

# 广厦控股 路障重重的企业传承

在率领广厦控股实施多元化战略并开建天都城项目后,楼忠福开始着手企业传承,将广厦控股总裁一职交给长子楼明、浙江广厦董事长一职交给次子楼江跃。然而此后,多元化受阻、天都城项目推迟等路障,导致广厦资金链紧绷,债务压力大增,楼忠福被迫复出救火。创办人在制定重大战略后进行企业传承的风险,值得其他民企重视。



范博宏

张天健

2008年初夏,杭州华侨饭店,广厦控股创业投资有限公司(简称“广厦控股”)董事局主席楼忠福坐在这家自己控股的酒店里,却恐怕无暇欣赏西湖美景。因为酒店门前聚集了数十名民间放贷人,要求广厦控股清偿巨额借款。而这仅仅是这家集团面临的众多问题之一。

广厦控股下属浙江广厦(600052)在2005、2006年产生亏损,2007年被“ST”;与此同时,号称“中国第一卫星城”的天都城项目进展缓慢,资金周转困难。所有问题都随着民间借贷的曝光凸显出来。

广厦控股是浙江最大的民营企业之一,主营房地产及建筑。早在2002年,其创始人楼忠福即萌生退意,开始企业传承。其后数年,广厦继承人交替变更,传承一波三折。期间,公司业绩不断下滑,2006年,资金链更越绷越紧,本已准备退休享福的楼忠福被迫复出,直面债主及企业的问题。

范博宏为香港中文大学财务学系教授、经济金融研究所所长主任,张天健为香港中文大学经济金融研究所研究员。

和许多至死才退位的第一代企业家不同,楼忠福48岁已开始企业传承,二子楼明、楼江跃也并非刘阿斗类型的富二代。究竟是什么打断了企业传承?

## 楼氏父子传承一波三折

楼忠福生于1954年,浙江东阳人。小学毕业后,他即远离了学校。16岁时,他不顾阻力,开始追求条件优越的王益芳,经过三年“死缠烂打”,终于把心上人娶进门。楼忠福说:“我是一个很执着的人,认准的事想逃也逃不了。”这样的个性也反映在他的事业上。

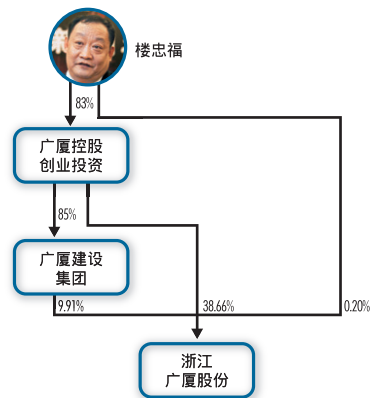
1978年,楼忠福来到浙江东阳城关建筑公司做小工,不久被破格提升为材料科科长。1984年,公司经理位置空缺。排资论辈,远轮不到楼忠福。楼向多位公司领导游说,并在他们的支持下成为新经理。任命时,台下一片哄乱。楼忠福拿刀将公章一劈为二,大声宣布:“从今天开始,盖了这个章的事情我才认账,其他概不负责。”于是众人再无异议。

在楼忠福的带领下,东阳城关建筑公司快速发展,1985年更名为东阳

市第三建筑工程公司,1992年,改组为浙江第一家建筑集团——浙江广厦建筑企业集团公司。之后,楼又率先进行股改,于1993年成立浙江广厦建筑集团股份有限公司。经过他的多方努力,浙江广厦于1997年4月成为全国建筑行业首家上市公司。2001年,浙江广厦进行资产重组,更名为浙江广厦股份有限公司,主营业务由建筑逐步转型为房地产。

