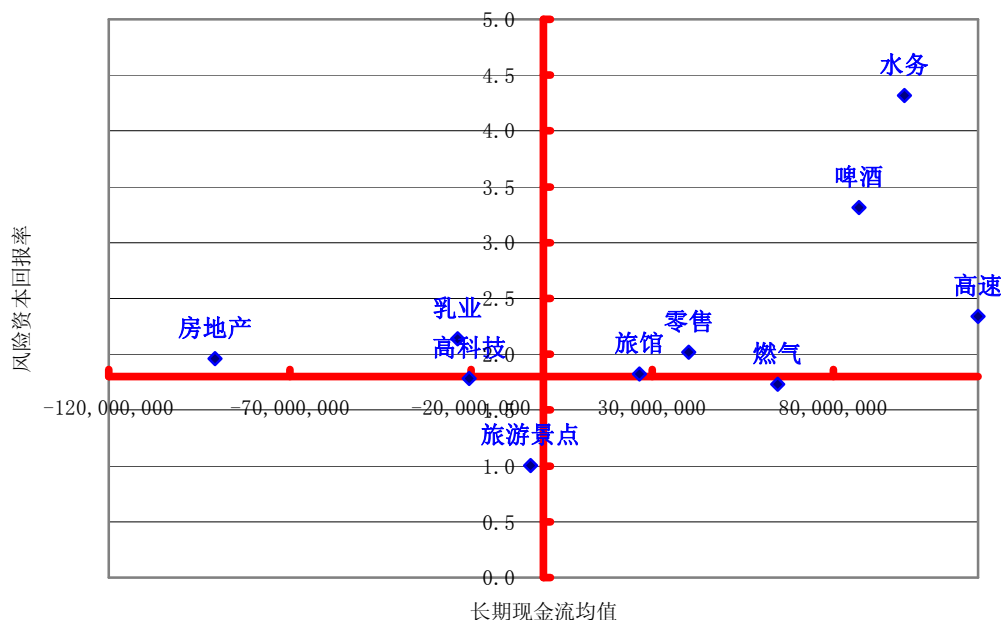


图 () 北控的多元化坐标图

(备注：由于北控旗下的高速路自建成以后较少追加投资，也没有再收购其他高速路，因此，其现金流特性不同于行业平均水平，这里显示的是公司自身的数据。)

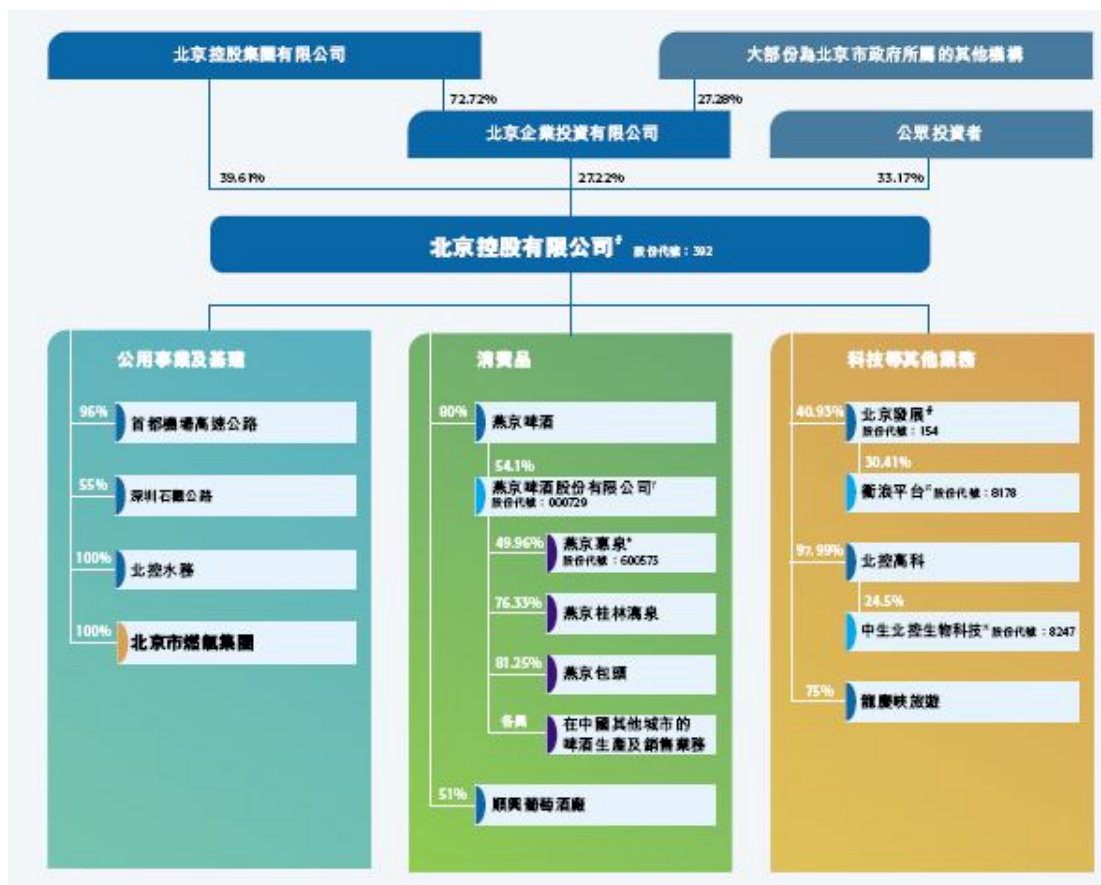
由图可见，尽管公司的水务、啤酒、高速、零售等业务均能够产生正现金流，但其多元化进入的房地产、高科技和乳业行业却是典型的长期现金流为负的行业。其中，地产行业由于重资产、周转慢的特性，每家上市公司每年平均要追加 9000 万资金，大型地产商每年融资前的现金流达到负的十几亿元，甚至几十亿元；乳品行业也由于竞争日趋激烈，也逐步由正现金流行业转为负现金流行业，平均每家上市公司每年在融资前的现金流为 -2400 万元；至于高科技产业，也由于行业成熟度低，而处于负现金流的投入阶段，这些业务本应该剥离以借助外部资本市场力量来推动成长，但北控却将其长期置于集团内部，结果是负现金流业务长期消耗了啤酒、零售、旅馆等竞争性产业的现金流，使正现金流产业也因投入不足而萎缩，最终拖累集团整体业绩表现。

1. 4 分拆转型

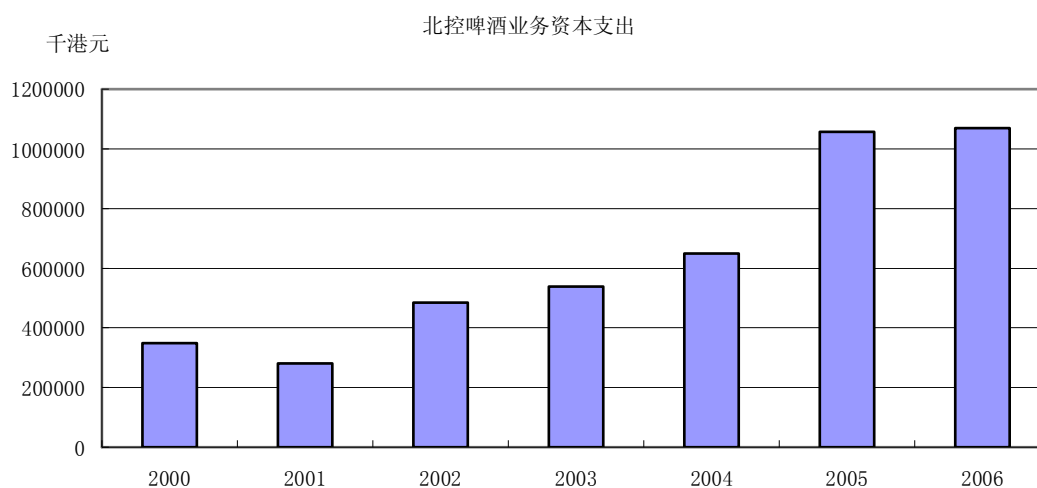
多元化危机中的北控迫切需要转型，在母公司层面北京市政府将燃气集团与京泰集团合并组成新的控股公司——北控集团，并在 2006 年将燃气集团的资产置换入北控股份。在上市公司层面，无力给予子公司更多支持的北控股份只得放手让所有竞争性产业的企业去自寻出路，继燕京啤酒分拆上市后，又在 2003 年将三元乳业分拆上市，并在 2004 年进一步出让了三元食品 55% 的控股权，出让了西式食品 95% 股权；在零售方面于 2001 年将王府井集团与香港新鸿基集团旗下的东安集团合并重组，并于 2006 年将王府井集团资产全面转让给了北控集团；在旅游方面，先是将建国饭店、八达岭旅游及北京龙庆峡旅游注入了与和记黄埔及首都旅游集团共同组成的北京旅游发展有限公司，然后减持了八达岭旅游 75% 的股权，目前旗下仅有龙庆峡旅游一项旅游业务，正物色合适时机出售；在高科技业务方面则于 2004 年出售了与西门子合资的国际交换系统公司股权，并将旗下北京发展公司分拆在香港创业板上市，2006 年 12 月北京发展增发后，以北控的附属公司降为联营公司。

