

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 连续并购下锦江股份财务可持续增长研究

研究生姓名: 孟欣

指导教师姓名、职称: 董成 教授 张有达 正高级会计师

学科、专业名称: 会计硕士

研究方向: 注册会计师

提交日期: 2022年6月1日

独创性声明

本人声明所呈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科研成果。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： 董欣 签字日期： 2022.6.3

导师签名： 李成 签字日期： 2022.6.4

导师(校外)签名： 张明 签字日期： 2022.6.6

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， 同意（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： 董欣 签字日期： 2022.6.3

导师签名： 李成 签字日期： 2022.6.4

导师(校外)签名： 张明 签字日期： 2022.6.6

Research on financial sustainable growth of Jinjiang shares under continuous M & A

Candidate : Meng Xin

Supervisor: Dong Cheng Zhang Youda

摘要

近年来,由于中国资本市场发展快速且体制日益健全,收购对促进公司经济发展的意义愈发显现,因而获得了多数公司的高度关注,各公司都以空前高昂的热情投入到了收购活动中。在国内外并购交易市场上,并购成交的数量与金额不断屡创新高,在这个形势下,中国许多上市公司的收购活动也浮现出了一些新的问题,本文的主要研究对象锦江股份便是这类企业中一个较为经典的例子。对比单次收购,连续并购更易滋生管理隐患、资本短缺等问题,在危机来临前深入剖析企业财务的可持续增长,提前找到潜在问题并妥善解决,才能够有效避免企业陷入亏损的局面。针对此,本文将基于可持续增长理论,利用希金斯模型对锦江集团的财务可持续增长展开深入研讨,探寻其连续并购中存在的问题并提供相关建议。

全文共计六大章节,第一章绪论,首先阐述了选题背景、研究目的和研究意义等。同时,梳理了国内外研究者有关连续并购、财务可持续增长的相关资料。第二章相关概念与理论基础,详细解释了本文所需的定义和有关思想,包括连续并购、财务可持续增长和优序融资理论等。第三章锦江股份连续并购案例介绍,介绍了酒店行业概况、案例公司三次并购的过程以及其基本财务状况。第四章连续并购下锦江股份财务可持续增长分析,主要对锦江股份的可持续增长率进行横向及纵向比较和驱动因素分析。第五章为连续并购下锦江股份财务可持续增长中存在的问题与建议。第六章为研究结论与展望。

经过分析,本文认为锦江股份的三次并购中,并购卢浮拖慢了集团的可持续增长,并购铂涛的整合效果良好但存在潜在风险,维也纳酒店的规模最小但盈利状况最好。从可持续增长率的角度来看,锦江股份存在超速增长的情况,实际增长率和可持续增长率长期不匹配。四大驱动因素中,锦江股份较为重视财务政策,即权益乘数和利润留存率;并购后营业净利率因为销售费用畸高而始终表现较差,总资产周转率受高额商誉和无形资产的影响虽有上升的势头但涨幅较小。最后本文针对锦江股份存在的问题,就如何维持其财务可持续增长提供了相关建议。

关键词: 锦江股份 连续并购 财务可持续增长 希金斯模型

Abstract

In recent years, due to China's capital market has gained a mushroom growth and the increasingly sound system, Acquisition is becoming more and more important to the development of the company, it has won the great attention of majority companies , and all companies have invested in the acquisition activities with unparalleled devotion. In the M & a market at home and abroad, the number and amount of M & A transactions have grown rapidly. Under this situation, some new problems have emerged in the acquisition activities of many listed companies in China. Jinjiang Co., Ltd., the main research object of this paper, is a classic example of such enterprises. Compared with single acquisition, continuous acquisition is more likely to breed problems such as management hidden dangers and capital shortage. Before the crisis, in-depth analysis of the sustainable financial growth of enterprises, finding potential problems in advance and properly solving them can effectively avoid the situation of enterprises falling into losses. In view of this, this paper will conduct an in-depth study on the financial sustainable growth of Jinjiang Group Based on the sustainable growth theory and Higgins model, explore the problems existing in its continuous M & A and provide relevant suggestions.

The first chapter is the introduction, which first expounds the background, research purpose and research significance of the topic. At the same time, it collates the relevant data of domestic and foreign researchers on continuous M & A and financial sustainable growth. The second chapter explains the concepts and related theories needed in this paper, including continuous M & A, financial sustainable growth and priority financing theory. The third chapter introduces the case of continuous M & A of Jinjiang shares, which introduces the general situation of the hotel industry,

the process of three M & A of the case company and its basic financial situation. The fourth chapter analyzes the financial sustainable growth of Jinjiang shares under continuous M & A, mainly compares the sustainable growth rate of Jinjiang shares horizontally and vertically and analyzes the driving factors. The fifth chapter is the problems and suggestions in the sustainable financial growth of Jinjiang shares under continuous M & A. The sixth chapter is the conclusion.

After analysis, this paper believes that among the three mergers and acquisitions of Jinjiang shares, the merger and acquisition of Lufu has slowed down the sustainable growth of the group, the integration effect of the merger and acquisition of platinum Tao is good, but there are potential risks, and the scale of Vienna Hotel is the smallest but the profitability is the best. From the perspective of sustainable growth rate, Jinjiang Co., Ltd. has overspeed growth, and the actual growth rate does not match the sustainable growth rate for a long time. Among the four driving factors, Jinjiang shares pays more attention to financial policies, namely equity multiplier and profit retention rate; The operating net interest rate after M & A has always performed poorly due to the abnormally high sales expenses. The total asset turnover rate is affected by high goodwill and intangible assets. Although it has an upward trend, it has a small increase. Finally, aiming at the problems existing in Jinjiang shares, this paper provides relevant suggestions on how to maintain its sustainable financial growth.

Key words: Jinjiang Co., Ltd; Continuous M & A; Financial sustainable growth; Higgins model

目 录

1 绪论	1
1.1 选题背景	1
1.2 研究目的、意义	2
1.2.1 研究目的	2
1.2.1 研究意义	2
1.3 国内外文献综述	3
1.3.1 关于连续并购的研究	3
1.3.2 关于财务可持续增长的研究	5
1.3.3 关于连续并购对财务可持续增长的影响研究	7
1.3.4 文献述评	9
1.4 研究内容与研究方法	9
1.4.1 研究内容	9
1.4.2 研究方法	11
2 相关概念与理论基础	13
2.1 相关概念	13
2.1.1 连续并购	13
2.1.2 财务可持续增长	13
2.1.3 资本结构	13
2.2 理论基础	14
2.2.1 可持续增长理论	14
2.2.2 优序融资理论	15
3 锦江股份连续并购案例介绍	16
3.1 酒店行业概况	16
3.1.1 酒店行业发展现状	16

3.1.2 酒店行业并购现状	17
3.2 锦江股份简介	18
3.2.1 锦江股份概况	18
3.2.2 锦江股份旗下主要品牌	19
3.3 锦江股份连续并购的过程	20
3.3.1 并购卢浮集团	20
3.3.2 并购铂涛集团	22
3.3.3 并购维也纳酒店	24
3.4 连续并购下锦江股份的基本财务状况	25
3.4.1 锦江股份的资产运营效率	25
3.4.2 锦江股份的盈利状况	26
3.4.3 锦江股份的资本结构	28
4 连续并购下锦江股份财务可持续增长分析	30
4.1 连续并购下锦江股份可持续增长率的比较分析	30
4.1.1 锦江股份可持续增长率的横向比较	30
4.1.2 锦江股份可持续增长率的纵向比较	33
4.2 连续并购下锦江股份可持续增长率的驱动因素分析	36
4.2.1 锦江股份营业净利率分析	36
4.2.2 锦江股份总资产周转率分析	40
4.2.3 锦江股份权益乘数分析	47
4.2.4 锦江股份利润留存率分析	49
5 连续并购下锦江股份财务可持续增长中存在的问题与优化建议	51
5.1 连续并购下锦江股份财务可持续增长中存在的问题	51
5.1.1 公司增长速度过快	51
5.1.2 期间费用不合理，销售费用畸高	51
5.1.3 高额商誉存在减值风险	52

5.1.4 部分无形资产的估值不合理	52
5.2 连续并购下锦江股份财务可持续增长的优化建议	52
5.2.1 维持合理的增长速度	52
5.2.2 加强成本控制，压缩成本	53
5.2.3 合理估值，规避减值风险	53
5.2.4 整合资源，促进财务可持续增长	54
6 研究结论与展望	55
6.1 研究结论	52
6.2 展望	52
参考文献	57
致谢	61

1 绪论

1.1 选题背景

由于经济全球化的快速发展和国际竞争环境的日益恶劣,我国掀起了新一轮的收购浪潮,并购数量与成交价格不断屡创新高。同时,国家对企业兼并的整合力度进一步增强,相应的扶持政策也日益健全,二零一四年三月,在政府颁布的《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》(国发 14 号)中,进一步指明公司并购的政策扶持导向、审批机制变革等内容。在这种形势下,中国的收购市场中又浮现出一些新的特点,这之中最明显的一点就是单个企业的收购交易数量和频次均呈现上涨的态势,收购间隔期的缩减也使得连续并购愈发常见。部分公司通过收购手段在短期内获得了高速增长,甚至完成了几何式的规模扩张,可以预料,在未来的若干年内,这些情况将会越来越普遍,在各个层面,越来越多的上市企业将利用不同类型的收购来提升市场份额,获得规模经济,以及进军新兴产业来找寻崭新利润增长点。

规模是酒店企业得以成功的关键,对于他们来说收购可能是提升公司规模的首要选择,连续并购作为收购中一种标志性的行为模式,受到越来越多的酒店企业的重视,他们在各个阶段采用不同形态的收购方式,进而扩大自身的经营范围以期取得进一步的利润增长。值得一提的是,高额利润的同时也隐藏着高风险,完成交易并不代表成功收购了一家企业。收购后双方的内外部情况不尽相同,因此怎样经过整合获得协同效应,怎样完成预测的财务目标,也是值得公司思考的问题。同时连续并购所需的巨额资金加大了公司的筹资压力,繁杂的资本运动也是公司现金流管理的一大挑战。对比单次收购,连续并购更易滋生管理隐患、资本短缺等问题,在危机来临前深入剖析企业财务的可持续增长,提前找到潜在问题并妥善解决,才能够有效避免企业陷入亏损的局面。

公司的扩张速度应当维持在什么水平?如何判断公司的扩张速度是否过快?希金斯(2003)、范霍恩(2000)等人先后定义了可持续增长率,他们提出可持续增长就是公司相对合理的一种扩张速度,同时构建了科学的理论模型衡量公司的可持续增长率。公司扩张飞快或者扩张过慢都会阻碍公司的可持续增长,通过对比可持续增长率与实际增长速度,可以判断公司是否处于适宜的扩张状态,及时规

避潜在风险，激起管理层对盲目扩张的警惕性，维持公司的蓬勃发展。

本文选择锦江股份来研究连续并购对可持续增长的影响。近五年来,公司积极以经济全球化推动国资国企改革,坚持“走出去”战略逐渐成长为实力雄厚的国际化企业。锦江股份的几次并购行为是行业内公认的典型案例,其通过收购法国卢浮、铂涛公司和维也纳饭店等众多国内外优秀公司,进一步稳固了集团在酒店行业的领先地位。本文将按照该公司连续收购的时间顺序,对其基本财务状况展开初步分析,以此为基础,运用希金斯模型深入探究锦江股份的财务可持续增长,找出锦江股份连续并购中存在的问题,就如何维持其财务可持续增长提供了相关建议。

1.2 研究目的、意义

1.2.1 研究目的

本文通过对国内外相关文献的梳理,对前人在连续并购对可持续增长的影响所得出的结论和研究经验进行总结,在优序融资理论和希金斯模型的基础上分析了连续并购对财务可持续增长能力的影响,以锦江股份作为案例公司把连续并购、可持续增长放在同一个框架下进行研究,得出的一系列关于连续并购对财务可持续增长会产生何种影响的结论,期望通过本文的研究能够为像锦江股份一样的酒店企业提出合理化的建议,帮助他们能够通过连续并购正向影响可持续增长,最终达到提升企业财务绩效的目的。

1.2.1 研究意义

理论意义:目前学者们对于可持续增长的探究,大多集中在以下三个领域,即修饰理论、对原始模型的重构及合理运用等,收购作为公司实现规模经济的主要手段,很少有研究者将其与可持续增长结合在一起。连续并购是指公司在很短的时间内实施多次兼并活动,这对公司的管理制度来说是一项巨大的挑战,需要公司高层的充分参与,但多数学者更倾向于探究连续并购的动机、效果和财务风险等。本文通过探究连续并购与财务可持续增长,很大程度上充实了这一研究领域。

现实意义:投资市场上连续收购的案例愈来愈多,连续收购产生的后果也越来越得到关注,评估公司的可持续增长情况可以对公司的潜在危机做出警示。本

文以锦江股份的连续收购为研讨对象,利用希金斯模型找出收购过程中的潜在风险,进一步判断公司财务是否处于可持续增长状态。通过本文的探究,能够引起公司高层对并购前后管理制度的思考。

1.3 国内外文献综述

1.3.1 关于连续并购的研究

1、连续并购

对于连续并购的定义,国内外相关学者的看法,历来都有所不同。学者 Schipper 和 Thompson (1983) 率先定义了连续并购:企业在一定时期发生多次独立的收购活动,即 3 年内 3 次以上的活动,这个收购计划便可称为连续收购。Steffen Ziss (2005) 认为,企业在任意时期实行连续的并购活动,都可以称之为连续并购。他们认为连续并购通过减少生产者,并且优化消费者剩余,进而给公司带来积极的影响。Doukas 和 Petmezas (2007) 以为在 3 年的时间内,一家公司发生过 5 次的收购活动,这种行为就是连续并购。

国内对于连续并购的研讨,相比于国外的理论,其起步较晚,但是国内学者仍然以此为基础,作出了不少的改进,他们对于连续并购的定义,提出了许多不同的见解。陈瑜 (2009) 认为连续并购是指,公司在 3 年之内实施了多次成功的并购,同时这种活动大于等于 3 次。刘莹 (2017) 对企业连续收购的行为进行了重新定义,把这种行为命名为系列并购,并将这个名词划分为两种类型,分别为间隔型和连续型。

2、连续并购的动因

当今学术界认为连续并购的动机,一般包括下列 5 点:获取规模经济、取得技术和资源、提升市场份额、实现多元化战略、顺应国家政策等。

Qu Yunhui 等人 (2013) 选取了空调行业的收购案例,他们发现美的收购小天鹅是为了获取规模经济,这个结论也与其并购动因相一致。Prasad P H (2016) 选取了尼泊尔的多个收购案例,通过运用因子分析法,他们发现在这 21 组案例中,获取规模经济是最为常见的并购动机。Liu Lifang (2011) 运用实证的方法,对收购动因理论的发展展开了深入的探讨,其认为国内公司连续收购的动因,更倾向于追求产业链的全面融合以及更好地控制资源。

余鹏翼、曾楚宏（2016）基于价值链重构的角度，将研究对象放眼于海外连续并购，他认为中国制造企业的这类行为可以更好地融合国内外资源，在取得国外领先技术的同时，获取规模经济。翟育明、刘海峰、刘伟（2013）以中国公司的技术发展为对象展开研究。通过分析他们发现加快集团技术创新的步伐，很可能是我国企业进行连续并购的一大动因。乐婷（2015）选取互联网公司为例，对阿里巴巴的连续并购进行了探讨，认为其连续收购的动因，包括追求产业链的全面融合以及获取互联网交易信息。

3、连续并购的财务后果

近年来，不少学者将理论研究的视角放眼于企业扩张层面，他们通过研究发现，企业的超速增长会给公司带来繁多的财务风险。杨霄（2017）发现公司处于超速发展时，公司的营业收入增长率必定大于其可持续增长率。在这种畸形的状态下，公司的资源出现异常匮乏的局面，致使公司出现资金周转失灵、现金流短缺等后果。毛丰付等（2014）以“股地互动”为研究对象，发现轻易地将“其当做一类筹资方案将给公司带来严峻的挑战。当产业居于上行环境时，这种行为促成的过度融资，致使当前行业形成大量的泡沫。当产业环境转为下行时，泡沫就会瓦解，导致行业陷入萧条。

丁悦晨（2016）发现多数公司实施收购时喜欢选择债务融资的方式，主要由于公司此时选择股权融资的难处较多。同时，公司常见的支付方式为现金和提供担保，因此收购会导致企业陷入融资风险。Mueller 和 Magenheim(2010)以大量的收购事件进行探讨，发现公司的收购计划也行会带来负面影响，如果公司在收购时没有实施大量的市场调查，就会致使收购效应不尽人意，进而损害公司效益。刘莹（2017）以青岛啤酒连续并购为研究对象，深入分析了这种行为带来的财务后果。其认为青岛啤酒在收购后对公司缺乏整合，这一方面导致了公司价值创造能力的急剧下跌，另一方面，溢价并购所需的巨额资金直接导致了公司的现金链断裂。所以，公司在连续并购的同时也需注意其所带来的财务风险。

