

2007年4月2日

投资研究周报

总第 103 期

专业理财交给我们，美好生活还给自己

开放式基金一周业绩报告

基金名称 (代码)	3月26日		3月27日		3月28日		3月29日		3月30日	
	单位净值	累计净值								
东吴嘉禾 (580001)	1.2999	2.0599	1.3034	2.0634	1.3042	2.0642	1.2946	2.0546	1.2924	2.0524
东吴双动 (580002、 581002)	1.1908	1.1908	1.1966	1.1966	1.1832	1.1832	1.1578	1.1578	1.16	1.16

基金经理手记

泡沫化生存中的蓝筹回归

——任何短期的狂热都无法改变我们对于价值投资的信仰，我们最终相信市场的天平最终导向价值投资人。 摘自上期策略手记《投资是与寂寞为伍的艺术》

从 17 世纪 30 年代荷兰的郁金香球茎炒作风潮，到 20 世纪 80 年代末期的日本不动产狂飙，投机已成为最有魔力的经济活动。看到别人的愚行是一大乐事，更谈论有关他们的贪婪和无知，潮水褪去之后，我们是否也可能成为金融史学家笔下疯狂的投机客呢？笔者无疑作众人皆醉我独醒，但是警惕当前的泡沫是大有裨益的。

从宏观的经济形势看，我们依然处于巨大的流动性泛滥的资产升值过程中，只要流动性泛滥的根源外汇占款无法真正的控制，本轮的牛市进程难以戛然而止，期间的任何利空只是提供了市场盘整的机会。无论是股指期货推出也好，还是对于股指过高的瓶颈也好，都是阶段性的调整，市场必然又再度重上轨道。

问题在于，市场的整体估值水平多少算合理？20 倍还是 30 倍？当前分析师提高各类股票的估值水平，同时也不断调整我们的乐观极限。我们认为除了业绩增长和行业公司特性看，金融市场自然的利率水平是衡量整个市场估值水平的比较好的指标。因为利率代表资金市场的价格水平，股票作为资产商品，也以一定的利率水平波动。另外，按西方的资本资产定价模型 CAPM，股票价格等于无风险利率加上一定的风险溢价水平，而衡量股市的整体投资收益率就大约等于无风险利率。当前央票利率比较公允衡量无风险利率水平，以一年期央票 3.0% 的看，无风险利率的估值为 33 倍，这个和当前的市场的估值水平相当。

我们相信，去年的股票市场的牛市一大部分在于央行长期以来保持央票利率地位，从而降低了股市的无风险利率。当前的问题在于，当前的央票利率正在上升通道中，1 年期的央票利率已经上升了接近 20 个 bp，三年期央票也从 2.97 上升到了 3.30 附近。对于股市后

期的走势，我们相信两大因素将起到主导作用，首先市场无风险利率水平，受央票利率的牵引，当前银行的回购利率也在逐步上升过程中；其次，投资者的风险溢价水平，目前监管层对于低价股炒作的监管会一定程度上增加市场的风险溢价。

市场近期，资产注入和整体上市依然是热点，不过热度开始降温，上周的钢铁和金融股的回归印证了我们上期策略手记的坚持价值投资的判断。一方面，热点的炒作并无真实的业绩支撑，年报的披露将逐步挤压投机的空间，其次，金融股的高成长性和股指期货的溢价获得理性投资人的认同，同时蓝筹目前也形成了一定的估值洼地。最后，市场在阶段性迷惘后，面临不向上，毋宁死的格局，回归蓝筹是比较好注脚。

展望后市，我们坚持加码对于一线蓝筹和二线蓝筹的投资力度，同时在控制仓位的情况下，加大对品种的挖掘力度。

市场追踪

股市评述

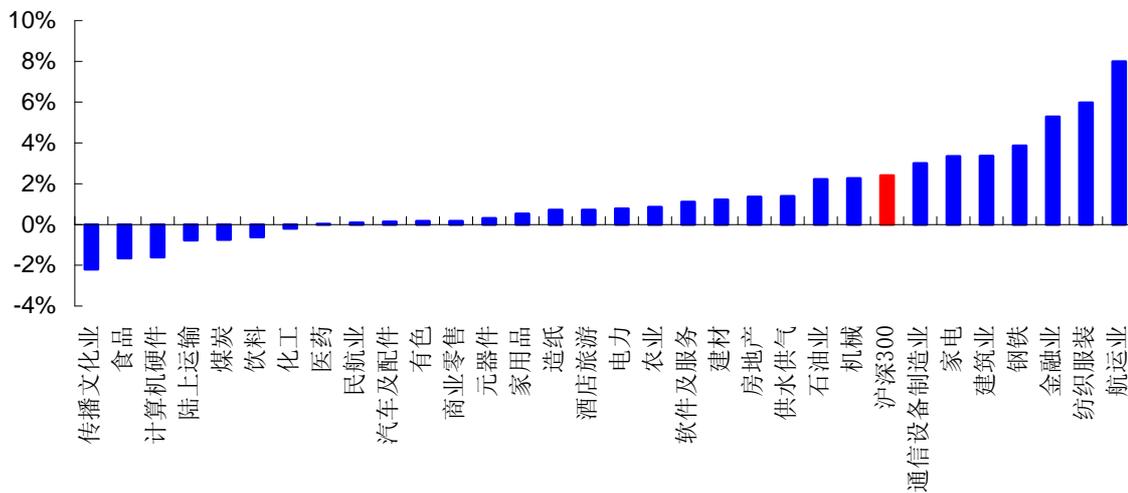
继上周市场成功突破 3000 点，本周上证指数就迅速创出了 3273.73 的行情新高。本周 A 股市场在震荡中重心持续上移，尤其是本周三、四，上证指数在中国银行、工商银行等一线指标股的带动下迅速走高，展开一波气势磅礴的上攻，成交量也迅速随之放大，沪市在本周三甚至创下了 1527.81 亿元的历史天量，而周成交量也创出 5675.57 亿的历史新高。

