

估值结构逐步改善， 估值修复行情可期

—2011 年 12 月回顾及 2012 年 1 月基金投资策略

发布日期：2012 年 1 月 4 日

投资要点：

- 截至 12 月 31 日，除货币型基金、保本基金和债券型基金净值分别上涨 0.36%、0.17%和 0.01%外，本月各类偏股型基金在本期内的净值收益均为负。其中，传统封闭式基金跌幅居前，跌幅高达-8.21%；股票型基金和指数基金跌幅次之，分别下跌 7.72%和 6.84%；混合型基金表现紧随其后，下跌 6.66%；创新封闭式基金和 QDII 的跌幅相对较小，分别下跌 3.61%和 2.27%。
- 目前市场整体的估值结构有望逐步改善，而春节前的流动性改善预期增强，由此有望带动一波估值修复行情。在偏股型基金中，建议配置以价值投资理念为主、主题为辅的基金。
- 在 ETF 配置上，建议采取价值投资的理念，重点关注价值型 ETF 中的金融 ETF、上证 50ETF 以及股息较稳定的红利 ETF。同时，由于中小盘 ETF 的价格弹性较大，善于择时的投资者可适当关注、参与中小盘的 ETF。
- 在债券型基金方面，基于未来流动性改善的判断，我们仍然维持前期的观点，投资时钟已经转向债券资产，建议投资者在经济回落的背景下较多关注债券型基金（尤其是超配可转债的准确性基金）的投资机会。
- 在货币型基金方面，基于通胀回落的背景，建议稳健型投资者继续采取持有的策略。
- 基于以上判断，我们本月维持 12 月份的基金仓位配置建议：开放式股票型和混合型基金配置 40%，ETF 配置 20%，债券型基金配置 20%，货币型基金配置 20%。同时从基金择时选股能力、资产配置能力和配置现状、流动性等方面给出了 2012 年 1 月份的基金池。

2011 年 12 月基金池当月业绩回顾

基金类型	投资比例 (%)	12 月份平均净值涨幅 (%)	12 月份平均超额收益 (%)
股票型基金	20	-7.002	0.718
混合型基金	20	-6.882	-0.222
货币型基金	20	0.370	0.008
债券型基金	20	0.303	0.292
ETF	20	-5.616	1.226
加权平均收益		-3.765	1.725

注：加权平均超额收益业绩基准为中证基金指数。

数据来源：WIND、东北证券

基金研究小组

分析师：杨勇

执业证书号码：S0550511090001

TEL: (8621)6336 7000 - 279

FAX: (8621)6337 3209

Email: yyong@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

一、 2011 年 12 月市场回顾

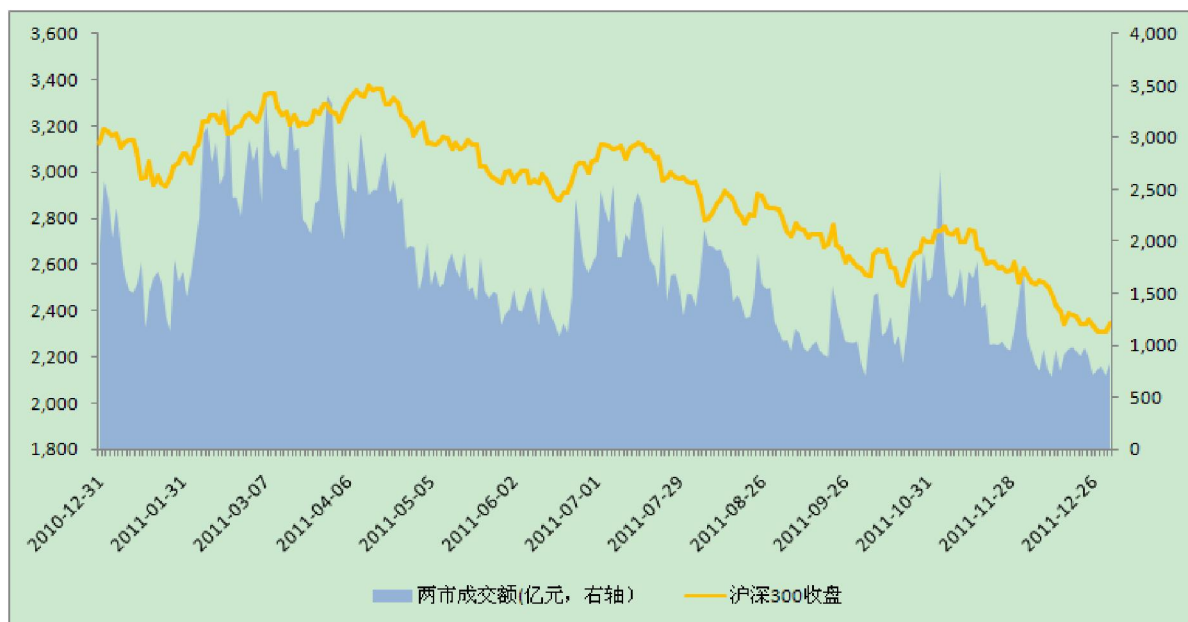
12 月 A 股市场继续全线大跌，大盘在本月内连续创新低，最低探至 2134 点。截至 12 月 31 日，本月创业板和中小企业板指数分别大跌 12.96%和 12.67%，跌幅居前；深圳成指、沪深 300 以及上证综指紧随其后，分别下跌 7.99%、6.97%和 5.74%。成交量方面，12 月两市日均成交金额 904 亿，较 11 月减少 39%。

