



不喜不悲

——东吴基金 2012 年度下半年投资策略报告



不喜不悲

进入二季度之后,全球股市进入震荡下跌,新兴市场与欧洲跌幅较大,原因在于政策与经济的均衡点发生了下移。A 股市场在进入二季度之后,成为全球主要股票市场中表现最好的市场,这一方面是由于 A 股市场先于全球市场在 3 月份出现了下跌,另一方面也是由于政府在引导稳增长政策的预期。2 季度涨幅居前的行业所体现的特征就是好业绩加上政策预期行业。

现在国内经济正处在主动去库存的阶段,工业增速快速下滑到 10%以下,工业品价格下跌,投资消费需求缓慢下降,原材料库存快速下降。这一阶段结束后,我们有望在 4 季度迎来库存回补。但我们判断受制于存款增长缓慢且波动巨大,利率市场化进入存款端后银行成本继续上升,惜贷情绪增加,以及国内投资收益率下降至平均贷款之下等因素,政策刺激空间非常有限,且对私营部门投资的带动作用下降,经济反弹的力度不强。

外围经济和市场形势相比于 1 季度出现恶化,美国经济增长动力开始变缓,欧债危机进入到政治层面,政府间的协调性下降,这使得通过机制性的手段解决迫在眉睫的债务危机与银行危机恶性循环的难度加大,更多地还是采取暂时缓解的拖延手段。同时欧美央行的政策空间已经很小,货币刺激已经运用到极限。我们判断欧债风险将在 3 季度继续深化。

国内政策将使相机抉择的稳增长与逐步加码的调结构并举。稳增长以调节项目审批进度,引导贷款利率下行为主,调结构以引入私营资本,扩充直接融资,调整产业结构为主。我们认为流动性将在下半年继续改善,业绩也逐步见底,但仍旧底部徘徊,估值将继续分化,传统行业低估值将长期维持,伪成长估值下坠,但成长股仍旧享受估值溢价。

综合以上分析,我们判断下半年市场的主导因素在于库存周期回补后预期的改善,A 股市场将在 2200-2500 震荡,在年底向上突破区间。投资机会的选择上,我们提出以下三个线索:

- (1) 景气回升与稳定行业,主要包括医药、电子、食品饮料、电力
- (2) 经济转型受益行业,主要包括环保、传媒、天然气、非银金融
- (3) 稳增长受益行业,主要包括房地产、家电、装饰园林。

(2012 年 6 月 12 日)

主 编 张 晗

行业研究

食品饮料商业	邹国英
医药	张 寅
环保	戴 斌
软件、传媒	朱冰兵
天然气	宫在轶
地产家电建筑	薛和斌
电子	徐 峥
金融	张 晗
煤炭	张能进
化工	茅玉峰
机械	张剑鑫
汽车	李鹏飞

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：400-821-0588
网址：www.scfund.com.cn



目 录

一、二季度市场回顾：修复完成，进入震荡筑底	3
(一) 政策与期望之间的鸿沟.....	3
(二) 行业表现：业绩与预期.....	4
二、经济基本面分析	5
(一) 国内经济下滑，政策稳增长.....	5
(二) 国际形势恶化.....	8
三、市场走势预判	11
(一) 周期定位：政府刺激的边界.....	11
(二) 三要素分析：业绩、估值、流动性.....	15
(三) 市场趋势总结.....	18
五、投资主线	19
(一) 景气回升行业.....	19
(二) 经济转型受益行业.....	21
(三) 稳增长政策放松受益行业.....	22
(四) 重点行业.....	23
东吴基金管理有限公司旗下基金	34

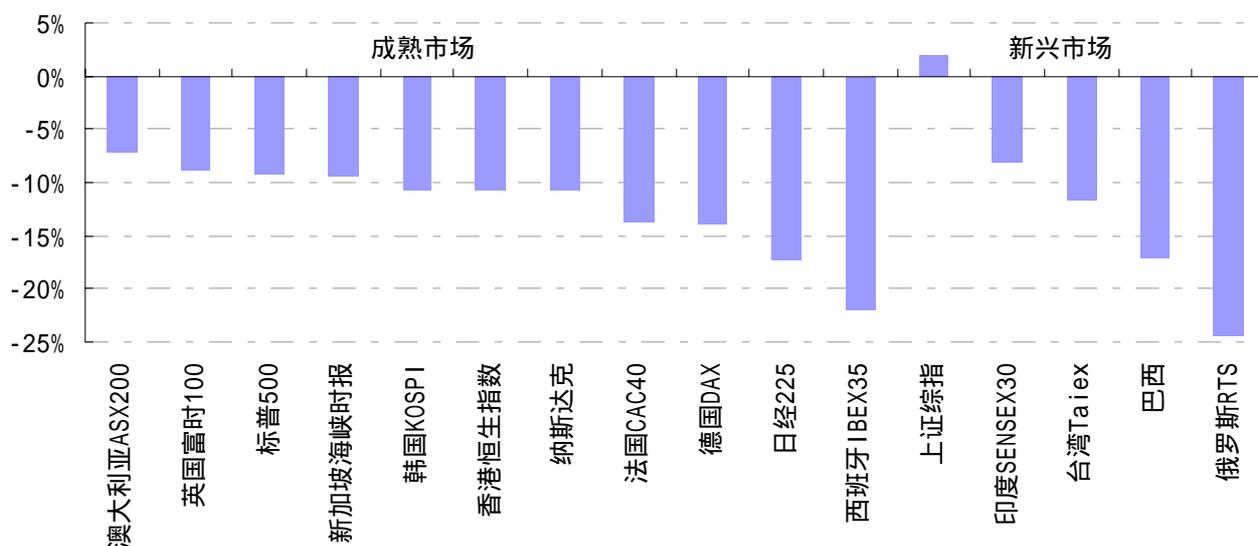


一、二季度市场回顾：修复完成，进入震荡筑底

（一）政策与期望之间的鸿沟

进入二季度之后，全球股市进入震荡下跌，新兴市场与欧洲跌幅较大，究其原因，可能来源于几个方面：由于希腊大选后政府组阁失败，欧债危机升温；美国经济数据开始低于预期，但联储降低了市场对QE的预期；中国经济数据低于预期。归结起来看，就是在经济转差之后，政策尚未出台，政策与经济的均衡点发生了下移，但市场的预期依然锚定在之前08年以后的经验上，所以出现了鸿沟。

图表 1 全球股市下跌（截至 2012 年 6 月 5 日）

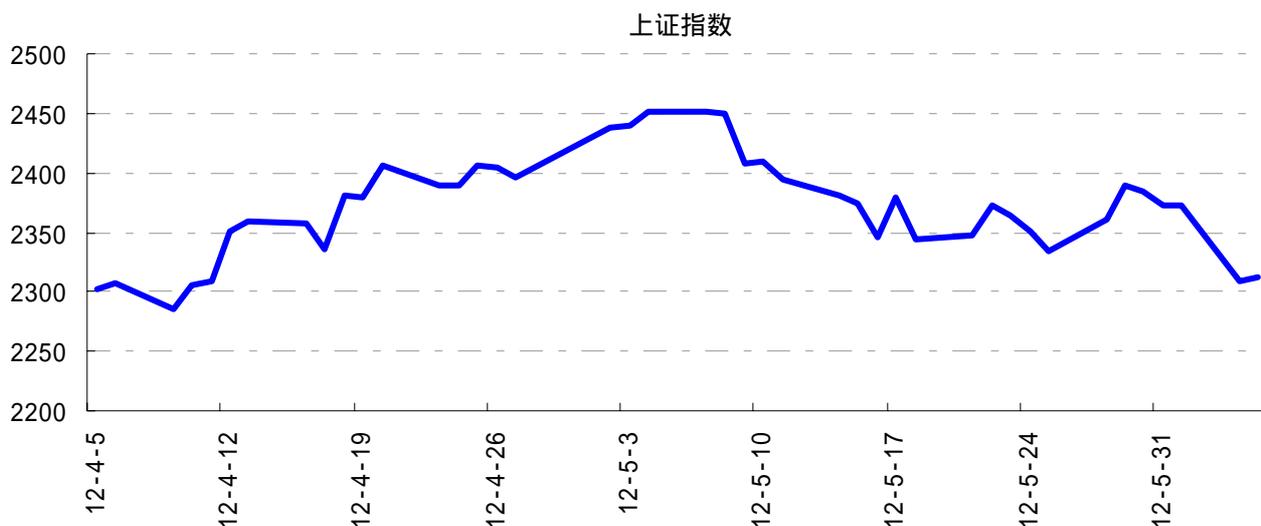


数据来源：Bloomberg，东吴基金

A股市场在进入二季度之后，成为全球主要股票市场中表现最好的市场，这一方面是由于A股市场先于全球市场在3月份出现了下跌，另一方面也是由于政府在引导稳增长政策的预期。虽然如此，A股市场在整个二季度依然表现出无趋势的震荡，因为在政策上只闻楼梯响，鲜有增量型的实质性政策。



图表 2 上证指数区间震荡

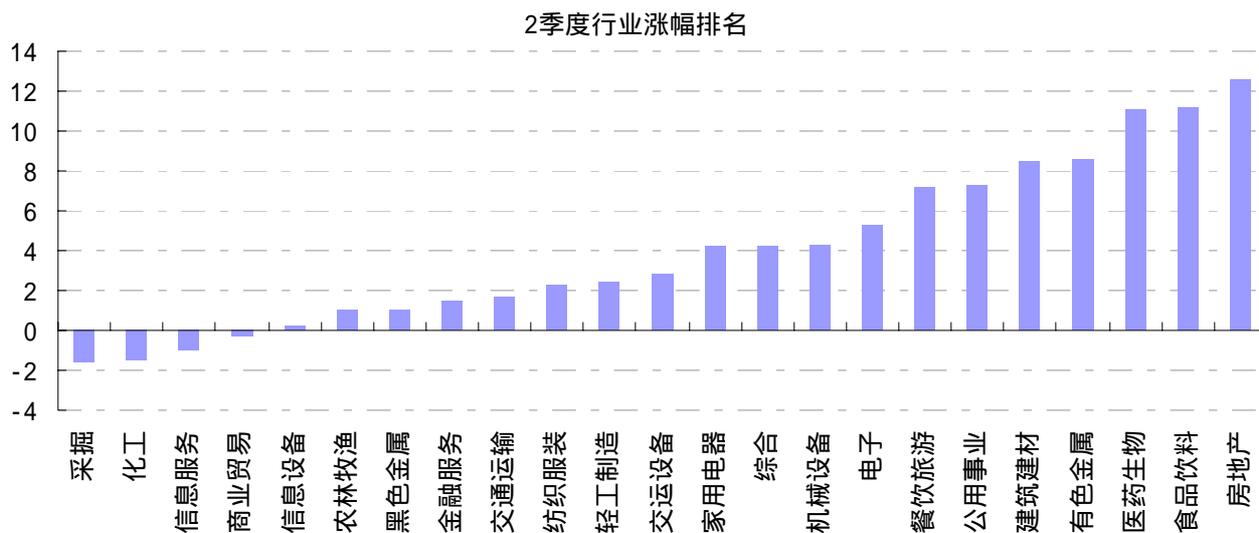


数据来源：Wind，东吴基金

(二) 行业表现：业绩与预期

2季度涨幅居前的行业主要是房地产、食品饮料、医药生物、有色金属和建筑建材。但一级行业的涨幅排名会受到较大干扰，分析二级和三级行业涨幅，我们发现除了房地产、食品饮料、医药生物之外是整体的行业机会之外，有色中主要是稀土和小金属，建筑建材中主要是装饰园林。而券商、工程机械被所在大行业的拖累，但细分行业中的涨幅中依然靠前。综合起来看，2季度市场表现所体现的特征就是好业绩加上政策预期行业。

图表 3 二季度涨幅排名



数据来源：Wind、东吴基金

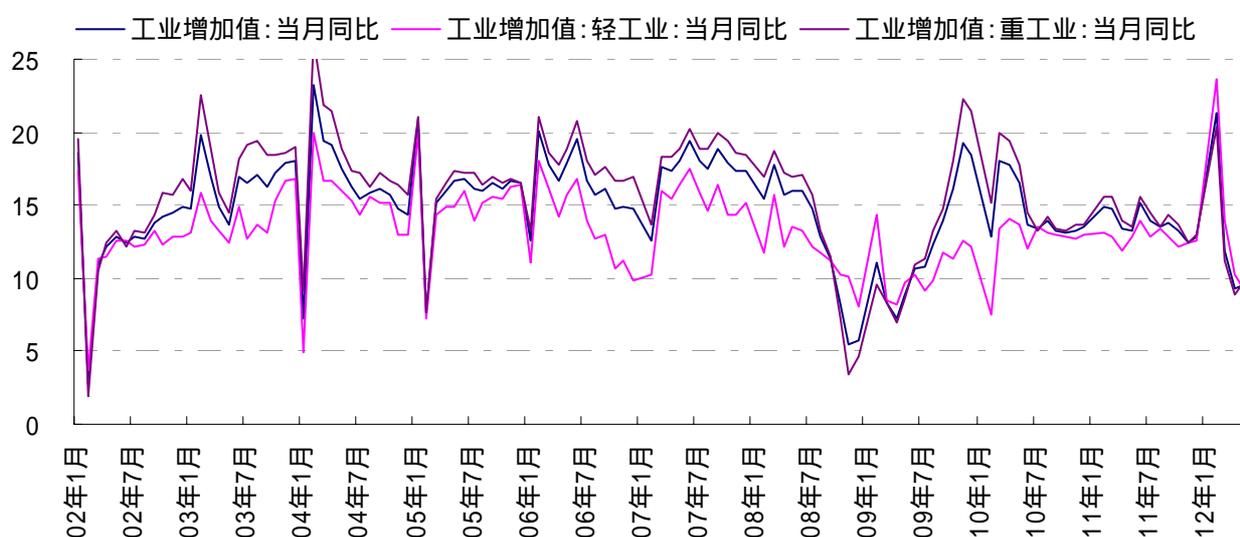


二、经济基本面分析

（一）国内经济下滑，政策稳增长

从工业增加值来看，5月份经济有所反弹，从4月份的9.3%反弹到了9.8%，但依然在低位，反弹的主要动力来源于重工业的反弹，而轻工业的增加值在5月份相比于4月份反而是有所下降的。具体行业来看，5月份反弹的动力主要来源于通用设备、交通设备、电器机械和计算机与通信，而上游的钢铁、化工、水泥下滑没有明显反弹。这可能是由于铁路复工和汽车降价销售带来的影响，经济增速在底部稳定可能会在接下来几个月出现。