然而，尽管市场如我们先前所预料的那样走势强劲，但实质上，不少投资者却并未感受到大盘红火所带来的收益率，因为在一线指标股风光的背后，却是 1000 多只股票的下跌，似曾相识的“二八格局”重现市场。大主力之所以在指标股上布局，是由于股指期货的推出加快了机构对这些战略筹码的增持，因而造成一线指标股估值空间的进一步提升，同时不断发行的新基金也对该类品种的涨升起到了推波助澜的作用，因为每次新基金的发行都要以这些品种为标的物进行建仓，所以在大多数机构反复增持而鲜有减持的背景下，一线指标股的走强也就在情理之中了。

不过，盘面显示，目前“二八格局”实难持久延续下去。虽然 2006 年年报显示增长势头强劲，但银行股的平均市净率已达到 3.8 倍，市盈率在 35 倍左右，已透支了 2007 年的业绩增长预期。因此，估值的束缚压力使得此类个股难以大幅度拓展股价空间。更何况，中国银行、工商银行等权重股均有 H 股，而 H 股低于 A 股两成多的股价也在拖着 A 股盘升的后腿。市场对“二八格局”的恐惧心理，使得一线指标股的拉抬效应适得其反，反而加剧了 A 股市场的调整压力。

展望后市，中长期而言，我们仍坚持认为：由于人民币渐进式的升值引起的流动性过剩，企业效益因内生式增长和外延式重组并购而整体大幅上升，两税合一，上市公司的股权激励机制等等，牛市仍将向纵深发展。但短期来看，四月份股市的调整压力陡增。因为自 2003 年以来，每年的 4、5 月份都是宏观调控政策出台的密集期，2007 年也不例外。宏观调控的基调一出，各项政策纷纷出台，投资者的预期将在各项政策面前出现紊乱，在不确定性上升的过程中，股市自然会出现调整。其次，大非、小非在四月份的减持也不能忽视，据聚源数据研究所统计，4 月份，两市共有 119 家上市公司 170 家次的大、小非解禁，合计数量达 91.64 亿股，以 3 月 27 日收盘数据计算市值高达 843.19 亿元，相比 3 月解禁的 47.86 亿股和 548.55 亿元近乎翻倍。虽然大非、小非解禁并不等于减持，但大非、小非解禁总数额的迅速膨胀以及股价高企所带来的估值压力将促使大非、小非们的减持冲动，这无疑会成为多头们心上的的一块石头。最后，近一月来大盘震荡给投资者带来的心理阴影也将制约行情的发展。

东吴行业指数周收益率



东吴基金投资研究周报供稿人员

联系电话：(021) 50509888 转

基金经理手记 —— 投资管理部 莫凡

股市评述 —— 投资管理部 王位

行业指数周收益率 —— 策略研究部 戴斌

如需订阅本周刊，请联络：客户服务中心 电话：(021) 50509666

传 真：(021) 50509884

E -mail: services@scfund.com.cn

重点推荐：
一、东吴嘉禾优势精选混合型基金

基金管理人	东吴基金管理有限公司	基金托管人	中国工商银行
基金经理	庞良永		
投资对象	法律法规允许基金投资的具有良好流动性的金融工具。其中 30-95%的基金资产投资股票，投资债券资产不高于基金资产的 60%，现金类资产最低比例为 5%。		
投资目标	分享中国经济的成长；中低风险水平获得中长期较高收益		
投资理念	比较优势创造价值		
决策模式	动态博弈、优势决策		
资产配置	平衡风险收益、把握优势成长		
选股方式	三重比较优势选股模型		
操作策略	周期持有、波段操作		
销售机构	中国工商银行、东吴证券、海通证券、银河证券、国泰君安、中信建投证券、湘财证券、国信证券、华泰证券、广发证券、兴业证券、长城证券、国联证券、申银万国证券、联合证券、世纪证券、金元证券、天相投顾、东吴基金管理有限公司直销中心		

二、东吴价值成长双动力股票型证券投资基金

基金管理人	东吴基金管理有限公司	基金托管人	中国农业银行
基金经理	王炯		
投资理念	把握价值成长动力、风格动态配置、追求超额收益		
比较基准	75%*新华富时 A600 指数+25%*中信标普全债指数		
投资范围	股票、债券、权证和法律法规或中国证监会允许基金投资的其它金融工具。其中，股票投资比例为基金资产的 60%-95%，债券投资比例为基金资产的 0-35%，现金以及到期日在一年以内债券等短期金融工具资产比例合计不低于基金资产净值的 5%。权证投资比例不高于基金资产净值的 3%。		
风险收益特征	进行主动投资的股票型基金，其风险和预期收益均高于混合型基金，在证券投资基金中属于风险较高、收益较高的基金产品。		
销售机构	中国农业银行、东吴证券、海通证券、银河证券、中信建投证券、湘财证券、国信证券、华泰证券、广发证券、兴业证券、长城证券、国联证券、申银万国证券、金元证券、联合证券、世纪证券、天相投顾、东吴基金管理有限公司直销中心		



风险提示：以上信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下本刊物中的信息或所表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资人的投资建议。本刊物版权归东吴基金管理有限公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何人不得对本刊物内容进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“东吴基金管理有限公司”，且不得对本刊物中的任何内容进行有违原意的删节和修改。投资有风险，敬请谨慎选择。