

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 中国长江电力公司并购秘鲁路德斯公司的策略研究

研究生姓名: 魏文彦

指导教师姓名、职称: 聂元贞 教授

学科、专业名称: 国际商务

研究方向: 企业国际化运营与发展

提交日期: 2024年5月31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： 魏文秀 签字日期： 2024.5.31

导师签名： 夏元贞 签字日期： 2024.5.31

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， 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： 魏文秀 签字日期： 2024.5.31

导师签名： 夏元贞 签字日期： 2024.5.31

导师(校外)签名： _____ 签字日期： _____

Research on the Strategy of China Yangtze Power Company's Merger and Acquisition of Peru Ludes Company

Candidate : Wei Wenyan

Supervisor: Nie Yuanzhen

摘 要

积极推动包括水电在内的清洁能源的开发利用是世界能源行业发展的主体方向，但随着我国水电行业的高速发展和电力发电装机容量的逐年提高，国内水电行业发电业务已逐步饱和，水电企业不仅需要进一步扩展业务范围，而且更需开拓海外市场，为此长江电力公司作为我国水电企业的龙头通过并购秘鲁路德斯公司首次进入海外配售电市场，为国内其它水电企业跨国拓展业务做出了有效尝试。因此，本文以中国长江电力公司并购秘鲁路德斯公司的策略为研究对象，分析其并购交易环节和后期整合环节所采用的策略并总结其经验，为其它水电企业跨国拓展业务给予启示。

论文在相关文献综述和并购案例陈述的基础上，通过从并购时机选择、并购目标企业选择、估值方式选择、支付方式选择、收购路径与融资方式选择、后期整合选择等环节剖析了中国长江电力公司并购秘鲁路德斯公司的策略，运用短期事件研究法、长期财务指标分析法和EVA指标效应分析法对并购策略的经济效果进行了检验，并据此总结出对其他水电企业实施跨国并购的启示。论文的研究结果显示：中国长江电力公司在并购时机的选择上采取了抓政策红利和市场机遇，抢占先机实施并购的策略；在目标企业的选择上采取了规避风险与落实企业发展战略双重目标并重的策略；在估值方式的选择上采取了单一估值方式估计交易价格和差异化估值方式估计要约收购价格的策略；在支付方式的选择上采取了先以账目调整机制确定交易价格再使用现金支付对价的策略；在收购路径的选择上采取了借助优质持股平台完成并购的策略；在融资方式的选择上采取了多渠道融资的策略；在后期整合方式的选择上采取了综合考虑、全面整合的策略。中国长江电力公司并购秘鲁路德斯公司的策略选择从整体上看是比较合理的，长期财务指标数据所反映的企业偿债能力、盈利能力和发展能力显著提升；但也存在不足之处，主要是在强制要约收购前，单一的估值方式造成了估值过高，以及巨额的现金支付方式对企业资产流动性造成了负面影响，导致其营运能力下降。为此，论文从并购时机、并购对象、估值方式、定价与支付方式、融资方式、后期整合方式等并购环节的策略选择上总结了其采用的策略并归纳出相应的启示，以便为其它企业开展跨国并购提供借鉴。

关键词：长江电力公司 路德斯公司 跨国并购 并购策略

Abstract

Actively promoting the development and utilization of clean and renewable energy, including hydropower, is the main direction for the development of the global energy industry. However, with the rapid development of China's hydropower industry and the increasing installed capacity of power generation year by year, the power generation business of the domestic hydropower industry has gradually saturated. Hydropower enterprises not only need to further expand their business scope, but also need to explore overseas markets. Therefore, as the leader of China's hydropower enterprises, Yangtze River Power Company entered the overseas distribution and sales electricity market for the first time through the acquisition of Peru Ludes Company, making an effective attempt for other domestic hydropower enterprises to expand their business across borders. Therefore, this article takes the strategy of China Yangtze Power Company's acquisition of Peru Ludes Company as the research object, analyzes the strategies adopted in its merger and acquisition transaction and later integration stages, and summarizes its experience, providing inspiration for other hydropower enterprises to expand their business across borders.

On the basis of relevant literature review and M&A case statements, this paper analyzes the strategy of China Yangtze Power Company's acquisition of Peru Ludes Company from the aspects of M&A timing

selection, target company selection, valuation method selection, payment method selection, acquisition path and financing method selection, and later integration selection. The short-term event research method, long-term financial indicator analysis method, and EVA indicator effect analysis method are used to test the economic effect of the M&A strategy, and based on this, the inspiration for other hydropower companies to expand their business through cross-border M&A. The research results of the paper show that China Yangtze Power Company has adopted a strategy of seizing policy dividends and market opportunities in the timing of mergers and acquisitions, seizing the opportunity to implement mergers and acquisitions; We have adopted a dual strategy of risk avoidance and implementing corporate development strategies in the selection of target enterprises; The strategy of using a single valuation method to estimate transaction prices and a differentiated valuation method to estimate tender offer prices was adopted in the selection of valuation methods; The strategy of selecting payment methods is to first determine the transaction price through an accounting adjustment mechanism and then use cash to pay the consideration; We have adopted a strategy of using high-quality shareholding platforms to complete the acquisition in the selection of acquisition paths; Adopting a multi-channel financing strategy in the selection of financing methods; In the selection of integration methods in the later stage, a comprehensive consideration

and integration strategy was adopted. The strategic choice of China Yangtze Power Company's acquisition of Peru Ludes Company is relatively reasonable overall, and the long-term financial indicators reflect a significant improvement in the company's debt paying ability, profitability, and development ability; But there are also shortcomings, mainly due to the overvaluation caused by a single valuation method before the mandatory tender offer, and the negative impact of huge cash payment methods on the liquidity of the company's assets, leading to a decline in its operating capacity. Therefore, the paper summarizes the strategies adopted in the M&A process from the perspectives of timing, target audience, valuation methods, pricing and payment methods, financing methods, and later integration methods, and provides corresponding insights for other enterprises to carry out cross-border M&A.

Keywords: China Yangtze Power; Luz Del Sur; Cross-border M&A; Merger and acquisition strategy

目 录

1 绪 论	1
1.1 选题依据	1
1.2 研究目的与意义	2
1.2.1 研究目的	2
1.2.2 研究意义	2
1.3 研究内容与技术路线图	3
1.3.1 研究内容	3
1.3.2 技术路线图	4
1.4 研究方法	5
1.5 论文的创新点与不足	5
1.5.1 创新点	5
1.5.2 可能存在的不足	6
2 理论基础与文献综述	7
2.1 理论基础	7
2.1.1 横向并购理论	7
2.1.2 市场势力理论	7
2.1.3 协同效应理论	8
2.1.4 交易成本理论	9
2.2 文献综述	10
2.2.1 关于跨国并购动因的研究	10
2.2.2 关于跨国并购策略的研究	11
2.2.3 关于跨国并购经济效果评价方法的研究	12
2.2.4 关于跨国并购策略对经济效果影响的研究	13
2.2.5 文献简评	15
3 中国长江电力公司并购秘鲁路德斯公司的案例介绍	17
3.1 并购双方介绍	17

3.1.1 并购方—中国长江电力公司	17
3.1.2 被并购方—秘鲁路德斯公司	19
3.2 并购动因分析	20
3.2.1 实现配售电业务的产业转移	20
3.2.2 与已有水电项目形成发电、配售电协同效应	20
3.2.3 获取其它战略性资产	21
3.3 并购背景及过程分析	22
3.3.1 并购背景	22
3.3.2 并购过程	23
4 中国长江电力公司并购秘鲁路德斯公司的策略分析	24
4.1 时机选择策略	24
4.1.1 选择国家印发相关支持政策时并购	24
4.1.2 选择美国能源行业市场波动时并购	25
4.2 目标企业选择策略	25
4.2.1 “战略导向型”并购目标选择	25
4.2.2 “风险规避型”并购目标选择	27
4.3 估值方式选择策略	27
4.3.1 SOTP 分部加总法和成本法结合估计交易价格	27
4.3.2 市值法估计要约收购股价	28
4.4 支付方式选择策略	30
4.4.1 选择交割后账目调整机制确定交易价格	30
4.4.2 选择以现金支付对价	31
4.5 收购路径和融资方式选择策略	32
4.5.1 通过持股平台长电国际对路德斯进行股权收购	32
4.5.2 申请国际银团贷款和发行 GDR 融资	33
4.6 后期整合选择策略	34
4.6.1 企业运营管理整合	34
4.6.2 优势项目与技术整合	35
4.6.3 人力资源整合	36

5 中国长江电力公司并购策略的经济效果分析	37
5.1 短期市场反应分析	37
5.1.1 确定事件窗口和估计期	37
5.1.2 计算 R_p 、AR、CAR	38
5.2 长期财务指标分析	43
5.2.1 偿债能力分析	44
5.2.2 盈利能力分析	46
5.2.3 营运能力分析	48
5.2.4 发展能力分析	51
5.3 EVA 指标效应分析	53
5.3.1 相关指标的说明	53
5.3.2 相关指标的计算	54
5.3.3 基于 EVA 指标的经济效果分析	56
5.4 小结	57
6 结论与启示	59
6.1 结论	59
6.2 启示	59
6.2.1 抓住政策红利和市场机遇选择并购时机	59
6.2.2 选择贯彻企业发展战略与风险小的并购对象	60
6.2.3 差异化选择合理的估值方式	60
6.2.4 综合考量完成定价与支付	61
6.2.5 兼顾长远利益选择多渠道融资方式	61
6.2.6 发挥协同效应开展全面整合	62
参考文献	63
后记	69

1 绪论

1.1 选题依据

经济全球化为中国企业与国际市场的深度融合创造了良好的外部条件。近年来，随着国际化经营战略的不断实施，企业的国际竞争力逐渐增强，跨国并购作为国际投资中最重要的形式，受到了越来越多中国企业的青睐，成为企业实现技术赶超和提升国际竞争优势的重要途径。通过跨国并购，企业不仅可以充分利用当地的劳动力资源，还能获得先进的生产技术，提高生产效率，增强企业的国际竞争能力。

伴随着国际并购浪潮的推进，我国的企业在并购的实践中也取得了不错的成绩。据 PWC 普华永道公布的《2022 年中国企业并购市场回顾与 2023 年前瞻》，中国企业在 2022 年共完成了 55 起跨国并购交易，环比增长了 7.8%，交易总金额达到了 294.19 亿美元。其中能源行业跨国并购交易完成数量占比最大，共计完成 15 笔，交易金额为 230.71 亿美元，占 2022 年度跨国并购交易金额总量的 79%，因此能源行业也是跨国并购中涉及交易金额最大的行业。常规能源行业包括煤炭能源行业、石油能源行业和电力能源行业。其中，电力能源行业近年来受益于政策的暖风频吹，参与投资并购交易活动的热情分外高涨，2022 年度共计完成跨国并购交易 5 笔，2023 年预计跨国并购电力企业交易数量将持续增加，2021 年 9 月，工信部等五部门一起发布了《加快电力装备绿色低碳创新发展行动计划》，指出电力系统发展应该朝着绿色化的方向进行。水力发电作为我国发电的主要形式之一，更因其为可再生能源和清洁能源，使得水力发电企业受到各级政府的高度重视和国家产业政策的重点支持。近年来，国家对水电企业的发展越来越重视，鼓励它们“走出去”并购，实现水力发电企业的国际化经营与发展。

我国水力发电企业急需拓展海外市场，实现行业的飞速发展，而采取怎样的并购策略对企业顺利实现并购至关重要。比如企业选择怎样的时机进行并购更容易成功，怎样选择与企业战略发展方向相符的目标企业，并购目标企业时应采用怎样的估值方式和支付方式更合理以及并购完成后采取怎样的整合措施更能促进企业良性发展等等。相对于其他行业，水力发电企业跨国并购起步较晚，经验也相对匮乏。为了使我国水力发电企业实现“走出去”并购，应该对已成功实施并购的水力发电

企业的并购策略进行研究。

中国长江电力公司（后简称“长江电力公司”）是中国最大的上市电力企业，也是全球最大的上市水电企业，公司以大型水电运营为主要业务，运行管理三峡、葛洲坝、溪洛渡、向家坝、乌东德、白鹤滩等 6 座巨型电站，为社会提供优质、稳定、可靠的清洁能源发电。随着我国电力体制改革向纵深发展，长江电力公司也努力适应行业变化，完善产业布局。与此同时，为了充分发挥核心竞争优势，依托国家战略，长江电力公司围绕主业开始积极拓展配售电业务。秘鲁路德斯电力公司为秘鲁最大的电力公司，同时也是秘鲁具有重要影响力的公用事业公司，其主要在首都利马开展配售电业务，此业务约占秘鲁全国市场份额的 29%，在秘鲁国内排名第一。为了拓宽海外配售电市场，长江电力公司于 2019 年开始实施对秘鲁路德斯电力公司的收购。长江电力公司作为我国水力发电行业的先锋者，其进行的有关并购的策略可以为其他我国水力发电企业和其他能源企业实施跨国并购提供可借鉴的经验，因此论文对长江电力跨国并购秘鲁路德斯公司的策略进行研究。

1.2 研究目的与意义

1.2.1 研究目的

本文以长江电力跨国并购秘鲁路德斯公司为例，对整个并购过程进行研究，从对并购时机和并购目标的选择，到并购估值，并购支付和融资方式的选择等总结长江电力公司在本次并购中选择的并购策略。采用短期市场分析、长期财务指标分析、EVA（Economic Value Added）指标效应分析的方法评估并购策略实施的效果，通过经济效果的体现，总结并购策略的可取之处，为今后我国其他能源企业在实施跨国并购时提供一些启示。

1.2.2 研究意义

企业并购策略在企业进行跨国并购时起着至关重要的作用，是实现企业跨国扩张的关键一环，也是企业逐渐强化自身实力的有效手段。国内外学者对企业实施跨国并购策略的研究大多集中在通信和信息技术、基础化工、医药等规模效应较为显著的领域，而对能源企业跨国并购策略的研究较少。本文通过对长江电力公司跨国

并购秘鲁路德斯公司的策略研究，为完善跨国并购策略的理论体系和并购策略选择的理论依据提供参考。

长江电力公司作为中国最大的上市电力企业和全球最大的上市水电企业，2019年长江电力公司收购秘鲁路德斯公司是中资企业首次进入秘鲁大型公用事业领域，是长江电力公司实现国际化布局的重大突破，在案例上具有典型性和代表性，能够补充跨国并购的相关案例。

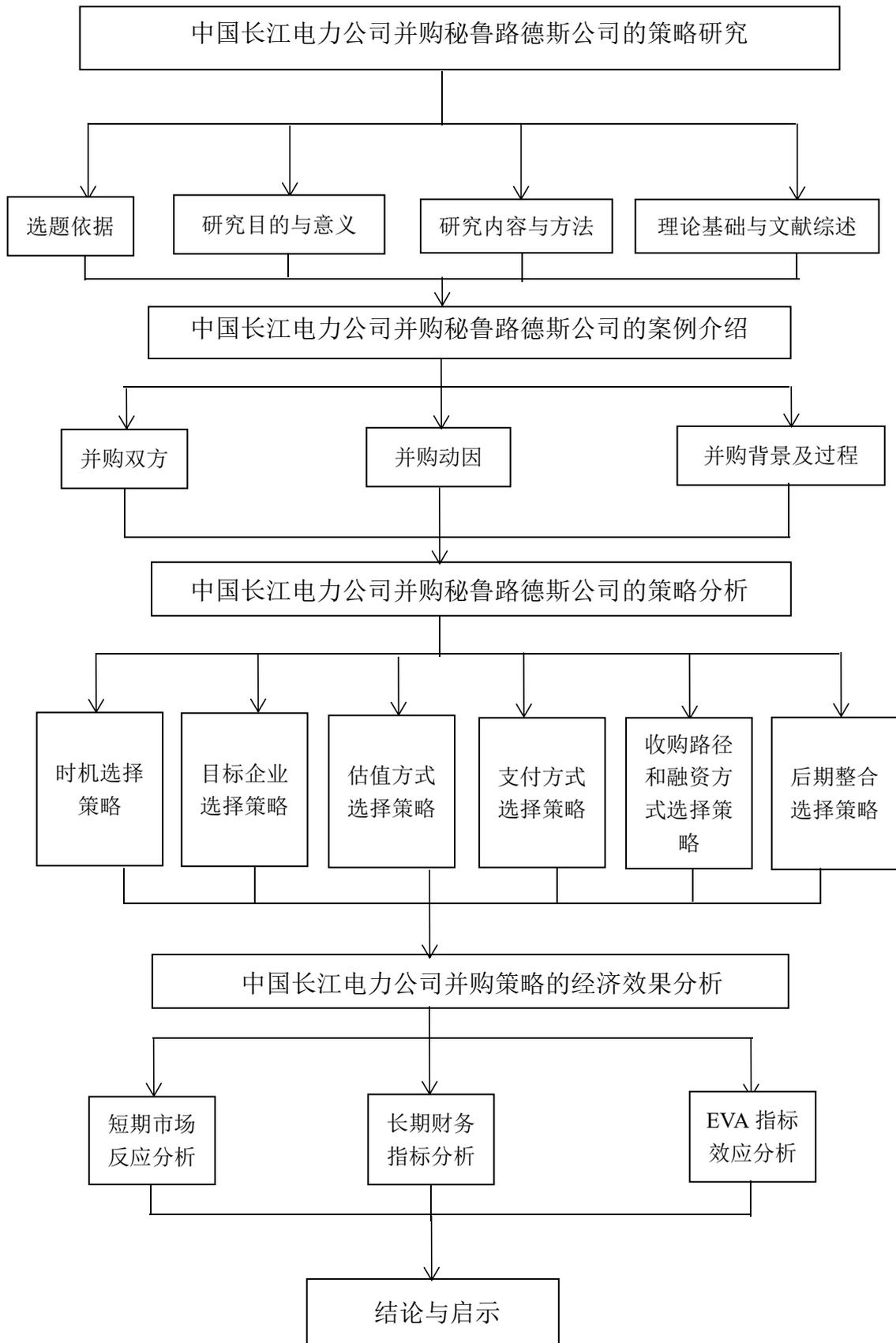
近年来，国家积极鼓励发展清洁能源，深化电力体制改革，这为水力发电企业的发展带来了新的市场机遇。本文通过长江电力公司对秘鲁路德斯公司的跨国并购策略的研究，为我国其他电力企业把握国家电力体制改革机遇，选择跨国并购策略具备一定的现实意义。

1.3 研究内容与技术路线图

1.3.1 研究内容

本文的研究主要分为六部分。第一部分为绪论。主要对论文的选题背景、目的、意义、研究思路以及创新点进行简要分析。第二部分为理论基础与文献综述。主要对文章所涉及到的理论和现有文献进行阐述。第三部分为中国长江电力公司并购秘鲁路德斯公司的案例介绍。主要内容包括对参与并购的两家企业的基本情况、并购动机、并购背景和过程的简要介绍。第四部分为长江电力公司并购秘鲁路德斯公司的策略分析。主要通过并购交易的环节和并购后的整合两个大的方面展开，将并购的交易环节又细分为时机选择、目标企业选择、支付方式和估值方式选择、收购路径和融资方式选择。第五部分为长江电力公司并购策略的经济效果分析。主要通过事件研究法、财务指标分析法和 EVA 指标效应分析法对策略实施的经济效果进行评价。第六部分为结论与启示。通过对经济效果的评估结果归纳出长江电力公司在本次并购中值得其他企业借鉴的策略，对其他企业实施并购时选取恰当的策略提供一些启示。

1.3.2 技术路线图



1.4 研究方法

（1）文献研究法

搜索国内外文献，涵盖广泛的企业跨国并购研究内容，并进行深入分析，总结归纳当前的研究的成果，发现现有文献研究中还未完善的地方，为文章的深入研究提供坚实的理论基础并提供研究的方向。

（2）案例分析法

选择我国最大的电力上市公司——长江电力公司和秘鲁最大的电力公司——路德斯电力公司跨国并购的案例。对其并购的动因，并购交易环节和后期整合过程中所采用的策略进行分析。

（3）事件研究法

对跨国并购策略实施的经济效果进行短期的市场分析。通过宣告并购前后股价的波动情况，分析在短期内是否对并购企业带来了正向影响，接着通过计算超额收益率和累积收益率进一步来判断其影响程度。

（4）财务指标分析法

运用不同的财务指标对长江电力公司的业绩进行评估，意在通过财务指标在一段时间内的变化体现并购对长江电力公司财务状况的影响。

（5）EVA 指标效应分析法

2013 年，国务院国资委修订并发布了《中央企业负责人经营业绩考核暂行办法》，在其中将 EVA 作为主要评估国有企业经营绩效的方式，具体公式为： $EVA = NOPAT - WACC\% \times TC$ ，即用企业税后净营业利润减去企业使用的全部资金来计算并购使企业产生的增加值，以此来判断并购带来的经济效益。

1.5 论文的创新点与不足

1.5.1 创新点

本文的创新之处可能在于以下几个方面：首先，在对跨国并购案例的选择方面，过去的研究主要集中在制造业和社会服务业领域的跨国并购案例上，而对能源行业的相关研究相对较少。本文的研究对于其他能源企业进行跨国并购具有有益的参考