希金斯（1980）率先以财务管理的视角阐述财务可持续增长的理念。其在可持续增长理论中阐述，公司的扩张并不是毫无风险的，急速发展会耗尽公司的资源，致使公司资源短缺。如果公司的高层轻视甚至忽略公司增长中的各种风险，严重时这将致使企业濒临破产。董阳（2017）以掌趣科技为研究对象，认为公司

实施连续并购时，单一的运用现金支付将导致不良后果，因为这对公司的现金流是一种累赘，同时对于收购后的整合也十分不利。最重要的是，这种方式无法满足日益增多的并购交易。

1.3.2 关于财务可持续增长的研究

1、财务可持续增长理论

财务可持续发展的概念由西方学者提出，其最早可以追溯到上世纪 70 年代，其中希金斯模型和范霍恩模型的影响最为广泛，这是一套较为纯熟的理论体制。在这些西方观点传入中国后，国内学者在经过不断地探索研讨和理论重建之后，取得了不少迎合中国国情的理论成果。

Robert Higgins (1998) 独辟蹊径，以财务管理的视角阐述可持续增长，以当时的理念成果和文献资料为基点，率先推出可持续增长模型。希金斯提出可持续增长率其实是公司现有资源能够形成的最大销售增长率，他们是相辅相成的关系。James Van Horn (2000) 等人在希金斯模型的基础上，考虑时间因素的影响，构建出了静态与动态两种模型，这给此类模型的后续发展起到了铺垫的作用。Zygadlo (2010) 发现，希金斯模型是评估公司发展能力的较为有效的工具之一。他对捷克和波兰的啤酒行业实施了对比分析，以他们的发展能力为对象，进一步证实了自己的理念。Bebbington J (2013) 选取新西兰企业为研讨对象，以其可持续增长现状为基点，分析企业的可持续发展潜力。研究发现政府制度的出台是影响公司可持续增长能力的重要助力。Xiyuan Huang (2015) 选择我国企业为研讨对象，他认为大多数创业板公司的实际增长率远超可持续增长率，过度扩张的问题较为常见。Roberto Hernandez (2016) 选择分析创业型公司，并选取 10 年以上的数据对他们的可持续增长实施深入探究，同时高度赞扬企业孵化器的作用。

汤谷良 (2005) 等人选取财务 Vanke 的数据为研究对象，对比探究了两大可持续增长模型的实用性，即 Higgins 和 Rabaport 模型。他们认为 Rabaport 模型的实用性明显好于 Higgins 模型。樊行健 (2007) 认为公司存在动态增长的特性，他基于这一视角，在公司平衡增长和资本结构变动等领域中，略微调整了希金斯模型的适用条件，这一举动明显增加了 Higgins 模型的适应性。顾兰兰 (2010) 等人以 SGR 模型为分析对象，从各种视角调整了此模型的精确度，在

兼顾通货膨胀等要素的同时，着眼于企业资产占比和利润构成等领域。杨海景（2012）运用希金斯模型计算了 SGR，同时探讨净资产收益率的实际作用，进一步完善企业财务战略的调整框架。

王黎华（2015）等人结合我国国情研究了现有的可持续发展模型，他们发现不能盲目地将其运用至我国境内公司，这样可能会带来相反的后果。他们通过不懈的努力，将可持续发展模型和中国国情相结合，构建了适合国内企业的特殊模型。于永阔（2015）以沪深 300 指数中的企业为研讨对象，基于现金流量的角度，对不同类型公司的可持续发展率实施了测算，进而得出各种不同模型的结果，最终发现这些结果均与公司的实际增长率不匹配。吴娜娜（2017）以中国国情为前提，构建可持续发展模型。他在充分了解中国经济发展现状的基础上，同时考虑行业类型、成长周期、主要经营范围等要素的作用，极大地推动了当时的研究进程，以期中国企业尽快进入良性的发展阶段。

2、可持续发展模型的应用

多年来可持续发展模型应用于多个行业，越来越多的学者采用实证分析的方法去研究企业的可持续发展。

Samuel B. Moore（2009）以美国房地产公司为研讨对象，对在美 325 家公司的相关数据进行实证分析，结论指出这些公司均为达到可持续发展状态。同时，在美公司在发展过程中由于受到经济危机的不断冲击，其增长不足的疲态尽显。Bruce E Perrott（2015）着眼于可持续发展与企业战略的融合，他实地走访一些龙头企业，不断吸取实践经验。最终发现，在外部环境剧烈动荡的状态下，公司要想处于可持续发展状态，就要学会将其与企业战略相融合。Peter Jones、David Hillier、Daphne（2016）指出应该根据酒店行业的特性去定义可持续发展的概念，在不破坏公司财务可持续性的条件下，构建一个合适的理论体制。Emma Hooper（2019）选择了整个国家作为探讨对象，分析发现在利率不变的情况下，自然资源匮乏会使得国家在国际市场上处于不利地位，此时大规模举债将会限制国家的可持续发展。

康俊（2016）选择中国农业企业为研讨对象，采用希金斯模型对其财务可持续发展开展了实证分析。康俊通过因子分析法对农业企业可持续发展率的四大驱动因素做了详细的研究，同时运用逐步回归分析法兼顾公司实际情况，指出了不

少可行性极强的财务管理方案，以期推动农业企业的可持续发展。杨晓兰、王丹（2010）选择医药行业作为探究对象，通过对此类上市企业的因素分析，他们指出盈利能力可能对公司的可持续发展起到核心作用。叶萌和蚁琦（2013）对公司财务可持续发展的其他影响要素进行了分析，他们认为希金斯模型的四大因素并不绝对。叶萌和蚁琦将这些因素分为了两类，分别为外部经济因素和内部环境因素，外部因素包括宏观和微观，内部因素包括企业文化、技术、员工凝聚力等，这些要素均会作用于公司的可持续发展。

陈育俭，张舒雅（2016）选择桂林旅游作为分析对象，基于相关理论深入探究了该公司的财务可持续发展。他们发现其可持续增长率和实际增长速度的走势大相径庭，该公司常年存在增长过度的情况。企业高层应当充分重视集团的可持续发展，根据可持续发展的四个要素去构建契合公司实情的战略目标，以期强化公司的经营管理。高菁，潘婷，章丽群（2018）选择我国医药公司作为分析对象，采用该行业上市公司的多年资料，对希金斯模型进行实质分析。他们主要着眼于四大驱动因素的驱动能力，结果表明这几个因子与 SGR 的相关性均不一致，大体来看，权益乘数对可持续增长率造成了负面影响，其他三个因子均起到了正向作用。

1.3.3 关于连续并购对财务可持续发展的影响研究

1、基于理论分析的相关文献

国内对可持续发展的研究起步较晚，对于连续收购对财务可持续发展的影响研究更是少之又少。其中有不少学者并未拘泥于国外学者提出的可持续发展模型，而是把重点聚焦于企业的可持续发展，形成一套符合中国国情的理论体系。

孙韦（2005）选择国有企业并购改制为研讨对象，他指出要让不同类型的公司进入国企并购改制的范围，特别是外资企业和非公有制企业的加入，能够改变现有的竞争格局，使得国企在竞争中不断成长，进而实现可持续发展。刘丽娟（2005）将研究对象聚焦于海外企业，他指出我国企业在海外并购时，应当深思熟虑，根据公司实情挑选合适的并购标的。在挑选并购标的时，本公司的业务范围不一定是唯一的考量依据，稳固的合作伙伴关系也应当引起重视，这将是公司可持续发展的基石。舒朝普（2007）也将研究对象聚焦于海外企业，他指出并购

行为已经成为资本市场的“常客”，虽然跨国并购对增强公司竞争力起到极大推动作用，但是并购风险的把控应当是公司高层要重点考虑的问题。

基于可持续发展理论，方木德（2011）对公司并购的相关动机进行进一步探究，结论指出投资机会、现金流量、财务政策等也是企业并购的动因之一。李维安（2010）认为创新能力的缺乏也是企业并购的动因之一，对于并购方来说，并购是解决这一问题最经济的途径。刘森（2010）在公司高速发展的进程中，收购是实现公司发展战略的主要途径，它可以在获取协同效应的同时快速实现公司的战略目标，推动公司的财务可持续发展。同时，他根据希金斯模型，进一步制衡了并购的收益与风险，确保公司处于可持续发展状态的同时，将并购风险置于可控的范围之内。

2、基于数据分析的相关文献

同时，也有不少学者通过可持续发展模型进行数据分析，他们选用企业连续并购的经典案例，运用希金斯模型、范霍恩模型等对公司的财务可持续发展开展深入的研究。

石志冰（2010）以煤炭行业为研讨对象，虽然探究并购与可持续发展的相关性。他指出，当行业处于超速增长的状态时，公司可以通过扩大筹资规模、剥离边缘业务、寻求收购方等手段获取大量资金，进而弥补超速增长形成的资金缺口，同时将剩余资金投入生产运营，也能更好的助力可持续发展。当行业处于增长不足的状态时，公司高层应当及时改进生产策略，通过扩大规模助力企业增长。最终结果表明在公司的可持续发展与实际增长出现偏离时，企业并购可以起到至关重要的作用。蔡乐乐（2019）选择昂立教育为研讨对象，对其并购后的财务状况开展研究。他指出此次并购对昂立教育的可持续发展能力起到了正向的影响，极大地提升了公司的发展潜能。但是，通过对比实际增长率发现，昂立教育同样存在超速增长的情形，可持续发展率的增长幅度不高，急需更多的时间去内部整合资源，进而保证企业的财务可持续发展。

胡庆源（2019）以房地产公司 TH 集团为例，探究公司的可持续发展。他指出每个公司都存在者极限扩张速度，它将同时受到总资产周转率和营业净利率的影响。两者越高的企业，其极限增长速度就越高，反之亦然。TH 集团的情况同样如此，这两个指数的降低影响着 TH 集团的极限扩张速度，致使集团更容易处

于超速增长的状态。双明慧（2020）以科陆集团为研讨对象，探究公司连续并购下的可持续增长。他指出企业的增长速度受到可持续增长率的四个驱动因素的影响，而科陆电子由于市场竞争激烈、高溢价并购、并购次数过多、整合效果较差等原因未能处于可持续增长状态。

1.3.4 文献述评

国外学术界关于连续并购的探究较为深入，开始时点也早于国内，其在连续并购动因和连续并购后财务后果等方面形成了众多的理论体系，反观国内的研究却较为缺乏。首先，学者们的研究对象受到外部环境的影响，从而存在不同这也导致连续并购的概念界定一直是众说纷纭。其次，在连续并购动因方面，当今学术界认为一般包括下列 5 点：获取规模经济、取得技术和资源、提升市场份额、实现多元化战略、顺应国家政策等。最后，大多数学者以为连续并购致使公司步入急速增长的状态，但高收益的同时也可能会导致不良的财务后果。

目前学者们对于可持续增长的探究，大多集中在以下三个领域，即修饰理论、对原始模型的重构及合理运用等。他们更倾向于使用实证研究的方法，利用大量数据与探究整个行业的可持续增长现状，其中希金斯模型是最常见的理论模型。较少有研究者着眼于探究可持续增长与财务绩效的关系。

近年来，国内外关于连续并购对可持续增长的影响的相关资料显示，多数学者认为，连续并购以企业的资本结构、资产运营效率、盈利能力和股利政策为桥梁，进一步作用于公司的财务可持续增长。

综上所述，国内外学者对连续收购、可持续增长的探究都较为丰富，希金斯模型更是评估企业可持续增长的最常见的模型，但是很少有学者将连续收购与可持续增长联系起来。本文将通过案例分析法运用希金斯模型开展研究，深入分析连续并购下锦江股份的财务可持续增长。

1.4 研究内容与研究方法

1.4.1 研究内容

本文通过六个章节来研究，具体内容如下：

第 1 章是绪论。重点介绍了本文中选取连续收购事件写作的实际背景，以及研究目的及意义，并对国内外相关数据展开了整理；通过对本文总体思想与框

架的说明,让读者对全文内容有较为清晰的了解。

第 2 章是相关概念及理论基础。详细解释了本文所需的定义和有关思想,包括连续并购、财务可持续发展、资本结构和优序融资理论等。

第 3 章是锦江股份连续并购的案例介绍。首先简述整个酒店产业的发展现状,并初步探究整个行业的可持续发展增长情况。然后概述了锦江股份的现状,介绍了三次并购事件的基本情况,最后对锦江股份收购前后的基本财务状况进行简要分析,包括锦江股份的盈利状况、资产运营效率和资本结构。

第 4 章是锦江股份连续并购财务可持续发展能力分析。首先,基于行业分析结果对锦江股份的可持续发展率进行对比分析,包括与多家同行业公司的横向对比,同时对比并购前后的实际增长率。最后进一步探究可持续发展率的驱动要素,找出锦江股份可持续发展率偏低的主要原因。

第 5 章是锦江股份连续并购对财务可持续发展能力的影响与建议。总结上述分析中,连续并购对财务可持续发展能力影响的结果,并对不利后果提出相关优化建议。

第 6 章是结论

本文研究框架见下图 1.1

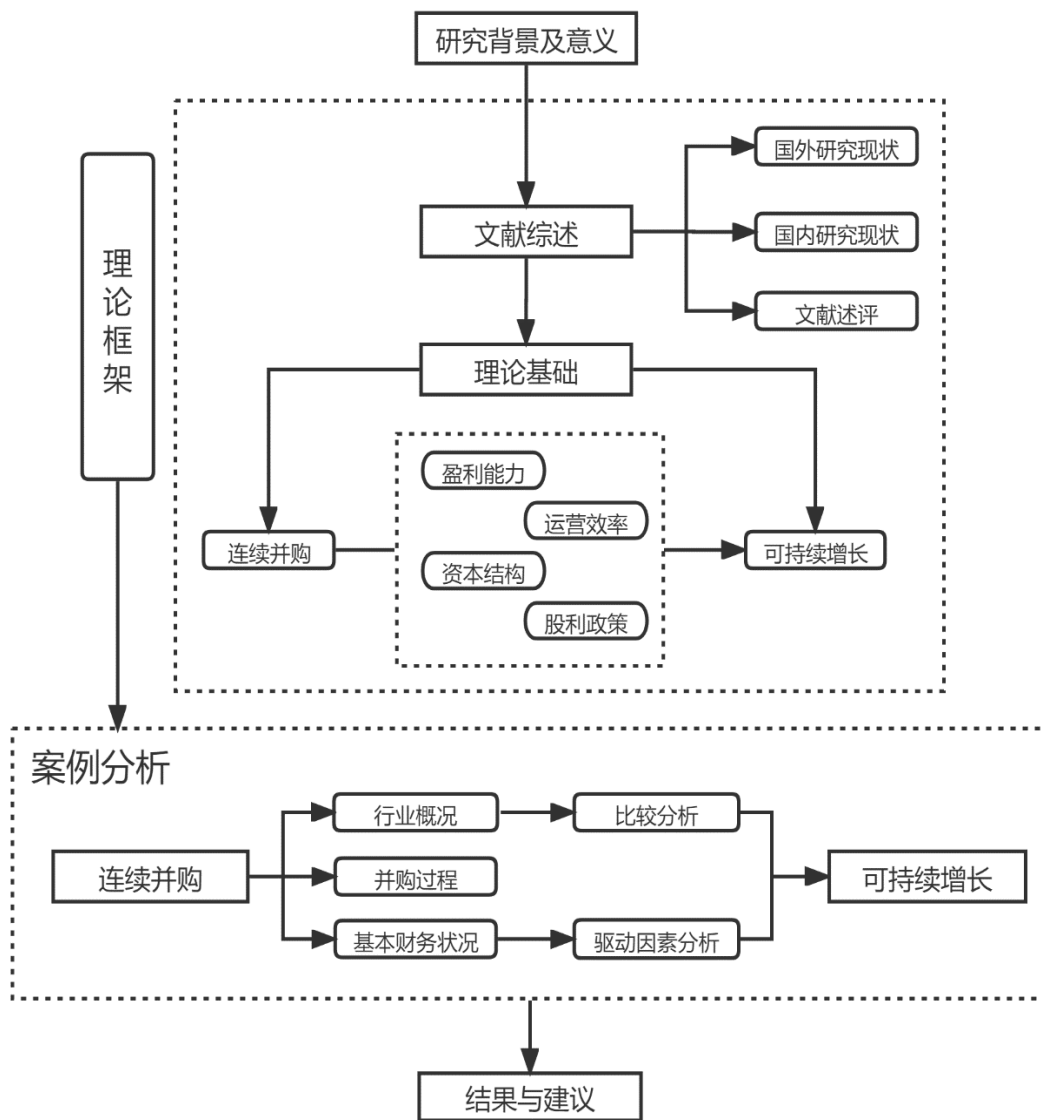


图 1.1 研究框架

1.4.2 研究方法

1、文献研究法

通过登录各种知名网站和数据库，搜集和我论文主题相关的各种文献资料，然后将他们按照关键词进行分类，逐一研究这些作者想表达的逻辑，最终梳理成符合要求的文献综述，并基于此来展开整篇论文的写作。

