

## ◆ 解盘基金投资

## 估值:基金重仓股裸泳的概率较低

◇ 本报记者 周宏

上周的大跌,让包括基金在内的机构投资者的最大感叹是——估值还是有用的。

尽管,过去几个月,有相当多的时候,让很多相对理性的投资者感叹“市道变了”,但提高印花税的大令一发布,市场一夕间突然又反转过来。很多前期连续涨停的个股,从“无理由涨停”顷刻变成“无条件跌停”。这个状况让人不禁想起,巴老的裸泳论。

按照巴非特的说法,这个市场里的“裸泳公司”到底是谁,是只有在潮水退去的时候才可知道的。现在市场潮水会不会就此退去尚不可知,但是,当此市场调整之机,重新审视公司估值,也是不无价值的事情。

## A股总体估值水平

根据市场的最新数据,截至上周末,市场内全部A股的总流通市值大约是5万5千亿元,比一周前的6万亿,瞬间蒸发了10%。而同期上证指数的期间最大跌幅为11%,深圳成指和中小板的情况为下跌近14%,可见,中小板股在上周的调整中受伤更为严重。

这个情况,显然与目前A股股票的估值结构有关。根据wind资讯的数据,目前全体A股相对于2006年报的市盈率水平为51倍(采用整体法计算)。而中小企业板的市盈率水平超过58倍,超过市场平均水平。与之相反,道琼斯88的市盈率为34倍,沪深300的静态市盈率水平为42倍都比市场平均水平要低。

从动态的角度看,全部A股



张大伟 制图

的2007年预期市盈率为33倍,2008年预期市盈率为26倍,两年的复合增长率为40%。中小企业板的2007年预期市盈率为42倍,2008年预期市盈率为33倍。两年的复合增长率为34%。沪深300成份股的2007年预期市盈率31倍,2008年预期市盈率为25倍。两年的复合增长率为30%,如果要达到理想状态(PEG=1)计算,全部A股的下调空间是22%,中小企业板的空间为42%,沪深300为28%。这与今年指数基金表现突出相吻合。

长信基金公司的研究副总监黄列认为,整个市场重点公司的动态市盈率下降到25倍,会是机构感到满意的区间。而以沪深300指数股为代表的机构重仓股普遍2007年市盈率为30倍,2008年为25-26

倍。在市场长期看好的趋势下,A股出现结构性调整的可能很大。这个分析与上述数据同样比较接近。

## 基金重仓股处于低端

当然不同行业的静态市盈率和动态(预期)市盈率的状况不同。影响其本身的因素还包括预测的准确度、期间行业状况的变化以及行业属性有关系。而基金的重仓股则配置在相对安全的市场低端。

以最直接的数据看,目前市场内各行业的市盈率差距十分明显。

2006年的静态市盈率最高的行业是信息设备、电子元器件和综合行业,平均市盈率超过200倍。而2007年预期市盈率最高的行业是综合类、食品饮料、电子元器件,预期市盈率都在50倍以上。最低的是黑色金属(钢铁)、化工、有色,预期

市盈率低于25倍。

至于2008年预期市盈率,最高的则是综合、食品饮料、贸易三个行业,预期市盈率超过39倍,最低的则是黑色金属、化工、采掘,金融服务业的水平也处于下游。

而基金重仓配置的方向,目前比较突出的就是预期市盈率较低的钢铁、金融、化工、采掘以及增长速度最快的机械设备行业。根据数据统计,在2007年1季度末,基金持有的5300亿A股中,有1140亿元配置在金融保险业,700亿元配置在金属非金属,533亿元配置在机械设备里,这个状况使得基金整体的布局处于市场明显的有利位置之中。

(本文的公司盈利数据引自Wind资讯)

## ◆ 资金观潮

## 基金发行断水 持续营销转热

◇ 本报记者 周宏

持续火热的基金发行,在5月中旬逐步进入“平台”期,并在上周转变为断水枯竭。自友邦华泰5月22日开始发行以后,新基金品种就再也没有在银行柜台上出现过。虽然,同期持续营销转热,有力地改善了基金资金供应。

同时,伴随着融通领先成长基金在前一周的发行结束,事实上,柜面上最受欢迎的新基金已经基本断水。这个堪称有关方面出重手打击资金推动型行情的前兆?

