

基金仓位逼近4年低位 A股全年低点或已探明

张刚

基金仓位连续下滑

今年一季度上证指数累计下跌了3.91%，在此背景下，公募基金股票持仓比例也继续下降。数据显示，2014年一季度股票型和混合型基金的股票持仓占净值的比例由2013年四季度的77.36%下降至75.34%，下降了1.89个百分点。而去年四季度同样环比下降了1.47个百分点，为2010年三季度以来的第二低水平。以往基金股票持仓比例出现类似低谷时，A股大多出现重要底部。比如，2010年二季度基金持仓比例为74.34%，2010年7月4日的2319点便成为2010年的最低点；2013年二季度基金持仓比例为74.53%，6月25日的1849点则成为2013年的最低点。目前，基金持仓已经连续两个季度下降，并逼近历史低位，也暗示着3月12日形成的1974点将成为2014年全年的最低点。

具体来看，股票型基金的仓位由2013年四季度的81.59%下降至2014年第一季度的80.24%；混合型开放式基金的仓位由2013年四季度的68.53%下降至2014年第一季度的65.88%。

增持小盘成长股 抛弃大盘蓝筹股

从基金持仓的行业汇总情况来看，2014年一季度基金持仓市值所占比例最大的前五个行业分别为：信息技术、金融、房地产、批发零售、采矿业。与2013年四季度相比，信息技术由第一名下降至第二名，后三个行业次序未变。不过，基金持仓前五名行业的合计持仓市值占比由2013年四季度的21.69%，下降至21.63%，行业集中度出现微妙。

从股票持仓市值占净值比例的增减情况来看，公募基金在2014年一季度大幅增持了信息技术行业，小幅增持了卫生、文化娱乐、科学技术、教育等行业，而信息技术、文化娱乐两行业在2013年四季度曾被显著减持。今年一季度公募基金还减持了金融、建筑、水利、房地产、批发零售等行业，而金融、房地产、批发零售三个行业已经连续两个季度被较大幅度减持。

总体来看，一季度基金持仓的行业市值变化有以下几个特点：一是继续减持金融、房地产、批发零售；二是再度增持新兴成长行业。

10大重仓股9只被减持

从基金2014年一季度持股市值前十名的股票看，与2013年四季度

相比，贵州茅台新入围，海康威视落榜。其中，属于金融的有4只股票。伊利股份、中国平安、万科A、格力电器、招商银行、民生银行、双汇发展、兴业银行、云南白药等9只股票继续上榜，但持股比例均有不同程度下降。其中，伊利股份、中国平安、格力电器、双汇发展、云南白药等5只个股的减持比例在2%以上。基金持股前十名的个股中，仅有贵州茅台被增持，增持比例超过2%。

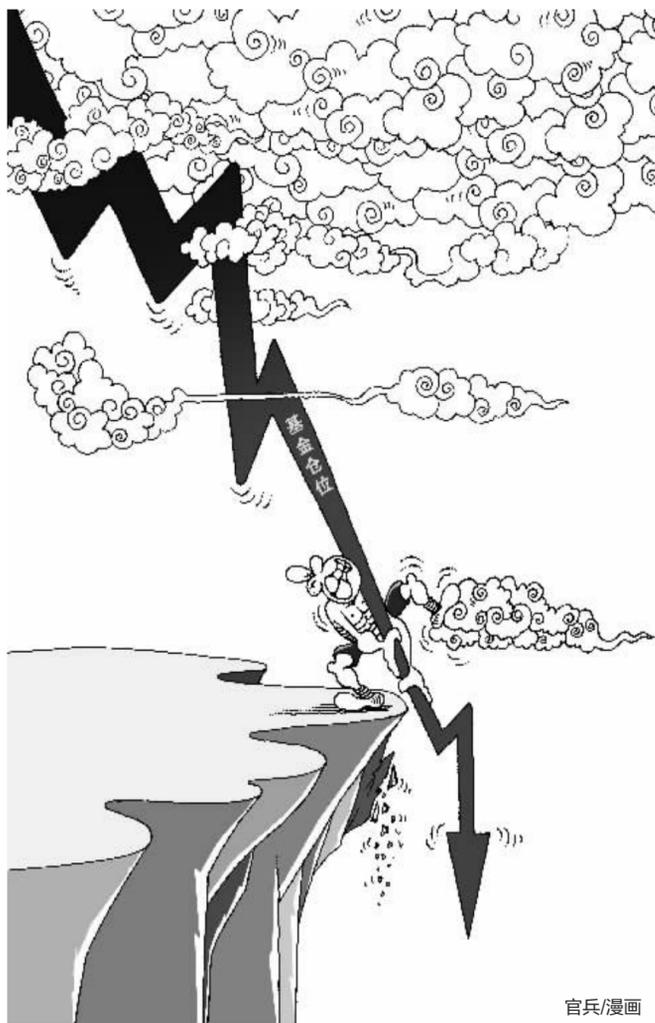
从基金持股占流通A股比例前十名股票看，有7只个股出现更换：宏大爆破、喜临门、硕贝德、阳光电源、旋极信息、富瑞特装、联化科技落榜；飞利信、易华录、宋城演艺、探路者、益佰制药、恒泰艾普新晋上榜；卫宁软件、蓝色光标、伊利股份维持“前十”位置。

