



新格局来临

——东吴基金 2013 年二季度投资策略报告



(2013 年 3 月 18 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	薛和斌
纺织服装	赵梅玲
电子通信	徐 贇
金融	张 晗
食品饮料	张楷浠
煤炭电力	张能进
化工	王立立
汽车	李鹏飞
机械	张剑鑫

监 审 任少华
程 涛
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

新格局来临

未来数年，我们可能将面临一个全新的内外格局：升值的美元和国内政治经济新生态。

美元自从 07 年起相对于美元区、欧元区、亚洲区和商品区货币都先后开始升值，日元与利差的相关性和美元与股票的相关性被打破是一个至关重要的变化，标志着美元升值趋势的开始。其背后的原因是联储的扩张预期走到尽头，实际利率和短期利率将开始上行，技术革命下美国经济的相对优势开始显现，这导致了股权类资金流向发生逆转。这将带来全球长期通缩压力的逐步显现和资本流动的重新定向。

新政府在原有增长和分配模式难以维持的背景下，将会对存量利益进行分配调整，由先富道路转变为共富道路，偏向中左。经济上由房地产和出口转向人的城镇化，着力在城市软硬件和产业调整，关键领域的基础性改革将会明显加速。

在这个新格局下，房地产调控和央行政策中性化使得短期经济复苏的力度和持续性都将存疑，下半年在通胀压力担忧消除，美元升值对国际收支形成压力后，货币政策将存在重新调整窗口。否则若二季度大搞投资，那么广义的通胀压力则很快显现，下半年的经济环境将会显著恶化。

基于我们的基本假设，我们判断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。

在二季度，我们预期 4 月中下旬将是旺季和政策的摊牌期，以及美元重回升值的时间点，市场的风险将在开始显现，组合上偏向于白酒、一线医药以及之前涨幅落后且估值较低的大盘蓝筹股。

在年度策略报告的背景下，我们补充两条投资思路，一是政府对冲房地产调控的机会，从财政的投向来看，主要集中在城市软硬件基础设施，如管网和轨道交通以及信息化投资和服务与环保。第二是利益格局调整、游戏规则改变带来的机会，这主要集中在资源价格和税费改革下的机会，例如油电气水和运输。

我们今年在整体更加偏重估值合适的稳定成长，以及格局变化所衍生出的机会。我们依然认为贯穿全年的机会集中在医药、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、新兴消费（如电子、传媒）行业。



一、一季度市场和经济回顾	3
(一) 市场等待基本面验证	3
(二) 国内经济回升动力不足	5
二、宏观分析及大类资产配置	8
(一) 美元回归	8
(二) 新格局下的弱复苏前景	13
(三) 大类资产配置总结	20
三、投资主线	21
(一) 政府对冲的机会	21
(二) 游戏规则改变的机会	23
(三) 主线总结及重点行业	27
东吴基金管理有限公司旗下产品	37

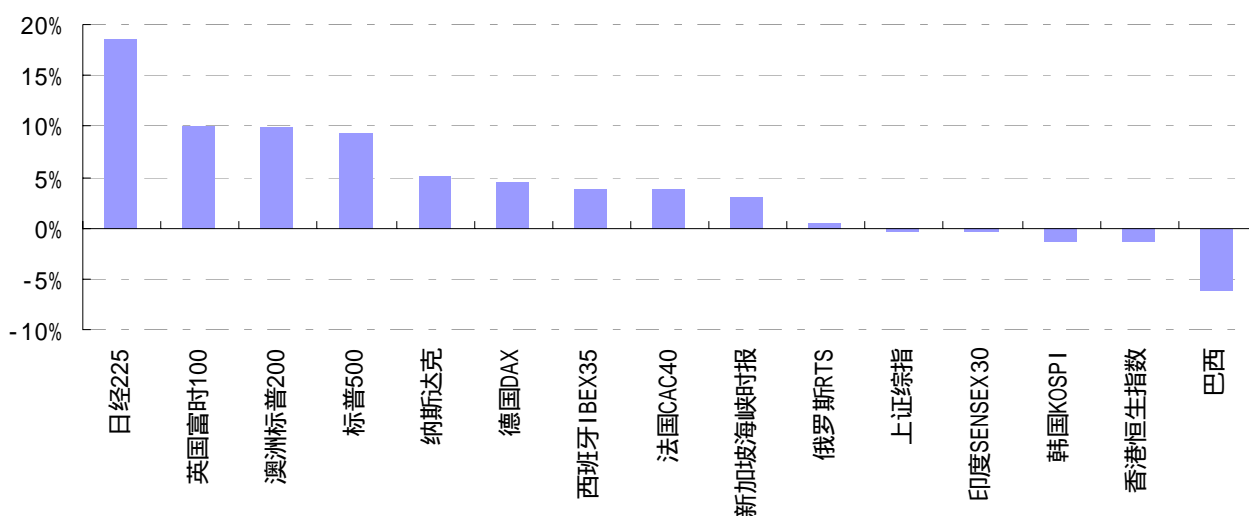


一、一季度市场和中国经济回顾

(一) 市场等待基本面验证

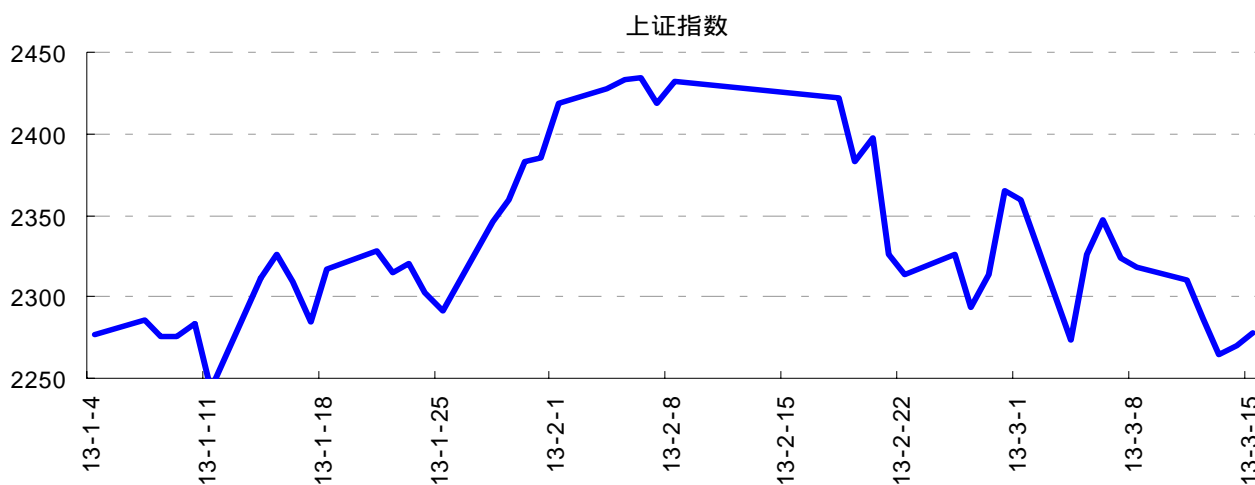
进入一季度之后,全球股市出现了分化,日本市场延续去年四季度的最佳表现,在一季度依然排名第一,这和市场对日本央行的进一步宽松预期有关。在财政悬崖得到部分解决之后,美国股票市场也恢复了不错的表现,同时美国的经济数据也显示出很强的动量。欧洲股票市场表现次之,新兴市场表现最差,这恐怕和美元升值,以及中国的房地产调控和货币趋向中性相关。这也导致了A股市场在春节前后表现迥异。

图表 1 全球股市出现分化 (截至 2013 年 3 月 15 日)



数据来源: Wind, 东吴基金

图表 2 上证指数春节前后表现迥异

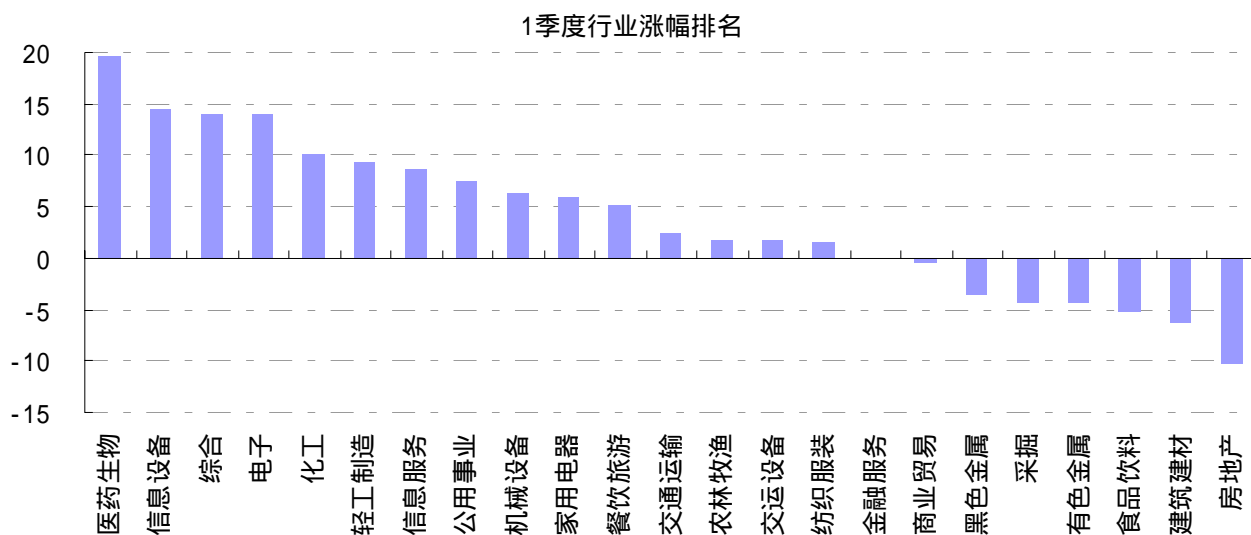


数据来源: Wind, 东吴基金



在震荡市中，医药不出预料地跑在第一位，而TMT和化工的表现比较恰当地反映了其高景气的位置。相比较而言，受房地产调控影响的地产产业链下跌最为严重，煤炭有色因为美元升值也处在行业排序的末尾位置。整体上是一个早周期逐步退潮，向晚周期和防御过渡的节奏。

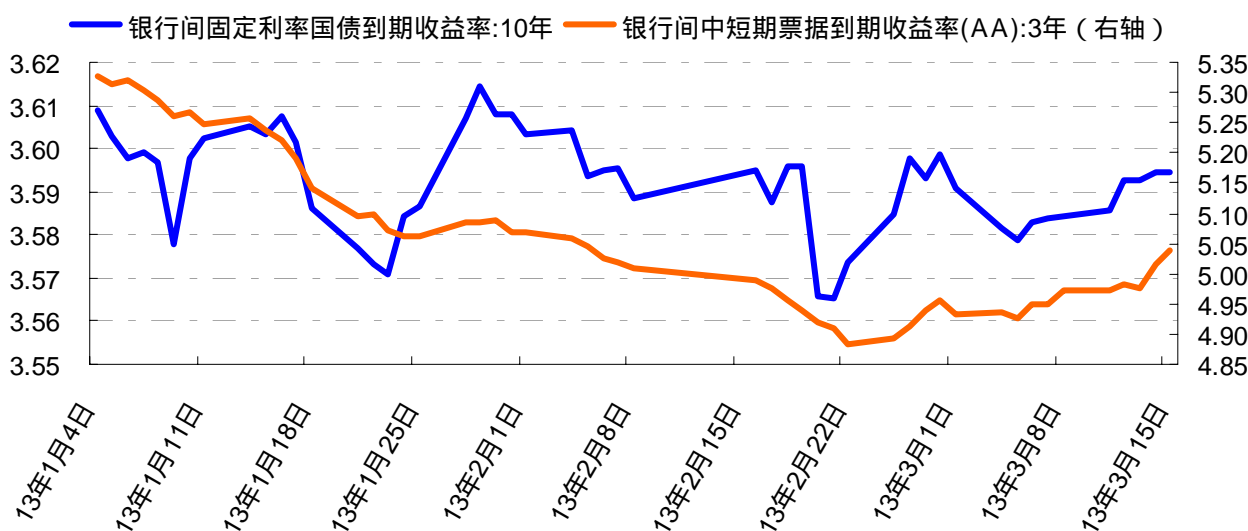
图表 3 一季度涨幅排名



数据来源：Wind、东吴基金

十年期国债收益率继续在3.6%附近波动，反映了市场对下半年通胀的预期和担忧。而信用债市场受益于整体经济风险预期下降和央行SLO平滑资金成本，收益率持续下降，但在节后央行风向转变之后，收益率有见底开始回升的迹象。

图表 4 信用债市场一季度表现上佳



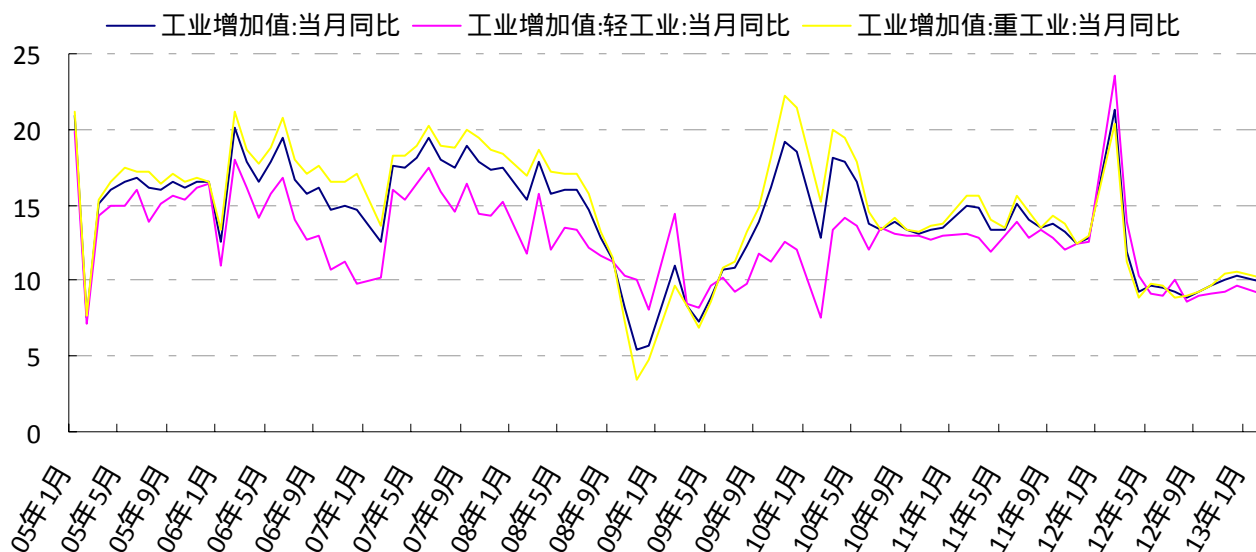
数据来源：Wind、东吴基金



(二) 国内经济回升动力不足

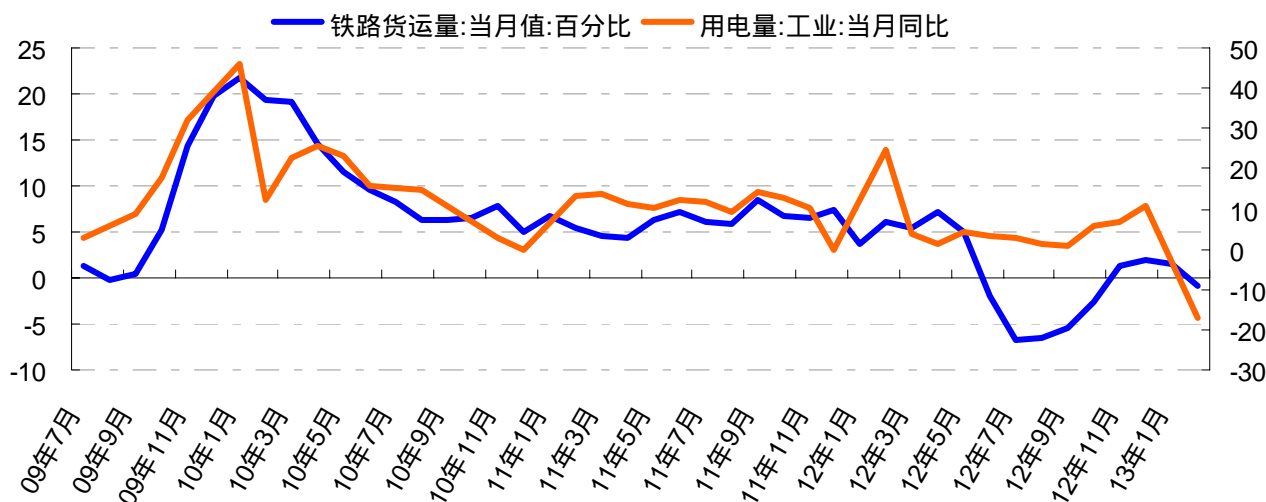
从工业增加值来看，去年9月份开始的反弹在今年初出现停滞，今年前两个月工业增加值同比增长9.9%，比12月的10.3%明显下降。虽然说年初的数据会有季节性扰动，同时量级偏低，但工业数据的停滞在各类指标上都得到了确认，包括PMI和克强所关心的工业用电量、铁路货运量在1-2月都出现了明显的下滑，这些工业表征指标显示出经济回升动力不足。

