

机构客户周刊

二零零八年三月三日星期一 [总 118 期]第 6 期 2008 年 3 月 3 日

GF Securities Institutional Weekly
3Mar.2008



本期焦点

基金视点：2008 年的股市遵循什么规律

宏观视角：中国货币政策的挑战和出路

一周投资：综艺股份 中泰化学 中天科技

固定收益：五洲转债的分析

主办：广发证券机构客户部

网站：www.gf.com.cn

地址：广州市天河北路 183 号

大都会广场 36 楼

邮编：510075

传真：020-87557972

联系电话：020-87555888

本期编辑：于小飞

电话：010-68083356

email:yxf2@gf.com.cn

机构客户部联系人：宋莉

电话：020-87555888-691

email:sl2@gf.com.cn

**欢迎来电、来邮告诉我们
您的宝贵意见。**

免责声明：本周刊的信息均来源于公开可获得的资料和本公司的资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本周刊仅向本公司特定的机构客户传送。

本期导读

◆ 一周要闻

◆ 市场概述

◆ 基金视点

☆ 2008 年的股市遵循什么规律

◆ 宏观视角

☆ 中国货币政策的挑战和出路

◆ 一周投资

☆ 调研简报：综艺股份

☆ 调研简报：中泰化学

☆ 调研简报：中天科技

◆ 固定收益产品

☆ 五洲转债的分析

一周要闻

证券监管机构代表委员建议降低证券交易成本。今年“两会”来自证券监管机构的人大代表、政协委员数量达 12 位，比以前明显增加，他们将提交 27 份议案、提案，内容涉及降低证券交易成本、加强对股市资金流动情况监控、完善我国债券市场监管体制及推动我国证券无纸化立法等。

点评：这 12 位代表来自证监会及下属部门，共同提案降低证券交易成本，表明监管层也希望降低股票交易印花税，也不排除其中有降低交易佣金的内容。也表明近期有关财政部已经提出降低证券交易印花税的相关报告，可能并非空穴来风，在人大政协两会之后落实的可能性较大。中国的投资者承担的印花税，是全球最高的，去年证券交易印花税收入高达 2005 亿元，而上市公司分红总额仅 1800 亿元。这意味者广大投资者只能通过博取股价差价才能有盈利的机会，来自上市公司的分红所得，连低偿交易成本都不够，股市的投资价值根本无法体现。由于提高或降低印花税已经不仅仅是税收多少的问题，而成为管理层调控股市的重要工具，因此，未来行情演变，尤其在“两会”期间，印花税能否下降的消息就显得异常重要。降低印花税不仅仅是一条利好，而是一个信号，直接代表着管理层对当前股市是高估、还是低估的态度。现在不仅场内的资金在等这一消息，场外的资金更是在等这一信号。如果股市短期再出现大跌，投资者要随时提防可能因印花税宣布调低而出现报复性反弹的可能。

尚福林：2008 年是中国资本市场改革发展关键年。证监会主席尚福林在传达十七届二中全会精神时指出，2008 年是资本市场改革发展的关键一年，证监会将从夯实市场制度基础、深化改革创新、加强监管执法、推进对外开放等方面着手推进资本市场改革，促进资本市场长期健康发展。

点评：发展才是硬道理，尚福林的讲话也表明，2008 年的中国股市，将充满变革和发展，创业板、股指期货、融资融券、金融创新等都将可能实现。而这一切，都需要一个健康稳定持续向好的股市来配合。

国家统计局公布的 2007 年国民经济和社会发展统计公报显示，2007 年末，我国境内上市公司（A、B 股）市价总值为 327141 亿元，比上年末增长 265.9%；而当年 GDP 为 246619 亿元，同比实际增长 11.4%。以此计算，2007 年，我国证券化率（股市市值与 GDP 之比）高达 132.65%，比上年大幅提高 89.96 个百分点。

点评：2007 年末，境内上市公司数量由上年末的 1434 家增加到 1550 家。当年企业通过证券市场发

行、配售股票共筹集资金 8432 亿元，比上年增加 2838 亿元；通过发行债券筹集资金 17084 亿元，比上年增加 3520 亿元。A 股市场在国民经济中的地位和影响力，已经不可同日而语。这也都是依靠一轮牛市才能够得以实现的。现阶段股市的波动，对中国政治经济社会发展的影响，已经到了不容忽视的地步，股市如果进入全面熊市，市场参与各方都将承受巨大风险和代价。

中国铁建 A 股冻结资金超 3 万亿 申购资金今日解冻中国铁建申此次申购网上冻结资金超过 2.6 万亿元，网下冻结资金超过 3000 亿元，网上网下合计冻结资金逾 3 万亿元，超过此前中海集运冻结的 2.64 万亿和中国太保冻结的 2.83 万亿。

点评：申购新股资金解冻，加上证券交易印花税降低的可能性因证券监管部分两会代表提出议案而增大，可能对今天大盘反弹以及成交量放大有一定帮助。

融资融券业务近期可能试点 将长期刺激股市上涨证监会等相关机构已开始对部分证券公司融资融券业务的准备情况进行调研。据此，有业内人士向媒体肯定，证券公司融资融券业务或许将在近期适时推出试点。

点评：有评论称，由于股票型基金开闸、严格审批再融资等救市措施无法止住股市的下跌，意欲救市的监管层可能不得不打出融资融券的新牌。

中国证券登记结算公司最新统计数据显示，今年 1 月基金、QFII、保险公司等机构投资者在银行托管专户的 A 股市值减少 3088.22 亿元，这与当月股市大跌不无关系，当月沪深 300 指数大跌 13.45%。截至今年 1 月末，基金、QFII、保险公司等机构投资者在银行托管专户的 A 股市值达 31514.11 亿元，而去年年底时为 34602.33 亿元。在去年 11 月，机构所持 A 股市值曾骤减 4411.04 亿元。

点评：近 2 个月股市的暴跌，A 股流通市值蒸发应该超过 1 万亿元，相比自然灾害的经济损失，股市市值的损失更大，对经济发展的影响更大。

国家税务总局将对中国平安(601318)进行税务稽查。国税总局知情人士向 21 世纪经济报道记者透露，国税总局将于 3 月 3 日全面进驻中国平安集团以及下属各省、市、县级的所有公司，进行为期 4 个月的税务稽查。分析人士也认为：一旦稽查过程中发现任何数据问题，中国平安再融资计划将至少推迟到 7 月以后。

点评：此前，在证监会表态再融资不应该是恶意圈钱之后，中国平安已经软化了坚持巨额再融资的

立场。虽然中国平安对即将展开的税务稽查解释为“例行检查”，但在当前敏感时刻，国家税务总局对中国平安展开为期 4 个月的全面检查，很难解释是一种巧合。至少会被市场理解为管理层变相否决或者推迟中国平安再融资方案、维护当前股市稳定的举措。这对股市是利好。今后提出巨额再融资方案的上市公司，都可能面对国家税务部门的税务稽查，有助于减轻上市公司恶意圈钱的冲动。

