



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。



杨玉龙为香港中文大学经济金融研究所研究员。

公司资本运作的减法： 李嘉诚“长和系”的业务 拆分和处置

李嘉诚擅于灵活处置和重组企业集团业务，在多元化思路下，动态剔除盈利黯淡的业务，吸纳富于前景的产业；同时依托资本市场，寻求多维度的资金筹集渠道，严格保持企业充裕的现金储备。在内地民企融资受到局限的制度背景下，李嘉诚维系充裕现金流的审慎扩张策略对内地民企有着重要的启示意义。

范博宏 杨玉龙/文



图片来源：www.icpress.cn/

李嘉诚如何灌溉施肥，修枝剪叶，实现旗下企业集团的稳步增长？其如何为集团各事业提供充裕的资金，又是如何保证集团整体长期盈利的呢？前者涉及资本运作，后者则是实业经营。本文专注探讨李嘉诚的资本运作战略。

“长和系”长期持续盈利

“长和系”是李嘉诚旗下上市公司所构建的企业集团的总称。截至2011年12月31日，集团总市值已达7470亿港元。集团核心为长江实业（集团）有限公司（简称“长江实业”）与和记黄埔有限公司（简称“和记黄埔”）。其中，长江实业的前身是李嘉诚在1950年创立的长江工业有限公司，其于1972年在香港上市。和记黄埔则是由黄埔船坞与和记企业有限公司于1977年合并而成，李嘉诚在1979年入主和记黄埔，并成为集团主席（图1）。

长江实业与和记黄埔的财务报告显示，长江实业1991年的营业额不足100亿港元，到2010年底达328亿港元，营业额增长约3.3倍。而和记黄埔营业收入则从1991年的192亿港元增长近11倍达到2010年的2091亿港元。“长

李嘉诚的“长和系”一直为市场所称道的是其长期维持盈利。

作者范博宏的新书《关键世代：走出华人家族企业传承之困》已于2012年4月由东方出版社出版。

图片来源 / www.cip.cn/



港口和基建业务对“长和系”贡献盈利最多,但增长也较慢,这两项业务是集团稳固现金流的源泉。

和系”一直为市场所称道的是其长期维持盈利,1991-2011年的20年间,和记黄埔的平均净资产收益率为11.01%,长江实业的平均净资产收益率为14.48%。经市场调整后的累计异常回报分别为172%和168%,而且在亚洲金融危机以后,“长和系”一直跑赢大市(图2)。

李嘉诚的资本运作:多维度的资金筹措

李嘉诚常为世人称道之处在于其多次精准的低买高卖,在众人对其投资眼光的艳羡赞叹中,易为人所忽略的是,长期持有和经营才是李嘉诚最终熬过严冬、为其项目沽得良好价格的前提,如3G业务的盈利和房地产开发的最终盈利都依赖于强大的现金流长期支撑,等待经济上扬而享有巨额回报。3G业务动辄上百亿的亏损,搁置达5年以上的土地储备,这些对于一般企业而言基本上是无法承受的。守得云开见月明的底气来自充裕的资本,李嘉诚有何种手段筹集资本以服务其大手笔的实体运营呢?

审慎的债务筹资态度

企业筹资最常见的方法是借钱和股权筹

资,这两者属于外部筹资。当然,企业也可以使用自营现金流,这属于内部筹资。在资金的筹措上,李嘉诚使用了广泛的渠道,特别注意维持充裕的现金流,除却极少数年份,和记黄埔都保证了流动资产超过流动负债(图3)。李嘉诚对于负债高度敏感。他最初经营塑胶厂时被银行逼债,险些导致企业破产,这种经历或许令他心有余悸,其后他对于银行贷款的风险一直有所戒备。在随后投入房地产时,他一直保证物业租金收入的业务比例,不轻易采用抵押贷款形式进行房产售卖。

和记黄埔的资产负债率从未超过60%,长江实业更低于20%,相对于内地房地产行业动辄70%以上的资产负债率,李嘉诚在财务方面的谨慎可见一斑(图4)。

进退从容的业务拆分和处置

李嘉诚常用拆分上市与业务处置售卖两种方法筹资。我们留意到,其所做交易的时点颇有深意。在3G业务亏损的2002-2009年,“长和系”的拆分和售卖达9次之多(表1、2),所得资金即使不算那些缺乏数据的交易也超过上千亿港元,为支撑持续亏损的3G业务立下了汗马功劳。

