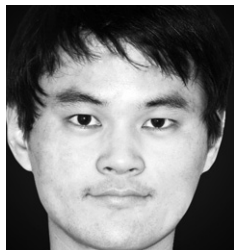




范博宏为香港中文大学财务学系教授、经济金融研究所所长。



杨玉龙为香港中文大学经济金融研究所研究员。

守得云开见月明： 李嘉诚如何培育新业务

李嘉诚的实业运营有两点值得称道，一是敏锐的投资眼光；二是擅于造势使其投资的产业加速成熟。对于内地企业而言，其值得借鉴的经验是重视投资调查、慎重投资，减少对银行资金的依赖，高效利用自有资金。这虽然可能放缓增长步伐，却是扎实前进，长期看，相较于同行的优势会愈加明显。 范博宏 杨玉龙/文



图片来源 / www.cipress.com/

倾集团之力维持有巨大盈利潜力的产业，待经济上扬周期再以丰厚回报反哺集团，是李嘉诚实业运营的惯用手法。这种实业运营策略在“长和系”的3G和地产开发业务方面体现得尤为明显：通过拆分和处置盈利概念逐渐耗尽的夕阳产业取得充裕的现金流，并以之捕捉和培育具有丰厚盈利前景的新兴产业，以此解决企业扩张过程中的资金链断裂问题和盈利下降问题，从而成功完成新旧产业布局的交替。

多元化：张弛有度的产业搭配

企业扩张初期多表现为单一产业的市场份额增长。一般而言，单一产业的发展有两个缺点，一是对行业冲击比较敏感，缺乏缓冲机制；二是产业生命周期的局限易使企业陷入成长瓶颈。多元化是企业因应行业风险与成长瓶颈的常见选择。

1950年夏，李嘉诚在香港筲箕湾创立长江塑胶厂。彼时，“共产党要解放香港”的传闻四起，企业界守业经营之心不定，李嘉

李嘉诚于1981年通过和记黄埔收购屈臣氏集团，涉足零售行业。

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。

诚却看好香港的经济前景,积极从事塑胶产品生产,并依赖塑胶花挖得人生第一桶金。李嘉诚的行业直觉颇为敏锐,他很快意识到塑胶花制造的准入门槛很低,不宜长期经营。自1958年起,他开始进军地产业,积聚资金,储存土地。1979年9月25日,李嘉诚通过旗下长江实业收购和记黄埔公司22.4%的股权,大举进军船坞港口行业。1981年,又通过和记黄埔收购屈臣氏集团,涉足零售行业。1986年12月,以32亿港元收购赫斯基能源52%的股权,其产业触角延伸到能源行业。同年,李嘉诚设立和记通讯有限公司,统辖电话、传讯和电视业务。至此,加上支撑集团运营所必需的财务及投资业务,“长和系”的七项核心业务: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,初具规模。而后,“长和系”旗下各项产业虽有重组、增减,但由这七项核心业务构建的基本框架一直存续至今。“长和系”内部有明确分工,核心企业为长江控股与和记黄埔,长江控股负责集团资本调配,主要业务一直由和记黄埔运营。

对于企业成长而言,在复杂的市场中识别盈利良好的产业至关重要。1997年以来,和记黄埔七项核心业务的息税前盈余(EBIT)大体呈现增长趋势(图1),显示和记黄埔在产业组合构建上颇为成功。但不同产业运营周期有所不同,向集团贡献的盈利也有差异。集团发展不仅要看重各项产业的盈利状况,还要重视充裕的现金保有量,避免紧张的财务状况出现。和记黄埔的港口、地产及酒店、零售、基建业务稳步上升,可以向集团中短期资金匮乏的其他事业提供稳定的资金支持。反观能源、财务及投资和电讯业务对于集团盈利的贡献则不那么稳定,比如能源业务在2007年和2008年对集团EBIT的贡献达到100亿港元以上,2009年则迅速回落至30亿港元。这种受全球经济景气影响显著的业务在经济上扬时可以为集团贡献其他业务无法企及的盈利,在低潮时则需要集团其他业务的资金支持,而港口、地产及酒店、零售、基建业务产生的稳定现金流入可以履行这一职责。这种张弛有度的业务搭配,既可以使集团各项业务的现金流互补,缓解外部的融资约束,又可以使集团保有当前需要巨额资金支持、未来盈

