

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

(专业学位)

论文题目 传统汽车零部件制造企业并购绩效研究—
—以富临精工并购升华科技为例

研究生姓名: 朱立颜

指导教师姓名、职称: 袁有赋 副教授 张有全 注册会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 成本与管理会计

提交日期: 2020年5月30日

独创性声明

本人声明所提交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名：_____ 签字日期：_____

导师签名：_____ 签字日期：_____

导师(校外)签名：_____ 签字日期：_____

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定，_____（选择“同意” / “不同意”）以下事项：

1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；

2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名：_____ 签字日期：_____

导师签名：_____ 签字日期：_____

导师(校外)签名：_____ 签字日期：_____

**Research on M & A Performance of
Traditional Auto Parts Manufacturing
Enterprises -- Taking Fulin Seiko's M & A
on Sublimation Technology as an Example**

Candidate: Zhu Liyan

Supervisor: Yuan Youfu Zhang Youquan

摘要

随着我国近年来经济从高速发展转入平稳发展,汽车市场萌发了新的发展趋势,汽车零部件制造企业处于面临转型的历史性时刻。企业转型即意味着企业的资源需要重新配置,越来越多的企业选择并购作为进行资源整合的手段,同时并购能够优化行业的资源配置,帮助完善产业链变革。国务院在2016年发布了《“十三五”国家战略新兴产业发展规划》,其中提出要推动新能源汽车、新能源和节能环保等绿色低碳产业成为支柱产业。2019年的《政府工作报告》在工作任务中提到的要培育新一代新能源汽车产业群,目前,新能源汽车是我国汽车行业的主要发展趋势之一。

本文选取了绵阳富临精工机械股份有限公司并购湖南升华科技有限公司的并购交易作为研究汽车零部件制造企业并购新能源企业的案例。文章先对并购动因理论和并购绩效评价研究进行了梳理,对本文涉及的理论基础、并购绩效评价方法进行了阐述。然后本文对汽车零部件行业、新能源行业、汽车零部件行业并购情况、富临精工和升华科技的各自情况、并购过程进行了介绍,分析了企业并购动因。从财务层面、非财务层面和价值创造层面对并购绩效进行了分析,针对富临精工收购升华科技的案例给出结论:并购后富临精工相关财务指标整体呈下降趋势;在非财务层面,企业市场份额提升,没有产生明显的协同效应,研发能力增强,人力资源方面有所优化;在价值创造层面,股东财富在并购后有巨大波动。对富临精工给出了三点建议:一是加强自身的融资能力,二是适时调整经营战略,三是应加强对升华科技的资源共享和文化整合。

通过研究,本文提出了汽车零部件制造企业在当前汽车发展趋势下进行并购时的建议:要适应产业结构变革,适时做出并购决策;要谨慎选择符合企业发展战略的并购对象;混合并购前加强可行性分析,做好评估工作,避免盲目并购;制定并购方案时选择合适的支付方式,优化资本结构;加强并购后各方面的整合。

关键词: 企业并购 并购绩效评价 汽车零部件制造企业 富临精工 升华科技

Abstract

In recent years, with China's economy moving from rapid development to stable development, a new development trend has emerged in the automobile market. Enterprise transformation means that resources of enterprises need to be redeployed. More and more enterprises choose merger and acquisition as a means of resource integration. In addition, merger and acquisition can optimize the resource allocation of the industry and help to improve the transformation of the industrial chain. In 2016, the state council released the 13th five-year national strategic plan for the development of emerging industries, which calls for promoting green and low-carbon industries such as new-energy vehicles, new energy, energy conservation and environmental protection as pillar industries. In the government work report of 2019, it is also mentioned in the task of cultivating a new generation of new energy vehicle industry group that new energy vehicles are one of the main development trends of China's automobile industry.

In this paper, the merger and acquisition of Hunan Sublimation Technology Co., Ltd by Mianyang Fulin Seiko Machinery Co., Ltd. is selected as the case study of the merger and acquisition of new energy enterprises by automobile parts manufacturing enterprises. Firstly, this

paper combs the theory of M & A motivation and the research of M & A performance evaluation. Then this paper introduces the auto parts industry, new energy industry, auto parts industry M & A situation, Fulin Seiko and Sublimation Technology, the M & A process, and analyzes the M & A motivation. This paper analyzes the performance of M & A from financial level, non-financial level and value creation level respectively, and gives a conclusion on the case of Fulin Seiko acquiring Sublimation Technology: after the M & A, Fulin Seiko's related financial index as a whole shows a downward trend; in the non-financial level, the market share of the enterprise increases, the R & D ability has been enhanced, and the human resources have been optimized; in the value creation level, the shareholder wealth has a huge fluctuation after the M & A. Three suggestions are given to Fulin Seiko: one is to strengthen its own financing ability, the other is to adjust the management strategy in time ,the third is to strengthen the resource sharing and cultural integration of Sublimation Technology.

Through the research, this article puts forward some suggestions for automobile parts manufacturing enterprises which are about to carry out mergers and acquisitions under the current trend of automobile development: it is necessary to adapt to the change of industrial structure and make timely M & A decision; select the M & A object in line with the enterprise development strategy carefully; strengthen the feasibility analysis before the mixed M & A, do a good job of evaluation and avoid

blind M & A; choose the appropriate payment method and optimize the capital structure when making the M & A plan; strengthen the integration of all aspects after M & A.

Keywords : M & A ; M & A performance Evaluation ; Auto parts Manufacturing Enterprises ; Fu Lin Seiko ; Sublimation Technology

目 录

1 绪论	1
1.1 选题背景、目的及意义.....	1
1.1.1 选题背景.....	1
1.1.2 研究目的.....	3
1.1.3 研究意义.....	3
1.2 文献综述.....	4
1.2.1 并购动因研究.....	4
1.2.2 并购绩效评价研究.....	8
1.2.3 文献评述.....	11
1.3 研究方法与内容框架.....	12
1.3.1 研究方法.....	12
1.3.2 研究内容与框架.....	13
2 理论基础及评价方法	14
2.1 并购的主要理论基础.....	14
2.1.1 效率理论.....	14
2.1.2 市场势力理论.....	14
2.1.3 行业冲击理论.....	15
2.2 并购绩效评价方法.....	15
2.2.1 事件研究法.....	15
2.2.2 财务指标法.....	16
2.2.3 非财务绩效评价方法.....	16
2.2.4 价值创造层面评价方法.....	17
3 富临精工并购案例分析	18
3.1 汽车零部件和新能源行业状况.....	18
3.1.1 汽车零部件行业发展现状.....	18
3.1.2 新能源行业发展现状.....	20

3.1.3 汽车零部件企业并购现状.....	21
3.2 并购双方介绍.....	22
3.2.1 富临精工基本概况.....	22
3.2.2 升华科技基本概况.....	22
3.3 并购方案及并购过程.....	24
3.3.1 并购方案.....	24
3.3.2 并购过程.....	25
3.4 并购动因分析.....	26
3.4.1 富临精工亟需战略转型.....	26
3.4.2 富临精工产品缺乏竞争力.....	27
3.4.3 迅速打破锂电池行业壁垒.....	28
3.4.4 升华科技利用新平台加速发展.....	29
4 富临精工并购绩效评价	30
4.1 财务层面评价.....	30
4.1.1 盈利能力有所下降.....	30
4.1.2 偿债能力恶化.....	34
4.1.3 营运能力总体下降.....	39
4.1.4 成长能力受挫下降.....	40
4.2 非财务层面评价.....	41
4.2.1 市场占有率得到提升.....	42
4.2.2 未产生明显的协同效应.....	42
4.2.3 研发能力有所提高.....	44
4.2.4 人力资源结构优化.....	47
4.3 价值创造层面评价.....	48
4.3.1 富临精工并购前后的经济增加值的计算.....	48
4.3.2 富临精工经济增加值的分析.....	51
5 研究结论、启示与局限性	54
5.1 研究结论.....	54
5.1.1 富临精工各方面的绩效表现.....	54

5.1.2 对富临精工的建议.....	55
5.2 研究启示.....	56
5.2.1 适应产业结构改革，适时做出并购决策.....	56
5.2.2 谨慎选择符合企业战略的并购对象.....	56
5.2.3 加强可行性分析，做好评估工作.....	57
5.2.4 选择合适的支付方式，优化资本结构.....	57
5.2.5 加强并购后各方面的整合.....	57
5.3 研究的局限性.....	57
参考文献.....	59
后 记.....	63

1 绪 论

1.1 选题背景、目的及意义

1.1.1 选题背景

1.1.1.1 近年国内企业并购活动频发

企业的成长是企业与环境适应互动的一个过程，既有技术革新、拓展新市场和利润积累等内部成长战略，也有依靠与第三方建立关系的外部成长战略。并购是一种重要的企业外部成长战略，它能够快速为企业获取被兼并企业的技术、资本、人力等资源。近年来我国市场发生了大量并购活动，并购交易发生数量和交易金额基本都呈上升趋势，因此学界和商界都普遍关注并购市场的迅速发展。不同类型的并购，对于企业和行业发展都有不同的作用。同行业间的横向并购能够帮助企业形成规模效应，从而达到降低固定成本在单位产品上的分摊，实现企业利润最大化；产业链中的纵向并购，对产业链进行上下游企业的整合，能够有效地降低交易成本，另一方面也扩大了企业的市场占有率，提高了企业的议价能力，品牌优势也能得到强化，综合增强企业的核心竞争力。跨行业并购能实现企业多样化经营的布局，通过在不同行业的多元化经营战略降低企业的经营风险，促进企业在稳定原有业务的基础上，在更高利润率和更好发展前景的行业开展业务，以期未来实现业务转型，从而达到企业的长期可持续发展。

此外，我国的并购市场日趋成熟。在国家政策方面，颁布了《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》等文件，对于新兴产业、国企改革、一带一路建设和供给侧改革四个方向的并购，2017年证监会提出加大支持力度等政策，并购活动的流程得以简化，并购成本也降低了，这一系列政策的实施进一步规范完善了国内并购市场。在中介服务机构及金融机构方面，由于我国并购重组市场在近年发展迅速，并购活动愈加频繁发生，促使相关金融机构关于并购业务积累了更多的经验，能够帮助企业更好地掌控并购过程。这两方面共同促进了我国并购市场的完善和成熟，我国企业并购业务的开展获得了一个良好的环境。

1.1.1.2 国家政策推动新能源汽车、新能源产业发展

2016年,国务院发布了《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》,该规划中提出了要构建可持续发展新模式,重要举措是推广新能源汽车和新能源的应用,新能源汽车、新能源和节能环保产业是我们要快速壮大的重点对象,推动节能环保产业成为我国的支柱产业,期望到2020年产值规模达到10万亿元以上。规划中具体提到要实现新能源汽车规模应用,将我国的动力电池产业链建设成具有国际竞争力的产业链,动力电池要保持与国际同步的整体技术水平,形成一批具有国际竞争力的新能源汽车整车和关键零部件企业,产能规模保持全球领先。

根据国家信息中心发布的2017年战略性新兴产业发展形势分析报告,自《规划》发布以来,一方面我国经济发展进入新常态,另一方面战略性新兴产业增长速度全面回升,产业结构得到持续优化,产业投资持续升温,产业创新不断涌现,战略性新兴产业已经成为我国宏观经济平稳运行的中坚力量。在细分产业发展特征方面,报告提到新能源汽车已经从示范阶段过渡到快速普及阶段,当年一、二季度新能源汽车合计销量超过19万辆,同比增长27.7%,同期行业景气度蝉联七大新兴产业首位,锂离子电池需求被新能源汽车的快速发展带动,锂离子电池制造业当年一二季度合计营收同比增长30.2%。

2018年汽车市场整体萎靡,但新能源汽车产销成为亮点,仍保持高速增长。2019年《政府工作报告》在政府工作任务中再次提到要促进新兴产业加快发展,培育新能源汽车、新材料等新兴产业集群。新能源汽车将是我国未来几年的重要产业,存在巨大的市场空间,随着锂电池综合性能不断提升、成本持续下降,锂电池是现阶段新能源汽车用动力电池的主流选择。

1.1.1.3 案例企业的选择

富临精工,全称绵阳富临精工机械股份有限公司,经营范围是汽车零部件的研发、制造和销售。作为汽车零部件供应商,富临精工在当前形势下急需创造新的利润增长点,而湖南升华科技有限公司是专门从事锂电池正极材料研发、生产和销售的国家高新技术企业,富临精工并购升华科技后,其主营业务由汽车发动机精密零部件的研发、制造和销售拓展到锂电池正极材料的研发、生产和销售,这使得公司直接进入了新能源汽车产业链,实现多元化发展。尽管从战略上来看该并购行为是明智之举,但此次并购对富临精工的长期绩效影响还需要进行分析。

因此, 本文将富临精工并购升华科技为研究对象, 通过财务指标法和 EVA 指标法, 选取针对性的非财务指标, 对该次并购的财务层面、非财务层面和价值创造层面的绩效进行分析评价。通过对富临精工并购案例的分析, 总结其经验或教训, 以期为其他同类型的企业提供借鉴和参考。

1.1.2 研究目的

随着传统汽车行业受到新经济的冲击, 汽车零部件产业转型变革已经迫在眉睫。而新能源汽车成为我国战略性新兴产业, 国家相继出台了一系列促进新能源产业发展文件和政策, 给新能源汽车和与之相关的产业带来了发展的春天。在这样的背景下, 从 2015 年开始, 新能源汽车产业发生了大量的并购案例, 许多企业通过跨行业的并购、多元化发展寻求新的利润增长点和发展空间。

本文以富临精工并购升华科技为研究案例, 结合并购动因理论分析其并购动因, 并通过财务、非财务和经济增加值等相关指标, 从财务、非财务、价值创造三个层面较为全面有效地分析评价其并购绩效, 检验其并购目的实现程度, 从该次并购中得出启示, 以期给其他同类型的企业提供经验和教训。

1.1.3 研究意义

1.1.3.1 理论意义

并购是资源整合、调整资源配置结构的重要手段, 而并购中也面临企业估值困难、并购后整合不易等问题, 目前我国并购交易日益增多, 理论方面的引导与支持是非常必要的。我们应根据市场经济环境的变化, 对并购相关的理论进行更新, 同时有必要深化细化并购各种方面的研究。并购绩效如何衡量是学术界的一个重要的探讨话题, 本文通过结合财务、非财务和经济增加值等相关指标评价企业并购绩效, 克服了只使用一种传统绩效评价方法的缺陷, 丰富了汽车零部件企业并购的个案研究, 具有较高的理论意义。

1.1.3.2 现实意义

在经济新常态下, 新能源汽车已成为经济增长的新动能, 在日后成为我国经济发展的支柱产业之一。富临精工并购升华科技是传统汽车零部件企业进入新能源汽车产业链的典型案列。通过并购来进军新能源汽车产业链究竟是否成功, 对

富临精工的性能产生了怎样的影响,对于其他传统汽车零部件企业并购能有哪些启示,这些研究内容具有较高的现实意义。通过该案例的研究,能够为传统汽车零部件企业发展提供指导,同时也为传统行业的企业如何进入战略性新兴产业提供战略思路。

1.2 文献综述

1.2.1 并购动因研究

从 19 世纪 60 年代起,西方学者们开始对企业并购行为进行探讨,到 80、90 年代初步形成了并购动因理论体系。西方学界关于并购动因的理论可以划分为三类:创造价值动因理论、价值转移动因理论和有限理性动因理论。

(1) 创造价值动因理论包括效率理论、交易成本理论和价值低估理论等。

效率理论包括经营协同、管理协同、财务协同等内容。学者 Willianson(1975)研究认为,企业的并购有助于充分利用企业过剩的管理能力。这种观点的前提是企业存在效率差别,在并购后,企业的管理资源将重新配置,可以更有效地实施企业管理。Jensen 和 Ruback (1983) 对于并购进行了实证研究,两位学者在《金融研究学》中提出,提高企业的生产经营效率是企业的并购动因,他们发现并购发生后被并购的企业取得了正效益,实施并购的企业也没有发生损失,该结果支持效率理论。财务协同理论能较好地解释纵向并购和混合并购,Myers 和 Majluf (2005) 认为并购是一种投资活动,可以降低企业的交易费用和融资风险,从而达到财务协同。

交易费用理论解释了纵向并购的动因。Coase (1937) 提出了交易费用理论,他认为技术关系和市场缺陷推动是推动企业并购的力量,纵向兼并可以通过企业内部交易来降低企业的市场交易成本。Willianson (1951) 进一步发展了交易成本理论,他认为并购就是用内部机制代替市场机制,从而解决市场失灵的问题。用交易费用理论来解释企业并购的原因一般来说是较有说服力的,但是按照该理论的逻辑,并购的最终结果是使得在某一区域内只存在一家企业,而它的交易成本达到最低,这是不符合实际的。实际情况中企业并购的动因存在较大的差异性,该理论不足以解释所有企业的并购行为。

价值低估理论又称托宾 Q 理论，其核心概念是托宾 Q 值，托宾 Q 值又称股价率。Q 值是企业股票的市场价值和账面价值的比值，Q 值小于 1 表明企业的潜在价值越大，企业的价值被低估得越严重。在不成熟的资本市场中，信息的不对称导致某些企业价值被低估，而价值被低估的企业就通常称为其他公司的并购标的。Holderness 和 Sheehan (1985) 认为在市场对标的公司低估的情况下，并购标的公司后对其进行整合，使市场对标的公司的价值作出反应，从而使标的公司估价提升，而以较低成本获取标的公司控制权的主并购企业就能通过价差获利。除通过资本价差获利以外，价值低估理论认为企业出于经营战略等长远方面的考虑，通过较低成本获取被低估企业的控制权，能够进一步扩大企业的生产经营规模。在后续的研究中，学者 Dong 等 (2006) 通过实证研究发现 1990 年以前的上市公司并购浪潮符合价值低估理论。

(2) 价值转移动因理论主要包括委托代理理论和市场势力理论。

委托代理理论的核心概念是代理成本，委托代理理论认为并购是通过组织和市场机制来控制企业代理成本的行为。Jensen 和 Meckling (1976) 最先提出代理成本的概念，他们认为并购可以降低代理成本。Fama (1980) 认为，在进行并购的过程中，企业重组使并购双方的管理层处于竞争之中，这可以激励管理层更有效地实施管理行为，从而减少代理问题。尽管委托代理理论能够很好地解释企业并购的动因，但实际上很多并购并不是以控制权争夺完成的，而是通过两个企业管理者的协商沟通完成，所以委托代理理论也仅能解释部分的并购行为。

市场势力理论认为并购是通过占有其他企业拥有的市场份额来扩大自己的市场力量，但并不能产生比现有市场更大的市场需求，没有真正地创造价值，并购行为只是一种价值的转移。上世纪八十年代，Carpron 和 Mitchell 指出并购是一种目的性极强的购买行为，通过并购，主并购企业可以得到被并购企业的一系列资源，同时获得被并购企业的市场份额，从而扩大自身在行业中的影响力。Jensen (1986) 提出企业可以通过并购来实现多元化经营战略，并购可以为企业多元化发展节约时间和成本，使企业获得竞争优势。

