

## 基金结构分化带动行情结构变化——基金一季度持股结构分析

### 投资策略专题

报告日期：2007年4月25日

#### 相关报告：

《进一步向优势企业集中——基金四季度持股结构分析》 2007年1月23日

《基金的旧爱与新宠——基金三季度持仓结构分析》

2006年10月31日

《从抱团取暖到主动出击——基金持股结构分析》

2006年2月9日

分析师：投资策略组

仇彦英 徐炜

021-58824282-816

qiuyy@txsec.com xuw@txsec.com

联系人：

郭静

010-66045556

guoj@txsec.com

■ 一季度基金的整体规模进一步扩张，其中呈现的结构性变化更为引入关注。股票型和混合型基金份额的增加仍然占据了绝大多数，股票型基金份额增加 19.82%，混合型增加 4.48%，货币型下降了-3.58%，保本型下降了-19.6%，显示出积极型的投资基金更为吸引投资者。

■ 在巨量的申购和赎回的背后，是资金在不同基金间的转移。我们统计了净申购排名前列的一些基金，发现都是由于采取大比例分红、或者分拆，以满足普通投资者“图便宜”的心态，进行持续营销从而造成的基金份额大增。

■ 基金的申购和赎回体现了基金投资者并没有采取长期投资的策略，申购赎回的相当频繁，这也从客观上给基金的操作造成了被动，这也是多数基金在一季度的表现要落后于大盘的一个原因。

■ 今年一季度的数据显示，可比基金的股票类资产配置比例由去年四季度的 80.11% 下降到今年一季度的 78.57%，说明基金在操作上有偏重防御性的策略。从基金持股集中度的角度看，基金重仓股占净值的比例下降明显，一方面说明基金对于重仓股前期涨幅较大存在变现要求，另一方面也可以说明老基金面临赎回的流动性压力，流动性好的重仓股成为优先抛售的品种；另外，也显示出基金在一季度更为审慎地看待当前的行情。

■ 从行业配置比例的角度看，机械、交通、石化、电力、纺织的配置比例增加显著；行业配置比例减少的行业主要是食品、房地产、采掘等。我们认为一季度基金的行业配置不是很稳定的结构，在二季度的配置将存在明显的变化，金融会保持相对稳定和小幅增加的趋势；商业、食品饮料将相对稳定，进一步减持的压力减弱；电力、交通运输、医药、造纸、煤炭、化工、有色金属、钢铁在利润大幅度增长的支持下，则会继续受到基金的增持，相应的这些行业的市场机会更加显著。

■ 在一季度传统基金重仓股表现较为低迷，相反大量的主题投资表现活跃。在基金增持前 20 名的股票中，很多也都是各种主题类的个股。我们认为，这种投资机会在后期还会延续，我们在专题报告《小企业大集团的投资机会》、《央企整合构建投资主线》指出的投资机会仍值得重点关注。

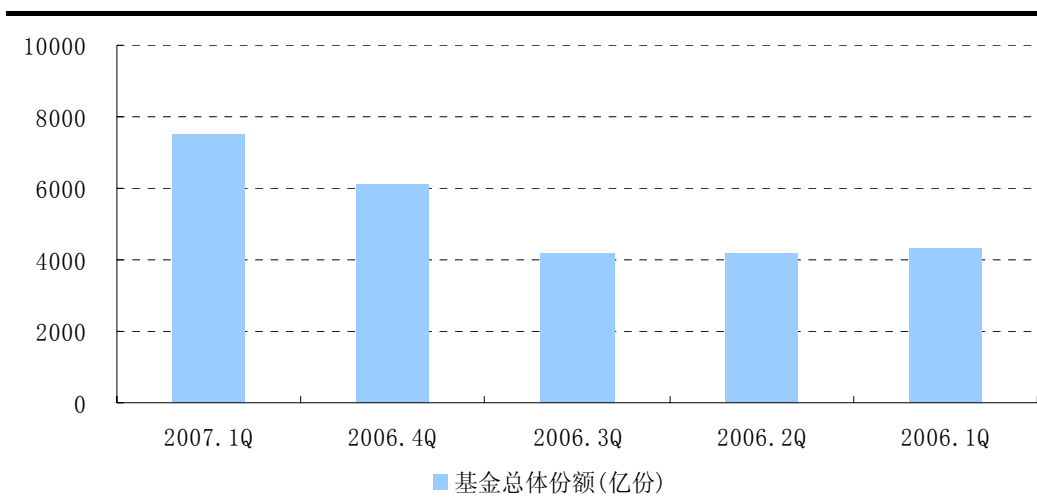
我国股市延续着上涨的基本趋势，为基金业的发展提供了最好的环境支持。在对基金的投资需求强劲的情况下，为满足基民的需求，基金发行采取比例配售制。在基金规模快速扩张的同时，我们也注意到新、老基金没有得到基民的平等待遇，老基金被赎回的压力与新基金发行的火爆形成显著对比，由此对行情的影响则是新、老基金青睐的品种表现迥异。