2、比较分析法

通过比较酒店行业三巨头的基础数据，得出锦江股份的可持续增长率在三巨头中的地位，以便清楚的了解企业的可持续增长状况。同时使用这种手段剖析锦

江股份年度报表的有关数据,以对其 2012-2019 年的可持续增长情况做进一步探究,即锦江股份第一次并购发生前三年的数据,三次并购时的数据和第三次并购发生后三年的数据。

3、案例分析法

本文选取锦江股份为研究对象,经过详细的信息及数据的收集,然后分析锦江股份的连续并购的短期绩效,最后在希金斯模型下分析连续并购和可持续增长的内在逻辑。

2 相关概念与理论基础

2.1 相关概念

2.1.1 连续并购

就目前的理论现状而言,对于连续并购的概念,虽然学者们经常采取各种的限制措施来规定,但仍缺乏统一规范的准则,所以本文必须对研究的范围予以准确定义。研究者们通常都是从量化视角考虑,利用在某一段时间内收购事项出现的频次,来定义连续并购的具体含义。总体而言,中国本土研究者较海外学者们对于连续并购的定义更为宽泛了一点,这和当前收购市场的频繁交易以及国内繁荣的资本市场有着必然的关联。“连续”的字面意思是为一个接一个,意味着某些状况或某些事情持续地出现,“连续并购”的含义则是指收购事情在某一段时间内接连地出现,收购事情出现的频次较高、间隔较短、交易频次比较多。本文将借鉴以往研究者们定义连续并购的方式,并且考虑到在中国近年来收购的总量已经出现了明显的上升,并且收购交易市场已经达到了前所未有的火热,因此本文也认为可以相应增加连续并购的定义准则,最终对于连续并购这一领域的定义准则是三年间进行收购交易的频次不得小于三个。

2.1.2 财务可持续增长

希金斯教授首先界定了可持续增长,他指出可持续增长应当结合公司的财务状况进行分析。其在文献中界定了可持续增长率:“整个公司的经营情况处于顶峰之时并不会用尽公司所有的财务资源,依然可以维持企业持续成长,这时公司的销售增长率就是可持续增长率”。相较于传统的评估指标,可持续增长率较为注重项目进展的质量。一个公司若要实现可持续增长的目标,那它所需要期望的增长率一定要与企业财务资源相适应。

2.1.3 资本结构

资本结构简单来讲就是一种比例关系,他可以揭示企业的资金构成和资金之间的联系。资本结构包含股权资本和债权资本,而公司的债权资本按照不同的分类标准又可区分为各种类型,这就意味着资本结构蕴含着两层意义。从广义上讲,资本结构的定义对象是公司中各种性质的资金,债权资本按照流动性、是否付息

等可以进行进一步的划分,而股权资本也可细分为投资方注入资金以及公司本身的积累。此时的资本结构可以诠释企业的债务构成情况、股权构成情况以及债权与股权的配比关系。严格上讲,资本结构的限定对象为企业的各种长期资本,即资本结构表示长期资本与股权资本的比值,但短期负债并不在考量之中。综上所述,资本结构表现为公司资产与负债的配比关系,同时可以揭示公司债权和股权的来源及构成。

2.2 理论基础

2.2.1 可持续增长理论

所有理论都需要经历很长时间的发展,从模糊隐晦的简单概念慢慢过渡到精确明晰甚至形成独特的数学模型,可持续增长理论的演变进程就是如此。该理论最原始的模型就是希金斯教授提出的,此模型由于较为经典至今都运用于大量的文献之中。此后范霍恩、拉巴波特、科雷等人都在不断的修正,但都较为晦涩,本文将采用希金斯模型展开研究。

前文对希金斯教授的“可持续增长率”已经进行了阐述,不难发现他将研究重点着眼于“融合了财务资源和可持续增长”。为了让这一理念更加契合实际,他在提出数学公式的同时,进行了以下假设:一、公司的增长速度一直保持现有水平;二、公司的资本结构和股利政策处于稳定状态;三、留存收益是股东权益的提升的唯一方式。根据以上假设和会计恒等式,公司想要处于可持续增长状态,离不开三大要素的支持。假设表明公司的销售额和总资产是同比增长的,而总资产的源头分为两类,即内源资本和外部债务资金。为了满足假设二,此时的内源资本和外部债务资金就必须保持同比增长。综上所述,可以得到公式:

$$SGR=L \times P \times Q \times R$$

上面的理论方程表示了,如果一个公司靠其内在条件来实现销售额的增加,其可连续销售增长率将与L、P、Q、R的乘积具有密切关联,其中L代表留存收益率、P表示营业净利率、Q表示总资产周转率、R为权益乘数。此模型涵盖的四个指标可以解释财务管理的大部分思想,例如营业净利率代表公司的盈利能力,总资产周转率体现企业的营运能力,权益乘数可以很好地解释资本结构和财务杠杆,而留存收益率则可倒推出公司的股利支付情况。

这样一来,企业高层可以透过此公式更加清晰地认识到企业内外部资源,这对杜邦分析体系做了进一步的补充。从公式可以看出,希金斯模型比传统的杜邦分析更加符合实际,也更加充实饱满,也在一定程度上弥补了传统理论的缺陷。公司高层在同时运用两种模型时,可以全方位地更加深入地考虑财务问题,当可持续增长率与公司实际情况发生偏离,他们也能够及时找到合适的解决方案。

2.2.2 优序融资理论

优序融资理论的研究对象依旧是企业的资本结构。一九八四年,迈尔斯和智利共和国学者迈勒夫一同定义了优序融资理论。该理论基于MM理论深入探讨了公司的筹资模式,肯定了信息的非对称性和完全市场假说。优序融资理论指出公司为了实现投资目标,首先选择内源筹资,然后是负债筹资,最后才是权益性筹资。由于内源融资既能够维护现有投资者的利益,同时又没有向市场上传播不利公司的消息,这使得公司的股价并未下降,反而还能提高企业价值。在企业需要大量外部资金之时,由于债权筹资的成本远远低于股票筹资的成本,因此往往优先选择发行债务。最后的股权筹资其实公司不得已的选择,因为发行股票可能会向市场传递出不良的信号,即公司经营状况堪忧。

3 锦江股份连续并购案例介绍

3.1 酒店行业概况

3.1.1 酒店行业发展现状

在研究酒店行业并购现状之前，先介绍我国酒店行业的发展历程。中国是最早出现酒店的国家之一，酒店最初被称为客栈、驿站等，是古代供来往客官食宿、换马的场所。东汉末年称酒店为“四夷馆”，清末叫“迎宾馆”，大多用于招待外来使节、外族代表和商人等。近代，我国酒店分为西式宾馆和中西式宾馆两种。19 世纪初，外来资本的进入带来了建筑格调迥然不同的西式宾馆，随着中外贸易的不断来往，各地区陆续竣工了多家具备“半中半西”格调色彩的新型宾馆。

我国酒店在上世纪 80 年代的发展最为迅猛，随着改革开放的不断深入，20 年间我国酒店的数量增长了 40 多倍。但是高速增长往往伴随着高风险，1998 年亚洲金融危机和 2008 年全球金融危机给酒店行业带来沉重打击，导致酒店行业陷入低谷。可幸的是，2015 年宏观经济增长给各行各业带来了持续利好，商务、饮食、旅游等行业的发展带动了酒店行业需求复苏。近年来，我国旅游人次呈上升趋势，如图 3.1 所示。

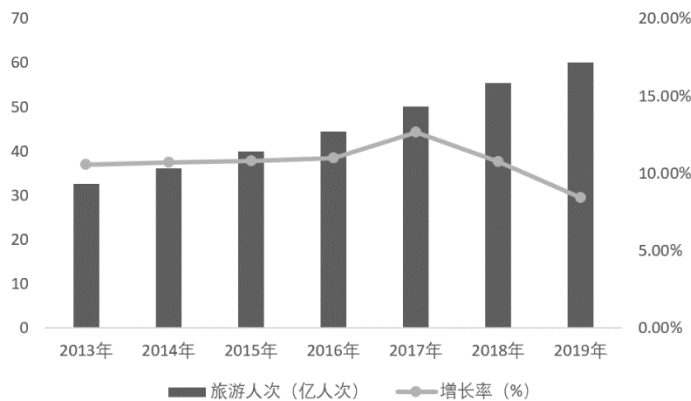


图 3.1 2010 年-2019 年我国旅游人次

数据来源：国家旅游局

在经济全球化下，作为较早和国外接轨的产业之一，我国酒店行业持续受到外来资本的冲击。同时，反腐政策的陆续颁布，使得行业的竞争格局持续动荡，越来越多的酒店企业步入转型阶段。面对信息化和智能化的发展机遇，它们相继选择抱团取暖，进行并购重组，不断配置和整合资源，以期获得经济效益的增长，

最终引发了中国酒店市场上的收购大风潮。

3.1.2 酒店行业并购现状

近年来, 这些问题也不断影响着酒店企业的各种经济技术指标, 部分饭店日均房租、人均租赁率、每间可供房总收入等都出现了不同的下降, 为应对这一系列不利的影响, 越来越多的酒店将目光放在了降低营业成本上。对于中端酒店和经济型酒店来说, 规模经济对减少企业经营成本的效用最为显著, 这造成酒店企业间的兼并重组愈发频繁。酒店行业龙头锦江股份就是其中的典型, 2015 年前锦江股份的定位为中低端类的经济型酒店, 经营成本居高不下, 急需向中高端酒店进行转型升级。2015 年以后, 锦江股份陆续收购了法国卢浮公司、铂涛酒店、维也纳饭店等, 一举晋升为中国规模最大的连锁酒店企业。

根据我国酒店联合会公布的《2018 中国酒店连锁发展与投资报告》统计, 中国国内酒店市场逐渐出现了三足鼎立的局面, 三巨头的市场份额合计达到了 37.83%, 分别为锦江股份、首旅如家和华住酒店, 见表 3.1。这三家企业的并购带动了整个行业的转型, 就 2014 年-2019 这 6 年间, 三大酒店企业 1 亿元以上的并购就多达 8 起, 其中以锦江酒店最为突出, 其总收购数额达到 252 亿元, 见表 3.2。综合而言, 三巨头旗下的酒店数量远超其他企业, 中国酒店产业逐步走向寡头竞争时期。

表 3.1 2018 年酒店业三大巨头排名

	名称	所在地	客房数	市场份额
1	锦江国际酒店集团	上海	680000	18.31%
2	首旅如家酒店集团	北京	384743	10.19%
3	华住酒店集团	上海	379675	9.33%

资料来源: 2018 中国酒店连锁发展与投资报告

表 3.2 酒店业三大巨头并购事件简表

并购方	时间	被收购方	股权比例	收购金额(亿元)
华住	2019 年 11 月	德意志酒店	100%	54.28
	2017 年 2 月	桔子水晶	100%	36.5
首旅	2016 年 4 月	如家酒店	100%	110.5
	2014 年 12 月	南苑股份	70%	2.8
锦江	2018 年 11 月	丽笙酒店	100%	26.72
	2016 年 7 月	维也纳酒店	80%	17.45
	2016 年 2 月	铂涛酒店	81%	82.69
	2015 年 2 月	卢浮酒店	100%	125

资料来源：根据公开信息整理

3.2 锦江股份简介

3.2.1 锦江股份概况

1993 年 6 月 9 日，锦江股份在上海建立，次年挂牌于上交所。锦江股份是目前国内酒店行业规模最大的公司，是上海国资委管辖下的优质国有资产，其经营领域相当繁杂，主要以旅馆、餐厅等为主，同时还涉及出租汽车、建筑工程、食物制造、食物物流及连锁店运营、照相、旅行、国内外商贸、物业管理、商务技术咨询、会议服务、人才培养等。截止 2019 年 6 月 30 日，锦江集团的股权结构详见下图 3.2。

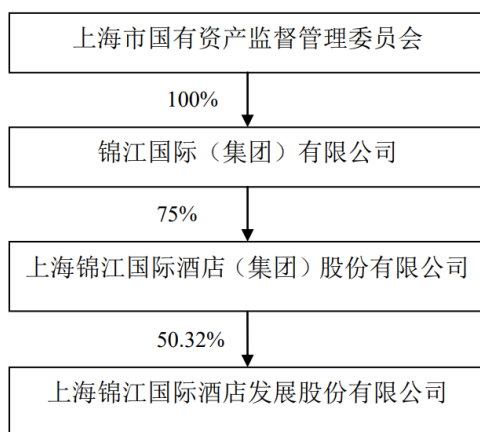


图 3.2 锦江股份控股关系示意图

“锦江”是有着八十余年历史的我国民族名牌，全国驰名商标、上海明星商标，曾荣获中华人民共和国商标注册金奖。公司根据“深耕国内、布局世界、跨国运

营”的发展战略，积极推进传统行业创新转型，努力提高品牌价值、服务质量和社会效益，在经济总量、行业规模上均实现了突破。截止 2020 年 12 月 31 日，集团运营与管理的酒店已突破 10000 余家，各类酒店品牌共 40 余个，遍布我国境内以及全球 100 多个国家，会员数量突破 1.5 亿，位居世界酒店企业第二位。

3.2.2 锦江股份旗下主要品牌

锦江控股陆续并购了卢浮饭店、铂涛公司和维也纳饭店。公司在历经三次收购之后，共建立了四个系列的酒店品牌：1、卢浮系：法国卢浮是欧洲排行第二的酒店公司，在全世界的四十多个国家设有超过千余家饭店，是锦江股份海外品牌的生力军；2、锦江系：主力仍是集团原有的锦江之星、锦江都城等商标，以经营中低端经济型饭店为主，经营规模较为一般；3、维也纳系：曾持续七年位居国内连锁饭店（中端）规模榜首位，整体格调倾向于欧洲风情，在国内下沉市场中扩张较为成功，4、铂涛系：包括七天酒店等经济型饭店商标，和丽枫、喆啡等中高档饭店商标，见图 3-3。



图 3.3 锦江集团旗下主要品牌

2019 年锦江酒店的门店中，铂涛系酒店约为 3800 家，为公司门店最多的酒店品牌，其他锦江系、卢浮系、维也纳系的酒店门店分别约在 1200 家、1300 家、1700 家左右，见图 3.4。目前，维也纳、铂涛下辖的相关品牌成为了企业迅速扩张的生力军；锦江系由于规模较小风格老旧，其总体增长速度较缓，当前锦江都城已改名为卢浮亚洲，为卢浮系打开国内市场提供助力。

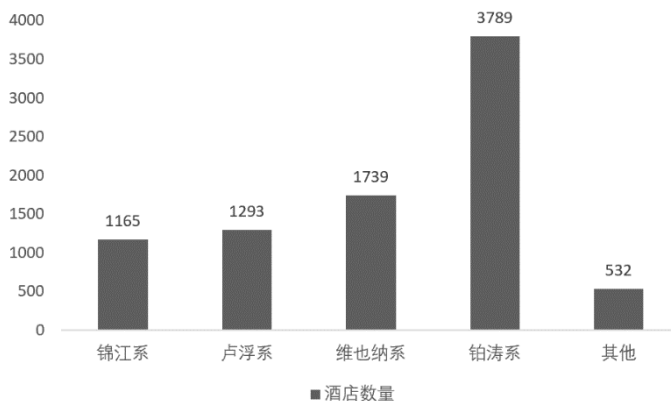


图 3.4 各系列酒店门店数分布

3.3 锦江股份连续并购的过程

公司根据“深耕国内、布局世界、跨国运营”的扩张战略，于 2015 年至 2016 年进行了 3 次并购，下面将结合表 3.3 对锦江股份连续并购的标的物及并购过程进行详细介绍。

表 3.3 锦江集团 2015 年-2016 年收购事件汇总表

时间	交易标的	持股比例	出资额(亿元)	并购类型
2015 年 2 月	卢浮集团	100%	125.92	横向并购
2016 年 2 月	铂涛集团	81%	82.69	横向并购
2016 年 7 月	维也纳酒店	80%	17.50	横向并购

资料来源：锦江股份年报

3.3.1 并购卢浮集团

1、被并购方简介

卢浮公司创建于 1976 年，锦江目前拥有法国卢浮的全部股权，并占有了欧盟酒店领域的大部分市场，是欧盟排名第二的酒店企业，其遍布四十多个国家，在中档饭店和经济型宾馆等领域已运营了三八年。卢浮公司还具备先进的自助业务终端 Ariane Kiosk，在欧盟酒店业界中享有很大的知名度，具有强大的全球竞争力。卢浮集团的上一任控制方是喜达屋（SDL）。2009 年，SDL 并购郁金香公司将其与卢浮的相关派系进行融合，产生了四大派系：Première Classe、

