

中 经 资 本 市 场 热 点 案 例 丛 书



M **a i k e j i e k e s h a n g s h i**

买壳借壳

Anli

上市案例

童 增 / 主 编

一本提供巨大商机的书
开阔企业家思维
提供研究新方向
企业制胜法宝
通向财富之路
为企业发展把脉
优胜劣汰
潜心研究注重实用

46



中国经济出版社

www.economyph.com



中经资本市场热点案例丛书之二

买壳借壳上市案例

童 增 主编

中国经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

买壳借壳上市案例/童增主编. —北京: 中国经济出版社, 2003.5
(中经资本市场热点案例丛书; 2)

ISBN 7-5017-5886-7

I. 买… II. 童… III. ①上市公司—筹资—案例—中国②上市公司—资产重组—案例—中国 IV. F279.246

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 007204 号

出版发行: 中国经济出版社 (100037·北京市西城区百万庄北街 3 号)

网 址: www.economyph.com

责任编辑: 苏耀彬 (电话: 68354197)

责任印制: 张江虹 封面设计: 白长江

经 销: 各地新华书店

承 印: 三河市欣欣印刷有限公司

开 本: A5 印张: 8.875 字数: 220 千字

版 次: 2003 年 5 月第 1 版 印次: 2003 年 5 月第 1 次印刷

印 数: 0001~5000 册

书 号: ISBN 7-5017-5886-7/F·4737

定 价: 22.00 元

版权所有 盗版必究 举报电话: 68359418 68319282

服务热线: 68344225 68353507 68341876

68341879 68353624

《买壳借壳上市案例》编委会

主 编：童 增

副 主 编：吕维胜 梁俊云 张红兵

编写人员：詹 伟 建 生 南 州 路长青

王 俊 刘士城 江 辉 杨 波

王永山 洪朝晖 刘 洪



前 言

随着证券市场的发展，上市公司中陆续分化出一批业绩不佳、难以为继的企业，这些企业因仍保有上市资格，被称为“壳公司”。“壳公司”因其拥有上市资格而成为其他欲进入证券市场企业利用的对象，日渐成为证券市场上的稀缺资源。通过买壳、借壳，越来越多的民营企业、国家级大型企业、集体企业已经或希望转型成为上市公司，登上证券市场的舞台。竞争激烈、百舸争流。这种产权与资产的可转换性引发了社会各界对上市公司买壳借壳的极大关注与激情。

研究国内外成功企业通过买壳、借壳上市的发展历程，我们可以看到它们具有很多共同的特点，首先、就是在一个专业领域中持续经营，大多数企业都是通过买壳、借壳上市手段进行资产剥离实现产业的集中度。许多企业通过这样的发展战略，使公司稳步地得到发展。其次、从事上市公司收购的企业家们不仅具有丰富的企业管理经验，同时具有超强资本运作能力，他们认识到在企业的市场竞争中，企业上市的影响远远超过其它形式的市场竞争，上市不仅可以解决发展所面临的长期资金，同时可以提升企业综合实力。第三、企业从此在资本市场有了一个施展拳脚的舞台，通过这张“壳”企业可以做一系列的文章，开展资产重组，对外扩张，进行各种形式的筹资。

企业通过买壳、借壳上市建立起科学的企业治理结构，实现投资决策的理性化。上市公司具有一套科学的企业决策机制，他的经营管理、重大投资、财务状况都是透明的，都受社会公众、管理层的监督管理。非上市公司通过买壳、借壳上市可以规范地



