

# 大小非：“非”常时代“非”常问题

■焦点纵论

## 警惕“估值国际化”言论

这已经不是一个个非常事件就可以说明得了的事情。这是一个“非”常时代。大小非的减持震撼了股市，正使股市面临第二次“推倒重来”。

曾经为股改欢呼雀跃的人们没有想到，两年以后就不得不又一次大呼“救市”。其实，一切的一切早就被预置在了股改的“风险后置”这个特别设计之中。所谓“风险后置”就是先给排排坐的流通股小朋友发个“10送3+权证”的糖果，然后再猛灌一阵非流通股流通的风险押后两年后就沒有风险的迷魂汤，于是，1200多个对价换流通权的交易就在这样一种“圈套”中完成了。大多数的原

流通股东先是被对价的“自然除权”所套，接着又被权证所引爆的火热的牛市行情一热，就把原来准备拿到对价就走人的打算忘了个一干二净。于是，原来的非流通股东即“失非小非”们却没忘。非但没忘，说不上这两年的牛市也就是他们的精心设计呢！否则，何以股改方案一通过就一个个都捧出了业绩飞涨的喜悦？股价涨上去，失小非”所获得的流通权也就到了兑现走人的最佳时候。

“风险后置”让原来的流通股东们没能算出对价的真正价值，但是，流通权一变现，事情就真相大白了。按照10送3的平均水平，2115.26亿流通股约获

得了634.5亿股对价，而5401.34亿非流通股扣除对价后获得的流通权则高达4766.84亿股，仅仅从数量上看，这里面也没有任何的“对等”可言。

更何况，流通股股东的持股成本全部是市场价的成本，而非流通股股东的持股成本是原始股，则只有1元甚至不到1元的成本，即使是转让成本也远较市场价的成本低。也就是说，大股东所获得的流通权利益比小股民所获得的对价利益不是大了一点点，而且大出了太多太多。对于如此重要的巨大差别，在这次大小非减持潮的来到之前，市场各方未免忽略得太多了。

这是一个非同寻常的“非”常时代。非常就非常在市场供求结构的根本逆转。这是一个非同寻常的“非”常问题。大小非的解禁一下子就改变了市场的话语权，同时也使大股东的利益膨胀，产生了量变到质变的飞跃。

天量的“失小非”给股市未来3年带来重大的隐患。巨大的流通压力一方面制约了A股市场的上行空间，一方面又加大了下跌的幅度，从而令原本就在为估值体系的接轨不接轨国际而困惑的市场陷入更为混乱不堪的困境。“失小非”的利益没有底，对于市场来说，也就谈不上市场底。

黄湘源

A股市场从暴跌至今，今后何去何从确实是值得面对的问题。通胀压力、上市公司业绩增幅放缓、投资者信心下降等，无不对于股市走势形成牵制。而对于股指的持续下跌，关于A股估值国际化的言论又冒了出来。

其实，早在2001年至2005年的那波下跌行情中，估值国际化就已被抛了出来。但由于其时国内市场上正处于大熊市的阶段，因此，并没有引起太多的关注。然而，这一次却明显不同了。

中行、工行的上市，以及诸如中石油、中国神华等H股的加速回归，使A股市场的估值更多了一个“参照物”，那就是H股市场。长期以来，A股市场的股价基本上都高于H股的股价，即使是含有H股的A股上市公司，其溢价都是客观存在的，股票价格倒挂的现象并不常常出现。即使是在今年的大跌之后，也只有中国平安等极少数上市公司股价出现倒挂，但主要是由于再融资的恶劣性导致的，当然也包括有投资者的情绪成分在内。

A股估值国际化？至少在笔

者看来，目前还不太现实，市场也不具备这样的基础。目前A股市场的基本特征是“新兴+转轨”，这一特性也决定了A股市场必须有自身的特色。如果说真的要估值“国际化”的话，那么，那些高达30余倍，甚至是近百倍市盈率的发行价格又该作何解释？退一步讲，A股估值真的要“国际化”，首先制度建设要跟上，新股发行也要实现市场化，而不是仍然存在的行政审批制；其次，市场监管也应跟上，真正推行“市场化”的监管，“政策市”的阴霾彻底退出市场，并且，对于违法违规事件的处理不能再停留在“隔靴搔痒”的阶段。

