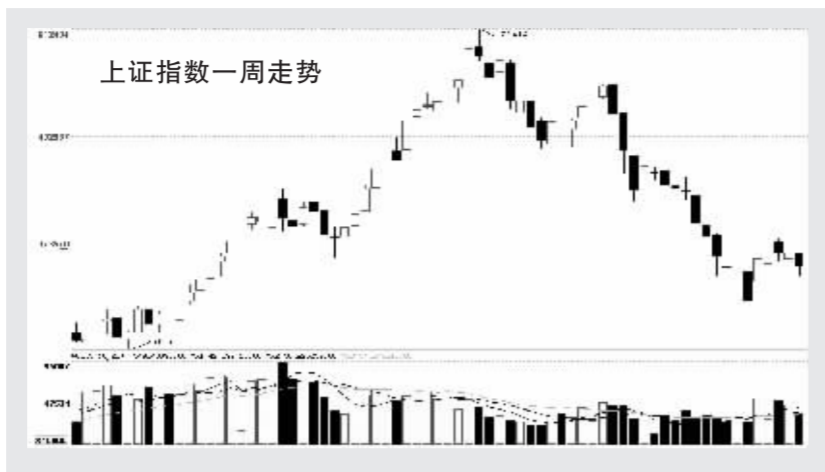


# 寻找沪深股市的合理估值区

□金学伟

1997年笔者在上海证券报工作期间,收到一位家住重庆但在广州远洋即现在的上市公司中远航任职的读者的来信,他在漫长的航海期间进行了一项很有价值的研究:市盈率与流通股比例的关系。其论点是,在各方条件都相当的情况下,一只股票的市盈率的高低与它的流通股比例存在反比关系——流通股比例越低,相应的市盈率越高。信很长,足有万余字,并配有数据图表,还有大量的个股实证研究。他最后提出了一个结论性公式:非全流通条件下个股的合理市盈率 = 全流通条件下的合理市盈率 × (100 ÷ 流通股比例), 并提出了一个很有意思且有预见性的观点:如果说美国股市市盈率的合理峰值约为 20 倍,那么,考虑到中国股市的流通股比例仅占总股本的 30.5%,因此中国股市未来的市盈率将达到 20 × (100 ÷ 30.5) = 65 倍。



区又在哪里呢? 笔者提三个数字供大家参考。第一个是“40 法则”。这是一个经验法则,根据这个法则,一个市场的合理市盈率上限应该是:40 ÷ 通胀率;或者反过来:市盈率 + 通胀率 = 40。

第二个数字来自实证。无独有偶,1993 年的 70 倍市盈率(上证指数 1558 点),调整到最后,两市的平均市盈率最低达到 12 倍(1994 年的 325 点)。2001 年的 66 倍(上证指数 2245 点),调整到最后,两市的平均市盈率最低也是 12 倍(2005 年的 998 点)。由此可得到一个基本结论:沪深股市平均市盈率的底线在 12 倍。

如果说根据“40 法则”得出的 32 倍市盈率大致框定了今后一段时间内沪深股市市盈率的上线,那么,这个实证数据便框定了市盈率的下限。两者的中位数是 22 倍。

第三个数字同样来自于实证。在沪深股市十多年的历史中,1995 年可算是一个较低迷、同时又充满机会与活力的年份,这一年的价值波动区比较符合一般成熟市场的常态,因此可以为我们提供一个有意义的参考。1995 年,沪深股市的平均市盈率最高为 30 倍,最低为 16 倍,其中位数为 23 倍。有意义的是,此前一年即 1994 年,沪深股市的平均市盈率最高为 34 倍,最低为 12 倍,两者的中位数刚好也是 23 倍。

笔者认为,上述三个数据基本上为我们框定了未来沪深股市常态的价值波动区,即下限为 12 倍市盈率,上限为 34 倍市盈率,中位数是 23 倍。从这个角度看,目前沪深股市的估值水平仍然处在较高的位置,在这个位置上,大盘的上升空间相当有限。市场的主要任务以及我们的着眼点,不应是在今后一段时间内大盘会涨多高,而应放在如何实现价值的软着陆上。因为同样的 12 倍市盈率,在 1994 年的上证指数是 325 点,在 2005 年则是 998 点,两者之间整整相差 2 倍。如果整个市场环境较为宽松——这将取决于管理层的合理调控,沪深股市是有可能在 3000 点左右进行长期整理,实现价值的软着陆。