图表 5 工业显示经济回升动力不足



数据来源：Wind、东吴基金

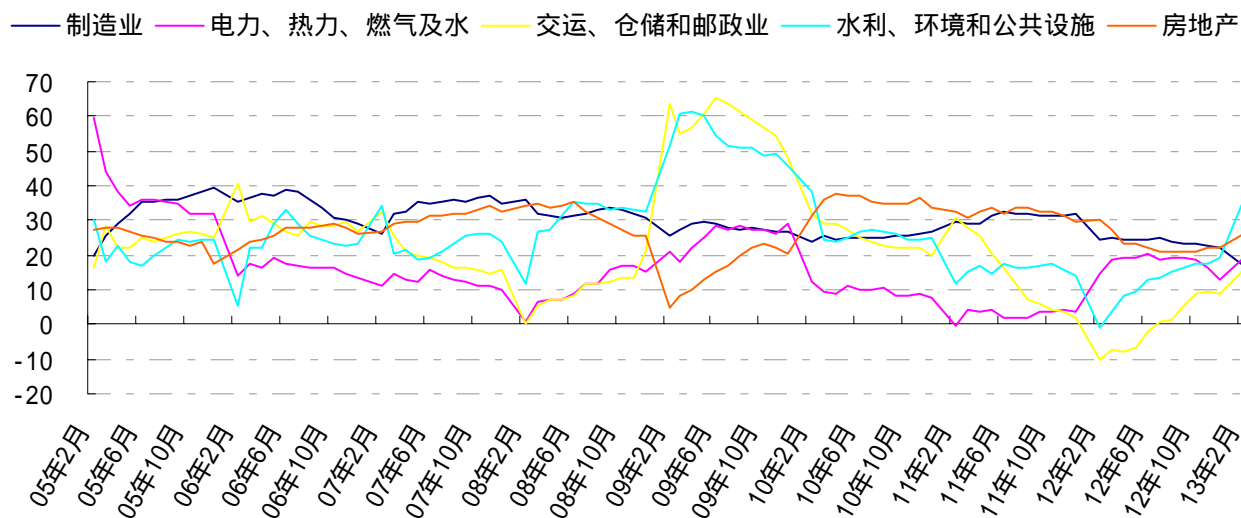
图表 6 克强指标显示经济回升动力不足



数据来源：Wind、东吴基金



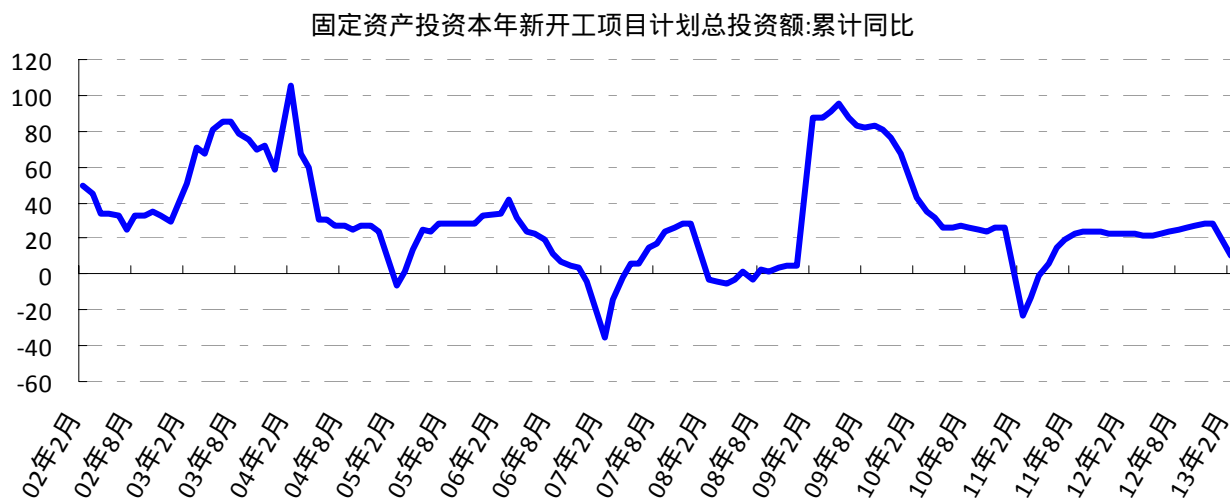
图表 7 制造业下滑明显，基建投资跳升源于低基数



数据来源：Wind、东吴基金

投资数据在年初看起来较强，但制造业的下滑在年初非常明显，而基建的上升更主要的原因是去年初的基数偏低，尤其是交运和水利，实际上年初的铁路投资额比四季度大幅下降，比前两年的水平也低一些。房地产投资的大幅跳升在地产调控之后将会出现下滑。

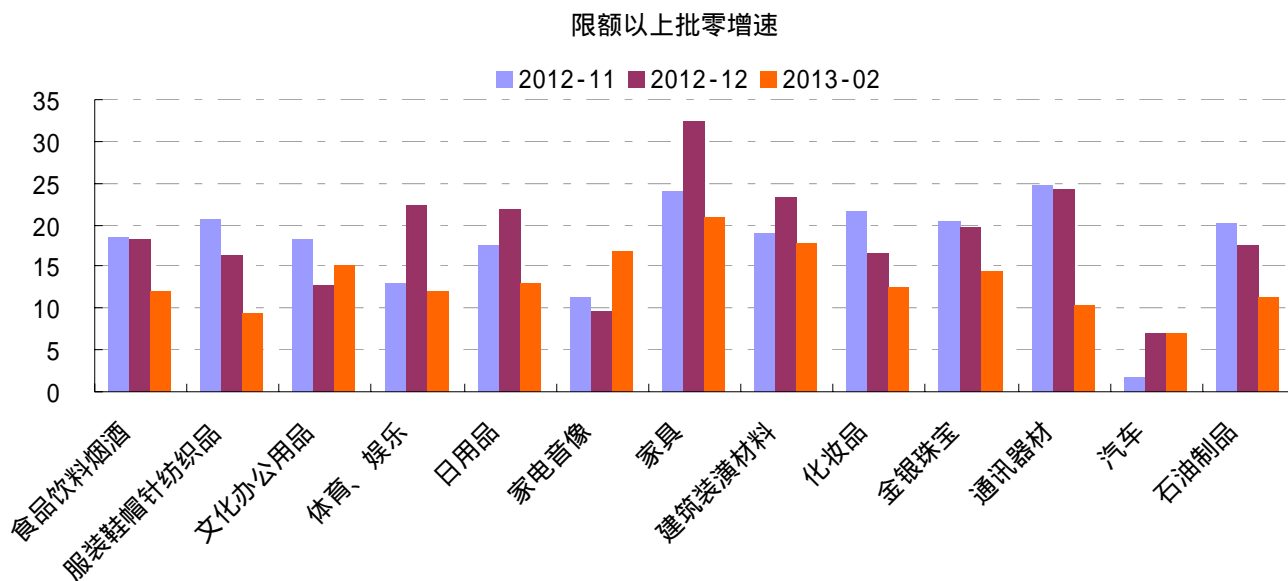
图表 8 新开工计划投资额增长有所下滑



数据来源：Wind、东吴基金



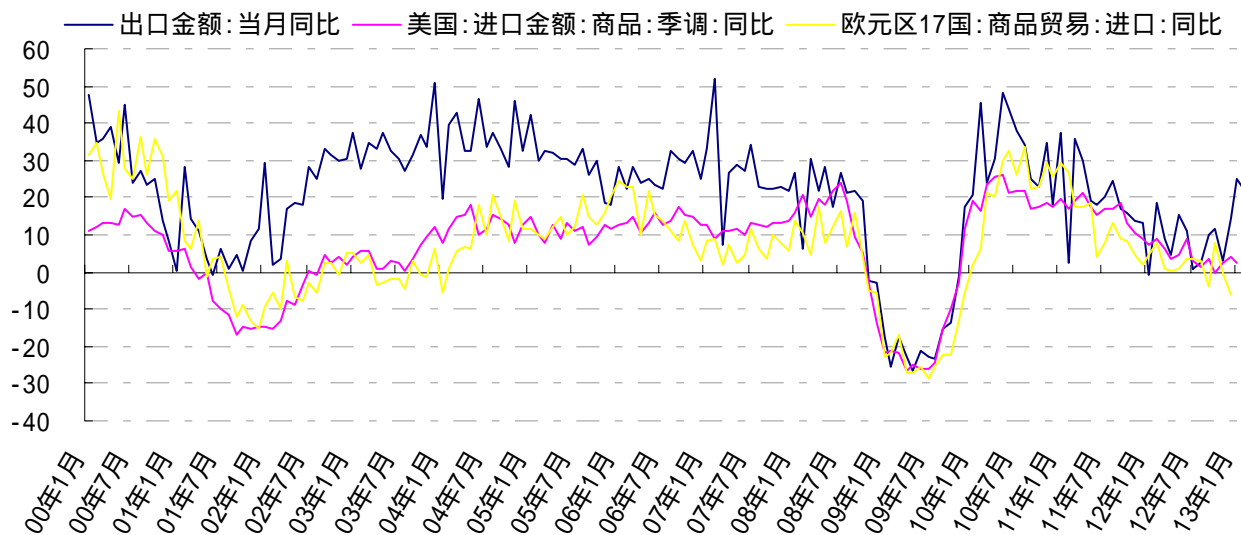
图表 9 消费整体下滑



数据来源：Wind、东吴基金

由于新政府的反腐力度增强，导致年初消费出现明显下滑，这从行业数据层面也得到了验证。相对而言，消费增速依然维持的是房地产相关的家电和装潢材料，以及汽车。出口在年初也出现了大幅反弹，我们发现这一方面是欧美经济的复苏，另一方面则是新兴市场的比重在提升，同时，这其中也有混入贸易型的资本流入。

图表 10 出口增速大幅提升



数据来源：Wind、东吴基金

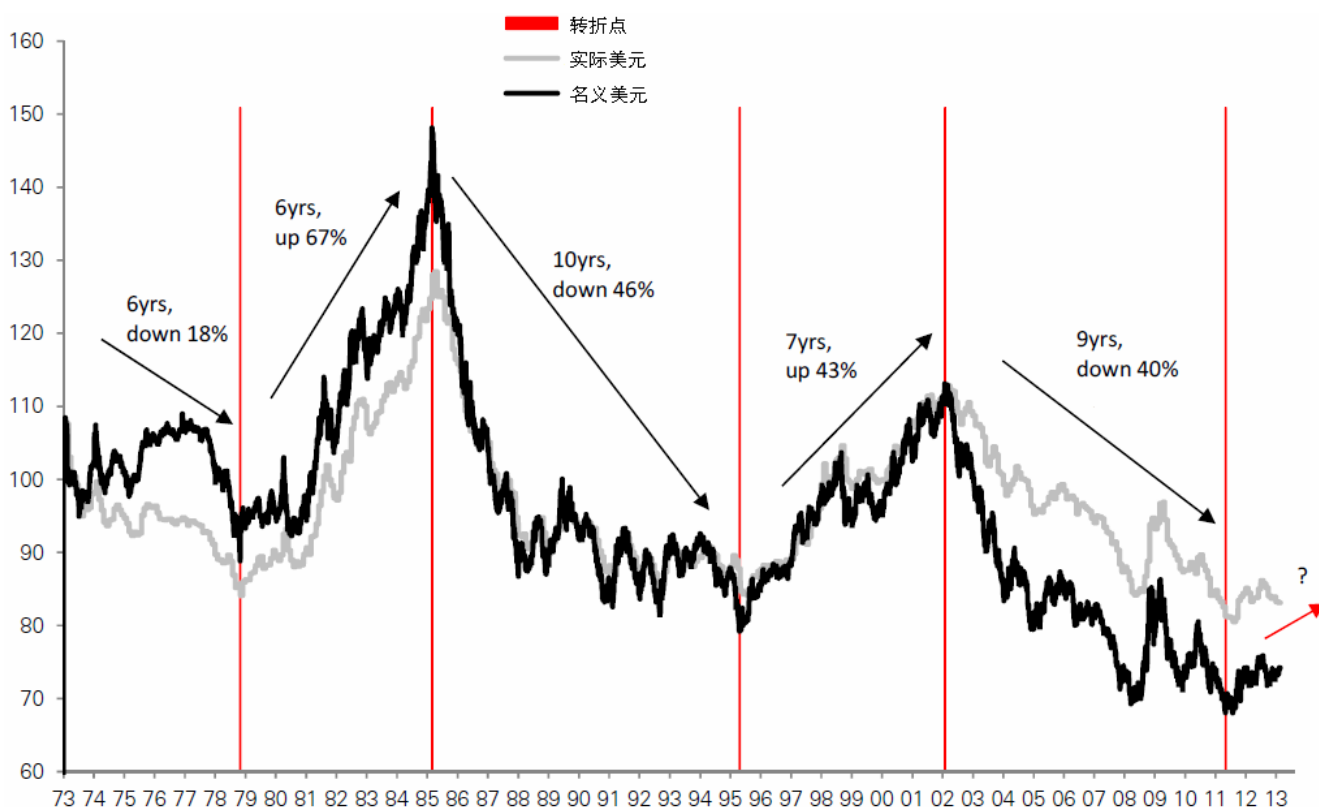
二、宏观分析及大类资产配置

(一) 美元回归

从 02 年到 11 年，美元都处在贬值的大趋势中，这带来了全球从 98-02 年的通缩到十年的通胀和整体性资产泡沫。但是从 11 年开始，美元就开始改变了原有的贬值模式，这必将改变全球性的通胀环境和资产价格的适宜性，同时也将交互式地影响经济表现的差异以及资金的流动。

美元一般是走 6-10 年的大趋势，然后在估值因素，利率因素以及经常项目和资本项目资金流动的共同作用下发生逆转。从 02 年至 11 年美元已经走了 9 年的下降大趋势了，而 11 年以后的市场运行模式逐步透露出一个美元大拐点。这样的拐点不但是影响外汇市场，还会强化资本流动的新趋势，并影响过往金融市场的运行方式。所以在这一节中，我们重点分析美元升值的逻辑。

图表 11 美元回归

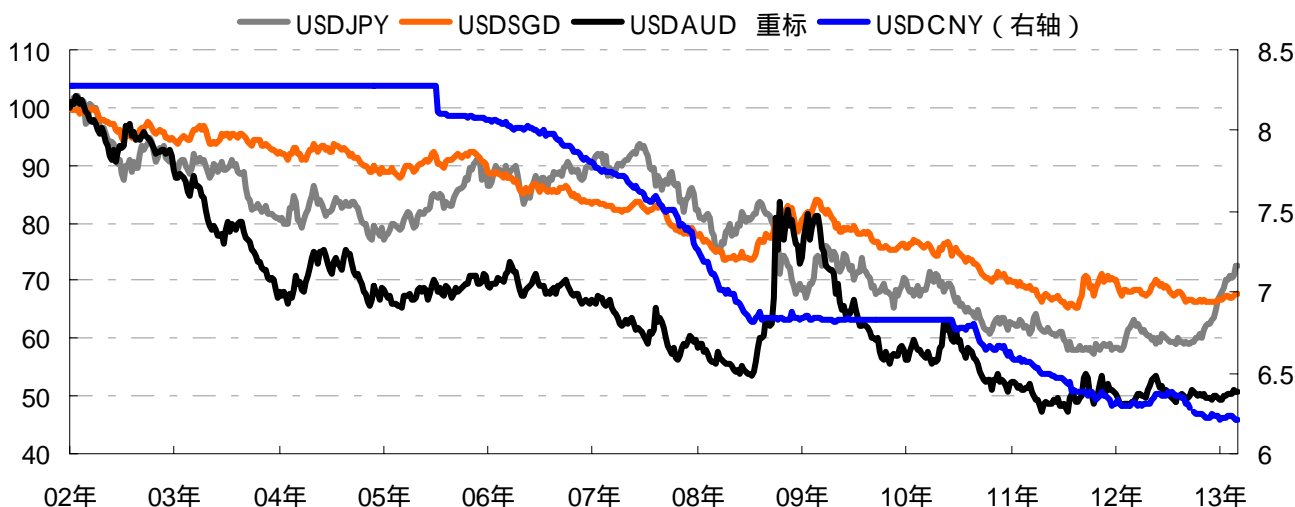


数据来源：Wind，东吴基金

我们先从一个技术分析的角度出发，美元不是同时对所有货币出现拐点的，而是大致上有一个先后顺序，就和股票市场中不同类别股票的节奏不一样是类似的。例如英镑、加元是在 07 年见到高点的，欧元是在 08 年，瑞郎是在 11 年，日元、澳元也是在 11 年。现在从 5% 机械指标上，尚未确认见顶的货币就只剩下亚洲货币了——日元、新加坡元和人民币，去年 12 月以来的上涨逐步确认日元的顶部，现在就剩下人民币了。这种节奏类似于 95 年美元转折，也是先美元区货币后欧元区货币，最后是亚洲区和商品区，但不同于 80 年的美元转折。所以，亚洲区和商品区货币的转向非常具有决定意义。



