

# 国美与永乐合并 的规模特性与存在的问题

■ 刘 林

国美电器(0493.HK,以下简称国美)收购中国永乐(0503.HK,以下简称永乐)是迄今为止我国家电史上最大的一宗连锁企业并购案。此次合并采取了“现金加换股”的方式,交易总金额52.68亿港元,其中现金4.09亿港元。两公司合并后,黄光裕持有新公司51.2%的股份,陈晓透过零售管理公司和管理层持有12.5%的股份,与永乐签署“对赌协议”的摩根斯丹利持股比例为2.4%左右。黄光裕出任新公司董事长,陈晓则受邀出任首席执行官。并购完成后永乐随即退市,但永乐品牌并不会消失。新公司将实施双品牌战略,错位经营,扩大经营产品的品种。

国美、永乐合并的共同目的是把两个企业的规模做大,把两个企业的优势资源进行一个合并,以此打造一个更具有竞争力、更具有可持续发展能力,同时也具有一定国际竞争力的家电引导旗舰。国美收购永乐后,门店总数量达到800家,年销售能力接近800亿元。合并后,新集团将继续巩固其在国内市场的优势地位,努力在今年底完成门店数量突破1000家,年营业额突破1000亿元的目标。但国美规模为王的经营模式是存在问题的。因为对家电流通企业而言,规模固然重要,然而,规模不等于能力,肥胖不等于强壮。在追求规模扩张的同时,更应在人才建设、内部能力建设以及客户服务能力上下功夫。

## 一、国美规模为王的经营模式及其存在的问题

由于国内家电制造业的产能长期处于过剩状态,家电制造业之间竞争激烈,随着整个家电连锁业集中度提高,上游制造业之间竞争进一步加剧,家电企业只有做大做强,才有实力与零售业谈判。因此,国美规模为王的经营模式大行其道。不过,虽然分散的家电生产商提高了家电零售商的地位,使其面对的产品市场环境相对宽松,但诸多限制的金融机制却提高了其资本化融资的成本,于是,“类金融”模式成为家电零售企业在其特定经营环境下的最佳、有时甚至可能是惟一的选择。

既然企业能够有条件占用应付账款,并以此作为扩张的前提,那么为了占用更多的应付账款,就必须不断扩张。同样,为了能够获取更高的市场份额以保证并加强其相对于上游供应商的强势谈判地位,也必须不断扩张。国美在这样的经营环境中,选择的就是以速度为核心的粗犷扩张模式,这种经营模式决定了国美成长模式的规模特性。

火箭式的扩张速度不仅表现在店面开得快,而且城市的渗透速度也快。从2003年年末的19个城市到2006年年中的168个城市,国美的脚步已经踏进了二、三线城市。整体上市前,上市公司的334家店有116家都位于二线城市。此外,国美自2005年起开始了大刀阔斧的

收购进程,同年7月收购易好家,次年7月更是一举收购了国内家电连锁行业的老三永乐,在国内的市场份额已达到14%。

国美通过无偿占用供应商的货款进入了一个“正向循环”的扩张路径:店面越多、市场份额越大,企业的谈判地位就越强,能够无偿占用的货款数额就越大、时间也越长,从而使得现金流变得更加充沛,扩张变得更加容易,而市场份额则随之进一步扩张,谈判地位继续增强。在此基础上的合并,更是使得市场份额进一步扩张,也意味着进货成本的进一步下降,为国美的廉价策略提供了利润空间。

2005年国美平均每家店的销货成本为6.2亿元,按存货40天周转计算,每开一家新店,大约需要7000万元的存货铺垫,加上预付租金、装修等款项约1500万元,一家新店平均需投入8000多万元的现金,但国美每开一家新店平均可以占用2亿多元的货款,一进一出,开一家店不但不需要支出现金,还净赚1.2亿元经营现金。

实际上,国美的存货周转一次大约需要40~50天,但公司对供应商货款的占用则在120天左右,也就是说,商品每周转一次,国美可以无偿占用供应商80天左右的货款。2005年国美上市公司销售额180亿元,80天的占款就意味着40亿元的无息融资。黄光裕表示,国美还有196家门店在上市公司资产之

外,今后这部分资产也会被注入上市公司。显然,这样做符合国美以规模特性满足企业发展需求的内在要求。

快速扩张在创造规模效应和现金流的同时,可能导致管理上的粗放。国美几乎每年都要关闭一些店,2006年上半年,国美上市公司新开了84家传统门店和1家大卖场,但同时也关闭了9家传统门店和1家数码店;而2005年上半年,国美上市公司新开了56家传统门店,关闭了3家传统门店和9家数码店。实际上公司在2004年开设的18家数码店,到2006年仅余下3家。