我们将结合基金一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。

## 1. 基金规模扩张，结构变化特征更为明显

按照天相系统的统计，已公布的基金 1 季报数据显示，07 年一季度基金总体规模延续增长的基本态势，基金总体份额较去年四季度增长了 22.4%，由 06 年四季度的 6145 亿份增加到 07 年一季度末的 7523 亿份。其中 07 年新发基金的份额为 632 亿，占到新增份额的近一半。

图表 1 基金总规模增加



资料来源：天相系统

在基金整体规模扩张的情况下，其中呈现的结构性变化更为引入关注。股票型和混合型基金份额的增加仍然占据了绝大多数，细分来看，股票型基金份额增加 19.82%，混合型增加 4.48%，货币型下降了-3.58%，保本型下降了-19.6%，显示出积极型的投资基金更为吸引投资者。

图表 2 一季度基金份额的变化（可比：剔除 07 年新发基金）

基金类型	2007 年一季度 (亿份)	2006 四季度 (亿份)	增加 (亿份)	份额增长率
债券	209.95	164.97	44.98	27.27%
货币	703.86	729.96	-26.10	-3.58%
混合	1884.73	1803.86	80.87	4.48%
股票	4017.05	3352.46	664.59	19.82%

保本	75.25	93.59	-18.34	-19.60%
<b>总计</b>	<b>6890.84</b>	<b>6144.84</b>	<b>746.00</b>	<b>12.14%</b>

资料来源：天相系统

除去新基金份额的增加，基金的净申购贡献了基金总体规模增长的另一半。从数据看，一季度基金总申购达到 4730 亿份，但赎回份额也达到 4157 亿，净申购仅为 737 亿份。偏股型基金方面，股票型基金、混合型基金在总申购 3562 亿份的同时，总赎回达到 2900 亿份，净申购为 750 亿份。值得注意的是，申购赎回的份额与期初总份额基本相当。

这种剧烈的换手体现了基金投资者并没有采取长期投资的策略，申购赎回的相当频繁，这也从客观上给基金的操作造成了被动，这也是多数基金在一季度的表现要落后于大盘的一个原因。

图表 3 基金申购赎回的变化（可比：剔除 07 年新发基金）

基金风格	期初总份额 (亿份)	期间总申购 份额(亿份)	期间总赎回 份额(亿份)	期末总份额 (亿份)	净申购份额 (亿份)
债券型	165.90	185.11	141.06	209.95	44.05
股票型 (无封闭式)	2,545.46	2,350.85	1,845.16	3,215.02	669.56
混合型	1,797.61	1,141.86	1,054.74	1,884.73	87.12
货币型	749.21	1,041.60	1,086.95	703.86	-45.35
保本型	93.59	10.99	29.33	75.25	-18.34
<b>总计</b>	<b>5,351.77</b>	<b>4,730.41</b>	<b>4,157.25</b>	<b>6,088.81</b>	<b>737.04</b>

资料来源：天相系统

在巨量的申购和赎回的背后，是资金在不同基金间的转移。我们统计了净申购排名前列的一些基金，发现都是由于采取大比例分红、或者分拆，以满足普通投资者“图便宜”的心态，进行持续营销从而造成的基金份额大增。下表所列基金的净申购已经超过了 1000 亿，由于总体净申购才 750 亿，相反地表明相当多的老基金在一季度遭遇了大规模的赎回，如去年首次募集超 400 亿的嘉实策略一季度被赎回 140 亿。

