

# 机构客户周刊

二零零七年十二月十日星期一 [总 110 期]第 42 期 2007 年 12 月 10 日

GF Securities Institutional Weekly

10Dec.2007



## 本期焦点

基金视点：基金管理人的工作

宏观视角：理论推导的人民币加速升值论不成立

一周投资：深天马 江淮汽车 得润电子

固定收益：未来一年企业债券市场分析

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

基金管理人的工作

### ◆ 宏观视角

理论推导的人民币加速升值论不成立

### ◆ 一周投资

☆ 深度报告：深天马

☆ 深度报告：江淮汽车

☆ 深度报告：得润电子

### ◆ 固定收益产品

☆ 未来一年企业债券市场分析

## 一周要闻

中央经济工作会议在北京召开。胡锦涛主席提出明年经济工作指导思想和总体要求，深刻阐述做好明年经济工作的大政方针和主要任务。温家宝进一步阐述了明年经济工作的重大问题，并就明年经济工作的主要目标、任务作具体部署。主要包括：宏观调控首要任务：防止经济增长由偏快转为过热、防止明显通货膨胀；宏观调控基调：控总量、稳物价、调结构、促平衡；明年实施稳健的财政政策和从紧的货币政策；进一步发挥货币政策在宏观调控中的重要作用，严格控制货币信贷总量和投放节奏；严格控制新开工项目，防止投资反弹，促使经济增长保持在合理水平；采取有力措施抑制价格总水平过快上涨

**点评：**这是十年来中央的货币政策首次从‘稳健’转为‘从紧’，从紧的货币政策由此“全新登场”，并将在明年的宏观调控中发挥重要作用，这对泛滥的流动性将会有所遏制，可能会对股市的资金面以及上市公司的经营产生一定的压力。但明年经济工作的各项措施如果能够得到贯彻落实，中国经济的持续稳定快速发展将得到延续，经济增长的质量将得到提高，同时又会给股市营造出一个更好的基本面。因此，从中央经济工作会议精神 and 所传出的信息来分析，并不存在对股市的直接利空因素，但从紧的货币政策的提出，是中央发出的强烈的宏观调控政策进一步收紧的信号，可能会对投资者心理预期产生一定的影响。

期货公司将从本月起实施新的实名制要求。按照中国证监会此前发布的《关于进一步加强期货公司开户环节实名制工作的通知》，对于实施前已经开户的投资者，须在 6 个月的过渡期内补正资料以满足这些新规定，否则期货公司将限制其开新仓。

**点评：**加强开户环节的实名制要求和管理，将有助于未来期货市场的监管与规范运行。目前股指期货推出时间的不确定，是制约大盘走出调整的关键性因素，有关股指期货交易的后续动向值得关注。

2008 年的铁矿石价格谈判目前已进入预谈判阶段。按照国际惯例，该阶段将进行一个月左右，之后才进入正式的价格谈判。当下尽管正式谈判尚未启动，但形势已十分严峻。目前，国内大多数钢厂、贸易商以及咨询机构已纷纷看涨明年铁矿石进口价格，最高的预计涨幅将达到 50%。东方证券最近发布的一份研究报告指出。明年铁矿石价格将上涨 30%~50%；摩根士丹利 9 月份预测明年铁矿石协议价上涨 20%，10 月份则将涨幅上调到 50%；麦格里将预测涨幅从 9 月份的 25%上调到 10 月份的 50%。

**点评：**铁矿石涨价，将对整个钢铁行业的成本造成进一步的压力，但同时，将有利于拥有铁矿石矿产资源的上市公司和铁矿石自给率较高的钢铁企业。

**国家信息中心预计明年我国 GDP 增速达 10.8% 。**

**点评：**目前市场担心的牛熊转换的几个标志性指标之一，就包括 GDP 的增长速度回落到 9.5% 以下。国家信息中心对明年经济增长速度的预测，表明我国经济总体依然是健康的，仍能维持快速增长的势头，这对上市公司保持盈利增长十分有利。

针对最近市场震荡、投资者恐慌情绪增加的情况，全国人大副委员长成思危日前在第六届中小企业融资论坛上指出，内地股市还是牛市，但市场正从“快牛”转向“慢牛”，政策调整不会明显影响股市，其目的只是为了让投资者认识到 A 股是慢牛市，改变对快牛市的预期。