Companile、Kyriad 和 Golden Tulip 等。Première Classe、Campanil 和 Kyriad 为经济型饭店，主要针对低消费人群。Golden Tulip 为中端酒店主要针对中高端消费人群，见图 3-3。截止 2015 年年底，卢浮集团开业酒店数量共计 1,115 家，客房数量为 91,154 间；其中中高端酒店 Golden Tulip 酒店数量 229 个，客房数量为 31326 间，其占比最高为 34%，见表 3.4。

表 3.4 卢浮酒店集团品牌酒店及客房数量

品牌	层次	酒店数量(个)	占比(%)	客房数(间)	占比(%)
Première Classe	经济型	250	23	17998	20
Campanil	经济型	398	36	27998	30
Kyriad	经济型	237	20	27354	16
Golden Tulip	中高端	229	21	31326	34
总计		1115	100	91154	100

资料来源：公司公告

2、并购过程

喜达屋集团与卢浮签订的合约安排为 7 年，2014 年为截止年。2015 年 2 月 16 日，锦江集团与其签订股权收购协议，购买卢浮的全部股权，交易额 125.92 亿元人民币。根据协议约定双方将于 2015 年 2 月 27 日结束有关移交工作。同时将卢浮公司列入合并范畴，见表 3.5。

表 3.5 锦江集团收购卢浮公司的进程表

时间	事件
2013. 3. 21	锦江国际对卢浮公司实施第一次估值
2014. 10. 29	锦江国际和喜达屋进行谈判
2015. 2. 9	股东大会通过公司向相关银行的借款合同
2015. 2. 16	股东大会同意相关代表和 SDL 签订股权收购合同
2015. 2. 25-27	双方代表团实施最后谈判
2015. 2. 27	完成交割。

资料来源：公司公告

本次交易“锦江系”巧妙利用两倍财务杠杆。据悉，本次交易资金来源分为两部分，一部分为外保内贷资金，公司利用 50 亿元现金作为担保，共向国外借款 102 亿元人民币。其他为售出辖下的两家边缘业务获取的资金。“锦江系”巧妙利用两倍财务杠杆，利用仅占一半左右的现金，便取得了卢浮公司 100% 股权。

3.3.2 并购铂涛集团

1、交易公司简介

铂涛集团于 2005 年建立，是国内首家在美国纽交所挂牌的酒店集团。截止 2016 年年底，铂涛集团下辖包括 22 个酒店商标，如七天饭店、希岸饭店、麗枫饭店、IU 饭店等，会员总数超过 7000 万。其酒店总数为 3060 家，客房数量为 273,239 间；其中 7 天系列的占比最大，酒店数量和客房数量占比均超过了 80%，详见表 3.6。

表 3.6 铂涛酒店集团品牌酒店及客房数量

层次	品牌	酒店数量（个）	占比（%）	客房数（间）	占比（%）
经济型	7 天系列	2635	86.11	236896	86.70
	IU 酒店	114	3.73	8487	3.11
	其他品牌	56	1.83	3296	1.21
中端	麗枫酒店	142	4.64	13392	4.90
	喆啡酒店	68	2.22	6272	2.30
	希岸酒店	30	0.98	2769	1.01
高端	铂涛菲诺	10	0.33	1587	0.58
	欢朋酒店	5	0.16	540	0.20
合计		3060	100	273239	100

资料来源：公司公告

2、并购过程

锦江集团和铂涛公司在 2015 年 6 月 17 日首次举行会谈仪式。第二年用 82.69 亿元购买了铂涛公司的大部分股权，完成本次收购之后，铂涛公司遍布国内的 3000 余家饭店都烙上了“锦江”的名号，并让锦江一举跻身国际酒店业前五。而公司也在 2016 年 2 月 26 日，顺利结束了所有的转移工作，并将铂涛公司列入了合并范畴，见表 3.7。

表 3.7 锦江股份并购铂涛集团进程表

时间	事件
2015.6.17	锦江集团与铂涛公司首次会谈
2015.7.9	锦江集团公布重大事件停牌通知
2015.9.18	股东大会同意收购铂涛的各项决议
2015.9.18	锦江股份与铂涛公司举行签订仪式
2016.2.26	完成了各项交割工作

资料来源：公司公告

铂涛集团的股权分布较散，主要有 14 位股东，其中 Prototal Enterprises Limited 为最大股东，持股 23.01%。本次交易采用现金支付方式，收购 Prototal Enterprises Limited 等 13 位持有铂涛集团股份的股东，并购结束后锦江集团拥有铂涛 81%的股权，其余股份为 Prototal Enterprises Limited 和 Fortune News International Limited 等共同持有，见表 3.8。

表 3.8 铂涛集团各股东持股情况

股东名称	持股比例	持股比例
	(并购前)	(并购后)
1 Prototal Enterprises Limited	23.01%	12.00%
2 Keystone Asia Holdings Limited	22.13%	
3 Happy Travel Limited	11.20%	
4 SCC Growth 2010-Peak Holdco,Ltd.	9.42%	
5 Fortune News International Limited	6.54%	6.54%

续表 3.8 铂涛集团各股东持股情况

股东名称	持股比例	持股比例
	(并购前)	(并购后)
6 Sequoia Capital Global Growth Fund,L.P.	6.10%	
7 Ever Felicitous Limited	4.63%	0.46%
8 Jaguar Investment Pte Ltd.	4.39%	
9 Ctrip Investment Holding Ltd.	4.00%	
10 Chien Lee	2.82%	
11 Happy Boat Lodging Limited	2.67%	
12 Minjian Shi	1.83%	
13 Smartech Resources Limited	1.08%	
14 Sequoia Capital Global Growth Principals Fund,L.P.	0.18%	
合计	100.00%	19.00%

资料来源：公司公告

3.3.3 并购维也纳酒店

1、交易公司简介

维也纳公司成立于 1993 年，是全世界首个以“音乐艺术”为主旨的酒店企业，其经营的首要理念是努力为消费者提供“五星体验，二星消费”的服务，经过了二十多年的持续扩张，维也纳饭店在名牌培养、管理机制、产业提升、人员梯队、资金支持、技术信息、终端管理、渠道培育、资产管控等多方面均居于世界酒店业前列。截止 2016 年年底，维也纳公司的酒店数量共计 464 家，客房数量高达 73,534 间。

2、并购过程

2016 年 4 月 28 日，锦江与黄先生签订了收购维也纳和百岁村餐饮 80% 股权的《股权转让合同》。并于 2016 年 7 月 1 日，顺利结束了所有的转移任务，并将维也纳列入了合并范畴。结合表 3.9 可见，百岁村餐饮规模较小，其相关数据仅占维也纳酒店的 6%，故本文不做过多说明。

表 3.9 维也纳酒店与百岁村餐饮对比

	合并营业收入（万元）	归属于母公司所有者的净利润（万元）
维也纳酒店	95,027	9,654
百岁村餐饮	16,149	589

资料来源：锦江股份年报

3.4 连续并购下锦江股份的基本财务状况

连续并购对锦江股份造成了巨大的影响，在研究其财务可持续增长之前，先对锦江股份的财务状况进行初步的了解。这里我将结合可持续增长理论选择指标，将锦江股份与酒店行业各巨头的相关数据进行对比，包括资本结构、资产运营效率和盈利状况等，这里主要参考了双明慧（2020年）的理论模型。一、并购给集团带来新的控股公司，通过改善盈利状况进而影响集团的营业净利率；二、并购给集团带来新的资产，通过改变资产运营效率进而影响集团的总资产周转率；三、并购需要大量资金，巨额负债可能影响集团的权益乘数；四、并购需要大量资金，致使公司采用紧缩的股利政策，进而影响集团的利润留存率，见图 3.5。

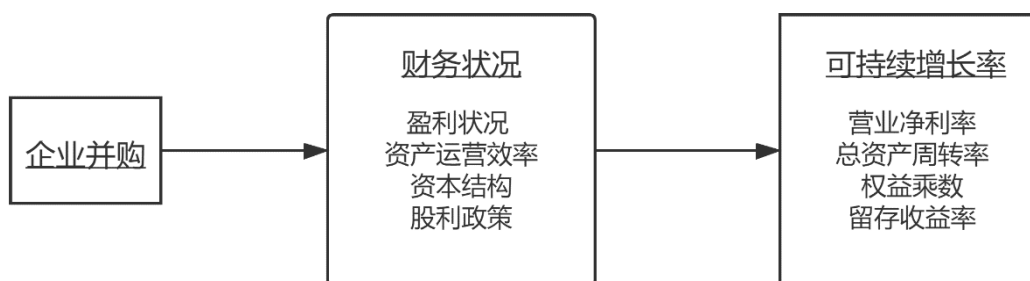


图 3.5 理论模型

3.4.1 锦江股份的资产运营效率

总资产周转率是反映公司资产运营效率的关键工具之一，同时也是可持续增长率的主要驱动因素之一。下文将根据本部分分析结果结合相关辅助指标，对锦江股份总资产周转率进行驱动因素分析。

如图 3.6 数据显示，锦江集团的总资产周转率始终趋于平缓，保持在 35%左右；华住酒店的总资产周转率一直处于下称态势，但其除 2019 年外，总资产周

转率均高于锦江股份；首旅集团的总资产周转率一直较高，峰值是 1.36，但 2015 年出现断崖式下跌，降至 0.43。具体而言，锦江股份总资产周转率较低且平稳，但存在上涨趋势，三次收购均未对其总资产周转率形成巨大冲击。综上所述，三巨头资产运营效率排名中首旅酒店居于首位，锦江股份排名第二，华住集团表现较差。其中，锦江股份总资产周转率 2019 年的数据与首旅酒店相近，预期会实现反超。

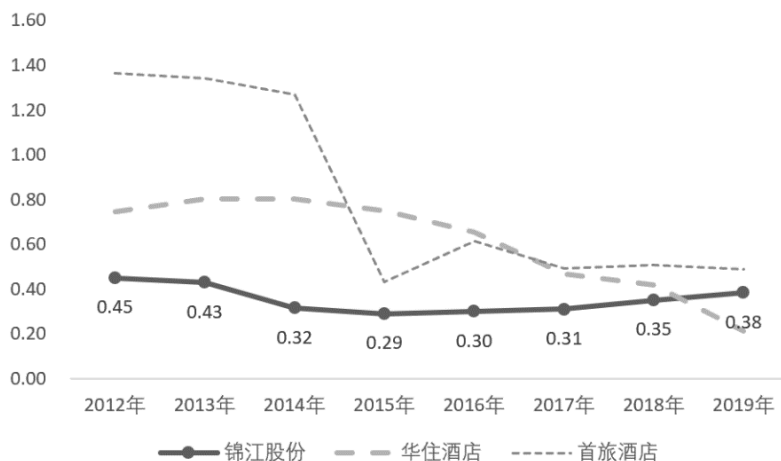


图 3.6 酒店行业三巨头 2012 年-2019 年总资产周转率

3.4.2 锦江股份的盈利状况

根据可持续增长理论，营业净利率是可持续增长率的几大驱动因素之一。本部分将初步分析锦江股份盈利状况在行业中的地位，下文将结合锦江股份主要控股公司的盈利状况，对其营业净利率进行驱动因素分析。首先来看锦江股份营业收入在行业中的地位。从表 3.10 可以看出，锦江股份因其规模最大，其营业收入在 3 家公司中一直居于首位，首旅酒店营业收入长期为锦江股份的一半左右，锦江股份酒店行业龙头地位名至实归。

表 3.10 酒店行业三巨头 2012 年-2019 年营业收入

单位：亿元（人民币）

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
锦江股份	23.26	26.84	29.13	55.63	105.35	135.83	146.97	150.99
华住酒店	32.25	41.69	49.65	57.75	65.39	81.7	100.63	112.12
首旅酒店	30.41	29.65	27.91	13.33	65.23	84.17	85.39	83.11

数据来源：根据公开信息整理

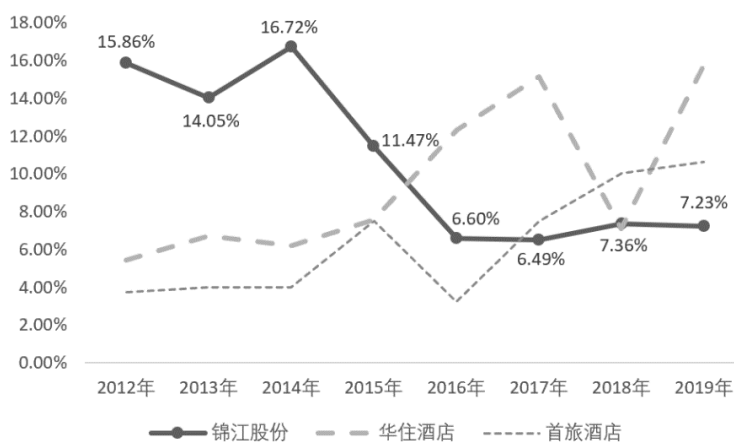


图 3.7 酒店行业三巨头 2012 年-2019 年营业净利率

受锦江股份规模影响，“绝对值”营业收入的比较性较差。营业净利率为净利率比上营业收入，因其为相对数可比性较强，更能反映公司的盈利状况。图 3.7 中的数据不难看出，锦江股份营业净利率表现最差，2014 年以前一直高于其余两家，但自 2014 年以来一直处于下沉态势；华住酒店营业净利率除 2018 年外基本表现良好，可能是并购桔子水晶带来的影响；而首旅酒店并购如家前营业净利率一直为三家中的最低位，但 2016 年实施并购后，其盈利状况出现大幅好转，直至反超锦江股份。具体而言，锦江股份的盈利状况不容乐观，三次并购并未给集团营业净利率带来正面影响，反而出现持续降低的局面，从 2014 年的历史高位 16.72% 降到 2017 年的最低点 6.49%，其盈利状况堪忧。

综合本节分析结果，首旅酒店的规模最小，但其资本结构、资产运营效率、盈利状况在三家公司中均居于首位；而锦江股份资本结构和资产运营效率效率则略逊色于首旅酒店，但其盈利状况却在三巨头中表现最差，因其规模较大，营业

收入总量居于首位,但营业净利率表现较差,三次并购并未带来显著的积极影响。

3.4.3 锦江股份的资本结构

根据广义资本结构的定义,本部分选用资产负债率,初步分析锦江股份资本结构在三巨头中的优劣。同时,根据希金斯理论,权益乘数是可持续增长率的驱动要素之一,我将结合本部分分析结果在下文对锦江股份权益乘数进行驱动因素分析。首先来看三巨头的负债情况,如表 3.11 显示自 2015 年实施并购之后,锦江股份的负债总额一直趋于高位,除 2019 年外,均高于首旅酒店和华住酒店,但后期呈下降趋势;华住酒店的负债总额呈直线上涨,至 2019 年达到顶峰高达 454.83 亿元,在三家中负债总额最高;首旅酒店的负债总额最低,一直表现良好,自并购如家后也呈现下降的态势。下面具体来看锦江股份,上文提到 2015 年并购卢浮的 125 亿资金中有 102 亿为内存外贷额,而锦江股份 2015 年比 2014 年的负债增加 159.17 亿元,约占 64.08%,由此可见并购卢浮对锦江股份负债总额存在巨大影响。

表 3.11 酒店行业三巨头 2012 年-2019 年负债情况

单位: 亿元(人民币)

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
锦江股份	11.27	27.02	26.35	185.52	298.78	289.34	263.34	245.18
华住酒店	18.40	23.57	29.64	42.53	45.77	109.53	176.74	454.83
首旅酒店	10.20	8.78	8.59	25.55	78.35	92.20	83.71	78.13

资料来源:根据公开信息整理

资本结构从本质上来看就是资产与负债的配比关系,即资产负债率,因其为相对数指标,可比性较强。从图 3.8 中不难看出,锦江集团资产负债率自 2015 年上升至 68.64%之后,一直处于下降态势,表现良好;华住酒店资产负债率的表现最差,2019 年高达 85.85%,远高于行业均值 60%;首旅酒店资产负债率的变化与锦江股份类似,但其并购后负债整合结果好于锦江股份。具体来看,锦江股

份资产负债率的剧变根源为 2015 年，即并购卢浮导致锦江集团资产负债率的上涨，但自 2015 年以后，锦江股份资产负债率处于下沉态势，并购整合效果良好。综上所述，三巨头资本结构排名中首旅酒店位于首位，锦江股份排第二，华住酒店最差。其中，锦江股份资本结构与首旅相似，只是略微逊色于首旅酒店，并呈下降趋势。

