

TD-SCDMA试商用日程有望提前

□记者 李少林 北京报道

日前,记者从大唐电信获悉,TD-SCDMA将于今年下半年开始试商用。

大唐电信子公司大唐移动有关人士向记者透露,从6月30日结束的3G测试结果来看,TD-SCDMA从技术上已经达到了3G的要求,“国家有关单位将于下半年开始布置比测试规模更大的3G试商用。”不过,该人士称,具体时

间不便透露。

该人士表示,在今年9月举行的3G高峰论坛上,信息产业部将会宣布此前3G测试的结果,同时也会布置下一步的工作任务。

如果大唐移动披露的试商用时间表属实的话,将比此前TD-SCDMA产业联盟秘书长杨骅透露的时间表要早。6月23日,杨骅曾宣布TD-SCDMA系统设备将于年底完成商用准备,将可试商用,终端则在2006年批量生产。

事实上,大唐移动近期正准备掀起新一轮3G热潮。7月21日,大唐移动就发出TD-SCDMA已经达到了单独组网能力的信息。大唐移动副总裁谢永斌在一次小型的媒体交流会上表示,“大唐移动自主开发的TD-SCDMA全系统产品目前已经进入成熟期,TD-SCDMA的网络性能已经全面达到3G要求,TD-SCDMA已经完全具备大规模独立组网的能力”。

谢永斌告诉记者,除了基站由大唐移动的

合作方上海贝尔阿尔卡特生产外,TD-SCDMA系统设备都由大唐移动生产,目前都已经达到了规模化生产的要求。而TD-SCDMA基站生产将于2005年第二至第三季度完成大规模产业化建设。年内计划产量为每月500-1000台,而且这种产能还可随时扩充到每月2000台。

同时,大唐移动市场总监陆武也透露,TD-SCDMA终端手机也具备了商用条件。他说,定位于低端的“小燕子”系列3G手机价格将

比2G手机更低。而应用于TD-SCDMA和GSM两种网络的双模手机也已经被大唐移动的子公司开发出来。

与大唐移动遥相呼应的是,7月19日,华为和西门子合资成立的TD-SCDMA系统设备厂商鼎桥公司CEO孟乐对外宣称,鼎桥参与的TD-SCDMA专项测试结果令人满意,公司可于今年第三季度推出TD-SCDMA全线商用产品。

人民币升值

下半年石油进口不会激增

□记者 林威 丘俊 北京报道

中国最大的石油进口商——中国国际石油化工联合有限责任公司(联合石化)的副总经理唐苏欣日前就人民币升值一事接受记者采访时说,尽管受益于人民币升值,但从升值

的幅度看,公司不会调整下半年的进口计划。来自海关总署的统计表明,上半年我国进口原油6342万吨,进口成品油1570万吨,今年上半年原油和成品油进口金额达到261亿美元,预计全年将超过500亿美元,继续成为我国单一商品第一进口用汇大户。去年我国原油和成品油的进口金额为431.6亿美元。

“从进口成本上看,全国在今年下半年也就节省4亿美元。”他说。目前联合石化是中国最大的石油贸易公司,其进口原油占全国总进口量的60%左右,承担着中国石化(600028)原油进口的主要任务。

“况且升值也是一把双刃剑,成本降低,采购能力增强,但出口降低,需求受到抑制,所以进出口在整体上是互相影响的。”唐苏欣说。

发改委要求试行尖峰电价

□记者 尹涛 北京报道

国家发改委日前要求各地价格主管部门加强电力需求侧价格管理,逐步试行尖峰电价,建立上网环节与销售环节峰谷电价联动机制。

市场观察人士则指出,人民币升值对于石油进口商来说可以抵消一些进口成本,但是考虑到国际油价依然处于高位以及国内特殊的市场环境,进口不会有出人意料的增长速度。

燃料油是目前成品油中最大的进口品种,也是市场化程度较高的成品油,今年1-5月份我国进口燃料油1095万吨,与去年同期相比下降17.4%,而金额增幅却反而上升3.2%,达25.61亿美元。

广东油气商会燃料油市场资深分析员张连碧告诉记者,汇率调整对燃料油的影响“象征性大于实质性”。“此次汇率调整的幅度为2%,但目前由于燃料油进口计价滞后产生的国际价格和到岸价格倒挂的情况就大于5%。”张连碧说。

