



# 以守为攻

## ——东吴基金 2008 年下半年投资策略报告



(2008 年 6 月 30 日)

主 笔  
刘元海

宏观经济 徐 嵩

|         |     |
|---------|-----|
| 行业研究    |     |
| 房地产     | 任 壮 |
| 医药 造纸   | 聂 昕 |
| 通信设备制造  | 刘元海 |
| 银行 家电   | 莫 凡 |
| 电力设备    | 高喜阳 |
| 机械      | 刘 辉 |
| 零售 酒店旅游 | 邹国瑛 |

地址：  
上海浦东源深路 279 号  
邮编： 200135  
客服热线： 021-50509666  
网址： www.scfund.com.cn

### 以守为攻

当前 A 股市场面临最大的问题之一就是居高不下的通胀，通胀致使从紧货币政策难以放松，影响经济增长；通胀推高企业成本，降低企业盈利。从美国和中国历史经验看：1) 股市与通胀呈现出负相关性。即在通胀加速上升时，股市下跌；而在通胀回落时，股市上涨。2) 股市与通胀之间关系本质上取决于宏观调控政策取向和经济走势。通胀是政策调控目标，当通胀加速上升时，政府将实施从紧调控政策抑制恶性通胀而舍经济增长，经济增长的放缓甚至衰退将导致股市下跌。而当通胀回落时，从紧的调控政策将会逐渐放松，在保持低通胀背景下此时政策将以刺激经济增长为目标。随着经济增长，股市将进入上涨趋势。因此，通胀走势和政策取向将是判断股市走势的关键因素。

我们判断，在未来一段时间内，通胀仍将保持相对高位运行，央行将继续实施从紧货币政策，继续实行信贷控制。从通胀走势和政策取向判断，目前还看不到 A 股市场反转的迹象。但是目前 2008 年 A 股市场动态 pe 为 17.28 倍，估值已经低于 2005 年 1000 点 21.5 倍的水平。从估值水平看，A 股市场下跌空间已相对有限，除非中国经济出现严重衰退。我们判断，下半年 A 股市场将以震荡为主。

由于当前中国通胀仍处于高位运行，因此对于 2008 年下半年的投资策略，将转向防守反击，直到通胀真正回落和从紧货币政策的放松。具体落实到投资策略上，重点关注以下三条主线的投资机会：

- 第一条投资主线是对宏观经济波动敏感性低，并且能够保持稳定较快增长的行业，重点关注：商业零售、酒店旅游、饮料、造纸和软件行业。
- 第二条投资主线是行业景气有望继续上升的行业，重点关注医药、煤炭、钾肥、电力设备和通信设备制造行业。
- 第三条投资主线是适当把握具有交易性投资机会的行业。一种是存在超跌反弹机会的行业，重点关注：银行、地产、机械、家电、有色和钢铁行业。另一种是受益于政府价格管制放松的行业，重点关注：石油和电力行业。



## 目 录

|                                |           |
|--------------------------------|-----------|
| <b>第一篇 2008 年上半年市场特点</b> ..... | <b>3</b>  |
| 一、2008 年上半年 A 股市场大幅下跌 .....    | 3         |
| 二、行业指数一片绿 .....                | 3         |
| 三、个股几乎全军覆没 .....               | 4         |
| <b>第二篇 市场运行环境</b> .....        | <b>6</b>  |
| 一、宏观经济与政策取向 .....              | 6         |
| （一）宏观经济分析 .....                | 6         |
| （二）政策取向 .....                  | 8         |
| 二、通胀周期中股市表现和行业景气走势 .....       | 9         |
| （一）70 年代通胀周期中美国股市表现 .....      | 9         |
| （二）通胀周期中 A 股市场表现 .....         | 14        |
| （三）通胀周期中行业景气呈现梯次轮动规律 .....     | 15        |
| 三、市场资金有所偏紧 .....               | 17        |
| （一）限售股解禁压力仍然较大 .....           | 17        |
| （二）资金供给偏紧 .....                | 18        |
| 四、估值进入安全区域 .....               | 19        |
| （一）A 股市场整体估值 .....             | 19        |
| （二）行业成长与估值 .....               | 20        |
| 五、2008 年下半年市场走势判断 .....        | 21        |
| <b>第三篇 投资策略</b> .....          | <b>22</b> |
| 一、投资主线 .....                   | 22        |
| 二、重点行业 .....                   | 23        |
| 东吴嘉禾优势精选基金 .....               | 29        |
| 东吴双动力基金 .....                  | 29        |
| 东吴行业轮动基金 .....                 | 29        |



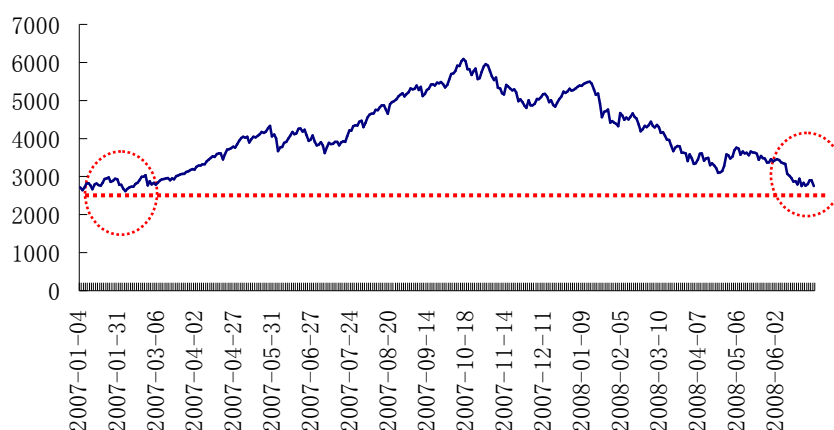
# 第一篇 2008 年上半年市场特点

## 一、2008 年上半年 A 股市场大幅下跌

2007 年下半年，随着中国物价加速上涨，四季度央行开始实施从紧货币政策。在这次通胀上升期内，上证指数从 2007 年 10 月 16 日最高点 6124.04 点下跌到 2008 年 6 月 27 日的 2748.73 点，在 9 个月不到的时间内上证指数跌了 55.11%。截至 2008 年 6 月 27 日，2008 年上半年上证指数跌了 47.76%。除 2007 年 12 月中旬到 2008 年 1 月中旬以及“4.24 行情（印花税下调）”上证指数出现一定幅度反弹之外，其它时间基本呈现出单边下跌走势。下跌速度之快、幅度之大，超乎市场预期。

现在上证指数点位基本回到 2007 年一季度的运行区间，当时市场在这个区间的换手率有 230% 多，最低点位为 2541 点，这个区间是否具有支撑力，现在市场是否会跌破当时的最低点位呢？

图表 1 2007 年以来上证指数走势



数据来源：东吴基金。

## 二、行业指数一片绿

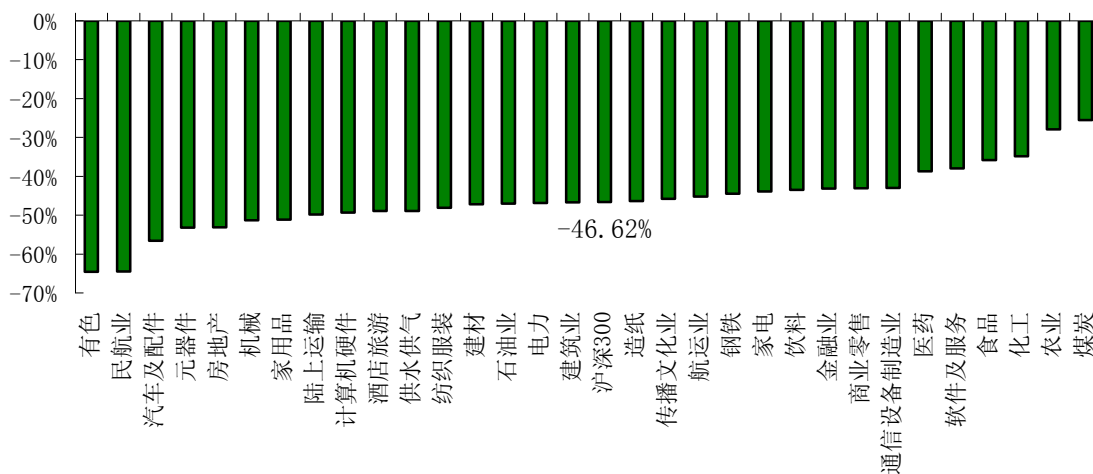
从行业指数表现看，截至 2008 年 6 月 20 日，在 31 个东吴行业指数当中，2008 年上半年所有行业都出现不同程度的下跌，没有一个行业能赚钱。跌幅超过 50% 以上的行业有（按跌幅从大到小排序）：有色、民航、汽车及配件、元器件、房地产、机械、家用品。其中民航和汽车及配件行业的下跌与油价高涨有关；房地产行业的下跌与信贷紧缩有关；有色和机械行业的下跌与担心宏观经济增长下滑有关；元器件行业的下跌与担心电子消费支出下滑有关。

而跌幅相对较低的行业为（按跌幅从小到大排序）：煤炭、农业、化工、食品、软件及服务、医药、通信设备制造、商业零售、金融、饮料。从行业特点看，在通胀上升背景下，跌幅相对较低的行业主要集中在以下三类：1) 具有提价能力的行业，如煤炭、农业，化工中化肥、农药子行业等；2) 对宏观经济波动敏感性低，并且能够保持稳定较快增长的防御型行业，如食品、软件及服务、医药、通信设备制造、商业零售、饮料；3) 估值具有一定安全边际的行业，如金融行业。

总体而言，在通胀未能明显回落情况下，2008 年上半年跌幅较小的行业值得下半年重点关注。



图表2 2008年上半年东吴行业指数收益率表现



截至时间：2008年6月20日。

数据来源：东吴基金。

### 三、个股几乎全军覆没

截至2008年6月20日，2008年上半年只有68只股票上涨，占全部A股股票数量的比例只有4.57%，而95.43%的股票都出现不同程度的下跌。2008年上半年涨幅相对较大的股票主要集中在以下行业和主题上：1) 农业行业，如种子行业的登海种业(109.17%)、敦煌种业(55.02%)等；2) 与农业相关的化肥行业，如ST盐湖(564.9%)、冠农股份(110.8%)等；3) 具有涨价能力的行业，如煤炭行业中的盘江股份(87%)、金牛能源(55.34%)等；4) 重组概念股，如ST中福(687.68%)、中国中期(57.88%)等。

2008年上半年跌幅相对较大的股票主要集中在以下行业和主题上：1) 预期景气下降的造船业，如中船股份(-72.39%)等；2) 长期停牌后复牌的有色股，如宏达股份(-76.68%)、天一科技(-74.90%)等；3) 受油价上涨负面影响的航空和汽车股，如南方航空(-75.66%)、一汽夏利(-71.86%)等；4) 绩差股，如ST东盛(-76.99%)、ST中钨(-74.51%)等。

图表3 2008年上半年涨跌幅前10只股票名单

| 证券简称 | 收盘价<br>2007-12-31 | 2008年上半年涨<br>跌幅 | 证券简称  | 收盘价<br>2007-12-31 | 2008年上半年<br>涨跌幅 |
|------|-------------------|-----------------|-------|-------------------|-----------------|
| ST中福 | 0.68              | 687.68%         | 一汽夏利  | 14.5              | -71.86%         |
| ST盐湖 | 4.8               | 564.90%         | 中船股份  | 42.7              | -72.39%         |
| 冠农股份 | 42.96             | 110.80%         | 澳洋科技  | 55.97             | -72.67%         |
| 登海种业 | 12                | 109.17%         | ST金泰  | 17.91             | -72.98%         |
| 盘江股份 | 14.39             | 87.00%          | *ST迈亚 | 13.5              | -74.37%         |
| 隆平高科 | 16.39             | 69.37%          | *ST中钨 | 21.3              | -74.51%         |
| 远望谷  | 43.2              | 59.93%          | 天一科技  | 31.47             | -74.90%         |
| 中国中期 | 24.1              | 57.88%          | 南方航空  | 27.94             | -75.66%         |
| 金牛能源 | 28.11             | 55.34%          | 宏达股份  | 80.2              | -76.68%         |
| 敦煌种业 | 7.67              | 55.02%          | ST东盛  | 20.21             | -76.99%         |



