

中国股市直击

重组魔方

■ 黄湘源 著
— 珠海出版社

中国股市直击

重组魔方

黄湘源 著
珠海出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国股市直击 / 黄湘源著. — 珠海: 珠海出版社,
2000.12

ISBN 7 - 80607 - 754 - 5

I. 中... II. 黄... III. 股票 - 资本市场 - 研究 -
中国 IV. F832.51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2000) 第 84013 号

股市直击·重组魔方

策 划: 赵洪林

责任编辑: 赵洪林 孙建开

装帧设计: 冯建华

出版发行: 珠海出版社

地 址: 珠海市兴业路 52 号 32 栋一单元二层

E - mail: ZHCBS1@MAIL.ZHUHAI.GD.CN

电 话: 2515348 邮政编码: 519001

印 刷: 中国人民解放军第四二三二工厂

开 本: 850 × 1168mm 1/32

印 张: 32 字数: 64 千字

版 次: 2001 年 1 月第 1 版

2001 年 1 月第 1 次印刷

印 数: 1 - 5000

ISBN 7 - 80607 - 754 - 5 / F·22

定 价: 64.00 元 (全二册, 每册 32.00 元)

版权所有 翻印必究

(若印装质量发现问题, 退厂包换)

话 说 重 组

传统经济学从数量关系出发，认为资产的重置投资不会产生量的增长，只有增加净投资才会增加资产的价值总量。然而，今天的资产重组似乎在向经济学的基本理论提出挑战。在中国股市，到处是关于资产重组的上市公司资产增值、价值增长的乐观预测与惊人业绩，使人不由得不得不怀疑到底是经济学的结论有误还是资产重组实在有点不可思议？

上市公司的资产重组无疑是必要的。多年来，传统体制造成的重复建设、资源分散、经济无规模和经济效益低下，在上市公司的表现也是相当严重的。许多困难企业不仅存在资产质量差，亟待重置更新的问题，而且也有相当数量的存量资产沉淀闲置，不能发挥作用或被低效利用。与此同时，一批优势企业得不到必须的资金、场地、设备和其他生产要素而难以迅速扩大经济规模。在这种情况下，对现有低水平建设、低效率运转、低效益经营的企业实行兼并联合，对资不抵债、生产经营难以为继的企业实施破产，使闲置资源与利用不好的资源转移到技术先进、产品对路、管理有方、效益较好的优势企业，就能在不建或少建新的项目的基础上，用最少的投入、最低的成本、最短的时间，促进优势企业的快速发展，推动绩差企业的面貌改观，实现整体经济效益的全面提高。

从1998年以来，我国上市公司每年有数以百计进行资产重

重组魔方

组，无论是通过收购、兼并、置换，还是参股、控股，确实有相当一些企业盘活了资产存量，优化了资源配置，调整了产业结构、产品结构、企业结构，从而实现了经济增长方式的转变。在这个意义上，资产重组是事业不断扩张业绩持续增长的推进器，是高新技术成果产业化的孵化器，是产业转移更新换代的转换器，更是革故鼎新扭亏为盈的催化剂。但是，不用讳言，重组中的“放空率”、“返修率”、“失败率”也是相当之高。之所以出现这样的情况，一方面是由于重组本身不是一桩容易成功的事，另一方面也是同重组之中存在的某种倾向性问题有着密不可分的关系。在相当普遍的范围内，资产重组似乎已不是正常的投资行为，而是带有政治性的行政行为，或者说某些政府部门及企业领导层的功利性行为。同时，资产重组的作用也就自然而然地超越了经济规律，似乎成了游戏式的资本魔方。