66

李嘉诚常为世人称道之处在于其多次精准的低买高卖,但长期持有和经营才是其最终熬过严冬、为其项目沽得良好价格的前提。

99

66

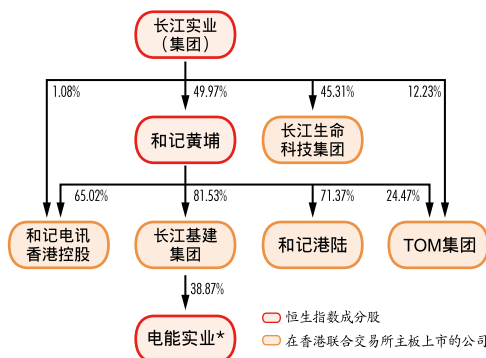
李嘉诚拆分和售卖‘长和系’旗下资产达9次之多，所得资金为支撑持续亏损的3G业务立下了汗马功劳。

99

“长和系”旗下业务众多，李嘉诚的拆分和业务售卖有无规律可循呢？企业的业务拆分上市相较于业务处置较为柔和，大部分拆分上市后控股企业仍保留大股东地位，而业务处置一般意味着失去大股东地位。从产业上看，“长和系”拆分上市的产业大都是发展前景日趋黯淡者，而被其处置的业务未来的盈利空间比被拆分的业务

狭窄，主要集中于受新兴3G通讯业务打压的传统电讯业务。从1997-2010年，和记黄埔七项核心业务的息税前盈余对集团盈利的历年贡献比例和历年增长幅度的均值可见，港口和基建业务对集团贡献盈利最多，但增长也较慢（表3）。这两项业务是稳固现金流的源泉，李嘉诚在历史上很少对之进行拆分和售卖，唯一例外是2011年

图1：“长和系”企业集团架构



*注：前称香港电灯集团有限公司，于2011年2月16日更名为电能实业有限公司，上图所示为长江集团在香港的上市公司，在海外上市的集团成员并不包括在内。/资料来源：长江实业集团网页

图2：1991-2011年长江实业与和记黄埔市场累计异常回报



图3：和记黄埔历年流动资产与流动负债比率

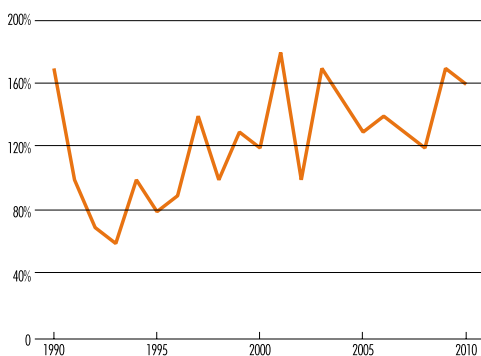


图4：和记黄埔、长江实业与内地房地产行业平均资产负债率

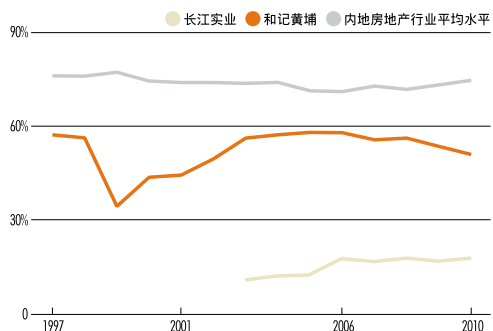


表1：2000年以来“长和系”拆分上市举动

时间	拆分上市公司	母公司	融资数额
2000-3-1	Tom.com	和记黄埔	7.6亿港元
2004-3-11	Tom在线	和记黄埔	1.7亿美元
2004-10-15	和记电讯国际	和记黄埔	72亿港元
2011-3-18	和记港口信托	和记黄埔	55亿美元
2002-7-16	长江生命科技	长江实业	26亿港元
2003-3-12	置富产业信托(新加坡)	长江实业	不详
2010-4-20	置富产业信托(香港)	长江实业	不详
2011-4-29	汇贤产业信托	长江实业	104.8亿元