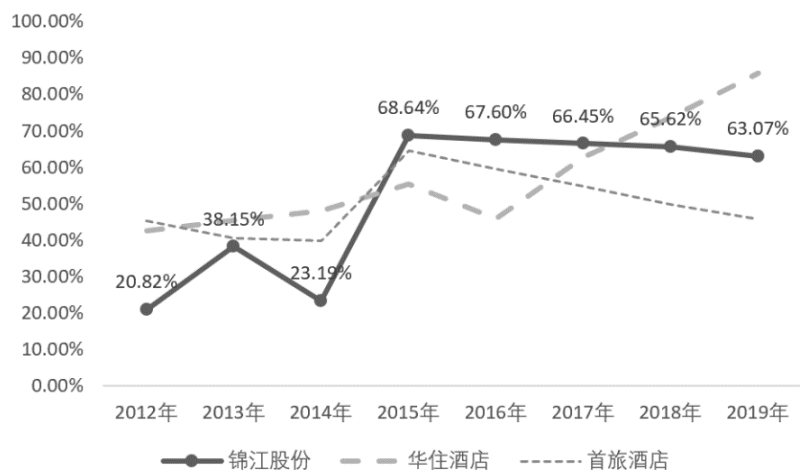


图 3.8 酒店行业三巨头 2012 年-2019 年资产负债率

4 连续并购下锦江股份财务可持续发展分析

4.1 连续并购下锦江股份可持续发展率的比较分析

4.1.1 锦江股份可持续发展率的横向比较

为了能更好应对复杂激烈的市场环境,更为清楚的发现锦江股份财务可持续发展中存在的问题,更好的促进锦江股份财务可持续发展,我们选择能评价综合能力的指标——财务可持续发展率。这里将基于希金斯理论,首先分析锦江股份可持续发展率在三巨头中的地位,而后对可持续发展率的各因素进行分析,找出首要驱动因素。

1、实际增长率对比

可持续发展率简单来讲就是指在理想环境下,公司营业收入可以达成的极限增长率。所以在分析锦江股份可持续发展率在三家中的地位时,首先来看三巨头的实际增长率。上文已经对比分析了三家公司的营业收入,其中锦江股份因规模最大,其营业收入在3家公司中一直居于首位。通过对三家公司2012年至2019年间财务报表中营业收入的有关资料,计算出三家企业营业收入的实际增长率,见表4.1。

表 4.1 酒店三巨头 2012 年-2019 年营业收入增长率对比

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
锦江股份	9.92%	15.39%	8.53%	90.97%	89.38%	28.93%	8.20%	2.74%
华住酒店	43.33%	29.27%	19.09%	16.31%	13.23%	24.94%	23.17%	11.42%
首旅酒店	-14.10%	-2.50%	-5.87%	-52.24%	389.35%	29.04%	1.45%	-2.67%

资料来源:根据公开信息整理

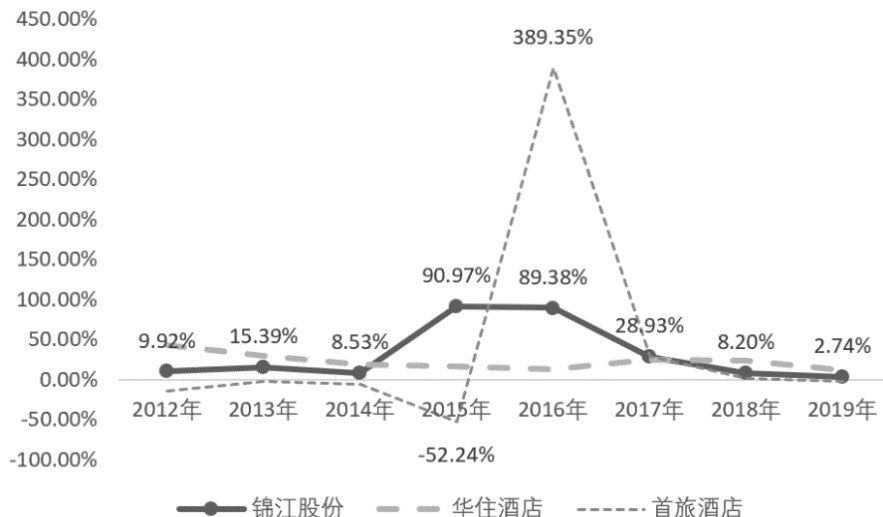


图 4.1 酒店三巨头 2012 年-2019 年营业收入增长率对比

从图 4.1 中不难看出，锦江股份的销售收入增长率自 2014 年实施并购后出现直线上涨，高达 90.97%，2015 年的两次并购也给锦江股份的营业收入带来巨大助力，但并购结束后锦江股份的营业收入虽然依旧在增加，增幅上却呈现出明显的整体下滑，到 2019 年销售增长率仅为 2.74%；华住酒店的销售增长率一直较为平缓，但 2012 年至 2019 年该公司指标一直保持在 10%以上；首旅酒店销售增长率的走势类似于锦江股份，也是因为并购出现剧烈波动的情况，但该公司其他年份销售增长率均为负数，增长过于依赖并购，内动力不足。总体而言锦江股份并购后实际增长率并不高，三次并购并未给集团带来持续的正向影响。

2、可持续增长率对比

本部分将选择希金斯模型展开具体分析。该模型公式为： $SGR=P \times Q \times R \times L$ ，其中 P 为销售净利率，Q 为资产周转率，R 为权益乘数，L 为留存收益率。转化为文字表述为：可持续增长率 = 销售净利率 X 资产周转率 X 权益乘数 X 留存收益率。

如表 4.2 所示，锦江股份 2015 年至 2019 年可持续增长率连续四年表现出上涨态势，但数额并不高，均没有超过 10%，但是各项指标影响因素还应具体研究。

表 4.2 酒店三巨头 2012 年-2019 年可持续增长率对比

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	年	年	年	年	年	年	年	年
锦江股份	5.76%	3.13%	3.70%	1.80%	2.41%	2.74%	3.85%	7.68%
华住酒店	6.21%	9.00%	8.68%	6.11%	22.22%	15.99%	7.74%	14.00%
首旅酒店	4.43%	3.96%	3.48%	4.17%	12.30%	8.90%	10.37%	9.61%

资料来源：根据公开信息整理

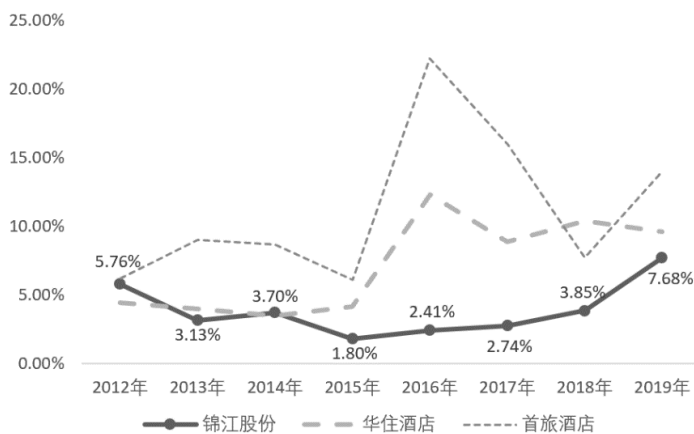


图 4.2 酒店三巨头 2012 年-2019 年可持续增长率对比

图 4.2 将三家可持续增长率放在一起组成了一张折线图，从图中可以清楚的看出，锦江股份的可持续增长率波动并不明显，同时数值不高，特别是 2015 年实施并购后，其可持续增长率在三家公司中一直保持最低。而华住酒店和首旅酒店的可可持续增长率波动较大，且大部分年份均高于锦江股份，首旅酒店更是一一直处于高位。综合而言，锦江股份的可持续增长率较低，其财务可持续增长能力并不强。

3、增长情况

通过上两段的分析结果发现，锦江股份的可持续增长率在酒店三巨头中并不占优。综合上文的分析数据，我们来看三家公司增长情况，其中实际增长率大于可持续增长率为超速增长，实际增长率小于可持续增长率为增长不足。如表 4.3 所示（X 为实际增长率，Y 为可持续增长率），酒店行业三巨头都处于超速增长的状态，实施收购的当年，各家的销售收入均呈现超速增长。其中锦江股份的超速增长最为严重，具体情况留待下文分析。

表 4.3 酒店行业三巨头 2012 年-2019 年实际增长率与可持续增长率对比

		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
		年	年	年	年	年	年	年	年
锦江	X	9.92%	15.39%	8.53%	90.97%	89.38%	28.93%	8.20%	2.74%
股份	Y	5.76%	3.13%	3.70%	1.80%	2.41%	2.74%	3.85%	7.68%
华住	X	43.33%	29.27%	19.09%	16.31%	13.23%	24.94%	23.17%	11.42%
酒店	Y	6.21%	9.00%	8.68%	4.17%	12.30%	8.90%	10.37%	9.61%
首旅	X	-14.10%	-2.50%	-5.87%	-52.24%	389.35%	29.04%	1.45%	-2.67%
酒店	Y	4.43%	3.96%	3.48%	6.11%	22.22%	15.99%	7.74%	14.00%

资料来源：根据公开信息整理

4.1.2 锦江股份可持续增长率的纵向比较

1、实际增长率和可持续增长率的对比

本部分将锦江股份近几年来营业收入的实际增速与在希金斯模型下计算出的可持续增长率结合对比。我们根据锦江股份 2012 年至 2019 年的实际增长率及可持续增长率编制了比较折线图，详见下图 4.3：

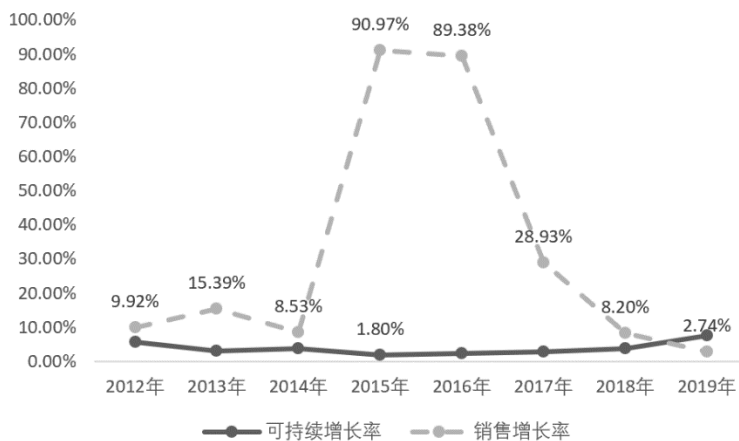


图 4.3 锦江股份 2012 年-2019 年实际增长率和可持续增长率对比

如上图 4.3 所示，锦江股份的实际增长率除 2019 年外持续超过可持续增长率，公司的规模扩张明显超速，特别是 2015 年，实际增长率甚至达到了 90.97%，而可持续增长率却只有 1.80%。之后几年可持续增长率虽然不断回升，但一直未

超过 10%，和首旅酒店华住酒店存在巨大差异。自 2017 年开始，实际增长率逐年下降，并购带来的红利正在不断衰减，到 2019 年实际增长率仅为 2.74%。反观可持续增长率自 2016 年开始正不断上升，说明财务可持续增长逐渐得到公司管理层的重视，但实际增长率的不断降低，表明公司并未找到维持企业财务可持续增长的根源。

想要保持财务的可持续增长，强有力的市场地位是第一要素，广大消费者的支持是保持可持续增长的基石，在这个过程中，把控公司资产的周转效率是十分重要的。当公司占领到足够的市场地位后，此时管理层应更倾向于采用盈利战略，增强主打产品的盈利能力。最后，需要重视现金流情况，搞好资本预算，维持适宜的资本结构，留意利润留存率等。所以我们需要详细研究可持续增长率的驱动要素，找出问题的根源，下面将使用连环替代法对其各项要素进行探究。

2、连环替代法

此处将使用连环替代法，对希金斯模型下的可持续增长率进行分解，选取第一次并购开始（2014 年，2015 年）的数据展开测算。在计算中可持续增长率用 R 代替，营业净利率用 A 代替，总资产周转率用 B 代替，期末权益乘数用 C 代替，利润留存率用 D 代替，并将 2014 年当做基期。 R_0 表示锦江集团 2014 年的财务可持续增长率， R_1 表示锦江集团 2015 年的财务可持续增长率。 A_1 ， A_2 分别表示 2014 年与 2015 年的营业净利率。 B_1 ， B_2 分别表示这两年的总资产周转率。 C_1 ， C_2 分别表示这两年的期初权益乘数。 D_1 ， D_2 分别代表 2014 年与 2015 年的利润留存率。

$$R_0 = A_0 * B_0 * C_0 * D_0 = 3.70\%, R_1 = A_1 * B_1 * C_1 * D_1 = 1.80\%$$

$$(1) \text{ 第一次替代: } A_1 * B_0 * C_0 * D_0 = 2.54\%$$

$$(2) \text{ 第二次替代: } A_1 * B_1 * C_0 * D_0 = 2.33\%$$

$$(3) \text{ 第三次替代: } A_1 * B_1 * C_1 * D_0 = 1.87\%$$

$$(4) \text{ 第四次替代: } A_1 * B_1 * C_1 * D_1 = 1.80\%$$

$$(1) - R_0 = 2.54\% - 3.70\% = -1.16\%; \text{ 为营业净利率的影响值;}$$

$$(2) - (1) = 2.33\% - 2.54\% = -0.21\%; \text{ 为总资产周转率的影响值;}$$

$$(3) - (2) = 1.87\% - 2.33\% = -0.45\%; \text{ 为期末权益乘数的影响值;}$$

$$(4) - (3) = 1.80\% - 1.87\% = -0.08\%; \text{ 为利润留存率的影响值。且由上可知}$$

$R_1 - R_0 = -1.90\%$ ，这是由营业净利净利率，总资产周转率，期末权益乘数，留存收益率所一同作用的结果。根据这个步骤依次替代公司 2014 年-2019 年的数据，我们得出了表 4.4：

表 4.4 锦江股份 2014 年-2019 年可持续增长率连环替代法

年份	连环替代法	各因素的影响数	影响数之和
	R_0	3.70%	
2014 年-	第一次替代	2.54%	A 的影响数 -1.16%
2015 年	第二次替代	2.33%	B 的影响数 -0.21%
	第三次替代	1.87%	C 的影响数 -0.45%
	第四次替代(R_1)	1.80%	D 的影响数 -0.08%
			$R_1 - R_0 = -1.90\%$
	R_0	1.80%	
2015 年-	第一次替代	1.03%	A 的影响数 -0.76%
2016 年	第二次替代	1.07%	B 的影响数 0.03%
	第三次替代	2.61%	C 的影响数 1.54%
	第四次替代(R_1)	2.41%	D 的影响数 -0.20%
			$R_1 - R_0 = 0.62\%$
	R_0	2.41%	
2016 年-	第一次替代	2.38%	A 的影响数 -0.04%
2017 年	第二次替代	2.46%	B 的影响数 0.09%
	第三次替代	2.38%	C 的影响数 -0.08%
	第四次替代(R_1)	2.74%	D 的影响数 0.35%
			$R_1 - R_0 = 0.32\%$
	R_0	2.74%	
2017 年-	第一次替代	3.10%	A 的影响数 0.37%
2018 年	第二次替代	3.52%	B 的影响数 0.42%
	第三次替代	3.40%	C 的影响数 -0.12%
	第四次替代(R_1)	3.85%	D 的影响数 0.45%
			$R_1 - R_0 = 1.11\%$

续表 4.4 锦江股份 2014 年-2019 年可持续增长率连环替代法

年份	连环替代法	各因素的影响数		影响数之和
	R_0	3.85%		
2018 年 -	第一次替代	3.78%	A 的影响数	-0.07%
2019 年	第二次替代	4.11%	B 的影响数	0.33%
	第三次替代	4.01%	C 的影响数	-0.10%
	第四次替代(R_1)	7.68%	D 的影响数	3.67%
				$R_1 - R_0 = 3.83\%$

资料来源：根据公开信息整理

表 4.5 锦江股份 2012 年-2018 年可持续增长率各因素影响数之和

	营业净利率	总资产周转率	权益乘数	留存收益率
影响数	-1.67%	0.66%	0.79%	4.19%

资料来源：根据公开信息整理

由表 4.5 可知 2014 年-2019 年营业净利率总影响数为-1.67%；总资产周转率的是 0.66%；期末权益乘数的是 0.79%；利润留存率的是 4.19%。综合上文的结果，可以得出锦江股份连续并购前后，对公司财务可持续增长率作用最大的是留存收益率，其次是营业净利率，最后为权益乘数和总资产周转率。收购后公司营业净利率的波动是可持续增长率降低的主因，严重拖慢企业的财务可持续增长；总资产周转率驱动效果一直较差总量也最低，并未对锦江股份可持续增长率带来显著的正面影响。

4.2 连续并购下锦江股份可持续增长率的驱动因素分析

根据可持续增长理论，影响公司可持续增长率的主要驱动因素大致有以下四种，依次是营业净利率、总资产周转速度、权益乘数、利润留存率。接下来将对这四个驱动因素的驱动效果做出深入分析。

