

## 利润品位与股票市值

李文健

很多投资者使用市盈率 (P/E) 作为估值的基本工具,但往往感到困惑。不但不同行业间的 P/E 差距很大,同行业的不同公司也很不同,甚至同一公司在不同的发展阶段 P/E 也不一样,跨度可能从几倍到几百倍。为什么挣同样的净利润,却换不来相同的市值?

自然界也有相似的地方。能量守恒定律显示,不同形式的能量之间可以转换,且在转换过程中,能量的总额保持不变。但根据做功能力的不同,能量不仅有数量之分,还有品位差别。电能、机械能够全部转变为功,就称为高级能;热能只能部分转变为功,就称为低级能。如果用货币来衡量,不同行业或公司赚的利润没有什么区别,但有的公司赚的利润品位高,有的却低,因此对应的市值大不相同。

怎么理解利润的品位?热力学第二定律说,一个封闭体系,将沿着混乱度(物理学用熵)来定义混乱度)不断增加的过程演变。一个企业,如果完全封闭住,将走向死亡(熵很大)。企业要想生存并不断发展(熵减少的过程),就必须从外部环境吸收“负熵”,来对抗自发的熵增加过程。“负熵”是什么?有很多,最主要的是现金和管理层。

企业投资的过程,是现金转变为资产,再回收现金的过程。在各类资产中,现金的流动性是最强的,它的品位最高。现金转变为资产(投资)是熵增的过程,但通过管理层的经营,回收现金是熵减的过程。融资和投资的本身并不直接创造价值,管理层的经营活动才是价值创造的源泉。

刚上市的小企业,拥有大量现金,P/E 一般较高。随着现金的不断消耗,经营规模扩大后管理效率的下降,它的利润品位也就不断降低。

(作者系易方达医疗保健行业基金基金经理)

## 产业转型升级是长期投资主线

魏伟

产业转型升级是一个从低级到高级不断优化动态过程,在一定时期具有相对稳定性,但局部的产业转型升级则不会停止。从世界经济发展的历史看,每一次经济繁荣无不是由产业的转型升级推动的,而经济危机的爆发也必然暴露出产业结构的缺陷,从而推动新一轮转型升级。

经过长期的全球化产业转移,发达经济体先后出现了产业空心化趋势;除少量高新技术和高端产品制造业外,金融、房地产和其他服务业成为主要产业,一般消费品的大部分则依赖国外进口。国际金融危机以后,发达国家产业空心化的负面影响全面体现,发达经济体逐步意识到经济产业结构中的问题,开始改变服务业过于超前发展、工业发展相对薄弱的状况,纷纷推行制造业再造,加紧在新兴科技领域前瞻布局,抢占未来科技和产业发展的制高点。

我国产业结构的焦点问题不是第三产业比重偏低的问题,而是产业水平落后,科技含量和附加值低,因此,优化和升级实体经济和服务业,提升实体经济尤其是制造业的国际竞争力,是我国产业转型升级的重点。

(作者系农银平衡双利混合基金经理、农银行业轮动股票拟任基金经理)



## 在黑暗中寻找光亮

四季度,市场可能面临一个尴尬的组合:经济预期下调,通胀预期上调。政策空间预计在四季度进一步收窄,货币政策恐怕也难以有大的作为。近期债市的下行也体现了市场对货币政策预期的降温。相关机构的研究认为,出口增长 10% 的年内目标较难实现。消费下行趋势有望在四季度看见拐点,投资下行趋势能否见底回升还尚待观察。

我们认为,四季度行情有可能分成两段。反弹中,配角周期类板块是急先锋,可作月度重点配置。而最终还是消费类板块唱主角,下半场则可以开始重点关注消费类板块。如果房价止涨甚至小幅回落,则 10 月份的周期类涨幅更加值得期待。

(华安基金)