将所有竞争性产业分拆、剥离后，北控开始专心从事公用事业及基建方面的垄断性业务，目前公司的业务结构已精简为三部分：公用事业及基建、以燕京啤酒为主的消费产业和以一卡通为主的高科技业务，其中基建和公用事业的利润贡献占到总利润的 50%。在余下的三个业务中，前两个都是行业现金流为正的的业务，第三个业务目前受惠于市政一卡通在制造方面的垄断性，也具有良好现金流，但未来如出现现金流的负向改变也将面临被剥离的命运。

集团现金流的改善增强了整体的投资能力，被分拆剥离的业务更得到了外部资本市场和其他投资主体的丰厚现金流支持，啤酒业务的年资本支出额上升到 10 亿港元以上，剥离出去的零售、酒店的资本支出额也都有了大幅提高，零售业务的资本支出更是从之前的不足 5000 万港元上升到 2 亿港元左右。



图（）2007 年中期北控的业务结构图



图（）北京控股在啤酒业务上的资本支出

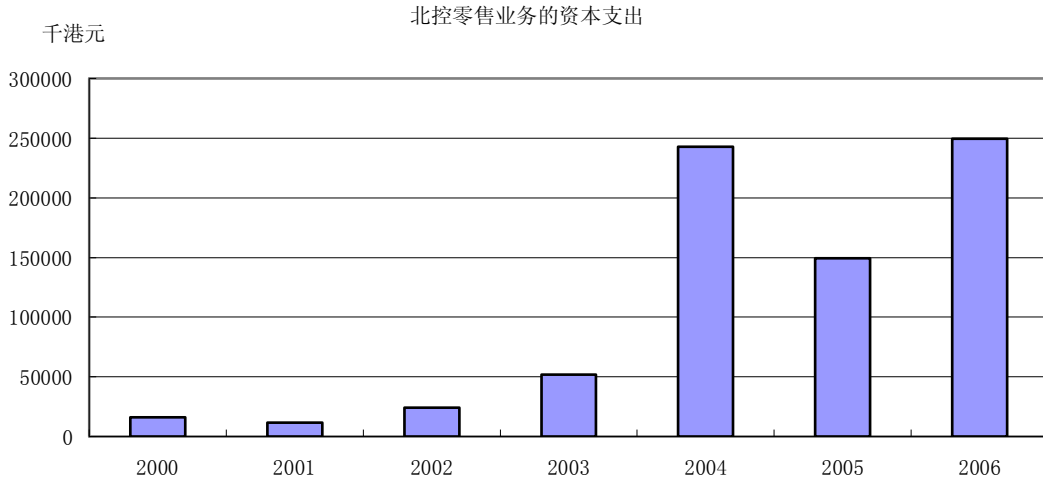
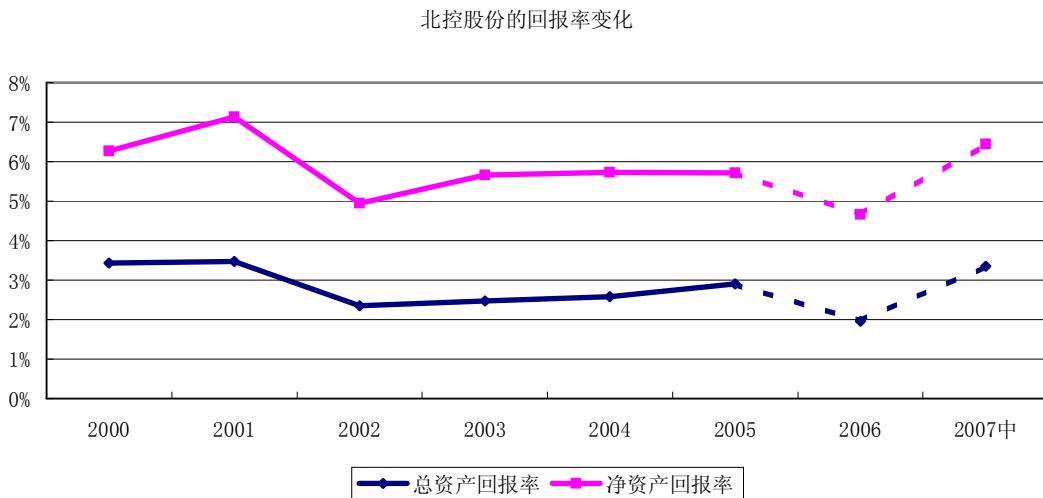
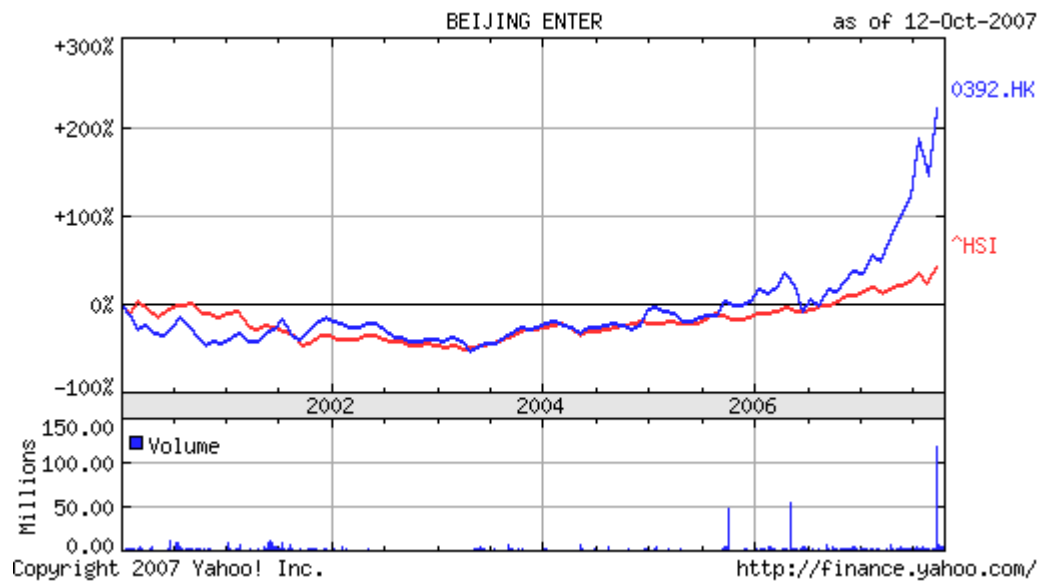


图 () 北控零售业务的资本支出

随着资产的剥离和重组，北控的回报率开始上升，相应的股价也得到了提升，过去两年累计涨幅已超过 200%，是恒指的两倍。股价的上升使北控股份恢复了融资功能，在 2007 年 4 月增发融资 76 亿元收购燃气集团，9 月又再次配股融资 36 亿元，用于基建和公用事业的发展。



(备注：2006 年由于子公司燕京啤酒的股改对价导致利润下降，实际回报率上升)