图表 12 亚洲区和商品区货币的决定意义

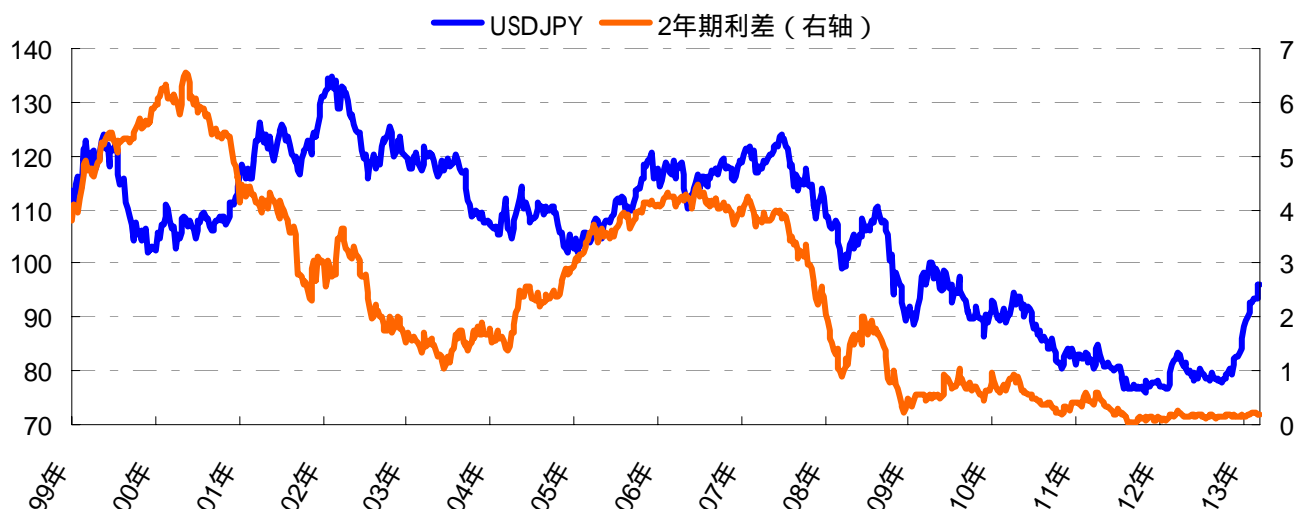


数据来源：Wind，东吴基金

所以日元从去年 4 季度以来的贬值就非常值得关注，尤其是在日元开始与利差脱钩的背景下。这种市场相关性的改变是非常值得关注的，这往往是某种级别的转折点。我们看到日元和利差的相关性比较明显主要在 08 年之前是一种模式，差不多就是利差领先日元 1 年半左右，在 08 年之后，两者变为同步了，在 12 年之后，同步被打破了，是否是日元开始领先于利差现在还不能下定论。但这种模式的转变预示着宏观格局的变化。

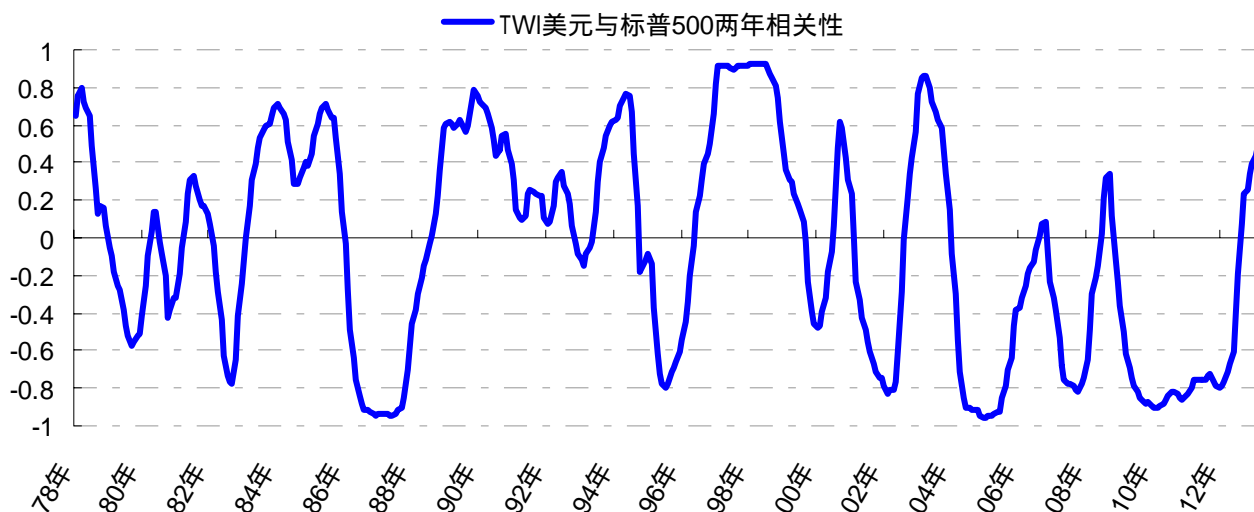
另一个模式打破就在于美元欧元与风险偏好的相关性，与主要贸易方的加权美元指数与标普 500 的两年相关性在 12 年之后出现了巨大的变化，由负相关变为了正相关。这样的变化幅度以往只有出现在美元的重大转折点，例如 02-04 年，95-97 年和 85 年前后。

图表 13 日元与利差模式被打破



数据来源：Wind，东吴基金

图表 14 美元与标普的相关模式发生巨大变化



数据来源：Wind，东吴基金

从利率的角度，美元在 08 年之后的几次贬值都是因为新一轮 QE 导致的，但现在联储进入到无限 QE 之后，就意味着今后无法出现新一轮的 QE 来打破美元升值了，而且去年下半年 QE 增加规模，扩大到无限之后，美元的下跌与前两轮已经大不一样。从央行资产负债表的角度，导致美元贬值的要素已经不存在了。

图表 15 联储的子弹已经打完

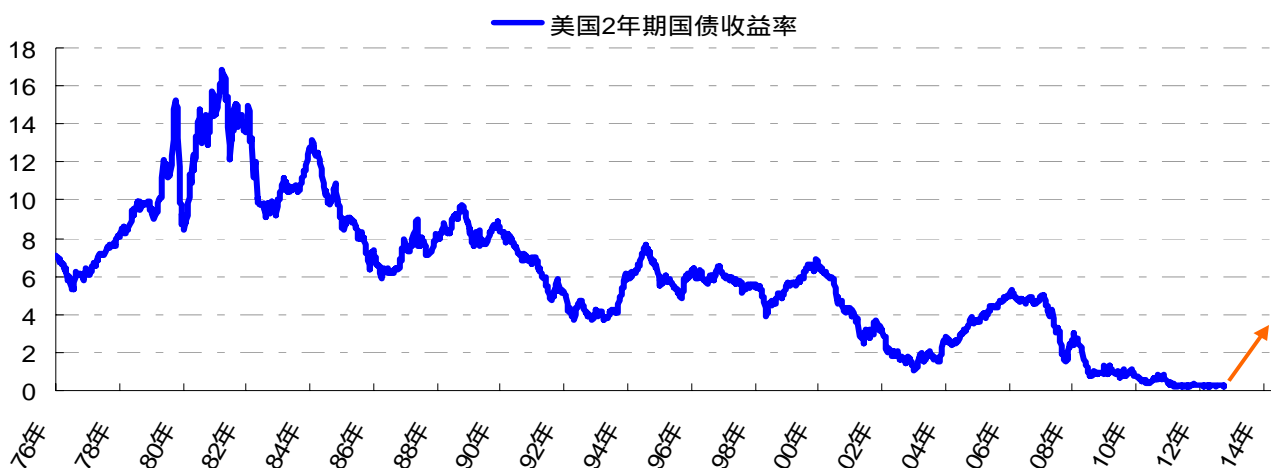


数据来源：Wind，东吴基金



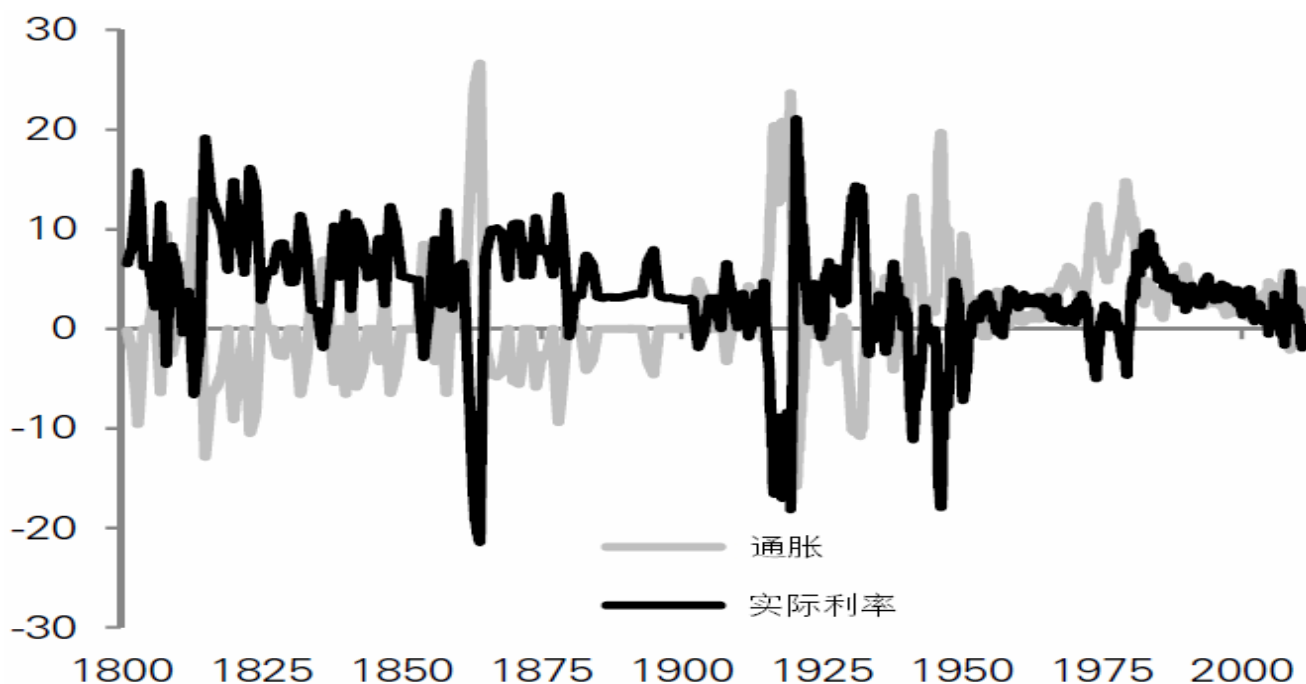
按照现在联储对经济的预测，2015年年中退出低利率政策是大概率事件，那么从11年4季度开始一直被控制在0.2%-0.3%之间的美国2年期国债收益率在今年年中后就需要重新定价，除非是出现经济预期的向下调整。那如果失业率维持现在的速率下降，到14年年中前就会下降到6.5%，也就是联储维持低利率的阈值，按照联储的表述，在此之前，资产购买就会停止。如果仔细去看现在在外汇市场争议的话题，已经不再是QE的规模，而是QE如何退出，这本质上就是一个巨大的跨越。即使是像伯南克所说的让这些国债自然到期，其实也只是缓和了退出的过程，对美国经济是有利的，按照我们整体的逻辑，这反而有利于美元。同时伯南克任期将在14年2月结束，在此之前非常可能的是退出的讨论不断地升温。这也将导致现在处在历史最低水平（扣除高通胀和战争时期）的实际利率开始上升。

图表 16 美国2年期国债收益率面临上升



数据来源：Wind，东吴基金

图表 17 实际利率也将上升

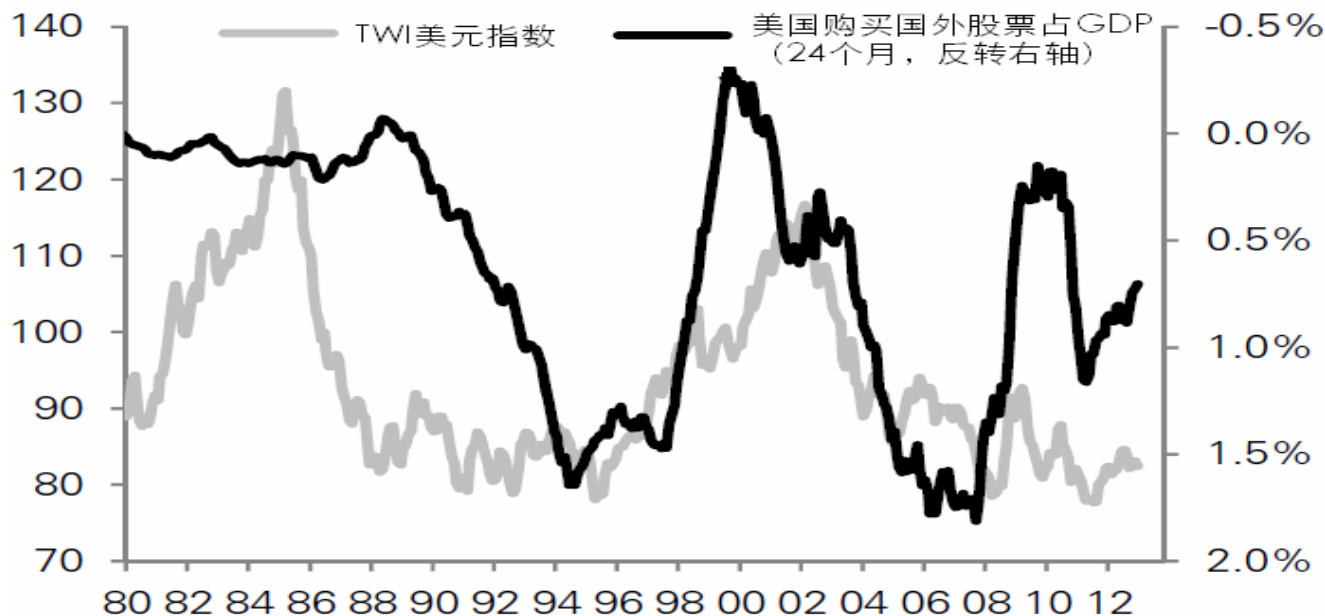


数据来源：Wind，东吴基金



从11年开始，美国经济就确立了对欧洲的领先，现在来看，我们很难预计这一趋势会发生反转，在这个背景下，美国投资者减少了购买国外股票，而这个类别的资本流动是对美元升值最为重要的指标。例如在90年代先是美国减少购买外国股票，在升值的加速期，外国资本涌入购买美国股票并且FDI也急速涌入。其他影响资本流动的因素，例如有美国的减赤，同时美国能源独立，这些都会极大地改善美国的经常项目。同时，美国通过技术领先优势（例如页岩气）开始显著地降低工业成本，增强制造业的竞争优势。

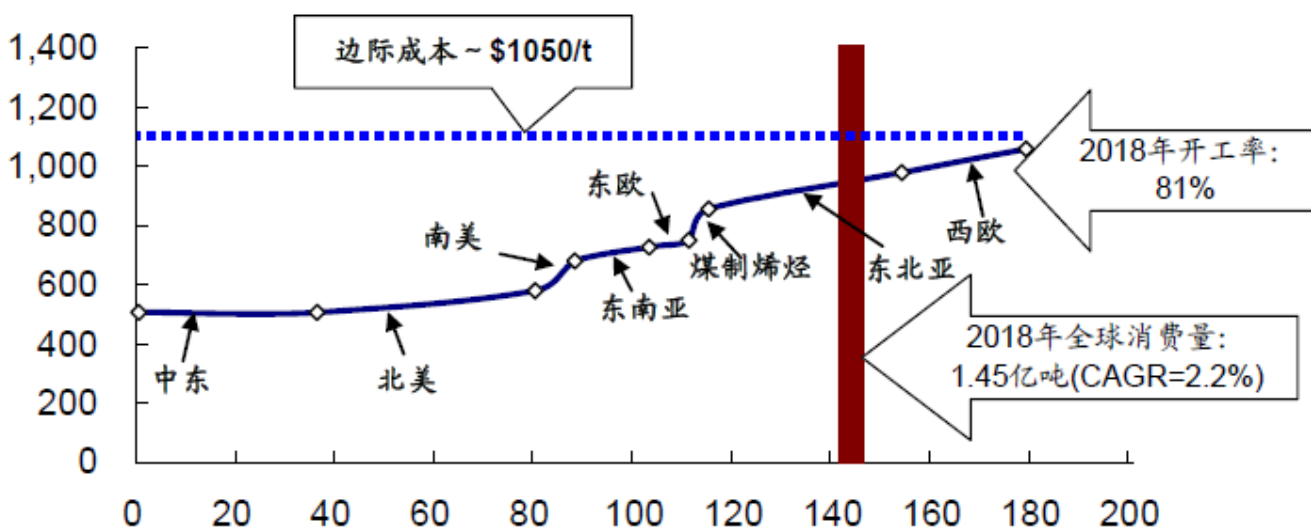
图表 18 美国购买外国股票的资本流动是美元的重要指标



数据来源：Wind，东吴基金

以上分析揭示了 11-12 年美元基本面已经发生了显著变化，而这样的变化也已经逐步改变了部分市场的生态和资本的流向。我们判断在今年下半年很可能出现趋势性很强的美元升值，并成为全球最为核心的变量。

图表 19 页岩气革命降低美国的化工成本



数据来源：Wind，东吴基金

（二）新格局下的弱复苏前景

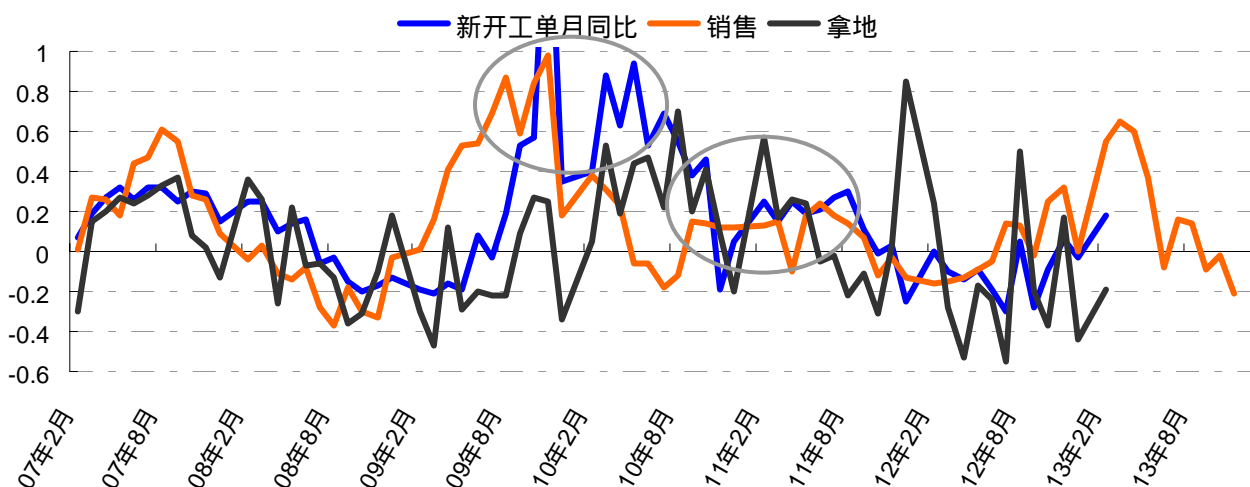
我们在去年四季度策略报告中开始看好经济的短周期复苏，但是到了一季度策略报告时，我们发现经济复苏很可能将弱化，持续时间也将缩短。现在我们在二季度策略报告中将重新评估在新政府掌权之后，面临美元升值带来的新生态下，弱复苏的前景将如何演化。这样的内外新格局将增加我们判断的难度，我们试图给出几种情景，并作出相应的预案，同时给出我们对其概率的排序。

