



把握走向复苏中的振荡

——东吴基金 2009 年二季度投资策略报告



(2009 年 3 月 31 日)

主 笔 刘元海

宏观经济 徐 嵩

行业研究

银行 房地产 任 壮

家电 朱昆鹏

机械 汽车

电力设备 刘 辉

有色煤炭钢铁 王 强

数据提供 戴 斌

监 审 王 炯

黎 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

把握走向复苏中的振荡

影响 2 季度 A 股市场走势的关键因素是：中国宏观经济走势与行业估值压力。

从情景分析看，如果经济呈现“V”型走势，那么预计市场会继续振荡向上。如果经济呈现“W”型走势，即出现二次探底情形，那么短期市场会面临一定压力。但在保增长目标下，预计随后政府还会有一系列政策出台保经济增长，届时市场信心又会逐步恢复。从以上两种情景分析看，无论经济是“W”还是“V”型走势，2009 年中国经济有望筑底回升进入经济复苏周期，因此 2 季度乃至更长时间 A 股市场运行环境整体偏暖。我们认为，从长期看现在 A 股市场也许是小荷才露尖尖角，不过道路将是曲折的。

虽然目前 A 股整体估值水平仍处于安全区域，但自 08 年 11 月以来，短期内许多行业估值水平提升幅度已经很大，而估值压力的化解只能寄希望于政策或行业景气的超预期。一旦行业景气低于市场预期，2 季度大部分行业随时存在估值调整压力。不过在经济复苏背景下，2 季度的调整，将是择股择机建仓的好时机。

对于 2 季度投资策略，继续贯彻年初“寻找业绩增长确定公司”的投资理念，同时寻找受益于政策推动和产业振兴规划景气有望得以进一步改善而成为“早周期”的行业，重点关注以下四条主线的投资机会：

- 第一条投资主线是受益于政策和产业振兴规划景气有望得以继续改善的行业，重点关注：汽车、工程机械、家电、钢铁、房地产和银行。
- 第二条投资主线是受益于价格反弹和抵御通胀风险预期的大宗商品原材料，重点关注：有色、煤炭。
- 第三条投资主线是自下而上从公司技术优势、市场优势和管理运营优势等角度，寻找细分行业中业绩增长确定甚至超预期的公司，重点关注以下行业中的优秀公司：医药、TMT 行业。
- 第四条投资主线是主题投资：新能源和区域经济振兴规划主题等。



目 录

第一篇 市场回顾	3
一、 美股先破而后立	3
二、 A股反弹热点纷呈	3
第二篇 A市场运行环境整体偏暖	5
一、 美国经验：股市反弹型态和影响因素	5
二、 美国经验：经济复苏动力和股市表现	6
（一） 实施积极财政政策是经济复苏的先决条件	6
（二） 经济复苏过程标普呈现 N 型走势，周期型强于防御型	8
三、 宏观经济与政策取向	9
（一） 宏观经济分析	9
（二） 政策取向	11
四、 中国积极财政政策初现效果	11
五、 A股上市公司业绩触底回升	14
六、 估值存在结构型压力	14
七、 2009 年二季度 A 股走势判断	15
第三篇 投资策略	16
一、 寻找“早周期行业”+“业绩增长确定公司”	16
二、 重点行业	17
东吴嘉禾优势精选基金	21
东吴双动力基金	21
东吴行业轮动基金	21
东吴优信稳健债券基金	21
东吴进取策略灵活配置基金	22

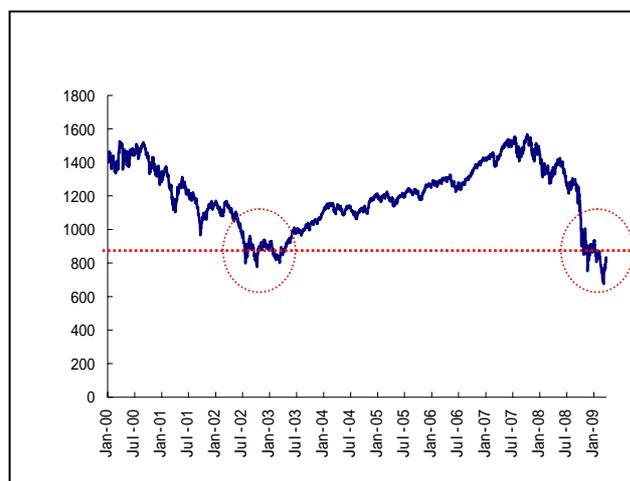
第一篇 市场回顾

一、美股先破而后立

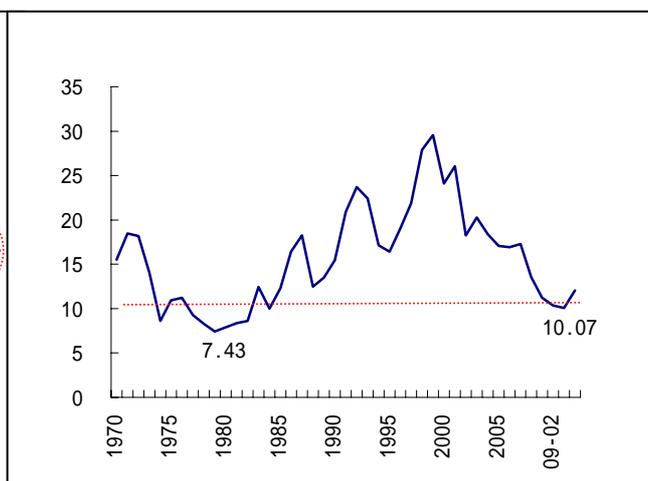
今年以来，标普 500 指数于 3 月 6 日创下新低 666.79 点。从年初至 3 月 6 日最低点，标普 500 指数下跌 26.2%。然而其后，市场大逆转，标普 500 指数最大反弹 24.9%。标普 500 指数先破而后立，现股指基本回到年初整理平台，这一平台也是 2001 年 IT 泡沫破灭时整理形成的平台。估值看，标普 500 指数最低点位对应 PE 只有 10 倍，是 80 年代以来最低水平。从技术走势和估值水平看，短期标普 500 指数有企稳迹象。

从宏观面看，美国政府对银行业的大力救助，次按重置损失也大幅减少，美国金融业再度出现恶性崩溃的风险已经显著下降。与此同时，3 月份美国公布的宏观经济数据环比有所改善，包括房屋、工业和消费等一系列数据出现回稳和跌幅减小的趋势。预计 2 季度美国经济有望继续回暖，这将对股市构成利好，从而有利股市稳定。

图表 1 2 月以来标普 500 先破而后立



图表 2 标普 500 估值处于 80 年代以来最低水平



数据来源：Bloomberg，东吴基金。

二、A 股反弹热点纷呈

A 股市场 08 年 11 月触底反弹，12 月份整固，元旦后加速反弹。沪深 300 指数从 1606 点到 2516 点的最大反弹幅度接近 57%。支持本轮 A 股反弹的主要动力是：政策刺激力度超预期以及流动性过剩推动估值上升。宏观经济在 08 年 4 季度出现“断崖式”下行后，政府及时出台了 4 万亿投资计划，并陆续推出了十大产业振兴规划，与此同时实施宽松货币政策，政策强度和密度都超出市场预期，市场对经济悲观预期逐步得以改善。

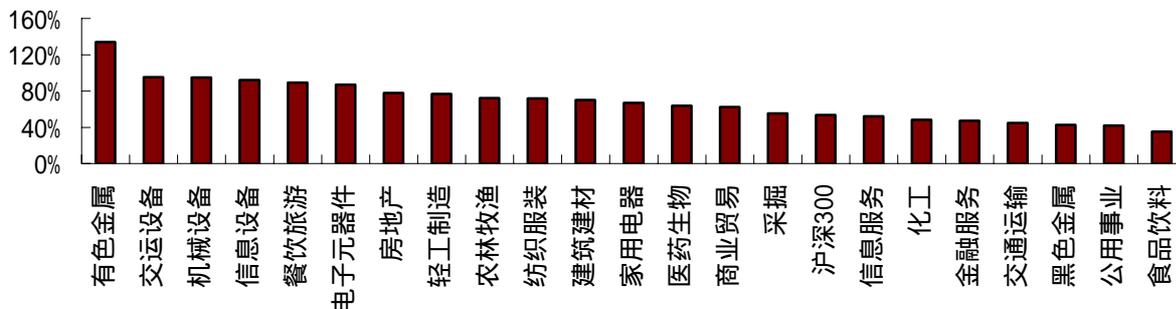
从行业表现看，有色、交运设备、机械、信息设备、电子元器件、纺织服装、建筑建材和家电等行业涨幅要大于食品饮料、公用事业、交通运输和信息服务等防御型行业。

11 月份政府出台 4 万亿投资计划，受益于大规模基建和电网投资拉动的行业，如建材、电力设备、机械等在本轮反弹中表现最好。与此同时，受 3G 牌照发放预期，家电下乡政策大规模开展，汽车购置税减半等政策影响，通讯设备、家电和汽车行业也均有较好表现。元月后，随着十大产业振兴规划陆续出台，市场对于钢铁、汽车、装备制造、纺织服装等行业展开了阶段性攻势。而受益于期货价格反弹和抵御通胀风险预