A股市场从来就不缺乏“阴谋论”！在股指大幅下跌，投资者损失惨重时，估值“国际化”出台了。试问：为什么在股指大幅上涨时不提估值国际化？为什么在基金等机构投资者高举“价值投资”大旗狂炒所谓的蓝筹股时不祭出估值国际化的“法宝”？在现阶段的市场中，其言论又代表了谁的利益呢？

曹中铭

## 德国股民维权带给我们的启示

涉案期限长达8年之久的德国中小股民状告电信“世纪索赔案”再度登场。近日，1.6万名股民状告德国电信的大型诉讼案在法兰克福高等法院开庭审理。该诉讼主要针对德国电信2000年第三次新股以66.50欧元高价发行，在随后两年内跌至8欧元左右，使中小投资者蒙受巨额损失事件。

与我国中小投资者不同，德国股民在经历了市场大跌之后所考虑的挽救损失措施不是等待政府救市，而是依靠自身力量通过法律的手段来保障自身的合法权益。这一点值得中国股民借鉴。

“等靠不如自救”，中国石油A股高价发行，旋即大幅下挫可谓德国电信案的“中国版本”。然而，广大被中国石油套牢的中小投资者并未效法德国股民。其原因除了相互观望、自我法律保护意识不强以外，更多与中国证券市场上中小投资者保护机制不健全有关。

随着中国证券市场的不断成熟，未来管理层进行直接干预的机会也将越来越少，寄望管理层救市脱困绝非长久之计。中小投资者应不断强化通过法律途径来保护自身合法权益的意识。

陆志明

## 市场信心受阻于何处

投资者信心的涣散造成了股市的持续低迷，整个市场像中了魔咒一般。投资者的信心受阻于何处？除了“大小非”解禁、再融资等原因之外，还有什么原因？只有弄清这个问题，才能有有的放矢，采取相对应的措施。

在紧缩政策下，市场对上市公司业绩下滑的担忧导致投资者信心不足。

一季度经济数据显示出通胀压力仍然非常巨大。因此，在一季度数据刚一公布，央行就上调了存款准备金率。我国出口在回落。一季度，我国出口占3059亿美元，增长21.4%，回落6.4个百分点，贸易顺差414亿美元，同比减少49亿美元。出口回落、人民币升值、通胀压力、对紧的政策，使得人们对上市公司业绩的预期发生了变化。

但是，过度悲观的情绪掩盖了积极的一面。从企业层面来看，目前已经发布业绩预告的上市公司情况，普遍好于此前市场的预期。从宏观经济层面来看，从一季度公布的

数据显示，我国GDP增长率达到了10.6%，既高于去年2月4日调整后的9.6%，也高于国际货币基金组织预测的10%。

现在的问题在于，如何将这种信心传递给投资者，改变投资者悲观的预期。比如，降低印花税率，尽可能多地把上市公司利润留在资本市场。国家税务总局最新发布的数据显示，今年一季度，我国证券交易印花税完成597亿元，同比增长接近4倍。在股市如此低迷，投资者普遍亏损的情况下，印花税的大幅增收显得非常不合时宜，应当进行调整。

作为市场中流砥柱的机构，放弃价值投资原则转而短线炒作，是加剧市场波动，导致整个市场信心涣散的一个重要原因。

机构投资者是市场稳定的基石。但是，从相关数据来看，机构投资者并没有起到稳定市场的作用，反而加大了市场的波动。机构投资者放弃价值投资理念，与整个A股市场投机氛围较浓的陋习

有关，但是，机构投资者不应该随波逐流，而应该成为市场价值投资理念的呵护者。因此，对投资者的风险教育，不应一味把重点放在中小投资者身上，还应应对机构投资者进行风险教育。同时，还应应对机构投资者短线炒作进行规范，比如，要求机构投资者所购股票必须在持仓一定天数后才能抛售等等，以强化价值投资理念，杜绝机构投资者频繁的短线炒作行为，稳定市场信心。

羊群效应所造成的集体迷失是导致投资者信心涣散的重要因素。由于股市严重背离基本面深度下跌，即使坚守价值投资的人，也陷入一种空前的困惑之中，投资者集体迷失，在股市中随波逐流，追涨杀跌。在这种情况下，应该采取措施，稳定市场信心。比如，对“大小非”解禁后的抛售行为进行规范，提高透明度；即使不直接叫停再融资，至少也对再融资作出更严格的规范等等，这些措施都有利于投资者信心的重塑。

