



# 站在要素的大拐点上

## ——东吴基金 2013 年度投资策略报告



(2012 年 12 月 15 日)

主 编 张 晗

### 行业研究

医药	张 寅
环保	戴 斌
软件传媒	朱冰兵
地产家电	薛和斌
服装商业	赵梅玲
电子	徐 峥
金融	张 晗
食品饮料	张楷浠
煤炭	张能进
化工	王立立
汽车	李鹏飞
机械	张剑鑫

监 审 任少华  
唐祝益  
黎 瑛

地址：  
上海浦东源深路 279 号  
邮编：200135  
客服热线：400-821-0588  
网址：www.scfund.com.cn

### 站在要素的大拐点上

经济增长所需要素无外乎资本、劳动力和生产率，我们以前靠资本和劳动力的大量投入维持高速增长。现在我们正面临着这些要素的重大拐点。

首先是货币和信用机制的变化。上一个十年外汇占款高速增长所带来的基础货币大量投放已经走到尽头。银行背负的压力使得表内信用扩张难以继续。这孕育了影子银行在表外进行部分地信用扩张，增加了整个金融体系的风险。为了满足资本投入，一些融资渠道也大幅扩张，这对其他金融资产产生很大的打击。货币和信用扩张方式的转变意味着我们将进入到一个长期通缩的区间。

其次，劳动力人口占比和绝对值的高点相继到来，间隔时间如此之短，放在全球范围内实属罕见，城镇化提高劳动参与率也是不得不为的，但劳动力边际供给的大幅下滑是难以避免的。这是中国经济的长期背景。

在上一篇策略报告中，我们看好四季度经济短周期复苏，并相应地开始看好市场。但从库存周期的需求和价格变化来看，我们对其持续性抱有谨慎的态度。这一方面是基建需求所依赖的融资体系将面临规范监管，另一方面也是可选消费已经走到了周期的顶部面临下降。

因此，我们判断四季度股票市场的机会最多延伸到春节，而在下半年股票市场才会重新出现趋势性的机会，我们建议在下半年适当增加股票资产的配置权重。债券市场的机会主要在下半年的利率产品，信用产品我们建议以高等级为主要配置，防范风险。

未来最主要的投资机会来自于新型城镇化。我们理解新型城镇化本质上已经无法提供新的劳动要素投入，更多地是在还狭义城镇化和工业化不匹配的债，是“投靠”城镇化，机会来自于公共服务和基础设施，以及消费结构变化，带来医疗、食品、农业、交通、能源和环保行业的改变。

我们判断贯穿明年市场的机会主要集中在医药、食品、环保以及农业和能源产业链。阶段性表现的周期性机会主要集中的交通产业链、化工、家电、电子行业。



## 目 录

一、四季度市场和宏观经济回顾.....	3
(一) 市场反映经济回升.....	3
(二) 国内企稳回升.....	6
二、宏观分析及大类资产配置.....	9
(一) 信用机制的变化.....	9
(二) 弱复苏的持续性.....	14
(三) 大类资产配置总结.....	21
三、投资主线.....	22
(一) 投资时钟的反思.....	22
(二) 新型城镇化的机会.....	25
(三) 主线总结及重点行业.....	29
东吴基金管理有限公司旗下产品.....	39

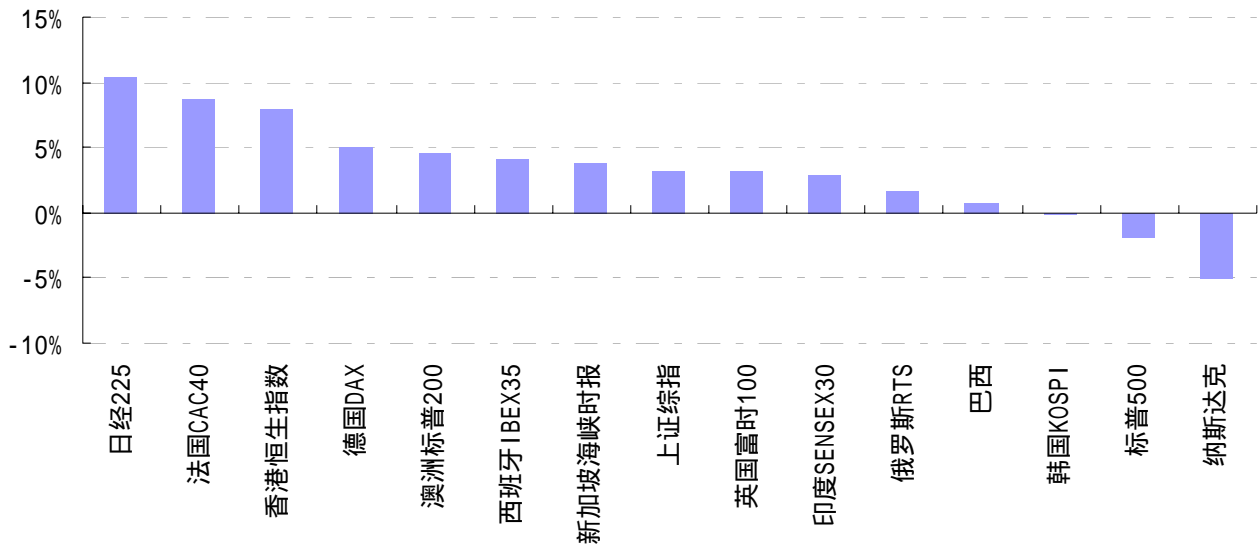


# 一、四季度市场和中国经济回顾

## (一) 市场反映经济回升

进入四季度之后，全球股市出现了分化，受欧债危机困扰的欧洲股市终于在4季度取得了上佳表现，主要原因是欧元区领导层和欧洲央行出台了一系列应对欧债危机的措施，从短周期角度看，明年欧洲经济将会略好于今年。而日本市场由于议会解散，选举提前，市场预期有力的竞选人安倍将会在货币政策上更为激进，所以4季度在全球市场上拔得头筹。相比而言一直表现很好的美国股票市场因为财政悬崖的担忧在4季度跑在了全球市场的最后。可以说进入4季度后，投资者开始更多地考虑明年的经济形势，股票市场的表现也正好反映了这样的预期。

图表 1 全球股市出现分化（截至 2012 年 12 月 15 日）

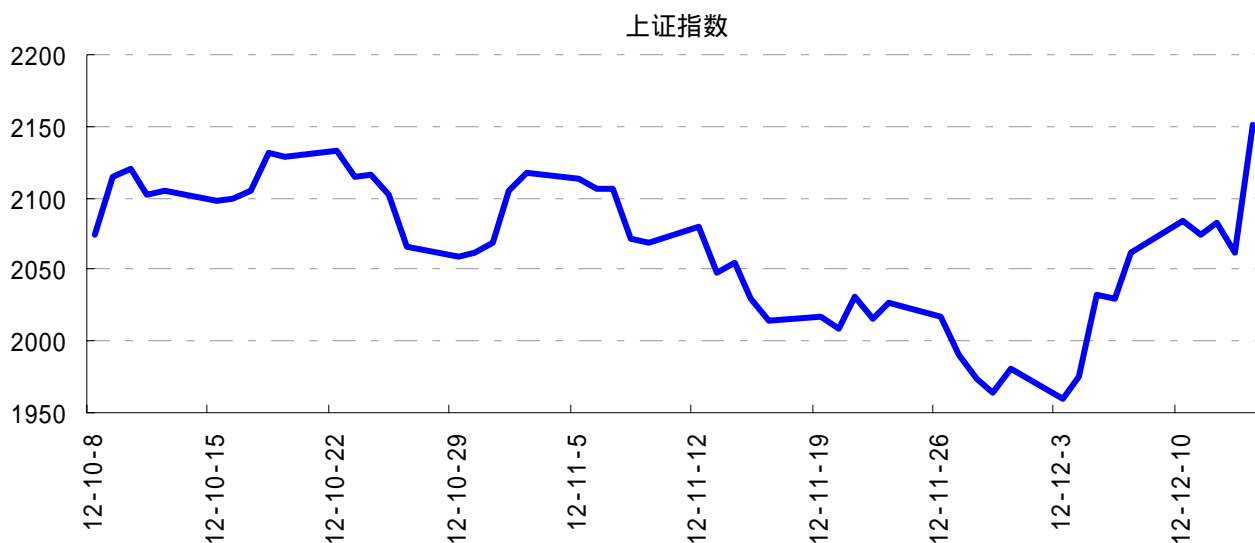


数据来源：Wind，东吴基金

A股市场在进入四季度之后，改变了在3季度的颓势，在全球市场中取得了中游的收益。3季度猛烈的债券和信托发行为发改委在2季度批复的大量项目提供了融资，经济开始见底回升。重大政治事件十八大也影响了4季度A股的走势，使得A股市场呈现出一个区间扩大的震荡走势。



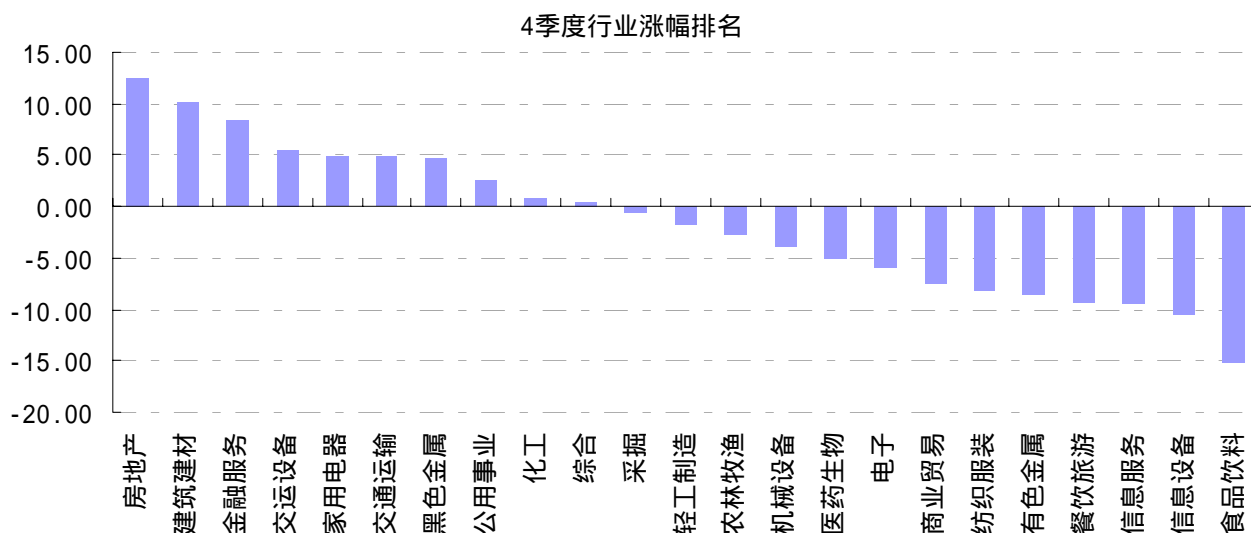
图表 2 上证指数扩大震荡区间



数据来源：Wind，东吴基金

四季度行业表现一改第三季度的单边下跌，开始出现分化，3季度表现最差的房地产在4季度表现最好。受益于新型城镇化概念的建筑建材表现其次，金融行业的表现使得全年金融行业成为了A股市场最大的主题，早周期的家电和汽车表现也靠前。表现较差的是受到各自行业特殊因素影响的食品饮料，信息和餐饮旅游，而传统的强周期行业有色煤炭表现平平。

图表 3 四季度涨幅排名



数据来源：Wind、东吴基金

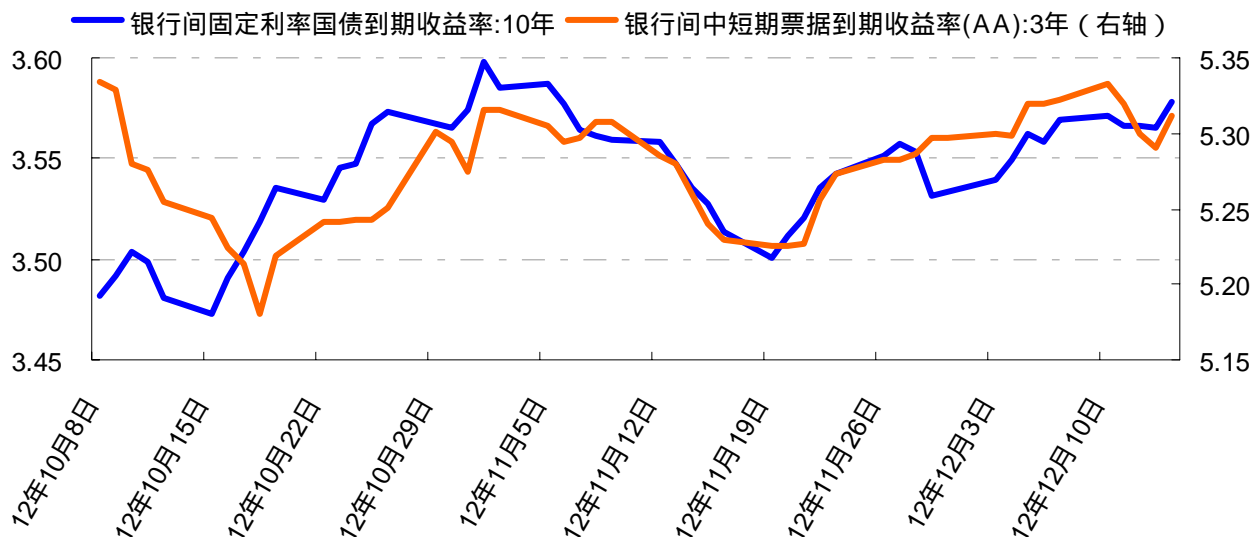
债券市场4季度的走势差不多就是股票市场的影像，股票市场涨的时候，债券市场跌，股票市场跌的时候，债券市场就涨。这一方面是资金的迁移，另一方面则是共同反映了对经济的预期，同时这也是在通缩预期背景下，股债联动的重要特征。

今年以来债券市场的总体特征就是信用债表现强于利率债。低等级债好于高等级债。低等级债中城投债



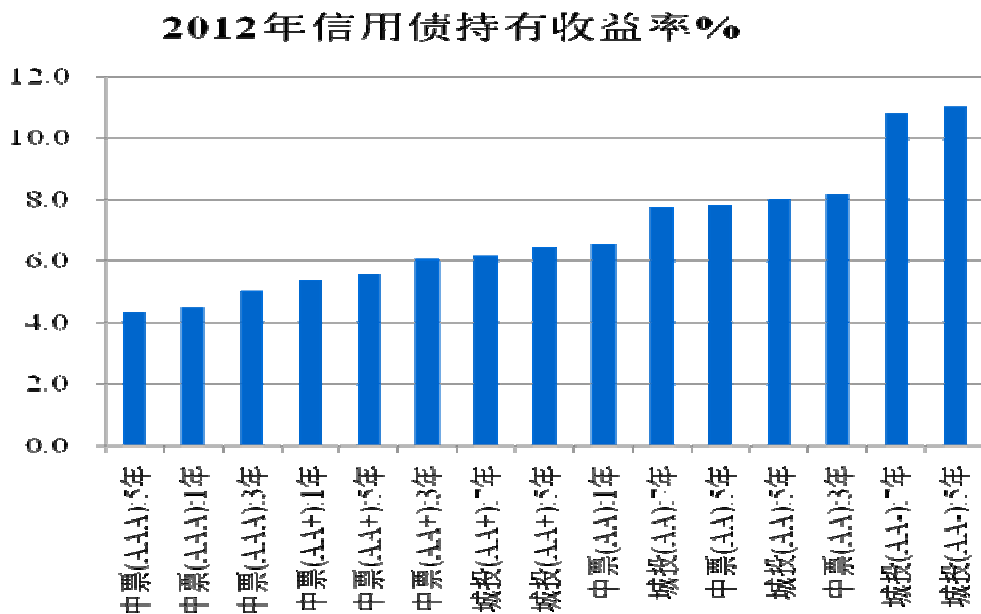
表现最优。原因在于资金中性偏紧、经济弱势复苏。利率债只能窄幅波动，而信用债可以通过信用利差缩小、持有收益和杠杆获得较好收益。

图表 4 债券市场 4 季度震荡



数据来源：Wind、东吴基金

图表 5 今年以来债券持有收益率



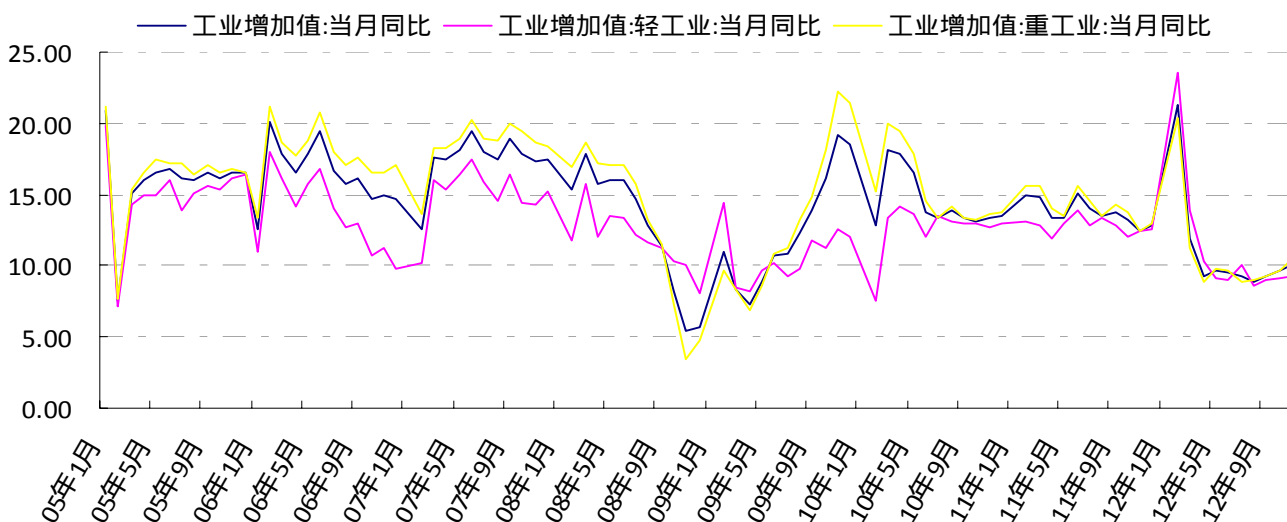
数据来源：Wind、东吴基金



## (二) 国内企稳回升

从工业增加值来看，9月份开始见底反弹，从9月份的9.2%反弹到了11月份10.1%，是二季度以来的最高点，其中重工业反弹要大于轻工业。行业方面，主要是黑色金属、计算机通信设备、电力和一些轻工行业，这方面看起来没有总体反弹那么振奋人心。

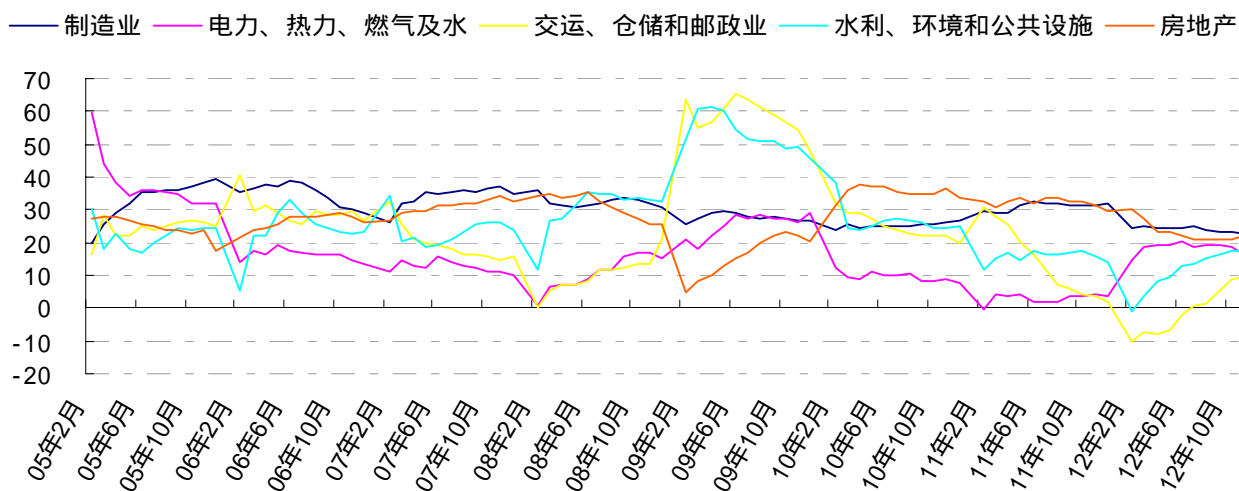
图表 6 工业显示经济回升



数据来源：Wind、东吴基金

投资方面，11月份固定资产投资完成额累计增长20.7%，连续3个月回升，制造业投资继续回落，而在房地产销售持续回暖的背景下，房地产投资开始出现企稳。在基建投资方面，交运和水利投资继续回升，电力投资开始有所下滑，新项目计划额增速稳定回升有助于投资的稳定。

