



经济企稳，先守后攻

——东吴基金 2011 年下半年投资策略报告



(2011 年 6 月 10 日)

经济企稳，先守后攻

年初以来，A 股市场始终维持震荡格局，上证综指下至 2700 点，上至 3000 点，指数空间非常狭窄。在经历了自 4 月 18 日以来的急跌之后，指数已经完全返回年初时的水平，前期反弹效果消耗殆尽。

我们预测宏观经济在经历了近一个季度的下滑之后，三季度起可能企稳。商品房投资尽管将在下半年出现明显下滑，但在保障房、基建和制造业投资的对冲之下，固定投资全年增速仍将与 2010 年持平，预计约为 24.5%。消费增速回归历史长期增长趋势但下半年金九银十的消费旺季可能带来消费反弹，预计下半年增速为 17%。出口基本面稳定，但受同期基数较高的影响，绝对增速水平将下降至 25%。综合来看，三驾马车由慢转稳，对下半年经济无须过分悲观。

2011 年二三季度之通胀形势仍然严峻，我们预计 CPI 将于 6-7 月份见顶，高点在 5.8% 左右，其后通胀水平逐渐下降。同时，由于电力缺口下电价提升预期较强，而提价时间又与通胀本身高点（6-7 月）吻合，需要防范通胀超出预期的风险。

结合以上的分析，我们认为下半年经济企稳，通胀见顶回落后政策出现松动的概率较高。但考虑到经济下滑的惯性和当前食品、非食品价格上涨预期仍然较强的事实，我们认为对于何时出现这种局面的判断仍需谨慎，对于经济和通胀发展的态势应给予高度关注和密切跟踪。

在投资策略层面，我们认为在明确经济企稳、通胀见顶之前，市场仍将弱势震荡，甚至不排除进一步挖坑的可能。因此，在各种情况明朗之前，仍应保持谨慎、控制仓位、配置上以业绩确定性较高、增长预期稳定的行业做防御。这方面，我们看好食品饮料和医药行业的防御价值，其业绩增长稳定、传统上具有较好的防御特性，且年初至今已经历一定调整。

而随着经济“底”和通胀“顶”这一组合逐步明朗之后，市场对于政策松动的预期可能将显著升温，市场见底反弹的概率较大。配置上应转向（1）高弹性且有基本面支撑的行业。在此逻辑下，我们看好水泥和工程机械行业，这些行业将在需求面显著受益于以保障房为代表的固定资产投资且行业弹性较大；（2）前期调整充分且下半年存在催化剂的行业。在这方面，我们尤其看好中小板创业板中成长性较好的子行业，如通信、软件、电子元器件和节能环保等。这些行业年初至今普遍下调幅度较大，但下半年相关产业政策出台的预期强烈，可能成为行业反弹的催化剂。

1. 通胀见顶前防御：重点看好**食品饮料和医药**。
2. 通胀见顶后进攻：
 - (1)高弹性+基本面支撑：重点看好**水泥、工程机械**。
 - (2)调整充分+下半年催化剂：重点看好**TMT（通信、软件、电子元器件）节能环保**。

主 编 王维诚

行业研究

TMT 刘元海

朱冰兵

徐 嶂

银行

刘元海

建筑材料

薛和斌

食品饮料

邹国英

医药

张 寅

煤炭

张能进

化工

茅玉峰

环保

戴 斌

工程机械

赵世光

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



目 录

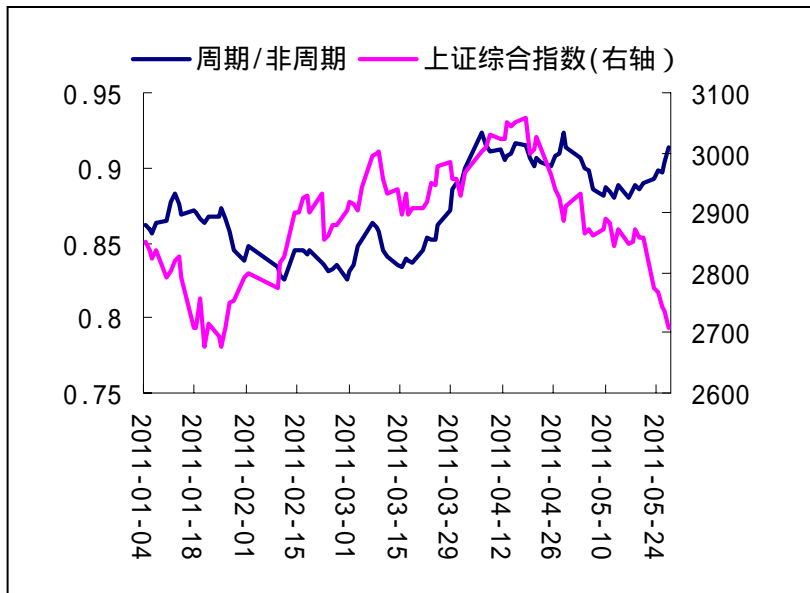
一、市场震荡依旧，指数重回原点	3
二、经济无须过分悲观，下半年蕴含转机	5
(一) 三架马车由慢转稳.....	5
(二) “去库存”已到中场.....	12
(三) 业绩下滑伴随经济放缓，行业间存在差异.....	15
(四) 政府投资留有余地，蕴含经济转机.....	17
三、期待通胀见顶，政策由紧转稳	19
(一) CPI 年中见顶，高度不容乐观.....	19
(二) PPI 处高位，回调仍需等待.....	21
(三) 电力缺口日渐明显，提价预期强烈.....	21
(四) 通胀见顶后货币政策可能发生微妙变化.....	23
四、2011 年下半年 A 股先抑后扬	24
(一) 市场估值总体仍然偏低，周期行业估值返回原点.....	24
(二) 资金净流出明显，但绝非制约条件.....	26
(三) 2011 年下半年 A 股市场：时刻准备由守转攻.....	27
五、经济企稳，先守后攻	28
(一) 通胀见顶前防御：业绩增长确定+防御性.....	28
(二) 通胀见顶后进攻.....	28
(1) 高弹性+基本面支撑.....	28
(2) 调整充分+下半年催化剂.....	28
(三) 重点行业.....	错误！未定义书签。
东吴基金管理有限公司旗下基金：	30



一、市场震荡依旧，指数重回原点

年初以来，A股市场始终维持震荡格局，上证综指下至2700点，上至3000点，指数空间非常狭窄，这与我们在年度投资策略报告中的判断完全一致。在经历了自4月18日以来的显著回调之后，指数已经完全返回年初时的水平，前期反弹效果全部消耗殆尽。

图表 1 年初以来指数窄幅波动、指数水平返回年初起点



数据来源：Wind，东吴基金。

观察上证综指的走势，可以将年初至今的A股市场运行大致分为两个阶段：第一阶段为年初至4月18日，该阶段指数从2700点震荡向上摸高至3050左右；其后从4月18日至今，指数趋势向下，已下探至2700点左右。第一阶段中，跑赢指数的行业分别为房地产、石油化工、化学纤维、纯碱、黑色金属、电力、水泥制造、纺织和铁路运输。自第二阶段以来，跑赢指数的则为房地产、纯碱、电力、纺织、服装、白酒、医药生物、商业贸易、其他轻工制造、高速公路、铁路运输和港口。

对比两个阶段中跑赢指数的行业以及第一阶段胜出行业在第二阶段的表现可以发现两个特点：第一、年初至4月18日，市场风格完全一边倒向周期性行业，但这些行业中的50%在4月18日之后开始跑输；第二、年初以来被市场所抛弃的消费服务行业中的部分板块从4月18日开始再次跑赢大盘。在此期间，白酒行业在指数跌去8.68%的情况下录得5.84%的正涨幅。

结合指数走势和不同风格行业的表现，我们判断市场正偏向防御，而进攻的重要性则逐渐降低。

图表 2 不同行业年初至今涨跌幅（截止2011年5月27日）

板块名称	相对上证综指		绝对涨跌幅		
	年初至4月18日	4月18日至今	年初至4月18日	4月19日至今	年初至今
金融服务	- ¹	-	10.33%	-6.02%	3.63%
房地产开发	+	+	17.90%	-3.46%	13.94%
石油化工	+	-	18.47%	-6.57%	9.91%
煤炭开采	-	-	11.80%	-7.98%	3.12%

¹ 负号表示当期跑输指数，加号表示跑赢指数。



有色金属	-	-	9.01%	-10.27%	-2.31%
化学制品	-	-	7.08%	-7.79%	-1.53%
化学纤维	+	-	16.59%	-6.72%	8.11%
纯碱	+	+	36.37%	-5.06%	29.57%
黑色金属	+	-	26.74%	-10.46%	12.86%
电力	+	+	15.54%	0.17%	15.54%
专用设备	-	-	3.76%	-8.19%	-4.55%
电气设备	-	-	-1.99%	-9.38%	-10.91%
乘用车	-	-	6.94%	-5.67%	0.74%
水泥制造	+	-	29.36%	-10.52%	15.56%
航空运输	-	-	-2.55%	-7.45%	-9.97%
农林牧渔	-	-	2.33%	-5.77%	-2.91%
纺织	+	+	20.00%	-3.72%	15.58%
服装	-	+	-0.01%	-1.87%	-1.68%
白酒	-	+	-5.13%	5.84%	0.27%
医药生物	-	+	0.93%	-4.88%	-3.84%
商业贸易	-	+	5.88%	-1.57%	4.25%
其他轻工制造	-	+	0.42%	-3.20%	-2.35%
家用电器	-	-	8.53%	-5.78%	2.51%
建筑装饰	-	-	4.44%	-6.77%	-2.76%
餐饮旅游	-	-	8.66%	-9.14%	-1.10%
信息设备	-	-	-0.20%	-7.22%	-7.33%
电子元器件	-	-	-2.67%	-7.82%	-10.12%
信息服务	-	-	-6.32%	-7.69%	-13.53%
机场	-	-	10.57%	-6.00%	3.88%
高速公路	-	+	5.90%	-5.31%	0.21%
铁路运输	+	+	15.01%	-0.74%	13.75%
港口	-	+	10.51%	-4.70%	5.37%

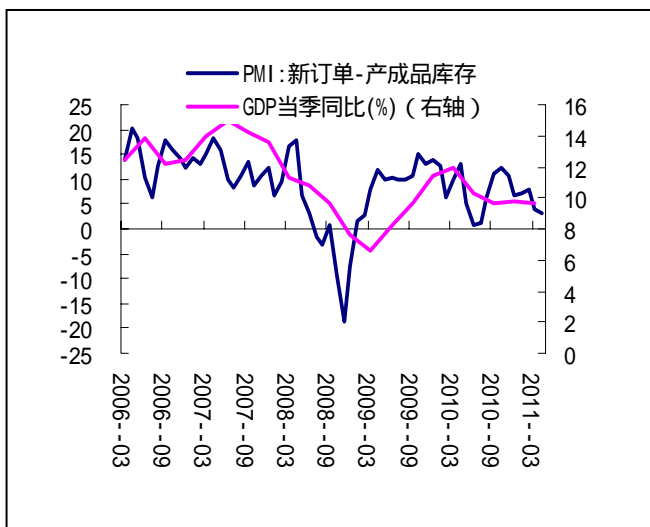
数据来源：Wind，东吴基金。



二、经济无须过分悲观，下半年蕴含转机

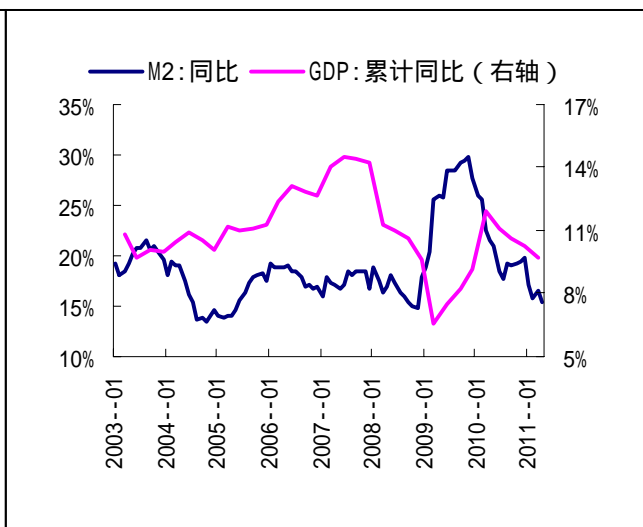
从总体看，宏观经济自 2011 年 2 季度起下行的迹象确实比较明显。PMI 新订单与产成品库存之差的向下变动方向与 M2 同比增速方向一致。但我们认为对下半年经济增长不应过分悲观，即使下滑，其幅度也仅是温和的。同时，在库存去化经历了一段时间之后，工业生产可能逐渐企稳，而货币和财政政策由紧转向中性的概率也将提高，这都可能有利于下半年的宏观经济。综合来看，我们预计下半年 GDP 同比增速为 9.3% 左右，比上半年略低。

