

从财务分析视角看联想集团持续并购

王晓明(高级会计师), 高莉

(陕西科技大学, 西安 710021)

【摘要】 联想集团有限公司近十年来并购活动频繁,其战略发展史可以简单地概括为联想集团并购史。本文基于财务分析视角,对其近五年的财务报表数据,从现金流、清偿能力、盈利能力、营运能力以及发展能力等方面分析了联想集团并购过程中的财务状况。从财务分析结果来看,并购一方面积极地促进了联想集团的扩张计划,提升了其竞争实力,另一方面也给联想集团带来了风险和挑战。

【关键词】 联想集团; 财务分析; 现金流; 持续并购

一、联想集团简介及其并购历史

(一) 联想集团简介

联想集团诞生于1984年,由中国科学院计算技术研究所投资20万元人民币,柳传志等11名科研人员创办。1994年,联想集团在香港联合交易所上市,为其继续发展壮大铺好新道路。2008年,联想首次荣登全球企业500强排行榜。目前,联想集团是联想控股的成员企业,是一家专事个人科技产品的公司。主要经营台式电脑、服务器、笔记本电脑、打印机、主板机和手机等多元化业务。

2014年5月21日,联想集团公布截至2014年3月31日四季度以及全年业绩。集团全年营业额、除税前溢利和盈利均创历史新高,成绩斐然。同时,联想集团也进一步巩固了在全球个人电脑市场的龙头地位,全年市场份额增加2.1个百分点达到了17.7%,再创新高,全年个人电脑销量年比上年上升5%,而同期整体行业下跌8%。联想集团发展速度惊人,与其实施的持续并购活动有很大关系。

(二) 联想集团的并购历史

联想集团的战略发展史可以简单地概括为联想并购史。近年来,联想集团着力于发展国际化战略。为成功走向海外市场,其在2001~2003年IT领域多元化失败的教训下,重新调整策略,于2004年收购IBM PC业务,2009年收购美国Switch box labs,2011年与NEC成立日本最大的合营公司并收购德国Medion公司,2012年收购巴西第三大PC厂商CCE。这一系列收购的目的是巩固联想集团核心业务PC的竞争力,扩充联想PC业务在全球的市场份额。2013~2014财年,联想在全球PC市场份额达到17.7%,在全球PC市场排名第一。

此外,联想集团在2012年与EMC成立合资公司收购Stoneware,2014年收购IBM x86服务器业务、收购摩托罗拉,这些举措都是为了加快联想集团在企业级市场中的

步伐,推进PC+战略,提高服务器市场份额,促进智能手机业务的发展。

二、联想集团持续并购过程的财务分析

(一) 联想集团持续并购的原因

联想集团的持续并购除了上文提到的为了成功走向海外市场、扩大全球市场份额、巩固个人电脑业务的核心竞争力等战略原因外,还有一个更值得关注的财务条件,即巨大的现金流。

表1 联想集团2010~2014年度净现金流分析表

截至3月31日年度	2014年	2013年	2012年	2011年	2010年
年末现金及现金等价物(千美元)	3 858 144	3 454 082	3 757 652	2 954 498	2 238 195
现金周转期(天)	-2	-8	-19	-28	-30

注:现金周转期=应收账款周转期+存货周转期-应付账款周转期。表中数据来自联想集团2010~2014(截至每年3月31日)年度财务报告(下同)。

从表1数据可以发现,其净现金流数额庞大。庞大的现金流为联想集团实施并购提供了硬性条件,也是其近五年持续展开并购的原因之一。除了通过销售产品赚取净利润获得现金流外,联想集团拥有庞大现金流的重要原因是现金周转期短。所谓现金周转期是指从购买存货支付现金到收回现金这一期间的长度。现金周转期越短,说明现金周转速度越快,对企业越有利。当商业模式允许、企业发展到一定阶段时,现金周转期甚至可以是负的。当现金周转期为负时,企业自身不用投入资金,靠材料供应商等外部集团的资金就可以创造现金流,联想目前就是这种情况。2010~2014年度,联想集团的现金周转期都为负值,也就是现金流入的速度大于现金流出的速度。对于企业来说,只要现金流进得快、流出得慢,就会像蓄水池一样积攒现金,越积越多。

(二)联想集团并购过程中的财务分析

为了研究联想集团在并购过程中的财务状况,本文基于其近五年的财务报表数据,利用比率分析法,重点从清偿能力、盈利能力、营运能力以及发展能力等方面切入,再结合战略发展视角对联想集团的财务进行分析。由于联想集团有限公司在中国香港上市,根据中国香港会计准则对会计财年截止日期的规定,四月一日至次年三月三十一日为一财年,因此本文所列示的财年数据截止时间为每年的三月三十一日。

1. 清偿能力分析。

表 2 清偿能力比率分析表

截至3月31日年度	2014年	2013年	2012年	2011年	2010年
流动比率(倍)	1.00	1.02	1.00	0.99	0.97
速动比率(倍)	0.79	0.85	0.89	0.89	0.83
负债权益比率	5.07	5.30	5.48	4.83	4.58
资产负债率	0.84	0.84	0.85	0.83	0.82

