

序 言

随着我国证券市场的迅猛发展,交易品种越来越丰富,类别也越来越细,与证券市场相关的研究已成为做好证券发行、交易、投资及业务创新的一种必不可少的手段。国泰君安证券研究所作为我国大型综合性证券公司下属的专业性研究机构,是由原君安证券研究所和原国泰证券研发中心合并而成。它曾开行业及公司研究和金融工程研究之先河,在不断摸索和尝试中,积累了一定的经验。研究所按照贴近市场、贴近业务、贴近客户的原则,在研究报告的选题方面力求务实,注重调研和实证分析。因此,这本集子所精选的研究报告,其形成动因也不外乎可分为三类:第一,客户的需求。这里的客户主要包括公司与一级市场和二级市场业务相关的客户,其中以机构投资者为主。同时,通过承接各级监管部门的课题,也产出一些有份量的研究报告。第二,业务的需求。迅猛发展的证券市场为公司的拓展业务和创新业务带来了机会,更需要发挥研究的先导作用。第三,研究所根据市场需求安排课题及研究员的自主性选题。

从证券公司的资产构成来看,形象地说,无非是电脑和人脑。研究所是最能体现和发挥后者优势的部门。在西方的一些著名的证券经营机构中,研究部门规模庞大,研究人员占员工总数的比例多者达到50%,充分体现人脑在投资银行业中举足轻重的作用。我国券商研究机构的快速发展,起步于1996年证券市场的一轮牛市,并随共同基金规模的扩张和机构投资者比例的不断增加,其作用已得到越来越广泛的认同,研究对业务的先导性和业务对研究的依赖性双双得到了体现,研究员的价值也逐步在服务于业务的过程中得以实现。从今后看,公开信息披露工作将日益规范,借助获得内幕信息的渠道将逐步被对披露公开信息的研究所取代,这又将进一步增加市场方方面面面对研究的需求。

这本汇编的研究报告集分为专题研究篇、行业研究篇和公司研究篇三大部分,专题研究篇所涉及面很广,且多属于社会经济和金融、证券市场所关注的热点问题,如西部开发、国有股减持、经理期权、股指期货



货等,其中有不少报告受到了政府有关部门或公司本身的重视和采纳。还有多篇研究报告在国内专业性论文评比中获奖。行业研究篇和公司研究篇则体现了国泰君安证券研究所的以行业公司研究为重心的务实风格。如研究所的 IT 小组在对互联网产业和国内网络类上市公司的研究方面较为超前,及时推出了不少操作性很强的研究报告,如中兴通讯、风华高科等高成长企业的调研报告,都是在长期跟踪、反复调研中形成的,受到了投资者的好评。

当然,中国证券市场超速发展至今,仍属于新兴的、尚待进一步完善的市场,我们的研究方法、研究工具仍受到现实市场发展水平的制约,研究水准有待于进一步提高。因此,我们在研究过程中,既要贴近现实,又要向境外同行学习、借鉴他们的研究模式和方法。随着中国加入 WTO 时间的临近,证券市场的开放将成为不可阻挡的趋势,新的投资工具、新的投资理念也必然会应运而生。因此,我们对诸如金融衍生产品的研究,对套利、避险等资产组合方法研究,对证券及期权等的定价方法的研究必须率先开展起来。学无止境,希望我们这本粗浅的研究报告集能获得同行及广大读者的批评指正。



的定义。其中有代表性的是前苏联国家计划委员会生产力委员会主席涅克拉索夫在《苏联生产综合体——书中给出的定义：区域生产综合体“是以国家一定地区的劳动力资源和自然资源为基础发展的专业化部门企业的空间组合，在这些地区里有统一的生产性和社会性基础设施，有共同的建筑和动力基础”，“是在地域上协同配置的，能提供国民经济效益的一些企业的相互制约的、跨部门的组合”。生产力综合体具有以下特点：

1. 其专业化生产的产品，主要不是满足本地区的需求，而是满足整个国民经济发展的需要，要在地区间进行产品的交换；

2. 生产力综合体应配置在其专业化生产所必需的主要资源集中的地区，其设置不受行政区划的限制，既包括某级别行政区域的全部或部分，又可以是几个比邻的行政地区的部分；

3. 生产力综合体的组建是为了解决某一方面的任务，因此组建的目的、其专业化部门的设置、组建的地域范围与时间，都需要国家一级的统一规划；

4. 一个生产力综合体的组建往往需要几年到十几年的时间，一般分几个阶段进行：科学的论证与设计准备、机构的设置、基础设施的建设、具体的集中组建和分阶段投产并发挥作用；

5. 在整个组建过程中，不仅要重视生产部门的建设，而且也必须重视非生产性部门的建设，以及生产辅助部门和住宅、学校、幼儿园等生活设施的建设，使之成为设备较完备的城市型居民点，使外来的工作人员能够长期安心定居。

