吉利并购沃尔沃的绩效分析

——基于并购前后的会计指标比较

周世民　张　玉

2010年8月，吉利斥资18亿美元完成对沃尔沃的并购，引起了媒体和学者的广泛关注，大多数学者持积极的态度，认为此举对吉利的技术创新有积极的推动作用。然而，吉利以国内民企的身份“迎娶”欧洲最大汽车品牌沃尔沃，由此引发的质疑也不曾间断。本文试图从吉利并购沃尔沃前后的财务数据入手来深入探讨此次并购对吉利的影响，并为今后企业并购提供积极的借鉴意义。

一、吉利并购沃尔沃的财务指标评价体系

财务指标法是研究企业并购绩效的主要方法，具体是指选取具有代表性的一系列财务指标构成指标体系，通过对并购前后财务指标的对比，根据指标变化方向得出相应绩效的结论。在通行的财务指标法中，最为成熟的就是会计指标研究法，即借助会计准则为评价标准来考察并购前后企业经营业绩的变化。本文所使用的会计指标评价体系分为盈利能力指标、偿债能力指标和资产管理能力指标三个维度。

1. 盈利能力指标。比较并购前后（2009年和2010年）各项会计指标发现，吉利2010年的营业收入同比增长42.86%（实现营业收入200.99亿元人民币），主要是因为当年并购沃尔沃的盈利贡献及国内汽车市场持续强劲，当年汽车销量年增长为27%。不过，2010年净资产收益率仅为19.13%，较2009年的24.11%下降了4.98%，至2011年更是下降至17.95%。利用杜邦财务分析法可究其缘由，如表1所示。

从表1可以看出，吉利2010年的资产周转率、权益乘数和销售净利率都明显低于2009年，销售净利率则下降了1.67%，下降幅度最大。结合其财务数据：2010年销售额为201亿元，与2009年相比增长了42.86%，而2010年净利润为15.50亿元，同比增长17.48%。2010销售成本同比增长了42.25%，折旧同比增长了43.63%。可见并购当年吉利的销售成本与折旧明显偏高，从而导致了2010年销售净利率的下降，进而对其盈利能力产生影响。经过两年的整合，吉利2011年和2012年的盈利能力数据总体来说明显改善，净利润由并购当年的15.5亿元上升至2011年的17.16亿元和2012年的20.5亿元；权益乘数在2012年明显下滑且比率较小，表明所有者投入企业的资本占全部资本的比例较大，企业的负债程度较低，说明债权人受到的保护程度较高；资产周转率仍然持续走低，说明企业资产运营效率下降，吉利应通过挖掘潜力、提高产品市场占有率，加快产品的销售能力；净资产收益率逐年降低，表明吉利公司利用其自有资产获得净利润的能力在逐年降低；每股收益逐年提高，可见其并购行为为公司股东带来了更多利益。

2. 偿债能力指标。偿债能力指标反应了一个企业用其资产偿还包括长期和短期债务的能力。有无支付现金和偿还债务的能力，是一个企业能否健康发展的关键。从表2可见，2009年至2011年吉利的流动比率和速动比率

略时不仅要考虑到并购交易所需资金，还要考虑到并购后整合和运营阶段所需资金。因此，并购企业在实施并购之前就应制定一套切实可行的融资计划，充分评估债权筹资和股权筹资给自身带来的成本，以权衡各方关系进行多边融资。

5.加强国际化综合人才的培养

目前我国海外并购面临着企业跨国经营人才相对缺乏这一现状，这对企业的人才培养战略提出了更高的要求。这就需要公司加强培养国际化人才的观念，有计划地引进一批全面熟悉国际商业规则、法律法规和跨国文化并能加以运用的人才。同时，企业也可以对那些熟悉自身企业运作、具有管理潜质的员工进行跨文化管理的相关培训，为企业提供强大的智囊团。■

（作者单位：内蒙古大学经济管理学院　中国石化内蒙古销售分公司）

责任编辑 陈利花

中国财政杂志社

表1　　吉利2009～2012年盈利能力指标

财务指标	2009年	2010年	2011年	2012年
销售净利率(%)	9.38	7.71	8.18	8.32
资产周转率(次)	0.97	0.94	0.81	0.78
权益乘数	2.65	2.64	2.71	1.50
净资产收益率(%)	24.11	19.13	17.95	9.73
净利润(亿元)	13.19	15.5	17.16	20.5
每股收益(分)	17.08	18.59	20.72	27.05

