

E-House

中国恒大集团战略转型： 迈向可持续增长模式





中国恒大集团战略转型： 迈向可持续增长模式

在过去的15年里，中国恒大集团从一个四人团队成长为中国规模最大，知名度最高的房地产开发商之一。该公司的爆发式增长是建立在“高债务，高杠杆，高周转、低成本”的模式之上的。然而，自2016年以来，恒大赖以成功的旧模式承受了越来越大的压力。政府降低企业债务的各项举措极大地限制了房企获得贷款的渠道，特别是通过信托和其他影子银行进行融资。在中国整体经济放缓的背景下，信贷紧缩更是给中国顶级房地产开发企业带来了巨大的压力。

因此，恒大急需转型，不仅要探索新的收入来源，还要寻求能够以其低债务，低杠杆模式维持增长的其他手段。作为行业领导者，恒大的行动也被视为引领中国地产行业应对不利处境的风向标，因此受到各方的密切关注。目前可以确定的是，中国房地产行业下一阶段的增长将属于那些更能够适应中国不断变化的宏观环境的企业。

一飞冲天：恒大的早期成功

许家印（粤语中也被称作Hui Ka Yan）生长于中国中部省份河南农村的一个单亲家庭，并曾在一家中国国有钢铁企业任职。1996年，许家印在广州市创办了恒大地产集团。¹ 2009年，恒大地产在香港证券交易所上市，成为中国最大的地产企业之一。2016年，恒大成为全球

¹ “解密许家印”，人民日报海外版-人民网，2010年6月9日。网址：http://paper.people.com.cn/rmrbhwb/html/2010-06/09/content_539576.htm。2019年4月22日浏览。

财富500强企业，合同销售接近3,737亿元，收入达220亿美元（见图表1）。² 2017年，许家印成为中国首富，净资产为人民币2900亿元（折合430亿美元）。³

图表1：2016年中国房地产企业合同销售Top10

地产企业	合同销售 (10亿元人民币)
中国恒大	373.7
中国万科	364.8
碧桂园	308.8
绿地集团	257.6
保利地产	210.0
中国海外发展有限公司	201.5
融创中国	150.0
华夏幸福	120.0
绿城中国控股有限公司	113.6
华润置地	108.0

来源：Michael Cole, “Evergrande China’s 2016 Sales King As Top Developers Boost Performance By 82%,” Mingtiandi, January 09, 2017, accessed April 23, 2019, <https://www.mingtandi.com/real-estate/china-real-estate-research-policy/evergrande-chinas-2016-sales-king-as-top-developers-boost-performance-by-82/>.

就在恒大成立的同时，中国政府开始逐步取消全国福利分房制度，转而支持住房私有化制度。当时广州新兴的住宅地产市场，与中国其他主要城市类似，充斥着市中心昂贵的大套公寓。而作为一个缺乏资金的新手，许家印决定专注于大众住宅市场（见图表2），建造位于郊区的小户型公寓。这一模式的优势是较低的土地和开发成本，以及通过满足强劲市场需求而提高周转率的发展前景。⁴ 恒大集团专注于大众市场的战略为其后来的成功铺平了道路，

即使在动荡时期也是如此。一直以来，碧桂园控股都是恒大最强劲的竞争对手之一。

图表2：中国主要地产商的产品定位

公司名称	主要产品	次要产品
中国恒大集团	位于二、三线城市的大众住宅市场	中端至高端住宅
中国万科集团	位于一、二线城市的中端至高端住宅市场	位于一、二线城市的大众住宅市场
中国海外集团	中端至高端住宅	豪华住宅
Country Garden Holdings 碧桂园控股	位于二、三线城市的大众住宅市场	

来源：DBS Group Research, China Property Sector, report (BDS).

恒大在首个地产项目竣工后不久就一举成名，这是因为其仅在短短一年时间内就完成了整个项目的开发周期，包括政府批准，土地收购，建设，销售和入住。⁵ 许家印利用恒大最初的成功从银行获得贷款，为该公司在广州市的积极扩张提供资金。很快，它的“三高—低”模式（高负债，高杠杆，高周转、低成本）就被证明是一个成功的策略。

在2000年代初，恒大在广州开发了13个楼盘，使其成为该市最大的开发商之一。⁶ 在那时，中国也完全放开了房地产行业，形成了竞争激烈和高度分化的房地产市场。从1988年到1998年，中国的开发商数量从十几家增加到超过24000家，但绝大多数仍然是本地企业。⁷ 没有一家开发商持有超过1%的中国住宅房地产市场份额。⁸

² “China Evergrande Group,” Fortune, accessed April 22, 2019, <http://fortune.com/global500/china-evergrande-group/>.

³ Hurun Research, Hurun Report Releases China Rich List 2017 in Association with 36G, October 12, 2017, , accessed April 22, 2019, <http://www.hurun.net/EN/Article/Details?num=5A320E03FD31>.

⁴ Evergrande, “Evergrande Corporate History,” HKEX News, accessed April 22, 2019, <http://www3.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2009/1022/03333/evergrande-20091015-09.pdf>.

⁵ “许家印：白手起家艰辛创业”，凤凰网财经，2009年1月21日。网址：<http://finance.ifeng.com/money/wealth/star/20090121/335245.shtml>。2019年4月22日浏览。

⁶ Ibid.

