

Guhai Xiongzhuang / Gushi Caopan Jiemimi



股海雄庄

山庄 著

——股市操盘揭秘

资金推动大盘 价值决定价格
主力控制个股 利益制约行为



 中国科学技术出版社

股海雄庄

—— 股市操盘揭秘

山 庄 著

中国科学技术出版社

• 北 京 •

图书在版编目 (CIP) 数据

股海雄庄：股市操盘揭秘/山庄著. —北京：中国科学技术出版社，2009.1

ISBN 978-7-5046-3870-0

I. 股… II. 山… III. 股票—证券交易—基本知识
IV. F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 196466 号

自 2006 年 4 月起本社图书封面均贴有防伪标志，未贴防伪标志的为盗版图书。

责任编辑：王明东 张 群

封面设计：王 磊

责任校对：林 华

责任印制：王 沛

中国科学技术出版社出版

北京市海淀区中关村南大街 16 号 邮政编码：100081

电话：010—62103210 传真：010—62183872

<http://www.kjpbooks.com.cn>

科学普及出版社发行部发行

北京玥实印刷有限公司印刷

*

开本：787 毫米×960 毫米 1/16 印张：12.25 字数：200 千字

2009 年 1 月第 1 版 2009 年 1 月第 1 次印刷

印数：1—5000 册 定价：30.00 元

ISBN 978-7-5046-3870-0/F·620

(凡购买本社图书，如有缺页、倒页、
脱页者，本社发行部负责调换)

前 言

跌得这么深，跌得这么认真。
绿油油的大盘牵动着我的心。
别管我眼中多少泪痕，
只要告诉我何时翻身。
不准对我说不可能，
风暴过后定见彩云。

资金推动大盘，
价值决定价格，
主力控制个股，
利益制约行为。

什么是K线的灵魂，
深度思考默默耕耘。
等到股市迎来第二春，
你得到的就不只是金。

目 录

上篇深度思考

- 一、 中国股市没有市盈率 (1)
- 二、 国有股减持为什么越减越多 (12)
- 三、 政策与技术谁在影响大盘走势 (18)
- 四、 如何判定市场合理估值 (29)
- 五、 选择操作时把安全放在首位 (37)
- 六、 时间是决定市场走势的重要因素 (47)
- 七、 空头抑制下如何达到赢利预期 (53)
- 八、 如何理解暴涨暴跌到价值回归 (64)
- 九、 新股不会带来太多的赢利机会 (72)
- 十、 找到炒作股票的新思路 (80)
- 十一、 关注市场涨跌的主力动向 (87)
- 十二、 市场炒作不是按业绩排序 (94)
- 十三、 买卖注重选时靠真凭实据踩准节拍 (104)

下篇形态看盘

- 一、 识别缺口及实战应用技巧 (119)
- 二、 面对旗形等待突破中如何操作 (147)
- 三、 关注扩散形态发展，重在识别量的变化 (160)
- 四、 掌握强势行情下“V”字反转特性 (165)
- 五、 研判“V”字反转后期发展趋势与操作 (178)



上篇

深度思考

一、中国股市没有市盈率

中国股市没有市盈率，听起来有些别扭，但实际上中国股市创建 18 年了，按严格、规范、完整的说法，确实没有市盈率。就现存的股权分置下的中国股票市场，是以原始的非流通股 1 元的价位计算市场市盈率，还是以几元、几十元、甚至上百元溢价流通股股价计算市盈率。拿什么作为衡量 A 股市盈率的唯一标准，恐怕谁都说不清楚。

中国证券业协会编制的《证券投资分析》中如是说：“市盈率，又称价格收益比，是每股价格与每股收益之间的比率，其计算公式为：市盈率 = 每股价格 ÷ 每股收益”（注：这里没有提到是流通股每股价格还是非流通股每股价格与每股收益之比）。