数据来源：根据浙江吉利控股集团年报整理而成。

表2　　吉利2009～2012年偿债能力指标

财务指标	2009年	2010年	2011年	2012年
流动比率	1.37	1.33	1.13	1.19
速动比率	1.30	1.25	1.04	1.08

数据来源：根据浙江吉利控股集团年报整理而成。

表3　　吉利2009～2012年资产管理能力指标

财务指标	2009年	2010年	2011年	2012年
存货周转率(次)	20.46	20.13	14.63	11.01
应收账款周转率(次)	7.27	13.86	12.20	9.57

数据来源：根据浙江吉利控股集团年报整理而成。

都呈现持续下降趋势，但从其2012年年报可以看出，这种趋势明显得到了有效遏制，并且数据还略显升势。2012年吉利的流动比率是1.19，与标杆值2相比，短期偿债能力稍有不足；速动比率为1.08，比较符合标准。从流动比率的构成分析，吉利的存货规模从2009年到2012年上升了150.5%，大量汽车存货尚未卖出，说明吉利公司实际短期偿债能力比指标反映的更弱。吉利的现金比率由2009年的60.54%迅速下降至2010年的39.36%，再到2011年的22.58%和2012年的21.83%，可见吉利面临其杠杆收购沃尔沃所带来的现金财务风险。

3. 资产管理能力指标。资产管理能力用于衡量企业的资产管理效率，是反映企业运用资产进行生产经营的财务标准，其各项指标如表3所示。在并购前后的2009年和2010年，总资产周转率和存货周转率有所下降，但幅度不大。经过两年的整合，存货周转率在2011年和2012年仍呈现较为明显的下降，资产周转率也持续下降。这主要是因为公司2011年和2012年营业收入净额和销货成本同比增幅均减小，不及平均资产与存货增长水平。

并购前的2009年应收账款周转率为7.27次，而并购后的2010年为13.86次。结合公司的应收账款数据发现，2010年并购后应收账款同比增长96.32%，远超过销售收入增长率，由此导致并购后的应收账款周转率降低，至2012年应收账款周转率虽有所回落，但比并购前的2009年有所提高。这表明并购后吉利的资产变现能力缓慢提高，总资产周转率并没有发生较为明显的变化。

综合以上三种指标可以看出，虽然并购一年之后吉利的盈利、偿债、资产管理能力均有所减弱，但并不能说这是一次失败的并购，其2012年的财务指标显示其绩效已经开始反弹并有着良好的发展前景。

二、启示

1. 科学评估，合理并购。吉利是以一个相对实惠的价格收购沃尔沃的，经过了合理预估、优秀的团队指导和强大的资金支持。但随着金融危机冲击的逐渐减弱和世界经济的复苏，中国企业应该保持冷静，在并购上抓细节，在综合考虑并购价格的基础上，根据本企业的偿债能力、现金流情况，进行合理的财务分析，做出安全合理的决策。

2. 加强资金周转，应对复杂市场。研究结果发现，吉利并购后的财务绩效并不理想，资产周转率逐渐下降，表明吉利在营运效率方面存在问题；偿债能力方面，吉利公司的负债能力在并购当年就明显下滑，但经过两年的资金融通，在2012年出现微升；资产管理能力方面，吉利的资产变现能力受到一定挑战。因而，在财务方面应该进一步加强其资金周转能力和短期的偿债能力，以应对国内外复杂多变的汽车市场。

3. 学习先进的管理技术，增强核心竞争力。从长远看，吉利的发展需要利用沃尔沃先进的安全性能技术和高效的管理方式，加快技术自主创新，增强核心竞争力。在发展沃尔沃品牌的同时，让国产车走向世界。

（作者单位：中央财经大学国际经济与贸易学院）

责任编辑 陈利花

参考文献：

1. 李井娟，陈旭.2011.中国企业海外并购财务效应的实证分析——以吉利收购沃尔沃为例.中国电子商务，8

2. 刘良坤.2012.企业并购财务绩效及风险分析——以吉利并购沃尔沃为例.财会通讯，4

3. 魏键，周石鹏，郭燕娇.2010.海外并购对我国公司股东收益影响的评估——基于吉利并购沃尔沃的实证研究.技术与创新管理，3

中国财政杂志社