

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 中国恒大多元化经营的动因与绩效研究

研究生姓名: 王一帆

指导教师姓名、职称: 高天宏 教授 许杰 会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 企业理财与税务筹划

提交日期: 2021年5月30日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 王一帆 签字日期： 2021.6.2

导师签名： 高天礼 签字日期： 2021.6.5

导师(校外)签名： 王一帆 签字日期： 2021.6.4

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分內容。

学位论文作者签名： 王一帆 签字日期： 2021.6.2

导师签名： 高天礼 签字日期： 2021.6.5

导师(校外)签名： 王一帆 签字日期： 2021.6.11

Research on the Motivation and Performance of China Evergrande's Diversification

Candidate : Wang Yifan

Supervisor: Gao Tianhong Xu Jie

摘 要

房地产行业的迅猛发展为中国过去二十多年的经济增长奠定了基础,但是在近几年国家宏观政策的调控下,房地产行业不似过去一样风光无限,行业景气度大幅走低。为了稳定收益,规避经营风险,多元化的发展道路相继成为房地产企业的选择,他们希望能够通过多元化的布局来拓展利润来源,实现企业的可持续发展。本文采取案例分析的方法,将中国恒大作为主要的分析对象,研究企业经营绩效与多元化布局之间的关系,总结出相关的经验,为后期房地产企业多元化经营战略的实施起到指导作用。

本文选取了中国恒大自上市以来的相关数据,立足多元化经营,对它的绩效进行研究。文章主要包括以下几个部分的内容:首先是对案例公司的多元化经营情况进行梳理,通过对近几年的主营业务收入数据的研究,分析了中国恒大的多元化经营的程度。其次选取公司财务报表中的相关数据对其多元化经营动因做了详细阐述。接下来结合中国恒大多元化经营过程中的相关财务指标进行分析,探究多元化经营对公司业绩的影响。最后是研究结论与建议,总结中国恒大在多元化经营过程中的利弊,在此基础之上为恒大以后的多元化之路提出具体的建议。

研究表明,恒大多元化发展战略一定程度上能够促进企业现阶段剩余资源利用程度的提升,从长远来看有利于提升企业价值,但是多元化过度扩张给恒大的经营绩效带来了负面影响。要想促进企业的盈利和发展,让多元化经营的作用得到最大化的发挥,合理多元化布局、加强成本管理、调整融资方式及优化现金流结构等措施显得至关重要。

关键词: 中国恒大 多元化经营 多元化动因 企业绩效

Abstract

The rapid development of the real estate industry has laid the foundation for China's economic growth in the past two decades. However, under the control of national macro policies in recent years, the real estate industry has not been as prosperous as it used to be, and the industry's prosperity has fallen sharply. In order to stabilize the level of profits and avoid operating risks, diversified development paths have successively become the choice of real estate companies. They hope to expand their sources of profit and achieve their sustainable development goals through the diversified layout. This paper adopts the method of case analysis, takes China Evergrande Group as the main analysis object, finds the relationship between the business performance and the diversified layout at the present stage, and summarizes the relevant experience, which will play a guiding role in the implementation of the diversified business strategy of the real estate enterprise in the later stage.

In the process of doing research, this article comprehensively collects various data from China Evergrande Group since its listing, and finds out specific information about the business, and then conducts performance research and analysis. This article specifically includes the following parts. First of all, it sorts out the diversified operation of the case, and analyzes the degree of diversified operation of China Evergrande Group through the research of the main business income of recent years. Secondly, it selects the relevant data in the company's financial statements to elaborate on the motivation of its diversified operations. Moreover, it analyzes the relevant financial indicators in the process of China Evergrande Group's diversified operation to explore the impact of diversified operations on the company's performance. Last but not least, the article put forward the research conclusions and recommendations, summarizes the pros and cons of China Evergrande Group in the process of diversified operation, and on this basis provide specific recommendations for Evergrande Group's future diversification.

The research has shown that China Evergrande Group's diversified development strategy can promote the improvement of the company's current use of remaining

resources, to a certain extent, however, the excessive expansion of diversification has brought a negative impact on Evergrande's operating performance. If you want to promote the profitability and development of the company, and maximize the role of diversified operations, it is essential to rationally diversify the layout, strengthen cost management, adjust financing methods and optimize cash flow structure.

Keywords: China Evergrande; Diversified operations; Diversified motivation; Corporate performance

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景及意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 文献综述	2
1.2.1 多元化动因	2
1.2.2 多元化对绩效的影响	5
1.2.3 文献述评	8
1.3 研究内容与方法	9
1.3.1 研究内容	9
1.3.2 研究方法	9
2 相关概念和理论基础	10
2.1 相关概念界定	10
2.1.1 多元化经营	10
2.1.2 绩效评价指标	11
2.2 理论基础	12
2.2.1 市场势力理论	12
2.2.2 投资组合理论	12
2.2.3 资源剩余理论	13
3 中国恒大多元化经营案例介绍	14
3.1 中国恒大简介	14
3.1.1 公司概况	14
3.1.2 股权结构	14
3.2 中国恒大多元化经营产业布局	14
3.3 中国恒大多元化经营程度分析	17
4 中国恒大多元化经营的动因	20
4.1 提升企业竞争力	20

4.2 分散企业经营风险.....	22
4.3 充分利用剩余资源.....	23
5 中国恒大多元化经营绩效分析.....	25
5.1 多元化经营与单一经营的财务指标对比分析.....	25
5.1.1 盈利能力分析.....	25
5.1.2 营运能力分析.....	28
5.1.3 偿债能力分析.....	31
5.1.4 成长能力分析.....	33
5.2 财务绩效影响原因分析.....	35
5.3 基于企业价值的多元化绩效分析.....	37
6 结论与建议.....	39
6.1 研究结论.....	39
6.2 中国恒大多元化经营的建议.....	39
6.2.1 减缓布局速度,合理多元化经营.....	39
6.2.2 加强成本控制,提升盈利能力.....	40
6.2.3 调整融资结构,扩展融资渠道.....	41
6.2.4 优化企业现金流结构.....	42
文献综述.....	43
致谢.....	48

1 绪论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

一个企业发展壮大到一定程度后必然面对如何走可持续发展道路的选择,此时,多元化战略显得尤为重要,它能促使企业有效规避风险,实现跨越发展。20世纪60年代初期,西方国家的部分企业开始了通过多元化经营实现在基业长青的基础上跨行业发展的新征程,而我国企业的多元化经营开始的比较晚,直到改革开放才初见眉目。上个世纪80年代起,随着市场规模的不断扩大,经济秩序不断完善,国内的经济环境发生了翻天覆地的变化,企业之间的竞争也愈发明显,在原有的成绩上取得新的成就变得越来越困难。为了更好地发展,在稳固原有业务的基础上,如何实现资源的充分利用,寻求新的发展出路,成了各企业亟待解决的问题。部分企业在探索过程中取得了巨大的成就,企业的经营业绩进一步提高,比如海尔。但是,多元化经营并不是带来的所有效益都是正向的,有的企业不仅没有获取新的收益,反而出现主营业务受到影响等各种问题。综上所述,针对企业发展的情况,对于多元化的经营路径进行综合的研究,是现阶段摆在企业管理者面前应该重视和解决的关键问题。

经过二十多年的成长,房地产行业已然成为支撑我国经济发展的支柱产业,对国民生产总值做出了巨大贡献。查询国家统计局官网可知,2019年房地产开发投资132194亿元,比上年增长9.9%,商品房销售额153725亿元,增长6.5%。从数据来看,我国房地产市场有一定的发展前景。然而受政府主导下市场经济的影响,加上我国人口众多人均占有土地面积少,房地产行业的未来并不乐观,越来越多的房地产企业希望通过多元化经营来谋求新发展,拓宽盈利渠道,把控经营风险。中国恒大在我国房地产行业发展的过程中,起到了领头羊的作用,率先采取了多元化的经营战略,原有的房地产行业进一步被拓宽到体育、保险等不相关行业,在高科技技术方面也有所涉猎。因此,本文选择中国恒大作为研究对象,分析其绩效受多元化经营的影响情况,探究其多元化的可行性。

1.1.2 研究意义

(1) 理论意义

多元化战略的实施，理论上能够推动企业经营规模的进一步拓展。受西方国家学者们观点的影响，国内不同的学者根据各自的研究得出了不同的观点，因此现有理论并未对多元化经营对企业绩效影响作出定论。当前理论研究已经小有所成，但是结合实际案例的研究成果相对有限。本文在前人的基础之上将理论与实践结合起来，以期能够丰富国内在多元化经营这方面的理论基础。

(2) 现实意义

在对我国房地产行业发展情况进行综合分析之后，可以发现上世纪末期国家取消住房分配制度，与之相对应的房地产行业开始进入到快速发展的关键阶段，受高收益率的吸引，众多企业纷纷涌入这个行业。但是因其资金需求大、投资周期长、资金回收慢的行业特殊性，众多房地产企业都是“高成本、高负债、低周转”的运营模式，很容易受到国家宏观政策的影响。近年来国家不断出台新政策，银行信贷收紧、“去杠杆”政策稳步实施，行业发展的理性时期就此到来。为了缓解经营压力，很多房地产企业开始进行多元化战略的布局，希望能够通过拓宽业务来将经营风险控制在一定的范围内，寻找新的利润增长渠道，防止出现财务困境等各种负面影响。但是，房地产行业内部的高负债状态是不容忽视的，新业务的持续扩张会引起企业资产规模的波动，这也是财务隐患爆发的重要原因。本文通过分析中国恒大的多元化经营历程，总结利弊，提出了优化建议，希望对国内企业尤其同行业公司起到了预警和参考作用，能够避免盲目多元化带来的损失。

1.2 文献综述

1.2.1 多元化动因

Hoskisson&Hitt (1990) 提出多元化动因的来源包括两个方面，一方面是外部环境，例如政治环境、经济环境、技术环境以及行业风险等；另一方面集中体现在管理者动机以及企业经营理念等内部因素。此背景下，相关的学者又对多元化的动机情况进行了更深层次的分析 and 探讨。本文对国内外学者的研究情况进行

综合的分析和梳理，得出以下几个部分的结论。

（1）国外研究现状

Edwards（1955）认为企业进行多元化经营的动因之一是市场势力的存在。为了提升市场占有率，共享市场势力成为多元化企业的必然选择。Hitt（1985）在研究过程中指出激烈的市场竞争给企业多元化战略的实施提出了更高的要求，强调在市场竞争能力提高的过程中，多元化经营有助于实现自身市场份额的增加。Stigler（2012）通过研究也进一步指出，规模效应的提升，能够推动企业市场竞争能力的逐步提高，而不仅仅是使企业形成垄断。

Markowitz（1952）的投资组合理论认为投资者根据收益率来进行投资组合和资产配置，规避风险，并期望效用最大化。这个理论后来被学者们广泛应用于企业的多元化经营中。Markham（1973）认为企业可以利用不同的净现金流互相补充以达到分散企业营业风险的目的，因为各个业务项目之间的现金流是不相关的。

Penrose（1959）在《企业成长理论》中提到企业存在许多没有被充分利用的资源，在这里把它称为剩余资源，这些剩余资源实质上给了企业一个扩张的新机会。多元化经营能够促使资源有效利用程度的进一步提高。在企业发展的过程中，特定资源的积累水平也将持续提升，能够更好地盘活剩余资源。多元化经营能够实现资源使用效率的不断提高，同时也能够将资源浪费发生的概率控制在一定范围内，有助于企业收益的进一步扩大。这就是 Penrose 创新的剩余资源理论。Montgomery（1994）在研究的过程当中，对美国主要上市企业的财务数据进行了综合分析，通过对比的方法，认为多元化经营与市场占有率之间有着密切的联系。如果能够实现多元化产品市场占有率的提高，将大幅度提升企业的价值，企业多元化经营程度也将不断提高。多元化经营与市场占有率之间呈现出正相关的基本关系。Aggarwal R K（2003）通过研究确定了企业多元化经营与公司经理人之间的关系，这也是契约模型建立的重要前提。多元化战略的制定往往有以下两部分原因，首先是能够将行业风险发生的概率控制在一定范围内，此外则是获取私人的利益，这也是激励机制作用的重要内容。与此同时，研究还发现在实施多元化的企业中企业绩效与管理激励之间的相关性要比没有实施多元化的企业弱。对研究情况进行综合分析之后可以发现，经理人之所以做出公司多元化经营的战略决

策，往往是为了满足自己的私人利益，而并不是为了实现企业风险的控制。

（2）国内研究现状

姚铮，金列（2009）认为提升主业市场势力、利用资源禀赋以及优化资产组合是现阶段企业实施多元化经营的重要原因。同时，协同效应在其中也有所体现，即防止出现交易方面的各种费用。在这一过程中，政府政策也能够推动多元化战略的落实。王福胜等人（2012）通过数据调查的方法，研究了多元化经营的程度与企业现金持有量之间的相互关系。研究发现，多元化经营有助于企业分散风险，降低资金的融通成本，因此多元化程度越高，现金持有量越低。李青原、田晨阳、唐建新（2011）通过研究发现，多元化并购的动因集中体现在业务协同效应发挥这一层次，同时能够更好地发挥市场实力本身的作用，提高资源的使用效率，这也是协同作用的重要理念。田恒（2014）认为，一个企业实施多元化战略是由其内外部多种因素共同促成的，并在日益蓬勃发展的市场的推动下，企业之间通过互相合并进入新行业，开展多元化经营。

王勇，刘志远等（2015）研究发现，相比单一经营企业，选择多元化经营的企业经营理念有了很大的转变，他们从单纯的“做强”现在更倾向于通过“做大”实现“做强”。韩忠雪，朱荣林（2005）在研究中指出，多元化经营与企业内部的资本市场之间有着密切的联系。但是，代理成本方面的问题也是固然存在的，导致资本市场的规模会受到限制。在资本市场扩大的背景之下，代理成本也呈现出不断提高的趋势，企业的运作效率必然会受到影响。

