

# “追逐热点”式多元化经营分析

## ——以中天城投为例

■ 张文海 王峰娟

从20世纪80年代中期开始,在政策和市场导向的共同作用下,我国在不同层次上形成了一批企业集团,多元化发展也逐步成为我国民营企业的主导战略。中天城投集团股份有限公司(以下简称“中天城投”)的多元化之路吸引了外界的关注。因为作为贵州房地产行业的龙头企业,其每次进入新行业都正值该行业处于市场热点之时。中天城投具备什么条件或优势可以如此善于捕捉和把握住社会热点?中天城投频频“追逐热点”的多元化方式是否推动了公司成长、提升了公司价值?这又是否为实现多元化战略的一种有效方式?本文将中天城投“追逐热点”式多元化进行深入分析。

### 一、案例介绍

中天城投于1980年成立,1994年2月在深交所上市交易。公司经历过两次控股股东的更换:2000年6月控股股东由贵阳市国有资产管理局变更为世纪兴业投资有限公司(以下简称“世纪兴业”);2007年4月控股股东又变更为金世旗国际控股股份有限公司(以下简称“金世旗”)。截至2013年年底,金世旗占公司股份41.25%,实际控制人是罗玉平;第二大股东为贵阳城市发展投资股份有限公司,占公司股份6.8%。金世旗成为公司控股股东后,中天城投开启了多元化发展之路。在发展房地产主业的同时,

积极投身矿产资源、保障房、奶业基地和文化旅游等多个领域。我们发现,进入这些领域的时机都恰值这些行业处于市场热点时。

1. 投资锰矿和煤炭,进入资源板块。锰是生产钢铁以及不锈钢的原料,受2003~2007年我国钢铁生产持续增长拉动,我国对锰矿需求不断攀升,2008年第二季度锰矿石报价出现大幅上涨。2008年6月17日,中天城投与贵州省地矿局102地质大队签订了《贵州省遵义市红花岗区小金沟锰矿合作开发协议》。合同约定双方为开发该项目将共同成立新公司,中天城投持有新公司85%的股权,由此开始进入资源板块。2007年全球煤炭消费量增加到64.81亿吨,煤炭价格持续上涨,2008年更高达1000元/吨。作为我国煤炭资源的重要生产基地,贵州省决定把煤炭行业作为重点发展领域。2008年9月,中天城投与贵州省煤田地质局签订了《野马川详查探矿权转让合同》和《疙瘩营探矿权转让合同》,取得了上述两个煤矿勘探区探矿权。

2. 新建奶业基地,推动旅游开发。根据贵阳市人民政府出台的城市综合开发规划,要求和规范全市奶源基地、提高贵阳乳业品牌的决定精神,2010年7月20日,中天城投与贵阳三联乳业有限公司签订协议书,在贵阳市清镇为三联乳业新建奶业基地,以此置换三联乳业的乌

当奶牛基地,并准备把乌当打造成为一个集生态体育公园、温泉、高档住宅于一体的国际区域,为今后开展相关的旅游开发提供充足的自然资源。

3. 承建保障房。2011年中央大规模实施保障性安居工程,逐步完善住房政策和供应体系。当年3月中天城投便与贵州省政府签订了《贵州省“十二五”保障性安居工程建设框架协议书》。“十二五”期间公司将在贵州省建设各类保障性安居工程及其配套设施,承担贵州省“十二五”期间全省一半的保障房任务。

4. 进入文化题材。党的十七大指出要加快发展文化事业和文化产业,不断提高我国文化的总体实力和国际竞争力。2011年,贵州省决定通过整合贵州文化产业资源并引进投资、合作伙伴,加快文化体制改革创新,促进省文化产业发展。当年中天城投作为控股股东,与贵州省7家事业单位作为发起人,共同投资设立了文化产业公司。

可见,中天城投“追逐热点”进行多元化,投资和进入新领域的时间十分精准。

### 二、动机分析

1. 控股股东借壳上市后偏好风险。中天城投控股股东金世旗成立于2006年7月13日,主要从事城市基础设施及相关配套项目的投资及管理业务。2008年中

天城投通过非公开发行股票,完成收购金世旗两家重要子公司(欣泰房地产开发公司和贵州金世旗房地产开发有限公司)100%股权。金世旗通过控股中天城投和后期资产注入,成功借壳上市。自金世旗入驻中天城投以来,以董事长罗玉平为核心的领导团队明显偏好风险,公司整体经营发展战略明显发生变化,开始多元化发展模式。在全球金融危机波及国内实体经济的特殊经济背景下与政府合作项目,开创了在经济欠发达地区政商合作的新模式,形成了公司独特的一、二级开发联动的土地整理、开发模式。

