



# 寻找政策红利

## ——东吴基金 2010 年下半年投资策略报告



(2010 年 6 月 22 日)

**主 编** 刘元海

**策 略** 王少成  
杨庆定

### 行业研究

新能源	王少成、 茅玉峰、宫在轶
新技术、银行	刘元海
房地产	薛和斌
商业食品饮料	邹国英
医药	张寅
水务	戴斌
高铁	宫在轶

**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

### 寻找政策红利

2010 年以来中国的宏观调控注定具有历史意义。为了经济可持续发展和社会稳定的需要，政府推进国内经济结构调整，以降低国内宏观经济运行风险和缓解分配矛盾，具有历史的必然性，但是当前调结构政策产生的困境也非常明显。

我们判断，投资结构优化、产业升级以及居民收入分配制度改革将是未来中国经济结构调整主要内容。投资结构优化重点将使投资进一步向保障和改善民生倾斜，向经济社会发展的薄弱环节倾斜，向自主创新倾斜，向节能环保倾斜。虽然保民生和国家支持新兴产业投资会有所增加，但是短期内难以弥补房地产和重化工业投资增速下滑，我国投资增速将整体下移。由于居民收入分配制度改革涉及方方面面的利益，因此不能期望短期内收入提高带来消费对经济增长贡献会显著上升。同时，劳动力成本上升增加传统行业运营成本，也将加剧传统行业增速的下滑。因此，在经济结构调整背景下，下半年我国经济将面临下行风险。由于新的经济增长点短期还难以形成，同时劳动力成本上升推动通胀压力也抑制了政策刺激空间，中长期内我国经济将系统性减速。

在经济结构调整背景下，对于部分强周期行业而言，可能面临长期系统性盈利能力下降，意味着长周期繁荣的结束。由于投资结构优化、产业升级以及居民收入分配制度改革将是未来经济结构调整方向，因此与之相关的行业更有可能成为中国经济未来增长动力，从而产生投资机会。而以上调结构方向更多取决于政府政策取向，因此对于未来投资机会把握，我们更多是从政策出发寻找投资主线，寻找政策红利。

我们判断，3 季度，市场将等待政策落实、经济下行风险以及上市公司盈利预测下调风险释放完成寻底和筑底过程。4 季度通胀压力减缓，经济下行风险显现，政府紧缩政策有望放松，市场在前期充分调整之后有望筑底回升。虽然市场重启人民币升值预期，但我们认为年内人民币升值幅度有限，人民币升值预期对市场影响偏中性。

资产配置上，在调结构背景下，重点配置稳定增长型行业和新兴产业，相对弱化周期型行业，但关注政策放松带来阶段性投资机会。下半年重点关注以下三条投资主线：

- 第一条投资主线是战略配置新能源、新技术及应用等新兴产业。重点关注新能源汽车和光通信行业以及新兴消费电子行业投资机会。
- 第二条主线是寻找业绩增长确定的行业以规避经济波动风险，重点关注：医药、食品饮料、零售、水务和高铁。
- 第三条投资主线是关注具有估值优势周期型行业以及与房地产相关行业的阶段性投资机会，投资时机来自于紧缩政策放松，重点关注：银行、煤炭、工程机械。



## 目 录

一、2 季度重化工业跌幅居前 .....	3
二、经济面临长短之痛，唯有政策可期 .....	4
（一）经济短期面临下行风险 .....	4
（二）中国经济将进入中长期经济结构转型.....	6
（三）政策放松可以期待 .....	9
三、A 股盈利存在下调风险 .....	11
四、欧洲主权债务危机系统性风险释放可能已过 .....	13
五、投资思考与下半年 A 股走势判断 .....	14
（一）方法论 .....	14
（二）宏观经济基本面的历史性变化.....	14
（三）当前 A 股市场主要的特征。 .....	15
（四）市场判断 .....	15
六、寻找政策红利 .....	17
（一）经济转型时期股市和行业表现经验.....	17
（二）投资主线 .....	18
（三）投资主题和重点行业 .....	20
东吴基金管理有限公司旗下基金： .....	30

## 一、2 季度重化工业跌幅居前

1 季度 A 股市场总体呈现震荡走势格局，但 2 季度大盘选择向下趋势。截至 6 月 10 日，2 季度上证指数跌了 17.58%，上半年上证指数跌了 21.8%。

从行业表现看，除医药生物之外，2 季度申万一级行业指数都出现不同程度的下跌。其中，跌幅居前的行业有：房地产、黑色金属、化工、交通运输、建筑建材、金融服务、采掘；涨幅居前或跌幅居后的行业有：医药生物、电子元器件、食品饮料、农业。

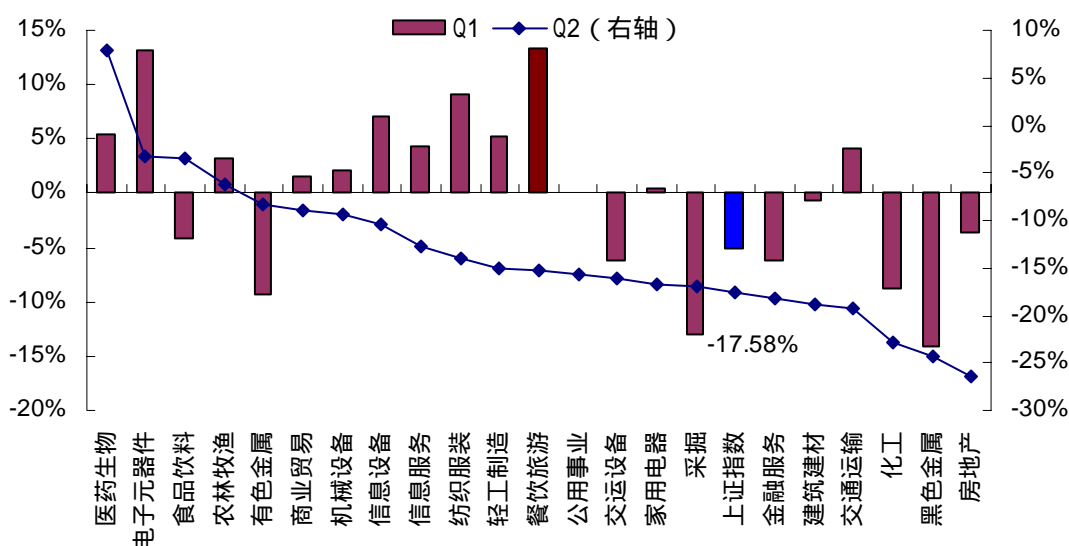
在 4 月份新一轮房地产调控预期下，2 季度重化工业如：房地产、黑色金属、化工、交通运输、建筑建材、金融服务、采掘跌幅明显居前，与房地产相关的轻工制造业家电也出现补跌。同时，在 A 股市场估值中枢下移趋势下，1 季度表现强的行业也都出现不同程度的补跌，如：餐饮旅游、交通运输、纺织服装、轻工制造、信息服务、信息设备等。

相对而言，2 季度医药生物、电子元器件和食品饮料是表现突出的行业。在下跌市场中，防御型行业：医药生物和食品饮料相对抗跌。与新兴消费电子相关的电子元器件在今年上半年市场中表现也很突出，以及其它新兴产业如新能源主题也都有较好表现。

今年上半年，在货币政策收紧和房地产调控背景下，重化工业表现很弱；而防御型行业以及符合国家产业政策的新兴行业表现相对较好。总的来看，今年上半年，周期性行业被抛弃，而新兴产业和部分防御型行业受到资金青睐。

在经济结构调整背景下，是否意味着很多重化工业长周期繁荣的结束，而符合经济结构调整需要的新兴产业是否能够抵御高估值继续演绎上好表现，防御型行业是否能够继续抗跌？

图表 1 2010 年 1、2 季度申万行业指数表现



数据来源：东吴基金，Wind。



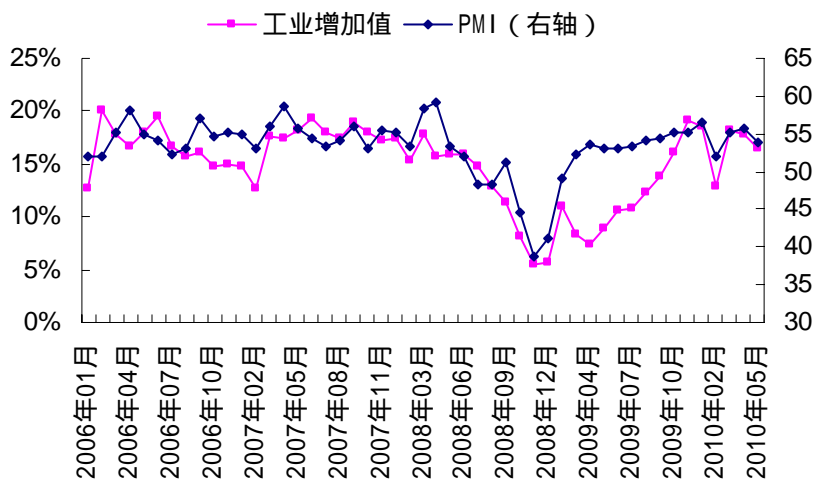
## 二、经济面临长短之痛，唯有政策可期

中国经济面临短期下行风险，中长期将经历经济结构调整阵痛，经济增速出现系统性下移，未来经济增长动力更多来自于政策驱动。政策进入观察期，短期不具备全面放松条件，预计放松时点可能在 4 季度。

### （一）经济短期面临下行风险

2010 年 5 月中国制造业 PMI 为 53.9，与 4 月份相比环比下降 1.8；5 月份工业增加值同比增长 16.5%，比 4 月份回落 1.3 个百分点，工业增加值同比增速继续下滑。受年初以来从紧货币政策和严厉房地产调控政策影响，短期中国经济面临下行风险。

图表 2 工业增加值呈现下滑趋势



数据来源：东吴基金，Wind。

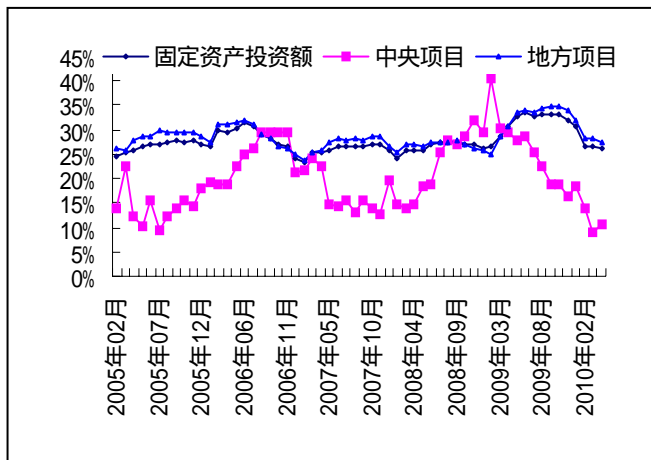
从投资看，去年底中央经济工作会议指出今年投资重点用于完成在建项目，严格控制新上项目。中央项目投资增速从 09 年下半年就开始回落；地方政府项目投资增速从年初也开始明显回落。结果是，今年以来城镇固定资产投资增速明显回落，预计下半年投资增速下滑趋势将会继续，原因有：

(1) 地方政府投资能力减弱。今年地方政府融资平台贷款受到严格控制，地产调控政策减少地方政府财政收入，以上两个因素将削弱地方政府投资能力。

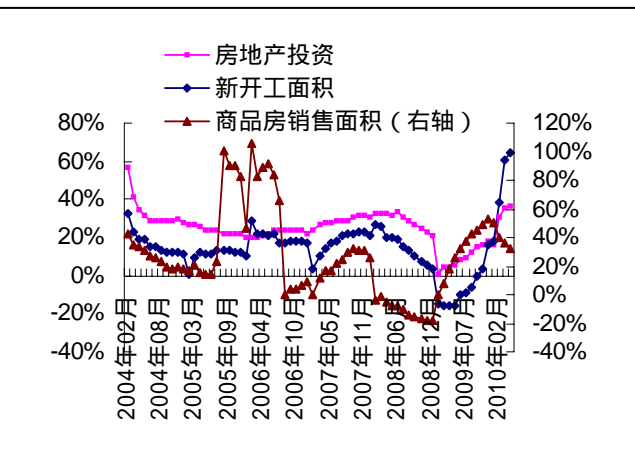
(2) 房地产投资触顶回落。今年以来，商品房销售面积同比增速呈现回落趋势，预计 5 月份增速下滑要更快些。从历史经验看，商品房销售面积增速要领先于新开工面积和房地产投资增速，这意味着新开工面积和房地产投资增速将在随后几个月内触顶回落。历史上房地产投资占我国城镇固定资产投资比例 20% 多，房地产投资增速回落 1 个百分点，将降低城镇固定资产投资 0.2 个百分点，房地产投资增速回落对总投资影响显著。



