

■谁偷走A股的安全感(三)

政策底恐为“宽心丸”估值底或是“安慰剂”

# 业绩底 A股安全感回归之捷径

□信达证券 陈嘉禾

从历史上来看,股市从来都不是一个怎样安全的地方,新兴市场更是如此。考虑到A股“估值底”的轻易失守,可以说,“估值”的摇摆不定,正是A股缺乏安全感的一个重要原因。而能够解决由估值波动所引起的“不安全感”的良药,恐怕也只有上市公司业绩的增长了。归根结底,只有上市公司的“业绩底”足够硬气,A股投资者的“安全感”才会多一分。下面,就让我们看看股票市场波动的风险到底有多大,其中的估值变化区间又是多么让人难以忍受。

## 摇摆在天堂与地狱之间的“估值之惑”

先看成熟市场。美国人从几百年前就开始交易股票,而其中很多投机者秉承的投资智慧是从南海公司泡沫、郁金香泡沫那些悠久的历史中来的。在1987年10月19日的黑色星期一,标准普尔指数下跌了20.5%,而之后开盘的香港股市更是在10月26日一天中就下跌了33.3%。

事实上,当时美股的估值并

不贵,大跌开始之前美股的市盈率是22倍,下跌之后变成了17倍左右。而且,短短两年以后,美国股市就收复了大跌前的失地。可以说,美国投资者是躺着也中枪。

战后美股投资者的噩梦不止于此。在1980年开始的大牛市之前,美国市场横盘了大概10年的时间,标普500指数一直在60点到110点之间徘徊。如果说这是美国股市失去的10年,倒也不为过。如果考虑到之间高企的通胀,那么股市的实际回报会更差。在这10年中,美国股市的估值水平下降了大约60%。在1968年初,标普500指数的PE大概在17.5倍,而在1979年底则下降到了7.4倍——而这也几乎是1949年以后有数据以来,标普500指数估值最便宜的一段时期。

在日本,东证指数在1989年底达到2880点左右的高位,在随后的3年时间里,随着大熊市的开始,东证指数一路下跌到了1300点左右,现在则跌到了760点左右。日经225指数则从牛市顶点的39000点下跌到了3年后的17000点左右,现在则收于9100点附近。在此期间,市场的PB估值从5.5倍下降到了0.9倍左右。

如果说成熟市场的波动已经让人感到足够受不了,那么新兴市场只能说更糟糕。

以泰国为例。在亚洲金融危机之前,泰国证交所股票指数在1994年的点位大概是1500点左右,随着亚洲金融危机的蔓延,指数在1998年跌到了让人崩溃的200点。

由于缺少当时的估值数据,我们无法知道这段时间的估值变化究竟是怎样。但在2003年泰证指数在600点左右的时候,当时的市场PB估值是大概1.5倍。假设泰国股票市场的净资产以12%每年的速度增长,这在新兴市场是一个偏低的数字,那么倒推回去,1994年1500点的泰证指数PB估值至少在10倍。

考虑到我们用了12%这样一个偏低的增长数据,那么事实上1994年的泰证指数估值恐怕还要高于10倍的市净率。这样看来,后来的金融危机对泰国股市的暴跌并不能负全部的责任,真是人比自悔,然后人悔之。

## 治愈估值泡沫的良药 ——业绩增长

参考以上的例子,我们不难

看到,作为大类资产中长期回报最高、波动几乎也最大的资产,股票市场确实不是一个能让人感到安心的地方。不过,正所谓富贵险中求,股票市场的增长率也是出类拔萃的。只不过,这种增长很多时候被估值的变化所掩盖了。

低估值带给了70年代美国投资者痛苦的记忆,但也奠定了之后20年大牛市的基础。如之前所述,1979年底的美股PE估值大约是7.4倍。在20年大牛市终点的1999年,股市的PE估值是大概30倍,点位则在1500点左右。而如果1979年在标普500指数不到100点的时候PE估值不是7.4倍而是30倍,那么在20年后的1999年指数就不会停留在1500点,而是大概370点,比1500点低75%。而在日本,如果当前的股票估值与1989年时代一样,那么指数仍然能够上涨大概40%。