至于短期走势,笔者认为依然是一种横向整理的格局。

(本文作者为上海智晟投资管理有限公司首席经济顾问)

# 低估值压缩大盘调整幅度

□中投证券 徐辉

此次地震造成了极大的灾难,而国人却前所未有地显示出团结的力量,事物的两面性由此展现得淋漓尽致。笔者对中国股市的长期前景充满信心,也乐观地预期市场此阶段性的中级反弹行情。地震只会造成短期的市场波动,而长远看,两大因素将对市场运行产生重大的影响:一是市场的真实估值状况;二是通胀的走势。从市场真实价值的情况看,中国 A 股、B 股市场都出现了不同程度的低估,目前 A 股过往 12 个月的动态市盈率仅为 21.5 倍,仅高于摩根 AC 指数 14.2 倍约 30%,已经达到历史较低的水平。从通胀情况看,未来数月 CPI 逐步走低还是具有较大的确定性的,这将增加市场反弹的几率。而近期国际市场明显走高,新兴市场纷纷创下今年以来的新高,也对相对滞后的中国内地股票市场具有较强的牵引作用。

## 地震影响多在四、五个交易日

大盘挺住地震发生的一周之后,市场调整的迹象很明显。那么,如何看待近期市场的运行呢? 笔者认为,总体而言,阶段性反弹的中线运行格局应该不会因为地震的因素而有所改变。从历史看,地震等突发事件一般不会导致股市出现连续四到五天以上的下跌。这次遭遇地震以后的市场走势也差不多,不会对股市形成中长期的影响。股市有其自身的运行规律,大盘还会恢复其地震前的走势,毕竟股市不是由地震这些突发因素主导的,而是取决于宏观经济和上

市公司的业绩。此次地震对国民经济的影响较为有限。截至 5 月 20 日,125 家上市公司披露了灾害影响的情况,其中影响较大的有 43 家,其中川渝地区占 22 家。中石油披露,此次地震给公司带来的直接经济损失超过 17 亿元。将地震损失与整体上市公司主营利润相比,其比例在 1 到 2 个百分点以内。所以,地震对上市公司整体业绩的影响非常小,对股市的影响也是短期的。

此外,通过此次抗震救灾形成了一种很强的凝聚力,这对未来的经济发展和国家崛起都具有很大的意义。这正是我之所以判断大灾之后有大兴的背景。投资者不必过于看重短期市场的运行,最近大盘走势比较弱的原因主要是受美国股市调整的影响,以及由于油价的上涨,产生了对通胀的忧虑。从中期来讲,我比较乐观看待市场的运行,阶段性反弹还在酝酿中。

## 中期通胀数据对股市有利

从本周市场运行的情况看,股指回落与周边市场走弱关系较大。在油价大幅上涨的推动下,美股本周出现连续两个交易日回落近 200 点的状况,欧洲股市、中国香港股市都出现显著回落,这对 A 股市场的影响是不言而喻的。但事实上,中国内地股市目前的估值水平已经合理甚至低估,经过近期调整,A 股市场基于前 12 个月收益的动态市盈率为 21.5 倍,与摩根 AC 世界指数 14.2 倍的差距缩小到了历史较低水平,目前 A 股仅有 30% 的溢价,这与去年 10 月份的高峰期 230% 的动态市盈率溢价水平

相比,已经出现了大幅度的回落。由于股市市盈率与经济增长速度存在显著的正相关性,中国经济的增长速度远远快于世界经济整体发展速度,笔者认为 A 股对世界指数 30% 的溢价水平已经处于合理甚至低估的水平。

此外,从通胀对市场的影响看,其对估值较高的市场打击甚大,但对估值较低的市场负面影响较小。所以,在通胀前景尚不明朗的背景下,重新出现大牛市的几率不大,但随着通胀水平的阶段性回落,股票市场出现阶段性反弹的例子在历史上并不少见。展望未来 3 至 5 个月,我们有较大的概率见到 CPI 出现回落,笔者对于未来 A 股市场出现阶段性反弹较为乐观。