对于柴油和汽油,由于国家定价的价格体系使国内柴油和汽油价格在过去一年多里一直显著低于国际市场,业内人士认为,柴油和汽油在国家改变定价机制前应该以出口为主。

由于我国对钢铁、水泥、电解铝等耗能大户的宏观调控,加上目前国家推出的各项节能

计划使得我国对能源需求得到有效抑制,有投行人士据此认为,下半年国内对石油的需求将有所减缓,石油进口数量在2005年下半年会明显下降。该人士认为,去年中国对石油需求的超常增长是由电力短缺引起的。今年随着用电紧张情况的缓解,中国对石油的需求将减少。

不过也有媒体指出,我国5月份工业增加值同比增长16.6%,因此其对原油和石油产品的需求应该很旺盛,但基于产量和进口数字计算出的5月份原油需求同比仅增长3%,而中国对石油的需求在过去10年的平均增长率为7.6%,其中2003年增长了7.7%,在2004年增长了15.8%,预计我国今年对石油的需求也将增长7%左右。这意味着下半年原油需求将会有个强劲的反弹。

市场观察人士认为,除了国内需求,国内石油生产也是估计下半年石油进口的重要变量。由于国内原油生产上半年增长强劲,同比增加近5%,相当于每天增加原油供应量16万桶,如果下半年保持生产增长的幅度,进口应该相应减少。如果下半年生产下滑,进口就应该来弥补市场空缺。

区,可逐步推行错峰电价、高可靠性电价等电价制度;逐步扩大两部制电价执行范围,提高两部制电价中基本电价的比重。各地还可结合本地实际,研究阶梯累进式电价等政策,引导和鼓励用户节约用电。

国家发改委还要求煤炭、电力企业严格执行国家电煤价格调控措施,煤炭企业不得超过规定幅度提高煤价,也不得变相提价。煤炭、电力企业不得因价格协商不一致而停止供煤或停止发电。

记者观察

成品油定价改革渐近

□记者 王维波

7月23日,国家发改委再次调高汽油、柴油出厂价格,每吨分别提高300元和250元,零售中准价格也按出厂价格调整幅度等额提高。同时,航空煤油出厂价格每吨提高300元。这是国家发改委继6月25日上调油价之后,在一个月内再次对油价进行调整,同时也是今年以来的第五次调整,而去年我国的成品油价格总共才调整了三次。这表明,我国成品油价格已由原先的少动、慢动逐渐转变为频繁调整,同时也预示着我国油品价格形成机制的改革有望就此展开。

我国现行的成品油定价机制是根据新加坡等三地价格来确定国内的成品油价格,当三地成品油加权平均价格变动幅度超过8%时,即调整国内成品油的价格。但事实上,我国去年对成品油价格的调整并没有完全按照上述定价原则进行,无论时间上还是幅度上都是如此。统计数字显示,去年国际市场价格上涨了30%以上,而国内汽油价格只上调了15.72%。

将油价控制在一个较低的水平,虽然减缓了对运输等行业和消费者的冲击,有利于政府对部分行业的宏观调控,但这种人为地压低价格,所带来的负面影响越来越明显。由于国际市场价格比国内高,导致了国内油品向国外流出,造成国内成品油供应紧张,扭曲了国内油品市场。同时,这也给国内炼油企业造成了极大的损失。统计数据显示,今年1-5月整个炼油行业出现亏损27.9亿元。因此,加快油价形成机制的改革已十分迫切。业内人士分析,目前频频调整成品油价格,可以看成是成品油价格机制改革的序幕。

据分析,由于前期经济过热的现象得到

绩优券商,资产收益能力比肩国际大投行

中信证券成立于1995年,是中国证监会批准的第一批综合类证券公司之一。2002年公司获准公开上市,近年以来,尽管面对低迷的市场环境,中信证券依然保持了其一贯以来的良好的发展模式,在经纪业务方面,加强信息化建设,实施集中交易管理模式,加强非现场交易模式,降低经营成本,奠定未来良好发展基础。在融资方面,采取大项目、大客户策略,适应未来投行发展的方向,确立了在业内的领先优势,在资产管理业务方面,坚决远离违规操作,积极开展创新业务,2004年公司与中金、光大一起成为中国证监会批准的首批创新试点的证券公司。