# 新旧经济模式转换推动资产估值体系演进



易阳方

过去 30 多年,中国经济在人口红利、技术跟随和制度变革三位一体的推动下获得历史性繁荣,尤其 2002 年以来以房地产和制造业为主导、以投资和出口为驱动的增长模式将中国 GDP 总量拉升至全球第二的高度。但次贷危机及欧债危机的爆发导致世界经济去国际化和减杠杆,中国经济增长模式面临迫切转型。当前,新的经济增长模式尚未确立,但旧的增长模式正在逐步褪去。在新旧模式转换中,估值体系面临实质性重构。

## 静态估值无法适应增长模式和结构变迁

静态估值具有一定的投资价值。在现有估值体系下,PE(市盈率)、PB(市净率)和托宾 Q 是最为

◎新的经济增长模式尚未确立,但旧的增长模式正在逐步褪去。在新旧模式转换中,估值体系面临实质性重构。

◎优势行业应该与人口、技术、资源等变化趋势相匹配,基本消费、品牌消费、医疗保健、节能环保、科技商业创新等具有动态估值提升的基础。

普遍的静态估值指标。在产业投资视角中,如果市场价值低于重置成本或净资产,即托宾 Q 小于 1 或 PB 小于 1,上市公司就具有投资价值。这种估值模式也常被用在财务投资上,巴菲特曾经以此模式投资 H 股。

静态估值适用于特定增长模式下的周期波动。静态估值体系实际隐含了一个基础条件,即经济周期波动是处在一个经济增长模式中。特定增长模式决定了经济体的结构是相对稳定的,同样决定了一个公司价值围绕其重置成本或净资产波动,托宾 Q 或 PB 可以较好地反映周期波动。

但静态估值无法反映增长模式和经济结构的变迁。在向新增长模式过渡或转型后,静态估值规律可能不再适用。新增长模式必将导致不同部门间此消彼长,以及新旧主导产业的更迭,静态地根据托宾 Q 或 PB,实际上无法贴切反映经济结构的系统性演进。在新旧增长模

式和经济结构变迁中,公司和行业价值需要系统性重估。

静态价值在新旧产业中的消耗和增长存在实质性差异。旧主导产业的静态价值可能很高,但处在一个价值消耗的过程中,新兴产业的静态价值可能很低,却处于成长性凸显的趋势。美国原材料价格指数在 1976 年达到 160 的峰值,2000 年却低至 45;相应的,医疗服务则从 80 上升至 180。

## 资产价值动态估值中枢下移仍在深化

在经典的估值框架中,资产估值水平的抬升,从宏观层面可以解释为:一是经济周期底部回升的总需求扩张和盈利回升,二是增长和盈利可持续性,三是总需求扩张中相伴的流动性充裕。与托宾 Q、PB 和 PE 的静态性不同,宏观体系更加注重估值的动态变化,前者是估值水平的高低问题,后者则是估值中枢的动态变化问题。

部分公募基金认为:

# 期待政策红利 四季度将现波段反弹

## 博时基金: 继续等待买点出现

投资的本质是风险管理,而风险对应的核心就是不确定性。目前的市场已经基本反应了各种悲观预期;从价值投资角度讲,目前股市已经具有投资价值。但同时虽然股市已经进入价值投资区,但市场有其自身的运行规律,熊市中超跌也是正常现象;在没有明显外力改变下,市场仍可能会惯性下挫。所以建议投资者短期仍需等待。

## 海富通基金: 反弹缺乏基本面支撑

未来经济增速的企稳将一定程度上依赖于低基数,而非经济自身动力,故难以激起比较有力且具备基本面支持的反弹。除非政策切实转向增长,否则经济还将维持弱势。因此,中长期而言建议重点关注业绩较为确定的成长股领域,同时看好和结构调整相关的诸如城镇化受益、消费服务、节能环保、提高人民医疗生活水平的相关板块。

(海通证券)

## 南方基金: 关注结构性行情

如果没有重大利好出现,市场难以扭转下跌趋势。由于本次经济增速下滑是全球经济周期和国内经济结构调整重叠的结果,我国经济可能要经历漫长的底部调整。目前市场估值处于相对低位,未来几个月 A 股市场仍会振荡探底。建议在操作上关注结构性行情、优选个股。从结构上来看,重点蓝筹股,规避创业板和绩差股。重点配置白酒、消费品、医药等行业。