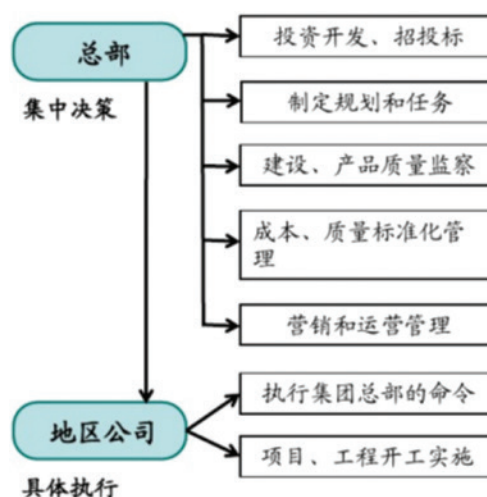
⁷ 孟晓苏编，“中国房地产统计年鉴”，1999年中国房地产统计年鉴。网址：<http://www.yearbookchina.com/navibooklist-N2005110458-1.html>。2019年4月22日浏览。

⁸ Ibid.

在此背景下，规模化发展成为恒大用以超越其他竞争对手的主导战略。⁹ 到2004年，恒大已实现全国扩张，并跻身以销售额计算的中国十大开发商之列。¹⁰

为达到这一目标，恒大建立了一个专注于扩大规模的管理结构。许家印及其团队精心制定了6000多条规则和流程，对于从采购流程到员工膳食的各个环节进行规范化管理，使整个集团无论在任何地点都能遵循相同的标准操作程序。¹¹ 标准化意味着恒大可以在收到项目批准通知后两小时内组建和派出项目开发团队（见图表3）。¹²

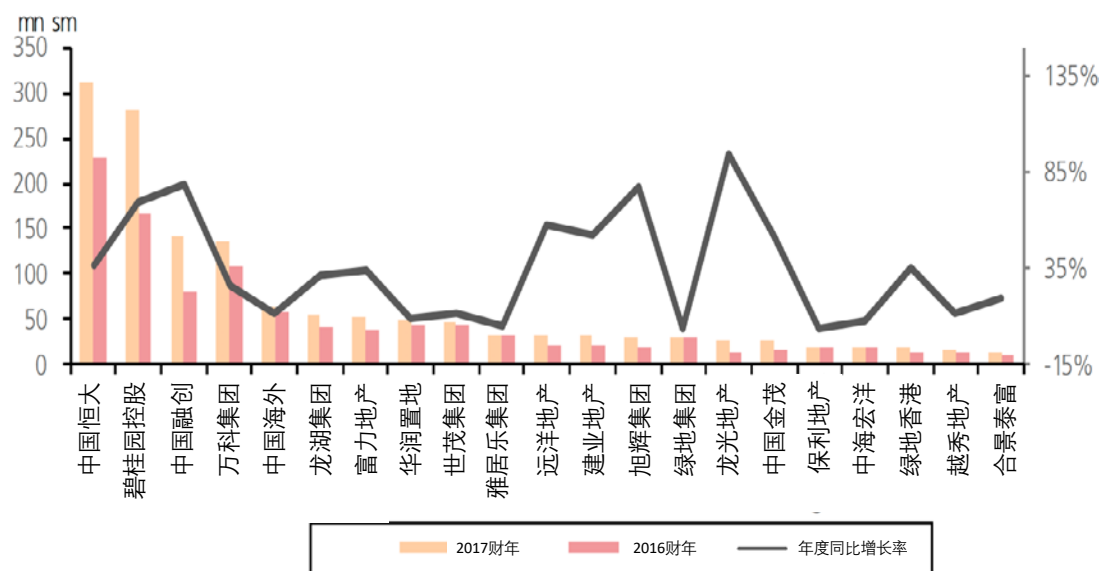
图表3：恒大的决策结构图



来源: DBS Group Research, China Property Sector, report (BDS).

恒大地产快速扩张的另一支柱是其庞大的土地储备（见图表4）。自2004年以来，该公司每年派遣数百名员工到全国各地的城市寻找适于

图表4：2017年主要开发商的土地储备



来源: Group Research, “Revisiting Developers’ Land Banks: Landbank pace Likely to Remain Fast,” DBS, accessed April 23, 2019, https://www.dbs.com/aics/templatedata/article/generic/data/en/GR/052018/180510_insights_revisiting_developers_land_banks_landbank_pace_likely_to_remain_fast.xml

9 恒大集团, “恒大企业发展史”。

10 Nikki Sun, “Chinese Developer Evergrande Tightens Belt after a Decade of Audacity,” Nikkei Asian Review, December 21, 2018, accessed April 22, 2019, <https://asia.nikkei.com/Business/Company-in-focus/Chinese-developer-Evergrande-tightens-belt-after-a-decade-of-audacity>.

11 “解密许家印”, 人民日报海外版-人民网, 2010年6月9日。网址: http://paper.people.com.cn/rmrbhwb/html/2010-06/09/content_539576.htm. 2019年4月22日浏览。

12 Ibid.

开发的地块。¹³ 在此过程中，恒大累积了所有地产商中最多的土地储备。到2018年，恒大地产在228个城市拥有822块未开发土地，计划建造面积为3.05亿平方米（32.8亿平方英尺）的新房，相当于德国全国住房存量的近10%。¹⁴ 恒大地产为这些土地支付了5130亿元人民币（折合765亿美元）。¹⁵

恒大能够大量购买土地一方面是通过巨额借贷。除了通过强劲销售获取的留存收益外，恒大还依靠各种国有银行贷款和债券发行来为其早期扩张土地储备提供融资。¹⁶ 截至2008年，该公司在上市之前已从包括淡马锡控股，德意志银行和美林证券在内的一系列国际投资者那里获得了13亿美元的可转换债券。¹⁷ 2009年，该公司以新名称中国恒大集团（China Evergrande Group）在香港证券交易所上市，募集资金7.29亿美元。¹⁸

