



外患未除、谨慎进攻

——东吴基金 2011 年四季度投资策略报告



(2011 年 9 月 28 日)

主 编 刘元海

行业研究

TMT 刘元海
朱冰兵
徐 嶒
薛和斌
邹国英
张 寅
张能进
戴 斌
顾晓飞
张能进
茅玉峰

房地产、建材
食品饮料
医药
煤炭
环保
工程机械、军工
新材料

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

外患未除、谨慎进攻

A 股市场 6 月中旬见底反弹，但 7 月在国内通胀数据连创新高和外围经济恶化等多重利空影响之下再次开跌。美债降级所导致的短暂恐慌使上证综指快速击穿 2600 点这一重要支撑位。在市场快速下跌后 8 月初指数反弹，但反弹力度有限，反映市场做多力量不足。

9 月 1 日，温家宝总理在《求实》杂志发表《关于当前的宏观经济形势和经济工作》中指出，今年以来我国经济增长略为放缓，在很大程度上是主动调控的结果，处在合理水平，没有超出预期。并强调稳定物价总水平仍然是宏观调控的首要任务，宏观调控的取向不能变。9 月 5 日央行将保证金存款纳入存款准备金缴纳范围，银行需要新缴 9000 亿左右存款准备金，货币政策没有放松迹象。9 月 9 日公布的 8 月份 CPI 6.2%，超市市场预期，通胀压力没有缓解。在国内经济增速放缓，政策放松预期落空，加上 9 月份欧债危机爆发，国际金融市场大幅波动，内忧外患，9 月份 A 股市场选择方向继续下跌，并跌破 2400 点。

国内经济增长继续向下的迹象仍然较为明显，预计这种趋势很有可能将延续至四季度。但固定投资增速的稳健起到了很强的支撑作用，同时，四季度是新项目开工旺季，预计投资端形势仍然较为乐观。总体来看，四季度经济增长仍属温和下行，预计 GDP 同比增速将在 9% 左右。通胀形势在四季度改善的概率较大，预计 CPI 逐月回落，四季度 CPI 降至 5.2% 左右。在经济温和下行和通胀见顶回落背景下，预计年内政策放松和收紧概率都较小。我们判断，在这种经济状态和政策背景下，A 股市场不会出现大幅下跌，更多的是震荡格局，除非国内通胀超预期和欧洲主权债务危机失控。

欧债危机正逐步从希腊等国向欧盟核心国家扩散，虽然我们认为欧洲央行和全球其他主要经济体采取措施以帮助应对今年剩余时间欧洲大量主权债务的到期，以防止违约和其他连锁反应的出现，但是这个过程也许是曲折复杂的，从而对全球金融市场会造成巨大波动。

基于以上国内外经济形势分析，4 季度，控制仓位以应对国内通胀超预期和欧债危机可能带来的下跌风险。待情况相对明朗之后，参与可能出现的阶段性反弹。但由于全球经济并未走上真正改善的良性通道，对于阶段性反弹的高度和力度不宜过分乐观。

我们将遵循以下三条投资主线：

- “不确定环境下的防御性”，重点看好**食品饮料和医药生物**。
- “政策扶持+业绩保证+精选个股”，重点看好**新材料、TMT（软件、电子元器件、通信行业）、节能环保和工程控制等**。
- “市场反弹中具有较高弹性的行业”，重点看好**煤炭、有色及其它下跌幅度较大的行业等**。



目 录

一、指数短暂反弹，估值一降再降	3
二、内忧暂缓：物价经济双下	5
（一）CPI影响逐渐下降	5
（二）增长端温和向下	7
（三）货币政策效果渐显，微调概率较高	10
三、外患未除：短期有惊无险、长期前景堪忧	12
（一）美国：经济前景再度恶化，政策工具空间有限	12
（二）欧洲：主权债务高峰将至，银行系统流动性压力巨大	16
（三）短期有惊无险，长期前景堪忧	19
四、2011年四季度A股：阶段性反弹	20
（一）市场估值水平很低，但ERP偏离程度一般	20
（二）资金不支持大幅反弹，但改善空间存在	22
（三）业绩平稳，分化明显	23
（四）2011年四季度A股：阶段性反弹	26
五、外患未除、谨慎进攻	27
（一）不确定环境下的防御性	27
（二）政策扶持+业绩保证+精选个股	28
（三）市场反弹中具有较高弹性的行业	28
（四）重点行业	28
东吴基金管理有限公司旗下基金：	39



一、指数短暂反弹，估值一降再降

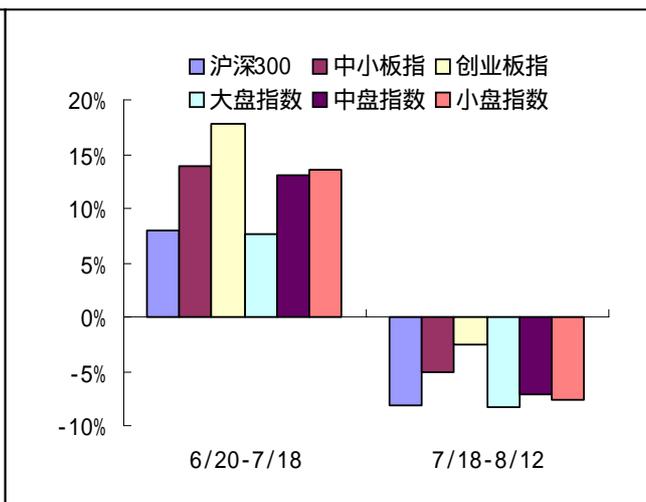
A股市场从4月18日进入下跌通道两个月之后，于6月中旬起见底反弹，但好景不长，7月中旬在国内通胀数据连创新高和外围经济恶化等多重利空影响之下再次开跌。美债降级所导致的短暂恐慌使上证综指于8月8日快速击穿2600点这一重要支撑位，最低曾下探至2437点。超跌之后，指数反弹，但从其反弹力度来看，市场做多情绪仍较有限。以不同指数的涨跌幅来看，中小板创业板在近两个月过山车般的市场行情中表现明显优于大盘。在6月20日至7月18日的反弹中，中小板，创业板指数涨幅高达13.95%和17.88%，而沪深300指数涨幅仅7.97%。在其后的下跌行情中，中小板指数跌去5.16%，创业板指数跌去2.61%，跌幅明显小于沪深300指数。

图表1 指数近期体现过山车特征



数据来源：Wind，东吴基金。

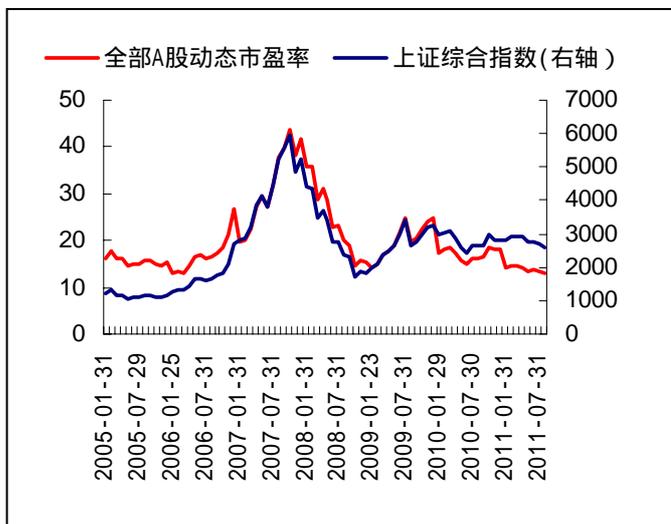
图表2 中小板创业板指数表现较好



数据来源：Wind，东吴基金。

在指数击破重要支撑位的同时，A股市场整体估值水平则降至历史最低位置。比较上证综指和对应全市场市盈率水平可以发现，当前全部A股动态市盈率12.9倍，已和08年10月上证综指1664点对应估值水平一致。

图表3 A股估值水平已与08年10月基本一致



数据来源：Wind，东吴基金。



分行业看，观察以6月20日为分界点的前后两段时间。从年初至6月20日，涨幅居前的主要是周期性行业，如纯碱、水泥、黑色金属、房地产、电力等，这类行业具有供给瓶颈或者估值较低等特征。6月21日至今，涨幅居前的主要是消费和科技类行业，如白酒、TMT、餐饮旅游、医药生物等，这类行业具有业绩稳定，或者上半年跌幅较大的特征。以6月20日为分界点，6月20日以来，市场风格有从上半年偏周期性往消费和科技类行业转换的趋势。

图表 4 不同阶段行业市场表现比较

板块名称	相对上证综指		绝对涨跌幅(%)	
	年初至6月20日	6月21日至至今	年初至6月20日	6月21日至今
纯碱	+	-	22.93	-4.13
水泥制造	+	+	10.24	0.98
黑色金属	+	-	4.00	-0.80
房地产开发	+	+	2.07	4.49
铁路运输	+	-	0.38	-1.62
电力	+	+	0.26	1.19
港口	+	-	-3.06	-2.61
纺织	+	+	-3.33	10.91
石油化工	+	+	-4.73	7.95
煤炭开采	+	+	-4.86	6.69
金融服务	+	+	-5.91	7.54
机场	-	+	-6.85	1.23
白酒	-	+	-7.36	25.35
乘用车	-	+	-8.85	1.36
化学纤维	-	+	-8.85	3.92
服装	-	+	-9.19	11.03
家用电器	-	+	-9.62	5.52
商业贸易	-	+	-10.13	9.19
建筑装饰	-	+	-11.66	10.02
高速公路	-	-	-11.79	-2.01
有色金属	-	+	-11.93	12.38
农林牧渔	-	+	-12.07	13.34
其他轻工制造	-	+	-12.31	19.87
化学制品	-	+	-13.06	11.93
专用设备	-	+	-14.65	9.87
餐饮旅游	-	+	-15.04	13.61
医药生物	-	+	-15.39	12.51
信息设备	-	+	-18.83	10.18
电子元器件	-	+	-19.54	11.46
电气设备	-	+	-21.43	9.24
航空运输	-	+	-21.89	5.90
信息服务	-	+	-22.40	14.23

数据来源：Wind，东吴基金。



二、内忧暂缓：物价经济双下

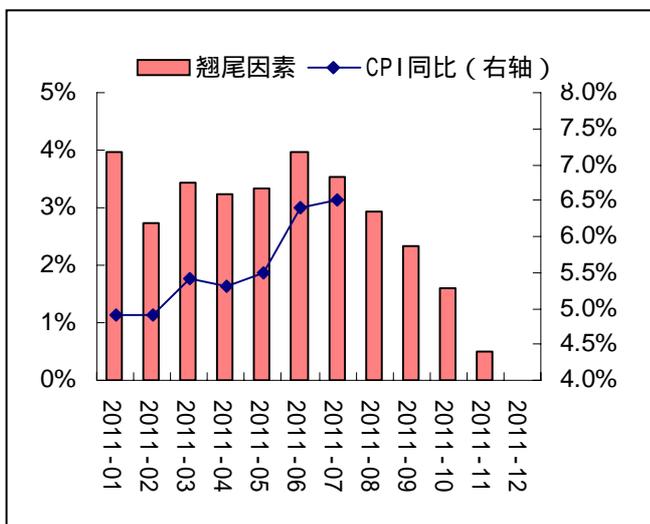
国内经济增长继续向下的迹象仍然较为明显，我们预计这种趋势很有可能将延续至四季度。但固定投资增速的稳健起到了很强的支撑作用，同时，四季度是新项目开工旺季，预计投资端形势仍然较为乐观。四季度出口可能有一定风险，欧美对中国的进口需求可能进一步下降，同时不低的同比基数有可能使四季度出口增速降至 15% 甚至更低的水平。总体来看，四季度的经济增长尽管方向向下，但降幅仍较温和，我们预测四季度 GDP 同比增速可能在 9% 左右，2011 年全年增速在 9.3% 左右。通胀形势在四季度改善的概率较大，八月后在翘尾显著降低和大宗商品价格下行的共同影响之下，CPI 将最终见顶回落，预计四季度整体 CPI 可能降至 5.2%。

（一）CPI 影响逐渐下降

基于 CPI 同比基数的考虑，市场对于此轮 CPI 拐点的判断连续发生错误。从近期通胀细分数据的情况来看，导致这种预判错误的原因很大一部分可能来源于对生猪价格的错判。

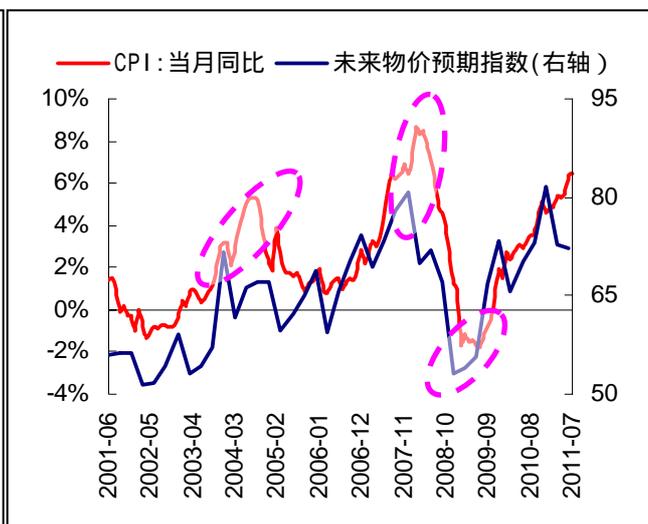
观察 8 月份之后的同比翘尾，下降幅度将更为明显，这从一方面有利于通胀水平的下行。同时，央行的未来物价预期指数显示近期该指数确定见顶回落。观察自 01 年以来通胀实际水平与该指数的相互关系，该预期指数显著领先于 CPI 水平。因此，从预期的角度看，我们判断通胀三季度见顶回落的概率极大。四季度 CPI 将逐月回落，整体降到 5.2% 左右。

图表 5 翘尾因素显著回落



数据来源：Wind，东吴基金。

图表 6 通胀预期¹将顶回落

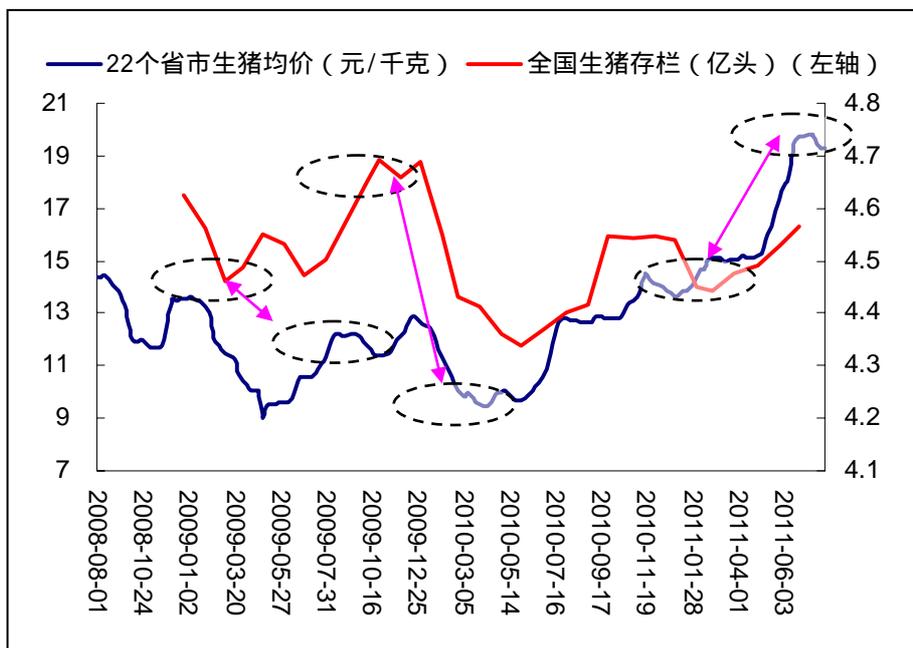


数据来源：Wind，东吴基金。

从细分项的角度看，猪肉价格回落的概率也将大大提高。商务部生猪价格数据已连续数周回落，而从生猪存栏数量的角度看，其“顶”领先于生猪价格“底”，存栏数量“底”则稳定领先于生猪价格的“顶”，领先周期在 6 个月左右。观察最近几个月的生猪存栏变化，2011 年 2 月份代表生猪存栏的“底”，以过去的领先周期推导，8-9 月份应是生猪价格的顶峰，其后将回落。这将有利于通胀见顶的到来。

¹未来物价预期指数=(预计未来 3 个月物价水平将比现在“上升”的储户占比-预计未来 3 个月物价水平将比现在“下降”的储户占比+100)/2

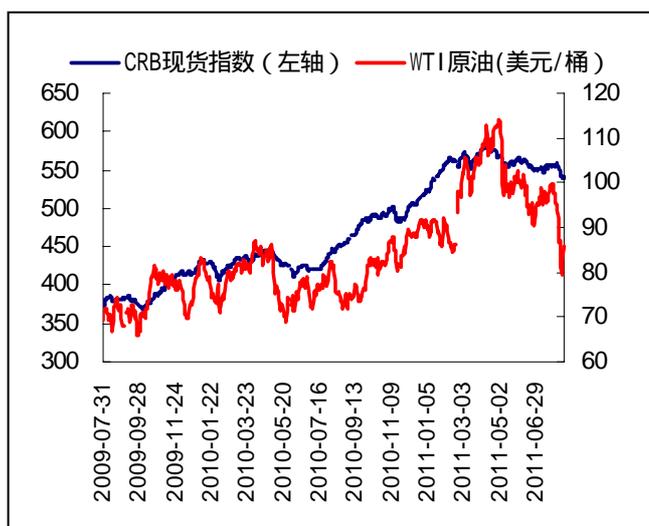
图表 7 生猪存栏领先于猪价，此轮高峰即将见顶回落



数据来源：Wind，东吴基金。

另一有利因素在于近期大宗价格的回落。CRB 指数已明显回落，而国际石油价格也从前期高点猛降至近期 85 美元/桶的相对低位。这也将有助于缓和国内物价形势。大宗价格显著回落明显受到海外经济增长前景的恶化和美元在近期的连续贬值，而我们判断四季度这些因素很难会在短期内得到逆转，因此从大宗价格的角度来看，4 季度国内的通胀形势也将得到改善。

