

德隆产业整合案例辨析

[王国刚]

在一些研究者看来，新疆德隆集团的资本运作是类家族企业“敛财”的典型案列。他们从三个角度对德隆集团的“敛财”操作模式进行了分析：其一，通过收购国家股和法人股实现对“合金股份”、“湘火炬(相关,行情)A”和“新疆屯河(相关,行情)”等上市公司的控制，然后使这些上市公司的股价大幅上扬，其中，“合金股份”累计涨幅1500%， “湘火炬A”累计涨幅1100%， “新疆屯河”累计涨幅1100%。其二，假定“主力”控盘50%，可以估算出德隆集团从“合金股份”、“湘火炬”和“新疆屯河”三个上市公司的股价上涨中可能获利数十亿元，由此推算出德隆集团的敛财数量。其三，通过将股权、债务、人事的关联编织了一幅“德隆系”的庞大网络和“金融帝国”，揭示出德隆系的复杂背景和无所不能的巨大能量。

在这个案例中，重要的是要分辨清楚这样两个关系，即：股价上涨与经营业绩的关系；投资和资产重组对于企业发展的关系。

德隆系股票的上涨有经营业绩的增长作为基础

在中国股市中，股价上涨大致可由三个原因引发：一是上市公司资产质量改善、经营业绩提高；二是宏观经济走好、政府政策支持；三是庄家炒作甚至操纵。没有疑问，前两种因素引致的股价上涨属正常范畴，而后一种因素引致的股价上涨则是不正常的违法行为，应予以严厉惩处。那么“合金股份”等几只股票的价格上涨，是由什么原因引致的呢？

1997年~2000年的4年间，德隆集团投资的“合金股份”等三家上市公司的经营业绩明显增长，其中，“合金股份”和“湘火炬A”的主营业务收入和净利润分别增长了15.78倍、20.25倍和6.05倍、51.1倍；新疆屯河的业务整合虽起步较晚，但也有不俗的表现，主营业务收入和净利润分别增长了2.39倍和2.41倍。这些数字说明，“合金股份”等上市公司的股价上涨是由其经营业绩的成长支持的，并非简单股市炒作的结果。然而，一些研究者在讨论这些上市公司经营活动的任何研究中，均对这些事实避而不谈，的确令人遗憾。

投资和资产重组在产业整合中的作用不可忽视

有些研究者认为，频繁投资、股份转让及高送股是德隆集团用以推动“合金股份”等股价上涨的主要机制。从以上引述的数据可以看到，这种说法有重大的欠缺。

众所周知，一些企业致力于买卖企业已日益平常，这是企业资产结构调整的一部分，但是企业的资产结构调整需要有足够的金融支持。从资金来源看，直接可选择的措施有两个：从银行借款和通过配股或增发新股获得募股资金。要从银行借款，在中国现有国情下，企业或应有资产抵押，或应能得到担保，由此，担保现象的发生在所难免；而且由于申请贷款不是一次性行为，而是经常连续性操作的，因此担保大都是多次发生的。通过发行新股（配股或增发新股）的确可以使上市公司获得大量资本性资金，但在“圈钱”盛行的条件下，频繁发行新股，不仅受到众多投资者指责，不利于提高上市公司的形象，而且受审批程序的制约，资金如期到位。

从资金使用看，既然以调整公司的资产结构和经营战略为主要目标，那么将不符合专业化经营的资产（包括股份）以分立、转让、置换等方式进行处理自然也就无可厚非，同时，将资金分别投入于与专业化经营相对应的资产及上下游企业，或投资于具有发展潜力的企业中（包括金融机构）以分散风险，也是必然的结果。如果不展开一系列的项目投资、股权收购、资产重组等活动，我们能够通过这些机制来促使这些上市公司（从而其他公司）实现经营战略、产业定位等的调整和经营业绩的飞跃呢？

德隆产业整合实例

“合金股份”曾是一家生产单一镍合金产品的上市公司。该产品的全国年需求量仅1亿多元，这在客观上限制了其传统主业的进一步发展。1997年6月，在合金股份法人股出让招标中，德隆集团购入该公司股份1500万股（占其总股本的29.02%），入主该上市公司的运作，经过两年多的一系列购并活动，到2000年，合金股份已将中国电动工具行业的龙头企业集中到了自己旗下。这一举措，大大提高了公司的经营业绩和市场竞争能力，致使在国际市场上位居“霸主”的美国毛瑞（Murray）公司也不得不放下架子，与其结成战略伙伴关系。

“湘火炬A”原是一个普通的火花塞生产厂家，上市后几年中，经营业绩每况愈下，已经很难维持下去。1997年11月，德隆受让2500万股国有股（占总股本25.71%）而成为“湘火炬A”的第一大股东，由此，迈开了公司业务重整的步伐。随后两年多时间内，该公司通过收购美国MAT（包括其在美国的2家公司和在中国的9家合资公司）的75%股权、收购中外合资企业——上海和达的75%股权等，不仅使公司业务拓展到汽车刹车系统、点火系统、内饰系统、车灯车镜等“大汽配”的各方面，80%的产品打入国际市场，取得了美国汽车零部件进口市场的15%份额，而且使公司各主要业绩指标分别增长了几倍到20多倍。

“新疆屯河”曾是以生产水泥为主业的上市公司。1998年，德隆控股“新疆屯河”以后，从两方面展开了产业调整活动：其一，提升老产业的市场竞争力，通过扩大投资，提高公司的水泥生产能力和产品质量，通过收购周边中小水泥厂，通过与新疆水泥厂（即“天山股份(相关,行情)”）联合等途径整合新疆的水泥产业，使新疆的水泥生产在集约化程度提高的条件下年产量大幅增加，而且使“天山股份”成为全国第三、西北第一的大型水泥生产企业。其二，开发“红色”新产业。所谓“红色产业”，指以番茄等新疆特色果蔬为原料的深加工产业。“新疆屯河”结合新疆的地缘优势开发这一产业，有效地实现了“资源优势转化为经济优势”的战略构想。

上述3家上市公司的产业调整 and 经营方式转换，在法律上符合国家的法规和政策，在经济上则顺应了中国经济发展的总趋势。在相当多上市公司步入亏损、ST、PT行列，以上3家上市公司在积极调整中逆流而上，应当说是难能可贵的。特别要指出的是，1997年（尤其是1999年的“5·19”）以后，中国股指一路上扬，上证指数(相关,行情)不仅突破了历史高位1531点而且直奔2300多点。在这个过程中，德隆及相关上市公司不通过炒作二级市场获得股价收益，反而大量投资于实业运作和产业调整并取得优良成效，这种运作的效果是在夯实基础，因而值得大力提倡。

试问，如果不通过一系列的项目投资、股权收购、资产重组等活动，这三家公司如何实现经营战略、产业定位等成功调整？如何才能实现经营业绩的飞跃？这一系列的调整行为，究竟是一种“剥削”中小股东的“敛财”行为，还是一种“造福”于中小股东乃至国民经济的“创财”（创造财富）的行为，则也就是一目了然的了。

德隆产业整合案例辨析

[李扬、王国刚] 来源：[中国经营报]

德隆产业整合案例辨析 民营企业系列调查之四

在一些研究者看来，新疆德隆集团的资本运作是类家族企业“敛财”的典型案列。他们从三个角度对德隆集团的“敛财”操作模式进行了分析：其一，通过收购国家股和法人股实现对“合金股份”、“湘火炬A”和“新疆屯河”等上市公司的控制，然后使这些上市公司的股价大幅上扬，其中，“合金股份”累计涨幅1500%，“湘火炬A”累计涨幅1

100%， “新疆屯河” 累计涨幅1100%。其二，假定“主力”控盘50%，可以估算出德隆集团从“合金股份”、“湘火炬”和“新疆屯河”三个上市公司的股价上涨中可能获利数十亿元，在这个案例中，重要的是要分辨清楚这样两个关系，即：股价上涨与经营业绩的关系；投资和资产重组对于企业发展的关系。（注：作者原文中“股价上涨与主力获利的关系”一节，篇幅所限从略）。德隆系股票的上涨有经营业绩的增长作为基础

在中国股市中，股价上涨大致可由三个原因引发：一是上市公司资产质量改善、经营业绩提高；二是宏观经济走好、政府政策支持；三是庄家炒作甚至操纵。没有疑问，前两种因素引致的股价上涨属正常范畴，而后一种因素引致的股价上涨则是不正常的违法行为，应予严厉惩处。那么“合金股份”等几只股票的价格上涨，是由什么原因引致的呢？

1997年~2000年的4年间，德隆集团投资的“合金股份”等三家上市公司的经营业绩明显增长，其中，“合金股份”和“湘火炬A”的主营业务收入和净利润分别增长了15.78倍、20.25倍和6.05倍、51.1倍；新疆屯河的业务整合虽起步较晚，但也有不俗的表现，主营业务收入和净利润分别增长了2.39倍和2.41倍。这些数字说明，“合金股份”等上市公司的股价上涨是由其经营业绩的成长支持的，并非简单股市炒作的结果。然而，一些研究者在讨论这些上市公司经营活动的任何研究中，均对这些事实避而不谈，的确令人遗憾。

投资和资产重组在产业整合中的作用不可忽视

众所周知，一些企业致力于买卖企业已日益平常，这是企业资产结构调整的一部分，但是企业的资产结构调整需要有足够的金融支持。从资金来源看，直接可选择的措施有两个：从银行借款和通过配股或增发新股获得募股资金。要从银行借款，在中国现有国情下，企业或应有资产抵押，或应能得到担保，由此，担保现象的发生在所难免；而且由于申请贷款不是一次性行为，而是经常连续性操作的，因此担保大都是多次发生的。通过发行新股（配股或增发新股）的确可以使上市公司获得大量资本性资金，但在“圈钱”盛行的条件下，频繁发行新股，不仅受到众多投资者指责，不利于提高上市公司的形象，而且受审批程序的制约，资金如期到位。

从资金使用看，既然以调整公司的资产结构和经营战略为主要目标，那么将不符合专业化经营的资产（包括股份）以分立、转让、置换等方式进行处理自然也就无可厚非，同时，将资金分别投入于与专业化经营相对应的资产及上下游企业，或投资于具有发展潜力的企业中（包括金融机构）以分散风险，也是必然的结果。如果不展开一系列的项目投资、股权收购、资产重组等活动，我们能够通过这些机制来促使这些上市公司（从而其他公司）实现经营战略、产业定位等的调整和经营业绩的飞跃呢？

德隆产业整合实例

“合金股份”曾是一家生产单一镍合金产品的上市公司。该产品的全国年需求量仅1亿多元，这在客观上限制了其传统主业的进一步发展。1997年6月，在合金股份法人股出让招标中，“湘火炬A”原是一个普通的火花塞生产厂家，上市后几年中，经营业绩每况愈下，已经很难维持下去。1997年11月，德隆受让2500万股国有股（占总股本25.71%）而成为“湘火炬A”的第一大股东，由此，迈开了公司业务重整的步伐。随后两年多时间内，该公司通过收购美国MAT（包括其在美国的2家公司和在中国的9家合资公司）的75%股权、收购中外合资企业——上海和达的75%股权等，不仅使公司业务拓展到汽车刹车系统、点火系统、内饰系统、车灯车镜等“大汽配”的各方面，80%的产品打入国际市场，取得了美国汽车零部件进口市场的15%份额，而且使公司各主要业绩指标分别增长了几倍到20多倍。

“新疆屯河”曾是以生产水泥为主业的上市公司。1998年，德隆控股“新疆屯河”以后，从两方面展开了产业调整活动：其一，提升老产业的市场竞争力，通过扩大投资，提高公司的水泥生产能力和产品质量，通过收购周边中小水泥厂，通过与新疆水泥厂（即“天山股份”）联合等途径整合新疆的水泥产业，使新疆的水泥生产在集约化程度提高的条件下年产量大幅增加，而且使“天山股份”成为全国第三、西北第一的大型水泥生产企业。其二，开发“红色”新产业。所谓“红色产业”，指以番茄等新疆特色果蔬为原料的深加工产业。“新疆屯河”结合新疆的地缘优势开发这一产业，有效地迪至怒白试从攀谱

上述3家上市公司的产业调整和经营方式转换，在法律上符合国家的法规和政策，在经济上则顺应了中国经济发展的总趋势。在相当多上市公司步入亏损、ST、PT行列，以上3家上市公司在积极调整中逆流而上，应当说是难能可贵的。特别要指出的是，1997年（尤其是1999年的“5·19”）以后，中国股指一路上扬，上证指数不仅突破了历史高位1531点而且直奔2300多点。在这个过程中，德隆及相关上市公司不通过炒作二级市场获得股价收益，反而大量投资于实业运作和产业调整并取得优良成效，这种运作的效果是在夯实基础，因而值得大力提倡。

试问，如果不通过一系列的项目投资、股权收购、资产重组等活动，这三家公司如何实现经营战略、产业定位等成功调整？如何才能实现经营业绩的飞跃？这一系列的调整行为，究竟是一种“剥削”中小股东的“敛财”行为，还是一种“造福”于中小股东乃至国民经济的“创财”（创造财富）的行为，则也就是一目了然的了。

董辅弼亲密接触德隆 嘴唇留下四点“味道”

<http://business.sohu.com/>

[董辅弼]

1999年夏，在新疆第一次接触德隆就引起我巨大的兴趣和注意，以后陆续与德隆有联系，对它的了解也逐渐加深，并引起了我的许多思考，我在不同场合也谈过这些思考。人们感到德隆很神秘，并不是因为它故弄玄虚，使人莫测高深，而是它闷声不响，埋头苦干，不肆张扬，也不爱沽名钓誉，以致使人们感到，在不知不觉中似乎从地底下突然钻出了一个如此庞大的巨人，连那些信息灵通者在排名XX几百强时，德隆竟然榜上无名。有些人指谪它是“黑庄”，大多也是由于不知。我自己也是在1999年在新疆突然遇到了这么一个庞然大物，惊异无比。在经过几年接触后的今天，我仍然不能说看到了它的全貌。

如果不计德隆的前身——1986年唐万里等创办朋友彩色冲扩社以及以后他干过的各种行当（服装批发、挂面厂、化肥厂等）的话，从20世纪90年代初注册新疆德隆公司正式算起，德隆的年龄只不过十多岁。在如此短的时间里，它成长为控股几家上市公司、拥有众多企业、涉足许多产业，并且在不少产品的生产和销售上居中国乃至世界前列。这样一个庞大的集团，它给人以那些启示呢？初步考虑，我想至少可以概括为以下几点：

德隆的眼界和心态

德隆的几位创始人——唐万里、唐万新等人在获得了必要的资本积累以后，他们办德隆的目标已经不在于获取个人的更多财富，而在于乞求和开拓一项没有无止境的事业，从事业的成功中获得满足和成就感，因为财富的多少对他们及其家庭的生活已经没有实际意义。正因为这样，他们在办企业中不会像许多从商者那样或者“小富即安”，赚了一点钱就满

足了，没有更多的追求了，或者在赚了一点钱以后沉湎于纸醉金迷的生活；也不会像许多从商者那样追求一夜暴富，甚至为了致富而不择手段；也不会像有些从商者那样，为了迅速致富而像猴子掰苞米那样，不断地从一个行业跳到另一个行业，最后一事无成。德隆集团的几位创始人在创业的早期，或许也是为了赚钱而不断地在各种行业间跳来跳去，但他们在创办德隆公司后，逐渐形成了长远的、广阔的战略眼光。他们作为战略投资家，不注重短期的利益，而是追求事业的长远发展，也不把自己的眼光局限于新疆甚至中国，而是着眼于全球。我们从德隆发展中的许多事例可以看到，德隆在进入或创办一个企业和进入一个产业时，都是从最基础的工作做起的。了解企业或产业的过去、现状和未来，调查国内外的市场，考察相关的企业或产业以及竞争对手，等等。德隆每年用于某一行业的专题调研费用就高达上千万元，为了进入种子业，德隆花了4年的时间和近3千万元的费用，对全国2700家种子公司作了调查。没有战略眼光、追求短期致富或“小富即安”者，是不可能做到这一点的。在浮躁心态弥漫的当今，德隆的这种办企业的精神是最值得提倡的。商场中的许多失败者的失败大多往往在于缺乏这种战略投资者的眼界和心态。

资本运作的高手

在虚拟经济兴起以后，为获取短期的暴利，许多人热衷于投机，专注于资本市场的运作。在市场经济中，合法的投机不仅不应该受谴责，而且应该被看作是必不可少的，它有益于提高市场的流动性，而没有流动性的市场就无法发挥其优化资源配置的功能。正当的资本运作是企业发展的一个重要途径，因为一个企业的发展壮大固然离不开自身的资本积累同时还要靠资本的集中——企业间的收购和兼并。但是，虚拟经济的发展不能脱离实体经济的发展。而在浮躁心态弥漫的当今，在追求暴富的经商行为短期化盛行的当今，扎扎实实从事实业者少了，甚至一些原来从事实业者也沉不住气了，出现了投机过盛的问题。德隆的创始人在确立了追求长期投资并以发展事业为宗旨后，他们把德隆的根基扎在实体经济上，更加注重并继续创办了各种实业。同时，他们也懂得在现代市场经济中企业要取得大的发展离不开资本市场，离不开资本运作。我们从德隆收购兼并沈阳合金、湘火炬(相关,行情)、新疆屯河(相关,行情)集团等等令人眼花缭乱的行动中看到，德隆是资本运作的高手，在资本运作中真可谓游刃有余。德隆不同于那些专注于发展实业者，只会兢兢业业地办实业，不懂得利用资本市场来发展自己(这是温州许多企业长不大的一个重要原因)，也不同于那些专注于在股市中跳腾的投机者，只会靠股票的买进卖出赚钱，一旦股市重挫，只能徒唤奈何。德隆善于把发展实业与从事资本运作密切地结合起来，并以发展实业为基础，为目标。正因为这样，德隆不受股潮起落的影响，迅速地发展起来，而德隆控股的那几只股票更是牛气十足，股价一股劲地上涨。如果有更多的企业能像德隆那样，我国经济发展的基础就会夯得越来越实，资本市场也会更加稳定。

成功的产业整合

中国的市场经济还在建立中，市场的不规范、无序竞争和过度竞争既是市场建立过程中难以避免的现象，又是阻碍市场经济发挥其优化资源配置功能的障碍。各行各业都存在着这种情况。治理之道在于整顿、强化法治和培育各方市场参与者的道德。产业的整合就是一种必不可少的整顿。德隆办实业有一个非常突出的特点，就是在高起点上进入一个产业，利用自己的资本优势、人才优势和技术优势，通过资本运作，对这个产业全面地或局部地进行整合，也就是将这个企业中若干数量的企业重新组合，对这个产业的资源重新配置。产业整合的结果不仅大大提高了资源的利用效率，而且消除了这些企业间的无序竞争、恶性竞争，以及市场中的各种不规范状态，增强了产业的整体实力和市场竞争力。德隆进入新疆屯河(相关,行情)公司后，将屯河公司的51%的水泥实物资产出让给它的市场竞争对手——天山水泥公司，