图表 4 净申购主要是由于基金的持续营销

代码	名称	设立日期	基金风格	净申购(亿份)	份额大幅增长的主要原因
999002	南方稳健	20010928	混合型	139.47	大比例分红
999095	方达成长	20040909	股票型	121.03	拆分
999276	大成成长	20070116	股票型	113.86	封转开
999085	博时精选	20040622	股票型	110.69	大比例分红
999015	嘉实成长	20021105	股票型	82.57	大比例分红
999244	海富通优势	20061019	股票型	82.29	大比例分红
999232	华夏增长	20060809	混合型	77.40	大比例分红
999003	华夏成长	20011218	股票型	77.40	大比例分红
999046	融通成长	20030930	股票型	77.17	大比例分红

999048	景顺优选	20031024	股票型	69.99	拆分
999158	交银精选	20050929	股票型	62.82	拆分
<b>总计</b>				<b>1014.69</b>	

资料来源：天相系统

通过上述分析，我们认为，基金总规模的增长带来对股票的投资需求，仍旧支持股市的上涨态势。由于基金结构的变化，包括不同风格的基金规模变化、新旧基金力量的对比，将引起不同类型的股票在行情中呈现不同的表现，这种状况已经一季度表现得十分明显，对这种特征，我们在基金持仓变化中给予重点分析。

## 2. 一季度基金总体仓位下降，持股集中度降低

根据天相系统的统计，在 06 年四季度，股票型和偏股型基金的整体股票资产占基金净值的比例达到 80.1%，加上债券的资产，四季度基金的总仓位达到 92.63%。这种仓位较高的状况决定了今年一季度基金减仓的压力，对此我们在四季度的基金持仓分析中有过明确判断。

今年一季度的数据显示，可比基金的股票类资产配置比例由去年四季度的 80.11% 下降到今年一季度的 78.57%，相应的债券资产配置比例由四季度的 12.50% 提升到一季度的 13.30%。说明基金在操作上有偏重防御性的策略。

从基金持股集中度的角度看，基金重仓股占净值的比例下降明显，由四季度的 42.57% 下降到一季度的 38.44%；相应的持股集中度 53.14% 下降到一季度的 49.03%。这种现象，一方面说明基金对于重仓股前期涨幅较大存在变现要求，另一方面也可以说明老基金面临赎回的流动性压力，流动性好的重仓股成为优先抛售的品种；另外，也显示出基金在一季度更为审慎地看待当前的行情。

图表 5 一季度基金资产的配置比例变化

统计范围	第一季度				第四季度			
	债券	股票	重仓股	持股集中度 (%)	债券	股票	重仓股	持股集中度 (%)
	占净值比例 (%)	占净值比例 (%)	占净值比例 (%)		占净值比例 (%)	占净值比例 (%)	占净值比例 (%)	
全部平均 (不可比)	11.75%	78.41%	38.44%	49.03%	12.50%	80.11%	42.57%	53.14%
全部平均 (可比)	13.30%	78.57%	39.30%	50.02%	12.50%	80.11%	42.57%	53.14%
开放式平均 (不可比)	9.46%	80.20%	38.18%	47.61%	9.32%	81.03%	41.60%	51.34%
开放式平均 (可比)	10.75%	80.99%	39.23%	48.43%	9.32%	81.03%	41.60%	51.34%
封闭式基金平均	21.31%	70.93%	39.55%	55.76%	21.44%	77.53%	45.30%	58.43%
股票型开放式平均 (可比)	7.40%	83.32%	40.00%	48.01%	4.72%	85.91%	44.89%	52.25%
混合型开放式平均 (可比)	16.04%	77.32%	38.01%	49.15%	14.90%	75.10%	37.61%	50.07%