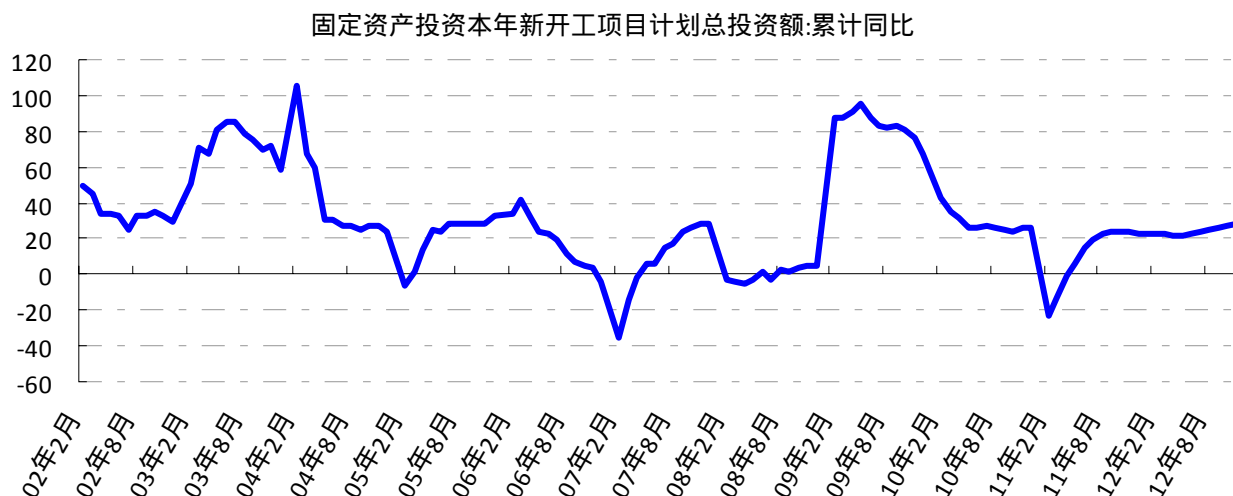
图表 7 制造业投资下滑、基础设施投资持续反弹，房地产投资反弹



数据来源：Wind、东吴基金



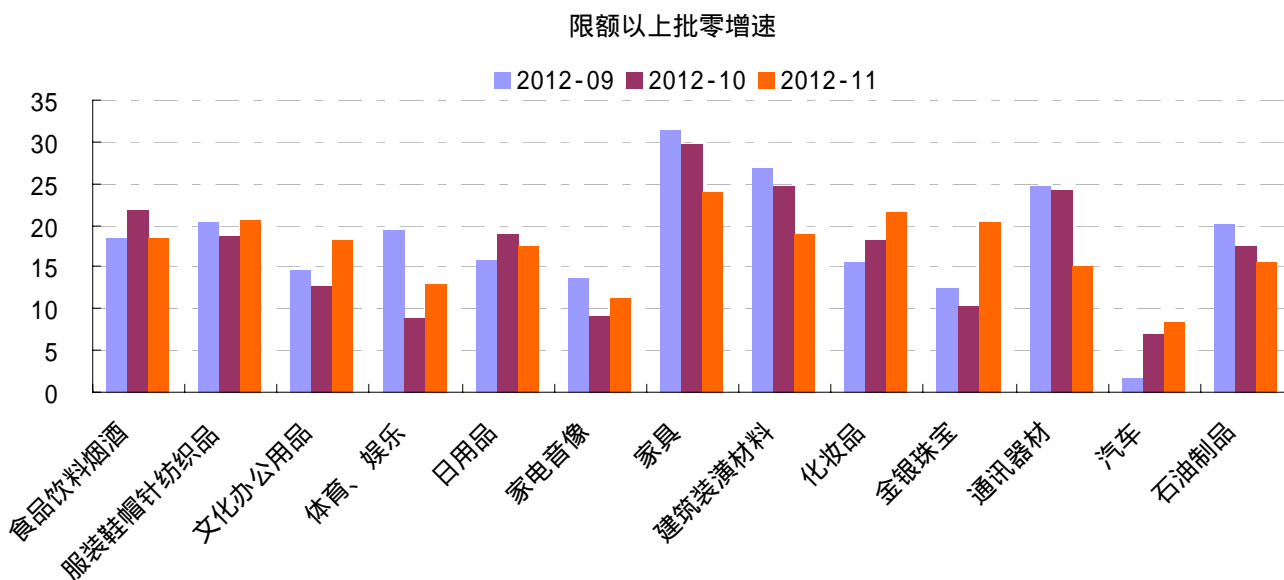
图表 8 新开工项目计划投资额增长稳定



数据来源：Wind、东吴基金

消费方面相对平稳，结构上来看，除了房地产相关的家具、建材类继续下滑和通讯器材和石油制品下滑外，稳定消费的食品饮料、纺织服装等依然维持稳定增速，只是比去年高点有所下降，出现明显上升趋势的是文化、化妆品、珠宝和汽车。随着房地产成交量的回升，地产相关的行业消费增速有望企稳。这次我们并没有看到以往消费尤其是稳定消费在后周期中大幅下滑的特征。

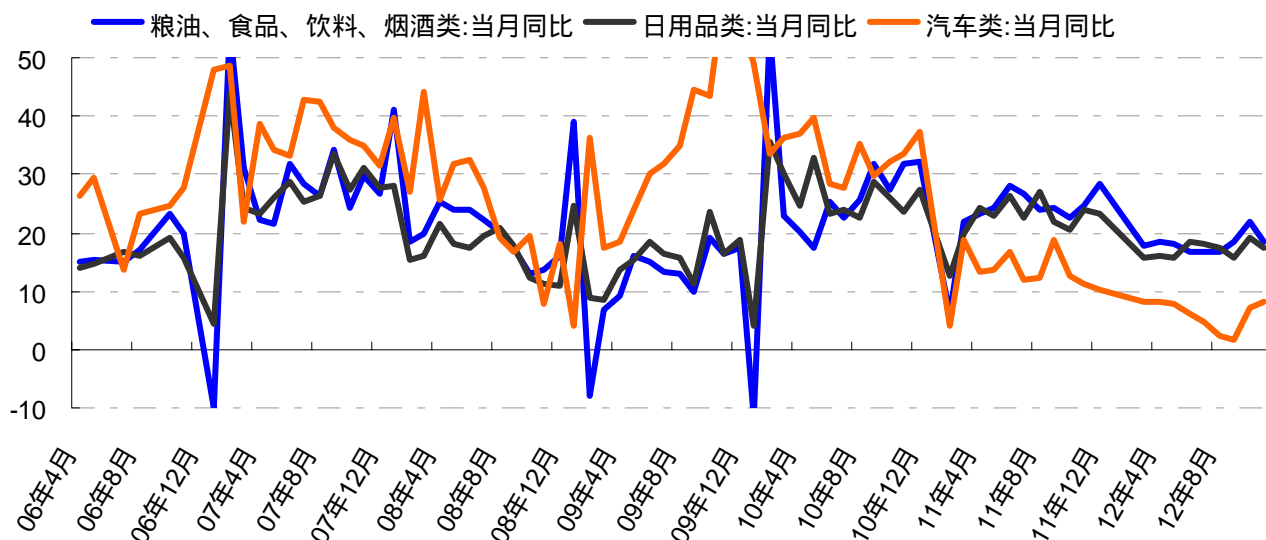
图表 9 四季度主要消费品种的增长情况



数据来源：Wind、东吴基金



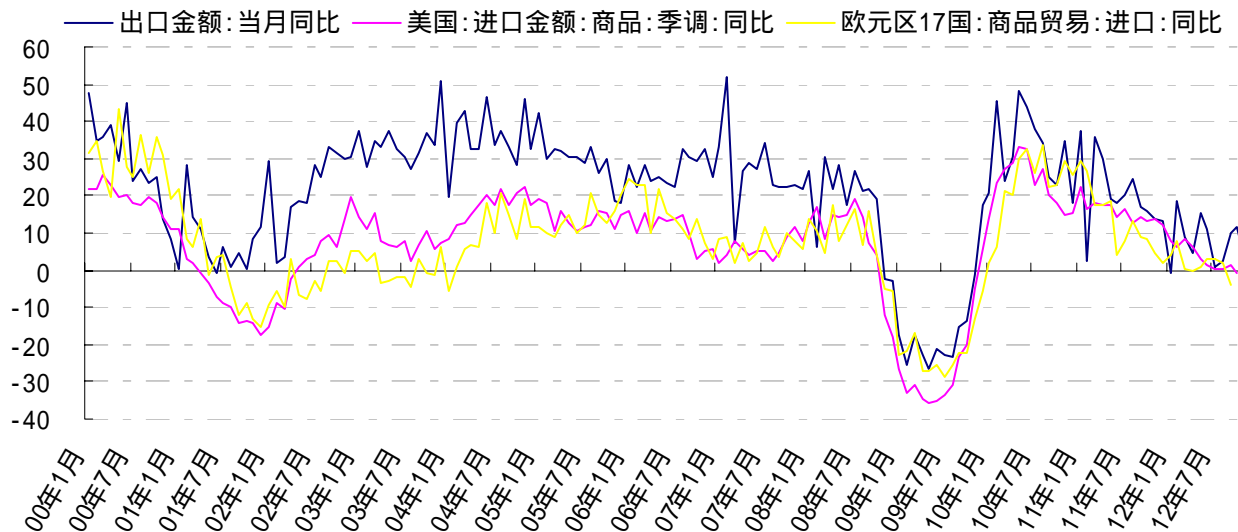
图表 10 必须消费基本稳定



数据来源：Wind、东吴基金

出口方面，在3季度出现了大幅的波动。这样的波动我们并没有在美欧的进口中看到对应关系。目前来看，明年欧洲经济还是微弱复苏，但美国经济还尚难判断，我们维持出口增长在10%以下稳定的判断。

图表 11 出口增速大幅波动



数据来源：Wind、东吴基金





## 二、宏观分析及大类资产配置

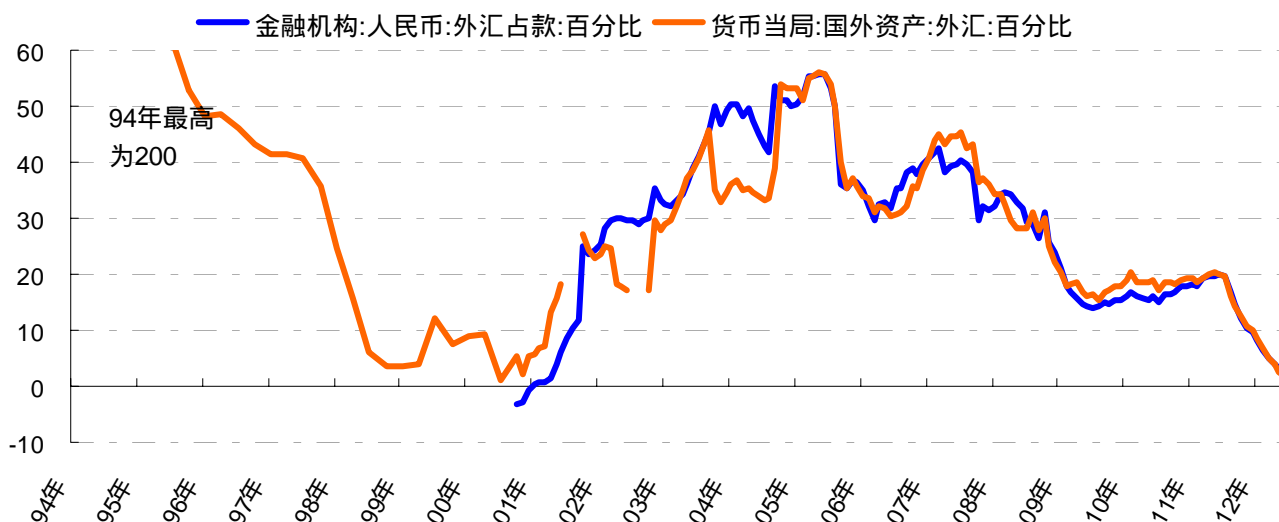
### (一) 信用机制的变化

站在中长期的角度，中国经济面临诸多问题，但对于我们资本市场的投资者而言，最为核心的是货币供给和信用创造机制的变化。

为什么核心问题是货币和信用创造呢，要回答这个问题，我们首先要弄明白一个经济系统是如何运行的。我们平时看到许多的宏观、行业和企业的数据，从中可以发现，下至一个微观的企业，上至整个宏观经济都是由无数个交易所构成的。而一个经济体系的运行就是由无数的产品（商品、服务、金融产品）供应者和需求者所达成的交易所组成的。那么影响这个经济体系运行的，一方面是产品的供应能力，制度的设计、技术的进步、人口的变化等等因素都会影响到产品的供给。另一方面则是产品的需求，需求是由什么驱动的呢，读者可能会想到是由购买者的偏好，这个偏好又受到购买者的年龄、文化、地位等等，如果考虑政府部门，那又有很多影响因素，但是最为重要的是这个需求必须由货币或者信用来驱动，这是任何一笔交易所必需的媒介。

所以，不管是要搞新型城镇化，还是发展服务业，最终都需要落实到货币和信用的创造上来。我们的货币信用机制是怎样架构的，如今发生了什么样的系统性变化，这些是我们需要首先关注的。一个显而易见的现象是我们金融机构的外汇占款和央行资产中的外汇增速均在 11 年 4 季度之后出现了显著的下降，现在已经接近零增长了，这是上一个十年所未有过的现象，并且这样的低增速也是 90 年代以来所未有的。另一个与此相对的现象是人民币不断地出现涨停，如果我们对比央行每月外汇资产的变化和金融机构每月外汇占款的变化，可以发现从今年 5 月份开始，央行外汇资产每月增加稳定在 50 亿以下，没有理会外汇占款的变化，但在此之前，金融机构外汇占款的变化和央行外汇的变化是一致的，那么在 5 月之前发生了什么事情，在 4 月 14 日和 16 日分别是央行扩大了人民币波动范围和外管局放开了现有的结售汇头寸限制，现在看来那是央行放弃外汇市场干预的动作。我们可以初步得到一个结论，上一个十年外汇占款高速增长所带来的基础货币大量投放已经走到尽头了。

图表 12 十年外汇占款高速增长走到尽头

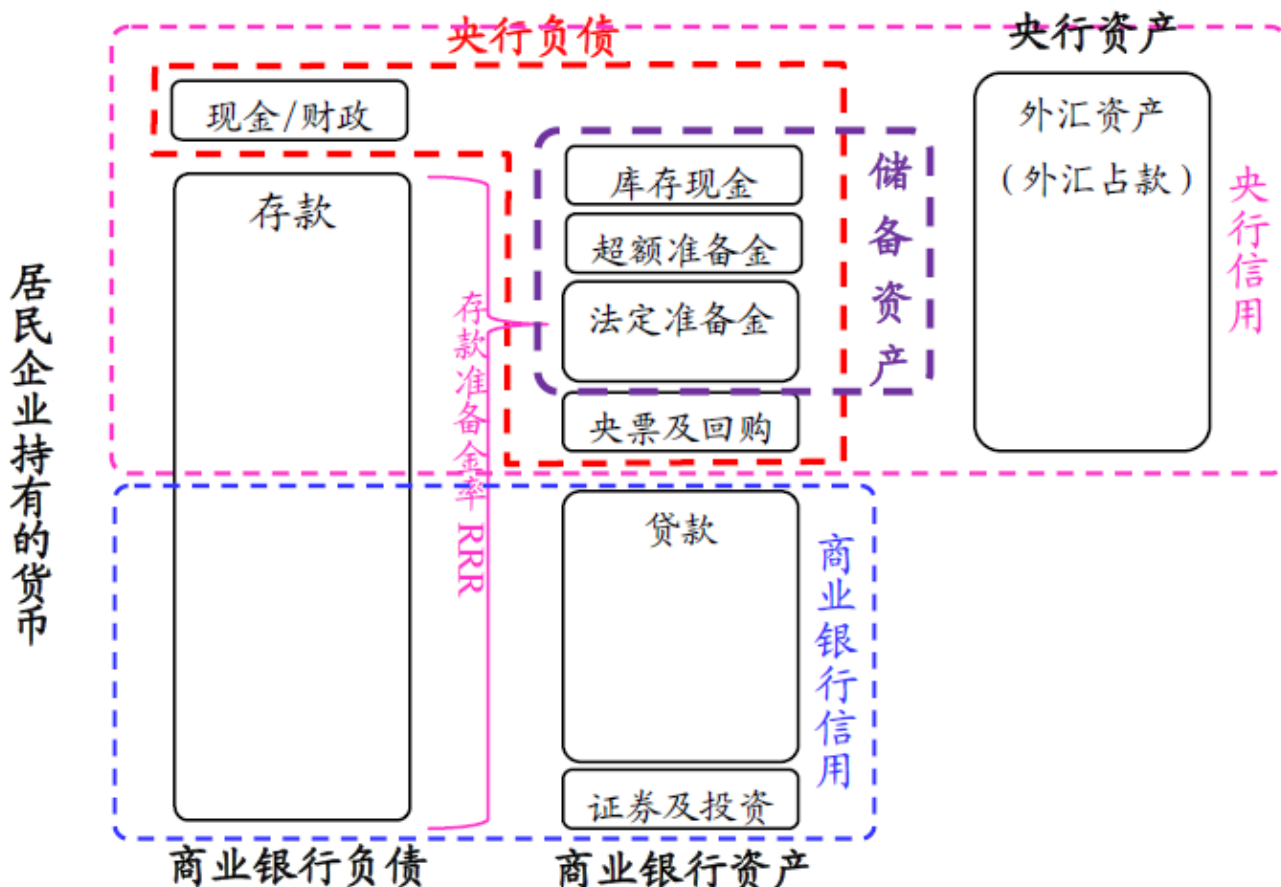


数据来源：Wind，东吴基金



外汇占款对国内货币信用体系的影响有两个方面，一个是居民在银行结汇形成了银行投放货币，这一规模现在接近 26 万亿，另一个是央行对外汇市场的干预形成银行的储备资产，在此基础上银行再扩张信用，现在规模在 63 万亿。那么外汇占款的终结首先也就意味这货币增长的终结，这里的货币不是央行所定义的各类货币，那样的 M1 和 M2 货币大部分是银行信用衍生出的，这里所指的是央行所支撑的货币，在商品货币体系下就是央行在某种商品支持下所发行的，在法币信用体系下，就是央行信用所支撑的基础货币，例如美联储的资产在 07 年之前 87% 是美国国债，英国央行在 07 年之前逆回购占到 60%，欧洲央行也是大部分是再融资操作，这是法币信用体系。

图表 13 表内货币和信用创造机制



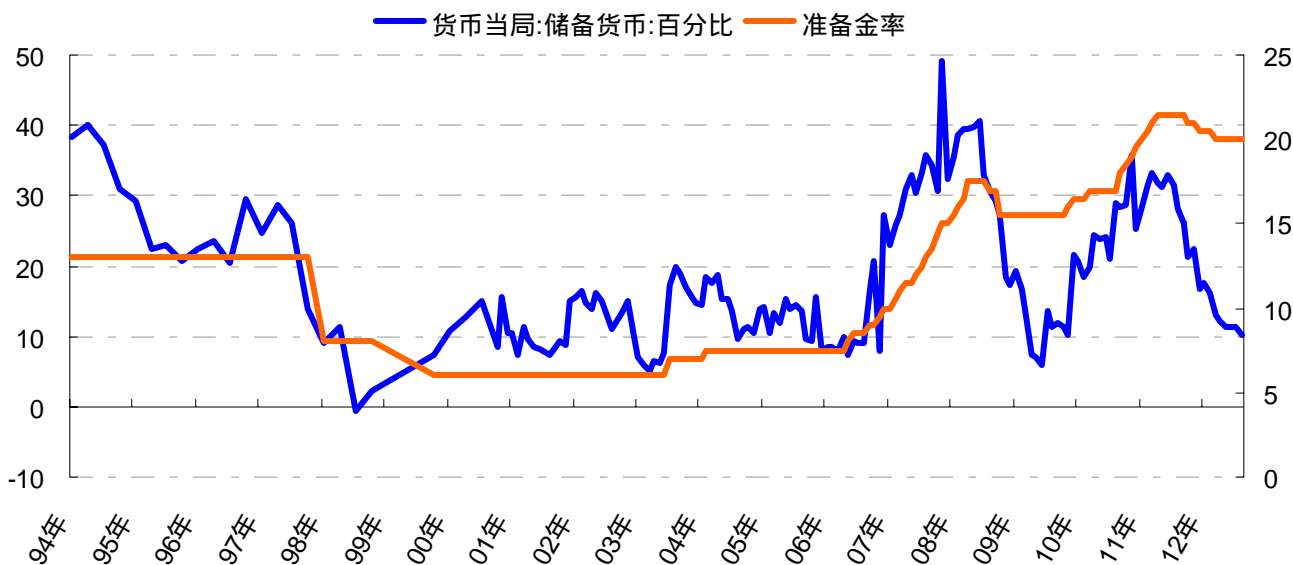
数据来源：Wind，东吴基金

那么在外汇占款增长终结的背景下，央行放弃干预外汇市场的动作，其实也就意味着取消了储备货币和外汇资产的联系，开始转向用逆回购来提供央行信用。所以，我们看到在 7 月后，央行的公开市场操作完全只有逆回购了，即使是这样，央行储备货币的增速也从 11 年的 30% 以上下落到只有 10%，原因何在，从 10 年 8 月开始，央票存量开始净下降，至今下降了 3 万亿，这相当于央行负债结构的调整，相应地增加了储备货币，同时今年以来央行资产方对其他存款性公司的债权增加了 1 万亿的规模，反映在负债方是储备货币的增加，但这对如今 23 万亿的储备货币来说杯水车薪，剩下的 1.5 万亿央票明年基本释放，那如果还要保持现在 10% 的储备货币增速，明年回购的规模需要再扩大 1 万亿到 3 万亿。其实扣除掉 06-08 年以及 09 和 10 年，我们储备货币增长的中枢水平就是在 10% 附近。而联储在 08 年之前，储备货币长期增长的波动是在 4%-10% 之间，日本央行在 73 年之后储备货币的增长中枢也是在 5%。所以，我们可以大致判断，如果央行是理性决策的话，未来储备货币增速区间就在 10% 左右波动，并且中枢逐步还要下移。



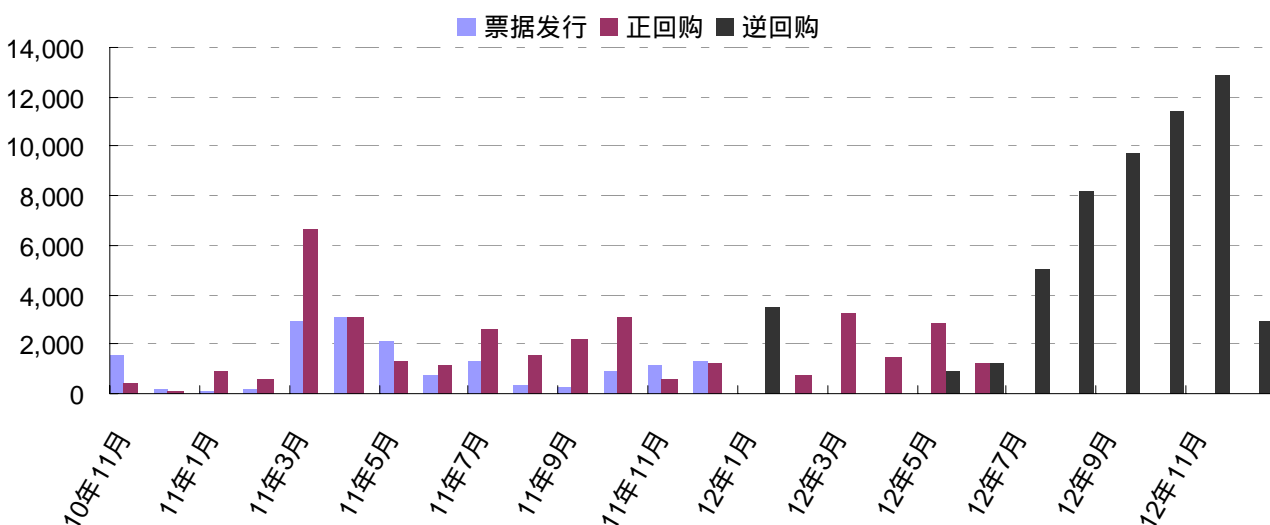
就像在 05 年之前，虽然外汇占款增速也已经非常高了，但绝对增加量并不大，占央行总资产的规模没有超过 60%，所以，央行还主要通过央票发行来部分对冲，保持储备货币增速不要太高，但到了汇改之后，外汇占款的绝对增量太大，央票发行的力度实在赶不上，储备货币的增速一下子跃升上去，只能通过调整准备金率来抑制银行体系的信用创造。那么同样地，在储备货币增速大幅下降的时候，央行必然会扩张储备货币和驱动银行信用扩张，例如在 96 年 4 季度央行大幅扩大了对存款机构的再贷款，导致了 96 年-97 年储备货币增速的反弹，随后在 98 年看到外汇资产和储备货币增速快速下滑后开始降准。