利前景巨大的业务,从而可以耐心等待这类业务在经济上扬时反哺集团。

利用各项业务每期息税前盈余前5年的移动标准差和移动平均值的比率,我们可以构建变异系数,用以测度各项业务的盈利波动程度(图2)。结果显示,港口业务、地产及酒店业务、基建业务盈利贡献一直很平稳,尤其是港口与基建业务息税前盈余历年波动极少超过20%。能源、电讯、3G业务的息税前盈余波动情况则一直比较剧烈,财务及投资业务的波动于近期剧升,而零售业务的息税前盈余一度波动巨大但于近期趋于平稳。总体而言,和记黄埔各项业务之间的盈利互补效果非常明显,除去3G业务的息税前盈余的波动一直维持在较低水平,极少超过30%,且近年来一直处在下降状态,

图1 :和记黄埔各项业务近年息税前盈余水平

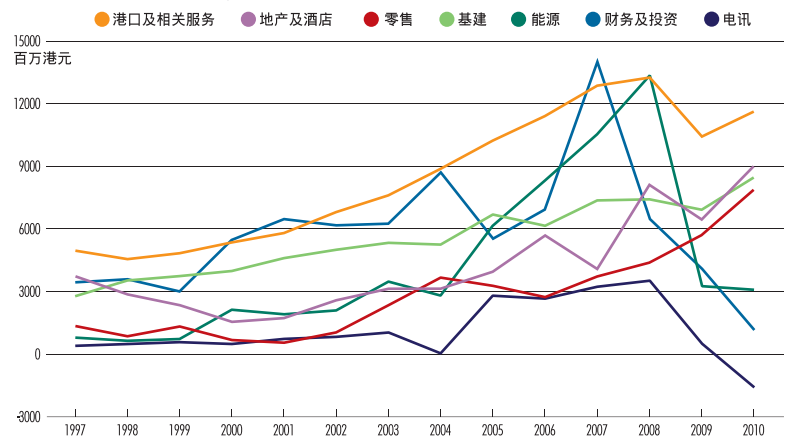


图2 :和记黄埔各项核心业务5年移动平均息税前盈利波动程度

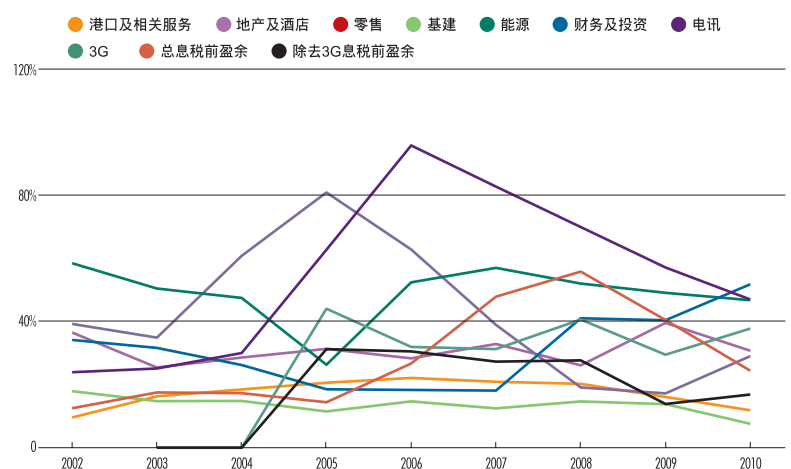


图3 :和记黄埔息税前盈利构成情况

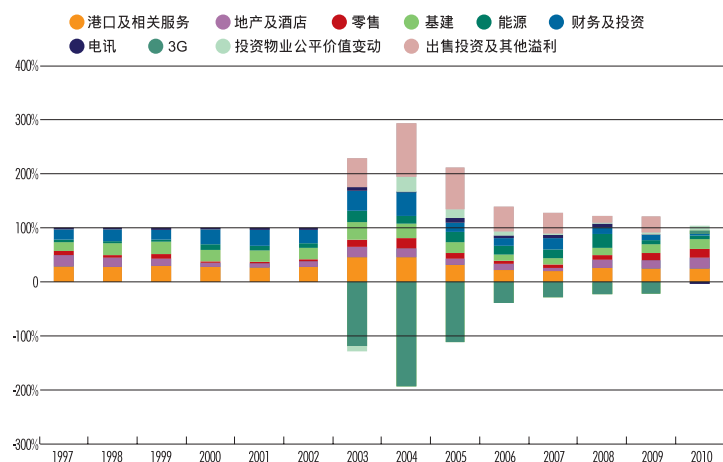


图4 :和记电讯香港控股资产负债率变动情况

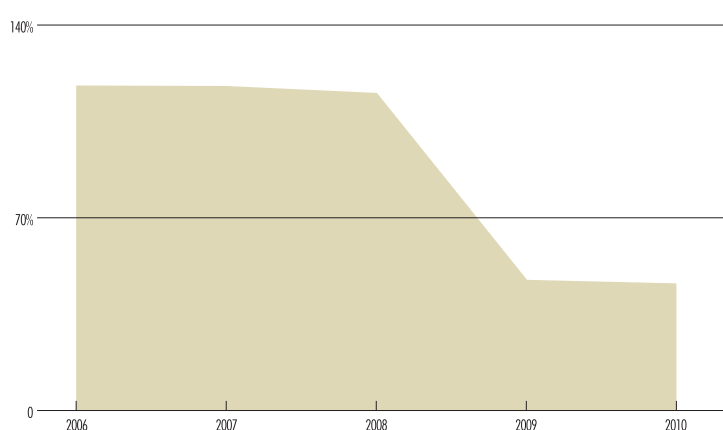
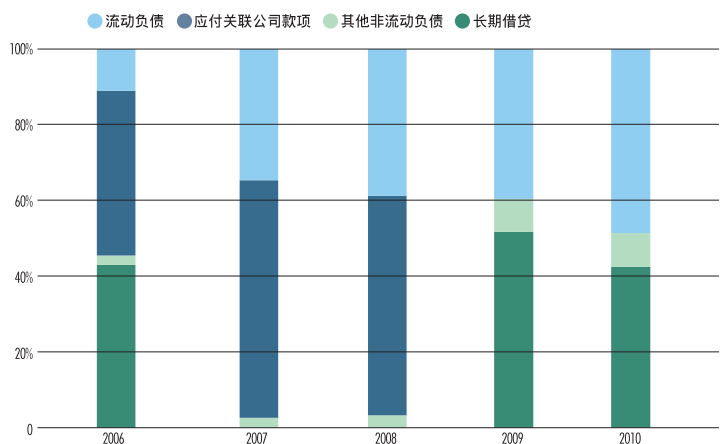


图5 :和记电讯香港控股的债务结构



这表明集团一直有稳定的资本增值以便从容不迫地进行其产业布局。

3G业务：倾集团之力加以扶持

