

# GE之变：大象如何转身？

本报记者 李哲 北京报道

20年前，美国通用电气公司（以下简称“GE”）曾以5940亿美元成为美国市值最高的企业，而今，其市值已跌至不足500亿美元。

这家百年制造业巨头，在掌舵者几经更迭后，仍未能重现辉煌。

5月初，GE再次传来高管变更的消息。执掌GE中国业务的国际业务总裁兼首席执行官段小纓将离职。对于段小纓的离开，GE内部人士向《中国经营报》记者表示：

“这是她的个人决定，并不是公司内部主动的人事调整。”

不过，如今的GE，俨然已行至“十字路口”。2000年，当传奇CEO杰克·韦尔奇将GE带到历史高点之时，金融业务被认为是GE的绝对主业。此后，杰克·韦尔奇的继任者们将GE的业务重心多次调整。为图谋工业互联网的霸主地位，GE曾押注数字化转型，但一路走来却遍布荆棘。如今，GE搭建的以制造业为核心的业务体系，又让外界看到了其回归制造业的决心。



从股价和市值表现看，GE仍未能摆脱困境。

本报资料室/图

## 股价市值缩水

2020年5月14日美股收盘时，GE股价已降至5.7美元/股，市值为498.58亿美元。

GE的历史可追溯到1892年。这家百年企业由发明家爱迪生创立。在创立之初，GE从电气设备制造起家，随后经营范围不断多元化。

上世纪80年代，在杰克·韦尔奇执掌期间，GE的股价上涨接近28倍，并于2000年在杰克·韦尔奇即将离任之际，以5940亿美元成为美国市值最高的公司。彼时，将GE推向历史高点的却是金融业务。

在杰克·韦尔奇手中，GE的金融服务产业不断扩大。杰克·韦尔奇曾将GE金融的行事风格描述为“先走后勤”，在投身某个具体市场之前先小心地试探一番。在这样理念的推动下，GE涉及的金融领域也由最初的消费贷款逐渐扩展到汽车租赁、房地产投资、私人信用卡等领域。

1980年，GE金融服务集团拥有10家企业，资产110亿美元，到2001年，GE金融已经在48个国家拥有24家企业，资产达3700亿美元。

杰克·韦尔奇曾在一次讲话中表示，GE只存在一种货币，那就是GE股票。而在金融业务的“催熟”后，2000年，GE公司股价一度突破150美元/股，市值来到5940亿美元，成为当时美国市值最高的公司。

只是，这辉煌的一幕已难再现。随后的20年时间里，GE始终在“减肥”的路上挣扎。2020年5月14日美股收盘时，GE股价已降至5.7美元/股，市值为498.58亿美元。

2001年9月，伊梅尔特接替杰克·韦尔奇成为GE公司的新任CEO。上任之后，这位历经六年严格选拔后脱颖而出的CEO并未沿着杰克·韦尔奇的思路前进，反而开启了规模浩大的“瘦身运动”。

2008年，金融危机的不期而遇让GE的金融产业持续缩水。2008年至2014年，GE金融的期末净投资从5380亿美元降至3630亿美元。事实上，自2011年GE就开始逐步剥离旗下金融业务。

## 数字化受挫

但是，GE Digital的剥离工作却并未停止，2019年，成立仅四年的GE Digital“单飞”，Predix以独立工业互联网公司的形式继续存在。消息一出，GE股票涨幅一度接近10%。

彼时，GE将目光锁定在数字化。2012年，GE率先提出了工业互联网的概念。2013年，GE投资PaaS（平台即服务）厂商Pivotal，成立数字部门GE Digital。2016年，GE数字业务部门斥资4.95亿美元并购机械分析公司Meridium，随后再次以9.15亿美元收购了加利福尼亚州普莱森顿的ServiceMax公司。短短四年时间，

GE的工业互联网计划雏形初现。事实上，工业互联网确实将成为未来工业制造的重要发力点。但在当时的情境下，Predix似乎显得太过激进。

“GE在工业互联网方面的动作太过激进了，工业涉及到的领域太多了。举个例子，在生产精密医疗设备的工厂中的数据精度必然会和生产大宗化学品的企业有很大区别。想要实现全覆盖非常困难。”一名了解GE的业内人士向记者表示。

