

# 3000点以上 市盈率为何不升反降

2月底以来,上证综指上涨700余点,深证成指上涨2300余点,但在上市公司业绩强劲增长的支撑下,两市加权平均市盈率水平却从40倍多下降到39倍左右



上市公司业绩的提升,有助于缓解市场估值担忧 徐汇 资料图

□本报记者 周坤

随着上市公司年报的陆续披露,两市基于2006年收益水平形成的市盈率呈现出不升反降的局面——自2月底以来,尽管上证综指上涨700余点,深证成指上涨2300余点,但两市加权平均市盈率水平却从40倍多下降到39倍左右。

业内人士分析说,按照年报披露的一般规律,后续披露年报的上市公司盈利状况可能低于之前,但估计所有上市公司披露年报后形成的两市静态市盈率仍将保持“略高于”40倍的水平。与此同时,从已披露一季报的上市公司情况来看,业绩增长的局面仍在持续,截至前日公布一季报的67家上市公司,加权平均每股收益为0.1948元,同比增长超过一倍。

随着股指不断上涨,沪深两市市盈率水平此前一路推高。根据证监会公布的统计数据,从去年3月至今年2月,上海市场A股平均市盈率水平从19.42倍持续上涨到39.62倍;同期,深圳市场A股平均市盈率水平从18.78倍上涨到43.46倍。股指上行、市盈率的提高能否得到上市公司业绩的支撑成为市场一直以来关注的重要问题。

虽然从目前的迹象来看,上市公司业绩提升有望将较高的市盈率水平“拉”下来,但专家仍提醒在此过程中可能存在的风险。银河证券研究中心副主任丁圣元表示,上市公司总体业绩提升的过程中,应充分考虑利润进一步向少数大型蓝筹公司集中的情况。通过对前期400家公布年报的上市公司盈利情况研究可以发现,这400家公司中,前30家利润最高上市公司的利润总额,约占这400家公司利润总额的58%。“这些公司往往市值规模较大,权重也较大,总体的市盈率水平是上升还是下降,很大程度上取决于这些公司的表现”。

丁圣元说,以如此高的利润集中度主导的市盈率水平来判断整个股票市场的投资价值,显然不够科学。

业内专家提示说,即便股市市盈率水平可能因上市公司业绩改善得到降低,投资者也一定要在充分了解股票市场、充分了解所投资公司的基础上进行股票投资,投资风险要投资者自己负担,“不能拿自己的真金白银开玩笑”。

## ■机构观点

### 当前蓝筹股市盈率水平总体合理

□本报记者 周坤

“衡量一个市场的市盈率水平,应该主要看市值权重较大的蓝筹股市盈率水平;根据市盈率水平确定股市投资价值,也要重点关注蓝筹股;要在总体上保证具体投资行为的安全,恐怕也要把目光更多投向蓝筹股、绩优股。”银河证券高级策略分析师李锋认为,当前我国股市的市盈率总体上还处于合理水平,但投资者要在股指较高的情况下避险,则应关注优质上市公司,尽量避免听消息、炒题材。

#### 业绩改善使得市盈率降低

李锋肯定了近期随年报披露、上市公司业绩改善使得两市市盈率降低的情况。“业绩改善还是根本因素。我们刚刚发布的二季度A股市场投资策略报告已经说得很清晰:大盘蓝筹股业绩超预期增长,可以支撑股市保持强势。”截至3月

底,沪总市值最大的前20家上市公司中有9家公布年报,其2006年净利润平均增长42.05%,超过原来的增长预期近10个百分点;市值排名前50家上市公司中有27家公布年报,净利润增长38.41%,超出预期增长率近12个百分点。

李锋承认,目前的市盈率水平与垃圾股的高市盈率不无关系,“按照2007年的业绩,如果把垃圾股剔除之后,市盈率水平会更低”。他强调,越是在这种情况下,越不能依据蓝筹股的市盈率来判断股市总体的市盈率水平,并投资垃圾股,“这是很危险的”。“对于投资者来说,看A股市场的估值水平,应该更多着眼于这些大市值的蓝筹公司。以沪市的情况看,总市值60%-70%的前50家大市值公司贡献了利润的70%-80%,只有它们才能充分代表中国资本市场发展的总体特征。”李锋认为,出于同样的理由,市场能否保持稳定,

投资能否安全,很大程度上也取决于这些大盘蓝筹股的表现。

#### 秉承价值投资理念

截至3月底发布报告时,银河证券对已公布年报上市公司的平均市盈率水平测算结果为34倍,而沪深300、上证180、上证50等成分股平均市盈率在31倍左右。银河证券预计,随着两税合并的全面实施和宏观经济运行保持良好态势,2007年、2008年国有大型企业的净利润增长率均可保持在35%的水平,据此判断的2007年、2008年动态市盈率分别为23倍、16至19倍,属于合理水平。

除了资金推动之外,上市公司业绩的改善,也能够部分解释股指持续上涨的原因,如果对未来业绩的预期不好,股市显然会缺乏上涨动力。”李锋预计,上市公司一季报公布的业绩水平应该还会保持强劲增长的势头,但具体能在多大程度上降低