表 1 A 股各主要指数表现（截至 2011.12.31）

A 股市场指数	收盘点位	12 月涨幅	11 月涨幅	当年累计涨幅
上证综指	2199.42	-5.74%	-5.46%	-21.68%
沪深 300	2345.74	-6.97%	-6.45%	-25.01%
深圳成指	8918.82	-7.99%	-7.51%	-28.41%
中小企业	4295.86	-12.67%	-4.42%	-37.09%
创业板	729.50	-12.96%	-1.72%	-35.88%

来源：WIND，东北证券

图 1 沪深 300 指数今年以来市场表现

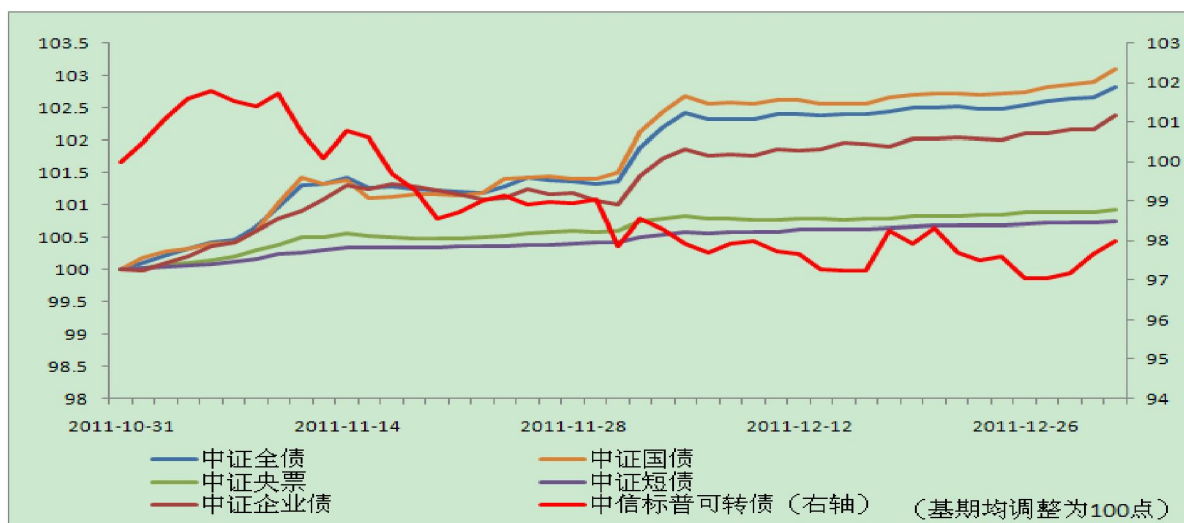


来源：WIND，东北证券

分行业来看，所有行业无一上涨。其中，跌幅较小的为估值较低的周期性行业，如金融、地产等，跌幅较大的为石化、综合和农林牧渔等。一个明显的特征是前期走势较好、估值较高的消费医药类板块以及概念类板块开始回调，而低估值行业的抗跌性开始凸显，说明整个市场的估值结构正在改善，市场底部正在不断巩固，2012 年将有望迎来值得期待的估值修复行情。