我们在上一节中给出了我们认为大概率上会发生外部变化，就是美元在下半年开始非常强的趋势性升值，我们认为美元在目前水平重新回归贬值是非常小概率的事件，即使是出现美国经济转差扭转市场对利率和权益的预期，美元也可能是回到危机货币的状态并依然升值，只是幅度上很难突破 08 年以来的高点，而我们的基本假设是美元在下半年会突破这一高点。还有一种情形就是美元暂时停滞，这可能是在联储非常强的压制利率上升预期，而非市场因为风险偏好来改变利率预期，这一点现在还看不到。

这一因素现在还只是引起了市场的关注和管理层的担忧，恐怕尚未实质性地改变政策取向，所以先封闭外部因素来分析内部的新格局。在去年四季度和今年一季度的策略报告中，我们已经分析了经济复苏的动力来源，就是房地产、基建和库存投资。

在新国五条之后，房地产投资继续复苏的前景变得黯淡。1-2 月份住宅累计消费面积同比增长了 55%，3 月份很可能还是一个高点，从草根调研的情况来看，销量环比暴涨主要集中在二手房，一手房相对温和，但毫无疑问这样的销量很大程度上是一个时间的重新分配，那么 4 月之后销量将回到一个非常冷清的状态，我们做出一些相应的情景假设，均指向 3 月份是销量同比的最高点，然后回落，即使在比较乐观假设下，下半年销量累计将回到负增长。按照以往规律新开工会滞后于销量增长半年左右，最晚 3 季度新开工累计同比就可能见到高点。如果是按照单月同比来计算，3 月份也将是一个销售同比的高点，并且单月同比上销量和新开工时滞更短，一般在 1 个季度之内，结合拿地数据，我们认为大概率上新开工会在 2 季度早些时候就出现高点，也就是房地产开工的旺季将会不旺。如果要保持去年 4 季度开始的销售增速，或者说能维持在 20% 左右，那么新开工可能和拿地的下滑就不会那么显著，倒推下来住宅单月销量要维持在 1 亿平以上，即使在最好的时候都没有能持续维持这样的水平。所以，地产开工的旺季不旺应属非常大概率的事件。

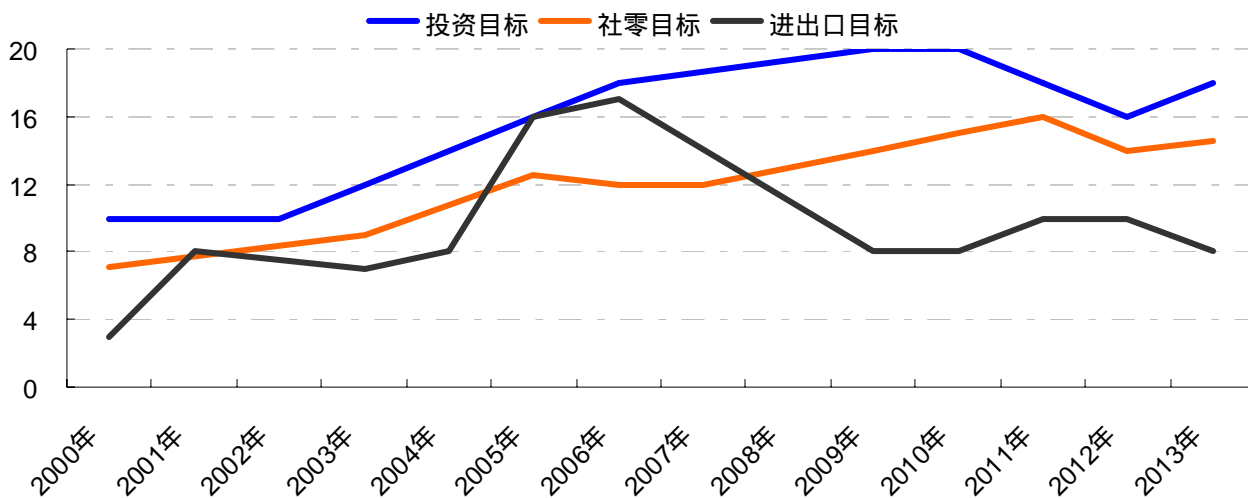
图表 20 地产开工很可能旺季不旺



数据来源：Wind，东吴基金



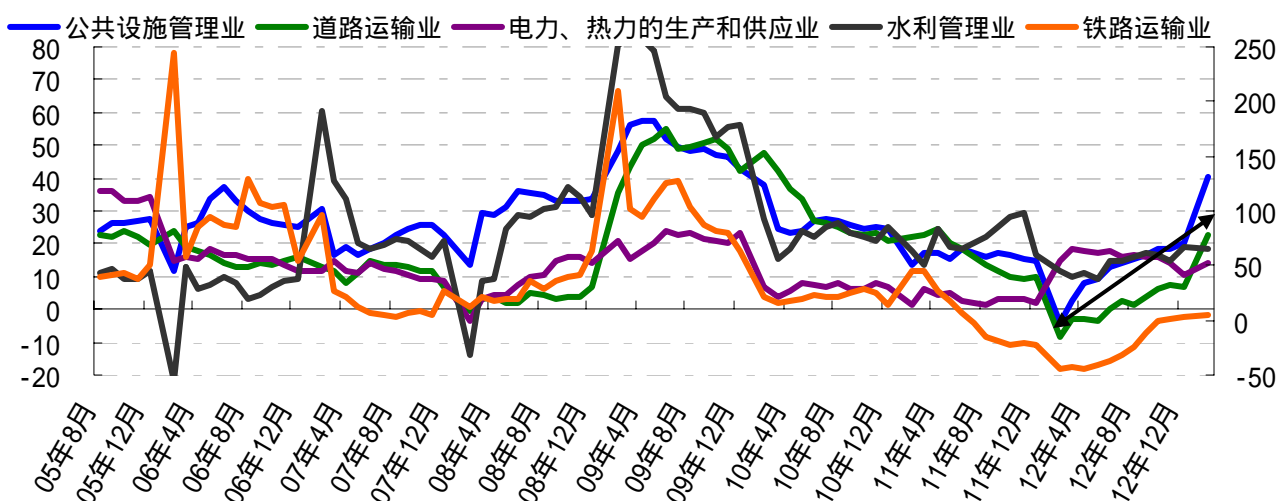
图表 21 政府经济工作目标以投资为主



数据来源：Wind，东吴基金

在地产周期行将结束时，为了维持经济稳定增长，必然需要对冲的手段。首先，从政府目标出发，进出口总额的目标由 10% 下调到 8%，也就意味着投资和消费承担更大的责任。具体而言，社零总额的预期由去年的 14% 上调到 14.5%，全社会投资预期由去年的 16% 上调至 18%，同时中央公共财政基建投资也比去年上调了 8.7%。但我们也要泼泼冷水，虽然说这是政府的一个目标，不过未必能够兑现，就像 06 年投资目标上调，但投资增速依然要低于 05 年，并且去年全社会的投资同比是 20% 超过了 16% 的目标。如果我们仔细分析过往目标的制定和最后的实施情况，我们会发现，关键在于货币和信用的松紧。而从央行在节后的公开市场操作来看，我们的货币政策现在是从去年四季度的偏松恢复到一个中性的状态，管理层的表态也验证了这一点，这对上半年的投资不利，尤其是在 1-2 月份各类基建投资同比都出现了基数原因导致的急速上升，但下半年按照我们的基本假设，投资仍然会有一个向上的动力。

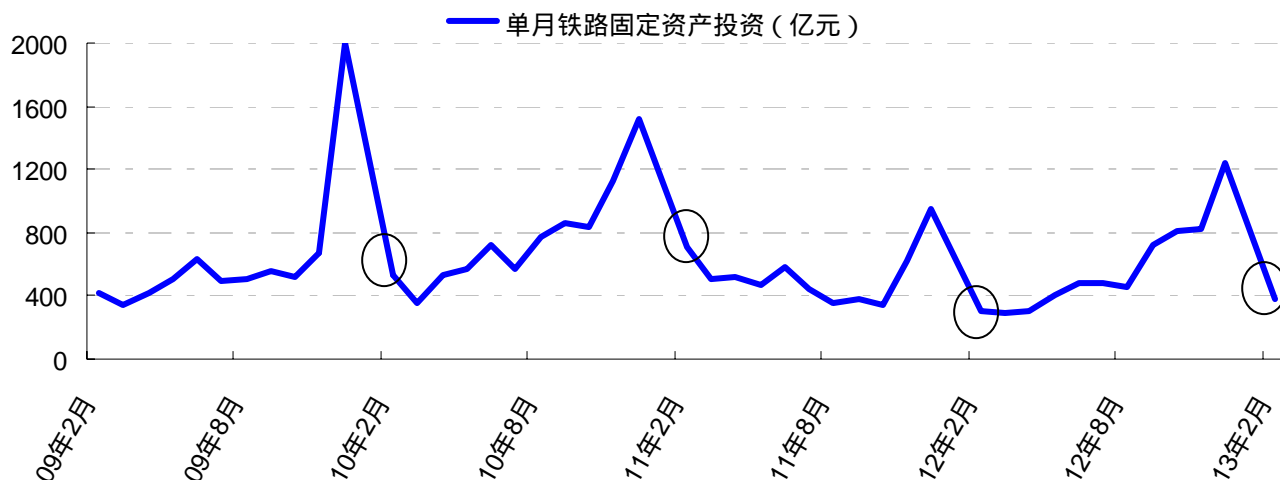
图表 22 基建在低基数的背景下大幅上升



数据来源：Wind，东吴基金



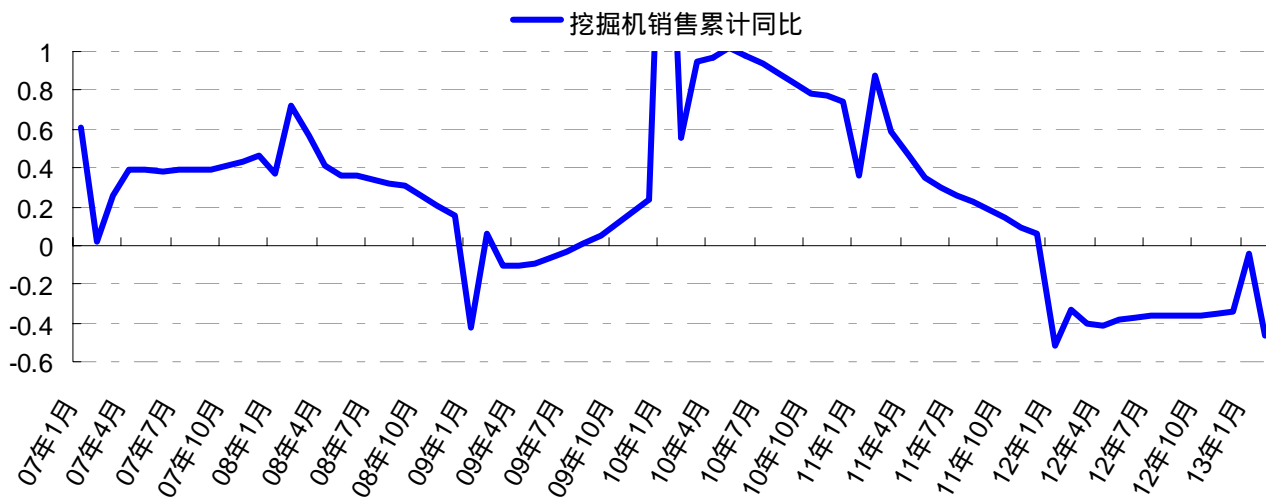
图表 23 从绝对投资的对比来看，1-2 月是偏弱的



数据来源：Wind，东吴基金

如果我们判断错误，基建超预期的好，那么从中游的水泥、钢铁的价格和机械的销量上应该会得到验证，这是一个我们可以观察的指标，但也需要注意原材料的价格也已经金融化了，也就是贸易商和厂商的预期通过库存的调整明显地影响和放大了价格的波动。如果出现这种情形，我们判断也将是一个短促的行情，因为价格金融化后将会带来更快的变动，原本预计的4季度或有的通胀压力会提前至二季度末，给市场留下的时间也就非常短暂了，甚至是按照周行长对货币调控思路的工程化演示，央行很可能会提前开始压制通胀预期。这是我们所考虑的一种风险假设，应对的措施也很简单，就是在看到基建信号的时候，提高基建链条的周期股配置，但期限上不超过一至两个月。

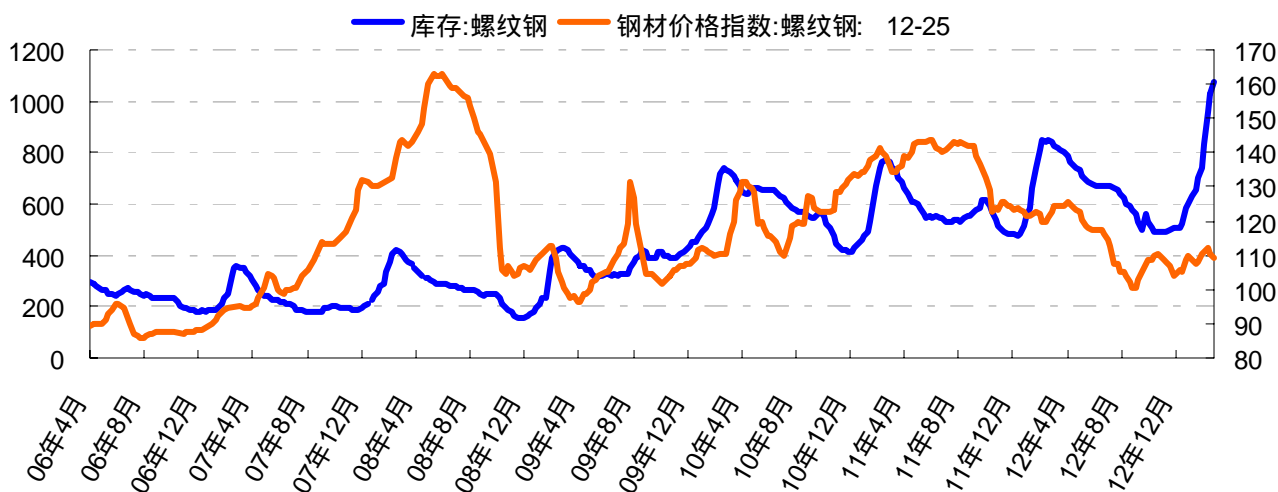
图表 24 挖机销量现在还没有显示出基建超预期的迹象



数据来源：Wind，东吴基金



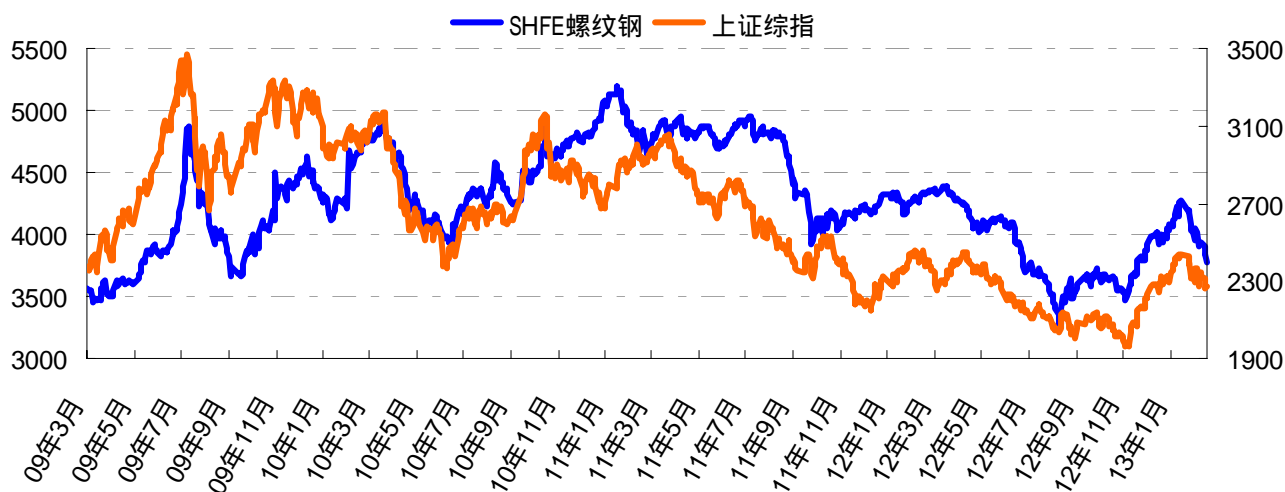
图表 25 原材料价格金融化



数据来源：Wind，东吴基金

去年四季度开始的库存向上周期演化到现在，已经到了自身力量消耗殆尽的阶段，这从钢铁上就能看出来。钢铁库存在去年4季度开始过度累积，反映了贸易商和厂商的乐观预期，但一旦出现了需求没能赶得上，钢铁价格就快速下跌。我们在以往的策略报告中曾经分析过，库存周期很大程度上是反映经济参与者的预期，这和股票市场是一样的，同时，能够反映国内整体需求并且受预期影响强烈的原材料就是钢铁了，所以我们把螺纹钢期货和上证指数放在一起就会发现两者有很强的相关性，并且有阶段的领先性。