图表 8 大宗价格见顶回落



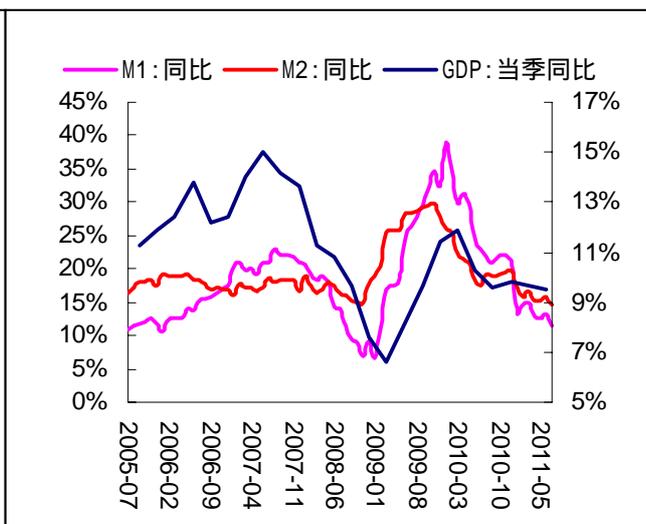
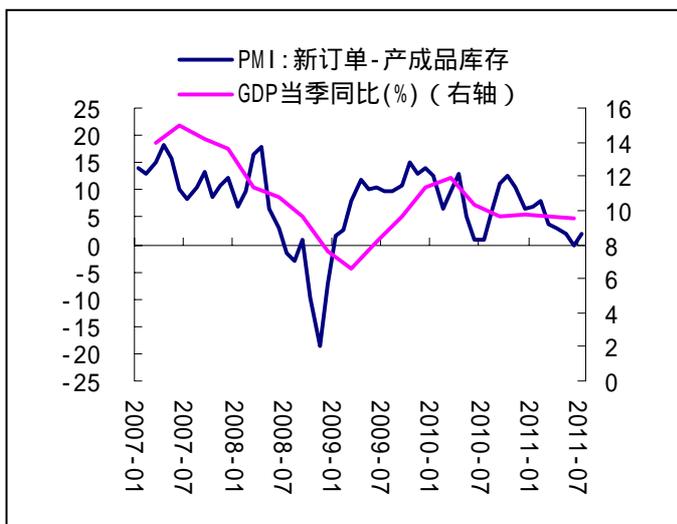
数据来源：Wind，东吴基金。

(二) 增长端温和向下

PMI 作为经济增长的领先指标已连续数月下降，取 PMI 新订单与库存之差来看，该差值已逼近零值，预示需求端增长乏力。而用货币端的先行指标看，M1、M2 在稳健货币政策影响之下持续下行，这也预示着经济增长下行趋势恐仍未打住。以当前决策层的表态来看，短期内如无突发性事件发生，政策大幅转向并无可能，这意味着 GDP 增长在四季度可能将继续下降，预计在 9% 左右。但是，从经济下行的幅度看，此次调控下增长端下降的幅度仍属温和，应不至于引起市场恐慌。

图表 9 PMI 领近分界点

图表 10 货币供给增速持续下降预示经济将继续下行



数据来源：Wind，东吴基金。

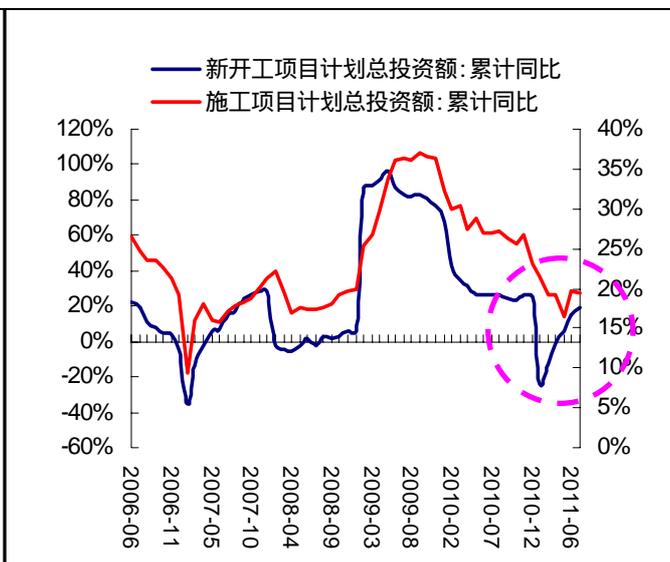
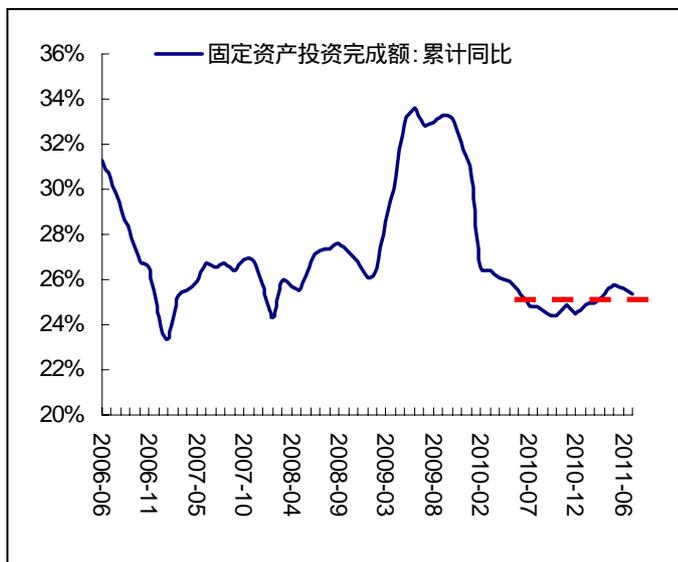
数据来源：Wind，东吴基金。

1、投资仍稳健、新开工旺季到来

从投资、消费和出口的分别增速情况看，当前之所以增长端总体仍然较为稳健的最大积极因素还是在于固定资产投资。固定资产投资同比增速在近期虽有小幅回落，但仍然稳定在 25% 左右的水平。

图表 11 固定资产投资增速仍然稳健

图表 12 新开工强烈反弹，施工进入旺季

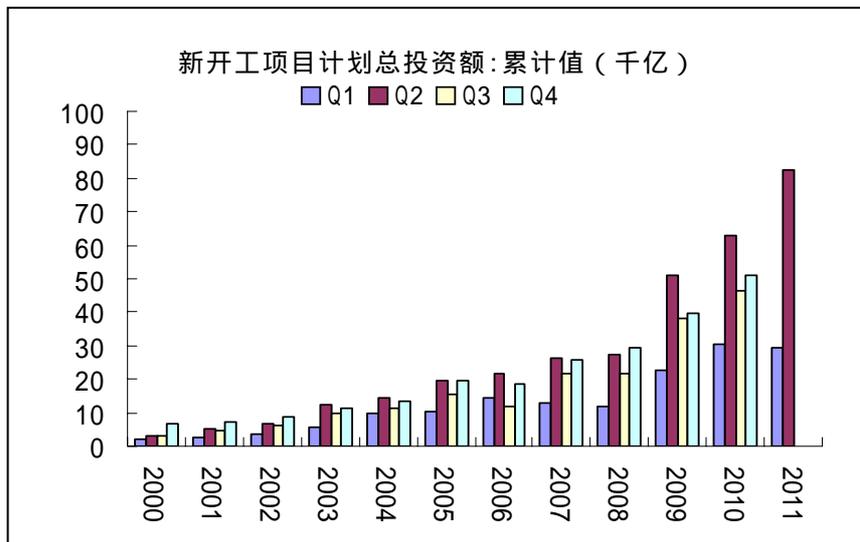


数据来源：Wind，东吴基金。

数据来源：Wind，东吴基金。

与此同时，新开工计划总投资和施工计划总投资的同比增速受季节性影响，在近期都出现强烈反弹。尤其是新开工计划投资增速已连续六个月反弹，目前已恢复至 19.3% 的水平。考虑到四季度传统上的施工开工旺季，这种新开工投资增速的趋势有望得到延续，从而对增长端起到稳定的作用。

图表 13 四季度一般为新开工旺季

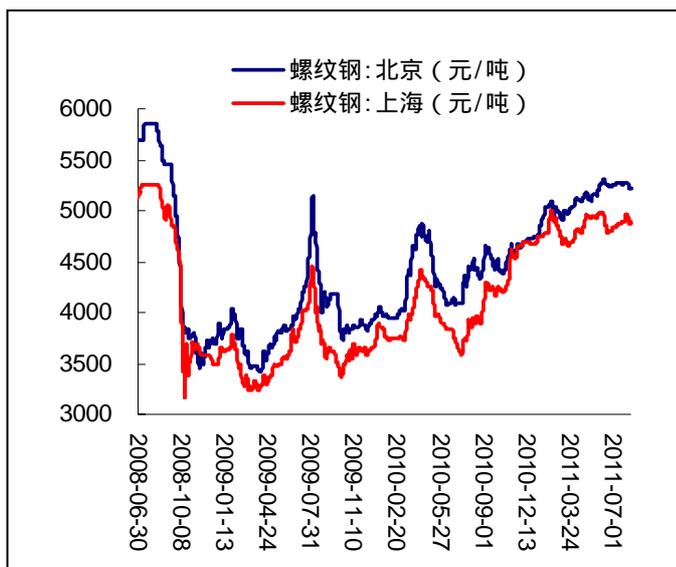


数据来源：Wind，东吴基金。

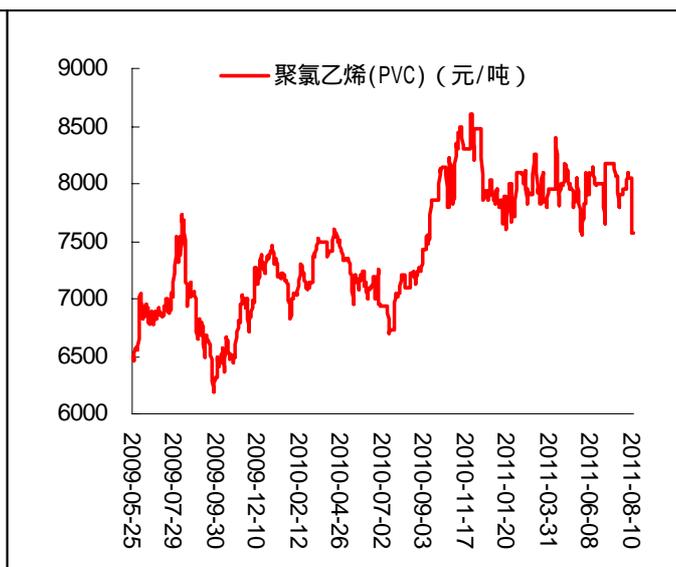
为了验证宏观投资数据，我们进一步观察了螺纹钢与 PVC 价格的近期走势。建筑钢材价格自年初以来都保持非常稳定的向上趋势。而 PVC 的价格也在高位震荡，并未出现明显的回落趋势。因此，与新开工紧密联系的微观产品价格也体现出当前固定投资所导致的终端需求确实不差，与宏观数据一致。

图表 14 螺纹钢价格坚挺

图表 15 PVC 价格高位震荡



数据来源：Wind，东吴基金。



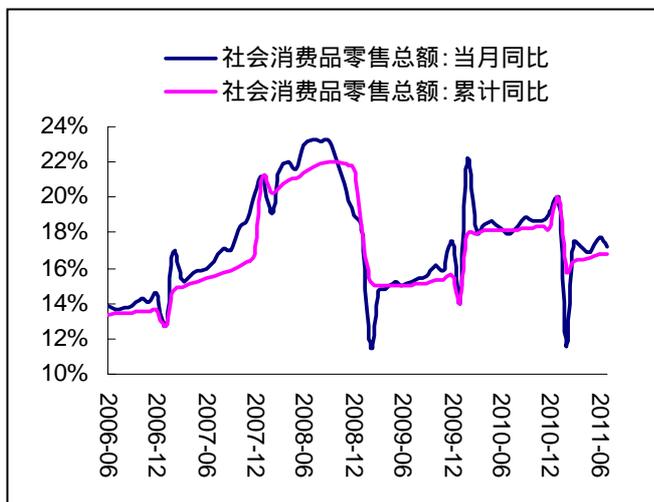
数据来源：Wind，东吴基金。



2、消费增速继续下降，出口将明显降速

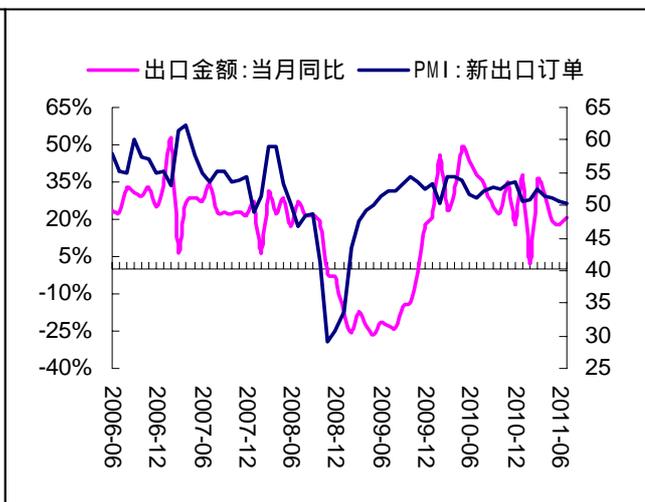
社会消费增速虽然较 10 年有显著下降，但从目前单月的消费增速来看，该数值仍然稳定在 17% 以上，较为平稳，且考虑到九月十月往往是消费旺季，因此消费增速甚至可能反弹。

图表 16 消费依然较为平稳



数据来源：Wind，东吴基金。

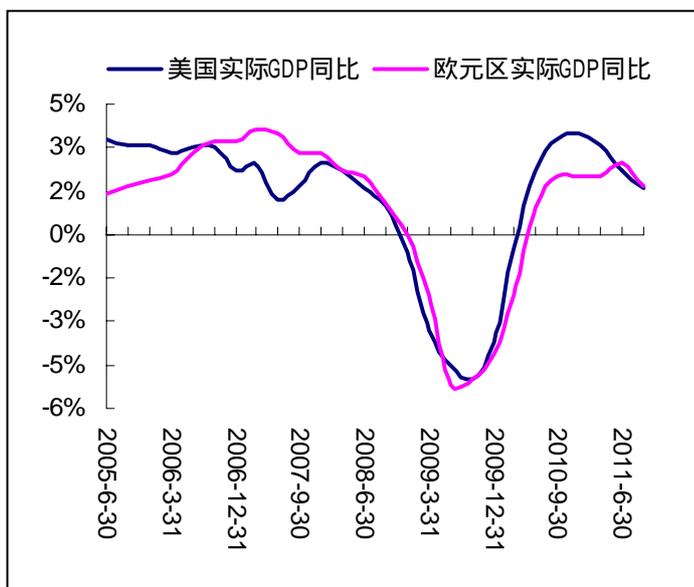
图表 17 出口增速可能进一步下降



数据来源：Wind，东吴基金。

对于出口，PMI 新出口订单指数出现进一步下滑的迹象，且考虑到海外经济增长逐渐走入二次衰退的泥潭，四季度出口不容乐观。预计四季度出口增速可能将降至 15% 甚至更低的水平。

图表 18 欧美经济增长再次明显下行



数据来源：Wind，东吴基金。

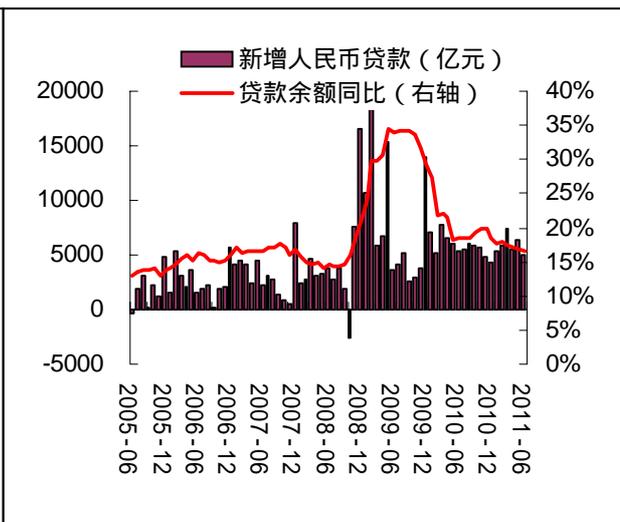
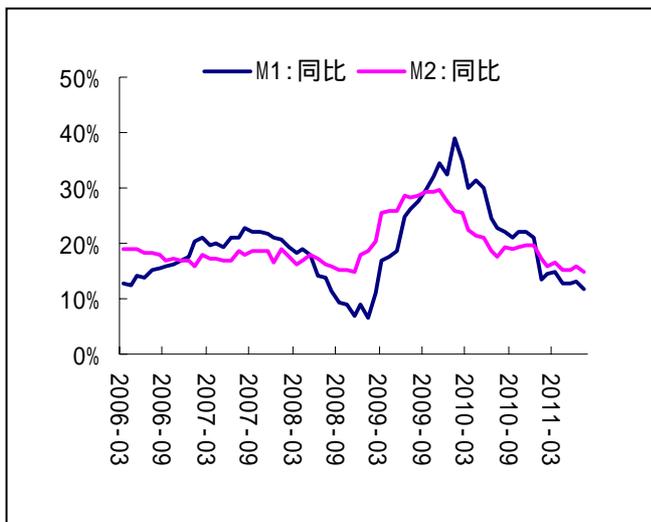


