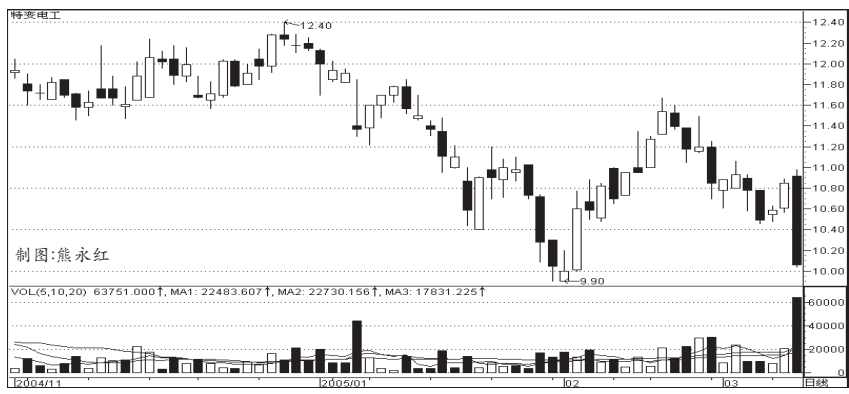


特变电工 放量下跌不改长线投资价值



□泰阳证券研究所 郑善伟

特变电工是国内变压器行业龙头企业，基金、社保、券商等机构投资者一致看好其未来发展前景，目前公司前十大流通股东位置均为机构所占据，筹码集中倾向明显。但是，这样一只机构一致看好的重仓股近两周以来却放量大跌，昨日单日跌幅更达到7.28%，列两市跌幅榜之首。

分析特变电工基本面，我们认为近期该股

放量下跌的原因主要有以下四点：

2004年收益可能下跌。变压器和电缆电线产品的收入和利润对公司的收入和利润起决定作用，二者占公司总收入的94.63%，占总利润的91%，这就造成原材料价格波动对公司产品毛利率影响较大，从而较大地影响公司的利润。一方面，输变电产品原材料成本占总成本比例较大，变压器原材料成本占总成本比例为50%-60%左右，其中的硅钢片成本占总成本的30%左

右，电线电缆原材料成本占总成本的70-80%；另一方面，公司的客户一般均为大的电站和电网公司，公司产品定价能力较弱，无法通过产品价格上涨传导成本压力。

2004年公司主导产品变压器和电线电缆的原材料硅钢片、铜和铝等价格上涨幅度惊人，变压器硅钢片价格从年初时的1万元左右一吨上涨到年底的3万元左右一吨，上涨幅度超过150%。另外，2004年铜价的上涨幅度达到40.81%，铝价的上涨幅度也达到了23.52%。原材料价格的快速上涨将使公司主导产品变压器和电线电缆的毛利率走低。另外，2004年公司并购等资本运作的增加可能将增加本年度的管理费用，最终导致2004年每股收益有所减少。预计2004年公司可以实现每股收益0.40元，略低于2003年收益，年报投资风险值得关注。

原材料价格可能进一步上涨。公司输变电设备的主要原材料钢材、铜和铝春节以后价格再创新高，原材料价格的继续上涨将极大地增加公司主导产品输变电设备生产的成本压力，从而将影响公司2005年盈利。

公司具有一定的财务风险。公司通过一系列

资本运作打造中国输变电行业的航空母舰，致使公司资产负债率过高，短期偿债压力过大，2004年三季报显示公司资产负债率达到70.99%，流动负债占总资产的比例高达60.68%，流动比例仅为1.033，速动比例为0.691，财务风险较大。

公司对外担保过多。公司为控股子公司的累积担保额已经达到37497万元，占净资产比例达到49.13%。

尽管公司存在上述风险因素，但我们仍然认为该股是一只值得投资者长线“持有”的好股票。

未来三年输变电设备市场将保持25%左右的增长率，特变电工作为输变电行业的龙头企业没有理由享受不到行业景气增长带来的收益。公司通过一系列资本运作，现有变压器生产能力已经达到6000KVA，国内产能名列第一，市场份额也名列第一。在电网投资加速、“西电东送”、全国联网的推动下，沈变将会是最大的受益者之一，沈变将会成为公司未来收入及利润的主要增长点。另外，目前公司在国内电线电缆市场占有率达到6%，其中高端的110-220KV超高压交联电缆、750KV钢芯铝绞线等产品的市场占有率达到了20%以上。

