

# 闽发证券 风云散尽 平静“谢幕”

□记者 梅永存 黄和逊

8月8日，闽发证券福建省内个人债权收购资金开始兑付。记者在代理兑付银行——中国银行福州市的各个网点看到，个人投资者情绪稳定，兑付工作井然有序。

有着16年经营历史、亏损90亿元的闽发证券公司在“平静中谢幕”。与去年10月18日被东方资产管理公司托管时出现的法人诉讼、个体投资者集体闹事的火爆情形相较，对比鲜明。

谢幕的局面虽然平静，但闽发证券留给人们的思考，却并没有因此而终止：曾经红红火火的证券公司，为何沦落为“资本玩家”的“提款机”？

## 闽发证券平静“谢幕”

按照中国人民银行、财政部、中国银监会、中国证监会等四部委出台有关政策，托管闽发证券的中国东方资产管理公司将对经甄别后的个人债权进行收购，个人债权金额累计在10万元以内的，予以全额收购，10万元以上的部分按9折价格收购。闽发证券需要兑付的个人债权有9.6亿元。“这部分资金没问题，国家有保证。”中国银行一兑付网点的负责人对记者说。这意味着，作为闽发证券清算重要部分的个体投资者的债权问题解决了。

机构债权将靠出售闽发证券几十家营业部的所得来按比例清偿。“闽发证券现有30家营业部、19家服务部，时至今日，它的经纪业务仍很稳定，福州的几家营业部还在盈利。这些营业网点应该可以卖一个不错的价格。同时，我们还计提了投资风险金，亏损部分慢慢地可以消化掉。”一位债权机构的法人代表乐观地说。闽发证券的机构债务为95亿元，波及到200多家机构债权人，其中不乏一些像中国人寿这样大名鼎鼎的行业龙头企业。

债务处理方面，最为棘手的是“个人以机构名义”的债权，但也已经引起了有关部门的高度重视。闽发证券托管组在给当地政府的报告中披露，目前闽发证券在福建省内涉及的“个人以机构名义”委托理财共24户，涉及2393人，金额14263万元。托管组希望福建省有关部门在条件允许的范围内，可参照天津市政府解决南方证券“个人机构债”的模式，由省政府先行出资，对该部分“个人机构债”采取低于国家四部委收购意见中的收购比例的办法，对“个人机构债”实施收购，以此化解纷争。

员工也得到了妥善地安置。闽发证券内部一

余名业务员说：“采取的是买断工龄的做法。买断后，新东家聘我们就继续干，不聘就另找出路！”闽发证券是2004年10月18日，因发生严重的资不抵债、出现支付危机，被东方资产管理公司正式托管经营的。据托管经营组提供的数字，闽发证券的机构债务为95亿元，个人债务为9.6亿元，扣除15亿多的应收账款，亏损总额高达90亿元。

## “资本玩家”的“提款机”

闽发证券民营化的过程，就是其沦落为不法商人“提款机”的过程，就是一个靠玩“空手道”对券商进行资本控制的过程，就是“资本玩家”们欺诈挪用股民和委托理财者的资金进行高风险投资谋取私利的过程。

虚假“注资”控股闽发。吴永红是闽发证券的“掘墓人”。闽发证券成立于1988年5月，创办之始为中国人民银行福建省分行下属企业，注册资本1000万元。1996年7月，人民银行下发各

级分行与所办证券公司脱钩的通知，闽发证券开始与人民银行脱钩。同年，中国凯利实业公司入主闽发证券。当年12月，闽发证券的资本金增至10919万，凯利公司持有6000万股，持股比例54.95%。吴永红任法人代表的福建协盛公司持有1000万股，占股比例约为10%。

吴永红一度被认为是当地资本运作的“高手”，他的“事业”是通过向泉州市一信用社借借款3000万开始实现的。吴永红利用这笔资金，通过反复抽逃，在全国各地注册20多家公司。这些公司互相担保，向银行贷款数亿元，收购闽发证券等企业的股权，一跃成为福建的“资本大鳄”。

