



政策微调 震荡上行

——东吴基金 2012 年第二季度投资策略报告



(2012 年 3 月 26 日)

主 编 刘元海

行业研究

食品饮料商业	邹国英
医药	张寅
旅游	戴斌
软件、传媒	朱冰兵
电力设备	宫在轶
房地产	薛和斌
电子	徐 嵩
证券	刘元海
煤炭	张能进

策略助理 王 刚

监 审 徐建平
王 炯
黎 瑛

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

政策微调 震荡上行

年初以来，在流动性改善和政策放松预期驱动下，一、二月份上证综指从 2200 反弹到 2450，但 3 月份又开始下跌到 2250 一带。从行业表现看，1 季度 A 股市场大部分行业都出现轮动上涨：从受益流动性驱动的资源类行业（煤炭、有色） 早周期行业（汽车、地产、家电） 后周期消费服务类行业（医药、食品饮料、商业零售）。展望 2 季度，A 股市场是否还能继续反弹抑或反转，或者震荡？投资机会在哪里？

从全球大类资产配置看，随着主要经济体经济逐步复苏，并且股市估值处于历史底部区域，我们判断，投资者对风险资产——股票的偏好还将继续提升，而对固定收益类债券偏好会降低，有利股市。

2 季度，国内政策微调趋势不变。从工业生产情况看，1-2 月份工业增加值同比增长 11.4%，该指标是 09 年 8 月份次贷危机以来首次跌破 12%，显示经济活动明显放缓。体现在经济三驾马车上，投资、消费、出口增速都出现较快速度下滑。我们判断，如果依然按目前经济内生自然增长，那么经济增速将继续惯性下行，GDP“破八”风险在上升，2 季度政策微调力度会加大。从上市公司业绩看，2 季度上市公司净利润增速底部可以预见，下半年将随着经济和 CPI 缓慢温和回升而回升。

新任证监会主席提倡价值投资理念，并辅以市场化机制改革和长期资金引入。我们认为，系列改革措施推出，短期有望夯实 A 股底部区域，中长期将利好 A 股市场向好方向发展。

综合以上分析，我们判断，在全球股票资产风险偏好提高和政策微调力度加大驱动下，2 季度 A 股市场有望震荡向上。当然，2 季度 A 股市场上涨并非就能一帆风顺。潜在风险点：短期经济下滑幅度超市场预期，而 CPI 反弹，政策放松预期落空，这将给 2 季度 A 股市场走势带来短期扰动。

2 季度，中国宏观经济继续处于下滑趋势；政策微调趋势不改，并且政策微调力度有望加大；海外主要经济体经济有望走出低谷逐步复苏；证券市场制度改革带来长期政策红利。在此背景下，2 季度，我们主要把握以下四条投资主线：

- (1) 寻找稳定增长型消费服务类行业以及部分新兴产业规避经济下滑风险，消费服务类行业重点看好：食品饮料、医药和旅游；新兴产业重点看好：软件、传媒和电力设备；
- (2) 受益于地产调控政策微调预期以及成交量有望改善的房地产行业；
- (3) 受益于出口复苏预期的电子行业；
- (4) 受益于资本市场制度改革预期的证券行业。



目 录

一、 一季度市场回顾：修复式上涨	3
(一) 流动性宽裕，全球股市上涨	3
(二) 流动性改善和政策放松预期驱动 A 股上涨	3
(三) 行业表现：股价修复与行业轮动明显	4
二、 国内经济继续探底，外围环境改善	6
(一) 国内经济继续下滑，经济底部在二季度	6
(二) 外围环境逐渐改善	14
三、 二季度 A 股市场震荡向上	17
(一) 主要经济体风险资产偏好提高	17
(二) 政策微调趋势不变	19
(三) 上市公司业绩快速下滑，但有望于 2 季度触底	20
(四) 证券市场制度改革和完善夯实 A 股底部区域	21
(五) 2 季度市场判断：震荡向上	22
四、 二季度投资主线：把握结构性机会	23
(一) 寻找稳定增长型行业规避经济下滑风险	23
(二) 受益于政策微调的房地产行业	24
(三) 受益于全球经济复苏的电子行业	25
(四) 受益于资本市场制度改革预期的证券行业	25
(五) 重点行业	26
东吴基金管理有限公司旗下基金：	34

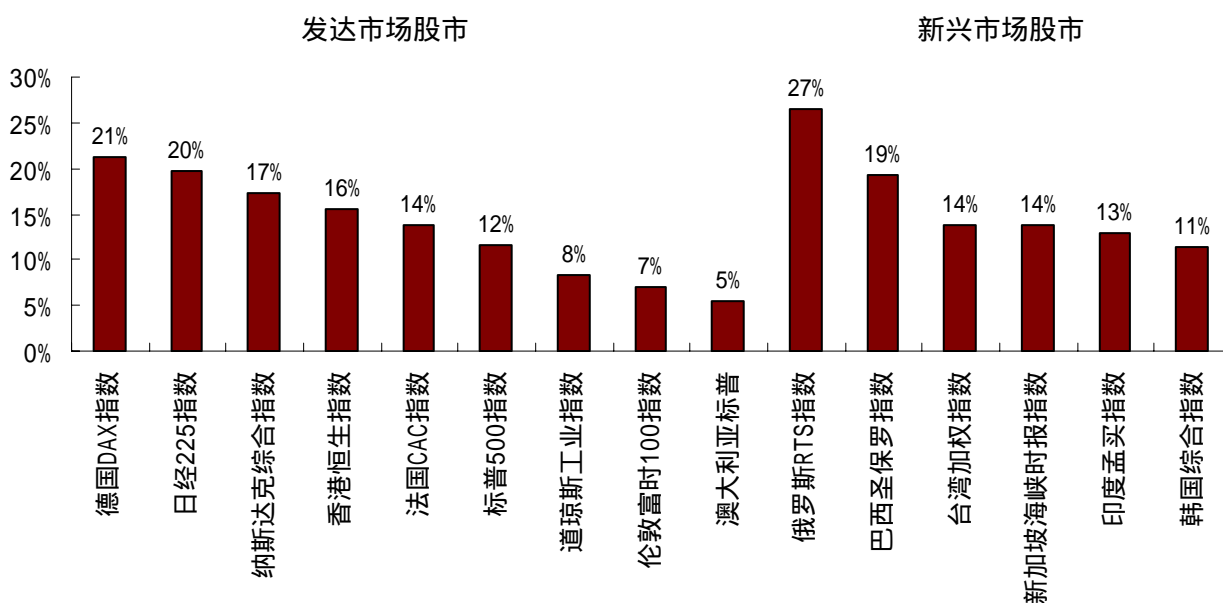


一、一季度市场回顾：修复式上涨

（一）流动性宽裕，全球股市上涨

1 季度，全球股指无论发达市场还是新兴市场，均出现比较大幅度上涨，连债务危机阴霾未散的欧洲也不例外。驱动 1 季度全球股市上涨的主要因素有：全球流动性宽松、美国经济复苏和欧洲危机缓解等，导致全球风险溢价下降，投资者风险偏好上升，增加了对股票资产的配置。

图表 1 全球股市涨声一片（截至 2012 年 3 月 16 日）



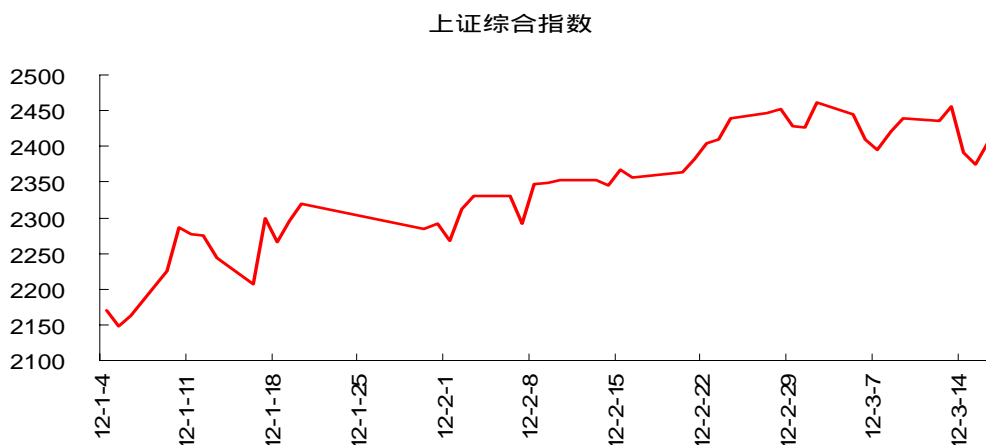
数据来源：Bloomberg，东吴基金。

（二）流动性改善和政策放松预期驱动 A 股上涨

年初以来，A 股市场一改去年颓势，强势反弹。截止 3 月 16 日，上证指数累计上涨 9.34%，最大涨幅 16.2%。更难能可贵的是，市场人气开始积聚，即使遇到新增贷款量大幅低于预期、1 月份 CPI 反弹等利空因素，也难以逆转其运行趋势。究其原因，在于去年 4 季度，市场对于经济基本面过于悲观，而实际情况要好于预期，并且流动性也逐步好转，政策放松预期开始升温，投资者开始修正其此前的悲观预期，市场也因此开始纠偏。



图表2 股指震荡回升

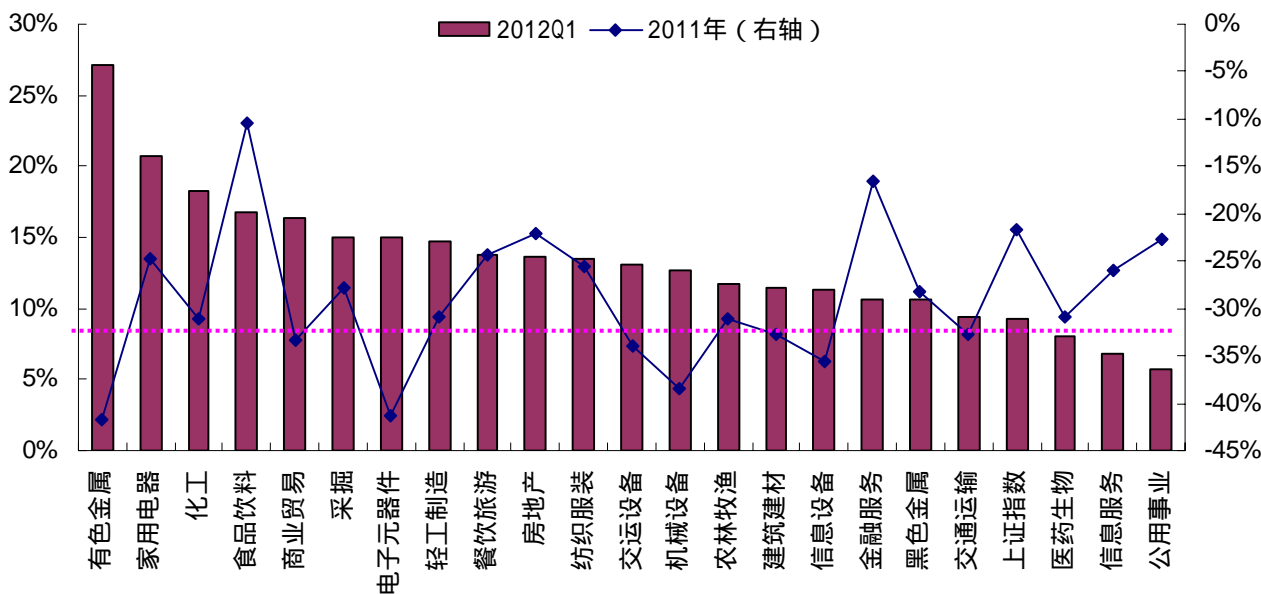


资料来源：Wind，东吴基金。

(三) 行业表现：股价修复与行业轮动明显

从1季度行业表现看，有两类行业涨幅相对较大：(1) 2011年跌幅大的行业，如有色、化工和电子元器件；(2) 2011年跌幅相对小的强势行业，如食品饮料。而涨幅相对小的行业，主要集中在公用事业、信息服务、医药和金融等行业。

图表3 2011年跌幅大的行业股价修复的也比较快

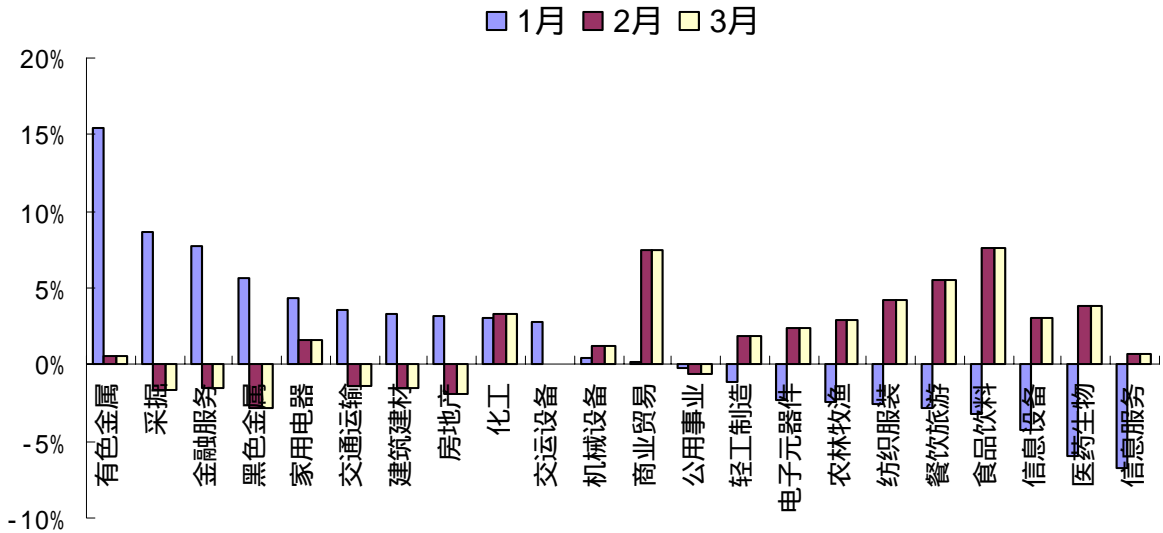


资料来源：Wind，东吴基金。



在股价修复过程中，1 季度行业轮动现象明显。1 月份，受流动性改善预期推动，周期类涨幅居前，如有色、采掘、金融、家电、建材和房地产，而非周期类行业涨幅甚至为负。进入 2、3 月份，非周期类行业，如消费服务类和信息技术类行业涨幅居前，而周期类行业出现调整。在 1 季度市场上涨过程中，不同时间段内市场风格两极分化非常明显。

图表 4 1 季度 A 股市场行业轮动明显。



资料来源：Wind，东吴基金。

年初以来，上证指数最高涨幅达到 16%，涨幅已超过 2011 年 1 月底至 4 月中旬那波反弹高度。从行业表现看，1 季度 A 股市场大部分行业都出现轮动上涨。展望 2 季度，A 股市场是否还能继续反弹抑或反转，或者震荡？投资机会在哪里？