(3) 有限理性动因理论。

有限理性动因理论认为人的理性是有限的，现实中理性经济人假说并不成立，其主要内容包括自大理论。Roll (1986) 提出了自大理论，他认为作出并购决策

的决策者忽视了并购后可能发生的负面作用，对企业未来价值有所高估，这是由于决策者的过度自信。以过高的价格实施并购会损害主并购公司股东的利益，而长期来看并购目标无法实现会损毁公司的价值。后续学者对自大理论进行了实证研究，Ulrike 和 Geoffrey（2005）对并购行为建模发现，管理者在过度自信的情况下更有可能做出损害企业价值的并购决策。

我国企业的并购始于 20 世纪 80 年代，在 20 世纪 90 年代学者们开始研究并购，主要是以西方学者对并购的研究为基础进行的。但由于我国的市场环境不同于西方国家，在并购的研究方面不能直接运用西方学者的研究成果。

我国学者针对我国的市场环境，提出了中国特殊并购动因。魏文美（2001）认为我国公司并购的动因为：调整不合理的股权结构、消灭亏损企业、生产要素互补、企业长远生产发展的需要、实现合理避税的动机和其他动机。对于我国的特殊并购动因，学者们进一步做出了划分。张迹（2002）认为企业并购动因可分为内因和外因：内因是为了实现规模效益和多元化经营策略，外因包括产业结构变动、经济周期性变化和企业间激烈的市场竞争。对于并购“路径依赖”问题，其解决关键是对路径适用性的判断和选择。刘磊（2004）将企业并购动因分为一般动因和财务动因。一般动因包括以下几方面：获取战略机会，降低企业经营风险，获得经验共享和互补效应，获得规模效益，实现借壳上市，降低进入新行业、新市场的障碍。财务动因包括避税、筹资、投机、企业增值、财务预期效应因素。吴静和徐向阳（2004）分析了企业并购的企业层面动因和政府层面动因。企业层面动因包括战略驱动、企业竞争优势转移、利用优惠政策、加强对市场的控制能力。政府层面动因包括消灭亏损企业、优化产业结构、优化所有制结构、参与国际经济大循环。罗文标等（2004）对主流动因理论作了系统完整的剖析，提出企业并购的根本动因在于管理者的自大倾向、利润最大化、财务能力互补和避税效应以及政府的干预。

我国学者也提出了在逻辑方面与效率理论类似的观点，张德亮（2002）从组织资本角度对企业并购动因作出了理论解析：企业并购是为了转移自己“过剩”的组织资本到目标企业中，或是为了获取目标企业的组织资本的一种理性行为。一些学者认为西方并购理论不足以解释某些并购的动因，邹斌和马跃华（2003）对新古典经济学和新制度学派的企业并购理论进行了归纳和分析，他们提出战略

博弈是并购理论发展的新思路。赵晶晶和毛雅娟（2009）认为多元化并购的动因应是并购动因与多元化动因的交集，而我国的多元化并购是为了借由政治关联从而获得某种关键资源或优惠。李石（2012）从成本优势的角度对企业并购动因进行了分析，归纳了以下六方面的动因：企业总成本最小、降低交易成本、低成本收购、节约经验成本、减少税收开支、低成本筹资。杨超（2013）从行为金融学的角度对并购动因进行了分析，提出了管理者过度自信假说、非理性市场假说和锚定效应假说对并购浪潮进行了解释。

近十年来许多学者通过不同类型的案例对并购动因进行了研究。在跨行业并购方面，陈海艳（2011）分析了老凤祥的成功案例，发现跨行业并购后的绩效并不是由协同效应带来的，而是由于对目标企业的正确选择。该研究结果说明跨行业并购案例中并购的出发点不一定是为了分散风险，而是寻求更高的赢利点，以达到更换主营业务的目的。在横向并购方面，黄俊莉（2014）针对 Facebook 收购 WhatsApp 案例进行研究，认为其并购动因主要是协同效应动因、市场势力动因和价值低估动因，笔者认为多数并购的驱动因素是希望创造财富或转移价值。张丽娟（2014）对联想收购 IBMPC 业务的并购动因进行了分析，认为其并购动因主要是为了形成规模经济、扩展海外市场、形成协同效应和获取核心技术。随着互联网时代的到来，学者们对“互联网+”背景下传统行业并购动因进行了研究。龚震华（2015）研究了奥康国际投资海外跨境电商兰亭集势的案例，奥康国际作为传统鞋类零售品牌，存在获利能力下降、存货周转困难和战略性抢占电商渠道等并购动因，而兰亭集势需要解决资金问题，在把握政策机遇和已有行业并购先例的情况下，双方完成了该次并购。李艳琴（2016）以阿里巴巴并购 UC 为例分析其并购动因有降低经营成本、降低代理成本、扩大市场份额、提高核心竞争力这几方面。蔡东夏（2017）以滴滴并购优步中国为例，对新形势下互联网企业并购动因进行了分析，认为其主要有以下几方面原因：行业环境使然；进一步优化竞争资源配置；“马太”效应的进一步驱使；减少营销成本，提高利润水平。除互联网背景下的并购外，影视文化企业的并购也越来越受学界关注，陈炜（2016）对华谊兄弟传媒公司并购动因及绩效进行了研究，其连续并购的目的主要是防止人才资源、多元化经营和进行财务投资、粉饰报表。刘好丹（2016）以海润影视借壳申科股份为例，对跨界影视并购动因及效果进行了分析。海润影视的并购动

因有三方面：实现证券市场直接融资，IPO 过程复杂耗时，提高企业知名度。而申科股份为了避免退市，实现业务转型需要，加上文化产业前景广阔，双方进行了“联姻”。郭艳（2016）以优酷和土豆的合并案例，对新兴互联网企业并购动因进行了分析，分析得出有竞争压力、节约成本、扩大市场份额、投资者的推动着四方面的动因。新三板企业由于市场竞争日益激烈，其并购成为了一种新的趋势，杨清（2017）认为新三板企业并购的主要动因是获取市场份额，实现企业快速发展，分散经营风险和财务风险、提升企业价值，提升流动性。

1.2.2 并购绩效评价研究

最初较为主流的并购绩效评价方法是以财务指标为基础的财务指标法，沈银萱（2004）采用主成分分析法构建了一个综合评价函数，其选取的财务指标有主营业务收益率、净资产收益率、每股收益、存货周转率、总资产周转率、流动比率、资产负债率。后续学者认为仅使用财务指标并不能够全面地评价企业并购绩效，蒋叶华（2006）构建了包括基本绩效评价指标和经营绩效评价指标的上市公司并购绩效评价指标体系，其中基本绩效评价指标根据并购动机选取，经营绩效评级指标包括股东、债权人、客户、员工和政府五个层面。Thano 和 Papadakis（2015）研究了基于会计的并购绩效衡量方法，他们发现在不同的研究案例中并购绩效的人为操作性、时间滞后程度和分析水平都存在差异，他们认为将会计措施与并购绩的其他评价标准相结合才是前进之路。此外，财务指标容易受到人为因素、会计政策和盈利意识等因素的影响，刘玮（2017）提出当前运用财务会计数据法对企业并购绩效评价存在以下问题：将注册会计师未确认的利润数据用于分析；没有考虑到年度会计政策变化；没有说明不同的合并会计处理方法对评价结果的影响。

除财务指标法外，事件研究法是另一种主流并购绩效评价方法，但由于资本市场有效性的限制，该方法存在局限性。Marc（2005）以摩根大通曼哈顿银行案例来说明了并购成功的六个驱动要素，认为以短期内股价变动来评估并购是否成功是荒谬的，并购给企业带来的真正价值需要经过多年的并购整合，才会反映在企业收益和股票价格上。李建惠等（2008）在基于事件研究法的并购绩效评价研究综述中指出了事件研究法的局限性有以下三点：我国资本市场不是完全有效的；

时间窗的时间区间过短,不能衡量并购后长期的并购效应;股价变动只能衡量流通股对股东财富的影响,而大多数上市公司有很大比例的非流通股。

在进一步对并购绩效评价的研究中,有学者提出对于不同类型的企业使用传统的评价指标体系是不合适的。吴宁和金龙(2011)指出医药企业传统并购绩效评价指标体系不重视非财务指标,缺乏对社会效益和生态效益的评价,同时评价指标过于注重部门利益而忽视了全面评价。笔者结合医药行业特点,设置了顾客和市场、技术和创新、特殊资源、转换机制、社会责任五个方面的非财务绩效评价指标。

在财务指标法和事件研究法外,学者们结合了数据分析等方法对企业并购绩效评价进行研究。马瑜堃等(2012)运用数据包络分析建立了增量评价模型,对我国上市公司并购绩效进行了研究。结果显示:57.84%的公司短期绩效得到改善,而61.76%的公司长期绩效得到改善。Yi Changjun 和 Lin Qiaoyue(2014)运用超效率 DEA 模型分析中国制造企业跨国并购绩效的变化,结果显示从总体来看跨国并购并没有显著提高中国制造企业的绩效。

近年来,非财务指标在企业并购绩效评价中的应用也受到了学者们的重视。李泽一和宋清(2012)针对科技型企业的特点建立了新的并购绩效评价体系,在非财务维度从技术资源和企业成长性方面选取指标,技术资源方面选取了研发人员比例、设备使用效率、技术与软件的新增率三个指标,成长性方面选取了净利润增长率和总资产增长率指标。

由于企业往往处于各自的发展进程中,不同的演进阶段发生并购的动机不同,在进行并购绩效评价时选取的指标应该针对企业所处的演进阶段。Das 和 Kapil (2012)认为考虑到并购动机的多样性,我们不需要找到一种最佳的评价方法,在并购绩效研究中,必须建立评价方法与并购动机之间的联系,他们认为一个与动机相关的多维绩效模型,结合会计绩效、市场绩效和其他运营指标的衡量,可能会为并购绩效研究中的一些悬而未决的关键问题提供答案。两位学者还提出,将并购交易中的关键主体的主观评价、感性评价与客观评价相结合,可以进一步丰富该模型,变量的观察周期应该根据并购动机来决定。周绍妮和文海涛(2013)提出企业并购动机并不全是为了直接获取财务绩效,并购绩效评价应根据并购动机进行选取,而并购动机又受产业演进阶段的影响。笔者认为初创阶段绩效

评价指标应选取营业收入和市场占有率,在规模化阶段选取毛利率、资本成本率、管理费用作为评价指标,在集聚阶段应关注净资产收益率与贝塔系数的比率的变化,在平衡与联盟阶段可以将新品牌或新产品的增长率和境外收入占比作为评价指标。蔚国红(2017)以青岛海尔为例,对不同产业演进阶段的并购绩效进行评价。笔者在初创阶段选取净利润作为财务指标,选取并购经验和管理经验作为非财务指标;在规模化阶段,选取境外营业收入的变化作为财务指标,选取市场占有率、海外美誉度和并购经验作为非财务指标;在集聚阶段,选取每股收益、净资产收益率和营业收入净利率作为财务指标,选取细分市场份额、品牌数量的变化情况、产业链的延伸情况和多元化市场布局情况作为非财务指标。

为了更为深入地评价并购绩效,张明威等(2019)将企业能力的思想应用于企业并购绩效的评价,对美的集团并购德国库卡并购绩效进行了分析评价。其评价体系包括综合运转效能、行业势能和发​​展潜能三个维度,结果显示美的集团并购后综合运转效能变化不大,而行业势能和发​​展潜能显著提升,而仅利用盈利指标净资产收益率评价,美的集团的公司绩效并没有提高。

由于财务指标法存在容易被人为操纵的缺陷,学者们在并购绩效评价中引入了EVA评价法。Xiang Xiao和Liyan Tan(2009)以中国2002年的并购事件作为样本,研究分析了EVA指标在并购前三年和并购后四年内的变化,以此对中国上市公司并购的中长期绩效进行研究。研究表明中国上市公司并购绩效在短期内显著上升,但长期绩效不显著,他们认为很多公司在并购后没有有效消化并购的影响,因此弱化了并购绩效的意义。王成勇(2011)认为EVA指标评价并购绩效的必要性在于用经济利润代替会计利润,降低了会计指标的可操作性,并最大限度地避免决策次优化。黄凌灵(2011)认为EVA并购绩效评价体系应基于可操作性原则、重要性原则、互补性原则和战略相关性原则进行构建,笔者从核心指标、EVA价值驱动指标和成长性指标三方面进行了设计。李慧卿等(2015)对EVA、MVA绩效评价方法做出了评价:EVA考虑到了权益资本,并且在一定程度上减少了会计信息失真的影响,EVA还可以作为公司财务预警系统的指标,可以反映公司抵御风险的能力;MVA能准确衡量公司为股东创造的价值,有效地解释公司股票的收益性,能够有效评价公司管理部门的长期经营绩效。EVA和MVA分别作为企业内部绩效和外部绩效的评价指标,能够更准确地评价企业绩效。农红棉(2019)

采用 EVA 法对华闻传媒并购漫友文化绩效进行评价,结果显示华闻传媒在并购后 EVA 值持续下滑, EVA 增长率和报酬率下降,另一方面资本周转率大幅降低,资产利用率也逐年下降。笔者建议引入 EVA 评价体系考核其业务,加快业务整合,提高协同发展力。

平衡记分卡作为一种企业绩效评价工具,能够从财务、客户、内部流程、学习与成长四个维度对企业绩效进行评价,也被学者引入了并购绩效评价。陈木坤和齐木英(2006)最先提出将平衡记分卡引入企业并购绩效评价,其中平衡记分卡的四个维度改进为财务、经营协同、管理协同和财务协同。在此基础上,杨帅和李卫宁(2007)基于博弈论运用四维平衡记分卡和熵值法构建了企业并购绩效综合评价模型,在后三个维度选用具有针对性的财务数据,增强了改进后的平衡记分卡的可操作性。后续学者结合了熵值法、层次分析法等赋值方法,将平衡记分卡运用于并购个案的绩效评价。刘汀(2017)运用平衡记分卡对苏宁云商并购 PPTV 的绩效进行了评价,结果显示在财务、客户、内部流程、学习与成长四个维度绩效都没有提升,笔者对此建议并购要做好全方位整合,不要盲目追求协同效应,并且要规划好并购后的方向。

Olimpia 和 Annette (2011)提出不能将并购绩效作为一个通用的概念来讨论,使用不同的绩效评价指标,对于不同的受众得出的是不同的企业绩效表现。对于选择何种并购绩效评价方法,Dapali 和 Madhvi (2012)认为取决于被研究对象所在的国家,他们观察到多种方法运用在统一本身上得出了互相矛盾的结果,同时指出了在发达市场使用的评估方法可行不适用新兴市场,而方法选择可能会影响研究结论。

1.2.3 文献评述

关于并购动因的研究,国外研究的起点较早,主要有效率理论、委托代理理论、交易成本理论、市场势力理论、自大理论等。而国内是在国外研究成果的基础上针对我国上市公司的情况进行研究,有消灭亏损企业、借壳上市、避免退市、实现合理避税等特殊动因。大多数学者将并购动因一分为二,内因和外因,财务动因和非财务动因,企业层面和政府层面,创造价值和转移价值等,其中有的学者还是在对国外研究成果进行归纳。有些学者对于并购理论提出了新的思路,如

组织资本和战略博弈角度。近年来，除了从成本优势、行为金融学等不同角度对并购动因进行规范研究，一些学者也结合具体案例进行了研究，主要研究的内容包括跨界并购案例，横向并购案例，传统行业在“互联网+”背景下并购的案例等。

关于并购绩效评价主要采用的方法有财务（会计）指标法，EVA 指标法，平衡记分卡、数据包络法等，其中平衡记分卡方法可以综合评价财务和非财务维度，其运用关键在于评价维度的设置和各维度指标的选取。在非财务绩效评价方面，评价指标如何选取能更有效地进行评价是我国学者研究的重点内容。有些学者从企业所在行业特点切入，设置富有行业特点的非财务评价维度，从而设置相应的评价指标。还有一种观点是根据产业演进阶段来选取并购绩效评价指标，该观点考虑到企业在处于不同阶段时其并购动机不同，对于不同动机下的并购绩效评价采用更具有针对性的评价指标能使评价结果更有效准确。由于并购绩效在实际中并不是一个狭义的通用概念，并购绩效评价研究的整体方向是使用与动机有联系的评价指标，结合多方面的指标共同去评价并购绩效。

总体来看，并购动因理论在随着经济环境的发展变化而持续丰富及完善，学者们对并购绩效评价方法结合不同的并购案例在进一步改进。在并购案例研究方面，近几年关于互联网企业和文化企业的案例较多，而对于传统汽车零部件行业的并购案例相对较少，本文将丰富该方面的案例研究。

1.3 研究方法 with 内容框架

1.3.1 研究方法

(1) 文献分析法。搜集、整理国内外相关文献，分析并归纳企业并购动因以及并购绩效评价的相关研究，并通过对文献的分析探讨总结，为随后的研究提供相关基础理论，是本文尽可能的科学和完善。

(2) 规范研究与案例研究相结合的方法。本文在理论研究的基础上以富临精工并购升华科技为例，对这一并购的绩效进行分析探讨，以期对我国传统汽车零部件企业并购工作起到引导借鉴作用。

(3) 定量分析与定性评价相结合。本文将对并购绩效的作用机理进行定性

分析,在评价并购绩效使用一系列的财务数据和非财务数据进行定量的分析,两者的结合能更清楚地反映并购对企业带来的影响。

1.3.2 研究内容与框架

本文主要对富临精工并购升华科技案例进行研究,通过财务指标法、非财务指标法和经济增加值法对并购绩效进行分析和评价,以期给其他汽车零部件企业提供借鉴。本文一共五章,各章内容如下:

第一章,绪论。阐述本文的选题背景、研究目的及意义,对并购动因和并购评价方法的已有文献成果进行归纳梳理,并介绍本文的研究内容及研究方法。

第二章,理论基础及评价方法。本章首先阐述本案例涉及的并购理论,然后介绍事件研究法、财务指标法、非财务绩效评价法和经济增加值法及其优缺点。

第三章,富临精工并购案例分析。该章先阐述国内汽车零部件行业、新能源行业发展现状和汽车零部件企业并购现状,然后对富临精工和升华科技的基本情况、并购方案及过程进行介绍,最后对并购动因进行分析。

第四章,富临精工并购绩效评价。本章从财务层面、非财务层面和经济增加值层面对富临精工并购绩效进行评价,主要选取 2015-2018 年的数据进行并购的前后对比。

第五章,研究结论、启示与局限性。通过第四章对富临精工并购绩效的分析,得出研究结论,并为其他企业提供启示,最后说明本文研究中存在的不足。

2 理论基础及评价方法

2.1 并购的主要理论基础

2.1.1 效率理论

效率理论认为企业并购是企业资源配置优化的一个过程,企业在资源配置优化后可以实现价值增长。效率理论范畴包括效率差异理论(管理协同理论)、非效率管理理论、经营协同理论、财务协同理论等。

