

以“优势企业+大市值”为投资取向

——基金三季度持股结构分析及投资组合推荐

◎天相投顾

近几个月以来,市场行情一直围绕着大盘价值股展开,并显示出强者恒强的特征。这种思路是基于在牛市中,牛市中的震荡洗礼使得资金更多的以基金方式进入市场,而机构投资者的大发展将驱动对于大盘价值股的强烈需求。

根据基金已经公布的三季报,我们对这种现象加以进一步的跟踪和分析,并结合基金三季度的持仓状况与相对变化进行分析,并对下一步行情的影响给出判断。

一、基金和大盘股双向扩容下的深刻变局

按照天相投资分析系统的统计,57家基金管理公司旗下共334家基金三季报数据显示,2007年三季度基金总体规模再一次大幅增加,基金总份额又较二季度增长了51%,由二季度的1.19万亿份增加到三季度的1.79万亿份。而从基金管理的资产规模来看,截止到三季报末,基金资产净值已经达到了3万亿元,相比2006年初初3600多亿元的资产规模,在短短的一年多时间里基金资产规模扩张了8倍之多,基金业伴随着这轮牛市获得了史无前例的大发展。

再从基金对市场的影响来看,三季度末基金持股市值已经占到A股市场流通市值的28%(见图一),话语权进一步提高。A股市场的主导力量已经发生了质的改变,从曾经的散户为主到现在以机构占主导地位。在这种力量对比转换下,市场也反映出与之相对应的特征。5·30之后,这种分化程度十分剧烈,大盘股涨幅在50%以上,而小盘股涨幅不到10%,甚至还有亏损(见图二)。在过去5个月的时间里,如果简单的依据板块轮动策略,选择所谓超跌小盘绩差股将不得不面对指数飞涨而无法获益的困局。

A股目前这种投资者机构化进程显然正深刻的改变这个市场,在成熟市场中,交易活跃的就是少部分大盘价值股,而很多股票的交易非常清淡。这也将是A股市场未来的趋势,尽管在这个过程中可能还需要多次的反复洗礼。

除了投资者机构化导致大盘价值股的需求强劲之外,A股的市场结构也正经历显著的变化。近两年,大盘股不断上市,由于这些大盘股

的行业地位使得它们成为机构必须配置的品种,从而对其它股票形成了一定的挤出效应。此外,股指期货推出预期、央企整合的大背景也都会使得大盘股拥有独特的优质地位,从而能够获得一定的溢价。只要这些因素仍然存在,那么可以认为对大盘价值股的需求就不会结束。

当前基金和大盘股的双向扩容,正使得A股市场呈现出股改以后又一个深刻变局,它显然会长远的改变我们的投资策略。在这个大背景下,我们所提出的中国“漂亮50”将会是得到延续的一个现象。当我们看到这些因素,并意识到这种因素将进一步影响投资者的基本决策时,作出策略上的调整就应该是必需的,否则将不得不面对看指数“飞涨”而很难获利的结果。因此,优势企业+大市值”就应当作为未来投资的基本取向。

二、基金仓位增减带来一定调整压力

根据天相投资分析系统的统计,二季度偏股型基金的总体股票仓位为78.36%,三季度末为80.15%,仓位有所提升,其中,股票型开放式基金仓位达到83.87%。在总体仓位上升的同时,不同基金之间呈现出在仓位增减上的分化,显示出分歧开始加大。

从基金对后市的判断来看,在市场不断创出新高背景下开始有所谨慎,担忧的因素主要集中在宏观面、资金面、估值等。但同时,对于整个牛市大趋势的判断还是比较的一致。因此,在这种情况下,基金有理由在股市处于高位时降低一定的仓位以规避风险,从而使得股市出现一定的回调。而对于已经提前降低仓位的基金,在股市回调过程中寻找符合配置要求的品种,以获得未来上涨收益。正是基于牛市大趋势未变的判断,这种调仓压力只是消化分歧,而不会产生趋势性的影响。

由于支持牛市的基本因素仍然没有改变投资者的基本预期,我们认为沪深股市仍然没有进入中期调整,当前处于上涨趋势中的合理休整阶段,上证指数基本可以在5200-5300点之间得到新的支撑和企稳。

三、三季度基金大举增仓金融、金属、采掘业

基金在三季度大举增仓金融、保险、钢铁、有色金属和煤炭行业,对交通运输中的航空、航运也有一

定的增持,这些行业都取得了超越指数的收益(上证指数三季度上涨了45.32%)。而其它行业在基金资产配置中的比例都出现了下降,其中下降最为明显的是机械、医药、食品饮料、批发零售和化工行业,这些行业在三季度的表现都要弱于大盘。

