

2010

中国上市公司并购绩效 专题研究报告

目 录

中国上市公司并购绩效研究

| | |
|----|-----------------------|
| 2 | 1.1 中国上市公司并购概况 |
| 2 | 1.1.1 中国上市公司并购趋势分析 |
| 3 | 1.1.2 中国上市公司并购特征分析 |
| 7 | 1.2 中国上市公司并购绩效分析 |
| 8 | 1.2.1 中国上市公司并购短期绩效分析 |
| 8 | 1.2.1.1 并购短期绩效评估方法 |
| 10 | 1.2.1.2 样本及数据 |
| 11 | 1.2.1.3 实证结果 |
| 18 | 1.2.2 中国上市公司并购长期绩效分析 |
| 18 | 1.2.2.1 财务指标分析法及样本 |
| 19 | 1.2.2.2 盈利能力分析 |
| 22 | 1.2.2.3 运营能力分析 |
| 24 | 1.2.2.4 偿债能力分析 |
| 25 | 1.2.2.5 发展能力分析 |
| 29 | 1.3 中国上市公司并购绩效实证结果及建议 |
| 29 | 1.3.1 实证结果 |
| 30 | 1.3.2 建议 |

发行人：

创办人暨首席执行官 倪正东

报告撰写

分析师 张静宇

版面设计

美术编辑 冀 鸿

研究联系

86-10-84580476 转 8073

Research@zero2ipo.com.cn

销售联系

86-10-84580476 转 8070

zhangjiayuan@zero2ipo.com.cn

中国上市公司并购绩效专题研究报告

中国上市公司并购绩效专题研究报告

图 目 录

| | | |
|-------------|--------------------------------------|----|
| 图 1.1.1.1 | 2005-2009 年中国上市公司并购统计 | 2 |
| 图 1.1.2.1 | 2005-2009 年中国上市公司国内并购区域分布 (按事件) | 5 |
| 图 1.1.2.2 | 2005-2009 年中国上市公司国内并购区域分布 (按金额, 百万元) | 5 |
| 图 1.1.2.3 | 2005-2009 年中国上市公司国内并购结构 | 6 |
| 图 1.2.1.3.1 | 上市公司并购整体 AAR 和 CAR 走势 | 11 |
| 图 1.2.1.3.2 | 各市场上市公司并购 AAR 走势 | 14 |
| 图 1.2.1.3.3 | 上市公司境内、外并购 AAR 走势 | 15 |
| 图 1.2.1.3.4 | 上市公司国内不同地区并购 AAR 走势 | 16 |
| 图 1.2.1.3.5 | 上市公司不同标的并购 AAR 走势 | 17 |
| 图 1.2.2.3.1 | 中国上市公司并购前后营运能力比较 | 22 |
| 图 1.2.2.3.2 | 不同市场上市公司并购前后存货周转率比较 | 23 |
| 图 1.2.2.4.1 | 中国上市公司并购前后短期偿债能力比较 | 25 |
| 图 1.2.2.5.1 | 中国上市公司并购前后发展能力比较 (按环比) | 26 |
| 图 1.2.2.5.2 | 中国上市公司国内不同地区并购平均净利润环比增长率 | 28 |

中国上市公司并购绩效专题研究报告

表 目 录

| | | |
|-------------|--|----|
| 表 1.1.1.1 | 2005-2009 年中国上市公司并购统计 | 2 |
| 表 1.1.2.1 | 2005-2009 年中国上市公司并购行业分布 | 4 |
| 表 1.1.2.2 | 2005-2009 年中国上市公司国内外并购统计 | 6 |
| 表 1.1.2.3 | 2005-2009 年各市场上市公司并购统计 (按事件) | 7 |
| 表 1.1.2.4 | 2005-2009 年各市场上市公司并购统计 (按金额) | 7 |
| 表 1.2.1.2.1 | 样本数据分布一览 | 11 |
| 表 1.2.1.3.1 | 上市公司并购 ARR 和 CAR 统计 t 检验结果 | 12 |
| 表 1.2.1.3.2 | 上市公司国内不同地区并购 AAR 统计 t 检验结果 | 16 |
| 表 1.2.1.3.3 | 上市公司重点行业并购 AAR 和 CAR 统计 t 检验结果 (5% 显著水平) | 18 |
| 表 1.2.2.1.1 | 中国上市公司并购长期绩效评价指标 | 18 |
| 表 1.2.2.2.1 | 中国上市并购公司并购前后盈利能力比较 | 20 |
| 表 1.2.2.2.2 | 各市场中国上市公司并购前后盈利能力比较 | 20 |
| 表 1.2.2.2.3 | 中国上市公司国内外并购前后盈利能力比较 | 21 |
| 表 1.2.2.2.4 | 中国上市公司国内不同区域并购前后盈利能力比较 | 21 |
| 表 1.2.2.2.5 | 中国上市公司不同标的并购前后盈利能力比较 | 22 |
| 表 1.2.2.3.1 | 中国上市公司国内外并购前后营运能力比较 | 24 |
| 表 1.2.2.3.2 | 中国上市公司国内不同地区并购前后营运能力比较 | 24 |
| 表 1.2.2.3.3 | 中国上市公司不同标的并购前后营运能力比较 | 24 |
| 表 1.2.2.5.1 | 中国上市公司并购前后发展能力比较 | 26 |
| 表 1.2.2.5.2 | 中国上市公司不同行业并购前后发展能力比较 | 27 |
| 表 1.2.2.5.3 | 各市场中国上市公司并购前后平均净利润环比增长率 | 27 |
| 表 1.2.2.5.4 | 中国上市公司不同标的并购平均净利润环比增长率 | 28 |