图表 3 领先指标预示 GDP 同比下行



数据来源：Wind，东吴基金。

图表 4 货币供应增速持续下降



数据来源：Wind，东吴基金。

(一) 三架马车由慢转稳

1、固定资产投资：全年增速与 2010 年持平，下半年增速略降

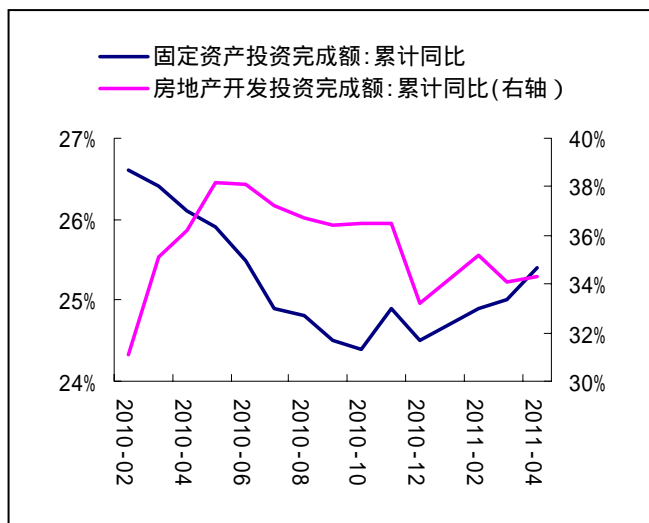
自 09 年 4 万亿投资导致固定资产投资高企之后，投资增速曾一度放缓，但从 2010 年四季度起，投资增速再次出现明显的加速迹象，这与市场预期差别较大。

与此同时，在去年三季度房地产调控政策密集出台之后，市场普遍预计房地产投资增速将在销售下滑的带动下出现明显的下降。然而站在目前的时点看，销售下滑已经成为事实，但房地产投资增速却仍然高达 34.15%。

由此产生了几十个关键的问题：是什么因素导致投资增速超出市场预期？房地产调控政策的效果何时出现？出现后对整体投资的冲击会有多大？下半年投资会非常差吗？

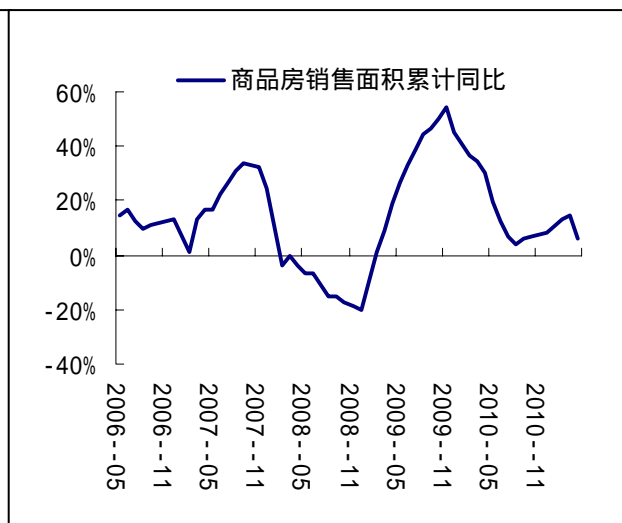


图表 5 固定投资、房地产投资增速超出预期



数据来源：Wind，东吴基金。

图表 6 商品房销售增速已成个位数

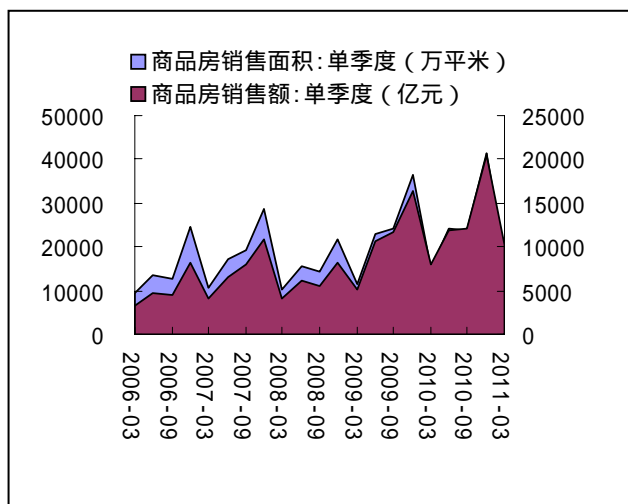


数据来源：Wind，东吴基金。

对于一季度房地产投资增速仍然稳定在 30% 以上的事实，我们认为这并不完全是保障房在起对冲作用，而是商品房本身的投资也比较稳定。这可能与房地产公司补库存的需要有密切联系。2010 年商品房销售情况较好，导致房地产公司库存水平明显下降，自 10 年 2 季度起，单季度库存增量绝对值和环比增速都出现明显下降。

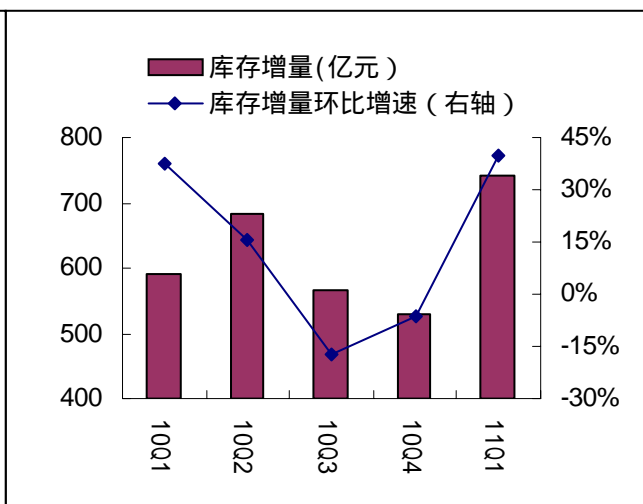
因此，尽管 2011 年房地产销售开始下滑，但补充过低库存的需求使得商品房投资增速仍然较高。同时，2010 年保障房集中于下半年开工，根据房屋建设周期的规律，这意味着去年新开工的保障房也有相当部分在建工程延续至今，这也为房地产总体投资贡献了一定的力量。

图表 7 2010 年商品房销售情况较好



数据来源：Wind，东吴基金。

图表 8 房地产上市公司明显补库存

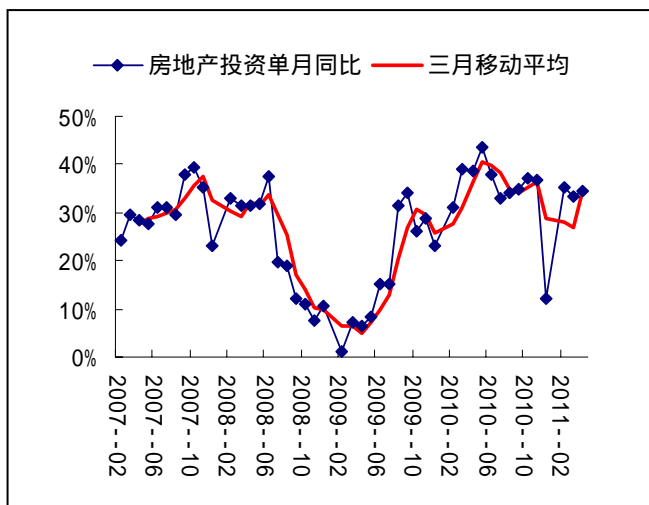


数据来源：Wind，东吴基金。

但是，我们认为房地产调控政策的效果终将出现，但真正效果如何可能要到 2011 年四季度房地产销售“金九银十”后方可观察到。而对于地产调控的持续性，我们判断在房地产价格真正出现回调之前，调控政策的基调不存在放松的可能。站在目前的时点上，我们认为更为关键的问题是，如果效果最终出现，那么对投资的冲击会有多大？保障房能否起到有效对冲的效果？以下我们对这些问题作详细量化分析。

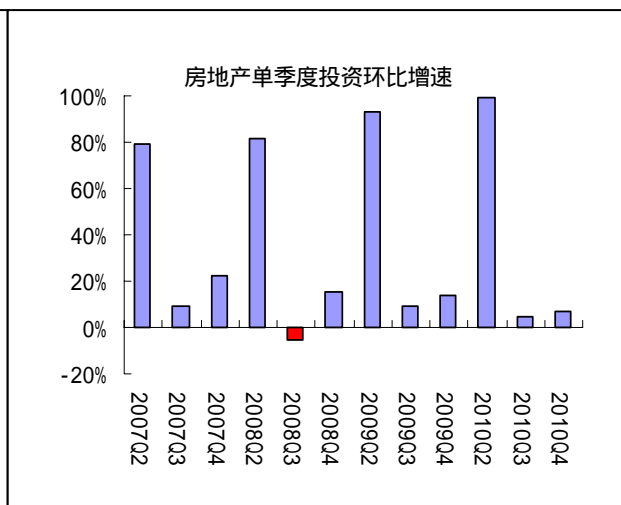


图表 9 房地产投资最差情形出现在 08 年下半年



数据来源：Wind，东吴基金。

图表 10 房地产投资单季度环比极具规律性



数据来源：Wind，东吴基金。

观察 07 年至今的单季度房地产投资环比增速可以发现极强的季节性规律，二季度环比增速普遍在 80% 左右，其后三季度环比增速降至 10% 以内，四季度增速略微提高。其中，08 年下半年房地产投资三季度环比增速为负，这在历史上较为罕见，也是近几年的最差情形。

我们假设 2011 年二季度和四季度房地产投资增速为 07 年-10 年季度平均水平。对于三季度，我们假设两种情形，其一为最坏情形，环比增速类似 08 年三季度，其二为正常情形，环比增速取历史平均。通过这样的假设，我们希望得出在最坏情景下和正常情景下房地产投资的预测增速，这两种情景可以大致给出下半年真实情况的上下限。

图表 11 2011 年商品房投资季度环比增速假设情景

	2011Q1	2011Q2E	2011Q3E		2011Q4E
			最坏情形 (08 年 3 季度)	正常情形 (历史平均)	
单季度房地产 投资环比增速	-	79%	-5.01%	7.62%	14.56%

数据来源：Wind，东吴基金。

对于房地产投资在下半年的情况，市场分歧主要在于保障房的对冲力量能有多强。目前的资料显示，截至 5 月底，上海经济适用房约完成开工计划的 25%；江苏省保障房的总体开工率约为 30%；浙江省目前开工进度为 33.2%。部分西部省份由于配套资金能力较差，我们预计其开工进度可能略低于东部沿海。结合这些情况，我们假设全国范围内四个季度的保障房新开工比例约为 0%，20%，65%，15%，对应 2011 年各季度开工 0 万套、200 万套、650 万套和 150 万套。

同时，我们假设 2011 年最终 1000 万套保障房全部开工，单套 12.5 万元成本，每套保障房 50 平米，建设周期为 4 个季度，投资实际发生额按照 3：2：2：3 的比例发生于新开工开始后的各个季度。

对于 2010 年保障房的建设，我们假设 2010 年保障房实际开工 380 万套，主要发生在 10 年三四季度，占比分别为 60% 和 40%，对应 228 万套和 152 万套。



图表 12 各季度保障房新开工套数假设

	2011 年保障房新开工 (万套)	2010 年保障房新开工 (万套)
Q1	0	0
Q2	200	0
Q3	650	228
Q4	150	152

数据来源：政府网站，草根调研，东吴基金。

根据我们的假设，在悲观情景下（类似于 08 年下半年），2011 年房地产总投资约为 6 万亿，其中商品房投资 5.1 万亿，保障房 0.9 万亿。在正常情景下，房地产总投资 6.4 万亿左右，其中商品房 5.5 万亿，保障房 0.9 万亿。

图表 13 2011 年各季度房地产投资预测

	商业房地产 (亿元)	保障房 (亿元)	总投资 (亿元)
Q1	7896	950	8846
Q2E	14135	1985	16120
Q3E	13427	3508	16935
悲观情景 (类似 08 年下半年) Q4E	15382	2688	18069
2011 年总计	50840	9130	59970
Q3E	15212	3508	18720
正常情景 (历史平均) Q4E	17426	2688	20114
2011 年总计	54670	9130	63800

数据来源：Wind，东吴基金。

我们根据不同假设情景分别计算不同部分投资的同比增速。

悲观情景下，三、四季度单季房地产投资增速将分别下降至 23.03% 和 22.45%，这样的增速还是在得到保障房投资有效对冲之后的结果。如果剔除保障房，商品房投资增速将迅速下降至 4.01% 和 4.24%。该情景下，2011 年全年房地产投资同比增速为 24.25%，较年初和 2010 年都有显著下降。

正常情景下，2011 年下半年房地产投资受到大量保障房开工的影响，投资同比增速仍然维持相对较高的水平，三、四季度增速分别为 36% 和 36.31%。如此情景下，2011 年全年房地产投资增速可达 32.18%。

图表 14 2011 年各季度房地产投资同比增速预测

	商业房地产投资单季同比	房地产总投资单季同比
Q1E	19.74%	34.15%
Q2E	7.47%	22.56%
Q3E	4.01%	23.03%
悲观情景 (类似 08 年下半年) Q4E	4.24%	22.45%
2011 年总计	9.87%	24.25%
正常情景 (历史平均) Q3E	17.84%	36%
Q4E	18.1%	36.31%