浦发银行将公开增发不超过 8 亿股。浦发银行发布董事会决议称，该行拟向不特定对象公开发行境内上市人民币普通股（A 股）不超过 8 亿股。与此同时，该行拟实施 10 送 3 派现金股利 1.6 元（含税）的利润分配方案，意味着除权后该行二级市场股价将相应下降。以昨日浦发银行收盘价 40.62 元估算，该行增发 8 亿股的融资规模将在 320 亿元左右。此前市场一度传言，浦发银行将增发 10 亿股 A 股，融资 400 亿元

点评：在中国平安再融资方案可能被否决、证监会表态再融资不能恶意圈钱之时，浦发银行的再融资方案，只不过将 400 亿改为 320 亿而已，如此，中国平安也可将 1600 亿“缩减”为 1280 亿，也打个 8 折进行再融资。这很可能遭到市场的强烈反对。

中国平安 31 亿股限售股 3 月 3 日解禁。中国平安今日公告称，该公司 A 股约 31.2 亿股限售流通股于 3 月 3 日起开始上市流通。按照中国平安昨日 71.82 元/股收盘价来推算，届时 A 股市场将由此扩容约 2240 亿元。从公告内容来看，此番平安解禁包括两部分：一是战略投资者解禁（20 家机构 3.45 亿股），二是国内限售流通股解禁（50 家机构约 27.77 亿股）。中国平安此次新增上市流通额度相当于已流通 A 股的约 3.8 倍。

点评：中国平安的股流通股份将因此大幅增加，在市场已经季度厌恶其再融资计划的背景下，不知谁会来接盘。

国家信息中心宏观经济季度分析课题组报告预计，今年一季度 GDP 增速将由去年四季度的 11.2% 下降至 10.5% 左右，居民消费价格总水平（CPI）涨幅由 6.6% 上升至 6.9% 左右。报告建议，坚持从紧货币政策方针，但暂时不宜再出台加息等紧缩性政策。

点评：国务院国资委副主任王瑞祥日前也指出，当前我国国内外经济形势还有多种不确定因素和潜在风险，如 2007 年第四季度和今年第一季度，世界经济可能仅增长 2.4%，为 4 年来最低；而国内经济增长由偏快转向过热的趋势尚未缓解。这也意味着从紧的货币政策不会出现大的调整。从国际上看，世界经济开始步入增长减速与通胀上升并存的调整期，在这个调整期内，由于我国与世界经济

的联系日益紧密，外部风险和对外经济摩擦将会增加。中国经济也可能跟随全球经济告别“高增长、低通胀”的时期，全球资本市场的五年黄金上涨期或许也将告一段落。全球通胀大趋势、中国输入型通胀与货币政策的抉择，将是未来 A 股市场挥之不去的隐患。不过，国家信息中心建议暂时不宜再出台加息等紧缩性政策，对当前阶段股市稳定是积极信息。

创业板规则内部征求意见 股本底线定三千万.首次公开发行股票并在创业板上市的企业 IPO 后总股本不得少于 3000 万元，这是中国证监会就创业板规则内部征求意见稿中的一个基本条件。

点评：创业板规则开始内部征求意见，表明创业板的推出又向前买进了一步。除了对股本的要求之外，内部征求意见稿还对企业的盈利水平、净资产、创新能力、盈利预测的准确性等方面作出了要求，总体看创业板的门槛并不高。随着规则的制定和发布，创业板概念股票有望再度活跃。

中方愿与美方一道努力维护金融市场稳定。国家主席胡锦涛、国务院总理温家宝 26 日分别会见了美国国务卿赖斯。温家宝说，一个健康发展的美国经济和稳定的美元对美国有利，对世界也有利。中方愿与美方一道为促进世界经济增长、维护金融市场稳定作出努力。

点评：美中两国携手维护金融市场的稳定，对全球金融市场来说是个好消息，对沪深股市也是一个好消息。牛市只能在一个稳定的金融环境里生存。当全球经济告别“高增长、低通胀”时，资本市场的五年黄金上涨期或许也将告一段落。全球通胀大趋势、中国输入型通胀与货币政策的抉择，将是未来 A 股市场挥之不去的隐患。

证监会发言人答近期市场六大热点问题，表示要深化改革和监管，推动资本市场持续健康发展。要维护市场平稳运行，严格审核再融资申请。关于 2008 年股市走势：“新兴加转轨”阶段性特征不会发生根本改变；关于中国平安千亿再融资：上市公司再融资是资本市场的重要功能，是市场实现资源优化配置的重要方式之一，但绝不应是恶意“圈钱”行为；关于创业板：主要规则和制度设计已经基本完成；关于股指期货：准备工作基本就绪 将择机推出；关于高管违规买卖股票：发现一起，查处一起 始终保持高压态势；关于市场违法违规行：及时发现、及时制止、及时查处。

点评：这是证监会官员在股市连续出现暴跌之后首次就股市的相关热点问题回答记者提问。从证监会发言人讲话内容来看，基本都是老生常谈，没有太多新意，并没有向市场传递要采取具体措施稳定市场的明确信息，也没有谈及市场最为期待的印花税下调、再融资政策收紧，仅仅表态要严格审核再融资申请。不过，最值得重视的，是证监会关于平安再融资问题，明确表态上市公司再融资不

应该是恶意圈钱，明确我国上市公司再融资制度的市场化程度比较高，投资者可以充分发挥市场约束作用，对上市公司的再融资行为做出取舍。证监会也会根据相关法规和市场情况对再融资方案进行最后的严格审核。这等于表明了证监会对中国平安再融资的态度，希望投资者自己否决相关再融资方案。总体看，证监会负责人的公开讲话，算是在股市连续暴跌之后首次向市场公开表明了一下希望股市稳定的态度。尤其是针对中国平安的再融资方案表明了态度。有助于缓和市场对再融资的恐慌心理。但市场是否满意讲话和认同讲话精神有待观察。在有具体的救市措施公布前，大盘的反弹，更多是技术性反弹行情的可能性较大，市场信心出现严重动摇后不是仅靠发言人讲几句话就能恢复过来的。

证监会放行股票型基金 数百亿元资金望近期入市。新华网北京 2 月 23 日电在不到一个月的时间里，证监会密集批准 6 只股票型基金。如果发行顺利，近期将有数百亿元资金进入股市。从 2 月 1 日股票型基金开闸，到 2 月 22 日天治创新先锋和东吴行业轮动两只基金拿到批文，证监会连续三周于每周五新批两只股票型基金。另据报道，近期首批获准发行的两只股票型基金，从上周一开始发行以来销售平稳。到上周五，建信优势动力股票型基金已募集 35 亿，目前已达到成立条件；南方盛元红利股票基金募集资金已超过 40 亿元，日益逼近 60?80 亿元的募资目标。