管理上的粗放必然会对公司的利润率产生负面影响,对二线城市的渗透也在一定程度上拉低了国美的利润率水平。虽然国美的扩张速度是Bestbuy(2004年5月进入我国的美国零售企业,2006年5月控股我国四大家电连锁企业五星电器)的4倍,但Bestbuy的毛利润率却是国美的两倍,经营利润率和净利润率也都比国美高出30%~50%。国美“类金融”的生存道路虽然节约了资本,创造了更高的回报率,但却增加了融资结构中流动负债的比例,增大了财务风险。此外,国美快速扩张后资产盈利能力和资产周转率的下降更进一步降低了企业抵抗经营风险。平抑经营周期的能力。当资产的扩张速度超过盈利的扩张速度时,企业财务风险随规模上升。

国美以应付账款突破融资瓶颈,以规模迅速抢占市场的成长模式,在家电连锁企业普遍融资困境的竞争初期,确实能够为企业争取到更多的成长机会和更有力的市场地位。但随着苏宁、国美、永乐的上市以及Bestbuy的进驻,竞争格局已经发生了实质性的变化,规模已变得不那么重要了,更精致化的管理成为制胜的关键。对于零售这种高周转的行业,利润管理上的微小差异在经过每年10次(甚至更多次)的周转后被数倍地放大了,从而成为决定

企业长期运营成败的关键。

国美营业利润率下降2.5个百分点、总资产回报率下降7.5个百分点,存货周转期从2004年的30天左右延长到2005年年底的55天,整体流动资产周转率比Bestbuy低45%,这些都是警示的信号。另外,数十亿元的应付账款在正利润时期是无偿的资金占用,但在负利润时期就变为“压死骆驼的那一根稻草”。规模不等于效益,更不等于抗风险的生命力,一周的资金周转不灵可以压垮一个销售额400亿美元的企业。凯玛特在和沃尔玛竞争中落败的例子就充分说明了这一点。

## 二、主要竞争对手比较分析

国美收购永乐后成为更加明显的“规模领先者”,有望向“一头独大”过渡。尽管Bestbuy进入我国是国美与永乐合并的主要原因,但在目前甚至今后相当长的一段时期内,Bestbuy并不会与合并后的新国美成为主要的竞争对手。很显然,无论是规模还是效益,能与新国美抗衡的,只有苏宁一家。

2004年7月21日,苏宁电器成为国内首只IPO的家电零售股。自上市之日起,苏宁电器一直是国内证券市场瞩目的焦点、基金的宠儿,也是商务部重点培育的“全国20家大型商业企业集团”之一。2005年,在国家商务部统计的“中国连锁三十强”企业中,苏宁电器位列三甲。2006年前三季度,公司共实现主营业务收入175亿元,比上年同期增长55%,净利润4.33亿元,同比增长103%。其连锁门店数量已达到316家,上年同期为187家。大量新开门店促进了大规模采购,从而提高规模经济效益,表现为总体毛利率上升、费用率下降,对净利润贡献明显。

苏宁的优势在于境内上市,与国美电器相比,融资成本低,筹集资金额度高,可以更快扩张。苏宁的费用和收入

增长得到了有效匹配,而国美、永乐的費用增长远远超过了收入增长,最终导致利润率下降。但长期来看,如果苏宁未来没有达到与国美相抗衡的规模,它的生存空间将会越来越小。

国美、苏宁现在的市值是未来业绩的集中体现。由于苏宁的成长性远远高于国美,因此,其市值超越国美。苏宁通过定向增发募集了12亿元资金,投向100家连锁店发展项目,充沛的资金来源将提升公司的盈利能力。国美业绩增长放缓、永乐业绩下滑而苏宁却能保持高速增长,从中我们可以清晰地看出,国美、永乐与苏宁的成长差异性主要体现在扩张费用的控制上。另外,为了激励公司中高层管理人员以及核心岗位员工勤奋努力工作,确保公司长远发展和股东利益的最大化,苏宁还对包括董事、监事、中高级管理人员和核心岗位员工在内的激励对象进行股票期权激励。由此看来,苏宁正在按照自身的步伐从容地培育其竞争优势,稳步前进。

## 三、新国美面临的问题

合并后的国美,虽然财务风险高于Bestbuy,但依然运营良好,而且成长的势头还强于Bestbuy。但国美的明天,除了要面对国内外的竞争对手之外,还面临着新格局下的转型挑战。在企业以并购方式扩张之后,我国流通企业的管理短板将浮出水面。供应链管理效率低下、终端客户服务能力短缺、组织管控失效、人力资源制度滞后、高层领导团队领导力不足、盈利能力下降等问题将成为这些企业持续做大做强的瓶颈。