图表 4 工业显示经济下滑

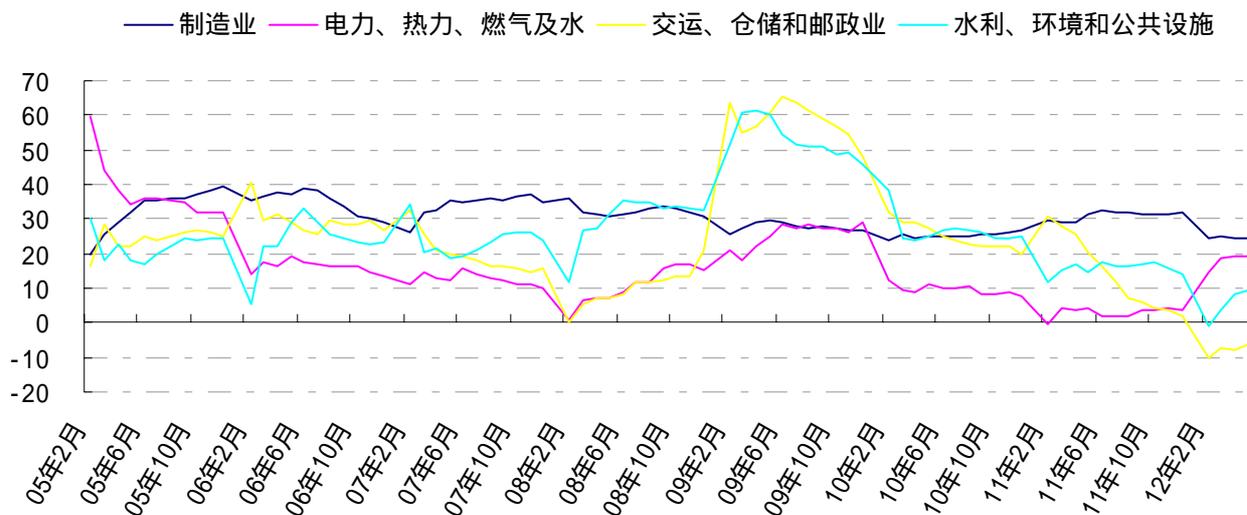


数据来源：Wind、东吴基金

投资方面，5月份固定资产投资完成额累计增长20.1%，比4月份下降0.1个百分点，下降趋势缓和。制造业、基础设施投资均有所反弹，房地产略有下滑，但下滑速率大大减小。从新开工项目计划投资额来看，增速一直维持在20%多的水平，这说明目前发改委加快项目审批并没有带来多大的新开工项目增量，这与09年初的大幅增长并不一样，所以，其作用很可能是对冲了一些投资的下降，但这也能确保今年投资不会出现大的下滑。

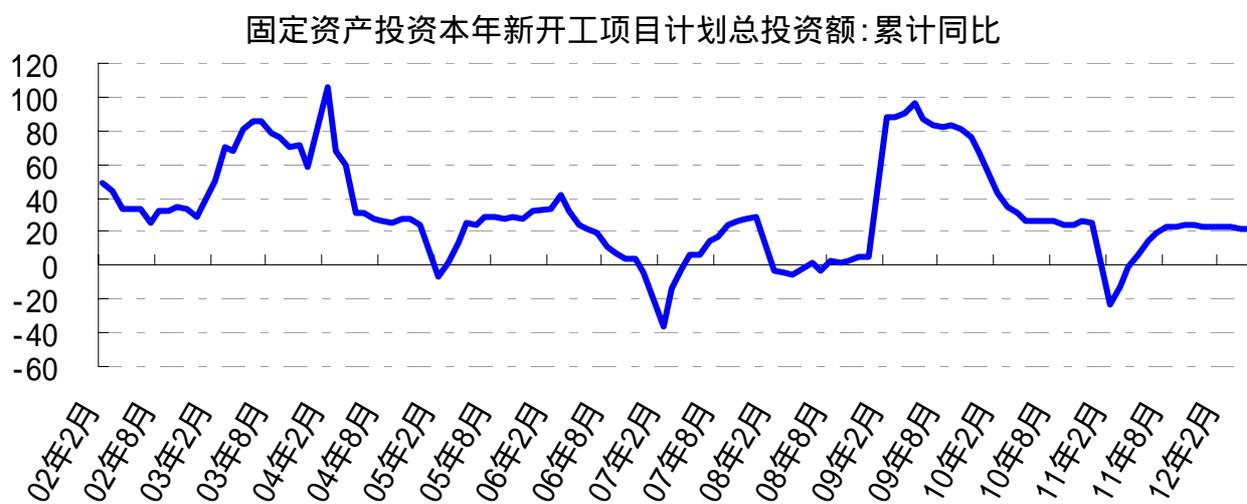


图表 5 制造业、基础设施投资反弹



数据来源：Wind、东吴基金

图表 6 新开工项目计划投资额增长稳定

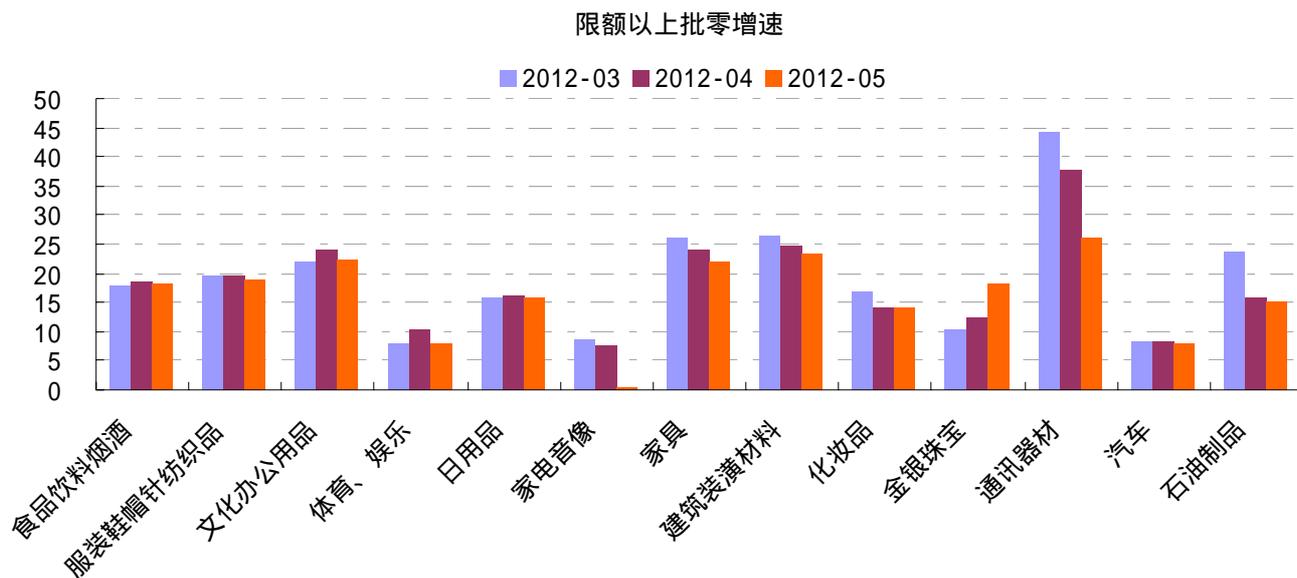


数据来源：Wind、东吴基金

消费方面，5月份社会消费品零售总额增速继续下滑，但相对平稳，结构上来看，除了房地产相关的家电、家具、建材类继续下滑，稳定消费的食品饮料、纺织服装等依然维持稳定增速，只是比去年高点有所下降。随着房地产成交量的回升，以及节能家电的补贴政策出台，地产相关的行业消费增速有望企稳，略有反弹。稳定消费一般都是后周期，也就是在经济周期下滑到尾声时才会下降，我们担忧相关行业增速会在接下来几个月出现低于预期的情况。



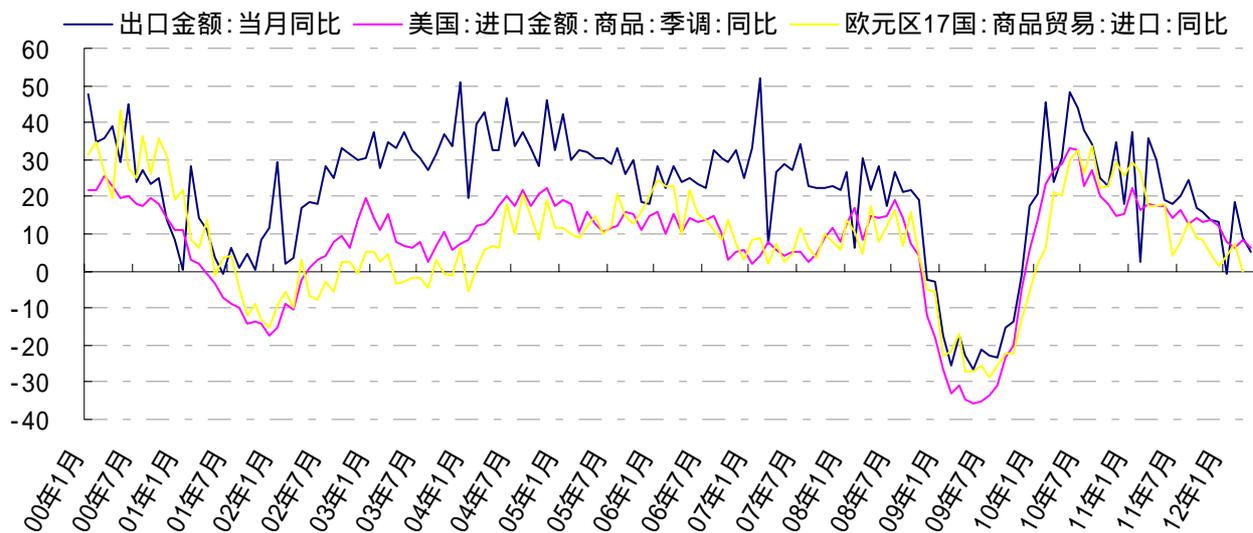
图表 7 消费稳定



数据来源：Wind、东吴基金

出口方面，5月份出口虽然相比于4月份有所反弹，但3-4月份个位数的出口增长已经持续了两个月，除了08-09年出现出口很快地进入负增长，02年之后，我们还没有出现过这样的情形。同时，我们观察欧美进口同比的情况，现在和06-07年增速水平类似，但国内的出口情况要显著差于当时，说明人民币升值已经开始侵蚀中国出口的竞争力。

图表 8 出口连续个位数增长



数据来源：Wind、东吴基金

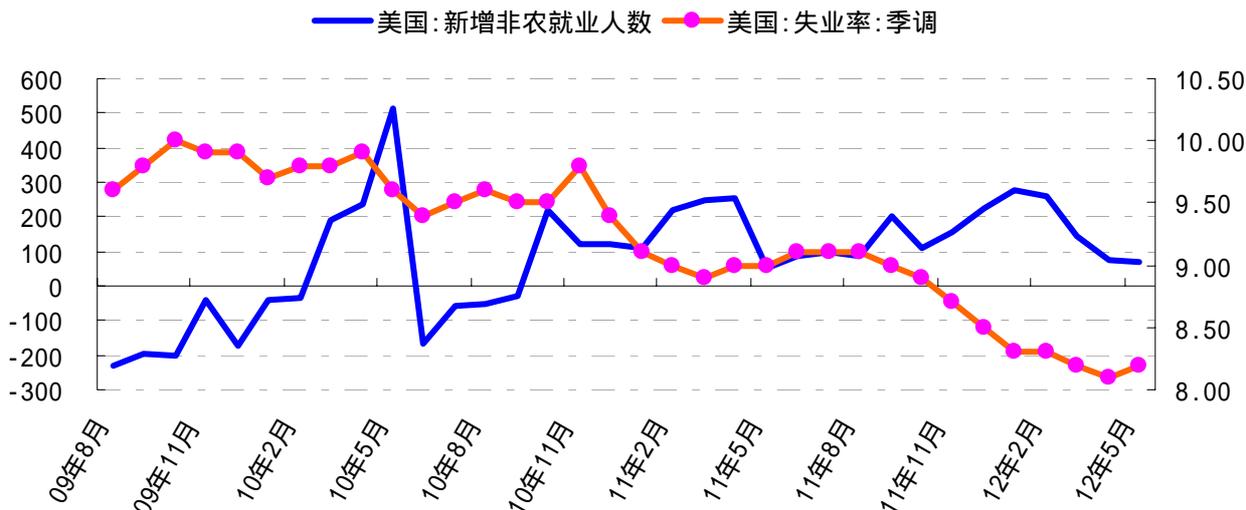
因为，在出口中枢下移，消费与投资稳定的情况下，今年经济可能是在底部徘徊，难以走出趋势上升。



(二) 国际形势恶化

最新的数据显示美国经济的复苏进入停滞，例如最为关注的美国就业数据在5月份出现了大幅低于预期，同时美国劳工部也下调了3月和4月的就业预估数据，使得3-5月连续3个月的就业市场出现了自去年8月份以来的最差情形。

图表 9 美国就业市场显著低于预期



数据来源：Wind、东吴基金

我们观察美国经济数据高于或者低于预期的一个重要指标就是花旗美国经济惊奇指数，它反映了美国所公布的经济数据高于预期的比例。从图中我们可以看出，美国经济数据相比于预期从今年2月份开始减弱，在5月份之后，出现了低于预期的多于高于预期的。虽然美国的房地产市场开始缓慢复苏，但与其他部门综合起来，力度不够大，对于同样处在转型期的美国经济而言，难以快速地去化结构过剩的产能，例如建筑业工人这种结构性的失业。所以，在大选之前，奥巴马政府很可能在较差的数据推动下出台局部拉动就业的政策，这有助于稳定美国经济与预期之间的差距。



图表 10 美国经济数据低于预期



数据来源：Bloomberg，东吴基金

相比于美国而言，在三季度，外围经济体中最为关键的恐怕是欧洲局势的演化。在去年11月底一场全球央行的联合干预之后，欧债危机看似度过了最差时刻，但到了5月，随着希腊大选的临近，欧债危机开始动摇整个欧洲一体化的进程了。