林钟高，郑军，卜继栓（2015）研究表明，企业实施多元化的程度受环境不确定性的影响，环境不确定性的增加使得企业多元化程度先下降后上升，企业的资本成本也会随之改变，随着多元化程度的增加，企业资本先减少后增加。学者们认为，企业应实行适度的多元化经营以应对环境的不确定性，这样既有助于实现企业核心竞争能力的持续提高，同时，也能够对于合理利用部分剩余资源创造条件，帮助企业在激烈的市场竞争中立于不败之地。付玉梅，张丽平，李文聪等（2019）在研究的过程中进一步指出，在新的时代背景之下，信息不对称广泛存在，因此，企业普遍选择多元化经营这一战略实际上有助于实现资本市场的进一步扩展，节约交易成本。

贾良定，张君君等（2005）主要将研究重心放在东西方国家多元化理论的研究

究差异这一方面：首先，不论是我国还是西方国家，都着重从资源和组合两个角度来考虑企业的多元化动机，我国主要关注政府政策论、资产组合理论和制度论方面的动机，而西方国家更强调资源、交易费用和代理因素。其次，在多元化行业的选择方面，我国力求在关联性和吸引力方面均衡，西方国家更关注产业行业的相关性。最后，在多元化时机方面，我国强调企业在更有实力时才能更好地进行多元化经营，西方国家认为，在企业受到威胁时转向多元化经营才是最佳选择。

1.2.2 多元化对绩效的影响

现有多元化经营的研究主要集中在其对于企业绩效的影响，通过梳理文献发现，不管是西方国家还是中国，多元化经营与企业绩效之间的关系主要分为三种：正相关、负相关和不相关。

(1) 国外研究现状

在对西方国家多元化理论产生的时间情况进行综合分析之后，可以发现与国内环境相比，西方国家经济发展水平较高，因此理论发展的速度也比较快，与之相对应的各种研究比较全面。研究结果具体包括几个部分的内容：

部分学者认为企业多元化经营对绩效产生正面影响，也就是呈正相关关系。国外学者 Rumelt (1974) 通过对数据调查结果综合分析，指出多元化经营战略有助于实现企业绩效的进一步提高。Kim (1993) 在研究的过程中也指出，风险和效益之间的相互关系在多元化经营战略实施过程中会呈现一定程度的波动。Stulz (1990) 以及 Stein (1997) 等人从理论角度展开研究，认为多元化经营能够促进企业竞争力的提升。Hadlock (2001) 在研究的过程当中，对股票数据进行综合的统计和分析，指出企业绩效和多元化程度之间呈现出正相关的基本关系。Spanos (2004) 将重点放在希腊制造业上，结果发现多元化对绩效的促进作用不容忽视。Douglas J. Miller (2004)、Gande (2009) 通过研究，着重强调溢价效果的出现与多元化经营战略之间有着密切的联系。Vikrant Shirodkar (2015) 指出，多元化投资有助于实现企业经营水平的进一步提高。Subramaniam Vasanthan, Wasiuzzaman Shaista (2019) 在研究企业价值的变化因素的过程中指出，多元化产业的发展对于企业来说十分重要，与企业价值之间呈现出正相关的关系。

也有部分学者持相反的观点,即企业多元化经营对绩效产生负面影响。Rajan等(2000)在深入分析之后发现,企业的折价效果是由多元化竞争战略导致的,多元化经营会导致企业价值出现一定的波动和损耗。Anonymous(2010)指出,多元化经营与企业实际情况之间是紧密相连的,因此必须要认识到目标确定的重要性,多元化程度与企业总资产规模之间的比重关联也是不容忽视的。Marta(2012)表示专业化经营能够给企业带来新技术,继而扩大企业的规模,但不一定给企业带来收益。Brian Wu(2013)在研究的过程中指出,如果企业处于成熟期,普遍会选择多元化的发展战略,但是如果盲目做出决定,会导致企业发展的绩效受到各种各样的影响。Massimo G(2014)通过研究发现,企业多元化发展与绩效之间呈负相关。Christian Espinosa(2018)发现,多元化的程度越高,上市公司的业绩下滑越快。

第三种观点是不相关,即多元化经营对绩效之间的影响不明显。Myong Jae Lee(2007)在对酒店行业经营的研究过程中,通过将多元化和非多元化战略结合分析,认为多元化经营的酒店并没有实现提高利润的目标。Nath(2010)在研究的过程当中指出,企业的各个财务能力指标和绩效之间的关系是不容忽视的,综合多种数据进一步发现,多元化经营实际上给绩效带来的影响并不是很明显。Javeria Farooqi(2014)通过研究得出,多元化发展战略与企业绩效之间的相互关系并不十分显著,在非政府组织这方面表现的更为明显。Dina Patrisia, Shabbir Dastgir(2017)在研究的过程中通过实证分析,也得出了与上述学者一致的结论。Dyah Sawitri, Endang Suswat(2019)在研究的过程中,将重点放在企业价值和产品多元化这一方向,发现两者之间的关系并不大。应该注意的是,商业模式的差异会导致企业价值出现不同幅度的波动,但是关系也没有十分紧密。

(2) 国内研究现状

国内学者在多元化经营和企业绩效之间相互关系的研究上,起步较晚,发展速度也较慢,但是理论层次所获得的各种结论基本与西方学者保持一致,包括以下三个部分的内容。

一是正面影响,即业多元化经营能够促进企业绩效的发展。靳明、邓广华(2009)在研究的过程中,将重点放在上市公司多元化经营和绩效之间的相互关

系上,指出两者之间呈现正相关,虽然不明显但也不容忽视。吴琳萍(2014)采用对比分析和相关关系分析的方法,在分析多元化经营现状的基础上,着重研究了我国旅游企业上市公司,在综合数据对比之下得出以下结论:总的来讲,多元化扩张战略必然会促进企业绩效的提升,多元化扩张的正向作用不容忽视。非相关多元化的作用并没有得到直接的体现,但它对改善公司总资产管理效率的作用也不可小觑。相比之下,专业化经营的旅游行业上市公司的总体经济效益最差。符树衡,雷辉(2017)经研究发现,非相关多元化与企业绩效呈相辅相成的关系。杨利云(2019)指出,多元化经营战略一定程度上能够实现资源吸收能力的进一步提高,并且与经营绩效之间呈现出正相关的基本关系。

二是负面影响,即企业多元化经营与绩效之间呈负相关关系。姚俊,吕源等(2004)认为在公司的负债规模与资产回报呈负相关的前提下,公司内部负债方式的多元化布局必然会导致资本成本增加的问题出现,也会导致公司的经营绩效受到不利影响。单宝(2007)认为在多元化经营中,非相关多元化的经营面临原有经营风险和市场风险等诸多风险的同时,又增加了行业进入风险、内部经营整合风险等,进入新行业的不同管理机制使得多元化经营带来的多重目标和企业有限资源之间的冲突更加明显。李雪峰(2011)在研究的过程当中进一步指出,多元化程度和绩效之间的相互关系是不容忽视的,多元化经营程度越高的公司越会出现经营绩效越低的现象,两者之间呈现出负相关的关系。陈妹,简宇寅(2016)等通过研究发现,主营业务的比重与公司业绩之间呈现出正相关的基本关系,如果产业的数目过多,就会导致企业的绩效表现不佳。多元化产业与公司主体承担的成本之间有着密切的联系,多元化带来的收益被更多主体产业方共享,这也会导致公司价值受到损失。

三是企业多元化经营与绩效之间未能产生很明显的影 响。朱江(1999)在研究的过程中,通过定量定性分析的方法指出,多元化水平和经营绩效之间的关系并不显著。王丽,章锦涛(2006)在研究的过程中发现,不同的指标与绩效之间的相关结果也并不一样,因此,在判断的过程当中,还应该坚持谨慎性的基本原则。黄海波(2007)从公司价值和多元化水平之间的相互关系角度出发,对房地产公司做出分析研究,通过托宾Q值的衡量,发现两者之间的关联性并不明显。彭永胜与刘承智(2010)在研究的过程中,将36家农业上市公司作为主要的分

析对象,在实证分析的基础之上,找出了多元化经营与企业绩效之间的相互关系,得出农业公司是否选择多元化经营跟它的绩效没有太大的关联。

1.2.3 文献述评

最初对多元化经营的研究立足于企业本身的特征,资源基础观作为西方学者最早对企业多元化经营研究提出的具体理论,强调了企业核心竞争力的重要性。在研究过程中,更多学者认为企业的竞争优势与内部资源能力的发挥之间有着密切的联系,并且认为企业的竞争优势取决于它的内部资源和能力,而不是由市场和产业结构决定的。市场势力理论更加强调市场竞争能力的提高,也是在激烈的竞争中之所以能够立于不败之地的关键因素。剩余资源理论则认为企业内部未利用的资源是企业进行多元化经营的动力和前提。

在对西方国家的研究文献进行梳理总结后,可以发现大多数学者都是从多元化和企业绩效之间的相互关系角度出发进行分析的,结论基本上包括三种:正相关、负相关和不相关。两者之间不相关的结论是国外大多数学者支持的,而国内学者并没有在此方面达成共识。值得注意的是,在社会发展和时代进步的背景下,与多元化相关的研究理论和实践都呈现出快速发展的基本趋势,这有利于后人从更加全面的角度分析多元化经营的动因。

过去的几十年间,国内外学者们对企业多元化动因的研究以及多元化经营与企业绩效之间的关系的研究都取得了相关的成就,一定程度上为后期的研究发展提供了坚实的理论基础。但是,这些成就大都来自于样本的实证研究,并且研究对象的局限性也十分明显,大都来自于制造业,与房地产行业相关的研究不够全面。综上所述,本文选择恒大作为主要的分析对象,具有一定的代表性,在学习和借鉴前人研究成果的基础之上,对其多元化的动因、多元化对企业绩效的影响进行评价分析,结合实际情况找出问题,分析出现的原因并提出相关建议,希望能够为房地产行业后期的多元化实践发展提供宝贵的经验。

1.3 研究内容与方法

1.3.1 研究内容

本文分为六部分，内容如下：

第一部分是绪论。主要介绍了中国恒大所处的行业大背景，梳理总结相关文献，提出本文的研究思路。

第二部分首先概述企业多元化经营与企业绩效评价的相关概念，然后简要梳理了市场势力理论、投资组合理论、资源剩余理论等理论依据。

第三部分是案例介绍。首先概述了中国恒大生产经营概况，其次总结了它的多元化发展历程，最后通过对近几年的主营业务收入数据进行研究，分析了中国恒大的多元化经营的程度。

第四部分结合公司各阶段经营状况对其多元化经营动因做了详细阐述。

第五部分主要结合中国恒大多元化经营指标进行分析，指出多元化发展与业绩之间的相互关系。

第六部分是结论与建议。总结中国恒大在多元化经营过程中的利弊以及提出相应的建议。

1.3.2 研究方法

本文采用理论分析和案例分析相结合的方法，通过查阅国内外相关文献，对基本的理论进行搜集和整理，用以指导本文研究。本文将中国恒大作为案例研究对象，分析其多元化经营的动因，并利用相关财务指标分析总结其多元化经营的经验及不足，最后提出合理的建议，为其他企业提供相关意见，以供参考。

2 相关概念和理论基础

2.1 相关概念界定

2.1.1 多元化经营

多元化经营这一概念自从提出后，就引起了中西方国家的学者们的高度关注，他们从各自的研究角度出发，对这一概念进行了界定。美国学者 Ansoff（1957）在研究的过程中指出，多元化经营共包括四种不同的类型，并认为多元化就是利用新的产品去开拓新市场，获取新的收益。这是多元化经营的概念首次被提出。随着相关研究的开展，西方学者充分认识到多元化经营的重要性。Edith. Penrose（1959）在研究的过程中，进一步指出，企业在维持现有生产水平的基础上，向之前没有涉及到的经营活动和产品市场扩散，例如增加企业横向生产经营单位的数量，或者纵向扩张上下游产品的一体化程度，这种行为可以称之为多元化。为了挖掘关于多元化更深层次的解释，Penrose 研究出了核心能力扩散理论。Gort（1962）指出，多元化就是一个企业从自己原有产品或业务的固定市场向不同类型的新市场的扩散过程。Rumelt（1974）认为可以根据研究方向的不同对多元化作出不同的解释，根据企业角度的不同对其多元化定义随之调整。他认为多元化是企业对自身内外部实力的有机结合之后选择的新的战略，它是企业的隐藏能力。

与国外多元化经营的研究成果相比，国内多元化经营的研究发展较为缓慢。康荣平、柯银斌（1999）通过《企业多元化经营》，认为企业多元化包括两个方面：不同行业的生产经营多元化以及不同市场的产品输出多元化。孙警（2008）认为多元化经营是指一个企业在主营行业从事经营活动的同时，还活跃在其他至少一个甚至更多的行业，能够生产提供除了原有的主营产品或服务的同时还有其他产品或服务存在的经营战略。从产品的类型而言，多元化经营可分为两种：相关多元化和非相关多元化。胡茂莉（2011）在研究的过程当中指出，多元化战略不能局限在某一产品或者是行业上，必须强调跨行业的经营和扩张。王欢等（2012）提出由于生产环境的不断变化，企业保持竞争优势变得越发困难，再加上经济全球化的巨大影响，使得企业不得不依据外部环境的变化调整适合的经营

战略。董婷婷（2015）经过研究提出形成多元化经营的方式根据企业选择的方式不同可以分为以下几种：直接跨行业并购、在主营业务的基础上开创不同行业的新业务以及采用战略联盟方式形成企业多元化。

