



弱化风格，注重盈利

——东吴基金 2015 年 2 季度投资策略报告



弱化风格，注重盈利

人民银行继去年 11 月份降息之后，在 2、3 月份分别启动降准和再次降息，但相对于低通胀和经济疲弱的程度，这些货币宽松举措显得力度还不够；积极的财政政策还未见到，政府在投资领域惯用的稳增长措施方面没有大的动作推出。一季度，我国宏观经济延续去年下半年以来的下滑趋势，并且下滑程度比原先并不乐观的市场预期还要差一些。沪深主要股指总体呈现高位震荡格局，其中，金融、地产等大盘蓝筹出现回调，以计算机、传媒等成长股为龙头的中小板和创业板持续走强。

展望二季度，经济加速回落的态势将促使政府进一步出台稳增长措施。降息降准将会以“碎步前移”的形式继续出台；而财政政策将是二季度的重要看点，财政赤字率如期上调，加上推广 PPP 模式、提高直接融资比例等措施，积极财政政策的框架已经搭建完毕，“有力度”的积极财政政策有望逐步实施。

两大风险有望减轻：1. 地方政府性债务风险可控，二季度是年内地方政府性债务的偿付高峰，不过财政部已经形成存量债务的处置办法，比如变现或转为 PPP 模式、存量置换、成立 AMC 进行剥离等。财政部已经批复 1 万亿元的债务置换额度，占今年到期额的 50% 以上，债务风险得到较大缓解。2. 人民币贬值压力或将减轻：美国除就业情况超预期之外，其他大部分数据并不理想，复苏趋缓将使美联储谨慎考虑 6 月份的加息决定；况且，美元的大幅上涨很大程度上包含了加息预期。因此，人民币对美元的贬值压力预计将会减轻，我国货币宽松政策上的这一掣肘将趋弱。

我们仍然认为在股市已经提前于经济启动大半年之后，在关注改革和降息进程的同时，更应该重点关注经济复苏的状况。一季度或许是今年经济增长的低点，但短期还看不到经济明显复苏的迹象。因此，二季度尤其是在前半程，我们预计由于经济复苏的缺位而使 A 股市场缺乏继续强劲上涨的支撑，预计仍将以震荡为主。而多次降息降准之后的累积效应，加上后续“有力度的财政政策”推出，经济有望在 2 季度后半程企稳回升，并在资本市场进一步对外开放——比如纳入 MSCI 预期的升温，A 股市场有望真正步入新一轮上涨行情。

鉴于此，我们建议在投资标的选择上弱化大小盘股之分、传统与新兴之分，重点关注行业及公司的盈利回升情况，率先实现盈利回升尤其是超预期回升的板块将获得资金青睐。并结合行业政策的执行情况，二季度我们重点看好互联网+、新能源汽车和环保等板块。同时，随着稳增长措施累积效应下的经济逐步企稳回升，关注大盘蓝筹板块出现的投资机会。

(2015 年 3 月 16 日)

主 编 邹国英

行业研究

通信、电子、机械	徐 增
计算机、传媒	兰 昆
旅游、交运	朱冰兵
家电、轻工	赵梅玲
汽车	张能进
医药、电力设备	张剑鑫
环保	金佳音

板块专题

互联网+	兰 昆
新能源汽车	张能进
环保	金佳音

监 审 任少华
程 涛
黎 瑛
刘元海

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



目 录

一、市场和经济回顾	3
(一) A股市场高位震荡，成长股领先	3
(二) 宏观经济超预期下滑	4
二、2 季度展望：经济回升尚待时日，风险总体可控	7
(一) 宽松政策上演进行时，累积效应有望显现	7
(二) 地方政府性债务风险可控，人民币贬值压力或减轻	9
三、A 股市场判断及投资主线	13
四：重点看好的行业及投资策略	18
东吴基金管理有限公司旗下产品	28



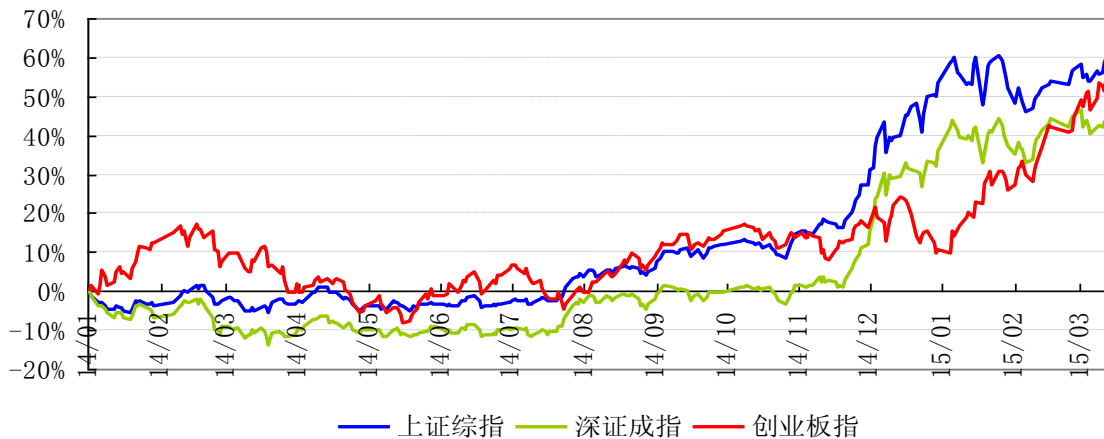
一、市场和经济回顾

(一) A股市场高位震荡，成长股领先

我们在2015年年度策略中认为改革开启了A股牛市，不过市场在1季度存在调整风险，主要是基于：1. 降息等稳增长措施短期难以扭转经济下滑的态势，经济数据及上市公司2014年度和1季度业绩并不理想；2. 石油价格暴跌引致的新兴市场货币贬值和美元加息预期，可能在短期对中国造成国际资本外流的冲击；3. 强力改革和降息周期开启催生的牛市行情已经上涨2个季度左右，须得到经济基本面的印证，市场存在修整的需要。

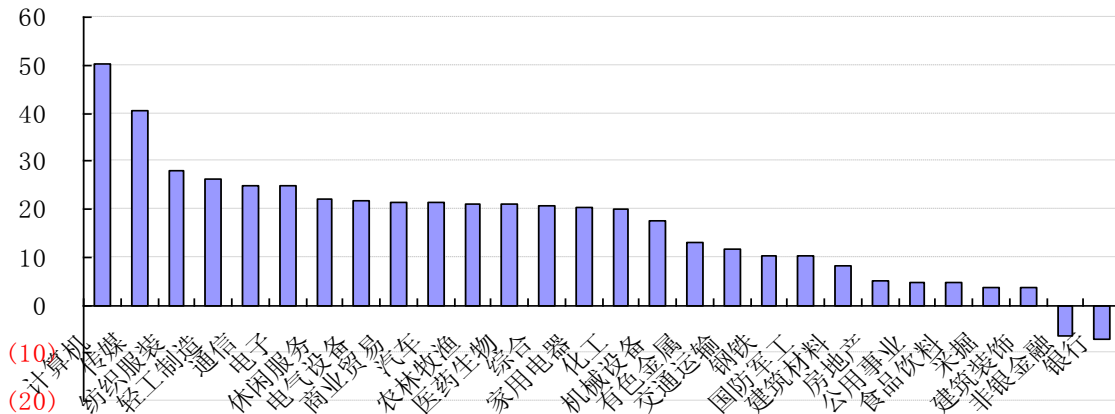
从已公布的各项数据来看，基本符合我们此前的判断：经济延续下滑态势；美元的加息预期使人民币自上年12月中旬开始步入一轮贬值走势，新增外汇占款减少明显。期间，A股市场在全球主要股市中由去年下半年的全球领涨退居中间位置，上证指数有过近10%的回调，总体呈现高位震荡格局。其中，金融等大盘蓝筹相对而言回调较多，以计算机、传媒等成长股为龙头的中小板和创业板持续走强。

图表 A股主要股指表现



数据来源：Wind、东吴基金

图表 2015年以来A股各行业（申万一级行业）涨幅情况

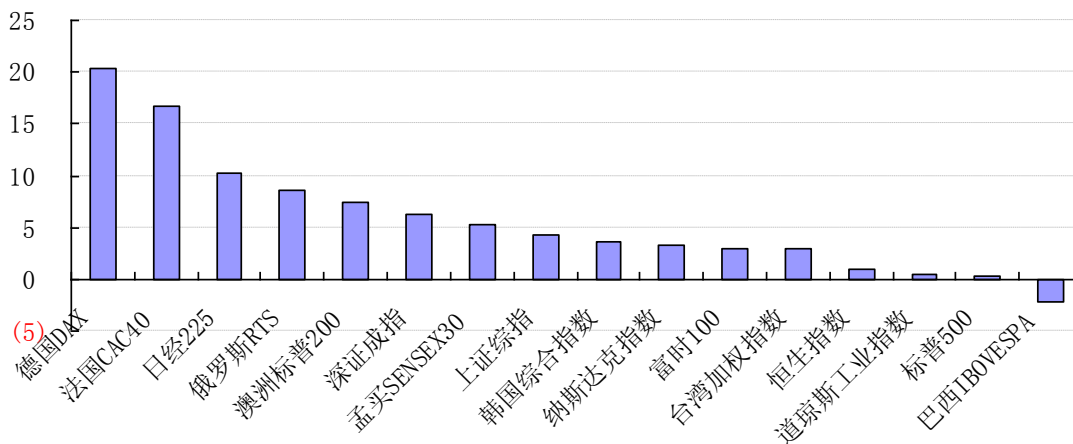


数据来源：Wind、东吴基金



海外市场中，欧元区经济复苏信心提升，股市表现强于美国。欧央行在1月下旬进一步推出量化宽松政策，将资产购买范围扩大至主权债务领域，自3月9日开始每月从二级市场购买由欧元区各国中央政府和机构、欧洲机构发行的债券600亿欧元，期限至少持续到2016年9月。在欧央行的宽松刺激下，欧元区经济的复苏信心得到提振，CPI降幅收窄，失业率得到改善。欧元区中，德国经济复苏势头最强。美国经济复苏已经确立，非农就业数据连续4个月超出市场预期，提升美联储在6月份的加息预期；不过，除就业数据外的其他大多数经济数据并不是很理想，表明美国经济复苏的程度越来越受到全球景气状况的制约。在这些因素影响下，欧元区股市在1季度的表现明显强于美国，其中德国DAX指数在全球主要股指中涨幅位居第一。

图表 2015 年以来全球主要股指表现



数据来源：Wind，东吴基金

(二) 宏观经济超预期下滑

继上年 11 月份降息之后，人民银行在 2 月份启动降准，并于 3 月初再次小幅度降息。除此之外，政府在投资领域惯用的稳增长措施方面并没有大的动作推出。我国宏观经济在 1 季度延续了去年下半年以来的下滑趋势，而从 1、2 月份的经济数据来看，下滑的程度比并不乐观的市场预期还要差一些。

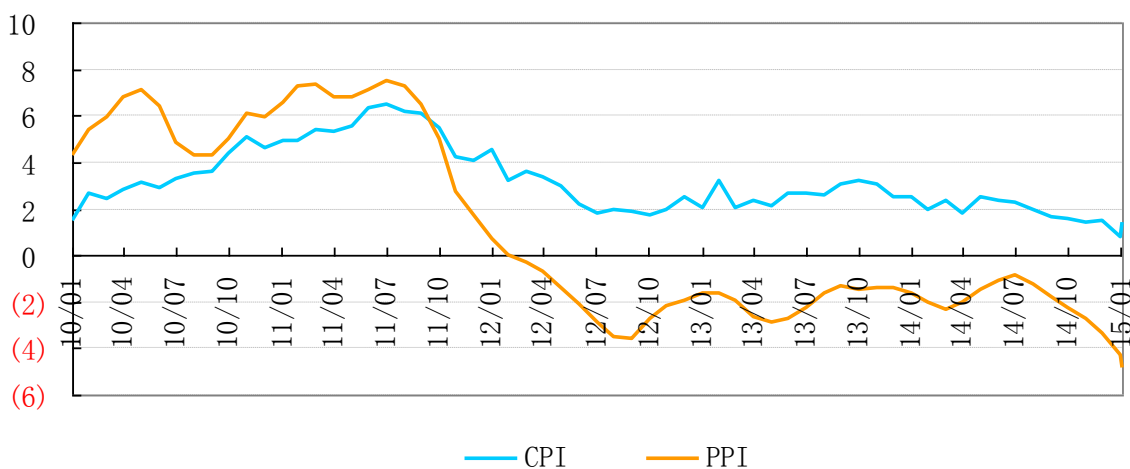
- 企业景气度偏弱：官方PMI数据在1、2月份分别为49.8和49.9，跌至荣枯线以下。汇丰 PMI 数据显示2月份回升至50以上，说明中小企业的景气状况略有好转，但总体而言仍处于弱势。
- 通缩风险加剧：CPI在1月份大幅跌至0.76%之后，2月份受春节因素影响回升至1.4%。1、2月份CPI合计平均同比为1.1%，为2010年以来的最低水平。PPI在1、2月份分别跌至4.3%和4.8%，显示工业品的通缩程度在加剧，这将直接影响到工业企业的盈利情况。
- 企业盈利状况进一步减速：规模以上工业企业增加值1、2月份同比实际增长6.8%，同比增幅下降1.8个百分点。
- 投资增速大幅下滑：1、2月份固定资产投资同比大幅下滑至13.9%，主要是受到到位资金增速下降的影响，同期投资到位资金同比增长只有6.7%，同比、环比下降7.9和3.9个百分点。固定资产投资中除基建投资仍保持在20%以上之外，制造业投资增速降至10.6%，下降较多；房地产开放投资增速