相对于券商整体日益窘困的处境,04年中信证券的基本面情况依然保持良好,04年末公司资产总额132.13亿元,股东权益53.74亿元,净资产47.29亿,净资产比率88.01%,在同业中处于领先地位,04年末中信证券的流动比率达到3.0,流动资产占总资产比重为66.24%,显示公司资产的流动性好,短期偿债能力较强。04年公司营业费用得到有效控制,在对中信证券并表的情况下,营业费用只是从03年的5.03亿元上升到5.23亿元,增幅仅为3.98%,其中母公司的营业费用4.02亿元,同比下降了20%。

表1:中信证券近年经营业绩

	2002	2003	2004
总资产	186.39	118.1	132.13
净资产	51.15	54.81	53.74
主营业务收入	8.26	8.16	8.13
净利润	1.1	3.65	1.66
每股收益	0.04	0.15	0.07
净资产收益率	2.15	6.67	3.08

资料来源:中信证券会计报表

04年公司在计提了1.86亿元的资产减值损失的情况下净利润仍达到1.66亿元,在券商中排第二位,仅次于中金公司,每股收益0.07元,总资产收益率1.25%,净资产收益率3.08%。与国际上领先的大型投行相比,中信证券在总资产收益能力方面毫不逊色,但限于国内证券市场政策法规的限制,融资渠道受到限制,无法充分运用财务杠杆扩大收益基数,在净资产收益率方面与国际大投行仍存在较大差距。

表2:中信证券与美国四大投行收益能力比较

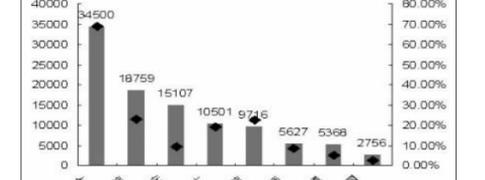
	高盛	美林	雷曼兄弟	摩根斯坦利	中信证券
净资产收益率	16.93%	14.14%	15.88%	15.87%	3.08%
总资产收益率	0.86%	0.68%	0.66%	0.58%	1.25%
资产负债率	94.94%	95.16%	95.82%	96.35%	57.93%

资料来源:相关公司年报

投行业务:大项目优势显著,财务顾问又成亮点

从股票主承销金额上看,中信证券02、03、04年分别以46.48亿元、120.32亿元和106.37亿元,在业内排名都进入了前三,04年公司主承销业务的市场份额达到12.74%,特别是在大项目的承销业务上,中信证券的优势地位十分突出,继03年中信主承销长江电力IPO大获成功之后,04年公司又主承销了武钢股份的增发,04年主承销收入中增发项目承销收入贡献了8736万元,此外中信在企业债券承销领域也具有很大优势,1998年至2003年,中信证券连续六年位列企业债券承销市场全国第一,2004年位居第二。

图1:部分券商04年证券承销收入及占营业收入比重(单位:万元,%)



资料来源:券商04年年报

表3:04年中信证券A股市场承销项目一览

	发行价(元)	发行量(万股)	募集资金总额(万元)	募集资金净额(万元)	发行费用总额(万元)	其中承销费(万元)
浦东建设	4.85	8000	38800	37175.79	1624.22	1259.98
现代制药	8.08	3300	26664	24857.43	1806.57	1129.92
华邦制药*	9.60	2200	21120	20192.00	928.00	634
广州控股	6.38	141042.4	899851	890893.79	8956.72	NA
武汉控股	8.20	12000	98400	95359.96	3040.04	NA

注:华邦制药为中信万通主承销

资料来源:相关公司公开资料

证券承销项目周期长,受市场和管理部门等不可预测因素影响大。随着监管力度的加强,证券公司的连带责任增加,保荐制度的实施和逐步完善也使公司承销业务风险增大。根据新的市场形势,公司于2004年底成立股票销售交易部,股票销售交易部成立后将在股票发行或再融资过程中参与询价、路演和销售,与投行部,资本市场形成业务上下游关系,共同组成股票融资的完整业务流程,从而使股票发行的询价、路演和销售过程连成一条直线。

今年4月人民银行和银监会公布实施《信贷资产证券化试点管理办法》对信贷资产支持证券的发行、交易、信息披露以及相关机构的权利和义务等分别做出规定,资产支持证券将在全国银行间债券市场上的发行与交易,04年中信证券就参与了今年中国工商银行宁波分行的不良资产证券化的试点并担任主承销商,可以说在这一巨大潜力的业务领域已经占据了先机,未来资产证券化业务将很有希望成为公司投行业务又一个利润增长点。

