凯石工场
V.Stone Works

凯石工场研究报告

2014年7月29日

2014年8月偏股基金产品投资策略

双线调整，注重择时

郭佳楠 基金分析师

导语

- 7月市场风格转换引人关注，中报业绩增速放缓触发创业板阶段性调整，与此同时大盘蓝筹则在并购重组、国企改革、沪港通等政策改革激励下打破沉寂，稳步上行。向前看，伴随稳增长政策逐步得到落实、经济企稳态势渐显、流动性总体维持总体偏松格局，短期市场关注重或仍将以受益政策红利的主题板块为主，风格上兼具估值优势与政策利好的价值股更具比较优势，而中创板块在加速回调探底的过程中存在反弹需求，但整体来看其估值风险有待进一步释放。从风险的角度考虑，风格的确立转换有赖于市场资金面的进一步支持，尤其是对于大盘价值股而言，在悸动之后，市场做多热情的提升能否吸更多增量资金持续进场，引打破前期存量资金博弈为主的格局是本轮行情得以巩固延续的关键。

- 我们在前期发布的下半年公募基金投资策略中认为“下半年A股市场结构性机会及阶段性机会预计较上半年有所提升。但市场系统性机会有限，以创业板为代表的成长股在局部估值压力方面并不轻松，主板市场在估值支撑下，向下波动空间不大。基金投资应把握市场脉络，从宏观、中观、微观三个层面把握投资机会的变化。”具体到8月，我们认为基金组合配置可从以下几个方向进行布局调整：首先，大类配置稳健为先，适度提升权益类资产配比，加仓方向以大盘价值方向为主；其次在风格轮动、主题兴起的背景下，注重对基金择时能力的考察；第三围绕估值+业绩两条主线进行组合调整，适度关注具备安全边际的价值型产品以及重配业绩增长较为确定的消费、公共服务板块产品。另外可结合自身组合情况与风险承受能力对涉及国企改革、城镇化、节能环保、新能源等领域的主题性产品予以选择性搭配。对于组合中成长风格突出的基金产品，建议投资者重点甄别，保留选股能力突出的品种，以待风险释放后的反击机会，并合理把控组合整体价值\成长资产配比。

凯石工场移动平台：

官方微博：
凯石财富工场

官方微信：
凯石财富知音订阅号

国内市场：微刺激助力经济企稳，改革释放红利效应

微刺激效用渐显，宏观经济有所企稳

- 最新公布的宏观经济数据显示在多项微刺激政策合力下，经济运行短期呈现企稳迹象。今年上半年我国GDP同比增长7.4%，其中二季度同比增长7.5%，相较一季度的7.4%小幅提升。从结构上来看，第一产业、第二产业、第三产业上半年增速分别为3.9%、7.4%和8.0%，其中服务业同比增速连续八个季度超过制造业，成为转型背景下经济增长的稳定器及重要引擎。

- 从拉动经济增长的三驾马车来看，投资方面，今年前6个月固定资产投资累计同比增速为17.3%，较1-5月微幅回升0.1个百分点。1-6月房地产开发同比增长14.1%，增幅较前5月回落0.6个百分点，地产投资继续呈现下滑态势。1-6月基建投资增速为25.1%，环比回升0.1个百分点，其中铁路运输业投资环比增速提升最为明显。此外，上半年制造业投资同比增长12.8%，环比回升0.6个百分点。总体来看，在一系列稳增长的政策刺激作用下基建投资发力上行，一定程度缓解地产投资放缓造成的负面影响，而制造业投资的环比回升也释放出短期企稳转暖迹象。消费方面，6月社会消费品零售总额同比增长12.1%，环比回落0.1个百分点，总体保持平稳态势。外贸数据方面，6月我国出口同比增长7.2%，虽低于市场预期，但在发达经济体复

苏背景下，外需转暖格局未有较大变化。值得注意的是，受基数效应影响 6 月进口同比增长 5.5%，但环比增速有所下滑，显示出内需仍然相对疲弱，现阶段经济企稳更多的是依赖政策刺激以及外需转暖，内生动力略显不足，其持续性尚待考验。

