

分类号 \_\_\_\_\_  
U D C \_\_\_\_\_

密级 \_\_\_\_\_  
编号 \_\_\_\_\_

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 海亮股份连续海外并购的  
价值创造研究

研究生姓名: 闫薪宇

指导教师姓名、职称: 安占然 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： 闫新宇 签字日期： 2024.5.31.

导师签名： 安占然 签字日期： 2024年5月31日

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： 闫新宇 签字日期： 2024.5.31.

导师签名： 安占然 签字日期： 2024年5月31日

导师(校外)签名： \_\_\_\_\_ 签字日期： \_\_\_\_\_

**Value creation study of Hailiang Shares  
continuous over seas  
mergers and acquisitions**

**Candidate: Yan Xinyu**

**Supervisor: An Zhanran**

## 摘要

我国十四五规划明确指出，优化有色金属产业布局，完善金属资源获取与商业储备，实现行业可持续发展。借此政策机遇，国内具备实力的有色金属企业基于战略目标，进行多次有计划连续并购，有效缓解了行业内核心技术与高端产品研发问题，完成价值链由低端同质向高端智能延伸。企业价值创造作为衡量连续并购效果的重要指标，对企业连续并购战略制定具有重要意义。因此，本文深入分析海外连续并购的企业价值创造机制，并综合多视角评价价值创造效果。海亮股份作为我国有色金属行业的龙头企业之一，紧抓行业整合的战略机遇期，通过连续海外并购深化产业转型升级。因此本文聚焦 2016-2019 年海亮股份的连续海外并购事件，分析其价值创造效果和影响因素，依据存在的问题分析对策建议，以期为有色金属行业企业连续并购的价值创造总结经验启示。

本文首先以市场势力、协同效应、产业价值链为理论基础，探究了通过获取资源优势、提升协同效应和延伸产业链的价值创造实现路径。其次，介绍了 2016-2019 年海亮股份对美国 JMF 公司、芬兰 Luvata 集团铜管公司以及德国 KME 集团铜管铜棒企业的并购历程及动因。再次，评价了三次连续并购事件的价值创造效果。具体而言：利用事件分析法测算超额收益率评价市场价值创造；应用财务指标、主成分分析法量化评价了资本价值创造；通过核心产业等剖析了产业价值创造；利用研发经费、税收贡献等探究了创新、社会价值创造。为进一步提升综合价值创造效果，分析了表现良好的原因，并着重探究了资本价值创造欠佳的影响因素。最后，为未来海亮股份及其同行业公司，连续并购的价值创造总结对策建议和启示。

依据上述研究分析，得出结论如下：第一，海亮股份通过连续海外并购，实现了并购动因的战略目标，促进了综合价值创造效果的改善提升，实现了产业转型升级。第二，通过剖析多元价值创造效果的产生原因，针对资本价值创造欠佳之处的影响因素，提出建立内部风险防控机制、运用多元方式筹措资金。第三，未来有色金属行业企业在推进连续海外并购时，应立足发展实际明确战略方向，整合技术优势，加大创新投入，注重多元的价值创造提升。

**关键词：**海亮股份 海外连续并购 价值创造 产业链

## Abstract

The 14th Five Year Plan of China clearly points out the optimization of the layout adjustment of the metal industry, achieve the strategic reserves of non-ferrous rare earths, achieve sustainable development . Taking advantage of this policy opportunity, domestic non-ferrous metal enterprises with strong capabilities have carried out multiple planned continuous mergers and acquisitions based on the synergy of strategic goals. Among them, alleviate the problem of core technology and high-end product research and development in industry through overseas continuous mergers and acquisitions, transform and upgrade value chain. Enterprise value creation is important to measure the effectiveness of continuous M&A. It has great significance for the formulation of strategies. Therefore, this article deeply analyzes the mechanism of enterprise value creation in overseas continuous mergers and acquisitions, and comprehensively evaluates the value creation effect from multiple perspectives. Hailiang is the leading company in China's non-ferrous metal industry, seizes the strategic opportunity period of industry integration and deepens industrial transformation and upgrading through continuous overseas M&A. Therefore, this article focuses on Hailiang from 2016 to 2019, analyzes its value creation effect and influencing factors, and proposes corresponding countermeasures and suggestions based on the analysis results, provide reference for the continuous M&A

of non-ferrous metal industry enterprises.

This article is based on market power, synergy effects, and industrial value chain theory. Through obtaining resource advantages, enhancing synergy effects, and extending the value creation path of the industrial chain, it introduces the M&A process and motives of Hailiang towards JMF Company in the United States, Luvata Copper Tube Company in Finland, and KME Copper Tube and Bar Company in Germany from 2016 to 2019. The event analysis method was used to calculate indicators such as excess returns to evaluate market value, and quantitative methods were applied to analyze the impact of factors include solvency on capital value. In addition, incorporating a research perspective of non-financial indicators, the industrial value creation was analyzed through industrial influence and intangible assets, and the effects of innovation value and social value creation were evaluated through research and development funding, tax contributions, and other factors. Meanwhile, due to the strategic decision of huge cash payments in continuous mergers and acquisitions, the creation of capital value has shown a lagging effect, and corresponding countermeasures and suggestions have been proposed accordingly. Finally, summarize the experience and lessons, provide relevant insights for the value creation of continuous M&A by Hailiang and its peers in the industry in the future.

Based on the analysis, the conclusions and enlightenments are as

follows: First, Hailiang has achieved the strategic goal of overseas M&A , promoted the improvement and promotion of comprehensive value creation effect as a whole, realized industrial transformation and upgrading. Second, by analyzing the causes of the effect of multiple value creation, and aiming at the factors of poor capital value creation, it is proposed to establish an internal risk prevention and control mechanism and use multiple methods to raise funds. Third, Hailiang Shares and non-ferrous metal industry enterprises promote continuous overseas M&A , they should base on the actual development of clear strategic direction, integrate technological advantages, increase innovation investment, and pay attention to diversified value creation and improvement.

**Keywords:** Hailiang shares ; oversea continuous mergers and acquisitions; value creation; industry chain

# 目 录

<b>1 引言</b>	<b>1</b>
1.1 研究背景	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 文献综述	3
1.3.1 企业连续并购研究	3
1.3.2 企业价值创造研究	4
1.3.3 连续海外并购与企业价值创造的关联研究	7
1.3.4 文献简评	9
1.4 研究内容与方法	10
1.4.1 研究内容	10
1.4.2 研究方法	11
1.4.3 技术路线图	12
1.5 创新点和不足之处	13
1.5.1 创新点	13
1.5.2 不足之处	13
<b>2 理论基础与价值创造实现路径分析</b>	<b>14</b>
2.1 理论基础	14
2.1.1 产业价值链理论	14
2.1.2 协同效应理论	14
2.1.3 市场势力理论	15
2.2 连续并购价值创造的实现路径	15
2.2.1 获取资源优势	15
2.2.2 提高协同效应	16
2.2.3 延伸产业链	16

<b>3 海亮股份连续海外并购动因及历程</b> .....	<b>18</b>
3.1 有色金属企业整体概况 .....	18
3.1.1 有色金属行业发展现状 .....	18
3.1.2 有色金属企业海外并购特征 .....	20
3.2 浙江海亮股份有限公司介绍 .....	22
3.2.1 海亮股份基本情况 .....	22
3.2.2 海亮股份股权结构与生产基地概况 .....	22
3.3 海亮股份连续海外并购动因 .....	23
3.3.1 延伸产业链，形成规模效应 .....	23
3.3.2 获取先进技术，推动创新研发 .....	24
3.3.3 国际化布局，提升社会影响力 .....	24
3.4 海亮股份连续海外并购历程 .....	25
3.4.1 并购项目一——美国 JMF 公司 .....	25
3.4.2 并购项目二——芬兰 Luvata 集团旗下铜管公司 .....	25
3.4.3 并购项目三——德国 KME 集团旗下铜管铜棒公司 .....	26
3.4.4 连续海外并购行为的关联性分析 .....	26
3.5 本章小结 .....	27
<b>4 海亮股份连续海外并购价值创造评价</b> .....	<b>28</b>
4.1 市场价值创造分析 .....	28
4.1.1 事件分析法 .....	28
4.1.2 计算超额收益率 .....	28
4.1.3 市场价值创造总体评价 .....	33
4.2 资本价值创造分析 .....	36
4.2.1 主要财务指标分析 .....	36
4.2.2 主成分分析 .....	40
4.2.3 资本价值创造总体评价 .....	43
4.3 产业价值创造分析 .....	46
4.3.1 产业核心业务价值 .....	46
4.3.2 产业影响力价值 .....	48

4.4 创新价值创造分析 .....	49
4.5 社会价值创造分析 .....	51
4.6 本章小结 .....	53
<b>5 海亮股份连续海外并购价值创造的影响因素分析 .....</b>	<b>55</b>
5.1 价值创造效果表现良好的影响因素分析 .....	55
5.2 资本价值创造效果欠佳的影响因素分析 .....	56
5.3 本章小结 .....	57
<b>6 结论、建议与启示 .....</b>	<b>58</b>
6.1 研究结论 .....	58
6.2 对策建议 .....	58
6.2.1 建立内部资金风险防范机制 .....	59
6.2.2 合理利用多元方式筹措资金 .....	60
6.3 对中国有色金属行业连续海外并购的相关启示 .....	60
6.3.1 立足发展实际，明确并购战略 .....	60
6.3.2 整合技术优势，提升创新能力 .....	61
6.3.3 提升多元价值创造，注重协同效应 .....	62
<b>参考文献 .....</b>	<b>63</b>
<b>后 记 .....</b>	<b>69</b>

# 1 引言

## 1.1 研究背景

党的二十大报告指出中国坚持高水平对外开放，深度参与全球产业分工和合作。海外并购作为企业开拓海外市场的重要方式之一，在优化企业资源配置、提高经济效率、提升企业价值中的益处日趋明显。安永公告《中国海外投资概览数据》文件指出，2020—2022年我国企业跨境并购交易宗数年均534起，同比增加34.5%，表明我国企业不断提升对海外并购的关注。与此同时，中国企业采取“有中国特色的系统性并购战略”，通过系列的海外并购活动，实现超过公司市值10%的外延式增长，开拓优化产业结构和提升并购整合效益的转型路径。

受新冠肺炎疫情影响，2020年海外并购总额及交易数量有所下降，2021年触底反弹同比提升近20%。从行业层面看，采矿与金属业并购金额及数量逆势双增长，同比分别增加33%和111%，为交易金额唯一增长的行业。在我国金属行业政策导向和产业全球化推动下，我国有色金属企业通过海外并购等对外直接投资的方式深入国际市场。其中海亮股份在美国、欧洲等，博威合金在越南、美国等，分别通过连续并购等方式快速扩张海外市场，提升国际竞争力。

海外并购作为企业实现价值目标的重要手段，一直是我国企业开拓海外市场，提升竞争力的重要举措。为进一步扩大和提升并购活动的企业价值，不少企业依据战略发展要求，致力于契合企业阶段性发展目标的连续并购活动。将首次获取的并购能力与经验充分应用到下一次并购行为中，为企业实现价值目标与经济效益带来积极效果。我国有色金属行业出于阶段性战略目标和转型升级的迫切要求，为获取资源优势、优化产业结构、抢占更多的市场份额，开展“走出去”的海外并购活动，并购运作呈现连续性特征。

海亮股份作为我国有色金属行业的龙头企业之一，顺应政策扶持优势与发展机遇，通过连续海外并购，充分利用标的企业的技术资源优势与客户群市场，实现从中低端价值链向中高端价值链的攀升。2016年至2019年海亮股份公告3起海外并购事件，海亮股份不断吸收资源优势、优化装备制造技术，成功从传统制造企业转型升级为现代精密金属加工企业。本文以有色金属行业为研究背景，聚

焦海亮股份三次海外并购事件，从市场、资本、产业、创新、社会五种价值创造的研究视角，综合评价连续海外并购的价值创造成果。希望为有色金属行业其他公司的海外并购模式、企业转型升级路径及企业价值目标的实现提供参考。

## 1.2 研究目的与意义

### 1.2.1 研究目的

目前，有色金属行业呈现企业规模扩张速度快、中小企业数量居多、大型技术密集型企业少的特点。随着国内金属行业规模扩张、产品同质化等结构性矛盾显现，不少有色金属企业已将海外并购及契合企业战略发展目标的连续并购活动，作为企业获取新的增长点，优化产业结构，实现产业转型升级的重要举措。本文选取有色金属行业成功转型升级的龙头企业为研究对象，聚焦并购 JMF 公司、Luvata 集团铜管公司和 KME 旗下铜棒铜管公司，研究目的主要有以下三点：

（1）通过分析连续海外并购的历程，针对连续并购动因进行系统总结梳理。（2）运用事件研究法评价海亮股份市场价值的创造效果，采用财务指标分析、主成分分析量化其资本价值的变化情况。经由非财务指标对产业价值、创新价值和社会价值三个视角展开分析。对企业阶段性战略目标、海外并购活动与企业价值链延伸情况，进行综合的价值创造效果评价。（3）基于价值评价结果，分析海亮股份连续并购中存在的问题及影响因素，为海亮股份及有色金属行业相关企业优化并购决策、提升企业价值提出相应的建议。

### 1.2.2 研究意义

（1）理论意义：本文立足市场、资本、产业、创新和社会五个价值创造分析维度，对海外连续并购领域的价值创造效果进行拓展研究。对于企业连续海外并购的研究，多数学者将并购行为进行拆分，聚焦单个并购行为，对企业战略连贯性的研究不够深入。本文对海外并购活动的价值创造效果进行多视角的系统性分析，基于企业长期的战略目标和产业转型升级的阶段性发展过程，综合评价连续海外并购的价值创造效果。一方面拓展了连续海外并购的研究理论框架，丰富了并购活动价值评估的研究视角，对企业的战略连贯性分析予以补充；另一方面，

连续并购的现有文献大多聚焦于环保、医疗等行业，本文基于有色金属行业的研究领域，选取海亮股份为研究对象，可以补充连续海外并购在有色金属领域的研究内容。

(2) 现实意义：随着中国经济结构转型的需要，民营企业加强“走出去”战略部署。通过连续海外并购等对外直接投资方式，从传统向先进制造业转型升级。研究海亮股份连续海外并购过程中企业的价值创造情况，有利于帮助企业提高并购的成功率及并购完成后的资源利用效率，在公司的经营发展过程中发挥积极作用。通过综合分析连续海外并购过程及存在的问题，有利于企业做出合理的连续并购决策，同时为有色金属业的其他公司进行连续海外并购活动提供参考。

## 1.3 文献综述

### 1.3.1 企业连续并购研究

#### 1.3.1.1 企业连续并购内涵

国外专家学者 Schipper 和 Thompson (1983) 首次将单次的并购与连续的并购活动进行区分，明确了连续并购的相关概念界定。针对并购频率的划分，Schipper 等 (1985) 认为连续并购应以三年发生两次以上为划分依据。对于时间跨度的选取，Fuller 等 (2002) 拓宽到三至五年，并对并购交易次数给出 3-5 次左右的范围。Billett 等 (2008) 进一步扩大对连续并购的界定，认为满足企业五年内发生两次并购即可作为认定依据。另外不少学者在整理相关连续并购文献后，从并购事件前后间隔期限作为界定标准，认为两次并购活动介于 12 个月以内即可视为连续并购。随着并购作为短期内企业快速开拓市场，整合资源的重要途径，连续并购的研究在各行业领域不断深化，其界定也随着研究侧重内容，发生不同划分，界定范畴更侧重企业战略活动和阶段性视角。Gervais (2014) 基于制造业领域，指出十年内发生大于四次并购行为，能够界定了企业的连续并购。另外，大于十年的时间跨度也逐渐在文献中出现，常见的样本期划分有 15 年、25 年等 (Rovit, 2003; Ahern, 2010; Zhu, 2011)。国外对连续并购的相关研究较与国内相比较早，梳理国内连续并购相关文献发现，郭冰等 (2011) 认为在

5年期间内发生2次以上的并购；也有学者指出企业基于战略目标，强调了企业战略在时间跨度内的连续并购的重要性（黄嫚丽等，2020）。本文出于金属行业的研究领域、连续并购时间跨度及企业战略性目标的考量，选用学术领域认可度较高的 Fuller 等人的连续并购内涵，即三到五年内进行3-5次的并购交易行为。

### 1.3.1.2 海外并购动因相关研究

梳理国内外相关文献，对海外并购动因分析主要基于市场势力、协同效应、产业链理论等。第一，从并购形成市场势力的视角出发，Mattsson（2013）认为企业并购与市场竞争力密切相关，并购活动能够实现国际竞争力的显著提升。Jing-Hu 等（2013）认为企业通过提高市场占有率的方式，获取目标企业的资源和技术，进而减少生产成本。张岚等（2018）认为通过连续并购可以获得资源聚集优势，形成一定的市场竞争力，降低交易成本，从而实现企业的价值目标。第二，立足并购后的协同效应视角，王艳（2020）和黄丽等人（2020）发现并购后对优质资源的整合，协调并购标的与本公司的经营管理及技术，是企业应用海外并购增强实力的主要动机。同时部分企业连续并购的良好市场效果，也会引起其他企业的争相效仿学习，进而也推动了海外连续并购的战略部署（张晓旭等，2021）。第三，从价值链职能环节出发，蔡庆丰（2019）提出连续海外并购动因基于价值链完善，企业出于战略连贯性、提升企业竞争力，形成规模经济的目标而进行的多次并购。余鹏翼等（2016）以全球化的视角，认为通过连续并购有助于企业参与全球价值链重构。贺天玥（2021）提出为了获得优势资源，延长产业链，进而具备中上游企业的市场占有率和竞争力。

## 1.3.2 企业价值创造研究

### 1.3.2.1 企业价值创造内涵

国外学者 Porter（1985）首次提出“价值链”的概念，从流程视角定义企业的价值创造本质上来自价值链上的“战略环节”，并构建出价值链模型。Rumelt（2003）认为价值创造主要分为对闲置未开发资源和处置不当资本的重新配置。Chen（2021）认为企业通过资源整合提升资源利用效率，进而实现价值能力的

改善提升。国内研究由张旭波（1997）率先提出企业价值创造的概念，并展开系统分析介绍。现有国内文献主要聚焦经济与非经济研究视角，对企业价值创造理论展开分析。从经济方面入手，张新（2003）认为企业价值属于经济价值之一，代表企业经营生产活动的产出过程及产出剩余价值的结果。从非经济出发，现有研究主要围绕三维模型展开，立足业务水平、支持程度和发展情况（别晓竹等，2015）。另外，企业并购后通过整合标的企业的资源优势和先进技术，提升并购协同效应和创新能力，进而带来价值创造的攀升（谢洪明，2019）。

### 1.3.2.2 企业价值创造分类

企业价值创造是企业发展中关注的重点。梳理国内外价值创造的相关文献发现，目前对于价值创造分类主要集中于以下视角。第一，市场价值创造。指整体出售或部分股权转让时所估算的整体市值。陶峰等（2023）指出企业的市场价值应不只关注企业绩效现状，还应注重发展潜力以及投资者的市场信心。第二，资本价值创造。包括企业所拥有的所有资产和负债总计，确定企业资本价值需要匹配对应合理的资产评估标准。邹国强（2018）提出资本价值主导的绩效评价，着眼企业长远利益，将资本负债率等作为主要指标，兼顾企业的资本和社会影响力。

通过阅读分析文献可以看出，企业市场价值和资本价值创造是学术领域着重研究的视角，随着企业经营活动趋于多样性和复杂性，其他新型的研究视角也逐渐受到学界的重视，主要包括企业的产业、创新、社会价值创造。第一，产业价值创造。主要是指其价值链延伸和产业方面的发展程度，金帆（2014）认为以厂商的资源获取、产业结构优化为主要目标。第二，创新价值创造。包括产品与服务创新、企业管理创新等，主要通过企业的研发人员、研发费用等相关指标体现；刘娟等（2022）通过对研发国际化的分析，评估对企业创新价值创造的效果。第三，社会价值创造。主要基于企业对社会人员就业及承担社会责任的视角，陶克涛等（2023）将企业社会价值创造视为中介变量，研究企业社会影响力对企业发展的价值。本文从上述五种价值创造的研究视角出发，采取恰当的研究方法和指标，对海亮股份连续海外并购行为带来的价值创造效果进行综合分析，能够更系统全面的评价企业发展状况。