市盈率水平,还不好说。

他说,在2004、2005年时,宏观经济形势很好,企业利润大幅提升,但在上市公司群体的表现却并不明显,主要原因还在于股权分置,导致大股东不关心二级市场股价表现,也“不愿意往上市公司做业绩”。股改的制度变革,对于改善上市公司业绩的作用不可小视。

“但也要强调的是,越是在大股东做多动力强劲的情况下,监管部门越应该加大对违规行为的查处力度,同时也应发行更多更好的蓝筹股,给入市资金以更多的选择。”

对于在当前点位打算入市的投资者,李锋的警告是,一定要在充分学习、研究并了解风险的基础上理性投资,秉承价值投资理念,投资具有稳定增长前景的绩优、蓝筹股,避免炒作消息股、题材股。“我相信,大盘蓝筹股未来一两年内给投资者带来惊喜,是没有问题的。”

## ■专家观点

### 如何看待市盈率指标

□本报记者 周坤

银河证券研究中心副主任丁圣元指出,目前对市盈率的计算,业界有多种方法,投资者在选用各种市盈率指标来判断市场估值水平时,应保持谨慎。

丁圣元说,目前计算市盈率的过程中,比较通用的方法是先扣除剔除,计算所有股票的市盈率,并根据流通市值加权计算平均值。这种算法存在的问题是,有的绩差股市盈率较高,依次得出的平均市盈率容易受到影响形成失真。此外,还有将市盈率取倒数并取平均的算术方法,也不尽科学。对于像我国股市这样盈利水平增长较快的市场,较为合理的算法应是将全部股票总市值相加,除以全部上市公司的净利润,即以总市值比总收益,这样可以将所有权重计算在内。相对而言,后者有利于投资者对股市形成总体判断。

另外,由于股市表现和经济表现都存在波动,且上市公司盈利相对GDP会存在一定的敏感度,因此当经济实际增长率超过潜在增长率的时候,上市公司盈利水平将可能出现放大效应,大大高于GDP的增速;当实际增长率低于潜在增长率的时候,上市公司盈利的缩减幅度往往也超过宏观经济。所以,市盈率指标也很容易因为经济波动而产生较大波动,以简单的市盈率指标来进行估值判断,往往是不够准确的。

丁圣元认为,由于结构性问题的存在,投资者在以市盈率水平为依据指导投资行为时,必须对具体股票进行细化研究,认真分析上市公司盈利的来源;同时,也要重视结构性的问题,不能用总体指标来解释结构性的问题。

## ■相关链接

### 全球市场估值水平比较

2007年2月,沪深300指数的平均市盈率已经上涨到接近40倍。但是市盈率逐月连续上扬走势在2007年3月份发生逆转,3月份沪深两市各主要指数的平均市盈率均出现明显下降,其中沪深300指数的平均市盈率从2月末的39.61倍下降到3月末的36.45倍,下降幅度为7.98%,且这样的市盈率下降是在同期沪深300指数上涨9.32%的情况下取得的。这一逆转发生的主要原因在于,3月份大量上市公司公布新的年度报告,许多上市公司的业绩取得了明显增长。这就说明,市场前期的上涨是由于对上市公司业绩增长有着较好的预期。

目前美国、英国、韩国、中国香港等成熟市场的市盈率大约在10至20倍的区间内波动,日本和印度市场的

平均市盈率在23至25倍的区间内,除了我国台湾地区的市盈率波动幅度较大以外,每一个指数的市盈率均维持在一个相对稳定的区间内。相对而言,我国沪深两市市盈率半年内的波动区间在22倍至40倍,远远大于其他市场的波动区间,短期内上升迅速,大幅度高于全球其他主要市场。值得注意的是,由于4月份是上市公司公布新的年度报告的密集期,可以预期,今后一个月内上市公司的平均业绩仍将取得较快增长。据测算,如果4月份公布的年报业绩平均增长幅度与3月份持平,在现有股市价格水平下,沪深300指数的平均市盈率有望下降到30倍左右,其他各主要指数的市盈率也将相应地降低,现有的估值压力将得到大幅度缓解。(中投证券研究所)

DATE	06-9-29	06-10-31	06-11-30	06-12-29	07-1-31	07-2-28	07-3-30
SHS2300	22.12	21.67	25.05	30.9	35.59	39.61	36.45
SSE180	20.62	20.11	23.26	29.37	34.56	36.31	35.45
SSE50	17.99	18.18	22.16	29.07	34.46	35.24	34.08
SI100	24.55	23.93	23.24	26.65	30.99	32.85	32.36
SICOM	18.16	18.42	21.1	24.74	28.63	29.6	28.36
NKY	24.76	23.06	21.92	23.23	23.39	23.81	23.46
SENSEX	22.72	23.71	25.05	25.23	25.44	23.84	23.07
TWSE	18.66	18.8	20.42	20.85	24.84	25.42	20.09
SPX	17.59	17.46	17.58	17.76	18.06	17.13	17.06
UKX	15.65	16.28	17.51	18.02	17.96	16.85	16.79
HSI	12.74	13.3	13.82	14.6	14.65	14.43	15.63
KOSPI2	10.83	10.76	11.32	11.27	10.86	12.15	11.8