2011 年总计	18.51%	32.18%
-----------------	--------	---------------

数据来源：Wind，东吴基金。

尽管我们对 08 年下半年的悲观情形进行了模拟分析，但是当时的经济环境与 2011 年绝然不同。08 年下半年的情形是在 PPI 急跌、外需急剧萎缩、工业企业急速去库存的条件下发生的，而这些条件在 2011 年下半年再次出现的概率极小。因此，对应悲观情景下的预测可以看作是对全年房地产投资增速预测的下限，我们认为这种情况不会出现。但是，房地产投资增速也必然受到调控政策影响而在下半年出现放缓的现象，因此正常情景出现的概率同样较小。

我们取两种情形的中间值作为对下半年房地产投资增速的中性预测。**中性条件下，2011 年房地产总投资约 6.2 万亿，对应增速约 28%**。根据对房地产投资增速的分析，我们可以进一步对固定资产投资增速作出预判。

基建、制造业和房地产业的投资占比近年来都比较稳定，其中基建投资一般稳定在 25~28%，房地产投资则一般在 23%左右。制造业的投资占比近年来稳定增长，占比稳定在 30%以上。

图表 15 固定投资三大行业占比

	固定投资占比		
	基建	制造业	房地产业
2006 年	28.69%	28.27%	22.97%
2007 年	26.47%	30.22%	24.30%
2008 年	25.75%	31.16%	23.68%
2009 年	28.11%	30.30%	22.18%
2010 年	26.77%	30.87%	23.84%

数据来源：Wind，东吴基金。

我们假设基建投资增速基本与 2010 年持平为 18%，制造业投资取过去五年平均增速 29.72%，房地产投资增速根据我们上文的分析为 28%。如此假设下，数据显示 **2011 年固定资产投资增速约为 23~26%，取中值 24.5%作为中性预测，与 2010 年基本持平。**

图表 16 固定投资增速预测

	基建、制造业、 房地产投资（亿元）	固定投资增速（仅考虑基建+制造业+房地产）	实际固定投资增速
2007 年	95,131.39	27.32%	25.80%
2008 年	119,858.20	26.03%	26.10%
2009 年	156,455.80	29.89%	30.50%
2010 年	196,700.48	26.51%	24.50%
2011 年 E	246,596.91	25.37%	23%-26%

数据来源：Wind，东吴基金。

结合对房地产和总体固定资产投资增速的分析可以发现，保障房的推出确实会起到相当的对冲作用，这种作用在下半年将体现得更为明显。与此同时，基建和制造业稳定的投资增速也将起到相当大的支撑作用。总体来看，2011 年全年固定投资增速仍然将与 2010 年基本持平，并不存在急速下滑的可能。对投资过分悲观没有必要。



但是需要注意的是，24.5%的增速对应 2011 年全年，如果假设 2011 年上半年投资增速为 25%左右（1-4 月份增速为 25.4%），那么全年 24.5%的增速意味着下半年固定投资增速将下降至 24%左右，仅比上半年下降一个百分点。

2、消费：增速回归历史长期趋势，下半年存在反弹可能

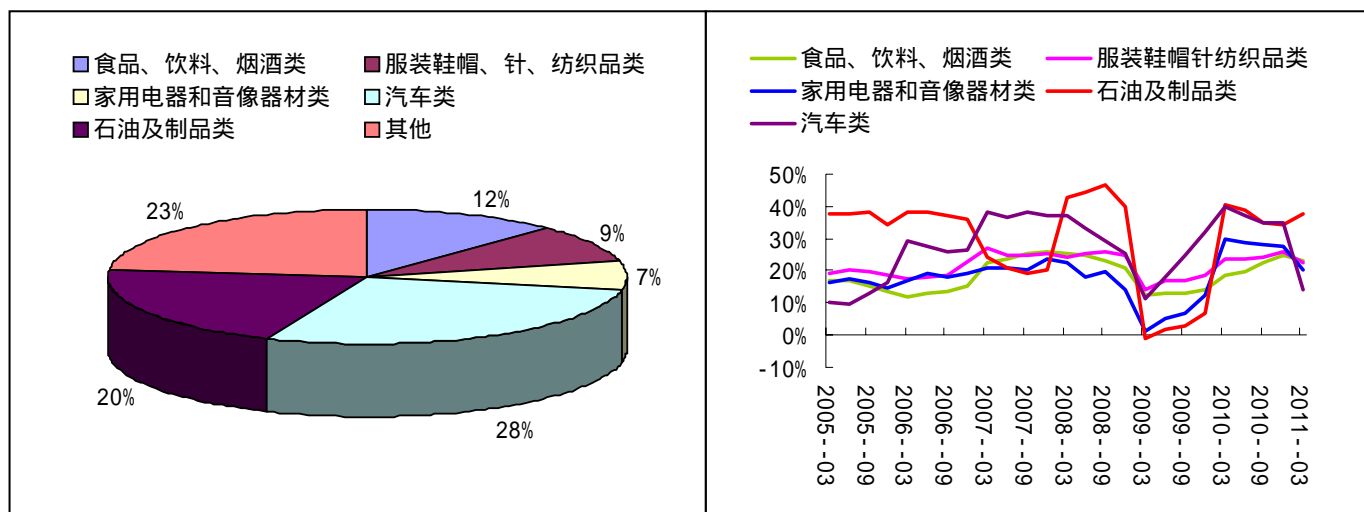
从限额以上零售额的占比情况看，汽车类、石油制品类、食品类、服装类和家电类占比列前五位，总计占到了零售总额的 77%。

观察不同类型零售的波动幅度，明显可以发现汽车和石油制品类随经济形势而具有最大的波动性，其中汽车类作为最大件的消费品，其销售增速与经济波动具有非常吻合的关系。而属于必须消费品的食品、服装类则具有较小的波动，这与常识是符合的。

观察近期的零售增速，除汽车类消费增速出现断崖式下降外，家电类零售增速也出现了一定程度的下滑，这可能与房地产销售下滑具有一定联系。与之相比，食品、服装消费增速基本稳定而石油制品类的零售增速不降反升。

图表 17 分行业零售占比

图表 18 汽车类、石油制品类消费随经济波动幅度最大



数据来源：Wind，东吴基金。

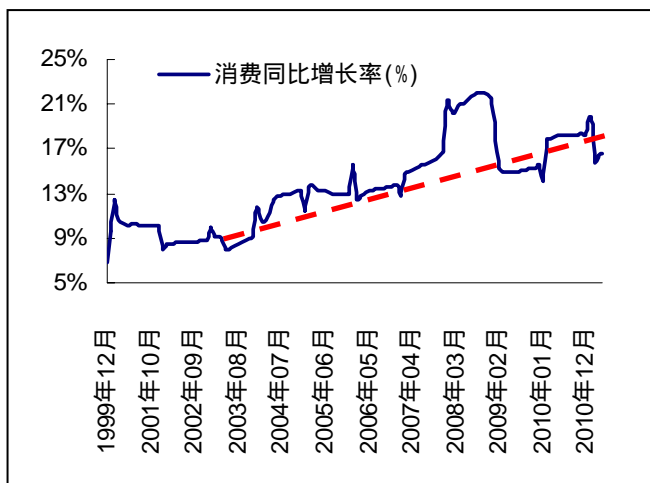
数据来源：Wind，东吴基金。

我们预计汽车类销售增速将进一步下降，受此影响，总体消费增速短期内也将出现较为明显的下滑。但是，石油制品类销售的上升和必须消费品的稳定增长将起到稳定消费的作用。另外，从消费的季节规律看，进入四季度，“金九银十”的消费旺季可能使汽车以及家电（房地产同样存在金九银十的规律）的消费得到一定恢复，因此不能排除下半年消费出现反弹的可能。

总体来看，2011 年的消费处于回归历史正常增长趋势的过程，08 年和 10 年受乘用车刺激政策影响而出现的消费猛增的现象将告一段落。我们预计下半年消费同比增速约 17%。

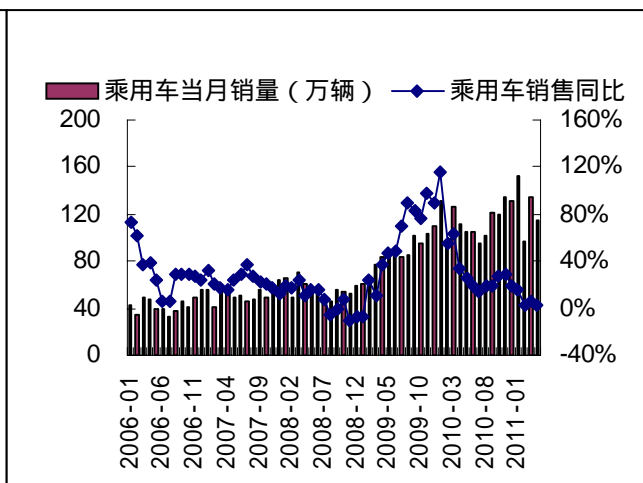


图表 19 消费增速回归趋势



数据来源：Wind，东吴基金。

图表 20 乘用车销售增速接近历史低位

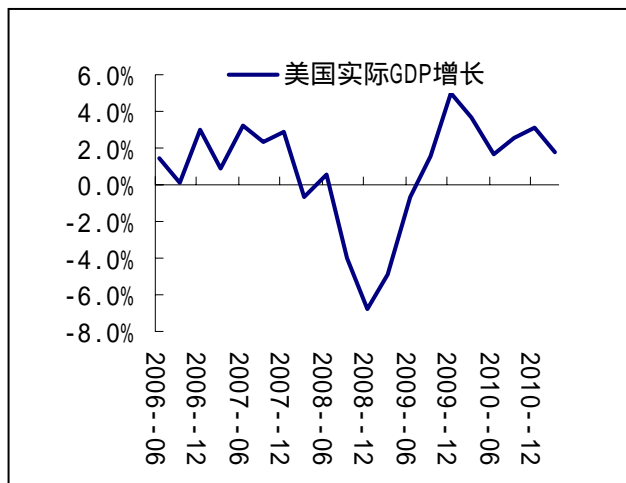


数据来源：Wind，东吴基金。

3、出口：基本稳定

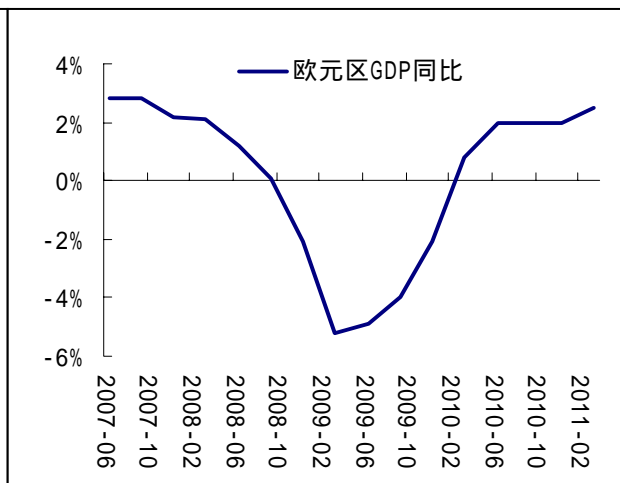
2011 年一季度欧元区经济增长继续回升。对比之下，美国同期 GDP 同比增速仅为 1.8%，低于市场预期，也显著低于 2010 年的增长水平。但我们认为近期美国宏观指标的疲软只是短期现象，美国经济仍然处于稳健复苏的阶段。我们预计 2011 年下半年中国出口基本稳定，但由于去年下半年较高基数的原因，同比增速可能下降至 25%左右。

图表 21 美国经济增长出现阶段性放缓



数据来源：Wind，东吴基金。

图表 22 欧元区经济增长继续回升

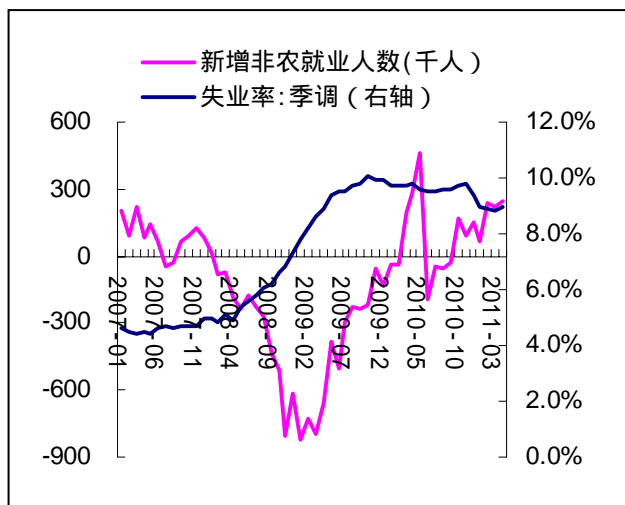


数据来源：Wind，东吴基金。

首先从美国就业市场的情况看，新增非农就业人数自去年年中以来一直处在稳定上升的趋势中，而总体失业率则已经下降到 9%左右的水平。与就业情况持续好转对应，人均可支配收入也增长明显。