我们抛开严格的动态或静态市盈率之说，就国际比较公认的 10~30 倍平均市盈率，是否就有投资价值？当我们提取一组有关历史统计数据，就会发现香港股市 2003 年 11 月上市股票 813 只，亏损股票 330 只，占全部上市公司的 40.5%，香港恒生指数取样 33 只样本股的平均市盈率只有 17 倍。即使当年香港股市中有近一半的上市公司出现亏损，是不是因为市盈率只有 17 倍，笔者无法确认，但恒指却从当年 4 月 8400 点附近，一路攀升至 2007 年 11 月的 31000 多点。

香港恒生指数 2003~2007 年走势（图 1）。

如果说，验证香港股市 17 倍的市盈率，是界定价值投资的一个重要标准，那么再看中国股市，当初 1999 年“5.19”行情时，上海市场平均市盈率 38.66 倍、深圳市场平均市盈率 35.73 倍。2004 年 7 月上海市场平均



股海雄庄——股市操盘揭秘

市盈率 20.64 倍，深圳市场平均市盈率 18.44 倍（数据来自中金在线）。虽然 1999 年的市盈率要高于 2004 年，但参与过 1999 年股市的投资者，谁也忘不了上证指数 33 天涨幅 67.6% 的“5.19”行情。相反，2004 年的市盈率是比 1999 年市盈率还低 50%，但当年股市不仅熊途漫漫，上证指数并在此之后跌破 1000 点。

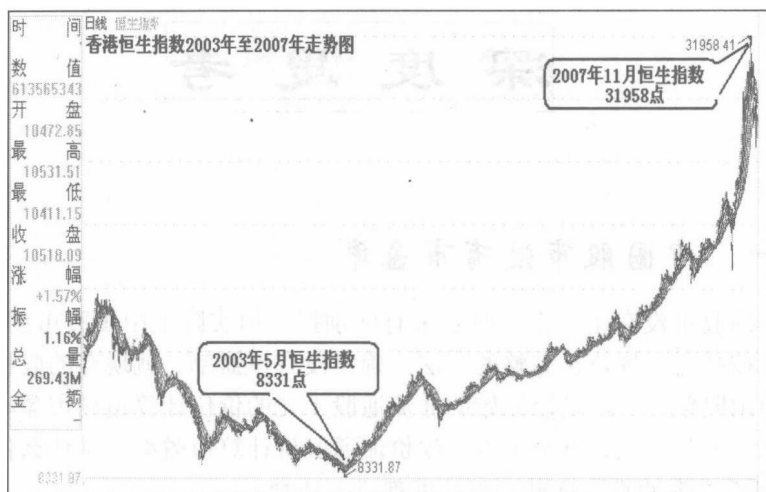


图 1

上证指数 1999 年 5 月和 2004 年 7 月市盈率及走势之比（图 2）。



图 2



以上提供的相关对比数据，在某些人眼里可能还不够全面。因为一些预测市场宏观经济的专家们还流传着另外一种测算方式，即 2003 年时的银行利率为 1.8%（税后利率），合理的市盈率应该是 55 倍，居民储蓄一年定期存款利率 2.25%，扣除 20% 利息税，市盈率也在 55 倍左右。如果说 2007 年 9 月时的银行利率是 2.88%（税后利率），初算合理的市盈率怎么也会比 2003 年的 55 倍市盈率还要高。

再根据《中证网》12 月 17 日报，2007 年上市公司业绩同比或增 40%。如果说此公布数据准确，那么在上市公司业绩提升时，必然引发投资者新的投资关注。但 2008 年的中国股市不仅被学术界认为估值太高，就中国股市中长期宏观趋势上看，也被认为泡沫太大。致使 2008 年初期的中国股市一路狂泻，10 个月暴跌幅度超过 2001 年之后 4 年跌幅的深度。给广大投资者带来超过 70% 的账面亏损。尤其给那些 2007 年新入市的投资者，带来几乎是全面亏损的局面。

2008 年上证综指跌幅超过 2001 年之后 4 年的跌幅深度对比（图 3）。



图 3

此时的投资者不仅感到茫然，更感到不知所措。因为 2007 年的基金机构、QFII 机构乃至每天进场的 30 万参与者，明知“股市有风险，入市须谨慎”，但市场终究为所有投资者带来丰厚的利润回报。为什么一进入“大