目前浙江广厦的第一大股东为广厦控股,其所持股权为38.66%。楼忠福则持有广厦控股83%的股权(图1)。2009年,浙江广厦总资产为85

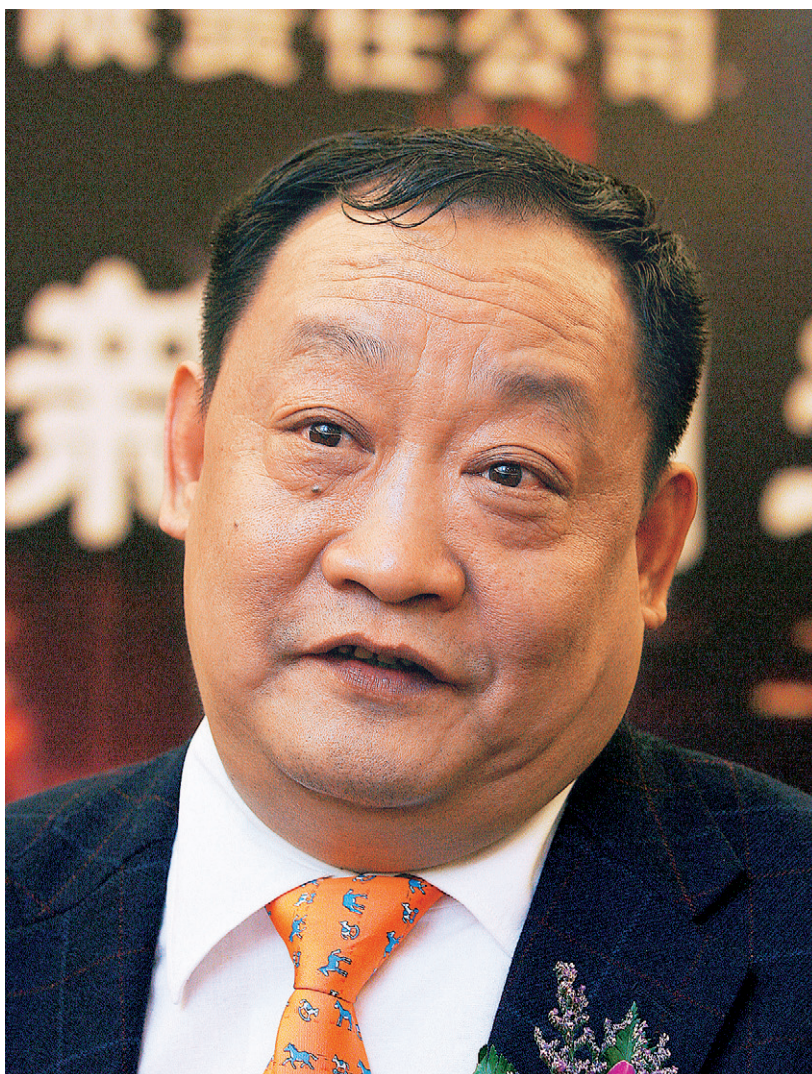
图1: 广厦控股的股权结构



亿元,约占广厦控股总资产的37%。除通过浙江广厦开发房地产之外,广厦控股通过另一直属集团——广厦建设集团有限公司(简称广厦建设)从事建筑业务,并涉足能源、教育、医疗、金融、传媒、旅游等领域(图2)。其2009年总营收达509亿元,在浙江百强企业中排名第五。

随着广厦的发展,楼忠福从建筑工人一跃成为亿万富翁(图3),并出任第十届全国人大代表、东阳市人大副主任。和中国许多创业者一样,楼忠福对西方管理学不以为然:“西方是规范的制度管理。每一个管理者都是书呆子,你跟他讲不通的,所以广厦的体制是自己设计的。”“我肯定是偏专断。民主就要暴露问题,暴露思想。该断则断,有了过程民主就差不多了。”“制度不规范,政府没有规范,市场没有规范,人没有规范,你规范什么啊。”这一点,儿子和他有着显著的不同。