**点评：**但愿成思危的话能对正在经历股市政策调控大幅下跌的痛苦广大投资者能起到一点心理安慰作用。

第六届中小企业融资论坛 12 月 1 日在深圳召开。证监会主席尚福林发表讲话强调，当前，加快建设创业板市场，已经成为多层次资本市场建设的重要任务。创业板市场要突出三个“重点”：一是重点服务于加快转变经济发展方式，推动产业结构优化升级；二是重点服务于统筹城乡与区域协调发展，推进经济质量的整体提高；三是重点服务于加强能源资源节约和生态环境保护。

**点评：**这是证监会首次向外界公开创业板的定位与制度设计，首次宣布推出条件已经成熟。据了解，建设创业板市场，是今年 8 月国务院批复的多层次资本市场体系建设方案的主要内容。证监会的表态，意味着创业板推出的时间也将日益临近，对 A 股市场的影响也不容忽视。

证监会日前颁布了《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》以及《关于实施<基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法>有关问题的通知》两个文件，标志着基金公司为特定客户提供理财服务即“专户理财”的试点工作即将展开。证监会相关人士表示，上述试点办法将自明年 1 月 1 日起实施。

**点评：**基金公司专户理财业务开闸在即，该项业务将为股市注入多少新鲜血液成为市场关心的问题。这也应该是政策转暖的信号，虽然资金不会马上入市，但长期看势必为股市带来相对稳定的增量资金，将推动我国证券市场进一步发展壮大。

京沪深部分基金公司透露基金赎回呈逐渐增加态势。受股市近期调整影响，基金赎回量开始增加。尽管目前总体尚未出现大规模赎回潮，但不少基金公司已表现出一定程度的担忧。一些基金公司也认为，如果市场继续下跌，就可能出现大规模赎回的现象。

**点评：**基金持有人对于净值亏损的忍耐程度是有限的，持续大幅下跌带来基金净值的亏损，势必会影响投资者购买和持有基金的积极性。而对于牛市是否结束的争论，也在很大程度上动摇着投资者持有基金的信心。一旦股市继续大幅下跌，基金陷入因赎回而卖出股票、再造成市场下跌的恶性循环中，则后果十分严重。目前管理层在防止股市大起上办法很多效果明显，但在防止股市大落上至今没有见到有什么举措，或许是因为管理层认为目前股市的调整，仍然是正常的，还没有到需要采取措施稳定市场的时候。也因此，管理层股市政策是否有新的调整或积极变化，是判断大盘是否调整到位的重要信号之一。

证监会主席助理姜洋表示，今后一个时期，将重点做好做精现有商品期货品种、积极推进新品种上市和做好股指期货准备工作等三方面工作。股指期货各项准备工作进展顺利，制度和技术准备已基本完成，中介机构参与金融期货相关的行政许可审批工作有序推进，投资者教育和培育工作深入开展，相应的风险预警、处置体系以及监管安排正在紧张进行之中。

**点评：**从姜洋的讲话中仍看不出股指期货就要在最近推出或就要在最近公布时间表的意思，而股指期货之前所造舆论都是要在年底前推出，这也成为制约大盘走势的重要因素。目前已到年底，有关股指期货何时推出，市场始终处于猜测之中，也因此，大盘很难放心的形成转势上升的行情，这种局面，只能依靠管理层尽快明确股指期货上市的时间表来解决。而股指期货推出对股市影响的巨大不确定性，令股指期货的推出是一个较复杂的过程，就目前情况，年底前能否明确股指期货推出的时间表都不确定，正式推出股指期货交易应该是在明年一季度前后了。这可能延长大盘调整的时间，不利于大盘尽快走出新的上升行情。

**最糟时期已过 华尔街唱多明年股市。**华尔街两大投行贝尔斯登和瑞银本周不约而同地发布研究报告指出，考虑到次贷危机的冲击有望在明年结束，投资人不妨增加持有股票。两家机构均看好美股明年的表现。瑞银的分析师预计，全球股市明年有望上涨 10%，其中美股将一马当先。帕尔玛建议，明年投资人应该更多持有美股。

**点评：**近期看空中国股市者的依据之一，就是认为美国股市已经从高位回落并开始进入了熊市，

并将带领环球包括中国股市走熊。华尔街两大投行的报告开始唱多明年美国股市，表明看空中国股市的这一理由可能站不住脚。中国股市这轮牛市的形成有自身的制度变革、盈利增长、资金流动性充裕等因素支持，并不是因为美国股市。但如果美国股市走出次级债的阴影，对包括 A 股在内的国际资本市场，将有积极影响。

