

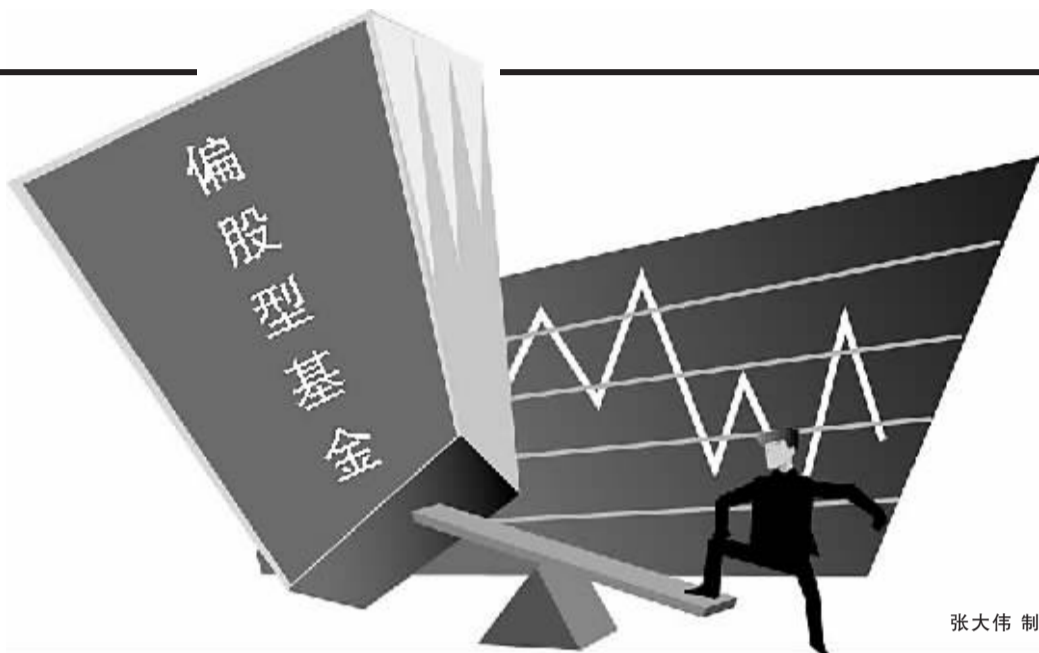
2007年下半年:偏股型基金王者归来

——2007年下半年基金市场分析报告

对于偏股型基金未来半年的预期收益率,我们认为从绝对估值来看,主要体现在两个方面:一是企业利润,二是市场的估值水平。截至7月12日,WIND统计,A股市场静态市盈率为50倍左右,而沪深300的静态市盈率为42倍。保守估计,假设市盈率维持不变,上市公司每股收益上升30%,市场将上涨30%,偏股型基金的股票仓位按80%计算,基金净值将有24%的上升空间。另外,随着基金行业业绩分化的加剧,“马太效应”将日益明显,基金行业的并购重组也将有望加速。

下半年市场环境的变化有利于基金投资理念的彰显,是十分适宜基金成长壮大的市场。我们有理由相信,随着下半年投资风向逐步回归到基本面上来,偏股型基金凭借其不断增长的规模、出众的投研能力,将为广大投资者带来净收益,乃至较为显著的超额收益,而不同基金之间的投资回报分化将继续拉大。

◎渤海证券 郭鹏



张大为 制图

偏股型基金业绩依然可期

对于2007年下半年,我们认为A股市场仍处于上升趋势之中,在资产注入、海外央企回归A股市场和股权激励等因素的刺激下,A股市场在总市值的提升上、行业分布的合理性上和盈利的增长上,都将发生极大的改观。从资产配置角度,我们认为,股票的投资价值仍将大大高于债券,因此,我们将重点推荐偏股型基金,包括开放式和封闭式两大类。

对于偏股型基金未来半年的预期收益率,我们认为从绝对估值来看,主要体现在两个方面:一是企业利润,二是市场的估值水平。对于企业的利润,我们认为会有三个影响因素:股改后机制变化带来的利润;资产注入带来的业绩增厚;宏观经济增长对上市公司盈利的影响。