盈利模式问题。如果说Bestbuy模式是通过更精致化的管理把钱赚在下游,那么国美模式就是通过更快速的扩张把钱赚在上游。国美电器的大部分利润,主要来自于上游供货厂商的

销售“返利”。国美电器的报表显示，向供货商收取的进场费、广告推广费等“其他收入”，占据了公司利润的很大比重。名目繁多的费用、久拖不还的货款，在让顾客享受低价商品、商家坐收滚滚财源的同时，却让厂家叫苦不迭，怨声载道，越来越多的厂家开始将销售渠道从单一的连锁卖场转向专卖店或传统渠道。

价格战与核心竞争力问题。合并后的新公司门店总数虽然与竞争对手的差距更大，但黄光裕和陈晓都表示，价格战并不会就此停止。陈晓表示，低价策略是家电零售业的不二法则，因此在国美永乐合并后这一策略肯定还会继续下去。而且，双方的合并有助于优化资源、减少销售推广开支，在价格上有更强的竞争能力。陈晓还表示，新公司在坚持价格战的同时还将致力于未来核心竞争力的打造，在低价之外，还将向消费者提供更多增值服务。但是，如何妥善处理价格战与核心竞争力问题将是新国美面临的一个难题。

合并后的整合问题。国美和永乐合并后，公司将面临更为庞大的管理信息系统，以及更加复杂的物流层面上的商品流通渠道，而这二者对一个触角广布全国各大中小城市的家电销售的连锁企业来说，相当程度地决定着合并行动的成败。另外，双方经营模式、

发展取向等都有所不同，包括门店、采购、仓储、信息流及物流等，在资源整合上也将面临来自细节上的挑战，主要的整合成本来自于物流、配送和信息传递等方面。

规模经济问题。近年来，许多企业开始修炼“内功”，而国美依然在规模扩张的道路上狂飙突进。业内人士称，连锁行业发展“规模不经济”，表明外延型扩张模式已经走到了尽头，国美未来发展的最大瓶颈是对零售渠道“通路利润”的依赖、人才和内部管理的薄弱。

经营模式创新问题。我国流通企业以抢占店址资源、“类金融”的占货占款、打价格战为主要特征的经营模式已走到尽头。随着流通商资本力量的增强，必然追求经营模式的创新，如现货现款经营模式的引入、终端客户服务能力的提升、对客户资源的有效经营，将成为流通行业整体竞争能力提升的关键。

#### 四、对策与建议

从国美成长模式的规模特性存在的问题可以看出，国美合并后虽然规模更加领先，但是，由此带来的价格竞争力的提高是有限的，不能作为企业未来的核心竞争力，更精致化的管理才是企

业未来制胜的关键。

一是必须通过经营模式的创新真正建立起更精致化的管理体系。因为在零售这种高周转的行业中，尽管在利润上可能只有很微小的差异，但经过每年的多次周转后，微小的利润管理却能被数倍地放大。二是不可将价格战作为惟一可选的核心竞争力。虽然家电零售业竞争激烈，价格战不会停止，但却不能再成为企业终极的核心竞争力。三是要逐渐改变对家电企业“通路利润”的依赖。这需要新国美做足客户增值服务，真正做好家电企业与消费者之间的桥梁。四是要通过资产盈利能力的提高，降低财务风险。新国美只有通过不断地向更精致化的管理要效益，才能切实解决外延型扩张模式所带来的规模不经济问题。五是要构建新的人才资源体系，建立有效的激励机制，使其人才资源体系和激励机制的建设与更精制化的管理相匹配。六是建立有效的内部管理制度，确保经营模式创新的顺利实施。总之，新国美正在面临着过去从未有过的经营模式上的转型挑战，能否成功，这对新国美是一个严峻的考验。

(作者单位：中国石油大学(北京)工商管理学院)

责任编辑 林燕

## ● 词条

### 夹层融资

夹层融资是一种处于股权和普通债务之间的融资方式，是一种无担保的长期债务，这种债务附带有投资者对融资者的权益认购权。一个企业如果使用了尽可能多的股权和优先级债务来融资，但还是有很大资金缺口，夹层融资就在这个时候提供利率比优先债权高但同时承担较高风险的债务资金。由于夹层融资常常是帮助企业改善资产结构和迅速增加营业额，所以在发行这种次级债权形式的同时，常常会提供企业上市或被收购时的股权认购权。虽然夹层融资的成本相对并不便宜，但是有时候它却是最合适的融资方式，因此夹层融资应作为融资发展的总体战略的一部分来考虑。夹层融资最适合于MBO(管理层收购、简称MBO)，有并购计划，能够快速成长、而且即将股票上市的企业。