2.1.2 绩效评价指标

（1）财务比率

Weston 和 Mansinghka（1971）在研究的过程中，对多元化经营下的绩效情况进行分析，从息前税后利润与总资产值的比值出发进行概念方面的界定。在这个研究之后，越来越多的学者开始研究类似的会计指标，验证是否能衡量公司多元化经营绩效。Rumelt（1982）指出企业可以使用净资产收益率（ROE）来衡量企业经营效果。在国外学者理论研究的基础上，姚铮、金列（2009）指出对多元化企业经营情况进行衡量的过程当中，也可以采取净利润增长率这一指标。除此之外，学者也提出了资产负债率、总资产周转率、销售收入增长率等会计指标同样可以用于评价企业的财务绩效。通过不同时期的财务比率做纵向比较来考察企业的经营业绩，能够清晰地发现企业的盈利能力增减情况，对其变动情况做出及时的反应。此外，因为相关数据来源于企业年报，相对容易获得。但是应该注意的是，企业内部的经营情况不同，在会计处理选择方面也存在或多或少的差异，例如税收政策的改变必然会给企业的经营绩效带来一定的影响，此时财务指标不能完整的反映其变动原因，这就需要从别的方面进行更深层次的解读。除此之外，财务比率评估也不能够完全反映出企业长期经营绩效方面的表现情况。

（2）托宾 Q 值

托宾 Q 值，主要指的是市场价值除以资产重置成本所获得的数据。这一数值能够准确的反映出企业绩效的情况，但是也应该在企业不受任何外部因素影响的前提下进行，也就是所谓的市场完全有效。托宾 Q 值在现实应用中有很强的优势，它是虚拟经济与实体经济之间的纽带，利用托宾 Q 值可以实时观测到两个市场，满足对经济活动研究的需要。简单来说，证券市场上企业的资产价值和形成这类资产的费用比值就是托宾 Q 值。Q 值大于 1 时，公司发行的股票的市场价值大于资本重置成本，代表着高产业投资收益率，企业发行较少的股票能买到更多的投资品，这时公司有非常强烈的变现动机。在 Q 值小于 1 时，企业的市场价值小

于资本重置成本，公司倾向于将实业资本转变为金融资本，继续持有股票或选择增持股票。

2.2 理论基础

2.2.1 市场势力理论

Edward (1955) 研究发现，就活跃度而言，多元化经营的企业在市场上相对活跃，专业化经营的企业在市场上活跃度较低。企业随着多元化的扩张，开辟了多种多样的产品市场，这些市场之间存在密切关系，继而生产的多元化产品也不是独立存在的。企业从专业化经营转型多元化经营是提升企业竞争力、分散经营风险的必然选择，而不只是为了获取来自于各个产品市场上的最大收益。通过长期实践研究，后来的学者发现获取市场势力有以下三种方法：（一）交叉补贴，利用低价战略占领市场。企业将自己多元化经营中最具竞争力的一个或者几个产品定价高于市场均价，而将一般产品的定价低于其成本，造成的利润差额可以互相平衡。（二）互相牵制，多元化经营的企业在每个产品市场都存在若干竞争对手，双方之间需要互相牵制，才不会破坏市场平衡。（三）互惠共利，企业在进入新的行业领域时为了占领市场份额，会跟同时甚至优先入场的企业达成协议，互惠互利，共同抵制新的竞争者。

市场势力理论认为企业通过并购开展新业务是为了减少竞争对手，该理论从不同的角度出发说明成功的多元化经营可以帮助企业迅速占领市场份额，提升市场地位，同时降低经营风险。

2.2.2 投资组合理论

Markowitz (1952) 创立投资组合理论，最初是用来分析在证券投资过程中，如何匹配风险与收益，使其组成最佳组合。后来学者们逐渐发现该理论适用于企业的多元化经营，认为投资组合理论可以用来解释企业的多元化经营为何能够分散风险。由于不相关的产品的现金流回收期有巨大差异，可以选择不相关的多元化业务互相补充，减少现金流的波动。专业化经营的企业不具有不同业务间可以互相弥补的缓冲机制，由于对市场的依赖性较强，相比更容易遭到非系统性风险

的影响。当行业环境发生突变时，多元化经营正是体现了经营活动之间的相关度的重要性。通常情况下，行业的跨度越大，意味着在风险分散方面的效果更加明显。综上所述，企业在经营的过程中应该更好的开展非相关多元化业务，以便能够更好地实现风险分散的目标。May（1995）在研究的过程中，对诸多企业多元化并购战略进行分析，发现公司的多元化的程度越大，股票收益率的标准差越小，这也说明多元化经营是降低企业经营风险的有效方式之一。

2.2.3 资源剩余理论

Edith. Penrose（1959）最早提出资源剩余理论的观点，在他看来企业会源源不断的带来可利用的资源，这些资源有些没有被充分利用，经过长时间的沉淀，它们被称之为企业的剩余资源。这些剩余资源是企业实施多元化战略的物质前提。与此同时，多元化经营过程中企业会产生和积累更多的剩余资源，为进一步的多元化做出铺垫。由此可见，剩余资源和多元化经营相辅相成。Teece（1980）在前人的基础上进一步挖掘出新的理论，认为就有效市场而言，企业实施多元化的同时还将承担不同产业之间的内部整合成本，将此成本与出售剩余资源带来的利润相比较，选择出能给企业带来更多收益的方式。应该注意的是，企业剩余价值资源并不是完全能够被出售的，很容易出现难以交易的问题，这也是多元化经营出现的重要原因。Matasusaka（2001）指出，任何企业在经营的过程中都会出现专业性相对集中的剩余资源，在市场范围内的交易有着一定难度，因此企业选择相关行业的多元化扩张。以上结论说明剩余资源无法交易是企业选择多元化经营的前提条件。

3 中国恒大多元化经营案例介绍

3.1 中国恒大简介

3.1.1 公司概况

中国恒大成立于上世纪 90 年代，主营房地产业务，同时也兼营物业管理等。相关业务数据显示，自上市以来，恒大已经认识到多元化布局的重要性，并迅速扩张占领市场，现阶段已经在地产、金融、体育、高科技等各个领域都有所投资和涉猎，成为综合性集团公司。截止到 2019 年底，恒大总资产已经超过了 2.21 万亿元，员工数量、纳税金额、慈善公益捐款都逐年增加，在世界 500 强中排名第 138。

3.1.2 股权结构

在长达十多年的发展过程中，中国恒大的发展成果有目共睹。在 2009 年，恒大做出了上市的决策，红筹上市的模式一定程度上实现了经营资本的获取，但是股权内部的结构错综复杂，内部的控股模式仍然由集团创始人许家印先生掌握。目前中国恒大及其子公司旗下控股的有在港交所上市的恒大健康集团、恒腾网络，于新三板上市的广州恒大淘宝俱乐部股份有限公司、恒大人寿保险有限公司、恒大高科技集团。

在对现阶段该集团内部的控股关系进行综合分析之后，可以得出实际控股权牢牢掌握在创始人手中。当然，在房地产行业的发展过程当中，该集团也进一步投资了金融健康等相关的业务，尤其还将重点发展高新科技，实现了多元化发展的全面布局。

3.2 中国恒大多元化经营产业布局

中国恒大的多元化发展历程经历了诸多的曲折，自 2009 年上市以来，该企业逐步制定了多元化发展的目标，不仅将发展重点放在房地产这一行业，还将文化旅游产业等都纳入到考虑的范围内，与之相对应的多元化进程也得到了一定的

发展，本文对其发展的进程进行了时间方面的梳理。

（1）体育产业

2009 年开始，恒大进入到体育行业。作为当时全国范围内少数进入体育行业的房地产公司，恒大在体育产业发展的过程中，最先选择排球和足球，先是注册女排俱乐部，紧接着 2010 年，恒大买下广州足球俱乐部，2014 年改名为“恒大淘宝足球俱乐部”，2015 年 6 月在新三板成功上市。

（2）文化旅游产业

2010 年 11 月，中国恒大注资人民币 10 亿元成立了恒大文化产业集团。2015 年 12 月挂牌新三板上市，成为国内唯一有效整合发行、音乐等相关业务的集团化大公司，搭建起了文化娱乐全产业链的运营框架，号称“中国综合性文化产业第一股”。然而上市一年时间不到恒大文化便宣布在新三板终止挂牌，传统的文化产业转向了文化旅游。

伴随着国民收入的持续增长，人们的消费观念也在升级，在物质生活得到满足之后开始追求更高层次的精神生活，从而衍生出了旅游市场。由于外出旅游的人数每年都在大幅度增加，且旅游项目的开发与地产之间有着紧密的联系，使得蓬勃发展的旅游业能够为房地产行业的后期发展提供一定的动力。作为国内大型房地产企业之一，恒大充分把握了这一机会，实现了度假亲子等相关的需求之间的相互结合，进一步满足消费者多元化和个性化的需求，在不同群体之间建立起紧密联系。同时，根据目标市场的需求调整做好合理发展的多元化布局。在此背景下，恒大先后建立“恒大童世界”、“海南海花岛”等诸多的项目，同时旅游集团的成立是该企业在多元化布局过程中取得的巨大成就，恒大将在旅游产业上持续投入资源。

（3）快消品产业

恒大冰泉首次成立于 2013 年，并在当年顺利地推入市场，发展到 2014 年后，恒大又建立起与之相关的粮油和乳制品企业，截止 2015 年恒大在快消品市场夺得一席之地。恒大的快消品产业尤其恒大冰泉一经问世就在市场上达到了巅峰，但快消品行业的布局扩张速度过快，投入资金过多，带来的收益没有达到预期，最终宣告失败。2016 年 9 月恒大发布公告，宣称全面出售矿泉水、粮油及乳制品业务，彻底退出快消品产业。

（4）金融产业

2014 年是恒大开启全面布局多元化的一年，继体育、文化旅游业之后，恒大通过收购等方式紧锣密鼓的在金融行业展开扩张。当年 1 月，恒大为了入股华夏银行，耗资 33.025 亿元，最终成为其第五大股东；2015 年 11 月，恒大斥资 39.9 亿元收购中新大东方人寿保险 50%的股权，成为第一大股东，收购完成后将其更名为“恒大人寿保险有限公司”，目前恒大人寿已跻身全国寿险 12 强，总资产超 2500 亿元；同月，恒大金融控股集团成立，在发展的过程当中又建立了诸多子公司，通过收购的方式实现了资产数额的不断提高。2016 年 4 月，恒大收购了盛京银行的部分股份。

（5）健康养生产业

对于健康行业的发展模式，中国恒大采取了跟旅游业类似的策略，即坚持目标市场精准定位，在创造需求的过程中，最大地发挥消费者的引领作用，实现了地产与服务之间的相互结合，并且配备齐全的配套设施，科学化发展。2015 年 2 月，恒大为了搭建发展健康养生产业的平台，斥资人民币 9.5 亿元收购新传媒，以 74.99%的股份成为它的大股东；2015 年 5 月，恒大健康在香港上市，该企业是恒大集团旗下集博鳌恒大国际医院、恒大养老院、全龄化健康管理服务等业务为一体的综合健康产业集团，涉及互联网社区医院、医学美容及抗衰老、专科康复、多元化养老、新型国际医院等不同领域。

（6）高科技产业

在对现阶段多元化产业整体的布局情况进行综合分析之后发现，过去这一年是中国恒大高科技产业发展的黄金时期。2018 年 4 月，恒大通过与中科院签署合作协议的途径，实现了高科技产业的全面发展目标。双方之间的合作有助于促进恒大庞大的资本实力充分发挥作用，同时能够更好地利用中科院的科研优势和人才优势，实现社会资本与国家战略科技之间的相互结合。这次合作成为我国政府政策落实过程中值得鼓励 and 学习的典范。数据调查显示，现阶段首批的六个合作项目已经签约落地，整体的投资金额已经达到了 46 亿元。在产业化为主的基础上，孵化为辅，能够促进优秀科研成果向产品转化效率的进一步提高，为高新技术产业的发展打下坚实的基础。2018 年 6 月通过收购 Smart King 公司股权，成为 FF 的大股东。

广汇集团拥有全球规模最大的汽车销售渠道，为此，2018年9月，恒大入股该集团，成为它第二大股东，迈出了在新能源汽车产业布局上的第一步。2019年1月15日，恒大又收购NEVS 51%的股权，在电动车研发和制造过程当中取得了一定的成就；同时，恒大入股卡耐新能源，成为第一大股东。卡耐新能源汽车由中日双方共同创立，拥有较强的科研能力，在电池产量和装机量方面位居世界前列。

（7）其他产业

随着互联网在人们工作、生活中的作用日益凸显，在2015年，恒大和腾讯共同出资打造了一家互联网服务整合运营商——恒腾网络，它是依靠互联网科技发展的流媒体公司，旗下有国内用户数量最多的长视频平台，即南瓜电影。截止2019年底，实名注册会员人数达到3600多万。恒腾网络还拥有国内数一数二的影视制作公司儒意影业，在影视制作和IP开发上在行业内占据领先地位。此外，恒腾网络以平台思维整合了互联网家居、互联网材料两大核心业务，为我国4.5亿家庭提供了更美好的家居生活体验。截至2019年6月30日，恒腾网络业务已覆盖全国180多个城市开展互联网家居业务，为累计超16万户业主提供家居设计方案。

3.3 中国恒大多元化经营程度分析

在对企业多元化战略经营的不同方面进行分析之后发现，立足于企业发展战略，可以将多元化划分为四种类型，首先是平行多元化，其次是垂直一体化，第三是混合型多元化，最后是同心圆多元化，这种方法是由Ansoff（1965）首先在他的著作《企业战略》一书中提出的。基于此，L. Wrigley（1970）通过专业化率对企业的多元化程度进行综合的衡量，他认为主营业务收入在总销售中所占的比重是衡量企业多元化划分类别的重要依据，多元化程度包括四种类型，如下所示。