货币供应快速回升，市场流动性相对宽裕

- 6 月广义货币 M2 余额 120.96 万亿元，同比增长 14.7%，增速分别比上月末和去年末高 1.3 个和 1.1 个百分点；狭义货币(M1)余额 34.15 万亿元,同比增长 8.9%，增速比上月末高 3.2 个百分点，比去年末低 0.4 个百分点。信贷数据方面，6 月新增人民币贷款 1.08 万亿元，同比多增 2165 亿元，环比增加 2092 亿元，超越市场预期，其中企业部门中反应短期融资需求的短贷和票据新增 4325 亿，同比增加 1262 亿，而企业新增中长期贷款稳中有降，环比有所回落。此外，居民新增贷款 3576 亿元，总体保持稳定。与此同时，受贷款、未贴现票据以及债券大幅增长影响，6 月社会融资总量较上月激增 5655 亿元，至 1.97 万亿元。

- 总体来看 6 月货币供应量与融资规模均出现明显增长，央行定向宽松效果显现，前期多项稳增长举措逐步得到落实并获得资金面支持，有利于宏观经济短期企稳。在此背景下，市场流动性相对宽裕，未出现去年年中“钱荒”局面。向前看，货币超增支持下的经济企稳在效力上仍待进一步确认，此外分项数据也显示当前信贷及存款存在一定结构性问题，短期货币政策或将进入观望期，但总体而言为确保全年经济增长目标的实现，下半年“偏松”仍为主基调，而央行则可能倾向采用多元化货币工具来实现定向精准调控。

改革稳步深化，进一步释放红利效应

在经济结构调整的背景下，改革的不断深入也市场注入更多热点与活力。

- 国企改革获重大突破。本月中旬，国资委正式公布国资“四项改革”试点方案，内容包括中央企业改组国有资本投资公司试点；中央企业发展混合所有制经济试点；中央企业董事会行使高级管理人员选聘、业绩考核和薪酬管理职权试点；向中央企业派驻纪检组试点。同时选定包括国家开发投资公司、中粮集团、中国医药集团总公司、中国建筑材料集团有限公司、中国节能环保集团公司、新兴际华集团有限公司在内的 6 家央企作为改革试点企业。“四项改革”试点内容的推出标志着国企改革进程提速，未来有望通过引入民资发展混合所有制、加大垄断领域的改革及开放力度、完善公司治理结构、建立健全激励监督机制，双向激活民营及国有资本发展潜力。而首批参与试点的企业，在探索总结经验的同时，也有望以点带面，发挥示范性作用，使得改革取得实质性推进。

- 沪港通业务渐行渐近。上周证监会表示沪港通相关配套文件盒业务规则将于近期发布实施，并计划分别于 8 月底、9 月中旬进行两次全网测试，按照此前联合公告中的时间安排，推出时间将在 10 月 10 日前后。沪港通业务的开放有利于增强内地与香港资本市场间的互联互通，并催生出 AH 股套利、蓝筹股估值修复、两市稀缺板块等相关投资机会。

- 并购重组征求意见稿推出。7 月 11 日中国证监会就修订《上市公司重大资产重组管理办法》、《上市公司收购管理办法》向社会公开征求意见。总体来看，新版并购重组征求意见稿以提高审批效率和放松定价管制为突破重点，体现了市场化监管的理念，此次扫清制度性障碍将有助于并购重组进入一轮加速周期，从而有效拓宽实体经济的融资渠道，激活相关投资主题市场表现。

基金二季报扫描：维持谨慎操作，显著增持金融

- 根据最新披露的基金二季报显示，二季度公募基金依旧持相对谨慎的操作态度，可比开放式偏股基金平均股票仓位为 78.14%，较一季末小幅下降 0.84 个百分点，但整体变动幅度有限。其中股票型基金平均仓位为 83.82%，环比小幅上升 0.09 个百分点，混合型基金平均仓位为 70.25%，小幅下降 1.95 个百分点。

- 从行业配置的角度来看，金融业、农林牧渔、文体娱乐为基金增持的前三大行业，其中金融业环比增幅最为显著；与此同时制造业、房地产、批发和零售减持幅度居前。从重仓股的调整情况来看，基金在二季度的最大动作是对一些基本面发生变化的核心重仓股大幅减持，伊利股份首当其冲，被减持幅度最大，重仓该股的基金数量大幅下降。与此同时，基金对华策影视、长安汽车、康得新和中国平安增持力度居前。另外，各家基金公司的头号重仓股分布较为分散，凸显出基金投资风格的多样化和对市场机会的明显分歧。