价值。其次，在对企业跨国并购采用策略的研究方面，以往研究大多是某一个策略在并购中的体现，对策略的研究单一化，本文将从交易环节和并购后的整合两个总的方面对并购策略进行研究，并将交易环节的策略选择按顺序细化为时机选择、目标企业选择、支付和估值方式选择以及收购路径和融资方式选择。最后，在对经济效果评价的分析法选择方面，大量的文献在对企业并购产生的经济效果在长期方面的体现时主要采用财务指标的分析方法，而本文研究下将采用事件研究法和 EVA 指标效应分析法对其并购策略实施效果进行全面的评价分析。

1.5.2 可能存在的不足

首先，关于长江电力公司并购的资料全部来自于企业公开发布的年报及相关新闻报道，基于信息获得的有限性，对于并购策略的分析深度有待加强。

其次，长江电力公司完成并购的时间正处在国内疫情期间，本文掌握的主要为 2018 至 2022 年的相关指标数据，在分析长期经济效果时无法排除新冠疫情的影响。

最后，由于个人水平有限，难免存在疏漏以及思考和研究上的局限性，使文章缺乏深度。

2 理论基础与文献综述

2.1 理论基础

2.1.1 横向并购理论

根据并购方和被并购方所在的行业是否一致，可将并购划分为横向并购、纵向并购和混合并购三种类型。横向并购是指两个或者两个以上生产销售相同或相似产品的公司之间的并购活动，横向并购的各方均属于同一行业。基于这个原因，横向并购有助于企业弥补自身资产配置的不足，同时由于规模效应的影响，有助于企业生产成本降低，市场份额提高，企业竞争力和盈利能力也相应增强。

根据横向并购理论的观点，以横向并购的形式进行交易时，无论两个企业是销售相同还是相似的产品，由于双方处于同一个行业，对彼此的业务和管理流程相对比较熟悉，而且收购方的行业信息在充分筛选目标企业的过程中更容易获得。因此，横向并购的企业可以在很大程度上减少信息不对称对企业并购带来的不确定风险，从而促进企业绩效的提升，更有助于企业顺利完成并购。通过横向并购，首先能够减少竞争对手的数量，使得行业相对集中，有效降低竞争激烈程度，提升整个行业的利润水平。其次，在规模经济的作用下，企业为了提高生产率不得不持续提升生产能力，横向并购可以将行业内的生产能力集中，使得企业在实现规模经济的同时也能够避免生产能力的盲目增加，并且横向合并收购可以帮助某些具有高度专业性企业克服退出障碍，企业可以通过合并收购来调整内部结构，淘汰陈旧设备，从而解决退出障碍过高的问题，实现供需关系的稳定。

2.1.2 市场势力理论

市场势力理论被 Comoran 在 1967 年的论文中提出，他认为企业通过并购关键企业实现对这些企业的实际控制，从而树立行业壁垒，限制其他企业的进入，最终目标是实现垄断地位，并获取高额利润。市场势力理论是产业组织理论的核心，认为企业进行横向并购的主要动机在于通过并购来减少竞争对手，提升对经营环境的控制，加强市场占有率，从而获得某种形式的垄断或寡头利润，增强长期盈利的机

会。

市场势力理论研究的关键议题在于认为企业规模的扩大会带来企业势力的增长。因此对于市场势力问题，存在着两种不同的意见。一部分学者认为，扩大企业的规模会增大企业在市场中的份额，这样势必会导致企业之间合谋，最终形成垄断，而这就会产生并购的收益。另一部分学者认为，这种并购使得产业的集中度提高，而这正是不断竞争的结果，所以他们认为，在集中度高的产业中的企业之间，竞争会变得越激烈，基于各个企业生产经营理念的不同，企业合谋实际上是不存在的，起码在短期内，企业由于各个层次方面的复杂性，无法形成简单的合谋。因此，也不会出现形成垄断。但无论如何，大部分学者认为企业通过并购来增强市场力量，可以促进市场标准化水平的提高，实现企业间资源的互补。

2.1.3 协同效应理论

德国物理学家赫尔曼·哈肯在 1971 年提出了协同的概念，并在 1976 年发表的《协同学导论》中系统论述了协同效应理论。协同效应理论可分为外部和内部两种，外部协同理论是指企业通过兼并收购的行为使得企业之间相互共享业务和特定资源，以此来获得更高的利润；内部协同理论是指企业内部不同部门之间，如生产、销售、管理等部门，在不同的环节、阶段和方面，基于共同的利益和目标，通过统一资源的共同利用而产生的整体效应。

在企业合并收购中，协同效应主要表现为通过合并收购，提升企业的竞争力。在绩效方面，则着重于合并收购完成后，合并企业的净现金流量超出两家合并前企业的现金流量，或者合并后企业的绩效高于独立运营时企业预期的绩效。企业并购产生的协同效应主要体现在经营协同效应和财务协同效应两个方面。对企业并购而言，经营协同效应主要是指经过并购之后企业生产经营活动的效率在各个方面得到提升，包括产生的规模经济、优势互补、成本降低、市场份额扩大、服务更加全面等。财务协同效应主要是指企业通过整合双方企业的共同项目，在高效益项目上有选择的投入内部资金，可实现投资回报。企业并购中财务协同效应主要体现在增加企业内部现金流、扩大企业规模、多元化资金来源、提高企业偿债和外部融资能力等方面。

2.1.4 交易成本理论

科斯在 1939 年的著作《企业的性质》中首次提出了交易成本理论。科斯通过对企业的产生、分工、专业化程度的分析指出企业的主要的扩张方式是企业并购，同时也在文章中第一次对并购的边界进行了划分。科斯主张企业和市场是资源配置的两种可替代方式，企业并购实质上是企业逐步取代市场的过程，而在并购过程中必然会涉及到节约成本和增加费用的问题，如果节约的交易成本大于企业增加的内部管理的费用，那就可以证明并购行为在经济上是可行的；如果企业可以减少交易成本而不需要增加内部管理费用，这有可能表明企业的并购行为增加了各种成本，从而可能会对企业后期的管理带来风险。因此，企业进行并购的决策依据在于降低交易成本与增加内部管理费用之间的平衡。

继科斯以后威廉姆森对交易成本理论进行了进一步完善，他将影响交易成本的因素分为三类：涉及人的因素、与具体交易相关的因素和市场环境因素。在人的因素中，主要包括有限理性和机会主义。即在实施跨国并购时，在签订合约之前，收购方无法获取目标企业的所有信息，更无法预见所有可能发生的变化，这导致合约总是存在不完善的可能性。在这种情况下，并购企业可能会消耗资源采取各类行动来预防风险发生从而导致交易成本增加。特定交易涉及的关键因素包括资产的专用性、不确定性和交易频率。在这些因素中，认为决定性的是资产的专用性。资产的专用性因素主要指的是企业在跨国并购时会吸纳目标企业的各项资产，这些资产在并购交易环节期间只是单纯被归为并购方，是否会对并购企业产生效益且产生效益的大小前期并不确定，这也导致在后期整合过程中会产生大量的管理成本。

中国的经济学家张五常深化了交易成本理论，他指出企业并购并非企业和市场的互相替代，而是要素市场和产品市场的互相替代。即并购企业会将目标企业的部分产品进行吸收并转为自己制造，这就要求并购企业购买原来需要目标企业购买的部分生产要素，通过购买的生产要素进行新的产品制造行为就会产生不同的效益。若企业通过购买的生产要素制造的新产品的价值大于其吸收产品的价值，即证明并购行为在经济效果上是有利的，反之则不利。因此企业并购的主要目的在于降低交易成本。尽管企业希望通过并购实现这一目标，但要考虑到影响交易成本的多种因素，企业在实施跨国并购时并不能完全避免承担相应的成本。

2.2 文献综述

2.2.1 关于跨国并购动因的研究

企业实施跨国并购的目标企业位于不同的地区，这就导致跨国并购面临各种风险的可能性更大，为了减少这些风险，企业需要明晰进行跨国并购的原因，以便更好的制定并购的策略。跨国并购的动因也随着时间、并购对象的不同而动态变化，通过阅读国内外对跨国并购动因研究的文献，将跨国并购的动因归纳为以下三个方面。

（1）以产业产能转移为动因

根据唐晓华和高鹏（2019）的观点，随着“一带一路”倡议的不断推进，越来越多的中国企业会将相对落后的产业产能转移到经济较为滞后的发展中国家。根据研究，宁焯和邢春蕾等学者（2021）指出，跨国并购的目的在于实现产业转移，从而推动国内企业产业结构的升级。研究人员孙华鹏和苏敬勤等学者（2014）通过对中联重科并购意大利 CIFA 的案例进行分析后发现，我国企业在设计理念和工艺流程方面与欧洲一流企业存在明显差距，通过跨国并购意大利 CIFA 将实现工艺流程方面的产能转移。Yaroslavl 和 Elena（2022）通过对欧洲地区来源国（19 个）和目标国（28 个）制造业部门实现的跨国并购案例的研究发现制造业部门进行跨国并购的主要原因是实现制造过程中某些阶段的产能转移。根据薛安伟（2020）的观点，跨国并购是企业实现“走出去”战略的重要手段，通过进行跨国并购，企业可以加速向产业价值链的高端转型，从而实现更好、更快的发展。李珮璘和黄国群（2018）则认为通过跨国并购，能够促进国内相关产业的跨国转移，为国内新型产业的发展腾出空间，更有利于本国企业产业升级优化。

（2）以技术积累为动因

张文佳（2015）认为通过购买许可证引进技术的方式会受到各个方面的限制，因此更多的企业选择采用跨国并购的方式获得对方企业的先进技术。根据李蕊（2003）的研究，结合制药和电子行业的国际并购案例，发现了以下结论：为获取相应技术，从而提高本国企业技术效率和技术竞争优势成为了跨国并购的一个重要动因。王晔（2018）认为企业通过跨国并购获得高科技和先进技术资源，能够促进我国企业实现技术水平方面的飞速发展。刘瑞波和潘光杰等（2017）指出，中资银

行进行跨国并购的主要原因在于追求国外先进的管理技术。赵先进和彭瑞栋（2015）通过对我国新能源企业跨国并购的案例进行分析，研究发现我国新能源企业并购活动几乎全部发生在西方发达国家和地区，主要原因是新能源领域的核心技术掌握在欧美等发达国家和地区手中。Robert（2022）认为欧洲企业进行跨国并购的主要动因是获得新技术和市场，以此来提高竞争力和市场价格以及实现商业活动的差异化和多样化。黄宏斌和杜依娜等（2022）以博腾股份跨国并购 J-STAR 为分析案例，研究发现其并购的动因是希望获取对方的高新技术，从而提升综合竞争力并落实自身的战略转型。

（3）以获取其他战略资产为动因

战略性资产是指能够给企业带来经济利益的一组资源和能力的组合。战略资产与传统资产不同，其具有不可复制、长期性和稀缺性等特征，通常难以通过市场交易获得。潜在的战略资产可能包括技术能力、高级人才、品牌、对分销渠道的控制或优先权、企业管理经验等。此处其他战略资产主要指除技术能力之外的其他资产。宋林和彬彬（2019）进行了一项实证研究，他们利用多项 Logit 模型探讨了我国企业海外并购的动因影响因素。研究结果表明，资产收益率对其他战略资产动因的影响系数显著为正，这意味着资产收益率较高的中国上市公司更倾向于选择争夺其他战略资产。宁焯和邢春蕾等（2021）认为跨国并购是为了吸引高端人才和获取跨国企业管理经验等其它战略性资产，通过不断学习、转化和吸收促进本国企业的发展。Na（2022）也认为目标企业先进的管理制度，员工关系等是吸引欧洲企业跨国并购的主要原因。王轶南和王晓丽（2014）认为中国对欧盟 FDI 中跨国并购的主要动因在于欧盟拥有发达的金融市场、完善的市场机制和丰富成熟的国际化经营管理的经验。根据李纪琛和刘海建（2023）研究表明，我国企业数字型跨国并购的主要动机是为了获取海外企业非商业化的数字资源，实现对其他战略资产的利用。

2.2.2 关于跨国并购策略的研究

现阶段对于跨国并购策略的概念还未有清晰的界定，已有文献对跨国并购策略的研究主要是针对并购过程中某一环节下实施的策略对跨国并购的影响研究。本文通过对文献梳理将关于跨国并购的策略研究分为基于交易环节的并购策略研究和并购后整合策略的研究。在基于交易环节的并购策略研究方面，现有文献对跨国并

购策略的研究大致分为并购时机的选择、并购对象的选择、估值方式的选择、支付方式的选择四个阶段。任明（2008）对我国银行业跨国并购现状进行了深入分析，提出了并购策略，分为选择并购时机、选择并购目标和支付方式的三个部分。白俊和周全等（2022）将并购策略分为并购目标选择策略和并购后整合策略两部分。在选择并购目标时，作者主张应该考虑自身的研发能力方向、目标企业的技术规格属性以及并购动机，以便在进行并购前做出准确的识别；对于并购后的整合策略，作者认为应该进行人力资源整合、产业链整合和文化整合。黄登峰和俞荣建等（2021）认为并购策略的制定对并购成功与否至关重要，其中，对并购目标的选择是其中最重要的环节，目标企业的“硬实力”和“软实力”都会对本国企业后续经营产生不同程度的影响。何卓红（2022）以继峰股份并购 Crammer 为例分析了汽车零部件企业跨国并购策略，将并购策略的研究分为了时机选择、目标企业选择、估值方式选择、支付方式选择。在并购后整合策略的研究方面，根据 Silin（2023）的研究，他指出在并购之后，文化整合策略至关重要。并购企业与目标企业之间的文化差异可能影响管理者在整合过程中选择的管理实践，对于完成管理任务具有关键影响。杜健、郑秋霞等学者（2020）观点认为，我国新兴跨国企业的并购策略主要可以归纳为独立策略与依赖策略两种。其中，独立策略包括保持原有企业组织身份、维持经营团队的稳定和赋予高度自主权，而依赖策略则着重于减少对目标企业的不对称依赖和增加双方间的联合依赖。吴道友、程佳琳（2019）提出，对于并购后的整合策略，企业应当考虑包括吸收策略、共生策略、持有策略和保存策略等多种策略。通过制定这些策略，有利于企业实现跨国并购时期的期望业绩。

2.2.3 关于跨国并购经济效果评价方法的研究

对于跨国并购经济效果的研究主要包括短期市场反应分析和长期财务指标分析。在短期市场反应分析方面主要采用事件研究法。宋维佳和乔治（2014）利用事件研究方法对中国资源型企业进行跨国并购的经济效果进行了评估。通过分析并购前后的股价变动和超额收益率的变化，发现石油天然气行业异常收益率高于有色金属和煤炭。徐明霞和陈明灿（2017）对采用事件研究法评估跨国并购经济效果的方法进行了评析，并给出了使用该方法对经济效果评价时应关注的问题，以给企业实践和理论研究提供参考。夏扬和沈豪（2018）以均胜电子为研究对象，选择事件研

究法对其连续并购的经济效果进行评价, 研究发现 2011 至 2016 年间, 均胜电子的整体绩效提升, 但在短期市场反应方面存在财富效应递减的现象。池昭梅和乔桐 (2019) 采用事件研究法对旗滨集团跨国并购的短期经济效果进行分析, 分析结果表明: 从短期来看, 并购为企业带来微弱的正效应, 但持续时间短暂。黎文飞和李郑鹏 (2021) 利用事件研究法来分析 PE 参与中联重科收购 CIFA 的市场反应。研究结果显示, 企业的超额收益率在事件发生前后有不同程度的变化, 因此从整体而言, 投资者对这次并购活动持有正面评价。对长期财务指标的分析主要关注企业在跨国并购前后的盈利能力、偿债能力、营运能力和发展能力。任高菱子 (2013) 以吉利收购沃尔沃为例, 她采用了财务指标分析的方法来对吉利并购前后近五年的财务数据进行分析, 以探究吉利的经营状况在并购后是否得到有效改善, 以期为其他企业的并购提供经验借鉴。王玉喜 (2020) 详细介绍了财务指标分析的方法, 指出尽管这种方法可以直观地展示上市公司在并购事件发生前后经济效果的变化, 但由于其分析基础是上市公司的财务披露数据, 很难获取更为原始和真实的数据, 容易受到上市公司主观因素的影响, 无法避免受到上市公司潜在的财务数据粉饰行为的干扰。崔晓杨和吕鑫等 (2017) 选择中国电子制造龙头企业——TCL 集团作为研究对象, 利用财务指标分析方法研究了近十几年该企业进行的三次重要跨国并购对企业的影响。研究结果显示, TCL 集团收购阿尔卡特手机业务后业绩有显著改善, 而收购汤姆逊彩电业务和 Palm 手机品牌则带来了负面影响。

2.2.4 关于跨国并购策略对经济效果影响的研究

现有文献针对跨国并购策略对经济效果影响的研究大多是对具体企业跨国并购过程中某一个或某些因素对并购效果的影响研究。本文将这些影响因素归纳为并购的时机、目标公司选择、估值和支付策略四个方面。

在体现并购时机对经济效果的影响方面。关健和吴鑫 (2016) 认为并购时机的选择对并购成功与否起关键作用, 选择合适的并购机会大大增加企业并购的成功概率。谢志华和董昊明等 (2017) 以 2009-2014 年发生跨国并购的企业为研究对象, 将并购时机的选择对经济效果的影响进行分析, 研究发现好的市场时机对跨国并购的经济效果会产生显著负效应。根据孙林和陈收 (2018) 的研究, 他们发现在互联网环境下, 企业在选择最佳前向并购时机时, 不同企业的经济效果会受到不同程度

的影响。对于产品价格弹性越大的企业影响程度越深。张继德和相里媛（2021）认为选择并购时机时应当参照宏观经济环境，其中相关政策的公布阶段是实现跨国并购的良好时机。章伟果和扈文秀（2021）认为选择错误的并购时机不仅会破坏行业发展，还会降低社会资源配置效率。Wanli（2022）基于 2008-2017 年中国在 29 个国家的跨国并购数据，分析结果表明善用经济政策将会对经济效果产生显著的正向影响。Fredrik（2022）也肯定了政策对跨国并购的效果会产生影响，但具体的影响情况因为政策类型而产生不同的效果。

在体现选择目标公司对经济效果的影响方面。刘红霞和幸丽霞（2017）通过研究驰名商标与目标公司选择之间的关系发现并购方会选择具有信息优势以及资源整合便利的目标公司，因为这将有助于并购方实现规模经济。梁俊娇和关宇航（2017）通过天润乳业跨国并购的案例指出选择合适的并购目标能够帮助并购方降低税收负担，降低企业生产经营的成本，有利于企业增加净利润并通过高薪酬来吸引更多创新人才进入到企业中，为企业增添全新的生命力。研究者孙焯和王天童（2020）指出，在并购战略研究中，核心问题在于如何选择合适的并购目标公司。在确定目标公司时，应全面考虑其财务状况、上市情况以及公司实力等多个方面因素进行分析。恰当的并购目标选择能够有效推动公司的并购战略实施，有助于促进市场资源的有效配置，推动产业整合和升级。研究者吴佩璟（2022）认为，选定适宜的并购目标公司不仅能够优化并购方的营收结构，提高企业的盈利能力，还有助于企业实现全球化布局。

在体现估值策略对经济效果的影响方面。根据康芮华（2005）的观点，在进行并购企业的价值评估时，首要考虑的是分析和确定价值的类型。她指出，并购评估中不同价值类型的内涵和前提假设存在显著的差异，而被并购企业的投资价值与市场价值之间的巨大差距是推动并购的关键因素。王克强和吕琳等（2013）认为对于风险较大的行业就行评估时，运用实物期权的理论进行评估潜在的盈利机会和并购的附加价值，有助于获得更精确的企业价值，为经济活动提供有效的决策支持。辛宇和李天钰（2015）在分析跨国并购企业具体选择哪种估值方式更有利于企业未来发展时指出，若并购企业对目标企业估值过高，将会加剧并购企业股价崩溃风险。薛雨佳（2019）认为企业合并中，估值扮演着至关重要的角色。若企业期望对目标企业做出合理的估值，应该在估值前进行尽职调查，搜集目标公司关于经营状况和

业绩预期等信息，以专业资产评估机构给出的评估价值为基础进行估值。王厚明和孙春燕（2020）通过比较不同估值方式所适用的条件，指出在跨国并购时，企业通常倾向于采用相对估值法，这会导致并购时支付较高的价格，但目标公司通过技术和品牌的协同效应也会给并购方带来实际收益。

在体现支付策略对经济效果的影响方面。Houssam（2014）对欧洲近四十年内跨国并购案例采用的支付方式进行研究，研究结果显示，大部分跨国并购采用了混合支付方式。作者认为混合支付不只是将现金支付和股票支付相结合，而且具备独特的决策因素和特色，采用混合支付方式对企业绩效的影响更显著，效果更加显著。与之不同的是，Ladkani（2018）和 Lie（2019）则认为无论支付方式如何，都不会破坏价值，现金交易和股票交易都会为股东创造财富。根据赵息（2014）的研究，对比了股票支付和现金支付方式，发现股票支付会导致企业股价在首次宣布并购公告后出现超额波动，从而带来超额收益；而现金支付方式只会带来正常收益。葛结根（2015）认为选择并购支付方式是实现企业并购战略目标的手段之一。采用现金支付和现金与资产支付组合的方式对经济效果的影响呈正向效应，而采用资产支付方式对经济效果的影响并不显著。窦炜和方俊（2018）认为通过股权支付方式，可以吸引目标企业原有的机构投资者参与，而增加机构投资者持股比例有助于他们利用专业知识提升企业的治理水平，稳定企业在并购后的经营管理水平。李井林和戴宛霖等（2019）根据对蓝色光标跨国并购案的分析，发现采用“股权+现金+融资”混合支付方式，不仅可以更有效地解决并购定价争议，减轻信息不对称所带来的企业风险，还可以激励目标公司管理层，推动企业顺利完成并购。余玉苗和冉月（2020）选择了五年内创业板公司进行跨国并购的案例，就不同支付方式对经济效果的影响展开分析。结果显示，与单一现金支付相比，采取股份支付和混合支付方式更为明显地影响经济效果，更有利于并购企业的经营发展。