**“亚洲股神”斥百亿趁低入市。**据香港文汇报报道，有“亚洲股神”之称的恒地主席李兆基于 10 日前恒指跌至两万六时，建议投资者要开始分段入市，而四叔就在这 10 日里已接近完成其百亿入市计划。

**点评：**敢于在股市大跌风险充分释放之后而市场处于悲观恐慌气氛中时趁低入市，应该是成为股神的重要原因。A 股市场在经历了超过 20% 的调整风险很大释放之后，市场开始出现熊来了的声音，此时，应该就是先知先觉者趁低入市的机会。

中国社科院昨日发布的经济蓝皮书《2008 年中国经济形势分析与预测》预计，2008 年我国 GDP 增速将较 2007 年有所回落，可以保持在接近 11% 的水平，居民消费价格指数（CPI）上涨 4%。蓝皮书建议，2008 年宏观调控政策要把过快的经济增速特别是投资增速降下来，把缓解通货膨胀压力、稳定物价水平作为宏观调控的首要任务，把坚持和提高节能减排标准作为控制信贷规模和控制土地供给之外的宏观调控的第三个闸门。蓝皮书预测，今年我国 GDP 增长率为 11.6%，CPI 涨幅达 4.5%，外贸顺差为 2600 亿美元，经济过热趋势明显。

**点评：**这是权威机构发表的最新的关于 2008 年宏观经济形势的分析报告，07、08 年 GDP 继续保持较快增长，以及物价指数有望控制在 5% 以内，都是经济形势仍然保持健康的重要标志。2007 年经济过热趋势明显，以及对明年宏观调控政策的建议，表明来自宏观调控政策的压力依然较大。需要关注的，一是上市公司的盈利增长水平在明年是否会大幅下降，二是通胀形势的变化是否会导致更压力的加息等调控措施，三是相关调控政策对不同行业的影响。

**嗅到买入时机 多只基金开始行动。**在 A 股市场经过长达一个半月的大幅度调整之后，部分机构投资者也许已经提前嗅到了买入的时机。近两天来上投摩根和华夏基金相继发布公告放开旗下部分基金的申购限制。今日国海富兰克林基金公司也发布公告，运用公司自有资金投资旗下两只股票型基金，投资额度高达 6000 万元。同时据记者了解，近期有部分机构投资者也开始了对基金的申购行动。

**点评：**市场人士认为，部分明星基金相继开放申购的背后是基金经理和机构投资者重新看到了市场的投资价值。基金已经悄悄开始吸货、加仓，既是自保，也有利于大盘的稳定。



11 月 CPI 可能超 6.5%，年底前或再次加息。受近期食品和石油价格持续上涨影响，多家机构日前指出，11 月份我国 CPI（居民消费价格指数）涨幅可能超过 6.5%，再度创下近十年来的新高。普遍预计，央行在年底前可能再次加息。

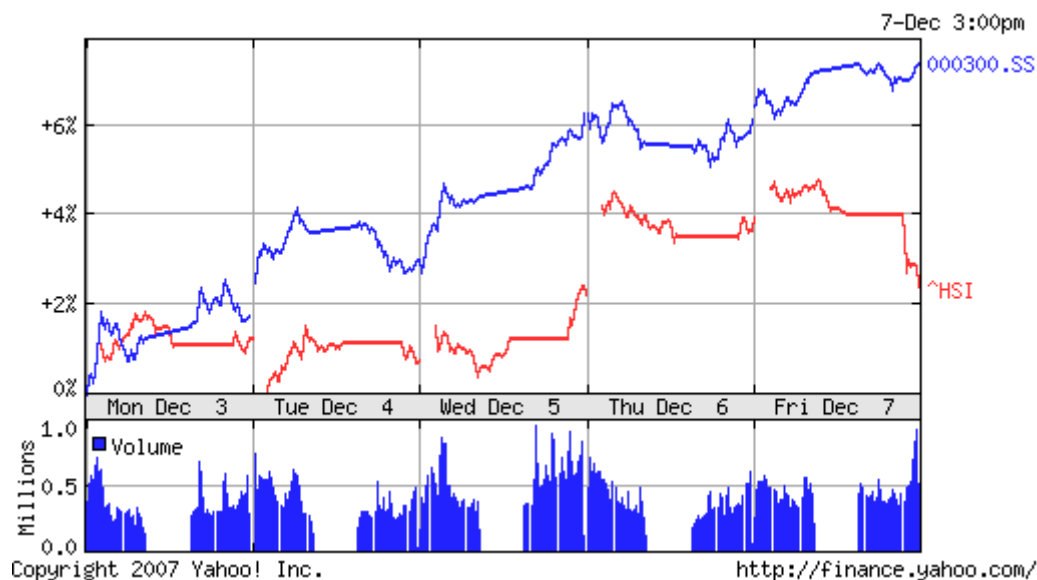
**点评：**只要银行的实际存款利率低于物价指数的涨幅，加息就不会改变牛市的基本格局。就短期股市走势而言，加息预期，是大盘调整的因素之一，如果真的宣布加息了，短期不利因素又消化了一个，反而可能有利于大盘的走势。

