

家电连锁硝烟中的资本对决

摘要

家电连锁行业进入集体“烧钱”大比拼时代。国美、苏宁、永乐、五星、大中都在进行着一场开店“赛跑”，而在这场战役中决定胜负的关键已经不再是经营能力，而是融资能力。产品市场的较量最终将在资本市场上决出输赢。

作为行业老大的国美，面对环伺的劲敌们一个个正在膨胀的“钱袋子”该如何抉择？继续争抢空白市场吗？A股市场与香港市场融资能力的差异使得家电连锁企业的老二苏宁电器——这个曾经的A股第一高价股——正处于资金上的弱势，没有财务投资人做“靠山”而仅靠应付账款融资扩张的资金链是薄弱的。

与其“姑息”强敌，不如“趁人之危”。

高盈利能力的背后是资金链的“软肋”，苏宁的融资困境给了国美一个速战速决的机会——在“富人”和“穷人”的烧钱比赛中，先垮下的一定是“穷人”。同时，资本市场的要约收购又为国美提供了两强相争过程中以股权实现真正战略联合的可能。一旦强强联合后的国美以“回马枪”姿态应对永乐和五星，其谈判地位不可同日而语。

如果说贴身肉搏是国美的唯一选择，那么“钱袋子”最紧的苏宁又该何去何从呢？实际上，处于成长性颠峰的苏宁也正处于其估值的颠峰时期。要不要引入财务投资人？何时引入？引入谁？怎么引入？

在这场家电连锁行业的“烧钱”大战中，华平、摩根、国际金融公司，香港的投资人，A股的投资人，谁能坚持到最后？烧钱大战将是持久和惨烈的，最终结局注定只有“剩者”而没有真正“胜者”。

家电连锁硝烟中的资本对决

家电连锁行业的博弈战已进入了白热化时代，而在这场“野蛮”、“粗犷”的战役中任何精细化的管理改善已经不能再左右整个棋局了，以融资能力为核心的战略联合才是破解这场谜局的唯一途径。

开新店大比拼

自2005年二季度以来，大规模的跨区域并购时有发生，国美电器先后收购黑天鹅和易好家、五星电器收购青岛雅泰、永乐家电收购灿坤电器等等。在并购的同时，家电连锁企业开店速度也在明显加快，仅在4月和五一黄金周期间，新开的大型家电卖场就达到200家。其中国美开店80家、苏宁开店60多家、五星开店20多家、大中开店4家。仅2005年上半年，国美就新开设56家传统店。今年，国美计划斥资2亿元新开200家门市。中国永乐(0503)上市募集资金9亿港元，其中3.5—4亿用于开设新门店，1—1.5亿用于收购店面，1.8亿用于建配送中心。苏宁电器2005年上半年新开65家连锁店（其中5家店为收购获得，其余为新建），全年新开140家连锁店。2006年传言开店300家。

家电零售连锁商进入了开店大比拼的时代。

四大家电连锁零售商基础数据比较

	国美	永乐	苏宁	江苏五星
店铺数量	188	121	149	130
覆盖城市	42	49	67	
营业面积	617,300	555,529	669,500	
加权面积	536,300	443,502	555,685.00	
单位面积年收入加权	29,133	25,917	25,542	
2005年6月30日收入	7,812,065,000	5,699,900,000	7,096,516,053	7,500,000,000
日收入	42,805,836	31,750,000	38,885,019	
净利润	349,853,000	155,901,000	122,958,494	

家电连锁企业“老大”国美（连同其母公司）2004年的市场占有率也仅为5%。截至2008年年底的销售目标为1,200亿元人民币，较现在增长近10倍，届时市场占有率可望增至10%—15%之间。但即使如此，市场的集中度仍然很低，低集中度的竞争必然导致行业内竞争格局的不稳定。