2.2.5 文献简评

通过梳理跨国并购相关文献，对跨国并购的概念、并购动因、并购策略以及并购经济效果的评价方法评述总结如下：

对于跨国并购动因的研究，较早期的文献对跨国并购动因分析集中于获得资源、发挥协同效应和实现规模经济三个方面。伴随着经济全球化浪潮的推进，企业跨国

并购的动因也发生了变化，大多集中在以产业产能转移，以技术积累和获得其他战略资产为动因。

对于跨国并购策略的研究，现有文献主要集中于某个环节的策略研究，比如对跨国并购过程中并购企业对融资方式选择的策略研究，或者对并购过程中的支付环节选择哪种支付方式所做的策略研究。

对跨国并购策略实施的经济效果的研究，国内外学术文献主要使用短期事件研究方法和长期财务指标分析方法。短期事件研究方法主要侧重于分析公司在并购公告前后股价的波动情况，以评估并购的经济效果。这种方法可以快速直观地反映并购对公司的影响。长期财务指标分析方法则通过比较并购前后一段长期时间内的各项财务指标变化来评估并购的经济效果，以弥补短期事件研究法的不足，更客观地展现并购的经济效果。

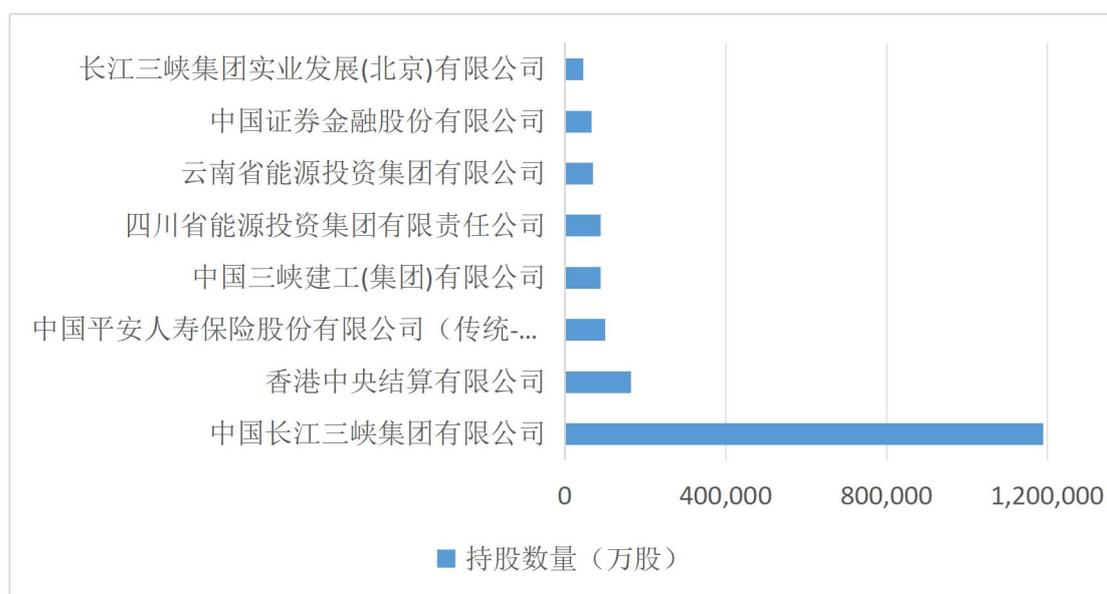
综上所述，大量学者对其研究集中于对企业跨国并购动因的研究，对于跨国并购策略的研究还未形成一个完整的体系，对于跨国并购经济效果的评价方法的研究也集中于事件研究法和财务指标的分析方法，缺少全面性。在对跨国并购策略进行研究时，现有文献大多针对并购过程中某一个环节下的策略研究，对整个并购过程策略研究的文献较少，这是今后对跨国并购策略研究方面需要完善的地方。在对跨国并购经济效果的评价方法的研究时。事件研究法依托于股价变动的情况，但是股价变动的因素有很多，并不仅仅与宣告并购的消息有关。虽然大多数文献同时也采用财务指标法进行分析，以此来弥补短期事件研究法的不足。然而对于跨国并购经济效果的评价方法并不仅仅只有这两种，长期绩效的评价方法还有 EVA 指标效应分析法、熵值法、AHP-模糊综合评价法、平衡计分卡分析法等等。若要更准确、更全面地对并购的经济效果进行分析，应该采用更丰富的评价方法。

3 中国长江电力公司并购秘鲁路德斯公司的案例介绍

3.1 并购双方介绍

3.1.1 并购方—中国长江电力公司

长江电力公司是由中国长江三峡集团有限公司作为主要发起人，在 2002 年 9 月 29 日创立，随后于 2003 年 11 月在上海证券交易所进行首次公开募股，正式挂牌上市。2020 年 9 月，长江电力公司通过发行“沪伦通”全球存托凭证，实现在英国伦敦证券交易所上市交易。公司主要的持股股东为国企和央企，其中长江三峡集团占绝对控股地位，2022 年公司前十大股东持股情况如图 3.1 所示。

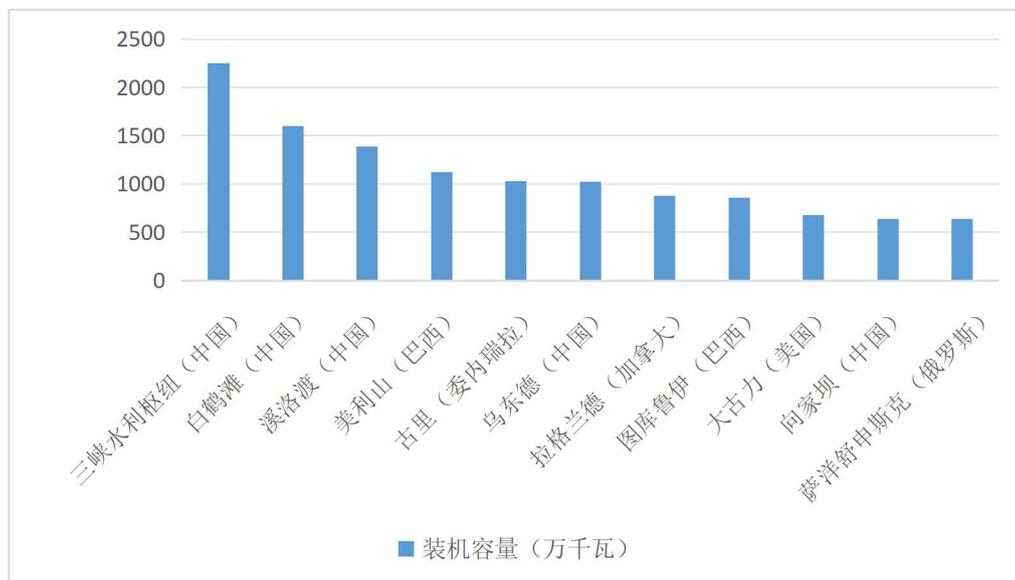


资料来源：由上海证券交易所公告数据整理而成

图3.1 2022年长江电力公司前十大股东持股情况图

长江电力公司是中国最大的电力上市公司和全球最大的水电上市公司。公司主要从事的业务有水力发电、抽水蓄能、智慧综合能源、新能源和配售电等业务，经营区域不止覆盖中国，同时也覆盖了秘鲁、巴西、巴基斯坦等国。公司是世界水电行业的引领者，在长江干流水电装机容量全球排名第一，2022 年达到了 7169.5 千瓦，拥有世界前 12 大水电站中的 5 座。世界前 11 大水电站分布情况如图 3.2 所示。长江电力目前共运营管理六座梯级电站，包括乌东德、白鹤滩、溪洛渡、向家坝、

三峡和葛洲坝，这些电站全部采用 100%的可再生能源，共同组成了世界上最大的清洁能源走廊，有效地保障了长江流域的防洪、航运、补水和生态安全，为我国经济社会的绿色发展提供了强劲的推动力。同时，长江电力公司拥有中国最优水资源，拥有中国最优水资源的永久使用权，所属电站均属于国家重要战略工程，在防洪、发电、航运、补水等方面具有不可替代的重要地位。



资料来源：长江电力公司官网

图 3.2 世界水电站 TOP11

在发电业务的基础上，长江电力公司顺应国家电力体制改革，与 2016 年逐步整合企业内部资源，统筹有序发展国内配售电业务。2016 年 2 月 3 日，长江电力公司与重庆两江长兴电力有限公司签订售电业务，与大唐国际发电股份有限公司签订购电协议，这标志着长江电力公司配售电业务首次在重庆地区展开。据长江电力公司 2016 年度社会责任报告可知，此次签约共计达成年度售电量 1.3 亿千瓦时，市场化售电量约 81.3 亿千瓦时。近年来，长江电力公司积极进行海外配售电业务的拓展，据长江电力公司 2022 年度报告显示，企业完成销售电量 130.34 亿千瓦时，实现相关业务营业收入共计 123.52 亿元。长江电力公司配售电业务不断取得突破性进展。

长江电力公司秉持以市场为导向、以效益为中心、以安全为基石的原则，不断培育和强化公司在电站运行、维护、调度、市场营销和资本运营等五个方面的核心能力。公司通过高标准、严要求的安全生产、优化管理手段和创新管理方法，实现管理规范化、信息化和流程化，最大限度地挖掘内部潜力，降低运营成本，提高企

业效率。长江电力公司的 2019 至 2021 年财务状况详见表 3.1。2019 年至 2020 年资产总额同比增长率最大,增至 1721.18 亿元,比 2019 年的 1495.10 亿元增长约 15.12%,同比增长率比 2021 年高出约 10 个百分点。2019 至 2021 年负债总额相继为 1464.67 亿元、1525.05 亿元和 1382.75 亿元,未出现较大波动。尽管公司 2019 至 2021 年的营业收入同比增长率有所下降,但整体仍呈持续增长态势。从 2019 年 498.74 亿元增长至 2021 年的 577.83 亿元。2020 至 2021 年,虽一定程度上受到疫情方面的影响,但长江电力公司的整体的净利润并未出现太大的波动,2021 年的利润总额也只比 2020 年降低了 0.47 亿元。2022 年发电总量为 2622.49 亿千瓦时,国内水电装机总量 7169.5 (含 1000 权益水电装机总量) 万千瓦。

表 3.1 2019 年-2021 年长江电力公司部分重要财务指标

时间	2019	2020	2021
资产总额 (亿元)	1495.10	1721.18	1810.63
负债总额 (亿元)	1464.67	1525.05	1382.75
营业收入 (亿元)	498.74	556.46	577.83
利润总额 (亿元)	266.27	324.56	324.09

数据来源:通过公司年报整理所得

3.1.2 被并购方—秘鲁路德斯公司

秘鲁路德斯 (Luz Del Sur) 电力公司 (以下简称 LDS 电力公司) 是位于秘鲁首都利马东南地区的配售电企业和最大的电力上市公司。2022 年, LDS 电力公司扩建了配电系统, 安装了 62 公里的中压 (MT) 网络、326 公里的低压 (BT) 网络和 139 个中压变电站。更新了 2600 多个变电站的开关控制系统, 使用配点发电站的累计仪表, 从而优化了公共照明的能源使用。LDS 电力公司不仅在配售电业务方面有所作为, 还拥有 10 万千瓦时已经投产的水电资产, 以及约 74 万千瓦的优质水电储备项目。在电力配售领域, LDS 电力公司拥有优质的水电资产和业内领先的运营水平, 同时受益于秘鲁良好的商业环境和健全成熟的市场体制, 企业的运营效率始终保持稳定, 并呈现持续增长的趋势。2017 年荣获秘鲁地区电力行业最佳公司, 是秘鲁地区具有重要影响力的公用事业企业。2022 年 LDS 电力公司的销售额为 39137 万索尔, 营业利润为 9.858 亿索尔, 年底净利润为 6.196 亿索尔。

3.2 并购动因分析

3.2.1 实现配售电业务的产业转移

至 2018 年，在乌东德、白鹤滩两大电站建立之后，三峡集团再没有大型水电站的建设和建成计划，这使得长江电力公司单纯依靠三峡集团注入资产来增加盈利的方式已不可持续，同时，其他持股股东所拥有的水电站也不再增加，能提供的优质资源十分有限，公司若想继续扩大经营，国际化发展是大趋势；其次，长江电力公司的核心业务是发电业务，配售电业务 2018 年之前并非公司核心业务，但配售电业务相较于发电业务风险更小，收益率更为稳定，尤其若能在成熟的电力市场发展配售电业务，更有利于长江电力公司获得稳定的收益，而且成熟电力市场的配售电业务一般都有政府核定回报率，风险更小，更有利于长江电力公司在海外的持续发展。

2018 年，随着全球化战略的不断推行，电力行业的经营权限逐步向外资开放，同时光伏、风电等清洁能源发电逐渐开始替代水力发电的各项业务，能源替代竞争严重。新技术、新能源的出现，使得水电行业的生存空间被挤压，长江电力公司加速产业链延伸的需求愈发迫切。LDS 电力公司是位于秘鲁首都利马东南地区的配售电企业和最大的电力上市公司。其配售电业务所覆盖市场份额在秘鲁整个市场达到了 28%，长江电力公司面对新能源替代的新一轮能源变革，急需确保资产保值增值。因此，将配售电业务转移至秘鲁是长江电力公司做出的积极应对策略。

3.2.2 与已有水电项目形成发电、配售电协同效应

除配电业务外，LDS 电力公司还拥有大约十万千瓦已投产的水电资产以及超过七十千瓦的水电储备项目。截止 2018 年，长江电力公司共拥有四座巨型水电站，五十八台七十万千瓦的巨型水轮发电机组，占全球同类机组的 58%。通过并购能够使长江电力公司扩大发展空间，实现主营业务的迅速扩张，使其“全球水电装机量王者”的称号更加稳固，实现其抢抓机遇，买对资产、买好资产的发展目标，充分发挥长江电力公司的优势和潜力。

依托秘鲁本地丰富的水电资源和 LDS 电力公司的先进技术，长江电力公司能够

提高配售电效率。虽然配售电业务并非长江电力公司核心业务，但配售电业务基础稳固，能够为公司提供稳定的收益，通过收购 LDS 电力公司，吸收其成熟的经营理念 and 策略，为公司发展注入新的活力。LDS 电力公司的配售电资源将为长江电力公司今后发展发电、配电、输电、售电一条龙产业提供重要支持。

通过并购双方能够实现优质资源的共享和发电、配售电业务的协同发展，在整合发电业务项目的基础上，拓展配售电上下游产业链。LDS 电力公司拥有技术先进的水力发电设备和配售电设施，降低了长江电力公司为其配备设施的成本，通过共享技术，更有利于实现财务协同、管理协同和经营协同。与此同时能够提高配售电的使用效率，为秘鲁地区的人民提供优质的水电资源和服务。除此之外，长江电力公司作为国内最大的水电上市公司，本身实力雄厚，各项技术发展成熟，双方实现并购之后，有利于实现技术的相互渗透和利用。此次并购涉及到发配售电的各个环节，双方的并购整合能在多方面多渠道实现优势互补，取得协同效应，使得长江电力公司能够更加适应秘鲁地区的市场需求，不断提升市场占有率。

3.2.3 获取其它战略性资产

LDS 电力公司拥有最先进的测试设备技术，这在秘鲁是独一无二的，配售电业务由经验丰富的专业团队提供个性化护理，在中型和大型项目中拥有丰富的经验和声望。同时，LDS 电力公司拥有系统的管理体系和组织管理系统，能够预设、面对并迅速适应破坏性变化，其所坚持的预防文化是 LDS 电力公司以想象力、创造力、紧迫感预防逆境的强大支柱，成为公司组织管理体系中最出彩的一部分。此外，公司通过设立《工作安全、健康和环境内部条例》，分别对人员健康管理和安全部分做出了详细规定。比如，企业对在 LDS 工作的工人，制定完善的培训机制，对工作导致的可能的职业病，制定预防和纠正措施，以避免复发；确保安全的工作环境，以确保工人的适当表现；监控运营，确保工人、培训人员、承包商和供应商的安全。长江电力公司通过此次并购，可以吸收其成熟的管理经验，在选择吸收的同时，提升自主创新的能力，创造出本企业文化能够相融合且符合现代管理理念，适应长江电力公司未来发展的企业管理模式，实现管理的跨越式进步。

3.3 并购背景及过程分析

3.3.1 并购背景

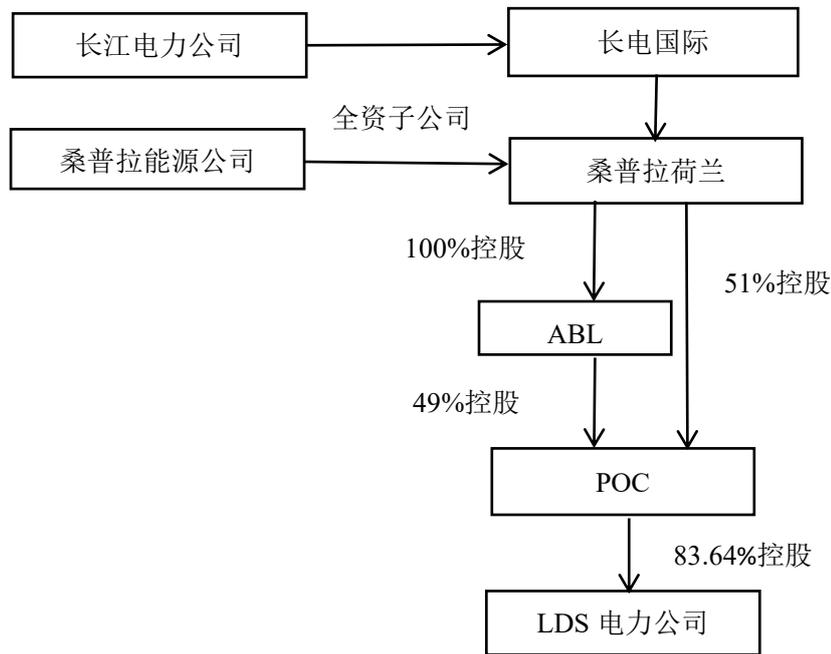
“一带一路”倡议大背景下，国家鼓励国有企业向海外拓展自身业务。电力行业也逐渐加大“走出去”对外投资的步伐，积极与亚洲其他地区，南美洲和非洲等地谈成合作。与此同时，国际市场对于清洁能源发电的产能合作有迫切的需求，这与我国近年来电力行业发展的愿景高度契合，从而对我国水力发电企业实现国际产能合作提供了良好的发展机会，我国水力发电企业“走出去”迎来重要的战略机遇期。

随着我国电力体制改革的不断深化，国家提出电力行业发展向配电侧和售电侧方向转移。其中，2015年发布的《配网改造行动计划》中提出，从2015年起配电网建设和投资不得低于20000亿元。而在此前，我国配电网的投资大大落后于输电网的投资额，这也反映出我国配电网业务发展将会有很大的空间。此外，相关售电侧改革政策文件的出台，也使售电业务逐渐成为业内关注的焦点和热点，文件多次提出电力企业需开放售电业务，多途径培养售电市场竞争主体，积极拓展海外售电业务。总之，我国电力行业逐渐向海外拓展配售电业务是大势所趋也迫在眉睫。

长江电力公司的最大控股股东长江三峡集团早在2016年已经与秘鲁能矿部共同签署了圣加旺三级水电站项目融资备忘录，该项目是中国与秘鲁两国在产能合作方面的早期项目，在2017年，长江三峡集团又与秘鲁公司签订了总金额3.65亿美元的长期贷款提款协议，促进圣加旺三级水电站项目的实施。2018年三峡集团以14.1亿美元收购了秘鲁格亚水电站，为长江电力日后并购提供了借鉴和进一步发展打下了基础。长江电力公司此次对LDS电力公司的并购，不仅仅是对“一带一路”倡议中鼓励企业不断“走出去”的践行和对相关政策的迎合支持，更是基于先前已经在秘鲁落成水电站项目，后续实施并购可更快促使产销一条龙服务，这有利于长江电力公司在秘鲁及南美区域进一步拓展配售电业务。

3.3.2 并购过程

2019年，长江电力公司透过其全资子公司长电国际（香港）有限公司，成功完成桑普拉能源国际控股有限公司（以下称“桑普拉能源公司”）的收购，涉及桑普拉荷兰旗下的安第斯百慕大有限公司（现更名为安第斯百慕大有限公司，以下简称“ABL公司”）100%股权，以及秘鲁机会有限责任公司（以下简称“POC公司”）约50.00000069%股权。其中，POC公司的其余约49.99999931%股权由ABL公司持有。这两家公司的主要资产为在利马证券交易所上市的公司——Luz del Sur S.A.A.（以下简称“LDS电力公司”），拥有其83.64%的股权。在2020年4月24日，双方按合约完成了对ABL和POC公司的股权收购，最终确定交易价格为36.02亿美元。至此，并购基本完成。在上述收购完成后，触发了对LDS电力公司剩余不超过13.7%股份的强制要约收购，并最终确定要约收购价为每股4.0497美元，在2021年2月24日完成要约收购后，正式宣布了此次并购的全部完成。图3.3是并购过程相关主体控股情况图。