表 3.1 企业多元化经营分类表

产品营业额占营业总额比重 (SR)	多元化类型	多元化程度
$SR \geq 95\%$	单一产品	单一化
$70\% \leq SR < 95\%$	主导产品	低度
$SR < 70\%$ 产品相关	相关多元化	中度
$SR < 70\%$ 产品无关	非相关多元化	高度

根据表 3.1，企业多元化的类型包括三种。在此理论指导下，进一步作出以下分析：

表 3.2 中国恒大专业化率 单位：亿元

年份	营业总额	房地产营业额	多元化产业营业额	SR
2008	360.70	349.55	11.15	96.91%
2009	572.30	504.22	68.08	88.10%
2010	458.01	453.40	4.61	98.99%
2011	619.18	604.74	14.44	97.67%
2012	652.61	635.07	17.54	97.31%
2013	936.72	922.53	14.19	98.49%
2014	1113.98	1074.42	39.56	96.45%
2015	1331.30	1264.54	66.76	94.99%
2016	2114.44	2038.92	75.52	96.43%
2017	3110.22	3023.88	86.34	97.22%
2018	4661.96	4527.53	134.43	97.12%
2019	4925.36	4645.61	279.75	94.32%

数据来源：根据年报整理

自 2009 年上市以来，中国恒大同时开始了多元化布局。2009 年 4 月成立了广东恒大女排俱乐部，以全新模式开创了我国排球俱乐部脱离政府管控独立发展的先河，迈出了多元化经营的第一步。2009 年 5 月在第一场与广东女排的对抗赛中，恒大女排以 3 比 2 胜出，自此开始的一系列对抗赛都由地方或国家的新闻

媒体现场直播，最大限度的利用了传媒对赛事的积极宣传作用。由表 3.2 可以看出，2009 年恒大的多元化营业额提升幅度较大，专业化率下降明显，女排俱乐部功不可没。但 2010 年起，纵观恒大的专业化比率，每年都高于 95%，说明这几年加入的足球俱乐部、文化旅游产业、快消品产业及金融产业等板块并没有给恒大带来明显的收益，因为恒大不全是通过并购实现的扩张，企业发展全新的业务单元，从投资建设到实现利润增长需要一个很长的成长阶段。从涉及的业务数量来看，恒大一直在积极地尝试其他非相关业务，但是主要经营的房地产业务仍然是现阶段中国恒大收入的重要来源。2018 年到 2019 年，多元化产业的营业额翻倍增长，达到近 280 亿元，该项数据表明经过十年的不断尝试，恒大由单一的专业化经营过度成为主导产品型的多元化经营企业，多元化战略使企业获得了新的利润来源。

4 中国恒大多元化经营的动因

在对企业现阶段发展的生命周期情况进行研究之后,可以发现处于成长或者是成熟期的企业必然会面临着资源配置的各种问题。如果企业一味的选择专业化经营,随着企业的发展,会出现后期资源积累过剩的现象。伴随着如何利用剩余资源实现企业效益的最大化的问题,多元化经营应运而生。对企业选择多元化经营的动因进行深入分析和研究,有助于实现内部资源优化配置的目标,提高剩余资源的利用程度,并且找准市场的盈利点。企业资源的配置,能够给多元化经营策略的选择带来深远的影响。研究多元化经营的动因,有益于把控企业实施多元化战略的合理性。在诸多行业类型中,房地产行业本身的特殊性不容忽视,因此,要研究企业多元化经营的动因,应该立足于市场势力理论、投资组合理论以及资源剩余理论进行综合的分析。

4.1 提升企业竞争力

在研究企业发展态势的过程中,有学者提出了生命周期理论,将企业的动态发展划分为四个阶段,首先是创立初期,其次是成长期,接着进入到成熟期,最后是衰退期。任何企业都必须经历上述四个部分。通常情况下,企业进入到成熟阶段之后,企业规模较大,市场占有率较高,此时企业可能会出现经营效率降低等问题,缺乏发展活力和竞争力,企业主营业务的市场份额也难以进一步扩张。当前房地产行业的发展状况已经度过了创立阶段和成长阶段,进入了成熟期,企业增长速度变缓,主业发展相对稳定,甚至在一些区域出现了衰退的趋势。

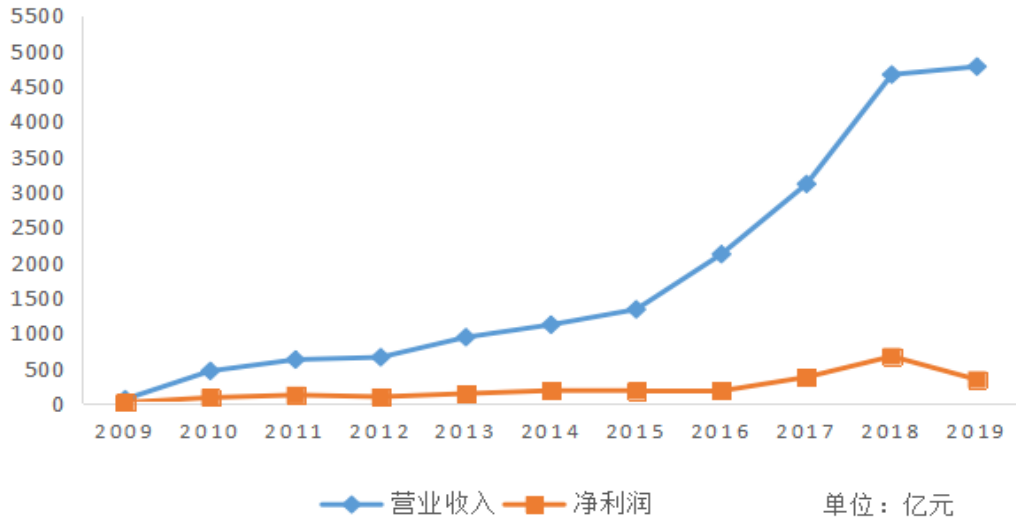


图 4.1 中国恒大自上市以来营业收入及净利润增长情况

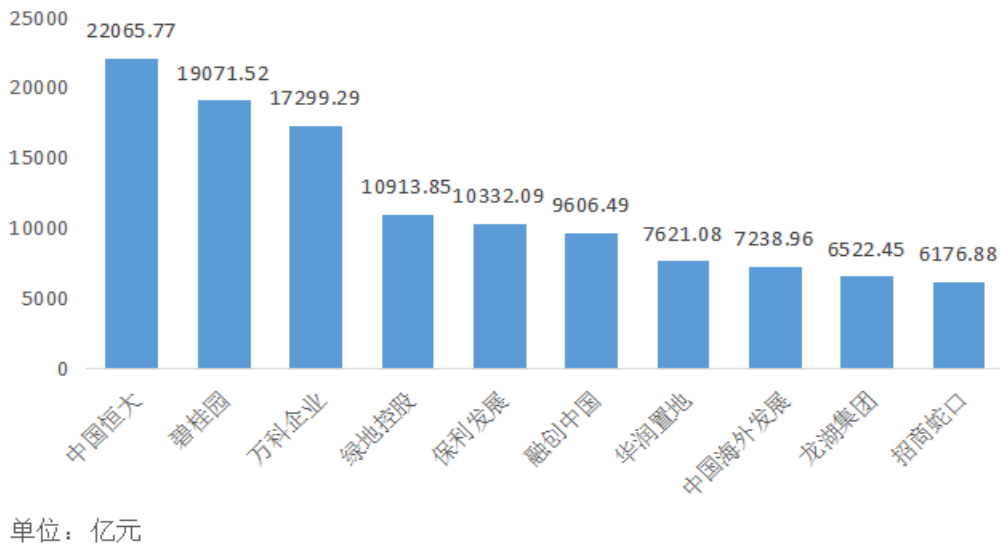


图 4.2 2019 年底房地产行业前十大房企总资产规模

从图 4.1 和图 4.2 可以看出，2009 年恒大在港交所上市后，企业的营业额和净利润不断提高，在 2017 年营业额已经超过了 3000 亿元人民币。2019 年，不管是净利润还是营业额已经处于业界领先地位。同年，在已经上市的房地产企业中，恒大总资产规模位居第一。根据企业生命周期理论对恒大发展情况进行综合分析，可以发现 2014 年起，恒大无论是在财务数据还是企业规模方面都已经逐渐成熟，要想保持企业利润的稳定增长，就必须建立在多元化发展路径的基础上才能够实现，给公司管理者关于多元化战略制定提出了更高的要求。纵观现如

今的房地产行业格局，近些年来碧桂园发展势头迅猛，年销售额挤进了国内地产行业前三，在房地产行业位居领先地位。万达及万科等房地产曾凭借着自身的各种优势成为了行业内部的佼佼者。企业规模日渐庞大、发展速度变缓必然会导致内部的竞争情况越来越激烈，在这个过程中，中国恒大必须要认识到多元化经营战略的重要性，提升企业竞争力，寻求新的利润渠道。

4.2 分散企业经营风险

在企业发展的过程当中，两个因素会对企业绩效带来影响，第一是外部的宏观环境，第二是内部的治理水平和企业的管理效率。在经济飞速发展的时代，外部市场环境的变化对于某个具体行业的冲击不容忽视，内部管理水平的提升也刻不容缓。企业需要提前采取措施来规避内外部环境带来的各种不确定风险。

对我国现阶段政策发展情况与地产之间的相互关系进行研究分析之后发现，政策的波动必然会影响企业的经营业绩。近几年来，政府认识到对房地产行业进行宏观调控的重要性，并且出台了多种举措，从限购到银行放贷的减少等，表明政府虽房地产行业的管理日趋严格。相继出台的政策也会使得房地产市场在发展过程中面对各种各样的问题和挑战，对其造成巨大冲击。因此，中国恒大作为全国范围内排名靠前的企业，如果不能避免政策带来的隐患，会影响到后期业务的发展，导致出现经营风险。

从市场方面来看，在土地资源不可再生的情况下，我国人口基数巨大导致人多地少的现象普遍存在，人均占地面积少，房地产行业在全国范围内争抢地盘的同时行业内部竞争亦是异常激烈。市场的集中度越来越高，对房地产行业的长久发展造成负面影响。综上所述，在资源有限的环境下，同行业的竞争情况越来越激烈，必然会给房地产行业的可持续发展带来威胁。

从企业内部来看，中国恒大未完工的房地产开发项目所占比例很大，该企业的资产负债率亦是居高不下，随着短期和长期借款的比重不断提高，恒大的偿债压力越来越大。房地产业务的开发项目越多，资金回收期越长，如果出现了现金流管理不当的问题，资金就会出现短缺，势必给公司的长远发展带来严重的影响。

因此，恒大无论是从外部还是从内部角度分析，都存在着一定的经营风险。多元化业务发展能够实现分散经营风险的目标，是企业规避风险的有效手段。中

国恒大在投资组合理论的指导之下，希望能够通过业务的多元化发展将风险控制一定范围内，将有限的资源投入到更多的产业中去，减少经营风险。只有这样才能更好的稳定现金流，体现多元化战略的价值和意义。

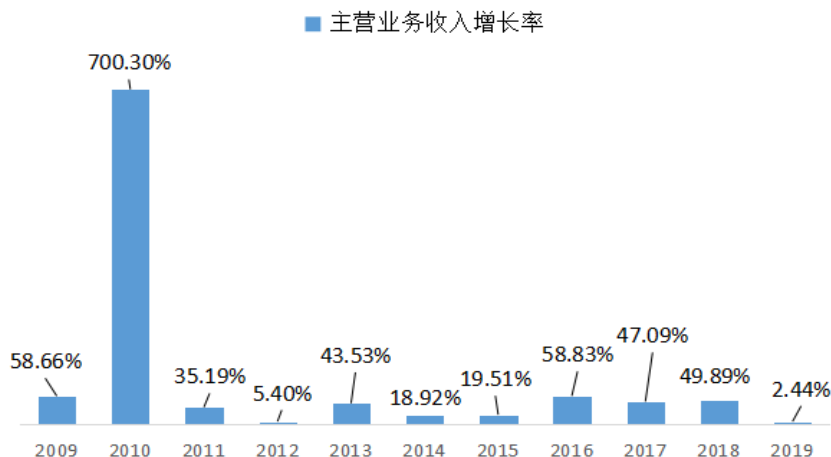


图 4.3 中国恒大主营业务收入增长率

从图 4.3 可以看出，恒大自上市以来，主营业务房地产板块的收入增长率飘忽不定，这跟市场政策及自身的经营状况有很大的关系，自 2016 年起，主营业务收入总体呈下降趋势，主业发展遭遇瓶颈，此时再去争夺地产市场可能得不偿失，竞争对手的不断加入使得利润空间越来越小，开辟更有价值的新业务才是恒大更明智的选择。

4.3 充分利用剩余资源

随着企业的不断发展，生产技术的提高、管理方法的优化、员工素质的提升等因素会使企业出现资源闲置的现象，为了避免闲置资源的浪费情况，企业通过开拓新市场和开展新业务等方式对这些未能被充分利用的资源重新配置，不仅有利于实现企业利润的增长，同时能够促进企业抵御风险能力的提高，从而提升企业价值。在这里所说的闲置资源，不仅包括企业所拥有的资产、员工等有形资源，还包括技术、商誉以及管理经验等无形资源。企业要实现跨行业发展，拥有丰富的剩余资源是必不可少的，它是企业多元化经营的前提。