截至时间：2008年6月20日。

数据来源：东吴基金，Wind。

在通胀上升期，A股市场中所有行业和大部分股票都无法避免系统性风险的影响，都出现不同幅度的下跌。在通胀环境中，表现相对抗跌的行业和股票主要集中在：1) 上游能源类行业如煤炭行业；2) 受农产品涨价影响的农业股以及与农业相关的行业如化肥、农药行业；3) 对宏观经济波动敏感性低，并且能够保持稳定较快增长的防御型行业；4) 具有估值安全边际的行业。而表现相对较差的行业主要是：1) 受油价负面影响较大的航空和汽车行业；2) 受信贷紧缩影响的房地产行业；3) 与宏观经济相关性较高的行业如有色、机械等行业。



## 第二篇 市场运行环境

当前 A 股市场面临最大的问题之一就是居高不下的通胀。通胀对股市究竟如何产生影响，通胀对股市的影响机制是什么？在通胀上升和回落期中，股市表现如何？在通胀周期中，行业景气如何演化？对于这些问题的研究以及对当前中国乃至全球通胀走势和政策取向的判断，是把握 A 股市场走势和寻找市场投资机会的关键。

### 一、宏观经济与政策取向

#### （一）宏观经济分析

2008 年上半年伴随着国际原油价格与国际粮食价格的连创新高，通货膨胀已经成为全球持续关注的焦点问题。今年 5 月全球总体及核心通胀同比增幅分别达到 6.0% 和 3.5%，为 2001 年以来的最高水平。

在此期间国内通胀水平也如火箭般上窜，且由于受国际油价持续保持上升势头、大宗商品价格仍然很不稳定以及价格管制逐步放开等因素的影响，在未来相当的一段时间内，通货膨胀仍将保持在相对高位运行。

而由于美国及其它一些国家次债危机造成的经济减速已逐渐影响到国内，中国经济增长放缓趋势逐步显现，控制通胀与保持经济的稳定发展之间需要找到一个较好的平衡点。

##### 1、全球经济展望

由于全球通胀高启，6 月 25 日美国联邦公开市场委员会宣布维持基准利率在 2% 不变，这是美联储自去年次贷危机爆发以来累积减息 325 基点后首次维持利率不变。但从美国最新数据来看，2008 年 1 季度，美国 GDP 环比增速为 0.9%，连续 2 个季度低增长。私人消费、投资及净出口贡献增速均大幅下滑，GDP 增速之所以能与上季度维持不变，主要源于存货与政府开支增加，而倚仗后两者显然不是长久之计。银行仍然谨慎放贷、房价持续大幅回落、消费者信心指数不断创出历史新低。预计美国经济的转暖应当是 U 型走势，经济在下半年出现大幅好转的可能性不大，因此短期内其基准利率上调的概率不大。

欧央行在 6 月 5 日的议息会议中宣布维持 4% 的利率水平不变，然而欧央行行长特里谢在会后表示中期来看通胀风险有所增加，不排除在 7 月份加息的可能。其主要依据是欧元区经济仍较为稳健，而通胀压力则不断上升。欧元区 08 年 1 季度经济环比增速达到了 0.8%，主要由德国带动，但也已有一部分国家出现经济放缓迹象。欧央行调高了欧元区 08 年经济预测 1.5-2.1%，但同时却调低了 09 年经济预测至 1.0-2.0%。预计随着美国经济逐步放缓的影响，09 年欧元区经济将面临较大风险。故 2008 年下半年欧央行即使加息，其力度也将较小，至 2009 年欧央行则有可能采取减息政策以刺激经济。

亚洲等新兴经济体在本轮全球通胀中也未能幸免，越南经济危机则是其中的代表，2007 年下半年以来作为新兴经济体的越南，由于食品占权重高达 42.9%，所承受的通胀压力急剧上升，5 月份 CPI 指数同比上涨已达到 25.2%，严重威胁到整个金融体系的稳定，成为此次危机的起因。但预计随着越南央行连续的紧缩政策，以及其国内需求的放缓等因素，通货膨胀压力将逐步减小，待到世界主要经济体需求回暖，届时越南经济将重新恢复活力。而由于亚洲各国外汇储备已取得长足的进步，多数经济体对外贸易稳定等因素，越南危机扩散为亚洲大规模金融危机的可能性较低。



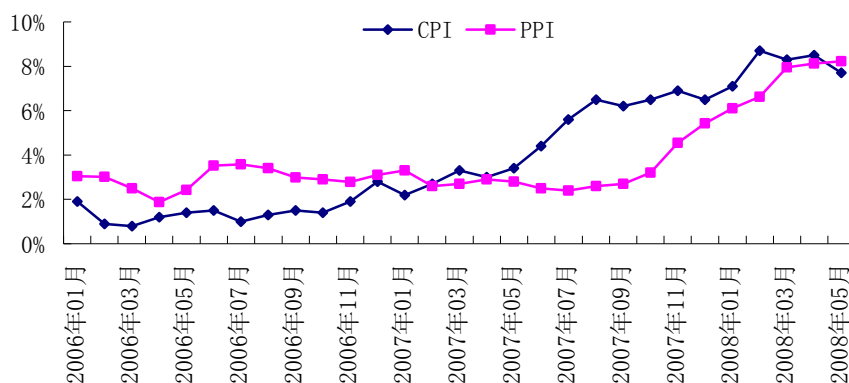
## 2、 通胀走势判断

本轮全球性通胀起源于高启的原油价格以及随之大幅上涨的粮食价格，加之美联储为了缓解国内经济下滑，采取了极为宽松的货币政策，大幅减息并向市场注入大量资金，致使美元大幅贬值，直接推高了国际大宗商品价格，向全球输出通胀。

2008年上半年国内通胀水平连续数月大幅上升，并于近期维持在高位水平，同样受到上述原因以及国内部分行业供需紧张状态的影响，PPI 也随之一路走高，且未来几月仍将继续保持趋势性上涨。但短期内由于翘尾因素以及食品价格的同比下降，通胀水平将显著回落，预计 08 年下半年通胀压力较上半年将大为减小。

但从中期看来，通胀压力仍然较为严峻。高位运行的能源、粮价和其他商品价格以及价格管制逐步放开、PPI 的传导所带来的影响，令未来通胀存在较高的不确定性，我们判断在未来相当的一段时间内，通货膨胀仍将保持相对的高位运行。

图表 4 CPI 和 PPI 走势



数据来源：Wind。

## 3、 中国经济上半年回顾与下半年走势

### 1) 出口增速高于预期但仍逐步放缓，进口增速维持高位，贸易顺差趋势收窄

5 月份我国出口同比增长 28.1%，考虑到五一假期减少导致有效工作日同比增加，剔除这一因素，出口增长依然放缓；进口同比增长从 4 月的 26.3%提高至 40%。整体来看，5 月份进出口的增长情况要好于预期，但从中长期来看，外部需求的放缓、人民币升值等因素都将对出口逐渐产生下行的压力；而进口增速的提高则是受到人民币累积升值以及大宗商品价格大幅上涨的影响，贸易顺差继续趋势性收窄，对经济增长构成一定压力。

### 2) 3-5 月工业企业利润增速好于市场预期，但增长率逐步下降

1-5 月份，规模以上工业企业实现利润 10944 亿元，同比增长 20.9%，较去年 1-11 月份 36.7%的增长率有所下滑。其中 3 至 5 月，工业企业实现利润为 7462 亿元，同比增长 23%，较前 2 月提高了 6.5%，加之工业增加值的反弹，显示 2 季度的经济形势强于市场预期。从上下游结构来看，利润的回升主要归功于上游行业，尤其是上游原材料行业。但综合看来受大宗商品价格高位运行以及外围市场需求放缓等因素影响，工业企业利润增长将逐步放缓，短期内仍难以大幅反弹。

### 3) 固定资产投资增速保持稳定

5 月城镇固定资产投资累计同比增长 25.6%，继续保持稳健。分行业来看，5 月份投资增速表现强劲的



主要是能源和矿产品开采行业，包括煤炭、石油和天然气开采业，非金属矿采选、制品业和有色金属矿采选、冶炼及压延加工业。这进一步论证了在国际大宗商品价格高涨和国内能源需求旺盛的情况下，行业利润继续向上游行业集中，预计下半年固定资产投资仍然会保持在一个较高的水平上。

#### 4) 消费需求仍然相对强劲

5 月份我国社会消费品零售总额同比增长 21.6%，增幅略低于 4 月的 22%，但高于去年全年的 20.2%。考虑到价格因素的影响，消费增长仍然相对强劲。不过值得注意的是，随着价格管制的逐步放开，将一定程度上抑制消费需求的增长。

#### 5) 下半年宏观经济判断

08 年下半年出口增速仍将逐步放缓，而进口则继续维持高位，贸易顺差保持趋势性收窄，工业企业利润增速逐步放缓，预计短期内难以大幅反弹，固定资产投资增速继续保持稳定，而消费增长则继续保持在较高的水平，国内经济增速小幅放缓但仍将保持在较高的水平。

## (二) 政策取向

中国人民银行行长周小川近期曾表示，为了对付可能会加剧的通货膨胀的局面，央行可能会制定“更有力”的从紧政策。本轮经济周期从 2003 年至今，存款准备金率共上调了 20 次，从 6% 上升到 17.5%；1 年期存款利率共上调了 8 次，从 1.98% 上调到 4.14%，这些政策的核心目标就是保持经济低通胀高增长的局面。随着 2008 年上半年国内通胀水平的持续上升，判断未来是否有更多“更有力”政策的出台将取决于未来的通胀走势。

结合我们对 2008 年下半年经济形势的判断，下半年政策取向可能展现出以下趋势：

#### 1、继续坚持从紧的货币政策

考虑到通胀压力依然较大，央行仍然将继续紧缩性的货币政策，继续实行信贷控制，仍将提高存款准备金率和公开市场操作的数量型工具作为常规化回笼手段，并且不能排除加息的可能。

#### 2、价格管制逐步放开

下半年国内通胀水平短期内将有所回落，根据当时的宏观经济环境，可能借此机会逐步放开价格管制，逐渐理顺要素价格机制，而一步到位直接与国际价格接轨的方式可能性不大。

#### 3、人民币稳步升值

继续遵循主动性、可控性、渐进性的原则，增强人民币汇率弹性，保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定，全年预计 10% 左右。

#### 4、稳定的外贸政策

当前出口增速高于市场预期但仍逐步放缓，在预期范围内时出口政策将保持稳定；而一旦出口增速放缓超出预期，为保持国内经济增长的稳定，外贸政策将可能推出保持出口稳定增长的措施。

#### 5、继续较为严格的信贷控制

在目前全球通胀的背景下，继续较为严格的信贷控制，将防止通货膨胀作为当前的首要任务。不过一旦通胀形式发生实质性的好转，预计政策将很快转向以促使经济再度提速，但目前来看，年内放松信贷灵活性的可能性不大。力争在控制通胀与保持经济的快速发展之间找到一个平衡点。





## 二、通胀周期中股市表现和行业景气走势

通胀对股市究竟如何产生影响,通胀对股市的影响机制是什么?在通胀上升和回落期中,股市表现如何?在通胀周期中,行业景气如何演化?这里我们不单纯研究通胀上升时通胀对股市的影响机制和影响结果,还将研究通胀回落时对股市的影响。一个完整的通胀周期包括通胀上升期和通胀回落期,在通胀周期的不同阶段,由于政策取向和经济增长存在差异,因此股市反应势必不同。由于投资要具有前瞻性,既要把握当前,又要展望未来,虽然当前中国仍处在高通胀时期,但我们可以相信,通胀终有一天会回落的,因此研究一个完整通胀周期中股市表现和行业景气走势就显得很有必要了。