效率差异理论认为趋势企业发生并购的原因是并购双方的管理效率存在差异,管理效率较优的企业被认为有剩余的管理资源,当两家管理效率存在差异的企业并购后,效率较低的企业会由于获得了另一家企业剩余的管理资源而提高管理效率,这也被称作是管理协同效应。

非效率管理理论是指在目标公司既有管理层未有效利用既有资源达到应有效率的情况下,外部介入可以改善其效率。

经营协同理论认为企业在进行并购前无法达到规模效应,通过并购可以实现规模经济,并且并购企业间取长补短,从而达到“ $1+1>2$ ”的效果。

财务协同理论是指并购能在财务方面给企业带来收益,比如合理避税,企业资本扩大,内部资金更充足且可用于更有效益的投资。

2.1.2 市场势力理论

根据传统经济学观点,在行业中,当竞争者的数量较大且势均力敌时,他们都只能保持最低的利润水平,各个企业无法通过提高价格来获得较高的收益,一旦价格提高市场份额就会降低。市场势力理论就是以此为基础,认为企业并购是为了减少竞争者数量,当行业的集中度越高,企业的市场控制力就越强,就越有可能连同行业中其他企业合谋创造垄断利润水平。并购企业吸收目标企业的市场势力后,更有能力影响市场价格,获得较高的利润,而在产业链的上下游议价能力也会增强,也能获得更高的利润。当企业的市场势力提升,在行业中越趋于主导地位,其对于人才资源、先进生产技术、健全的管理体制的可获得性也就

越强,企业的竞争优势也就越强。但如果企业在并购时,忽略了企业效率的提升,这种扩张很可能就无法达到预期效果。

2.1.3 行业冲击理论

早期研究发现并购活动因行业而不同,这说明行业和并购活动存在相关性。行业冲击根据 Mitchell and Mulherin 的定义是指任何可预料及不可预料的能够改变行业组织结构的因素。行业结构可以视为是所有能够改变行业组织结构的因素构成的函数,这个函数表现为该行业中公司的数量和规模。当某个因素对行业造成了冲击,行业的组织结构就会随之改变,其表现为该行业中公司数量和规模的变化,并购活动就是一种主要调整方式。以技术变革为例,由于新能源技术的普及应用,汽车行业受到冲击,新能源汽车的需求上升,而传统燃油汽车的需求下降,汽车行业以及汽车产业链中的企业都必须做出调整来应对该行业冲击,这样就引起了大量的并购活动。

2.2 并购绩效评价方法

2.2.1 事件研究法

事件研究法是 Fama 在市场有效论的基础上提出的,用于分析某一市场事件对股票价格的影响,它是一种用于衡量企业价值变化的统计方法。如果使用平均收益和股价变化来衡量事件对公司业绩的影响,无法剔除其他事件对公司股价的影响,事件研究法使用累计超额平均收益率 CAR (Cumulative Average Abnormal Return) 来作为衡量指标,在事件发布的前后选择“窗口期”,将这段时间内公司的实际收益与假定无事件发生的“正常”收益进行对比,得出反常收益。

事件研究法的优点是其理论较为成熟,逻辑清晰,数据较容易取得,计算方法简单。其运用的关键是事件窗的选择,窗口期过小会错过市场对事件的早期反应,而窗口期过长又容易获取到与事件不相关的信息,目前在国内外的研究中还没有一个统一的窗口期标准。事件研究法在国内运用还有一点不足在于它是基于市场有效性假设,其分析结果受限于国内证券市场的有效性。

2.2.2 财务指标法

财务指标法是一种利用财务报表等财务数据，从经营效率角度侧重评价企业中长期绩效的评价方法，主要从偿债能力、营运能力、盈利能力和发展能力四个方面进行财务指标在并购前后的对比及趋势变化来分析并购活动对企业带来的影响。

财务指标法的优点首先在于所需数据来源于财务报表，可获得性强，其次是这些指标能够直观地反映企业在并购前后绩效。此外相对数指标不仅可用于企业自身并购前后的纵向对比，也可以与行业中其他企业进行横向对比，能更充分地说明并购活动给企业带来的影响。而财务指标法的不足也在于这些数据是来源财务报表，有可操纵的空间，该方法的使用依赖会计信息质量。与事件研究法相比，财务指标法不基于市场有效性假设，尽管财务指标有人为操纵的可能性，但操纵都是暂时的，财务报表的信息含量还是非常丰富，长期来看企业的经营状况还是会反映在报表之中。

2.2.3 非财务绩效评价方法

非财务绩效评价方法是使用非财务信息以及某些财务数据来对企业财务层面以外的绩效评价方法，其运用的非财务信息是以非财务资料形式呈现的，与企业的生产经营活动有紧密联系的各种信息。非财务信息与财务信息相比可计量性低，披露的信息更多，具有前瞻性，而且由于外界对公司的非财务信息关注少，这方面人为操纵的情况更少，非财务信息的真实性较强。非财务指标主要围绕经营、顾客和员工这三个方面，目前使用较为广泛的非财务指标有顾客满意度、产品和服务的质量、战略目标、公司潜在发展力、创新能力、技术目标和市场份额。

非财务信息的来源比较分散，可以来自企业内部，也可能来自企业外部，搜集非财务信息需要从多途径入手。获得原始数据后要进行统计分析加工，尽量使定性的指标量化。由于非财务信息不受会计准则约束，它不及财务信息的规范性，如果不能加以量化，其对企业绩效的评价效果会不够直观。

2.2.4 价值创造层面评价方法

经济增加值 EVA (Economic Value Added) 是美国 Stern & Steward 咨询公司在 1982 年提出的一个业绩评价指标, 它等于企业的息前税后利润与全部投入资本成本之间的差额, 这部分差额是企业为股东真正创造的价值。使用 EVA 可以有效考察企业管理者对资本是否充分利用, 是否为股东创造了真正的财富, 从而更为有效地评价企业的业绩。

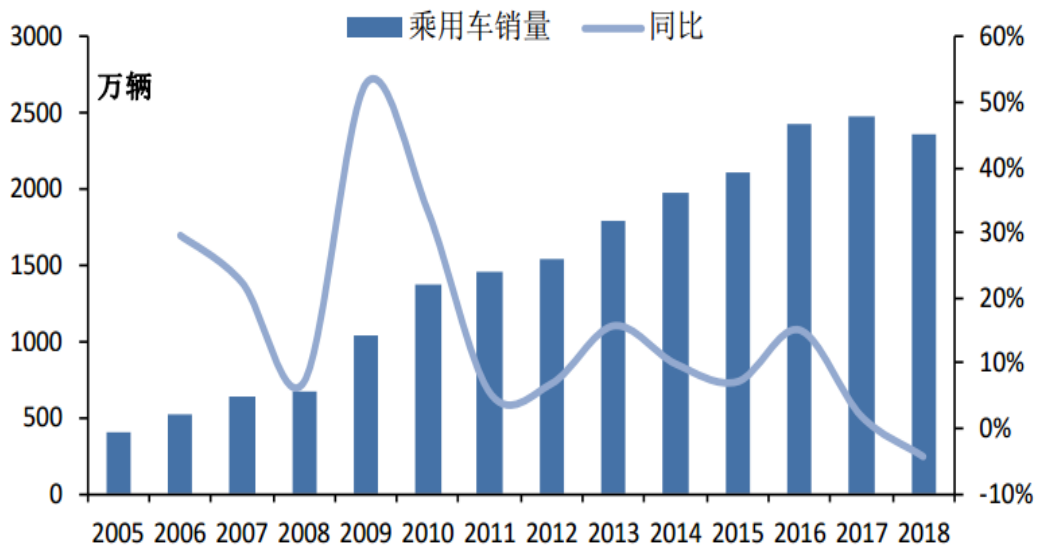
EVA 的优点之一是从会计报表获取原始数据, 经过调整可以不受会计准则和人为操纵的影响, 计算结果更加客观。EVA 的优点之二是, 与传统财务指标不同的是它考虑了股权成本, 传统财务指标只考虑到债务成本, 只有考虑到所有者权益的机会成本, 才能准确衡量企业经营活动产生的经济利润。根据 EVA 理论, 并购活动是否成功取决于它给企业带来的收益是否大于并购活动带来的全部成本, 收益大于全部成本的这部分是企业通过并购活动获得的价值, 通过 EVA 能非常直观地评估并购绩效。而 EVA 的缺点之一是它是一个绝对数指标, 无法和同行业中其他不同规模的企业进行横向比较。其次是 EVA 模型中的股权资本成本是基于市场有效性根据资本资产定价模型来计算的, 资本市场有效性不足会导致 β 系数和根据 β 系数计算得出的股权资本成本缺乏相关性, 这意味着不能准确算出股东要求的必要收益率。

3 富临精工并购案例分析

3.1 汽车零部件和新能源行业状况

3.1.1 汽车零部件行业发展现状

汽车零部件企业作为汽车产业链的上游，是汽车生产过程的基础部分，所以汽车零部件行业的发展与汽车行业的发展紧密相关。我国今年来乘用车销量情况如图 3.1 所示，2018 年全国共销售汽车 2808 万辆，同比减少 3%，自 1990 年来经历了 28 年来首次负增长，比亚迪、上汽、广汽、吉利、长安等自主品牌巨头均未达成其销售目标。大众和福特在 2019 年 1 月月宣布结成战略联盟，以求合作竞争度过汽车产业的寒冬。



资料来源：国金证券研究所

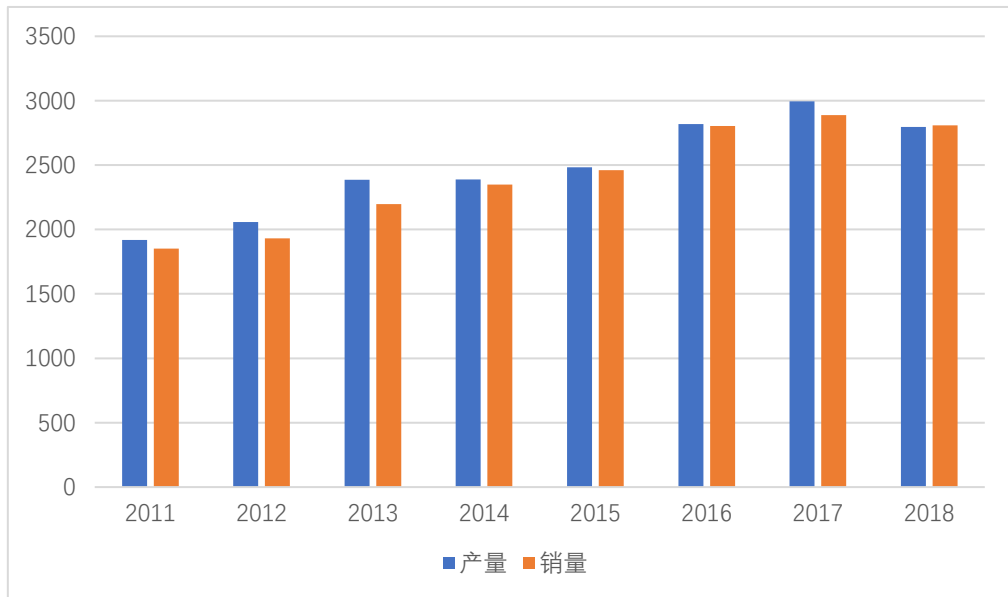
图 3.1 我国乘用车销量变动趋势

在数年的高速发展后，当前汽车行业正处于艰难时期，2019 年上半年的全球汽车产量相比同期下降了 5%。根据表 3.1 和图 3.2 可以看出我国汽车的产销量也在 2018 年开始下坡。中国作为世界最大的汽车市场，自 2018 年的经济放缓以来也为全球供应商带来了挑战。

表 3.1 近年我国汽车产销统计

单位：万辆	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
产量	1919	2059	2387	2389	2484	2819	2994	2796
销量	1851	1931	2198	2349	2460	2803	2888	2808

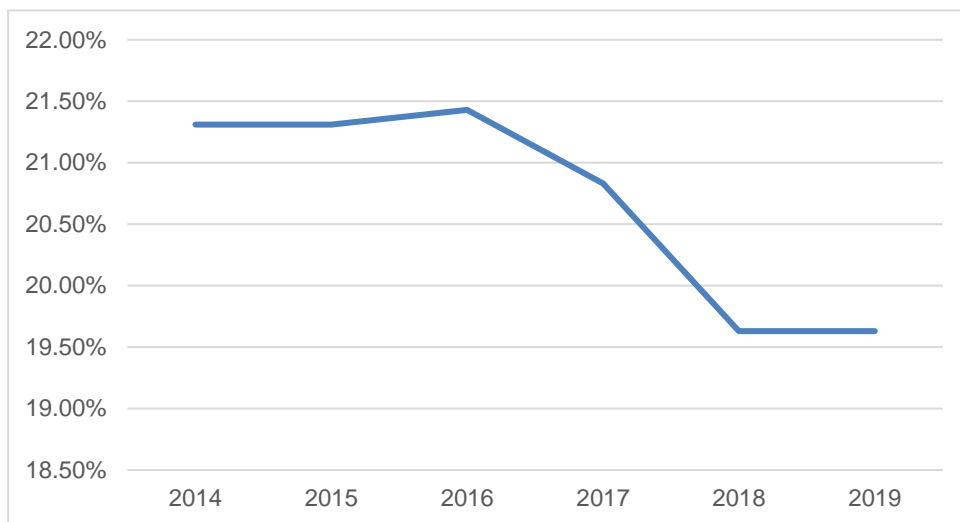
资料来源：中汽协



资料来源：中汽协

图 3.2 近年我国汽车产销统计图

虽然汽车市场整体低迷，但电动汽车的销量仍保持惊人增速。2018 年电动汽车达 105 万销量，占比汽车销量 4.4%，同比增长了 83%，而传统燃油车销量同比下降 6.2%。从这些经济数据可以看出，传统燃油车行业已快触及天花板，电动汽车时代正在来临，而电池、电机、电控三电系统将逐步替代发动机和变速器的核心汽车零部件位置。如图 3.3 所示，2014 年我国汽车零部件板块利润率达 21.31%，至 2019 年上半年则下降至 19.63%。目前中国零部件企业的现状，一方面是受整车企业“拖累”；另一方面也由于中国自主品牌产品升级，运用了更多的高质量进口零部件。



资料来源：前瞻研究报告

图 3.3 汽车零部件板块利润水平

3.1.2 新能源行业发展现状

新能源，也称非常规能源，指传统能源之外的任何形式的能源，指刚刚开始开发或正在进行积极研究的能源，包括太阳能、地热能、风能、核能、海洋能等。其特点是环保，且可供永续利用。新能源产业是衡量国家和地区高科技发展水平的重要基础，这也是新的国际竞争的战略制高点。世界发达国家和地区都在将新能源的开发作为顺应科技潮流，促进产业结构调整的重要手段。我国还提出了区域专业化和产业集聚化政策，大力规划和发展新能源产业，相继出台了一系列扶持政策，创建了多个新能源产业园。本文所讨论的新能源产品是锂电池，锂电池能够作为非常规能源的储存和输出缓冲环节的介质，属于新能源配套部分，是一种新能源产品。

锂离子电池诞生于 20 世纪 70 年代，在使用开发过程中逐渐采用更绿色环保、性能更好的正负极材料。上世纪 90 年代，索尼研发了首款商用锂离子电池，随着电子产品的快速发展，市场对大功率、高能量密度电池的需求不断增加，锂离子电池开始成为主流。近五年来，锂电池在下游消费品领域发展迅速。其中，笔记本和手机的普及是锂电池消费领域快速增长的主要原因。目前，锂电池消费领域的需求已经相对饱和，而未来随着全球新能源产业的发展，电动汽车将逐渐

成为锂电池最大的需求产业，动力锂电池将成为锂电池产业需求增长的重点。

3.1.3 汽车零部件企业并购现状

在我国加入 WTO 时，我国汽车零部件行业的工业基础还非常薄弱。加入 WTO 给国内汽车零部件企业带来了很大挑战，一方面是价格竞争中我国企业汽车零部件企业处于不利地位，技术竞争方面我国汽车零部件企业也没有任何优势，一批外资汽车零部件企业进入国内市场也给我国的汽车零部件企业带来很大的冲击。在市场竞争愈加激烈、全球化趋势势不可挡的市场环境下，为了生存与发展要在有限的时间内调整产业结构，我国汽车零部件企业开始了并购之路。

2005 年-2008 年，是我国汽车零部件企业并购的第一阶段，当时欧美汽车市场由于油价上涨和日韩低成本汽车的双重冲击，产生了很大的市场波动，也影响到了汽车零部件企业。我国汽车零部件企业瞄准了国外由于市场不稳定而被价值低估的优秀汽车零部件企业，通过兼并获得了先进的生产技术也提升了市场份额。

2008-2012 年，是我国汽车零部件企业并购的第二阶段，当时我国已经发展为全球第二大的汽车零部件市场，吸引了全球的汽车零部件供应商，为了与国外企业抗衡，国内汽车零部件企业加大了创新力度也开展了大量并购活动。同时受 2008 年金融危机的影响，许多国外汽车零部件企业价值下跌，成为了我国企业的并购标的。

2012 年至今，我国汽车零部件企业并购交易活动仍持续强劲的上涨劲头。这期间汽车行业逐渐向新兴领域转移，自动驾驶汽车技术和整车电气化是影响汽车行业的两大未来主流技术。为了跟上汽车行业发展步伐，我国的汽车零部件企业转型在即。一方面，产业经济形势不容乐观，而在另一方面，国家政策积极推动汽车零部件行业的集中。其中《汽车产业中长期发展规划》明确提出到 2020 年，形成若干家超过 1000 亿规模的汽车零部件企业集团，到 2025 年，形成若干家进入全球前十的汽车零部件企业集团。且汽车零部件行业具有明显的规模效应，规模较大的企业在研发投入、市场拓展、客户服务能力等方面均有较明显的优势。在此大环境下，零部件企业在近两年，并购、拆分及重组已成常态，企业间也开始积极寻求更多的相互合作，以实现企业在新竞争环境下的转型与发展。

3.2 并购双方介绍

3.2.1 富临精工基本概况

“富临精工”全称为绵阳富临精工机械股份有限公司，成立于 1997 年 11 月 10 日，是一家民营企业。在实施并购前，公司的主营业务范围是汽车零部件和机电产品（不含汽车）的研发、制造和销售，以及货物和技术的进出口业务。公司自成立以来，紧随汽车发动机市场及技术变化趋势，在机电液偶件技术方面深化精细研究，逐步开拓主机配套市场。公司产品主要用于配气机构，目前有气门挺柱、液压张紧器、摇臂、喷嘴、发动机可变气门系统、精密零部件等六大系列产品。近年来，富临精工完成各项科技项目 100 余项，参与起草了工信部发布的《内燃机气门挺柱技术标准第 1 部分：机械式挺柱》和《内燃机气门摇臂和摇臂轴技术标准第 1 部分：气门摇臂》两项行业标准，并且是《内燃机气门挺柱技术标准第二部分：液压挺柱》标准的主要起草人。2010 年 12 月，公司被认定为高新技术企业，2011 年，公司技术中心被认定为四川省企业技术中心。