图表3 固定资产投资增速有回落趋势



图表4 房地产投资增速见高回落



数据来源：东吴基金，Wind。

从消费细项看，食品、服装等必需消费品增长相对稳定。今年以来，与房地产相关的行业如石油及制品、汽车、家居、家电和建筑装潢继续延续09年快速增长趋势。从历史数据看，石油及制品、汽车、家居、家电和建筑装潢销售增长与商品房销售面积呈正相关性，但今年以来商品房销售面积同比增速呈下降趋势，并且在严厉地产调控下，预计销售面积下滑速度更快，预示着未来一段时间内与房地产相关的一些消费行业销售增速将出现下降。这将在一定程度上对消费增长产生负面影响，但由于食品饮料烟酒和服装等是消费支出主体，这些细项增长相对稳定，因此消费稳定增长仍然可期。

图表5 消费稳定增长

指标名称	2007-12	2008-12	2009-12	2010-02	2010-03	2010-04
	累计同比增速(%)					
社会消费品零售总额	16.80	21.60	15.5	17.9	17.9	18.1
石油及制品类	34.00	12.10	6.80	40.80	40.30	41.10
汽车类	31.40	18.10	32.30	41.70	39.80	39.00
家具类	59.70	6.40	35.50	36.30	37.60	37.00
金银珠宝类	49.80	20.00	15.90	34.70	37.30	37.00
家用电器和音像器材类	37.50	-5.40	12.30	31.70	29.60	30.70
建筑及装潢材料类	55.40	-29.80	26.60	30.50	26.80	27.40
服装鞋帽针纺织品类	22.10	24.10	18.80	23.30	23.90	23.30
日用品类	27.80	10.80	15.60	31.70	22.40	22.90
文化办公用品类	33.30	1.00	6.70	17.40	18.30	19.50
通讯器材类	13.10	-8.00	-1.30	20.00	18.00	19.40
食品、饮料、烟酒类	26.60	16.00	14.00	16.80	18.40	18.80
化妆品类	22.80	24.70	16.90	15.60	15.60	16.00
体育、娱乐用品类	32.00	-3.60	9.10	10.70	13.30	15.00

数据来源：东吴基金，Wind。

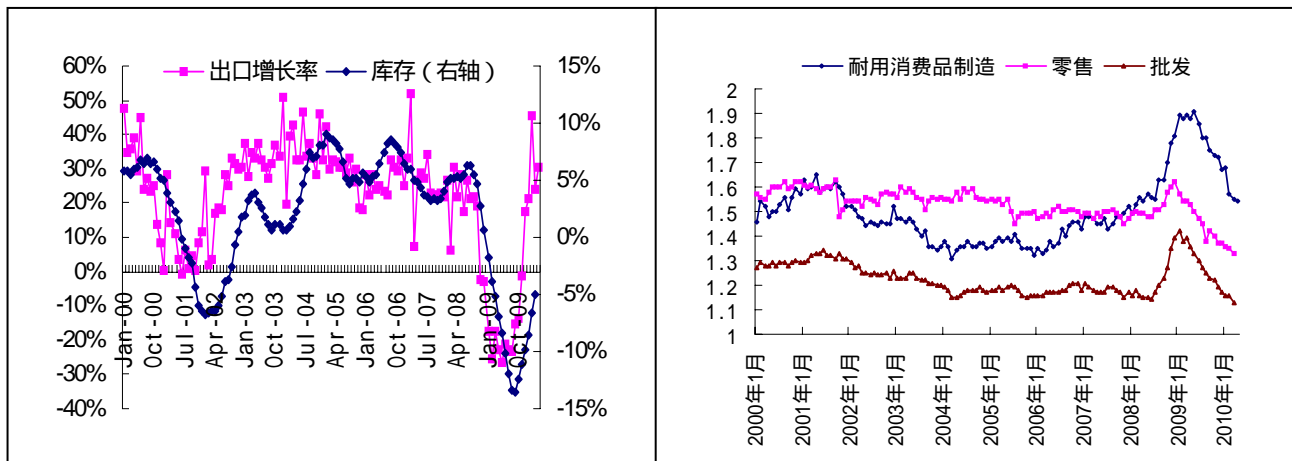
从出口看，我国出口增速与美国库存变化表现出明显的正相关性。目前美国库存同比增速正处于回升趋势，同时零售和批发业库存/销售比处于历史低点，美国零售和批发业存在补库存需要，美国库存回升将继续



拉动中国出口。预计下半年我国出口仍能保持较快增速，全年出口总额有望回到 08 年水平，增速达到 20% 以上。

图表 6 中国出口与美国库存变化表现正相关性

图表 7 美国存在补库存的需要



数据来源：东吴基金，Wind。

09 年全年贸易顺差 1957 亿美元，同比下滑 34%，拉低 GDP 增速 2 个百分点。今年前 4 个月贸易净顺差只有 161 亿美元，5 月当月为 195 亿美元，如果剩下 7 个月内每月贸易顺差都在 200 亿美元以上，那么 2010 年全年贸易顺差 1760 亿美元，同比 09 年仍然是负增长。因此，2010 年贸易顺差对 GDP 贡献即使有正贡献，预计也很小。

从拉动经济增长三驾马车看，虽然消费稳定增长，但固定资产投资增速已显示下滑趋势，净顺差对 GDP 增速即使有正贡献也不会太大，下半年经济面临下行风险。

## (二) 中国经济将进入中长期经济结构转型

02-07 年我国经济经历了一轮上升周期，投资、出口和房地产是拉动经济增长的主要力量。这种经济增长模式的前提是土地、劳动力、资源等生产要素价格低估，低廉生产要素结果是中国能够生产出廉价的具有国际竞争力的商品。并且当时全球经济正处于扩张期中，出口的增加带动了我国投资，投资的扩大又促进了出口能力的增加，形成了一个良性循环。同时随着经济增长和居民财富积累，房地产也进入一轮牛市周期。房价上涨促进了房地产投资，并拉动了国民经济相关产业链发展。投资、出口和房地产交互作用造就了 02-07 年中国经济上升周期。

然而，目前土地价格、资源价格都已经出现大幅上升，劳动力价格也将进入一轮上升周期，中国商品成本优势将逐步消失。同时，虽然当前世界经济总体上度过了最困难阶段，出现回暖迹象，但是，在金融危机中受到重创的房地产、金融业仍待恢复，实体经济增长乏力，新的经济增长点短期内还难以形成，一些国家主权债务风险不断暴露，世界经济全面复苏将是一个缓慢而复杂的过程。因此，未来几年，对出口增长幅度的期望不宜过大。

高房价带来社会不稳定和资产泡沫风险，年初以来出台的系列调控政策，显示出此次政府对房地产调控决心。当前房地产成交量急剧下滑，预示着未来房地产投资将进入下滑趋势。

当投资与出口之间的良性循环被打破以及房地产到了不得调控的时候，我国经济就面临强烈转型压力，需要新的增长模式。





那么，如何实现经济转型？在经济转型过程中，经济增长动力是什么，经济将如何表现？我们可以参考一下 70 年代日本转型经验。

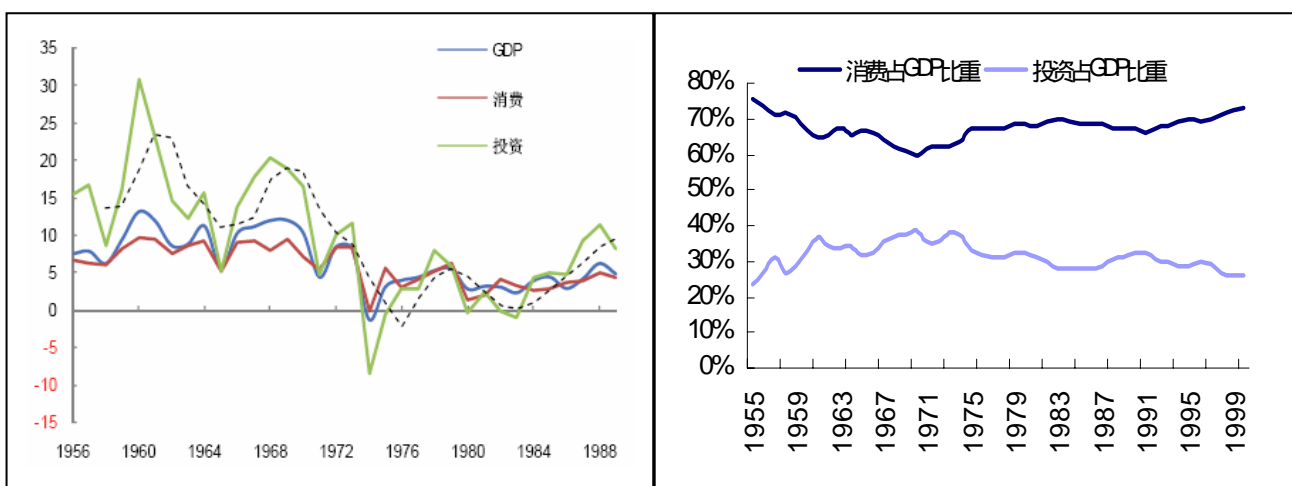
日本经济在经过多年快速成长后，1973 年由于受石油危机冲击，传统投资出口拉动型经济增长方式难以为继，经济陷入滞胀。日本政府面临不得不转型的境地，开始大力促进经济结构调整以及产业结构升级。

经济结构调整的结果是，消费占 GDP 比重不断提升，由 70 年代 60% 提高到 80 年代的 70%，投资率则趋于下降。在经济转型过程中，虽然日本经济增速出现系统性下移，但是转型之后使日本经济更多依靠消费，日本经济增长更为持续及稳定，从而经受住了 80 年代初第二次石油危机冲击。

产业结构升级，实现了由资本密集型向技术知识密集型转变。具体体现在：传统的钢铁、交运设备、非金属矿物质、化工、石化等重化工业在制造业中比重逐步下降或相对稳定，而以电气机械、通用机械等技术密集型的加工制造业占比逐步提升。新兴产业成长壮大为经济提供了新的增长动力。

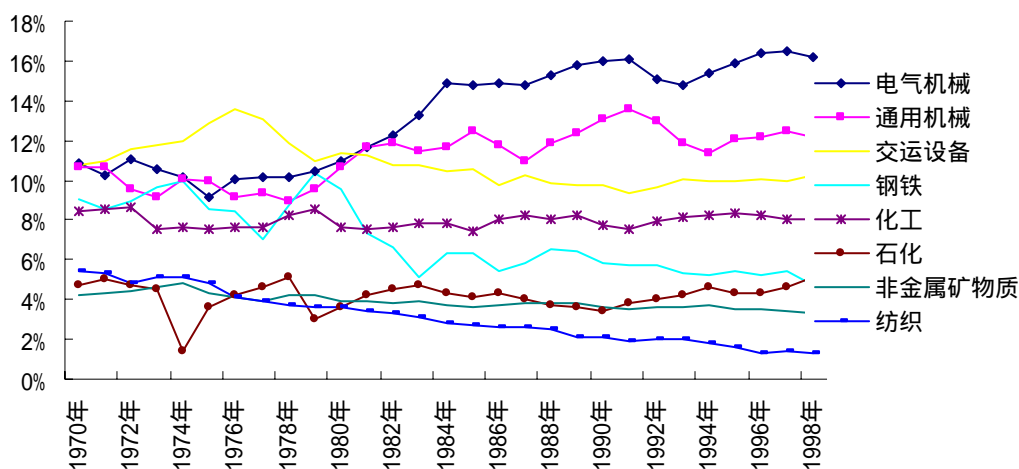
图表 8 70 年代日本经济经历了从高增长向低增长滑落

图表 9 日本消费、投资占比



数据来源：国信证券研究所。

图表 10 日本制造业各子行业 GDP 比重变化



数据来源：国信证券研究所，东吴基金。



从日本经验看，虽然经济结构调整会令经济增速水平系统性下移，但是经济结构调整，特别是消费对经济贡献提高，会使经济增长更为稳定。同时，在产业结构升级过程，传统的重化工业占 GDP 比重将逐步下降或停滞增长，技术密集型的新兴产业对 GDP 贡献不断提升。