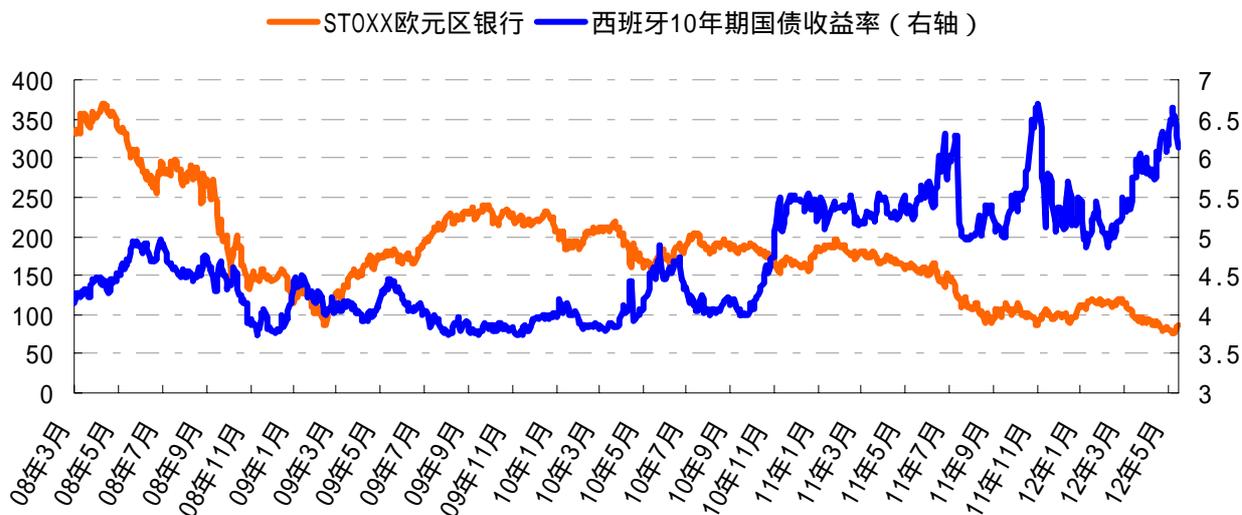
欧洲一体化的政治实验，索罗斯将其比喻成“政治泡沫”，需要不断地发展，否则就会爆掉。而这个政治泡沫的致命缺陷就是拥有统一货币和央行，但没有统一的财政部，同时带来了债务国与债权国的竞争力差异加大。所以，现在欧盟在政治上裹足不前极其危险。而这个政治泡沫带来的问题显性化为财政危机和银行危机，两者交织，财政给银行注资，而银行反过来又购买了本国国债。

所以，欧洲问题解决的唯一途径就是统一的财政权和缩小竞争力差距，而之前所做的所有货币政策都只是暂时缓解赢得时间，而财政紧缩本质上是为了缩小竞争力差距，但如果没有统一的财政对冲和受到保护的银行体系，必然会陷入严重的通缩，这个我们在亚洲金融危机和拉美的债务危机中都曾经看到过。

回顾欧盟针对欧债所做的对策，设立一些救助基金援助受困的主权政府，欧洲央行（简称ECB）在二级市场中购买国债，ECB向银行提供长期低息流动性，这些都没有触及根本，只是孤立地缓解财政危机和银行危机，但是无法打断这两者的联系，所以，我们看到欧元区银行股指数不断创出新低，同时外围国家国债收益率脉冲式上升。



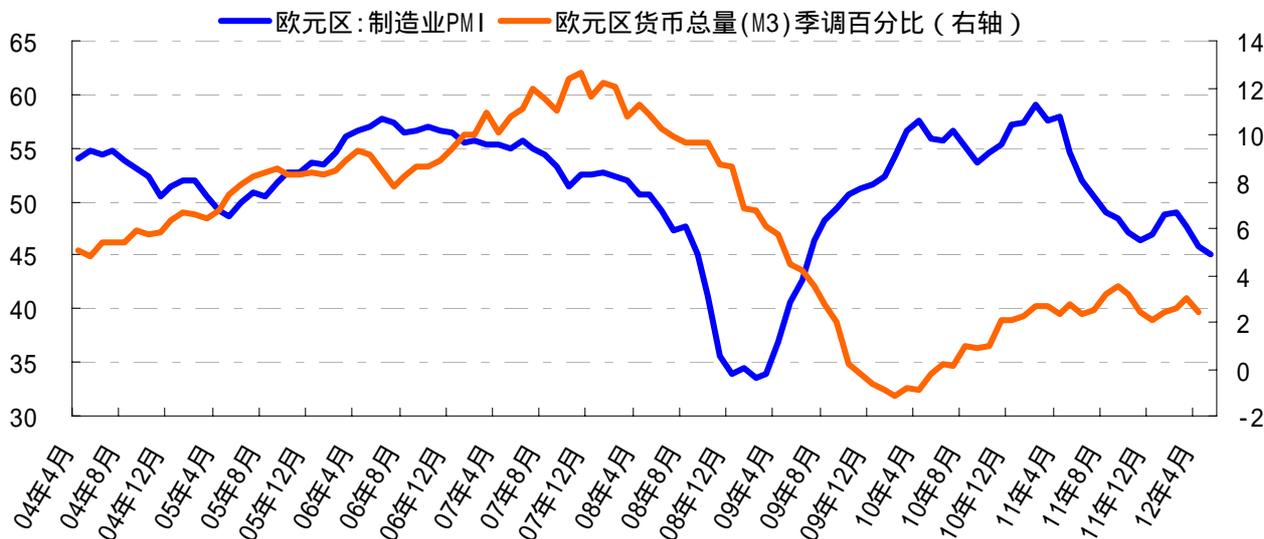
图表 11 欧元区银行与财政危机交织



数据来源：Bloomberg，东吴基金

这导致了欧元区经济不断下滑，欧元区制造业PMI指数5月份继续下降至45.1，同时欧元区整体货币供应量增速在今年初反弹之后重新开始下降。我们认为即使欧洲迈向财政统一，也必须经过痛苦的竞争力差距弥合，否则外围经济体的地位将快速下降；若财政无法迈向统一，那结局必然是破坏性的。整体而言，欧元区很可能进入某种程度的失去的N年。

图表 12 欧元区经济和货币滑落



数据来源：Wind，东吴基金

但是对金融市场影响最大的投资者预期很可能在3季度达到最差，因为希腊退出欧元区、银行业危机引发银行破产、风险扩散到核心国家（德国）最可能发生的时间点是在3季度，投资者的预期也会恶化，欧盟可能真正地开始解决核心问题，届时欧元区可能将面貌大变，但投资者的预期从此开始缓慢恢复。



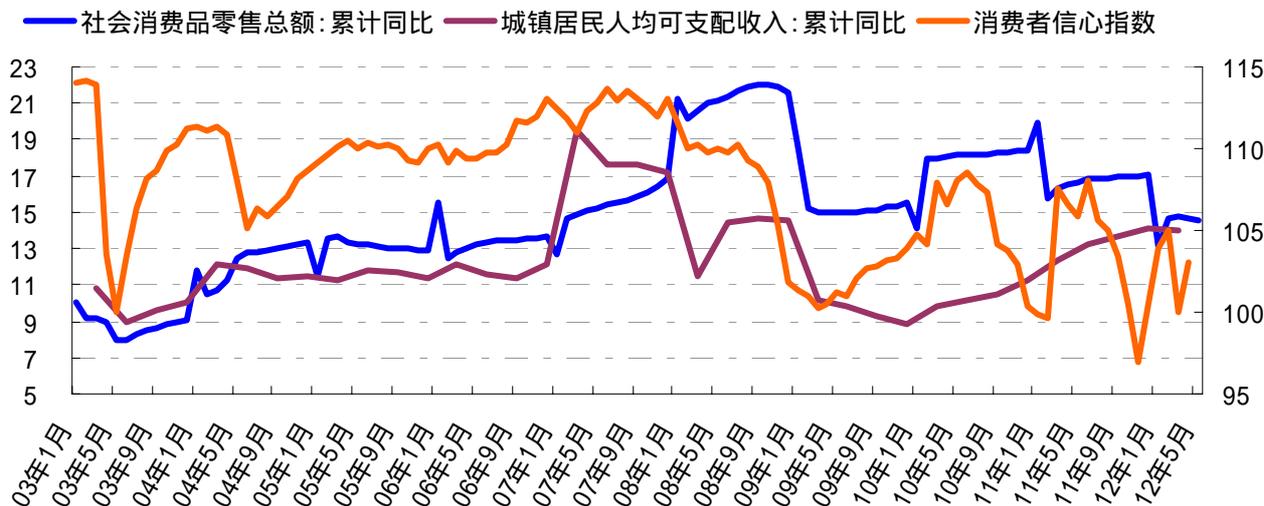
三、市场走势预判

(一) 周期定位：政府刺激的边界有限

从 08 年以来，A 股市场患上了越来越严重的政策依赖症，海外市场也是如此。海外市场如此的原因是整体杠杆太高，也就是现在所关注的债务问题，包括欧债危机和明年可能会出现的美债问题，导致长期的去杠杆，其间政府通过财政和货币来缓和去杠杆的危害，类似于日本在 90 年代之后的情形。

中国的政策依赖是由于在 08 年大刺激之后，出现了太多的产能和流动性，例如挖掘机的产量从 08 年至今增长了 4 倍，货币供应量增长了 2 倍。但需求开始长期放缓，需求主要分为居民的消费需求、企业和政府需求以及出口需求：(1)消费增速主要受居民收入增长和信心影响，因为 07 年收入的高增长阶段已经过去了，消费需求趋势将稳定。

图表 13 消费收入稳定

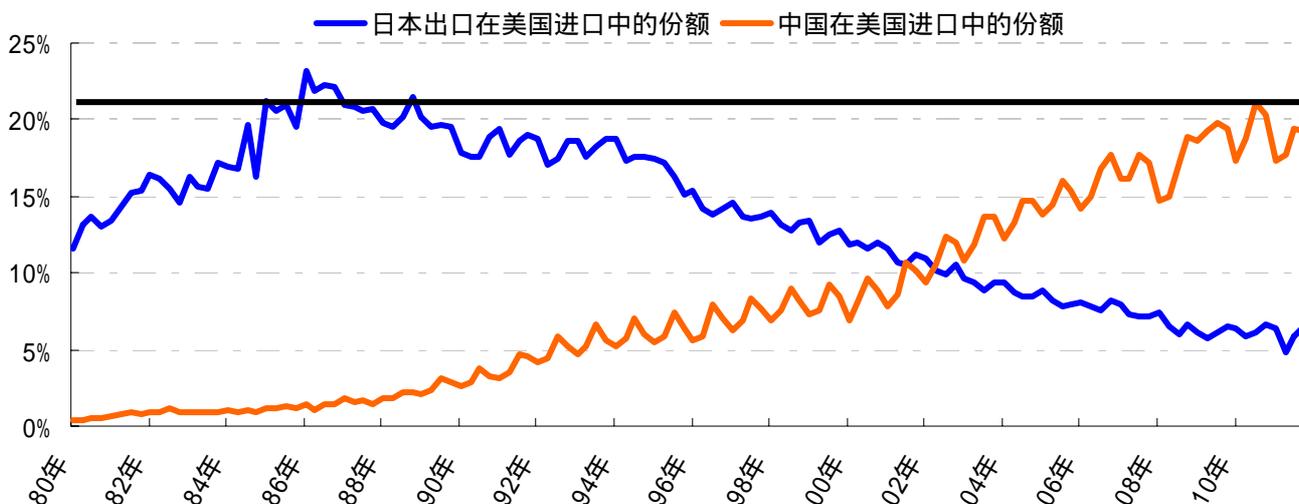


数据来源：Wind，东吴基金

(2) 出口需求在外围经济陷入长期低速或者衰退后，难以贡献增长，而所谓的靠其他新兴市场的出口需求来拉动。第一，规模占比很小，第二，在美欧经济增速下降后，其他新兴经济体将会面临重重危机。另一方面，我们出口的竞争力也开始下降，10 年中国在美国进口中的份额有 20%，现在已经有所下降，而日本当时在 80 年代时，占美国进口的份额最高也就是 20%，随着本币升值，劳动力成本上升，出口的相对竞争力不管是在 85 年之后的日本，还是现在的中国，都开始出现下降。



图表 14 中国占美国进口份额达到 20%的极限后开始下降

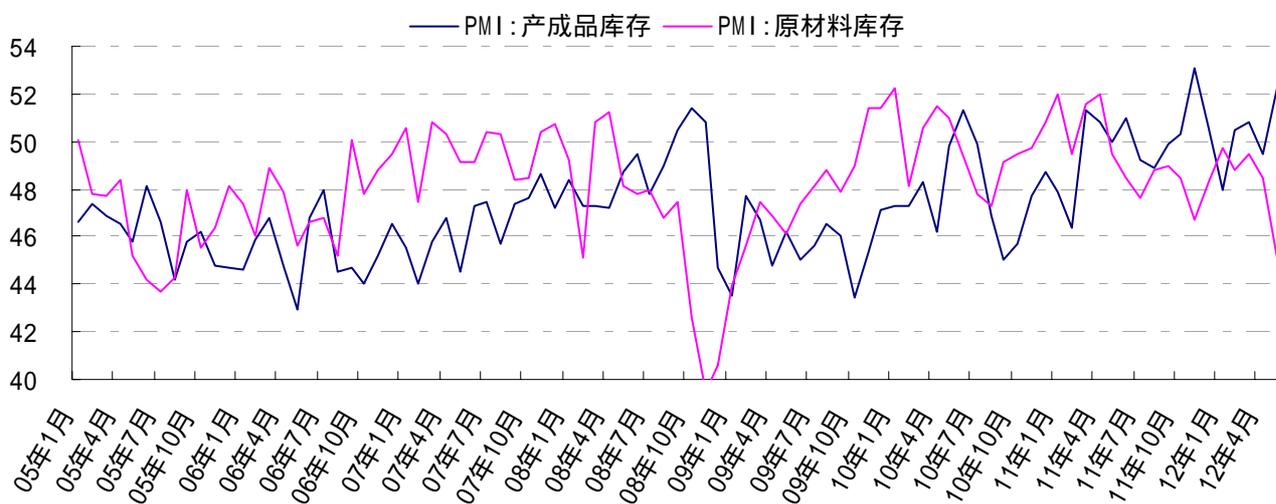


数据来源：Wind，东吴基金

(3) 企业和政府需求，这主要就是投资需求，可以是企业的库存投资和设备投资，也可以是政府的基建和民生投资，我们判断存在低位反弹的可能，但空间不大。下面我们具体分析。

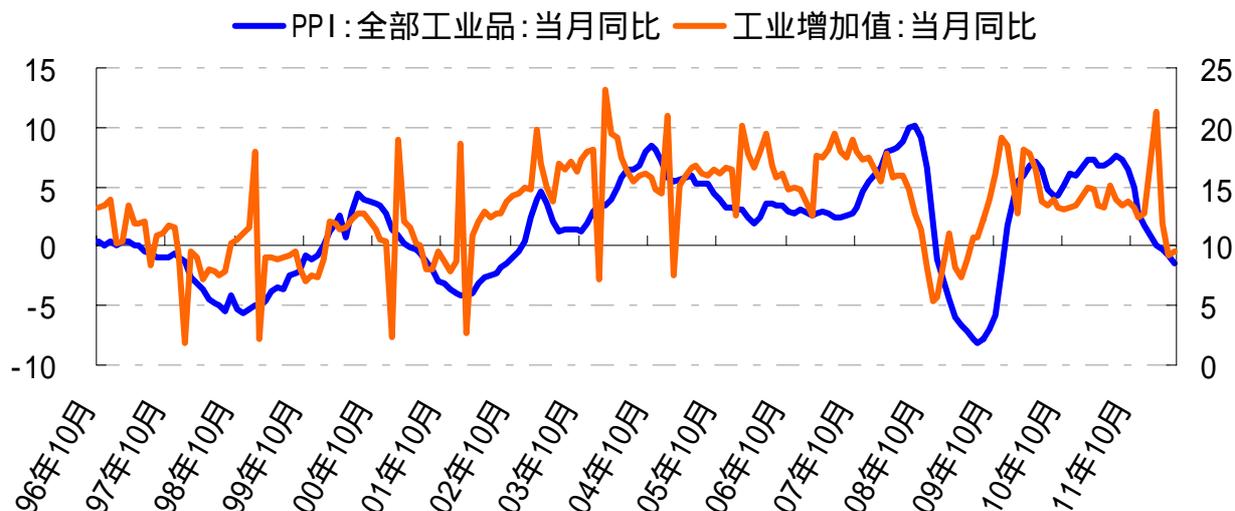
我们把库存投资拿出来看，发现目前原材料库存开始加速下降，而产成品库存存在上升，这是进入到主动去库存阶段，但在 4 季度时，我们可能会看到库存回补的迹象。