股海雄庄——股市操盘揭秘

小非”集中减持的 2008 年，即使上市公司业绩大幅预增，市盈率大幅下降，投资不但没有回报，反而全部被套？

市盈率是否还是衡量上市公司股价高低的一个简单而又重要的标准？拿什么作为衡量 A 股投资的标准？又拿什么样的市盈率作为唯一标准？在某些人眼里确实看得模糊了。因为有关计算市盈率公式之说多种多样，比如：

(1) 市盈率 = 每股价格 ÷ 上一年每股税后利润（因上市公司送股、分红、配股、转赠等股本扩张后的总数予以税后利润上的相应摊薄）。看似公平，但享受利益分配的有流通股东，还有非流通股东。由于摊薄的利润不在同一个交易市场，因此计算时的权重影响了市盈率的公允。

(2) 市盈率 = 总股本 × 每股收益 ÷ 市盈率。根据这样的公式，似乎定义为非流通市值或 A 股市值与当年预测的利润同在一个比率上。笔者认为混淆了。

(3) 市盈率 = 市价市值 ÷ 去年净利润总额 - 亏损总额。既然是两市市价的总市值，又要减去亏损总额，还能算为完整两市总值吗？也太好面子了吧。只看盈利，不看亏损，只能说这样的计算方式是报假账、报虚账。

(4) 市盈率 = { (流通股数 × 市价) + (未流通股数 × 场外转让价) } ÷ 全部利润。对于这种计算公式，暂且不评价公式对否，就“场外转让价”一项，就违背了证券法中明确规定，现场交易的“三公”原则。

其实，五花八门的市盈率之说还有很多。诸如：只计算每股收益 0.20 元以上的每股市盈率；只计算流通股每股的市盈率；只计算上一年盈利的每股市盈率，等等。到底什么样的算法是较为标准的市盈率，笔者认为，证券监管机构的权威计算，应该是以国际通常所用的计算市盈率方式，而不应该是“中国特色”的市盈率。尤其在股权分置还未解决之前，我们只能说，中国股市没有真正国际化的市盈率，目前市场中所有认可的市盈率，只是投资者在不同层面上认识的参考值。

2007 年 9 月上海市场平均静态市盈率为 71 倍，2008 年 3 月平均市盈率为 41 倍。对上述的这些数据是否认可？如果认可，2008 年的市盈率要比 2007 年同期市盈率水平低，市场是否就应该看到涨的行情。但事与愿违，2008 年前 5 个月上证指数跌幅超过 50%，前 10 个月跌幅超过 70%。这样的跌幅又算不算非理性暴跌？如果说不是非理性暴跌，是市场泡沫太多、估值太高，那么这个泡沫或这个估值是否就是脱离了理性投资价格区域，



上篇 深度思考

脱离了基本面对市场行为的支持。这里投资者需要搞清一件事，什么是合理的 A 股投资标准？又拿什么样的市盈率作为监测 A 股市场投资的唯一标准。迷惑中，通过上述这些数据对比，也许会对现存的中国股市的市盈率有新的认识。

应该说，中国股市平均市盈率一直偏高的根本原因，是由于受十几年来来的中国股市的价格与股权作对比，形成了低盈利公司比高股价市场的背离现象（股权分置现象）。也许这样解释会更准确些。当市盈率这个数据不再孤单，它与不流通股、流通股比例、经济周期、银行利率、投资者预测等技术数据有着不可分置的联系。在我们选择时，却是单纯、教条、僵化，靠拿来主义对比不成熟的股市市盈率，不但选择投资时间不对，所监测的比率也必然要搞错。

虽然都是市盈率，始终又被投资者挂在嘴边儿，并作为监测买卖股票的一种测量工具，但衡量定价选股和买卖股票的标尺，却是受到不同股、不同价、不同权、不同钱、不同利益的影响。标尺判断的指针常常失去了公允，甚至造成投资失误。