这种资本魔方不受经济规律的限制是不消多说的了。不管那家上市公司的产业结构有多糟，甚至于根本就缺乏明确的具有一定盈利能力的主业，也不管其债务负担有多么沉重，甚至已经资不抵债，涉讼案件缠身，根本难以解脱，更不管企业的治理结构存在多么严重的缺陷，甚至将相不和，勾心斗角，一盘散沙，根本缺乏重组的基础，然而，只要一重组，顿时就可以稻草变金条，草鸡变凤凰。这种资本魔方似乎也无须受游戏规则的制约，什么有形资产、无形资产的价值都可以通过中介评估按需要升值，而所谓不良资产、劣质资产也都可以通过资产置换不翼而飞，在这里，不仅关于投资的两种经济范畴都不能适用，就是物质不灭定理也没有了市场。尤其神奇的是重组公司的业绩之变化自如，端视乎操纵者之需要，要涨就涨，要跌就跌，想多高有多高，想多低可多低，好像重组成了乾坤大挪移，可以将业绩随便搬来搬去。

正因为现实生活中有那么许多资产重组既没有经济规律可

言，也没有游戏规则可依，那么，二级市场对重组概念的炒作也就没有什么规矩可说的了。尤其是对 ST、PT 股票的炒作，以其退无可退为由，根本不问是否真有重组题材，也不管是否有重组成功的可能，一律炒起来再说。ST、PT 的泡沫淹没了理性的重组，使资产重组变得格外令人不可思议。这对于迫切需要通过资产重组来提高上市公司质量、改善市场结构、更好地为推进国民经济发展服务的中国资本市场来说，究竟是祸是福？岂不是很值得深思的吗？



引言：话说重组/1

一、资产重组中的一些倾向性问题

值得警惕的灰色现象/1

资产重组中的投机性问题/4

资产重组中的八大陷阱/8

出水才看两腿泥/13

资产重组和时效法则/18

“硬重组”不硬，“软重组”不软/23

乐见东园桃 毋忘西园柳/28

重组也有退出机制/32

激活股市支持国企/35

藏龙卧虎的绩差股板块/39

外来和尚与药引子/43

经理人的“生命周期” 46

“金手铐”的悲哀/52

企业官员 老板 打工皇帝/56

没有硝烟的战争/62

联合政府的烦恼/72

二、资产重组实证分析

“国退民进”呼唤战略投资者/82

欲取先予的辩证法/90

资产重组中的龟兔赛跑/96

四两拨千斤/103

泰达的今天会是湘中意的明天吗/108

有效的才是最好的/115

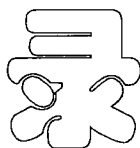
宏源信托：券商概念第一股/121



- 红旗到底能打多久/125
- 从“黄金村”走入“中关村”/131
- 一门三兄弟一箭三金雕/135
- 引人注目的“巴士模式”/142
- 连续大规模扩张意味着什么/144
- 虚则实之实则虚之/146
- 重组不约而同 效果大相径庭/152
- 臭豆腐为何炸不香/155
- 图穷匕现 名诚实枉/159
- 一俊岂能遮百丑/164
- 心比天高 命比纸薄/169
- 重组中的“特洛伊木马”/173
- 开掘既深 涌泉相报/182
- 究竟破产不破产/197
- 破帽遮颜过闹市/196
- 乱花渐欲迷人眼/201
- 不堪入目的“探戈”/208

三、资产重组动态报告

- 秋阳高照金风送爽/213
- 加快重组——上市公司的新动向/217
- 前度刘郎不重来/224
- 上市公司将来谁主沉浮/232
- 从“买椟还珠”到“壳”资源开发/237
- 欲吃馅饼 须防陷阱/243
- 迷幻而有力的资本魔方/246
- 二次创业 锻造蓝筹/254
- 谁持彩练当空舞/260



高山仰止深水潜龙/273
科技加资本 再创第二春/279
汽车业重组雷声大雨点小/284
加快发展现代物流产业/290
吸引合并——西部公司的扩张之路/297
西部有个金娃娃/306
各取所需 各得其所/310

四、重组中的各行各业

1、行业概论/318
好行业出好企业 好企业带出好行业/318
十大产业 商机无限/322
走向新世纪的脚步声/328
从小米加步枪到纳米加火箭/334
2、网络产业/339
网络，一个神奇的幽灵/339
3、生物制药/348
逆水行舟 不进则退/348
4、路桥建设/354
路桥经济与相关产业/354
上市公司拥抱公路建设的春天/357
5、环保产业/364
建设跨世纪的环保产业/364
6、建材行业/367
困境中的一片亮色/367
7、电力行业/373
资产重组期待大手笔/373