1999年3月，凯利公司所持有的闽发证券股权对外转让。同年8月，由吴永红操办的福建协盛、石狮融盛等五家企业趁机受让了凯利公司的全部股份。2000年11月，闽发证券增资扩股至8亿元。吴永红利用闽发证券大股东的身份便利，操纵属于自己的福建协盛、石狮融盛等公

司，挪用闽发证券客户保证金、违规向银行贷款，虚假“注资”闽发证券，持有其超过51%的股份，完全控制了闽发证券公司。业内人士介绍了吴永红的“空手道”手法：首先将开户股民的保证金和委托理财资金打入闽发证券账外公司，再由账外公司通过虚假交易打到福建协盛及其关联公司，最后摇身变成

福建协盛等对闽发证券的出资。吴永红为资金转移设立的闽发证券账外公司多达20余家。2001年10月，吴永红因刑事案件被公安部门通缉，仓皇出逃。闽发证券由张晓伟掌控，吴永红在境外“遥控”抽逃资金。董事长兼总经理张晓伟在满足吴永红资金要求的同时，自己也“不甘落后”，以个人或者闽发证券的名义挪用资金，投资房地产、股票、期货等，牟取巨额私利。初步统计，两人抽逃、挪用资金高达数十亿元。

## 闽发证券的违规“黑幕”

闽发证券虽是一个中型券商，却是国内券商违规之“集大成者”。为了维持资金链不断掉，闽发证券盲目扩大委托理财，许诺客户保底和高息。记者拿到的一份空白的委托理财协议书显示，闽发证券给客户的保底利息高达10%，远远高出一般委托理财市场4%-5%的收益，且大部分利息还可提前支付。因此，众多机构、个人纷纷将资金委托闽发证券“购买国债”，闽发证券则转手以“国债回购”的形式套出资金炒股。近年我国股票市场长期的熊市，使得闽发证券重仓持有的股票难以出手，市值严重缩水。于是，不择手段、不计后果地吸纳更多的高息理财资金成为闽发证券保持“资金链”不断的唯一选择。

闽发证券公司为了拉到更多的资金，营业员为了千分之三的业务提成，以各种花样欺骗投资者。福清市龙田镇的一位姓何股民说：“当时也担心委托理财有风险，但业务员说，把钱交给我们就跟存在银行里一样安全，而且利息更高。”他于是把他日本打工赚来的一百多万元委托闽发证券公司打理。为了打消投资者的顾虑，一些营业员还以补充协议的形式将风险全部揽到闽发身上。

记者看到七十多岁的陈姓股民与闽发五一北路营业部签订的资产管理合同，合同后面的补充协议说：在委托期满时，若因乙方原因导致甲方委托资产发生亏损或未实现增值，或委托资产虽实现增值但年增值率未到5.5%，乙方必须向甲方支付资产占用费，资产占用费率为年5.5%。

闽发证券的巨额资金主要有五个去向：重仓持有A股市场的几只股票，进行国债交易，炒卖期货，汇出境外炒H股以及流入吴永红和张晓伟个人控制的公司。闽发证券对沪深交易所某三只股票流通盘的控盘比例一度高达97%，

60%和40%，亏损严重。上海证券交易所网站统计资料显示，按国债现货交易量排名，闽发证券在2001年列上交所所有会员单位的第二名，2002年名列第一，2003年8月，国债市场出现震荡，闽发证券损失惨重。闽发证券收购期货经纪公司，自己操作期货买卖，造成巨额亏损。闽发证券的资金还通过地下钱庄等渠道流向境外市场，炒卖H股。

