

股市资讯

SHARES investment 系列

中国版

上海新风投资咨询有限公司编

金融风暴中的 股市

东方出版中心

图书在版编目 (C I P) 数据

金融风暴中的股市 / 上海新风投资咨询有限公司编.
上海: 东方出版中心, 2008. 9
ISBN 978-7-80186-914-2

I. 金… II. 上… III. 股票—资本市场—研究—中国
IV. F832.51

中国版本图书馆CIP数据核字 (2008) 第148969号

股市资讯

金融风暴中的股市

出版发行: 东方出版中心

地 址: 上海市仙霞路345号

电 话: 62417400

邮政编码: 200336

印 刷: 上海新华印刷有限公司

开 本: 880 × 1230毫米 1/32

印 张: 13

印 数: 1-50,000册

版 次: 2008年9月第1版第1次印刷

ISBN: 978-7-80186-914-2

定 价: 15.00元

版权所有, 侵权必究

股市资讯

SHARES investment

系列

中国版

上海新风投资咨询有限公司编

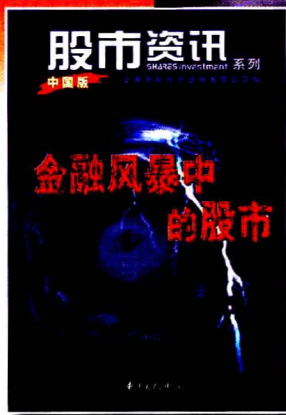
金融风暴中的股市

东方出版中心

股市资讯

SHARES INVESTMENT

欢迎读者意见回馈



以下是我们的联系方式:

上海新风投资咨询有限公司

联系地址: 上海市浦东新区张杨路828-838号
华都大厦23楼B座

联系电话: 021-5081 9268

传 真: 021-5831 0207

邮政编码: 200120

电子邮件: cn.editorial@SharesInvestment.com

北京联络处:

联系人: 郭玉忠

地址: 北京朝阳区光华路2号

阳光100A座1610室

电话: 13801010983

邮箱: guoyuzhong@pnl-group.com

沈阳联络处:

联系人: 张丽

地址: 沈阳市铁西区景星南路90号,

中诚大厦1113号

电话: 024-25437555

邮箱: zhangli@pnl-group.com

郑州联络处:

联系人: 王巍

地址: 郑州市农业路38号附2号

(泰特商务后院)

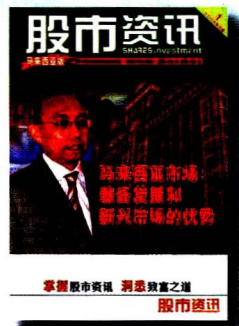
电话: 13803711240

邮箱: wangwei@pnl-group.com

上海新风投资咨询有限公司为新加坡先锋资讯集团的独资子公司。先锋出版私人有限公司成立超过30年, 出版书刊无数, 包括:



报道新加坡上市公司的
《股市资讯》



报道马来西亚上市公司的
《股市资讯》



特写

曾渊沧博士：金融大海啸中的选择	4
桂浩明：8月份物价指数告诉我们什么？	5
陈丹虹：当所有的想法达成了共识	6
张劲东：股市是不可预测的	7
市场展望：情况有好有坏，仍需继续观望	8
市场观点：既要解禁，也要补救政策缺陷	10
行业分析：电网设备行业深度研究报告	12
新股扫描：9月中小板上市新股介绍	16
行业分析：国际油价持续下跌 石化业前景依然不容乐观	18
证券法规：解读股票上市新规则	20
市场观察：大盘“跌跌”不休 市盈率降至历史最低位	22
行业分析：钢铁板块再掀整合潮	24
基金视点：基金发行期待市场回暖	27
投资经典：巴菲特和索罗斯的投资	30

公司索引 33

市场指数	40	最高税前利润率	54
重要国际市场指数	43	最高净资产收益率	56
流通市值	44	降至52周新低的股票	58
最活跃股	46	市净率	60
上升股（市价升幅）	48	沪市活跃股	61
下跌股（市价跌幅）	49	深市活跃股	273
最低市盈率	50	沪市非活跃股	400
最高股息获益率	52	深市非活跃股	408

投资有风险 入市须谨慎

提示：限于篇幅，本书将上市股票分为活跃股与非活跃股两大部分，其中“活跃股”部分详细介绍上市股票的基本面情况，“非活跃股”部分只介绍简要情况。凡“A+B股”和“A+H股”将全部收录在“活跃股”部分。

曾渊沧博士专栏

曾渊沧博士，香港知名投资顾问，现任香港城市大学MBA课程主任、管理科学系副教授，也是香港营运研究会主席及香港投资学会顾问。在金融学术研究上颇有建树，1998年与一些资深专业人士共创中原城市地产指数，为香港地产市场价格变动提供前瞻性指标。2000年曾受邀为中国国务院之国家退休保障计划向部长提供咨询。2001年荣获香港城大之最佳商业应用研究奖。2007年荣获国际金融财务策划师学会和中国注册理财规划师协会联合颁发的“金融学术卓越奖”。他先后出版了17部专著和发表了3000多篇论文和文章。他为香港《苹果日报》、《文汇报》及新加坡《新明日报》和《股市资讯》等报章专刊所撰写的财经专栏，深受投资者欢迎。