（二）地域生产综合体的产业结构模式

地域生产综合体是一个有生命力的、开放的动态系统，由具有不同功能、相互联系的不同部分组成，结构较复杂。由于每个地域生产综合体都是具有全苏意义的专业化生产基地，其内部具体的产业结构因其在整个国民经济中的专业化分工而各不相同。但根据各功能部分在综合体中的作用与功能的不同，可以分为以下几个部分。

1. 经营类产业。即地域生产综合体的主导专业化产业，代表该地域生产综合体经济发展的方向与特征，是核心组成部分。

2. 关联类（服务类）产业。即与专业化产业有密切联系，为其提供原料、设备，或是为其半成品进行再加工的产业。

3. 依附类产业。指对专业化主导产业所产生的废物、废料进行综合利用的产业。

4. 生产性和非生产性基础设施类产业。即为上述产业提供一般生产条件的一类产业，其中包括：

（1）生产性基础设施，如动力网络、运输、仓储设施、供水系统、建筑与维修系统等；

（2）社会性基础设施，如住宅、公共服务、社会福利、医疗卫生系统等；

（3）结构性基础设施，如国家管理机构、教育与科研机构等。

（三）地域生产综合体的空间布局模式

地域生产综合体是全苏各经济区的核心组成部分，是经济区专业化分工职能的承担者，在经济区内呈点状分布。

地域生产综合体具有层次性。同一个经济区可能包含几个功能不同、处于不同层次的地域生产综合体；而且在地域分布上，一般不覆盖整个经济区。随着其功能的不断深化，经济区内的各类资源陆续纳入国民经济体系之中，其覆盖面也不断扩大。



地域生产综合体由工业枢纽或地域工业中心组成。综合体内所包括的工业枢纽可以是一个,也可以是若干个,它们集中分布于一个地点或范围有限的小区内。

地域生产综合体工业枢纽的分布,在空间上呈一定的圈层结构,各圈层的构成取决于与核心主导专业化部门的联系。

1. 核心层:即主导专业化部门,通常为大型联合企业。

2. 第一层:安排直接靠近核心的各类补充性企业。包括:

(1)与核心企业生产上相衔接的、在利用其产品基础上与其有密切经济联系的企业;

(2)合理利用核心企业废物、废料的各种企业;

(3)为平衡利用劳动力而安排的企业。

3. 第二层:由为核心企业和补充性企业服务的企业组成,为核心企业与补充性企业提供原料、燃料动力、辅助材料、零配件与设备,以及综合修理厂、建筑建材企业等。

4. 第三层:由专门为各圈层企业职工及家属提供服务的企业组成,如食品、轻工、公共福利企业等。

5. 第四层:由直接为工业枢纽服务的农业单位组成。

6. 第五层:主要由交通运输和邮电业组成。

7. 第六层:由为枢纽内居民提供服务的部门组成,如商业与娱乐、文化与教育、医疗卫生部门等。

以上圈层结构是理论模式,实际的空间布局可能与之有一定的差异,如第四圈层的郊区农业部门可能分布于整个枢纽的最外围的广大地区,第三层与第六层在空间布局上可处于同一地带。

前苏联关于地域生产综合体的理论与实践十分丰富,如地域生产综合体的管理体制、经济效果评价体系与优化模型、地域生产综合体的分类与各类型的组建步骤等。

从以上介绍中不难看出,地域生产综合体是典型的计划经济体制下的产物,在其理论与实践活动中都带有浓厚的计划经济色彩,但它是从实践中而来,不乏许多合理的、值得借鉴的成分,这也是许多西方学者对其重视的原因之一。

五、前苏联“生产力东移”对我国西部开发的启示

前苏联经过近70年的不懈努力,“生产力东移”取得了一定成效,东部地区的国民生产总值由1920~1930年代占全苏的不到10%,提高到近30%。但总体效果与初衷相去甚远,而且占国土面积70%以上东部地区(包括中亚地区)经济密度依然很低,与西部欧洲地区的巨大差距没有得到根本的改观。

在几十年的“东进”过程中,有不少失败的教训,值得我们引以为戒;也有成功的经验,值得我们借鉴。虽然前苏联与我国相比较,在社会文化、地理环境、人文历史等方面存在巨大的差异,而且所面临的问题也有所不同,但其经验与教训依然值得我们认真分析、研究。前事不忘,后事之师,吸取别人的经验与教训,可以避免走别人走过的弯路。在广泛总结别人经验、教训的基础上,结合自己的国情,制订符合事实的、切实可行的政策与措施,推动西部大开发进程的



