



战略布局新兴产业 关注周期型行业

——东吴基金 2010 年 2 季度投资策略报告



(2010 年 3 月 18 日)

主 编 刘元海

宏观经济 杨庆定

行业研究

新技术、银行 刘元海
 房地产、家电 薛和斌
 新能源 王少成

新消费商业食品 邹国英

电子元器件 姜 宵

钢铁 张能进

医药 张 寅

区域、航空 戴 斌

监 审 徐建平

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

战略布局新兴产业 关注周期型行业

百年罕见的国际金融危机，使世界经济遭受了上世纪大萧条以来最为严重的挑战。我国经济也受到严重的冲击，外部需求萎缩，经济增长内生动力不足，依靠投资和出口拉动的传统经济发展方式必需加快转变。历史经验表明，正是科技上的重大突破和创新，推动经济结构的重大调整，提供新的增长引擎，使经济重新恢复平衡并提升到更高的水平。谁能在科技创新方面占据优势，谁就能够掌握发展的主动权，率先复苏并走向繁荣。

大力发展战略性新兴产业已经成为大势所趋，是我国经济发展到一定阶段的必然要求，是我国政府的必然选择。我国政府对于战略性新兴产业的高度重视和过去一年中推出的一系列政策都让我们对战略性新兴产业发展充满期待。我们认为被列入大力发展范畴的新兴产业势必凭借政策的东风，迎来一轮高速发展的黄金期，从而产生战略性投资机会。

基于国家对战略性新兴产业发展规划，我们从新能源、新技术及运用、新消费三个角度把握新兴产业战略性投资机会。对于新兴产业投资思路，首先，把握政策取向，关注政策可能超预期的行业；其次，关注成长路径清晰的行业和个股，寻找机会战略性配置。

从估值结构看，目前以新兴产业为代表的中小盘股估值相对较高，而以周期型行业为代表的大中盘股估值处于相对低位，估值优势明显。那么，2 季度市场风格是否会发生转变，周期型股票是否存在投资机会？我们认为，周期型股票投资机会催化剂在于房地产成交量，而当前房地产成交量回升还需要进一步观察。由于新兴产业战略配置价值目前市场基本达成共识，因此只要价格合适可以择机战略配置。

总的来看，在周期型行业基本面尚存不确定情况下，2 季度重点配置非周期型和有政策扶持行业，特别是新兴产业，相对弱化周期型行业，但关注其基本面变好带来阶段性投资机会。重点关注以下四条投资主线：

- 第一条投资主线是战略配置新能源、新技术、新消费等新兴产业。
- 第二条主线是受益于居民财富积累和消费升级的行业，重点关注：零售、食品饮料、医药、家电和航空。
- 第三条投资主线是区域主题投资，重点关注世博主题。
- 第四条投资主线是具有估值优势的周期型行业，重点关注：银行、钢铁、房地产。

虽然 2010 年 A 股上市公司一致盈利预期存在下调风险，2 季度流动性依然偏紧，市场也存在加息的可能性，但大盘股低估值令市场下跌空间有限。我们判断，2 季度 A 股市场维持震荡格局，但不排除市场创新和人民币升值预期可能带来的一波阶段性上升行情。



目 录

一、1 季度市场回顾：周期性行业表现相对较弱	3
二、经济复苏化解政策退出压力	4
（一）出口快速增长	4
（二）消费平稳增长	7
（三）投资出现回落	8
（四）经济复苏化解政策退出压力	9
三、把握新兴产业战略性投资机会	11
（一）新能源——不确定的政策路径，确定的板块投资机会	11
（二）新技术及应用投资机会	14
（三）新消费投资机会	16
四、区域主题投资机会	18
（一）重点关注世博主题	18
（二）部分关注海西、新疆和成渝区域主题	19
五、2 季度 A 股走势判断	22
六、战略布局新兴产业，关注周期型	25
（一）投资主线	25
（二）重点行业	27
东吴基金管理有限公司旗下基金：	35

一、1 季度市场回顾：周期性行业表现相对较弱

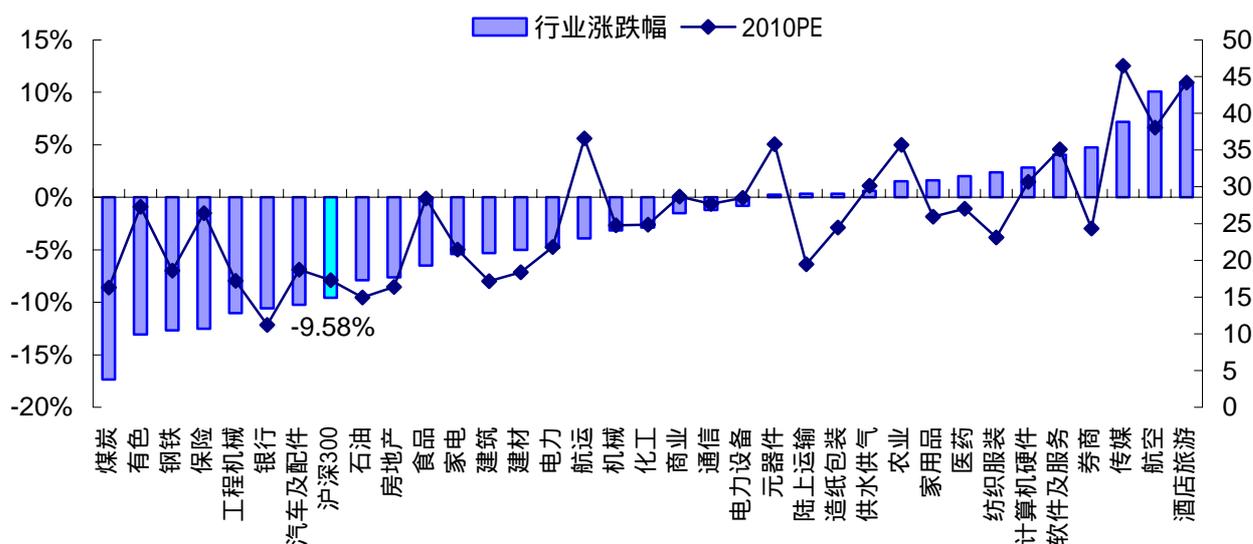
截至 3 月 12 日，今年以来，沪深 300 跌了 9.58%，影响 1 季度 A 股市场下跌的主要原因有货币政策收紧、政府对房地产调控以及美元指数走强等。

从行业表现看，酒店旅游、航空、传媒、券商、软件和计算机硬件等行业跑赢大盘并有正收益；而煤炭、有色、钢铁、保险、工程机械、银行和汽车行业跑输大盘。

在货币政策收紧、房地产调控和美元指数走强背景下，以原材料和投资品为代表的周期型行业表现相对较弱。反之，区域主题、新兴产业如与云计算概念相关的软硬件行业、有政策驱动的如传媒和券商股，以及非周期型行业如医药等行业和主题表现相对较好。

从估值水平看，1 季度跌幅较大的周期型行业目前估值水平相对比较低，2 季度这些行业是否会发生反转跑赢大盘？反之，估值相对较高的主题和一些非周期型行业是否还会继续有较好的表现？

图表 1 2010 年 1 季度各行业市场表现（截至 2010 年 3 月 12 日）



数据来源：东吴基金，Wind。

二、经济复苏化解政策退出压力

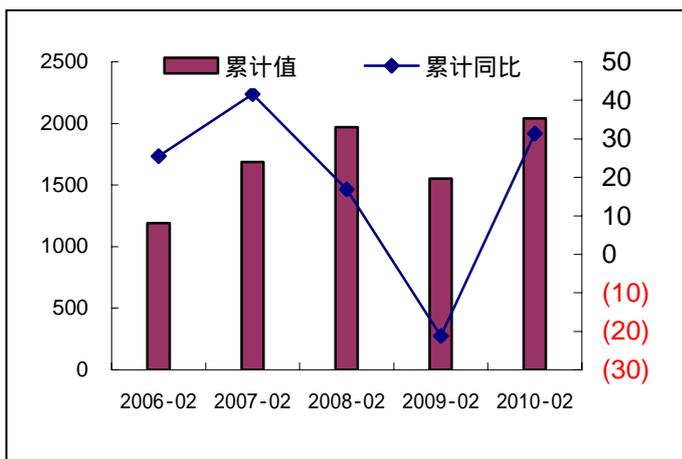
2010年1-2月份，宏观经济继续向好。规模以上工业增加值同比增长20.7%，比上年同期回升16.9个百分点，比2009年12月份加快2.2个百分点。因工业复苏，1-2月份发电量累计同比增长22.13%。1-2月份PMI分别为55.80和52，显示经济复苏趋势的持续性。即使考虑以上经济指标基期因素，中国经济强劲复苏态势难掩。

（一）出口快速增长

1、2010年一季度出口超预期

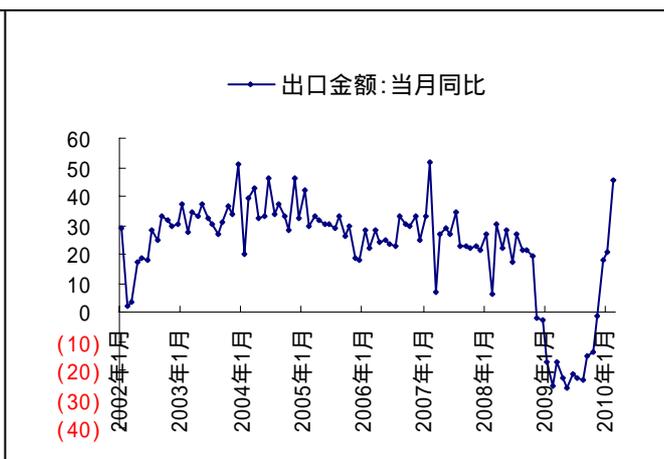
2010年1-2月份出口金额达2040.82亿元，累计同比增长31.40%。其中，1月份出口额达1094.75亿元，同比增长20.99%。2月出口总值为945.23亿美元，同比增长45.7%。04年以来历史数据显示，春节所在月份的出口环比正常降幅多在12%-20%之间，因此今年2月份出口环比下降13.7%仅是春节因素的基本反映。2月份出口增速创近期历史新高、1-2月份的合计值也创出历史同期的新高，当然有09年基数低的因素，但是出口累计额超过了08年同期水平，表明10年1-2月份出口已经呈快速增长态势。

图表2 10年1-2月出口超08年同期水平



数据来源：Wind，东吴基金。

图表3 2月份出口同比创新高

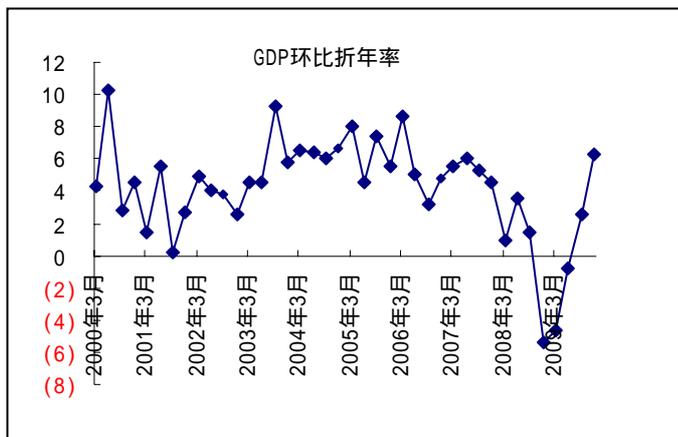


数据来源：Bloomberg，东吴基金。

历史数据显示，美国是我国现阶段最大出口国，今年1-2月对美出口达351.21亿元，占比约17%和历史比例相近。我们认为出口快速增长主要得益于美国等出口国经济复苏和库存补充。09年4季度美国经济高速增长，季度增速达6.3%，需求恢复很快，相关研究显示中国出口和美国经济增速相关性很强。同时，美国09年四季度以来的补库存也是10年以来我国出口高速增长不可忽略的推动因素。

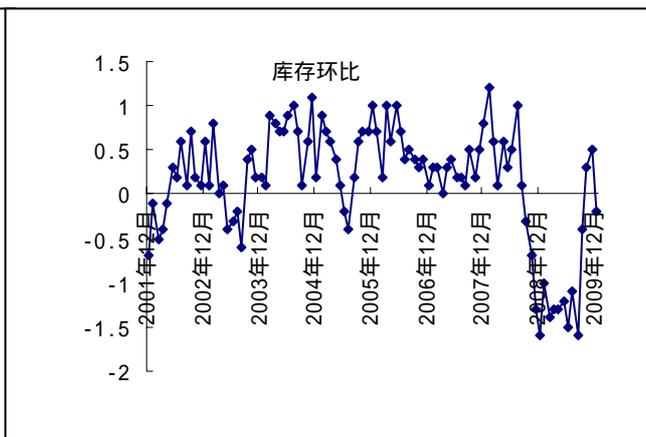


图表4 09年4季度美国经济高速增长



数据来源：Wind，东吴基金。

图表5 09年4季度美国呈补库存高峰



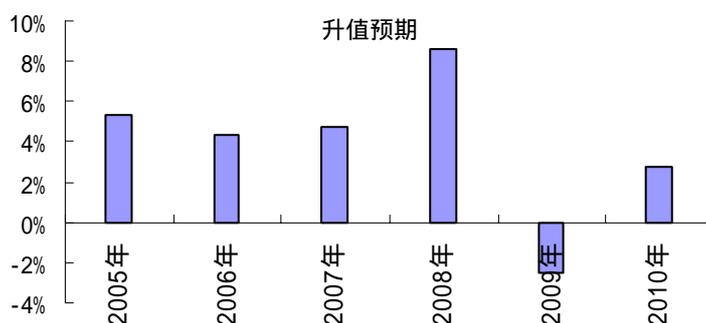
数据来源：Bloomberg，东吴基金。

2、人民币升值对出口具有一定影响

大量的实证研究表明人民币升值是影响出口的一个重要因素。2005年7月后我国实施有管理的浮动汇率制度，数据显示自08年7月人民币又重新盯住了美元，对美元汇率基本上回到近乎固定汇率状态，这有利于出口保持竞争力，但在外界的压力下人民币有升值压力。10年2月末，商务部、工业和信息化部对劳动密集型行业进行了人民币升值压力测试，以期厘清人民币汇率的变动对纺织服装、制鞋、玩具等行业造成何种影响。两会期间央行行长周小川形容目前的盯住美元政策是暂时的，一改09年12月份监管层“那种以各种压力来迫使我们升值的，我们绝对不会答应”的表述，种种迹象显示，来自境外（主要是美国可能认定中国为汇率操纵国）的升值压力日益紧迫。

05年汇改以来至今，人民币对美元升值约20%，实际升值幅度与每年年初市场升值预期基本一致。3月9日人民币对美元一年的升值预期为2.72%，仅高于09年初升值预期，远低于04-08年年初预期，因此可预期10年人民币实际升值幅度约为2-3%，在监管层认为经济只是“转好”而不是发生了“根本性改变”的背景下，不可能大幅升值。