实际上，在开店大比拼的同时，各家电连锁巨头已经打破了原有的竞争格局，相互渗透进入了对方的市场：原来国美的市场以华北、广东、西部和东北为主，其中京津地区贡献了总收入的30%以上，深圳、广州贡献了20%左右，其次就是成都、重庆有26家店，青岛7家、济南8家、沈阳12家、西安10家，但在华东地区甚少布局；而永乐则是以华东为主，上海、江苏、浙江贡献了总收入的86%，广东福建贡献了10%；五星布局在江浙、山东、云南、四川、河南、江西等地，尚未进入北京、上海、广州等大城市；大中则以北京为基地，辐射周边；苏宁布局相对分散，但华中、东北、西北是它以往未涉足的地方。

去年7月，国美到南京开店，将触角直接插入到苏宁和五星腹地，引起苏宁等当地势力的强力抵制，大部分家电品牌被打折销售，家电商关系一时陷入历史低谷。为了开拓南京市场，国美甚至不惜打破“开店6个月赢利”的规矩。如今，南京新街口商圈中，国美、苏宁、五星三家形成一个三角布局，各自相距不到50米。在如此近距离的接触中，三方竞争的激烈度不言而喻。而在整个江苏省境内，国美已开设了30家店，苏宁和五星各有60多家店。

作为对国美进攻的回应，苏宁通过高管换防将重点放在华北重镇天津和江苏，很大程度上是基于对国美强劲的扩张经营态势的深度应对。事实上，近3年多来，苏宁与国美一直在玩“贴身互搏”的战术。

与此同时，永乐和大中合组公司，拓展内地销售网络，以人民币1.2亿元的总代价，分别于青岛及西安成立各占50%的合营公司。双方同意青岛合资公司之最初经营权交由大中进行，而西安合资公司之最初经营权交由永乐行使。永乐董事长陈晓表示，未来一年将于长三角、北京及天津等地开设90间分店，而其余地区则会以并购方式发展。上述行动都显示，坐镇华东的永乐也开始将触角伸向东北及西部市场，而这些地区传统上是国美的领地。

但是，这场相互渗透的贴身肉搏战还只是开始，未来，恶战将愈演愈烈，并最终从开店比拼、价格比拼演化为“烧钱”大比拼，这也就是各大家电连锁商都在拼命融资的原因。

苏宁的地理布局（2005年前6个月）

地区名称	主营业务收入	主营业务成本	主营业务利润	毛利率
------	--------	--------	--------	-----

	金额(万元)	所占比率(%)	金额(万元)	所占比率(%)	金额(万元)	所占比率(%)	
华东一区	269361.07	37.95	238780.71	36.92			11.35
华东二区	146611.80	20.65	135659.50	20.97			7.47
华北地区	109982.50	15.49	104299.75	16.12			5.17
华南地区	105915.14	14.92	95729.22	14.80			9.62
西部地区	35785.72	5.04	33238.49	5.14			7.12
东北地区	19736.85	2.78	18414.01	2.84			6.70
华中地区	22258.52	3.13	20523.37	3.17			7.80
合计	709651.61	100.00	646645.05	100.00			8.88

注:华东一区:指江苏、山东、安徽;华东二区指:浙江、上海

利润下降定局

家电连锁行业的“花钱”比拼和未来的利润下降趋势其实已经不是什么秘密了。近日,业内有传言称,国美和苏宁将结成攻守同盟,协议放下价格屠刀。但双方高管对此问题都没有给予明确的答复。

实际上,即使国美和苏宁真的达成了某种价格协议,也并没有什么实质意义,因为目前两家在家电销售市场上都还没有达到垄断地步,市场并不是完全由他们说了算,其他成长型的连锁企业仍然会依靠价格力量去攫取市场份额,而他们的价格战会反过来影响国美与苏宁的价格。从这方面看,这个停战协定的意义并不大。随着国内三大电器零售商的上市、第四大零售商江苏五星的计划上市,几大巨头的融资能力都在增强,一场抢占地盘的扩张恶战势在必行。