招商证券预计沪指明年可理性繁荣至 7500 点，非理性繁荣至 10000 点、招商证券昨日发布的 2008 年度投资策略报告预计，在理性繁荣的情景下，2008 年上证指数波动区间为 4500-7500 点，业绩浪最可能在一季度发生；在非理性繁荣的情景下，上证指数波动区间为 4500-10000 点，指数将以极大的波幅锯齿形加速上升。

**点评：**明年的指数高点在 10000 点，这是最近所看到的券商对 2008 年的股市的最大胆的预测。而相对保守的券商 2008 年策略报告，预测的上证综指运行区间，多在 4500—6500 点之间。从去年底多数机构没有预测准确今年大盘的上涨空间来看，今年机构对明年指数运行区间的预测，可能也是错的多。其实，指数点位并不重要，重要的是如何把握住盈利持续高速增长的上市公司的阶段性投资机会。

## 市场概述

沪深 300 指数一周走势图



### 一周市场概述:

本周市场反弹, 上证指数重新回到 5000 点上方。我们认为, 市场在下跌空间有限的前提下, 进行小规模的反弹; 毕竟一些股票已经进入所谓投资区域, 但反弹的高度我们初步判定为 5300 点一线。

本周中央经济工作会议在北京召开, 提出的主要政策包括: 宏观调控首要任务: 防止经济增长由偏快转为过热、防止明显通货膨胀; 宏观调控基调: 控总量、稳物价、调结构、促平衡; 明年实施稳健的财政政策和从紧的货币政策; 进一步发挥货币政策在宏观调控中的重要作用, 严格控制货币信贷总量和投放节奏; 严格控制新开工项目, 防止投资反弹, 促使经济增长保持在合理水平; 采取有力措施抑制价格总水平过快上涨。

这是十年来中央的货币政策首次从‘稳健’转为‘从紧’, 从紧的货币政策由此“全新登场”, 并将在明年的宏观调控中发挥重要作用, 这对泛滥的流动性将会有所遏制, 可能会对股市的资金面以及上市公司的经营产生一定的压力。但明年经济工作的各项措施如果能够得到贯彻落实, 中国经济的持续稳定快速发展将得到延续, 经济增长的质量将得到提高, 同时又会给股市营造出一个更好的基本面。因此, 从中央经济工作会议精神 and 所传出的信息来分析, 并不存在对股市的直接利空因素, 但从紧的货币政策的提出, 是中央发出的强烈的宏观调控政策进一步收紧的信号, 可能会对投资者心理预期产生一定的影响。



## 基金视点

### 广发基金朱平：基金管理人的工作

一次作报告，遇到一位叫随心的美女主播，她自称是“月光”一族，因为每月花光，所以从不炒股。虽然我在作报告时总会建议，投资应是生活的一部分，它会额外增加人们的财富，但如果你遇到一个似乎对未来完全没有忧虑的人，一个看起来满脸都是快乐的人，你是无法开口去算复利的威力的。她曾是一个主播，所以有很好听的声音，好听的声音让你只想静静地听她讲话，而她正好也是一个喜欢讲话的人，她在车里给我们讲了一个动听的故事。

