

# 经济结构变迁主导A股20年高价股兴衰

证券时报记者 邓飞

谷歌及苹果被视为美股中蓝筹的典范，其高达数百美元的股价也常被投资者津津乐道。在年轻的 A 股市场中，蓝筹股虽然未必都是高价股，但两者的落脚点均在业绩上，这点例与国际通行法则一致。

## 高价股更替反映经济结构变化

从 20 余年的 A 股历史来看，高价股群体换了一拨又一拨，而高价股更替的规律则与当时的经济结构环境密切相关。

1993 年底，飞乐音响及爱使股份股价双双冲上 40 元高位，让这两只当时仅千万股本规模的上海本地股声名鹊起。记者统计发现，在当时 A 股股价排名前 20 位的高价股中，上海本地股超过半数，陆家嘴、联农股份、外高桥等榜上有名。上海，当时作为中国经济发展前沿阵地，拥有天时地利人和，高价股层出不穷并不稀奇。

不过，随着 A 股市场日趋成熟，曾经的题材炒作开始向业绩这条价值主线回归。2003 年底，航天信息以 34 元的股价位列两市榜首，但其对应的市盈率只有 14 倍。贵州茅台、三一重工、盐田港、中集集团当时的股价亦超过 20 元，而市盈率均不足 20 倍。显然，这与当时固定投资加速及居民消费水平提升的大环境十分契合。

如今，高价股已成为大消费业及新兴产业的天下。10 年前的高价股代表只剩下贵州茅台屹立不倒。这个白酒业龙头近年来长期占据两市第一高价股的殊荣，也与其多年来保持稳定高盈利密切相关，13 倍的市盈率亦是目前两市前 20 只高价股中最低的。片仔癀、长春高新、云南白药等医药股排名居前，安洁科技、欧菲光等移动互联网产业链相关个股则成为新兴产业的代表。

## 小盘高价股盛行 机构抱团护航

有趣的是，如今要位列两市高价

股前 20 名阵营，起步价已突破 55 元，较 10 年前和 20 年前的 20 元“平民价”暴涨 2.75 倍。其中，安洁科技、华录百纳、朗玛信息等 8 股总市值不足百亿，泰格医药、联创节能等 5 股总股本更是不足 6000 万股。

不过，小块头有大智慧，这些小盘高价股盈利能力并不差。朗玛信息、安洁科技等高科技概念股基本都有 1 元多的每股收益，在爆发式增长的预期推动下，享有较高的估值溢价，这从机构扎堆进驻上也可以看出端倪。

证券时报记者统计发现，目前两市股价最高的前 20 位个股全部有机构持股。贵州茅台、双汇发展等市值规模较高的高价股，机构持股比例在 10%~30%区间，而安洁科技、欧菲光等新崛起的小盘高价股代表，机构持股比例则会达到半数，甚至更多。