从 4 月份的数据看,CPI 再度小幅反弹至 8.5%,与多数分析人士预期的接近。由于基数的原因,我们预期 CPI 将从 5 月份起逐步回落。由于 2007 年的 5 月、6 月、7 月和 8 月份 CPI 的涨幅较大,我国 CPI 中食品价格从 2007 年 5 月份起大幅上涨,产生了较高的基数效应,使得今年 5 月份以后的 CPI 具备短期大幅回落的契机。但由于地震的影响,CPI 下降的幅度和速度将会比预期的要慢。

在研究 CPI 和股市运行过程中,我们会发现,较高的 CPI 数据往往对应较低的市场点位,也就是说,阶段性的 CPI 高点往往会对应阶段性的股市低点,而治理通胀取得成功则有可能引发股市的市升浪到来。前期市场下破 3000 点正好对应 2、3、4 月份 8% 以上的 CPI 涨幅,而未来数月 CPI 的走低确实有可能引发股市的阶段性反弹。

## ■无风不起浪

**疑问一:**攀钢集团整体上正式启动了?  
**确认:**5 月 17 日,备受市场关注的攀钢集团整体上市方案正式出台,集团旗下的攀钢钒钛、攀渝钛业及 \*ST 长钢同时披露了重大资产重组方案。本次方案由发行股份购买资产、吸收合并共同构成。

**疑问二:**据传,重组 ST 国药天折?  
**确认:**因讨论重组事宜而停牌逾 8 个月的 ST 国药近日突然发布公告称,鉴于目前重组条件尚不成熟,公司股票将于 20 日起复牌,公司及控股股东武汉新一代科技有限公司保证 3 个月内不再就公司重大资产重组事项进行商议、讨论。

**疑问三:**听说中捷股份股权激励今年无法行成?  
**确认:**中捷股份近日公告,公司 2008 年股权激励计划不满足行权条件。根据公司股权激励方案,中捷股份上一年度加权平均净资产收益率以及扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率均不能不低于 10%。但是,公司 2007 年度扣除非经常性损益后加权平均净资产收益率为 9.14%,低于 10%。

**疑问四:**航天长峰注资未完成,大股东是否会履行承诺?  
**确认:**公司公告称,由于未能在股改承诺规定的期限内完成资产注入事宜,航天长峰控股股东长峰科技工业集团公司将依照承诺,其所持限售股在解禁后五年内不通过交易所挂牌出售。

**疑问五:**ST 大江为何突然停牌?  
**确认:**公司表示,因公司控股股东绿庭(香港)有限公司计划对公司进行重大资产重组,公司股票于 2008 年 5 月 20 日开始连续停牌。公司称,拟在公告刊登后 30 天内召开董事会会议审议重大资产重组预案,独立财务顾问将出具核查意见,公司股票将于重

大资产重组预案后披露后恢复交易。若公司董事会未能在上述期限内审议重大资产重组预案,公司股票将于 6 月 20 日恢复交易,并在公告后三个月内不再筹划重大资产重组事项。

**疑问六:** SST 新智拟落实资产重组?  
**确认:**吸收合并华丽家族已经处于实施阶段的 SST 新智近日公告称,公司拟对外投资设立两个公司,总投资金额 3000 万元,目的为落实上述资产重组事宜,两笔投资均不构成关联交易。

**疑问七:**据说,钱江摩托拟增发融资投入两大技改项目?  
**确认:**钱江摩托近日公告称,公司拟以不低于 4.74 元/股的价格向控股股东温岭钱江投资经营有限公司在内的不超过 10 名特定对象实施定向增发。定向发行数量区间为 1 亿股至 1.5 亿股的公司股票,所募资金规模不超过 68229 万元。在募资金使用方面,钱江摩托拟将资金投资于年新增 20 万台大功率和电喷摩托车发动机技改项目以及摩托车研发及试制中心技改项目两大项目上,其对上述项目的投资金额分别为 48832 万元和 19397 万元。

**疑问八:**中国中钢 IPO 进展如何?  
**确认:**据悉,环境保护部正在对中钢集团为上市发起设立的中国中钢股份有限公司进行上市环保核查,若核查通过,中国中钢则向证监会递交上市申请,中钢集团整体上市正进入冲刺阶段。

**疑问九:**燕京啤酒调低定向增发价格?  
**确认:**燕京啤酒近日公告,调整非公开发行股票方案。调整后的非公开发行股票价格不低于 17.88 元/股,发行股票数量上限不超过 11000 万股,下限不少于 8500 万股。

(赵艳云)