从前有一个香火很旺的寺庙，寺里住着一只蜘蛛，每日她在结网之余，看到来来往往的香客，这些人总是心中戚戚，要么求佛祖保佑将来能如所愿，要么求佛祖保佑，能追回已逝去的健康、财富或是爱情。由于长年受香火熏陶，这只蜘蛛已成了不凡之身。就这样过了五百年，一天佛云游来到这座寺庙，临走时他看到屋椽的这只蜘蛛，便问道：蛛儿，你说，这些熙熙攘攘的人来到这里皆是为何。蛛儿想了片刻，回答说：为了求两件事，一件是没有得到的；一件是已经失去的。佛听后果然无语，径自离去。又过了五百年，一天阳光明媚，蛛儿正在晒太阳，突然一滴美丽的露珠滚落在蛛儿身旁的蛛网上，这滴露在阳光下泛出七彩光芒，晶莹剔透。蛛儿被深深的吸引，她想要是能一辈子与这滴华丽的露在一起，那会是多么的幸福。她小心地守候，担心这滴露会在什么时候溜走。忽然一阵风起，这滴露果然随风而逝。怎能这样，蛛儿伤心欲绝，她无法相信露会离她而去。从此她的生活变得非常暗淡，华丽的露总在她的眼前闪现，她认定露就是她的幸福所在。又过了五百年，佛再次来到这座寺庙，他看见这只可怜的蜘蛛形神憔悴，就问：蛛儿，你说这个世界上什么是幸福呢？蛛儿想到心中的露，就说，幸福就是那些已经逝去的和永远无法得到的。看来这是你的心声，这样吧，我让你在人间走一遍，让你经历这段尘缘。

就这样，蛛儿投胎为一个京城大官的女儿，她平静地成长了十六年，出落成一个亭亭玉立的大小姐，但她心中时刻惦记着华丽的露。就在这时，皇城突然发布消息，大王子露要选皇后。蛛儿看了告示，立刻感到，这个大王子露就是她日思夜想的露，看来佛真是慈悲，要让她在人间经历这段尘缘。但面见露的结果却大大出乎蛛儿的预料，露对她没有任何好感。蛛儿百思不得其解，难道佛要让她好事多磨，她心事重重前去寺中许愿。就在出寺的时候她看见了同样前来许愿的大王子露，

但露仍然象不认识她一样，从她身边走过。为什么会是这样？蛛儿又一次陷入了悲痛的深渊。一个月后，皇城宣布，大王子选中了心中的皇后风。蛛儿在病榻上得知，风再一次把她的露带走。她责问，佛，你说要让我经历这段尘缘，为什么又一次让我绝望。蛛儿渐渐病入膏肓，忽然一天皇城传话，二王子草要来求见。不一会，二王子草来到蛛儿的床前，他说，蛛儿，我是寺中墙脚的那棵草，我已守候你一千五百年，但你总是高高在上，从来没有看我一眼，不过这没关系，我才得知你就是蛛儿，所以一定要来见你。蛛儿已病得无力坐起，她百感交集不知该如何表达。突然白光一现，佛走了过来，佛说，蛛儿你现在知道，幸福并不是已经逝去的，也不是永远得不到的，幸福就在你身边，是你现在所拥有的。

这是个有些凄美的寓言故事，车上的人听了之后都陷入沉默，为什么不给我一些掌声呢，主播并不想让气氛沉重。掌声把大家从故事中拉回现实，大家开始调侃主播现在所拥有的那个幸福。而我的电话在这时响起，朋友在电话里问道，怎么办？大盘跌了这么多，是抛还是买，大盘明天会不会反弹。这是一个我不断被提问的问题，我一时不知该如何回答。

确实，股市从 6000 多点到现在已快调整 20%，但这并不出乎意料，就象周润发在满城尽带黄金甲中对周杰伦讲的那句台词，皇位迟早是你的，但你不要抢，要抢，我就不给你。其实从价值投资的角度看，投资的收益全部来自企业价值的提升和分红回报。所以对投资者来说，只要企业赢利存在，回报就一定存在，投资者只需耐心等待。但如果投资者总是眼红别人手中上涨的股票，总是后悔已经错过的上涨机会，总是抢进抢出，赢利其实反而会越行越远。而作为专业投资者的基金管理人，其实并不能给投资者创造价值，也无法回避股市下跌的系统风险。基金管理人只是更懂得从宏观上说。投资的收益只是来自企业价值本身这个道理，他们的工作就是通过训练、纪律和合作，来更好地把握这种收益。根据对美国股市的统计，几十年来，美国股市的年平均收益约为 10%，而基金的收益约为 7%，但一般投资者的收益只有 3%。所以，投资者无需对已经下跌的股票追悔不已，也不必奢望通过炒作就可以获得超高收益，投资最重要的是关注企业的赢利本身。过去两年股市的高回报，一方面来自估值的提升，一方面来自企业赢利的快速增长。两年前国内上市公司的净资产收益率只有 10% 左右，今年净资产收益率则可能达到 18%，这个数据已达到国际水平。而如果净资产收益率不能进一步提升，那么企业赢利只能是外延式增长。这表明明年的企业赢利增长速度很可能会恢复到平稳的水平，而这也将从根本上决定了股市的回报。（完）