### 1.3.2.3 企业价值创造的评价方法

本文主要立足企业的市场价值、资本价值进行重点分析,综合评价企业财务指标所呈现的企业价值创造效果。同时为丰富企业价值创造的研究视角,引入产业、创新、社会价值创造的相关研究。梳理相关文献,企业价值创造评估基本形成了以四大能力指标、经济增加值法、主成分分析法为主的三大评价方法。一是四大能力指标。由美国杜邦公司创建,将销售净利率、总资产周转率、权益乘数相乘展开资产盈利能力分析。二是经济增加值法(EVA)。该算法聚焦投资者的投资收益视角,评估企业投资带来资本价值的累积和增长,优化后模型剔除了无关、人为影响。三是主成分分析。主要是针对企业综合经济效益的评价方法,李伟(2019)依据企业绩效评价,选取影响企业价值的主要指标进行标准化处理,构建矩阵方程并得出降维后的各主成分得分情况。除了上述三种企业价值评估方法外,还有期权定价、MVA等企业价值的评价方法。本文主要依托主成分分析法进行量化分析,为海亮股份连续海外并购的价值创造效果提供实证方法的支撑。

### 1.3.2.4 企业价值创造的影响因素

影响企业价值创造的因素主要从企业战略视角和并购整合视角进行分析,影响效果呈现正向与负向两种结果。从企业战略视角出发,扈文秀等(2021)提出战略风险偏好型企业,会在短期内倾向更多次数的并购事件。企业价值创造直接受到战略风险的影响,而过高的风险度可能会影响到企业价值创造效果,带来负面作用。孟凡臣和谷洲洋(2021)指出产业转型升级是影响企业价值创造的重要因素,连续并购行为能有效推动企业价值链跃升。从并购整合视角来看,主要基于财务与非财务指标的作用效果。市场价值创造方面,超额累计收益率、股价波动反映的市场信心是导致企业短期市场价值波动的影响因素。从资本价值创造看,李焕生(2014)从财务指标的作用效果出发,选取税后经营净利润、企业资本成本等作为影响价值创造的主要因素。也有学者基于盈利能力、资金周转率等财务指标考察企业价值的变动情况(何璐,2015)。基于产业价值的影响因素,顾海英(2019)指出产业发展水平对企业价值的影响。张琳(2021)指出商誉、无形资产等指标对产业价值至关重要。对于创新价值而言,李连燕等(2017)通

过多元回归分析发现创新研发投入对其价值创造有促进作用。张琳（2021）将税收贡献、就业人员数量等视为企业社会价值创造的关键影响因素。

### 1.3.3 连续海外并购与企业价值创造的关联研究

#### 1.3.3.1 并购的企业价值创造评价方法

梳理相关文献，并购的企业价值创造多数聚焦于市场价值层面，常用方法包括李克特量表法（Faisal, 2013）、事件研究法（Malmendier, 2018）等。蒋冠宏（2020）基于 2004-2015 年中国企业跨国并购数据，采用事件研究法和异常收益率量化分析并购对企业市场价值的影响。李云鹤（2018）通过事件研究法，指出民营企业短期市场价值创造低于国有企业海外并购效果。

企业资本价值创造方面，曾繁荣（2016）基于 EVA 指标，验证其评价体系对我国新能源上市企业的价值创造效果的研究。门久久（2016）选取华电国际的连续并购为案例对象，利用财务指标分析并购后资源协同效应。随着研究的不断深入，夏扬等（2018）采用因子分析，对财务数据进行标准化处理，系统分析了均胜电子连续并购后资本价值创造的提升改善情况，验证了价值创造效果优化的结论。另外，吴先明等（2019）基于实证模型量化评价海外并购对上市企业价值创造的影响程度；简冠群（2020）利用股东关系联盟的新测算方式研究企业的价值创造效果。

产业价值创造基于产业链中的价值提升视角。张琳（2021）对上市企业的产业价值创造进行分析评估，并指出将主营业务利润、商誉、无形资产作为衡量产业核心业务及影响力的重要指标。还有部分学者从创新价值视角衡量企业的价值创造，王宛秋等（2022）以行业创新价值为切入点，得出企业并购是外部资源导入，促进企业创新价值提升的重要方式。凌艳平（2010）发现企业的创新型活动制定，相关研发人员的数量、占比可用以衡量企业创新价值创造效果。与此同时，部分学者开创性的引入社会价值创造，试图以企业的社会影响力水平，拓展企业价值评估的多元视角。买生（2019）认为社会需求和认可是企业推动转型升级，促进价值创造发展提升的有力依据；张琳（2021）选取税收贡献、就业人员数量、股东收益情况视为企业社会价值创造的衡量标准。

### 1.3.3.2 连续海外并购对企业价值创造的影响分析

连续海外并购对企业价值的影响，学术领域的研究主要有两种结论，即积极影响与消极影响，目前还没有达成统一结论。

连续海外并购支持价值创造：Dyah 等（2015）提出并购对企业价值有明显的促进作用，能促进企业超额收益的产生；Rahman 等（2021）研究新兴领域的相关企业，通过阶段性的连续并购战略，进一步优化企业的获利水平，从而提升价值创造能力。我国学者的相关研究主要表现在：王雅婷和李恩平（2015）通过对 TCL 集团的案例分析，研究发现海外并购，对于企业经营管理水平和财务绩效的改善提升，具有积极的促进作用；邱红利等（2018）认为企业的连续并购行为，能为企业带来短期超额收益和长期盈利能力提升。

并购损害价值创造论：刘焯等（2021）发现，海外并购拓展了子公司在国外市场的分布、占比，对盈利能力有一定促进作用，但海外子公司的频繁成立，对股权制度有稀释影响，易带来经营风险。田宇等（2021）发现，与企业主营业务相关性较弱的并购行为，会带来较大的经营风险。于莉（2022）在研究扩张海外市场与企业经营的关联时指出，业务扩张水平越大，易带来企业发展的负面影响。

### 1.3.3.3 连续海外并购对企业价值创造的作用机制

本文选取市场、资本、产业、创新、社会的价值创造研究视角，梳理相关国内外文献主要分为财务与非财务指标两类。一是聚焦财务指标视角的价值创造作用机制。王宛秋等（2016）指出财务状况的改善提升，是促进企业经济水平提升的重要因素，进而优化企业的价值创造效果。刘莹（2017）基于并购整合能力和并购后经营水平，指出财务指标对企业价值的量化至关重要。二是基于非财务指标视角。黄缦丽（2019）发现，优势资源互补和研发创新提升对并购后企业价值创造优化具有长期的积极作用。Joon Hee 等（2021）认为在并购完成后的整合期间，优化现有的生产技术和创新性发展，一定程度提高了企业声誉。William Y 等（2021）认为并购价值创造源于并购后技术研发、产业优化的学习借鉴，对现有技术水平产生促进作用，同时对管理效果也有积极影响。

### 1.3.4 文献简评

通过对上述文献的学习与梳理,现有研究对连续海外并购、企业价值创造及二者的关联做了多方面的讨论与分析,获取了较为丰富的研究成果。基于既有研究,本文认为还有待进一步深化的方面整理如下:

第一,在企业连续海外并购动机方面,学者们的研究大多侧重企业的战略发展,从获取优势资源、节约交易成本、价值提升等视角分析并购协同效应。而能够结合企业长期的战略目标、企业阶段性发展状况和并购后企业产业链、价值链延伸的研究较少。

第二,基于连续并购的企业价值创造,目前评价方法主要分析财务指标的变动情况,较少结合多种价值创造研究视角。利用非财务指标、主成分分析等量化方式,较少关注非财务指标包括产业、创新、社会价值的研究,对企业并购后企业创新能力、社会责任方面的研究都应予以进一步的深化分析和评价。

第三,关于连续海外并购的企业价值创造案例分析方面。现有文献多关注单次海外并购的动因、整合和效果,多次并购的关联性分析应得到体现和重视。此外,目前针对有色金属行业的海外并购研究倾向于单个并购行为或环节的研究,对该研究领域的涉足也相对较少。本文聚焦有色金属行业龙头企业之一的海亮股份展开案例分析,海亮股份作为我国有色金属行业规模占比较大的领军企业。同时处于产业转型升级的重要关口,对其连续并购行为进行综合分析,进而评价其连续并购行为对企业价值创造效果的影响。一方面有助于优化海亮股份未来的战略实施;另一方面能够为有色金属行业领域的其他企业提供海外并购战略的相关经验启示。

在上述研究的基础上,本文参考 Fuller 等(2002)对连续并购的界定方式,以有色金属行业的发展环境及政策导向为背景。基于企业聚焦主业、转型升级的战略目标,将海亮股份在 2016 年至 2019 年的三次海外并购事件视为连续并购展开深入分析。运用事件研究法、财务指标、主成分分析法,同时将非财务指标纳入价值评估体系,基于市场、资本、产业、创新和社会价值五个视角系统评价其价值创造效果。分析连续并购价值创造的影响因素,以期为海亮股份及有色金属行业的相关企业提出的对策建议。

## 1.4 研究内容与方法

### 1.4.1 研究内容

本文以有色金属行业为研究背景，以海亮股份 2016-2019 年的 3 次连续海外并购活动作为研究对象。立足市场、资本、产业、创新和社会五个研究视角，通过事件研究法、财务指标、主成分分析法及非财务数据分析等，对海亮股份连续海外并购的价值创造进行研究，综合评价价值创造成果。同时分析连续并购过程中的问题并总结经验。本文各章节安排如下：

第一章，引言。提出研究背景及意义，整理连续并购的现有概念界定，总结主要的并购动因；介绍衡量价值创造的评价方法，梳理有关海外连续并购与企业价值创造的研究机制和影响因素的相关文献。依据现有研究成果，提出本文的研究内容和量化方法，依据章节脉络绘制技术路线图，并梳理创新点和不足。

第二章，理论基础与分析路径。阐述连续并购和企业价值的概念，梳理专家学者对连续并购相关概念、动因的研究成果，分析连续并购对价值创造的作用机制，系统梳理企业价值创造的评价方法与正向、负向的影响效果。

第三章，海亮股份连续海外并购的动因分析。首先对有色金属行业发展现状进行描述，梳理海亮股份的基本情况和并购标的企业的相关概况、并购背景与并购过程，进而从战略部署、产业延伸、资源技术获取的视角剖析其并购动因。

第四章，海亮股份连续海外并购的价值创造分析。采用事件研究法对市场价值创造进行量化评估，利用财务指标法、主成分分析法对海亮股份资本价值进行分析。再从产业、创新和社会价值方面综合评估其价值创造效果。

第五章，海亮股份连续海外并购价值创造的影响因素分析。对海亮股份市场、资本、产业、创新和社会价值创造的影响因素进行分析，重点探究其资本价值创造过程欠佳情况的影响因素。

第六章，结论、建议与启示。通过对文章进行总结梳理，针对海亮股份连续海外并购对企业价值的影响，提出提升连续海外并购价值创造的建议，进一步得出对有色金属行业其他公司并购模式与价值提升的启示。

## 1.4.2 研究方法

文献分析法。利用线上线下的学术资源，借助知网、图书馆等平台，梳理分析连续并购动因、价值创造影响因素及价值效果的评价方法，以此来分析海亮股份案例。一方面能够把握研究问题发展现状；另一方面有助于形成基本印象，推动下一步研究的深入开展。

事件分析法。首先筛选出海亮股份 2016-2019 年的连续海外并购事件，选取合理的窗口期。从国泰安数据库、Wind 数据库查询历史收盘指数，针对窗口期内市场收益率、个股收益的相关数据，计算累计超额收益率。使用 SPSS20.0 对累计超额收益率进行 T 检验分析，判断并购行为是否源于该事件的显著作用。

主成分分析法。综合评价海亮股份连续并购的资本价值创造水平，本文选取 2013-2022 年即连续并购前后各三年作为滞后期，注重三次并购事件的关联性分析。运用 SPSS20.0 对财务指标进行降维，选取主成分来代表对应指标并依据数值情况打分，依据计算的综合得分来评价连续海外并购对资本价值创造的效果。

案例分析法。本文选取我国有色金属行业龙头企业之一的海亮股份公司，作为有色金属领域连续并购的典型案例。分析其连续并购的动因及历程，从市场、资本、产业、创新和社会价值五个层面，分析连续并购的价值创造效果。研究并购过程中存在的问题及风险因素，为提升海亮股份企业价值提出建议，为有色金属企业的并购行为提供借鉴。

### 1.4.3 技术路线图

根据研究脉络与章节层次绘制框架结构图，如下图 1.1 所示：

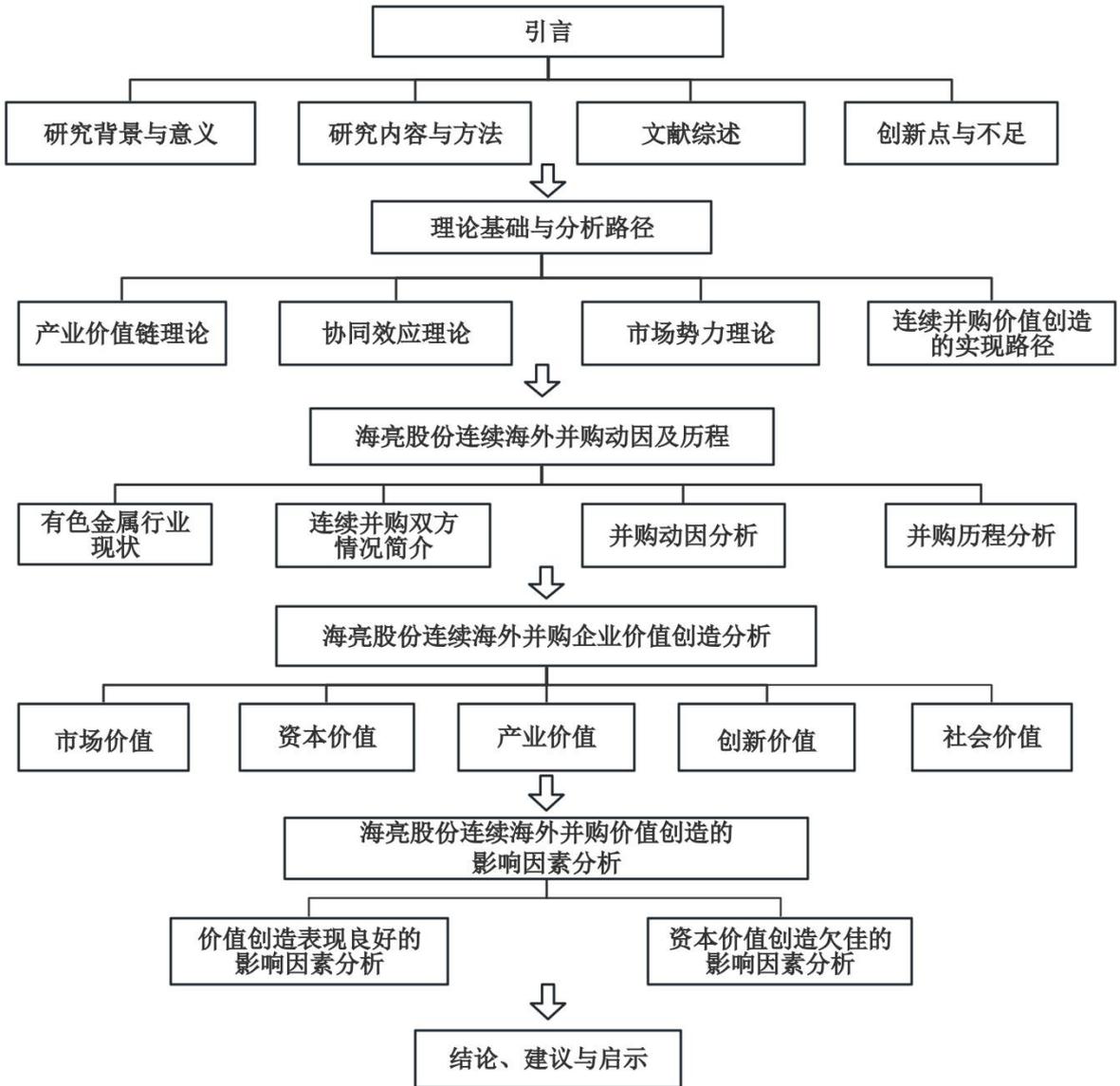


图 1.1 论文基本研究框架

## 1.5 创新点和不足之处

### 1.5.1 创新点

第一，研究方法上，基于市场、资本、产业、创新和社会价值的研究视角综合评估连续并购的价值创造情况。现有研究多以财务指标的变动情况作为主要分析依据，将资本价值创造的提升改善等价于连续并购的综合效果。本文综合对企业并购后产业、创新和社会价值创造分析，一定程度上丰富了案例分析的研究视角。同时，引入主成分分析等定量方法，评估连续并购的价值创造情况，补充了有色金属行业平均水平的数据对比分析。第二，研究内容上，通过搜集的现有文献，对有色金属领域连续并购的研究较少且多基于定性分析层面，对非财务指标及相关量化评估较少。本研究试图从产业、创新及社会价值创造的研究视角，对连续并购的价值创造展开全面分析。

### 1.5.2 不足之处

一方面，价值创造分析方法种类繁多，本文选取了学界认可度和使用频率较高的评估方法和分析模型，对海亮股份连续并购的价值创造进行定量分析，一定程度上存在使用方法的局限性。另一方面，有色金属行业处于转型升级的革新阶段，海亮股份作为有色金属行业的领军代表，在寻找并购标的及战略部署上从行业情况出发。因此，在其他行业的海外连续并购价值创造研究中，是否能得到相似的结论，尚需进一步研究分析。

## 2 理论基础与价值创造实现路径分析

### 2.1 理论基础

#### 2.1.1 产业价值链理论

产业价值链理论反映了产业内部结构和动态变化情况，揭示了产业链中各环节的关联性，便于企业明确其所处产业链的定位，并为下一步的产业链发展延伸做出科学决策。波特教授在 1985 年提出这一理论，以综合性视角系统介绍了产品全流程的生产制造过程，包括原材料采购、生产制造形成产品，再到销售推广产品和售后服务。而企业的运营决策和战略选择都会对产业链条产生影响，这源于现代化发展和转型升级的改革要求，产业中上、中下游企业间生产联系更为紧密，优化产业链条有助于提升产业的整体效率。因此，企业需要关注产业链发展的动态和趋势，了解各环节的竞争格局和发展前景，以便制定出更加科学合理的战略决策。

#### 2.1.2 协同效应理论

王超（2023）提出协同效应与企业的经营活动紧密相关，并通过财务或非财务指标的变动表现出来。若体现在企业并购活动中的协同分析，管理协同效应主要源于并购方的管理水平在被并购方之上。通过并购整合标的公司的经营流程后，并购方利用自身的管理优势，对被并购方的管理体系、流程、策略等进行优化和改进，从而提升并购整合的运营效率和管理水平。管理协同很大程度上促进了双方资源的更有效配置，提高企业的综合竞争力。经营协同效应主要表现在实现经营能力的整体提升、行业规模的不断扩张。由于不同的公司在资金和债务水平上可能存在显著差异，一些公司可能面临资金过剩的问题，这通常意味着其资金利用水平较低，未能充分发挥资金潜力。相反，另一些公司可能面临资金短缺的困境，这会对企业的投资活动产生负面影响，限制其扩张和发展的能力。并购作为一种重要的企业战略手段，对企业内部资金流动有着显著的影响，促进企业有效地利用资金，提高资金的使用效率。具体的作用主要体现在以下三个方面：

在强化收入方面，合并后的企业优化产品结构，提高整体销量和售价，从而扩大市场份额；节约成本主要体现在，并购后企业可以整合双方优势资源，优化管理结构、减少冗余人员等；节约资本支出方面，并购后的企业可以通过共享资源、优化投资组合等方式，增强企业的财务稳健性，为未来的发展奠定坚实的基础。

### 2.1.3 市场势力理论

市场势力理论指出，企业采用并购的运作方式，能够快速实现优势资源的获取和对竞争对手的吞并整合，从而有效减少行业内的竞争压力，促进企业扩大经营规模，形成规模经济，提高生产效率。企业获取的市场份额，可能发展成行业壁垒，使得企业能够在市场中获得更大的定价权，从而实现长期的可观利润。通过并购策略形成市场势力，不仅有助于突出地位优势，集聚更多的资源和经营能力。同时，有助于企业在全球竞争中，寻找新的增长点以开拓海外市场，获取新的利润来源。综合而言，市场势力形成有助于企业实现多元化经营，通过扩大辐射的市场范围和经营涉足领域，化解可能存在的生产、经营风险因素，巩固市场地位和社会影响力。

## 2.2 连续并购价值创造的实现路径

### 2.2.1 获取资源优势

获取资源优势是并购过程中企业价值创造的重要来源。从阶段进程来看，主要经历以下三个阶段：一是并购初始阶段，并购双方处于相对稳定的资源重组局面，主要立足于企业的文化和所处国家政策制度、经济发展形势；二是细分市场阶段，整合资源优势，学习先进技术并运用于实际生产领域；三是国际竞争战略阶段，寻求更高层次的并购协同效应，作用于行业内部的规模扩张和成本的集中下降，进而带来向高端技术产品的迈进和创新型发展。