## “闽发证券事件”给我们留下了什么

风云散尽。闽发证券公司经过连续九个月托管经营阶段的“垂死挣扎”，终因负债太多，亏损严重，走上了穷途末路。

“闽发证券事件”到底给我们留下了什么？当国企民营化道路延伸至券商时，如何防范由此产生的金融风险，是一个亟待解决的问题。闽发证券等国

有识之士分析，证券公司作为金融体系的一个有机组成部分，它面对的是成千上万的个人和机构投资者，其存亡兴衰对社会稳定及经济发展的影响不亚于银行。基于自有资金的积累水平、人才和管理水平、金融创新与风险控制水平等因素的限制，在目前，我国民营企业大规模入主证券公司的条件并不成熟。

具有强烈的“扩张冲动”而实力有限的民营企业仅靠向社会融资及银行短期借贷等控股证

券公司，并进行高风险的股市、债市、期市、汇市及房地产投资，多半会以失败而告终。最近国内一些中小券商如德恒证券、闽发证券等接连“出事”就是佐证。这不仅损害了投资者的利益，还会加剧我国目前并不成熟的股市的震荡和投机。此外，对我国很有发展前景的个人投资理财和公司委托投资理财业务的成长也是一个不小的打击。

要避免出现第二个“闽发证券公司”，促进中国证券业的健康发展，有关人士建议当前有关部门要做以下几项工作：加强对个人投资者、民营机构入主上市公司、证券公司的资格审查，实行严格的行业准入制；加强对现有的民营控股证券公司的监管，促使其依法规范运营；提高证券市场的监管效率，加大对违法违规行为的经常性监督及违规惩治力度；严格控制民营控股证券公司金融产品创新建立高效的证券公司内控机制。同时，还要完善证券市场的基础性工作，健全中小投资者权益保护方面的法律法规体系，完善相关配套的实施细则和操作办法；建立保护中小投资者利益的维权组织，设立赔偿基金；加强对投资者教育的基础工作，增强投资者的维权意识。

# 中银国际 证券有限责任公司

## BOC International (China) Limited

# 招聘启事

**现诚邀以下才俊加盟：**

**研究部**  
**研究员岗位(4人)**  
**职责：**从事医药、航空、机械/工业类上市公司研究分析和A股市场策略研究分析。  
**要求：**  
●大学本科以上学历。  
●行业研究需要具有一年以上证券分析或相关行业工作经验，策略研究需要具有三年以上证券分析或相关行业工作经验。  
●英语水平达到CET-6，具备较好的英语听说读写能力。  
●有相关行业从业背景者优先。  
●已取得证券投资咨询执业证书者优先。  
●熟练使用MS OFFICE软件。

**翻译人员(1人)**  
**职责：**研究资料的中英文翻译，特别是英文译为中文。  
**要求：**  
●本科以上学历，经济、金融、英语等相关专业毕业。  
●具备较好的英语听说读写能力。  
●熟练使用MS OFFICE软件。  
●具有较高的综合素质、较好的文字功底、良好的协调沟通能力和团队合作精神。

以上各岗位的工作地点在上海。

中银国际证券有限责任公司是由中国银行下属机构——中银国际控股有限公司联合国内五家国有大型企业共同投资设立的中外合资证券公司，注册资本15亿元人民币。

中银国际证券以高起点、国际化定位起步，借鉴国际投资银行的管理及运作模式，发挥多元客户资源与跨境市场资源的特有优势，通过投资银行与商业银行的服务组合，为客户提供全方位、高标准、一站式的全球资本市场服务。

目前公司已开展的业务包括：境内发行的人民币普通股股票(A股)、人民币特种股票(B股)、境内国债、金融债券和企业债券的承销业务及经纪业务；债券自营业务；投资顾问、财务顾问、企业重组并购顾问、项目融资顾问等顾问业务；投资咨询业务以及资产管理、委托理财等业务。在中银国际全球业务一体化的基础上，还可以开展境外发行股票、债券等跨境业务。