行业配置变化也体现出集中的过程,基金集中增持的行业都属于增长比较明确,同时市值也比较大的行业,而其它较小的行业则由于挤出效应比例有所降低。由于A股市场的行业结构仍然在发生比较大的变化,如中国石油、中国神华等大盘股的上市将明显提升采掘业的地位,因此基金的行业配置仍然会处于适应调整的过程。我们结合A股目前流通市值的行业结构,来看未来基金在行业配置上可能发生的变化(见表一)。从三季度持仓与三季度末市场行业结构对比来看,金融、采掘业、房地产业属于超配行业,由于这些行业较快的利润增长和

未来新股上市,配置比例有望继续提升。从10月份来看,这些行业在A股流通市值中的比例都有相应的提升。而机械、交通运输、食品饮料、电力等行业,与A股流通市值行业比例相比,基金行业配置较低,从基本面来看行业增长预期还是比较稳定的,因此基金有提升这些行业配置比例的需求。

四、“优势企业+大市值”的基本取向

在基金前20大重仓股中,占据前几位的仍然是金融类个股,银行、证券、保险都位列其中。钢铁股的地位获得抬高,宝钢、武钢排名都有所上升,唐钢股份也是首次进入到前20大的排名。由于二季度钢铁行业配置过低,因此三季度资金重新流入钢铁股。

央企整合概念在三季度市场估值较高背景下,重新获得了关注,大秦铁路、中国船舶、中国远洋都挤入了前20大。另外,资源类公司也获得了市场的较多关注,煤炭业的西

山煤电、有色金属业的云南铜业都新进入了基金重仓股的前20大。

在三季度基金新增仓最多的前20只股票中,钢铁股是新增最多的,主要是一些中小钢铁股。同时属于央企整合主题的个股也被重点关注,上海能源、国电电力、国投电力、五矿发展、中国玻纤、中铁二局都是央企旗下的上市公司。作为长期的主题投资策略,我们一直强调在未来两三年中,这种机会将是系统性的,因此这些个股可以作为较长时间配置的品种,因为一旦整合将给投资者带来足够的收益补偿。

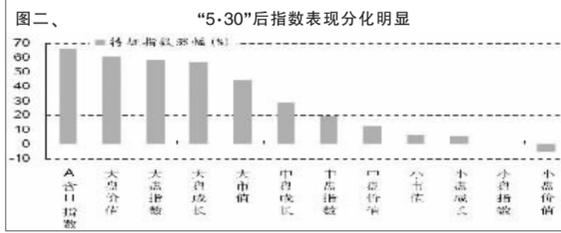
由于当前股市处于较高的估值水平,同时经过持续上涨累积的风险也在进一步加剧。在这种情况下,既要为所投资的股票提供好的安全边际,同时更需要具有更高的流动性支持,这是投资者必需作出的策略考虑。为此,我们提出“优势企业+大市值”的基本策略,按照上述标准建议投资者重点关注14只股票(见表二)。(执笔:仇彦英、徐炜)

表一、基金行业配置结构与A股流通市值行业结构对比

行业	行业配置比例 (%)	A股流通市值行业结构 (%)		
		10月29日	9月30日	6月30日
金融、保险业	16.99	18.95	15.87	13.91
金属、非金属	12.20	11.74	12.56	10.99
机械、设备、仪表	8.43	9.91	10.96	11.74
房地产业	6.90	6.85	6.45	6.20
采掘业	6.39	7.61	4.98	3.55
交通运输、仓储业	5.74	6.77	6.38	6.48
批发和零售贸易	4.41	4.71	5.23	5.45
食品、饮料	3.67	4.05	4.07	4.81
石油、化学、塑胶、塑料	3.63	5.15	5.75	6.07
信息技术业	2.20	3.64	3.92	4.56
电力、煤气、及水生产和供应业	2.04	5.03	5.47	5.63
医药、生物制品	1.96	3.30	3.78	4.26
社会服务业	1.39	1.92	2.24	2.40
造纸、印刷	0.76	0.80	1.00	1.02
建筑业	0.68	1.20	1.31	1.41
综合类	0.67	3.04	3.69	4.22
传播与文化产业	0.67	0.42	0.53	0.58
电子	0.47	1.47	1.74	1.98
农、林、牧、渔业	0.43	0.97	1.15	1.22
其他制造业	0.19	0.58	0.67	0.72
纺织、服装、皮毛	0.17	1.81	2.14	2.62
木材、家具	0.13	0.09	0.12	0.16