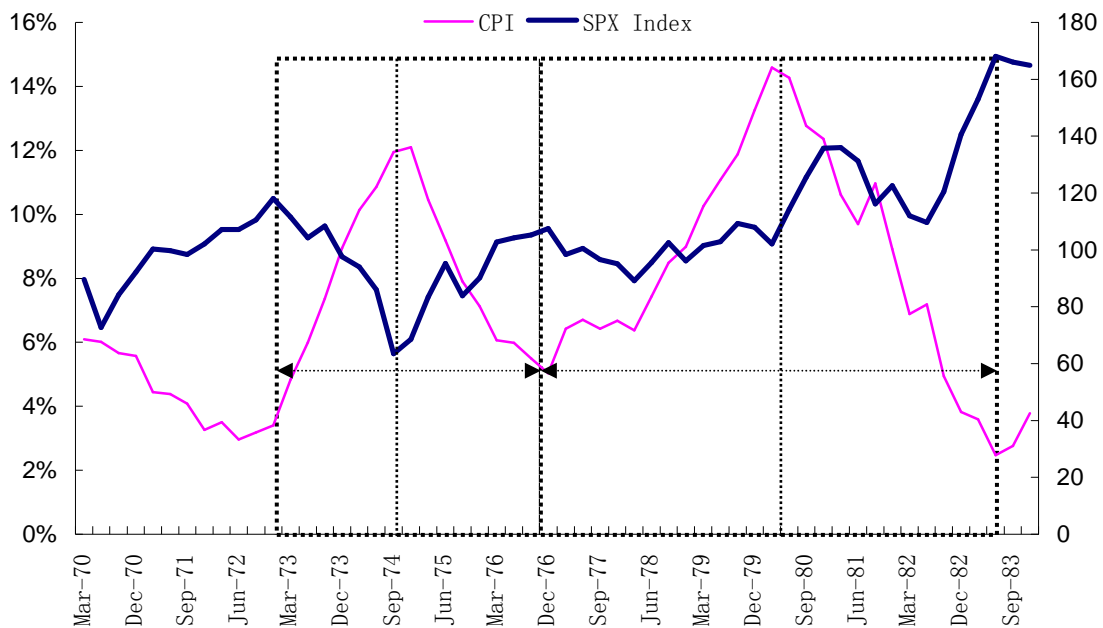
2007 年下半年以来,全球,包括中国通胀屡创新高。从这次通胀成因看,与 70 年代的全球通胀比较类似,都是由于原油和农产品价格上涨驱动的成本推动型通胀。因此,以 70 年代通胀周期中美国股市表现作为研究对象就具有比较大的参考意义。同时,90 年代以来,中国也出现过三轮通胀周期,我们通过对这三轮通胀周期下股市表现以及行业景气演化规律的总结,为当前市场趋势判断和投资机会把握提供参考。

### (一) 70 年代通胀周期中美国股市表现

70 年代美国股市出现两轮比较明显的通胀周期:第一轮通胀周期是 1973-1976 年,其中通胀上升期从 1973-1974 年,通胀回落期从 1975-1976 年,通胀上升和回落时间各持续两年;第二轮通胀周期是 1977-1983 年,其中通胀上升期从 1977-1980.3,通胀回落期从 1980.3-1983.6,通胀上升和回落时间各持续三年。这两次通胀都与石油和食品价格相关联,在石油和食品价格冲击下,这两轮通胀周期在 4-6 年左右。

在这两轮通胀周期中,当通胀处于上升时,标准普尔 500 指数都出现不同幅度的下跌;而当通胀处于回落时,标准普尔 500 指数都出现大幅上涨。股市的表现与 CPI 走势呈现出明显的负相关。

图表 5 70 年代通胀周期中美国股市表现



数据来源:中金公司,东吴基金。

**图表 6 70 年代通胀周期中标准普尔 500 指数表现**

|                 | 通胀上升期   | 通胀回落期  |
|-----------------|---------|--------|
| 1973-1976 年通胀周期 | -41.92% | 56.74% |
| 1977-1983 年通胀周期 | -5.00%  | 64.67% |

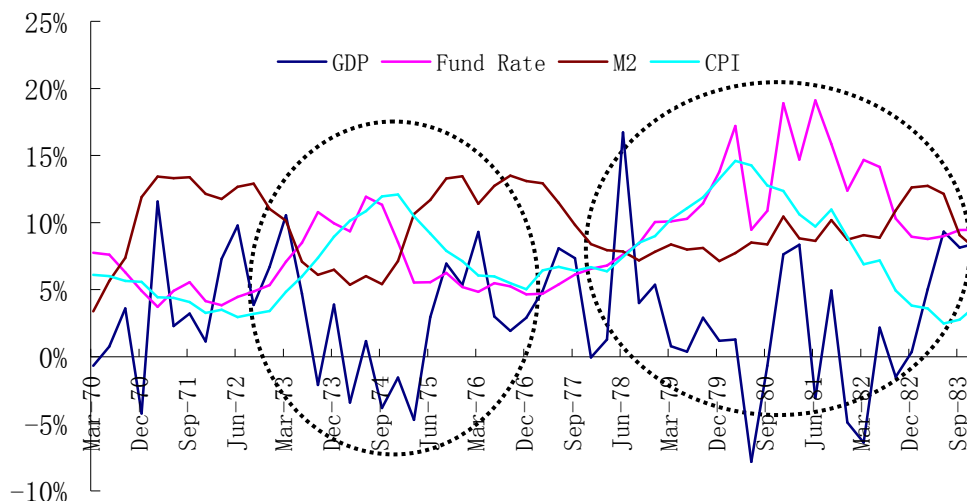
数据来源：中金公司，东吴基金。

在股市与 CPI 负相关的背后，当时美国政府政策取向和经济走势起着决定作用。1973 年 3 月，美国放弃固定汇率制，允许美元浮动，美元开始贬值。同年，食品和石油价格飙升推动通胀上升。而同期，政府实施从紧货币政策，货币供应量 M2 增速从 1972 年 12% 降到 1974 年 6%，联邦基金利率也从 5.5% 提高到 12%。随着通胀上升和从紧货币政策的影响，美国经济也进入下滑周期。因此，通胀上升引起政府政策调控和经济增长下滑，才是导致当时股市下滑的真正原因。

而 1975 年以后，随着通胀的回落，从紧货币政策也逐渐放松，M2 增速从 1974 年 6% 逐渐回升到 1976 年的 13.5%，联邦基金利率也从 12% 下降到 5%。同期，经济增长也有所复苏。通胀的回落是从紧货币政策放松的前提条件，而通胀回落和从紧货币政策的放松刺激经济增长，进而带动股市上涨。

第二轮通胀周期也有此现象，在通胀上升期，政府实施从紧货币政策，致使市场走势偏弱；而当通胀回落时，从紧货币政策有所放松，同时财政政策有所扩张，进而刺激经济增长，带动市场走强。这一轮通胀还有一个现象，在 1980 年 3 月通胀达到最高点时，随着市场预期通胀回落，并且通胀确实回落时，在通胀回落之初，股市出现一定幅度的反弹，但反弹幅度将视之后的经济走势。1981-82 年美国出现大幅波动和衰退，因此导致随后市场出现一定幅度的下跌。但 1983 年后随着美国经济的复苏和增长，美国股市出现大幅上涨。经济增长是股市上涨的动力，而通胀回落，政策放松和刺激是经济增长的前提条件。这一现象可以为 A 股市场短期走势判断提供一个参考，下半年通胀回落有可能致使市场出现一波反弹。

根据美国经验，可以得到如下结论：**1) 股市与通胀呈现为负相关性。即在通胀加速上升时，股市下跌；而在通胀回落时，股市上涨。**2) **股市与通胀之间关系本质取决于宏观调控政策取向和经济走势。通胀是政策调控目标，当通胀加速上升时，政府将实施从紧调控政策抑制恶性通胀而舍经济增长，经济增长的放缓甚至衰退将导致股市下跌。而当通胀回落时，从紧的调控政策将会逐渐放松，在保持低通胀背景下此时政策将以刺激经济增长为目标。随着经济增长，股市将进入上涨趋势。因此，通胀走势和政策取向将是判断股市走势的关键因素。**

**图表 7 70 年代通胀周期中美国政府政策取向**


数据来源：中金公司，东吴基金。

分析完通胀对股市影响机制之后，我们进一步考察在通胀上升期，哪些行业还存在投资机会。在 1973-74 这轮通胀上升期中，标准普尔 500 指数下跌 41.92%，所有一级行业指数都出现大幅下跌。在 1977-1980.3 这轮通胀上升期中，标准普尔 500 指数下跌 5%，一级行业指数仍然是跌多涨少。在这两轮通胀上升期中表现都优于同期标准普尔 500 指数的行业有：**制药业与生物技术；能源（包括石油和煤炭）；材料中的钢铁、贵金属及矿物、建筑材料、铝业、黄金、化工，交通运输中的铁路运输；生产资料中重型电气设备；农产品**。显然，在石油和食品价格带动下的通胀环境中，石油、煤炭、有色、农产品都有不错的表现。而交通运输中的铁路运输也有不错的表现，我们认为可能是由于油价上涨，铁路运输部分替代了航空客运、公路运输的缘故。

跌幅明显高于同期标准普尔 500 指数的行业主要有：**航空客运，宾馆、邮轮、旅行社，投资银行与经纪业，零售，餐饮，汽车及配件，食品及基本产品零售，耐用消费品及服装，食品饮料，技术硬件及设备，供电**。从行业特征看，表现较差的行业主要集中在消费服务类、券商股以及受油价负面影响较大的行业上。券商股以及受油价负面影响较大的航空客运、汽车及配件表现较差，这与当前 A 股市场预期基本一致。但是零售、食品、餐饮、酒店等消费服务类较差的二级市场表现与当前 A 股市场回归防御型投资品种的理念有所不同。为什么呢？

图表 8 70 年代通胀周期中美国行业指数表现

|                  | 1973-1976 年通胀周期涨跌幅  |                     | 1977-1983 年通胀周期涨跌幅  |                       |
|------------------|---------------------|---------------------|---------------------|-----------------------|
|                  | 1973-74 年<br>(通胀上升) | 1975-76 年<br>(通胀回落) | 1977-80.3<br>(通胀上涨) | 1980.3-83.6<br>(通胀回落) |
| <b>标准普尔 500</b>  | <b>-41.92%</b>      | <b>56.74%</b>       | <b>-5.00%</b>       | <b>64.67%</b>         |
| <b>制药业与生物技术</b>  | <b>-26.62%</b>      | <b>-6.87%</b>       | <b>-4.71%</b>       | <b>70.41%</b>         |
| <b>能源</b>        | <b>-26.84%</b>      | <b>61.16%</b>       | <b>41.90%</b>       | <b>10.25%</b>         |
| 石油及天然气设备与服务      | -2.53%              | 40.32%              | 83.87%              | 0.62%                 |
| 石油及天然气精炼、销售与运输   | -6.93%              | 40.37%              | 46.64%              | 28.61%                |
| 煤炭               | -21.53%             | 120.29%             | 119.58%             | -25.39%               |
| 综合性石油及天然气行业      | -33.90%             | 71.83%              | 28.37%              | 12.79%                |
| 石油及天然气开采与生产      | -39.21%             | 96.91%              | 115.12%             | 10.97%                |
| 石油及天然气勘探         | -42.70%             | 32.34%              | 291.68%             | -16.83%               |
| <b>半导体及半导体设备</b> | <b>-28.75%</b>      | <b>57.38%</b>       | <b>-11.56%</b>      | <b>67.81%</b>         |
| <b>材料</b>        | <b>-29.55%</b>      | <b>55.54%</b>       | <b>-22.31%</b>      | <b>41.61%</b>         |
| 木材加工业            | -4.80%              | 67.90%              | -31.85%             | 32.87%                |
| 钢铁               | -7.58%              | 102.65%             | 11.24%              | 9.36%                 |
| 贵金属及矿物           | -11.73%             | -17.04%             | 145.35%             | 30.80%                |
| 建筑材料             | -15.10%             | 124.61%             | 18.87%              | 117.92%               |
| 纸业               | -19.35%             | 104.03%             | -49.53%             | 59.70%                |
| 铝业               | -24.84%             | 94.85%              | 2.64%               | 30.04%                |
| 日用化学品            | -35.25%             | 68.89%              | 92.10%              | -4.79%                |
| 金                | -35.50%             | 47.65%              | 39.55%              | 42.02%                |
| 精细化工             | -38.33%             | -3.37%              | 8.62%               | 46.23%                |
| 纸类包装             | -39.36%             | 71.96%              | 24.55%              | 107.77%               |
| 其他化学制品           | -39.73%             | 54.74%              | -22.61%             | 44.77%                |