从1997年上市到2006年将燃气集团置换入北京控股，北控用十年时间完成了它的蜕变，但这一蜕变究竟说明了什么呢？是大型地方型企业集团只能从事公用事业和基建业务，而不应涉足竞争性产业吗？零售、乳业、旅馆这些深受资本市场追捧的消费升级产业，为什么北控经营不好？今天的北控是最佳的业务组合吗？

高速路、水务和贸易业务，是我国改革发展过程中所形成的特殊的“现金牛”产业，凭借独特的垄断地位它们享受着稳定的现金流，在成熟资本市场上，这类业务显然应该通过债权市场进行融资。但在我国资本市场融资渠道不畅通的环境下，这类业务通常被地方政府当作地方产业的孵化器，并以其特殊的垄断地位成为境外融资的主体，从而出现了许多同时经营垄断性产业和竞争性产业的大型多元化集团，如北京的北控、如上海的上实、如广州的粤海，而这些集团凭借其雄厚的资本实力和独特的融资渠道，也确实是在加速产业整合、推动产业升级方面发挥了重要作用。

但问题是，在这种多元化拓展过程中，多元化集团通常会将过多金融性质完全不同的产业都包揽过来，结果导致现金的枯竭和普遍的投资不足，以北控为例，尽管其旗下高速、水务两项业务每年的经营利润+折旧摊销-资本支出后约为4~6亿元，剔除利息和税支支出后每年可产生2.5~4.5亿的自由现金流，但公司每年除主业以外的其他业务现金支出就高达一个亿以上，房地产业务在2000~2004年年均现金支出也达到3600万元，旅游业务在剥离前每年的现金支出接近1亿元——剔除上述现金支出后，集团可用于啤酒、乳业、零售等主要板块的金融资源就十分有限了。而投资不足所导致的竞争性产业业绩不佳又进一步削弱了集团公司的融资能力，结果，分拆或剥离子公司使其寻找独立的融资途径成为集团公司唯一的选择，而在剥离了所有竞争性产业后，以垄断业务为主体的北控虽然提高了回报率，但却失去了上市的意义，因为上述垄断性产业完全可以在债权市场上获得更低成本的资金。

实际上，北控唯一做成功的竞争性产业是燕京啤酒，而燕京啤酒之所以能够成功，正是因为它较早地脱离了集团融资的束缚，在1997年就成功在A股上市融资5.87亿，并在1998年和2000年两次配股融资18.8亿，在2002年又发行转债融资7亿元，合计融资31.67亿元。从这个意义上说，北控的上市并没能实现其原有的窗口企业目的。

二、 上实的资本戏法

上海实业作为上海市的窗口企业，与北控有着许多相似之处，但不同于北控，它不是把更多的企业纳入自己的多元化体系内，而是把更多企业分拆出去。上实是一个有很多“故事”的企业，一个很赚钱的 PE，但却浪费了太多的金融资源。

2. 1 一个很有故事的企业

上实控股成立于 1996 年 1 月，同年 5 月 30 日在香港联合交易所上市。1998 年 1 月在伦敦证券市场挂牌交易，2001 年 5 月在纽约开展美国证券存托凭证第一级计划，实现了全球 24 小时连续可交易。

上实控股是中芯国际的第一大股东、是光明乳业的并列第一大股东、是联华超市的第二大股东，曾参股上海外高桥集装箱码头并致力于整合现代物流产业，也曾是第一批进军汽车零部件行业的企业，还曾是国内最大的个人护理品牌上海家化的大股东，目前正致力于水务、医药产业整合，并在 2007 年进入了房地产领域——如果上实控股是一个股票投资人，那么它将是最有眼光的股票投资人，因为它所进入的每一个产业都是国内发展最快、最有潜力的产业，这些产业在资本市场上都得到了很好的评价；如果上实是一家私人股权投资基金（PE），那么，它有很多成功的故事可以讲给他的投资人听——上实对优质企业的广泛投资使它成为一个很有故事的企业。

2. 2 一个很赚钱的 PE

表（）上实控股的投资和退出时间表（单位：亿港元）

进入行业	进入				退出			
	进入时间	进入方式	投资金额		退出时间	退出方式	收回金额	投资收益
高架桥、内环项目	1996 年	以配股资金投资		已卖	2003 年	政策退出	57.62	3
汽车零部件	1996 年	以配股资金投资		已卖				
	2000 年	追加投资			2007 年	出售	16.04	1.55
光明乳业	1996 年	以配股资金投资		已减	2002 年	A 股上市	9.5	2.8
					2006 年	出让 5% 股权给达能	1.8	
东方商厦	1996 年	以配股资金投资		已卖	2003 年	出售	1.27	0.28
上海家化				已卖	2001 年	A 股上市	7.3	1
					2005 年	出售剩余股权	3.37	
中芯国际	2001 年	投资	14.5	已减	2003 年	配售优先股稀释	50	2.39
	2003 年	参与配股	2.5		2004 年	分拆港美两地上市	138.6	6.32
外高桥码头	2002 年	参股	1.9	已卖	2006 年	出售		2.44
物流企业	2002 年	参股		已卖	2004 年			2.76
印刷	2005 年	收购造纸企业	5	将减	2007 年	香港上市凌汛		
医药	1996 年	以配股资金进入		正减	1999 年	分拆香港上市	4	
	2003 年	收购上实联合，私有化上实医药	13.65		2005 年	出售科华生物、三维制药、贺利氏齿科	3.52	
	2004 年	收购医药企业	10		2007 年	定向增发融资 8.5 亿现金收购母公司中药资产	8.5	

高速	2003 年	收购宁沪高速	20				
		收购甬金高速	2.38				
水务	2003 年	成立中环水务	14.35				
房地产	2007 年	收购上海城开	20				
烟草							

实际上,如果不是为了刻意打造一个窗口企业,当年的上实是完全没有必要上市的,因为上市前公司最主要的业务是旗下南洋兄弟烟草公司的烟草业务和与之配套的、专营烟盒印刷的永发印务,这两家企业的毛利润率在 50%以上且业绩相当稳定,而其上市融资的主要项目上海外高桥和内环建设,则更是一个固定收益的基建项目,每年可以获得政府保证的 7 亿元稳定收益,占上市后公司利润总额的 70%以上——显然如果不是为了带动其他上海本地企业的发展,上述项目是更适合于在债权市场融资的,也正是为了带动上海本地企业发展,助其突破资金瓶颈,上实用它第一次配股融资的 30 亿资金购买了光明乳业、东方商厦、汇众汽车等五家企业的股权。

上市后,面临固定收益业务随时可能被收回的压力,上实一直在不断寻找其他的投资途径,凭借其在基建领域每年 7 亿的固定收益和烟草、印刷业务每年数亿元的稳定收益,上实扩大了其在汽车、通信、医药等领域的投资:2000 年集中投资汽车零部件业务,2001 年以 14.5 亿投资中芯国际,2003 年用固定收益项目退赔的 50 多亿元大举并购高速和水务等项目,2004 年斥资 10 亿元收购医药项目,2005 年又开始推动永发印务扩大在造纸领域上的投资,为上市做准备,上述投资使公司基建项目的利润贡献比例逐年降低,到 2003 年政府叫停外高桥和内环项目时,基建业务在利润总额中的比例已降至 20~30%,此后,上实的多元化投资项目就进入了收获时代,不仅经营活动每年可贡献 5~10 亿的净现金流,股权和资产的转让也使投资业务的现金流由负转正,每年可贡献 5 亿以上的净现金。