经过这一整合，不仅消除了二者之间的惨烈竞争，而且占有了新疆 60% 以上的水泥生产能力，同时又把新疆屯河(相关,行情)的主业转向“红色产业”——番茄、胡萝卜、红花、枸杞等特色产品的生产和加工，形成了亚洲第一、世界第二的番茄酱生产能力，进而屯河又收购了一家外国的番茄酱销售公司，接着又收购了国内果汁饮料市场的大亨——汇源集团 51% 的股权，其番茄酱的市场份额占全国的 85%，全球的 6%，出口量占全国第一。不仅如此，德隆集团以汇源集团为立足点，正在着手整合竞争异常激烈的国内饮料产业。德隆在进入种子业以后，已着手通过收购兼并整合我国的这个很不发达、很不景气的种子产业。其他产业如电动工具产业、汽车零部件产业等德隆已经进入的产业也都在其整合之中。德隆的产业整合不仅限于国内，而且涉足境外，如收购上海星特浩公司后，又与美国毛瑞公司结成战略联盟，以控制国际电动工具市场。这些都是德隆在产业整合上异常成功的案例。德隆在产业整合中成功率达 95%。它的成功在于借助市场(特别是资本市场)的力量，依靠自身的资本优势和技术优势以及德隆的管理文化。这与我国经常采用的利用行政的力量，实行关、停、并、转的产业整合有根本的不同。这种产业的行政整合没有生命力，而且造成一大堆闲置的生产能力和众多的下岗、失业人员。德隆的产业整合也与有些公司实施收购兼并有很大区别，这些公司在收购兼并一个企业后，实施管理层的大换班，而派入的高层管理人员又不熟悉业务造成企业内的长期动荡。德隆在收购兼并一家企业后，注重制定企业的新的发展战略，提高其技术水平，建立先进的管理体制，在人员上或者保持原有的经营班子，或者仅派入确实能干懂行的管理人才和技术人才，同时注重企业文化的整合和建设，等等。德隆在产业整合方面的经验相当丰富，很值得有关方面参考。

冷静客观，做大做强

在我国对于企业能否多元化经营的问题，存在着不同的看法。所谓多元化经营，就是一个企业同时经营彼此没有关联的产业。反对多元化经营者可以举出许多企业由于多元化经营而失败的事例作为证明。可是德隆恰恰是多元化经营的成功者。显然，问题不在于一个企业可不可以多元化经营，而在于有没有能力进行多元化经营，以及如何实施多元化经营。所谓有没有能力是指：(1)企业的领导层有没有能力驾驭和管理多元化产业的能力。多元化经营的失败者大多缺乏这种能力，他们往往盲目地进入不了解、不熟悉的产业，或者无力驾驭和管理多元化的产业而产生失控或混乱。德隆不同，它每进入一个产业先下功夫了解和熟悉这个产业，而且具有很强的驾驭和管理能力；(2)有没有优秀的专业技术人才和管理人才。德隆在进入一个新产业时，如果是从收购兼并一家企业入手，往往是选择这个产业的领头企业和领头人物并与其结成战略同盟，在收购兼并后以产业的领头人来执掌企业的经营权并以领头企业的管理水平为平台。德隆注重吸纳各行各业的优秀人才。它为了进入新疆的罗布泊开采钾盐，把国内顶尖的一批钾盐专家吸纳了过来。优秀的人才德隆实施多元化经营的重要保证。一些公司在多元化经营中遭到失败，往往也在于没有优秀的专业技术人才和管理人才去经营管理新进入的产业；(3)有没有足够的资本和融资能力。有些公司在多元化经营中失败，与资本不足、无力支撑有很大关系。巨人集团为盖 70 多层的大楼，因资金不足，把集团的其他产业乃至整个集团都拖垮了，就是一例。德隆办那样多不同产业的企业，需要巨额的投资，光开发罗布泊的钾盐就需要 6~7 亿元的投资。它哪儿来这样多的资金？除了现有许多企业的大量盈利以外，还在于它善于从资本市场等方面融资。能否从事多元化经营，企业除有没有能力多元化经营外，还要看如何实施多元化经营(其实这也是一种能力)，不少企业从事多元化经营往往是由于头脑发热，赶浪头，看到什么行业、产品的市场很红火，就急忙进入，结果遭到了惨败。前几年许许多多与信息技术无关的企业纷纷办起网络公司，最后大多杀折翅而归。德隆不是那样，它不赶浪头，头脑冷静。它进入的众多产业中大多数产业是被人们视作冷门产业或夕阳产业，而且是不可能短期获得回报的产业，例如农业、矿业、冶金业、纺织业等等。但与众不同，它看到了这些产业的良好发展前景和盈利能力，

同时在经营这些产业时尽可能地拉长其产业链，例如从镍合金生产延伸到电动工具制造，再延伸到经营其出口，又例如从种植番茄延伸到生产番茄酱和其他番茄加工品，再延伸到经营其出口。在多元化经营中，德隆每进入一个产业都力求把它做大做强，做成国内领先甚至国际领先。德隆的多元化经营不仅没有成为公司的拖累，而且使公司越做越大、越做越强。

突破家族企业的限制

家族企业或家族控股企业能不能办大办好？这也是人们争论很多的问题。这个问题的回答只能是：取决于什么样的人来办以及如何办。在国外，在我国，家族企业在民营企业中总是居多数，特别是在企业创办时和发展的一定阶段大多是家族企业，甚至在《财富》杂志评选出的世界 500 强中，家族公司和被家族控制的公司超过 40%。这是因为，家族企业一般不会产生内部人控制问题，容易防止道德风险，监督和管理成本低，决策快。德隆是由七个大学生办起来的，到现在有股东 30 多人，而由唐氏兄弟控股，并是企业的核心人物。德龙是一家家族控股企业。从德隆的成功经验看，家族企业或家族控股企业能否办好办大，取决于：(1)家族成员间能否保持和谐与信任。有些家族企业往往是在企业发展的初期，家族成员能够同甘苦，共患难，而在企业发展起来后，彼此间就发生龃龉不合，争权夺利，最后导致企业瓦解。德隆则不同，至今唐氏兄弟间配合密切，在名和利上彼此谦让，这是家族企业能做大做强的重要条件，但又是不能做到的。(2)家族企业的领导成员是否具备作为企业家或能够成长为企业家的素质。不少家族企业在办得大一点以后，就难以再发展甚至倒闭，往往是企业领导成员的素质低又不善于学习所致。德隆的成功恰恰在于其创业的兄弟具有高等教育的文化水平，而且在创业中不断学习，勇于创新。(3)能否有“海纳百川”的吸引人才、使用人才和与职工共享企业成就的气度。任何家族企业的成员在企业的发展起来以后，单靠自身的才能都不足以应对企业进一步发展所面临的困难和问题，需要延聘各类人才共同把企业办大办强。不少家族企业难以做大做强，往往在于家族的领导成员自恃甚高，不愿吸纳非家族的人才，即使聘请了一些人才，或者不予信任，不放手让其发挥才干，或者在利益上抠得太紧。德隆之所以能够发展得这样大、这样强，正在于其求贤若渴，从各个方面延揽优秀人才，委以重任，放手使用，并建立一套对人才的激励和约束的机制，使这些优秀人才在进入德隆后能够兢兢业业地工作、创新、开拓。(4)能否突破家族企业的限制引入现代企业制度及其管理。家族企业与现代的公司制度相比存在一些缺陷，例如容易形成在家族成员中有权威者的独断专行和家长式领导，企业内缺乏相互制衡的监督机制和科学的决策机制，难以建立企业内的科学分工与协作等。在家族企业成长到一定阶段时，这种缺陷就会暴露出来，从而阻碍企业的发展，或者导致企业的失败甚至倒闭。德隆的家族成员看到了家族企业的缺陷，突破了家族企业的限制，引入了现代企业制度及其一整套管理制度。德隆的顶层是德隆国际战略投资有限公司，在其下有各类子公司、孙公司，其中有些是其控股并上市的股份有限公司，而在各级公司间和各个公司内部按照现代公司制度进行管理，形成一套现代管理体制和办法。虽然唐氏家族仍然有权控制着整个德隆，但德隆已经从纯粹的家族企业脱胎出来，成为由家族控制的现代企业。正是这样，德隆这个庞大的集团才能有条不紊地运作和发展。

德隆给人们的启示还可以举出一些，例如在西部大开发中，如何利用西部的自然资源的优势发展特色产业、促进西部的大发展，民营企业如何使企业的利益与社会利益相协调，彼此促进等等。这里就不多谈了。德隆给人们的启示很多，要对它有更深的了解，还有待于进一步研究。

屯河一统德隆江山？

<http://business.sohu.com/>

[侯海文 / 张婷 / 彭千山]

昨日天山股份(相关,行情)发布公告,公司控股股东天山建材集团与新疆屯河(相关,行情)签订股权转让协议。屯河将成为天山股份的第一大股东。

1983年2月,新疆昌吉州的一家集体小企业诞生,这就是屯河水泥厂。正是这家地方小水泥厂,20年后掀动着中国资本市场上的风云。

2000年3月,通过一系列股权转让,屯河实际已经被德隆收编了。

“金融+番茄”打造新屯河

屯河跃上德隆战车的时候,德隆已是名满天下了。

德隆决定给屯河注入新的概念,把屯河的主业水泥资产卖给天山股份,屯河确立番茄酱及果蔬深加工做为新的主业。

同时,屯河继续加大在金融领域的投资力度,公司先后于1995年参股了新疆金融租赁有限公司,1997年参股了新疆金新信托投资股份有限公司,2000又参股了新世纪金融租赁有限责任公司。

德隆为屯河初步建立了“金融+番茄”的经营模式。2000年11月,新疆屯河在原名字中加入了“投资”二字,公司更名为“新疆屯河投资股份有限公司”。

驰骋“天山”

2000年3月,新疆屯河将年产100万吨水泥生产能力的资产出售给新疆水泥行业老大——天山股份。德隆由此退出水泥“灰色链条”,开始了“红色产业”的发展战略。

正当“红色产业”发展得如火如荼,屯河成为亚洲第一,世界第二大番茄酱生产商的时候屯河回马杀向天山股份,又进入水泥行业。

天山股份配股是为了收购新疆屯河的水泥资产,整合新疆的水泥市场,而屯河从股市上拿到资金是用于发展“红色产业”。

戏剧性的变化是,二年之后,天山股份的大股东又把整合后的天山水泥拱手卖给了屯河。

当两个公司配股圈钱都到手之后,突然再合二为一,紧密地团结在了德隆的旗下。

豪饮“汇源”

回马“天山”后,新疆屯河在2001年5月饮下汇源果汁。新疆屯河以现金方式出资5.1亿元,与北京汇源果汁饮料集团总公司合资组建汇源食品饮料(集团)有限公司,新疆屯河将持有合资新公司51%股权,汇源集团占49%的股权。

新组建的汇源食品饮料(集团)有限公司一诞生就豪气干云,超过8亿元的注册资本凸显合作双方要做大做强的愿望。

屯河在将汇源纳入门下之后,俨然是国内果汁饮料业的巨无霸了。

强捕“中燕”

空却干净,ST中燕的确是个好壳。德隆兵团又一次慧眼识珠。

新疆屯河之前,不少“资本家”欲借中燕之壳上市。但他们均无功而返。

2001年7月,北京国合分两次向新疆屯河集团转让所持ST中燕法人股共计840万股。由此,屯河入京,问鼎中燕。

2001年8月,北京国合将所持ST中燕国有法人股3800万股、社会法人股120万股划拨至新疆屯河集团名下,折合4900万元抵偿北京国合所欠债务。至此,屯河成为ST中燕第一大股东。

入主中燕不久,屯河在中燕的地位仍受到来自中经国际的严峻挑战。但是屯河气势如虹,果断采取强力手段对ST中燕的重组。具有屯河背景的人员接手中燕高管职务。同年11月30日,ST中燕收购屯河集团下属企业屯河聚酯70%的股份。至此,一个全新的ST中燕出现在了
中国股市。

德隆旗舰

与新疆屯河近期四处出击、频频亮相的事实形成鲜明对比的是，合金投资(相关,行情)和湘火炬(相关,行情)的沉默。

屯河近期几乎成了德隆的代名词。

德隆系上市公司向来业绩不菲。

但是，近日合金投资 2001 年年报预警，湘火炬业绩也大幅下跌。

唯有屯河，业绩保持“金身不败”，成为 3 只德隆系股票中业绩最好的一只。

照这个趋势演变下去，合金投资和湘火炬的融资资格很有可能失去，德隆系的融资工具就只剩下新疆屯河了。

经过去年股市下跌的检验，都知道德隆股不会跌，但我们要说就算德隆招架不住了，最后一个下跌的肯定是屯河。

合金'失火'殃及德隆

<http://business.sohu.com/>

[记者孙斌] 来源：[经济观察报]

合金"失火"殃及德隆

2月20日中午，沈阳合金投资(相关,行情)股份有限公司(000633)董秘任穗欣正准备飞往上海，“从过完年到3月初的这段时间，公司的工作重点将以做好年报工作为主”，任穗欣告诉记者。

正如任先生所说的那样，作为德隆旗下目前身价最高、涨幅最大，又是第一家预告业绩的上市公司，任穗欣此次的上海之行将担负着能否稳定投资者信心的重任。因为2月8日，从合金投资传出了业绩预警的消息，公司称其2001年度利润将大幅度下降。而在消息公布的前两天，公司股价就已开始出现下跌，可见市场具有较高的敏感。

从2001年下半年开始，中国股市出现了大幅下跌，沪深两市几乎所有股票都出现了不同程度的下跌，能够在大跌中逆市上涨的股票则是屈指可数，合金投资就是其中之一。一度人们都猜测合金投资能否有利好消息传出或是今年的业绩将有所提升。

联系合金投资与德隆的关系，此次业绩预警，是否将会引发有“中国股市第一庄”之称的新疆德隆的连锁反应？

业绩：从繁荣走向衰退

1997年6月，沈阳，出让合金投资法人股股权的招标会上，新疆德隆以每股3.11元的最高报价，拍得沈阳合金股份有限公司1500万股法人股，占总股本的29.02%。从此，新疆德隆正式成为合金投资的第一大股东。

1998年，就在德隆入主合金投资的第二年，合金投资就把从资本市场募集来的大部分资金投入一系列的并购与整合之中。

当年9月，合金投资共出资9000万元，受让星浩特(集团)发展有限公司持有的上海星浩特企业有限公司的75%股权。上海星浩特是一家香港与内地的合资企业，是中国最大的四家电动工具企业之一，产品全部出口。

1999年3月，上海星浩特与陕西一家军工企业合作，成立了宝鸡星宝机电有限责任公司。6月，又由上海星浩特出资2000万元，以安置全部职工的零资产方式收购了另一家电动工具企业——苏州太湖集团75%的股权。同一年，上海星浩特还进行了其它多个投资项目：出资3210万元，收购了苏州黑猫集团公司(生产高压水枪等系列产品)的80%股权；出资3633万元收购上海美浩电器有限公司(生产清洗机械)的75%股权；还与中信合作成立山西中浩园林机械有限公司(生产割草机等草地园林机械)。

至此，德隆通过一系列令人眼花缭乱的资本并购，将合金投资带进电动工具行业。同时，上海星浩特也已经改变为合金投资的业务主体，业务量占90%以上。

在完成产业整合之后的头两年里，合金投资进入了一个快速增长期，1997年公司每股收益达到0.36元/股，比1996年增长了125%，1998年和1999年，公司的净利润都在亿元以上，与此相应，公司的股价在1997年6月至2000年初的两年半左右的时间里，从不到10元，上涨至140多元（复权价），涨幅在1300%以上。

但进入2000年以来，公司业绩开始出现了下滑趋势。2000年，合金投资净利润从1亿元突降至4800万元，2001年中期又下降到1500万元。有了此次预警，估计公司2001全年业绩不过在2000万元左右。

在短短的两年时间里，合金投资的业绩下降了80%，但与此不相吻合的却是：公司股价并没有出现下跌，反而是在股市大跌过程中屡创新高。

对于业绩的逐年下滑，公司董秘任穗欣先生对记者的解释是，其中主要有两个方面的原因首先由于公司产品全部出口，所以受欧、美等国经济衰退影响较大，2001年世界机电市场市场出现萎缩，导致本公司主营业务收入较上年有所下降。另外，由于受现行企业会计核算规定变化等因素的影响，公司非经常性损益项目较上年减少。

“国内的电动工具行业，在1995年—1997年时全行业利润率较高，但随着国内企业的激烈竞争，出现了全行业利润下降的局面。”任先生补充说。

目前，合金投资与美国毛瑞公司的合作已经进入实质性阶段。据任先生介绍，由双方共同投资组建的合资公司已经在苏州注册成立，受此推动，预计2002年合金投资的业绩将会比2001年有所提升。

从任先生的话中可以听出，合金投资现在把希望寄托在与毛瑞的合作上了。但是，面对国内电动工具市场依然激烈的竞争以及国际经济形势在短期内难以改善，能否如愿以偿还是一个未知数。股价：自拉自唱举杠铃

尽管德隆对外界“股市第一庄”的称呼并不感冒，但短短的几年时间里，德隆旗下的三只股票——湘火炬A(相关,行情)、合金投资、新疆屯河(相关,行情)平均涨幅都在10倍以上却是不争的事实，德隆也因此成为目前中国股市上最为著名的投资者。

对此，市场也提出质疑。原世行顾问郎咸平就曾指出，在大盘普遍下跌的市场中，这种业绩支撑不充分的高昂股价只能够被解释为——有人操作。

众所周知，目前股市机构中最顽强的就是德隆系，旗下的合金投资、湘火炬A、新疆屯河在大盘暴跌中仍然我行我素，成为中国股市的一大奇观。

有分析人士指出，如果德隆仅仅是持有这三只股票，并且都已高度控盘，坚持一两年恐怕不是什么问题。但这三只人所共知的大牛股也仅是“旗舰”，是德隆总战略中进行融资的“工具”，其市值的高低直接关系到资金运作的大小，为了能让融资方放心，应该有平仓的“底线”，股价始终不跌，也是另有苦衷。