表二、“优势企业+大市值”组合

股票代码	股票简称	投资评级	每股收益(元)				三年复合增长率(%)
			2006	2007E	2008E	2009E	
600050	中国联通	增持	0.17	0.20	0.29	0.36	27.44
601111	中国航空	增持	0.26	0.31	0.55	0.75	42.01
601006	大秦铁路	增持	0.34	0.46	0.61	0.67	25.55
600030	中信证券	增持	0.72	2.35	2.85	3.67	72.53
600036	招商银行	买入	0.48	0.85	1.27	1.68	51.35
601939	建设银行	买入	0.20	0.29	0.41	0.52	37.75
601328	交通银行	增持	0.26	0.41	0.60	0.75	42.83
601600	中国铝业	增持	0.88	0.89	0.98	1.28	13.35
601088	中国神华	暂无	0.83	1.04	1.34	1.59	24.33
600900	长江电力	增持	0.38	0.54	0.65	0.62	17.51
600019	宝钢股份	买入	0.74	0.96	1.18	1.35	22.03
600028	中国石化	增持	0.58	0.82	1.05	1.33	31.70
601808	中海油服	暂无	0.25	0.41	0.58	0.74	43.50
000002	万科A	增持	0.31	0.63	0.90	1.35	62.86



券商研究机构评级目标涨幅巨大品种追踪

(统计日:11月7日-11月14日)

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价	11.14收盘价	目标涨幅 (%)	2007报告预期		2008报告预期		2007一致预期		2008一致预期	
								EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE
600005	武钢股份	兴业证券	推荐	11-13	24	15.53	54.54	0.88	17.648	1.26	12.325	0.87	16.88	1.174	12.508
600100	同方股份	长江证券	推荐	11-13	45	32.26	39.49	0.63	51.206	1	32.26	0.626	52.127	0.916	35.628
600089	特变电工	国信证券	推荐	11-13	30	21.92	36.86	0.45	48.711	0.61	35.934	0.511	40.152	0.706	29.054
600082	海泰发展	兴业证券	推荐	11-8	18.9	14.35	31.71	0.2	71.75	0.42	34.167	0.2	70.45	0.42	33.548
600036	招商银行	国信证券	推荐	11-12	53	41.61	27.37	0.96	43.344	1.6	26.006	0.923	43.38	1.417	28.251
600028	中国石化	东方证券	买入	11-7	30	23.9	25.52	0.76	31.447	1	23.9	0.742	31.008	0.958	24.026
600050	中国联通	东方证券	增持	11-7	11.25	9.16	22.82	0.205	44.683	0.292	31.37	0.218	39.664	0.278	31.089

说明: 1)“目标涨幅巨大”最直观地表达了研究员对企业的估价认识,目标价与现价差异也从侧面代表了研究员对股票的认可程度和自信程度。目标价取自各卖方机构的研究报告数据。 2)以上研究成果只反映卖方机构研究员的认识,并不代表市场以及买方机构投资者的观点,在应用时应考虑到研究者和投资者思维的差异性,同时也需要注意区分研究员的研究水平、注意卖方机构观点出其后市场的反应情况等。因此,我们同时给出一致预期数据,这一更能代表市场平均预测水平的指标,将对您的投资提供新的依据。(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.go-goal.com)

■信息评述

10月房价涨幅创两年新高

据国家发展改革委、国家统计局调查显示,2007年10月,全国70个大中城市房屋销售价格同比上涨9.5%,涨幅比上月高0.6个百分点;环比上涨1.6%,涨幅比上月低0.1个百分点。

申银万国:

大中城市房屋销售价格继续大幅攀升,尤其是很多中西部二线城市房价大幅上升,使得房价上涨有了“纵深”,从而使得这场“战争”的持久性更加明显。由于没有进行细致研究,具体情况我们目前尚不方便多加评论,但是我们认为,以下几个问题是值得投资者思考的。

房价上涨的动力在哪里?城市化固然是目前的一个基本趋势,但是在很多地方,主动的城市化进程并不快。就是说,在城市化过程中住房的有效需求并没有同步放大。虽然没有确切的数据,但是有很多研究显示,目前农民进城过程并不稳定。土地供应紧张或许也是一个原因,但是对于广大的中西部二线城市而言,比如宜昌,土地供应是否非常紧张?到目前为止,我们更加愿意相信,这些城市的土地供应还是比较宽松的。另外,居民收入增长是否能够支撑如此高的房价?这个问题有争议,但是没有人能够给出一个十分肯定的答案。如果说,刚性需求并不足以支撑房价如此上涨,原因在哪里呢?资金?政府?泡沫?