金融大海啸中的选择

目前，全世界金融界的从业者、投资者、普通老百姓正面对他们一生中从未遇过的金融大海啸。这个“大海啸”破坏力之大，远比1997年至1998年的亚洲金融风暴大。

亚洲金融风暴只是风暴，现在是海啸。大家还记得几年前印度洋大海啸吧！而且，当年亚洲金融风暴的影响范围只在亚洲，欧美金融先进国皆无事。到后期，亚洲金融风暴吹到美国，美国的长期投资基金出了问题后，美国政府马上加以拯救，终于结束了那场金融风暴。但是，现在发生海啸的源头是美国，一个世界最大的经济强国、世界最大的金融体系出了大问题。

另一个令全世界投资者难以捉摸的问题是：还有多少家金融机构排队等救命？美国政府以什么准则来决定救甲还是救乙？

目前的这场金融大海啸，相信只有上个世纪30年代初的全球经济大萧条可以相比。当时，全球经济大萧条，人人失业，更因

为这场萧条导致希特勒在德国崛起，当选为德国总理，之后就是第二次世界大战。

幸好，与上个世纪30年代初全球经济萧条时相比，今日各国的政府更加懂得如何救经济，懂得如何利用放松银根、印钞票来避免经济衰退。80年前的大萧条是因为当时的美国政府在面对经济衰退时，不但没有放松银根，更紧缩银根。现在，欧美各国已向市场注入数以千亿美元的资金以维持银行体系的流动性不致太低。

这场金融大海啸以“房利美”和“房地美”为前奏。这两家以房屋按揭贷款为主要业务的企业，把钱借给买楼房的人后，又将这些贷款合约包装起来，以债券的形式出售给全球的投资者。这两家企业的规模实在大，占美国市场的二分之一，所发行的债券总值高达5万亿美元，不少国家的中央银行都买了很多，单是中国政府就持有3000亿美元“两房”的债券，这真是

天文数字。

这么大的企业一旦倒闭，影响太大了，于是美国政府决定接管，成为“两房”的大股东，“两房”所发行的债券就自动成了“国库债券”，受美国政府保障。

人们看到美国政府救“两房”之后，以为它一定会救另一家面对倒闭厄运的金融大企业——雷曼兄弟公司，哪里知道，美国政府就是不愿意救雷曼，雷曼也就宣布申请破产保护令。紧接下去的是AIG(美国国际集团)，AIG是美国规模最大的保险集团，也可能是全世界规模最大的保险集团。单是香港，保单就已超过100万张，一旦倒闭，影响太大了。终于，美国政府也决定注资850亿美元，取得8成股票，成为控股股东，AIG成为了国营企业。

但是，AIG之后是谁？相信问题仍未解决，大家最好还是靠边站，不买不卖，以免越陷越深。

申银万国首席分析师 桂浩明

桂浩明，注册分析师，现任上海申银万国证券研究所市场研究总监，首席市场分析师。

1993年开始进入证券行业，先后从事过证券经纪业务、证券投资业务，曾任天津证券公司上海业务部经理。1999年加盟申银万国证券研究所，主要负责市场政策、大盘走势及个股研究的协调与管理，同时重点研究大盘走势，擅长于中长期趋势分析，所提出的观点多次得为行情所验证，有较大的市场影响力。

在《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》、《金融时报》等媒体辟有专栏，为中央电视台第一财经等的特邀评论员。



8月份物价指数告诉我们什么？

日前，国家统计局公布了8月份的物价指数，其中CPI同比上涨4.9%，环比下跌1个百分点；另外PPI的涨幅是10.1%。这组数据所提示的信息应该说是相当丰富的，它的公布，引起了人们的广泛关注。

在过去的一年多时间里，我国出现了明显的物价上涨态势，虽然央行随即采取了相应的政策进行调控，但是由于多种因素的影响，调控措施未起到预期的效果，以致管理层决定采取从紧的货币政策，并且把控制通胀作为经济工作中的一个重点。虽然历经冰雪灾害、地震、国际大宗商品价格暴涨等因素的刺激，但在各方面的努力下，物价指数不断走高的局面终于在2008年上半年得到扭转，CPI指数在2月份创出8.7%的年内高点后逐步回落，到现在已经下行到了4.9%。它表明，经过调控，物价上涨的态势已经得到了有效的控制。

当然，人们也注意到这样的事实：虽然CPI指数已经明显下

降，但是PPI指数仍然处于近十年来的最高位。现在投资者比较担心的问题是PPI上涨以后，会不会传导到CPI。不过，8月份的PPI涨幅已经趋缓，而且现在国际市场上大宗商品的价格也在回落，这在很大程度上削弱了PPI上涨的基础，因此估计最晚到四季度，PPI的涨幅也会下降。结合各方面的因素分析，虽然8月份的PPI仍然比较高，但这并不影响人们得出在8月份物价上涨态势已经得到有效控制、央行不可能因此而采取紧缩措施的结论。

有了这样的结论，我们就可以顺势作出如下的分析：长期以来，控制通胀与保持增长是一对矛盾，在通胀比较严重，特别是物价出现过快上涨并且影响到了社会稳定的时候，政府会牺牲增长来控制通胀。而现在，通胀显然已经得到了有效的控制，5%以下的物价上涨水平，基本上是属于温和通胀，应该说在正常情况下也是可以接受的。这样一来，采取相应的政策措

施以保持较快的经济增长，就不仅是必要的，也具备了操作的可能性。毕竟，经济增长低于一定的水平，同样会导致社会的不稳定。考虑到中国目前经济增长已经有所放缓的现实情况，有关方面对宏观调控政策进行微调，乃至逐步松动银根都是有可能的，所以人们可以预期政府将出台更多推动经济增长、促进发展模式转型的政策。