恒大的“高负债，高杠杆，高周转，低成本”模式取得了令人瞩目的成绩，公司总收入从2013年的940亿元人民币增加到2017年的3110亿元人民币，复合年增长率为35%。然而，支撑如此高速增长的是企业惊人的高杠杆率。截至2018年6月，恒大的债务已达到近6710亿元人民币。¹⁹

微妙的平衡：调控中国的住房市场

恒大的增长反映了中国更广泛的城市化和地产繁荣。强劲的经济增长，居民收入增加，土地政策自由化，住房和户口（户籍）制度以及财政和货币改革，共同推动了人类历史上最大规模的城乡人口迁移。反过来说，房地产行业一直是推动中国经济增长的关键引擎，占全国GDP的15%，固定资产投资的15%，城市就业的15%，以及2016年所有银行贷款的20%。²⁰

恒大地产于1996年成立时，中国的城市人口仅占总人口的29%。到2011年，这一数字已超过了50%。2018年，中国的城市化率达到60%（见图表5）。²¹ 在此期间，估计每年平均有1700万人进入城市，从而带来了每年800万至1000万套的新增住房需求。其中，估计有400万套为首次购买。其余的400至500万套则为用来替代因城市更新改造而拆除的房屋以及用来置换80、90年代政府分配房屋而新建的住房。²² 相比之下，2000到2017年间美国平均每年新建房屋约为130万套。²³

13 恒大集团，“恒大企业发展史”。

14 Yizhen Jia, “Evergrande: China’s Biggest Property Developer Faces Debt Crunch,” Financial Times, November 29, 2018, accessed April 22, 2019, <https://www.ft.com/content/bdcae980-eecf-11e8-89c8-d36339d835c0>.

15 China Evergrande Group, “Evergrande Interim Report 2018,” HKEX News, accessed April 22, 2019, <http://www3.hkexnews.hk/listedco/listconews/SEHK/2018/0928/LTN20180928375.pdf>.

16 Paul Panckhurst and Emma Dong, “Evergrande Charts Show a Home Builder Dicing With Danger,” Bloomberg.com, October 31, 2018, accessed April 22, 2019, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-10-31/evergrande-charts-show-a-home-builder-dicing-with-danger>.

17 Amy Or, “Evergrande Jumps 34% in Hong Kong Debut,” The Wall Street Journal, November 06, 2009, accessed April 22, 2019, <https://www.wsj.com/articles/SB125745135888131657>.

18 恒大集团，“恒大企业发展史”。

19 Jan Kot, “China Evergrande Issues \$3B in Bonds as Debt Pile Grows,” Mingtiandi, January 24, 2019, accessed April 22, 2019, <https://www.mingtian.com/real-estate/finance-real-estate/china-evergrande-bond-issue/>.

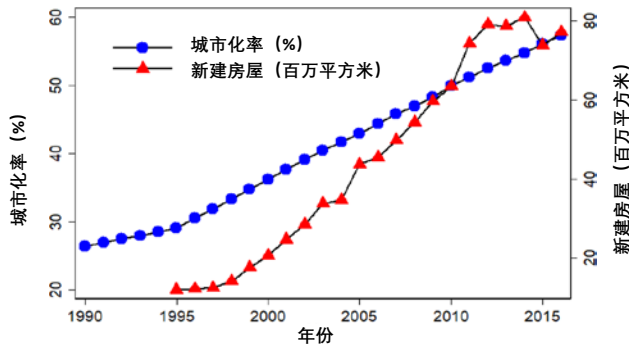
20 Wade Shepard, “Why China’s Housing Market Refuses To Crash,” Forbes, April 05, 2016, accessed April 22, 2019, <https://www.forbes.com/sites/wadeshepard/2016/04/05/why-chinas-housing-market-refuses-to-crash/#74920ba04f83>.

21 “China Housing Statistics,” National Bureau of Statistics, accessed April 22, 2019, <http://www.stats.gov.cn/english/>.

22 Lucia Kwong and Ryan Li, Asia Pacific Corporate Research, July 11, 2012, accessed April 22, 2019, http://pg.irj.com.cn/acc/Res/CN_RES/INVEST/2012/7/11/ad7a8d73-8398-44c3-9d46-fe9c08355a73.pdf.

23 “United States Housing Stats,” United States Housing Starts | 2019 | Data | Chart | Calendar | Forecast, accessed April 22, 2019, <https://tradingeconomics.com/united-states/housing-starts>.

图表5: 1990-2015年中国的城市化及新建房屋趋势

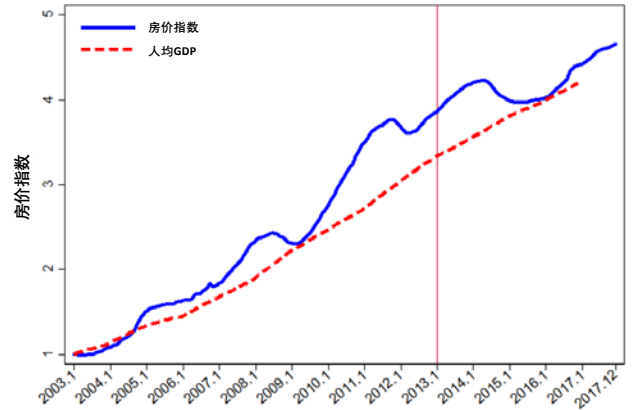


来源: 中国国家统计局

中国的房地产繁荣与政府扶持政策密切相关。由于地方政府依靠土地出让转让作为政府收入的主要来源, 而地方和中央政府均依靠房地产投资来推动经济增长和创造就业机会, 因此两者都有促进房地产行业发展的十足动力。²⁴ 到2016年, 中国房地产的总市值占全国GDP的411%, 几乎是全球平均值260%的两倍。²⁵