期的大宗商品原材料如有色股价弹性最大，股价表现抢眼。受益于库存回补、订单反弹的行业如元器件等也有较好表现。虽然房地产这一国民经济支柱行业暂未纳入振兴规划范围，但大幅降息之后，各地方政府推出了许多刺激购房政策，房产销售量逐步走出了低谷，增强了市场对地产股的信心，地产股也有上好表现。

图表 3 2008 年 11 月以来 A 股市场周期型行业表现最好



数据来源：Wind，东吴基金。

从投资主题看，市场呈现出以下几大主题：(1) 新能源主题，包括风电、汽车新能源和太阳能。08 年 11 月以来，新能源主题演绎如火如荼。从新能源市场行情演绎路线看，最早启动的是风电新能源，其次是汽车新能源，最后是近期的太阳能。我们判断，该主题将是 A 股市场长期一个投资主题。(2) 区域投资主题，受益于区域经济振兴规划的股票，如海西岸、上海等。

根据市场投资逻辑，可以梳理出以下四条投资主线：(1) 受益于政策投资拉动和产业振兴规划，并预期景气有望得以改善的行业；(2) 库存回补、订单反弹的行业；(3) 商品价格反弹的行业；(4) 主题投资，包括新能源、区域主题。

从目前行情演绎情况看，以上有些投资主线有望继续演绎，如受益于投资拉动的行业预计行情持续时间会比较长，即使中间出现调整，我们认为也将是战略性建仓的好时机。有些投资主线还需进一步观察，如库存回补行业其订单反弹持续性如何，商品价格反弹可持续性，都需要观察。

第二篇 A 市场运行环境整体偏暖

影响 2 季度 A 股市场走势的关键因素是：中国宏观经济走势与行业估值压力。

从情景分析看，如果经济呈现“V”型走势，那么预计市场会继续振荡向上。如果经济呈现“W”型走势，即出现二次探底情形，那么短期市场会面临一定压力。但在保增长目标下，预计随后政府还会有一系列政策出台保经济增长，届时市场信心又会逐步恢复。从以上两种情景分析看，无论经济是“W”还是“V”型走势，2009 年中国经济有望筑底回升进入经济复苏周期，因此 2 季度乃至更长时间 A 股市场运行环境偏暖。我们认为，从长期看现在 A 股市场也许是小荷才露尖尖角，不过道路将是曲折的。

虽然目前 A 股整体估值水平仍处于安全区域，但自 08 年 11 月以来，短期内许多行业估值水平提升幅度已很大，而估值压力的化解只能寄希望于政策或行业景气的超预期。一旦行业景气低于市场预期，2 季度大部分行业随时存在估值调整压力。不过在经济复苏背景下，2 季度的调整，将是择股择机建仓的好时机。

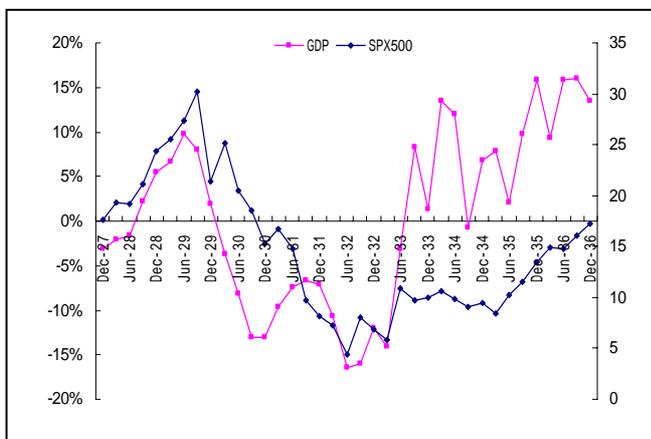
一、美国经验：股市反弹型态和影响因素

在经历一场严重经济衰退之后，股市反弹并非一帆风顺，将受制于经济复苏过程的波动和估值压力而振荡。20 世纪以来，美国经历过四次大的经济衰退，在每次经济衰退之后，股市走势总是一波三折：

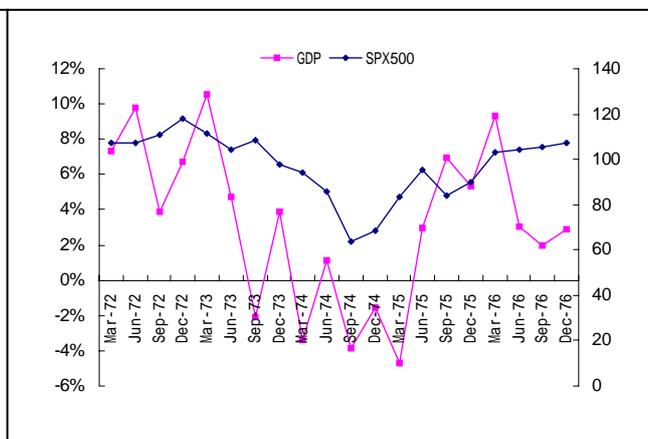
第一次是 1929 年大萧条。1932 年 2 季度美国经济触底，标普 500 指数同步触底反弹。1933 年 1 季度美国经济小幅回调，标普 500 指数二次探底，不过此次底部要高于第一次探底低点，股市跟随经济呈现 W 型筑底走势。

第二次是 70 年代石油危机。1975 年 1 季度美国经济触底快速反弹，标普 500 指数领先经济两季度于 1974 年 3 季度开始反弹，一直持续到 1975 年 2 季度。在此过程，标普 500 指数 PE 从 8.6 倍上升到 11 倍，同时 1975 年 3 季度美国个人消费支出出现回调，标普 500 指数与 3 季度也出现一定幅度回调，之后继续上涨，总体呈现 N 型走势。

图表 4 29 年大萧条后标普以 W 型态筑底



图表 5 70 年代石油危机后标普呈现 N 型走势



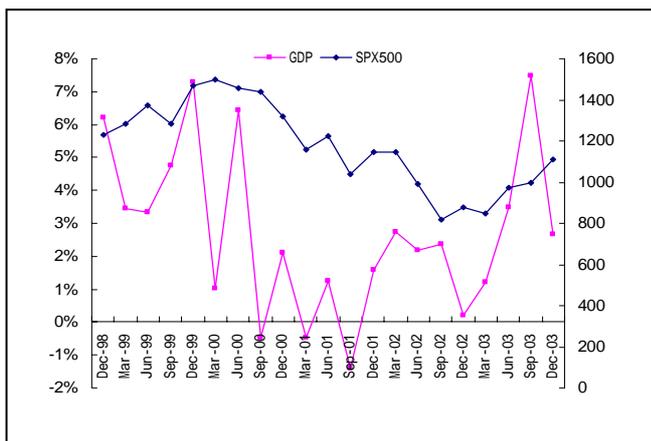
数据来源：Bloomberg，东吴基金。



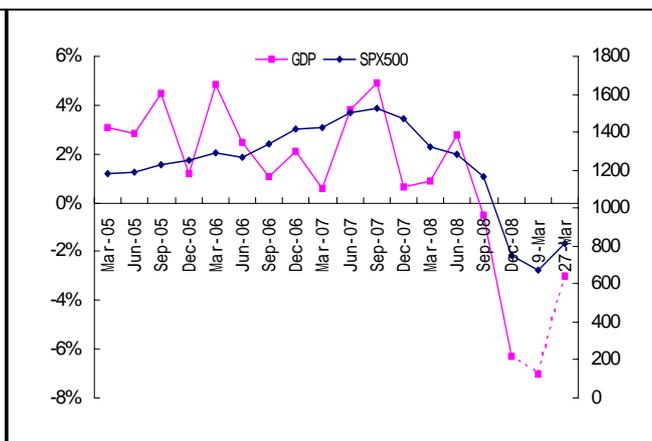
第三次是 2001 年 IT 泡沫破灭。2002 年前 3 季度美国经济企稳，标普 500 指数触底反弹。但 2002 年 4 季度经济出现回调，标普 500 指数于 2003 年 1 季度二次探底。标普呈现出 W 型态筑底走势。

第四次是 2007 年由次贷危机演绎形成的全球金融和经济大危机。标普 500 指数从最高点 1576 点跌到 2009 年 3 月 6 日最低点 666 点，但之后标普 500 快速反弹到 816 点（3 月 27 日），主要原因是市场预期美国金融系统和经济有望逐步稳定。之后标普是否出现 W 型态走势，我们拭目以待。

图表 6 2001 年 IT 泡沫破灭后以 W 型态筑底



图表 7 2007 年次贷危机后标普 500 走势

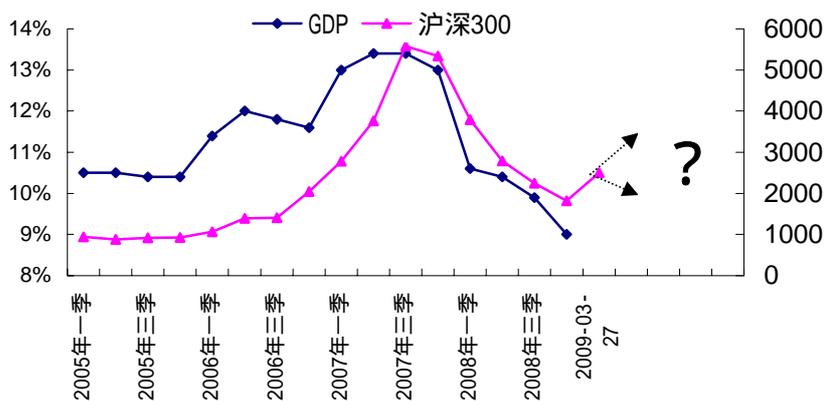


数据来源：Bloomberg，东吴基金。

注：虚线表示高盛对美国 09 年 1、2 季度 GDP 预测数据。

从美国经验看，经济二次回调或估值压力，都可能导致股市二次探底或呈现 N 型走势。沪深 300 指数从 2008 年 11 月至今，最大反弹 57%，09 年动态 PE 也从 9.75 倍上升到 15.5 倍。如果中国经济出现二次回调，以目前反弹幅度和估值水平，那么 A 股市场存在调整可能。