在重视技术研发的同时，公司也十分重视市场的拓展和客户的培育，客户群体逐年壮大。目前，公司已经形成主机市场为主、售后市场为辅，国内市场为主、国外市场逐步突破的市场格局。公司现有主机市场客户 50 余家，其中国内市场客户涵盖了奇瑞、长城、比亚迪、江淮汽车、南京汽车（上汽集团旗下）、广汽乘用车、东风汽车、新晨动力、长安汽车和北汽福田等 30 家国内主流品牌，及神龙汽车、上海通用（东岳动力等）、上汽通用五菱、航天三菱、东风商用车、东安汽发、昌河铃木等 14 家合资品牌主机厂，境外主机市场客户包括思达耐、科勒、北美通用、台湾中华等 6 家主机客户；公司境外售后市场客户包括 TOPLINE、福兰克、盖茨、辉门和 AC 德科等全球主流品牌。公司通过自身的努力，已在多家自主品牌和合资品牌主机厂中占据同类采购产品的较高比重。强有力的市场拓展和客户培育为公司带来了一定的市场份额。

3.2.2 升华科技基本概况

“升华科技”全称为湖南升华科技有限公司，于 2005 年开始筹建锂离子电

池正极材料开发中心，经过两年的研究与开发，升华科技研发的盐酸锂材料通过了中试认证，公司于 2008 年 6 月 20 日在醴陵市正式登记成立，也意味着正式进入了能源产业，当年建成了 600 吨锰酸锂生产线。成立后的三年，升华科技不断投资产能建设，成功申请了磷酸锂铁国家发明专利，通过 ISO9001: 2000 质量管理体系认证，并获得国家高新技术企业认证。磷酸铁锂的产业化项目于 2010 年被工信部、财政部 评为国家重大科技成果转化项目。

升华科技的主营业务为锂离子电池正极材料的研发、生产及销售，产品包括磷酸锂铁及三元材料，主要应用于新能源汽车锂离子电池领域，少部分应用于储能锂离子电池领域。公司研发的三元正极材料，属于国家“863”计划、“973 计划”重点支持领域，其产业化具有广阔的发展前景和良好的社会效益。截至并购实施前，升华科技与深圳沃特玛、哈尔滨光宇、浙江南都、中航锂电等国内知名电池企业建立了深度合作关系，为东风汽车、南京金龙、厦门金龙、奇瑞万达、一汽客车、中通客车、九龙客车、广东五洲龙、上海瑞华、桂林客车、宇通客车、新乡新能、蜀都客车、山东沂星等新能源汽车提供电池材料。2014 年、2015 年，升华科技磷酸铁锂产量分别为 1,025.00 吨及 3,389.00 吨，占我国磷酸铁锂总产量的比例约为 8.91%及 10.46%，在我国磷酸铁锂正极材料市场拥有较高的市场占有率。

根据深圳证券交易所披露的湖南升华科技有限公司资产评估报告书，升华科技在并购前两年母公司口径财务及经营成果如表 3.2 所示。

表 3.2 升华科技并购前经营状况

单位：万元	2014-12-31	2015-12-31
流动资产	13,248.57	34,221.93
非流动资产	6,174.72	12,765.02
资产总计	19,423.28	46,986.95
流动负债	4,784.17	20,828.29
非流动负债	8,634.96	1,115.26
负债总计	13,419.13	21,943.55
所有者权益	6,004.15	25,043.40

续表 3.2 升华科技并购前经营状况

单位：人民币万元	2014-12-31	2015-12-31
营业收入	8,270.75	26,626.27
营业成本	4,630.98	15,407.48
利润总额	2,009.37	7,653.12
净利润	1,755.56	6,679.75

资料来源：深圳证券交易所

于评估基准日 2015 年 12 月 31 日，在持续经营的假设条件下，采用收益法确定的升华科技股东全部权益评估价值为 211,000.00 万元，比审计后账面净资产增值 185,956.60 万元，增值率为 742.54%。采用市场法确定的升华科技股东全部权益评估价值为 234,000.00 万元，比审计后账面净资产增值 208,956.60 万元，增值率为 834.38%。市场法对企业预期收益仅考虑了增长率等有限因素对企业未来价值的影响，并且其价值乘数受股市波动的影响较大，因此该次评估采用收益法结论作为最终评估结论。

3.3 并购方案及并购过程

3.3.1 并购方案

本次交易分为发行股份及支付现金购买资产与配套融资两个部分：富临精工拟以发行股份及支付现金的方式购买彭澎等 11 名股东持有的升华科技 100% 股权，同时向不超过 3 名的特定投资者非公开发行股份募集配套资金。本次收购标的升华科技 100% 股权的交易价格为 210,000 万元，其中 26.31% 以现金支付，共计 55,241.18 万元；剩余 73.69% 以发行股份方式支付，共计 154,758.82 万元。发行股份购买资产的股票发行价格为定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%，即 16.68 元/股，共计应发行 95,667,267 股；2016 年 3 月，上市公司实施现金分红，以总股本 360,000,000 股为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 2.2 元（含税），合计人民币 79,200,000 元（含税），并已于 2016 年 3 月 31 日实施完毕。本次发行价格相应调减 0.22 元/股，调整后的发行价格为 16.46 元/股，共计应发行 94,021,155 股。交易对价支付的具体情况如表 3.3 所示。

表 3.3 交易对价支付情况

交易对方	在升华科技的持股比例	获得股份（股）	获得现金（元）	现金支付比例
彭澎	39.33%	37,628,830	206,456,845.00	25.00%
彭澍	22.87%	21,880,424	120,050,595.00	25.00%
升华投资	8.90%	8,516,103	46,725,021.00	25.00%
西藏融睿	8.90%	11,354,805	-	0.00%
刘智敏	7.57%	7,239,966	39,723,278.00	25.00%
新华联	4.96%	4,745,599	26,037,522.00	25.00%
达晨创丰	3.06%	-	64,189,048.00	100.00%
国泰君安格隆	1.98%	-	41,660,024.00	100.00%
高新投资	1.00%	1,275,820	-	0.00%
彭正国	0.96%	919,739	5,046,300.00	25.00%
彭云华	0.48%	459,869	2,523,150.00	25.00%
合计	100.00%	94,021,155	552,411,783.00	26.31%

数据来源：深圳证券交易所

3.3.2 并购过程

2016年2月29日，富临精工因筹划以发行股份及支付现金相结合的方式收购湖南升华科技股份有限公司100%股份的事宜，公司股票自2016年2月29日（星期一）开市起实施重大资产重组停牌。2016年4月28日，升华科技召开2016年第一次临时股东大会，审议通过本次交易事项。2016年5月17日，富临精工第二届董事会第三十次会议审议通过《关于〈绵阳富临精工机械股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）〉及其摘要的议案》等与本次交易相关的议案。富临精工与彭澎等11名升华科技股东签订了《购买资产协议》。2016年6月6日，富临精工2016年第二次临时股东大会审议通过了本次交易相关的议案。2016年8月5日，富临精工第二届

董事会第三十一次会议审议通过《关于 2015 年年度利润分配方案实施后调整公司重大资产重组股份发行数量和发行价格的议案》、《关于调整公司发行股份及支付现金购买资产具体方案的议案》、《关于签署〈〈发行股份及支付现金购买资产协议〉之补充协议〉的议案》、《关于调整公司发行股份募集配套资金具体方案的议案》等与本次交易相关的议案。富临精工与彭澎等 11 名升华科技股东签订了《购买资产补充协议》。2016 年 8 月 17 日，富临精工第二届董事会第三十二次会议审议通过《关于调整公司发行股份募集配套资金具体方案的议案》。2016 年 9 月 1 日，富临精工第二届董事会第三十三次会议审议通过《关于调整公司发行股份募集配套资金具体方案的议案》。2016 年 11 月 24 日，证监会最终核准本次交易方案。2016 年 12 月 1 日，升华科技股权已过户至富临精工名下，富临精工持有升华科技 100% 股权。

3.4 并购动因分析

3.4.1 富临精工亟需战略转型

2015 年整车行业受到宏观经济下行的冲击，富临精工作为汽车零部件供应商也受到影响，增速连续放缓。富临精工 2015 年各季度主要财务指标如图 3.4 所示，可以看出 2015 年第三季度公司营业收入约为 17959.4 万元，环比下降了 24.25%，同比增长 15.13%，以往业绩的增长势头不再持续。2015 年第四季度，富临精工营业收入约为 24070 万元，同比增长了 9.18%，与第三季度相较，增速持续下滑。究其原因主要是 2015 年整体汽车行业不景气，为了促进汽车消费而推出了对于排量在 1.6L 及以下的乘用车实行车购置税减半的优惠政策。这一优惠政策的确起到了促进汽车销量增长的作用，引发了小排量汽车购车潮，但也提前透支了我国市场对于汽车的未来需求。富临精工面对汽车市场的饱和，战略转型迫在眉睫，这是其并购动因之一。

表 3.4 2015 年富临精工分季度主要财务指标

单位：元	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
------	------	------	------	------

续表 3.4 2015 年富临精工分季度主要财务指标

单位：元	第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
营业收入	202,012,600.20	237,101,247.97	179,593,930.63	240,700,068.13
归属于上市公司股 东的净利润	42,118,999.85	46,802,290.27	39,394,583.15	45,390,082.87
归属于上市公司股 东的扣除非经常性 损益的净利润	41,878,785.56	45,619,623.95	37,313,752.49	41,739,763.95
经营活动产生的现 金流量净额	10985993.9	31255564.53	25312930.08	7141469.98

资料来源：深圳证券交易所

3.4.2 富临精工产品缺乏竞争力

2015 年富临精工营业收入 8.59 亿元，星宇股份 24.68 亿元，精锻科技 6.98 亿元，福耀玻璃 135.73 亿元，华域汽车 911.2 亿元，对比富临精工与其他汽车零部件企业，可看出其收入规模处于行业中下游水平。而富临精工的收入构成中，占比最大的是挺柱系列产品，2015 年共占比 45.16%，然而挺柱属于低端、低附加值产品，全系列产品用总营业收入除以总销量计算得出，平均单价都不超过 10 元/只。由于富临精工产品的价格低廉，其单车价值量在汽车零部件领域中也是较低的水平。同时富临精工产品的技术门槛也不高，缺乏竞争优势。

表 3.5 富临精工营业收入构成

	2015 年		2014 年		同比增减
	金额	占营业收入 比重	金额	占营业收入 比重	
液压挺柱	211,574,110.98	24.62%	239,751,445.28	34.27%	-11.75%
高压油泵挺柱	1,635,108.40	0.19%	996,124.07	0.14%	64.15%
机械挺柱	174,895,521.29	20.35%	136,059,863.96	19.45%	28.54%
液压张紧器	92,845,711.95	10.80%	67,211,328.50	9.61%	38.14%

续表 3.5 富临精工营业收入构成

	2015 年		2014 年		同比增减
	金额	占营业收入 比重	金额	占营业收入 比重	
摇臂	43,591,792.63	5.07%	49,053,292.67	7.01%	-11.13%
喷嘴	29,894,006.34	3.48%	12,128,182.68	1.73%	146.48%
可变气门系统	229,389,691.31	26.69%	132,239,124.15	18.90%	73.47%
高压油泵泵壳及 其他	64,921,957.26	7.55%	53,384,940.10	7.63%	21.61%
其他	10,659,946.77	1.24%	8,747,326.49	98.75%	-98.46%

资料来源：深圳证券交易所

3.4.3 迅速打破锂电池行业壁垒

2015 年，我国新能源汽车市场进入爆发式增长阶段，锂离子动力电池带来的超过 200km 的续航里程是新能源汽车实用化的基础。动力电池和新能源汽车互相推进高速增长，积极发展锂离子电池符合国家的产业政策和市场发展的趋势。富临精工收购升华科技 100% 股权是公司新能源领域的重要战略布局，是上市公司战略布局“传统汽车+新能源汽车”的积极举措。本次并购动因之一是为了实现上市公司主营业务的多元化发展。

锂电池按照应用领域，主要分为应用于新能源汽车的动力锂电池、应用于手机和电脑的消费锂电池，用于太阳能和风能储能的储能锂电池。锂电设备行业的壁垒主要在于以下四点：首先电池厂商对于上游供应商的考核时间至少需要 1-2 年，一旦确定合作关系不会轻易更换，这样一来现存的锂电企业就占据了先发优势；其次是技术壁垒，生产设备的技术水平会直接影响到电池的性能，一旦生产线出现问题会导致停产；此外还存在品牌壁垒，具有良好口碑的供应商广受青睐，而后进入行业还没形成良好口碑的企业就处于弱势了；最后，资金壁垒也是不可忽视的一点，锂电企业使用的是非标准设备，需要大量资金进行设计制造。通过

并购，富临精工能够迅速打破锂电池行业的行业壁垒。

3.4.4 升华科技利用新平台加速发展

本次交易完成后，升华科技成为富临精工的全资子公司。富临精工作为上市公司，有助于提升升华科技相关产品的市场知名度及企业形象，有利于升华科技抓住新能源汽车行业快速发展的市场契机，巩固升华科技在动力电池正极材料市场的领先优势。此外，富临精工作为上市公司拥有多样的融资渠道，能够协助升华科技加快产品研发及业务扩张的步伐，同时进一步完善生产工艺，提高生产效率，实现企业的可持续发展。

4 富临精工并购绩效评价

Zollo 和 Meier (2008) 指出并购绩效是一个多方面的结构, 不存在一个总的因素能够反映所有不同方面的绩效, 而针对短期窗口活动的研究与其他业绩指标没有联系。在不同绩效评价方法的可比性方面, Thanos 和 Vassilis (2010) 对于基于会计的评价法、累计异常收益和经济人主管评价这三种常用的并购绩效评价方法的可比性进行了实证研究, 通过相关性分析发现累计异常收益也就是事件研究法与另两者均不相关。本文目的在尽可能全面地对富临精工并购升华科技的并购后的中长期绩效进行评价, 由于事件研究法建立在资本市场有效性假说上, 考察的是短期绩效, 而且与其他评价方法缺乏可比性, 本文不采用此种方法进行评价, 选取了财务指标法、非财务绩效评价方法和价值创造层面评价方法, 旨在结合这三种评价方法的优点, 既通过财务指标考察富临精工并购前后经营情况各方面的变化, 又评估富临精工并购对非财务层面的影响, 最后通过经济增加值来判断该次并购是否为富临精工的股东创造了财富。

4.1 财务层面评价

4.1.1 盈利能力有所下降

企业的盈利能力是企业一定期间内获取利润的能力, 而一个公司的盈利能力不只体现为一定期间内获得利润的金额, 同时要考虑资金资本的投入, 通过比较两者的比例来衡量企业的盈利水平。为了考察富临精工并购升华科技对其盈利能力造成的影响, 本文从绝对数指标和比率指标对其进行衡量和分析。

表 4.1 整理了富临精工在 2014-2018 年的营业总收入、营业利润以及净利润数据, 2015 年富临精工营业总收入为 85940.78 万元, 同比上年增长了 22.85%, 2016 年营业总收入为 117163.62 万元, 同比 2015 年增长了 36.33%, 2017 年营业总收入为 232821.82 万元, 同比增长了 98.71%, 如图 4.1 所示, 截至 2017 年富临精工的总营业收入还是以高于总营业成本的增速在增长, 而 2018 年总营业收入相比上年下降了 36.49%, 总营业成本却增长了一倍, 导致 2018 年营业利润为负。2018 年营业总成本为 384,673.35 万元, 其中资产减值损失有 256010.65 万

元，而升华科技商誉减值准备 2018 年当期增加了 155074.42 万元，原因是升华科技的主要客户沃特玛发生了债务危机，升华科技停止对沃特玛的供货，而新开发客户产品验证周期长，导致产销不达预期，直至 2019 年年初升华科技还处于停产状态。

表 4.1 富临精工 2014-2018 盈利情况

单位：万元	2014	2015	2016	2017	2018
营业总收入	69,957.16	85,940.78	117,163.62	232,821.82	147,855.49
营业利润	15,323.00	19,786.11	26,209.62	43,685.16	-235,452.24
净利润	13,677.62	17,370.65	22,882.91	37,144.72	-232,842.38
营业总成本	54,634.16	66,547.41	90,864.93	191,490.14	384,673.35

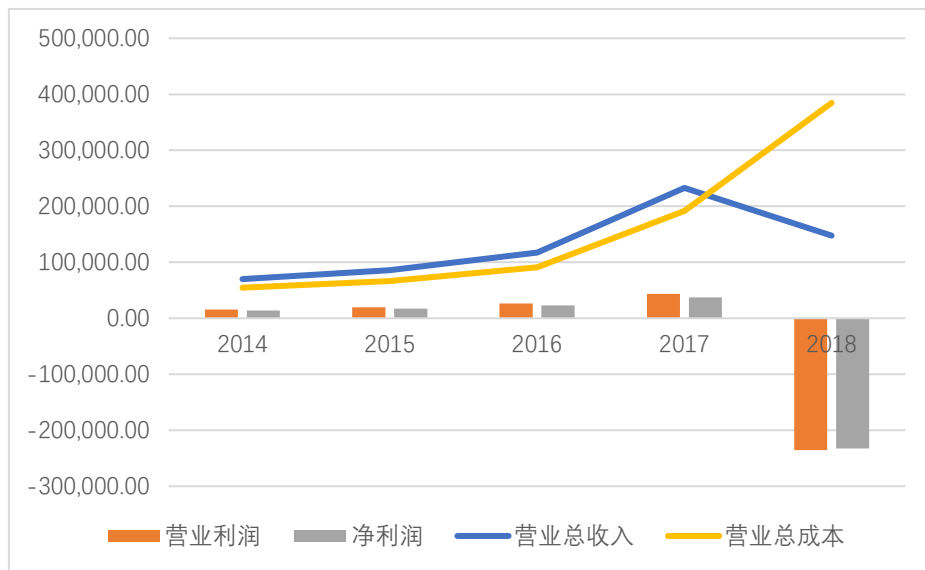


图 4.1 富临精工 2014-2018 年盈利趋势

从图 4.1 来看，富临精工在受到沃特玛危机影响之前，2015 到 2017 年营业利润依次增长了 27%，31.73%，62.33%，并购前营业利润的增长速度稳定，并购完成后 2017 年有大幅的提升。仅从以上的绝对数指标较难判断该次并购对富临精工盈利能力方面的影响，下文将通过财务比率指标从销售盈利能力、资产盈利能力和资本盈利能力三方面进行分析。

销售盈利能力指标评估的是企业的生产经营活动为企业获取利润的能力，它

的评估重点在于企业的经营业务。如表 4.2 所示，富临精工的毛利率在并购前后没有明显的提升，并购完成后的第一年年毛利率仅从 0.514 提升到 0.542，而在 2018 年受沃特玛危机影响后又下降至 0.477，从毛利率的变动情况来看，即使排除沃特玛危机影响因素，并购后富临精工的销售盈利能力仍没有实质的大幅提升。并购完成后的第一年，富临精工对并购升华科技形成的商誉计提了 1217.62 万元的减值准备，企业营业总成本增加，导致营业净利率和营业利润率明显下降。2017 年营业净利率比上年下降了 18.33%，营业利润率下降了 16.13%。总体而言，富临精工的销售盈利能力在并购后没有提高。