此外, 由于中国政府控制着住房市场在供需方面的一些主要政策抓手, 包括城市土地供应, 货币供应, 基础设施供应以及城乡迁移的速度, 因此它可以轻易地放松一些抓手, 从而在短期内刺激经济发展。²⁶ 这种做法在经济下行时尤为常见, 对散户投资者具有广泛的影响。例如, 在2008年全球金融危机之后, 中国各地的房价大幅上涨, 这是信贷宽松和政府4万亿刺激计划的直接结果 (见图表6)。²⁷ 此外, 政府也从另一个方向进行干预, 试图为房地产市场降温, 以防止其泡沫破裂。

图表6: 2003-2017年中国70个城市的房价指数



注: 房价指数 (PI), 按各城市人口数加权平均计算。同时提供人均GDP供参考。

来源: 中国国家统计局; Fang et al., 2016, see Chang Liu and Wei Xiong, "China's Real Estate Market" in Marlene Amstad et al. (eds), *The Handbook of China's Financial System*, 2018.

由于中国的金融市场仍然不够发达, 住宅房地产投资一直是一个非常有吸引力的选择。²⁸ 虽然政府一再试图通过价格控制和销售禁令等行政措施来遏制猖獗的投机行为, 但效果并不明显。²⁹ 实际上, 总有人在绞尽脑汁地逃避各种购房限制。例如, 已婚夫妇只能在购买第一套房屋时享有优惠贷款利率的政策就导致一些人离婚, 分别购买房屋, 然后再婚。³⁰

到2016年, 中国政策制定者再次担忧房地产投机正在消耗家庭收入和企业投资, 从而抑制了消费和创业活动。而消费和创业都是政府在经济放缓的情况下希望大力推动的领域。³¹ 为了理解政府这一担忧, 我们应该提到2016年中国居民的房贷收入比已达到0.46。相比之

24 World Bank and Development Research Center of the State Council, *Urban China: Toward Efficient, Inclusive and Sustainable Urbanization*, 2014, <http://www.worldbank.org/en/country/china/publication/urban-china-toward-efficient-inclusive-sustainable-urbanization>.

25 第一财经日报, “任泽平称房地产存泡沫: 总市值占GDP比高达411%,” 新浪财经, 2016年9月21日。网页: <http://finance.sina.com.cn/stock/hkstock/hkstocknews/2016-09-22/doc-ixwevmf1897515.shtml>。2019年4月22日浏览。

26 World Bank and Development Research Center of the State Council, *Urban China: Toward Efficient, Inclusive and Sustainable Urbanization*, 2014.

27 中国国家统计局。

28 Chang Liu and Wei Xiong, “China's Real Estate Market” in Marlene Amstad et al. (eds), *The Handbook of China's Financial System*, 2018, <http://wxiong.mycpanel.princeton.edu/papers/HousingChapter.pdf>.

29 Yizhen Jia, “Evergrande: China's Biggest Property Developer Faces Debt Crunch,” *Financial Times*, November 29, 2018, accessed April 22, 2019, <https://www.ft.com/content/bdcae980-eeef-11e8-89c8-d36339d835c0>.

30 *The Economist*, “When a bubble is not a bubble,” *The Economist*, October 15, 2016.

31 Chang Liu and Wei Xiong, “China's Real Estate Market” in Marlene Amstad et al. (eds), *The Handbook of China's Financial System*, 2018.

下，2007年次贷危机最严重时美国的这一比率为0.52。³²

当房地产变得高度杠杆化并使金融体系暴露出系统性风险时，为房地产行业降温的需求变得更加迫切³³。截至2016年6月，中国196家上市的开发商累计债务达3万亿元，远高于2013年的1.3万亿元，这些资金主要来自中国不受监管的影子银行系统。³⁴ 房地产行业的直接贷款已达24万亿元。³⁵ 经济学家担心经济放缓会降低土地和房地产的价值，而土地和房地产已占中国银行近四分之一的资产。³⁶

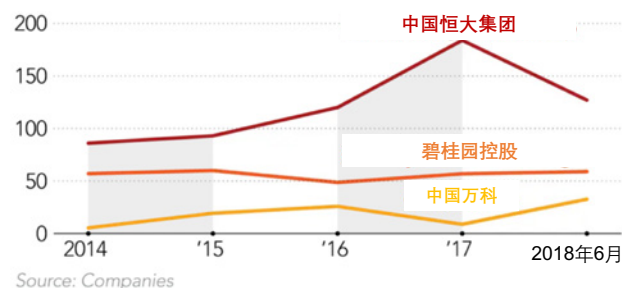
自2016年以来，中国政府已将去杠杆化当成针对金融和非金融公司的首要任务。作为更广泛的供给侧改革方案的一部分，中国的金融监管机构开始打击通过信托贷款和理财产品等影子银行渠道进行地产融资的做法。银行还被要求对房地产贷款进行严格审查。监管机构也限制了房地产公司发行境内债券的能力。最后，地方政府也被迫收紧了开发商进入土地拍卖的资格标准。³⁷

抵御冲击：恒大的债务危机

紧缩信贷对于中国整个房地产行业立即产生了影响，而恒大则是最受冲击的企业之一。在政府打压之前，恒大地产是中国杠杆率最高的房地产开发商，资产负债率比排名其后的地产商高了一倍多（见图表7）。³⁸ 此外，与其他房企相比，恒大也更常使用影子银行作为融资来

源，其2019年到期的债务将接近3000亿元人民币（折合340亿美元）。³⁹ 2017年，恒大平均融资成本为8.09%，在中国房企中排名第三，这也反映其沉重的债务负担（见图表8）。

图表7：2014年-2018年6月中国主要房地产企业的杠杆率（%）



来源：Nikki Sun, “Chinese Developer Evergrande Tightens Belt after a Decade of Audacity,” Nikkei Asian Review, December 21, 2018, accessed April 22, 2019, <https://asia.nikkei.com/Business/Company-in-focus/Chinese-developer-Evergrande-tightens-belt-after-a-decade-of-audacity>.

