

## 紧随政策脚步——基于基金四季报的投资策略

### 投资策略专题

报告日期：2009 年 2 月 4 日

#### 相关报告：

《“弱周期+保增长”构筑防御型配置——基金三季度持股结构分析》

2008 年 10 月 29 日

《提高御寒能力的双策略——基金二季度持股结构分析》

2008 年 7 月 28 日

《抗击通胀 基金在行动——基金一季度持股结构分析》

2008 年 4 月 25 日

《寻找牛市“安全区”——基金四季度持股结构分析》

2008 年 1 月 24 日

《以“优势企业+大市值”为投资取向——基金三季度持股结构分析》

2007 年 10 月 29 日

《基金规模大扩张，打造 A 股“漂亮 50”——基金二季度持股结构分析》

2007 年 7 月 23 日

《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》

2007 年 4 月 25 日

#### 分析师：宏观策略组

仇彦英 021-58824282-816 qiuyy@txsec.com

孔令桦 021-58824282-861 konglh@txsec.com

#### 服务热线

010-66045555

#### 服务邮箱

service@txsec.com

#### 本报告关注点：

- ◆ 四季报中基金仓位和行业的配置；
- ◆ 基金在 09 年的配置方向。

#### 投资要点：

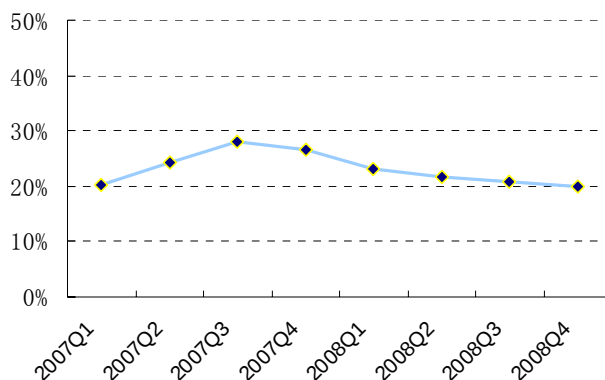
- ◆ 60 家基金公司旗下 419 只基金（包括 9 只 QDII 基金）披露完毕 08 年四季报。四季度基金净申购份额 2074.84 亿份，净申购比例为 9.21%。基金的股票市值降至万亿以下，占 A 股的市场流通市值比例下降到 19.93%。
- ◆ 在行业配置的风格上，与政策的博弈性得到加强。机械设备仪表、医药生物、房地产为基金增持前三大行业，其中机械增持比例为 1.69%，交运仓储、采掘业、金融保险为减持前三大行业，其中交运减持比例为 1.52%。从超配低配的角度来看，食品行业由于在 08 年三季度被大幅增仓，目前的超配比例高达 3.33 个百分点，其中比例较大的白酒、葡萄酒等高端消费品弹性系数较大，行业配置将转向以快速消费品为主的部门。而低配较多的电力、煤气及水的生产属于公用事业性质，价格刚性，其防御特性有望被重新拾起。
- ◆ 根据我们对基金行业配置变动的分析，我们对其配置思路大致归结为两点：一是继续稳固其防御性配置，保持了非周期行业的市值占比；二是调整部分仓位到政策性受益行业，如建筑、医药等。
- ◆ 从投资的角度来讲，我们要具有前瞻性的眼光，等知更鸟叫了春天早就过了。展望 09 年，一要跟踪好国外经济形势的变化；二加强市场重大事件的研究；最后在年报发布旺季，估值是否对业绩预期作出了合理反映将是左右股价的突出因素。四季报显示基金在仓位基本保持不变的情况下净值跑赢了大市，反映出在熊市中后期选股因素得到加强。因此基金在 09 年的配置思路有可能会变得更为主动，这会表现在两个方面 1、寻找行业业绩的拐点，2、预判下一个政策受益行业。而这种机会一般会出现在行业景气度较低的行业，如金属、公用事业等。