持股比例高的前10只股票中，蓝色光标、伊利股份被减持，飞利信、易华录、宋城演艺、益佰制药被大幅增持，增持比例均在10%以上。

二季度存在纠错可能

今年一季度，宏观经济持续低迷，公募基金一方面持续减持传统产业蓝筹股，降低总体持仓比重，另一方面也增持新兴产业个股。不过，从实际走势来看，上述操作并不理想，公募基金又一次成为反向指标；创业板指数在2月25日创出历史最高点1571点后开始大幅调整；中小板也在2月18日创出5426点的高点后进入调整；而上证指数虽然同步走弱，但跌幅明显小于前者。我们认为，2014年二季度公募基金有可能进行纠错性操作，即增持权重股，减持新兴产业个股，届时上证指数为代表的大盘股有望出现一波较好的上涨行情。

(作者系西南证券分析师)



官兵/漫画

基金银行股持仓创历史新低

中信证券研究部

今年一季度，基金股票仓位较去年四季度继续下降，持仓分歧显著提升。数据显示，一季度基金重仓股及隐形股中小股票占比大幅上升，达到历史最高水平。基金一季报重仓股中，沪深300成分股占比48.81%，相对去年四季度下降8.94%。隐形股中沪深300成分股占比6.48%，相对去年四季度下降10.25%。

一季报基金重仓股中小盘股票占比为19.52%，较四季度上升了1.21%；创业板股票占比为15.12%，相对四季度上升了3.24%。隐形股中，中小盘股票占比39.45%，相对四季度上升10.53%；创业板股票占比33.71%，

相对四季度上升了10.50%。

从行业配置来看，医药、数字新媒体(TMT)行业超配进一步加剧，而银行的欠配则达到历史最高水平。一季度基金重仓持股超配最多的行业为医药，相对沪深300超配14.5%，达到历史最高水平，相比去年四季度增仓3%。其次为计算机和电子元器件行业。一季度欠配最多的行业为银行业，相对沪深300指数欠配18.4%，达到历史最低位，与去年四季度相比减仓0.8%。

基金重仓股行业配置中，一季度增仓最多的行业为医药、计算机和电力设备，减仓最多的行业为电子元器件、非银金融和电力及公用事业。一季度基金隐形股中，增仓最多的行业为电子元器件、基础化工和轻工制造，减仓最多的行业

为机械、房地产和国防军工。纵观基金历史行业配置的情况，目前基金对于金融行业的配置，无论是银行还是非银金融行业都达到了历史最低水平。

我们对基金高共识组合进行的历史回溯发现，在6-8月中，超额收益的稳定性及收益水平最高的是6月份，相对等权重的沪深300指数平均超额收益为4.09%，过去8年的胜率高达100%。其背后的原因，可能是该类股票均为半年报高增长类型的股票，所以在半年报披露期超额收益开始集中兑现。

从回溯结果来看，基金高共识组合的超额收益近5年呈明显上升趋势，且符合弱市环境基金抱团取暖的投资逻辑。为此，我们建议5月份可逐步建仓，以待6月收获季节的到来。

优先股花落广汇 市场有兴奋也有疑问

证券时报记者 唐立

优先股不再只闻楼梯响。4月24日晚间，广汇能源率先披露优先股发行预案，终于令沪深两市的优先股阵地响起头炮。不过，由于这一炮兼具预料之中和预料之外的意味，因此在它让市场感到兴奋的同时，也带来了疑问。