在对恒大发展情况进行研究分析之后，就剩余资源而言，可以得出其不仅拥

有充足的无形资源，比如高标准的管理模式、企业文化、品牌效应等，还积累了资金等丰富的有形资源，能够为后期多元化经营战略的实现提供一定的保障。

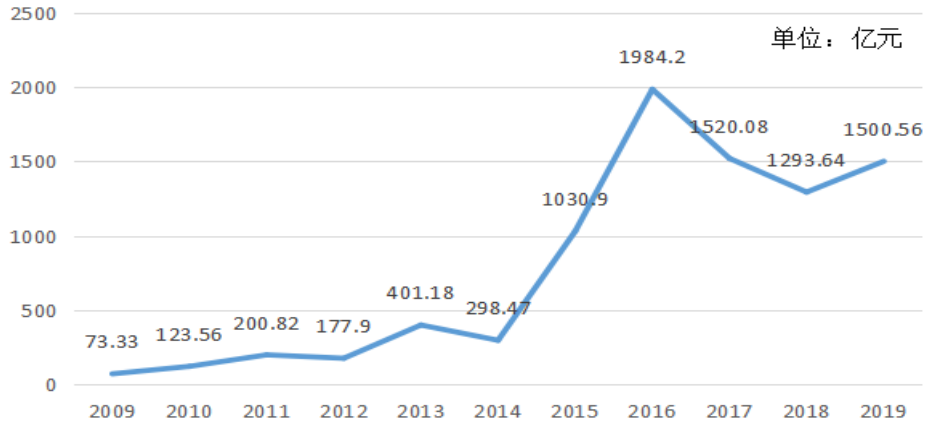


图 4.4 现金及现金等价物期末余额趋势

根据图 4.4，在长期的经营过程中，恒大上市十年来已经实现了剩余资源的积累，尤其是在 2014 年开始，现金及现金等价物期末余额有了较大的增长，这是因为恒大一直奉行“现金为王”的稳定财务政策，也说明可支配的资金充足。但是 2016 年开始现金及现金等价物有所下降，这与恒大 2016 年出资 362.73 亿元收购万科，2017 年以亏损 70 亿元售出有关，也与 2017 年恒大开始向“三低一高”的发展模式转型有关。剩余资源的充分利用是企业多元化战略的落实必要前提，立足于现金流角度可以得出，恒大有能力实施多元化经营。

5 中国恒大多元化经营绩效分析

为了进一步评价中国恒大多元化实施的效果,本文利用相关财务指标进行全面分析,探究多元化经营与企业绩效之间的关系。

5.1 多元化经营与单一经营的财务指标对比分析

首先,本文选取中国恒大 2011 年至 2019 年的财务报表数据进行纵向对比,分析多元化业务的扩张是否给企业绩效带来了影响。其次,本文选择同行业中专营地产业务的融创中国作为对比企业对恒大的财务绩效进行横向对比分析。在此,对融创中国做简单介绍。

融创中国控股有限公司成立于 2003 年,2010 年在港交所上市,最早在天津、北京等地区做地产相关的项目,短时间内拿下了京津地区的房地产市场。同时也凭借北京、重庆等地核心项目的研发成功,为后期的城市战略布局愿景打下了坚实的基础,使得融创中国在房地产行业长久发展有了重要支撑。从 2003 年开始,融创中国的销售额已经超过了 700 多亿元,在房地产开发行业销售排行榜中位居前十名。自 2014 年以来,该企业内部的销售业绩呈现出突飞猛进的发展态势,2016 年销售额已经突破了 1000 亿,到 2019 年更是取得了 5000 多亿元的销售业绩,在房地产开发企业中位居第四,成为排名前五的房地产企业中增长速度最快的企业。融创中国将房地产作为核心主业,业务范围覆盖以地产开发为中心的物业服务、会议会展、旅游度假、主题乐园、酒店运营等诸多领域。

5.1.1 盈利能力分析

(1) 盈利能力指标纵向对比

盈利能力指标能够最直接的体现日常经营活动能否给企业带来收益,是考察企业财务绩效的最重要指标之一。本文为了对中国恒大的盈利能力做出更加客观正确的评价选取了三个指标,具体包括以下内容。

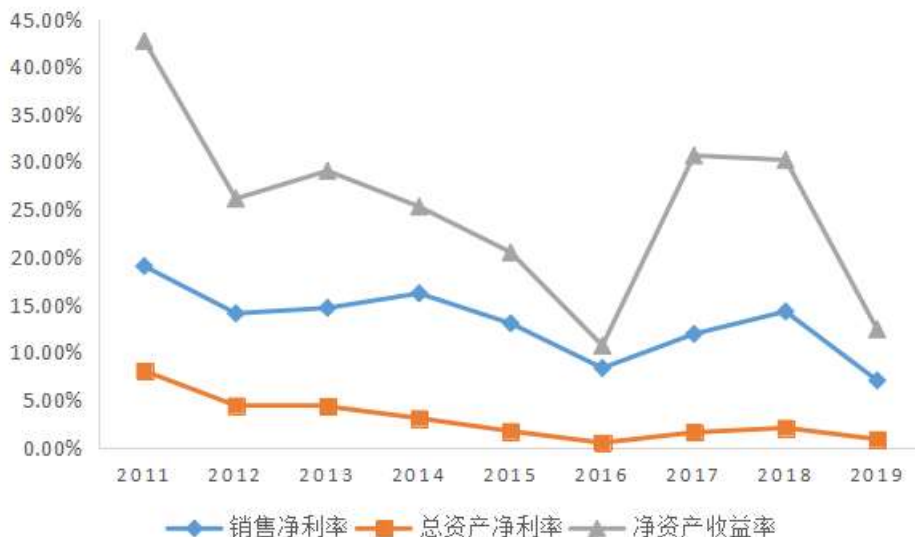


图 5.1 中国恒大 2011-2019 盈利能力变化趋势图

根据图 5.1，在对上述数据情况进行分析之后可以发现，中国恒大的三大盈利能力指标都处于波动下降状态。从外部因素来分析，这是由于次贷危机的影响，我国的房地产市场大崩盘，2008 年底国家出台了 4 万亿政策刺激市场回温，使得房地产行业飞速发展。房价的过快增长违背了经济发展客观规律，为了抑制房价，2011 年我国不得不引入了更加严格的房地产调控政策，恒大的盈利能力也受到影响，利润空间缩小。为此恒大只能通过多元化扩张另辟蹊径，寻找新的市场来获取利润。从企业内部来讲，由于恒大在 2009 年开始，向除地产以外的全新行业注入资金，导致自身的盈利能力被削弱，综上所述，国家宏观政策方面的调整以及政策的波动同时影响了恒大的盈利水平。

2012 年之后恒大的盈利能力又有所回升，这是由于 2012 年之前恒大的地产大多集中在非一线城市，主业收益能力不足，由企业年报可知，自 2013 年开始，恒大 80% 以上的投资都转向了一二线城市，资产的利润率较高。在此之后，恒大又着手推出了恒大冰泉以及粮油乳制品产业，且恒大文化产业集团在新三板挂牌上市。开始全面多元化经营之后，恒大投入了大量的人力、财力、物力，占用了过多的剩余资源，进入新行业带来的短期效应并未对其盈利指标带来长远的改变，恒大的净利润开始降低。直至 2016 年开始，三大盈利能力指标均由下降变为增长趋势，这是因为恒大抛售了快消品产业，恒大文化也在不到一年的时间内终止挂牌，多元化程度的缩减使得恒大的盈利能力有所回升。而 2019 年三大指

标再一次下降，由企业年报得知，是因为当年交楼结转了售价较低的清尾销售楼宇，导致交楼单价下降，进一步影响到企业利润大幅度减少。

(2) 盈利能力指标横向对比

表 5.1 恒大与融创盈利能力对比

盈利能力	销售净利率		总资产净利率		净资产收益率	
	恒大	融创	恒大	融创	恒大	融创
2015	13.02%	15.68%	1.70%	2.89%	20.48%	18.65%
2016	8.33%	8.31%	0.48%	1.21%	10.69%	11.72%
2017	11.91%	17.71%	1.57%	2.40%	30.65%	32.81%
2018	14.27%	13.98%	2.05%	2.47%	30.18%	32.92%
2019	7.02%	16.63%	0.85%	3.10%	12.40%	37.21%

数据来源：根据东方财富网及年报整理

通过表 5.1 可以发现，恒大实施多元化战略之后，三个盈利指标都明显下降，低于专业经营房地产业务的融创中国，多元化程度缩减之后的指标与融创中国持平，这说明多元化经营给企业盈利能力的增长提供的动力不足，甚至起到了相反的作用。

2015 年至 2019 年，恒大与融创的销售净利率差距较大。地产行业一般通过出售房屋来实现盈利，融创专注于发展其主营业务房地产，三大指标都呈上升趋势。恒大地产的销售状况良好，并且将重点放在上海、北京等一线城市，主营业务收入得到提高。但是个别多元化产业亏损较多，产生了负面效应，导致恒大整体的盈利能力涨幅不是很明显。快消品的抛售、文化产业的停牌说明了企业在多元化布局方面存在扩张过快、考虑不全面的问题。

表 5.2 恒大冰泉经营业绩 单位：亿元

	营业收入	销售费用	净利润
2013	0.35	25.27	-5.53
2014	9.67	32.49	-28.39
2015	11.83	10.75	0.58

数据来源：根据企业年报整理

从表 5.2 可以看出，恒大冰泉自问世以来销售费用居高不下，是因为作为快消品行业，恒大冰泉在推向市场的过程中需要大量的推广费来维持它的热度，但是营业收入并没有因此得到显著提升，导致产生巨额亏损，净利润呈负值状态，对恒大的盈利能力也产生了不利影响。由于业绩不佳，恒大在 2016 年将矿泉水业务出售，恒大冰泉最终以失败告终。

表 5.3 恒大文化产业集团经营业绩 单位：亿元

	总收入	净利润	扣除非经常性损益净利润
2013	0.83	-1.24	-1.27
2014	1.36	8.78	-0.77
2015	2.01	6.89	-0.67

数据来源：根据年报整理

2013 年恒大文化产业集团还处于起步阶段，未能实现盈利，净利润为负值。通过表 5.3 可以看出，企业总收入在三年间不断增加，并在 2014 年扭亏为盈。但是分析恒大文化的年报发现，该企业扣除非经常性损益净利润一直为负值，这是因为恒大文化的非经常性损益是通过投资其他上市公司获取，并不是来自于它的主营业务文化产业。由此可见，恒大文化产业集团并未对中国恒大的盈利能力带来正面影响。

5.1.2 营运能力分析

营运能力体现了企业对其现有资产的利用效率。本节采用总资产周转率、存

货周转率、应收账款周转率来分析中国恒大多元化之后的经营效率。

(1) 营运能力指标纵向对比

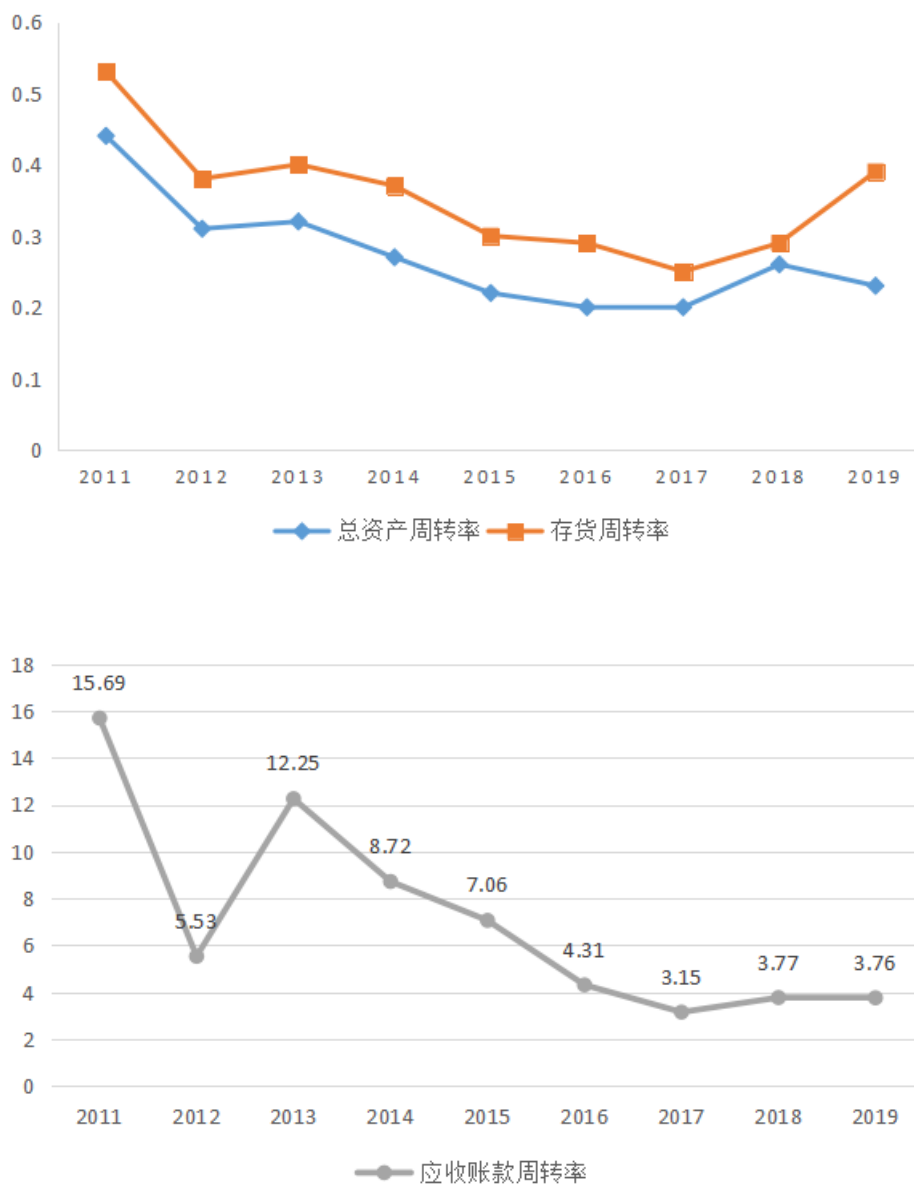


图 5.2 中国恒大 2011-2019 营运能力变化趋势图

中国恒大希望通过多元化经营提高企业的资源利用效率，从而增强竞争力。但是从图 5.2 可以看出，从 2014 年多元化全面经营开始，中国恒大的总资产周转率、存货周转率及应收账款周转率呈下降趋势。总资产周转率和存货周转率在 2017 年有所回升，是因为快消品等不良多元化产业的抛售。2013 年开始，应收