连续并购是企业基于长期战略目标进行的系列性并购活动，基于资本运作模式，并购完成后的经验积累与学习都会在后续的并购过程中产生显著影响。针对存在的问题和并购后实现价值创造的欠佳之处，应总结经验教训，可以考虑客观风险因素的影响和财务指标的能力表现。具体实现路径如图 2.1 所示。



图 2.1 通过获取资源优势实现连续并购的价值创造路径

### 2.2.2 提高协同效应

并购价值与企业内部经营活动与发展机制密切相关，可能通过正向、负向的影响作用于企业的价值创造能力。本文基于协同效应理论，一方面，聚焦多元影响因素的变动状况和发展情况，得出对企业价值创造的内部机制影响；另一方面，挖掘要素之间的关联性，深化并购后企业价值创造活动的相关影响和关联分析。

针对本研究选取的案例对象，基于案例企业连续海外并购的真实发展情况，分析协同效应提升对多维度价值创造效果的影响。提高协同效应进而实现价值创造效果的影响路径，具体如下：通过影响并购活动在短期市场的反映程度，包括股价波动和市场信心强度，影响市场价值创造实现；通过提高获利水平、偿债能力等，促进企业资本价值创造提升；作用于核心产业发展情况和无形资产、商誉的累积，提升品牌影响力和社会知名度，进而促进产业价值创造的实现；经由融合扩散专有技术、协同研发人员和智能技术，提升创新研发能力改善创新价值创造效果；通过并购后拓展业务规模和收益，提供就业岗位，增加税收贡献和股东收益优化社会价值创造效果。具体实现路径由图 2.2 所示。

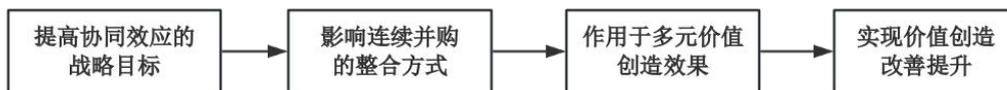


图 2.2 通过提高协同效应实现连续并购的价值创造路径

### 2.2.3 延伸产业链

分析以多次连续并购延伸产业链的相关理论，企业在从中下游向上游转型的过程中，可能面临多种产业方面的发展阻碍。产业组织理论基于产业的生产规模、技术水平要求、政策约束等行业壁垒限制，指出阻碍竞争者进入行业的主要因素。

海外并购作为获取资源优势、提升技术发展水平、优化工艺制造流程等提升产业发展水平的重要方式。一定程度上减少了行业影响、政策限制和创新技术能力的制约，进而快速提升企业的价值创造能力。产业链整合理论指出企业通过系列的连续并购行为，将原本较为分散的产业链上的企业进行整合，或实现自身产业链所处位置的攀升。兼并收购处于产业链上游的高端制造企业，实现统一的经营管理和协调生产供应，完善企业产业链布局，并提升整体的竞争力，进而促进企业并购后综合价值创造的优化提升。具体实现路径由图 2.3 所示。

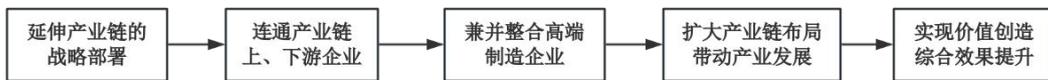


图 2.3 通过延伸产业链实现连续并购的价值创造路径

### 3 海亮股份连续海外并购动因及历程

#### 3.1 有色金属企业整体概况

##### 3.1.1 有色金属行业发展现状

有色金属行业作为传统制造业的支柱企业，对我国制造水平的转型升级具有重要意义。近年来，国务院及制造业行业协会等加大对有色金属行业的扶持力度，先后颁发推进该领域技术转型升级的相关政策性文件和优惠激励待遇。我国有色金属行业发展比较晚，与发达国家还存在一定差距，工艺技术水平欠佳，装备精良度不足，结构优化有待提升。目前主要以代工生产或贴牌生产的企业为主，中小企业不受技术壁垒限制。有色金属行业企业规模情况如表 3.1 所示。

表 3.1 2012-2022 年有色金属行业企业规模情况表

年份	规模以上工业企业数（个）	大中型工业企业数（个）	比率（%）
2012	18557	2420	13.04
2013	20118	2601	12.93
2014	20784	2644	12.62
2015	21137	2575	12.18
2016	20731	2574	12.29
2017	20562	2401	11.68
2018	23685	2309	9.75
2019	24687	2185	8.85
2020	26881	2143	7.97
2021	27798	2102	7.56
2022	28018	2156	7.68

数据来源：2013—2023 年《中国统计年鉴》

由表 3.1 可得，2012-2022 年规模以上有色金属规模以上企业单位数显著上升，于 2022 年达到 2.8 万个的水平，总体数量呈现显著上升态势，规模扩张水平逐年上升。相较于行业总规模的扩张水平与发展速度，大中型企业的扩张处于较缓慢的发展阶段，侧面印证了有色金属行业多集中于中小企业、低端生产的发展状况。近年来中小企业通过产能扩大的方式，提升规模扩张能力，但技术赋能的不足与先进生产设备运用不足，创新研发水平落后等因素，产品依然处于中低

端行列。然而，低端同质产品已不适应高端金属制造品的需求，直接表现为企业存货积压。目前，有色金属行业相关企业的存货情况如图 3.1 所示。

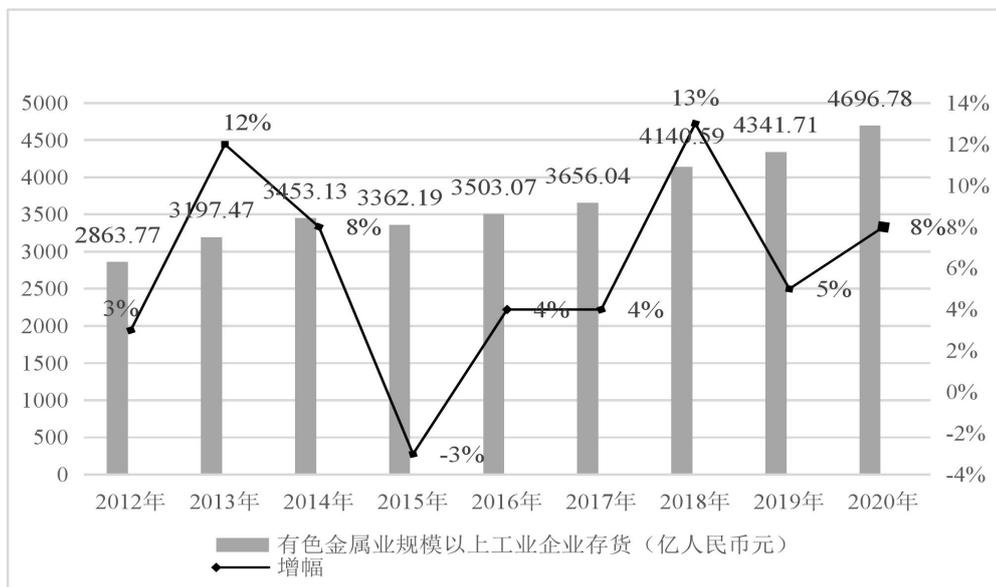


图 3.1 2012-2020 年有色金属业规模以上工业企业存货情况  
数据来源：2013-2021 年《中国统计年鉴》

由图 3.1 可以看出 2012-2020 年，从金额看处于逐年增长态势，其中 2013 年与 2018 年都呈现较高的增长幅度，反映了市场对于高端金属制品的需求不断上升。由于有色金属行业的中小企业以低端产品生产加工作为企业的主营业务，低端同质化的产品累计逐年增加，无法适应市场高端下游客户群体的需求。为了提升行业竞争力进一步开拓海外市场，企业通过降低产品价格的方式，以较低的利润试图谋取经济利益。然而事与愿违，这直接导致了多数经营状况不佳的企业无法周转日常的经营活动，形成明显的亏损甚至造成破产风险，行业发展的利润总额也由此表现出较为明显的下降趋势。具体利润总额情况如图 3.2 所示。

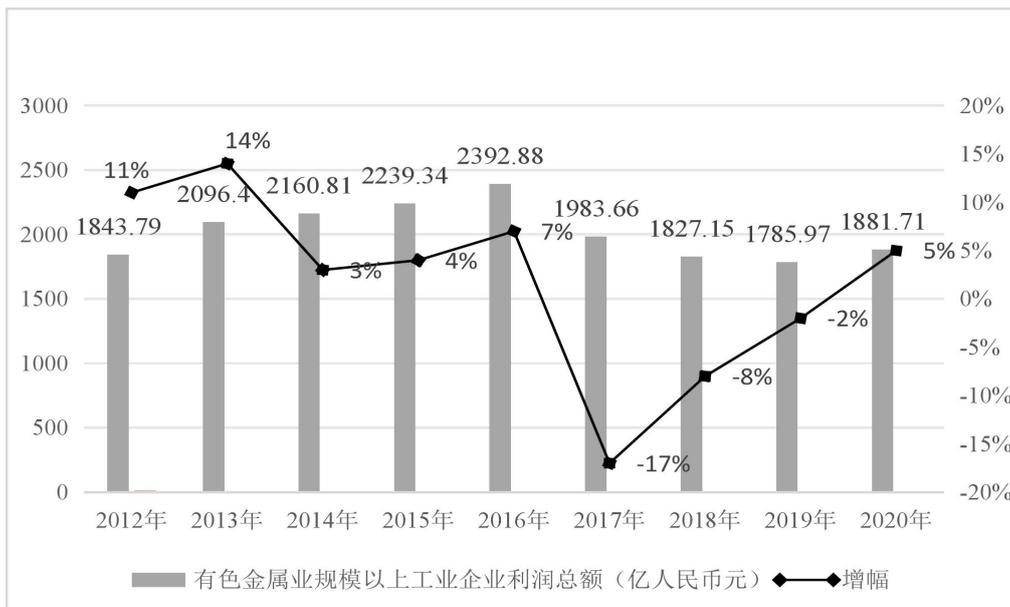


图 3.2 2012-2020 年有色金属业规模以上工业企业利润总额图

数据来源：2013—2021 年《中国统计年鉴》

### 3.1.2 有色金属企业海外并购特征

近年来，为响应“走出去”的政策号召和实现产业转型升级，我国有色金属企业也陆续走出国门，借助海外并购或连续的并购运作吸取国外的技术经验，整合优势资源，开拓海外市场。由图 3.3 可以看出，有色金属行业的并购金额在 2016 年达到峰值，2017 年首次出现较明显的下降趋势，这可能与行业的转型升级要求和行业内部的整顿相关。2019-2021 年有色金属行业又恢复了积极态势的海外扩张模式，并购规模扩张速度增快。主要原因是国家出台相关优惠福利政策及规划导向，规范有色金属行业的发展方向，促进该行业企业争先开拓海外市场。因此，并购事件数明显提升，海外并购作为提升企业价值创造能力，短期内快速整合资源优势，扩张销售网络、打造品牌竞争力的重要发展举措，受到有色金属行业领域的高度重视和强烈追捧。

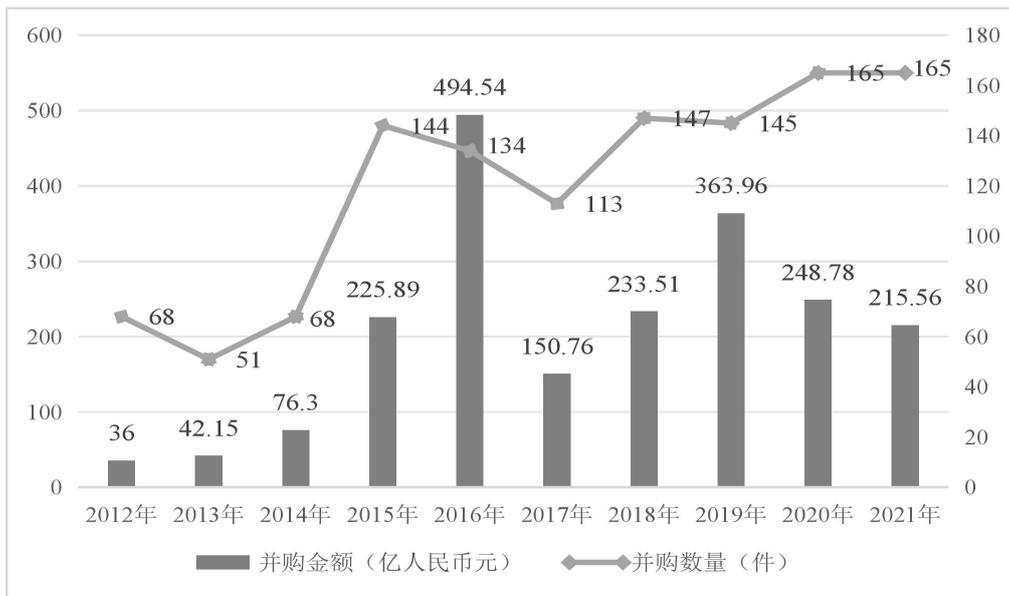


图 3.3 2012-2021 年有色金属行业并购金额和并购数量情况图

数据来源：2013—2022 年《中国统计年鉴》

目前，我国有色金属行业正焕发出转型升级的强劲势头。以海亮股份为代表的有色金属企业，开始借助国际政策倾向和“走出去”的海外扩张机遇，寻求发展新路径。主要表现在：第一，实现“金属制造”转为“金属智造”。有色金属业可以利用自动化系统替代人力资源，从而减少人工成本和优化生产流程，提高资源配置效率；第二，打造行业自主品牌。品牌设立有助于形成规模效应，成立行业规范标准，从而提升行业品牌的口碑及社会影响力，占领更广阔的市场空间。第三，加大并购力度，提高行业集中度。通过并购加强资源整合，优化产业结构。

因此，有色金属行业企业应当自觉担任起产业转型升级的时代重任，通过智能制造、研发终端产品、开拓海外市场等方式，获得规模经济，充分利用过剩资源，助力行业转型升级。本文选取有色金属行业龙头企业之一——浙江海亮股份有限公司为研究对象，深入分析海亮股份在海外并购的连续运作过程中，通过探究资源整合、协同效应的多方面价值创造路径，剖析产业转型升级带来的企业价值创造效果的改善提升。

## 3.2 浙江海亮股份有限公司介绍

### 3.2.1 海亮股份基本情况

1989年浙江海亮股份有限公司正式成立（下文统称为海亮股份），于2008年在深交所中小版上市（股票代码：002203）。近年来，海亮股份逐步成长为世界上最大、最具有国际竞争力的精密铜加工行业企业之一。围绕其核心产业铜管、铜棒生产逐渐向从事空调制冷、造船、汽车、新能源核电设施等高技术金属产品的研发、生产和销售，拥有19个生产基地遍布国内外市场，包括美国、德国乃至亚洲和美洲。经过连续海外并购快速实现资源收集整理，并与多家积聚市场影响力和高端创新技术水平公司形成全面战略合作伙伴。作为一家产业集中的行业领军企业，近年来海亮股份的实力和影响力显著增长。与此同时，在环保和智能生产方面也取得了重大进展，成为树立行业发展规范，注重绿色生态和谐的标杆企业，积极引领铜加工企业向环境集约型绿色可持续发展迈进。2018年，评选为“中国铜管材十强企业”第一名，荣获中国工业大奖表彰奖。2023年，海亮股份不断优化技术创新水平，提升产品结构优化升级，以技术赋能和研发人才为核心竞争推动力，不断推动智能制造转型升级。

本文选取海亮股份展开分析主要基于：第一，属于民营上市公司，在铜加工方面处于领先地位，无论是在行业影响力和市场占有率方面都具有显著同行业优势。第二，海亮股份制造发展需要供给侧结构调整。目前在中国高质量发展要求下，大多数传统企业面临着变革和技术改善优化的要求，尤其是民营企业所面临的转型升级苦境，因此具有一定的普遍意义。

### 3.2.2 海亮股份股权结构与生产基地概况

海亮股份的股权结构与生产基地情况如图3.5所示。

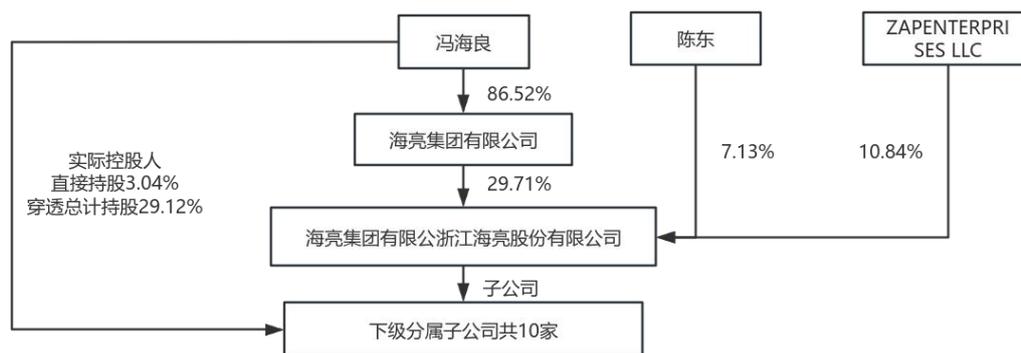


图 3.5 海亮股份的股权结构与生产基地情况

数据来源：海亮股份 2023 年公司年报

2020 年 1 月，海亮股份工作重点转移到政策导向和企业长远发展的战略规划，完善顶层设计，提升产业核心团队的领导力。现任董事长曹建国，自 2023 年 2 月 27 日起至今担任海亮股份董事长。不断推进海亮股份的全球发展布局。目前在国内外积累了优质稳定的客户并建立了长期业务关系。

### 3.3 海亮股份连续海外并购动因

#### 3.3.1 延伸产业链，形成规模效应

海亮股份经过二十年来的发展，形成以制造精密铜加工结构件为核心的发展布局，使自身在该结构件的制造方面具有不可替代性。随着智能制造要求的出现和转型升级的迫切需要，海亮股份决定战略性扩大完善产业链。目前海亮股份涉及的经营领域逐渐扩大，公司产品种类稳步提升，包括阴极铜、黄铜、白银等，其中铜加工行业已远高于同行业的平均水平。为进一步实现有色金属相关业务向产业链上游攀升，收购了美国的 JMF 公司，以期强化有色金属产品的多元发展路径。瞄准保温管金属制造工艺和其完善的销售网络、本土品牌优势，获取比国内更齐全的尺寸和规格产品。强化综合性全产业链的业务能力，推动产业整合布局，促使原有的低端同质化产品不断向上游的高端金属制品攀升。

同时，为打造良好的经营管理模式、优化利润结构、打开国际市场形成规模效应，并购芬兰 Luvata 集团旗下公司。借助标的方的国际竞争力和品牌效应，

迅速扩张铜加工业务，有助于生产高附加值的铜管铜棒制品，进一步打开国际市场。为满足细分市场领域对于高端铜加工金属制品的需求，增强多元化发展实力。2019年并购德国的KME集团铜管铜棒企业，有效缓解了高端技术领域的发展劣势，获取高质量的不同工艺的金属制品加工技艺，进一步延伸产业链，形成规模效应。

### 3.3.2 获取先进技术，推动创新研发

海亮股份面临国内金属制品资源相对稀缺、低端金属制品集聚，缺少高端产品和技术支撑的高附加产品，这种技术缺口仅依靠公司自身的力量难以在短期内解决，海外并购是解决这一问题的有效方式。Luvata集团关于金属制造和高端技术产品研发具有国际领军水准，是全球多数金属制造企业离不开的高端技术密集型产品提供商，具备亚太地区的稳定客户和广泛市场。KME集团是在航空等技术密集型领域，具备充足的市场份额和优质客户源群体的全球领先企业，其主要合作的高端金属制造商集中于欧洲市场。这也为海亮股份深入欧洲市场，赢取全球遍布的市场份额和工厂开办拓展规模奠定本土品牌的坚实基础。为迅速拥有丰富的铜加工和高端金属制品技术，进一步拓展原有的铜加工业务，海亮股份于2016年并购JMF公司，并于同年收购芬兰集团铜管公司，2019年又并购KME集团与核心业务相关的技术密集型业务。紧追国际一流水平，充分获取了并购标的方的技术资源优势 and 品牌效应优势，在创新能力方面获取较大市场优势，致力于高端金属加工的技术制造和生产流程。同时配备稳定优质的客户群，为海亮股份短期内实现创新水平的稳步提升和产业链向高端技术产品领域攀升奠定基础。