图表 8 沪深 300 指数与中国 GDP 走势呈现明显正相关



数据来源：Wind，东吴基金。

二、美国经验：经济复苏动力和股市表现

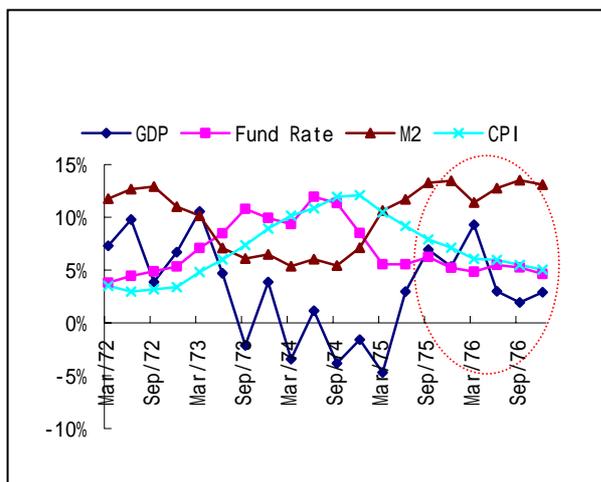
(一) 实施积极财政政策是经济复苏的先决条件

以 70 年代石油危机期间美国为案例，研究该时期美国经济复苏动力以及经济在复苏过程中股市表现。在

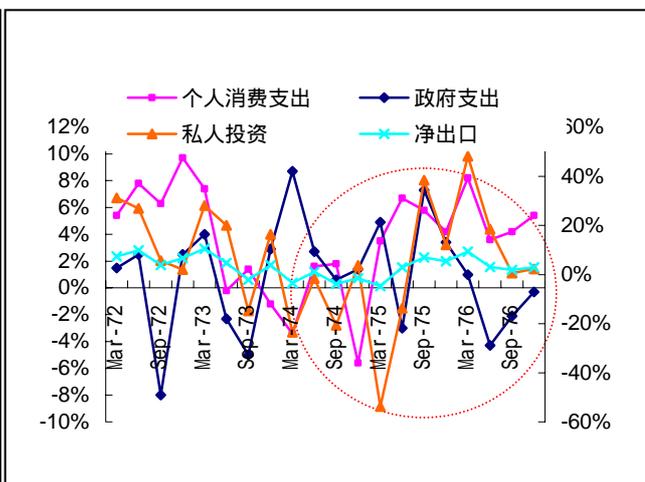


高油价高通胀和从紧货币政策双重作用下，1973 - 74 年美国经济步入衰退。在经济衰退过程中，政府从 1974 年开始加大财政支出力度，积极财政政策一直持续到 1976 年 1 季度。1974 年底随通胀见顶，美联储也开始实施宽松货币政策，货币供应量 M2 增速从 1974 年 5% 上升到 1976 年的 13%，联邦基金利率也从 12% 下降到 4.8%。

图表 9 1975-76 年美国执行宽松货币政策



图表 10 1974-76 年美国执行财政刺激



数据来源：Bloomberg，中金，东吴基金。

从政策执行效果看，效果是显著的，美国 GDP 从 1975 年 1 季度见底回升。其中，个人消费支出增速与 1974 年 4 季度见底，领先经济 1 个季度；私人投资和净出口增速与 1975 年 1 季度见底，同步与经济。

从美国经验看，政府采取凯恩斯式财政刺激政策加大支出力度，并辅以宽松货币政策是经济复苏的先决条件。在经济衰退背景下，只有政府率先消费，扩大内需、增加就业，进而引领个人消费和私人投资，经济才有望走上复苏道路。

在积极财政政策和宽松货币政策作用下，当时哪些行业景气有望率先起来？我们将当时景气率先反弹的行业归结为以下三种类型：(1) 受益于成本下降的行业，如与油价高度敏感的机动车及配件、交通运输设备，在油价下降背景下这些行业景气从 1975 年 1 季度开始明显反弹；(2) 受益于需求拉动的行业，如个人消费支出项中与房地产有关的家具和家庭用品，非耐用品中的服装鞋类。由于美国个人消费支出一般要领先与经济见底，因此这些行业景气有望率先反弹；(3) 支出推迟的行业。随着经济景气回升，私人部门又会重新投资前期推迟的行业，典型的是与 IT 支出有关的软件、计算机硬件和通信设备行业，这些行业景气随宏观经济波动而波动。

图表 11 1974 - 1976 年美国 GDP 主要行业季度增长率 (单位：%)

年份	1974	1975	1975	1975	1975	1976	1976	1976	1976
季度	4	1	2	3	4	1	2	3	4
GDP	-1.6	-4.7	3.0	6.9	5.4	9.3	3.0	1.9	2.9
一、个人消费支出	-5.6	3.5	6.7	5.8	4.2	8.2	3.6	4.2	5.4
耐用消费品	-34.1	8.7	7.6	28.5	12.2	22.4	1.6	4.7	6.9
机动车及配件	-49.8	16.4	3.9	61.2	22.1	40.8	0.2	3.3	5.9
家具和家庭用品	-22.4	-1.5	11.5	6.3	8.6	7.6	1.9	6.3	8.6
非耐用品	-5.5	1.7	8.9	3.3	1.2	8.2	5.5	3.5	3.5
食品	-4.1	1.6	10.9	1.9	0.3	9.6	7.2	3.1	2.0



服装和鞋类	-15.0	15.3	15.1	7.0	2.7	5.2	1.2	5.2	4.7
医疗保健	4.8	9.2	5.4	-1.5	9.5	4.3	4.7	4.2	4.0
二、私人投资	3.7	-53.7	-13.7	38.4	12.0	48.1	18.5	0.6	2.3
建筑物	-4.6	-19.0	-14.3	2.4	0.2	11.4	-1.3	4.1	1.2
计算机和外部设备	8.6	-22.3	-42.8	-18.5	49.2	56.8	148.3	38.5	69.3
软件	33.6	37.4	1.7	-6.6	-2.3	8.0	24.8	19.2	18.5
通信设备等	9.2	-15.4	-8.2	-0.2	-4.8	8.8	18.6	29.5	33.5
工业设备	-16.0	-32.0	-12.7	-2.0	-3.0	9.3	0.1	-1.6	2.1
交通运输设备	-47.4	-12.3	-12.0	33.9	9.9	10.3	6.7	9.0	22.3
三、政府支出	1.4	4.9	-3.0	7.3	3.4	1.0	-4.3	-2.1	-0.3

数据来源：Bureau of Economic Analysis，东吴基金。

（二）经济复苏过程标普呈现 N 型走势，周期型强于防御型

从股市表现看，标普 500 指数领先经济两个季度于 1974 年 3 季度触底回升，并且反弹持续到 1975 年 2 季度，期间标普上涨 45%。由于 1975 年 3 季度美国个人消费支出出现回调，并且标普 500 指数 PE 也从 8.6 倍上升到 11 倍，于是标普 500 指数在 1975 年 3 季度出现 10%左右的调整。之后，个人消费支出表现出相对稳定增长，标普 500 指数持续上涨到 1976 年底，上涨 22%。在此过程，标普呈现出“N”型走势。我们认为，决定当时标普 N 型走势的关键因素是个人消费支出走势和估值水平。

我们将标普 N 型走势划分成三个时段：第一时段：1974.9-1975.6，称为反弹阶段；第二时段：1975.6-1975.9，称为调整阶段；第三时段：1975.9-1976.12，称为继续上涨阶段；

在第一时段内，股价表现明显强于大盘的行业是：能源、钢铁、投资品、家具及室内装潢、食品，其中，家具及室内装潢、食品行业股价走强与当时行业景气率先反弹密切相关。

在第二时段内，股价表现明显强于大盘的行业是：钢铁、建材、汽车和食品等。股价表现明显弱于大盘的行业是：信息技术、保险、银行、零售和制药业。信息技术股价走势是由于行业景气在 1975 年 3、4 季度有所下滑。零售行业走弱预计跟个人消费支出下降有关。

在第三时段内，股价表现明显强于大盘的行业是：石油、原材料（有色、建材）投资品、信息技术、耐用品、交通运输等，主要集中于周期型行业，而防御型行业如制药、零售、食品、供电等行业走势相对较弱。

从美国经济复苏过程中股市及行业表现情况看，在经济复苏过程中，经济走势不确定和估值压力会致使市场出现调整，同时周期型行业表现要好于防御型行业。

对于 A 股投资借鉴之处在于，如果 A 股也呈现出 N 型走势，假定 A 股完成了第一时段走势，那么我们要注意第二时段市场回调风险以及第三时段投资机会把握。在市场回调的第二时段内，要规避景气下滑行业。当市场随经济好转进入第三时段时，要超配周期型行业，低配防御型行业。