股市是经济的晴雨表，中国股市近阶段的表现，对于经济增长放缓作出了比较充分的反映。现在，随着物价涨幅的回落，必然导致对经济增长重视程度的提高，这显然会有利于营造一个较为良好的股市氛围。那么，股市是否也应该对此作出反映呢？客观地说，到现在为止的表现还很不像样，市场遇此利好却还在下跌。只是，从经济发展的规律来看，这种局面是不可能持久的。8月份的物价指数实际上告诉人们，市场出现转机，也许只是时间问题了。

陈丹虹专栏

陈丹虹，广州最早的创作歌手、DJ歌手，八十年代初，手捧吉他献唱于广州流行音乐的最早舞台：音乐茶座。现负责主持广州电视台《谈股论金》、《沟通无界限》、《广州房地产档案》、《谁是飙歌王》等电视节目，并筹备出版个人第二个音乐专辑《广州梦想》。



当所有的想法达成了共识

2008年的A股跌势，势如破竹。9个多月的时间一路狂泻，击破2000点心理关口，唯一短暂的喘息时段，也许就是4月份的一段日子。在下一个喘息时段出现之前，我们先撇开由美国引起的全球金融海啸的影响，放下对国内实体经济增速放缓的忧虑，思考一下A股市场自身的问题。

深沪A股市场本身具有强烈的资金推动特征。首先是资金和筹码的供给关系在其中起到关键作用，其次才是上市公司业绩的因素。回顾深沪股市18年历程，每次牛熊转折的出现都伴随新一轮扩容的开始和银根的收紧，而每逢银根收紧，经济调整周期也尾随而至。A股市场对股票的扩容非常敏感，在2001年之前，每次导致股市出现大跌的因素主要是担忧管理层提出的下一年度新股扩容目标。此后，市场担忧的是国有股减持，在问题没有解决之前，股市曾连续下跌4年。现在市场则担忧“全流通”对市场的冲击。担忧了10多年的事情终于成为现实，因此股市的下跌也就成为必然。

我国是发展中国家，股市也是发展中的股市，要跨越到全流通时代，必然要付出一定代价。非流通股东已经付出了股改对价的代价，现在是整个A股市场承受进入全流通时代带来伤痛的时候。自从“三一重工”实现全流通后，A股市场已经跨入全流通门槛，我们不可避免地要在今后几年的日子里面，面对一家又一家的上市公司全流通的到来，承接一家家“大小非”的筹码抛售。

2008年可谓是全流通的第一阶段，市场的暴跌提前反映了对全流通的预期；2009年是全流通的第二阶段，也是全流通数量最大的一个阶段，这一阶段将检验市场真正的承受能力；而到了2010年，由于流通的数量较未流通的数量大，全流通的压力将被市场充分消化，股市将会迎来新一轮真正意义的牛市。

目前我们仍然处于全流通第一阶段，市场面临“大小非”（长期投资者）筹码的抛售压力，但大多数A股股民都是短期投机者或者趋势投资者，这就注定了在长期投资者的抛压下，短期投资

者的投资策略均失效。全流通时代最惨烈的代价将在这第一个阶段付出。

全流通时代主要的压力来自筹码供应的增加，而市场消化则需一个过程，对宏观经济发展的预期将决定这一过程时间的长短。从日前公布的8月份PPI和CPI数据来看，PPI与CPI的差距挤压了企业利润，PPI与CPI“剪刀差”的持续倒挂，使得一些研究机构开始大规模地调低2008年的企业盈利预期，并将2009年企业盈利预期下调得更低，因为他们普遍认为目前的宏观环境和国际金融环境将对上市公司经营产生负面影响。

看看市场人士的普遍观点，听听身边的朋友无奈的声音，仓重者都想在反弹中逢高减磅；轻仓者隔岸观火，不敢轻易进场。9个多月时间的一路狂泻，需要起码相同的时间去抚慰失去4000多点的伤口。当所有市场人士的想法达成了共识，市场本身的吸引力已经有限了。

陈丹虹(广州梦想)BLOG博客

<http://blog.sina.com.cn/gz7dream>

张劲东专栏



张劲东，经济学学士，毕业后从事房地产开发、国际贸易、风险投资项目管理等多种行业。1996年毕业于新加坡国立大学企业管理学院(MBA)。1999年加入新传媒电台958城市频道，制作、主持了大量的财经时事节目。爱好：读书、弹吉他、唱歌、交友、打桥牌。

1992年获中国全国青年桥牌锦标赛冠军，1999年获英伦全球桥牌通讯赛新加坡区域总冠军，世界排名第18位。

股市是不可预测的

一百多年以来的无数次实验已经证明：证券分析不会比投掷飞镖更有效。记得在一次广播节目中，我曾经播过一段英国的专题报道：一个金融学家、一个金融星相学家(据说这位仁兄成功地预测过1987年的美国股灾和1998年亚洲的金融风暴)，还有一个4岁的英国小女孩，在规定的时间内选股投资，结果战绩最佳的竟然是4岁的小女孩。偶然也好，必然也罢，总之，它说明股市中是没有“绝对”二字的。股市是不可预测的，真正的大师对此是从来没有异议的。

现实中，几乎每个机构、每个媒体、每个人都在作预测，有些是别有用心心的误导，有些是自己被骗又去骗别人，有些是为了显示自己的聪明，更多的是为了抄底和逃顶，但事实上，不抄底和不逃顶的人的收获往往大于试图精确测量股市的人们。真正的大师没有谁提出抄底和逃顶的概念，他们要么提前一段时间主动离场，要么确定头部再出场。