姜淑霞

对于已经失控的市场，要想制止“非理性恐慌”应中时弊，对症下药，首先要理直气壮地捍卫A股的估值标准。

在股指跌了近50%、许多股票跌了三分之二、同步发行的A+H股接轨、平均市盈率已降到20多倍之后，最近市场上一些人又祭起了新的做空大旗——“所有股票都要向美股十几倍市盈率接轨”，引发了中小盘股的恐慌踩踏潮。这完全是误读、误判和误导。

第一、混淆了市盈率的标的物。美国道指十几倍市盈率是以30只和34只最大指数权重样本股作为标的物，按理，中国A股与之有可比性的应是21倍市盈率的上证50指数。

第二、无视大盘股与中小盘市盈率的差异。由于中小盘股的成长性、股本扩张能力、价值重估能力都强于大盘股，其市盈率理应高于平均市盈率。美国股市将大盘股市盈率压得很低，以分红为其定价，而几十倍、几百倍市盈率的中小盘股长则比皆是。在美国上市的中国概念股百

度、搜狐、携程，市盈率都在100倍以上。可见A股中一大批业绩高成长、股本高扩张的中小盘股尤其是高科技股，几十倍市盈率是完全正常的，要它们与十几倍市盈率的美国大盘股接轨是极其荒唐的。

第三、抹煞了不同经济背景和股市发展阶段的估值差别。2007年中国经济增长率在11.7%，上市公司业绩增长60%以上，均是美国的5倍；中国人民币升值，美国美元则贬值；中国股市处于新兴加转轨阶段，美国股市处于疲软甚至危机状态；中国利率（4.14%）比美国高1倍多（2%）。在此情况下，硬要中国股市的平均市盈率向美国样本股看齐，岂不是妄自菲薄？

对十八年来以高溢价发行新股、支持国企做大做强、顺利完成股改、达32万亿元市值的中国股市来说，上证50指数的21倍市盈率、上证指数27倍市盈率完全具有投资价值，唯有坚决捍卫这个估值标准，才能有效消除市场的非理性恐慌。

李志林(忠言)