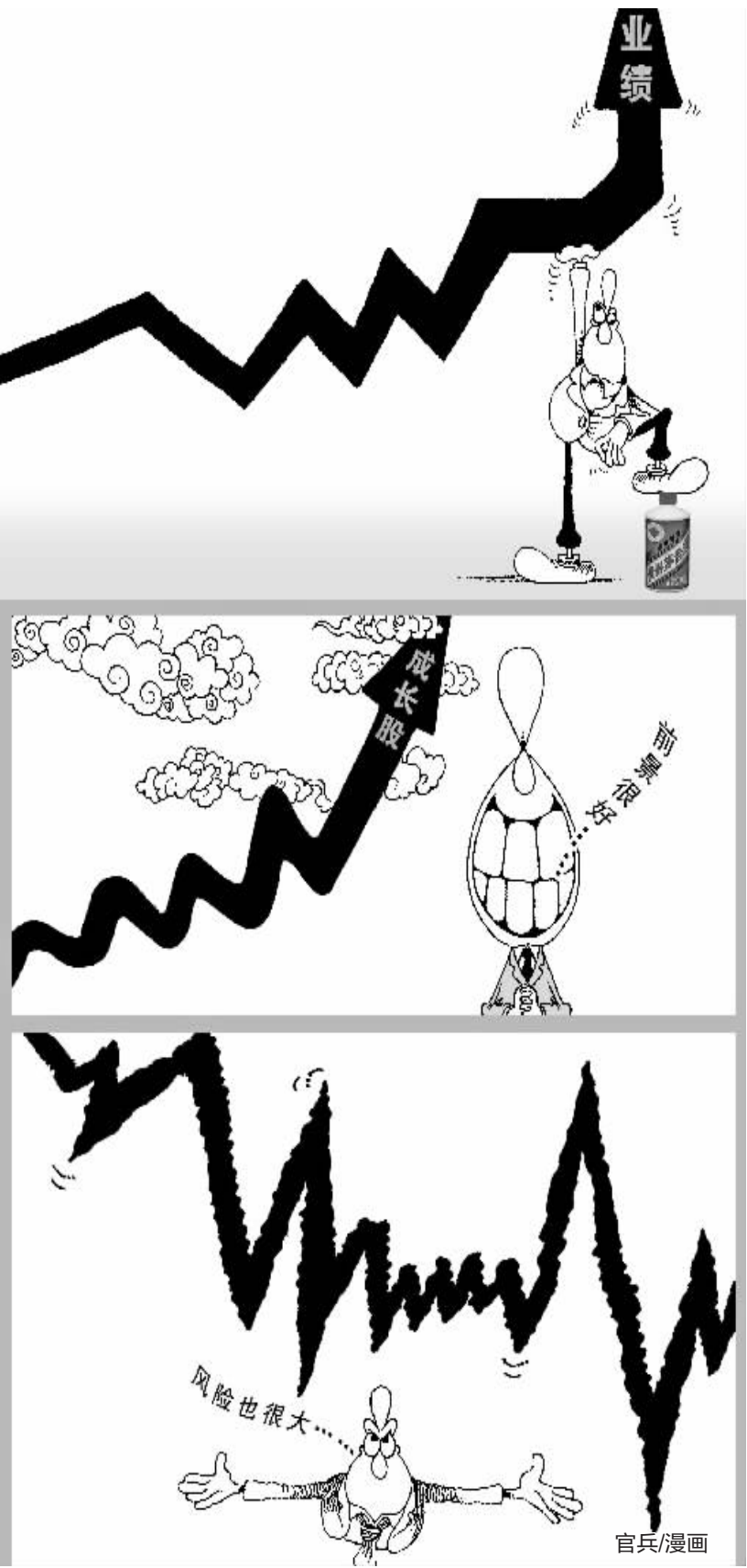
以去年初至今股价暴涨 4 倍多的触摸屏龙头欧菲光为例，去年一季度还只有 9 只基金持有该股 1/4 流通盘，到去年底已有 77 只基金入主该股，合计持有流通盘比例已高达 54.14%。欧菲光流通盘仅有 8269 万股，被机构鲸吞了 4478 万股，股价想不飞都难。

## 蓝筹重质不重价 盈利能力非同一般

这些市值不足百亿的高价股，严格意义上并不能称为蓝筹。而上轮牛市中，批量登陆 A 股的采掘业及金融业巨头，则充分发挥了蓝筹体量巨大的特点。中国神华、中国石油、中国平安等权重股股价虽已一落千丈，但它们对 A 股市场扩容及盈利贡献起到了决定性作用。

20 年前，A 股仅有 3000 多亿元的市场容量，这还不如目前中国银行一家的市值。10 年前，A 股市值攀升至 4 万亿元，这与中国石油曾经的 7 万亿元市值相比仍大为逊色。如今，A 股市值已增至逾 23 万亿元，其中 1/3 市值由 24 只千亿规模的权重股贡献，它们当中，有两市最贵的贵州茅台，也有股价才 4 元的工商银行。

近年来，两市前 10 大权重股对 A 股上市公司的净利润贡献度已超过 6 成，这远非 10 年或 20 年前的高价股及权重股可比。盈利能力最强的银行股虽然没有在高价股阵营大展拳脚，但在盈利层面却是一览众山小。