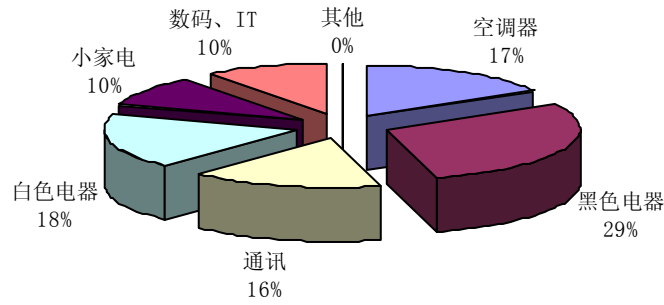
国美刚向华平定向发售了 1.25 亿美元的可转债和 2500 万美元的认股权证,并宣称在未来的并购计划中,华平肯定要发挥更重要的作用,其扩张野心可见一斑。同时,国美表示,在未来几年内还会将母公司剩下的 35% 资产装入上市公司。而永乐在引入财务投资人摩根后又于去年 10 月在香港联交所上市,募集资金 9 亿,今年 4 月配售期满后,花旗等投行估计永乐很有可能进行配售融资;五星继引入战略投资人国际金融公司后,也已递交赴港上市的申请。在这种情况下,一旦 A 股再融资闸门一开,苏宁必然会选择增发。

国内、国际资本的大量涌入必将引发零售网络的扩张大战,为此美林证券预测国美单位面积营业额还会继续下降。实际上,在 2005 年上半年国美的单位面积营业额较 2004 年已经下降了 22.3%,原因之一是新店扩张速度太快,还未进入成熟期;原因之二是公司开始进入二线城市,单店盈利能力本身就有所下降;原因之三就是行业内的激烈价格战竞争。目前这一压力主要由供应商承受,但供应商的承受能力是有限的,随着竞争的进一步加剧,必然会导致渠道商利润的摊薄。而国美作为行业老大,要想尽快摆脱这一局面,唯一的选择是速战速决,避免陷入一场持久而痛苦的“烧钱”大战。

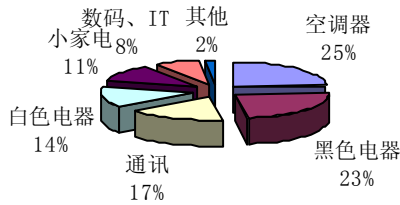
融资决定一切

几大巨头的盈利模式和产品线结构都很相似,分布地区也已相互渗透,因此从经营角度讲,已难分伯仲。

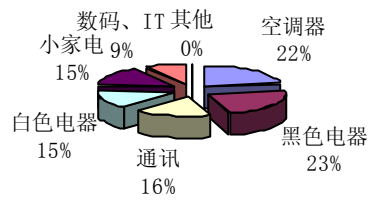
国美产品结构



苏宁电器产品结构



永乐产品结构



三大家电连锁商的产品线结构

从三大家电连锁企业的主要经营指标比较可见，国美的盈利能力最好，而苏宁的成长性最高；资产效率方面，国美与永乐相近，苏宁较弱。总体来说，三家各有所长，优势均不明显。因此，经营上的较量并不是家电零售行业决定成败的关键因素。

三大家电连锁商的主要财务指标比较（2005年6月30日）

	国美	永乐	苏宁
盈利能力指标			
单位面积年收入	29,133	25,917	25,542
毛利率	8.63%	7%	8.88%
税前利润率	5.01%	3%	2.99%
净利率	4.48%	2.70%	1.73%
ROE	22.99%	NA	13.02%
ROA	5.06%	3.28%	4.63%
成长性指标			
收入增长率	32.02%	46.69%	64.56%
利润总额增长率	4.13%	17.19%	126.38%
净利润增长率	7.23%	29.38%	115.69%
资产效率指标			
存货周转天数	35	35	39
应收帐款持续期	1	1	3
应付帐款持续期	124	143	54

注：永乐 2005 年 10 月上市，新的财务报表还没有公布，所以其经股权调整后的 ROE 还不可得。

在经营模式同质化的情况下，家电连锁企业的比拼就必然是扩张速度的较量，整个家电连锁行业已经陷入了抢滩开店和价格战的激烈竞争之中。而无论是开店还是价格战都需要资金支持，于是真正决定家电行业胜负的关键不是经营能力，不是产品市场，而是融资能力，是资本市场——谁的钱袋子鼓，谁就能支应到最后。