- 在对后市投资机会的判断把握，多数基金经理表示政策托底背景下宏观经济有望短期企稳，但复苏力度仍面临诸多因素考验，此外受制于中长期经济增长困局，未来市场仍将以结构性行情为主。其中新兴产业成长股短期面临业绩估值匹配风险，但中长期发展前景仍受到业内广泛认可；而具有业绩防御性的消费内需板块已具备一定估值优势，亦获得较多肯定；此外，部分基金经理认为伴随政策利好以及市场环境的改善短期低估值价值股将有所表现。

蓝筹起舞成长暂歇，把握主题投资浪潮

- 7 月市场风格转换引人关注，中报业绩增速放缓触发创业板阶段性调整，与此同时大盘蓝筹则在并购重组、国企改革、沪港通等政策改革激励下打破沉寂，稳步上行，而在当前市场主要依靠存量资金的结构背景下，大盘蓝筹的发力进一步加速小盘成长股下探。

- 向前看，稳增长政策逐步得到落实、经济企稳态势渐显、流动性总体维持总体偏松格局，短期市场关注重或仍将以受益政策红利的主题板块为主，风格上兼具估值优势与政策利好的价值股具备比较优势，而中创板块在加速回调探底的过程中存在技术性反弹要求，但整体来看其估值风险有待进一步释放。从风险的角度考虑，风格的确立转换有赖于市场资金面的进一步支持，尤其是对于大盘价值股而言，在悸动之后，市场做多热情的提升能否吸更多增量资金持续进场，引打破前期存量资金博弈为主的格局是本轮行情得以巩固延续的关键。

8 月基金配置策略：双线调整，注重择时

- 我们在前期发布的下半年公募基金投资策略中认为“下半年 A 股市场结构性机会及阶段性机会预计较上半年有所提升。但市场系统性机会有限，以创业板为代表的成长股在局部估值压力方面并不轻松，主板市场在估值支撑下，向下波动空间不大。基金投资应把握市场脉络，从宏观、中观、微观三个层面把握投资机会的变化“具体到 8 月，我们认为基金组合配置可从以下几个方向进行布局调整:

大类配置稳健为先，适度提升权益类资产配比

- 在经济企稳信号显现、流动性相对宽裕的背景下，短期国内市场股票等风险类资产吸引力相较前期有所增强，但依然面临局部估值风险释放、入市资金增量有限等因素考验。因此大类资产配置层面宜稳健为先，一方面通过债券、QDII 与偏股产品间的有效搭配实现风险收益配比的优化，另一方面坚持以仓位水平适中、行业配置相对均衡、长期业绩优异、投资管理能力较强的平衡风格基金作为核心配置品种，如诺安灵活配置、富国天成红利。此外，如上文所述考虑到 A 股主板市场积极因素正逐渐聚集，积极型投资者可逢低适度提升偏股类产品配置比例，方向以大盘价值风格为主，增强组合收益性；稳健投资者可选择待风格转换信号更为明确后，逐步加仓偏股类产品。

风格轮动、主题兴起，注重基金择时能力

- 2014 年在微刺激政策托底、各项改革稳步推进背景下，主题投资焕发活力。从总体上来看，市场主题板块的兴起或调整大都以频繁、脉冲式的特征呈现，由此带来板块轮动节奏加快，考验基金经理择时判断能力。从近期的市场表现来看，以创业板为代表的成长股受业绩增速放缓影响遭遇“成长的烦恼”，而大盘蓝筹则在国企改革、沪港通等政策利好下重新焕发活力。风格切换过程中，短期大部分基金业绩面临大洗牌式调整，而那些择时能力出众、对于市场热点转换及风格轮动把控能力较强、预判性良好的基金经理可通过顺势、及时的调仓操作控制风险、净值表现率先企稳，并在配置的调整切换中积累