图表 15 库存周期向下，反转可能在 4 季度



数据来源：Wind，东吴基金

图表 16 价量齐跌



数据来源：Wind，东吴基金

因为，库存周期更多地是预期导致的，当进入到主动去库存阶段，企业对未来的预期往往会快速恶化，不考虑成本地抛售库存，但等到需求一旦比预期要来到好一点，过低的库存就会导致被动地补库存，所以，库存周期是经济周期中最短的，也是对市场中短期走势影响最重要的周期现象。那么我们现在价和量的同步下降，同时企业开始主动地大幅去原材料库存，虽然这个阶段经济表现很令人失望，但我们同时需要酝酿一个库存回补的预期。

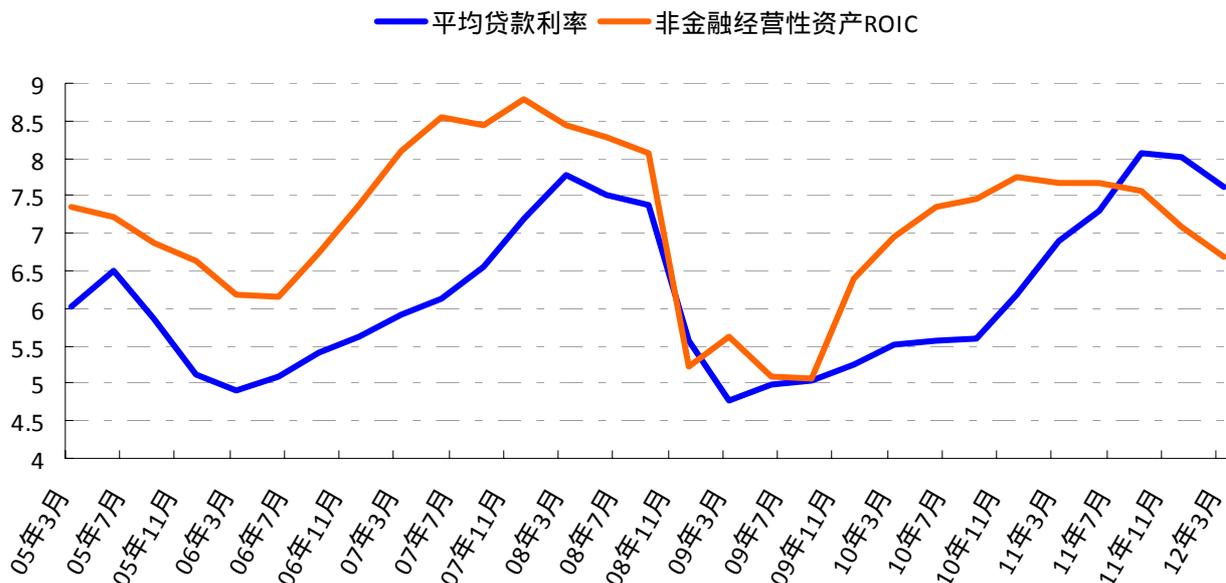
不过，库存周期的强度，以及对经济的拉动作用还是由其他需求所决定的。所以，我们接下去再看其他几块，企业设备投资和政府投资意味着企业和政府的加杠杆，这块空间有多大？作出精确的测算是很难的，我们试图以和 08 年 4 万亿刺激后的情形做类比的角度来分析。在 09 年之前，平均每月新增的中长期贷款为 1500 亿元，在 06-08 年平均为 1900 亿元，是比较稳定的，而到了 09-10 年平均每月新增的中长期贷款为 5400 亿，相当于两年下来比趋势多增了 8 万亿，按照信贷占社会融资总量 60%的比重推算，加上中央财政 1.5 万亿国债余额的增加，差不多有 15 万亿的杠杆在 09-10 年加在了企业和政府身上，按照 09 年下调后的平均资本金 25%要求，差不多是多增了 20 万亿的投资。也就是当时中央政府靠着 4 万亿投资的计划诱导出了其他部门的大量投资。

但是，要使得私营部门加杠杆，必须要有两个条件，一是预期收益率大于资金成本，第二是风险偏好较高。但现在民营资本流向金融领域说明了一点，就是金融业的 ROE 高于实业，也就是实业的新增投资的平均收益率要低于信贷成本，所以，我们看到现在非金融上市公司（扣除石油石化、电力）的 ROIC 低于平均贷款利率。除非贷款利率大幅下降，否则私营部门不会加杠杆。

而国有部门则不同，其中大部分是规模导向的，而非营利导向的。那关键就在国有部门杠杆的边界在哪儿。我们猜测其边界可能受如下几个条件的约束，一是有多少资金愿意去低息补贴国有部门，二是人民币资产价格稳定。我们不可能知道边界的具体位置，也难以判断边界处的杠杆水平高低，我们可以发现日本政府债务占 GDP 比重高达 200%以上，但西班牙债务与 GDP 的比重还不到 80%，不过西班牙已经岌岌可危，关键的差异在于边界不同。



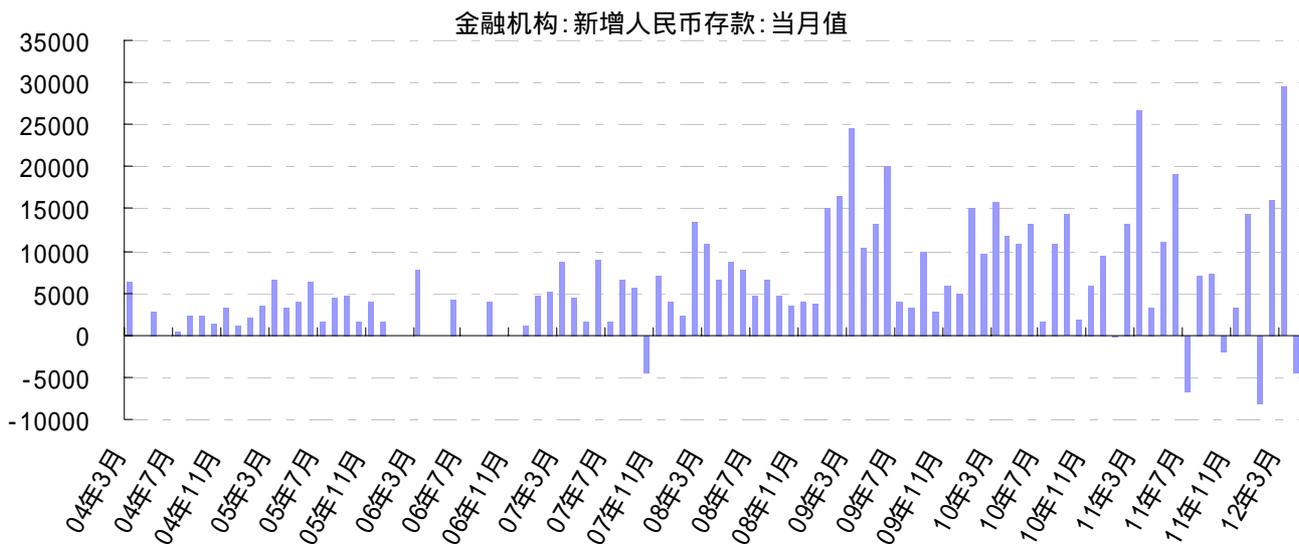
图表 17 私营部门杠杆难以提升



数据来源：Wind，东吴基金

从月新增存款来看，我们明显地发现在10年之后，存款月度之间波动加大，这是银行存款吸纳难度加大的信号，而目前这一状态并没有改变，反而随着存款端利率上浮空间的打开而会变得压力趋大。也就意味着国有部门低息从居民部门融资的难度加大，银行是这一主要渠道，反映出来就是银行的盈利周期向下。而人民币资产最重要的反映渠道也是银行，反映在银行的资产质量上。我们可以从银行股的定价来观察市场对于这两个制约的判断，其结果是约束很强，边界很近。

图表 18 存款月波动加大



数据来源：Wind，东吴基金

结合政府部门的各种负债规模：中央财政国债7万亿，政策性金融债5万亿，铁道部负债1.7万亿，金融不

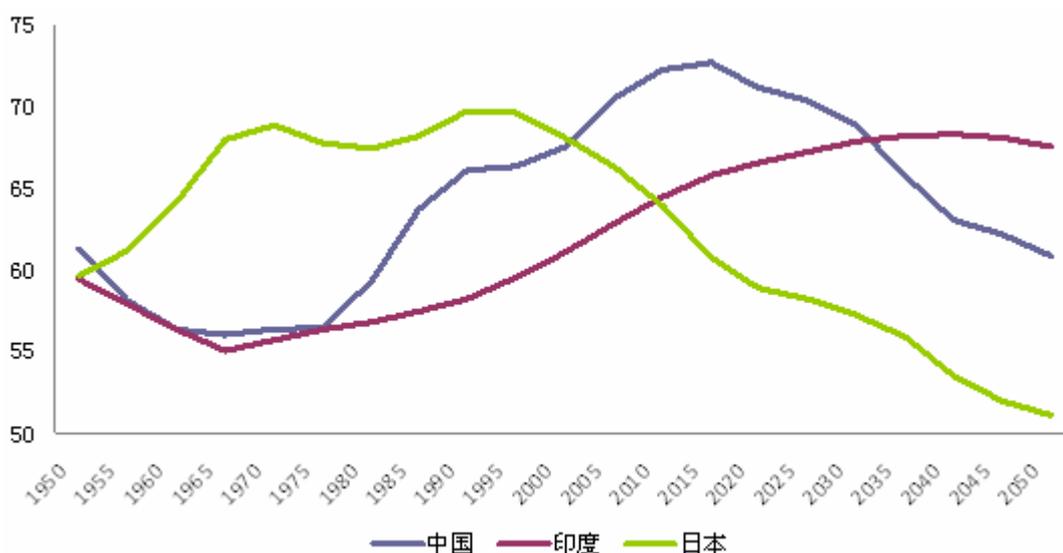


良资产4万亿，外债4.4万亿，养老金转型成本3万亿，地方融资平台10万亿，总和35万亿，占去年47万亿GDP的75%。这一比例其实不低，这些都指向一点，国有部门加杠杆的市场阻力比08年高出许多。

当然，政府可以通过讲政治的方法来提提高杠杆，例如如09年那样降低资本金要求，以缓解目前地方政府卖地收入下降，项目资本金不足的情况，让银行承担更大的风险。这恐怕是将未来杠杆缓慢提升的空间一下子用完，对经济和市场都是极短期利好而中长期利空的。而现在放宽民营资本进入的目的则是来吸引民营资本加杠杆来缓解国有部门的压力，对经济和市场均是好事，但我们没有很大的把握政策能够达到预期的效果。

所以，我们判断国有部门加杠杆是最后一副牌，在此之前，政府会通过金融改革和放宽民营进入领域，以及压制资本进入投机领域的方式来迫使民营资本进入实体经济，完成加杠杆。而由于人口红利的逐步消除，潜在增速下降，政府的容忍空间加大，我们可能在一段时间内经历经济较低的增速，同时4季度库存回补是在较弱的需求下进行。

图表 19 中国人口红利正在消失（劳动力人口占总人口比重）



数据来源：Wind，东吴基金

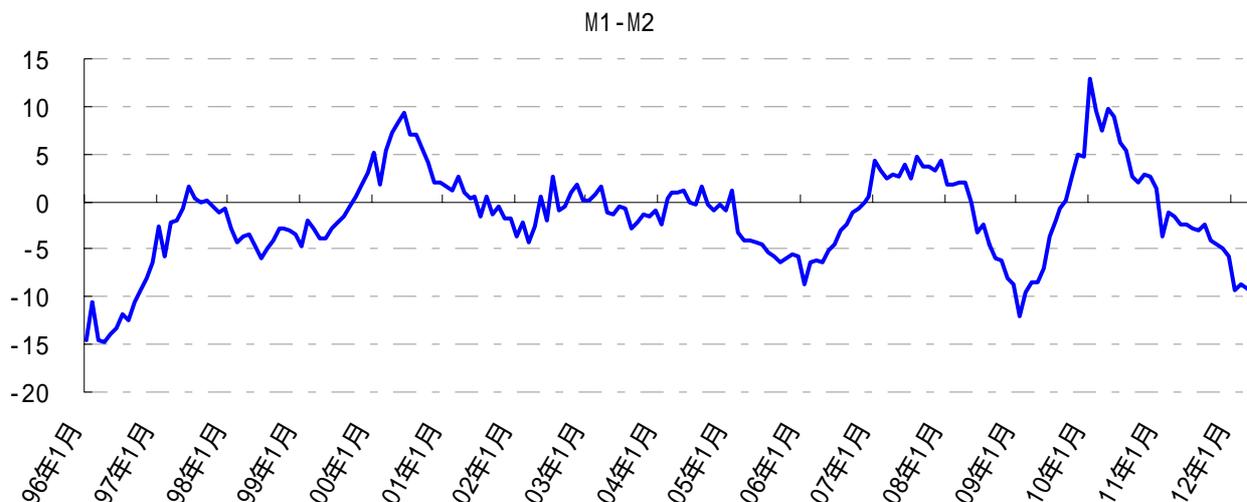
（二）三要素分析：业绩、估值、流动性

根据我们的研究系统，A 股市场中期的内在核心因素可以归结到三个方面：业绩、估值和流动性。下面就分别做分析。

流动性一直以来是分析 A 股市场的头把交椅，一方面是流动性是领先指标，另一方面，我们的经济是投资驱动型的，而非消费驱动型的。流动性的分析重点在于价和量。从 M1-M2 来看，现在流动性的量水平没有验证市场反转，当然在 08 年、05 年、98 年、96 年市场反转的过程中，M1-M2 一般是略微滞后于市场的底部，可以认为是一个右侧确认，但如果 M1-M2 一直不能有趋势性的上升，例如在 02-05 年，市场也就不会出现趋势性的上涨。



图表 20 流动性的量没有改善



数据来源：Wind，东吴基金

从流动性的价格来看，银行平均贷款利率在 1 季度仍然有 7.61%，比去年 4 季度有所下降，但其中中长期贷款利率反而上升，平均利率的下降主要是短端的下降，这和目前货币宽松但信贷不宽松是一致的。我们看 05 年和 08 年在牛市开始的初始阶段，平均贷款利率都回到了 6% 以下，最低到 5% 以下。从流动性的价格来看，我们也难言目前已经是牛市开端。