建立具有真正的股东会、董事会、经理会和监事会四个层次的企业治理结构，改变企业主支配投资决策程序的局面，使企业的投资行为理性化。企业在实施买壳、借壳上市的行为时，要以整合“壳”公司的资产、组织机构、经营业务、人力资源、企业文化、发展战略等目标的可能性来约束自身的投资行为。因此，企业“买壳上市”要实现治理结构的规范化。上述“三标准、一化”的措施并非涵盖了企业在买壳、借壳上市过程中出现的所有问题，企业在具体的操作过程中有的根据具体情况来解决出现的问题。总之，企业在证券市场上买壳、借壳上市是我国各种所有制经济在公平竞争中实现资源优化组合的有效方式，近年来中国证监会出台了一系列鼓励上市公司“壳”资源的有效转让，实施资产重组；鼓励非上市公司通过买壳、借壳上市促使我国的国民经济和企业自身的良性发展。

本书全程介绍了沪深两市最新上市公司买壳借壳以及资产重组经典案例的实务操作进程，详细再现并购前后公司股权结构的变更及后续重组举动。分析总结了2000年以来企业买壳借壳的新特点、新趋势，全景展示并购过程中的市场走势，为资本市场内外公司重组活动提供了有预测意思的参照，并揭示了并购阶段二级市场的非凡表现和独特规律。

本书是研究资本市场案例这一专题的书籍，在编写过程中得到了投资银行、律师、会计师以及部分上市公司的支持，也参考了资本市场方面的一些文献，在此一并表示感谢。由于资料有限，时间仓促，在内容、编辑方面难免出现不尽人意之处，欢迎读者指正。但是“资本市场案例”这项研究还需长期进行下去，相应的实际工作还将深入地开展下去。



目 录

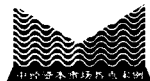
前言

第一章 买壳上市

一、火箭股份	打造“火箭”模式	(2)
二、莱茵置业	走马灯的定格	(19)
三、粤华电	清华系收编后的扭亏追求	(28)
四、幸福实业	名流深陷泥潭	(38)
五、声乐股份	一波三折	(52)
六、厦门国泰	重组的迷雾	(65)
七、四砂股份	大股东的玩偶	(77)
八、燃汽股份	股权的暗渡陈仓	(89)
九、烟台发展	大股东“任屈”一年	(100)
十、北大科技	金融投机家	(117)
十一、北大高科	安达出租开进北大	(132)
十二、大港油田	偏爱三无为哪般	(147)

第二章 借壳上市

十三、海泰发展	海泰发展欲火重生	(164)
十四、南开戈德	借壳腾飞	(179)
十五、浪潮信息	成长源于专心	(194)
十六、远洋渔业	脱胎新太科技	(210)



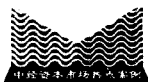
第三章 德隆系

十七、新疆屯河篇	“灰姑娘”掀起红色风暴	(226)
十八、合金投资篇	寻找与世界对接的捷径	(240)
十九、湘火炬篇	火炬被这样点燃	(250)
二十、ST 中燕篇	“京燕”能否续写不败神话	(262)



第一章 买壳上市

买壳上市是指非上市公司按照法律规定和股票上市交易规则，通过协议方式或二级市场收购方式收购上市公司，并取得控股权来实现间接上市的目的。买壳上市的特点在于控股方通常都是向“壳”公司的控股股东支付一笔资金，取得控股权。收购方通过买壳上市通常由两步完成。第一步非上市公司通过收购上市公司股份的方式，绝对或相对地控制某家上市的股份公司；第二步资产转让，上市公司反向收购非上市公司的资产，从而将非上市公司的有关业务和资产注入到上市公司中去，实现间接上市的目的。目前许多企业都是通过收购国家股、法人股或社会公众股来达到买壳上市的。通过本章读者可以看到火箭股份、烟台发展等公司通过买壳上市实施增发或配股使企业的综合实力得以大大提高，也有通过买壳使收购方掉进“壳”公司设计的陷阱，一时难以摆脱的精彩片段，从这里产生很多离奇曲折的动人故事。