(三) 货币政策效果渐显，微调概率较高

此次为控制通胀而实施的稳健货币政策的效果已比较明显。M2 增速已降至 14.7% 的绝对低位，M1 增速则降至 11.6%，无论是 M1 还是 M2 的同比增速都已经接近或达到 08 年四季度的水平，稳健货币政策功不可没。对应宏观货币增速的一路向下，新增贷款数量和增速也基本符合年初中央制定的 7.5 万亿目标。从货币和信贷增速的角度看，此次政策调控的效果已较为明显。

图表 19 货币供应增速已至历史低位

图表 20 新增贷款同步减少



数据来源：Wind，东吴基金。

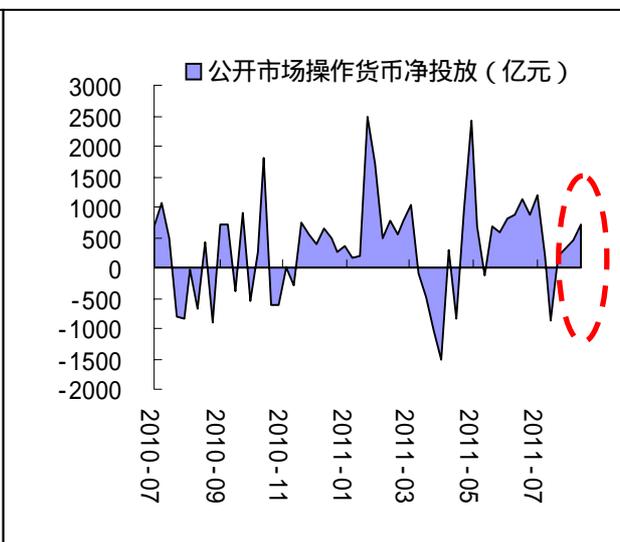
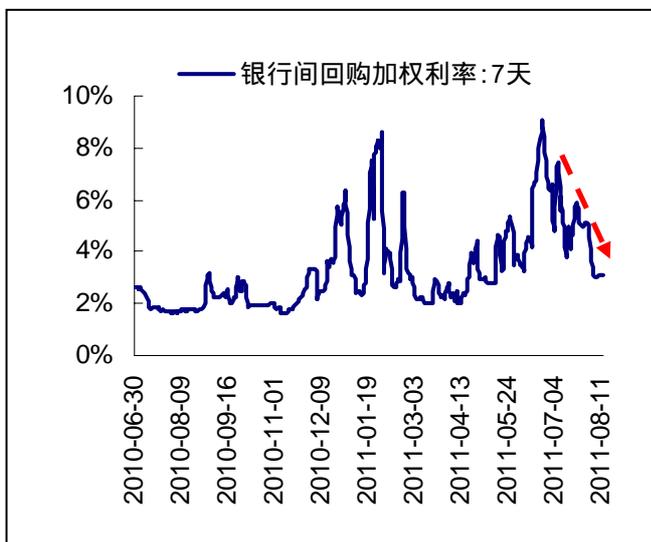
数据来源：Wind，东吴基金。

作为货币和信贷层面持续收紧的鲜明反映，银行间资金利率连创新高。在 11 年年初和年中，曾两度创出 8% 以上的 7 天回购利率水平可以说明当前资金面的紧张经常在季节性因素的催化下被显著放大。

但是需要注意的是，央行近期在公开市场的投放操作上已明显开始放松，且决策层已明确提出定向宽松的政策取向，尽管这并不能视为此次稳健货币政策转向的前兆，但一丝曙光似已看到。

图表 21 流动性紧张程度得到缓解

图表 22 公开市场连续净投放





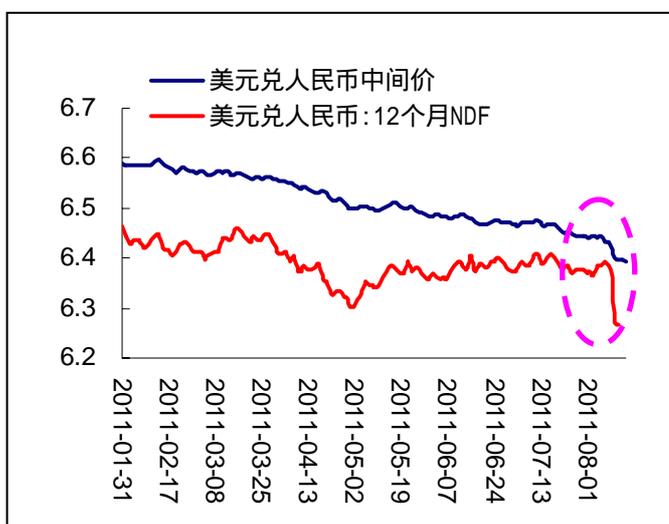
数据来源：Wind，东吴基金。

数据来源：Wind，东吴基金。

另一个需要密切关注的现象是近期人民币汇率的大幅连续升值。美元兑人民币中间价在短短数周内接连击破 6.41-6.39 等平台，幅度在近几年都较为少见。而美元兑人民币 12 个月 NDF 已降至 6.26 平台，反映海外对人民币升值预期仍然极为强烈。

我们预计货币政策的重点使用工具可能将逐步转向汇率工具。前期频繁使用的利率和准备金工具在当前资金面已非常紧张，经济增长放缓迹象较为明显的背景下，其使用空间和效果有限，如仍然过分依赖于这两种工具，恐将造成对增长端的过大影响。中央已明显意识到上述问题，因此采取对经济影响相对较小的汇率工具，通过升值来遏制海外通胀输入的的力度。政策工具的变化也从另一方面反映出资金面的紧张有可能在四季度得到略微的缓解。

图表 23 汇率工具开始成为主要工具



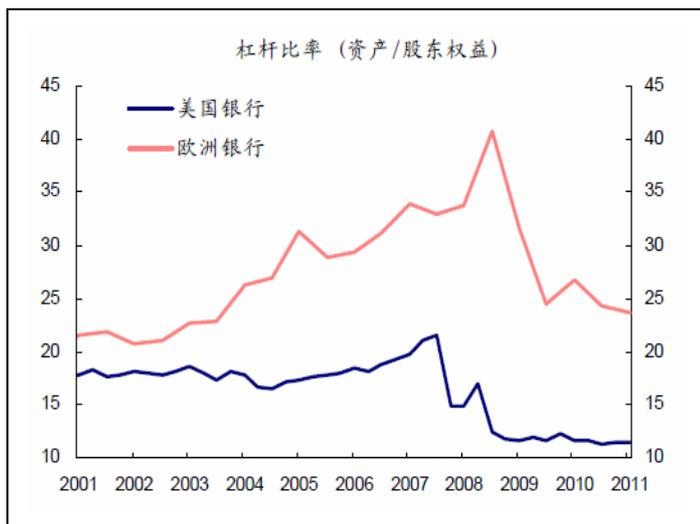
数据来源：Wind，东吴基金。



三、外患未除：短期有惊无险、长期前景堪忧

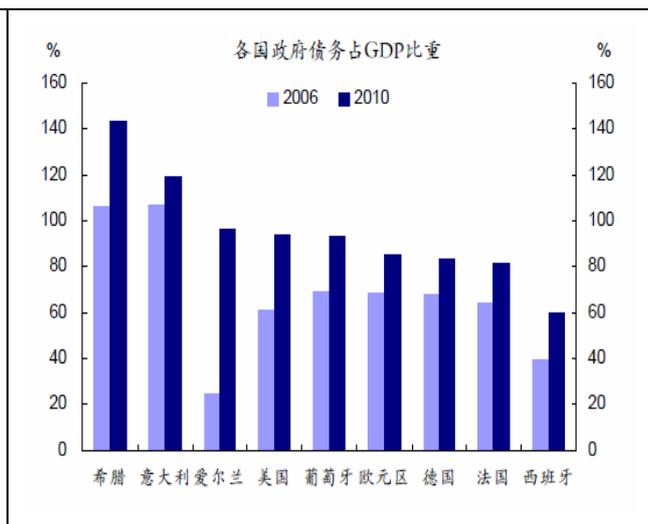
海外经济形势近期急转直下，从某种意义上讲，这仍然是 08 年金融危机的后续影响所致。08 年金融危机的根本起因在于银行体系的过度杠杆化，而在危机爆发之后，西方国家为了帮助银行业改善其资产负债表，降低杠杆率而向其注入了大量流动性。作为这些政策的后果之一，西方主要发达国家政府的债务负担较危机前都明显提高。其中希腊、爱尔兰、葡萄牙、西班牙等欧洲国家以及美国的债务提高程度最为突出，而这些国家也正是当前经济形势最为糟糕的代表。

图表 24 欧美银行杠杆率比较



数据来源：Eurostat，东吴基金。

图表 25 主要发达经济体债务比例



数据来源：中金公司，东吴基金。

(一) 美国：经济前景再度恶化，政策工具空间有限

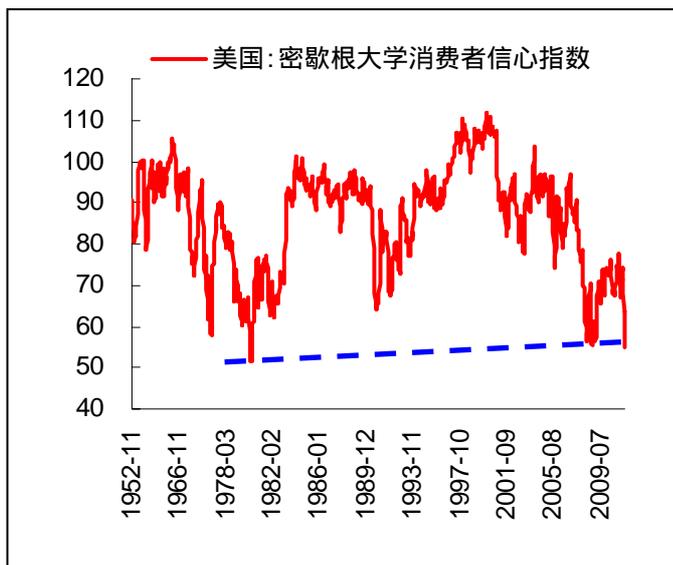
1、经济前景再度恶化

美国近期的经济增长前景再度恶化，密歇根大学消费者信心指数已降至 54.9，已与 80 年代第二次石油危机后的信心指数低点相差无几，甚至低于 08 年金融危机高峰时的水平。消费者信心指数对于美国经济增长具有稳定的领先性，如此之低信心指数预示着至少短期内美国的经济将再次掉头向下，这不得不让人担心二次衰退的可能。与该信心指数一致的是，PMI 数据也同样显示出急转直下的增长前景。

近期标准普尔首次将美国主权信用评级从 AAA 级下调至 AA+的主要原因之一也是对美国未来经济增长的长期前景保持怀疑，由此对其未来偿还债务的能力持负面态度。标普的判断与一系列经济先行指标基本吻合。

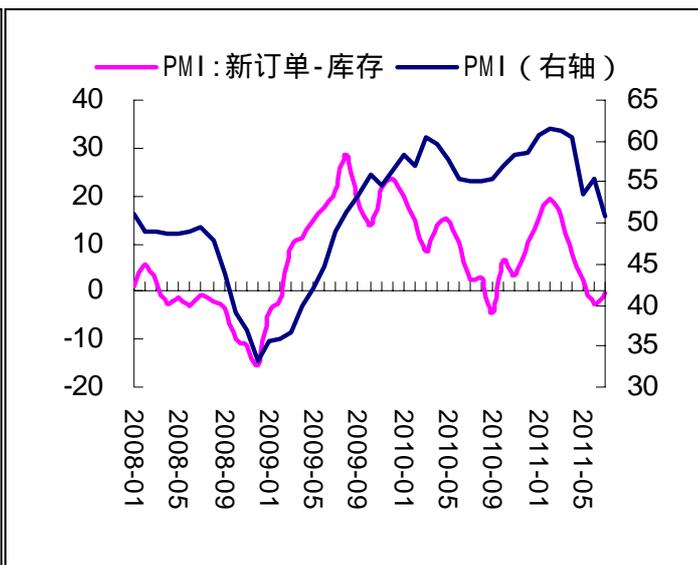


图表 26 消费者信心与石油危机时持平



数据来源：Wind，东吴基金。

图表 27 经济先行指标再度显著恶化



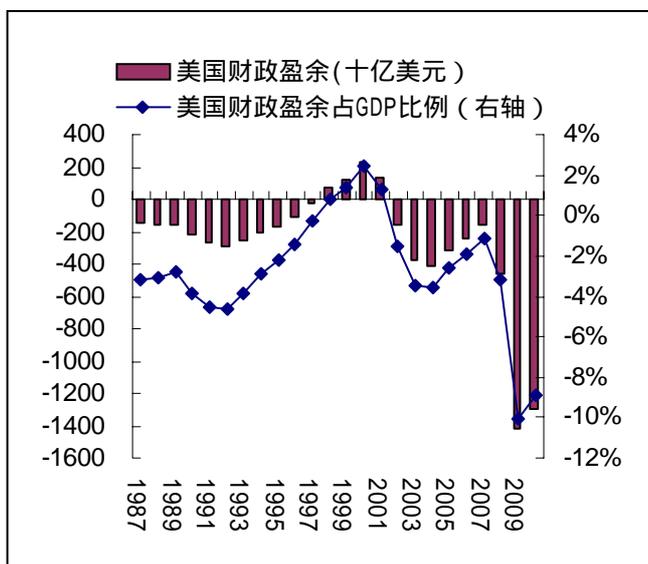
数据来源：Wind，东吴基金。

2、财政政策已无子弹

面对经济增长再次恶化的预期，2012 年又是美国总统大选，因此现任政府不可能无为而治。但关键的问题在于，美国政府再次出台刺激政策的渠道在哪里？以标准的凯恩斯体系下的可选政策工具来看，美国政府当前的政策工具已极为有限。

首先考虑财政政策。近期爆发的美债降级危机正是缘于评级机构对目前美国政府过高的财政赤字和偿付前景的悲观预期，因此在美债降级风波刚刚结束之后即大幅增加政府开支刺激经济已无可能。加税在目前这个时间点上可能性也不大，这主要是由于大选前这个特殊时间点所决定的。两党都不会愿意在这个时候去对任何一方人群提高税率，这从争取选票的角度非常容易理解。正是出于以上原因，缩减开支可能是帮助消减财政赤字的唯一途径，然而收缩开支反而可能导致经济更加恶化。综合来看，财政政策方面基本没有办法能够帮助应对经济前景再度恶化的局面。

图表 28 财政赤字规模惊人，再次扩张已无可能





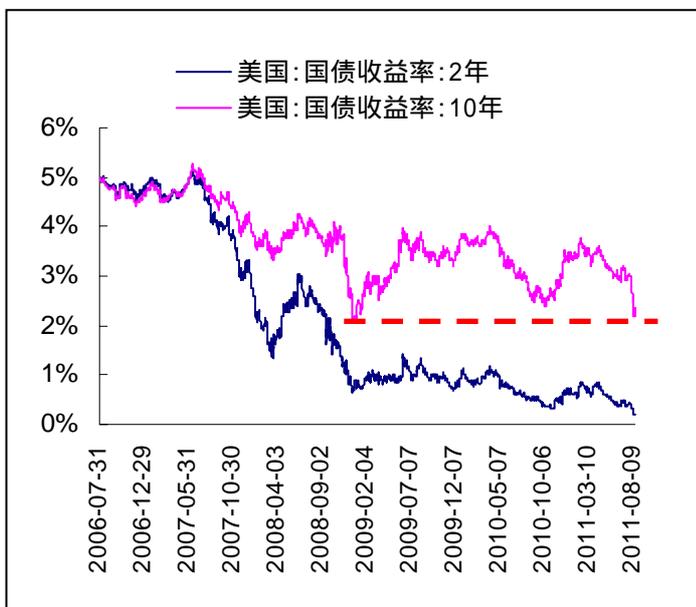
数据来源：Wind，东吴基金

作为凯恩斯体系下的两大政策工具，财政工具已经失去作用。因此，从逻辑的角度看，奥巴马政府的主要办法仍然只能来源于货币端的工具。

3、货币政策仍将是主角，但效果有限

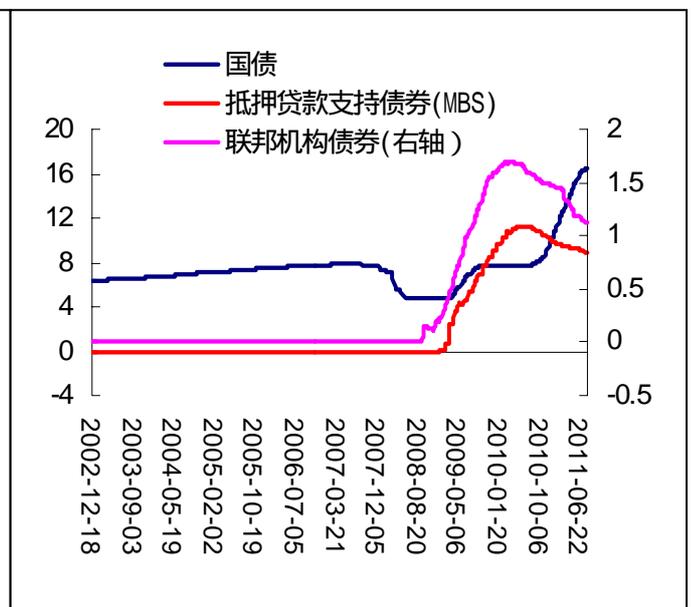
举世闻名的两次量化宽松的资产购买特点略有不同，QE1 主要以购买抵押贷款支持债券和联邦机构债券等资产以实现向市场注入流动性的目的，而 QEII 则改为以购买美国国债为主，这从美联储的资产负债表的数据可以清楚的看到。流动性注入的直接结果就是经济内充满现金，而美国国债收益率作为几种主要基准利率之一也已降至历史绝对低位。通过简单回顾两次量化宽松的手法，美联储的宽松货币政策的最终目的其实比较简单，即通过增加货币供应来压低利率，以低利率来促使企业加大资本开支，居民增加消费支出，最终拉起需求和经济。