10.4%，虽然较去年全年仅回落0.1个百分点，但是商品房销售面积、房屋新开工面积及土地购置面积分别大幅下滑至-16.3%、-17.7%和-31.7%，这预示着2季度的房地产投资很不乐观，并对投资增速构成进一步的拖累。

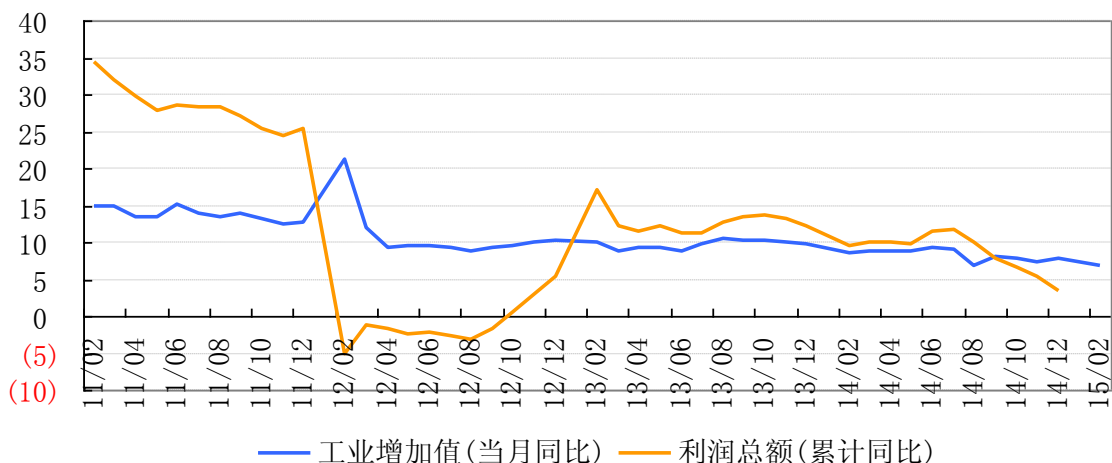
- 进出口数据反差鲜明：受海外需求回升的拉动，我国出口总额1、2月份增速15%；而进口总额减少2.3%，表明内需依然疲软。
- 消费维持弱势：受CPI走低的影响，社会消费品零售总额1、2月份同比名义增长10.7%，增幅同比下滑1.1个百分点；扣除价格因素实际增长11%，同比上升0.2个百分点。

图表 CPI、PPI 持续下行显示通缩风险加大



数据来源：Wind、东吴基金

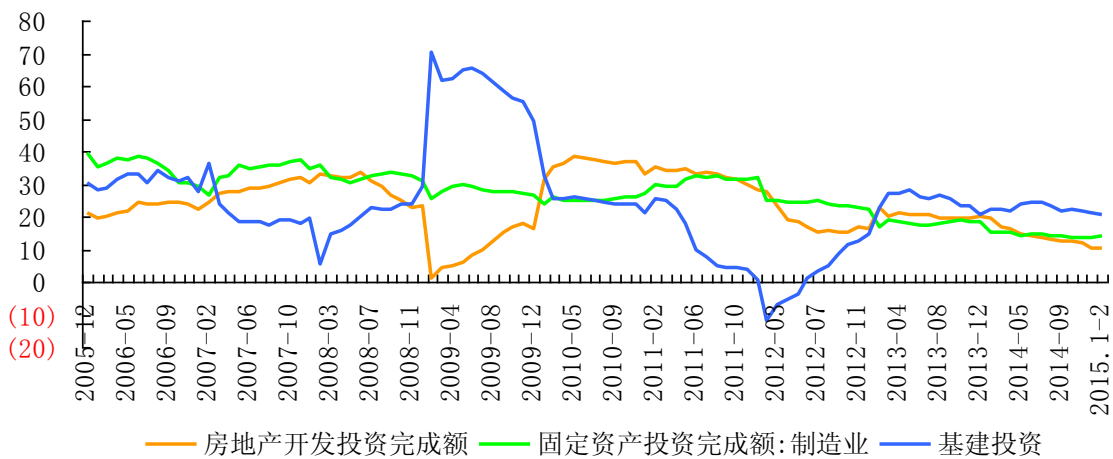
图表 规模以上工业企业增加值与利润总额持续下滑



数据来源：Wind、东吴基金



图表 我国固定资产投资增速持续下滑（累计同比：%）



数据来源: Wind、东吴基金



二、2 季度展望：经济回升尚待时日，风险总体可控

（一）宽松政策上演进行时，累积效应有望显现

我们在年度策略报告中认为：上年各项稳增长措施虽然托住了经济增长目标的底，但是呈现出的年中冲高后加速回落的格局加大了 2015 年稳增长的压力，因此，今年的货币政策和财政政策将会更宽松。总理在两会期间做的 2015 年政府工作报告中表示：“我国经济下行压力还在加大，发展中深层次矛盾凸显，今年面临的困难可能比去年还要大”。因此，后续支持实体经济的宽松政策仍值得期待。

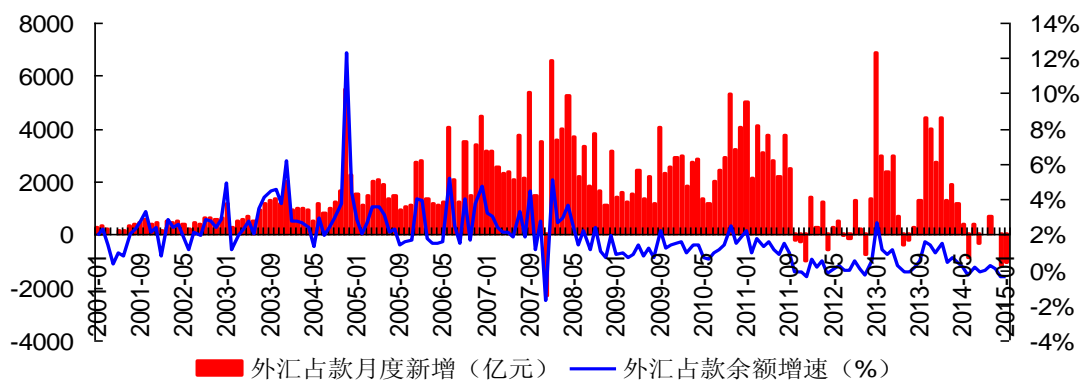
已实施的货币宽松举措力度不够，降息降准仍将继续

央行自上年 11 月以来，共进行了 2 次降息 1 次降准。此外，央行在春节过后还进行了逆回购操作，下调中标利率。

- 2014 年 11 月 22 日起降息，贷款利率下调 0.4 个百分点，存款利率下调 0.25 个百分点，并将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款利率的 1.1 倍上调为 1.2 倍；
- 2015 年 2 月 5 日起降准，下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，并且，对小微企业贷款占比达到定向降准标准的城市商业银行、非县域农村商业银行额外降低人民币存款准备金率 0.5 个百分点，对中国农业发展银行额外降低人民币存款准备金率 4 个百分点。此次降准释放流动性约 7000 亿元左右。
- 2015 年 3 月 1 日起下调存、贷款利率 0.25 个百分点，并将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款利率的 1.2 倍上调为 1.3 倍。

但是，相对于低通胀和经济疲弱的程度，这些货币宽松措施显得力度不够。银行间市场利率没有明显的下降，甚至还出现阶段性走高，这反映资金面依然处于偏紧的状态。根据人民币银行公布的金融统计数据，1、2 月份新增社会融资总量 3.4 万亿元，低于 2013 年和 2014 年同期的 3.62 万亿元和 3.54 万亿元，社会融资总量同比偏低。

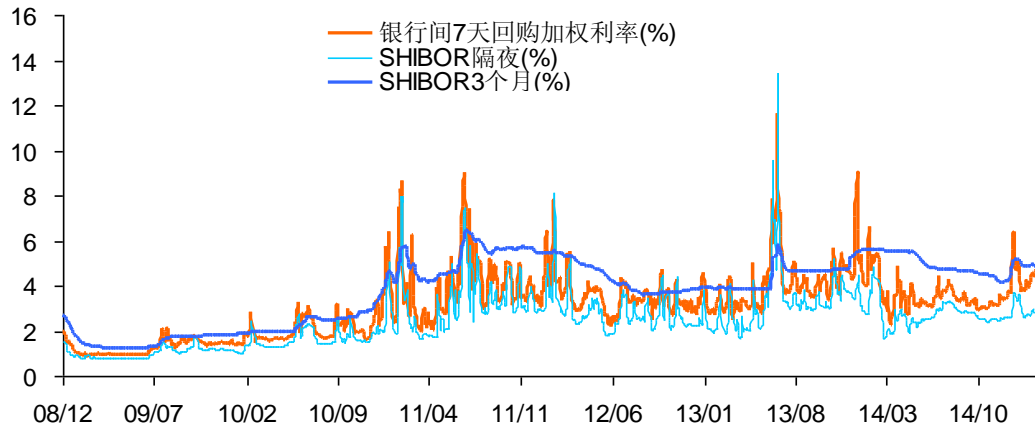
图表 金融机构外汇占款月度新增和余额增速



数据来源：WIND，东吴基金



图表 银行间市场利率显示资金面仍偏紧



数据来源：WIND，东吴基金

2015 年政府工作报告中将 M2 增速预设为 12%，虽然较上年调低了 1 个百分点，但考虑相匹配 7% 的 GDP 增长目标值，4 个百分点以上的差值远高于过去 12 年 1 个多百分点的均值，并不算低；并且还强调“在实际执行中，根据经济发展需要，也可以略高些”。我们在年度策略中提到进一步降息降准的逻辑并没有改变：

- 通胀低位运行，使得实际信贷利率变相上升，企业及政府的负债压力没有得到有效减轻。因此，抗通缩已经成为货币政策的重要目标。
- 外汇占款自上年 12 月以来，连续减少上千亿元。这一趋势在美元持续走强的预期下难以扭转，需要降准来进行对冲。
- 国内 IPO 以及各种形式的资产证券化加速发展，提升社会融资需求，需要央行给予货币支持。