中信证券的咨询服务收入从03年的2804.53万元上升到04年的4620.51万元,增幅达到64.75%,成为04年公司经营的一个亮点。

国际领先投资银行的收入构成来看,主要来自于并购重组业务的财务顾问收入在收入结构中占据重要地位,我国已经成为亚洲重要的并购市场,特别是随着我国国有资产管理体制改革的深化,国有资产的流动带来了—一个并购业务的大市场,各主要券商在财务顾问业务方面的争夺也日趋激烈,04年财务顾问业务继续得到稳步发展,04年签定财务顾问协议25份,此项收入达到3023万元,较03年(2029万元)增长了49%,日益成为公司的一项重要收入来源。

经纪业务:充实力量,调整布局

受益于04年上半年市场的短暂回暖和对万通证券的收购,中信证券的手续费收入从03年的2.56亿元上升到04年的3.81亿元,增长幅度达到48.68%,从手续费收入的季度分布来看,04年一、二季度公司合并报表的手续费收入在证券市场迎来“小阳春”的情况下分别达到1.13亿和1.16亿元,但随后市场重现低迷,中信证券在这样的市场大环境下也无法不受影响三、四季度的手续费收入分别降至7106万元和8160万元。在券商经纪业务漏洞频繁暴露,部分券商面临诚信危机的市场环境下,中信证券制定了严格的保证金独立存管方案,确保客户交易资金的绝对安全,并在部分营业部开始实行经纪业务转型方案初步试点。

从收入结构的角度看,04年中信证券手续费收入占营业收入比重从03年的31.42%上升到46.85%,尽管手续费收入随市场起伏同样呈现很大波动性,但仍然较自营证券收入、手续费收入以及资产管理收入的变动平稳许多,因此手续费收入比重的增长有利于公司营业收入保持稳定。

04年中信调整优化营业网点布局的步伐进一步加快,在整合万通证券增加了18个网点的同时,出售了重庆等5家亏损营业部,网点布局进一步趋向合理,04年公司在新建营业部和亏损营业部进行经纪业务转型方案的初步试点。中信证券目前拥有58家证券营业部,逐渐摆脱了公司以网点实力偏弱局面,从营业部的收益状况来看,由于出售了部分亏损营业部,压缩营业面积、推广非现场交易等,营业部均均交易量和创利能力得到大大加强。04年中信母公

司的营业部平均手续费净收入从03年的485.84万元上升到04年的639.56万元,合并报表后的部均手续费净收入也达到了565.41万元,在券商中居于前列。

表4:中信证券手续费收入情况

	2003	2004(母公司)	2004(合并)
手续费收入	25647	27240	38131
手续费支出	3784	4216	5337
手续费净收入	21863	23024	32794
营业收入总额	81618	64952	81390
手续费收入比重	31.42%	41.94%	46.85%
营业部数量	45	36	58
手续费净收入/营业部数量	485.84	639.56	565.41

资料来源:中信证券会计报表

资产管理业务:以创新促转型

中信证券于1998年初设立资产管理部,2002年5月成为首批具有从事受托投资管理业务资格的券商之一,2003年变更为客户资产管理业务资格,可以为单一客户办理定向资产管理业务,为多个客户办理集合资产管理业务,为客户特定目的的专项资产管理业务。

中信证券经营受托管理资产形成的资产与负债并未纳入公司的资产负债表中,仍然以补充资料的形式反映,可以看出公司的资产管理业务的风险和收益仍然保留在委托方,并未转移到公司,公司并未介入前些年常见的券商高保底模式的委托理财业务。04年末公司的受托资金规模为9.09亿元,受托投资账面价值8.17亿元,与03年末的相比,受托投资数量有较大幅度下降,反映出公司资产管理业务正在经历转型时期,未来更加注重监管和风险控制的创新形式的集合资产管理将成为公司资产管理业务的主攻方向。今年中信作为第一批创新试点券商,成功发行了11亿元的避险共赢集合资产管理计划,为证监会批准的最大规模的集合理财计划。中信证券在客户资产管理方面已经建立起了完善的风险控制体制,形成了专业化的资产管理体系,在产品的运营、设计等方面已经积累了较丰富的经验,创新业务已经成为带动公司资产管理业务转型的契机。