图表 29 国债收益率已近历史最低



数据来源：Wind，东吴基金

图表 30 美联储资产购买规模惊人(千亿美元)



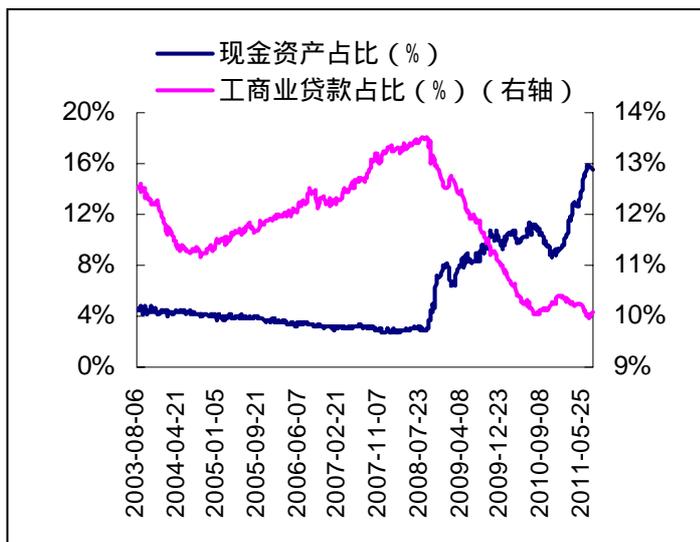
数据来源：Wind，东吴基金

然而，现实的情况与美联储量化宽松的初衷并不一致。在其通过购买大量债券向经济注入流动性之后，这些现金并没有真正产生价值的实体经济，而是大量沉淀于商业银行的资产负债表中。观察美国所有商业银行的资产占比情况可以发现，其现金资产占总资产的比例从 QE1 开始即陡然提高，二次量化宽松之后，这一比例再次跃上新的台阶。按照最新的数据来看，美国商业银行的总资产中 15.57% 都是现金资产，而如此高的现金占比在过去 40 年中从未出现过。对比之下，工商业贷款的占比则降至 10% 左右。

结合美国商业银行的不同资产占比的变化以及美联储的资产购买行为所导致的利率变化可以看出，当前美国的问题不是政府无所作为，而是经济缺乏增长的动力，私人部门缺乏对未来经济增长的信心。从历史经验看，这种局面是最为糟糕的一种局面。私人部门有钱不愿化，而政府部门已无钱可花，这种类似于经济学中的恶性均衡如要打破只能依靠某种外生冲击，就目前来看还无法预见到这种冲击最终来自何方。

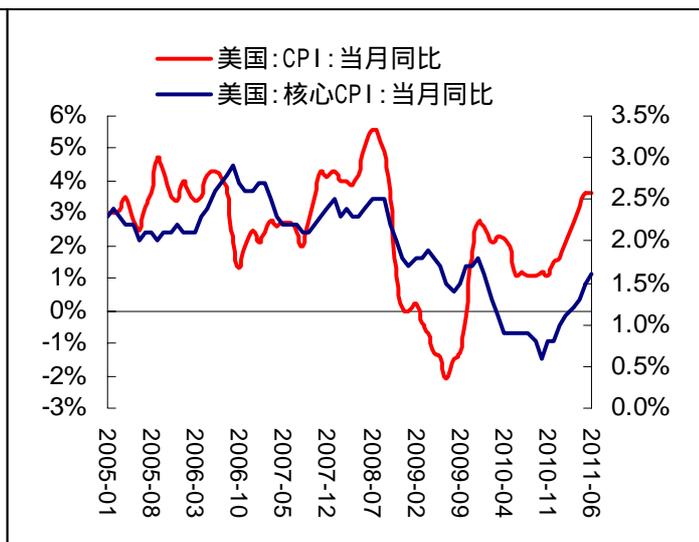


图表 31 美国商业银行资产占比变化



数据来源：Wind，东吴基金。

图表 32 核心通胀尚无问题

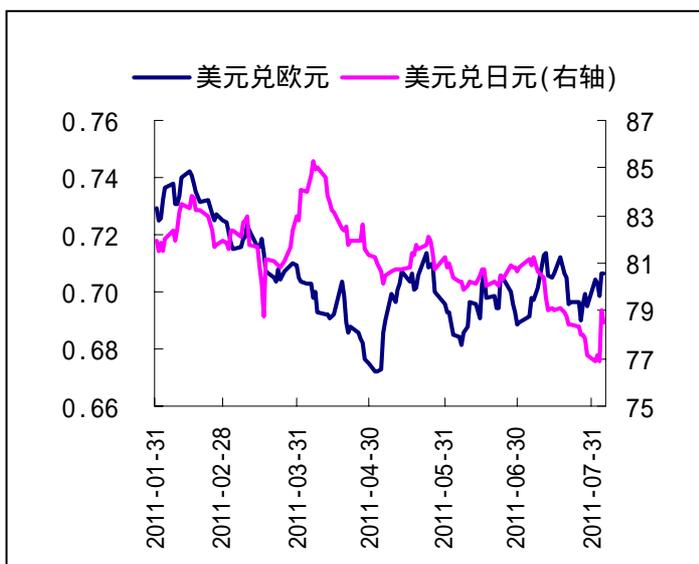


数据来源：Wind，东吴基金。

尽管我们的分析揭示了当前美国经济和政策的僵局，但政府不能无为而至。而目前的政府财力无法再次支持新一轮的财政扩张，因此货币端似乎是唯一选择。至少从目前美国的核心CPI来看，1.6%的水平还不会完全制约再次的货币扩张。我们认为如果再次货币扩张真的出现，短期内应对提振市场信心仍有一定作用，但对中长期的经济增长究竟效果如何，值得商榷。

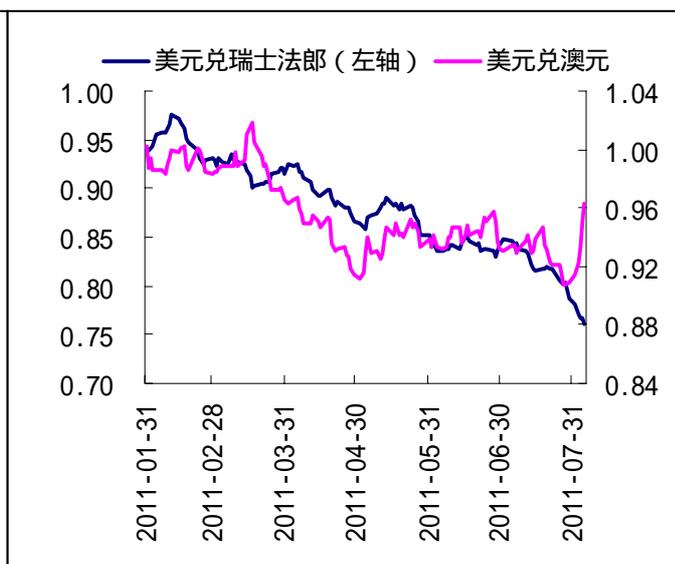
值得注意的是，作为另一种货币政策的变异形式，我们认为汇率政策可能将被美国政府越来越倚重。从美国在二十世纪几次经济衰退中所采取的政策措施看，通过美元贬值迫使主要贸易伙伴货币升值，最终刺激美国出口以挽救经济的做法屡见不鲜。从近期美元兑各主要货币的汇率情况看，美元贬值的趋势已经比较明显。尽管各国政府纷纷采取措施以防止本币过度升值，但从目前的情况看，要阻止美元过度贬值，其控制力仍在美国政府手上，其他国家恐难以真正控制局面。

图表 33 欧元兑美元相对稳定



数据来源：Wind，东吴基金。

图表 34 美元兑瑞郎、澳元趋势向下



数据来源：Wind，东吴基金。

近期需密切关注美联储的年度会议，我们预计伯南克与其他联储关键人物将阐述美联储对短期和中长期美国以及欧洲的经济增长前景的看法，而看法如何也将直接决定其后续政策手段将如何。

图表 35 近期美联储关键会议时间

时间	关键会议
2011 年 8 月 26 日	美联储 Jackson Hole 年度会议
2011 年 9 月 21 日	FOMC 议息会议
2011 年 11 月 3 日	FOMC 议息会议
2011 年 12 月 14 日	FOMC 议息会议

数据来源：煤炭、东吴基金。

(二) 欧洲：主权债务高峰将至，银行系统流动性压力巨大

1、危机以来欧洲主权债务负担上升趋势明显

欧洲主权债务危机远未解决，从欧洲主要经济体近 4 年的财政赤字和政府债务的变化趋势看，逐年稳步提高几乎是一致的情况。从近期欧洲主要经济体(英、法、德)的主权 CDS 的变化情况看，全球金融市场对于欧洲主权债务问题的担忧明显升温，而其他欧洲经济体的主权 CDS 水平也有相似表现。

图表 36 欧洲各国财政预算赤字占 GDP 的比重(%)

	2007	2008	2009	2010
欧元区 17 国	-0.7	-2.0	-6.3	-6.0
德国	0.3	0.1	-3.0	-3.3
法国	-2.7	-3.3	-7.5	-7.0
意大利	-1.5	-2.7	-5.4	-4.6
西班牙	1.9	-4.2	-11.1	-9.2
爱尔兰	0.1	-7.3	-14.3	-32.4
葡萄牙	-3.1	-3.5	-10.1	-9.1
希腊	-6.4	-9.8	-15.4	-10.5

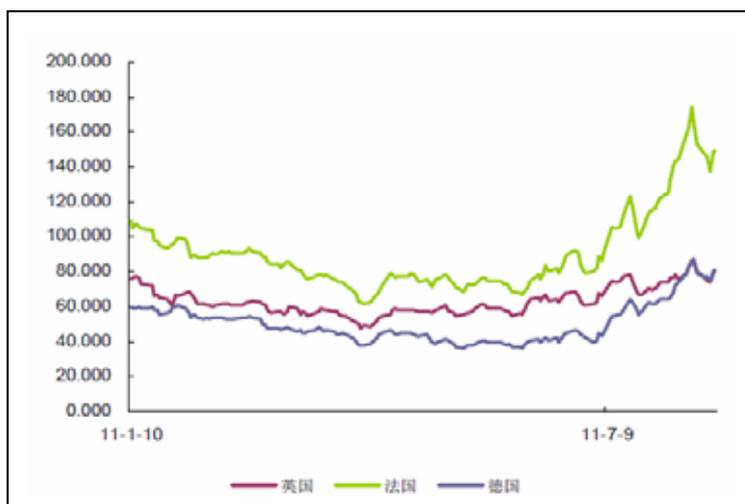
数据来源：银河证券，东吴基金。

图表 37 欧洲各国政府债务占 GDP 的比重(%)

	2007	2008	2009	2010
欧元区 17 国	66.2	69.9	79.3	85.1
欧盟 27 国	59.0	62.3	74.4	80.0
德国	64.9	66.3	73.5	83.2
法国	63.9	67.7	78.3	81.7
意大利	103.6	106.3	116.1	119.0
西班牙	36.1	39.8	53.3	60.1
爱尔兰	25.0	44.4	65.6	96.2
葡萄牙	68.3	71.6	83.0	93.0
希腊	105.4	110.7	127.1	142.8

数据来源：银河证券，东吴基金。

图表 38 欧洲主要经济体 CDS 明显上升



数据来源: 申万、彭博、东吴基金。

2、偿债压力大，下半年需关注 9 月

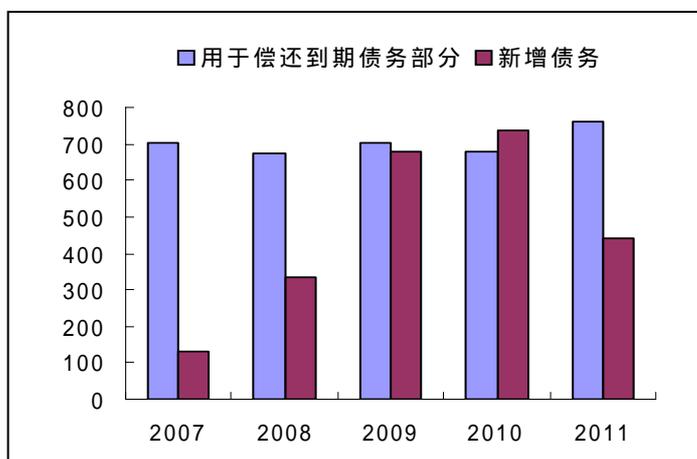
2011 年欧洲主权债务中长期债务新增 1.2 万亿欧元，尽管与 09、10 年相比数量是下降的，但在全球经济增长前景仍不明朗的大背景下，融资压力仍然十分巨大。同时，从新增债务中的用途结构看，其中的 64% 都用于偿还到期债务，这也从另一个方面说明了偿还债务是欧洲当前所面临的重大问题。

图表 39 欧洲主权债务发行与存量（十亿欧元）

	2007	2008	2009	2010	2011
中长期债务增量总计	833.7	1009.7	11383.2	1413.8	1198.7
用于偿还到期债务部分	701.6	674.7	705.1	678.3	759.7
新增债务	132.1	335	678.1	735.1	439
债务余额	6178.3	6554.6	7407	8199.4	8371.3
短期债务	462.8	722.8	875.2	813.3	804
到期日长于一年债务	5715.6	5831.8	6531.8	7386.1	7567.3

数据来源：标准普尔。

图表 40 新增债务 2010 年到达顶峰

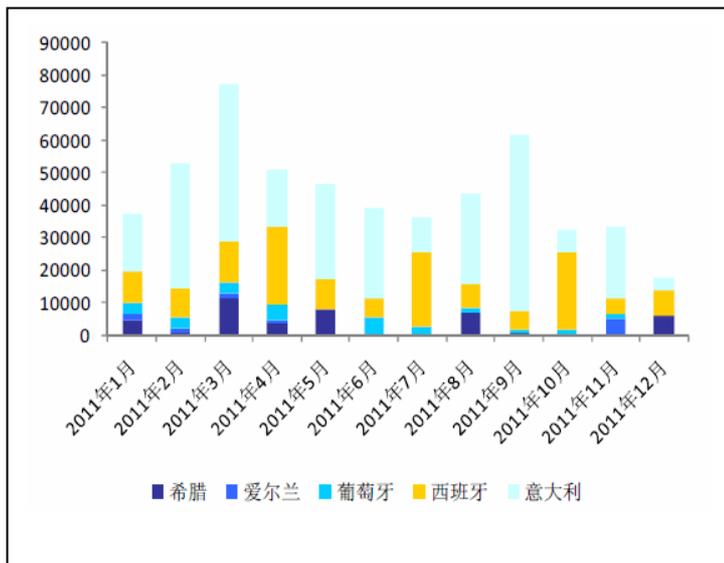




根据欧猪五国的债务到期时间,我们认为需要对9月份保持高度关注。其债务到期总量将仅次于3月份,代表2011年债务到期的第二峰值。而根据目前德法两国的表态看,近期通过发行统一的欧洲债券来融资已无可能。因此,对于如何应对即将到来的偿债高峰,这将是近期内影响国际金融市场的关键风险。如有任何一国发生明显违约,则可能动摇市场对于整个欧洲主权债务的信心,引起连锁反应。从7月中旬欧元LIBOR与OIS利率之差的变化可以清楚看出短期内欧洲市场的资金紧张程度已经随着大量债务到期日的临近而明显提升。

图表 41 欧猪五国各月债务到期量

图表 42 欧洲市场资金紧张程度明显提升



数据来源：彭博，东吴基金。

数据来源：彭博，东吴基金。

3、欧洲银行流动性紧张是核心，但短期内问题应能解决

作为主权债务的主要资金融出方之一，欧洲银行系统的流动性紧张则加剧了市场对于欧洲主权债务违约的担忧，这也解释了为什么近期欧洲市场银行股的月累计下跌幅度已达 21% 左右。

但尽管近期事态的发展令人担忧，我们仍然注意到了一些有利因素。首先，尽管债券市场融资困难，2011年上半年，大多欧洲银行还是为今年到期的绝大多数债务筹到了资金。其次，欧央行在与其他央行的通力合作下，已经展示了在危机中引入或修改公开市场操作程序或其他措施以减轻市场压力的能力。这些措施大多目前正在实施，或在必要时可以随时引入。从近期欧洲央行所采取的一系列措施来看，我们看到了以下有利于缓解当前欧洲市场融资压力的渠道：

- (1) **为银行系统注入“廉价”的欧元流动性。**为应对融资市场压力，欧央行开始以固定利率招标的方式，实行长期再融资操作（3个月到6个月）。具有合格资产的欧洲银行可以在长达6个月内，以较低的固定利率得到“无限”的流动性。
- (2) **为银行提供充足的美元流动性。**在2008年雷曼倒闭后，美联储和包括欧央行在内的另外几家央行签订了临时货币互换便利的协议，以缓解短期内市场的融资压力。2010年5月，这些央行发表声明，将协议延长到2012年8月。根据这个协议，具有合格抵押资产的欧洲银行能够通过固定利率，以7天回购的方式从欧央行获得足够的美元流动性。
- (3) **放宽抵押资产资格条件。**获取以上各种流动性工具的关键之一是银行必须有合格的抵押资产，欧央行目前列出的合格抵押资产比其他主要的央行都要多。在上次金融危机中，美联储、英格兰银行和其他央行都扩大了银行合格抵押资产的范围，而欧央行当时并不需要这么做。但



是后来随着希腊、爱尔兰和葡萄牙主权债务被降级，欧央行放宽了对这些主权债务作为抵押品的最低信贷评级的限制，使得银行仍然可以用这些国债作为抵押，继续得到日常需要的流动性。