在股市上有许多操作手法虽然不是打着预测的旗号，却是言之凿凿，稀奇古怪的理论一大套，但事实上就是在预测。

预测就像少不经事的小孩放烟火，好看，好玩，但极其危险！如果以我们进入市场的时间作为起点，我们都是儿童，有些还应该被抱在怀里，难怪就连某些专家也有“尿裤子”的时候。

金融星相学这几年在西方国家也相当流行，他们把股票上市的那天当作生日，然后计算它的流年(大概是这意思)，据说准确性不低。当然普通人是不做不来的。如果你试图使用这种方法预测，并根据预测结果去操盘，你将会发现自己会经常失眠，同时精神衰弱，神不守舍，上医院却查不出病因。

在预测学中，据我所知，最高深的是奇门预测学，据说诸葛亮、刘伯温都使用过奇门预测学，并将其加以完善，但是大多数人不知道：“十个奇门九个

疯”，学习和使用奇门预测学是极其危险的。有一位自称是刘伯温的后裔(出过《奇门预测学》一书)，据说他修炼几十年，准确率也只有80%。换句话说，有20%的可能性高位套牢，有20%的可能性低位斩仓。但别忘了，这是股市，即使是1%的机率中的一次，也可能不是缺胳膊就是断腿。

用这种方法屡操胜券的人恐怕是绝无仅有的，普通人乐此不疲更是相当危险的一件事，尤其是当偶尔得手几次之后，就会自以为找到一条发财致富之路，但只要在一次失手之后就会发现，那是一条黄泉之路。





情况有好有坏，仍需继续观望

9月份市场依然没有改变弱势运行的格局，投资者所一直期盼的2245点强技术支撑点位也被空头轻易击穿，而目前2000点位置也已无声而破。从市场情况来看，热点稀少，成交萎缩，观望气氛浓郁，游资炒作的低价股也很难吸引市场人气，整体来看市场运行趋势并未发生根本性的改变，虽然2000点以下位置可能酝酿一定的技术性反弹，但市场真正走强可能仍需一些外部因素推动。

如果说市场从6124点下跌至3000~4000点是挤泡沫的过程，那么从其后的直奔2000点而来的跌势则更多是反应出市场对我国此轮经济调整的担心。从2007年底的“两防”开始至今，货币增速出现了明显的放缓，而8月份回落至5%以下的CPI数据也表明政府对通胀调控的成果，但与此同时出现的还有在从紧货币政策下经济增速放缓的端倪，而“保增长、控通胀”也将成为后期管理层所需关注的重中之重。

首先从银行信贷来看，如果说早期银行贷款冲动依然强

烈，央行不得不通过信贷额度进行调控的话，那么目前情况似乎已经有所转变，即在经济出现下行的背景下商业银行开始主动惜贷，而这显然不是我们愿意看到的。从贷款数据来看，8月份贷款增长率已经从7月份的14.6%下降至14.3%，这其中更多的是反映了银行意愿。在经济形势不明朗，企业盈利下滑的情况下，商业银行将可能主动收缩贷款。至于对中小企业的金融支持措施，从商业银行自身利益出发，我们认为至少在贷款方面银行很难有主动放贷的热情。而在缺乏贷款的前提下，一些企业的处境可能会变得更加糟糕，而这在某种程度上也增加了经济硬着陆的风险。但可喜的是，央行已经意识到目前问题的症结所在，并于9月16日起下调一年期人民币贷款基准利率0.27个百分点，同时除工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮政储蓄银行外，其他存款类金融机构人民币存款准备金率下调1个百分点。虽然在粮食、电力、成品油价格仍在管制的背景下我们很难期盼总体货币政策出现较大

的调整，但我们希望类似的微调可视情况适时推出。

其次，投资者仍担心由房地产行业引发的整体固定资产投资的下滑。从近期媒体不断报道的“打折潮”、“断供潮”来看，房地产行业的确遇到了一定的困难，由此对固定资产投资而造成的拖累也在所难免，从目前的情况来看，房地产行业投资增速的下滑值得重视，但是短期内救市的可能性依然很小。由于房地产市场下滑对国民经济影响巨大，涉及相关行业众多，因此管理层可能出台部分政策刺激市场，使其稳定，其中最有可能的措施也仅为加大经济适用房的建设力度，以此缓解整个房地产市场调整的压力。但从地方层面或许会有一些拯救房地产市场的行为，毕竟土地出让金是地方政府的最重要收入来源之一。但是从中央层面来看，短期内不会出台类似政策，一方面房地产投资下滑对经济的影响有待确认；另一方面，房地产本来就是调控对象，朝令夕改并不是管理层希望看到的。但是对于2008年整体固定资产投资并不会如

大家预判那样悲观。从7月份和8月份的数据来看，东边不亮西边亮，虽然房地产投资下滑，但整体固定资产投资依然维持在高位，由此我们可以看到政府的投资建设冲动依旧非常强劲，这也许是目前投资者所未能预料到的。此外，我国仍处于工业化和城市化进程中，同时地区发展极为不平衡，西部地区基建和厂房投资等的空间依然较大。但所有这些我们仍需有待后期的数据观察，因为房地产投资的下滑必将对中下游如钢铁、机械、建材等相关行业造成一定的负面影响。