亚行《亚洲债券监测》报告

□本报记者 袁媛

## 中国领跑亚洲新兴债券市场

亚洲开发银行昨日发布的4月份《亚洲债券监测》指出,在1998年东南亚金融危机之后,东亚新兴债券市场上的资产证券化发展稳定,并有可能作为一种工具,用于资助本地区大规模的基础建设和支持小额信贷以及人力资源开发。

该报告指出,为加快亚洲地区证券化的发展,政府和监管人员需要制订透明的法律和税收框架以及明确的会计准则,并促进本地区实施统一的标准。亚行区域一体化办公室主任Jong-Wah Lee表示,“政府和金融行业对本地区信用评估和文件标准化的支持也具有极为重要的意义。”

尽管证券化得到了稳步发展,但亚洲对证券化的利用远逊于欧洲和北美。《亚洲债券监测》认为,政府应当探索使用证券化并通过小额贷款进行再融资的新措施,为学生和人力资源开发提供信贷和长期银行贷款,并实现融资基础设施投资的多样化。

自1998年金融危机以来,尤其是韩国债务危机之后,资产证券化在亚洲得到了发展,资产证券化在某种程度上被当作一种工具,用于回收不良贷款。这促使一批新型资产管理公司包括负责收购和重组减值资产的上市资产公司开始兴起。在发达的东亚地区,商业和住房抵押证券化在中国内地与香港、日本和新加坡占有主要市场,而在韩国是资产证券化占有主要市场。

《亚洲债券监测》强调,亚洲新兴债券市场在2006年下半年增长迅速,全年增长率提高到32.4%,高于2004年和2005年的增幅。数据显示,新兴的东亚地区——即东盟、中国内地和香港、韩国的本币债券市场发展迅速。2006年,在政府机构和多个地方政府发行国债之后,该地区的国债市场增长了30%。公司债券在2006年增长了36%。这主要归功于中国增加了发行量以及一些公司根据市场法规发布债券的趋势。

《亚洲债券监测》报告指出,亚洲债券市场将继续吸引追求利润的全球投资者,但市场不稳定性的增加可能引起融资成本的增加,这将促使决策者采取措施深化金融市场。

据了解,亚行采取了多项措施支持亚太地区证券化的发展,其中包括对中国资产证券化提供法律和技术支持、支持哈萨克斯坦多种支付权证券化及亚洲货币债券计划。



## 亚洲共谋区域债券结算系统

□本报记者 袁媛

来自多个国家和地区的中央银行、监管机构、全球清算以及投资银行的官员日前齐聚新加坡,共同探讨亚洲是否需要一个区域债券清算和结算系统以降低投资者的外汇风险,使投资者不易受到市场波动的影响。

最近几年来,亚洲和地区国家本币债券的显著增长以及高回报率引起了全球投资者的注意。亚洲的一些公共机构和私人投资者购买了大量的外汇以及外国债券,私营和政府部门正在探索降低财政脆弱性以及提高区域债券市场效率的途径。

在由亚行组织的此次会议上,来自政府部门和私营部门的专家们共同探讨了区域债券清算系统是否能加强亚洲债券交易市场基础的问题。内容涉及当前改善区域债券清算和结算系统基础所面临的发展、挑战、风险以及方式。

根据“东盟+3”亚洲债券市场倡议,亚行受托观察分析现金和证券清算之间的联系,同时研究是否可能建立区域清算系统。伦敦花旗集团全球交易服务部总经理表示,“证券金融需要担保以降低风险,因此一个能够提供集中化担保管理服务的区域解决方案将有助于提高该地区债券市场的流动性。”建立区域清算系统也是亚洲区域内不发达地区的发行人和投资者进入国际市场的一个渠道。

## ■相关新闻

### 亚行第40届年会下月召开

□本报记者 袁媛

亚洲开发银行(亚行)理事会第40届年会即将于5月4日至7日在日本京都的京都国际会议中心举行。年会召开期间,来自亚洲各国的财政部长、高级政府官员、领导人、学者和国际组织的代表将共同探讨在亚洲金融危机10年之后亚洲现在的状况如何,亚洲一体化面临着哪些挑战以及亚洲各发展中经济体将如何适应本地区正在发生的巨大变化等关键问题。

据悉,此次大会上还将讨论的其他主题包括清洁能源与环境、私人资本流动、中小企业融资、推动亚洲债券市场的各项努力、在亚洲各地区新兴市场中出现的新投资机会、灾害风险管理以及亚洲人口老龄化问题,共同探讨有效解决贫困问题并确保该地区经济可持续发展的方法和途径。

大会期间,越南、巴基斯坦和菲律宾三国将分别进行国别主题介绍,包括一个关于亚行与民间组织合作的公开论坛,以及探讨亚洲未来的特别理事研讨会。

亚行的最高决策机构是亚行理事会。亚行理事会由亚行的各个成员各派一名代表组成,每年召开一次会议。年会是亚行成员理事就亚行的管理、财务和业务方向提出指导性意见的法定会议。