

# 2011年上市公司热点问题解析

张继德

中国证券市场从1990年起步时的深市“老五家”、沪市“老八家”，发展到2011年涉及制造业、信息技术业、金融业、房地产业等13大类、涵盖国民经济中各主要行业的2 245家上市公司，发展速度不断加快。目前在市值、交易量、筹资金额、上市公司家数等指标上，中国证券市场已成为世界第二大交易市场。随着证券市场的不断规范和发展，上市公司的经营管理水平也在不断地提高。但是，由于中国证券市场存在的直接融资比例过小、市场结构不平衡、相关法律滞后、创新不足等问题使中国部分上市公司存在内幕交易、决策程序失灵、忽视主营业务、美化会计报表、信息披露不及时、虚假陈述等问题，严重影响了投资者的信心，影响了资本市场的健康发展。本文选择2011年发生问题的有代表性的五家上市公司，逐一阐述事件经过，通过锥扎棒打解析事件所反映的热点问题。

## 案例一：云内动力（000903）

**事件回放：**2011年1月7日云内动力在停牌一个月后复牌。其发布公告称，实际控制人昆明市国资委已将其持有的云内动力大股东云南内燃机厂所有股权，

无偿划转给中国长安汽车集团股份有限公司。中国长安将在5年内投资60亿元，使云内动力的柴油机产能由现在的60万台/年提升至120万台/年，预计实现年销售收入120亿元以上。云内动力2009年的柴油机销售收入不过22亿元，中国长安的大手笔投资将使得云内动力的营业收入暴增5倍。

**热点问题解析：国有产权转让会给云内动力（000903）带来生机还是给投资者画了一张饼？**

笔者分析了云内动力的相关财务数据，发现云内动力存在以下几个主要问题。第一，2010年主营业务收入下降。当年云内动力营收总额约为23.28亿元，比上年减少6.52%，表明主营业务不突出，竞争力开始弱化。第二，现金流存在问题。2010年云内动力经营活动产生的现金流入从上年同期的56 545.92万元增加到75 263.18万元，增加了33.10%，但是经营活动产生的现金流出从58 716.39万元增加到84 334.88万元，增加了43.63%；经营活动产生的现金流量净额从-2 170.48万元变为-9 071.70万元。第三，销售存在问题。主要表现在主营业务收入降低的同时应收账款的回收

和管理存在问题。应收账款期末账面余额较年初增加45.14%，预付账款期末账面余额较年初增加107.46%。第四，预警企业破产风险指标的Z值2011年3月31日为1.3211，表明云内动力存在破产风险。

在以上问题存在的同时，中国长安将投入60亿元，投资者应该关注三个问题：一是，其中10亿元的投资用于研发，建立亚洲最大的国家级企业技术中心，而云内动力面临的主要问题是营业收入下降，这10亿元的投资是否有的放矢？二是，另外50亿元分两期投放以提高云内动力的柴油机产能，那么这50亿元资产是现金还是其他，是优良资产还是非优良资产，如果是优良资产会不会涉及利益输送问题等等。三是，并购后的整合是很复杂的，渠道、品牌、人力资源、企业文化等方面都面临着挑战。

所以国有产权转让会给云内动力带来生机还是给投资者画了一张饼，我们只能拭目以待。

## 案例二：\*ST合臣（600490）

**事件回放：**2011年3月1日，\*ST合臣复牌后公布的定向增发预案称，拟再融资1.6亿元用于收购上海天域化学实施年产

企业长期发展并不能产生大的作用。地方政府应从改进拟上市企业“融资难”、创新能力薄弱等制度性问题着手，联合金融机构改进拟上市企业融资环境，支持拟上市企业进行科技创新，保护其知

识产权，合理使用财税政策，恰当给予其税收优惠和财政补贴，形成拟上市企业长期稳定的成长和盈利能力。■

[本文是国家社会科学基金资助项目（11BGL022）、安徽省哲学社会科学规划项

目（AHSK09-10D49）和安徽省科技厅软科学项目（10030503027）的阶段性成果]

（作者单位：安徽工业大学管理学院）

责任编辑 周愈博

表1 \*ST合臣两次增发预案区别一览表

区别点	第一次增发预案	第二次增发预案
募资规模	1.60亿元(其中:收购天域化学实施年产500吨TGB生产建设项目7000万元;设立中科贸易项目5000万元;补充公司流动资金4000万元。)	14.40亿元(其中:增资鹏欣矿投141000万元;补充流动资金3000万元。)
融资投向	市场冷门的化工项目	市场非常热门的铜矿项目。
发行对象	未确定	明确了定向增发对象

表2

发行对象(认购人)	认购数量(万股)	总资产(万元)	负债(万元)
鹏欣集团	3500.00	1302720.23	1073596.92
德道汇	3500.00	151.45	48.71
青炜纺织	1150.00	130.90	90.25
赛飞汽车	600.00	508.03	2.75
杉杉控股	375.00	16922.00	93.96
安企软件	250.00	41.68	44.00
宣通实业	125.00	5170.16	5060.74
张春雷	250.00		
张华伟	250.00		
合计	10000.00		