也正是因为意识到了这一点，几大巨头纷纷走向资本市场：2004 年 6 月国美借壳鹏润上市，2004 年 7 月苏宁在 A 股中小企业板上市，2005 年 10 月永乐在香港联交所上市，目前五星准备上市。不仅如此，几家公司在公募同时也都在纷纷“傍大款”——寻找私募资金：国美以向华平定向增发作为交换，双方签定了排他协议，华平承诺不再在内地投资同类公司；而永乐在上市之前就已引入了财务投资人摩根，目前全球发行后摩根仍持有其 20% 左右的股权；五星业已完成重组，引入了世界银行旗下的国际金融公司等 3 家外资财务投资人。目前，只有苏宁一家还没有找到靠山。而这也正是苏宁的软肋所在。

苏宁资本困境

苏宁，作为曾经的 A 股第一高价股，支撑其 70 多元股价的真实原因就是高成长性——75% 的收入增长和 90% 以上的利润增长，但这种高成长性背后却是以店面的扩张而非单店盈利能力的提高来维持的。因此，一旦资金链断裂将会严重打击苏宁的成长性。而实际上，与其他几家家电连锁企业相比，苏宁的融资能力恰恰是最弱的。

三大家电连锁商的现金流比较

注：永乐的融资活动现金流入中有 4.4 亿是上市前重组过程中的摩根注资，上市募集资金约

	国美	永乐	苏宁
经营活动现金净流	1,650,763,000	541,600,000	135,002,800
投资活动净现金流	1,052,706,000	601,900,000	139,112,616
融资活动净现金流	-	1,340,700,000	49,401,046
期末净现金	2,163,240,000	1,775,300,000	731,860,148

9 亿。苏宁的 4900 万主要是借款融资。

主要家电连锁上市公司的估值水平比较

	国美	苏宁	永乐
2月28日收盘价	7.35	25.36	3.7
2005年预期每股收益	0.28	1.05	0.17
预期市盈率	26.25	24.15	22.02

注：国美、永乐为港元计价。

通过国美、永乐、苏宁 3 家的现金流比较可见，从当前的现金持有来看，苏宁明显处于弱势地位，其现金持有量不到另两家的一半。在资本市场的估值方面，目前苏宁与在香港上市的几大家电连锁企业的市盈率相近，24 倍左右。

但是与另外 3 家家电连锁企业的境外融资环境相比，苏宁在 A 股市场上的融资能力受到了很大限制。例如，目前国美可以随时进行增发，而永乐在上市 6 个月期满后也可以申请再融资，但苏宁的再融资则要取决于 A 股市场的股改进度。A 股市场的再融资闸门何时会放开是个无人能回答的谜题。即使放开了闸门，目前已有 20 多家公司申请了再融资，等待审批的过程是漫长的。

同时，作为家电连锁企业的苏宁，高达 20 亿的应付账款和将近 8 亿的应付票据使企业负债率高达 71.4%——苏宁在境内公开市场上可选择的融资方案已经很少了。而与苏宁相比，国美则要幸运得多。高应付账款经营是家电连锁行业通常的经营模式，78% 负债率并不曾对公司在香港市场上的融资行为构成实质性障碍。此外，国美还有 35% 的线下资产等待上市，而这部分资产的上市将使国美实际控制人黄光裕在不稀释控制权的情况下进一步融资。

还有，与国美背后的“钱袋子”华平和永乐背后的摩根、五星背后的国际金融公司相比，苏宁的股东背景显得势单力薄。6 位法人股股东中，有 5 位自然人，另外一家是由这些自然人控制的母公司江苏苏宁。这与有着上百亿身家的国际投资人相比，显然不是一个数量级上的竞争对手。

苏宁的股东情况（十大股东合计：24232.92 万股 72.23% 截止日期：2005-12-31 单位：万股）

股东名称	持股数	占总股本%	股本性质	增减情况
张近东	10698.05	31.90	流通 A 股	4154.69
江苏苏宁电器有限公司	5571.90	16.61	流通 A 股	2163.90
陈金凤	2674.51	7.97	流通 A 股	1038.67
赵蓓	1560.13	4.65	流通 A 股	605.89
蒋勇	668.63	1.99	流通 A 股	新增
金明	668.63	1.99	流通 A 股	259.67
同益证券投资基金	634.92	1.89	流通 A 股	275.06
易方达平稳增长证券投资基金	615.27	1.83	流通 A 股	273.45
易方达策略成长证券投资基金	607.30	1.81	流通 A 股	306.93
科汇证券投资基金	533.58	1.59	流通 A 股	223.08