股市到了今天这一步，绝对没有人愿意来“举杠铃”，另外现在市场对强庄股又是谈虎色变，想出货又谈何容易，在多种因素的制约下，德隆也只能“鹤立鸡群”。

辽宁金融发展公司首席证券分析师王维也表示了同样的看法：德隆旗下的这三只股票，在大盘下跌中还能保持一种平稳的走势，并不断地向上创出新高，说明控盘主力还没有出货。而且这三只股票具有一定的连动性，如果其中的一只股票出现大幅下跌，另外两只也很难幸免。不过，由于主力无法顺利出货，目前也只能继续拿钱来维持这种现状，因为这三只股票上涨的幅度都已很大，股民也只是在场外看，很少有人会进场参与。资金：融资渠道面临堵塞

“德隆成功的秘诀之一就是借助资本市场，”德隆国际投资控股有限责任公司总裁唐万新

在接受《中国经济时报》记者采访时表示，“目前，德隆用于重组、整合的资金的确主要来自资本市场，基本上都是通过配股募集来的。”

粗略计算，德隆旗下三家上市公司从1997年至今共实施配股4次，募集资金15.86亿元，其中湘火炬A实施配股1次，募集资金6.65亿元；合金投资实施配股1次，募集资金0.76亿元；新疆屯河实施配股2次，募集资金8.45亿元。

而自2001年以来，股市出现大幅下降之后，许多上市公司的增发、配股由于无法实施而相继“流产”，德隆旗下的上市公司也未能幸免。2000年合金投资的配股计划至今未能实施，2001年新疆屯河的增发计划也近“流产”。

在从资本市场上筹资无望的情况下，德隆另辟蹊径。

一向低调的新疆德隆近期频频在媒体亮相，如德隆与西部某自治区政府商谈，如果能参股该地区管辖的信托投资公司，德隆可以把当地的GDP搞上去1—2个百分点；部分实力机构也收到德隆发来的传真，问有无兴趣参与保险公司，等等这些，在一定程度上也证明德隆需要建立更广泛的资金关系。(经济观察报)

庄家揭密：掀起德隆的盖头来

<http://business.sohu.com/>

来源：[中国经济时报]

走近德隆 提起德隆，人们往往要在前头加上“新疆”二字。这种说法只对了一半。德隆生长于新疆，但控制着合金投资、湘火炬和新疆屯河三家上市企业的“新疆德隆（集团）有限责任公司”，目前只是总部位于上海的“德隆国际战略投资有限公司”的子公司。德隆是和股市密切联系在一起的。这种说法似乎也只对了一半。今年1月注册成立的德隆战略投资，总部设在上海浦东气势恢弘的证券大厦内，它的楼下是曾经成就了无数财富与梦想的上海证券交易所，三家上市公司之一的新疆屯河就在这里挂牌。但在德隆的新疆老家，很多人对德隆的印象并非来自股市，即便是那些从不炒股的市民也会说：“德隆？知道啊那是我们这里数一数二的大企业，房地产、工业、农业……什么都做。”的确，只有走近德隆，才发觉它并不只是一个在股市上具有巨大号召力的影子，而是一种切切实实的存在。矗立在乌鲁木齐市中心的三座高楼——宏源大厦、屯河大厦和城市大酒店，是德隆实力的立体显示。由此辐射出去，在广袤的新疆大地上，至少有几十家大大小小的企业与德隆有关。不过，假如你在德隆上海总部看到它的经营结构图，就会觉得前面的这些简直算不了什么。在中国，有9家大公司由德隆控股，和德隆沾亲带故的企业数不胜数。就连深圳明思克航母世界、北京JJ迪斯科广场、著名歌手田震及“零点”乐队所属的北京喜洋洋文化公司，也是德隆的产业。今年初，他们又参股了深发展和青旅控股。就像一个仍在不断长大的巨人，德隆的庞大和它成长的速度令人咋舌。学生创业 对于从未有机会见识德隆真面容的公众来说，他们的一切好奇都是可以理解的。在记者听到过的无数关于德隆的传言中，最离奇的当属德隆的“发家史”。其实，同改革开放后成长起来的大多数中国民营企业一样，德隆也走过一段不平坦的路。1986年，7名青年大学生怀着创业的冲动和实业报国热情，用仅有的400元钱在乌鲁木齐创办了一家名为“朋友”的公司。当时，彩色摄影冲印业务在新疆还是空白，朋友公司相中了这个项目。唐万新——一个其貌不扬的年轻人，自此频繁往来于乌鲁木齐与广州之间，把从新疆客户手上收来的胶卷拿到

广东冲印成照片。 现年36岁、已是德隆国际战略投资有限公司首席执行官的唐万新，谈到这段往事时的语气很是轻描淡写。不过记者依然可以想象得出，当年南方沿海浓郁的市场气息带给这个内地青年的冲击是何等强烈。 彩扩业务一年净赚了100万。用这掘来的第一桶金子，朋友公司先后搞过服装批发、小挂面厂、小化肥厂等多种经营；1988年又承包新疆科委下属的新产品新技术开发部，从事电脑软件开发等业务。这些后来被唐万新形容为“连乡镇企业都不如”的创业探索，无一例外地失败了。到1990年，曾经称得上“天文数字”的100万赔得一干二净，还背上了不轻的债务。 进入90年代，靠代理电脑销售缓过劲儿来并正式注册命名的新疆德隆公司，瞅准第三产业在中国方兴未艾的契机，进入娱乐、餐饮和房地产开发业，仅它旗下的北京JJ迪斯科广场每年盈利就超过3000万元。德隆有了属于它的第二桶金。 几乎与中国资本市场的诞生同步，1992年，新疆德隆开始涉足股市。 唐万新在资本运作方面肯定有种先天的敏感和悟性。初生的中国股市，充满了风险也充满了机会，就在相当多的人不识股票为何物、把原始股看作烫手山芋的时候，唐万新却笃信股票的增值潜力，他把股票称为“中国人第一次真正拥有的个人财产”。在向记者介绍德隆的“发家史”时，唐和他的同事们毫不讳言当年的那段经历。一级市场、一级半市场……让这些敏锐、聪明而又大胆的年轻人过足了赚钱的瘾。这是德隆创业阶段掘得的最大的一桶金，也是此后德隆一系列宏篇巨制的开始。 瞄准实业 德隆的很多“老人”都向记者谈到了“达园会议”。达园是北京的一处地名，“达园会议”是德隆十年历程中一次具有转折意义的务虚会，时为1997年5月。正是在这次会议上，德隆确立了由“项目投资”转为“行业投资”的投资理念——用现在比较时髦的话说，就是由“投机”转向“投资”。 是什么导致了德隆的这种转变？唐万新这样告诉记者：“如果我只想做个财主那时候的钱已经足够花了。”像比尔·盖茨一样大学未毕业就下海经商的他，显然不想用“财主”这样的身份为自己定位。唐万新的事业伙伴之一、现任德隆执行总裁黄平的话或许可以提供更多的诠释：“单纯投资于股市，刚刚赚了几百万，你可能会很兴奋。当你有了一两个亿，就不会再有激情了，你会觉得很‘虚’，必须有个产业，有个根基。” 方向明确之后，接下来的问题是：运作什么产业？怎么运作？ 德隆把目光投向了传统产业这一思路的形成直接得益于唐万新1995年的那次出国考察。当时，初步完成了原始资本积累的德隆一班人走出国门，对西方发达国家的工业产业和资本市场进行实地调研。他们发现，世界产业结构调整的一个基本规律是，制造业的接力棒先由欧美传到日本，再由日本传到台湾、香港、东南亚，现在正向中国大陆传递。这对中国意味着历史性的机遇。“制造业应当在中国落地生根”，因为中国有着非常廉价的劳动力，更重要的是，经过几十年的工业化建设及技术改造，中国已经具备相当高的装备水平和技术水平。而中国制造业之所以缺乏竞争力，根源在于多年重复建设和低效投资。今天看来，这好像是一个尽人皆知的道理，但在6年前，很少有企业家站在这样宏观的角度看问题，更很少有企业家把这个问题同本企业的发展大计联系起来。 唐万新向记者进一步阐述了他的另一个观点：“都说传统产业是夕阳产业。其实，无所谓朝阳还是夕阳。纺织是夕阳产业吗？食品是夕阳产业吗？只要人们要穿衣、吃饭，它们就都是永恒的产业。” 相信自己认识到了传统产业的价值及其症结所在的德隆，在进军实业的道路上对这类产业情有独钟，决定介入传统产业、整合传统产业。“整合”，我们从德隆人的口中听到最多、在德隆的各种文件里看到最多的就是这个词——整合生产，整合销售，整合人才。德隆人说，“市场在全世界，生产能力在中国”，既是他们选择产业的标准，也是他们追求的目标。 而整合的技术手段，自然离不开德隆赖以起家并已驾轻就熟的独门利器——资本运作。 三大战役 通过收购法人股权，相继入主新疆屯河、沈阳合金和湘火炬，是德隆奠定其产业基础、同时也奠定其资本市场领导者地位的三大关键战役。 新疆屯河的前身是成立于1983年的集体企业——新疆昌吉回族自治州头屯河水泥厂；1993年改制为股份有限公司；1996年在上交所上市（股票代码：

600737)，成为新疆地州级企业中的第一家上市公司。当年10月，新疆德隆受让部分集体股，以第四大股东身份进入屯河。

作为新疆第二大水泥企业，屯河与本地区的“龙头老大”天山水泥相距不到50公里，双方为争夺市场拼杀得异常惨烈。德隆入主屯河后，于2000年以屯河向天山出让51%水泥实物资产的形式，完成了占全新疆60%生产能力的水泥市场的整合。

脱去灰色水泥外壳的新疆屯河，把主业移向了以番茄、胡萝卜、红花、枸杞等当地特色果蔬资源加工为核心的“红色产业”，现已形成亚洲第一、世界第二大番茄酱生产能力。为了打入并占领国际市场，屯河收购了一家拥有20多年番茄酱经营资历的外国销售公司，并与美国亨氏(Heinz)集团加强合作；在国内，屯河收购了果汁饮料市场上大名鼎鼎的汇源集团51%的股权。目前，屯河番茄酱的市场份额占到全国的85%、全球的6%，出口量居全国之首。

湘火炬的前身是始建于1961年的国有企业——湖南株洲火花塞厂；1993年改制为股份有限公司，同年在深交所上市（股票代码：0549），是湖南省首批上市公司。1997年，新疆德隆受让株洲市国资局持有的占湘火炬总股本25.7%的国有股权，成为其第一大股东。

在为湘火炬注入7000万资金的同时，德隆也为它注入了发展“大汽配”的理念。一个过去只有火花塞等少数几样产品的工厂，现在已经变成一个生产系列汽车零部件及其他机电产品、并在业内具有相当影响力的企业，其汽车零部件出口排名国内第一。

德隆入主湘火炬后最得意的一笔，是于1999年收购了竞争对手——美国最大的刹车系统进口商MAT公司及其9家在华合资企业75%的股权，从而获得了美国汽车零部件进口市场15%的份额，当年就实现了1.5亿美元的在美销售额。

合金投资的前身是中国最大的镍合金材料生产企业、成立于1956年的沈阳合金厂；1990年改制为股份有限公司；1996年在深交所上市（股票代码：0633）。也是在1997年，比收购湘火炬稍早，新疆德隆入主沈阳合金，成为其第一大股东。

德隆入主后，盯住了合金材料的下游产品——电动工具。1998年，合金出资9000万元，收购了星特浩（集团）发展有限公司持有的上海星特浩企业有限公司75%的股权。翌年，星特浩又陆续收购或新建了苏州太湖电动工具集团公司、苏州黑猫集团公司、上海美浩电器有限公司、陕西星宝机电有限公司等多家电动工具制造企业，使合金成为中国最大的电动工具生产商和出口商。去年下半年，合金与著名的美国毛瑞（Murray）公司结成战略联盟，同时探讨更深层次的合作，利用毛瑞成熟的品牌和行销通路，已经占有并在继续扩大对国际电动工具市场的控制权。

有了在三大类产品出口上创造的三个全国第一，新疆德隆集团于2000年在全国工商联组织的评比中跻身中国民营企业出口“三甲”之列。

“三大战役”之中，尤其是屯河与天山的重组、整合，不仅被德隆自视为最漂亮的一仗，也得到地方政府的高度评价。新疆维吾尔自治区副主席达列力汗·马米汗、昌吉自治州州长李福元，接受采访时不约而同地谈到，德隆致力发展的“红色产业”结合了新疆的资源优势，有助于农业产业化经营和农民增收，在“黑色产业”（石油）和“白色产业”（棉花）之外为大开发中的新疆增添了新的经济增长点，堪称企业发展战略提升为地区经济发展战略的典型案列。

战略投资 与其他企业从在境内外建厂做起，一点一点打品牌、抢市场、滚动发展的做法不同，德隆认为，战略投资管理可以更快地树立企业的市场优势，事半功倍地强化其核心竞争力。

综观德隆入主三家上市公司的过程，不难发现它们的运作方式如出一辙，大致都分四步走：首先，改变上市公司的股权结构；其次，通过注入优质资产调整产品结构，使上市公司的主业发生变化；进而通过并购、托管、委托加工等形式，对上市公司所处产业进行整合，优化产业结构；最后，通过对销售网络和销售渠道的整合，扩大上市公司产品在国内和国际市场的占有率，形成规模化、垄断性经营。

这种集中体现战略投资管理思想的运作模式，或许正是德隆企业从容应对加入WTO后激烈国际竞争的信心之源。

接受记者采访时，唐万新他们反复强调了“德隆不仅是做企业，更是做行业；做行业，关键在于做市场”的观点。显然，分别以新疆屯河、湘火炬和合金投资为核心，德隆已经初步搭建起了饮料食品加工、汽车零配

件业和电动工具制造业三大行业的骨架。而德隆的这三大产业又分别在地区、国内和国际三个不同层次的市场上确立了其主导地位。德隆目前正在做的，是继续与国内外相关企业积极接触，酝酿新的并购和合作，对包括火炬和合金在内的企业进行更深层次的整合，以期形成以汽车零部件、电动工具、户外机械、发动机、建筑构件等几大类产品为主体的大机电行业格局；在食品饮料行业，近期内可能也会有比收购汇源果汁更大的动作。“愿景”好像是德隆独创的一个词，同“整合”一样，这个词频繁出现在德隆人的口中和他们的各式文件中。德隆的“愿景”颇为宏大，他们似乎永不满足。唐万新不止一次对我们说，过去三年是德隆潜心致力于产业和市场整合的三年，在整合和资本运作的过程中有许多商业秘密是不便于公开的。今年已经进入最关键的阶段，基本完成这些工作并使德隆走上快速发展的道路大约还需要两年时间。德隆长期以来不太接触媒体、不爱对外张扬，原因大概就在于此。

在德隆透露的有关整合的目标企业名单中，记者注意到几个熟悉的名字——有国际上的行业巨头，也有境内知名的上市公司和行业领先企业。唐万新说，这反映了德隆整合产业、整合市场的一个重要信条：一定要与这个行业内最优秀的企业站在一起，结成利益共同体，“抓住了老大老二，其他企业自然不在话下”。而且，这样做的一大好处是，可以变竞争对手为合作伙伴，避免两败俱伤，彼此和气生财。

战略投资是一种大手笔的制作，却不意味着盲目的扩张。事实上，德隆在介入一个行业和企业前的谨慎超出了许多人的想象。在德隆的组织架构里，战略投资委员会是董事局下设的、与执行委员会和薪酬/任命委员会并列的三大委员会之一；在执行委员会之下还设有战略管理部，作为执委会7个常设部门中最重要的一個，行业分析和研究是它的一项重要职责。据说，德隆每年用于对某一行业的专题调研的费用高达上亿元。3年前，为论证屯河向“红色产业”转型的发展前景，德隆投入了800万元资金，聘请了来自国内外的专家以及麦肯锡、罗兰·贝格等4家国际知名咨询公司，到10余个国家作市场调查分析，最终形成了一份周详细致的调研报告。战略投资还需要战略管理作为有机的延伸和效果保障。德隆战略管理部的另两项重要职责就是对所投资的上市公司提供管理咨询和实施监控。我们在新疆屯河采访时，恰好碰上由德隆上海总部派来的“战略控制员”马昆，他和几名同事正在屯河市场部帮助从事市场营销的策划。

从前期到后期、一环扣一环的战略控制体系，保证了德隆一系列整合的可行性与可持续性。一个很有说服力的数字是，德隆操作的重组案例至今已经超过百个，失败的只有屈指可数的几个；被入主企业的经营业绩全都有惊人的增长。被入主者单个企业尽管不是德隆关注的终极目标，却毕竟是整合产业的重要载体。因此，观察被入主企业在整合前后的表现是有意义的。

毋须讳言，一个企业愿意被“外人”收购，肯定有这样或那样不得已的苦衷。至少，三家上市企业在德隆入主前的生产经营状况都不算好。譬如湘火炬，由于受假冒伪劣冲击之苦，1996年的利润只有201万元，每股收益仅2分钱。要想摆脱困境，必须寻找一个实力雄厚又有战略眼光和丰富管理经验的“靠山”。一个小企业的100%抵不过一个大企业的10%，这是谁都明白的道理。

在这样的情况下，相对于德隆的踌躇满志和谨慎挑拣，被收购企业的弱势地位不言而喻。但是，德隆似乎并不想因此乘人之危、讨价还价，一些亲身经历过当年谈判的老火炬、老屯河人至今仍对德隆的慷慨和爽快啧啧不已。唐万新是这样解释的：“只要能做成这件事，德隆不在乎几分几厘的得失。”也许，正是德隆的这种慷慨和爽快加快促成了双方的结合。

当然，被收购的企业并非没有担心。无论是湘火炬、沈阳合金还是新疆屯河，以往或多或少都曾有过上当受骗的经历。所以，在与德隆合作前，他们都进行了细密的调查考证，对德隆的实力有所了解。问题在于，谁也不敢保证这个实力强大的投资者设下的不是又一个骗局——假如它只是买个概念，在二级市场上“炒”一把，赚一笔钱就走，怎么办？

那时候，萦绕在地方官员、企业决策者和员工心头的疑虑，恐怕与今天股市里眼瞅着“德隆系”股票只涨不跌而费尽猜测的股民们别无二致。

三年之后，人们早已不再担心了，他们没有看到德隆想要“套现”

走人的一丝迹象，他们看到的只有不断加大的投资力度。有人甚至就是从与德隆的合作开始改变了对民营企业的“成见”。湘火炬原第一大股东——株洲市国有资产投资经营有限公司如今把德隆当成了样板，公司副总经理姜达仁对一家有意前来收购企业的私企老板说：“你们要向德隆学习。”