一、火箭股份 打造“火箭”模式

在中国证券市场迄今为止发生的 200 多桩重大资产重组中，火箭股份可谓成功的范例之一。火箭股份（600879）即原来的武汉电缆，中国运载火箭技术研究院是一家带有军工背景的研究院，借助买壳上市，实现了向现代企业制度的转型。自从 1999 年底中国运载火箭技术研究院通过股权转让成为其第一大股东后，公司经营状况明显好转。通过 1999 年和 2000 年的两次置换，上市公司规范的治理结构与雄厚的高科技实力相结合，取得了令人称道的市场表现，火箭股份经营业绩连续三年大幅增长。作为航天产业在资本市场上的一面旗帜，火箭股份为军工类的科研院所，利用资本市场打通市场化运作的通道，做出了成功的探索，为众多市场人士喻为“火箭模式”。

1. 公司基本情况

（1）公司概况

“火箭股份”是中国运载火箭技术研究院“买壳”上市的长征火箭技术股份有限公司的简称，也是其股票的名称，股票代码为 600879。长征火箭技术股份有限公司（以下简称公司）原名“武汉电缆”。1995 年 5 月 25 日在上交所上市，主营电线、电缆的生产和销售。自 1999 年 9 月中国运载火箭技术研究院受让湖北万绿原实业股份有限公司所持有的“武汉电缆”26.6% 的股权，2585.64 万股国有法人股，成为武汉电缆集团股份有限公司第一大股东，随后，中国运载火箭技术研究院对公司进行了两次大规模的资产置换。通过资产重组、改变公司主业，更换公司名称，使原来处于困境的“武汉电缆”脱胎换骨成为高新技术企业。现在的“火箭股份”已成为一家以航天相关技术开发应用为主业，



具有高新技术、高效益、高成长性的上市公司。

公司主营民用航天与运载火箭技术及配套装备、计算机技术及软硬件、电子测量与自动控制、新材料、通信产品、记录设备、仪器仪表、卫星导航与卫星应用技术及产品、卫星电视接收和有线电视产品及上述产品的技术开发、生产销售、技术转让、咨询和服务。公司的航天高科技产品主要包括：高性能传感器、测控系统、数据通信、自动跟踪系统和数据处理系统、卫星电视广播系统、数字化有线电视网络技术、卫星通信地球站、GPS/GLONASS 导航仪等，产品主要用于各类型号卫星、火箭运载工具、相应的地面控制设备及工业设备。

(2) 股权结构

公司目前总股本 23433 万股，其中国有法人股 2610 万股、募集法人股 7109 万股、社会公众股 13174 万股。第一大股东到第五大股东持股比例依次为 24.019%、8.128%、4.326%、3.962%、3.01%、1.62%，股权分布相对均匀，结构较为合理。

2. 案例背景分析

(1) 卖壳方——武汉电缆集团股份有限公司

1986 年 11 月由武汉电线厂、武汉电线四厂、武汉长江电缆电气成套工程公司三家共同发起以社会募集方式组建武汉电缆集团股份有限公司（以下简称武汉电缆）。1995 年 11 月 25 日武汉电缆集团股份有限公司 A 股在上交所上市，股票名称为武汉电缆，股票代码为 600879。以历史遗留问题上市的武汉电缆，虽然上市后业务与利润保持稳步增长，但公司股权却出现多次变化。在上市后的第三年，也就是 1997 年，武汉电缆发生了第一次股权转让，武汉电缆大股东武汉国有资产经营公司将所持有的 2229 万股国家股（占总股本 29%）有偿转让给海南华银国际信托投资公司，后者成为公司的第一大股东，并开始了对武汉电缆的资产



重组。1998年5月，武汉电缆将电磁生产设备及部分流动资产折合人民币7714.16万元与湖北万绿原实业股份有限公司所属黄石电缆集团经营性净资产7714.16。这次重组的目的是为了调整产业结构，盘活资产存量，增强企业的竞争力。但事实上，这一目的并没有完全达到，导致武汉电缆的产品品种变少，企业的竞争力却并未有多大的增强。海南华银国际信托投资公司对于控股一家工业类的上市公司感到力不从心，因此在入主武汉电缆后不到一年，就将其持有的武汉电缆股权悉数转让给了湖北万绿原实业股份有限公司。