新财富 招聘启事

NEW FORTUNE

将和记港口信托拆分在新加坡上市。信托相较于一般上市公司在现金派息上更有优势,可将营运现金流用于派息,且控制权又牢牢掌握在和记黄埔手中。因此,港口信托对于集团企业汲取旗下企业资金优势明显。此外,由于上海港和宁波港等北方港口的兴起,和记港口信托下的深圳盐田港和香港港口业务的增长放缓,前景已看淡,李嘉诚此举也有剥离盈利前景黯淡业务、提升集团整体盈利能力的效果。

零售业与能源行业的息税前盈余增长幅度和前景也是七项业务最高的。对此种业务,李嘉诚应会长期持有,不会在近期分拆。2011上半年,坊间流传屈臣氏分拆上市,李嘉诚公开表示,不排除再分拆业务上市,但认为不会分拆零售业务,其原因或许正在于此。

房地产行业的盈利贡献和增长居于七项业务的中间水平,将其中已开发成熟、盈利概念已穷尽的项目拆分出去,既有利于获取融资,也有利于提升集团的整体盈利能力。当然,由于这些项目一般还会有稳固的现金流入,采取信托的方式比较适合充分利用这些物业的可观现金回报。长江实业三度分拆房产信托上市,证明了这一点(表1)。

电讯行业的盈利贡献和增幅最弱。传统电讯业务竞争日益激烈,被3G业务取代的趋势也越来越明显。李嘉诚自出售Orange以来,其传统电讯业务一直处于收缩状态,和记电讯一直独立上市,海外的传统电讯业务也在售卖(表2)。这种处置有助于筹措资金支持新兴的3G业务。

拆分和售卖是李嘉诚资本运作手法的重要一环,这种大规模的资产处置不同于单纯的股权融资,会对实体运营产生深远的影响。通过有选择

新财富研究院

招聘职位: 研究员

招聘人数: 10人

工作地点: 深圳总部, 北京记者站

任职要求:

- 1、35岁以下,全日制本科及以上学历,财务、金融、证券投资等经济类相关专业;
- 2、有证券分析、研究3年以上工作经验,有企业工作经验优先,熟悉A股、港股市场和宏观经济研究、行业研究,有一定的综合分析能力和较强的实地调研能力;
- 3、有较好的写作功底,能将相关研究成果及时吸收、转化,形成高水准的文章,并向客户提供专业的咨询服务;
- 4、具备团队合作精神。

新媒体部

招聘职位: 高级网络编辑

招聘人数: 2人

工作地点: 深圳总部

任职要求:

- 1、35岁以下,5年以上相关工作经验;
 - 2、本科以上学历,新闻学或金融学专业(或同等学习、培训背景);
 - 3、能上早班(早7:00开始工作);
 - 4、熟悉金融、证券行业,熟悉媒体运作;
 - 5、具备一定的新闻写作能力,熟练使用相关网络工具和软件。
- (不具备上述任一条件者勿扰)

设计部

招聘职位: 高级美术编辑

招聘人数: 2人

工作地点: 深圳总部

任职要求:

- 1、国内知名美术院校美术、设计专业毕业;
- 2、具有5年以上相关工作经验和成熟作品,具备出版物工作经验者优先考虑;
- 3、具备一流手绘能力。(投递简历时请附上近期作品)

简历请寄:

地址: 广东省深圳市福田区上步工业区10栋2楼新财富杂志社 邮编: 518028

Email: xcf-hr@xcf.cn

备注:

简历须附近照1张,注明期望月薪及最快到岗时间。

所有简历将进入我公司人才资料库,恕不退还。合则约见,请勿来电来访。

请在邮寄信封上或邮件主体中注明“应聘+具体职位”字样。

的拆分和售卖,逐渐淘汰盈利日渐萎缩的产业,李嘉诚很好地解决了企业集团多元化过程中常见的盈利水平下降问题;而拆分所获得的巨额资金又能够使之减少对债务融资的依赖,减轻了利息负担,增加了资本投放的自由度。2002-2009年,面对3G业务的巨额亏损,和记黄埔的资产负债率一直稳定维系在60%以下(图4)。其历年财务报表显示,3G亏损重负就落在了拆分和售卖资产所产生的“出售投资及溢利”上。