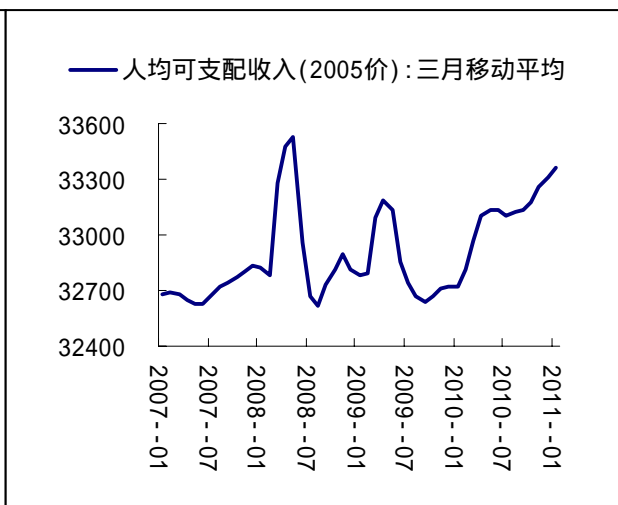


图表 23 就业持续改善



数据来源：Wind，东吴基金。

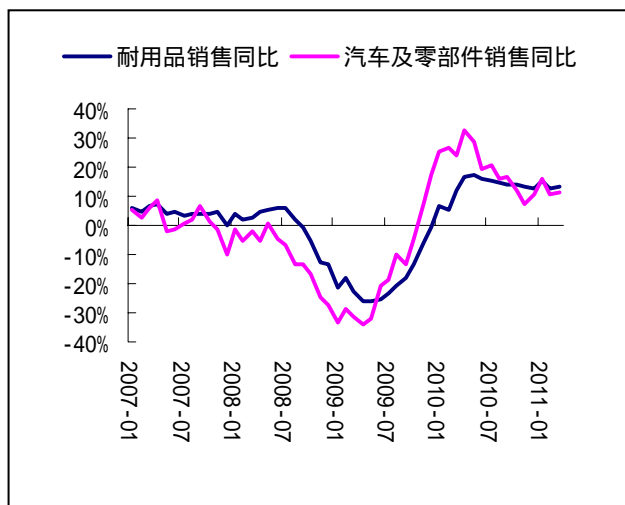
图表 24 可支配收入上升明显



数据来源：Wind，东吴基金。

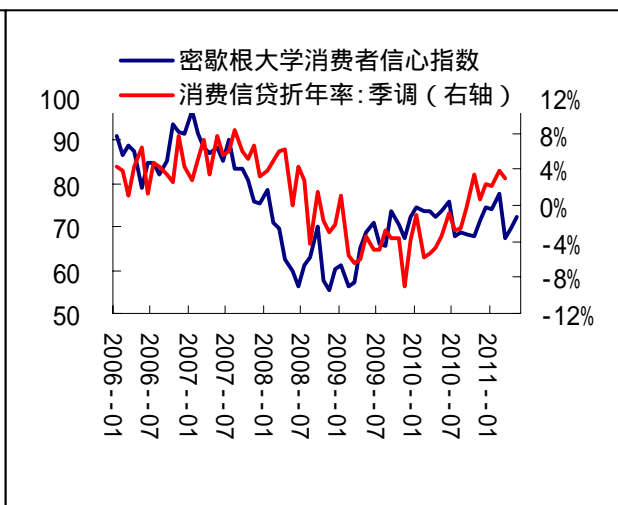
从微观层面看，无论耐用品还是汽车的销售同比增速也一直比较稳定，虽然比 2010 年初的增速有一定下降，但目前水平仍然高于 07 年以来的平均增速。与之对应的是，消费者信心和消费信贷增速趋势向上。

图表 25 耐用品、汽车销售同比增速稳定



数据来源：Wind，东吴基金。

图表 26 消费者信心、消费信贷仍然趋势向上



数据来源：Wind，东吴基金。

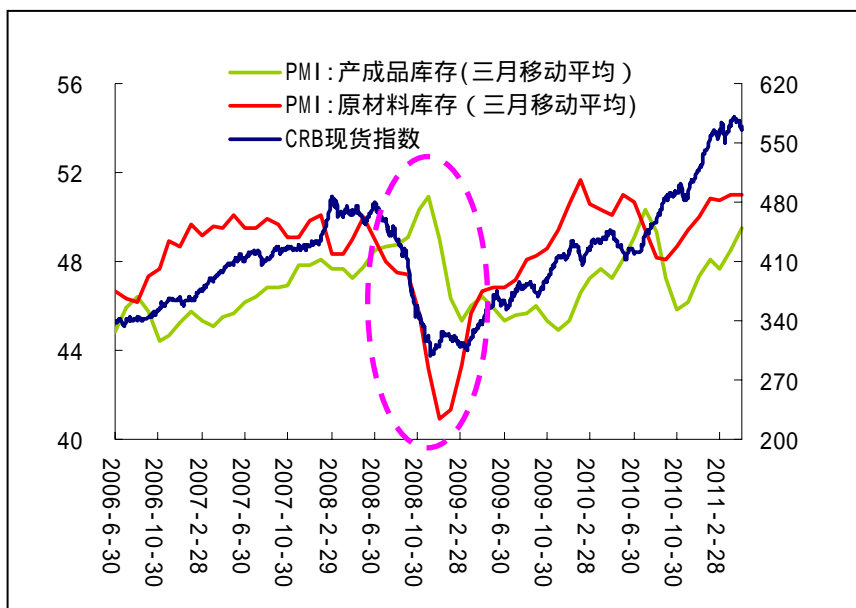
(二) “去库存”已到中场

PMI 产成品库存与原材料库存指数居高不下，如此高的库存水平结合经济下滑的事实使得市场开始担心 2011 年下半年是否会重现 08 年三四季度的情形。

我们认为 08 年下半年重现的概率基本为零。当时的经济形势是外需崩溃，大宗价格暴跌，需求快速萎缩，这些多重因素的叠加才导致了当时的急速去库存。



图表 27 库存居历史高位，但大宗价格高位持稳防止急速去库存

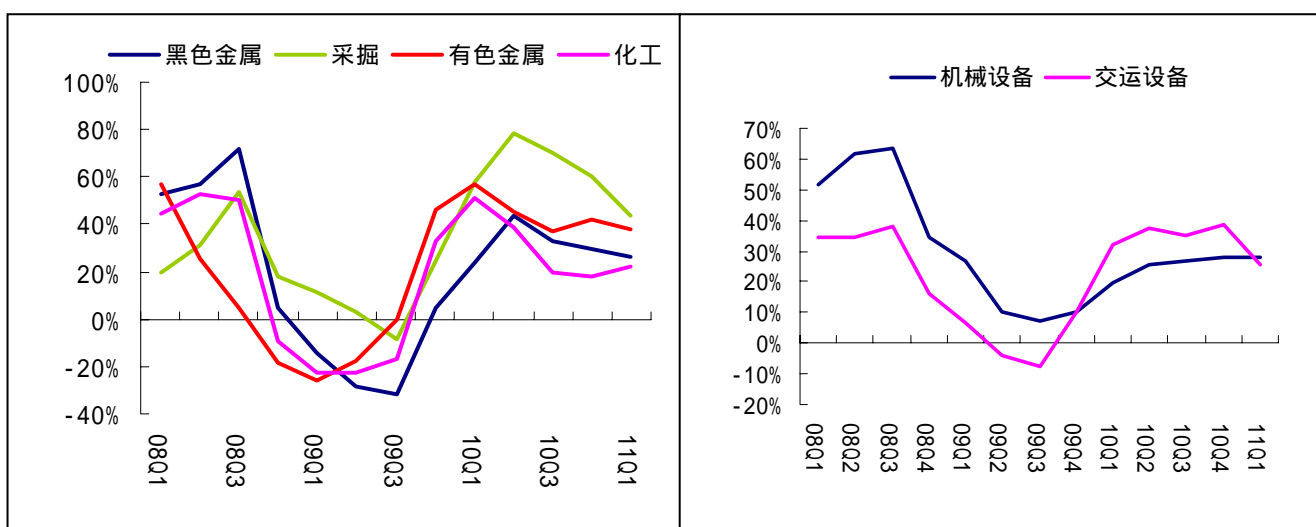


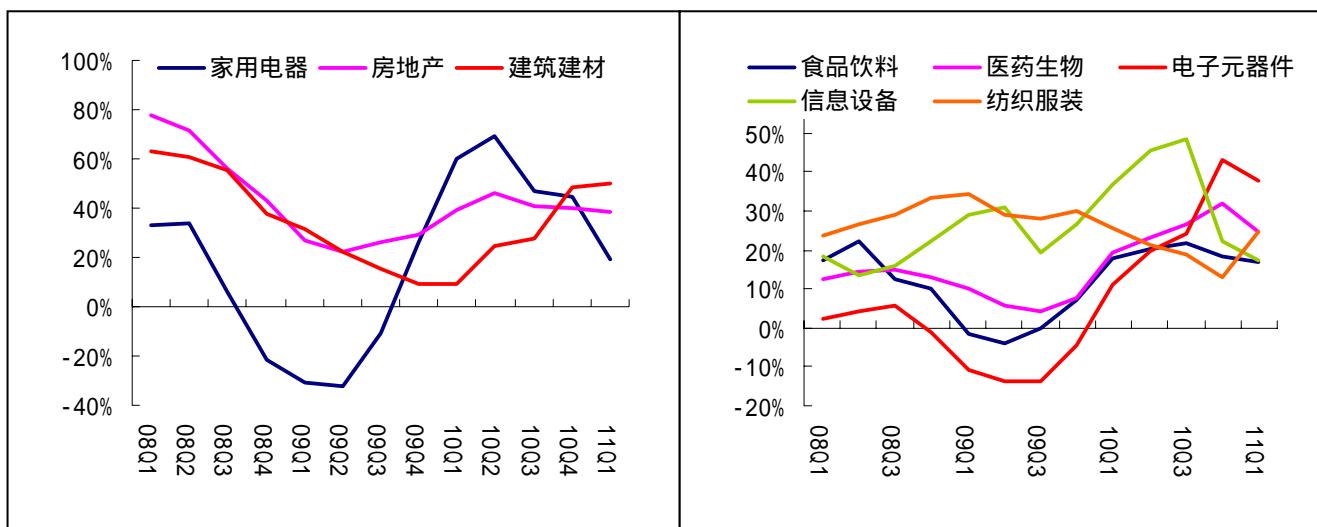
数据来源：Wind，东吴基金。

对比当前的形势，CRB 指数虽然有见顶回落的迹象但仍处历史高位，外围经济还在稳定复苏，全球流动性环境仍然相对宽松，这种环境不可能导致大宗商品价格如 08 年般暴跌。其次，中国的经济下滑虽然正在进行但是根据我们的分析，这种下滑将远比 08 年下半年来得温和，甚至还存在反转的可能。因此，我们认为没有必要担心下半年将重现 08 年般的“急速”去库存。

对比主要制造行业中可比上市公司的库存变化可以发现，上中下游绝大多数行业库存增速已经出现了明显的下降，正如我们二季度投资策略报告中预测的，“去库存”在二季度是大概率事件。而目前来看，“去库存”已经进行了相当时间，这也解释了近期工业增加值增速放缓的原因。然而从另一个角度看，当去库存进行了一定阶段之后，反而可能为下半年库存重建和经济企稳创造良好的条件。

图表 28 主要制造行业可比上市公司库存累计同比增速





数据来源：Wind，东吴基金。

从细分行业的库存增速变化可以发现，上游的化工、中游的建筑建材和下游的纺织服装的库存增速不同与其他行业，是仅有的三个增速不降反升的行业。

名义库存增速的上升同时受到量和价的影响。结合我们对细分行业的跟踪，我们认为化工和纺织服装的库存增速上升可能更多地受到“价”的影响。化工行业库存的名义价值很大程度上受到油价和其他能源价格的影响，而原油煤炭价格今年一季度的屡创新高解释了化工名义库存增速的上升。纺织服装的名义库存增速上升则可能受到了当时棉花价格上涨的影响。因此，这种由“价”所带来的库存增速上升并不能说明实际的下游需求。

对比之下，建筑建材库存增速自10年年初以来的持续上升是值得注意的。建筑建材行业主要是水泥制造，而其成本主要是石灰石和电价，两者在一季度并未出现显著的上升，因此该行业库存增速的持续上升是实际量的增加，也可以看出水泥厂商对下游需求的预期是比较乐观的。

对于仍然在调控影响之下的房地产行业，其库存增速变化却非常缓慢。这与当前房地产价格持续坚挺而限购政策限制了大量购房需求释放的情况是吻合的。但我们预计随着调控的持续，房地产库存下降的现象将越来越明显，而“金九银十”时段的房地产销售情况将成为关键的节点。