|                  |                |                |                |                |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 其他金属及矿物          | -70.12%        | 204.17%        | 129.45%        | 215.67%        |
| <b>软件及服务</b>     | <b>-34.75%</b> | <b>22.77%</b>  | <b>-26.42%</b> | <b>-14.82%</b> |
| 应用软件             | -44.33%        | 237.03%        | -1.09%         | 165.55%        |
| 数据处理及外包服务        | -73.09%        | 145.40%        | 38.15%         | 108.48%        |
| <b>电信服务</b>      | <b>-42.02%</b> | <b>46.53%</b>  | <b>-20.17%</b> | <b>47.71%</b>  |
| <b>交通运输</b>      | <b>-42.97%</b> | <b>68.18%</b>  | <b>44.77%</b>  | <b>86.27%</b>  |
| <b>铁路运输业</b>     | <b>0.19%</b>   | <b>44.04%</b>  | <b>65.90%</b>  | <b>47.68%</b>  |
| 航空客运             | -76.19%        | 158.42%        | -32.31%        | 333.68%        |
| 公路运输业            | -83.21%        | 195.17%        | 8.14%          | 221.43%        |
| <b>银行</b>        | <b>-49.01%</b> | <b>32.10%</b>  | <b>-9.16%</b>  | <b>107.57%</b> |
| <b>生产资料</b>      | <b>-49.53%</b> | <b>58.21%</b>  | <b>2.66%</b>   | <b>62.56%</b>  |
| <b>重型电气设备</b>    | <b>25.91%</b>  | <b>191.15%</b> | <b>640.78%</b> | <b>-12.92%</b> |
| 建筑工程（非住宅）        | -13.85%        | 70.47%         | 58.54%         | 6.42%          |
| 建筑机械、农业机械及重型卡车   | -32.61%        | 80.46%         | -11.51%        | 6.79%          |
| 电器元器件及设备         | -49.23%        | 70.12%         | 1.60%          | 84.19%         |
| 工业机械             | -61.10%        | 98.44%         | 35.62%         | 61.97%         |
| <b>供电</b>        | <b>-52.97%</b> | <b>68.93%</b>  | <b>-30.52%</b> | <b>40.27%</b>  |
| <b>保险</b>        | <b>-53.65%</b> | <b>32.98%</b>  | <b>4.16%</b>   | <b>86.62%</b>  |
| <b>技术硬件及设备</b>   | <b>-54.68%</b> | <b>60.05%</b>  | <b>-17.39%</b> | <b>99.08%</b>  |
| 电脑硬件             | -50.94%        | 68.83%         | -19.39%        | 117.38%        |
| 通信设备             | -70.30%        | 115.62%        | -4.05%         | 86.90%         |
| 电子设备制造商          | -74.54%        | 126.84%        | 907.54%        | 120.43%        |
| <b>食品饮料烟草</b>    | <b>-57.57%</b> | <b>70.39%</b>  | <b>-9.64%</b>  | <b>90.99%</b>  |
| <b>农产品</b>       | <b>47.42%</b>  | <b>86.92%</b>  | <b>58.74%</b>  | <b>57.72%</b>  |
| 包装食品及肉类          | -52.54%        | 99.67%         | -9.25%         | 100.56%        |
| 啤酒和麦芽酒           | -54.09%        | -13.09%        | 5.42%          | 210.87%        |
| 软饮料及矿泉水          | -64.19%        | 60.45%         | -17.95%        | 60.44%         |
| 白酒及葡萄酒           | -71.91%        | 89.55%         | 138.47%        | 85.63%         |
| <b>耐用消费品及服装</b>  | <b>-58.64%</b> | <b>39.47%</b>  | <b>-42.11%</b> | <b>59.30%</b>  |
| 家用电器             | -51.77%        | 21.00%         | -12.76%        | 71.87%         |
| 住宅业              | -62.17%        | 32.17%         | -46.94%        | 206.49%        |
| 家用器皿             | -68.19%        | 40.08%         | 26.02%         | 158.29%        |
| 鞋类               | -78.57%        | 200.00%        | 166.67%        | 193.75%        |
| 纺织品              | -86.75%        | 236.55%        | 74.31%         | 902.97%        |
| 家具及室内装璜          | -88.96%        | 333.63%        | -58.25%        | 398.89%        |
| <b>食品及基本产品零售</b> | <b>-58.68%</b> | <b>89.23%</b>  | <b>-32.08%</b> | <b>178.72%</b> |
| 食品零售             | -53.15%        | 83.33%         | -48.23%        | 171.90%        |
| 药品零售             | -64.04%        | 96.66%         | -13.43%        | 177.21%        |
| 食品分销商            | -68.55%        | 56.04%         | 96.85%         | 437.63%        |
| 大型超市             | -72.86%        | 223.76%        | 89.93%         | 1023.09%       |
| <b>房地产</b>       | <b>-61.25%</b> | <b>117.00%</b> | <b>11.67%</b>  | <b>92.14%</b>  |

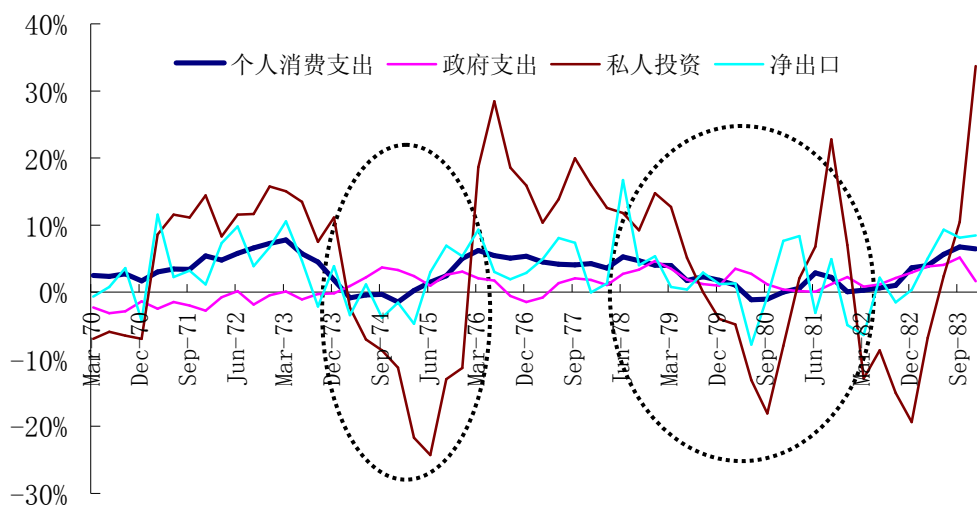


|                  |                |                |                |                |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>汽车及配件</b>     | <b>-61.32%</b> | <b>144.39%</b> | <b>-39.53%</b> | <b>61.96%</b>  |
| 汽车零部件及设备         | -22.69%        | 58.23%         | -6.36%         | 18.97%         |
| 轮胎和橡胶            | -57.86%        | 84.36%         | -49.99%        | 180.39%        |
| 汽车制造             | -63.15%        | 155.37%        | -41.01%        | 62.00%         |
| <b>餐饮业</b>       | <b>-61.53%</b> | <b>91.53%</b>  | <b>-24.49%</b> | <b>139.69%</b> |
| <b>零售业</b>       | <b>-62.39%</b> | <b>60.66%</b>  | <b>-46.22%</b> | <b>147.68%</b> |
| 家居用品零售           | -42.53%        | 28.44%         | -40.54%        | 341.66%        |
| 分销商及批发商          | -47.92%        | 55.32%         | -5.99%         | 108.74%        |
| 百货               | -62.98%        | 46.88%         | -56.32%        | 165.98%        |
| 服装零售             | -72.55%        | 143.53%        | -13.05%        | 118.90%        |
| 杂货店              | -74.70%        | 447.23%        | 10.39%         | 287.74%        |
| 电脑及电子产品零售        | -76.01%        | 652.44%        | 57.63%         | 516.79%        |
| <b>媒体</b>        | <b>-66.47%</b> | <b>118.94%</b> | <b>17.96%</b>  | <b>169.19%</b> |
| 出版业              | -47.99%        | 104.95%        | 20.76%         | 226.54%        |
| 广播电视系统           | -52.48%        | 16.67%         | 371.43%        | 40.91%         |
| 广告               | -71.15%        | 228.24%        | 81.52%         | 122.73%        |
| <b>投资银行与经纪业</b>  | <b>-66.67%</b> | <b>145.81%</b> | <b>-27.95%</b> | <b>483.69%</b> |
| <b>宾馆、邮轮、旅行社</b> | <b>-73.97%</b> | <b>105.94%</b> | <b>45.55%</b>  | <b>39.39%</b>  |

数据来源：中金公司，东吴基金。

在70年代这两轮通胀上升期中，美国个人消费支出出现大幅下滑。而个人消费支出的下降将直接影响消费服务类行业收入的增长，这可能是在通胀上升期美国消费服务类行业表现不佳的理由之一。从目前来看，反应中国个人消费水平的指标——实际社会消费品零售总额仍然保持稳定较快增长。与美国情况可能不同，中国个人消费支出受经济波动影响相对较低，因此消费服务类行业盈利增速有望保持稳定较快增长，仍然值得我们关注。

图表9 70年代通胀周期中美国各项支出增速



数据来源：中金公司，东吴基金。



## (二) 通胀周期中 A 股市场表现

90年代以来，中国出现三轮比较明显的通胀周期，第一轮从1993年至1996年；第二轮从2003年至2006年；第三轮从2007年开始，可能要延续到2009年通胀才会逐步回落。那么，在通胀上升的时候，A股市场究竟会有多大跌幅？而在通胀回落的时候，A股市场是否会有良好的表现？

1. 第一轮通胀周期：1993年~1996年。CPI从1993年的14.5%上升到1994年的最高点24.18%，从1995年开始回落，直到1996年回落到7%附近。在通胀上升期，上证指数从1993.02.19的1558最高点跌到1994.07.29的333最低点，最大跌幅为：**-77%**。同期上市公司净利润增速快速下滑，通胀高峰的次年——1995年甚至出现负增长：**-36.24%**。而在通胀回落的1996年，上证指数大幅上涨**65%**。
2. 第二轮通胀周期：2003年~2006年。CPI从2003年的1.17%上升到2004年的最高点3.90%，从2005年开始回落，直到2006年回落到1.47%附近。在通胀上升期，上证指数从2004.04.02的1783最高点跌到2005.06.06的最低998点，最大跌幅为：**-42%**。同期上市公司净利润增速快速下滑，通胀高峰的次年——2005年甚至出现负增长：**-5.45%**。而在通胀回落的2006年，上证指数大幅上涨**130%**。
3. 第三轮通胀周期，我们判断，可能要从2007年一直延续到2010年。CPI可能从2007年的4.80%上升到2008年最高点6.50%左右，然后从2009年逐渐回落，直到2010年CPI才有可能真正回落到较低水平。从2007年下半年通胀加速上升至今，上证指数也出现了大幅下跌，从2007.10.16的6124最高点跌到2008.06.27的2748点，跌幅为**-55%**。在这轮通胀上升期内上证指数的表现与前两轮通胀表现一致。所以我们预期，只有等到通胀真正回落时，上证指数才有可能有好的表现，这一过程可能要等到2009年下半年。不过我们预期，本轮通胀高峰的次年——2009年A股上市公司整体净利润增长率可能不会出现前两轮通胀高峰次年净利润负增长现象，2009年A股上市公司整体净利润有望出现10%左右的增长。因此，与前两次通胀上升期内上证指数下跌空间比较，在当前点位A股进一步下跌空间相对有限。

图表 10 通胀环境下 A 股市场表现

| 时间  | CPI    | A 股利润增长率       | 上证指数涨跌幅        |
|---|--------|----------------|----------------|
| <b>第一轮通胀：1993 年~1995 年</b><br>从 1993.02.19 的 1558 点跌到 1994.07.29 的 333 点，最大跌幅为 <b>-77%</b>  |        |                |                |
| 1993 年  | 14.50% | <b>78.49%</b>  | <b>6.84%</b>   |
| 1994 年  | 24.18% | <b>9.56%</b>   | -22.30% (-60%) |
| 1995 年  | 17.07% | <b>-36.24%</b> | -13.30% (-35%) |
| 1996 年  | 8.33%  | -2.47%         | <b>65.14%</b>  |
| <b>第二轮通胀：2003 年~2005 年</b><br>从 2004.04.02 的 1783 点跌到 2005.06.06 的 998 点，最大跌幅为 <b>-42%</b>  |        |                |                |
| 2003 年  | 1.17%  | <b>33.51%</b>  | <b>10.27%</b>  |
| 2004 年  | 3.90%  | <b>24.75%</b>  | -15.40% (-28%) |
| 2005 年  | 1.82%  | <b>-5.45%</b>  | -8.33% (-22%)  |
| 2006 年  | 1.47%  | 46.00%         | <b>130.43%</b> |
| <b>第三轮通胀：2007 年~2009 年</b><br>从 2007.10.16 的 6124 点跌到 2008.06.27 的 2990 点，最大跌幅为 <b>-55%</b> |        |                |                |
| 2007 年  | 4.80%  | 65.00%         | <b>96.66%</b>  |
| 2008 年  | 6.50%  | <b>25% ?</b>   | -              |



|        |   |       |   |
|--------|---|-------|---|
| 2009 年 | - | 10% ? | - |
|--------|---|-------|---|