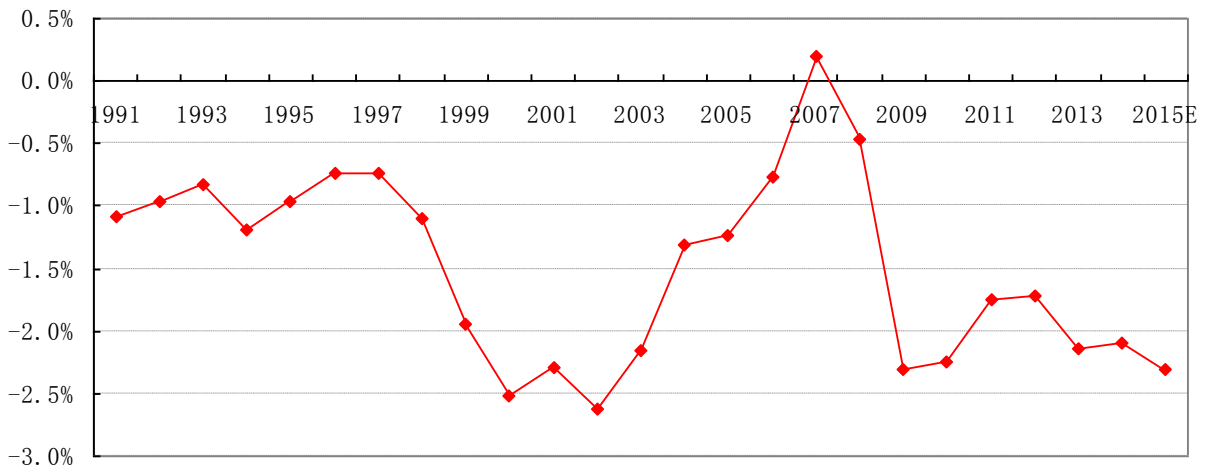
不过，为防范“高杠杆、泡沫化风险”，货币宽松的过程可能并不“痛快”。针对经济和金融风险，去年中央工作会议强调“化解以高杠杆和泡沫化为主要特征的各类风险将持续一段时间”。为规范银行的同业非标业务和地方性政府债务问题，127 号文、43 号文于去年相继出台，强化地方政府预算约束的新《预算法》也已于 2015 年初实施。不过，资金“脱实进虚”的局面没有明显改观，央行全面大幅降准仍有顾虑。2015 年政府工作报告中强调“更加注重定向调控”，“灵活运用公开市场操作、利率、存款准备金率、再贷款等货币政策工具……让更多的金融活水流向实体经济”。因此，我们判断后续的货币宽松措施在结合 PSL、SLF 和 MLF 等创新工具的同时，降准降息将会以“碎步前移”的形式出现，同时继续辅以定向降准降息。

“更有力度”的积极财政政策目前尚未见到，有望在 2 季度体现

投资仍将是 2015 年政府稳增长的重点领域，尤其是基建投资将继续用来对冲房地产和制造业投资增速的下滑，并通过创新投融资方式（比如公私合营的“PPP”）解决资金问题，以及通过放松管制和财税上的支持来扶持企业创新，所谓“财政政策要有力度”就在于此。去年，受财政收入增速放缓和年度 1.35 万亿元财政赤字安排的制约，财政政策在 3 季度后显现后劲不足。因而在 2015 年的政府工作报告中，安排了 1.62 万亿元的财政预算赤字，比 2014 年增加 2700 亿元，财政赤字率由 2.1% 上调到 2.3%。



图表 全国财政赤字率情况



数据来源：WIND，东吴基金

同时，政府还采取其他措施来弥补财政支出的不足，比如：

- 优化财政支出结构，大力盘活存量资金，提高使用效率；
- 创新和完善地方政府举债融资机制：发行专项债券、推广公私合营的“PPP”模式；
- 提高直接融资比重：例如在国防军工领域，2015年两会上公布的国防预算较上年增长10%左右，虽然较上年12.2%的增速有所下降，但军工领域的资产证券化在提速，与资本市场对接发展直接融资，并大力发展军民融合。因此，加上这些财政之外的资金投入总额会更大。

此外，对于企业主导的投资领域，政府通过财税上的优惠及改革，实行结构性减税和普遍性降费，进一步减轻企业特别是小微企业负担，扶持企业创新。截至当前，“积极的财政政策”框架已经基本搭建完毕，但在具体实施上还没有大的动作推出。仅在今年2月25日国务院常务会议上确定对小微企业进一步减税降费措施以及部署加快重大水利工程建设，其中后者为“力争在7月底前完成新开工项目的可研审批，中央财政用于续建项目的专项资金5月底前全部下达，中央预算内水利投资6月底前下达90%”。

由此可见，国家财政支出在1季度处于较低水平，其中1月份出现19.9%的负增长。随着经济下行压力加大，以及春节后各项工作的展开，我们预计“有力度”的积极财政政策在3月份“两会”之后至2季度会逐步实施。加上货币宽松政策的累积效应，我们预计经济景气状况在2季度有望逐步企稳回升。

（二）地方政府性债务风险可控，人民币贬值压力或减轻

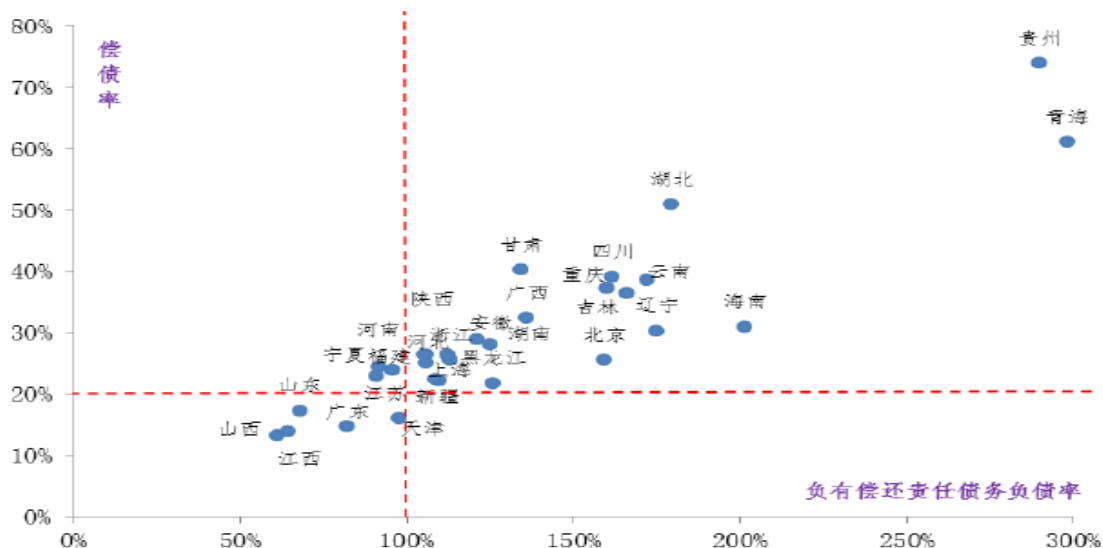
2季度是年内地方政府性债务的偿付高峰，风险正处于逐步化解中。

根据2013年审计署的审计结果，截至当年6月底全国各级政府负有偿还责任的债务20.7万亿元，其中地方负有偿还责任的债务10.9万亿元。加上此后至2014年底新形成的债务均已经上报财政部，但具体数字未公布。2015年到期的地方政府存量债务约为1.9万亿，2季度是偿付高峰期，其中，城投债到期偿付额同比几乎翻番。



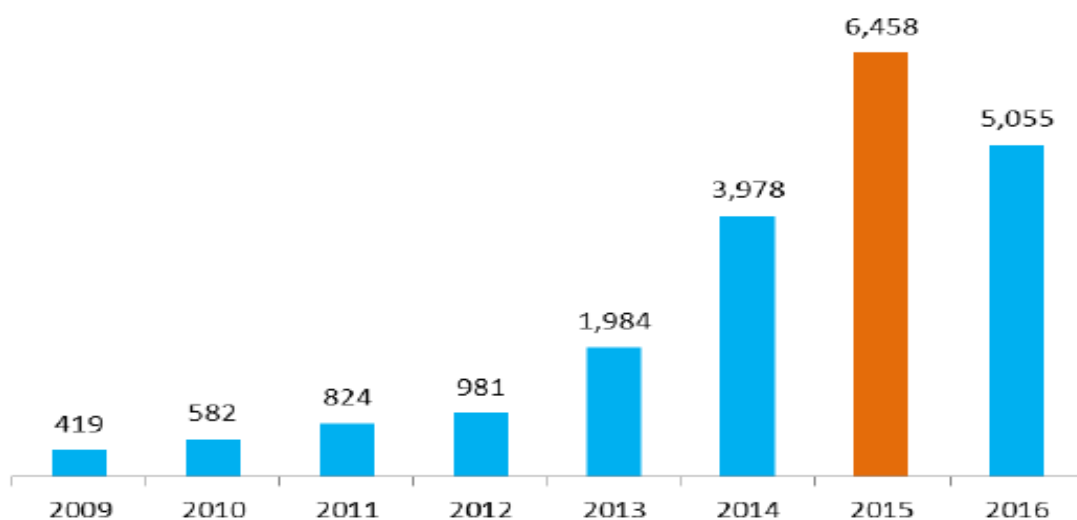
从各省公布的审计数据结合财政实力状况看，有25个省市2015年的偿债率已超过20%，且有22个省市的负有偿还责任负债率超过100%。

图表 各省负债率、偿债率（%）



数据来源：WIND，东吴基金

图表 城投债到期量（亿元）



数据来源：WIND，东吴基金

2014年10月出台的《地方政府存量债务处置办法》（征求意见稿）规定：截至2014年底的存量债务余额应在2015年1月5日上报财政部；统筹财政资金优先偿还到期债务；2016年起只能通过省级政府发行地



方政府债券方式举借政府债务。为确保改革平稳过渡，2015年12月31日前，对符合条件的在建项目后续融资，政府债券资金不能满足的，允许地方政府按照原渠道融资，推进项目建设。即城投公司2015年仍可以发行城投债用于保障房、公路、水利等几个领域内的在建项目。2015年的政府工作报告也提到“保障符合条件的在建项目后续融资，防范和化解风险隐患”。

两会期间，财政部长楼继伟在记者会上对化解地方政府债务问题阐述了思路和办法，即对存量债务部分，实现余额管理，分类化解：

- 把有一定收益或者可以改造成有比较稳定的现金流，比如可以收费。或给予适度的补贴，转为PPP模式，变成企业债；
- 存量置换：对部分完全公益性的债务，由短期、高息的平台债务替换为长期、低息的政府债券；
- 成立AMC（资产管理公司）进行剥离：截至目前，已经有11个省市成立了省级资产管理公司，参与不良资产的批量收购与处置业务，推动地方债务重组。

据媒体报道，3月初，财政部已经批复了3万亿元的存量债务置换，其中1万亿的额度已经批复到各省财政厅，西南某省获得300亿的额度。此后财政部在否认该项债务置换是由央行来购买的同时，承认了首批1万亿元的置换额度。可见，对于地方政府性负债的风险问题，中央政府已经形成完整的处理体系，并已经付诸实施。对于该问题，李克强总理在“两会”期间答中外记者问中也明确表示：为了防止道德风险和增强人们的风险意识，允许个案性金融风险的发生，按市场化的原则进行清算。因此，我们认为2季度可能会出现个别违约事件，但蔓延的概率较小，总体风险处于可控范围。

人民币贬值压力或减轻，但不确定性犹存

今年欧美两大经济体实施相反的货币政策，即美元退出QE之后的加息预期与欧元区实施QE并存，这构成人民币汇率正反两方向的拉力，并在一定程度上影响着人民银行货币宽松的决策。

美国经济复苏基本确立，非农就业连续12个月高增长，并且连续4个月超出市场预期。2月份失业率降至5.5%，为2008年5月以来的最低点，单月值已跌至美联储官员设定的5.2~5.5%就业最大化的上限。该数据公布后，美联储在6月份的加息预期再次升温。不过，除就业之外的其他大多数数据并不是很理想，比如在劳动力市场强劲复苏的同时，薪资水平并未明显改善；美国ISM（供应管理协会）公布的2月份制造业PMI虽然连续28个月高于50的荣枯线，但已放缓至13个月的新低；1月份的个人开支环比下降，新屋开工和成屋销售均低于市场预期。由于海外经济不景气以及美元的升值，美国的出口数据表现不佳，1月份出口下降2.9%，进口下降3.9%，贸易逆差418亿美元。这些都表明美国经济复苏的势头并不是很强劲，其复苏程度也受到全球经济环境的影响。此外，美国的通胀水平与其他发达国家一同走低，这不仅仅是原油价格下跌所致，更是内需疲弱的反映。可见，抗通缩也是美联储需要考虑的问题。

总之，美联储加息预计会相对谨慎。再说，美元的大幅上涨很大程度上已经包含了加息预期，后续进一步升值有望趋缓，甚至在预期兑现时会出现回调。因此，人民币对美元的贬值压力预计将会减轻。