从和记黄埔各项业务对于息税前盈利的贡献份额看，港口和基建一直为集团供应稳定盈利(图3)。2002年开始，3G业务的亏损一直是和记黄埔管理团队面临的棘手问题，其中2003-2005年，3G业务在息税前盈利方面的亏损均超过了当年的息税前盈利总额。尽管业界普遍不看好3G的前景，但是李嘉诚以坚忍的意志一直将其支撑到2010年，并在2010年首度盈利，息税前盈利约29亿港元。由图3可见，在3G业务亏损期间(2002-2009年)，每年都有一笔出售投资及溢利，而且3G业务亏损越大出售投资数额也越大。这种大手笔的资产处置动作可能是为弥补3G业务的持续亏损。

和记电讯香港控股的资产负债数据显示，在3G业务亏损的2006-2008年间其负债超过了总资产(图4)，集团可能动用了大量资金支持记电讯香港控股。

当然，负债可能来自银行借贷，未必来自集团内的借贷。从和记电讯香港控股2006-2010年的债务结构看，应付关联公司款项实质为和记电讯香港应付直接控股公司(和记黄埔)的款项，在3G业务亏损严重的2006-2008年分别占总负债的43%、63%和58%(图5)。这笔款项相较于有诸多使用限制并需要支付利息的银行贷款而言，其好处在和记电讯香港控股的年报附注中表述得很清楚，“应付关联公司款项为无抵押、免息及于有需要时偿还”。事实上，这笔关联公司负债最终没有被偿还，而是“于2008年12月31日约124.18亿港元之应付直接控股公司款项已被资本化，为于2009年5月7日发行的4,814,346,176股本公司股份”。这也是2009年，和记电讯香港控股的应付关联公司款降至0，并使得资产负债率迅速下降的原因。若是这样一笔巨额贷款来自于银行，那么，和记电讯香港控股应付起来绝对不会如此轻描淡写。长江系企业集团内部资本运作的优势由此体现无遗。