记者查阅了德隆入主三家上市公司后历年的资金募集及使用情况。以2000年度报告期为例，新疆屯河通过配股实际募集资金2.39亿元，全部按照计划投入到了配股说明书承诺投资的项目之中，其中，5435万元用于收购新疆硫磺沟水泥厂，23890万元用于兴建5.2万吨番茄制品生产项目；湘火炬通过配股实募资金5.60亿元，按照配股说明书的承诺，主要用于车灯车镜技改、轿车火花塞国产化配套等生产项目和对下属企业的增资等；合金投资报告期内无募集资金。

“土鸡变成金凤凰”，德隆引入的大量资金、全新的企业理念和经营管理方式，为入主企业带来脱胎换骨的变化。2000年同1996年相比，湘火炬的总资产由3.36亿元增长至23.1亿元，净利润由164.5万元增长至8595.8万元；合金投资的总资产由1.33亿元增长至13.9亿元，净利润由834.6万元增长至4803万元；新疆屯河的总资产由4.13亿元增长至19.1亿元，净利润由2694.6万元增长至9185.8万元。三家公司的其他主要业绩指标也都大幅提高，并在市场培育和未来增长上显示出巨大潜力。而这正是支持股价不断攀升的根本动力。

一位证券分析人士解析“德隆现象”时，把它的战略投资管理称作“后巴菲特模式”。在他看来，索罗斯是纯粹靠买空卖空、套现获利的“投机家”；巴菲特开始注重选择并介入产业，但只做了一半；而德隆是把资本市场当成运作产业的一个手段和最佳切入点，接下去又完成了巴菲特没有涉及的另一半工作——真正深入到企业的经营管理层面。

2000年，湘火炬、新疆屯河、沈阳合金同时更名为投资股份有限公司。按照国家有关规定，这是上市公司主业变化后必须履行的手续。但它仍然不失为一个有意思的信号：随着产业重组与整合的不断深化，德隆也许有意将它的战略投资管理理念和模式逐渐向下渗透，孵化出一批小德隆来。

用人之道

“经营企业就是经营人”，是很多德隆高层人士的口头禅。在与这些高层人士的接触中，记者发现了一个有趣的现象：他们当中很多人都出身于知识分子家庭，有几位本身就曾当过大学教师。“儒商”的一个突出特点是理性多于感性，对于德隆这样一个重视投资理念和长远眼光、定位为战略投资公司的企业来说，这种组合的意义是可想而知的。

事实上，不只是决策层，德隆的各个层面都聚集了一大批来自四面八方的人才。德隆战略管理部的10几个成员当中，有博士4人，其他均为硕士。而新疆德隆，有博士30多名，硕士200多名。

唐万新喜欢说一个“最”字。在德隆，最优秀的人才同最优秀的企业一样，备受青睐。

德隆入主一个企业后，原则上对原企业的经营管理人員和职工一律保留。现任新疆屯河董事长何贵品、总经理张国玺，湘火炬党委书记黄良才、常务副总经理刘海南，合金投资和星特浩的总经理潘亚平……都是这几家企业的老领导。唐万新说，国有企业不是没有人才，关键在于机制，给他一个好机制，人人可堪大用。

德隆人最津津乐道的是王炜的故事。王炜原任美国MAT公司董事长、CEO，德隆收购MAT的75%股权后，王加盟德隆出任湘火炬总经理之职。在德隆下一步整合机电产业的工作中，他将担当举足轻重的领衔角色。王炜的产业原本不可谓不大，他的美国客户都很怕他。这个在台湾长大、具有美国教育和生活背景的华人博士为何甘愿听命于德隆呢？曾有中央电视台的记者拿类似的问题问王炜，王答：做企业就像逆水行舟，不进则退。他显然认定，德隆的理念可以带动他的企业更快地往前“进”。记者又问：你们两家合到一起一年多了，你认为是不是“双赢”？王炜回答得更干脆：“不是‘认为’，就是。”

不仅是王炜这样的华人，被德隆“网罗”来的还有不少欧美业界的顶尖人物。借助“外脑”，是德隆将整合的触角伸向世界、迅速打通国际市场的一张王牌。奥托·卡尔托夫（Otto Kalthoff）——德国一家最大咨询公司的创始人，与我们同一天抵达上海，住在同一家酒店。他此行不是考察中国市场，而是作为德隆欧洲有限公司的“特别代表”来向唐万新“报到”的。卡尔托夫对记者说，他将利用自己在欧洲工业

界的影响力，为德隆赢取更多的发展机会。唐万新则告诉记者，目前在海外为德隆供职的像卡尔托夫这一层次的外籍人士已有5人。在金碧辉煌的浦东国际会议中心举行的欢迎晚宴上，卡尔托夫掩饰不住“入伙”德隆的喜悦。德国人的笑容、中国人的笑容与美丽的浦江夜色辉映在一起，成为这个全球化时代的一个小小象征。

索芙特与广东通作联手演戏 康达重组隐现德隆身影

<http://business.sohu.com/>

来源：[上海证券报]

索芙特为入主ST康达（000662）费尽心力，但日前一则公告显示，其第一大股东的宝座却被广东通作贸易有限公司轻松搬走。记者原以为是康达重组横生变故，一位通晓资产重组的证券公司投行人士却指点记者：当前中国股市流行的重组方式就是，实业高手与资本运作高手携手而至，共同征战。

广东通作上月以0.77元/股受让梧州外经贸公司1918万国有法人股，加上此前以2.84元/股受让的300万股股权，以持有ST康达17.90%股权而成为现实的第一大股东。广西索芙特股份有限公司以12.64%的持股比例屈居第二。虽然只要另外1700万股股权完成过户，索芙特还是会成为名正言顺的第一大股东，但毕竟那是“潜在”的。

然而，那位投行人士却告诉记者不用杞人忧天，索芙特不会被广东通作“逼宫让位”的。他说，只要认真分析一下，就可以发现两家公司关系非同寻常，甚至可以大胆猜测广东通作就是索芙特引进的。

他提醒记者注意，广东通作进入康达轻松得让人不得不打几个问号。

首先索芙特又是在二级市场上收购该股，又是在全国范围内发动中小股东授权罢免原董事，几经努力，最终与被罢免方达成股权收购协议时，却没有将出让方的股权全部拿下被广东通作吃掉300万股，何故？

第二，梧州外贸因偿还债务被法院裁定其所持股份以0.77元一股卖掉，这么便宜的价格，一心要做大股东的索芙特连2.84元一股都要买，为何这次反而让广东通作拿走了？广东通作在上述债务纠纷中完全没有关系，它为什么可以插手进来捡便宜？

第三，广东通作买了一大堆ST康达的股票，并非不得已，却发布公告称无意对ST康达重组，那它买股票目的是什么？

那么，广东通作究竟是何方神圣？ST康达今年7月19日的公告显示，张忆军是广东通作的并列第一大股东（持有48%股权）。7月24日的公告又披露，张忆军曾任云南德隆森林资源有限公司董事长、中企资产托管经营有限公司董事、中企资产托管经营有限公司广东分公司总经理。《粤港信息日报》11月8日发表的《康达股变幕后是德隆？》，据此推测，广东通作的背后有德隆的影子。巧的是，康达11月9日召开的董事会同意张忆军辞去董事，距张忆军8月24日被增补为董事不到两个月。

公开信息表明，张忆军任职的“中企资产”确实与德隆方面存在密切关系。“中企资产”是合金投资(相关,行情)(000633)的第五大股东(持有1910.52万股)，重庆路桥(相关,行情)(600106)1999年中报透露，曾委托“中企资产”经营资金7000万元，飞彩股份(相关,行情)(0887)1999年中报显示曾对“中企资产”进行过短期投资。众所周知，合金投资早被德隆控股，而重庆路桥、飞彩股份都与德隆存在或明或暗的关联。

不管索芙特与广东通作到底要上演一出什么戏，至少目前看来，索芙特对ST康达的重组相当坚决，将自己的好资产卖给康达，又将康达的不良资产买回来。康达新总裁来自索芙特，其在广西的新手机尾号甚至被安排成康达的证券代码，与ST康达共进退的决心可见一斑。ST康达已连拉两个涨停。

千万资金弹药谁提供 康达股变幕后是德隆？

<http://business.sohu.com/>

来源：[金羊网]

一家成立于1999年初、到今年7月份注册资本仅为500万元的广东公司，在今年9月份注册资本突增10倍达到5000万元，继而通过受让ST康达(000662)1918万股国有法人股而一举成为康达的第一大股东。是谁为这家名为广东通作贸易有限公司的私营企业搭建了上千万资金的资本平台呢？

通过采访，记者惊异地在通作贸易身后发现了德隆的影子。

注册金神秘激增

ST康达这家主营业务模糊的上市公司今年发生了两次大规模的股权转让，第一次是在7月，由林心如担任“索夫特格格”形象代言人的广西索芙特股份有限公司经过艰苦卓绝、不惜成本的努力，以2.84元/股的价格受让了原第二、三大股东杭州天安置业和宁波天翔实业的股权，同时广东通作贸易有限公司也与杭州天安置业签订了股权转让协议，同样以2.84元/股的价格受让300万股ST康达的股权；第二次是在不久前，由广东通作贸易有限公司以0.77元/股的价格受让梧州外经贸公司1918万股国有法人股。两次股份变卖后，广东通作贸易有限公司占ST康达总股本的17.90%，成为现实的第一大股东；索芙特持有2811万股，其中1111万股在7月23日已过户给索芙特，剩余的1700万股将在2002年7月30日前分批过户给索芙特，尚未过户前全部委托索芙特进行管理，因此，索芙特是潜在的第一大股东。

在两次股份变卖过程中，我们都看到了广东通作贸易有限公司的名字。该公司在不久前的受让完成后发出公告称，受让所需资金为公司自有资金，但是，记者调查发现，这家于1999年初在广东省工商局注册成立的私营企业，今年7月时注册资金还只有500万，可是短短两个月后，在9月27日重新核准登记时，注册资金却猛增了10倍，之后过了两周，它就完成了对ST康达的股权受让。增资扩股的4500万元从哪里来的，打

了个问号。一位分析师提醒记者，广东通作贸易的董事长张忆军在今年10月9日，也就是在受让行为发生前8天卖出了5200股ST康达股票，如果说受让资金来自于这批10月9日变现的股票的话，那么，9月27日之前增资登记的4500万元又是哪来的呢？

假地址和假电话

唯一看似合理的解释是，有人为广东通作贸易垫资做变更登记，而随后通作贸易变现股票还钱。但是，当记者设法找到这家注册地址在广州市沿江中路298号中区商业大楼3510房间的公司想一问究竟时，却无功而返，记者在现场看到，3510房间属于一家地产中介商，眼下正在装修，他们说根本不知道什么通作贸易公司，而一向以物业管理严格著称的中区商业大楼的物业管理公司负责人则表示，他们从来没有把3510这个房间出租给一个叫通作贸易的公司，也没有租给过张忆军本人或通作贸易的现任法人代表梁继荣。更让人百思不得其解的是，记者按照通作贸易工商登记的电话打过去，发现竟然是一个位于广州市建设六马路的公用电话，对方一问三不知。

张忆军的德隆背景

还是张忆军的身份透露出了一点“蛛丝马迹”。ST康达新增的现任董事、通作贸易的大股东张忆军，历任广东省经委科长、律师、澳斯达（湖南）物业投资有限公司董事长、澳斯达联合有限公司总经理、云南德隆森林资源有限公司董事长、中企资产托管经营有限公司董事、中企资产托管经营有限公司广东分公司总经理。云南德隆、中企资产均是“德隆系”的产业。原来，在通作贸易的身上罩着德隆的面纱。

“德隆系”是一个相当敏感的字眼，在之前将近4个月的股市跌势之中，倔强地扬起头而且还要创出新高，继中科系、亿安科技(相关,行情)、银广夏(相关,行情)由于各种原因纷纷落马之后，德隆的“领土”成为了市场中最赚人眼球的地方。有人说，这是市场中最后的“神话”。如果说通作贸易借德隆的资本搭建起此次收购的资本平台，这也无可厚非，但是，在作为第一大股东的广东通作贸易明确公告表示无意对ST康达进行重组的情况下引入德隆做战略投资，那可就有戏了。——虽然现在谁也不了了这个结论。

德隆：参股深发展与资金链条没有任何关系

<http://business.sohu.com/>

来源：[北京晨报]

1997年，中国证券市场出现了两只旗帜性的另类股票——湘火炬(相关,行情)、合金股份现名合金投资(相关,行情)之后，它们的控股股东新疆德隆从此名声鹊起。在一些职业操盘手的课程里，德隆成了最值得研究的课题。在业内人士的眼里，德隆无疑是中国最成功的实力机构。

此后，有关德隆系参与的股票越传越多，像南方汇通(相关,行情)、飞彩股份(相关,行情)、东风科技(相关,行情)、人福科技(相关,行情)等。

当然这里还不包括传闻间接控股和关联单位控股的长春长铃(相关,行情)、松辽汽车(相关,行情)、重庆实业(相关,行情)、天山股份(相关,行情)、啤酒花。不论是真是假，似乎和德隆沾

上关系的股票价格都能升天。于是，证券市场逢德隆显灵的神话一直演绎到现在，那么脱离开证券市场的德隆又是什么样子呢？为此笔者采访了德隆的负责人。

一、新疆德隆到底是做什么的？

网上能查到“德隆系”的最早新闻不过是在今年四月份，一直“默默无闻、安心做事”的德隆被媒体挖掘后第一次露面就被冠以“中国第一庄”的身份。此后的文章也一直是对于这个称谓的争论。但到底德隆是做什么的，它们除了控股的几家上市公司好像并没有什么实业，至少是没人说。

难道真的没有实业？其实，很多北京人熟知的企业都属德隆旗下——深圳明斯克航母世界、北京JJ迪斯科广场、著名歌手田震签约的北京喜洋洋文化公司。应该讲，从房地产、工业、农业、娱乐业、金融业都能看见德隆的身影。这是一个庞大的帝国。但它的主业又是什么？它的迅速发展动力是不是真的来自二级市场？

采访后才知道，原来德隆控股下的企业基本分为三类，一是战略经营单位(SBU)，如三家上市公司新疆屯河(相关,行情)、湘火炬、合金投资；二是财务经营单位，如城市酒店、明斯克航母世界、JJ迪斯科广场等；三是试验型投资，如天一亚麻公司、国武公司等。后两类统称为非战略经营单位(非SBU)。

德隆对于三家上市公司的发展目标是成为电动工具和园林机械、食品饮料以及汽车配件等行业的龙头。考核指标首先是战略元素，如市场份额、行业地位、对竞争者的优势等，其次才是近期的利润。对于上市公司的整合，德隆的基本步骤是控股上市公司之后，输出一个战略、增资扩股、行业整合。

对于财务经营单位，德隆的目标很明确也很简单，就是获取现金回报。像城市酒店、明斯克航母世界、JJ迪斯科广场等项目每年的回报都相当可观。明斯克航母更是当年营业就收回了买船的投资，而且通过资本运营全部兑现了将来的收益。试验型企业是德隆在投资步骤上的一个安排。但只要试验型企业做好了，他们会考虑增加投入，甚至进行产业购并整合。

二、德隆系的股价高高在上，谁在支撑？

对这个问题，德隆有关人士明确地说：“股价的高低是由市场决定的。”据有些市场人士分析，德隆系股票之所以能维持高位价格，一方面说明了众多投资者对德隆公司的一种信心，特别是一些立足于长期投资的机构和对德隆比较信任的个人。另一方面这也是德隆控股企业业绩的体现，德隆入主企业在所在行业的市场份额的快速扩张、销售额与利润的滚动发展，表明企业的发展具备扎扎实实的基础以及巨大的成长潜力。

目前市场普遍用来衡量公司成长的一些指标如市盈率、每股收益等只是公司业绩的指标之一，而非绝对指标。中国证监会顾问梁定邦先生前不久也提出，对于上市公司不能一概以市盈率来单纯评价。

三、参股深发展(相关,行情)为了什么？关联企业金新信托也有高回报吸收委托理财的传闻，德隆缺资金？

德隆方面在介绍参股深发展时强调：这是一个纯粹的投资行为，与资金链条没有任何关系。在这个方面绝不像某些人想得那样，德隆会利用深发展做些什么。国家对金融企业的管理十分严格，对金融企业资金使用的日常监管从不间断，更何况深发展也是上市公司，其资金使用状况是公开透明的。因此，德隆入股深发展仅仅是作为一般投资人，看中金融行业的发展潜力和深发展的企业素质，至于对深发展的业务发展和资金使用，不会也不可能进行任何干涉。

另据德隆介绍，金新信托是 1993 年经新疆维吾尔自治区政府批准的准上市公司，它是严格按照上市公司和金融机构的有关政策法规进行管理和经营的。屯河股份在 1998 年金新改制时受让了自治区工商银行 30% 的股权，金新的股权结构中有 56% 是国有独资企业持股，如自治区烟草公司、北疆铁路公司等。它的经营是按照股东大会、董事会的法人治理结构运行的，受证监会特派机构和人民银行的双重监管，一切运营行为都是在法律法规的允许下进行的。屯河股份作为股东之一，对于其经营情况始终非常关注，到目前该公司的经营状况一切正常。

四、德隆以前持低调，现在为何接受 CCTV 等媒体采访？

德隆方面对此的回答是：由于长期以来德隆十分低调，导致部分媒体只能以有限的资料推测、评价德隆，形成了对德隆的局限性认识。以前公司领导人注重埋头做实事，不想成为媒体宣传的热点，因此与媒体的沟通做得非常不够。

据了解，今年以来他们在这方面已经做了大量工作，建立了专门与媒介沟通的队伍，推出了德隆公司网站 www.d-long.com 等。现在德隆最希望的是可以向社会推出一个真实而准确的德隆。

至于前期 CCTV 的采访，两家均没有事先安排。CCTV 当时是参加乌鲁木齐经济贸易洽谈会听到德隆发言后才提出要求的，德隆是经过慎重考虑才予以接受的，这只是在尝试与大家(媒体)沟通。企业形象不是一天就能完整地树立起来的，德隆人有足够的信心使人们认识全面真实的德隆。

德隆系会不会在蛇年倒下? 三大

<http://business.sohu.com/>

来源：[北京青年报]

判断德隆系会不会在蛇年倒下很简单，那就是三个问题，也是倒下的三个“要件”：德隆系的股票在业绩方面造假了吗？德隆系的股票有庄家恶意操纵吗？德隆系股票有投资价值吗？

德隆系业绩真实吗？

我们首先要圈定所谓德隆系的名单，目前，属于德隆公司直接控股的企业只有三家：湘火炬(相关,行情)(0549)、合金投资(相关,行情)(0633)、新疆屯河(相关,行情)(600737)。虽

然天山股份(相关,行情)(0877)等其他企业也与德隆有千丝万缕的联系,但我们在考察公司业绩的真实性方面,应着重考察这三家嫡系部队。

我们先简单看一下两家公司,根据新疆屯河 2000 年年报,其番茄酱产品实现收入 18819 万元,主业利润 5929 万元,由此,销售利润率为 31%。我们再查得细一点,可以知道,2000 年下半年,企业的番茄制品收入是 14902 万元,利润 4788 万元,利润率 32%。再根据 2001 年中报,番茄制品收入 18232 万元,主业利润 2839 万元,由此,销售利润率为 15.5%。也就是说,刚刚过了半年,番茄制品的销售利润率就下降了整整 50%!这说明:要么是帐目有问题,要么是整个番茄制品行业有问题。我们假设帐目没问题,单就番茄品制造来说,新疆屯河的“亚洲第一、世界第二”的番茄生产能力可能反而会成为企业将来发展的负担。

另外一家是合金投资。该公司 1998 年、1999 年的年度净利润都在 1 亿元以上,2000 年利润突然下降到 4800 万元,2001 年中期则进一步下降到 1500 万元,企业明显在走下坡路。即使这家企业的业绩没问题,但其会计师事务所偏偏又是“华伦会计师事务所”。该所曾因未发现东北制药造假事实被证监会处罚过,后来又为彻头彻尾的假公司黎明股份担任审计而正受调查,最近再次爆出正被证监会调查的蓝田股份(600709)也是该所负责审计的。如此水平的事务所,只怕比中天勤好不到哪里,因此,对合金股份的报表,我们有理由也打一个问号。不过,就目前看,其业绩危机并不明显,可不必为此担忧。

德隆系有庄家操纵吗?