焦点

天高任鸟飞

——反思新核心股的超额收益现象

□中证资讯 徐辉

近日保险资金入市，高价龙头股再现迭创新高景象，投资高价龙头股将获取超额收益的新盈利模式，开始逐步深入人心。其实，早在2004年我们就在《中国证券报》上推出了以中兴通讯、贵州茅台等为成分股的“中证新核心股指数”，倡导投资市场上的高价龙头股。截至昨日，20只成分股中有13只创了历史新高，2只股票创了半年来新高。弱市之下高价龙头股的强者恒强，值得投资者好好反思。

反思之一：“他们”凭什么在天空飞翔？

这些以新核心股为代表的高价龙头股，凭什么能够在天空飞翔，而且一直飞翔？我们认为，“他们”是凭着价值投资理念铺路，企业内在价值做底而高飞的。最近两年如果买进这些优势型企业股票，可谓在合适的时间里，做了合适的事情。

时间方面，当我们将新核心股指数与沪综指叠加时会发现，新核心股指数与沪综指分道扬镳的时间是2003年年初(如图)。也就是说，这个时间段之前买进新核心股，是不会产生超额收益的。所以，2003年对于中国证券市场而言，是一个相当重要的年份，从这一年开始，中国证券市场开始了真正的价值投资尝试。与这个时间相呼应的是，QFII就是在这一年被引进到A股市场来。QFII的到来与A股市场大兴价值投资之风气，二者之间存在着较大的相关性。事实上，印度、韩国及我国台湾等地股市的实践也证明了这一点。

特质方面，2004年我们选取新核心股时，考虑的几个要点在于：其一，公司具有独特的核心竞争力，且核心竞争力不是大股东、政府等外界给予的，而是通过企业自身努力得到的；其二，公司要有良好的经营记录；其三，股价低估，动态市盈率均保持在20倍左右；其四，在可预见的未来，公司能够取得稳定的增长。

反思之二：“投资高价龙头股获取超额利润”的新盈利模式是怎样形成的？

新盈利模式的形成可归结为一句话：它是QFII引导、基金实践、市场认同的结果。

从2003年的“傻瓜投资模式”到2004年的“新核心股模式”，市场从单纯投资行业龙头，转向具有核心竞争力的优势型企业进行投资，其中的变化其实就是A股市场价值投资认识的深化，谁最先洞悉，谁最先获利。不断的获利，加重了人们对于这种盈利模式的认同，使得利用这一模式盈利的机构人数不断增加，资金开始增加。相应地，该类股票不断地创出了历史新高。而当优势型企业的价值逐渐被投资者发现



时，该类股票就成为了高价龙头股了。进而，持续投资高价龙头股就成为了新盈利模式。基金在2004年开始趋于认同这一模式，2004年四季度基金仍然在增持这批创新高的高价股。必须指出的是，2003年、2004年基金的整体研究水平较2002年，有了突飞猛进的变化。

事实上，市场的这种结构性变化——只有少部分股票持续走高的局面，在以往的新兴市场也可以看到。韩国、印度和台湾地区等股市从混沌走向成熟的过程显示，最初的状态是齐涨共跌，买股票只需要看大盘，大盘涨什么都涨；随着QFII的进入，市场成熟度开始提升，价值投资开始主导市场；进而部分优势型企业出现长期持续走高局面，长期投资该类高价龙头股的QFII们也获取了超额收益。

反思之三：“他们”能飞多高、会飞多久？

现在的问题是，目前高飞者，谁会落伍？目前潜伏者，谁将奋起？

我们认为，如果说2003年行业龙头股的上涨，是源于行业龙头股存在区别于一般企业的内在要求的话，如果说2004年以新核心股为代表的优势型企业股上涨，是源于他们同样存在区别于一般行业龙头的内在要求的话，那么，2005年高价龙头股的上涨，其因素就不是这两样了。