图表 14 储备货币的变化



数据来源：Wind，东吴基金

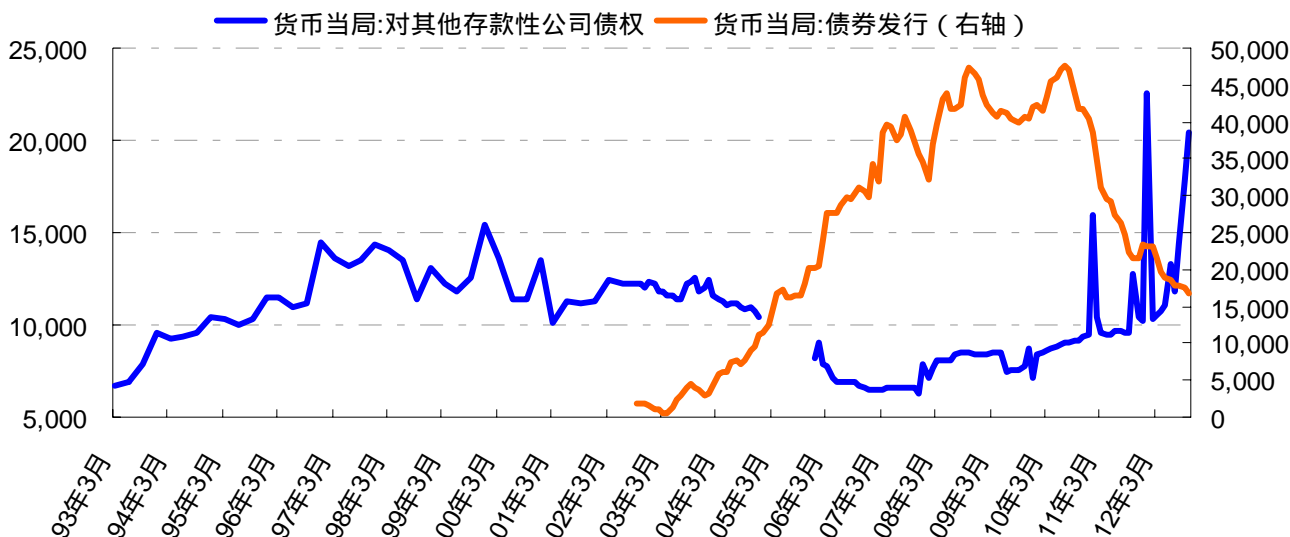
图表 15 央行开始采取逆回购扩大储备货币



数据来源：Wind，东吴基金



图表 16 央行对储备货币的调控

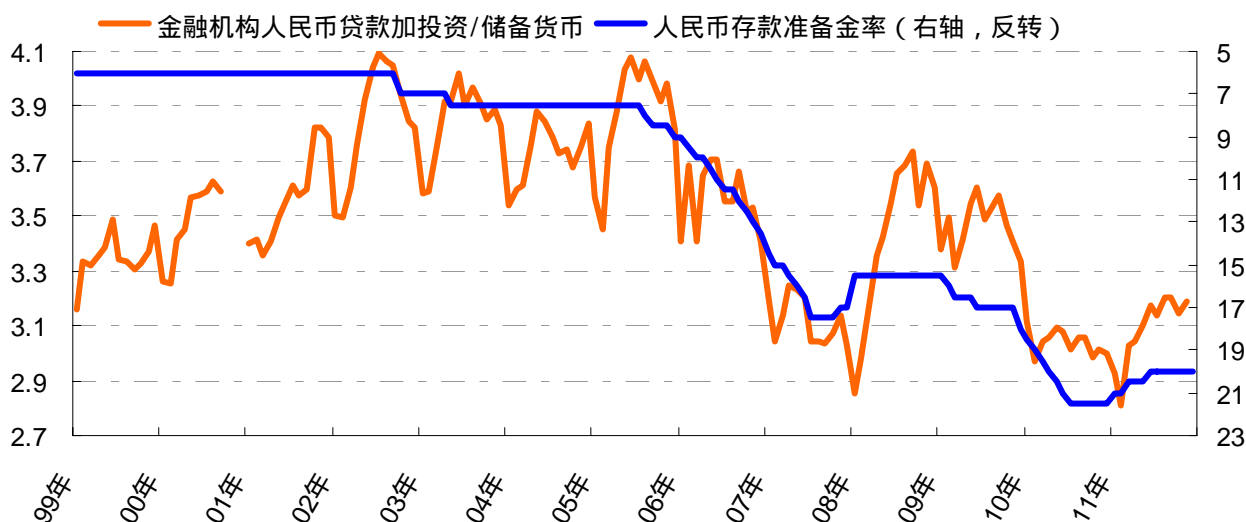


数据来源：Wind，东吴基金

根据以上的分析，我们可以看出随着外汇占款增长的终结，储备货币增长面临很大的压力，央行首先是在储备货币上做文章。大概率上如果储备货币的增速下降到 10%以下，央行才会重新调降准备金率来刺激银行的信用扩张，这当然还是有其他一些条件的，比方说通胀。即使是央行通过逆回购或者是 90 年代时的再贷款来补充储备货币，这一效果和外汇占款大不相同，差异就在于外汇占款不需要信用扩张就自然产生货币，而逆回购必须再通过银行信用的扩张。

讨论完央行这个层面的货币扩张，接下来就进入到银行体系的信用扩张。很明显，银行体系的表内信用供给受到储备货币、准备金率、信贷额度、存贷比、资本充足率等因素的影响。在储备货币给定的情况下，准备金率无疑是影响最大的变量，另一个则是信贷额度。

图表 17 信用扩张受准备金率影响很大



数据来源：Wind，东吴基金

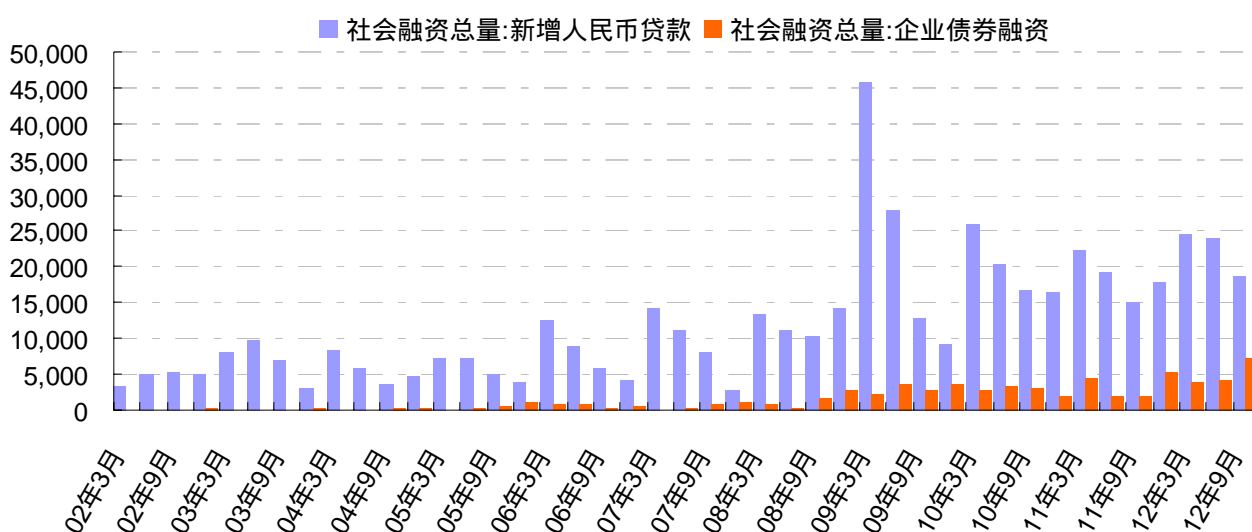


现在20%的准备金率确实制约了银行的信用创造，如果未来准备金率出现下调，将继续推高乘数，但在信贷额度的控制下，空间有限，如果最高达到09年的水平，那也就是乘数从现在的3.2提高到3.7，相应地增加11万亿的信用供给，但这是一次性的，随后就是在储备货币的增长基础上复加一个乘数，信用扩张的速度就会降得更低。

所以，我们看到影子银行体系近年开始快速发展，在表外进行信用“扩张”。影子银行的信用扩张相对复杂些，不如银行表内的信用扩张来得直接。举例来说，企业间的银行承兑汇票就是一种表外信用，这带来了双方资产负债表的扩张，并带来了一方收入的增加。银行的同业业务许多则是隐藏的信用扩张，例如11年的农信社、同业代付，以及一些通道业务等等，这主要反映在同业资产的增长上。而非银行购买债券，不管是通过基金，还是通过理财产品，都不能算是信用的扩张，它只是非银部门手中持有的货币和信用配置到金融资产里面，这个金融资产菜单里面有债券、信托、股权，当然这增强了货币和信用的周转率并使得资源配置到特定方向，但并没有带来债权人的资产负债表扩张，只是负债人的资产负债表的扩张。

所以我们这儿用的是加引号的扩张，原因在于影子银行大多是信用的代理转移。那么真正意义上的信用扩张只有银行表内真实的和隐藏的信用和银行承兑汇票。但国内影子银行体系的特殊情况是他主要是满足表内不能满足的融资需求，虽然他们没有创造信用，但却大部分创造了实体产品的交易，如果没有发生这样的转移，那可能就不会发生交易。但是采取这种虹吸金融资产配置池的方式，例如发展债券市场，而不是创造新信用的方式，虽然满足了特定经济诸侯的融资需求，但却对其他金融资产产生了很大的打击。

图表 18 信用扩张受阻，转而采取虹吸金融资产配置的方式



数据来源：Wind，东吴基金

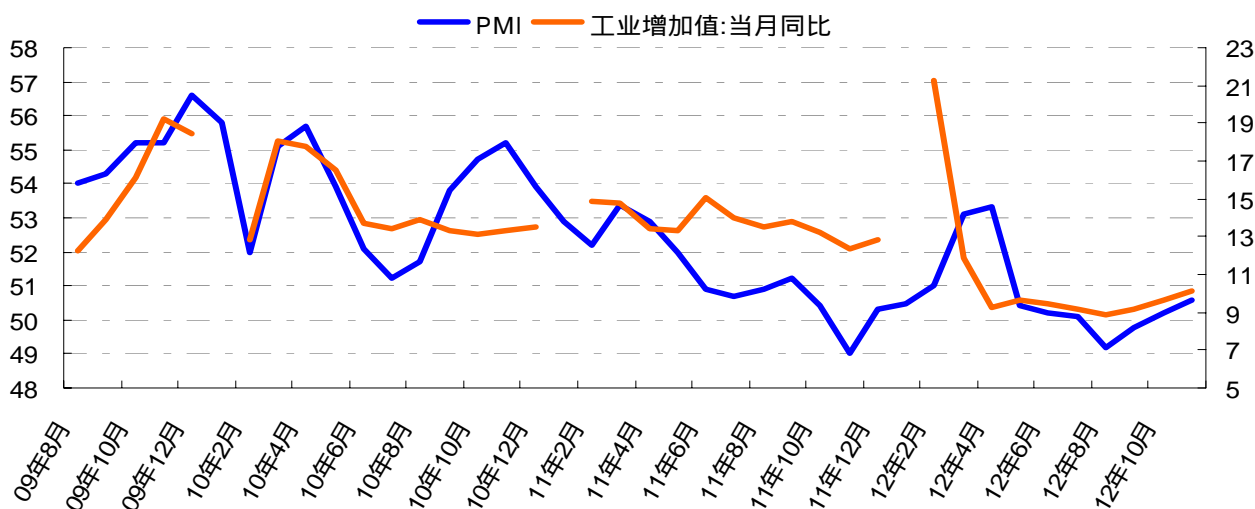
分析至此，我们想要得出一个关于未来通胀还是通缩的结论，因为这是资产价格最核心的决定因素。而最关键的问题也就归结到货币和信用的扩张程度，而并非是融资，融资只是决定了经济增长的状态。更进一步看，从过去20年的经验来看，货币扩张对通胀象限起到更为决定性的作用。在98-02年，虽然货币乘数大幅提高，但储备货币的非常低速增长将我们拉入到了通缩的区间，而在03-11年，虽然货币乘数已经不再增长，甚至开始下降，但高速增长的储备货币让我们经历了10年通胀。而现在外汇占款的零增长并不是只有中国一家，我们看到例如俄罗斯、泰国、印度、印尼、韩国、巴西包括香港的外汇储备已经回到或者接近零增长，这和在全球低利率的背景下，资金流向新兴市场的高收益债券构成了一个非常危险的组合。我们猜想在未来通缩的出现将会引发某些新兴市场的危机。现在国内股票市场已经明显感受到了通缩，但通胀资产依然表现不错，这恐怕是长期通胀预期和人口因素所残余的影响，下文中还会对此分析。



## (二) 弱复苏的持续性

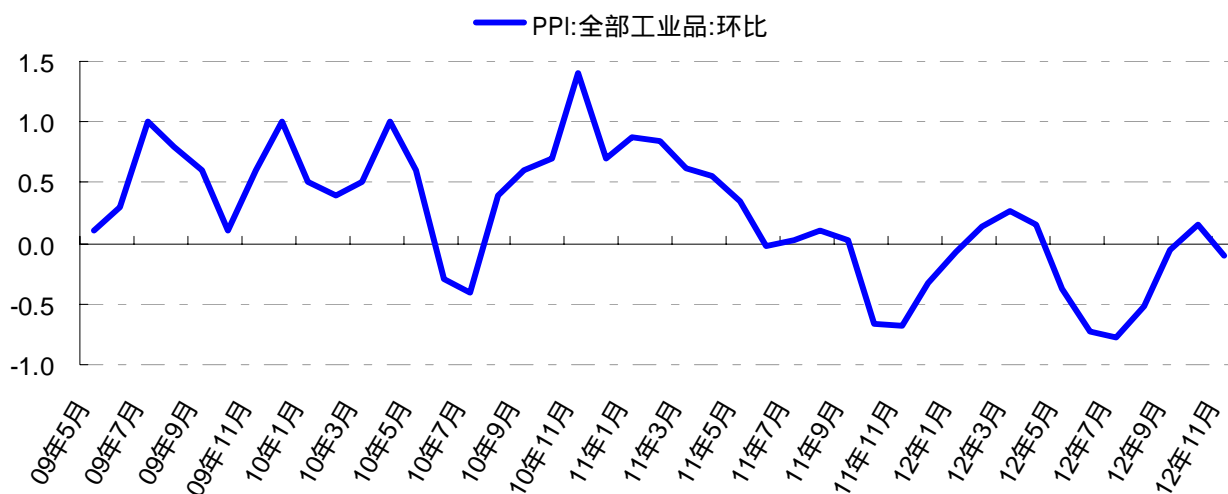
我们在 4 季度策略报告中强调了经济在 4 季度出现复苏的可能性很大，事实上 4 季度确实出现了经济的企稳和复苏，并且这也反映在股票市场上，现在投资者开始预期复苏能够持续到明年上半年甚至更久，我们认为非常有必要对此重新评估。我们首先评估的是到目前为止经济复苏的需求是从何而来的，然后再判断其持续性。从 PMI 和工业增加值来看，经济复苏开始出现在四季度，8 月份 PMI 和工业都是一个低点，在此基础上回升了 3 个月，价格指数 PPI 的环比 7 月份见底开始改善，工业企业毛利率从 9 月份开始改善。

图表 19 四季度经济开始复苏



数据来源：Wind，东吴基金

图表 20 价格指标从 7 月份见底

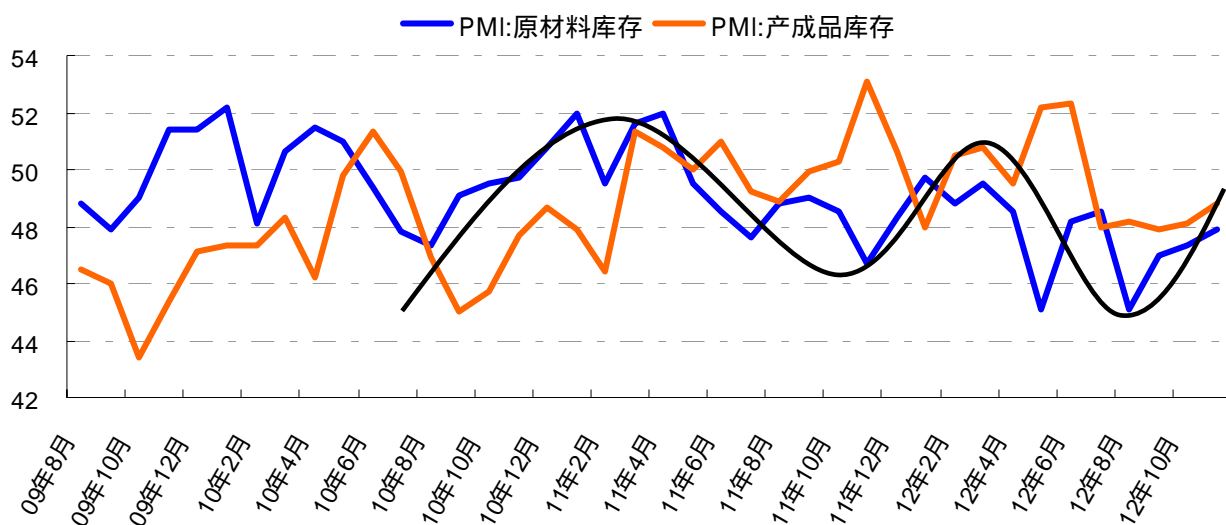


数据来源：Wind，东吴基金



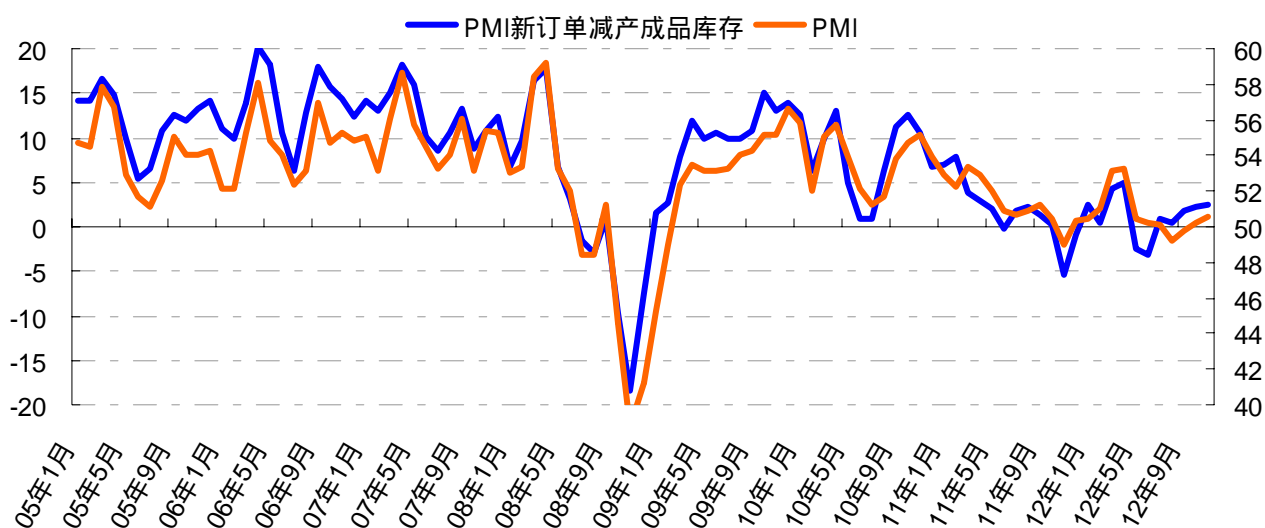
我们一直强调库存周期是短周期的主要驱动因素，我们看到原材料库存指数从9月份开始回升，但同时产成品库存指数在10月份也开始出现回升。从库存周期的演进规律来看，一般首先是原材料库存指数上升，产成品库存稳定在50以下，同时价格温和上升，一段时间后，产成品库存开始上升，价格环比开始触及波动上限，随后库存周期开始逆转，原材料库存指数下降，产成品库存最后加速上升。但是在10年后，我们的周期波动就在库存没有出清的背景下不断展开，时间也不断缩短。所以，我们看到在原材料库存起步才几个月，产成品库存就恢复到历史上比较高的水平。我们简单拟合这个库存周期，发现周期曲线和PPI的环比非常契合，而PPI环比在11月份出现了下降。同时我们看到新订单和产成品库存的差上升步伐已经变缓，如果加上积压订单出现下降，这往往预示着库存周期面临结束的风险。