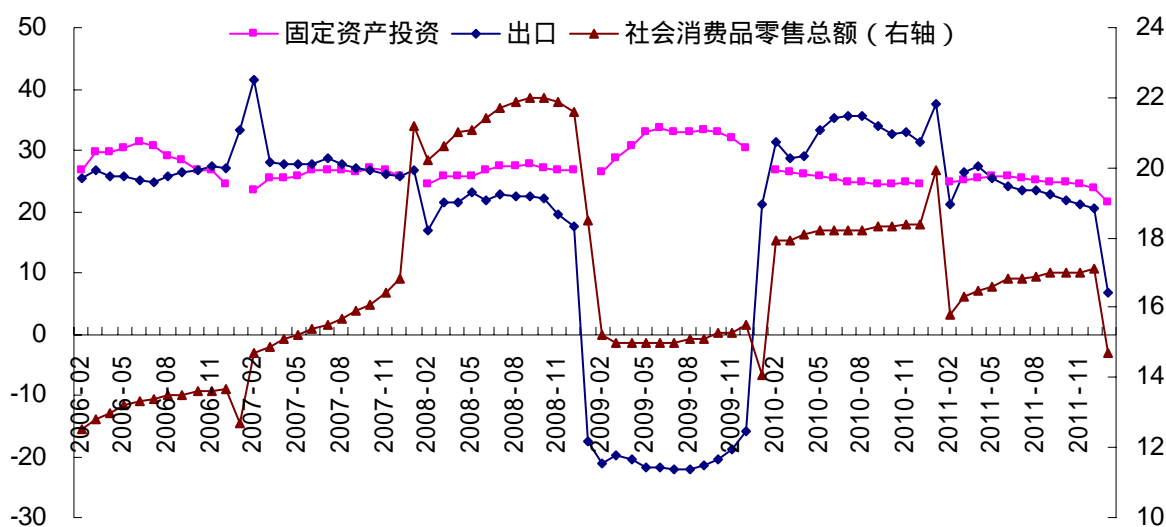
二、国内经济继续探底，外围环境改善

(一) 国内经济继续下滑，经济底部在二季度

1、经济继续下滑，处于探底过程

从公布的 1、2 月份宏观经济数据看，中国经济继续下滑，并且下滑速度有所加快。1-2 月份固定资产投资同比增长 21.5%，比去年同期下降了 3.4 个百分点；社会消费品零售总额同比增长 14.7%，比去年同期 15.8% 下降了 1.1 个百分点；出口同比增长 6.9%，较去年同期 21.29% 出现快速下滑。

图表 5 1-2 月份中国经济继续下滑 (%)



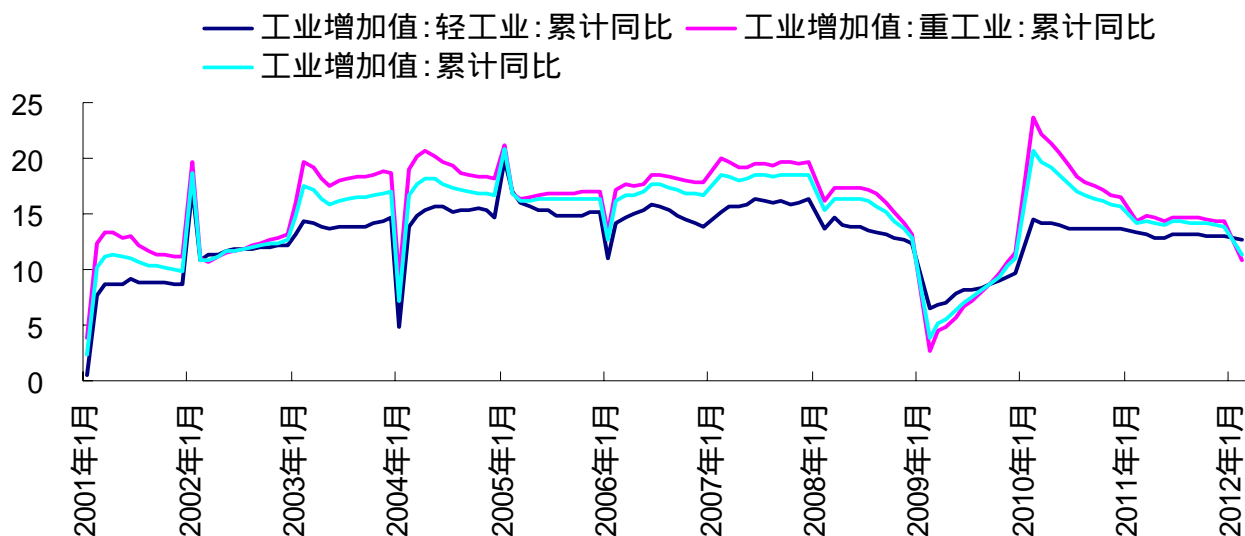
数据来源：Wind，东吴基金。

从工业生产情况看，1-2 月工业增加值同比增长 11.4%，较去年同期下降 3.5 个百分点，比去年 12 月份 12.8% 下降 1.4 个百分点，该指标也是 09 年 8 月份次贷危机以来首次跌破 12%，显示经济活动明显放缓。

从构成看，1-2 年轻工业增加值同比增长 12.7%，比去年 12 月微升 0.1 个百分点；重工业同比增长 10.9%，比去年 12 月份回落 3 个百分点。重工业疲弱表明，投资领域的活动经历了显著下降。主要工业产品产量增幅继续收窄也说明这个问题，如钢材、发电量的产量增速创出一年多来新低。

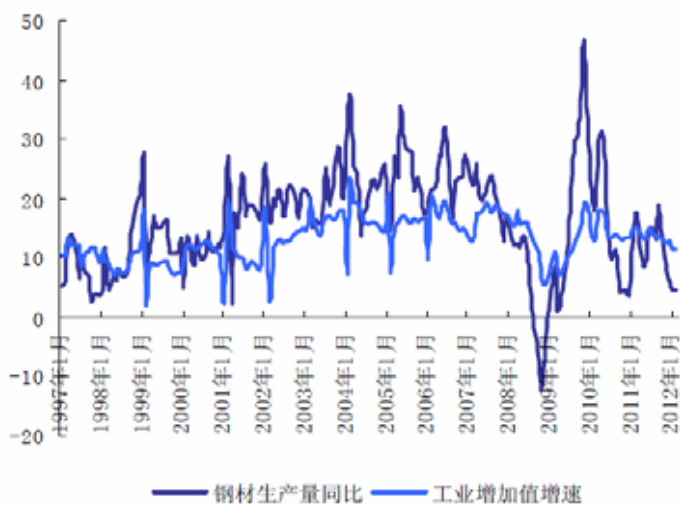


图表6 工业增加值下滑显示经济活动放缓

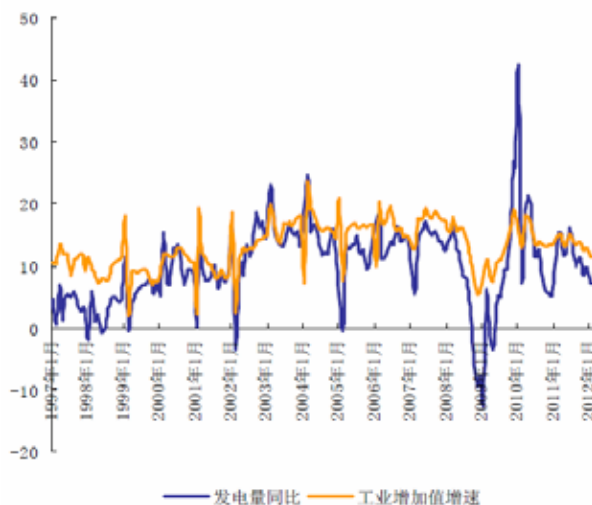


数据来源：Wind，东吴基金。

图表7 钢材产量同比下滑



图表8 发电量同比下滑



数据来源：Wind，东吴基金。

从1-2月份宏观经济数据看，经济下滑幅度要高于市场预期，即经济活跃度明显要低于市场预期。从目前经济数据看，我们还看不到经济底部，经济可能继续处于探底过程。

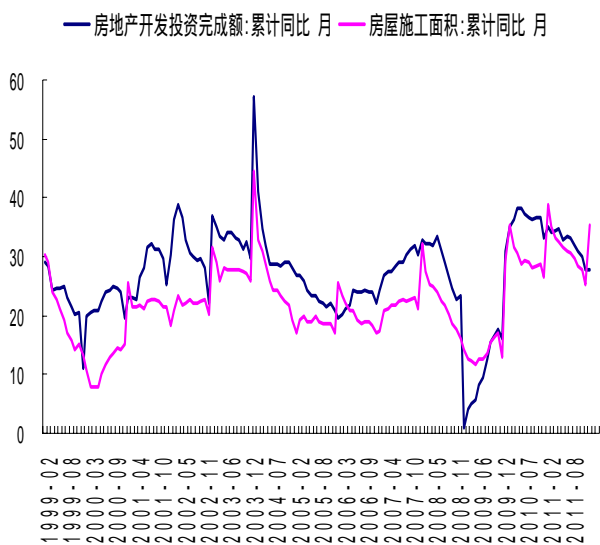
(1) 投资仍会缓慢下滑

投资领域中，1-2月份房地产投资增速为27.8%，大幅超出市场预期。其中一个主要原因是在资金链压力和调控不放松背景下，开发商为加快推盘进度，加快施工和竣工建设速度，反映在1-2月份房屋施工和竣工面积都出现了快速反弹，分别同比增长35.5%、45.2%，增速比2011年全年提高了10.2、31.9个百分点。但是，我们也看到1-2月份房屋新开工面积同比增长只有5.1%，增速比2011年回落11.1个百分点；全国商品房销售面积同比下降14.0%；而2月底全国商品房待售面积超过3亿平米。在高库存和销售低迷压力下，房地产新开工动力

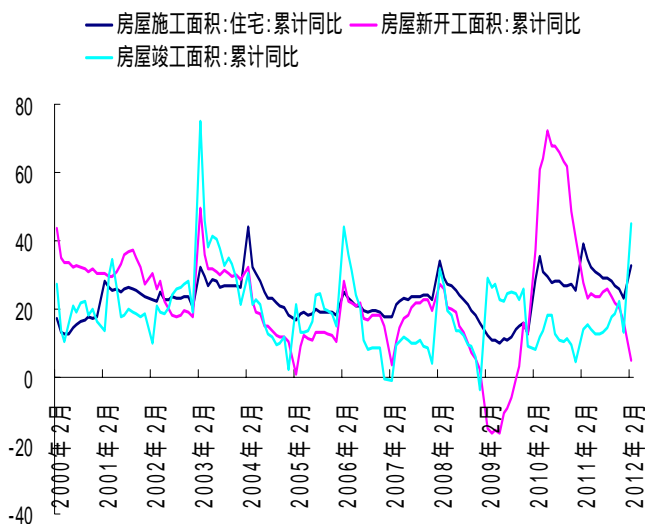


明显不足。预计在接下来的几个月内房地产投资增速会逐步放缓。

图表9 房地产开发投资额同施工面积变动一致



图表10 房地产投资增速将走低

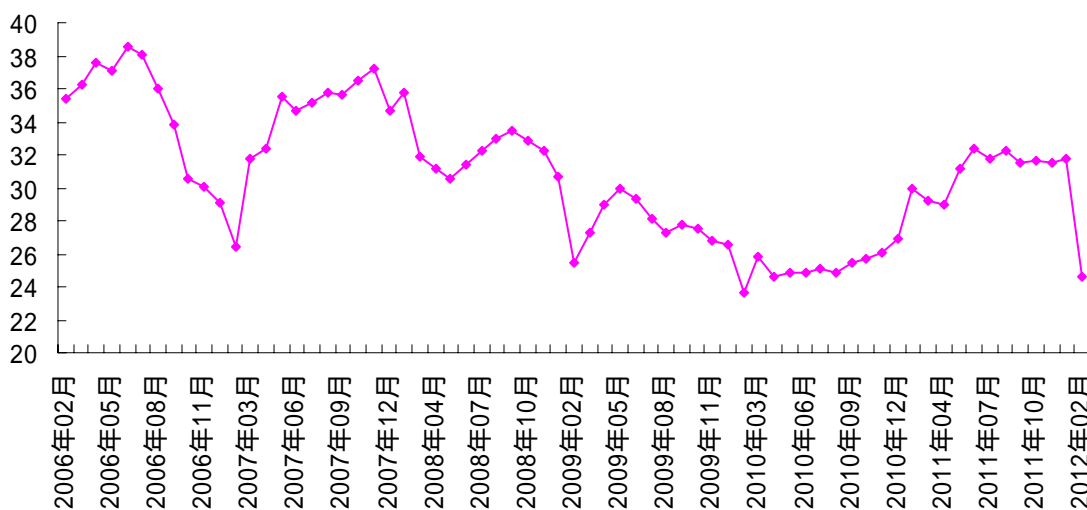


数据来源：Wind，东吴基金。

1-2月份制造业投资增速为24.7%，比去年同期下降5个百分点，比去年全年下降7.1个百分点，1-2月份制造业增速下降幅度超出季节性因素能解释的范围。从细项数据看，我们看到重工业领域如非金属矿物制品业、黑色金属冶炼及压延加工业、金属制品业、电器机械及器材业等投资增速出现快速下滑，说明下游投资需求确实出现问题。

2011年制造业投资同比增长31.8%，占固定资产投资比重30%左右，是拉动2011年投资增速快速增长的主要驱动力。如果今年下游投资需求不足，重工业领域投资依然维持较低水平，那么今年制造业投资增速较2011年会明显下滑，今年投资增速要比我们年初20%左右预期可能还要低。

图表11 制造业投资增速快速下滑

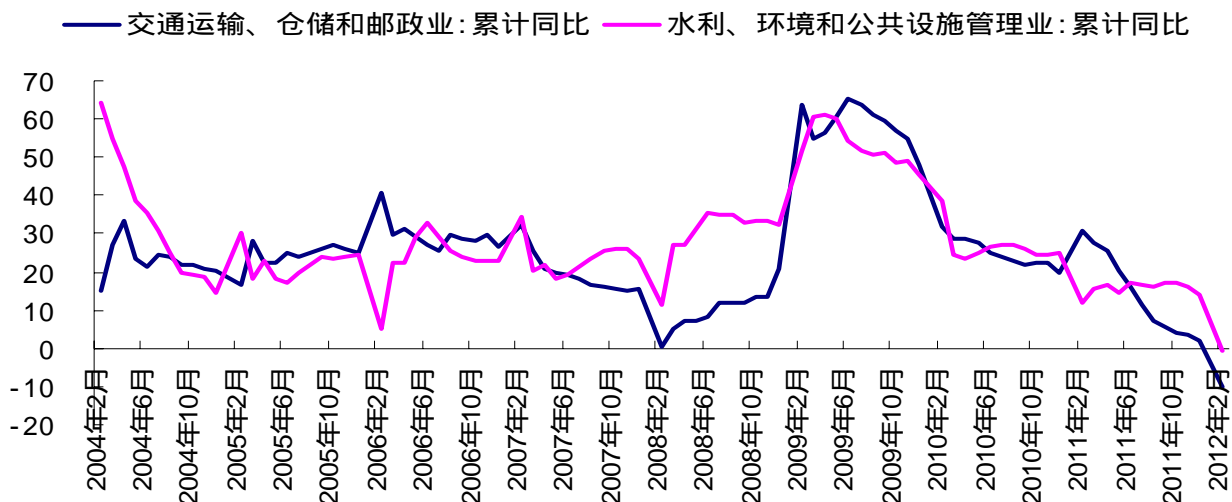


数据来源：Wind，东吴基金。



基础设施类投资仍未启动。今年前2个月，交通运输仓储邮政业、水利环境公共设施管理业同比增长分别为-10.3%、-0.8%，创出历史新低。考虑到前两月天气较冷，很多项目可能没开工，后期的走势值得密切跟踪，我们的判断是会有所反弹，以部分抵消房产投资下滑的风险。

图表12 基础设施投资持续下滑



数据来源：Wind，东吴基金。

从房地产、制造业和基础设施投资增速趋势分析看，目前我们看不到能拉动投资增速向上动力。总体看，2季度投资增速会继续下滑。

(2) 消费零售稳中趋降

1-2 月份社会消费品零售总额同比增长 14.7%，比去年同期下降 1.1 个百分点，扣除价格因素下降 0.5 个百分点。总体看，消费零售稳中趋降。

从消费细项看，除了通讯器材类之外，其它消费细项 1-2 月份增速较历史 1-2 月份增速均值以及 2011 年全年增速都出现不同幅度下滑。造成消费下滑的主要原因有：(1) 物价持续高位，消费意愿不强。连续两年 4% 以上的物价上涨让消费者感受到了前所未有的压力，进而导致了整体消费意愿不强；(2) 消费政策变化，如家电以旧换新政策结束、房地产政策、购物卡取消政策等。在没有新消费政策出台之前，高物价在一定程度上将会抑制消费需求。