回到我们的上证综指,业绩的增长消化了估值的泡沫。在2001年上证综指处于2200点附近的时候,按彭博提供的数据,市场的PE估值大概是50倍,PB是5倍左右。现在市场的点位大约是2100点,PE则是11.3倍,PB

是1.6倍。这意味着在此之间股票的盈利增长了320%,净资产则增长了200%,折合每年的增长率分别为14%和10.5%左右。考虑到市场每年2%左右的分红与高位IPO股票带来的下跌效应,则这个数字还需要加上2%到4%。换言之,如果现在的市场的估值与2001年相当,那么指数不应是2100点,而是6500到9000点之间。

唯一会导致股票回报率全面下降的情况是经济陷入完全的停滞,一如日本市场在过去20年中所表现出来的一样。但是,一则中国不同于日本,较低的经济发展水平决定了中国经济仍有无数的改进空间,而这些改进空间是日本在1990年左右所不具备的;二则在经济陷入完全的停滞时,其它风险资产也不见得会比股票好多少。

从长期来看,股票仍然是这个星球上最好的大类资产之一。只不过,估值太过剧烈的波动导致价格的变化超出人们的想象,才会招来这么多的“不安全感”,而业绩的持续稳定增长才是根治“安全感缺失症”的不二良药。

瑞银证券:

## 盈利下滑延续 库存压力犹存

收入增速和净利润增速俱下。截至8月21日,1124家上市公司公布了中报业绩,金融和非金融部门公布业绩的市值占比分别为21%和33%。以已公布业绩的公司为样本,二季度,非金融板块单季收入同比增速从一季度的11%降至7%,净利润增速从一季度的0%降至-12%,创下2009年中以来的收入和净利润增速最低值;金融板块的收入和净利润单季同比增速仍维持在18%和22%的高位。行业收入增速出现分化:上游原材料行业收入增速锐减,而中下游收入增速初现企稳迹象。

利润率略有下降。产能利用率的下降使得非金融板块样本采集的二季度毛利率比一季度略降0.2个百分点至21.6%;净利润回升0.5个百分点至7.5%,但是剔除掉季节性因素后,净利润实际环比下降了0.3个百分点。受益于成本下行的行业利润率回升,如电

库在8月初的业绩前瞻中,我们预期收入增速、净利润增速、毛利率继续下行。目前看来趋势符合我们之前预期,但收入增速和净利润增速的降幅可能比我们之前预期的更大,库存下降的幅度弱于我们之前的预期。

东兴证券:

## 等待是最好的策略

转融通业务对资本市场存在着较大的影响。第一,如果说融资融券业务形成市场“做空”业务的雏形,那么转融通业务开始正式开启市场“做空”时代;第二,对券商本身而言,该业务将形成一个新的利润增长点,以前A股市场主要靠“做多”来盈利,但现在靠“做空”同样可以盈利;第三,对于市场整体而言,要防止因为

“做空”个股,尤其“做空”龙头个股而导致整个板块的下跌,近期中信证券暴跌就引发了券商行业的集体下跌;第四,随着“做空”时代的来临,如果经济基本面持续低迷,资本市场将承载着比

华创证券:

## 出口拖累经济 继续关注非周期行业

疲弱的出口进一步确认出口占GDP比重拐点已经出现。在出口萎缩的背景下,目前国内货币以及库存变化进程难以顺利进入扩张阶段,我们维持三季度相对谨慎判断,行业上维持对医药为主的非周期行业关注。

分析全球出口占比较高的国家情况,出口占比较高的国家主要为具有资源优势的欠发达地区、参与低端制造业活动的新兴市场国家以及具备技术优势的发达国家。而能够长期维持高水平的出口占比的国家,大多通过持续的产业升级提高竞争力实现经济持续健康增长,仅依靠货币扩张简单提高资本形成来稳定经济难有持续性的效果。在我国资本形成占

比已经较高的背景下,未来资本形成随着出口贡献的下降而下降是大势所趋,这意味着本轮经济疲弱的持续时间可能较长。

非周期行业补跌,等待回调后的第二次机会。在出口持续未见好转的背景下,我们担忧清理错误投资风险无法避免,将近期多数周期行业的反弹视为超跌反弹,继续维持相对谨慎的判断。虽然部分非周期行业受到前期相对涨幅较大的回调风险,但后续市场投资机会仍然将相对集中于这些行业,建议继续关注以医药为主的非周期行业,等待非周期行业回调后的二次投资机会,适当关注餐饮旅游、户外用品等。(曹阳 整理)