图表 26 螺纹钢和股票市场有很强的相关性



数据来源：Wind，东吴基金

所以，春节前在股票市场、商品市场以及经济体系内普遍乐观的预期在央行回收动作、房地产调控，以及经济开局平淡的压制下，开始出现消退。之前我们讲到的房地产投资和基建投资带动库存周期已经走到了只剩下基建投资的阶段，那么新政府所带来的新格局就至关重要。会是怎样一个新格局呢，我们只能做一些猜测，从之前的一系列动作来看，我们判断方向是中央集权，给市场放权，给地方和权贵套上隐形的枷锁，如果是这样，基建投资的增速应该是缓慢下滑的。

图表 27 封闭外部因素下的市场情景

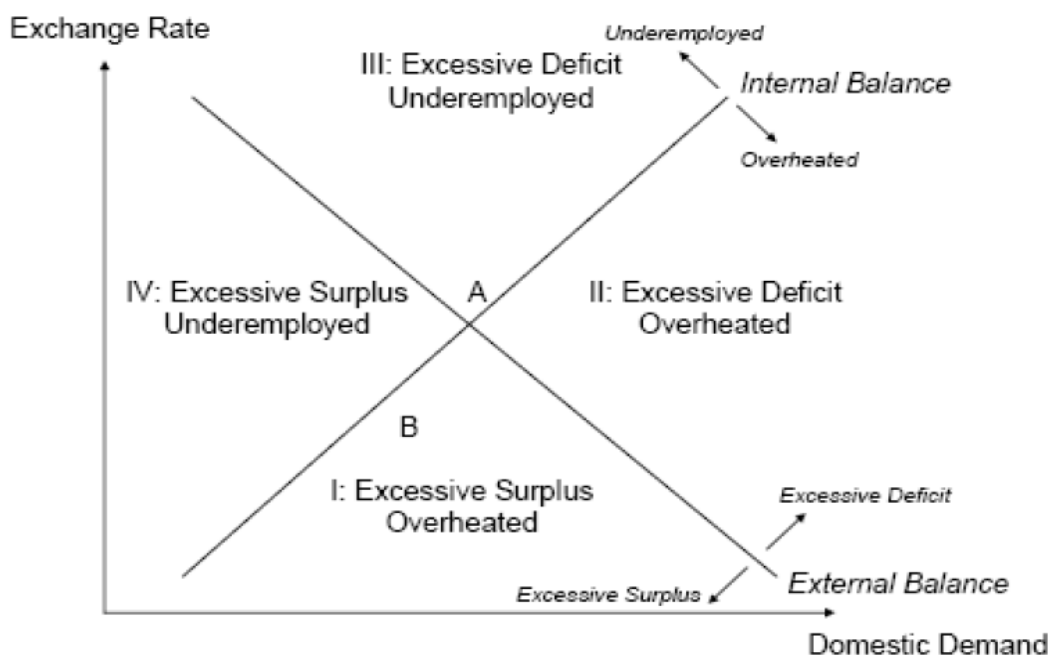


数据来源：Wind，东吴基金

我们封闭外部因素下的两种情形，基本假设是目前的货币是中性的，压制投资，通胀下降，经济低于预期，到3季度发现4季度或有的通胀压力也不存在，货币重新调至偏松，市场将会在3季度见到底部，开始级别在季度级别上的反弹。风险假设是投资冲动强烈，通胀压力提前，货币中性逐步摆向偏紧，随后泡沫被刺穿，市场短期内调整结束，快速反弹，3季度之后市场重新回到漫漫下跌。

现在我们将外部因素纳入，美元升值的两种情形，一是我们上节讨论的基本假设，另一个是美国和全球经济出现较大风险，回到风险货币的模式，对国内政策和经济与市场的影响是不同的。先讨论第一种，我们的讨论尽量规避理论化，对此感兴趣的读者可以参考蒙代尔一套文集，这是开放动态宏观经济学的创始者。

图表 28 内外部均衡模型



数据来源：Wind，东吴基金

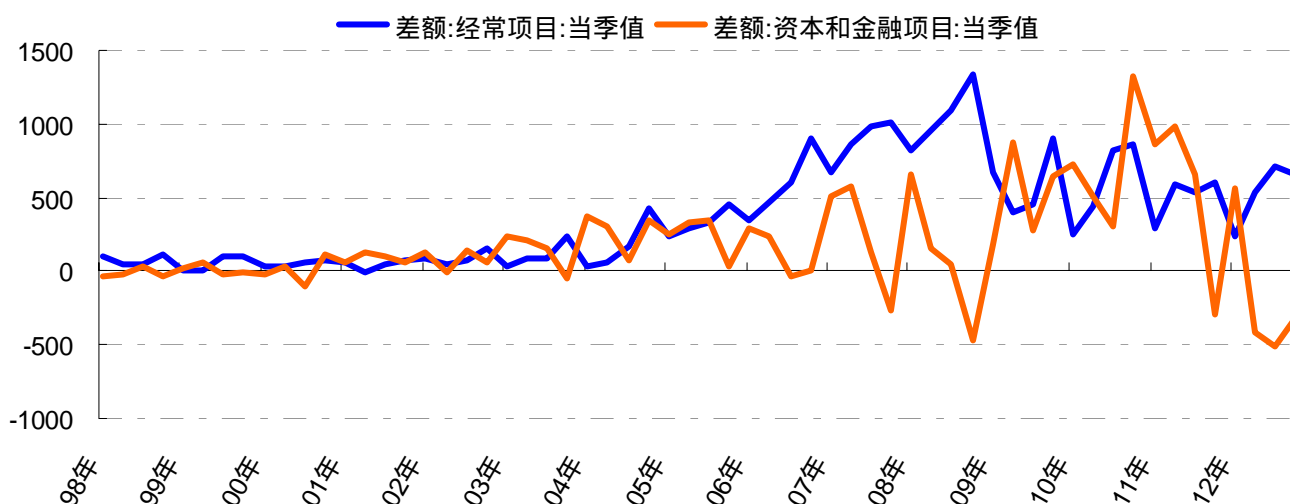


先交代一些背景，我国央行的四大政策是目标，物价、就业、增长和国际收支，我国是汇率刚性的开放经济体，那就很容易会遇到米德冲突，也就是只靠货币和财政难以实现内外部均衡，出现过热与高顺差（第一冲突）或者是过冷与逆差（第二冲突）的组合时，政策就左右为难了。07-08年和10年我们都出现了米德第一冲突，我们都是采取货币收缩的方式，但10年的时候开始搞人民币国际化，其实主要目的是在国外建立一个“池子”。随着人民币跟随美元升值，我们正在走向上图第三象限，也就是经济偏冷，国际收支逆差，就是米德第二冲突，也只有出现这种情形时，国内的政策才会更加关注外部平衡。

我国国际收支中的资本项在12年出现连续3个季度的逆差，这是98年以来从未有过的，这也引起了外管局的警觉，但目前资本项逆差还是小于经常项顺差的，所以整体上还没有出现国际收支的逆差。但如果美元在下半年出现加速上升，那么预期的逆转所带来的资本项逆差扩大是一个大概率事件，同时经常项也面临再次下台阶的危险。那么进入第三象限，出现米德第二冲突就有可能在下半年的某个时间出现。

从理论上讲，固定汇率制下，解决的方法就是扩张的财政政策和紧缩的货币政策，相反的政策只会导致恶化，例如扩张的货币政策会导致国际收支继续恶化，就像07年时紧缩的货币政策使得国际收支盈余扩大一样。

图表 29 资本项逆差，经常项顺差下台阶



数据来源：Wind，东吴基金

扩张性财政政策最关键的是要解决分配机制，否则只会加速国内阶层的对立，所以我们认为新政府带来的新格局是好的，如果能够顺利推行是能够缓解外部冲击的。货币政策的紧缩将会刺破资产泡沫，如果放弃固定汇率，转而利用汇率政策来调整外部平衡，那么结果也是一样的。那能不能反其道而行之，就如07年和10年一样，前面已经说过，这会导致外部进一步失衡，这个时候就必须做一件和10年人民币国际化，在海外铸“水池”所相反的政策，引导2.3万亿美元的离岸人民币回流。最近一系列QFII和RQFII政策就是一个试探，这未尝不可，但需要非常高超的货币操盘能力，否则人民币的发行和定价权都会部分旁落而陷入更为混乱的境地。98年我们采取的政策是坚持货币不贬值，财政刺激，整体信用收缩，但当时我们的经济体相对封闭，在现在这样开放的宏观条件下，政策如何选择我们是无法做出预判的，但财政的扩张是大概率上的，货币将是一个关键，但即使是货币想要松一把，时间窗口也是短暂的。对传统制造业的冲击是会非常大的，我们只能聚焦在财政刺激的领域，这和封闭环境下的分析是一致的，资产泡沫相关的行业是应该回避的。对市场的影响，我们倾向于管理层会在国际收支形成压力时依然松一把货币，但结果就是封闭环境下的基本假设——市场在下半年的机会可能会缩短，时间上就取决于美元的节奏。



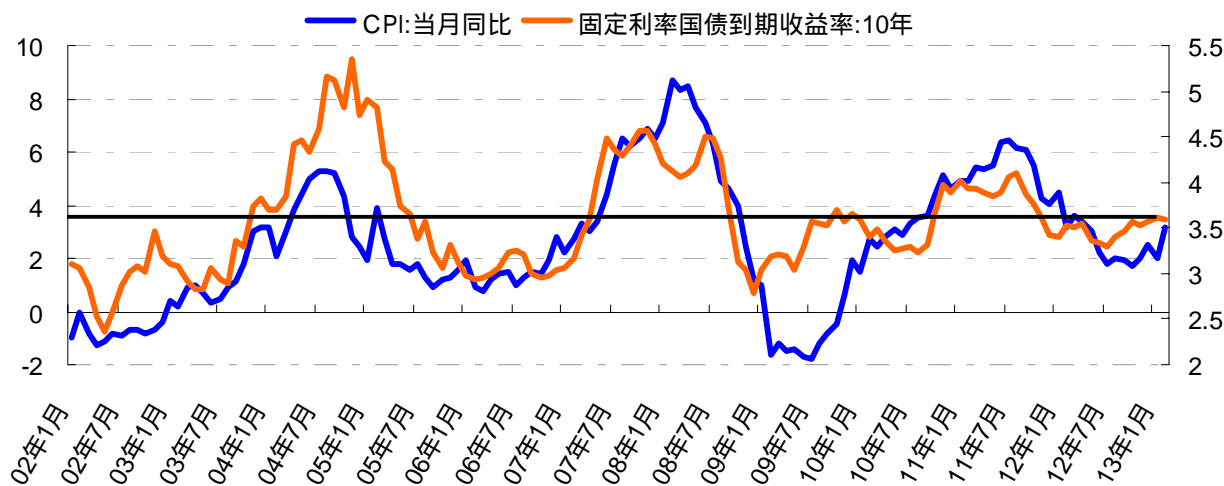
在另一种情形下，也就是美元因为全球经济转差而回归风险货币，这带来的结果就是在货币放松前，经济会比预想得差些，同时经济放松会来得更强，持续时间会加长，但这种模式向后如何演化还是比较模糊的，因为这其实没有产生新格局，但原有格局的生命已经即将走到完结。

图表 30 美元走势与 95 年的对比



数据来源：Wind，东吴基金

图表 31 目前的债券收益率水平对应的是 3.5%的通胀预期



数据来源：Wind，东吴基金

我们在一季度策略报告中所讨论的长期通缩的判断依然不变，未来出现通胀一般会是非常短暂的。过去十年的通胀让经济参与者形成了强烈的通胀预期，再之前十年的通缩让经济参与者在02-03年美元已经大幅贬值后依然维持着强烈的通缩预期，在03年初SARS之后一把宽松彻底带来了通胀的十年。目前国内的利率水平对应的是3.5%的通胀预期水平，在我们的基本假设下，通胀的预期应该是逐步下移的，这对利率是有利的，但对信用则是不利的。所以，我们对于债券市场的观点和上一篇策略报告并没有变化。



（三）大类资产配置总结

我们正面临着一个新格局，国内新政治生态和美元回归，这是与以往十年迥然不同的。在这样的一个转折点上，我们对未来的宏观图景演化做出一些情景分析。综合得出的市场结论依然和一季度策略报告相似，我们认为的大概率情景是对二季度市场持相对谨慎态度，我们期待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、在央行政策由去年 4 季度的偏松趋向中性以及房地产调控下，地产和基建投资在二季度都会受到压制，相应的库存周期缺乏外在力量的支撑难以维持。

2、美元升值将在 2 季度之后增加对新兴市场的压力，长期通缩的情景逐步来临。

3、在通胀担忧逐步消除以及内外压力加大下，货币政策在下半年迎来阶段性放松窗口。



三、投资主线

在一个新格局下的宏观环境，如何构建组合？在方向上，二季度我们倾向于防守，三季度倾向于进取。我们依然坚持一季度策略报告中提出的贯穿全年的机会——医药、食品、环保以及农业和能源产业链，同时我们新增加资源价格体系改革所带来的机会，这些是与宏观相关性弱的行业。但防守的概念是相对和多元的，尤其是在许多稳定和高成长股估值已经被提升到较高位置后，我们开始担忧其是否还能具有防守性，因此，我们会在成长和估值上做出平衡，更期望是稳定的成长和合理偏低的估值。相对而言，政策对冲和改革带来的机会可能还具有防守特性。三季度进取时，我们则按照投资时钟再做平衡。所以，我们在一季度策略报告的基础上，再补充两条主线，一是政府对冲房地产调控所带来的机会，二是广义的资源价格体系改革带来的机会。

(一) 政府对冲的机会

在上一章中，我们分析了政府在投资、消费和进出口的目标变化，对冲房地产的措施重心就落在了投资上，对冲力度的大小重点就看政府在经济增长上的考量了。从两会的文件中，我们能够看出一些端倪，消费政策上，发改委在13年的计划中表述的重点是“出台鼓励节水产品、家庭自给式太阳能产品消费的政策”，以及文化、信息和旅游，其中首次提出信息消费，而医疗和养老消费重点放在了鼓励社会资本兴办服务机构。在政府工作报告中也提出了加快建设新一代信息基础设施。这样来看，培育新的消费增长点可能在于信息相关的消费，从人均信息消费量我们确实要比全球低很多。

在投资政策上，去年是强调优先保证重点在建、续建项目，今年强调的是投资的质量和效益。今年4376亿的中央预算内投资比去年增加，中央是用这个预算内投资去撬动8万亿的基建投资。今年有明显增加的出现在城市基础设施，有116亿元，这是往年没有的；第二是文化、旅游和社会管理，今年是288亿，去年是249亿；第三块就是节能减排与环境保护，前两年都是333亿，今年提升到351亿，第四块是交通运输，今年是280亿，去年是126亿（去年决算有所增加），仔细看主要是机场建设，发改委预计今年新建运输机场10个，去年是4个。传统的铁路和公路今年的预期是5200公里和8万公里，比之去年有所下降。看来投资的重点还在于提高城市承载能力的城市基础设施、节能减排与环境和文化旅游社会管理，这和城镇化一脉相承。

图表 32 中央预算内投资的分项变化

	2013	2012	2011	2010
保障性安居工程	730	690	552	765
城镇基础设施	116			
三农和水利	1409	1406	1397	3153
节能减排与环境保护	351	334	333	995
生态建设	157	154	116	
教育卫生	404	397	394	1065
文化旅游社会管理	288	249	221	
自主创新和新兴产业	64	75	69	736
产业结构调整 and 技改	237	224	206	
交通运输	280	126	118	2604
能源	77	115	107	
合计	4376	4026	3826	10710

数据来源：Wind，东吴基金



不局限于投资，从政府购买也就是财政支出的角度，我们发现13年预算相比于12年决算增速大于12年的项目有社保与就业、医疗卫生、节能环保、商业服务业和粮油物资储备事务。其中社保和医疗卫生是由于提高保障和支付水平所致，节能环保这两年连续增速提升，结合发改委的文件，这主要体现在节能产品推广和工程建设、大气污染治理的脱硫脱硝、生活垃圾和污水处理设施和管网建设、城市矿产等。商业服务业主要包括商业流通事务（也就是一些物资储备）、旅游业管理和涉外发展等事务，结合粮油物资储备事务预算的快速增长，这可能是粮油储备和补贴会有所增加的信号。