点评：2 月份以来，相继有 12 家新基金获批或已经发行，其中股票型基金 6 只。与此同时，还有 6 家老基金进入持续营销阶段，如果顺利，这将为 A 股市场带来近几百亿元的增量资金。相比去年新基金发行一日认购完毕的火爆，新基金发行认购清淡，突出反映了投资者对股市的信心不足和预期的降低。而证监会股市跌破年线后连续放行新基金发行，也表明了管理层目前希望股市稳定的态度。只是通过小批放行新基金发行的方式来稳定市场，明显与市场对股市政策调整的预期有较大差距，现在市场更愿意见到印花税的调低、鼓励融资和再融资政策的收紧，每次跌破年线后单纯放行 2 只新股票基金这种挤牙膏式的利好的效应，应该会逐步弱化。

中国人民银行发布 2007 年四季度《货币政策执行报告》表示，货币政策的执行难度正在加大。将落实从紧货币政策，同时适时适度微调，稳妥运用利率工具。在一些专家看来，这意味着央行仍将治理通胀作为首要任务。今后一段时间，央行或多管齐下，提高存款准备金率、加息、适度加快人民币升值，都可能成为紧缩手段。中国人民银行副行长易纲表示，今年中国经济面临的首要风险仍然是通货膨胀，既定的货币政策从紧方针并不会因国内外一些新情况的出现而改变。他说，央行认真评估了美国次贷危机“外忧”和雨雪“内灾”对中国投资、消费和进出口的影响，认为防通胀仍是今年

的首要任务，需要坚持从紧货币政策与稳健财政政策的组合。不过，易纲也强调，这种从紧会是“适当的、适度的”，不会出现因调控过度使经济下滑的风险。他预计今年中国经济将增长 10% 左右，仍然相当强劲。

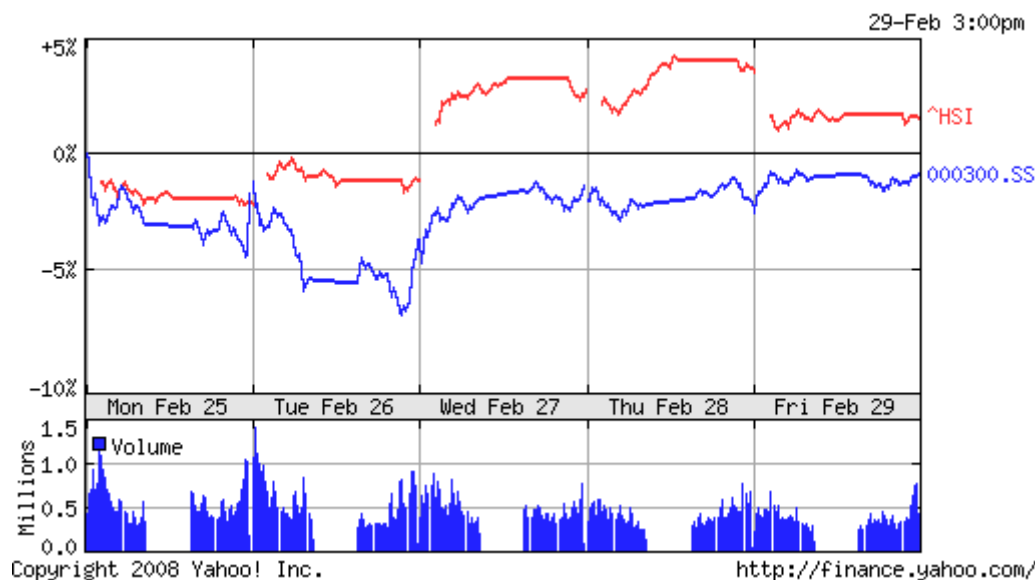
点评：央行货币政策报告是了解央行观点和货币政策动向的最重要依据，易纲的讲话，是央行官员关于货币政策是否会调整的最新表态，坚持既定的从紧方针不会因为雪灾和美国次贷危机而改变，这对期待宏观调控政策可能出现松动的预期，无疑是泼了一盆冷水，对于股市的未来走向有不利影响。在股市政策出现松动后期待宏观调控政策也出现松动，目前看难度很大。

更低增长更高通胀几成共识 加息升值尚存争议。2008 中国宏观经济预测春季年会”上，专家普遍认为，更低增长、更高通胀很可能成为今年经济的显著特征；但对利率、汇率应如何调控，专家们仍存在不小的争议。中国宏观经济学会秘书长王建认为，由于本轮投资周期已走到尽头，而美国经济放缓、人民币升值又影响出口，今年 6 月份前后我国经济就会进入显著的“拐点”。中国社会科学院数量经济与技术经济研究所所长汪同三也表示，我国经济增长的峰值已过。而专家普遍认为今年通胀率：新高或可期。中国经济已经不是“高增长、低通胀”，今年的通货膨胀率不会低于 5%。

点评：最值得重视的是经济学家首次明确就 GDP 今年见顶几乎达成了共识，如果中国经济增长进入向下的拐点，则股市面对牛熊转折点的概率将进一步增大。

市场概述

沪深 300 指数一周走势图



一周市场概述:

本周市场维持低位震荡整理的格局。我们认为：从短期趋势分析市场二次摊底基本获得成功，较高层次的反弹正在寻找契机，但是，反弹过程中市场的结构性分化不可避免。因此，投资策略在坚持波段操作的基础上，仍应正确选择市场的投资方向，对于反弹行情，安全性仍为重要前提。

伴随股市调整，沪深 300 成分股动态市盈率降到 26 倍左右。统计显示，以 2007 年业绩推算，沪深 300 成分股的市盈率由 1 月 14 日的 41.87 倍下降到了昨日的 31.90 倍，如果考虑到 2008 年上市公司业绩 20% 的增长预期，其动态市盈率只有 26 倍左右，估值优势重新显现；上证 50A 股的市盈率已经由原来的 38.69 倍下降到 28.61 倍左右，下跌幅度为 26.05%。而中小板市盈率平均还在 62.80 倍，远高于市场平均市盈率 36.18 倍。此外，沪深 A 股中，35 只个股的市盈率已经降至不足 20 倍。点评：市盈率的有效降低，意味着风险和泡沫的释放。买低市盈率、业绩不断增长的股票并中长线持有，即使在熊市中，也有赚钱的机会。

2 月份以来，相继有 12 家新基金获批或已经发行，其中股票型基金 6 只。与此同时，还有 6 家老基金进入持续营销阶段，如果顺利，这将为 A 股市场带来近几百亿元的增量资金。相比去年新基金发行一日认购完毕的火爆，新基金发行认购清淡，突出反映了投资者对股市的信心不足和预期的降低。而证监会会在股市跌破年线后连续放行新基金发行，也表明了管理层目前希望股市稳定的态度。