2008 年的四季度为了防止金融危机的进一步蔓延，央行四次降息 189 个基点，并推出了 4 万亿经济刺激方案和十大产业振兴方案。虽然实体经济在这一季度经历了最为冷酷的日子，但投资者通过这一系列强有力的政策对中国经济的信心反而有所增加了。四季度沪深 300 指数下跌 18.98% 为 2008 年内跌幅最小，股票型基金的基金净值增长率为 -11.06%，为年内最好水平。前五十只基金重仓股在四季度表现较为平稳，受益于政策面的中国南车、特变电工等个股取得了令人瞩目的收益。2009 年一季度我们需要继续关注政策支持的行业，同时关注行业运行情况即将出现拐点的部门，寻找有超额利润的机会。

## 1. 总份额增长 避险资金涌入货币基金

60 家基金公司旗下 419 只基金（包括 9 只 QDII 基金）披露完毕 08 年四季报。419 只基金 08 年 4 季度亏损 1423.24 亿元，明显好于 3 季度 2749.18 亿元的亏损额。基金的股票市值降至万亿以下，为 8889.02 亿元，占 A 股市场的流通市值比例从 20.75% 下降到 19.93%。而在 2007 年的三季度，当时基金的市场话语权一度高达 28%，对市场的推动作用和方向性作用都极大。这种盛况类似于美国 70 年代前后出现的基金业大跃进，之后随着对冲基金在华尔街的崛起，基金虽然保持了市场重要参与者的角色，但话语权不再那么强大。现在基金的市值比重下降，一部分原因在于 A 股流通市值的扩大（在 2008 年中增长了 44%），而另一个主要原因是基金净值蒸发和股票仓位调整。

图表 1 基金股票市值占 A 股流通市值比例



资料来源：天相投资分析系统

从申购赎回来看，基金四季度净申购比例为 9.21%。从各个类型来看，货币型基金作为流动性较好的现金管理工具以及央票收益率大幅降低背景下货币基金兑现浮盈后收益大增，受到投资者积极关注，净申购比例达到 138.55%，规模急剧膨胀。股票型、混合型、指数型、QDII 基金申购赎回基本稳定；债券型基金净申购比例为 21.88%，其中纯债型基金明显受到投资者青睐，而偏债型基金以及注重打新股、业绩波动相对较大的纯债型基金份额赎回较为明显。2009 年年初新发的基金主要以偏股型居多，显示市场的人气得到一定程度的复苏。去年取得正收益的债基和货币式基金等吸引力有所下降。

图表 2 基金申购、赎回情况

| 类型   | 期末总份额<br>(亿份) | 净申购份额<br>(亿份) | 比例      |
|------|---------------|---------------|---------|
| QDII | 1093.04       | -29.13        | -2.60%  |
| 保本型  | 96.91         | -7.36         | -7.05%  |
| 股票型  | 10683.66      | -285.22       | -2.60%  |
| 混合型  | 5723.28       | -101.75       | -1.75%  |
| 货币型  | 3891.74       | 2260.29       | 138.55% |
| 债券型  | 1527.11       | 274.11        | 21.88%  |
| 指数型  | 1582.33       | -36.11        | -2.23%  |
| 总计   | 24598.07      | 2074.84       | 9.21%   |

资料来源：天相投资分析系统

从基金仓位调整来看，280 只积极投资可比基金的股票仓位为 67.03%，与三季度 67.29% 的仓位相比进一步下降。其中股票型开放式基金小幅下降 0.18% 至 70.32%，混合型开放式基金下降 0.44% 至 61.21%。封闭式基金仓位小幅上升 1.12%，上升至 65.46%，不同封闭式基金增减仓分歧较大。由于仓位基本下降到历史底部水平，后期仓位继续下降的可能性不大。