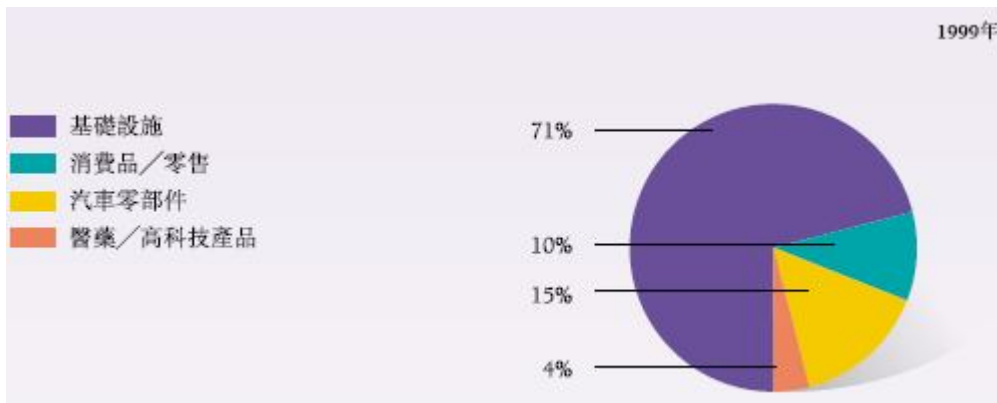
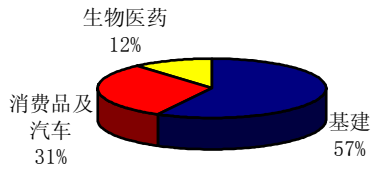
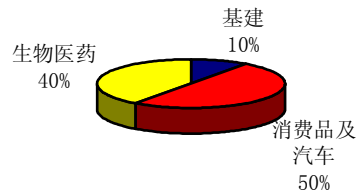


图 () 1999 年上实各业务利润贡献比重

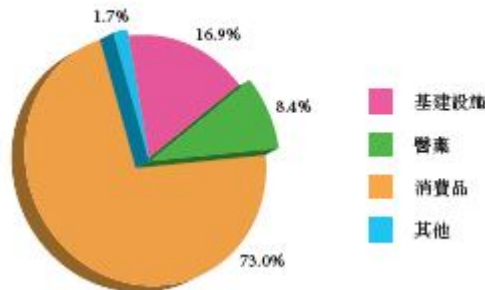
上实2001年业务利润贡献比例



上实控股2003年各业务利润贡献比例



各业务板块佔本集團業務淨利潤之比重



图（）2007年中期上实各业务板块利润贡献

由图可见，尽管上实控股进入过许多行业，拥有过许多故事，但除了能产生稳定收益的烟草、高速、水务和新近进入的地产业务外，其他各项业务都已经被分拆、剥离或稀释了。对于那些曾经带给她辉煌的企业，上实毫不恋战，它在光明乳业中的股权已经从上市前的40%下降至25%，而在中芯国际中，尽管上实仍是第一大股东，但股权已降至10%以下，第一大股东地位岌岌可危，永发印务也在上实的运做下进入了上市凌汛过程，预计在上市后很可能会被进一步减持——在上市筹划过程中，为了达到规模门槛，永发已从原来的香烟盒印刷业务进入了造纸领域，规模虽然大了，但利润率却大大降低了，而且国内造纸领域竞争更加激烈，投资需求强烈，对于谨慎的上实来说，它已经不再适合留在集团内部了。至于上海家化、外高桥码头、大通国际物流、汇众汽车、万众汽车、东方商厦等企业，上实更是早已择机将其全部股权转让了。即使是近几年上实的新宠医药业务，未来借助上市平台的融资稀释也是必然的发展方向。

当然，上实的每次股权转让或增发都带给了它丰厚的投资收益，少则几千万元，多则数亿元，上实似乎从不赔本的买卖，它在中国大陆上似乎是一个比华平、大摩更成功的私人股权投资基金——凭借其上海窗口企业的优势地位，上实以低成本获得了很多优质公司的股权，然后再将这些股权以各种形式出让，从中获得丰厚回报。

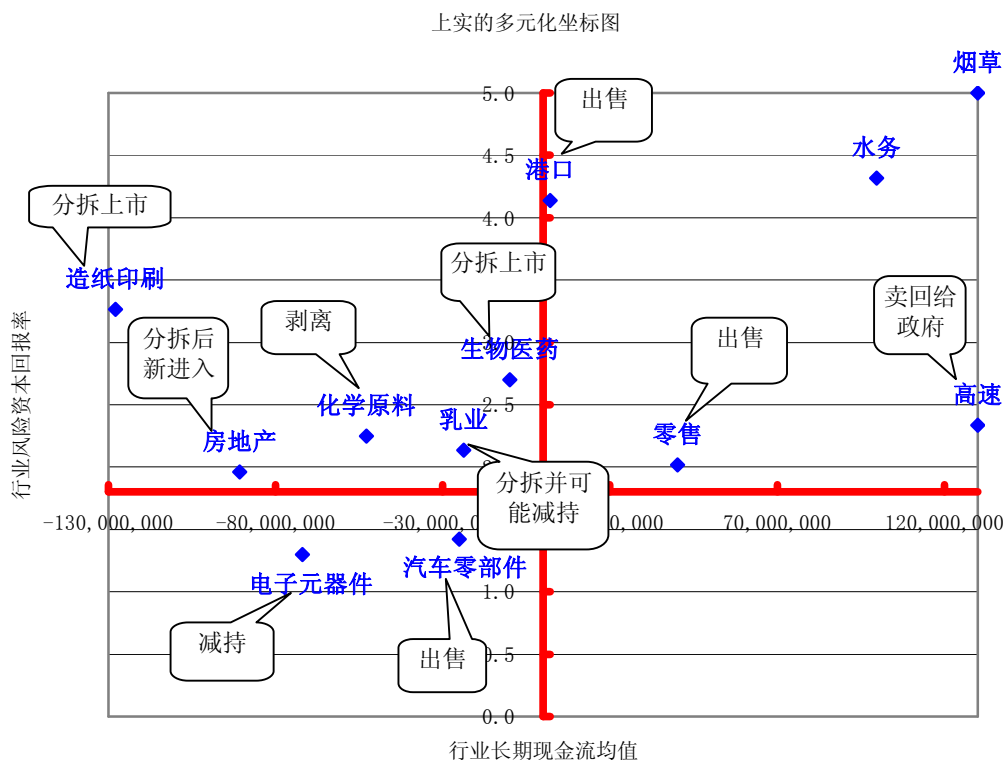
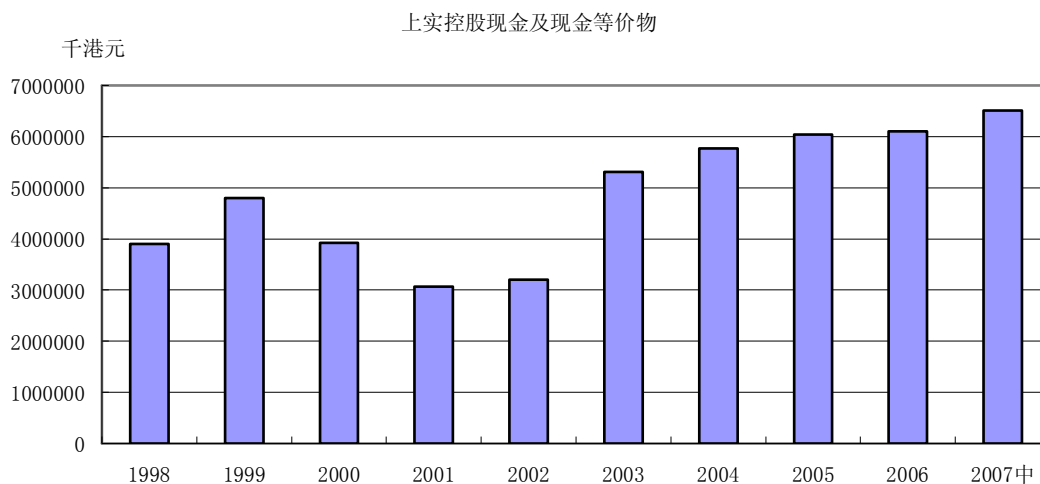