图表6 2010年人民币具有一定升值预期



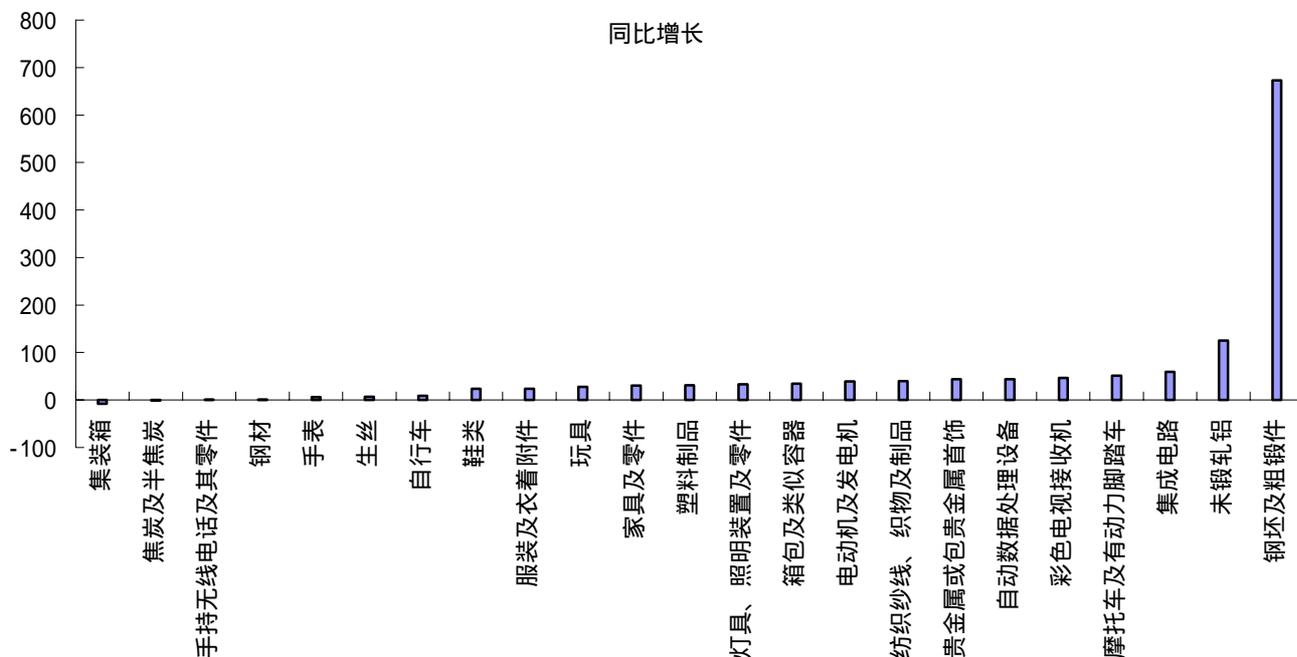
数据来源：Wind，东吴基金。

3、出口快速增长态势下行业表现

1-2月份出口数据显示，基数原因致钢坯及粗锻件增长673%；电子、电机产品出口均很强，两月累计出口增幅居前全行业出口前列，其中集成电路为累计增60%、计算机产品增44%、电动机及发电机增39%；纺

轻工产品在 1 月份增幅较低之后，2 月份当月出口出现较大反弹，纺织纱线织物及制品、箱包及类似容器、服装及衣着附件、鞋类、玩具 2 月同比增长分别达 78%、105%、96%、69%、67%。

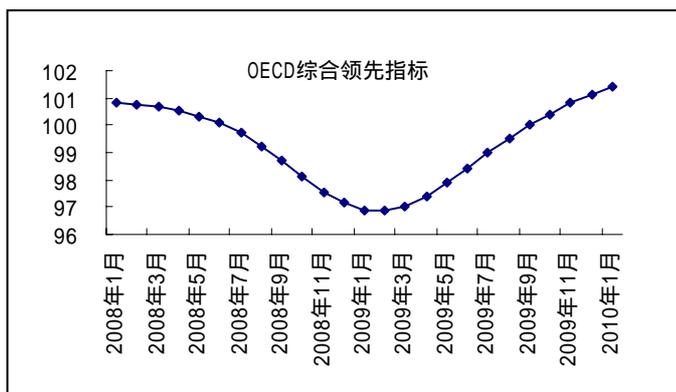
图表 7 2010 年 1-2 月我国主要产品出口增速



数据来源：Wind，东吴基金。

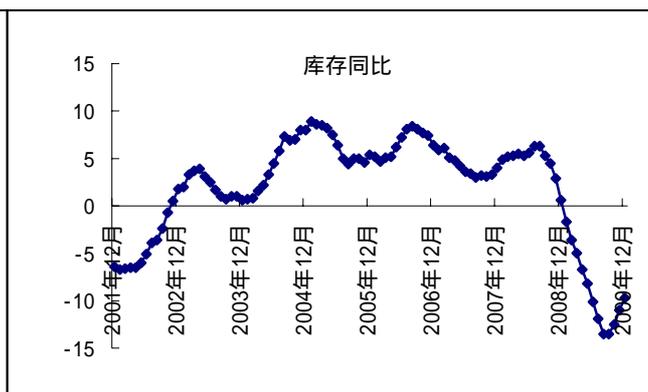
我们认为 10 年 2 季度出口将继续增长，但增速可能出现一定回落。1 月份 OECD 综合领先指标为 101.43，创 1 年来新高，显示以美国为代表发达国家经济复苏良好，二季度需求将持续。09 年 12 月份美国库存同比降低-9.7%，仍为负数，虽已经连续 4 个月呈上升趋势，我们认为库存补充速度可能会降低，但过程并未完全结束。经济复苏和补充库存仍是我国 2 季度出口重要促进因素。

图表 8 OECD 领先指标创 1 年新高



数据来源：Wind，东吴基金。

图表 9 12 月份美国库存同比水平较低



数据来源：Bloomberg，东吴基金。

出口快速增长的投资机会主要在于以下几个方面 (1) 随着外需继续复苏，1 季度增长态势良好的行业，钢铁、有色 (铝)、家电、电机、灯具、家具、服装，2 季度将继续快速增长；(2) 出口紧密相关行业，如造纸行业是出口产品包装物供应商，该类行业将会受益于出口快速增长。

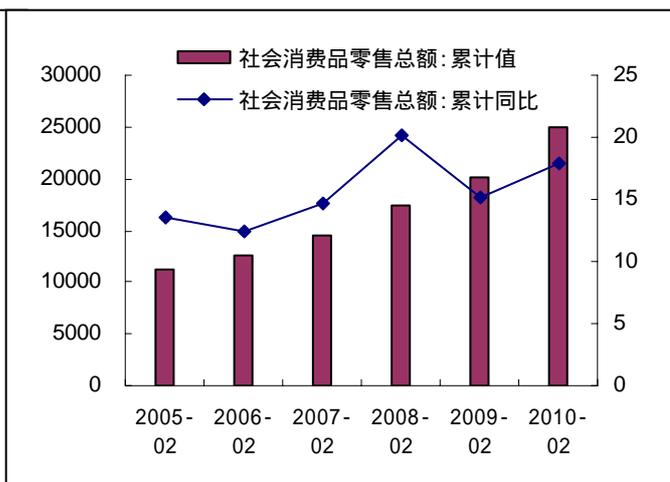
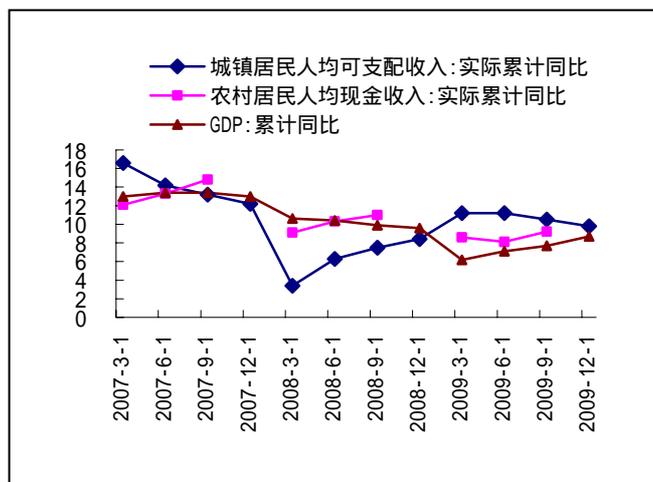


(二) 消费平稳增长

2010年1-2月份城镇居民实际收入延续09年来良好态势，实际可支配收入增速高于同期GDP增速，居民实际收入提高，同时各项刺激消费措施不断出台，10年1-2月份，社会消费品零售总额累计25052亿元，同比增长17.9%，比上年同期上升2.7个百分点，比2009年全年上升2.4个百分点。2010年中国消费喜迎“开门红”。即使考虑物价的提升，实际增速仍维持在15%附近，消费平稳增长。

图表10 近来居民收入增速高于GDP增速

图表11 10年1-2月份消费稳步增长

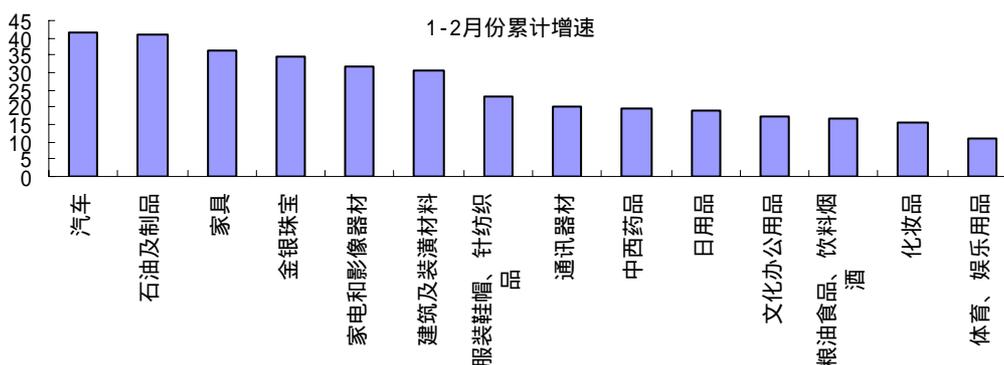


数据来源：Wind，东吴基金。

数据来源：Wind，东吴基金。

分产品看，1-2月汽车、与汽车相关的石油及其制品销售额呈现快速增长，同比分别增长42%、41%，家具、珠宝、家电、装修材料等可选消费品销售增速也居前，同比增速在30%以上。其中，我们重点看好家电行业，预计在家电下乡政策和出口复苏推动下，2010年家电行业依然能够维持较高增速。

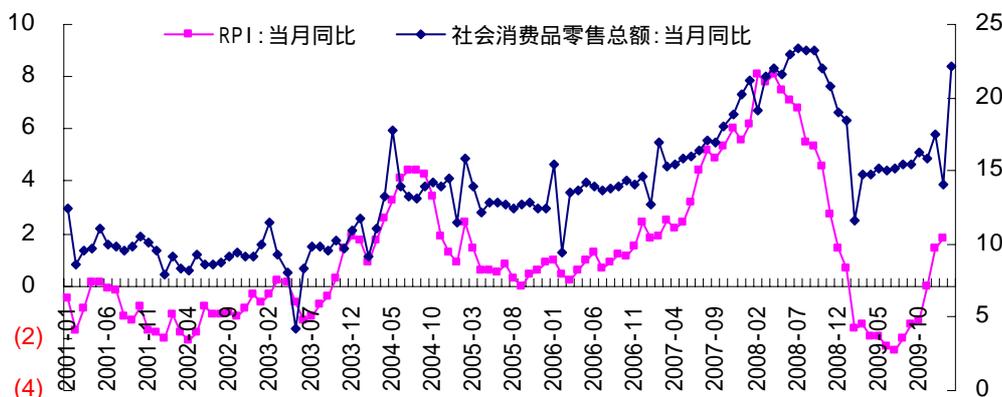
图表12 1-2月份可选消费品销售居前



数据来源：Wind，东吴基金。

一般认为，商品零售价格指数领先于社会消费品零售额有约2个月。去年12月与今年1月，商品零售价格分别升至1.4%与1.8%，领先指标向好。随着居民可支配收入的稳步提高和各项促进消费措施的实施，预计二季度社会消费品零售总额将继续稳步增长。

图表 13 零售商品价格指数上升

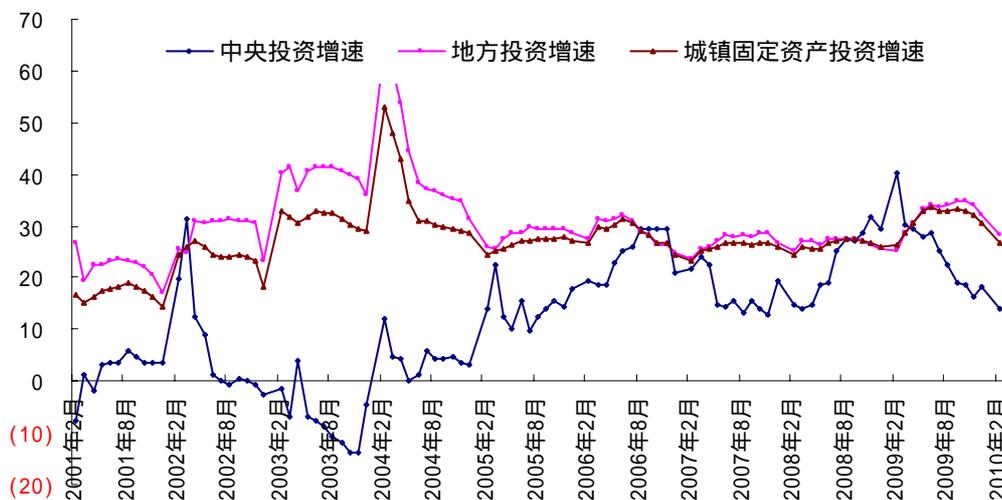


数据来源：Wind，东吴基金。

(三) 投资出现回落

2010 年 1-2 月，城镇固定资产投资同比增速为 26.6%，较 09 年 30.50% 明显回落。10 年中央对于公共投资的刺激政策力度也将大大降低，中央投资增速从 09 年 18.4% 降至 14%。同时，国家对于地方投融资平台限制性措施增加，地方投资增速从 09 年 32% 降至 28.1%。

图表 14 中央和地方投资皆呈回落趋势

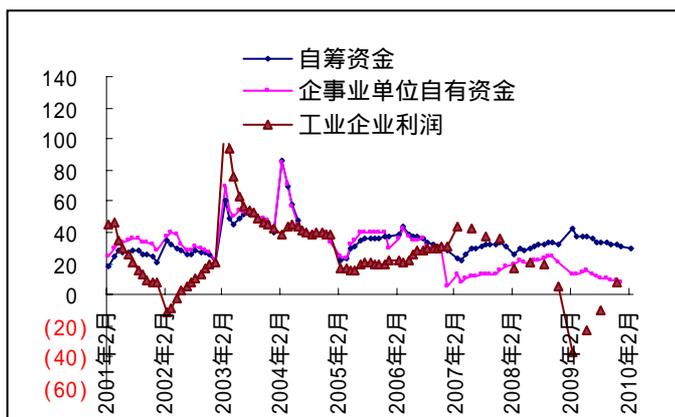


数据来源：Wind，东吴基金。

目前中央投资和地方投资已经明显下滑，投资增速将依靠企业自主性投资和房地产投资。从历史上看，企业用于投资的自有资金和自筹资金增速与企业盈利增速呈现出比较明显的正相关性，即企业盈利增加会刺激企业追加投资。目前工业企业利润增速处于回升趋势，由于 09 年前 11 个月工业企业利润累计同比增速为 7.76%，企业盈利在四季度大幅提高，10 年 1-2 月份自筹资金投资同比增速为 29.9%，企业用于投资的自有、自筹资金增速将随工业利润增加而加速，企业自主投资是二季度固定资产投资重要推动因素。