4.2.1 锦江股份营业净利率分析

表 4.6 锦江股份 2014 年-2018 年连环替代法下影响数统计（营业净利率）

	14-15 年	15-16 年	16-17 年	17-18 年	18-19 年	合计
影响数	-1.16%	-0.76%	-0.04%	0.37%	-0.07%	-1.67%

资料来源：根据公开信息整理

通过连环替代法，我们得出营业净利率的驱动能力最差，如表 4.6 所示，2014 年至 2018 年营业净利率对锦江股份可持续增长率的影响数之和竟为负值，-1.67%，各期中仅一期为正数但不足 1%也仅为 0.37%。由此可见，在营业净利率上，三次并购严重阻碍例锦江股份的可持续增长，下面将对三家子公司的盈利状况进行简要分析。

1、锦江股份主要控股公司的盈利状况

通过上一章酒店行业三巨头的对比可以发现，锦江股份的盈利状况在三家中表现最差。可见三次并购并未给锦江股份的盈利能力带来显著的正面影响，通过查阅锦江股份 2015 年至 2019 年的年度报告，我发现锦江股份营业收入的构成发生了重大的变化，三次并购冲击了锦江股份的利润结构，扩大了所有业务中酒店服务的占比。如表 4.7 和图 4.4 所示，自并购卢浮集团以来，其一直在锦江股份营业收入中占据重要地位，2014 首次纳入合并范围其占比就高达 47.87%，2016 年以后也一直保持着 30%左右的占比。铂涛集团的营业收入也是节节攀升，自纳入合并范围以来，其营业收入占比也一直为 30%左右。维也纳酒店的表现最为突出，从并购代价可以看出，其是三次并购中规模最小的，但维也纳酒店给锦江股份带来的贡献却不小，2016 年初入集团其营业收入仅占集团营业收入的 16.64%，到 2019 年已上涨到 27.45%，是三次并购中性价比最高的一家。

表 4.7 锦江股份 2015 年-2019 年主要控股公司营业收入

	单位：亿元（人民币）				
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
卢浮集团	26.63	34.74	39.94	41.27	41.56
铂涛集团	-	30.63	39.85	43.33	44.98
维也纳酒店	-	9.50	22.6	27.23	31.44
其他公司	29.00	30.48	33.44	35.14	33.01
合计	55.63	105.35	135.83	146.97	150.99

资料来源：锦江股份年度报告

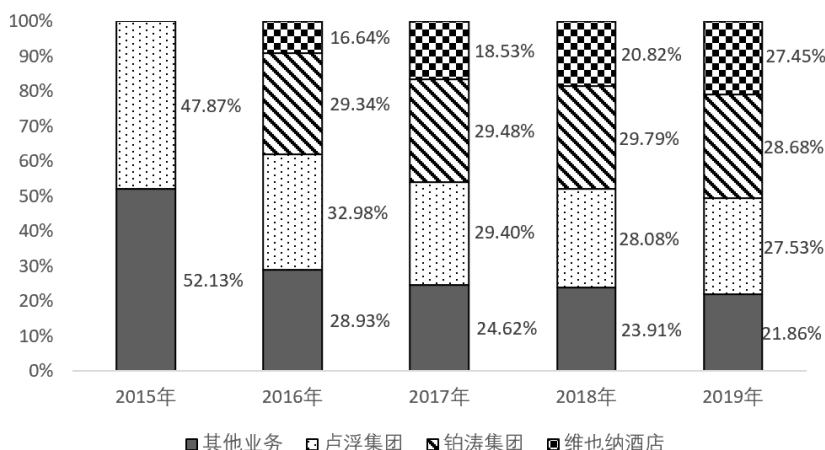


图 4.4 锦江股份 2015 年-2019 年营业收入构成

上文提到锦江股份自并购以来营业净利率出现断崖式下降，其龙头地位受到挑战。可是并购后三家子公司的营业收入却节节攀升，并没有出现下滑。为了找出问题的根源，我们将三家公司的营业净利率、锦江之星和集团的营业净利率放在一个框架中进行研究。如表 4.8 所示，可以看出卢浮集团和铂涛集团的营业净利率不如锦江之星。锦江之星是三次并购前，锦江股份的主要经营业务之一，其营业净利率常年保持在 10%以上，是维持集团营业净利率的支柱。而卢浮集团的营业净利率表现最差，自进入集团以来其营业净利率从未超过 10%，值得一提的是卢浮集团 2019 年发生 7.71 亿元的巨额亏损，其营业净利率更是低至-41.03%，严重拉低了集团整体的盈利状况，致使整个集团差点扭盈为亏。铂涛集团 2016 年进入集团的营业净利率并不高，但其成本结构一直在改良，至 2019 年铂涛集团的营业净利率已经高达 10.92%。维也纳酒店的表现最好，正如前文所述维也纳酒店虽为三次并购中规模最小的一次，但其盈利状况确实三次并购中的最优，其营业净利率一直保持在 10%左右。

总体而言，锦江股份主要控股公司中，卢浮集团的盈利状况最差，其较高的经营成本严重拉低了集团的营业净利率；铂涛集团的成长性最好，但也存在拖后腿的情形；维也纳酒店的盈利状况最优，在三次并购中也是最成功的。

表 4.8 锦江股份 2014 年-2020 年营业净利率

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
锦江之星			12.02%	12.63%	8.55%	10.81%	28.50%
锦江投资			-5.49%	-2.76%	-5.20%	-2.31%	6.62%
卢浮集团		8.60%	6.79%	6.74%	6.28%	5.87%	-41.03%
铂涛集团			4.25%	6.80%	9.37%	10.92%	5.39%
维也纳酒店			10.16%	10.31%	9.63%	10.21%	11.05%
锦江股份	16.72%	12.28%	6.76%	7.29%	8.35%	8.47%	2.42%

资料来源：根据公开信息整理

2、锦江股份成本构成分析

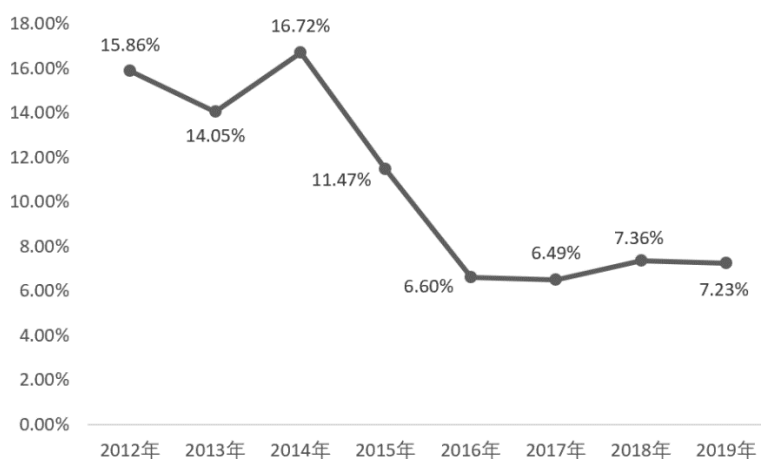


图 4.5 锦江股份 2012 年-2019 年营业净利率变化趋势图

从上述分析结果中我们得知，三次并购中卢浮集团的营业净利率表现最差，2020 年甚至出现负值，其盈利状况一落千丈。如图 4.5 所示，自并购卢浮以来，锦江股份的营业净利率发生断崖式下降，2017 年虽出现回升，但已难以回到巅峰时刻的 16.72%。为了进一步搞清楚问题的根源，我们对锦江股份 2012 年至 2019 年的毛利率进行分析，得到了表 4.9。如表所示，锦江股份的毛利率高达 90%，并不能解释集团营业净利率较低的问题。进一步分析发现，锦江股份销售费用占营业收入的比重最大，如表 4.10 所示。

表 4.9 锦江股份 2012 年-2019 年毛利率统计

单位：亿元（人民币）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	年	年	年	年	年	年	年	年
营业收入	23.26	26.84	29.13	55.63	105.35	135.83	146.97	150.99
营业成本	2.75	3.01	3.08	4.95	10.05	12.95	15.28	15.27
毛利率	88.18%	88.79%	89.43%	91.10%	90.46%	90.47%	89.60%	89.89%

资料来源：根据公开信息整理

表 4.10 锦江股份 2012 年-2019 年期间费用情况统计

单位：亿元（人民币）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	年	年	年	年	年	年	年	年
营业总成本	20.67	24.61	27.41	52.25	102.53	125.99	137.6	138.24
销售费用	11.63	13.93	15.37	30.34	62.43	73.23	75.38	76.89
一占比	56.27%	56.60%	56.07%	58.07%	60.89%	58.12%	54.78%	55.62%
管理费用	4.88	5.81	6.77	13.46	23.66	33.08	40.65	40.77
一占比	23.61%	23.61%	24.70%	25.76%	23.08%	26.26%	29.54%	29.49%

资料来源：根据公开信息整理

如表 4.10 所示，2012 年至 2019 年，锦江股份的营业总成本从 20.67 亿元增找到 138.24 亿元，上升了将近 6 倍，由于经营成本中包括的各类成本费用全面增加，导致营业成本大幅上升。其中销售费用的情况最为突出，锦江股份 2012 年至 2019 年期间费用占营业总成本的比例一直保持在 80%以上，严重拖慢企业的营业净利率。具体而言，锦江股份的销售费用在 2015 年出现大幅上涨，较 2016 年上升了 50.74%，2017 年和 2019 年的涨幅也不低分别为 21.69%和 7.58%，最终导致销售费用畸高。由此可见，锦江股份三次并购活动，形成的收入增长并不能弥补营业成本尤其是销售费用的巨额上涨，这也直接导致了营业净利率的下跌。综上所述，并购活动并未改善锦江股份的整体收益水平，反倒使得经营成本急剧

上升，最终未能取得降低成本、提高利润的预期目标。

4.2.2 锦江股份总资产周转率分析

表 4.11 锦江股份 2014 年-2018 年连环替代法下影响数统计（总资产周转率）

	14-15 年	15-16 年	16-17 年	17-18 年	18-19 年	合计
影响数	-0.21%	0.03%	0.09%	0.42%	0.33%	0.66%

资料来源：根据公开信息整理

通过连环替代法，我们得出总资产周转率的驱动能力也较差，如表 4.11 所示，2014 年至 2018 年总资产周转率对锦江股份可持续增长率的影响数之和仅为 0.66%，各期的影响也并未超过 0.5%。由此可见，在总资产周转率上，三次并购并未维持锦江股份的可持续增长，下面将重点分析连续并购带来的相关资产。

1、锦江股份连续并购带来的固定资产和无形资产

表 4.12 锦江股份 2012 年-2019 年固定资产和无形资产变化

单位：亿元（人民币）

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
固定资产	11.46	28.39	27.93	65.55	68.08	67.47	66.34	64.32
无形资产	2.58	2.50	23.95	24.56	73.41	74.72	73.34	72.61

资料来源：根据公开信息整理

如表 4.12 所示，2012 年至 2019 年期间锦江股份的固定资产和无形资产产生了巨大的变化。锦江股份的固定资产净额从 2012 年的 11.45 亿元上涨到 2016 年的峰值 68.08 亿元；无形资产净额从 2012 年的 2.68 亿元上涨到 2017 年的 74.72 亿元，一度反超固定资产净额。那么这些巨额的无形资产和固定资产来源是哪呢？通过查阅锦江股份 2015 年年度报表，我发现了表 4-13，其中数据显示锦江股份 2015 年收购子公司增加固定资产高达 38.56 亿元，而 2015 年新纳入锦

江股份合并范围的就是卢浮集团。结合表 4.12，锦江股份 2015 较上年增加固定资产净额 37.61 亿元，由此可见变动根源变为收购卢浮集团。

表 4.13 锦江股份 2015 年固定资产变动情况（简表）

单位：亿元（人民币）

	境外土地	房屋及建筑物	机器设备	固定资产 装修费用	合计
一、账面原值					
收购子公司增加	11.71	53.27	9.67	2.30	76.95
二、累计折旧					
收购子公司增加	0.70	29.15	7.10	1.44	38.39
三、账面价值					
收购子公司增加	11.01	24.12	2.57	0.86	38.56

资料来源：锦江股份年度报告

表 4.14 锦江股份 2016 年无形资产变动情况（简表）

单位：亿元（人民币）

	土地 使用权	长期租约 受益权	商标 及品牌	会员权 益	专利 等权利	合计
一、账面原值						
收购子公司增加	1.08	4.08	37.24	3.36	4.73	50.49
二、累计摊销						
收购子公司增加	0.02	0.46	-	-	0.57	1.05
三、账面价值						
收购子公司增加	1.06	3.62	37.24	3.36	4.16	49.44

资料来源：锦江股份年度报告

同理锦江股份 2016 年也存在类似报表，根据表 4.14 的数据显示，锦江股份 2016 年收购子公司增加无形资产数额为 49.44 亿元，而 2016 年锦江股份无形资

产净额较上年仅增加了 47 亿元。年报资料显示, 2016 年并购铂涛为变动根源。铂涛集团旗下七天酒店拥有相当大的市场价值和认知度, 因此将其分类为使用寿命不确定的无形资产, 同时占无形资产的比重巨大。并购铂涛产生了巨额的无形资产, 在七天酒店经营不善造成其商标可回收金额远小于账面价值之时, 便会导致减值, 这将直接作用于当时的利润水平, 最终对锦江公司的当期损益产生负面影响。

根据锦江股份披露的年报数据显示, 2019 年和 2018 年 7 天酒店的总数分别为 2229 家和 2326 家, 对比 2017 年的数据, 在两年的时间内, 7 天酒店的数量减少了 239 家, 处于下滑的态势。从七天酒店建立至今, 其一直致力于“极简主义”, 该酒店的配色十分符合年轻人的审美, 小清新的装修风格也给人一种身心舒适的感觉, 但是近年来的负面消息却使得 7 天酒店品牌效应消失殆尽。部分网友曝出 7 天酒店存在卫生隐患, 视频显示其保洁人员竟然用浴室的毛巾清洁马桶, 这也受到当地卫生部门的持续关注, 最终对 7 天酒店实施降级的处罚。这一系列事件表明 7 天酒店并不能承受如此高的估值, 锦江股份的部分无形资产存在一定的减值风险。

2、锦江股份连续并购前后的商誉

公司实施收购或兼并之时, 对标的物的估值可能偏高, 出现超出其依据经营状况等计算出的公允价值的情况, 这时的估值与市场价格之间的差额就称为商誉。但因为商誉中涉及许多无形资产, 所以很难准确计算被收购方的估值, 只有通过业绩承诺去弥补。锦江股份在年度报告中声明, 企业的几次对外并购均为溢价并购, 致使企业产生巨额的商誉。如果被并购方的未来运营情况发生恶化, 那么巨额商誉将存在减值的可能, 进而对本企业当期和未来效应产生负面作用。

巨额商誉减值会进一步蚕食收益, 从而成为公司的潜在隐患, 导致多年经营成果付诸流水。业绩承诺的期限正常是三至四年, 在此期间内因为有补偿款的存在, 商誉减值不会对公司造成较大影响; 但承诺期间之后, 商誉减值就可能蚕食收益。目前收购事件居多的科技、网络等新兴行业, 包括竞争环境恶劣的传统行业都变成了商誉减值的重灾区, 这些公司受到疫情和贸易摩擦的多重冲击, 公司业绩普遍低于预测。

表 4.15 锦江股份 3 次并购出资额和商誉对比

时间	交易标的	出资额（亿元）	商誉（亿元）	占比
2015 年 2 月	卢浮集团	125.92	48.40	38.44%
2016 年 2 月	铂涛集团	82.69	57.67	69.74%
2016 年 7 月	维也纳酒店	17.50	6.69	38.23%

资料来源：锦江股份年报

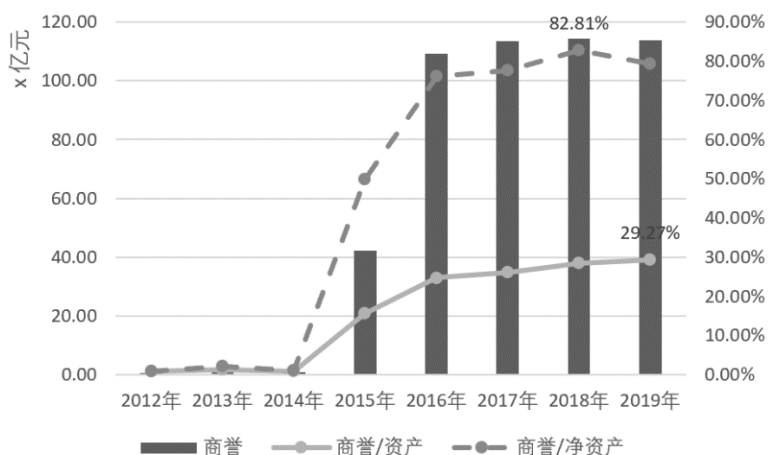


图 4.6 2012 年-2019 年锦江股份商誉情况

从表 4.15 的数据中可以看出，锦江股份三次并购均为高溢价并购，商誉占交易总额的比例均不低，2015 年并购卢浮集团 125.92 亿元的交易额中 48.40 亿元为商誉，占比为 38.44%；2016 年并购铂涛集团 82.69 亿元的交易额中 56.67 亿元为商誉，占比 69.74%，已经超过一半；同年并购维也纳酒店的 17.5 亿交易额虽然较小，但其中 6.69 亿元也为商誉，占比将近 40%。如图 4.6 显示，2013 年至 2018 年锦江股份的商誉一直处于上升的状态，至 2018 年达到峰值占到当年总资产的 28.47%，占当年净资产的 82.81%。值得一提的是，在 2018 年的 114.26 亿元商誉中，收购铂涛、卢浮、维也纳形成的商誉之和高达 112.76 亿元。如此庞大的商誉可能拖慢锦江股份的资产运营效率，阻碍财务可持续增长的步伐。根据年报显示锦江股份 2019 年净利润仅为 10.92 亿元，如果商誉发生减值，锦江股份将扭盈为亏，陷入极端被动的局面。