图 () 上实的多元化坐标图

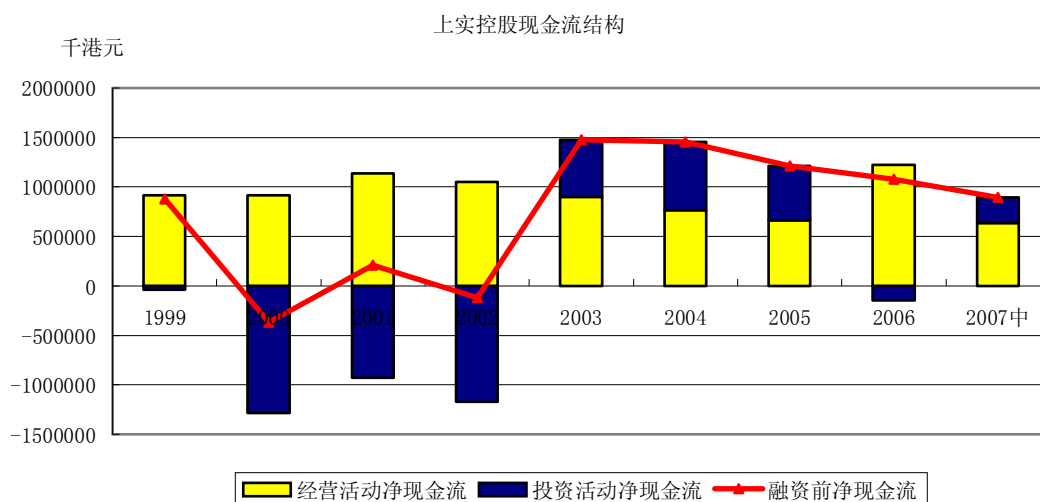
2.3 金融资源的浪费

上实是一个很赚钱的 PE，它也确实推动了许多优质企业上市、突破融资瓶颈，但上市的战略却并没有给投资人带来最大的回报，其帐面上长年滞留的 50 多亿现金让人不禁质疑上实做 PE，是否是一种金融资源的浪费？

1996 年在香港上市之后，上实凭借外高桥和内环项目，先后两次在国际资本市场上融资 50 多亿元，此后公司帐面上的现金就一直没低于过 30 亿港元，2003 年在外高桥和内环项目被政府叫停后，上实获得了一次性赔偿金 57.62 亿港元，其中 20 亿转投了宁沪高速项目，15 亿转投了水务项目，余下的 20 多亿现金更使帐面现金上升到 50 亿元，并逐年升高，目前集团整体的现金握存已超过 60 亿港元，而母公司帐面上的现金也已接近 30 亿港元。巨额的现金呆滞让股东不禁怀疑，当初上市时融资的 50 多亿现金是否是一种浪费？或者，这些资金应该被更好的利用？

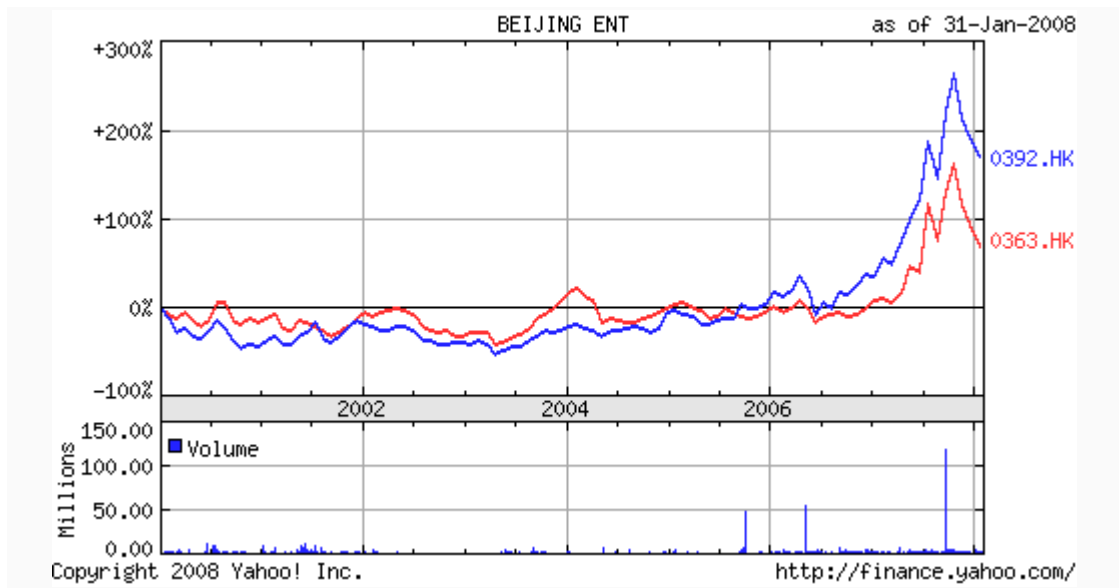


图（）上实的现金及现金等价物



图（）上实控股的现金流结构变化

面对巨额的现金压力，上实也在寻找资金的出路，但在其原有的“赚一把就跑”的PE模式下，已很难再找到产业能够盛下这么多的现金了；另一方面，上实之前的成功，实际上是在国内资本市场融资渠道不畅通的情况下发挥了投资替代作用，政府背景与普遍的融资困境使上实可以以较低的成本参与到最优质企业的成长中去，从而为其投资收益奠定了良好的基础。但随着A股市场融资通道的打开和国内外私人股权资本的兴起，越来越多资金在风险投资、产业投资等私募市场上淘金，上实的孵化器作用在弱化，股权投资的成本在上升、收益在下降，企业原来的盈利模式正面临挑战。图（）是上实与北控的股价走势比较：尽管从历史上看上实的股价表现一直优于北控，但自北控的重组战略以来，其在香港市场的股价表现已显著超越上实——在新的资本环境下，上实需要重新定位自己的功能，给手中的金融资源寻找一个新的发挥作用的途径。