图表 21 去库存减缓



数据来源：Wind，东吴基金

图表 22 订单指标增长减缓



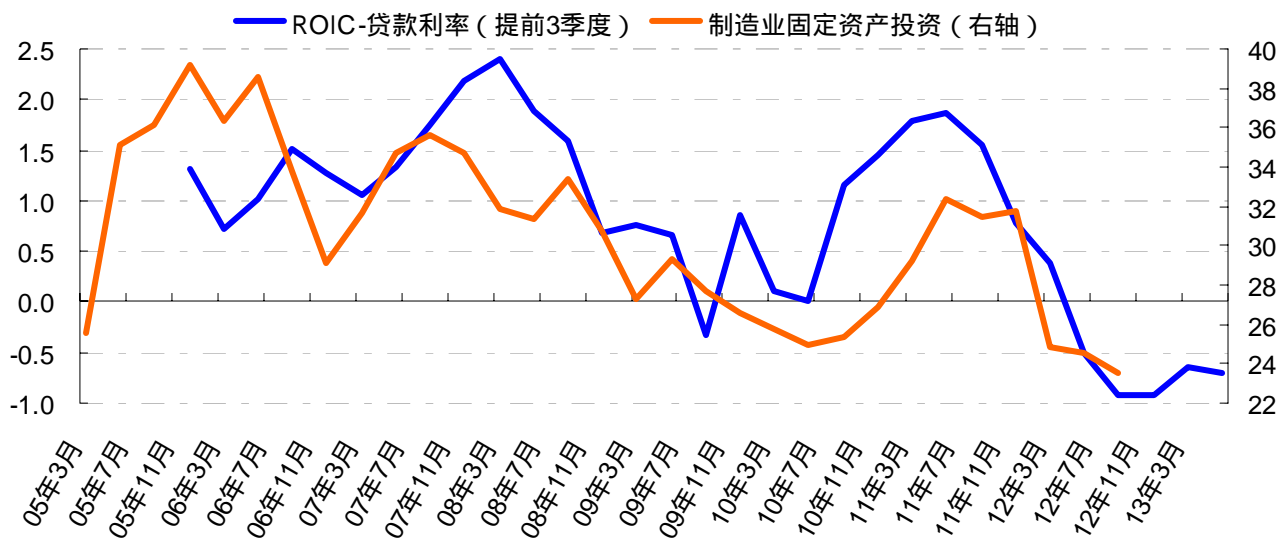
数据来源：Wind，东吴基金



库存周期除了本身构成投资需求的一部分之外，还是经济热度的一个重要表征。接下来我们看看其他需求的变化，投资需求分为三块，基建、房地产和制造业，消费主要是可选消费的汽车、房地产，相比而言必须消费的食品饮料烟酒和服装规模要小很多，而且波动要小。

制造业投资只有在企业盈利很好的时候才会加速上升，所以我们看到制造业投资一般滞后企业“ROIC-贷款利率”指标3个季度左右，同时也和需求以及可供投资的资金相关，一般也是滞后外汇占款和出口增速。从这些领先指标来看，制造业投资现在没有成为拉动经济复苏的需求，未来半年也不会。

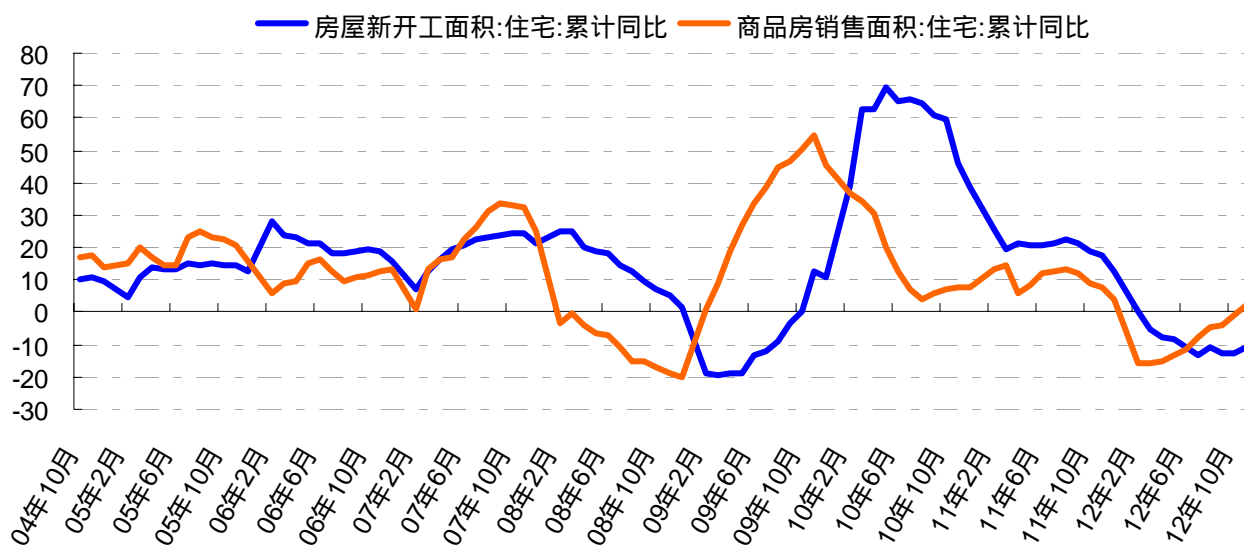
图表 23 盈利能力决定了制造业投资难有复苏



数据来源：Wind，东吴基金

房地产销售在下半年明显回升带动了新开工出现见底的迹象，为何在股票市场一片低迷，宏观经济也如此之差的情况下，房地产市场却出现了火爆的情形。

图表 24 房地产销售显著回升



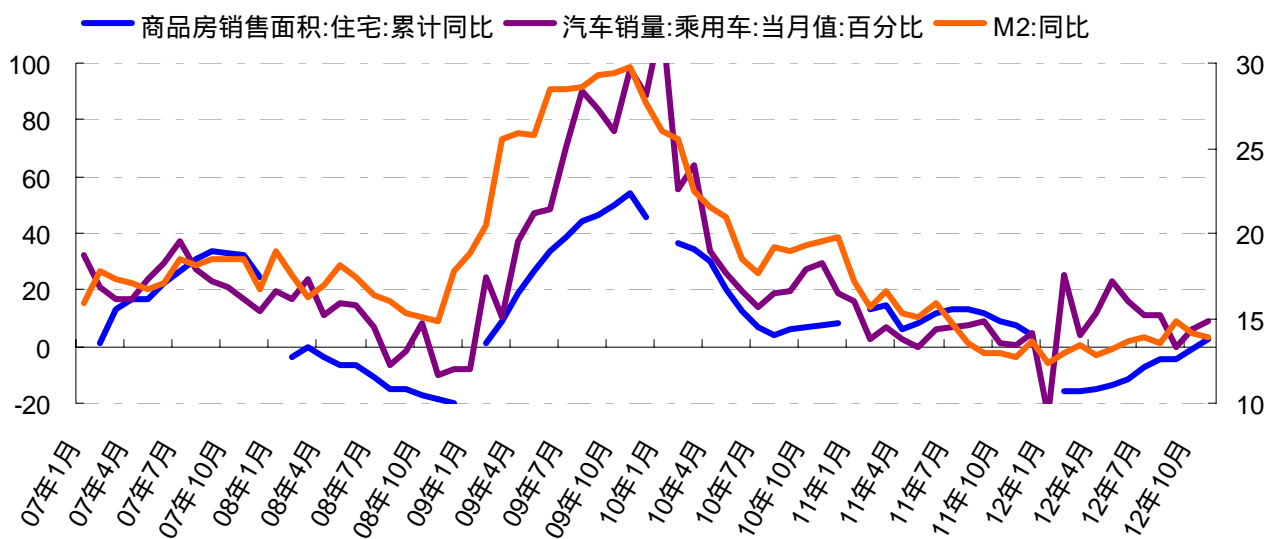
数据来源：Wind，东吴基金





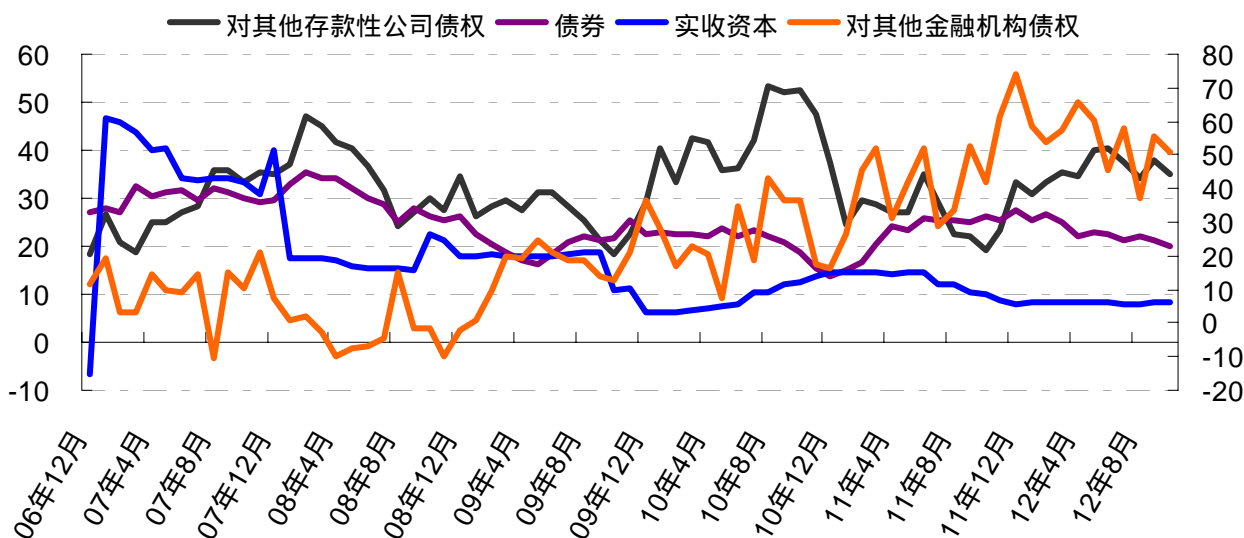
房地产需求的旺盛分为两部分，一是社会的偏好，经济部门在面对众多金融资产和实物资产的菜单时，选择上是有偏好的，这个偏好一方面是刚性的需求，譬如说结婚买房的需求，还有改善的需求；另一方面则是资产配置的需求，这个主要和通胀预期相关。另一个部分则是整个社会货币和信用的供给，也就是我们在第一部分所分析的。我们先分析第二部分，长期来看，我们的货币和信用增长大概率上进入到一个非常低速的增长，但是在短期之内，商品房销售和汽车销售这些可选消费的增速确实是与M2增速密切相关的，09年和10年下半年M2增长的提升都带来了汽车和房地产销售增长的提高。现在我们又看到了M2增速的恢复，但这与外汇占款和国内信贷投放的低增速并不一致，我们猜想这可能是由于金融债发行和银行融资减缓，因为非银行部门购买金融债和银行股相当于存款的再配置，同时也和银行同业业务相关。其中最关键的同业业务未来面临影子银行收紧监管的风险，虽然银行现在可以创新资本融资，但本质上仍然是争夺金融资产配置。

图表 25 可选消费增速与货币相关



数据来源：Wind，东吴基金

图表 26 同业业务创造信用和银行融资下降带来 M2 反弹

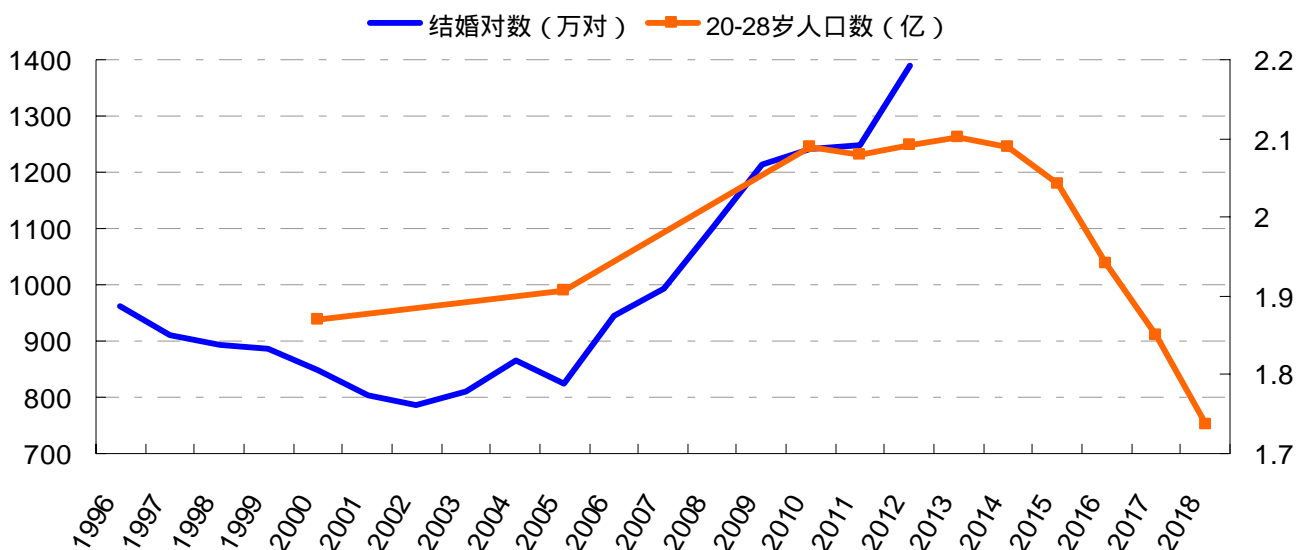


数据来源：Wind，东吴基金



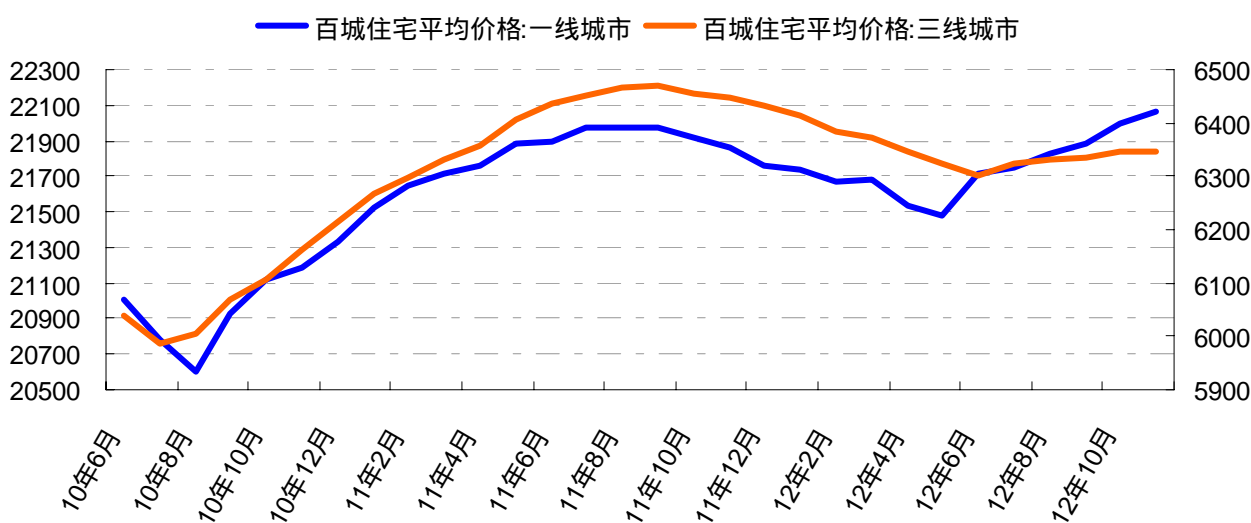
所以，我们对M2反弹的持续性抱有谨慎的态度，尤其是现在M2增速已经达到了14%的目标。从社会的偏好来看，前面已经论述过了现在正处在通胀预期的尾声阶段，从刚性需求分析，我们看到03年开始的房地产牛市伴随的是结婚对数的直线上升，在此之前，结婚对数从91年开始持续下降了12年。我们根据六普的数据推测未来结婚的主要人口（20-28岁）人数将在14年出现显著下降，其后下降速率加快，如果考虑到12年结婚人数的陡增所可能透支未来的因素，我们大概率上判断明年结婚人数将会出现大趋势的拐点。而人均面积和户均套数提升的改善型需求无法对冲刚性需求的下降。现在限购的一二线和不限购的三四线城市房价的表现已经说明了增量需求的衰竭，但通胀的预期仍然在起作用。

图表 27 结婚人数将会出现大趋势的拐点



数据来源：Wind，东吴基金

图表 28 不限购的三线城市需求不足

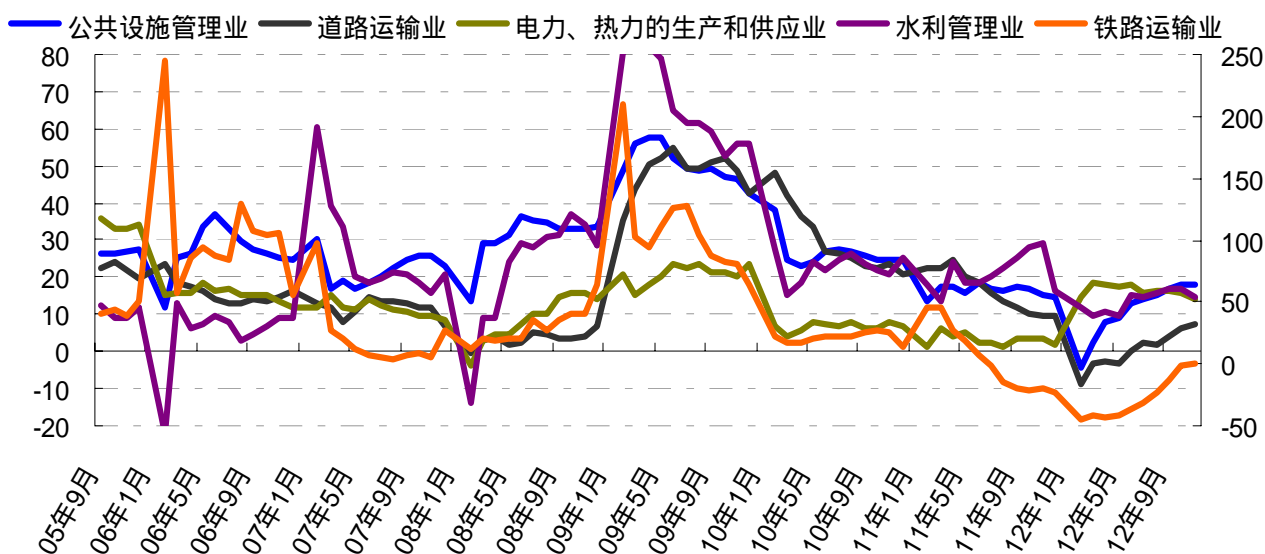


数据来源：Wind，东吴基金



最后剩下的就是基建的需求，也是投资者最为期待的需求，在基建投资里面，最大头是公共设施管理业，今年累计2.1万亿，其中包括市政、环卫、市容、景区等，第二大块是道路运输业，今年累计1.5万亿，其中包括了城市轨道交通和公路等，第三大块是电力热力生产和供应，今年累计1.2万亿，主要包括发电和电网，第四大块是铁路，今年累计4600亿，第五块是水利，剩下的都很小了。我们发现扣除掉09的刺激，公共设施、水利和电力投资相对稳定，而道路和铁路投资波动则较大，同时未来新型城镇化基础设施投资的方向应该集中在公共设施、道路和铁路上。这三者从今年年中开始回升是比较稳定的，但判断其在短期内的持续性则面临较大的困难，尤其是在政府换届之时，因为下半年的基建复苏很大程度上也是为了完成今年的经济目标迎接十八大，在领导人更替之后，新领导人推行新型城镇化，但怎么弄还在研究阶段，估计要到明年中才会有新型城镇化的规划出台，所以说判断其短期的持续性面临一定的困难。

图表 29 基建投资的回升

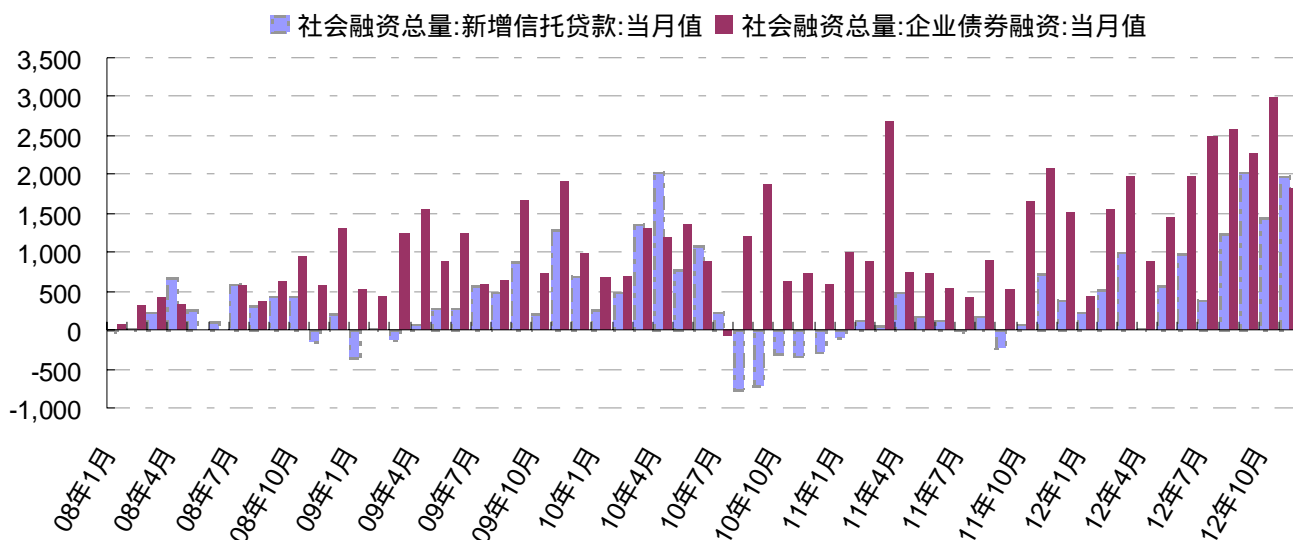


数据来源：Wind，东吴基金

但是我们可以观察融资的指标，因为许多项目发改委已经批复了，关键的瓶颈就在资金了，而正是6月份之后交易商协会两次召开会议，全面放松城投公司发行中期票据和短期融资券，带来了债券市场的井喷，给这些项目提供了融资。我们看发债的数据，确实也是城投债比重很大。但11月5日交易商协会决定，对于融资平台类（基础设施类）企业，只接收省级、直辖市、省会城市、计划单列市等副省级（含）以上发行人的项目，除此之外的暂停接收。这也就意味着地市级以及县级城投公司将暂时被交易商协会拒之门外。交易商协会在看到6月份放松之后，规模大幅增加，现在需要开始规范市场了，这带来了11月份债券融资量下降到了2000亿以下，不过信托融资的增加弥补了债券融资的下降，包括现在猛力发展的券商资管，在规模的竞争下，银证合作和证政合作开始扮演重要角色了。