不过,伴随着印花税调增的消息传出,市场在应声大落的同时,也出乎意料地迎来基金申购的一个小高潮。正在推介的基金在5月30日获得大额申购,堪称失之东隅、收之桑榆的现代基金版。

回到基金发行上来。前一周发行完毕的基金,在上周纷纷公告设立、进入运作,并为市场带来上百亿的资金。其中,友邦华泰积极成长基金募集了90亿元,融通领先成长基金则完成募集18亿元。

发行速度方面,上周基金发行的暂停状况让新基金的发行速度监测失去观测指标。不过,基金持续营销依然显示,前期中小银行的基金发行热度有所减退,大型银行全线出现突发性升温,银行外渠道也都开始出现发行温度反弹。这个迹象在上周下半周表现的最明显。

从资金面上看,上周的供给情况依然良好。这主要有赖于一些基金公司新产品陆续上市和持续营销的展开。另外,大跌使得申购赎回的情况趋于活跃,使得基金业整体并未遭遇资金困境。而这种状况需要继续观察。

总体上看,监管层对于基金发行的节奏控制仍然严格,上周成立的两只基金,是近一阶段以来的最后两只基金,其后,许多等待批文的新基金什么时候开禁依然不得而知。

另外,股东开户数也显示了类似状况,上周的基金日新开户数达到63万户左右,其中,虽然有LOF发行导致开户数暴增的可能,但是相比前一周的开户水平的比例明显增加,基金相对的资金优势更加明显。上半年受到冷落的基金投资有可能会进一步得到张扬。

## ◆ 基金手记



◇ 交银施罗德基金经理 屈乐伟

## 适度分散投资

新开户的人数持续维持高位,开放式基金发行持续火爆,而这些新股民和新基民中有相当数量是以前自以为决不会进入股市的人。在场外徘徊等待下跌的人遭遇的结果可能是2000点不进而3000点进,3000点不进而4000点进,或者2000点不进,3000点回调,2500点进。目前的行情告诉人们,越晚进来,风险越大。

2、如果你中途出来,不管以后是涨还是跌,你都会再进来。

目前应极少有人从股市中出来就会不再进去的。尽管有许多投资者本打算不再进入,但结果却是回到了第1点,最终是不得不空翻多,出来避险的结果是损失掉了更多的利润。

3、被吹起的泡沫一定会破灭,躲不过去是必然,而躲过去是运气。第1点告诉人们要尽早进入,第2点告诉人们要长期持股,因而也就使第3点可能成为必然。如果人们试图去躲过泡沫,就又可能回到了第2点。

造成这种结果的原因就是投资者难以抵御市场的疯狂所致。投资

者个体和群体在非理性地博弈,尽管不断地有相对理性的投资者意识到疯狂的恶果,但投资者群体的疯狂在感染着每一个个体,使相对理性的投资者重回疯狂;而每一个个体的疯狂又加重了群体的疯狂,个体的无序使群体的效益达到最低。当然,我们不可否认,这是在“博傻”,但在疯狂的资金推动行情下,又会有多少投资者能逃过上述的三个怪圈。所以投资者应做的可能不是试图去躲过泡沫,而是力争泡沫破灭时的损失最小。因此,提高组合流动性,适度分散投资,应成为投资管理的较好方法。

实际上,分散投资并不仅仅有助于防范市场泡沫的最终破灭,它还可有效地提高收益率。

1、分散投资可明显减少大量买卖造成的冲击成本。

在资金推动行情下,很少有股票的价值或价格被低估,相对价值的变化,才是投资者积极调整组合的依据。根据市场环境和个股相对价值的变化,买入预期上涨空间大、下跌风险小的股票,而把空间不大、相对估值较高的股票卖出,通过这

种不间断的“置换”来优化组合。持仓过于集中,就无法实现这一任务。

因为如果持仓较为集中的话,日常换仓时的交易量就会较大。常常会出现要买什么股票,什么股票就暴涨,而买完就下跌,或者要卖什么股票,什么股票就暴跌,卖完就上涨的情况。

2、分散投资更能达到组合投资的效果。

资金推动行情一个显著特点就是盘面纷乱,不仅不同的股票涨跌不一,就是同一只股票振幅也明显增大,股票涨得快也跌得快。由于股票的涨跌在一定程度上脱离基本面,正确判断一只股票的近期走势较难,而当股票上涨和下跌时追涨或杀跌又得不到足够的收益,所以采用适度分散投资的方法,即东方不亮西方亮的方法可收到更好的效果。

## 基金手记

交银施罗德基金管理有限公司  
BANK OF COMMUNICATIONS SCHROEDER

· 特约刊登 ·

## 最近成立的十家股票型基金

| 基金简称     | 首发规模(亿份) |
|----------|----------|
| 博时第三产业成长 | 98.83    |
| 华夏蓝筹核心   | 99.65    |
| 工银瑞信增强收益 | 23.92    |
| 鹏华优质治理   | 93.84    |
| 华商领先企业   | 30.34    |
| 国泰金牛创新成长 | 88.85    |
| 富国天博创新主题 | 47.57    |
| 南方成份精选   | 106.45   |
| 友邦华泰积极成长 | 89.21    |
| 融通领先成长   | 17.72    |