图表 33 国家财政支出的分项变化

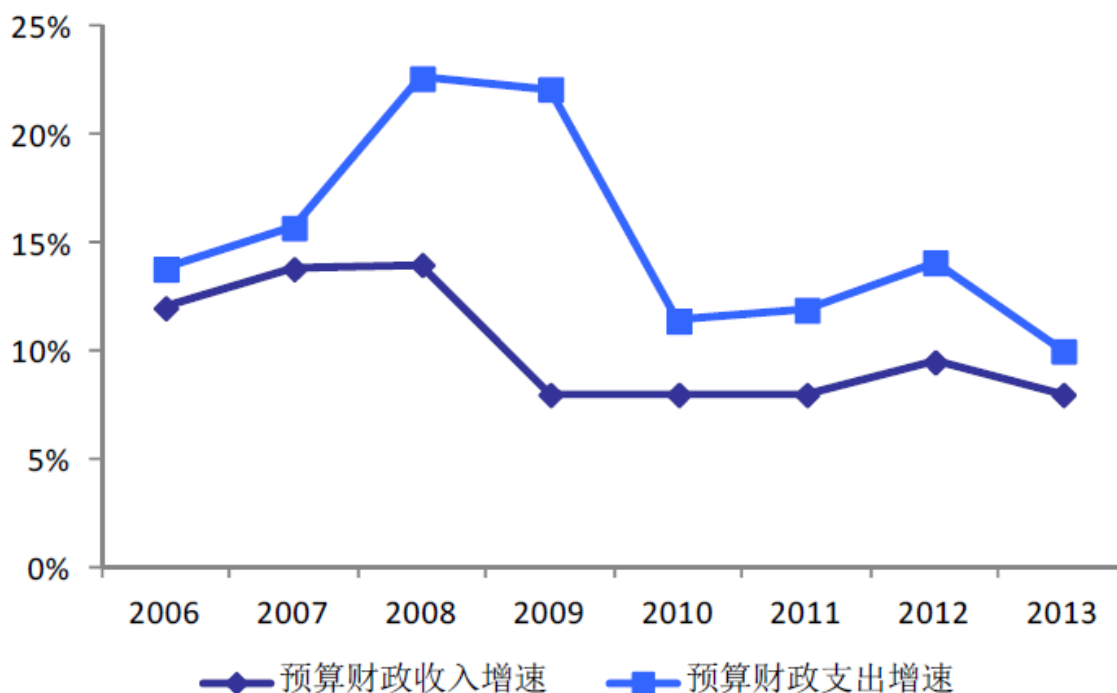
	2013预算	2012决算	2011决算	2010决算	13/12	12/11	11/10
一般公共服务	13270	12890	11109	9353	2.9%	16.0%	18.8%
外交	359	334	310	269	7.4%	7.7%	15.2%
国防	7406	6691	6027	5335	10.7%	11.0%	13.0%
公共安全	7691	7078	6293	5486	8.7%	12.5%	14.7%
教育	23035	21165	16116	12450	8.8%	31.3%	29.4%
科学技术	4907	4429	3806	3227	10.8%	16.4%	17.9%
文化体育与传媒	2504	2251	1890	1528	11.3%	19.1%	23.7%
社保与就业	14282	12542	11143	9081	13.9%	12.6%	22.7%
医疗卫生	8146	7199	6367	4745	13.2%	13.1%	34.2%
节能环保	3286	2932	2617	2426	12.1%	12.0%	7.9%
城乡社区事务	9702	9020	7653	5980	7.6%	17.9%	28.0%
农林水事务	13289	11903	9890	8051	11.6%	20.4%	22.8%
交通运输	8396	8173	7472	5488	2.7%	9.4%	36.2%
资源勘探电力信息	4483	4391	4014	3497	2.1%	9.4%	14.8%
商业服务业	1427	1362	1412	1276	4.8%	-3.5%	10.7%
金融监管等事务	389	458	649	635	-15.1%	-29.4%	2.2%
地震灾后恢复重建	10	87	175	1126	-88.5%	-50.3%	-84.5%
国土资源气象	1672	1644	1510	1325	1.7%	8.9%	14.0%
住房保障支出	4684	4446	3822	2358	5.4%	16.3%	62.1%
粮油物资储备事务	1644	1381	1268	1314	19.1%	8.9%	-3.5%

数据来源：Wind，东吴基金

虽然我们今年的赤字提升了，但从预算支出的增速来看，今年10%的预算支出增速是06年以来的最低水平，赤字的扩大更多地是反映结构性减税的结果。不管是中央预算内投资还是国家财政支出的投向，都反映出一个特征，提高民生水平和提高城市的承载能力，包括软件和硬件实力。新格局下，政府对于城镇化的态度还不是很明朗，城镇化关键是涉及两个问题，一个就是我们上面所说的城市承载能力，二就是农村土地和户籍。在没有达成统一意见，还只是表述为“积极稳妥推进城镇化”，城镇化的第一点相对而言更能凝聚共识。这恐怕就是政府手中能够用来对冲的牌，毕竟能出的好牌也不多了，那主要集中在城市基础设施，如管网和轨道交通以及信息化投资，还有上述环保的一些领域。



图表 34 财政支出增速 06 年以来最低



数据来源：Wind，东吴基金

（二）游戏规则改变的机会

在08年之前，投资总是关注哪些行业需求爆发，在09年之后我们开始关注哪些行业供给收缩，而需求出现了变化的迹象，像水泥、钛白粉等。这和整个宏观格局是相对应的，我们接下来要面临的新格局最主要的变化之一就是经济规则的改变。一个行业尤其是传统行业的投资机会所决定的因素不再是需求和供给的变化，还有新规则带来的竞争格局的变化，新游戏规则下利益分配链条的重新调整，在传统模式难以为继的时候，可能这一点会显得尤为重要。

例如美国，很多投资者认为美国依赖市场机制配置经济资源。因此，国内经济部门所生产商品和劳务的数量、质量和价格由供给和需求决定，政府干预对此几乎没有影响。但其实通过民事法规，联邦、州和地方政府几乎对所有的产业都有实质性影响。民法限制财产权，确定合约责任，民事侵权行为法建立起商品和劳务的质量标准。规制政策一般有经济的和社会的两种形式：“经济的”规制控制利润，确定价格，决定谁能进入市场或使用特殊资源；“社会的”规制控制生产过程产生的污染，规定生产和工作场所的健康和安全标准，限制销售者通过广告或其他传媒给消费者提供产品信息范围，建立保护购买者的法规，这些法规保护消费者免受销售者的欺诈、歧视或不合格行为的伤害。所有这些政策都深刻地影响着价格、成本、产品质量、经营者竞争和经济资源的分配。

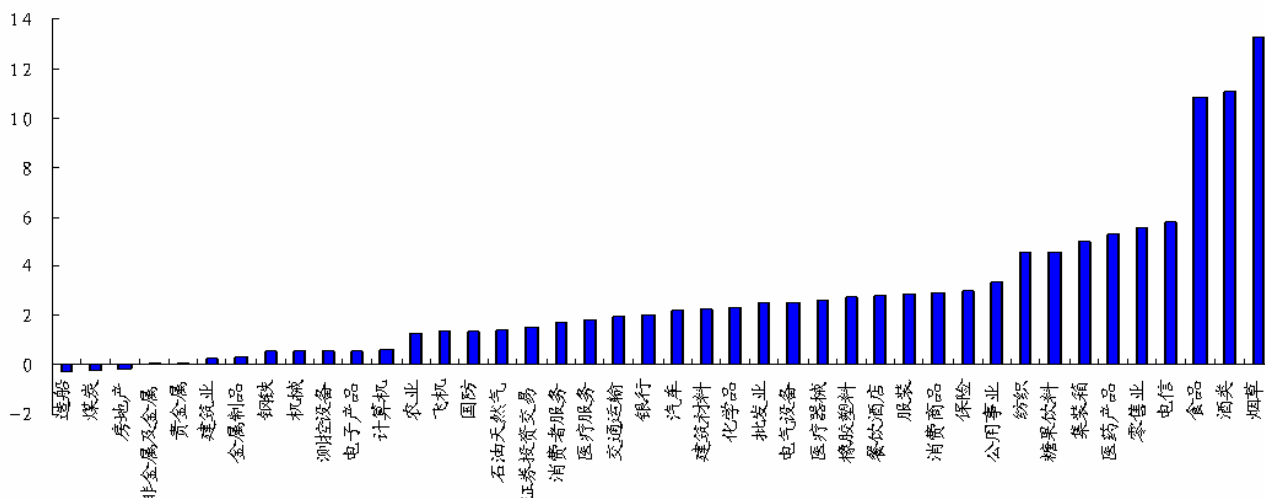
80年代前后是美国一系列经济规则变化的时间段，里根经济政策的四大支柱是减少政府支出、减税、减少政府管制、控制货币增速。上一次大规模的经济规则变化是在30年代，下图列出了一些主要行业的规则变化，例如航空和公路货运完全取消价格和市场准入规制，天然气价格提高到市场出清水平。而相应地80年代后美国股票市场涨幅较大的行业规律就是消费和管制放松的行业。这提醒我们，一些原有被扭曲了利益分配的行业在新格局来临的背景下，必然会发生游戏规则的改变，这其中蕴含了许多机会，我们简要分析一些代表性的行业，详细分析参见行业分析。



图表 35 20 世纪 80 年代美国简化规章

产 业	原先的规制机构	规制的变化	规制变化之源
1. 航空	民用航空委员会	简化价格和市场准入的规制	A) 民用航空委员会的提案 B) 80 年代的航空精简规章法案 C) 州际商业委员会的提案
2. 货运	州际商业委员会、州机构	简化价格和市场准入的规制	A) 州际商业委员会的提案 B) 1980 年的汽车运输法案
3. 铁路	州际商业委员会	价格弹性，容易进入，合并	A) 州际商业委员会提案 B) 1976 年的规制改革法案 C) 1980 年的调整铁路法案 D) 经济和竞争的压力
4. 电话	联邦通信委员会，公共机构	产业重构，价格弹性，易于进入，激励性规制	A) 机构提议 B) 联邦反垄断法判例 C) 竞争性压力
5. 天然气	联邦能源规制委员会，公共机构	供应无限制，精简价格和修正合同的规章	A) 1978 年的天然气政策法案 B) 1978 年的石油使用法案 C) 外生的冲击 D) 联邦能源规制委员会的提案 E) 州委员会的提案
6. 电力	联邦能源规制委员会，州机构	大规模发电厂的进入 批量电力的竞争 程序性政策 更多的价格规制	A) 1978 年的公用事业规制政策法案 B) 引致规制的经济压力 C) 竞争的压力 D) 环境的压力
7. 财产与 责任保险	州机构	更多的价格规制	A) 州立法规制提案
8. 有线电视	市政当局， 联邦通信委员会	简化价格规制	A) 1984 年的有线电视法案 B) 联邦通信委员会的提案
9. 银行	联邦储蓄贷款保险公司， 联邦储蓄保险公司 现金审计员 联储	投资证券的部分简化 规制	A) 1980 年的储蓄制度 精简规制法案 B) 1982 年的储蓄法案 C) 1989 年的金融制度改革、 恢复和强化法案

数据来源：东吴基金

图表 36 80年代后美国行业涨幅


数据来源：Wind，东吴基金

新格局下改革是无法逃避的，在中央经济工作会议上也提出了“要深入研究全面深化体制改革的顶层设计和总体规划，明确提出改革总体方案、路线图、时间表”。改革都是利益分配格局的调整，我们试图寻找改革最容易的突破口和利益受益的主体。我们估计了一些可能的改革及其阻力的大小如下图所示，例如这次的国务院机构和职能改革已经落实了一些下图我们预计的改革措施，如放松 NGO、行政体系改革，当然这些需要后续继续观察落实的效果。我们在这里重点关注资源价格体系改革，包括油电气水和运输，我们认为这是阻力较小，在 13 年能够推行的措施。

图表 37 改革措施的阻力分布

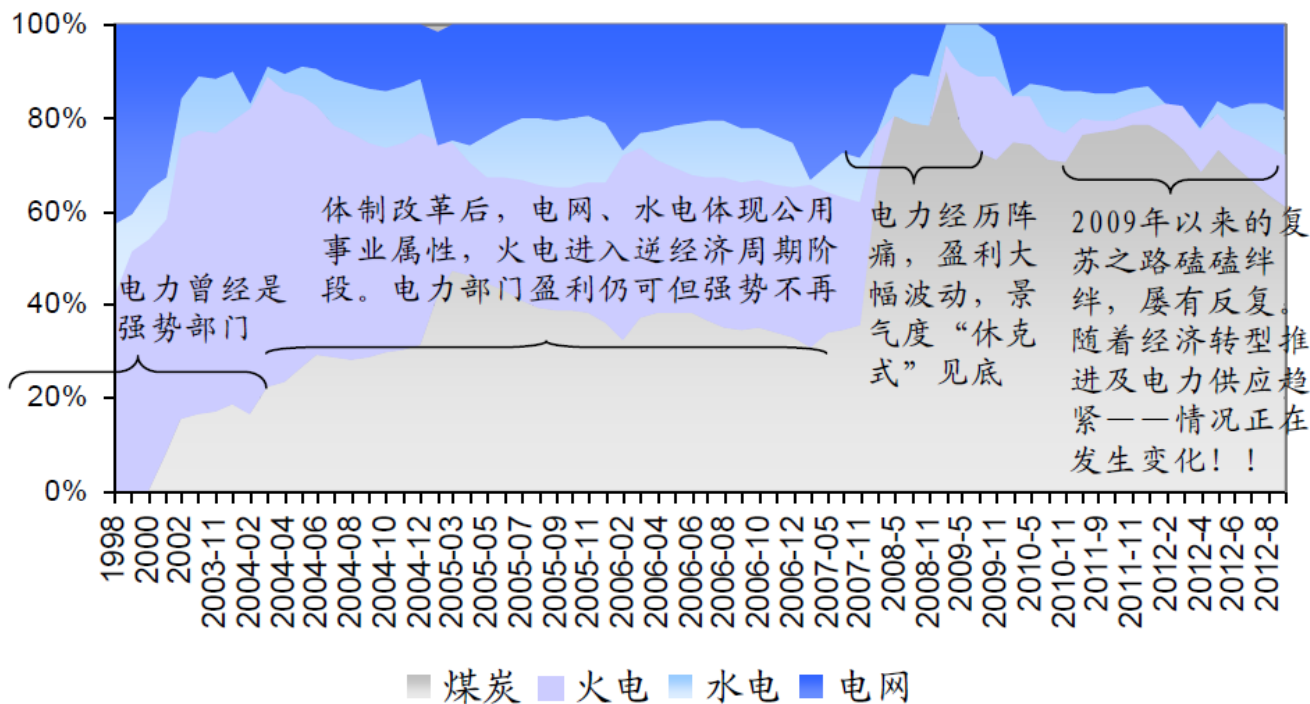
阻力较小	→	阻力较大
资源价格体系		个人综合税收改革
利率市场化		户籍改革
资本项目自由化		农村土地改革
汇率自由浮动扩大		放开垄断
增值税改革		养老金改革
资源环境税		房产税
增加民生投入		行政体系改革
放松NGO管制		国有企业改革
		中央地方权力
		财产公开

数据来源：Wind，东吴基金

电力体制改革自02年之后就陷入停滞，煤炭价格的上涨导致利润逐步向煤炭企业转移，出现半数以上电力企业ROE跌到负值。而在国际上，发达国家的火电企业的ROE水平一般维持在10%附近。我们预期新政府会改革目前的电价体系，逐步向多层次有管理的市场化定价体系过渡，这将平滑火电企业的ROE波动，有利于电力企业估值的稳定。



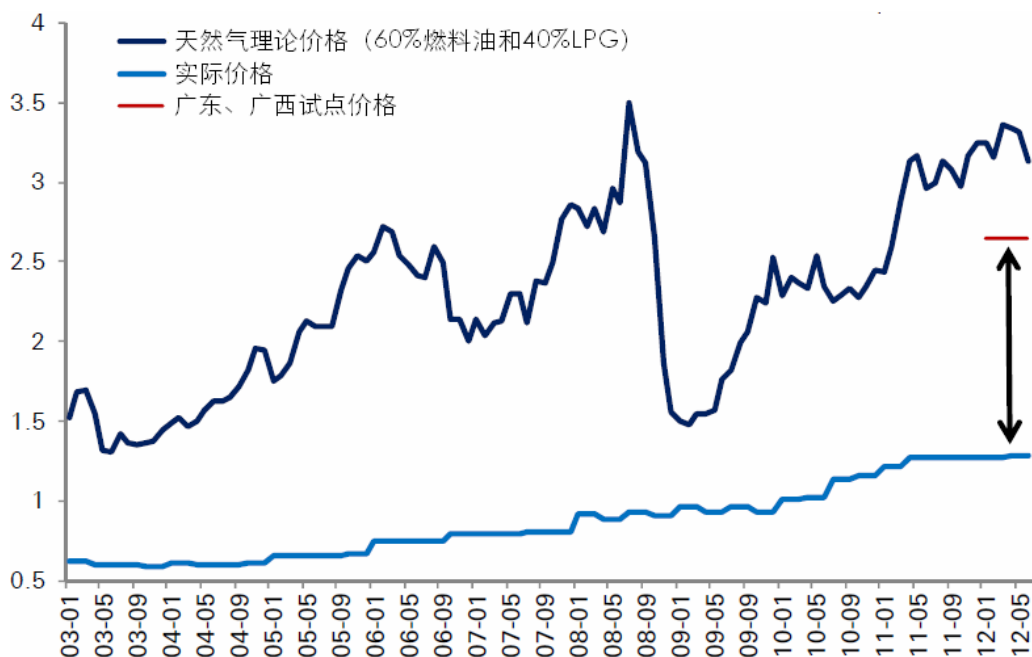
图表 38 煤炭、电力和电网的利润分配



数据来源：Wind，东吴基金

天然气定价的三个环节被发改委和地方政府所决定，采取井口价加成本，人为压制了天然气价格，造成了许多环节的问题。现在天然气的实际价格远远低于60%燃料油和40%LPG推算的理论价格，这和美国当年天然气法案之前的背景是一样的。粤、桂两地的试点采用“市场净回值法”，其实就是将定价的基准点从井口移到了门站，这是刚刚开始的一步，税收补贴政策才是关键，迅速提高天然气在一次能源中的比重是重中之重。