对于我国而言，转变经济增长方式已是势在必行了。6 月 1 日，国务院副总理李克强在《求是》杂志上发表了《关于调整经济结构促进持续发展的几个问题》。该文再次反映了最高领导层对转变经济发展方式的决心。那么，如何实现经济发展方式转变呢？文章指出：“调整经济结构是转变发展方式的重要内容，对加快经济发展方式转变具有决定性意义。调整经济结构既是着眼于解决经济运行中的深层次矛盾，也是为了拓展发展空间，增强经济发展的长期动力，使经济增长建立在结构优化的基础之上，持续性得到增强”。该文指明了我国未来经济结构调整方式和内容：

- (1) 立足扩大内需调整结构。扩大内需包括扩大投资需求和消费需求。在我国目前的发展阶段，投资需求还有很大空间。从应对国际金融危机冲击看，投资对经济增长的拉动作用见效最快，对经济企稳回升起到了重要作用。同时也要看到，长期过度依赖投资拉动的经济增长是难以持续的。要把重点放在投资结构的调整上，使投资进一步向保障和改善民生倾斜，向经济社会发展的薄弱环节倾斜，向自主创新倾斜，向节能环保倾斜。寻求投资与消费的结合点，实现投资与消费之间的良性循环，以投资带消费，以消费促投资。
- (2) 把城镇化作为扩大内需的战略重点。以加快城镇化为依托，调整优化城乡和区域结构，扩大消费需求和投资需求。
- (3) 加快产业结构优化升级，提升持续发展水平。及时调整产业结构、产品结构，努力使供给结构更好地适应市场需求变化。通过提高自主创新能力和加强质量、品牌和标准建设，争创国际竞争新优势。
- (4) 提高居民消费能力。提高居民收入在国民收入分配中的比重和劳动报酬在初次分配中的比重，努力做到城乡居民收入增长、劳动报酬增长与经济增长相协调。

《关于调整经济结构促进持续发展的几个问题》一文为我们把握未来经济结构调整方式和内容指明了方向。投资结构优化、产业升级以及居民收入分配制度改革将是未来中国经济结构调整主要内容。

在经济结构调整过程中，我国经济将如何表现？

由于投资结构优化重点是使投资进一步向保障和改善民生倾斜，向经济社会发展的薄弱环节倾斜，向自主创新倾斜，向节能环保倾斜，虽然保民生和国家支持新兴产业投资会有所增加，但是短期内难以弥补房地产和重化工业投资增速下滑，我国投资增速将整体下移。

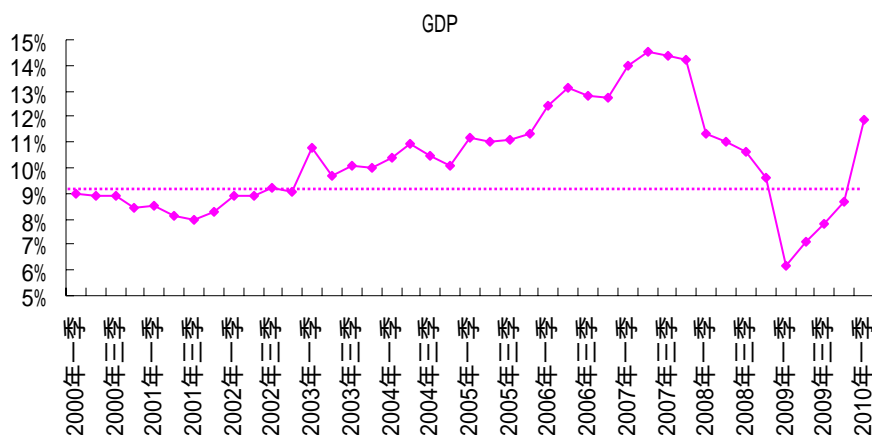
由于居民收入分配制度改革涉及方方面面的利益，因此不能期望短期内收入提高带来消费对经济增长贡献会显著上升。同时，劳动力成本上升增加传统行业运营成本，也将加剧传统行业增速的下滑。

我们判断，在经济结构调整背景下，下半年我国经济面临下行风险。由于新的经济增长点短期还难以形成，同时劳动力成本上升推动通胀压力也抑制了政策刺激空间，中长期内我国经济将系统性减速。未来中国经济增长动力将来自于：投资与消费相互促进力度、城镇化进度、产业升级力度以及居民收入分配制度改革进度。而以上这些因素更多取决于政府政策取向。因此，对于未来经济走向判断，我们更多从政策出发去寻找经济增长动力。





图表 11 中国 GDP 增速将会系统性下移



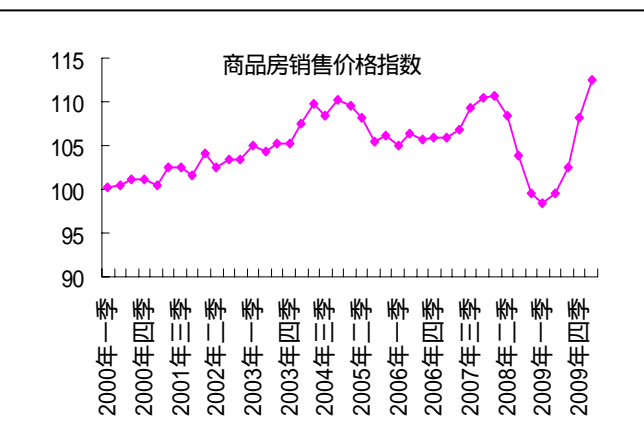
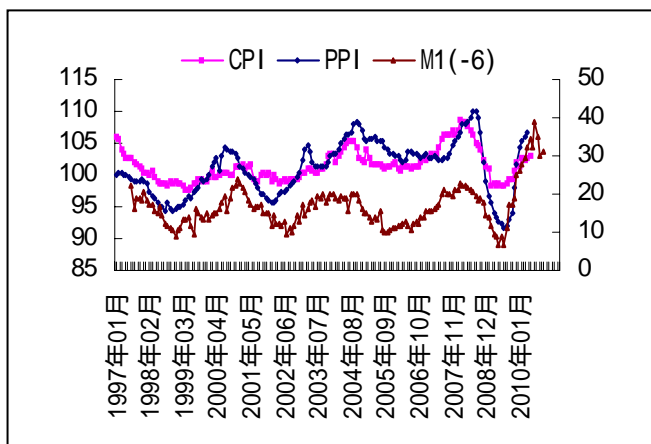
数据来源：Wind，东吴基金。

### (三) 政策放松可以期待

虽然当前中国经济面临内忧外患——国内投资下滑、欧洲主权债务危机，经济面临下行风险，但是我们判断，当前政策全面放松的条件还不具备：(1) 通胀仍然处于上行趋势。历史上我国狭义货币供应量 M1 一般要领先 CPI 6 个月左右触底或顶，今年 1 月份 M1 增速才触顶回落，因此预计 CPI 要到 7 月份以后才可能回落。(2) 虽然年初实施严厉地产调控，但是目前商品房销售价格仍然居高不下，并且目前各地方政府地产调控细则刚出台或处于陆续出台阶段，调控效果还需要时间观察。(3) 虽然经济处于下行趋势，但 2、3 季度单季 GDP 同比增速有望在 9% 以上，仍然处于政府可接受范围之内。

图表 12 中国货币供应领先通胀走势

图表 13 商品房销售价格居高不下



数据来源：Wind，东吴基金。

虽然当前政策没有全面放松，但是政策开始进入观察期，并且在保障性住房建设上有新的举措。5 月 19 日住建部与各省、自治区、直辖市人民政府以及新疆生产建设兵团签订 2010 年住房保障工作目标责任书，要求确保完成 2010 年工作任务。按照要求，2010 年全国共建设各类保障性住房和棚户区改造住房 580 万套，改造农村危房 120 万户，投资金额约 4300 亿，并要求 7 月底前各地区必须全面开工。09 年房地产投资总额 3.62 万亿，如果今年保障性住房建设规模能达到 4000 多亿，那么对房地产投资拉动将在 10 个百分点以上，



将在很大程度上弥补商品房投资下滑。

我们判断，政策放松的时间段可能在 4 季度。4 季度，经济下行风险可能要大于通胀压力和房地产泡沫风险。4 季度经济下行的趋势会比较明显，CPI 在 4 季度回落，房地产经过一段时间缩量，房价也有松动可能。

对于政策放松力度预期，我们判断即使 4 季度政策放松，政策刺激力度不可能达到 08 年底和 09 年的水平。在经济转型压力和经济结构调整背景下，未来政策取向不再可能采取极度宽松货币政策和大规模基础设施建设。政策即使放松，也将转向服务于经济结构调整的需要，包括：鼓励投资与消费结合、城镇化建设、产业升级、收入分配制度改革等。在经济面临长短期阵痛时，唯有政策可以期待。

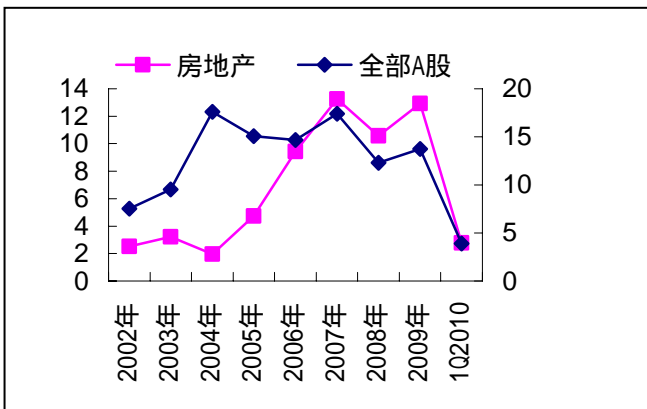


### 三、A 股盈利存在下调风险

从上市公司盈利情况看，目前研究员对上市公司 2010 年一致盈利预期同比增长 28.5%，但对于这一增速预期，存在下调风险。

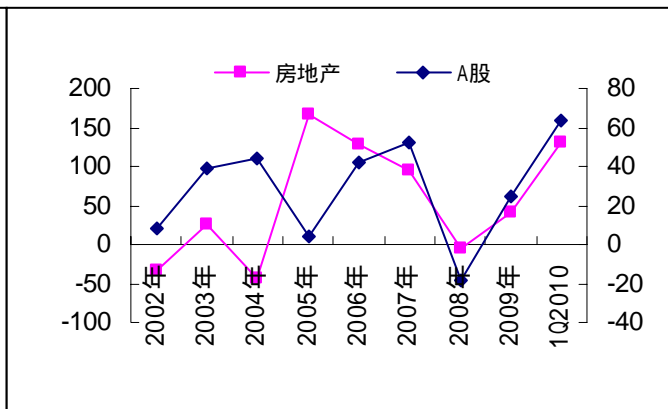
目前影响 2010 年 A 股净利润不确定因素主要是房地产调控和大宗商品价格波动。从历史看，A 股 ROE 和净利润增长率与房地产呈显著正相关性。这意味着房地产调控将会影响 A 股盈利能力和利润增长。

图表14 A股和房地产行业ROE显著相关



数据来源：Wind，东吴基金。

图表15 A股和房地产行业利润增长显著相关



数据来源：Wind，东吴基金。

目前研究员对能源大宗商品 2010 年一致盈利预期同比增速为 39%，房地产及相关行业为 36%。受房地产调控及大宗商品价格波动，这些行业盈利存在下调风险，我们假设能源大宗商品和房地产及相关行业盈利增速下调 50%，而其它行业盈利增速预期保持不变，结果是 2010 年 A 股上市公司净利润同比增速为 23.42%，与当前一致预期 28.46% 增速低了 5 个百分点，下调幅度在可接受范围之内。

图表 16 A 股上市公司 2010 年盈利预测敏感性分析

	净利润		2009 年净利润占比	净利润增速		
	2009A	2010E		2009A	2010E	下调后假设
能源大宗商品	1824	2530	15.79%	-11%	39%	20%
房地产及相关行业	2383	3244	20.64%	55%	36%	18%
泛消费	1158	1453	10.02%	63%	26%	26%
金融	5310	6345	45.98%	30%	19%	19%
TMT	268	330	2.32%	-43%	23%	23%
交通运输	254	571	2.20%	8%	125%	125%
其它	351	362	3.04%	10623%	3%	3%
	11549	14836	1	26.94%	28.46%	23.42%

数据来源：Wind，东吴基金。

A 股上市公司净利润率在 08Q4 触底之后回升，2010Q1 回升到 6.51% 水平，处于历史相对高位。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。5 月份我国原材料购进价格指数已上升到 12.2%，接近历史高位。