这种失误尤其在 2008 年“大小非”开始流通的年代，显得尤其突出。股民难以承受的连续暴跌行情，就是因为股改使得“大小非”解禁流通成为当时中国股市第一大沉重的压力和包袱。对于那时的“大小非”上市流通，又如何计算它们的市盈率？是 20 倍？10 倍？还是多少？无人可以说得清。它们的底线有的靠上市以来的分红、送股早就成为负值。严格地说，它们根本没有市盈率。

既然市盈率与股价之间的盈利收益有这么多的直接关系，投资者入市前就先搞清什么是中国股市的市盈率。是因为中国股市的价格偏高？还是因为盈利收益偏低？其引发另一个技术指标：即价格股权比（西方经济学下的股权简单定义为：公司资产与债务之差，即公司的账面价值）。面对中国股票市场现实走势，虽然阶段性市盈率普遍高于国际标准，但价格股权比却往往处于正常投资区域。这是为什么？原因出在中国股市具有与世界其他国家或地区股市不同的独立性及绝缘体特征。股权分置与市盈率数据之间的背道而驰，是股权分置时期股价高企的内因所在。

就 2008 年股市暴跌行情，从现象看，好像是受美国次级债和宏观经济货币从紧政策的影响，导致 200 多家公募基金不顾一切地抛售股票。但如果把时间向前移动一年半至 2006 年初，主因也许就不再是美国次级债和



股海雄庄——股市操盘揭秘

落实从紧的货币政策的要求。笔者认为，过剩到从紧、高速到放缓这只是外来主因的一种现象。根本在于内因，即上市公司通过股改，溢价向流通股股东补偿 30%，换来的是：不流通股股东减持流通股权的权利。

请看在 2007 年牛市中，央行 10 次提高银行存款准备金率后的股市表现（表 1）。

存款准备金率历次调整后的股市表现					
次数	公布时间	调整前	调整后	幅度	公布后首个交易日 沪指表现
10	07 年 12 月 08 日	13.5%	14.5%	1%	上涨 1.38%
9	07 年 11 月 10 日	13%	13.5%	0.5%	下跌 2.40%
8	07 年 10 月 13 日	12.5%	13%	0.5%	上涨 2.15%
7	07 年 09 月 06 日	12%	12.5%	0.5%	下跌 2.16%
6	07 年 07 月 30 日	11.5%	12%	0.5%	上涨 0.68%
5	07 年 05 月 18 日	11%	11.5%	0.5%	上涨 1.04%
4	07 年 04 月 29 日	10.5%	11%	0.5%	上涨 2.16%
3	07 年 04 月 5 日	10%	10.5%	0.5%	上涨 0.43%
2	07 年 02 月 16 日	9.5%	10%	0.5%	上涨 1.40%
1	07 年 01 月 5 日	9%	9.5%	0.5%	上涨 0.94%

表 1

政府从紧政策并不是在 2008 年才开始实施，2007 年就曾 10 次向上调整银行存款准备金率，并多次警示投资者控制大盘风险、“买股自负”。但股市对政策的滞后反应实际是 8 次上涨，2 次下跌。不可否认，在流动性过剩所产生的资金推动力背后，其真正导致市场上涨的主因是股份制改造。其改造不但给市场带来股票制度上的变革，而且还给 2006 年至 2007 年 10 月的大牛市带来市场流通股东多赢的局面。

也正因为这个变革，对 2008 年的中国股票市场走势起到了宏观上的、实质性的变革。其变革的市场表现是之后的“大小非”解禁上市，而“大小非”解禁上市的实质，将成为 2008 年之后一个时期的市场主导者。

绕了一大圈，真正想用数据和时间说明，市盈率在股权分置还没完成改造之前，是不可能代表股市真正意义上的市盈率的。一旦“大小非”解禁上市流通，对现有市场泡沫或价格估值水平不合理的二级现行股价起到了抑制作用，也必然形成新的价格估值体系。改造前的市盈率和股权改造后的市盈率，由于受股权分置和不平等的价格体系影响，导致投资者对新的市盈率重新认识。