3、锦江股份总资产周转率驱动因素分析

上文的分析结果说明，三次并购给锦江股份的总资产带来巨大的影响，下面

对锦江股份的总资产周转率进行驱动因素分析,找出拖慢其资产运营效率的根源。

总资产周转率是营业收入与总资产的比率,它有三个主要计算方法,依次为总资产周转次数、总资产周转天数、总资产和总收入比率。这里为了更加直观,选择总资产周转天数,总资产周转天数=365天/总资产周转率,通过计算锦江股份2014年至2019年的数据,得到了表4.16和表4.17。如表4.17所示,对锦江股份总资产周转天数影响最大有四项数据,分别为货币资金、固定资产、无形资产和商誉周转天数,汇总得到了表4.18。

表 4.16 锦江股份 2014 年-2019 年总资产周转天数统计 (简表)

单位: 天

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
货币资金	445.02	311.12	269.87	265.58	182.65	143.10
应收账款	11.08	28.69	21.95	25.26	24.72	27.97
存货	3.63	3.33	2.67	2.03	2.12	2.26
.....
流动资产合计	472.88	371.32	335.63	333.46	244.26	205.38
可供出售金融资产	299.37	88.65	45.84	29.80	18.38	-
在建工程	46.05	-	23.27	18.25	13.40	12.20
固定资产	349.98	430.06	235.88	181.31	164.76	155.48
无形资产	30.01	161.14	254.33	200.79	182.13	175.53
商誉	11.99	276.65	378.15	304.94	283.77	275.10
长期待摊费用	177.79	98.38	102.29	71.82	61.74	54.75
.....
非流动资产合计	950.85	1401.94	1195.61	837.07	752.43	734.36
合计	1423.73	1773.26	1531.24	1170.53	996.69	939.74

资料来源: 根据公开信息整理

表 4.17 锦江股份 2015 年-2019 年总资产周转天数变动情况（简表）

单位：天

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
货币资金	-133.90	-41.25	-4.29	-82.92	-39.55
应收票据及应收账款	17.61	-6.74	3.31	-0.54	3.25
存货	-0.30	-0.65	-0.64	0.09	0.14
流动资产合计	-101.56	-35.69	-2.16	-89.21	-38.88
可供出售金融资产	-210.71	-42.81	-16.05	-11.42	-18.38
在建工程	-	-	-5.02	-4.85	-1.20
固定资产	80.09	-194.19	-54.56	-16.55	-9.28
无形资产	131.13	93.19	-53.53	-18.66	-6.60
商誉	264.66	101.50	-73.21	-21.17	-8.68
长期待摊费用	-79.42	3.92	-30.47	-10.09	-6.98
非流动资产合计	451.09	-206.33	-358.54	-84.63	-18.08
资产合计	349.53	-242.02	-360.71	-173.84	-56.95

资料来源：根据公开信息整理

表 4.18 锦江股份 2015 年-2019 年总资产周转天数驱动因素统计

单位：天

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
货币资金	-133.90	-41.25	-4.29	-82.92	-39.55
固定资产	80.09	-194.19	-54.56	-16.55	-9.28
无形资产	131.13	93.19	-53.53	-18.66	-6.60
商誉	264.66	101.50	-73.21	-21.17	-8.68
资产合计	349.53	-242.02	-360.71	-173.84	-56.95

资料来源：根据公开信息整理

如表 4.18 所示，在不考虑货币资金的情况下，商誉是拖慢锦江股份总资产周转天数的根源，2014 年到 2015 年，商誉将总资产周转天数拖慢了 264.66 天，2015 年到 2016 年也不低高达 101.50 天，巨额商誉的存在严重阻碍了锦江股份

的资产周转效率。其次便是固定资产，上文提到并购卢浮集团给锦江股份的固定资产带来了巨大的变化，是铂涛和维也纳不能比拟的，这里的影响也是一样，虽然并购当年固定资产周转天数拖慢了总资产周转率，但第二年这种状况已经消失，2015年至2016年，并购卢浮带来的固定资产加快了锦江股份的周转效率，数额高达194.19，往后各年虽然红利不断衰减，但2104至2019年期间其加快了锦江股份194,50天的周转效率，并购卢浮之后的整合效果值得称赞。最后便是无形资产，上文提到并购铂涛带来了大量的无形资产，特别是7天酒店的商标权占比最大，但它的真实价值却有待商榷，巨额的无形资产如同商誉一样也是一种负累，同时其后期的整合效果也不入卢浮带来的固定资产，综合2014年至2019年其依旧拖慢锦江股份周转天数高达145.52天，仅次于商誉。值得一提的是，锦江股份的货币资金周转天数一直再加快资产运营效率，合计加快301.92天，可以说很大程度上填补了商誉和无形资产带来的负面影响，这与连环替代法的分析结果不谋而合，锦江股份的财务政策绝对有其称道之处。

4.2.3 锦江股份权益乘数分析

表 4.19 锦江股份 2014 年-2018 年连环替代法下影响数统计（权益乘数）

	14-15 年	15-16 年	16-17 年	17-18 年	18-19 年	合计
影响数	-0.45%	1.54%	-0.08%	-0.12%	-0.10%	0.79%

资料来源：根据公开信息整理

通过连环替代法，我们得出权益乘数的驱动能力一般，如表 4.19 所示，2014 年至 2018 年权益乘数对锦江股份可持续增长率的影响数之和为 0.79%，高于总资产周转率。考虑到并购需要巨额的资金，这样的结果处于预期，要知道对于权益乘数来讲高驱动意味着高风险。2014 年至 2015 年的变动也印证了前文的分析，即并购卢浮集团的内存外贷行为对权益乘数产生了一定的影响，但集团整体债务风险却并不高。

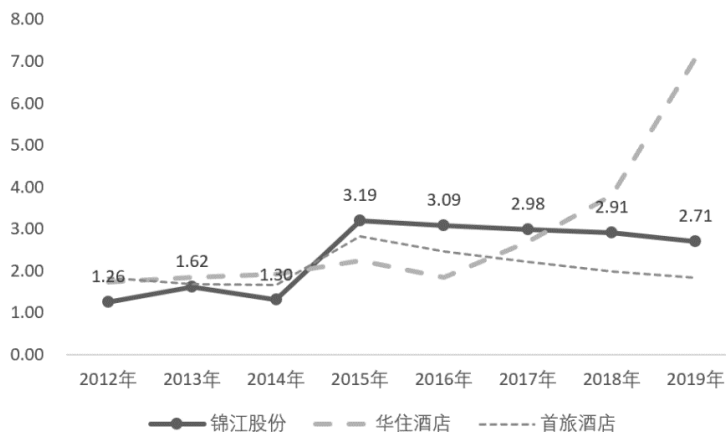


图 4.7 酒店行业三巨头 2012 年-2019 年权益乘数

在 3.4.3 中我们对连续并购下锦江股份的资本结构已经做了初步的分析。根据资本结构理论和可持续增长理论，权益乘数也是衡量资本结构的指标之一，同时也是可持续增长率的驱动因素之一。如图 4.7 所示，权益乘数作为资产负债率的变型，可以看出其整体走势类似于资产负债率。锦江股份的权益乘数好于华住酒店，走势类似于首旅酒店，自 2015 年并购以来一直呈下降趋势，总体风险并不高，下面来看锦江股份负债的具体情况。

流动比率反映公司流动资产偿还短期债务的能力，即流动资产除以流动负债。通常来讲，所得数字越大，就表明公司的短期内还款力量越强，越小则表明公司的短期内还款力量越弱。而速动比率是指速动资产除以流动负债。通常该比例为 1，表示了公司的短期内还债力量相对有保障，太低则表示还款风险很大，太高就会增加企业的机会成本。现金比率可以精准地体现公司的直接还款能力，通常它的数值应该在百分之二十左右。

表 4.20 锦江股份 2012 年-2019 年流动负债情况统计

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
流动比率	1.03	0.37	1.94	0.77	0.80	1.79	1.22	1.12
速动比率	1.00	0.36	1.93	0.77	0.80	1.78	1.21	1.10
现金比率	0.83	0.29	1.83	0.65	0.65	1.42	0.91	0.78

资料来源：新浪财经

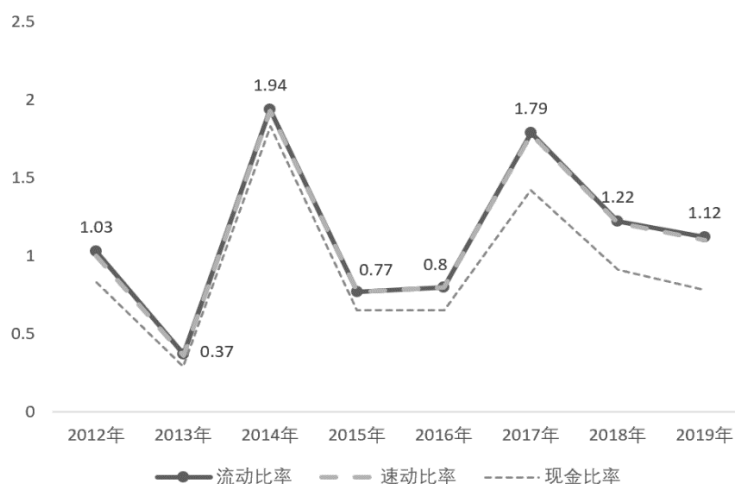


图 4.8 锦江股份 2012 年-2019 年流动负债情况统计

表 4.20 数据显示，锦江集团的流动比率和速动比率的结果近乎相同，对比图 4.8 明显感觉到这两个比率的走势近乎重叠。产生这一状况的主因，是由于锦江股份的存货数量相对流动资产而言是相当小的，使得该公司的流动比率与速动比率相互之间的差异不大。具体来看，锦江集团的速动比率始终维持在 1 左右，现金比率也明显高于 20%，部分年度甚至保持在 1 以上，处于行业的领先地位。由此可见锦江集团的变现能力良好，偿债风险较低，其短期偿债能力较强。

通过折线图可以更加直观地看出三大比率的变动趋势，如图 4.8 所示，锦江股份三大比率的峰值都出现在 2014 年，即并购卢浮之前。自 2015 年开始发生断崖式下降，流动利率从 1.94 跌至 0.77，主要因为三次并购均为现金偿付，这需要企业借入巨额资金，所以三大比率一度陷入低谷。但在三次并购完成后，三项指标都处于回升的状态，特别是 2017 年流动比率回升到了 1.79，基本达到并购前的水平，说明三次并购在偿债能力上的协同效应较强。综上所述，三次并购并未对锦江股份的偿债能力造成明显的不利影响，其权益乘数的驱动能力差强人意。

4.2.4 锦江股份利润留存率分析

通过连环替代法，我们得出留存收益率的驱动能力最好，如表 4.21 所示，2014 年至 2018 年留存收益率对锦江股份可持续增长率的影响数之和为 4.19%，是四大因素中唯一超过 1%的。

表 4.21 锦江股份 2014 年-2018 年连环替代法下影响数统计（利润留存率）

	14-15 年	15-16 年	16-17 年	17-18 年	18-19 年	合计
影响数	-0.08%	-0.20%	0.35%	0.45%	3.67%	4.19%

资料来源：根据公开信息整理

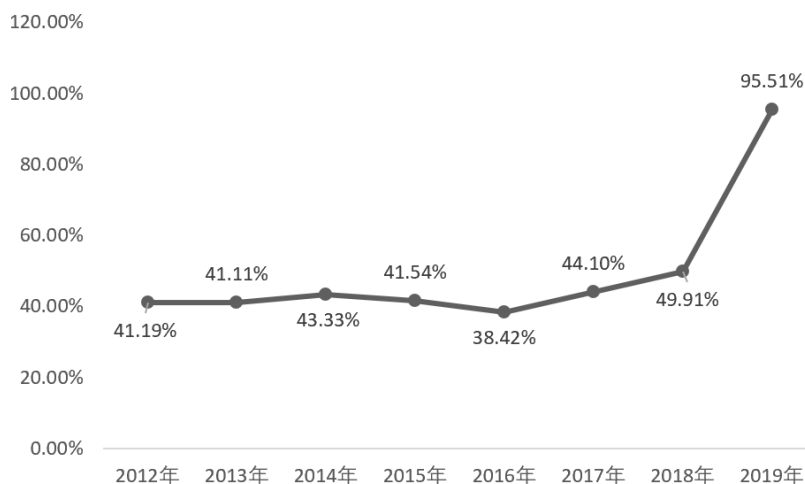


图 4.9 锦江股份 2012 年-2019 年利润留存率变化趋势图

按照优序融资理论理论,公司股利策略是内源融资的主要方法,公司高层制订了科学的股利策略,以确定公司的留存收益率,并调整公司的利润留存。低股息策略,能够减少筹资成本,将多出来的资金投入其他项目,有利于公司使更多的资本进行再投入,可以使公司有较多的资源助力于公司的业务发展。在企业的快速成长时期,很容易发生资金短缺的现象。在这种情况下,为了避免公司资金链崩裂,以及减少融资成本,公司需要降低股息支付比例,把多出了的资金用来解决投资问题。

2012 年至 2018 年,锦江集团的利润留存率波动较小。在这段时间内,锦江集团的规模扩张、高溢价收购和收购后的融资等都要巨额的资金,但锦江集团的股利政策并没有做出相应的调节,可能加大了现金管控的压力。但 2019 年锦江股份的留存收益率高达 95,51%,通过连环替代法我们发现,2018 年至 2019 年,留存收益率对可持续增长率的影响数高达 3.67%,致使留存收益率成为锦江股份可持续增长的最佳驱动因素,这说明企业开始调整股利分配政策,促进财务可持续增长,这是一个好的开始。

5 连续并购下锦江股份财务可持续发展中存在的问题与优化建议

通过第 4 章的分析,作者发现连续并购下锦江股份的财务可持续发展存在一系列的问题,接下来将对这些问题加以整理,并给出相应的优化意见。

5.1 连续并购下锦江股份财务可持续发展中存在的问题

5.1.1 公司增长速度过快

结合上文分析得出,三次并购使得锦江股份处于高速增长状态。4.1 中提到,锦江股份的可持续发展率在三巨头之中的表现是最差的,反观其实际增速,虽然在三次并购完成后,也就是 2016 年高达 89.38%,但后几年的数值却不如人意,一直处于下沉态势。结合考虑锦江股份的实际增速与可持续发展率,这两者在数值上存在明显的不匹配,超速扩张的情况较为显著。这意味着尽管锦江集团的发展潜力得到了一定程度的增强,不过还必须一段时间来进行资源的全面吸纳和消化,以便转化为自身的可持续发展能力。

锦江集团想要维持一个较为长远的发展,就需要在很长的时间内保证公司处于的适宜规模,使公司的成长过程具备合理性和可持续性。可持续发展率分析摒弃了仅仅关注公司过去成长的特点,增加了对公司未来的预期,企业的目标是在维持公司财务状况的同时最大限度的提升竞争力,这和从财务角度的要求公司规模迅速扩大并推动公司壮大,是相互背离的。实际增长率过高势必造成资源的短缺,潜在风险的迅速增加也是公司需要高度关注的问题。

5.1.2 期间费用不合理,销售费用畸高

结合上文分析结果,三次并购后锦江股份的营业净利率一直较低,连环替代法下营业净利率对可持续发展率的驱动能力也是最差的。通过对锦江股份 2012 年-2019 年成本项目进行分析,可以看到公司的期间费用上升很大,占营业总成本的比例常年保持在 80%左右。绝大部分期间费用均来自于公司销售费用,占比甚至超过了 50%。可以看出,锦江集团为占领市场耗费了巨额资本,但过重的期间费用导致公司可持续发展能力下降,公司必须在销售费用和业务经营间寻求平衡点。