从消费投资机会看，我们可以重点关注通讯器材、化妆品和家具行业。通讯器材消费呈现出高速增长趋势，我们判断，这与 3G 业务快速发展有关。化妆品消费总体保持稳定较快增长，受物价和经济波动影响相对较小。与地产相关的家具、建筑及装潢材料类也保持较快增速，如果地产成交量进一步放大，这两个行业有望继续保持较快增速。

图表 13 大部分消费细项增速都处于下滑趋势 (%)

消费分项类别	2008-2011 年 2 月份增速平均值	2011-12	2012-02	= -	= -
通讯器材类	9.83	27.5	43.1	33.28	15.60
建筑及装潢材料类	15.90	30.1	25.3	9.40	-4.80
家具类	27.43	32.8	25	-2.43	-7.80



石油及制品类	28.88	37.4	20.4	-8.48	-17.00
金银珠宝类	37.30	42.1	19.1	-18.20	-23.00
化妆品类	17.65	18.7	18.5	0.85	-0.20
日用品类	22.23	24.1	16.5	-5.73	-7.60
粮油食品、饮料烟酒类	20.45	25.3	16.1	-4.35	-9.20
服装鞋帽针纺织品类	21.35	24.2	12.8	-8.55	-11.40
汽车类	23.93	14.6	12.7	-11.23	-1.90
文化办公用品类	18.13	27.6	11.5	-6.63	-16.10
体育、娱乐用品类	17.15	13	3.7	-13.45	-9.30
家用电器和音像器材类	17.78	21.6	-2.9	-20.68	-24.50

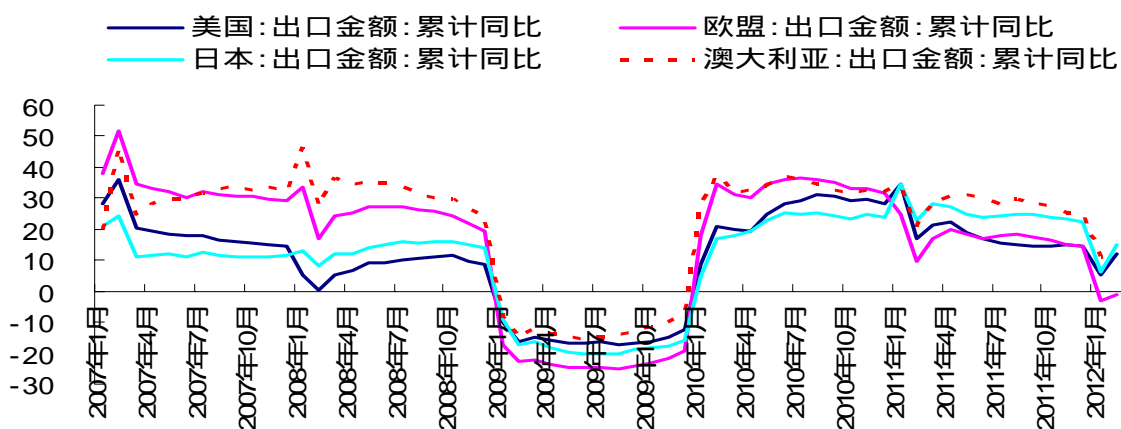
数据来源：Wind，东吴基金。

(3) 出口维持低位增长

1-2月出口同比增长6.9%，尽管出口增速回到了个位数，但我们应该看到美国经济的持续复苏，欧债危机的暂时平静等积极性因素，2季度出口增速有望继续回升，而不会出现09年的断崖式下跌。

从对主要出口目的地出口累计同比增速来看，除欧盟情况稍差外，其它均恢复得较好，基本以触底反弹为主，基本同目的国的经济情况一致。即便是欧盟，我们认为后续也会缓慢复苏。由于全球经济仍处于缓慢复苏过程，因此2012年全年出口增速不会太高，预计在10%左右。

图表14 出口止跌回升



数据来源：Wind，东吴基金。

由于投资和消费缺少动力，增速将继续惯性下滑，而出口增速维持低位，因此，目前中国经济依然处于探底过程，2012年经济底部可能在2季度。

2、区域经济再平衡有望成为中国经济增长新动力

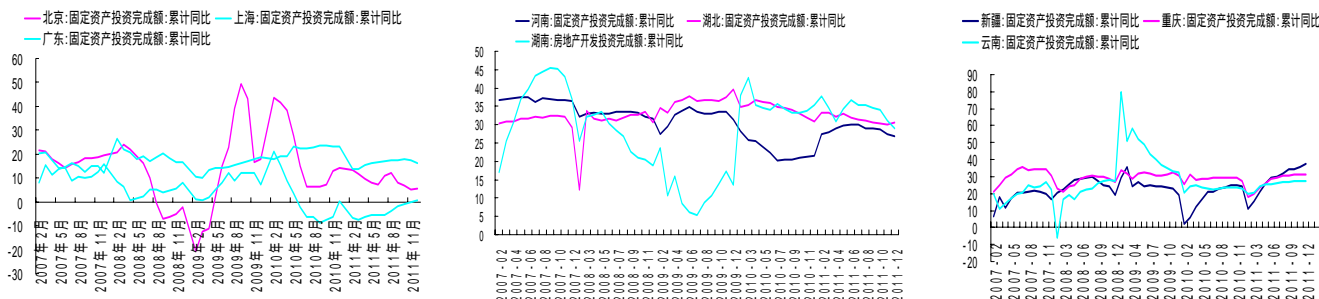
“调整经济结构、转变增长方式”已提出了超过10年，但政府主导的产业结构调整收效甚微，经济对投资特别是房地产过于依赖的状况未能有效扭转。鉴于我国在国际产业链中的分工，我们认为短期内看不到明显的产业结构升级。但地区间经济发展水平的差异较大，这种不平衡会为中国未来经济增长带来新的动力。

我们已看到，由于发达地区商务成本的不断走高，其投入产出效率逐步弱化，很多产业已开始从发达地区迁移到欠发达地区。产业的迁入会推动迁入区经济发展水平、城市化进度，最近国家在户籍制度上的改革也会助推这种势头。为验证这一判断，根据经济发展水平的高低分成三个群（除北上广外，其他均为随机抽



取)。我们发现：以北京、上海、广东为代表的发达地区，投资增速已经处于低位，普遍在 10% 以下，中部地区（河南、湖北、湖南）的投资增速在 30% 左右，而西部地区的投资增速则更高。

图表 15 不同区域投资增速分化大



数据来源：Wind，东吴基金。

这一点可以从最近各省（或直辖市）的新批项目规模得到进一步的验证。2011 年下半年，全国新批项目的投资规模较上半年大幅增加，每个月均在 1 万亿以上。从项目投资规模的绝对值来看，经济欠发达地区要明显高于发达地区。

图表 16 不同区域新批项目(单位：亿元)

	北京	上海	广东	河南	湖南	湖北	新疆	重庆	云南
2011 年 10 月	498.4	227.3	971.6	1107.3	245.3	822.2	444.8	206.4	128.8
2011 年 11 月	144.7	96.9	300.4	301.7	382.3	236.2	2441.5	441.8	104.8
2011 年 12 月	244.3	65.7	587.8	684.9	188.9	313.2	1267.6	345.6	74.6
2012 年 1 月	8.3	2.2	36.8	34.5	34.4	71.1	580.1	3.8	34.4
合计	895.7	392.1	1896.6	2128.4	850.9	1442.7	4734	997.6	342.6

数据来源：Wind，东吴基金。

从可供考察的数据看，中部地区的工业增加值增速最高，西部地区次之，而东部地区的工业增加值增幅则最低，这中间可能会有基数的影响，但可能的解释是部分产业已渐次转移到了中部。

图表 17 东、中、西部工业增加值增速对比(当月同比)

	东部地区	中部地区	西部地区
2011-10	10.60	17.80	16.30
2011-11	9.60	17.60	16.00
2011-12	9.90	17.60	16.80

数据来源：Wind，东吴基金。

我们判断，中长期内，中国区域经济的再平衡有望成为中国经济新的增长动力，从而保证中国经济在更长时间内保持稳定增长。

3、通胀压力减轻，为政策放松提供空间

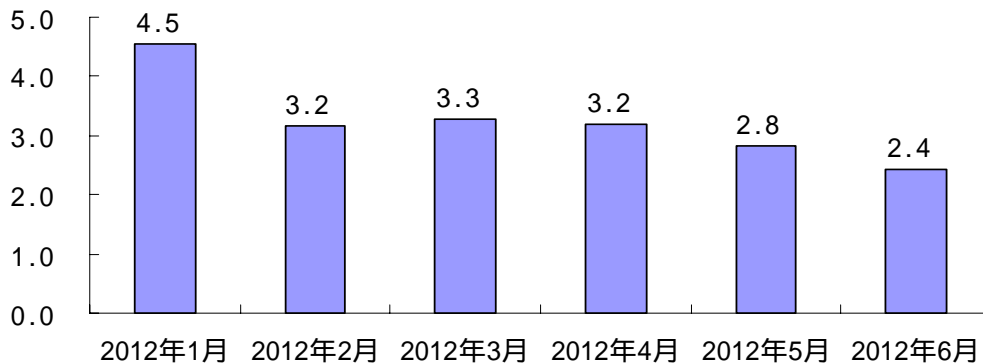
1 月份 CPI 同比增长 4.5%，2 月份降到 3.2%。2 月份 CPI 大幅下降的主要原因是：(1) 翘尾因素大幅回



落；(2) 受季节性影响大的食品和非食品春节后出现环比回落。

我们预计，3、4 月份 CPI 可能维持在 2 月份 3.2% 左右水平，5 月份之后 CPI 将降到 3% 以下。今年政府工作报告将 CPI 目标定在 4% 水平，说明政府对通胀容忍度明显提升。因此，随着 2 季度 CPI 继续回落，将为货币政策放松和资源价格改革提供空间。

图表 18 CPI 通胀趋势继续下行

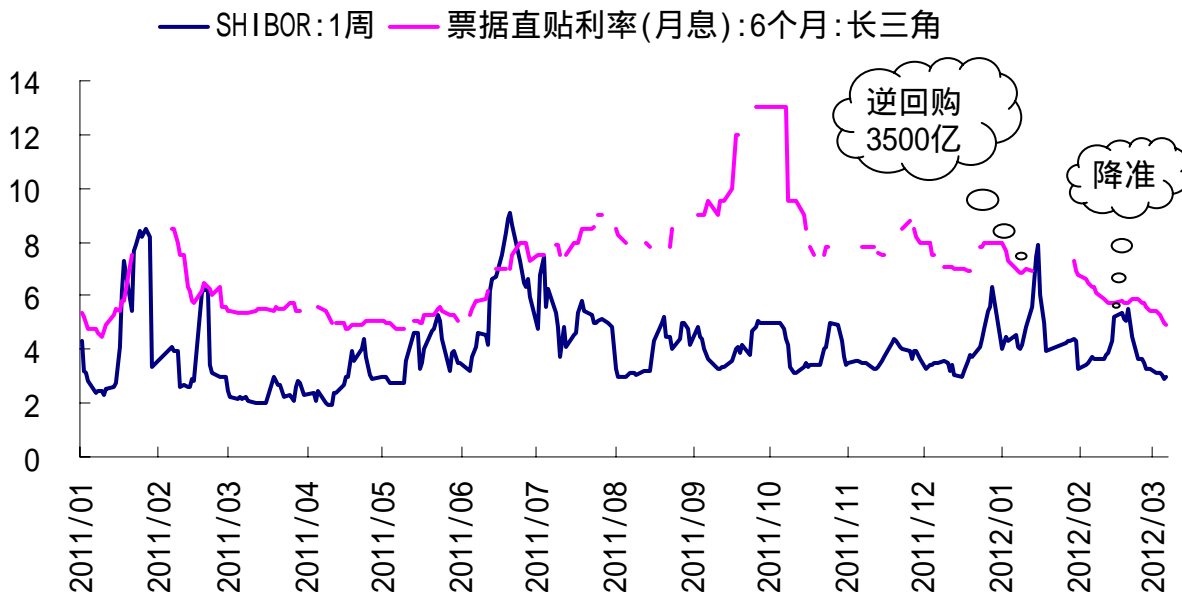


资料来源：东吴基金（未考虑资源价格改革）。

4、流动性相对宽松

2011 年的货币政策是持续收紧，只是在年底有所放松，反映银行间流动性紧张程度的 1 周 SHIBOR 利率最高达到 9.07%；反映实体经济流动性紧张的长三角 6 个月票据直贴利率最高达到 13%。今年以来，该状况得到了较大改善，央行通过多次降准或公开市场业务以维持市场必要的流动性。目前，1 周 SHIBOR 利率已降至 3% 以下，同时长三角 6 个月期票据直贴利率已经跌破 5% 至 4.7%，流动性相对于去年大幅好转。

图表 19 货币政策微调频繁保持必要的流动性



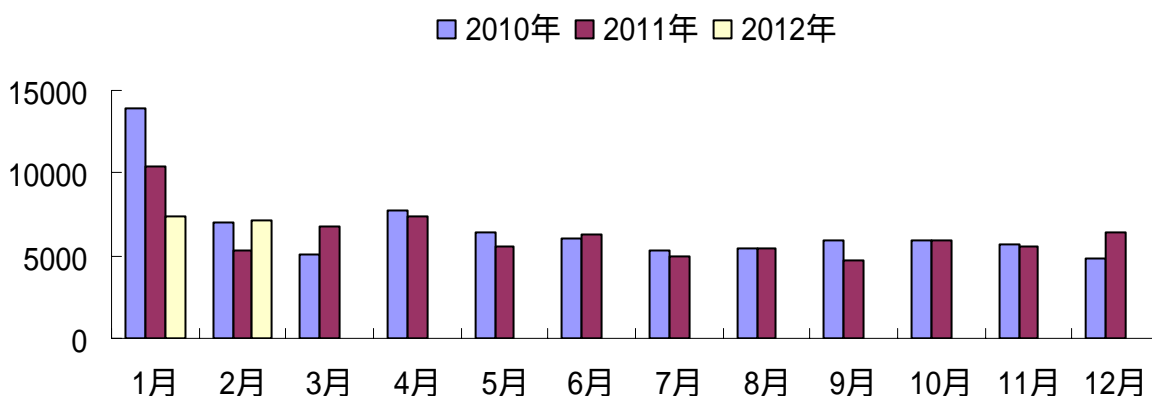
数据来源：Wind，东吴基金。



虽然 1 季度银行间和实体经济利率都有所下降，但是银行间和实体经济货币供应情况还是不同的，总体呈现为宽货币，而信贷偏紧。也就是说，银行间流动性相对比较充裕，但信贷投放规模较少，要低于市场预期。1、2 月份新增信贷低于预期有几个方面原因：(1) 企业需求减少，担心经济下滑，减缓投资速度；(2) 银行风险控制，减少房地产、政府融资平台和两高行业等贷款；(3) 贷存比限制。

今年 M2 增长目标为 14%，也就是说今年新增贷款目标不低于 8 万亿。1 季度贷款少投放，意味着后 3 个季度贷款信贷增长空间。我们判断，随着央行窗口指导、存准率下调和经济下滑风险释放，2 季度信贷有望逐步释放出来。