- 8、石化行业/378
- 深刻变革的关键阶段/378
- 9、汽车行业/384
- 新世纪的婚约/384
- 大路朝天 各走一边/393
- 行将火爆的汽车周边服务业/405
- 农用车还能“风景独好”吗? /410
- 10、工程机械/413
- 工程机械行业的发展机遇/413
- 11、纺织行业/419
- 纺织行业：置之死地而后生/419
- 12、家电行业/425
- 彩电是个异数/425
- 13、钢铁行业/431
- 效益要提高 总量须控制/431
- 14、房地产/436
- 告别“官本位”走向市场化/436
- 15、商业 441
- 微利时代 商业五大热点效应/411
- 16、金融业/448
- 金融业踏上重组路/448
- 直面危机突破围城/451

一、资产重组中的一些倾向性问题

值得警惕的灰色现象

世界上的事情如果都黑白分明，人们对是非善恶也就容易分辨了。只是往往黑白分明的少，非黑非白的多。在由黑到白，由白到黑的中间，都是似黑非黑，似白非白的颜色，有的黑色偏多一些，有的白色偏多一些。不管黑的成份多，还是白的成分多，看起来都是灰的。灰色是一种中间色，也是一种中间状态，它可以是由黑变白的反映，也可以是由白变黑的表现。所以灰色状态叫人黑白莫辨，是非难分，爱恨不得，取舍无奈。

上市公司的经营，可以说有很多时候是处于中间状态，具有灰色状态的特征。在由差变好，将好未好的时候，仅从表面观察，对于是好是差固然难以判断；同样，由好变差也有一个表现过程，其似好似差的表面状态，也是不易捉摸的。由于上市公司的公开信息，一般情况下仅有每半年一次的中报或年报，对特殊信息的公告虽有规定，具体掌握起来会有很大的灵活性，使得投资者在大多数时间里对上市公司灰色状态的判别有一定的难度。加上有些人为了操纵之下，上市公司由差变好或由好变差的情况还常常被混淆，笼罩在朦朦胧胧的氛围里，更叫人一头雾水。

证券市场的许多事实说明，上市公司的灰色状态潜藏着一定的投资风险，必须十分留意。尤其是要警惕可能导致投资失误的

重组魔方

某些现象。这些现象总是与上市公司似好似差的灰色状态相伴相随，我们不妨称为之灰色现象。

灰色现象之一，突击重组。一些上市公司进行重组是为了保“壳”或达到配股资格线，于是“火线重组”，便被用来解燃眉之急。至于以后能否巩固重组成果，上市公司不是没有想到，便是无暇顾及。有些上市公司的重组是为了获取有关优惠政策，还有的重组“炒一把”就走，重组不久就再次重组的现象，并不少见。公司法人股东的变更如同社会公众股东一样频繁，使股权重组变得也和炒股一样。

灰色现象之二，虚假报表。除了像红光那样为了骗取上市资格、或像琼民源式的为了造市而编造虚假利润之外，更多的是通过巧妙地运用会计政策增加重组公司的报表收益，有的甚至根本没有任何实质内容，其收益完全通过“报表重组”而来，这样做的目的大都和突击重组有关。也有的为了保面子或保乌纱帽。

灰色现象之三，非经常性收入。除了正常的退税、财政补贴、利息收入、投资收益之外，一些上市公司谋取非经常性收益是靠出售资产，转让股权，关联交易，其中有不少水份。由于这些收入是暂时性的，难以反映公司的实际经营业绩，也不能保证公司利润有稳定的增长。

灰色现象之四，关联交易。有关联交易背景的资产置换，在注入优质资产的同时带进了利润，在剥离劣质资产的同时带走了亏损。还有通过托管资产，帮助关联方增加利润；以资抵债，帮助关联方减少亏损。至于在产品、物资、设备等方面的关联交易更多，动辄便可以影响公司的财务状况，其中有不少人为造作的因素。