楼忠福育有两子。长子楼明生于1973年,1990年高中毕业后加入了浙江武警总队。三年后,楼明回归广厦控股,任下属浙江万福建材有限公司总经理,兼广厦董事局主席助理。之后很快进入集团高层。楼明先后完成了复旦大学EMBA、长江商学院CEO学习,并积极推行职业化管理。他爱好体育,是浙江广厦篮球俱乐部主席。对于自己的身份,楼明认为不是“富二代”,也不是“守二代”,



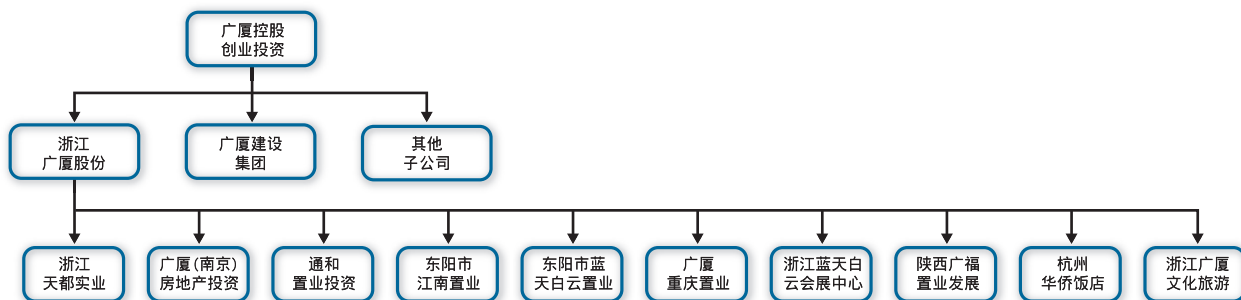
楼忠福48岁已开始着手企业传承。

而是“创二代”。楼忠福曾希望两个儿子中有一人从政,2007年,楼明追随其父,成为东阳市人大常委。

楼忠福次子楼江跃生于1974

年,曾就读于浙江大学经济学院。他早年即显示出商业才华,20岁时,靠为工地提供挖土设备净挣100万元。在一次殴斗事件后,楼江跃开始跟

图2: 2009年广厦控股的架构



随父亲左右。楼江跃首次独立操盘  
的杭州万安城市西苑项目共赢利1  
亿多元,但其父指出,其不足使公司  
少挣了1亿多元。楼江跃是杭州市  
第十一届人大代表。

楼忠福很早便开始安排儿子接

亲复出,二子各居一重要子公司,楼  
忠福或许在重新考量继承人。

2010年7月,广厦控股及浙江  
广厦管理层又发生巨大变化。楼江  
跃突然辞去上市公司董事长,转任  
广厦控股董事局副主席,接替他的

2002-2010年间,楼忠福始终未  
移交股权,可见传承尚未结束。无论  
如何,他至少在准备企业传承。但其  
一波三折的过程,未免让人揣测背  
后是否有玄机。值得注意的是,广厦  
的传承期恰巧与企业业绩下滑的时间  
吻合,公司的借贷问题也同时爆发。  
这背后究竟有怎样的故事?我们  
先从浙江广厦的投融资着眼。

### 债务危机导致 创办人复出救火

浙江广厦的融资渠道为资本  
市场及债务。1997年以来,其通过  
IPO、配股及定向增发在资本市场共  
融资约23.6亿元,融资金额逐年增加  
(表1)。那么,浙江广厦是否善用了  
股东的投资呢?

### 多元化学费

1997年,浙江广厦IPO融资1.925  
亿元,主要用于固定资产投资、还  
贷、收购(表2)。还贷后,公司负债  
率为33.81%,流动比率为2.13,均为  
历史最好水平(图4)。其招股书承诺  
1.1279亿元将用于建筑材料购买,但  
据公司年报披露,由于建材行业不景  
气,上市8个月后,浙江广厦决定更  
改投资项目,包括以3000万元参股金  
华信托投资股份有限公司(简称“金  
信”);以3326万元参股景宁县白鹤