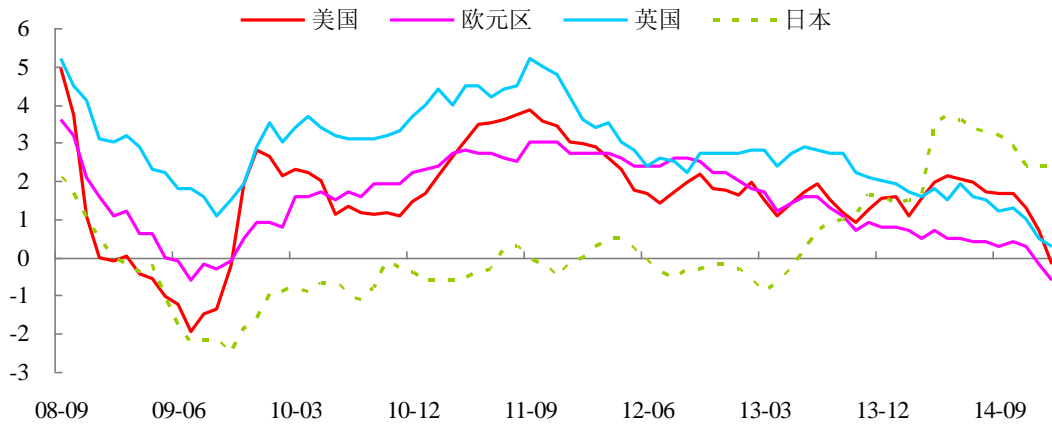
欧元区的降息及量化宽松政策，使人民币变相升值。事实上，人民币对美元自上年12月中旬以来贬值的同时，对欧元在加速升值。在量宽政策及希腊风险暂时解除的刺激下，欧元区的各项经济数据显现走强的势头，市场对欧元区的预期正变得乐观，这也使得欧洲2015年初以来的股市表现要好于美国。同时，欧洲经济



的向好态势，会减轻人民币对欧元的升值压力，并对我国的出口有拉动作用。

综上所述，2季度汇率问题对我国货币政策上的掣肘将趋弱，央行的降息降准举措将更多地基于国内经济状况而定。

图表 G4 国家 CPI 同比情况 (%)



数据来源：WIND，东吴基金



三、A 股市场判断及投资主线

受财政部公布 1 万亿地方政府性债务置换计划的刺激，以银行为主的金融蓝筹出现止跌回升。债务置换缓解了地方债爆发的风险，能让地方政府腾出更多的资金用于稳增长，也在一定程度上改善了银行的资产质量。不过，这更多地是部分解决了资产负债表的问题，对景气情况尤其是企业的盈利情况并无直接的关系。1 季度经济超预期地大幅下滑，预示着上市公司 1 季报业绩情况不容乐观。“有力度的财政政策”到目前还没怎么运用，且其效果有一定时滞——2014 年 4 月下旬推出的一系列稳增长措施，全国财政支出在 5、6 月份达到 25% 以上的年内高点，经济才开始回升。

因此，我们仍然认为在股市已经提前于经济启动大半年之后，在关注改革和降息进程的同时，更应该重点关注经济复苏的状况。1 季度或许是今年经济增长的低点，但短期还看不到经济明显复苏的迹象。因此，2 季度尤其是在前半程，我们预计由于经济复苏的缺位而使 A 股市场缺乏继续强劲上涨的支撑，预计仍将以震荡为主。而多次降息降准之后的累积效应，加上后续“有力度的财政政策”推出，预计经济有望在 2 季度后半程企稳回升，并在资本市场进一步对外开放——比如纳入 MSCI 预期的升温，A 股市场有望真正步入新一轮上涨行情。

鉴于此，我们建议在投资标的的选择上弱化大小盘股之分、传统与新兴之分，重点关注行业及公司的盈利回升情况，率先实现盈利回升尤其是超预期回升的板块将获得资金青睐。并结合行业政策的执行情况，2 季度我们重点看好互联网+、新能源汽车和环保等板块。同时，随着稳增长措施累积效应下的经济逐步企稳回升，关注大盘蓝筹板块出现的投资机会。

（一）“互联网+”：互联网对传统产业的渗透带来的机会

3 月 5 日，李克强在政府工作报告中明确提出“互联网+”行动计划：

- 制定“互联网+”行动计划，推动移动互联网、云计算、大数据、物联网等与现代制造业结合，促进电子商务、工业互联网和互联网金融健康发展，引导互联网企业拓展国际市场。国家已设立 400 亿元新兴产业创业投资引导基金，要整合筹措更多资金，为产业创新加油助力。
- 政策层面进一步推动工业化与信息化的融合，预计将加快我国工业 4.0 的转型进程；同时，扶持互联网相关产业成为优化我国经济结构的重要举措，移动互联网、云计算、大数据等产业有望迎来发展黄金期。同时报告强调加快健全基本医疗卫生制度，预计开放网络售药以及强化医保控费系统建设将成为平抑药价、平衡医疗支出的重要手段。

从报告内容的角度看，政府就是对互联网改造传统行业做出首肯，支撑互联网向传统行业渗透，提高传统行业的生产效率。所以政府从顶层设计的角度引入市场化和科技创新来对中国的整个经济模式进行手术改造。也是体现本届政府立意改革创新的内衷。而正因为这种渗透的加速，很多传统行业都会产生投资机会，只要他们“加”上了“互联网”。

为何要“互联网+”：传统模式玩不下去了。这里我们要谈谈全球传统的经济模式，现在全球经济增长的格局和模式是什么？一个时代会造就一群伟大的公司，名曰“时势造英雄”。那么我们可以反推一群英雄可以影射这个时代的时势。回到 2007 年，那个时代最伟大的是谁？淡水河谷，中石油（全球最赚钱的公司），中石化，某煤 s（煤炭公司的复数），某色 s（同理），某地产 s，某水泥 s。为何？这里面就引用巨人们的逻辑：全球经济增长的模式是中国这个庞大的制造工厂，到全球买矿石买煤炭，到国内进行重工业生产和低端制造。房地产市场起来了，出口起来了。那么现在最伟大的公司是谁？苹果，FACEBOOK，BAT。他们映射了什么



样的时势？这样的时势会如何发展？第一，这些公司的出现，已经说明全球经济模式已经从量变往质变发展，这也许能部分解释为何国内的宏观数据和中观数据在今年总是出现背离。第二，技术驱动模式，模式带动效率，效率带来利润，利润进入再生产。第三，技术创新动摇传统利益体，激活市场需求。可见整个全球经济都在发生在巨大的变化，中国如果还是按照“中国制造”这条路走下去，必然是被市场边缘化。好在中国也有一批自己伟大的公司，而且这些公司是完全是在纯市场化竞争的成长起来的：腾讯，百度和阿里巴巴。这些公司的成长就是依托互联网产业的发展。这些企业擅长的事情就是依托互联网这个工具来改造产业，创造需求。最明显的例子就是互联网对零售行业的：电商。传统零售行业依托网点优势对周边客户进行覆盖，该商业模式产生了两个问题：规定房租成本，覆盖面有限。这两个问题限制了单个网点的盈利能力（收入涨房租涨），覆盖区域决定了人流量（决定收入空间的上限）。而电商的兴起，一方面降低了零售行业的门槛，众多的中小制造商都可以脱离渠道的束缚进行直面终端客户的销售--扩大了产品供应商；降低了运营的渠道成本，很多企业不在需要租网点来进行产品销售，该块成本的节省也提高了制造端的经营效率；而电商的全国覆盖也打开了商家的流量上限。所以互联网对商贸零售行业之后，对其供给端，收入端，成本端和需求多都进行了改进。而我们值得期待互联网行业对其他行业的改造以提升经济的活力。

怎么“互联网+”？“互联网要素的再运营”。互联网对传统行业的渗透这是一个泛命题，因为传统行业太多，而且商业模式各异，互联网如何去改造这些行业，由于篇幅限制我们无法去一一讨论。而我们打算换个思路来讨论这个问题，及互联网对传统行业的渗透，我们可以理解为传统行业利用互联网工具对其业务模式进行新的定义。故而，我们可以这么解读：“互联网+”就是将互联网的要素在传统行业进行再运营。这些要素的运营主体可以有多个，具有可变性，在现在这个时点是难以看清的。但是这些要素的所有者，现在是可以看清楚很多的。第一：数据，互联网其实是数据信息的载体，那些具有数据流量的公司，在“互联网+”的演变进程中必然受益；第二，网点下沉能力，由于互联网化的是信息流，关于服务和商品的提供，最终还是要落地的方略，故而网点的下沉和覆盖能力成为根本；第三，.端口，由于互联网本身是接口，用户以什么终端接入互联网服务本质是具备卡位价值的。所以从以上三个路径，我们认为，云服务提供商，IDC服务商，工业软件提供商，线下网点布局宽广的企业，物联网，车联网相关企业具备极大的投资价值。

（二）环保：打造节能环保新兴支柱产业

环境污染治理是一个系统性的工程，将持续经历一个较长的周期才能实现环境质量的彻底改善。长期而言环保上市公司会充分受益环保投资力度的加大，同时依靠上市平台的融资能力成为社会资本投向环保的重要入口，是行业的主要整合者和推动者。2015年作为“十二五”的收官之年，行业方面除了“水十条”等重大政策的出台之外，“十三五”的布局也将是重中之重，因此环保行业在新的政策预期、新一轮投资即将展开和新商业模式涌现的大环境中有望持续保持高景气度。

习近平总书记曾在去年的 APEC 会议上明确表示，希望中国蓝天常在、青山常在、绿水常在，并指出我们正在全力进行污染治理，力度之大前所未有的。进入 2015 年，随着“史上最严”的环保法开始实施，《穹顶之下》揭露的环保执法力度不严现象也将被遏制。新任环保部长陈吉宁保证，要把过去环保执法“过松、过软”状态彻底改变，让守法变成新常态，敢于碰硬，形成高压态势，还将强化刑事责任追究，发现一起、查处一起、移送一起。可以预见，未来的环境保护中，铁腕治污将成为常态。高压之下，环境监测、治理需求加速释放，环保市场开启更广阔发展空间。

图表：近期主要环保监管政策

时间	名称	主要内容
2015.2	《关于推进环境监测服务	引导社会环境检测机构进入环境监测的主战场，提升政府

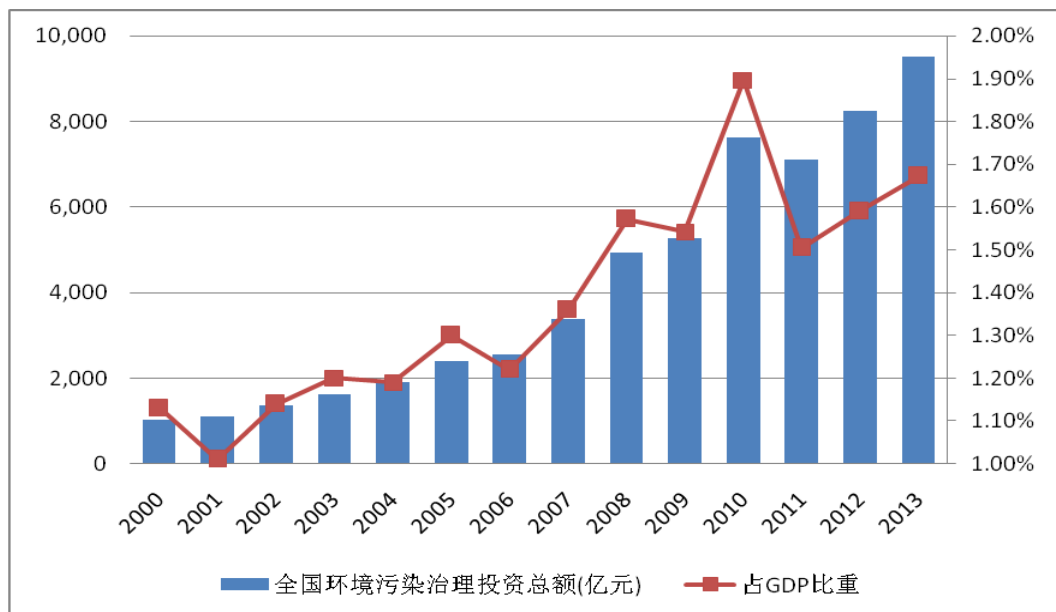


	社会化的指导意见》	购买社会环境监测服务水平。
2015.1	《关于推进环境污染第三方治理的意见》	健全统一规范、竞争有序、监管有力的第三方治理市场；依法公开第三方治理项目环境监管信息，完善价格和收费政策。
2015.1	《中华人民共和国环境法》	统一规划环境质量监测站的设置，建立监测数据共享机制，加强对环境监测的管理。按日连续处罚、造假机构承担法律责任。
2014.11	《关于加强环境监管执法的通知》	对各类环境违法行为“零容忍”，加大惩治力度，严格规范和约束执法行为