中银国际证券目前在全国各主要城市都设有证券营业部，形成了广泛的交易和客户服务网络，并利用互联网、无线通讯技术将中银国际证券的多元化服务延伸到每一位投资者身边。

中银国际证券有限责任公司秉承“以人为本”的理念，倡导团队合作精神，鼓励员工在事业上不断进取和超越。

对以上职位有意者，请于8月12日前将中英文求职信、简历E-MAIL至：hrchina@bocigroup.com，请在标题栏注明“应聘\*\*\*\*岗位”。资料保密，合约有效。

# 获得支付对价 提高持股价值

中银万国证券研究所 朱安平

## 1.上海港发展环境继续向好

### 1.1外贸增速快于全国平均水平

上海港地处我国大陆海岸线中部，长江入海口，其地理位置的优越性表现在两方面：一是直接腹地(江浙沪)是我国经济发展最快、发展潜力最大的区域。二是通过长江水系便利的航运条件，拓展了广大的间接腹地，包括四川、湖北、湖南、江西、安徽等省及重庆直辖市等等。由于长江沿岸海港和陆路交通设施的不断完善，在这些地区生成的集装箱进出口大多会经上海港中转。

图1：江浙沪和全国FDI增速对比

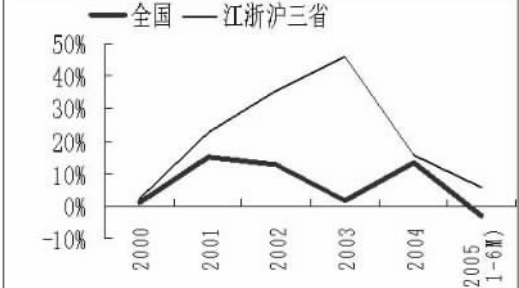
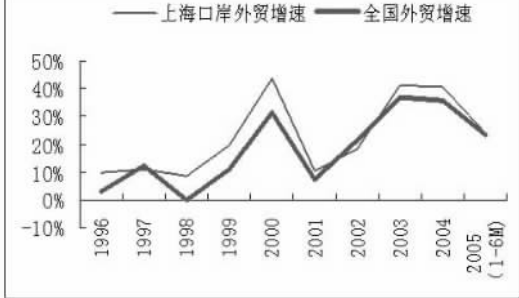
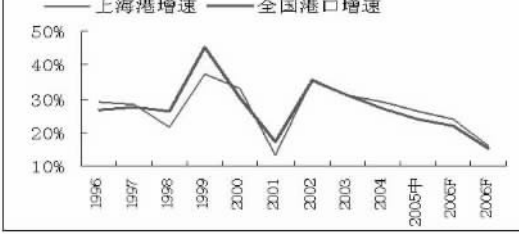


图2：上海口岸和全国外贸增速对比



资料来源：CEIC，中银万国研究所  
根据历史数据，上海腹地GDP和外贸增幅明显快于全国平均水平。尽管人民币升值会给外贸带来一定负面影响，但制造业向长江三角洲转移的趋势为上海港集装箱业务提供了明显支撑。2005年上半年全国利用外贸额出现下降，但江浙沪地区FDI却仍有增长。预计上海口岸外贸仍可能继续保持不低于全国平均水平的增长。如果人民币升值幅度不再加大，则2005年全国集装箱吞吐量增幅仍将达到16%，上海港增速将不会低于全国平均水平。

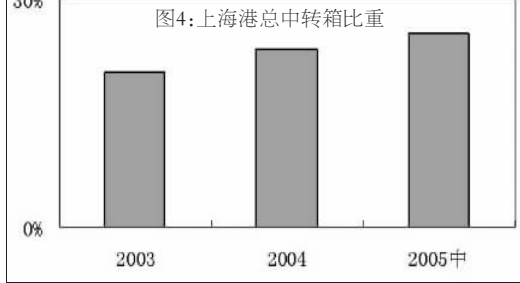
图3：上海港和全国港口集装箱吞吐量增速及预测对比



资料来源：CEIC，中银万国研究所  
**1.2港口硬件改善吸引中转货源**  
长期以来，上海港集装箱吞吐量增长主要来源于内生箱源，少量的中转箱也主要来自于沿江和沿海，04年国际中转箱比例不到吞吐量的2%。上海港要实现吞吐量长期高速增长必然要依赖中转箱源的大幅增长。随着洋山深水港的不断建成投产，上海港要成为具有国际竞争力的国际中转枢纽港必备条件之一——航道水深15米以上即将实现，而另两