起较为可观的超额收益。综合来看，主题投资、风格轮动仍是当前 A 股市场主要的运行特征，在此背景下，基金选择宜优先考虑择时能力较为突出的基金经理所管理的产品。

围绕估值+业绩两条主线调整，兼顾主题性机会

- 从偏股基金组合行业配置的角度来看，以金融地产为代表的低估值板块一方面具备较高的安全边际，向下空间有限；另一方面在沪港通政策利好、行业基本面边际改善等因素影响下具备估值修复动力，成为引领市场风格转换的重要引擎。我们预计近期大盘蓝筹股估值修复行情仍具备一定的延续性，建议投资者可提升对于价值型产品的关注度，主动管理型产品如博时主题行业、汇添富价值精选、鹏华价值优势、南方成分精选等，被动型可选举跟踪标的为沪深 300 或中证 100 的指数型产品，达到优化组合风格的效果。此外，符合经济结构转型要求、业绩增长相对稳健的消费类、公共服务板块在调整过后内部蕴含一定投资机会，如食品酿酒、零售、医药医疗、家电、汽车、交运、电力等，可对相关基金产品予以一定介入。
- 对于轮动频繁的主题性投资机会，建议投资者综合考虑组合中各基金的投向特点以及自身的风险承受能力予以选择性搭配，方向可重点把握国企改革、城镇化、节能环保、新能源等相关领域。
- 值得注意的是新兴产业在中长期依然符合我国战略发展方向，具备较强的生命力及广阔的发展空间，但短期面临着业绩及估值压力风险释放，在创业板震荡回调的过程中，建议投资者对原有组合中成长风格基金加以审视鉴别，重点保留选股能力突出的品种，以待风险释放后的反击机会，并合理把控组合整体价值\成长资产配比。

8 月 月度基金池推荐

代码	基金名称	产品简评	推荐亮点
100029	富国天成红利混合	仓位长期维持在 65%-75%之间的适中水平，风格稳健；前三大重仓行业仓位水平主要分布于 7%-10%之间，行业配置较为均衡。以相对分散化的配置有效控制净值波动，下行风险控制出色，风险调整后收益同业居前。历史业绩稳定性高，长期累积收益排名前列。基金经理于江勇，现任富国权益投资副总监，公募管理年限超 6 年，投研管理经验丰富，任期内业绩表现大幅超越同业平均。	仓位适中、配置均衡、风险调整后收益居前
320006	诺安灵活配置混合	灵活配置混合型基金，契约规定股票投资占比为 30%至 80%，从实际运作情况来看，仓位多介于 60%-70%的适中水平，操作稳健，注重风险控制。二季报显示股票仓位 63.80%，除制造业外对金融保险配置较多，占比 10.15%，此外对于电力燃气保持一定关注，今年以来业绩表现出色，长期业绩稳健。基金经理夏俊杰，研究员出身，投研经验丰富，自 2010 年 3 月起任该基金基金经理，任期内业绩表现超越同业平均。	操作稳健、注重风控、今年以来业绩出色
70013	嘉实研究精选股票	选股能力突出，中长期业绩居前。运作管理强调中观入手，注重行业环境对于企业发展走势的影响，体现到行业配置层面即为集中持有优势行业，且重仓行业随市调整相对灵活。从二季报披露情况来看，该基金股票仓位 88.54%,除制造业外，前三大重仓行业为批发零售、农业以及信息技术，重仓股以总体大消费为主，分散于农业、商业、食品、医疗、家电、日用品等多项细分领域，此外对信息技术板块亦有所关注。基金经理张弢，投资管理经验丰富，任期内净值表现大幅超越同业平均。	布局大消费、精于选股、长期业绩出色
630001	华商领先企业混合	仓位水平长期维持在 85%以上的较高水平，投资风格相对积极。行业配置均衡而有所侧重，调整方向契合市场，善于捕捉结构性机会。最新一期季报显示股票仓位近 90%，组合配置沿消费内需及低估值蓝筹两线布局，兼顾业绩增长确定性较高估值合理的成长性个股。整体来看该基金波动性较高、风险调整后收益出色，长期累积收益同业居前。该基金采用双基金经理制，其中管理期限较长的田明圣，管理经验丰富，择时选股能力俱佳，过往业绩优异。	消费内需及低估值蓝筹两线布局、择时选股能力俱佳、长期业绩优异