资料来源：通过上海证券交易所披露公告整理所得

图 3.3 长江电力公司并购 LDS 电力公司相关主体控股情况图

4 中国长江电力公司并购秘鲁路德斯公司的策略分析

4.1 时机选择策略

4.1.1 选择国家印发相关支持政策时并购

2015年4月，国家发布了《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》（以下简称《意见》），指出要有序向社会资本开放售电业务的配售，按照重点任务有序推进售电侧改革。为了贯彻执行《意见》的精神，国家发展改革委和国际能源局于2016年10月发布了《售电公司准入与退出管理办法》和《有序放开配电网业务管理办法》，从而更明确了售电公司和配电业务准入与退出条件、权利及义务范围等内容。在考虑并购时机时，长江电力公司选择等待国家发布相关支持政策后再进行并购，借助政府对水电行业发展的大力支持以及国家产业政策重点支持，成功实施了对LDS电力公司的顺利并购。下表4.1为2016至2019年，国家针对水力发电行业所发布的法规政策。

表 4.1 2016-2020 年中国水力发电行业法规政策汇总

法律法规与政策	发布单位	主要内容
《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	国家发改委	要求深入推进能源革命，提高能通利用效率，建设清洁低碳、安全高效的现代能源体系，维护国家能源安全。
《电力发“十三五”规划（2016-2020年）》	国家发改委、国家能源局	预计2020年全社会用电量6.8-7.2万亿千瓦时，年均增长3.6-4.8%，全国发电装机容量20亿千瓦，年均增长5成。
《水电发展“十三五”规划》	国家能源局	十三五期间水电发展目标为，全国新开工常规水电和抽水蓄能电站各6000万千瓦左右，新增投产水电6000万千瓦。
《解决弃水弃风弃光问题实施方案》	国家能源局	2017年，可再生能源电力受限严重地区的弃风状况明显缓解。
《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	国务院	明确加快发展清洁能源和新能源，有序发展水电。

表 4.1 续表

法律法规与政策	发布单位	主要内容
《关于积极推进电力市场化交易进一步完善交易机制的通知》	国家发改委、 国家能源局	通知明确支持电力用户与水电、风电、太阳能发电、核电等清洁能源发电企业开展市场化交易。
《关于建立健全可再生能源电力消纳责任保障机制的通知》	国家发改委、 国家能源局	明确省级人民政府能源主管部门牵头负责本省级行政区域的消纳责任权重落实，电网企业承担经营区消纳责任权重实施的组织责任，售电企业和电力用户协同承担消纳责任。

资料来源：中国政府网

4.1.2 选择美国能源行业市场波动时并购

从 2016 到 2018 年，美国加利福尼亚州连续遭受了多次森林火灾事故，经过相关部门的调查，起因疑似是美国最大的电力和天然气供应商之一太平洋燃气电力公司的设备老旧导致的电线短路造成的。为了防止此类情况再发生，加州有关部门要求各大电力公司更新产品设备，对老旧设备进行翻新或者替代，作为标普 500 成分股之一的桑普拉能源公司，也受到了加州政府施加的压力。桑普拉能源公司并不想将大量资金花费在设备安全性能的提升上，因此有意收缩国际市场的规模，具体做法是抛售其在拉美的多个能源公司股票，其中就包括 LDS 电力公司。长江电力公司选择在美国能源市场波动时对 LDS 电力公司实行并购，抓住市场机遇，顺利推动并购。

4.2 目标企业选择策略

4.2.1 “战略导向型” 并购目标选择

长江电力公司在 2016 年提出公司实行“一体两翼”的发展战略，“一体”即为国内大水电，“两翼”即配售电业务与国际化，以此来寻找业绩长期增长空间。为了贯彻落实“一体”，巩固公司在水力发电行业的地位，长江电力公司于 2016 年收购了川云公司 100% 的股权，其旗下的永善溪洛渡电站和宜宾向家坝电站也随之注入长江电力公司，通过此次并购，长江电力公司自有装机容量得到大幅度提升，

据长江电力公司 2016 年度社会责任报告可知，自有装机容量从 2527.7 万千瓦增加至 4553.7 万千瓦，增长了 2026 万千瓦，增长率达 73.58%，新增年度发电量约 878 亿千瓦时，比 2014 年增加约 75 个百分点，长江电力公司成为 A 股市值最高的电力公司。乘胜追击，2019 年，长江电力公司收购了云南华电金沙江中游水电开发有限公司（下称“金中电力公司”），以此来进一步扩充自己的装机总量。金中电力公司主要负责金沙江中游电站的建设管理工作，参与并运营“上四级电站”（龙盘、两家人、梨园、阿海）和“下四级电站”（金安桥、龙开口、鲁地拉、观音岩），拥有运装机和权益装机合计近 1000 万千瓦，此次并购更稳固了长江电力公司“全球水电装机量王者”称号。

通过对川云公司以及金中公司的并购，“一体两翼”的发展战略得以部分实现，但如何顺应国内电改的趋势，持续做好存量配电资产的整合和运营管理，打造配售电上市公司，长江电力公司管理层对此进行多次商讨。考虑到国内电改推进的速度低于预期，想要短时间内获得大量的配电网资源难度较大，公司积极寻求海外发展的机会，派相关人员对秘鲁进行实地考察发现秘鲁地区水电资源丰富，有多家发电、配电、发配电一体的电力公司。主要有 Duke Energy、EGE San Gaban、Electroperu、Enel、Engie、Perenesa、LDS 等。经过调查可知，Duke Energy 拥有总装机容量 550 万千瓦和四个水电站，EGE San Gaban 是一家国有发电企业，拥有两家火力发电站和一家总装机量为 550 万千瓦的水电站，Electroperu 是一家发输配一体化的公司，其装机容量超过一百万千瓦，Enel 累积装机容量 2030 万千瓦，在秘鲁市场约占 17% 的份额，Perenesa 共持有两家水电站，总装机容量达 200 万千瓦。LDS 电力公司为发配电一体化电力公司，公司主营业务为配售电，为利马地区超一百万的客户提供服务，约占秘鲁地区 28% 的市场份额。基于对配售电业务的发展需求和综合考量，公司最终选择将 LDS 电力公司作为此次并购的对象。

本次 LDS 电力公司的并购可以为长江电力公司提供难得的配电网资源和投资机会，通过对 LDS 电力公司的并购和参与运营，能够积累配电网运营经验的同时，后期可能实现将这些经验引入国内，从而加大对国内配电市场的投资力度。由此可以看出，长江电力公司在目标企业的选择时选择了能够进一步贯彻落实公司发展战略的企业，LDS 电力公司契合选择条件。

4.2.2 “风险规避型” 并购目标选择

配售电业务属于秘鲁政府监管行业，收益率每 4 年核定一次，2018 年秘鲁配售电业务的核定收益率为 12%，同时政府规定对于单次收益率的调整幅度不得超过 2%，这使得秘鲁配电业务所面临的远期风险更小。此外，也使可能面临的汇率风险更小。秘鲁配电收入以美元计价，且有相对成熟的汇率调整机制，对于长江电力公司而言，面临的汇率风险主要集中在人民币与美元之间，相较于其他南美国家货币的汇率风险更小。长江电力公司在对目标企业的选择方面，考虑了并购目标企业即将面临的远期风险和汇率风险，LDS 公司符合目标企业的选择标准。

4.3 估值方式选择策略

4.3.1 SOTP 分部加总法和成本法结合估计交易价格

并购过程中确定一个合理的交易价格对并购企业至关重要，如何确定让并购双方都接受的价格需要企业选择合适的估值方法对目标企业进行估值。长江电力公司在估值方式的选择上采用了 SOTP 分类加总法。分类加总法是一种常见的控股集团加总法，主要计算公式： $SOTP = (\text{子公司 A 市值} \times \text{集团持股比例} + \text{子公司 B 市值} \times \text{集团持股比例} + \dots + \text{集团直接运营业务价值} - \text{集团债务}) \times (1 - \text{集团折价})$ 。在此次并购中，由于对集团折价比率难以确定故去掉集团折价比率。企业聘请德勤会计事务所对 LDS 进行估值。分别对 ABL 公司、POC 公司和 LDS 公司截止 2018 年 12 月 31 日的资产总额，净资产，营业收入和净利润进行审计，从而确定各子公司的市值，再采用分部加总法对 Sempra 荷兰公司进行估值，作为对 LDS 估值的参考，接着通过成本法分离出主要配售电业务在 LDS 电力公司的价值。最终，估计交易价格为 43-51 亿美元，股权价值为 37-45 亿美元。下表 4.2 为德勤会计事务所审计三家子公司的相关财务数据。

表 4.2 Sempra 荷兰部分子公司财务数据（单位：万美元）

子公司	资产总额	净资产	营业收入	净利润
ABL	80000	73000	-	9992
POC	201000	107000	98000	17000
LDS	177000	81000	96000	16000

数据来源：上海证券交易所披露公告

长江电力公司选择 SOTP 分部加总法和成本法结合进行估值是基于对 LDS 公司的间接控股和 LDS 电力公司的主营业务而考虑的。从图 3.2 中可以看到，长江电力公司是通过并购 Sempra 荷兰旗下子公司 ABL 和 POC 公司实现对 LDS 公司的间接控制的，加上公司最想持有的是 LDS 电力公司的资源和业务，采用 SOTP 加总分类法有利于评估出 LDS 公司的实际贡献率，采用成本法分离主要业务的价值有助于并购企业对其交易价格进行精准评估，但将企业价值简单归于核心业务产生的价值是片面的。

4.3.2 市值法估计要约收购股价

长江电力公司委托秘鲁证券委员会指定的评估公司 Kallpa Securities Sociedad Agente de Bolsa S.A.（后简称“Kallpa”）确定要约收购的股价。Kallpa 最先采用加权平均价格的估值方法确定收购股价，这种估值方法假设公司价值反映在证券交易所上市股票的上市价值中，同时假设权益的公允价值是通过计算 2020 年 4 月 24 日之前过去六个月的平均市值得出的。但使用这种方法有个前提就是在公司接管之前的六个月内交易的股份必须超过公司总流通股份的 5%。Kallpa 通过 LDS 公司在秘鲁交易市场的表现发现，在 2019 年 10 月 24 日至 2020 年 4 月 24 日期间，LDS 电力公司股票交易 126 次，最低价格为 21.30 索尔，每股最高价格为 27.40 索尔。在 2020 年 4 月 24 日之前的六个月内，在秘鲁证券交易所上市的 LDS 股票的加权平均价格为每股普通股 7,3627 美元。但是，在上述六个月中，共交易了 1088 万股股票，这一数额仅占公司未偿还股票总额的 2.24%。不符合收购前六个月内交易的股票数量超过监管要求的 5% 的最低限额的规定。于是，Kallpa 采用包括市值法和持续经营价值估值法在内的六种估值方式，最终选择最符合标准的市值法来确定股价，下表 4.3 为 Kallpa 选择用市值法确定收购股价采用的相关财务数据。

市值法的核心在于选择可比企业对目标企业的股票价格进行估值，为了使估值结果更为准确，Kallpa 选择了七家公司作为 LDS 电力公司的比较企业，其业务都与 LDS 公司的业务类似，以企业价值倍数、市盈率计算的公司价值估值，从这个结果中减去债务，然后除以未偿还的总股票。最终估计每股价格为 4.0497 美元。

表 4.3 Kallpa 选择用市值法确定收购股价

公司	证券交易所资本化 (美元)	市盈率 (%)	企业价值倍数 (%)
LDS	3950	22.83	14.75
Enel Distribucion Peru S.A.A.	993	7.82	6.95
Pinnacle West Capital Corp	8677	16.09	10.15
Energisa SA.	3036	15.71	9.99
Enel Distrbucion Chile S.A.	1835	-	-
CESC Ltd	1036	6.37	5.47
Pampa Energia S.A.	1020	2.38	4.39
Cla Energetica do Ceara	560	-	-
最大值	8677	22.83	14.75
中间值	1435	15.90	8.47
最小值	560	6.37	4.39
数字以美元 计算	税息折旧及摊 销前利润	未偿还的股 票数量	每股价格
LDS	312,576	486,951,371	4.05
总资产价值			1,972,025
每股普通股的每股价值			USD 4.05

按市值法计算的最终每股价值：USD 4.0497

数据来源：秘鲁证券交易所

综上，长江电力公司在不同阶段对于并购估值方式的选择是不同的。在估计交易价格时，长江电力公司主要是基于实际情况采取单一的估值方式，根据对 LDS 电力公司实际控制的情况选择采用 SOTP 分部法和成本法进行估值，评估 LDS 公司

的实际价值；在要约收购股票价格的估计中，长江电力公司通过采取差异化的估值方式，委托可信赖的第三方机构对每股股价估值，尝试包括市值法在内的六种估值方式确定可行方案，最终确定每股价格。

4.4 支付方式选择策略

4.4.1 选择交割后账目调整机制确定交易价格

在跨国并购交易中，有两种常见的定价机制，分别为交割后价款调整机制和“锁箱”机制。交割后价款调整机制是指交易双方约定一个时间节点（一般将这个时间节点称“评估基准日”），通过前期对目标企业的背景调查，包括了解目标企业的财务状况，经营情况，其分公司的经营情况，所占市场份额等因素的基础上确定一个基础交易价格，确定这个基础交易价格之后，并购方可以要求目标企业在一定时间内出具本公司的资产负债表、利润分配表等能够体现企业营业状况和发展前景的材料，并购方可以以此在基础交易价格之上进行上下调整，最终确定交易价格。“锁箱”机制与交割后价款调整机制相似的是，并购双方也会约定一个时间节点，但这个节点在“锁箱”机制中，被称为“锁箱”日，简言之，在“锁箱日”这天确定的价格会被“保护”起来，不允许再进行调整，因此最后并购方收购的价格即在“锁箱日”这天已经被确定的价格。通过对两种定价机制的分析可以看出，对并购方来讲，采取交割日价款调整机制是更友好的，买方可以减少很多风险。具体体现在：首先，在基础交易价格的确定上，由于买方在前期已经对目标企业的经济状况了解掌握，故能够在“评估基准日”提出相对合理的价格；其次，在对目标企业的要求上，并购方可以要求目标企业出具现在企业经营情况的相关报表以及能够证明后期经营发展的材料，这使得并购方能够对目标企业有更直观的了解，弥补己方在前期调查中缺失的地方；最后，在交易价格的调整上，通过自己对目标企业的调查和目标企业出具的财务报表，并购方能够灵活调整想要收购的交易价格。相反，“锁箱”机制下，并购企业可能会承担更大的风险。在信息的获得上，并购企业只能依靠自己对目标企业进行背景调查，必将会出现信息不对称的情况，而且为了保证能确定一个更有利的交易价格，并购方需要大量的时间对目标企业掌握了解，工作量可见是巨大的。除此之外，在交易价格的确定上，由于在“锁箱日”和真正交易时间之

间有一段距离，对于在此期间目标企业是持续盈利还是保持其在“锁箱日”之前的经营情况，亦或者是突然下滑，并购企业对此无法预估，因此对并购企业来说会面临更多不确定性风险。

长江电力公司并购 LDS 电力公司采用了交割后价款调剂机制的方法来确定交易价格，2019 年 9 月 28 日，双方约定基础交易价格为 35.9 亿美元，至 2020 年 4 月 24 日，交易双方完成交割，确定交易价格为 36.02 亿美元。主要是因为 LDS 电力公司旗下的子公司 Inlnd Energy S.A.C.公司是一家房地产交易公司，在秘鲁本地的发展势头正盛，秘鲁证券交易所指定的评估机构预估将来十年内，Inlnd Energy S.A.C.公司将会为母公司带来丰厚的利润。其次，LDS 公司具有在秘鲁首都利马最发达地区的永久特许经营权，第三方机构采用多期超额收益法将其作为无形资产确定价值。虽然此次并购中交易价格上涨导致长江电力公司需付出更多资金，但通过交割后价款调整机制帮助长江电力公司规避了不确定风险，同时，正因为采用了交割后价款调整机制定价，使得 LDS 电力公司在“评估基准日”直至真正交割日期间对企业的经营负责，保持企业稳定发展的态势，减少了长江电力公司接手的成本。

4.4.2 选择以现金支付对价

在企业并购过程中，支付对价是交易的最终步骤，企业通常采用现金支付、股票支付和混合支付等方式来支付对价。在具体的并购活动中，选择何种支付方式是基于企业整体情况来考量的，出资方式依具体情况而定。现金支付即指使用现金为支付工具，快速置换目标企业的资产来实现并购。现金支付的方式可以让并购企业快速完成并购，以防其它竞争企业筹资阻碍企业实施并购，其次可以防止目标企业因不满并购而采取的反收购布防，而且现金支付因为不涉及增发新股和新增股东的情况，所以能很好地保持并购企业本身的股权结构，稳固其控制权。股票支付是指通过换股获得目标公司的控制权。采用股票收购的方式一方面大大减少了并购企业的现金压力，另一方面可以共担估价下降的风险，相较于现金并购需要并购方完全承担全部损失的风险，股票收购的方式可以在面临估价下降时，由并购企业和目标企业股东共同承担风险，减轻了并购企业的压力。混合支付即使用现金和股票，公司债券，优先股，可转债等多种方式等支付工具的组合获得对目标企业的控制权以达成并购的目的，采用混合支付的方式不仅不会挤压营运资金，还节省了不少融资

成本。

长江电力公司并购 LDS 电力公司的契机是桑德拉能源公司出售旗下 LDS 电力公司的电力资源，当时美国众多电力公司对 LDS 电力的归属势在必得，都迫切希望能够获得其在秘鲁地区的水电资源和市场份额，长江电力公司需要在短时间内迅速反应完成交易。其次，长江电力公司已经存在稳定的股权结构，若采用股票收购的方式改变并购企业的原股权结构的同时，还可能会影响企业的股票价格。除此之外，LDS 公司财务和经营状况良好，发展前景光明，长江电力公司急需扩展配售电业务，为 LDS 电力公司提供周转资金有利于其发挥自身优势，促进核心业务的发展。因此，长江电力公司选择了以现金支付对价的方式，实现了迅速精准并购；防止企业股权被稀释，稳固其控制权；助力 LDS 电力公司快速发展，扩大长江电力公司在秘鲁的配售电市场。综上，长江电力公司在支付对价的选择方式中采用现金支付的方式是综合考量的结果，有利于其顺利完成并购行为，但大额的现金支出也必然会影响企业的资产结构。

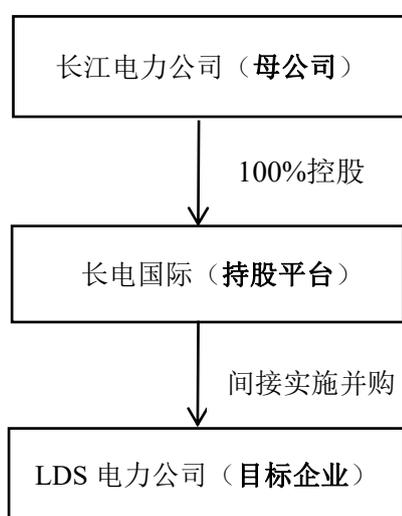
4.5 收购路径和融资方式选择策略

4.5.1 通过持股平台长电国际对路德斯进行股权收购

长江电力公司在对 LDS 电力公司实施并购时，并未采取母公司直接现金并购的方式，而是通过长江电力公司在香港设立的持股平台长电国际进行收购。长电国际是长江电力公司的全资子公司，主要负责境外电力项目的开发、投资、运营以及相关行业的股权投资等业务。

从长江电力公司在上海证券交易所披露的公告上看，截至 2018 年 12 月 31 日，长电国际经审计的总资产为 426,932.25 万元，负债总额为 382,191.29 万元，资产净额为 44,740.97 万元，2018 年度营业收入为 2,339.33 万元、净利润 16,739.78 万元。截至 2019 年 6 月 30 日，长电国际未经审计的总资产为 536,578.01 万元，负债总额为 449,358.16 万元，资产净额为 87,219.85 万元，2019 年 1-6 月营业收入为 886.78 万元，净利润为 29,973.50 万元，整体经营状况良好。长江电力公司利用持股平台对 LDS 电力公司进行收购的主要原因如下：其一，长电国际为全资子公司，为公司境外投资平台，财务状况良好，作为持股平台符合企业要求；其二，长电国际位于

香港，香港地区税制更透明而且税率相较内地更低。通过长电国际实施并购后，LDS 电力公司产生的利润几乎不需要缴纳利得税，股息也可获豁免利得税，有利于企业的税收筹划；其三，香港有很好的国际声誉，有利于母公司设计合理的交易结构，帮助母公司躲避目标企业存在的不确定风险，保障母公司资产安全的同时还能利用其国际声誉打造品牌效应，拓宽融资渠道。长江电力公司并购 LDS 电力公司在收购路径的选择上通过其全资子公司长电国际作为持股平台并购，利用了长电国际在香港地区的独特地理优势，不仅对母公司实施了保护，更为企业的税收筹划做出了巨大贡献。长电国际与长江电力公司组成关系如图 4.1 所示：