图表 12 1974 年 9 月以来美国股市行业指数表现

	1974.9-1975.6	1975.6-1975.9	1975.9-1976.12	1974.9-1976.12
标准普尔 500	45.56%	-10.63%	21.95%	58.64%
能源				
石油及天然气开采与生产	110.27%	-11.56%	57.55%	192.98%



煤炭	140.00%	-10.94%	-11.11%	90.00%
原材料				
其他金属及矿物（除铝、贵金属外）	41.25%	-11.50%	119.00%	173.76%
建筑材料	39.24%	1.77%	59.62%	126.17%
钢铁	57.51%	1.85%	33.41%	114.02%
投资品				
重型电气设备	126.86%	-12.13%	55.18%	209.36%
建筑工程（非住宅）	103.61%	-2.18%	25.20%	149.36%
建筑机械、农业机械及重型卡车	58.21%	-0.23%	33.23%	110.29%
工业机械	41.12%	-11.07%	52.30%	91.13%
信息技术				
应用软件	47.12%	-18.55%	151.03%	200.82%
通信设备	48.15%	-20.16%	58.98%	88.03%
电脑硬件	31.71%	-8.79%	45.18%	74.40%
耐用品				
家具及室内装璜	97.90%	-9.37%	85.62%	232.92%
汽车及配件	37.16%	5.51%	48.83%	115.38%
非耐用品				
鞋类	33.37%	12.49%	33.34%	100.05%
食品饮料烟草	70.30%	-13.60%	24.65%	83.40%
交通运输	37.70%	-10.11%	52.67%	88.97%
房地产信托	54.08%	-12.69%	38.48%	86.30%
食品及基本产品零售	57.76%	3.98%	12.89%	85.18%
电信服务	39.73%	-12.81%	41.79%	72.75%
保险	62.78%	-17.19%	25.87%	69.66%
供电	36.75%	-8.11%	29.23%	62.39%
银行	43.85%	-19.43%	30.16%	50.87%
零售业	43.27%	-21.29%	22.32%	37.94%
制药业与生物技术	49.13%	-23.89%	-2.75%	10.38%

数据来源：中金，东吴基金。

三、宏观经济与政策取向

（一）宏观经济分析

2009年世界经济仍然存在较大不确定性，一些发达经济体经济增速大幅减缓，与此同时全球各国相继推出大规模财政刺激计划，各国央行也不断向市场注入流动性，短期内对经济产生了较为显著的拉动作用。

中国在政府积极财政政策以及宽松货币政策的有利影响下，近期一些经济先行指标开始有回暖迹象，经济最困难时期可能正在过去，经济增速有望筑底回升。

1、全球经济展望



近期发达国家相继推出大规模财政刺激计划，其主要原因在于金融机构贷款持续收紧，货币政策传导机制因金融机构惜贷而受阻。在发达经济体经济增速大幅放缓的情况下，财政刺激以及保持充裕的流动性成为提升各国经济的重要手段。

继英国央行之后，美联储也于近期宣布将购买总额 3000 亿美元的长期国债，并为给住房市场以更大的支持，再额外购买相关住房抵押证券 7500 亿美元，同时还将追加购买 1000 亿美元的房贷机构债券。表明目前美联储将促增长作为首要目标，大大增加了美国经济复苏的机会，但长期来看需注意通胀的风险。

受财政刺激等积极因素影响，美国四季度 GDP 增速数据最终修正为年化环比下降 6.3%，基本符合市场预期，2 月新房销售环比上升 4.7%，耐用品订单环比上升 4.7%，均超过市场预期，不过随着政策刺激作用的消退以及失业率的攀升，即使部分领先指标显示出一些经济企稳的迹象，但各项经济数据不会立即进入上升通道，预计美国经济的恢复仍将会是一个较为缓慢的过程。

欧洲等其他发达经济体目前仍然面临着较为艰难的困境，尤其是目前中东欧几乎所有的外债都来源于西欧银行，如此大量的外债一旦出现由于本币贬值等原因而无法偿还的情况，对欧洲而言将是不可想象的。而欧洲各国为了避免上述情况出现以及促进经济恢复正常增长，相继出台多项措施刺激经济，目前来看经济有望缓步启稳，仍需进一步观察。

2、中国经济回顾与展望

1) 出口增速下滑，进口增速相对上升，顺差有所降低

2 月份出口同比增速由 1 月份的-17.5%下降至-25.7%，进口同比增幅则由 1 月份的-43.1%反弹至-24.1%，当月贸易顺差收窄至 48 亿美元。外需的不断萎缩仍是导致出口增速下滑的主要原因，而内需拉动的强劲投资数据则可能影响进口增速相对上升。预计二季度贸易顺差增长仍将持续，但增幅趋缓。

2) 固定资产投资增速强劲增长

09 年 1-2 月份固定资产投资强劲增长，同比增幅由去年 12 月份的 21.9%升至 26.5%，远高于市场预期，考虑到上游通胀持续下降因素，实际固定资产投资增速可能更高。一季度固定资产投资反弹主要受去年 11 月开始的刺激政策的影响，随着经济政策在二季度的进一步显现，二季度固定资产投资增速保持在高位可以预见。

3) 消费需求仍然相对稳定

09 年 2 月份，社会消费品零售总额 9323 亿元，同比增长 11.6%；1-2 月累计总额为 20080 亿元，同比增长 15.2%，消费增长仍然维持在一定的水平。且随着刺激财政政策的不断推出以及基准利率的不断下调，将对消费起到较为积极的作用，预计二季度的消费增速仍将会保持相对稳定。

4) 工业企业利润增长率继续下滑，但有望逐步启稳

1-2 月工业企业实现利润 2191 亿元，同比下降 37.3%，较 08 年 8-11 月 27%的降幅扩大 10 个百分点。需求的不足是造成工业利润大幅下降的主要原因，原材料价格在过去两个月处于低位，有利于企业降低成本，不过需求减少所带来的负面影响更大，造成了企业利润的下滑。但随着去库存化阶段的调整暂时结束，以及大量的信贷投放、政府投资其效果在二、三季度的不断体现，利润增长率有望逐步启稳。

5) 09 年 2 季度宏观经济判断

预计 09 年二季度出口增速仍将逐步放缓，进口则相对上升，贸易顺差增长仍将持续，但增幅趋缓。固定资产投资增速保持高位，而消费增长则继续维持稳定，工业企业利润增速有望逐步启稳，但随着宽松货币政



策的持续，以及刺激财政政策的影响在二季度不断体现，将对经济起到较为积极的作用，预计二季度经济增长较一季度有所上升，并将维持向上趋势。

（二）政策取向

2009 年政府工作报告中指出“今年国民经济和社会发展的主要预期目标是：国内生产总值增长 8% 左右，经济结构进一步优化；城镇新增就业 900 万人以上，城镇登记失业率 4.6% 以内；城乡居民收入稳定增长；居民消费价格总水平涨幅 4% 左右；国际收支状况继续改善。”

结合我们对 2009 年二季度经济形势的判断，二季度政策取向可能展现出以下趋势：

1、强调了“保八”的必要性和可能性

报告指出“今年国民经济和社会发展的主要预期目标是：国内生产总值增长 8% 左右，并提出，提出 8% 左右的国内生产总值增长目标。”“提出 8% 左右的国内生产总值增长目标，综合考虑了发展的需要和可能。要扩大城乡就业，增加居民收入，维护社会稳定，就必须保持一定的经济增长速度。只要政策对头，措施得当，落实有力，就有可能实现这一目标。”

2、继续保持宽松的流动性

报告指出“广义货币增长 17% 左右，新增贷款 5 万亿元以上”，体现了 09 年将继续保持宽松的流动性，1、2 月份信贷的强劲增长也进一步体现了宽松货币政策的执行，并把保持经济平稳较快增长做为首要任务，并指出“居民消费价格总水平涨幅 4% 左右”，消减通缩预期。

3、促进贸易稳定发展

报告提出了多种扩大出口的措施，将会保持出口的稳定增长，其中提出了加大金融对出口的支持力度以及调整加工贸易禁止类和限制类目录，成为促进出口的新措施。

4、4 万亿投资更重视促民生、调结构

报告中指出：“做好今年政府工作，必须把握好以下原则：一是扩内需、保增长。二是调结构、上水平。三是抓改革、增活力。四是重民生、促和谐”。同日公布的国民经济和社会发展计划草案报告中，对于两年 4 万亿投资的构成的解释，与去年底发改委首次公布的 4 万亿构成相比有所调整：基建投资比重有所降低，节能减排从 3500 亿降至 2100 亿；而促民生、调结构支出比重上升。

5、保持房地产市场稳定发展

报告中提出“鼓励引导各地因地制宜稳定和发展房地产市场”，发挥房地产作为支柱产业以及其在扩大内需中的作用，未来的货币政策和财政政策将可能进一步出台措施保持房地产市场的稳定发展。