尤其在“大小非”抛售股票时期，市场将因为“大小非”的减持，使



市场阶段性走势产生巨大制约，其主要因素至少有 3 点：

其一，“大小非”具有无可比拟的信息优势。因为只有上市公司自己最了解自己，只有上市公司自己，对本行业发展有着深刻的理解和解释权，也只有上市公司自己知道什么信息是真信息，什么是假信息。所以上市公司以外的任何市场信息都是靠猜测或传播的。

其二，具有无可比拟的规模优势。无论现有 F10 信息下标志的前 10 大流通股股东持仓比重有多大，也无论机构、基金和保险公司通过转让持有的上市公司多少股份，都远不及上市公司本身持有的非流通性股权。由于规模优势，市场上的真正话语权是由“大小非”说了算。

其三，具有无可比拟的成本优势。上市公司持有不同类型的法人股，它们在上市发行时的成本都是 1 元。如果上市公司上市后，经过多次配送、增发、分红等股本扩张，很多上市公司的成本远低于 1 元。在整个价值回归阶段中，将成为证券市场最具优势的参与者。

2006 年至 2012 年“大小非”规模减持分布（图 4）。

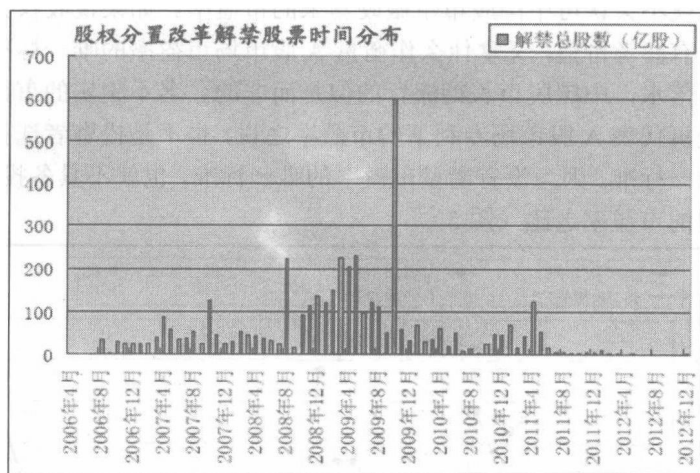


图 4

其实，投资者是在被动监测不公正、不合理的中国股市市盈率，只有上市公司自己知道自己在市场上值多少钱。假设，当他们认为自己到减持流通后只值 3 元或 5 元时，就不再认可被市场炒到 30 元或 50 元的价位了，这就是掌控市场的主导者上市公司认为的现实价格体系估值。由于市场泡沫太多、估值太高，需要价值回归，从而引发 2008 年的股市下跌，并且远



股海雄庄——股市操盘揭秘

比 2001 年时的下跌还要快，还要深。如果市场真是这样，人为炒作的二级市场价格估值体系都将因为“大小非”上市流通而面临价值回归。那时，是拿非流通股价作衡量市盈率的标准，还是继续拿原流通股股价作衡量市盈率的标准？

非理性环境的理性行为告诉我们，至 2012 年，初步估算“小非”解禁股数约 1499.82 亿股，以 2008 年 3 月 25 日收盘价计算需要融资总金额约 2.47 万亿元。“大非”解禁股数 2787.65 亿股，计算融资需要的总金额约 4.26 万亿元。当然，它们不会全部减持，但，仅就“小非”减持的规模就足以让 2008 年时股票价格再少一半。在“大小非”减持时期，无论市场泡沫有多大，价格估值水平有多高，都没能使投资者意识到，股权分置时期所监测的市盈率是具有盲从性。