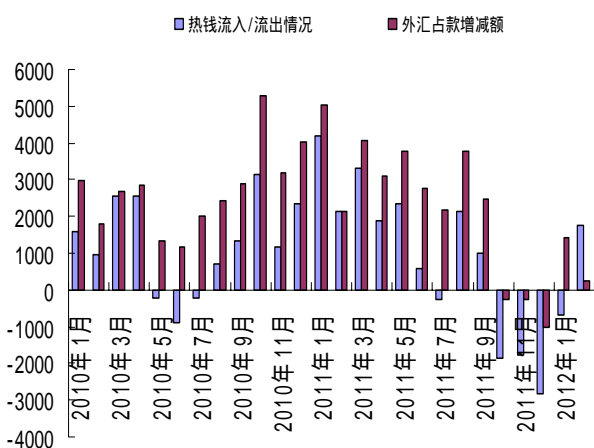
图表 20 新增贷款量连续低于预期，显示需求在减弱



数据来源：Wind，东吴基金。

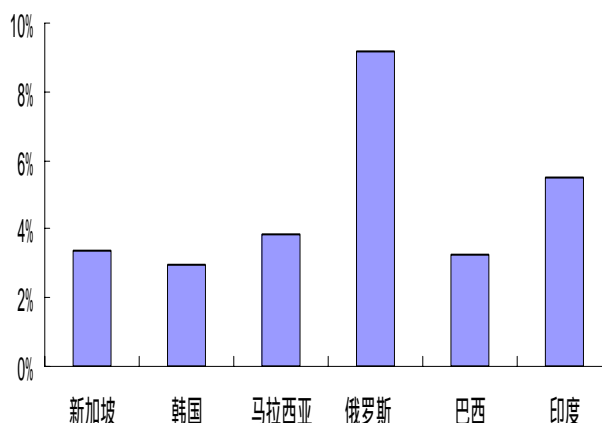
从外汇占款变化情况看，1、2 月份外汇占款连续两个月为正，特别是 2 月份，在贸易逆差 314 亿美元的背景下，外汇占款仍增加 251 亿元，测算出热钱流入约 1700 亿元，显示热钱又开始流入。从国际资金流向看，年初至今，新兴国家货币对美元均在升值，显示资本又出现从发达国家向新兴国家流动的趋势。热钱流入在一定程度上新增基础货币投放，增加市场流动性。

图表 21 热钱开始流入



数据来源：Wind，东吴基金。

图表 22 新兴国家货币对美元均在升值



我们判断，2 季度，货币依然宽松，信贷投放有望扩大，银行间和实体经济流动性相对充裕。

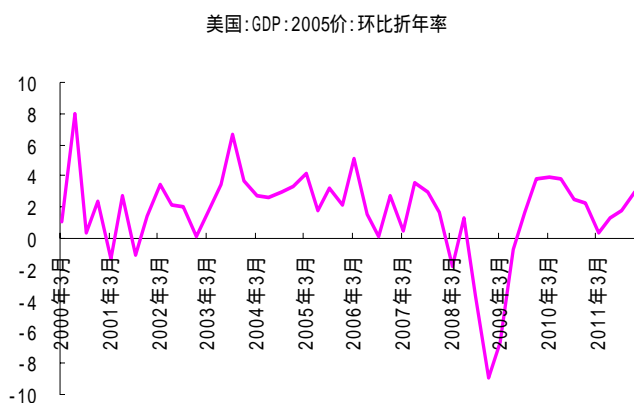


（二）外围环境逐渐改善

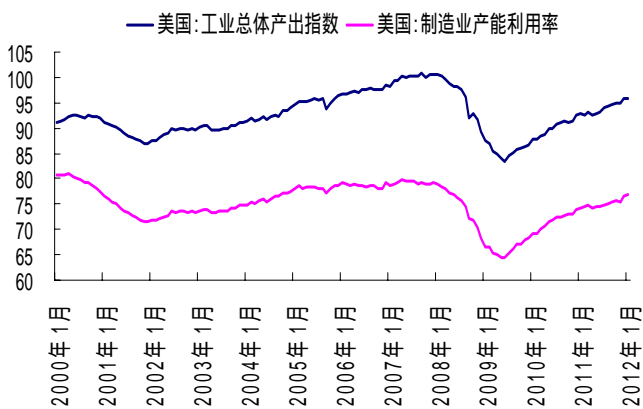
1、美国经济持续复苏可期

美国密歇根大学消费者信心指数 2 月攀高到 75.3 ,就业数据也日益改善 ,显示美国经济正在复苏 ,其 GDP 环比折年率持续上升。工业总体产出指数、制造业产能利用率持续攀升,已基本恢复到金融危机前水平,意味着制造业已基本恢复。作为经济复苏的滞后指标,新屋开工数量已开始底部回升,基本确认了其经济复苏是持续的。

图表 23 GDP 环比改善明显



图表 25 制造业产出、产能利用率基本恢复

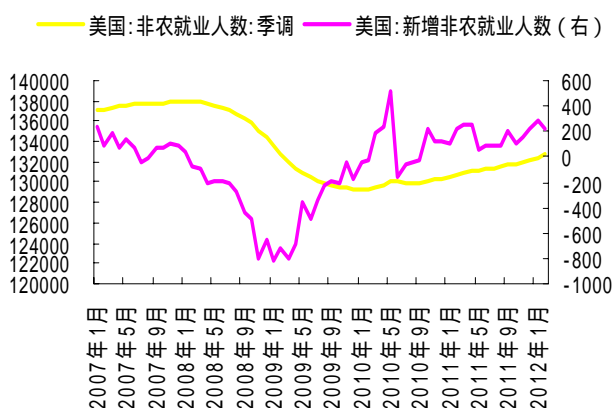


数据来源: Wind, 东吴基金。

2、欧债危机, 挺过尖峰时刻

在欧洲央行的大力干预下, 随着希腊私人债权人签约达到预期目标, 欧债危机暂时平息, 尽管后期可能还会有反复, 但最危险的阶段可能已经过去。欧洲经济的环比数据有好转迹象, 我们看到消费者信心指数止跌回升, GDP 的环比增速基本符合预期, 工业新订单也在环比改善, 同时制造业的产能利用率也有较大幅度的恢复, 我们认为欧洲经济的底部应该已经探明。

图表 24 就业数据逐步好转

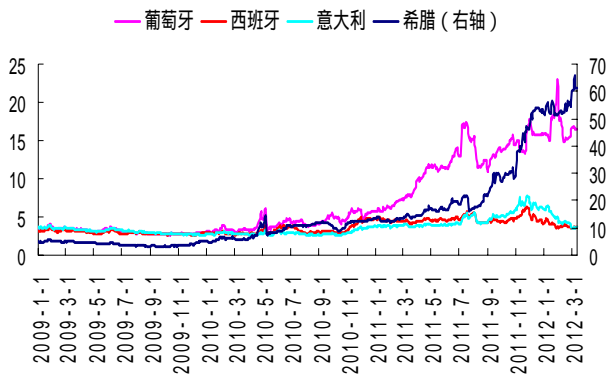


图表 26 新屋开工数底部回升

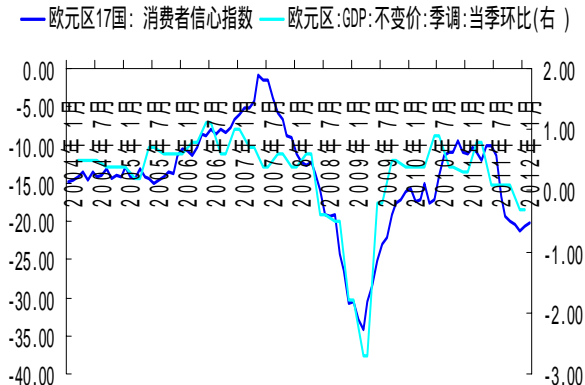




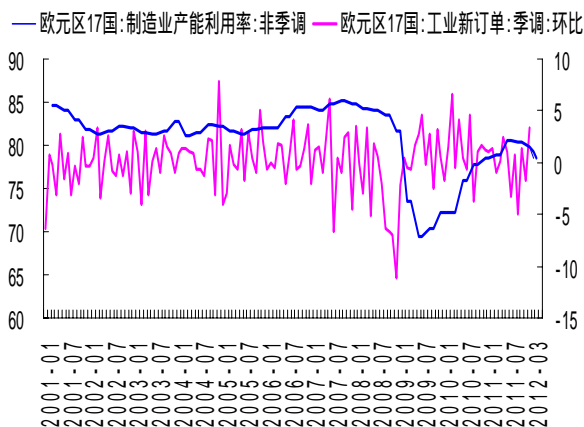
图表 27 西班牙和意大利国债收益率有所下降



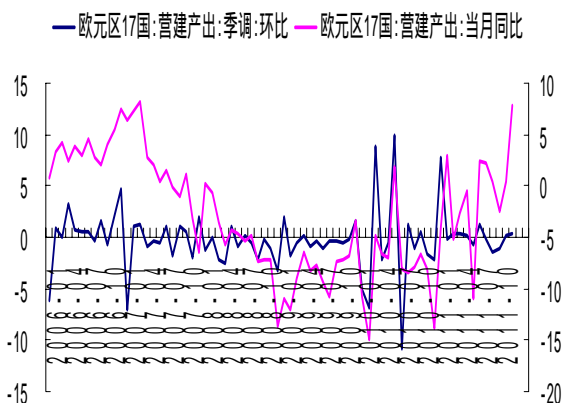
图表 28 欧洲经济触底回升概率较大



图表 29 制造业有复苏迹象



图表 30 建筑、房地产业改善明显

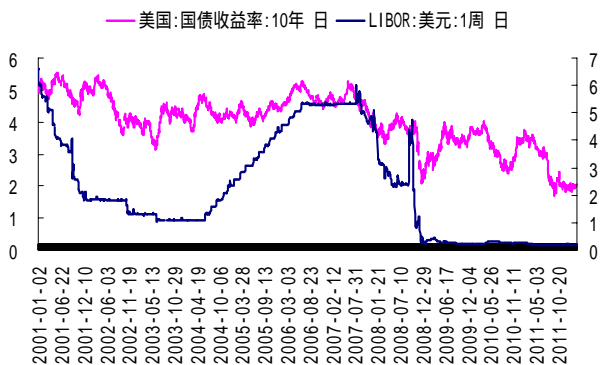


数据来源: Wind, 东吴基金。

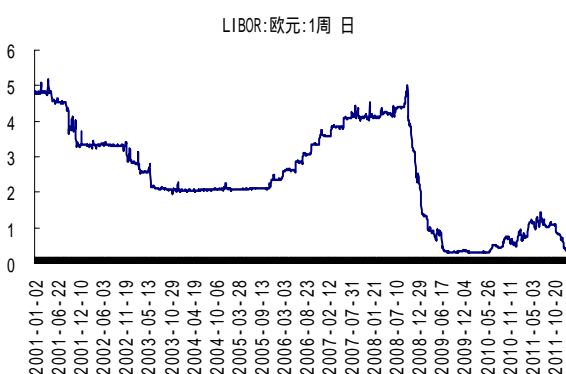
3、欧美经济体短期流动性释放需求降低，大宗商品价格维持稳定

目前美国经济复苏势头良好，根据美联储的表态，今年加息概率不高。美国国债收益率维持在历史低位、1 周美元 LIBOR 利率趋近于零，显示美元流动性较为充沛，我们判断在经济复苏不出现变数之前，其推 QE3 的概率不高。欧洲在欧央行两次大力度“长期再融资操作”(LTRO)后，资金紧张局面得到大幅改善，最直接的表现是欧元 1 周 LIBOR 的利率快速回落。总体看，欧美经济体短期再度大规模释放流动性需求降低。

图表 31 美国国债收益率走低



图表 32 1 周欧元 LIBOR 利率走低

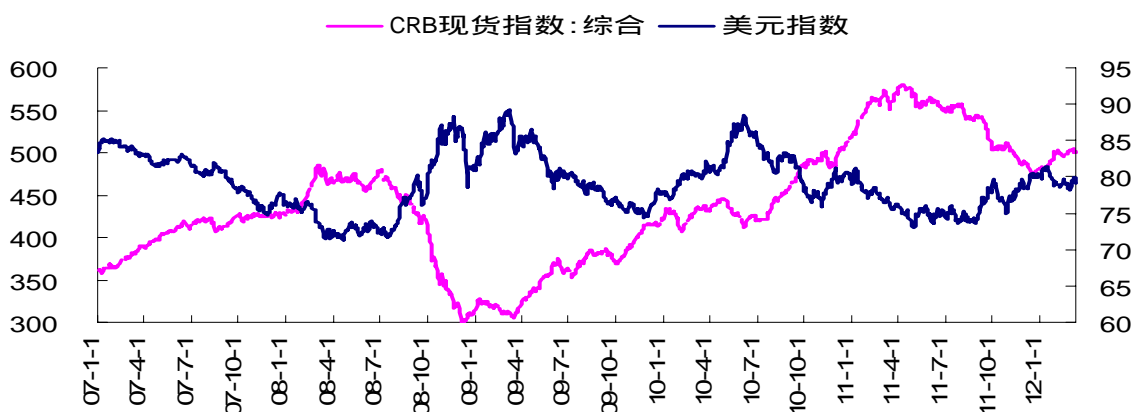


数据来源: Wind, 东吴基金。



目前大宗商品价格虽有所回落但仍处高位，那么大宗商品会不会再度冲高而对刚见成效的中国通胀构成冲击呢？从美元指数与大宗商品价格走势看，二者基本呈反向关系。我们判断美元会维持相对强势，但不会持续走高，因为过强的美元不利于刚有起色的美国经济，更可能的情形是在目前的水平高位震荡。从过往经验看，中国需求的释放对大宗商品价格的影响至关重要，投机资金的介入也是基于其对需求的预期。因此，只要中国的宏观调控不做大尺度的放松，相信大宗商品难有大的上升。我们判断：2 季度大宗商品价格不会大幅走高，不会增加中国通胀压力。

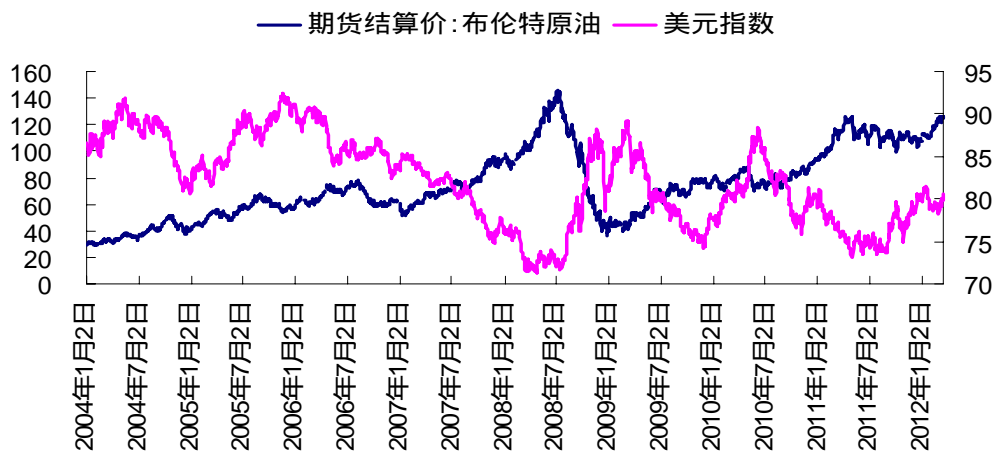
图表 33 大宗商品价格维持高位运行



数据来源：Wind，东吴基金。

尽管影响原油价格的因素很多，如美元走势、世界经济、风险偏好、流动性、地缘政治等，但近期走强主要是受伊朗问题的冲击，如果伊核问题引发冲突，对本已孱弱的世界经济将是雪上加霜，中国也不能幸免。我们也观察到伊朗问题近期有缓和迹象，短期内出现极端事件的概率不高，但由于其涉及多方博弈，也很难在短期内得到解决，因此，我们判断油价近期将维持在高位。

图表 34 原油价格走高



数据来源：Wind，东吴基金。

三、二季度 A 股市场震荡向上

年初以来 A 股市场上涨的两个关键核心因素是：(1) 流动性改善预期引起风险资产偏好提高；(2) 国内政策放松预期，包括货币政策和房地产调控政策。我们认为，风险资产偏好和政策放松预期仍然是 2 季度 A 股市场走势的关键影响因素。

(一) 主要经济体风险资产偏好提高

近期，美国 10 年期国债到期收益率升至去年 10 月份以来的高点。从目前美国经济复苏形势看，美债长期牛市可能结束。在美国经济逐步改善、通胀预期上升和宽松货币政策预期减弱背景下，投资者会更青睐风险资产，相对安全的固定收益类产品会遭遇抛售。欧元区债券到期收益率近期也有上升趋势，股票市场稳步上行，股票偏好明显提升。

图表 35 欧美国债到期收益率上升 (%)