中国上市公司并购绩效研究

近年来，随着我国经济的全面发展和资本环境的日益完善，中国企业并购活动逐步增多，尤其是一些上市公司，依赖其稳固的市场地位、雄厚的资金实力以及丰富的资本运作经验，在境内外频繁实施并购活动。清科研究中心数据显示，2005年至2009年间，共发生了565起以中国上市公司为并购方的并购事件，涉及并购金额1,171.80亿元人民币。这些企业力求通过并购来扩张公司业务、扩大市场规模、优化资源配置，但是并购活动的绩效到底如何？能否为股东带来额外的短期收益？能否真的提高并购公司的经营业绩？带着这些疑问，本文将对我国上市并购公司的并购绩效进行实证，以期更多的并购活动参与者及关注者提供参考。

中国上市公司并购活动始于20世纪90年代，期间发生过深圳宝安收购联中实业、恒通公司收购上海明光实业等标志性并购事件。但至2005年前，我国资本市场上上市公司多为国有大中型企业，上市公司的并购行为很多时候受政府主导，且当时上市公司股份非完全流通，与现在的市场环境有较大差异。为了能够为当前及今后拟发起并购的上市公司及其他并购活动参与者提供有价值的参考资料，我们将着重考察2005-2009年间限售股解禁、多层次资本市场体系建立、民营上市公司逐渐增多的环境下中国上市公司的并购绩效。

1.1 中国上市公司并购概况^①

上市公司并购既指以上市公司为并购方收购目标公司股权或资产的行为，也包括收购人通过在证券交易所的股份转让活动及这之外的其他合法途径控制上市公司股份达到一定程度导致其获得或者可能获得对该公司的实际控制权的行为。本专题仅讨论以境内A股市场上市的上市公司为并购发起人的并购行为，主要指上市公司对目标公司实施的收购其股权或资产的并购行为，该并购行为需满足以下条件：

- ① 并购方和目标公司相互独立，不包括交易双方有关联关系的交易；
- ② 以股权为标的的并购交易，其并购交易的股权比例不低于20.0%；
- ③ 以资产为标的的并购交易，其并购交易金额不低于1,000万元。

注：① 如无特殊说明，本专题所用交易币种均为人民币，其中以外币交易的已经按交易日相关汇率折算成人民币。

1.1.1 中国上市公司并购趋势分析

总体而言，2005年以来，中国上市公司并购较为活跃。清科研究中心数据显示，2005-2009年间，共发生565起上市公司并购事件，涉及并购金额达1,171.80亿元，平均每起并购案的并购金额为2.22亿元人民币。2008-2009年间，尽管受到海外金融风暴的影响，但是在国家及政府相关政策及并购贷款的扶持下，2009年并购事件创下新高，达到了2005年的5倍；而并购金额则在2008年创下峰值，达648.98亿元。