# 半年线失守 港股重心下移

□香港汇丰环球资本市场 陈其志

最近能造成金融市场大幅波动的消息并不多,但各国股市亦无法坚守稳固态势。随着前段时间的重要经济数据公布完成,各经济体所呈现出来的经济运行状态并不乐观。欧洲经济虽然没有继续恶化,但宽松措施的推行也是困难重重,前景依旧暗淡。美中两国虽然目前的经济形态还算稳定,但是从数据中所反映出来的趋势亦难见明确的判断。加之各国央行在宽松政策上的保守,投资者的乐观预期多以失望告终,市场上的谨慎情绪明显开始升温,股市的调整渐行渐近。

港股受到内外市场疲软拖累,昨日收盘再现调整。恒指早盘低开逾百点,两万点水平支撑明显无力,大部分时间维持在19900点水平附近震荡。午后空头一度加压,至收盘,恒指跌212.31点,收报19888点,成交394.6亿港元,近12个交易日首次跌破半年线。

在投资者将目光投向欧元区之后,美联储将要公布的最新会



议纪要结果,吸引力明显要强于欧洲方面,投资者将关注会议纪要是否透露QE3的蛛丝马迹。近期公布的美国经济数据出现了一些亮点,包括两周前好于预期的7月份非农就业报告以及上周出炉的强劲零售销售数据,这导致投资者对美联储最早将于9月推出第三轮量化宽松措施(QE3)的预期有所降温。但是从整体上来看,虽然数据方面有所改善,可还是有很多负面的因素在影响美国经济的复苏,失业率的高位徘徊、制

造业的疲软,以及欧债问题前景不明等等,这一系列问题都将可能给美国经济复苏带来严重威胁。美联储内部对于宽松措施的落实也是有很大的分歧,尤其是在数据结果还算理想的境况下,这样的矛盾似乎显得更重,而联储局的立场也直接影响到消费者对美国经济前景及股市的信心。如果接下来的会议纪要仍然还是毫无建树,美股的上涨或许将戛然而止,市场上的避险需求将明显升温。

有消息称,内地最近正准备出台更多的刺激措施来促进内需消费增长,但其对A股的提振效应却有限,昨日上证综指再次下试2100点支撑,A股投资者对后市的看法依然还是趋向谨慎。之前的措施给内地经济增长带来的促进作用有限,加上房地产市场的紧缩压力不减,更让市场担心楼市的调控将对经济产生严重影响。

港股市场上投资者信心亦不充足,一方面是受到外围市场的困扰,另一方面由于最近不少上市公司的业绩结果都不是太理想,以及负面新闻较多,造成投资者对股市的困扰加剧,虽然有宽松预期支撑,但是投资者入市的欲望正在减退,谨慎感在不断的增强。但从资金流向上看,恒指认购证及恒指牛证在近五个交易日的资金流入量还在增加,可见投资者暂时仍保持着对后市的乐观,或能为市场带来一定支撑。从技术走势上看,恒指触及20300点水平之后逐渐向下,短期有可能下试100天线支撑。

## 10年国债招标 带动收益率攀升

□百富咨询 秦洪

昨日A股市场出现了震荡中重心下移的趋势。其中,深证成指再创新低,而上证指数在盘中也击穿了2100点,从而使得指数的运行趋势再度恶化起来。那么,如何看待当前A股市场的疲软走势呢?

