



## 应对高企市盈率：两种泡沫中生存方式

持续牛市行情令上海市场静态市盈率迅速上升到 60 倍附近。从一般的常识看，60 倍的市盈率是一个“自杀式”的市盈率。分析人士认为，A 股泡沫是毫无疑问，问题是现在的泡沫会以什么形式、在什么时间破灭。

◎ 中证投资 徐辉

### 资产泡沫膨胀根源 在于资金的低利率

就近期市场而言，市场上涨的动力来自两个方面：首先应该是 2007 年中报整体上市公司的业绩超出市场预期。A 股 2007 年中期整体净利润同比增长 70%，非金融行业同比增长 66%（其中投资收益贡献为 15%）。上市公司经营业绩持续增长的主要原因是主营业务收入持续快速增长，三大费用的大幅节省，毛利率水平的改善。同时值得关注的是，企业投资收益同比出现 166% 的大幅增长，其中非金融企业的增长更是接近 200%。

其次，是由于基金开户数直线上涨，基金手中弹药充足导致蓝筹股持续大涨。投资者对于基金投资的偏好越来越强。而持续的基金认购也间接推动着蓝筹股、绩优股的持续上涨，形成了所谓的蓝筹泡沫。透过这些表面现象，我们注意到，资产价格上涨的根本原因还是低利率政策。低利率政策一方面会刺激实体经济过度膨胀，使投资者对上市公司盈利产生过高预期；另一方面会导致银行存款吸引力下降，使资金纷纷涌向股市和楼市，催生资产泡沫。

### 生存方式之一：增强 A 股投资的防御性

现在的 A 股投资者将面临一个尴尬的局面：一方面你很难找到低估的品种；另一方面资产的价格膨胀仍然在持续。如果你是一个价值投资者，你将在未来一段时间内很难找到估值相对合理的资产，包括股票和房产。假如你因而减少投资比例，大规模持有现金资产，或者收益很低（如存款、债券）的现金替代品，那么，不断上涨的通胀将可能使你的资产在最近一个阶段出现实际上的价值损失。而且，你可能在泡沫继续膨胀的过程中

丧失一次资产快速增值的机会。

A 股价格飞涨已经使其逐步脱离基本面的支撑，所以，在整体高估中寻找相对确定的品种显得尤为重要。我们认为，以银行、地产和保险为代表的金融板块，以及以酒类、医药、食品、家电汽车为代表的消费板块是两个最值得关注的重点板块；其次，在整体高估的背景下寻求相对低估的板块，如钢铁、造纸、航运等板块中的优势企业。

### 生存方式之二：转投 B 股 H 股做牛市利润

目前 A 股市盈率逼近 60 倍，不仅大幅高于成熟市场，也超过“金砖四国”中其他三国的市盈率 1 到 3 倍。而同样基于 2006 年业绩的标普 500 指数市盈率为 17.1 倍，我国香港恒生指数市盈率为 15.8 倍，国企指数为 22.6 倍；“金砖”其他三国的市盈率方面，巴西圣保罗指数 12.8 倍、俄罗斯 RTS 指数 19.9 倍、印度孟买指数 11.2 倍。

从个人投资防范风险的角度来看，“港股自由行”的开通使得这一问题有了解决的办法，它给了一般投资者做此次 A 股大牛市利润的良机。当然，由于熟悉度的问题，H 股和 B 股市场令一般投资者感觉不易接受，但在其巨大的估值陷阱的优势下，凸显的投资机会还是值得我们高度关注。简单对比来看，以深证 B 股估值为水准，A 股股价已经透支了 2 年的未来收益；而以 H 股估值为水准，A 股股价已经透支了 3 年的未来收益。



首席观察

## 市场正在进入热点转换后期阶段

◎ 国盛证券 王剑

在经过一段时间的持续上涨后，周二市场股指出现了震荡调整的走势，以银行为代表的金融股下跌导致了股指的回调；同时一批题材类个股表现活跃，这说明了市场正在进行热点的转换。由于热点的转换往往要经历一段时期的反复，市场股指也会随之出现震荡，就各种情况来看，目前正处于这种转换的后期，也就是以往热点并没有完全消退，新热点还不能完全替代老热点对市场的影响，而在出现各类热点同时发力之时，大盘可能随之出现剧烈的震荡。

### 前期领涨股出现整体回调

前期热点退潮的一个显著标志就是前期领涨的地产和金融类个股出现了整体调整的走势。从股价走势来看，虽然大的向上趋势没有改变，但短期内多数个股则是横盘箱体运行格局。这种走势表明，前期的领涨个股出现了滞涨，缺乏持续向上的动力。这反映出市场前期的主流资金拉升持有的品种。虽然盘中出现了长江电力、中国石化、中国联通表现较强的蓝筹指标个股，但这些品种一则在前期涨幅较小，二则近期有各自的题