GE Digital的走势确实如

此。2018年，GE医疗事业部负责人弗兰纳里在众多候选人中脱颖而出成为GE新的CEO。而弗兰纳里上任之后选择逐渐剥离GE Digital。

然而，没等GE Digital完成剥离，弗兰纳里在GE的CEO生涯仅16个月后就宣布告辞。

但是，GE Digital的剥离工作却并未停止，2019年，成立仅四年的GE Digital“单飞”，Predix以独立工业互联网公司的形式继续存在。消息一出，GE股票涨幅一度接近10%。

弗兰纳里的继任者是拉里·卡尔普，后者在接任GE的CEO后，仍在继续“瘦身”工作。而2019年和2020年则成为拉里·卡尔普的关键期。

在GE内部员工眼中，弗兰纳里的思路并没有偏差。“弗兰纳里对GE的改造思路是得到认可的，他的离任是因为动作太慢了。”GE人士向记者表示。

事实上，拉里·卡尔普也同样在沿着前任的道路前行。改善GE的负债和财务状况成为摆在拉里·卡尔普面前亟待解决的问题。

## “瘦身”进行时

对于金融资产，GE方面同样在持续削减。据了解，2018年和2019年，GE金融共完成270亿美元的资产削减。一系列举措让GE的负债和现金流状况得以缓解。

让GE制造业专注于快速增长的领域，出售效率低下或是已处在夕阳产业的部门成为拉里·卡尔普提振业绩的方式之一。

2020年3月，GE将旗下的生物制药业务出售给丹纳赫公司，预计获得约200亿美元的净收益。除此之外，GE还完成了对GE运输业务的分拆以及西屋制动的后续合并，并以60亿美元的总价出让了GE的股份。此外，GE在减持贝克休斯股份的过程中，获得约30亿美元的净收益。

而对于金融资产，GE方面同样在持续削减。据了解，2018年和2019年，GE金融共完成270亿美元的资产削减。一系列举措让GE的负债和现金流状况得以缓解。

GE方面向记者提供的信息显示，拉里·卡尔普自2018年10月1日上任以来，将改善公司财务状况，强化业务运营作为两大战略重点有序推进工作。聚焦航空、能源、医疗三大领域。

中国地区是GE在美国以外的最大单一国家市场。2019年1月，GE中国总裁兼首席执行官段小纓获任GE国际业务总裁兼首席执行官。全面负责GE在北美和欧洲以外的成长型市场的发展

战略制订及运营，包括开创新业务、财务和风险管理、品牌建设及维护以及人才培养。

GE中国官网显示，段小纓1996年加入GE，曾先后出任包括北美和亚太区不同市场及业务集团的多个职务，涉及塑料、高新材料以及医疗等行业。2014年7月，出任GE中国总裁兼首席执行官，是GE中国首位来自本土的总裁兼首席执行官，也是GE首位担任这一角色的女性。

记者了解到，段小纓担任GE医疗中国总裁兼首席执行官期间，GE医疗中国已经成为GE医疗全球重要的增长引擎。在其领导下GE医疗中国的订单量从2010年的9亿美元高速增长到2018年的29亿美元。而GE这样的任命也让外界认为是GE进一步深耕中国市场的信号。

2019年11月进博会期间，GE可再生能源集团与中国华能集团签署了GE公司有史以来在亚洲获得的最大规模单笔风电机组供货订单，也是迄今为止外资品牌风机制造商在中国签订的单笔最大的陆上风电机组供货订单。此外，段小纓还带领可再生能源团队成功拿下了肯尼亚的第二大风电场，

100MW的Kipeto风电项目。2019年年报显示，GE可再生能源业务部营业收入同比增长7%。

然而，5月6日，GE宣布段小纓离职的消息。同时宣布GE中东总裁Nabil Habayeb为新任国际业务总裁兼首席执行官，GE航空大中华区总裁向伟明为新任GE中国总裁并向Nabil汇报。