拆分的市场反应

市场对于可以提高集团盈利和增加企业资金的拆分举动给予了正面评价(图5)。由于长江生命科技在拆分前仍未盈利,且没有形成稳定的盈利模式,其拆分上市意在筹集资金用于自身运营,对于集团的贡献有限,故而其异常回报未列入计算。拆分对于和记黄埔带来的好处显然高于长江实业,这应当源于和记黄埔与长江实业的分工。长江实业主要职能是控股旗下上市公司,并在集团内部调配资本和人力资源,所筹资金多用于支持旗下众多企业,其自身业务得益有限。而和记黄埔是李嘉诚铺展业务的真正平台,其所筹资金主要用于自身业务。相比长江实业拆分的都是清一色的房产信托(长江生命科技除外),和记黄埔所拆分的产业无疑

更具有多样性,对于淘汰盈利前景黯淡的产业、保障具有进取性的盈利项目也更有优势。

拆分实际上是并购的逆过程。企业扩张并非仅仅是单纯的“加法”,固有业务可能因技术进步或竞争加剧变得无利可图,此时,企业的“减法”也必不可少。将盈利前景不佳的业务从企业集团剥离,最直接的好处就在于提升了集团的盈利能力,同时取得了支持富有潜力的产业所需的资本。除此之外,拆分之后,集团企业无需再为被拆企业的运营倾注更多关注,集团可以将精力更多用于通盘的战略考量与新兴产业的发掘。摆脱了集团管理架构束缚之后,被拆企业经理人也更有自由的发挥空间,从而有助于企业的运营和新生。比如, Tom 集团和置富产业信托(香港)在拆分后经短暂震荡调整后逐渐获得市场认可,跑赢大市(图6)。然而并非所有被拆分的企业都能化腐朽为神奇,毕竟它们是经过挑选的失去潜力者,如长江生命科技被拆分后业绩未有起色。

启示意义

李嘉诚的实体运营和资本运作实质是相辅相成的。一方面,资本运作为实体运营提供了有力支持,使其可以在经济衰退时并购和囤积,从容不迫地等待经济复苏,从而将资产沽得心仪的价格;另一方面,实体运营产生了丰厚的盈

表2：李嘉诚近年来重要业务出售一览

企业	开始	结局
Orange电讯	1996年,李嘉诚组建Orange公司在英国上市,总投资84亿港元	1999年10月,李嘉诚将Orange公司部分股权卖给德国经营电信业的Mannesmann公司,变现1130亿港元
价格线	2001年,互联网泡沫破灭之际,以7000万美元低价拿下“价格线”(Priceline.com)	2006年9月7日,长江实业及和记黄埔抛售“价格线”22%的股份,变现3.04亿美元
印度电讯业务	1994年,和记电讯国际与印度大企业Essar Group联手创办电讯合资企业Hutchison Essar,投资近20亿美元	2007年上半年,和电国际出售Hutchison Essar Limited的67%直接及间接股权及贷款权益予Vodafone Group PLC,总作价约为111亿美元(870亿港元)
以色列电讯业务	1997年,和电国际持有约51.46%股权的附属公司Partner Communications Company Ltd.成立	2009年8月,和电国际出售Partner Communications 51%股权予Scailex,总作价约为107亿港元
巴拉圭电讯业务	2000年,和记电讯进军巴拉圭	2005年,和记电讯将巴拉圭业务出售
泰国电讯业务	2000年10月,和记电讯收购I-Mobile Holding约49%股权,进入泰国移动通信市场	2010年12月,和电国际以435万泰铢(约112万港元)出售和黄无线多媒体服务92.5%股权予泰国电信集团True Corp PCL,撤出泰国电讯市场
加纳电讯业务	1998年,和记电讯投资于加纳的Kasapa Telecom Limited	2008年,和电国际出售加纳业务

表3：和记黄埔核心业务的盈余贡献和增长情况

	港口及相关服务	地产及酒店	零售	基建	能源	财务及投资	电讯
息税前盈余贡献	27%	13%	8%	18%	11%	19%	3%
息税前盈余增幅	7%	13%	25%	10%	28%	4%	-3.28%