500吨TGB生产建设项目等。公布之后,股价表现平淡,3月21日停牌。4月25日,公司公布新的定向增发方案,定向增发对象为9家:大股东鹏欣集团、青炜纺织、德道汇、赛飞汽车、杉杉控股、安企软件、宣通实业、张春雷、张华伟。拟将融资金额大幅增加8倍,达到14.4亿元,其中14.10亿元对上海鹏欣矿业投资有限公司增资,从而间接增资鹏欣矿投下属刚果(金)希图矿业有限公司拥有的电解铜项目,以及偿还鹏欣矿投的银行贷款和补充流动资金。复牌后股价连续6个交易日涨停。

热点问题解析:增发方案相关问题

1. 增发方案是调整还是变更

\*ST合臣第一次公告的定向增发预案和第二次公告的定向增发预案有着本质的区别。具体差异见表1。

从募资规模、融资投向、发行对象以及发布时间等几个方面可以看出,\*ST合臣第二次公告的定向增发预案与第一次公告的预案存在非常大的区别,应该属于变更。

2. 新的方案能否获证监会批准

既然新方案属于变更,能否获批取决于增发预案是否涉及重大资产重组,如果属于重大资产重组那么增发方案三个月内是不允许变更的。根据证监会2008年5月18日要求实施的《上市公司重大资产重组管理办法》第十一条的规定:“上市公司及其控股或者控制的公司购买、出售资产,达到下列标准之一的,构成重大资产重组:(一)购买、出售的资产总额占上市公司最近一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末资产总额的比例达到50%以上;……(三)购买、出售的资产净额占上市公司最近一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末净资产额的比例达到50%以上,且超过5000万元人民币。”\*ST合臣4月25日发布的方案融资14.4亿元,资金额度是\*ST合臣2010年12月31日总资产4.3377亿元的3.5倍,净资产2.0939亿元的3.5倍,属于重大资产重组。而且,\*ST合臣第一次公告增发方案是在2011年3月1日,第二

次是在2011年4月25日,时间相差55天,不足3个月,是不符合规定的,所以,新的方案不会获批。

3. 新的方案即使获批,融资能否成行

即使新的方案获批,融资也很难成行。笔者专门统计了新方案非公开发行对象及其2010年资产、负债情况,以及具体认购数量见表2。

从表2可以看出,投资者中,安企软件、德道汇、青炜纺织、赛飞汽车的总资产为100到500多万元,安企软件在资不抵债的情况下还要购买250万股,相当于3600万元,从财务的角度来看,非公开发行对象并不具备相应的投资实力和风险承担能力,即使新的方案获批,融资也很难成行。

案例三:银河科技(000806)

事件回放:2011年6月10日,银河科技发布公告称,6月10日收到了证监会的《行政处罚决定书》,因5年前的数项违规行为,被证监会给予警告处分,并处以50万元罚款。该处罚决定书主要内容是针对公司2004年、2005年信息披露违法行为对部分时任职务的有关人员及公司给予相应处罚。2004~2005年两年中,银河科技累计虚增收入金额超过了两亿元。

热点问题解析:对上市公司处罚的决策程序问题

证监会处罚银河科技的最大原因是公司虚增收入。虚增收入的主要危害包括:首先,会计信息的利用者无法真实了解到企业生产经营状况,以至于做出迟缓甚至是错误的投资决策,企业职工的利益也无法得到保证,进而有可能引发一系列的社会问题。其次,企业财务人员以及给上市公司出具财务审计报告的会计师事务所一旦被查出有操纵利润的行为,有可能引发整个社会对会计行业的信任危机。

虚增收入,就要处罚,但本次处罚来得太慢,这表明决策程序存在问题。

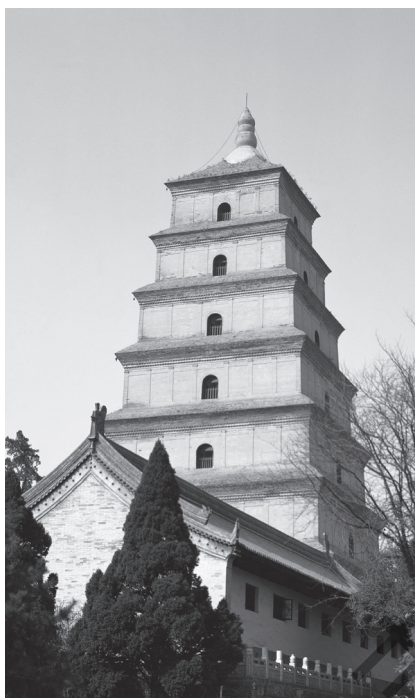
一方面央企是按“三重一大”原则履行决策程序,另一方面在惩治腐败、调查、取证、处理等过程也要履行决策程序,要报批,只有在上级允许的情况下才能采取下一步行动,否则只有等待或变通,所以浪费很多时间。有时明摆着有问题但就是不处理,因为没有指示、没有态度。本案例事实清楚的违规行为在五年之后才被处罚,这本身就是多方博弈的结果。当然这也和信息披露不充分、信息传递不畅有关,案情进行到哪一步了有关人员不清楚,如果透明、公开,会有利于问题的解决。