图表 2 可比偏股型基金的资产配置比例

| 统计范围     | 2008 年 4 季度 |       |       | 2008 年 3 季度 |       |       |
|----------|-------------|-------|-------|-------------|-------|-------|
|          | 债券          | 股票    | 持股集中  | 债券          | 股票    | 持股集中  |
|          | 占净值比例(%)    |       | 度(%)  | 占净值比例(%)    |       | 度(%)  |
| 全部平均     | 20.41       | 67.03 | 46.75 | 19.36       | 67.29 | 48.66 |
| 开放式平均    | 20.05       | 67.12 | 46.49 | 18.96       | 67.44 | 48.43 |
| 股票型开放式平均 | 16.39       | 70.32 | 47.02 | 15.58       | 70.51 | 48.45 |
| 混合型开放式平均 | 26.79       | 61.21 | 45.36 | 25.34       | 61.64 | 48.41 |
| 封闭式基金平均  | 26.98       | 65.46 | 51.63 | 27.08       | 64.33 | 53.31 |

资料来源：天相投资分析系统

## 2. 行业配置体现政策预期

从 293 只积极投资偏股型基金投资行业来看，机械设备仪表、医药生物、房地产为基金增持前三大行业，其中机械设备仪表行业增持比例为 1.69%，交运仓储、采掘业、金融保险为减持前三大行业，其中交运仓储减持比例为 1.52%。

在四季度基金行业配置的风格上，与政策的博弈性得到加强。机械、医药、房地产均不同程度受惠于各种政策救经济的措施。基金在这三个行业本来就超配的情况下进一步加大了配置。机械行业中的电气设备加仓幅度最大，基金在这个子行业的市值几乎翻了一翻。以特变电工等为代表的电气设备股涨幅也远超过一般的机械股。电气设备受到基金青睐主要在于中央在 4 万亿投资中强调对电网改造的投资，对此类企业的未来业绩形成有力支撑。其次经济刺激计划中对铁路建设的重视也造就了中国南车、中国铁建等一批机械及建筑类企业。经济下行周期中，人们倾向于减少消费、压

缩投资，但一旦生病还是得要看病吃药。医药股有着天生的防御性，特别是 4 万亿投资中加大了对社会民生事业的投入，医保保障范围的扩大和政府对于医院硬件的改善两种预期均提高了医药行业的需求。中药和医疗器械两个子行业成为了基金加仓的重点对象。但是房地产行业是否能在经济筑底前提前复苏还有待观察，从目前房地产企业的业绩预告来看，08 年全年的利润状况不容乐观。房地产龙头企业万科则表示要降价降库存，留足现金过冬，并对 09 年的销售额表示出了谨慎态度。

被减持的行业方面，由于实体经济增长放慢的传导，交通运输、上游原材料以及金融行业等后方部队步入下降轨道。交通运输业中的民航和航运子行业被减持得最多，其中的因素既有经济景气度下降所带来客流、物流周转量的降低，也有航空企业录得巨额投资亏损导致业绩下降所致。煤炭、钢铁等行业的价格受国际大宗商品价格大幅回落影响，企业库存增加、业绩堪忧。银行业的大中小三个梯队在经济下行过程中表现出迥异的抗风险能力。中、工、交、建的拨备覆盖率离央行指导线较为接近，08 年业绩不会受到太大影响，但部分中小银行如深发展等需要计提较多拨备准备金，市场对其发布的业绩预告做出相应反映。一般认为银行业的坏账高峰滞后于经济周期，出现在经济复苏阶段，因此银行业的配置调整也偏晚。

从基金配置的绝对值来看，金融保险业、机械设备仪表、采掘业、食品饮料、医药生物为基金持有的前五大行业。金融保险业是首次出现较大幅度减持，采掘业已是连续第二季度大幅减持，金属非金属由于连续减持从前五大中被剔除，医药生物则在循序渐进的加仓中挤进了前五大。从超配低配的角度来看，食品行业由于在 08 年三季度被大幅增仓，目前的超配比例高达 3.33 个百分点，其中比例较大的白酒、葡萄酒等高端消费品弹性系数较大，行业配置将转向以快速消费品为主的部门。而低配较多的电力、煤气及水的生产属于公用事业性质，价格刚性，其防御特性有望被重新拾起。