## 宏观视角

导读：有讨论认为，近期人民币对美元实际汇率高于名义汇率，可以加速提升名义汇率来遏制通胀。这里有一个关系一定要理顺，目前是因为通胀上升，导致实际汇率大幅提升。所以提升实际汇率可以减低通胀的观点，存在因果关系上的颠倒

### 理论推导的人民币加速升值论不成立

左小蕾

最近，国内外对人民币加速升值的讨论较多。在欧盟比较高调地对人民币升值施加压力后，人民币对美元的升值似乎有所加速。

从人民币汇率本身更大弹性的角度做出的制度性改革是有必要的，但我们需要深入研究日本泡沫危机的教训，在压力下升值可能是产生泡沫经济的主要因素之一。特别是在当前全球流动性过剩与过去不一样的大货币环境下，人民币升值能不符合在“所有其他条件不变”的假设下的经济学理论上的各种结论。

#### 市场预期的升值

#### 而非真实的供求关系

下面是几种主张人民币加速升值的理由，笔者认为是不成立的。

第一，市场存在人民币升值的预期。首先人民币升值压力主要来自国外，非常明显，国外的压力更多带有政治色彩而不是经济问题。国内的升值预期是人云亦云地“炒作”更多一些。特别是资产类的市场上，人民币升值成为资金不断流入支持价格上涨的重要理由，投机资本有非常大的动机不断强化人民币升值的预期。

更重要的是所谓市场预期的概念有误。人民币不可交割远期市场的预期，证券投资和投机资本对人民币升值的预期，不是贸易对货币的需求，是资本增值愿望的反映；是资本赚钱的需求，不是真实意义上对人民币的需求。所以，不能作为人民币的真实“供求”关系来决定汇率。不能把贸易的供求关系决定均衡汇率的理论，偷换成投机需求决定汇率的概念。

第二，顺差过大是因为人民币升值不到位。外贸顺差是一个总量问题，宏观经济学认为，最根本的原因是内部储蓄和投资不平衡导致贸易顺差或者逆差。对于中国来说，外贸顺差扩大主要是内部储蓄和投资的不平衡和内需的推动不足所致。美国的贸易逆差应该是美国内部储蓄不足消费过大所致。

日本关于发生在上世纪 90 年代的经济泡沫的研究中，对当时美国对日本的贸易逆差，以及引发日美贸易摩擦和由此导致的日元升值压力的分析，就明确指出是美国内部的储蓄不足所致。上世纪 90 年代中期，日元已经过度升值，经济整体进入萧条，但对日美之间巨大的贸易收支不平衡一直没有被解决过。日美之间的贸易摩擦和日元在压力下升值的历史正在中美之间上演。中国一定要避免重蹈日本覆辙。

第三，快升则热钱快流入，慢升则热钱慢流入，最后流入的总量是一样的。这里有一个重要假设，流入资金总量有限。这个假设显然不是现在的情况。第一波全球过剩的流动性输入带来的国内经济各方面的失衡，包括流动性过剩、投资过热、通货膨胀、资产价格泡沫、人民币升值的压力，还极大地困扰中国内部。由于次贷危机，全球三大主要储备货币的注资行动带来新一波的过剩流动性又蜂拥而至。这里的问题是，当前热钱的总量是在增加的，企图流入的资本越来越多，不会随着快速升值而减少，结果就是资产价格泡沫膨胀。

更重要的是，人民币升值两年的实践证明，全球流动性过剩造成的升值压力，或者说热钱贪婪的升值预期，不是升值快慢能够改变的。日本教训非常明确地印证了这一点。日本当时就是快速升值，一年之内从 250 日元对一美元升值到 130 多日元对一美元，升值 46%，不能说不快。日元一直升值，但热钱基本没有停止流入。1990 年日本资产价格泡沫破灭以后，日元继续过度升值，1995 年达到 78 日元兑换 1 美元，经济大幅衰退。当前的货币环境，不符合“本币快速升值到位可以遏制热钱不断流入”的条件。快速升值只能鼓励更多的热钱流入，关键在于什么是升值到位，还没有准确的衡量标准，过度升值危害经济后果是很严重的。

### 升值难解通胀

第四，升值遏制通货膨胀。这个观点有两方面的理由。有讨论认为，近期人民币对美元实际汇率高于名义汇率，可以加速提升名义汇率来遏制通胀。实际汇率为什么高于名义汇率？因为实际汇率=名义汇率+中国通胀水平-美国通胀水平，近期中国通胀水平高于美国通胀水平，所以实际汇率高