代码	名称	开盘	最高	最低	收盘	涨跌幅	成交量	简评
600527	山东高纤	10.66	10.66	9.8	9.98	-6.11	19639	底部仍在一定调整空间,短线观望为宜。
600528	中铁二局	13	13	11.76	11.77	-9.95	127400	强势特征明显,短线以观望为主。
600529	山东药业	9.13	9.13	8.6	8.62	-5.79	25967	均线系统依然压制股价,短线观望为主。
600530	交银国际	7.98	7.98	7.6	7.61	-5.77	5339	短线冲高回落,短线观望为宜。
600531	华兰生物	---	---	---	---	---	0	资金流出明显,短线观望为宜。
600532	华兰药业	6.82	7.3	6.8	7.16	1.99	24821	短线冲高回落,短线观望为宜。
600533	博信建设	14.3	14.3	13.31	13.62	-4.89	17783	资金流出明显,后市操作应谨慎。
600535	天力药业	---	---	---	---	---	0	短线冲高回落,短线观望为宜。
600536	中国软件	11.91	11.91	11.08	11.09	-6.88	4505	短线冲高回落,短线观望为宜。
600537	海通集团	7.23	7.33	6.7	6.71	-7.83	36691	量能萎缩明显,短线下方仍有支撑。
600538	北国集团	8.3	8.33	8.01	8.05	-7.26	58822	多空双方均在年线附近争夺,观望。
600539	狮头股份	6.05	6.08	5.55	5.59	-7.76	15044	强势特征明显,不排除继续探底可能。
600540	山东铝业	7.9	7.97	7.23	7.23	-1.05	10393	短线冲高回落,短线观望为宜。
600543	中航股份	14.92	15.1	14.18	14.44	-1.37	16124	短线冲高回落,短线观望为宜。
600545	新疆城建	11.9	12.23	10.89	11.19	-7.52	24168	多空双方均在年线附近争夺,观望。
600546	中化国际	8.08	8.08	7.6	7.62	-5.69	14689	短线冲高回落,短线观望为宜。
600547	山东黄金	---	---	---	---	---	0	短线冲高回落,短线观望为宜。
600548	华鲁化工	7.5	7.6	7.06	7.1	-8.86	85892	短线冲高回落,短线观望为宜。
600549	厦门国贸	14.39	14.39	13.21	13.31	-8.11	21513	短线冲高回落,短线观望为宜。
600550	天威保变	55.38	55.5	55.21	56.85	-1.00	91163	短线冲高回落,短线观望为宜。
600551	天创新源	21.27	22.17	20.38	21.2	-1.26	8985	短线冲高回落,短线观望为宜。
600552	方正科技	7.88	7.88	7.25	7.34	-7.44	12176	短线冲高回落,短线观望为宜。
600553	太行水泥	5.7	5.8	5.16	5.18	-9.6	30056	短线冲高回落,短线观望为宜。
600555	九龙山	10.11	10.77	9.81	10.05	-2.14	31183	短线冲高回落,短线观望为宜。
600556	ST农发	5.86	5.9	5.86	5.86	-5.02	25651	短线冲高回落,短线观望为宜。
600557	华鲁药业	29.3	29.3	28.21	28.3	-3.12	33023	短线冲高回落,短线观望为宜。
600558	山东黄金	11.77	11.79	11.05	11.11	-6.81	8494	短线冲高回落,短线观望为宜。
600559	鲁白干酒	14.65	14.65	13.4	13.58	-8.61	37042	短线冲高回落,短线观望为宜。
600560	金固股份	10.21	10.23	9.88	9.92	-5.42	7489	短线冲高回落,短线观望为宜。
600561	江联重工	7.25	7.35	6.8	6.8	-6.77	35802	短线冲高回落,短线观望为宜。
600562	深赛格	8.22	8.39	7.7	7.7	-7.96	7732	短线冲高回落,短线观望为宜。
600563	法华电子	12.01	12.49	11.72	11.9	-5.25	21462	短线冲高回落,短线观望为宜。
600565	通海股份	8.59	8.74	8	8.07	-7.24	35802	短线冲高回落,短线观望为宜。
600566	浙能电力	7.15	7.35	6.52	6.6	-8.21	14157	短线冲高回落,短线观望为宜。
600567	山推股份	5.43	5.66	5.3	5.31	-4.15	59300	短线冲高回落,短线观望为宜。
600568	ST黄河	8.8	8.81	8.42	8.53	-3.72	7545	短线冲高回落,短线观望为宜。
600569	安阳钢铁	7	7	6.66	6.68	-5.38	57694	短线冲高回落,短线观望为宜。
600570	恒信电子	21	21	19.21	19.81	-5.85	2914	短线冲高回落,短线观望为宜。
600571	八一钢铁	15.57	15.78	15.1	15.1	-9.47	20059	短线冲高回落,短线观望为宜。
600572	康恩药业	9.3	9.3	8.51	8.56	-8.16	17650	短线冲高回落,短线观望为宜。
600573	康恩药业	7.75	7.87	7.31	7.35	-5.89	10355	短线冲高回落,短线观望为宜。
600575	芜湖海螺	---	---	---	---	---	0	短线冲高回落,短线观望为宜。
600576	万好万家	7.56	7.67	6.91	6.97	-9.24	14182	短线冲高回落,短线观望为宜。
600577	精达股份	12.04	12.86	11.98	12.15	-0.11	25520	短线冲高回落,短线观望为宜。
600578	东信软件	9	9	8.32	8.36	-8.33	21393	短线冲高回落,短线观望为宜。
600579	ST黄河	5.5	5.5	4.79	4.79	-9.96	17105	短线冲高回落,短线观望为宜。
600580	卧龙电气	9.2	9.5	8.99	9.01	-1.31	33368	短线冲高回落,短线观望为宜。
600581	八一钢铁	13.57	13.78	13.01	13.05	-9.97	20059	短线冲高回落,短线观望为宜。
600582	天地科技	29.38	29.38	28.8	29.1	-5.25	17058	短线冲高回落,短线观望为宜。
600583	中航地产	20.85	21.48	20.3	20.17	-1.06	34438	短线冲高回落,短线观望为宜。
600584	长电科技	---	---	---	---	---	0	短线冲高回落,短线观望为宜。
600585	潍柴动力	51.95	52.25	48	51.51	-0.37	16836	短线冲高回落,短线观望为宜。
600586	金鹰股份	23.9	24.31	23.93	24.15	-0.11	25520	短线冲高回落,短线观望为宜。
600587	用友软件	12.75	12.77	11.77	11.85	-0.95	13999	短线冲高回落,短线观望为宜。
600588	用友软件	24.99	25.96	24.2	25.24	-1.04	16035	短线冲高回落,短线观望为宜。
600589	广东路桥	10.45	10.59	10.02	10.08	-5.17	22806	短线冲高回落,短线观望为宜。
600590	山东铝业	7.9	7.9	7.27	7.27	-10.02	14626	短线冲高回落,短线观望为宜。
600592	大连港	17.7	17.85	16.7	16.94	-4.99	12629	短线冲高回落,短线观望为宜。
600593	云天化	11.91	12.3	11.2	11.45	-5.29	14509	短线冲高回落,短线观望为宜。
600594	益佰药业	12.1	12.38	11.7	11.82	-3.51	15368	短线冲高回落,短线观望为宜。
600595	中孚实业	14.79	14.8	14.02	14.43	-4.12	23248	短线冲高回落,短线观望为宜。
600596	山东铝业	55	58.58	54.1	55.7	-0.54	19502	短线冲高回落,短线观望为宜。
600597	光明乳业	9.11	9.11	8.19	8.3	-8.79	32515	短线冲高回落,短线观望为宜。
600598	北光药业	17.86	18.19	16.81	17.96	-3.9	285431	短线冲高回落,短线观望为宜。
600599	ST东信	9.14	9.14	8.78	8.78	-4.98	4888	短线冲高回落,短线观望为宜。
600600	青岛啤酒	22.9	22.9	21.46	21.83	-4.76	30703	短线冲高回落,短线观望为宜。
600601	方正科技	5.6	5.62	5.22	5.28	-8.88	125318	短线冲高回落,短线观望为宜。
600602	广电电子	---	---	---	---	---	0	短线冲高回落,短线观望为宜。
600603	ST东信	6.14	6.29	6.02	6.02	-5.05	24177	短线冲高回落,短线观望为宜。
600604	ST东信	---	---	---	---	---	0	短线冲高回落,短线观望为宜。
600605	汇通能源	11	11	10.2	10.41	-6.89	7821	短线冲高回落,短线观望为宜。
600606	金通能源	8.73	9.2	8.6	8.71	-0.69	85093	短线冲高回落,短线观望为宜。