我们发现,A股上市公司算术平均净利润水平近十七年来呈上升趋势。2001年以来,上市公司净利润呈逐级上升趋势,上市公司的利润增长保持了较为平稳的态势,并在2006年创出六年来的新高,每股收益达到0.24元。此外,由于很多上市公司当年都是从集团公司中剥离出来进行发行上市的,股改后市场结构的变化使得A股上市公司的质量改善具备

很大的动因,例如通过更多的资产重组、资产注入以及其他整体上市等行来优化现有上市公司的质量和资产结构。所有以上这些潜力正蕴含出A股市场所具有的巨大成长性价值。

从PE和PB来看,目前A股市场处在历史估值偏高的位置。目前的估值水平与2001-2002年的水平相当。因此,我们认为,市场整体估值已经进入较高区域。但是,考虑到以沪深300为代表的蓝筹股估值水平较为合理,加上人民币升值等因素有可能继续提升市场估值以及上市公司盈利状况依然可以持续,A股市场依然存在继续上涨的理由。

目前,A股市盈率为50倍左右,而沪深300的市盈率在42倍。保守估计,假设市盈率维持不变,上市公司每股收益上升30%,市场将上涨30%,偏股型基金的股票仓位按80%计算,基金净值将有24%的上升空间。

基金投资行为差异

在日益多元化的投资环境中,基金若要取得收益乃至超额收益,其行为必将是多元化的。

我们发现,在上半年市场的中,基金在大类资产配置上,自上而

下和自下而上的投资思路均有采用,而且,跟基金规模有很大关系。

尽管自上而下的投资思路有利于充分把握行业的特点,较好的规避行业风险而且逻辑清晰,但是,在后股权分置改革时代,并购重组会变得十分频繁,而且不单单局限在某几个行业之中,这就为基金投资的多元化提供了机会。

偏股型基金股票仓位变化与上证指数变化告诉我们,上证指数在2004年2季度大幅下跌,与此同时,股票型和混合型基金的股票仓位也出现大幅下跌,其中以混合型基金为甚,由2004年1季度的71.7%下降到46%;股票型基金的仓位由72.2%下降到59%,而封闭式基金由于受基金契约限制,在股票仓位调整上比较被动,因而仓位变动相对较小。自2004年2季度之后,尽管上证指数继续缓慢下跌,并于2005年2季度创出近五年的最低点,但开放式基金的股票仓位呈现明显上升倾向,股票型基金于2005年2季度升至74.5%的仓位,混合型基金升至60.4%的仓位。之后,随着上证指数连创新高,开放式基金的股票仓位也水涨船高,2007年1季报显示,股票型基金股票仓位为83.45%,混合型基金仓位为75.23%。

依据股票仓位的变化,我们认为,2004年2季度市场的大幅下跌与基金大幅抛售股票有较大关系,但随后,由于投资者热情被打消,尽管基金在陆续加仓股票,但市场仍处于下跌通道之中。另外,这一现象也反映出,基金作为机构来讲,在投资趋势的把握上能够先于市场一步,具有前瞻性。当上证指数自2005年下半年屡创新高以来,基金也是亦步亦趋,逐步增加股票配置,并同时注重对短期风险的控制。这一点,从2006年三季度基金下调股票仓位可见一斑。

创新型封基推出意义重大

封闭式基金的高折价一直是困扰封闭式基金发展的瓶颈,创新型封基在设计上将有所创新,以便解决原有封闭式基金存在的折价率较高、分红偏低等问题,从而推动封闭式基金整体的价值回归。但是,如果目前的封闭

式基金契约不做重大修改,原有封闭式基金将随着陆续到期,逐步在市场上消失,其折价率水平也只是会随着到期时间的日益临近而逐步下降,不过,这是个渐变过程,而非突变。

由于封闭式基金只能通过二级市场交易,因此,其流动性成为其区别于开放式基金投资特征的重要因素。我们发现,自2006年10月27日,封闭式大盘基金的周换手率发生了显著增加,并一直维持在5%以上的水平;封闭式小盘基金的周换手率的增加尽管不如大盘基金显著,但也有明显增加。换手率的增加表明投资者对封闭式基金投资兴趣的显著提升,流动性大大提高。我们还发现,大盘基金自2007年6月18日以来的一周,换手率达到了24.9%的最高水平,交易异常活跃。