注：在上证指数涨跌幅一列中，括号内涨跌幅表示该年度上证指数最大跌幅。

资料来源：东吴基金。

### （三）通胀周期中行业景气呈现梯次轮动规律

在 1993~1996 年这轮通胀周期中，从 1992 年开始，中国经济在大规模基础建设拉动下启动，能源、交通、通信设施等瓶颈领域的先导性行业景气率先上升，并拉动电力、钢铁、机械、汽车、造船、化工、电子、建材等中游行业景气的上升。随着经济的快速增长，居民收入水平大幅上升，消费需求年均增速高达 25%。居民收入水平的提升直接拉动消费服务类行业景气的上升。在投资和消费需求拉动下，1993-94 年中国经济进入高通胀时代。1994 年，政府出台严厉的宏观调控政策，使投资增速迅速下降，直接导致与投资相关性较高的钢铁、煤炭、石油、机械、建材等行业景气快速下滑，交通运输行业景气也有所下滑。同时，与消费支出相关性较高的耐用消费品行业汽车及配件和房地产行业景气也出现下滑。而必需消费品食品饮料、家电行业景气相对平稳。

在 2003~2006 年这轮通胀周期中，从 2002 年开始，新一轮投资周期启动，房地产、汽车以及电子通讯等先导性行业景气率先上升，并带动机械装备制造、钢铁、化工、有色、建材等中游行业景气上升，并传导到煤炭、石油、电力等上游能源类行业。大多数行业景气的上行，直接造成当时煤电油运的紧张和通胀的上升。于是 2004 年政府采取从紧货币政策以及行政手段控制固定资产投资过快上涨，随后与投资密切相关的中游行业建材、钢铁、化工、机械等行业景气迅速下滑。受经济下滑影响，交通运输中的公路行业景气也出现下滑。而供给瓶颈行业煤炭、石油、航运行业景气下滑相对滞后。经济增长的下滑直接带动汽车及配件行业景气下滑；家电行业由于受钢价提升负面影响，并且无法转价，景气也出现明显下滑。

从以上两轮通胀周期看，我国行业景气存在明显的梯次轮动规律。在经济上升阶段<sup>①</sup>，房地产、汽车以及电子通讯等先导性行业景气率先上升，并带动钢铁、化工、有色、机械、建材等中游行业景气上升，并传导到煤炭、石油等上游能源类行业。在宏观经济总体上升背景下，居民收入水平也会有所上升，从而带动消费服务类行业景气的上升。而当经济过热并形成通胀压力时，政府会出台调控措施抑制经济需求，控制通胀。由于在以上两轮通胀中，中国经济增长动力都是以投资为主，消费和出口为辅。因此，为了抑制通胀过快增长，政府都是以投资需求作为主要调控对象，手段主要是货币政策和行政手段相结合。在这种调控思路下，行业景气存在明显的梯次轮动规律：景气率先见顶的是银行、地产行业，紧接着是与固定资产投资相关性高的原材料和投资品行业，瓶颈行业景气维持时间或许稍长些。随着经济增长的下滑，对于耐用消费品的汽车及配件行业景气下滑也很明显。由于中国个人消费支出增速相对比较稳定，所以消费服务类景气变动相对平缓。

图表 11 通胀环境下行业净利润增速

| 经济部门 | 东吴行业 | 净利润增长率 1994 | 净利润增长率 1995 | 净利润增长率 2004 | 净利润增长率 2005 | 净利润增长率 2007 | 净利润增长率 2008 预测 |
|------|------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|
| 消费类  | 食品   | 74.10%      | 14.97%      | 15.06%      | -2.37%      | -5.42%      | 90.08%         |
|      | 饮料业  | 1.86%       | 28.98%      | 32.10%      | 27.60%      | 58.14%      | 47.75%         |
|      | 家电   | 35.59%      | 24.61%      | 20.25%      | -12.37%     | 100%        | 38.93%         |
|      | 纺织服装 | 31.42%      | -18.37%     | 3.43%       | -4.93%      | 110.28%     | 20.40%         |

<sup>①</sup>从我国历史看，通胀周期基本与经济周期是一致的，即当经济快速增长时，通常会伴随通胀上升；而当经济增长下滑时，通常会伴随通胀回落。



|             |       |         |         |         |         |         |        |
|-------------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|
|             | 医药    | 9.33%   | -9.94%  | -6.71%  | 15.05%  | 102.30% | 49.59% |
|             | 房地产   | 30.32%  | -43.51% | 58.04%  | 27.69%  | 99.35%  | 81.54% |
|             | 汽车及配件 | -19.90% | -54.89% | -2.90%  | -41.99% | 103.09% | 20.99% |
| 服务类         | 银行    | 30.38%  | 22.11%  | 31.26%  | 27.79%  | 57.31%  | 48.27% |
|             | 商业    | 24.26%  | 4.81%   | 47.08%  | 12.44%  | 75.20%  | 61.13% |
| 能源          | 煤炭    | 92.12%  | -68.12% | 115.90% | 12.39%  | 23.06%  | 57.71% |
|             | 石油加工  | 25.60%  | -59.95% | 76.84%  | 13.51%  | 5.69%   | -1.39% |
|             | 电力    | 27.67%  | 10.18%  | 7.57%   | -11.42% | 27.24%  | -9.04% |
| 原材料和<br>投资品 | 化工    | 19.35%  | 16.64%  | 47.58%  | 4.28%   | 61.77%  | 63.33% |
|             | 钢铁    | -6.87%  | -80.07% | 39.83%  | 0.55%   | 37.04%  | 27.20% |
|             | 有色    | 2.91%   | 39.78%  | 73.62%  | 33.94%  | 14.49%  | 24.98% |
|             | 机械    | -6.42%  | -10.59% | 39.46%  | 14.95%  | 99.25%  | 28.85% |
|             | 建材    | 28.62%  | -17.52% | 37.72%  | -34.18% | 82.86%  | 79.17% |
| 交通运输        | 航运业   | 20.31%  | -0.99%  | 43.45%  | 42.70%  | 342.76% | 38.50% |
|             | 陆上运输  | 28.19%  | -3.52%  | 18.93%  | -2.80%  | 43.74%  | 19.99% |

数据来源：东吴基金。

2006年以来，中国经济转向投资和出口两轮驱动的增长模式，出口旺盛的需求，大大减轻了2003-04年新建产能过剩的压力，同时也拉动中国经济进入新一轮快速增长。在这轮经济增长中，中游行业景气得到进一步提升。但是，2007年下半年中国通胀出现加速上涨趋势，经济有过热趋势。为了缓解通胀压力以及抑制经济由偏快转向过热的风险，4季度央行实施从紧货币政策，同时受美国次贷危机的冲击，出口需求放缓。信贷紧缩导致银行、地产行业景气在2007年4季度见顶。同时在外需放缓以及油价和大宗原材料上涨负面影响下，原材料和投资品类行业钢铁、有色、机械、建材行业景气出现下滑趋势。同时，汽车及配件、航空行业的景气下滑速度加快。在油价上涨中，石油采掘业、煤炭行业景气仍有可能继续上升。受益于3G投资，通信设备制造业将维持景气上升趋势。在居民消费支出保持平稳较快增长背景下，消费服务类行业景气有望保持相对平稳。

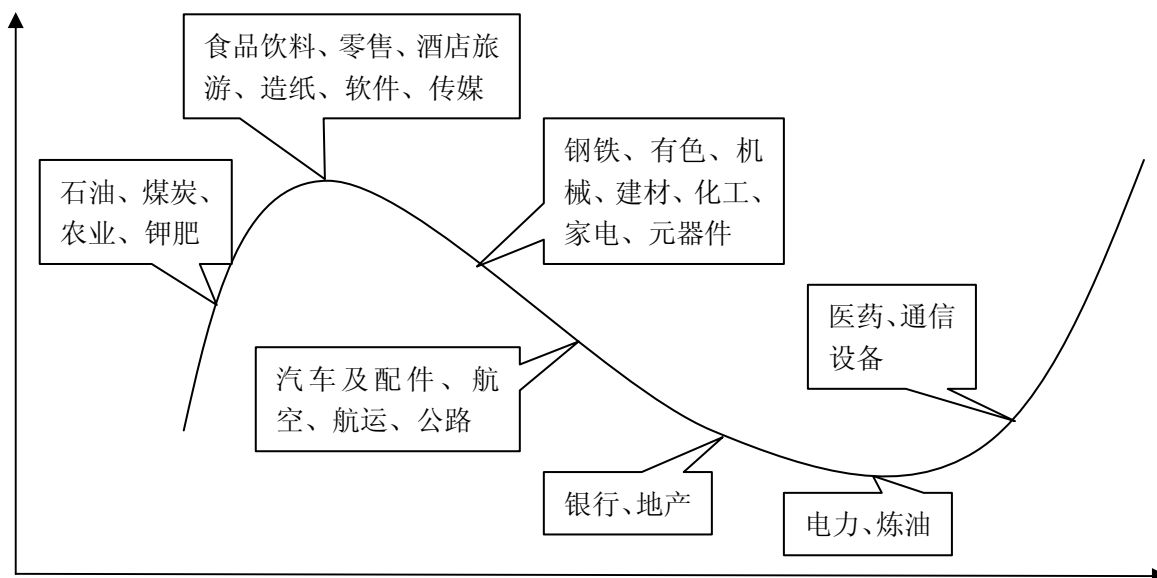
从投资角度看，在目前通胀周期中，行业景气处于上升阶段、或处于景气底部、或景气能够平缓运行的行业值得我们重点关注：

- 行业景气处于上升阶段的行业有：石油采掘、煤炭、农业、钾肥、医药、通信设备，处于景气上升阶段行业值得我们重点关注；
- 行业景气处于底部阶段的行业有：银行、地产、电力、炼油，这些行业投资机会在于行业政策的改变；
- 行业景气处于平缓运行的行业有：食品饮料、零售、酒店旅游、造纸、软件、传媒，这些行业对宏观经济波动敏感性相对低，并且能够保持稳定较快增长，是通胀中较好的防御型品种。

从中国历史三轮通胀周期中股市表现情况看，结论与美国经验一致：**即股市与通胀呈现为负相关性。即在通胀加速上升时，股市下跌；而在通胀回落时，股市上涨。两者之间内在关系取决于政策取向和经济走势。在通胀周期中，行业景气存在明显梯次轮动规律：货币政策从紧导致银行和地产景气预先见顶，接着就是原材料和投资品类行业景气出现下滑，瓶颈行业景气维持时间或许稍长些。随着经济增长的下滑，耐用消费品行业如汽车及配件行业景气下滑明显。由于中国个人消费支出增速相对稳定，因此消费服务类行业景气变动相对平缓。**



图表 12 当前通胀周期中主要行业景气所处周期



资料来源：东吴基金。

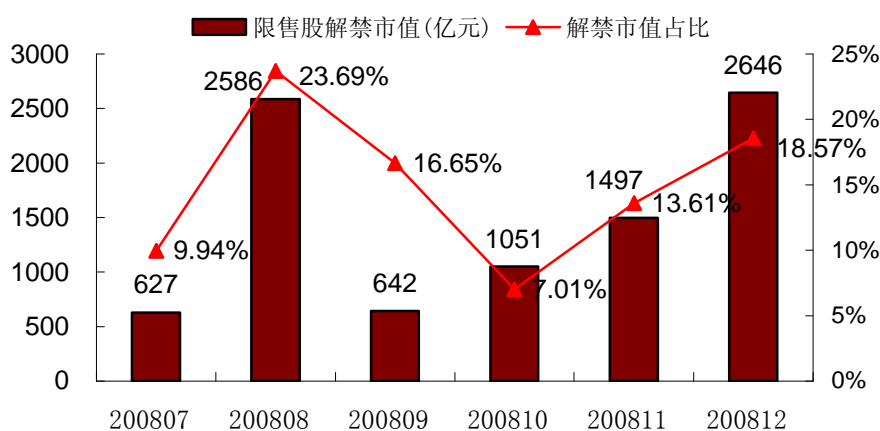
### 三、市场资金有所偏紧

在限售股解禁冲击以及市场赚钱效应缺失背景下，下半年市场资金仍有所偏紧。资金回流股市有待赚钱效应的回归。

#### （一）限售股解禁压力仍然较大

从限售股解禁规模来看，2008年下半年限售股解禁主要集中在8、11和12月。同时，以上3个月以及9月份限售股解禁市值占解禁股票总市值比例超过13%以上，因此，预计8、9、11和12月限售股解禁会对市场产生一定冲击。8月份限售股解禁规模有2586亿，解禁市值超过100亿的股票有宝钢、中信证券、苏宁环球、申能股份、东方明珠，这5家公司解禁市值占当月解禁市值73.50%。9月份限售股解禁规模有642亿，解禁市值超过100亿的股票只有北京银行，该公司解禁市值占当月解禁市值60%。11月份解禁规模有1497亿，解禁市值超过100亿的股票有海通证券、泸州老窖，这2家公司解禁市值占当月解禁市值32%。12月份解禁规模有2680亿，解禁市值超过100亿的股票有中海发展、中国太保、金牛能源、中兴通讯、金风科技、唐钢股份、国阳新能，这7家公司解禁市值占当月解禁市值50%。