图片来源: www.icpress.cn/

楼忠福长子楼明认为自己不是“富二代”,也不是“守二代”,而是“创二代”。

班。1994年,楼明出任广厦控股副  
总经理,2002年升任总裁,统领整个  
集团,楼忠福则任董事局主席。同年  
12月,楼忠福将浙江广厦董事长一  
职交给楼江跃,自己只担任总经理,  
并于2005年12月辞去该职。此时,  
楼忠福虽然在集团和上市公司都有  
任职,但显然已退居二线。次子楼江  
跃执掌上市公司,可见楼忠福对其  
有一定期望,但楼明无疑是当时的  
第一继承人。

但到了2006年,楼明却将广厦  
控股总裁职位交还楼忠福,转任广厦  
建设董事长。据悉,处于半退休状态  
的楼忠福突然复出,是为了应对公司  
困境。楼明下调子公司,则是为了“  
在基层锻炼”。当时外界盛传楼江跃  
取代其兄成为继承人。无论如何,父

是职业经理人彭涛。据悉,楼忠福正  
着力支持次子另立门户。2010年10  
月,楼明上调广厦控股,再次出任总  
裁及董事局副主席。至此,广厦控股  
之传承暂告一段落,长子楼明基本  
将接管庞大的家族产业。

图3:楼忠福在历年新财富500富人榜上的排名

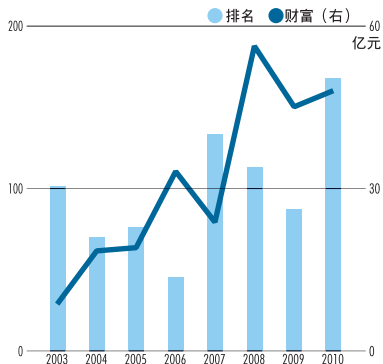
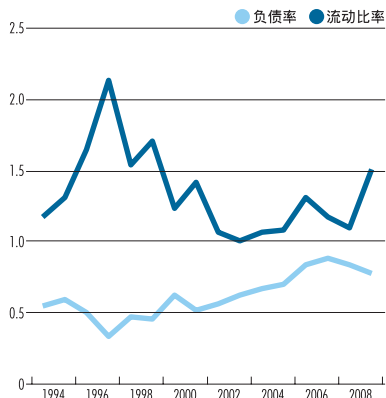


图4:浙江广厦的负债率及流动比率



水电站;以4952万元收购并注资东阳两家建筑公司,以实现快速扩张。其多元化战略可见一斑,之后数年的投资方向亦与此类似。1999年,浙江广厦上市后第一次配股,募集资金2.04亿元,投资方向继续集中于行内并购及政府项目(表3)。

不过,浙江广厦控股或参股的一些企业业绩并不理想,金融、水电、传媒和教育等辅业一直没有产生丰厚收益(图5)。2006年,当企业泥足深陷时,楼忠福曾为多元化辩护:“真金白银就一定是赚钱吗,对一个领域、一个行业的了解不也是真金白银吗?”然而,广厦为“了解”交的“真金白银”似乎太多了。

以金信为例。在以3000万元参股后,浙江广厦的确从金信收到了可观的回报,于1997、1998、2000、2001年分别获得42.5万元、450万元、750万元、300万元的收益。2001年,其增资金信至1亿元,持有金信9.832%股权。同时,金信持有浙江广厦0.78%股权,为其第十大股东。浙江广厦执行董事陈昌志曾任金信高管。交叉持股,也是浙江民营企业中的普遍现象。然而,浙江广厦2005年年报披露,由于金信2005年12月30日起停业整顿,公司须对相关1亿元投资进行减值准备,加之须对与金信存在关联关系的通和投资控股有限公司进行减值准备,两项合计1.577亿元,连同其他减值准备共导致浙江广厦当年亏损1.84亿元,净利润为-1.77亿元。随着2006年金信信托被托管、通和控投资不抵债,浙江广厦对通和全额计提减值准备,计1.51亿元。另外,由于大型楼盘销售资金尚未回笼,导致2006年浙江广厦净利润为-2.72亿元。