亿安科技(相关,行情)(0008)上市公司的业绩也没说是虚假的,但由于庄家操纵行为的存在而被证监会查处,股价由此大幅度崩溃。德隆系的三只股票有无庄家操纵呢?

湘火炬、合金投资、新疆屯河三只股票都是市场众所共知的长牛股。根据盘面分析,湘火炬的主流资金进场时间在 1996 年 7 月之前,迄今有五年多的时间了,这期间,湘火炬的价格涨幅接近 20 倍!合金投资的主流资金入场时间是 1997 年 12 月之前,过去 4 年,股价涨幅接近 25 倍!新疆屯河的主流资金入场时间则可能是从 1996 年 8 月股票刚上市的时候开始,但大规模集中运作是从 1998 年 8 月之前,过去 3 年,股价涨幅应是 8 倍左右。综合来看,3 只股票的主力持仓增值平均也有 15 倍。因此,目前的 140 亿元市值,主力初期总投入可能只有 10 亿元左右。

另外一个需注意的是股东人数。截至 2000 年年底,湘火炬的股东人数是 3427 人(1996 年年底,其股东人数是 38800 户,人均市值不到 8000 元),合金投资 2378 人,新疆屯河 11928 人,合计 17733 人,按照其目前总市值 140 亿元计算,而其当前价格仅比年初上涨 10%左右,其 2000 年年底的总市值不低于 120 亿元,相当于每个帐户的市值是 67 万元。根据我国当前 6000 万个帐户、流通市值 13000 亿元计算,每个帐户的资金平均 2 万多元,换言之,持有德隆系 3 只股票的人,每人的资金超过平均水平 30 倍!只要有庄家操控,就都是违反《证券法》的行为,将来只怕难免要被调查。

德隆系有投资价值吗?

即使不考虑下半年业绩,我们只简单根据中期业绩乘以 2 来计算全年业绩,由此

来看一下德隆系三只股票的投资价值。截至10月11日，新疆屯河的市盈率是102倍，合金投资346倍，湘火炬120倍。根据《证券时报》10月11日的统计，上海A股的动态市盈率是35.9倍，深圳A股的动态市盈率是41.6倍，简单的算术平均是38.7倍。显然，德隆系三只股票远远偏离了这个平均水平。如果要回到平均水平，则新疆屯河将下跌65%，合金投资将下跌88%，湘火炬将下跌65%。平均算起来，每只股票至少要跌去现价的2/3。

随着市场的发展，股市的投资价值将主要由其业绩决定，而不是由市场的资金决定。股市要规范，则德隆系三只股票跌下来，当在情理之中。由以上分析可以看出，德隆系的股票即使业绩是真实的，但由于有可能涉及到人为操纵以及股价明显偏离其本来的投资价值，随着证监会监管的加强和市场的革命性变革，它们将难免出现一次大的下跌。其总市值将可能从目前的140亿元下跌到50亿元左右甚至更低，市场也将因此而受到震撼。目前的支撑未必能持久，关键看何时爆发而已。

教授对撼德隆:就操纵股价和监管问题打口水仗

<http://business.sohu.com/>

[记者王轲真李焱] 来源: [深圳特区报]

对德隆系颇有研究、见解独到的郎咸平教授昨日在深圳与德隆集团的一位副总裁进行了一番“交锋”。双方对德隆的资本运作和目前的状况各自表述了迥异的观点。

德隆系3只股票曾因在大市低迷中独保坚挺走势而倍受关注，有关德隆系的运作也一直是股市的热门话题。昨日参加中国上市民营企业首脑（深圳）峰会的德隆集团一位副总裁和对家族企业运作持激烈反对观点的郎咸平成了会场的焦点。自诩代表广大中小股民利益的郎咸平对股市内幕和家族企业操纵股价深恶痛绝。而他根据自己的研究，认定德隆操纵了股价，在股市上斩获约50亿元。他提出，从中国股市健康发展出发，应对家族企业加强监管。他对会场上的嘉宾之一——德隆集团的一位副总裁保持了相当的绅士风度，称自己的结论属于从纯理论和缜密的研究出发，并非否认德隆投资实业取得的成就。

德隆一位代表对郎咸平的观点反应激烈，认为中国目前股市处于成长阶段，监管需要一个过程。郎咸平当场表示，股市监管时不我待，应该绝对和立即进行震慑性监管。他举例说，东欧的波兰和捷克两个国家十年前同时开办股市，市场同样混乱。而波兰当年排除阻力强化监管措施时，投资者对股市前景持极度悲观看法。但在十年后的今天，波兰股市已经拥有3000多只股票，成为国际投资的重要场所。但监管不力的捷克股市却走上了截然不同的道路。

对于郎教授关于德隆操纵股价的结论，德隆集团的副总裁当场予以反驳，并邀请他去新疆德隆实地看一看，以对德隆有一个真实的印象。而郎咸平则断然拒绝，表示自己不想去看机器设备，而要研究那些实地看不到的东西。

对于操纵股价问题，德隆代表认为市场不稳定时，股价波动是正常的。郎咸平反驳说，股票该涨不涨、该跌不跌，本身就是操纵股价的最好证据。

郎咸平强调，现阶段市场监管必须立即跟上，不能再等下一个“银广夏(相关,行

情)”出现了。

千里之堤毁于一蚁'苗头渐露 德隆系警钟已敲3次

<http://business.sohu.com/>

来源: [全景网络]

2001年10月11日9:40,这是一个历史性的时刻,这一瞬间,新疆屯河(相关,行情)突然露出跳水的意思,30分钟内从22.62元打到21元,跌幅7%,市场惊呼--德隆,最后一面股市"红旗"也扛不住了?其实,任何一个强大帝国的崩溃都是从它最薄弱的环节开始突破的,故而虽然此前德隆的三家强势股虽然一直"顽强"撑在天价上,但其实已经有"千里之堤、毁于一蚁"的苗头露出来了--

第一声警钟——入主ST中燕阻碍重重

遥想当年,德隆帝国何等风光,如今收购一家上市公司居然会遇到这样顽强的抵抗,难免让人怀疑德隆如今的实力:(1)股权转让时,屯河集团被指责为"通过欺诈方式受让而来,根本不具备合法生效的条件";(2)召开临时股东大会被指责为"非法";(3)新任董事会办交接时,发现公司办公楼内空无一人,公司营业执照、印章等尚由原董事长持有,拒不交接。

二级市场上看,ST中燕成为德隆系的正式成员后,仅微微上涨了数日,7月底便从21元的历史高位一泻而下至14元,两个多月跌33%,全无半点昔日德隆股的威风,这已经敲响了第一声警钟。

第二声警钟——天山股份(相关,行情)2个跌停

天山股份可以算是德隆系的外围成员,因为:2000年10月收购新疆屯河100万吨水泥生产能力51%的净资产,在2000年里其股价便从12元暴涨到28.5元,一年涨了1.3倍,2000年12月起,其股价虽然缓缓下滑,但从其2001年中报里仍可看出它与新疆德隆的关系依然密切--(1)新增加对新疆屯河水泥有限责任公司的投资(总金额为1.91亿元);(2)对厦门联合信托投资额为3045万元、占9.48%;(3)报告期新增为期一年的5000万元短期投资,系委托金新信托购买国债;(4)新疆金融租赁有限公司持有天山水泥150万股,是其第4大股东,占其流通股本的1.04%。

二级市场上看,天山股份在10月10日、11日一度出现的两个连续跌停板(10日跌停板、11日跌停板开盘),实在让市场隐隐担心--德隆系会不会先从外围崩溃?这算是第二声警钟。

第三声警钟——新疆屯河的长下影

当中科系、当银广夏(相关,行情)、当东方电子(相关,行情)纷纷倒下之后,环顾中国股市,德隆再无敌手,算是武功天下第一的东方不败。7月份至今,沪指跌幅已高达25%,个股大跌已是顺应市场潮流之举。这种情况下,德隆系的合金投资(相关,行情)、湘火炬(相关,行情)、

新疆屯河却偏偏要逆水行舟地创历史新高，这种对大盘"对着干"的举动，难免给人一种"欲盖弥彰"的嫌疑。11日上午新疆屯河一度跳水、虽然很快就收复失地、并且上午收盘还飘红上涨1.63%，但却已经惊出一身冷汗了。强势股最重要的是人气，一旦人气被打散，那股价将呈多米诺骨牌效应。故而这根在三家德隆股历史上从未出现过的长下影，足够让我们担心了，这可能算是第三声警钟。毕竟这三家德隆系嫡系部队的流通市值太大了，湘火炬59亿元、合金投资45亿元、新疆屯河43亿元，要撑住它们所耗的资金量也太大了。这就叫做"资金链"风险。

走近德隆:新疆屯河、沈阳合金、湘火炬还好吗?

<http://business.sohu.com/>

来源: [央视国际]

8月底爆出了银广厦事件后，关注德隆的人发现，德隆麾下的三大股票中期报表也出现了业绩下滑。于是许多关注德隆的人不禁疑惑：德隆是庄家的说法到底是以讹传讹，还是确有其事？面对市场上‘德隆还能撑多久’？的说法，一向低调而神秘的德隆也觉得有话要说。

尹筑光说，作为控股参股的战略投资公司，我们也和大家一样，同样关注着控股上市公司的业绩。那么从现在的中报来看，我们控股的三家上市公司业绩都稍有些滑坡，好像大家包括有些媒体也向我们提出了这方面的问题，我们感觉到这是比较正常的。

三家上市公司中期业绩下滑首先是国际市场销售疲软的原因。新疆屯河(相关,行情)的番茄酱、湘火炬(相关,行情)的汽车零配件，沈阳合金的电动工具、户外机械、清洗机械等，大多是出口产品，因此三家公司的利润都有所下降。其次，三家上市公司目前都在为德隆的行业整合进行前期投资。我们几个上市公司都以他们为龙头在进行行业方面的整合。在这整合过程当中，比如并购一些企业，或者是进行一些行业上的重组，这些都是需要资金的。那么重组了以后，这些企业也不见得马上就能点石成金，所以它的效益并不能反映出来，反映到我们报表上，”

尹筑光还说，到去年底，屯河、湘火炬和合金三家上市等三家上市公司的名称都改为了“投资股份有限公司”，三家公司在除了以前所从事的生产经营外，还要进行资本运营。

这三家上市公司，我不知道大家注意了没有，有一个投资公司概念，这三家公司在充当行业整合龙头的时候，一方面把自己的产业做好，一方面又在进行资本运作，在参股一些企业，那么参股这些企业的收益要表现在年终的报表上，它不可能表现在中期业绩的报表上。

德隆入主三家上市公司后的战略投资管理模式如出一辙，大致都分四步走：首先改变上市公司的股权结构；其次通过注入优质资产调整产品结构，使公司主业发生变化；然后通过并购、托管、委托加工等形式，对上市公司所在行业进行整合；最后，通过对国内外销售网络及渠道的整合，扩大上市公司产品在国内和国际市场的占有率，形成规模化、垄断性经营。我们对战略投资单位的业绩是随时关注的，如果它的主营业绩低于7%的话，我们就要向他们发出股东建议书，请他们说明效益没有达到7%的状况、分析原因、提出改进措施，

并且帮助他们来分析这些问题。

德隆称：过去三年是德隆潜心致力于产业和市场整合的三年，在整合和资本运作过程中有许多商业秘密是不便于公开的，德隆长期不太接触媒体、不对外张扬也有这些方面的原因。”

今年以来，二级市场一直处于低迷状态，许多股票市值甚至缩水 20% 左右，而我们看到，德隆控股的三只股票尽管中期业绩有所下滑，但目前在二级市场上的股价仍然比较平稳。德隆方面说，这是因为有许多中小投资者包括一些机构投资者都看好德隆，长期持有德隆的股票不愿出手，在新疆，德隆就有着一大批几年来从未抛过德隆股票的忠实的股民，他们中间，有的人已经拥了上百万的收益。那么，德隆为何瞄准了传统产业，他们在整合传统产业方面又有哪些做法，下周一请继续关注走近德隆。

沾'德隆'便飞 德隆是股市最大的庄家吗？

<http://business.sohu.com/>

来源：[央视国际]

市场上有传言，只要哪支股票与德隆有关，股价就会飞涨。德隆目前控股了三家上市公司，1996 年入主新疆屯河(相关,行情)、1997 年 6 月入主沈阳合金，同年 11 月入主湘火炬(相关,行情)，这几只股票自德隆入主以后，股价无不上涨了十几倍，今年 3 月德隆参股深发展(相关,行情)，这只大盘股也连连上涨。有人称，这些股价的上涨都是德隆的幕后操作所至，神秘的德隆是股市第一庄。那么传言到底是真是假，股价的上扬是德隆在二级市场的坐庄，还是其他原因，请继续收看系列报道走近德隆。当记者在乌洽会论坛上，向第一次公开露面的唐万里问到德隆是否是股市第一大庄家这个问题时，唐万里的回答是：这只是看到了表面现象，没有看到本质。他举例说，湘火炬 96 年的销售额只有 3000 多万，营业利润不到 1000 万，而德隆对其实行战略改造后，目前的销售额已经达 10 几个亿，翻了几十倍，他强调：股价与业绩应该是不矛盾的。唐万里认为市场上的这种传言也可能是由于德隆一直保持低调，有人产生了误解，而德隆没去及时消除。他同时说，一些不负责任的媒体，编造神话，对德隆造成了很大的伤害。当记者再次就这个问题问到德隆派出接受记者采访的尹筑光副董事长时，他的回答也相当坦率。他说：“从 97 年 3 月份以后，德隆就再没有进入过二级市场，在这以前，的确我们投过证券市场不规范的机，正如我刚才跟你说的，我们在一级市场、一级半市场、二级市场都做过，那个时候没规定，大家都在做，我们也在做。但是我们那个时候决策层比较早地认识到，投机不是出路，投资才是正道。从那以后，我们就转入了投资的渠道，就向实业投资，并且把资本运营和实业很好地结合起来。尹筑光说，收购法人股权，相继入主新疆屯河、沈阳合金和湘火炬，是德隆转向实业投资，将资本运营与实业相结合的三大战役。以新疆屯河为例，德隆作为第四大股东，在 2000 年向天山水泥出让了 51% 的水泥实物资产，整合了新疆市场 60% 的生产能力，结束了屯河与天山水泥之间的恶性市场拼杀，并把新疆屯河全面转向了番茄酱等红色产业的生产。德隆强调：“资本运营绝不仅仅就是炒股票。有人认为资本运营就是炒股票，这是一种误解，除了炒股票，企业的兼并、并购、重组、增资扩股都是资本运营啊。退出二级市场后我们就开始进行资本运营。当然，我们也参股了一些非银行的金融机构，比如信托、租赁哪，但我们从他们那里也只是收取投资收益，这也是一种资本运营。但我们决没有去进行炒股，致于说‘庄家’，那真是以讹传讹了”。

德隆悄然进京 “德隆第四” ST 中燕等候重生

<http://business.sohu.com/>

[谷立志] 来源: [北京青年报]

下周一, 被市场誉为“德隆第四”的 ST 中燕(600763)将迎来一场特殊的临时股东会, 市场盛传已久的强庄德隆将以股东身份在此会亮相。

出于对德隆家族的特殊关注, 即便此前德隆一再低调处理, 仍难以抵挡市场各方的热情。

其实, 除去德隆情结, 此次股东大会仍有颇多“卖点”, 一边是新疆屯河(相关行情)集团、国合公司、中经公司矛盾主体三头对案, 不知会激起怎样的“火花”; 另一边是资本市场上步履维艰的 ST 中燕重组扭亏已刻不容缓, 新股东挽救上市公司的一揽子计划将浮出水面。

■中燕等待重组来救命

中燕上市后便因先天不足而发育缓慢, 1997年后更是一病不起, 若非1999年利用资本手段年末扭亏, 如今早已是PT家族的成员了。2001年中报显示, 公司每股亏损高达0.23元, 但有一个现象值得关注, 公司主营业务收入、主营利润几乎是一片空白, 亏损的主要根源是人员成本及三费支出, 换言之, 公司已到了坐吃山空的尴尬境地。

与公司1999年勉强扭亏时相比, 如今的ST中燕每股净资产已降至0.55元(2001年中期经调整后), 此时, 即使公司加大重组力度于年末实现盈利, 但按证监会关于摘帽公司每股净资产需不低于1元的硬性规定, 公司2001年摘帽的难度极大。

如果这种情况出现在一年前, 恐怕中燕尚有充分余地腾挪, 但近期有关调整退市政策的传闻不断, 公司连续三年“ST”有可能直接出局, 这对于身负一年半亏损史的中燕而言不啻为最后通牒, 作为造血机能几乎丧失殆尽的ST中燕现在只能把最后的希望留给大股东了。