政府调控为什么不起作用?政府虽然不能妨碍市场运行,不能违背市场规律,但是在中国目前背景下,我更愿意相信政府的能力。如果调控没有效果,一定是政策制定有问题或者实施有问题。

房地产商有没有暴利?这个问题似乎摆不上台面,但是很重要。现在看来,利润是很高的,这样的话,暴利为什么能够持续?垄断?房地产的进入门槛非常高?对于二线城市而言,可能并非如此。

二线城市上涨,是不是“补涨”的结果?如果是,是不是意味着房地产市场的“估值水平”也在迅速提高?如果估值水平的提高与目前的资金富裕密切相关,那么,这种上涨是否可以持久?

房价上涨对投资、对消费、对企业利润、对收入分配会造成什么影响?是否会挤出消费?是否会导致投资的高速增长?是否会导致金融系统风险增加?

10月份社会消费品零售数据公布

国家统计局14日公布了10月份社会消费品零售数据,10月份,社会消费品零售8263亿元,同比增长18.1%,较上个月多增1.1个百分点;扣除价格因素,同比增长12.2%,较上月多增0.7个百分点。

中信证券:

收入预期向好为消费提供了坚实基础,而消费方式便利化和消费观念现代化成为收入之外的消费刺激因素。央行调查数据显示,我国城镇居民的收入满意度稳步提高,良好的收入预期将刺激居民的当期消费。这背后主要来自于三方面原因。首先,宏观经济连续数年快速发展,近年劳动力工资增长较快,居民财富积累也逐年增多。其次,国家在社保、医疗等方面持续加大投入,减少居民负担,这使得居民的预防性储蓄倾向降低,而消费倾向提高。十七大报告突出强调“民生”问题,来自国家的转移性收入在未来有望显著增加。第三,资产价格上升导致的财富效应,农产品涨价所带来的农民增收,都为居民扩大消费提供了基础。

从行业来看,服装和汽车消费较为景气,这改变着零售结构。值得注意的是,两类终端零售价格同比下降的行业,服装和汽车的名义零售额都增长较快,这说明这两类行业的销售数量增长更快。由于激烈竞争,服装和汽车企业的盈利对产量依赖性较大。居民消费结构也在改变,这表现在烟酒零售总额增速放缓,占比也在下降。中国的烟酒零售总额与汽车相当,高于服装,但这种格局正在改变。

安信证券:

这显示居民收入的持续加速增长仍然在继续推动消费增长的加速,这也与CPI中显示的低端劳动力工资不断上涨相一致。

从细项数据来看,“吃、穿、用”三项中,尽管食品价格在各类消费品价格中上涨最快,但与“吃”相关产品消费额增长较上月有所下降;而“穿”服装鞋帽纺织品类相关的消费增长加速最快,同比增长32.6%,较前三季度多增7.9个百分点。考虑10月份衣着类CPI同比下降1.3%,因此消费加速更多的可能与实际消费加速相关。此外,汽车类产品消费增长仍然保持较高水平,家具类、建筑装饰材料类消费在三季度增长有所放缓之后重新开始加速,这些现象显示与住房和汽车相关的消费加速过程仍然在继续,其占居民消费总支出的占比也将继续增长。

国联证券:

目前来看,对于宏观经济的调控取得初步成效,消费对于经济的拉动作用在加大,如果这个趋势持续,经济对于投资和出口的依赖性将降低,经济的增长质量将得到优化,相应地其增长周期也能够得到拉长。我们看好消费品行业中的优质公司,虽然它们今年表现都非常一般,但厚积薄发,如果用更长的周期来衡量收益率,它们未必落后。

中国首个排污权交易平台成立

中国第一个排污权交易平台日前在浙江省嘉兴市揭牌成立,排污权转让有了专门的二级市场。

海通证券:

嘉兴市排污权储备交易中心的建立,终结了企业通过行政许可可无偿获得排污指标的历史,往后任何市场主体新增的排污权必须通过中心交易获得。这也意味着中国的排污权有偿转让开始从单个企业行为向规模化、制度化迈进。不过目前国家还没有完善的法律法规来明确排污权交易行为,规定排污权交易市场的建立方式、确立交易规则和管理机构,中国的排污权交易尚需进一步完善政策和法律体系。