除了跟踪融资数据外，管理层对于债券市场发展的规范，对金融体系监管的三会权利合并都是未来在制度上会减慢目前的融资大冒进。不过这样的融资发展虽然对于提高基建投资增速有利，但正如我们在前面所分析的，它挤占了股票市场的资金来源，对股票市场实质上是不利的，所带来也只是结构性机会，下面会具体分析。

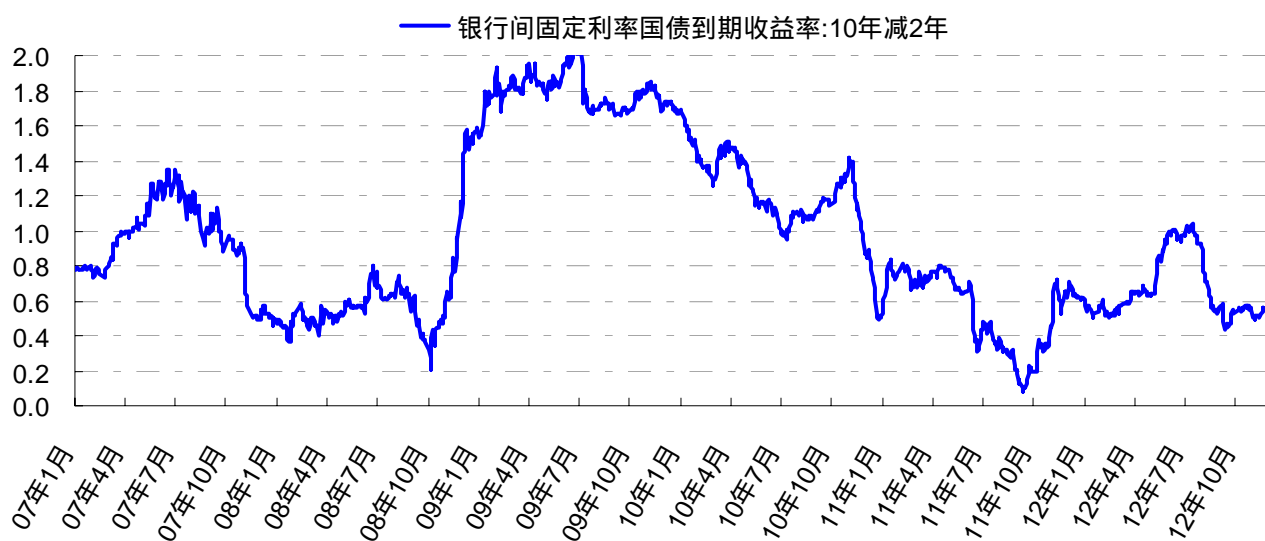
图表 30 债券和信托融资在 6 月份之后猛烈抬升



数据来源：Wind，东吴基金

最后，我们看一看债券市场的信号，收益率曲线结构是非常重要的债券市场对于未来通胀和经济周期的预期，在美国收益率曲线是领先股票市场风险偏好一年多的，但国内债券市场相对没有那么发达，领先意义要稍弱些。但我们还是能够看出债券市场对于经济复苏和通胀的前景是非常谨慎的，并且这么平坦的收益率曲线在过去10年是非常罕见，在国内一般低于0.8%就预示着经济要回落，在美国一般是收益率曲线反转预示着经济衰退即将到来。并且非常平坦的收益率曲线已经维持了2年了，07-08年也只是维持了1年，我们看美国收益率曲线维持在非常平坦的水平很长时间是发生在60年代末和90年代末，而随后都从经济增长的黄金时代转变到大震荡时代，股票市场也是大震荡行情，同时由于联储随后采取货币和信用扩张应对经济的困难，推动了通胀的产生，国内很可能是经济图景类似，但通胀图景恰恰相反。

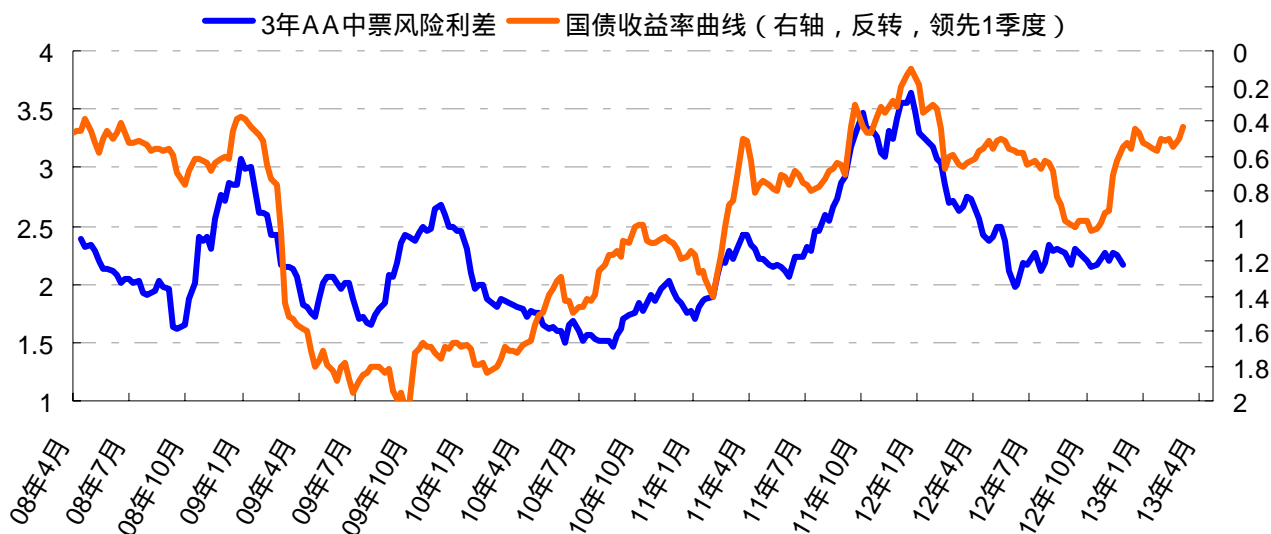
图表 31 平坦的收益率曲线预示着经济增长还要回落



数据来源：Wind，东吴基金



图表 32 平坦的收益率曲线预示着信用利差要扩大



数据来源：Wind，东吴基金

对于信用市场，今年以来可以说是其牛市，现在信用利差已经回到了比较低的水平，但是既然收益率曲线是领先于经济和风险偏好的，我们通过拟合发现收益率曲线同样是领先于信用利差的，大致有1个季度左右，从此推论，短期内信用利差在此水平继续下降的可能性很低，更可能的是缓慢上升。而且明年可能面临一些新的信用风险：信用刚性兑付被打破：任何一起信托、理财、债券的实质性违约事件。监管机构开始对影子银行的清理和规范。例如限制银行理财池的扩张，约束规范政信合作、银券合作等业务等。

这一部分我们讨论了经济复苏的持续性，对此我们持很大的怀疑，在此基础上我们分析了债券市场，对于股票市场更详细的研究放在下一部分。

### （三）大类资产配置总结

我们在4季度策略报告中看多4季度的市场，并且认为能够持续到明年上半年，但经过以上分析，我们修正观点，预期A股市场明年上半年的机会被提前，主要集中在春节前，甚至更短；而下半年在一个更低的起点上开始新一轮反弹行情，债券市场的行情更多地集中在下半年的利率产品上，信用产品以高等级为主。整体的资产配置结论是增加利率产品的配置权重，在下半年适当增加股票配置的权重。理由如下：

- 1、经济短周期-库存周期虽然回升了1个季度，但10年以来库存周期频率加快，从一些库存指标的表征来看，这个短周期随时可能结束。
- 2、需求层面唯一可以持续只有基建需求，但其持续性受到领导层更替，规范影子银行等因素的影响，可能出现阶段性力度下降。
- 3、中长期的货币信用扩张已经结束，未来我们更多地是面临通缩的压力。

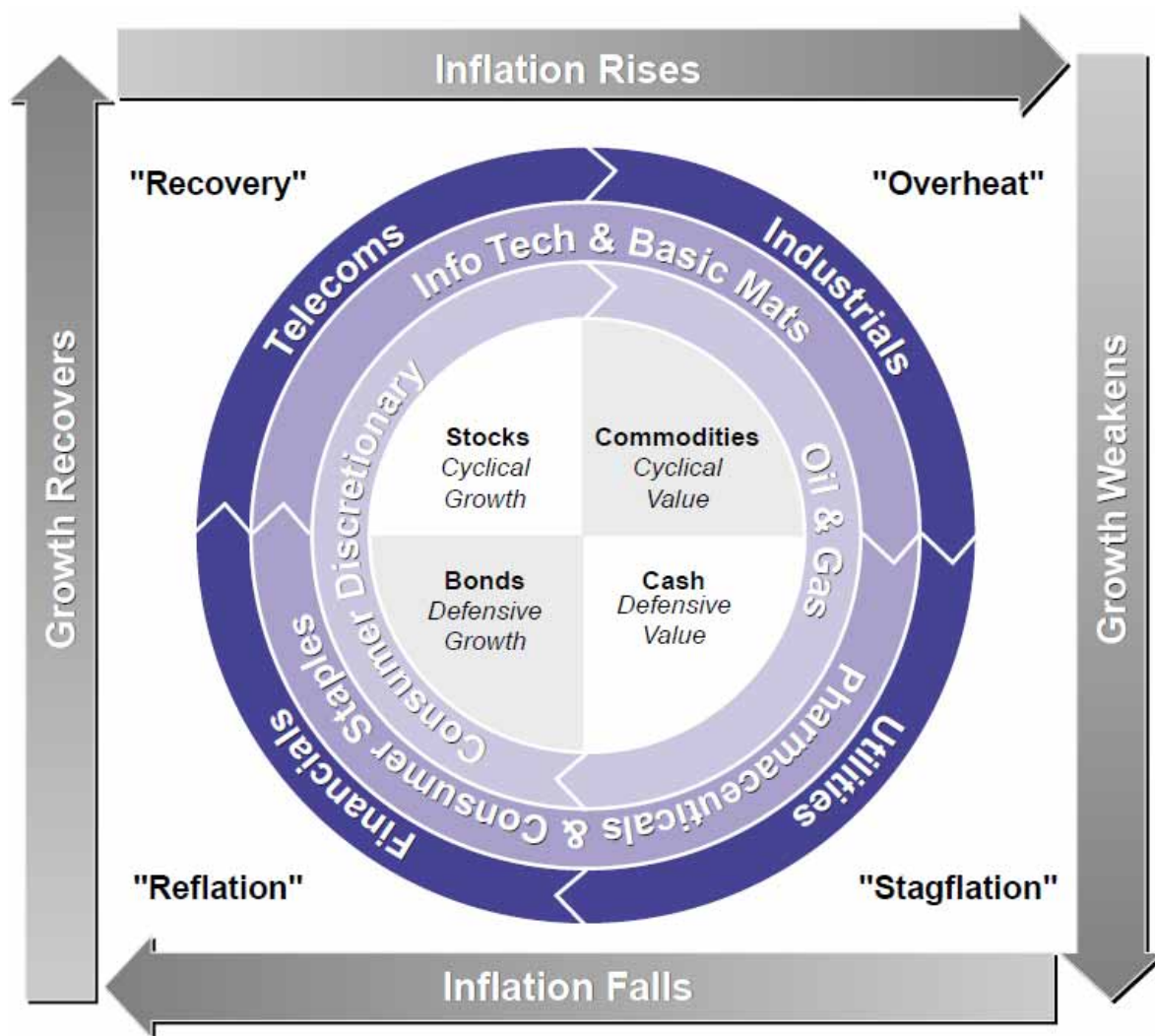
### 三、投资主线

四季度大盘蓝筹股表现很好，超出了我们的预期，我们在4季度策略时看好的行业主要是医药、TMT、食品化工、机械、交运设备、保险、零售等，我们错过了一些周期行业，这是我们需要反思，究竟是市场风格发生了变化还是行业轮动的原因，是经济基本面的趋势变化还是预期发生了变化。同时我们还将分析新型城镇化的真假机会。

#### (一) 投资时钟的反思

09年市场对投资时钟做了深度挖掘，在当时也是效果非常之好，但是在此之后，效果慢慢欠佳，后来很多研究从预期，从对周期更细致的划分等等角度再次深化了投资时钟，但本质上并没有出现大的变化。事实上，投资时钟内部的交织，跳跃时常发生，并且这两年周期在缩短和弱化，同时增长的大趋势也发生了根本性的改变，反思的出发点就是我们给予大趋势的改变以巨大的权重，但忽视了周期变化中投资时钟的机会。

图表 33 经典的投资时钟

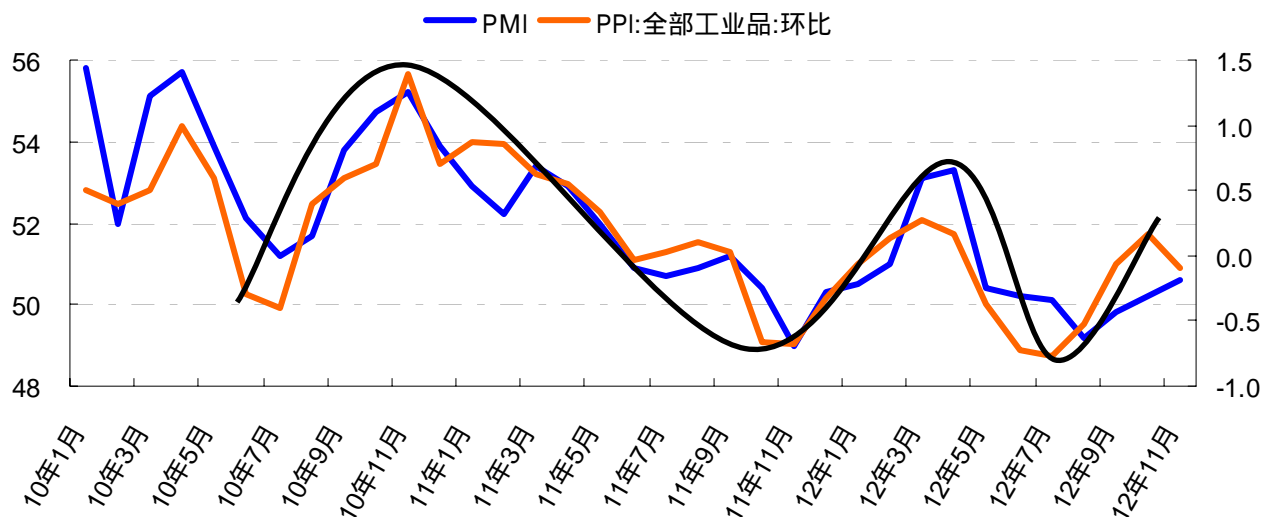


数据来源：Wind，东吴基金



如果按照我们根据PMI和PPI环比对10年后非典型经济周期的划分，中国经济至今走了2个周期，现在正在第三个周期中，而同样地A股市场也走过了两轮反弹，现在正在第三轮中。为什么是非典型的周期，很简单，因为我们的要素都没有经过明显的调整，在此之上无法形成正常的周期，所以，我们也只能采取环比来刻画，而不是传统地用同比的数据。

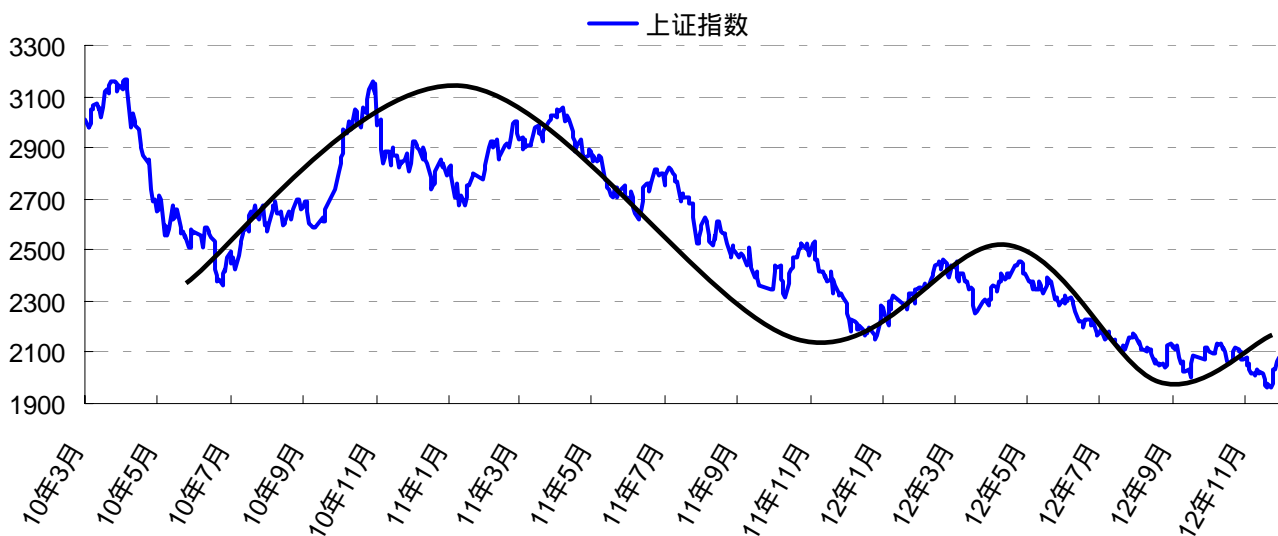
图表 34 非典型经济周期的划分



数据来源：Wind，东吴基金

我们再看上证指数的波动节奏，基本上和上述的经济周期一致，不同指数在节奏上并没有差异，只是大趋势的方向不太一致。这与以往正常经济周期中所表现出来的规律是一致的。所不同的是，经济周期变化到投资时钟的摆动以往是建立在盈利上面的，但现在更多地是建立在预期上的，再加上周期速率的加快，导致了预期变化得更快。

图表 35 市场波动节奏与周期一致

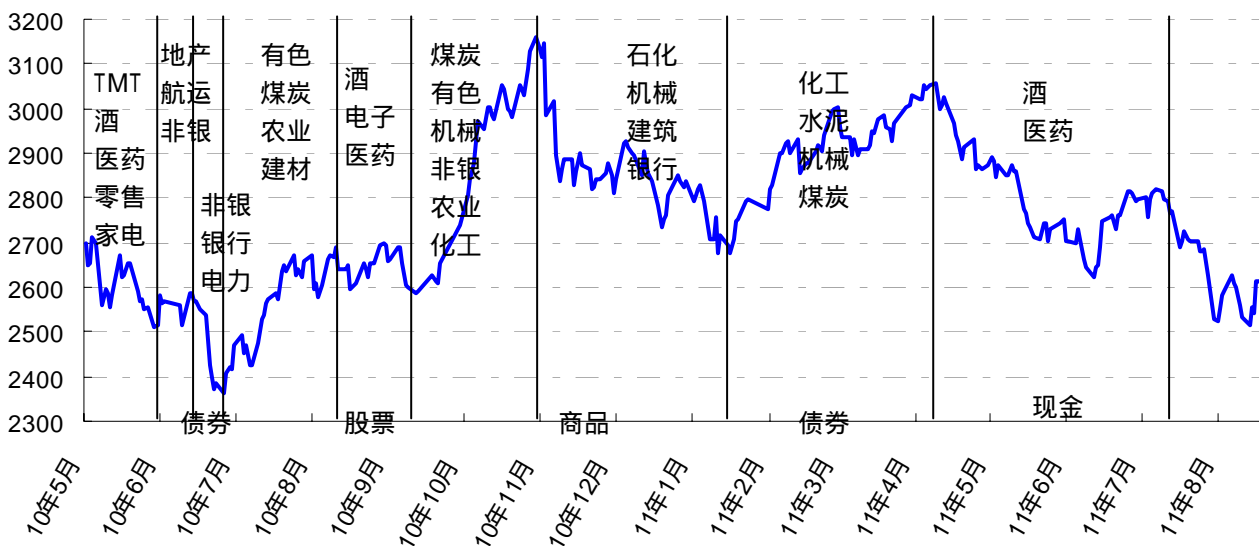


数据来源：Wind，东吴基金



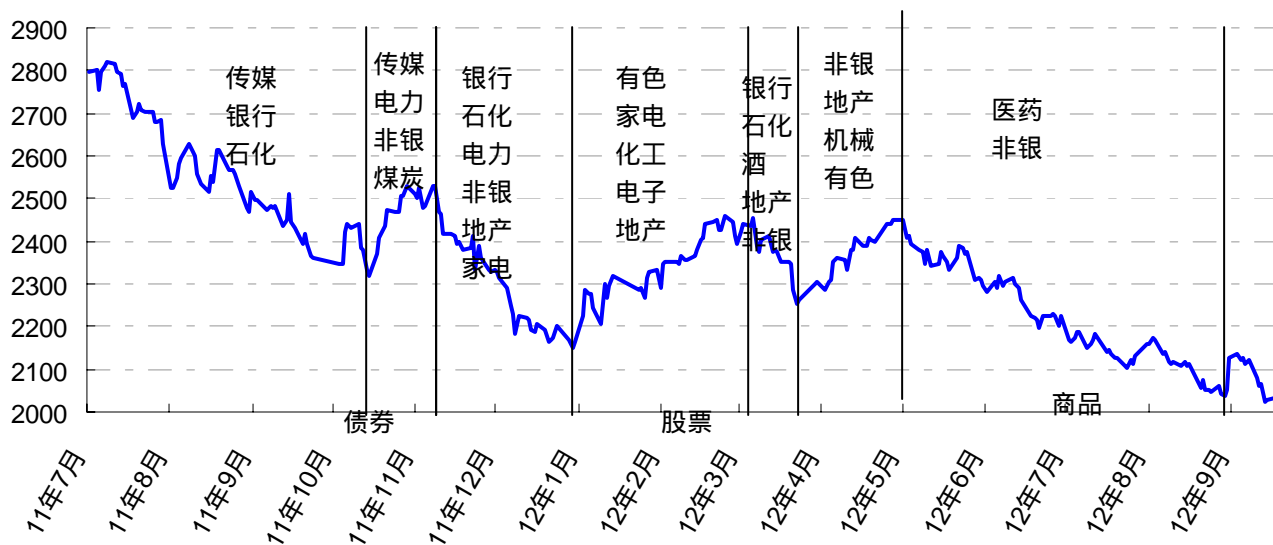
我们具体来看看在前两个周期中投资时钟的表现，并对比这次周期。我们发现这几轮投资时钟的规律是金融（银行和非银）、石化和可选消费以及TMT在市场筑底时表现较好，随着市场的上涨，弹性较大的原材料表现最好，调整阶段是石化、金融等表现好，同时讲故事的股票开始出现了，最后一波上涨是则是当时盛行的主题故事股，例如11年炒保障房就是水泥，12年中是炒金改时就是非银以及发改委批项目带动的工业股和原材料。这基本上是符合投资时钟的规律，也可以发现债券到股票再到商品的轮动规律。那么我们处在可比的哪个阶段，这对于判断市场走势和行业就至关重要了。