基金金融机构自 2008 年以后，不分点位、不分价位不断抛售手中原持有的股票，就是比较理性地认识到，“价值决定价格”是市场投资的理念，即不再认可二级市场现有投资价值。不认可阶段性市场价格体系上的估值水平，也就不会认可中国股市生搬硬套来的市盈率。如果说股权分置下的市盈率没有参考价值，又拿什么作衡量 A 股市场市盈率的唯一标准？答案已经显山露水，中国股市长期流行的似是而非的、名不副实的市盈率。它已经不能再代表 A 股市场专利下的市盈率之说，也不是投资者选择股票市盈率的唯一标准。因为没有衡量市盈率的唯一标准，也就不具备投资价值。

不同的市盈率之比（图 5）。

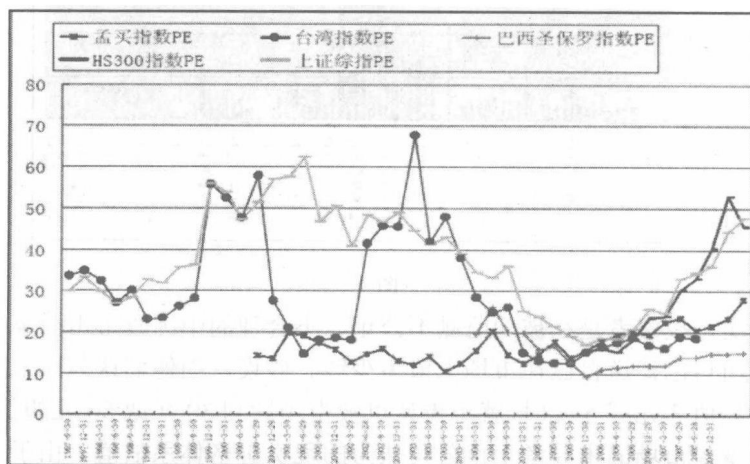


图 5



上篇 深度思考

成熟的股市一般以低于 20 倍市盈率为低风险投资区域，他们的选择是以定向市场几十家超大市值蓝筹股作为采样样本统计。但在中国股市市场，既不是以沪深 300 指数、中证 100 指数为标准，也不是对已经事先采集到的市盈率指数股权作为定向样本统计，而是用两市现时流通股的股价比每股业绩。对于这种采样方式，与全流通股票市场认定的市盈率有本质性的不同。

尤其投资者在没有选择权利的现实面前，继续参照的都是同股不同权、同股不同成本、同股不同价格的市盈率，并长期以一级市场发行价的市盈率为选择股价高低的投资基准，或以半年报、年报业绩为基准，这将忽视中国股权分置主题下的市盈率。因为股权分置下的上市公司，还在不断实施资本扩张，尤其是年报之后的集中送配、增发，流通后的市值，不但会影响该上市公司的业绩，同时又在不断影响市场市盈率的变化。一些以个人意愿作出的中长期或超长期选股、买股，视同与境外成熟市场的市盈率相比价值投资，其实是没有可比性的。

因为 2005 年之后的股改，让所有参与二级市场的投资者，从上市公司那里得到平均 30% 的溢价回报，那不是投资价值带来的高额回报，也不是股改的最终目的。“大小非”减持上市，直至全流通才是股份制改制的最终目的。而实现这个目的不是庄家说了算，也不是基金说了算，更不是资产过剩的炒作资金说了算。而是持有绝对控股股权优势的上市公司，他们将决定市场今后价值回归的重新定位。

尤其在解禁“大小非”将主导 2008 年之后阶段性市场地位的时候，我们很难看到曾经被基金等金融机构炒高的这些股票还有投资价值。主因：全流通股价造就了价格与价值回归，同时改变了投资者对全流通市盈率的重新认识。

又由于市场信息不对称，企业发展不成熟、不规范，尤其 60% 以上不流通股长期侵占 40% 左右流通股东的权益，怎么能找到标准的中国股市市盈率？好比外国人吃饭不会用筷子，总会把筷子掉到地上。中国人不习惯用刀叉，总要敲的碗碟乱响。要想避免“水土不服”，只有规范、健全同股、同价、同权、同钱，才有可能找到同利益下的市盈率标准。而简单地、人为地把一些“洋标准”生套在中国现行的股票市场上，长此以往，也许要生“毛病”的。