稳步前进。

1. 对西部大开发要给予高度的、充分的重视

我国的西部地区包括 10 个省、市、自治区, 占我国国土面积的 56%、人口的 23%, 是我国水力资源、煤炭、天然气、有色金属资源的主要蕴藏地和众多农畜牧产品的主产地, 更是石油战略后备资源的所在, 同时拥有庞大的资产存量和可观的科技人才资源。为了实现宏伟的第三步发展战略, 增强国力, 在新的千年成为世界经济的最主要角色之一, 必须拓展国民经济发展的空间, 将西部丰富的各类资源动员起来, 有效地纳入到国民经济的建设中。

西部地区是我国少数民族较为集中的地区, 也是我国陆上边界最长的地区, 发展西部经济不仅有利于促进民族团结, 而且也有利于巩固国防。

前苏联的经验告诉我们, 最高决策层及有关政策的执行部门的高度地、充分地重视, 是保障西部大开发战略有效实施的关键。

2. 重视政策的稳定性、持续性、连贯性, 防止左右摇摆

前苏联“生产力东移”历经 70 年, 虽然总体上战略方针没有大的变动, 但因国内、国际形势的变迁, 甚至领导人的更迭出现, 使政策左右摇摆不定, 不仅贻误了时机, 而且也造成巨大的、不必要的浪费。

目前, 我国的西部开发还处于造势阶段, 应吸取前苏联的教训, 借鉴其他国家的一些好的做法, 通过立法与设立专门机构的方式, 以法律长期稳定性代替政策的“临时性”, 以专门机构的专人、专职的协调、监督与管理代替多个部门多头管理造成的混乱, 确保政策的稳定性、持续性, 并得到顺利而有效的执行。

3. 正确处理“平衡布局”与“优先发展”的关系

公平与效率是经济学中的一对矛盾, 其在空间地域上表现为生产力的平衡布局还是优先发展。当一国经济实力尚显捉襟见肘之时, 集中一切财力、物力、人力发展经济, 有利于迅速提升国家整体经济实力。如果此时过分强调“公平”、“平衡布局”, 将有限的资源像撒胡椒面式的分散于全国, 使得全国各地都处于低水平发展阶段, 影响资源的使用效率; 当国家整体经济实力达到一定水平后, 如果继续实行部分地区优先发展的战略, 不仅会因地区差距加大而带来社会问题, 而且也不利于动员全国所有的资源有效地投入经济建设之中和发展空间的有效拓展, 阻碍国民经济整体的发展。

前苏联因过早地、过分强调“平衡布局”, 不仅影响了国民经济的整体发展; 而且也事与愿违, 客观上并未达到“平衡布局”的效果与要求, 反而影响了对东部地区的开发。

4. 坚持总体规划与分期目标相结合, 分阶段、按步骤逐步推进的开发模式

西部开发是个长期的过程, 需要几代人的几十年甚至上百年的不懈努力, 而且, 西部地区是我国的生态屏障, 也是生态环境十分脆弱的地区, 吸取历史教训, 坚持协调与可持续发展十分重要, 因而总体规划十分必要。

另外, 我国的经济实力还十分有限, 近期内不可能一下子拿出大量的财力、物力投入西部开发, 需要根据经济发展的不同时期, 结合当地的具体情况, 分阶段制订开发目标与重点, 分步推进。

前苏联的“生产力东移”由近及远、循序渐近, 由乌拉尔、伏尔加河流域逐步推进; 由乌拉尔



表 2

上海制造业产值集中度(1994~1997年)

单位: %

指标/时间	1994	1995	1996	1997
CR1	5.88	7.47	8.23	7.30
CR4	22.06	23.06	27.39	23.36
CR8	38.06	38.22	40.47	36.23

资料来源:根据《上海经济年鉴》各年的有关数据计算而成。

表 2 说明:(1)上海制造业产值集中度本身不是很高,1997 年上海前一家企业的产值集中度(CR1)为 7.30%,前四家(CR4)为 23.36%,前八家(CR8)为 36.23%。(2)从上海制造业产值企业集中度变化的趋势看,集中度的上升趋势并不十分明显,相反,1997 年同 1996 年相比较,集中度呈现下降的态势,即使是 1994 年与 1997 年相比较,1997 年前八家企业的集中度反而低于 1994 年,因此我们很难判断上海制造业集中度的变化趋势,特别是上升的趋势不是很明显。(3)对于产值集中度与上海制造业业绩之间的关系,我们用产值集中度与制造业销售收入之间的相关系数、产值集中度与利税之间的相关系数、产值集中度对制造业销售收入的弹性系数和产值集中度对利税的弹性系数等指标来表示,上海制造业中前一位、前四位和前八位的产值集中度与销售收入之间的相关系数分别为 0.533 0、0.233 4 和 -0.451 7,产值集中度与利税之间的相关系数分别为 0.798 6、0.381 9 和 -0.166 7。这些数据表明:上海产值集中度与制造业产出之间的相关性较弱,甚至前八位企业的集中度与制造业产出之间出现了负相关关系。从产值集中度对制造业销售收入的弹性系数和产值集中度对利税的弹性系数看,上海制造业前一位企业和前四位企业的产值集中度对销售收入的弹性系数分别为 0.929 0 和 0.688 4,产值集中度对利税的弹性系数分别为 2.148 2 和 1.680 8,这说明企业产值集中度对利税的贡献明显高于产值集中度对销售收入的贡献。而前八位企业的产值集中度与销售收入、利税的弹性系数不仅不是正数,反而是负数,其弹性系数分别为 -1.871 9 和 -0.883 9。