四、中国积极财政政策初现效果

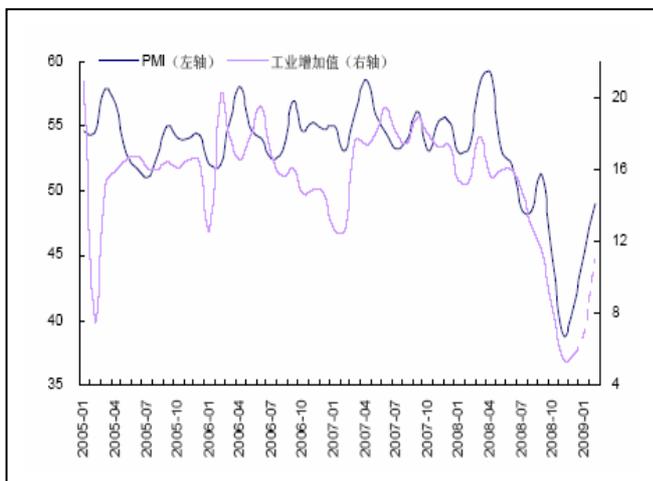
从近期宏观数据看，积极财政政策和适度宽松货币政策已初现效果。1-2 月份城镇固定资产投资同比增长 26.5%，较去年底提高 4 个百分点，远超预期。从投资增长的行业分布来看，受益于 4 万亿投资的相关行业，其投资增速明显，农业、交通运输业（特别是铁路运输业）、采矿业和设备制造业等投资增速明显上升。

从生产情况看，1 月份 PMI 新订单指数继续大幅回升至 45%，较上月提升 7.7 个百分点，2 月份则进一步升至 49%。发电量也逐月好转。与此同时，1-2 月份工业增加值同比增长 11%，较去年底上升了 5.3 个百分



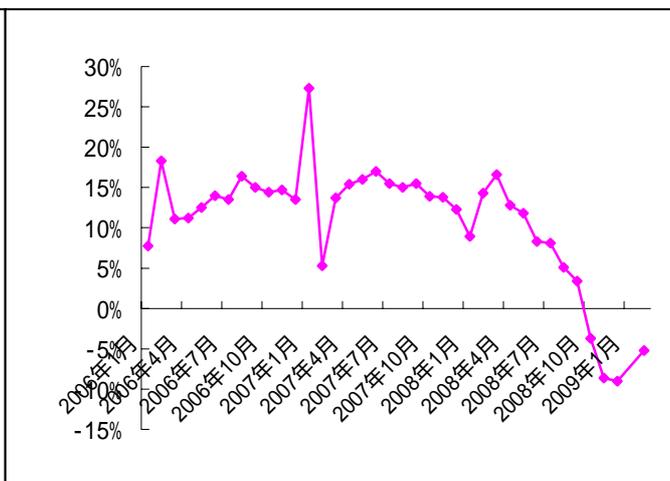
点，工业生产显示触底回升趋势。

图表 13 工业增加值和 PMI 指数触底反弹



数据来源：国信证券。

图表 14 发电量触底反弹

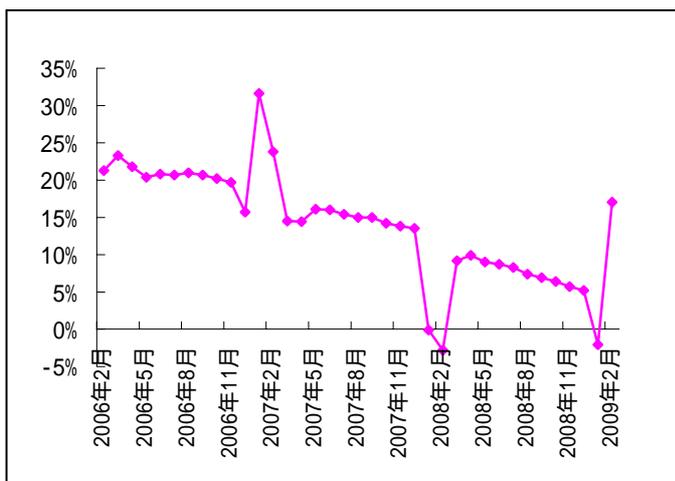


数据来源：Wind，东吴基金。

分行业看，受益于大规模基建投资拉动的行业，如水泥、工程机械、铁路设备、建筑等行业景气改善的预期在今年 1 季度陆续得以印证。与此同时，政府积极推动的家电下乡、汽车购置税减半等鼓励消费政策也致使家电、汽车等行业出现景气迹象。空调行业“低库存+旺季到来+去年同期低基数”，将引发二季度数据继续回暖。

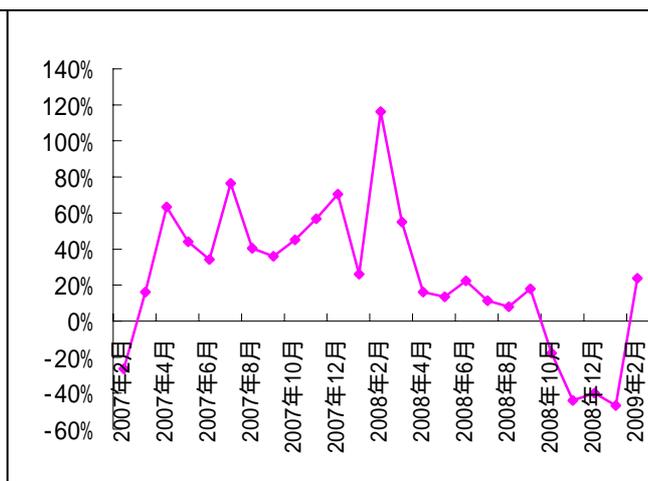
受益于国内电信重组和 3G 投资拉动，08 年 4 季度通信设备类公司业绩同比快速增长，如武汉凡谷 08 年 4 季度净利润同比增长 100%，中创信测同比增长 150%等，这一趋势有望在 09 年继续延续。受益于 3G 投资和家电下乡以及库存回补影响，越来越多的元器件厂商订单和开工率逐步恢复，如超声电子、生益科技、长电科技、法拉电子、广州国光等公司开工率回到八成以上。其中生益科技总部目前已处于满产状态；横店东磁、歌尔声学、深天马开工率已回到七成以上。

图表 15 水泥产量快速反弹



数据来源：Wind，东吴基金。

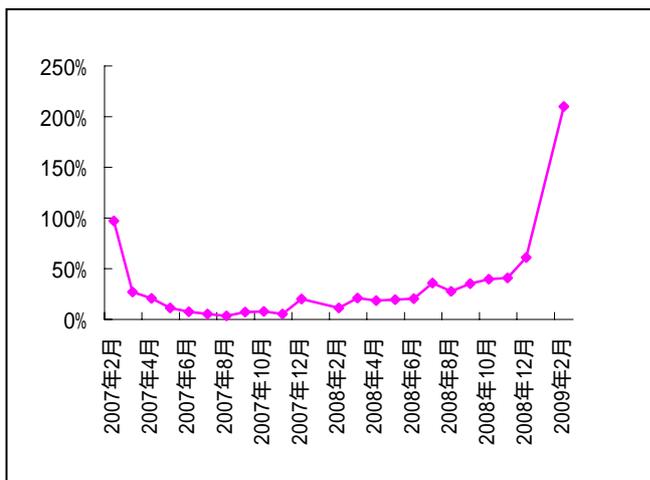
图表 16 挖掘机销量快速反弹



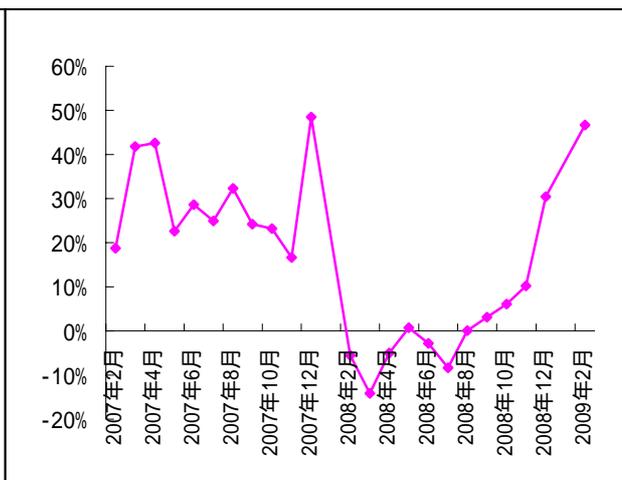
数据来源：长江证券，东吴基金。



图表 17 铁路运输业投资快速增长

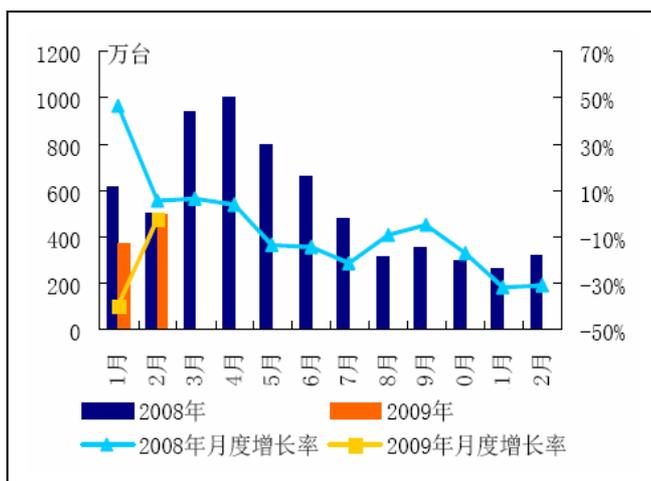


图表 18 建筑业投资快速增长

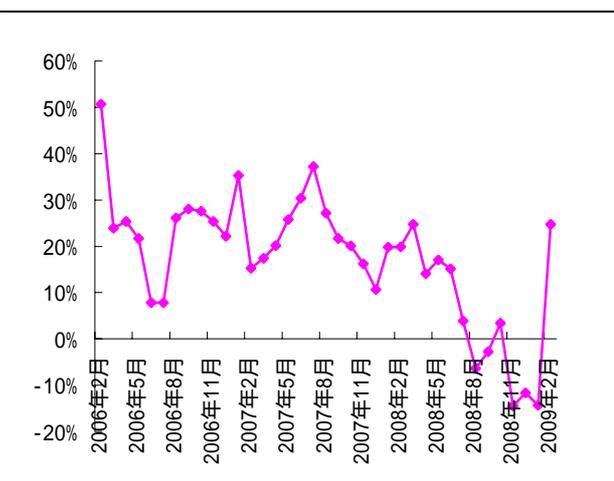


数据来源：Wind，东吴基金。

图表 19 旺季到来空调行业景气有望继续提升



图表 20 汽车销量快速反弹



数据来源：申万研究所。

数据来源：长江证券，东吴基金。

在积极财政政策和宽松货币政策刺激下，1 季度中国经济增速将得以改善，对此大家认同度比较高。但对于 2、3 季度宏观经济走势，分歧比较大，主要有两种观点：一种认为呈现 V 型走势；另一种认为呈现 W 型走势，即在 2、3 季度经济呈现二次探底。对中国经济持有 W 型走势看法的主要理由是：1 季度库存回补产量恢复效应将逐步消失，同时在国民经济总量中占比高的如钢铁、有色、煤炭等中上游行业需求回落趋势未改，2、3 季度中国经济面临二次去库存压力，届时内需会再次回落。

