

换股剑指高成长低估值

——基金 2007 年一季度投资组合分析

- 积极投资偏股型开放式基金一季度股票仓位稳中有升,剔除已分配收益后,封闭式基金平均股票仓位水平在 80%左右,维持满仓水平。高仓位下基金手中资金头寸合计约 900 亿元,其中可入市资金仅约为 400 亿元。
- 金融保险、金属非金属、机械仪器仪表、食品饮料、批发零售和房地产等仍是基金重仓的前六大行业,但基金投资的个性化愈加明显,貌似“共识”下面同样存在相当的“分歧”。
- 基金一季度换股频繁,换股重点选择成长性突出的小盘股和估值水平相对较低的价值类股票。

□国金证券研究所基金分析部

一、股票仓位稳中有升,大基金、新基金 3 月份快速加仓

随着基金规模的迅速扩张,基金持股比例占 A 股市场流通市值 2007 年以来维持在 20%左右。在此背景下,在一季度震荡上扬的行情中,每一次宽幅震荡都会带来关于“基金是否减仓”的讨论。基金一季度投资组合给了我们印证的机会。考虑到基金规模对基金操作行为的影响,我们在分析中对 100 亿元以上和以下的基金进行了区分分析。

统计结果显示,积极投资偏股型开放式基金(股票型和混合型基金、剔除指数型基金)一季度股票仓位稳中有升,大基金、新基金在 3 月份进行了较为快速的加仓:

1、100 亿元以下规模基金中,积极投资股票型开放式基金股票仓位稳定在 85%以上,混合型开放式基金股票仓位则上升 3.81 个百分点,达到 76.36%的水平。不可比的“新”基金也是建仓迅速,100 亿元以下的不可比基金一季度股票仓位也达到 81%水平。

2、100 亿元以上基金产品由于规模因素,操作相对稳健一些,但一季度整体股票仓位水平也达到 76.92%的高水平。

二、行业投资趋于集中,大基金更注重行业选择

对比可比偏股型基金 2007 年一季度末与 2006 年四季度末的行业配置可以看到,基金行业配置总体格局继续不变,金融保险、金属非金属、机械仪器仪表、食品饮料、批发零售和房地产等仍是基金重仓的前六大行业。其中,可比偏股型基金一季度适当增持了机械仪器仪表、交通运输和石油化工等行业,而侧重减持了房地产、食品饮料及采掘业等行业。

对比各基金行业配置情况可以看到,基金整体重仓的金融保险、金属非金属、机械仪器仪表、房地产等行业同样是基金配置分歧最为突出的几个行业。在整个基金管理行业规模迅速扩张的情况下,基金投资的个性化也愈加明显,貌似“共识”下面同样存在相当的“分歧”。

另外值得关注的是,基金行业配置集中度则呈上升趋势,由四季度末的 39.94% 上升到 42.34%,基金行业选择倾向性有所增强。其中,对比不同规模基

金的行业选择情况(见表 3)我们发现,大基金行业配置集中度相对较高、且与行业市场权重(仅考察流通部分)之间的差异最大。这表明在规模增长下个股选择难度亦随之增加的同时,大基金更注重行业选择。

三、换股频繁,调仓剑指“高成长”、“低估值”两极

对基金重仓股的调整情况进行分析(见表 4)分析看到,在价格上涨阶段,基金换股操作相对频繁。在过去一年市场显著上涨的三个季度,基金重仓股留存度基本维持在 45%左右,明显低

于市场震荡整理时期(55%)以及此前弱市环境下约 60%的水平。但与在行业投资上趋于集中配置不同,在市场机会丰富、热点切换频繁的情况下,基金持股则略有分散。其中,申购/赎回操作频繁的开放式基金一季度末减持集中度较四季度末下降了 6.3 个百分点,封闭式基金持股集中度下降也有 3.6 个百分点。

一季度低价小盘股、题材股走势强劲,大盘指标股则略显沉寂。在此背景下,我们对可比的积极投资偏股型基金重仓股属性从以下几个角度进行了比较,以更好把握基金选股动向。结果如下:

1、从流通盘属性角度出发,将股票分为大盘股、中盘股和小盘股,其中按由大到小顺序将累计流通市值占市场总流通市值前 1/3 的股票定义为大盘股,后 1/3 的股票定义为小盘股,其余 1/3 为中盘股。季报显示,大盘股占基金重仓股比例一季度明显下降(10 个百分点),相应的对小盘股则进行了重点增持。