项条件——具有竞争力的中转费率和便捷快速的中转港口服务，与东亚地区主要航运中心相比上海还有明显不足，但通过制度建设正在改善。洋山港的建成有可能使上海港的中转量出现加速增长，从而弥补增速放缓的内生箱源。

图4：2003-2005中上海港集装箱吞吐量增长情况



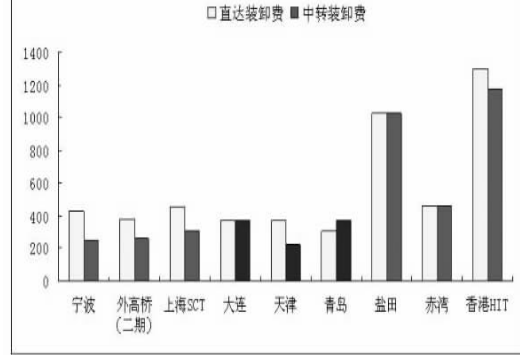
资料来源：上海港口管理局

### 1.3非中转费率仍有提升空间

港口竞争手段中费率竞争仅仅是一个方面。一般来说，费率竞争主要出现在争夺交叉腹地货源、中转货源和吸引船舶公司上。跨地区港口间在各自直接腹地货源上不存在激烈的费率竞争。目前上海港主要货源仍是内生货源，随着洋山深水港的建成，水深劣势消除后，上海港将在所有条件上优于本地区其他港口。

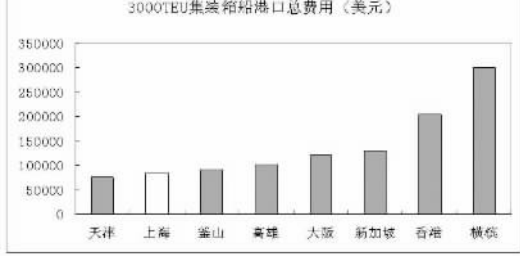
从国内主要港口码头费率水平来看，上海港在邻近港口上并不明显偏高。如果排除与宁波港直接腹地邻近交叉腹地的货源争夺，上海港的内生货源总体仍有一定上升空间。目前上海港内部SCT费率明显高于外高桥，以及外高桥港区费率不断上调也说明了这一点。

图5：某大型班轮公司执行的码头费率(2004年)



资料来源：中银万国研究所  
在目前东南亚地区港口中，上海港目前虽然装卸和堆存费率要低于釜山和高雄，但另外一些非生产性的行政事业性收费比较高。上海港总的费收并不大幅低于周边港口。因此，如果未来港口收费体制改革，采取较低的行政收费，则上海港在中转费率上仍可能保持较高水平。

图6：东南亚主要港口综合收费比较(2003年)



资料来源：中银万国研究所

## 2.公司今年业绩将稳定增长

### 2.1吞吐能力持续扩张

公司自上市以来，通过不断收购集团公司新建集装箱泊位，吞吐量能力一直保持高速增长。在收购外高桥四期之后，公司现在掌握的集装箱码头资产包括SCT码头、外高桥二期、三、四期，外高桥四期码头公司在收购后出租给港务集团和马士基合资的沪东集装箱码头公司经营。目前，公司已明确将收购上海港的现有新增能力外高桥五期50%股权和洋山一期51%股权。如果收购完成，公司参与经营的权益码头设计能力将达到全港的61%，如将外四计入则达到84%。