图表 3 基金资产的行业配置

| 增持前 5 大行业       |                       |      |        |              |
|-----------------|-----------------------|------|--------|--------------|
| 证监会行业名称         | 2008 年 4 季报<br>市值(亿元) | 增减比例 | 4 季度涨幅 | 1 月以来的<br>涨幅 |
| 机械、设备、仪表        | 991.56                | 1.69 | -5.65  | 16.14        |
| 医药、生物制品         | 611.67                | 1.44 | 6.82   | 9.78         |
| 房地产业            | 519.39                | 0.80 | -4.90  | 14.18        |
| 建筑业             | 250.19                | 0.38 | 2.78   | 5.39         |
| 电力、煤气、及水的生产和供应业 | 225.17                | 0.36 | -6.26  | 5.98         |

| 减持前 5 大行业   |                       |       |        |              |
|-------------|-----------------------|-------|--------|--------------|
| 证监会行业名称     | 2008 年 4 季报<br>市值(亿元) | 增减比例  | 4 季度涨幅 | 1 月以来的<br>涨幅 |
| 交通运输、仓储业    | 304.09                | -1.52 | -27.50 | 13.23        |
| 采掘业         | 635.80                | -1.48 | -27.44 | 17.04        |
| 金融、保险业      | 1383.41               | -1.26 | -21.26 | 16.35        |
| 金属、非金属      | 466.69                | -0.78 | -21.98 | 17.87        |
| 石油、化学、塑胶、塑料 | 411.36                | -0.56 | -18.57 | 16.17        |

| 证监会行业名称         | 基金持有市值(亿元) | 基金配置比例 | 行业流通市值占比 | 超配比例   |
|-----------------|------------|--------|----------|--------|
| 食品、饮料           | 671.82     | 7.56%  | 4.23%    | 3.33%  |
| 采掘业             | 735.41     | 8.27%  | 7.14%    | 1.13%  |
| 批发和零售贸易         | 601.98     | 6.77%  | 5.11%    | 1.66%  |
| 医药、生物制品         | 636.44     | 7.16%  | 4.67%    | 2.49%  |
| 房地产业            | 570.91     | 6.42%  | 4.77%    | 1.65%  |
| 机械、设备、仪表        | 1060.99    | 11.94% | 9.95%    | 1.98%  |
| 建筑业             | 276.04     | 3.11%  | 2.41%    | 0.69%  |
| 信息技术业           | 436.89     | 4.91%  | 4.66%    | 0.26%  |
| 传播与文化产业         | 77.84      | 0.88%  | 0.46%    | 0.42%  |
| 石油、化学、塑胶、塑料     | 440.20     | 4.95%  | 5.13%    | -0.18% |
| 交通运输、仓储业        | 360.25     | 4.05%  | 5.64%    | -1.59% |
| 造纸、印刷           | 43.13      | 0.49%  | 0.77%    | -0.28% |
| 木材、家具           | 5.08       | 0.06%  | 0.11%    | -0.05% |
| 其他制造业           | 19.23      | 0.22%  | 0.59%    | -0.37% |
| 社会服务业           | 133.13     | 1.50%  | 1.65%    | -0.15% |
| 农、林、牧、渔业        | 58.43      | 0.66%  | 1.29%    | -0.64% |
| 电子              | 56.09      | 0.63%  | 1.64%    | -1.01% |
| 纺织、服装、皮毛        | 43.61      | 0.49%  | 1.58%    | -1.09% |
| 金融、保险业          | 1701.61    | 19.14% | 19.77%   | -0.63% |
| 综合类             | 130.49     | 1.47%  | 3.16%    | -1.70% |
| 金属、非金属          | 554.70     | 6.24%  | 8.99%    | -2.75% |
| 电力、煤气、及水的生产和供应业 | 274.73     | 3.09%  | 6.28%    | -3.19% |