上述产业集中度与制造业之间的关系说明上海产值集中度并不引起制造业产出的明显增长,产业集中度与制造业业绩之间没有十分明显的相关关系。

产业集中度仅仅从一个侧面反映了企业规模对制造业业绩的影响,更全面地对企业规模的研究还应该从整个企业规模结构变动的角度着手。

三、企业规模结构变动效率

对企业规模结构变动效率的测量,我们可以从不同规模企业的资产利税率的变化、企业规模结构中投入结构变动与产出结构变动之间的相关系数以及企业规模结构变动对产出的弹性系数等三个方面的具体指标加以描述。

首先,从制造业不同规模企业的资产利税率指标看:(1)1986~1994 年间上海制造业中并没有出现国内外学者所实证分析的那样“企业规模越大,资产利税率越高”的规律。恰恰相反,在 1986 年和 1990 年间同最大规模企业的资产利税率是最低的,而且比中小规模类型的企业低



失业现象还存在,在有些类型的企业中还表现得比较突出,另一方面说明亏损企业在这种类型企业中大量存在。(2)资产与销售收入之间的相关性不但明显高于资产与利税之间的相关性,也明显高于劳动力与产出之间的相关性。(3)从表4中我们还发现了一个十分奇怪的经济现象:即有些类型在企业人员(或资产)与销售收入之间的相关系数出现了高度的负相关(或正相关),但在企业人员(或资产)与利税之间的相关系数则表现为高度的正相关(或负相关)。这种变量之间的扭曲我们难以用经济学的原理来说明,也许是非经济变量对企业行为的影响依然存在。

表4 企业投入规模结构变动与产出之间的相关系数(1986~1998年)

企业规模/指标 (固定资产原值)	企业人员与 销售收入之间的 相关系数	企业人员与 利税之间的 相关系数	企业资产与 销售收入之间的 相关系数	企业资产与 利税之间的 相关系数
10亿元以上	0.862 4	0.907 3	0.939 4	0.947 9
1亿~9.9亿元	0.452 5	0.245 4	0.901 0	0.848 5
5 000万~9 999万元	0.153 5	-0.036 7	0.886 4	0.906 7
3 000万~4 999万元	-0.650 4	0.825 8	0.856 5	-0.433 3
1 000万~2 999万元	-0.933 2	0.927 6	0.841 6	-0.629 9
500万~1 000万元	0.946 4	0.853 7	0.120 6	-0.207 7
500万元以下	-0.533 2	0.074 8	0.961 9	0.816 8

最后,我们看看企业规模结构及其变化与制造业业绩之间的关系,我们采用静态与动态两种分析方法。

从静态的角度看,企业规模结构下的要素产出弹性从某种程度上说明了现存企业规模结构的合理化程度。表5反映了1986~1998年间要素结构对产出的弹性系数。企业规模从人员划分的方式看,其要素的产出弹性系数普遍较低,劳动力结构对销售收入、利税的产出弹性系数则特别低,这同表4中不同企业规模劳动力与产出之间相关性较弱甚至是负相关的有关统计结果是相一致的。企业规模从固定资产原值划分的方式看,其要素的产出弹性相对较高。这说明,在目前的企业规模结构中,企业人员的多少对产出贡献的影响度大大低于企业资产的多少对产出的影响度,企业主要通过资本的方式推动其发展,企业劳动力的规模报酬出现了递减现象。这一点,我们还可以从不同规模企业要素的产出弹性中进一步得到佐证(见表6)。

表5 企业规模结构下的要素产出弹性(1986~1998年)

指标/划分方式	劳动力	资产
劳动力结构对销售收入的产出弹性	0.066 3	0.064 3
资产结构对销售收入的产出弹性	0.066 3	0.963 2
劳动力结构对利税的产出弹性	0.063 3	0.833 3
资产结构对利税的产出弹性	0.074 8	0.961 9

*企业规模结构对产出的弹性我们采用如下的计算公式: $\ln Y_i - \alpha \ln X_j + h$,式中 Y_i 分别表示销售收入和利税, X_j 分别表示劳动力结构和资产结构, h 表示截距。