图表 36 10-11 年市场投资时钟



数据来源：Wind，东吴基金

图表 37 11-12 年投资时钟

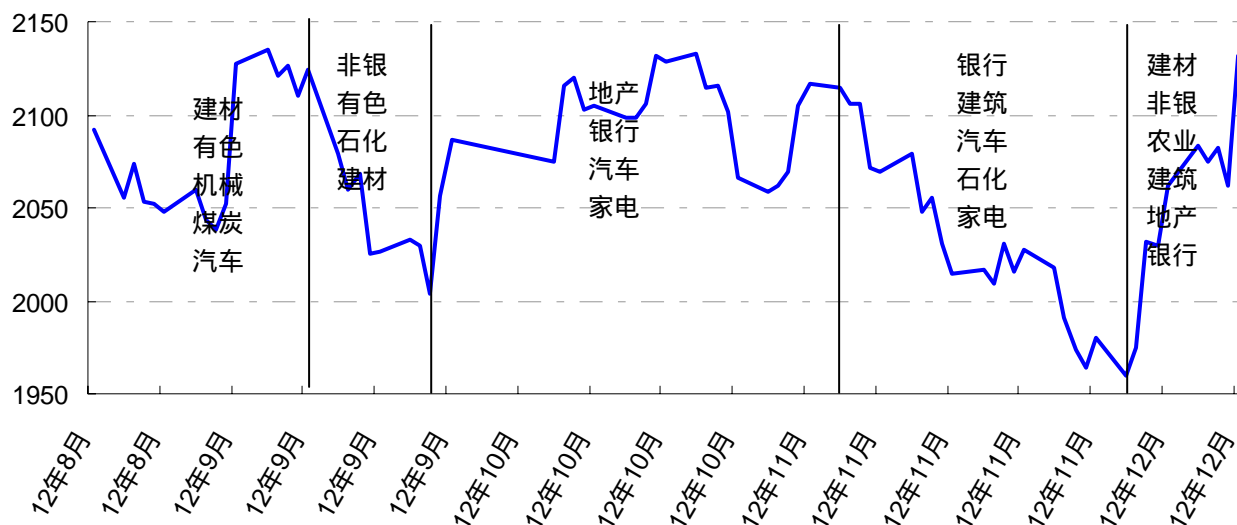


数据来源：Wind，东吴基金





图表 38 12-13 年投资时钟



数据来源：Wind，东吴基金

这几个反弹都是三阶段，我们同样发现一个规律，也就是第一波高点会出现在价格环比的高点，而第二波高点会出现在经济数据开始下降的时间点，包括工业和PMI都会出现下降。现在价格环比的高点可能已经出现在10月份，除非钢铁、煤炭价格重新开始上涨。那么第一高点已经出现的概率较大，现在市场以很大的力度上涨原因就在于目前还没有证据说明12月或者1月的PMI和工业会出现下降，尤其是在汇丰PMI继续上扬的背景下。而从行业投资时钟的规律来看，现在也比较符合第二阶段上涨的特征。

从另一个角度出发，传统上的弹性行业有四类，一类是投资相关的原材料、能源和机械行业，这里面可以分为受外部影响的有色煤炭，和内部投资影响的建材机械。第二类是化工和农业，第三类是可选消费的汽车、家电，第四类就是泛金融行业，包括银行、非银和地产。这四个组别在内部从中期趋势看是一致的，但组别之间在不同的行情中地位是不同的。但一轮行情一般都是在四个组别都有所表现之后才会结束。那目前来看，只有第一个组别受外部影响的有色煤炭还没有表现，短期投资后进板块是可以考虑，但这也可能是行情结束的标志。

虽然我们判断经济在4季度会见底回升，但考虑到经济弹性不足，所以忽视了投资时钟对周期股的机会，不过我们也发现在上述几次周期摆动中，并不是单纯的经济力量在推动市场，如果投资者只是考虑这么一个短暂的周期，对企业价值的评估是不会发生如此大的变化，更为重要的可能是都有这么一个大故事让市场改变了对更长远的预期，例如保障房和产能周期重启，例如金融改革，这些都改变了市场对于未来数年盈利的假设，这和07年黄金十年是一个道理。从理论上讲，就是估值模型对长期或者永续盈利的假设非常敏感。那么我们市场现在正在讲的大故事就是新型城镇化，接下来我们就分析这个大故事。

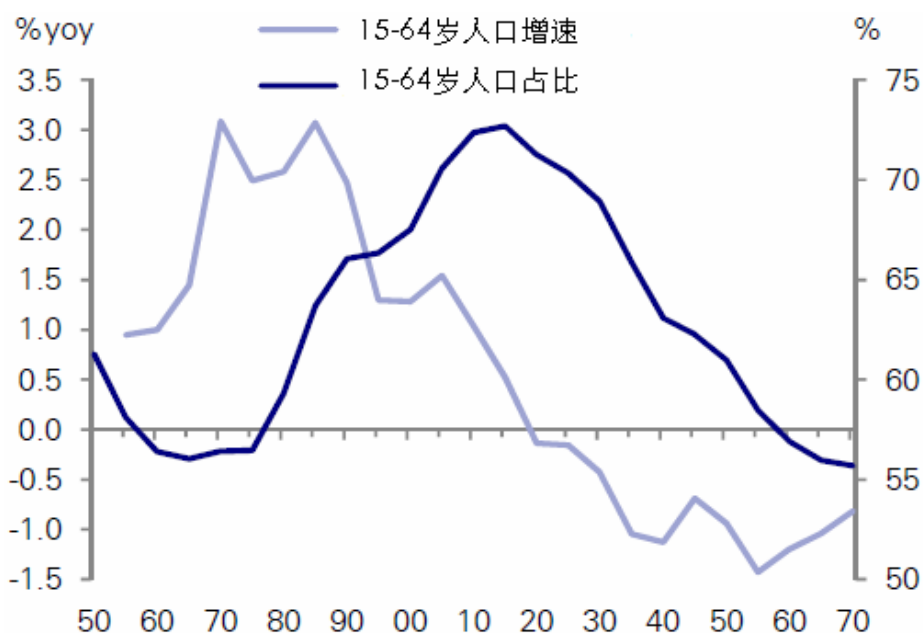
## （二）新型城镇化的机会

我们只有站在历史的角度才能理解现在的新型城镇化。建国后的人口快速增长带来了劳动力人口在65-90年的快速增长，所以我们看到了68年上山下乡进入到了高潮，文革中有十分之一的城市人口来到了农村，与此伴随的还有前前后后很多严实的城乡壁垒。随后的改革开放逐步放宽了人口流动的限制，计划生育从80年后也开始实施，人口红利也进入到了30年释放期，92年提出保八，99年高校扩招都是为了应对庞大的就业大军。我们特有的人口结构是一系列政策转变的重要脉络，现在的人口结构进入到一个前所未有的大拐



点，一个是15-64岁的劳动力人口占比在11年已经出现了，第二个是15-64岁劳动力人口的绝对数，乐观地预测将在16年左右见到高点，按照六普的数据悲观预测将在13年出现高点，这放在国际比较上看，也是前所未有的，日本两个拐点相差25年多，韩国至今为止劳动力人口还没有见顶，劳动力占比也还算平稳。美国虽然劳动力占比在80年代之后就高位稳定了，但总劳动力人口一直在上升。我们人口的大拐点对社会经济的影响是非常深远的，这里不展开讨论。

图表 39 劳动力人口占比和绝对数量基本同时见顶



数据来源：Wind，东吴基金

城镇化本质上是一个人口转移集中和产业升级与聚集的过程。先把产业升级放在一边，那么城镇化就是第一将农村人口转移为城镇人口，转变他们的生活方式，这需要相应的公共服务，这是狭义的城镇化，第二就是将第一产业的劳动力转移到第二、三产业，提高劳动生产率，这是工业化，这两者相辅相成，在发达国家这两者一般是同时发生的，但我国过去是大力发展工业化，但忽视了狭义的城镇化。

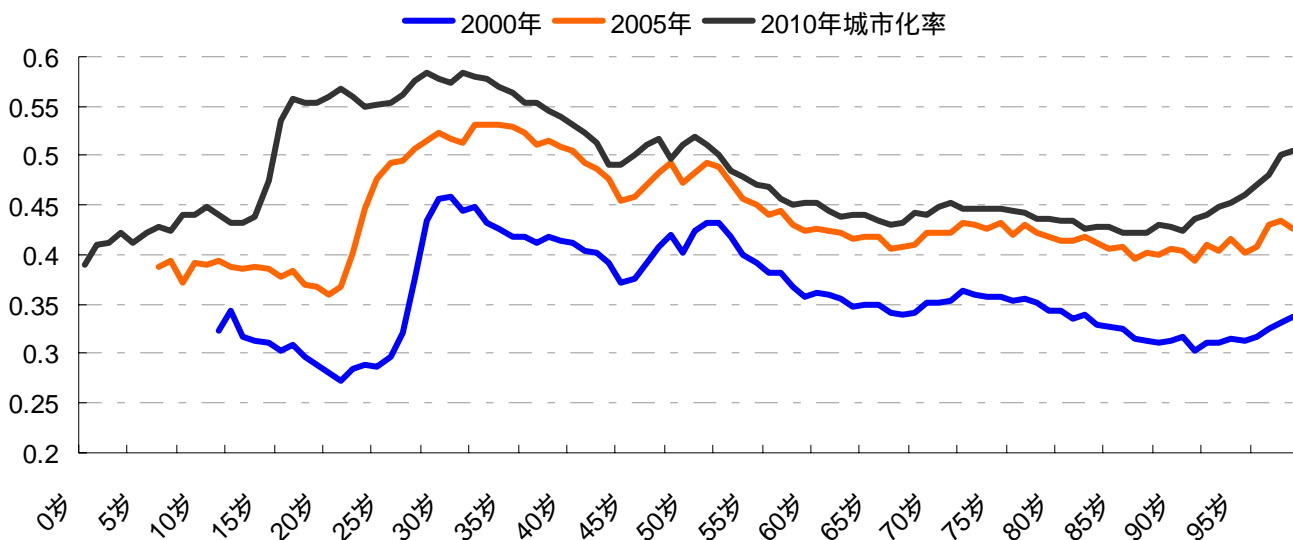
现在推行新型城镇化的背景是工业化已经到了后期，劳动力人口很快就要见底下降了，而第一产业向二三产业的转移也已经结束。如果说现在提高城镇化率，相对提高对劳动力要素投入的话，恐怕只能是提高劳动参与率，让不充分就业的劳动者充分就业，李克强也提到东北农村“猫冬”习惯的慢慢消失就是这个意思，但是这部分劳动者很多是当时国企下岗造成的，劳动生产率比较低，只有一些低端的服务业能够吸纳。所以我们现在产业上重点提的是发展服务业，虽然也提新兴产业和传统产业的改造提升，但这些无法再吸纳这些劳动力，只能通过服务业来吸纳。但这会带来一个陷阱，也就是服务业部门的扩张不是工业部门的自然延伸，而是作为工业化驱出的“劣质劳动力”的贮存渠道，许多发展中国家的产业结构都表现出过度服务化，由此导致了低生产率和低增长陷阱。而发达国家都是服务业生产率要高于制造业，吸引优质劳动力流动。

如果说接下来城镇化在要素投入上没有增加，那么新型城镇化只能是去还狭义城镇化的债。也就是提供公共服务，将已经工业化的人口追溯城镇化，让他们过上城里人的生活，我们看李克强的一些讲话基本也是这个意思，但又不局限于此，不仅仅是那2.5亿的农民工，那些在城镇化率的统计中已经大体包含了。领导的谋划更大，那么这里面又绕不开中国特殊的土地制度，这40万亿规模的宅基地，正好和广为流传的40万亿新型城镇化投资对应。但这种不是由工业化驱动而是由土地驱动的城镇化必然导致一个结果，就是年龄的城镇化率曲线平坦化，那恐怕就意味着对18岁之前和40岁之后的城镇化，也就是“投靠”城镇化，有学者做过计



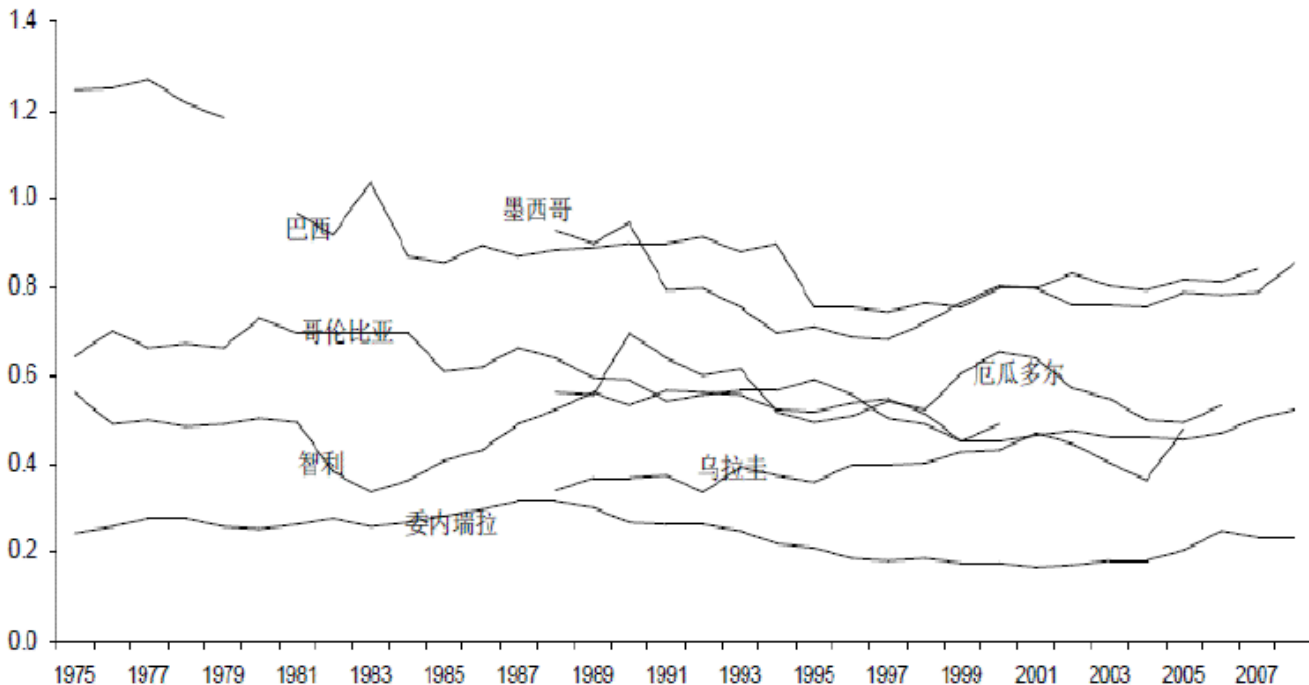
算，“投靠”城镇化后我们的城镇化将超过63%，这与联合国预计中国城镇化到2030年将提高到65%~70%左右已经非常接近了，和日本也非常接近了，这是我们对新型城镇化的理解。

图表 40 城镇化曲线平坦



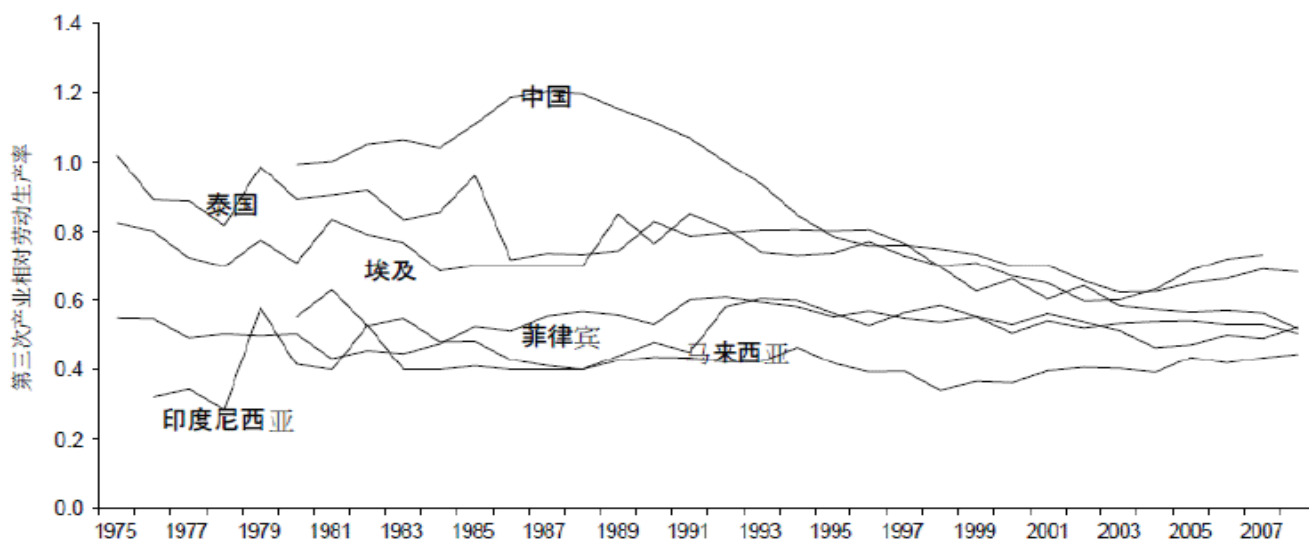
数据来源：Wind，东吴基金

图表 41 拉美国家服务业生产率普遍低于制造业



数据来源：Wind，东吴基金

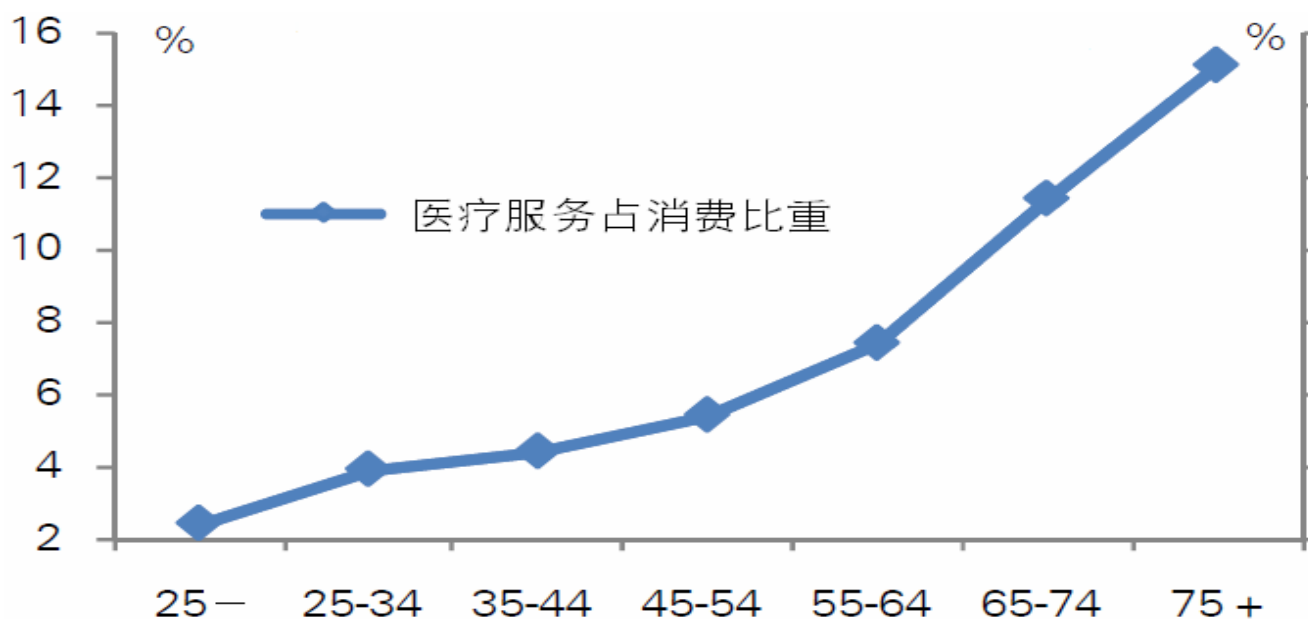
图表 42 东南亚国家和中国也是如此



数据来源：Wind，东吴基金

那么这个新型城镇化带来的机会在哪儿，可以分为两个部分，一个是政府的补偿投入，另一个是投靠后的消费。关于第一点，李克强已经做了总结：推动城镇社会保障、医疗卫生、教育、文化等基本公共服务覆盖农民工并逐步实现均等化，搞好综合交通运输体系与城镇化布局体系的衔接，加强公共交通、污染防治、水电气热供应等城镇基础设施建设。关于第二点，在结婚高峰已经过去后的投靠城镇化意味着房地产不是新增的需求，更为核心的是这些投靠人群自身特定的需求，也就是医疗、养老和教育。另一个考察就是城市农村消费的差异，最为显著的就是食品，上升的幅度显著性地超过了其他消费的增加。最后就是土地制度和农业生产制度改变对农产品产量和价格的冲击，这将带来农业细分行业的机会。

图表 43 美国医疗消费在 50 岁之后加速上升



数据来源：Wind，东吴基金

综上所述，我们判断新型城镇化的机会在于医疗、食品、农业、交通、能源和环保。



### （三）主线总结及重点行业

根据以上对短期投资时钟和中长期城镇化推进的主线研究，我们判断贯穿明年市场的机会主要集中在医药、食品、环保以及农业和能源产业链。阶段性表现的周期性机会主要集中在的交通产业链、化工、家电、电子行业。下面我们分行业讨论。

#### 1、医药行业——需求持续增长，优势企业强者恒强

行业评级：推荐

2012年，医保政策稳步推进，覆盖广度深度不断增加，全国医疗卫生机构总诊疗人次同比增长近12%，较前两年7%左右的增速明显提升。但是，受到“毒胶囊”事件、限制抗生素使用政策执行、大宗原料药受累海外市场低迷以及偏紧药品招标政策的影响，今年医药行业的收入利润的增长较前几年相对乏力。根据统计局已经公布的数据，今年1-10月，医药制造业收入同比增长19.3%；净利润同比增长16.8%。医药上市公司前三季度收入同比增长17.2%，扣除非经常损益后净利润同比增长6.0%。虽然这样的成绩与历史相比不算出色，但在宏观经济放缓的大背景下，较其他行业而言，医药行业的增长还算稳健。