当然,并不是所有项目都在赔钱。总投资3亿元的景宁英川水电开发有限公司,浙江广厦于1999、2000

表1:浙江广厦在资本市场的融资情况

时间	融资方式	融资额(亿元)
1997	IPO	1.93
1999	配股	2.04
2001	配股	5.98
2007	定向增发	13.65

表2:浙江广厦IPO募集资金使用情况

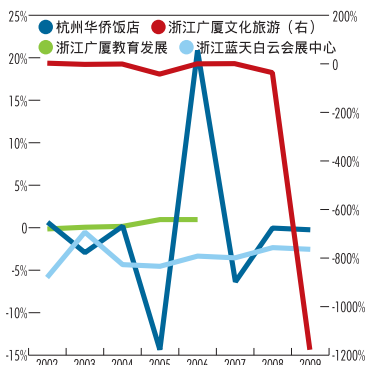
投资项目	投资额(万元)
建筑业施工设备固定资产投资	4942*
归还贷款	3020
参股金信公司,占10%股份,为第二大股东	3000
参股景宁县白鹤水电站,占22%股份	3326
收购东阳县吴宁建筑工程有限公司	1696
收购东阳城市建设工程有限公司	1552
注资两购人公司	1704
总计	19240

\*1997年完成1491万元

表3:1999年浙江广厦配股募集资金使用情况

投资项目	投资额(万元)
兼并重庆第一建筑(集团)有限公司	1500
兼并上海合力建设工程有限公司	1800
景宁英川水电站项目	11115.34
杭州东河沿线改造工程项目	6000
总计	20415.34

图5:浙江广厦子公司的资产回报率



年后投入配股资金累计1.11亿元;2002年增持后,累计总投入1.194亿元,持有其85%股份。这一水电站于2002年4月完工,之后一直保持盈利,资产收益率在5%上下(表4)。然而,2007年,浙江广厦作价2.477亿元,将所持股权全部转让给中华水电公司。将这一有稳定利润的能源项目剥离上市公司的同时,浙江广厦收购了广厦控股旗下多家房地产公司,从而“扩大了房地产规模,增加了项目资源”。可见,其上市初期的多元化战略已有所收缩。

### 房地产项目受阻带来资金压力

归根到底,真正促使浙江广厦战略收缩的是其主业出现问题,已无法再负担多元化的额外学费。一些大型楼盘开发期过长,资金需求量极大,而前利润水平较低。其中,天都城最具代表性。

天都城位于杭州市余杭区,占地面积约7000亩,建筑面积480余万平方米,规划居住人口8-10万。除住宅外,配套从幼儿园至高校、医院、商业文体设施等。其主体屋宇为法式建筑,包括一座高108米、耗资2000万元的山寨版埃菲尔铁塔,总体开发周期约10年,目前部分项目仍在建设中。浙江广厦年报披露,这一项目预计总投资63.56亿元,但浙江天都实业有限公司网站上显示,项目总投资预计超过100亿元。

早在2000年,楼忠福就喊出“广厦就是天都城,天都城就是广厦”的口号。的确,广厦随着天都城的起伏而历经荣辱。2000年11月,占地1000亩的欢乐四季公园破土动工,并于2002年10月免费对外试运营,兑现了天都城“先做旅游,后做房产”的承诺。2001年9月,天都城一期的400多套房子开始接受预订,由于价格低廉,12小时内被抢购一空。

表4：浙江广厦对景宁英川水电开发有限公司的投资

时间	投资情况	投资额 (万元)	持股 比例	资产规模 (元)	净利润 (元)	ROA
1998	以银行借款投资	56.66				
1999	以当年配股所得投资	4672	73%			
2000	以1999年配股所得投资	6443.34	73%			
2002	受让丽水南方水电开发有限公司所持12%股权	768	85%	316,397,267	15,585,378	0.049259
2003			85%	325,765,936	15,574,187	0.047808
2004			85%	301,905,739	9,377,542	0.031061
2005			85%	293,580,000	18,630,000	0.063458
2006			85%	284,868,053	18,035,955	0.063313
2007			85%	284,868,053	12,616,923	0.04429
	总计	11940			89,819,985	