资料来源：通过公司年报整理所得

图4.1 长电国际与长江电力公司组成关系

4.5.2 申请国际银团贷款和发行 GDR 融资

设计合理的并购融资方案对并购顺利完成至关重要，长江电力公司选择用现金支付的方式支付对价，对资金流动性的要求极高，如何在短时间内快速筹资完成并购，长江电力公司为此制定了专门的融资方案，即申请国际银团贷款的同时发行 GDR 融资。

银团贷款是获批的一家银行牵头，由两家或者两家以上的银行或非金融机构组成，为借款人提供资金的融资方式。因为银团贷款一般由政策行来牵头，参与的银行和非金融机构大多为资金实力雄厚的单位，因此银团贷款的最大优势就是贷款体

量大，能够满足大型企业的巨额融资需求。与此同时，因为牵头行会制定统一的融资条件，使得借款人沟通成本降低，能够快速获得资金。这对于需要立即获得大量资金的长江电力公司来说不失为眼下最好的选择，最终长江电力公司作为担保人为长电国际向国际银团申请不超过 40 亿美元的融资贷款。但长江电力公司的负责人同时也做了更长远的打算，银团贷款下款速度快，能够解企业的燃眉之急，但银团贷款在提款过程中的约束性条件也多，手续繁杂，稍有不慎就会影响放款效率，加之企业想通过此次并购开拓海外市场，长江电力公司随之发行“GDR”融资。

“全球存托凭证”（GDR）是指以新发行的 A 股股票为基础证券，在伦敦证券交易所上市交易。根据中国证监会发布的批复文件和相关监管机构的许可，以及上海证券交易所公告的内容显示，中国长江电力股份有限公司于 2020 年 10 月 19 日完成了 GDR 发行，共计发行 74,185,923 份 GDR（其中包括超额配售的 5,085,923 份），每份发行价格为 26.486 美元，募集资金总额 1,962,959,522.58 美元。扣除与发行有关的费用 7,229,354,04 美元后，实际募集资金金额为 1,955,730,168.54 美元。长江电力公司此次发行 GDR 是我国企业首次且规模最大的一次 GDR 发行，海外投资者高达九成。公司招股书中明确指出，此次募集的资金首先用来偿还国际银团贷款，剩余资金作为公司的营运资金。长江电力公司并购 LDS 电力公司在融资方式的选择上灵活的选择了国际银团贷款加发行 GDR，主要原因如下：其一，国际银团贷款能够快速解决企业对大量资金的需求；其二，发行 GDR 是与境外市场的直接对接，能够快速募集到境外资金，能够满足长江电力公司的资金需求；其三，发行 GDR 能够吸引国际投资者对企业的关注，所募集的资金可直接用于国际化布局，同时此次 GDR 融资海外投资者占比最大，有助于企业在国际市场上的宣传，提升企业的国际知名度，为企业开拓海外市场做好准备。

4.6 后期整合选择策略

4.6.1 企业运营管理整合

长江电力公司并购 LDS 电力公司后，对 LDS 电力公司的运营管理与企业自身进行整合。奉行清洁能源，依法合规经营，完善治理体系，加强安全管理，提升质量水平，助力双方的可持续发展。

在奉行清洁能源方面，长江电力公司将“打造以水电为核心的世界一流清洁能源上市公司”作为企业发展的愿景，经过长期对清洁能源的开放，已在水电开发运营方面积攒了大量经验。并购完成后，长江电力公司充分利用秘鲁当地丰富的水电资源，积极参与 LDS 电力公司水电开发和配售电业务，为建设清洁美丽的秘鲁贡献自己的力量。

在依法合规经营方面，长江电力公司组织团队加强对秘鲁当地法律的学习，研究当地的商业惯例和行业标准，构建科学合理的合规文化与合规体系。组织中秘员工参与培训，宣传贯彻相关合规条例，促进员工养成合规化的习惯，避免违规操作。

在完善治理体系方面，长江电力公司参照秘鲁当地企业的管理结构以及结合我国企业管理的架构，严格划分了股东与董事会的权责边界，将管理决策分为“董事会决策、董事会报告、董事会建议、股东会决策”四个界面，为 LDS 电力公司设置专职律师，帮助公司处理法律问题以及进行法规解释说明，形成了一套兼顾 LDS 电力公司和长江电力公司管理方式的治理做法，实现科学有效的管理。

在加强安全管理上，长江电力公司在 LDS 电力公司成立了包含中秘基层工人和管理人员的安全委员会，对企业设施安全管理、员工职业健康和环境保护等方面进行政策规定，设立执行机构，审核机构和监督机构，确保政策的顺利实施。采用三级安全教育的方式，对在 LDS 电力公司工作的所有员工定期进行安全教育培训和检查。

在提升质量水平上，长江电力公司统筹中秘双方的技术人员，集结涉及和水电工作相关的地质、机电、土建等专业人员组建测量队，配备中方的技术专家，承担各项工作的指导、监督和验收工作。

4.6.2 优势项目与技术整合

长江电力公司并购 LDS 电力公司后，对 LDS 电力公司的优势项目和技术与企业先进技术进行整合，共享先进技术，保障在秘业务的顺利运营。

LDS 电力公司旗下有多所水电站，主要从事水力发电和配售电的业务。为了使其与国内水电站项目协同发展，长江电力公司为其建立了大坝安全检测系统，将 LDS 电力公司水电站的大坝等水工建筑物纳入统一管理，以便进行实时监测。同时，将检测数据上传至生产管理系统的数据库平台，对数据进行精细分析，实现对水电站

的精密管理。

在推动双方技术开放合作过程中，LDS 电力公司引进并应用塑形防渗墙、振冲碎石桩、气垫式调压室、TBM 施工引水隧道等多项长江电力公司所持的先进技术，加快能源清洁技术的发展创新，推动 LDS 公司相关产业转型升级，实现中秘双方在设计、施工等领域的技术融合。

4.6.3 人力资源整合

长江电力公司秉持扎根本地、贡献本地的发展理念，积极实施人才本土化战略，严格遵守当地法律法规，加大对本地人才的雇佣力度，提升当地人才在重要技术和管理岗位的比重。

在人才招聘方面，长江电力公司考虑到当地青年很多没有工作，和 LDS 联合成立委员会，发布招聘公告，招收符合条件的当地人；在人才培养方面，委员会制定青年培训发展计划，为当地青年提供专业培训，实施项目考核，将顺利通过考核的青年吸纳进双方的合作项目，并安排中国师傅帮助当地员工，提升工作技能。

5 中国长江电力公司并购策略的经济效果分析

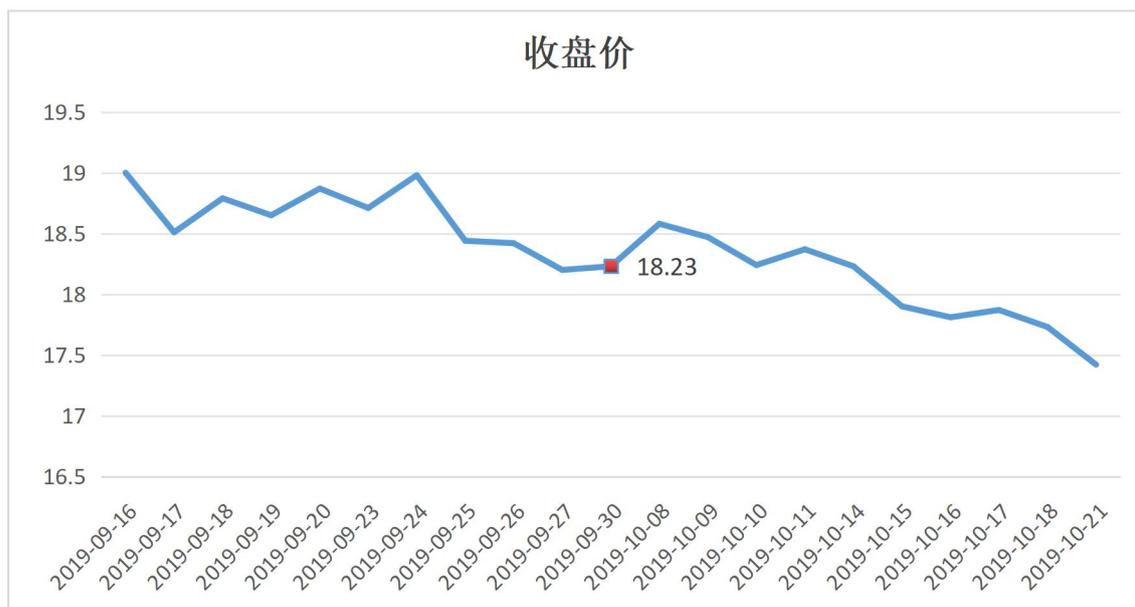
长江电力公司实施的并购策略会对经济效果产生不同的影响，同样并购的经济效果也在不同程度上反映了其采取策略的优劣。因此，本章采用事件研究法、财务指标分析法和 EVA 指标效应分析法对此次并购的经济效果进行评价，对其策略实施的合理性做出判断。

5.1 短期市场反应分析

本节采用事件研究法对此次并购产生的短期市场反应进行分析，主要采用并购前后短期时间内并购企业股价变动的情况来判断市场对并购持积极或消极态度。其研究主要包括以下步骤：确定事件窗口和估计期。一般将并购企业提出收购意向，发布公告之日作为事件日，取前后相同的时间段作为事件窗口期。估计期即并购企业在并购发生之前的一段时间，一般选用企业正常经营期间，即估计期内不应该有影响股价因素的任何事件，以防止对估计结果准确性的影响；计算预期收益率（ R_p ）、超额收益率（AR）和累积超额收益率（CAR），用来判断此次并购在市场上引起的反应。

5.1.1 确定事件窗口和估计期

参考以往文献中对于事件日的确定的方法，此次对短期市场反应分析时，将 2019 年 9 月 30 日，即长江电力公司发布收购公告日作为事件日，即 $t=0$ 。将其发布公告日的前后各十天正常交易日作为此次研究的事件窗口期，具体时间为 2019 年 9 月 16 日至 2019 年 10 月 21 日，剔除了这个时间段内的非交易日，将此时间区间设定为 $[-10,10]$ 。例如：设置 9 月 16 日为 $t=-10$ ，10 月 21 日为 $t=10$ ，9 月 30 日为 $t=0$ 。选取 9 月 16 日之前的 100 个正常交易日作为估计期，具体时间为 2019 年 4 月 22 日至 2019 年 9 月 12 日，将其表示为 $[-110, -10]$ 。下图 5.1 为事件窗口期内长江电力公司股票收盘价的变动情况。可以看出，在事件日后，公司的股票价格处于一直上下波动的状态，因此无法准确估计市场反应，后续将通过计算相应指标值的大小来判断影响。



资料来源：上海证券交易所

图5.1 长江电力公司股价变动趋势图

5.1.2 计算 R_p 、 AR 、 CAR

预期收益率 (R_p) 是通过估计期的实际收益率 (R_c) 估算在事件窗口期长江电力公司应该有的收益率。在本次研究中, 采用上证指数日收益率 (R_m)。选用市场模型法, 估计存在的线性关系, 通过方程对事件窗口期内的收益率进行预测。本次研究将通过 Stata 软件对公式所涉及的主要参数 α 、 β 进行计算。主要公式如下:

$$R_p = \alpha + \beta \times R_m$$

超额收益率 (AR) 又称异常收益率, 简言之即预测的收益率和真实值之间的差距。在本次研究中, 将上交所内显示的个股实际收益率 (R_t) 作为事件窗口期内的真实收益率, 与市场模型法所估计的 R_p 作差得到超额收益率。 $AR > 0$ 即预期收益率大于实际收益率, 说明市场对此次并购并不持积极态度, 反之则市场认为此次并购是利好的。主要公式如下:

$$AR = R_p - R_t$$

累计超额收益率 (CAR) 即将一定时间内的超额收益率累计加总。在本次研究中, 是对事件窗口期内的超额收益率加总得到事件窗口期内的累计超额收益率。为了更直观展现并购是否对股价变动产生了影响, 将采用 Stata 软件对回归方程进行 t 检验。将 $CAR = 0$ 作为原假设, 即收购并未对股价产生影响。将 $CAR \neq 0$ 作为备择假设, 即收购确对超额收益率产生了影响, 且若 $CAR < 0$ 时, 说明此次收购带来的消

极影响更大，反之，则积极影响更大。主要公式如下：

$$CAR = \sum_{t=-10}^{t=10} AR$$

（一）计算预期收益率

预期收益率是以估计期个股的实际收益率和市场收益率为参考进行计算。下表 5.1 为长江电力公司在 2019 年 4 月 22 日至 2019 年 9 月 12 日期间内个股的收益率和市场收益率：

表 5.1 长江电力公司估计期内的收益率与市场收益率

交易时间	Rc	Rm	交易时间	Rc	Rm
2019-04-22	-0.51%	0.60%	2019-07-05	-2.58%	-1.42%
2019-04-23	0.09%	0.36%	2019-07-08	-0.18%	-1.49%
2019-04-24	-2.43%	-0.53%	2019-07-09	-0.44%	0.90%
2019-04-25	-1.20%	-1.13%	2019-07-10	0.08%	1.39%
2019-04-26	-0.77%	1.33%	2019-07-11	0.44%	-0.22%
2019-04-29	0.52%	0.54%	2019-07-12	0.40%	-0.11%
2019-04-30	-5.58%	0.24%	2019-07-15	-0.16%	-0.44%
2019-05-06	0.69%	-0.41%	2019-07-16	-0.20%	-0.11%
2019-05-07	-1.12%	-1.90%	2019-07-17	-1.04%	-2.05%
2019-05-08	-1.48%	-0.73%	2019-07-18	0.79%	1.35%
2019-05-09	3.10%	0.79%	2019-07-19	-1.27%	1.28%
2019-05-10	-1.21%	-0.18%	2019-07-22	0.45%	0.05%
2019-05-13	-0.69%	-0.61%	2019-07-23	0.80%	-0.11%
2019-05-14	1.91%	0.06%	2019-07-24	0.48%	0.22%
2019-05-15	0.58%	1.22%	2019-07-25	0.24%	1.54%
2019-05-16	-2.48%	-0.30%	2019-07-26	-0.12%	1.62%
2019-05-17	-0.41%	-0.30%	2019-07-29	0.39%	-0.32%
2019-05-20	1.23%	1.09%	2019-07-30	-0.67%	-0.11%
2019-05-21	-0.49%	1.14%	2019-07-31	-0.81%	0.21%
2019-05-22	-1.36%	0.12%	2019-08-01	-1.41%	0.16%
2019-05-23	0.02%	0.59%	2019-08-02	-1.62%	-2.87%
2019-05-24	1.38%	-0.29%	2019-08-05	-1.56%	0.49%
2019-05-27	0.61%	1.53%	2019-08-06	-0.32%	-0.05%
2019-05-28	0.16%	0.06%	2019-08-07	0.93%	3.22%
2019-05-29	-0.31%	2.90%	2019-08-08	-0.71%	-0.32%
2019-05-30	-0.24%	-0.06%	2019-08-09	1.45%	-0.48%

表 5.1 续表

交易时间	Rc	Rm	交易时间	Rc	Rm
2019-05-31	-0.30%	-0.28%	2019-08-12	-0.63%	-0.21%
2019-06-03	-0.96%	-0.34%	2019-08-13	0.42%	0.48%
2019-06-04	-0.03%	-0.40%	2019-08-14	0.25%	0.11%
2019-06-05	-1.17%	-0.06%	2019-08-15	0.29%	1.11%
2019-06-06	0.86%	2.45%	2019-08-16	2.10%	2.47%
2019-06-10	2.58%	0.28%	2019-08-19	-0.11%	-3.18%
2019-06-11	-0.56%	-0.50%	2019-08-20	0.01%	-0.69%
2019-06-12	0.05%	-1.34%	2019-08-21	0.11%	0.16%
2019-06-13	-0.99%	-0.96%	2019-08-22	0.49%	0.53%
2019-06-14	0.20%	0.51%	2019-08-23	-1.17%	-0.26%
2019-06-17	0.09%	0.57%	2019-08-26	1.35%	1.75%
2019-06-18	0.96%	0.51%	2019-08-27	-0.29%	-0.73%
2019-06-19	2.38%	1.12%	2019-08-28	-0.10%	-1.37%
2019-06-20	0.50%	-1.95%	2019-08-29	-0.16%	-0.85%
2019-06-21	0.21%	-0.28%	2019-08-30	1.31%	-1.29%
2019-06-24	-0.87%	0.40%	2019-09-02	0.21%	1.41%
2019-06-25	-0.19%	1.02%	2019-09-03	0.93%	-0.59%
2019-06-26	0.69%	-0.11%	2019-09-04	0.96%	-0.32%
2019-06-27	-0.60%	0.51%	2019-09-05	0.46%	0.70%
2019-06-28	2.22%	-0.50%	2019-09-06	0.84%	-0.32%
2019-07-01	-0.03%	0.17%	2019-09-09	-0.12%	0.65%
2019-07-02	-0.94%	2.35%	2019-09-10	-0.41%	-0.05%
2019-07-03	-0.33%	0.11%	2019-09-11	0.75%	1.07%
2019-07-04	0.19%	0.49%	2019-09-12	-0.02%	0.80%

资料来源：通过国泰安数据库整理所得

上表 5.1 为长江电力公司在估计期间内个股的收益率和在此期间内市场的收益率，通过 Stata 软件对数据整合处理得出其预期收益率的线性回归方程。下表 5.2 为软件运行结果：

表 5.2 Stata 软件运行结果

变量	系数	t 值	P> t
β	.2319635	2.59	0.011
α	.0013457	1.27	0.206

资料来源：通过 stata 整理得出

由表 5.2 结果可知预期收益率的估算方程为： $R_p=0.0013+0.232\times R_m$ 。市场收益率的回归系数为 0.232，其 P 值为 $0.011<0.05$ ，即在 5%的水平下显著，且回归系数为正数，代表预期收益率与市场收益率之间存在正相关关系。下图 5.2 为根据估算方程所画的散点图。

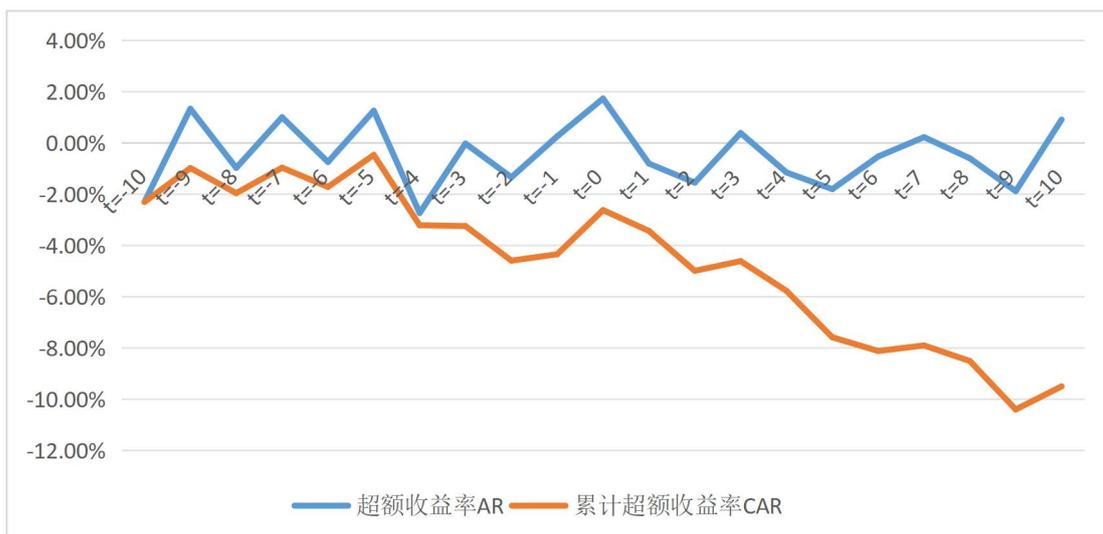


资料来源：通过国泰安数据库整理所得

图5.2 预期收益线性回归散点图

（二）计算超额收益率和累计超额收益率

通过市场模型法对预期收益率进行计算，再与实际收益率作差得到超额收益率，结合图 5.3 和表 4.6 可以看出，在[-10,0]期间内，超额收益率在一半的时间中都是大于 0 的，即说明在公告日前 10 天，人们对市场的反应是偏向积极的，尤其在公告日当天，股价收益率达到峰值 1.73%。在公告日之后，投资者对市场的反应趋于平静，超额收益率呈不断下降的趋势，多日的超额收益率甚至低于 0。



资料来源：通过国泰安数据库整理所得

图5.3 超额收益与累计超额收益趋势图

表5.3 长江电力公司窗口期超额收益率和累计收益率

时间	超额收益率 AR	累计收益率 CAR
t=-10	-2.31%	-2.31%
t=-9	1.32%	-0.99%
t=-8	-0.98%	-1.97%
t=-7	0.99%	-0.97%
t=-6	-0.75%	-1.72%
t=-5	1.25%	-0.48%
t=-4	-2.74%	-3.22%
t=-3	-0.03%	-3.25%
t=-2	-1.35%	-4.60%
t=-1	0.25%	-4.35%
t=0	1.72%	-2.63%
t=1	-0.81%	-3.44%
t=2	-1.56%	-5.00%
t=3	0.38%	-4.62%
t=4	-1.16%	-5.78%
t=5	-1.81%	-7.59%
t=6	-0.54%	-8.12%
t=7	0.22%	-7.91%
t=8	-0.61%	-8.51%
t=9	-1.89%	-10.40%
t=10	0.90%	-9.50%