灰色现象之五，信息操纵。有的上市公司不断向与其联系的庄家通风报信，有的配合庄家运作，控制信息发布时机，有的隐瞒重大信息不予披露，有的甚至捏造虚假信息。市场上“传闻”



天天有，“消息”满天飞，其中不乏一些上市公司的“杰作”。

灰色现象具有很大的欺骗性，是因为它是与上市公司的灰色状态紧密联系在一起。对于处在转变关头的上市公司，人们对其转变的期望之殷切，是可以理解的。所谓转变，除了变好与变差两种结果之外，有时也会出现转变的假性现象，这并不奇怪。问题在于，灰色现象中包含着某些亵渎上市公司和正规渠道之信誉，玩弄政策，欺蒙善良大众的不正常因素。当正确与错误，合法与非法，合情与悖理两相混淆，互为交织时，善良的人们出于对上市公司和正规渠道的信任，不仅容易轻信和丧失应有的警惕，事实上也不容易加以分辨。

灰色现象往往被别有用心的人所利用，因而具有很大的风险性。在证券市场上，上市公司的经营业绩是理性投资的基本依据，即便如此，经营业绩的不稳定性和政治经济形势的波动性，还常常使具体的投资行为具有一定的风险性。而市场上的投机者为了使股票炒作具有更大的空间，惯以处于灰色状态的上市公司为对象，蓄意使其蒙上更为朦胧的色彩，以便混水摸鱼，这就更加剧了市场风险。直言之，上述种种灰色现象，其中即使没有市场投机者之操纵，也往往为其所利用。事实上，凡有灰色现象之公司，其股票在二级市场的走势纵横捭阖，起落异常，庄家、投机者大饱渔利，散户投资者则深受其“套”，苦不堪言，这难道还不值得人们高度警惕吗？

资产重组中的投机性问题

资产重组正在成为提高上市公司质量和经济效益的重要途径。但是，不能讳言，资产重组在相当程度上存在着投机性问题，如不加以注意，很可能影响资产重组的真正成效。

—

资产重组中的投机性，主要表现在以下方面：

效益不够，重组接凑。一些上市公司为了达到配股资格，必须保持净资产收益率达到 10% 以上，通常称为“保十”。现在则必须达到 6% 以上，称之为“保六”。当实际经营业绩尚有一定差距时，往往采取资产置换，出售资产、转让股权、债权重组、托管经营等措施，以达到“保十”或“保六”的目标。除此之外，面临停牌摘牌威胁的 ST 公司以及涉及到业绩考核关口的其他相关公司，也常常以此来救燃眉之急。此类重组，只求能够带一部分利润或带走一部分亏损，以弥补实际效益之不足。虽然就社会资源而言，总量并无改变，被置换或转让出去的不良资产依然故我，上市公司本身也不可能发生质的变化，而重组者对此根本不闻不问，也不作任何交代。有的甚至完全是账务重组，根本没有增加任何实质性的利润。

关联交易，袖里乾坤。上市公司的第一大股东，尤其是具有集团母公司身份的第一大股东，同上市公司进行各种具有关联性质的购并交易，名为资产置换，实为袖里乾坤，其中有许多问题



不是外人所清楚明了的。他们或高估产权，使转让不良资产的上市公司收益惊人；或低估产权，让受让优质资产的上市公司又吃肉又喝汤；或大包大揽，帮助上市公司转移债务，藏匿亏损因素；或舍己救人，一味向上市公司输血。此类关联交易在表面上一般都是上市公司得益，其实，借壳上市的集团母公司和第一大股东往往利用政策空子，将上市公司接收过来的不良资产以种种方式转嫁给国家，造成国有资产的流失。至于他们通过上市公司的渠道“圈钱”的好处，就不必多提了。