表5：浙江广厦2001年配股募集资金使用情况

投资项目	计划投资	实际投资(元,截至2004年)
香榭花园	6.4亿元	382,662,202
爱丽山庄	1.6亿元	60,954,453
天都城配套设施	-	154,772,223
总计	8亿元	598,388,878

表6：浙江天都实业有限公司资产状况

时间	浙江广厦持股	资产规模(元)	净利润(元)	ROA
2002	90%	405,898,880	-12,609,865	-0.03107
2003	90%	879,826,482	-28,405,655	-0.03229
2004	90%	1,473,150,323	22,049,310	0.014967
2005	90%	1,473,150,000	21,220,000	0.014405
2006	90%	1,336,246,128	-843,126	-0.00063
2007	100%	1,974,312,955	36,897,462	0.018689
2008	100%	2,248,581,655	33,103,710	0.014722
2009	100%	2,771,144,489	31,897,930	0.011511

2001年,浙江广厦上市后第二次配股,共募集5.98亿元。截至2004年,募集资金全部投入天都城香榭花园及爱丽山庄项目(表5)。

然而,其2002年年报披露:“香榭花园项目原计划于2001年12月开始土建施工,2004年12月底前全部竣工,但由于征地拆迁工作缓慢,致使项目开工延迟至2002年12月。爱丽山庄项目原计划于2001年12月开始土建施工,2004年3月底前全部竣工。推迟开工主要基于销售

策略的考虑,准备待周边环境成熟,房产氛围形成后再推出。”经分期开发,爱丽山庄及香榭花园分别于2009年8、9月才全部竣工。推迟开工的一大原因是杭州地铁项目被国务院于2002年冻结,交通问题得不到解决,一些买家甚至要求退房。直到2010年末,交通问题才有彻底解决的迹象。计划中的杭州地铁3号线将在天都城设立站点。为此,天都城地标“埃菲尔铁塔”被拆迁至天都公园。

2002年,国家叫停土地使用权协议出让,实行招拍挂新规,天都城项目后续的土地成本大幅提高。其一期1500亩土地以协议出让性质获得,作价约2亿多元,均价约15万元/亩。剩余5000多亩土地极大地考验着广厦的资金链。2010年,天都城周边地区的土地均价已达100万元/亩。更大的隐患是,若有其他公司竞拍到天都城规划中的地块,广厦前期投入的公园及环境建设等于为人做嫁。经过广厦积极反映,有关部门表态称,对此“遗留问题”,要“在尊重历史的基础上”解决。截至2009年末,浙江广厦对天都城房地产的开发成本已达13亿元,但效益却并不明显(表6)。一个看似前景美好的项目,受多重因素影响步履维艰,企业深陷泥潭。

#### 资金链紧绷下多方告贷

由天都城项目足以看出,资本市场远难以满足浙江广厦的投资需要,其唯有向银行贷款。这些借款主要来自楼忠福的家乡东阳。以2001年为例,浙江广厦分别从农、工、建、中四大银行的东阳市分行取得贷款,东阳下属吴宁、黄田畈镇农村信用社也为其提供了贷款,贷款担保方多为控股公司及其他成员公司。2004年,《商业银行房地产贷款风险指引》出台,在广厦最需要后续资金时,国家开始限制项目贷款。2006年,在公司最困难的时候,已经淡出上市公司的楼忠福为了一笔4100万元的银行贷款抵押了私人别墅。