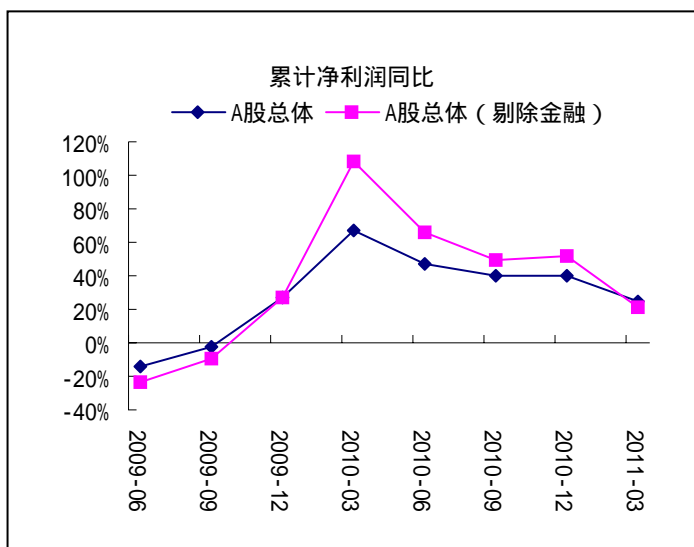
综合来看，大多数制造业行业的上市公司库存增速都已经出现了相当程度的下降，但上中游行业库存绝对增速仍略高于历史平均水平，还有一定空间。对比之下，下游行业如家电，信息设备的库存增速下降幅度较大，已经接近甚至低于历史平均增速。因此，我们判断“去库存”已至中场，下半年随着充分去库存之后，工业生产企稳回升的概率较大。



（三）业绩下滑伴随经济放缓，行业间存在差异

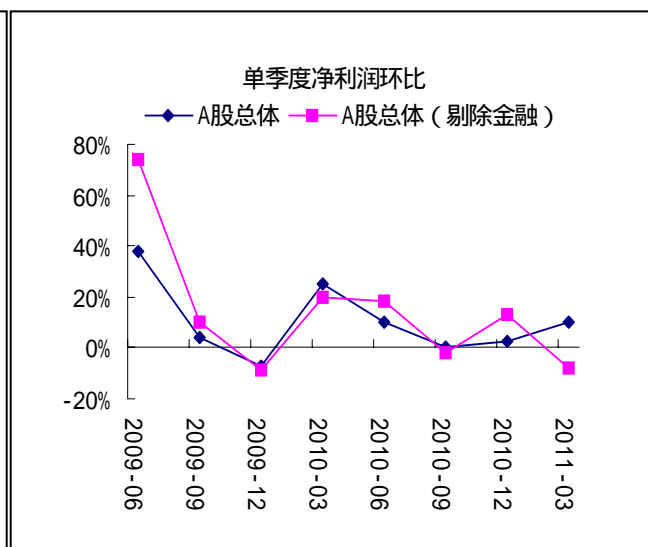
通过对一季报数据的分析，我们发现企业业绩增速已经出现较为明显的下滑。这与经济下滑，企业库存增速普遍下降这些发现都是吻合的。A 股总体一季度净利润同比增速降至 24%，远低于去年四个季度的平均水平，剔除金融后，净利润增速的下降幅度更大。单季度净利润环比增速则显示 A 股总体净利润较 10 年四季度增长 10%，但是剔除金融后，环比却下降了 7.96%。

图表 29 累计净利润同比增速一季度出现明显下降



数据来源：Wind，东吴基金。

图表 30 一季度剔除金融后净利润环比为负



数据来源：Wind，东吴基金。

将所有 A 股行业细分为金融服务、房地产开发、农林牧渔、上游采掘能源、中游原材料加工和制造以及下游制造、消费和服务类，并对比不同大类板块的净利润增速情况。一个显著的特征就是上游和消费类企业的盈利情况仍然较好。除此以外，金融服务的盈利增速也保持在较高的水平，这从上述对 A 股总体的盈利分析中已经得到了部分印证。

但是，我们认为上游采掘和能源类行业的盈利增速可能是无法得到持续的。上游行业在一季度的盈利情况可能很大程度上得益于能源价格在一季度的持续上升，而根据我们的分析，大宗商品价格可能已经见顶并将回落。如此的前景让我们倾向于认为依靠能源价格再创新高来获得更好业绩的可能性正显著降低。

相比之下，我们认为以白酒为代表的消费行业业绩更加具有持续性。金融服务行业近期盈利的显著好转可能得益于持续加息背景下净息差的扩大，站在目前的时点上，我们认为下半年金融行业业绩至少符合预期的概率仍然较大。



图表 31 上中下游业绩比较

日期	单季度净利润环比		累计净利润同比	
	11Q1	10Q4	11Q1	10Q1
金融服务	37.3%	-9.8%	27.81%	38.37%
房地产开发	-64.3%	380.0%	6.88%	109.15%
农林牧渔	-22.5%	2.6%	-5.84%	63.99%
上游采掘、能源	26.6%	-11.5%	24.44%	55.79%
煤炭开采	24.5%	-14.7%	17.10%	21.27%
石油化工	37.7%	-19.2%	31.04%	45.33%
有色金属	5.0%	33.1%	29.87%	-719.16%
中游原材料、制造	6.4%	52.4%	37.68%	-1206.97%
化学制品	128.3%	-11.2%	9.91%	0.83%
化学原料	-80.6%	1260.3%	716.69%	-112.06%
化学纤维	-4.9%	58.8%	129.39%	-283.84%
黑色金属	57.4%	22.2%	-14.76%	-316.25%
水泥制造	-45.7%	69.3%	162.17%	121.22%
专用设备	52.3%	10.8%	113.85%	139.82%
下游制造	-22.4%	11.5%	11.31%	299.15%
电气设备	-37.0%	17.8%	2.93%	37.28%
信息设备	-66.8%	62.1%	3.55%	60.04%
乘用车	21.5%	2.3%	18.32%	630.12%
电子元器件	-1.9%	-44.1%	10.89%	-176.47%
大消费	15.5%	19.6%	38.79%	43.33%
医药生物	28.6%	2.5%	20.47%	66.83%
白酒	108.9%	-7.4%	46.63%	20.38%
商业贸易	28.4%	47.0%	35.29%	56.54%
家用电器	-8.5%	-3.1%	46.88%	96.65%
餐饮旅游	-54.3%	-23.2%	13.86%	-1.28%
纺织服装	-50.9%	142.1%	125.40%	-35.28%
其他轻工制造	52.0%	-29.2%	29.83%	91.00%
服务类	-22.7%	-33.8%	0.46%	44.71%
信息服务	-55.7%	63.4%	16.34%	-40.62%
电力	-70.1%	-36.1%	-48.47%	29.64%
铁路运输	53.0%	-30.3%	46.83%	49.16%
机场	4.0%	-10.5%	17.19%	56.07%
航空运输	-6.1%	-63.9%	-8.55%	254.94%
高速公路	6.9%	-3.6%	6.12%	24.16%
港口	2.1%	3.5%	28.41%	38.58%

数据来源：Wind，东吴基金。

在分析了短期的盈利情况之后，我们认为有必要去从中长期角度来寻找那些盈利状况在近几年正处于持续改善通道的行业。这样行业的盈利状况可能因为一些短期因素的冲击而面临调整，但是作为中长期投资者，



盈利能力持续改善的行业仍然具有关注的价值。

对比 08-10 年不同行业的 ROE 水平，我们发现八个行业的 ROE 正稳定提升，其中包括水泥制造、商业贸易、铁路运输、纺织、家用电器、机场和黑色金属。尤其值得注意的是水泥制造行业的 ROE 水平连续三年以翻番的速度在增长，而铁路运输和航空运输的 ROE 在 2010 年也得到了质的飞跃。我们认为这些行业具有长期关注的必要性。

图表 32 ROE 持续提升和持续下降的行业

	时间	2008 年	2009 年	2010 年
ROE 持续提升	水泥制造	6.96%	15.75%	35.13%
	商业贸易	10.78%	11.12%	15.73%
	铁路运输	7.84%	8.94%	48.94%
	航空运输	-17.05%	10.45%	28.63%
	纺织	2.03%	3.56%	8.08%
	家用电器	13.35%	16.32%	22.61%
	机场	9.48%	12.09%	12.81%
	黑色金属	3.19%	3.42%	6.43%
ROE 持续下降	专用设备	20.50%	17.46%	15.57%
	信息服务	26.01%	20.47%	13.35%
	房地产开发	15.12%	13.09%	12.27%
	医药生物	116.15%	17.29%	13.94%
	服装	18.66%	17.46%	13.43%
	化学制品	18.14%	13.96%	5.70%
	电气设备	21.91%	21.48%	14.39%

数据来源：Wind，东吴基金。

对比之下，专用设备等 7 个行业的 ROE 水平自 08 年以来处于持续下降的通道。其中医药生物行业的变化最为显著，其 ROE 水平自 08 年的 116.15% 猛降至 09 年的 17.29%，并在 10 年继续下降。医药行业 09 年 ROE 水平的显著下降主要受到 08 年危机后原料药价格暴跌的影响，而 A 股市场医药行业中原料药企业市值占比较大，其盈利水平的下降对整个行业的 ROE 起到了很大的拖累作用。而 10 年医药行业新上市企业较多则使得整个行业的盈利水平也受到一定影响。但长期来看，我们认为随着居民收入水平和健康保健需求的持续上升，医药生物行业仍然具有长期的增长潜力。

（四）政府投资留有余地，蕴含经济转机

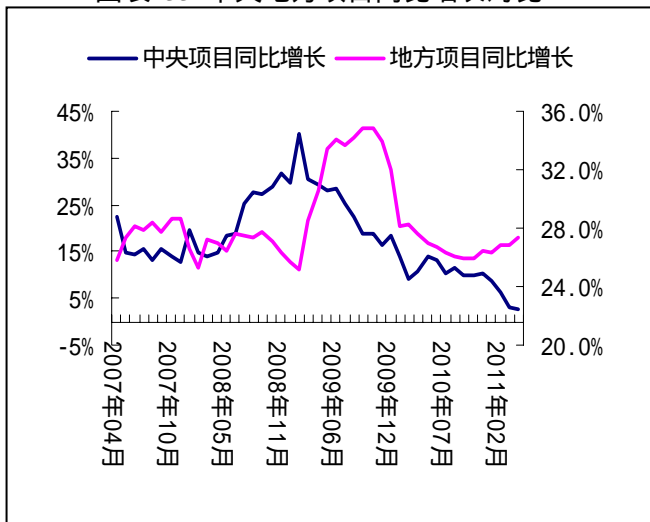
尽管三驾马车略显疲态，但我们认为下半年经济仍然存在转机。通过观察今年以来中央项目投资在全部投资中的占比情况和同比增长率，我们怀疑中央有刻意控制中央投资的意图。

这种有计划的控制可能有两种目地：第一，控制中央投资与当前控制通胀、保持稳健货币政策的政策基调是吻合的；第二，通过控制货币，打压需求端以求控制通胀的政策势必会在通胀受控之后体现出其负面效果，即经济增长端受损。而在中国特有的经济体制下，中央项目投资无疑将是最为有效的弥补工具。一旦经济负面效果严重，通过前期所预留的投资项目就有可能起到稳定经济的作用。因此，我们认为下半年不排除一种可能，即在确认通胀受到控制之后，政府可能将逐渐启动上半年压制未发的项目投资，从而起到扭转经



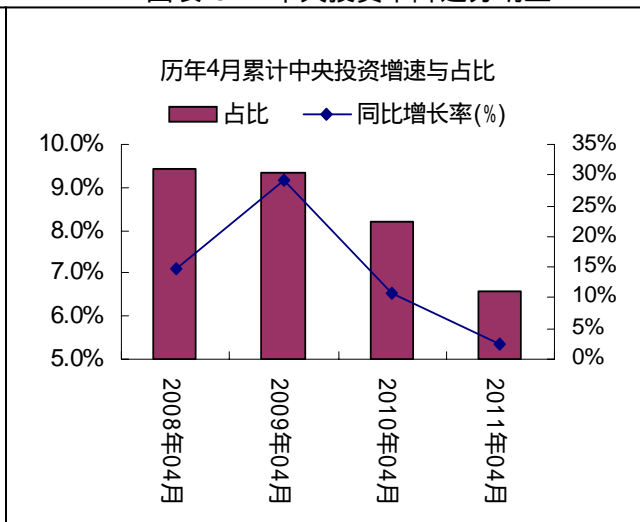
济增长局面的作用。但是需要指出的是，这种投资集中于某个季度的概率也不大，更有可能是逐渐释放的过程。