资料来源：天相系统

对于一季度基金仓位的变化和有望采取的投资策略，我们在四季度的基金分析中给出过明确预测，最终的结果符合我们的预期。

根据对基金一季度特征的判断，我们在二季度的投资策略报告中，及时指出二季

度我国股市将进入突破上涨阶段，目前的走势已经得到体现。我们认为，二季度基金仓位将整体进一步提升，但结构性变化将延续，表现为老基金的赎回压力没有减轻，其重仓股仍存在上涨压力；新基金在行情的演变中，更具有选择的主动性，从而促进交叉持股、券商概念、钢铁、煤炭等当前市场的热点类股票的持续走强。

### 3. 一季度机械、交通、电力增仓显著，地产、食品减持突出

从总体看，基金规模的扩张和股市市值的增加，导致基金在几乎所有行业的市值规模都在增长。

从行业配置比例的角度看，机械、交通、石化、电力、纺织的配置比例增加显著；行业配置比例减少的行业主要是食品、房地产、采掘等。

从绝对市值的变化看，纺织服装、造纸、电力、交通增加最为显著；采掘、房地产、食品市值增加比例最小。

与行业配置变化相应，这些行业在一季度的表现存在显著差别，其中涨幅最为突出的是纺织、石化、机械、电力等行业，相应指数的涨幅分别达到 86%，70%、60%和 59%。而金融、采掘、食品饮料、房地产在一季度的表现则要远远的落后。

图表 6 一季度基金资产的行业配置

行业名称	2007 年一季报		2006 年四季报		绝对市值 增加比例 (%)	行业配置 比例变化 (%)	一季度涨 幅 (%)
	市值(亿 元)	占净值比例 (%)	市值(亿 元)	占净值比 例 (%)			
金融、保险业	1278.57	14.34	779.25	14.15	64.08	0.19	18.18
金属、非金属	933.87	10.48	563.29	10.23	65.79	0.25	51.88
机械、设备、仪表	786.79	8.83	426.94	7.75	84.29	1.08	59.66
批发和零售贸易	521.69	5.85	316.85	5.75	64.65	0.10	59.18
食品、饮料	502.39	5.64	427.37	7.76	17.56	-2.12	27.45
房地产业	451.20	5.06	382.32	6.94	18.02	-1.88	24.46
交通运输、仓储业	423.50	4.75	210.08	3.81	101.59	0.94	52.77
石油、化学、塑胶、塑料	388.12	4.35	189.90	3.45	104.38	0.90	70.23
信息技术业	300.02	3.37	226.44	4.11	32.50	-0.74	43.27
医药、生物制品	280.00	3.14	163.28	2.96	71.48	0.18	61.11
采掘业	249.30	2.80	241.69	4.39	3.14	-1.59	25.04
电力、煤气、及水的生产和供应业	231.26	2.59	107.83	1.96	114.46	0.63	59.39
社会服务业	135.20	1.52	101.28	1.84	33.50	-0.32	53.12
传播与文化产业	93.51	1.05	62.60	1.14	49.38	-0.09	38.73
综合类	91.17	1.02	60.82	1.10	49.90	-0.08	62.66
电子	76.56	0.86	44.60	0.81	71.66	0.05	62.84
农、林、牧、渔业	55.07	0.62	36.76	0.67	49.79	-0.05	67.21
纺织、服装、皮毛	54.43	0.61	12.40	0.23	338.89	0.38	85.71
造纸、印刷	53.69	0.60	17.08	0.31	214.43	0.29	61.50
建筑业	39.91	0.45	20.95	0.38	90.52	0.07	67.42

其他制造业	31.04	0.35	12.01	0.22	158.44	0.13	71.06
木材、家具	13.11	0.15	7.89	0.14	66.14	0.01	40.74

资料来源：天相系统

我们认为导致基金行业配置出现重大调整的主要原因，一是基金结构分化的必然结果，特别是出现了秉承不同投资理念的各类型基金，导致基金的配置偏好发生分化；二是由于以消费、地产为代表的行业长期受到一些基金的青睐，价值被充分挖掘，其它一些行业，如电力、交通、煤炭、纺织等则存在被市场冷遇的现象，相对投资价值凸现。

由于基金在进行配置时，主要的考虑因素是行业的基本发展趋势，同时考虑到持仓比例上的基本限制，我们认为一季度基金的行业配置不是很稳定的结构，在二季度的配置将存在明显的变化。结合市场的运行状况，我们认为，金融会保持相对稳定和小幅增加的趋势；商业、食品饮料将相对稳定，进一步减持的压力减弱；电力、交通运输、医药、造纸、煤炭、化工、有色金属、钢铁在利润大幅度增长的支持下，则会继续受到基金的增持，相应的这些行业的市场机会更加显著。