“一般企业股票——行业龙头企业股票——有独特、自生的核心竞争力龙头企业”是股票选择的三个阶段，现在的情况是，市场已经开始承认并从股价上开始区分这三类股票了，以往新核心股基于低估因素而上涨，现在这一因素正随着股价的上涨而消隐。并且，由于新盈利模式的深入，更多的投资者开始倾向于这种方式投资，从博弈论角度看，一旦一种方法被更多的人运用，这种方法面临失效的机率就更大，这样，新核心股必然面临的问题就是，股价进一步上涨，进而使得价格透支企业价值的增长。也就是说，高价龙头股需要用到2006年，甚至2007年的业绩，股价才显得不至于那么高。与此同时，一些新上市的企业、或者一些优势型企业经历调整之后，再度走上增长轨道，这里面会有一些新的品种可能被市场发现。

新能源将会成为公司未来重要盈利增长点。公司通过控股的新疆新能源公司和沈阳风能公司分别进入太阳能电池和风力发电设备制造领域。新能源公司是国内太阳能发电领域技术实力最强、规模最大的制造企业，沈阳风能公司已开发出具有自主知识产权的风力发电机电设备，正努力建设国内兆瓦级风机产业化基地。

新材料也是公司一个利润来源。公司通过控股或参股的新疆天池能源股份有限公司(控股90%)和新疆众和(600888)(参股29.42%)切入新材料生产领域。目前，新疆众和是国内最大的精铝及电子铝箔生产企业，精铝占据国内70%-80%的市场份额，产量居世界第三；低压电子铝箔国内市场占有率在75%以上；高压电极箔产品也已开始出口韩国、日本、台湾等地。

我们预计公司2004、2005和2006年EPS分别为0.40、0.58和0.72元，2005年与2006年公司发展将会较快，股价估值可给予22-25倍市盈率水平，目标价位为12.76-14.5元，相对于目前10.06元的价位，仍给予“增持”的投资评级。

公司将于3月15日公布2004年年报，建议投资者回避年报披露风险，待年报披露之后逢低介入。

券商荐股

银河证券 曹远刚：

钱江水利(600283)

公司积极向高科技转型，投巨资参股天堂硅谷创业有限公司，并且还创建了“钱江硅谷控股有限责任公司”，后者去年12月通过股权转让为公司增添了944.7万元净利润。作为一只仅4元出头的硅谷概念股，近期明显有主力在吸纳，后市爆发力极强。

广州证券 尹飞：

中核科技(000777)

集特种石油阀门供应与核能设施题材于一身，公司长年为新疆独山子石化提供配套石化设施，是中哈石油管道铺设的直接受益者。近期股价回试半年线，成交量极度萎缩，逢低买入机会显现。

湘财证券 陈永强：

南京熊猫(600775)

小盘低价、超跌概念股，股价在经过近三年的大幅下跌后已严重低估，投资潜力十分明显。近期在历史最低位区域振荡筑底，量能明显放大，机构资金低位吸筹迹象突出，后市有望步入加速上扬阶段。

中关村证券 邓悉源：

中国武夷(000797)

公司近年积极进军房地产业并成功转型，目前相关业绩的增长空间仍未完全体现出来。目前2元多的股价非常有吸引力，周三技术上的攻击型阳线，更显示了场内主力极强的做多信心，短线可积极关注。

广东证券 蒋昱：

ST星源(000005)

公司具有鲜明的创投概念，参股15%的中国技术创新公司是中国工程院下属企业，发展势头相当强劲。近来股价连续涨价，公司将大为受益。近期股价走势稳健，成交量明显放大，后市空间较大。

大通证券 董政：

丰原生化(000930)

新能源概念股，公司与中石化安徽公司合作成立了安徽丰原燃料酒精有限公司，并持有85%的股权。今年4月1日起安徽省将全面推广使用乙醇汽油(燃料酒精与汽油10%掺混)，公司作为两市唯一一家生产燃料酒精的上市公司，同时又来自安徽，面临难得机遇。

民安证券 谭锡文：

世纪光华(000703)

公司具有罕见的雷达通讯题材，先后研制生产60多种型号雷达共计数千余部，出口各型雷达80余部，未来前景相当广阔。而河南九龙水电集团的人主，更使公司逐渐进入良性发展的快车道。底部形态已经显现，目前股价已突破旗形整理，后市有望加速上升。

涨跌幅超过 7% 的股票公开交易信息 (3月9日)