以上和黄的资产处置与资金调度清晰地体现出李嘉诚的一贯经营哲学：在稳健中求发展，发展中不忘稳健。依赖于港口、基建和地产的稳定盈利，支持风险巨大的新兴3G电讯业务；当新兴业务逐渐成熟，又可以反哺整个集团企业。



从2001年购地到2008年开盘,御翠豪庭项目价值增值约25倍。

地产业务:

“捂地”换来最大化的地产升值溢利

和3G业务类似,和记黄埔在地产开发方面也不急于在新业务上盈利。和记黄埔的“捂地”行为在业内颇具“盛名”,这实际上是基于和黄的房地产业务运营策略。和黄习惯于率先占有大量地产而不急于开发,由于许多中小地产商会因为李嘉诚的声名集聚于周边。于是,商店、医疗、文娱设施逐渐完备,地产的市值随之增长,和黄最先入盘、最后开盘,可以最大程度地获取地产市值上升的溢利。

自2006年以来,和黄在京沪两地的地产有6项被搁置4年以上而未有大规模开发(附表)。其中,北京十三陵地区的住宅发展项目与上海新闻路商业发展项目更被搁置达5年。由于笔者仅截取了2006年以后的数据,上述搁置期限可能被低估。相信从更长的时间窗口来观察,和黄的“捂地”策略会更加明显。例如上海古北御翠豪庭,和记黄埔于2001年以3.9亿元购得该楼盘所在的上海古北新区1区14号地块,总建筑面积约18万平方米,土地购价为2167元/平方米。查阅2001年的和记黄埔财务报表,当

时预计古北商业项目于2004年完工,然而,御翠豪庭最终全部竣工时间却是2008年。2007年中期,御翠豪庭主推精装修房,报价为3-3.5万元/平方米,2008年初又以5万元/平方米开盘。笔者通过房价网查阅,发现御翠豪庭二手房均价当前约为5.6万元/平方米。对比2001年和黄以2167元/平方米获得土地,其价值增值约25倍。相较于周边地产商早期以2万元/平方米推出楼盘,和黄的“捂地”策略可谓技高一筹。其依靠长久声誉和细致经营推高所运营业务的前景,引得一众地产商为其运营配套铺路,而后耐心等待产业的成熟和经济的上扬,最终成功获取运营业务的价值增长。