这份行政处罚书对公司和相关违规个人都进行了多少不等的罚款,不过,和他们可能获得的利益相比,这种处罚力度显然不够,存在违规成本太低的问题,不利于保护投资者。

#### 案例四：一汽轿车（000800）

**事件回放：**数据显示，2011年前三季度，23家上市车企的总营业收入为5 693.43亿元，同比增长12.0%；净利润总和为235.33亿元，同比下滑5.0%；平均净利率为4.1%，同比下降0.8个百分点。23家上市车企中，净利率高于平均水平的整车企业仅有7家。作为一汽集团子公司的一汽轿车（000800）2011年三季报显示，1~9月公司营业收入约为257亿元，同比下降4.08%；实现营业利润8.12亿元，同比减少62.30%；归属于上市公司股东的净利润7.54亿元，同比下降57.79%；基本每股收益与稀释每股收益均下降57.79%；经营活动产生的现金流量净额约为-21亿元。造成一汽轿车（000800）利润降低的主要原因在于：宏观上货币政策收紧、通货膨胀加剧和汽车鼓励政策退出等一系列因素导致国内乘用车市场增速大幅下滑。微观上成本增加、折旧增加、三季度期末预付在建工程项目款及采购进口零件预付款增加。

**热点问题解析：**我国汽车企业的发展走向



2008年全球金融危机爆发以来,我国经济也不能独善其身。普遍的观点是我国经济进入了调整期。笔者认为,无论是从整体还是个体上看,我国汽车行业在今后相当长时间内也可能进入调整期,会呈现低速增长态势。主要原因包括信贷政策、成本增加、汽车限号、技术压力。前期所有优惠补贴政策全部退出,而新补贴政策刚开始推进,车市基本没有刺激消费的有利因素。另外,2011年的经济环境不佳,也不能有效推动车市增长。

#### 案例五：重庆啤酒（600132）

**事件回放：**重庆啤酒在2011年11月24日发布消息称,其控股的重庆佳辰生物工程公司研发的治疗用乙肝疫苗项目于11月27日召开揭盲工作会议。揭盲工作会议就是揭晓究竟哪组病人使用了该款疫苗,哪组又使用了别的药物,由此可以揭示该疫苗的真实效用,是疫苗临床研究的重要节点。重庆啤酒当时还宣布从11月28日至12月2日停牌,到12月5日公告相关揭盲信息后再复牌。这则消息导致当天重庆啤酒大涨。2011年12月8日重庆啤酒披露乙肝疫苗“揭盲结果”:安慰剂

组应答率28.2%;治疗用(合成肽)乙型肝炎疫苗600μg组应答率30.0%;治疗用(合成肽)乙型肝炎疫苗900μg组应答率29.1%。有专家表示,从上述数据看来,乙肝疫苗和安慰剂组的数据相差不多,这表示该疫苗并没有明显的治疗优势。12月8日,重庆啤酒复牌,并以“跌停”结束当天的交易。之后是连续8个跌停板,加上后继的跌停,已达10个之多。

**热点问题解析：**重庆啤酒是黑天鹅事件吗?

由于重庆啤酒涉足风险极高的乙肝疫苗研发,涉足新药“概念”使其股票价格被高估,从1998年10月27日的13元/股涨到2011年11月25日的81.06元/股,动态市盈率高达165倍,远高于燕京啤酒(000729)、青岛啤酒(600600)等啤酒类上市公司的市盈率水平。但2011年12月8日重庆啤酒乙肝疫苗揭盲结果发布以后,不断跌停。此时有人说出现了黑天鹅事件,那么重庆啤酒价格暴跌是黑天鹅事件吗?

笔者认为重庆啤酒的崩盘看似具有一定的偶然性,其实包含着某种必然性。如果不是这则乙肝疫苗II期临床揭盲公告,重庆啤酒可能还不会这么快就崩盘,但由于股价严重脱离公司基本面,股价回归是必然的。“黑天鹅事件”有意外性、罕见性和冲击性等特征。重庆啤酒开辟新业务、从事技术研发无错,关键在于战略欠缺,事先没有很好地进行SWOT分析。开发治疗性乙肝疫苗是世界性的难题,即使是国家相关部门来组织乙肝疫苗的攻关,能否在短时间内研发成功都是未知数,何况由一个啤酒厂出资,由几位学者来做!所以笔者认为重庆啤酒的崩盘是必然的,这不是“黑天鹅事件”。■

[本文是北京市教育委员会高层次人才资助计划(PHR20100512)、国家社科基金青年项目(11CGL025)的阶段性研究成果]

(作者单位:北京工商大学商学院)

责任编辑 刘莹