对于段小纓的离开，GE公司内部人士说道：“这是她的个人决定，并不是公司内部主动的人事调整。此前她就提出过想要离开的想法，但是因为新冠肺炎疫情暂时搁置了，直到现在才公布出来。”

记者注意到，4月28日，医药公司赛诺菲在年度股东大会上批准任命段小纓为新的独立董事。“段小纓在另外一家公司也担任独立董事，但独立董事的身份不负责公司的管理事务。”GE公司内部人士说道。

对于段小纓的离任，该人士表示：“她的任期要到5月底，继任者要到6月才履新，现在公司这边一切照旧，并没有什么调整。”

而摆在拉里·卡尔普和向伟明面前的GE还远未达到预期。2019年，GE营收952.15亿美元，同比出

现下滑。2019年产业自由现金流（FCF）23.22亿美元，同比减少47%。

事实上，2019年航空和医疗业务的盈利增长带动了GE的业绩，然而发电部门却仍然是亟待解决的重点问题，而拉里·卡尔普则表示，可再生能源是2020年的运营重点，GE将继续建设陆上风电，投资海上风电，扭转电网和水利发电的局面。同时他也指出，在可再生能源领域提高收入和现金流的过程需要时间。

此外，2020年一季度，在新冠肺炎疫情的影响下，GE订单总额为195亿美元，同比下降5%；总营业收入（通用会计准则，GAAP）为205.24亿美元，同比下滑8%。其中，GE航空业务订单受损。据了解，一季度GE航空订单金额74亿美元，同比下滑14%。一季度航空部门营收68.9亿美元，同比减少13%。

记者了解到，近期GE航空方面曾表示：正在制订全球裁员计划，预计今年裁员数量将达GE全球员工的25%。新冠肺炎疫情的全球蔓延给客户带来了沉重打击，导致飞机生产率下降，发动机服务需求下降。此举是为了使GE航空适应目前的商业航空市场。

# 中国航油IPO 又一家百亿级央企冲刺资本市场

本报记者 董曙光 北京报道

进入2020年后，受新冠肺炎疫情和国际油价暴跌双重打击的不利影响，石油石化行业景气度处于下行阶段。但在此背景下，又一家石油央企筹划登陆资本市场。

5月8日，中国证监会预先更新披露了中国航油集团石油股份有限公司（以下简称“中国航油”）首发招股书申报稿。招股书显示，本次中国航油拟登陆上交所公开发行股票不超过4亿股，发行后总股本不超过16亿股，募集资金

16.30亿元，用于27个项目，其中包括24个加气站和加油站项目，以及收购津南油公司82%股权、道镇油库项目和补充流动资金。

《中国经营报》记者注意到，中国航油控制性投资特征明显，通过经营活动的系统性整合实现盈利能力最大化，通过此方式，中国航油合并利润表显示的营业收入规模呈现几何级增量。但从合并利润表结构上看，由于居高不下的成本，其毛利率处于偏低水平（不及同行业可比上市公司），核心净利润率不足2%。同时，2019年中国航油净利润之所以大幅增长，是由于当年其子公司上海石油破产，形成以前年度亏损转回所带来的巨额投资收益，而非经营业务实现的盈利。

对于上述情形，中国航油方面向记者回复表示，公司业务模式为各子公司进行具体市场经营，公司总部为投资与管理机构。公司业务模式较为综合，不同于仅有加油站零售终端的同行业上市公司，公司可持续经营能力较强。上海石油公司宣告破产的会计处理符合会计准则的相关规定。

合并利润表显示，报告期内，中国航油实现营收约143.47亿元、194.72亿元、202.60亿元；2018和2019年度，营业收入增幅分别约为35.72%和4.05%。从营收构成上看，中国航油营收主要来自成品油销售收入，报告期内该部分销售收入占其主营业务收入分别高达98.30%、98.23%和96.50%。

中国航油的前五大客户主要集中在一些石油巨头公司，包括中石化、中化集团、延长石油、壳牌华北石油集团有限公司和中海油。报告期内，前五大客户为其贡献销售收入分别为50.39亿元、71.60亿元、72.71亿元。