下半年限售股解禁压力仍然比较大，特别要注意8、11和12月这三个月限售股解禁对市场的冲击，以及限售股解禁规模超过100个亿以上的股票解禁风险。

**图表 13 2008 年下半年 A 股市场每月限售股解禁规模（亿元）**


数据来源：东吴基金，Wind。

**图表 14 2008 年下半年百亿以上限售股解禁股票名单**

| 股票简称 | 可流通时间      | 解禁规模 | 股票简称 | 可流通时间      | 解禁规模 |
|------|------------|------|------|------------|------|
| 西部矿业 | 2008-07-14 | 175  | 海通证券 | 2008-11-21 | 286  |
| 宝钢股份 | 2008-08-19 | 1170 | 泸州老窖 | 2008-11-03 | 203  |
| 中信证券 | 2008-08-15 | 256  | 中海发展 | 2008-12-30 | 321  |
| 苏宁电器 | 2008-08-11 | 169  | 中国太保 | 2008-12-25 | 302  |
| 申能股份 | 2008-08-17 | 144  | 金牛能源 | 2008-12-28 | 181  |
| 东方明珠 | 2008-08-07 | 103  | 中兴通讯 | 2008-12-29 | 157  |
| 北京银行 | 2008-09-19 | 389  | 金风科技 | 2008-12-26 | 157  |
| 中国石化 | 2008-10-10 | 556  | 唐钢股份 | 2008-12-21 | 137  |
| 上海汽车 | 2008-10-24 | 136  | 国阳新能 | 2008-12-29 | 111  |

数据来源：东吴基金，Wind。

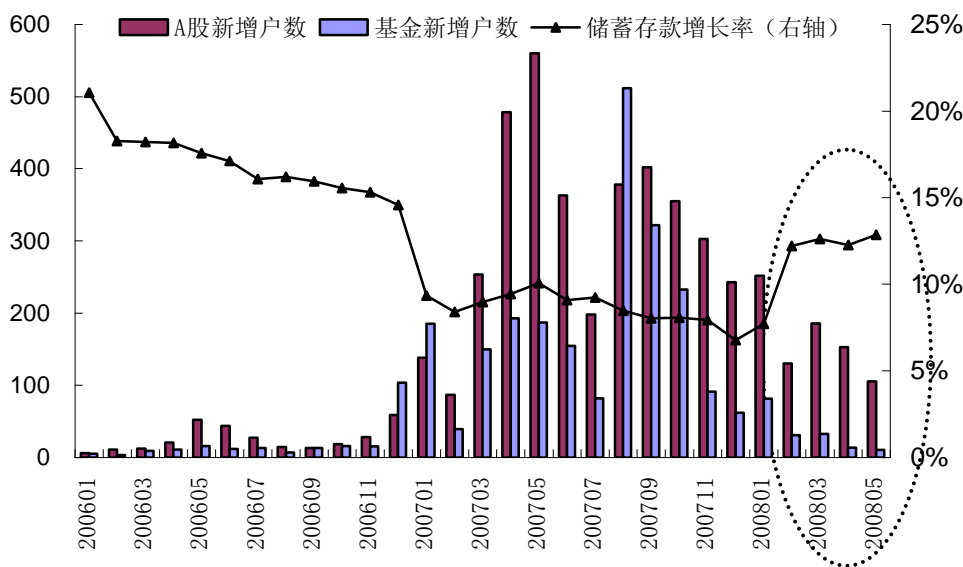
## （二）资金供给偏紧

从资金供给来看，二季度 A 股和基金新增开户数呈现下滑趋势。同时在市场持续下跌背景下，虽然春节以来新批了很多基金，但是二季度发行的偏股型基金平均募集规模只有 7.5 个亿，远远低于去年募集水平，对市场资金供给相当有限。另外，在目前市场环境下，基金都保持较低仓位。

今年以来，居民储蓄存款增速也有所提高，居民储蓄存款有回流银行系统的趋势。美国密执根大学调查研究中心主任卡泰罗根据他 25-30 年的消费者调查资料工作总结得到，在通胀上升期，居民储蓄存款有上升趋势。原因是通胀使人忐忑不安，害怕不久在购买生活必需品时遇到麻烦，因而人们以降低可自由支配的消费额、增加储蓄额来对付通货膨胀。因此，在通胀未能明显下降以及 A 股市场不能出现赚钱效应背景下，居民储蓄存款短期很难大幅回流股市。

从资金潜在供给来看，事实上市场缺的不是资金——19 万亿的居民储蓄存款、基金低仓位等，现在市场缺的是信心，缺的是对中国经济未来走势的把握。从历史经验看，只要市场存在赚钱效应，资金就有动力重新流回这个市场。

图表 15 新资金入市意愿有所减弱



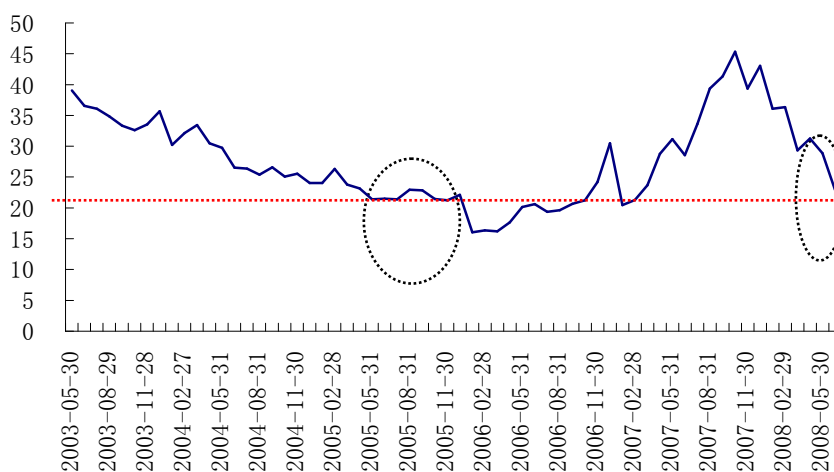
数据来源：Wind，东吴基金。

## 四、估值进入安全区域

### (一) A 股市场整体估值

截至 2008 年 6 月 20 日，剔除亏损股，A 股市场 2007、2008 年动态 PE 分别为：22.96 和 17.28 倍；沪深 300 分别为：21.76 和 17.24 倍。与历史 A 股估值比较，2005 年当上证指数跌破 1000 点时，A 股市场对应的 pe 为 21.5 倍（以 2005 年业绩计算），而现在 A 股市场静态 pe 为 22.96 倍，2008 年动态 pe 只有 17.28 倍。如果以 2008 年预测业绩计算的话，那么当前 A 股市场整体估值水平已低于 2005 年 1000 点的水平，已进入安全区域了。

图表 16 A 股市场 pe 走势



注：2008 年前 A 股市场 pe 以当年业绩计算，2008 年以后以 2007 年业绩计算。



## （二）行业成长与估值

我们仍然应用东吴行业轮动识别模型，来前瞻下半年行业投资机会。具体做法是：采用数学中几何矢量图的方法，以行业估值和行业利润增长率分别作为横坐标和纵坐标，并以稳定增长型行业（周期型行业）整体估值水平和稳定增长型行业（周期型行业）利润增长率作为基准，将稳定增长型行业（周期型行业）中所有行业分成四类，据此把握住下半年最具有投资价值的行业。

### 1、稳定增长型行业分类

根据东吴行业轮动识别模型，以 2007 年 PE 作为横坐标，以 2008、2009 两年行业利润复合增长率为纵坐标，并以稳定增长型行业整体估值水平和整体利润增长率作为基准，稳定增长型行业分成四类。具体结果如下：

- A 类行业：行业利润增长率高于稳定增长型行业整体利润增长率，并且估值水平低于稳定增长型行业整体 PE。按 PE 从低到高排序，这类行业有：银行、造纸、房地产。
- B 类行业：行业利润增长率高于稳定增长型行业整体利润增长率，但估值水平高于稳定增长型行业整体 PE。按 PE 从低到高排序，这类行业有：商业、医药、软件及服务、传媒、饮料、农业、食品。
- C 类行业：行业利润增长率低于稳定增长型行业整体利润增长率，但估值水平低于稳定增长型行业整体 PE。按 PE 从低到高排序，这类行业有：纺织服装、家电、元器件、计算机硬件、保险。
- D 类行业：行业利润增长率高于稳定增长型行业整体利润增长率，并且估值水平低于稳定增长型行业整体 PE。按 PE 从低到高排序，这类行业有：酒店旅游、通信。

从 PE 角度看，稳定增长型行业中可以重点关注以下行业（按 PE 从低到高排序）：**银行、造纸、房地产、家电、商业、医药、软件及服务、传媒、饮料**。随着市场下跌，这些行业估值水平也出现较大幅度的下落，由于成长性相对稳定，可能是市场较好的防御型投资品种。

### 2、周期型行业分类

根据东吴行业轮动识别模型，以 2007 年 PE 作为横坐标，以 2008、2009 两年行业利润复合增长率为纵坐标，并以周期型行业整体估值水平和整体利润增长率作为基准，将周期型行业分成四类，具体结果如下：

- A 类行业：行业利润增长率高于周期型行业整体利润增长率，并且估值水平低于周期型行业整体 PE。按 PE 从低到高排序，这类行业有：钢铁、汽车及配件、交运设备、有色、工程机械、建筑、民航、通用机械、建材。
- B 类行业：行业利润增长率高于周期型行业整体利润增长率，但估值水平高于周期型行业整体 PE。按 PE 从低到高排序，这类行业有：电力设备、化工、煤炭。
- C 类行业：行业利润增长率低于周期型行业整体利润增长率，但估值水平低于周期型行业整体 PE。按 PE 从低到高排序，这类行业有：水运、证券、陆上运输。
- D 类行业：行业利润增长率低于周期型行业整体利润增长率，并且估值水平高于周期型行业整体 PE。按 PE 从低到高排序，这类行业有：石油、电力、港口。

从 PE 角度看，周期型行业中可以重点关注以下行业（按 PE 从低到高排序）：**水运、钢铁、汽车及配件、机械、有色、证券、电力设备、化工**，这些行业随时存在超跌反弹的可能。



## 五、2008 年下半年市场走势判断

从市场运行环境看，未来一段时间内，通胀仍将保持相对高位运行，央行将继续实行从紧货币政策，继续实行信贷控制。同时，大跌之后市场信心恢复也需要一段时间。但是从目前 A 股市场估值水平看，进一步下跌空间也相对有限。我们判断，下半年 A 股市场将以震荡为主。如果四季度通胀明显回落，那么在从紧货币政策有所放松预期下，年末的行情可以期待。在此期间，一些重要事件，如中报业绩超预期、奥运、灾后重建、以及融资融券和创业板、股指期货的推出，可能会给市场带来短期投资机会。

现在市场还关心的一个问题是，市场底部在何处？从历史上看，政策底通常不是市场底。3000 点之上监管层加快新基金的发行速度，超过 1% 以上大小非减持转大宗交易、下调印花税等，3000 点基本是市场认可的政策底。但从目前市场走势看，上证指数已跌破 2700 点，那么市场的底在哪里？对于该问题的回答，可以借鉴一下 2004 年那一轮通胀背景下上证指数走势加以判断。