### 2.2 业务增长享受全港增量

由于非公司参与经营的码头外一期和外四期是否吐量未来将不会再有明显增加，所以整个上海港外贸集装箱实际吞吐量的增量将主要由公司参与经营的码头来承担，具体分配上主要在外五期和洋山一期。即便保守预计，上海港06年集装箱吞吐量与全国平均水平16%持平，则增量也将达到290万TEU。根据目前状况公司2005年权益吞吐量增幅仅为10%，2006年将达到38%。

表1：公司吞吐能力和吞吐量分布及预测(万TEU)

	公司占有比例	占全港比重	SCT	共青	外二	外三	三海	外四	外五	洋山港一期
公司权益			50%	公司租用	100%	100%	公司租用场地自行改造	100%	未来公司50%和集团50%	未来公司51%，港务集团49%
设计吞吐	624.2	61%	170		125		40	210	104	220
2004年吞吐量	820	44%	366	23	431			281	0	0
2005预测	900	56%	360	40	500			330	170	0
2006预测	1400	70%	335	30	500			330	280	250

资料来源：中银万国研究所

### 2.3 外围支持业务有望开始收获

公司除了集装箱码头业务之外，还在内河与沿海码头、航运、船舶与货物代理、陆上集装箱运输、仓储物流、港口物流信息技术等方面投资布局，控股参股公司多达二十余家。虽然上港集箱控股、参股公司众多，但投资思路还是较为清晰：这就是围绕港口集装箱物流产业链布局，巩固自身行业地位，提升市场份额，强化上海港集装箱枢纽港地位，增强集装箱码头主业核心竞争力。2003年公司非合并参股公司权益投资收益为4500万元，2004年增加到5800万元，预计后续可能继续明显增长。

根据联合国的港口层次划分，目前上海港在作业货物上处在第三、四代港口阶段，但生产特性方面仍处在第二、三阶段，港口物流业应有较大发展空间。

表2：联合国关于港口阶段的划分

	第一代港口	第二代港口	第三代港口	第四代港口
发展时期	1960以前	1960年以后	1980年以后	1990年以后
主要货物	大宗散、杂货	大宗及单位包装	大宗及单位包装	货柜
港口发展战略	保守的、防御的	扩张的	商业、整合性运输及物流中心	港航合资及国际策略联盟
生产特性	(1)船/岸边的货物转换点	(1)船/岸边的货物转换点和产业活动	(1)+(2)+货物和信息配送，潜在的全面物流	(1)+(2)+(3)+不同港区间的结果

资料来源：中银万国研究所

### 2.4未来两年业绩增长有保证

公司未来两年业绩增长的主要动力来自于即将收购的外五期和洋山一期，如果外高桥港区继续提价，则是另一个重要的利润增长点。由于受行政审批和增发时间等不确定性的限制，公司2005年内不一定能够实现收购上述两项目。如果假设不增发收购上述项目，则大量新增借款将导致财务费用大幅增加。如果公司今年年底能够实现收购，则2006年业绩将增长10%左右，如果增发收购则净利润增幅更大。

表3：上港集箱未来两年业绩预测 (单位：元)

假设条件	2004	2005	2005
不增发，06年不提价，2005年底借款预测	0.64	0.73	0.80

## 3.对价和相关承诺提高持股价值

经过修改的上港集箱(600018)的最终对价方案为：流通股股东每10股获付2.2股股票和现金10元。大股东同时承诺：股改后24个月内不上

市出售股份，并在前项承诺期满后12月内，出售股份总数比例不超过总股本的5%；将在长期内(不少于5年)保持对上海集箱51%以上的控股；每年利润分配比例将不低于可分配利润的50%。