### 3.3.3 国际化布局，提升社会影响力

首先，美国JMF公司在北美洲的品牌影响力已形成规模，具有显著的本土优势，并拓展了在北美板块的优质客户和营销网络渠道。但JMF公司缺乏中间环节的生产分销，部分中间品依赖第三方企业进行分销，海亮股份的生产技术能够充分囊括其需要制造、生产、销售的全部产品，这体现了显著的成本优势，进而通过产品分销增加海内外销量。其次，Luvata的三家公司在亚太地区建立起丰富的交易网络，通过其在亚太地区的零售网络快速进入市场是海亮股份迅速占领

市场的重大优势。最后，KME 集团在欧洲市场的社会影响力和企业商誉已在本土形成较大的品牌效应，聚拢了一定程度的本土优质客户，有助于开拓欧洲市场份额，拓展国际化布局，进而优化产能提升社会影响。海亮股份基于企业战略愿景战略，以实现国际化布局的战略导向，注重品牌所带来的无形资产和社会效应。一方面并购标的本土优势和品牌效应对提升竞争力有显著的促进作用；另一方面，优质稳定的客户群体和市场规模的持续扩张，为销售网络的国际化布局和社会影响力的广泛提升奠定基础。

### **3.4 海亮股份连续海外并购历程**

#### **3.4.1 并购项目一——美国 JMF 公司**

JMF 公司成立于 1947 年，是美国保温管业务的主要供应商，拥有遍布全球的商业网络和当地优势品牌。该公司可以提供优于竞争对手的高规格和技术型产品，拥有广阔的北美营销市场网络。2016 年 1 月 8 日，董事会批准了海亮股份收购 JMF 公司 100% 股份，同时与该公司签署了持股协议并于次日公布。通知表明订单和交付已由双方执行，该笔交易的实际价值为 2634.16 万美元，全部以现金支付，并正式确立为子公司。

#### **3.4.2 并购项目二——芬兰 Luvata 集团旗下铜管公司**

Luvata 集团是全球领先的金属制品供应商，由于具备高精尖的优化生产技术，是有色金属行业当之无愧的金属解决策略的重要合作伙伴。同时其金属制定方案在汽车、新能源等新兴工业部门都具备广泛的应用场景，是多家高端金属企业的长期战略合作伙伴。其中依靠充足和规模较大的销售网络，与西门子等高端企业建立良好的合作伙伴关系。由于 Luvata 铜管业务相关公司主要以合金制造领域为核心业务，技术水平在全球范围具有广泛的知名度和影响力。所以海亮股份并购 Luvata 铜管、铜业公司及 Thailand 公司，补充企业对于金属制造高端技术前沿的生产优势。2016 年 12 月 21 日组织高层会议，批准了该项并购行为，并与股东签订股权协议，以现金交割方式获取亚洲板块下铜管企业 100% 的股份。

### 3.4.3 并购项目三——德国 KME 集团旗下铜管铜棒公司

KME 集团是领先全球的铜加工及其合金产品生产商之一。作为世界领军公司，在一系列复合金属产品中拥有多元自主品牌，且极具市场竞争力，力图通过不同操作的半成品和高品质成品满足客户的特殊需求。其客户以欧洲市场为主要占有领域，国际知名度也带来了市场份额的快速提升和扩张。2019 年 1 月 28 日海亮股份与 KME 签署集团股权协议，并与 CME、KBG、KBI 等铜管铜棒主营业务公司签署股权协议。共获得五家公司 100% 的股份，交易金额高达 1.19 亿欧元，自此完成了交割规定的所有款项。

### 3.4.4 连续海外并购行为的关联性分析

连续并购基于企业长远的战略决策形成（谢洪明等，2019）。海亮股份的三次连续海外并购行为，是企业战略扩张和横向纵向多维度、全方位战略部署的重要决策。2007 年，海亮股份首次明确打开海外市场，寻求国际化发展，进而提升国际竞争力的宏伟战略目标。此后公司基于战略高度，创新部署企业战略愿景，围绕国内国际两个市场。推动经济双循环发展，赢取市场份额，扩张行业影响力和规模整合，促进可持续发展。2012 年海亮股份在形成全球领先和较为集中的铜加工体系后，逐步发展壮大国内外市场势力，试图开拓海外市场。2016 年 1 月海亮股份紧紧围绕核心业务铜加工制造，把握能够掌控核心生产工艺的业务，将并购标的锁定美国空调制冷、水暖设备的 JMF 公司，收购标的方 100% 的股权。基于加工成本低廉优势，又进一步向价值链上游产品迈进，成为铜加工行业的国际化企业。同年 12 月在尝试技术优化、提升的发展目标下，海亮股份接触芬兰 Iuvata 公司，其享誉全球的金属解决方案和高端客户群，为海亮股份未来合作项目和成为智造国际巨匠的目标靠近。2019 年，与 KME 集团进行并购谈判，前后共计两年时间探讨主要的并购业务，以不盲目扩张，立足核心业务发展经营的基本并购要求。最终只选择铜棒铜管业务作为并购标的，放弃了对于业务不熟悉的铜板带领域相关企业的并购。充分表明海亮股份的连续海外并购，始终秉承清晰的自我定位和发展目标，追求研发创新以补充现有业务中高端产品发展的部分，形成优势互补。由此可见，连续海外并购充分考虑企业的长远发展，而不仅仅追

逐短期效益的获取。

### 3.5 本章小结

本章节从有色金属行业领域的发展现状为切入点,系统阐述了有色金属行业的规模扩张水平和企业大、中小型分布情况。而后从存货积压和利润总额下降的视角,表明目前有色金属行业对于转型升级,由传统制造向智能制造的迫切要求和需要。由此引出我国有色金属行业的龙头企业之一——浙江海亮股份有限公司,通过连续海外并购的战略举措,深耕国际市场,以低端同质产品向高端制造产品转型的产品结构升级为导向。获取铜加工全球优势企业的资源技术能力,进而整合为创新研发水平的集中提升。瞄准标的企业在本土形成的品牌效应和客户群体,借助国际化布局充分利用本土条件与优势,从而在北美板块、亚太板块、欧洲板块拓展市场,短期内整合优势资源与品牌效应。同时,定位绿色生产、环境友好型的发展战略目标,致力于差异化产品研发,进而提升自主创新水平,实现产业链延伸和向高端产业链攀升的发展愿景,优化企业资源利用效率,实现高效智能生产,有效避免了同质化生产对企业盈利能力和利润份额的影响。

## 4 海亮股份连续海外并购价值创造评价

### 4.1 市场价值创造分析

#### 4.1.1 事件分析法

本文选用事件分析法对海亮股份的市场价值进行分析,能够充分反应并购事件前后市场的短期变动情况。主要表现在并购事件发生之前、并购发生日以及并购之后的股票收益波动,对于研究短期内市场价值变动情况具有重要的参考价值(边小东,2009)。首先筛选出海亮股份2016年至2019年符合条件的连续并购事件,按照行业常用的窗口期选取标准,最终判定为事件的发生日前后5天。从国泰安数据库、Wind数据库查询海亮股份历史收盘指数,根据收益率测算公式,计算得出每日个股收益率和市场收益率的数据变动情况。依据公式测算超额收益率的表现情况,与0值进行比较。若为正值则表现出正向的市场价值创造效果,体现在股东收益的提升程度上;若小于0,则表明该并购事件的市场反应情况并未带来积极影响,股东收益也因此受到影响。海亮股份三次并购事件历程如表4.1所示。

表 4.1 海亮股份并购事件表

事件	首次公告日	标的公司	金额
1	2016-01-08	美国 JMF 公司	2634.16 万美元
2	2016-12-21	芬兰 Luvata 集团铜管企业	8625 万欧元
3	2019-01-28	KME 集团旗下铜棒和铜管公司	1.19 亿欧元

数据来源:海亮股份2016—2019年公司年报

#### 4.1.2 计算超额收益率

市场调整模型法是通过公司上市的对应交易所当日的市场指数收益率,表示公司市场收益率的研究方法。本文选取市场调整模型法主要原因在于:第一,海亮股份的连续并购事件之间所隔年份为不足一年和三年以内。间隔期相对较短,

从而适用于综合性较强的计量方法。由于海亮股份于 2008 年在深圳证券交易所上市，故本文以深交所收集的交易指数为主要参考的标准数据，用以计算超额收益率及累计超额收益率。计算公式及涵义解析如表 4.2 所示。

表 4.2 超额收益率计算公式

公式	指标解释
$R_{it} = (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1}$	$R_{it}$ : 第 $i$ 次并购行为第 $t$ 日的股票收益率 $P_t$ : 海亮股份第 $t$ 日收盘价 $P_{t-1}$ : 海亮股份第 $t-1$ 日收盘价
$R_{mt} = (P_{mt} - P_{mt-1}) / P_{mt-1}$	$R_{mt}$ : 第 $i$ 次并购行为第 $t$ 日的市场收益率 $P_{mt}$ : 深证指数第 $t$ 日收盘价 $P_{mt-1}$ : 深证指数第 $t-1$ 日收盘价
$AR_{it} = R_{it} - R_{mt}$	$AR_{it}$ : 第 $i$ 次并购事件在第 $t$ 日的超额收益率
$CAR_{it} = \sum AR_{it}$	$CAR_{it}$ : 第 $i$ 次并购事件在窗口期内第 $t$ 日的超额累计收益率

根据上述指标,解释如下： $R_{it}$ 为第  $i$  次并购事件在第  $t$  日的个股收益率， $R_{mt}$ 反映第  $i$  次并购事件在第  $t$  日的市场收益率。二者之间的关系用公式表示为： $R_{it} = \alpha R_{mt} + \beta$ 其中  $\beta$  表示风险参数； $\alpha$  为待估参数。累计超额收益率采用将窗口期内的全部超额收益率相加，得出的数值累计总和即可反映并购事件对企业的影响状况。依据理性投资分析，累计超额收益率  $CAR_{it}$  表明并购事件短期的市场反应程度，从投资者的投资情况分析此次并购交易是否得到市场的充分认可和看好。 $CAR_{it}$  的数值大小，直接反映市场反响的积极或消极情况。若累计数据高于 0，表示此次并购事件得到投资者的充分认可，有积极的市场价值创造效果；若数值低于 0，则表明此次事件投资者并不看好，对企业的市场价值未产生正向的作用。

根据事件研究法的分析方式，首先确定海亮股份与 JMF 公司签订并购协议的日期作为事件发生日，即 2016 年 1 月 8 日。这一天即为窗口期的基准记作 0。然后以此为界，先前先后各推算五天记作窗口期，定为 (-5, +5)。并确定前 120 日为估计期，整理计算得出方程如 4-1 所示。

$$R_{it} = 0.6783R_{mt} - 0.0001 \quad (4-1)$$

同并购 JMF 的计算方式，选取海亮股份与 Luvata 集团签订并购协议的日期作为事件发生日，即 2016 年 12 月 21 日作为基准并标记 0。前后推算五天作为范围记作 (-5, +5)，与上述方式一致，选取估期为 (-120, -10)。计算回归后

得出方程式如 4-2 所示。

$$R_{it}=1.2444R_{mt}-0.000007 \quad (4-2)$$

最后，将与 KME 集团签订协议的日期看作并购交易发生日，即 2019 年 1 月 28 日标记为 0。而后窗口期前后推算五天，估计期保留上述的制定方法，记作 (-5, +5)、(-120, -10)。得到计算公式如 4-3 所示。

$$R_{it}=0.6883R_{mt}+0.0003 \quad (4-3)$$

如图 4.1 所示，事件日未发生前五日，超额收益率呈现波动态势，起伏不稳定，主要在 0 值附近小幅度波动。前两个交易日的超额收益率达到大于 0 的 4.28%。但并购交易发生后，超额收益率集中在小于 0 的区域，累计超额收益相较于并购之前出现明显下降。说明此次并购事件并未得到市场认可，未体现出积极的市场影响。第一个交易日的超额收益率数值，出现了窗口期内的最低值 -5.81%。表明虽然市场对这次并购行为做出明显反应，但以不被看好为此事件的主要结果，投资者拒绝增加投入。这可能源于海亮股份在 2015 年 11 月曾在公司年报指出，对金龙股份具有强烈的收购意愿。以获取 100%的股权作为并购目标，并达成较高的交易金额。2016 年 1 月又发起海外并购的战略部署，以自有资金作为交割金额的全部来源。这对部分风险厌恶型投资者的投资意愿造成极大干扰，进而对其正常的经营活动现金流产生担忧。因此，本次并购活动的市场反应并未达到预期的增长，可能对短期市场价值带来不利影响。

表 4.3 海亮股份并购 JMF 公司的超额收益率情况

窗口期	超额收益率 (AR)	累计超额收益率 (CAR)
-5	0.83%	0.83%
-4	-4.24%	-3.41%
-3	-3.30%	-6.72%
-2	4.28%	-2.43%
-1	-4.16%	-6.60%
0	-0.80%	-7.40%
1	-5.81%	-13.21%
2	-3.47%	-16.68%
3	-4.10%	-20.78%
4	1.02%	-19.76%
5	-2.40%	-22.15%

数据来源：海亮股份 2016 年公司年报、深圳证券交易所

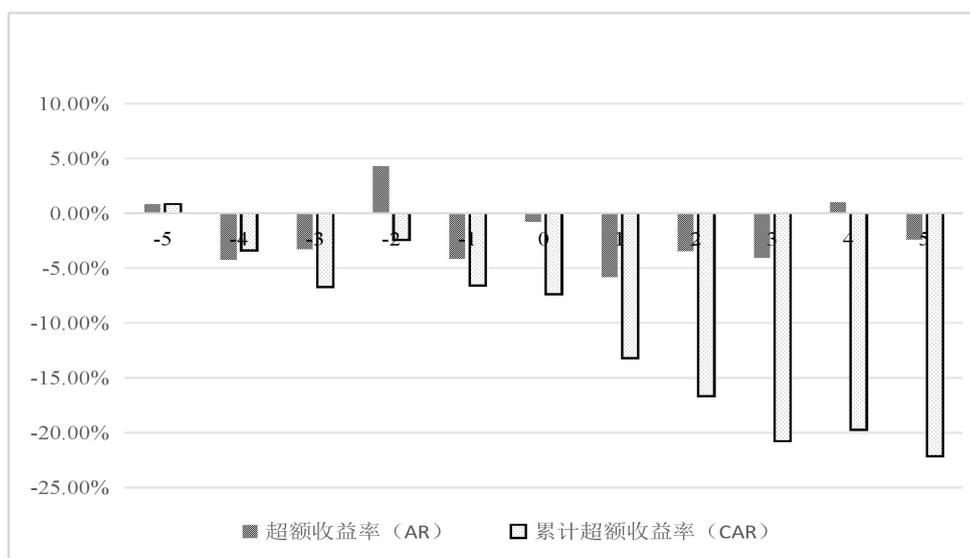


图 4.1 海亮股份并购 JMF 公司的超额收益率情况

数据来源：海亮股份 2016 年公司年报、深圳证券交易所

从图 4.2 中可以看出，第二次并购芬兰 Luvata 旗下铜管公司之前，超额收益率主要为正值。同时累计的超额收益率呈现增长态势，尤其在交易日前 1-2 天内，累计超额收益率增长幅度明显提升，并在交易日前一天达到峰值水平 2.86%。这主要因为，本次并购交易的相关信息在海亮股份公告之前，已经泄漏到股市中，并且投资者将此次并购看作具有发展前景和收益空间的利好形势。因此集中购买股票从而拉动股价短期内快速增长。窗口期内交易完成后的第二个工作日，累计超额收益率再次出现上涨趋势，并达到了并购交易结束后的峰值 6.29%。这主要源于虽然完成了并购交易，但投资者的市场信心充足，做出扩大投资，进一步拉动股价的决策。而后累计超额收益率呈现小幅度的下降趋势，但依然保持高位水平，充分表明市场投资者反映出看好的积极表现。因此，并购芬兰 Luvata 铜管公司的交易决策，取得了短期市场价值的正向影响。

表 4.4 海亮股份并购 luvata 铜管公司超额收益率情况

窗口期	超额收益率 (AR)	累计超额收益率 (CAR)
-5	0.34%	-0.34%
-4	0.63%	0.29%
-3	0.21%	0.50%
-2	1.77%	2.27%
-1	2.86%	5.13%
0	-0.33%	4.79%

续表 4.4 海亮股份并购 luvata 铜管公司超额收益率情况

1	-0.04%	4.75%
2	1.54%	6.29%
3	-0.51%	4.78%
4	0.41%	5.18%
5	-0.21%	4.97%

数据来源：海亮股份 2016 年公司年报、深圳证券交易所

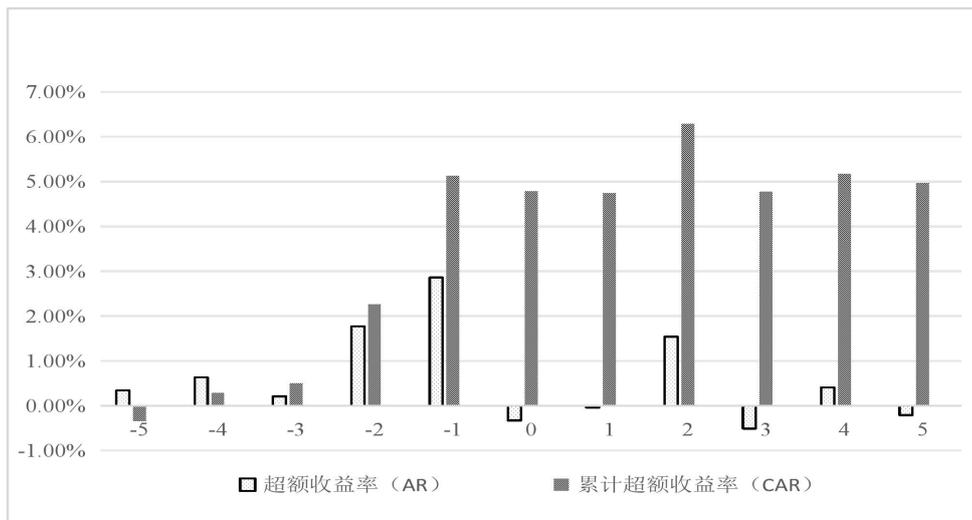


图 4.2 海亮股份并购 luvata 铜管公司超额收益率情况

数据来源：海亮股份 2016 年公司年报、深圳证券交易所

如图 4.3 所示，事件日之前五日内，海亮股份超额收益率主要低于 0 值，但波动幅度整体较小。同时期内深圳证券交易所的深证成指指数也出现对应的下滑趋势，表明该事件主要受到股市波动的影响，属于正常范畴。并购事件之前，海亮股份的超额收益率 AR 均位于 0 值以下，说明此次并购的利好信息在并购日之前并未带来正向的市场反响。主要表现为对并购活动市场信心不足的信号。但并购活动发生日时，超额收益率转负为正，紧接着完成并购后的第一个交易日的超额收益率达到窗口期十天内的峰值 4.06%。同时带动累计超额收益率实现十日内的峰值 3.13%。在此之后的超额收益率及累计超额收益率的表现有下降趋势，市场反应归于平静平稳的反应情况。表明并购 KME 旗下铜管铜棒业务的行为整体对海亮股份市场价值短期内呈现出正向促进作用，但从后续的发展看，整体市场反应较为平淡。

表 4.5 海亮股份并购 KME 铜加工公司超额收益率情况

	超额收益率 (AR)	累计超额收益率 (CAR)
-5	-0.30%	-0.30%
-4	0.16%	0.14%
-3	-0.23%	-0.37%
-2	-0.62%	-0.99%
-1	-0.50%	-1.49%
0	0.56%	-0.93%
1	4.06%	3.13%
2	-0.97%	2.17%
3	-0.37%	1.79%
4	-0.73%	1.06%
5	-1.23%	-0.16%