表4.2 销售盈利能力指标

比率指标	2014	2015	2016	2017	2018
毛利率	0.532	0.533	0.514	0.542	0.477
营业净利率	19.55%	20.21%	19.53%	15.95%	-157.48%
营业利润率	21.90%	23.02%	22.37%	18.76%	-159.24%

资产盈利能力评估的是企业的资产通过运营为企业带来利润的能力，它的评估重点在于资产的运营效益。这里选取了资产报酬率、总资产净利率和总资产利润率作为资产盈利能力的评估指标。资产报酬率，又称税前总资产报酬率，计算公式为： $\text{总资产报酬率} = \text{EBIT} \div \text{平均资产总额}$ ，评估企业的基础获利能力。总资产净利率是评估资产盈利能力常用的一个指标，简称为 ROA，等于净利润除以平均资产总额，它可以评估企业投入的全部资产给股东带来财富的水平，缺点是净利润衡量的是股东得到的回报，但分母是股东和债权人投入的总和，这样计算产出和投入不完全匹配。表 4.3 整理了富临精工 2015 年-2018 年的资产盈利能力指标。从图 4.2 来看，富临精工的资产盈利能力并购前呈下降趋势，在并购后没有得到提升，仍旧下降，企业的资产盈利能力出现了较严重的问题。使用差额分析法对 ROA 进行定量分析，发现并购前营业净利率的变动影响为-0.56%，总资产周转率的变动影响为-0.87%，并购前总资产周转率是盈利能力下降的主要原因。并购后 2017 年和 2018 年营业净利率的变动影响为-1.45%、-80.98%，总资产周转率的变动影响为 1%、20.43%，并购后企业资产盈利能力下降的原因是营业净利率。

表4.3 资产盈利能力指标

比率指标	2015	2016	2017	2018
资产报酬率	19.45%	9.23%	9.09%	-50.73%
总资产净利率	16.52%	7.89%	7.45%	-53.10%
总资产利润率	19.24%	9.18%	8.74%	-51.42%

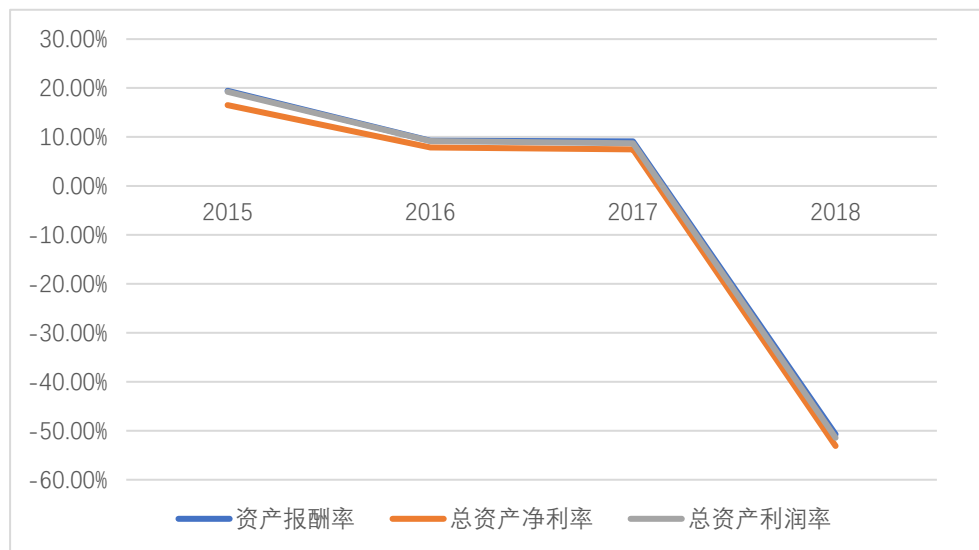


图 4.2 富临精工盈利能力指标趋势

资本盈利能力评估的是所有者投入的全部资本为他们带来回报的能力,这里的资本指的是净资产,不包括债权人投入的部分。净资产收益率是评估盈利能力的核心指标,简称 ROE,等于净利润除以平均净资产。投入资本报酬率,简称 ROIC,等于 EBIT 除以平均投入资本。如图 4.3 所示,富临精工的资本盈利能力指标变化趋势与资产盈利能力指标变化相似,并购前呈下降趋势,并购后 2017 年下降趋势缓和,2018 年公司亏损两个指标都大幅下降。

表4.4 资本盈利能力指标

比率指标	2015	2016	2017	2018
净资产收益率	25.18%	10.23%	9.71%	-75.64%
投入资本报酬率	29.65%	11.96%	11.85%	-72.26%

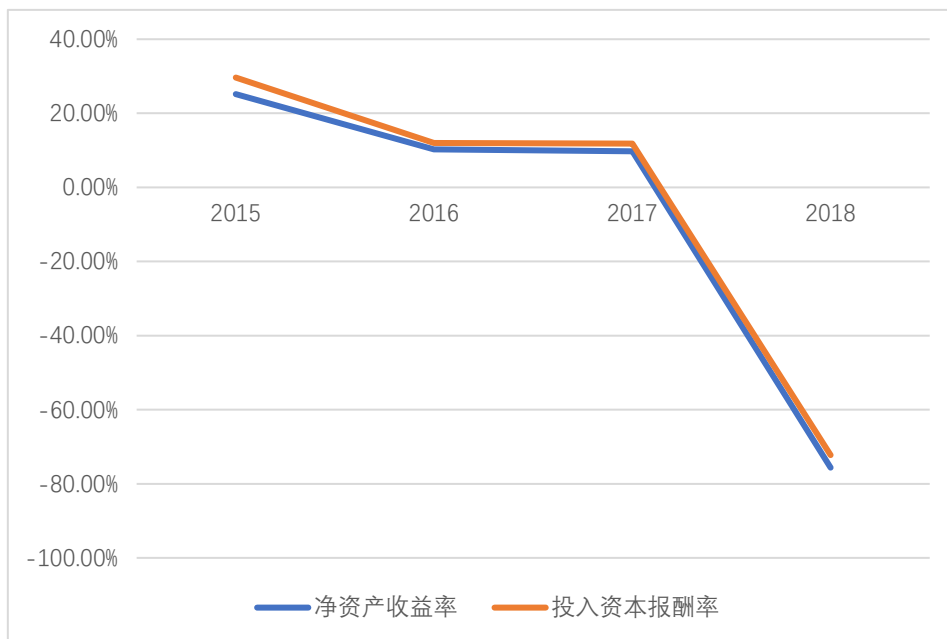


图 4.3 富临精工资本盈利能力趋势

结合上文的绝对数指标、销售盈利能力指标、资产盈利能力指标和资本盈利能力指标来看，尽管富临精工的收入规模在并购后的一年有较大规模的增长，但是其实际的业务盈利水平、资本运营效益和资本回报水平从并购后两年的数据来看有所下降。

4.1.2 偿债能力恶化

偿债能力是企业生存和长远发展的根基，它评估的是企业抵御财务风险的能力，分为短期偿债能力和长期偿债能力。短期偿债能力主要考察企业的资产的流动性，长期偿债能力主要考察的是企业的资本结构，随着时间的推移长期负债总会变成短期负债，两者从根本上都受企业经营情况的限制。以下先从流动比率、速动比率、现金比率和现金流量比率来分析富临精工并购前后短期偿债能力的变化。

根据表 4.5 和图 4.4，可以看出富临精工的短期偿债能力的四个指标都在并购后明显下降。富临精工并购升华科技以现金支付了 55241.18 万元，而货币资金并因支付现金对价而有所减少，相关的短期偿债能力指标受其影响会有相应下降。

表4.5 短期偿债能力指标

	2014	2015	2016	2017	2018
流动比率	1.45	2.43	2.37	1.92	1.26
速动比率	1.15	1.68	2.09	1.68	1.01
现金比率	0.30	0.70	0.80	0.42	0.45
现金流量比率	0.33	0.19	0.21	-0.15	-0.07

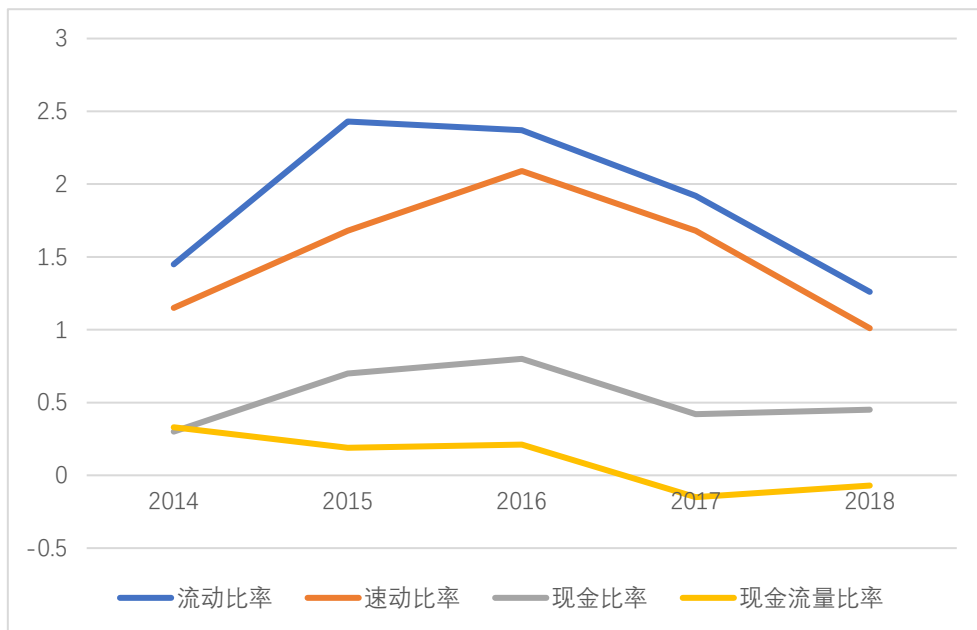


图 4.4 富临精工短期偿债能力趋势

在图 4.5 中值得注意的是富临精工并购完成后的应收账款变化,2017 年应收账款金额为 139,329.91 万元,同比 2016 年增长了 161%,而 2017 年营业收入同比上年仅增长 98.72%。应收账款的增长率远高于总营业收入的增长率,这表明富临精工的回款能力在减弱,它的盈利质量也存在问题。2017 年应收账款在速动资产中占比 60%,2016 年应收账款在速动资产中占比仅为 29.17%,当应收账款在速动资产中占比较大时,速动比率用于评估短期偿债能力的可信性就取决于应收账款的变现能力。富临精工并购升华科技后,一方面回款能力减弱,一方面应收账款在速动资产中占比增大,这表明它的短期偿债能力下降,实际偿债能力很可能比速动比率评估结果更糟糕。

除关注比率分子各项目的变化外,还应注意到流动负债的变化,并购前 2015

年、2016 年流动负债增长了 13.72%、122.66%，并购后 2017 年流动负债增长了 57.39%，2018 年没有大幅增加。2016 年流动负债上升的主要原因是应付票据、应付账款、应交税费和其他应付款增加，这几项的增加说明企业的业务规模得到扩张。2017 年流动负债的各构成项目中，短期借款增加了 4750 万元，比上期增加了一倍，应付票据仍大幅增加，应付账款没有明显增长。尽管 2018 年富临精工流动负债没有较大的增幅，但是其构成有所改变，短期借款比上年增加了三倍多，应付票据及应付账款减少。综上，富临精工在并购前业务规模大幅扩张，并购后举债增加，但业务规模没能持续扩张反而收缩，同时面临回款能力弱的问题，公司的短期偿债能力下降。

表4.6 富临精工短期产债能力相关项目

单位：万元	2014	2015	2016	2017	2018
流动资产	50,171.93	95,635.20	207,482.06	264,964.21	178,987.68
流动负债	34,643.48	39,396.54	87,720.37	138,063.11	141,550.94
货币资金	10,513.76	27,606.02	69,852.84	57,889.52	63,801.19
应收票据	14,681.31	19,995.86	59,858.96	35,024.28	23,694.36
应收账款	14,574.07	18,612.85	53,422.33	139,329.91	55,596.65
速动资产	39,769.13	66,214.73	183,134.13	232,243.71	143,092.21

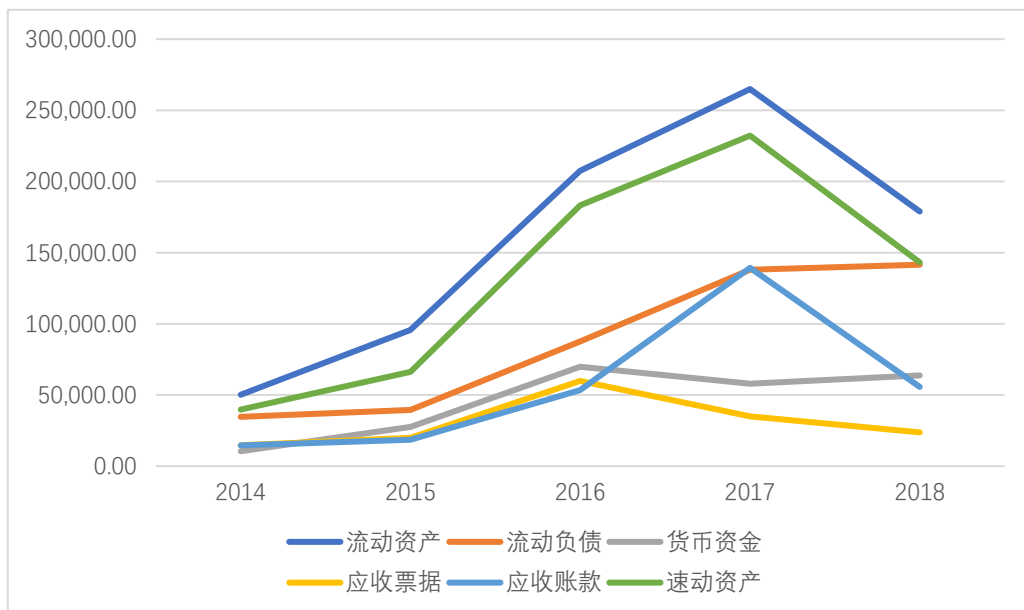


图 4.5 富临精工短期偿债能力相关项目趋势

现金流对于评估企业的偿债能力具有重要意义，表 4.7 和图 4.6 列示了富临精工并购前后的现金流相关项目及其变化趋势。如表 4.7 所示，富临精工在并购前 2015 及 2016 年，其经营、投资、筹资产生的现金流量净额分别为正值、负值、正值，现金流的此种表现说明企业处在扩张时期，企业的经营状况良好，且通过筹集资金在进行投资。并购后 2017 年和 2018 年，富临精工经营、投资、筹资产生的现金流量净额分别为负值、负值、正值，这表明富临精工此时是通过借债来维持日常的生产经营活动的资金需求，而且仍在继续扩大生产规模，支付厂房设备款等。并购后企业的现金流维系变得艰难，如果后续不能获得理想收益，企业的财务状况非常危险。如图 4.6 所示，企业在并购前经营活动产生的现金流量净额大幅增长，而并购后大幅减少，原因是升华科技受新能源产业链政策影响，非现金结算的业务量增加，同时支付了较多的原材料采购款。

表4.7 富临精工现金流相关项目

单位：万元	2015	2016	2017	2018
经营活动产生的现金流量净额	7,469.60	18,424.35	-21,078.30	-10,139.44
投资活动产生的现金流量净额	-23,866.26	-66,126.21	-22,187.44	-17,413.54
筹资活动产生的现金流量净额	34,093.39	77,092.55	26,293.96	42,160.82
现金及现金等价物净增加额	17,852.96	29,740.23	-17,206.49	15,220.55

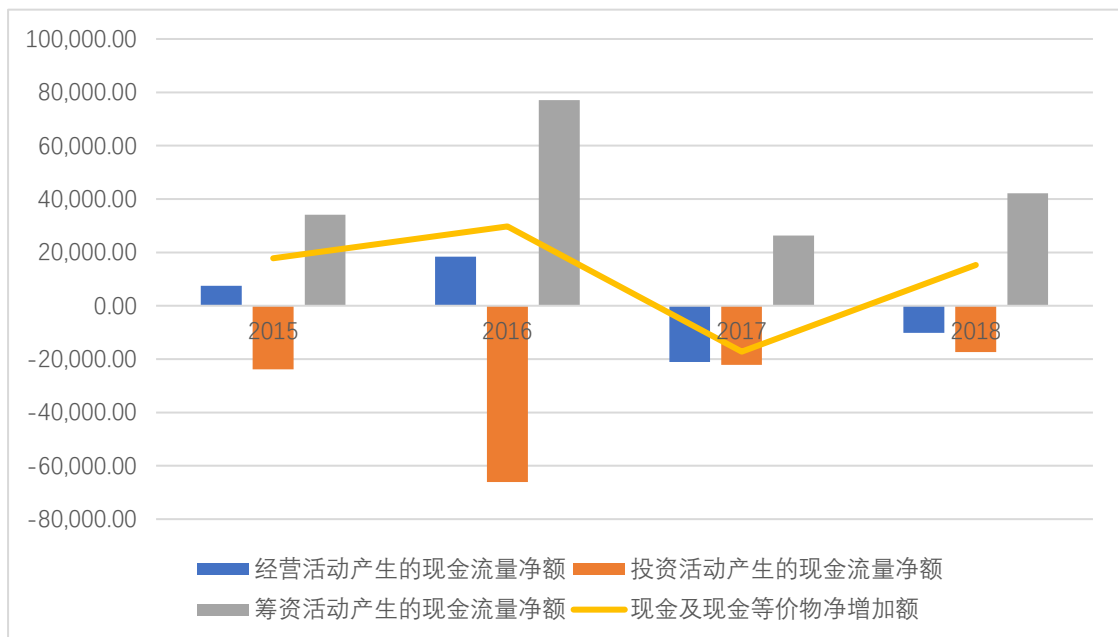


图 4.6 富临精工现金流相关项目趋势

长期偿债能力选取的是反映资本结构和长期资本结构的三个指标：资产负债率可以衡量当企业进行清算时债务人权益的保障程度，资产负债率越低，长期偿债能力越强；产权比率反映的是每 1 元股东权益配套的总负债的金额，产权比率越小，长期偿债能力越强；长期资本负债率反映公司长期资本的结构，长期资本负债率越低，长期偿债能力越强。表 4.8 整理了富临精工 2014 年-2018 年的长期偿债能力指标。

表4.8 长期偿债能力指标

	2014	2015	2016	2017	2018
资产负债率	47.94%	31.85%	21.94%	26.79%	49.42%
产权比率	92.10%	46.74%	28.11%	36.60%	97.72%
长期资本负债率	5.31%	3.29%	2.85%	2.30%	10.64%