最后，我们仍然建议投资者继续关注后期可能出现的相关政策上的变化，比如目前市场所一直流传的增值税改革、个税调整等方案，但考虑到目前的财政情

况，尤其是雪灾和汶川地震后的灾后重建支出，均将增加政府财政支出负担，因此投资者亦不要对财政政策抱有过多的期望，但如若推出，市场中相关行业和板块仍有一定的投资机会。

从8月份的经济数据来看，后期“保增长”的难度也许要略大于“控通胀”。随着粮食价格的下滑，8月份CPI已经回落至5%以下，但8月份工业企业增加值同比增长仅为12.8%，比上年同期回落4.7个百分点。虽然这其中有关奥运会期间部分工业企业限产的影响，但更多的是表现在目前经济增速放缓的趋势，而欧美经济体集体的熄火也进一步增加了后期我国经济继续保持快速增长的难度，在这种背景下也更需要政府在财政、货币、行政等方面对各种政策的协

调运用，简单地判断单一政策后期的趋向也许并不能看清宏观经济整体的运行轨迹。对于投资者而言，在等待市场趋势明朗的时候也应关注中央经济工作会议后政策的变化，尤其在改革开放30周年之际，政策的变化可能更具有划时代的意义。

对于市场本身而言，在目前2000点附近的位置，基本上已经充分地反映了投资者对后期经济调整较为悲观的预期，空方在短期内继续大幅杀跌的能量也将有所转弱，如果管理层在目前位置出台相关的经济刺激方案的话，市场将可能出现大幅反弹；即便没有政策上的变化，市场也将维持弱势拉锯，继续寻找方向，而这同时也需要投资者继续耐心等待机会的来临。

— 申银万国 于洋

股市资讯



不妨一知

史提夫·乔布斯 Steve Jobs (1955 ~)

作为苹果电脑公司的创办人，乔布斯在个人电脑革新方面作出巨大贡献。

他和他的朋友沃兹尼亚克(Stephen Wozniak)在1976年设计了他们的第一台电脑，那时乔布斯才21岁，设计工作是在他的车库里完成的。一年后，他们推出第二代苹果电脑，标志着电脑大量推出销售的开始。后来，1984年的麦金塔(Macintosh)更进一步改变了电脑业的布局。可惜一年后，乔布斯被迫离开苹果电脑，一直到1997年才回来挽救他一手创办、正濒临破产的公司。回归后，他马上下令苹果电脑的设计队伍将重点放在设计款式新颖、易于使用的电脑上。在短短的一年里，苹果电脑又止亏回盈。如今，乔布斯是苹果电脑的总裁。随着iPod便携式音乐播放机、iTunes数码音乐软件及the iTunes Store的推出，公司又向消费电子和音乐领域拓展。



既要解禁，也要补救政策缺陷

自2007年10月上证综指创出6124点新高以来，股指就如地震形成的堰塞湖溃决而一泻千里，至2008年9月18日竟跌至1802点。在短短的11个月中，股指跌幅高达70%，这无论是在中国股市历史上，还是在世界股市上历史，恐怕都是极其罕见的。这其中当然有国内的、国际的、经济的、政治的各种原因，但大多数股民则剑指“大小非”解禁，认为是几乎没有任何成本的“大小非”解禁如猛虎出笼，吞噬了股指和广大股民的血汗钱；而管理层则一再否定“大小非”解禁是股市暴跌的主因，除了对“大小非”解禁设置了大宗交易平台等措施外，认为没有必要再对“大小非”解禁征收暴利税等等。

当今中国股市，参与者和管理层对“大小非”解禁的看法可谓泾渭分明，事实表明，双方都站在自身利益主场上看问题，当然不排除其中都有其一定的合理的一面，但不可否认，也都有其主观、偏颇的一面。如果争执的双方都各执己见，这个市场将难免继续震荡不停，受损失的可能不但是广大股民的利益，

进而也会对整个国家的宏观经济和建设和和谐社会带来难以估量的影响。

其实，对于“大小非”解禁问题，可以归结为对以下一些问题的认识。

能否要求继续解禁“大小非”

众所周知，股改前“大小非”不能流通，国有股等一股独大情况十分突出，严重阻碍了股市的发展和企业的运行，广大股民对此要求改革的呼声极高。正是在这种情况下，2005年5月起启动股改，这是得到了各类股市参与者一致拥护的。因此，不能因为现在“大小非”流通产生了一些问题，就否定当初的股改，不能对已付过“对价”的“大小非”重新禁止流通，或采取其他诸如征收暴利税等严厉措施，否则是有违公正、公平的原则的，也是不为现行法律所许可的。

股改“对价”合理不合理

股改时，市场的普遍“对价”水平是10股送3股。当时，几乎是所有股民，包括不少专家就指出这样的“对价”水平过

低。但由于大股东的绝对强势地位，以及现行体制的庇护，而当时股指又长期在低位徘徊，大多数股民则抱着有“对价”总比无“对价”好的无奈，于是通过了股改。现在，客观地、冷静地看，当时的股改“对价”确实是偏低的，甚至是不太合理的。为此，广大股民要求对此制定适当的、合理的“救济”政策是正当的，管理层只有采取一些切实可行的措施进行弥补，才是实事求是的真正呵护股市的行动。

股市的泡沫是谁造成的

股改后，主要由于基金等一些大机构的极端投机，无视管理层一而再、再而三的呼吁和干预，强行将股指炒到了登峰造极的高位(上海6100多点，深圳近20000点)，并借机将“大小非”出货变现，将高价筹码和风险统统扔给了市场和股民，造成了极大的股市泡沫和风险。如果没有2007年的股市暴涨，而当时股指还停留在3000~4000点这样一个为管理层所认可，并且也是为经济景气度所许可的合理水平上，那么即使2008年由于国内外自然