基金视点

广发基金朱平：2008 年的股市遵循什么规律

春节，热热闹闹地拜年、亲朋好友聚在一起喝酒吃饭是主要节目，虽然这个春节的热闹气氛有些变味，不仅异常寒冷的天气让人的身体感到不舒适，国际国内股市的下跌或剧烈波动更是让投资者的心理压力大增。这让我想起我们公司请来访上市公司用餐的一件事。两年前，公司管理的基金曾投资了一支股票，碰巧这只股票绯闻很多，争议也大，所以当这只股票迅速上涨之后，惹来很多关注。就在这个时候公司来访，股票涨了我们当然开心，就在离公司较近的一个高档食府请他们吃饭，这个食府价钱较贵，所以我们一般不来。但谁也想不到，这顿饭竟是这只股票的一个转折，此后，不仅股价出现暴跌，还引来更大争议。我们想这是什么原因呢？后来又有一些公司来访，去那儿吃饭，总觉得有些阴影，直到有一次我们突然惊呼，好象上市公司到那吃饭，过后股票几乎都会跌！后来又有公司去那吃饭，这个规律却仍没被打破，直到我们公司搬家离开那里。所以有我们重仓的公司来访，我们会开玩笑地说，不好意思不能请你们去更高档的酒店用餐，因为去那股票可能会跌。

可能直到现在许多投资者都还没完全明白，为什么几个月前还信心十足的股市，突然间就调整了近 2000 点，去年喊了一年的传说中的调整真的来临时，大家也真的在猜想是不是熊市来了。也许要细说这个故事仍得从美国的次级债说起。次级债的评级是由像标普这样的评级公司来做的，评级是由数量模型来确定的，这个数量模型的框架是按历史数据确定的，历史数据表明，当经济现衰退时，首先是信用卡和消费信贷出问题，然后才传导到房贷。这次房贷大面积出问题时，信用卡和消费信贷还挺好，所以直到上个月评级公司还在大量下调评级。据说出现这种变化的原因可能是消费者行为模式发生了变化，以前消费者不轻易拖欠房款，但现在的消费者却首先拖欠房款。这种变化倒是让一个叫保尔森的对冲基金经理成了全球最能赚钱的人，他从 2006 年开始发起做空次贷的对冲基金，2007 年，第一期涨了 590%，第二期涨了 350%，而他年终收入可能达到 30 亿到 40 亿美金。但美国经济是否一定衰退呢，主流观点尤其是经济学家认为肯定，不过很多大企业倒是认为至少到目前为止，今年乃至明年的盈收增长和资本开支仍然正常。经济学家们则认为这些企业家太乐观，太短视，往往祸到临头才发现，你看花旗、美林、UBS 就是典型。

其实，近二十年美国经济衰退有两次，一次是 1990 年，一次是 2001 年。但第一次衰退对亚洲没有什么影响，第二次对以电子产品出口为主的亚洲国家冲击较大。这次如果美国真的衰退，包括亚洲在内的国家会怎样呢？这件事现在还在争论不休。至少 BRIC 金砖四国还没有看到经济增长速度大幅下降的迹象，另外象印尼、马来西亚这样资源丰富或农产品丰富的国家，估计今年也难看到太坏的变化。但经济学家一再告诫我们，如果全球化越深，世界上最大的国家美国有问题，其他国家会不受牵连？这不合逻辑。不过如何牵连呢？如果美国和其他国家是各自独立的部分，美国经济增长也只占全球 16% 不到，可能还不如中国经济增长对全球经济增长的贡献大，所以世行预测明年全球经济增长仍有 3.3%。但如果美国和以中国为核心的发展中国家组成了一个环，美国这个环断了，整个环就不转了，那世行的预计又像上文中评级公司一样，犯了经验主义错误，全球经济可能比想象的要坏。

故事到这还没完，2007 年有一种衍生工具在美国比较火，主要目的是对冲不同行业和板块股票间的涨幅差异。比如去年美国金融股跌 10% 以上，但矿业的涨幅超过 40%。这在以往的股市中是少有的，传统数据表明，如果经济要衰退了，那么投资领域的周期类股票会领先下跌，但这个规律却从去年下半年开始的全球股市失效。想想今年春节期间中国遭遇的雪灾所表现出来的短缺，钢铁、煤炭，甚至银行、地产等行业今年的业绩将受多大压力同样是很难想象的。

股市的事说了这么多，只是想表明对未来的预测，尤其是宏观经济的预测是很困难的，如果给这个困难定量的话，美国经济学家对衰退预测的准确率大约不超过 60%。而 2003 年之后，中国及 BRIC 等大国的经济同时起飞，更是人类历史上没有过的，所以我们发现很多以前适用的规律这次都不准了，国内券商推荐的金股今年也大都不灵。因此，今年财富杂志第一期推荐的新年金股，干脆把巴菲特的哈撒维列入其中，原因是今年股票比较便宜，而哈撒维已通过减持包括中石油在内的各种方法，掌握了 300 亿到 400 亿美元的资金，过去的记录表明巴菲特买便宜货的本领天下独步，所以哈撒维今年的表现就让人憧憬了。而对于 A 股而言，正如孔子所说，“人不知而不愠，不亦君子乎”。所以不知道没关系，不能因为不知道而恼怒，甚至乱了方寸。就象英国金融时报一篇专题文章所写的那样，当市场血流成河的时候就是买入的时机，现在市场是否已经血流成河呢？过去的数据可是表明这个规律一直有效，那这一次是否仍会有效呢？未来会给出答案。

宏观视角

导读：总结世界各国经济发展和开放的历史经验，结合中国经济发展现阶段的基本特征，笔者认为：短期内中国不能实施资本项目完全可兑换、不能允许资本项下资金自由进出、不能搞金融自由化和资本市场完全开放和自由化。必须严格管理资本账户，阻止国际投机热钱大规模进入中国

中国货币政策的挑战和出路

向松祚

2005年7月21日，中国人民银行(下称“央行”)启动“汇率机制改革”。客观地说，完善人民币汇率形成机制，是深化经济金融体制改革、健全宏观调控体系的重要内容，符合我国经济发展的实际需要，也有利于促进国际收支基本平衡，维护宏观经济和金融市场的稳定。

但是，过去两年半货币政策的经验和教训，需要我们进行系统的归纳和总结。新出现的重要货币理论问题，迫切需要我们以新的思维方式去寻找答案；深刻总结过去两年半货币政策的经验和教训，更是确立未来中国货币政策方针的基本要求。本文只是笔者一家之言，希望以此抛砖引玉，引起更多有识之士就此话题展开更深入的讨论，以促进中国金融改革平稳、有序、深入地进行。

1 汇改以来货币政策的基本状况

自2005年7月21日汇率机制改革以来，有关部门在这一改革探索方面做出了努力，然而面对现实、回顾历程，以阶段性实践结果检验政策设计的目标，我们发现汇改尚未有效解决既有的问题，又出现了新的挑战：货币政策操作频率破了历史纪录，但与预定目标还有差距，而且货币政策递减效应日益凸显。