出名义汇率。这里有一个关系一定要理顺，目前是因为通胀上升，导致实际汇率大幅提升。所以提升实际汇率可以减低通胀的观点，存在因果关系上的颠倒。

另一讨论认为，近期通胀是流动性过剩所致，而流动性过剩是资本流入太多，资本流入太多是人民币升值不够。在正常的国际货币秩序下，资本大量流入可能主要归咎于本国货币价格的扭曲。但笔者坚持认为，在目前这种全球流动性过剩、美元大幅贬值、华尔街次贷危机导致资本流出的非常规大环境下，资本的不断流入不可简单认为是人民币汇率低估之过。连欧盟都有不堪重负之感，何况存在诸多内部不平衡的中国经济。适度保持资本流进、流出的主动权，可能是在坚持改革开放的过程中，给我们保留有序调整内部结构，以适应不断深化改革和开放形势的一个阶段性政策空间。

### **加速内部结构调整和改革**

我们认为，上述一些观点忽视了一个重要问题，经济学的理论都有前提假设，前提假设不满足，可能不能带来一般的结论。

欧洲人必须明白，欧元大幅升值与人民币压力一样，是美元贬值的原因。有研究做了一个很形象的比喻，如果在“金本位”的国际货币体系下，突然发现了大量黄金，黄金马上不值钱了。在当前“美元本位”的国际货币体制下，美元发了太多的钱，以美元计价的商品就大幅贬值，比如石油、黄金，还有其他大宗商品。其他各国货币作为一种货币性产品，由于美元的贬值也会相对升值。

至于在本轮美元贬值中，欧元升值较大，应该与欧元的国际货币体系中的地位有关。欧元基本是目前唯一可以对美元有替代性的货币。美元贬值，资金就会流向相对高价值的货币和资产，欧元升值与石油和黄金价格上涨的性质是一样的。人民币也在被动承受升值的压力，欧元转嫁压力给人民币是不合理的，也是不解决问题的。

我们自己也需要明白，给定中国目前国内的各种经济体系中的复杂矛盾，特别是通货膨胀上升，内部结构问题显现货币贬值的压力，中国可能承受不了国际社会转嫁的升值压力。加速内部结构的调整和改革，可能是解决当前国内外矛盾的正确途径。

## 一周投资

### 深度报告：深天马

广发证券发展研究中心行业研究员 惠毓伦

#### 第 4.5 代 TFT-LCD 将进一步巩固中小尺寸龙头地位

公司第 4.5 代 TFT-LCD 生产线已经建成，正在试生产。由于 4.5 代 TFT-LCD 生产线是生产中小尺寸产品的最高代生产线，具有生产效率较高和玻璃基板利用率高的特点，与低世代生产线相比，第 4.5 代生产线投入产出高、规模效益显著等优势。当今世界上第 1 代至第 3 代生产线都已生产了 8~12 年，设备已逐渐老化，因此未来几年第 4.5 代生产线所定位的目标产品制造与销售上最具竞争力。

#### 中小尺寸厂商盈利良好，主营 08 年后增幅将加快

胜华和信利的经验表明，中小尺寸厂商盈利能力稳定，盈利状况良好。公司通过产品的不断更新换代和调整结构，保持了稳定且较高的盈利能力，第 4.5 代 TFT-LCD 生产线投产后，制约公司产量的瓶颈—TFT-LCD 屏问题将迎刃而解，公司从 2008 年开始主营增幅将加快。

#### 给予持有的投资评级

按照我们的盈利预测，公司目前的股价对应 2007 年动态 PE 为 54.77 倍，对应 2008 年动态 PE 为 37.14 倍，对应 2009 年动态 PE 为 29.01 倍，尽管与同行业平均水平相比仍偏低，考虑到公司的成长性可能在 2008 年以后才能体现，因此给予持有的投资评级，目标位 12.80 元。

### 深度报告：江淮汽车

广发证券发展研究中心行业研究员 汤俊

#### 建设自主品牌，拓展国内外市场

公司立足于整合全球资源，以品质建立自主品牌。在多年底盘技术积累的基础上，自主创新，同时推进国内外两个市场的发展。

#### 各项业务系列化渐进延伸



公司在产品路线上采取逐步延伸的策略。目前各项业务占细分市场的份额分别为：中轻型客车底盘 28%，轻卡占 11%、中重卡 11%、MPV18%、SUV2%。

### “宾悦”上市，等待市场的考验

2007 年 11 月 18 日“宾悦”正式上市，10.77 万元到 13.17 万元的售价低于市场预期。产品将以沿海地区的二线城市为主体，在一定程度上能够降低品牌知名度不够所带来的市场压力。