债券市场方面，虽然债券及同业拆借利率临近月末季节性的微幅回升、但票据贴现利率则首次回落至 7% 下方。除受累于 A 股市场的可转债指数基本持平外，12 月份其余各类债券指数均继续上涨，但涨幅已小于 11 月份。

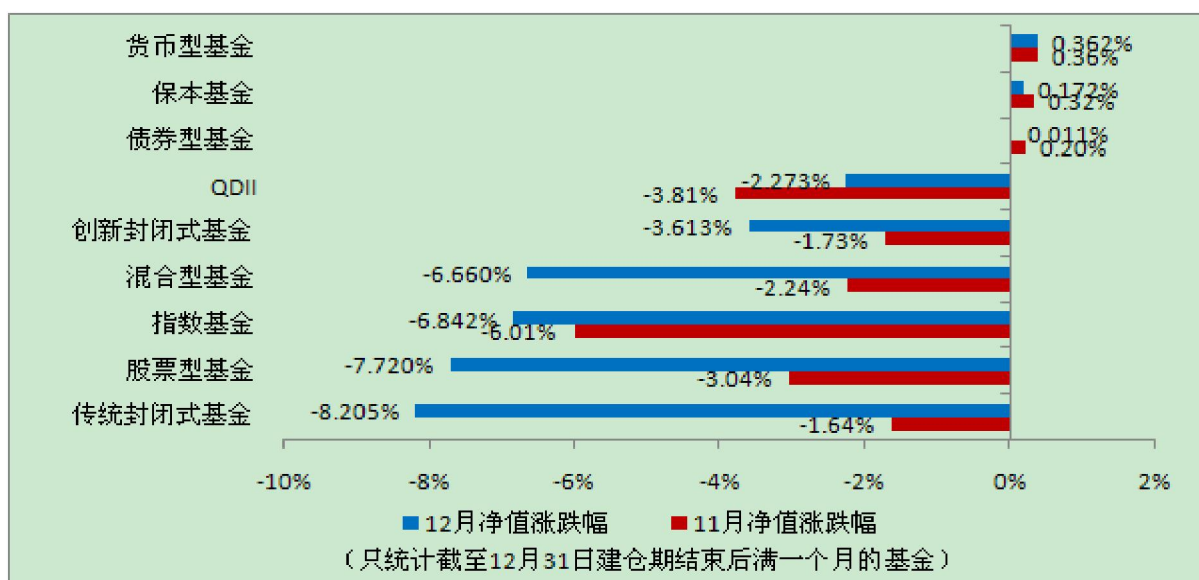
图 2 各债券指数近两个月以来市场表现



来源: WIND, 东北证券

截至 12 月 31 日，除货币型基金、保本基金和债券型基金净值分别上涨 0.362%、0.172% 和 0.011% 外，本月各类偏股型基金在本期内的净值收益均为负。其中，传统封闭式基金跌幅居前，跌幅高达 -8.205%；股票型基金和指数基金跌幅次之，分别下跌 7.720% 和 6.842%；混合型基金表现紧随其后，下跌 6.660%；创新封闭式基金和 QDII 的跌幅相对较小，分别下跌 3.613% 和 2.273%。

图 3 2011 年 12 月各类基金复权净值表现



来源: WIND, 东北证券

12 月排名前五位的指数型基金分别是：

基金简称	12 月复权净值增长率(%)	11 月复权净值增长率(%)
国泰上证 180 金融 ETF 联接	0.00	8.29
国泰上证 180 金融 ETF	-0.21	9.05
华宝兴业上证 180 价值 ETF 联接	-0.37	6.45
国投瑞银沪深 300 金融	-0.70	7.84
华宝兴业上证 180 价值 ETF	-0.90	6.79