图5：拆分事件前后30天的长江实业与和记黄埔股票累计异常回报率均值

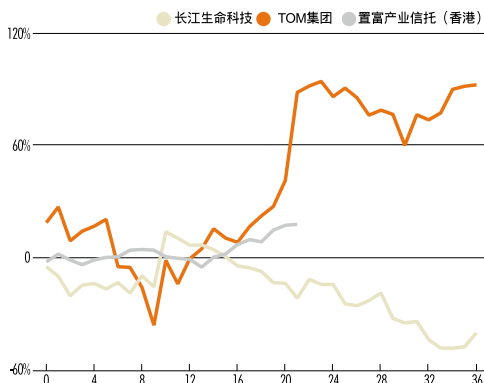


利和现金流，又为其资本市场上的运作提供了声誉的支撑和良好的远景，便利其大规模融资。而连接李嘉诚资本运作和实体运营很重要的一环，便是其资产拆分和售卖技巧。李嘉诚通过剔除盈利微小且丧失潜力的产业，纳入当前需要巨额资金支持但富含前景的产业，将企业集团的盈利能力维持在较高水平。同时，资产售卖和拆分所获取的现金流入为集团描绘出良好的盈利图景，并提供了将这图景付诸实践所必需的资本支持。而对于分拆和处置后的企业大举放权，给予了被拆分企业广泛的自由裁量空间，又有助于这些企业的新生。

企业的多元化能否成功依赖于两端，一是集团企业整体的盈利能力，另一点是多元化的冲锋过程中维持稳定的现金流。伴随A股市场的规模扩张，内地也涌现了一批“系族企业”，如中科系、华晨系、德隆系、鸿仪系、卓京系、精工系、飞尚系、升汇系、银泰系，这些企业集团的引领者也曾号令一方，然而，其中许多企业在高速的发展中一意进取，未能有效维持企业的整体盈利和充裕资金，最终导致企业帝国的坍塌，这种坍塌往往体现为盈利下滑与资金链愈发紧张恶性循环。

历经30余年的发展，内地民营企业普遍面临增长瓶颈。最突出的是民企缺乏稳定的资金来源，尤其是未上市企业，银行贷款极少有可能流入民企。于是，为求成长，许多民企不得不寻求民间金融支持，也就是高利贷。高利贷经营尽管被诟病为饮鸩止渴，但确实是浙江省等民营企业活跃地区的经营常态。事实上，经济景

图6：拆分上市后36个月各被拆分企业的股票累计异常回报率



气时，高利贷作为不得已的选择的确促成了某些企业的成长。然而，当经济恶化，市场经历严冬之时，高利贷则枯竭了企业成长所需的资金血液，即便这些企业的业务是优良而富于前景的，但一意扩张、不知退让的激进态度会加剧企业帝国的坍塌。在此制度背景下，李嘉诚维系充裕现金流的审慎扩张策略对于内地民营企业运营有着重要的启示意义。

与内地许多企业激进策略形成鲜明对比的是，李嘉诚擅于利用资本市场进行频繁的资本运作，其中既有大手笔的拆分与剥离，也有着眼长远的兼并与收购。业务拆分和处置可以剔除失去前景的产业，并购可以融入盈利的新鲜血液。有保守，也有激进，灵活自如。这些举动体现了他一贯的理念，在现代西方制度结构下，利用中国式的智慧，从容游走。诚如李嘉诚所言：“在稳健中求发展，发展中不忘稳健”。产业帝国的成功依赖于长期的运营，而长期的运营又需要充裕的资本支持。

“长和系”灵活处置和重组企业集团的业务，在多元化思路下，动态剔除盈利黯淡的业务，吸纳富于前景的产业；同时依托资本市场，寻求多维度的资金筹集渠道，严格保持企业充裕的现金储备。李嘉诚一手抓产业运营，保证了企业集团的整体永续盈利；另一手抓资本运作，为集团的扩张提供了雄厚的资金支持。邓小平曾言：“两手抓，两手都要硬”。虽是政治经验的总结，李嘉诚在企业运营中却深得精髓。

对于本文内容您有任何评论或补充，请发邮件至 xincaifu@xf.cn。

66

企业的多元化能否成功依赖于两端，一是集团企业整体的盈利能力，另一点是多元化的冲锋过程中维持稳定的现金流。

99