(1) 共调高存款准备金率14次(其中2008年1次，2007年10次，2006年3次)，存款准备金率已经达到近20多年来的历史最高水平——15%，不排除还将继续上调的可能。

(2) 共提高基准利率8次(其中2007年6次，2006年2次)，基准贷款利率达到7.47%，亦不排除继续上调的可能。

(3) 共发行央行票据约7万亿元(目前余额约为4万亿元)。商业银行处境实际已相当困难：既要被迫购买低收益的央行票据，又要将更高比例的现金存入中央银行。

(4) 直接采取所谓 “窗口指导” 行动 (主要是控制信贷规模)，实际上是采取直接行政措施以控制信贷增长。

然而破了历史纪录的货币政策操作频率，却没有达到预期效果，相反，货币局势愈来愈不稳定，货币政策措施出现递减效应。主要表现为：

(1) 消费价格指数快速攀升，生产价格指数亦开始迅速攀升，通胀预期趋于上升。

(2) 资产价格泡沫问题已经显现：如很快破灭或者继续吹大，都将不同程度地威胁金融体系之稳定。

(3) 资产价格泡沫和通胀共生是需要高度警觉的局面。二战以来世界经济之历史，只有 1986~1990 年的日本经济与我们类似。

(4) 国际收支双顺差继续扩大，热钱流入的规模和速度不断上升。

(5) 人民币升值预期不减反增，预期升值幅度从每年 5% 提升到每年 10% 多。

(6) 信贷资金两极分化现象进一步加剧：信贷资金主要流向大型国有垄断企业、房地产或资源类企业，中小型民营企业和制造类企业资金非常困难。

要解释造成上述设计目标与现实结果反差的原因，首先要理清中国货币政策的五大基本认识问题。

2 围绕中国货币政策激烈争论的五大问题

第一大问题：人民币究竟应不应该升值？

人民币究竟应不应该升值？升值多少？升值或不升值的经济后果究竟是什么？从理论逻辑和历史事实两方面透彻回答此类问题，乃是确立中国货币政策方针的基本前提。然而，数年来，众多支持人民币升值的所谓理论或学说皆经不起理论逻辑的证明和事实的检验。

早在 2005 年，就有关于人民币升值的十大 “理论”。它们包括：人民币升值能够改善中国的贸易条件；人民币升值有助于遏制中国通货膨胀势头；人民币升值能够减少美国的贸易赤字；人民币汇率浮动让中国拥有独立的货币政策，人民币盯住美元让中国丧失了货币政策独立性；人民币汇率浮动可以提高中国经济的灵活性；汇率不过是一个价格，与任何商品价格并无不同，理应让市场供求力量决定汇率水平；存在均衡汇率，用购买力平价可以计算人民币均衡汇率，可以据此判断人民币汇率已经低估；汇率浮动、经常账户、资本账户完全开放，金融或资本市场完全开放是最佳政策，是历史趋势；中国坚持固定汇率，损害了周边国家经济和世界经济，增加了全球经济的风险；汇率问题是一个纯经济问题，与国际经济制度和国家战略无关，美国和他国迫使人民币汇率升值，不一定是坏事。

尽管最近数年的情况发展再一次驳斥了上述谬论，然而新的汇率理论又层出不穷。最新的几大“理论”包括：快速大幅度升值是遏制通胀的首要策略，当年德国曾经主动利用马克升值来遏制通胀；1985年9月23日的“广场协议”迫使日元单边升值，对日本好处多多，因此中国就应该主动让人民币快速大幅度升值；快速升值可以遏制投机热钱冲击国内资产市场；快速升值可以缓解国际油价上涨对国内经济的压力等。

针对最新的一些观点，我们只需要指出两点：其一，所有这些“理论”有一个共同点，它们既没有严格理论逻辑证明，亦没有具体详尽的历史事实来支持。其二，假若同意快速大幅度升值，升值幅度多少？即使支持人民币大幅度快速升值的人士之间，亦是众说纷纭，莫衷一是，没有基本的共识。有人说要升值到6.5，有人说应该到4.5，有人说应该到5，还有人说必须到2。仅此一点，就足以说明升值逻辑大有问题。

第二大问题：关于中国国际收支双顺差的根源和实际构成。

关于中国货币政策，倒是有一个基本的共识：那就是国际收支双顺差及其所导致的流动性过剩是中国货币政策面临的主要难题。譬如中国人民银行副行长兼国家外汇管理局局长胡晓炼女士就明确指出：缓解国际收支盈余给货币供给带来的压力，已成中央银行维持宏观经济稳定的最主要任务。与大额顺差相伴的流动性问题、物价问题、资产价格问题和固定资产投资问题等，使宏观调控面临着更为复杂的局面。必须“抓住缓解大额顺差这一主要环节采取政策措施。”

因此，透彻理解国际收支双顺差的根源、国际收支平衡的基本含义，对于中国货币政策尤为重要。相关问题有三个：

(1) 2005年以来，国际收支双顺差或外汇储备增加量里面，投机热钱究竟占多大比例？这是一个极其困难的题目，且让我列举几个渠道的大约估计：

国家统计局的估计：不低于30%；

胡佛研究所斯宾塞教授（诺奖得主）的估计：热钱流入超过60%；

多家外资机构的估计：不低于50%；

渣打银行经济学家王志浩的估计：不低于40%；

中金公司的估计：最近一年里，至少占45%；

笔者自己的保守估计：至少占40%。

即使采纳上述最低的估计值，我们也可以相当肯定地得出一个重要的基本结论：人民币升值预期及其诱发的资产价格暴涨预期，刺激投机热钱大规模流入中国，才是外汇储备增加过快、基础货

币投放量过大(所谓流动性过剩)的根本原因。投机热钱大规模进入中国,反过来推动升值预期自我实现和更大的升值预期。

假若没有大规模投机热钱流入,假若国际收支双顺差全部是真实贸易顺差和 FDI,中国外汇储备就会维持持续稳定的正常增长,不会出现严重的流动性过剩问题,自然也不会出现国际收支盈余给货币供给带来的巨大压力。那就是说,国际收支盈余给货币供给带来的巨大压力,根源恰恰是我们让人民币汇率升值预期自我实现。

(2) 那么,紧接着我们就要研究,剔除投机热钱的国际收支双顺差究竟是如何产生的? 真实贸易顺差和 FDI 的持续稳定增长是否也应该被看作国际收支不平衡而加以遏制?