无论是在当前的现金持有上，还是在资本市场的融资能力上，抑或是在股东背景的较量

上，苏宁连输几程。

“免费午餐”难咽

那么，在资金链相对紧张的情况下，苏宁是如何实现快速扩张的呢？答案就在于供应商提供的“免费午餐”。

根据测算，在不增加负债的情况下，以苏宁目前的现金流根本不足以支持其未来的扩张计划。假设苏宁保持与国美同步的开店速度——2006年新开200家店，目前苏宁平均每家店每年的销货成本大约在8700万左右，存货周转率9倍，这就意味着开一家新店需要900万的流动资金铺底。此外，门店装修平均每家店需要200万元，综合起来一家店需要1100万元的配套资金，200家店就是22亿。而公司2005年净利润预计3亿，目前手持现金7亿，现金的缺口是显然的。

不过零售企业的共同特点就是利用对供应商的占款来周转资金：苏宁的货物平均39天售出，但用供应商货款平均为54天，而国美、永乐更高，都在100天以上。应付账款周转天数与存货周转天数之间的差，就是供应商提供给零售商的无息融资，也是零售企业能够实现快速扩张的秘诀。

但这种依靠应付账款扩张的模式其实是很脆弱的，因为应付账款的融资需要有利润的支持，而这恰恰是苏宁的“短板”——在租赁模式支持下，苏宁的净资产收益率在30%以上，但其净利润率却是三大巨头中最低的，不到2%。因此，一旦爆发价格战，全面亏损在所难免。届时供应商的追缴欠款会导致公司资金链紧张，并影响新店的扩张，而扩张速度的减缓又反过来进一步削弱了企业的占款能力和净现金流入，从而进入恶性循环的反应链。

2005年刚被五星收购的原国有零售企业青岛雅泰就是一个很好的例子：2003年，青岛雅泰首次面临流动资金紧张，但此期间，引入战略投资者的谈判久拖不决；2004年，青岛雅泰的青岛台中店开业，由于决策失误，至2005年初该店关闭时，青岛雅泰亏损百万人民币；2005年春节前后，青岛雅泰的银行借贷资金集中到期，流动资金紧张，导致供货商纷纷逼债上门；2005年4月11日，银行向法院起诉，法院判定封锁青岛雅泰的银行账户，青岛雅泰的资金链完全断裂。年销售额6.7亿元的零售企业被区区100万元的亏损压垮。

对供货商的融资欠款不仅是公司资金链的潜在危机，同时也会进一步损伤在A股上市的家电连锁企业的再融资能力。2005年三季度苏宁电器的负债率已经比2004年同期（57.8%）高出将近13.6个百分点。随着未来的进一步扩张，负债率还会上升，届时公司恐怕会面临A股再融资的审批障碍。

总之，供应商提供的“免费午餐”并不是好吃的，对这一融资渠道的过度依赖成为苏宁电器资金链上的一条软肋，而这可能成为它的致命伤。

国美速决路径

那么对于有意做行业老大的国美，面临行业内不断聚积的境内外资本和不断壮大的竞争对手们，该如何选择呢？

尽管当前国美的资产规模较大，线上线下资产合计约为行业内第二、三名的两倍，但其市场占有率仍然不到10%。面对劲敌环伺的竞争格局，国美该如何确保其整合者地位呢？是继续盯准市场缝隙的“疯狂”开店？其结果只能是几大巨头陷入长期的“烧钱”大战，而“富人”之间的“烧钱”比赛将是持久和可怕的，最终结果只能是几败俱伤。何况在这场对决中，华平未必会赢过摩根。

不如速战速决。如果能够趁乱吞并一到两个竞争对手，那么国美的力量将会倍增。实际上，永乐和五星的上市已经是国美棋局上的一个失误了。如今，环视强敌，苏宁的再融资困境成为国美避免陷入长期恶战的最后机会了——国美和苏宁的贴身肉搏战对国美更加有利。