的、经济的各种原因，股指跌到了2000点左右，跌幅也不可能高达70%，绝对不可能跌得这样惨，以致广大股民对管理层甚至整个社会产生怀疑。正可谓“魔得高跌得惨，魔得不高也绝不会跌得太惨”，这是完全符合世界股市的辩证法的；如果有完善的制度和对投机的制约，也不至于出现“大小非”解禁后在如此大的暴利诱惑下疯狂减持这样一种不合股市发展要求和毁灭股市的反常行为。

亡羊补牢，为时不晚

事到如今，我认为管理层应及时反思股改的得失，采取

一些亡羊补牢的政策措施还是很有必要的，如管理层先前已推出诸如对“大小非”的大宗交易平台等等。但广大股民确实不能指望管理层再推出诸如对“大小非”暂停流通等政策，因为这既是不公平、不合法的，也是绝对不可能的。但要求管理层对诸如新老划断后产生的尚未“对价”的“大小非”解禁等要有一个说法，这倒是合情合理的。管理层对此应认真考虑，可不能等闲视之啊！

新形势下的投资策略

“大小非”解禁确实会带来并且已带来了极大的市场波动

和风险，改变了市场预期和股市以往的运行轨迹，但我们广大股民对此也不要太悲观失望，因为“大小非”绝不可能百分之百地减持，如有些不负责任的评论所吓唬大家的那样。据笔者综合各方面材料分析，近年“大小非”总量中有1/3的流通也差不多了，再结合国内、国际经济形势，股指跌到现在，就算不是铁底，离底部也不远了。股市的冬天其实早就来临，那么股市的春天也一定不会很远了。冷静地分析目前的股市形势和投资策略，把眼光放得更长远些，这才是正确的应对之策。

— 光豪



沃伦·巴菲特 Warren Buffett

(1930 ~)

著名投资大师。他的著名投资策略是选购低价优质股并长期持有，然后留意它们价格的涨升。

它与今日新股热潮中迅速入场采购或迅速在当天套利的策略大相径庭。这位白手起家的亿万富豪是尼布拉斯加(Nebraska)的控股公司Berkshire Hathaway Inc.的股东。

他是当代最成功的投资者，因他对股票的精辟见解及眼光独到的选股功夫而享有“奥马哈之神(Oracle of Omaha)”的称号；他的成功事迹将名垂青史。

电网设备行业深度研究报告

中国输电缺口巨大

我国煤炭和水能资源比较丰富,油气资源较少,以煤为主的能源格局中短期内不会根本改变。我国能源资源与能源需求呈逆向分布,水电只有通过电网才能输送出来,中东部地区由于环保、运输、土地资源等问题,就地大规模建设燃煤电厂的传统发展方式难以为继。由于能源资源同能源需求分布不均衡,西部的煤电和水电基地与中东部负荷中心的距离在800~3000公里左右,客观上决定了我国能源和电力发展必须走远距离、大规模输电和全国范围资源配置的道路。

表1 中国各地区能源资源比较

地区	合计	煤炭	水电	石油和天然气	能源比丰度
华北	43.9	64	1.8	14.4	1
东北	3.8	3.1	1.8	48.3	0.11
华东	6	6.5	4.4	18.2	0.05
中南	5.6	3.7	9.5	2.5	0.05
西南	28.6	10.7	70	2.5	0.42
西北	12.1	12	12.5	14	0.45

资料来源: 电气工程师手册, 申万研究

但是随着近年来电力装机的快速增长,发电装机容量不足的状况明显缓解,而电网建设滞后的问题日益显现。国民经济和电力需求高速增长的紧迫形势下,电网建设远远落后于电源建设的局面并未从根本上得以改变。

我们认为,中国的电网仍然非常薄弱,具体体现在电网投入不足、配置资源的能力不强、技术升级不够快和抵御严重故障的能力不足。

观察2007年全国各省区用电量 and 发电量之差,我们发现资

源禀赋和经济发展的不平衡造成了电力供需的不平衡。

超过50%的省份缺口/剩余在100亿千瓦以上,全国缺口/剩余绝对值总量达到5370亿千瓦,占总用电量的16.5%。电力缺口最大的是广

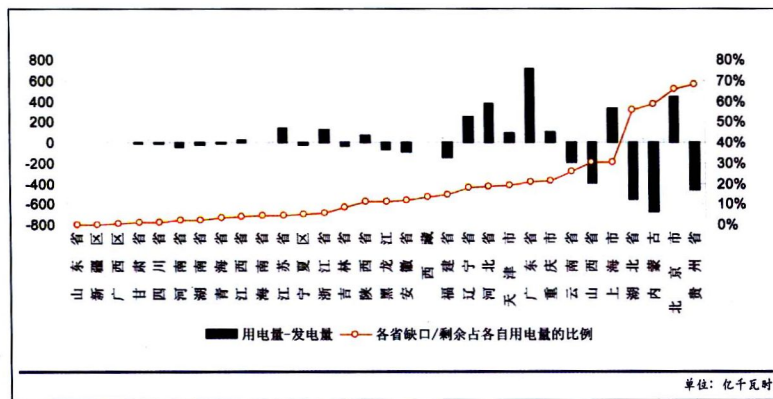


图1 各省区用电量和发电量之差显示我国二次能源分配严重不平衡

资料来源: 中国电力新闻网, 电监会, 国家电网公司, 南方电网公司, 申万研究

东省,达到了600亿千瓦时左右。近半省份缺口/剩余绝对占比超过用电量的20%,而贵州省居然达到了近70%。

而如此大体量的区域间供需不平衡正是由脆弱的电网进行省区间输送的。

不仅如此,在省区间输电量占总用电量16%的前提下,各区域间售电电价巨大差异仍值得我们深思。

前面我们已经对输电的经济性进行了论述,各地区的电价水平之间的差异可以近似地代表对输电线路的需求。

那么中国目前的区域间电价水平又如何呢?