■大股东你来我往过“燕”拔毛

如果统计近几年上市公司大股东更迭频率, ST中燕即使不能荣膺冠军, 恐怕成绩也差不到哪去。

有人形象地比喻, 北京中燕就像一家时运不济的街边餐馆, 总看到有人装饰店面, 但很少见食客光顾, 每个重组方均是乘兴而来, 败兴而归。前任大股东国合公司更是干脆, 刚刚入主便觉风向不对, 积极寻找下家接手, 但苦于后继乏力, 最后不得已采用股权抵债的方式将这个烫手的山芋扔了出去, 代价无疑也是巨大的, 近两年的往返奔波换来的却是近2000万元的投资损失。时下, 新任大股东能为这家满目疮痍的企业带来怎样的实质变化无疑是投资者最为关心的, 不过, 股权转让后, 当事方诸如“偶然”、“巧合”等较为低

调的表态也着实让人们对中燕的未来平添了几许担心。

■德隆欲将食品工艺转嫁中燕

9月23日，作为本次大会的关键人物，新疆屯河集团副总经理刘先生在出席南京华商大会后悄然抵京。

刘先生在接受记者采访时表示，虽然“中燕”股权来得较为突然，但作为稀缺资源，屯河对这家壳企业的关注度是极高的，至于屯河是不是资本市场的匆匆过客，让事实说话应该更可信。

对于市场盛传的屯河将把番茄项目置换到重组后的中燕一事，刘总给予了否定。“目前，番茄项目已成为上市公司（新疆屯河 600737）的支柱产业，集团不会将两家上市公司重复定位，但有一点是可以肯定的，作为屯河集团做大食品业的整体规划，重组后的中燕主业定位肯定是在食品工艺方面，但具体细节尚在策划之中，不便透露。”最后，他不无风趣地表示，这只饱受伤害的“小燕子”现在到了给她恢复“羽被”的时候了。

■德隆第四身价几何

尽管德隆在市场上一向沉默少语，极不愿出风头，但德隆系的抢眼表现却越发令人刮目相看了。君不见，在大盘狂跌不止，“严打”铺天盖地之时，太多的大牛股、大龙头股上演跳水悲剧，唯有德隆股“唯我独尊”，湘火炬(相关,行情) (0549)、合金投资(相关,行情) (0633)、新疆屯河 (600737) 三大弟子平安无事且顽强抗跌，丝毫不受大势拖累，被传为市场佳话。不说德隆弟子，就是某些业务与德隆沾边的公司也会引发股价暴涨，像天山股份(相关,行情) (0877)、国际实业(相关,行情) (0159) 都曾尝过甜头。

而作为德隆第四的中燕，流通盘仅 4032 万股，价位仅为 16 元，这个最新身份令人神往，令人兴奋。早就有人预言，2001 年将是 ST 中燕的黄金时代，按照德隆系“喜新厌旧”的轮涨门规，中燕将成为最耀眼的德隆龙头。这不，9月24日的股东会未开，9月21日中燕就已提前拉起涨停板了。但冷静的投资者也明白，德隆的钱不太好赚，从新疆屯河等三位嫡系的历史表现中可见，德隆股需要足够的耐心和恒心，没有一定的心理承受能力，很难赢得最后的胜利。中燕也将是一场充满煎熬和折磨的持久战。

屯河入主 ST 中燕 德隆“友邦惊诧”称与其无关

<http://business.sohu.com/>

7月17日，ST中燕（600763）公告其大股东北京国际经济合作公司（下称经合公司）持有的北京中燕探戈羽绒制品股份有限公司（下称北京中燕）3800万国有法人股和120万社会法人股被法院判决过户给新疆屯河(相关,行情)集团公司（下称屯河集团）。此外，屯河集团还分别于7月4日、7月13日从经合公司手中受让法人股700万股和140万股。

至此，原大股东经合公司在两度股权转让失手后，终于将所持北京中燕 4760 万股权全部脱手，结束了长达两年的“离婚大战”。

屯河集团则以 5873 万元人民币轻取一家上市公司的控制权。

采访中，尽管德隆及屯河集团有关负责人均表示此次股权转让“纯属偶然事件，与新疆德隆没有任何关系”。但德隆除持有新疆屯河（600737）10.185%的股权外，控股屯河集团，并由德隆董事长唐万里兼任屯河集团董事长却是不争的事实。

此次股权转让完成后，北京中燕将成为屯河集团旗下除新疆屯河外的第二家上市公司，同时，也将成为德隆间接控股的第四家上市公司。

18 日，ST 中燕巨量报收涨停，创出历史新高。

投资者期待新疆屯河、湘火炬(相关,行情)、合金股份的神话在北京中燕再次上演。

蹉跎岁月北京中燕 2000 年年报显示，公司经营已完全陷入停顿状态，仅靠所谓的为其它公司加工实现主营收入 11.67 万元，与此同时，关联企业占用上市公司资金高达 8000 万元，占资产总额近 40%。公司 1996 招股书中的公布的四个募资项目，到目前为止，也只有一项完成，其它两项暂缓，一项取消。

今年 6 月，北京中燕成为第一只因财务状况异常而被实行特别处理的公司股票，从而被打入 ST 阵营。近日，公司又预告中期将继续亏损。

经合公司 1999 年 8 月受让 3800 万股国有法人股的投资 5548 万元以及股权转让支出 1134 万元，加上发起设立时的投入 800 万元，经合公司在北京中燕的实际投入已达 7482 万元。而本次经合公司将全部股权出手仅收回现金 5873 万元。

在没有任何收益的前提下，经合公司损失近 2000 万元，且这还仅仅是帐面损失。

对屯河集团的入主，经合公司有关人士表示，“这是好事。我们做了两年都没做出来，希望屯河与中燕能够有很好的合作。”

德隆回天得知屯河集团受让北京中燕股权后，记者随即致电新疆德隆集团执行总裁丁光平，他表示此事与德隆无关，他也是刚从报纸上得知这一消息。

德隆集团战略部的张总对此表示“非常吃惊”。他认为这是屯河集团自身的经营行为，与德隆无关。并表示德隆目前无意介入其它行业，近期也没有控股其它上市公司的打算。

但对记者提到的德隆是屯河集团的控股股东，二位负责人均语焉不详，表示对此事并不知情。

屯河集团有关负责人则告诉记者，此次股权转让是经营过程中的偶然事件。董事长

唐万里的秘书冉小姐告诉记者，公司会在合适的时间对投资者和新闻媒体有一个交待，更多细节目前还无可奉告。

德隆集团素来以“创造神话”活跃在中国证券市场。投资者对北京中燕的关注也在情理之中。

入主合金股份、湘火炬、新疆屯河，参股深发展(相关,行情)、青旅控股(相关,行情)、飞彩股份(相关,行情).....德隆在资本市场上如鱼得水，把一桩桩枯燥的资本故事演绎得有声有色。原本默默无闻的三家上市公司得到德隆的青睐无一不脱胎换骨。

截至去年2月份，由于德隆的介入，新疆屯河、湘火炬、合金股份涨幅分别达到750%、710%、1215%。三家公司的股本扩张更是成绩卓著，湘火炬股本扩张1.96倍，屯河为5倍，合金股份扩张最快，增长6.45倍。

此番屯河受让中燕股权，是否会使中燕咸鱼翻身？

国泰君安服装行业研究员李质仙认为，北京中燕所处的羽绒服制造业竞争激烈，加之公司主业长期陷入停顿，已没有竞争力可力，转变主业是公司的当务之急。他认为，屯河集团近年来在德隆的整合下，在水泥建材、食品饮料等方面在全国都处于领先优势，以德隆一贯的行为方式，屯河的介入必将给中燕带来一个新的开端。

据有关资料显示，1996年德隆入主新疆屯河之后，经过一系列整合，新疆屯河已成为年产100万吨大型水泥企业；其番茄酱生产占全球生产能力的10%，出口额居全国之首。此外，今年3月，新疆屯河又以现金方式出资5.1亿元与汇源果汁集团共同组建汇源食品饮料（集团）有限责任公司并控股该公司。

至于，屯河将会以哪些资产注入北京中燕目前还很难说，但无论如何，北京中燕又重新站到了起跑线上。

唐万新说，德隆没有操纵股市

<http://business.sohu.com/>

[记者张之清谷立志] 来源：[中国经营报]

德隆有信托理财业务但不是私募公司；德隆一直做产业整合凭业绩说话；只有英雄的股票才可以卖掉；德隆上市还差一步

5月19日。北京国际俱乐部。首届中国上市公司管理论坛上，新疆德隆的出场大大出乎许多人的意料。换句话说，一直在幕后低调运行、被业内称为神秘庄家的德隆此时的亮相颇有些突然。

作为大会第一位指定发言嘉宾，并被主持人戏称为“来宾中最不修边幅”的德隆集团当家人——唐万新先生作了题为《德隆机电业的整合》的会议发言。记者注意到，此次唐的发言通篇全是关于德隆机电业的理念与操作，与人们想象中德隆擅长玩转资本魔方迥然

不同。

从幕后走向前台的德隆仍然带有几分神秘性，被众人包围的唐万新看上去更像是一位农民企业家。在接受本报记者的专访中，席间对面的唐一直是烟雾缭绕，喝水频频，嗓音沙哑。

关于德隆

德隆的神秘自有它神秘的道理。

1992年，新疆德隆国际实业(相关,行情)公司正式登记入册。

从1996年、1997年开始，它通过收购法人股，陆续进驻新疆屯河(相关,行情)(600737)、湘火炬(相关,行情)(0549)、合金股份(0633)三家上市公司。截至去年2月份，上述三只股票涨幅分别高至750%、710%、1215%。有人还给它统计过，三家公司大规模股本扩张成绩显赫，短短几年的时间里，湘火炬从1股变成2.96股，屯河从1股变成6股，合金股份扩张最快，从1股增到7.45股。

并且，在今年监管部门对“中科创”、“亿安科技(相关,行情)”的“严打”下，屯河、湘火炬等“德隆系庄股”仍然长坐强庄，不为所动。以湘火炬为例，借用今年2月青海证券对它的评析说，“1999年底公司股东总数3543户，至2000年度股东总数为3427户，作为前几年涨幅已异常惊人的强势个股，流通股本从1.2亿股增加到1.6亿股，涨幅33%，股东总数居然不见增加，反而减少，主力丝毫不畏惧的心态实在让人佩服。”

有人做过统计，按上市公司公开披露的数据核算，德隆集团收购新疆屯河等三家公司的股权以及关联交易付出的成本大约是4亿？5亿元，在二级市场中，主力从这三家上市公司账面赢利至少不低于35亿元。

2000年9月，在中华工商联组织的1999年度上规模民营企业调研结果中，新疆德隆收入总额排名第18位，出口额9494万美元，进入前三，这一成绩足以令业界刮目。而唐万新则向记者透露，目前德隆销售额已超过300亿元。

2001年5月16日，又有消息传来，德隆旗下的新疆屯河现金出资5.1亿元，持有汇源集团51%的股权，其“财大气粗”可见一斑。在此之前，德隆还参股深发展(相关,行情)和青旅控股(相关,行情)，间接持有上市公司十几家。

还值得一提的是，在唐万新给记者的最新名片上，赫然印着“德隆国际战略投资公司”的名头，“新疆”二字悄然隐去，于今年初成立的该公司总部位于上海浦东著名的证券大厦南塔12层，与上海证券交易所毗邻而居。按照唐万新的说法，战略投资一直是他们孜孜以求的目标。

从早期一家民营企业到如今的国际战略投资机构，其中的跨度由许多令人难以想象的空间。也正是对这个空间的运作和把控，德隆自认为积累了一些经验，运作成了一些资本重组与购并案，开始有了一些说话的权利，可能也包括此次对媒体的不再低调，这也许

是唐愿意公开露面的原因之一，尽管他私下里嘟囔：“没想到规模这么大，原来只以为是公司内部小范围的讨论。”在接受本报记者采访之前，他还向记者强调：简单点，不要搞得太复杂。鉴于德隆当前市场的神秘性，记者还是把话题引向敏感区。

坐庄与投机

对于市场上德隆系股票的高增长和一直盛传的坐庄嫌疑，德隆始终保持沉默。当记者就此把它与中科系试着比较时，唐万新没有表现出厌烦情绪。

“对于那些大庄家，我不太了解，我们是搞产业政策的。中科系年销售收入 10 个亿，德隆集团是它的几十倍，在中国企业中可以排到前 10 名，二者的差距是什么，大家可以去分析。光看股票涨了多少倍，不看业绩涨了多少倍，不看业绩增长的可能性和未来利用的空间有多少倍，能行吗？以我们机电产业中的发动机为例，如果三年之后，做到销售 500 万台，那么投资机电类的股票涨幅肯定不知多少倍。但要实现超额的利润，还比较困难，不是一天两天就能做到的。”

“在投资市场上，树立投资形象是我们长期的战略目标，我们也一直希望投放的资金能影响到这种战略，市场上的成功得需要五年甚至十年的建立。说我们庄家也好，什么庄也好，我们需要的是时间。不过，从现在来看，大家对德隆的认可是可以的。屯河就是很好的例子，原先股东不到 2 万个，去年股票涨到 46 块钱时，2 万个股东就突破了，投资人对它还是比较认可的。”

对于外界认为的德隆通过外围给上市公司注入资产，然后在市场当中利用股市“金融放大器”，放大之后再通过它变现。对此唐万新予以澄清。

“这种情况，在德隆历史上只有一次，是太空梭行业。因为当初我们在买断的时候，这家国企包装过度，因此我们不得不投入资金，迫不得已用资产对其包装。你可以研究一下，在所有的交易中，德隆没有投过一分钱。”

记者发现，从 1998 年开始，德隆控股下的湘火炬开始频繁投资，到 2000 年间，公告的投资项目共 10 余项，涉及公司 20 多家，在频繁的投资过程中，湘火炬股价不断上升。并且在上述过程中，不乏关联交易。唐万新的解释是这样的。

“频繁的投资是市场化的要求，股价的上升是业绩支撑的结果。而对于关联交易，首先承认它是合法的。国有企业之间同样存在着许多关联交易，企业与企业之间是高负债收购。我们先行负责投资，将来等有钱了再买过来，这是操作过程中的打进，但不能因此说关联交易是不合法的。”

“德隆集团的最大一宗关联交易是湘火炬和合金股份之间，有些产品雷同，合金股份投了一笔钱后就没钱了，下一步怎么办？让湘火炬去做，搞合并。”

“有人问，德隆是不是私募公司，德隆是有限责任公司，合伙人 33 个。在中国信托业中，私募基金是主流业务，这是由市场决定的，在德隆投资的很多金融业务中，有信托理财业务。”

说到这里，唐万新开始把话题引向深处。“中国证券市场决不能照抄全球法律，要尊重中国现实，历史地看问题，现在看，扼杀的代价太大了。”

产业整合与资本扩张

唐万新自称非常青睐传统产业。在他的心目中，“制造业应当在中国落地生根。”这一点，与时下倡导的“高科技高增长”很有些对立。但他同时指出，关键在于运作什么产业？如何运作？

他向记者强调，“德隆不仅是做企业，更是做行业；行业的关键还在于做市场。”在对产业的选择和行业的把控上，唐万新显示了他独到的眼光。

目前，德隆已在食品加工业、汽车零配件业、电动工具制造业三大行业方面初显框架，用他的话说，“并且这三大产业又分别在区域、国内、国际三个不同的市场确立其主导地位。”而为实现这一目标，德隆打出的正是资本魔方这副牌。

“资本运作是什么？在许多人眼里，无非上个市啦，买个壳啦，赚点钱啦，美其名曰资本运作。并且还强调资产有多大，规模有多大，这是没用的，要看市场份额，看现金流量，这才是企业真正的‘黄金’”。

“德隆更强调整合，整合生产、整合销售、整合管理。”

在对德隆通过入主三家上市公司的过程中，《中国经济时报》曾撰文总结为四步曲。一是改变上市公司的股权结构；二是通过注入优质资产，调整产品结构，使上市公司产业发生变化；三是通过并购、托管、委托加工等形式对上市公司所处产业进行整合，优化产业结构；四是通过对销售网络和渠道的整合，扩大上市公司产品在国内和国际市场的占有率形成规模化，垄断经营。

为达到产业投资的目的而进行的这种资本扩张，有人给德隆定性为变相“圈钱”。唐万新对此并不否认。

“目前德隆用于一个行业的研发经费是3个亿，这么多的钱我到哪里去要？不借助资本市场，德隆的投资战略可能实现吗？我个人决不会用传统产业赚来的钱去冒这个风险，即使我有这个钱也不会去做，这个风险需要分散，资本市场就是分散增大的风险、投资的风险。我们运行的基本链条是控制几家上市公司，不断追加股份，让大家都能来参加，并且能承受得起，这样一来，责任和风险就转移到战略上去了。”

当然，其中风险性不言而喻。唐万新说：“风险确实非常大，大到让我睡不着觉的地步。不同文化的企业很难整合在一起。不过，在这其中，德隆也确实学到了并创造了一些东西，资产整合、业务整合等等。”

对于这种超常规的发展，如何调控就显得尤为重要。

“一是买最好的企业，只买第一名，不买第二名。第一名有经验，它经历过痛苦。如屯河控股汇源集团，尽管汇源赔了很多钱，但它有经验，有市场。中国 100 万吨的饮料年产量，汇源就占了 22 万吨，高度垄断。如果买个小饮料厂，等着去死吧。二是一定要搞好监控体系，这个非常重要。”

从 1986 年就开始经商的唐万新习惯于用“老商人”来形容自己。用他的话说，15 年的商海生涯，什么情况都碰到过，这是经验。

市场与业绩

不过，在记者翻阅的德隆入主三家上市公司的 2000 年报中，其业绩远不如以前。以屯河为例，年报显示，2000 年新疆屯河主营业务收入 4.54 亿元，净利润 9185 万元，比 1999 年增长 45.98% 和 3.49%，主业增长大，但获利水平没有多大提高，每股收益为 0.24 元。

同样，在 2000 年湘火炬公司报表中，记者看到了其营业费用和财务费用增幅达到 558.32% 和 365.95%，特别是营业费用更是从 1999 年的 2826.91 万元猛增至 18610.22 万元，每股现金流却有高达 84.15% 的下降。这对于一向强调现金流的德隆来说，压力很大。

有关人士指出，表明公司在短期迅速扩张的同时，在成本控制和业务磨合方面问题不少。对此，唐万新依然“振振有辞”。

“湘火炬的利润在后期，我们是先通过资本的力量，拿到市场上进行全球化整合。比如说，湘火炬控股 MAT(它是中国向美国出口刹车系统的最大出口商)，由此获得了世界一流的刹车系统生产能力及美国汽车零部件进口市场 15% 的份额。按理说市场能力很强，可利润上不来，为什么呢？就是成本太高，所以我们需要降低成本，研究环节控制，这样当下是不能产生利润的，现在它正处于消化期。我们的宗旨是先把市场拿过来，拥有了市场还怕做不出业绩来。”