图表 15 工业利润增加激发企业自主投资



数据来源：Wind，东吴基金。

图表 16 企业家对经济信心增强



数据来源：Wind，东吴基金。

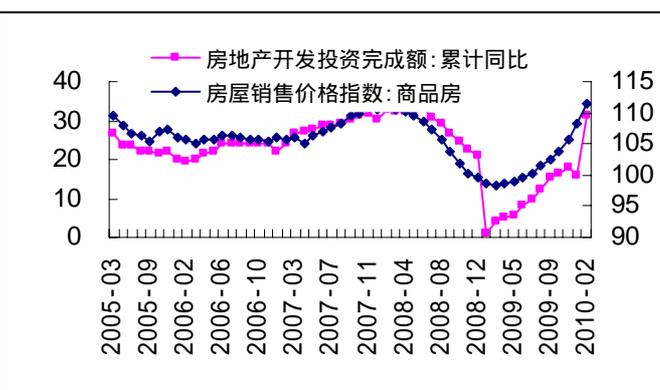
从历史上看，房地产投资增速和销售价格呈显著正向关系，房地产投资增速走势将视房价走势而定。从目前形式看，2 季度房价维持目前价位盘整概率较大，因此 2 季度房地产投资增速有望维持相对较高水平，基期因素增速上行速度会有所减缓。2000 年以来，房地产投资平均增速为 22%，并且各年份基本围绕这个均值上下波动。从目前中国经济增长动力看，房地产仍然是中国经济增长动力之一，预计 2 季度房地产投资增速仍然在历史平均水平 20% 左右上下波动。

图表 17 房屋新开工面积大幅上升



数据来源：Wind，东吴基金。

图表 18 房价坚挺则地产投资高企



数据来源：Wind，东吴基金。

虽然企业自主投资有恢复趋势，地产投资稳定，但是由于基期、政策退出等因素，2 季度投资增速将不可避免出现回落，历史上数据显示，机械设备、建筑材料、交运设备和房地产等行业盈利能力和投资增速相关性较高，在固定资产投资回落背景下，这些行业盈利能力的变化值得关注。

(四) 经济复苏化解政策退出压力

伴随经济复苏，政策退出将是今年各国货币政策的主旋律。较早的澳大利亚、印度，以及最近的美国，都在通过各种形式逐步收缩前期过度宽松的货币政策。09 年我国同样执行了十分宽松的货币政策，在经济逐步正常化后，我国也同样需要将货币政策常态化，以防止经济过热和通货膨胀的发生。

从 2010 年开局的状况看，2 次调高存款准备金率，启示宽松政策的退出已经启动并将持续，特别是 10 年 2 月份 CPI 达到 2.7%，目前一年期定存已经为负利率，市场普遍预期 10 年通胀可能超过 3%。因此政府将



继续使用数量型紧缩手段，如窗口指导银行贷款、加大央票发行量、以及上调法定存款准备金率，也可能在二季度启用价格型紧缩工具，如加息、升值等。

根据 04 年以来历次加息的统计数据来看，实际利率为负是加息的重要指标，我们认为二季度 CPI 如果因为基期因素超过 3%，甚至更高的情况下，央行加息的可能性较高。关于加息的方式，对称亦或不对称加息（只加存款，不加或少加贷款），我们更倾向于对称加息。主要理由是：（1）随着 09 年四季度工业企业利润率的提高，企业无法承受加息负担的理由略显牵强。（2）10 年和 11 年是诸多银行的融资年，银行业的盈利应该得到重点倾斜，虽然银监会对银行业融资限制性措施颇多，但加息的决策权限在国务院，银行业的“院外活动”能力显然高于其他一般企业。因而我们认为二季度的采用对称加息的可能性较大。当然，我们也应该关注可能采用不对称加息对市场的冲击。

图表 19 2004 年以来加息概况

日期	1 年期定存利率	1 年期贷款利率	GDP 增速	CPI	实际利息	存款加息幅度 (BP)	贷款加息幅度 (BP)
2004-10-29	2.25	5.58	8.9	4.3	-2.05	27	27
2006-04-28	2.25	5.85	12.6	1.2	1.05	0	27
2006-08-19	2.52	6.12	11.4	1.3	1.22	27	27
2007-03-18	2.79	6.39	13	3.3	-0.51	27	27
2007-05-19	3.06	6.57	13.8	3.4	-0.34	27	18
2007-07-21	3.33	6.84	13.4	5.6	-2.27	27	27
2007-08-22	3.60	7.02	13.4	6.5	-2.90	27	18
2007-09-15	3.87	7.29	13.4	6.2	-2.33	27	27
2007-12-21	4.14	7.47	11.8	6.5	-2.36	27	18

数据来源：Wind，东吴基金。

不管采用数量型工具或价格型工具，都应该注意到，政府认为当前经济只是“转好”而不是发生了“根本性改变”，暗示货币政策只是收紧而不是紧缩。如市场普遍预期 10 年新增信贷 7.5 万亿，本年度信贷规模增速约为 18.76%，仅次于 09 年信贷增速，处于 01 年来第二高位，目前的政策退出路径将是渐进、审慎的。

我们预计 10 年 2 季度出口增速将继续保持高位，出口对 GDP 的正面效应逐步显现；而消费增长则继续维持稳定；在与“铁公基”相关的中央和地方投资增速逐渐回落的情况下，企业自主投资和地产投资将为固定资产投资注入新活力。当前经济复苏态势强劲，我们认为这将有效化解政策退出压力，预计 2 季度的经济增速相较 1 季度将有一定回落，仍将保持 9% 左右的增速。

另外，温家宝总理在今年《政府工作报告》提出，当前我国经济增长内生动力不足，自主创新能力不强，要加快经济发展方式转变，调整优化经济结构。因此，经济结构调整将是我国未来经济增长的新动力。经济结构调整包括产业结构调整，产业升级，战略性新兴产业培育，区域振兴等。因此，在“调结构”政策驱动下，我们看好新兴产业战略性投资机会和区域主题性投资机会。



三、把握新兴产业战略性投资机会

大力发展新兴产业是我国经济发展到一定阶段的必然要求，是中国政府的必然选择，新兴产业的发展可以看作未来一个阶段我国经济发展一项基本国策。温家宝总理在《政府工作报告》提出要大力培育战略性新兴产业，抢占经济科技制高点，这是决定国家的未来。提出大力发展新能源、新材料、节能环保、生物医药、信息网络和高端制造产业。积极推进新能源汽车、“三网”融合取得实质性进展，加快物联网的研发应用。加大对战略性新兴产业的投入和政策支持。

关于战略性新兴产业选择的具体标准，温总理在《让科技引领中国可持续发展》讲话中指明：（1）产品要有稳定并有发展前景的市场需求；（2）要有良好的经济技术效益；（3）要能带动一批产业的兴起。从战略性新兴产业选择标准看，我们认为被列入大力发展范畴的新兴产业势必凭借政策的东风，迎来一轮高速发展的黄金期，从而产生战略性投资机会。

同时，《政府工作报告》提出巩固扩大传统消费，积极培育信息、旅游、文化、健身、培训、养老、家庭服务等消费热点，促进消费结构优化升级。我们判断新消费也将存在战略性投资机会。

基于国家对新兴产业发展规划，我们从新能源、新技术及运用、新消费三个角度把握新兴产业战略性投资机会。具体投资思路是：（1）把握政策取向，关注政策可能超预期的行业；（2）重点关注未来成长路径清晰的行业和公司。对于政策预期确定甚至有超预期，并且未来成长路径清晰的行业和公司，寻找机会战略性配置。

（一）新能源——不确定的政策路径，确定的板块投资机会

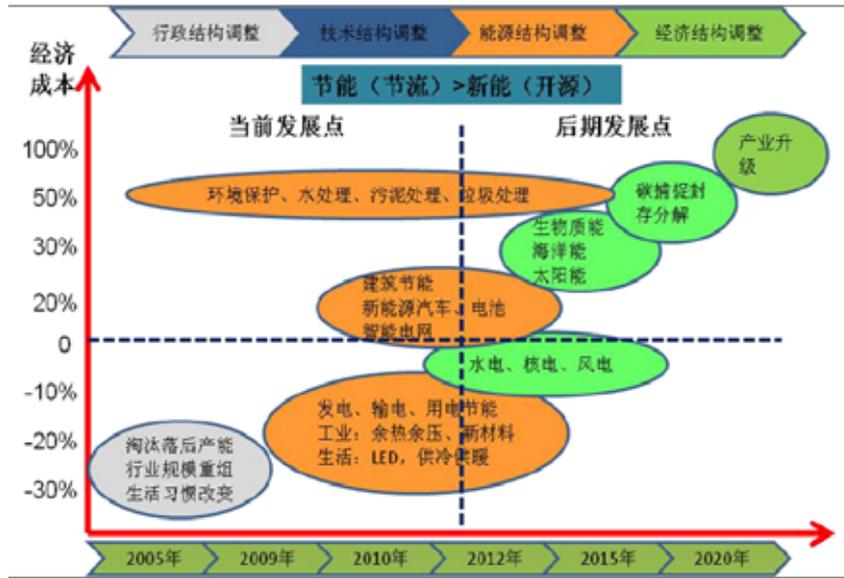
1、投资思路的整体描述

从行业和个股两个角度来把握板块的结构性机会：

- **行业子板块的把握上求新（有新的认识）**。我们主要关注政策可能超预期的行业以及未来成长路径最清晰的行业。从政策角度来看，大部分新能源行业相关的刺激政策市场都已有预期，后续有望超预期的政策或可能激发市场新的认识的板块主要有：节能环保、合同能源管理、智能电网和核电，尤其需要重视的是前两个方向。从行业趋势来看，节能相关的领域具有广阔的市场空间。根据中国发展低碳经济的主要思路，中国的低碳经济路径是以节能为主，中国仍处于工业化初期，节能仍具有较大空间，中国国情与欧美发达国家不同。而且节能技术在降低碳排放的同时，能给企业带来经济效益，一举两得。而新能源因为技术、价格问题，短期内仍为政府主导，还不具大量市场空间。
- **个股选择上求变（有客观的变化）**。我们力图把握三类企业：一类是在新能源和节能领域掌握关键技术的企业，此类企业技术突出、竞争优势突出、虽目前估值较高，但其成长性逐步消化估值。第二类是涉足新能源主题、技术优势和路径不突出但传统业务能提供安全估值空间的投资品种。第三类是在新能源或节能领域的关键技术上可能存在重大突破的公司，这类公司要积极跟踪，一旦公司的基本面发生客观的变化且这种变化可以很好的用行业趋势来解释时要敢于抢先手。



图表20 中国低碳经济发展路径



资料来源：东吴基金。

2、行业政策路径的把握

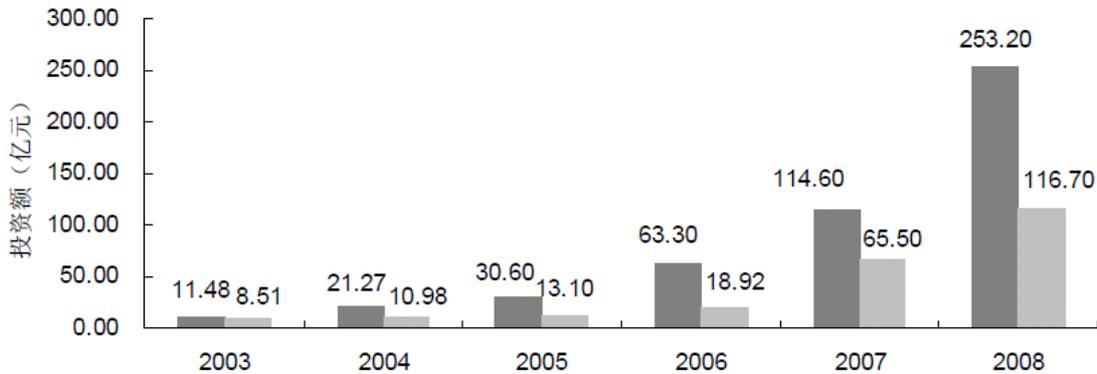
目前可以预期上半年出台的调结构的政策包括：新能源汽车发展规划、合同能源管理政策、节能设备生产厂商税收优惠政策、节能环保发展规划、新兴能源发展规划、智能电网发展规划等，开征环境税也将处于研究进程。后续需要关注十二五规划。行业政策方面具有新意的涉及到如下行业板块：

(1) 节能和合同能源管理。节能比较重要的领域包括建筑节能、电机节能和变频器行业。美国 70% 的新建建筑为智能建筑，而中国仅有 10%。自 2009 年以来，政府投资发力和合同能源管理模式的兴起，在刺激智能建筑节能市场快速成长的同时，必将带来项目高端化、大型化，工程总包化趋势，并因此促进行业整合。我国工业耗电约占总耗电量的 70%，其中电机耗电约占工业耗电量的 60%-70%。因此电机节能潜力大。电机效率提高 5%，每年可节约 765 亿千瓦时。目前电机节能可采用的技术有电机变频调速（平均可节电 30%以上，适合负荷变化较大的工况）、采用高效节能电机（比普通电机效率高约 3%-5%，恒速电机效果好）、电机无功补偿（采用无功补偿装置，提升功率因素，提高运行效率，一般用于高压大功率电机）。

- **建筑节能。**中国建筑节能市场前景广阔，是政府节能减排实现达标的关键领域，所以中央和地方政府高度重视（去年将建筑节能纳入地方干部考核，并抄送中组部）。行业面临的目前主要的问题是，投资方和受益方并不一致，完全需要政府投资驱动，短期无法形成有效的市场化推进机制。
- **高压变频器未来三年仍将保持 45%左右的高速增长。**预计 2012 年将达 148 亿元。中低压变频器 2000 年-2007 年市场规模年均增速达 15%以上，08 年市场容量约为 111.8 亿元。预计到 2012 年市场容量将超过 190 亿元。高压变频器内资品牌逐步实现进口替代，目前市场占比超过 80%。
- **合同能源管理。**合同能源管理（ENERGY MANAGEMENT CONTRACT，简称 EMC）是一个被广泛认同的节能领域的市场化运营模式。起源于 70 年代的市场经济国家，经过几十年发展，在美国、加拿大，EMC 已发展成为一新兴的节能产业，我国合同能源管理行业过去三年保持快速增长，预计在政府政策持续刺激下，行业将维持高增长态势。



图表21 合同能源管理行业投资快速增长



资料来源：东吴基金。

主要关注：鲁阳股份、南玻、烟台万华、双良股份、泰豪科技、烟台冰轮、汉钟精机、大洋电机、合康变频。

(2) 核电规划明确且超预期。由于核电站的建设工期很长，从开工到首台机组投产通常在4年左右。从2008年开始是核电审核开工的高峰，但核电新增装机的高峰将从2012年开始，核电设备的交货和确认收入一般会早于装机2年左右，所以核电设备的交货高峰应在2010年到来。预计年内新核准6个内陆核电站，新增核电装机720万千瓦，国内相关核电设备生产企业将迎来订单高峰。