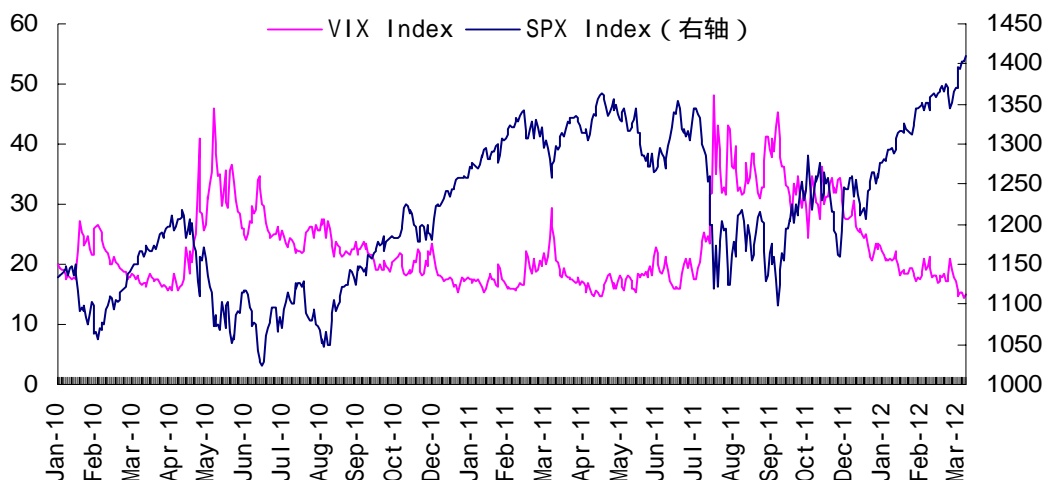


数据来源：Bloomberg，东吴基金。

另外，衡量美国股票市场风险的 VIX (芝加哥波动率指数) 已降至 2010 年以来低点，表明目前投资者对美股市场风险担心明显降低。从历史上看，如果 VIX 处于底部区域，那么美股走势基本呈上行趋势或者震荡，如 2011 年上半年。意味着在美国经济逐步复苏背景下，美股即使短期有所调整，对投资者而言可能都是买入好机会。



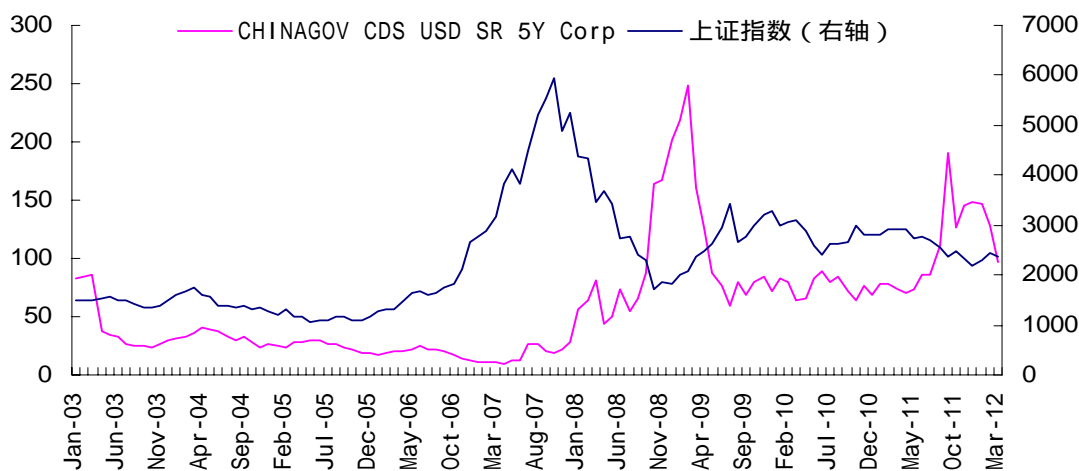
图表 36 VIX 指数处于历史底部，美股市场风险较低



数据来源：Bloomberg，东吴基金。

中国政府信用违约互换指数（CDS）反映的是国外投资者对中国经济走势看法，CDS 走势向上表示对中国经济风险担忧增大；CDS 走势向下表示对中国经济风险担忧减小。从历史看，上证指数走势与中国 CDS 指数走势呈负相关性，CDS 的底基本是上证指数顶，如 07 年 10 月、2010 年 6 月等；CDS 的顶基本是上证指数底，如 08 年 11 月、2012 年 1 月。近期中国 CDS 跌破 100 点，呈下行趋势，这表明海外投资者对中国经济风险担忧逐渐降低，风险资产偏好逐步提高，对 A 股市场是利好。

图表 37 中国 CDS 走势呈下行趋势



数据来源：Bloomberg，东吴基金。

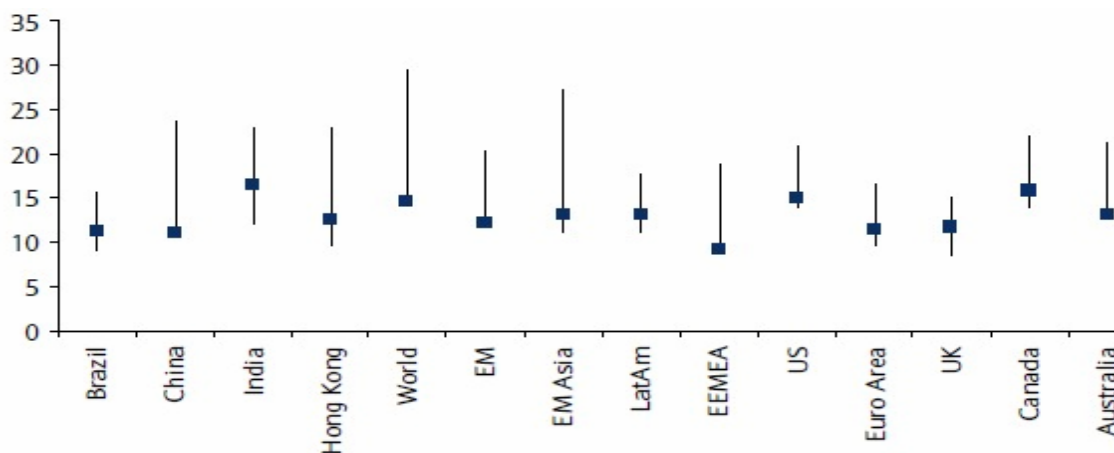
对于新兴市场而言，随着经济增长下行和通胀缓解，各国货币政策也开始由紧转松，由治理通胀转向稳定经济增长。去年 9 月以来巴西已降息 5 次，泰国、印尼、菲律宾、越南和印度等也降息或降准。从股市表现，年初以来新兴市场股市也都出现不同幅度上涨，资金对风险资产偏好明显提高。

从估值看，全球大部分股市 PE 处于过去 10 年区间底部，包括中国 A 股。但从债券收益率看，全球大部分国家债券收益率基本处于历史底部。因此，从大类资产估值比较看，股票资产未来收益率空间相对要大些。



我们判断，1 季度全球大部分经济体股票市场都有不同幅度上涨，主要是全球货币政策放松带来流动性宽松导致风险溢价降低风险资产偏好提高。2 季度，在大类资产配置上，虽然全球主要经济体量化宽松力度将会有所减弱，但是随着主要经济体经济逐步复苏，并且股市估值处于历史底部区域，我们判断，投资者对风险资产——股票的偏好还将继续提升，而对固定收益类债券偏好降低，有利股市。

图表 38 全球主要股市 PE 处于过去 10 年区间底部



资料来源：MSCI，Bloomberg，Barclays Research

（二）政策微调趋势不变

去年底以来，国内货币政策和房地产调控都出现了微调。货币政策上，存准率下调两次，信贷投放虽然低于预期但环比或同比有明显回升。房地产也出现微调，支持首套房和刚性需求。

从历史经验和当前国内经济形势看，我们判断，2 季度政策微调趋势不变。08 年受次贷危机冲击，当年 10 月份工业增加值增速降到 8.2%，出口增速急剧下滑，在此背景下 11 月份中国政府推出 4 万亿刺激政策，并配合大量信贷投放。2010 年 6 月份，受欧债危机冲击，6 月份工业增加值和出口增速都出现快速下滑，由于担心次贷危机重演，中国政府 7 月份开始政策放松，信贷投放和货币供应明显增加，并推出保障房建设。

2011 年 4 季度，当经济从主动收缩到被动下滑时，政策开始预调微调，不过截至目前，总的来看政策放松力度要低于市场预期。然而，今年前两个月工业增加值增速已降到 11.4%，与 08 年 9 月份次贷危机爆发时相同；出口增速也降到 6.9%；3 月份汇丰 PMI 新订单指数加速萎缩，这些数据显示中国经济正出现较快下滑趋势。另外从前宏观分析看，当前投资（房地产、基础设施和制造业）消费看不到新的增长点。如果政策没有太多作为，依然按经济内生自然增长，那么经济增速将继续惯性下行。

虽然“两会”上，中国政府将 2012 年经济增长预期目标下调至 7.5%，降低了增长目标，但是如果 2 季度 GDP 增长率将进一步回落至 8%附近，随着 GDP“破八”的风险在上升，我们判断，此时政策微调力度会加大。货币政策上，预计 2 季度存准率还将继续下调，信贷投放上也会有所放松；房地产政策上，对刚性需求支持力度会加大；加快既有项目的开工和在在建续建项目的施工，等等。

图表 39 08 年以来中国政策放松时的主要经济指标

月份	工业增加值%	出口%	M2%	贷款余额增速%	单月贷款同比新增额 (亿元)
2008 年次贷危机冲击，中国政府与当年 11 月开始政策放松					
2008-07	14.70	26.90	16.35	14.58	1504



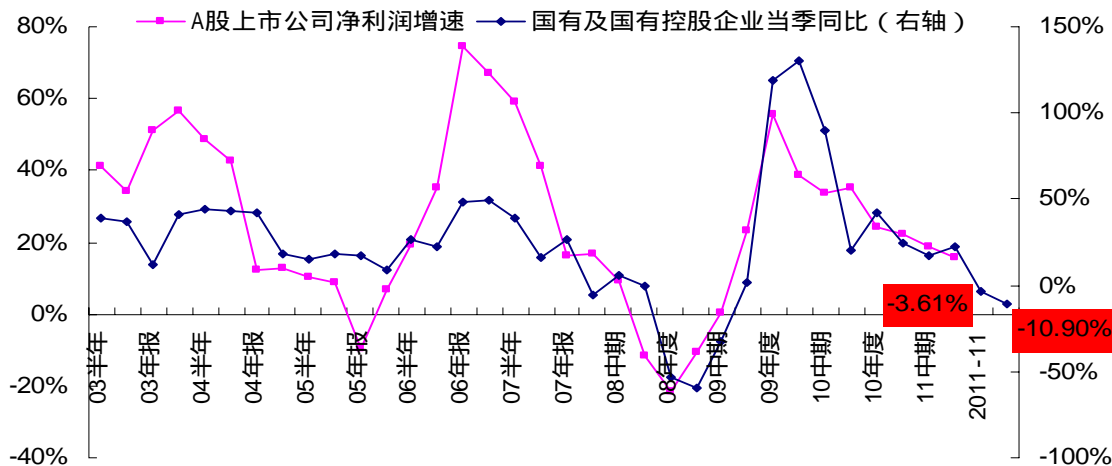
2008-08	12.80	21.51	16.00	14.29	-314
2008-09	11.40	21.72	15.29	14.48	910
2008-10	8.20	19.29	15.02	14.58	458
2008-11	5.40	-2.22	14.80	16.03	3895
2008-12	5.70	-2.93	17.82	18.76	7233
2010 年欧债危机冲击，中国政府与当年 7 月开始政策放松					
2010-04	17.80	30.38	21.48	21.96	1822
2010-05	16.50	48.44	21.00	21.50	-251
2010-06	13.70	43.87	18.46	18.20	-9266
2010-07	13.40	37.99	17.60	18.40	1769
2010-08	13.90	34.32	19.20	18.60	1348
2010-09	13.30	25.08	18.96	18.50	788
2010-10	13.10	22.84	19.30	19.30	3347
2010-11	13.30	34.86	19.50	19.80	2692
2010-12	13.50	17.87	19.72	19.90	1009
2011 年经济从主动收缩到被动下滑背景下 4 季度政策开始微调					
2011-10	13.20	15.80	12.90	15.80	-9
2011-11	12.40	13.80	12.70	15.60	-18
2011-12	12.80	13.37	13.60	15.80	1598
2012-02	11.40	6.90	13.00	15.20	1751

数据来源：Wind，东吴基金。

（三）上市公司业绩快速下滑，但有望于 2 季度触底

截至 3 月 22 日，已公布年报的非金融上市公司（共 706 家）2011 年 4 季度净利润同比增长-7%，较 2011 年前 3 季度 31% 出现快速下滑。与此对应，国有及国有控股企业 2011 年 4 季度利润同比下降 3.61%，2012 年前两个月同比增长进一步下滑到-10.9%。从历史看，A 股上市公司净利润增速与国有企业利润增速基本呈现同步正相关性。因此，从近期国有企业利润增速走势判断，预计 A 股上市公司 2012 年 1 季度净利润增速继续延续 2011 年 4 季度快速下滑趋势继续回落。

图表 40 今年前两月国有企业利润同比增速快速下滑



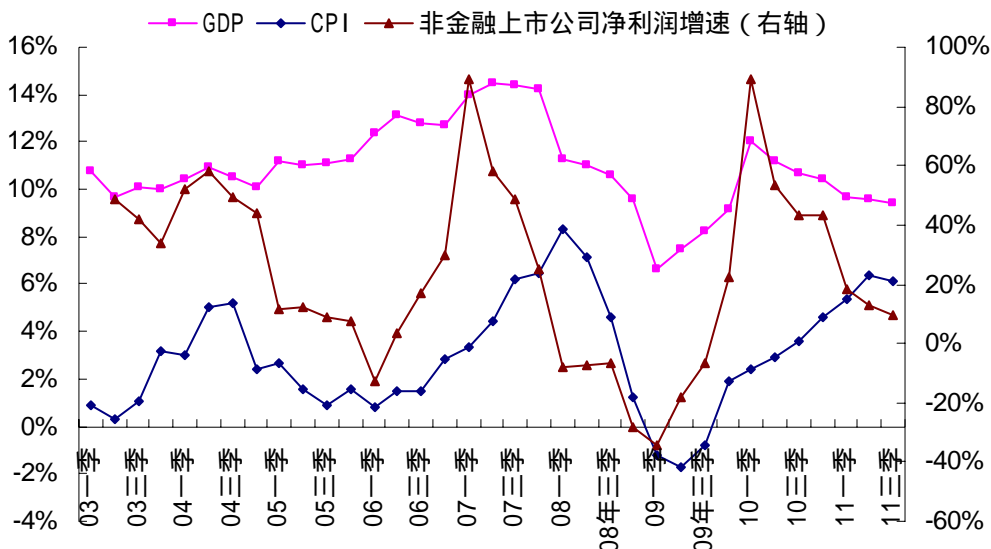


数据来源：Wind，东吴基金。

那么，A 股上市公司净利润增速底部在哪里？从历史看，非金融上市公司净利润增速底部与 GDP 和 CPI 底部基本一致。比如，06 年 1 季度和 09 年 1 季度。

从目前经济走势看，我们判断，GDP、CPI 同比增速底部可能在 2012 年 2 季度，因此从历史经验看，2012 年上市公司净利润增速底部在 2 季度概率比较大，下半年将随着经济和 CPI 缓慢温和回升而回升。

图表 41 非金融上市公司净利润增速底部基本与 GDP 增速和 CPI 底部一致



数据来源：Wind，东吴基金。

（四）证券市场制度改革和完善夯实 A 股底部区域

新任证监会主席提倡价值投资理念，并辅以市场化机制改革和长期资金引入。我们认为，系列改革措施推出，短期有望夯实 A 股底部区域，中长期将利好 A 股市场向好方向发展。