展望明年，人口老龄化、人民健康意识增强、国家对民生问题日益关注、医保继续深入都将推动医药行业需求持续增长。新版国家基本药物制度即将颁布，入选目录的品种数量会有明显增加，针对大病慢性病、疗效明确、已被多地纳入基药增补目录者有望新进入国家基药目录，更为重要的是，基本药物的使用范围将从基层拓展至二三级医院，入围品种的销量有望大幅增长。药价政策是企业 and 投资者每年都会关注的问题，随着医保覆盖的不断深入，政府成为医疗市场的重要购买者，为了缓解财政压力，各级政府会采取措施来降低药品价格，药价走低是不可回避的长期趋势。但是，一味追求低价对医药行业的负面影响是显而易见的，恶性竞争导致药品质量低下，继而会爆发安全问题，坚持高标准的优秀企业由于成本高企，不得不退出某些地区的招标。好在政府主管部门已经意识到“唯低价论”的危害性，今年出台的各类文件以及领导讲话中对于药价的表述大多为“价格合理”，反映出监管层对药品质量重视程度的提高，所以我们预计明年的药价政策应该不会继续收紧。近期有媒体报道主管部门正在探讨“二次议价”的问题，即药品公开招标后，医院与厂家再次议价，进一步降低药品价格，变医生的暗扣为医院的明扣。但由于“二次议价”与现行的招标政策有明显的冲突，且不利于流通环节秩序的规范，我们认为短期不具备大范围推广的可能性，不会对行业产生重大影响。供给层面，在鼓励创新、新版GMP等政策的引导下，行业集中度将不断提高，具备品种和质量优势的企业将强者恒强。

今年由于医药行业的相对景气，二级市场医药股的表现也优于大盘。截至目前，医药板块今年涨幅1.2%，跑赢市场5个百分点。目前医药行业整体对应2012年24倍、2013年19倍预测市盈率，虽然相对市场的溢价水平较高，但我们认为，今后几年医药行业增长的确性较强，明年20%的增长可以预期，给予行业“推荐”评级。建议重点关注：1、有独家品种入围新版国家基本药物目录的企业；2、新型城镇化背景下，受益于二三线城市医院建设的医疗设备类及医疗服务类企业；3、具备较强研发创新能力，拥有独家或类独家品种的制剂企业；4、在大健康领域有效拓展的中药企业。

**重点关注：**天士力、三诺生物、康美药业、新华医疗、恒瑞医药、华润三九、以岭药业、广州药业

#### 2、食品饮料——白酒结构分化，食品稳定增长

行业评级：推荐

白酒行业自去年高景气后带来经销商加速涌入、叠加提价效应滞后反映，上市公司12年1-9月整体收入增长42%、利润增长62%，预计行业12年整体利润增长将超50%，相对其他大部分行业依然具备业绩稳定快速增长的比较优势，板块目前相对全部A股的估值溢价（TTM）回落至30%，已接近09年6月溢价22%



的过去 8 年最低点。

从更长期的视角来审视，经济下台阶、预期限制性政策出台、高档酒终端价见顶压制行业空间、全行业扩产、塑化剂等负面新闻频出，目前白酒行业表象特征越来越类似 98 年景气见顶时的状况，加之本轮白酒龙头产品提价周期基本结束，未来 1-2 年内行业价量齐升难以再现。因此我们判断，白酒行业 12 年见到本轮景气高点已得到确认，板块估值中枢难以出现系统性向上提升，上市公司业绩增长确定性、成长持续性的预期将面临进一步分化，相对长期的确定成长或许仅存在于区域内白酒消费结构提升所带来的改善型机会。在行业景气下行阶段，我们相对看好品牌驱动型白酒企业，更看好区域边界尚有扩张空间的山西汾酒、以及增长路径相对清晰的白酒龙头贵州茅台，建议关注区域内存在结构升级、营收有望保持稳定增长、盈利存在改善预期的伊力特、老白干酒等。

我们预计，13 年白酒一季报相对其他行业仍有更快的增长，板块存在向上估值修复的可能性，但压制板块估值提升的负面因素在 13 年二季度前难有明显缓解，因此一季度反弹力度可能偏弱。在没有更加负面的限制白酒消费的相关政策出台的情况下，我们预计依靠市场的力量以及渠道倒逼，主要白酒公司大概率将在 13 年二季度进行控货调整，以期帮助渠道清理库存和减缓压力。在 13 年二季度可能出现的行业短期负增长被市场充分预期后，或将在二季度末、三季度初真正迎来板块下半年布局的良机，当然需要届时再对公司是否进行控货、渠道库存状况、终端动销情况进行紧密跟踪后再做评估和判断。

大众食品中，我们更看好行业增速稳定、竞争格局清晰的乳制品行业，结构提升和费率下降有望带来龙头公司盈利能力改善，建议关注存在业绩释放动力的伊利股份。

其他小食品中，我们相对看好单一品类需求相对稳定、渠道可继续扩张或营销存在改善空间、细分行业中有较强品牌影响力或者就是细分行业龙头、有一定成本转嫁能力或具备直接提价能力的品种，建议关注克明面业、涪陵榨菜、恒顺醋业、煌上煌等。

**重点关注：**山西汾酒、贵州茅台、伊力特、伊利股份、克明面业、涪陵榨菜等。

### 3、化工行业——转型升级，创新带动需求

行业评级：推荐

2012 年，化工行业主要下游增速放缓，建筑和纺织服装行业同比增速都在降低。主流产品 11 月份开工率普遍不高，塑料行业开工率都在 80% 以下，橡胶板块开工率在八成左右。聚氨酯行业除了 EO 和 MDI 外，其余产品开工率都在 80% 以下。化肥板块钾肥开工率相对较高，氮肥磷肥较低，复合肥开工率只有三、四成。

展望明年，在经济弱复苏背景下，相对看好明年年初化工行业的行情，但对于明年中后段通胀风险可能引起的市场压力保持谨慎。我们将着力于寻找能顺应中国经济转型的趋势、需求稳定增长的子行业，并适当关注周期股的反弹机会。建议关注全球医药农药产业链前端加速转移背景下的受益标的，并密切跟踪煤化工行业的政策取向和行业动态。同时，对于 MDI、复合肥、玻纤制品等行业可能存在的反弹机会予以把握。

由于高企的研发和制造成本，医药和农药产业链已经呈现出从美国向发展中国家转移的趋势。从前端的研发到临床，再到制造，这一趋势方兴未艾。这一产业链外包最早从美国流向化工基础较好、人工成本较低的中东欧国家。如今，医药农药产业链外包由中东欧逐渐向中国和印度转移，市场空间巨大。我们认为定制生产模式下产品利润及附加值更高，更符合全球化的专业分工和产品发展方向。重点关注成熟且规范性获得广泛认可的定制生产龙头联化科技，以及具备高增长潜质的中间体定制新贵雅本化学。

我国资源禀赋的特点就是“富煤缺油少气”，同时也是世界主要的能源消费大国，煤化工在我国化工行业中占据着重要的战略地位。经济不景气背景下，国家极有可能出台政策刺激经济，而煤化工就是可能性较大的方向之一。随着国际油气资源日益紧缺，煤化工产业逐渐成为国内一些煤炭大省选择的发展热点，因为这一产业既能够实现能源转化替代石油和天然气，又能带动当地的 GDP 增长，所以很多地区和企业都趋之若鹜，



纷纷建设煤化工项目。而国内投资总额接近一万亿的煤化工项目正在国家发改委会审，预计大部分审批结果将陆续公布。届时国家对更具节能环保特点的新型煤化工项目的审批将开闸。重点关注煤化工工程技术储备丰富、下半年业绩确定性较强的东华科技、中国化学。

MDI 行业具有很高的技术壁垒，下游外墙防火等材料运用正逐步放开，现在正处行业淡季，一季度有望迎来反弹，明年产能放量的烟台万华具有极高的配置价值；单质肥价格基本已经触底，随着冬储的启动，下游购买正逐步放量，配置复合肥行业史丹利和金正大，不仅可以确定地赚取化肥景气回升的钱，还能享受公司的确定成长；玻纤行业价格已基本触底，制品新材料公司长海股份产品不断创新，业绩增长确定，将同时享受自身成长及行业景气的回升；新材料公司鼎龙股份彩色碳粉将迎来销售元年，成长空间值得期待！

**重点关注：**雅本化学、联化科技、东华科技、中国化学、烟台万华、史丹利、金正大、长海股份、鼎龙股份

#### 4、传媒行业——新旧更替的成长性和并购是明年的主线 行业评级：推荐

2012 年 1-11 月份，传媒行业指数下跌 14.59%，较沪深 300 指数 8.79% 的跌幅大，反映了市场对于行业政策预期较高，行业内部新旧媒体的变化对各细分领域造成不同的影响。

目前传媒行业正处于变革初期，政策提升地位导致行业成为热点，信息技术与传媒的结合导致内部新旧更替加剧，给市场带来投资机会。十八大结束后，政策监管的可能放松、大部制改革或将对行业产生深远的影响。行业层面，新媒体的快速成长，对传统媒体造成巨大的冲击，行业内部结构发生巨大变化：用户和广告营销由传统媒体向数字媒体转移，呈现出新媒体快于传统媒体、营销增长快于广告、视频网站快于门户网站等特点。电视剧行业今年面临网络价格下跌、演员成本高企等影响较困难，另一方面由于经济下滑，热钱减少导致制作数量下滑，热播剧带热电视台的特点致使明年下游电视台竞争加剧，投入增长，多台三集连播对电视剧需求量有所增加，对优秀的电视剧公司业绩形成支撑。互联网的普及以及智能手机的爆发式增长，为手机游戏、社交、移动视频提供了成长空间；预计这些细分领域中未来成长、业绩较为确定。

由于行业集中度低，市场化的上市公司凭借资本优势，拓展上下游产业链，寻求行业领导地位，积极并购是最有效的手段。国有资本主导的传媒公司传统业务增长有限，更多的扩张来自政策推动的并购，有望通过跨区域、跨媒体、跨行业并购组建大型的国有传媒企业，实现国有文化企业的引导作用。今年有 8 家传媒的上市公司实现并购，预计未来创业板再融资、重大资产重组等政策有望放开，实施并购的上市公司数量和并购的案例数量将快速增长，加速行业的整合。

目前行业估值已经降至 2012 年 25x，估值便宜，相比新媒体未来较好的成长性，存在投资机会。但是 2013 年初创业板解禁存在一定压力。

2012 年行业投资逻辑就是业绩的确定性和成长性，非以往的主题性投资；预计 2013 年的投资仍将遵循这个逻辑。2013 年的投资主线有以下几条：1) 行业景气度好转、业绩确定的影视剧行业。2) 外延式并购，尤其在市场空间巨大的广告营销行业和盈利模式最清晰的游戏行业。3) 长期看好拥有上下游完整产业链的公司，有望实现厚积薄发。4) 移动互联网、互联网电视需要关注，成长快速，不排除有主题性投资机会。

**重点关注：**蓝色光标、省广股份、华录百纳、光线传媒、顺网科技、掌趣科技、华谊兄弟、奥飞动漫、百视通

#### 5、软件行业——结构分化，把握景气度 行业评级：推荐



前三季度软件行业实现收入 17531 亿元，同比增长 25.8%，但增速较去年同期低 5.9%，且增速逐季下滑，行业整体的基本面没有好转。上市公司中的软件公司的三季报，收入增长 9.4%，净利润下滑 4.8%，较去年同期业绩下滑幅度较大，相比上半年未有明显改善。

2012 年 1-11 月份，软件行业指数下跌 24.41%，远超出沪深 300 指数 8.79% 的跌幅；特别是 10 月份以来加速下跌，反映了市场担忧经济对行业造成的滞后影响、创业板等巨大的解禁压力、业绩的不确定性导致估值中枢的下移。

今年行业内部结构性分化明显，与中小企业相关的公司业绩出现波动，与政府大力推动的相关公司业绩增长较快，显示出各细分市场的景气度和发展趋势对公司业绩的影响。短期看，由于经济恢复需要一段时间，因此未来行业仍将持续结构分化。长期看，中国经济要实现转型升级，两化融合，以及十八大提出的城镇化、农业现代化，需要信息化的配合，将创造新的需求；政府出台专项资金、税收优惠等政策扶持软件行业发展，这些对软件行业具有长期正面的影响。对于企业来说，人力成本的上升、管理效率的提升、业务对信息技术的依赖，信息化需求也较为迫切。软件行业大量新技术、新应用的产生也将创造出新的需求。

随着经济企稳及政策的推动，软件行业增速有望稳定。今年四季度可能是业绩低点，受信息化需求逐渐释放及是行业的季节性因素，预计明年的增速呈现前低后高的局面，下半年行业有望好转。需要注意 2013 年初创业板解禁的压力。

今年软件行业估值整体下滑，目前重点公司 2012、2013 年估值约 21x、16x，处于历史底部区域，预计行业明年有 10% 左右的业绩增长，估值便宜。重点布局软件企业的认证工作有望今年底落实，有望增厚重点软件企业的业绩。

2012 年基本逻辑是业绩增长确定，预计 2013 年依然会遵循这个投资逻辑。投资主线有以下几个。1) 选择行业景气度高的领域，如政府主导的社保医疗、智能交通、智慧城市、信息安全等细分领域，未来行业成长较为确定。2) 改革红利，如金融创新为金融信息化创造了巨大的市场空间。3) 业绩超预期，公司主营业务好转或者实现外延式并购；目前中小企业经营困难，上市公司有资金优势，行业并购业务成为常态。

**重点关注：**远光软件、恒生电子、信雅达、万达信息、卫宁软件、数字政通、启明星辰、汉得信息、梅安森

## 6、家电行业——销量好转，具备稳增长低估值优势

行业评级：推荐

我们预计家电行业销售增长 4 季度趋势性好转，全年小幅下降。1~10 月销售情况，空调同比 - 5.9%，其中，内销 - 6.8%，出口 - 4.8%；冰箱同比 +0.6%，其中，内销 - 0.8%，出口 5.0%；洗衣机同比 1.1%，其中，内销 - 4.1%，出口 10.9%。我们预计大家电 2012 年销量增速：空调（内销 - 3%/外销 - 4%/合计 - 3.4%）、冰箱（内销 - 2%/外销 +5%/合计 - 0.3%）、洗衣机（内销 - 3%/外销 +10%/合计 +1.5%）、电视机（内销 - 3%/外销 - 3%/合计 - 3%）。

行业长期刚需仍然存在，短期行业销售回暖，高效节能补贴拉升消费升级，尽管明年年初家电下乡政策进一步退出，同时地产调控政策可能加码的背景下，我们认为 2013 年家电行业整体处于稳健增长时期，我们预计明年行业量增 5~10%（细分行业中冰箱很可能下降），价涨依靠企业自身的产品结构提升，竞争力强或者上升的行业领导企业收入增速有望达到 20% 左右。2013 年白电原材料不会再有今年的明显下降，我们假设白电原材料价格基本持平，黑电整机价格和面板价格变化也将趋同，因此行业净利润增速基本等同于收入增速，产品结构提升能力强或者运营效率上行的企业利润增速有望超过收入增速。政策方面，2013 年普惠制的下乡补贴政策结束（厨电及小家电可能会延续，但大家电延续可能性小），结构性的节能补贴政策继续（而且 6 月到期前延续的可能性大）。从竞争格局看，由于行业只是小幅增长，原材料价格不会明显下降，而且结构





性的补贴政策比过去普惠制的政策更有利于领导企业，因此明年行业集中度将继续提升。美的的战略调整在明年仍将继续，对格力和海尔的威胁依然不大，三家一起抢占更小企业的份额。

行业短期需求有所改善，在 2013 年宏观经济难以出现大幅反弹，2013 年初遭遇家电下乡政策进一步退出，房价上涨从而导致地产调控加码的背景下，家电行业整体需求仍能稳定增长，同时原材料价格相对稳定，原材料成本难以大幅下降，行业竞争格局基本稳定，行业整体利润率大幅提升难度较高。但是明年在家电消费政策上，我们预期政府还有政策推动空间，同时家电板块中主要龙头公司受益于自身核心竞争力，在行业需求难以超预期的时候，依托自身的品牌及产品优势，持续改善产品盈利能力以及提升经营效率来获得超越行业的利润增长，从而有望实现穿越周期的成长。考虑目前行业估值处于较低水平，白电龙头公司 12 年动态估值不到 10 倍 PE，因此我们维持行业“推荐”评级。

重点关注：格力电器，青岛海尔，美的电器，小天鹅，老板电器，苏泊尔

## 7、电子行业——成长为主，周期为辅

行业评级：推荐

2012 年行业景气一波三折，年初在各大厂商的良好业绩预告下行业出现弱复苏，后来随着欧债危机的恶化复苏受阻，从而导致三季度出现旺季不旺的局面，全年半导体产值可能出现负增长。我们判断行业明年的整体情况略好于今年：1) 全球经济（尤其是美国）出现转好迹象；2) 2012 年下半年景气不佳使企业备货不积极，除上游芯片外其他库存均较为合理；3) Windows 8 推出带来的换机潮有望在明年实现。全球电子业 2013 年有望实现 5% 的同比增长。

行业整体增速不快，但子行业内结构性增长态势依然明显。从全球消费电子角度看：

智能手机同比增长近 30% 推动手机整体增长 5%：高端智能机和低价智能机是发展最快的两个分支。三星和苹果垄断高端市场，国内厂商受益于低端智能机的持续放量；

平板电脑增速有望超过 40%：10 寸平板电脑依然是苹果的天下了，但 7 寸平板电脑竞争将日趋激烈，白牌平板电脑有望大爆发；

笔记本电脑明年有望恢复正增长：主要驱动力来自于超极本，其渗透率有望达到 13%；

电视出货量保持平稳，但大尺寸，高解析度将是行业发展方向。

从国内角度看，受益于国家政策扶持，安防景气度将维持在高位，LED 室外照明改造也有望大面积铺开。基于以上种种，我们判断行业的投资机会也将是结构性的。

经过 2012 年 11 月的大幅下跌，目前板块 12 年整体 PE 在 27 倍。在行业没有杀手级产品和应用且苹果创新能力逐步下降的前提下，我们判断行业 2013 年的趋势性机会将少于 2012 年，子行业轮动将明显增加但个股阶段性涨幅将变小。投资可采用“成长为主、周期为辅”的策略：主要配置于成长股、战术性参与周期股的反弹机会。

行业明年成长最确定的两个子行业是中低端智能手机和安防，相关个股可以全年重点关注。我们判断行业 2013 年上半年出现全面复苏的可能性较小，一线龙头品种（主要集中于苹果产业链）随着股价在年底的调整到位，有望在 13 年上半年展开估值切换行情。下半年随着 LED 芯片和超极本的价格下降，LED 灯具和超极本的销量有望快速上升，届时可以将注意力从苹果产业链转到 LED 和超极本产业链。

周期电子股的反弹可能出现在明年 1 季度，届时可以战术性参与。如果行业复苏力度强且持续性好，则可适当调整配置比例，提高周期电子股的配置。



## 8、节能环保行业——跟着政策寻宝

行业评级：推荐

面对资源约束趋紧、环境污染严重、生态系统退化的严峻形势，高消耗、高污染的老路难以为继。党的十八大报告首次将“生态文明建设”同“经济建设”、“政治建设”、“文化建设”、“社会建设”一起列为五位一体的总体布局，并提出了“美丽中国”的建设目标，“新型城镇化”有望成为平衡经济与环境保护的重要举措，而环保产业则是“城镇化”的重要内容。

实现的路径主要有两条：其一，增加环保投入；其二，显性化治污成本。

环保对于经济的绝大部分参与者都是成本项，行业在很大程度上需要依靠投资拉动。今年1到8月份，国家财政预算环保累计支出1318亿元，同比增长24.3%，与去年同期基本持平；在全部财政支出中占比1.82%，较去年同期提高0.04个百分点，处于历史同期第二高位。

未来的趋势将是针对特定领域，包括水、气、土壤等重点投资，做到有的放矢；同时将投资重心逐步从后端治理向前端控制及资源化转变。典型的例子是环保部于2012年12月5日发布的《重点区域大气污染防治“十二五”规划》和《重点区域大气污染防治“十二五”规划重点工程项目》，首次涵盖了火电、钢铁、石化、有色等行业，具体明确了到2015年在二氧化硫、氮氧化物、工业烟粉尘排放量的减排目标，并就各子行业的计划投资额进行了预测。

后续政府还有望在污水治理、供水、土壤修复等行业出台具体扶持政策。

十八大报告中首次提出“深化资源性产品价格和税费改革，建立反映市场供求和资源稀缺程度、体现生态价值和代际补偿的资源有偿使用制度和生态补偿制度”，据此推断，理顺资源价格，将过去隐形化的治污成本显性化，真正做到谁污染，谁承担，当是未来政策的重要着力点。

落实到具体措施，水价上调预计是一项重要内容，原因：（1）污水治理的财政压力大，绝大部分地区还需要财政补贴污水治理成本；（2）已经有比较成熟的水价上调方案在试行，如广东的阶梯式水价；（3）地方有水务、城建等行政主管部门负责牵头。此外，脱硝电价加价补贴已经在相关规划中被提及。考虑到目前发电企业脱硝成本高导致设备运营困难，不排除实行加价补贴的政策。

治污成本的显性化，既有助于减轻政策财政压力，也有助于环保企业的良性发展。

环保板块11月随大盘出现调整。目前板块可比公司12年平均PE26.5倍，13年为20.29倍。考虑到环保行业在新型城镇化背景下的重要作用，给与板块13年25倍的估值较为合理，给与推荐评级。

**重点关注：**龙净环保、龙源技术、东江环保、碧水源、盛运股份。

## 9、铁路设备与工程机械行业——底部企稳的机会

行业评级：谨慎推荐

铁路行业作为在弱势经济环境下国家投资的重点方向，今年三季度以来投资数据转好，新线路的投产、开工、复工等工作陆续展开，10月底南车董事长在香港投资者交流会透露动车组将于年前招标400列，超市场预期。自此之后，铁路设备板块表现明显超出市场，投资者对于铁路设备的需求的逐渐转向乐观。