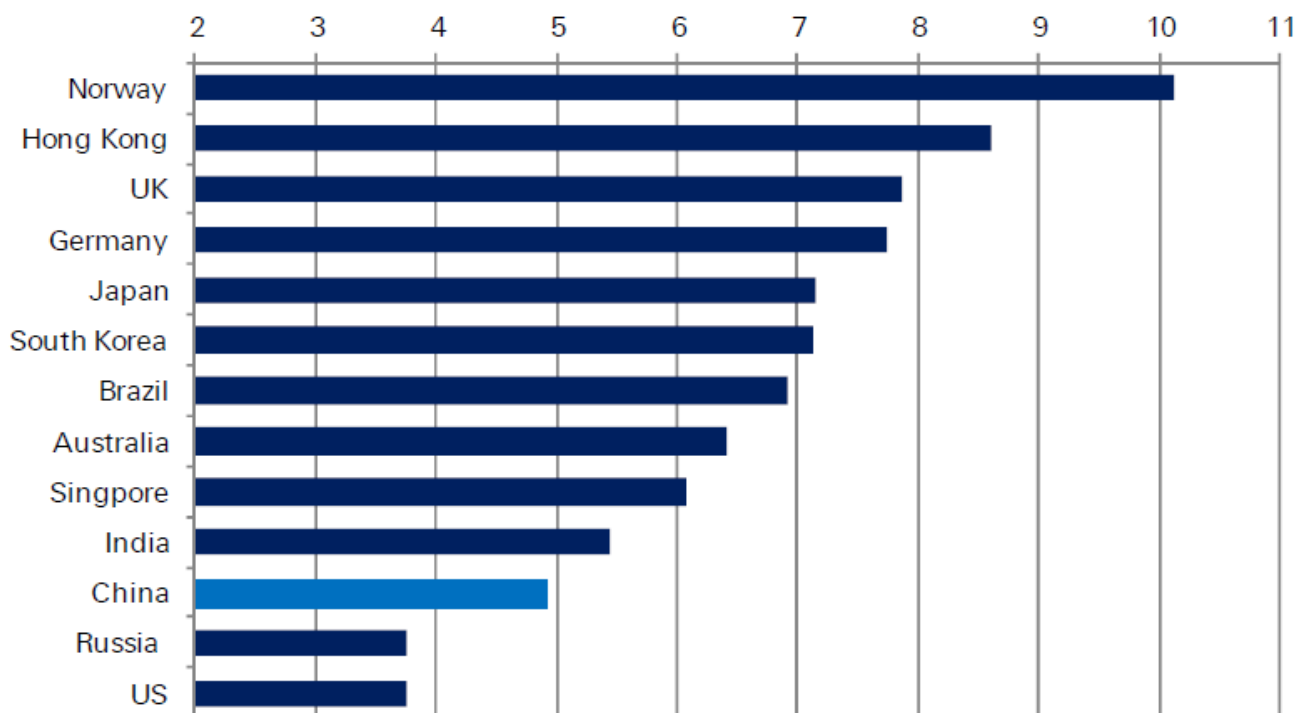
图表 39 天然气理论价格远高于现价



数据来源：Wind，东吴基金



图表 40 汽油价格比较 (美元/加仑, 12 年 7 月)



数据来源：Wind，东吴基金

美国在80年代开始对页岩气的税收优惠和补贴政策，以及水平钻井、压裂以及完井技术的突破才带来现在美国对原油依赖程度的下降。当然首先是价格机制的改革，这也不是粤、桂试点那么简单，最终必须解决内外倒挂，但很可能像成品油一样，不断地有新机制的试验。

同样地，成品油市场也不单单是价格机制的问题，这个问题也是本届政府无法回避的，随着原油价格的下跌，新机制也必将出台。那更关键的就在于税费，前几年搞了一个资源税改革，同时提高了石油暴利税的起征点，但我们看看国外开征石油暴利税的都是石油出口国，石油消费国一般是高的消费税，例如美国是30%，欧洲一些国家是50%-80%，国内只有13%左右。如果要增强国内的能源安全，改变能源消费结构，这些改革是无法回避的。

新格局下，广泛的游戏规则是一个必然的方向，这里只是举一些我们认为阻力较小的并且改革一直在推行的领域，接下来我们会根据新政府的一些改革思路继续梳理相关机会。

(三) 主线总结及重点行业

根据以上分析，我们依然坚持今年围绕医药、食品、环保以及农业和能源产业链。同时，在新的格局变化下，我们认为城市软硬件基础设施和新政府带来的游戏规则改变都存在持续的机会，这些机会除了上述行业外，还包括一些传统行业，例如交通、电力、石油石化等低估值的蓝筹股。以下我们分行业讨论。

1、医药行业——关注新版 GMP 及基本药物制度受益企业 行业评级：推荐

年初以来，二级市场中医药板块涨幅居前，行业指数累计上涨 19%，大幅跑赢大盘。究其原因，一方面医药行业自身基本面向好，没有负面的行业政策出台，上市公司年报预期也较为良好。另一方面宏观经济形



势不明朗，投资者对周期性板块较为谨慎，而传统的消费类行业白酒受到反腐影响，业绩堪忧，增长更为确定的医药行业就更加受到资金追捧。在市场相对活跃的氛围中，先是主题概念股有突出表现，拉升板块估值，继而白马股也迎来上涨。目前医药行业整体对应 2013 年 25 倍预测市盈率，估值切换基本完成。

医药行业政策对行业发展、板块走势的影响较大。一季度推出的较为重要的政策包括《关于加快实施新修订药品生产质量管理规范促进医药产业升级有关问题的通知》以及《深化药品审评审批改革进一步鼓励创新的意见发布》，前者鼓励企业尽快通过新版 GMP 认证，后者有望大幅提高创新药、临床急需仿制药等的审评效率。此外，监管部门也开始着手仿制药一致性评价工作。上述政策都将加快行业优胜劣汰，利好具有较强研发能力和产品质量控制能力的企业。市场期盼已久的新版国家基本药物目录也已出台，入选品种 520 种，较第一版有明显增加。年初的全国卫生工作会议上提出除了基层医疗卫生机构全部配备使用基本药物外，二级医院基药使用量和销售额应达到 40%-50%，三级医院基药销售额要达到 25%-30%。预计后续还会出台相关文件来细化该项政策，入选品种的市场空间有望大幅提升。二次议价是最近行业热议的话题，市场担心其实施后将带来药品价格的进一步下降，我们认为二次议价可能引致药品流通秩序的混乱，短期不具备大范围推广的可能性，小范围试行对行业影响有限。而且，从另一角度，二次议价使药品采购流程回归市场化，可能带来降本增效，其影响并非都是负面。

人口老龄化、人民健康意识增强、国家对民生问题日益关注、医保继续深入推动医药行业需求持续增长。医药行业兼具需求刚性和消费升级的特征，也符合国家“调结构”的经济发展方向，基本面优于大部分行业。虽然目前医药股的估值不低，但在市场缺乏大幅上涨动力的情况下，医药股至少还能获得相对收益，我们维持行业“推荐”评级。建议关注：1、有独家品种入围新版国家基本药物目录的企业；2、受益于新版 GMP 和新型城镇化建设的医疗设备企业；3、一季报业绩有望超预期的企业。

2、食品饮料——食品稳定增长 白酒机会临近

行业评级：推荐

反腐和严控三公的力度超出市场和白酒经销商此前判断，预计 13 年主要白酒公司将大幅调减规划增长目标，并将于 3 月起进行控量保价，我们认为几家大白酒公司 13Q2 实际利润可能出现负增长，但报表上不一定完全反映。从更长期的视角来审视，经济增长中枢下台阶、限制性政策出台、高档酒终端价见顶压制行业空间、前几年全行业扩产、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大幅分化，次高端白酒、渠道型白酒企业将面临较大的增长压力。

当然，行业自 12 年初起明显感受到压力至今已有一年有余，估值已领先于业绩完成大幅下调，悲观预期已经相当程度 price-in。伴随厂商开始控货，渠道的压力有望在 13 年 Q2、Q3 得到缓解，当然目前仍难以对政策限制挤出公务及公务相关需求究竟有多大进行准确判断，市场的模糊预期需要配合对厂商控货幅度、时点和终端库存情况的紧密跟踪再进一步修正。我们倾向于认为高端白酒在 Q2 有望完成库存阶段性出清，板块将在 Q2 煎熬中见到年内底部。

乳制品行业稳步推进产品结构升级，13 年起行业内大部分公司出现实质基本面改善或经营管理拐点迹象。我们认为乳制品目前仍为大众品中风险收益比较好的品种，龙头公司格局稳定、费用率大概率向下、结构稳步提升带来毛利率改善，伴随城镇化推进人均乳品消费量仍有提升空间，建议配置并持有。

调味品及类调味品行业属于传统产业、具有产品相对易存储、可适当提价或结构升级、行业集中度不高的特点，从生意属性角度类似白酒，而投资属性上看该子行业受经济增速波动影响不大，产业演进路径向着龙头公司集中度不断提高的趋势发展。我们相对更看好酱醋及榨菜两个子品类的龙头公司未来的成长机会。

食品饮料一方面坚持配置食品，遵循两条主线：乳品+调味品。最看好稳定增长的一、二名龙头公司，以



及明确出现经营拐点迹象的品种。另一方面，机构持仓白酒比例已经非常低，估值先行反应大部分悲观预期后，只需等待控货后所带来行业基本面出现转暖迹象或者最悲观情况被更充分预期，Q2 可考虑适当增加白酒配置，相对看好品牌力较强、净利率仍有改善空间、全国化尚在稳步推进的山西汾酒，以及品牌力第一、壁垒较高、实际销量下滑已经被相对充分预期的贵州茅台。

3、节能环保行业——政策力度不减

行业评级：推荐

年初全国持续出现大范围雾霾天气，叠加以山东地下水污染事件为代表的多地水环境问题，引发民众和媒体对环境质量的高度关注。在“美丽中国”概念和“生态文明”建设的口号下，这样的环境问题显得尤为刺眼。过去粗放型经济增长方式正面临严峻挑战，如何借环保的倒逼促进产业结构升级是摆在政府面前亟待解决的难题。

两会上代表就环保问题连续谏言，相关提案成为两会焦点。结合会前高层领导就环保问题的表态，以及随着两会结束，各部委领导岗位人选的尘埃落定，会后具有针对性的环保政策有望密集出台。其意义在于：一方面，政策力度有望超预期。十二五的政策基调是搭建整体性的政策框架，十三五是将框架进行细分。但目前来看，框架性的政策还有大量完善的空间，尤其在指标设置和监管力度方面有待加强；另一方面，原本预计在十三五，甚至更晚出台的治理内容有望提前推出。回顾国内环保政策的变迁，不同阶段会出台针对特定领域的治理要求和措施。以火电为例，十五做除尘，十一五开始做脱硫，十二五提出氮氧化物的治理等。因此，二季度政策出台的频度和速度有望加快。尤其是针对问题突出的大气治理和水环境子行业，预计会从严控指标和加强监管两方面出台更为严厉的政策。其中，重点涉及的细分领域可能包括：大气颗粒物排放标准、地下水污染治理、流域治理、供水提标改造、重金属治理、汞污染治理、挥发性有机物控制及治理等。

资源价格的扭曲是造成环境治理步履维艰的重要原因之一。理顺资源价格形成机制，将过去隐性化的治污成本显性化，真正做到谁污染，谁承担，是推进环保事业发展的重要条件。作为治理环境污染的长效机制，价格机制的调整已经迫在眉睫。落实到具体方向，污水处理费和自来水费都存在上调预期，垃圾处理费则有望统一收费机制并在全国推广。

环保政策的出台，一方面带来新增市场需求，另一方面也将强化既有政策的落实。同时，治污成本的显性化将为环境保护构建长效机制，环保板块有望引来较快的发展机遇。随着两会闭幕，股价有所回落，可比公司 13 年加权平均 PE 为 25.8 倍，目前看板块估值尚处于合理水平。考虑到短期内可能。

4、化工行业——精选细分行业，警惕淡季风险

行业评级：中性

2013 年全年总体预计“二起二落”，或将呈现震荡上行格局。每一波“起”和“落”的幅度将取决于总体经济复苏的力度，如果经济复苏力度较大，“落”可能也表现为绝对收益的上涨。一季度春季补库存行情叠加了宏观经济的温和复苏预期，板块整体上涨幅度大于 2012 年；二季度尤其是 5、6 月份直到第三季度的 7、8 月份，化工产品价格总体将面临淡季考验；9、10 月份如果经济复苏延续，则行业将迎来较好的一段时间；11、12 月份重入年末淡季，价格或弱于 9、10 两月。

从细分行业来看，长线上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，中短线则关注行业出现好转、一季报确定并具备较好弹性的品种。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；受益于中国能源结构转型和能源价格改革的能源和油服公司；密切跟踪煤化工行业的政策取向和行业动态；具备技术壁垒和市场空间的新材料公司；行业结构改善，存在复苏预期并有望提价的粘胶与染料。



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。

中国能源对外依存度日益提高，地缘政治愈发紧张，能源安全备受考验，能源结构转型和非常规油气勘探开发变得越来越重要。成品油价格改革和天然气价格改革都已箭在弦上，这是从管制走向市场化的关键一步，将在中长期利好国内能源板块。关注受益于这一进程的能源企业中国石化、相关油服公司如中海油服、海油工程。

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。全国人大代表、内蒙古自治区发改委主任梁铁成近日接受中国证券报记者专访时透露，最近国家能源局在“两会”前，相继批复了内蒙古两个煤制天然气项目“路条”：一个在兴安盟，一个在鄂尔多斯，规模都是40亿立方米，分别属于新蒙和国电。这再次提升了市场对于煤化工放开的预期，重点关注煤化工工程技术储备丰富、订单有望同比增长的东华科技、中国化学。

个别新材料的应用领域有望进一步拓宽，获得穿越周期的成长，关注聚氨酯白马烟台万华和复合材料黑马长海股份

农药景气背景下，关注草甘膦、吡啶和百草枯涨价，精选一季度业绩有保证的农药个股。环保压力逐渐增大，四川美丰有望受益于车用尿素行业的大发展。

5、电子行业——景气回升在即，精选个股为上

行业评级：推荐

随着1、2月淡季过去，电子行业将迎来一波补库存周期，集中表现在消费电子，由以电视和手机为甚。随着智能手机从双核到四核的升级完成，3月开始国产智能手机迎来一轮新的备货潮，而三星Galaxy S4的发布标志着新一轮高端智能手机升级的开始，众多一线品牌厂商的旗舰机都将迎来更迭，从而拉动智能手机出货量的提升。由于“五一”的临近和春节销量超预期，电视机生产商从3月就开始回补库存来迎接劳动节的到来。

海外经济复苏前景较乐观导致消费电子需求增加，从而促使今年电子行业的整体增速高于去年。从子行业情况看，同比增速由快到慢依次排列为平板电脑、智能手机、电视和笔记本电脑。由于消费电子的需求增加和新功能的应用，导致部分产业链出现供不应求的局面，而我们认为这些产业链值得重点关注，其中包括了：

1) 触摸屏：超极本的放量和触屏的渗透率超预期导致触摸屏行业有望在4季度之前都处于供不应求的局面，价格下降幅度不大，短期无论薄膜式还是玻璃式都会受益。

2) 摄像头模组：三星Galaxy S4采用了1300万像素的模组，由此会引起一轮摄像头模组升级的趋势，高端摄像头模组会产生紧缺，利好具有800万以上像素生产能力的厂商。

3) 面板：由于今年消费电子需求增长较明确，而面板产能在4季度之前几乎没有新增，导致供需局面比较紧张，随着旺季到来，我们判断面板价格将稳中有升，相关公司业绩弹性大。

我们认为仅局限于电子行业的整体估值已没有意义，主要原因在于行业产业链众多且增长前景迥异。目前成长性较好的个股2013年估值已经基本处于25-30倍区间，估值不算便宜。但我们认为电子行业的高估值与行业这几年来发生的变化关联度很高，国内部分电子企业已逐步成长为在全球都具有一定话语权的零配件厂商，竞争力得到显著提高，其中一些优质企业将得到持续增长，因此即使估值较高仍具有投资价值。二季



度除了关注上述景气度较高的企业外，封装、安防和 LED 三大子行业景气度环比有较大提升，也值得重点关注，择机配置。

6、传媒行业——新旧媒体交锋下的结构性成长

行业评级：推荐

目前传媒行业结构发生快速变化。消费升级、经济转型都拉动了文化消费的需求，资金涌入也促使行业供给增长，新技术的出现改变了用户的消费习惯，智能终端的普及为新媒体的快速发展创造可能。行业整体呈现新旧媒体激烈交锋，传统媒体内部又存在激烈竞争的局面。新媒体方面，都为民营公司，市场化运作，竞争力强。根据发展趋势来看，新媒体无论自身的内生的成长性，外延的扩张性，都存在着很大的成长空间，完全具备颠覆传统媒体的可能。新媒体与经济关联度较弱，公司业绩表现出较好的成长性。传统媒体都有国有资本主导，由于体制等因素，市场化能力相对较弱，另外本身的行业面临未来增长放缓甚至下滑的问题，导致即使其业绩增速稳定，市场仍给予较低的估值。面对新媒体的冲击，传统媒体必须主动实现转型，与新媒体的竞争与融合，才能实现未来的持续成长。今年两会上国家将新闻出版总署与国家广电总局合并，进一步在监管、经营上理顺关系，有利于实现国有全媒体跨业务领域整合，也有利于文化内容创意和创造，提升传媒企业整体的文化实力和竞争力。

2013 年，电影票房持续创纪录，显示中国电影市场在经过多年扩张后逐渐爆发。国内卫视竞争加剧，不仅加强传统的电视剧竞争，中国好声音的启示也促使卫视在模式节目上加大投入。互联网、移动互联网的快速发展、清晰的盈利模式促使网络视频、游戏等内容产业成长迅速。目标客户网络化同时带动了广告营销行业的数字化转型，使视频网站逐渐接近盈利的边界。这些变化都会对传媒内容带来巨大的需求。供给端，由于传媒行业属于创意产业，无法快速扩张，传统媒体更是如此，更多地需要通过资本手段来进行并购整合或者切入新媒体，打开未来的成长空间，预计未来行业内的并购事件将层出不穷。