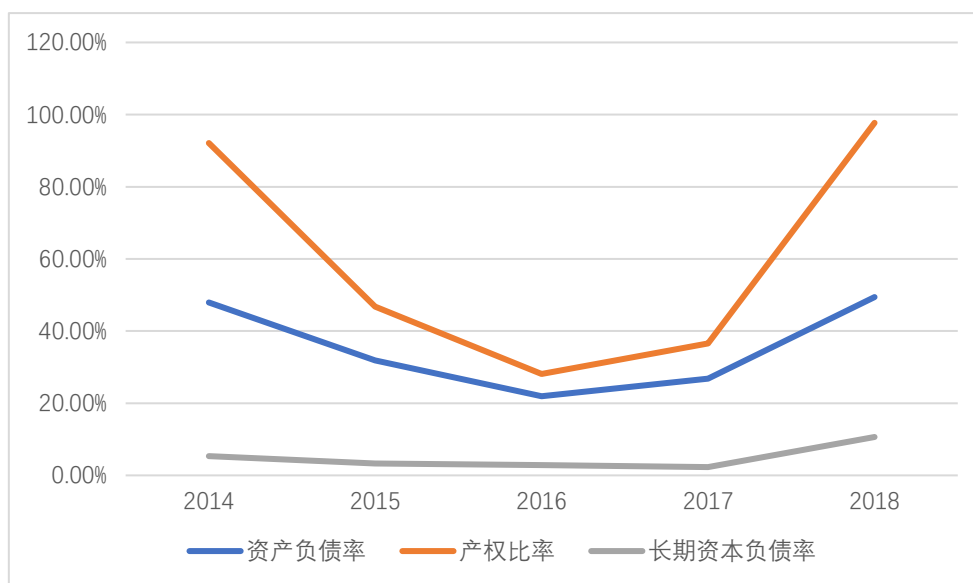


图 4.7 富临精工长期偿债能力趋势

如图 4.7 所示，在并购发生前，富临精工的资产负债率、产权比率和长期资本负债率都在以不同速度下降，企业的长期偿债能力逐渐增强。而在 2016 年并购完成之后，三个指标都有所上升，2018 年的资产负债率高达 49.42%，产权比率高达 97.72%，负债水平变高。并购升华科技形成的商誉在并购完成后连续减值，同时企业加大了举债，这导致企业的资本结构发生了很大的变化，企业的财务杠杆增大，而企业的长期偿债能力下降。资产负债率正常范围一般认为是 40%-

60%，尽管富临精工的长期偿债能力下降，但还是控制在正常范围内，适当的财务杠杆能够给企业权益资本带来额外收益。

4.1.3 营运能力总体下降

企业营运能力评估的是企业运用现有资产来获取收益的能力，它体现了企业的管理效率。此处选取衡量企业营运能力常用的指标是应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率。表 4.9 整理了富临精工 2015 年-2018 年的营运能力指标。在计算应收账款周转率时，考虑到财务报表列示的应收账款是计提坏账准备后的净额，计提的坏账准备越多会导致应收账款周转率高于实际水平，下表计算时已根据报表附注调整。存货周转率计算公式是营业成本除以平均存货金额，此处为了避免计算结果高于实际水平不使用营业收入计算。

表4.9 营运能力指标

	2015	2016	2017	2018
应收账款周转率	4.92	3.09	2.22	1.93
存货周转率	4.77	4.22	5.84	3.25
总资产周转率	0.82	0.40	0.47	0.34

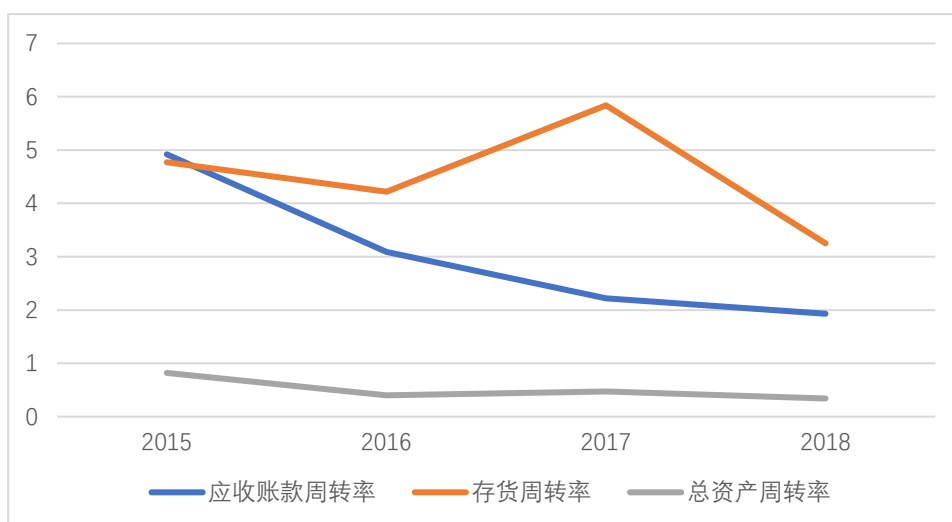


图 4.8 富临精工营运能力趋势

从图 4.8 可看出 2015 年-2018 年，富临精工的应收账款周转率和总资产周转率持续下降，而企业的存货周转率在并购后，产生了较大的回弹，从 2016 年的 4.22 增长到 2017 年的 5.84。假如没有受到沃特玛财务危机的影响，富临精工的存货周转率应该会在并购后保持一个高于并购前的水平。应收账款周转率下降有两方面的原因，一是因为下游的新能源整车企业没能及时收到政府补贴款项，影响了上游的回款，升华科技处于电池厂商的上游，受到较大的影响，二是由于锂电池正极行业的行业集中度不高，行业竞争非常激烈，而下游电池行业集中度很高，导致上游锂电池正极材料生产企业的议价能力弱，回款能力差。整体来看，该次并购后富临精工的营运能力有所下降。

4.1.4 成长能力受挫下降

企业成长能力是根据历史的数据来评估企业未来发展的潜力、成长空间。企业成长能力关注的通常是盈利增长能力、资产增长能力和资本增长能力三个方面，由于本文研究的对象是并购绩效，企业的资本因非营业的原因发生了重大变化，所以不对资本增长进行讨论。本文选取的指标有营业收入增长率、营业利润增长率、净利润增长率和总资产增长率。指标的计算方法是以当期的增加额除以上期的发生额，例如营业收入增长率等于营业收入增加额除以基期营业收入。

表4.10 发展能力指标

	2015	2016	2017	2018
营业收入增长率	22.85%	36.33%	98.72%	-36.49%
营业利润增长率	29.13%	32.46%	66.68%	-638.98%
净利润增长率	27.00%	31.73%	62.33%	-726.85%
总资产增长率	73.39%	234.64%	23.38%	-40.79%

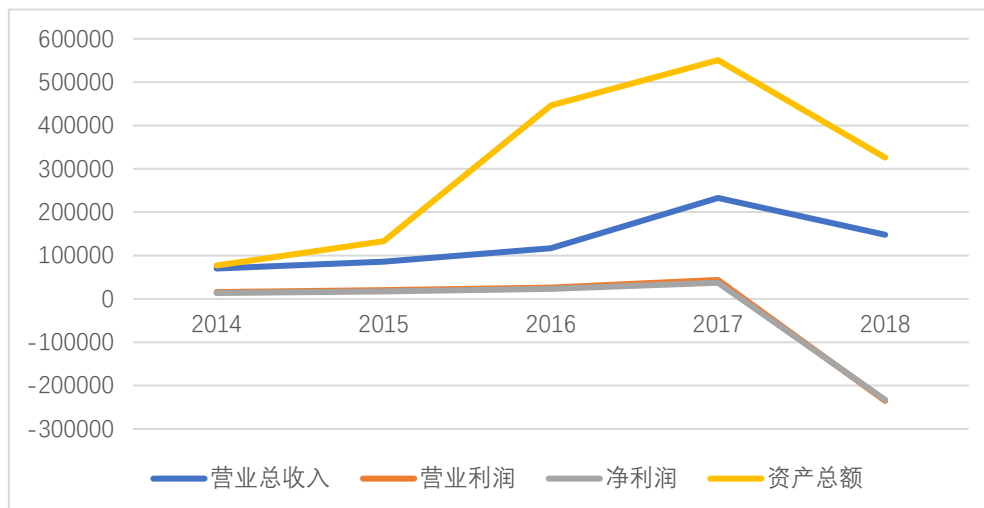


图 4.9 富临精工盈利及资产趋势

在盈利增长能力方面，富临精工在并购前盈利增长能力较弱，并购后 2017 年有明显的提升，2016 年企业营业收入增长率为 36.33%，2017 年营业收入增长率为 98.72%，2016 年的营业利润增长率为 32.46%，2017 年的营业利润增长率为 66.68%。增长率大幅提升的主要原因是富临精工经营业务增加，公司规模扩大，在毛利率没有大幅变化的情况下，收入规模和利润规模也随公司规模增大。但是由于受到升华科技主要客户沃特玛危机的影响，2018 年商誉严重减值，导致 2018 年营业收入增长率、营业利润增长率和净利润增长率都为负值。为了综合看并购对盈利增长带来的影响，我们计算富临精工的营业收入 2015-2018 年三年平均增长率，计算得出 19.82%，低于 2015 年的营业收入增长率，这表明这次沃特玛危机的连锁反应使得富临精工的盈利增长能力受到重创。总资产增长率在并购当年增长了 234.64%，而在并购后连续两年升华科技的业绩未达业绩承诺，商誉连续两年计提减值准备，2017 年总资产增长率为 23.38%，已经远不及 2015 年的总资产增长率，2018 年更是因为计提了 15 亿的商誉减值准备，资产负增长率达到 40.79%。总体来看，富临精工并购后的发展能力没有得到稳定提升，未来的发展趋势主要取决于企业的业务是否能恢复正常。

4.2 非财务层面评价

4.2.1 市场占有率得到提升

本文通过市场占有率作为评估富临精工在汽车零部件行业的市场份额的指标。从表 4.11 可以看出,富临精工并购后在 2017 年的市场占有率从上年的 0.0339% 提升到了 0.0624%,即使在升华科技的业务出现问题的 2018 年,它的占有率也为 0.0369%,高于并购前的市场占有率,这说明该次混合并购间接地扩大了富临精工的市场份额,增强了它的市场竞争力。

表4.11 富临精工市场份额情况

单位: 亿元	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入	7.00	8.59	11.72	23.28	14.79
行业销售收入	29074	32117	34558	37292	40047
市场占有率	0.0241%	0.0268%	0.0339%	0.0624%	0.0369%

资料来源: 中国产业信息网

4.2.2 未产生明显的协同效应

本文选取销售费用率、管理费用率作为衡量富临精工并购后协同效应的指标。销售费用率是销售费用占营业收入的比率,体现了企业的经营效率,通过并购前后的对比可以衡量并购带来的经营协同效应。管理费用率是管理费用占营业收入的比率,体现了企业的管理效率,通过并购前后对比可以衡量并购带来的管理协同效应。

表4.12 富临精工费用率

	2014	2015	2016	2017	2018
销售费用率	3.25%	2.72%	2.48%	1.84%	1.80%
管理费用率	8.28%	8.93%	8.82%	5.04%	10.05%

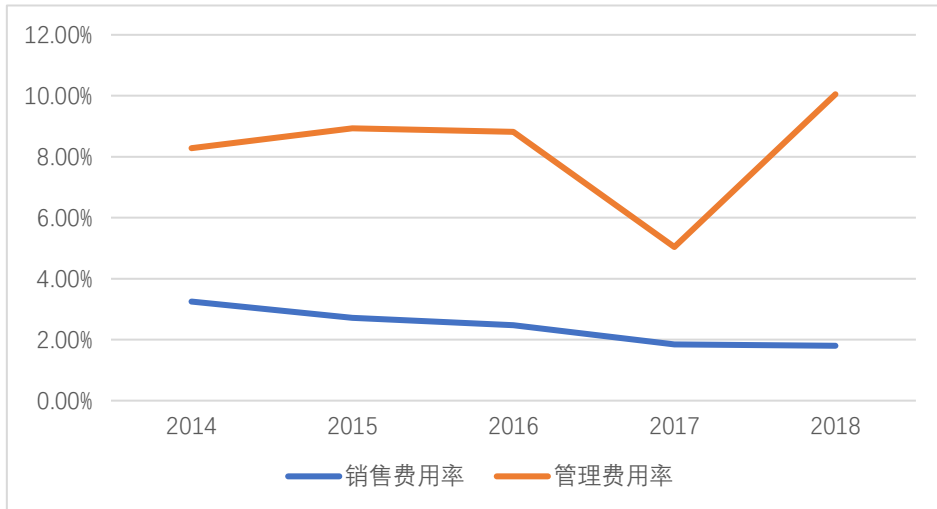


图 4.10 富临精工费用率趋势

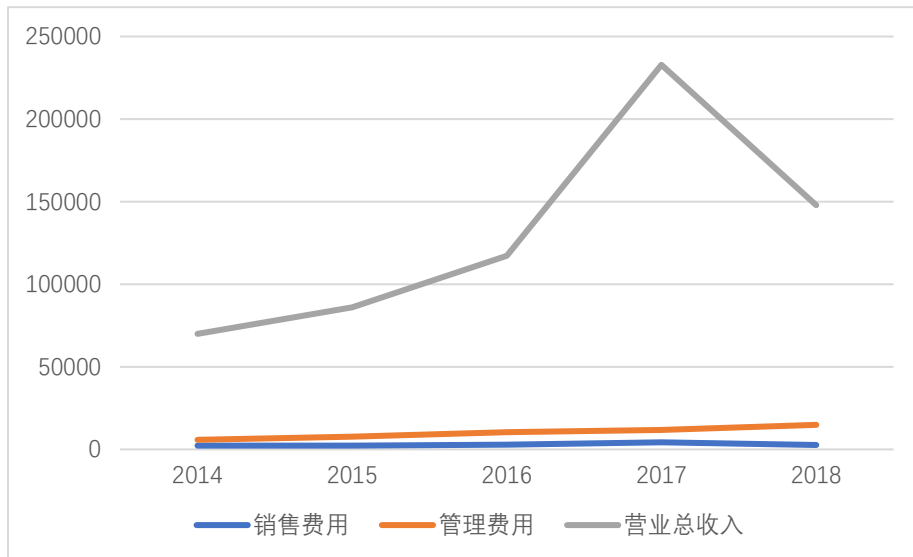


图4.11 营业总收入、销售费用和管理费用趋势

富临精工在并购前销售费用率保持下降趋势，2014年销售费用率为3.25%，2015年降至2.72%，2016年为2.48%，并购后2017年销售费用率下降至1.84%，数据表明并购升华科技后，富临精工的经营效率仍在提高，但没有体现出明显的经营协同，原因是该次并购属于混合并购，锂离子正极材料生产需要的设备与生产汽车零部件的设备不同，没有形成规模经济。并购前富临精工的管理费用率比较平稳，无明显的上升或下降趋势，但在并购后发生了较大的波动，2017年管理费用从上年的8.82%下降至5.04%，在2018年又上涨至10.05%，从富临精工的

管理费用来看，其变动趋势相对平稳并没有发生大的波动，管理费用率变动的主要原因是企业的营业收入规模变动较大。并购后没有明显的协同效应，企业还需进行更深一步的整合。

4.2.3 研发能力有所提高

企业的研发能力影响着企业产品对市场需求的匹配度、企业的生产成本、毛利率等，是企业竞争力的核心影响因素，因此研发能力是企业非财务层面中的重要考察对象。

表4.13 研发能力指标

研发能力指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
研发人员数量 (人)	90	87	132	197	228
研发人员数量占比	5.90%	5.44%	7.15%	8.93%	11.95%

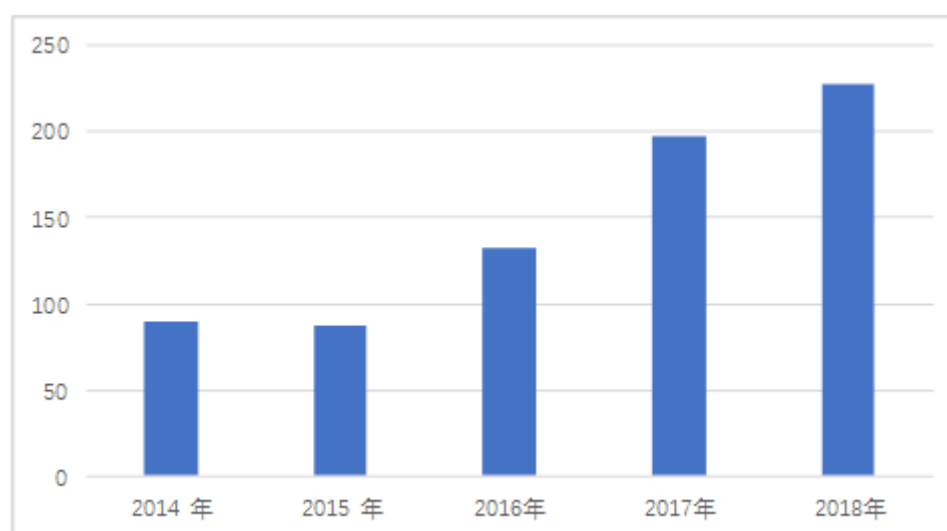


图 4.12 研发人员数量

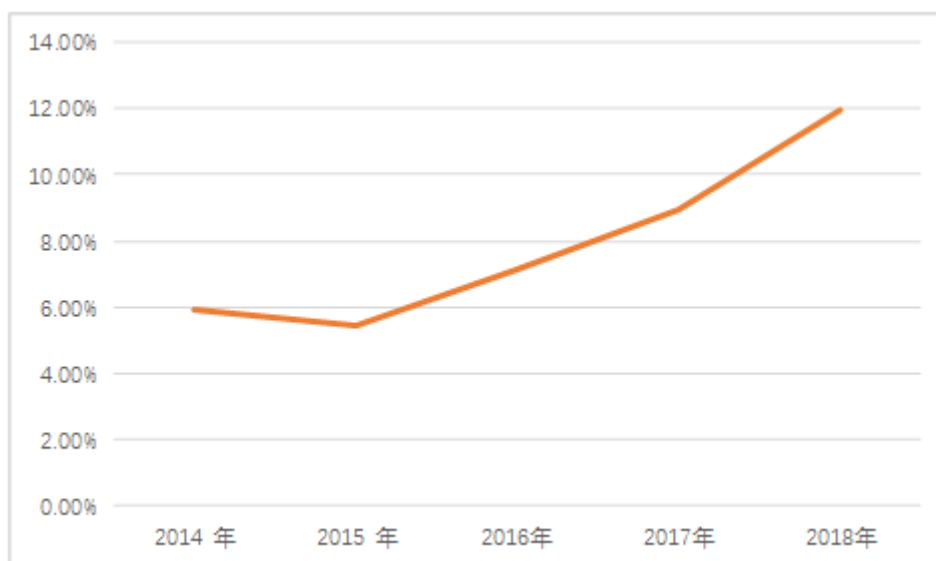


图 4.13 研发人员数量占比

图 4.12 和 4.13 显示富临精工在并购后，2017 年研发人员数量达到 197 人，比上年增加了 65 人。并购后研究人员数量占比提高，2016 年研究人员数量占比 7.15%，2017 年研究人员数量占比提升到 8.93%，2018 年研究人员数量占比持续提高达到 11.95%。研发人员是企业研发能力中的重要部分，富临精工在并购后吸收了更多的研究人员，技术部门着力于研究成果的产业转化，并对其制备工艺进行不断优化，完善研发体系，从而保证了企业研发的前瞻性、产品性能的领先性。