数据来源：通过国泰安数据库整理所得

结合图 5.3 和表 5.3，窗口期内所有累计超额收益率大都小于 0，且一直处于下降的趋势，与超额收益率的差距也在不断加大。故从累计超额收益率的变化情况看，

市场对于此次并购的反应并不乐观。为了进一步验证累计超额收益率的变化确与收购有关系，采用 Stata 软件对其进行 t 检验，检验结果表明，在 1%的置信水平下拒绝原假设，即超额收益率受到了并购的影响，且影响程度较大。检验结果如下表 5.4 所示。

表5.4 t检验结果

原假设	Mean 值	t 值	P> t	检验结果
并购行为对股价并未产生影响 (CAR=0)	-.0366689	-5.5781	0.0000	拒绝原假设

资料来源：通过 stata 整理得出

综上，短期市场反应分析的结果表明，市场对于此次并购的反应并不乐观，导致超额收益率在公告日后持续下跌，累计超额收益率普遍为负值。造成这种现象的主要原因在于长江电力公司此次并购所涉金额巨大，且公司承诺用现金支付，投资者认为面临风险极大，即使长江电力自身实力雄厚，但面对这种巨额支付或多或少都会对公司的现金流产生影响，甚至极有可能对后期经营状况产生影响。除此之外，长江电力公司对于 LDS 电力公司的并购是出于对配售电市场的探索，对海外市场的扩大而展开的，是国内水电行业首次进入秘鲁配售电市场，投资者对此没有参照案例，持谨慎避险的态度，导致在公告日后，投资者抛售股票，累计超额收益率持续下跌。

5.2 长期财务指标分析

本节将通过长江电力公司在 2018 年至 2023 年 9 月份的财务指标对公司是否在并购中获得正向效应进行分析。主要从偿债能力、盈利能力、营运能力和发展能力四个方面分析并购策略实施产生的效果。一方面通过对企业自身经营状况分析，直观展示并购策略实施效果的影响，另一方面通过企业和行业内指标上均值的差异从整体体现实施效果。因单纯电力生产行业的指标数据难以全部查询到，故将行业均值设为水电、热力生产和供应行业共 83 家相关企业所求的各个指标平均值。¹

¹ 根据国家统计局国民经济行业分类 (GB/T4754-2021)，水电行业属于 D 门类 (电力、燃气及水的生产和供应业) 下属的 44 大类 (电力、热力的生产和供应业) 中的 441 中类 (电力生产) 中的 4412 小类。

5.2.1 偿债能力分析

企业的偿债能力是指其在到期时清偿债务的能力。评估偿债能力通常会考虑流动比率、速动比率、营运资金与借款比和资产负债率等多个方面。本节将采用以上四个指标以及长江电力公司在资产负债率方面和行业均值的比较分析其偿债能力。下表 5.5 为长江电力公司在 2017 年至 2023 年 9 月部分与偿债能力相关的财务指标数据。

表5.5 长江电力公司偿债能力财务指标

项目名称	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年9月30日
流动比率	0.171	0.167	0.197	0.187	0.336	0.292	0.213
速动比率	0.166	0.163	0.193	0.183	0.327	0.283	0.209
营运资金与借款比	-0.980	-1.223	-0.979	-1.657	-0.728	-0.568	-0.507
资产负债率	0.547	0.517	0.494	0.461	0.421	0.402	0.640

数据来源：通过国泰安数据库整理所得



资料来源：通过表 5.5 整理所得

图5.4 流动比率与速动比率变化趋势图

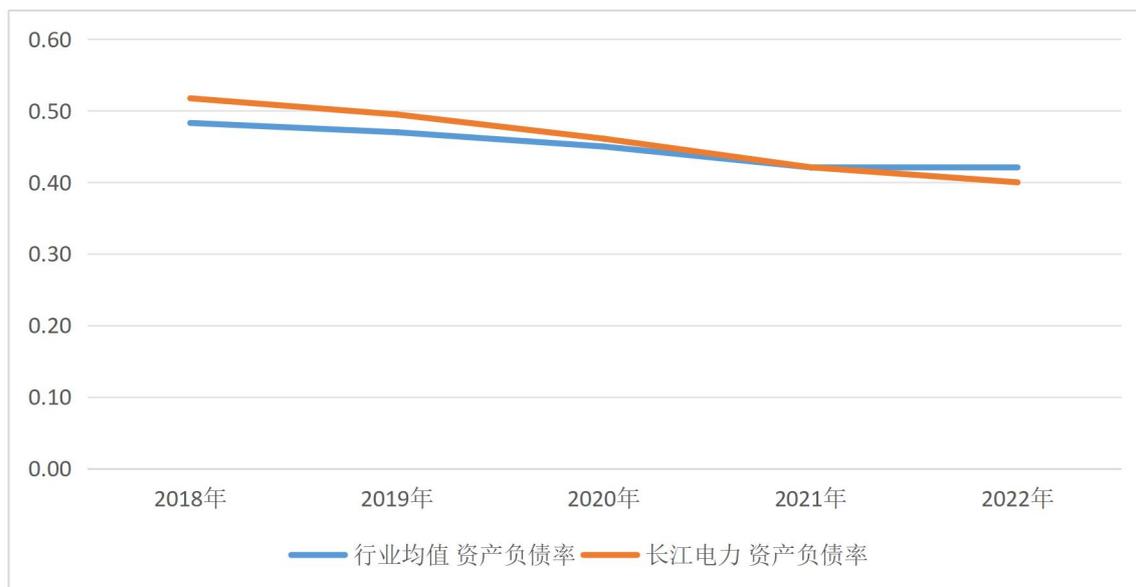
图 5.4 展现了从 2017 年至 2023 年 9 月 30 日长江电力公司在流动和速动比率方面的变化。对企业偿债能力进行评价时，一般认为速动比率越接近于 1 越好，流动比率越接近于 2 越好。但这个标准是针对大部分行业。对于水电行业并非完全符合。

原因在于水电行业的固定资产偏多，且这些固定资产的使用年限都很久，因此流动资产占比很少。与此同时，我国水电行业的主营业务大多为发电业务，发电业务的主要特点就是“即发即用”，因此不存在储存，这也使得传统流动资产中的存货也偏少。所以，水电行业本身的流动比率和速动比率相较于其他行业就会明显更低。从图中可以看出，长江电力公司的流动速率和速动比率之间的差距并不大，在并购基本完成的2020年至2021期间，其流动比率和速动比率明显上升，虽在2021年以后两个指标的数值均有所降低，但也都大于并购前三年的数值，整体呈上升趋势。2020年至2021年突然增长的原因是此次并购中长江电力公司选用了现金支付的方式支付对价，企业因为筹集资金负担的短期债务在并购完成后得以偿还，短期借款减少，流动比率和速动比率在一定程度上上升，企业偿债能力随之提升，企业在并购期间通过向国际银团贷款和发行GDR融资先后进行的方式，有效的缓解了企业的偿债压力。



资料来源：通过表5.5整理所得

图5.5 营运资金与借款比和资产负债率变化趋势图



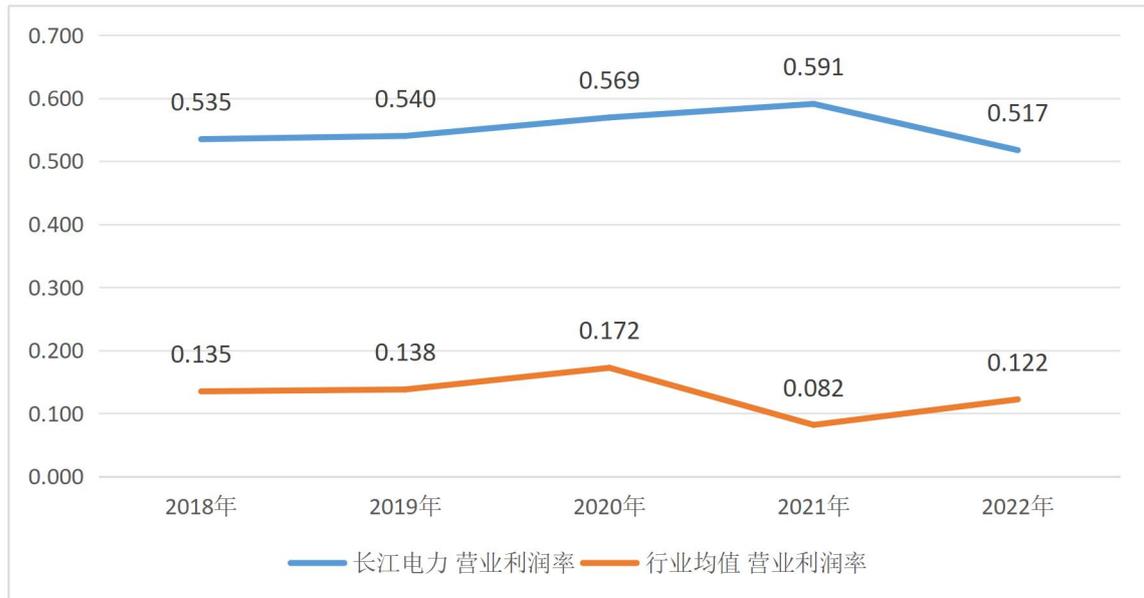
资料来源：通过国泰安数据库整理所得

图5.6 长江电力公司资产负债率与行业均值变化趋势图

从图 5.5 可以更直观的看到企业短期借款的增加，2019 年至 2020 年，企业的营运资金与借款比突然下降，达到几年内的最低值，这主要是因为企业筹集资金借款增加的结果，但是 2020 年至 2021 年这个比率迅速上升且超过了并购期间的比率，足以体现企业偿债能力极强，企业能够在短时间内迅速偿还借款。除此之外，鉴于水电行业的特殊性，将资产负债率作为偿债能力大小的判定指标相对而言更为准确，资产负债率即企业总负债与总资产的比值，一般认为该值浮动的范围在 40%-60% 对企业不会造成较大的债务负担。结合图 5.5 和图 5.6 可以看出，长江电力公司的资产负债率虽常年高于行业均值，但保持在 0.5 附近上下小范围波动，资产负债的比率极为稳定。并购的发生使得其在 2021 年至 2022 年的资产负债率低于行业均值，但不存在较大差距。综上所述可以看出，长江电力公司虽选用了现金支付的方式，但迅速反应，在向国际银团贷款的同时也发行 GDR 进行融资，多渠道的融资方式使得企业长期债务压力减小，保持了企业的长期偿债能力。

5.2.2 盈利能力分析

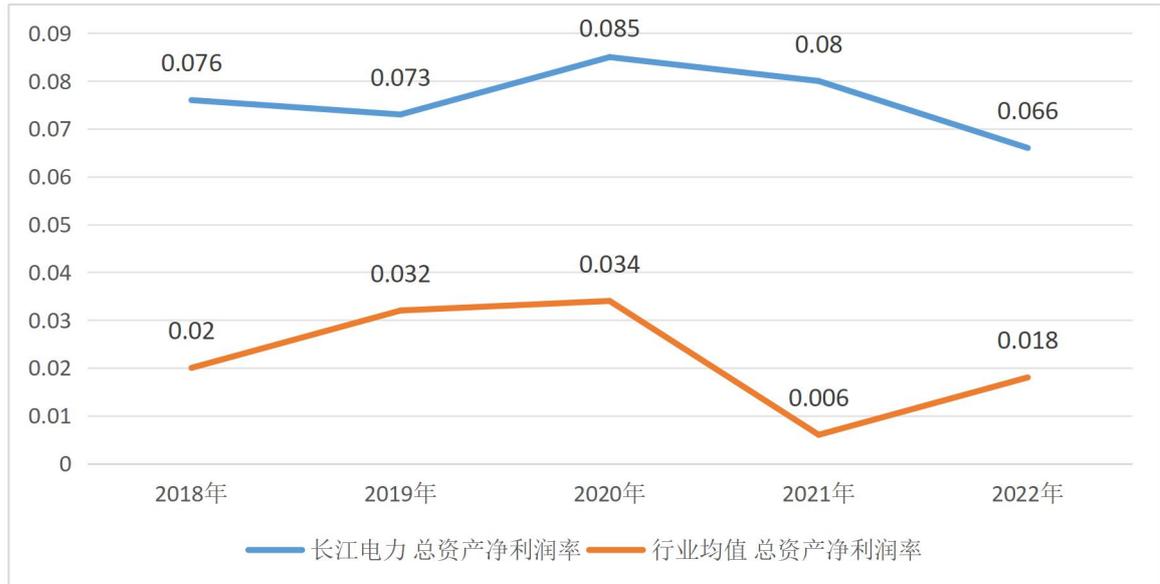
盈利能力是指企业赚取利润的能力。对盈利能力的评价一般从资产净利润率、营业利润率等方面进行评估，本节选用长江电力公司营业利润率、总资产净利润率和行业均值的比较分析其盈利能力。



资料来源：通过国泰安数据库整理所得

图5.7 长江电力公司营业利润率与行业均值的变化趋势图

从图 5.7 中可以看出，长江电力公司营业利润率整体都高于行业均值，在并购之前，长江电力的营业利润率平均增长率为 0.9%，通过并购，营业利润率同比增加 5%，较之前增长了接近六倍，这说明通过并购，企业的营业利润在不断增加。同时可以看出 2020 年由于新冠肺炎疫情的影响，整个行业营业利润率骤降，但长江电力公司保持继续增长的态势。这主要是因为与营业利润相关的营业成本和财务费用的降低。2020 年新冠肺炎疫情期间，长江电力公司排除万难完成对 LDS 公司的收购，提高了公司在配售电业务领域的营业收入，并通过对企业管理体系、优势项目、技术和人力的整合，帮助企业减少了成本投入。除此之外，通过发行 GDR 融资，为企业减少了大量财务费用，为企业变相增加了利润。



资料来源：通过国泰安数据库整理所得

图5.8 长江电力公司总资产净利润率与行业均值的变化趋势图

从图 5.8 中可以看出，并购之前企业总资产利润率大约为行业均值的两倍，并购完成后企业总资产率同比增加 16%，大约为行业均值的 2.5 倍，2021 年更是达到了 13 倍。总资产率主要体现了企业对资产的利用程度，长江电力公司首次进入海外配售电市场，吸收了秘鲁电力公司在配售电业务领域的众多经验，其拥有的特许经营权更是增加了长江电力公司的无形资产持有量，企业通过对当地资源和技术的利用，有效增加了收入，减少了支出。可见，长江电力公司以“风险规避型”和“战略导向型”策略选择 LDS 电力公司，确为企业减少了营业成本并增加了营业利润。

5.2.3 营运能力分析

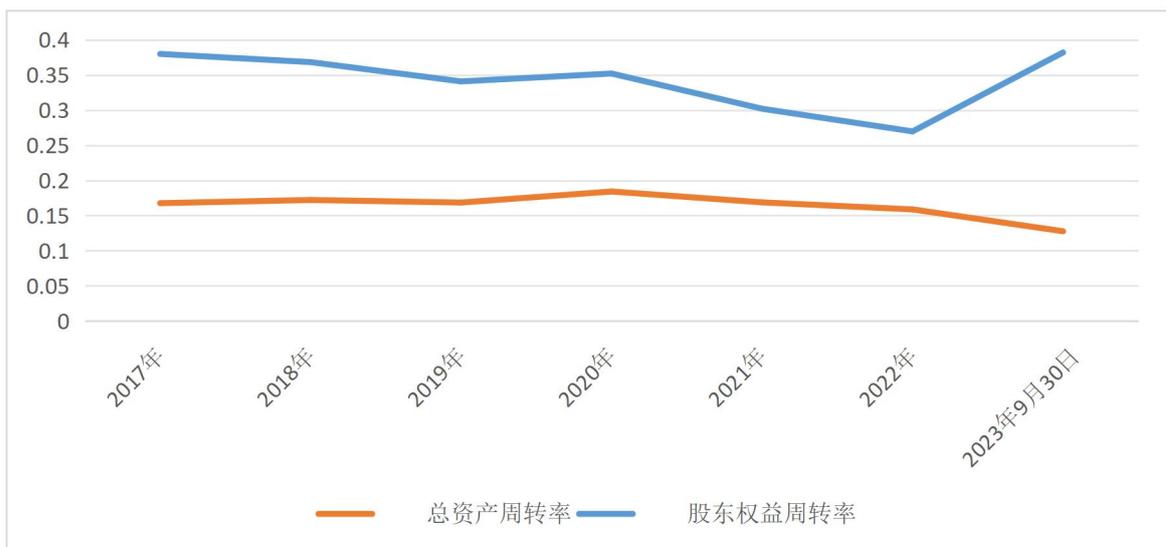
营运能力是企业利用资产的效率和效益的能力。通常会通过应收账款周转率、现金及现金等价物周转率、资产周转率和股东权益周转率等指标来评估。在本节中，选择以上指标以及长江电力公司的流动资产周转率与行业平均水平进行比较分析，以评估其营运能力。



资料来源：通过国泰安数据库整理所得

图5.9 应收账款周转率和现金及现金等价物周转率变化趋势图

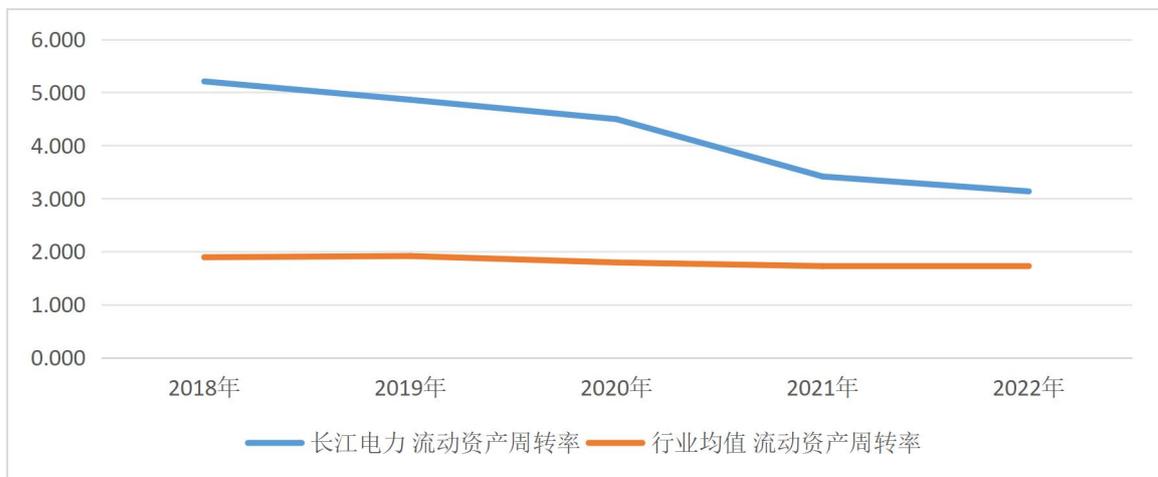
应收账款周转率和现金及现金等价物周转率低都在一定程度显示出应收账款回款慢的问题，从图 5.9 中可以看到，长江电力公司并购行为发生之前，两个指标的数值都是不断增大的，但是并购后都有不同程度的降低。造成这种现象的原因是我国受新冠肺炎疫情的影响，大多中小企业面临无法营业的问题，造成了长江电力公司的大量应收账款不能按时收回，加之水电行业的特殊性，回款速度具有滞后性，即存在电已经使用但并未付款的情况，导致长江电力公司应收账款的周转率持续降低，影响企业的营运能力。



资料来源：通过国泰安数据库整理所得

图5.10 总资产周转率与股东权益周转率变化趋势图

从图 5.10 中可以看出,长江电力公司总资产周转率在并购之前不断增加但在并购完成后其比率不断降低。主要是因为此次并购是对秘鲁最大的电力公司的收购,涉及到对 LDS 电力公司的资产吸收整合,增加了企业的固定资产和存货,公司短期内无法将所吸收的资产灵活处理应用,使得资产的利用效率降低,总资产周转率降低,这也说明今后长江电力公司若想推动企业长远发展,需尽快将所吸收的资产充分利用,否则将会影响企业的管理效率;除此之外,股东权益周转率也出现了在并购之后降低的情况,其主要原因也是公司在并购后无法充分利用可用资产,在一定程度上减少了收入,最终导致股东权益周转率下降。



资料来源:通过国泰安数据库整理所得

图5.11 长江电力公司流动资产周转率与行业均值变化趋势图

图 5.11 为长江电力公司流动资产周转率与行业均值的比较,从图中可以看出,长江电力的流动资产周转率整体是高于行业均值的,这也说明公司在水电行业内对于流动资产的利用效率处于中上水平,但是公司在并购完成后,流动资产的周转率出现了极速下跌的趋势。主要原因在于通过并购增加了大量存货,企业并未在短期内将存货出售,造成存货积压的同时,减少了企业的销售收入,加之并购使用了大量的现金,现金流量减少,影响了企业的流动资产周转率。综上,可以看出,虽然长江电力公司积极采取了多渠道融资的方式来降低企业的债务压力,但大量的现金支付确实影响了企业的现金流量,造成了存货的大量积压,使得企业流动资产、现金及现金等价物以及股东权益周转率的降低。长江电力公司虽然本身实力雄厚,也有充足的资产来应对并购中的大额支付,但从资产的周转率中不难看出,现金支付确实造成了企业对于资产的利用效率不足,进而影响企业的营运能力,长江电力公