不过，2019年，中国航油总资产及相关经营资产大幅增长的同时，营业收入虽然有所增量，但增幅却出现大幅下降。

其投资活动现金流流出量主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金。财务数据显示，2019年末，固定资产原值、在建工程账面价值、无形资产原值余额分别为21.08亿元、1.16亿元、4.15亿元。当年固定资产原值、在建工程账面价值、无形资产原值同比增幅分别为47.72%、5.83%和56.60%。不过当期其营业收入增幅相比于2018年下降了31.67%。

中国航油向记者表示，2019年固定资产、无形资产、在建工程的增加主要均为经营性资产，为公司后续的稳定发展提供支撑。

此外，记者还注意到，各报告期末中国航油应收账款余额分别为1.25亿元、1.60亿元、2.05亿元，呈逐年增长趋势，同时最近一期的应收账款周转率相比于2018年出现下降，2019年应收账款增幅明显高于同期营业收入增速；同时，最近两年其应收账款周转率低于同行业上市公司平均水平。

中国航油表示，报告期内，公司应收账款呈逐年增长主要系营业收入逐年增长所致，同时对于少量信誉较高的国有企业以及其他资金较为雄厚的优质客户，随着合作关系的深化，公司适当提高授信额度。

报告期内，中国航油营业收入体量较大且实现盈利，但利润微薄。合并利润表数据显示，2017~2019年，中国航油的营业收入分别约为143.47亿元、194.72亿元和202.60亿元；经营资产所产生的核心利润分别约为3.14亿元、2.66亿元和3.40亿元；净利润分别为1.08亿元、1.38亿元和9.52亿元。

报告期内，中国航油主营业务毛利率仅分别为6.36%、4.60%和5.27%，低于同行业可比上市公司平均水平且存在波动。

在招股书中，中国航油分别选择海越能源（600387.SH）、国际实业（000159.SZ）、泰山石油（000554.SZ）和和顺石油（603353.SZ）作为可比公司。

2017~2019年，上述四家同行业上市公司的综合毛利率平均值分别为11.37%、12.50%、10.76%，大概是中国航油毛利率的2倍。

此外，记者测算发现，报告期内中国航油核心利润率分别约为1.77%、1.37%和1.65%，不足2%；净利润率分别约为0.75%、0.71%、4.70%。

居高不下的营业成本，或是其毛利率、核心利润率等效益指标处于较低水平的主要原因。

“报告期内，公司综合毛利率低于同行业上市公司平均水平，主要系在成品油流通过程中，贸易业务收入占比较高，影响整体毛利率水平。”中国航油表示，公司业务模式较为综合，不同于仅有加油站零售终端的同行业上市公司，公司可持续经营能力较强。

招股书信息显示，中国航油的贸易业务主要是利用其掌握的油品采购渠道与成品油批发市场贸易商开展的批发销售模式。贸易业务的客户主要为中石化、延长石油、中化集团等大型石油企业体系内的销售公司等。

不过，2019年在营业收入增幅下滑的情况下，当年其实现净利润9.52亿元，增幅高达589.86%。净利润之所以大幅增长，是由于当年子公司上海石油破产，形成年度亏损转回所带来的投资收益，而非经营业务所带来的利润。

据了解，2009年，上海石油公司因贸易纠纷被中设国际贸易有限责任公司提起诉讼。截至2018年末，上海石油公司就该诉讼累计计提预计负债6.03亿元。

2019年5月，上海石油公司向上海铁路运输法院申请破产清算，自此上海石油公司不再纳入合并范围，转回以前年度亏损，形成投资收益6.54亿元。

中国航油方面告诉记者，上海石油公司宣告破产的会计处理符合会计准则的相关规定。

不过，中国航油坦陈，前述投资收益转回而形成非经常性损益，不具有可持续性，同时受近期国际油价大幅波动及新冠肺炎疫情影响，2020年经营业绩将较2019年大幅下滑。如公司在2020年完成上市，按照正常经营预计，鉴于去年营业利润较高，公司存在上市当年营业利润下滑50%以上的风险。