表 4.14 研发能力指标

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
研发投入金额（万元）	2,243.71	3,086.76	4,263.75	9,127.81	8,361.38
研发投入占营业收入比例	3.21%	3.59%	3.64%	3.92%	5.66%

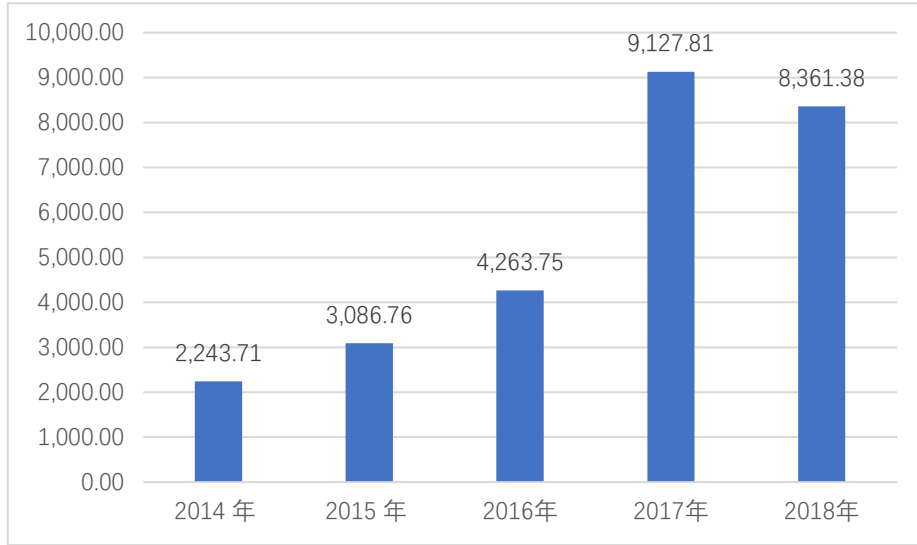


图 4.14 研发投入金额 (单位: 万元)

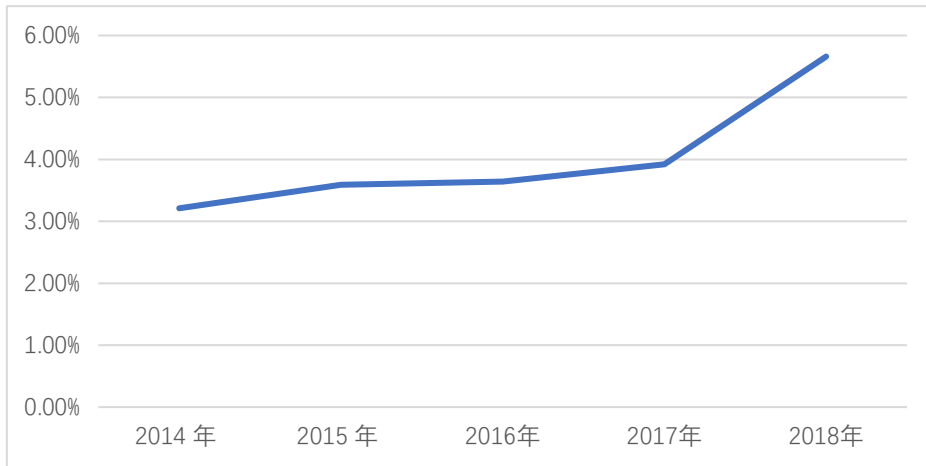


图 4.15 研发投入占营业收入比例

富临精工 2016 年研发投入金额为 4263.75 万元, 2017 年研发投入金额为 9127.81 万元, 比上年增加了 114.08%, 研究投入占营业收入比例也有所提升。并购完成后, 富临精工在扩大了研发团队规模的同时, 又翻倍地注入了企业的研发资金, 资金用于投资项目锂电正极材料生产基地建设, 引入了先进的自动化生产线, 工艺装备水平进一步提升。企业得以充分发挥技术装备优势, 根据市场情况积极筹划后续的产能布局, 加大锂电池市场的开发力度, 提升公司在锂电正极材料行业的地位。

4.2.4 人力资源结构优化

在人力资源方面，本文将从员工人数、教育程度本科以上学历员工数量和占比、引进人才数量进行评估，这些数据都从富临精工的年报中获取。

表4.15 人力资源指标

单位：人	2015	2016	2017	2018
员工数量	1554	1846	2207	1908
本科以上学历员工数量	138	203	305	321
本科以上学历员工占比	9%	11%	14%	17%

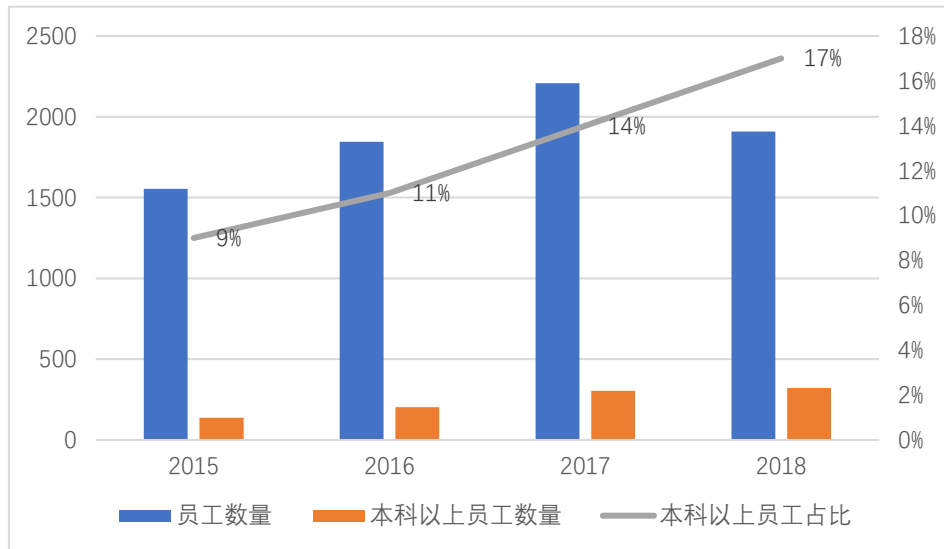


图4.16 富临精工人力资源情况

根据表 4.15 和图 4.16 可以看出富临精工的员工数量在持续增加，直至 2018 年有所削减。根据富临精工年报披露，2017 年生产人员有 1636 人，技术人员有 197 人，行政人员有 325 人，2018 年生产人员有 1501 人，技术人员 228 人，行政人员 128 人，从员工专业构成来看，生产人员减少了 135 人，行政人员减少了 197 人，核心的技术人员增加了 31 人。2017 年富临精工加强了自身的信息化建设，利用 ERP 系统对 PDM、OA、金蝶等系统进行了整合，提升了办公系统的信息集成度，加强了标准化、自动化建设，因此生产人员和行政人员数量减少了。从整体上来看，并购后富临精工的人力资源结构进行了一定调整，员工规模在扩

大的时候也注意了精简。在完成并购后，受高等教育的员工占比在持续扩大，富临精工的员工整体素质不断提高。

2016年富临精工引进了专业对口核心人员10余人，全年进行了50余项培训。2017年引进专业对口核心人员近10人，全年进行了50余项培训。2018年引进了专业对口核心人员近30人，全年进行140余项培训。富临精工在完成并购后引进的专业对口核心人员数量增多，进行的职业培训也增加了很多，企业的人员储备得以加强，员工的专业技能、以及技能与岗位的匹配率都得以提升，丰富了企业的人力资源也提高了员工的职业素质。

4.3 价值创造层面评价

价值创造层面评价方法的核心指标是经济增加值（EVA），为了进行以EVA为基础的一系列计算及分析，需要先计算出EVA。EVA计算的基本公式是： $EVA = \text{税后净营业利润} - \text{资本总成本}$ 。税后净营业利润（Net Operating Profit After Tax），简称NOPAT，需要根据财务报表数据进行调整计算得出。总资本成本等于平均投入资本乘以加权平均资本成本率，下文将使用加权平均资本成本率的简称WACC。

4.3.1 富临精工并购前后的经济增加值的计算

为了减少受到权责发生制、不同会计方法和资本结构对EVA的计算结果的影响，我们对NOPTA进行以下调整：将利息费用加回NOPTA，避免利息支出造成资本结构的差异，利息费用根据报表附注中财务费用下的利息支出来确定；加上递延所得税贷方增加额，减去递延所得税借方增加额，因为递延所得税资产是未来的资产，递延所得税负债也是未来的负债，在计算EVA时它们不算是真正的资产或负债，所以要进行调整；加回营业外支出，减掉营业外收入，这样才能计算出经营所产生的的净利润，剔除经营外的影响；各项准备金的增加额要加回，因为准备金是实际还没有发生的费用；减掉与收益相关的政府补助，这不属于企业经营产生的效益。

根据以上分析，本文计算NOPTA使用的公式如下： $NOPTA = (\text{净利润} + \text{所得税费用} + \text{利息支出} + \text{营业外支出} - \text{营业外收入} - \text{与收益相关的政府补助} + \text{研究开发费}$

用调整项) × (1-所得税率) + 少数股东损益 + 递延所得税贷方增加额 - 递延所得税借方增加额。

表4.16 NOPTA计算表 (单位: 万元)

	2016	2017	2018
净利润	22,882.91	37,144.72	-232,842.38
所得税费用	3,736.58	6,442.47	7,359.03
利息支出	136.99	1,747.62	3,049.94
营业外支出	231.52	116.21	1,044.91
营业外收入	444.07	18.24	11,013.80
各项准备金增加额	171.64	10,841.01	96,305.97
与收益相关的政府补助	0.00	2,073.92	1,114.77
研究开发费用调整项	4,263.75	9,127.81	8,361.38
少数股东损益	0	22.39	-458.54
递延所得税借方增加额	1,335.72	1,268.90	-2,507.72
递延所得税贷方增加额	2,169.91	-479.33	8,077.42
NOPTA	24,068.68	45,769.92	-86,510.69

资本总成本的计算公式为: 资本总成本=平均投入资本×WACC。平均投入资本的计算公式为: 平均所有者权益+ (平均负债合计-平均无息流动负债) - 平均在建工程。

表4.17 平均投入资本计算表 (单位: 万元)

	2015	2016	2017	2018
普通股权益	90,913.46	348,480.19	402,572.41	164,739.96
少数股东权益	0	0	672.49	213.95
短期借款	3,600.00	4,400.00	9,150.00	38,087.54
长期借款	0	0	0	0
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
递延所得税贷方余额	0	2,169.91	1,690.59	9,768.00

续表4.17 平均投入资本计算表 (单位: 万元)

	2015	2016	2017	2018
递延所得税借方余额	921.27	2,257.00	3,525.90	1,018.18
应收账款坏账准备	982.44	2,918.73	13,682.59	105,499.95
其他应收款坏账准备	19.38	30.06	90.74	80.14
存货跌价准备	433.11	73.48	521.90	4,929.22
各项准备金合计	1,434.93	3,022.27	14,295.23	110,509.32
在建工程	0.00	3,745.96	260.33	3,520.01
总投入资本	95,027.11	352,069.42	424,594.48	318,780.59
平均投入资本		223548.26	388331.95	371687.53

WACC 的计算公式为: $WACC = (\text{债务资本} \div \text{资本总额}) \times \text{债务资本成本} \times (1 - \text{所得税税率}) + (\text{权益资本} \div \text{资本总额}) \times \text{权益资本成本}$ 。由于商业银行贷款是我国企业债务融资的主要渠道, 债务资本成本本文采用中国人民银行贷款基准利率 4.35% 来代入计算。本文使用资本资产定价模型计算权益资本成本, 计算公式为: $r_S = r_{RF} + \beta \times (r_m - r_{RF})$, 无风险利率 r_{RF} 和企业的贝塔系数从 RESSET 数据库获取, 市场风险溢价采用我国学者目前的主流做法, 使用 2016 年-2018 年的 GDP 增长率作为替代数据。

表4.18 WACC计算表

	2016	2017	2018
债务资本	4,400.00	9,150.00	38,087.54
权益资本	6,416.00	11,167.00	40,105.54
资本总额	10,816.00	20,317.00	78,193.07
债务资本成本	4.35%	4.35%	4.35%
权益资本成本	7.83%	8.06%	7.45%
r_{RF}	2.92%	4.36%	3.75%
β	1.2862	1.5404	1.3001
r_m	6.74%	6.76%	6.60%

表4.19 EVA计算表

	2016	2017	2018
WACC	5.97%	5.90%	5.41%
NOPTA	24,068.68	45,769.92	-86,510.69
平均投入资本	223548.26	388331.95	371687.53
WACC	5.97%	5.90%	5.41%
EVA	37414.51	68681.51	-66402.39

4.3.2 富临精工经济增加值的分析

根据计算出的 EVA 值，本文再使用投入资本创值率和权益资本创值率作为富临精工价值创造层面的评价指标。投入资本创值率的计算公式是：投入资本创值率=EVA÷平均投入资本。权益资本创值率的计算公式是：权益资本创值率=EVA÷平均权益资本。

表4.20 价值创造层面指标

	2016	2017	2018
EVA	37414.51	68681.51	-66402.4
平均投入资本	223548.3	388332	371687.5
平均权益资本	219696.8	375862.5	284099.4
投入资本创值率	16.74%	17.69%	-17.87%
权益资本创值率	17.03%	18.27%	-23.37%

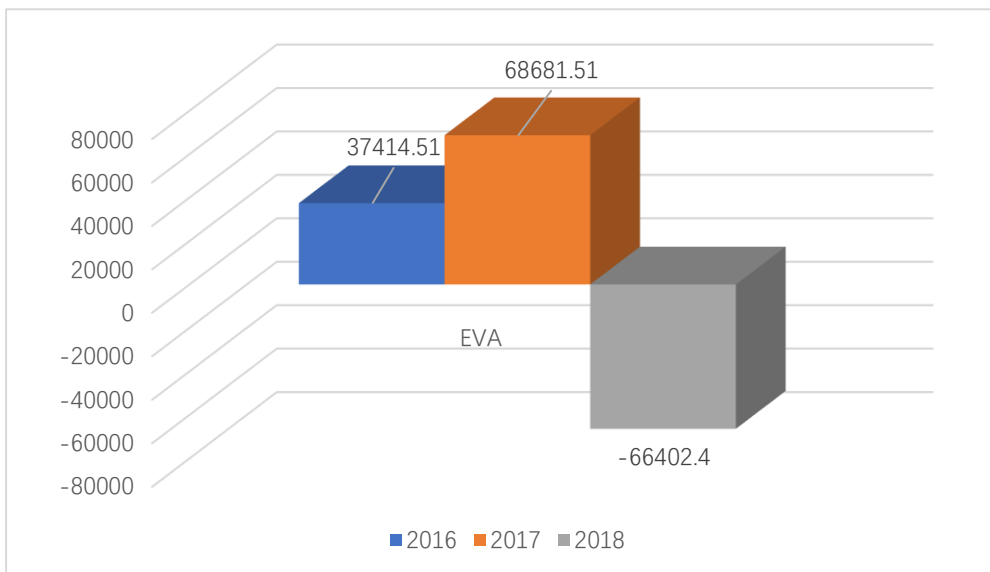


图4.17 富临精工EVA值

如表 4.20 和图 4.17 所示，从 2016 年-2018 年的 EVA 值来看，并购完成后的第一年，即 2017 年的 EVA 为 68681.51 万元，相比 2016 年增加了 83.57%，但在 2018 年 EVA 为-66402.39 万元，几乎将上年为股东创造的财富全部摧毁。主要原因是升华科技的业绩不达预期，在 2017 年、2018 年均未完成承诺业绩。2018 年升华科技的主要客户深圳市沃特玛电池有限公司爆发债务危机，升华科技从 2018 年年初到 2019 年 4 月仍暂停对其供货，而对沃特玛的应收账款截止到 2018 年末合计 120751 万元，基于沃特玛实际经营情况和谨慎性原则，升华科技计对其累计计提了坏账准备 102639 万元，这也是导致 2018 年升华科技亏损的重要原因。为了化解对沃特玛暂停供货的不良影响，升华科技积极开发新客户，但是由于下游客户对产品的验证周期较长，仅少部分客户实现了小批供货。

表4.21 升华科技业绩承诺完成情况

	承诺单位	承诺金额	实现金额	差异额	完成度
2016 年度	升华科技	15,200.00	15,775.40	575.4	103.79%
2017 年度	升华科技	20,000.00	13,330.05	-6,669.95	66.65%
2018 年度	升华科技	26,100.00	-106,216.35	-132,316.35	-406.96%
累计数		61,300.00	-77,110.90	-138,410.90	-125.79%

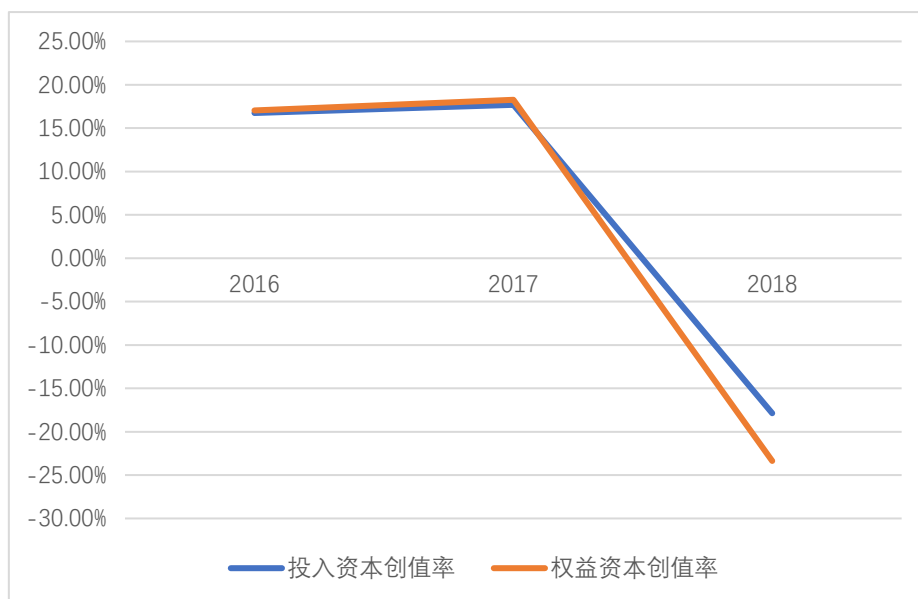


图4.18 富临精工创值率

投入资本创值率和权益资本创值率都是体现企业资本运营效率的指标，创值率和净资产收益率一样，也是正向指标，创值率高说明企业的经营效率高。富临精工 2016 年的投入资本创值率为 16.74%，2017 年投入资本创值率为 17.69%，权益资本创值率与投入资本创值率变化趋势相同，2018 年富临精工的创值率骤降，由于锂电池行业的下游客户对产品验证周期需要 1-2 年，未来的形势在 2019-2020 年有望好转。总体而言，在价值创造层面富临精工在并购后为股东创造的价值没有达到预期。