事实上,如果我们比较最高地区电价和最低地区电价,然后再将电价差被平均电价除,我们将发现中国目前的电价差异表明输电的经济性潜在效益仍非常巨大。

比较2007年和2006年的电价数据,我们发现,最高最低区域电价差与平均电价的比例并没有缩小,反而扩大到了88%,这也就意味着,尽管“十一五”期间电网公司加大投资力度,输电需求并没有根本缓解,简单测算的结果显示输电缺口达存量输电能力的2倍。

从2002~2007年,电源年投资额由747亿元增加到3226亿元,年均增长高达28%,而同期电网投资从1578亿元增加到2451亿元,年均增长仅为8%。

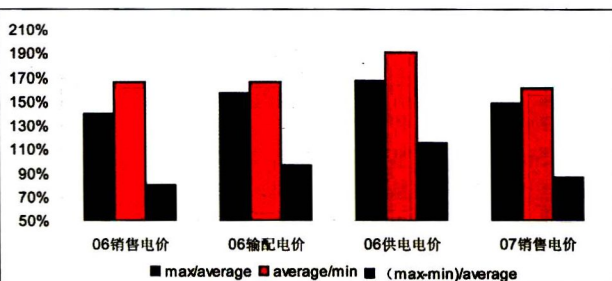


图2 区域电价差/平均电价指标显示输电需求并没有根本缓解

资料来源:电监会,申万研究

我们认为,电网投资欠账仍较大,“十一五”期间根本无法弥补静态缺口,更不用说动态缺口了。到2007年,电监会统计的西电东送能力为0.475亿千瓦,到“十一五”期末,两大电网公司规划的西电东送能力仅0.55亿千瓦。由此可见,未来的跨省(区域)输电经济性潜力仍非常巨大。

我们认为,这一缺口将在特高压试验线路建成以后,于“十一五”以后逐渐得到弥补。

投资重点在特高压及220千伏以下受端电网

500千伏是省间、省内以及中心城市环网的重要组成部分。我们认为,“十一五”期间两大电网公司投资重点在以500千伏为主、包含750千伏的超高压电网建设。

从国网公司的企业债项目中,我们也可以得到相同的结论。我们认为,以500千伏超高压为主的建设主题将贯穿整个“十一五”。

另外,为配合西北地区大型水、火电力送出和省间潮流交换,国家电网已规划在西北330千伏电网之上建设750千伏电网。我们认为,750千伏西北地

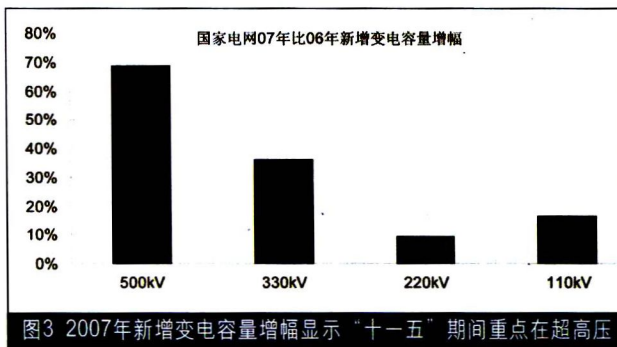


图3 2007年新增变电容量增幅显示“十一五”期间重点在超高压

资料来源:电监会,申万研究

表2 国家电网公司08-1企业债项目

电压等级	新增变电容量 (万千伏安)	新增线路 公里数	总预算 (亿元)
110千伏	404	4465	18.5
220千伏	711	1249	200
330千伏	250	245	18
500千伏	2608	3906	306
750千伏	150	782	45.2

资料来源：国家电网公司，申万研究

区主干电网建设将由“十一五”延续到2020年，形成覆盖兰州、白银、关中、银川、西宁负荷中心并延伸到新疆哈密750千伏主干网架。

目前，发展特高压输电技术与装备已列入国家中长期科技发展规划纲要、加快振兴装备制造业的若干意见和我国应对气候变化的国家方案，上不上特高压的争论已经成为历史。特高压的到网电价明显低于中东部经济发达地区煤电上网电价，特高压到网电将与中东部火电形成竞争态势，这有利于充分发挥市场配置作用，降低电力供应成本。不仅如此，经测算，与超高压（直流800千伏以下，交流1000千伏以下）相比，特高压（直流800千伏，交流1000千伏）的单位公里千瓦造价也显著偏低。

我们预计，随着特高压技术的逐渐成熟，基本的思路将是水电通过特高压直流送出，到负荷中心再进入大电网，而大煤电则直接进入未来的1000千伏特高压交流团网。这一点，我们可以从国家电网公司的“一特三大”

战略和“三华同步”构想中一窥端倪。随着2008~2010年特高压交直流的试验线路的相继落成，特高压将于2010年左右迎来高速发展期。

历史上中国电力规划并未将电源与电网分开考虑，长期以来，很大程度上沿用着“电源先导、电网送出”的思维定式，即：电网规划和建设是以电源规划为依据，以建设和运行费用最小为目标，作为与电源相配套的“送出工程”、“配套工程”来安排的。