司在后期发展中应注意对吸收资产的使用率，尽快将积压的存货销售增加企业的销售收入。

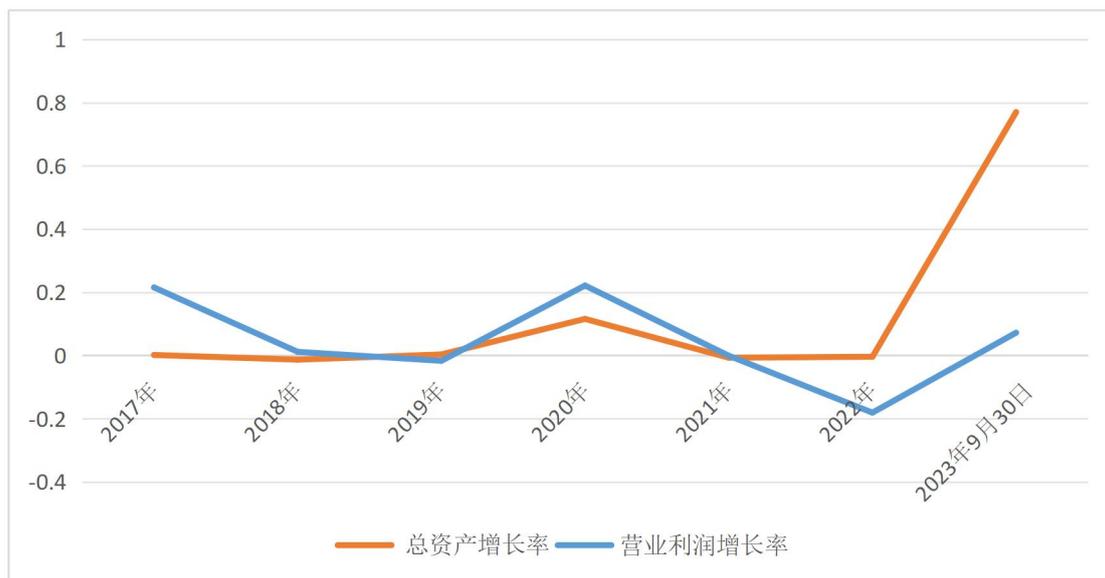
5.2.4 发展能力分析

发展能力是指企业通过生产经营活动后期持续发展的能力。对发展能力的评价一般选取总资产、营业利润增长率等进行评估，本节选用以上指标及长江电力公司可持续增长率和行业均值的比较分析其发展能力。下表 5.6 为长江电力公司 2017 年至 2023 年 9 月 30 日与发展能力相关的财务指标数据。

表 5.6 总资产增长率和营业利润增长率数据

项目名称	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 9 月 30 日
总资产增长率	0.002	-0.013	0.003	0.116	-0.007	-0.004	0.770
营业利润增长率	0.215	0.012	-0.017	0.221	-0.001	-0.181	0.072

数据来源：通过国泰安数据库整理所得



资料来源：通过表 5.6 整理所得

图5.12 总资产和营业利润增长率变化趋势图

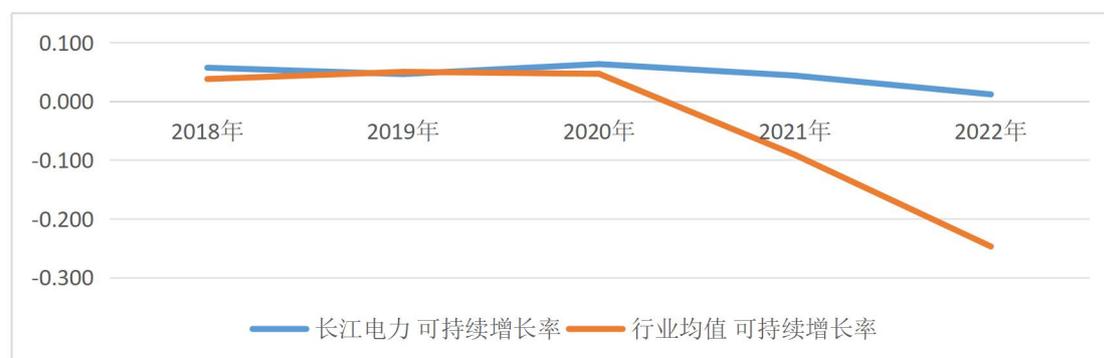
图 5.12 为长江电力公司 2017 年至 2023 年 9 月 30 日企业总资产增长率和营业增长率的变化。可以看出，2017-2019 年，企业总资产和营业利润的增长率都在不

断下降，2019年初步并购使增长率骤增，总资产增长率同比增长了14%，营业利润增长率增长了38倍，这主要是因为长江电力公司实施了并购，并购使得公司总资产增加，存货增加，总资产增长率增加。营业利润的增加也说明企业并购确实带来了收入增长，利润增加。但2020年之后企业的总资产和营业利润增长率都出现了下降，营业利润增长率甚至在2022年为负值，主要原因在于：其一，并购完成并不一定代表被收购企业的各项业务发展均有利于长江电力公司，并购后的协同整合对并购效果的呈现至关重要。长江电力公司虽然也积极从企业运营管理、优势项目和技术以及人力资源方面对LDS电力公司和本公司融合，但跨国并购后期资源的整合并非一朝一夕就能实现绝佳的效果，企业需投入时间、精力、金钱等等促进资源整合；其二，长江电力公司此次并购在确定收购价格时仅仅采用成本法估值，太过看重其优势资产，未采用多样化的估值方式对企业价值进行衡量，造成估值过高，最终企业面临巨额的现金支付，导致并购后期短时间内无法确保让收入大于支出，弥补现金支付带来的损失。但从图中也能看出，2022年以后，企业总资产增长率和营业利润增长率由负转正且增长速度加快，这也从侧面反映出长江电力公司在近年来不断促进资源整合的效率，加大了对合并资产的利用率，企业将会在后期发展中展现其优秀的发展能力。

表5.7 可持续增长率指标数据

公司	指标	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
长江电力	可持续增长率	0.057	0.046	0.063	0.044	0.012
行业均值	可持续增长率	0.038	0.050	0.047	-0.091	-0.247

数据来源：通过国泰安数据库整理所得



资料来源：通过表 5.7 整理所得

图 5.13 长江电力公司可持续增长率与行业均值变化趋势图

图 5.13 为长江电力公司在可持续增长率的指标下和行业均值的比较。可持续增长率体现了企业适宜的发展速度和发展前景。2018-2019 年，长江电力公司可持续增长率下降，主要原因是此时企业在发电业务领域已经达到饱和状态，难以在短期再实现新的突破。2019 年企业开始实施对 LDS 电力公司的初步并购，开拓海外配售电市场，使得企业可持续增长率逐渐超过行业均值。2020 年之后受新冠肺炎疫情的影响，各类行业还处于逐渐恢复的状态，可持续增长率不断下降，长江电力公司的可持续增长率也相继下降，尽管如此，公司可持续增长率仍然大于行业均值且均保持正增长，即使在可持续增长率最低点的 2022 年，增长率也是超行业均值 100 倍。综上，通过相关财务指标的分析，可以看出长江电力公司采用的单一的估值策略和现金支付方式为企业发展造成了压力，估值过高使企业需支付大量现金，影响企业的现金流量，阻碍了企业并购后的发展，但同时长江电力公司将资源、优势项目与技术等的不断整合，使 LDS 电力公司与公司在各个方面加速融合发展，企业总资产和营业利润增长率不断增加，企业可持续增长率也能在行业不景气时仍然实现正增长。

5.3 EVA 指标效应分析

在现代市场经济的条件下，公司判断并购为企业是否带来收益的方式不再局限于传统财务指标的变化，而是更加看重股东财富的最大化。传统的判定方式中采用的指标无法准确反映并购行为为股东创造的价值，经济附加值（EVA）指标真好弥补了传统指标的缺陷。EVA 指从企业税后的净营业利润中减去股权和债务的全部投入资本成本的所得，其公式为：经济增加值（EVA）=税后净营业利润（NOPAT）-资本总额（TC）×加权平均资本（WACC）。EVA 是一种新型的价值分析工具，通过对 EVA 回报率和增长率能够更直观的显现并购前后企业价值的变化。自 2010 年以后，国务院国有资产管理委员会对国内近两万家国企及下属企业进行 EVA 考核，并将考核结果与央企负责人的任免挂钩，此后，EVA 成为衡量国有企业价值的新型评级体系。

5.3.1 相关指标的说明

国泰安数据库中对于 EVA 的计算现如今存在两种计算口径，本节选择口径二

计算经济增加值。因为口径二排除了企业之间资产规模的影响，更能反映企业的经营效率和市场竞争力。对相关指标的计算方式如下：

$$\begin{aligned} \text{税后净营业利润 (NOPAT)} = & \text{营业利润} - \text{所得税费用} + (\text{利息支出} + \\ & \text{资产减值损失} + \text{开发支出}) \times (1 - \text{企业所得税税率}) + \\ & \text{抵押所得税负债增加额} - \text{递延所得税资产增加额} \end{aligned} \quad (\text{式 1})$$

$$\begin{aligned} \text{资本总额 (TC)} = & \text{所有者权益合计} + \text{资产减值准备} - \text{在建工程减值准备} - \\ & \text{在建工程净额} + \text{递延所得税负债} - \text{递延所得税资产} + \text{短期借款} + \\ & \text{交易性金融负债} - \text{一年内到期非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款} \end{aligned} \quad (\text{式 2})$$

$$\begin{aligned} \text{加权平均资本成本 (WACC)} = & \text{债券资本成本} \times (1 - \text{企业所得税税率}) \times \\ & (\text{债务资本/总资本}) + \text{股权资本成本} \times (\text{股权资本/总资本}) \end{aligned} \quad (\text{式 3})$$

$$\text{股权资本成本} = \text{无风险利率} + \text{风险因子} * \text{市场风险溢价} \quad (\text{式 4})$$

其中：债券资本成本使用一年期银行贷款利率；无风险收益率使用银行一年期存款利率；风险因子使用沪深市场股票 250 交易日流通市值加权的 BETA 值；考虑到中国股票市场波动率过大的特点，计算时市场风险溢价使用 4%。

5.3.2 相关指标的计算

本节选用长江电力公司 2018 年至 2021 年的相关指标进行经济增加值的计算。因为在整理数据过程中发现 2022 年企业有大额的开发支出而其他年份并没有，大额的开发支出对该年的税后净营业利润产生了较大影响，使其值与企业往年值存在较大差距，为使 EVA 的计算结果更具参考性，故去掉 2022 年的相关指标计算。

(一) 税后净营业利润的计算

根据公式 1 对 2018 年至 2021 年长江电力公司税后净营业利润进行计算。针对开发支出这一指标，由公司每年年报和国泰数据网查询知四年并不存在开发支出，故将此项指标数据并未列出。下表 5.8 为税后净营业利润的计算结果：

表 5.8 税后净营业利润相关指标数据（单位：百万元）

时间	营业利润	所得税费用	利息支出	资产减值损失	递延所得税负债增加额	递延所得税资产增加额	企业所得税率	税后净营业利润
2018	5644.36	756.94	5922.24	261.56	12.94	173.66	25%	6067.86
2019	5047.16	1246.64	5200.96	-35.60	-53.15	5.85	25%	4630.53
2020	7636.08	1394.18	5166.96	-17.74	-68.04	-39.42	25%	7103.58
2021	8749.69	1841.62	4802.66	39.21	7.65	-125.66	25%	7922.97

数据来源：通过国泰安数据库整理所得

（二）资本总额的计算

根据公式 2 对资本总额进行计算。由公司每年年报和国泰数据网查询知四年并不存在资产减值和在建工程减值准备，故将这两项指标数据并未列出。下表 5.9 为资本总额的计算结果：

表 5.9 资本总额相关指标数据（单位：百万元）

时间 指标	2018	2019	2020	2021
短期借款	12700.00	21308.00	24057.63	12315.81
交易性金融负债	492.16	768.40	640.90	0.00
一年内到期非流动负债	15297.69	2499.76	23924.33	17440.13
长期借款	26000.00	24600.00	14447.14	36439.37
应付债券	34265.89	43794.79	37527.06	33978.90
长期应付款	34632.95	21232.95	20080.76	11855.88
所有者权益合计	142684.55	150015.97	178321.61	190288.22
递延所得税负债	1080.17	874.79	1960.41	1931.18
递延所得税资产	343.65	369.17	385.25	241.97
在建工程净额	6691.67	6880.64	2993.47	2891.58
资本总额	260118.10	257844.85	297581.10	301115.94

数据来源：通过国泰安数据库整理所得

（三）加权平均资本的计算

根据公式 3 和公式 4 计算加权平均资本。经查询，一年期银行贷款利率为 4.35%，作为债务资本成本项参照值，银行一年期存款利率为 1.5%，作为无风险利率参照值，沪深市场股票 250 交易日流通市值加权的 BETA 值分别为 0.31、0.17、0.29、0.2，作为 2018 年至 2021 年风险因子项。下表 5.10 为加权平均资本的计算结果：

表 5.10 加权平均资本相关指标数据（单位：百万元）

时间	债务资本成本	债务资本	总资本	股权资本	股权资本成本	无风险利率	风险因子	加权平均资本成本
2018	4.35%	152812.44	260118.10	22000.00	2.75%	1.50%	0.31	2.15%
2019	4.35%	146466.91	257844.85	22000.00	2.17%	1.50%	0.17	2.04%
2020	4.35%	152505.49	297581.10	22741.86	2.67%	1.50%	0.29	1.88%
2021	4.35%	138275.06	301115.94	22741.86	2.32%	1.50%	0.20	1.67%

数据来源：通过国泰安数据库整理所得

5.3.3 基于 EVA 指标的经济效果分析

表 5.11 为根据公式：经济增加值（EVA）=税后净营业利润（NOPAT）-资本总额（TC）×加权平均资本（WACC），EVA 报酬率=EVA/资本成本计算的企业 EVA 值和 EVA 报酬率。

表 5.11 EVA、EVA 报酬率计算结果（单位：百万元）

时间	税后净利润	资本总额	加权平均资本	EVA	EVA 报酬率	EVA 增长率
2018	6067.86	260118.10	2.15%	476.80	0.18%	-
2019	4630.53	257844.85	2.04%	-625.49	-0.24%	-231.18%
2020	7103.58	297581.10	1.88%	1521.35	0.51%	343.23%
2021	7922.97	301115.94	1.67%	2884.78	0.96%	89.62%

数据来源：通过国泰安数据库整理所得

由表 5.11 可以看出，EVA 值由负转正，由 2019 年-625.49 百万元增至 2021 年 2884.78 百万元，形成颠覆性的增长，这表明长江电力公司经营利润有较好的发展空间。2020 年基本完成并购后，EVA 增加值为 1521.35 百万元，同比增长超 300%，明显高于并购前 2019 年 EVA 增长率，说明此次并购带来的正向影响更大，有助于

企业今后业绩的增加。虽然 2021 年 EVA 增长率有所降低，但 EVA 报酬率比前三年的值都高，这也表明 2021 年企业针对获取的各类资源在后期进行了整合工作，资本的利用率正在逐步加大。综上，可以看出，此次并购提高了长江电力公司企业的经营效率，增加了市场竞争力。长江电力公司在并购策略中选择的后期整合策略在 2021 年逐步得到体现，企业对资产的利用率正在不断提升，未来长江电力公司将通过资源的并购整合实现协同效应的最大化。

5.4 小结

本章对并购策略实施的效果进行三个维度的评估来展现并购实施对企业绩效的影响。首先，采用事件研究法对并购活动在短期股价市场的表现进行分析；其次，根据各项财务指标数据对并购实施所带来的企业偿债能力、盈利能力、营运能力和发展能力的变化进行分析；最后，通过 EVA 指标效应分析法对企业经营效率和市场竞争力的体现进行分析。

从短期的市场表现上看，此次并购在短期内并未产生明显的积极效应，股价在公告发布日后一天达到峰值后快速下跌。通过市场模型法计算的超额收益率和累计超额收益率也多为负值。原因主要在于此次并购企业承诺的交易价格过高且答应使用现金支付对价的做法让投资者担忧，即便企业认为自身资金实力雄厚也无法阻挡投资者对于大额支付的不认同。其次，此次并购是我国首次进入海外配售电市场，投资者没有可参考的并购行为，对于是否能够实现收益并不确定，导致短期市场上股价下跌，市场反应消极。

从长期财务指标数据看，企业偿债能力、盈利能力和发展能力显著提升，但营运能力因为并购策略的选取不够恰当受到影响。具体来看：在偿债能力的表现上，企业通过多渠道融资的方式来减小现金支付的压力，短时间内偿还借款，使其流动比率和速动比率能够维持在稳定的数值且其资产负债率也在 40%-60% 内小范围波动，符合我国对企业资产负债率判定良好的标准；从盈利能力上看，企业针对“战略导向型”和“风险规避型”的选择策略将 LDS 电力公司作为并购对象，积极发展配售电业务，吸收先进的管理经验并利用优势资源使并购后企业营业利润率和总利润率增加；在发展能力的表现上，企业在并购后期对 LDS 电力公司在经营管理、优势项目和技术以及人力资源的整合策略得以初步显现，后期整合的过程是相对漫长

的过程，企业需克服差异性实现双方在各个层面的融合，虽然 2020 年至 2022 年企业总资产增长率和营业利润增长率有所下降，但通过积极吸收和融合，2023 年已经有巨大的提升，说明公司已经可以对被并购企业的资源合理灵活利用，今后企业也将会实现更好的发展；在营运能力的表现上，企业采取现金支付策略使企业现金流量减少，而单一的估值策略也使企业估值过高，大量的存货堆积，企业难以实现加快销售，最终使得企业总资产和流动资产的周转率持续下跌，不利于企业销售收入的提升。

从 EVA 指标效应分析看，此次并购活动提升了企业的经营效率并增加了其市场竞争力。EVA 值在并购前后实现快速增长，同比增长率超过三百个百分点，EVA 报酬率逐渐增加，这也证明随着并购的逐渐完成，长江电力公司正在将 LDS 电力公司持有的各类有形和无形资源充分与本公司进行有效融合，力争实现协同效应的最大化。

综合三种经济效果的评价方法，此次并购带来的正向效应更大。这也证明长江电力公司在并购中选用的策略整体是具有可参考性的。

6 结论与启示

6.1 结论

本文主要分析了中国长江电力公司跨国并购秘鲁路德斯电力公司的实施策略及经济效果评价。首先，本文对此次并购的过程进行梳理，对企业实施并购的动因进行了分析。接着，本文将策略实施的过程分为交易环节和后期整合环节两大方面对此次并购所采取的策略进行分析，发现企业在采取策略方面进行了谨慎和符合实际情况的选择。主要体现在抓住政策发布和被并购方市场波动情况的时机选择策略，以战略导向和风险规避为目的的目标企业选择策略，以确保合理估值要约收购价格而选用的差异化估值方式选择策略，以综合考量为判断依据的支付方式选择策略，以保护母公司为前提，进行合理税收筹划并扩展海外市场的收购路径和融资方式选择策略和以实现协同效应最大化的后期整合选择策略。然后，本文通过事件研究法、财务指标分析法以及 EVA 指标效应分析法对此次并购策略实施的经济效果在短期和长期两个维度进行评价。研究发现此次并购在短期内显示的收益率较低，但在长期财务指标分析和 EVA 指标效应分析法中体现出较好的并购效果。最后对今后我国其他企业，特别是其他电力行业进行跨国并购时给予相应的策略启示。

6.2 启示

6.2.1 抓住政策红利和市场机遇选择并购时机

中国人自古认为“天时、地利、人和”是顺利完成一件事情的关键。对海外并购而言，不仅仅需要一个优秀的团队，一个明确的目标，更需要一个好的时间，即在“正确的时间做正确的事”。时机选择不对，好事可能会变成坏事；时机选择合理，才会推动事情朝着希望的方向发展。企业在选择并购时机时，不能操之过急，对市场上的信息不加甄别就贸然出击，应该基于中国企业自身和目标企业所在的市场环境两方面决定是否并购。在对中国企业本身所处的市场环境考虑时，应着重关注国家对于该企业所处行业出台的相关支持政策，抓住政策带来的红利，推动实施并购；在考虑目标企业所处的市场环境时，企业可以密切关注市场动态，可能会出

现有的企业因为资产重组或是其他原因需要剥离部分业务，而被剥离的业务可能正是中国企业需要的业务，实力强大的中国企业就可以针对自己感兴趣的目标企业实施并购。长江电力公司此次并购对时机的选择正是抓住了政策红利和市场机遇。在国家大力发展清洁能源的大背景下，在出台各项对于水电行业发展支持的政策时选择并购，同时，基于对秘鲁市场环境的观察，在其母公司即将剥离 LDS 电力公司时迅速反应，推动并购的实施。

6.2.2 选择贯彻企业发展战略与风险小的并购对象

没有战略而盲目进行并购或者不按照企业的发展战略随意选择并购，都会给中国企业带来极高的风险。中国企业在进行海外并购时应该考虑清楚企业为什么要进行并购，通过并购企业能得到什么，以及并购双方是否能实现优势互补。谨防因太看重试市场价格下降而收购即将破产的海外企业。事实上，并购并不是战略，它只是企业为了更好的贯彻落实企业发展战略的战术工具，并购的工作应该是围绕企业的发展战略而展开的。因此，在选择目标企业时，必须明确本企业的发展战略，在此基础上对目标企业的主营业务，资源情况，发展状况进行调查，了解其与自己可以形成优势互补的业务并对目标企业进行风险评估。如果并购企业符合企业自身发展战略的要求，通过并购，就可以增强企业自身的实力，提高企业在市场上的竞争力。反之，对于难以吻合企业发展战略的目标企业应果断选择放弃，否则容易导致因小失大。同时，在对目标企业进行调查时，应着重关注其在技术、业务和资源方面能否与本国企业形成优势互补，这将有助于并购能否实现协同效应的最大化。除此之外，企业还应该对目标企业进行风险评估，对于其经营状况和政治环境等各个方面进行了解，能够减小企业面临的不确定性风险。长江电力公司此次并购正是基于公司的发展战略和减小风险而选择的 LDS 电力公司。遵循企业“一体两翼”的发展战略选择经营状况良好和政府支持的目标企业，贯彻落实企业发展战略的同时为企业减少了可能面临的风险。