#### 4. 个股选择偏重主题投资

与去年四季度相比，基金重仓股也发生了显著的变化，中小型银行股和券商股占据了基金重仓的前几位，中信证券、浦发银行在基金净值中占据的份额上升明显，这也与它们一季度良好的表现相一致。上市不久的保险类中国人寿和中国平安也都新进入 20 大，不过工商银行遭到减持，跌出了前 20 大。

一些传统的基金重仓股如中国石化、长江电力、中国联通的比重有所降低，大秦铁路、沪东重机、烟台万华等新的品种进入前 20 大的行列，

同时，前 20 大重仓股占净值的比例出现下降，这可能与前文提及的老基金面临赎回的流动性压力有关，流动性好的重仓股成为优先抛售的品种，同时也可能暗示基金在进行更分散的投资。

图表 7 基金前 20 大重仓股变化

2007. 1Q					2006. 4Q				
股票代码	股票名称	市值(亿元)	占净值比例(%)	占流通股比例(%)	股票代码	股票名称	市值(亿元)	占净值比例(%)	占流通股比例(%)
600036	招商银行	305.76	3.26	37.31	600036	招商银行	276.97	4.79	36.02
600030	中信证券	253.66	2.71	34.32	000002	万科A	142.76	2.47	28.84
600016	民生银行	162.11	1.73	21.3	600016	民生银行	129.54	2.24	20.80
600000	浦发银行	154.25	1.65	43.34	600519	贵州茅台	124.27	2.15	46.81
000002	万科A	151.23	1.61	28.61	600028	中国石化	110.58	1.91	33.82
600519	贵州茅台	125.97	1.34	44.08	600030	中信证券	102.93	1.78	21.95
600005	武钢股份	123.90	1.32	48.17	601398	工商银行	100.77	1.74	23.93
002024	苏宁电器	123.75	1.32	66.11	600005	武钢股份	92.30	1.59	51.15
600019	宝钢股份	111.08	1.19	29.56	002024	苏宁电器	85.18	1.47	64.15

601006	大秦铁路	74.79	0.8	27.44	600019	宝钢股份	83.07	1.44	25.39
600900	长江电力	72.39	0.77	17.12	600000	浦发银行	77.67	1.34	27.45
600028	中国石化	70.14	0.75	19.69	000858	五粮液	56.37	0.97	27.67
600309	烟台万华	62.05	0.66	39.71	600900	长江电力	53.58	0.93	16.95
600009	上海机场	58.32	0.62	23.94	600050	中国联通	40.86	0.71	10.52
000858	五粮液	48.95	0.52	20.98	000069	华侨城A	38.52	0.67	35.49
000825	太钢不锈	48.88	0.52	33.5	000402	金融街	35.23	0.61	32.07
601628	中国人寿	46.26	0.49	21.87	000825	太钢不锈	33.10	0.57	32.48
600050	中国联通	44.14	0.47	9.38	600009	上海机场	31.40	0.54	18.32
600150	沪东重机	43.51	0.46	53.06	600583	海油工程	30.41	0.53	27.87
601318	中国平安	40.89	0.44	15.11	000063	中兴通讯	29.28	0.51	15.39
<b>合计</b>			<b>22.63</b>	<b>31.73</b>				<b>28.96</b>	<b>29.85</b>

资料来源：天相系统

在一季度传统基金重仓股表现较为低迷，相反大量的主题投资表现活跃，基金也参与了这种主题投资的机会，在基金增持前 20 名的股票中，我们发现很多也都是各种主题类的个股，如沪东重机、东方电机、东方锅炉、大秦铁路、S 三九、国药股份、广船国际这种典型的央企整合概念股，还有雅戈尔的交叉持股概念，泰达股份的参股金融概念等等。