来源：WIND，东北证券

12 月排名前五位的股票型基金分别是：

基金简称	12 月复权净值增长率(%)	11 月复权净值增长率(%)
博时主题行业	0.64	5.59
鹏华价值优势	0.00	3.86
长城品牌优选	-1.36	7.61
光大保德信红利	-1.93	3.68
博时第三产业成长	-2.50	2.21

来源：WIND，东北证券

12 月排名前五位的混合型基金分别是：

基金简称	12 月复权净值增长率(%)	11 月复权净值增长率(%)
富国天瑞强势精选	1.38	4.35
博时价值增长	0.28	3.48
申万菱信盛利配置	-0.12	1.07
博时价值增长 2 号	-0.15	3.65
银河收益	-0.70	2.58

来源：WIND，东北证券

12 月排名前五位的债券型基金分别是：

基金简称	12 月复权净值增长率(%)	11 月复权净值增长率(%)
招商安泰债券 A	2.16	2.39
光大保德信信用添益 C	2.04	2.40
招商安心收益	1.70	4.62
博时裕祥分级	1.70	2.38
广发增强债券	1.68	3.15

来源：WIND，东北证券

12 月排名前五位的传统封闭型基金分别是：

基金简称	12 月复权净值增长率(%)	11 月复权净值增长率(%)
基金安顺	-4.45	3.87
基金裕隆	-5.06	6.20
基金金鑫	-5.22	3.64
基金同益	-5.54	1.00

基金裕阳	-5.62	2.28
------	-------	------

来源: WIND, 东北证券

12 月排名前五位的货币型基金分别是:

基金简称	12 月复权净值增长率(%)	11 月复权净值增长率(%)
中海货币 B	0.48	0.40
易方达货币 B	0.48	0.44
招商现金增值 B	0.44	0.37
融通易支付货币	0.44	0.31
博时现金收益	0.44	0.39

来源: WIND, 东北证券

12 月排名前五位的保本型基金分别是:

基金简称	12 月复权净值增长率(%)	11 月复权净值增长率(%)
银华永祥保本	0.78	2.30
东方保本	0.60	1.33
长盛同鑫保本	0.59	0.80
银河保本	0.50	1.32
大成保本	0.49	1.20

来源: WIND, 东北证券

12 月排名前五位的 QDII 基金分别是:

基金简称	12 月复权净值增长率(%)	11 月复权净值增长率(%)
嘉实恒生中国企业	4.53	16.73
海富通大中华精选	1.88	8.94
华安香港精选	0.78	13.37
海富通海外精选	0.71	12.43
华安大中华升级	0.63	10.72

来源: WIND, 东北证券

二、 2012 年 1 月基金投资策略

在通胀下滑的背景下,中央经济工作会议定调明年经济发展为稳中求进,但整体货币政策方面除了 11 月底突然下调存款准备金率外,后续跟进的政策并不多,而投资者在今年反复抄底反复被套的轮回中变得更加的谨慎,市场也在投资者脆弱的心态下不断创下新低,我们预期的震荡回升行情未能成为现实。

截至 2011 年 12 月 31 日,除了货币基金取得正收益外,其它各类基金在今年均取得了惨淡的成绩,股票型基金平均亏了 20%多,债券型基金更是结束了自 2005 年以来连续 6 年盈利纪录,平均净值下跌超过 2%。

展望 2012 年,我们认为:欧债危机、国际环境的不确定性以及国内房地产投资回

落是经济的主要风险；而货币信贷改善以及十二五规划的落实、实际零售增速的回升，利于经济短期的企稳，包括财税、要素价格、金融投融资的改革则有利于经济回落的中长期改善。整体而言，我们预计国内经济增速呈现上半年逐步回落而后有回升的态势，物价逐步回落至 3 季度而后有所回升的特征。

从业绩层面看，预计上市公司明年业绩增速在 8% 左右，2011 年四季度及 2012 年 1 季度非金融类业绩处于负增长、而后有望企稳回升。

从估值层面看，A 股整体估值水平无论市盈率还是市净率均已国际化，上证综指市盈率为 13 倍、市净率为 2 倍，与全球主要股指持平，银行股为代表的上证 180 权重股估值已经处于低位，继续回落的空间不大。分红制度改革则有利于股息率的提高，有利于价值型资金的逐步介入。