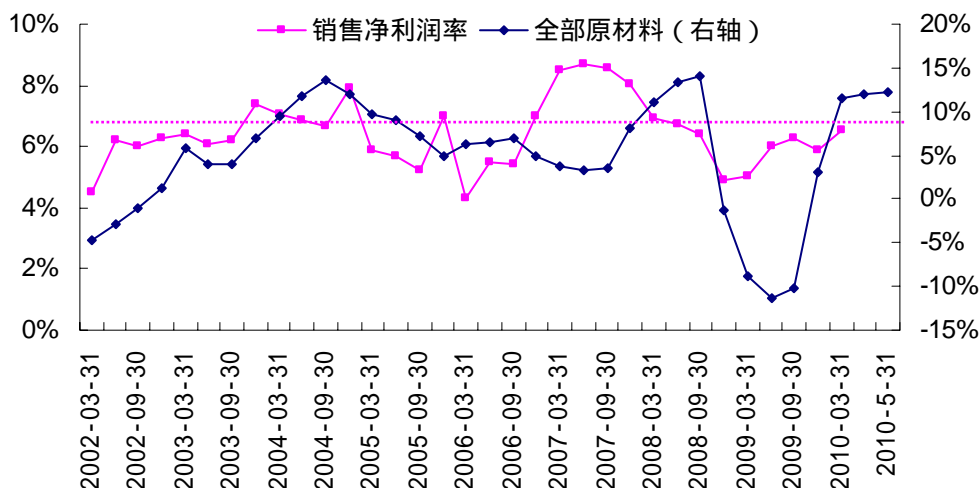
从三项费用率看，2010Q1 三项费用率降到 8.89%，接近 06 年以来低点。与 09Q1 比较，2010Q1 三项费用率降了 2.06 个百分点，其中，营业费用率降低了 0.56 个百分点，管理费用率降低了 0.93 个百分点，财务



费用率降低了 0.57 个百分点。在当前劳动力成本上升背景下，营业和管理费用率进一步下降空间很小，同时目前中国利率处于历史低位，财务费用率下降空间也不大。总的来看，在劳动力成本上升和信贷收紧背景下，三项费用率反而有上升趋势。

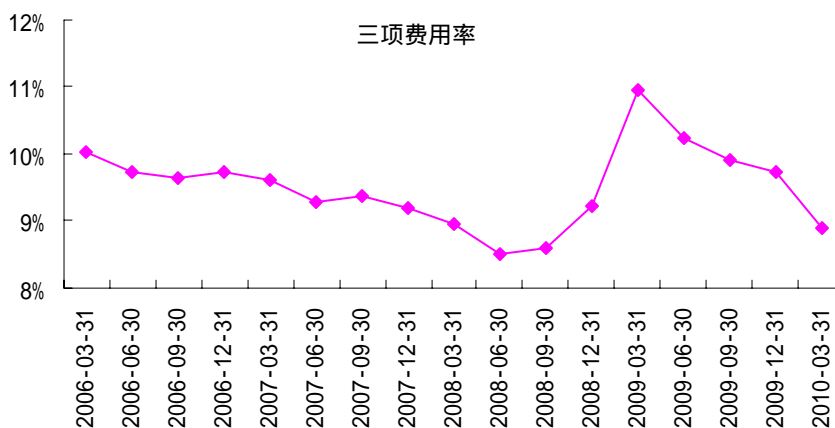
原材料成本和三项费用率上升，预示着 A 股上市公司净利润率拐点可能已现，净利润率回升趋势基本结束。

图表 17 原材料购进价格指数上升侵蚀公司净利润率



数据来源：Wind，东吴基金。

图表 18 三项费用率接近 06 年以来历史低点



数据来源：Wind，东吴基金。

总的来看，在房地产调控和大宗商品价格波动背景下，房地产及相关行业和能源大宗商品盈利预测存在下调风险。从我们敏感性分析看，虽然目前全部 A 股上市公司盈利预测下调幅度不是很大，但我们要重视盈利预测低于预期给市场带来风险，特别是 A 股上市公司净利润率拐点已现，对上市公司净利润将产生负面影响。



## 四、欧洲主权债务危机系统性风险释放可能已过

欧洲主权债务危机处于进行时。目前欧洲主权债务危机引发的市场资金紧张、资本市场波动性的大幅上升和政策制定者的大力干预举措，都和 08 年次贷危机集中爆发时极为相似。虽然主权债务最严重的希腊、葡萄牙及爱尔兰三国 GDP 占欧盟 GDP 比重低于 5%，并且欧盟已经积极开始展开救助计划，但我们认为事态的发展仍存在很多不确定因素。主要的问题还是主权债务风险是否会扩散至欧元区的商业银行系统。目前欧洲主要商业银行在主权债务国家都有风险敞口，如果欧洲银行系统风险被引爆，主权债务危机将进一步扩大化。

欧洲主权债务危机的根源在于欧元区国家经济发展不平衡。由于经济增长模式和财政状况的差异，次贷危机后欧元区国家外债水平差异很大。由于实行统一的货币政策，危机国只能通过财政紧缩来应对债务危机，拖累危机国乃至整个欧元区的经济增长前景。

持续财政政策紧缩延缓欧元区的经济复苏进程。最近德国也宣布财政紧缩计划，受次此影响，财政紧缩影响欧元区 2011 年的 GDP 的从之前的 0.46% 上升至 0.54%。如果主权债务危机的扩大化，欧洲经济复苏前景可能更加暗淡。

最差的时候可能已经过去。欧洲主权债务危机短期是解决流动性不足的问题，即到危机国如何偿付到期的短期债务；中期是危机国资产负债表的修复问题。短期的流动性偿付目前来看已经没有风险，7500 亿资金已经使得 PIIGS5 国可偿付未来 5 年的到期债务。中期的资产负债表修复的问题，即是否可以通过经济增长持续的降低危机过的危机国的债务/GDP 比例。这个问题本质上是个信心问题，短期既不能证明也无法证伪，只能通过经济数据的观察和跟踪，不断的比较危机国经济增速和融资成本来综合研判。所以，虽然欧洲主权债务危机未来的演化路径还不明朗，欧元区经济复苏进程也可能低于预期，但我们判断欧元区主权债务的系统性风险的释放可能已经结束，后面留给资本市场将是个漫长而曲折信心恢复之旅。

对中国外贸具有局部的影响。欧盟是中国的最大贸易伙伴，占中国进口总额的 13% 和出口总额的 20%，其中 PIIGS 五国在占比分别为 1.91% 和 3.47%。绝对比例不大，但是考虑到未来欧元区国家经济复苏进程的延缓，特别是欧元贬值造成贸易条件的变化，将是中国对欧进口动能增加而出口动能下降。欧元的大幅贬值，已经提升了欧洲大宗商品出口行业的竞争力。我们注意到，欧洲有些化工产品已经出现复产的迹象。未来欧元持续贬值这将使得欧洲商品出口的竞争力持续增加。





## 五、投资思考与下半年 A 股走势判断

### （一）方法论

从投资方法论上看，首先，我们认为，股市整体趋势可以反映宏观经济周期变化，但并非宏观经济增速变化的简单映射。全球股市百年的历史经验表明，经济成长并不代表股市成长。美国股市经验显示，股市牛熊最相关的因素是两个，一个是前一年度的涨跌幅度，另一个是当年货币政策是否发生方向性的变化。其次，我们认为，可通过批判的思考获得关于股市运动规律的渐进性理解。投资主体应该不断的从市场主体、市场的结构性因素、与经济基本面的互动、市场功能等多个维度观察市场的变化，发现和积累市场运动规律，不断增进和完善自身的知识系统。

现阶段我们着重强调两点：

- **不断的将默会知识转化为显性知识。** 资本市场也是一个不断进化的历史过程，每个参与者都持续的面临优胜劣汰的生存压力。我们认为，市场的生存技能不是来自亡命博傻，而是来自通过不断的投资试验和策略性操作完善的知识系统。市场的知识系统涉及方法论、普世智慧、经验常识等诸多内容，其边界也是不断扩大的，即不断将默会知识变成显性知识。默会知识的含义是一种经常使用却又不能清晰表达或直接传递的知识，但可以通过认识的不断深入而逐步转化为显性知识，它反应的是个体对客观规律认识不断从经验阶段向理性阶段转化。对参与市场的投资主体来说，在知识系统上和市场保持一致并适当超越，是在资本市场生存和发展的必然要求。回顾 A 股市场过去 10 年的发展，我们看到市场整体的知识系统边界在不断的扩大，基本面的研究深度和系统性已经大幅提高。现在已经很难想象，如果机构投资者还维持 3 年以前的行业和公司研究深度，是否还可以适应目前的 A 股投资要求。从投资角度来观察，研判个股和行业板块的领先指标也是不断变化。以钢铁板块投资为例，我们可以清晰的看到默会知识向显性知识的转化。钢铁板块投资的领先指标从业绩、钢价、矿石为主的成本价格，最后到基于投资时钟行业板块选择，其投资逻辑是不断进化的。**默会知识对投资和研究具有不同的要求。** 在投资上是强调对待新兴事物和机会的开放心态和进取精神，对待未知和不可知领域的严格的投资纪律；在研究上强调的则是不断拓展对市场、行业板块，个股运动规律的认识深度和增进相关知识的积累。
- **不断突破思维定式。** 在过往的投资实践中，我们感到适应市场变化的主要困难在于如何摆脱原有知识系统的束缚，即原有思维定式的束缚。**凯恩斯曾指出：真正的难题不在于新观念，而在于旧观念造成束缚，这些都是我们成长过程中所熟悉的东西，散步在心灵的每个角落。** 所谓思维定式也是相对的概念，是相对特定情境背景的。我们认为在投资上应该强调思维创新，以投资结果的好坏作为评价和不断修正原有思维定式。由于个体认知的局限性，投资者对投资标的价值和价格的认知存在持续的相互作用，因此对投资标的价值判断具有很强的情景背景。在投研实践中，我们需要对原有投资价值判断不断的重新定位，不受原有思维定式的约束，以追求合理投资决策作为主要目的。

### （二）宏观经济基本面的历史性变化

2010 年以来的宏观调控注定具有历史意义。中国社会目前最大的问题是分配矛盾，并且已经被资产价格泡沫所激化。为了社会稳定和持续发展的需要，政府推进国内经济结构调整，缓解分配矛盾，降低国内宏观经济运行风险具有历史的必然性。但是调结构的政策的困境也非常明显：

- **宏观经济结构性减速和通胀压力并存。** 改善收入分配，通过财政税收政策的调整，不断的提高中低收入阶层实际收入，这将造成未来国内宏观经济持续的通胀压力。调结构意味着传统行业运营成本提高，增速下滑，而新兴产业的发展在短期又很难跟上，未来国内宏观经济将整体结构性减速。减速和通胀压力



两个问题并存，这为政府未来的宏观经济管理增加诸多困难。

- **政府施政目标的变化挑战政府的收支平衡。**政府以推动经济增长作为单一目标的时代结束了，社会稳定将成为和经济增长同等重要的施政目标，甚至不排除可以为了公平适度损及效率目标。近期高层的讲话和言论不断的涉及调结构和改善收入分配，印证了政府施政目标变化的趋势。施政目标转变在政府财政收支结构上将会营造一个新的格局，但同时也是一个巨大的压力，毕竟短期来看调结构等同于增加支出，减少收入。这就引发了三个问题需要我们持续的思考：钱从哪里来？花到哪里去？谁受损和谁受益？
  1. 钱从哪里来？一是开源：增加税收、增发国债、国有股减持、“引导”民间资金承担公共建设开支；二是节流：压缩现有的某些财政开支。政府显然会更重视开源，政府一旦开源，就意味着股票市场短期肯定要节流，短期股票市场还要承压。未来中央财政的情况明显要好于地方财政，所以中央财政支持的相关行业更加值得重视，比如智能电网，航天卫星，新能源汽车，核电等。
  2. 花到哪里去？提供更多的公共产品，比如 公共安全，医疗，教育，保障性住房等。另外，政府出台了史上最严厉淘汰落后产能，节能相关措施，减排、低碳的也是比较明确的投资方向。
  3. 谁受损和谁受益的问题。最直接的反应是，传统行业由于成本提高和增速的下滑都将受损，而新兴和民生行业整体受益。至于后面政策路径的演化，以及新兴产业和民生产业的发展还需要持续观察和思考。不管怎样，紧跟政策应该是目前回避市场风险最好的办法。