图表 8 基金增持前 20 名股票（按比例排列）

代码	名称	2007.1Q			2006.4Q			增持比例	天相行业类型	一季度涨幅 (%)	4 月份以来涨幅 (%)
		总市值 (亿元)	占流通股比例 (%)	持股数 (亿股)	总市值 (亿元)	占流通股比例 (%)	持股数 (亿股)				
600829	三精制药	5.89	35.3	0.34	1.62	14.27	0.14	21.03	医药	47.13	32.73
600315	上海家化	6.26	23.55	0.24	0.68	3.6	0.04	19.95	消费品及服务	40.99	30.15
600150	沪东重机	39.87	48.68	0.49	9.30	28.81	0.29	19.87	投资品	157.71	12.87
600439	瑞贝卡	4.30	20.73	0.15	0.33	3.76	0.03	16.97	消费品及服务	88.52	36.42
600786	东方锅炉	9.24	17.61	0.23	0.64	2.15	0.02	15.46	投资品	76.86	27.61
600596	新安股份	9.43	19.24	0.31	1.31	4.45	0.07	14.79	原材料	66.40	29.42
601006	大秦铁路	53.99	19.82	4.20	7.25	5.38	0.90	14.44	交通运输	58.64	19.69
600875	东方电机	9.68	29.7	0.23	3.48	16.85	0.13	12.85	投资品	58.01	27.35
000972	新中基	4.45	27.47	0.18	1.67	14.82	0.10	12.65	消费品及服务	44.26	-0.61
600694	大商股份	23.01	29.51	0.62	10.80	17.4	0.37	12.11	消费品及服务	25.55	34.88
600325	华发股份	7.41	14.2	0.34	0.30	2.17	0.02	12.03	房地产	59.22	18.41
000999	S 三九	4.48	12.26	0.32	0.10	0.5	0.01	11.76	医药	82.24	16.58
000652	泰达股份	16.04	14.37	1.00	1.12	2.9	0.20	11.47	综合	180.35	25.52
000970	中科三环	6.99	16.93	0.49	1.69	6.33	0.18	10.60	信息技术	54.19	15.49
600048	保利地产	26.23	31.37	0.47	13.75	21.2	0.32	10.17	房地产	28.56	14.08
600511	国药股份	2.34	12.79	0.09	0.32	2.66	0.02	10.13	医药	52.33	36.65
600177	雅戈尔	14.02	9.93	0.90	0.04	0.06	0.01	9.87	消费品及服务	76.77	40.09
600438	通威股份	6.55	18.96	0.29	1.76	9.49	0.13	9.47	消费品及服务	65.22	25.84

600456	宝钛股份	22.09	38.68	0.54	12.63	29.95	0.41	8.73	原材料	32.26	-2.66
600685	广船国际	9.49	22.36	0.36	3.92	13.75	0.22	8.61	投资品	49.27	19.15

资料来源：天相系统

我们在一季度先后完成《小企业大集团的投资机会》、《央企整合构建投资主线》等主题报告，提出的这些主题投资都成为一季度和二季度的焦点板块，并成为基金重仓买入的品种。我们认为，这种投资机会在后期还会延续，主要的原因包括，一是这些主题投资并不是单纯的概念，而是上市公司本身具备良好的业绩支持，因此可以获得与市场一致的平均收益；二是这些主题类股票由于资产注入、整合、整体上市等预期的存在，必然获得超额收益，所以仍然会吸引投资者的投资热情。

按照上述思路，我们建议继续在我们在央企

## 天相投资顾问有限公司投资评级说明

### 判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+ )5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

### 重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以进行任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

### 天相投资顾问有限公司

**北京富凯** 地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室  
电话：010-66045566； 传真：010-66045700； 邮编 100032

**北京新盛** 地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层  
电话：010-66045566、010-66045577 传真：010-66045500 邮编：100034

**北京德胜园**地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层，  
电话：010-66045566； 传真：010-66045700； 邮编 100088

**上海天相** 地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座  
电话：021-58824282； 传真：021-58824283； 邮编 200120

**深圳天相** 地址：深圳市福田区振中路鼎诚国际大厦2801  
电话：0755-83234800、0755-83203165； 传真：0755-83234800 邮编 518041

**山东天相** 地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C  
电话：0531-82602582； 传真：0531-82602622； 邮编 250014