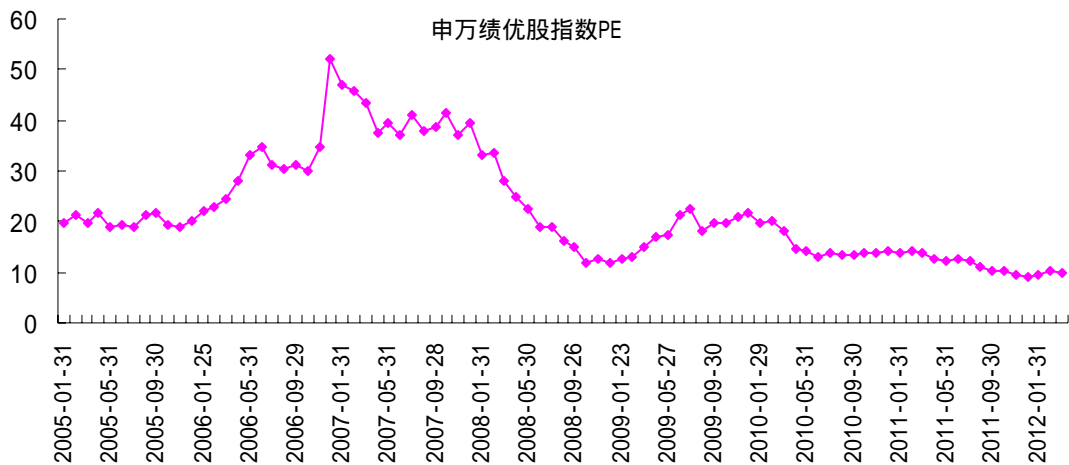
1、提倡价值投资理念

2 月 16 日，新任证监会主席在中国上市公司协会成立大会上提出目前蓝筹股显示出罕见投资价值。并在随后讲话中提出目前 A 股市场上普遍存在上市公司“优质不优价”，部分投资者热衷于“炒新股、炒小股、炒差股”的非理性现象，要切实解决恶炒绩差股问题。

显然，新任主席未来政策取向将偏向蓝筹股，对炒新炒小炒差将会坚决遏制。目前申万绩优股指数 PE 值基本处于历史底部，因此，蓝筹政策取向有利于夯实 A 股市场底部区域。



图表 42 申万绩优股指数 PE 值处于历史底部



数据来源：Wind，东吴基金。

2、基本制度改革和完善

在价值投资理念倡导下，证监会将会出台系列措施保障市场回归价值投资理念，降低市场投资风险：

- 强制分红制度。要求上市公布分红政策和分红计划，并作为重大事项加以提示，提升分红事项透明度。
- 新股发行制度改革。加强新股定价监管，参照行业平均市盈率。
- 完善退市制度。坚决遏制恶炒绩差公司的投机行为。
- 深化适当性管理。根据投资者风险承受能力有针对性对不同类别投资者进行指导和管理。

3、积极引入长期投资资金

在完善市场制度同时，积极引入长期投资资金，增加市场资金供给。

- 鼓励社保基金、企业年金、保险公司等机构投资者增加对资本市场的投资比重。
- 积极推动全国养老保险基金、住房公积金等长期资金入市。
- 适当加快引进合格境外机构投资者（QFII）的步伐，增加其投资额度。
- 银行理财资金入市。

（五）2 季度市场判断：震荡向上

1 季度，A 股市场在流动性改善和政策放松预期驱动下出现了一波 15%左右的反弹。2 季度，这种反弹趋势是否仍能延续？我们判断，2 季度 A 股市场有望震荡向上。理由有：

- 1、从全球大类资产配置看，投资者对风险资产——股票的偏好在提高。
- 2、政策微调趋势不变。如果依然按目前经济内生自然增长，那么经济增速将继续惯性下行，GDP“破八”风险在上升，2 季度政策微调力度会加大。
- 3、2 季度上市公司净利润增速底部可以预期。
- 4、证券市场制度改革和完善短期夯实 A 股底部区域，中长期利好 A 股市场向好发展。

当然，2 季度 A 股市场上涨并非就能一帆风顺。潜在风险点：经济下滑幅度超市场预期，而 CPI 反弹，政策放松预期落空，这将给 2 季度 A 股市场走势带来短期扰动。



四、二季度投资主线：把握结构性机会

我们判断，2 季度，中国宏观经济继续处于下滑趋势；政策微调趋势不改，并且政策微调力度有望加大；海外主要经济体经济有望走出低谷逐步复苏；证券市场制度改革带来长期政策红利。

在此背景下，2 季度，我们主要把握以下四条投资主线：(1) 寻找稳定增长型消费服务类行业以及部分新兴产业规避经济下滑风险；(2) 受益于地产调控政策微调预期以及成交量有望改善的房地产行业；(3) 受益于出口复苏预期的电子行业；(4) 受益于资本市场制度改革预期的证券行业。

(一) 寻找稳定增长型行业规避经济下滑风险

从历史上看，消费服务类行业如饮料（包括白酒）、中药、零售、餐饮旅游净利润增速受经济波动影响相对较小，比如在 05 年宏观调控、08 年次贷危机期间，A 股上市公司净利润增速都出现快速下滑，而这些消费服务类行业净利润增速下滑幅度相对较小。同时从 2011、2012 年净利润增速预期看，在经济下滑背景下这些消费服务行业仍然能够保持高于全部 A 股增速。

从估值看，目前这些消费服务类行业 2012 年动态 pe 已明显低于历史中值水平，并且比较接近历史最低水平。另外，从 1 季度涨幅看，医药、零售行业还明显跑输大盘。

综合来看，在 2 季度经济继续下滑背景下，稳定增长型消费服务类行业进可攻退可守，是比较稳妥的投资品种。

图表 43 消费服务类行业净利润增速相对稳定

	饮料制造	中药	零售	餐饮旅游	A 股上市公司
净利润增速					
2004	29.7%	13.9%	36.7%	173.3%	44.6%
2005	30.0%	21.7%	29.1%	23.4%	9.0%
2006	45.2%	28.1%	125.8%	34.3%	35.4%
2007	58.7%	17.4%	100.0%	28.5%	41.4%
2008	30.3%	23.7%	12.9%	0.7%	-11.3%
2009	37.3%	29.8%	32.1%	21.3%	23.0%
2010	30.0%	40.8%	23.9%	26.9%	35.6%
2011E	47.7%	34.5%	17.2%	15.3%	15.6%
2012E	46.1%	33.2%	17.5%	25.0%	17.9%
2013E	34.3%	29.1%	18.8%	23.4%	19.1%
PE					
2012 年 3 月 PE	18.9	24.9	17.4	25.6	
历史最小值	16.1	18.9	14.1	18.6	
历史最大值	82.8	57.8	61.3	148.2	
历史中值	28.1	31.3	28.0	34.6	
1 季度涨幅	14.68%	2.51%	8.1%	10.26%	沪深 300 (8.83%)

数据来源：申万研究所，东吴基金。



2 季度，消费服务类行业我们重点看好：食品饮料、医药和旅游行业。

- **食品饮料**：白酒行业处于阶段性景气高点的逐步回落阶段，公司业绩增速较 2011 年有所放缓，但仍有较高的确定性增长，上一年出现的板块整体性投资机会趋向分化。我们重点看好还处于深耕根据地市场、有步骤进行全国化拓展的高成长二、三线白酒公司。非白酒子行业中，看好管控能力强、成本下降的细分龙头公司如伊利股份。
- **医药**：目前医药板块整体对应 2012 年 20 倍预测市盈率，一线白马股也多在 20-25 倍，估值处于历史较低水平，安全边际较高。在人口老龄化加剧，国家对改善民生的投入不断加大的背景下，行业发展趋势向好，并且目前招标制度和业绩低于预期风险已逐步释放，医药行业中长期绝对收益机会明显。
- **旅游**：作为低碳经济的典型，旅游行业有望成为国民经济发展的战略性支柱产业之一。2 季度，相关行业政策将逐步出台并落实。同时，2 季度行业进入旺季。历史上在进入旺季（4-5 月份）及旺季高峰（8-10 月），是旅游股跑赢大盘概率较大的阶段，并且旅游板块在年初以来反弹中相对滞后。

当中国政府在两会期间将 GDP 增长目标下调到 7.5% 时，也预示着经济结构转型是势在必行的。对于战略性新兴产业而言，将面临巨大发展空间。结合当前经济发展情况，2 季度我们重点看好的新兴产业有：软件、传媒以及电力设备中配网自动化和中压一次设备。

- **软件**：国家要求加快转变经济发展方式，促进传统产业改造升级，财政支出更加注重向民生领域倾斜等都将给予软件行业长期支持。另外，随着 2 季度软件行业旺季来临，订单将逐步好转，业绩确定性进一步提高。并且当前软件股估值不高，1 季度涨幅落后于大盘。在订单启动和估值修复下有望跑赢大盘。重点看好医疗卫生、ERP、IT 软件与服务外包和高端装备制造制造商。
- **传媒**：十七届六中全会将文化产业确立为支柱性产业，我们判断 2012 年传媒行业受经济下滑影响相对较小，在政策、行业、消费者、技术等多重合力作用下，将快速增长。根据政策导向和行业发展趋势，2 季度传媒行业重点看好以下细分领域：（1）影视剧；（2）广告营销；（3）传统媒体中具有兼并重组能力龙头公司。
- **电力设备**：看好配网自动化和中压一次设备。配网自动化仍然处在快速建设期，中压配电一次设备需求高增长可再持续一年。

（二）受益于政策微调的房地产行业

今年前两个月房地产竣工面积增速在大幅走高，反映了房地产企业在加快推盘进度，但是新开工面积增速在持续走低，意味着在建面积增速将放缓，这背后原因是当前房地产库存很高，开发商大规模投资建设意愿降低，因此，预计在接下来的几个月内房地产投资增速会明显放缓下来，从而对经济产生下拉力。

我们判断，当房地产投资增速出现明显下滑时，虽然中央层面关于房地产宏观调控大方向是不会改变，但是政策上会微调。微调的方向是扩大差别化住房政策，支持首套房和刚需，严控投资和投机需求。目前微调已经开始，预计 2 季度这种微调力度会加大。从中央部委层面看，央行“加大对普通商品住房建设的支持力度，满足首次购房家庭的贷款需求”，各大行对首套房贷款利率已开始打折优惠。从地方政府层面看，主要通过契税减免、公积金贷款放松等方式支持合理住房需求。尽管芜湖、上海等地大尺度刺激购房政策被叫停，但微调趋势不改，未来中央和地方政府的政策博弈仍会不断出现。

从行业基本面看，从 3 月份开始，受季节性因素、开发商大力促销、以及政策积极微调刺激等因素的影响，房地产市场大幅回暖的可能性较大。

综合分析下来，房地产政策只会松不会更紧，最坏的时候应该已经过去，房地产行业面临估值进一步修



复可能。

虽然我们看好受益政策微调和成交量有望改善的房地产行业投资机会，但是对于其它周期类行业仍然不看好。主要理由是，虽然近期楼市有回暖趋势，但是在房地产库存很高背景下，中短期内房地产开发商很难再进行大规模房地产投资，因此，也就很难拉动水泥、钢铁、工程机械等周期性行业需求。不过随着房地产成交量放大，家具和装潢行业可以关注，因为今年前两个月，这两行业呈现出较快增长态势。

（三）受益于全球经济复苏的电子行业

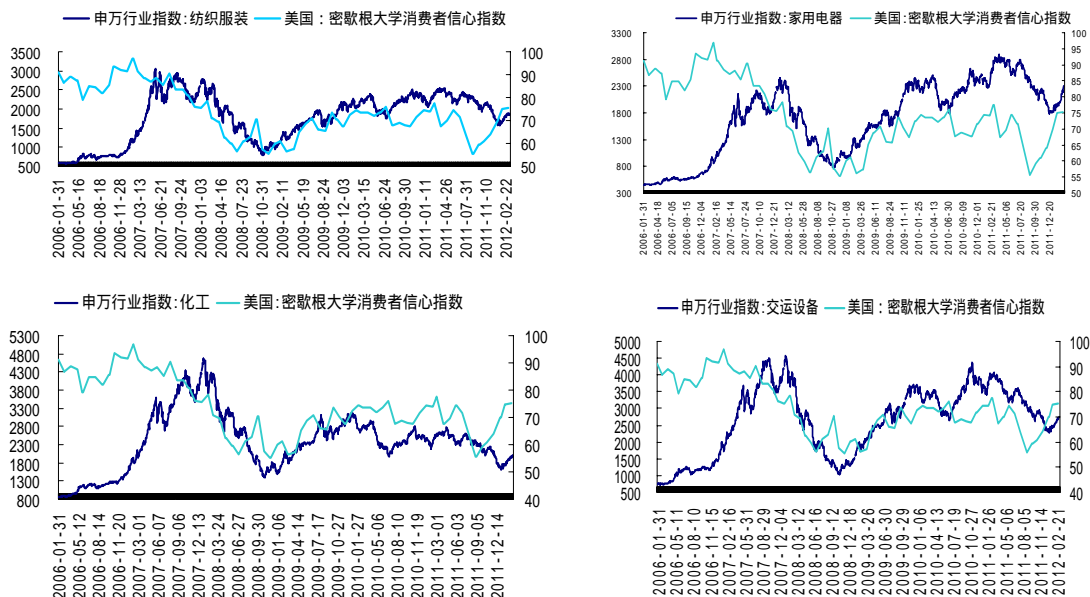
受益于美国经济的复苏，欧债危机的暂时平静，部分出口导向性行业的业绩会有较大的提升。从历史看，A股市场家电、交运设备、纺织、化工和电子元器件行业指数走势同美国经济繁荣程度密切相关。从目前行业景气复苏程度看，我们更看好电子行业 2 季度投资机会。

电子行业经过 3 个季度的去库存后，多项指标表明今年 1 季度成为行业本轮景气底部的概率很大。首先 2 月北美半导体设备 BB 值已连续 5 个月好转并回升至 1 以上。

从企业层面看，台湾地区的晶圆代工厂龙头台积电表示其全部产能基本都已出现了满负荷运转，下游客户又出现了久违的抢产能情况。从国内厂商的反馈来看，大多数企业也感受到了景气回升。

我们认为电子行业景气与 1 季度触底后，行业景气将逐季回升，从而业绩有望出现环比较明显的好转。在 2011 年整个电子元器件行业指数下跌 40% 背景下，2 季度在行业景气回升驱动下，周期性电子股股价有望跑赢大盘。对于电子成长股，下半年微软和英特尔都将推出重磅产品，下半年投资机会值得期待。

图表 44 受益于出口复苏的板块



资料来源：Wind，东吴基金。

（四）受益于资本市场制度改革预期的证券行业

目前，管理层针对证券市场制度改革和完善正稳步推行，正如股权分置改革启动一轮超级大牛市一样，基于市场导向的资本市场制度改革有望启动新一轮的慢牛行情。券商是股市好转的最直接受益者，今年的股市运行环境要好于去年，券商经纪业务和自营业务应有较大改观。



郭树清主席在多次公开讲话中提出要“打造有中国特色的国际一流投资银行”的希望。从国际成熟投行业务看，除了承销、经纪和自营等传统业务外，还包括财富管理、并购顾问、资产管理、投资中介、风险投资和财务咨询等业务。相比之下，国内券商业务模式比较单一。随着证监会新主席新政实施，中国资本市场有望迎来制度变革。中国证券公司传统业务空间将得到拓展，创新业务进一步丰富，从而打开中国证券公司成长空间。在自营业绩改善和创新业务不断推出预期下，我们认为 2 季度券商股有望继续跑赢大盘。

（五）重点行业

1、食品饮料——确定性投资机会的分化

行业评级：推荐

在年度投资策略中，我们认为白酒行业处于阶段性景气高点的逐步回落阶段，公司业绩增速较 2011 年有所放缓，但仍有较高的确定性增长，上一年出现的板块整体性投资机会趋向分化。其中，二、三线白酒行业虽然竞争激烈，但高端酒提价后留下的价位空间大，受益消费升级的群体广，因此增速更高，能诞生成长股；一线白酒因提价及销量稳定增长，业绩能保障 35% 以上的增长，但未来进一步提价幅度和频次将放缓，制约估值水平提升。