股权交易，配合炒股。有一家上市公司，由于几年来大股东不断更换，资产重组似乎成了它的主业。每一个新入主的大股东虽然没有带进来什么实质性的优质资产，而在离去时却个个志酬意得，原因无他，因为每一次资产重组，都成了二级市场的炒作题材，通过炒高股价，大股东无不赚了个盆满钵满。一些上市公司虽然本身没有在二级市场炒股，但他们与庄家配合默契，有的重组题材完全是为配合庄家炒作而泡制的，甚至本来就是庄家所一手导演，此类重组有时似真似假，有时也动真格，庄家赚二级市场的钱，上市公司收重组之利，一举两得。

短期行为，“捞一把”就走。有的资产重组，是纯粹的买卖行为，重组的主动方看重的是资本运作中的短线价差。此类重组，一般与企业的产业结构、产品结构、技术结构、营销结构以及管理结构的调整没有多大关系，更谈不上全盘统筹，长远打算。其重组的有效周期也不甚明确，有的获利之后，立即转手；有的转进转出，两头得益；有的贱买贵卖，捞一把就走；有的盲目追求低成本扩张，图的也只是眼前利益。

二

资产重组中投机性的产生和存在，首先，与我国资本市场的

重组魔方

发育不成熟有关。在我国证券市场上，国民资产证券化率不高，证券市场上的各种载体很容易成为稀缺资源，以至于上市公司的“壳”颇为抢手。上市公司为“保壳”，集团母公司或地方政府为“救壳”，其他企业为“借壳”，资产重组就这样围绕“壳”资源开发而展开，此类行为本身不可避免地打着特定历史条件的烙印，具有短期行为的色彩。

其次，由于我国上市公司独特的公司治理结构，使得上市公司与所属集团公司和非集团公司大量存在着关联交易。双方很容易通过所谓的资产置换，配股参股，股权转让，托管经营等方式，实现利润的空间转移。而在上市公司及其集团母公司中，具有国有经济背景的占 80% 以上。在国有股份缺乏真正具体的利益代表人以及国有企业亏损问题还没有很好解决的情况下，这些上市公司及其集团母公司可以很轻易地利用关联交易向国家转嫁亏损，而毋须承担太大的责任。

其三，不够健全的法制，使投机行为有空子可钻。国家近年来订立了不少法规条例。但对于国有资产的管理和产权交易等方面尚留有一些空白，对相关的交易活动难以实现充分有效的约束。比如对并购前利润的处理，资产置换损益的确认，评估结果的处理和账务调整等，缺乏明确的法律规范，交易定价尤其是关联交易的定价有原则无尺度，实际上仍然具有很大的随意性。

由于这些原因，不仅资本市场对于企业和个人投资者本能的逐利性失去了正确的引导，更在很大程度上助长了投机气氛。

三

在投资行为和投机行为之间并没有可以截然区分的鸿沟。投资与投机一字之差，其实是在投资理念上一念之差的反映。

阿基米德说：给我一个支点，就能把地球撬起。资产重组就



是利用杠杆原理，以最简捷的资本集中方式在短时间内实现明显的资本扩张和利润回报的有效手段。在相同的机遇面前，资产重组的方式投资者可以利用，投机者也可以利用，只是由于各自动机的不同，其重组行为的出发点不同，落脚点自然也会有很大不同。投资是长期行为，欲取先予，注重培育重组主体的盈利能力和成长性；投机是短期行为，为了掠夺利润甚至不惜杀鸡取蛋。

需要指出的是，作为投资行为，上市公司的资产重组和二级市场的股票炒作是有区别的。股票是资本的虚拟形式，股票市场不可能完全排斥投机性。而上市公司的资产重组并不是虚拟形式，它最终必须体现到产品经营上，并通过转变企业经营机制，来保证资本运营的效果落到实处。如果用炒作股票的方式来搞资产重组，不仅在理论上是荒谬的，在实践上也会使资产重组沦为少数投机者渔利的工具，其结果是十分有害的。

在资产重组问题上，不在于有没有投机行为，而在于有没有正确的投资理念加以引导，在于建立和完善规章并严加监管。《证券法》的出台以及新的会计制度和新的年报内容与格式要求，在相当程度上限制了上市公司资产重组中的投机性行为，从而引导上市公司转到追求务实经营下的利润。这有利于资产重组走向更加规范、更加理性。