## 上投摩根: 关注经济转型成长个股

对 A 股市场的判断则是“中性”。上证综指的成分股如石油石化、银行、煤炭、有色等占比较大,这些属于传统周期行业。在过去多年靠投资拉动经济增长的模式结束之后,传统周期行业的大戏已结束,目前虽未落幕,但原有主导产业已在谢幕。今年是中国结构转型元年,机会主要来自符合中国经济转型的成长类个股。如节能环保、新一代信息技术、高端装备等。

## 国泰基金: 短期无实际利好政策

跌破 2000 点后市场大涨,依然是短暂的反弹,而非反转。反弹动力在于市场猜测 2000 点是监管层的底线。但这种反弹的特点是:时间短、空间小、难以预测起始和结束的时间点。预计近期不太可能会有实际利好的政策出台。国外放水带来的通胀压力,地产周期和经济周期的不匹配以及结构转型的需要都决定了政策放松的可能性很小。

## 东方基金: 期待十八大政策红利

A 股中长期来看正处在一个建仓的良好时机。国内经济已然到底, A 股上市公司的经营状况和盈利水平也将随之逐渐改善,向积极的方向发展。中长期来看, A 股现在已经具备相当的投资价值,相信进入四季度以后企业的盈利会有明显改善,十八大召开后的政策红利预期也比较大, A 股短期仍在底部积蓄力量,待政策有大的变化时会有好的表现。

## 从凯恩斯主义到供给学派

宏观调控的边际效应已明显下降,凯恩斯主义的政策土壤逐步贫瘠。2009 年以来的过激期,实际上是在消化经济过度刺激的后果,也意味着政府主导的增长模式遭遇短板。中国经济向内需消费转型是必然的,出口和投资的趋势性回落使得总需求管理的政策基础受到侵蚀。

经济增长模式转型和凯恩斯主义的消退给予供给学派一个相对的政策空间。减少政府干预发挥市场机制、降低税收提升私人投资消费、扩大制度改革减少制度约束以及通过技术创新提升生产效率,是供给学派重要的政策基础,也是中国经济结构转型的重大方向。

经济转型和政策基础的变化,将带来资产估值体系的演进,将导致对旧主导产业估值的差异和分化,将在动态估值下行中呈现不同的行业估值特征,新的主导产业将获得动态估值的优势。优势行业应该与人口、技术、资源等变化趋势相匹配,基本消费、品牌消费、医疗保健、节能环保、科技商业创新等具有动态估值提升的基础。

(作者系广发基金副总经理)



## 投资大视野

## ■微言大义 | Word by Word |

回国四年来常有人问我,投资 A 股和投资海外股市有哪些相同和不同的地方。相同的是人性的弱点(贪婪恐惧,想赢怕输,自以为是)和投资的基本规律(人弃我取,安全边际,波特五力),不同的是会计报表的可靠度、管理层的诚信度、行业的恶性竞争程度、政策的影响力、参与者的浮躁程度和考核期的长度。

——南方基金投资总监邱国鹭

靠投资拉动,谁都会做。但面对 90 后的新一代,消费是所有投资的核心目标,如何让他们在生活越来越好的情况下仍有动力努力工作、有天赋不断创新才是最困难的。难道还是让他们像上一代那样穷,被逼着干活,产品给欧美人消费。

——广发基金副总经理、投资总监朱平

地方政府领导抱怨银行,倒觉得是个进步,说明市场化改革后银行有了一些硬约束和风险控制能力,当年股改时剥离的不良资产绝大部分因行政干预所致。

——国务院发展研究中心金融所研究员巴曙松

取消黄金周,错峰放假;车、船、机、门票、路费、酒店等旅游设施价格随行就市,禁止任何形式的行政管制。价格机制的首要和最重要的作用是配置稀缺资源。用纳税人的钱修路是否应收费、政府垄断旅游资源、如何让利于民是不同的问题,应分开讨论。减税是更好的办法。