从年初以来各公司的销售情况以及股价的表现来看，我们的这一结论得到了印证。古井贡酒、酒鬼酒、沱牌舍得等二、三线白酒 1 月份以来的销售依然延续高增长，1 季报预期较为靓丽，进而带动股价强劲上涨。

当前，我们认为白酒的 1 季报预期行情已经接近末端，2 季度由于缺乏刺激因素，预计股价表现平缓。着眼于全年，我们仍重点看好还处于深耕根据地市场、有步骤进行全国化拓展的高成长二、三线白酒公司。

非白酒子行业中，国内葡萄酒公司受经济下滑和进口酒的冲击较大，销售下降超出市场预期，张裕在渠道管控能力和产品结构调整方面的优势明显，但在行业性风险面前，须谨慎投资。乳制品企业中，我们继续阶段性看好伊利股份，从披露的 2011 年报情况来看，公司释放业绩的力度不断超市场预期。公司液态奶业务保持较快增长，成本上涨压力有望得到缓解；奶粉业务是公司的亮点，较强提价能力带来毛利率的上升；20% 以上的销售增速较为稳健，并且高端产品的市场占有率逐年提升，当然，公司依靠费用率降低来提升净利润率的持续性难以预测。啤酒行业激烈的竞争格局没有改变，竞争地位稳固的青岛啤酒，其二线品牌销量依然没有起色，主品牌年初以来销售下滑。不过，进口的低价大麦有望自 2 季度带来公司的成本下降，如果在 2 季度逐渐销售旺季的时候，销量能有较好增长，将带来投资机会。

2、医药行业——一线医药股具备中长期绝对收益机会

行业评级：推荐

今年以来，受市场投资风格以及行业数据平淡等因素影响，二级市场医药板块在所有行业中表现最差。虽然 2 月份有部分医药股走强，但主要为超跌反弹行情，涨幅居前的多为主题概念型的三四线股，一些主流医药股则表现乏力。

目前，市场对医药板块的担心主要有两点：一是药品降价政策会否愈加严厉，二是上市公司业绩会否低于预期。从药价政策来看，近期发改委可能出台抗肿瘤药、消化系统用药等降价文件，但我们认为此举对行业的影响有限。真正左右药品市场价格的是各地的招标，而招标价是由市场竞争决定，某种药品生产者越多，价格竞争就越激烈，反之则价格相对稳定。发改委的历次降价只是根据以往的招标情况，对医保药品最高限价的修正。从以往 30 余次的降价结果来看，调整后的价格大部分仍高于实际中标价，少数降幅较大的药品则会逐渐从医院市场消失。而且，政府也已经意识到“唯低价是取”的招标政策带来的药品质量安全等问题，所以我们判断今后的招标政策也将趋于温和。而对于上市公司的业绩，我们认为经过去年一年的修正，业绩水分已基本被挤干，况且相当数量的中小板、创业板公司已公布了业绩快报，年报业绩低于预期的风险很小，



而对于一季度的经营情况，目前来看还比较平稳。

2 月份，温家宝总理主持召开了国务院常务会议，对“十二五”期间深化医药卫生体制改革工作进行了部署，指出要加快健全全民医保体系，提高基本医疗保障补助标准和支付比例，可见政府对医疗卫生的投入将持续加大，保证了医药行业的总体需求在今后较长时间保持较快增长。同时，医改也在着力优化行业内部的竞争秩序，提高我国医药工业的整体竞争力，改变药品流通环节利润过高等弊病，部分政策的推出在短期可能对行业带来一定冲击，但长期来看，生产经营规范、真正有核心竞争力的优质公司将最终胜出，所以对医药股的投资也需要有一份耐心。

目前医药板块整体对应 2012 年 20 倍预测市盈率，一线白马股也多在 20-25 倍，估值处于历史较低水平，安全边际较高。在人口老龄化加剧，国家对改善民生的投入不断加大的背景下，行业发展趋势向好，中长期绝对收益机会明显，我们维持“推荐”评级。重点关注以下领域：(1) 医疗器械类公司；(2) 具有品牌、渠道优势的 OTC、保健品公司；(3) 具备较强研发实力的创新型企业；(4) 医疗服务类公司。

3、旅游行业——政策利好，旺季来临

行业评级：推荐

旅游行业正面临难得的发展机遇。在两会政府工作报告中，决策层已经将经济增速目标下调为 7.5%，凸显了政府对经济增长方式向内需拉动转型的决心。而作为低碳经济的典型，旅游行业自然成为促内需的有力抓手，有望成为国民经济发展的战略性支柱产业之一。从空间上看，《中国旅游业“十二五”发展规划纲要》明确提出，到十二五末国内旅游业总收入要从 2010 年的 1.44 万亿提升至 2.3 万亿（年均增长 12%），占 GDP 比重从目前的 3.79% 提升至 4.5%（提升 0.71 个百分点）。

相关行业政策正逐步出台并落实。目前最受关注的是讨论已经超过三年的《国民旅游休闲纲要》，其征求意见稿已于年初下发至各省旅游局征求意见，预计正式稿有望年内出台。该政策旨在从国家层面提出刺激旅游消费的细则，并完善带薪休假制度，从而在保障休闲时间上提供政策依据。此外，针对旅游细分行业的鼓励政策，也正在积极探讨之中。两会期间有代表建议进一步完善离岛免税政策，免税品行邮税调整的预期正在升温；也有部分代表提出恢复五一黄金周、增加小长假的议案，有望形成政府层面的积极探讨，如果恢复，则对旅游行业无疑是重大利好。

就二季度来看，行业开始进入旺季。旅游业呈现出明显的季节性特征。传统上 4-10 月是我国大部分景区的旅游旺季。从股价表现来看，历史上在进入旺季（4-5 月份）及旺季高峰（8-10 月），也是旅游股跑赢大盘概率较大的阶段。

从旅游方式来看，二元化的特征正日益显著。我国东部地区随着人均 GDP 突破 5000 美元，旅游方式正在向度假和休闲游过度，周边游、自驾游和出境游将从中受益；中西部地区人均 GDP 正在迈向 4000 美元，居民观光出行意愿正在快速增强，名胜景区将首先受益。落实到上市公司，前者的代表是中青旅，其乌镇项目定位于上海周边的休闲、旅游和会务的主要目的地，接待游客数和人均消费快速增长。公司在建项目古北水镇位于北京密云，是公司对乌镇模式的复制，有望形成新的利润增长点；后者的典型是张家界，景区所在地湖南在今年元旦及春节期间的旅客接待量同比增长均超过 20%，远超全国平均水平。随着高铁网络的建成，当地旅游条件将进一步改善，游客数和有效停留时间有望进一步提高。此外，中国国旅作为 A 股免税品销售的唯一标的，将充分享受我国奢侈品消费的快速增长，也有必要予以重点关注。

旅游板块在年初以来的反弹中相对滞后。目前板块可比公司的 12 年加权平均估值为 28.07 倍，相对大盘比值为 3.07 倍，均处于历史较低水平。考虑到行业在国民经济中的战略地位日益凸显，建议“增持”。

4、软件行业——订单逐步启动，投资机会显现

行业评级：推荐



2011 年软件行业增长迅速，收入超过 1.84 万亿元，同比增长 32.4%，超过“十一五”期间平均增速 4.4%。但在 11、12 月份，单月增速出现连续下滑，尤其是 12 月份下滑至 27%，较 10 月份的 41.1% 的单月增速下滑幅度较大。由于经济增速在 2011 年中期走弱，软件行业后周期性明显。

由于软件行业受政策影响较大，国家要求加快转变经济发展方式，发展新一代信息技术；促进传统产业改造升级；财政支出更加注重向民生领域倾斜等都将给予软件行业长期的支持。各行业自身随着业务的开展，信息化应用呈现全面深入的趋势，内生性的需求旺盛。看好传统产业两化融合、民生社保等几条增长确定的主线。2011 年四季度以来，软件行业指数跑输沪深 300 指数约 7%。反映在 2011 年的业绩快报中，是许多公司业绩不达预期。有经济下滑导致需求下降的影响，也有 CPI 高企导致人力成本上升的影响。随着经济好转，CPI 下降，对于需求释放、管理费用压力将有正面影响。我们判断 2012 年软件行业仍将保持稳定增长。软件行业有季节性因素，前几个月由于做预算、规划，合同相对较少，大部分订单在二季度后期启动，届时业绩可见度较高，行业投资机会显现，给予“推荐”评级。

根据政策导向、投资的确定性和业绩分析，我们判断 2012 年第二季度软件行业重点关注以下四个方面：

(1) 医疗卫生：医疗卫生信息化基础薄弱，“看病难、看病贵”问题突出。依靠信息化切实提升医院效率，通过区域卫生平台合理分配医疗资源，能够缓解矛盾。卫生部在全国范围广泛开展电子病历试点，建立和完善以电子病历为核心的医院信息系统；支持 16 个试点城市建立区域卫生平台。另外中国社会老龄化问题日趋严重，慢性病发病率高，医疗卫生费用占比高，因此医疗信息化的重心将逐步由病人就医拓展到全民健康管理。目前政策推动力度大，投资规模增长快。预计十二五期间医疗信息化的市场规模约为 800 亿，2010-2013 年的复合增长率将达到 21%。我们判断，医院信息化、区域卫生平台、远程会诊系统将成为医疗卫生信息化主要增长动力。

(2) ERP：由于 ERP 是提高企业管理层次的，在企业生存面临考验时，小企业资金紧张，会削减信息化投资。但是对大中型企业影响甚微，会继续投资建设，进行业务流程梳理，加强内部管理，逆周期扩张，有助于未来的发展。国际厂商 SAP、Oracle 增长迅速，SAP 在 2015 年前将对投入 20 亿美元；国内高端 ERP 实施厂商汉得信息也进行大幅度的人员扩张。由此我们判断国内 ERP 行业景气度较高，且能持续。

(3) IT 软件与服务外包：2011 年 IT 软件与服务外包增长迅速，同比超过 40%，超过软件行业的增速。日本 IT 人才匮乏将更多的软件发包至中国成为趋势。另外软件服务化的趋势，使 IT 服务变得越来越重要；服务外包不仅能够获得高质量的专业 IT 服务，也有利于降低经营成本。我国 IT 服务收入占比与国际水平差距较大，未来有巨大的市场空间。我们判断，对日外包领先的海隆软件，天玑科技有管理优势的服务公司将从中受益。

(4) 高端装备：目前中国汽车保有量超过 1 亿辆，每年增加数量超过 1 千万辆，乘用车轮胎的替换市场不断加大，国内半钢胎投资增速加快。国内企业通过研发、并购，逐渐提升半钢胎核心装备研发能力和产品质量，实现进口替代。

5、传媒行业——政策、消费者、技术等多重合力下的快速增长 行业评级：推荐

在十七届六中全会将文化产业确立为支柱性产业后，各部门不断出台政策，扶持文化产业，促使文化传媒行业快速发展。行业自身发展也有其特点：1) 随着我国经济发展，收入水平不断提高，在物质消费得到满足后，文化消费升级的需求迫切。2) 另外技术创新也为行业发展提供了基础，带宽不断增加的互联网和移动互联网、爆发式增长的移动终端、三网融合，为用户的文化消费创造了更多的渠道，使文化消费更加便捷。3) 行业中竞争者因资本的涌入实力增强，为了拓展发展空间，横向的整合和往上下游的延伸将在未来频繁出现。4) 目前活跃的消费者年龄层次较低，其伴随着中国 IT 技术的发展而成长，对于新媒体接受程度高，有助于新媒体更快发展。



2011 年四季度以来，政策不断出台刺激市场神经，传媒行业反复活跃，行业指数跑赢沪深 300 指数 6%。由于传媒行业与宏观经济关联度稍弱，因此 2011 年业绩基本符合预期，甚至有部分超预期。我们判断 2012 年传媒行业不受经济下滑的影响，在政策、行业、消费者、技术等多重合力作用下，将快速增长。

十七届六中全会将文化产业确立为支柱性产业，我们判断 2012 年传媒行业受经济下滑影响相对较小，在政策、行业、消费者、技术等多重合力作用下，将快速增长。

根据政策导向和行业发展趋势，我们判断 2012 年第二季度传媒行业重点关注以下投资主线：(1) 影视剧；(2) 广告营销；(3) 传统媒体中龙头公司。另外视频服务、移动互联网的相关公司也值得关注。

(1) 影视剧：目前影院扩张迅速，2011 年增长 60%；今年美国大片引进数量增加都将扩大电影市场。卫视及央视之间的收视率竞争、视频网站的竞争，都依赖于最能够吸引用户、投资收益比最高的电视剧，因此卫视、视频网站投入大量资金采购电视剧版权，拉动电视剧价格的上涨。在行业竞争格局未定的情况下，价格还有上行空间，影视剧内容将充分受益于下游众多渠道对于内容的需求。对于市场、制作实力强的公司，有望控制产业链，获得更大的竞争优势。

(2) 广告营销：投放结构出现变化，从 2012 年电视台广告招标情况来看，市场规模仍保持较高增速；平面媒体放缓；而网络广告出现快速的增长，预计今年仍有 50% 以上的高增长。从广告主投放意愿来看，也逐渐缩减传统媒体的广告投放，转向互联网广告，因此在互联网等新媒体方面布局的公司将受益明显。

(3) 传统媒体的龙头公司：受新媒体的冲击，传统媒体自身平稳增长，其未来看点更多在整合、资产注入、转型等方面。国家鼓励出版传媒集团跨媒体、跨地区、跨行业、跨所有制、跨国界发展，培育多个年销售收入超过 200 亿的大型骨干出版传媒集团。凤凰传媒、中南传媒位居传统出版的前两位，在国家三大出版传媒集团未上市前，有可能率先实现扩张。未来数字化出版的趋势已经显现，提前布局者有可能受益于产业链上的先发优势。国家积极推进三网融合，有线网络会加快整合，整合进度较难把握；但是进行网络改造的设备商有望受益。但是另外人民网的上市树立新的标杆，有可能成为传统媒体的催化剂。

6、电力设备—看好配网自动化和中压一次设备

行业评级：推荐

2012 年整体投资增长微乎其微。国家电网公布的整体投资计划方面，2011 年国网的电网建设投资额达 3,019 亿元，略超预算，符合预期；计划 2012 年达 3,097 亿元，同比仅增 2.58%，电力设备行业暂别依靠投资拉动的总量性机会，我们认为存在结构性的机会，相对看好配网自动化和中压一次设备。

配网自动化仍然处在快速建设期。观察国家电网公司的统一招标的情况，从 2011 年第 2 批开始，智能二次设备与传统二次设备同批招标。根据招标情况来看，相对简单的变电站监控系统的智能化水平最高、从第 2 批的 3.78% 提高到第 6 批的 52.65%，平均智能化率为 30.94%。2012 年的招标中，智能化变电站的比例仍在提升，趋势依然向好。2012 年中压配电一次设备的建设规模将继续扩大并随后转入稳定成长期，随后，配电二次系统的建设也将步入规模化启动时期。

目前，我国主干网变电站自动化等二次系统的技术水平国际领先，与主干网很高的自动化水平形成鲜明对比的是，我国配电网自动化水平极低。在配电开关中，能够实现遥信、遥测和遥控功能的开关设备占比仅为 6.7%，实现遥信和遥测功能的开关占比仅为 2.2%。极低的配电自动化水平不但与主干网在技术上严重脱节，如果这一状况不改进，可以不无夸张地说，智能电网将无从谈起。根据测算，如果对目前的配电设备进行自动化改造，则包括 32 个省会城市、283 个地级城市和 2010 个县级城市在内的城网配电自动化终端和主站的总市场容量将分别达到 576 亿元和 91 亿元，总市场容量接近 700 亿元，如考虑到通信网络的投资，则总市场容量将不低于 1000 亿元。

中压配电一次设备需求高增长可再持续一年。“十一五”期间，中国的主干网络建设经历了高速增长期，尤其是 220 千伏及以上的高压输电线路投资量巨大，如果“十二五”末期所有电压等级变电容量达到均衡，