我们宏观观点相对谨慎乐观，认为 2 季度经济增速较 1 季度有所上升，并将维持向上趋势。主要理由是政府主导的投资规模大，持续时间长，有望切实拉动内需。本次 4 万亿投资分两年实施，时间跨度比 98 年多一年，而每年投资力度与 98 年相近。从 98 年政策执行效果看是很显著的，98 年下半年 GDP 和工业增加值都出现加速上升趋势。另外，从政策执行效率看，国有企业投资增速从 2008 年的 23% 左右上升到今年前两个月的 35.6%，中央项目投资增速也明显提高，表明中央主导的投资执行效率是很高的。与此同时，新开工项目猛增，预示未来投资有保障。至于钢铁、有色、煤炭等中上游行业需求回落趋势是否能够止跌回升，其中一个关键影响因素是房地产投资增速。近期商品房销售呈现放量现象，有望刺激开发商投资意愿，房地产投资增速可能会在下半年企稳回升。最后再考虑 08 年宏观数据是前高后低因素，因此，09 年中国经济维持向

上趋势可能性比较大。

从前两个月行业数据看，投资品及相关行业明显受益于政府主导的投资。因此，从投资策略角度看，受益于政府投资拉动和产业振兴规划的行业仍然值得重点关注，这些行业业绩都有望超预期，如：工程机械、电力设备、铁路设备、建筑建材、汽车、家电以及通信设备等。

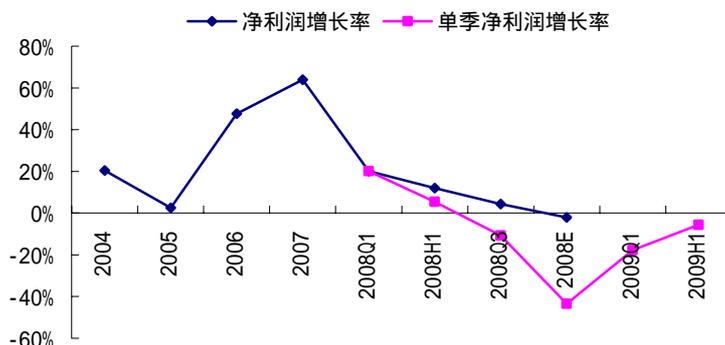
五、A 股上市公司业绩触底回升

截至 2009 年 3 月 30 日，已发布年报的 709 家可比 A 股上市公司 2008 年净利润同比增长-2.16%，较前三季度净利润增速回落了 6.5 个百分点。

从单季度净利润增速数据看，已发布年报的 709 家 A 股上市公司 08 年 4 季度单季净利润同比增长-45.4%，08 年 1-3 季度单季的净利润同比增速依次为 20%、5.35%和-10.64%，08 年 4 季度单季 A 股上市公司净利润同比增长出现快速回落。

根据研究员现有盈利预测，09 年 1 季度 A 股上市净利润同比增长-20%左右，2 季度单季同比增长-10%左右。从单季净利润增速看，08 年 4 季度见底，09 年 1、2 季度净利润增速将逐季回升。09 年上市公司净利润增速向上，将对市场构成利好因素。

图表 21 A 股上市公司净利润增速有望触底回升



数据来源：东吴基金，申万。

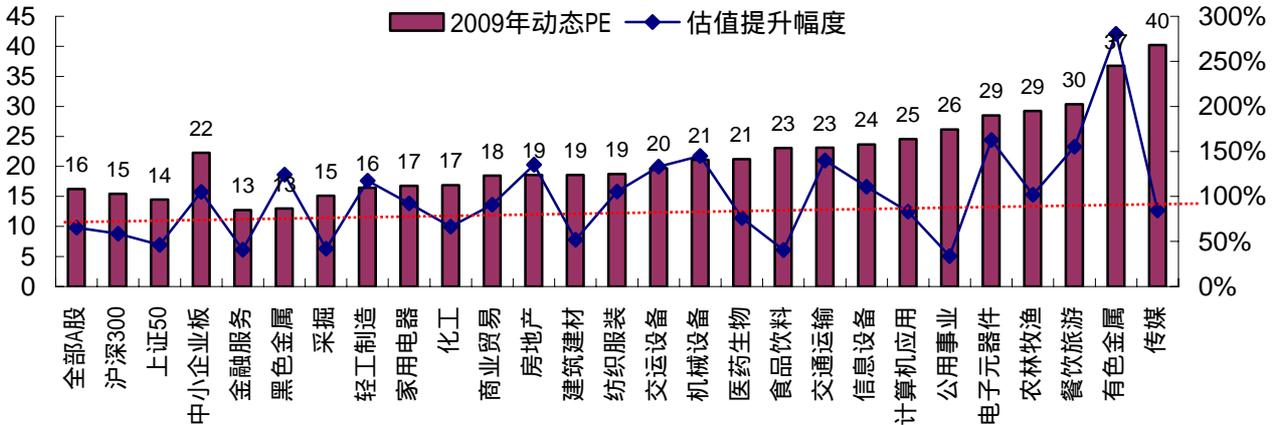
六、估值存在结构型压力

截至 2009 年 3 月 27 日，A 股市场 2009 年动态 PE 为 16.22 倍，沪深 300 为 15.47 倍，上证 50 为 14.47 倍，中小板企业为 22.26 倍。目前 A 股市场 2009 年动态 PE 水平基本接近 2000 年以来低点，因此目前估值水平还是具有较高安全边际。

但从行业看，除大市值金融、黑色金属和采掘业之外，23 个申万行业中有 20 个行业 09 年动态 PE 高于 A 股市场。再从估值水平提升幅度看，虽然从 2008 年 11 月至今，A 股市场估值水平提升了 65%（基本相当于市值的涨幅），但是除公用事业、食品饮料、金融服务、采掘和建筑建材之外，其它 18 个行业估值提升幅度要大于 A 股市场，其中有 12 个行业估值水平提升幅度甚至在 100% 以上。在行业景气复苏没有彻底确定之前，对于近期估值水平提升幅度大、绝对估值水平高的行业而言，短期存在估值调整风险。



图表 22 A 股市场 2009 年动态估值水平



数据来源：Wind，东吴基金。

七、2009 年二季度 A 股走势判断

在《东吴基金 2009 年年度策略报告》中，在分析 2003 - 08 年研究机构对上证指数点位预测准确性时总结出一条经验规律：**当指数振荡整理时，并有相对明确的政策顶，以及政策和技术底时，研究机构预测准确度相对较高，并且通常将“政策顶”作为预测高点，将“政策和技术底”作为预测低点，而指数最终走势一般是如此。而当指数形成趋势上涨或下跌时，研究机构预测通常都是保守的，预测不准的，这种情况通常发生在经济繁荣期和衰退期。**

根据这一经验规律，我们当时判断，09 年上证指数反弹的最高点可能有以下三种情况：第一种是，918 行情反弹的最高点 2300 点；第二种是跌破 3000 点后在 2800 点附近形成的平台，即 2800 点左右；第三种是，424 行情反弹的最高点 3768 点。现在 2300 点已经被突破了，2800 点可能是下一个市场攻克目标。

根据美国经济复苏时期股市 N 型走势规律看，我们认为，09 年 A 股很有可能呈现 N 型走势。自 08 年 11 月份以来，目前 A 股仍处于第一阶段的反弹行情。而第二阶段调整行情很可能来自于估值压力和经济回调，高估值行业存在调整可能，但由于 A 市场整体估值水平仍处于安全区域，预计调整空间相对有限。至于第三阶段继续上涨行情能否到来，将视中国经济能否筑底复苏进而进入全面繁荣周期，这个还需要观察。不过，我们持相对谨慎乐观态度。



第三篇 投资策略

一、寻找“早周期行业”+“业绩增长确定公司”

2009年中国经济有望筑底回升，进入复苏周期。经济从“下滑 筑底 复苏”过程，我国政府正积极采取凯恩斯式政策不断通过财政政策来创造需求，因此受益于政策推动和产业振兴规划的行业其景气有望得以进一步改善而成为“早周期行业”。同时，二季度宏观经济走势又面临比较大不确定性。因此对于二季度投资策略，继续贯彻年初“寻找业绩增长确定公司”的投资理念，同时寻找受益于政策的“早周期行业”，重点关注以下四条主线的投资机会：