图表 33 中央地方项目同比增长对比



数据来源：Wind，东吴基金。

图表 34 中央投资下降过分明显



数据来源：Wind，东吴基金。

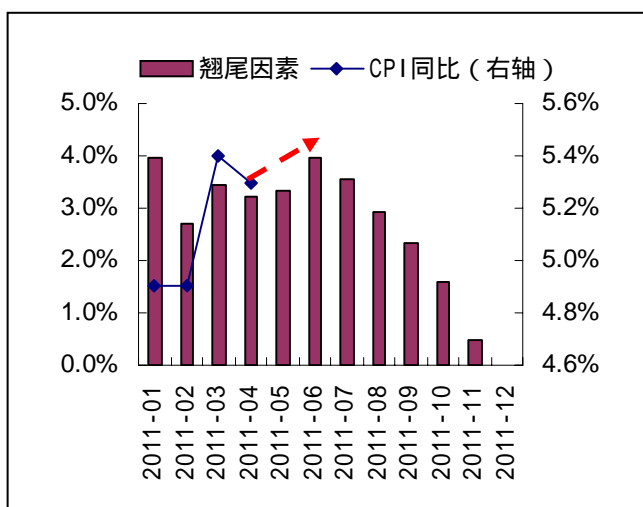


三、期待通胀见顶，政策由紧转稳

(一) CPI 年中见顶，高度不容乐观

根据 2010 年各月 CPI 环比得出今年的 CPI 翘尾因素如下图。配合今年 1-4 月的实际 CPI 同比数据来看，翘尾因素对于预测 CPI 变动趋势仍然具有相当的准确性。翘尾因素显示，年中（6 月）可能是今年 CPI 的峰值，高点可能为 5.8% 左右，其后逐渐下降。

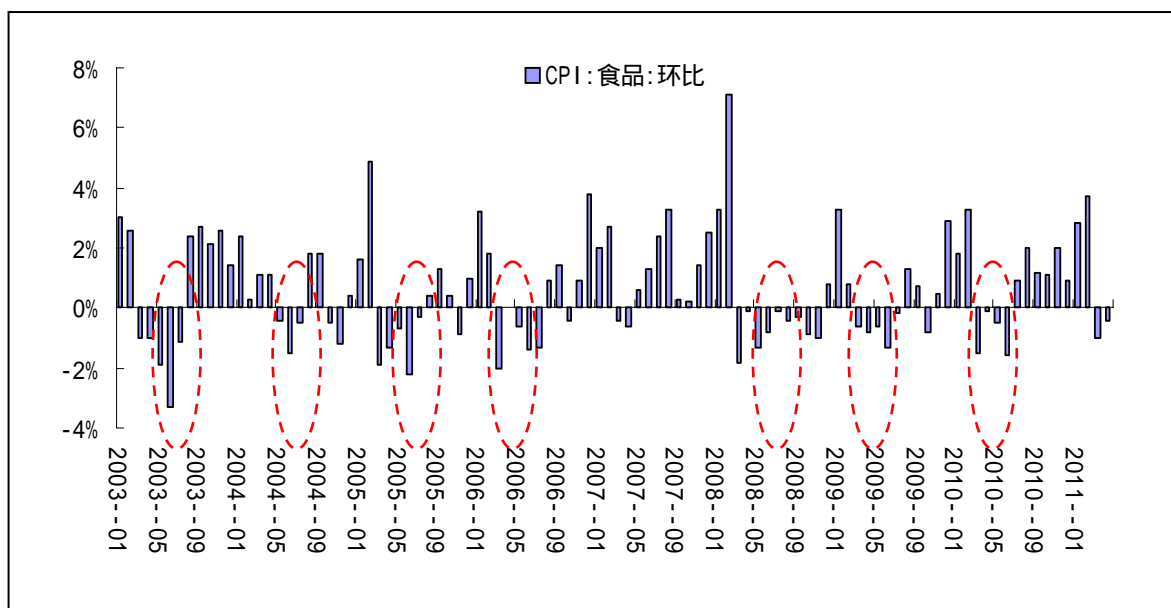
图表 35 CPI 仍未见顶



数据来源：Wind，东吴基金。

将 CPI 同比数据进一步细分为食品和非食品部分。观察自 2003 年以来各月的食品环比数据可以发现非常强烈的季节性规律。除 07 年外，所有年份中 5 至 7 月份的食品环比数据皆为负，这主要是由于 5-7 月大量蔬果类农产品上市，从供给端对价格形成压力。如果这种规律在 2011 年仍然成立，那么至少将从食品端部分降低通胀压力。

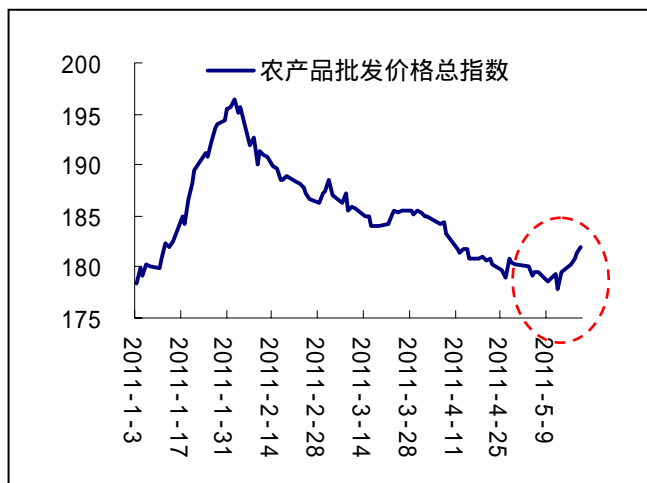
图表 36 CPI 食品环比二季度极具季节性，除 07 年外皆为负环比



数据来源：Wind，东吴基金。

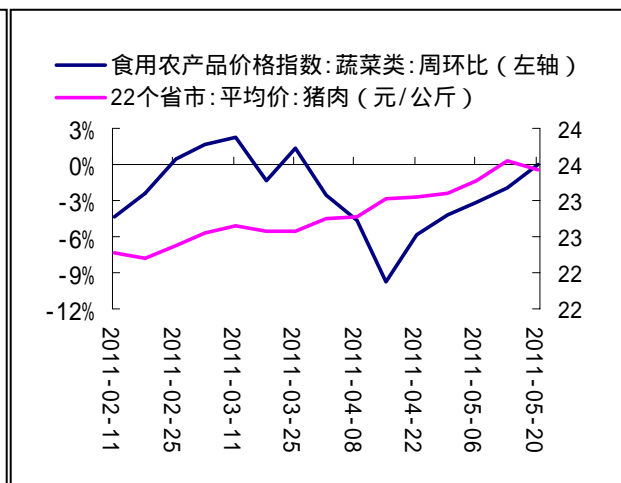
然而，观察农业部农产品批发价格指数的日度数据可以清楚的发现，农产品价格自5月初出现了明显的反弹趋势，且该趋势一直延续至今未见回调的迹象，这与往年的季节性规律是相悖的。同时，食品中猪肉和蔬菜价格的变动数据显示猪肉价格还在持续攀升而蔬菜价格自4月中旬开始掉头向上。微观和中观的食品价格数据都预示往年5月之后食品价格回调的规律可能在今年会被打破，这提示我们不能对通胀形势过分乐观。

图表 37 2011 年 5 月食品环比反季节上升



数据来源：Wind，东吴基金。

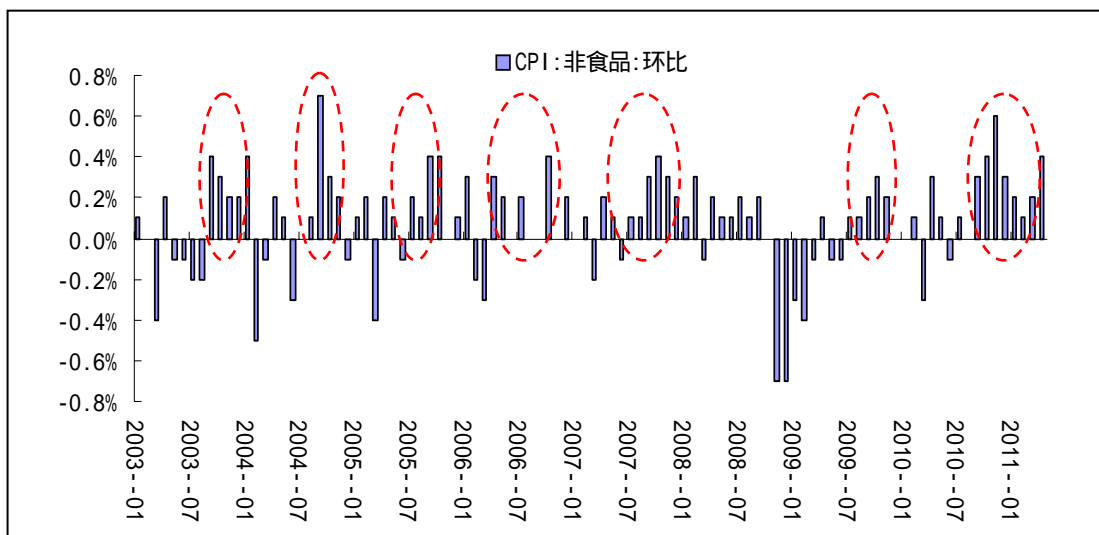
图表 38 猪肉价格稳定向上、蔬菜价格掉头向上



数据来源：Wind，东吴基金。

CPI 非食品部分同样具有很强的季节性规律，最为显著的就是非食品部分的环比数据一般自年中开始显著为正。

图表 39 CPI 非食品环比下半年季节性规律也很强，一般为正环比（除 03 年、08 年）



数据来源：Wind，东吴基金。

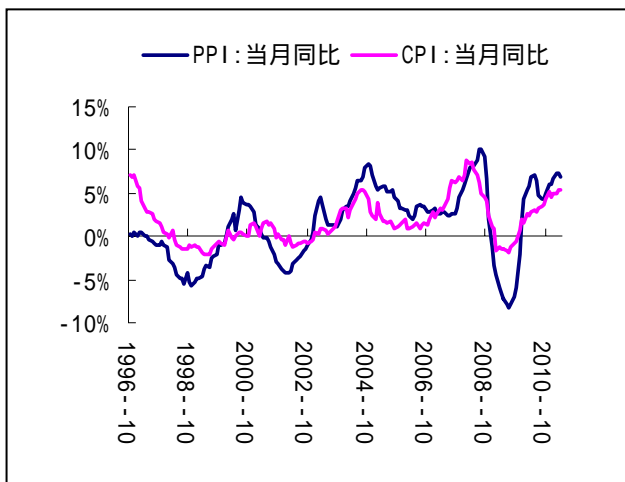
结合以上的分析，我们认为 CPI 在 6-7 月份见顶概率较大，峰值可能在 5.8%左右，通胀形势严峻不容乐观。



（二）PPI 处高位，回调仍需等待

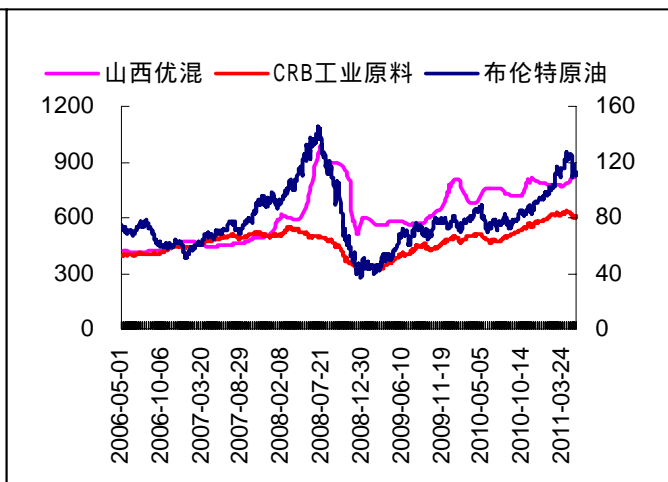
从近几年的历史规律看，CPI 略领先于 PPI。而如果 CPI 年中见顶甚至更晚见顶的话，这就意味着 PPI 见顶的时间可能更晚。从微观价格看，煤炭、原油价格以及反映大宗商品价格综合水平的 CRB 工业原料指数都仍然处于高位，虽然原油有回落的迹象但仍不明显。因此，PPI 短期内显著回落的概率不大，下半年更有可能体现出稳中略降的态势。

图表 40 CPI 略领先于 PPI 变化



数据来源：Wind，东吴基金。

图表 41 主要工业原料价格居高不下



数据来源：Wind，东吴基金。

（三）电力缺口日渐明显，提价预期强烈

自 3 月份浙江首先出现电力紧张现象以来，电力紧张局面愈演愈烈，大有从华东、华中地区向全国蔓延的趋势。其中，浙江、重庆、江西、湖南等省份电力紧张态势最为严重，根据官方解释，主要有以下四方面原因：用电需求增加、电源供给不足、非计划检修、缺煤停运等。