### 地产股成杀跌先锋

分析人士认为,昨日A股市场的走势超出了市场的预期。一方面,因为湖北等地的房产税信息已被辟谣,说明制约地产股持续走低的政策性因素已部分消除;另一方面则是因为个股行情非常精彩,不仅仅是ST股出现了持续冲击涨停板的态势,而且新股、次新股和以山东墨龙为代表的页岩气个股也是持续冲击涨停板,说明游资热钱的做多激情充沛。在此背景下,A股理应不会出现如此低迷的态势。

但是,地产股并没有因为房产税的辟谣而出现企稳的走势,反而有跌势加速的态势。对此,业内人士认为,对地产股而言,如果仅仅从政策的角度来看,可能难以解释在房地产税辟谣的大背景下,地产股仍然跌跌不休的原因。因此,需要站

一步释放,静态的重估价值有望赋予其股价一定的安全边际。二是因为清晰的产业政策导向指引着未来的资金流向。在证券市场投资过程中,最怕的就是不确定性。比如说旧产业退位,新产业不明朗,那就是不确定。在此背景下,资金不敢操作,担心各种各样的“地雷”与“黑天鹅”。反观当前A股市场,地产景气回落,地产的调控政策逐渐明朗化,与此同时,不仅是国家政策方针的明朗化,而且未来的产业结构发展方向也已清晰,如投资2万余亿元于节能环保领域的消息,再比如说发展大病医疗保险等诸多政策,均说明未来的环保产业、医疗服务产业等民生产业面临着前所未有的发展机遇。

在此背景下,资金从地产以及地产产业链套现出的资金迅速寻找投资方向,从而驱动着此类资金加大了民生等产业的投资力度。所以,二级市场在近期指数虽然不振,但符合产业趋势的个股却悄然形成了上升通道,第三方医疗检测的迪安诊断、中药颗粒的红日药业等医药产业股均如此。清晰的产业政策导向让多头能够知晓何处可抱团取暖。

地产股的调整并不意味着A股将会陷入持续的下跌之中。一是因为任何产业都具有双重价值,不仅仅是成长的动态价值,而且还有着净资产重估的静态价值。所以,即便地产股持续低迷,地产相关产业链个股的价值也不会归零。既如此,在持续下跌之后,此类个股的风险将进

与此同时,ST股在一惊乍中也出现了清晰的政策导向,因为在有保有压的态势下,ST股的摘帽工作似乎有提速的态势,从而使得不少摘帽股成为涨停板俱乐部的新成员,比如梅雁水电、廊坊发展等品种就是如此。所以,近期ST股也迎来难得的宽松政策氛围,短线该类个股也有望为短线操作资金提供新的做多突破口,从而有望成功削弱市场的抛压。

### 谨慎中配置优势产业股

综上所述,对于短线A股走势来说,虽然不宜过分乐观,毕竟地产以及地产产业链的做空能量尚未完全释放,而且深证成指在周三已击穿前期低点,说明市场主要指数仍处于下降趋势中。因此,2100点在近期仍需要反复争夺。

但毕竟资金的抱团取暖策略得到了各路资金的认可,所以,越是产业景气乐观的品种,越易得到资金的青睐,就目前来看,页岩气等产业热点股可跟踪,而处于上升通道中的医药股仍然可积极跟踪。与此同时,致力于中餐连锁化行业的个股也可跟踪。另外,风险承受能力较强的投资者则可以积极出击ST股等强势品种。

新浪财经·中证网  
联合多空调查  
截止到22日20点,共有1441人参加

今日走势判断		
选项	比例	票数
上涨	28.8%	415
震荡	14.5%	209
下跌	56.7%	817

常用技术分析指标数值表(2012年8月21日)

技术指标		上证(综合指)	沪深300	深证(成指)
PSY(2)	58.33	50.00	41.67	45.83
MA(6)	58.33	58.33	58.33	58.33
+DI(7)	17.46	18.10	14.80	14.80
-DI(7)	30.05	35.76	35.86	35.86
ADX	34.72	39.14	38.32	38.32
ADXR	33.27	34.75	32.47	32.47
BR(26)	151.45	139.87	119.56	119.56
AR(26)	228.09	206.99	180.48	180.48
%W(10)	66.68	74.71	81.56	81.56
%W(20)	66.68	74.71	81.56	81.56
RSI(6)	25.94	22.35	21.71	21.71
RSI(12)	41.18	36.28	33.33	33.33
%K(9,3)	35.05	28.94	29.33	29.33
%D(3)	39.35	33.03	34.45	34.45
MOM(2)	-0.36	-40.03	-227.13	-227.13
MA(6)	-0.03	-21.30	-128.72	-128.72
动量指标	-0.36	-40.03	-227.13	-227.13
超买超卖指标	-2.38	-1.70	-2.50	-2.50