- (4) **购买担保债券放松信贷条件。**2009年5月欧央行实施了一项总额为600亿欧元的担保债券购买计划，该项计划通过在一级和二级市场上购买欧元担保债券来支持当时几近关闭的担保债券市场。尽管该项计划已在2010年6月结束，但是只要欧央行理事会——欧央行最高的决策机构——认为有必要，担保债券购买计划随时可以重启。

综合来看，欧洲近期主权债务问题的升温源于大量债务即将到期之际，部分国家融资压力过大所致。而作为资金主要融出方的欧洲银行系统则面临流动性紧张的局面。一旦偿债所需资金无法及时到位，则主权债务违约所导致的一系列连锁反应可能对欧洲乃至美国的金融体系和经济增长造成较大冲击。在当前悲观的经济大环境下，如此的冲击势必雪上加霜，导致市场信心的进一步受损。然而，根据我们对欧洲央行近期的一系列举措和可用政策工具的分析，我们倾向于认为至少在短期内，流动性紧张和主权债务再融资的问题应不至于恶化，债务违约的情况在短期内也应能大概率避免。当期的信心危机和市场恐慌预计将在九月债务到期高峰之后逐渐平静。

(三) 短期有惊无险，长期前景堪忧

美国经济增长前景再次恶化，美债自1917年以来首次降级，而政策工具已缺乏使用空间。欧洲则由于高赤字财政和近几年过度借贷的影响陷入债务偿还和再融资的困境，且欧盟分散的经济和财政政策使得如何应对困境还需要协调众多的独立经济体，其困难程度可想而知。困局明确，解决方案却模糊不清，用“高度不确定”来形容当前的海外经济和政策格局是比较准确的，欧美经济长期前景堪忧。

短期来看，美国总统奥巴马提出了总额为4500亿美元的经济刺激计划，主要内容包括税收优惠、对州和地方财政援助、启动基建工程和扩大失业救济援助等，预计对美国短期经济有一定刺激作用。同时，4季度也是美国传统消费旺季。下半年，美国经济仍然能够实现增长，避免陷入衰退。

欧洲方面，我们认为欧洲央行和全球其他主要经济体将采取必要措施以帮助应对欧洲9月份大量主权债务的到期，以防止违约和其他连锁反应的出现。欧元区的债务到期压力在10月之后大幅下降；欧央行继续在二级市场上购买国债，并持续向银行系统提供流动性。短期内，由于流动性紧张而真的导致欧洲主权债务违约的概率并不大。

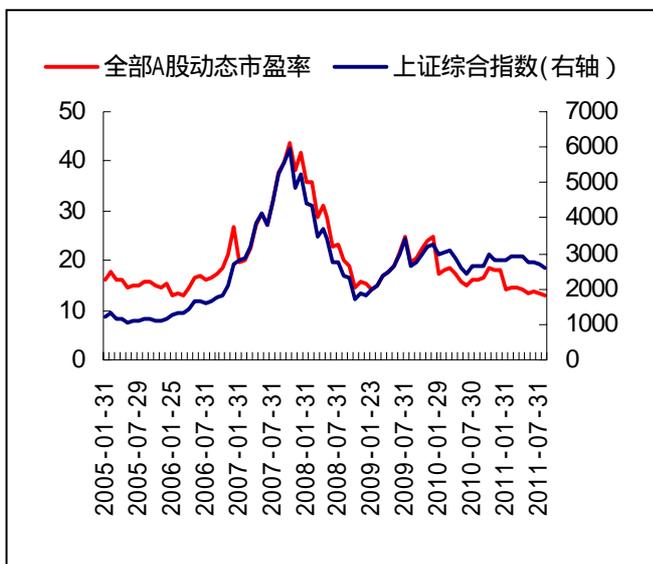


四、2011 年四季度 A 股：阶段性反弹

(一) 市场估值水平很低，但 ERP 偏离程度一般

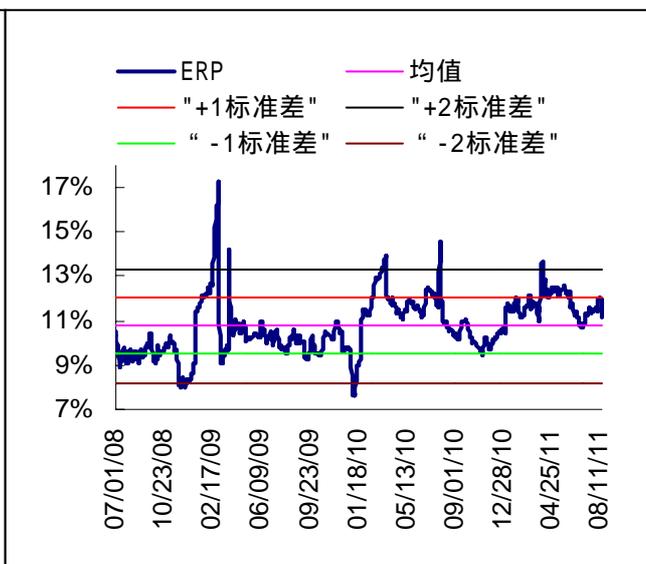
从市场估值的角度看，当前 A 股市盈率已与 08 年低点基本一致，反映安全边际较高。但从 ERP 的角度看，当前 ERP 溢价在 11% 左右，基本在历史均值一倍标准差附近，反映权益类资产投资价值仍未具有很大吸引力。

图表 43 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。

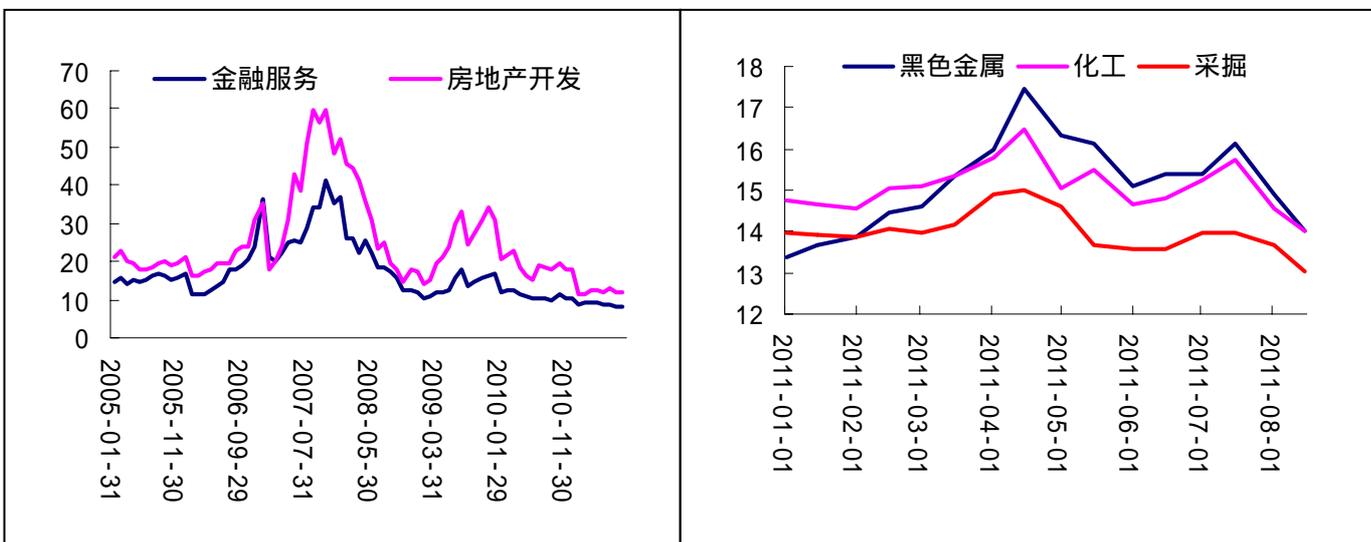
图表 44 ERP 角度估值优势似乎一般

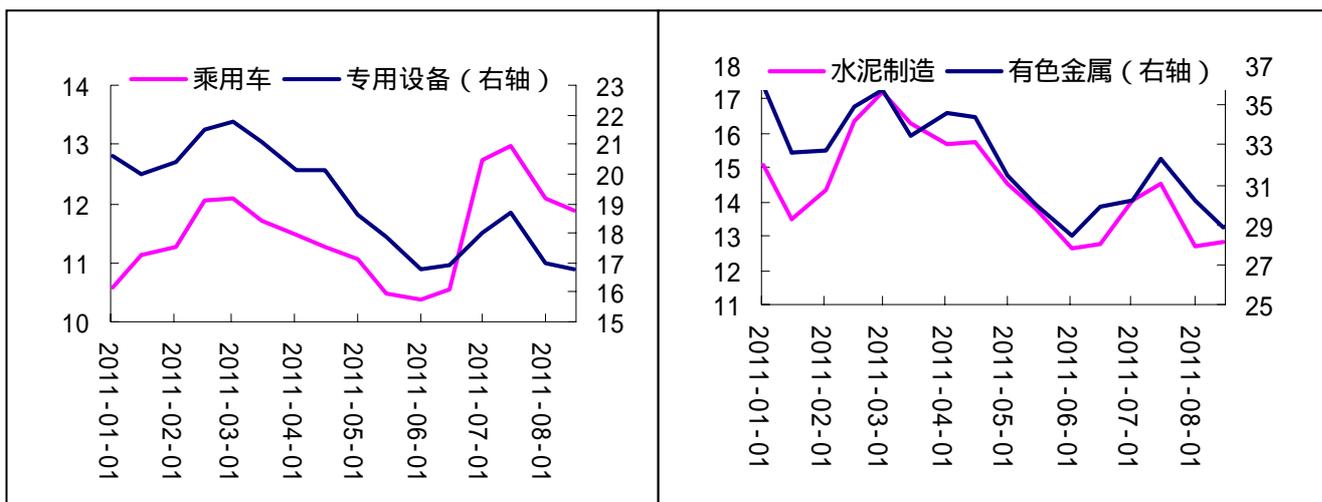


数据来源：彭博，东吴基金。

与总体市场估值水平一致，绝大多数周期类行业的估值伴随市场近期的急跌而再次显著下降。其中金融服务当前 PE 仅 8 倍左右，已创出自 05 年以来的新低。对比之下，化工、采掘、专用设备、水泥和有色的估值水平低于或基本平于年初水平。

图表 45 周期类估值再回低位





数据来源：Wind，东吴基金。

大多数成长类行业的估值水平也仍然低于历史平均且多数低于年初水平，其中估值水平下降较为显著的有电子元器件（38倍下降至31倍）、信息设备（30倍下降至25倍）、电气设备（29倍下降至24倍）、餐饮旅游（36倍下降至30倍）。对比之下，白酒（27倍上升至31倍）、其他轻工制造（30倍上升至33倍）的估值倍数较年初有所上升。而农林牧渔、建筑装饰、服装、医药生物、商业贸易和家用电器估值基本与年初一致。

图表 46 成长类各行业动态估值水平

	2011-8-15	2011-5-20	2011-3-31	2011-1-1	5年平均
农林牧渔	31	32	32	31	41
建筑装饰	12	14	14	14	27
电子元器件	31	32	35	38	42
信息设备	25	26	28	30	33
信息服务	32	33	33	35	33
电气设备	24	26	28	29	31
成长类 服装	24	23	23	26	22
白酒	31	27	25	27	34
医药生物	28	28	28	30	31
商业贸易	21	22	22	23	30
餐饮旅游	30	30	33	36	41
其他轻工制造	33	29	29	30	35
家用电器	16	18	18	17	23

数据来源：Wind，东吴基金。

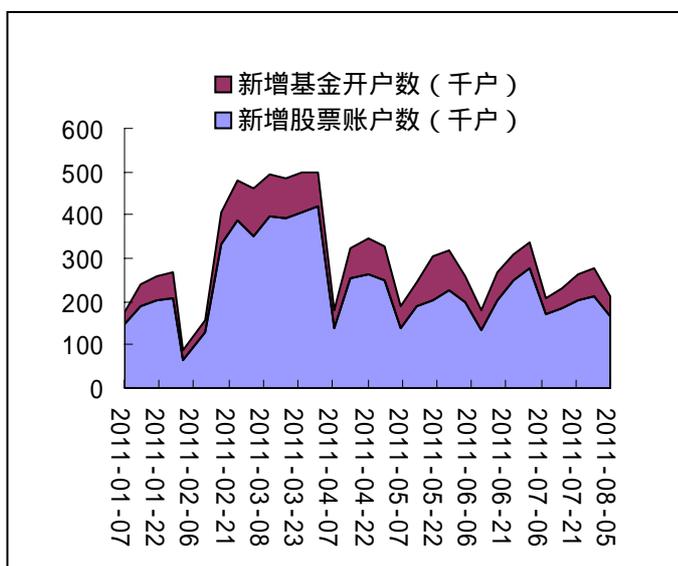


（二）资金不支持大幅反弹，但改善空间存在

尽管估值方面显示当前 A 股估值水平已处于极低位置，但股权溢价水平相比其他大类资产尚未具有明显的投资价值。这种复杂的局面暗示着资金在短期内大量进入股市的可能性仍然较低，结构性行情更多的需要依靠存量资金搬家来完成。从这个角度看，预期四季度出现大幅反弹行情并不现实。

从微观的角度看，新增基金开户数和新增 A 股账户开户数都没有明显变化，近期的开户水平也远低于今年一季度反弹时。这反映了近期的反弹都并未得到新增资金的支持，也说明了为什么反弹无力，高度有限。另外从一级市场的收益率来看，今年一二季度的 IPO 上市短期收益率也远远低于 2010 年，打新收益率的降低也不利于新增资金入场。

图表 47 新增账户未见显著变化



数据来源：Wind，东吴基金。

图表 48 IPO 上市后涨跌幅

	上市首日	上市后 5 日	上市后 10 日	
2010	一季度	41.2%	43.4%	43.9%
	二季度	35.7%	25.2%	18.5%
	三季度	51.3%	46.2%	46.6%
2011	一季度	13.0%	11.2%	11.0%
	二季度	7.9%	6.1%	6.0%
	三季度	N/A	N/A	N/A

数据来源：Wind，东吴基金。

从短期的角度看，市场总体行情仍然处于震荡的格局，海外不确定性仍然较高而国内通胀形势的最后定型仍需等待。这些情况的组合使得资金面在短期内得到显著改善的概率不高。但是，我们维持年初以来的判断，即外围资金是充沛的，一旦经济形势明朗之后，反弹的开始应能吸引新增资金入市，从而对 4 季度反弹起到较好的支撑作用。

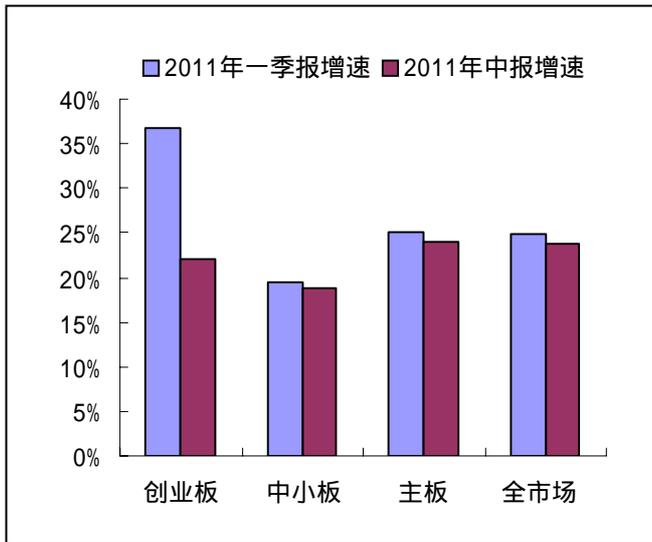


(三) 业绩平稳，分化明显

1、中报业绩仍较平稳

2011年中报业绩已披露结束，对比一季报和中报，创业板业绩增速从36.77%显著降至22.12%，而中小板和主板上市公司中报业绩增速虽略低于一季度，但总体来看仍然较为稳定。主板业绩增速微降1.12个百分点，中小板业绩增速仅下降0.73%。从全市场的角度看，中报业绩增速为23.72%，比一季度下降1.21个百分点。

图表 49 中报业绩增速对比



数据来源：申万，Wind，东吴基金。

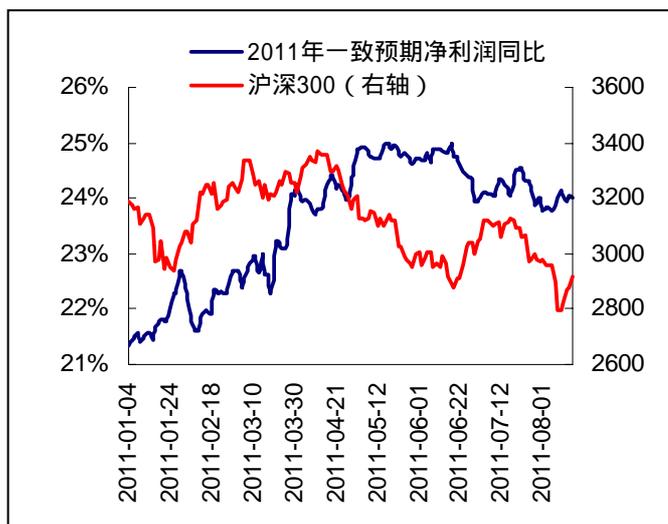
图表 50 中报业绩对比

	2011年一季报增速	2011年中报增速
创业板	36.77%	22.12%
中小板	19.46%	18.73%
主板	25.12%	24.00%
全市场	24.93%	23.72%

数据来源：申万，Wind，东吴基金

从沪深300业绩增速的一致预期看，业绩预期较年中有小幅下调，但并未出现市场前期所担心的盈利预测显著下调的情况。结合已公布业绩和研究员盈利预测变化的情况看，A股业绩总体仍较平稳。