0392.HK: 北控股份
 0363.HK: 上实控股

图 () 北控与上实的股价表现图

2. 4 转型 GE

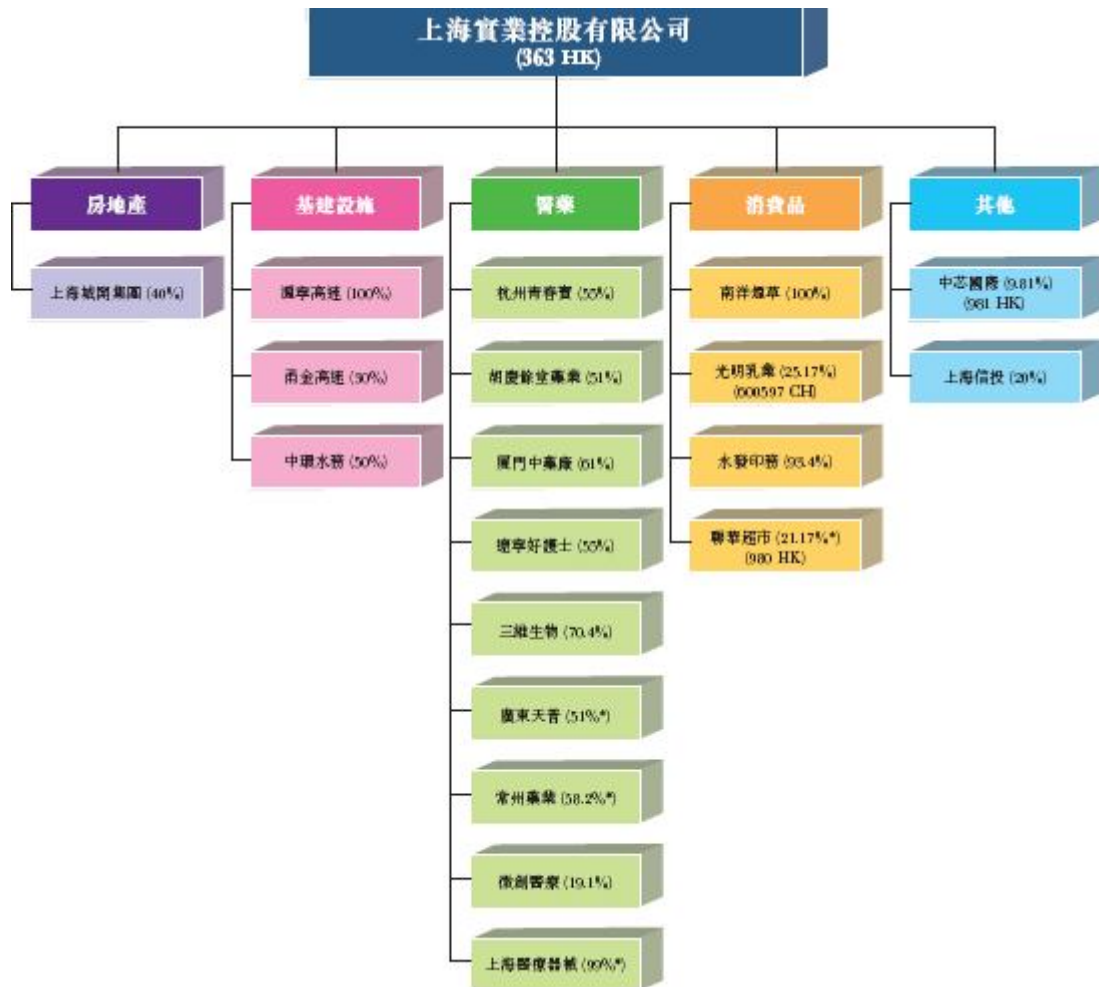


图 () 2007 年中期上实控股的业务结构

在 PE 模式的多元化遭遇挑战的时候，上实开始寻求 GE 模式的转型，提出了要推动产业向纵深化和协同化发展的口号，换句话说，上实开始想认真的经营些产业了。除了高速、水务等基建产业外，整合医药产业、进军地产行业成为它的新“故事”。2003 年上实大举进入了水务领域，又在 2004 年斥资 10 亿元开始打造医药平台，并在 2007 年通过定向增发将上实控股旗下的医药资产都装入上实医药内。同样是在 2007 年，上实进入了房地产领域，收购了上海城开 40% 的股权——上实终于找到了一个能盛下其 60 亿资金的行业了。

“上實控股的整體發展策略是以消費品為基礎，以房地產、基建和醫藥產業為核心發展領域，實現經營性業務利潤的持續和穩定增長。在未來發展規劃中，我們會以消費品業務穩定發展為基礎，以基礎設施、醫藥業務為核心投資領域，積極探索進入房地產業務，實現經營性業務利潤的持續增長。”

——蔡来兴

但问题是，上实选择高速、医药和地产来做 GE，它能够成功吗？如果说高速、水务业务的负现金流状态是暂时的，一旦项目建成就可以贡献长期稳定的正现金流，那么，医药和地产项目则完全不同了，它们将面临的是持续负现金流的问题。

目前，国内医药产业正处于急待整合的负现金流状态，此前，华源为了整合医药产业欠下了 200 多亿的债，而三九也因此导致了 40~50 亿的资金缺口，除了这两家已经倒下的多元化集团外，窥伺医药产业整合的大型企业集团还有华润、复星等，与他们相比，上实的整合动作是比较小的——在一个竞争性行业内投入巨资与上实一贯奉行的 PE 模式并不相符，未来也很难说上实会成为医药产业的 GE。

至于地产行业，就更是一个吞噬现金流的领域，63 家房地产上市公司过去五年平均每年经营现金与投资现金的缺口达到 57 亿元，而上实新并购的上海城开，其规划中的徐家汇中心商业地产项目计划总投资额为 200 亿元，万源城住宅地产项目计划总投资额 60 亿元，与地产行业庞大的现金支出相比，上实 60 亿的资金并不起眼。而且更重要的是，与基建和公用事业不同，我国地产行业高土地储备的运营模式决定了地产商的持续负现金流状态——上实并购城开，20 亿的投资支出只是一个起步，后续的现金消耗将更大。

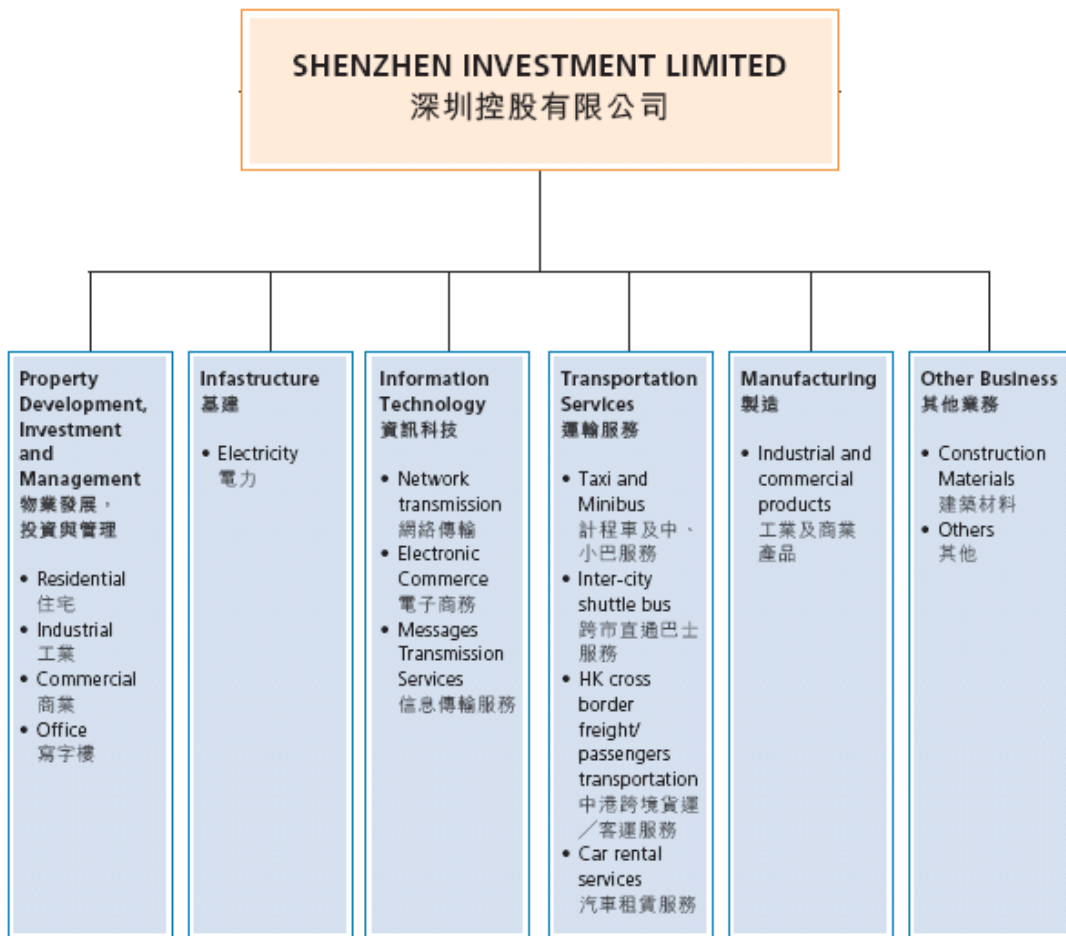
华润将它的华润置地分拆了，复星将它的复地分拆了，上实集团也将它的上实发展分拆了，目的只有一个，就是让高耗现金流的地产项目能够独立融资。但上实控股却在上实发展之外又另起炉灶，把地产业务纳入了多元化集团的统一融资框架内，其结果可能不仅是对手中 60 亿现金的消耗，还将威胁其整体的持续现金流能力。

那么，上实的出路到底在哪里？

我们认为上实或者象今天的北控一样，组合一些现金流好、风险回报率较高的业务，转型为一个稳定收益的业务集团；或者象深圳控股那样，将此前积累的所有金融资源都砸向图（）左侧的某个单一业务，全力发展医药或地产业务；又或者，它可以象华润那样，构建一个 PE+GE 的业务框架，即，将正现金流的业务组合成业务群上市，而将负现金流、风险回报高的业务分拆上市，然后小心地维持着 PE 与 GE 的平衡（见《证券市场周刊》第……期《华润：GE+PE》）。当然，第三种选择对企业来说是一种挑战最大的选择。