数据来源：海亮股份 2019 年公司年报、深圳证券交易所

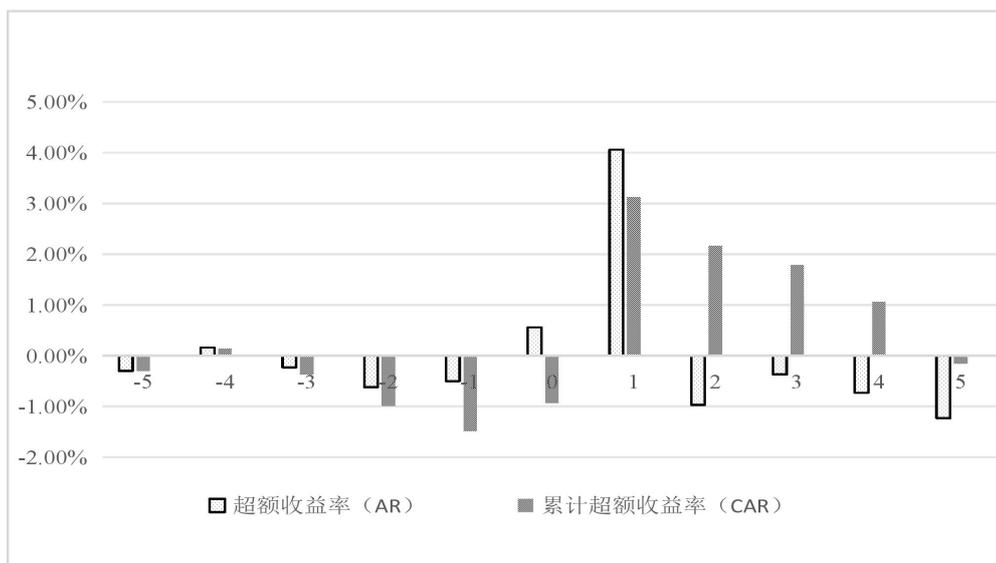


图 4.3 海亮股份并购 KME 铜加工公司超额收益率情况

数据来源：海亮股份 2019 年公司年报、深圳证券交易所

### 4.1.3 市场价值创造总体评价

#### 4.1.3.1 平均超额收益率与累计平均超额收益率计算

上文得出的超额收益率是考虑海亮股份单次并购事件，进行独立并购事件分析的研究视角。为反映海亮股份连续海外并购市场价值创造的表现情况，需要展开综合性分析，囊括三次并购事件超额收益率的表现。本文选取计算三次并购行

为交易日窗口期范围内的算术平均值，作为连续并购超额收益率的综合表现。而后再将数值相加累计得出平均超额收益率，以期实现对海亮股份短期内市场价值创造的综合效果评价。依据上述计算流程，海亮股份的三次连续并购事件在窗口期（-5，+5）间的平均超额收益率（AAR）公式如下：

$$AAR_{it} = \sum_{i=1}^n AR_{it} / n \tag{4-4}$$

而后，计算累计平均超额收益率（CAAR），评估连续并购过程中短期市场价值反映在累计超额收益率变动的表现，计算公式如下：

$$CAAR_{it} = \sum_{t=-5}^5 AAR_t \tag{4-5}$$

其中  $AR_{it}$  表示第  $i$  次并购在第  $t$  交易日的超额收益率。海亮股份连续并购 AAR 和 CAAR 变动情况如图 4.4 所示。

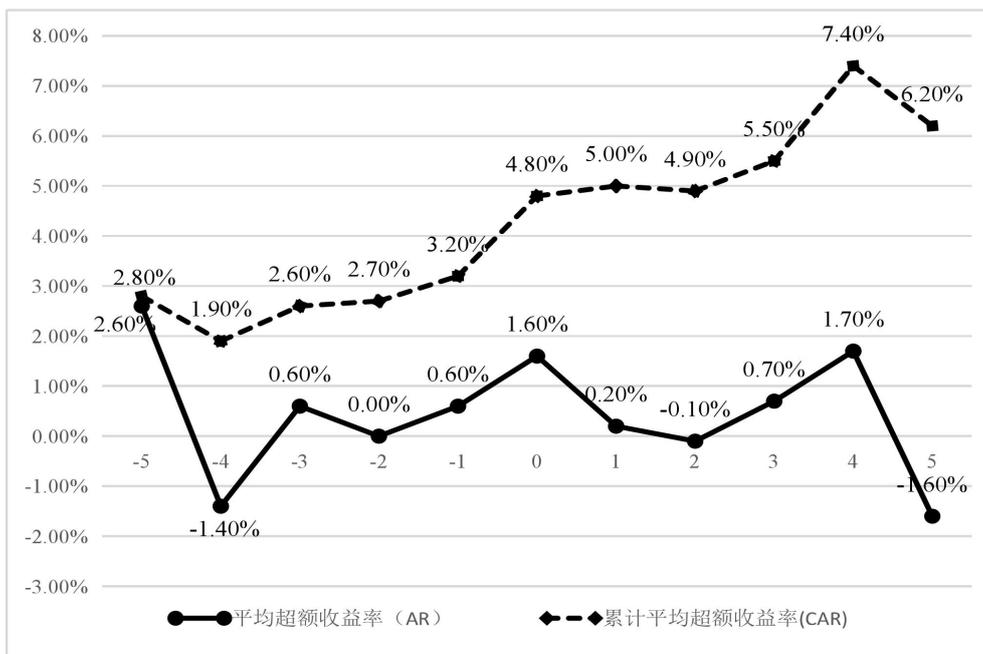


图 4.4 2016-2019 年海亮股份连续并购超额收益率平均反映情况  
数据来源：海亮股份 2016—2019 年公司年报、深圳证券交易所

由上图可以看出，海亮股份三次并购事件交易日窗口期内平均超额收益率上下波动幅度较大，波动范围在（-1.6%，2.6%）之间，大体呈现下降趋势。从超额累计平均收益率变化情况来看，整体呈现上升态势且数值均大于 0。并购事件发生前的交易日，综合三次并购事情，可以看出并购信息提前进入市场引发了市场投资的变化，在交易日两天前平均超额收益率有所上升，表明连续并购事件整

体而言市场信心充足，海亮股份的市场影响力和社会认可程度是有目共睹。在并购事件发生前两日到并购后第四日期间，平均超额收益率及累计超额收益率变动情况基本符合，都呈现小幅度的上升态势。表明市场投资者信心较足，跟进并购行为推进股市投资。整体而言，海亮股份连续海外并购的市场价值创造短期内收获了市场信心，赢得了市场影响力，具有积极的正向作用。但第四日之后，均表现下降趋势，说明并购事件结束后，短期市场的热烈反应慢慢归于平稳。

#### 4.1.3.2 累计平均超额收益率显著性检验

为验证上述的综合分析过程是否受到显著影响，本文选择单样本检验方法进行验证其显著性水平。统计检验公式定义如下：

$$T_{CAAR_t} = CAAR_t / (S_{CAAR_t} / \sqrt{n}) \quad (4-6)$$

实证结果如下表 4.6、表 4.7 所示，利用深证指数的累计平均超额收益率作为单样本。验证后其平均数约为 4.21%，自由度为 10 的 t 统计量数值为 5.496。此时，在 95%的置信区间内，Sig 值=0.00 小于 0.05，故表现为显著。由于海亮股份属于有色金属行业，应用工业金属指数的累计超额收益率平均数作为单样本。检验所得其平均数数值为 4.98%，自由度为 10 的 t 统计量值为 6.369，Sig 值仍为 0.000 小于 0.05，也达到置信水平 95%的显著性。根据单样本检验的显著结果，表明海亮股份 2016-2019 年市场价值反应明显受到三次连续并购事件影响。

表 4.6 基于深证指数的单样本检验

	检验值=0					
	t	自由度	Sig (双尾)	平均值差值	差值 95%置信区间	
					下限	上限
基于深证指数 CAAR (%)	5.496	10	0.000	4.20966	2.433721	5.7885606

表 4.7 基于工业金属指数的单样本检验

	检验值=0					
	t	自由度	Sig (双尾)	平均值差值	差值 95%置信区间	
					下限	上限
基于深证指数 CAAR (%)	6.293	10	0.000	4.981972	3.217612	6.766134

数据来源：利用 SPSS20.0 测算所得。

## 4.2 资本价值创造分析

### 4.2.1 主要财务指标分析

本文以海亮股份 2016-2019 年财务数据为基础,分析海亮股份连续并购长期的价值创造效果,主要体现为长期资本价值的积累。同时,利用主成分分析,对财务指标进行标准化处理,分析长期资本价值的表现情况。并加入有色金属行业同行业价值创造的平均情况对比,能够更加全面的表现海亮股份资本价值创造的效果。海亮股份属于有色金属行业,筛选国泰安、Wind 数据库中有色金属企业共计 94 家,提取行业平均水平的财务指标进行标准化,得到行业基本水平的公因子,并将海亮股份的得分结果与之对应比较。

#### 4.2.1.1 盈利能力评价

销售毛利率表示企业销售产品的利润空间,能够表示企业的获利水平;净资产收益率是评价企业长期资本价值盈利能力的重要指标。因此,通过净资产收益率和销售毛利率反映企业的盈利能力较为科学合理。同时选取并购期间前后各三年作为滞后期,反映海亮股份连续海外并购后是否实现盈利水平的改善提升。

如图 4.5 所示,2012-2022 年有色金属行业的销售毛利率情况整体低于海亮股份的获利水平,在连续并购期间即 2016-2019 年有色金属行业的销售毛利率均值低于 6%。综合各年数据发展趋势看,海亮股份的销售毛利率明显高于同行业平均水平,在连续并购事件发生的两年差距尤为明显。究其原因:第一,2016 年海亮股份基于获取低成本优势的战略目标,并购具有北美市场的 JMF 公司。契合 JMF 公司对于第三方产品的依赖和原材料需求,海亮股份的核心业务主要包括自制的铜加工相关产品。这为 JMF 公司的高端金属制品生产有效缩短了中间商流通周转环节,成本优势得以凸显。海亮股份的产业链逐渐向高端延伸,客户群也逐步向下游企业迁移。第二,2019 年海亮股份做出并购 KME 集团旗下铜管铜棒业务的重大并购决策。在前两次并购中,已经充分借助资源整合实现了北美洲和亚洲板块的国际化营销布局。海亮股份自身所具备的铜加工基础工业流程优势和供应链完整度,为第三次并购后的市场开拓奠定坚实基础。通过整合全球铜加工领域供货渠道和高端品研发链条布局,具备了抵抗产品成本价格的市场势

力，能够基本保证波动成本价格情况下稳定在较高位置的营销利润。第三，海亮股份一直对并购后的资源整合尤为重视，力图将并购标的的经营管理及研发人员和技术进行有效整合。不断扩张全球铜加工高端产品的工厂布局，利用智能化生产赋能深加工，提高资源利用效率和机器自动化生产规模，实现生产运营成本的进一步压缩，为盈利创造较大空间。虽然连续并购整体取得喜人的资本价值成果，但 2020 年利润率明显下跌至近三年的最低值 3.61%，主要原因在于海外订单的不断扩增与新冠肺炎疫情导致出口受限，造成盈利规模下降。此时，订单的正常生产制造及物流费、人力用工成本均大幅提升，利润空间被挤压下降。

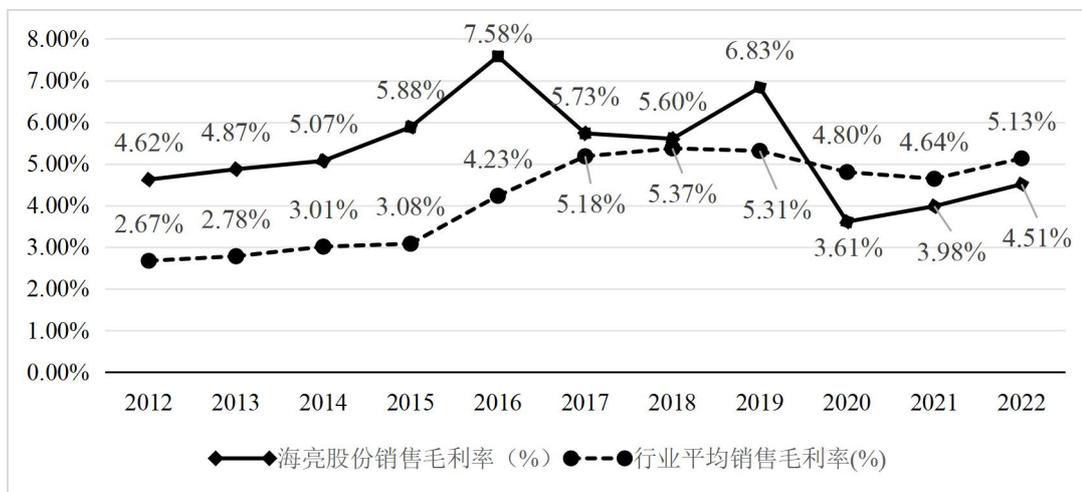


图 4.5 2012-2022 年海亮股份及全行业销售毛利率

数据来源：海亮股份 2012—2022 年公司年报、国泰安数据库

如图 4.6 所示，反映 2012-2022 年海亮股份净资产收益率及有色金属行业的平均水平。从整体变动趋势看，海亮股份与同行业发展水平的波动倾向相对一致。其中，在 2016-2019 年的连续并购期间净资产收益率的上涨幅度较为明显。表明海亮股份在三次并购事件后积极进行资源整合，获取协同效应，带动企业盈利水平逐年稳健增长。同时期有色金属行业的净资产收益率虽然也呈现上升态势，但与海亮股份之间仍旧存在较大差距。说明海亮股份充分巩固了行业龙头地位，并具备超越同行业平均水平的盈利能力。2019 年海亮股份净资产收益率相较于前三年而言出现小幅度的下降，究其原因可能在于并购 KME 旗下公司时，短期内承担较大额度的交割金额，一定程度上对企业原有的经营状况造成冲击。而后 2020 年海亮股份及其同行业的净资产收益率水平均出现明显且较为剧烈的下降

趋势。这一方面在于新冠肺炎疫情对经营状况的冲击，影响到企业的获利水平，各项物流、人工成本的上涨挤压盈利空间；另一方面可能与海亮股份 2019 年海亮股份并购 KME 旗下公司时较大额度的现金交割有关。具体影响因素将在第五章进行详细的讨论分析。

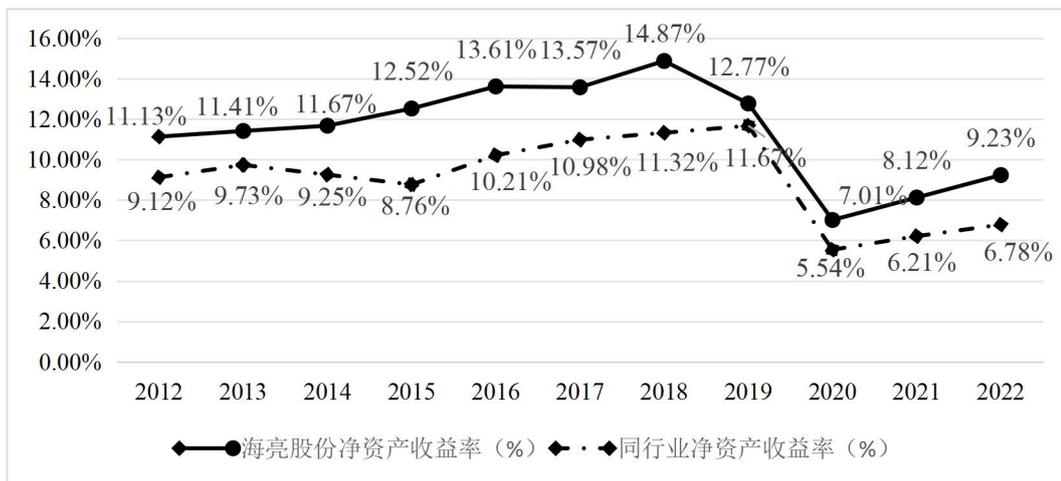


图 4.6 2012-2022 年海亮股份资产收益率及同行业净资产收益率情况  
 数据来源：海亮股份 2012—2022 年公司年报、国泰安数据库

#### 4.2.1.2 偿债能力指标评价

有色金属行业的铜加工产业依赖原材料的获取，铜、铁等金属原材料都会影响到企业生产成本支出。同时，企业的日常经营活动也需要流动资金的周转和支撑。速动比率是反映企业账面货币资金的重要指标，通过衡量企业现金流的水平，体现企业的偿债能力。由图 4.7 所示，2016 之前，海亮股份与同行业速动比率差距较小，且呈现二者数值上下起伏的发展态势，表明此时海亮股份的偿债能力与行业水平不相上下，基本平稳。2016-2019 年，海亮股份展开了三次阶段性的并购行为，均采用现金交割的方式完成并购。其中并购 JMF 公司之前公司的经营状况受到对内地投资的影响，且交割支付的资金完全源于企业的自有资金，速动比率明显下降，低于行业平均水平。表明自有资金作为交割的主要资金组成时，对企业的偿债能力具有消极影响。2019 年并购 KME 集团下属铜管铜棒公司时，现金交割也对日常经营活动带来资金流压力。但在 2019 年后，根据海亮股份公司年报公告显示，已对公司的流动现金和自有资金的占比进行管控，保证在经营活动所需现金流充足的前提下，进行并购等扩张型发展。因此 2019 年后海亮股

份的速动比率上升程度较为显著，也高于同行业平均水平的指标数值。



图 4.7 2012-2022 年海亮股份及同行业速动利率情况  
数据来源：海亮股份 2012—2022 年公司年报、国泰安数据库

图 4.8 呈现了海亮股份的并购事件过程前后，其资产负债率及长期负债占比的具体变动情况。2016 年之前未发生并购活动时，资产负债率基本平稳，存在小幅度的上下波动。2016 年并购 JMF 公司后资产负债比率较之前出现上涨态势，但整体上升幅度依旧处于低位，涨幅控制在 2% 以内。通常企业维持正常经营活动所要求的资产负债率区间需控制在 40%-60% 之内，但该数值区间也会跟随行业而有不同的要求标准。海亮股份所处的有色金属行业通常规定在 40%-55% 之间。2016-2019 年海亮股份开展三次连续并购事件，对应图中资产负债率的变动情况可知，并购行为带来资产负债率的明显上涨。尤其在 2019 年海亮股份并购 KME 集团下属铜管铜棒公司时达到近十年来的峰值水平，说明企业的经营活动在一定程度上受到资产负债率的显著影响。2020 年之后公司年报加强了对自由现金流的管理与应用，逐步以保障正常经营活动为主要目标。因而资产负债率水平有所下降，逐渐符合行业正常范畴的波动。

从长期负债占比可见，2016 年连续并购前长期负债水平维持在 21%-22% 之间。2016 年并购美国 JMF 公司，海亮股份的交割金额全部源于公司内部的自有资金，并未增加负债额度，但这样的并购决策给公司的日常经营活动造成一定的影响。2016 年末并购 Luvata 集团旗下铜管公司时，采取了向社会筹措资金的借款举措，从而导致长期负债占比明显上升，较年初增长了 10% 以上。2019 年的

并购交割金额较大，此时公司的自有资金无法满足交割金额的需要。因而海亮股份再次通过放出外债的方式，筹措并购金额。长期负债比继 2016 年之后，再次出现较为明显的上涨态势，达到 19.2%。2020 年国内经济形式受到新冠肺炎疫情影响，随着物流、人力成本的进一步提升和企业经营活动成本的增长，企业的长期负债占比再次出现明显的上涨。受到 2019 年巨额现金交割的影响，2020 年长期负债占比达到近十年的峰值水平即 28.5%。据上述分析可知，并购活动的完成一方面依赖于企业自有资金；另一方面也与企业借款筹措资金密切相关。巨额现金支付易造成严重的债务负担，进一步刺激财务风险的攀升。

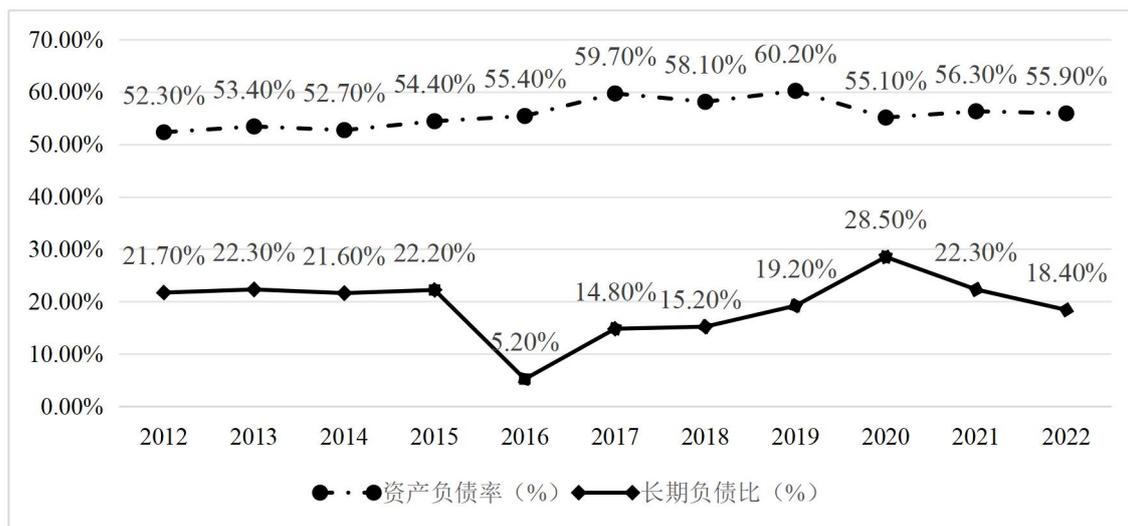


图 4.8 海亮股份 2012-2022 年资产负债比率及其长期负债比 (%)