图表8：60家重点房地产企业2017年平均融资成本最高及最低TOP10

企业	2017年平均融资成本
北大资源	8.32%
泰禾集团	8.10%
中国恒大	8.09%
佳兆业	8.03%
当代置业	7.70%
中南建设	7.63%
时代地产	7.60%
朗诗集团	7.40%
正荣地产	7.30%
建业地产	7.24%

32 第一财经日报，“任泽平称房地产存泡沫：总市值占GDP比高达411%”，新浪财经，2016年9月21日。网页：<http://finance.sina.com.cn/stock/hkstock/hkstocknews/2016-09-22/doc-ixwewmf1897515.shtml>。2019年4月22日浏览。

33 Chang Liu and Wei Xiong, “China’s Real Estate Market” in Marlene Amstad et al. (eds), The Handbook of China’s Financial System, 2018.

34 Bruce Einhorn, “China’s Housing Bubble Wobble,” Bloomberg, October 20, 2016, <https://www.economist.com/finance-and-economics/2016/10/13/when-a-bubble-is-not-a-bubble>.

35 Jethro Mullen, Andrew Stevens, “Billionaire: Chinese real estate is ‘biggest bubble in history,’” September 29, 2016, <https://money.cnn.com/2016/09/28/investing/china-wang-jianlin-real-estate-bubble/>.

36 Deutsche Bank, Analyzing the property exposure in China, Market Research Report, 2016.

37 “Deleveraging & China’s Real Estate Sector,” Asset Management – Global, accessed April 22, 2019, <https://www.ubs.com/global/en/asset-management/insights/china/2018/deleveraging-china-real-estate.html>.

38 Nikki Sun, “Chinese Developer Evergrande Tightens Belt after a Decade of Audacity.”

39 Paul Panckhurst and Emma Dong, “Evergrande Charts Show a Home Builder Dicing With Danger.”

企业	2017年平均融资成本
华润置地	4.16%
中海地产	4.27%
越秀地产	4.30%
龙湖集团	4.50%
金地集团	4.56%
招商蛇口	4.80%
保利地产	4.82%
中国金茂	4.83%
金融街	5.01%
滨江集团	5.05%

来源: DBS Group Research, China Property Sector, report (BDS).

到2018年, 中国不利的融资环境迫使恒大通过发行离岸债券融资18亿美元, 利率高达13.75%。在市场对该公司愈发担忧的情况下, 恒大董事长许家印选择自己出资10亿美元购买此项债券, 并称此举是为了表明他对这项业务的信心。⁴⁰ 无论如何, 恒大最终需要的是一种新的成功模式, 以确保在扩张, 盈利和债务可持续性之间保持适当的平衡。

转变模式：以去杠杆化和多元化为主的可持续增长

到2017年初, 恒大开始改变其商业模式。正如创始人许家印所说, “新恒大”将专注于改善现金流和盈利能力, 以提高增长的质量, 而非仅仅速度。⁴¹ 恒大宣布其战略转型是由“高负债、高杠杆、高周转、低成本”模式向“低负债、低杠杆、低成本、高周转”模式的转变。与此同时, 该公司也开始在其传统业务内实行轻资产模式, 并同时进军新的业务领域以对冲房地产开发不断增长的风险。这些变化发生在如下多个业务部门。

40 Lianting Tu, “Evergrande Chairman Buys \$1 Billion of Its Debt in Rare Move,” Bloomberg.com, October 30, 2018, accessed April 22, 2019, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-10-31/evergrande-chairman-buys-1-billion-of-its-new-bond-issue>.

41 China Evergrande Group, “Annual Report 2017,” Evergrande, accessed April 22, 2019, <http://doc.irasia.com/listco/hk/evergrande/annual/2017/ar2017.pdf>.

42 Ibid

43 DBS Group Research, China Property Sector, report (BDS).

金融

2017年, 恒大完成了大规模的股权出售, 从战略投资者那里筹集了1300亿元人民币(折合189亿美元), 以偿还其1290亿元人民币的永续债。投资者包括材料业巨头正威集团, 大型零售商苏宁集团和大型国有基础设施公司山东高速。⁴²

到2018年中, 恒大进一步偿还了615亿元的短期债务, 与2017年相比, 总债务减少了8%, 是十大地产商中债务降幅最大的一家(见图表9)。相比之下, 中国房企前60强中有83%的企业在同一时期经历了债务增长的过程。⁴³ 截至2018年底, 恒大已稳定其债务量, 实现净负债率大幅下降。

图表9: 2018上半年房地产企业总负债TOP10 (单位: 亿元)

企业名称	2018H1	2017	较期初变化
中国恒大	6711	7326	-8%
碧桂园	2939	2148	37%
绿地集团	2558	2679	-5%
保利地产	2545	2046	24%
万科地产	2269	1906	19%
融创中国	2098	2193	-4%
中海地产	1746	1426	22%
富力地产	1591	1422	12%
泰禾集团	1472	1355	9%
华润置地	1359	1056	29%