——中欧国际工商学院经济学与金融学教授许小年

购买黄金是否可以抵御通货膨胀?现有的实证研究的结论是:不一定。影响国际金价的因素通常有:通胀指数、石油价格、股票指数、美元汇率及基准利率。研究表明:影响最为显著的是美元汇率,石油价格和美元利率的影响不显著,而股票指数和通胀指数的影响是不确定的。

——清华金融中心主任宋逢明

中国 9 月 PMI 出现回升,标普也预测第四季度经济回暖,但个人认为经济形势依然混沌。美国高端行业的经济拉动力无法抗衡危机留给个人和企业的负资产,劳动密集型行业还没有复苏的迹象。此外欧洲债权人和债务人利益冲突越来越明显,得不到及时解决的债务却越滚越大,判断反弹只不过是期待政府投资效应。

——复旦经济学院副院长孙立坚 (陈春雨 整理)

# 做多意愿增强 私募静待“十月革命”

9 月 PMI 数据转强、假期外围股市涨多跌少、十八大确定会期,是 10 月行情值得期待的有利因素。主板 IPO 复工属消极信号,但对股市影响有限。

证券时报记者 付建利

刚刚过去的十一黄金周,国内景区爆棚,高速公路差点变成停车场,消费的潜力再一次暴露无遗。多家接受证券时报记者采访的私募基金表示,如果政策引导和管理得当,十一黄金周消费的火热,实际上再一次印证了未来投资的重要方向。而从大市走向来看,国庆

前最后两个交易日的强力反弹,有效激发了市场人气,尤其是上周五沪指在莫须有的利好消息辟谣后仍然强劲上攻,显示主力做多意愿增强,10 月行情值得期待。

深圳攀成投资董事长郑晓浪认为,节假日期间,9 月份中国制造业采购经理指数 (PMI) 公布,比上月回升 0.6%,这一数值也是自今年 5 月份以来的首次回升,显示出经济企稳迹象进一步显现,如果后续经济运行数据进一步好转,市场预期会进一步向做多转化。此外,假日期间外围股市涨多跌少,道琼斯指数还一度创下近五年来的新高位置,这些都对 A 股维持反弹走势形成较强支撑。

十八大即将召开, A 股政策利好不排除会打包出台,维稳将是

各方面的工作重心,股市也不例外。”郑晓浪称,从历史经验来看, A 股一年之内的最后一个月走强的概率不高,10 月和 11 月是四季度的前两个月,加上今年又将迎来十八大,主力很可能在此期间导演一波幅度还算不错的反弹行情。

市场普遍比较担心节后主板新股发行 (IPO) 重启,根据消息称,主板发行委员会将于 10 月 10 日召开 2012 年第 176 次发行审核委员会工作会议,审核重庆燃气集团股份有限公司和深圳市崇达电路技术股份有限公司的首发申请。主板 IPO 复工对市场来说属于消极性的信号。郑晓浪对此表示,之前 IPO 经历了两个月的空窗期,期间对股指并未形成较好刺激作用,就此而言,主板 IPO 复工对股市影响应该有限,何况潜在的政策利

好也会对此负面消息形成对冲效应。

广东煜融投资管理有限公司董事长吴国平认为,整个经济在向好的方面转变。随着政策的继续落实以及未来在货币政策上还有很大的腾挪空间,为未来经济保驾护航的发力点还很多,所以对于未来的经济没有必要过分悲观,后市逐步向好将是顺势而为。节后指数将进入反复阶段或进一步拉升阶段,个股机会将极为突出,资源类股票可以重点关注。

深圳一位私募基金经理表示,十八大与股市相关的议题,有可能成为下一阶段的热点,受到主力资金的反复炒作。此外,从十一黄金周来看,国内消费潜力巨大,只要政策引导和管理到位,未来消费市场的爆发力将进一步显现,消费股仍然值得优中选优,保持持续关注。