2. 利用进入“热点”领域获得良好市场反应从而实现融资目的。在我国制度背景下,民营企业存在固有的明显大于国有企业的融资约束。2008年以来,中天城投投资的热门行业颇多,但在每一次追逐热点的背后大多隐藏着一个同样的发展模式:恰当时机发布公告进入“热点”领域,市场反应利好,股价上涨,控股股东股权质押,最后实现融资目的。如2011年4月下旬,煤炭重组概念刚被市场发掘,中天城投适时宣布将出资4亿元与金世旗控股的贵州联和能源清洁能源有限公司合作,对贵州省内的煤炭、矿区资源进行并购整合。随后,中天城投因保障房和煤炭重组两大利好,股价从3月每股13.42元涨至18.98元。随后一个多月,中天城投的股价稳定在15元~17元之间。之后,2011年6月14日,中天城投便发布公告称,公司控股股东金世旗与华鑫信托签订了《华鑫信托——中天城投股票质押合同》,金世旗控股以其持有的中天城投4800万股股份(占公司总股本的5.25%)质押给华鑫信托,以实现融资。

3. “追逐热点”以试图寻找新的利润增长点。中天城投主业为房地产。虽然我国房价总体持续上涨,但是房价泡沫的说法早有学者提出,房价收入比偏高。近几年政府对房价的宏观调控也趋向严厉,一些城市的房地产业务增长缓慢甚至下降。于是中天城投为摆脱业务单

表1 盈利能力分析

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
净资产收益率	25.01%	38.18%	32.24%	24.37%	18.53%
主营业务毛利率	42.45%	41.73%	38.99%	38.84%	28.39%
其他业务毛利率	25.66%	22.76%	19.18%	10.83%	7.15%

表2 营运能力分析

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
总资产周转率	31.74%	26.01%	26.85%	18.49%	13.72%
营业周期	1 431天	1 555天	1 491天	1 954天	2 907天

表3 偿债能力分析

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
流动比率	1.99	2.58	1.88	1.07	1.34
资产负债率	72.04%	80.18%	84.83%	86.36%	89.86%
利息保障倍数	224.73	176.47	66.12	81.11	6.59

一的局限,陆续进入锰矿、煤炭、奶业基地、保障房和文化旅游等热点领域,无疑是想在这些新进入领域行情较好时分得一杯羹。

4. 维持良好政企关系,获得政府补贴。虽然中天城投经历了数次大股东变更,但是一直具有政府背景,公司进入锰矿和煤炭资源领域,都是和贵州省地矿局或地质局合作;公司进入文化产业也是受到贵州省文化厅邀请,作为控股股东和7家事业单位共同组建文化产业股份公司。另外,公司新建奶业基地、投入保障房建设,都离不开良好的政企关系。中天城投利用和维持良好政企关系,不仅可以通过政企合作适时进入热点领域,还可以获得政府大量的资金补助。2008~2012年,中天城投及其全资子公司共接受当地政府补助高达10亿元,而这些补助中大多是政府奖励中天城投或其子公司的产业发展扶持资金。在近些年公司业绩不佳时,这些政府补助甚至成为公司利润的重要组成部分。

### 三、影响分析

1. 盈利能力分析。中天城投“追逐热点”式多元化后新进入领域是否能实现

新的利润增长?通过“追逐热点”迅速推进多元化,是否会影响主业房地产的业绩?

截至2012年年底,中天城投并未在锰矿业务上有实质性的推进,所投资开发的多个锰矿均未获取采矿权,还未有利润贡献。同时由于受到煤炭价格持续下行的影响,后期调整了煤炭开发及整合节奏。可见,公司2008年开始进入矿产资源领域,但进展相对缓慢,还无法兑现收益。中天城投假日方舟项目(原乌当奶牛场项目)还处于投资中。保障房项目于2011年开工,截至2012年年底尚未有利润贡献。

贵阳国际会议展览中心作为公司文化产业起步的平台,已于2011年4月份投入使用。我们没有找到文化产业股份有限公司后续发展情况。查看公司年报发现公司业务板块里,2011年开始有会议与展览收入,但对公司营业收入或利润的贡献微乎其微。

我们对中天城投2008~2012年的净资产收益率、主营业务毛利率和其他业务毛利率进行了比较。如表1所示,中天城投2008年开始“追逐热点”进行多元化后,公司的盈利能力显著下降。净资

表4 发展能力分析

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
营业收入增长率	46.99%	79.59%	103.49%	0.07%	6.72%
总资产增长率	81.27%	119.14%	97.18%	45.30%	43.79%
可持续增长率	43.56%	52.77%	42.26%	23.32%	12.64%