概念股冲高回落

优先股的落地开花，无疑是近10个交易日以来A股的最大亮点之一。受此提振，昨日广汇能源以及之前有着更强烈预期的银行品种均在盘中有着上佳表现。

早盘，广汇能源高开高走，盘中一度距涨停只差一分钱，不过，做多资金随后斗志骤减，该股的股价也迅速回落。早盘短暂的激情过后，广汇能源在剩余的交易时间里波澜不惊，

截至收盘涨4.58%，报7.99元。值得注意的是，广汇能源当天的换手率达到8.11%，成交也放出了历史天量，在一定程度上反映出市场资金对于优先股第一单”的热情。

同时，广汇能源的“多”情释放还唤醒了被喻为大象的银行股。早盘，中信银行、招商银行、平安银行、民生银行、南京银行等多只中小银行股一齐攀高，不过随后这些银行股也均出现了明显的回落。有分析人士认为，实际上银行是可发行优先股预期最强烈的板块，此前的优先股传闻曾几度刺激银行股走强，因此优先股此番开闸也对银行股形成了实质利好。当然，“优先股首单”意外易手，难免也给银行股带来失落。

尽管广汇能源以及银行股等优先股概念标的昨日均出现了冲高回落的走势，但是传闻中的优先股终于取得实质进展，仍让不少投资人对A股的后市走势转向乐

观。其乐观的依据是，上证综指自4月10日创出2146.67点的高点后，已连续两周向下调整，目前已具备一定的反弹动能。如果后市“定海神针”银行股能因优先股持续进展而企稳，甚至上探，将促使大盘行情作出向上的选择。

优先股卖给谁

广汇能源打响优先股第一炮，确实在疲弱的市场中激起了千层浪。不过，其后做多资金停止跟进，也表明优先股的治市疗效有限。

根据广汇能源披露的优先股发行预案，公司拟非公开发行优先股不超过5000万股，募集资金总额不超过50亿元，扣除发行费用后的募集资金净额将用于红滩铁路项目和补充流动资金，其中用于补充现金流的资金为35亿，股息率约为7%-10%。超过一半的募集资金被用于补充现金流，这是否说明广汇

能源资金“饥渴”难以掩饰呢？广汇能源2013年年报、2014年一季报的资产负债率分别达到了64.89%、66.68%，较高的资产负债率显然有助于投资者理解该公司何以在上证50中拔得优先股头筹。而总募资50亿，发行对象不超过200人，人均出资达2500万元，谁会为此买单呢？这也是广汇能源优先股给市场带来的另一个疑问。

东北证券分析师沈正阳认为，从信息披露来看，广汇能源的优先股预案吸引力一般，因为募集不超过50亿，而可供分红资金不超过5.48亿；考虑到优先股评级低于公司债，若以募集50亿、分红5.48亿的定格测算，则股息率不超过11%。

分析人士还指出，从某种意义上讲，广汇能源的优先股预案为后续银行股发行优先股指明了方向。因此，对于市场而言，广汇能源优先股方案能否激活早已有的优先股预期的金融股，才是投资者更应重点关注的。

■高兴就说 | Luo Feng's Column |

从海外经验 看A股首单优先股



高兴

广汇能源成为A股第一家发布优先股预案的公司。细看预案，其主要特点是：浮动股息率、不设置赎回和回售条款、不可转换普通股。

优先股在A股市场被赋予政策利好等色彩，其实在海外市场，这是一种应急的融资工具，少数时候在企业并购中使用，规模并不大。美国股票市场总市值超过20万亿美元，优先股约4000亿美元，占比不到2%，1990年时优先股规模更只有530亿美元。如果不是2008年金融危机时美国政府动用1250亿美元购入花旗等主要银行的优先股来救市，优先股规模更小。

对于上市公司的控股股东来说，优先股应该算是中意的工具，不会稀释控制权，要按期支付股息，但不强制，没有还本的压力。

看优先股，主要是看股息率的条款，这决定了优先股能否顺利发出去，以及给公司带来多大的压力和好处。美国前几年优先股股息率一度高过8%，这远远高于国债收益率，更是银行贷款利率的数倍。有一个事例，那就是全球投行巨头高盛在2008年金融危机时卖了50亿美元的优先股给巴菲特的伯克希尔公司，股息率为10%，还搭配5年内任意时间购入50亿美元高盛普通股的认股权。这宗交易意味着，高盛有盈利时，必须每年按照10%向伯克希尔公司支付股息，在