(2) 买壳方——中国运载火箭技术研究院

中国运载火箭技术研究院（以下简称火箭院）创建于1957年11月16日，是中国现在最大的运载火箭设计、研制和生产实体，下属13个研究设计所，6个试制生产工厂，资产总额80多亿元。研究院现有职工25000人，其中高、中级工程技术人员近万人。40多年来，获得过3000多项部级以上科研成果奖；3项国家科技进步特等奖。有15名中国科学院、中国工程院及国际宇航学院的院士，在研究院工作过。世界著名科学家钱学森博士任第一任院长。火箭院现在研制生产了能发射高、中、低轨道卫星的长征系列运载火箭，并成功发射了53颗各类卫星，至今已进行了二十三次成功的商业发射，其中包括25颗外国卫星。

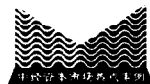
在改革开放后，或者说在社会主义市场经济体制逐步确立的过程中，火箭院这样的单位，比一般国有企业受计划经济的影响要深，它走向市场的难度比一般企业要大。一般的国有企业还是服务于国民经济，为消费者或者其它企业提供生产、生活资料。相对说，这些企业与市场的接轨比较顺畅，而火箭院的产品大多是特殊产品，如果说它是商品的话，也是一种特殊商品，是政府采购的特殊商品。火箭院面对的市场还不是真正意义上的市场。因此，火箭院还不能说是一个真正意义上市场化的企业。随着中



国经济体制改革的深入和社会主义市场经济的发展，特别是中国加入了 WTO 以及世界经济的日益全球化，火箭院在经营管理、科研生产体制、组织运行机制等方面，不仅落后于中国经济的发展，而且与现代企业相距甚远，火箭院的生存和发展面临着严峻的挑战。

火箭院从 1995 年开始，就考虑涉足资本市场，提出并积极运筹买壳上市。火箭院介入资本市场的大思路中，买壳是实现火箭院发展战略的一个重要步骤。1998 年就开始酝酿、筹划火箭院的改革与发展战略，江泽民总书记关于国防科技工业建立“寓军于民”体制的指示，为火箭院的发展指明了方向。火箭院提出“军民结合、寓军于民”，面向军民两个市场，确定了“导弹武器、运载火箭、民品三产、资本运作”四轮驱动协调发展的思路。在确保军品的同时，大力发展民用产品，事业的发展需要大量的资金投入，这样盘活资产进入资本市场就成了火箭院发展的战略抉择。但是，火箭院作为一个国家重点国防科研事业单位，直接上市进入资本市场在审批制下困难重重：要有上市指标，要进行股份制改造，要有连续三年盈利记录，程序复杂，周期长。因此，火箭院在慎重调研、权衡利弊的基础上，经请示上级同意选择了“买壳”上市的路子。

注入上市公司的资产主要包括北京遥测技术研究所（以下简称遥测所）、北京建华电子仪器厂（以下简称建华厂）部分经营性资产。在 1999 年初，火箭院就大胆改革，在调研论证的基础上，并请示航天科技集团公司（火箭院的上级主管单位）同意后，毅然做出了将遥测所与建华厂联合改组的决定，以遥测所为主，将建华厂（遥测所的对口生产厂）整建制划入遥测所管理。联合后成为集航天遥测产品研究、设计、试验、生产、经营与一体的军民结合的新型科技产业实体。这样遥测所成为从事测量设备研制生产的单位，其研制的传感器，记录器和信号采集、发



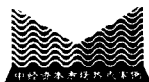
送、接收、解调、处理、记录等设备及其专业技术，具有军、民两用特点，正在研制开发的卫星电视接收机、导航定位仪、工业控制系统、安全报警系统等已开始在国内市场销售，容易成长为适销对路的商品。同时，遥测所在火箭院所属各单位中是属于科研生产配套、经营管理较好、领导干部改革意识较强、各项经济指标均名列前茅的单位，比较符合进入资本市场的条件。