解释中国真实贸易顺差的学说至少有以下四个:

第一个学说:人民币汇率低估。此学说的依据是贸易收支的弹性方法。此学说的政策建议就是:人民币快速升值和浮动。然而,贸易收支弹性方法被反复证明是错误的理论,接受并实施相应的政策建议必然如当今现实再次证明它的错误性。

第二个学说:中国储蓄严重大于投资: $S-I=TB$ 。此学说的依据是国民收入恒等式。政策建议则是:中国必须依靠扩大内需来最终实现国际收支平衡。

第三个学说:美国和其他发达国家限制对中国的出口。相应的政策建议就是:只要美国和其他发达国家大幅度放松对中国的出口管制尤其是高科技产品出口管制,中国国际收支顺差将大幅度下降乃至消失。

第四个学说:国际产业的基本分工格局决定贸易格局,贸易格局反过来决定国际收支基本格局。此学说的依据是比较优势原理。政策建议是:中国应该维持稳定的货币汇率环境,以此促进产业的逐渐升级换代。产业升级换代无法借助汇率来一夜之间完成,那是一个技术进步的长期过程。以此推论,中国贸易顺差将长期存在。

后面三个学说其实是从不同角度看同一个问题,都是正确的理论观点,政策建议亦正确。

(3) 最后一个最基本却并非不重要的问题:中国国际收支平衡的定义到底是什么?贸易和国际收支既没有顺差也没有逆差,就算是国际收支平衡吗?纵观世界各国经济发展的历史经验,我们得到一个重要论断:真实世界需求和国际产业分工格局所决定的贸易顺差和国际收支顺差,并不意味着“不均衡”或“不平衡”。换言之,中国真实贸易顺差和 FDI 的持续稳定增长,一点儿也不意味着中国国际收支失衡或不平衡;真实贸易顺差和 FDI 的持续稳定增长,是目前中国经济发展阶段和产业竞争力所决定的结果,是中国经济快速增长和彻底实现工业化、现代化所必需的,它将长期存在。相反,要说中国国际收支有不平衡的成分或构成,那就在于人民币升值预期所触发的投机热钱。

第三大问题：资本账户是否应该迅速开放？

主张迅速开放资本账户的一个重要目的，乃是鼓励国内投资者对外投资，从而缓解外汇储备急剧增加所带来的巨大货币供给压力、缓解人民币升值压力，问题是：人民币升值预期的长期存在及其相应的资产价格持续暴涨预期，极大地降低了海外投资的相对收益，增加了海外投资的风险，近期 QDII 收益表现与内地基金实有天壤之别，其“出口”后遭遇大比例投资损失，并谋求“转内销”在情理之中。换言之，只要人民币升值预期和资产价格上涨预期持续存在，即使迅速开放资本账户，也很难实现缓解人民币升值压力之目标。

世界经济金融发展历史反复证明：超越本国经济发展阶段、贸然开放资本账户、允许资金自由进出本国市场，往往蕴含着巨大风险，它足以颠覆一国金融货币体系。尽管今天人们还在热烈辩论 1997~1998 年亚洲金融危机的痛苦教训，但已经形成了一个重要共识。亚洲金融危机的真正原因是：贸然开放资本账户、放任投机热钱忽来忽去，结果触发国内资产市场疯狂投机和严重泡沫。一旦国际货币局势逆转、泡沫破灭，就导致金融体系崩溃、大批金融机构和企业破产、经济陷入长期衰退。

至于资本账户开放和所谓金融自由化，究竟是不是人类经济发展演化的历史大趋势？是不是一国经济增长的必由之路？全球学术界没有一致的结论，各国自身的经验也不支持资本账户完全开放和金融自由化。

总结世界各国经济发展和开放的历史经验，结合中国经济发展现阶段的基本特征，笔者认为：短期内中国不能实施资本项目完全可兑换、不能允许资本项下资金自由进出、不能搞金融自由化和资本市场完全开放和自由化。必须采取有效措施，严格管理资本账户，阻止国际投机热钱大规模进入中国。

第四大问题：2005~2007 年以来货币政策的经验教训是什么？

自 2005 年 7 月 21 日启动“汇率机制改革”后，我们要详尽评判过去两年半以来的货币政策效果，至少需要回答以下四个问题：

- (1) 总体货币政策究竟产生了哪些效果？
- (2) 调高存款准备金率的政策究竟产生了哪些效果？
- (3) 调高利息的政策究竟产生了哪些效果？
- (4) 经典货币数量论和利率平价理论对于中国是否成立？

完整评估货币政策之效果，从来不是一件容易的事情。其一，众所周知，货币政策发生效果，时间上往往有程度不同的“滞后”；其二，区分货币因素和真实经济变动，更加困难。尽管如此，我们对 2005~2007 年的货币政策，至少可以作出两个基本结论：

一是从缓解国际收支盈余给货币供给带来巨大压力以及与大额顺差相伴的流动性问题、物价问题、资产价格问题和固定资产投资问题等多方面衡量，货币政策收效甚微，甚至可以说出现了反效果；

二是理论上完全可以证明：一旦本币出现持续升值预期，经济体系的决定力量或关键变量则是预期汇率升值幅度和资产价格上涨幅度，其他变量(利率、预期通胀率等)是从属变量。若本币出现持续汇率升值预期，央行货币政策无法实现其盯住通胀率之政策目标。因为，此时央行若要盯住某个通胀率，它必须采取某种货币政策操作手段，反方向调控真实经济市场和虚拟经济市场，这当然是不可能的操作。过去两年半的货币政策历史，证实了该理论的基本结论。

第五大问题：如何判断和衡量中国经济是否过热？

正确判断总体宏观经济局势，自然是确立货币政策方针最基本的前提。传统上，决策者判断中国经济是否过热的主要指标是固定资产投资规模和增长速度。它牵涉到许多问题：

(1)在工商业等实体开放经济条件下，以固定资产投资规模增长速度衡量经济过热是否合适？

(2)即使是某些投资领域出现“过热”，中央银行货币政策工具是否能够抑制此类过热？“政绩驱动”的投资周期波动，是中国宏观经济的一个重要特征，中央银行其实无能为力。相反，中央银行“一刀切”式地提高利息和“窗口指导”，实际被遏制的主要是中小民营企业和制造业，具有垄断地位的大型国有企业、大量囤积土地和拥有矿产及其他垄断资源的企业，其信用扩张能力所受影响相当有限。

(3)依照劳动力市场供求状况衡量，经济并未过热。别的劳动力不论，过去一年毕业的大学生，至少有 20%没有找到工作！然而，真正能够大量创造就业的企业，却正好是被“信用紧缩”的广大中小企业。

(4)据此我们可以得到一个重要的基本判断：中国宏观经济的根本问题是：真实经济并未过热，虚拟经济确实过热(即资产价格出现严重泡沫)。尽管 GDP 保持高速增长，但中国的真实生产力、真实人均收入的增长远小于 GDP 的增速。顺便说一句，2007 年美国财政部发表的《国际经济和汇率政策报告》清楚地指出：几乎所有产业领域里，美国企业真实生产力的增长幅度是世界第一。