从风格层面看，2010 年 11 月中小板对上证 180 市盈率 TTM 的估值溢价从 3.6 被回落至今为 3.1 倍。预计 2012 年中小板对上证 180 的市盈率估值溢价将延续 2011 年的特征而难有提升，中小板的机会更多来自于业绩的增长而非业绩溢价的提升。以银行股为例，A 股银行股估值及 ROE 盈利能力要好于美国银行、考虑到经济软着陆，银行板块的安全边际较高。而创业板 40 倍的估值水平，依然存在着估值的压力；同时，明年中小板尤其是创业板解禁压力相对较大，供求关系也制约着创业板估值溢价的提升。

综上所述我们认为，目前市场整体的估值结构有望逐步改善，而春节前的流动性改善预期增强，由此有望带动一波估值修复行情。在偏股型基金中，我们倾向于配置以价值投资理念为主、主题为辅的基金。

在 ETF 配置上，我们建议采取价值投资的理念，重点关注价值型 ETF 中的金融 ETF、上证 50ETF 以及股息较稳定的红利 ETF。同时，由于中小盘 ETF 的价格弹性较大，善于择时的投资者可适当关注、参与中小盘的 ETF。

从流动性的角度看，虽然前期货币政策微调以及流动性改善低于市场预期，但资金市场利率尤其是央票到期收益率以及票据贴现利率均出现回落，表明金融市场以及实体经济层面流动性已经出现显著改善，债券市场的小牛行情仍有望持续。

因此，我们仍然维持前期观点，投资时钟已经转向债券资产，建议投资者在经济回落的背景下积极关注债券型基金的投资机会。尤其是对于偏好受股票市场下跌影响一直未能有较好表现的可转债的债券型基金，可以在今年的投资中保持特别的关注。

在货币市场基金方面，作为今年唯一获得正收益的基金类别，在通胀回落的背景下建议稳健型的投资者继续对其保持关注。

三、 2012 年 1 月基金投资组合建议

首先简要回顾一下上期基金池的投资收益。

基金类型	投资比例 (%)	12 月份平均净值涨幅 (%)	12 月份平均超额收益 (%)
股票型基金	20	-7.002	0.718
混合型基金	20	-6.882	-0.222
货币型基金	20	0.370	0.008
债券型基金	20	0.303	0.292
ETF	20	-5.616	1.226
加权平均收益		-3.765	1.725

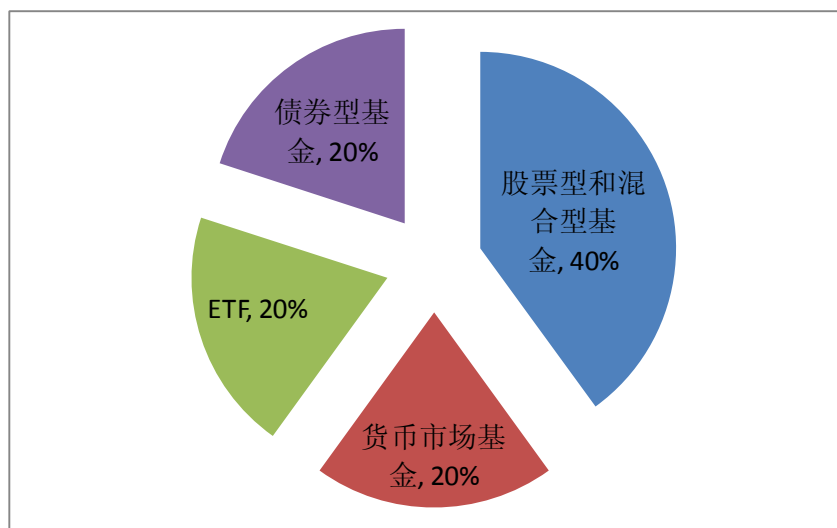
注：加权平均超额收益的业绩基准为中证基金指数。

来源：WIND，东北证券

由上表可知，12 月基金池各类基金的加权平均净值收益为-3.765%，超越中证基金指数 1.725%，而超额收益的主要来源是 ETF、股票型基金、债券型基金以及大类资产配置。其中，基金池各类基金中表现最好的基金分别为：东吴新经济（股票型基金，下跌 4.052%）、东方龙混合（混合型基金，下跌 3.334%）、广发增强债券（债券型基金，上涨 1.681%）、南方现金增利 A（货币型基金，上涨 0.401%）、国泰上证 180 金融 ETF（指数型基金，下跌 0.214%）。