3. 买壳过程及方案

在我国的资本市场上，资产重组可以说是证券市场上永恒的话题。企业的“买壳”上市虽然法律手续相对简单，但对被购买公司的选择却十分重要。在我国资本市场上不仅出现过“买壳”控不了股而被人宰割的，也有被锁在“壳”里套牢的。“壳”的买卖不同于一般商品交易，好“壳”谁卖？出让的“壳”都是“垃圾股”，因此，“买壳”同样有风险，但有风险也有机遇；高风险也会带来高回报，关键是企业家的决断和运筹策略能否“化险为夷”。把“买壳”作为进入资本市场的载体，关键是规避“买壳”过程中的风险和顺利实现资产重组。

火箭院在进入资本市场的决断中，从“资源”的选择到资产重组、改变主业以及公司的发展做出了筹划，对国家相关的政策、法律、规章进行了分析研究，对“买壳”的可行性及风险进行了评估。通过中间机构的推荐和反复分析、比较，火箭院选定了符合“买壳”条件的“武汉电缆集团股份有限公司”作为目标公司。在“买壳”和资产重组过程中，火箭院成立了专门的班子，聘请了法律、财务顾问和相关的中介结构，确定了实施方案和操作步骤。

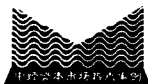
根据中国证监会《特别指引》中的有关规定，收购上市公司的法人股，必须有购买单位上级主管机关的批准意见书和上市公司所在地证管办的批复及上海证交所上市部的批准，并在两家证



券报上公告。火箭院与武汉电缆在完成了申请、审批程序后，于1999年9月，在上海证券中央登记结算公司办理了股权变更及过户手续，1999年9月15日公司发出公告：湖北万绿原实业股份有限公司将其持有的武汉电缆法人股2585.64万股（占本公司总股本的26.615%），转让给中国运载火箭技术研究院，转让价为2.553元/股，总计6600万元，转让后，中国运载火箭技术研究院持有本公司股份2585.64万股，成为本公司第一大股东。至此，火箭院完成了“买壳”上市的第一阶段工作。

在“买壳”控股“武汉电缆”成功后，仅过两个月即进行了第一次资产置换。1999年11月27日召开股东会，审议通过了与中国运载火箭技术研究院进行资产置换的事项：武汉电缆将所属子公司黄石电缆集团有限公司83%权益评估价值为7761.37万元，及控股公司武汉神力齿轮制造有限责任公司80%权益评估价值为2664.05万元，合计10425.42万元与武汉电缆的第一大股东中国运载火箭技术研究院所属北京遥测技术研究所及其配套厂北京建华电子仪器厂拟准备置换的部分净资产评估价值为10369.62万元，进行资产置换，差额部分由现金补齐；资产置换后，公司年末将按规定带进置换方部分收益，预计年末利润有一定增加，对今后公司在高新技术领域的经营成果将带来稳定提高。在2000年1月又将武汉电缆集团股份有限公司更名为长征火箭技术股份有限公司，使“武汉电缆”由传统产业转变为具有航天火箭形象的“火箭股份”，基本上规避了“买壳”上市的风险，火箭院比较顺利地进入了资本市场。

在“买壳”入市和第一聪资产置换及更换公司名称后，为打好企业发展的基础，彻底改变“武汉电缆”的主业，按照火箭院“买壳”上市进入资本市场的战略部署，于2000年12月又进行了第二次资产置换。2000年11月21日召开五届十四次董事会，审议通过了公司与第一大股东中国运载火箭技术研究院进行资产