# 10年10倍大牛股 业绩是基石

证券时报记者 邓飞

从 2003 年初到 2012 年底，上证指数涨幅仅有 6 成，但贵州茅台、包钢稀土等 30 余只股票却实现了 10 年 10 倍涨幅的骄人战绩。这些 10 倍牛股都有共同的特点，专注主业、经营稳健、行业龙头，业绩优秀成为股价暴涨的基石。

## 业绩称王 消费股成蓝筹典范

业绩称王的蓝筹股是过去 10 年 A 股的最大赢家，贵州茅台、格力电器、云南白药等消费股代表的期间涨幅均逾 10 倍。电器、医药、食品、饮料等消费行业龙头公司均已从当初的几十亿元市值成长为坐拥数百亿身家的行业巨无霸。

贵州茅台可谓蓝筹股的典范。在过去 10 年里，贵州茅台每年都实现高盈利，在称雄国内白酒市场的同时股价亦逐年上升。去年 7 月，贵州茅台触及 266.08 元 前复权 的历史新高。虽然在近期一连串利空打击下，贵州茅台股价大幅回落至 160 多元，但仍为两市第一高价股。

医药也是业界公认可以穿越经济周期的行业，云南白药、天士力、恒瑞医药、长春高新等均在过去 10 年实现 10 倍涨幅。这些医药业佼佼者如今的规模让人艳羡，其中云南白药市值已突破 560 亿元。优质医药公司常年保持 20%左右的利润增长率，将业绩稳定的蓝筹本色演绎得淋漓尽致。

双汇发展及伊利股份这两大食品业巨头同样出现在 10 年 10 倍牛股阵营中。专注主业并不断巩固行业龙头地位，让它们在面对三聚氰胺、瘦肉精等“黑天鹅”事件时也能经得起风雨，

而业绩的稳步提升更是让它们成为机构抱团的不二选择。截至去年底，机构合计持有双汇发展流通盘的比例超过 3 成，而伊利股份更是被 250 多只基金持有超过半数的流通筹码。

## 全球量化宽松 资源股笑傲股林

沪指在 2008 年 10 月 28 日探明 1664 点的重要底部后，资源股陆续登场。这与欧美实行量化宽松政策脱不了干系。山东黄金、包钢稀土、西山煤电等行业龙头相继飙涨。

2 年时间，国际金价实现翻番。在 A 股市场，山东黄金在 2008 年底至 2010 年底的 2 年间股价上涨近 8 倍。虽然目前山东黄金股价只有 30 多元，但是该股仍以 10 年 30 倍涨幅稳坐同期牛股阵营前三。

2009 年开始，稀土价格扶摇直上，包钢稀土作为稀土领域霸主，其股价涨势同样令人咋舌。包钢稀土股价从 6 元起步到逼近百元大关，只用了 2 年时间，该股 2 年 15 倍的累计涨幅也是同期 A 股之冠。

在 10 年涨幅超 10 倍的牛股阵营中，煤炭股占据三席，西山煤电、兰花科创、阳泉煤业榜上有名。西山煤电在

2007 年及 2009 年两轮升势中的最大涨幅分别达 15 倍及 5 倍之多。但一个现象值得注意，西山煤电曾在 2008 年摔下悬崖，股价重挫逾 8 成，这种直上直下的惊魂走势让不少投资者唏嘘不已。

不可否认，资源股作为强周期品种，具有高弹性的特点，但这也让不少普通投资者望而却步。近年来，黄金、煤炭、稀土等行业上市公司震荡幅度十分剧烈，一会是大家追捧的“高帅富”，一会又变成无人问津的“矮挫穷”，远没有蓝筹股稳步攀升那么亲民。

相比之下，业绩称王的蓝筹股似乎更适合成为“大众情人”。

# 4年15倍 长春高新炼成深市第一高价股

证券时报记者 邓飞

4 年多的时间，股价暴涨 15 倍，长春高新创造的神话让不少上市公司望尘莫及。有人说，要想成为大牛股，要么有充满想象空间的题材，要么就有持续高增长的业绩。而长春高新恰好成为了鱼与熊掌兼得的幸运儿。