估值方法选择及相对估值

从国际上对银行、证券公司等金融机构的估值实践来看,普遍采用的是市净率法。与市盈率法侧重于公司短期内的盈利能力有所区别,对于银行、证券公司等金融机构,投资者更关注的往往是其资产的抗风险能力和持续稳定的获利能力。市净率法着眼于金融机构的资本实力,充足的资本为金融机构抵抗各种风险(包括信用风险、市场风险、操作风险等)提供了屏障,并为其进一步的业务发展提供了保障。市场给予金融机构的市净率可以体现出市场对该机构资本充足状况的信心程度以及愿意给予公司的溢价水平,在一定时期,对于规模和经营状况相似的金融机构市场往往给出比较接近的市净率,这就为我们判断行业内公司的价值提供了重要的依据。

我们选取了西方主要七个工业国市场上投资银行类上市公司2000年到2004年的市净率数据,发现在过去5年这样一个相对长期的时间段内,这些国家投行类上市公司的平均市净率在2.374倍左右,由此对中信证券进行相对估值。根据中信证券最近一期报表公布的每股净资产2.17元,公司未来全流通条件下的合理股价在5.15元左右(出于谨慎的原则,我们没有将中国证券市场未来高成长潜力的溢价因素考虑在内)。

表5:西方七大工业国投行类上市公司五年来市净率水平

	2004	2003	2002	2001	2000	历年平均
加拿大	2.46	1.56	1.27	1.46	1.31	1.612
日本	1.85	0.76	1.13	1.33	2.39	1.492
意大利	1.78	1.81	1.93	1.92	2.80	2.048
法国	1.56	1.62	1.17	1.44	2.61	1.68
德国	2.58	0.67	4.22	2.55	2.62	2.528
英国	6.06	2.54	1.58	6.36	4.02	4.112
美国	1.82	1.75	1.15	6.11	4.91	3.148
各国平均	2.587143	1.53	1.778571	3.024286	2.951429	2.374286

资料来源:Bloomberg

国土资源部透露

今后征地与买地价格将无区别

□记者 申屠青南 王子芳 北京报道

在近日召开的“2005中国宏观经济走势与产业发展高层论坛”上,国土资源部土地利用司副司长束克欣透露,目前有关部门正在研究改革征地制度,下一步将使得征地和买地在价格上没什么区别。同时,要在土地占有和使用等保有环节上开课,并建立土地收益基金制度,留给后任政府使用,以抑制地方政府大量卖地行为的发生,同时解决城市发展的可持续性问题上。

中国人民银行副行长吴晓灵在论坛上表示,这一轮的经济过热其实就是基础设施和城市建设规模过大,带动了钢铁、水泥等行业的过热。她不确定房地产价格长远徐徐上升的趋势,但不希望价格上升过快。她认为,应该运用房地产金融政策,促进房地产健康发展。只要信贷上不给投资过度的支持,很难形成过度投机。在交易和转手环节给予适当控制也有利于抑制过度投机。

国家统计局城市调查司副司长孟庆欣表示,上半年调查的35个大中城市房地产市场价格的来看价格仍继续上涨,房屋销售价格也在上涨,但是上涨的幅度有所减小。6月份,“国房景气指数”为101.65点,比5月份小幅回落0.18点,比去年同月回落3.31点。因此,预测下半年房地产价格仍将继续在高位运行,价格涨幅可能有所回落。

上海口岸外贸再创新高

□记者 闵辉

上海海关最新统计数据表明,今年上半年上海口岸外贸继续保持强劲增长势头,进出口总值达到1619.2亿美元,为历史同期最高水平,较去年同期增长24.1%。其中,出口976亿美元,增长35.1%,进口643.2亿美元,增长10.5%。

机电产品仍是出口大户。上半年上海口岸机电产品累计出口543.5亿美元,增长39.7%,占口岸出口总值的55.7%。其他大宗商品出口保持良好增长势头。其中,钢材出口18.2亿美元,增长170%;家具出口117.7亿美元,增长49.5%;塑料制品出口10.2亿美元,增长28.6%;纺织服装类商品出口220.5亿美元,增长24.8%。