材，并不能代表整体蓝筹类指标个股的运行方向。

不过需要指出的是，虽然前期热点股出现了回落调整退潮的走势，但对市场的影响力依旧是决定性的，它们的涨跌会带动股指的起伏。目前市场依旧取决于这些品种的走势，它们仍是市场的主要决定力量。

### 新的市场热点正在崛起

实际上从 8 月份开始，以注资为代表的题材类个股就在开始活跃，短期内涨幅最大的正是此类品种，包括“ST 金泰、公用科技、上电股份、亿利科技、中汇医药等”。只是这些个股无论是数量上还是影响力都还有限，还不能决定股指的运行方向。从盘中表现可以看出，那些在 5 月底开始大跌的题材个股，近期都有不同程度的上涨，其中的佼佼者已经创出了历史新高，但更多的还是在 5 月 29 日最高价位的下方蓄势。这表明题材类个股群体正在复苏，但要全面发挥作用还有待时日。可以肯定的是，在今后题材类群体个股的机会会越来越多，市场表现最活跃的品种也将出现在该群体当中。只是目前该板块还没有完全取代蓝筹指标类个股，还不能从根本上影响到股指的走势。

### 热点完全转换还需要时间

虽然目前市场正在进行热点的转换，但要完成这种转换还需要一定的时间，不可能在短短几个交易日中就完成。一般而言，市场热点的转换都伴随着股指的震荡，市场会出现短期暂时的头部，个股走势也会有剧烈的震荡。而在这种震荡之前，则往往会有以下的特征：市场几乎所有的板块都同时表现，也就是蓝筹指标类个股和题材类个股同时发力，股指出现了较大的上涨；市场的成交金额达到较高的水平甚至是历史上的最高，市场上似乎随处都有机会，前期被套的投资者绝大多数都已经解套获利。因此，在今后如果股指持续创出历史新高，个股表现也非常活跃，则需要警惕短期风险的时候。

基于以上的分析，投资者在今后则要注意持仓品种的调整，手中持有的蓝筹类个股可以在今后的拉升中逐步减仓，将资金集中到题材类个股当中，当然要注意参与时机的把握，应在市场出现短期的暴跌中参与，不要急于追高，市场会有较好的参与时机出现；而持有题材类个股的投资者则应继续坚定持有，等待此类个股在未来的市场表现，经受住短期的煎熬；而持币的投资者则应继续静静地等待，直到市场股指出现大幅震荡，个股急跌出现介入机会后参与。

更多观点

## 预期扩容加速 震荡整理难免

◎ 上证联 沈钧

周二盘中一方面是中石化、大秦铁路、长江电力、中国联通等权重股拉升，另一方面却是工行、招行、人寿和中国铝业纷纷下跌。权重股严重分化，只是目前市场高位分歧加大的一个缩影，最终诱发市场出现震荡整理。

### 机构调仓意愿明显

近期市场通过轮番推动蓝筹板块上涨来维持指数的高位运行，但总体持续性不是很强，比如周一领涨的煤炭、航空在周二中均有不同程度的整体调整；周二房地产股的上涨也是资金轮动造成的板块轮动效应。虽然上半年 A 股整体上市公司净利润平均增长 70% 以上，虽然机构大多预计三季度上市公司业绩仍然不错，但增速将进一步放缓。而蓝筹股经过这一

轮上涨后，短期估值水平已不低。周二市值较大的基金重仓股的下跌，反映出机构对这部分有估值压力的个股减持意图明显。同时在建行即将回归 A 股之际，基金等机构存在调整仓位意愿。更为重要的是，由于密集扩容能抑制场内过剩的流动性，以获得推出股指期货的最佳点，因此市场对后市密集扩容的预期相当强烈。而对扩容加速的预期增大了抛压，造成部分大盘蓝筹股出现加速抛售的迹象。

### 技术调整要求强烈

抑制流动性过剩的措施接踵而至，首先上周 6000 亿元特别国债的发行虽然没有阻止股指上行的步伐，但本周可能有 2000 亿元特别国债市场公开发行。其次“港股直通车”也存在正式启动的可能。直通车投资港股一旦成行，放开内地居民买卖港股，

对 A 股的资金面的影响会有所显现。引导流动性过剩的第三大举措 QDII 股票基金 12 日首发，第二张券商 QDII 牌照花落招商证券，证监会全力推动 QDII 业务的开展。政策面的这些举措将最终会影响到市场的资金面。

从指数运行形态上看，上证综指顽强地力挺周一缺口不补，股指仍维持多头均线支撑的局面，上升趋势依然保持。不过深证综指已经回补了周一缺口的绝大部分，只剩下不到 2 个百分点未回补，后市完全回补的趋势明显。由于周一产生一个向上的跳空缺口，而这一缺口同时存在于日线、周线、月线图上，客观上存在着回补的需要。虽然由于市场资金的流动性充裕，资金推动型行情经过整理后仍将持续，但股指近期连创新高后，技术指标背离信号明显，在此背景下短线市场技术性调整的要求强烈。