图表 42 近期出现缺电地区及原因

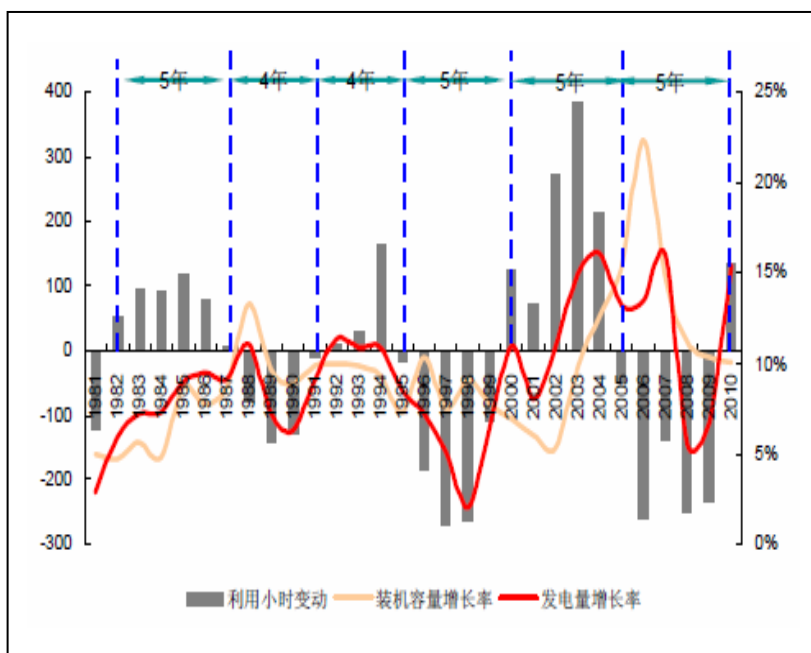
缺电地区	缺电原因
浙江省	3 月 14 日起受冷空气影响，统调用电需求有所增加，同时，乌沙山电厂、温州电厂等部分机组因缺煤、缺陷等非计划停运，全省供电能力下降到 3750 万千瓦，供需缺口比前期有所拉大。为确保供用电秩序稳定，我委会同省电力公司决定从 15 日起启动全省 C 级有序用电方案，错避峰 180 万千瓦。
重庆市	由于电力装机容量不足，前期为保障供应，火电机组处于连续运行状态，计划检修难以执行，导致目前机组故障频发，加上电煤库存持续下降、外购电困难等多重因素影响，重庆市多年来第一次出现 4 月份用电紧张的局面。
江西省	江西省 70% 以上的电煤需由省外调入，在当前全国各地供用电普遍紧张的情况下，江西从外部调运电煤更加困难，电煤供应问题日益突出，加上煤质较差，造成火电机组非计划停运和集中计划检修，影响机组出力。
湖南省	湖南省火电装机 1570 万千瓦，全省因缺煤和事故停机的火电机组已达 252 万千瓦，运行的火电机组中受煤质影响限制出力 181 万千瓦，且部分火电机组长时间高负荷运行后故障增多。

数据来源：政府网站，东吴基金。



中国的电力缺口具有很强的周期性特征，其本质原因在于电力投资往往只有在出现明显电力缺口之后才会集中进行，从而导致后几年发电能力的过剩，电力投资下降，如此循环往复。我国在 03-05 年经历了严重电力缺口之后，电力装机容量增速在其后的 06-07 年一度高达 20%以上，然后一路下滑，直至 2010 年增速再次转负。根据发电端设备的建设周期一般为 2.5~3 年的规律，这意味着未来 2~3 年缺电的现象可能反复出现。这意味着今年可能面临较好的电力投资机会。然而，电力缺口的存在在短期内将对物价带来额外的压力。

图表 43 电力投资与电力缺口周期

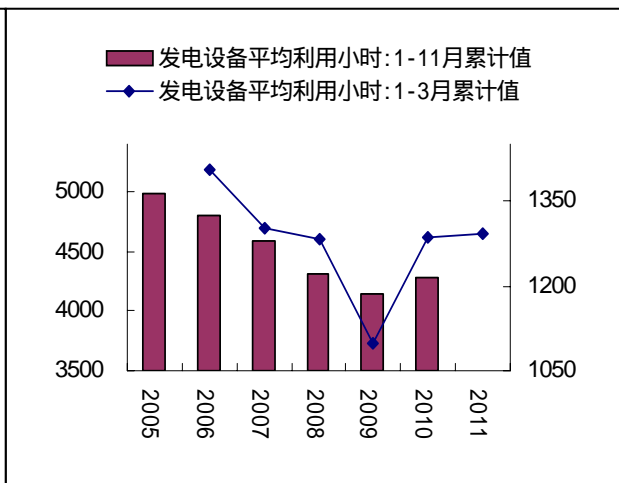
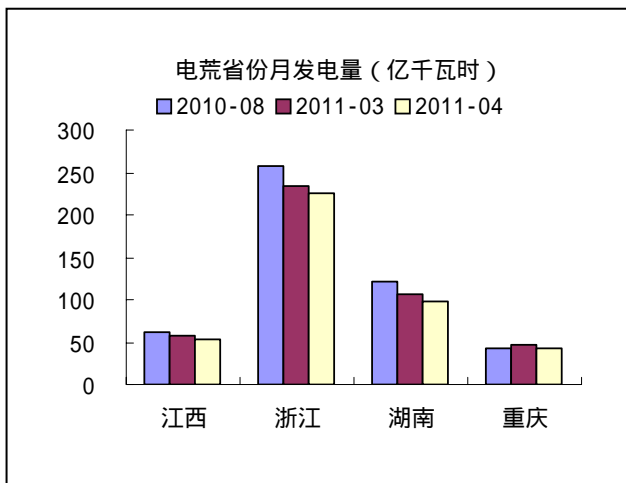


数据来源：中电联，华泰联合，东吴基金。

我们认为近期在 3-4 月就出现电荒的情况并不是发电能力已经出现严重问题。将出现电荒的四个省份在 3-4 月份的发电量与去年用电最高峰时相比（2010 年 8 月），仅有重庆最近两个月的发电量已经超过了去年 8 月的单月峰值水平，而江西、浙江、湖南的当前发电水平仍然显著低于去年 8 月。这证明电荒并不是用电需求过快增长所导致的。同时，1-3 月份发电设备利用小时也并未达到真正电荒时（05 年）的水平。

图表 44 发电量并未达到去年峰值水平

图表 45 发电设备利用水平也未达到电荒时的水平

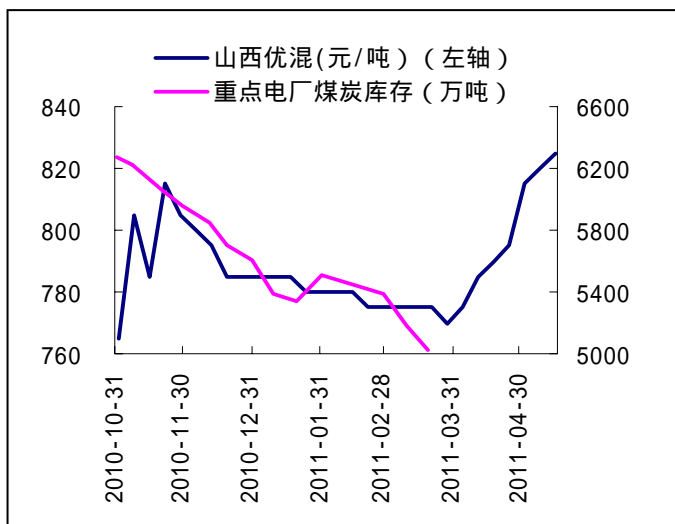


数据来源:Wind，东吴基金。



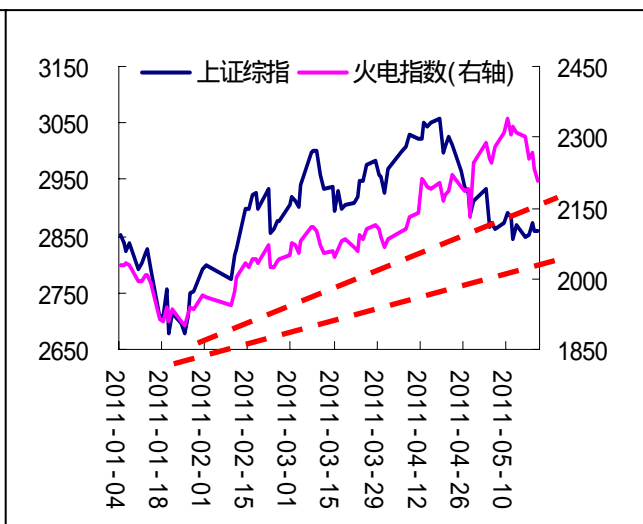
结合对电力供给端和需求端的分析，我们认为今年过早出现电力短缺的问题更有可能是电煤价格导致发电厂发电动力不足所导致的。

图表 46 电煤价格高企，库存降至低位



数据来源：Wind，东吴基金。

图表 47 火电指数明显跑赢大盘



数据来源：Wind，东吴基金。

煤价市场化但电价严格管制是此次出现电力缺口的根本原因，通过电煤价格改革才是解决电荒的根本办法，然而远水就不了近渴。随着温度的逐渐上升，用电缺口的问题会越来越明显，提高电价的预期也愈发强烈，市场对此预期的反应也非常明显。

我们认为政府在缺电的现状之下，调整电价的概率较大。从目前政府先后提高西北和西南部分省份上网电价的动作来看，政府对于调整电价的顺序可能是先调上网电价，然而这一定会大幅压缩电网的利润，不可能持续如此。我们预计，在上网电价得到一定程度调整之后，最终将大概率调整终端销售电价。然而这一定会对物价整体起到负面影响，这种情况将大概率出现在 6~8 月份即高温阶段，而这与 CPI 本身的翘尾峰值基本吻合，由此推算，对于二季度末三季度初的物价压力不可小看。

(四) 通胀见顶后货币政策可能发生微妙变化

控制通胀目前毫无疑问是政府的首要政策目标，而货币政策也在稳健的基调下持续发生作用。我们相信货币政策在经济下行一定阶段，物价确认受到控制之后有发生微妙变化的可能，而我们判断这有可能将发生在三季度。

在时间点上作出如此的判断有三点理由：其一、通过对通胀形势的分析，我们判断 CPI 将在 6~7 月份见顶回落，这意味着控制通胀的阶段目标达成；其二、经济自今年二季度开始下滑，需求萎缩，库存去化至三季度已经历了一段时间，如果继续执行紧缩政策势必将使经济惯性下滑，引起恐慌，而允许经济适度下滑是有底线的。其三、7 月份历史上都是政府回顾年初以来经济政策执行情况并作出调整的时点。

站在三季度的时间点上，我们将看到经济已经经历下滑，通胀初步得到控制，市场向下调整已有数月。因此，政策微调的时机是成熟的。

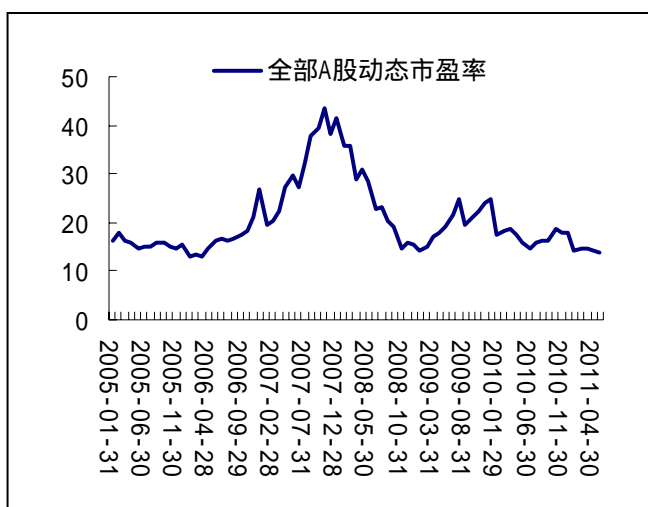


四、2011 年下半年 A 股先抑后扬

(一) 市场估值总体仍然偏低，周期行业估值返回原点

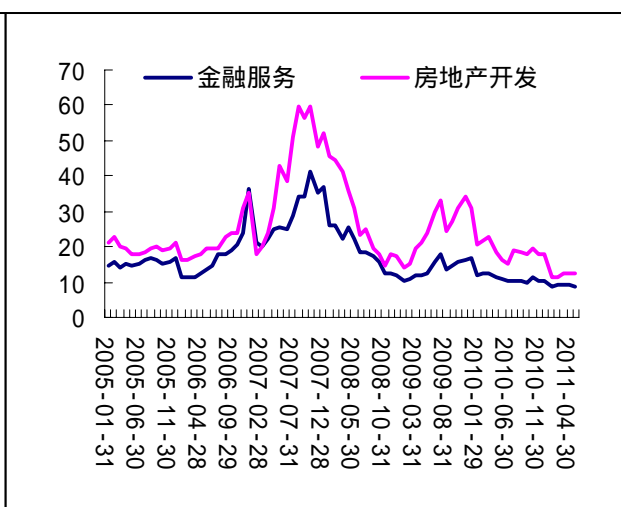
截止 5 月 22 日，当前 A 股总体动态市盈率 13.87 倍。尽管自 1 月 26 日起市场估值水平伴随上升行情而得到一定修复，但是从 4 月中旬起数日连续下跌之后市场估值水平已经低于年初的水平。金融服务和房地产开发两大权重板块动态估值分别为 8.92 和 12.48 倍，前者估值水平已经完全回到了年初的水平，而后的估值水平较年初则有一定程度的提高但仍然远低于历史平均。因此，无论从市场总体估值水平还是权重板块的估值水平看，A 股市场 PE 水平都处于历史低位。