5.1.3 高额商誉存在减值风险

通过以上分析可以看出,三次并购中并购卢浮的问题最多,巨额的商誉和较差的盈利状况,严重拖慢了集团的可持续增长。首当其中的便是盈利状况,三次并购中卢浮集团的盈利状况最差,其营业净利率自纳入集团报表以来,一直处于下降的状态。其较差的盈利能力对集团营业净利率产生持续的负面影响,进而拉低锦江股份的可持续增长率。其次便是商誉,三次并购给锦江股份带来了 112.76 亿元的巨额商誉,其中并购卢浮产生的商誉为 48.40 亿元,虽金额不是最高但其减值风险却最甚。数据显示,卢浮集团 2020 年净利润为负值仅为-7.71 亿元,而当年锦江股份净利润为 1.1 亿元,形成鲜明对比。如此业绩使得 48.40 亿元的商誉面临严重的减值风险。同时巨额商誉的存在也降低了集团的资产运营效率,通过总资产周转率驱动因素分析,我们知道商誉是阻碍总资产周转率上涨的根源,总资产周转率的长时间低迷,致使财务可持续增长任重道远。

5.1.4 部分无形资产的估值不合理

通过以上分析可以看出,锦江股份并购铂涛是较为成功的,但该案例也存在一定的潜在风险。4.1 中提到,2015 年集团无形资产出现大幅增长,通过分析发现其主要来源于铂涛集团。铂涛公司将七天酒店分类为使用寿命不确定的无形资产,但却存在估值较高的可能性。同时巨额无形资产的存在也降低了集团的资产运营效率,通过总资产周转率驱动因素分析,我们发现无形资产的整合效果不如固定资产,一单位的无形资产未能形成其预期的效果,综合 2014 年至 2019 年其拖慢锦江股份周转天数高达 145.52 天。

5.2 连续并购下锦江股份财务可持续增长的优化建议

5.2.1 维持合理的增长速度

通过上文的探究,可以看出公司 2018 年的实际增长速度是 18.63%,较可持续增长率的 2.41%相差巨大,而可持续增长理论表明,公司为了达到持续、健康发展目标,就必须提高经济增长与资源增加之间的配合率。在前者过高的状况下,极易出现资源匮乏等问题,更严重时还会使公司出现资金链断裂,乃至公司破产经营风险。但一旦后者过高时,又会造成公司资源限制,资源价值无法发挥,并可能使公司错失了发展的良机。所以,公司稳定、和谐发展即是锦江股份财务可持

续增长所必须贯彻的基本理念。而且,为了合理管理公司风险,还必须确保公司的实际增长率维持在适当水准。如果公司增长速度过高,会使公司经营管理面临着巨大挑战,所以,针对公司的风险管理制度而言,需要优先考虑如何确保公司具有稳定的增长率。综上所述,锦江集团必须根据公司当前的发展状况,在当前的财务资源、营销策略以及发展需要的基础上,对增长速度加以测算,避免不合实际的盲目增长。

5.2.2 加强成本控制, 压缩成本

压缩成本就是指公司要在实际运营中减少无谓的费用,费用减少了就算公司收入不能明显提升也可以增加利润,利润提高后单位收入中的利润率也提高了,表现在公司的财务指标中就是营业净利率和留存收益率的提高,公司的财务可持续增长也得到了保障,这对锦江股份这样实际增长速度比可持续增长率更高的公司来说也就达成了预期目标。公司在实施成本费用管理时,必须根据企业实际状况采取适当的管理方式,比如根据生产计划或者参照历史资料而实施的目标成本控制法,它可以有目的与规范的进行服务,并严格地根据计划实施财务管理。

5.2.3 合理估值, 规避减值风险

在 2012-2019 年,锦江集团实施的三次并购均为溢价收购,共形成了价值 112.76 亿的商誉,具有商誉减值风险,因此在后续的收购进程中还需要合理评估。在公司进行收购之前对标的公司的评估是否准确直接作用于收购之后公司的运营和收益能力,所以公司进行收购之前对标的公司开展尽职调查时要全面分析标的资产的财务和运营情况,全面探究标的资产的收益水平、经营能力、偿债水平及收购之后的运营水平,尽量把不利因素减少在控制范围以内。

对投资公司而言由于不能够充分地了解标的资产的所有信息,且处于信息不对称的状态,所以在对标的公司做出估值时很可能会出现巨大误差,这就需要在做尽职调查时不要完全按照标的资产已经公开的财务报表做出评估,而必须把标的资产所在的产业环境、经营环境、社会政治环境、企业运营状况以及企业内在的经营管理情况等各种因素都考虑进来,对风险进行较为深入的评价。同时,对于无形资产的估值也应当引起重视。

在进行估值时可委托专门的中介服务组织,例如会计师事务所、咨询公司等,

通过全面使用多种不同的方式对标的资产进行评价,尽可能进行合理评估,从而降低估值失误的可能性,避免高溢价并购带来商誉减值风险。

5.2.4 整合资源, 促进财务可持续增长

取得标的企业标志着公司将在不同的国家或区域进行生产经营活动,当地的文化习俗,教育和社会制度等因素都会对公司的后续运营活动产生影响。所以,收购完成并不表示着收购活动的终结,而收购后的整合工作才是整个收购行为中最重要的部分。如果收购后的整合结果较差,那么收购就丧失了原有的积极作用。收购整合必须按照收购之时制定的目标来进行。收购结束后,各方的资源才能共享,达到优势互补。通过总资产周转率驱动因素,可以发现并购卢浮带来的固定资产对集团的资产运营效率提供了巨大助力,这对锦江股份以后的经营是一个很好的借鉴。要知道,并购后不仅要重视集团的财务政策,更要注重企业资源之间的整合,这样才能促进集团财务可持续增长。

6 研究结论与展望

6.1 研究结论

三次并购前后锦江股份一直存在超速增长的情况，2012年至2018年实际增长率一直大于可持续增长，可持续增长率在酒店行业三巨头中也是最低。从四大驱动因素来看，锦江股份营业净利率的驱动能力最差，一直为负值，主要因为销售费用畸高；锦江股份总资产周转率的驱动能力较差，巨额商誉和无形资产拖慢企业的资产运营效率；锦江股份权益乘数的驱动能力一般，考虑到连续并购需要大量资金，变动处于预期；锦江股份留存收益率的驱动能力最好，2019年留存收益率高达95.51%，说明企业开始重视财务可持续发展。

从三次并购的角度来看，并购卢浮的效果最差，其盈利状况在三家中表现最差，2020年净利润甚至为负值，巨额商誉面临减值风险，但其所带来的固定资产整合效果最好，总体而言并购卢浮导致集团营业净利率陷入低谷。并购铂涛的效果较好，其盈利状况自纳入集团合并范围以来节节攀升，但巨额的无形资产仍然存在减值风险；并购维也纳酒店的效果最好，通过保持较高的营业净利率，促进了集团财务的可持续发展。

综上所述，锦江股份的三次并购并未使得集团处于良好的可持续发展状态，其可持续增长率在三巨头之中并不占优，波动并不明显，同时数值不高，在三家公司中一直保持最低。对比锦江股份营业收入的实际增速发现，公司还出现超速扩张的状况，实际增速与可持续增长率严重不匹配。但是，锦江股份的留存收益率表现较好，三次并购给集团带来了大量的内源资本，集团的内源融资能力得到大幅度提升，使得公司具备蓬勃发展的巨大潜能，并给锦江股份的财务可持续发展提供助力。

6.2 展望

本文以锦江股份为例，分析连续并购对企业可持续发展能力的影响，未来研究可以从以下几个方面展开。

第一、目前学者们对于可持续发展的探究，大多集中在以下三个领域，即修饰理论、对原始模型的重构及合理运用等，收购作为公司实现规模经济的主要手段，很少有研究者将其与可持续发展结合在一起。期待在未来可以形成更多的科

研成果，丰富数据，完善理论，并进一步探究企业财务的可持续增长和连续并购之间的内在逻辑。

第二、文中选择的资料都来自于 A 股市场，合适的资料并不多，以后的研究需要有更多的资料支持，使研讨对象覆盖至行业内的所有公司，而非现在的单案例分析。

第三、本文选用的希金斯模型是最为原始的理论，虽然仍被不少公司使用，但由于产业发展趋势、政策法规变化、新的评价指标的产生，后来者也需要进一步修改原有模型使其更为适合当前的公司，为以后的研究提供支持。

第四、以后的学者可以以不同的行业作为研究对象，并且将其它不同的要素融入研究之中，例如增发新股，开拓其他业务，变更管理人等，在把控影响要素的同时，开展多方面的探究。

参考文献

- [1]Schipper.W,Thompson.R.The Impact Mergers-Related Regulations on the Shareholders of Acquiring Firms[J]. Journal of Accounting Research, 1983: 184-221.
- [2]Steffen Ziss. Horizontal Mergers and Successive Oligopoly[J]. Journal of Industry, Competition and Trade,2005,5(2).
- [3]Doukas,J.Petmezas.Acquisitions,Overconfident Managers and Self-Attribution Bias[J]. International Journal of Quality &Reliability Management, Vol.8, PP21,2007.
- [4]Qu Yunhui,Li Peizhen,Liu Shengnuo.Case studies of seeking the motives of merger and acquisition between enterprises by using efficiency theory[M], 2013.
- [5]Prasad Pathak Hari.Motives for Mergers and Acquisitions in the Nepalese Perspective[J]. Economic Literature,2016,(8) :9-18.
- [6]Liu Lifang.Empirical Analysis on Evolution of Motivation of Foreign Investors' Merger and Acquisition[M], 2011.
- [7]Mueller, Magenheim H.G. A Theory of Mergers[J]. Journal of Quarterly, 2010, 64(3):44-50.
- [8]Robert C Higgins.Analysis for financial management[M].The Mc Graw-Hill Companies, 1998:76-93.
- [9]K Daszynska Zygadlo and T.Slonski. Sustainable growth rate in the strategic analysis of brewery industry[M]. AGRIS on-line Papers in Economics and Informatics, 2010:13.
- [10]Bebbington J,Higgins C and Frame B. Initiating sustainable development reporting: Evidence from New Zealand[J]. Accounting, Auditing& Accountability Journal,2013:51-74.
- [11]Xiyuan Huang and Jingui Zhang. Research on the Financial Sustainable Growth of the Listed Companies on GEM[M]. International Business and Management, 2015:32-37.
- [12]Roberto Hernandz and Giuseppina Carra. A Conceptual Approach for Business Incubator Interdependencies and Sustainable Development[J].Agriculture and Agricultural Science Procedia, 2016:53-57.

- [13]Samuel B. Moore, Susan L. M. Strategy development in small and medium sized enterprises for sustainability and increased value creation[J]. Journal of Cleaner Production, 2009(8): 236-245.
- [14]Bruce E Perrott. Building the sustainable organization: an integrated approach[J]. Journal of Business Strategy, 2015, Vol. 36 (1): pp.41-51.
- [15]Peter Jones, David Hillier, Daphne. Comfort Sustainability in the hospitality industry[J]. Inter-national Journal of Contemporary Hospitality Management, 2016, Vol.28(1): pp.36-67.
- [16]Emma Hooper. Sustainable growth and financial markets in a natural resource-rich country[J]. Structural Change and Economic Dynamics, 2019, 51.
- [17]陈瑜. 中国上市公司频繁并购现象研究:基于管理层行为的实证解释[D]. 厦门大学, 2009. 4.
- [18]刘莹, 丁慧平, 崔婧. 房地产公司并购次序对并购绩效影响的实证检验[J]. 统计与决策, 2017(11): 185-188.
- [19]余鹏翼, 曾楚宏. 全球价值链重构与中国制造业海外连续并购战略转型研究[J]. 南京社会科学, 2016(05): 16-21.
- [20]翟育明, 刘海峰, 刘伟. 国企业技术寻求导向的连续并购战略研究[J]. 国际商务研究, 2013, 34(06): 87-94.
- [21]乐婷. 互联网企业并购动因与战略研究——基于阿里巴巴并购行为[J]. 绿色财会, 2015(10): 50-56.
- [22]杨霄. 论企业可持续发展的财务管理策略[J]. 经贸实践, 2017, (19): 248.
- [23]毛丰付, 倪鹏飞, 卞加俊. 金融约束与房地产市场发展:基于房企“股地互动”视角的研究[J]. 财贸经济, 2014, (3): 124-134.
- [24]丁悦晨, 何志军. 企业扩张中的财务风险案例研究[J]. 中国市场, 2016, (16): 156-157.
- [25]刘莹. 系列并购价值创造研究[D]. 北京:北京交通大学, 2017.
- [26]Robert C. Higgins. 财务管理分析[M]. 北京:北京大学出版社, 2007.
- [27]董阳. 掌趣科技股份有限公司连续并购绩效研究[D]. 大庆:黑龙江八一农垦大学, 2017.

- [28]詹姆斯·范霍恩. 财务管理与政策[M]. 刘志远, 译大连: 东北财经大学出版社, 2000: 582-588.
- [29]汤谷良, 游尤. 可持续发展模型的比较分析与案例验证[J]. 会计研究, 2005(8): 39-41.
- [30]樊行健, 郭晓焱. 企业可持续发展模型的重构研究及启示[J]. 会计研究, 2007(5): 39-45.
- [31]顾兰兰, 刘桂英. 可持续发展模型假设条件之修正. 财会月刊, 2010, (2): 50-51
- [32]杨景海. 基于可持续发展率对财务战略调整框架的构建. 财会月刊[J], 2012, (7): 9-10
- [33]王黎华, 韩俊华, 干胜道. 国外可持续发展模型分析、评价与重构[J]. 统计与决策, 2015(5): 78-80.
- [34]于永阔. 我国上市公司的可持续发展研究[J]. 改革与战略, 2015(4): 163-166.
- [35]吴娜娜. 浅议企业财务危机视角下企业可持续发展[J]. 现代商业, 2017(3): 164-165.
- [36]康俊. 农业上市公司财务可持续发展及影响因素研究[J]. 会计之友, 2016(5): 58-62.
- [37]王丹, 杨晓兰. 基于因子分析的上市公司可持续发展能力评价研究[J]. 财会通讯, 2010(3): 73-75.
- [38]叶萌, 蚁琦. 企业可持续发展的影响因素[J]. 东方企业文化, 2013(03): 245.
- [39]陈育俭, 张舒雅. 旅游行业财务可持续发展的个案分析——以桂林旅游为例[J]. 内蒙古农业大学学报(社会科学版), 2016, 18(06): 45-53.
- [40]高菁, 潘婷, 章丽群. 中国医药制造业上市公司财务可持续发展及影响因素研究[J]. 上海对外经贸大学学报, 2018, 25(02): 30-39.
- [41]孙韦. 并购: 当前中国国有企业改革和可持续发展的现实选择[D] 安徽大学. 2005
- [42]刘丽娟. 寻找可持续发展的并购机会——与明基董事长李琨耀谈明基整合西门子手机和中国企业的国际化并购[J] 商务周刊. 2005. 14: 58-41

- [43]舒朝普. 跨国并购与可持续发展[J]. 中国外资, 2007 (3): 25.
- [44]方木德. 基于财务可持续增长理论的企业并购财务动因探析[J]. 今日财富, 2011 (12): 92.
- [45]李维安. 超越“阴谋论”的国际并购与企业可持续创新[J]. 南开管理评论, 2010, 13 (4): 1.
- [46]刘森. 基于财务可持续增长的企业并购风险及防范[J]. 财政监督, 2010(10): 39-40.
- [47]石志冰. 我国煤炭行业并购重组对企业可持续增长的影响研究[D]天津商业大学, 2010.
- [48]蔡乐乐. 并购对教育培训上市企业可持续发展能力影响[D]. 湖北经济学院, 2019.
- [49]胡庆源. 房地产企业连续并购的财务风险分析[D]. 南昌大学, 2019.
- [50]双明慧. 连续并购对可持续增长的影响分析[D]. 浙江工商大学, 2020.

致谢

时光荏苒，岁月如梭。经过将近一年的努力，本篇论文终于划商了一个圆满的句号。随着毕业论文撰写工作的完成，我的研究生生涯也接近尾声，在这3年中感受丰富，感慨良多。

首先，要特别感谢我的导师。从入校开始一直到现在临近毕业，老师始终以渊博的专业知识、丰富的教育经历、认真的工作态度，深深地影响着我。论文创作正是在老师的谆谆教导下进行的，从主体的选择、案例的选取、理论框架的确立、文章的多次修订，最终到定稿，都离不开导师的支持。

其次要感谢这三年来给我传道授业解惑的所有教师，是你们宝贵的知识使我的各方面都获得了提高；还要感谢我的同学们，是你们，始终伴随我学习与成长，每当我面临困难，你们都会第一时间帮我解惑，竭尽全力地支持我。

最后要谢谢我的父母，是他们一路来的支持，使我能够健康成长、奋发向上，最终顺利完成学业。