### 3.1 支付对价后估值更趋合理

从相对估值来看：以公司最近停牌前7月27日收盘价16.62元计算，送股后流通股持股成本下降到12.78元(16.6-1/1.22)。以05年预测业绩0.73元(不考虑增发和收购)计算，市盈率为17.5倍。考虑公司的行业地位和近期发展，在其他港口公司大股东在保持51%控股权的前提下，以股票最大限度利润分配比例将不低于可分配利润的50%。

表4：港口类公司估值对比 (单位：元；倍)

公司	第一大股东持股比例	05预测EPS	04PE	05PE	假设支付对价后的控股比例	假设支付对价后的OSPE	股价(8月4日)
营口港*	59.9%	0.45	24.7	21.7	51%	17.8	9.8
天津港	57.2%	0.31	33.4	23.9	51%	20.9	7.4
深圳赤湾	58.8%	1.48	25.8	13.3	51%	11.2	19.7
盐田港	73.9%	0.48	18.8	24.5	51%	13.1	11.8
上海集箱	76.7%	0.73	25.3	22.7	70.2%	17.5	16.6
沪深300指数			15.6				904

注\*：营口港每股收益采用完全转股后的总股本摊薄。

另一方面，从与海外市场对比来看。将公司支付对价后完全除权的05年市盈率与香港港口业务的公司比较，明显低于和记黄埔。从与大盘相对估值来看，公司04年市盈率相对沪深300指数溢价70%左右，基本与几个港股溢价相当。因此公司目前估值没有明显高估。

表5：香港市场港口相关上市公司估值 (单位：港元；倍)

公司	股价(8月4日)	04EPS	05EPS	04PE	05PE	06PE
和记黄埔	77.75	3.78	3.27	20.57	23.78	30.8
招商国际	17.25	0.77	1.03	22.42	16.73	14.19
中远太平洋	16.35	0.1	0.14	21.91	14.71	13.66
HSI INDEX	15114.55		12.75			

资料来源：BLOOMBERG，中银万国研究所

### 3.2相关承诺使预期更加确定

从分红承诺来看，公司有关今后每年分红不低于当年可分配利润50%的承诺，更有利于流通股股东长期投资。以目前股价计算，公司05年预期息率以支付对价后的实际持股成本计算将超过2.8%。对今后几年增长比较确定的公司而言，更增加了持有价值。

公司承诺两年内不减持，同时对价中部分以现金支付。在目前市场环境下降少了送股的扩容摊薄效应和对远期流通股大幅增加的担心，实际更有利于流通股股东权益和明确持股预期。从另一个角度来看，公司宁愿附加支付现金，而避免减低控股比例，也可以说明母公司上海国际港务有限公司也比较看好公司的股权价值。

## 4.重要不确定性因素

所得税率上调的风险。目前公司本部和下属公司不同程度享受浦东新区和外资企业各种所得税优惠。根据目前讨论的所得税改革方向，未来公司所得税可能大幅上调。

公司远期新增吞吐量能力的不确定性。除外五期和洋山一期外，母公司目前未明确今后将注入其他已有或新建码头资产，从而给公司远期增长带来不确定性。当然，根据公司在上海港的经营实力，未来参与其他项目的可能性还是存在的。母公司海外上市也可能给公司今后经营发展带来一定制约。

人民币升值的风险。其实本次人民币升值2%并不值得担心，主要是改革形成了新的人民币汇率决定机制，今后人民币汇率将更多地由市场和贸易形势决定。因此，如果中短期内人民币继续明显升值可能给外贸出口带来明显负面影响，从而最终影响到集装箱吞吐量的增速。

## 5.主要结论

由于上海港口硬件和软件竞争力的不断增强，在强大腹地经济的支持下，上港集箱业务基本面形势总体继续向好。上港集箱作为上海港新增吞吐量能力的承接者，未来两年业绩增长将比较明确，公司非码头业务有望成为新的利润增长点。股权分置改革对价支付后，公司股票持有价值明显提高，与A股市场和香港市场同类股票相比，估值上基本合理。(企业形象)