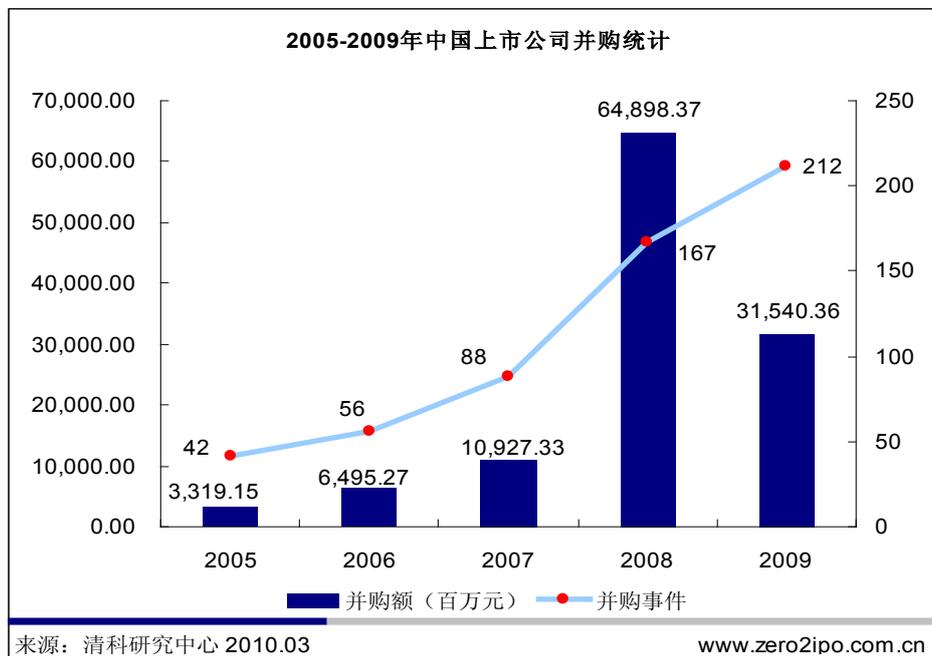
表1.1.1.1 2005-2009年中国上市公司并购统计^①

| 年份 | 并购事件 | 并购额 (百万元) | 平均并购额 (百万元) |
|------|------|------------|-------------|
| 2005 | 42 | 3,319.15 | 87.35 |
| 2006 | 56 | 6,495.27 | 124.91 |
| 2007 | 88 | 10,927.33 | 131.65 |
| 2008 | 167 | 64,898.37 | 418.70 |
| 2009 | 212 | 31,540.36 | 157.70 |
| 合计 | 565 | 117,180.48 | 221.93 |

来源：清科研究中心 2010.03

www.zero2ipo.com.cn

图1.1.1.1 2005-2009年中国上市公司并购统计



注：① 在 565 起案例中有 528 起案例披露交易金额，其余 37 起案例未披露交易金额；所有平均值指标均以披露交易金额的案例数为基准进行计算，特此说明。

清科研究中心分析认为，中国上市公司并购活动发展趋势与我国经济和资本市场环境完善息息相关。2005年以来，我国经济社会发展进入新阶段，国民经济战略性结构调整和增长方式转变提速，产业结构调整 and 央企整合进程加快；而另一方面，资本市场股权分置改革取得重大进展，多层次资本市场体系逐步建立和健全。在这样的背景下，一方面，随着产业结构调整和优化进程加速，上市公司通过并购盘活沉淀资产、提升技术能力、扩张业务领域、优化企业各方面资源的需求日渐高涨；另一方面，政府及相关机构考虑到国民经济战略性结构调整和增长方式的转变，着力完善并购环境，主要体现在：①国家产业政策从节能、环保以及限制小规模产能等方面，为大企业并购小企业提供了条件；②政府和证监会着手修订了一系列的并购法规，如《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》、《上市公司收购管理办法》、《关于外国投资者并购境内企业的规定》等，进一步完善了上市公司并购重组相关法规，优化调整了上市公司并购重组审核机制，约束与规范了上市公司并购行为；③2008年底，银监会发布《商业银行并购贷款风险管理指引》，鼓励银行贷款进入并购领域，为企业并购开拓新的融资渠道；2009年12月，一行三会联合发布的《关于进一步做好金融服务支持重点产业调整振兴和抑制部分行业产能过剩的指导意见》指出，将“鼓励银行业金融机构在完善制度、风险可控的前提下开展境内外并购贷款，支持企业兼并重组”。与此同时，股权分置改革的逐步完成极大丰富了上市公司并购的融资手段和支付方式，使上市公司并购开展更加便利。在上述并购环境和并购条件日渐成熟的情况下，越来越多的上市公司通过二级市场竞购、要约收购、定向发行、换股合并等多种方式展开并购，上市公司的并购活动日益活跃。

1.1.2 中国上市公司并购特征分析

1、传统行业并购活跃度较高，房地产、能源与矿产是并购主流行业^①

2005-2009年中国上市公司并购事件主要分布在房地产、能源及矿产、化工原料及加工、机械制造、连锁及零售、建筑/工程等20多个领域，其中房地产和能源及矿产行业的并购活动最为活跃。据统计，2005-2009年间，共发生了132起房地产行业并购案，并购金额为260.32亿元，占

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_16620