## ■上证博客

**电信重组了,下一个轮到谁**

中国移动业绩会受到冲击,中移动下跌了 2.46%,报 126.9 港元。周五中午,联通 A 股盘中被临时停牌,此时,在香港上市的几家电信运营商亦临时发布公告称当天中午起停牌,直至公司发布包含价格敏感信息的公告为止。传了许久的电信重组传闻终于尘埃落定——中国铁通并入中国移动集团,成为其全资子公司。此外,中国联通将分拆双网,CDMA 网络并入中国电信,保留 GSM 网络与中国网通组成新的联通集团。

**二、石油行业的期盼**

既然电信重组的政策不受地震影响,可以按时出招,那么,其他行业的重大政策(例如石油特别收益金起征点)呢? 受此联想,5 月 21 日便已走强的石化双雄 23 日再度开始走强——

早在 4 月底,市场上便已经有传闻称石油特别收益金起征点有望从 40 美元提高到 60 美元。尽管近日有关专家指出,抗震救灾为当前第一要务,近期内上调起征点的可能性不大。但毕竟当时的政策曾规定,如国际原油价格超过 80 美元/桶,要另行制定特别收益金政策,而目前原油价格已经触及每桶 130 美元。我们留意到中国石油董事长蒋洁敏近日曾表示:“中石油已向有关部门充分反映了特别收益金问题,不过,公司对于政府何时作出调整并不清楚”。

# 众志成城抗震之际砸盘者幼稚

■姜韧

古语云“多难兴邦”,时值国人众志成城抗震救灾的关键时刻,股市稳定也有着积极的支持作用,但遗憾的是,有一股“做空股市”的力量做空之余还借口:“抛售股票是为了能更多地给灾区捐款。”但至今未见有股市大亨变现后捐款数额超过演艺明星的,这无疑令人汗颜!

东方电气股价持续跌停的走势是打破所谓“义市”脆弱平衡的做空筹码。但是作为基金重仓股的东方电气复牌后,巨额抛单封住跌停的走势,无疑成为撬动基金再度抛售重仓股的导火索,这也导致有关方面批评两家基金管理公司不顾大局盲目抛售的错误行为。

从大局分析,突发性自然灾害影响股市的情况各异,既有日本阪神大地震后的股市大跌,更有我国台湾地区花莲地震以及美国洛杉矶地震、卡特琳飓风之后的股市上扬,关键是看受灾地区经济份额占全国经济和股市比重的多少。

从微观分析,东方电气虽然暂时受灾甚巨,但作为全国电气三大巨头之一且又是央企,灾后重建必有政策支持,盲目砸盘者其实缺乏细致的研究,而且巨额外根本无法套现,反而加剧基金净值的损失,更显示出“砸盘者”的幼稚。

股指脆弱之际,“石化双雄”中国石化、中国石油曾一度

## ■停板探秘

### 华立科技:公司即将成功转型



□潘伟君

拥有中国最大一支大洋性捕捞船队,船队总规模在国内位居首位,在国际上也有明显领先的优势,预计 2008 年净利润将达到 1.5 亿元。按照增发后股本计算,资产置换之后,公司的 EPS 预计为 0.75 元左右。很显然,公司即将成功转型,在二级市场上也面临重新定位。

K 线图显示该股在本周一一举冲到历史高位区,基本上解放了所有的被套盘。成交量显示,本周前三个交易日为无量涨停,周四涨停前爆出大量,周五是放量下跌。不过两天后的换手分别为 9.13% 和 11.37%,离 20% 的警戒线尚有距离,因此可以理解历史被套盘的出逃。根据公司未来业绩的预期,目前的价格并不高,但新的定位还需要一定的时间,因此,该股在消化完市场浮码之后仍有上涨的潜力。