账款周转率一路下降,意味着公司内部的资产变现速度越来越缓慢,这与流动资产被新产业过度占用,且应收账款周转速度得不到必要的保障有关。近几年来,恒大整体的多元化倾向十分明显,却忽视了与之相对应的应收账款回收问题,导致周转率下降的问题长期存在,资金的利用率降低,企业的营运能力受到影响。存货周转率增减走势于2017年到达最低点(0.25次),这也表明恒大的主营业务销售情况不容乐观,多元化战略的实施,导致企业忽视了主营业务的发展。2018年总资产周转率达0.26次,总资产规模与销售水平之间相对均衡。

(2) 营运能力指标横向对比

表 5.4 恒大与融创营运能力对比

营运能力	总资产周转率		存货周转率		应收账款周转率	
	恒大	融创	恒大	融创	恒大	融创
2015	0.22	0.39	0.30	0.56	7.06	0.14
2016	0.20	0.34	0.29	0.55	4.31	0.20
2017	0.20	0.28	0.25	0.45	3.15	0.41
2018	0.26	0.23	0.29	0.30	3.77	0.92
2019	0.23	0.24	0.39	0.33	3.76	1.33

数据来源:东方财富网

根据表 5.4,总资产周转率与单一经营企业相比,中国恒大的数据仍然保持在较低的水平。从 2015 年开始,多元化战略的不断落实,使得恒大的资产周转率与融创始终存在着不小的差距。2018 年,总资产周转率已经达到历史最高,但是与单一经营企业相比仍然处于较低的阶段。存货周转率在 2019 年之前都低于融创中国,且差距较大,说明多元化经营以来,恒大的存货周转速度及管理效率低于单一经营的融创,企业的变现能力较差,后期可能会面对资金短缺等问题。应收账款周转率是高于融创的,这说明恒大在逐步向“三低一高”的全新模式发展。总体来说,自实行多元化布局以来,恒大相对于融创而言,营运能力不占优势。

5.1.3 偿债能力分析

本文在研究的过程当中选取了资产负债率等相关指标,对中国恒大多元化战略实施前后的偿债能力等情况进行综合的衡量,分别从长期、短期偿债能力两个方面分析恒大的资本结构,考察恒大是否合理的利用了财务杠杆。

(1) 偿债能力指标纵向对比

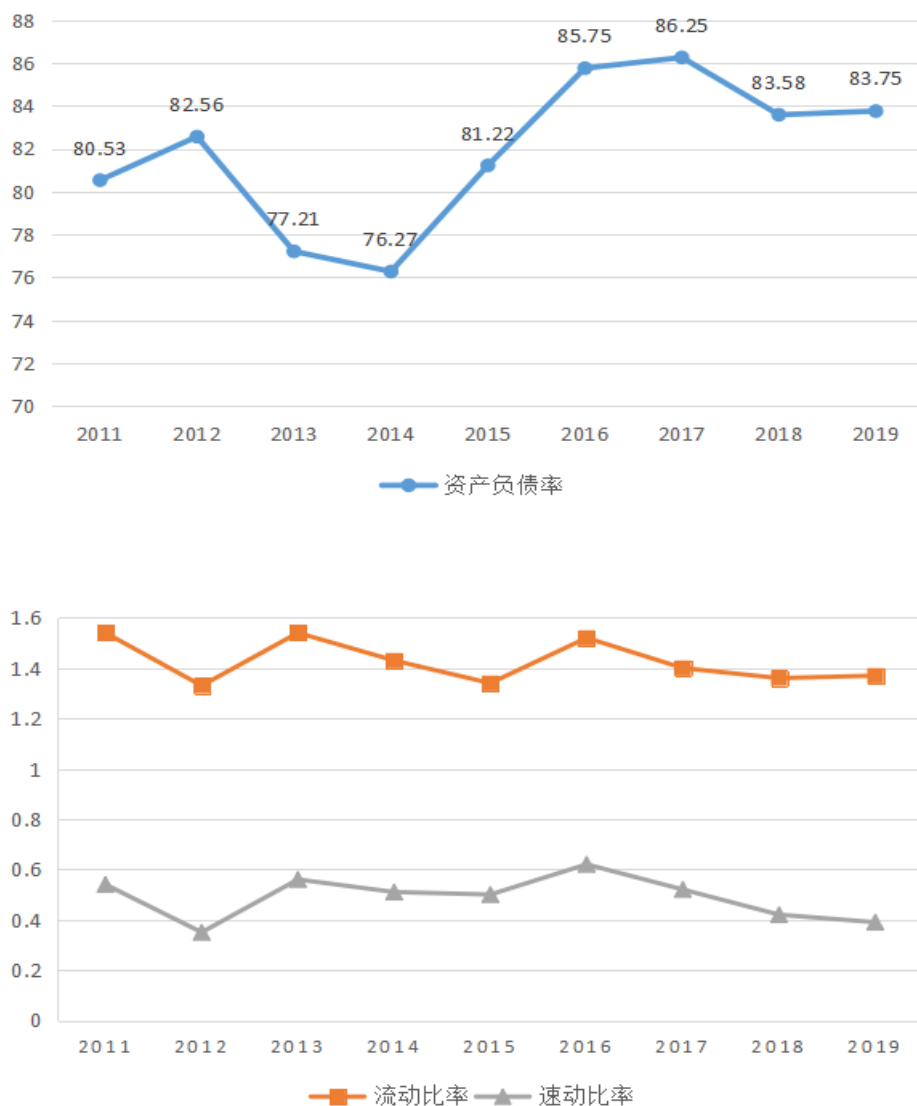


图 5.3 中国恒大 2011-2019 偿债能力变化趋势图

房地产行业相比于其他行业而言,企业买地时大部分资金来源于借款,基本是先借债买地,然后卖房还款的模式实现现金流的循环,所以土地储备越多负债

率往往越高。因此普遍存在较高的负债水平，而实施了多元化经营的中国恒大在 2017 年度的资产负债率更是高达 86.25%，处于高杠杆状态。从图 5.3 可以看出，中国恒大在 2014 年多元化全面布局之前资产负债率先上升后下降，是因为 2013 年恒大出售项目股权、采用永续债融资，2013 年发行的永续债使得恒大的资产负债率下降，长期偿债能力得到提升。2014 年中国恒大开始了多元化的战略布局，不同行业的扩张会导致资金被过多占用的问题出现，相应的成本增加就成为必然的结果，负债比例有所上升。在多元化程度不断扩张的背景之下，之前布局的多元化开始收回部分资金，偿债能力得以缓解。数据调查显示，由于 2016 年剔除了快消品产业，2018 年企业内部的资产负债率有所下降，2017 年还清永续债，发展进入到 2018 年，布局初步落成，前期投入的资金开始回流，恒大的偿债能力得到改善。总体来说多元化之后资产负债率比单一经营的时候要高，企业偿债能力有所下降。

就短期偿债能力而言，流动比率通常为 2 时比较适宜，而房地产行业由于其特殊性，平均流动比率为 1.79；速动比率通常为 1 时比较适宜，房地产行业的平均速动比率为 0.45。由图 5.3 可以看出，恒大的流动比率始终保持在相对稳定的范围内，存在小幅度的波动，低于行业均值，企业流动资产变现能力较弱。速动比率介于 0.2 和 0.6 之间，尤其近两年呈下降趋势，亦低于行业均值，说明恒大的短期偿债能力偏弱，而且这几年没有得到改善。2015 年恒大健康和恒大淘宝足球俱乐部分别在香港和新三板分拆上市，从表中可以看出分拆后的流动比率由 2015 年的 1.34 提高到了 2016 年的 1.52，速动比率由 2015 年的 0.5 增加到了 2016 年的 0.62，都呈现出上升趋势。由于 2016 年之后集团多元化经营逐渐成熟，多产业布局增加，资金占用较大，短期偿债能力有所下降。综上所述，恒大的短期偿债能力弱，资金流动性不强，很容易形成恶性循环，对企业绩效不利，进而对企业筹资能力产生负面影响，形成筹资风险。

（2）偿债能力指标横向对比

表 5.5 恒大与融创偿债能力对比

偿债能力	资产负债率		流动比率		速动比率	
	恒大	融创	恒大	融创	恒大	融创
2015	81.22	83.19	1.34	1.45	0.50	0.56
2016	85.75	87.92	1.52	1.50	0.62	0.66
2017	86.25	90.27	1.40	1.47	0.52	0.50
2018	83.58	89.80	1.36	1.58	0.42	0.52
2019	83.75	88.12	1.37	1.39	0.39	0.48

数据来源：根据年报及东方财富网整理

从表 5.5 可得出，虽然恒大的多元化布局使企业的资产负债率有所上升，但在 2015 年到 2019 年仍低于融创中国，就长期偿债能力来看，恒大略胜一筹。短期而言，恒大的流动比率、速动比率整体水平均低于单一经营的融创中国，且低于行业均值，表明在以房地产销售为核心、多元化发展为辅的发展战略下，多元化经营使恒大的短期偿债能力有所衰减。

5.1.4 成长能力分析

本文选取营业收入增长率、总资产增长率以及净利润增长率三个指标代表企业的成长能力，对中国恒大进行多元化布局以后的资产规模、利润增长等方面进行评价。

(1) 成长能力指标纵向对比

表 5.6 中国恒大 2011-2019 成长能力变化趋势表

	营业收入增长率	总资产增长率	净利润增长率
2011	35.19	71.39	46.85
2012	5.4	33.5	-22.09
2013	43.53	45.67	49.3
2014	18.92	36.28	31.42
2015	19.51	59.56	-3.57
2016	58.83	78.44	1.6

续表 5.6 中国恒大 2011-2019 成长能力变化趋势表

	营业收入增长率	总资产增长率	净利润增长率
2017	47.09	30.42	110.3
2018	49.89	6.82	79.62
2019	2.44	17.55	-49.6

数据来源：根据企业年报整理

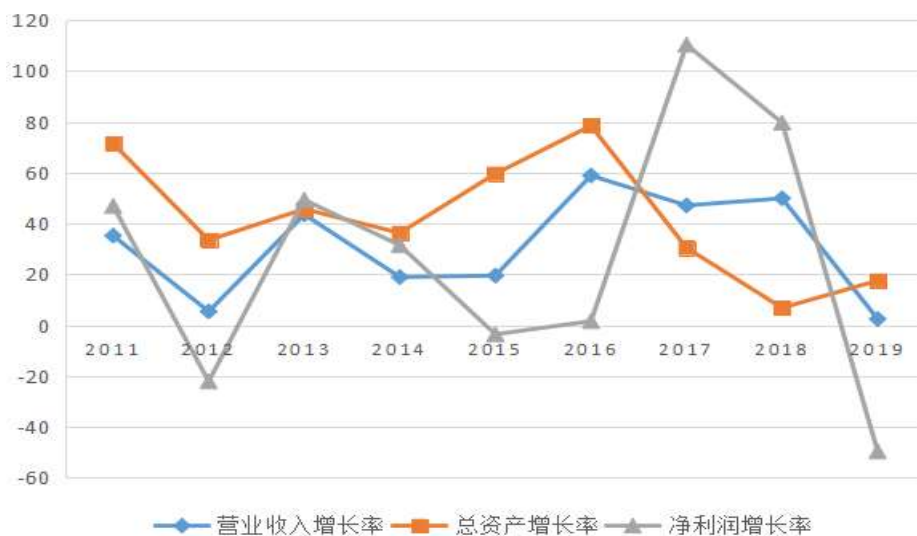


图 5.4 中国恒大 2011-2019 成长能力变化趋势图

上图 5.4 所示，2011 年至 2019 年恒大总资产增长率呈现波动起伏的趋势，由于多元化布局一直扩张，总资产在 2014 年至 2016 年期间持续增长，2016 年出售了恒大冰泉等快消产业，总资产开始下降，2018 年进军高科技产业再度上涨。总资产规模随着多元化的扩张或者缩减而变化。在 2011 年到 2015 年，恒大营业收入的指标波动较大，但营业收入增长率大于零。2014 年开始，在多元化经营的布局下，营业收入增长率更是持续增加。在 2015 年到 2017 年间，恒大的净利润增长率始终保持在较高的水平，但是在 2019 年出现了负增长的问题，是由于当年清尾楼宇的出售使得企业的营业收入和利润暴跌。但是，恒大储备的土地遍布各大省，房产项目优异，为企业未来业绩提供了强有力的保障。综上所述，多元化布局以来，中国恒大的资产规模得到扩张，营业收入小幅度波动但有所上升，利润率不稳定。

(2) 成长能力指标横向对比

表 5.7 恒大与融创成长能力对比

成长能力	营业收入增长率		总资产增长率		净利润增长率	
	恒大	融创	恒大	融创	恒大	融创
2015	19.51	14.22	59.56	2.80	-3.57	11.60
2016	58.83	18.79	78.44	153.82	1.6	-18.57
2017	47.09	44.91	30.42	112.53	110.3	297.00
2018	49.89	37.60	6.82	15.01	79.62	49.56
2019	2.44	35.73	17.55	34.05	-49.6	61.40