5 研究结论、启示与局限性

本文通过对相关理论的深入学习,并对富临精工并购升华科技的案例运用了财务层面评价方法、非财务层面评价方法以及价值创造层面评价方法来综合分析该次并购的绩效、存在的问题,我们认为富临精工对升华科技的并购是一次尚未成功的“革命”,并从中得到了具有普适性的启示。

5.1 研究结论

5.1.1 富临精工各方面的绩效表现

在财务层面,富临精工的四项能力指标在并购后都有所下降。最主要的原因是升华科技的业绩承诺未能实现,导致在并购后连续两年富临精工都不得不对并购升华科技形成的商誉计提减值准备,导致2017年和2018年资产减值损失增加,营业利润下降。升华科技业绩承诺未实现的原因是其最主要的客户沃特玛出现危机,由于主要产品、主要客户都比较集中,升华科技的业务减少,应收账款回款也成了一个问题。另一方面支付并购对价、投资磷酸锂铁的新生产线都需要大量资金,富临精工的短期借款大幅增加,短期偿债能力受以上多因素影响下降。商誉减值和举债增多导致企业的资本结构也发生了很大变化,财务杠杆增大,长期偿债能力下降。在营运能力方面,富临精工在并购完成后的第一年存货周转率有较大的提升,但随着沃特玛危机的爆发,在2018年企业的存货周转率受到了重大冲击,同时受企业收款能力的影响,应收账款周转率持续下降,总资产周转率在并购后小幅度下降。成长能力方面,在受沃特玛危机波及前,富临精工的盈利成长指标呈良好上升趋势,而沃特玛危机带来的连锁反应导致成长能力相关指标在2018年严重下跌。

非财务层面并购绩效相对良好。富临精工的市场占有率在并购后有所提升,尽管在短期内未产生经营协同效应,但富临精工在并购后加强了公司的信息化建设,在进一步整合后将办公系统共享给升华科技能够实现管理效率的输入。信息化建设的同时,人力资源结构在并购后也得到优化,生产行政人员精简,核心技术人员增加。富临精工在并购后不仅吸收了更多高学历核心人才扩大研究团队规

模，在研发能力方面的投入占比也增大，并购后研发能力有较大的提升，对于增强企业的核心竞争力大有裨益。

价值创造方面，经济增加值有明显波动。在价值创造层面，富临精工在并购完成后的第一年表现良好，为股东创造的财富比上年增加了 83.57%，但在商誉发生严重减值的 2018 年股东财富受到了摧毁，并购后两年的 EVA 合计 2279.12 万元，仅为 2016 年 EVA 的 6.09%。投入资本创值率和权益资本创值率的变化表明企业在并购后经营效率有所提高，但是由于升华科技主要客户债务危机的间接影响，在 2018 年创值率跌至负值。整体来看，并购完成后的两年公司为股东创造的价值肯定是没有达到预期的，同时升华科技发展新客户的产品验证期满后经营业务将有所好转，亏损情况将减小，鉴于富临精工在并购完成后第一年的表现，我们认为富临精工未来在价值创造层面仍能为股东创造财富。

5.1.2 对富临精工的建议

通过此次并购，富临精工“蹒跚”地进入了锂电池行业，对其的建议有以下三点：

5.1.2.1 富临精工要增强自身的融资能力。

富临精工目前通过质押借款、抵押借款、保证借款、信用借款等融资，使企业的短期偿债压力较大。由于公司目前面临应收账款回款能力弱的问题，应积极开拓公司的融资渠道，可以通过非公开发行、配股、公司债券等方式获取资金。在融资的过程中优化企业的资本结构，善用财务杠杆，控制好企业的财务风险。

5.1.2.2 富临精工要适时调整经营战略。

富临精工实现并购并不代表经营战略的完成，而是开始在新的战略构架下经营。面对竞争激烈新能源市场环境，富临精工如何能突破重重困境，一方面应该改善营销环境，拓展上下游企业的范围，避免和关联企业一荣俱荣，一损俱损，实现东方不亮四方亮的发展战略，另一方面要提升研发能力，发挥企业的技术优势，使产品能在性能、质量、成本等方面走在同行业前列。

5.1.2.3 富临精工应加强对升华科技的资源共享和文化整合。

可以对升华科技输送一部分优秀的管理人员，帮助其搭建符合上市公司规范的管理制度，建立健全企业的内部控制、协同管理。尽快向升华科技引进信息集

成度高的办公系统，并对各部门员工进行针对性培训，使其尽快适应新的高效的工作模式。组织管理层去升华科技参观学习，组织员工进行学习交流，通过培训尽快使升华科技的员工融入富临精工的文化。富临精工要尽力帮助升华科技在锂电池行业的优胜劣汰中生存下来，这样才能在整个汽车行业的变革中成功实现自身的转型。

5.2 研究启示

5.2.1 适应产业结构改革，适时做出并购决策

我国汽车市场在历经了 30 年的持续增长后已经步入了新的发展阶段，从近两年来看，市场销量持续下跌，逐渐进入深度调整期，消费者需求发生转变，产业链变革已经箭在弦上。传统汽车零部件制造企业必须在这个转折点，主动抓住时代的机遇，采取措施积极适应、参与产业链变革。本文选取的案例对象富临精工在并购新能源企业后的第一年，存货周转率有很大的提升，创值率也有所提高，这说明传统汽车零部件企业通过混合并购能够创造新的利润增长点。除了新能源汽车，智能驾驶也是目前汽车行业发展趋势之一，传统汽车零部件企业应当把握行业发展趋势，适当做出并购决策来实现自身的转型战略。

5.2.2 谨慎选择符合企业战略的并购对象

面对产业链改革，企业要根据自身的战略来选择合适的并购对象。企业的战略类型包括：发展型战略、稳定型战略、收缩型战略、并购战略、成本领先战略、差异化战略和集中化战略。企业如果选择发展战略，又分为一体化战略、多元化战略和密集型战略。通过纵向并购和横向并购可以实现一体化战略，通过混合并购可以实现多元化战略。传统汽车零部件企业在进行并购前要先根据自身的特点来定制企业战略，再根据战略来选择标的公司，也可以聘请第三方机构通过专业的评估来帮助筛选有利于企业未来发展的企业。

5.2.3 加强可行性分析，做好评估工作

并购并不一定能给企业带来预期的收益，并购绩效与并购双方所处行业的特性、双方企业的经营状况、市场的变化情况等等众多因素相关。在做出并购决策前，企业必须全方位地对并购标的、并购标的所处行业、最新的国家政策、技术趋势等进行调研和考察，必要时通过第三方机构帮助企业加强可行性分析。评估工作也是并购前准备工作的重要部分，富临精工并购升华科技的这个案例中对于升华科技的评估增值非常高，形成的高商誉风险也给企业造成了损失。可行性分析要深入，不仅要了解标的公司的各方面财务指标，还要了解对标的公司经营有影响的重要因素，譬如标的公司主要客户的经营状况，以避免出现沃特玛危机间接导致富临精工亏损的类似情况。

5.2.4 选择合适的支付方式，优化资本结构

企业进行并购时，其资本结构往往会发生重大变化。本文案例富临精工在完成并购后其资产负债率大幅提高，导致企业财务风险变大，正确做法应该在并购前做一个资本结构优化规划。企业资本结构规划的主要内容是权衡债务的收益和风险，实现合理的目标资本结构，从而实现企业价值最大化。

5.2.5 加强并购后各方面的整合

并购后的整合是并购成功的关键因素。实施并购后应当从上市公司经营和资源配置等角度出发，将根据实际情况，对双方的业务分工、管理团队、资金运用及管理部门等进行优化整合，以提高本次收购的绩效，这对企业的后续发展也至关重要。并购整合的内容包括融合两家不同文化、不同背景的公司，互补双方的优势领域，降低营运资本，实现协同效应等等。企业应当根据并购双方的实际情况制定完整的并购整合方案，将原来不同的运作体系有机地结合成一个运作体系，满足双方的实际需求，以达到提升并购绩效的目的。

5.3 研究的局限性

由于研究时间的仓促以及作者学术水平的有限，本文的研究存在以下不足：

(1) 本文选取的案例发生在 2016 年 12 月，在撰写时并购后完整的年度数据只有 2017 年和 2018 年的数据，这样的短期数据并不足以对该次并购的成败下定论，但是鉴于该案例本身具有的代表性及对同行业的借鉴性仍选择了此案例。(2) 在价值创造层面进行 EVA 计算时，由于可获取数据的有限并且诸多调整项不属于披露事项，本文仅从财务报表中披露的几个项目对 EVA 计算进行了调整，这导致本文的计算结果与实际情况存在一定的偏差。

参考文献

- [1] Arindam Das & Sheeba Kapil. Explaining M&A performance: a review of empirical research[J]. *Journal of strategy and Manangement*,2012,5(3):284-330;
- [2] Dipali Krishnakumar & Madhvi Sethi. Methodologies used to determine mergers and acquisition's performance[J]. *Academy of Accounting and Finacial Studies Journal*,2012, Vol.16:75-91;
- [3] Flavio Toxvaerd. Stragic Merger Waves: A Theory of Musical Chairs [J]. *Journal of Economics Theory*,2008,140(1):1-26.
- [4] G. Alexandridis, C. F. Mavrovitis, N. G. Travlos. How Have M&As Changed? Evidence form the Sixth Merger Wave [J]. *The European Journal of Finance*,2012,18(8):663-688.
- [5] M. Jensen, W. Meckling. Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure [J]. *Journal of Financial Economics*,1976, (3):305-360;
- [6] Marc J. Epstein. The determinants and evaluation of merger success[J]. *Business Horizons*,2005, (48):37-46;
- [7] Mark L. Mitchell, J. Harold Mulherin. The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity [J]. *Journal of Financial Economics*,1996,41(2):193-229.
- [8] Ming Dong, David Hirshleifer, Scott Richardson, Siew Hong Teoh. Does Investor Misvaluation Drive the Takeover Market? [J]. *The Journal of Finance*,2006,61(2):725-762.
- [9] Olimpia Meglio & Annette Risberg. The (mis)measurement of M&A performance- A systematic narrative literature review[J]. *Scandinavian Journal of Management*,2011, (27):418-433;
- [10] Richard Roll. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers [J]. *The Journal of Business*,1986,59(2):197-216.
- [11] Thanos, I. C. & Papadakis, V. M. The Use of Accounting-Based Measures in Measuring M&A Performance: A Review of Five Decades of Research[J]. *Advances in Mergers and Acquisitions*,2015, Vol. 10:103-120;
- [12] Vassilis M. Papadakis & Ioannis C. Thanos. Measuring the Performance of

- Acquisitions: An Empirical Investigation Using Multiple Criteria[J]. *British Journal of Management*, 2010, vol. 21:859-873;
- [13] Xiang Xiao & Liyan Tan. Research on M&A Performance of Listed Companies in China Based on EVA[C]. *International Conference on Electronic Commerce and Business Intelligence*, Beijing, 2009
- [14] Yi Changjun & Lin Qiaoyue. The study of the performance of manufacturing enterprises cross-border M&A[J]. *Journal of Chemical and Pharmaceutial Research*, 2014, 6(15):1942-1945;
- [15] Zollo, M.& Meier, D. What Is M&A Performance? [J]. *Academy of Management Perspectives*, 2008, 22(3):55-77;
- [16] 蔡东夏. 新形势下互联网企业并购动因及问题分析——以滴滴并购优步中国为例[J]. *现代商贸工业*, 2018, 39(02):43-44.
- [17] 陈海艳. 跨行业并购动因及效应研究[D]. 西南财经大学, 2011.
- [18] 陈木坤, 齐中英. 基于改进平衡记分卡的企业并购绩效评价[J]. *统计与决策*, 2006(21):156-157.
- [19] 陈炜. 华谊兄弟传媒公司并购动因与绩效研究[J]. *财经界(学术版)*, 2016(16):114+266.
- [20] 龚震华. “互联网+”背景下传统行业并购动因及绩效研究——以奥康国际并购兰亭集势为例[J]. *财会研究*, 2015(08):55-58.
- [21] 郭艳. 新兴互联网企业并购动因及风险分析[D]. 暨南大学, 2016.
- [22] 黄俊莉. 浅探企业并购动因——以 Facebook 收购 WhatsApp 为例[J]. *时代金融*, 2014(09):112+114.
- [23] 蒋叶华, 陈宏立. 企业并购绩效评价方法研究[J]. *商业经济*, 2006(02):82-83.
- [24] 李慧卿, 刘波, 高秀玉. 基于 EVA 和 MVA 的上市公司并购绩效评价方法研究[J]. *商业会计*, 2015(12):48-50.
- [25] 李建惠, 赵华, 芮文豪. 基于事件研究法的并购绩效评价研究综述[J]. *中国酿造*, 2008(08):113-114.
- [26] 李石. 企业并购动因分析:基于成本的优势[J]. *商业会计*, 2012(09):108-109.
- [27] 李艳琴. 互联网企业并购动因及其业绩影响的分析——以阿里巴巴并购 UC

- 为例[J]. 经济论坛, 2016(11):98-100+115.
- [28]李泽一, 宋清. 科技型企业并购绩效评价研究[J]. 会计之友, 2012(25):45-48.
- [29]刘好丹. 跨界影视并购动因及效果分析——以海润影视借壳申科股份为例[J]. 财会通讯, 2016(01):5-7.
- [30]刘磊. 关于我国企业并购动因的分析[J]. 哈尔滨商业大学学报(社会科学版), 2004(01):84-85+97.
- [31]刘汀. 运用平衡计分卡评价企业并购绩效——以苏宁云商并购 PPTV 为例[J]. 经营与管理, 2017(11):102-105.
- [32]刘玮. 基于财务会计数据法现状窥探企业并购绩效评价[J]. 时代金融, 2017(05):218.
- [33]罗文标, 杨奎. 企业并购动因再认识[J]. 商业时代, 2004(24):13-14.
- [34]马瑜堃, 高海梅, 李志学. 基于 DEA 计算的企业并购绩效增量评价模型研究[J]. 会计之友, 2012(04):30-33.
- [35]农红棉. 基于 EVA 的企业并购绩效评价研究——以华闻传媒并购漫友文化为例[J]. 现代商业, 2019(06):57-58.
- [36]沈银萱. 上市公司并购绩效的一种分析方法——财务指标法[J]. 会计之友, 2004(03):23-24.
- [37]王成勇. 基于 EVA 指标的并购绩效评价探讨[J]. 财会通讯, 2011(05):10-11.
- [38]蔚国红. 不同产业演进阶段的并购绩效评价——以青岛海尔为例[J]. 中国市场, 2017(30):80-81+85.
- [39]魏文美. 我国上市公司并购动因浅析[J]. 财经理论与实践, 2001(S1):87-89.
- [40]吴静, 徐向阳. 我国企业并购动因及存在问题分析[J]. 江苏商论, 2004(01):60-61.
- [41]吴宁, 金龙. 企业并购绩效评价指标体系探析[J]. 商业会计, 2011(26):36-37.
- [42]杨超, 刘淑莲, 李宏伟, 李井林. 上市公司并购动因的比较分析[J]. 中国管理信息化, 2013, 16(10):2-3.
- [43]杨清. 新三板企业并购动因与策略选择[J]. 中国总会计师, 2017(01):88-90.
- [44]杨帅, 李卫宁. 企业并购绩效综合评价模型研究[J]. 工业技术经济, 2007(07):82-85.

- [45]张德亮,和丕禅.企业并购动因的一种理论解析[J].经济管理,2002(10):20-24.
- [46]张迹.论我国企业并购动因的路径依赖[J].经济纵横,2002(10):8-11.
- [47]张丽娟,文拥军.上市公司并购动因案例分析——以联想收购 IBMPC 业务为例[J].商业会计,2014(10):84-86.
- [48]张明威,李玉菊,缪艺韬,于佳春.基于企业能力视角的战略并购绩效评价——以美的集团并购德国库卡为例[J].商业会计,2019(03):39-43.
- [49]赵晶晶,毛雅娟.我国企业多元化并购动因分析[J].现代管理科学,2009(06):65-67.
- [50]周绍妮,文海涛.基于产业演进、并购动机的并购绩效评价体系研究[J].会计研究,2013(10):75-82+97.
- [51]邹斌,马跃华.企业并购动因研究[J].成都理工大学学报(社会科学版),2003(03):46-51.

后 记

“吾之生也有涯，而知也无涯”，随着学位论文的完成，我的求学生涯也即将结束，而所需要学习的东西太多，并非在校三年期间就可以学完。作为一名跨专业考研的学生，在校三年期间我看到了我的专业水平和其他同学存在很多差异，也深深地体会到了研究生学习生活与本科学习生活的不同。尽管经过三年的学习，我只是从“门外汉”变为“入了门”，但我明白了为什么要学习。

学习使人充实，并不是一句大空话，通过实践我切身感受到了学与不学的差别。感到迷茫和焦虑的时候就是该去学习的时候，“盲目”的学习并不如字面上那么盲目，当我更加得了解会计这门学科，更加了解这个社会经济的运转，我的茫然少了几分。在校外实习期间，我更是体会到了什么是越努力就越不迷茫，我认识了每天下班回家带完孩子还要学习注会到凌晨一点、永远在早上六点十五分起床的女同事，我在拥挤的公交车上看到插着耳机看视频课的年轻人，看到了手机上刷题库的中年人，人生有太多的迷茫的时刻，只有学习和思考才能帮助人走出迷雾。这三年的时光教会了我要去做自己认为有益的事，相信自己在做有益的事，人需要坚定不移地相信自己的努力，并持续地努力。既要安身立命，又要保持独立与自由，这些还需要我在未来付出很多努力。

要感谢的人实在很多，首先应该感谢的是我的家人，没有她们的支持我无法进入到兰州财经大学的这个学习平台，她们在精神和经济上都给予了我莫大的支持，感谢她们给与了我追求自己的人生自由。然后要感谢我的导师，我的导师是一位内敛、热爱生活、同时专业水平极高的老师，对于我们这些学生给与了极大的学习空间与自由，对于我们学习上的疑问他从不敷衍，给予我们的教导也都非常实在。再要感谢身边这些同学，他们的求学精神和学术方面的优秀表现都鞭策着我，在生活和学习中也总是向我伸出援手。感谢学院里的老师，他们尽职尽责地完成自己的工作，同时关切我们学生的日常生活与学业，尽管有时也责备我们，但我知道在我们看不见的地方他们也为学生工作付出了很多。感谢评阅该论文并提出意见的所有老师，没有老师们的中肯意见我难以完成合格的学位论文。

最后，路漫漫其修远兮，祝愿我们所有人都能够求仁得仁。