2004 年在通胀上升和上市公司盈利预期下滑下，上证指数从 2004 年 4 月的最高点 1780 点跌到 2004 年 9 月 13 日的 1260 点，随后政府出台《国九条》，市场反弹到 1500 点，但之后市场跌破政策底 1260 点到 1000 点，从政策底到 1000 点，上证指数还跌了将近 20%，调整时间 9 个月左右。如果假定政策底与市场底相差 20% 的话，那么 2400 点可能是市场底。另外，在 2004 年那轮通胀中，通胀之后 2005 年整个 A 股上市公司净利润迅速下滑，成为负增长（-5%），而目前预计 2009 年 A 股上市公司净利润可能还有 10% 左右的增长。同时，如果以 2008 年盈利预测计算的话，2008 年 A 股市场动态 pe 为 17.28 倍，估值已低于 2005 年 1000 点的 21.5 倍水平。总体看，我们认为 A 股下跌空间已经相对有限，除非中国经济出现严重衰退。



## 第三篇 投资策略

### 一、投资主线

由于当前中国经济仍然处在高通胀阶段，通胀并未出现明显的回落，因此对于 2008 年下半年的投资策略，将转向防守反击，直到通胀真正回落和从紧货币政策的放松。具体落实到投资策略上，重点关注以下三条主线的投资机会：

**第一条投资主线是对宏观经济波动敏感性低，并且能够保持稳定较快增长的行业，重点关注：商业零售、酒店旅游、饮料、造纸和软件行业。**

- 零售业作为内需型行业，凭借其稀缺的渠道价值和自身的盈利模式，是内需政策和温和通胀的最大受益者。居民收入增长和财富积累这一根本动力没有改变，零售业仍处于消费升级下的长景气周期中。
- 上半年，旅游行业受诸多突发事件影响较为严重，但长期景气趋势不会改变。下半年乃至 2009 年，随着地震因素的逐渐消除以及“奥运后效应”的显现，旅游行业将有望迎来报复性的增长。
- 短期看，本币升值、运费下降、淘汰落后都有利于造纸行业景气延续，大企业将分享行业成长，并且估值水平已经低于发达国家水平。

**第二条投资主线是行业景气有望继续上升的行业，重点关注医药、煤炭、钾肥、电力设备和通信设备制造行业。**

- 医药行业迎来利润增长拐点，医改试点、鼓励创新、规范生产与销售、积极开拓国际市场将是医药行业未来利润增长的驱动因素，该行业是目前市场少有的利好偏多行业，行业景气与盈利达到新世纪最好水平。
- 煤炭的需求在 2010 年前难达到平衡，2009 和 2010 年国内煤炭供给依然偏紧。在高油价的背景下，在供给偏紧的情况下，其长期价格应该有较好的支撑。
- 电力设备行业中输变电设备充分受益于电网大投资和电力工业投资结构转移，新能源和节能设备在产业政策和产业链完善的双重推动下驶入高速发展的快车道，行业景气继续向上。
- 伴随着电信重组的明朗，电信投资增长明确，通讯设备商在未来 2-3 年盈利增长轨迹明晰确定，行业内主流公司具备显著投资价值。

**第三条投资主线是适当把握具有交易性投资机会的行业。一种是存在超跌反弹机会的行业，重点关注：银行、地产、机械、家电、有色和钢铁行业。另一种是受益于政府价格管制放松的行业，重点关注：石油和电力行业。**

- 银行业在 08 年依然能够保持较高的业绩增速，主要得益于信贷增长在紧缩的调控下依然没有减缓，息差却反而增加，以及中间业务收入的稳步增长有关。我们认为银行业的利润增长将在 2008 年迎来新的景气高峰，尽管明年业绩增速可能会有下降的趋势，但是在总体而言，还有比较可观的增速水平。
- 由于受到紧缩货币政策的影响，市场仍将维持投资放缓、需求萎缩、景气回落的行业格局。维持“中性”的短期投资评级。
- 对于我国工程机械行业而言，行业需求并不是主要问题，目前压制行业估值水平的因素主要来自于钢材



等原材料价格的上涨。然而，我们判断目前推动钢材成本上涨的一些因素，如铁矿石海运费的价格存在投机性泡沫，下半年回落的可能性较大，而这将导致机械行业投资机会的出现。

- 家电作为消费类的支柱行业将长期获取比较高的业绩增长。国内家电产品的需求保持稳定，各种产品的功能差异以及产品线的扩展都可以使得家电行业可以获得长期的稳定回报。
- 下半年国内通胀水平短期内将有所回落，根据当时的宏观经济环境，政府可能借此机会逐步放开价格管制，逐渐理顺要素价格机制，因此石油和电力行业可以关注。

## 二、重点行业

### 1、医药——少有的利好偏多行业

行业评级：推荐

医药行业 1-5 月利润增长 50%，在所有行业中名列前茅，明显好于周期性行业，也是近 5 年里的最佳，预计在整个通胀周期中，医药是仅次于能源的最好投资标的之一。08 年下半年行业的关键驱动因素有：医改试点、鼓励创新、规范生产与销售、积极开拓国际市场。行业风险是：环保、产能过剩与基本药物的价格管制，另外还有所得税、投资收益、公允价值计量等非经常性风险。

医改每年 1500 亿元政府投资的增量估计一半用于药品消费，虽然预计对 08 年行业增量影响不超过 10%，但是医改方案下半年将进行公开征集对新医改方案意见、修订完善医改配套措施、进行局部试点和评估三大步。从子行业看，受益医改的主要是普药、大输液、诊断试剂、医疗设备等，对应的销售通路是社区与农村，因此我们坚定看好化学制剂药与生物制药子行业，认为子行业拐点已经确认。中药与医药商业景气度稍低，毛利率增长与费用增长基本同步，关注盈利模式可复制与流程优化中的胜出者。

产品创新方面，恒瑞、双鹭、莱士的新药值得期待；国际市场方面，关注先行者海正、复星、华海药业、华东医药、白云山的进展。盈利模式方面，通化东宝、云南白药、国药股份、东阿阿胶、广州药业各有特色，目前还在复制过程中。

**重点关注：**双鹭药业、复星医药、华东医药。

### 2、商业零售——在温和通胀中获得“超额收益”

行业评级：推荐

在我国经济强劲增长的大背景下，商业零售行业在居民收入消费水平持续提升的促进下，正运行于增速提高的高景气通道中。由于消费具有的刚性特征，在温和通胀的刺激下，我国商业零售业近年来持续偏旺：2007 年我国社会消费品零售总额同比增长了 16.8%，而今年前 5 月份则达到了 21.1%，增幅同比提高了 5.9 个百分点。在行业的高景气环境下，主要零售类 A 股今年 1 季度的收入和利润的增速以及毛利率均进一步提高，收入和净利润同比增长分别达到了 25% 和 62% 左右。

由于商业零售企业具有稀缺的渠道价值，使得其在通胀中的价格传导能力较强；并且现金流良好，经营物业自有或签订长期租赁协议，因而费用可控。其中，国内百货类企业由于绝大部分为“按销售额扣点”的联营模式，因此受益通胀也最明显；超市类企业因为存货因素在通胀初期也受益。从长期来看，随着经济增长方式从以投资为主的推动逐步过渡到以消费为主为拉动，以及居民消费力的持续提升和城市化的不断推进，我国商业零售行业具备长期的高成长性。

对于预期未来两年我国 GDP 增速放缓会抑制消费进而影响商业零售业的问题，我们的观点是居民收入的增长仍高于物价的上涨幅度，况且我国消费不光跟居民收入增长这一“流量”有关，还跟多年积累起来的居民财富这一“存量”密切相关。因此，我们仍然看好具有稀缺渠道价值的商业零售行业，尤其是受益消费升级和通胀最为明显的百货子行业。



**重点关注：**百联股份、广百股份、鄂武商 A、武汉中百、银座股份。

### 3、旅游酒店——突发事件不改行业长景气趋势

行业评级：推荐

今年上半年，接连发生的冰雪灾害、地震及洪灾等突发性事件给我国旅游业造成了严重的负面影响。一季度，旅游类上市公司业绩受冰雪灾害影响出现全面下滑甚至亏损，“5.12”汶川大地震又使得刚刚有所恢复的国内旅游市场再次受到重创，在心理层面严重影响了国内居民的出游。不过，就影响区域和持续时间来看，此次地震的影响将远小于 2003 年的 SARS。此外，原来市场预期的“奥运”利好也在政府强硬的“维稳”措施中落空。

由于旅游业在时间和目的地方面具有较强的替代性，随着地震影响的逐步减弱，加上旅游旺季的到来，我们预计从 7 月份开始，国内旅游业将逐步获得恢复性增长。而“奥运后效应”也将给我国旅游业带来刺激作用，上半年被压抑的旅游需求有望在下半年得到释放。因此，预计全年国内旅游业的增速同比下滑幅度不会很显著，仍有望达到 15% 以上的较好增长水平。而从长期来看，目前我国旅游业已经进入从观光旅游向休闲度假旅游发展的产业升级阶段，突发性事件并不会改变我国旅游业的长期景气趋势。黄金周改革和带薪度假制度的实施，也能够使我国旅游消费的质量和旅游收入均得到明显的提升。

此外，旅游业在需求方面跟居民的收入增长和财富积累密切相关，由于我们居民的可支配收入增速仍然明显高于 CPI 的上涨幅度，因此，我国旅游业不会受到当期以及可预期的通胀因素的影响。

在市场因素和行业短期利空因素的双重作用下，主要旅游类 A 股目前已经跌至合理估值水平以下。考虑到我国旅游行业有望在下半年出现报复性反弹以及长期高景气的趋势，预计下半年尤其是第三季度是旅游类股较好的投资买入期。我们重点看好增长明确并对优势旅游资源形成相对垄断的景区类个股。

**重点关注：**桂林旅游、黄山旅游、丽江旅游、锦江股份。

### 4、家电行业——寻求长期竞争力

行业评级：推荐

家电是我们长期看好的行业之一，在目前市场整体低迷情况下，家电作为消费类的支柱行业将长期获取比较高的业绩增长。

国内家电产品的需求保持稳定，各种产品的功能差异以及产品线的扩展都可以使得家电行业可以获取长期的稳定回报，而一些有核心竞争力的企业和产品新颖的小家电厂商更加能否获取高毛利率。其次，从目前的经济形式看，通胀环境下，可能改变居民对于家电的消费习惯，价格已经让位于品牌，成为决定购买决策的主要依据之一。另外由于能源价格变动，而电价收到保护的情况下，家用电器可能更加获取居民的青睐。第三，海外订单保持稳定增长。从目前一些上市公司的数据看，1Q 的海外订单都有旺盛的需求，这个很国内企业的技术进步和出口导向策略不无关系。

市场对家电的担忧主要集中在房地产销售和天气方面。我们认为天气的今年的不确定性增加了空调的销售难度，不过长期看全球气候变暖是趋势。而房地产销售的下滑并不能立刻对家电需求有影响，长期的城市化趋势将推动家电需求的规模化和精细化发展。

目前的家电行业估值水平低于整体 A 股，而白色家电龙头企业在 2008-2009 年的增长还是比较稳定的。以小家电企业为例，在家电的红海中，通过产品创新和创意营销，都在各个细分市场打开一片天地，获取高毛利率。企业未来若想长期保持竞争力要未雨绸缪，稳步布局全球市场同时延伸产业链，在核心技术上有所突破。

**重点关注：**格力电器、九阳股份。

### 5、银行——等待业绩惊喜

行业评级：推荐





银行业在 08 年依然能够保持较高的业绩增速，主要得益于信贷增长在紧缩的调控下依然没有减缓，息差却反而增加，以及中间业务收入的稳步增长有关。我们认为银行业的利润增长将在 2008 年迎来新的景气高峰，尽管明年业绩增速可能会有下降的趋势，但是在总体而言，还有比较客观的增速水平。

我们认为今年下半年的银行业绩增速是几个关键因素的驱动，放大了商业银行的息差水平。首先是税收改革的初年，大部分的商业银行将享受优惠税率；其次，在去年的加息基础上，贷款的重新定价导致了银行业息差的普遍提高；另外，在宏观紧缩的情况下，银行普遍利用资产的优化调整和定价，获取了超额的信贷收益；最后尽管宏观经济出现不利的状况，目前商业银行的风险管理水平明显高于 04 年的那轮信贷周期下降时期，因此信贷成本也能够保持低位。