说起长春高新，就绕不开“艾滋病疫苗”这个话题。2009 年 3 月，长春高新宣布艾滋病疫苗 II 期临床实验在广西南宁启动，引爆市场炒作热情。头顶“抗艾滋病”光环，长春高新的股价犹如火箭发射，在随后的一年多时间中股价上涨超过 3 倍，最高触及 72 元。

实际上，长春高新股价 2008 年底仅为 6 元左右，2010 年 11 月股价已跃升至 70 元高位，仅两年时间就完成了股价暴涨超过 10 倍的壮举。在市场

炒作“抗艾滋病”热潮消退后，长春高新股价在 2011 年遭遇腰斩。但随着 2012 年公司业绩高增长周期的开启，该股再度成为市场追捧的香饽饽。

俗话说得好，短线看题材，长线看业绩。长春高新前两年是靠“抗艾滋病”概念获得了匪夷所思的股价提升，而近期公司股价逆市新高则更多的是回归业绩高成长这条价值投资主线。公司今年 1 月 18 日披露，预计去年净利润同比增长 147%至 174%，盈利区间 2.7 亿元至 3 亿元。公司股价当天应声涨停，并于次日突破 2010 年的高点，创出 72.40 元的新高。

时过境迁，长春高新的艾滋病疫苗项目并未取得突破，但生长激素产品却取得了巨大成功。细心的投资者不难发现，公司近年的业绩释放离不开控股子公司金赛药业在生长激素领域的爆发

式增长，未来很长一段时间“生长激素”将取代“抗艾滋病”成为长春高新的概念标签。

长春高新的暴涨也离不开机构们的前仆后继。从 2008 年仅有 1 家机构持股，到 2009 年全国社保基金一零八组合进驻，再到 2010 年大成、华商等机构的蜂拥而至，数据显示，去年底已有 80 只基金抱团驻扎在长春高新上，1/4 流通盘被这些机构把持，该股俨然已成弱市中的“诺亚方舟”。

长春高新的神话仍在延续。在始于去年 12 月初的反弹中，公司股价节节攀升，不到三个月时间，已从 50 元附近蹿升至 90 元左右，最大涨幅高达 8 成，并登上深市第一高价股的王座。

昨日公司公告因重大事项停牌，复牌后是冲击百元大关还是拱手相让深市第一高价宝座，值得投资者关注。

# 蓝筹股估值进入钻石区间

陈嘉禾

历史上的股票指数估值究竟是怎样的？在市场低估值的时候买入和高估值的时候买入究竟有怎样的区别？这种区别稳定吗？持有期的长短和买入估值的高低搭配在一起，产生的回报率偏差是线性的吗？

A 股上证指数 20 年的数据是否能说明问题？2005 年的市场估值是可能达到的最低水平吗？30 倍市盈率(PE)估值到底算不算高？美国股市的历史估值虽然足够长，但是它的分布能代表所有市场吗？其他市场的情况是怎样的呢？

这些问题，如果没有统计过足够的数据，没有比对过足够多的市场，是不能做回答的。

为此，我们比较了 A 股和 10 个国际市场的所能找到的所有历史价格和估值数据，以期回答一个简单的问题：买入指数时的估值高低以及持有期的长短，究竟能对产生的回报带来怎样的影响？

我们所选取的市场包括：成熟市场中的美国、英国、日本、中国香港、中国台湾、韩国；新兴市场中的中国内地 A 股、印度、泰国、马来西亚、印度尼西亚。其中跨度最大的是美国股市数据，涵盖了 59 年的历史；第二名则是泰国市场，数据历史接近 38 年。

分析的结果显示出了一种我们称为“皇冠上的钻石”的现象：在低估值与长持有期相叠加的情况下，叠加的效应会带来回报率的成倍而不是线性的增长。而相较次低估值、次长持有期而言，其增长也不是线

性的，而是呈几何速度增长的。

从全球市场来看，只要分析的数据期间够长，这种现象几乎一定会发生。但是，从内地 A 股上证综指的情况来看，这种叠加的效应还没有明显出现。在低估值买入、长持有期的情况下，获得的回报虽然也比较高，但是没有明显战胜其他几个区域反映出来的数据。