图表 21 平均贷款利率尚未回到较低水平



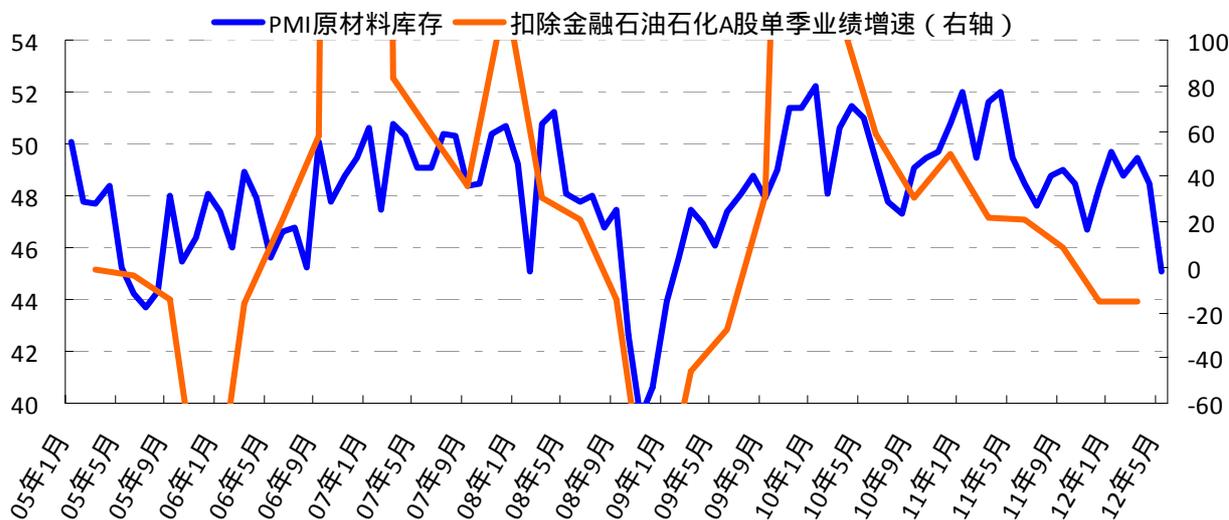
数据来源：Wind，东吴基金

业绩增长是股票市场的滞后指标，所以，一般在单季度业绩显著下滑的阶段，股票市场往往表现较差，业绩大比例负增长的时候，往往是最好的市场进入时机，而在业绩同比的增长高点，则千万不要盲目乐观。



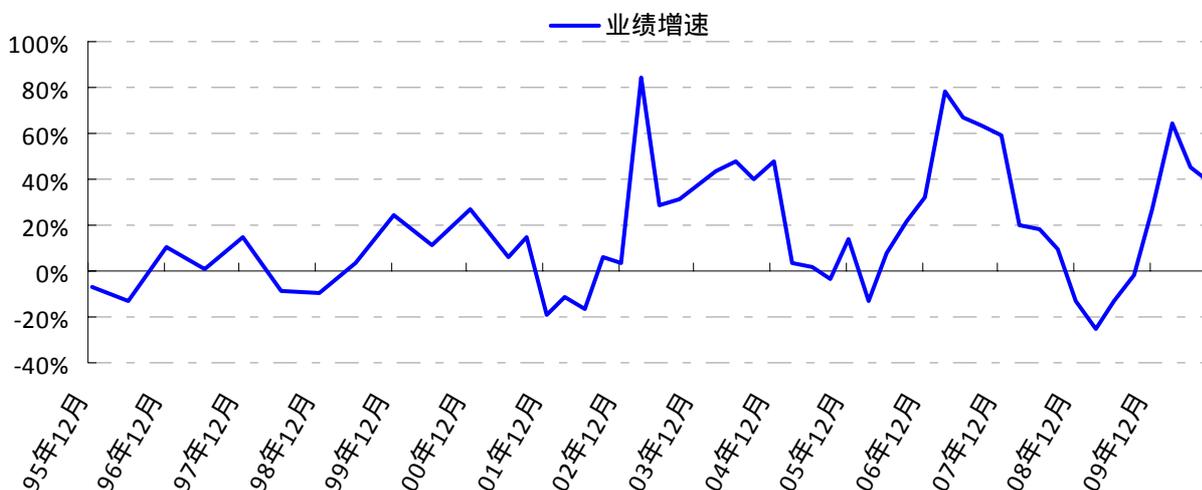
按照周期的分析，业绩增速的底部一般会在库存周期底部之后 3-6 个月，5 月份 PMI 原材料库存快速下滑，预示着中报可能出现业绩重回下降趋势，而业绩的真正底部可能需要等到 3 季度之后。而未来业绩的波动可能类似于 95-98 年期间，虽然见底，但上升空间小，不断徘徊，一旦有过高的期望就可能承受落空的打击。

图表 22 业绩增长与库存周期



数据来源：Wind，东吴基金

图表 23 可能类似于 95-98 年业绩低位徘徊

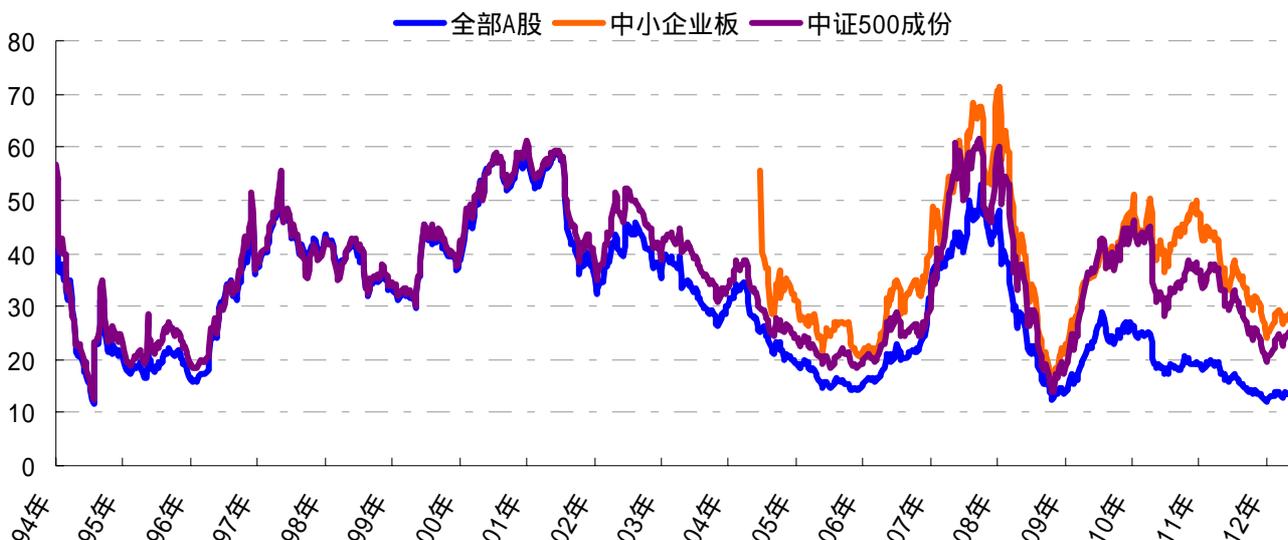


数据来源：Wind，东吴基金

现在 A 股的估值水平可以说处于历史的低位，全部 A 股 TTM 的估值水平在 12.8 倍，距离 08 年最低的 12.5 倍和今年初的 12 倍相差无几。但这恐怕是大盘股估值历史最低所导致的，我们看中小板和中证 500（主要代表中盘股）目前的估值水平依然高于 08 年和 05 年。



图表 24 估值差异



数据来源：Wind，东吴基金

从长期来看，A股估值中枢水平要显著高于成熟市场，原因有两个方面，一个是投资者的结构，也就是A股中产业资本占比较低，但全流通之后，产业资本将占到80%以上，二是从估值决定的规范模型出发，估值主要受无风险收益率、风险溢价和增长率，这三者A股市场之前都显著地高于成熟市场，例如国债收益率长期中枢3.5%以下，而GDP增速中枢却在9%以上，同时风险溢价由于A股市场缺乏退出机制，同时整体中国经济风险偏好很高导致A股风险溢价较低。但这些因素正在面临中期的大拐点，这样，我们用历史数据来刻舟求剑可能就会犯错。

估值分析是最具艺术性的分析工具，但往往被主观化，关键是要看驱动估值的因素发生什么样的变化，而不是简单地比较估值的高低，现在我们看估值影响因素，无风险收益率是下降的，但风险溢价长期是上升的，增长率是中枢下移的，短期反弹空间不够大，产业资本占比会持续影响估值，也就是产业资本是PB估值，中枢是2倍，可以低至1倍。因此，我们判断目前的低估值并不构成市场上涨的动力。并且代表传统经济的大中股票很可能长期维持如此估值。

（三）市场趋势总结

综合以上分析，我们判断A股市场在下半年将会在2200-2500区间震荡，在年底之前可能向上突破区间，区间底部可能发生在7-8月份。理由如下：

1、库存周期现在是主动去库存最剧烈的阶段，库存重新回补将在4季度出现。但受制于政策空间的约束，库存回补的弹性不大。

2、流动性缓慢改善，主要集中在货币市场领域，但难以出现流动性充裕和信贷宽松，不支持牛市行情，只能推动改善型行情。

3、业绩有望在下半年见底，但依然将在底部上下震荡，类似于02-05年。估值虽然处于历史低位，但影响估值的因素已经发生变化，目前估值应当说是与基本面相匹配的。

4、欧债危机风险集中爆发的时点和预期最差的时候可能就在3季度，之后预期将有所改善。



五、投资主线

我们判断，下半年中国经济将缓慢筑底，小幅回升，海外经济风险显性，尤其是欧元区，政策进入相机抉择阶段，并加快经济转型。

此背景下，我们下半年主要把握如下投资线索：(1) 景气回升的行业，如医药等，(2) 经济转型受益的行业，如环保、天然气等，(3) 稳增长政策放松受益的行业。

(一) 景气回升行业

虽然整体经济形势仍将在底部徘徊，但是一些行业的景气已经开始回升，我们列出工业企业利润增长的对比数据如下，从中我们可以发现景气度提升的行业有文娱、医药、汽车、电力等行业，景气虽然有所下滑，但依然稳定的有食品制造和酒、饮料、茶。

图表 25 工业企业景气跟踪

	新增利润占比					累计利润增速				
	2011-11	2011-12	2012-02	2012-03	2012-04	2011-11	2011-12	2012-02	2012-03	2012-04
煤炭开采和洗选业	7.64%	5.55%	9.70%	8.13%	8.62%	35%	33%	11%	6%	4%
石油和天然气开采业	3.87%	3.37%	11.76%	9.39%	10.76%	35%	45%	16%	11%	8%
黑色金属矿采选业	2.08%	1.52%	1.73%	1.59%	1.05%	59%	53%	-5%	1%	-8%
有色金属矿采选业	1.26%	1.43%	1.53%	1.48%	1.33%	52%	52%	25%	16%	7%
非金属矿采选业	0.74%	0.66%	0.63%	0.52%	0.54%	67%	61%	39%	30%	25%
其他采矿业	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%	72%	69%	-3%	11%	22%
农副食品加工业	4.85%	5.15%	5.30%	4.37%	4.33%	42%	41%	13%	18%	19%
食品制造业	2.61%	2.36%	3.01%	1.98%	2.07%	45%	49%	48%	35%	31%
酒、饮料和精制茶制造业	1.96%	2.03%	3.85%	2.45%	2.04%	41%	41%	36%	31%	27%
烟草制品业	1.05%	0.23%	4.61%	2.03%	2.05%	21%	23%	18%	23%	25%
纺织业	3.31%	3.67%	2.87%	2.72%	2.63%	28%	28%	4%	3%	2%
纺织服装、服饰业	1.66%	1.64%	2.17%	1.45%	1.68%	36%	33%	12%	11%	13%
皮革及其制品和制鞋业	1.22%	1.26%	1.33%	1.30%	1.27%	32%	30%	24%	26%	25%
木材加工及制品业	1.34%	1.38%	1.14%	0.96%	0.98%	46%	46%	47%	32%	28%
家具制造业	0.66%	0.63%	0.59%	0.53%	0.52%	32%	32%	12%	12%	13%
造纸及纸制品业	1.18%	1.48%	1.10%	1.29%	1.23%	10%	14%	-2%	3%	5%
印刷业和记录媒介的复制	0.60%	0.54%	0.68%	0.54%	0.60%	17%	18%	12%	9%	6%
文教和娱乐用品	0.35%	0.44%	0.95%	0.77%	0.78%	24%	30%	30%	29%	26%



制造业										
石油加工、炼焦及核燃料加工业	-0.91%	0.68%	-1.64%	0.30%	-0.10%	-98%	-93%	-159%	-145%	-144%
化学原料及化学制品制造业	5.91%	6.57%	6.06%	6.93%	6.34%	35%	32%	-29%	-23%	-24%
医药制造业	2.47%	2.61%	3.45%	3.34%	3.12%	20%	24%	11%	14%	16%
化学纤维制造业	0.38%	0.56%	0.46%	0.43%	0.23%	3%	1%	-53%	-47%	-51%
非金属矿物制品业	6.08%	5.13%	4.53%	4.59%	5.33%	48%	42%	-6%	-11%	-12%
黑色金属冶炼及压延	3.01%	3.92%	0.26%	1.21%	4.36%	15%	15%	-94%	-83%	-57%
有色金属冶炼及压延	3.04%	3.17%	2.28%	2.58%	1.82%	53%	51%	-12%	-12%	-20%
金属制品业	2.59%	2.84%	2.46%	2.44%	2.57%	28%	30%	2%	2%	1%
通用设备制造业	5.31%	4.73%	4.03%	4.76%	4.35%	28%	29%	-5%	0%	-2%
专用设备制造业	3.49%	3.59%	3.41%	4.50%	3.50%	23%	26%	3%	4%	-1%
汽车制造	7.42%	5.84%	8.68%	9.69%	8.85%	12%	16%	-7%	6%	9%
铁路、船舶、航空航天和其他	9.35%	8.05%	1.34%	1.78%	1.32%	14%	17%	-8%	-6%	-13%
电气机械及器材制造业	5.55%	6.23%	4.58%	5.03%	4.77%	12%	15%	-3%	-2%	-5%
计算机、通信和其他电子设备	4.98%	8.00%	2.08%	4.61%	2.59%	-2%	9%	-41%	-12%	-17%
仪器仪表制造业	1.03%	1.02%	0.64%	1.04%	0.87%	17%	18%	-19%	-4%	5%
废弃资源综合利用业	0.83%	0.36%	0.21%	0.14%	0.17%	140%	117%	24%	3%	4%
电力、热力的生产和供应业	1.63%	1.97%	3.25%	4.14%	6.77%	-8%	-11%	21%	28%	20%
燃气生产和供应业	0.51%	0.49%	0.86%	0.76%	0.36%	43%	44%	21%	23%	28%
水的生产和供应业	0.16%	0.21%	-0.11%	0.03%	0.08%	64%	70%	-312%	-6%	1964%