股票名称及代码	涨跌幅度(%)	成交金额(万元)	所在机构	证券营业部	金额(元)
华阳科技(600532)	+9.93%	5511.28	国信证券	深圳红岭中路	206846.11
			广州证券	广州中山八路	189024.96
			申银万国	上海黄兴路	177612.62
			华安证券	上海福州路	129096.92
			广州证券	广州东圃横街	118348.71
航天动力(600343)	+9.96%	4795.83	国信证券	深圳红岭中路	3160812.87
			中国银河证券	北京黄寺大街	256063.74
			广东证券	福州新中路	215488.40
			平安证券	宁波解放南路	155732.50
			天一证券	宁波解放南路	127200.00
西藏药业(600211)	+9.97%	2302.50	爱建证券	杭州体育场路	146187.74
			联合证券	成都一环东	854561.08
			国信证券	深圳红岭中路	676995.93
			平安证券	重庆八一桥	667455.00
			申银万国证券	上海福州路	588206.00
美罗药业(600297)	+8.46%	631.14	国信证券	上海福州路	1145919.03
			国海证券	上海福州路	259488.00
			中国银河证券	南京江苏路	235424.15
			三江源证券	拉萨中华大街	152870.00
			中国银河证券	包头顺城	149620.00
泰达股份(600526)	+7.40%	2042.83	国信证券	深圳红岭中路	62264.37
			和成证券	成都东大街	58950.82
			广发证券	北京宣武门大街	48567.40
			海通证券	贵阳山林路	439806.28
			中国国际金融	福州华康	339045.00
特变电工(600089)	-7.28%	6634.39	国信证券	上海广东路	2207228.90
			申银万国	上海普江路	1835873.00
			国信证券	深圳红岭中路	1416593.51
			国信证券	深圳红岭中路	1340161.29
			天信证券	潍坊分公司	2803073.20
山东巨力(000880)	+10.16%	3719	山东省齐鲁证券	上海东新路	236258.23
			国信证券	深圳红岭中路	209838.30
			天一证券	宁波九如路	162740.62
			中国银河证券	宁波解放南路	143882.72
			华泰证券	深圳莲花路	1203407.32
华神集团(000790)	+9.98%	2587	联合证券	深圳深南东路	1521000.00
			天一证券	宁波开明路	1185710.90
			山西证券	太原府东街	961272.00
			国信证券	深圳红岭中路	717112.00
			辽宁证券	营口集贤路	155620.00
蓝星石化(000838)	+10.07%	639	联合证券	上海	93874.40
			光大证券	上海	559930.00
			华泰证券	东莞八达路	472884.04
			西南证券	广州明月一路	360175.00
			中国银河	郑州郑东	208853.00
吴忠仪表(000827)	+8.12%	2924	华泰证券	南京集贤路	1566337.60
			国信证券	深圳红岭中路	1301647.33
			中信证券	杭州凤起路	126303.15
			光大证券	青岛台东一路	666306.01
			光大证券	青岛	666306.01

制表：熊永红

□需警惕个股		
天证咨询 王娟		
股票代码	股票名称	点评
特变电工(600089)	放量下跌,后市面临下调压力。	
九龙电力(600292)	短线做多能量不足,后市向下探底为主。	
蓝信制药(600594)	底股特征,有出货迹象,谨慎持股。	
*ST明诚(600873)	经营风险,减仓出局。	
*ST数码(600700)	面临摘牌,建议出局观望。	
中恒集团(600675)	短期头部迹象明显,后市向下调整可能性较大。	
南方航空(600029)	作空动能明显,后市有望向下探底。	
光彩建设(000046)	短期头部已现,建议谨慎持股。	
深物业(000011)	头部明显,建议谨慎减持。	
亿安科技(000008)	放量下跌,后市继续向下探底。	
本版作者声明:在本机构、本人所知情的范围内,本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。		

□异动股扫描		
浙江利捷		
股票代码	股票名称	异动特征
特变电工(600089)	放量下跌。	离场。
西藏药业(600211)	涨停突破年线。	持股。
航天动力(600343)	涨停突破半年线。	持有。
迪康药业(600466)	高开低走。	离场。
浪潮软件(600756)	构筑双底形态。	逢低介入。
光彩建设(000046)	破位下跌。	破底。
如意集团(600626)	低开整理。	介入。
华神集团(000790)	涨停被多次打开。	逢高减持。
一汽轿车(000800)	均线多头排列。	介入。
苏宁电器(002024)	创上市历史新高。	持股。

股市有风险,请慎重入市。 本版股市分析文章,属个人观点,仅供参考,股民据此入市操作,风险自担。