### 项目投入造成盈利能力下滑

在产业链的外延式发展中大量的项目投入以及重卡和 SUV 产品还未实现规模化，公司盈利能力出现下滑。但是随着轿车业务的展开以及重卡与 SUV 的系列化发展，2008 年有望成为公司业绩的拐点。

### 盈利预测与投资评级

预计公司未来三年的每股收益分别为 0.31 元、0.42 元和 0.53 元。按照 2008 年 23 倍的市盈率，公司一年内的合理价值是 9.69 元。考虑到公司轿车项目存在一定的市场导入风险，因此我们给予公司“持有”的评级。

## 深度报告：得润电子

广发证券发展研究中心行业研究员 惠毓伦

### 主营业务布局还未完成

公司准备进入连接器相对高端的汽车连接器和通讯连接器领域，需要募集资金项目提供技术平台支持，由于投向精密模具及精密成型加工技术产品建设项目等进展较慢，将延缓公司主营布局的时间，公司依托家电领域的格局近期不会发生太大变化，家电领域仍将是主营收入的主要来源，因此目前主营还不具备快速增长的条件。

### IPO 募集资金项目进展缓慢

公司募集资金 4 个项目中，只有合肥家电连接器生产技术改造项目在 2007 年 7 月完工，精密电子连接器生产技术改造项目正在进行中，而精密模具及精密成型加工技术产品建设项目和深圳家电连接器生产技术改造项目需要调整并变更实施地点。

### 维持持有的投资评级

公司目前股价对应 2007、2008 和 2009 年 PE 分别为 43.56、36.16 和 28.43 倍，比较合理反应

了公司的基本面情况。

公司 4 个募集资金项目中只有 1 个在 2007 年 7 月建成投产，而对主营增长贡献更大的另外 3 个将在 2008 年才逐步建成，公司进入高端连接器领域缺乏技术平台的支持，盈利能力提高和快速增长尚无法实现，因此维持持有的投资评级，目标位 20.50 元。

## 固定收益产品

### 未来一年公司债券市场分析

2007年中国公司债券市场发生了很多变化：短期融资券市场持续快速发展，公司债品种推出，银监会取消金融机构对公司债券的担保，企业债发行制度可能变革，其中公司债的推出是公司债券发展历程中非常重要的一个里程碑，它推动了整个公司债券市场格局的变化，也为2008年公司债券市场的崛起吹响了号角。

从公司债券市场制度建设、间接融资向直接融资方式的转变、企业融资方式选择这三个角度，我们认为2008年公司债券市场规模将超预期的快速增长，短融发行规模有望达到3600-4000亿，企业债和公司债发行规模有望达到3000-4000亿，公司债券将成为市场上重要的一个投资品种。

在银监会发布金融机构不再为公司债券提供担保的规定之后，我们无法回避一个问题：无担保下公司债券的信用风险该如何评估，尤其是公司债推出后，上市公司这类特殊的发行主体信用风险如何评估？与目前常用的财务指标评分制不同的是，我们尝试通过穆迪使用的KMV模型，从股权价值的角度来考虑公司债的违约风险。

我们对2008年债券市场的判断是通胀压力和加息周期在上半年将达到顶点，下半年市场利率将出现回落，债券市场将出现牛市萌芽。在这样一个大的环境判断下，公司债券品种相对其他央票、国债、金融债的投资机会在哪里？我们发现加息周期、金融危机的冲击是影响信用利差很重要的两个因素，而有趣的是，这两个因素同时影响着2007年国内公司债券市场的信用利差走势。

建议激进的投资者在2008年上半年可配置一些A+短融品种，稳健的投资者在上半年仍以配置资质良好、流动性较高的AA或AAA品种为主，下半年过渡到一些收益率较高，信用资质较好的AA-品种。交易型投资者优先配置国债以及信用等级高的公司债和企业债，配置型投资者则积极增持内部评级高于外部评级的公司债和企业债。

无担保制度为分离式可转债带来了较大的投资机会，目前国安债、中化债、云化债等无担保公司债已经具备了较高的配置价值和交易价值，建议资金充裕的债券基金和个人投资者积极配置。