我们所要的，其实不是 GDP，而是真实生产力和真实人均收入的增长。相反，最近两年来，中国股票市值和金融资产总量与 GDP 之比例，已经迅速超越一些发达国家之水平，显示虚拟经济之规模急速膨胀！然而，就像格林斯潘直截了当指出的那样：虚拟经济那些数字，你说它是财富就是财富，你认为它不是，它马上就烟消云散。

真实经济相对萎缩(至少没有过热)、虚拟经济严重过热之局面,根源恰好就是人民币汇率持续升值之预期。然而,本币存在持续升值预期条件下,货币政策却无能为力。

3 当前货币政策面临的严峻考验

根据月初央行年度工作会议精神,与往年相比,央行货币政策基本方向和操作策略不会有实质改变,最重大的改变应该是强化“窗口指导”,旨在直接控制商业银行信贷规模。从根本上说,以近乎行政方式、直接控制信贷规模和信贷投向,与金融体系市场化改革方向存在差距。简言之,“行政命令式”的窗口指导只能是权宜之计。

那么,调高存款准备金率、调高存贷款基准利率、扩大人民币汇率弹性(其实是允许人民币更快更大幅度地升值)等间接货币调控措施又如何呢?前面的分析告诉我们:间接调控措施依然很难奏效。因为,允许人民币继续升值之基本策略,造成人民币长期持续升值预期挥之不去,实际上让中国的货币政策进退维谷。

我们说中国货币政策进退两难,主要有七个理由:

(1)对于中国货币政策的五大基本问题缺乏深刻理解和基本共识,是货币政策面临的基本理论困难的源头。

(2)从历史看,上调存款准备金率的效果有限,从现实看,继续上调的空间已经非常有限。

(3)历史地看,上调贷款基准利率的效果有限,现实看,继续上调的空间同样非常有限。

(4)大量发行央行票据,一方面受到商业银行经营压力的制约,另一方面,社会总体资金利用效率被大大降低。

(5)货币政策不能过多依赖“窗口指导”式的直接行政干预。历史经验一再表明:行政命令式的“窗口指导”总是导致巨大负面效果,受到遏制的实际上是那些真正创造大量就业的中小企业。

(6)在国际投机热钱大量流入流出条件下,利率调节功能被严重抵消。多国经验证明:若汇率持续升值或浮动,再加上投机资本管制放松,就根本谈不上本国货币政策的独立性。调控利率的效果会受到国际资金流动的严重制约。

(7)当然,今天中国货币政策最主要的困境还是:汇率持续升值预期条件下,中央银行货币政策实际近乎失效。

4 应当坚持的三项基本方针

综合以上分析,我们可以清楚地看到,过去两年半来,中国货币政策的主要教训是:2005年7月21日之“汇率机制改革”,允许人民币汇率缓慢升值,国际收支“双顺差”所带来的流动性过剩问题却愈演愈烈。流动性过剩推动国内资产价格急剧膨胀(主要是房地产和股市,其他资产价格涨幅

也非常惊人)，银行和金融体系整体风险大幅度上升。尽管央行已经动用几乎所有货币政策手段(包括多次提高存款准备金率、提高基准存贷款利率、大量发行央行票据以回笼货币)，以缓解流动性过剩压力，实际上却收效甚微。

我们须深刻总结货币政策的历史经验，以确立货币政策必须长期坚持的基本方针。中国货币政策的基本方针，须综合考虑国际货币体系的基本特征和中国经济发展所处的特定阶段。我们认为：为尽可能降低经济运行的整体风险，确保银行和金融货币体系审慎稳健经营，确保国民经济长期又好又快发展，我国货币政策的基本方针须迅速作出重大调整，必须迅速采取如下三大政策行动。

一、采取果断行动，消除人民币持续、单边升值的市场预期。

二、重新实施人民币与美元的固定汇率。

三、采取有效措施，严格管理资本账户，阻止国际投机热钱大规模进入中国。

第一、第二两项举措可以合并实施。建议将人民币汇率重新稳定于 7.5 人民币=1 美元水平，只允许汇率在 7.5 水平的上下窄幅波动，彻底消除人民币单边持续升值趋势。

一周投资

调研简报：综艺股份

广发证券发展研究中心行业研究员 惠毓伦

公司已经转型为以信息技术为核心的高科技企业

公司经过多年投入、调整和优化，重点发展方向为标准、PE 和渠道，重点发展领域为微电子、软件及网络服务、超导技术、股权投资等，并逐步置换出传统的非高科技业务。目前公司主营业务战略布局基本完成，公司已经转型为以信息技术为核心的高科技投资企业。

高温超导滤波系统已经实现产业化

公司控股的综艺超导科技公司经过多年的研发，具有自主知识产权的高温超导滤波系统已经研发成功，超过三年的 CDMA 移动通信基站稳定运行表明，该项技术已经实现产业化，预计 2008 年将为公司收入增长产生较大的贡献。高温超导滤波系统对国防、通信等领域有着重要战略意义。

天一集成进入快速发展阶段

天一集成是一家专业集成电路设计公司，主要产品为 32 位 CPU 智能卡芯片，USBKEY、无线局域网（WAPI）安全应用产品等。公司的核心竞争力包括拥有自主的核心技术，无需支付 IP（知识产权）核使用费，因此公司产品具有明显的成本优势；芯片全定制版图设计技术，采用该设计技术，相同功能下可使芯片面积减少一半，生产成本也相应大幅降低。

神州龙芯产业化明显加快

龙芯 2E 具有相当奔腾 4 性能，而功耗不足奔腾 4 的十分之一，目前采用龙芯 CPU 的台式机、笔记本、网络计算机、龙芯网络音视频服务器等产品已经推出。龙芯相关的产业链也初步建立，目前神州龙芯面临较好的发展机遇，信息安全、电子政务、加快推进新农村信息化应用等良好的外部环境以及技术的不断完善将使神州龙芯在芯片设计领域逐步向行业标准的制订者方向发展，并进一步推进龙芯的产业化进程，神州龙芯发展已经显示明显加快的迹象。

公司价值尚未被充分认识，给予买入评级

目前市场尚未充分认识公司的真正价值，股价定位仍偏低，给予买入的投资评级，目标位 48 元。

调研简报：中泰化学

广发证券发展研究中心行业研究员 郑屹

公司未来产能扩张迅速

2007 年 12 月公司完成华泰一期项目，使公司新增 12 万吨 PVC 和 10 万吨烧碱产能，目前公司 PVC 和烧碱产能分别达到 38 万吨和 34 万吨。公司计划在 2009 年达到 74 万吨 PVC 和 64 万吨烧碱的年生产能力，同时公司还计划 50 万吨电石和 27 万千瓦的热电联产装置，届时公司氯碱产业一体化程度将提高，生产成本进一步降低。

加速向氯碱上游产业布局

公司未来计划形成盐、煤??电、电石??烧碱、PVC 的完整产业链，目前公司控股了托克逊盐矿（7000 万吨原盐储量），同时公司还取得了准东煤矿 248.6 平方公里地区的探矿权，公司在氯碱上游矿产资源的布局基本完成。此外公司积极扩大博达焦化的电石产量，目标使电石产能完全自给，目前公司的氯碱一体化产业链格局已经初具规模。