表5 经营、投资与筹资活动现金净流量分析 单位：元

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
经营活动	-388 550 379	-488 714 628	-343 556 204	-1 642 826 055	-1 552 449 429
投资活动	-415 571 445	-168 100 349	-279 467 594	-73 325 986	-179 160 320
筹资活动	527 022 178	1 818 509 899	1 374 750 852	886 312 714	2 679 099 864

产收益率、主营业务毛利率和其他业务毛利率都有明显的下降，在2012年更是降到了最低值。可见，公司多元化后盈利能力堪忧，无论是主营业务还是其他业务都受到很大挑战。

2. 营运能力分析。我们选取了总资产周转率和营业周期两个指标来分析中天城投多元化后营运能力的变化。如表2所示，公司的总资产周转率总体是呈现下降趋势的，2012年总资产周转率已经降低到13.72%，说明公司的营运能力明显下降。营业周期则与总资产周转率有一致的变化趋势，2011年和2012年显著增加且2012年更是达到了2008年的2倍。房地产业的营业周期本来就比较长，而中天城投这几年追逐的热点领域也具有周期长的特点，对此公司会承受极大的经营压力。

3. 偿债能力分析。偿债能力分为短期和长期偿债能力，我们选取了流动比率和资产负债率、利息保障倍数分别分析公司偿债能力的变化。如表3所示，公司的流动比率除了2009年有所提高外，总体呈降低趋势。我们查找了行业平均数据，流动比率近5年都没有低于2，说明公司短期偿债能力逐渐下降，而且低于行业平均水平。公司近5年的资产负债率不但逐年上升，而且已经达到了较高水平，公司面临较大的偿债风险。另外，利息保障倍数则从2008年的224.73下降到2012年的6.59。可见，公司进行多元

化后财务风险加大。

4. 发展能力分析。如表4所示，我们追踪了公司近5年的营业收入增长率和总资产增长率，均发现公司增长率在2008~2010年呈现较好态势，但在2011年和2012年呈现大幅下降。我们进一步计算了可持续增长率指标，该指标能综合反应公司的经营情况和未来发展趋势。我们发现，公司的可持续增长率除了2009年略有提高外，总体呈现一路下滑趋势，2012年降至12.64%，说明公司的发展能力在“追逐热点”多元化后下降，多元化并没有推动公司的成长。

5. 现金流状况分析。中天城投“追逐热点”迅速多元化，多个领域齐头并进，必然会造成很大的资金压力。我们查看了公司2008~2012年的现金流量表(如表5所示)，公司近5年的经营和投资活动的现金净流量都为负值，公司净现金流量都是由筹资活动贡献，2011年和2012年经营活动现金净流量都超过-15亿元。从公司现金流量状况来看，公司主要业务投资周期普遍较长，又没有正的经营现金流作为保障，很容易出现资金链断裂的风险。

#### 四、启示

中天城投以政企关系为依托，积极追逐社会热点领域，尝试多元化，多元化进程相当平坦，但一定程度上造成了公司业绩的下滑，财务风险的加大，后

续发展能力堪忧。细究其原因，可能是追逐热点操之过急，投资前可行性评估不够，缺乏相关领域专业人才，经营管理不善，以及过分依赖于政企合作模式等原因造成的。中天城投“追逐热点”式多元化发展应该对其他企业有所启迪：

1. 企业在多元化过程中应该以科学合理的战略为基础，建立长期目标，做好长远规划。“追逐热点”式多元化带有短期倾向，显然缺乏战略的指导，必然带来不利的影响。

2. 进入新的行业，尤其是非相关多元化，风险较大，企业应适当平衡进入新领域的速度与可行性评估的充分性。“追逐热点”容易为了选择当前的好时机而缺乏投资前期的有效评估，从而使企业进入新行业后困难重重。最终可能的结果就是项目难以继续进行下去，或者当项目完成时市场行情已经处于下行周期。

3. 企业进行多元化时自身应具备一定的实力和条件，并以企业核心优势为依托，产生协同效应。企业还需要把握多元化的度，急剧扩张容易导致如资金、人才和管理等配套措施跟不上而带来一系列问题，适度多元化才有利于企业成长。

[本文是国家社科基金项目(11BGL022、12BGL031)、教育部新世纪优秀人才支持计划项目(NCET-11-0890)、教育部人文社科项目(11YJA630186)、北京教委人文社科面上项目(SM201010011008)和北京工商大学国有资产管理协同创新中心项目的阶段性研究成果]

(作者单位：北京工商大学国有资产管理协同创新中心)

责任编辑 陈利花