这里需要提出的是，什么算是价值回归？回归到什么价位算是归到位



股海雄庄——股市操盘揭秘

了？笔者认为，价值回归是在还没有解决股权分置下以不流通股东持有的价位为基点。如果流通股东持有的股票也是1元，市场主力炒作行为和市盈率率高企现象也就减少，同时，市场私下协议低价收购或转让不流通股就会减少。因为流通股价与不流通股价已经同股、同价、同权、同钱、同利益，用不着私下收购转让，当然那时的市盈率也就可能找到唯一标准。

不同的市净率之比（图6）。

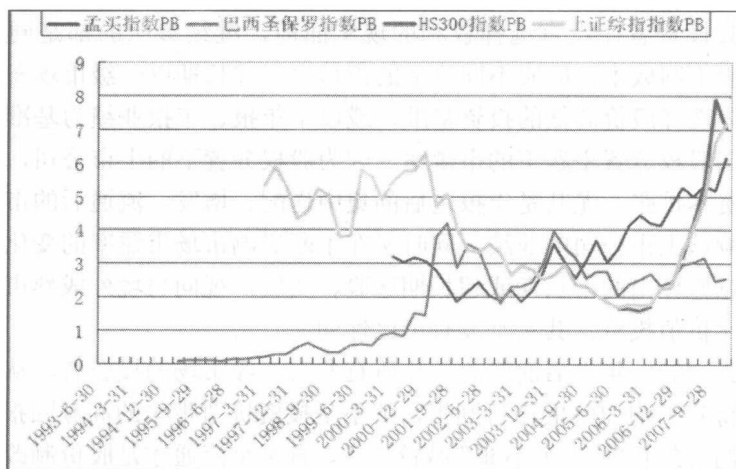
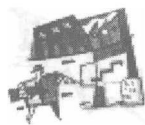


图6

同时，还应切合实际地去思考本章开始就提到的一个基本问题，是拿着几元甚至十几元的流通股票，还是去拿1元不流通股票对比市盈率，这好比国家篮球队同某校篮球队打比赛，不在同一级别上的对比，没有任何实际意义。如果找不到合理的标准，怎么可以相信哪些股票“有市场投资价值”？建立在一切股权分置基础上的市盈率标准，都是伪标准。

这又好比股改前，一家公司的流通股和不可流通股之间，各有各的定价体系和标准，二者关系不大。股改后，两种定价方法实现接轨。从2007年至2008年初的几起法人股权转让价格看，已经基本上确认两者定价体系接轨。既然是接轨，就存在相互包容、相互融合，又是重新认识市场价值回归的过程，也是重新建立价格体系的过程。很显然，非流通股价将因为“大小非”减持，不再容忍原先的二级市场人为炒作的估值体系。原先是价格体系将因上市公司“大小非”解禁而“推倒重来”。

因此，笔者总在试图说明，变异下的股权分置市盈率还能谈论投资价值吗？作个比喻测算，工商银行（601398）发行价5.80元，上市价7.48



元，会使市场价值中枢下移。如果市场发行第二只工商银行股，按 4.80 元配售，6.48 元上市。第三只工商银行股按 3.80 元发行，5.48 元上市。直到第 N 个工商银行股 1.80 元发行，3.48 元上市。那么市场价值中枢由 7.48 元到 3.48 元留有 50% 的下跌空间，这就是政策引导价格估值体系回归的必然走势。

价格推倒需要时间周期，如同实业投资领域的回收期，股市的市盈率也同是一个概念。在实业领域，高于 10 年回收期的项目几乎没有，但是在证券市场上，上百倍市盈率比比皆是。作为一个可以选择投资实业和证券投资的实业家来说，抛售获得流通的股票，然后转回实业领域投资，可以获得更多的回报。因此，作为任何一家上市公司，减持“大小非”都是理性的选择。当然股票价格最终和实业资产定价紧密相连，也必然导致十几年来始终估值过高的二级市场股价价值回归。