此外,广厦还采取了信托融资的方式,于2004年,将景宁英川水电开发有限公司85%的股权委托中泰信托发行信托计划,融资8000万元,期限2年,利息420万元。

一年三、五亿元的银行贷款与

信托融资仍难以满足浙江广厦的资金需求。鉴于浙江省的地下钱庄是全国最发达的，为维持资金链，广厦控股于2006年开始筹集民间借款。同时，楼明将广厦控股总裁职位交还楼忠福。内忧外患之下，创办人被迫复出救火，企业传承被打断。

初期，广厦每笔借款被控制在1亿元以下，期限多为几天，日利率最高为0.3%。之后借款规模失控。截至2007年，贷款总额约达8亿元，债权人数十名。2008年，坊间开始流传广厦控股民间借贷问题。风声最紧时，银行、银监会等机构也曾上门查账。之后，债权人开始聚集公司追债，广厦的债务危机彻底公开。

### 中断传承的重重路障

回首过往十年，广厦传承中的种种波折有内因、有外因，但归根结底是传承时未能看清前方潜在的路

障，尤其是多元化和天都城项目所面临的不确定性。

楼忠福在浙江广厦上市前后开始贯彻多元化战略，并取得一定成果。2001年，天都城项目正式开工。投资超大型项目，足见广厦当时对内外部环境预期相当乐观。2002年以前，浙江广厦的负债率也基本低于行业均值。2002年，认为前路一马平川的楼忠福开始企业传承，分别把二子推向控股及上市公司。岂料几年之内风云突变，多元化战略未能给公司带来足够利润，甚至导致亏损。而天都城等项目受宏观政策影响开发受阻，大额投资反而导致债台高筑，浙江广厦负债率持续高于行业均值(图6)。

2002-2007年，其业绩逐步下滑。多项财务指标显示公司盈利、营运及偿债能力全面低于行业均值(图7-9)，其差异在2005、2006年尤其显著，期间公司分别亏损1.77亿及2.72亿元。直到2007年，通过定向增发注入集团非上市优质资产，浙江广厦才实现扭亏为盈，之后，公司业绩逐渐好转。

作为中国改革开放后的第一代创业者，楼忠福赋予了企业一些不可替代的特殊资产。企业早期的快速发展与他敢打敢拼及出众的经营能力密不可分：为了追老婆，可以“死缠烂打”；为了当经理，毛遂自荐；为了上市，四处奔走；为了“中国第一卫星城”，率先试水；为了融资，“不