数据来源：Wind，东吴基金

同时，观察北美电子产业BB值已经出现6个月份的回升，拥有独立周期的TMT行业也出现了景气回升。综合来看，从景气角度，我们看好：

医药：人口老龄化，医保覆盖范围不断扩大以及人们对健康的日益关注，推动着我国医药行业需求的持续增长。今年各地的药品招标政策也逐渐转向“质量优选，价格合理”，医药行业的政策面有望逐渐好转，同时，医药行业数据也支持了行业转暖的趋势。

电子：行业从今年一季度触底以来，回升趋势非常明显。三季度行业将迎来很多新产品的问世，其中最引人注目的无疑是苹果的iPhone 5和Intel力推的搭载Ivy Bridge处理器和Window 8的新一代Ultrabook。第三季度的传统旺季效应依然存在，同时由于去年三季度行业整体表现较差，行业有望在今年第一次迎来同比意义上

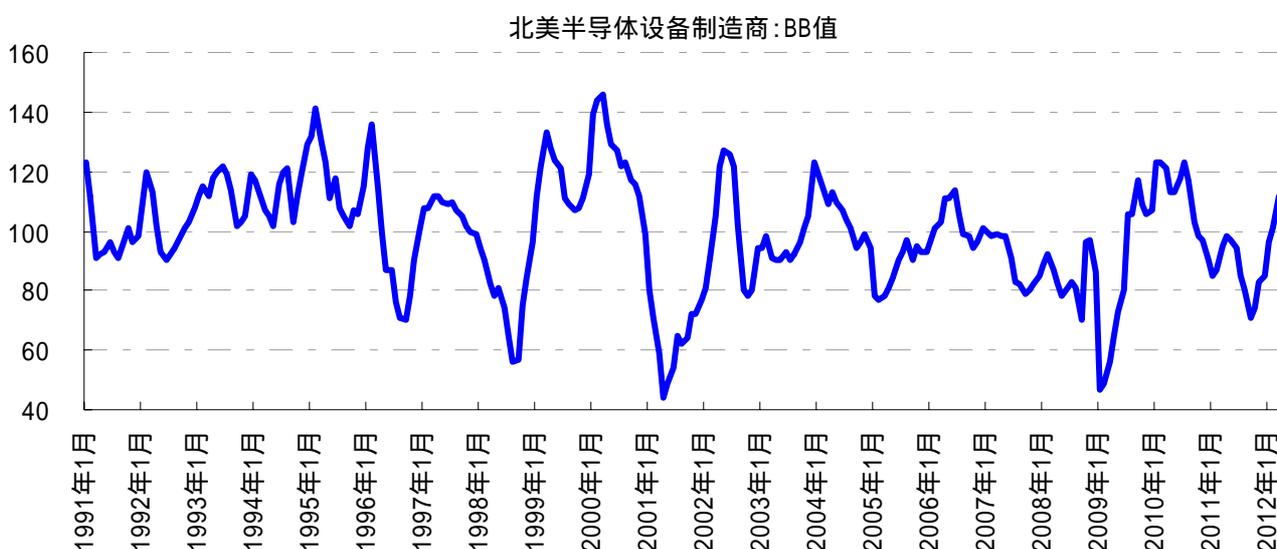


的增长，因此我们认为三季度整个行业会有一波行情

食品饮料：尽管白酒行业景气度逐渐回落使得业绩增速放缓，但与其他行业相比，仍有较高的确定性增长，加之估值处于历史偏低水平，因此我们认为该板块仍具有较好的防御性。其中，贵州茅台的品牌力最强，通过拓展自营专卖店等方式实现全年50%以上的业绩增速最明确，是一线白酒中最佳的投资品种；同时我们仍看好处于“困境反转”后高成长期的古井贡酒、酒鬼酒等二线公司。非白酒子行业中，我们相对看好啤酒和婴幼儿奶粉行业。

电力：电价经历了去年两次上调后，整体上涨幅度在5%，这将直接增加今年电力企业的收入。未来电煤价格或呈现下跌趋势，火电正处在盈利持续向好的转折点上，行业的盈利前景可以持续看好。在10年的大经济周期中，经历了过去五年的低迷期之后，火电企业将迎来盈利快速增长的阶段。

图表 26 电子景气回升



数据来源：Wind，东吴基金

（二）经济转型受益行业

随着社会和经济的压力加大，经济转型成为必然，转型主要是因为原有经济运行方式的不平衡，原有模式的特点是在供给端压缩成本，例如人力成本、信贷成本、土地成本、资源成本等等，来补贴国有部门和隐形国有部门的需求扩张，例如投资、房地产。那么经济也将发生在这两端，不再人为压缩成本，而是逐步让成本由市场化决定，同时，引入民营资本补充实体经济需求，调整产业结构。所以，我们认为值得关注的相关受益行业主要有如下几个：

节能环保：节能环保行业的投资逻辑，核心是把握从政策向业绩演化的进程。作为新生事物，发展的最初动力只能来源于政策推动。但要持续发展，行业内公司的稳定盈利就是关键。近期国务院常务会议关于加快七大战略性新兴产业发展的决定，从侧面印证了环保有望成为下阶段投资拉动的最重要抓手之一的判断。受此刺激，环保政策的落实在今年出现了明显的改善。统计局公布的中央财政预算环保支出额显示，今年1-4月份累计支出490.02亿元，同比增长44.42%，超过去年同期7.2个百分点；环保在财政支出中的占比由去年同期的1.34%提升到1.53%，显示出政府加大对环保投入的决心。细分到子行业，大气治理的政策力度可能最大，水环境治理的持续性更强，固废处理则存在长期发展空间。



软件：在宏观经济下滑的大背景下，国家提出稳增长、调结构，一方面发布了软件和信息技术十二五规划，通过发展新兴产业来拉动经济增长；一方面加快推进两化融合。加大投资政务、医疗等信息化建设，扶持云计算、物联网等专项，拉动信息化投资需求。预计下半年行业基本面将有所好转，加快重点软件企业认定工作，落实各项税收优惠政策，政策及投资的推动，人力成本增速放缓，虽然较去年可能会有所下滑，但行业全年仍有望保持稳定增长。

传媒：在物质消费得到满足后，大众对于文化消费升级的需求迫切。技术的创新、基础设施完善，为行业发展提供了很好的基础条件。消费习惯的改变，使用户从传统媒体往新媒体迁移的趋势越来越明显。2012年以来，行业面临如经济下滑、网络视频行业集中度提升、国外大片冲击等众多内外部不利因素，使行业的成长造成一些负面影响。我们判断2012年下半年传媒行业会出现分化，竞争优势明显、整合能力强、业绩确定的公司、或者有主题性投资机会的公司有望获得市场青睐。重点关注以下投资主线：(1) 影视剧；(2) 广告营销；(3) 有线网络。另外快速成长的视频服务相关公司也值得关注。

天然气：中国天然气行业在“十二五”期间快速发展的行业逻辑在于：天然气在中国一次能源结构占比将大幅提升和PM2.5环保时代的开启。中国天然气供给端的瓶颈在“十二五”期间将得到快速缓解，受到压抑的需求端将快速释放。供给端和需求端各有投资机会，最为看好页岩气的开发服务公司和LNG（液化天然气）产业链的公司。

非银金融：金融改革将使券商明显受益。第一，要将融资的重要渠道加在券商身上，那么必然要提高券商的杠杆，现在中国券商的名义杠杆在2.5倍左右，如果扣除掉不能使用的保证金，实际杠杆则更低，相比之下而言。美欧投行的杠杆现在在20倍左右。杠杆的提升将提升证券公司的ROE水平。第二，推动债券市场、场外市场和衍生品市场业务发展，将使得证券公司的业务更加多元化，从依靠股票市场吃饭转变为综合金融服务公司。相比于券商的政策扶持，年后保监会出台了一系列的治理举措：销售误导治理、车险理赔管理、费率市场化改革、规范车险市场秩序等，奠定了行业“规范治理”的政策基调，也是12年三个重点工作中的首要工作。我们判断规范治理已经告一段落，改革创新已经拉开，保险业务和产品创新、车险费率市场化改革、发展商业养老保险、放宽无担保债券的投资范围等新举措被管理层一再提及。今年的债券牛市将会提升保险公司的投资收益，净资产也将会恢复上升。

（三）稳增长政策放松受益行业

随着经济下滑的外围风险加大，政府稳增长的力度也在逐步加大，主要体现在：加快项目审批速度，通过货币宽松引导贷款利率下降，节能消费补贴，地方微调房地产政策。这将会使得如下行业出现阶段性机会：

房地产：随着一季度房地产政策底部出现，二季度房地产销售底基本确立，我们预计三季度可能出现房地产投资和新开工底部，未来行业基本面和政策面都向有利于房地产股票业绩和估值提升的方向好转。目前房地产行业重点股票12年估值平均只有11倍PE，我们认为房地产行业股票下半年可能有趋势性投资机会。

装饰园林：宏观政策的预调微调，在建筑行业中，对资金面敏感的装饰园林行业最为受益。由于装饰园林行业规模巨大（超万亿的行业规模），现在这个阶段行业龙头企业的订单供给面并不是问题，影响企业订单增长的关键因素是龙头企业自身的管理能力，现金流状况和对风险的控制。行业现金流风险二季度已经见底，下半年随着基建投资和房地产投资见底回升，装饰园林行业的订单增速可能加快，公司业绩可能上调并持续超市场预期。

家电：265亿家电节能补贴推出，政策面超市场预期，有利于行业增长。行业去库存基本结束，销量有望见底回升。原材料成本趋降，行业盈利能力稳定，龙头公司份额上升。基于行业政策面和基本面发生变化，我们给予家电行业“推荐”投资评级。



（四）重点行业

1、医药行业——基本面有望逐渐好转

行业评级：推荐

人口老龄化，医保覆盖范围不断扩大以及人们对健康的日益关注，推动着我国医药行业需求的持续增长。但是，医保扩容也对国家和地方财政提出了更高的要求。我国各地的经济发展水平不均衡，部分欠发达地区受制于支付压力，在药品招标中过分关注价格，而且这种倾向去年在多地蔓延，导致药品中标价格不断走低，行业政策达到低点，企业的盈利增长也陷入低谷。但是，过度压低药品价格，甚至低于正常的成本水平，就会引致一些企业铤而走险，放松对原料和生产过程的控制，药品质量就无法得到保证。今年曝出的毒胶囊事件也使这一问题得到充分暴露，媒体关注的焦点也从药价虚高转向了药品安全。行业主管部门已经认识到“唯低价论”对于医药行业的负面影响，今年各地的药品招标政策也逐渐转向“质量优选，价格合理”。近期广东的基本药物招标中，低价药品统一定价、大输液不以最低价中标、独家品种单独议价等措施，都体现出了对价格压制的放松，也对今后其他省份基药或非基药的招标起到了积极的示范效应，医药行业的政策面有望逐渐好转。

同时，医药行业数据也支持了行业转暖的趋势，今年 1-4 月医药工业收入同比增长 21%，利润同比增长 16%，1-4 月毛利率和利润增速环比上升。而且，从 4 月单月数据来看，收入、利润增速也好于大部分的消费品行业。这也反映出在宏观经济走弱的背景下，作为国家投入持续加大的医药行业，能够获得快于其他行业的

增长。近阶段医药股在二级市场的表现相对较好，这一方面是由于板块轮动，一方面也是对政策面、基本面好转的反映。而且，年报、一季报公布后，对盈利预测也已进行了修正，业绩低于预期的风险得到释放。目前医药板块整体对应 2012 年 23 倍预测市盈率，一线白马股也多在 25-30 倍，估值处于历史偏低水平。医药行业需求保持较快增长，政策面、基本面正在逐渐好转，而且在申万一级行业中，医药板块今年涨幅的排名还处于中等偏下。不论从进攻还是防御的角度，下半年医药板块应能取得超越市场的表现，我们维持“推荐”评级。重点关注以下领域：1、医疗器械类公司；2、具有品牌、渠道优势的 OTC、保健品公司；3、具备较强研发实力的创新型企业；4、医疗服务类公司；5、低估值的普药、医药商业企业。

2、食品饮料行业——业绩增速放缓，但仍具防御性

行业评级：推荐

白酒板块的 1 季报整体收入同比增长 42%，增速较上年同期下降 7 个百分点，但由于提价带来的毛利率提升，整体净利润同比增长 52%，增速与上年同期基本持平。行业高景气延续带来的这一靓丽业绩使得板块股价自年初以来上涨了 18%，跑赢沪深 300 指数近 10 个百分点。

经济增速放缓对中高端白酒消费的滞后影响自 4 月份开始逐渐显现出来，主要表现为终端销售变差，部分一线白酒一批价和零售价的回落。加上政府三公支出限制名烟名酒消费所产生的心理影响，将对板块股价产生阶段性压制。不过，正如我们此前一直强调的：尽管白酒行业景气度逐渐回落使得业绩增速放缓，但与其他行业相比，仍有较高的确定性增长，加之估值处于历史偏低水平，因此我们认为该板块仍具有较好的防御性。其中，贵州茅台的品牌力最强，通过拓展自营专卖店等方式实现全年 50% 以上的业绩增速最明确，是一线白酒中最佳的投资品种；同时我们仍看好处于“困境反转”后高成长期的古井贡酒、酒鬼酒等二线公司。

非白酒子行业中，我们相对看好啤酒和婴幼儿奶粉行业：啤酒行业尽管激烈的竞争格局没有改变，但行业增长稳定，受益原料成本的下降，其中，青岛啤酒在行业整合中处于优势地位，公司销量高于行业增速，其高端产品销售增速较突出；我国处于新一轮生育高峰期，居民收入增长带来的消费升级以及出于食品安全



考虑的被动消费升级，婴幼儿奶粉行业将保持稳定增长，市场份额将继续向优势品牌集中，我们看好有业绩释放动力的伊利股份以及利空因素阶段性出清、高端产品销售增长较高的贝因美。

我们以前看好的葡萄酒行业，由于受经济下滑和进口酒的冲击较大，面临行业性风险，张裕的 1 季报业绩已经反映了这一趋势，因此须谨慎投资。

3、节能环保行业——政策向业绩的演化

行业评级：推荐

节能环保行业的投资逻辑，核心是把握从政策向业绩演化的进程。作为新生事物，发展的最初动力只能来源于政策推动。但要持续发展，行业内公司的稳定盈利就是关键。从政策到业绩，中间需要政策的执行和市场的启动，具体表现为政府投资的加大和环保项目的开工。

去年 12 月份的全国环保大会可以看做是政策出台的一个高峰，《环保十二五规划》及细项指标陆续出台，表明政府对环保产业的高度重视。但受制于货币紧缩和财政压力，去年各级政府实际环保支出并不大，导致上市公司业绩普遍低于预期。