如前所述，为解决我国能源资源合理配置的问题，电网建设将更加朝着远距离、超高压乃至特高压输电的方向发展，“十一五”期间的总思路仍是以“送得出、落得下”为主。

然而由此造成的矛盾却在发展中忽视了，从而导致电网结构特别是受端系统的规划和建设更加滞后，并在2008年初的冰雪灾害中集中体现了，导致3.67万条10千伏及以上线路、2016座35千伏及以上变电站停运，3330多万户、约1.1亿人口停电，造成了

极为严重的影响。

由于历史欠账过大，截至2006年，全国仅有1/3的城市实现220千伏双环网运行，主网变电站布点不足、布局不合理的问题未得到解决。各城市电网与实质性的“N-1”基本网架功能尚有很大的距离，转移负荷的能力较弱，负荷高峰期间问题尤为突出。

2000年，220千伏线路长度和容量占比还在78%和74%左右，但经过8年的电网投资，该占比已经降到了68%和64%，充分反映了目前电网投资重“送端”轻“受端”的特征。我们认为，合理的220千伏线路和容量占比应占220千伏级以上电压等级总比例的75%左右。220千伏投资缺口不仅很大，而且在“十一五”期间有继续扩大的趋势。

相比1991年，到2006年底，500千伏线路增长了7.3倍，容量增长了12倍，220千伏线路增长了2.5倍，容量增长了5.5倍，而同期35~110千伏线路增长仅2倍，容量增长仅3.9倍，10千伏以下电网发展速度相对更慢。

配电网建设明显滞后于输电网，导致部分地区存在“卡脖子”现象，进而使一些输电网的传输容量受到限制，输电能力得不到充分发挥，也影响了整个电网运营效率的提高。

我们认为，配电网建设的高峰期尚未来临，这是“十二五”甚至“十三五”、“十四五”都需要进行解决的课题。

表3 2000-2007年国家电网和南方电网变电容量合计

(公里、万千伏安、%)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
220kv输电线路长度	128114	135935	142362	147260	161010	176590	195385	220590
220kv长度占比	78.3%	77.0%	75.4%	73.1%	71.0%	68.9%	68.3%	67.5%
220kv变电容量	30632	34026	37209	40800	46454	52354	62700	73296
220kv容量占比	73.8%	72.0%	70.6%	69.0%	66.2%	63.3%	65.3%	64.2%
500kv输电线路长度	26837	31486	36745	43616	54705	68205	77090	90426
500kv长度占比	16.4%	17.8%	19.5%	21.7%	24.1%	26.6%	26.9%	27.7%
500kv变电容量	9447	11731	13750	16350	21602	28102	30301	36876
500千伏容量占比	22.8%	24.8%	26.1%	27.7%	30.8%	34.0%	31.5%	32.3%
总输电线路长度	163620	176598	188719	201391	226776	256406	286235	326937
总变电容量	41489	47284	52714	59097	70186	82736	96083	114145

资料来源：国家电力信息网，申万研究

综合我们对输电静态缺口、特高压和220千伏及以下配电网络欠账的分析，我们有理由认为，2010年以后电网投资增速仍能保持在10%左右。

投资策略：超配电网设备，关注变压器

既然电网投资是确定性的，我们就没有理由不看好电网设备行业，建议超配并关注竞争格局稳定、短期具有确定性、议价能力较强的变压器行业。

我们把电网设备分为变压器行业、开关和继电保护行业和自动化设备三个子行业，并逐一代表性公司的历史毛利率变化情况和主要原材料价格变化情况进行了比较。

其中，对于变压器子行业，我们选取了特变电工和天威保变，对于开关和继电保护子行业，我们选取了许继电气和平高电气，对于自动化设备，我们选

取了国电南瑞和国电南自。

我们发现只有变压器行业即使在原材料大幅上涨的情况下，仍能保持甚至提升毛利率。

我们认为，这代表着在电网投资确定性的前提下，高端变压器

行业的相对议价能力较强，能够享受增长的确定性，即利润能够和收入增长保持同步。

国家电网招投标结果显示变压器行业集中度较高，尤其是在500千伏的超高压领域，前5家供应商市场占有率已经达到了66%，竞争格局比较稳定。

我们认为，行业中主要竞争者长期形成了良性的竞争关系，有力地保护了全行业的盈利能力。

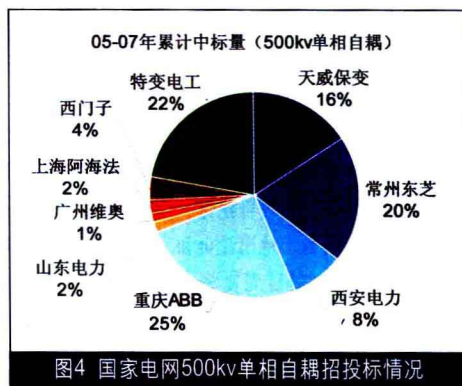


图4 国家电网500kv单相自耦招投标情况

资料来源：国家电网公司，申万研究

我们认为在市场估值重心不断下移的过程中，电网设备行业估值已经开始具有吸引力，建议超配，并关注竞争格局稳定、短期具有确定性、议价能力较强的变压器行业。

目前特变电工(600089.SH)动态市盈率在20倍，天威保变(600550.SH)动态市盈率在22倍，建议重点关注。

— 申银万国证券研究所