第一条投资主线是受益于政策和产业振兴规划景气有望得以改善的行业，重点关注：汽车、工程机械、家电、钢铁、房地产和银行。

- **汽车**：2季度汽车行业的销售数据可能会比较好，因此看好其在资本市场上的表现。
- **家电**：一季度以来，家电下乡政策流程简化，范围进一步扩大，家电行业高价库存有所缓解，行业需求进一步恶化可能性大大降低，一季度房地产成交量回暖将对行业产生较大拉动作用。子行业中，我们重点关注平板电视、空调和小家电。
- **机械**：1季度行业的表现来看，我们认为行业复苏的迹象明显，2季度我们将耐心等待行业拐点的确认。
- **钢铁**：目前我们正处第二轮的减产以降低产能利用率的过程中，我们预计4月中旬完成调整。所以在目前钢价低迷时期应提前标配钢铁股。
- **银行**：2季度后重点关注银行股“净息差”变化，“净息差”见底意味着银行行业整体投资机会的到来。
- **房地产**：从1季度各地房地产市场来看，大多城市已开始进入“价稳量平”的第四阶段，这侧面说明房地产正在接近行业的景气底部区域。但在政策提振效应已经弱化的情况下，如果二季度成交量环比放大难以持续，短期会影响地产股业绩增长预期及估值提升。

第二条投资主线是受益于价格反弹和抵御通胀风险预期的大宗商品原材料，重点关注：有色、煤炭和钢铁。

- **有色**：一季度有色金属板块涨幅达到90%，远超LME期货价格和国外有色金属股的涨幅，而实体经济的需求仍需要观察。我们认为短期当谨慎，可以参与金属价格旺季反弹带来的机会，相对看好铜、铅、镍这些子行业。
- **煤炭**：二季度，随着山西等煤炭主产区的煤矿陆续复产，而下游电力进入消费淡季，钢铁行业产能利用率也将出现回落，因此煤价格面临下降压力。建议5月份煤炭价格下跌风险充分释放之后，再行介入，相对看好无烟煤。

第三条投资主线是自下而上从公司技术优势、市场优势和管理运营优势等角度，寻找细分行业中业绩增长确定甚至超预期的公司，重点关注以下行业中的优秀公司：医药和TMT行业。

- **TMT行业**：08年四季度，通信设备上市公司业绩增长快速，受国内3G投资拉动明显，预计这种趋势在09年将继续延续。虽然目前通信设备上市公司业绩相对合理，但业绩存在超预期可能，因此通信设备上市公司仍然存在投资机会。对于计算机硬件及应用行业，重点关注细分行业中具有垄断优势、盈利模式独特的公司。但由于大部分这类公司估值相对合理，等待市场错杀带来投资机会。软件和传媒在估值相对



较高和业绩增长缺少爆发性背景下，继续等待投资机会。受益于3G投资和家电下乡以及库存回补影响，越来越多的元器件厂商订单和开工率逐步恢复，目前行业景气有望持续到5月份，重点关注以国内需求为主，以及强周期型元器件股票短期投资机会。

第四条投资主线是主题投资：新能源和区域经济振兴规划主题等。

- **新能源投资主题：**我们认为新能源行业将会成为 A 股市场长期持续的热点。首先，新能源符合低碳经济的发展趋势；其次，油价的阶段性上涨将刺激行业表现；最后，在目前经济和社会环境下，预计政策的扶持将会带动新能源行业较好的资本市场表现。新能源主题主要包括风电、汽车新能源和太阳能。08 年 11 月以来，新能源主题演绎如火如荼。从新能源市场行情演绎路线看，最早启动的是风电新能源，其次是汽车新能源，最后是近期的太阳能。由于中国政府将对太阳能发电进行财政补贴，加上欧美太阳能需求有望随着信贷市场好转而恢复，预计太阳能行业有望反转，从而带来战略性投资机会。重点关注：汽车新能源领域的杉杉股份、风电行业的金风科技、湘电股份和华仪电气以及太阳能行业的天威保变、南玻 A、拓日新能、中环股份等。
- **区域经济振兴规划投资主题：**区域发展依然是我国区域经济结构优化的主要推动力，预计后续政府会陆续出台区域经济振兴规划。前期出台了海西岸、上海两个中心，预计后续还有其它区域振兴规划出台，如滨海新区等。这些政策出台短期对该区域股票会有短期正面冲击。另外，中长期看，由于区域振兴需要钱，因此地方资产证券化也许是融资的一个渠道，因此资产注入、重组题材可以关注。

二、重点行业

1、汽车——二季度行业销量增长值得期待

行业评级：推荐

我们看好汽车行业二季度的市场表现，给予推荐的投资评级。理由如下：

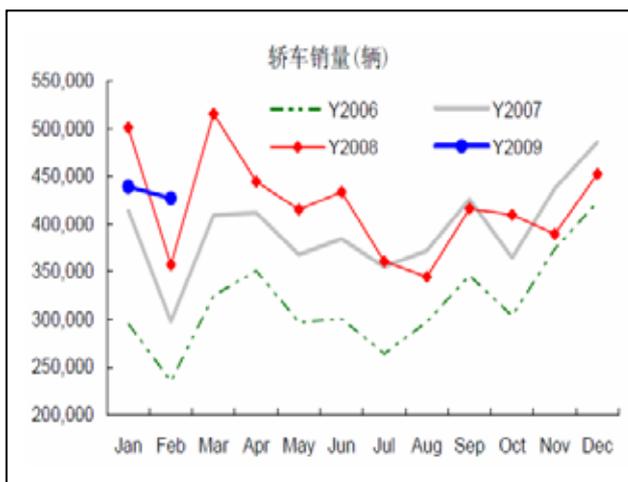
(1) 轿车行业：轿车行业2月份同比增长在20%左右，这里面有08年雪灾等的季节性客观原因存在，但是也同样反映了前期持币待购心理的释放，同时根据我们的观察，目前来看，由于前期去库存化的过程，目前汽车主要厂商的库存已经明显降低，预计二季度，在经销商回补库存和持币待购的继续释放两个因素的作用下，行业销量表现仍将值得期待。

(2) 重卡行业：重卡销量仍然明显少于去年同期，同比增速仍然为负，但可以发现重卡的销量恢复明显，2月份的重卡销量环比改善明显。我们预期3月份重卡销量还将继续明显恢复，但相比于去年3月份的历史高点同比增速仍然为负。对于重卡行业，我们认为国家四万亿的大投资拉动将会对其销量产生积极的影响，行业销量恢复性增长的趋势将会日渐清晰。

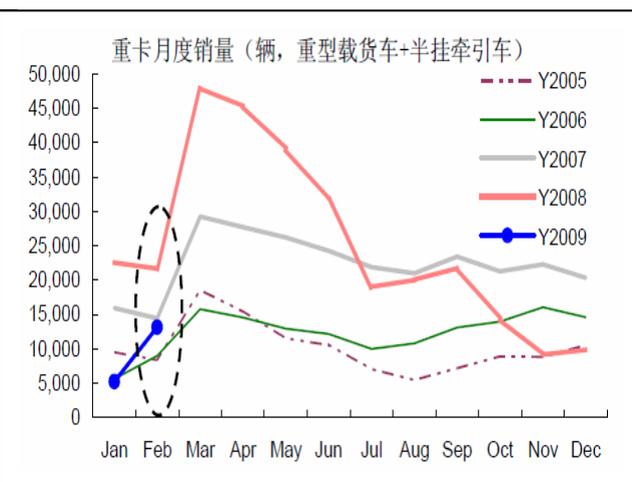
(3) 汽车零部件：我们认为下游厂商对于其库存的回补将大大增加产量，进而拉动对于零部件的需求，因此看好汽车零部件企业。



图表23 轿车月度销量



图表24 重卡月度销量



重点关注：一汽轿车、上海汽车、中国重汽、巴士股份、杉杉股份。

2、家电行业——行业需求面临转机，部分产品闪现亮点 行业评级：推荐

一季度以来，家电下乡政策流程简化，范围进一步扩大，家电行业高价库存有所缓解，行业需求进一步恶化可能性大大降低，一季度房地产成交量回暖将对行业产生较大拉动作用。子行业中，我们重点关注平板电视、空调和小家电。

(1) 平板电视：替代需求进入快速增长阶段，中长期关注

2009 年中国平板电视市场需求将超过1800 万台，继续保持高速增长的发展趋势。其中液晶电视增幅将超45%，特别是家电下乡在全国范围内的开展，平板电视在三四级市场将获得较快发展和普及。液晶电视龙头海信电器和深康佳受益于替代需求快速增长和成本下降。

(2) 空调：一季度业绩或超预期，二季度进入空调需求旺季，09年气候有偏热预期，需求可能反弹。

1-2 月空调内销和出口均出现环比回暖，内销352万台，同比负增长12%，下滑幅度低于08 年12 月的25%；出口518万台，同比负增长28%，均好于市场预期。重点关注内销比率达70%以上且一季度业绩超预期的格力电器。