图表 51 沪深300净利润同比一致预期有一定下调



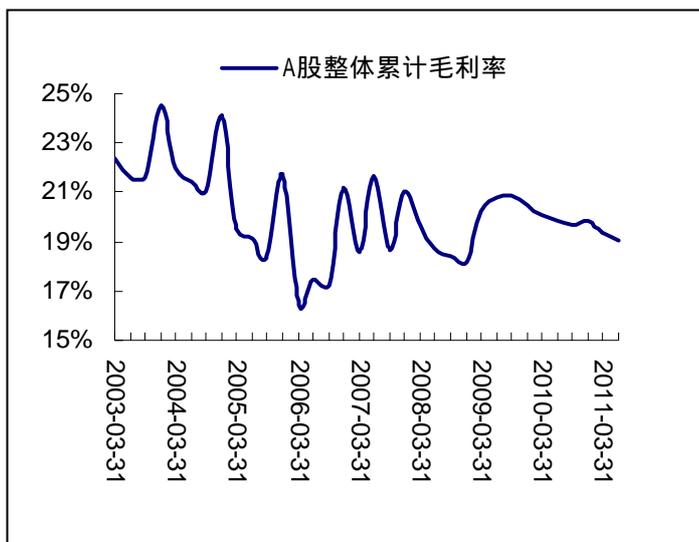
数据来源：朝阳永续，东吴基金。



2、盈利能力二季度下降，下半年情况可能好转

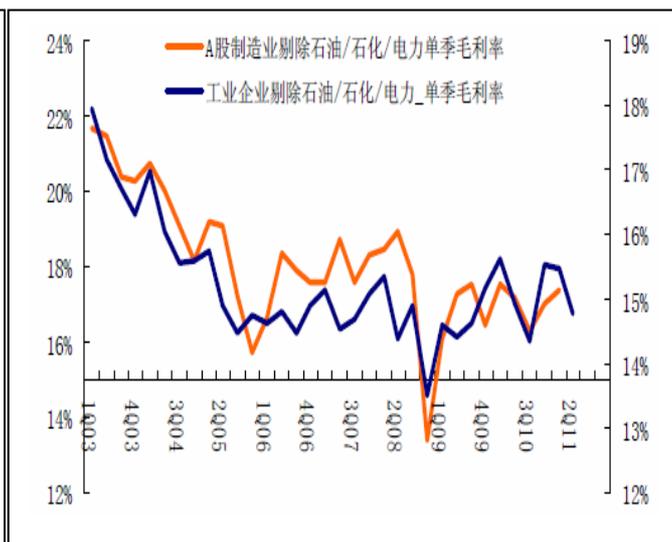
工业企业效益数据显示二季度我国工业企业毛利率环比下降，这与 A 股上市公司中报所披露的毛利率变化情况基本符合，但是总体来看，二季度 A 股上市公司毛利率下降的幅度并不大。A 股整体中报累计毛利率约 19%，比一季度仅下降 0.4%。随着二季度库存的下降以及大宗商品价格在 6 月份见顶回落趋势较为明显，企业成本压力有可能在未来得到缓解，从而导致三四季度毛利率上升的概率得到提高。

图表 52 A 股毛利率二季度环比微降



数据来源：申万，Wind，东吴基金。

图表 53 工业企业数据也显示二季度毛利率下降



数据来源：申万，Wind，东吴基金。

3、行业间业绩分化明显

按照制造业上中下游分类可以发现，中游制造业中报业绩增速普遍低于今年一季度，而下游情况则基本相反，除家用电器和纺织服装外，其余主要行业中报业绩增速有一定程度提高。TMT 中的信息服务和信息设备以及大金融范畴各个行业的中报业绩增速都比一季度有一定提高。分行业来看，中报业绩增速有显著提高的包括有色金属、轻工制造、信息服务、信息设备、房地产、农林牧渔。

图表 54 分行业业绩增速比较

		2011 一季报增速	2011 中报增速
上游	有色金属	29.91%	79.24%
	采掘	16.11%	8.34%
中游	化工	40.29%	27.11%
	黑色金属	-14.68%	-22.39%
	建筑建材	34.52%	34.10%
	机械设备	54.55%	33.66%
	交运设备	15.70%	13.20%
下游	家用电器	44.58%	34.42%
	食品饮料	41.48%	41.75%
	医药生物	20.48%	20.85%
	商业贸易	30.16%	31.64%
	纺织服装	93.04%	51.86%

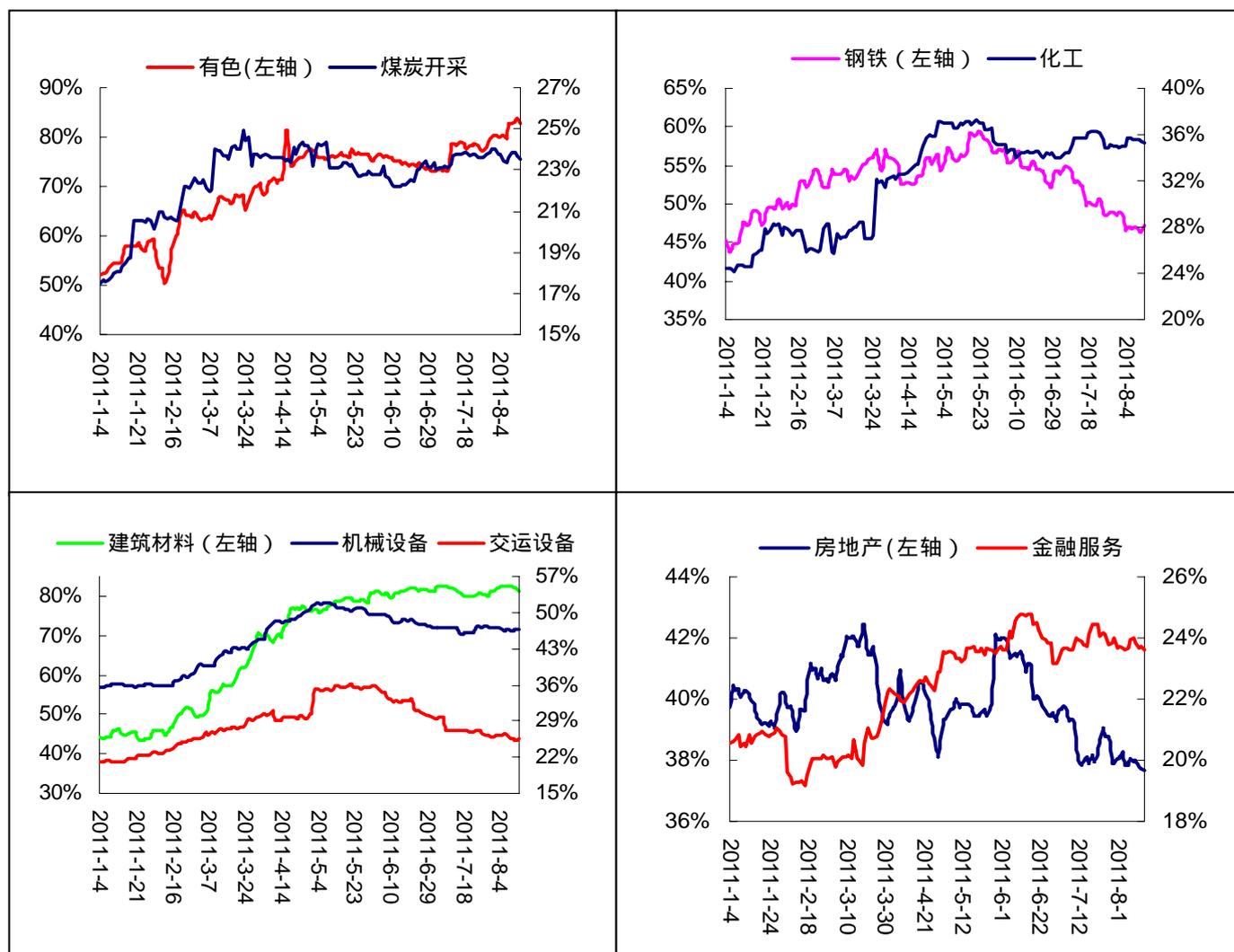


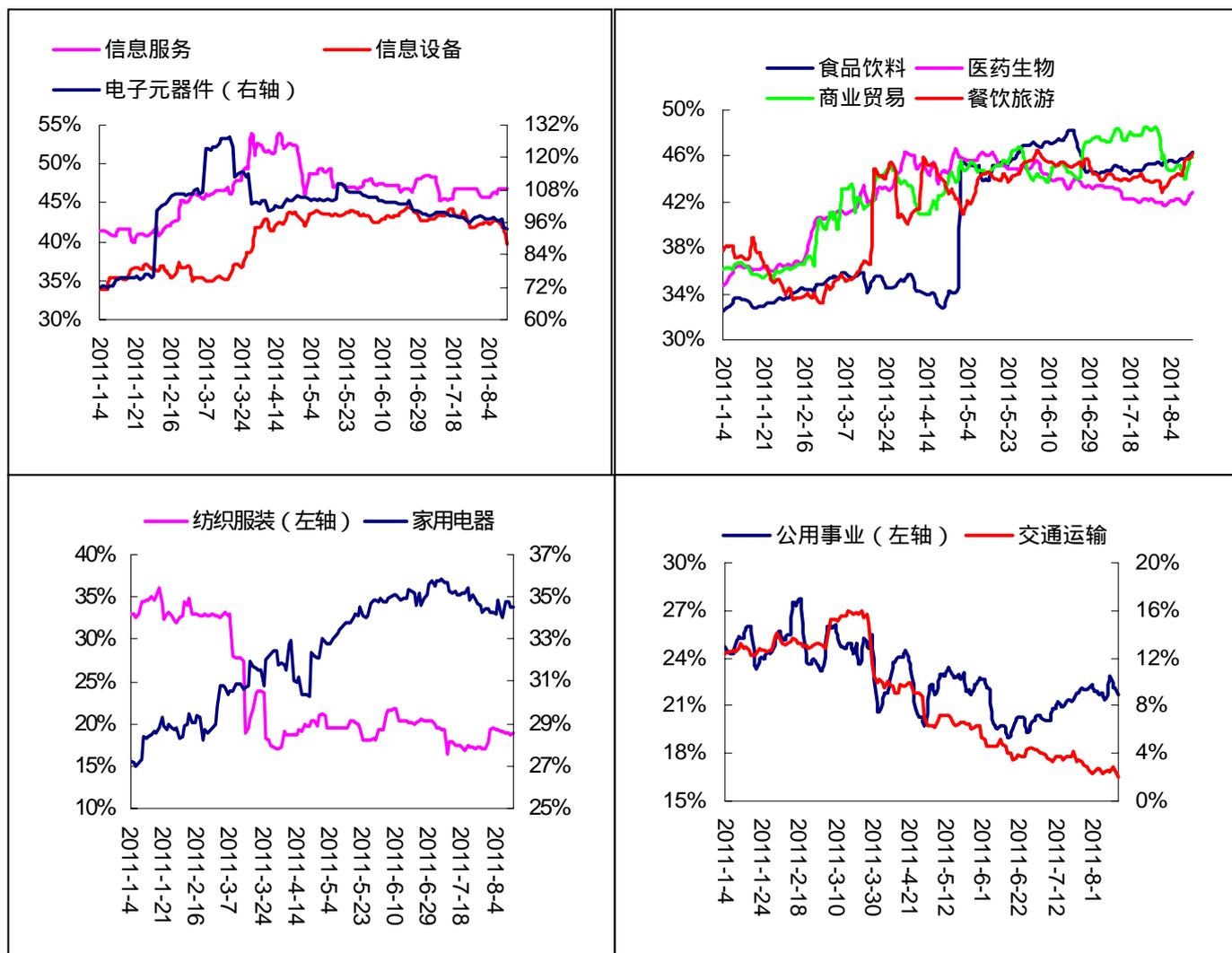
	餐饮旅游	16.63%	25.07%
	轻工制造	50.34%	64.12%
TMT	电子元器件	23.54%	17.26%
	信息服务	15.79%	28.60%
	信息设备	2.62%	12.20%
大金融	房地产	-3.03%	14.19%
	金融服务	28.64%	30.47%
其他	农林牧渔	19.21%	31.68%
	交通运输	0.97%	-16.42%
	公用事业	-21.64%	5.28%
	综合	94.10%	149.54%

数据来源：Wind，东吴基金。

从盈利预测变化的角度看，不同行业间的差异也较大。全年业绩增速预测较前期出现显著上调的仅有色金属，显著下调的包括钢铁、交运设备、机械设备、房地产、交通运输，而其他大类行业的业绩预测近期基本保持平稳。

图表 55 不同行业业绩预测变化





数据来源：Wind，东吴基金。

(四) 2011 年四季度 A 股：阶段性反弹

2011 年四季度，国内增长端仍较稳健，而通胀端问题可能将明显改善，政策面继续向紧的概率大大降低。海外局势预计在九月后逐渐平稳，欧洲偿债高峰已过而美国的政策也将逐渐明朗。总体来看，海内外经济政策的组合可能将向有利于 A 股市场的方向发展。

从业绩的角度看，我们预计 A 股上市公司业绩分化的趋势将继续但总体业绩增速仍然较为平稳。估值方面，A 股市场当前市盈率已与 08 年 1664 点时基本一致，市场寻求估值修复的需求极为强烈，这将成为催化 4 季度 A 股阶段性反弹的最大逻辑。但市场流动性的形势恐难以支持大级别的反弹。居民对于股市的热情仍不高，这使得反弹行情可能更多地依赖于存量资金。新增资金大量进入市场是否将发生取决于届时反弹的力度和高度。总体来看，我们对四季度 A 股市场行情持谨慎乐观态度，修复估值动力较强，经济环境也不存在大的问题，但流动性可能对反弹的高度和持续性产生制约。



五、外患未除、谨慎进攻

国内经济增长继续向下的迹象仍然较为明显，预计这种趋势很有可能将延续至四季度。但固定投资增速的稳健起到了很强的支撑作用，同时，四季度是新项目开工旺季，预计投资端形势仍然较为乐观。总体来看，四季度经济增长仍属温和下行，预计 GDP 同比增速将在 9% 左右。通胀形势在四季度改善的概率较大，预计 CPI 逐月回落，四季度 CPI 降至 5.2% 左右。在经济温和下行和通胀见顶回落背景下，预计年内政策放松和收紧概率都较小。我们判断，在这种经济状态和政策背景下，A 股市场不会出现大幅下跌，更多的是震荡格局，除非国内通胀超预期和欧洲主权债务危机失控。

欧债危机正逐步从希腊等国向欧盟核心国家扩散，虽然我们认为欧洲央行和全球其他主要经济体采取措施以帮助应对今年剩余时间欧洲大量主权债务的到期，以防止违约和其他连锁反应的出现，但是这个过程也许是曲折复杂的，从而对全球金融市场会造成巨大波动。

基于以上国内外经济形势分析，4 季度，控制仓位以应对国内通胀超预期和欧债危机可能带来的下跌风险。待情况相对明朗之后，参与可能出现的阶段性反弹。但由于全球经济并未走上真正改善的良性通道，对于阶段性反弹的高度和力度不宜过分乐观。

在投资主线上，我们将遵循以下三条主线：

- “不确定环境下的防御性”，重点看好**食品饮料和医药生物**。三四季度之交将是不确定性极高的阶段，行业配置应突出其防御性。在这方面，食品饮料和医药生物具有传统的防御特性，且其业绩增长方面具有较高的确定性。因此，这两个行业应是三四季度之交行业配置的首选。与此同时，中国经济逐渐向内需发展的总体策略以及居民收入的稳步提高也使我们坚定看好它们的长期投资价值。展望四季度，**食品饮料和医药生物**应仍有配置的价值。
- “政策扶持+业绩保证+精选个股”。四季度一系列产业规划将出台，政策刺激可能将成为这些行业的催化剂。但在重视产业政策的同时仍需重视行业的实际业绩，在经历了过去近两年来对于“十二五”规划和新兴产业政策的热潮之后，市场将更加重视这些行业的实际业绩，而不是纯粹的政策概念。因此，在四季度有扶植政策出台的同时，需要在配置相关行业时精挑个股，重视其实际业绩的长期成长性。我们看好**新材料、TMT（软件、电子元器件、通信设备）、节能环保和工控自动化**等。
- “市场反弹中具有较高弹性的行业”。四季度中下旬，我们预计海外市场的忧虑情绪将暂时平静，同时中国经济增长仍然较为平稳，而通胀水平将从八月份见顶回落，至十月基本可以确认此轮通胀暂告结束。在经济下行和通胀见顶回落下，政策进一步收紧预期将消除，加上估值处于底部区域，可能最终催化市场反弹。在这样的判断下，我们认为应重视那些传统上具有较高弹性的行业，以充分利用本年度最后的反弹机会。我们看好**煤炭、有色及其它下跌幅度较大的行业**等。

（一）不确定环境下的防御性

- **食品饮料**：展望 3 季度末及 4 季度，这一时期因节假日较多，是白酒的消费旺季。此前行业整体表现出淡季不淡，一线高端白酒供不应求，目前终端零售价均有明显上涨，因此，可以预期旺季销售将更旺。
- **医药生物**：我们预计年内将不会有更多的负面政策，行业政策回暖的机率很大，可能出台的基本药物统一定价、生物医药十二五规划等均偏正面。



（二）政策扶持+业绩保证+精选个股

- **新材料**：新材料“十二五”规划有望于9月公布，从当前新材料行业发展趋势看，中长期我们重点看好钛材和化工新材料。
- **电子元器件**：经过三季度整个季度的去库存后，二季度末的高库存状态有望得到一定缓解。同时，四季度是传统的需求旺季，中国的“十一”，美国的“黑色星期五”以及欧美的圣诞节都会对终端的需求形成刺激。四季度，电子元器件行业在业绩驱动下有望获得超额收益。
- **软件**：上半年软件行业上市公司的业绩，在增值税退税没有落实的情况下，整体业绩好，增速超出市场预期，进一步验证了软件行业景气度处于持续向上的趋势中。我们判断四季度税收优惠政策会逐步落实，软件行业全年的增长会非常快，超预期的概率很大。
- **通信**：4季度在政策和业绩驱动下，通信行业有望跑赢大盘获得超额收益，重点看好主设备商和光通信行业。
- **节能环保**：国务院层面出台的《十二五节能环保产业规划》预计会在9月份出台，将在宏观层面为环保产业未来发展勾画蓝图，其中将重点提出对环保服务行业的鼓励细则。
- **工控自动化**：目前国内资本市场的标的相对稀缺，所以估值和市值都处于较高的水平，但我们认为，个中质地优秀的公司，其高成长性将会平滑其高估值水平，在目前工控自动化行业刚处于高速发展初期的阶段，选取优秀的公司进行长期投资将会获得足够的超额收益。