在仓位配置方面，基于以上对宏观经济形势和市场走势的判断，我们本月维持 12 月份的基金仓位配置建议：开放式股票型和混合型基金配置 40%，ETF 配置 20%，债券型基金配置 20%，货币型基金配置 20%。同时结合考虑基金择时选股能力、资产配置能力和配置现状、流动性等因素，给出了 1 月份的基金池。

图 4 2012 年 1 月基金投资仓位配置建议



来源：东北证券

2012 年 1 月基金池推荐如下：

基金简称	类型	基金经理	过去一 月净值 增长率 (%)	过去一 季净值 增长率 (%)	过去一 年净值 增长率 (%)
东吴新经济	股票型	吴圣涛	-4.05	-3.07	-17.72
中欧价值发现	股票型	苟开红	-6.83	-6.73	-16.03
建信核心精选	股票型	王新艳	-3.57	-2.99	-17.17
新华优选成长	股票型	王卫东	-9.79	-7.59	-17.15
国泰金牛创新成长	股票型	范迪钊	-5.09	-0.44	-14.82
泰达宏利红利先锋	股票型	梁辉	-5.16	-1.69	-15.60
宝盈资源优选	股票型	彭敢	-11.27	-7.29	-17.22
诺安成长	股票型	刘红辉	-5.39	-5.18	-16.29
国富潜力组合	股票型	朱国庆	-8.36	-6.29	-20.31
嘉实优质企业	股票型	刘天君	-5.74	-7.90	-20.63
兴全全球视野	股票型	董承非	-6.01	-3.81	-13.89
景顺长城增长 2 号	股票型	王鹏辉,杨鹏	-6.55	-0.78	-19.49
诺安灵活配置	混合型	夏俊杰	-6.63	-7.40	-16.80
华安宝利配置	混合型	陆从珍	-5.57	-7.46	-15.09
东方龙混合	混合型	于鑫	-3.33	-0.92	-8.39
大摩资源优选混合	混合型	徐强,何滨	-7.18	-6.93	-18.09
东方精选	混合型	李骥,庞飒	-8.53	-8.27	-14.55
富国天成红利	混合型	于江勇	-8.20	-7.38	-17.28
兴全有机增长	混合型	陈扬帆	-7.28	-6.38	-19.76
富国天惠精选成长	混合型	朱少醒	-12.72	-12.31	-25.36
新华泛资源优势	混合型	桂跃强,崔建波	-4.11	-2.15	-9.46
国投瑞银稳健增长	混合型	马少章,朱红裕	-6.80	-4.40	-12.73
广发增强债券	债券型	谢军	1.68	6.67	6.21
易方达增强回报 A	债券型	钟鸣远,王晓晨	-0.56	1.52	-0.86
建信稳定增利	债券型	钟敬棣	0.09	3.25	0.81
中银稳健增利	债券型	奚鹏洲,李建	0.00	3.09	3.52
华夏现金增利	货币型	曲波	0.36	1.07	3.76
海富通货币 B	货币型	张丽洁	0.40	1.16	4.18
南方现金增利 A	货币型	刘朝阳,韩亚庆	0.40	1.18	4.02
中银货币	货币型	白洁	0.34	1.15	3.92
万家货币	货币型	邹昱,孙驰,唐俊杰	0.36	1.24	4.09
华安上证 180ETF	ETF	许之彦,牛勇	-5.62	-7.18	-22.58
国泰上证 180 金融 ETF	ETF	章贇	-0.21	0.88	0.00
华夏中小板 ETF	ETF	方军,唐棕	-12.36	-13.56	-36.71

来源：WIND，东北证券

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。