所以无论是股份制改造，还是价值回归，都会有过程。如同 2000 年前的庄家炒作时期，可以让变异市盈率把垃圾股（ST 股、PT 股）炒升天，因为重组概念远远离开讨论市盈率的投资价值。2007 年的资产过剩，基金机构可以把资产炒翻十倍、甚至二十倍。但 2008 年后的“大小非”减持上市，必将重新洗牌 2000 年前的庄家时代和 2007 年的基金主导地位。

从投资学的角度讲，决定这个股市市盈率定位的基本因素包括利率和 GDP 增长率。当市盈率与利率出现负相关值时，利率反映资本的成本，GDP 增长率反映溢价水平。中国 GDP 增长率显著高于发达国家，溢价有一定的优势，那么高多少是合理的？对比 GDP 增长率接近的发展中国家，如印度、俄罗斯、巴西等，2008 年初的中国股市市盈率，已不是一般的高了。而导致中国股市高市盈率、市净率的根本原因其实就是股权分置。中国股市和实物资产之间缺乏沟通者，股票价格与企业价值基本没什么关系。说白了，中国股市上的股票更准确地说应该视为筹码。之前股票价格的高低，完全取决于二级市场的主力，这样的股市其实就是赌场。

不过，股市关不了门，政策市加暴涨暴跌，它总会在跌荡起伏中生存。像 2001 年振荡大了，有人会因为股市暴跌喊出要“推倒重来”的口号，但这只是股市崩盘或股灾出现时的另一个观点。事实上，6 年后的 2007 年，中国股市确实推倒了当年盛极一时的庄股时代。

从此我们看到了 2000 年后的管理层，在重建市场战略投资群体结构时，是大力造就以基金为主体的机构投资者。而之后的 2008 年，股市是通



股海雄庄——股市操盘揭秘

过“大小非”减持，将原有的股权分置时的价格体系推倒，重建全流通价值体系，最终使实业资产价格与证券资金价格实现统一。但要达到这个目标，还会需要很长时间。

因此在讨论中国股市拿什么样的市盈率作为标准之前，不能离开股权分置下的流通股和非流通股概念，更不能离开不同价下的不同权概念。在有着三分之二不流通股，有着中国股市始终不能解决“一股独大”现象前，要严格、规范、完整地计算中国股市市盈率，严格地说是算不出来的。在不同股、不同价的市场下，就更谈不上投资价值的高与低了。

二、国有股减持为什么越减越多

1. 蹊跷还是尴尬，“大小非”越减越多

在 2008 年轰轰烈烈的股改声后，A 股市场悄然倒下，实现全流通概念已成为投资者最期盼早点结束的事情。因为“大小非”上市，流通股解禁在改变市场资金结构同时，也阻碍了牛市的进程。要想走出暗无天日的暴跌行情，只有尽早解决上市公司非流通股上市的抛压，尽早解决同股不同权下的不平等利益，市场才有可能走稳。

但事与愿违，股改实施对价后的 A 股市场，体制并没有改善，仍然是以牺牲二级市场投资者的利益为代价，继续扩容、圈钱，在建造更大的非流通市场。从 2008 年 8 月底所获得的最新有关数据显示，股改后的 A 股市场，非流通股比例不是越减越少，而是越来越多。

股改后非流通比例饼形示意图（图 7）。

进入 2008 年 9 月，A 股市场不但要承接因股改而产生的 15.11 亿解禁股的抛压，而且还要迎接新的因股改之后增发的 35.91 亿股“大小非”解禁股，此比例占原 9 月解禁规模的 76%。水涨船高，承接抛压资金至少超过 400 亿元。从这些数字中投资者不难看出，股改之后的 IPO 发行制度没有真正实现全流通，或者说股改之后的非流通股股东，继续在侵占流通股股东在 A 股市场上的不同权利益，对于这种非流通股越减越多的尴尬局面也就见怪不怪了。

根据有关数据显示，新老划断前，股改所产生的“大小非”解禁股数为 4356 亿股，解禁股所占 A 股市值为 4.43 万亿元。而 2006 年 5 月新老划