数据来源：海亮股份 2012-2022 年公司年报

## 4.2.2 主成分分析

### 4.2.2.1 财务指标选取和数据来源

本文参考国务院权威颁布的企业绩效评价标准作为划分主成分的依据。由于不同的行业对应差异化的指标标准，海亮股份属于有色金属行业，对应该行业财务指标，选取了 12 个常用且极具代表性的指标作为计算总得分的相关因子，如表 4.8 所示。由于连续海外并购的协同整合效应具有一定的滞后性，且需要和并购之前的数据进行对比，能够更直观明确的得出并购前后主成分得分的变化情况。因此，本文选取并购前后三年（即 2013 年至 2022 年），以每年各个季度的

变化作为变动情况的基本单位。同时，财务指标数据的来源主要以海亮股份 2014-2022 年公司年报为准，有色金属行业的平均指标主要通过 Wind、国泰安数据库获取。

表 4.8 主成分分析各成分指代指标

成分	财务指标	成分	财务指标	成分	财务指标
X <sub>1</sub>	净资产收益率	X <sub>5</sub>	应收账款周转率	X <sub>9</sub>	现金流动负债比
X <sub>2</sub>	总资产报酬率	X <sub>6</sub>	存货周转率	X <sub>10</sub>	营业收入增长率
X <sub>3</sub>	营业利润率	X <sub>7</sub>	资产负债率	X <sub>11</sub>	总资产增长率
X <sub>4</sub>	总资产周转率	X <sub>8</sub>	速动比率	X <sub>12</sub>	营业利润增长率

数据来源：依据有色金属行业财务指标标准化处理常用值整理所得

#### 4.2.2.2 数据标准化处理及主成分适用检验

本文采取 SPSS20.软件进行数据标准化处理和主成分适用性检验。根据上文罗列的主成分分析指标和统筹的财务数据全部录入 SPSS20.运行系统，而后采用标准化处理将财务数据标准化为可检验指标。利用学术界认可度高，使用频率多的 KMO 和 Bartlett 球形度检验进行适用性分析。

具体检验结果如表 4.9 所示，取样足够度的 KMO 度量值为  $0.628 > 0.5$ ，Sig 值为 0.000，满足 Sig 数值小于 0.005 的检验要求，Bartlett 球形度检验的 df 值为 66。证明了主成分各部分具有明显的相关关系，关联程度较高足够满足主成分分析的使用标准。另外，表 4.10 给出了各成分标准化后的指标，可以看出各成分之间呈现较高的线性相关关系。通常情况高于 50%可视为线性相关程度明显，由表可得速动比率（X<sub>9</sub>）数值为 47.5%相对较低，但也比较接近 50%，其余标准化指标均大于 73.5%。表明主成分分析可以应用于海亮股份连续海外并购中资本价值创造的研究分析。

表 4.9 KMO 和 Bartlett 检验

<i>Kaiser – Meyer – Olkin</i> 度量水平	0.63
近似卡方	338.80

Bartlett 检验	df	68
	Sig	0.00

数据来源：经过 SPSS20.0 软件处理所得

表 4.10 提取的各成分方差

因子	提取	因子	提取
X1	0.972	X7	0.753
X2	0.974	X8	0.861
X3	0.833	X9	0.471
X4	0.944	X10	0.736
X5	0.886	X11	0.752
X6	0.942	X12	0.882

数据来源：经由 SPSS20.0 标准化测算所得

主成分分析法是通过明确初始设置的主成分载荷因子，然后提取相关对样本进行主成分分析。根据海亮股份经营情况和行业通常的使用标准，本文采用的主成分主要从公因子方差中融合产生 3 个主要的公因子作为主成分（表 4.11）。利用  $F_1$ 、 $F_2$  和  $F_3$  来表示个各主成分因子的量化结果，三者通过初始值和提取平方和载入与旋转平方和载入的操作后，得到累计贡献率数值  $81.885\% > 80\%$ 。充分表明三种主成分公因子，能够完好的体现原始提取的相关变量所涵盖全部信息，进而直观反映连续并购后长期资本价值创造的表现情况。

表 4.11 初始、提取及旋转载入方差

成分	初始数值		提取载入		旋转载入	
	方差	累计	方差	累计	方差	累计
1	44.065%	44.065%	44.065%	44.065%	43.248%	43.248%
2	25.309%	69.373%	25.309%	69.373%	21.486%	64.733%
3	12.511%	81.885%	12.511%	81.885%	17.151%	81.885%

数据来源：经由 SPSS20.0 标准化测算所得

#### 4.2.2.3 建立主成分系数矩阵及得分方程

主成分得分基于旋转矩阵标准化处理所得。其中，资产营运能力保障企业正

常经营活动的重要指标记作  $F_1$ 。根据行业标准规定，选取  $X_1$ 、 $X_2$ 、 $X_4$ 、 $X_5$ 、 $X_6$ 、 $X_{11}$  即反映总资产周转、报酬情况和存货相关体现企业经营运转水平的指标，作为资产营运公因子得分的主要成分来源。将企业的盈利能力作为公因子  $F_2$ ，同时选取营业利润的相关指标，包含  $X_{12}$ 、 $X_3$ 、 $X_8$  作为量化得分的参考指标。将企业的产业发展水平记作公因子  $F_3$ ，代表企业资本价值创造所带来的业务能力的成长情况。具体将  $X_{10}$ 、 $X_7$ 、 $X_9$  作为得分测算的重要依据。

表 4.12 主成分得分系数矩阵

	成分		
	F1	F2	F3
$X_1$	0.192	-	-
$X_2$	0.185	-	-
$X_3$	-	0.392	-
$X_4$	0.186	-	-
$X_5$	0.164	-	-
$X_6$	0.183	-	-
$X_7$	-	-	0.397
$X_8$	-	-0.303	-
$X_9$	-	-	-0.356
$X_{10}$	-	-	0.442
$X_{11}$	0.123	-	-
$X_{12}$	-	0.335	-

数据来源：SPSS20.0 测算所得

根据成分得分系数矩阵（表 4.12），依据上述测算指标的对应分类情况，得到关于三种主成分的计算公式如下：

$$F_1=0.192X_1+0.185X_2+0.186X_4+0.164X_5+0.183X_6+0.123X_{11} \quad (4-7)$$

$$F_2=0.392X_3-0.303X_8+0.335X_{12} \quad (4-8)$$

$$F_3=0.397X_7-0.356X_9+0.442X_{10} \quad (4-9)$$

### 4.2.3 资本价值创造总体评价

依据表 4.13 可得，资产营运因子  $F_1$  的变动情况并未实现一定范围内的稳定状态。可能源于总资产周转率（ $X_4$ ）、应收账款周转率（ $X_5$ ）、存货周转率（ $X_6$ ）

在年底的财务报表统计中往往出现较大的波动情况,故而资产营运水平出现规律性的变动情况符合正常范畴。进一步考察综合得分的发展态势,基于连续并购事件的推进视角。第一次并购 JMF 公司后获取了充分的生产成本优势,主成分分析的综合得分情况取得显著的上升态势。这与获利水平主成分  $F_2$  得分密切相关,因为同期变化中  $F_2$  呈现明显的拉动增长态势,对于整体资本价值创造的综合得分均具有显著的推动作用。第二次并购后相较于第一次的并购整合表现在明显的得分进步上,2017 年是资本价值综合得分  $F$  数值达到区间范围峰值的重要时间节点。考察各部分的主成分可得,第二次并购 Luvata 后产业发展能力  $F_3$  大幅上升。此时企业的产业规模处于不断进军海外市场,扩大生产规模的战略发展期,从而有效推动企业资本价值通过各项财务指标数据的明显优化得以全面提升。在经历这次峰值的变动后,得分情况以稳定变动为主要特征。第三次并购 KME 集团铜管铜棒业务后,资本价值的综合得分相较于前两次的并购活动,已经初步呈现下滑态势。究其原因,主要是海亮股份的资产运营能力出现风险情况,日常的经营活动由于大额的交割交易出现了一定的负面影响,企业的经营状况和管理水平出现运行不佳的状况。锚定 2020 年各项主成分的得分表现情况,明显看出各项得分水平处于低位。可能源于 2019 年底爆发的新冠肺炎疫情造成的一定时期内整个行业和发展业绩处于迟缓、滞后的不良经营状态。

分析海亮股份 2016-2019 年连续海外并购的整体情况,选择前后三年为滞后期,并添加同行业主成分分析的综合得分均值进行横向对比。评估海亮股份连续并购的经济效益,以及资本价值的创造能力在新冠肺炎疫情冲击影响下,与同行业平均水平相比,是否处于较好的发展状况。测算得分如表 4.13 所示。

表 4.13 2013-2022 年海亮股份及行业平均的主成分分析得分统计

		$F_1$	$F_2$	$F_3$	ZF
2013 年	行业均值	-4.312	0.013	-1.236	-1.012
	海亮股份	0.278	0.007	-0.416	0.003
2014 年	行业均值	-0.538	0.169	-1.253	-0.182
	海亮股份	0.251	0.009	-0.459	0.001
2015 年	行业均值	-0.356	0.282	-2.090	-0.262
	海亮股份	0.069	0.143	-0.686	-0.054
2016 年	行业均值	-0.071	0.238	-1.391	-0.133
	海亮股份	0.230	0.045	-0.554	-0.011

续表 4.13 2013-2022 年海亮股份及行业平均的主成分分析得分统计

2017 年	行业均值	0.295	-0.193	-0.968	-0.033
	海亮股份	0.050	0.468	-0.883	0.161
2018 年	行业均值	0.113	-0.176	-1.278	0.045
	海亮股份	0.924	-0.183	-1.321	0.002
2019 年	行业均值	0.139	-0.202	-1.264	-0.001
	海亮股份	0.303	-0.149	-0.829	-0.023
2020 年	行业均值	0.276	-0.203	-1.245	0.036
	海亮股份	0.389	-0.096	-0.807	-0.037
2021 年	行业均值	0.224	-0.211	-1.233	0.035
	海亮股份	0.378	-0.089	-0.804	-0.034
2022 年	行业均值	0.234	-0.212	-1.234	0.045
	海亮股份	0.354	-0.112	-0.812	-0.029

数据来源：国泰安数据库、海亮股份 2013—2022 年公司年报计算整理所得

从表 4.13 可以发现，在 2016 年以前，海亮股份并购综合得分高于行业平均水平。海亮股份在 2016 年并购了美国的 JMF 公司，并在同年年底并购了芬兰集团的 luvata 公司。并购后的一系列整合问题以及并购时支付大量资金问题虽然给企业带来一定资金困难，但企业的综合评分小幅上升，与行业综合评分对比具有略微的优势。海亮股份自 2016 年并购 JMF 紫铜管业等管类器材配件，拓展了自身铜加工行业的核心业务领域。同时在并购芬兰 Luvata 公司的空调、冰箱、新能源等比较复杂的金属加工领域后，主营业务从之前的铜加工低端产品逐渐向价值链下游的高端金属制造品攀升，整合了先进的制造技术。借助欧美市场的品牌效应和积累的高端客户市场，为进入新的领域扩大企业规模奠定良好基础。由此资产运营能力逐渐上升，营运因子  $F_1$  高于同行业平均水平。2019 年并购德国 KME 旗下的铜管铜棒业务的综合得分趋于下滑。这可能源于新冠肺炎疫情对于市场需求的冲击，以及海亮股份本身比较激进的投资方式。由于交易金额过大，对企业的营运能力造成一定影响，营运因子出现下滑。但与同行业平均水平相比，海亮股份并购标的资源优势、技术优势及客户群体，依然让海亮股份在动荡的市场环境中保持正常的营运水平，且位于行业前列。

从企业的获利水平因子  $F_2$  来看，在并购前总体趋于稳定，在并购后的 2017 年出现了暴增，之后开始回落。首先是 JMF 作为美国高端金属领域的重要领军企业，其产品优势主要集中于低成本优势带来的高利润特征，并购芬兰 Luvata

的铜管公司，主要基于创新技术水平和公司管理经营能力的考量。并购后整合上述资源能够促进企业快速提升管理能力，将技术资源整合入现有的主营业务生产流程之中。因为此次并购主要围绕其经营的核心业务展开，直接关联产业转型发展的主业范畴，优化了生产流程，降低了经营成本，注重技术赋能后的创新研发。不断向高利润行业渗透，依托汽车、空调等高端金属制品的生产研发，快速拓宽企业的业务领域，不断强化综合获利水平。2018年后企业获利能力明显下滑，可能与国内产能过剩，市场需求逐渐向细分和高端产品迁移有关，对有色金属技术和精密度提出了更高要求。加之2019年底新冠肺炎疫情爆发，客观造成行业内部的业绩冲击和政策环境的发展不稳定。海亮股份虽出于拓展欧洲市场的战略目标，获取国际高端的金属制造资源，但也付出了较大的交易代价。在收购KME的铜管铜棒制造公司后，获利能力在较大的负债面前呈现下降趋势。同时，资产负债比率 $F_3$ 也在2019年以后主要徘徊在0以下，且由于激进的海外扩张模式，低于同行业平均水平。

### 4.3 产业价值创造分析

企业的经营活动是扩大社会影响力和知名度的有利途径。核心业务和其他经营活动作为提高企业知名度的重要方式，能够为企业创造良好的经济效益，带动企业产业价值能力提升。本文参考张琳（2021）对企业并购的产业价值创造的研究方法，通过核心业务收入、商誉和无形资产价值的指标，评估海亮股份连续海外并购的产业价值创造。

#### 4.3.1 产业核心价值

本文分析海亮股份连续并购期间及前后三年滞后期之内的核心业务利润水平，借助连续并购后海亮股份主营业务收入的增加情况和利润的增加值，分析价值创造效果。数据源于海亮股份公开披露的公司年报，具有真实性和参考价值。

如图4.9所示，通过分析对比发现，海亮股份从2013-2022年的主营业务利润整体呈现波动的上升态势。2016年海亮股份完成美国JMF公司、芬兰Iuvata旗下公司的两起并购行为，2017年达到了66.11%的爆发式增长，产业核心价值在2016-2018年内连续保持了较高的增长率。年报中注明了主营业务的增长，

主要依托并购后及时的技术资源整合，生产成本有所下降，获得大量的国际市场订单，业务收入大幅增长。2019年营业收入增长率下降幅度较大，这可能源于2019年做出并购德国KME铜管铜棒公司的战略决策，短期内大额交割金额带来的资金成本和市场需求的低迷，造成主营业务收入增长减缓。但就营业利润看，主营业务依然保持良好的上升态势。基于十四五规划对有色金属行业转型升级的要求，海亮股份加快与并购标的技术资源融合，利用海外市场不断发展其高精度的铜加工产业，于2020年逆转收入增长率下滑趋势。虽然仅有2021年保持较高的营业收入增长率，但就其整体的增长趋势可见，产业核心业务价值长期来看发展状况理想。

表 4.15 2013-2022 年海亮股份产业核心业务价值分析

年份	主营业务收入 (亿人民币元)	主营业务成本 (亿人民币元)	主营业务利润 (亿人民币元)	收入增长率 (%)
2013	130.95	129.12	1.83	26.08
2014	122.95	119.68	2.27	-13.74
2015	136.16	134.44	1.72	11.4
2016	180.00	175.35	4.65	32.35
2017	299.13	292.68	6.45	66.11
2018	406.99	398.72	8.27	33.44
2019	442.59	402.05	10.54	8.85
2020	465.20	459.08	5.12	12.84
2021	634.39	624.00	10.39	36.55
2022	740.00	725.83	14.27	16.71

数据来源：海亮股份 2013—2022 年公司年报

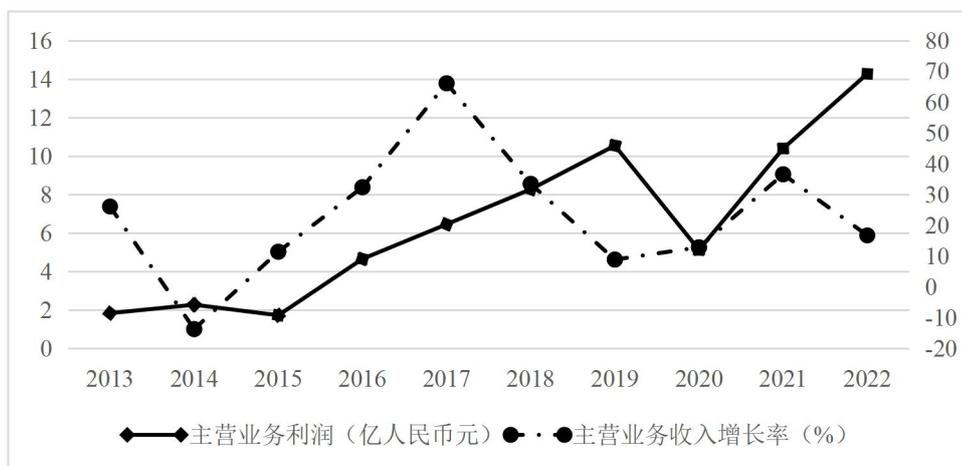


图 4.9 2013-2022 年海亮股份连续并购的产业核心业务价值  
数据来源：海亮股份 2013—2022 年公司年报

### 4.3.2 产业影响力价值

本文以商誉和无形资产表示产业影响力，一般影响力水平通过无形资产直接表现。选取该项指标能够将抽象的产业影响力进行数据层面的表示，并据此量化分析影响力水平。对于量化海亮股份通过连续海外并购在行业内的地位是否有明显的促进提升作用。而借助社会商誉指标能够充分表明海亮股份的经营发展水平和品牌效应是否得到社会的广泛关注和认可。具体数值如下表 4.16 所示。

表 4.16 海亮股份 2013-2022 年产业影响力价值分析

年份	无形资产 (亿人民币元)	商誉 (亿人民币元)	无形资产及商誉 (亿人民币元)	增长率 (%)
2013	33.71	18.83	52.54	2.07
2014	34.45	18.96	53.41	1.90
2015	42.80	19.11	61.91	15.74
2016	53.24	20.71	83.95	35.48
2017	62.85	23.45	86.30	2.91
2018	63.31	25.67	88.98	3.01
2019	67.44	29.78	97.23	10.11
2020	69.28	32.73	102.01	5.98
2021	73.74	33.45	107.19	5.09
2022	89.45	34.51	123.96	14.95

数据来源：海亮股份 2013—2022 年公司年报

如图 4.10 所示，海亮股份 2013-2022 年无形资产及商誉整体呈现稳健的上升趋势。虽然增长率波动幅度明显，增速伴随连续并购事件或其他公司战略安排呈现变动。比较明显的处于 2016 年和 2019 年，无形资产和商誉的增长率幅度在近年中呈现较大的增长幅度，在 2016 年达到近十年的峰值 15.74%。究其原因，海亮股份在 2016 年先后宣布成功并购美国 JMF 公司，获取紫铜管、PEX 管套配件等全球先进技术，优化了现有的铜加工核心产业业务。同时年底并购芬兰 Luvata 旗下公司，为拓宽营销渠道和其他价值链下游的高精度、高质量有色金属制品迈进，在全球范围内获得较高的知名度。激进的并购方式在短期内带来较丰厚的技术资源，无形资产和同行业的厂商声誉明显提升。2019 年在并购德国的 KME 公司后，增长率较上年有小幅上升为 10.11%，表明海亮股份的资源整合能力在短

期内取得明显进步。2019年之后增长率放缓，市场需求有所收缩，但整体而言，无形资产和商誉依然处于稳步上涨态势。说明连续并购后积极将技术优势进行转化吸收，扩大的客户群体和广阔的海外市场销售渠道，均为海亮股份的产业价值带来积极效果。