（三）市场反弹中具有较高弹性的行业

- **煤炭**：即将随着公布的八月份通胀形势缓解，从紧的货币政策将进入观察期，有利于经济回升。年内保障房仍将支撑经济平稳增长，金九银十的到来，带动钢材需求的增长，从而形成对煤炭的需求。除此之外，冬季用煤储存也将到来，带动对煤炭市场的刚性需求。

（四）重点行业

1、食品饮料——继续寻求确定性的投资机会

行业评级：推荐

食品饮料板块今年自5月份开始，每月均为正收益，截至8月末，累计涨幅9.7%，居A股各板块涨幅首位，其中，白酒板块涨幅最大，达19.2%。食品饮料的这一表现正如我们在此前的策略报告所说，前4月跑输大盘是受相对高估值以及基金高配置比重修正的影响，而行业继续保持高景气，特别在是白酒1季报及中报业绩高增长的推动下，该板块今年仍会有较好的投资机会。

白酒依靠定价权具有较强抗通胀能力，并且在消费随着宏观经济的逐渐复苏重返升级轨道的背景下，量价齐升带来业绩的高增长。2011年前7月的白酒行业累计产量同比增长28.8%，维持高增长态势。A股白酒板块2011年中期业绩也是自2004年行业进入高景气时期以来的较高水平之一，收入整体同比增长了50%，净利润同比增长59%。其中，一线白酒如贵州茅台、五粮液今年业绩释放超预期，上半年净利润同比分别增长了58%和49%，二、三线白酒增速更高，洋河股份、山西汾酒、古井贡酒及酒鬼酒等上半年净利润分别同比增长了70%、97%、168%和215%。因此，正如我们此前所说，白酒板块今年具有整体性投资机会。

除白酒外，我们还一直看好张裕A。葡萄酒行业前7月产量累计同比增长18.6%，作为行业龙头的张裕



上半年销量同比增长 20% 以上，净利润增长 50%。

展望 3 季度末及 4 季度，这一时期因节假日较多，是白酒的消费旺季。此前行业整体表现出淡季不淡，一线高端白酒供不应求，目前终端零售价均有明显上涨，因此，可以预期旺季销售将更旺。五粮液今年初没有提价，此次在中秋节前提价近 30%，大幅超市场预期；作为提价风向标的贵州茅台，519 元的出厂价与 1099 元的终端指导价及 1400 元左右的实际售价，价差不断扩大，渠道利润丰厚，因此仍有较大提价空间。二、三线白酒公司的次高端酒放量势头明显，业绩高增长的持续性较强。同样受益消费升级的张裕，高端酒庄酒和百年窖酒的销量明显高于中档酒，公司的发展战略也正迎合了这一消费趋势，长期成长性清晰。

在农产品原料、劳动力成本呈现长期上涨的趋势下，白酒及葡萄酒等成本因素影响较小的高毛利率行业是长期的投资品种；而其他成本因素影响大、产品差异化程度低、毛利率低的如乳制品、啤酒、肉制品等食品饮料子行业只具有阶段性机会。

2、医药生物——盈利回升，政策回暖

行业评级：推荐

去年在二级市场表现抢眼的医药板块今年走势差强人意，截至目前，医药指数落后大盘，也远落后于同为大消费领域的食品饮料。究其原因，一方面是去年，尤其上半年在宏观形势不甚明朗的背景下，医药行业收入、利润增速喜人，政策层面也是暖风频吹，新医改持续推进，战略性新兴产业规划出台，市场对医药股的投资热情持续高涨，对医药公司的盈利预期也不断拔高，但从去年下半年开始，中药材等成本上涨等对行业的负面逐渐显现，导致相当一部分医药股的年报、一季报业绩低于预期，以往医药股最重要的投资逻辑——增长确定被否定，市场陷入悲观。另一方面，今年市场风格转换，青睐低估值的大盘股，也使得中小盘股占多数的医药板块受到冷落。

今年国家加大了对中药材价格的管控，企业盈利水平逐渐恢复，加上去年基数的影响，预计今年医药制造业利润同比增速将呈现“前低后高”，5、6 月份的数据已经一定程度印证了这种趋势，下半年增速有望恢复到 25% 左右，所以对行业增长不必过分担忧。其次，在行业政策方面，今年发改委陆续出台了抗生素、循环系统类、内分泌类、神经系统类药品的价格调整文件，卫生部也发布了《抗菌药物临床应用管理办法（征求意见稿）》。从价格政策来看，降价力度未超预期，大部分药品调整后的最高零售价仍高于实际中标价。虽然抗菌药物限制使用对行业的负面影响会在今后一段时间持续显现，但政策发布的事件性冲击已经被市场消化。我们预计年内将不会有更多的负面政策，行业政策回暖的机率很大，可能出台的基本药物统一定价、生物医药十二五规划等均偏正面。再次，上市公司中报披露后，市场对今年的业绩增长也有了相对清晰的判断，年初时虚高的盈利预测有所调整，业绩风险也得到释放。

目前医药板块整体对应 2011 年 28 倍、2012 年 22 倍预测市盈率，估值较历史平均水平略低，安全边际较高。我们认为，影响医药板块的利空因素已经逐步消除，当前不论是从企业自身盈利恢复，还是从政策层面来看，医药行业向好趋势确定，所以给予“推荐”评级。同时我们也认为，随着业绩的分化，医药板块个股分化会更加明显，只有真正具备成长性的公司才有较高的投资价值。建议关注：1、行业基本面持续向好的医疗器械公司；2、具有品牌、渠道优势的 OTC、保健品公司；3、具备一定研发实力的创新型企业；4、利好政策频出的医疗服务公司。

3、新材料——应用空间广阔、需求或井喷

行业评级：推荐

新材料“十二五”规划有望于 9 月公布。从当前新材料行业发展趋势看，中长期我们重点看好钛材和化工新材料。



国内的钛加工行业主要依赖国外航空业的复苏，欧美经历金融危机后，订单萎缩，使得钛加工行业目前处于盈利底部。但从今年看，海外的订单开始小幅复苏；另外，尤其值得注意的是，国内的军工订单开始增加，并且未来我国的大飞机项目将带动高端钛材的迅猛发展。优质公司的盈利能力也将会出现快速增长。

化工新材料，由于市场空间成长性强，竞争对手少，且受到政府政策支持，发展前景看好。我们主要看好的行业包括：（1）具有进口替代空间的彩色碳粉行业，当前聚合彩色碳粉国内还未能实现生产，完全被国外厂商垄断，企业享有 70~80% 的高毛利。而且随着人们对生活品质要求的提高，市场空间还在不断放大。一旦国内技术突破，打破垄断，将使企业实现爆发式增长；（2）在电子化学品领域具有领先优势的企业，在电子产业不断向国内转移的阶段，国内电子化学品空间不断被放大，而且出于成本、到货期和后续服务方面的考虑，国内企业的竞争力不断上升，其销售收入和利润也呈现快速增长态势；（3）生物降解塑料行业。环保型塑料器具在欧洲的市场已经打开，未来使用可降解塑料替代传统塑料制品趋势已经确立。只要市场空间打开，企业成本进一步降低，企业将获得更加广阔的市场。

4、电子元器件——行业拐点将近，估值切换行情可期 行业评级：推荐

二季度末开始，电子行业迎来了一波反弹，成长股的表现较之周期股更加出色。我们认为本轮电子元器件反弹是超跌后估值修复的结果。今年三季度，电子元器件行业一反往年的旺季局面，出现了罕见的“旺季不旺”。这一方面是由于日本地震后，很多下游厂商怕供应链出现断裂，积极备货导致了下游库存的高企；另一方面，欧美新一轮的经济危机使民众的消费意愿降低，导致终端需求的低迷。

我们认为上面两点在四季度有望改善。首先，经过三季度整个季度的去库存后，二季度末的高库存状态有望得到一定缓解。其次，四季度是传统的需求旺季，中国的“十一”，美国的“黑色星期五”以及欧美的圣诞节都会对终端的需求形成刺激。只要欧美经济不出现大的波动，压抑已久的终端需求有望在四季度得到一定的释放，对整个行业构成利好。明年一季度在今年基数较低的情况下，有望呈现出环比加速增长的趋势，因此行业的拐点可能正离我们越来越近。

四季度也是估值切换的一个季度，我们认为行业内成长性好的公司还能迎来估值切换行情。因此我们在四季度的思路是受益于终端需求持续旺盛的成长性公司。

（1）安防行业——盈利稳定且抗周期性强

随着经济的不断增长和贫富差距的拉大，国内对安防的需求在不断提升，虽然一线城市的安防工作已经有所进展，但二三线城市和广大农村地区的建设还处于初级阶段，空间巨大。安防行业目前的市场规模大约在 2000 亿，2015 年有望达到 5000 亿，年复合增长率超过 20%。我们判断安防行业的高景气度在未来几年内将继续维持。

视频监控作为安防行业中最重要子行业，占据行业超过 50% 以上的规模。目前视频监控后端已形成了海康和大华的双寡头局面，而前端市场却极其分散，将会面临进一步的洗牌和兼并。视频监控目前的需求主体还是政府，而能够提供整体解决方案的公司将越来越受到政府的青睐。同时，今后的视频监控将更多的和门禁系统，可视对讲系统等融合在一起，系统集成度和难度将有很大提升，我们认为拥有系统整合能力的公司将在今后的竞争中逐步胜出，抢夺那些被淘汰的小公司的市场份额，行业集中度将显著提升。我们认为国内拥有这种实力的厂商目前只有海康和大华两家，将来双寡头局面还将持续。

（2）移动互联网终端产业链

移动互联网是今年电子行业增速最快最确定的行业，主要由智能手机和平板电脑所驱动。放眼四季度，无论是高端产品还是低端产品都可能迎来一个出货的高峰。



以苹果为代表的高端产品在三季度末四季度初将迎来大面积的产品换代，例如苹果将在 9 月底推出 iPhone5，亚马逊准备在 3 季度推出自己的平板电脑。而购物季的到来很有可能使原先被抑制的需求得到一定的释放。我们预计仅苹果的 iPad 产品的出货量就有望从二季度的 920 万台上升到四季度的超过 2000 万台。由于苹果产品的需求强劲，苹果产业链的相关公司业绩确定性强，增速快，在估值切换的四季度有望迎来一波行情。

与此同时，国内和国际的一些大厂都准备推出一些相对低价的智能手机和平板电脑来占领中低端市场，以防止苹果可能推出的中低价产品进一步抢占市场份额。我们认为受益于中兴和华为的大力推广，国内的千元智能机将进入到一个快速普及阶段。中兴和华为今年的智能机出货量目标接近 3000 万部，明年还将持续增长。由于国内千元智能机的潜在受众远大于高端智能机，发展潜力巨大，因此相应的供应链上公司也将明显受益。

5、软件—行业景气度持续向上

行业评级：推荐

全国软件行业 1-7 月份的数据显示，行业收入同比增长 29.6%，增速出现逐月加快的态势，收入增长带来盈利的大幅增长。分析上半年软件行业上市公司的业绩，在增值税退税没有落实的情况下，整体业绩好，增速超出市场预期，进一步验证了软件行业景气度处于持续向上的趋势中。我们判断四季度税收优惠政策会逐步落实，软件行业全年的增长会非常快，超预期的概率很大。

通过判断社会、经济的未来发展趋势和政策导向，结合上半年各细分行业收入、利润增长情况，我们判断，四季度软件行业重点关注以下投资主线：(1) 企业管理软件；(2) IT 软件与服务外包；(3) 地理信息与导航；(4) 广电信息化与音视频解决方案；(5) 智能交通。

(1) 企业管理软件：目前国内大型企业管理边界越来越大、中小企业也希望能快速成长，需要加强内部管理的途径就是在企业管理软件方面大量投资，因此需求非常旺盛。从上游 SAP、Oracle、用友、金蝶来看，收入增长迅速；从下游实施服务商的来看，收入增长也同样迅速，从而验证行业景气度高。管理信息化的持续需求给予企业管理软件行业内的企业很大的成长机会，建议关注用友软件、远光软件、汉得信息、软控股份等优秀的公司。

(2) IT 软件与服务外包：今年以来 IT 软件与服务外包增长迅速，均超过软件行业的增速。日本 IT 人才匮乏、地震导致能源缺乏使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 服务的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，天玑科技有技术和管理优势的服务公司将从中受益。

(3) 地理信息与导航：目前我国处于城市建设的高速发展期，城市面貌变化快，水利、交通、安防等行业的精细化管理，也需要详细的地理信息。政府计划在十二五期间建成数字中国地理空间框架和信息化测绘体系，使地理信息产业总值突破 2000 亿元，实现翻番；加快数字城市建设，覆盖全国 2/3 以上的地级城市。随着地理信息的大众化，如互联网地图、车载导航、基于 LBS 的移动应用等多样化的市场需求促使行业不断发展。我们判断产业链上平台软件、地图导航都将受益，关注地图平台软件商超图软件、地图导航供应商四维图新。

(4) 广电信息化和音视频解决方案：三网融合广电与电信的博弈，央视、省级卫视等电视制作平台之间的竞争加剧。未来高清电视的业务模式清晰，是带来收视率和广告收入提升的主要手段，将加速电视台的高清节目制作领域的升级。有线运营商要参与竞争，提供增值服务，必须进行数字化的双向改造。视频会议及显示领域需求旺盛，能节约成本、提高效率，有技术优势的公司能够胜出。建议关注捷成股份、数码视讯、



华平股份、威创股份。

(5) 智能交通：城镇化和汽车普及进程的加快不断加剧各大城市的交通矛盾，政府开始大力投资智能交通，利用先进的通讯、控制、信息技术来改造和管理。我国智能交通投资持续加速的趋势，预计 2015 年的市场规模将达到 250 亿元。近年来智能交通千万级以上的项目比重在逐年增加。2010 年千万级项目有 58 个，合计金额 22 亿，2011 年一季度千万级项目有 30 个，合计金额 11 亿元，约占总市场规模的 50%。通过分析银江股份等公司的合同也能发现项目金额增大的趋势。未来有资金、技术和市场优势的公司有条件整合市场，率先受益。建议关注银江股份。

6、通信行业——政策业绩双驱动

行业评级：推荐

截至 6 月 20 日，年初以来通信行业重点公司平均跌幅超过 20%，明显跑输大盘。下跌主要原因是：(1) 上半年国内三大运营商招标推迟，1 季报业绩低于预期；(2) 市场整体估值水平下移。但自 6 月 21 日 A 股市场反弹以来，通信行业大部分重点公司要明显跑赢大盘，主要原因是业绩风险和估值压力得到比较充分释放，股价有超跌反弹需要。我们判断，4 季度在政策和业绩驱动下，通信行业有望跑赢大盘获得超额收益，重点看好主设备商和光通信行业。

从政策上看，预计今年 9 月或者 4 季度国家有望推出《宽带十二五规划》，将宽带建设上升到国家战略层面。十二五期间重点投资 FTTH、TD-LTE 和 Wlan，并随着接入网规模的扩大，会进一步扩建核心网和骨干网接入能力。根据宽带十二五规划，政策上保证十二五期间光通信行业持续较快增长。

从业绩上看，今年 1 季度是通信行业业绩低点，2 季度通信行业利润增速明显回升，预计下半年净利润增速会进一步加速上行。主要原因是上半年运营商招标推迟，大部分单子将在下半年结算。今年以来，FTTX 是三大运营商投资重点之一，上半年中国电信招标 1500 万线，7 月份中移动招标 1000 万线，8 月份中国联通招标 2500 万线，预计 10 月份中国电信还会再次规模招标。我们预计，下半年光通信行业业绩有望超预期，行业景气将会持续到 2012 年。从光通信产业链受益时间进程看，最先受益的子行业是：(1) FTTX 设备商，如中兴通讯和烽火通信；(2) 光分配网设备商 (ODN)，如日海通讯和新海宜。随着接入网规模扩大，2012 年运营商将会提高传输网承载能力，因此 2012 年传输网设备商会受益 2012 年运营商传输网规模建设，受益公司有烽火通信、中兴通讯和光迅科技。从产业链和业绩弹性看，重点看好烽火通信。

主设备商我们重点看好中兴通讯，虽然上半年业绩低于预期，但是公司通过积极市场策略，在主要国家、主流运营商取得了历史性重要突破，如中移动 GSM 网市场份额显著提升，无线设备进入欧洲电信运营商市场等，这些市场开拓将为未来几年公司业绩快速增长奠定了坚实基础。

7、节能环保——寻找优质成长股

行业评级：推荐

我们认为，一家有成长潜力的环保公司至少应具备四个条件：良好的业务模式，较高的技术壁垒，政策的有力扶持以及其他资源的合理配置。

模式优先

环保投入归根到底是一项成本支出，环保企业的核心发展动力，是要找到一种模式，能在用户（企业或政府）、价格接受者（居民或政府）、政策制定者（政府）之间形成共赢或多赢。

纵观我国环保产业的发展历程，现今涌现出来的这一批优秀环保企业，无不在业务模式上形成有自身特色。其中，桑德环境提出的市镇污水交钥匙模式 (BOT)，解决了政府的资金问题；光大环保借鉴国外经验提出的静脉产业园模式，则解决了地方政府土地资源紧缺的矛盾。