(3) 传统电力设备增速放缓，智能电网投资将会是亮点。电网投资是输变电设备子行业最重要的指标，整个行业景气度与电网投资直接有关。预计2010-2011年投资增速仍然是正增长，但增幅会放缓到个位数。特高压建设的进度有不确定性。

2009年原材料价格处于相对低位，电力设备行业整体毛利率保持相对高位。2010年将面临原材料上涨压力，预计行业整体毛利率将有一定幅度下降。而新增装机容量绝对值仍然继续下滑，其中火电新增装机下降是导致总体装机容量下降的主要原因，水电装机将相对平稳。

智能电网建设将会是一个长期的过程，投资建设期应超过10年以上，国内目前对于智能电网的建设方向还是以坚强电网为主。投资力度将会逐步加大，占比较大的部分仍然是输配电的网架建设，其中有相当大一部分是一次设备的投资。上市公司短期受益于智能电表招投标，长期受益于智能电网基础建设和示范工程建设。

主要关注国电南瑞、国电南自、许继电气、科陆电子、三普药业。

(4) 太阳能行业有望持续高增长。2010年光伏市场的增长除德国外，美国、意大利、日本和中国将成为主要的新增市场。09年11月出台的金太阳工程补贴规模相比之前的方案扩大近三成，将促进中国光伏市场发展。中性预测2010-2011年全球光伏市场新增装机6GW和7.5GW。

如果全球经济复苏趋势维持，并且欧元对美元保持相对稳定，光伏类企业的盈利有望逐步走出低谷，具有完整产业链的公司具有竞争优势。

主要关注海通集团、南玻A、川投能源。

(5) 其他新能源相关的板块。

● **风电市场容量进入平稳发展阶段。**09年我国风电行业继续保持较快增长，09年新增装机将达到1,000万



千瓦，同比增长 60%。预计我国 2010 和 2011 年的风电新增装机分别为 1,350 万和 1,700 万千瓦，同比增速为 35%和 26%，增速较之 2008 年前已经明显放缓，风电装机行业已由“高增长”阶段进入“平稳增长”阶段。我们认为，风电行业的投资机会是受益于行业快速集中的龙头公司。主要关注：金风科技、湘电股份、中材科技。

- 环保行业。A 股相关板块和上市公司对国内环保行业的代表性不强。固废固废处理行业形成了一定板块效应。固废处理主要包括生活垃圾处理、工业危险废弃物处理和工业垃圾处理，废物综合利用。主要关注：合加资源，万邦达，格林美。

（二）新技术及应用投资机会

我们所言的新技术及应用指的是电子信息产业领域的新技术及新应用。今年《政府工作报告》将信息网络作为我国战略性新兴产业之一，并提出积极推进“三网”融合取得实质性进展，加快物联网的研发应用。从政策取向以及行业自身发展趋势看，我们判断，移动互联网、物联网、三网融合、液晶面板、LED 等将是未来几年电子信息产业新技术、新应用出现最为广泛的领域，将会涌现出许多战略性投资机会。

1、移动互联网发展潜力巨大

近些年互联网移动起来的趋势日趋明显，而 3G 网络带宽的提升加速了这种迁移。同时随着手机性能越来越强大，手机上网用户体验变好，为移动互联网发展创造了条件。我们判断，中国移动互联网发展基础已经具备，并且未来成长空间巨大：（1）3G 网络建设提升带宽速度，业务发展空间得以拓展；（2）移动互联网由于其依托的手机具有收费功能，较互联网具有更为清晰、可靠的盈利模式；（3）网络用户将比互联网用户数更多。

在移动互联网大力发展背景下，我们重点关注两类投资主线：（1）受益于基础网络建设的设备商；（2）移动增值业务提供商。

虽然中国联通、电信和移动已构建了 3G 基础网络，但是 3G 网络建设广度、深度以及优化还需要进一步完善。在基础网络建设和完善中，我们重点关注以下投资机会：

- 截至 09 年底，中移动 TD 基站达到 8.7 万，2010 年移动拟建设 7 - 8 万个 TD 基站，而中兴通讯占中移动 TD 网络市场份额在 30%以上，因此，今年 TD 网络大规模建设会驱动中兴通讯股价表现。另外，中兴通讯也将受益于海外电信投资复苏，我们中长期看好中兴通讯。
- 随着 3G 业务拓展，数据流量增大，将带来传输网升级和宽带业务发展，其中，烽火将最大受益于传输网升级和 FTTX 发展，另外，光纤光缆行业和通信配线系统公司也将受益，这些公司有：中天科技、亨通光电、新海宜、日海通讯。
- 由于 3G 网络覆盖效果还不是很好，还需要进一步优化，因此 2010 年网络优化、测试和维护公司有望受益，重点关注：三维通信、世纪鼎利、中创信测。
- 移动互联网发展，将驱动智能手机快速发展，重点关注：莱宝高科、超声电子、顺络电子。

移动增值业务产业链是由内容提供商 CP、服务提供商 SP、电信运营商、平台提供商 TP 和手机用户构成。行业运作模式为：SP 购买并整合 CP 开发的信息内容，通过运营商销售至终端用户，最后同运营商进行收入分成。重点关注手机支付、手机游戏、手机动漫、手机电视、手机阅读和电子阅读器、移动商务等增值业务投资主线。

- 手机支付：中移动集团将手机支付列入 2010 年集团 KPI 考核体系，作为重点推广核心业务之一。近期中



移动参股浦发，参考日、韩经验，我们看好中国手机支付发展趋势，重点关注中移动手机支付产业链投资机会。中移动 RF-SIM 卡手机支付产业链主要涉及以下几个子行业：(1) RF-SIM 芯片设计制造，国内主要是中兴通讯旗下子公司国民科技设计制造；(2) RF-SIM 模块制造，重点关注：长电科技；(3) RF-SIM 卡片制造，重点关注：东信和平、大唐电信；(4) 手机支付业务运营，包括平台开发与运维，主要是高阳科技（全国平台）、拓维信息（省级平台）；(5) 读卡器制造商：南天信息、证通电子。

- 手机游戏：虽然手机扫黄短期抑制手机游戏推进速度，但中长期看好手机游戏发展，投资机会在今年年中前后，重点关注：北纬通信。
- 手机阅读和电子阅读器：手机阅读和电子阅读器是新的出版、发行和阅读模式，由于其便利性、及时性等优势，将会形成用户新的阅读习惯，重点关注内容提供商和硬件提供商：出版传媒、新华传媒、大唐电信、汉王科技和生益科技。
- 手机电视：东信和平。
- 手机动漫：拓维信息。
- 移动商务：石基信息、生意宝。

2、“三网融合”受益设备商

所谓“三网融合”是指广播电视网、电信网和互联网的融合，从业务表现形式看，就是语音、数据和视频的融合。“三网融合”涉及产业链包括：内容提供商、服务提供商、运营商、设备制造商等。为实现“三网融合”，无论是广电还是电信，他们都需要对现有网进行升级和改造，设备制造商将是“三网融合”最早最直接的受益者。

广电网需要对现有网络进行改造包括：光纤骨干网和城域网的全面扩容；接入网全面数字化改造；双向化改造。对于电信运营商而言，重点发展 FTTH。

在三网融合背景下，设备商都会不同程度受益于广电网和电信网的投资，我们重点看好业绩弹性大的公司：(1) 光通信设备行业：烽火通信；(2) 机顶盒：同洲电子；(3) 光纤光缆：亨通光电、中天科技。

对于有线运营商而言，预计三网融合短期很难增厚有线网络运营商收入，并且估值相对偏高，不适合中长期持有。目前，我们只关注有线运营商事件性投资机会，比如三网融合试点城市名单公布、有线网络整合等。关注：天威视讯、歌华有线。

3、物联网新兴崛起

物联网是把感应器嵌入和装备到各种物体，然后通过有线或无线方式传输到系统平台进行信息交换和通讯，实现智能化识别、定位、跟踪、监控和管理。去年 8 月，温家宝总理在视察无锡时提出，要将无锡建成“感知中国”中心。自此包括上海、苏州、无锡、嘉兴在内的多地政府均表示要拿出数目不小的资金支持物联网产业的发展，以抢占自己在这产业中的先机。一些企业如：国内三大运营商，以及具有全面解决方案能力的软件服务提供商等，与地方政府开始合作或在某些领域开展物联网应用研发。

今年《政府工作报告》提到要加快物联网的研发应用。据传我国《物联网产业的发展规划草案》已在年前上报中央，并有望在今年获批实行。主要内容包括：物联网发展规划；物联网技术标准及应用；支持物联网发展的产业政策等。显然，物联网发展将被纳入政策支持行业之一。从物联网应用领域看，有智能家居、智能医疗、智能城市、智能环保、智能交通、智能农业、智能物流、智能校园等。在物联网世界里，物物相连、天罗地网，应用领域非常广泛，物联网无疑有着极为广阔的发展前景。



从投资机会上看，我们重点关注两类投资主线：(1) 信息接收器提供商，包括传感器、RFID、二维码等，相关公司有远望谷、新大陆等；(2) 具有全面解决方案能力的软件服务提供商，包括华胜天成、大唐电信、东软集团等。由于物联网是由硬件、软件组成的系统，因此，具有全面解决方案能力的软件服务提供商将会最大受益于物联网应用的推广。

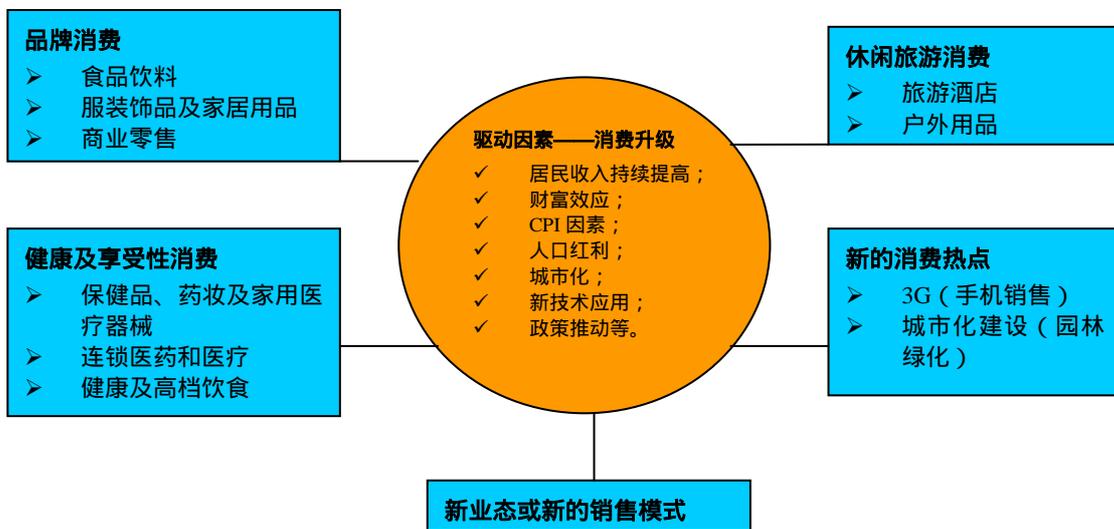
(三) 新消费投资机会

我国最终消费率及其中的居民消费率近年一直分别处于近 50% 和不到 40% 的水平，与发达国家相比明显偏低。因此，从我国经济发展阶段演进和经济增长方式转变的层次上讲，消费行业无疑具有长期成长性。我国居民收入消费水平持续提高带来的消费升级，以及网络技术的升级和运用是新消费的最关键驱动因素。此外，从我国日益扩大的居民贫富差距和经济发展的地区不平衡而言，新消费也具有相对性。

收入分配结构从根本上决定了消费结构，作为此次两会热点议题的调整收入分配结构将是“调结构、促消费”的重大实际举措，增加居民在财富初次及再分配中的比重，有利于增强居民的消费能力；国家提出的重点强加中小城市和小城镇发展也有利于新的消费方式和理念往下普及。可见，国家的这些举措无疑会推动我国的新消费进入快速发展期。

新消费主线下可以分为品牌消费、休闲旅游、健康及享受性消费，和在国家政策推动下产生的新消费热点，以及新业态和新的销售模式。

图表 22 新消费模式



资料来源：东吴基金。

1、品牌消费

品牌消费是消费升级的最直接体现，覆盖面也最广，涉及人的吃穿住用行各方面。食品饮料行业中具有较强定价权的中高档白酒，以及行业整合能力强的大众消费品优秀公司都是值得长期投资的品种；占据销售终端、拥有渠道网络优势的零售行业也具有长期成长性。具体如下：

- 食品饮料：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份、水井坊、山西汾酒、古井贡、张裕 A、青岛啤酒、燕京啤酒、双汇发展



- 服装饰品及家居用品：美邦服饰、七匹狼、报喜鸟、星期六、瑞贝卡、老凤祥、罗莱家纺
- 商业零售：百联股份、王府井、大商股份、鄂武商 A、合肥百货、银座股份、苏宁电器、重庆百货、广百股份、广州友谊、武汉中百、步步高、成商集团、新华百货、飞亚达

2、新业态或新的销售模式

新业态或新的销售模式包括新销售模式在传统业务中的运用，比如进行农机连锁经营的吉峰农机、整合营销的齐心文具，以及提供信息打包销售的强生控股；中国国旅的免税店业务除了受益于航空业和出入境旅游业的发展外，政策放开后的市内免税店也将具有较大市场空间。

3、休闲旅游消费

休闲旅游及娱乐是满足人精神享受的非物质类消费，是生活质量提升的象征。目前，我国居民的人均出游率和人均花费还偏低，未来有较大提升空间。因此，我们看好旅游酒店行业，特别是具有自然资源稀缺性、拥有定价权、轻资产等特性景区类公司；提供户外用品和装备的公司也值得关注。重点关注公司：

- 旅游酒店：黄山旅游、中青旅、三特索道、丽江旅游、峨眉山 A、桂林旅游、东方宾馆、华天酒店、锦江股份、首旅股份
- 户外用品：探路者

4、健康及享受性消费

人在满足吃饱穿暖的基本需求之后，随着收入水平的提高，会追求健康和享受性消费。正是基于此，“财富第五波”论者认为保健品行业将孕育巨大的消费市场。具体行业及公司如下：

- 保健品、药妆及家用医疗器械：东阿阿胶、江中药业、九芝堂、同仁堂、片仔癀、仁和药业、广州药业、云南白药、马应龙、鱼跃医疗、健康元
- 连锁医药和医疗：爱尔眼科、通策医疗
- 健康及高档饮食：保龄宝、皇氏乳业、伊利股份、光明乳业、金枫酒业、古越龙山、承德露露、海南椰岛、獐子岛、湘鄂情

5、新的消费热点

信息技术进步和运用能带来新的消费体验，如虚拟网络消费和 3G 通信消费等；我国城镇化发展中起到美化生活环境作用的园林绿化类也具有较大发展空间。

- 3G：天音控股
- 城市化建设（园林绿化类）：东方园林、绿大地。

四、区域主题投资机会

世博会是 2 季度最为重要的事件，并且世博投资大、持续时间长、参观人流多、会后又会有重建概念，预计 2 季度乃至更长时间都存在投资机会，世博是我们 2 季度重点关注的投资主题。