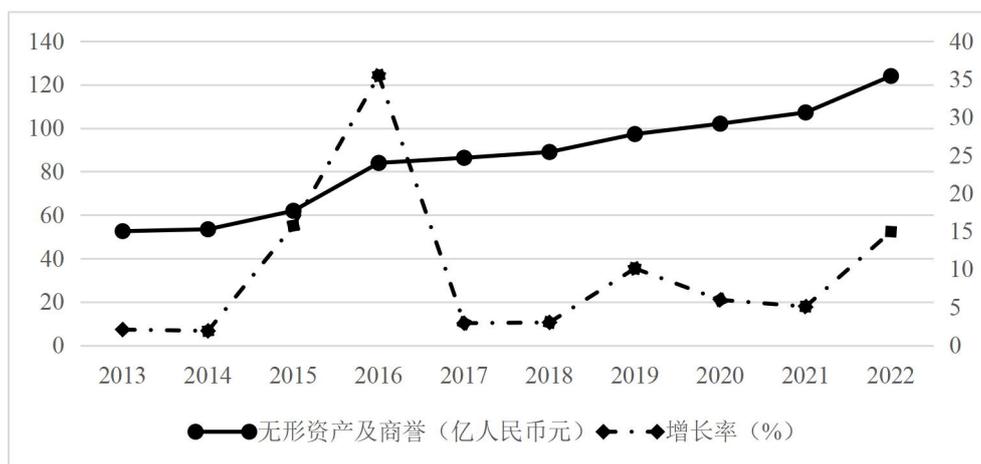


图 4.10 海亮股份 2013-2022 年产业影响力价值分析

数据来源：海亮股份 2013—2022 年公司年报

综合来看，海亮股份阶段性的连续并购战略，以主营业务的铜加工产业为核心，2016年无形资产和商誉所代表的产业影响力明显提升，为产业转型升级注入强劲动力，促进高精度铜管和其他衍生产业协同发展，推动了产业链上下游企业的连通，有助于海亮股份形成全产业链生产模式，提升国际竞争力。

#### 4.4 创新价值创造分析

量化创新价值创造水平，学术界通常采取研发人员数量和研发经费的投资情况进行对应分析，也是对企业创新研发能力的具象化印证。本文参考王宛秋等（2022）对创新价值创造的评估指标，选取研发人员数量及占比、研发费用及在总营业收入中的占比情况为参考指标依据。具体收集到的数据结果如下表所示。

表 4.17 2013-2022 年海亮股份创新价值创造效果分析

年份	研发人员数量 (人)	研发人员占比 (%)	研发费用 (亿人民币元)	研发费用占营业 收入比例 (%)
2013	401	4.29	12.34	1.11
2014	414	4.31	12.06	1.23
2015	428	4.38	12.38	1.17
2016	431	4.67	14.57	1.12
2017	445	5.42	19.05	1.26
2018	477	6.69	21.46	1.28
2019	529	6.87	26.34	1.32
2020	568	6.45	28.23	1.08
2021	576	6.71	31.33	1.14
2022	695	7.49	18.84	1.03

数据来源：海亮股份 2013—2022 年公司年报

如表 4.17 所示，随着海亮股份公司规模的扩大和业务范畴的逐渐开拓，研发费用在 2022 年之前处于上涨态势，2022 年由于公司年报指出由于经营状况需要，研发投入金额限制缩减，因而出现了较大幅度的下降。2016 年在完成美国 JMF 公司和芬兰 Luvata 旗下三家公司的并购整合后，当年的研发费用和收入都呈现增长态势。由于资源整合和技术习得相对的滞后性，研发从业者人数在 2017 年的增长更加明显。年报中指出，为实现转型升级，将较为低端的金属制品生产向智能制造靠近，一定程度增加了研发投入，但在企业的营业收入中始终占比较低。2019 年并购德国 KME 公司后，研发人员数量达到 529 人，研发费用较 2018 年提高近 5 亿左右，海亮股份在第三次并购的创新价值呈现良好效果。虽然研发经费在 2013-2021 年均呈现增长态势，但关注海亮股份连续海外并购即 2016-2019 年的表现情况来看。并购期间研发费用的占比并未带来较大幅度的增长，较 2016 年之前占比仅提升 0.2% 左右。

综合来看，海亮股份通过三次连续海外并购进行了研发资源的整合并吸收了国外领先企业的研发技术人员，创新研发也带来了技术水平的改善提升，但其创新价值创造效果依旧不甚明显。2023 年海亮股份指出向新能源等其他智能制造领域迈进，以强化研发投入作为企业下一阶段战略发展的重点工作。未来可预期海亮股份将不断深耕创新价值能力，充分发挥行业龙头优势，优化铜管、铜棒境内外生产基地生产线。进一步完善全产业链生产目标，率先占据高技术附加值金属制品市场。

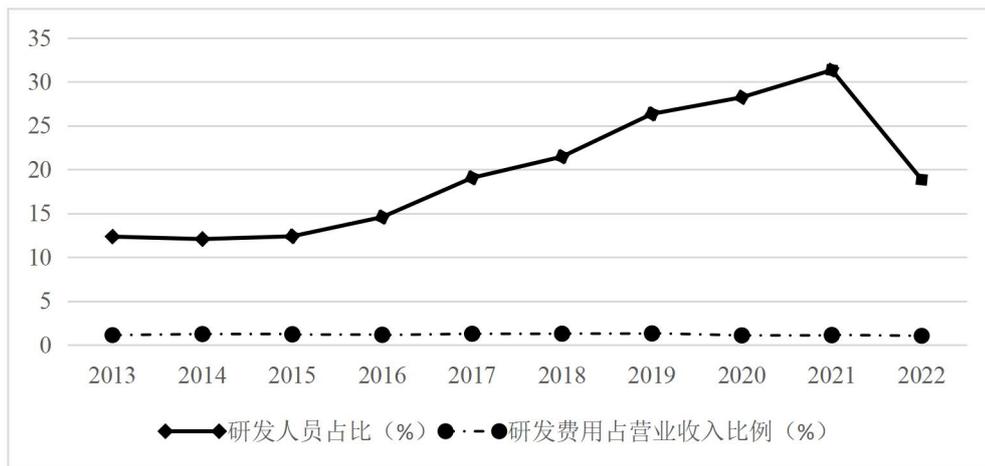


图 4.11 2013-2022 年海亮股份创新价值创造效果分析  
数据来源：海亮股份 2013—2022 年公司年报

综合上述分析研究，海亮股份通过连续海外并购，研发人员及费用的投入在并购期间呈现大幅上升态势。通过并购三家在国际具有领先地位的有色金属领军企业和高端金属制造公司，海亮股份注重每次并购后的技术资源整合。依据各阶段并购企业的产品发展特征和所处产业链领域，渐进式融合创新研发。虽然创新研发投入依然具有较强的上升空间，但对于我国有色金属行业的发展水平和铜加工业务的转型升级依然具有引领示范作用。

#### 4.5 社会价值创造分析

企业是社会经济发展的重要组成部分，除了带来必要的经济效益外，企业也发挥着其他社会价值。比如创造就业机会，企业为社会提供工作和职业空间，通过税收和分红为社会繁荣稳定做出贡献，从而体现出企业的社会责任和社会价值的创造能力。本文借鉴张琳（2021）研究社会价值创造的量化评估方式。选取企业应缴纳税额、从业者数、股东收益额作为衡量并购后社会价值的对应指标。具体数值由表 4.18 所示。

表 4.18 2013-2022 年海亮股份社会价值创造效果分析

年份	税收贡献 /亿人民币元	就业人数 /人	股东每股分红 /人民币元
2013	2.09	9612	0.48
2014	2.12	9873	0.46

续表 4.18 2013-2022 年海亮股份社会价值创造效果分析

2015	2.10	9548	0.43
2016	2.25	9984	0.57
2017	2.11	10020	0.52
2018	3.16	9916	0.49
2019	2.17	9712	0.51
2020	2.12	9787	0.53
2021	2.34	9823	0.55
2022	2.21	9928	0.62

数据来源：海亮股份 2013—2022 年公司年报

如表 4.18 所示，海亮股份社会价值创造就税收贡献而言，2018 年达到峰值为 3.16 亿。可见随着 2016 年对美国 JML 公司和芬兰 Luvata 旗下三家公司的并购活动，促进收益增加，进而带动社会税收贡献的上涨。从就业人数的变化情况来看，2016 年经历两次连续海外并购活动后，海亮股份在扩大企业规模和业务涉及领域的同时，为社会提供了更广阔的就业空间，2017 年达到近十年峰值。为适应智能制造的转型升级要求，海亮股份不断扩充就业人员。推测受到新冠肺炎疫情的冲击，2019 年相较于前一年有较大幅度的人数减少。随着经济复苏和全行业复工复产的推进，就业人员数量也跟随恢复到平常的水平。根据海亮股份公司年报的股权结构分布情况，采取了积极的股权激励政策，持股是促进企业内部凝聚力的重要举措，为企业长期的健康稳定发展和人员组成的相对稳定性提供保障。在提供充足就业岗位，缓解后疫情时代的就业压力，有助于塑造有责任担当的企业形象。就每股收益而言，综合来看近年来呈现上升态势，2016 年和 2019 年每股分红水平都有所提升。充分表明海亮股份的连续并购使得经营情况转向健康发展趋势，股东财富进一步扩大。在智能化制造的有力推进下，2022 年达到 0.62 元每股，未来预期能够为企业股东创造更多价值。

综合来看，海亮股份通过海外连续并购的规模扩张，对于提供社会就业岗位方面具有积极促进作用。股东财富通过每股收益的增长情况得以充分体现，说明海亮股份兼顾社会税收贡献，以增加人员就业，扩大股东收益的方式，促进社会价值创造水平的优化提升。

## 4.6 本章小结

通过深入分析海亮股份连续海外并购的价值创造水平，基于并购后的资源整合和协同效应，分析如下：

第一，对于市场价值创造效果，海亮股份并购芬兰 Luvata 后，其短期内的市场反应明显，呈现良好的价值创造效果，市场信心充足。但并购 JMF 公司由于并购前夕有大额的其他交易支出，造成客户市场信心不足，未能在短期内取得良好的市场价值效果，说明激进式的并购策略并不能更好契合市场信心。第三次并购，市场反应整体比较平淡，与新冠肺炎疫情带来一定程度的市场经济下行有关。就海亮股份整体的市场价值评价而言，在窗口期内平均累计超额收益率依然取得良好的效果 70%为正值，说明在四年内的三次连续海外并购事件，主要为企业市场势力发展带来积极影响。

第二，对于资本价值创造，海亮股份进行阶段性的连续并购，进一步打开海外市场。将海外开拓的北美洲、欧洲、亚洲板块的市场作为优化业务能力的主要部分，进行着重强化发展。盈利水平和偿债能力等主要财务指标在 2016-2019 年期间均取得明显提升。伴随美洲到欧洲市场的逐步打通，国外业务发展势头持续向好，海外营业收入受到新冠疫情的影响较小。但对于国内市场而言，2019 年后的资产负债比率和获利能力的表现与同行业相比，出现下滑趋势。在市场经济不景气的环境下，2019 年进行了高额度的海外并购活动，虽然整合了德国领先全球的铜管铜棒资源优势，打开了高端的客户市场和国际需求，但对于偿债能力和获利水平产生不利影响。

第三，在产业价值创造方面，阶段性的连续并购战略为核心铜加工主业的强化升级注入动力，高精度铜管和其他衍生产业协同发展。推动了产业链对于上下游企业的连通，有助于海亮股份形成强大的全产业链生产模式，提升国际竞争力和为同行业发展树立标杆。

第四，创新价值创造方面，研发人员及费用的投入呈现递增态势。通过并购三家在国际具有领先地位的有色金属领军企业，注重每次并购后技术资源的整合。依据各阶段并购企业的产品发展特征和所处产业链领域，渐进式融合创新研发。目前，创新研发投入仍有待提高，但对于我国有色金属行业的发展水平和铜加工业务的转型升级依然具有示范引领作用。

第五，社会价值创造方面，基于海亮股份税收贡献的表现，近年来呈现稳定上升态势。伴随复工复产的全面落实，海亮股份通过海外连续并购的规模扩张，对于提供社会就业岗位方面具有积极促进作用。股东财富得以扩大提升，并带来税收贡献，同时促进了人员就业增加，推动社会价值创造水平的优化提升。

## 5 海亮股份连续海外并购价值创造的影响因素分析

### 5.1 价值创造效果表现良好的影响因素分析

海亮股份通过连续海外并购实现国际化发展，通过多元视角的价值创造分析，综合价值创造能力有所提升，有助于企业完成并购整合后，保证健康可持续发展。分视角探讨影响因素分析如下：

从市场价值创造来看，企业战略规划与市场利好信息是影响市场价值的直接因素。并购 JMF 公司时，由于前期存在大额现金交割的信息，投资者对其并购行为存在担忧。因而表现出市场信心不足，市场价值创造效果未带来明显的积极影响。在进行芬兰 Luvata 公司与 KME 旗下铜管铜棒公司的并购，由于并购行为与海亮股份铜加工业务与价值链攀升的战略目标相契合。因此表现出良好的市场反应，投资者信心较高也带来股价上升的利好情况。

资本价值创造研究中，连续并购的销售毛利率的正向作用效果明显。在 2016、2019 年均明显高于同行业平均水平，前两次并购的利润率、速动比率等财务指标整体呈现上升态势。综合主成分分析的研究结果，营运因子表现良好，企业综合的营业水平可能由于海外业务的扩张得以稳步上升，高于同行业的平均水平。但第三次并购行为中，资产负债比率和获利能力的表现与同行业相比出现下滑趋势，具体财务影响因素将在本章第二节做出系统分析。

基于产业价值创造视角，由于海亮股份的并购活动主要围绕铜加工业务展开，契合企业产业链延伸的战略目标，力图提升高精度铜管和其他衍生产业协同发展。巨额的商誉主要源于并购海外高端金属制造企业后，进一步整合产业链的优质资源，完善企业全产业链生产布局，从而获得产业影响力。

从创新价值创造来看，得益于海亮股份研发投入的逐年增加，以及整合高端金属制造公司的技术资源。不断获取支撑创新研发的技术人员和经营管理能力，汲取同行业优秀企业的先进制造技术，积极转化智能车间生产。

从社会价值创造分析，税收贡献的提升和就业人数绝对值的逐年递增是社会价值创造效果表现良好的关键因素。扩大企业发展规模，创造社会就业岗位，为股东带来明显的分红收益，推动税收贡献上涨，实现了社会层面的价值创造。

## 5.2 资本价值创造效果欠佳的影响因素分析

由于海亮股份的三次连续并购都采用大额的现金支付。从企业战略视角看，连续并购的支付方式也是造成并购风险度的影响因素，一定程度造成企业偿债能力和短期内营运资金的现金流水平不足的情况。同时受到疫情影响，招致海外物流和人力成本的上升，导致海亮股份并购财务风险程度的增加。尤其，第三次连续并购的资产负债率、长期负债率等财务指标和主成分分析中获利水平因子的负向影响。虽然并购整合了德国领先全球的铜管铜棒资源优势，但依然带来欠佳的资本价值创造表现，未来还有很大的优化提升空间。

并购金额交割环节中，通常可以选择现金交割或股票方式完成交割。海亮股份在连续并购活动中，并购款项均以大额的现金交割方式支出。而采用现金交割容易引发财务风险的增加，需要在短期内完成巨额资金的筹措。如果使用自有资金虽然不会造成长期负债的累计，但会导致企业日常生产活动所需流动现金流的损失，对维持经营活动造成不利干扰。并且资本价值的影响通常具有一定的滞后性，短期内对财务状况的影响不甚明显。而之后的获利水平和偿债能力均会造成较大的财务风险，对资本价值创造效果产生负面影响。三次并购事件的金额及交付方式、资金来源如下表 5.1 所示。

表 5.1 海亮股份连续并购的交易方式、筹资举措及金额

并购标的企业	交易对价金额	支付方式	资金来源
美国 JMF 公司	2634.16 万美元	现金支付	自有资金
芬兰 Luvata 旗下铜管公司	8.94 亿人民币元	现金支付	自有资金
德国 KME 集团铜管铜棒公司	1.19 亿欧元	现金支付	自有资金、筹集资金

数据来源：海亮股份 2016-2019 年公司年报

2016-2019 年内，海亮股份进行了频率较高的三次连续并购活动，均选择巨额的现金支付方式。并购德国的 KME 铜管业务时虽然有其他融资方式，但现金交割额度依然较高，一定程度上给企业带来短期的现金流风险。体现在 2019 年以后企业资本营运能力和获利能力的下滑，从企业纳税的角度来说也进一步增加了财务负担，加大对企业偿债能力的负面影响。

### 5.3 本章小结

本章对海亮股份的三次连续海外并购事件做出整体概括,分析了价值创造表现良好的影响因素及资本价值创造效果方面的表现欠佳的影响因素,并进行深入的原因剖析。市场、产业、创新和社会价值创造效果得益于多种影响因素的积极促进作用。资本价值创造整体表现良好,针对资本价值创造中存在的问题。一方面,表明海亮股份在财务结构方面产生不稳定的态势,激进的连续并购行为具有一定的滞后性,短期内无法看出企业财务状况和价值创造的水平。另一方面,选择巨额的现金交割方式,给企业带来短期的现金流风险,为主营业务的现金流施加了巨大压力。出现资金融通的财务缺口,偿债能力有所下降。说明海亮股份在完成第三次海外并购后的财务风险亟需引起关注,并在后续的并购战略部署中针对风险的防范化解予以调整和改进。

## 6 结论、建议与启示

### 6.1 研究结论

本文首先以市场势力、协同效应、产业价值链为理论基础，探究了通过获取资源优势、提升协同效应和延伸产业链的价值创造实现路径。其次，介绍了2016-2019年海亮股份对美国JMF公司、芬兰Luvata集团铜管公司以及德国KME集团铜管铜棒企业的并购历程及动因。再次，评价了三次连续并购事件的价值创造效果。具体而言：利用事件分析法测算超额收益率评价市场价值效果；应用财务指标、主成分分析法量化分析了资本价值创造情况；通过商誉、无形资产等评价了产业价值创造效果；利用研发经费、税收贡献等评价了创新、社会价值创造情况。为了进一步提升综合价值创造效果，分析了表现良好的原因，并着重探究了资本价值创造表现欠佳的影响因素。经过上述的研究分析，得到以下几点结论。

第一，市场价值创造方面，整体取得良好效果。海亮股份连续并购在窗口期内，平均累计超额收益率上升明显，说明在四年内的三次连续海外并购事件，主要为企业市场势力发展带来积极影响。市场信心整体上涨，股价提升也预示着海亮股份的连续并购行为取得了积极作用。

第二，就资本价值创造而言，整体表现优于同行业水平，但存在效果欠佳之处，因而其价值创造效果主要有两个方面。一方面，盈利水平、偿债能力等在连续海外并购期间取得明显提升，国外业务发展势头持续向好。并购完成后企业的资本价值整体呈现波动上升态势，营运因子整体高于行业平均水平。另一方面，2019年后的资产负债比率和获利能力的表现与同行业相比，出现下滑趋势。在市场经济不景气的环境下，高额的海外并购活动，一定程度影响了资本价值创造的整体表现。

第三，从产业价值创造看，表现效果取得了明显提升。无形资产增长明显，产业影响力的相关指标也有较大幅度的提升。充分表明连续并购对产业价值创造表现出积极影响。海亮股份选取国外具有终端产品稳定需求的领军企业作为并购标的，采用横向并购扩张产业规模的方式，完成产业链的上游和中游的连通，实现高端智能产品的转型。

第四，创新价值创造方面，整体而言对创新研发和技术提升有正向促进作

用。海亮股份通过并购高端技术领域的金属制品公司，整合先进技术，优化了原有的核心铜加工业务产品质量，实现创新研发能力的提升和技术资源的整合。但整体而言，对于先进技术的资源整合仍有较大的发展空间，是未来海亮股份在并购资源整合中将着重发力的主要领域。

第五，从社会价值创造来看，整体表现良好，显著提升了社会商誉。海亮股份通过芬兰集团优质的客户群体抓住机遇，利用自身区位优势，囊括亚洲板块的全部市场，拓展销售渠道持续开辟消费市场。依托德国 KME 旗下铜管铜棒业务的长期稳定的供货渠道，为国际竞争力和社会影响的提供强有力的保障。连续并购带来海外营业收入的稳步增长，广阔的市场需求吸引技术人才和生产人员，就业人数稳步增长，对于社会税收的贡献度也趋于上升。

综合来看，海亮股份通过连续海外并购，初步形成了以获取资源优势、实现协同效应、延伸产业链为基础的价值创造路径。虽然资本价值创造效果欠佳，财务风险防范亟待加强，依然存在一定的成长和优化空间。但整体而言，多元价值创造的综合效益呈现正向影响。

## 6.2 对策建议

本节将针对资本价值创造欠佳的表现，结合其影响因素，提出相应的对策建议。以期为海亮股份之后的连续海外并购战略提供借鉴，进而提高资金管理水平和防范化解财务风险的能力，实现资本价值创造的全面提升。

### 6.2.1 建立内部资金风险防范机制

巨额现金交割可能带来短期内企业流动资产规模的缩减，甚至影响正常的企业营运水平。因此，海亮股份应积极建立内部资金风险防控机制，加强对经营现金流的实时监控。针对连续并购等战略活动，严格把关企业的资金支配使用，落实并购事前、交易中及并购事件后各环节的资金监督工作。结合企业的实际生产经营情况，深入调查维持正常生产经营活动所需的基本现金流储备。评估短期内企业的资金承担能力，并合理筹划并购金额的使用额度。另外，可以聘请企业内部资金管理专业的专家学者，系统分析并购及连续并购战略对企业资金的潜在风险因素。提前制定财务风险预警机制，加强事前控制能力。进一步强化对海