2、采用市净率(PB)指标我

们将股票划分为价值类个股和成长类个股。在剔除 ST 公司后,对于 PB 按由大到小排序前一半的股票定义为成长类股票,另一半定义为价值类股票。季报显示,基金一季度选股仍以成长性为主,但持有比例较四季度末下降了 6.2 个百分点,以钢铁、煤炭、化工等行业为代表低估值价值类股票引起了基金关注。

3、从上述两个方面的比较可以看到,基金一季度调仓呈现两个方向:一是坚持选择成长性突出的小盘股,通过业绩成长来“化解”高估值问题;二是选择估值相对较低的价值类股票,从而“回避”高估值问题。

4、另外,按照一季度末股票市场价格由高到低,将排序前 1/3 的股票定义为高价股,排序后 1/3 的股票定义为低价股,其余 1/3 的股票定义为中价股。季报显示,面对一季度低价股的活跃,基金保持了较为冷静态度,调整思路更多为从高价股向中价股微调(见表 5)。

(执笔:张剑辉、谷三剑、赵丽)

	100 亿元规模以下的可比老基金		其余基金	
	积极投资股票型	混合型	100 亿元以下不可比新基金	100 亿元以上基金
2007 年一季报 (%)	85.66	76.36	81.00	76.92
2006 年四季报 (%)	85.91	72.55	—	—
一季度仓位变化 (%)	-0.25	3.81	—	—
2月 27 日估算仓位 (%)	84.20	75.70	73.50	62.30

	2007 年上半年末到期	2007 年下半年—2008 年底到期	2008 年后到期	全部基金
	2007 年一季报 (%)	74.36	73.41	70.36
2006 年四季报 (%)	77.31	77.10	77.71	77.62
仓位变化 (%)	-2.95	-3.69	-7.35	-6.61

	100 亿元以上	50 亿元—100 亿元	10 亿元—50 亿元	10 亿元以下
	行业配置集中度 (%)	45.17	42.12	41.71
行业配置分歧 (%)	2.24	1.97	1.55	1.35

	2007 年一季度	2006 年四季度	2006 年三季度	2006 年二季度
	重仓股留存度 (%)	43.82	44.27	55.36
当期上证指数涨幅 (%)	19.01	52.67	4.80	28.80%

区分属性	2007 年一季度		2006 年四季度		变动	
	持有比例 (%)	股票数量	持有比例 (%)	股票数量	持有比例 (%)	股票数量
大盘股	41.75	28	51.94	22	-10.19	6
中盘股	14.88	67	12.23	51	2.65	16
小盘股	43.37	228	35.83	177	7.53	51
高价股	10.06	22	13.47	19	-3.41	3
中价股	85.99	280	83.96	215	2.03	65
低价股	3.96	21	2.57	16	1.39	5
成长股	78.48	181	84.67	168	-6.20	13
价值股	21.52	142	15.33	82	6.20	60

■信息评述

央行上调存款准备金率 0.5 个百分点

中国人民银行 4 月 29 日宣布,决定从 2007 年 5 月 15 日起上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。这是 2006 年以来的第 7 次上调,也是本年度的第 4 次上调。

中信证券:

上调存款准备金率可能会对经济和市场产生潜在影响,但具体影响力度还要取决于基础货币增速、货币乘数、央行票据操作和超额准备金率等诸多因素。而今年以来前 3 次上调存款准备金率并没有产生实际影响,主要原因在于超额准备金率较高(2006 年底超额准备金率 4.8%),这在相当程度上对冲了上调的可能影响。

但值得注意的是,历史上多次上调后,存款准备金率将从 2006 年 7 月份的 7.5% 上升到今年 5 月 15 日的 11%。而超额准备金率则相应下降,今年一季度下降到了 2.87%,对冲存款准备金率上调的“安全边际”逐步收窄。按照当前的调整速度,今年下半年存款准备金率将逐步逼近 10 年来高位(1989 年 9 月存款准备金率为 13%)。如果其他因素不变,超额准备金率的下降速度会加快,存款准备金率的政策效果会明显加强。

天相投顾:

存款准备金率上调频率明显加快,在此基础上再出重大紧缩政策可能性减小。而且该政策弱于预期,表明行政手段干预资产价格的可能性有所降低。我们认为此次上调存款准备金率的主要原因包括一季度外汇储备的快速增长、企业效益良好以及银行信贷扩张和投资反弹,但是手段偏温和。目前影响资产价格的还是居民储蓄“搬家”,其他紧缩政策对资产价格的影响相对有限。

展望未来,政府仍将加大紧缩流动性的力度,包括继续上调存款准备金率、成立外汇管理公司后发行特别国债、实行特别存款制度、加快出口退税改革等。由于物价走势还具有不确定性,连续加息的条件并不成熟。

国信证券:

我们认为此次可以视为是央行发出的对资产价格上涨过快的警示。每次提高 0.5 个百分点将冻结 1700 亿元,四次将冻结大约 7000 亿元。但是前三次由于超额存款准备金率达到了 4.8% 左右,因此前三次提高存款准备金率基本上只是商业银行将超额部分转入法定部分。

我们认为,除非 4 月份的 CPI 持续大幅度上拐,否则可以短时期内排除加息可能。从后续趋势看,持续的巨额贸易顺差将继续带来外汇占款投放的货币,流动性调控将成为常态。在央行保持目前的央票发行力度的同时,存款准备金率上调还将作为重要手段。这主要是由于商业银行的超额存款准备金率下降到正常水平时,上调存款准备金率将逐步发挥累计“巨斧”作用。

根据过去 6 次的实际经验,我们认为此次提高存款准备金率对股市的影响也将十分有限,市场将再现“免疫力”。

长江证券:

1、商业银行在今年一季度表现出强烈放贷冲动,上市银行的一季度业绩也都出现超出预期增长。我们预计,这种情况将随着央行调控政策和商业银行信贷冲动的逐步减弱而有所改变,全年贷款增速将保持在 15% 左右。

2、从微观角度分析,如果不考虑其他因素,由于法定存款准备金利率低于银行贷款或者债

东方证券:

过度增长的信贷规模和毫不减缓的贸易顺差让央行面临治理流动性的难题。央行调控目标锁定商业银行的资产扩张能力,而调控措施的边际效应正逐步增大,此次存款准备金调升的效果更加明显。4 月份,货币市场利率接连攀升,从月初 2% 的较低水平到月底 4.4% 的近三年回购利率的高点,其原因既有资金供给与商业银行资金运转紧张的原因,也有资金需求方旺盛需求的原因,这种货币供求的低利率平衡局面的改变说明了货币调控效果已然有所显现。商业银行超额准备金率虽然在法定存款准备金率接连上调的逼压下趋小,但商业银行整体资产仍然保持很好的流动性,信贷投放基础仍然较大,未来法定存款准备金率的调升空间仍然存在,央行针对商业银行信贷投放情况可能继续提高法定存款准备金率至 12% 的水平。

申银万国:

在国际收支顺差持续的情况下,回收过剩流动性依然是央行主要目标,央行将加大公开市场操作以及引进货币掉期工具等继续保持利率水平稳定。后续继续回收过剩流动性,我们预计 7 月份央行可能再上调存款准备金率。随着过剩流动性一定程度上得到合理回收,利率政策调节作用将不断增强。在物价温和上升以及股票市场持续高涨情况下,可能会是利率政策的敏感点。

平安证券:

本次调整后直接冻结资金约 1770 亿元,这是今年第四次上调存款准备金率,仍然是央行继续加强流动性管理方针的体现。一季度贸易顺差比去年同期翻番,新增信贷已达到去年全年的 45%,显示资金充裕带来的投资冲动大,带来的通胀压力不断提高。今年前三次上调存款准备金率和 1-4 月的公开市场

广发证券:

本次存款准备金率调整的主要目的是加强银行体系流动性管理,引导货币信贷合理增长。我们注意到上次给出了控制流动性的目标为“保持流动性水平基本适度”,关于贷款压力上次提法为“防止货币信贷过快增长,引导金融机构优化信贷结构”,央行给出的调整存款准备金率的理由变化不大,可见流动性问题已经成为一个常态化需要央行面对的问题。

中投证券:

外部货币冲击对超储率的影响较大,在外汇储备不断增加情况下,商业银行的超储率有可能反弹;另外,商业银行的超储率仍有下降空间,由于超储率的存在可以对冲央行的货币政策,央行日后仍会倾向超储准备金率。

券商研究机构对重点上市公司激进预测追踪

(4 月 23 日至 4 月 27 日)