数据来源：东吴基金

2015 年的政府工作报告中，李克强总理大篇幅谈及环保和节能减排，尤其是在产业发展方面强调要把节能环保产业打造成新兴的支柱产业。在 3 月 7 日“全面加强环境保护”为主题的两会记者会上，新任环保部部长陈吉宁指出，过去三年全社会环保的投资每年新增约 1000 亿元，但主要靠政府，政府投入占比 30%至 40%。未来几年的环保投资需求约 8 至 10 万亿元，是拉动经济增长的动力。这与“十二五”期间节能环保产业 5 万亿左右的投资规模相比，市场有了新的、较高的预期。2009 年，我国环境污染治理投资总额 5258 亿元，2013 年为 9516 亿元，5 年复合增速为 13%。预计随着我国经济结构的转型和环境污染治理投资力度的不断加大，全国环境污染治理投资总额占 GDP 比重有望超过 2%。

图表：全国环境污染治理投资总额及占 GDP 比重



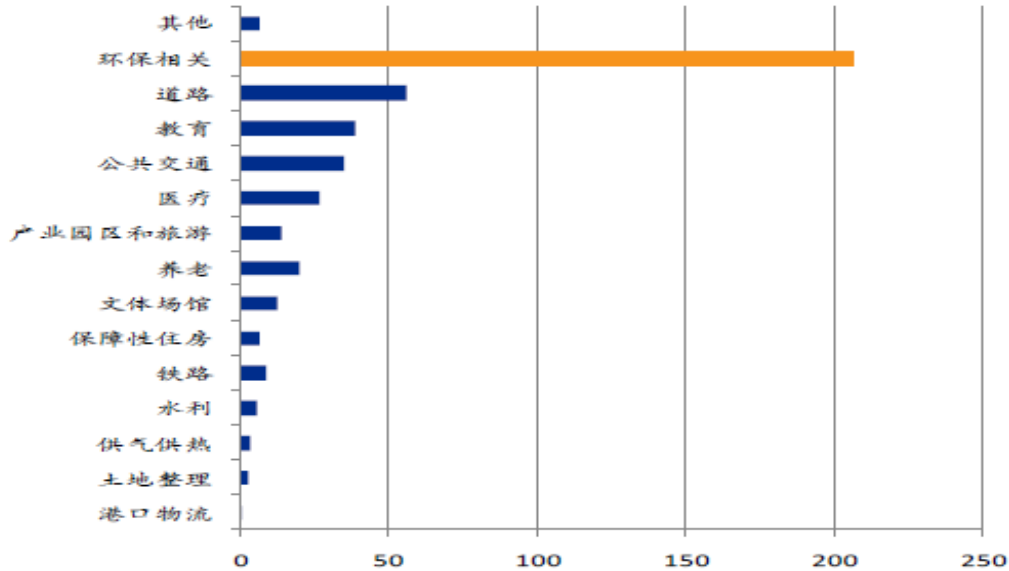
数据来源：Wind、东吴基金

近期，国务院颁布了《国务院关于创新重点领域投融资机制鼓励社会投资的指导意见》，明确将积极推动社会资本参与市政基础设施建设运营，建立健全 PPP 模式，鼓励社会资本投资污水处理等市政基础设施项目。收益共享、风险共担的 PPP 模式一方面为政府缓解资金紧张问题；另一方面企业以及社会资本通过资金与技术的投入获得建设运营收益，提高自身市场占有率的同时利于后续的订单获取。PPP 模式与环保行业，尤其是污水处理行业的契合度更高。根据目前已经公布的 PPP 示范或者试点项目清单中，与环保相关的项目个数占比



42%，排名第一，总投资额占比约为 10%。

图表：已出台 PPP 项目不同类型个数



数据来源：东吴基金

（三）新能源汽车：

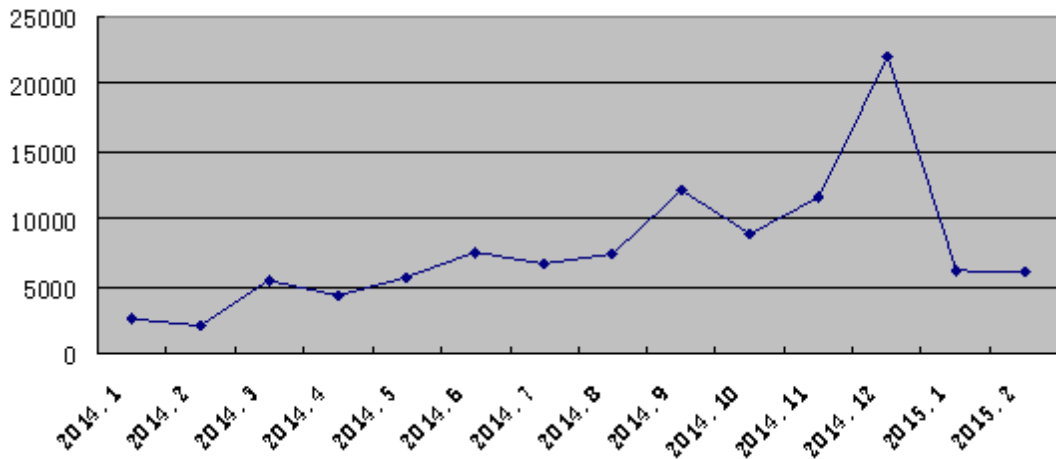
在环境污染和能源短缺日益严重的大背景下，发展新能源汽车成为大势所趋。近年来，相关利好政策频发，且支持力度逐渐加大，新能源汽车进入高速增长通道。

- 2012 年国家公布了《节能与新能源汽车产业发展规划（2012-2020 年）》，提出到 2015 年纯电动汽车和插电式混合动力汽车累计产销量力争达到 50 万辆；到 2020 年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车生产能力达 200 万辆、累计产销量超过 500 万辆，燃料电池汽车、车用氢能源产业与国际同步发展。
- 2013 年 9 月，财政部、科技部、工信部、发改委等联合发布了《关于继续开展新能源汽车推广应用工作的通知》，随后，上述部委分别于 2013 年 11 月和 2014 年 1 月发布了两批新能源汽车推广应用城市(群)名单，按照上述新能源汽车推广应用城市(群)申报计划，2013 年至 2015 年 39 个推广应用城市(群) 将累计推广新能源汽车 33.6 万辆。
- 2014 年 7 月发布了《关于加快新能源汽车推广应用的指导意见》，加快充电设施、积极引导企业创新商业模式、推动公共服务领域率先推广应用、进一步完善政策体系、坚决破除地方保护、加强技术创新和产品质量监督。除在技术突破和充电设施建设上重申安全、便利化之外，在进一步完善政策体系上，《意见》更是给予了足够篇幅。其中，完善新能源汽车推广补贴政策、改革完善城市公交车成品油价格补贴政策、给予新能源汽车税收优惠、多渠道筹集支持新能源汽车发展资金、完善新能源汽车金融服务体系、制定新能源汽车企业准入政策、建立企业平均燃料消耗量管理制度、实行差异化的新能源汽车交通管理政策等覆盖民众最为关心的新能源汽车购买、适用等多个环节。



在强有力的政策推动下，新能源汽车获得了快速的发展，2014 年共计销售新能源汽车 7.8 万辆，2015 年 1-2 月销售 1.2 万多辆，同比大幅增长。

图：2014 年以来新能源汽车按月销量（辆）



资料来源：东吴基金

虽然增长非常可观，但目前看离目标还相差很远。主要原因有以下几点：（1）目前，我国尚处于汽车发展中前期，私人对汽车的认识仍偏向于传统汽车，要让他们特别是其中的初次购车者购买新能源汽车难度较大；（2）续驶里程短、价格贵、充电设施滞后是制约新能源汽车推广的主要因素，而相比之下新能源客车一般行驶路线固定，这方面的问题更好解决；（3）我国新能源汽车目前尚处于政策推动阶段，国家和地方政府的相关支持政策主要集中于公共交通领域（该领域政府更具主导，易于推广）。对于私人乘用车推广的积极性比较弱。

我们觉得，随着以比亚迪为首的插电式混合动力车秦的大卖，以及即将推出的唐、汉、商。新能源汽车在私人乘用车领域将大幅增长。在比亚迪的示范带动下，包括宝马、大众、丰田等纷纷推出插电式混动。其他方面，以时空租赁为主的商业模式在 2014 年也取得初步成功，更多的整车企业和行业外企业都将逐步参与进来。更多企业，更多模式的推出都有利于新能源汽车的推广。销量的增长带动成本的下降。上游企业也纷纷在国内设厂，包括三星、LG。这些大企业的参与也将推动电池技术进步，成本下降。行业将进入正向循环。

在政策大力推进，企业积极参与，技术逐步突破、盈利模式逐步清晰的背景下，我们预计新能源汽车即将进入井喷阶段，2015 年新能源汽车产销量有望达到 20 万辆以上。



四：重点看好的行业及投资策略

计算机行业——有泡沫，只要“颜值”高，不怕裸奔

评级：中性

涨幅领先，业绩增长加速。截止 3 月 14 日，计算机板块涨幅 61%，排列所有板块第一名，大幅跑赢沪深 300 指数。而如此大涨幅的背后必然是带来更高的估值。基于目前已发布业绩快报的公司分析：已经公布 2014 年业绩快报的公司中：1) 净利润增速超过 100% 的公司达到 11 家，其中 3 家和互联网金融相关，这些公司在大幅拓展用户数的同时也逐步进入业绩释放期。2) 净利润增速在 50%-100% 的公司达到 13 家，主要包括互联网金融以及由传统订单项目制向运营服务制转型成功的公司。3) 净利润增速在 0%-30% 的公司达到 31 家。14 年收入增速中位数 24%，而 13 年是 19%；14 年净利润增速中位数 32%、而 13 年是 15%。明显改善。计算机板块 TTM 的 PE 已经在 80 倍以上，预计 2015 年 PE 在 50 倍左右。所以伴随着业绩加速增长的还有高估值，那么对于个股的投资就显得尴尬。

泡沫有，但是难以判断其尽头。在 2015 年策略报告里面，我们明确提出“拥抱泡沫”，在这个时间点，我们依旧是这个看法。计算机板块的泡沫肯定是有的，很多高估值的唯一支撑就是上市公司的一个梦想。标签式的投资在目前的 A 股市场特别流行。泡沫的结论是很好下的，难下的是泡沫什么时候终结。所以我们建议投资者还是一分清醒一分醉吧。

找“颜值”高的，泡沫中的新热点。整个计算机板块有很多细分板块，板块估值高企，但是还是能找出一些估值相对合理但是有估值弹性的细分领域标的：工业 4.0（远光软件），ATM 机线下价值再挖掘（广电运通，御银股份）

工业 4.0：远光软件作为发电行业的财务软件和风控软件提供商，掌握了发电行业的相关数据，具备转型大数据业务提供商的核心资源。而公司的燃料管控软件也受益电改。燃料智能化业务迅速推开的本质还是需要整个电力行业市场化业务的推开，电改的推进会直接推动整个燃料智能化业务的爆发，而目前公司的预测收益率还是在 30 倍以下，市场关注度之外，值得关注。

ATM 机线下价值再挖掘：今年最红的行业就是互联网金融，而市场目前的关注度还是在互联网金融的线上或者后台软件服务商。而由于金融业务本质难以完全规避现金业务的交易。而互联网金融业务提供商不可能提供线下网点的铺设来服务客户，所以只有依赖线下资源的支持。而 ATM 作为线下金融取现网点，有很大的潜在价值。而相关公司的估值依旧合理，值得布局。

建议关注：远光软件，广电运通，御银股份，方正科技，暴风科技，顺网科技。

传媒行业——影视大年和内容重定义

评级：推荐

今年传媒行业一改去年的颓势，截止 3 月 14 日，行业涨幅排名第二，达到 45%。一切互联网化的股票都走出了较大的行情，如乐视网，钢联，三六五网。由于 2014 年传媒走势平淡，而业绩增速还是平稳，2015 年将是整个影视大年。假期七天累计票房 17.7 亿，场次 96 万场，观影人次 4503 万，相比 2014 年分别增长