投资建议

我们预计公司 2008~2010 年每股收益分别为 1.12 元、1.42 元和 2.50 元，按目前股价计算，公司 2008 年的动态市盈率为 34 倍，略高于国内同类氯碱公司的估值水平，因此我们给予公司持有评级，目标价格 45 元。

风险提示

1 国内 PVC 产能扩张迅速，我们预计未来几年国内 PVC 供过于求的局面难有大的改观，国内 PVC 行业竞争将加剧，PVC 价格有下降的风险；

2 公司未来新建项目较多（30 万吨烧碱、35 万吨 PVC、50 万吨电石、100 万吨电石渣制水泥等），上述项目如果没有按预期建成投产将对公司业绩有一定影响。

调研简报：中天科技

广发证券发展研究中心行业研究员 李太勇

集团确定 08 年主营产品收入同比增长 50%，定向增发与股权激励同步推进的计划。

根据网站信息，中天科技集团确定了 08 年主营产品销售收入同比增长 50% 的目标，同时确定了定向增发与股权激励同步推进的计划，这些计划有利公司未来业务发展，有利稳定投资者的预期。公司受益灾后重建，电力导线、光缆产品受益明显。

南方冰灾后公司积极响应两大电网公司的救灾需求，到 2 月 20 日左右公司供应了 2000 多公里 OPGW、ADSS、常规通信光缆和数千吨各类电力导线等救灾物资。冰灾后电网建设标准的提升将会带来电网投资规模的进一步放大，08 年国内电网投资规模增幅将超过 25%，中天电网产品将会从中获益，电网产品收入预计将会保持持续增长，产品结构的优化将有利电网产品盈利能力的提升。

光纤产能扩张可能超过预期，公司掌握了大直径预制棒的改造技术，后期产能将会得到稳步扩张。

公司将会根据需要扩大光纤产能，08 年有计划在原厂房新增产能。公司目前已成功掌握大直径预制棒的改造技术，目前已经有一个拉丝塔改造成功，已经实现正常生产。大直径预制棒（150mm）单棒拉丝能力近 2000 公里相当于小棒（80mm）拉丝能力的近 4 倍，而且效率大幅提高，单位光纤的成本将大幅下降，有利光纤业务盈利能力的改善。定向增发完成后将会加大其它拉丝塔的改造力度，未来公司的光纤产能将会呈稳步增长的趋势。

我们预计收入正常确认，1 季度净利增幅将会超过 50%，维持前期盈利预测及目标估值。

受去年同期基数较低的影响，在收入与费用正常确认的情况下，我们预计 1 季度净利润的增幅将会超过 50%。我们仍维持 08-10 年每股收益 0.50 元、0.60 元和 0.82 元（未考虑增发）的预测，维持年内 17 元的目标估值和买入的投资评级。

关于与信越的诉讼目前仍在走程序，虽然董事会多次表示，中方法院不会承认日方的裁决，但也存在不确定性，请投资者注意风险。

固定收益产品

五洲转债分析

1.1 基本条款

一、债券条款：

发行时间：优先配售日和网上、网下申购日为2008 年2 月29 日 期限：5 年，从2008 年2 月29 日至2013 年2 月28 日

发 行 额：5.4 亿元

票面利率：1.3%、1.5%、1.7%、1.9%、2.1%

到期偿还：可转债期满后5 个工作日内按105 元（含当年利息）的价格赎回未转股的全部可转债

担 保 人：农业银行广西分行

二、转股条款：

转 股 期：6 个月后，即2008 年8 月29 日至2013 年2 月28 日 转 股 价：10.14 元（溢价率4.1%）

三、回售条款：

1) 有条件回售：

回 售 期：6 个月后

条 件：股价连续30 个交易日低于当期转股价的70%时

回 售 价：103 元（含当期利息）

2) 附 加 回售：

如发行人更改募集资金投向，或广西筋竹岑溪高速公路无法由政府还贷公路转变为收费经营公路时，持有人可以103 元回售（含当期利息）

四、赎回条款：

赎 回 期：6 个月后，与转股期相同条 件：股价连续30 个交易日中至少20 个交易日的收盘价格不低于当期转股价的130%

赎 回 价：103 元（含当期利息）

五、转股价修正条款：

1) 例常调整：

送红股和转赠股份、增发新股或配股、派息时，转股价相应调整

2) 特别修正：

修正权限：转股期间，如果连续20 个交易日中任意10 个交易日的股价低于当期转股价的90%，

董事会可以提出向下修正方案并提交股东大会表决；该方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施；股东大会进行表决时，持有公司可转换债券的股东应当回避。修正价格：不低于前20 交易日均价和前1 日均价及最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。

1.2 盈利分析

公司的主要盈利资产为广西境内平王路、南梧路和金宜路，这三条路的通行费收入占公司主营业务收入95%以上。其中平王路受益于2005 年的通行费标准提升和营业税率下降，预计今后几年收入还能提高；而南梧路和金宜路受车辆分流、“绿色通道”等政策影响，通行费收入略有下降。

2004 至2006 年公司实现净利润分别为9454、8707 和7496 万元，受其他收费公路冲击而公司未有新项目见效影响，利润总额逐年缓步下降。

1.3 未来展望

公司参股投资的坛百高速路在07 年底建成通车，将能有效扭转公司利润下降的趋势。

本次募集资金将投资于筋竹至岑溪高速公路，项目建成以后将大大提高公司高速公路占公司路桥资产比例，提高公司的行业地位及盈利能力。

1.4 纯债价值

按照目前企业债的即期收益率曲线，五洲转债的纯债价值为82.53 元。

1.5 期权定价

五洲交通最近一年的波动率为58%。假定0.58 的波动率，利用二叉树模型，我们计算的期权价值为39.28 元，转债总价值为121.8 元。

1.6 敏感性分析

假定转债上市日五洲交通正股价格在9.5 至10.5 元间，转债波动率在0.4 至0.6 间，那么与之对应的期权价值在28.8 至39.5 元，对应的转债价值在111.33 至122.03 元。

1.7 溢价率分析

由于转债期权定价的局限性，溢价率方法相对较为合理。自07 年以来，新上市转债在上市首日的转股溢价率在10%至60%间，对应的股价溢价率在-20%至30%间，两者间有着明显的反向相关性。按照五洲交通目前0%左右的股价溢价率，对应的转股溢价率应在40%左右。

我们认为，从溢价率的角度，五洲转债的转股溢价率应在30%至40%间，对应的转债合理价值在130 至140 元。预计本次五洲转债的申购中签率在0.13%左右，加上2.5 倍网下申购资金杠杆，对应的申购收益率为0.11%，建议机构投资者积极申购。