股票代码	股票简称	机构名称	发布时间	机构评级	报告 EPS		一致预期 EPS		EPS 差异率	股票代码	股票简称	机构名称	发布时间	机构评级	报告 EPS		一致预期 EPS		EPS 差异率		
					2006E	2007E	2006E	2007E							2006E	2007E	2006E	2007E			
000063	中兴通讯	东方证券	4-26	买入	1.800	2.530	1.366	1.883	31.79	34.34	601628	中国人寿	中金公司	4-24	中性	0.870	1.210	0.812	1.050	7.11	15.24
000527	美的电器	中信证券	4-26	买入	1.740	2.090	1.037	1.302	67.81	60.49	600085	同仁堂	中银国际	4-24	优于大市	0.680	0.840	0.549	0.642	23.93	30.90
000527	美的电器	国信证券	4-26	推荐	1.370	1.830	1.037	1.302	32.13	40.52	600188	兖州煤业	中银国际	4-23	落后大市	0.573	0.756	0.492	0.556	16.55	35.89
000562	宏源证券	中金公司	4-26	无	0.720	0.910	0.633	0.870	13.68	4.60	600282	南钢股份	国信证券	4-23	推荐	1.035	1.341	0.691	0.910	49.78	47.36
000562	宏源证券	国泰君安	4-26	增持	0.880	1.080	0.633	0.870	38.95	24.14	600299	星新材料	中银国际	4-23	优于大市	1.171	1.596	1.137	1.528	3.00	4.45
600019	宝钢股份	国信证券	4-26	推荐	1.000	1.170	0.941	1.131	6.28	3.43	600320	振华港机	中银国际	4-23	同于大市	0.705	0.895	0.654	0.797	7.77	12.25
600019	宝钢股份	中金公司	4-26	推荐	1.000	1.150	0.941	1.131	6.28	1.67	600649	原水股份	招商证券	4-23	推荐	0.330	0.350	0.237	0.272	39.44	28.68
600060	海信电器	联合证券	4-26	增持	0.410	0.533	0.314	0.399	30.53	33.66	600655	豫园商城	兴业证券	4-23	推荐	1.260	0.910	1.093	0.913	15.29	-0.36
600299	星新材料	中金公司	4-26	审慎推荐	1.130	1.610	1.144	1.548	-1.19	4.00	000878	云南铜业	中投证券	4-23	推荐	1.970	2.210	1.502	1.850	31.12	19.46
600299	星新材料	东方证券	4-26	买入	1.150	1.600	1.144	1.548	0.56	3.36	002024	苏宁电器	招商证券	4-23	强烈推荐	0.837	1.319	0.780	1.113	7.24	18.50
601398	工商银行	海通证券	4-26	中性	0.210	0.280	0.178	0.232	18.02	20.50	601006	大秦铁路	中信证券	4-23	买入	0.462	0.700	0.432	0.549	7.03	27.57
601398	工商银行	中金公司	4-26	审慎推荐	0.200	0.260	0.178	0.232	12.40	11.89	000792	盐湖钾肥	中信建投	4-23	增持	1.610	2.140	1.296	1.536	24.19	39.31
600663	陆家嘴	东方证券	4-25	买入	0.404	0.483	0.346	0.369	16.72	30.72	000767	漳泽电力	华泰证券	4-23	推荐	0.470	0.540	0.412	0.474	13.94	14.01
000089	深圳机场	国泰君安	4-25	谨慎增持	0.360	0.410	0.341	0.397	5.48	3.16	600085	同仁堂	中银国际	4-23	优于大市	0.680	0.840	0.531	0.615	28.01	36.52
000021	长城开发	华泰证券	4-24	推荐	0.943	0.565	0.694	0.576	35.86	-1.93	000539	粤电力 A	中投证券	4-23	增持	0.377	0.485	0.347	0.461	8.67	5.27
000024	招商地产	国信证券	4-24	推荐	1.080	1.440	1.128	1.529	-4.25	-5.83	000400	许继电气	KGI	4-23	增持	0.590	0.850	0.478	0.630	23.39	34.97
000768	西飞国际	中金公司	4-24	中性	0.380	0.490	0.300	0.407	26.53	20.31	000401	冀东水泥	中信证券	4-23	买入	0.430	0.800	0.349	0.495	23.21	61.67
000858	五粮液	民族证券	4-24	增持	0.794	--	0.607	0.813	30.85	--	000021	长城开发	中金公司	4-23	中性	0.740	0.520	0.630	0.607	17.55	-14.36
601628	中国人寿	东方证券	4-24	买入	0.880	0.980	0.812	1.050	8.34	-6.66											

说明: 1)“激进预测”是指卖方机构的预测显著高于或低于市场一致预期水平的预测。由于业内沟通流畅对个股的预测理论上应该比较接近。只有在研究员拥有非对称信息或者对预测值非常自信的时候才会出现远超出一致预期水平的预测,因此这种股票值得特别关注。卖方研究显著高于一致预期,有可能提前预示股价波动,创造超额利润。

2)算法:总市值小于 20 亿,取净利润差异 20%以上,且净利润增加 1000 万以上;总市值大于 20 亿、小于 100 亿,取净利润差异 10%以上,且净利润增加 3000 万以上;总市值大于等于 100 亿、小于 500 亿,取净利润差异 8%以上,且净利润增加 5000 万以上;总市值大于等于 500 亿,取净利润差异 5%以上,且净利润增加 1 亿元以上。

(数据来源:上海朝阳永续 一致预期 www.go-goal.com)