同时，他强调“也只有在投资中建立起业绩的股票可以卖掉，那才是真正英雄的股票。全球的股票实际上是很难卖掉的，只有中国企业的股票傻乎乎地卖掉了，这反映出中国投资市场和投资人的不成熟。”

上市？

在德隆为自己设定的三个进程中，他们已从第一阶段的传统产业的市场整合者进入到第二阶段的价值发现者。用唐万新的话说，到达第三阶段的奇迹创造者还需要时间。

“为什么我选择传统产业的区域市场，如全国的食品业、全球的机电业等，可以看出德隆人的学习特点，通过三种不同的范围，进一步学习整合能力。”

“目前，管理集团还不到位，需要改进。如果一旦把这个区间占领了，冲到 1000 亿的销售额，只需要两年的时间就够了。”言语间，唐万新颇显自信和坚定。

在把目光对准传统产业进一步整合的同时，德隆并未放却进入资本市场的念头。用

一些人的话说，既然德隆有如此的投资理念和运作经验，控股、参股上市公司，为什么自己不主动寻求上市？

“按照美国市场的标准，德隆上市还差一步，主要是传统产业的投资组合还不太被国际场所认可，我们与摩根、美林都探讨过，他们认为还需要改进，这是德隆集团没有进入资本市场的主要原因。”

谈话中，唐万新还向记者表示，下一步德隆的动作还会加大，因为属于商业秘密，不便公开，并且还要继续保持低调，唐万新一再解释说，“德隆是机构投资者，主要面向全球的投资机构、产业基金、投资银行等客户。”不过，在人们眼中，此时的‘低调’显然有了另一种读解。业内人分析，此时德隆的亮相很有选择性。还有人说，德隆到了该说话的时候。

2001年5月25日 10:31
掀起德隆的盖头来
<http://business.sohu.com/>

[车海刚 尚志新] 来源：[中国经济时报]

就像一个仍在不断长大的巨人，德隆的庞大和它成长的速度令人咋舌。

德隆的"发家史"

1986年，7名青年大学生用仅有的400元钱，在乌鲁木齐创办了一家名为"朋友"的公司。当时，彩色摄影冲印业务在新疆还是空白，朋友公司相中了这个项目。唐万新--一个其貌不扬的年轻人（现为德隆首席执行官），自此频繁往来于乌鲁木齐与广州之间，把从新疆客户手上收来的胶卷拿到广东冲印成照片。

彩扩业务一年净赚了100万。用这掘来的第一桶金子，朋友公司先后搞过服装批发、小挂面厂、小化肥厂等多种经营；1988年又承包新疆科委下属的新产品新技术开发部，从事电脑软件开发等业务。这些创业探索，无一例外地失败了。到1990年，曾经称得上"天文数字"的100万赔得一干二净，还背上了不轻的债务。

进入90年代，靠代理电脑销售缓过劲儿来并正式注册命名的新疆德隆公司，瞅准第三产业在中国方兴未艾的契机，进入娱乐、餐饮和房地产开发业，仅它旗下的北京JJ迪斯科广场每年盈利就超过3000万元。德隆有了属于它的第二桶金。

几乎与中国资本市场的诞生同步，1992年，新疆德隆开始涉足股市。

唐万新在资本运作方面肯定有种先天的敏感和悟性。初生的中国股市，充满了风险也充满了机会，就在相当多的人不识股票为何物、把原始股看作烫手山芋的时候，唐万新却笃信股票的增值潜力，他把股票称为"中国人第一次真正拥有的个人财产"。在向记者介绍德隆的"发家史"时，唐和他的同事们毫不讳言当年的那段经历。一级市场、一级半市场……让这些敏锐、聪明而又大胆的年轻人过足了赚钱的瘾。这是德隆创业阶段掘得的最大的一桶金，

也是此后德隆一系列宏篇巨制的开始。

瞄准实业

德隆的很多"老人"都向记者谈到了"达园会议"。达园是北京的一处地名，"达园会议"是德隆十年历程中一次具有转折意义的务虚会，时为1997年5月。正是在这次会议上，德隆确立了由"项目投资"转为"行业投资"的投资理念。

是什么导致了德隆的这种转变？唐万新这样告诉记者："如果我只想做个财主，那时候的钱已经够花了"。唐万新的事业伙伴之一、现任德隆执行总裁黄平的话或许可以提供更多的诠释："单纯投资于股市，刚刚赚了几百万，你可能会很兴奋。当你有了一两个亿，就不会再有激情了，你会觉得很'虚'，必须有个产业，有个根基。"

方向明确之后，接下来的问题是：运作什么产业？怎么运作？

德隆把目光投向了传统产业。这一思路的形成直接得益于唐万新1995年的那次出国考察。当时，初步完成了原始资本积累的德隆一班人走出国门，对西方发达国家的工业产业和资本市场进行实地调研。他们发现，世界产业结构调整的一个基本规律是，制造业的接力棒先由欧美传到日本，再由日本传到台湾、香港、东南亚，现在正向中国大陆传递。这对中国意味着历史性的机遇。"制造业应当在中国落地生根"，因为中国有着非常廉价的劳动力，更重要的是，经过几十年的工业化建设及技术改造，中国已经具备相当高的装备水平和技术水平。而中国制造业之所以缺乏竞争力，根源在于多年重复建设和低效投资。今天看来，这好像是一个尽人皆知的道理，但在6年前，很少有企业家站在这样宏观的角度看问题，更很少有企业家把这个问题同本企业的发展大计联系起来。

唐万新向记者进一步阐述了他的另一个观点："都说传统产业是夕阳产业。其实，无所谓朝阳还是夕阳。纺织是夕阳产业吗？食品是夕阳产业吗？只要人们要穿衣、吃饭，它们就都是永恒的产业。"

相信自己认识到了传统产业的价值及其症结所在的德隆，在进军实业的道路上对这类产业情有独钟，决定介入传统产业、整合传统产业。而整合的技术手段，自然离不开德隆赖以起家并已驾轻就熟的独门利器--资本运作。

三大战役

通过收购法人股权，相继入主新疆屯河(相关,行情)、沈阳合金和湘火炬(相关,行情)，是德隆奠定其产业基础、同时也奠定其资本市场领导者地位的三大关键战役。

新疆屯河的前身是成立于1983年的集体企业--新疆昌吉回族自治州头屯河水泥厂；1993年改制为股份有限公司；1996年在上交所上市（股票代码：600737），成为新疆地州级企业中的第一家上市公司。当年10月，新疆德隆受让部分集体股，以第四大股东身份进入屯河。

作为新疆第二大水泥企业，屯河与本地区的"龙头老大"天山水泥相距不到50公里，双

方为争夺市场拼杀得异常惨烈。德隆入主屯河后，于2000年以屯河向天山出让51%水泥实物资产的形式，完成了占全新疆60%生产能力的水泥市场的整合。

脱去灰色水泥外壳的新疆屯河，把主业移向了以番茄、胡萝卜、红花、枸杞等当地特色果蔬资源加工为核心的"红色产业"，现已形成亚洲第一、世界第二大番茄酱生产能力。为了打入并占领国际市场，屯河收购了一家拥有20多年番茄酱经营资历的外国销售公司，并与美国亨氏(Heinz)集团加强合作；在国内，屯河收购了果汁饮料市场上大名鼎鼎的汇源集团51%的股权。目前，屯河番茄酱的市场份额占到全国的85%、全球的6%，出口量居全国之首。

湘火炬的前身是始建于1961年的国有企业--湖南株洲火花塞厂；1993年改制为股份有限公司，同年在深交所上市（股票代码：0549），是湖南省首批上市公司。1997年，新疆德隆受让株洲市国资局持有的占湘火炬总股本25.7%的国有股权，成为其第一大股东。

在为湘火炬注入7000万资金的同时，德隆也为它注入了发展"大汽配"的理念。一个过去只有火花塞等少数几样产品的工厂，现在已经变成一个生产系列汽车零配件及其他机电产品、并在业内具有相当影响力的企业，其汽车零部件出口排名国内第一。

德隆入主湘火炬后最得意的一笔，是于1999年收购了竞争对手--美国最大的刹车系统进口商MAT公司及其9家在华合资企业75%的股权，从而获得了美国汽车零部件进口市场15%的份额，当年就实现了1.5亿美元的在美销售额。

合金投资(相关,行情)的前身是中国最大的镍合金材料生产企业、成立于1956年的沈阳合金厂；1990年改制为股份有限公司；1996年在深交所上市（股票代码：0633）。也是在1997年，比收购湘火炬稍早，新疆德隆入主沈阳合金，成为其第一大股东。

德隆入主后，盯住了合金材料的下游产品--电动工具。1998年，合金出资9000万元，收购了星特浩（集团）发展有限公司持有的上海星特浩企业有限公司75%的股权。翌年，星特浩又陆续收购或新建了苏州太湖电动工具集团公司、苏州黑猫集团公司、上海美浩电器有限公司、陕西星宝机电有限公司等多家电动工具制造企业，使合金成为中国最大的电动工具生产商和出口商。去年下半年，合金与著名的美国毛瑞（Murray）公司结成战略联盟，同时探讨更深层次的合作，利用毛瑞成熟的品牌和营销通路，已经占有并在继续扩大对国际电动工具市场的控制权。

有了在三大类产品出口上创造的三个全国第一，新疆德隆集团于2000年在全国工商联组织的评比中跻身中国民营企业出口"三甲"之列。

"三大战役"之中，尤其是屯河与天山的重组、整合，被德隆自视为最漂亮的一仗。

战略投资

与其他企业从在境内外建厂做起，一点一点打品牌、抢市场、滚动发展的做法不同，德隆认为，战略投资管理可以更快捷地树立企业的市场优势，事半功倍地强化其核心竞争力。

综观德隆入主三家上市公司的过程，不难发现它们的运作方式如出一辙，大致都分四

步走：首先，改变上市公司的股权结构；其次，通过注入优质资产调整产品结构，使上市公司的主业发生变化；进而，通过并购、托管、委托加工等形式，对上市公司所处产业进行整合，优化产业结构；最后，通过对销售网络和销售渠道的整合，扩大上市公司产品在国内和国际市场的占有率，形成规模化、垄断性经营。

这种集中体现战略投资管理思想的运作模式，或许正是德隆企业从容应对加入 WTO 后激烈国际竞争的信心之源。

接受记者采访时，唐万新他们反复强调了“德隆不仅是做企业，更是做行业；做行业，关键在于做市场”的观点。显然，分别以新疆屯河、湘火炬和合金投资为核心，德隆已经初步搭建起了饮料食品加工业、汽车零配件业和电动工具制造业三大行业的骨架。而德隆的这三大产业又分别在地区、国内和国际三个不同层次的市场确立了其主导地位。

德隆目前正在做的，是继续与国内外相关企业积极接触，酝酿新的并购和合作，对包括火炬和合金在内的企业进行更深层次的整合，以期形成以汽车零部件、电动工具、户外机械、发动机、建筑构件等几大类产品为主体的大机电行业格局；在食品饮料行业，近期内可能也会有比收购汇源果汁更大的动作。

他们似乎永不满足。唐万新不止一次对我们说，过去三年是德隆潜心致力于产业和市场整合的三年，在整合和资本运作的过程中有许多商业秘密是不便于公开的。今年已经进入最关键的阶段，基本完成这些工作并使德隆走上快速发展的道路大约还需要两年时间。德隆长期以来不太接触媒体、不爱对外张扬，原因大概就在于此。

在德隆透露的有关整合的目标企业名单中，记者注意到几个熟悉的名字--有国际上的行业巨头，也有境内知名的上市公司和行业领先企业。唐万新说，这反映了德隆整合产业、整合市场的一个重要信条：一定要与这个行业内最优秀的企业站在一起，结成利益共同体，“抓住了老大老二，其他企业自然不在话下”。而且，这样做的一大好处是，可以变竞争对手为合作伙伴，避免两败俱伤，彼此和气生财。

战略投资是一种大手笔的制作，却不意味着盲目的扩张。事实上，德隆在介入一个行业和企业前的谨慎超出了许多人的想象。在德隆的组织架构里，战略投资委员会是董事局下设的、与执行委员会和薪酬/任命委员会并列的三大委员会之一；在执行委员会之下还设有战略管理部，作为执委会 7 个常设部门中最重要的一個，行业分析和研究是它的一项重要职责。据说，德隆每年用于对某一行业的专题调研的费用高达上亿元。3 年前，为论证屯河向“红色产业”转型的发展前景，德隆投入了 800 万元资金，聘请了来自国内外的专家以及麦肯锡、罗兰·贝格等 4 家国际知名咨询公司，到 10 余个国家作市场调查分析，最终形成了一份周详细致的调研报告。

战略投资还需要战略管理作为有机的延伸和效果保障。德隆战略管理部的另两项重要职责就是对所投资的上市公司提供管理咨询和实施监控。我们在新疆屯河采访时，恰好碰上由德隆上海总部派来的“战略控制员”马昆，他和几名同事正在屯河市场部帮助从事市场营销的策划。

从前期到后期、一环扣一环的战略控制体系，保证了德隆一系列整合的可行性与可持续

性。一个很有说服力的数字是，德隆操作的重组案例至今已经超过百个，失败的只有屈指可数的几个；被入主企业的经营业绩全都有惊人的增长。

被入主者

单个企业尽管不是德隆关注的终极目标，却毕竟是整合产业的重要载体。因此，观察被入主企业在整合前后的表现是有意义的。

毋须讳言，一个企业愿意被"外人"收购，肯定有这样或那样不得已的苦衷。至少，三家上市企业在德隆入主前的生产经营状况都不算好。譬如湘火炬，由于受假冒伪劣冲击之苦1996年的利润只有201万元，每股收益仅2分钱。要想摆脱困境，必须寻找一个实力雄厚又有战略眼光和丰富管理经验的"靠山"。一个小企业的100%抵不过一个大企业的10%，这是谁都明白的道理。

在这样的情况下，相对于德隆的踌躇满志和谨慎挑拣，被收购企业的弱势地位不言而喻。但是，德隆似乎并不想因此乘人之危、讨价还价，一些亲身经历过当年谈判的老火炬、老屯河人至今仍对德隆的慷慨和爽快啧啧不已。唐万新是这样解释的："只要能做成这件事，德隆不在乎几分几厘的得失。"也许，正是德隆的这种慷慨和爽快加快促成了双方的结合。

当然，被收购的企业并非没有担心。无论是湘火炬、沈阳合金还是新疆屯河，以往或多或少都曾有过上当吃亏的经历。所以，在与德隆合作前，他们都进行了细密的调查考证，对德隆的实力有所了解。问题在于，谁也不敢保证这个实力强大的投资者设下的不是又一个骗局--假如它只是买个概念，在二级市场上"炒"一把，赚一笔钱就走，怎么办？

那时候，萦绕在地方官员、企业决策者和员工心头的疑虑，恐怕与今天股市里眼瞅着"德隆系"股票只涨不跌而费尽猜测的股民们别无二致。

三年之后，人们早已不再担心了，他们没有看到德隆想要"套现"走人的一丝迹象，他们看到的只有不断加大的投资力度。有人甚至就是从与德隆的合作开始改变了对民营企业的"成见"。湘火炬原第一大股东--株洲市国有资产投资经营有限公司如今把德隆当成了样板，公司副总经理姜达仁对一家有意前来收购企业的私企老板说："你们要向德隆学习。"

记者查阅了德隆入主三家上市公司后历年的资金募集及使用情况。以2000年度报告期为例，新疆屯河通过配股实际募集资金2.39亿元，全部按照计划投入到了配股说明书承诺投资的项目之中，其中，5435万元用于收购新疆硫磺沟水泥厂，23890万元用于兴建5.2万吨番茄制品生产项目；湘火炬通过配股实募资金5.60亿元，按照配股说明书的承诺，主要用于车灯车镜技改、轿车火花塞国产化配套等生产项目和对下属企业的增资等；合金投资年度报告期内无募集资金。

"土鸡变成金凤凰"，德隆引入的大量资金、全新的企业理念和经营管理方式，为入主企业带来脱胎换骨的变化。2000年同1996年相比，湘火炬的总资产由3.36亿元增长至23.1亿元，净利润由164.5万元增长至8595.8万元；合金投资的总资产由1.33亿元增长至13.9亿元，净利润由834.6万元增长至4803万元；新疆屯河的总资产由4.13亿元增长至19.1亿元，净利润由2694.6万元增长至9185.8万元。三家公司的其他主要业绩指标也都大幅提高，并

在市场培育和未来增长上显示出巨大潜力。而这正是支持股价不断攀升的根本动力。

一位证券分析人士解析"德隆现象"时，把它的战略投资管理称作"后巴菲特模式"。在他看来，索罗斯是纯粹靠买空卖空、套现获利的"投机家"；巴菲特开始注重选择并介入产业，但只做了一半；而德隆是把资本市场当成运作产业的一个手段和最佳切入点，接下去又完成了巴菲特没有涉及的另一半工作--真正深入到企业的经营管理层面。

2000年，湘火炬、新疆屯河、沈阳合金同时更名为投资股份有限公司。按照国家有关规定，这是上市公司主业变化后必须履行的手续。但它仍然不失为一个有意思的信号：随着产业重组与整合的不断深化，德隆也许有意将它的战略投资管理理念和模式逐渐向下渗透，孵化出一批小德隆来。

用人之道

"经营企业就是经营人"，是很多德隆高层人士的口头禅。

在与这些高层人士的接触中，记者发现了一个有趣的现象：他们当中很多人都出身于知识分子家庭，有几位本身就曾当过大学教师。"儒商"的一个突出特点是理性多于感性，对于德隆这样一个重视投资理念和长远眼光、定位为战略投资公司的企业来说，这种组合的意义是可想而知的。

事实上，不只是决策层，德隆的各个层面都聚集了一大批来自四面八方的人才。德隆战略管理部的10几个成员当中，有博士4人，其他均为硕士。而新疆德隆，有博士30多名，硕士200多名。

唐万新喜欢说一个"最"字。在德隆，最优秀的人才同最优秀的企业一样，备受青睐。

德隆入主一个企业后，原则上对原企业的经营管理人員和职工一律保留。现任新疆屯河董事长何贵品、总经理张国玺，湘火炬党委书记黄良才、常务副总经理刘海南，合金投资和星特浩的总经理潘亚平……都是这几家企业的老领导。唐万新说，国有企业不是没有人才，关键在于机制，给他一个好机制，人人可堪大用。