资料来源：天相投资分析系统

根据我们对基金行业配置变动的分析，我们对其配置思路大致归结为两点：一是继续稳固其防御性配置，保持了非周期性行业的市值占比；二是调整部分仓位到政策性受益行业，如建筑、医药等。

### 3. 重仓股分析

由于基金的持股集中度普遍下降，重仓股的持股数不同程度减少。前十大重仓股在4季度平均下跌了8%。煤炭股从前十大中消失，电气设备的特变电工以及建筑业的中国铁建成为新的前十大。

图表 4 基金前 10 大重仓股

| 代码     | 名称   | 08 年 4 季度涨幅 (%) | 1 月份以来涨幅 (%) |
|--------|------|-----------------|--------------|
| 600036 | 招商银行 | -30.99          | 13.16        |

|        |      |        |        |
|--------|------|--------|--------|
| 600519 | 贵州茅台 | -17.58 | -7.27  |
| 002024 | 苏宁电器 | 2.93   | -11.50 |
| 601318 | 中国平安 | -19.60 | 10.30  |
| 600000 | 浦发银行 | -15.17 | 24.38  |
| 600030 | 中信证券 | -27.42 | 21.26  |
| 000792 | 盐湖钾肥 | -34.39 | -30.21 |
| 600089 | 特变电工 | 44.20  | -4.61  |
| 000002 | 万科A  | -1.23  | 10.54  |
| 601186 | 中国铁建 | 7.26   | -4.48  |

资料来源：天相投资分析系统

新增的 50 个基金重仓股四季度及一月份都取得了良好的收益，平均涨幅分别为 14.26%、10.49%。新增重仓股集中在医药-中药、地产、机械-重型机械及电气设备、原材料-建材、信息技术、传媒还有部分主题性投资板块如新能源、创投、融资融券等。减持及剔除的基金重仓股主要集中在银行、食品饮料、能源-煤炭、化工、交运和钢铁。当然上季度减持并不意味着这些重仓股就不行了，减持的前 50 只重仓股在一月平均上涨了 18.65%、剔除的平均上涨了 21.55%，远超过在四季度被增持和新增的。

图表 5 基金新增 20 大重仓股

| 代码     | 名称    | 天相行业类型         | 08 年 4 季度涨幅 (%) | 1 月份以来涨幅 (%) |
|--------|-------|----------------|-----------------|--------------|
| 002202 | 金风科技  | 投资品 - 电气设备     | 22.10           | 26.73        |
| 000028 | 一致药业  | 医药 - 医药流通      | 30.24           | 2.44         |
| 600068 | 葛洲坝   | 投资品 - 建筑业      | 25.21           | 3.28         |
| 000400 | 许继电气  | 投资品 - 电气设备     | 75.20           | -3.58        |
| 000667 | 名流置业  | 房地产 - 房地产开发    | 0.29            | 12.02        |
| 600425 | 青松建化  | 投资品 - 建材       | 18.31           | 15.07        |
| 000826 | 合加资源  | 公用事业 - 供水供气    | 13.56           | 15.88        |
| 000539 | 粤电力 A | 公用事业 - 电力      | 6.03            | -5.85        |
| 600268 | 国电南自  | 投资品 - 电气设备     | 44.15           | -2.65        |
| 600410 | 华胜天成  | 信息技术 - 软件及服务   | 17.36           | -6.37        |
| 600359 | 新农开发  | 消费品及服务 - 农林牧副渔 | 2.65            | 11.48        |
| 600161 | 天坛生物  | 医药 - 生物制品      | 40.52           | 6.54         |
| 000027 | 深圳能源  | 公用事业 - 电力      | -2.28           | 3.94         |
| 600138 | 中青旅   | 消费品及服务 - 酒店旅游  | -23.04          | 12.29        |
| 600337 | 美克股份  | 投资品 - 建材       | 7.41            | -4.68        |
| 600436 | 片仔癀   | 医药 - 中药        | 12.93           | 4.77         |
| 601009 | 南京银行  | 金融 - 银行        | -14.48          | 13.35        |
| 600118 | 中国卫星  | 投资品 - 机械       | 8.62            | 15.93        |
| 002194 | 武汉凡谷  | 信息技术 - 通信      | 5.23            | 12.12        |
| 600750 | 江中药业  | 医药 - 中药        | 42.84           | 16.11        |