代码	名称	开盘	最高	最低	收盘	涨跌幅	成交量	简评
600607	上海医药	12.13	13.2	11.35	12.68	4.62	24204	缺乏资金关注,股价重心仍将下移,回避。
600608	ST华科	4.71	4.74	4.67	4.67	-5.08	26045	强势特征明显,短线观望为宜。
600609	ST华科	4.7	4.7	4.47	4.47	-4.89	38011	强势特征明显,不可逆势而为,坚决回避。
600610	ST华科	9.25	9.25	9.03	9.03	-3.12	46371	短线冲高回落,短线观望为宜。
600611	大众交通	13.21	13.44	12.52	12.59	-8.5	41998	短线冲高回落,短线观望为宜。
600612	联华股份	16.66	17.26	16.12	16.26	-12.26	16.26	短线冲高回落,短线观望为宜。
600613	永生数据	11.01	11.09	10.18	10.18	-8.27	3329	短线冲高回落,短线观望为宜。
600614	南汇股份	8.65	8.65	7.89	7.89	-8.67	8023	短线冲高回落,短线观望为宜。
600615	交银国际	10.8	11.5	10.78	10.88	-3.5	7399	短线冲高回落,短线观望为宜。
600616	第一食品	16	16.45	15.2	15.96	-3.86	33835	短线冲高回落,短线观望为宜。
600617	联华股份	9.21	9.4	8.6	8.62	-7.71	10920	短线冲高回落,短线观望为宜。
600618	天目药业	5.75	5.84	5.28	5.33	-8.73	20101	短线冲高回落,短线观望为宜。
600619	联华股份	7.95	8.13	7.61	7.61	-7.32	10888	短线冲高回落,短线观望为宜。
600620	天目药业	6.54	7.21	6.45	6.45	-9.92	20285	短线冲高回落,短线观望为宜。
600621	上海金鹰	6.4	6.45	6	6.04	-5.63	31251	短线冲高回落,短线观望为宜。
600622	金鹰集团	8.64	8.88	8.37	8.42	-3.77	14587	短线冲高回落,短线观望为宜。
600623	ST华科	9.6	9.6	9.1	9.1	-11.48		