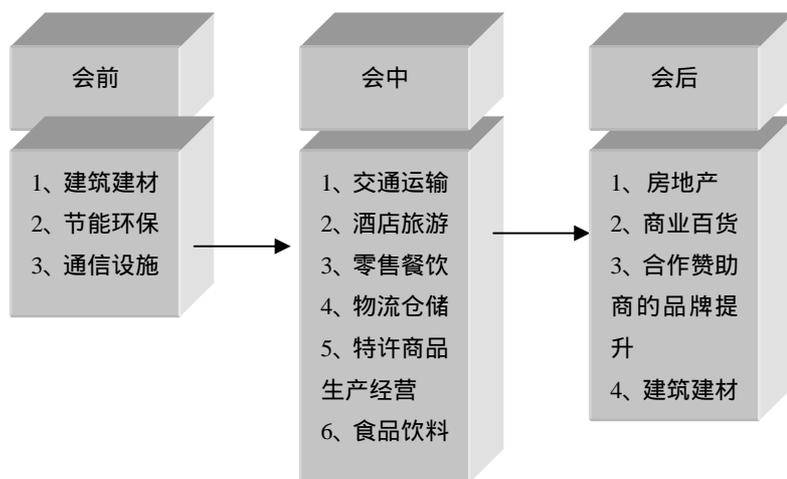
对于区域投资主题，我们在年度策略报告中已提示过投资机会。但是目前估值偏高，风险相对较大，我们只关注具有估值优势并且受益区域振兴规划的一些个股。在已经出台振兴规划的地区中，我们最为看好海西经济区；在未来有望出台的区域规划中，我们看好新疆和成渝板块。

（一）重点关注世博主题

世博会无疑是今年最为重要的单一主题性事件之一。由于其投资大、持续时间长、参观人流多、会后有重建概念，又处于中国经济最发达的地区，因此其对资本市场已经产生了极大的吸引力。

在世博会的不同阶段，受益的行业不尽相同。会前阶段，大规模的基建投资拉动了建材、施工、以及配套的通信设备等行业的需求；会中阶段，人流成为核心因素，受益于人流的激增，交通运输、酒店旅游、餐饮、零售、食品饮料、特许产品经销，以及配套的物流等行业，都将大幅受益；进入会后阶段，受益于世博园区的再开发，房地产、商业百货、建筑施工等行业则又将受益。

图表 23 世博会投资阶段梳理



数据来源：东吴基金。

总体上看，几乎所有行业都将分享“世博效应”。相关的基建、房地产和商业行业将是一条长期主线，而高科技、交通、旅游和会展将具有脉冲式的投资机会，并且不排除有些公司就此将进入新的发展阶段，进入世界级公司行列。

就二季度的投资机会来看，无疑将进入会中阶段。

这一阶段的核心是“人流”。

根据官方的最新表态，已将此前 7000 万参观人次的预测提高至 8000-10000 万，对交通运输业的刺激作用最为明显，也最直接。

对交通运输业的影响主要体现在两方面：1、出入上海市所形成的交通消费，对航空、机场、高速公司的



构成利好；2、期间市内出行形成的交通消费，对地铁、出租等公司构成利好。

其中，对民航业的影响，世博会有望拉动新东航 1368 万人次国内航线需求增量和 270 万人次国际航线需求增量，分别占东航 08 年全年旅客吞吐量的 32.22%和 48.37%，对新东航的需求拉动作用将十分明显。

对高速公路的影响，预计世博期间将有 1080 万人次通过高速公路进出上海，有望拉动周边高速公路日均全程车流量 2-3 个百分点。

对城市交通的影响，世博期间上海市的轨道交通有望承接 4500 万人次的旅客增量，其中为 1 号线贡献 1318.5 万人次的增量旅客，增量部分约占现有 1 号线旅客数量的 20%。

人流的激增，也会对上海的酒店业、商业、食品饮料行业形成刺激。

按照 9000 万人次和 5 个月的会展期计算，世博期间上海平均每天的游客人次数为 60 万人；与此相对应，截止到 08 年底，上海星级酒店客房数为 6.13 万间，日均容纳 40 万人。因此世博期间的客房会比较紧张。预计在世博期间，酒店的平均出租率将超过 85%，酒店房价有望上涨超过 30%。

根据测算，世博会有望拉动上海地区商业的拉动有望突破 1500 亿。

从 2000 年汉诺威世博会的历史数据看，外地游客的消费中，住宿为首要部分，购物和餐饮居于其次。购物中最受青睐的依次为食品、饮料、香烟、衣服、鞋子、音像制品、首饰和艺术品。汉诺威世博会上，外地游客的比重占到 65%的比例。而根据北京奥运会炒作全聚德的经验，世博概念也有理由出现对具有上海特色产品的炒作。从上市公司的产品角度看，黄酒有望成为这一标的。

另外一个值得关注的问题是，世博会不仅仅是关注上海本地的行业及公司受到的影响，很多非上海本地企业也将会从中受益。比如旅游，航空，高科技，消费品，建材等行业的受益将可能波及到非上海地区。以旅游为例，到上海看世博的游客也有可能再到黄山和乌镇，从而形成对相关上市公司的利好。航空方面，除了东航、上航等基地航空公司以外，国航和南航等也有望受益。

（二）部分关注海西、新疆和成渝区域主题投资

过去的一年，中国政府相继出台了包括《珠江三角洲地区改革发展规划纲要》、《海西经济规划》等 9 大兼具地方特色，又契合国家战略导向的区域振兴规划，涉及面覆盖了东、中、西等广大地区。其中对于东部地区，振兴规划强调了产业结构调整的重要性；对于中、西部地区，振兴规划侧重于承接东部产业转移的紧迫性。

事实证明，区域振兴规划的出台和实施，已经成为拉动地方经济复苏，平衡中西部地区发展的有效手段。09 年我国实现 GDP 同比增长 8.7%，成功走出了金融危机的阴影；同时，中西部地区 GDP 增速自 08 年以后再次超过东部地区，西部地区在 09 年前三个季度实现地方财政收入 4337 亿元，同比增长 14.8%，增速高于全国平均水平 5 个百分点，高于东部、中部地区 6.3、5.3 个百分点。

在 9 大区域振兴规划之后，管理层再次出台了包括《鄱阳湖生态经济区规划》(2009 年 12 月 12 日)、《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干建议》(2009 年 12 月 31 日)，以及《皖江城市带承接产业转移示范区规划》(1 月 22 日)等三大区域发展振兴规划。其中鄱阳湖规划侧重生态保护，海南国际旅游岛侧重打造世界一流的旅游度假区，皖江城市带侧重承接东部地区产业转移。三大振兴规划依托区位优势各有侧重，显示出国家战略层面的导向性。

在保增长、调结构这一核心目标的背景下，区域振兴规划已经同产业振兴规划一起，分别从横向与纵向两个方向，成为管理层加快经济结构转型的重要抓手。

综合判断，我们认为后续有望出台的区域振兴规划包括《重庆“两江新区”总体规划方案》、《新疆区域经济发展规划》等 6 个。

图表 24 后续有望获批的区域振兴规划

规划	区域	定位
重庆“两江新区”总体规划方案	重庆市北部地区	建成与上海浦东、天津滨海并列的第三个实验区
成渝经济区区域规划	以成都，重庆两市为中心，包括 33 个不同规模和等级的城市	建成继长三角、京津豫、珠三角之后的中国第四个增长极
西藏区域经济发展规划	西藏地区	民族稳定的重要工作
新疆区域经济发展规划	新疆地区	民族稳定的重要工作
哈大齐工业走廊	哈尔滨、大庆、齐齐哈尔、肇东、安达	对重度盐碱地的再利用，配套振兴东北老工业基地规划
蓝色半岛经济区	滨州、东营、潍坊、烟台、威海、青岛、日照	面向日韩开拓国际市场，拓展广大西部内陆腹地

数据来源：公开资料、东吴基金。

我们认为，区域主题中投资机会的演绎，既有规律性，也有特殊性。

所谓规律性，区域经济增长的实质是使区域内的各种生产要素充分流动和更加高效的配置，从而实现经济总量的增加和经济社会的可持续发展。因此，在区域发展的初期，必然是以大规模投资为先导进行基础设施建设，同时配合以一定的制动性变革，从而加强和确保人流、物流的流动。因此交通运输、建材、建筑、房地产等行业必然是区域振兴率先受益的行业。

所谓特殊性，即每一个区域振兴规划的侧重点都有不同。如黄河三角洲区域，是以生态保护为核心；江苏沿海地区，是以承接苏南地区产业转移为重点；关中-天水区域则是以发展装备制造业，以及现代农业为核心。由此，在各个区域中，除上述交运、建材等同样受益的行业外，还会有具体受益的行业和企业。

在已经出台振兴规划的地区中，我们最为看好海西经济区；在未来有望出台的区域规划中，我们看好新疆和成渝板块。但是目前估值偏高，风险相对较大，我们只关注具有估值优势并且受益区域振兴规划的一些个股。

1、海西

今年春节期间，胡锦涛总书记代表党中央、国务院，在福建地区与当地人民群众共度春节，足以证明海西这一区域的重要性。

作为中央解决台湾问题的重要的政策着力点之一，海西地区被赋予了承接台湾产业转移的重要任务，以及作为两岸交流的桥头堡的战略定位。

过去由于台湾问题，出于国土安全考虑，福建特别是沿海地区的建设一直相对滞后，经济总量的基数偏低，也因此，未来海西地区有望出现较为迅猛的发展。

从产业上讲，作为与台湾岛隔海相望的地区，海西有望成为承接台湾电子产业转移的主要基地，福建的电子制造产业有望受益；同时，海西得天独厚的旅游资源，也有望在海西区域振兴规划的大背景下得以开发利用，旅游业也有望快速发展。

2、新疆



新疆的投资机会来自可预期的政府真金白银的投入。

新疆作为保持民族稳定的核心地区，在“7.5”事件后，国务院先后派出了三批五组部级调研组密集调研新疆。经中央和新疆自治区的领导人多次讨论，最后得出的结论是：“新疆社会与民族矛盾冲突的根源是经济发展相对落后”，所以加大对新疆的投入成为从中央到地方的共识。

预计中央于3月底、4月初召开关于新疆经济建设的专题会议，届时将出台一系列的刺激政策。政策的基调可能包括：1、以中央政府投资与各地援建相结合拉动基础设施建设。其中中央投资有望达到3年3-5000亿，加之地方援建，预计3年内将有1万亿的投入；2、大力提高居民收入。根据自治州在09年5月召开的全州经济工作会议上提出的目标，力争在3年内使居民收入提高150%，其中一条措施是将公务员工资在明年提高2倍。按照这一逻辑，在“7.5”以后这一目标只会提高不会降低；3、调整新疆建设兵团的定位，提高兵团在新疆经济中的占比。

根据政策基调判断，新疆振兴规划最为受益的行业包括：基建、消费、能源以及兵团系产业。

3、成渝

成渝板块的投资机会来自区域内装备制造业内生性增长的历史机遇，以及县域经济的蓬勃发展。

成渝地区既有成都和重庆这两个核心城市，又有广大农村地区；既是我国重要的装备制造业基地，又是主要的劳动力输出地区。

得益于历史上的三线建设，成渝地区拥有一批国家重点的装备制造业企业。经过多年发展，这些企业已经具备较为雄厚的研发和生产能力，已经处在从量变到质变的转折点上。在这样的背景下，一旦政策给与明确的扶持，同时提供宽松的发展空间，其内生性增长就将面临突破。

另一方面，成渝板块的县域经济有望出现快速发展。成都在2007年已经获批“全国统筹城乡配套改革实验区”。作为全国唯一的城乡一体化先行先试的试验田，成都已经取得了一定的成效。在中央明确提出要加快城镇化进程的政策指引下，预计包括户籍制度改革，小城市发展等一些列改革性的政策，极有可能在成渝地区率先推出，鼓励农民向县一级城市迁徙，从而极大刺激当地县域经济的发展。

由此我们认为，受益于人力、物力的流动，成渝板块的投资机会首先是在交通、基建等方面；同时商贸、旅游的行业也将从中受益。区域内具备行业龙头地位的装备制造业企业将在长期内获益。



五、2 季度 A 股走势判断

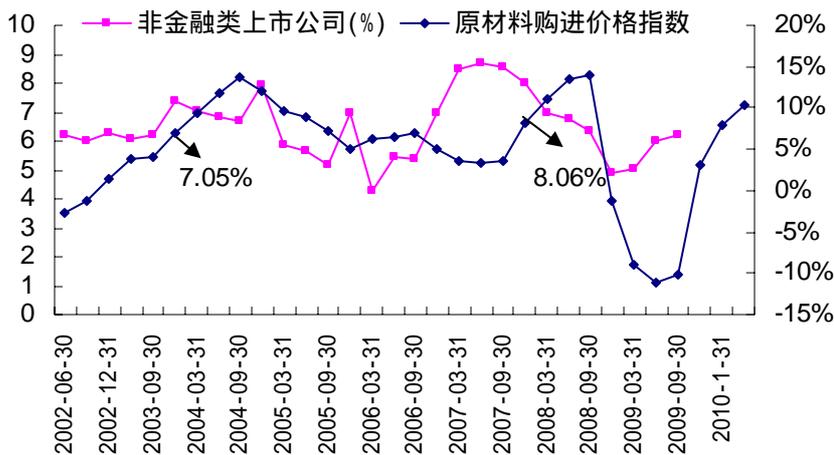
从上市公司盈利情况看，目前研究员对上市公司 2010 年一致盈利预期是同比增长 30%，但对于这一增速预期，存在下调风险。

从历史经验看，当原材料购进价格指数超过 7% 时，原材料成本上升会导致上市公司净利润率下降。3 月份我国原材料购进价格指数回升到 10.3%，由于 09 年 2-3 季度原材料购进价格指数在 90 以下，基数比较低，这预示着今年 2-3 季度原材料购进价格指数同比会在 7% 以上，意味着今年企业原材料成本将大幅提升。另外从劳动力成本看，许多地区企业出现招工难现象，今年劳动力成本上升明显。总体来看，今年企业成本压力比较大。

从宏观经济总需求看，投资增速回落，消费需求没有超预期，在美国补库存驱动下出口是现在唯一亮点。我们总体判断，我国经济增长内生动力还是不足，经济运行尚未出现根本性好转趋势，因此经济总需求扩张力度不会太强劲。在这种背景下，企业提价能力和产品销量也不会超预期，反映在收入增长上相对稳定。