则“十二五”期间 10kV 中压配电容量将增加 10 亿 kVA，平均每年 2 亿 kVA。2011 年中压配电容量增长迅猛。我们假设新增中压配电容量增长达到 30%，则全年增加的总容量约为 1.4 亿 kVA。从行业的利润增长情况看，2011 年行业的盈利增速在 25% 左右，根据我们测算，2012 年，中压配电容量的增长约为 25%，此后增长将维持稳定，则到“十二五”末期，中压配电总容量将基本与总负载均衡。

从国内的重压配电设备竞争格局来看，行业的集中度低，区域性强，区域龙头公司有望继续保持高速增长。国内中压配电开关和变压器企业众多，市场集中度低，尤其是中小企业偏多，而其中又有很大一部分是电网公司三产企业。如因宏观环境不景气或电网公司主辅分离而经营困难，不排除被具备资金优势的上市公司收购的可能。而相关上市公司也许会借助于收购优势企业而从一个区域性企业发展成为全国性的配电一次设备企业并取得高于行业的业绩增幅。在中压一次设备上市公司中，区域龙头鑫龙电器，森源电气等有望在 2012 年保持快速增长，并持续向异地扩张。

7、房地产行业——底部确立，提升评级

行业评级：推荐

一季度房地产政策底部已确立。以 1 月 31 号，国务院常务会议对房地产调控基调从“坚定不移调控”转变为“巩固调控成果”为标志，政策已开始微调。微调的方向是扩大差别化住房政策，支持首套房和刚需，严控投资和投机需求。从中央部委层面看，央行“加大对普通商品住房建设的支持力度，满足首次购房家庭的贷款需求”，以及后续的工农中建四大行“切实满足居民家庭首次购买自住普通商品住房的贷款需求，合理权衡定价，在基准利率之内根据风险原则合理定价。积极支持资质良好的开发企业进行有市场需求的普通商品住房建设”。从地方政府层面看，主要通过契税减免、公积金贷款放松等方式支持合理住房需求。尽管芜湖、上海等地大尺度刺激购房政策被叫停，但微调趋势不改，未来中央和地方政府的政策博弈仍会不断出现。我们预计二季度随着通胀的回落，宏观货币政策局部宽松，存准率仍有下调可能，并且首套房和改善性住房的信贷将局部放松，首付比例和房贷利率将可能下调。政策面向有利于行业基本面软着陆，有利于提升房地产股的估值的方向发展。

从行业基本面看，数据上，2 月楼市成交并不突出，尽管成交量环比 1 月上涨 48%，但同比去年仍下跌 17%（特别去年 2 月还包含春节）。但从楼市表现和草根调研了解的情况来看，楼市成交气氛有活跃趋势。我们认为，从 3 月份开始，受季节性因素、开发商大力促销、以及政策积极微调刺激等因素的影响，房地产市场大幅回暖的可能性较大。考虑到目前的楼市库存仍处于高位，开发商资金链紧张，为完成全年销售任务将会在年初积极降价促销回款，因此二季度楼市将可能出现价跌量升的局面，这种量价关系将有利于行业健康发展。由于房地产投资滞后于房地产销售，在销售未出现持续好转的情况下，新开工数据和房地产投资数据仍将持续下滑，二季度新开工和房地产投资数据未必能见底，但未来进一步扩大差别化住房政策能逐步解决房地产开发投资硬着陆的问题。

8、电子——行业景气触底回升

行业评级：推荐

经过 3 个季度的去库存后，多项指标表明今年 1 季度成为行业本轮调整底部的概率很大。首先 1 月北美半导体设备 BB 值已连续 4 个月好转并回升至 0.95，虽然没有超过 1 这个荣枯标准值，但半导体企业对未来几个月行业的景气度开始转为乐观。1 月北美 PCB BB 值为 1.01，已连续两个月站在了荣枯标准值 1 之上。

从企业层面看，台湾地区的晶圆代工厂龙头台积电表示其全部产能基本都已出现了满负荷运转，下游客户又出现了久违的抢产能情况。封装代工厂表示 3 月的订单环比上升明显，1 季度业绩有望超出先前预测。电容电感厂表示虽然目前没有看到明显好转的迹象，但订单量不再下滑，预计 2 季度会有所好转。目前看来这波补库存至少将持续到 2 季度中后期。

从国内厂商的反馈来看，虽然大多数企业也感受到了景气回升，但力度明显小于海外企业。我们认为这



和国内许多厂商处于二线供应商的地位有关。当景气回升时，国际大厂首先满足一线供应商的产能，当出现产能不足时，才会分单给二线供应商。我们认为随着行业景气的进一步提升，国内强周期性企业从 1 季度末开始将明显感受到订单的恢复，业绩也有望出现环比较明显的好转。

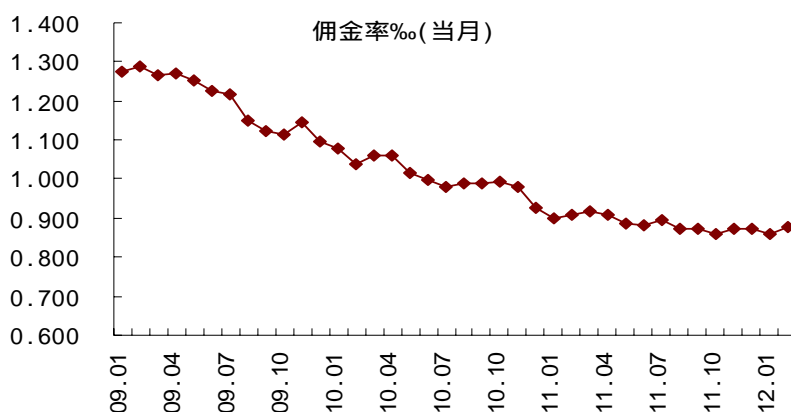
从成长型公司的角度看，下半年无疑是值得期待的。今年下半年微软和英特尔都将推出重磅产品。微软的 Windows 8 结合英特尔力推的 Ultrabook 无疑将刺激电脑（尤其是笔记本电脑）的换机需求。苹果和三星在手机和电视两个市场将推出各自的旗舰产品，从而刺激手机和电视的终端需求。这些产品都将在 3 季度与消费者见面，而产品的拉货从 2 季度就将开始，因此成长性公司在 2 季度的表现也值得期待。

9、券商——传统业务触底回升，制度变革打开成长空间

行业评级：推荐

随着 A 股市场回暖，2 月份上市券商业绩大幅回升。2 月份，18 家上市券商实现营业净收入 45.35 亿元、净利润 17.66 亿元，营业收入环比回升 55%，净利润环比回升 176%。从股基权净佣金率走势看，券商佣金率走势基本触底并有回升趋势。另外，我们对 2012 年 A 股市场看法相对乐观。总体看，2012 年券商经纪业务和自营业务有望触底回升。

图表 45 证券行业股基权净佣金率触底



数据来源：国信证券。

郭树清主席多次在公开讲话中提到将积极稳妥地推进证券期货领域的改革开放，提出了将行业“打造有中国特色的国际一流投资银行”的希望。从国际成熟投行业务看，除了承销、经纪和自营等传统业务外，还包括财富管理、并购顾问、资产管理、投资中介、风险投资和财务咨询等业务。相比之下，国内券商业务模式比较单一。随着证监会新主席新政实施，中国资本市场有望迎来制度变革。中国证券公司传统业务空间将得到拓展，创新业务进一步丰富，从而打开中国证券公司成长空间。

从国际投行经验看，随着业务多元化，国际大投使用杠杆比率都很高，比如高盛、巴克莱、摩根、UBS 的杠杆比率都在 20 倍以上。高杠杆使用，使得国际大投行 Roe 能够保持在 15% 左右较高水平。而我国目前证券公司杠杆比率只有 3 倍左右，业绩受股票市场波动影响比较大，业绩稳定性差。如果我国证券公司杠杆比率能够提高到 10 倍以上，那么我国证券公司 Roe 水平将会明显提升，从而打开利润成长空间。我们判断，随着监管市场化，创新业务不断推出，我国证券公司杠杆比例将处于一个不断上升空间。

在自营业绩改善和创新业务不断推出预期下，我们认为 2 季度券商股有望继续跑赢大盘，将证券行业评级上调为“推荐”。标的选择上，看好兼具估值和综合弹性的中信证券、宏源证券和海通证券。



10、商业零售——关注中西部具备成长潜力的公司

评级：中性

受经济下滑、价格高企等因素导致消费意愿的下降，商业零售行业处于景气明显下降的阶段。自去年零售额逐季下滑后，2012年1月份全国百家重点大型零售企业零售额同比增长19.21%，与春节同在1月份的2009年和2006年同期相比，增速放缓16.55和17.16个百分点。其中，对经济敏感度高的东部地区零售企业增速下滑幅度更大；家电连锁下降幅度最大，已经出现同店销售负增长。

除了经济因素外，零售企业自07、08年以来的新一轮高投入和高成本扩张，导致新店盈利周期拉长，压制业绩的增长。因此，须警惕商业零售类公司2011年年报业绩以及2012年1季报业绩低于预期的风险。相对而言，我们看好位于中西部地区、长期成长性较好的步步高和友好集团。其中，步步高深耕湖南二、三线城市，受益这些市场强劲的消费力释放，表现出较高的同店销售增长；并且，公司适度进行周边省份拓展，短期扩张风险可控；引入外籍团队对超市业务进行精细化管理，提高单店效益和缩短盈利期，体现差异化竞争，经过2年多的试错和磨合，正进入业绩释放期。

友好集团在疆内的经营规模和竞争力突出，充分受益区域内近年兴起的消费升级；主力老店近年通过品牌调整、改善消费体验，内生性增长较高；07、08年开设的新店进入盈利期；公司处于向疆内二线城市和乌鲁木齐二线商圈的快速扩张阶段，大量新开门店对短期业绩增长有压力，但引入战略投资者，能有效改善公司治理结构，提升长期业绩释放动力。参考可比性较强的新华百货，乌鲁木齐和新疆的零售规模是银川和宁夏的2.5倍、3.5倍，未来几年，公司的经营规模及当前30多亿元的市值，有较大提升空间。

11、品牌服饰——看好增长确定的高成长子行业

行业评级：中性

在涨价因素缺失的2012年，品牌服饰行业增速将放缓，业绩增长质量有望下降。受经济下滑、价格高企等因素影响，行业销售数据进一步恶化：今年1月份全国百家大型零售企业的服装零售额同比仅增长12.3%，销量下降0.18%，其中一线城市零售额增速低于平均水平10个百分点。

从调研情况来看，市场此前预期较好的家纺、男装类公司增速下降至10~20%，低于预期，须警惕促销力度加大带来的毛利率下降，以及弱市扩张带来的费用增加。同时，上年秋冬装销售不佳将影响2012年下半年加盟商的订货情况，因此，这些行业的公司存在业绩低于预期的风险。

女装的朗姿股份1月份销售增速较高，我们会关注此后的持续性。户外行业2011年行业零售额延续2007年以来40%以上的高增长，是我们当前唯一重点看好的子行业；国内第一户外品牌探路者今年1月份以来的销售保持高增长；根据订货会情况，公司2012年收入预计达到60%以上的增长。

12、煤炭——关注事件带来的阶段性机会

行业评级：中性

从季节性角度看，煤价在经历4个月的下跌后，有望在大秦线检修，下游旺季开工的带动下企稳并开始上涨。但由于下游主要行业房地产投资、政府基建投资以及出口都仍然处于下降过程中，我们预计煤价反弹的幅度将比较有限。以秦皇岛山西优混的价格为例，预计不会超过800元，全年看煤炭均价有5%的下降；但由于煤炭企业在过往年份积累了较多的利润，因此煤炭上市公司的利润不会下降得太多，整体看，2012年的净利润增速在10%左右，对应目前股价的估值在15倍，比较适中。

我们觉得二季度可能存在事件性刺激的机会。首先，美国经济的持续复苏，中东局势的恶化将从需求和供给方面对油价形成上行的压力；其次，通胀的持续下行给资源价格改革赢得了时间，如果电价改革进展顺利，那么电力企业与煤炭企业的价格关系也将逐步理顺，原先合同煤价有望逐步与市场煤价接轨，目前煤炭企业合同煤占比在25-30%之间，合同煤价格与市场煤价有100-200元的价差，接轨后将对煤炭企业的盈利提



升一个台阶；再次，当前煤炭上市公司很大部分是大集团、小公司，资产注入的话题将会一直存在，那些今年有比较确定注入计划的公司将有不错的收益。

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,2010 年嘉禾基金净值增长率 17.88%,在所有偏股混合型基金中排名第 8。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： 王少成

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。2010 年东吴双动力基金净值增长率为 23%,在同类型基金中排名第 6。

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%。2010 年东吴行业轮动基金净值增长率为 19.05%,在同类型基金中排名第 13。

4、东吴优信稳健债券基金

基金类型： 债券型基金

基金经理： 丁惠

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。2010 年东吴优信稳健债券基金(A 类)净值增长率为 3.58%。



5、东吴优信稳健债券基金

基金类型： 债券型基金
基金经理： 丁惠
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。2010年东吴优信稳健债券基金(C类)净值增长率为3.14%。

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。2010年东吴进取策略基金净值增长率为21.24%,在同类型基金中排名第2。

7、东吴新经济基金

基金类型： 股票型基金
基金经理： 吴圣涛
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。2010年东吴新经济基金净值增长率为14.99%。

8、东吴创业基金

基金类型： 股票型基金
基金经理： 王少成
基金代码： 580007
基金托管人：中国工商银行

本基金为股票型基金,主要投资于市场中的创业型股票,包括创业板股票、中小板股票和主板中的中小盘股票。通过精选具有合理价值的高成长创业型股票,追求超越市场的收益。截至2010年12月31日,成立以来东吴创业基金净值增长率为14.03%。

9、东吴货币市场证券投资基金

基金类型： 货币型基金
基金经理： 韦勇
基金代码： 583001 (A级) / 583101 (B级)
基金托管人：中国农业银行



本基金为货币市场基金，在所有证券投资基金中，是风险相对较低的基金产品。在一般情况下，其风险与预期收益均低于一般债券基金，也低于混合型基金与股票型基金。本基金于 2010 年 4 月 7 日开始发售，截止 2010 年 12 月 31 日，A 级基金净值增长率为 0.9152%，B 级基金净值增长率为 1.0718%。

10、东吴中证新兴产业指数证券投资基金

基金类型： 指数型基金

基金经理： 王少成

基金代码： 585001

基金托管人：中国农业银行

本基金属于指数型股票基金，预期风险和预期收益高于货币市场基金、债券型基金以及混合型基金。本基金紧密跟踪中证新兴产业指数，具有和标的指数所代表的股票市场相似的风险收益特征，属于证券投资基金中预期风险较高、预期收益也较高的品种。本基金采用指数化投资，通过严格的投资程序约束和数量化风险管理手段，力争控制本基金净值增长率与业绩比较基准之间的日均跟踪偏离度的绝对值不超过 0.35%，年化跟踪误差不超过 4%，以实现对标的指数的有效跟踪。

11、东吴新兴产业精选股票型证券投资基金

基金类型： 股票型基金

基金经理： 任壮 刘元海

基金代码： 580008

基金托管人：中国建设银行

本基金为股票型基金，投资组合中股票类资产投资比例为基金资产的 60%-95%，其中，投资于新兴产业类上市公司股票的比例不低于股票资产的 80%，权证投资比例不高于基金资产净值的 3%，固定收益类资产投资比例为基金资产的 0-35%，现金或到期日在一年期以内的政府债券不低于基金资产净值的 5%。

12、东吴深圳 100 指数增强型证券投资基金

基金类型： 股票型指数增强基金

基金经理： 唐祝益 刘元海

基金代码： 165806

基金托管人：中国建设银行

本基金为股票型指数增强基金，在力求对标的指数进行有效跟踪的基础上，通过指数增强策略进行积极的指数组合管理与风险控制，力争获得超越业绩比较基准的投资收益，谋求基金资产的长期增值。本基金力争使日均跟踪偏离度不超过 0.5%，年化跟踪误差不超过 7.75%。