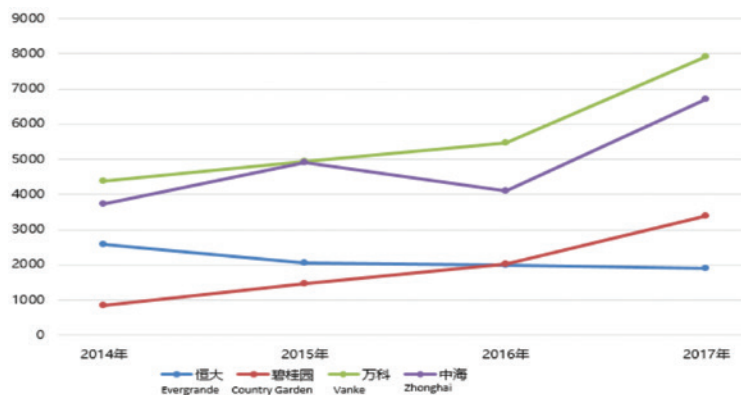
来源: DBS Group Research, China Property Sector, report (BDS).

土地购买

恒大还显著降低了其单位土地购买成本(见图表10)。为了实现这一目标, 恒大不再通过公开拍卖市场购买土地, 而是利用其行业领先的现金储备, 以优惠的价格从小型开发商手中收

购资金短缺的项目。2018年，其57%的新地块是以这种方式获得的，因此其平均土地成本从1889元/平方米大幅下降至1446元/平方米。⁴⁴相比之下，其他主要开发商的土地成本则显著增加。⁴⁵

图表10：2014-2017年中国恒大、碧桂园、万科及中海地产的新增土地价格（元/平方米）

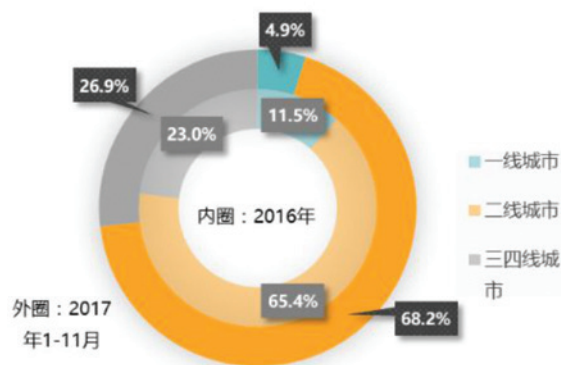


来源: DBS Group Research, China Property Sector, report (BDS).

产品组合和地理位置

为了提高周转率和流动性，恒大地产在其整体产品组合中进一步增加了小型公寓和位于三、四线城市产品的份额，从而保持了其作为大众市场住房供应商的起源。恒大对这些城市的关注具有战略意义。较小的城市通常受到中国最大城市经常实行的严格购房限制的影响较小。小公寓（<50平方米）在公司产品线中的份额从2016年的74.1%增加到2017年的80%。⁴⁶同样，二线城市的项目份额从2016年的65.4%增加到2017年的68.2%而在同一时期，三线城市的比例从23.0%增加到26.9%（见图表11）。

图表11：恒大地产项目按城市等级划分的比例



来源：“恒大”三低一高”完成从大到强质变—凤凰网房产北京。”凤凰网房产。网页：http://house.ifeng.com/news/2017_12_27-51334032_0.shtml。2019年4月23日浏览。

新业务线

与此同时，除了其传统的住宅地产核心业务之外，恒大已经开始了多元化布局（见图表12）。2012年，在其新战略公布之前，恒大就开始开发或收购一系列涵盖主题公园，医院和电动汽车的新业务线。而恒大2017年的战略转变则大大加快了多元化的步伐，该战略被命名为“房地产+服务”模式，其中“服务”包括医疗保健（服务老人），旅游（服务孩子）和金融（服务社会）。

2015年底，恒大收购了中新大东方人寿50%股权，并将其更名为恒大人寿。中新大东方人寿是新加坡大东方人寿保险公司的中国子公司，当时正面临经济困境。2016年，该公司净亏损4亿元。2018年，该公司则实现净利润12亿美元。⁴⁷

2017年底，恒大集团的子公司恒大健康宣布将在三年内依次向Smart King控股有限公司，即法拉利未来的母公司，投资20亿美元。作为交

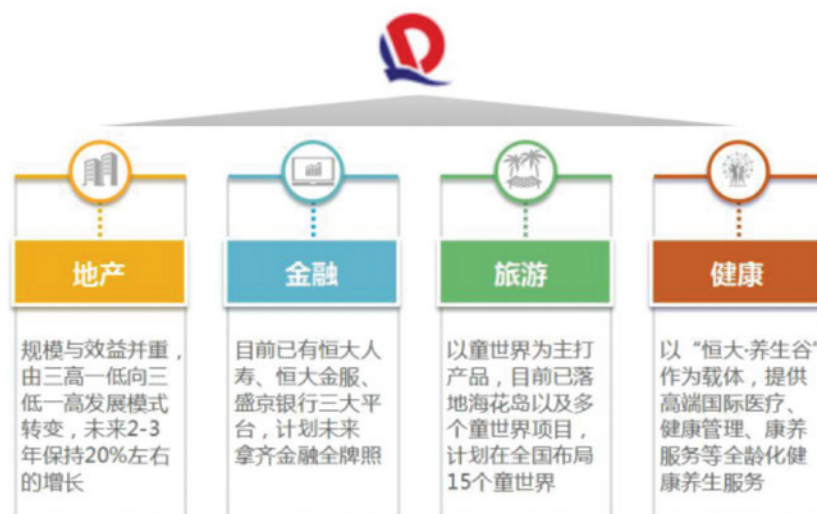
44 China Evergrande Group, “Annual Report 2018,” Evergrande, accessed April 22, 2019, <http://doc.irasia.com/listco/hk/evergrande/interim/2018/intrep.pdf>.