在成本上升和经济总需求扩张力度相对温和经济环境下，2010 年 A 股上市公司净利润增速超预期可能性比较小，反而要注意由于成本上升导致业绩低于预期的风险。

图表 25 原材料购进价格指数上升会侵蚀公司净利润率



数据来源：Wind，东吴基金。

从市场流动性看，09 年我国经济回升向好，为防止通胀压力，央行在 09 年下半年就已开始逐步收紧流动性，包括信贷总量控制、两次上调存款准备金率、实施资本充足率和贷存比限制等，结果是银行系统资金紧张，具体表现为企业获取贷款难度加大、贷款利率上行、银行打包出售低利率贷款资产以求新的贷款等。今年前两个月新增信贷 2.09 万亿，占全年 7.5 万亿目标的 28%，从 3 月份前半月四大行新增信贷情况看，预计 3 月份新增信贷在 7000 亿左右，因此，1 季度新增贷款占全年 7.5 万亿目标将近 40%。因此，为将全年新增信贷控制在 7.5 万亿左右，预计 2 季度央行会继续实施相对从紧的信贷政策。信贷收紧将导致企业资金紧张度越来越高，预示着可以流入股市的资金越来越少，甚至从股市流出。

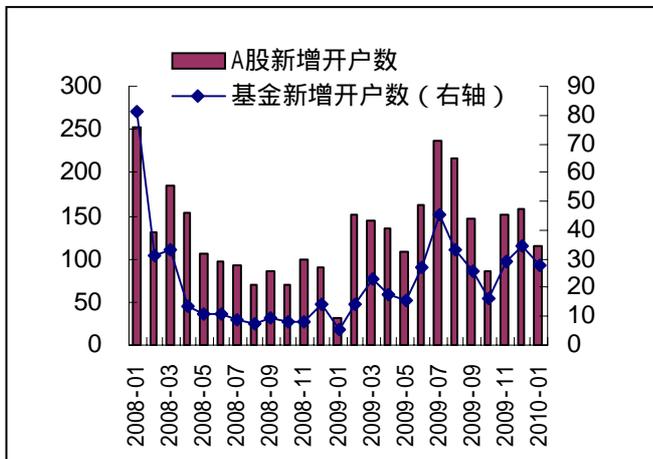
目前 A 股和基金新增开户数处于正常水平，居民储蓄并没有出现大规模流入股市的趋势。在缺乏赚钱效应下，居民储蓄存款向股市分流动力不足。

从资金需求看，今年《政府工作报告》明确提出积极扩大直接融资。完善多层次资本市场体系，扩大股权和债券融资规模，更好地满足多样化投融资需求。从 09 年下半年以来，A 股市场平均每月募集资金 700 亿元，A 股市场融资压力大增。

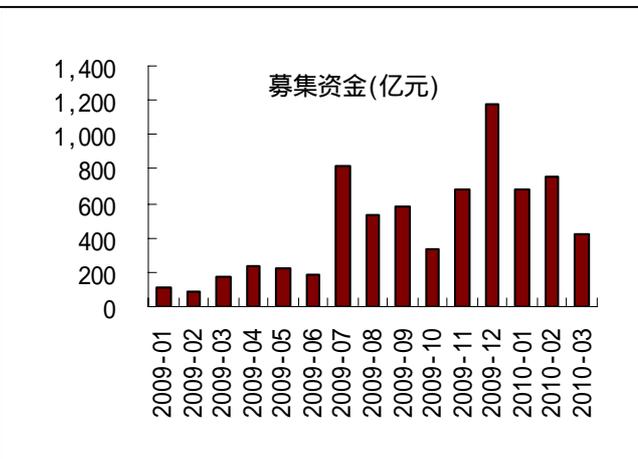


由于今年管理层意图很明确，发挥 A 股市场融资功能服务于实体经济，因此在金融系统流动性收紧和居民储蓄存款向股市分流动力不足背景下，2 季度 A 股市场流动性依然偏紧。

图表 26 A 股和基金新增开户数处于正常水平



图表 27 A 股市场融资压力大增

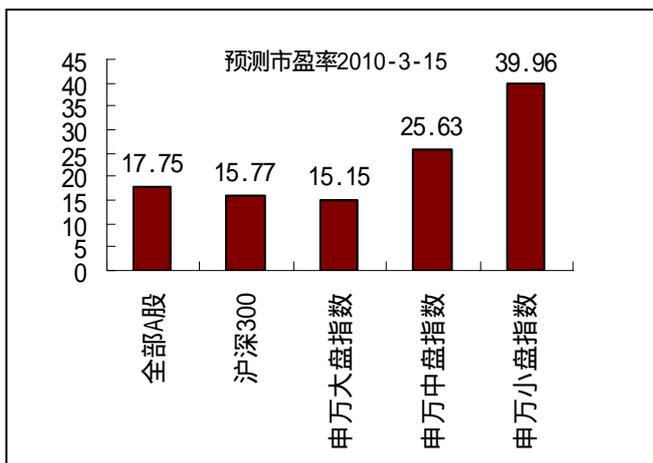


数据来源：Wind，东吴基金。

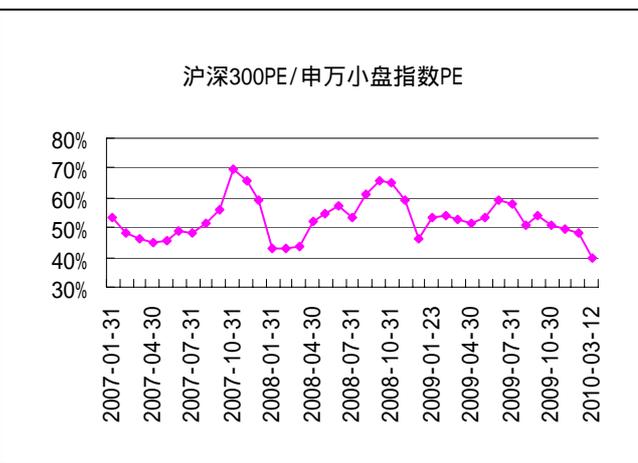
从估值看，全部 A 股 2010 年动态 PE 为 17.75 倍，沪深 300 为 15.77 倍。从纵向比较看，08 年 10 月底沪深 300 指数创下低点对应 PE14.8 倍与目前沪深 300 动态 PE 比较，只低了 6 个百分点。因此，如果目前 A 股盈利预期不存在大幅下调的话，那么 A 股市场下跌空间就比较有限。

从估值结构看，小盘股 2010 年动态 PE 为 39.96 倍，要明显高于中盘股的 25.63 倍和大盘股的 15.15 倍，并且目前沪深 300PE 相对申万小盘股 PE 估值折价创 07 年以来新低，沪深 300PE 只有小盘股的 40%。从大盘股估值折价水平看，大盘股下跌空间也比较小，大盘股的企稳将能稳定整个市场。

图表 28 A 股各板块估值水平



图表 29 大中盘股估值折价创 07 年以来新低

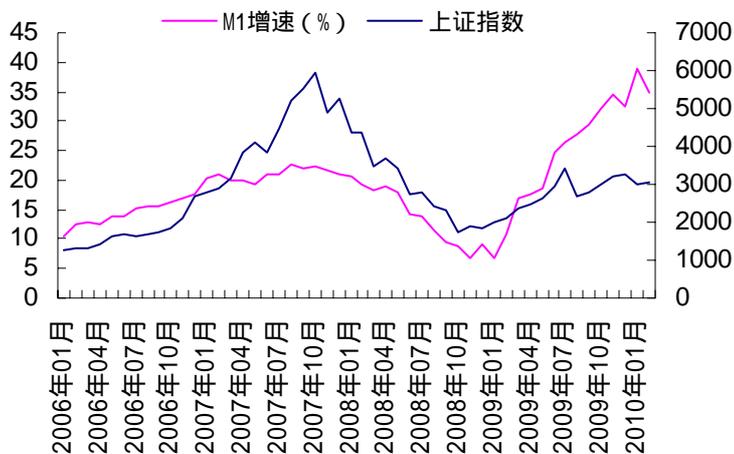


数据来源：Wind，东吴基金。

从历史经验看，M1 拐点对于上证指数走势判断具有重要参考意义。当 M1 增速达到顶部时，上证指数将同步或滞后达到顶部。2 月份，M1 同比增速从 1 月份的 38.96% 高点回落到 34.99%。因此，09 年 11 月份以来上证指数形成的 3300 点平台可能将成为 A 股市场短期一个顶部。至于指数底部区域判断，我们可以根据 08 年 10 月底沪深 300 指数创下低点对应 PE 与目前沪深 300 动态 PE 低 6 个百分点这一数据进行测算，即上证指数再跌 6%，也就是到 2800 点。总体判断，2 季度 A 股市场仍然会是震荡走势。我们对于 A 股走势判断是基于目前盈利预期，如果盈利预期出现下调，那么 A 股市场估值中枢存在下移风险。



图表 30 M1 增速与上证指数呈现正相关性，2 月份 M1 从高点回落



数据来源：Wind，东吴基金。

目前，上证指数已跌破 3000 点，我们认为已逐步进入价值投资区域，如果进一步下跌，这将为 2 季度市场带来投资机会。

另外，我们要关注 2 季度加息和升值预期对市场影响。我们判断，2 季度存在加息可能，至于加息方式，目前市场有两种声音：对称或非对称两种加息方式，不同加息方式对市场影响是截然不同的。如果对称加息，将利好银行股，银行股上涨能带动大盘或稳定大盘；反之，如果非对称加息，即存款加的比贷款多，则利空银行股，大盘可能会出现新一波下跌。目前，我们更倾向于对称加息。

六、战略布局新兴产业，关注周期型

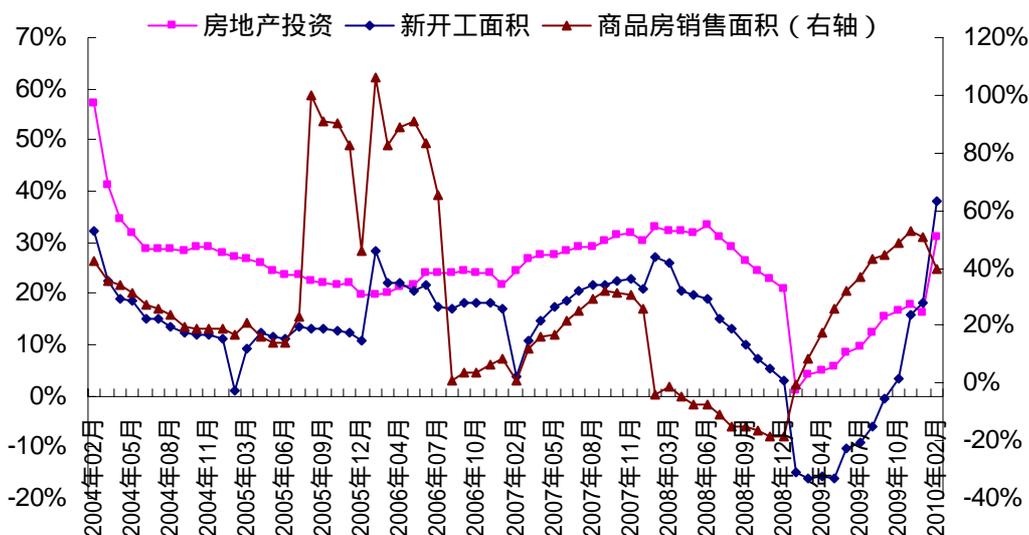
(一) 投资主线

从估值结构看，以新兴产业和消费等为代表的中小盘股估值相对较高，而以周期型行业为代表的大中盘股估值处于相对低位，估值优势明显。那么，2 季度市场风格是否会发生转变，周期型股票是否存在投资机会？

周期型行业对宏观经济敏感性要比非周期型行业高，其中影响周期型行业关键因素是城镇固定资产投资，特别是房地产投资。今年前两个月城镇固定资产投资增速为 26.6%，与 09 全年比较回落了 3.9 个百分点，回落幅度比较大。去年底中央经济工作会议明确指出今年投资重点用于完成在建项目，严格控制新上项目。这预示着今年投资只是适度增长。

从历史上看，商品房销售面积增速要领先于新开工面积和房地产投资增速。今年前两个月，商品房销售面积已出现回落趋势。根据历史经验判断，意味着新开工面积和房地产投资增速也将在随后几个月内出现回落。在目前房地产调控政策背景下，2 季度商品房销售面积是否回升还需要观察。如果 2 季度商品房销售面积逐步回暖，预计周期型股票存在阶段性投资机会的可能。

图表 31 商品销售面积增速领先于新开工面积和房地产投资增速



“调结构”关系到我国经济结构转型和经济增长可持续性，国家势必会大力发展，对于这一点目前市场基本达成共识。虽然当前新兴产业个股估值很高，但是从战略角度看，只要股价合适，就不断会有资金买入战略配置。并且在周期型行业基本面尚存不确定情况下，会加剧市场对新兴产业战略配置的认同度，因此只要价格合适可以择机战略配置。对于新兴产业投资思路，首先把握政策取向，关注政策可能超预期的行业；其次重点关注成长路径清晰的行业和个股，寻找机会战略性配置。

总的来看，在周期型行业基本面尚存不确定情况下，资产配置上，重点配置非周期型和有政策扶持行业，特别是新兴产业，相对弱化周期型行业，但关注其基本面变好带来阶段性投资机会。2 季度重点关注以下四条投资主线：

第一条投资主线是战略配置新能源、新技术、新消费等新兴产业。



- **新能源**：我们认为，可以从行业和个股两个角度来把握新能源板块的结构性机会：（1）行业子板块的把握上求新，后续政策的出台有望超预期或激发市场新的认识的板块包括核电，智能电网，节能和合同能源管理。行业趋势上来看，未来3年全球太阳能行业的增长可能成为亮点。（2）个股选择上求变。个股挖掘着眼于个股的基本面发生客观的变化，特别是当这种变化可以很好的运用行业趋势来解释。
- **新技术及新应用**：移动互联网、三网融合、物联网、液晶面板、LED等将是未来几年电子信息产业新技术、新应用出现最为广泛的领域，将会涌现出许多战略性投资机会。移动互联网重点关注两类投资主线：（1）受益于基础网络建设的设备商；（2）移动增值业务提供商。“三网融合”关注光通信设备商和机顶盒以及光纤光缆生产商。物联网重点关注两类投资主线：（1）信息接收器提供商；（2）具有全面解决方案能力的软件服务提供商。关注新型消费电子类产品，相关企业获得高成长空间。
- **新消费**：我国经济发展阶段的演进和经济增长方式的转变，使得消费行业具有长期成长性。我国居民收入消费水平持续提高带来的消费升级，以及信息网络技术的升级和运用是新消费的最关键驱动因素。从我国日益扩大的居民贫富差距和经济发展的地区不平衡而言，新消费也具有相对性。新消费主线下可以分为品牌消费、休闲旅游、健康及享受性消费，和在国家政策推动下产生的新消费热点，以及新业态和新的销售模式。