6.2.3 差异化选择合理的估值方式

并购中选择合理的估值方式是企业价值准确评估的前提，估值的目的是为了给交易或者决策者提供标准和参考，所以选择合理的估值方式，保证价值的公允性和

客观性非常重要。现代企业大多是多元化的企业，并购双方在资产性质、核心业务和价值类型上不尽相同，所以企业不管是选择看重未来目标企业盈利能力的收益法，还是根据目标企业各项业务的不同进行单项资产相加的成本法，亦或是参照与目标企业相似经营业务的公司采取市场法。对于并购企业而言，单一采取某种估值方式都是针对某一方面做出的选择，要使资产不流失，正确评估目标企业的价值，单一的估值方法会显得单薄和片面。因此，企业应采取差异化的估值方式，采用常用的多种估值方式对企业进行评估，通过多方比对，选择最可行的估值方式，这种方式可能会增加很多时间成本，但能够保证估值的准确性。长江电力公司在本次并购确定交易价格时，采用成本法将 LDS 电力公司的配售电业务剥离出来进行估值是有失偏颇的，企业的价值不仅仅是单项资产加总来决定的，对于不可确指的无形资产的价值也需要考虑。但在估值要约收购价值时，长江电力公司委托第三方机构对目标企业采用六种方式进行估值，从中选取最合理的估值方式的做法值得其他企业参考。

6.2.4 综合考量完成定价与支付

合理的支付方式会使并购的进程加快完成，获得未来发展和税收上的好处。反之，不合理的支付方式很容易导致并购失败，即使并购完成，也会因支付方式的不恰当为企业埋下“隐患”，影响企业长期的发展。所以，企业在选择并购的支付方式时应综合考量，选择合理的支付方式，甚至在不具备足以承担支付压力的时候选择放弃并购。企业不仅需对自身经营情况、资本结构等信息进行评估，还需要对市场条件、自身融资能力等多方面进行考虑，进而做出正确的支付方式决策，完成并购的战略目标。长江电力公司此次并购中选择了现金支付的方式，是基于综合考量的结果，且企业自身实力雄厚，有较强的融资能力，但这并不一定适用于其他中小企业。所以，企业在选择并购的支付方式时还需要结合企业自身的情况，综合考量之后做出决定。

6.2.5 兼顾长远利益选择多渠道融资方式

并购是企业为了实现长期可持续发展所做出的投资行为，并购企业需通过支付对价来实现对目标企业的实际控制，企业要顺利完成并购，需要在短时间内迅速筹集足够的资金，这是一个关键的前提条件。如果资金不足，不仅会前功尽弃，还可

能遭受对方反收购的打击，进而导致企业遭受重大损失。选择合适的融资方式，能够事半功倍，但若选择不当，就会让企业背负沉重的税务负担，甚至干扰正常的生产经营活动，最终可能导致破产。因此，企业在选择融资方式时，应该在综合考虑长远利益的基础上，采取多元化的融资渠道。单一的融资方式不仅可能满足不了企业的资金需求，同时会面临更大的风险，若申请的资金无法在规定的时间内到企业手中，就会影响并购的推进，导致并购终止。同时，很多企业跨国并购的目的是为了开拓海外市场。采用新型的融资方式，例如发行 GDR 融资，不仅能够为企业在短时间内筹集资金还能帮助企业提升国际知名度，为其在海外市场发展做好准备。长江电力公司在本次并购中采用发行 GDR 的方式融资为今后其他中国企业并购选择融资方式提供了借鉴，通过申请国际银团贷款和发行 GDR 两种渠道融资，在解决企业即时资金供给的同时还起到为企业在国际市场上扩大宣传的作用。

6.2.6 发挥协同效应开展全面整合

企业通过各个渠道融资为目标企业支付对价并不意味着并购完成，还需要对目标企业的资源进行整合，实现协同效应的最大化才是真正意义上完成并购。并购重组的实质绝对不是一个简单的股权、资产的替代或相加过程，需要将不同的企业联合在一起，达到最大限度综合运用各方优势资源，实现企业的在经营管理、核心业务和技术以及人力方面的整合，通过优化整合提高生产效益，获得新的利润增长点。在经营管理方面，企业应以实现发展战略为主要目标，充分了解目标企业的管理制度，建立合规经营的体系，形成一套兼顾双方企业管理方式的治理做法，实现科学有效的管理。在核心业务和技术的整合上，企业应充分利用并购企业的优势技术资源，同时将自身企业的技术与当地优势项目充分融合，推动项目发展。在人力资源的整合上，企业管理层需充分了解当地的文化和风俗习惯，积极实施人才本土化战略，培养有能力的员工，为优势项目的开展储备优秀的人才。

参考文献

- [1]Boone L,Lie E,Liu Y. Time trends and determinants of the method of payment in M&As[J]. *Journal of Corporate Finance*,2014,27.
- [2]Fredrik U. China's OFDI policy announcements and cross-border M&A[J]. *International Journal of Emerging Markets*,2022,17.
- [3]Houssam B,Patrick N. Family Firms and the Choice of Payment Method in Domestic and International Acquisitions[J]. *Management international / International Management / Gestión Internacional*,2014,18.
- [4]Ladkani M R,Banerjee A. Emerging Market Bidder Returns and the Choice of Payment Method in Mergers and Acquisitions: Evidence from India[J]. *Journal of Emerging Market Finance*,2018,17.
- [5]Miroslav G,Elena S,Jaroslava H,etal. Cross-border mergers and acquisitions in manufacturing sector in the European area[J]. *Entrepreneurship and Sustainability Issues*,2022,10.
- [6]Na Y,Yuan Z,Lu Y, et al. Cross-border mergers and acquisitions, regional cultural diversity and acquirers' corporate social responsibility: Evidence from China listed companies[J]. *International Review of Economics and Finance*,2022,79.
- [7]Robert S,Jaroslava H,Beata G, et al. An analysis of the impact of economic context of selected determinants of cross-border mergers and acquisitions in the EU[J]. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*,2022,35.
- [8]Samer A,Malika H,jiayi Y. Top-tier advisors and the market feedback dynamics in cross-border M&As[J]. *International Review of Financial Analysis*,2023,86.
- [9]Silin Y,Jing Z,Yunwen J, et al. Managers as the bridge: How cultural friction influences the integration of cross-border mergers and acquisitions[J]. *International Business Review*,2023,32.
- [10]Wanli L,Yueying S,Kaixiu W. How does economic policy uncertainty affect cross-border M&A:Evidence from Chinese firms[J]. *Emerging Markets Review*, 2022,52.

- [11]白俊,周全,韩贺洋.技术并购、并购依赖与创新绩效[J].科学管理研究,2022,40(05):108-117.
- [12]曾敏.中国上市公司并购重组的现状、问题及前景[J].数量经济技术经济研究,2022,39(05):104-124.
- [13]陈佳琦,赵息,牛箫童.融资约束视角下支付方式对并购绩效的影响研究[J].宏观经济研究,2020(04):16-27.
- [14]陈明晖,曾爱民,王竹青.1+12:分拆上市独立性与价值效应研究——以首家“A拆A”上市公司为例[J].财会通讯,2023,(16):3-8+77.
- [15]池昭梅,乔桐.中国制造业海外并购绩效研究——以旗滨集团并购马来西亚旗滨公司为例[J].会计之友,2019(20):67-72.
- [16]崔晓杨,吕鑫,魏云捷等.消费类电子信息企业并购绩效分析——以TCL集团为例[J].管理评论,2017,29(11):251-260.
- [17]窦炜,方俊.我国上市公司并购支付方式与业绩承诺——基于2008-2014年沪深上市公司并购重组事件的分析[J].商业研究,2018(09):84-90.
- [18]葛结根.并购支付方式与并购绩效的实证研究——以沪深上市公司为收购目标的经验证据[J].会计研究,2015(09):74-80+97.
- [19]龚丽敏,胡岩,江诗松等.并购双方的依赖模式、整合战略与并购绩效:一个仿真研究[J].管理工程学报,2022,36(02):98-108.
- [20]关键,吴鑫.超竞争环境下多阶段支付跨国并购定价与时机选择的期权博弈分析[J].系统工程,2016,34(11):24-29.
- [21]韩金红,唐燕玲.VIE模式境外上市中国企业并购动因及绩效研究——以阿里巴巴并购优酷土豆为例[J].财会通讯,2019(02):62-65.
- [22]何卓红.汽车零部件企业跨国并购策略及经济后果研究[D].四川师范大学,2022.
- [23]贺天玥,冯体一,潘超.企业以技术获取为导向的连续并购绩效研究——以新时达为例[J].管理案例研究与评论,2021,14(03):339-354.
- [24]黄登峰,俞荣建,项丽瑶等.规制风险下中国企业如何提高跨国并购交易成功率[J].浙江社会科学,2021(05):23-30+22+155-156.
- [25]黄宏斌,杜依娜,牛煜文.技术协同导向的企业跨国并购绩效研究——基于博腾股份跨国并购J-STAR的案例分析[J].会计之友,2022(20):79-85.

- [26] 嵇存海,王琳,王孟举.高管持股、支付方式与并购长期绩效的研究[J].会计之友,2018(23):46-50.
- [27] 贾海英.EVA 指标的主要优势及其在企业经营中的应用浅析[J].财务与会计,2016,(09):65.
- [28] 贾镜渝,孟妍.经验学习、制度质量与国有企业海外并购[J].南开管理评论,2022,25(03):49-63.
- [29] 江虹,姜文静.2010-2016 年我国影视内容产业并购估值方式研究[J].现代传播(中国传媒大学学报),2017,39(06):130-135.
- [30] 姜付秀,申艳艳,夏晓雪.国际贸易与海外并购[J].会计研究,2022,(12):161-173.
- [31] 蒋冠宏.企业并购如何影响绩效:基于中国工业企业并购视角[J].管理世界,2022,38(07):196-212.
- [32] 蓝发钦,赵建武,王凡平等.控制权结构、估值水平与并购支付方式选择——来自我国上市公司的经验证据[J].江淮论坛,2018(01):11-18.
- [33] 黎文飞,李郑鹏.PE 在跨国并购中的作用:以中联重科并购 CIFA 为例[J].财会月刊,2021(05):40-49.
- [34] 李纪琛,刘海建.中国企业数字型跨国并购驱动机制分析——基于 fsQCA 方法[J/OL].科学学与科学技术管理:1-19.
- [35] 李井林,戴宛霖,姚晓林.并购对价与支付方式:业绩承诺与风险承担——基于蓝色光标并购博杰广告的案例分析[J].会计之友,2019(20):61-66.
- [36] 李珮璘,黄国群.跨国并购促进我国产业升级的典型案例分析、效应与对策研究[J].经济问题探索,2018(10):171-178.
- [37] 李蕊.跨国并购的技术寻求动因解析[J].世界经济,2003(02):19-24+79.
- [38] 李志学,崔瑜.基于 EVA 视角的我国新能源上市公司绩效评价分析[J].吉首大学学报(社会科学版),2017,38(S2):1-5.
- [39] 林兢,陈翠颖.EVA 考核、内部控制与盈余管理[J].财会通讯,2019,(18):112-117.
- [40] 刘红霞,幸丽霞.驰名商标与并购目标公司选择——基于资源效应的研究视角[J].经济与管理,2017,31(01):58-64.
- [41] 刘娇娆.以转型升级为导向的制造业民企连续并购绩效研究——以东山精密为例[J].财会通讯,2023,(06):112-118.

- [42]刘瑞波,潘光杰,苑晓平.金融危机后大型中资银行跨国并购效率研究[J].经济与管理评论,2017,33(06):77-83.
- [43]宁焯,邢春蕾,王晓静.企业跨国并购动因及其对外产业转移效应分析[J].产经评论,2021,12(05):57-69.
- [44]强国令,高乾.横向并购如何助力重污染行业减排增效?[J].管理案例研究与评论,2023,16(04):473-488.
- [45]任高菱子.企业并购财务绩效分析——以吉利并购沃尔沃为例[J].会计之友,2013(28):65-68.
- [46]任明.我国银行业跨国并购现状分析和策略建议[J].金融与经济,2008(09):25-28.
- [47]宋林,彬彬.我国上市公司跨国并购动因及影响因素研究——基于多项 Logit 模型的实证分析[J].北京工商大学学报(社会科学版),2016,31(05):98-106.
- [48]宋维佳,乔治.我国资源型企业跨国并购绩效研究——基于短期和中长期视角[J].财经问题研究,2014(07):98-105.
- [49]孙华鹏,苏敬勤,崔淼.中国民营企业跨国并购的四轮驱动模型[J].科研管理,2014,35(10):94-100.
- [50]孙江明,居文静.跨国并购对我国企业创新绩效的影响——基于上市公司数据的实证研究[J].世界经济与政治论坛,2019(02):149-172.
- [51]孙林,陈收.互联网环境下企业前向并购时机选择[J].系统工程,2018,36(12):11-21.
- [52]孙焯,侯力赫,刘金桥.累积经验与并购绩效:从成功和失败中学习[J].财经论丛,2021,(08):69-80.
- [53]孙焯,王天童.信息透明度、地理区位与公司并购目标选择[J].吉林大学社会科学学报,2020,60(02):98-109+221.
- [54]唐兵,田留文,曹锦周.企业并购如何创造价值——基于东航和上航并购重组案例研究[J].管理世界,2012(11):1-8+44.
- [55]唐恒书,李茜.EVA 传统会计指标与上市公司股价表现——基于贵州茅台公司的典型案例研究[J].金融发展研究,2017,(03):38-43.
- [56]唐晓华,高鹏.全球价值链视角下中国制造业企业海外并购的动因与趋势分析[J].经济问题探索,2019(03):92-98.
- [57]唐章奇.影视企业并购重组估值方法实证分析[J].中国资产评估,2014(10):19-23.

- [58]田高良,韩洁,李留闯.连锁董事与并购绩效——来自中国 A 股上市公司的经验证据[J].南开管理评论,2013,16(06):112-122.
- [59]王超.发挥企业并购协同效应的几点建议[J].财务与会计,2023,(01):67.
- [60]王厚明,孙春燕.不同估值法下跨国并购目标公司估值分析[J].财会通讯,2020(18):116-120.
- [61]王晔.国有企业与民营企业跨国并购的动因与比较[J].商业经济研究,2018(08):101-105.
- [62]王轶南,王晓丽.中国对欧盟 FDI 中的跨国并购动因分析[J].商业研究,2014(07):55-59+93.
- [63]王玉喜.企业并购的财务绩效分析方法评价[J].山西财经大学学报,2020,42(S1):26-28.
- [64]吴道友,程佳琳.企业跨国并购协同整合策略与情境匹配研究——一项模糊集定性比较分析(fsQCA)的尝试[J].华东经济管理,2019,33(07):178-184.
- [65]吴佩璟.企业并购目标公司的选择研究——以曲美家居为例[J].商场现代化,2022(10):104-106.
- [66]夏扬,沈豪.基于长短期窗口的民企连续并购绩效研究——以均胜电子为例[J].财会通讯,2018(11):3-8.
- [67]谢纪刚,张秋生.股份支付、交易制度与商誉高估——基于中小板公司并购的数据分析[J].会计研究,2013(12):47-52+97.
- [68]谢志华,董昊明,王慧美等.并购市场时机、管理层过度自信与并购绩效[J].财会月刊,2017(09):3-8.
- [69]辛宇,李天钰,吴雯敏.上市公司的并购、估值与股价崩溃风险研究[J].中山大学学报(社会科学版),2015,55(03):200-212.
- [70]徐明霞,陈明灿.企业跨国并购绩效评价研究述评[J].财会通讯,2017(16):38-42.
- [71]薛安伟.后全球化背景下中国企业跨国并购新动机[J].世界经济研究,2020(02):97-105+137.
- [72]杨艳萍,李翔.风险投资对异地长期并购绩效的影响机制研究[J].经济管理,2023,45(07):194-208.
- [73]余鹏翼,王满四.国内上市公司跨国并购绩效影响因素的实证研究[J].会计研

究,2014(03):64-70+96.

[74]余玉苗,冉月.并购支付方式、目标方参与公司治理与业绩承诺实现[J].当代财经,2020(03):137-148.

[75]张继德,相里媛,薛荣斌等.并购时机选择影响因素评价体系研究——以嘉能可并购为例[J].山东财经大学学报,2021,33(04):77-88.

[76]张文佳.我国企业跨国并购的动因分析[J].金融发展研究,2015(03):3-9.

[77]章伟果,扈文秀,杜金柱.白衣骑士策略下敌意并购竞价与时机研究[J].中国管理科学,2022,30(07):189-200.

[78]赵丽萍,张紫璇.EVA 考核下科技型央企价值创造能力影响因素研究——基于 Elastic Net 的实证研究[J].工业技术经济,2017,36(08):125-130.

[79]赵曙明,张捷.中国企业跨国并购中的文化差异整合策略研究[J].南京大学学报(哲学.人文科学.社会科学版),2005(05):32-41.

[80]赵先进,彭瑞栋.战略性新兴产业中新能源企业的跨国并购[J].企业经济,2015(06):27-31.

[81]左晓慧,吕洁瑶.基于 EVA 的上市公司并购绩效研究[J].财经理论与实践,2014,35(06):34-39.

后 记

始于蝉鸣终于盛夏，我的学生时代也将就此谢幕，想起三年前初入校园的我，顿时感念时光飞逝，自己已然成为一个半只脚踏入社会的青年人，想到自己即将褪去校园的身份，心中满怀不舍和感恩。

回想自己写论文的过程，其实也算颇多周折，自己的开题并不顺利，导致二开的时候才确定了这个题目，也很庆幸自己换了题目，起码让自己在后续的写作中没有再遇到诸多问题。紧锣密鼓的从去年9月开始步入正轨，开始了解文章所涉及的并购企业，可能需要用到的评价方法，思考并购策略或给其他企业的启示，终于于今年1月份完成了初稿，并尽快发给老师询问修改建议，经过与老师的共同探讨，反复修改，最终在4月份提交盲审，一颗悬着的心也慢慢落地。

论文主要是围绕中国长江电力公司和秘鲁路德斯公司的并购过程展开分析，以期对我国其他行业，尤其是水电行业实施跨国并购提供启示。通过写作发现，长江电力公司确实在并购策略的选择上面有其独到之处，但也发现，其采用的一些策略也并不适用于所有企业，尤其是其采用现金支付的方式对中小企业并不友好，而其单一的估值方式也为企业在现金流方面造成了损失。但是，总体来看，长江电力公司实施的并购策略依然有其可取之处，比如其在时机方面的把握，在目标企业的选取策略，在要约收购期间采用的多元化估值策略以及通过对持股平台的筛选节约税收，还有融资方式的选择和最终的后期整合策略上都有其它企业值得借鉴学习的地方，也希望论文所总结出的策略启示能为我国水电行业实施跨国并购起到积极的作用。

涓涓师恩，铭记于心。很开心自己加入了聂老师的师门，聂老师不断在用自己的言行举止影响着我们对于问题的处理方式和面对生活的态度。在学习上，他总是不厌其烦地为我们解决各种难题，反复追问我们是否了解清楚，直至我们每个人表示没有任何问题他才会放心结束；在生活中，他总会细心的发现我们最近的生活状态，询问我们是否习惯兰州的饮食，天气，会热情的推荐当地的特色美食，让我们有时间出去走走，逛逛；在我撰写毕业论文的过程中，他总会一针见血的提出我文章中现存的问题，为我提出修改的建议和指导，让我顺利完成毕业论文的写作。愿老师身体健康，万事胜意。

家人常伴，千恩万谢。时常庆幸自己生活在这样的家庭中，每天都能让我感受到爱与幸福。感谢父母含辛茹苦养育我 25 年，让我成长为一个健康和拥有正确价值观，世界观，人生观的人。我能真切地感受到他们在用心陪伴我成长，尽可能的给我最好的条件，让我能够没有后顾之忧的长大。感谢我的爷爷奶奶，他们没有得到太多的文化教育，但拥有着让我叹服的远见和智慧，奶奶会在我不开心的时候逗我开心，给我做我最喜欢的饭菜，爷爷会在我迷茫的时候以他的角度为我提出建议，而往往这些建议总会让我茅塞顿开。感谢我的哥哥弟弟，作为家中唯一的女孩子，我享受了太多的偏爱和宠爱，满满的爱不仅让我爱己也让我学会爱人。很庆幸，很开心生活在这样的家庭中，祝愿我的家人平安健康，幸福安康。

总觉幸运，时常感恩。我自认自己是一个幸运的人，总会在不同的阶段碰到和自己志趣相投的人，可爱的同学，交心的室友，让我研究生三年并未过的单调。总之，感谢一直默默努力的自己，感谢在生活和学习中给予我建议 and 善意的所有人。行文至此，思绪万千，愿我们来日方长。