45 DBS Group Research, China Property Sector, report (BDS).

46 DBS Group Research, China Property Sector, report (BDS).

47 管丽丹, “朱加麟履新恒大人寿董事长 能否担起转型重任?” ,sohu.com, 2018年7月11日。网页：http://www.sohu.com/a/240587745_100001551。2019年4月23日浏览。

图表12: 恒大战略转型后的四大业务体系



来源: “恒大”三低一高”完成从大到强质变—凤凰网房产北京,” 凤凰网房产。网页: http://house.ifeng.com/news/2017_12_27-51334032_0.shtml。2019年4月23日浏览。

换, 恒大将获得这家总部位于加利福尼亚州的电动汽车公司45%的股份, 该公司常被视为特斯拉的直接竞争对手。⁴⁸

仅仅数月之后, 恒大健康与位于美国波士顿的知名布莱根和妇女医院 (Brigham and Women’s Hospital) 合作, 开设了拥有647张床位的博鳌恒大国际医院。恒大希望该医院成为其计划在中国打造的全球一流医院网络中的首家。

2018年8月, 恒大还与中国顶尖研究机构中国科学院签署协议, 共同开发超级计算, 人工智能和手术机器人等尖端技术。⁴⁹ 恒大希望其针对高科技研发的2.37亿美元投资将使高科技成为未来公司收入来源中的支柱产业。

最后, 该公司也将持续致力于发展和扩大其旅游业务, 并特别瞄准国内亲子家庭的市场。

展望未来: 进入未知领域

虽然中国过去宽松的信贷条件使恒大等大胆的

玩家收益颇丰, 但宏观经济环境的变化正在迫使恒大放弃其高负债, 高杠杆的增长模式。作为市场领导者, 恒大有优势把目前中国房地产业面临的信贷紧缩转变为机遇。该公司也可能已变得大而不能倒。

然而, 多样化也带来了重大风险。像恒大这样的公司正在走出其核心竞争力领域, 这意味着对于新型人才的更大依赖和需求。在其熟悉的业务之外进行收购也意味着新的挑战。事实上, 在恒大与法拉第未来签订投资协议的仅仅几个月前, 双方还存在冲突, 并最终经过重大调整才达成了新的协议。此次投资还将恒大地产卷入国际纷争, 美国总统特朗普就将恒大对法拉第未来的投资描述为对美国竞争力的威胁。

未来几年房地产行业可能面临更大的整合, 并需要持续出售资产作为融资和改善资产负债表的手段。而只有那些能够在瞬息万变的环境中调转方向的企业才有可能引领下一阶段的增长。

48 Zheng Lichun and Denise Jia, “Faraday Future Founder Settles Investment Dispute with Evergrande,” Coixin Global, accessed April 23, 2019, <https://www.caixinglobal.com/2019-01-01/faraday-future-founder-settles-investment-dispute-with-evergrande-101365340.html>.

49 Na Chen, “Evergrande Group, Top Science Institute Join Hands for Tech Edge,” Chinese Academy of Sciences, August 20, 2018, accessed April 23, 2019, http://english.cas.cn/newsroom/news/201808/t20180820_196318.shtml.