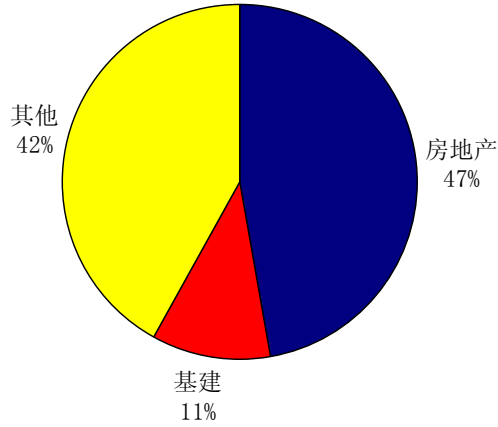
深圳控股，聚焦房地產

作为一家地方性的多元化控股集团，上市之初深圳控股就以房地產为核心，同时多元化进入了高速路、港口、電力等基建業務，以及運輸服務、有線電視、信息網絡、建材和其他工業製造領域。但多元化的業務並沒有給集團帶來好處，除房地產和基建業務外，其他業務的利潤貢獻很少，却占用了大量的金融資源——實際上，由圖（）可見，集團的資訊科技和運輸業務一直處於微利狀態，製造業時有虧損，其他業務（包括建築等）則長期處於虧損狀態，這些虧損或微利的業務佔據了集團總資產額的40%以上，從而拉低了集團整體的淨資產回報率。



圖（）深圳控股的業務架構

2003年深圳控股的资产业务分布



(备注：房地产业务包含房地产开发、物业投资和物业管理)

图 () 深圳控股的资产的业务分布

深圳控股利润贡献变化

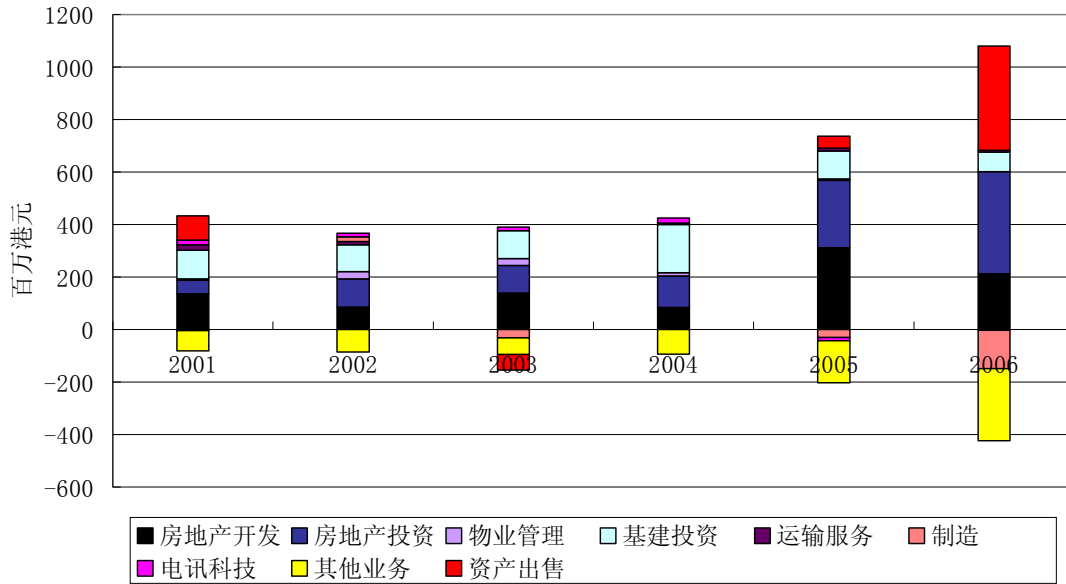
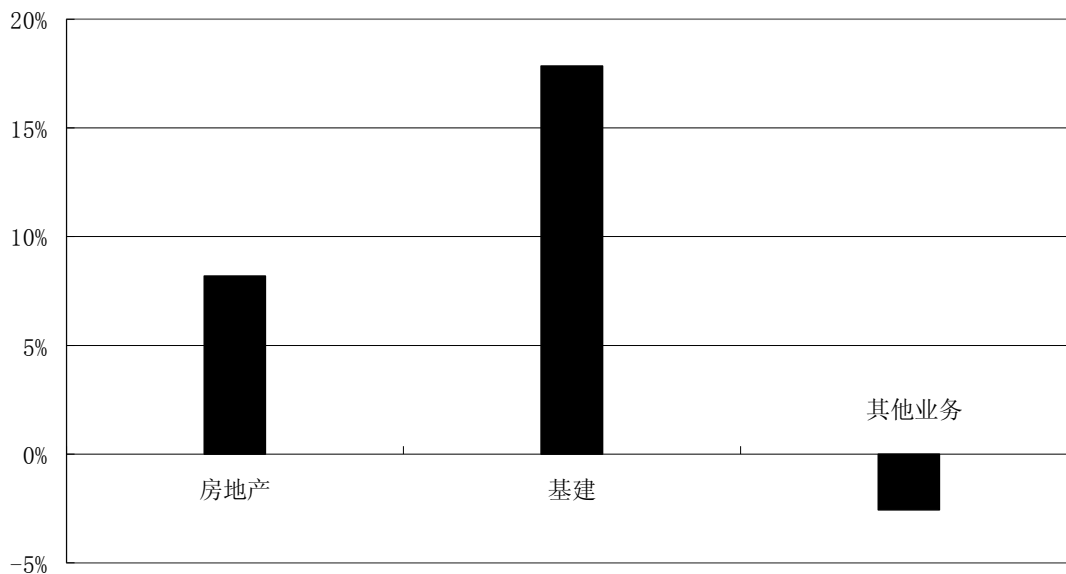


图 () 深圳控股的利润贡献变化

深圳控股各业务部门的资本回报率

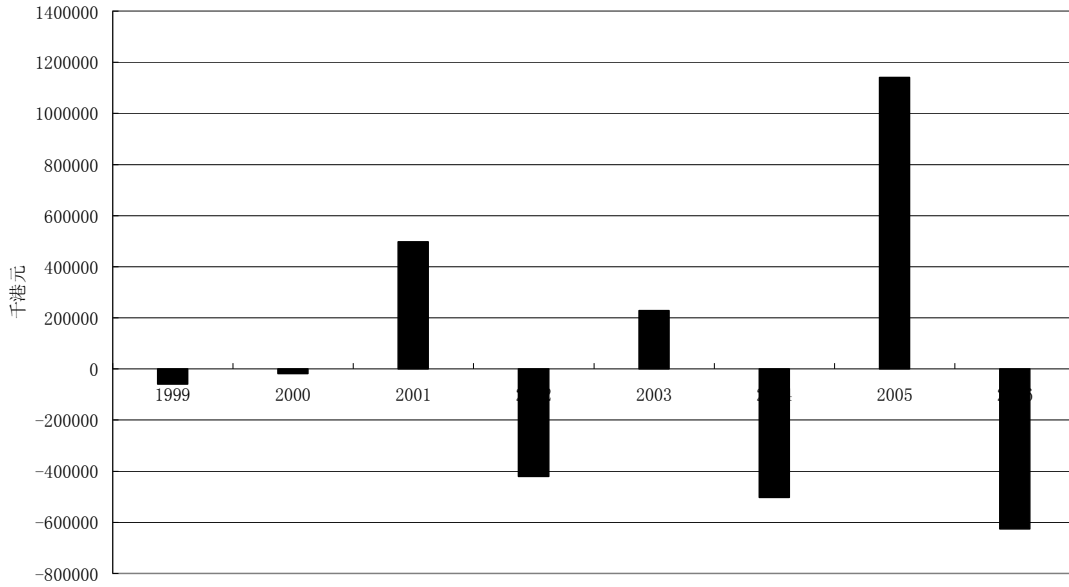


图（）深圳控股个主要业务部门的资本回报率

进一步，随着房地产和基建业务的发展，集团整体对现金流的需求和波动都逐年增大，净负债资本比已上升至 70%以上，非核心业务的剥离成为必然的趋势，2003 年以后，公司开始逐步加大对制造业和高科技资产的剥离力度，2006 年公司更明确提出了聚焦房地产的新战略，先后砍掉了电力、有线电视和其他制造业务，并于 2007 年 12 月以 9~14 亿元出售了华银交通 51%的股权和深业深港 80%股权，以 6300 万元出售了深业运输，其他高速路、港口产业也将择机出售，以便集中大量资金购置土地，专心做大房地产业务。