资料来源：天相投资分析系统

#### 4. 投资策略：紧随政策脚步

由于经济已进入最坏时期，当前最重要的是加强渡过难关的信心。从投资的角度来讲，我们要具有前瞻性的眼光，等知更鸟叫了春天早就过了。

上期我们的投资策略是抓住铁路大发展、把握财政性扩张政策下对医药、农业的影响、精选主题性投资机会，这三种策略全部在四季度的配置中得到了体现。展望09年，我们认为宏观经济形势的把握不容忽视，特别是对大洋彼岸令人捉摸不定的救市方案；二对于国内市场政策性因素的驱动力至关重要，一季度又是国家两会和政策性文件较多的时期；最后这一期间正处于年报发布旺季，估值是否对业绩预期作出了合理反映将是左右股价的突出因素。

四季报显示基金在仓位基本保持不变的情况下净值跑赢了大市，反映出在熊市中后期选股因素得到加强。因此基金在09年的配置思路有可能会变得更为主动，这会表现在两个方面 1、寻找行业业绩的拐点，2、预判下一个政策受益行业。而这种机会一般会出现在行业景气度较低的行业，如金属、公用事业等。

图表 6 一季度推荐组合

| 公司代码   | 公司简称  | 投资评级 | 每股收益（元） |       |       |
|--------|-------|------|---------|-------|-------|
|        |       |      | 2008E   | 2009E | 2010E |
| 000501 | 鄂武商 A | 增持   | 0.31    | 0.41  | 0.58  |
| 600694 | 大商股份  | 增持   | 0.70    | 0.72  | 0.00  |
| 600585 | 海螺水泥  | 增持   | 1.82    | 1.89  | 2.25  |
| 600449 | 赛马实业  | 增持   | 1.09    | 1.41  | 1.96  |
| 000877 | 天山股份  | 增持   | 0.75    | 0.78  | 1.08  |
| 600881 | 亚泰集团  | 增持   | 0.27    | 1.28  | 0.55  |
| 000063 | 中兴通讯  | 买入   | 1.29    | 1.75  | 2.23  |
| 600845 | 宝信软件  | 增持   | 0.90    | 1.20  | 1.51  |
| 600036 | 招商银行  | 增持   | 1.66    | 1.46  | 0.00  |
| 000157 | 中联重科  | 买入   | 1.20    | 1.41  | 1.59  |
| 600202 | 哈空调   | 增持   | 1.00    | 1.21  | 0.00  |
| 600320 | 振华港机  | 增持   | 0.70    | 0.88  | 0.99  |
| 600290 | 华仪电气  | 增持   | 0.38    | 0.73  | 1.28  |
| 000755 | 山西三维  | 增持   | 0.35    | 0.46  | 0.00  |
| 000731 | 四川美丰  | 增持   | 0.47    | 0.92  | 0.99  |
| 600299 | 蓝星新材  | 增持   | 0.41    | 0.52  | 0.00  |
| 600309 | 烟台万华  | 增持   | 1.12    | 1.05  | 0.00  |
| 600426 | 华鲁恒升  | 增持   | 0.90    | 0.92  | 1.08  |
| 000488 | 晨鸣纸业  | 中性   | 0.80    | 0.74  | 0.71  |
| 002014 | 永新股份  | 增持   | 0.49    | 0.55  | 0.65  |

资料来源：天相投资分析系统 盈利预测更新至 2009-2-2

## 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<br>电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140       |
| 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<br>电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100140 |
| 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<br>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<br>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中航苑鼎诚国际大厦2808室<br>电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041     |
| 山东天相  | 地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C<br>电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014           |