但经济下滑和减排目标的现实压力，促使政府重新定位环保产业。近期国务院常务会议关于加快七大战略性新兴产业发展的决定，从侧面印证了环保有望成为下阶段投资拉动的最重要抓手之一的判断。受此刺激，环保政策的落实在今年出现了明显的改善。统计局公布的中央财政预算环保支出额显示，今年 1-4 月份累计支出 490.02 亿元，同比增长 44.42%，超过去年同期 7.2 个百分点，环保在财政支出中的占比由去年同期的 1.34% 提升到 1.53%，显示出政府加大对环保投入的决心。微观层面，根据公开资料统计，今年环保各细分行业新开工项目较去年同期有明显增加。其中，截止到 5 月份供水新建规模 267 万吨/天，同比增长 89.5%；污水新建产能 845.2 万吨/天，同比增长 29.3%；垃圾焚烧新建产能 1.02 万吨/天，同比增长 10.5%。这一迹象在上市公司今年的订单数据上也有较为明显的体现。

快速增加的环保投资，有助于提升行业的盈利能力。因此大逻辑上，下半年的行情将从政策预期向业绩验证演化。在政策预期逐步减弱但业绩可能超预期的背景下，行业估值趋于平稳而业绩助推股价是大概率事件。

细分到子行业，大气治理的政策力度可能最大，水环境治理的持续性更强，固废处理则存在长期发展空间。具体来看，去年全国氮氧化物排放量不降反升，未能完成下降 1.5% 的全年目标，且今年前 4 个月该指标依然没有明显下降，后续减排压力可想而知。加上公布的 PM2.5 数据过高引发媒体广泛关注，对主管部门形成了现实压力。受此影响，上半年火电脱硝市场快速启动，后续更有可能再次上调脱硝补贴电价。行业内相关企业如龙净环保、龙源技术可能受益；今年 7 月 1 日是饮用水 108 项新国标实施截止日，市场对水环境的关注度也日益提高，加上其本身又是环保投资额中占比最大的一块（接近 1/3），相关上市公司有望受益，如碧水源；固废处理，尤其是资源化是长期值得看好的子行业。这个行业最大的特点是政府在其中扮演的角色将从传统的买单者转为纯粹的监管者，成本得以在体内消化，行业有自身成长的需求和条件，行业有望在相当长一段时间内保持年均 20% 以上的增长，格林美、东江环保等业内龙头有望受益。

二季度板块在政策引导和投资拉动下表现强于大盘。目前板块 12 年行业加权平均估值为 26.94 倍，13 年为 20.50 倍，均处于历史中游偏下水平。考虑到环保行业作为未来国民经济支柱产业的远景规划，给与行业 12 年 30 倍，部分子行业 35 倍的估值较为合理，给予推荐评级。

4、电力行业——电煤价格或现趋势性下跌，行业正处在趋势性向好的转折点



行业评级：推荐

电价经历了去年两次上调后，整体上涨幅度在 5%，这将直接增加今年电力企业的收入。未来电改仍将继续，但是短期内继续上调的可能性较小，电价改革仍是自上而下的推动，贵州电价改革试点低于预期。最终推动力仍是下一届政府，后续仍有上调空间。

国际煤价下跌：全球经济不景气，主要经济体的经济数据令人担忧，导致国际大宗商品普跌，特别是纽约原油创去年 10 月以来新低，同时，国际煤价近期持续下跌，到岸价格低于目前我国港口市场煤价。

国内煤价下跌：受国际煤价冲击，以及国内经济放缓影响，环渤海动力煤价格指数持续低迷，截至 6 月 1 日，环渤海动力煤平均价格 774 元/吨，较上月同期下跌 13 元，较去年同期下跌 58 元/吨，跌幅 7%。

未来电煤价格或呈现下跌趋势：我国经济增速放缓，煤炭下游需求不旺，加上国际煤价价格倒挂，进口煤高速增长，导致国内电煤过剩趋势明显。长期来看，由于国际经济调整仍将持续，国内经济转型是大势所趋，对电力及电煤需求增速下降，电煤价格下跌的趋势逐渐显现。

利用率短期下降略超预期：1-4 月全国机组利用率下降 3%；5 月情况不佳，1-5 月机组利用率下降 5%。

敏感性分析方面：影响盈利的因素重要性依次为：电价，煤价，利用小时；经济下行，煤价对火电盈利的影响大于利用小时。按照目前行业实际情况，我们测算，当电价、煤价和利用小时每变动 1%，对火电行业盈利的影响为 3.7：2.7：1。煤价下跌 1%带来的利润增厚，可以弥补利用小时下跌 2.7%。

经济下行，煤价下跌幅度往往大于利用小时。在经济下滑时，煤价和利用小时均会出现回调，一般情况下，利用小时反应会快于煤价，但煤价下调幅度往往大于利用小时，其对电力盈利的影响也大于利用小时。

投资建议：1)行业基本面火电正处在盈利持续向好的转折点上：随着电煤价格下跌趋势的逐渐形成，火电正处在盈利持续向好的转折点上，行业的盈利前景可以持续看好。在 10 年的大经济周期中，经历了过去五年的低迷期之后，火电企业将迎来盈利快速增长的阶段。2)行业估值水平不高：目前行业 PE 估值在 15 倍，PB 在 1.5 倍，目前的估值处于历史中位。3)建议重点关注两类公司：第一类是在煤价下跌趋势中，重点关注火电比重较大，对煤价敏感，盈利改善空间大，且估值较低的上市公司，如：华电国际、华能国际等；第二类关注沿海地区市场煤比重较高的公司，由于本轮供需关系逆转是从需求端产生的，电煤价格下跌将由沿海向内陆传导，重点关注公司包括：粤电力 A，广州控股等。

5、软件行业——低估值与政策导向推动下的稳定成长

行业评级：推荐

今年 1-4 月份，软件行业受经济下滑、税收优惠政策未落实、国际市场需求下降等因素影响，行业收入增幅 26%，同比回落 1.9%，比一季度回落 0.4%，显示软件行业增速尚未见底。在宏观经济下滑的大背景下，国家提出稳增长、调结构，一方面发布了软件和信息技术十二五规划，通过发展新兴产业来拉动经济增长；一方面加快推进两化融合。加大投资政务、医疗等信息化建设，扶持云计算、物联网等专项，拉动信息化投资需求。预计下半年行业基本面将有所好转，加快重点软件企业认定工作，落实各项税收优惠政策，政策及投资的推动，人力成本增速放缓，虽然较去年可能会有所下滑，但行业全年仍有望保持稳定增长。

1-5 月份软件行业受到业绩及市场风格影响，行业指数大幅跑输沪深 300 指数 11%。软件行业收入有季节性，集中在下半年，根据第二季度的订单情况可以预估全年的收入情况，部分公司全年业绩确定性较高。投资的根据行业景气度、IT 投资的确定性、制度创新及行业发展趋势几条主线进行选择。

1、ERP：在市场化经济高度渗透、竞争环境加剧，及人口红利逐渐减少的背景下，企业必须通过改进业务流程、提高管理水平来提升企业的有效性及企业效率，因此对 ERP 等管理软件提出长期化、持续化需求。



经济下滑短期会影响中小企业的信息化投资，但对大中型企业影响甚微，会继续投资建设，进行业务流程梳理，加强内部管理，逆周期扩张，有助于未来的发展。国际厂商 SAP 今年一季度在亚太区(除日本)增速最高。由此我们判断国内 ERP 行业景气度较高，且仍然能够保持。

2、政府民生：政府发布了政务信息化十二五规划，要形成统一完整的国家电子政务网络和信息安全基础设施，支撑面向国计民生的决策管理和公共服务，进一步提升治国理政能力和依法行政水平。在经济下滑、调结构的背景下，政府增加投资拉动信息化需求是最直接有效的，加大民生投入也是最紧迫的，政务、国土、社保、医疗、安全等细分行业受益最确定。

3、创新驱动：制度创新、模式创新、技术创新都是 IT 行业最重要的推动力。当前我国产业结构调整、转变发展方式的进程在日益深化，财富管理已成为全社会的迫切需要。相比 2011 年银行业总资产超过了 100 万亿，而券商总资产仅为 1.57 万亿。当前是我国证券行业的金融创新历史最好时期，业务创新需求迫切，未来有巨大的发展空间。金融信息化的龙头公司有望在较长时期内受益于证券行业制度创新。轮胎行业光波裂解的技术创新，不仅能够实现废旧轮胎的循环利用，而且能够应用到环保的其他领域，对国家环保、能源都具有重大意义。

6、传媒行业——技术与模式创新驱动行业快速发展

行业评级：推荐

文化产业被确定为支柱性产业后，政府不断出台扶持政策，社会资本大量涌入，使文化传媒行业得到快速发展。在物质消费得到满足后，大众对于文化消费升级的需求迫切。技术的创新、基础设施完善，为行业发展提供了很好的基础条件。消费习惯的改变，使用户从传统媒体往新媒体迁移的趋势越来越明显。

2012 年以来，行业面临如经济下滑、网络视频行业集中度提升、国外大片冲击等众多内外部不利因素，使行业的成长造成一些负面影响。反映到 A 股，则是传媒指数涨幅大幅跑输大盘。我们判断 2012 年下半年传媒行业会出现分化，竞争优势明显、整合能力强、业绩确定的公司、或者有主题性投资机会的公司有望获得市场青睐。重点关注以下投资主线：(1) 影视剧；(2) 广告营销；(3) 有线网络。另外快速成长的视频服务相关公司也值得关注。

1、影视剧：今年前 5 个月 63 电影亿票房，受到美国进口大片的冲击，国产片以 72% 的数量只占 32% 的票房份额，给国内电影公司造成非常大的压力。相对而言，在整个电影产业链上都有布局的公司抗风险能力强，比业务单一的公司拥有较强的竞争优势。电视剧行业目前虽然供大于求；演员成本快速上升；视频网站的行业集中度提升，网络版权下降较多。但是作为大众最喜欢观看的节目，精品剧对于各渠道来说，仍然是卖方市场。市场、制作能力的公司有望控制产业链，获得更大优势。关注：华谊兄弟、华录百纳

2、广告营销：今年以来广告增速明显下滑，主要受到经济下滑、政策限制及广告主投放结构的影响，报纸、电视等增速下滑较快，网络广告依然保持快速增长，显示良好的成长性。另外传统媒体的价格高企，也促使广告主加强公关及活动的预算投放。预计随着下半年经济的企稳回升、奥运会等推动，广告主的投放意愿会加强。目前行业景气度下滑，有利于行业龙头的整合，实现全产业链的业务拓展。关注：蓝色光标、省广股份

3、有线网络：在网络带宽增加、用户观看习惯改变、三网融合推进的背景下，有线电视受到视频网站和 IPTV 等新兴媒体业务的冲击，必须加快整合来面对它们的竞争，国家有线网络公司筹备成立，近期各省整合进度加快，会对有线网络。在有线网络改造过程中设备商也将受益。关注：武汉塑料、广电网络、数码视讯

7、电子行业——机会可能出现在三季度

行业评级：推荐



行业从今年一季度触底以来，回升趋势非常明显。从行业的先行指标看，北美 PCB BB 值和半导体设备 BB 值均已连续几个月回升到荣枯值 1 以上，表明企业对行业未来的景气度抱有信心。从台湾晶圆代工和封装企业的月度收入趋势来看，从三月开始逐月上升的态势已经出现，并且大部分企业都给出了较好的 3 季度盈利预测，因此行业景气度持续到三季度的可能性非常大。

目前对行业四季度的景气度尚不好判断。一方面经过 1 个多季度的库存回补，行业整体的库存已经回到一个合理水平，虽然三季度是行业的传统旺季，但欧债危机的再次发酵可能影响到全球消费者的心理预期，从而使得今年三季度的旺季效应有所趋弱。如果欧债危机不能得到一定程度的解决，四季度电子行业可能迎来一波历时较短的去库存过程。

三季度行业将迎来很多新产品的问世，其中最引人注目的无疑是苹果的 iPhone 5 和 Intel 力推的搭载 Ivy Bridge 处理器和 Window 8 的新一代 Ultrabook。我们认为虽然苹果公司最近的产品显示出创新性不足的问题，但从目前所掌握的信息看，作为乔布斯真正辞世之作的 iPhone 5 所带来的创新还是非常值得期待的，因此我们认为苹果产业链相关公司下半年的业绩确定性是比较高的。而作为 Intel 反击苹果的有利武器之一，Ultrabook 在明年的发展是非常值得期待的，我们认为 Ultrabook 将来将逐步成为笔记本电脑的主流品种，因此虽然 Ultrabook 产业链的相关公司下半年业绩可能无法有较大幅度增长，但未来的增长潜力较大。

目前行业的静态绝对估值在 2011 年的 33 倍，此估值处于历史的中值水平，离历史最高点 45 倍尚存在一定距离，但从相对估值看，处于历史上的高位区域。我们认为三季度由于是行业的传统旺季，加之很多新产品的推出，旺季效应依然存在，同时由于去年三季度行业整体表现较差，行业有望在今年第一次迎来同比意义上的增长，因此我们认为三季度整个行业会有一波行情，但行情的高度和历时受到欧债危机的影响可能比预期的弱。对于周期性电子股，我们建议采用事先潜伏的策略，享受三季度行业景气度持续而出现的一波上涨。对于成长性股票，由于苹果产业链公司仍旧是下半年业绩最确定的品种，虽然目前估值已在高位，但考虑到下半年的估值切换效应，仍旧存在一定的上涨动力。而 Ultrabook 产业链的有些公司目前股价处于底部区域，虽然今年业绩增长不明显，但如果 Ultrabook 销售好于预期，相关个股会存在一定炒作机会。另外我们建议持续关注受到政策扶持的 LED 行业和行业景气已经较好的安防行业。

8、天然气行业——“十二五”期间进入量升价增快速发展期 行业评级：推荐

中国天然气行业在“十二五”期间快速发展的行业逻辑在于：天然气在中国一次能源结构占比将大幅提升和 PM2.5 环保时代的开启：1) 目前中国的能源结构中，石油对外依存度目前是 55%，即将超过 60%，由于天然气占中国一次能源的比例很低（世界平均 2.4%，中国 4%），无论是进口还是国内开采都存在较大的空间，根据国家能源局的能源“十二五”规划，到 2015 年，中国的天然气消费量将达到 2600 亿立方米，一次能源占比提升至 8%；2) PM2.5 时代，相比于其他一次能源，天然气环境的友好性将受到越来越多的政府层面的重视。

美国的天然气自给率（主要是页岩气）大幅提升改变了美国的能源战略和经济结构，带给中国路径和启示：美国 2005 年天然气消费量 6310 亿立方米，其中页岩气 200 亿立方米；2010 年天然气消费量 6834 亿立方米，其中页岩气占 21%；2011 年页岩气占比 34%，预计 2015 年页岩气占比将达到 43%，这将不断改变世界的经济尤其能源结构；非常规天然气页岩气先进的地震技术和复杂的钻探方法使得美国的天然气供应量大幅提升，2012 年实现了天然气的净出口，其发展历程给中国带来启示和经验。