## 沪深股市一周涨跌停板排行榜

股票代码	股票名称	涨停板次数	涨停日	一周涨跌幅度(%)	周五收盘价(元)
600097	华立科技	4	一、二、三、四	32.36	15.87
000514	渝开发	4	一、二、三、四	31.78	11.61
600106	重庆路桥	3	一、二、三	22.12	15.29
600510	黑牡丹	2	四、五	20.94	6.64
002006	精工科技	2	一、三	15.78	14.3
000981	S*ST兰光	2	四、五	12.15	12.46
600321	国栋建设	2	一、三	11.85	10.38
600563	太行水泥	2	一、二	11.56	7.34
600405	动力源	2	四、五	11.16	9.06
001896	豫能控股	2	三、五	10.85	7.35
600646	中油化建	2	一、三	10.43	9.95
000515	攀渝钛业	2	一、三	10.39	16.88
000569	*ST长钢	2	一、三	9.89	7.66
600234	ST天龙	2	二、四	9.82	5.03
600039	四川路桥	2	三、四	9.11	10.06
600116	三峡水利	2	三、四	9.09	9.48
600603	ST兴业	2	三、四	8.49	7.15
000510	金路集团	2	三、四	7.95	6.28
600217	*ST秦岭	2	一、三	6.59	4.69
000420	吉林化纤	2	三、四	6.57	6.16
600505	西昌电力	2	三、四	5.57	7.01
600452	涪陵电力	2	三、四	5.18	7.51
000957	中通客车	2	二、三	3.12	6.6
000923	河北宣工	2	二、三	2.61	10.59
000722	*ST金果	2	三、四	1.03	4.88
600292	九龙电力	2	三、四	-0.41	7.21
000838	国统地产	2	三、四	-0.60	31.03
000586	汇源通信	1	三	25.00	10
000564	泰山石油	1	三	15.17	9.94
000851	高鸿股份	1	五	13.87	9.44
000801	四川湖山	1	一	7.94	11.96
600289	亿阳信通	1	五	7.47	17.12
600145	四维控股	1	一	7.23	5.78
600528	中铁二局	1	一	6.68	16.27
600735	新华锦	1	五	6.53	7.66
002115	三维通信	1	五	6.40	15.96
002093	国脉科技	1	五	5.36	20.02
000066	深国商	1	一	4.97	9.28
600802	耀华水泥	1	一	4.96	8.9
600539	狮头股份	1	一	4.66	7.4
600640	中卫国脉	1	五	4.64	8.79
600130	滨渡股份	1	五	4.56	4.58
000789	江西水泥	1	一	1.91	10.63
002194	武汉凡谷	1	五	1.90	22.99
600171	上海贝岭	1	五	1.59	7
600680	上海普天	1	五	1.55	13.73
002231	奥维通信	1	五	0.92	13.09
002017	东信和平	1	五	0.62	11.26
600720	祁连山	1	一	0.22	8.74
600801	华新水泥	1	一	-0.37	26.8
600101	明星电力	1	三	-0.55	7.2
000949	新乡化纤	1	三	-0.59	6.68
600764	中电广通	1	五	-0.62	7.91
600822	上海物资	1	三	-0.92	10.76
600768	宁波富邦	1	三	-1.61	6.71
000809	中汇医药	1	一	-2.58	11.3
600263	路桥建设	1	一	-4.91	12.2
000159	国际实业	1	一	-6.13	10.71
600253	天方药业	1	一	-7.11	6.79
600558	大西洋	1	一	-8.86	9.46
000421	南京中北	1	五	-18.62	6.99

另:本周涨停 1 次和跌停 1 次的家数分别为 134 和 168 家,版面所限不一列举 制表:东吴证券上海陆家浜路营业部

## 传闻求证·小道正道 各行其道

**三、创业板何时推出**

创业板的推出时间亦是近期市场传闻的热门话题之一。5 月 22 日,曾因预期创业板将加快推出的时间,以紫光股份、中天城投、大众公用、力合股份、龙头股份、复旦复华等股为代表的创投概念板块亦曾有集体上涨的杰出表现。

**四、地产融资有松动的迹象**

2008 年,对于地产股来说,融资是头等大事,但偏偏种种迹象表明,房地产企业从资本市场“圈钱”的难度日益加大。不过我们留意到:5 月 21 日、22 日两天,地产股龙头万科、保利地产、新湖中宝三家地产公司先后发布公告称,中国证监会已经有条件通过公司发行债券的申请。针对地产公司发债的集中获批,多位专家表示,管理层对地产公司发行公司债的放行,表明了其在房地产方面的判断和态度,也让市场看到了地产公司下半年再融资的曙光。

本周五,大盘绿,但热门板块表现积极,联通虽然停牌,但 A 股市场上的 3G 概念股们没停牌,于是纷纷趁机上涨停。中国石化与中国石油亦是勇敢地飘红——电信重组终于来了,下一个兑现的好利好传闻会是谁呢?