24.6%、15.0%及18.5%；大年初一票房达到3.65亿元创单日新高；共有七部新片上映，《天降雄师》《澳门风云2》《狼图腾》等均有不俗表现。而整个2月份票房达到40.5亿元，首度超越美国位列单月全球票房之冠，具备里程碑般的意义。由于整个行业转暖以及互联网的渗透，2015年应该是传媒的大年，关注综艺节目，体育和电竞三个子行业。

综艺节目：龙头股是华录百纳，今年春晚产生了一个现象级的事件就是全民摇红包。这一现象暗示了一个商业模式：就是内容货币化渠道的增加。摇红包等和移动互联网相结合的业务使这些综艺节目的变现渠道由冠名广告和植入广告拓展到线下的手机红包广告。而近期基于智能电视的模式预期，也可能打开内容营销的新模式。故而2015年内容营销会成为一个持续的主题。标的是华录百纳，浙富控股和光线传媒。

体育产业：在政策支持和市场需求的刺激下，中国体育产业正进入一个快速增长期。随着市场日益开放，我们预计一些公司将成长为市场领跑者，资本也将进入体育产业。促进体育产业发展成为国家战略。去年，国务院发布促进中国体育产业指引，制定了体育产业发展目标：到2025年，中国体育产业市场规模达到5万亿元以上，对应年均复合增速25%左右。足球产业的复苏信号也看到中国体育产业发展的曙光。关注中体产业，华录百纳。

游戏竞技：游戏竞技发展速度极快，随着游戏行业的成熟，其衍生产业也蓬勃发展。游戏在80-90后心目中，就如中国国粹“麻将”。所以游戏内容本身将会衍生很多产业出来。游戏产业的增速近翻倍。而网吧可能成为游戏竞技活动的载体。顺网科技具备潜在受益的潜力，而且主营业务增速较快。

建议关注：华录百纳，光线传媒，顺网科技

汽车行业——新能源汽车、后市场进入爆发期

评级：推荐

今年以来汽车板块表现突出，子板块从传统的SUV、新能源汽车、汽车后市场、国四排放升级依次表现。就二季度来看，我们依然看好汽车后市场、新能源汽车、传统的SUV板块以及国企改革公司。

汽车后市场方面，国内民用汽车保有量突破1.2亿辆。随着汽车保有量快速增加，基数越来越大，为汽车后市场提供了广阔的发展空间。一般汽车在使用3-4年后进入养护、维修投入高峰，我国自2011年进入乘用车销售高峰，对应的汽车维修保养高峰将到来。2013年国内汽车后市场已突破5000亿元，未来保有量达到峰值时，市场容量将超万亿。近期汽车行业反垄断持续进行，年底之前有望出台品牌管理办法，后续还有相关细则出台，将成为汽车零部件、销售、维修企业做大做强的催化剂。

新能源汽车仍有机会。我们主要分为两类：一类是低速电动车。目前政策当局在加紧调研，政府对微型电动车的态度似更为积极，预计年末或者明年上半年定调。目前参照监管标准有两条：1)汽车；2)摩托车。专家分析表示参照摩托车管理是最现实的方式，电动车的生产标准、运行、监管都将在标准框架内得到体现。行业将因标准确立而爆发，一旦合法化，带来的结果就是会有大量的要素进入这个市场，政策后顾之忧扫除后，现有的微型电动车汽车将大干快上，部分企业规划产能已超过30万辆；微型电动车价适中，3-5万元价格区间需求最为强烈，与农村地区居民收入增长、消费升级、道路基础设施完善切合，目前全国销量在30万/年附近，未来将是数百万级别。另一类是，比亚迪等为首的新能源汽车，我们觉得在电池产能瓶颈突破，各



地政府政绩考核要求以及商业模式驱动下，新能源汽车销量存在超预期的可能，我们比较看好受益于产量推动的上游材料板块和商业模式驱动下的销量超预期。

1-2 月，狭义乘用车销量合计 331 万辆，同比增长 19.2%；其中 SUV 销量 86.5 万辆，同比增长 65.8%；MPV 销量 38 万辆，同比增长 20.1%；轿车销量 206 万辆，同比增长 6.5%。SUV 仍是最大的亮点，预计这种趋势还将延续。

行业估值及投资建议

各子板块根据自身行业增速情况估值表现各异。我们觉得高景气的子板块理应获得更高的估值，低估值蓝筹也会在风格驱动下水涨船高。看好包括新能源汽车、汽车后市场、SUV 子板块和国企改革公司。

重点关注：比亚迪、江淮汽车、沧州明珠、新宙邦、天赐材料、松芝股份、赣锋锂业、金固股份、德联集团、隆基机械、星宇股份、威孚高科、银轮股份、长安汽车、长城汽车、江铃汽车、风神股份、国机汽车等。

环保行业——政策有力度，模式有创新

评级：推荐

年初至今，环保板块涨幅 18%，在申万二级行业中涨幅居前。自 2015 年 1 月开始施行“史上最严环保法”以来，纵深推进《大气污染防治行动计划》和着手修改《水污染防治法》等政策导向预示着铁腕治污未来将成环保新常态，政策倒逼下环境治理需求大概率加速释放。进入“十二五规划”的末年，环保类上市公司也进入工程项目订单集中释放期，为其快速提升的估值提供了一定的业绩支撑。另外两会期间在朋友圈刷屏的《穹顶之下》，揭示了环境污染远超人们想象的危害性，更是唤醒了普通民众的环保意识，因此我们认为“政策支持”、“订单释放”和“事件扰动”等三方面因素的共振促成了一季度整个板块的快速上涨，上述因素和顶层推动的 PPP 模式仍将在 2015 年间歇性地驱动整个环保行业脉冲上行，但上行速度或会弱于第一季度。

我们认为接下来的投资中应该重点关注环境监测和水处理两个细分板块：首先，新上任的环保部长陈吉宁强调“让所有的污染源排放暴露在阳光下，要让我们每一个人成为污染排放监督者”，环保监管与环境监测密不可分，环保执法力度趋严下环境监测的市场空间将会快速打开。其次，智慧环保模式下监测公司从出售设备转化为提供整体环境监测治理解决方案，将设备制造和系统运营经验有机结合在一起的企业在产业发展中占得优势地位。最后，随着我国顶层设计的逐步完善和脱硫脱硝工程接近尾声，我国“十三五”大气工作重点有望落在 VOCs(挥发性有机物)的监测和治理。另一方面，媒体披露“水十条”已获中央政治局审核通过并将于不久后公布。尽管市场对“水十条”的政策出台有较充分的预期，但对水十条的内容、投资重点和政策力度均无明确预期，也就是说市场对其仍有挖掘空间。更重要的是，水处理行业与国家大力推广的 PPP 模式契合度更高：目前，已有江苏、四川、安徽、湖南、福建和河南等六省公布了具体的 PPP 项目，其中环保类 PPP 项目共计 162 个，总投资约 523 亿元。污水处理项目又占据主流，共 113 个超过 1/3，投资额 315 亿元约占总额的 60%。而且，水处理行业具有稳定的现金流，明确的收入来源，从未来收入角度而言具有明显的优势。无论从存量还是增量来说，水处理市场均有很大空间，能够为水处理公司和政府带来更多项目需求。所以我们认为，未来随着 PPP 项目的发展加速，水处理市场也有望迎来新的发展机遇。

行业估值及投资建议：

目前环保上市公司普遍估值较高，建议等待短期情绪释放并密切关注后续政策的落实以及公司订单的签订，切入角度依然重点关注环境监测和水处理类上市公司，其次是电厂近零排放和清洁煤替代。

重点关注：雪迪龙、聚光科技、万邦达、巴安水务、碧水源、国电清新、长青集团



2015 年 1、2 月通信涨幅巨大，位列中信一级行业指数第三位，主要是通信行业内企业由于主业面临增长天花板，主流公司都开始转型“触网”，另外信息安全日益受到国家重视，北斗及军工信息安全板块表现较好。我们认为通信板块内优质“触网”转型公司和信息安全公司是符合国家发展战略的，值得长期看好，短期过大的涨幅需要等待消化。

今年通信板块业绩整体趋势良好，在中国联通和中国电信拿到 FDD 牌照后，整体通信行业投资有望保持稳定增长，对设备提供商和网络优化企业来说业绩有望保持稳定增长。同时相关企业意识到行业本身的天花板很近，因此开始纷纷转型，我们看好这些企业在主业回暖时主动转型的做法，虽然转型成功的概率不大，但其中部分企业转型方向与原有业务联系紧密，管理层思路清晰，值得重点关注。

此外信息安全也是国家重点关注的一条主线。通信设备是信息安全重要的组成部分之一，其中专网通信、北斗导航都是国家急需进行国产化的设备和技术。我们认为随着国家对信息安全的重视程度日益提高，这两块领域的投资将急速增加，相关企业的业绩也会得到很大提升，是值得重点关注的领域。

行业估值及投资建议

目前通信行业估值呈现两极分化状态，传统大票如中国联通和中兴通讯估值处于历史偏低水平，而转型概念股和军工通信股估值相对偏高。短期我们认为中国联通和中兴通讯存在一定的估值修复需求，但从全年角度看，我们认为最具看点的通信主线仍是军工通信和传统转型，随着国家对军工的大力投入和上市公司自身的转型需求，一些真正受益或转型成功的个股将会有比较出色的表现。但是这些个股短期涨幅较大，二季度可能存在估值消化的需求，等待回落后的再次买入机会。

重点关注：振芯科技、海能达、海格通信、恒宝股份、梅泰诺、三维通信、世纪鼎利

电子行业——等待真成长调整后的上车机会

评级：推荐

2015 年 1、2 月份电子板块经历了明显上涨，截止 3 月 10 日，中信一级电子行业指数年初至今涨幅达到 26%，位列涨幅榜第 7 位。其中大家看好的子行业，例如半导体、智能家居、可穿戴设备等产业链个股明显上涨，我们认为虽然长期看这些产业链具有较高的成长性，但短期相对较高的涨幅带来的高估值需要调整消化，二季度应该静待调整后带来的上车机会。

半导体、可穿戴和物联网是电子未来几年最具成长性的子行业。半导体受益于国家信息安全大力推进的大背景，同时国内企业得到国家大力扶持后技术水平也有大幅度提高，市场份额将快速提升，未来几年较快增长可期。在苹果 Apple watch 推出后，华为紧随其后也推出了华为手表，可穿戴设备有望在苹果 Apple watch 推出的带动下正式进入到快速发展的新阶段。此外，由于互联网的快速发展，物联网有望进入快速发展阶段，智能家居、各种传感器将迎来巨大的需求市场，这将带动相关公司的业绩增长。这些子行业都具有较强的长期成长逻辑，但短期涨幅较大，估值压力渐现，我们认为 2 季度成长股可能会迎来回调，而回调后是较好的介入机会。

除了成长股以外，我们建议关注可能在 2 季度出现业绩拐点的公司和一季度同比可能出现加大增长的股票。这些公司具有一个共同的特点就是前期涨幅并不大但业绩确定性比较高，二季度成长股回调之际，部分投资者可能会降低风险偏好，此时这些股票将具有一定的防御性。



最后电子行业内有一些公司拥有国企背景，在今年国企改革快速推进的大背景下，这些公司有望通过各种形式提高自身的生产效率，同时存在一定的资产注入预期，因此也是值得关注的主线之一。

行业估值及投资建议

电子行业目前主流白马股估值处于 2015 年 25-30 倍左右，已经回到前两年的均值水平，但考虑到智能终端渗透率已经偏高，目前估值有些偏高。经过 1、2 月份的大涨后，二季度成长股可能迎来调整，而调整后建议介入半导体、可穿戴和物联网等相关个股，同时可适当布局二季度业绩拐点股。

重点关注：立讯精密、华天科技、同方国芯、东软载波、水晶光电、长信科技、飞乐音响、大华股份

机械行业——关注工业 4.0 和国企改革带来的机会

评级：推荐

2015 年 1、2 月机械板块表现分化，具有工业 4.0 概念的中小市值机械股表现较好，而代表“一路一带”概念的传统机械股在去年四季度疯狂表现后归于沉寂。我们认为 2 季度机械行业仍有较好的投资机会，大小票均有表现机会。