### （三）当前 A 股市场主要的特征。

- **市场分割：牛市特征和熊市特征共存。**2010 年以来，我们看到 A 股市场内部的张力持续扩大，市场分割的态势越发明显。从传统行业板块的估值和走势来看，已经步入熊市并将继续维持熊市特征。相反，中小市值的板块，特别是创业板的估值和走势，分明还是疯牛的特征。年初以来，多次风格转换的失败，使得我们认识到 A 股市场当前的分割状态是当前宏观经济政策困境的持续反应。我们的判断是，在宏观经济出现系统性风险进一步释放的情况下，这种分割状态必将得到修复。
- **信息过度传播。**不仅仅是消费品市场，目前的 A 股市场也呈现信息过度传播的态势，这矛盾的反映在两个方面：一个是股票市场对经济基本面的反应不断超前，另一个是极大的增加投资者判断整体出现合成谬误的概率。A 股市场全流通后，最大的变化是市场参与主体的丰富以及可流通市值的持续膨胀。市场参与主体多元化后，各种利益团体都涌入市场淘金，快速的丰富了市场整体的知识系统，股票市场对宏观经济基本面的反应更加前瞻和迅速。另一方面，丰富的可利用资源和外部信息冲击，使得投资机构整体逐渐丧失独立和深入思考的动力，根据外部信息做简单机械反应已渐成潮流。

### （四）市场判断

**市场已经进入弱市格局。**2010 年以来是 A 股市场一直保持在区间震荡格局内，但是 2 个因素改变了市场的平衡。一个是政治色彩浓厚的针房地产的行政性调控，一个是持续收紧的信贷政策，目前已经影响到银行间市场的流动性。房地产调控政策在持续，力度没有减弱的迹象，更加重要的是效果并不明显，但实体经济的中微观层面已经感觉到房产调控政策的持续压力，宏观经济从高位回落趋势明显。特别是 4 月底以来欧洲主权债务危机愈演愈烈，A 股市场开始反应未来国内经济二次探底的风险，从区间震荡格局快速进入弱市格局。

**市场未来的转折点可能出现在 4 季度。**过去几年的经验显示，A 股市场本质上也是货币现象，其结构变化由整体预期和业绩相对变化来驱动。



- 在通胀压力释放后，货币政策拐点才有望得到确认。货币政策的变化对股市的熊牛具有直接影响。虽然近期央行回收流动性的力度有所减弱，但是考虑到银行间流动性已经趋紧和国内持续上升的通胀压力，短期货币政策转向难以发生。
- 房地产调控影响信心。当前房地产调控引发的矛盾很多。虽有保障性住房，新兴产业振兴规划等政策作为对冲，但是实现对冲效果的可能性很小。对房地产调控，一个比较好演化路径是政府出台非常规手段（房产税等）快速的体现出调控效果，为后续政策转向预留空间。房地产的行政性调控效果实现后，房地产政策在实施和操作层面预计会转为有保有压，政策对市场信心的影响将逐步淡化。
- 业绩预期需要一次充分的调整。由于国内宏观经济近期风险性因素的增多，我们注意到市场一致性业绩预期目前调整还较为滞后，还需要经历一次充分的调整才能真实反映当前宏观经济的基本面。市场盈利的一致性预期的大幅调整本身也会伤害市场信心，在结合房地产调控带来政策风险的考量，市场出现进一步下跌的可能还是比较大的。

6月19日，央行宣布进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性，恢复以市场供求为基础，参考一篮子货币进行调节，有管理的浮动汇率制度。6月21日，人民币兑美元升值0.428%，是近20个月最大单日涨幅，打破了金融危机以来横盘格局。

自05年人民币汇改以来，人民币出现大幅升值，但在不同经济周期，人民币升值对A股市场影响却是不同的。在05-07年经济上升周期，人民币升值带来热钱的涌入，经济增长背景下流动性增加助推了A股的涨幅。而08年在金融危机冲击下，中国经济出现断崖式下跌，即使期间人民币升值，流动性却减少了，经济下滑加流动性缺失造就了08年A股大熊市。我们认为人民币升值只是市场牛市的充分条件，而不是必要条件，人民币升值对A股市场正面影响必须立足于经济走势。

虽然市场重启人民币升值预期，但我们认为，在下半年经济下行背景下，年内人民币升值幅度有限，人民币升值预期对市场影响偏中性。

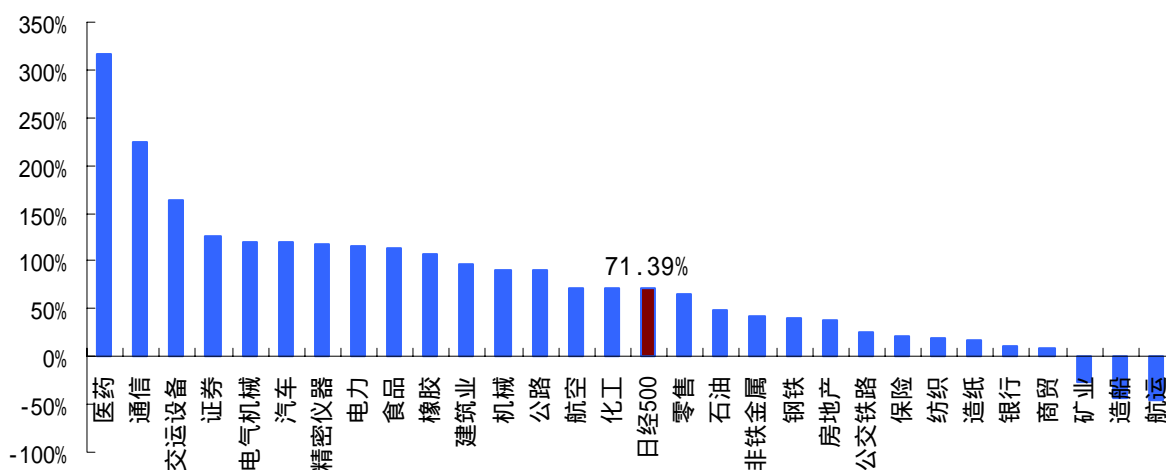
## 六、寻找政策红利

### (一) 经济转型时期股市和行业表现经验

在 1974-78 年日本经济转型期间，日经 500 指数上涨了 71.39%。从行业表现看，医药、通信、交运设备、证券、汽车、食品等消费升级行业以及电气机械、精密仪器等产业升级的技术密集型制造业长期跑赢市场，矿业、钢铁等能源原材料行业，航运、造船、金融地产等行业转型期长期表现较差。

从日本经验看，在经济转型中，消费类以及产业升级的行业表现相对较好；而对于重化工行业，在经济转型背景下结束了长周期繁荣，表现相对较差。

图表 19 1974-78 年经济转型期间日本股市行业表现



数据来源：Wind，东吴基金。

目前 A 股市场运行环境与 04 年有一定相似之处，都是面临宏观调控，上证指数都出现了大幅下跌。在 04 年这轮宏观调控中，从 04 年 4 月至 05 年 5 月底，上证指数跌了 39%；在 2010 年这轮调控中，从年初至今上证指数跌了 21.8%。

从涨幅居前的 20 只股票特征看，在 2004 年这轮宏观调控中，涨幅居前的 20 只股票主要集中在：(1) 化工，主要是化工新材料和化肥；(2) 交通运输；(3) 商业零售；(4) 食品饮料；(5) 医药生物。在 2010 年这轮宏观调控中，涨幅居前的 20 只股票主要集中在：(1) 新兴消费电子，如歌尔声学、三安光电、汉王科技、永太科技；(2) 新能源，包括新能源汽车、节能环保、智能电网、稀有金属；(3) 医药生物；(4) 商业零售；(5) 食品饮料。

在 2004 年和 2010 年这两轮宏观调控中，医药生物、商业零售和食品饮料都有良好表现。尽管 2010 年与 2004 年有相似之处，但它们有一个很大的不同——宏观调控的内容完全不同。2004 年调控的目标是过热的经济，为了快速给经济降温，被迫采用了比较极端的行政性手段。而 2010 年调控的目标是经济结构。调控目标不一样，因此对经济、对股市的影响是不一样的。具体体现在 2010 年新兴产业，如：新兴消费电子、新能源主题都有较好的表现。





图表 20 2004 年和 2010 年宏观调控中涨幅排名居前 20 只股票特征比较

2004 年宏观调控涨幅排名居前的 20 只股票			2010 年宏观调控涨幅排名居前的 20 只股票		
证券简称	申万行业	2004.4-2005.5	证券简称	申万行业	2010.1-2010-6.10
	上证指数	-39%		上证指数	-21.8%
航天电器	电子元器件	26.06%	歌尔声学	电子元器件	80.52%
烟台万华	化工	36.65%	三安光电	电子元器件	69.94%
新安股份	化工	29.08%	蓝星清洗	公用事业	100.84%
盐湖钾肥	化工	24.50%	德赛电池	化工	139.20%
石油济柴	机械设备	64.31%	广汇股份	化工	85.16%
中集集团	机械设备	57.53%	永太科技	化工	78.93%
海油工程	建筑建材	58.54%	烟台冰轮	机械设备	102.02%
深赤湾 A	交通运输	57.46%	国电南瑞	机械设备	90.32%
现代投资	交通运输	36.61%	理工监测	机械设备	78.08%
上海机场	交通运输	26.75%	东方园林	建筑建材	134.49%
赣粤高速	交通运输	24.23%	登海种业	农林牧渔	75.04%
苏宁电器	商业贸易	86.54%	冠豪高新	轻工制造	77.71%
小商品城	商业贸易	30.23%	海宁皮城	商业贸易	71.61%
大商股份	商业贸易	21.58%	天宝股份	食品饮料	76.89%
张裕 A	食品饮料	81.36%	汉王科技	信息服务	89.19%
贵州茅台	食品饮料	66.83%	信立泰	医药生物	97.58%
云南白药	医药生物	61.85%	鱼跃医疗	医药生物	89.69%
鑫富药业	医药生物	23.30%	万东医疗	医药生物	85.40%
同仁堂	医药生物	21.75%	长春高新	医药生物	77.51%
宏达股份	有色金属	28.15%	广晟有色	有色金属	88.63%

数据来源：Wind，东吴基金。

## （二）投资主线

在经济结构调整背景下，对于部分强周期行业可能意味着长周期繁荣的结束。2010 年乃至更长时间内宏观调控的关键点在于调结构，在原先的一些增长引擎逐步失去动力之前，中国需要培养起另外一些在当前时点持续性更长动力更强的增长引擎，包括内需和新兴产业等。在这一背景下，那些历经多次调控依旧创出新高的周期型行业可能会面临长周期拐点和长期系统性的盈利能力下降，今后这些行业更多是一种交易性而不是趋势性的投资机会。

在经济结构转型过程中，由于投资结构优化、产业升级以及居民收入分配制度改革将是未来经济结构调整方向，因此与之相关的行业更有可能成为中国经济未来增长动力，从而产生投资机会。而以上这些调结构方向更多取决于政府政策取向，因此对于未来投资机会把握，我们更多是从政策出发寻找投资主线，寻找政策红利。

总的来看，资产配置上，我们重点配置稳定增长型行业 and 新兴产业，相对弱化周期型行业，但关注政策放松带来阶段性投资机会。下半年重点关注以下三条投资主线：

**第一条投资主线是战略配置新能源、新技术及应用等新兴产业。**





- **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新能源汽车、智能电网、节能和合同能源管理。从行业趋势上看，下半年重点看好新能源汽车、智能电网、核能。（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。
- **新技术及应用投资主题**：移动互联网、物联网、三网融合、新兴消费电子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，在这些领域当中将会涌现出许多战略性投资机会。对于下半年，重点关注以下几条新技术及应用投资主题：（1）光通信产业；（2）智能手机产业；（3）移动增值业务产业；（4）地理信息产业。