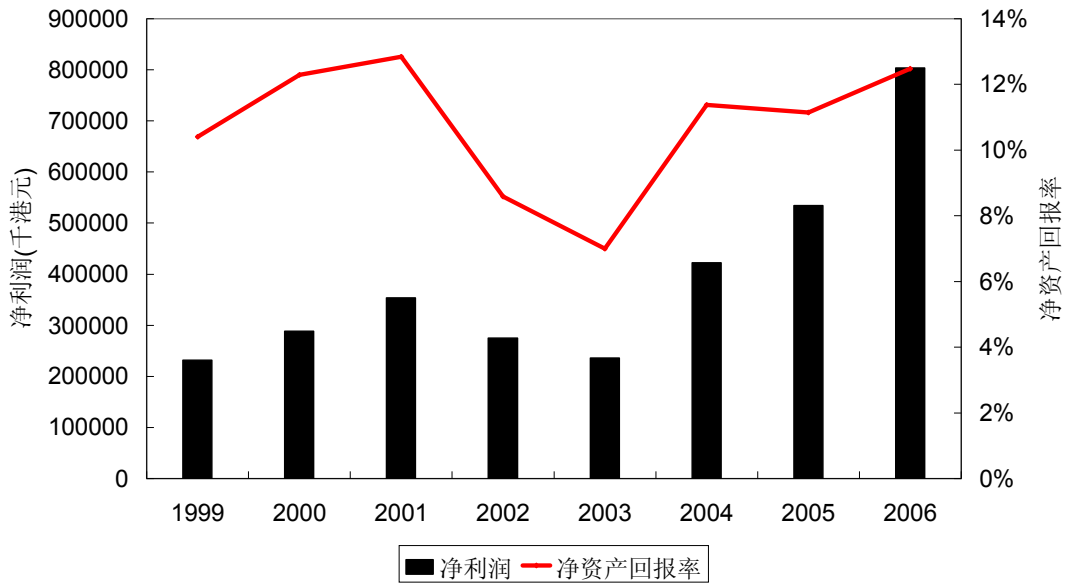
在资产剥离的现金推动下，深圳控股土地储备规模从 2006 年初的 300 万平米增加到目前的 1400 万平米（权益面积 1000 多万平米），仅 2007 年上半年就增加了权益土地储备 650 万平米，加上 70 万平米的出租物业，其土地储备规模已堪比保利等大型地产企业。同时，净资产回报率也回复到 12%水平。

深圳控股融资前现金流



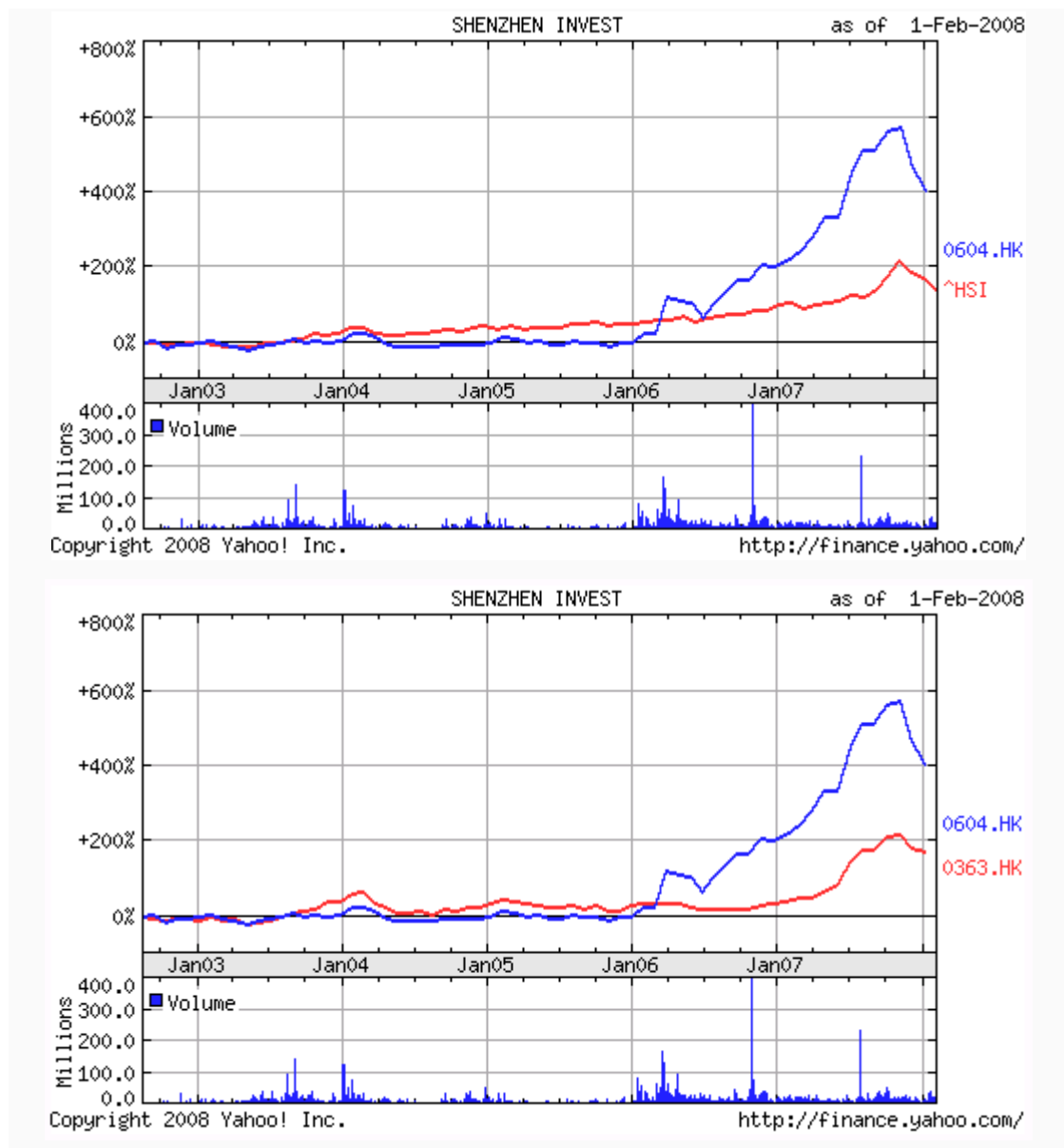
图（）深圳控股的融资前现金流变化

深圳控股的业绩变化



图（）深圳控股的净利润波动和净资产回报率变化

对于公司的聚焦战略，资本市场也做出了正面的反映，尽管由于其在地产业领域仍缺乏品牌度，估值水平较其他地产公司偏低，但自 2006 年重组后涨幅首度超越恒指，估值水平也较上实有了大幅提高。未来，公司将面临如何把从其他业务领域析出的金融资源更有效的投资到房地产领域的新挑战。



三、 启示

在前阶段我国资本市场融资渠道不畅通的环境下，出现了一批地方性的“窗口企业”，它们以稳定现金流的市政业务为主体，凭借其特殊的垄断地位成为境外融资的主体和境内地方企业发展的孵化器，从而出现了许多同时经营垄断性产业和竞争性产业的大型多元化集团。这些集团在一段时期内确实加速了产业整合，并推动了产业升级。但问题是，在这种多元化拓展的过程中，有些多元化集团盲目的将大量金融性质完全不同的产业都包揽过来，结果导致现金的枯竭和普遍的投资不足，出现了北控的困境；而另一些多元化集团则致力于做中国的 PE，不断的投资、分拆——再投资、再分拆……但随着资本市场的发展，上实类集团的投资替代作用在削弱，它们正面临转型的压力。

最终，出路有三种：构建正现金流的稳定业务群、全力转向某一高耗现金流的单一业务，或在业务群与分拆上市之间小心维持着加与减的平衡。大拿无论选择哪条道路，最关键的是要识别每项业务的金融性质与其在多元化坐标中的位置，从而正确制定多元化战略。