第二条主线是受益于居民财富积累和消费升级的行业，重点关注：零售、食品饮料、医药、家电和航空。

- **食品饮料**：目前，食品饮料行业处于春季过后的消费淡季，加上行业缺少刺激因素，因此股价表现较为疲软。不过，即将披露的靓丽1季报、3月份召开的春节糖酒会以及两会有望出台的刺激国内消费的相关政策，会成为刺激板块表现的因素，重点关注处于经营转折期、业绩不断超预期的公司。
- **零售**：2010年初以来，我国社会消费品零售保持了同比17%左右的平稳较快增长。在经济复苏的环境下，超市、百货以及家电连锁的毛利率和同店增长将明显得到提升。国家有望在收入分配结构调整方面出台相关政策，这将是促消费的一大实际举措，对零售行业构成利好。
- **医药**：新医改政策稳步推进，终端需求扩容，市场集中度快速提升，医药行业基本面持续向好。在宏观政策预期不明朗的情况下，医药企业业绩稳定增长确定性强，是市场中较为稀缺的投资标的，给予“推荐”评级。
- **家电**：2季度家电行业国内销售仍将维持火爆，家电下乡政策执行更加顺畅，出口复苏趋势明显，国家刺激消费政策和收入结构调整有利于家电行业快速发展，行业估值优势明显，我们认为家电行业2季度仍有跑赢大盘的潜力，给予“推荐”评级。
- **航空**：宏观经济有望保持平稳较快增长，支持航空业景气度继续回升。2季度是航空需求的传统小旺季，行业基本面有望“旺季更旺”。油价有望保持稳定，人民币升值预期则为航空股打开估值提升的空间。三大航的注资引资充分表明管理层对做大做强民航业的扶持态度。

第三条投资主线是区域主题投资，重点关注世博投资主题。

- **世博主题**：2季度，世博会的投资将进入“会中阶段”，人流是这一阶段的核心。参观人流的激增有望形成对航空需求30%以上的拉动，对高速公路车流量2%以上的增量，以及对城市轨道交通乘客数20%左右的提升。此外，世博会期间也将形成对上海及周边地区酒店、商业、旅游等行业的显著的刺激作用。

第四条投资主线是具有估值优势周期型行业，重点关注：银行、钢铁、房地产。

- **银行**：2季度，银行股利空消息逐步被市场预期和消化，利好逐渐显现，银行股存在阶段性投资机会。在从紧货币政策环境下，市场利率和贷款溢价能力会明显提升，银行净息差环比继续呈现上升趋势，这



将在 3、4 月份年报和季报中体现。在利空消息逐步被市场预期和消化过程中，净息差反弹有望成为银行股股价阶段性表现的催化剂，2 季度行业指数同步甚至部分银行跑赢大盘可能性比较大。

- **钢铁**：行业盈利处于底部，下游需求 3 月底开始来临，未来钢价上涨的概率大于下跌的概率。钢铁股目前处于正常年份估值的底线与历史均值之间，具有一定的安全边际。在钢价上涨，盈利恢复的背景下，钢铁股将会有较好表现。
- **房地产**：由于房地产行业仍面临着政策的不确定性，同时成交量难以出现大幅上升，我们暂时维持“中性”的行业评级，等待行业调控政策出清和成交量的回升情况适时调整评级。目前行业估值较低，一旦政策稳定，地产股再融资政策明朗，地产板块可能有较大幅度的反弹。

（二）重点行业

1、食品饮料——收入分配结构调整利大众消费品

行业评级：推荐

经济复苏以及春节的同比因素，带动了食品饮料行业在 1 季度的旺销。不过从股价表现上来看，自 2010 年 1 月底以来食品饮料板块尤其是一线龙头品种表现不佳，原因在于：一方面，年前各白酒龙头企业的提价预期及实际提价举措，在 11 月之后刺激股价的上涨预支春节旺销行情；另一方面，市场对青岛啤酒、山西汾酒等重点公司的年报业绩乐观预期落空使得股价出现下挫；此外，如五粮液关联交易的解决、泸州老窖股权激励的最终获得通过实施等，市场预期兑现，而在春节过后价格正常回落的情况下，行业又缺少刺激因素。

展望 2 季度，虽然 CPI 上涨低于预期和超预期的从紧货币政策，暂时消除了具备定价权的白酒以及对 CPI 敏感的食品饮料其它子行业抗通胀的投资属性，不过，即将披露的靓丽 1 季报无疑将会重燃市场对滞涨的包括食品饮料在内的消费板块的兴趣；3 月份召开的春节糖酒会以及两会有望出台的刺激国内消费的相关政策，也会成为刺激板块补涨的因素。

国家在调整收入分配结构方面有望出台的相关政策，以增加劳动者在财富初次及再分配中的比重，这无疑刺激国内消费的又一重大举措，对于大众消费品行业比如肉制品、乳制品、啤酒等将构成利好。其中：

- 乳制品行业产量已经恢复到三聚氰胺事情发生前的水平，随着居民健康意识的增强，城市低收入群体和农村市场将是行业增量的主要来源。不过，原奶价格的持续上涨对乳企构成成本上升压力。在激烈的市场竞争中，具有差异化竞争优势的皇氏乳业值得关注。
- 啤酒行业由于国际大宗农产品期货价格处于回调当中，大麦价格的变动还很难对企业构成成本上涨压力，并且，啤酒逐渐将进入消费旺季，2 季度的啤酒消费仅次于 3 季度，因此，像青岛啤酒和燕京啤酒在产品结构调整及新市场扩张均取得不错效果的行业一线品牌值得关注。
- 生猪屠宰及加工行业由于目前生猪价格仍运行于低位，代表性公司如双汇发展及顺鑫农业的业绩仍有望获得稳定增长。

另外，葡萄酒是我国增长空间最大的酒精饮料行业，并且与经济活动关联性较高，国内经济特别是作为其主要销售市场的沿海发达地区的经济复苏，使得葡萄酒自 09 年 3 季度末以来是食品饮料中增速最快的子行业，作为行业优秀的龙头企业张裕具有长期投资价值。白酒行业继续保持了 20% 左右的月度产量增长，旺季过后的价格回落属正常现象，目前一线公司具有相对估值优势；处于转折期的二、三线公司在销售上的突破仍值得关注



2、零售——维持平稳增长格局

行业评级：推荐

2010 年春节黄金周期间，我国消费品零售总额较上年春节黄金周增长了 17.2%，全国百家重点零售企业的零售额同比增长了 24.45%，这是我国消费在经济复苏下实现的开门红，如果加上今年节前销售旺季比上年多半个月的因素，即将于 4 月份公布的零售公司 1 季报将会比较靓丽。消费者信心指数从上年 5 月至 2010 年 1 月份，处于逐月明显上升的趋势，说明消费的较高增长仍将得以保持，我们认为 2 季度零售板块继续跑赢大市的概率较大。

去年中央经济工作会议提出“调结构、促消费”，今年关于调整收入分配结构是热点话题之一，国家有望在这方面出台相关政策，通过减税等措施增加居民尤其是低收入阶层的收入，这将是促消费的一大实际举措，对零售行业构成利好，超市、百货及家电连锁各业态均受益。此外，国家提出的重点强加中小城市和小城镇发展，也使得网点深入 3、4 线城市的零售企业面临较大发展机遇。

在经济复苏的环境下，超市、百货以及家电连锁的毛利率和同店增长将明显得到提升，于 09 年经济不景气时期坚持新店扩张的零售企业将获得市场份额的提升和更强的竞争优势。其中就家电连锁行业而言，尽管苏宁电器报出的 09 年第 4 季度业绩同比翻番以及 1、2 月份销售数据良好，但由于市场对有关房地产相关紧缩政策和房屋成交量相对敏感，因此股价表现延续疲软走势。不过，我们认为这一担心只是短期因素，在相关政策逐步明朗化后，投资者对公司的关注会回到其自身的竞争优势和长期成长性上来，而目前相对较低的估值水平为价值投资者提供了建仓机会。

3、医药——持续稳定增长的稀缺投资品种

行业评级：推荐

2009 年是医药行业的政策年，新医改的各项政策密集出台，而 2010 年则是这些政策推进的关键一年。截至 2 月底，全国 28 个省份 30% 的基层医疗卫生机构完成了配备并开始零差率销售基本药物的任务，各地也根据自身情况安排了不同的财政支付方案，以补偿实行零差率后基层医疗机构收入的减少，基本药物制度实施的第一阶段目标基本完成。同时我们也观察到，由于医药行业的产业链较长，涉及的利益主体众多，不论是政府主管部门还是医药生产、流通企业，对于新政策的实施都比较谨慎，还处于摸索阶段，所以后续的政策执行情况还有待进一步跟踪。但不管怎样，终端需求扩容、流通环节压缩等医改对行业的积极影响已逐渐显现。

我国医药行业市场集中度较低，目前在行业政策的推动下，正处于集中度加速提升的状态中，重组整合也是当前医药行业发展的重要特征。不管是国企还是民企，不管是在医药商业领域还是在医药工业领域，优势企业并购扩张的步伐都很快，都希望能把握住这一历史机遇做大做强。从并购方向来看，医药商业主要是扩张网络、掌控终端，而医药工业则主要是丰富产品线。所以，未来几年医药行业强者恒强的态势会愈加明显。

一季度大盘震荡，医药股在良好业绩增长预期、行业利好政策等因素推动下，明显跑赢大盘。截至目前为止，2010 年医药板块上涨 4.8%，跑赢上证综指 12.5 个百分点。对于医药股的合理估值，市场经常会关注医药板块相对于大盘的估值溢价这一指标。目前医药板块 10 年预测市盈率 30 倍，相对于市场总体溢价 65%，相对于沪深 300 溢价 85%，都大大超出历史平均 35-50% 的水平，如果单纯参照该指标，医药股显然“贵”了。但同时我们也发现，一季度在大盘股走弱的情况下，不仅仅是医药股，其他中小盘股的估值溢价也创出新高，所以现阶段这一指标的适用性值得商榷。放眼二季度，宏观政策预期依然不明朗，而医药行业基本面向好，业绩持续增长确定性强，是市场中较为稀缺的投资标的。基于这样的理由，我们认为医药股能够继续跑赢大



盘，给予行业“推荐”评级。个股选择方面，建议积极关注机制理顺、发展战略清晰的优势企业，并适当关注并购重组、资产注入主题。

4、家电——销售持续火爆，仍有成长潜力

行业评级：推荐

2 季度家电行业国内销售仍将维持火爆，家电下乡政策执行更加顺畅，出口复苏趋势明显，国家刺激消费政策和收入结构调整有利于家电行业快速发展，行业估值优势明显，我们认为**家电行业 2 季度仍有跑赢大盘的潜力，给予“推荐”评级。**

空调继续体现行业的高成长空间，格力年度市场份额首次逼近 40%。1 月内销同比增长 89%，外销同比增长 47.8%。单月内销量自去年 5 月以来，连续第九个月处于历史同期最高水平。金融危机带来的影响已基本消除，重新显现空调相对于其它白电子行业增长空间较高的行业特性。

冰箱 12 月销量同比翻番，单价继续上升，09 年达到利润高峰。洗衣机全年增速平稳，出口拉动复苏效应明显。液晶电视内销量继续高位增长，出口增长势头强劲，主流尺寸面板价格继续攀升。

家电行业估值优势仍旧明显。白电相对估值水平继续上行，个股估值差距拉大，处于估值低点的格力电器凸显投资价值。截止 2 月 26 日，申万白电相对于大盘的 PE 为 0.95 倍，较 1 月的 0.9 倍继续上调，高于历史平均水平 0.84 倍，相对估值的持续上行也体现了在震荡的行情下，市场对增长稳健的白电行业有所偏好。黑电估值仍低于历史平均水平。

行业风险提示：房地产行业调控影响家电销售；出口复苏低于预期；有色金属价格上涨对白电的成本上升压力；面板价格上涨给液晶电视行业带来不利影响。

5、航空——经济复苏和消费升级助推行业景气回升

行业评级：推荐

宏观经济向好支撑行业景气度继续回升。

09 年，中国经济在宽松的货币政策和积极的财政政策的引导下，快速走出金融危机的阴影，GDP 增速和人均可支配收入都保持了稳定的增长。

根据日本、韩国的历史数据统计，当人均 GDP 超过 2000 美元时，航空出行的人数会有一个较大幅度的跳升。通过对全国各主要省市的研究，可以得到两个重要结论：1、就全国来看，人均 GDP 正由 3000 美元（2008 年）向 3500 美元（2010 年预计）迈进，航空业整体上需求增速的快速增长是大概率事件；2、未来航空需求可能出现地区性差异，包括吉林、河北、黑龙江、山西、新疆等广大中西部地区都在经历一个由 2000 美元向 3000 甚至 4000 美元迈进的过程，这些地区的航空旅客增速可能出现跃升。

正是在这样的宏观背景下，2010 年我国航空运输业有望从复苏走向繁荣，航空运输企业的盈利拐点显现，主营业务有望扭亏为盈。

就二季度来看，行业有望出现旺季更旺的局面。

航空需求有较为明显的季节性特征。一般 7-8 月份为一年中的旺季，4-5 月份以及 9-10 月份为相对旺季，11-12 月份则为淡季。

去年 12 月份，三大航的经营数据出现明显的好转。国航、东航、南航的 RPK 增速分别为 14.9%、13.3%、



11.8%；客座率也分别达到 75.9%、70.6%、74.1%。考虑到 12 月份是传统淡季，行业的复苏力度超出预期。到 1 月份，三大航的客座率获得了进一步的提升。而到 2 月份，三大航的 RPK 增速在春节因素的刺激下分别提升到 13%、18%、17%；客座率也进一步提升至 80%、77%、81%。春运期间国内航线旅客吞吐量更是录得接近 20% 的历史最高增速，行业复苏的势头已经确立。

从过去三个月的数据来看，淡季不淡，旺季更旺。在行业 ASK 继续保持在 11% 左右的增速的背景下，行业在二季度的供需格局有望继续向好。

影响二季度行业需求的一个重要因素是世博会，对特别是上海地区的航空运输企业将形成明显的拉动作用。假设最终有 9000 万参观人次，则世博会有望拉动新东航 1368 万人次国内航线需求增量和 270 万人次国际航线需求增量，分别占东航 08 年全年旅客吞吐量的 32.22% 和 48.37%，由此可见其对新东航的需求拉动作用将十分明显。

油价有望维持稳定，人民币升值预期提升航空股估值水平。

航油成本占整个航空公司主营成本的 40% 左右。通过油价与航空公司主营业务利润的历史比较，我们发现油价对航空公司的利润有重要影响。具体影响表现为：1、从航空公司主营利润与油价变动趋势看，两者呈现一定的负相关性，也就是说，从整体上看当油价出现大幅波动时，航空公司的业绩也将出现较为明显的影响；2、但影响的幅度和方向取决于具体的价格水平。历史上看，油价在不超过 100 美元/桶（约等于纽交所原油 85 美元/桶）的时，航空公司盈利的可能性就会增加。也就是说，油价只要不出现快速上升，并超过 100 美元/桶的水平，航空公司就可以盈利。

就二季度来看，油价出现大幅波动的可能性并不大。尽管全球经济正处在复苏之中，但力度依然脆弱，进程依然缓慢。在这一大背景下，除非二季度发生重大政治事件，NYMEX 原油价格维持在 70-80 美元区间震荡应该是大概率事件，从而为航空公司营造较为良好的运营环境。

在油价有望维持稳定的同时，人民币升值预期则有望在二季度提升航空公司的估值水平。我们认为，随着中美贸易摩擦的加剧，国际舆论对中国汇率政策压力越来越大，加之中国先于美国退出货币政策，人民币在年内出现小幅升值的可能性较大。

上周六央行行长周小川在全国人大新闻发布会上表示，中国当前的汇率政策是在危机条件下的特殊政策，而且迟早会面临退出的问题，且人民币对美元自 2008 年 7 月以来就暂停升势至今，由此引发市场对人民币可能即将重启升势的猜想。上周五 NDF 市场一年期美元兑人民币收盘报 6.6410，预示着年内人民币可能升值 2.79%。