**第二条主线是寻找业绩增长确定的行业以规避经济波动风险，重点关注：医药、食品饮料、零售、水务和高铁。**

- **医药**：新医改政策及即将出台生物医药产业振兴规划对医药行业的发展产生积极影响，行业基本面持续向好。在目前宏观政策偏紧预期尚未改变的市场环境下，医药股还会受到避险资金的追捧，建议积极关注业绩成长确定性强的优势企业。
- **食品饮料**：在股市震荡不稳期，食品饮料板块防御性突出。具体而言，我们认为在经济弱势复苏的背景下，高端可选消费品行业销量增速会受到一定抑制，尤其是高端白酒的提价预期较以往大为下降，但目前较低的估值具有很强吸引力；二线白酒、啤酒、肉制品及乳制品等中低端的大众消费品应继续给予重点关注，我们也继续看好葡萄酒行业中的张裕。
- **零售**：居民收入增速放缓及股市、楼市出现的财富“负”效益抑制零售行业的增速，有望出台的收入分配规划将构成利好。我们重点看好受益食品类物价上涨及低端消费的超市业，竞争优势突出、长期成长性明确的百货类股及苏宁电器也值得长期持有。
- **水务**：地方政府有需要，有动力，也有能力推进水资源治理，水务行业正面临着重大的发展机遇。水务行业的发展机遇，从根本上讲来自于国家对循环经济的政策扶持。同时，在地方财政日趋捉襟见肘的背景下，水务企业也有望成为政府重要的投融资平台。更长远看，包括水资源费在内的资源价格的理顺是我国经济调结构的现实需要，已经成为管理层的共识。
- **高铁**：经济增长与城镇化发展是建筑行业的长期驱动因素，铁路部门制定的路网规划和政府对铁路的投资，直接决定铁路建设行业的发展。根据铁道部规划，2010年铁路建设仍将保持稳定增长。2010年，铁路部门计划安排固定资产投资8235亿元，其中基本建设投资7000亿元，增长16.56%。未来三年，铁路建设年均投资规模也将不低于7000亿。从目前的时点考虑，国家在高铁行业的投资方兴未艾，给与高铁行业“推荐”评级。

**第三条投资主线是关注具有估值优势周期型行业以及与房地产相关行业的阶段性投资机会，投资时机来自于紧缩政策放松，重点关注：银行、煤炭、工程机械。**

- **银行**：3季度货币政策还不会放松，房地产调控依然继续，但预计6月底地方政府融资平台自查清理结果要好于市场预期，短期银行股估值可能存在一个修复过程。不过由于银行股已经过了快速成长期，同时下半年净息差反弹幅度可能低于市场预期，因此未来大幅跑赢大盘的可能性比较低，给予“中性”评级。



### （三）投资主题和重点行业

#### 1、新能源投资主题

**新能源板块承载结构调整的历史重任。**过去几年国内新能源行业的发展格局经历了巨大的变化。传统新能源行业，比如太阳能，风能，已未强而先衰，逐步沦为简单的规模制造业，行业前景堪忧，难以承载结构调整的重任。但是，我们也注意到，新能源汽车，智能电网，工业节能等受益于举国体制的新能源行业发展势头迅猛，有望成为经济增长的热点行业，承载国内宏观经济调整的重任。

**结构调整全赖举国体制再次发力。**后危机时代，国际分工格局面临调整。为了在新的国际分工中获得有利位置，各国开始抢占科技制高点的竞赛，全球将进入创新密集和产业振兴的时代。中国在这场产业竞争中的优势在于举国体制。举国体制在过去具有辉煌的成功经验，比如两弹一星、载人航天、探月工程等，未来中国是否能在新兴产业竞赛中赢得有利位置全赖举国体制的再次发力。

**投资思路：从制度红利到技术创新。**我们认为国内新能源行业的发展路径是一个从制度红利到技术创新的过程。制度红利的释放为行业发展培养宽松的环境，技术创新给行业的持续增长注入动力。

- **制度红利。**考虑到政府施政目标的历史性转变，制度红利的释放和相关产业的持续受益是可以预期的。我们认为，中国未来最大的制度红利还来源于围绕促进城镇化相关的财税政策，受益于城镇化趋势加速的行业板块不仅市场前景巨大，而且容易为资本市场所认同。新能源板块中受益于城镇化趋势最大的是新能源汽车行业。
- **技术创新。**技术创新意味着效率的提高，是新能源行业进入自主良性增长的唯一途径，而举国体制对国内战略性行业技术突破具有决定意义。未来在技术上会有快速进步和突破的新能源行业板块包括：新能源汽车，工业节能，智能电网。

#### （1）看好新能源汽车行业

**中国电动汽车产业的发展处于全球第一梯队。**中国整体的技术创新能力还较为逊色，这在传统制造业上已经有充分的暴露，所以中国从目前中低端制造业向高端升级也是必由之路。但中国在新能源汽车，特别是纯电动车上由于前期投入巨大，行业有持续的政策扶持和市场牵引，目前该产业的发展在全球已经处于第一梯队。虽然中国目前缺乏原发性技术，行业标准也还在酝酿，但是市场培育和配套投资方面的推进，中国无疑是走在世界前列的，这为中国在电动车行业赢得整体的突破创造了条件。

首先，电动车行业发展符合国家经济结构调整和节能减排的要求，国家对新能源电动车的产业战略是清晰的，刚刚公布的汽车补贴政策仅是其政策中的一环，未来国家将会给予新能源电动汽车持续的政策和资金扶持。

其次，从技术角度，电动车的运用具有技术可行性。虽然当前新能源汽车动力电池售价较高，但根据我们对成本的拆分，其原材料成本占比在 20-40%，其余成本主要为设备折旧、人工以及各项费用。考虑到目前该产业还未实现规模化，技术成熟度低。我们判断随着技术的成熟，设备成本折旧应有较大幅度下降，电池性能也将有相应提高。而且，在政府对新能源汽车补贴政策出台过程中，存在企业和政府间的博弈，企业希望获得更多的补贴，有将成本说高的冲动。因此，我们认为当新能源汽车真正产业化后，动力电池成本将会有大幅下降，甚至将成本下降一半以上也是有可能达到的。理论上，行驶同样的距离传统汽车的费用是电动车的 6.5 倍，随着电池成本下降，电动车的成本优势就将显现出来。

新能源汽车板块下半年将面对持续的政策利好，包括规划的出台和行业标准的完善，资本市场对该行业



发展前景的认知和共识将不断加深，该板块将会跑赢大市。但考虑到在较长时间内，新能源汽车还将是补贴型行业，整车生产企业获利不会太高，否则政府将会削减补贴，因此我们认为新能源电动车行业最大的投资机会并不在整车企业而是在电池材料、电机、电控等相关上游领域。经过梳理后，我们认为受益最大的主要有四个板块：

- 车用电池相关。包括正、负极材料、电解液、隔膜及其上游锂盐。相关企业有当升科技、杉杉股份、华芳纺织、江苏国泰、多氟多、新宙邦、佛塑股份、中国宝安等。
- 驱动总成，包括电机和电控。相关企业包括曙光股份、宁波韵升、大洋电机、中科三环、江特电机、卧龙电气、佛山照明等。
- 上游资源类。相关企业包括西藏矿业、佛山照明、中信国安、包钢稀土等。
- 电桩和电网类。相关企业包括国电南瑞、许继电气、荣信股份、森源电气、奥特迅、思源电气、国电南自等。

### （2）核电步入快速成长期

**行业市场规模广阔：**核电开始步入高速成长期。在产业政策的强劲推动下，2020 年核电装机容量目标有望达到 8600 万千瓦。这将造就未来 10 年 1 万亿巨大的核电蛋糕，而核电设备投资约占其中的 60%，合 6000 亿；2010-2013 将是核电设备的集中交付期。设备年产量将从 2009 年底的 1-2 套百万千瓦机组增长到 2013 年的 6、7 套以上。

**中短期催化剂较多：**首先是政策将在下半年密集出台，包括《能源法》、《可再生能源法》、《新能源产业振兴规划》都将在今年的下半年出台，这些都将核电列入重点发展对象，对于核电板块将有连续的刺激作用。第二是今年下半年将有 5 座核电站招标，直接刺激相关上市公司，订单公布是催化剂。

**核电的关键设备国产化进程将为国内优质企业提供契机：**产业链中市场容量大，技术难度高的子行业将成为核电设备巨大市场的最大收益者。依次看好的子行业包括：阀门、风机、主设备制造，铸锻件，核级不锈钢管，核级锆管。

### （3）智能电网重点关注二次设备

**从设备属性上来分，智能电网重点推荐二次设备。**中国智能电网将于 2011 年进入全面建设期，二次设备是重中之重。估算国家电网未来十年电网投资总规模将达 3.1 万亿元，其中二次设备投资约 3400 亿元。二次设备需求年均复合增长率将达到 20%，占电网设备投资的比重将由目前的 5% 提升至未来十年合计的 11%。

**各个二次设备细分市场每年容量大小有别：**新能源发展、电网安全运行以及节能减排的要求推动了电网朝着智能化方向的升级。我们分别从这三个驱动因素出发，搜索到具体受益的二次设备产品，并探讨了未来的市场容量，具体包括智能电表（71-90 亿）、储能电池（年均 45-60 亿市场）、数字化变电站（40-45 亿）、柔性输电（29-41 亿）、电动汽车充电柜（26-30 亿）、配电自动化（18-20 亿）、智能调度（18-20 亿）和变压器在线监测装置（10-12 亿）等。

## 2、新技术及应用投资主题

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，我们判断，移动互联网、物联网、三网融合、新兴消费电子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，在这些领域当中将会涌现出许多战略性投资机会。今年上半年，电子信息产业领域中新技术及应用投资主题在股票市场中具有较好表现，比如智能手机产业链中的莱宝高科、超声电子、南玻 A、顺络电子；新兴消费电子如电子阅读器汉王科技，3D 眼睛歌尔声学等。



对于下半年，重点关注以下几条新技术及应用投资主题：(1) 光通信产业；(2) 智能手机产业；(3) 移动增值业务产业；(4) 地理信息产业。

### (1) 光通信行业景气持续

09 年 3G 建设驱动光通信行业快速增长，2010 年之后，FTTX 建设和三网融合的推进将驱动光通信行业景气持续，预计未来几年 FTTX 建设和三网融合对光通信设备的需求将达到 1000 多亿，国内光通信行业景气度有望维持到 2012 年，行业呈现快速增长趋势，中长期看好光通信行业。

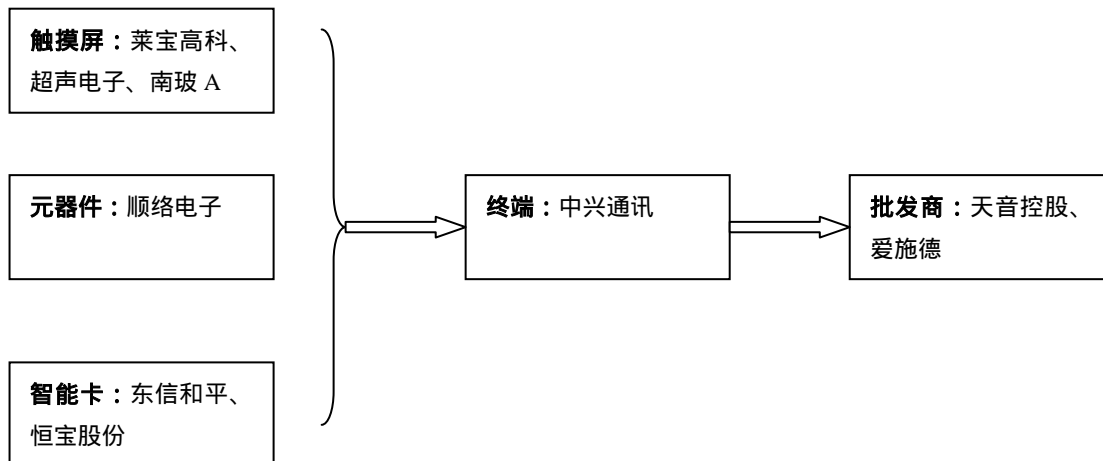
重点关注：烽火通信、光迅科技、华工科技、新海宜和日海通讯。

### (2) 智能手机产业链前景广阔

4 月 8 日，八部委联合发布《关于推进第三代移动通信网络建设的意见》指出到 2011 年，3G 用户达到 1.5 亿户。截至目前，3G 用户数预计不到 2000 万，预示着 2010 和 2011 年 3G 用户将爆发性增长，从而推动智能手机快速发展，看好智能手机产业链相关股票投资机会。具体包括以下几个子行业：

- **触摸屏提供商**：莱宝高科、超声电子、南玻 A；
- **元器件提供商**：智能手机需要更多的元器件，受益顺络电子；
- **3G 智能卡提供商**：恒宝股份、东信和平；
- **手机销售终端**：中兴通讯。高端手机数量占比提供，将提高手机收入；
- **手机批发商**：天音控股、爱施德。对于手机批发商而言 3G 手机销售是完全新增的量，并且单机价格高，因此 3G 手机销售对手机批发商收入贡献比较大。