这也许是由于 A 股历史上的平均估值太高，而 1997 年以来唯一的一次低估出现在 2005 年，至今的时间只有 8 年，导致这种“皇冠上的钻石”现象尚不明显。不过，如果 A 股不能成为国际规律中的例外，那么当前的低估值，以及在可能的继续下跌之下出现的更低的估值，应是 A 股“钻石时代”的开始。

从概率上来看，全球市场估值分布区间广泛，PE 从 7 倍到 70 倍都有，市净率(PB)则从 0.5 到 10 倍都有分布。但是，“皇冠上的钻石”所对应的 PE 估值是在 5 到 12 倍之间，同时股市估值区间分布较多的是在 12 到 20 倍之间。相对的，PB 的数据分别为 0.7 到 1.5 倍、1.4 到 2.5 倍。

这种分布显示，带来超高额回报的低估值并不经常出现。但是，当市场估值降低的时候，当各种消息都很糟糕的时候，当我们有一千个理由看空市场的时候，机会，而不是风险正在展现。

现在，A 股蓝筹股的估值刚刚开始进入这个“皇冠上的钻石”区间的最上沿，而中小公司则差得很远。（上）

（作者单位：信达证券）

## ■机构视点 | Viewpoints |

## 年线支撑力度有限

申银万国证券研究所：周三沪指深股指弱势运行，成交继续缩减。沪指深股指目前受制于 10 日均线，盘中时有反弹，但动力不足，局部热点缺乏号召力。白酒板块曾在酒鬼酒涨停的带动下有一波快速上涨行情，但投资者对其未来趋势尚有较大的分歧。食品饮料行业指数自 2012 年 7 月见高以来平均跌幅超过 30%，阶段反弹较正常，只是在参与时要设止盈或止损位。

上证指数年线附近可能还有拉锯。大盘短期方向不明，近 7 个交易日以来，日 K 线基本上是小阳或小阴，在年线上下挣扎。自 2444 点以来的调整似无结束的迹象，对年线的支撑力度不宜寄予厚望。深成指已于 2013 年 2 月 26 日跌破了年线，目前沪深 300 和上证指数的年线分别在 2443 点和 2214 点，即使短期能抵挡一阵，但中期末未必能真正成为支撑位。

## ■财苑社区 | MicroBlog |

图锐（财经名博）：回顾 1949 点以来的行情，主线一直很清楚，有银行股的估值修复行情，有地产股在楼市交投火爆下的业绩刺激行情，还有去年以来中小盘优质个股的加速行情。现在呢？尽管有三连阳，可谁又能说出多头的主心骨在哪里？这就是单边上扬和弱势反抽的区别之处，不管接下来多空是谁“见真章”控制局面，都要找到热点股。

何之浩然（网友）：周三早盘股指在回补前期缺口之后，在年线上受到一定支撑，随即出现反弹，收盘成功站上 5 日均线，日 K 线收出缩量十字星。从股指运行看，反弹都是由于指标的修复以及触碰下降通道下方而形成的，空头趋势并没发生改变。同时，在周线

## 金融地产现企稳迹象

西部证券财富管理总部：从周三盘面观察，地产、金融板块已呈现出盘整筑底的迹象，有望稳固市场重心、封杀大盘下跌的空间。不过，对于后续反弹而言，仅仅依靠权重股的企稳是不够的，还需要二、三线品种的反复活跃来提振市场人气。目前市场还未形成持续性的领涨热点，无论是概念炒作下前期表现强势的医药生物，还是超跌反弹的食品饮料，其上涨的持续性都较为有限。同时，板块间缺乏有序轮动，也对股指的进一步反弹形成了不小的阻碍。

结合技术面形态来看，周三沪指在半年线支撑下向上突破了 5 日均线压力，短线技术性反弹有望持续，但上方中期均线的反压和量能配合的不足将制约股指反弹的高度，股指仍难以走出大级别的反弹。

（陈刚 整理）

以上内容摘自财苑社区（cy.stcn.com）

期货手机报 资讯早知道

期货 投资参考

手机资讯产品——全年388元/份  
零售：每一期四五元 3期14元 半年119元/份  
咨询电话：陈小姐 021-81763379

主办期货日报