目前行业估值已经超过 2013 年 25x，估值不便宜且结构分化，其中部分新媒体公司估值超过 30x，传统媒体估值不到 20x。投资主线有以下几条：1) 成长性好的新媒体公司，业绩存在超预期可能，如广告营销、影视动漫、手机游戏等。这些公司估值相对较高，但能够通过时间来消化，调整就是买入机会。2) 外延式并购，对于新媒体、传统媒体，这都是一条贯穿未来发展过程的主线。3) 基本面发生变化，公司或行业存在着拐点机会。

7、软件行业——城镇化背景下的投资机会

行业评级：推荐

2011、12 年经济的持续下滑，对软件行业需求造成较大的影响，导致行业出现业绩、估值双杀的局面。国家一方面要转变经济增长方式，实现经济转型升级，两化融合及人口红利的消失促使企业要加大信息化投入，随着经济逐渐企稳复苏，企业端的信息化投资有望逐渐恢复。另外一方面寻找新的经济增长点，城镇化是目前新一届政府未来几年重要的发展战略。城镇化的重点是加强服务功能，如交通、医疗、GIS、安防等，因此信息化是推进城镇化的重要驱动力。今年 1 月份，住建部推出第一批 90 个试点城市，稳步推进智慧城市建设，并且在资金上也给予地方政府支撑，国开行投入 800 亿。两会期间，政府也提出今年增加医疗支出 27%，社保支出 13%，民生信息化也是智慧城市的一部分，国家对智慧城市的重视程度可见一斑。从智能交通、社保医疗等相关上市公司的订单和收入情况来看，已有体现，未来仍存在很大的发展机会。

国家一方面加大支出，大幅拉动智慧城市的信息化需求，另一方面也在政策上给予扶持，增值税退税以及两年悬而未决的重点软件企业认证工作的落实，就给软件企业实实在在的税收优惠，有助于增厚软件企业一季报或者半年报业绩。



软件行业特点是企业一季度做规划，一般在二季度开始招标。预计随着经济回暖，政府或企业项目启动，软件企业今年二季度的收入增速有望加快，改变去年下滑的态势。由于去年的经济不景气，也会使部分经营困难的企业对今年的人员费用预算有所控制，降低人力成本的压力。因此今年行业收入增速加快，业绩有望恢复增长，从而提升行业估值。

今年前两个月，软件行业指数上涨 5.26%，目前行业估值在 2013 年 23x。整体而言，部分小盘股由于主题性炒作，估值较高，存在调整压力；业绩确定的大盘股则相对估值便宜，20x 不到，相比其他行业估值也有优势，下跌空间不大，大盘股能够支持行业指数。投资主线有以下几条：1) 行业景气度高，如城镇化背景下的智慧城市主题，金融信息化等，选择具有进入门槛高、有竞争优势的公司。2) 质地好、基本面改善，业绩有望出现拐点的公司。

8、通信行业——4G 投资预期将使板块保持相对强势

行业评级：推荐

随着工信部官员在公开场合表示今年中国发放 4G 牌照是大概率事件，市场对于中移动在今年年底前拿到 4G 牌照的预期愈发强烈，同时对中移动今年大规模建设 4G 网络的预期也逐步升温。由于网络制式问题，中移动 3G 网络建设落后于中国联通和中国电信，公司在 2G 时代积累的巨大大客户资源受到一定侵蚀，我们认为中移动一定会在今年发力 4G 网络建设，争取用 4G 网络更快的网速留住现有客户。

通信行业迎来一轮新的投资周期

2008-2010 年中国三大运营商同时开始建设 3G 网络，掀起了通信行业历史上波澜壮阔的一轮投资周期。时隔五年，中移动对 4G 网络的渴望和国家对 TD-LTE 的殷切期望双重共振，将使通信行业迎来新一轮投资周期，本轮投资周期有望持续三年，其中 2013 年和 2014 年是投资高峰期，2013 年的投资主要由中国移动带动，2014 年则是由三大运营商共同贡献。

新一轮投资周期的到来将给通信行业注入一针强心剂。我们判断三大运营商 2013 年的总资本开支将增长 10%，如果仅看无线部分，同比增长将达到 30% 左右，考虑到其中有一部分是中移动的平滑升级投资而非新建投资，其真实的同比增长率高于 30%。考虑到过去两年三大运营商的总资本开支均低于 5%，今年 4G 相关产业链公司将在 4G 投资的带动下迎来业绩拐点。

行业估值及投资建议

4G 产业链个股在 1 季度已经经历了一次基于三大运营商资本开支增长预期的炒作。随着一季报的到来，我们认为投资者将会重新关注通信板块的业绩，由于行业整体的回暖并不如股价上涨这么强烈，我们倾向于认为股价会进入一个整固期。我们预期一季报会有小部分个股会出现业绩回暖（主要可能集中在射频器件厂商），同时随着中移动 TDS6.2 期和 TD-LTE 二期的招标在 4 月和 6 月开始，整个无线设备的业绩拐点将在 2 季度开始出现。因此我们判断 2 季度行业走势可能先抑后扬，建议在股价受到一季报冲击而产生下跌时逢低买入。

9、汽车行业——行业平淡，精选个股

行业评级：中性

在经济弱复苏、传统旺季、价格压力缓和、低估值等因素的驱动下，汽车及零部件板块自去年 12 月快速上涨，至 13 年 2 月 18 日的最高点涨幅高达 41%；但由于节后汽车需求未能持续超预期（尤其是重卡未启动的判断逐步得到印证），汽车及零部件板块自 2 月 18 日至今下跌 12%。



对于二季度，传统淡季使得乘用车需求将很难达到春节前两个月的水平；但在经济弱复苏的背景下，预计乘用车整体需求要好于去年。价格方面，目前主要厂家对 13 年销量目标定的整体不高，预计上半年乘用车价格压力不大。政策方面，在当前乘用车行业 10%左右增速及节能环保的状况下，预计出台大范围鼓励或打压汽车消费政策的概率不大。基于上述判断，我们认为乘用车二季度在需求和价格上能够维持平稳。影响二季度个股走势的因素主要是一季报以及公司销量能否超预期，主要品种包括长城汽车、长安汽车、江淮汽车。

大中客行业经历了 2012 年的低点后，在城镇化及发展公共交通(包括混合动力和 LNG 客车)的带动下，预计 13 年行业整体向好。我们推荐运营管理能力优秀的大中客龙头宇通客车，短期的看点是预期低，而公司超预期的概率增加；中期看公司承诺 14 年之前将零部件业务注入上市公司，将有助于公司管理和盈利能力的提升；长期看，海外市场拓展、校车及新能源客车、折旧下降(公司采用双倍余额递减折旧法)是驱动业绩增长的主要因素。

重卡板块目前还没有启动的迹象，在国家对固定资产投资相关政策基调不发生大的转变的状况下，预计重卡后续启动的概率较小。但在国四排放法规实施的状况下，利好后处理系统供应商威孚高科和法规执行者中国汽研，但市场对于威孚高科的关注度和预期相对较高，我们更为推荐中国汽研，其燃气喷射系统及与北车合作的低地板客车业务未来具有驱动公司业绩爆发的潜力。

10、纺织服装行业——库存调整尾声

行业评级：中性

我们认为，今年第二季度纺织服装行业库存调整接近尾声，需求整体温和复苏，外需恢复早于内需，预计出口制造和服装零售两个子行业的业绩拐点分别在今年的二季度和三季度出现。

分子行业看，2012 年在高价库存棉和疲弱外需市场的双重打压下，出口制造业盈利和估值经历了惨烈的下跌。从成本端看，我们预计高价库存棉在今年一季度使用完毕；按目前全球和我国棉花库销比看，我们预计国内外棉价难以大幅上涨，但内外棉价差有望收窄；今年成本端影响弱化，主要看需求的恢复。2012 年 9 月开始，纺织服装出口增速连续 5 个月回升，但幅度较小，欧洲和美国纺织服装消费旺季后尚不明朗，出口复苏需 3 月份数据支撑，但出口复苏时点早于内需是大概率事件。

服装零售的库存处理周期为 12-18 个月，国内品牌服装自 2012 年 3 月春装上市进入库存处理期，预计今年 6 月末进入库存处理尾声，届时库存影响将弱化。需求分化日益突出，从品牌定位看，随着国家反腐深入，高端品牌消费将持续受到冲击，定位中低端的品牌相对受益；从品牌运营看，国内服装细分领域竞争日益激烈，渠道扩张带来的规模优势不再，具备终端零售能力的品牌优势将日益突出；从渠道定位看，消费者近年购物从传统百货商场、专卖店向购物中心、网上购物迁徙十分明显，渠道定位于购物中心和电商的品牌优势逐步显现。

我们维持纺织服装行业“中性”投资评级。在 3-4 月份年报和 1 季报的密集披露期，预计上市公司业绩仍将低于市场预期，板块估值和盈利预测面临新一轮向下调整，届时逐步增加行业配置，等待需求恢复。

二季度行业需警惕的风险来自于：(1) 淡季欧美纺织服装终端需求疲弱；(2) 国内品牌服装关店率大幅提升。

11、金融行业——从弹性回归稳健

行业评级：中性

银行地产是一家，中期来看，银行的走势与地产是类似的，只是地产略微领先一些。地产股从 1 月份开始下跌只是滞后反映在银行股上。整体而言，大银行目前的估值集中在 PB1.2 倍左右，资产质量暂时相对稳



健，但中小银行估值在 1.7 倍 PB 左右，资产质量上相对激进些。今年的盈利增速会比去年明显下降，利率市场化，很多银行也开始转型，追求更高资本收益的业务，但毫无疑问弹性最大的时候已经过去了，宏观格局的风险让我们更加偏重于大行，资产质量、业务稳健性都更强些，抗风险能力更大。

过去一年中，券商股在创新的刺激下，估值大幅扩张。我们认为新领导上台后，思路会更加倾向于风险控制，创新依然是大方向，但速度上会更为缓和，也会更注重未来的风险。中小券商股过高的估值面临消化的压力，大券商的估值，例如 1.8 倍 PB 的海通，暂时也不具备足够的安全边际。

由于股票市场的波动收窄，以往受益于股票市场弹性的保险股也丧失了机会，加上保监会对保险从定价到销售的一系列监管，使得保险成为了金融股中表现最差的行业。从中期来看，保险回归保障属性，在民生这盘大旗中也具有重要的地位，如果能实现这样的转型，股票市场也能重新走牛，保险股的投资价值能够恢复，但现在暂时还看不到。

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 1-2 月份火电同比增长 1%，较去年同期下降 5.8 个百分点；环比出现一定程度的改善，较去年全年上升 0.4 个百分点。我们觉得下游投资仍将维持弱复苏的态势；另外，水电今年比去年明显好很多的可能性不大。因此，火电的增速将有一个逐步回升的过程。

2009、2010 年开始整合的山西、河南小煤矿今年进入产能释放的高峰期。从调研了解的情况看，由于 2012 年煤价的低迷，以及多起矿难事件使得整体投产进度较为缓慢，我们预计要到下半年才会逐步释放出来。

从我们了解的情况看，目前澳洲煤价在成本线附近，持续的下跌会导致矿山的减产停产，整体下跌空间不大。外资投行对今年澳洲动力煤价格预测的均值是 95 美元，比目前价格高。进而，今年进口煤对国内的冲击将明显减弱。整体看，我们觉得今年动力煤价维持底部小幅回升然后趋稳的态势。

去年四季度钢铁行业的低库存，叠加经济底部企稳回升带来的乐观预期，使得社会库存从低配到超配，进而拉动钢价、上游的铁矿石和焦煤价格出现明显的上涨。盈利的恢复也使得钢厂的粗钢日产量再创历史新高至 220 万吨，1-2 月份粗钢产量增长高达 10.6%。高库存高产量面对尚未到来以及可能缓慢复苏的下游需求，使得之前过快上涨的钢价面临着较大的调整压力，进而影响到铁矿石和焦煤的价格。我们认为短期需要通过钢材去库存，钢价、铁矿石价格和焦煤价格的调整使供需恢复均衡。这之后将在下游需求的带来下价格出现回升。至于回升的力度，要看下游需求的力度。目前我们认为是弱复苏，焦煤价格将是一个恢复的过程，不会出现明显的上涨。

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。鉴于今年有比较多的水电机组投产，我们认为一些水电公司具有成长股的特征。我们倾向于选择低估值，未来有良好成长性的公司。

13、机械行业——关注细分子行业的机会

行业评级：中性



机械设备中，市值占比较大的工程机械板块，由于前一波刺激政策带来的高销售基数、高社会保有量和低使用率，我们认为即使基建和地产投资温和复苏，对新增销量的拉动也会比较有限。政府对于房地产的调控政策给市场对工程机械的预期带来了负面影响，结束了自去年底开始的反弹。我们预计今年工程机械股票会随着新开工、信贷和产品销量等数据的变化而有波段性的起伏，但比较难有持续的上涨机会。建议如果三月份数据不理想，在股价对负面信息有比较充分反映的基础上，考虑是否参与波段性机会。

铁路设备方面，由于机构调整带来的影响，市场担心铁道部在接下来几个月将忙于各种事务，因而设备的招标、采购和接收会被推后，影响相关企业的排产和收入确认。我们认为相应风险确实存在，但考虑到主要品种南北车的估值并不高，在目前价位下认为可以继续持有，关注设备招标、交付等事项的具体落实。

在机械细分行业中，我们建议二季度重点关注细分子行业的投资机会，主要包括油气设备和煤化工相关设备。

油气设备方面，上游开采环节使用的设备相关公司业绩在 12 年出现了明显分化，虽然许多传统设备提供商的业绩仅有小幅增长或有所下滑，但压裂、连续油管等新兴产品由于显著提高了油气田的开采效率和产量，代表公司杰瑞股份 12 年将实现 50% 左右的增长，并且这一快速增长趋势在未来仍可能延续。同时，在中石油、中石化体系内企业占主导的油服市场，由于专业化要求提高、两桶油积极收够海外资源等原因，留给了民营油服企业整合资源和扩大规模的良好机会，A 股上市公司杰瑞股份、恒泰艾普借助资本市场的帮助在油服领域内积极布局，两家公司目前的油服收入规模还较小（1-2 亿），而国内领先的港股上市公司安东油田服务、华油能源在油服领域收入规模在 20 亿左右，杰瑞股份和恒泰艾普在油服方面存在较大发展空间，如果 13 年收入规模取得了明显突破，资本市场可能会给予更高的估值溢价。

下游 LNG 应用方面，随着气源的逐步充足以及 LNG 重卡的经济性被充分认可，LNG 汽车和加气站的推广呈现加速爆发态势。我们认为由于国家推进重卡“国四”标准，柴油卡车的购置成本和使用成本进一步提高，因此有利于 LNG 重卡获得更大的市场份额，行业的高增长有很大可能延续两三年。LNG 装备龙头公司富瑞特装目前已经充分获得市场认可，估值也一直较高，我们认为从获取足够的绝对收益空间的角度考虑，如果股价有所回调可以买入。

现代煤化工投资与建设受到国家政策影响很大，随着相关主管部门完成人事调整，后期一些重点示范项目有望获得批复并开工、招标。相关国产设备龙头杭氧股份、陕鼓动力、海陆重工、张化机等可能有主题性的估值提升机会。但是由于煤化工的批复、开工建设和招标时间点较难确定，同时整个项目周期一般比较长，落实到对公司业绩的贡献可能短期内难以看到。

14、房地产行业——等待行业基本面探底

行业评级：回避

3 月份仍然是一个政策窗口期，各部委和各地政府在两会后将进一步落实新国五条调控细则，而细则的严厉程度将会决定未来一段时间的基本面。尽管市场有一种声音，认为两会后新国五条政策的执行会打折扣，但我们认为，“房价和政策调控”这一矛盾在今年表现将非常激烈，当房价不断创出新高，政策调控的手已经出招试图抑制房价上涨的情况下，任何对政府还会容忍房价上涨的幻想都不切实际，目前这个阶段房价和政策调控的矛盾将不可调和。基本上量在价先，当成交量起来后，供给又跟不上时，房价必然会上涨，从而遭致针对地产的调控；调控首要的就是打压需求，从而最终使供给平衡或供大于求，最终抑制价格上涨。另外，宏观政策也是未来值得关注的焦点。一方面央行表示未来将维持稳健的货币政策，去年四季度开始的货币宽松在今年二季度难有进一步的边际改善；另一方面近期 CPI 超预期的反弹，我们需要关注未来流动性是否会否出现收紧的迹象。



我们认为房地产成交量 3 月中上旬并不会会有太大变化，成交会相对活跃，进入下旬后政策的效益将会逐步体现，预计 3 月下旬起成交量低于预期概率较大。我们判断未来两个季度持续的成交量下滑将是主要趋势，并最终传导到房地产新开工和房地产投资，进而影响到行业的上下游。房地产价格方面，由于库存仍然在下降通道，价格仍然以稳中有升为主，从更长的时间看，需要看政策的执行力度，当严厉的政策执行够长，房价下跌的情况也必然会出现。

尽管目前房地产主流龙头公司的 PE 估值平均为 8 倍，处于相对较低位置，但严厉调控和行业基本面情况下行的背景下，我们认为 PE 估值并不能给地产股提供足够的安全边际，如果看 PB 和 NAV，地产股仍有调整空间。我们建议耐心等待行业基本面探底，维持房地产行业的投资评级为“回避”。

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。