私营企业继续以强劲的增长势头成为口岸外贸的亮点,共进出口165.6亿美元,增长67.7%,增速位列各类企业之首;外商投资企业仍是上海口岸贸易的大头。上半年,外商投资企业进出口1016.4亿美元,增长25.4%,占同期口岸外贸进出口总值的62.8%。

借并购树龙头地位,政策眷顾接踵而至

中信证券以国内首屈一指的金融集团—中信集团为依托,政府背景深厚,在证券发行承销等批发业务上极具竞争力,但在经纪业务上受限于网点数量不足而难有大的作为,网点的布局和建设如果单纯依靠公司自身的努力来逐步推进,则需要很长的时间才能逐步赶上经纪业务规模较大的券商,于是中信借力于通过同业并购的方式以达到加速业务发展壮大的目的。目前中信证券已经完成了对万通证券的收购,迈出了其并购战略的第一步,近期,媒体相继报道了中信通过并购争取行业内龙头地位的方针正得到有条不紊的推进。作为业内为数很少的经营状况较好,内部控制和治理结构完善,并具备相当规模的券商之一,自身的质地优良加之管理层对优质券商的政策倾斜使中信在业内的地位日益突出,近年来,无论是上市融资、发行债券还是创新试点、股权分置改革等,中信证券都在业内领风气之先,在管理层即将出台的券商分类监管的体系中中信必将占据优越地位,未来不仅将在并购方面,在融资、业务创新、开拓海外市场等领域也将受到政策的眷顾。

证券业市场风向标,投资价值渐获认同

《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》明确指出,大力发展资本市场,对我国实现本世纪头20年国民经济翻两番的战略目标的确实具有重要意义,管理层已经正视我国证券市场多年以来隐藏的种种弊端,并着手于当前证券市场面临的重大问题的解决,近一段时期以来,管理层在强化监管、改善上市公司治理,鼓励合规资金入市等方面已经出台了诸多实质性措施,特别是管理层近期解决股权分置问题的措施表现出的雷厉风行出乎市场的预料,充分体现了政府使我国证券市场步入健康发展的轨道的决心和信心。

与国际成熟市场相比,我国证券市场的相关的制度尚不完善,随着证券市场改革进程的推进,证券市场将会逐步发生深刻变化,中国证券市场将在一个更为健全的制度基础上发展。中信证券作为目前中国证券市场上唯一的优势券商股,其走势一直以来就被视为投资者对证券市场信心的风向标,证券市场走上健康发展的道路将为中信证券未来各项业务高速增长创造条件,其投资价值也将被越来越多的投资者所认同。

表6:中信证券历年盈利情况及05年盈利预测 (单位:万元)

	2002	2003	2004	2005E	2006E
营业收入	82,638	81,618	81,390	79,446	101,812
手续费收入	26,376	25,646	38,311	34,479	51,719
自营证券差价收入	3,241	12,068	2,293	1,835	3,440
受托投资管理收益	2,769	839	703	1,008	1,310
证券承销收入	20,710	20,952	18,759	8,000	24,387
利息收入	0	0	0	0	0
金融企业往来收入	25,003	17,840	15,487	12,390	13629
买入返售证券收入	409	1,253	796	1,032	1135
其他业务收入	4,126	3,005	5,256	6,192	6,166
汇兑收益	4	15	-25	0	0
营业支出	68,295	64,077	68,947	73,099	87,234
手续费支出	2,806	3,784	5,337	5,604	6,724
利息支出	6,176	5,989	7,289	5,831	6,414
金融企业往来支出	606	377	184	298	328
卖出回购证券支出	277	691	130	208	218
营业费用	54,685	50,215	52,348	57,583	69,100
其他业务支出	0	0	0	0	0
营业税金及附加	3,745	3,411	3,560	3,575	4,450
投资收益	3,486	12,805	28,240	19,768	19,768
营业利润	17,829	30,346	40,683	26,115	34,346
加:营业外支出	166	279	406	200	200
减:营业外收入	412	576	868	500	500
利润总额	17,583	30,049	40,222	11,605	34,046
减:资产减值损失	3,130	-11,304	18,640	-10,000	-5,000
扣除减值损失后的利润总额	14,453	41,353	21,582	21,605	39,046
减:所得税	3,446	4,304	4,232	4,240	7,906
少数股东损益			781	0	0
净利润	11,007	36,549	16,569	17,365	31,237

资料来源:中信证券会计报表

企业形象