数据来源：根据年报和东方财富网整理

由表 5.7 可以看出，在多元化战略扩张之后，恒大的营业收入增长比率与融创中国相比，逐渐处于优势地位，然而总资产增长率和净利润增长率低于融创中国。

5.2 财务绩效影响原因分析

通过上文的横向与纵向对比发现，自恒大开始多元化扩张以来，它的盈利能力及偿债能力波动下降，营运能力和成长能力也没有得到明显改善，与同行业单一经营企业相比，甚至出现落后趋势。究竟是主营房地产业务业绩不佳导致财务绩效下降，还是多元化业务拖累了企业整体业绩，本文根据恒大现有各多元化板块公布的数据对其经营状况做出深入分析，探究恒大财务绩效下降的真正原因。

(1) 恒大淘宝足球俱乐部

表 5.8 恒大淘宝足球俱乐部经营业绩 单位：亿元

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
营业收入	4.13	3.43	3.81	5.61	5.28	6.03	9.49
营业成本	9.29	8.34	12.65	15.16	17.23	18.47	20.17
净利润	-5.76	-4.83	-9.53	-8.12	-9.87	-18.29	-19.43

数据来源：根据年报和东方财富网整理

根据表 5.8 可以看出，恒大淘宝足球俱乐部自成立以来就一直处于亏损状态，且亏损幅度每年都在增加。营业收入仅从 4.13 亿元增长到了 9.49 亿元，营业成本却从 9.29 亿元涨到了 20 多亿元，这是因为俱乐部高薪签约知名的球员以及教练使得费用增加。足球俱乐部的收入来源主要是赛事门票收入及周边产品，回款较慢、数额较小的特点导致过高的营业成本没有给恒大带来相应的营业收入增长。恒大淘宝俱乐部的巨额亏损给恒大的企业绩效带来了不利影响。

(2) 恒大健康产业集团

表 5.9 恒大健康产业集团经营业绩 单位：亿元

	2015	2016	2017	2018	2019
营业收入	3.28	4.72	13.28	33.13	56.36
净利润	0.93	0.52	3.01	-14.28	-49.47

数据来源：根据年报和东方财富网整理

从表 5.9 可以看出，自 2015 年成立以来，恒大健康产业集团虽有盈利，但净利润与中国恒大相比微乎其微，2018 年和 2019 年甚至产生了巨额亏损。通过查阅企业年报发现，首先是因为 2019 年恒大养生谷的数量由原先的 12 个增加到 23 个，随着项目数量的增加，市场推广费用不断增加；其次是新增加的新能源汽车业务规模扩大，相对应的管理费用、研发费用也居高不下，使得恒大健康产业集团净利润变成负值。中国恒大为了实现多元化经营而投资的医院、养老院或者是新能源汽车，都属于投资周期长、资金回收慢的行业，由此可以看出，恒大的多元化不仅没有分散企业的经营风险，还会对恒大的经营业绩带来负面影响。

(3) 恒腾网络集团有限公司

表 5.10 恒腾网络经营业绩 单位：亿元

	2015	2016	2017	2018	2019
营业收入	0.79	1.19	2.62	4.99	3.37
净利润	-1.02	0.05	0.93	1.25	0.92

数据来源：根据年报和东方财富网整理

由表 5.10 可以看出,恒腾网络自 2015 年成立以来营业收入和净利润都呈上升的趋势,第二年便扭亏为盈获得了利润。相比于整个中国恒大的利润额,不到一个亿的数字不能产生很大的影响,但是恒腾网络作为一家流媒体公司,发展前景不容忽视。

综上所述我们可以得出,恒大的多元化经营没有给企业绩效带来正面影响,相反,恒大淘宝足球俱乐部以及恒大健康集团还因为亏损拖累了企业经营业绩。

5.3 基于企业价值的多元化绩效分析

除了用财务指标评价绩效,本文还从企业价值的角度出发,选取托宾 Q 值对中国恒大的多元化经营绩效进行衡量与评价。托宾 Q 值是由 James Tobin 率先提出的,能够对企业多元化经营绩效和成长能力情况进行综合的衡量。如果这一数值大于 1,则意味着公司未来的发展前景比较光明,相对应的投资量也会增加,具体的公式和计算情况如下:托宾 Q 值=市场价值/重置成本

表 5.11 2011 年-2019 年中国恒大及融创托宾 Q 值对比

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
期末收盘价	3.22	4.25	2.96	3.14	6.82	4.83	26.95	24.2	25.39
普通股发行股数	149	150	160	146	138	137	132	135	133
股权市值	480	637	475	458	941	661	3549	3268	3377
负债总额	1449	1973	2688	3621	6149	11583	15195	15714	18480
应付职工薪酬	0	0	0	0	0	0	0	0	0
应交税费	0	0	0	0	0	0	0	0	0
应付股利	0	0	0	0	0	0	0	0	0
其他应付款	0	7	9	72	25	544	40	15	48
递延所得税负债	29	49	67	103	176	384	516	499	608
净债务市值	1420	1916	2612	3446	5948	10656	14639	15200	17824
市场价值	1900	2553	3087	3904	6889	11317	18188	18468	21201
期末总资产	1790	2390	3481	4745	7570	13509	17618	18800	22066
恒大托宾 Q 值	1.06	1.07	0.89	0.82	0.91	0.84	1.03	0.98	0.96

续表 5.11 2011 年-2019 年中国恒大及融创托宾 Q 值对比

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
融创托宾 Q 值	0.86	0.85	0.87	0.85	0.82	0.89	0.9	0.92	0.88
行业均值	0.79	0.87	0.82	1.09	0.97	0.81	0.94	0.89	0.85

数据来源：企业年报、同花顺及 resset 数据库

从表 5.11 可以看出，2011 年至 2016 年，中国恒大的托宾 Q 值基本呈下降趋势，在 2015 年稍有波动，但大部分年份都低于 1。这说明其主营的房地产业务发展态势平稳，这与当时房地产行业受国家政策管控的政策相适应，企业的市场价值低于重置成本，管理者不看好对地产主业的追加投入，而是倾向于通过占领新行业来实现多元化扩张。2014 年开时，恒大入股华夏银行，成立恒大冰泉，开始了多元化进程。2015 年及 2016 年，恒大相继入股新人寿和盛京银行，成立文化、健康等业务单元，托宾 Q 值有所回升，说明多元化经营对企业价值有提升作用。在 2016 年抛售了矿泉水、粮油乳制品等非相关业务之后，恒大经过慎重选择，开始进军互联网以及高科技产业，从长远来看，有利于企业价值和市场效益的扩大。

总体来看，托宾 Q 值在房地产企业行业普遍偏低，中国恒大的数值九年来一直在 1 上下波动，这在房地产行业处于一个良好的水平。与此同时，单一经营的融创中国九年来托宾 Q 值都低于 1，更贴近与行业均值，可见多元化经营战略可以给恒大带来可观的市场回报率。

6 结论与建议

6.1 研究结论

通过上文的数据分析可知，中国恒大的多元化经营虽然扩张迅速，短短几年内在金融、体育、健康、高科技等非相关领域都有所涉猎，但是各个产业都处于发展的起步阶段，恒大刚迈入主导产品型多元化状态，多元化之路并不顺利。从财务指标、企业价值两方面对恒大多元化经营绩效进行分析之后发现：从长远来看，恒大的多元化经营有利于企业价值的增长，市场也给予了积极的反应，这也是恒大坚持多元化布局的原因之一，但却对当前的经营绩效产生了不利影响，企业的盈利能力、偿债能力等指标都呈现下降趋势。恒大为多元化经营投入了大量的成本，多元化业务却没有给恒大竞争力的提升带来足够的动力。同时，恒大冰泉等快消品的抛售、文化产业的退市、足球俱乐部和健康产业的连年亏损表明恒大在多元化扩张方向的选择上存在一定的问题。

综上所述，在现有的经济环境下，中国恒大要将可持续发展放在首位，在稳步发展房地产业务的前提下，适当的开展多元化业务，以便更好地分散经营风险，提升企业竞争力。

6.2 中国恒大多元化经营的建议

要想在激烈的竞争中始终保持领先地位，并且实现可持续发展的目标，中国恒大就应该有针对性的解决多元化过程中存在的诸多问题，合理利用剩余资源，将资产负债率控制在一定范围内，提升企业的盈利能力。具体的建议如下：

6.2.1 减缓布局速度，合理多元化经营

企业从现有行业向其他领域拓展的过程实际上就是多元化经营。有些行业看起来没有任何关系，但是有些内在是相通的，比如企业的设备、成熟的管理体系甚至技术在一些不同的行业可以共用。为了实现成本节约，很多企业在进行多元化扩张时不仅考虑相关性，还需考察新行业目前的市场状况是否有发展前景，能

否为企业带来经济利益的流入，合理布局多元化产业，避免盲目并购浪费企业资源。

在对多元化布局情况与恒大的业绩表现关系进行综合分析之后可以得出，多元化的布局导致恒大的盈利能力、负债能力有所下降，这表明合理布局多元化产业的重要性不言而喻。恒大必须要根据实际经营情况有针对性的选择多元化产业，防止出现盲目扩张所带来的各种问题，将资金短缺的概率控制在一定范围内。2014年到2019年间，恒大的负债水平过高，与其内部的资金周转困难之间有着密切的联系。综上所述，中国恒大应该考虑放缓脚步，进行深层次的战略梳理的同时，更应该考虑新项目的门槛和市场，做好综合的预测和分析，选择出最为适宜投资的产业。此外，管理的难度也随着多元化扩张而攀升，在多元化的过程当中也应该加大管理成本的合理把控，防止出现资源浪费的问题。在有效利用资源的基础上，实现产业之间的相互联合和共同发展。例如随着大数据时代的到来，互联网逐渐成为人们的日常生活中不可或缺的一部分，恒大投资恒腾网络这一朝阳产业是一个正确的选择。

6.2.2 加强成本控制，提升盈利能力

由于中国恒大多元化经营程度不断加深，成本费用亦在逐年的递增。数据调查显示，2015年开始，恒大内部的成本费用大幅度上升，成本费用率高达60%以上，多元化经营消耗的成本不容忽视，因此我们给出以下几点建议：首先是多元化扩张必须要将重点放在与自身主营业务相关的各项领域和行业，只有这样才能将运营的成本抑制在可控范围内，对于多元化经营而言，控制关键资源也是十分重要的。除此之外，就是通过加强企业内部各业务单元的整合能力，降低管理费用。在资产规模扩大的过程当中，业务的扩张会导致企业内部的成本费用增加。因此，在扩大规模之后，后续的资源配置、运营管理水平要得到加强，内部整合的效率必须得到提升。最后一点则集中体现在品牌优势充分利用方面。作为一家知名的房地产企业，恒大的品牌效应不容忽视，近几年来，在快速发展的背景之下，中国恒大这一名称已经有了较高的知名度，因此，充分发挥品牌效应，有助于实现后期产品的推广效率提高。

6.2.3 调整融资结构，扩展融资渠道

企业在日常生产经营中所产生的各种剩余资金，虽然能够为多元化战略的落实提供基本前提，但是持续的外部融资也是必不可少的。银行借款作为外部融资最主要的渠道之一，无疑会增加恒大的融资成本，加重企业偿债压力。大量的债务融资需要按期还本付息。如果出现了企业经营不利的情况，会导致资金周转出现问题，使后期的日常经营陷入困境，甚至导致财务危机的爆发。为了解决偿债压力不断增大的问题，应该加强对融资方式转型和升级的重视程度，降低债务融资的比例，因此，恒大可以从以下几部分进行调整：

(1) 调整融资方式，增大权益性融资比例。相较于债务融资，权益融资不需要按时还本付息，股利的支付取决于企业的盈利状况，有利于降低企业固定付息的压力，同时恒大可以在增发股票的基础上，获得更多的资金。

(2) 控制借款规模，将债务融资的比例控制在一定范围内。过多依赖外部债权融资，会导致公司内部偿债压力随之增大，在国家宏观政策的影响下，房地产行业“去杠杆”转型策略的实施刻不容缓，因此，中国恒大应该缩减银行计息借款数额，同时要加大预收账款和应付账款等无息负债的利用程度，保证现金持有量，通过内部的资金供给减轻外部融资压力。

(3) 拓展融资渠道，引入战略投资者。战略投资者是指为了谋求企业长期的共同战略利益同时给企业注入资产、技术或现金的法人。在多元化发展的过程中，恒大可以优先选择战略投资者。不同于债务融资战略，战略投资者注入的资金一定程度上能够实现多元化竞争效率的提高，且不要求按时偿还本息，有利于降低企业短期方面的负债压力。恒大虽然能够在债务融资的基础上获得更多的资金，但是行业内部资源没有被充分挖掘和利用。比如，恒大进军快消品行业，这一领域与自身的主营业务之间没有完全的相关性，导致经验方面的共享出现问题，最后产生巨额亏损。恒大在非相关性行业的多元化扩张中引入战略投资者，一方面可以缓解恒大运行过程中出现的债务压力，同时也能够改善资本结构，除此之外还可以利用战略投资者丰富的管理经验，将经营风险控制在一定范围内，提升经营绩效的同时，也能够为多元化战略目标的实现创造条件。

6.2.4 优化企业现金流结构

从财务报表中可以看出，经过多年的发展，恒大的现金流结构已失衡，经营性现金流呈负值，投资活动所产生的现金净流出不断增加，而随着偿债压力的加大，筹资活动产生的现金流虽然不断增加但大部分用于偿还以前的债务，弥补不了多元化经营下投资活动产生的资金缺口。在这过程当中，现金流结构的优化就显得更加关键，改进措施包括以下几个部分：