REFERENCE

- Hurun Research. Hurun Report Releases China Rich List 2017 in Association with 36G. October 12, 2017. Accessed April 22, 2019. <http://www.hurun.net/EN/Article/Details?num=5A320E03FD31>.
- China Evergrande Group. "Annual Report 2017." Evergrande. Accessed April 22, 2019. <http://doc.irasia.com/listco/hk/evergrande/annual/2017/ar2017.pdf>.
- China Evergrande Group. "Annual Report 2018." Evergrande. Accessed April 22, 2019. <http://doc.irasia.com/listco/hk/evergrande/interim/2018/intrep.pdf>.
- Chen, Na. "Evergrande Group, Top Science Institute Join Hands for Tech Edge." Chinese Academy of Sciences. August 20, 2018. Accessed April 23, 2019. http://english.cas.cn/newsroom/news/201808/t20180820_196318.shtml.
- "China Evergrande Group." Fortune. Accessed April 22, 2019. <http://fortune.com/global500/china-evergrande-group/>.
- "China Housing Statistics." National Bureau of Statistics. Accessed April 22, 2019. <http://www.stats.gov.cn/english/>.
- Deutsche Bank. Analyzing the property exposure in China, Market Research Report, 2016.
- DBS Group Research. *China Property Sector*. Report. BDS.
- Cole, Michael. "Evergrande China's 2016 Sales King As Top Developers Boost Performance By 82%." Mingtiandi. January 09, 2017. Accessed April 23, 2019. <https://www.mingtiandi.com/real-estate/china-real-estate-research-policy/evergrande-chinas-2016-sales-king-as-top-developers-boost-performance-by-82/>.
- "Deleveraging & China's Real Estate Sector." Asset Management – Global. Accessed April 22, 2019. <https://www.ubs.com/global/en/asset-management/insights/china/2018/deleveraging-china-real-estate.html>.
- Einhorn, Bruce. "China's Housing Bubble Wobble." *Bloomberg*. October 20, 2016. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-10-20/china-s-housing-bubble-wobble>.
- The Economist, "When a bubble is not a bubble," *The Economist*, October 15, 2016. <https://www.economist.com/finance-and-economics/2016/10/13/when-a-bubble-is-not-a-bubble>.
- Evergrande. "Evergrande Corporate History." HKEX News. Accessed April 22, 2019. <http://www3.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2009/1022/03333/eevergrande-20091015-09.pdf>.
- China Evergrande Group. "Evergrande Interim Report 2018." HKEX News. Accessed April 22, 2019. <http://www3.hkexnews.hk/listedco/listconews/SEHK/2018/0928/LTN20180928375.pdf>.
- Jia, Yizhen. "Evergrande: China's Biggest Property Developer Faces Debt Crunch." *Financial Times*. November 29, 2018. Accessed April 22, 2019. <https://www.ft.com/content/bdcae980-eecf-11e8-89c8-d36339d835c0>.
- Kot, Jan. "China Evergrande Issues \$3B in Bonds as Debt Pile Grows." Mingtiandi. January 24, 2019. Accessed April 22, 2019. <https://www.mingtiandi.com/real-estate/finance-real-estate/china-evergrande-bond-issue/>.
- Kwong, Lucia, and Ryan Li. Asia Pacific Corporate Research. July 11, 2012. Accessed April 22, 2019. http://pg.jrj.com.cn/acc/Res/CN_RES/INVEST/2012/7/11/ad7a8d73-8398-44c3-9d46-fe9c08355a73.pdf.
- Lichun, Zheng, and Denise Jia. "Faraday Future Founder Settles Investment Dispute with Evergrande." *Caixin Global*. Accessed April 23, 2019. <https://www.caixinglobal.com/2019-01-01/faraday-future-founder-settles-investment-dispute-with-evergrande-101365340.html>.
- Liu, Chang and Wei Xiong. "China's Real Estate Market" in Marlene Amstad et al. (eds). *The Handbook of China's Financial System*, 2018. <http://wxiong.mycpanel.princeton.edu/papers/HousingChapter.pdf>.
- Mullen, Jethro, and Andrew Stevens. "Billionaire: Chinese real estate is 'biggest bubble in history.'" September 29, 2016. <https://money.cnn.com/2016/09/28/investing/china-wang-jianlin-real-estate-bubble/>.
- Or, Amy. "Evergrande Jumps 34% in Hong Kong Debut." *The Wall Street Journal*. November 06, 2009. Accessed April 22, 2019. <https://www.wsj.com/articles/SB125745135888131657>.
- Panckhurst, Paul, and Emma Dong. "Evergrande Charts Show a Home Builder Dicing With Danger." *Bloomberg.com*. October 31, 2018. Accessed April 22, 2019. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-10-31/evergrande-charts-show-a-home-builder-dicing-with-danger>.
- Group Research. "Revisiting Developers' Land Banks: Landbank pace Likely to Remain Fast." DBS. Accessed April 23, 2019. https://www.dbs.com/aics/templatedata/article/generic/data/en/GR/052018/180510_insights_revisiting_developers_land_banks_landbank_pace_likely_to_remain_fast.xml.
- Shepard, Wade. "Why China's Housing Market Refuses To Crash." *Forbes*. April 05, 2016. Accessed April 22, 2019. <https://www.forbes.com/sites/wadeshepard/2016/04/05/why-chinas-housing-market-refuses-to-crash/#74920ba04f83>.
- Sun, Nikki. "Chinese Developer Evergrande Tightens Belt after a Decade of Audacity." *Nikkei Asian Review*. December 21, 2018. Accessed April 22, 2019. <https://asia.nikkei.com/Business/Company-in-focus/Chinese-developer-Evergrande-tightens-belt-after-a-decade-of-audacity>.
- Tu, Lianting. "Evergrande Chairman Buys \$1 Billion of Its Debt in Rare Move." *Bloomberg.com*. October 30, 2018. Accessed April 22, 2019. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-10-31/evergrande-chairman-buys-1-billion-of-its-new-bond-issue>.
- "United States Housing Starts." United States Housing Starts | 2019 | Data | Chart | Calendar | Forecast. Accessed April 22, 2019. <https://tradingeconomics.com/united-states/housing-starts>.
- World Bank and Development Research Center of the State Council. *Urban China: Toward Efficient, Inclusive and Sustainable Urbanization*, 2014. <http://www.worldbank.org/en/country/china/publication/urban-china-toward-efficient-inclusive-sustainable-urbanization>.
- 第一财经日报. "任泽平称房地产存泡沫：总市值占GDP比高达411%." 新浪财经. September 21, 2016. Accessed April 22, 2019. <http://finance.sina.com.cn/stock/hkstock/hkstocknews/2016-09-22/doc-ixfwvwmf1897515.shtml>.
- 孟,晓苏. "中国房地产统计年鉴" 1999年中国房地产统计年鉴. Accessed April 22, 2019. <http://www.yearbookchina.com/navibooklist-N2005110458-1.html>.
- 凤凰房产. "恒大"三低一高"完成从大到强质变—凤凰网房产北京" 凤凰网房产. Accessed April 23, 2019. http://house.ifeng.com/news/2017_12_27-51334032_0.shtml.
- 管,丽丹. "朱加麟履新恒大人寿董董事长 能否担起转型重任? ." *Sohu.com*. July 11, 2018. Accessed April 23, 2019. http://www.sohu.com/a/240587745_100001551.
- "解密许家印." 人民日报海外版-人民网. June 9, 2010. Accessed April 22, 2019. http://paper.people.com.cn/rmrbhwb/html/2010-06/09/content_539576.htm.
- "许家印：白手起家艰辛创业" 凤凰网财经. January 21, 2009. Accessed April 22, 2019. <http://finance.ifeng.com/money/wealth/star/20090121/335245.shtml>.