市场对于银行股的疑虑主要在于高息差能否维持，其次在于资产质量问题。我们认为在可以预见的 08 年，高息差依然可以维持，在于银行在贷款的定价权已经得到充分的提升，上浮贷款比重在逐步的提高；从负债方看，受到资本市场走软的影响，定期存款比重在提升，但是并没有看到很明显的定期化的趋势。另外市场担忧的资产质量问题我们认为夸大了影响，首先，拨备覆盖率已经达到了历史高位，厚实的财务支持将充分消化资产质量下降的风险，另外，有房地产相关的贷款实质风险远远小于想象，并且银行在新增部分已经做了结构调整。

我们相信从 PE 和 PB 指标看，目前的估值已经进入了比较安全的区域，和国际估值水平相比也相差无几，并且也已经反映了业绩增长率下降的预期。

**重点关注：**工商银行、招商银行。

## 6、房地产——紧缩货币延长行业调整期

行业评级：中性

今年上半年的房地产市场呈现“价涨量缩”的态势，虽然国内主要城市的平均房价持续走高，但成交量快速萎缩。在 5、6 月传统销售旺季，市场观望气氛依然浓厚，预示着未来进入 7、8 月的淡季将更不乐观。国房景气指数在去年 11 月创下 106.59 点的阶段性高点后持续回落。整体看来，行业景气回落受价格因素影响相对较小，而市场前景看淡及资金紧张导致大多数开发商均调低了今年的新开工面积，房地产开发投资减速是行业景气下降的主导因素。

国内房地产市场经过过去 2 年的“热炒”，部分城市及区域存在“房价虚高”现象，未来房价走势将是开发商与购房者最终博弈的结果，深圳等部分城市房价出现调整已经证明了这一点。历史经验证明，房地产行业景气度是螺旋式上升（下降）的，房价也是逐浪上升（下降）的。我们认为，本轮房地产行业上升周期始于 2005 年末，经过 2006、2007 年的加速上升，目前仍处于上升周期的调整阶段，调整时间预计在 1 年左右时间。

政策调控引发的本轮房地产市场调整，目前面临许多不确定因素。影响目前房地产市场走势的关键因素仍然是供需关系。本轮房地产上升周期的主要特征是受需求拉动，而政策调控主要是挤压了投资需求与投机需求“泡沫”，并一定程度上拟制了自住性及改善性需求。从去年 4 季度开始的紧缩货币政策是导致及加剧房地产市场需求萎缩的“源头”。未来市场需求得以释放、行业结束调整的决定因素是政府何时能够使货币政策有效放松。

我们认为，本轮房地产景气上升周期将会持续到 2011 年，看好房地产中长期的发展趋势，维持“推荐”的长期投资评级。但在紧缩货币政策下，市场仍将维持投资放缓、需求萎缩、景气回落的行业格局，维持“中性”的短期投资评级。投资策略上建议以观望为主，适当把握交易性机会。

**重点关注：**万科、保利地产、华发股份。

## 7、煤炭——在高油价背景下继续景气

行业评级：推荐



2007 年我国煤炭产量 25.42 亿吨，而目前在建的煤矿为 7.05 亿吨，在 2010 年前陆续投产，考虑到资源枯竭的报废产能，2010 年煤炭的产能可达到 31.87 亿吨左右。但是考虑到运力瓶颈，目前大多数机构预测 2010 年煤炭的有效供给不足 31 亿吨。煤炭的需求在 2010 年前难达到平衡，2009 和 2010 年国内煤炭供给依然偏紧。

对于该板块我们的基本判断是煤炭作为不可替代的重要能源，在高油价的背景下，在供给偏紧的情况下，其长期价格应该有较好的支撑。虽然国家采取了价格管制措施，但是我们认为这只是暂时的，目前的风险主要是价格管制的时间和范围会否超过市场的预期。

此外，我们看到目前通过大量关闭不合格的中小煤矿，以及组建大型煤炭企业，行业逐渐从分散走向垄断。随着政策性成本的逐步征收，以及安全监管力度加大，中小煤矿的吨产能投入成本较高，行业从以前的规模不经济逐步走向规模经济。我们预计为缓解供需矛盾，整合国内煤炭资源将成为趋势。因此我们将重点关注相关企业的资产注入。

在看到良好的行业基本面的同时，我们也看到目前全球陷入通胀，给世界经济造成不利影响，也给中国经济的增长带来了很大的不确定性。一旦经济增速回落超过预期，则会对煤炭的需求和价格带来不利影响，我们将密切跟踪。目前我们还看不到这一负面影响。

**重点关注：**西山煤电、潞安环能、煤气化、国阳新能。

## 8、机械——中长期看好我国工程机械行业的发展前景 行业评级：推荐

我们依然看好工程机械行业。我们认为工程机械子行业景气度震荡上升，是最具长期投资价值的行业之一。预计 2008 年我国固定资产投资的增速将不会下降，进而对于工程机械行业产品的需求拉动效应不会因此而减弱。而出口形势尽管将受到来自于全球经济增长放缓的影响，但是由于基数较低，同比增长仍将在高位维持，因此总体看来，行业需求并不是我们担心的主要问题。

此外，工程机械上市公司的行业代表性最强，管理水平也优于其它子行业，研发和国产化水平也是机械行业中的佼佼者。目前对于行业内上市公司股价及估值表现最大的压制力量来自于钢材价格的高企，进而导致市场对于行业利润增长大幅放缓的担忧。

我们认为此轮我国钢材价格的上涨主要是来自于成本上升的推动效应，基于对全球经济增速趋缓以及目前国际海运费存在投机性抛沫的判断，我们认为钢材价格在下半年可能会涨幅趋缓或者存在小幅回落的可能，而这将成为行业策略性投资机会的触发因素之一。

**重点关注：**方圆支承、三一重工、太原重工、天马股份。

## 9、电力设备——输配电行业持续高景气，新能源及节能设备行业强烈看好

### 行业评级：推荐

电力工业投资结构转移及电网大投资催生输变电行业高景气。“十一五”的后三年，电网投资有望保持在 20%左右的增速，投资稳定增长降低了宏观经济减速带来的行业波动风险，输变电设备行业利润将快于收入的增长，有望达到 30%以上的增速。预计我国今年电网投资总额接近 3000 亿元，有望第一次实现电网投资和电源投资总量基本持平，电力投资正在不断向电网投资转移的趋势更加明朗，电力工业投资结构不断优化。冰雪和地震灾害凸显电网的脆弱态势，提高电网设计标准和灾后重建势必拉动输变电设备制造行业进一步景气。行业龙头能通过产品提价、技术创新、成本控制等手段消化成本上涨压力，重点看好。



能源结构调整和节能减排促使新能源设备和节能设备步入高速发展快车道。在传统能源煤炭及石油等价格快速上涨的背景下，大力发展风能、太阳能等新能源、调整能源结构成为我国解决能源困局的有力抓手。具有技术、市场等先发优势和规模优势的风电设备及太阳能设备的优质企业必将分享这一朝阳产业蓬勃发展的盛宴，非晶合金变压器、动态无功补偿、高压变频调速等节能设备将分享我国“节能减排”市场的大蛋糕，新能源和节能设备行业必将成为高速发展的黄金子行业。

电站设备行业需求下降，景气下滑。随着我国电源结构中火电装机占比的下降，电站设备步入下滑的周期。电站设备出口受到人民币升值和外国国产化政策的限制难以弥补国内需求的下滑态势。钢材等原材料价格上涨对电站设备成本压力最大，毛利下滑不容忽视。

电力设备行业整体给予推荐评级。分子行业看，输变电设备给予推荐评级，重点看好管理优秀、成本压力较小的龙头公司；新能源和节能设备子行业受益于政策推动，发展空间巨大，给予推荐评级，重点关注拥有核心技术或关键零部件生产能力的风电和太阳能设备龙头企业，提高电能质量、减少能源损耗的节能设备的龙头公司给予重点关注。电站设备子行业景气下滑、成本压力较大，给予中性评级。

**重点关注：**特变电工、思源电气、金风科技、荣信股份。

## 10、造纸——估值已与国际接轨

行业评级：推荐

造纸是目前确定最享受本币升值的行业。国际上在通胀过程中，以造纸为代表的资本品多数情况是跑赢大市的，因为只有恶性通胀导致需求下降，造纸业才会真正的供求出现问题，其他时期，企业可以调整新产能等方式降低成本。在中国，造纸行业不同于发达国家的需求导向，多数情况更偏重于资本品的周期性属性，供应占比偏大，今年以来的涨价是个例外，即环保与产能淘汰使得供求平衡有所打破。**短期行业偏好的动因有本币升值、运费下降、淘汰落后产能；**长期看，未来2年造纸新产能一多半集中在中国，只有大企业能够分享行业成长。

2008年以来成本推动的价格上涨是行业主旋律，造纸原材料中木浆价格相对平稳，上下波动不会很大；但进口废纸价格会上涨较多，目前已从年初的210美元/吨涨到5月底的280美元/吨，价格涨幅从07年的28%继续上升到30%多；下半年均价可能在300美元/吨左右，一季度行业毛利率明显上升的势头可能减缓，林浆纸一体化的优势企业会在长期竞争中胜出。

未来2年，只要经济不发生硬着陆（即GDP增长小于10%、9%；CPI增长大于6.5%、5.5%），造纸行业景气程度应相对乐观。目前看，上半年价格涨幅最大的箱板纸供过于求态势是否加大，取决于玖龙与理文相当于行业20%产能的新建产能能否转移到其他国家。价格涨幅较高的新闻纸投资品属性最明显，长期看产能供过于求，短期看需求是否在奥运会后明显下降。白卡纸下半年产能投放增量占比大于其它纸种。目前看，文化纸、铜版纸景气度仍然维持高位。

**重点关注：**景兴纸业、博汇纸业、华泰股份。

## 11、通信设备制造业——迎来新一轮的春天

行业评级：推荐

2008年5月24日工信部、发改委、财政部联合发布了《关于深化电信体制改革的通告》，通告明确了六大运营商重组合并为三大全业务运营商（移动、新联通和新电信），并在重组完成后颁发三张3G牌照。中国联通最新声明，联通与网通的合并以及向电信出售CDMA资产的交易都在预定时间表下稳步进行，并将按约在9月底前向股东大会提交相关交易协议。这预示着电信重组有望在10月完成，3G牌照发放时间可能在10月份。这意味着3G牌照发放之后，三大新电信运营商将展开新一轮电信设备投资。

基于三大新电信运营商3G竞争策略的判断，我们认为新联通和新电信将在2008年下半年和2009年加大3G投资力度，以求迅速铺开3G网络，谋求竞争优势。由于WCDMA、CDMA远较TD-SCDMA成熟，因此在面



对新联通、新电信的竞争压力，中移动对TD的投资也会加大加快。初步估计，未来三年新联通对WCDMA网的投资约在550亿；新电信对CDMA的投资约为500亿；中国移动对TD上的投资估计有450亿。也即未来三年，电信运营商对3G投资有1500亿左右的巨大规模。

我们认为伴随着电信重组的明朗，电信投资增长明确，通讯设备商在未来2-3年盈利增长轨迹明晰确定，行业内主流公司具备显著投资价值。所以，我们给予通信设备制造业“推荐”评级。从产业链看，系统设备及配套设备、光纤光缆、软件及支撑系统、测试设备、网络优化以及辅助设备等都将受益于国内3G网络的建设，这些子行业的相关公司将有明显的投资机会。

**重点关注：**中兴通讯、武汉凡谷。

**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基金：

### 东吴嘉禾优势精选基金

基金类型： 混合型基金  
基金经理： 魏立波  
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，2006 年东吴嘉禾基金净值增长率为 128.15%，在同类 39 只偏股混合型基金中排名第 7。截至 2007 年 12 月 28 日，基金单位净值为 1.0484 元，2007 年以来嘉禾净值增长率为 99.35%。在所有偏股型基金中过去两年排名第 12。截至 2008 年 6 月 30 日，嘉禾基金累计净值为 2.3420 元。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。

### 东吴双动力基金

基金类型： 股票型基金  
基金经理： 王炯  
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 2008 年 6 月 30 日，东吴双动力基金单位净值为 1.6503 元，2008 年以来净值增长率为-22.90%，在所有股票型基金中排名第 1。

### 东吴行业轮动基金

基金类型： 股票型基金  
基金经理： 庞良永  
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 2008 年 6 月 30 日，东吴双动力基金单位净值为 0.8717 元，成立以来净值增长率为-12.83%。