图表 21 智能手机产业链



资料来源：东吴基金。

### (3) 移动增值业务发展潜力巨大

3G 网络建设，无线上网速度提高。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，未来移动增值业务成长空间巨大。下半年，重点关注以下几个增值业务投资机会。

- **手机游戏**：北纬通信。随着 SP 和 CP 整顿和规范，预计下半年公司手机游戏收入有望逐步放量，下半年





有投资机会。

- **手机阅读和电子阅读器**，相关的公司有：(1) 硬件类公司：汉王科技、大唐电信、生益科技；(2) 数字出版类公司：出版传媒、新华传媒。电子阅读器今年有望放量增长，数字出版未来成长空间大。
- **即时通信**：神州泰岳，关注飞信和中移动农信通发展情况。

#### (4) 地理信息产业市场空间大

地理信息又称为 3S 技术，包括卫星定位技术 (GPS)、卫星遥感技术 (RS) 和地理信息系统 (GIS) 三大部分。地理信息应用已从军方领域走向了大众化领域。预计全球以 GPS 为核心的卫星导航定位市场规模到 2020 年将接近 2500 亿美元。而中国卫星导航定位产业正经历迅猛发展期，2008 年中国卫星导航应用领域产值 284.80 亿元，其中专业应用占 10.74%；消费应用市场占 89.26%。

消费领域的 GIS/GPS 市场需求旺盛。这一领域应用主要包括消费电子、汽车导航、位置服务。1) 消费电子领域：移动终端导航是增长最快的细分市场，手机主频和内存的飞速发展以及移动互联网的普及带动智能手机、GPS 手机销量快速增长，预计 2010 年 GPS 手机将达到 2120 万部，同比增长 187%，渗透率达到 10%。2) 汽车导航领域：国内车载导航市场受到汽车销量增长和新车装配率提升的双重驱动，正处于高速增长阶段，预计 2012 年国内车载导航装配率将达到 18.5%。3) 位置服务 (LBS)：在手机厂商、LBS 软件厂商和运营商的共同推动下将进入快速成长期，未来三年用户数量预计将保持 60% 以上的增速。

同时，GIS/GPS 在专业领域的应用不断深入，伴随电子政务、物流等行业快速发展。从产业链分布看，遥感技术提供 GPS 和 GIS 区域遥感信息并保持数据更新，矢量地图制作可以看作是一种延伸。GIS 存储、管理并分析有关地理空间和属性的信息。GPS 在全球范围内实现全天候、连续、实时的三维导航定位和测速。GIS、GPS、遥感、增值信息、实时交通数据处理和传递等关键技术出现之后，地理信息系统将迎来全新发展空间。

地理信息产业链包括：基础软件与部件厂商、终端厂商，以及应用开发与系统集成商等。在基础平台软件开发、电子地图、终端、集成应用等领域均存在着巨大市场空间，而在这一产业链中各个环节也存在着优质投资标的。该产业链中具有行业垄断性和技术优势的公司有望获得更大的发展前景。

### 3、医药——关注成长确定性强的优势企业

行业评级：推荐

随着人口老龄化、人均用药水平提高、生活方式改变带来的疾病谱变化，医疗保健需求不断增长。近年来，政府对关系民生的医疗问题日益重视，新医改政策不断推出，医保覆盖面和报销比例持续提高，更使得以往被压抑的医疗需求释放，市场扩容加速，行业基本面持续向好。07 至 09 年，我国医药工业总产值的增速都在 25% 左右，预计今后几年也将延续快速增长势头。

在新医改紧张推进之际，国内生物医药产业振兴规划又提上日程。大力发展战略性新兴产业是国家为加快经济发展方式的转变、调整产业结构而提出的一项重大产业政策，生物医药产业是其中重要一项。国家发改委牵头制定的生物产业发展“十二五”规划将于 6 月上报国务院，有望于下半年出台，将成为促进医药行业发展的一项重大利好。国内医药行业将迎来国家更多的政策和资金支持，实现产业升级、产品升级和保障体系升级，具有较强研发实力的企业将面临更大的发展机遇。

虽然医药行业的各项利好政策频出，但同时我们也要冷静地看到，由于医药行业产业链较长，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，对新政策的推行都比较谨慎，再加上政府财政投入相对不足，基本药物制度等医改新政的实际执行情况并不理想。医改的重点和难点——公立医院改革可能会在相当长的时间内处于各地试点阶段。所以，行业政策产生的积极影响将是一个长期的、循序渐进的过





程，短期内行业游戏规则不会有太大的改变。

今年以来，随着大盘的调整，作为传统防御性行业的医药板块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，医药板块今年上涨 10.3%，跑赢上证 A 股指数 32.4 个百分点，有约 50% 的医药股都取得了正收益，体现出一定的进攻性。医药板块目前 10 年预测市盈率 33 倍，相对于市场总体溢价超过 100%，处于历史高位。现阶段宏观政策偏紧的预期并未改变，市场缺乏上涨动力，在这样的环境下，医药股还会受到避险资金的追捧，我们仍给予行业“推荐”评级。但在目前的估值水平下，医药板块个股分化会愈加明显，缺乏业绩支撑的个股面临补跌的风险，而业绩成长确定性强的优势企业则能有效化解估值压力，下半年还有望取得相对或绝对收益。

#### 4、食品饮料——防御性突出，消费环境利大众消费品 行业评级：推荐

今年上半年，食品饮料板块的股价表现整体偏弱，但又不乏亮点。占权重最大的一线白酒由于披露的 09 年年报及今年季报业绩明显低于预期，引发了市场在当前经济复苏但基础又不稳的环境下对其成长性的担忧。贵州茅台、五粮液和泸州老窖 1~5 月份股价跌幅均超过 20%，落后于大盘；而个别处于经营转折期，并且各项改革措施在业绩上得到体现的如古井贡酒等二线白酒公司，股价表现远超大盘；青岛啤酒、燕京啤酒及张裕等经营稳健型公司的股价表现处于行业的中间水平。不过，在大盘自 4 月中旬开始的深度回调时期，食品饮料板块的防御特性表现得依然十分突出。

对于下半年，我们总体上维持 2 季度的投资思路，即：我国经济弱势复苏的背景下，居民实际可支配收入增速在放缓，加上通胀尚处于温和状态，因此，高端可选消费品行业销量增速会受到一定抑制，尤其是高端白酒的提价预期较以往大为下降；二线白酒、啤酒、肉制品及乳制品等中低端的大众消费品应继续给予重点关注，我们也继续看好葡萄酒行业中的张裕。对主要子行业观点和策略为：

白酒：一线白酒公司经过股价大幅回调，目前 2010 年的 PE 在 20 倍左右的历史估值低端，中报、三季报业绩增速好转以及销售旺季的来临，都将提升估值水平从而成为股价上涨的催化剂，但高端白酒在当前这种经济消费环境下，以往的量价大幅齐升的局面恐难再现，这将是制约股价上涨幅度的主要因素，此外，贵州茅台偏高的消费税率能否得以下降也是重要关注点。二线白酒中的山西汾酒、古井贡酒、酒鬼酒及金种子等，市场对公司的治理结构、管理及营销等方面的变革一直给予高度期望，但最终真正能在业绩上体现的只是少数，并最终在股价表现上出现分化。我们继续看好经营体制基本成功转型并且业绩不断超预期的古井贡酒；对于山西汾酒，在目前偏高的估值下，我们更应该关注其低于预期的因素，如集团资产注入的质量、今年大幅上升的销售费用对业绩的影响以及股权激励等深层次问题短期难以解决的客观现实。

啤酒：今年偏低的气温会影响啤酒的销量增速，此外，大麦等原材料价格的上升尽管幅度预期不会很高，但自去年 4 月份以来的这一成本下降利好因素已经缺失。对于青岛啤酒和燕京啤酒，产品结构调整带来的利润率提升是业绩继续获得平稳较高增长的主要因素。

葡萄酒 随着经济的逐步复苏，我国葡萄酒今年 1~4 月份累计产量的同比增长率已经由去年同期的-1.55% 上升至 16.55%，景气度得到恢复。作为我国葡萄酒的行业龙头，张裕的业绩增速要高于行业增速，其中高毛利率的酒庄酒销量和收入增速在 40% 以上，利润贡献已达 25%；今年葡萄原料有望实现完全自给，从而提升毛利率水平；公司未来 5 年的销量目标是实现翻一番，而走中高端产品路线带来的业绩增长会更高一些，因此，张裕是值得长期投资的品种。

乳制品：我国乳制品行业已经从三聚氰胺事件恢复过来，不过，今年全国的原奶价格明显上涨，而乳制品企业又迫于激烈的市场竞争不敢轻易提价，这必然会导致毛利率的下降和利润增速的放缓。其中，伊利股份的股价表现还将受制于管理层的股权激励行权意愿。相对而言，我们更看好具有差异化竞争优势的皇氏乳



业。

肉制品：我国生猪价格自年初以来持续下跌，猪粮比从4月初至今跌破5：1，我们认为这种大幅低于盈亏平衡点的状态难以持续，根据3年一周期，生猪存栏量经过此轮大幅下降后将迎来猪肉价格的上涨期。就公司而言，双汇发展的集团资产注入方案有望最终落定，关联交易的解决有利于公司长远发展以及稳定市场对公司未来业绩的预期；此外，区域性的低温肉制品公司得利斯，借助IPO募投项目，经营规模有望明显提升，也值得关注。

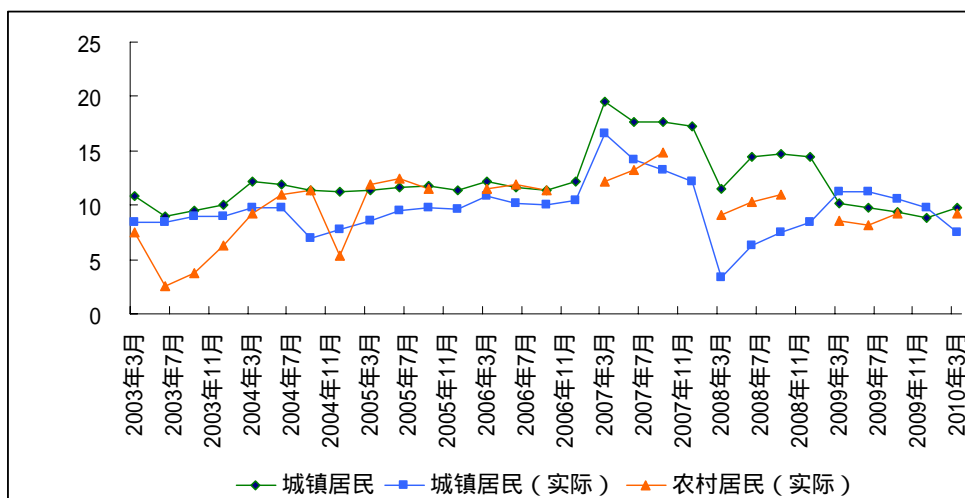
### 5、零售——收入分配结构调整存期待

行业评级：推荐

2 在我国经济逐步复苏的背景下，2010年上半年我国零售行业的景气度延续了09年逐季平稳回升的势头，消费者信心指数自上年5月以来，处于逐月明显上升的趋势；今年1~4月份社会消费品零售总额累计同比增长了18.1%，增速较上年同期提高了3.1个百分点，当然，这也包含了CPI上涨的推动因素。

同时，我们也应该看到经济复苏偏弱的力度使得城镇居民的收入增速呈现放缓趋势，今年1季度我国城镇居民人均可支配收入的实际增长率从上年同期的11.2%下降至7.5%，加上股市、楼市出现的财富“负”效益，以及通胀的结构性上涨对购买力的削弱，这些也影响了居民的消费意愿和实际消费支出，由此也就不难理解零售行业今年1季度报业绩总体要略低于预期的事实。

图表 22 我国城镇居民人均可支配收入和农村居民人均现金收入的季度累计增长率



数据来源：Wind，东吴基金

关于调整收入分配结构今年一直是热点话题，有报道称收入分配规划正在研究当中，年内有望出台，也有学者提出目前是我国实施“国民收入倍增计划”的较好时机。这不禁让人联想到日本在1960年开始实施国民收入倍增计划后的7年间，收入、GDP及消费支出都翻了一倍的国际经验。因此，收入分配的相关规划若能出台，这将从根本上释放居民的消费动力，对零售及其它消费行业无疑构成实质利好。