苏宁的净资产收益率是很脆弱的，其净利润率不到 2%，如果在供应商价格极限的情况下继续降价 3%或增加 33%的销售费用就会导致公司全面亏损；而国美的净利润率却是 3 家中最高，为 4.5%，比苏宁高出一倍多。因此，如果价格战中有谁先亏损，那一定是苏宁。不仅如此，国美当前的现金持有量是苏宁的 3 倍，又有强大的融资能力做后盾——其深入苏宁腹地（华东一带）的新开店面均为线下资产，以此为价格战前沿将不影响上市公司业绩表现，进而不影响公司的股价和再融资能力。

不过，战场的格局瞬息万变，苏宁的困境只此一瞬，一旦 A 股恢复了再融资，而苏宁又获得了再融资资格，那么以苏宁目前的股价，即使折价 15%、增发 30%也意味着 20 亿现金进账。到那时，国美再想以“暴力”手段在短期内取胜就很难了。

因此作为资本密集行业的潜在整合者，国美以最小代价胜出的唯一路径就是“趁人之危”、速战速决——在苏宁尚未获得融资能力前重拳出击，破坏其资金链和成长性，并使其始终难以符合融资标准，而当苏宁股价降至谷底时，国美就可以借力资本市场，以要约收购等方式进入苏宁董事局，从而迫使两企业进行股权上和战略上的实质性联合。届时，“收拾”了苏宁的国美再以“回马枪”姿态杀向永乐和五星，其谈判地位已不可同日而语。行业整合的局势也已成形。

谁来下注苏宁

香港嘉诚证券指出，华平基金入股显示出专业投资者对国美电器的信心，使得国美获得了稳定的融资渠道。目前国美是华平在华的最大投资项目，也是第一个签定排他协议的项目，这就意味着华平已将家电连锁行业的宝全押到了国美身上——在这场家电零售行业的纷争中，华平选择豪赌国美。

在眼下融资能力决定一切的家电连锁行业中，对于受到 A 股诸多再融资限制的苏宁而言，引入财务投资人已是必然之势——单凭产业的力量与全球最强大的金融投资人抗衡，苏宁“巧妇难为无米之炊”。私募市场上出让股权，似乎是必然选择，但怎么卖、何时卖？

苏宁股价一度突破 70 元大关，在经历了两次转股和一次对价后，目前仍保持着 25 元左右的高价，市盈率 24 倍，而支撑这一高价的是 75%的收入增长率，90%的营业利润增长率和 93.5%的净利润增长率——苏宁电器目前正处于成长性高峰支持的估值高峰。



苏宁的股价前复权图

依靠对资产的租赁和对供应商资金的占用，苏宁实现了 2005 年的超速扩张，年内开店 140 家，利润近乎翻了一倍。但是 2006 年随着其他几大家电连锁巨头“钱袋子”的鼓胀，行业内的价格战必将愈演愈烈，届时苏宁盈利能力的“软肋”会集中暴露，在 A 股市场多种融资限制的情况下，苏宁资金链将被拉扯得更紧，对供应商占款的过度依赖无疑会影响公司未来的成长性。今天的苏宁无疑正处于其成长性和估值的颠峰时期，而未来将面临估值下降的威胁。因此，对于苏宁来说，引入财务投资人，就在此时。

华平把赌注押在了国美身上，但国美一定会成为家电行业的整合者吗？从目前的竞争格局看，下这个定论还为时过早。整个行业的市场集中度还较低，而且竞争战略趋同，真正的较量主要集中在资本的逐力上。而在这方面，处于第三名和第四名位置的永乐和五星也不差。唯一的弱者似乎是苏宁。

但苏宁毕竟是家电连锁行业老二，既然华平可以把赌注押在国美身上，摩根可以把赌注押在永乐身上，为什么不可以再出现一个“白衣骑士”把赌注押在苏宁身上呢？而且以苏宁当前的规模，即使不能够成为最终的整合者，其行业内的被并购价值也足以回报财务投资人。充当苏宁的“白衣骑士”无疑是一项进可攻、退可守的财务投资，问题只是谁来充当这个财务投资人？