专栏

## 巴菲特红海掘金之七 能力原则之不熟不做

◎ 姜初

巴菲特说：“我们的重点在于试图寻找那些在通常情况下未来 10 年、或者 15 年、或者 20 年后的企业经营情况是可以预测的企业。”这就所谓的巴菲特能力原则，巴菲特远离那些自己能力所无法把握的投资品种。巴菲特高且如此，我们一般投资者能够看到新能源、看到高科技就能预测未来的发展趋势吗？境内市场走到如今的点位，多少人觉得高处不胜寒，心惊胆战。多少人在犹豫“是买还是抛”。这些都是基于对于市场系统性风险的思考。因为我们的市场运行只有十几年，如果我们纵观美国市场几十年的历程就会发现，股票市场是不断的周期性向上突破的，新高在不断被创新，所以如果你投资指数在较长的时间里你是不会被套的。但对于某家具体的上市公司来说，也许几年之后可能就在这个市场中消失了；而在中国，不少企业的存活年限更短，所以公司的个体风险其实是最大的。

巴菲特投资那些现在的经营方式与 5 年前甚至 10 年前几乎完全相同的企业。据统计，1990 年—2000 年间，财富杂志世界 500 强中只有 25 家能够达到业绩优异的双重标准；连续 10 年平均股东权益回报率超过 20%，且没有一年低于 15%。这些超级明星企业同时也是股票市场上的超级明星。这些公司之所以能在 10 年前就达到持续盈利增长的竞争优势当然可以相信在未来能够更大提高它的成长能力。巴菲特说，我喜欢的是那种根本不需要怎么管理就能够挣很多钱的行业，他们才是我想投资的那种行业。政府雇员保险公司和华盛顿邮报就是这种行业，而可口可和吉列刀片都是巴菲特长期观察的在很长年限内具备持续竞争能力的企业。

巴菲特在 1998 年对于网络公司投资的评价是他并非网络股的专家，当时他认为自己看不清这个行业的发展前景，而通过网络泡沫的洗礼之后巴菲特慢慢认同新经济时代的来临，并认同新经济时代所产生新兴行业开始步入收获期，已经值得投资，所以不熟不做也需要动态的考虑和观察。当每个人工作中离不开电脑的时候，电脑产业也就是传统行业了。

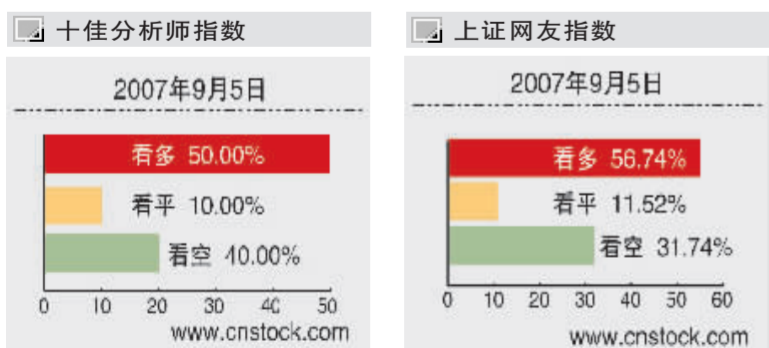
股指走到现在无法判断最高的点位在哪里，但投资者应该离开股指的困扰去研究自己有能力研究的公司，因为好的公司即使系统性风险来临最终还将走向更高的价格，而选错了公司如果被套也许几年后就血本无归了。

我们可以发现巴菲特重仓锁定集中持有的股票都集中在金融、消费品、传媒等日常生活中熟悉的领域，而可口可乐、华盛顿邮报、吉利刀片、富国银行又都是每日所见的产品。这些经验值得价值型投资者借鉴。

**cnstock 理财**  
 今日视频·在线 上证第一演播室  
**“TOP 股金在线”**  
 每天送牛股 高手为你解盘 四小时  
 今天在线：  
 时间：10:30—11:30  
 天信投资 …… 胡一弘  
 时间：13:00—16:00  
 罗利长、巫寒、陈钟、张刚  
 侯英民、吴磊、吴青芸、赵伟

**中国证券网 热门股票搜索排行**

(601006) 大秦铁路	(000793) 华闻传媒
(600868) 梅雁水电	(600068) 紫江集团
(600642) 申能股份	(600010) 包钢股份
(600108) 亚盛集团	(000002) 万科 A
(000552) 靖远煤电	(600028) 中国石化
(600881) 亚泰集团	(000301) 丝棉股份
(600177) 潍柴动力	(600795) 国电电力
(600050) 中国联通	(601398) 工商银行
(600016) 民生银行	(600900) 长江电力
(600018) 上港集团	(601991) 大唐发电



**大赢家 炒股软件**  
 敏锐 攻击平台  
 优质筹码逢低布局 绩差题材逢高出局  
 分化格局应对策略  
 马上下载 WWW.788111.COM  
 咨询电话 4006-788-111