我们认为，明年铁路设备投资将集中于两条主线：1）在“四横四纵”路网逐渐形成下，对于动车组需求



的提升；2) 车辆零配件中技术要求最高的动车组配件的国产化突破。动车组方面，标的中国南车与中国北车目前股价处于合理区间，同时行业确定性高，具有明显的配置价值，如果明年“路网效应”带动下动车组的上座率持续提升、国家政策方面对于高速铁路的支持进一步明确，则会提升市场对于未来三年动车组需求的预期，南北车股价有进一步上涨的动力。从长期空间看，随着城镇化提升居民的出行需求以及收入水平的提高，动车组的需求空间将会更大。而在动车组配件国产化的背景下，我们看好目前弹性元件配套进展速度较快的时代新材，并且积极关注可能在动车组轮轴国产化上取得突破的晋亿实业。

工程机械方面，具有较表型的挖掘机 11 月销量环比提升 12%，同比降幅收窄至 25%，略超市场预期，近期市场工程机械板块的公司股票取得了较好表现。我们认为，由于终端用户的开机率和使用时间并没有明显的提升，在巨大的保有量压制下，明年的销售情况以及企业盈利情况仍存在较大的不确定性。目前市场的表现主要是基于情绪上的博弈，我们认为后续的基本面表现更为重要。

从时间点上判断，我们认为明年 1、2 月需要从主要企业处了解明年的计划，重点关注对于经销商和终端用户的商务政策变化。明年 2、3 月需要通过草根调研了解在旺季前经销商的备货以及终端用户的购买意向等信息。因此，在明年 3 月初可能能够对明年上半年或者全年的基本情况有一个更确定的把握。从审慎的角度考虑，我们倾向于到明年 3 月初在对基本面有更确切的掌握情况下，结合当时相关标的的股价与安全边际，下更为确定的判断。

重点关注：时代新材、晋亿实业、柳工、山推股份、三一重工、中联重科。

## 10、品牌服装行业——温和复苏

行业评级：中性

受累于国内经济增速放缓，2012 年品牌服饰消费明显下滑，2012 年 1-10 月，限额以上服装类零售额为 7573 亿元，同比增长 17.9%，较 2011 年同期下降 6.2 个百分点。大型百货渠道内服装零售下滑更甚。2012 年 1-9 月，全国百家重点大型零售企业服装零售额同比增长 11.2%，较 2011 年同期下降 10.8 个百分点。

随着冷冬天气的配合，打折促销力度加大，终端零售有望最快于 2013 年 1 季度进入复苏通道，考虑到库存调整的滞后性，企业盈利最快将于 3 季度开始恢复。过去两年的过快提价透支了行业成长，我们预计 2013 年行业的恢复将是温和而缓慢的，行业增速将由 20%-25% 的平台系统性下降至 10%-15% 的水平。

在 2013 年温和复苏的背景下，品牌服装各子行业分化加剧，我们相对看好户外用品和女装子行业；不看好同质化日趋严重的男装和受国际品牌冲击严重的大众休闲服装；对消费频次低、产品标准化高的家纺行业在寻找到稳定的盈利模式前持谨慎态度。

迎合城市消费者走出城市、回归自然的生活休闲新趋势，国内户外用品行业正进入快速成长期。2001-2011 年，国内户外用品零售额年复合增速为 45.68%，其中 2011 年行业零售额为 107.6 亿元，同比增长 50.91%。对比欧美丰富的户外运动形式，国内以旅游为主的户外运动尚处于初级阶段，酝酿着行业未来广阔的发展前景。探路者作为国内户外用品第一品牌，在二三线市场极具品牌号召力和影响力，近年通过主动调低价格带，避开与国际品牌 The North Face、Columbia 等的直接竞争，巩固二三线市场占有率第一的竞争优势，利于渠道快速扩张；2013 年有望在新品牌 Discovery 有实质推进，实现多品牌运营下公司持续的高速成长。探路者单一品牌未来 3 年有望实现 30% 以上的年复合增速，到 2015 年收入规模扩大至 25 亿元。

女性高频率的购买次数和多样化的消费需求决定女装在成熟市场的行业规模远超男装，我国女装历经多年的残酷竞争，品牌女装初具规模和品牌优势，进入快速成长期。朗姿股份是国内知名中高端女装品牌运营商，前期依靠核心品牌朗姿分享女装行业快速成长，未来若能理顺多品牌运营链条，由单一品牌商向多品牌运营平台突破，短期加快库存去化速度，未来三年规模有望实现 20%-25% 左右的年复合增长。



值得警惕的是，服装消费需求日益个性和差异化，劳动力和租金成本刚性上涨的趋势短期难以改变，通过单一品牌定位，通过短期快速渠道扩张累积的规模优势来摊薄营销运营成本的盈利模式将面临很大的挑战。

**重点关注：**探路者、卡奴迪路、朗姿股份、罗莱家纺

## 11、金融——估值修复难以持续

行业评级：中性

泛金融行业，包括券商、保险、银行和地产是今年表现最好的行业，他们都有一个共同的特征，就是在一些长期制约行业发展的因素压缩估值很长时间后，又是由于政策预期等因素带来了估值的修复。但是其持续性就在于对其未来盈利能力的预期。

券商松绑一度让市场对券商的长期盈利能力抱有很高的期望，曾经让大券商今年的 PB 水平修复到了 1.7 倍，但是其今年的 ROE 水平大致还是在 8% 以下。我们发现券商的创新业务对其 ROE 的提升度不会超过两个百分点，同时这些业务还同时会增加其风险，所以长期的估值水平不应该超过 1.5 倍 PB，除非是股票市场能够中期走牛，吸引足够大的成交量，否则券商股就是在这个估值中枢上来回摆动。

保险股今年的表现相对平稳，其盈利过度依赖投资收益使得其成为一个市场的弹性股，但保险公司逐步地在转向以保障为主的产品，同时也在积极谋划投身养老产业，未来这可能成为保险股估值扩张的一个重要因素，短期内，因为大盘股的上涨将会让保险 4 季度获得可观的投资收益，作为整个金融行业中的滞后板块，比较有可能出现补涨。

银行业因为经济见底和资本新规有所放松也出现了滞后板块的补涨，现在 ROE 较高的银行估值水平恢复到今年的 PB 在 1.2 倍以上，这样的估值水平放在历史上是低估的，相对于其 ROE 水平也是低估的，但放在国际比较中就是合理的。我们现在预期明年的 ROE 水平还会比今年略有下降，但银行股估值中最为敏感的因素是坏账的预期，从日本经验看，在通缩过程中，坏账预期和价格指数相关，基于目前估值水平已经恢复到一个中枢且合理位置，而 PPI 环比开始见顶回落，我们对后续的反弹保持谨慎。

**重点关注：**中国人寿、民生银行、兴业银行

## 12、煤炭电力行业——经济平稳增长下的结构性机会

行业评级：中性

今年 1-10 月份水电发电量同比增长 27.1%，增速较去年同期提升 29.32 个百分点，水电发电量为近些年最好水平。我们预计明年水电将恢复至正常水平 5-7% 之间，在假设用电量不变的情况下，将结构性增加火电需求约 3 个百分点。

2009 年山西开始小煤矿整合，2010 年河南开始小煤矿整合，2013 年将是整合小煤矿释放的高峰期。我们在考虑山西、陕西、内蒙、安徽、贵州等地新增产能以及山西整合煤矿产能释放后，预计 2013 年煤炭产量同比增长约在 8.2% 左右。

我们对明年煤炭需求预测依赖于政府如何平衡经济增长和结构调整。对明年煤炭需求分三种情景分析。第一种情景假设政府不担心经济增长，重心完全在调结构上，与此对应的是房地产投资增速再下一个台阶至 10%，由于产能过剩和盈利下滑使制造业投资小幅下降 2 个百分点至 21%，基建投资仅小幅回升至 15%，整体的煤炭需求增速为 6.1%，供应过剩由今年的 1.7% 上升至 2.1%，煤价有下行压力。第二种情景假设政府担心完全调结构会影响经济增长，对就业形成威胁，在保持经济稳定增长的前提下调结构，那么政府会采取措施保持房地产投资和制造业投资的稳定，并通过发展新型城镇化等方式保持基建投资的快速增长，我们假设基建投资增速从今年的 12.6% 提升至明年的 21%。煤炭需求提升至 7.5%，供应过剩压力将较今年减轻，煤价



有望保持平稳。第三种情景假设政府完全为了经济增长，继续走传统发展路径，房地产投资增速升至 24%，基建投资增速升至 26%，煤炭需求提升至 9%，煤炭出现供不应求状态，煤价将明显上涨。

我们比较倾向于第二种情景，保持经济一定增长速度下，进行经济结构调整，那么煤价将保持平稳。基于这样的假设，煤炭行业整体的估值将从今年的 15 倍整体提升至 20 倍，不具备明显优势。我们的选股思路是具有低估值和内生产量增长明显的公司。

电力企业的盈利能力主要受成本变化和电价变化的影响，鉴于电力的公共事业的特点，一般电价调整不会很频繁。因此，电力企业的盈利能力变化主要来自于成本，包括单位折旧、燃料成本等。2012 年全国新增装机容量约 8400 万千瓦，同比增速约为 8%，连续多年持续下降。供给增速的持续收缩，有望带动行业产能利用率的提高，进而降低度电的折旧，有利于盈利能力的恢复。我们对影响盈利能力最大的燃料成本的假设是保持平稳，不会给行业再次带来明显的景气上升趋势。因此，电力行业景气度将保持宽松的态势，但仍然看不到再次大幅提升的空间，行业存在结构性机会。我们选择那些在产能投放上增长比较快的公司。

重点关注：永泰能源、大有能源、盘江股份、国投电力、川投能源、皖能电力、华能国际

### 13、房地产行业——房价上涨政策风险加大

行业评级：中性

目前房地产行业出现明显的反弹，房地产投资和新开工面积均明显提升。1~11 月，房地产投资 64772 亿元，同比名义增长 16.7%，增速比 1~10 月提高 1.3 个百分点；1~11 月商品房新开工面积和土地购置面积分别同比下降 7.2% 和 14.8%，较 1~10 月收窄 1.3 和 3.2 个百分点。房地产开发景气指数回升明显，较上月提高了 1.15 个百分点。11 月份房地产单月销售创新高，1~11 月销售面积同比增速首次转正，1~11 月，商品房销售面积 91705 万平方米，同比增长 2.4%，增速较 1~10 月提高 3.5 个百分点；商品房销售额 53526 亿元，同比增长 9.1%，增速比 1~10 月提高 3.5 个百分点，表明四季度在总体较宽松的银行信贷和房价上涨预期支持下，需求表现强劲。土地市场热情高涨，11 月地方政府推地放量，单月 25 城市供应土地规划建筑面积为 13519 万平方米，创 08 年至今以来单月推地最高值，环比上涨 135.1%。土地成交环比下降 0.3%，维持了较高的成交量。土地成交均价环比上涨至今年最高，其中一线城市环比上涨幅度超过二三线城市，溢价率相对较为平稳。统计局公布的房价数据环比回落，11 月，统计局数据全国商品房销售均价为 5574 元/平方米，环比下降 3.4%。但之前中国指数研究院公布的百城价格指数连续六个月环比上涨，11 月环比上涨 0.26%，涨幅较上月扩大 0.09 个百分点，环比上涨个数较上月增加 4 个，特别是一线城市房价出现两个月同比上涨，显示一二线城市房价上涨压力大幅增加。我们预计 2011 年房地产销售面积增速 5%，房地产销售额增速 11%，房地产新开工面积增速 -5%、房地产投资增速 17%。

在目前的宏观和行业政策下，我们预计一二线城市房价上涨不可避免，且有上涨加快的趋势，随着经济触底回升（工业增加值已经回到 10% 以上），通胀开始步入上行周期（CPI 触底回升达 2%），百城房价指数即将出现同比环比双升，我们认为政府对房价上涨的容忍度不会提升，2013 年必然是加大房地产调控的一年，限购限贷延续并可能更严厉实施，同时可能扩大“上海模式”的房地产税试点，甚至不排除对房地产交易开征特别交易税试点。在加强调控的同时，对首套房的刚需实施优惠政策仍会执行。我们无法准确判断调控政策出来的时点，但从目前房价上涨的态势来看，相信很快会有一部分政策出来。新一轮调控将打击明年的房地产销售和房地产投资，目前行业量价齐升的局面难以持续。

整体上看，目前房地产行业出现明显的触底反弹，但房价上涨加快的趋势将不可避免的导致更大的房地产政策调控压力，考虑到目前重点地产公司 12 年市盈率已超过 10 倍，而整个 12 年这些公司的估值中枢是在 9 倍左右，最高估值水平是 11 倍左右，从估值水平看短期向上的空间可能已不大，我们维持行业“中性”的投资评级。



## 14、汽车行业——分化带来结构性机会

行业评级：中性

我们认为汽车行业明年出现板块性机会的概率不大，可重点关注三类结构性机会：一是有新车型推出、新增折旧压力小、具有一定品牌优势的乘用车企业；二是子行业增长平稳、竞争格局稳定的大中客龙头企业；三是国四实施和重卡超预期复苏所带来的机会。

明年乘用车行业的竞争格局相比今年难有改善。主要原因有三：

一、供求关系进一步恶化，目前市场对明年需求的一致预期大概是同比增长 7-10%，而产能的增速在 15% 左右；

二、高端车供求继续失衡对整个乘用车价格体系的压制，进口商对明年进口车的增速预期在 15% 左右，而国产豪华车产能同比增长近 1 倍(宝马从 20 万扩至 36 万 奥迪从 30 万扩至 60 万 奔驰从 10 万扩至 20 万)，由于豪华车本身的降价空间较大，预计供给的大幅增加对整个乘用车价格体系产生较大的压制；

三、目前大部分合资品牌和部分自主品牌对明年的初步规划都是高于行业的增长，若需求不能超预期，则预计经销商为完成厂家目标，激烈的价格竞争难以避免。综合分析，我们认为乘用车明年价格下行的压力较大，在需求没有大幅增长的情况下，板块难有整体性的机会。

但我们认为分化所带来的结构性机会依然值得关注。我们相对看好有新车型推出、新增折旧少，且运营管理较好的长安汽车、长城汽车、江淮汽车；此外，我们认为广汽集团各方面目前都处于最坏的时候，未来日系车复苏、广汽三菱和广汽菲亚特的好转有望推动公司整体向上，但介入时间还有待跟踪。

大中客行业需求增长平稳、竞争格局稳定，我们相对看好运营管理能力优秀的龙头宇通客车，明年其增长主要来自于产能释放后公交和出口订单的增加，后年零部件注入有望提升公司整体的盈利能力。

重卡行业主要的压制因素是社会保有量，只有当明年重卡需求端出现大幅改善，才足以扭转存量重卡对行业需求的压制。影响明年重卡需求的因素主要包括宏观经济的企稳程度、固定资产投资增速，以及国四排放法规实施所带来的需求透支，预判需求的难度较大，我们认为可以跟踪明年初终端经销商的订单及运价走势。我们初步判断在经济转型的大背景下，经济再出现像 09 年那样依靠固定资产投资得以快速恢复的可能性相对较小，因此预计重卡的复苏幅度有限。若真的出现超预期的复苏信号，我们建议关注盈利能力强、基本面较好的潍柴动力、威孚高科和福田汽车。此外，从国四实施的角度来讲，我们建议关注中国汽研、威孚高科，但需要在年底确认国四是否会被推迟。

重点关注：长安汽车、长城汽车、江淮汽车、广汽集团、宇通客车、中国汽研、威孚高科、潍柴动力、福田汽车

**免责声明：**本报告中的信息均来源于公开可获得资料，东吴基金管理有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。本报告仅向特定客户传送，仅供参考。据此投资，盈亏责任自负。未经东吴基金管理有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。



## 东吴基金管理有限公司旗下产品

### 1、东吴嘉禾优势精选基金

基金类型： 混合型基金

基金经理： 邹国英

基金代码： 580001

基金托管人： 中国工商银行

东吴嘉禾基金自 2005 年 2 月 2 日成立以来,业绩表现良好。据中国银河证券基金研究中心统计数据显示,2011 年嘉禾基金净值增长率-23.99%,在所有偏股混合型基金中排名第 21。嘉禾基金自成立以来,累计分红 7 次,每 10 份单位累计分红为 17.20 元,为投资者带来丰厚回报。

### 2、东吴双动力基金

基金类型： 股票型基金

基金经理： 唐祝益

基金代码： 580002 (前端); 581002 (后端)

基金托管人：中国农业银行

东吴双动力基金自 2006 年 12 月 15 日成立以来,业绩表现优异。荣获新民晚报、东方财富网联合评选的“2007 年十大最具潜力基金”。据中国银河证券基金研究中心统计数据显示,截至 2011 年 12 月 30 日,东吴双动力基金累计单位净值为 1.6364 元。2011 年东吴双动力基金净值增长率为-25.63%,在同类型基金中排名第 126。

### 3、东吴行业轮动基金

基金类型： 股票型基金

基金经理： 任壮

基金代码： 580003

基金托管人：华夏银行

东吴行业轮动基金自 2008 年 4 月 23 日成立以来,业绩稳定。据中国银河证券基金研究中心统计数据显示,截至 2011 年 12 月 30 日,东吴行业轮动基金单位净值为 0.8112 元,成立以来净值增长率为-22.06%。

### 4、东吴优信稳健债券基金

基金类型： 债券型基金

基金经理： 丁惠

基金代码： 582001 (A 类)/582201 (C 类)

基金托管人：中国建设银行

东吴优信稳健债券基金(A类)于 2008 年 11 月 5 日成立以来,业绩稳定。据中国银河证券基金研究中心统计数据显示,截至 2011 年 12 月 30 日,东吴优信稳健基金(A类)单位净值为 0.9695 元,成立以来净值增长率为-3.11%。2009 年 6 月 25 日,东吴优信稳健基金(A类)第一次分红,每 10 份基金份额派发现金红利 0.12 元。东吴优信稳健债券基金(C类)于 2009 年 6 月 15 日成立以来,业绩稳定。2009 年 6 月 25 日,东吴优信稳健基金(C类)第一次分红,每 10 份基金份额派发现金红利 0.12 元。



## 5、东吴增利债券型证券投资基金

基金类型： 债券型基金

基金经理： 丁惠

基金代码： 582002 (A类) / 582202 (C类)

基金托管人：中信银行

东吴增利债券型证券投资基金于 2011 年 7 月 27 日成立以来，业绩稳定。

## 6、东吴进取策略灵活配置基金

基金类型： 混合型基金

基金经理： 唐祝益

基金代码： 580005

基金托管人：中国农业银行

东吴进取策略灵活配置基金于 2009 年 3 月 31 日开始发售，募集期间本基金共募集 10.49 亿份。本基金为混合型基金，在适度控制风险并保持良好流动性的前提下，以成长股作为投资对象，并对不同成长类型股票采取不同操作策略，追求超额收益。投资理念是以成长为导向，策略操作提高投资收益。2011 年东吴进取策略基金净值增长率为-30.45%，在同类型基金中排名第 46。

## 7、东吴新经济基金

基金类型： 股票型基金

基金经理： 邹国英

基金代码： 580006

基金托管人：中国建设银行

本基金为股票型基金，通过投资于引领经济发展未来方向的新兴行业的上市公司，享受新经济发展带来的高成长和高收益。2011 年东吴新经济基金净值增长率为-17.27%，在同类型基金中排名第 23。

## 8、东吴新创业基金

基金类型： 股票型基金

基金经理： 周健

基金代码： 580007

基金托管人：中国工商银行

本基金为股票型基金，主要投资于市场中的创业型股票，包括创业板股票、中小板股票和主板中的中小盘股票。通过精选具有合理价值的高成长创业型股票，追求超越市场的收益。2011 年东吴新创业基金净值增长率为-22.87%，在同类型基金中排名第 77。

## 9、东吴货币市场证券投资基金

基金类型： 货币型基金

基金经理： 韦勇

基金代码： 583001 (A级) / 583101 (B级)

基金托管人：中国农业银行

本基金为货币市场基金，在所有证券投资基金中，是风险相对较低的基金产品。在一般情况下，其风险与预期收益均低于一般债券基金，也低于混合型基金与股票型基金。本基金于 2010 年 4 月 7 日开始发售，截





止 2010 年 12 月 31 日，A 级基金净值增长率为 0.9152%，B 级基金净值增长率为 1.0718%。

#### 10、东吴中证新兴产业指数证券投资基金

基金类型： 指数型基金  
基金经理： 周健  
基金代码： 585001  
基金托管人：中国农业银行

本基金属于指数型股票基金，预期风险和预期收益高于货币市场基金、债券型基金以及混合型基金。本基金紧密跟踪中证新兴产业指数，具有和标的指数所代表的股票市场相似的风险收益特征，属于证券投资基金中预期风险较高、预期收益也较高的品种。本基金采用指数化投资，通过严格的投资程序约束和数量化风险管理手段，力争控制本基金净值增长率与业绩比较基准之间的日均跟踪偏离度的绝对值不超过 0.35%，年化跟踪误差不超过 4%，以实现对标的指数的有效跟踪。

#### 11、东吴新产业精选股票型证券投资基金

基金类型： 股票型基金  
基金经理： 刘元海  
基金代码： 580008  
基金托管人：中国建设银行

本基金为股票型基金，投资组合中股票类资产投资比例为基金资产的 60%-95%，其中，投资于新兴产业类上市公司股票的比例不低于股票资产的 80%，权证投资比例不高于基金资产净值的 3%，固定收益类资产投资比例为基金资产的 0-35%，现金或到期日在一年期以内的政府债券不低于基金资产净值的 5%。

#### 12、东吴深圳 100 指数增强型证券投资基金

基金类型： 股票型指数增强基金  
基金经理： 唐祝益  
基金代码： 165806  
基金托管人：中国建设银行

本基金为股票型指数增强基金，在力求对标的指数进行有效跟踪的基础上，通过指数增强策略进行积极的指数组合管理与风险控制，力争获得超越业绩比较基准的投资收益，谋求基金资产的长期增值。本基金力争使日均跟踪偏离度不超过 0.5%，年化跟踪误差不超过 7.75%。

#### 13、东吴保本混合型证券投资基金

基金类型： 保本混合型基金  
基金经理： 丁蕙  
基金代码： 582003  
基金托管人：中国农业银行

本本基金以本金安全为导向，基于宏观经济运行变化和阶段性市场特征，运用恒定比例投资组合保险策略（CPPI）进行大类资产配置，通过购买债券等安全资产构建本金安全垫。同时结合东吴“M 值优化模型”动态调整投资品种比例，灵活精选债券和股票，以期在不同市场环境中攻守自如，增厚收益。