航空公司普遍有大量以外币标价的外债，人民币升值将使航空公司形成较大的汇兑收益。根据上市公司 09 年三季度报告显示，主要上市公司总共持有美元外债 183.5 亿美元，折合成人民币约 1247.8 亿元。其中，南航的外债规模最大，达 312.8 亿元。敏感性分析显示，人民币每升值 1%，将对南航的全年 EPS 产生 0.04 元汇兑收益。东航的影响也较大，为 0.03 元。

注资和引资表明国家对民航业的扶持态度，长期利好民航业。

航空业另一个有利因素是政策扶持。今年以来，南航和国航先后启动注资，海南航空也已完成注资，同时东航预计下半年会启动引进外资的工作。其中，南航注资方案已经公告，政府注资 15 亿，同时引入战略投资资金 92.5 亿，从而增厚净资产幅度超过 60%，资产负债率下降至 76%。

政府注资和战略引资将大幅改善航空公司的资本结构，减少财务费用，降低运营成本。加之民航总局领导人近一段时间来在多个场合表态要做大做强国内民航运输企业，打造 1-2 个超级承运人，这充分表明了政府对航空公司，尤其是三大航的扶持态度，从而在政策层面上长期利好民航业。



6、银行——关注净息差回升带来投资机会

行业评级：推荐

1 月份，大部分银行股明显跑输大盘，并且此轮下跌最低股价接近 8 月份资本充足率上调出现的低点。总结看，1 月份银行股表现不佳的主要原因有：(1) 从紧货币政策担心；(2) 再融资规模担心；(3) 地方政府融资平台贷款质量担心。

从货币政策环境看，自 09 年 4 季度以来，货币政策明显收紧。1、2 月份连续两次上调存款准备金率，并出台了《三个办法一个指引》严控信贷风险，以及实施贷存比、资本充足率管理和窗口指导。预计 2 季度存款准备金率还会再次上调，仍然实施信贷总量控制，但我们判断，全年新增信贷季度分布将由年初计划 3:3:2:2 变为 4:3:2:1。由于 1 月份新增信贷 1.39 万亿，2 月份 7000 亿，因此 1 季度占全年新增贷款很难控制在 30%，可能要上升到 40%。随着 1 季度银行放贷冲动消失，2 季度银行放贷有望进入正常节奏，并且前期政策效果也需要一个观察期，预计 2 季度信贷收紧力度会有所减弱。不过，无论是金融系统，还是资本市场，2 季度流动性依然偏紧。对于流通股本比较大的银行股而言，流动性收紧对银行股估值提升会有一定抑制。

对于再融资问题，现在市场从对预期担心到对实施中资金紧缺担心。建行已明确表示年内不会有再融资计划；工行也表示暂时不会有再融资计划。截至目前，A 股上市银行再融资计划基本已公布，再融资预期不确定将得以缓解。从本次 A 股上市银行再融资计划看：中国银行“可转债+H 股”800 亿；交行配股 420 亿；招行配股 220 亿；兴业 180 亿；浦发非公开定向增发 180 亿；深发展 A 向平安定向增发 100 亿；南京银行配股 50 亿。如果剔除可转债、H 股和非公开定向增发规模，那么 2010 年 A 股上市银行再融资规模 600 亿不到，对 A 股市场资金抽取就没有原先预期想象那么大。即使考虑农行上市，如果农行采取“A+H”上市方式，那么对 A 股资金需求预计在 700 亿左右，市场仍然可以承受。由于工行和建行今年不会有再融资计划，同时中行和交行再融资计划要好于市场预期，因此，2010 年银行再融资压力要远远低于市场预期，再融资不再成为抑制银行股估值提升的因素之一。

1 月 26 日银监会在“2010 年第一次经济金融形势通报会”上明确指出地方政府融资平台贷款风险正不断积累，要求各金融机构对现有平台公司“项目包”逐笔打开、逐项分析、分类处置。周小川在四部委就宏观调控答记者问时指出，对于有明确偿还能力的融资平台而言，不值得太大担忧。但对于自身现金流能力非常弱，主要依靠土地转让收入或财政兜底的部分融资平台而言，风险就比较大。我们判断，地方政府融资平台贷款风险短期内难以出现，原因是：其一、银行出于自身盈利和经营稳定的考虑通常不愿意完全斩断与融资平台的关系，贷款到期之后大多数会以“先还清旧贷款，后发放新贷款”的方式来实现循环；其二、相关政府部门可能对有问题的平台采取直接重组的方式，这虽然没有将风险从系统中转移出去，但却可能延缓问题的暴露时间；其三、部分中小银行（甚至政策性银行）在当前国有银行逐步退出融资平台贷款背景下，仍在“接手”上述贷款，这也延缓了问题实际的暴露时间。

我们判断，2 季度银行股利空消息逐步被市场预期和消化，利好逐渐显现，银行股存在阶段性投资机会。在从紧货币政策环境下，市场利率和贷款溢价能力会明显提升，银行净息差环比继续呈现上升趋势，这将在 3、4 月份银行股年报和季报中体现。在利空消息逐步被市场预期和消化过程中，净息差反弹有望成为银行股股价阶段性表现的催化剂，2 季度行业指数同步甚至部分银行跑赢大盘可能性比较大。

在投资标的选择上，我们认为，在信贷保持稳定较快增长背景下，2010 年银行股投资标的选择应该以价为先作为首要选股标准，也即净息差反弹大的并且高 Beta 的银行股作为我们主要投资对象，这些银行是：兴业、招商、民生、北京、中信和南京。



7、钢铁——二季度钢价上涨可期、盈利能力逐步恢复

行业评级：推荐

一季度两次上调存款准备金率以及银行对钢铁行业的信贷收紧，使得市场对钢材高库存、下游需求产生了担心，钢材期货价格、钢材现货价格和二级市场股价都出现了不同程度的下跌。

从钢铁行业盈利能力来看，目前大部分品种仍处于盈亏平衡点附近。从历史盈利能力趋势看，目前的盈利能力处于钢厂所能承受的下限，接下来一般是钢价的上涨。逻辑是，由于钢厂不能忍受较长时间的亏损，一种情况是通过减产使得供需再次达到平衡，从而推动钢价上涨，盈利回升；另外一种就是需求回升，推动钢价的上涨。我们认为目前的时点，后者的可能性更大一点。需求的旺季一般发生在3月底，虽然市场对下游的投资需求比较悲观，但我们相对持比较乐观的态度。一是，与一季度相比，二季度的需求将好于一季度；二是，我们认为政府以增加供给、打击投机为目的的地产调控方式应该不会对地产的投资造成实质性的负面影响。因此，总体看，在盈利处于底部，需求旺季开始来临之际，钢价向上的概率大于向下的概率。

从估值看，因政策的收紧，一度使钢铁股的估值接近历史正常年份估值的下限。目前的估值基本上处于估值下限与历史平均值之间，具有一定的安全边际。

应该说，市场对未来开始有所期待。但持续走高的库存仍然成为市场挥之不去的阴影，在悲观预期下，高库存意味着钢价有下行压力，也意味着下游需求的不旺。我们仍然认为接近成本的钢价、季节性因素造成的高库存不会使钢价大幅下挫，未到的需求旺季也不能说明下游需求的不旺，这需要需求旺季到来后的数据来验证。

对未来最大的担心仍然来自于货币政策，认为上调存款准备金率和加息对行业都会有不小冲击。我对此看法是，政策收紧对经销商的影响是将库存保持在一个正常合理的范围，以免未来存在过大的投机因素，不会影响到钢价的整体走势，钢价的整体走势仍将取决于供需基本面，除非政策收紧再次影响到下游行业的需求。另外，就供需面看，今年粗钢供需仍能达到平衡。

另外，假设市场看到了不错的下游需求，那么反映在钢价上就是持续的上涨，加上钢材期货的存在，这种价格的上涨可能会过度，推动PPI、CPI的上升，其结果是遭来政策的调控（预期还有一次存款准备金率的上调和加息）。

因此总得来说，对钢价上涨持乐观态度。同时市场也会担心货币紧缩政策，但力度有所弱化。综合两方面因素，二季度钢铁股有望阶段性跑赢大盘，约在1个月左右。

全球粗钢产能利用率的提高，增加了对铁矿石的需求。目前预计铁矿石长协价将上涨40%，从目前的长协矿价和现货矿价差来看，这是完全有可能的。那么，那些具有较大比例长协矿或者自身拥有铁矿石资源的公司将从中受益。

在品种上，今年的建筑钢材和板材的盈利能力相差不大。一方面，建筑钢材一般是中小企业，在成本上涨过程中，挤压利润；而板材一般是中大钢厂，都有一定的长协矿，成本优势明显。另一方面，板材去年比较差，今年机械等行业都有所好转，需求的恢复将抵消一部分产能过程的负面影响。另外需要突出的是，汽车家电行业的持续高增长，使得冷板的盈利能力远远超过其他品种。因此，我们在选择公司时，主要结合冷板比例、长协矿比例、自产矿比例的公司。

8、房地产——结构性增长带来结构性投资机会

行业评级：推荐



我们观察 2010 年 1 月和 2 月的房地产市场交易情况，由于受房地产调控和春节假期因素影响，目前房地产市场成交量创出地量，而房地产价格仍然比较坚挺。我们预计 2 季度随着房地产企业推盘量的增加和房地产政策逐渐明朗，房地产成交量将有所恢复增长，但仍然难以达到 09 年上半年同期水平，房价预期仍将在高位整理，难以出现实质性下跌。

从 2010 年前两个月我们了解的房地产新开工和推盘情况来看，1 季度房地产行业的新开工面积增速较高，预计达到 20% 以上，房地产投资增速到达 20%，但如果 2 季度房地产销量下滑，房地产新开工增速和投资增速都可能出现下滑。

预计两会后，房地产行业政策仍将微调，但调整力度低于前期，政府仍将支持房地产行业稳定健康发展。

我们预计未来房地产政策的调控趋势：

- 1) 各部委及地方政府将根据“房地产新政”和“两会”的精神制定和完善细化措施，加强政策执行力度；
- 2) 中央层面还可能出台进一步的措施，如重申限外令；

3) “控制金融杠杆”成为房地产政策的重点，政府通过进一步调整房贷政策及房地产开发贷款政策等金融手段来调控房地产市场，目前多家银行在多个大城市已将房贷利率优惠由 7 折改为 8 折或 8.5 折；但银行根据“风险定价”的贷款利率政策目前不会发生根本性改变；

4) 积极推进物业税，“国十一条”中提出“要加快研究完善住房税收政策，引导居民树立合理、节约的住房消费观念”；

5) 督促地方加大廉租房及廉价房建设。预计会出台支持对保障性住房的土地、资金来源、供应方式的政策；

6) 加强监督检查，确保各项工作措施落到实处；

7) 存在加息的可能性，对购买力可能起到抑制作用。

由于房地产行业仍面临着政策的不确定性，同时成交量难以出现大幅上升，我们暂时维持“中性”的行业评级，等待行业调控政策出清和成交量的回升情况适时调整评级。目前行业估值较低，一旦政策稳定，地产股再融资政策明朗，地产板块可能有较大幅度的反弹。

重点关注：1) 有综合竞争力，积极进取的央企：保利地产，招商地产，华侨城；2) 二三线城市快速扩张的龙头企业和区域龙头企业：荣盛发展，中南建设，华丽家族，北京城建，首开股份等等。

9、元器件——业绩有支撑、故事有空间

行业评级：推荐

预计行业公司一季度业绩靓丽：2009年12月我国元器件出口额同比环比分别实现了18%和16%的增长，而2010年1季度电子行业需求面快速回暖仍在持续，预计多数企业1月份的销售收入环比去年12月份还有上升，今年1季度呈现淡季不淡的状况，同比环比数据超市场预期可能性较大。

新兴消费电子带来个股高成长空间。3G的商用和消费者体验需求的提升，触摸屏、电子书等新兴产业链的兴起给相关上市公司启动了看得见的高成长空间，同时3C产品的融合也给电子产业链带来新的变革，相对具有国际竞争力的企业团队将在变革中取胜。

新技术风险。更有诱惑力的是LED、LCD上游原材料等新技术的应用和中国企业的突破。目前来看，LED



可以预见未来的企业竞争格局远未形成，2010年下半年还存在产能过剩的风险，LED路灯等应用启动是政府行为，相关企业尚未具备市场竞争力。而在液晶显示上游材料方面，某些企业的确有了获得突破的技术准备，但是否能实现产业化现在来看还需要观察。

个股选择：面对二季度，电子行业投资为两条主线：一季报业绩超市场预期和新兴消费电子相关公司。

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：

1、东吴嘉禾优势精选基金

基金类型： 混合型基金

基金经理： 唐祝益

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,2008 年以来在所有 59 只偏股混合型基金中排名第 18 位。截至 2010 年 3 月 18 日,今年以来嘉禾基金净值增长率为-5.36%。嘉禾基金自成立以来,累计分红 7 次,每 10 份单位累计分红为 17.20 元,为投资者带来丰厚回报。

2、东吴双动力基金

基金类型： 股票型基金

基金经理： 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。截至 2010 年 3 月 18 日,今年以来东吴双动力基金净值增长率为-2.31%,排名居前。

3、东吴行业轮动基金

基金类型： 股票型基金

基金经理： 任壮

基金代码： 580003

基金托管人：华夏银行

东吴行业轮动基金自 2008 年 4 月 23 日成立以来,业绩稳定。据中国银河证券基金研究中心统计数据显示,截至 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%。截至 2010 年 3 月 18 日,今年以来东吴行业轮动基金净值增长率为-2.70%,排名居前。

4、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 (A 类)

基金托管人：中国建设银行

东吴优信稳健债券基金(A 类)于 2008 年 11 月 5 日成立以来,业绩稳定。据中国银河证券基金研究中心统计数据显示,截至 2008 年 12 月 31 日,东吴优信稳健基金(A 类)单位净值为 1.0244 元,成立以来净值增长率为 2.44%。2009 年 6 月 25 日,东吴优信稳健基金(A 类)第一次分红,每 10 份基金份额派发现金



红利 0.12 元。

5、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： 582201（C类）

基金托管人：中国建设银行

东吴优信稳健债券基金（C类）于2009年6月15日成立以来，业绩稳定。2009年6月25日，东吴优信稳健基金（C类）第一次分红，每10份基金份额派发现金红利0.12元。

6、东吴进取策略灵活配置基金

基金类型： 混合型基金

基金经理： 朱昆鹏

基金代码： 580005

基金托管人：中国农业银行

东吴进取策略灵活配置基金于2009年3月31日开始发售，募集期间本基金共募集10.49亿份。本基金为混合型基金，在适度控制风险并保持良好流动性的前提下，以成长股作为投资对象，并对不同成长类型股票采取不同操作策略，追求超额收益。投资理念是以成长为导向，策略操作提高投资收益。截至2010年3月18日，今年以来东吴进取策略基金净值增长率为-4.23%。

7、东吴新经济基金

基金类型： 股票型基金

基金经理： 任壮

基金代码： 580006

基金托管人：中国建设银行

本基金为股票型基金，通过投资于引领经济发展未来方向的新兴行业的上市公司，享受新经济发展带来的高成长和高收益。