确保了伯克希尔公司的股息之后才能向其他普通股股东支付股息；高盛若短期出现亏损，某年无法派发股息，下一年也须补足此前所欠股息，并在派发当年股息之后，才能向其他普通股股东派息。到了2011年，高盛业绩回升，第一件事就是愿意付出10%的溢价向巴菲特全部赎回这批优先股。

这件事说明，优先股的股息往往是正常公司难以承担或不愿承担的，由于融资成本较高，一般只有公司募投项目的收益率远远高于优先股股息，才能承受发行优先股，或者是既想融资又不希望稀释控制权，在其他渠道难以融资的情况下，发优先股来度过困难期。

理顺了美国优先股的脉络后，我们来看广汇能源的预案：非公开发行不超过50亿元优先股，用于红滩铁路项目和补充流动资金；票面股息率不高于公司最近两个会计年度的年均加权平均净资产收益率，将根据询价结果由公司自主承销商协定，股东大会有权根据分红年度盈利情况及市场利率情况在基准票面股息率基础上调整分红年度的优先股票面股息率。

广汇能源2013年净资产收益率为8.95%。这个浮动股息率，广汇能源称如果2014年净利润在去年基础上增幅0~200%，优先股的票面股息率为7%~10%。由于不设赎回，优先股的股息将长期支付，这需要投资者判断公司未来盈利能力和趋势。

优先股在A股的首单，也说明资金紧张型企业有着发行优先股的需求。广汇能源本次融资的用途之一是红滩铁路项目，去年公司已经公告转让红滩铁路部分股份，显示其资金紧张。从另外一个层面来说，依然以高盛为例，如果投资者判断公司发行优先股后能够度过融资瓶颈和经营瓶颈，则可将其作为一段时间内提振公司业绩的利好来看待。

5月策略： 在乏味行情中寻找味道

张忆东 吴峰

4月份A股市场走势乏味。截至本周五，上证指数4月份仅微涨0.16%；深成指上涨1.86%；创业板指数则下跌了2.70%。5月份A股市场主要机会将集中在六大行业。

必需消费品 防御型价值凸显

信用收缩难以带来周期股估值向上，实体经济供需关系趋弱，传统周期性行业难有趋势性机会。一季度国内生产总值(GDP)同比增长7.4%，财政刺激和货币政策大规模放松的条件不具备，下一个时间窗口为二季度末或三季度初。

对于以数字新媒体产业(TMT)为代表的成长股板块来说，由于机构持仓比例过高，新股发行(IPO)增加供给，美股映射减弱，以及高估值的修复等原因，调整周期尚未结束。积极型投资者，可以在创业板成指平均市盈率50倍左右(对应1250点以下)开始增持那些被证实的真诚成长股。

我们相对看好必需消费品，主要逻辑是：其对宏观经济下行的弹性较弱，而且估值与增长匹配度较好的必需消费行业至少具备相对收益。

银行地产有相对收益 趋势性上涨时机未到

我们认为，政策放松的预期将为房地产行业带来相对收益，可以标配地产行业。但房地产趋势性

上涨对应于房地产供需关系改善，即需求增速(房企经营活动现金流入增速)与供给增速剪刀差上升但低于0轴的区域。而2014年上半年，房地产销售同比继续回落，有效库存上升，供需缺口尚未见底，因此趋势性机会未到。

银行股的绝对收益时间窗口对应实体经济供需关系改善阶段，反映为生产者物价指数(PPI)环比上升，抵押品价格上升，坏账风险下降。未来数月，经济供需关系偏弱，PPI环比偏弱，银行股难有趋势性机会。考虑银行股在沪深300指数中的权重较高，应维持低配。

5月优选六大行业

我们认为5月份可关注一下六大板块：

电子(半导体、LED照明、苹果产业链等)：半导体、LED照明处于景气上行周期；苹果产业链存在备货周期，季节性因子占优。

电力设备(特高压、配网、风电设备等)：行业供需关系改善，且受益于政府稳增长政策和治霾迫切性。

食品饮料(乳制品、调味品等)：估值与盈利匹配度较好的消费品，季节性因子占优。

家电(白电)：格力、美的等龙头估值与盈利匹配度较好；小天鹅A等公司业绩反转趋势确立。

医药生物：大市值白马股价调整较充分；业绩高增长的中小市值公司动态估值不贵。

农林牧渔(养殖)：猪周期加速赶底，可前瞻性逢低布局。

(作者系兴业证券分析师)