从表2可以看出,联想集团的流动比率基本稳定在1左右,而速动比率基本稳定在0.8~0.9之间。经验数据表明,企业的流动比率往往保持在2左右是比较适宜的,而速动比率通常保持在1左右是比较合适的。负债权益比率一方面反映了资产负债表中的资产结构,显示出财务杠杆的利用程度,另一方面反映了企业的长期偿债能力。联想集团近五年的负债权益比率维持在5左右,资产负债率在0.8~0.85之间。从清偿能力的各项指标来看,联想集团的流动比率和速动比率偏低。对于IT行业来说,联想集团的负债权益比率保持在5左右已经属于较高水平,资产负债率大于80%表明负债程度高,有可能存在杠杆风险。从战略发展角度来看,联想集团2009~2014年的并购业务高达8项,频繁的并购活动可能是其举债程度高的重要原因。联想集团应在不断整合的同时,密切关注近几年并购过程中的负债情况,适当降低负债比率,有效利用杠杆作用。

2. 盈利能力分析。

表 3 盈利比率分析表

截至3月31日年度	2014年	2013年	2012年	2011年	2010年
每股股东回报率(%)	27.15	23.82	20.03	14.89	8.06
资产回报率(%)	4.45	3.76	2.98	2.55	1.44
资本运用回报率(%)	16.70	13.18	11.68	10.22	5.10
毛利率(%)	13.08	12.03	11.65	10.95	10.78
除税前溢利率(%)	2.62	2.37	1.97	1.66	1.06
净利率(%)	2.11	1.86	1.61	1.27	0.78

从表3的财务数据可以看出,联想集团近年来的并购活动没有造成盈利能力的下降,其各项盈利指标呈逐年上升趋势。2010~2014年,资产回报率从1.44%上升至

4.45%,资本运用回报率从5.1%升至16.7%。在并购过程中,联想集团资产利用以及资本运用效果良好,每股股东回报率从8.06%增至27.15%,并购给股东带来了可观的回报。毛利率、除税前溢利率以及净利率在近五年也保持平稳上升趋势。但值得注意的是,因并购导致盈利比率的上升,可能存在潜在的财务风险,联想集团应关注核心业务的盈利能力,而非通过并购行为来增加增量,从而扩大销量,以提高盈利指标。

3. 营运能力分析。

表 4 营运比率分析表

截至3月31日年度	2014年	2013年	2012年	2011年	2010年
总资产周转率(倍)	2.11	2.01	1.86	2.02	1.85
存货周转率(倍)	14.42	18.50	25.84	22.86	22.29
应收账款周转率(倍)	12.78	12.93	15.88	18.07	22.09

从表4可以看出,联想集团五年来的总资产周转率基本稳定在2左右,说明其总资产周转率还有较大的上升空间。联想集团的存货周转率和应收账款周转率的变动幅度较大,其中存货周转率在2010年和2011年(截至3月31日)都大于22倍,2014年(截至3月31日)逐渐下降至14.42倍。应收账款周转率从2009年度(截至2010年3月31日)的22.09倍逐年下降至2013年度(截至2014年3月31日)的12.78倍。这说明联想集团的产品可能出现滞销的情况,收款速度减慢,坏账损失可能增加,需要进一步加强存货管理,创新销售模式,减少产品积压,加快现金回笼。从战略发展角度来看,联想集团近五年几乎马不停蹄地进行并购,而并购也可能给联想集团带来消极影响,例如并购后业务整合困难,就会使业务的运营受影响,产品销路不畅,库存量高,降低营运效率。

4. 发展能力分析。

表 5 发展能力分析表

截至3月31日年度	2014年	2013年	2012年	2011年	2010年
净资产(千美元)	3 024 720	2 680 181	2 447 969	1 834 900	1 606 018
净利润(千美元)	817 470	631 592	475 416	273 236	129 368
营业利润(千美元)	1 052 055	800 005	584 085	382 224	218 686
销售收入(千美元)	38 707 129	33 873 401	29 574 438	21 594 371	16 604 815
总资产(千美元)	18 357 093	16 881 997	15 860 748	10 705 939	8 955 928
净资产增长率(%)	12.86	9.49	33.41	14.25	22.51
净利润增长率(%)	29.43	32.85	73.99	111.21	157.14
营业利润增长率(%)	31.51	36.97	52.81	74.78	214.02
销售增长率(%)	14.27	14.54	36.95	30.05	11.43
总资产增长率(%)	8.74	6.44	48.15	19.54	35.25