进入2020年后，国际原油需求受新冠肺炎疫情影响大幅缩减，2020年3月，因OPEC会议未能延续减产协议，各产油国纷纷宣布增产，国际原油价格出现暴跌。今年4月，OPEC宣布达成历史上最大规模的减产协议，原油价格持续大幅震荡。

中国航油认为，面对成品油价格波动，如公司未能采取正确的应对措施，将可能导致库存减值或毛利率降低，进而对公司经营业绩产生不利影响。

中国航油方面告诉记者，上海石油公司宣告破产的会计处理符合会计准则的相关规定。

不过，中国航油坦陈，前述投资收益转回而形成非经常性损益，不具有可持续性，同时受近期国际油价大幅波动及新冠肺炎疫情影响，2020年经营业绩将较2019年大幅下滑。如公司在2020年完成上市，按照正常经营预计，鉴于去年营业利润较高，公司存在上市当年营业利润下滑50%以上的风险。

进入2020年后，国际原油需求受新冠肺炎疫情影响大幅缩减，2020年3月，因OPEC会议未能延续减产协议，各产油国纷纷宣布增产，国际原油价格出现暴跌。今年4月，OPEC宣布达成历史上最大规模的减产协议，原油价格持续大幅震荡。

中国航油认为，面对成品油价格波动，如公司未能采取正确的应对措施，将可能导致库存减值或毛利率降低，进而对公司经营业绩产生不利影响。

中国航油方面告诉记者，上海石油公司宣告破产的会计处理符合会计准则的相关规定。

不过，中国航油坦陈，前述投资收益转回而形成非经常性损益，不具有可持续性，同时受近期国际油价大幅波动及新冠肺炎疫情影响，2020年经营业绩将较2019年大幅下滑。如公司在2020年完成上市，按照正常经营预计，鉴于去年营业利润较高，公司存在上市当年营业利润下滑50%以上的风险。

## 营收增幅下降

中国航油成立于2004年10月，主营业务为成品油销售、仓储服务及城市燃气业务。

中国航空油料集团有限公司（以下简称“中国航油集团”）是中国航油控股股东，直接及间接合计持有其94.07%股权，本次发行完成后，中国航油集团仍将直接和间接持有其不低于70.55%的股份。中国航油集团是国务院国资委管理的中央企业。

截至2019年末，中国航油集团的总资产约663.77亿元，2019年度实现净利润约59.15亿元，位列《财富》世界500强第283位。

目前，作为中国航油集团旗下第一家拟上市的控股子公司，中国航油在全国设立了31家控股子公司，拥有89座商业加油站、1座加气站、运营20座机场区域内供油站、18座在用油库以及18条输油管道。

从中国航油（母公司）资产结构上可以看出，报告期内（2017~2019年），母公司表现出控制性投资的特征，母公司通过经营活动的系统整合实现盈利能力的最大化。通过这种方式，其合并报表的营业收入规模呈现几何级增量。但记者注意到，合并营收增幅却呈现下降趋势。

中国航油向记者解释称，公司的业务模式为各子公司进行具体市场经营，公司总部为投资与管理机构。

## 效益指标偏低

报告期内，中国航油营业收入体量较大且实现盈利，但利润微薄。

合并利润表数据显示，2017~2019年，中国航油的营业收入分别约为143.47亿元、194.72亿元和202.60亿元；经营资产所产生的核心利润分别约为3.14亿元、2.66亿元和3.40亿元；净利润分别为1.08亿元、1.38亿元和9.52亿元。

报告期内，中国航油主营业务毛利率仅分别为6.36%、4.60%和5.27%，低于同行业可比上市公司平均水平且存在波动。

在招股书中，中国航油分别选择海越能源（600387.SH）、国际实业（000159.SZ）、泰山石油（000554.SZ）和和顺石油（603353.SZ）作为可比公司。

2017~2019年，上述四家同行业上市公司的综合毛利率平均值分别为11.37%、12.50%、10.76%，大概是中国航油毛利率的2倍。

此外，记者测算发现，报告期内中国航油核心利润率分别约为1.77%、1.37%和1.65%，不足2%；净利润率分别约为0.75%、0.71%、4.70%。

居高不下的营业成本，或是其毛利率、核心利润率等效益指标处于较低水平的主要原因。