“工业 4.0”是本次两会国家重点提出的未来发展战略，我们认为“工业 4.0”政策的即将推出将给机械行业内很多上市公司带来快速发展的机会，其中自动化设备生产企业受益尤甚。另外环境问题已经得到了全社会的关注，随着新环保法的严格执行，环保设备提供商在经历了 2014 年的短暂低谷后，有望迎来业绩同比的快速增长，值得重点关注。这是小市值公司里值得重点关注的两大热门子行业。

此外“一路一带”战略的深入执行将带动传统机械公司的业绩触底，这些公司沉寂了一个季度后，在业绩回升的预期带动下，有望在二季度有所表现。另外，国企改革也是机械的另一看点，机械行业内很多公司都是国企，今年国企改革将加速进行，相关企业可能通过国企改革引入战略投资者，提升经营效率，是值得重点关注的的一个看点。

行业估值及投资建议

机械行业估值体系分化明显。传统机械企业估值处于历史偏低水平，而一些具备转型概念或军工企业估值处于历史较高水平。我们认为“工业 4.0”、环保设备“一路一带”结合国企改革将会是机械行业重要的三条投资主线，值得重点关注。

重点关注：徐工机械、中国北车、机器人、巨星科技、中航飞机、达刚路机、安徽合力、科达节能

交运行业——航空为王，主题为辅

评级：推荐

今年以来交运行业指数上涨 7.9%，跑赢沪深 300 指数 6.23%。主要是市场炒作一路一带和物流公司转型互联网。

我们认为 2015 年二季度交运行业有投资机会。1) 2015 年 GDP 目标 7%，经济增速下调，对铁路、干散、公路、物流等传统业务造成压力，基本面不会太大改观。国家托底经济，稳增长，加大交通基建投资。同时也在调结构，加强创新并推动国企改革，释放动力和效率，其中尤其是铁路的改革值得期待；国家一路一带



战略和自贸区政策，都会给予很多的主题机会。2) 随着原油价格大幅下跌，对交运企业来说成本下降明显，基本面将有明显改善。3) 互联网对交运行业的不断渗透，交运行业也在不断学习，思考如何结合互联网改变传统的商业模式，打开新的成长空间。4) 跨境电商由于其良好的购物体验，发展迅速，未来有望成为万亿元市场。国家也在不断落实政策，规范海淘使之阳光化，电商巨头都在布局，物流企业有望充分受益。

行业估值及投资建议

目前交运行业重点公司估值在 2015 年 15~30x 之间，未来加大投资预期、基本面超预期、改革及互联网转型等预期，行业估值仍有提升空间。投资主线有两条：1) 航空板块，纯基本面驱动。由于油价下跌幅度大，供需有望改善，航空板块全年业绩超预期概率大，业绩驱动到供需驱动，有较大投资机会。2) 主题机会，有三大主题：a) 国企改革，随着两会结束，改革方案有望不断落地，铁路改革尤其关注。b) 转型互联网，有较大的估值提升空间。c) 跨境电商和迪斯尼，跨境电商都有很好的投资机会，有望随着行业发展由主题驱动转变为业绩驱动；迪斯尼随着开业临近有波段性机会。

重点关注：春秋航空、南方航空、中国国航、东方航空、外运发展、铁龙物流、外运发展、建发股份、象屿股份、农产品。

旅游行业——改革和并购两翼齐飞

评级：推荐

今年以来旅游行业指数上涨 23.38%，跑赢沪深 300 指数 21.71%。主要是 2015 年行业景气持续，基本面有支持；国企改革不断蔓延以及并购预期带来的上涨。

我们认为 2015 年旅游行业是投资的黄金时期。

- 1) 国家把旅游行业作为实现经济转型的战略行业之一，在今年政府工作报告中提出要落实带薪休假制度，提升旅游休闲消费。预计在政策的大力推动下，旅游产业有望实现快速发展，促进中国经济的结构调整和产业升级。
- 2) 2014 年中国出境旅游超过 1 亿人次，春节期间出境游首次超过国内游数量。一方面说明随着人均可支配收入的不断提升带来的消费升级，旅游越来越成为家庭消费的刚性需求；另外一方面各国对中国签证政策的放松，出境游将非常便利。随着中西部的发展，交通条件的改善，在线旅游的便利，消费群体的年轻化，旅游行业将进入一个新的由周边游、休闲游、出境游等需求拉动的快速成长阶段。
- 3) 旅游上市公司中，传统国企较多，资产质量较差，机制落后，效率低下。随着国企改革的全面展开，这些传统国企有望体制机制活力释放，激发管理效率，提升经营效益，提升国有资产证券化比例并使国有资产增值。国旅联合、桂林旅游、首旅酒店、张家界等公司连续开始改革，预计其他传统国企改革有望加速，也为资本市场提供大量投资标的。
- 4) 旅游行业规模大、市场分散、龙头企业市场份额小，行业发展处于初级阶段。随着资本市场的助力和行业龙头快速扩张，行业将通过并购实现快速整合。旅游行业的并购整合自 2014 年起，众信旅游、腾邦国际的并购整合不仅为其自身发展确立优势，拓展空间，也为行业树立标杆。预计 2015 年在龙头公司示范效应下，并购将是行业成长主要路径。

行业估值及投资建议

目前旅游行业重点公司估值在 2015 年 20~60x 之间，主要是市场给予互联网公司和龙头企业较高的估值。



行业基本面不错，同时又有改革、并购、政策刺激等事件驱动，旅游行业仍有望跑赢大盘指数。投资主线有三条：1) 国企改革。预计各地国企均有投资机会，尤其大集团、小公司或者进行混合所有制改革的公司需要关注。2) 并购转型，带来成长空间的拓展，也带来估值和业绩的提升。3) 迪斯尼。开业虽然延后至明年春天，但是其落成和试运营也会带来交易机会。

重点关注：众信旅游、腾邦国际、宋城演艺、中国国旅、桂林旅游、西安旅游、西安饮食、云南旅游。

电力设备新能源——新兴产业仍是方向，二季度注重安全边际 评级：推荐

今年电网投资增长 9%，增速平稳较快，但由于我国电网主网建设经过过去若干年的快速发展，目前已经处于较高的水平，后续潜在的投资空间主要集中在特高压和配网两头。其中，特高压今年受益于大气治理规划，将会是建设大年，但中期后是否有足够的特高压线路获批跟进存在一定的疑问；而配网投资由于投入产出不是很高等原因，一直稳健增长但难有爆发。再叠加国网人士变动以及电改等政治层面的压制，我们认为今年传统的电力设备股机会一般。

但电力设备领域不乏符合产业发展趋势、未来想象空间广阔的细分方向，包括电动汽车、能源互联网、工业 4.0、节能环保等。这些领域都处于发展初期，短期内很难贡献到具体公司的业绩上，但后续都不乏催化剂。电动车方面，预计即将出台进一步的扶持政策，并且后续销量有可能会超出预期；能源互联网方面，虽然电改方案出台有所推迟，并且我们预期最终出台方案的力度不会很强，但毕竟这一进程已经开启，过去在垄断体系下众多的利益环节将向市场开放，并购整合也将陆续不断；工业 4.0 方面，我们认为背后的实质是在工业自动化领域国产技术的进步和进口替代，上市公司围绕这方面的并购整合已经陆陆续续展开，而政策层面虽然较难有直接、实际的扶持，但每次领导人公开的提及都可能成为情绪上的催化剂；节能环保更是目前政府工作的重点之一。

新能源方面，光伏、风电、核电近两年来的变化路径比较类似。首先是行业处于底部，紧接着政策的扶持引发行业基本面幅度巨大的向上修复，最后进入平稳增长的兑现阶段。其中，光伏、风电板块已经进入平稳增长阶段，预期差已经较小，但行业总量仍然有较快的增长速度；核电去年预期的重启尽管在时间上低于预期，但目前已经逐步展开，因此从今年开始核电板块也从反转进入了预期兑现期。因此，我们认为新能源板块整体的弹性相比过去两年明显减小，但由于装机总量仍处于较快的增长过程中，同时新能源与环境的保护和治理紧密相关，非常容易受到相关政策的催化，而配额制、碳排放试点等政策在有较大可能后续落实推出，因此我们认为新能源板块依然具有良好的配置价值。

行业估值及投资建议

在一季度春季躁动行情下，电动车、能源互联网、工业 4.0 等相关的热点方向股票都涨幅巨大，一些小市值龙头估值都达到 40 倍以上，短期内我们认为需要注意风险；但如上文所述，这些领域都代表了未来的方向，并且在二季度预计不乏催化剂出现，可能被市场反复追逐，因此我们建议对于资质优秀、估值在 30 倍附近的公司继续持有，对于短期估值较贵、但趋势较好的这类标的在防范风险的同时寻找好的买入机会。新能源相关公司，在板块仍有一定的配置价值的前提下，我们建议寻找其中处于更快速增长阶段或市场预期差较大的标的进行优先配置。

重点关注：汇川技术、宏发股份、长园集团、信质电机、科士达、易事特、金风科技、天顺风能、泰胜风能、阳光电源、中利科技、金卡股份、积成电子、卧龙电气



医药行业目前正处在大的转变趋势中：一方面，医保控费的压力较大，各地频频在降低药价方面出台政策，其中今年湖南、浙江的招标政策对于药价较为严厉，不排除其他省份后续加以借鉴的可能，同时由于历史上药品销售过程中存在的灰色利益，众多药品特别是注射剂类在跨科室跨适应症使用方面存在问题，后续可能在用量上也受到影响；另一方面，公立医院改革和互联网技术的介入正在逐步释放医院和医生的生产力，创造新的业务模式，如医药电商、网络医院、移动医疗等。

在这样的背景下，今年年初以来医药行业表现分化明显，作为以往药品行业主流标的的传统处方药优质企业股价表现平淡，而代表了新模式、新技术的触网类医药企业股价大幅上涨。

我们认为，这一趋势在二季度以及未来较长时间内可能延续。首先，对于代表了产业发展趋势的新模式类企业，短期市场看重的不是估值，而是布局的推进和完善以及市值的空间。由于上市公司本身就是相关领域内的龙头，具备了品牌、政府资源、资金等优势，可以预期其在资源整合和布局方面将会持续推进，而互联网企业如BAT及一级市场投资基金的合作也将越来越深入，成为支持其股价并上涨的催化剂。这方面建议重点关注医疗信息化、健康管理以及互联网电商相关领域。

另一方面我们认为，随着3、4月份年报、季报的陆续披露以及地方招标政策的推进，传统处方药企业将出现分化，其中产品品种符合刚性治疗需求、竞争格局好、品种梯队较为丰富，并且业绩达到或者超预期的企业，将有机会迎来较好的投资机会；而产品品种在过去不合理使用较多、竞争格局一般、业绩不能达到预期的企业，股价将持续面临压力。除此之外，众多处方药企业开始积极谋求转型，也可以积极关注。

行业估值及投资建议

目前，新模式类医药公司估值基本上在40倍以上，部分更高，但由于符合产业发展的大趋势，市场对其认可度高，股价在高位表现坚挺。对于此类标的，我们建议依然可以持有，如仓位较高可适当降低。传统药品企业估值一般在20-30倍，我们建议按照品种挑选其中受到降价政策影响小的刚性治疗品种进行布局，并结合年报、季报情况进行调整。

重点关注：迪安诊断、泰格医药、瑞康医药、嘉事堂、九州通、华润万东、鱼跃医疗、新华医疗、信邦制药、益佰制药、人福医药、片仔癀、翰宇药业

家电行业——地产助力，精彩纷呈

评级：推荐

正如我们在2015年家电行业年度策略所述，2015年是家电行业创新求变的一年，一季度家电企业在智能家居、智能客厅等方面布局价值被市场充分挖掘，板块涨幅居前，2季度我们认为地产销售数据超预期将成为最大的催化剂，家电行业有望实现业绩和估值双提升。

随着2014年下半年地产政策放松和低基数，我们看好2015年上半年房地产销售（特别是一二线城市），预计从3月份开始30大中城市商品房成交面积累计同比增速20%以上，2季度同比增速有望突破30%，家电成为地产链受益行业之一，收入端有望进入快速增长周期。此外，在央行降息和大宗原材料价格下降两大周期中，家电板块全年将显著受益成本端下降，收入提升和成本下降将推升板块盈利能力持续改善和提升，而目前白电、黑电和厨电龙头2015年PE估值分别为9倍、17倍和16倍，估值有比较优势，且有业绩支撑。