亮股份相关管理层、财务部门工作人员的培训指导。提高员工的财务风险防范意识，明确并落实风险防控部门相关职责，从而有效提高企业综合的现金管理能力和风险防范水平。

### 6.2.2 合理利用多元方式筹措资金

由于大额现金支付易造成财务风险，多元化的筹资方式可以减少自有资金的过度使用，达到有效分散风险的作用。海亮股份可以适当采取股权、债券融资等吸引社会资本的方式，积极向金融机构申请贷款。可以依托有色金属行业的相关政策扶持，申请财政补贴和优惠贷款，完成并购金额的筹措工作。通过多元化的资金筹措渠道，利用社会闲置资金，有助于缓解短期内企业自有资金的使用压力，保障日常运营现金流资金充足。同时，连续并购战略制定，应充分考察企业现阶段的资产周转水平和资金利用效能，着重保障资产负债率处于稳健水平。以良好的债务情况和较强的偿债能力，实现企业的可持续健康发展。良好的财务状况也是获取社会关注与信心，拉动投资的重要影响因素，有助于提升企业社会影响力和品牌商誉，进而提高企业整体的抗风险能力。

## 6.3 对中国有色金属行业连续海外并购的相关启示

海亮股份通过三次连续海外并购，实现了并购动因的战略初衷。通过整合高端金属制品领域和核心业务产品、客户、供应链资源，推动从低端同质生产向智能高端制造转型。优化调整了产业链布局，整体提高了综合的价值创造效果。海亮股份作为有色金属行业的龙头企业之一，对同行业企业海外并购的价值创造具有一定的示范作用。因此，本章结合案例的研究结论及对策建议，总结经验启示如下。

### 6.3.1 立足发展实际，明确并购战略

海亮股份在连续海外并购前，依据自身发展实际和产业延伸的战略部署，制定了阶段性的并购策略。依据并购 KME 铜管铜棒公司的决策过程可知，海亮股份始终围绕核心业务展开并购。虽然铜板相关产品业务属于 KME 集团全球领先

产业，但海亮股份基于自身技术熟练程度，充分考虑并购整合过程的风险因素。因此将并购标的依然定位在已经发展较为成熟的铜管铜棒业务上。这为企业获取并购后的协同效应，规避增加企业负担具有重大意义。充分表明连续海外并购需要以自身发展实际为出发点，基于企业长远的战略考量，而不能仅专注于短期的效益提升。由此得出，连续海外并购标的的选取应结合企业的发展实际，合理选择能够为企业带来长远利益保障的标的企业。并购前应对标的公司的市场情况、生产规模、技术水平等方面进行系统的市场分析和调研考察。针对有色金属行业，并购的风险因素主要集中于金属制品的生产流程，以及对技术的整合并融入企业之后的经营活动等。这些因素都直接影响到并购后企业的盈利水平、产业发展能力等指标，进而影响企业价值创造的效果。因此，在维持企业资本价值正常获取的前提下，拓展海外市场，可以采取控股收购的方式，优先聚焦企业当前较为熟悉的业务领域作为并购标的。以优化现有生产技术流程，促进产品结构转型升级的初始阶段为切入点，通过内化累积经验增强自身发展实力，实施开拓业务领域、转型升级等连续性并购战略，不断拓宽并购交易市场。

### 6.3.2 整合技术优势，提升创新能力

如今，铜加工行业试图完成从传统制造转向现代化技术密集型的转型升级历程。海外并购是短期内快速提升技术发展水平和创新能力的重要举措，能够加快向高端制品领域的迈进，实现产业链上游、下游的连通。在扩大生产规模和产品研发领域的基础上，快速占领国际高端产品市场。本案例中海亮股份依托并购标的方领先全球的技术优势和创新研发水平，快速实现智能转型和企业成长。但在并购后技术优势的整合方面，研发创新能力增长缓慢，不利于企业对于先进技术水平内化整合。对此，在未来的并购行为中，企业应注重并购后创新研发的整合，实现研发终端技术产品和新型战略产品结构升级，提高企业在同行业及世界范围的竞争力。凭借规模效应、低成本优势优化产品结构，打造品牌商誉和社会影响力。进而促进行业集中度，减少同质化低端产品的规模生产。同时，应持续强化创新研发投入水平，注重吸引和培养创新研发人才。

### 6.3.3 提升多元价值创造，注重协同效应

对企业价值创造的评估应基于多元视角进行综合评价。本文通过对海亮股份连续海外并购价值创造的综合分析，能够更加系统全面的评价其价值创造效果，对企业未来的并购战略具有参考意义。只聚焦并购后市场价值、资本价值方面的协同，试图通过明显的财务指标的波动，凸显资本价值创造效果是不全面的。忽略对产业、创新和社会价值创造的研究，容易遗漏并购整合中可能潜在的创新研发、产业影响及无形资产方面的问题，可能给后续发展造成隐患。首先，并购中的产业价值主要通过产业核心业务、产业影响力等指标体现。以连通产业链上下游为研究切入点，在纵向并购中应注重对于高端技术领域的学习借鉴，拓宽下游市场，促进产品结构转型升级。在横向并购中应以获取规模效应为出发点，规范行业标准，提升行业集中度。其次，创新价值是充分表现企业创新研发投入和人员占比的重要指标。自主创新能力始终是企业立足市场，快速提升市场竞争力的强劲手段。并购后创新能力的提升一方面源于技术资源的整合能力；另一方面应推进实施人才激励措施，注重并购标的企业先进的经营管理能力和研发人员方面的整合，注重研发资金投入和研发人员的适度扩充。最后，对于并购后社会价值的衡量，主要基于税收贡献、每股收益等指标，能够有效促进社会就业和打造品牌商誉的能力。因此企业在并购中也应基于社会责任承担视角，不断发展壮大自身势力，体现企业的巨匠担当。

## 参考文献

- [1] Ahern K R.The returns to repeat acquirers[J].Social Science Electronic Publishing,2015,56(8):120-123.
- [2] Aktas N,De Bodt, Roll.Learning from repetitive acquisitions:Evidence from the time between deals[J].Journal of Financial Economics,2013,108(1):99-117.
- [3] Billett M T,Qian Y.Are Overconfident CEOs Born or Made?Evidence of Self-Attribution Bias from Frequent Acquirers[J].Management Science,2008,54(6):1037-1051.
- [4] Basuil D A, Datta D K.Effects of Industry and Region-Specific Acquisition Experience on Value Creation in Cross-Border Acquisitions:The Moderating Role of Cultural Similarity[J].Journal of Management Studies,2015,52(1):33-38.
- [5] Chao,Yu-Chieh.Organizational learning and acquirer performance:How do serial acquirers learn from acquisition experience?[J].Asia Pacific Management Review,2017,12(2):67-80.
- [6] Chen L Y,Lai J H.Multiple directorships and the performance of mergers and acquisitions[J].North American Journal of Economics and Finance,2015,33:178-198.
- [7] Degbey William Y,Gupta I, Raman T V,Tripathy N. Creating value through related and un-related merger and acquisition:Empirical evidence[J].Corporate Ownership and Control,2021,18(4):67-76.
- [8] Fuller K,Netter J M,Stegemoller M.What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms That Make Many Acquisitions[J].The Journal of Finance,2002,57(4):1763-1793.
- [9] Gonzalez P,Vasconcellos G M,Kish R J.Cross-border mergers and acquisitions: The undervaluation hypothesis[J].Quarterly Review of Economics Finance,2004,38(1):25-45.
- [10] Gervais S,Heaton J,Odean T.The Positive Role of Overconfidence and Optimism in Investment Policy[J].2014,32(1):167-178.

- [11] Jing-Hu L, Bing L I.M&A Strategy and Performance of Chinese Real Estate Companies[J].Journal of Engineering Management,2013,24(3):123-125.
- [12] Joon-Hee Oh, Jin Z, Yang Y, Zhang L. Geographic proximity and cross-region merger and acquisitions:Evidence from the opening of high-speed rail in China[J].Pacific-Basin Finance Journal,2021,68(3):101-102.
- [13] Mattsson L G.Merger waves and contemporary internationalization of firms[J].Journal of Small Business Management,2013,34(2):111-113.
- [14] Mehmet, Demirbag, Chang-Keong, et al. Performance of Mergers and Acquisitions in the Pharmaceutical Industry: A Comparative Perspective[J].Multinational Business Review,2007,15(2):41-62.
- [15] Pergelova A, Manolova T, Simeonova-Ganeva R. Democratizing Entrepreneurship? Digital Technologies and the Internationalization of Female Led SMEs[J]. Journal of Small Business Management,2019,57(1):14-39.
- [16] Schipper K, Thompson R. Evidence on the capitalized value of merger activity for acquiring firms[J].Journal of Financial Economics,2012,11(1):85-119.
- [17] Shi W, Sun J, Prescott J E. A Temporal Perspective of Merger and Acquisition and Strategic Alliance Initiatives: Review and Future Direction[J].Journal of Management,2013,38(1):164-209.
- [18] Zhu P C. Persistent performance and interaction effects in sequential cross-border mergers and acquisitions[J].Journal of Multinational Financial Management,2011,24(3):113-118.
- [19] 郭冰,吕巍,周颖.公司治理、经验学习与企业连续并购——基于我国上市公司并购决策的经验证据[J].财经研究,2011,37(10):124-134.
- [20] 黄曼丽,张钺,李静.基于时间过程视角的连续并购研究综述[J].管理学报,2020,17(09):1412-1422.
- [21] 余鹏翼,曾楚宏.全球价值链重构与中国制造业连续海外并购战略转型研究[J].南京社会科学,2016(05):16-21.
- [22] 张岚,范黎波,鲍芻.为什么企业会连续并购? ——来自我国制造业企业的证据[J].财会通讯,2018,794(30):12-19+131.

- [23] 张琳,蔡荣华,张妞,赵翊廷.PE助力制造业企业“走出去”与价值创造[J].管理案例研究与评论,2021,14(06):679-697.
- [24] 严兵,郭少宇.产业政策与对外直接投资——来自中国上市公司的证据[J].国际贸易问题,2021,(11):124-139.
- [25] 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.
- [26] 崔永梅,李瑞,曾德麟.资源行动视角下并购重组企业协同价值创造机理研究——以中国五矿与中国中冶重组为例[J].管理评论,2021,33(10):237-248.
- [27] 李云鹤,朱林染,谭卓鸿,钱张瑜.财务困境公司能够通过并购实现脱困吗? [J].华东师范大学学报(哲学社会科学版),2022,54(05):161-174+192.
- [28] 张潇叶,张延良.中资银行跨境并购的绩效评价与路径选择[J].投资研究,2021,40(07):110-127.
- [29] 陶锋,朱盼,邱楚芝等.数字技术创新对企业市场价值的影响研究[J].数量经济技术经济研究,2023,40(05):68-91.
- [30] 余鹏翼,曾楚宏.全球价值链重构与中国制造业连续海外并购战略转型研究[J].南京社会科学,2016(05):16-21.
- [31] 蔡庆丰,田霖.产业政策与企业跨行业并购:市场导向还是政策套利[J].中国工业经济,2019,370(01):81-99.
- [32] 黎文飞,郭惠武,唐清泉.产业集群、信息传递与并购价值创造[J].财经研究,2016,42(01):123-133.
- [33] 刘娟,曹杰,张建宇.独占还是共享?研发国际化与企业创新价值获取——来自上市企业专利引用数据的证据[J].国际贸易问题,2022(09):157-174.
- [34] 李云鹤,朱林染,谭卓鸿,钱张瑜.财务困境公司能够通过并购实现脱困吗? [J].华东师范大学学报(哲学社会科学版),2022,54(05):161-174+192.
- [35] 张潇叶,张延良.中资银行跨境并购的绩效评价与路径选择[J].投资研究,2021,40(07):110-127.
- [36] 蒋冠宏.跨国并购和国内并购对企业市场价值的影响及差异:来自中国企业的证据[J].世界经济研究,2020(01):82-95+136-137.
- [37] 张晶,冯晶.中资银行海外并购的市场价值分析[J].金融论坛,2013,18(01):63-67.

- [38] 余娟娟,魏霄鹏.中国企业海外并购看重东道国的营商环境吗——基于环境不确定性及交易成本减低的视角[J].国际商务(对外经济贸易大学学报),2022(01):51-68.
- [39] 闫雪琴,孙晓杰.企业政治关联与海外并购绩效——基于中国并购方数据[J].经济与管理研究,2016,37(01):119-127.
- [40] 顾海峰,谢晓晨.中国企业海外并购绩效评价的理论与实证研究——来自 2000-2010 年中国企业的经验证据[J].经济与管理评论,2013,29(06):110-115.
- [41] 施继坤,刘淑莲,张广宝.管理层缘何频繁发起并购:过度自信抑或私利[J].华东经济管理,2014,28(12):84.90.
- [42] 李伟.基于主成分分析的有色金属行业股票价值分析[J].时代金融,2019(07):61-62.
- [43] 李捷瑜,徐艺洁.学习效应、业绩反馈与连续并购[J].南方经济,2017(09):103-117.
- [44] 杨一渠.新能源汽车企业并购重组对财务绩效的影响[J].经济研究导刊,2018(02):151-152.
- [45] 陈仕华,张章,宋冰霜.何种程度的失败才是成功之母?——并购失败程度对后续并购绩效的影响[J].经济管理,2020,42(04):20-36.
- [46] 葛结根.并购对目标上市公司融资约束的缓解效应[J].会计研究,2017(08):68-73.
- [47] 李善民,黄志宏,郭菁晶.资本市场定价对企业并购行为的影响研究——来自中国上市公司的证据[J].经济研究,2020,55(07):41-57.
- [48] 佟岩,王茜,曾韵,华晨.并购动因、融资决策与主并方创新产出[J].会计研究,2020(05):104.116.
- [49] 庄明明,李善民,梁权熙.连续并购对股价崩盘风险的影响研究[J].管理学报,2021,18(07):1086-1094.
- [50] 王梅婷,余航.国有企业并购重组的趋势、模式和挑战[J].经济学家,2017(08):5-11.
- [51] 池昭梅,黎曦.Earnout:并购重组中业绩补偿困境突破——基于数知科技的跨境并购案例[J].财会月刊,2020(07):9-18.

- [52] 陈仕华,张章,宋冰霜.何种程度的失败才是成功之母?——并购失败程度对后续并购绩效的影响[J].经济管理,2020,42(04):20-36.
- [53] 谢洪明,章俨,刘洋,程聪.新兴经济体企业连续海外并购中的价值创造:均胜集团的案例[J].管理世界,2019,35(05):161-178+200.
- [54] 李捷瑜,徐艺洁.学习效应、业绩反馈与连续并购[J].南方经济,2017(09):103-117.
- [55] 张晓旭,姚海鑫,杜心宇.连续并购的同伴效应与企业内部控制[J].东北大学学报(社会科学版),2021,23(06):22-31.
- [56] 孙淑伟,何贤杰,王晨.文化距离与中国企业海外并购价值创造[J].财贸经济,2018,39(06):130-146.
- [57] 钟海,况学文.公司战略公司并购、并购溢价[J].财会月刊,2019(20):29-36.
- [58] 刘莹,丁慧平,崔婧.上市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.
- [59] 刘燕.企业并购价值及其评估方法分析[J].财会学习,2023(07):128-130.
- [60] 黄国波.中资企业海外并购投资的价值创造——从投前到投后[J].清华金融评论,2019(12):16-18.
- [61] 邓路,徐睿阳,谷宇,廖明情.管理者过度自信、海外收购及其经济后果——基于“兖州煤业”的案例研究[J].管理评论,2016,28(11):252-263.
- [62] 吴先明,张玉梅.国有企业的海外并购是否创造了价值:基于 PSM 和 DID 方法的实证检验[J].世界经济研究,2019(05):80-91+106+135-136.
- [63] 张莉苑.传统传媒企业并购互联网企业的价值创造分析[J].中国经贸导刊(中),2019(09):91-93.
- [64] 张志平,潘爱玲,吕风光.连锁机构投资者的双重功能与企业并购价值[J].经济管理,2022,44(11):148-166.
- [65] 张志平,凌士显,吕风光.混合所有制改革背景下异质性大股东治理效应研究——基于并购价值视角的实证分析与检验[J].现代财经(天津财经大学学报),2021,41(09):78-95.
- [66] 简冠群.大股东控制力、业绩补偿承诺与关联并购价值创造——基于股东关系联盟的新测算[J].中央财经大学学报,2020(07):58-70.

- [67] 耿雪姣,崔永梅,汪媛媛.企业并购中的社会责任与价值创造机理研究——以国机集团并购中国二重为例[J].北京交通大学学报(社会科学版),2022,21(01):112-120.
- [68] 陆旻,戚啸艳,顾成伟.高溢价并购商誉对盈利能力和企业价值影响研究[J].财会通讯,2021(24):61-64.
- [69] 张文珂,张芳芳,刘淑莲.企业信息风险如何引致市场资源配置活动?——基于并购重组的视角[J].会计研究,2017(11):72-78+97.
- [70] 魏江,王丁,刘洋.来源国劣势与合法化战略——新兴经济企业海外并购的案例研究[J].管理世界,2020,36(03):101-120.
- [71] 佟岩,王茜,曾韵,华晨.并购动因、融资决策与主并方创新产出[J].会计研究,2020(05):104.116.
- [72] 司海健,崔永梅,宋继文.中国民营企业领跑世界的“聚能型创新”模式——汉能控股集团管理实践之道[J].管理学报,2020,17(09):1265-1276.
- [73] 王旭,高天惠,胡峰.中国企业海外并购动因和影响分析——与美国企业海外并购的比较[J].亚太经济,2022,(01):93-101.
- [74] 周婷婷,王舒婷,马芳.跨国并购价值创造研究述评——距离掣肘与内生驱动视角[J].投资研究,2021,40(01):56-71.
- [75] 方洁,潘海英,刘布勇.企业并购能力与价值创造——2012-2015年我国沪深A股上市公司的经验证据[J].财会月刊,2017(11):24-30.

## 后 记

执笔抒意，岁月不待。弥足珍贵的研究生光阴即将画上句点，也意味着我的学生时代彻底定义为过去式。再华丽的词藻也不足以勾勒三年的成长与经历，欢笑与惋惜，收获与付出.....这段欢愉旅途亦或是磨砺征程，都为我漫漫长路的跋涉烙上鎏金印记，不论未来的我身处何方，又将行往何处，都会从心底释放勇气，坚定从容，永守初心。

此时此刻，仿佛听到校园悦耳的铃声响起，我又身处课堂汲取知识；恍然看见图书馆研讨室里，我与同门开展趣味横生的沙龙活动；似乎听见导师的谆谆教导和学术生活指导.....不敢想象曾经唾手可得的校园生活，在时光的飞逝中从未片刻停留，原来三年光阴本就是倒计时。幸运的是，时光车轮辗过来路，却不会讲记忆一同裹挟带走，而这些珍贵的记忆片段将深藏心底，陪伴我砥砺前行、踔厉奋进，丰富我的人生行囊，时刻提醒我照亮前方的路，也别忘了温暖自己的心。

若为研究生经历提取三个关键词，我想贯彻始末的一定是感恩、拼搏、幸运。心怀感恩，是朱老师、安老师春风化雨般的辛勤培育和照顾关爱，我得以适应学习生活节奏；是爸爸妈妈倾尽所有、不知疲倦的温暖爱意和殷切期盼，我得以始终健康快乐成长；是朋友知无不言、时刻陪伴的贴心关怀和支持鼓舞，我得以拥抱幸福不惧艰难。保持拼搏，是勇攀高峰的精神意志给予我学习的原动力；是坚持不懈的恒心毅力推动我全方位完善自我；是脚踏实地的做事风格维持我一如既往的平常心。幸运永存，是困境之下也能生出乐观视角的积极思维；是志得意满之时发自内心的肯定鼓舞；是聆听自己、相信自己、成为自己的勇气定力。

写到这里，百感交集，文字的无声叙说却牵连起回忆的澎湃汹涌，让我愈发不舍这段时光，也愈发珍惜岁月之中所邂逅的人、所经历事。此刻我热切期望文字可以转化成力量，我想衷心祝愿陪伴我成长的父母、导师、友人身体健康，万事顺意；想衷心祝愿呵护我心灵，关乎亲情爱情友情的热度不减，情谊永存；想衷心祝愿自己不论走了多远的路，都是向着想成为的人去奋进。

研究生经历是句点，而新的希望，新的阶段，新的故事依旧循序渐进的向前，而起点的光亮也将在句点最后的落幕中缓缓点亮。