### 天都城等项目受宏观政策影响开发受阻等原因，使浙江广厦负债率持续高于行业均值。



图7-9来源/ www.icjpress.cn/

图6：浙江广厦的负债率

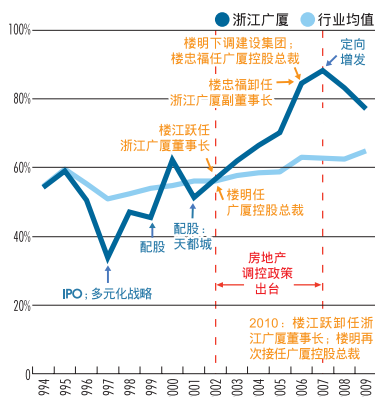


图7：浙江广厦的偿债能力

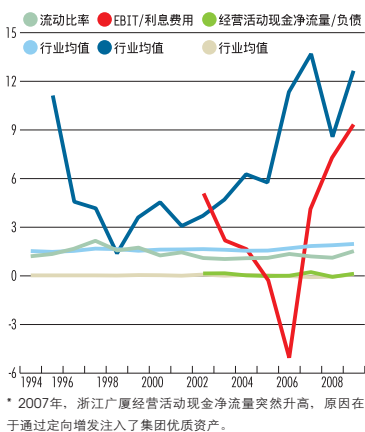


图8：浙江广厦的盈利能力

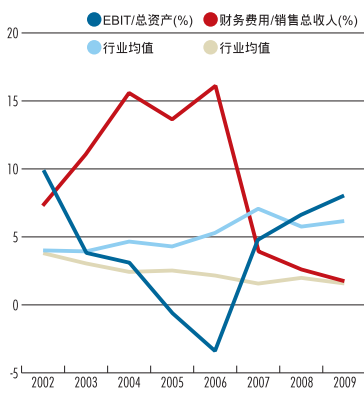


图9：浙江广厦的营运能力

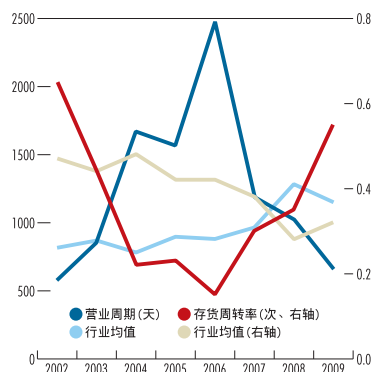
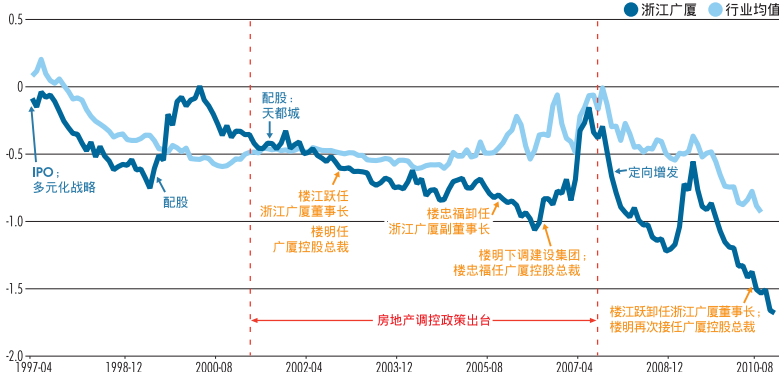


图10：浙江广厦的累计月回报率



择手段”；而为了培养“创二代”，早早退居幕后。可以说，广厦的成败起伏，在很大程度上皆拜楼忠福所赐，没有楼忠福，广厦一定不是今天的广厦。而楼明和楼江跃是否继承了其父的特殊资产呢？楼忠福于2006年取代长子执掌广厦控股，应对危机，可见至少在应对企业困境时，楼明尚不足以取代其父。在楼江跃任董事长期间，浙江广厦一直表现低迷，累计月个股回报率持续低于行业均值(图10)。虽然其中有种种原因，并非他一人之过，但作为众目睽睽之下的上市公司一把手，楼江跃已难以服众，2010年，彭涛接替了他的位置。

除了公司战略失误、特殊资产

难以传承等内因，还有政策变化等外部路障导致广厦的传承受阻。房地产业依赖土地及贷款，二者皆对国家政策极其敏感。而广厦由2002年至今的企业传承，恰巧赶上了宏观政策对房地产业的调控。2002年的招拍挂新规直接导致天都城土地成本增加。2003年，国家进一步遏制开发区圈地，2004年加息并出台《商业银行房地产贷款风险指引》。2005、2006年更是接连发出多项打压政策。2007年，连续五次上调利率。原本被寄予厚望的天都城及其他房地产项目在政策的风雨中搁浅。

2011年，楼明从广厦建设回到控股公司任总裁，准备再次接班，

广厦的传承故事还将继续演绎。不过，从其传承过程可见，创办人在制定了重大战略后立即进行企业传承有相当的风险。今天我们大可批评楼忠福企业传承的时机不佳，然而回到2002年，谁又能料到前路如此凶险？但可以肯定的是，他没有充分认识到一些大胆超前的投资决定隐藏了诸多不确定性，而同时进行企业传承更增添了不稳定因素。楼忠福及其继承人都为这些决定付出了代价。中国第一代民营企业家在传承前应充分考虑公司所面临的种种潜在路障，做最坏的打算。

对于本文内容您有任何评论或补充，请发邮件至 [xincaifu@p5w.net](mailto:xincaifu@p5w.net)。