德隆人最津津乐道的是王炜的故事。王炜原任美国MAT公司董事长、CEO，德隆收购MAT的75%股权后，王加盟德隆出任湘火炬总经理之职。在德隆下一步整合机电产业的工作中，他将担当举足轻重的领衔角色。王炜的产业原本不可谓不大，他的美国客户都很怕他。这个在台湾长大、具有美国教育和生活背景的华人博士为何甘愿听命于德隆呢？曾有中央电视台的记者拿类似的问题问王炜，王答：做企业就像逆水行舟，不进则退。他显然认定，德隆的理念可以带动他的企业更快地往前"进"。记者又问：你们两家合到一起一年多了，你认为是不是"双赢"？王炜回答得更干脆："不是'认为'，就是。"

不仅是王炜这样的华人，被德隆"网罗"来的还有不少欧美业界的顶尖人物。借助"外脑"，是德隆将整合的触角伸向世界、迅速打通国际市场的一张王牌。奥托·卡尔托夫（Otto Kalthoff）--德国一家最大咨询公司的创始人，与我们同一天抵达上海，住在同一家酒店。他此行不是考察中国市场，而是作为德隆欧洲有限公司的"特别代表"来向唐万新"报

到"的。卡尔托夫对记者说，他将利用自己在欧洲工业界的影响力，为德隆赢取更多的发展机会。唐万新则告诉记者，目前在海外为德隆供职的像卡尔托夫这一层次的外籍人士已有5人。

在金碧辉煌的浦东国际会议中心举行的欢迎晚宴上，卡尔托夫掩饰不住"入伙"德隆的喜悦。德国人的笑容、中国人的笑容与美丽的浦江夜色辉映在一起，成为这个全球化时代的一个小小象征。

2001年4月28日 14:05

德隆系：中国独特的“类家族企业”敛财模式

<http://business.sohu.com/>

机构：[新财富]

不健全的交易监管机制，令中国的“类家族企业”在敛财模式上与东南亚“家族企业”存在很大差异，但在本质上却是一样的-都损害了市场的健康发展。

我们发现，亚洲“家族企业”的运作规律是，被置于企业金字塔下层的上市公司的资产，往往会被“控制性股东”运送到金字塔的上层。

产生这种状况的原因是，“控制性股东”对下层的上市公司拥有很强的控制权，却只拥有很小比例的权益。这种不平衡，加上亚洲地区司法制度薄弱、企业会计制度不够透明，使得“家族企业”将上市公司置于金字塔结构的下层，并且将下层的资产通过关联交易运送到上层，或者将上层企业的危机转移到下层公众公司，损害了小股东的利益。

然而在中国，我们发现了一种全新的“类家族企业”的运作模式，其金字塔结构中资产的运动方向往往和亚洲其它地区的情况相反。上市公司在复杂的结构中，往往成为这种“类家族集团”中的旗舰企业，其资产变为向下运动，具体表现为投资行为。

产生这一模式的主要原因是，由于目前中国股市的初级市场特征尤其是不健全的交易监管机制，决定了“控制性股东”有可能通过证券市场股价上涨获取暴利。

另一方面原因是，由于未流通的“国家股”和“法人股”，在上市公司的股份中占有很大的比例，同时价格远低于“流通股”，这使得“控制性股东”，尤其是那些处于相对控股地位的“控制性股东”，可以通过很低的价格受让国家股或法人股，实现对一家上市公司的控制。中国上市公司流通股(A股)占总股本的比例平均为30%。

在对上市公司国家股和法人股的收购实例中，“每股净资产”是个非常重要的定价依据，转让价格的平均水平为每股净资产溢价30%(对于国家股，管理部门设定了下限，其转让价格，不能低于每股净资产)。在2000年国家股及法人股转让实例中，法人股的平均转让价格，为同期流通股平均价格的13%。由此来看，那些处于相对控股地位的控制性股东可以用很小的代价，通过法人股场外协议转让，实现对一家上市公司的控制。

当这些机构低成本控制上市公司之后，便不断投资。通常投资额并不是很大，很难有规模效益，却能以此制造二级市场上的“利好消息”，而且我们观察到，这些公司通常都选择高送股这种奇妙的分配方式，并没有让股东拿到一分钱现金，却推动了股价的上涨。这类公司股票价格上涨幅度相当惊人。我们无从证明这些控制性股东是否从二级市场获取巨额收益，但这种可能性的确是存在的。那么谁能证明这种可能性呢？

按照成熟市场的法律，这种情况是应当由控辩双方中的辩方举证。如果辩方不能证明自己清白，将受到相当严重的处罚。

这也正是我们十分重视“举证责任是证券交易法成败关键”的原因。这是解决“大股东控制问题”的有效途径，对中国证券市场未来的健康发展也有着至关重要的作用。中国的“类家族企业”敛财模式是初级的，其收益率远高于亚洲其它地区“家族企业”的普遍模式。随着监管机制的完善和国家股、法人股流通等其它问题的解决，也许在中国我们也会看到类似于东南亚国家“家族企业”的敛财模式。

事实证明，许多亚洲国家和地区，正是由于没有解决“举证责任”这一关键问题，而备受大股东问题的困扰。随之而来的家族企业敛财则是造成亚洲金融风暴的重要原因之一。

关于举证责任，我们将在本文的最后进行系统的论述。以下我们分析一下“德隆系”的操作模式。

“德隆系”的神奇历程

在三年多的时间里，“新疆德隆”控制的三家上市公司——“新疆屯河”、“合金股份”、“湘火炬”，股价已分别上涨了1100%、1500%和1100%。这些上市公司及其它与“新疆德隆”有关的上市公司，在证券市场上，被称作“德隆系”。(本文中“德隆系”的涵义还包括与“新疆德隆”有关的人员及其相关公司，即“一致行动人”。)

“德隆系”股票如此巨大的涨幅，如像市场传言有所谓的“庄家”介入，其获利是相当惊人的。

早期的融资

由“新疆德隆”及其母公司“乌鲁木齐德隆房地产”提供担保，子公司“新疆金融租赁有限公司”发行1亿元“特种金融债券”。

资料显示，“新疆金融租赁公司”在“德隆系”的早期融资中扮演了非常重要的角色。这家公司是1996年2月由“新疆屯河”、“新疆德隆”等11家新疆公司和机构注册成立的。“新疆德隆”和“新疆屯河”各出资700万元，各占12.73%股权。

1996年10月，“新疆德隆”即介入“新疆屯河”，成为第三大股东(持股10.185%)。时间在“新疆屯河”上市仅4个月之后，间隔之短，似乎早有安排。

在介入“新疆屯河”半年之后，也就是在介入“合金股份”两个月前，1997年4月，“新疆金融租赁”发行了1亿元“特种金融债券”(期限为3年，年利率11%)。

为这笔“特种金融债券”提供担保的两家公司都是“德隆系”的公司。

一个是“新疆金融租赁”的母公司“新疆德隆”。其质押的，是其所持有的“新疆屯河”1410.18万股(持股比例8.19%)法人股及其质权登记日以后的分红派息。

另一家担保公司则是“新疆德隆”的母公司-“乌鲁木齐德隆房地产开发公司”，抵押的则是其下属“城市大酒店”的部分楼层。

这笔质押情况，在“新疆屯河”1998年中报中被“遗漏”。此后，在“中央国债登记结算有限公司”发布的关于此项抵押的公告后，“新疆屯河”也发布了“更正公告”。

关联公司如此倾注血本的担保，加上“新疆屯河”中报的“遗漏”一事，令“新疆金融租赁”所获一亿元资金的用途分外引人注目。

两家“德隆系”上市公司同时修改公司章程，各为“上海星特浩”提供2亿元贷款担保“合金股份”的向下投资多数是以“上海星特浩”为中心完成的，而“上海星特浩”通过“德隆系”两家上市公司的担保，获得了4亿元银行贷款。

为了扫清对“星特浩”进行担保的障碍，1999年4月，“德隆系”的两家上市公司同时通过决议，赋予董事会处理对外担保事项的权力。“合金股份”于4月6日召开股东大会，通过决议：“股东大会授权董事会在今后为股份公司直接或间接控股公司提供财务担保事宜中独立决策并负责实施；同在4月，德隆另一家控股上市公司”湘火炬“也修改公司章程，将“董事会可以行使4000万元以下项目投资决策权”改为“董事会负责处理对外担保事项并可以行使公司净资产20%以下项目投资决策权”。

5月20日和26日，“合金股份”及“湘火炬”董事会分别发布公告，各为“上海星特浩公司”提供2亿元银行贷款担保。如果“上海星特浩”不能按时还款，两家上市公司将向银行支付全部借款本息。

不得不指出的是，如果说“合金股份”为“上海星特浩”提供贷款担保出于是该公司的“关联企业”，那么“湘火炬”的担保行为则毫不沾边。即使“上海星特浩”盈利前景再好，也不能体现为“湘火炬”的利益。而一旦“上海星特浩”不能按时归还贷款，“湘火炬”的股东将不得不为其承担巨额债务。这笔担保，严重损害了小股东利益。

通过“合金股份”、“湘火炬”的共同担保，“上海星特浩”获得共计4亿元贷款。而这笔贷款的去向则特别令人关注。

根据“合金股份”的公告，“上海星特浩”向下的投资总额在1.75亿元左右。如果说，上述4亿元贷款都用于投资的话，那么而另外2亿多元贷款的去向，则是一个问号-而这些贷款，都是由上市公司担保的。

另一方面，通过“上海星特浩”这些大量令人眼花缭乱的投资动作，“合金股份”1999年的公告不断涌现，股市“利好消息”层出。

频繁投资、转让及高送股令股价飙升

“湘火炬”频繁投资，不乏关联交易

1998年中开始，“德隆系”控制下的“湘火炬”开始了频繁的投资。在两年时间里，公告的投资动作达11项，涉及公司达21家，其中不乏关联交易。

最典型的关联交易的例子是，2000年4月，“湘火炬”与“上海奥神环境高科技有限责任公司”（下称“上海奥神”）、“中极控股”合资组建“株洲湘火炬环保科技有限公司”。湘火炬以厂房等实物出资，经评估为1.6亿元，其中5100万元作为资本金入股，占总股本51%，评估超出部分作为合资公司对“湘火炬”的负债。

在“湘火炬”频繁的投资过程中，“湘火炬”的股价也在不断上涨。

1997年11月新疆德隆入主湘火炬，至今经过三次转配股，一股变成了4.7股，股价由1997年的7.6元/股，如果仅对1997年以后进行还权，到2001年3月23日，经复权后变成了85元/股，涨幅达1100%以上，自上市以来更是上涨了3000%以上。

神奇交易，刺激股价：“北京太合金”一年内转手，盈利1800万元。

1997年，“新疆德隆”进入“合金股份”后，即宣布了1997年配股方案。以10:3比例，总股本5168.5万股，共计配1550.55万股，价格5元/股，共募集资金7752万元。

配股说明书中称，募集资金主要用于与“北京太空梭娱乐设备有限公司”合资组建“北京太合金动感电影成套设备开发有限公司”（下称“北京太合金”），总投资4000万元，“合金股份”占80%股权。项目投资回收期1.87年，年投资利润率80%。按计划项目应在2000年初才开始回收投资。

然而，仅1年之后，在1999年6月，“合金股份”便将“北京太合金”80%股权作价5000万元转让给“新疆东方奥斯曼化妆品有限公司”。还未完成投资，就盈利1800万元，这么好的“生意”显示出德隆对“合金股份”非同一般；打造能力“（该转让收益占公司当年净利润的15%，我们注意到，审计该公司的沈阳华伦会计师事务所对当年年报出具了无说明的审计意见）。

“合金股份”还进行了其它一系列投资，也起到促进股价上涨的作用。

1997年6月6日新疆德隆入主合金股份，至今经过四次转配股，一股变成了6.2股，股价由1997年的12元/股，到2001年3月20日，经复权后变成了186元/股，涨幅达1500%。

“新疆屯河”股价两年后的启动，也起于频繁的投资

自从1997年4月“新疆金融租赁”发行一亿元特种金融债券后，直到2000年，“新疆屯河”股票才突然再发力。在之间这段空白时间里；合金股份“和“湘火炬”则股价飞涨。

2000年3月，“德隆系”加大“新疆屯河”控股比例，拥有“新疆屯河”近28%的股权。此后，“新疆屯河”在沉默两年后，也和“德隆系”的另两家上市公司一样，开始了一系列频繁的投资。

不算“新疆屯河”2000年配股资金专用的几个项目以及以实物资产出资组建的“屯河水泥公司”，“新疆屯河”近一年来共投资7亿元。这么密集的投资，更让人怀疑。从“新疆屯河”的经营业绩及年报来看，难以支撑如此巨额的投资。

自从“新疆德隆”进入“新疆屯河”以来，“新疆屯河”经历数次送配股，当初的1股变成了5.48股，经复权，到2001年3月23日每股股价已到127元，累计涨幅1100%以上。

股权转让至自然人控制的公司

亏本转让，“北京总府”淡出“德隆系”内部股权大换手

相关资料显示，自1999年9月到2000年6月，不到一年时间里，“德隆系”对“合金股份”的权益，在其北京的上层关联性公司中间，发生了一次大的转移。

1999年9月，“北京总府”将“合金股份”1810万股(占总股本8.46%)转让给“北京绅士达”，此次转让价格1.48元/股。

相比“北京总府”1997年受让这些股权时的价格3.11元/股，“北京总府”经过两年运作不仅连本钱都收不回来，“亏损”竟高达2950万元。此时“合金股份”的资产净值已大大增加，为什么“北京总府”竟然“亏”得一塌糊涂？

经调查，“北京绅士达”是由自然人出资的公司，1998年1月注册。公司由清华大学毕业仅1年的王琦出资800万元(占总股本36.2%)，白薇、杨益各出资700万元(分占总股本31.9%)成立。其中白薇特别引人注意，她在1997年10月就被选为“合金股份”第三大股东-“北京万新达”的董事长(法人代表)。

2000年6月，“合金股份”大股东“北京万新达”的股权结构，也发生了变化。该公司增加注册资本后，“德隆系”人员张万军股权由10%增加到48%，成为第一大股东；另一位新加入的个人股东杨力持股46%。原第一大股东“北京吉吉”所持股权由75%，降为6%；原持股15%的第二大股东唐万川则从“北京万新达”退出。

这样，由“德隆系”自然人直接控制的公司成为“合金股份”的主要大股东。

原来“德隆系”的重要角色-“北京总府”在“合金股份”中的权益已微乎其微。以致于在我们的调查过程中，无论是北京市工商局，还是北京朝阳区工商局(“北京总府”营业执照上加盖该局印章)，均未查到有关资料。看来，“北京总府”已从“德隆系”淡出。

“举证责任”是解决问题的关键

“德隆系”表现为一种现象，即一个庞大的金融控股集团，其控制的上市公司股价无一例外地巨幅上涨，这牵扯到了一个重要的证交法问题，也就是其是否恰当，是否合法，是否侵犯了小股东的权益，这是我们探讨的重点。本文希望利用美国证监会现行法令来做一个评估。

如果德隆系利用上市公司炒高股价取得利益后再来收购子公司，就立即牵涉到了操纵市场的嫌疑。但问题是何谓操纵市场。

目前有关法令可以分成下列两项：

1、操控价格-按照中国证券法，操纵价格是指利用资金及信息上的优势，操纵股价牟利或避免损失的行为。在美国的法律环境下，控方须证明该不法交易曾经发生过，辩方可引用负责辩护条款，证明其行事的目的并非进行不法的交易。

2、披露虚假或具误导性的资料以诱使进行交易。这个案例可以利用去年(2000年)11月份瑞士信贷第一波士顿银行及瑞银华宝银行操控中国移动股价做一解说。中移动去年11月8日前逾一周出现大量卖空盘，每天卖空值高达交易量的一成五，一周卖空值高达每天交易量的七成。11月8日，瑞士信贷第一波士顿分析员突然改变对中国移动的股价预测，由10月份的目标价76元，调低至49元。其后，该行在11月21日继续调低目标价至39元。

11月24日开市前，瑞银华宝举行一电话会议，会上介绍一信息产业部高级研究员钱进潮接受访问，钱进潮证实了市场传言，指今年一月份开始，中国便实施手机单向收费政策。结果中国移动股价一周内跌至39.6港元。中国移动股价变动及跌幅，基本上与瑞士信贷第一波士顿前两周的预计吻合。但该行随即否认钱进潮的意见代表信息产业部，只说钱进潮的意见只代表个人意见。

去年十一月初机构投资者卖空后股价大跌和否认钱进潮来自信息产业部等事件，即可看成作为违法的诉因。在美国，美国证监会可透过听证决定不当行为为谁属问题，并进行制裁，此时辩方必须向美国证监会提出解释或证明清白。

“德隆系”的作法与上述两项操控市场行为有关，“德隆系”中“合金投资”(原合金股份)股价上升15倍左右，湘火炬股价上升11倍多等等。且在利好消息公布前，股价开始上涨。

按照美国证交法规定，如果市场认定该公司有发展而进行交易，则可认为是合法的。但如果利用散布谣言而抬高股价则是不可接受的。事实上，小股民与证券监管机构根本不可能知道或认定股价上升是否由于谣言而起。同时小股民与证券监管机构也不可能知道“德隆系”是否利用谣言而图利自己。

因此举证责任应归于辩方而不是控方。也就是应由“德隆系”向小股民及证券监管机构证明股价上升并非由于其所散布谣言而引起，“德隆系”也未利用股价上升机会而图利自己。

在美国，若“美国证监会”根据各项证据认定不当行为后，次级举证责任即转向辩方，辩方有责任必须极为努力的收集能证明清白的证据。问题是，“美国证监会”如何强迫，例如“德隆系”举证呢？“德隆系”可不可以不去美国证监会听证，甚至来个置之不理呢？

“美国证监会”有着超乎外人想像的无限制的权力迫使被告提证。为了提供一个无法辩驳的事实，我将引用James Cox等人于1997年发表的《Securities Regulation》一书有关美国证监会的无限权力做个引述(翻译，924到925页)：“美国证监会“官员若对被告提出证据不满意，可要求一个正式的调查。该官员有发出传票的权力。……他的传票权力在美国境内是无远弗届的，他可传召与该调查有关的任何人及任何证物。若任何人不服从传票传召，可诉请联邦地方法院强制执行。可以这样说，美国证监会对违反证交法的调查权力是无限制的。……而且法院对于美国证监会官员基于办案需要而随意传召证人或证物行为不会有所怀疑。美国证监会的调查是受美国宪法保障的。任何人对其传票的挑战将被法院拒绝。

“美国证监会”的做法可大大增强其监控能力，并有效的迫使被调查者举证以证

明自己清白。这个新的权力是值得为中国所借鉴的。

2001年4月17日 11:24