此外，家电企业与互联网企业的合作将持续深化。传统家电龙头制造业思维成为制约其智能家居产业链打造的主因，而以消费者体验为核心的互联网企业的快速发展需求供应链落地，目前两者合作是互利共赢的最佳时点。若通过借助外脑转变思维模式和决策流程，传统家电龙头依靠丰富的产品线和供应链优势，在智



能家居产业链打造更具优势，青岛海尔、美的集团、TCL 集团、海信集团等价值仍将被市场持续挖掘。

国企改革突破治理桎梏。以格力电器为代表的家电龙头发展到 1000 亿元单品类销售规模，激励机制与业绩规模不匹配、经营层与国资委摩擦不断，引发市场担忧，急需引入第三方战略投资者改善公司治理机制，尽管过程可能曲折，但改革红利释放趋势是明确和值得期待的。

除此以外，厨电行业的华帝股份管理改善也是值得关注的。

综上，我们认为 2 季度家电行业依靠稳定的盈利能力和较估值优势成为改革创新及地产链最受益行业之一，维持行业“推荐”评级，家电各子行业龙头将成为改革创新主力和重点推荐标的。

风险提示：1 季度空调出厂数据不理想加剧行业竞争。

重点关注：华帝股份、TCL 集团、格力电器、老板电器、美的集团、青岛海尔

轻工制造行业——受益地产，家具亮眼

评级：推荐

我们认为 2 季度房地产销售数据有望超预期，家具子行业收入和估值有望双提升，成为地产产业链最为受益行业之一。

随着 2014 年下半年地产政策放松和低基数，我们看好 2015 年上半年房地产销售（特别是一二线城市），预计从 3 月份开始 30 大中城市商品房成交面积累计同比增速 20% 以上，2 季度同比增速有望突破 30%，家具成为地产链受益行业之一，收入端有望进入快速增长周期。而与重资产扩张的家居制造业相比，我们更为看好轻资产运营模式的定制家具子行业，依靠订单驱动业绩增长，若 2 季度地产销售超预期，定制家具龙头企业索菲亚和好莱客订单将超预期增长，带来业绩高弹性，将成为地产链最为受益的标的。

此外，随着文具龙头晨光文具上市，其 6 万家中小学门店资源背后的客户价值、独特的电商发展模式、稳扎稳打的办公文具运营模式陆续被市场认知和发掘，建议重点关注。

综上，我们维持轻工制造行业“推荐”评级，重点看好定制家具子行业和文具龙头晨光文具。

风险提示：房地产销售数据低于预期。

重点关注：好莱客、晨光文具、索菲亚



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. 东吴嘉禾优势精选混合型基金

基金类型：混合型基金

基金经理：王立立

基金代码：580001

基金托管人：中国工商银行

据 wind 数据显示，2015 年以来截至 3 月 16 日，该基金单位净值上涨达 21.43%，排名位于同期同类型基金的前四分之一附近（47/172）；自 2005 年 2 月 1 日成立以来，该基金共为投资者赚取了 275.17% 的回报。

东吴嘉禾基金坚持贯彻“绝对收益”的投资理念，致力于为投资者带来实实在在的回报。

2. 东吴价值成长双动力股票型基金

基金类型：股票型基金

基金经理：戴斌 薛和斌

基金代码：580002

基金托管人：中国农业银行

据 wind 数据显示，2015 年以来截至 3 月 16 日，东吴双动力基金单位净值上涨了 24.85%，位居同期同类型基金的前三分之一（131/417）；自 2006 年 12 月 15 日成立以来，该基金共为投资者赚取了 153.87% 的回报，获得银河证券 5 年基金“四星”评价。

3. 东吴行业轮动股票型基金

基金类型：股票型基金

基金经理：刘元海

基金代码：580003

基金托管人：华夏银行

东吴轮动基金成立于 2008 年 4 月 23 日，它侧重于对行业轮动规律的把握，投资于预期收益率较高且具有成长优势、估值优势和竞争优势的上市公司，追求超额收益。

据 wind 数据显示，2015 年以来截至 3 月 16 日，该基金共斩获 19.00% 的收益。据上海证券基金评价数据显示，截至 2015 年 3 月 16 日，东吴双动力基金分别获得三年择时能力、五年择时能力“五星”评级。

4. 东吴优信稳健债券型基金

基金类型：债券型基金

基金经理：杨庆定

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 A 于 2008 年 11 月 5 日成立；东吴优信 C 于 2009 年 6 月 15 日成立，二者主要投资于具有良好流动性的固定收益类品种，债券投资比例为 80%-95%。

据 wind 数据显示，2015 年以来截至 3 月 16 日，东吴优信 A/优信 C 的净值分别上涨 0.46% 与 0.40%。

5. 东吴增利债券型基金

基金类型：债券型基金

基金经理：王文华

基金代码：582002（A 类）/582202（C 类）

基金托管人：中信银行

东吴增利 A/增利 C 成立于 2011 年 7 月 27 日，据 wind 数据显示，2015 年以来截至 3 月 16 日，二者的净值增长率分别为 2.80% 与 2.66%，跑赢市场代表指数中信标普全债指数（0.92%）。

6. 东吴进取策略灵活配置混合型基金

基金类型：混合型基金

基金经理：王立立

基金代码：580005

基金托管人：中国农业银行

东吴进取策略基金于 2009 年 5 月 6 日成立，它以成长股为投资对象，并对不同成长类型的股票采取不同的操作策略，追求超额收益。

据 wind 数据显示，2015 年以来截至 3 月 16 日，东吴进取策略基金的单位净值涨幅为 22.82%，排名位于同期同类型基金的前四分之一（41/172）；自成立以来，共为投资者斩获 57.60% 的收益。

7. 东吴新经济股票型基金

基金类型：股票型基金

基金经理：张楷浠

基金代码：580006

基金托管人：中国建设银行

东吴新经济基金成立于 2009 年 12 月 30 日，侧重投资于引领经济未来发展方向的新兴行业，享受新经济带来的高成长与高收益。

据 wind 数据显示，2015 年以来截至 3 月 16 日，东吴新经济基金单位净值上涨为 14.13%，该基金踩准了去年年底市场风格切换的节奏，业绩持续爆发，近半年的收益达 58.40%，排名位居同期同类型基金的前十分之一（32/402）。

8. 东吴新创业股票型基金

基金类型：股票型基金



基金经理：张楷浠 周健

基金代码：580007

基金托管人：中国工商银行

东吴创新创业基金成立于 2010 年 6 月 29 日，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。

据 wind 数据显示，2015 年以来截至 3 月 16 日，东吴创新创业基金的单位净值增长率为 19.75%，位居同期同类型基金的前二分之一附近（215/417）。

9. 东吴货币市场基金

基金类型：货币型基金

基金经理：邵笛

基金代码：583001（A 级）/ 583101（B 级）

基金托管人：中国农业银行

东吴货币 A/货币 B 于 2010 年 5 月 11 日成立，据 wind 数据显示，2015 年以来截至 3 月 16 日，单位净值分别上涨 0.91% 与 0.96%。其七日年化收益率可达银行活期存款的十余倍（0.35%），并超过银行 1 年期定存 2.50% 的利率。

东吴货币 A/货币 B 属于风险相对较低的基金产品，其风险与预期收益低于一般债券型基金、混合型基金与股票型基金，可以作为活期储蓄的“替代品”。

10. 东吴中证新兴产业指数型基金

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

东吴中证新兴产业基金于 2011 年 2 月 1 日成立，它采用指数化投资方式，紧跟中证新兴产业指数，具有和标的指数所代表的股票市场相似的风险收益特征，属于预期风险较高、预期收益也较高的品种。

据 wind 数据显示，2015 年以来截至 3 月 16 日，东吴中证新兴产业的单位净值上涨达 22.35%，排名位居同期同类型基金的前六分之一（36/239），为投资者赚取了可观的回报。

11. 东吴新兴产业精选股票型基金

基金类型：股票型基金

基金经理：刘元海、戴斌

基金代码：580008

基金托管人：中国建设银行

东吴新兴产业基金成立于 2011 年 9 月 28 日，其短中长期的业绩均表现优异，堪称“全能健将”。

据 wind 数据显示，2015 年以来截至 3 月 16 日，东吴新兴产业基金的单位净值涨幅达 30.15%，位列同期同



类型基金前六分之一（67/417）；近3年上涨97.57%；自成立以来，共为投资者奉献103.30%的回报。据银河证券基金评价数据显示，东吴新兴产业基金获得了3年基金“四星”评价。

12. 东吴深证100指数增强型基金

基金类型：股票型指数增强基金

基金经理：周健

基金代码：165806

基金托管人：中国建设银行

东吴深证100成立于2012年3月9日，它为股票型指数增强基金，在力争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和风险控制，力争获得超越业绩比较基准的投资收益，谋求资产的长期增值。

据wind数据显示，2015年以来截至3月16日，东吴深证100基金为投资者赚取到了11.11%的收益，位居同期同类型基金的前三分之一（12/41）。

13. 东吴保本混合型基金

基金类型：保本混合型基金

基金经理：杨庆定、戴斌

基金代码：582003

基金托管人：中国农业银行

东吴保本基金成立于2012年8月13日，它以本金安全为导向，基于宏观经济的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，在不同市场环境中攻守自如。

据wind数据显示，2015年以来截至3月16日，东吴保本的单位净值增长为2.88%。

14. 东吴内需增长混合型基金

基金类型：混合型基金

基金经理：刘元海

基金代码：580009

基金托管人：交通银行

东吴内需增长成立于2013年1月30日，主要投资受益于国家内需增长政策导向且具有竞争优势的上市公司，分享中国经济增长及增长方式转变所带来的收益，力争实现基金资产的长期稳定增值。

据wind数据显示，2015年以来截至3月16日，东吴内需单位净值增长为16.16%，排名位列同期同类型基金的前二分之一附近（97/172）；自成立以来，其为投资者赚取了63.90%的回报。

东吴内需增长基金也是东吴基金追求“绝对收益”理念的代表性产品之一。

15. 东吴阿尔法灵活配置混合型基金

基金类型：混合型基金

基金经理：程涛、王立立



基金代码：000531

基金托管人：农业银行

东吴阿尔法成立于 2014 年 3 月 19 日，它为灵活配置混合型基金，坚持以大类资产轮动为主、金融衍生品对冲投资为辅的投资策略，在有效的风险控制前提下，力争为投资者提供长期稳定的投资回报。

据 wind 数据显示，2015 年以来截至 3 月 16 日，东吴阿尔法的单位净值增长率为 19.94%，排名位居同期同类型基金的前二分之一（49/130）。

16. 东吴鼎利分级债券型基金

基金类型：债券型基金

基金经理：杨定庆

基金代码：东吴鼎利 165807/鼎利优先 165808/鼎利进取 150120

基金托管人：交通银行

东吴鼎利基金成立于 2013 年 4 月 25 日，具有三类份额：东吴鼎利（母份额）、鼎利优先、鼎利进取。该基金为纯债基金，从投资范围来看，固定收益类资产的投资比例不低于基金资产的 80%；现金或者到期日在一年以内的政府债券的投资比例合计不低于基金资产净值的 5%；不能参与一级市场新股申购，也不能在二级市场上投资股票、权证等权益类资产。

据 wind 数据显示，2015 年以来截至 3 月 16 日，东吴鼎利基金的净值上涨为 0.87%；鼎利优先的净值上涨为 0.99%；鼎利进取的净值上涨为 0.95%。

17. 东吴中证可转换债券指数分级基金

基金类型：债券型基金

基金经理：杨定庆

基金代码：东吴转债 165809 / 东吴可转债 A 150164/东吴可转债 B 150165

基金托管人：平安银行

东吴可转债基金成立于 2014 年 5 月 9 日，具有三类份额：东吴转债（母份额）、东吴可转债 A、东吴可转债 B。该基金以中证可转换债券指数为跟踪标的，采用优化复制法的投资策略，按照成分券在标的指数中的基准权重构建指数化投资组合，追求跟踪误差最小化。其“蓝筹+杠杆”的概念，在去年年底的一波市场上涨中为投资者赚取到了可观的收益。

据 wind 数据显示，2015 年以来截至 3 月 16 日，东吴转债、东吴可转债 A、东吴可转债 B 单位净值涨幅分别为-0.39%、1.20%、-3.83%。