对内地企业集团运营的启示

李嘉诚的实业运营有两点值得称道,一是敏锐的投资眼光;二是擅于造势使其投资的产业加速成熟。

第一点的具体表现是,当他为集团选取新的盈利增长点时,几乎每每都能踏准经济发展的趋势,尤其是3G业务长达7年、动辄百亿的巨额亏损,李嘉诚以80岁高龄力排众议、一意

66

李嘉诚的实业运营有两点值得称道,一是敏锐的投资眼光;二是擅于造势使其投资的产业加速成熟。

99

和记黄埔京沪两地地产开发情况

物业名称及地点	地段号码	租赁年期	集团所占权益	2006年估计完成日期(完成百分比)	2007年估计完成日期(完成百分比)	2008年估计完成日期(完成百分比)	2009年估计完成日期(完成百分比)	2010年估计完成日期(完成百分比)	搁置期限(年)
北京市朝阳区逸翠园	第1期A及第1期B	长年期	50%	现有	现有	现有	现有	现有	-
北京市朝阳区逸翠园	商业	中年期	50%	2007年(50%)	2008年(98%)	现有	现有	现有	-
北京市朝阳区逸翠园	第1期C	长年期	50%	2008年(1%)	2009年(1%)	2010年(1%)	2011(1%)	2011(8%)	4
北京市朝阳区逸翠园	第2期	长年期	50%	2008年(1%)	2010年(1%)	2012年(1%)	2012(1%)	2012(2%)	4
北京十三陵镇住宅发展项目	北京十三陵镇	长年期	50%	2009年(1%)	2010年(1%)	2011年(1%)	2013(1%)	2014(1%)	5
上海浦东花木区四季雅苑	第4期A	长年期	50%	2007年(90%)	2008年(99%)	2009年(99%)	现有	现有	-
上海浦东花木区御翠园	第2期A	中年期	50%	2007年(60%)	现有	现有	现有	-	-
上海浦东花木区御翠园	第2期B	中年期	50%	2008年(10%)	2009年(10%)	2010年(20%)	2010(50%)	2011(95%)	2
上海浦东花木区御翠园	第3期	中年期	50%	现有	-	-	-	-	-
上海浦东花木区御翠园	第6期	中年期	50%	2007年(90%)	-	现有	-	-	-
上海浦东花木区御翠园	第6期A及第8期A	中年期	50%	2008年(10%)	2008年(10%)	2009年(30%)	-	-	2
上海浦东花木区御翠园	第7期	中年期	50%	2008年(20%)	2008年(50%)	现有	现有	-	-
上海浦东花木区御翠园	第8期	中年期	50%	2008年(10%)	2008年(10%)	2009年(10%)	-	-	3
上海古北御翠豪庭	1期	长年期	50%	2007年(60%)	2008年(80%)	-	-	现有	-
上海古北御翠豪庭	2期、3期C及商业	长年期	50%	2007年(30%)	2008年(50%)	现有	现有	现有	-
上海古北御翠豪庭	3期D	长年期	50%	2008年(10%)	2008年(20%)	现有	-	现有	-
上海世纪大道	2至4地段	中年期	25%	2010年(1%)	2010年(4%)	2011年(4%)	2013(4%)	2014(12%)	4
上海马桥住宅发展项目	第1期A	长年期	42.50%	2009年(1%)	2008年(1%)	2009年(20%)	2010(99%)	现有	2
上海马桥住宅发展项目	第1期B及第2期	长年期	42.50%	2009年(1%)	2009年(1%)	2011年(5%)	2010(50%)及2010(5%)	2011(25%)	2
上海新闻路商业发展项目	新闻路/大田路	长年期	30%	2009年(1%)	2010年(1%)	2011年(1%)	2012(1%)	2013(1%)	5
上海市普陀区真如房产项目	上海普陀区	长年期	50.40%	-	2016年(1%)	2016年(1%)	2015(1%)	2017(1%)	4
上海市普陀区真如房产项目	A3至A6	中年期	50.40%	-	2016年(1%)	2016年(1%)	2018(1%)	2018(5%)	3
上海市普陀区真如房产项目	-	中年期	50.40%	-	2016年(1%)	-	-	-	-
上海浦东新区陆家嘴	陆家嘴	中年期	50%	-	2011年(1%)	2011年(1%)	2012(1%)	2012(13%)	3

维持的，的确令人感佩。这似乎来自于其天赋，常人只能望洋兴叹。其实，这源自其审慎和细致的投资调查。这一点可追溯到其创业之初，1957年，他开始涉足地产业时，手持一块秒表做“尽职调查”，从汽车站等热闹的地方步行到自己待购的目标，估算未来人流状况，时至今日，李嘉诚仍自信于外界询问他问题，可轻而易举地给出事实或数据，并自信“超过90%是对的”。

第二点的具体表现是，早在iPhone这样的3G通讯终端出现之前(2007年1月9日由苹果公司推出)，李嘉诚就已经为3G业务运营所需的基础通讯设施进行了全面构建，可以说，在2003年欧洲企业因3G时代迟迟未到而无法承受巨额亏损时，正是李嘉诚的接手才保证了这一行业的持续发展，而iPhone等一众3G通讯终端的出现既得益于现成的无线网络通讯设施，又反过来刺激了3G通讯产业的繁荣。房产开发方面也是如此，李嘉诚依靠盛名入主地产，引得一众中小开发商与配套商户追捧，最后开

盘取得最大化的土地溢价。这二者的运营策略何其相似，区别无非是3G业务所涉资金投入更大、回报前景也更丰厚而已，但手法如出一辙。

李嘉诚的实业运营手法对于内地企业颇具启示意义。内地企业，无论国有还是民营，在扩张时跟风现象明显，为企业选取新的盈利增长点时，调查往往不够严谨。这导致资金比较充裕的国企往往出现一投资就亏损，而资金匮乏的民企则往往陷入一投资就破产的窘境。在房产开发方面，内地企业高度依赖贷款和购房预付款，资金链紧绷，这导致其必须加快建设、尽快建成和变现，无法从容、充分地享有土地溢价的好处，却放大了自己面临经济萧条、贷款政策收紧时资金链断裂的风险。因此，对于内地企业而言，应重视投资调查、慎重投资，减少对银行资金的依赖，高效利用自有资金。这虽然可能放缓增长步伐，却是一步一个脚印的扎实前进，在更长远的时间界面，相较于同行的优势会愈加明显。

对于本文内容您有任何评论或补充，请发邮件至xincaifu@xcf.cn。