代码	基金名称	产品简评	推荐亮点
217021	招商优势企业混合	灵活配置混合型基金，从实际运作情况来看，仓位多介于60%-75%的中等水平，操作相对稳健。最新季报显示该基金股票仓位61.68%，十大重仓股主要集中于消费内需板块，涵盖农业、汽车、食品、家电等细分领域，重仓股最近一月8涨2跌，整体表现较佳。各期业绩表现均处于同业前列，特别是今年以来整体业绩表现出色。基金经理郭锐，研究员出身，曾供职于易方达、华夏基金公司，自产品设立以来一直管理该基金，任期内业绩表现超越同业平均。	仓位稳健、布局消费内需、今年以来表现出色
40035	华安逆向策略股票	仓位调整相对灵活，行业配置均衡而有所侧重，二季报显示仓位水平78.79%，除制造业外对信息技术、批零、金融业均有所关注，重仓股分布于医药、装备制造、化工、金融以及信息技术，布局在大类板块间相对均衡，各期业绩稳健居前。基金经理陆从珍公募管理年限超3年，择时选股能力俱佳，过往业绩超越同业平均。	调仓灵活、择时选股能力俱佳、注重大类板块间配比均衡性
320012	诺安主题精选股票	仓位调整灵活积极，行业配置均衡而有所侧重，紧扣主题投资脉络。该基金以消费服务及科技创新为重点关注方向，围绕国企改革、智能制造、养老、医药、新能源、旅游等主题进行布局。二季报显示股票仓位为71.75%，较上季度提升7个百分点，与此同时重仓股集中度明显下降，持股更加分散化。前十大重仓股分散于食品、医疗、电力、金融、地产、化工、信息技术等领域，最近1月均呈现上涨状态，整体表现较佳。总体来看，该基金围绕主题投资以点带面，持股具有一定分散性特征，对当前周期、成长、防御性板块均有所涉及，最近一年业绩表现居前。	主题投资以点带面、持股分散性较好、最近一年业绩居前
270021	广发聚瑞股票	高仓位、高行业集中度运作风格积极，与此同时净值波动较高、风险调整后收益同业领先，属于高弹性品种。善于捕捉市场热点，重仓行业随市调整灵活，震荡市场环境下对于结构性机会的把握能力较强，长期累计收益居前。最新季报显示该基金仓位92.77%，超配信息技术，持有比例高达30.57%，重仓股集中于信息技术、医药，成长风格突出。基金经理刘明月，公募管理经验超5年，选股能力突出，长期业绩领先。该基金短期受累创业板回调业绩出现较为明显的下滑，但介于其具备较强的成长风格属性、选股能力突出、业绩具备较高弹性，在结构性风险充分释放后，适宜作为反击品种，长期来看适宜具备较高风险承受能力的投资者关注。	重仓信息技术及医药、选股能力出色、业绩具备较高弹性、小盘成长风格反击品种
160505	博时主题行业股票（LOF）	价值风格突出，长期重配金融地产，仓位水平长期稳定在85%以上，最新季报显示股票仓位接近90%，金融业占比25.19%，此外还配有14.87%的电力燃气以及8.4%的房地产，在大盘蓝筹行情背景下业绩表现突出，宜作为配置型产品进行组合风格调和。	价值风格突出、重配金融地产、配置型品种
202005	南方成份精选股票	高仓位运作积极，价值风格突出，最新季报显示股票仓位超过90%，除制造业外前三大重仓行业及配置比例分别为金融业23.07%、房地产12.38%、建筑业8.38%。金融地产为主导的大盘蓝筹行情背景下业绩表现突出，宜作为配置型产品进行组合风格调和。	高仓位、价值风格突出、配置型品种

资料来源：凯石工场

特别声明:

本报告中的所有内容版权均属上海凯石财富投资管理有限公司（以下简称“本公司”），未经本公司事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司研究中心并获得许可，并需注明出处为上海凯石财富投资有限公司研究中心，且不得对本文进行任何有悖原意的引用和删改。

本报告是基于已公开信息撰写，其所载资料的来源及观点的出处均被本公司认为可靠，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测反映本公司于最初发布此报告日期当日的判断，其所指的基金或者其他理财产品的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告所载的除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户做参考之用，并未作为或被是为出售或购买其他投资标的邀请或向他人做出邀请。