(3) 小家电：受普及率上升和差异化需求增加推动，依然是家电行业成长性最好的子行业。

其中，豆浆机09年有望在去年1200万台的基础上继续增长20%以上，电压力锅、电饭煲、电磁炉等增速依然很快。关注继续保持高速增长的龙头企业九阳股份。

重点关注：海信电器、深康佳、格力电器、九阳股份。

3、机械——等待行业拐点的确认 行业评级：推荐

就机械行业而言，由于其涉及面和覆盖面较广，其对于整个宏观经济转好的依赖度较高，目前虽然经济出现了一定的回暖迹象，但是还未能充分体现为上市公司利润的明显好转，我们认为目前应该寻找细分子行业的投资机会，这里我们最看好工程机械销量的复苏性增长，建议重点关注。

09 年 2 月份工程机械行业销量整体环比正增长，其中汽车起重机和挖掘机行业迹象明显。究其原因，并非来自于四万亿大投资的直接拉动，而是源于消费者信心的显著恢复，3 月份的前半月厂商排产高于实际



需求的现象已经出现，我们认为，行业可能会出现短暂的第二次去库存化现象，同时看好 5-6 月份行业的表现，给予工程机械行业“推荐”的投资评级。

重点关注：三一重工、中联重科、徐工科技、山推股份。

4、有色金属——消费旺季，金属价格有望延续反弹 行业评级：推荐

一季度有色金属板块涨幅达到90%，远超LME期货价格和国外有色金属股的涨幅，虽然多项数据的环比的指标好转，但是部分指标的上行还是受益于补库存的因素刺激。实体经济的需求是否好转，仍需要观察。中长期看，由于经济的复苏、商品对于滥发的货币的升值因素支撑，金属价格趋势仍然看好；但短期我们认为金属价格还要视下游需求的恢复状况决定。目前的时点上在金属板块的投资，我们认为短期当谨慎。

各个子行业来看，铜需要关注是3-4月中国的阴极铜和铜精矿的进口数据，因为2月中国的铜金属消费数据由于收储因素造成了失真，我们认为二季度是消费旺季，铜价仍有上涨空间；铅锌矿由于减产幅度较大，而铅的需求主要是来自于铅酸蓄电池，具有刚性，因此我们相对看好铅价。目前的镍价水平，使得使用红土镍矿生产镍无利可图，而硫化镍矿越开越少的情况下，供应方面是有一定约束的，而需求方面，电池对镍的需求是增加的，一旦不锈钢需求启动，镍价将会反弹。

重点关注：江西铜业、铜陵有色、中金岭南、西部矿业、吉恩镍业、金钼股份、西藏矿业。

5、钢铁——钢价旺季反弹带来交易机会 行业评级：推荐

09年全年钢铁行业将在低位震荡运行，但并不排除存在的向上运行时间段，我们预计，4月中下旬，钢材价格将具备向上运行的动力。所以在目前钢价低迷时期应提前标配钢铁股。

08年下半年，在产能利用率10月份下降至最低点80%左右后，钢价开始回升，而09年2月产能利用率反弹至92%，接近08年8月水平，因此钢价出现短期回落。目前我们正处第二轮的减产以降低产能利用率的过程中。假设产能利用率从2月中旬钢价下跌开始出现下滑，我们预计2个月的周期完成调整，即4月中旬完成调整。

从投资品种看，大钢铁我们看好武钢股份、二线钢铁看好拥有铁矿石资源的凌钢股份、酒钢股份、唐钢股份、西宁特钢；受益于基建投资类的新兴铸管；并购类的本钢板材。

重点关注：武钢股份、凌钢股份、酒钢股份、唐钢股份、西宁特钢、新兴铸管、本钢板材。

6、银行——等待“净息差”见底回升 行业评级：中性

2009年1季度的行业基本面情况与银行股的市场表现与我们在年初的判断一致。1季度信贷的快速增长，经济面的悲观预期下降，使市场预期上市银行已经从全年负增长（-15% - 0%）转为正增长（5% - 10%），悲观预期转变凸现银行机会，但预期反转是滞后的。跟踪不同阶段的判断指标能及时把握银行股机会。我们认为，判断银行股的投资机会从短期要看货币流动性指标的拐点与走势，长期要关注经济走势。在判断银行股投资机会时，短期跟踪指标是“存款增速 - 贷款增速”，长期跟踪指标是“M2增速 - M1增速”。

我们在1季度关注的是银行的“信贷增量”这一指标，2季度后随着信贷快速增长的预期下降，应该更关注“净息差”指标变化对行业估值的影响。“净息差”主要取决于银行的资产负债结构、利率调整政策以及其他资产收益率状况。2月份“存款增速 - 贷款增速”指标已回落到-1.17%，回到07年年初水平，但主要是由贷款的超常规增长实现的。4季度新增贷款增速将明显回落，存款增长保持平稳，指标将会明显回升，并在3%左右徘徊。我们的判断是，如果央行不采取不对称降息，银行的存贷比在1季度阶段性上升后将回落，定期化延续趋势导致负债成本上升，资产负债结构的短期改善结束，2季度银行业可能重新回到不利的货币环境。当然，“净息差”见底意味着银行行业整体投资机会的到来，长期来看是“M2增速 - M1增速”指标形



成趋势性拐点，其短期触发因素是央行的不对称降息，但是这一政策可预见性较小。

我们始终认为，2009 年 1 季度中银行股由于市场普遍预期悲观，存在纠错性机会。1 季度行业领先指标出现拐点并大幅回落后，2 季度行业指标可能会回调。流动性指标走势拐点将引发银行估值的拐点，但流动性指标回调也将压制银行股估值水平。目前行业平均 PB 水平回升到 2 倍左右，基本上反应了银行业 2009 年业绩确定性增长的基本面。如果二季度没有不对称降息的预期，行业整体投资机会不大。下半年如果央行不对称降息或进入加息周期，可能会有系统性机会，但这个不确定。下调银行行业至“中性”的投资评级。

重点关注：兴业银行、浦发银行、深发展、交通银行。

7、房地产——景气有望触底回升

行业评级：中性

2008 年 4 季度的地产股的行情主要是由“政策拉动”效应所致，而 1 季度的房地产走强主要归功于房地产市场的“短期回暖”。正如我们在 2009 年策略中所预见的，降息、减税、放贷等利好政策有效地刺激了市场成交量的繁荣，形成一个短期的“小阳春”。调研后发现，成交量提升除了货币政策推动下的压制的刚性需求集中释放外，还有就是开发商的主动降价，房价回到相对合理的价格区间。降价越早、幅度越大的地区成交量放大越明显。预计未来市场成交量环比提升将会持续至 4、5 月份，能否持续取决于开发商能否持续降价。我们对此持谨慎态度。一旦开发商放弃降价或降价刺激刚性需求效应趋于弱化，成交量环比放大将难以持续。

国内外经济发展前景不明朗也影响房地产行业的中长期走势预期，目前房地产行业景气运行仍处于本轮景气下降通道中的左半边。基于降息累积效应一年后出现的判断，行业底部可能会在 2009 年下半年后才会出现。从 1 季度各地房地产市场来看，大多城市已开始进入“价稳量平”的第四阶段，这也侧面说明房地产正在接近行业的景气底部区域。

在政策提振效应已经弱化的情况下，如果二季度成交量环比放大难以持续，将影响对地产公司业绩增长预期及估值提升。调低房地产行业至“中性”的投资评级。

重点关注：招商地产、金地集团、华侨城、深振业、深长城、苏宁环球、福星股份。

8、煤炭——等待煤价淡季下跌带来的买入机会

行业评级：中性

09 年 3 月 28 日秦皇岛场存为 530 万吨。周环比下降 11.4%，月环比下降 30.9%，秦皇岛库存的持续下降并非需求的旺盛，而是由于供应端的收缩。随着山西等煤炭主产区的煤矿陆续复产，供给将会增加；而下游电力进入消费淡季，钢铁行业产能利用率也将出现回落，因此 4-5 月份煤炭现货价格面临下降压力。然而 3 月份以来煤炭股价有了较大幅度的反弹。A 股煤炭指数上涨 24.9%，同期上证指数上涨 13.4%。因此可以先获利了结，等待 5 月份煤炭价格下跌风险充分释放之后，再行介入。

子行业的选择上来看，优先投资需求侧更确定，受小煤矿复产冲击较小的无烟煤子行业。投资排序为：无烟煤——炼焦煤——动力煤。

重点关注：兰花科创、潞安环能。

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 12 月 31 日，嘉禾基金累计净值为 2.2772 元，今年以来在所有 59 只偏股混合型基金中排名第 18 位。2009 年第一季度，嘉禾基金的净值增长率达到 17.41%。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 12 月 31 日，东吴双动力基金累计单位净值为 1.4250 元，2008 年以来在所有股票型基金中排名第 13。2009 年第一季度，双动力基金净值增长率为 7.76%。

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 12 月 31 日，东吴行业轮动基金单位净值为 0.7344 元，成立以来净值增长率为 -26.56%。2009 年第一季度，行业轮动基金净值增长率达到 17.39%。

东吴优信稳健债券基金

基金类型： 债券型基金

基金经理： 徐嵩

基金代码： 582001

基金托管人：中国建设银行

东吴优信稳健债券基金于 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 2008 年 12 月 31 日，东吴优信稳健基金单位净值为 1.0244 元，成立以来净值增长率为 2.44%。



2009 年第一季度，优信稳健基金的净值增长率为-0.47%。

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： 王炯

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 2008 年 3 月 31 日开始发售，本基金为混合型基金，在适度控制风险并保持良好的流动性的前提下，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。