A 股上市公司中，具有自己独特扩张模式的环保企业并不多。桑德算一个，另一个是碧水源。碧水源通过与地方政府合作设立合资公司，获得当地水务资产运营权。这一模式实际也是帮地方政府解决了资金压力问题。

目前，最急迫的是寻找到能平衡环保需求和不增加价格接受者成本压力的折中方案。这方面，以格林美为代表的城市垃圾处理业务就比较典型，在“城市矿山”中发掘机遇。此外，合同能源管理也能算一种良好的发展模式，通过分享成本下降的收益实现共赢。但两者也都有一些短期难以解决的瓶颈。前者容易造成二次污染，后者还没有成熟的结算模式。

技术支持

技术是环保产业发展的根本支撑，具备技术壁垒的企业，对价格的话语权更大，对新进入者的排他性更强。

近代环保产业的每一次跨越式发展，背后都有技术进步的催化。如膜技术、布袋除尘技术、等离子点火技术等，都催生了大量的市场需求，成为当前环保产业发展的核心和基础技术。但遗憾的是，这些技术绝大部分都来自国外，国内原创的技术很少，大量的是在这些技术上加以改进和应用。真正具有技术原创性，且具备产业化的上市公司，最为典型的是聚光科技，其依托光谱分析原理，在工况监测和水质监测领域具有技术独家性。

此外，由国外引进技术，但已经完全掌握的企业，也具有一定的技术壁垒。如时代沃顿的反渗透膜技术、碧水源的 MBR 技术、龙净环保的电袋除尘一体化技术、杭锅和华光的炉排炉技术、龙源的等离子点火技术等。

政策扶持

政策提供了环保产业的大环境，也指明了投资的具体方向。

就四季度来看，国务院层面出台的《十二五节能环保产业规划》预计会在 9 月份出台，将在宏观层面为环保产业未来发展勾画蓝图，其中将重点提出对环保服务行业的鼓励细则。此外，工信部制定的环保装备制造业振兴规划，也有望在年内出台。由环保部、住建部联合制定的污水和垃圾处理规划，已经进入编制阶段，方案有望于年内上报。但受抗通胀政策影响，市场翘首以盼的脱硝电价补贴政策，年内出台的可能性已经很小。

但由于在环保政策中直接体现政府投资的可能性并不大，更多的是框架性的构建，因此政策对股价的边际刺激作用正在逐步降低。股价反映的核心还在于自身的价值创造。

其他资源

国内环保产业还远没有是市场化，需求的主导来自政府，以及代表政府利益的国有企业，行业的话语权基本都在需求方。这样，“关系”就成为环保企业发展的关键因素，尤其是在企业初创阶段。尽管其不能影响企业的长期发展，但短期影响不容小觑。

8、工控自动化——趋势向上空间巨大

行业评级：推荐

纵观发达制造业国家如德国/美国/日本等，我们认为工控自动化是我国制造业发展的必然趋势，而且是正在步入高速增长轨道，主要出于以下几点原因：

(1) 根据人口学家的研究数据表明，中国的人口红利将在未来的 2-3 年内消失，中国处于劳动年龄段的



人口将越来越少，抚养比逐年上升，造成的结果就是人力成本的上升，这个结果从 09 年开始就已经显现的非常的明显，大部分东部沿海的工厂出现用工荒，已经开始向中西部转移，用自动化设备替代人工是必然选择；

(2) 产品升级工艺改进，高端的装备制造需要更加精细的工艺；

(3) 随着技术的进步，各种不适合人工工作的工作环境越来越多，如无菌室/深海钻探等等，需要由受控制的机器人来完成。

由于我国的工控自动化行业刚刚起步，技术也刚刚有所突破，所以面临着广阔的进口替代的空间，2010 年我国数控机床占比仅有 27%，而同期日本已经达到了 82%，细分几个具体的产品来看：

产品	中国	美国	日本	德国
机器人	5 万台（总数）		295 台/万工人	163 台/万工人
数控机床	26% 数控化率	90%+	90%+	90%+

就从这仅有的自动化率来看，也是国外品牌占据了绝大部分的市场份额，如低压变频器 80%，高端数控系统 99%，我们预计未来几年，行业的基本增速将会达到 20% 以上，其中与自动化相关程度较高，技术壁垒较大的子行业或产品将达到 30-40%，考虑到进口替代，部分优势的企业可能会持续 50% 以上的增长。

目前国内资本市场的标的相对稀缺，所以估值和市值都处于较高的水平，但我们认为，个中质地优秀的公司，其高成长性将会平滑其高估值水平，在目前工控自动化行业刚处于高速发展初期的阶段，选取优秀的公司进行长期投资将会获得足够的超额收益。

9、房地产——估值切换带来投资机会

行业评级：推荐

随着浙江台州市房地产限购政策出台，限购城市将向二三线城市蔓延。住建部制定了限购城市“五大标准”已经出台，后期各级政府根据自身实际情况上报并决定具体限购政策和措施。未来房地产市场调控的方向与目标可以概括为“三基本、两协调、一严控”，其具体表现为：供需保持基本平衡；结构保持基本合理；价格保持基本稳定；与经济社会发展相协调、与住宅产业发展相协调；严格控制投机投资型需求。目前货币政策仍然从紧，通胀压力未出现明显减缓，稳定价格总水平仍是政府首要任务，房地产调控无论从宏观上看，还是从行业来看，暂时都不存在短期内放松的理由。未来高压调控政策将会持续，维持严控状态。

从房地产销量来看，楼市供货量 9~11 月份是持续推货高峰，但去化率可能会继续维持在较低水平。各开发商将明显感觉到销售的巨大的压力，今年楼市或许难以实现真正意义上的“金九银十”。届时，开发商预期将转为悲观，房地产新开工和投资会明显下降，甚至影响半年至 1 年以后的供给。

从房价来看，一手房价格四季度将继续小幅下降，但 2011 年房价不会大幅下降，因为目前降价销售对房地产商的作用远远低于 2008 年。2008 年的情况是购买力（有效需求）短期内大幅下降导致；但是 2011 年的情况则是限购等行政调控手段人为制造有效需求的下降，所以即使开发商降价，对销量刺激的效果也不大。我们预测一、二线城市未来一年将量价齐跌；三、四线城市仍有望保持价稳量增。

1~7 月全国房地产开发企业完成购置土地面积累计达 25089 万平米，同比增长 15.4%，比上月继续回落 3 个百分点。总体上，在房地产调控不放松和持续信贷紧缩下，开发商拿地策略依然较为谨慎。由于土地出让对地方财政影响较大，如果市场陷入中期低迷，地方政府对地产调控将有所顾忌。我们认为在目前这种复杂的宏观经济环境下，随着四季度土地市场持续降温和房价下跌趋势明显，四季度房地产调控政策进一步加码的可能性减小。



随着房地产销量的持续下滑，由于资金压力和库存持续增长，房地产开发商将主动调整新开工进度，减少拿地，调整房价和加快销售回笼资金，房地产新开工和房地产投资数据在四季度将回落。由于下半年保障房建设全面开工，部分抵消商品房投资下滑，我们预计全年房地产投资数据仍能维持在 20% 的同比增速之上。

在四季度和明年行业调整的背景下，房地产行业的集中度将提升，龙头公司的市场占有率将上升。行业加速洗牌的同时，品牌开发商的销售效率优势逐步显现，有规模，讲速度，管理能力突出，销售主流产品的开发商将取得较好的成绩。

由于目前房地产板块估值较低，随着四季度房价下行，调控政策进一步落实，房地产板块可能有估值修复的阶段性交易型机会，趋势性投资机会则仍需等到行业基本面调整接近尾声和政策面回归正常。鉴于目前行业低估值和年底的估值切换，我们给予行业“推荐”评级。

10、煤炭——大秦检修、冬储用煤助推煤价

行业评级：推荐

虽然国内新开工项目计划投资额和固定资产投资额环比增幅放缓，但国内宏观经济总体依然保持良好发展走势。尤其是即将随着公布的八月份通胀形势缓解，从紧的货币政策将进入观察期，有利于经济回升。年内保障房仍将支撑经济平稳增长，金九银十的到来，带动钢材需求的增长，从而形成对煤炭的需求。除此之外，冬季用煤储存也将到来，带动对煤炭市场的刚性需求。

国际煤价将企稳回升，呈现高位运行走势。主要是因为，中国、印度煤炭需求依然旺盛。日本债后重建工作开始，对动力煤、炼焦煤的需求都会逐步增加，将造成国际煤价供给偏紧，进而抬高国际煤价。越南和印尼等部分煤炭出口国煤炭出口政策调整，助推国际煤价上升。

近期，国家能源局重申“加快推进煤矿企业兼并重组”，全国范围内的煤炭企业兼并重组加快，行业集中度的提高，有利于煤炭企业的定价权，也符合地方政府的利益，煤价更多将呈现持续上涨的态势。煤炭作为不可再生资源，越用越少，尤其是主焦煤显得特别稀缺，从资源的战略角度考虑，煤炭的开采节奏将放缓。煤价的上涨也有利于下游企业的节能降耗。铁路瓶颈仍然存在，主要是铁路行业从自身的利益角度出发，不会建设的太快。另外，大秦铁路也将进入检修期，对煤炭运输造成冲击，加大煤炭的偏紧程度。

最后，人员工资、原材料价格、安全费用等也是持续上涨，成本也对煤价形成支撑。

我们的投资思路遵循三条线，第一：焦煤占比大，业绩弹性大的，主要是冀中能源、盘江股份；第二：动力煤现货比例大的，主要是中国神华、兖州煤业；第三：资产注入预期强的：潞安环能、阳泉煤业。

11、水泥——需求旺季到来，价格上涨可期

行业评级：推荐

8月下旬华东区域水泥价格下调超出我们之前的预期，其中有淡季下游需求较弱，市场预期下行的原因，也有行业协同机制内部的原因。去年四季度行业建立的价格协同机制运行至今不到一年时间，这一机制运行尚不稳固。在产能过剩的大背景下，一旦下游需求低于预期，各企业利益诉求不同，再加上短期新增产能释放扰动市场心态，企业间相互博弈行为使得水泥价格在淡季出现了超预期的下调。但是进入到水泥需求旺季，我们预计企业价格协同机制可能将逐渐稳固，由于前一阶段，市场需求预期不明，价格下调使得矛盾已经引发，企业已经主动采取措施抱团取暖，浙江，江苏企业已经采取停窑 15 天的措施，共同维护区域价格，释放市场信号。未来重点关注 9 月上旬华东和华南地区进入旺季的经营情况，以海螺为例，如果日出货量稳定在 50 万吨左右，基本可以确定未来价格将上涨。

数据显示，水泥全行业 11 年 1~7 月需求增 19.2%，固定资产投资同增 25.4%，房地产投资增速同增 33.6%；新开工项目计划总投资增速 19.3%，较 1~6 月提高 4.4 个百分点，施工项目计划总投资增速 19.4%，增速较 1~



6月提高0.2个百分点。从企业经营情况来看，7、8月淡季期间水泥需求虽然下滑，但8月出货量已经环比7月出现增长，企业库存逐渐下降，随着后续保障房开工和旺季到来，我们预计四季度水泥需求仍将保持稳定增速。

从供给端来看，水泥行业11年1~7月固定资产投资增速为-15.2%，数据回落明显；四季度由于淘汰落后产能力度加大，企业价格协同作用加强，供给端趋势将持续好转。同时今年国家暂时不会放开新批水泥生产线，供给端预期将更加稳定。

四季度是水泥行业传统旺季，尽管宏观调控下水泥需求还有一定不确定性，但从目前来看，企业8月出货量已较7月环比上升，企业库存已逐渐下降，随着四季度保障房力度加大和淘汰落后产能力度加强，企业协同作用将逐渐强化。目前行业估值水平处于历史底部，随着四季度行业业绩确定性高增长，CPI回落和宏观紧缩政策见顶，行业估值优势和业绩确定性将有助于股价上涨。

12、工程机械——需求低迷持续预期尚未落空

行业评级：中性

工程机械的需求主要来自于固定资产投资，占比比较大的依次为制造业/房地产/交通仓储/水利环境/公用事业/采矿等，从长期情况来讲，我国经济发展的模式不会很快改变，在出口受到越来越多制约的时候，投资和内需反而需要承载更多的推动经济增长的责任，在此前提下，预估未来的5年内，固定资产投资的增速都会维持在一个较为高位的水平，由此带动，工程机械在未来5年的需求也能得到保证，预计增速能维持在15%以上。

短期而言，从表面看，由于通货膨胀的压力，导致我国的货币政策持续紧缩，进而放缓了固定资产投资的开工进度，工程机械的需求暂时性变差，从更深层次去分析，我国的固定资产投资的方面正在面临一个结构化的调整，政府从去年开始调控房地产，经过各方面的博弈，此次调控的决心已经显现的越来越明显，未来固定资产投资中，房地产的比例会逐步下降，水利/公用事业的比例会逐步上升，这样的调整过程的时间可能会超出大家的预期，目前来看，时点可能出现在明年的下半年。

拆分分析一下年内工程机械下游的情况：

(1) 2011年上半年，由于博弈过程中，房地产企业在二三线城市的加速开工，导致上半年房地产投资增速还维持在很高的水平，带动了工程机械在Q1的大幅增长，但是随着房屋的销量一直在低位水平，调控政策越来越严厉，房地产企业此前高成本融资的情况下，现金流会越来越紧张，甚至出现断裂的可能性，下半年的房地产投资增速将会呈现下降的趋势。

(2) 723事件加剧了原本就开始出现下滑的铁路投资的情况，从目前来看，原本每年8000亿的投资额，今年很有可能完成额6000亿都不到。

(3) 水利建设是市场预期中能挽救固定资产投资和工程机械需求的主要力量之一，但是由于年初的整体规划刚刚出台，再加上在水利建设中的寻租效应不如房地产那么明显，各地政府的推进速度明显有限，今年的投资额很有可能大大低于预期，在3000亿以下。

(4) 保障房也是市场预期中能挽救固定资产投资和工程机械需求的另外一个主要力量，今年的任务是开工1000万套，5月底的数据仅仅开工了380万套，7月底的统计数据就已经达到720万套，短短的2个月完成了340万套，但是相关的需求并没有明显显现，个中原因太多复杂，但实际表现确实是对今年工程机械已无拉动。

从数据统计来看，整个工程机械在7月的同比增速已经达到了年内的最低水平，挖掘机同比下滑14.8%，推土机同比下滑20.8%，汽车起重机同比下滑33.2%，目前经销商和企业手上的存货在处于较高的水平，像柳



工往年 8 月的库存为 4000 台左右，今年有 5500 多台，部分地区已经出现机器被拖回的现象，情况会比市场预期的要严重不少，未来的几个月在销量的同比增速上可能有所好转，但并不明显，预计会在-10%到 0%的区间增速。

目前按照 wind 一致预期的行业平均 PE 在 11-13 倍之前，历史最低估值在 9 倍，但是按照我个人的 EPS 预估，目前的 PE 应该在 13-15 倍之间，如果行业的情况进一步恶化，使得大家的预期持续落空，不排除跌破 9 倍的可能，目前三一和徐工都在发 H 股，相信目前这个销量的增速已经是修饰过的，实际情况可能更差，所以建议继续等待行业底部的到来。

13、汽车——行业底部徘徊启动尚需时日

行业评级：中性

随着经济和国民收入的不断成长，对汽车的需求长期来说都是处于持续增长的阶段，但是 09 年和 10 年的政策驱动造成了 2 年的高增长，一定程度上也透支了一定量未来的需求，加之 11 年宏观政策处于调整期，导致上半年出现了一定程度的下滑。

重卡方面，我们认为其投资属性较高，与固定资产投资关联度较大，1-7 月，重卡销量同比下滑 9.3%，其中 7 月份，重卡销量同比下滑 28.1%，一般重卡的增速走势都是作为投资量的先行指标，去年下半年重卡的趋势已经向下，基数处于较低水平，所以 11 年下半年的同比增速来看，7 月份有望成为全年低点，虽然重卡出现更坏的情况可能性相对来说已经很小，但是目前尚无有力的推动力驱动行业向上。

客车方面，由于 723 高铁的事件，使得客车在 7 月的销量出现较大幅度增长，但是长期来讲特殊情况不具备可持续性，客车将维持一个稳定增长的态势。

乘用车方面，1-7 月，乘用车销量同比增长 5.9%，其中 7 月同比增长 6.7%。我们认为由于政策驱动和政策退出对增速的影响已经逐渐弱化，且由于国家调控房地产已经很紧缩，不太可能出现限购之类的情况，在宏观经济情况不会突然走坏的前提下，我国的汽车市场将会逐步回到增长的轨道上，但是要复制 09-10 年的高增速也已然不可能，预期的行业增速可能会在 10%-15%之间徘徊，其中也会出现比较明显的分化，中高端乘用车包括 SUV 的优势企业增速有望超过行业的平均增速，达到 15%-20%。由于大宗原物料价格的下行，加上主要车厂明后两年都没有大规模的产能释放，导致车厂利润率水平能够得到一定的保证。优势厂商有可能还有一定的提高。

日系厂商基本已经恢复生产，目前处于补库存期，欧系车企库存处于较低位置，美系车企库存处于正常水平，自主品牌压力较大，超过 2 个月以上。终端销售也从 4 月份开始的下滑开始向正常的水平靠拢，行业由于日系厂商的特殊情况造成的波动逐渐被消除。

汽车股当前估值水平仍处于历史低位，这已经包含了市场的悲观预期，主流公司 2011 年 PE 在 8-10 倍。中报之后，上面提到的优势企业业绩相对来说有一定的保证，对于汽车行业继续下行的担忧也慢慢被消除，目前处于一个在底部徘徊的阶段，但是仍然缺乏启动所需要的驱动力，优势企业持续的业绩可能会使得行业估值有一定的修复，到达 10-12 倍的水平，但是空间也相对有限。如果继续观察到明年，可能中高端车型占比较高或者新款车型推出较为成功的公司将会在稳定的行情中脱颖而出，建议关注。



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： 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。

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

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%。