(1) 巩固主营业务，提升核心竞争力。对恒大而言，原有主营业务的核心竞争力是多元化经营的基础。企业内部的融资能力可以通过现金流这一指标反映出来，经营现金净值也与企业的盈利能力之间呈正相关关系，因此，企业应该认识到核心业务发展的重要性，加强自身竞争力，增大经营性现金流的流入。

(2) 缩短投资项目运作时间。项目投资运行时间过长是导致现金流入为负的重要原因，资金周转率得不到必要的保障。因此，恒大在多元化经营发展的过程中，应该选择更加合适的行业作为投资的重点对象，防止更多项目内部的资金流转出现过于缓慢的问题。只有提高资金的周转速度，投资回报率才能随之上升，使得投资活动资金流更加充足，降低企业发展过程中面临的各种融资需求，防止陷入债务融资困境。

(3) 长短期投资项目合理搭配，构建均衡的资金回收期。由于不同行业的投资周期不同，资金回收时间的长短也可能不同。中国恒大在选择投资领域时，应关注各个行业所特有的投资回收期，实现长、短期借款之间的合理搭配，防止出现财务风险的问题。对于恒大来讲，已投资的多元化项目都具有回收周期长且投资风险大的特点。比如体育产业方面，俱乐部的建立，会出现人力资本损耗过高的问题，日常的运营也会不断增加成本投入。门票和周边产品是俱乐部的重要收益来源，回款速度慢且利润有限。除此之外，金融产业和保险业务发展都在很大程度上受到国家政策波动的影响，现金流不稳定。恒大参与房地产项目之外的文化健康旅游甚至高科技等行业都具有投资回报周期长的特点，且投资回报不确定性高，短期内会对企业的盈利能力产生不利的影响。因此恒大在进行多元化布局调整时，可以将重点放在部分回收周期短、投资风险小的行业，实现资金的合理化配置，以弥补过多的长期投资项目对企业经营业绩造成的不利影响。

参考文献

- [1]Aggarwal R K,2003, Samwick AA.Why Do Managers Diversify Their Firms? Agency Reconsidered,Journal of Finance,58(1),71-118.
- [2]Anonymous.China Crescent Enterprises Launches Geographic Expansion and Business Diversification[J]. Wireless News,2010.
- [3]Brian Wu. Opportunity Costs, Industry Dynamics, and Corporate Diversification: Evidence From the Cardiovascular Medical Device Industry,1976-2004[J].Strategic Management Journal , 2013 (34): 1265-1287.
- [4]Christian Espinosa,Mauricio Jara,Carlos Maquieira,Jo ão Paulo Vieito. Does corporate diversification create value in emerging markets? New evidence from Chile[J]. Canadian Journal of Administrative Sciences,2018,35(1).
- [5]Dina Patrisia,Shabbir Dastgir.Diversification and corporate social performance in manufacturing companies[J]. Eurasian Business Review,2017,7(1).
- [6]Douglas J.Miller.Firms Technological Resources and The Performance Effects of Diversification:ALongitudinal Study[J].Strategic Management Journal.2004:1097-1119.
- [7]Dyah Sawitri,Endang Suswati. Strategy for Diversifying Typical Snacks of Trenggalek Products to Increase Competitiveness in the Era of SDGs by Using Business Model Canvas[P].Proceedings of the 2019 International Conference on Organizational Innovation (ICOI 19),2019.
- [8]Edwards C D.Conglomerate Bigness as a Source of Power [M].Business concentration and Price Policy,Princeton University Press,1955:331-359.
- [9]Gande A, Schenzler C and Lemma W S. Valuation Effects of Global Diversification.Journal of International Business Studies. 2009(9):1515-1532.
- [10]Hadlock C.,Ryngaert M.,Thomas,2001,Corporate Structure and Equity offering: Are There Benefits to Diversification[J].The Journal of Business(74):613-635.
- [11]Javeria Farooqi,Oneil Harris,Thanh Ngo.Corporate diversification,real activities manipulata, and firm value[J]. Journal of Multinational Financial Management,2014, 27.

- [12]Markham. Conglomerate Enterprise and Public Policy[M].Harvard University Press. 1973:68-213.
- [13]Marta Degl'Innocenti,Claudia Girardone,2012,Ownership, diversification and cost advantages:Evidence from the Italian leasing industry[J]. Journal of International Financial Markets,Institutions and Money(22):879-896.
- [14]Massimo G. Colombo,Evila Piva,Cristina Rossi-Lamastra. Open innovation and within industry diversification in small and medium enterprises: The case of open source software firms[J]. Research Policy,2014,43(5).
- [15]Montgomery C A. Corporate diversification,The Journal of Economic Perspectives,1994, 8:163-178.
- [16]Myong Jae Lee, Soo Cheong(Shawn)Jang, Market diversification and financial performance and stability:A study of hotel companies[J], Hospitality Management, 2007.
- [17]Nath P, Nachiappan S, Ramanathan R. The impact of marketing capability, operations capability and diversification strategy on performance: A resource-based view[J]. Industrial Marketing Management, 2010, 39(2): 317-329.
- [18]Penrose. The Theory of the Growth of the Firm[M],Oxford,Basil Blackwell,1959: 451-453.
- [19]Rajan,R,etal.The cost of diversity: the diversification discount and inefficient investment [J].Journal of Finance,2000,55(1):35-80.
- [20]R.Stulz,1990,Managerial discretion and optimal financing policies[J].Journal of Financial Economics(26):3-27.
- [21]Rumelt R P. Strategy, structure and economic performance[M].Boston:Harvard University Press, 1974:77-99.
- [22]Spanos, Y, Zaralis, G.&Lioukas , S. Strategy and Industry Effects On Profitability: Evidence From Greece [J].Strategic Management Journal,2004(2):139-165.
- [23]Stein J C, Internal capital markets and the competition for corporate resources[J] Journal of Finance, 1997.
- [24]Stigler. Why investors value multinationality [J].Journal of Business. 2012(12):190-198.

- [25]Subramaniam Vasanthan,Wasiuzzaman Shaista. Geographical diversification, firm size and profitability in Malaysia: A quantile regression approach.[J]. Heliyon, 2019,5(10).
- [26]Thomas S.,1999, Firm Diversification and Asymmetric Information: Evidence from Analysts'Forecasts and Earnings Announcements, Journal of Financial Economics,64(3),373-396.
- [27]Vikrant Shirodkar,Alexander T. Mohr. Explaining foreign firms'approaches to corporate political activity in emerging economies: The effects of resource criticality, product diversification, intersubsidiary integration, and business ties[J]. International Business Review,2015,24(4).
- [28]陈妹, 简宇寅. 论产业多元化的折价效应——基于经济外部性的角度[J]. 管理世界, 2016(04):176-177.
- [29]陈素琴, 郑丹凤. 家电类企业多元化经营与财务绩效相关性研究[J]. 财会通讯, 2017, 35:37-42.
- [30]陈信元, 黄俊. 政府干预、多元化经营与公司业绩[J]. 管理世界, 2007(01):92-97
- [31]崔冰霜. 我国上市公司多元化与公司绩效分析——以恒顺醋业为例[J]. 国际商务财会, 2016(05):26-30.
- [32]董婷婷. 企业多元化理论浅析[J]. 商, 2015(27):105-105.
- [33]方悦. 房地产企业多元化发展对财务绩效的影响研究[D]. 广东外语外贸大学, 2018.
- [34]符树衡, 雷辉. 高管团队特征与非相关多元化战略的匹配关系研究[J]. 财会通讯, 2016(33):78-81.
- [35]韩忠雪, 朱荣林. 多元化公司内部资本市场理论研究[[J]. 外国经济与管理, 2005(02):38-43.
- [36]胡茂莉. 企业多元化经营战略研究综述[J]. 财会通讯, 2011(36):86-88.
- [37]黄海波. 中国房地产类上市公司多元化与企业绩效的实证分析[J]. 西安交通大学学报(社会科学版), 2007(01):39-42
- [38]贾良定, 张君君, 钱海燕, 崔荣军, 陈永霞. 企业多元化的动机、时机和产

业选择——西方理论和中国企业认识的异同研究[J]. 管理世界, 2005, 8:94-104.

[39]金燕. 企业多元化经营与绩效关系研究[D]. 中国科学技术大学, 2016.

[40]康荣平等. 企业多元化经营[M]. 经济科学出版社, 1999.

[41]李娟, 马慧敏. 集团公司国际化、行业多元化与企业绩效关系研究[[J]. 财会通讯, 2017(24):21-25.

[42]李青原, 田晨阳, 唐建新, 陈晓. 公司横向并购动机: 效率理论还是市场势力理论——来自汇源果汁与可口可乐的案例研究[J]. 会计研究, 2011(05):58-64+96.

[43]李雪峰. 多元化经营与公司绩效关系研究[D]华中科技大学, 2011.

[44]梁博. 多元化经营与企业绩效——基于代理成本的分析[[J]. 财会通讯, 2013(09):81-83.

[45]梁晶. 恒大集团业绩评价案例研究[J]品牌研究, 2018(05):66+68.

[46]林钟高, 郑军, 卜继栓. 环境不确定性、多元化经营与资本成本[J]. 会计研究, 2015(02):36-43+93.

[47]刘乐燕, 彭程. 多元化经营对企业业绩的影响——以恒大集团为例[J]. 时代金融, 2018(29):202-203.

[48]卢姗. 新常态背景下企业集团国际化、多元化战略选择与财务绩效[J]. 财会通讯, 2016(18):113-115.

[49]伦淑娟. 多元化战略下企业财务风险与控制——以恒大地产为例[J]. 财会通讯, 2018(32):118-121.

[50]马海燕, 于孟雨, 王天宇. 产品多元化对企业绩效的影响——资源异质性与国际化的调节效应检验[J]. 中国管理科学, 2016(S1):751-761.

[51]马忠, 王龙丰, 杨侠. 子公司多元化、业务分布与现金持有——基于母子公司内部资本配置视角的分析[J]. 会计研究, 2018(01):75-81.

[52]彭永胜, 刘承智. 多元化或专业化经营与农业上市公司财务绩效的关联分析[J]. 企业研究, 2010(06):24-26.

[53]孙警. 我国企业多元化经营现状研究[J]. 现代商贸工业, 2008(07):15-16.

[54]孙明贵. 基于战略导向的非财务绩效评价应用[J]. 财会月刊, 2010(24):80-82.

- [55]王福胜, 宋海旭. 终极控制人、多元化战略与现金持有水平[J]. 管理世界, 2012(07):124-136+169.
- [56]王欢, 黄嫚丽, 宋莹莹. 基于制度基础观的转型期中国企业多元化战略研究[J]. 科技管理研究, 2012, 32(01):197-200.
- [57]王丽, 章锦涛. 中国制造业上市公司多元化经营与企业价值研究[J]. 特区经济, 2006(03):129-131.
- [58]汪炜, 陆帅. 行业冲击、政府控制与企业并购行为[J]. 财贸经济, 2015, 36(8):132-142.
- [59]王勇, 刘志远, 郑海东. 多元化经营与现金持有“竞争效应”——基于中国制造业上市公司的实证分析[J]. 管理评论, 2015, 27(1):91-102.
- [60]吴国鼎, 张会丽. 多元化经营是否降低了企业的财务风险?——来自中国上市公司的经验证据[J]. 中央财经大学学报, 2015(08):94-101.
- [61]魏明, 杨仲伟. 构建我国企业非财务绩效评价体系的思考[J]. 财会月刊, 2004(14):43-44.
- [62]姚俊, 吕源, 蓝海林. 我国上市公司多元化与经济绩效关系的实证研究[J]. 管理世界, 2004(11):119-125+135.
- [63]姚铮, 金列. 多元化动机影响企业财务绩效机理研究: 以浙江民企雅戈尔为例[J]. 管理世界, 2009(12):144-156.
- [64]庄婉婷, 刘焰, 林源. 多元化与纵向一体化企业财务战略绩效对比研究——以 SJ 公司为例[J]. 财会通讯, 2017(32):81-86.
- [65]章卫东, 成志策, 周冬华, 等. 上市公司过度投资、多元化经营与地方政府干预[J]. 经济评论, 2014(03):139-152.
- [66]朱江. 我国上市公司的多元化战略和经营业绩[J]. 经济研究, 1999(11):54-61.

致谢

时光飞逝，三年校园生活匆匆而过，在论文完成的那一瞬间，有很多话想说却不知从何说起。感谢四年前的我敢于顶着别人不解的目光辞掉稳定的工作选择读研深造，感谢父母家人对我的理解与支持，感谢开学之初遇到了一群志同道合的小伙伴，最重要的是感谢入了师门这个大家庭，这里有学识渊博和蔼可亲的老师，有互敬互爱互相帮助的同门兄弟姐妹，不期而遇，不胜感激。

三年的学习生涯离不开老师的谆谆教导，从入学没多久安排的学习沙龙，每周一次的指导与汇报，跟师兄师姐一起学习，到我们也成了师姐带着师弟师妹一起研讨学术问题，从毕业论文开始选题到如今写成，遇到了无数的困惑和不解，老师总是面带笑容不厌其烦的答疑解惑。一届又一届的学生被送走，老师依然挺直腰板站在讲台上。何谓桃李满天下，一支粉笔，两袖微尘，三尺讲台，四季耕耘。

重新迈入社会踏上工作岗位的日子已经开始倒数，此时此刻除了对学生生涯的留恋不舍，更多的是对未来的小期待。希望通过这几年的学习与沉淀，此刻的我会比以前更加勇敢，更加努力，能够利用所学早日胜任工作，不论走到哪里，虽不能让母校以我为荣，但绝不令母校以我为耻。

祝愿母校越来越好，老师学术越来越高，我的小伙伴们越来越靓，大家一起前程似锦！