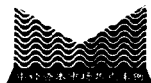


置换：公司拟用所属电缆类经营性资产经以 2000 年 9 月 30 日为基准日进行评估，评估后的净资产总值为 15653.66 万元，与中国运载火箭技术研究院所属北京遥测技术研究所和北京建华电子仪器厂部分经营性资产，经以 2000 年 9 月 30 日为基准日进行评估，评估后的净资产总值为 15863.69 万元进行等值置换，差额部分 210.03 万元由公司用现金补足。置换双方已于 2000 年 11 月 17 日签定《关于资产置换意向书》。火箭院持有公司 26.615% 的股权，为公司第一大股东，上述资产置换属关联交易。公司本次置换总资产与前次置换总资产累计为 52607 万元，超出了公司最近一期经审计的总资产（62060 万元）的 70%，本次置换构成本公司重大资产重组。申银万国证券股份有限公司为本次资产重组出具了独立财务顾问报告，国浩律师集团（上海）事务所出具了法律意见书。经过资产置换后的火箭股份主营业务由原来的电线电缆转向航天高科技产业。

两次置换火箭院先后注入公司具有高成长性的优良资产总额达 5.26 亿元（净资产 2.6 亿），并随资产置换进入公司 300 多名高级和 400 多名中级技术人员以及大批具有高水平的技术工人。航天的形象、优良资产、高素质的员工、高技术含量的产品为“火箭股份”的发展打下了坚实的基础。

4. 上市后公司股票的表现

1999 年火箭股份的业务与利润出现同步增长，股票出现了大幅上扬。1999 年年报显示公司主营业务收入增长了 49.8%，主营业务利润增长了 37.6%，净利润增长 52.5%（调整后），每股收益 0.33 元。仔细分析利润结构，就可以明显发现公司原本的电缆业务虽然在主业收入方面占有 67.5% 的比例，但其利润贡献却只占营业利润总额的 31.7%，公司新引进的航天科技生产显示了相当强的盈利能力，其主业收入占总收入的 32.5%，但营业利



润却占到 68.3%，也就是说公司航天科技生产的利润率高达 30%，远远高于传统电缆业务的 6.7%。可以说，航天高科技产业的利润贡献已经成为火箭股份的重要利润来源。

火箭股份股票价格从 2000 年初的 20 元启动，股价一度冲上 50 元大关（10 送 3 转增 2 还权后），涨幅达 1.5 倍。虽然在 8 月中旬以后，在机构不断减仓（以基金普惠持股为例，它持有的火箭股份从 9 月底的 832 万股减少至年底的 523 万股）和高价高科技股以及基金重仓股大幅下挫两大利空影响下，火箭股份阴跌不止，但年内仍有 85% 的涨幅，表现依然不俗。2000 年公司主营收入 4.2 亿元，比上年增长 57.66%；净利润 6422.7 万元，同比增长 98.45%。在股本扩大 50% 的情况下，每股收益 0.44 元。年报显示，公司 2000 年主营业务和利润快速增长，主要得益于置入的航天产业高科技优质资产的贡献。置入的这部分资产，占公司整个经营性资产中的比例不到一半，但其所创造的利润占年度利润总额的 82.98%。正是因为这部分具有高收益的优质资产的注入，使公司整个资产的运营效益大幅提高，公司 2000 年净资产收益率（加权）达到 21.07%，是上年度 12.62%（加权）的 1.67 倍。值得注意的是，公司在收益提高的同时，经营活动产生的净现金流量净额只有 977 万元，比净利润少 5000 多万元，全部现金及其等价物净减少 1 亿元，从年报可知，这主要是投资活动产生的现金流量净额为 -1.07 亿元。其原因是在配股项目资金未到位的情况下，公司预付部分资金提前投向鑫诺卫星项目造成的。这是公司为了抢占卫星通讯及卫星运用服务的战略性资源，加快发展，着眼未来之举。至于经营性现金流量增长赶不上净利润增长，主要是存货增加 6000 万元所致。年报显示存货周转率较上年变动不大，存货增长率为 36.68%，远低于销售增长率 57.66% 的速率，说明经营性净现金流量较少，是由于公司处于高速成长期内，合同订货增加、生产任务加重的客观表现，属