封闭式基金与开放式基金在交易机制上的差异,导致了封闭式基金具有自身独特的投资特征,主要可以从以下两个方面来分析:

A、折价率因素

封闭式基金的折价问题被学术界称之为封闭式基金之谜。封闭式基金的折价是指封闭式基金在二级市场的交易价格低于基金净值,也就是说投资者可以通过二级市场买到比其净值低的基金。从动态上讲,分为四个过程:1、封闭式基金在上市后初期以高于基金净值的价格交易;2、上市后不久,基金二级市场价格开始低于基金净值;3、基金折价大幅波动;4、当基金清算或转为开放式时,折价便会缩小。折价率的计算是用基金市价除以基金净值,然后减1。目前,投资者对于封闭式基金折价率水平的看法与其存续期有很强的相关性。对于大盘封闭式基金,由于暂时不存在提前封转开的预期,因此目前折价率比较稳定;而对于小盘封闭式基金而言,陆续已经实现封转开的品种,均出现了折价率大幅下降的情形。随着时间缩短,假设折价率继续维持高位,则其到期价值不断提升;假设折价率伴随减小,则持有人获得折价率降低带来的收益空间。不论业绩表现好坏,封闭式基金折价水平完全由其折价率和剩余存续期体现,也就是说随着时间缩短,基金的折价率都有缩小

的内在要求。

我们假设投资者以2007年7月13日的收盘价买入基金,在当日基金净值不变的情况下持有到期,计算基金的年化隐含收益率。考虑到封转开的成本,我们按照净值的95%来计算。

由于封闭式小盘基金存续时间陆续到期,加之部分基金提前召开持有人大会商讨封转开事宜,截至7月13日,可交易的封闭式小盘基金仅为13只,大盘基金有26只。依据该指标,我们选取小盘基金中的裕华、汉鼎、融鑫和大盘基金中的天华、金泰、安信、裕阳、兴华。

B、收益率因素

随着2006年A股市场环境的向好,封闭式基金作为主要投资在A股市场领域的投资品种其收益价值不断提升,尤其体现在净值增长率的平稳上涨和分红能力的扩大。依据该指标,我们选取基金科汇、科翔、安顺、开元、天元、景阳、景宏、同益、普华、丰和和泰和。

依据以上指标,同时结合我们对基金公司投研水平和风险控制的研究,我们选取科汇、科翔、安顺、开元、丰和、泰和、同益和裕阳。

资产配置与操作策略

对于积极型、稳健型、保守型投资者在2007年下半年我们给出不同的资产配置建议。

积极型投资者可以大比例配置封闭式基金、开放式偏股类基金,小比例配置货币市场基金,在承担较大风险的情况下获取较高收益。

由于到期套利机会的存在,小盘封闭式基金宜采取到期前赎回兑现收益的策略,在折价率回归至5%左右时考虑减持;对于创新型封闭式基金的推出有可能降低封闭式基金整体的折价率水平,而截至7月13日封闭式大盘基金的整体折价率在24.34%的水平,因此,可以重点关注高折价率的基金。

对于开放式指数型基金可以适当采取波段操作,而对于股票型、混合型应当采取买入并持有策略。货币市场基金仅作为现金与流动性管理工具。

2007年下半年基金市场资产配置比例

	配置种类	配置比例	类型	配置比例
积极型	封闭式	20%	小盘基金	5%
			大盘基金	15%
	开放式偏股类	60%	股票型	35%
			混合型	20%
	货币基金	20%	指数型	5%
稳健型	封闭式	25%	小盘基金	15%
			大盘基金	10%
	开放式偏股类	45%	股票型	10%
			混合型	20%
	货币基金	30%	指数型	15%
保守型	封闭式	20%	小盘基金	10%
			大盘基金	10%
	开放式偏股类	30%	股票型	5%
			混合型	15%
	货币基金	50%	指数型	10%