图表 48 A 股市场整体动态估值仍处历史低位



数据来源：Wind，东吴基金。

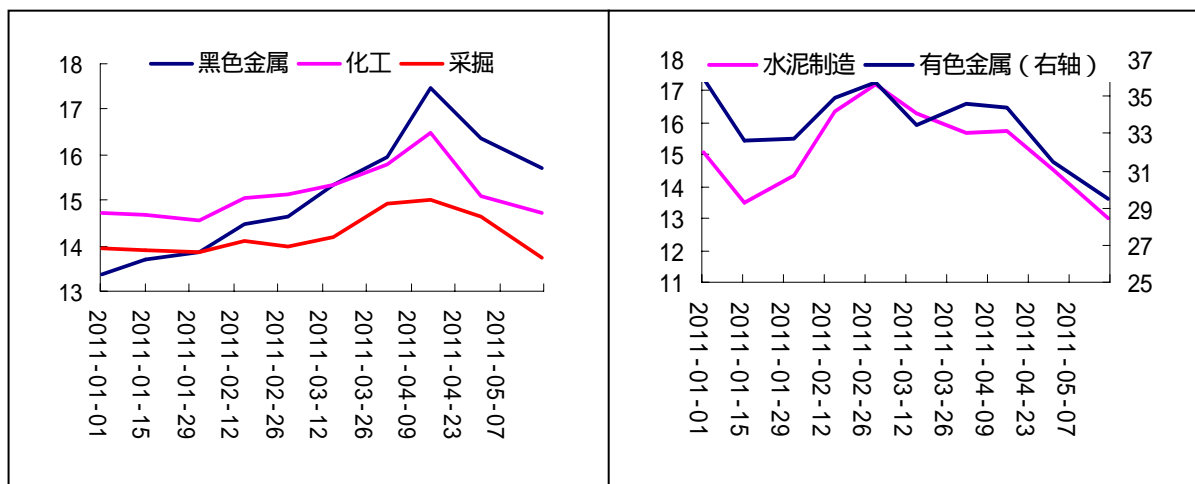
图表 49 两大权重板块估值处历史底部

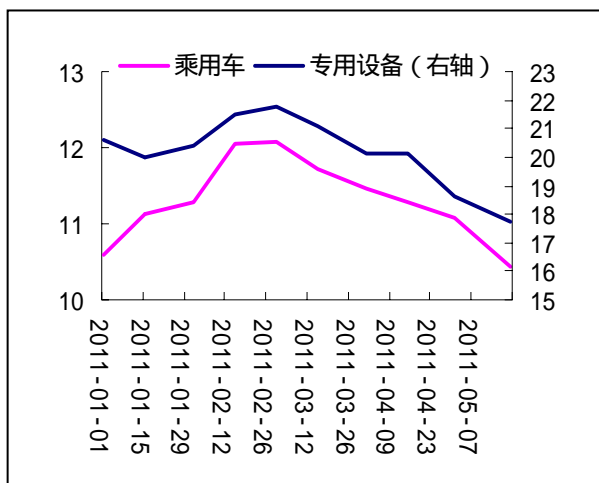


数据来源：Wind，东吴基金。

自 1 月 26 日起的上升行情最为明显的特点即周期板块的估值修复。但是观察几大周期性行业的估值变化，采掘、化工、乘用车的当前估值水平已经完全回到了年初的水平，而水泥、有色和专用设备（工程机械）的估值水平则低于年初。唯一例外是黑色金属，其动态估值从年初的 13 倍显著上升至 16 倍。

图表 50 采掘、化工、水泥、有色、专用设备（工程机械）及乘用车估值水平已跌回年初水平





数据来源：Wind，东吴基金。

成长类行业的估值水平也大多较年初有一定程度的下降，其中估值水平下降较为显著的有电子元器件（38倍下降至32倍）、信息设备（30倍下降至26倍）、电器设备（29倍下降至26倍）、服装（26倍下降至23倍）、餐饮旅游（36倍下降至30倍）。对比之下，建筑装饰、白酒、商业贸易、其他轻工制造的估值水平基本保持稳定。在估值上得到一定提升的只有农林牧渔和家用电器。

图表 51 成长类行业动态估值历史比较

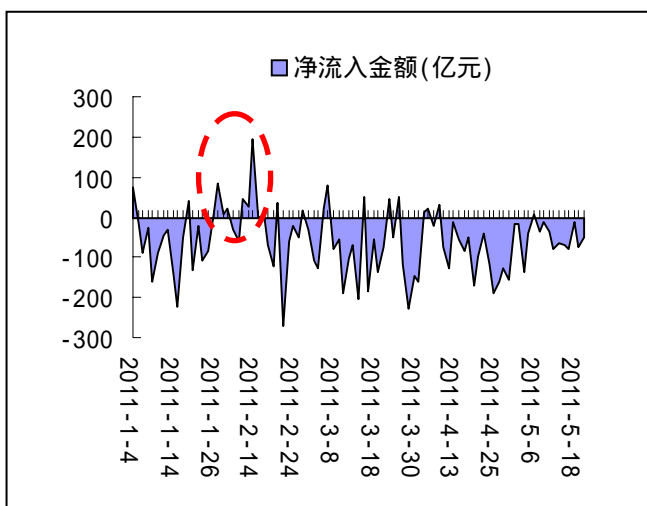
	2011-5-20	2011-3-31	2011-1-1	5年平均
农林牧渔	32	32	31	41
建筑装饰	14	14	14	27
电子元器件	32	35	38	42
信息设备	26	28	30	33
信息服务	33	33	35	33
电气设备	26	28	29	31
成长类 服装	23	23	26	22
白酒	27	25	27	34
医药生物	28	28	30	31
商业贸易	22	22	23	30
餐饮旅游	30	33	36	41
其他轻工制造	29	29	30	35
家用电器	18	18	17	23

数据来源：Wind，东吴基金。

（二）资金净流出明显，但绝非制约条件

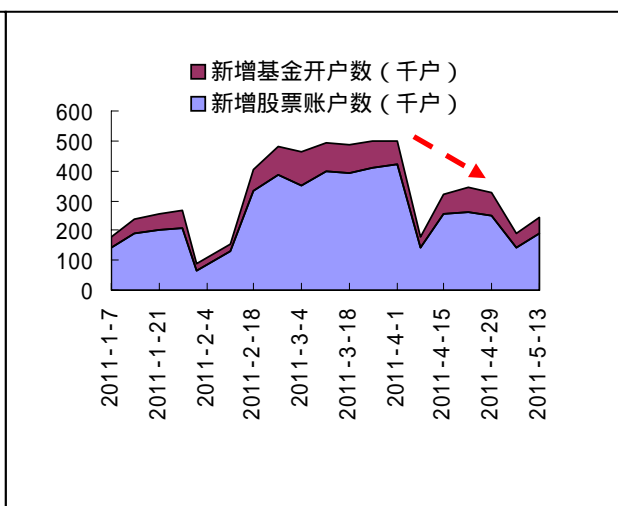
从股市资金进出的角度看，年初至今几乎都为净流出。从 A 股市场年初至今的总体表现看，其收益率与其他大类资产相比差异不大而通胀高企、经济下滑的预期使得股市仍然缺乏足够的吸引力。除去资金面至今的净流出态势外，下半年国际板和三板市场推出的预期无疑也将给股市资金面带来压力。

图表 52 A 股市场年初至今资金净流出



数据来源：Wind，东吴基金。

图表 53 新开户数再次明显下降



数据来源：Wind，东吴基金。

从一级市场的角度看，年初以来的几个月，首发即跌破发行价的比例猛增，这显然也将大大降低投资者“打新”的热情，从而进一步在资金面上不利于股市。

图表 54 IPO 首日破发率猛增不利新增资金入市

	2011 年			2010 年		
	IPO 个数	首发当日破发	首日破发率	IPO 个数	首发当日破发	首日破发率
1 月	31	16	51.61%	37	1	2.70%
2 月	28	3	10.71%	24	4	16.67%
3 月	31	8	25.81%	32	0	0.00%
4 月	24	16	66.67%	30	0	0.00%
5 月至 20 日	14	6	42.86%	11	4	36.36%

数据来源：Wind，东吴基金。

然而需要注意的是，资金在 1 月底 2 月初曾出现过非常明显的净流入，而这与市场在 1 月底开始反弹完全吻合。通过这一观察，我们坚持认为资金面现在来看确实不容乐观，但是这决不构成对未来股市反转的制约。民间资金是充沛的，问题只是股市的赚钱效应，而如果我们对下半年股市先抑后扬的判断是准确的话，那么我们相信资金必将及时跟进。



（三）2011 年下半年 A 股市场：时刻准备由守转攻

结合我们对下半年经济、通胀和政策的判断，我们认为下半年市场的总体走势将出现先下后上的格局，上证指数可能在 2600 点附近得到有力支撑，但向上突破 3400 点的概率也不大。年中通胀见顶形势仍未完全清晰（7 月 CPI 仍然存在风险），政策无法放松，这使得 A 股指数缺少向上的可能，甚至存在通胀形势超出预期导致市场进一步挖坑的可能。

而在通胀初步受控之后，政府的关注焦点可能更多得转向经济增长端，一季度以来经济的下滑将使政策调整的概率大大提高，从而成为股市企稳反弹的催化剂。

根据以上对市场走势的预判，我们认为下半年应先采取防守的姿态，在经济和通胀形势明朗之前，仍应保持谨慎、控制仓位、配置上以业绩确定性较高、增长预期稳定的行业做防御。而随着经济“底”和通胀“顶”这一组合逐步明朗之后，市场对于政策松动的预期可能将显著升温，市场见底反弹的概率较大。配置上应转向（1）高弹性且有基本面支撑的行业；或（2）前期调整充分且下半年存在催化剂的行业。



五、经济企稳，先守后攻

通胀将于二季度末三季度初见顶回落，经济增长已经历一段时间的下滑，政策调控的目标初步实现，政策微调可期。A 股市场届时已调整数月，大多数板块估值水平处于较低水平，政策变化势必催化市场反弹。从经济基本面的角度看，我们判断下半年最大亮点应在保障房和基建项目的大量开工，从而给部分投资品带来较大的实际需求，也为 A 股市场相关行业带来机会。同时，部分新兴产业子行业的产业政策可能将于下半年正式出台，这些成长性较好的行业在经历较长时间下跌之后可能受此因素催化，迎来较好的反弹窗口。

在投资策略层面，我们认为在明确经济企稳、通胀见顶之前，市场仍将弱势震荡，甚至不排除进一步挖坑的可能。因此，在各种情况明朗之前，仍应保持谨慎、控制仓位、配置上以业绩确定性较高、增长预期稳定的行业做防御。这方面，我们看好食品饮料和医药行业的防御价值，其业绩增长稳定、传统上具有较好的防御特性，且年初至今已经历一定调整。

而随着经济“底”和通胀“顶”这一组合逐步明朗之后，市场对于政策松动的预期可能将显著升温，市场见底反弹的概率较大。配置上应转向（1）高弹性且有基本面支撑的行业。在此逻辑下，我们看好水泥和工程机械行业，这些行业将在需求面显著受益于以保障房为代表的固定资产投资且行业弹性较大；（2）前期调整充分且下半年存在催化剂的行业。在这方面，我们尤其看好中小板创业板中成长性较好的子行业，如通信、软件、电子元器件和节能环保等。这些行业年初至今普遍下调幅度较大，但下半年相关产业政策出台的预期强烈，可能成为行业反弹的催化剂。

（一）通胀见顶前防御：业绩增长确定+防御性

- **食品饮料**：下半年消费旺季，预计二、三线白酒在继续保持高增长的同时，低估值的一线白酒业绩将有较好释放。
- **医药**：当前医药板块已处于估值底部区域，且盈利预测继续向下修正的可能性较小，医药股绝对收益机会已经显现。

（二）通胀见顶后进攻

（1）高弹性+基本面支撑

- **水泥**：夏季用电高峰来临，水泥企业用电被限不可避免。四季度，由于水泥需求旺季再次来临，同时宏观政策有放松的可能，预计水泥价格可能再次出现上涨。
- **工程机械**：中国城镇化的进程仍然会保证中国工程机械需求未来 5 年保持 15% 以上的增长。同时 2011 年地方政府换届的投资冲动比较大，这也增加了对工程机械的需求。

（2）调整充分+下半年催化剂

- **软件**：下半年软件企业税收优惠等政策预计将逐步落实，结合国家政策导向和今年以来各细分行业增长情况，重点看好以下三条投资主线：（1）行业应用解决方案；（2）IT 软件与服务；（3）地理信息与导航。
- **通信**：近期下跌已使通信行业估值得到深度修复，相对其业绩增长，估值已经相对便宜。而季报业绩风险已得到比较充分释放，2 季度业绩将明显好转。通信行业重点上市公司投资机会已经逐渐显现。
- **电子元器件**：下半年旺季到来将不断刺激需求反弹，毛利率水平接近历史底部，有望企稳反弹。



- **节能环保**：业绩有望逐季向好，板块下半年存在反弹预期。

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。2011 年截至 4 月 1 日东吴双动力基金净值增长率为 2.78%,在同类型基金中排名第 23。

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、韦勇

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： 徐嵩、韦勇
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、东吴新创业基金

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，成立以来东吴新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。