投资策略上，我们重点看好超市业，因为不管CPI今年上涨多少，今年恶劣的气候使得农产品等原料价格将进一步推升食品类的物价上涨；“富士康”事件引致的增加农民工工资以及有望出台的收入分配规划，也都利好低端大众消费品更多一些。由于我国总体还处于消费升级的阶段，以中高端品牌经营为主的百货业仍值得看好，但对于处于新一轮门店大规模扩张期的公司，鉴于业绩体现的滞后，对这类公司的投资要慎重。家电连锁行业龙头的苏宁电器，前期股价在房地产的拖累下出现深幅回调，现在估值处于零售行业的低端，我们认为房地产的景气度只是影响公司销售的一部分，并且也是阶段性的，在当前的低估值下其长期投资价值



值较为突出，并且家电以旧换新政策增加 19 个实施省市，公司也从今年开始大规模地在进行网点下沉，设立县乡店，因此今明两年仍有望实现较好业绩增长。

## 6、水务——享受政策红利

行业评级：推荐

伴随地方政府有需要，有动力，也有能力大力推进水资源治理，水务行业正面临着重大的发展机遇。

水务行业的发展机遇，从根本上讲来自于国家对循环经济的政策扶持。随着我国工业化的加快，全国范围的资源性缺水已经成为客观现实。在这一背景下，政府愈加明确了宁愿牺牲一定的经济增速，以换取经济结构转型和可持续发展的态度。为此，在《全国城镇污水处理及再生利用设施建设十一五规划》中，就明确提出要到 2010 年底，全国城镇污水集中处理能力要达到 10150 万立方米/天，年污水处理量达到 296 亿立方米，设市城市污水处理率达到 70% 的目标。而住建部在今年初更是将污水处理率这一目标提高到 75%。在今年 5 月 6 日，国务院下发了《关于进一步加大工作力度确保实现“十一五”节能减排目标的通知》，通知中明确指出各地均要对照节能减排目标进行考核，其中提到由中央预算与中央财政出资加快实施节能减排重点工程，要求今年全国新增城镇污水日处理能力 1500 万吨。由于这些指标带有强制性，给地方政府形成了政绩压力，从客观上迫使地方政府加紧进行城市自来水和污水处理设施的建设和改造，大力推进水务企业的发展。

另一方面，A 股水务上市公司，大部分为各地方政府国资委直接控股的企业。在国家对房地产行业采取紧缩政策的背景下，地方政府的财政收入将不同程度的受到影响。而地方政府本已较高的资产负债率，更是让地方政府的收支捉襟见肘。于是，作为政府直接控制的，又有较高资产质量的水务企业，自然被纳入了地方政府的视线。整合水务企业，提升企业的竞争力，使之成为重要的投融资平台，地方政府有需要，也有动力去推进这一进程。

更长远来看，资源价格的理顺是我国经济调结构的现实需要，已经成为管理层的共识。国务院于 6 月初批复的发改委“关于 2010 年深化经济体制改革重点工作意见的通知”中明确指出，将稳步推进水价改革，这可以被看做是为推动节水，提高各地水资源费的标准的政策信号。水价上调，能够为各地政府切实减轻在水资源治理上的财政补贴，从而让地方政府有能力去进一步推进水务企业的兼并重组，扩大生产。

A 股主要水务上市公司又可以细分为水务运营商和水环境工程及设备提供商。前者以重庆水务、创业环保为代表；后者以碧水源、万邦达为代表。两类细分行业未来的成长动力略有区别。由于治水和污水处理的产能利用率以及价格都相对固定，因此水务运营企业的成长更多的要靠外延式驱动，以政府新建水厂后收购特许经营权为主；而后者则随着我国水务行业的快速发展，通过新技术的运用，为水务运营企业提供系统解决方案以获得订单，内生性增长的空间巨大。两类公司均处于重大发展机遇期，同样具有较高的投资价值。

前者的关注重点在于是否能够有新的外延式收购，而后者则需要观察其通过自身的技术实力和市场开拓能力来获取订单的能力。

## 7、高铁——国家投资方兴未艾

行业评级：推荐

**中国高铁战略是：**技术输入——自主创新——国产化（内需拉动）——技术输出（出口增加）——技术赶超——中国创造+中国制造——兴业强国——中国品牌成世界品牌——全球竞争力

**高铁国家规划：**根据《中国铁路中长期发展规划》，到 2020 年，建立省会城市及大中城市间的快速客运通道，规划“四纵四横”铁路快速客运通道以及三个城际快速客运系统。预计到 2020 年，中国 200 公里及以上时速的高速铁路建设里程将超过 1.8 万公里，将占世界高速铁路总里程的一半以上。中国高铁时代，北京到全国绝大部分省会城市形成 8 小时内交通圈，将对房地产、商业、金融、制造等造成重大影响。预计到 2025





年，中国将通过高速铁路与 17 个国家相连。

**高铁的目前建设和 2012 年之前投资额**：2009 年，全国铁路投产新线 5557 公里。据铁道部相关人士透露，目前，包括京沪高铁等在建铁路重点工程有 277 项，开工建设的客运专线及城际铁路项目已超过 40 项，建设规模超过 1 万公里。铁道部部长刘志军在今年的全国铁路工作会议上表示，“未来 3 年我国大规模铁路建设将进入收获季节”。预计 2010 年到 2012 年，新线投产达到 2.6 万公里，其中客运专线 9200 公里。按照客运专线每公里造价 1 亿元计算，未来 3 年高铁的投资额将达到 9000 亿以上。

**根据高铁投资建设进度，相应的行业从收益时间先后顺序排序依次是**：土建工程（工程承包、工程机械桥梁级隧道钢、建材）、轨道铺设（轨道生产、钢铁）、车辆采购（机车及车厢生产，包括零部件、机床、配套设备）、运营维护（信息技术系统、耗材、零部件）。

**按照利润率的情况，毛利率较高的收益行业是**：专用设备（信息技术、关键零部件、核心配套产品），机车配套（铁路机车），工程施工（铁路车辆设备、工程机械）；**毛利率较低的行业是**：工程施工（铁路轨道、专用建材、工程承包）。

## 8、银行——关注估值修复带来投资机会

行业评级：中性

目前，A 股银行股 2010 年动态 PE 和静态 PB 都已回到 08 年 10 月份市场低点时的水平。我们认为当前宏观经济预期远远没有恶化到 08 年 10 月的水平，因此当前银行股估值安全边际比较高。

年初以来，银行股出现了两波比较明显的下跌行情：第一波在 1 月份；第二波从 4 月中旬到 5 月份。下跌的主要原因有：（1）实施从紧货币政策；（2）房地产调控；（3）对地方政府融资平台贷款质量担忧。如果下半年以上因素能在一定程度上得以消除，那么银行股估值水平有望得到一定幅度修复从而带来投资机会。

年初银监会对今年新增信贷季度投放计划是 3:3:2:2，1 季度多投放的 3000 亿要在 2 季度压回。从 2 季度放贷情况看，贷款政策没有放松迹象。在目前通胀上升和房价没有回调背景下，预计 3 季度从紧货币政策依然继续。4 季度经济下行的趋势会比较明显，届时货币政策有放松可能。

虽然年初实施严厉地产调控，但是目前商品房销售价格仍然居高不下，并且目前各地方政府地产调控细则刚刚出台或处于陆续出台阶段，调控效果还需要时间观察，短期地产调控基调不会放松。

银监会要求各大银行在 6 月之前完成对地方政府融资平台的全面自查清理工作，对地方融资平台贷款形态进行准确分类。对采取措施仍不能同时满足借款主体、担保主体和抵质押品要求的贷款，应严格标准划为不良并相应提足拨备。3 季度末之前，必需做到准确分类，提足拨备。年底之前，必需完成对坏账的核销。但由于目前我国经济仍然处于良好复苏态势，我们预计 6 月底地方政府融资平台自查清理结果要好于市场预期。下半年地方政府融资平台可能不会产生太大的拨备压力，对银行盈利影响也比较有限。

从净息差走势看，1 季度大部分 A 股上市银行净息差环比都有不同幅度上升。但是在调结构背景下，贷款需求受到抑制，银行贷款议价能力有所削弱。同时在贷存比管制下，银行存款成本反而有上升压力。因此，预计下半年年银行股净息差反弹幅度不会太大。

我们判断，3 季度货币政策还不会放松，房地产调控依然继续，但预计 6 月底地方政府融资平台自查清理结果要好于市场预期，短期银行股估值可能存在一个修复过程。不过由于银行股已经过了快速成长期，同时下半年净息差反弹幅度可能低于市场预期，因此未来大幅跑赢大盘的可能性比较低，给予“中性”评级。

在投资标的选择上，选择业绩弹性大、估值相对低的银行股作为我们主要投资对象。



## 9、房地产——等待行业筑底

行业评级：中性

从估值角度来看，房地产板块估值水平已处于历史低位，但由于房地产行业景气度下滑趋势明显，同时政策的不确定性仍然存在，我们给予“中性”的行业评级。房地产政策再次转向可能才是行业的投资机会再次来临之时。

09年12月中央明确提出“坚决遏制部分城市房价过快上涨”，“国四条”、“国十一条”陆续颁布，但这些政策在出台之初并没有对房价上涨起到遏制作用，今年“两会”后，热点城市和地区房价仍旧涨势如潮。4月15日，中央颁布空前严厉的“新国十条”，拧紧信贷阀门，采取严控手段打压投资、投资投机性需求，并首提“地方问责”——如果地方官员遏制房价过快上涨不力，其仕途将受影响。各职能部门及地方政府开始积极响应，当中尤以前期房价涨幅较快的北京市反应最迅速、细则最严厉，甚至规定同一购房家庭暂时只能在本市新购买一套商品住房。

4月15日房地产新政之后，密集式调控使各地楼市观望气氛日益加重，一、二手商品房销量下滑明显，我们关注的重点城市一手房日均成交数据无一例外的出现大幅下降，深圳，北京，南京，杭州，苏州，厦门等城市环比下滑60%以上，同比数据下滑更是惊人。二手房市场也由原先的“卖方市场”向“买方市场”转变，5个重点城市二手房周销量平均下降幅度达43%，北京、杭州降幅均在60%以上，且二手房抛盘汹涌。

目前房地产成交量已经出现大幅下滑，但是房价仍旧高位盘整，不过房价快速上涨的势头已经完全遏制，房地产调控已初见成效。由于目前各个城市的可售住宅套数仍处于历史低位，房地产开发企业普遍处于历史上最好的财务状况，目前房价出现全面下跌的可能性不大，但房价向下的趋势已经出现。

未来房地产调控面临着两难抉择，国际形势变化或使调控节奏放缓。近期国际形势发生重大变化，欧洲主权债务危机升级，标准普尔一口气将希腊主权信用评级下调了三级（由BBB+直接降为了BB+），另外还下调了葡萄牙和西班牙两国评级。目前欧元走势连创新低、金价持续上涨、油价一个月内暴跌20%，表明市场对欧盟经济非常担忧，若主权债务危机继续蔓延，不但会拖累欧元区经济，甚至可能带来全球经济二次探底。欧盟是中国重要的国际贸易伙伴，我国每年出口至欧盟区的商品总额占全国出口商品总额已超过20%，若欧洲危机继续蔓延，重创的不仅是对欧贸易，将对我们整个出口造成严重的负面影响。未来房地产调控可能面临两难抉择。一方面，不下狠手调控，房地产在国民经济占比过大，财政靠吃“土地饭”，以及商品房投资品属性过强，长期来看对经济发展不利；另一方面，若重拳调控，短期势必导致销售不好，从而房地产投资下降，由于房地产目前仍是支柱产业，毫无疑问将影响经济增长，财政收入和就业。

我们认为本轮调控将分为四个阶段：温和试错阶段；纠错阶段（或加码、或松动）；整合优化、巩固效果阶段；最终制定出契合中国房地产行业发展的长期政策。我们认为目前调控介于第2-3阶段之间，节奏将放缓，下一阶段将以整合、优化已出台的调控措施为主。

行业评级为“中性”。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，金融街；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，北京城建等。

风险提示：房地产政策调整带来的行业景气度下降，宏观经济下滑风险。





**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 6 月 17 日,今年以来嘉禾基金净值增长率为-6.02%。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 6 月 17 日,今年以来东吴双动力基金净值增长率为 2.71%,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 6 月 17 日,今年以来东吴行业轮动基金净值增长率为 2.44%,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 6 月 17 日，今年以来东吴进取策略基金净值增长率为 0.12%。

#### 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。截至 2010 年 6 月 17 日，今年以来东吴进取策略基金净值增长率为-5.29%。

#### 8、东吴新创业基金

基金类型： 股票型基金

基金经理： 吴圣涛

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。目前正在各大银行、券商等代销机构销售。