(1)绝对额分析。表5数据显示,联想集团的资产规模在不断扩大,股东权益逐年增加,这和联想集团近五年不断并购有很大关系。通过并购实现资本扩张是联想并购

的动机之一,因此资产规模和股东权益的增长是必然的。并购活动实质上是一个增加增量、扩大销量的过程,因此联想集团近五年销售额及净利润的持续增长可能受并购影响。

(2)相对指标分析。近五年发展能力的各项指标虽为正增长,但是波动幅度较大。其中截至**2012年3月31日**(**2011年度**),各项指标保持强劲势头,净资产、销售收入以及总资产的增长幅度为近五年来的最大水平,净利润增长率和营业利润增长率也比较可观。这主要受**2011年**与**NEC**成立合营公司及收购德国**Medion**公司的影响,**2011年**联想集团与日本**NEC**成立合营公司,将联想集团当时的**PC**业务销售提升了**10%~12%**。同年**6月份**,联想集团又收购了德国**Medion**公司,该收购使其获得德国**PC**市场上**14%**的市场份额以及西欧**PC**市场**7.5%**的份额。但总体来讲,净利润增长率和营业利润增长率五年来呈下降趋势,除了受宏观经济及市场环境的影响外,联想集团持续并购也可能是其净利润增长率和营业利润增长率下降的原因。**2010年**和**2011年**(截至**3月31日**),公司的净利润和营业利润增长率都很高,主要是因为**2008年度**(截至**2009年3月31日**)金融危机的影响导致**2009年**前三季度出现巨额亏损,从**2009年**第四季度开始,联想集团扭亏为盈,基期和报告期的差额过大就造成指标增长率的大幅提升。**2013年**和**2014年**(截至**3月31日**),联想集团的销售增长率保持在**14%**左右,主要是受宏观经济及个人技术产品领域各类新款式的兴起影响,全球传统个人电脑市场在近两年持续下跌。但从行业角度来看,**2013年度**全球传统个人电脑市场下跌**8%**,而联想集团仍然保持**14%**的销售增长率可谓是行业领先者。

三、从财务角度分析联想集团的战略影响

(一)积极影响

联想集团进行持续并购的积极影响主要表现在财务指标及其各项业务的业绩排名上。

在财务指标方面,截至**2014年3月31日**,其净现金储备值高达**35亿美元**;营业额提升**14%**,高达**387亿美元**;盈利能力逐年增强;资产规模不断扩大,高达**183亿美元**;股东权益也逐年增加。在联想集团业绩排名方面,据联想**2014/15财年**第一季度业绩显示,截至**2014年6月30日**,联想集团已连续第五个季度成为全球最大个人电脑厂商,全球市场份额达到**19.4%**;全球平板电脑厂商排名第三位;全球智能手机厂商排名第四位。

由此不难看出,联想集团的持续并购为其带来了一定的财务协同效应。这说明联想集团通过并购渠道进行资本扩张,扩大市场份额,拓展海外市场以期实现国际化战略并不是行不通的。

(二)消极影响

首先,从近五年的财报数据看,流动比率和速动比率

偏低,短期偿债能力较弱;资产负债率高达**80%**,负债程度过高,有可能存在杠杆风险。其次,从对联想集团营运能力分析可知,其存货周转率和应收账款周转率呈下降趋势,尽管现金周转期五年来一直为负值,但现金周转期的天数在不断上升,从**2010年度**的**-30天**逐年升至**2014年**的**-2天**。由此可以看出,联想集团的运营效率在下降。再次,联想集团近年来的现金周转期为负值,净现值储备也很庞大,但是持续并购会消耗大量现金,导致现金流的减少,如果并购失败,可能会造成供血不足,最终引发财务风险。最后,联想集团近年来过分重视并购,将大部分资金转移到并购活动中,可能会减少科研投入,对联想集团的长期发展不利。

对于一个高科技企业来说,拥有核心技术非常关键。而联想的很多核心技术是通过并购实现的,即直接购买目标公司的业务以及研发团队和专利技术。虽然通过并购途径获得专利技术成本低、承担的风险较小,但是,并购具有其固有的复杂性,购买了一个公司的研发团队并不意味着这个团队会为公司提供理想的技术支持。从长远来看,联想集团除了利用并购途径进行资本扩张、扩大市场份额外,还要重视集团的自主研发能力,需要建立一支强大的研发团队来专注于核心技术的研发,提升联想集团的核心竞争力。

四、结论

从财务分析角度来看,联想集团近年来持续并购的影响可归为两方面:一方面是积极影响,即联想集团的持续并购行为为其本身带来了一定的财务协同效应,与业绩相关的财务指标逐年上升,业绩排名跻身前列。另一方面是消极影响:耗费巨资进行持续并购导致负债过高,存在杠杆风险;持续的并购活动使得联想集团的底盘过大,降低了运营效率;持续并购活动会耗费大量现金,可能会导致联想集团供血不足,引发财务风险;联想集团近年来过分重视并购,将大部分资金转移到并购活动中,可能会减少科研投入,对联想集团的长期发展不利。因此,在并购的道路上,联想集团需权衡并购的利弊得失,谨慎做出决策。

主要参考文献

朱勤,刘焱.我国上市公司跨国并购财务绩效的影响因素分析[J].国际贸易问题,2013(8).

苏小东.企业并购对财务绩效影响实证研究——基于国内并购与海外并购的比较分析[J].财会通讯,2013(29).

张新民,钱爱民.企业财务报表分析[M].北京:清华大学出版社,2011.

王海.中国企业海外并购经济后果研究——基于联想并购**IBM PC**业务的案例分析[J].管理世界,2007(2).

【基金项目】陕西省教育厅项目“会计模拟软件开发”(编号:20115585)