中国天然气供给端的瓶颈在“十二五”期间将得到快速缓解，受到压抑的需求端将快速释放。1) 中国天然气供应格局可以概括为西气东输、海气登陆和就近外供，到 2015 年，中国的天然气供给量将达到 2600 亿立方米（国产 1700、净进口 900），相比于 2011 年全国天然气消费量 1300 亿立方米（国产 1050，净进口 250）有了大幅提高；之前由于国内大部分天然气一级长输管线未投产，导致华北、华东、华南等区域没有足够的、



低成本的管道气供应（含中亚气、缅甸气等），这些区域的天然气消费被抑制。2011-2013 年，随着陕京三线、西气东输二线、中缅油气管线等投产，西气东输三线的开工，能稳定大量供应的中亚气、中东 LNG 等能进入消费区域，下游天然气销量将持续极大增长。天然气凭借着其与汽柴油、LPG 等的价差优势以及环保优势（PM2.5 成了东部地区普及天然气的新动力），在国内具有强大的潜在消费需求。我们预计 2012 年至 2015 年年均天然气的消费量将超过 16%。天然气下游需求中，增速最快的细分子行业依次为：商业、交通、发电和工业。

供给端和需求端各有投资机会，最为看好页岩气的开发服务公司和 LNG（液化天然气）产业链的公司：供给端方面，中国可能在未来几年进入常规天然气储量探明的高峰期，年均新增探明可采储量有望继续上升。如果再考虑资源潜力巨大的非常规资源，尤其是页岩气开采进度很可能会超预期发展，储量增长的高峰期有可能被大幅延长。上游油气生产商，油气技术服务和设备公司可能是本轮高峰期的最大受益者。需求端的投资机会在于 1) 来自于 LNG 产业链的公司，包括液化，存储，运输，以及下游 LNG 汽车、船舶等各个环节的需求的开发，另外建议关注 LNG 生产和分销商；2) 天然气发电领域：“十二五”规划中预计“十二五”末天然气发电的装机容量为 7000 万千瓦，新增 3200 万千瓦。相关天然气燃机公司和余热锅炉公司获益明显。

9、非银金融行业——金融改革起步，非银受益

行业评级：推荐

金融改革是中国经济转型的一个支柱，中国经济原有发展模式是通过银行渠道低息吸收储户存款，然后低息贷款给国有部门，进行投资，形成了中国投资拉动经济的模式。这一模式的风险主要集中在银行，所以银行需要经历剥离坏账和不断地再融资。现在经济转型的落脚点就在引导民营资本进入实体，与国有资本共担风险，分享回报，融资渠道上拓宽直接融资，不再将风险集中在银行体系。所以，经济转型可以归结为三块：松绑私营资本、多元融资渠道，调整产业结构。

在这个过程中，非银金融将会明显受益。第一，要将融资的重要渠道加在券商身上，那么必然要提高券商的杠杆，现在中国券商的名义杠杆在 2.5 倍左右，如果扣除掉不能使用的保证金，实际杠杆则更低，相比之下而言。美欧投行的杠杆现在在 20 倍左右。杠杆的提升将提升证券公司的 ROE 水平。第二，推动债券市场、场外市场和衍生品市场业务发展，将使得证券公司的业务更加多元化，从依靠股票市场吃饭转变为综合金融服务公司。我们认为券商股下半年的机会仍然存在，维持推荐评级，看好兼具估值和综合弹性的海通证券和国元证券。

相比于券商的政策扶持，年后保监会出台了一系列的治理举措：销售误导治理、车险理赔管理、费率市场化改革、规范车险市场秩序等，奠定了行业“规范治理”的政策基调，也是 12 年三个重点工作中的首要工作。我们判断规范治理已经告一段落，改革创新已经拉开，保险业务和产品创新、车险费率市场化改革、发展商业养老保险、放宽无担保债券的投资范围等新举措被管理层一再提及。今年的债券牛市将会提升保险公司的投资收益，净资产也将会恢复上升，而从 PB 的角度，保险股的估值并没有显著扩张。我们看好寿险业务占比高与债券投资占比高的中国人寿。

10、房地产行业——政策面基本面均向好

行业评级：推荐

随着一季度房地产政策底部出现，二季度房地产销售底基本确立，我们预计三季度可能出现房地产投资和新开工底部，未来行业基本面和政策面都向有利于房地产股票业绩和估值提升的方向好转。

政策面看，房地产调控微调方向仍然是扩大差别化住房政策，支持首套房和刚需，严控投资和投机需求。央行“加大对普通商品住房建设的支持力度，满足首次购房家庭的贷款需求”，以及后续的工农中建四大行“切



实满足居民家庭首次购买自住普通商品住房的贷款需求，合理权衡定价，在基准利率之内根据风险原则合理定价。积极支持资质良好的开发企业进行有市场需求的普通商品住房建设”。随着 CPI 持续下降，国内经济持续下滑，随着降息和降准的兑现，央行货币政策放松的趋势已十分明显，这也有利于宏观资金面的根本好转。从地方政府层面看，主要通过契税减免、公积金贷款放松等方式支持合理住房需求，未来中央和地方政府的政策博弈仍会不断出现。我们预计下半年随着通胀的回落，宏观货币政策局部宽松，存准率和利率仍有下调可能，未来首套房和改善性住房的信贷将进一步宽松，首付比例和房贷利率将可能进一步下调。

二季度行业基本面可能已实现软着陆，三季度房地产投资和新开工有望见底。5 月份当月投资额增速明显回升超市场预期，当月全国商品房销售面积、新开工面积降幅收窄，行业基本面软着陆迹象明显。1~5 月全国商品房销售面积 2.88 亿平米，同比下降 12.4%，降幅较 1~4 月缩小 1 个百分点，1~5 月累计销售额 1.69 万亿元。其中，1~5 月住宅销售面积 2.55 亿平米，同比下降 13.5%。5 月当月住宅销售面积同比下降 9.0%，销售额降幅 1.4%，较 4 月份 2.9% 的降幅有所收窄。1~5 月全国商品房开发累计投资额 2.22 万亿元，同比增长 18.6%，增幅相比 1~4 月下降 0.1 个百分点。5 月当月投资额同比增长 18.2%，较 4 月回升 9 个百分点，投资增速回升略超预期。1-5 全国商品房新开工面积 7.29 亿平米，同比下降 4.3%。5 月当月全国商品房新开工面积 1.84 亿平米，同比下降 4.6%，较 4 月 14.6% 的降幅有所收窄。随着行业政策面和资金面的好转，我们认为下半年房地产销售能维持回升势头，考虑到目前的楼市库存仍处于高位，开发商资金链紧张，为完成全年销售任务仍会积极降价促销回款，因此三季度楼市仍旧维持价跌量升的局面，这种量价关系将有利于行业健康发展。

在下半年行业政策面和基本面均向好的情况下，目前房地产行业重点股票 12 年估值平均只有 11 倍 PE，我们认为房地产行业股票下半年可能有趋势性投资机会，我们维持行业投资评级为“推荐”。

未来房地产板块的主要风险在于 CPI 的反弹和房价的反弹，一旦出现两者中的一种，宏观和行业政策都可能发生变化，从而影响地产股的表现。

11、装饰园林行业——具有业绩和估值都提升的机会

行业评级：推荐

从宏观政策来看，随着经济持续下滑，中央的政策重点由“控通胀”逐步转向为“稳增长”。货币政策方面，随着降息和降准的兑现，央行货币政策放松的趋势已十分明显，这也有利于宏观资金面的根本好转。温家宝总理 5 月中旬在武汉调研时表示，推进“十二五”规划重大项目按期实施，尽快启动一批事关全局、带动性强的项目。同时随着一季度房地产政策底部出现，我们预计二季度房地产销售底基本确立，行业基本面可能实现软着陆，三季度可能出现房地产投资和新开工底部。下半年为稳定经济增长，我们预计基建投资和房地产投资有望见底回升。建筑节能政策的推出，有利于房地产精装修行业的加速发展。

随着今年宏观政策的预调微调，在建筑行业中，对资金面敏感的装饰园林行业最为受益。由于装饰园林行业规模巨大（超万亿的行业规模），现在这个阶段行业龙头企业的订单供给面并不是问题，影响企业订单增长的关键因素是龙头企业自身的管理能力，现金流状况和对风险的控制。由于整体宏观面资金紧张状况已经好转，装饰园林企业和其客户的资金紧张状况都有所改善，行业现金流风险二季度已经见底。下半年随着基建投资和房地产投资见底回升，装饰园林行业的订单增速可能加快，公司业绩可能上调并持续超市场预期。从企业订单情况来看，4~5 月份行业龙头企业订单增速普遍达到 20%~50% 的增长，龙头公司业绩一季度是全年底部，二季度将见底回升。

在装饰园林行业下半年经营环境明显优于上半年，现金流状况好转，订单增速加快的情况下，行业估值普遍在 12 年 25 倍 PE 的水平。我们认为装饰园林行业下半年有业绩和估值都提升的机会，给予维持装饰园林行业投资评级为“推荐”。

重点关注：洪涛股份，广田股份，金螳螂，棕榈园林



12、家电行业——补贴政策出台，行业增长可期

行业评级：推荐

265 亿家电节能补贴推出，政策面超市场预期，有利于行业增长。从销量拉动来看，空调仍将最为受益，虽然补贴幅度未超预期，但需求弹性较大、旺季政策实施。热水器补贴幅度较大，其中燃气热水器有显著拉动；太阳能热水器有望持续较好景气度；一直未定下能效等级标准的热泵热水器可能也有显著发展。冰箱的补贴幅度较大、涵盖范围也较广，但需求弹性较小，对销量拉动可能低于更新较多的彩电。洗衣机销量一直较为稳定。从产品结构来看，空调与彩电的提升空间较大，补贴产品的当前销售占比分别约 25%与 10%，拥有技术优势的整机企业更为收益，同时对于关键零部件如高效压缩机与透光膜行业的拉动更大。冰洗产品结构较好，补贴产品有望占当前销售近半，补贴实际推广量可能较大，产品结构将进一步提升。热水器能效水平也有望进一步提升，热效率较低的电热水器将继续被太阳能与热泵取代，而燃气热水器的份额可能稳中有升。

行业去库存基本结束，销量有望见底回升。家电公司前两个季度持续去库存后，目前主要产品库存较低，为后续增长蓄力。我们观察 5 月份家电行业销售底部基本确立，环比出现改善迹象，但改善程度有限，而最新的节能家电补贴政策将使得年内需求重新启动，家电销售改善趋势得以确立；今年以来房地产市场成交量环比回暖，对下半年销售回暖有支撑；下半年行业低基数效应也有利于市场提振信心。出口受美国经济回暖拉动，今年以来表现好于内销，超出预期。

原材料成本趋降，行业盈利能力稳定，龙头公司份额上升。金属材料价格从去年 3 季度高位持续回落，目前稳定在较低位置，我们预计未来金属材料价格可能维持平稳甚至可能进一步下跌，这将有利于家电行业成本下降。从行业一季报情况看，由于原材料价格下滑、产品结构提升以及费用率的控制，家电板块一季度净利润仍实现同比增长 10.1%，行业盈利能力稳定。龙头公司由于渠道，品牌，产品优势，在节能补贴刺激下，市场份额有望上升。

在当期经济下滑压力下，家电行业是最容易出刺激政策且刺激政策副作用小的行业，对启动消费，拉动经济有明显的正面作用，前期行业又有过补贴执行经验，有利于政策顺利推行。我们预计本次家电节能产品补贴的力度超预期，对行业销量具有实质性拉动作用，家电板块将整体受益，目前行业估值处于较低水平，龙头公司 12 年动态估值为 10 倍 PE，基于行业政策面和基本面发生变化，我们给予家电行业“推荐”投资评级。

13、煤炭行业——风险逐步释放，煤价有望企稳回升

行业评级：推荐

我们预计煤价下跌空间有限，并将于 7 月底企稳回升。以秦皇岛 5500 大卡动力煤平仓价为例，预计在 700 元企稳，较目前价格有 40 元的空间，约 5% 的下降幅度。主要基于以下五点原因：

第一，成本支撑，7 月份开始澳洲征收资源暴利税和碳排放税，国内 09 年来投产的高成本煤矿逐步接近成本线。

第二，夏季用电高峰的到来，环比约有 10% 多一些的增长。

第三，10 月份开始的冬季用煤储备。

第四，保增长的货币政策和财政政策效果逐步显现。

第五，4 月份的工业增加值增速相当于 GDP7% 的增长。日本经济转型期的 GDP 为高速成长期的一半，就我们国家来说，相当于 7% 的水平。因此，即使不考虑政策效应，是否经济也已经到了可以自我恢复的位置。

国内煤价的后周期性表现，叠加海外煤价的下跌，煤炭股出现急速下跌。市场目前担心煤价将继续大幅下跌，二、三季度环比业绩仍将继续下跌，我们认可以上的担心。但如上所分析，7 月底煤价有望企稳回升。另外，我们觉得上市公司的盈余管理部分平滑了行业周期。考虑业绩下调，今年上市公司净利润与去年持平。



经过前期下跌后，目前估值在 14.3 倍；我们觉得 13 倍是较为安全的，一方面是过去多年的估值底部，另外一方面估值的中枢的下移是一个缓慢的过程。因此，我们认为股价未来下跌空间有限，在下跌过程中可以考虑逐步买入。

我们认为煤炭股估值合理后，有三阶段的投资机会。一是，对政策的预期直至价格企稳，股价期间也会不断向上或向下修正；二是，价格企稳期间，存在结构性机会，包括公司治理结构管理水平改善，信达问题解决等。三是，行业周期性复苏阶段。

14、化工行业——拐点出现在油价底部

行业评级：谨慎推荐

化工下半年不确定性增加，但从中期角度看，向上概率较大。短期看，由于油价的持续下跌，将对大部分化工子行业二季度业绩造成很大的压力。目前，市场已经对化工二季度业绩下滑形成一定预期，从股价来看也有一定的反映。

我们认为现在化工的不确定性在于两点，一是油价在连续下跌后暂时企稳，但影响油价下跌的因素还在发酵，国内经济的下滑以及欧债危机的深化等，都对油价造成负面影响，化工行业的业绩底，应在油价企稳回升时，而这个时间点还需要观察；二是，由于近期国内市场强于国外市场，化工相对弱于其它行业，但是从估值看下跌幅度还不够，未来如果下调业绩预期，会对估值造成较大压力。

因此，对下半年化工的判断为先低后高的走势，其拐点出现将在油价企稳的前后。在油价下跌过程中，建议投资逆周期和成长类品种。比如橡胶下游子行业品种，如宝通带业、双箭股份、轮胎企业如风神股份、黔轮胎等。其特点在于与下游需求比较，原材料的价格波动对业绩影响更大，今年一季度以来包括双箭股份和宝通带业在内橡胶下游制品企业连续预增就反映出这一特点。此外，成长类股票由于技术壁垒高，享受高毛利，销售价格也相对稳定，其价格波动滞后于原材料。且也有足够的毛利空间来消除原材料价格波动带来的不利影响，如雅本化学、联化科技等。其在油价下跌过程中也有较强的防御性特征。

在油价拐点出现后，将迎来化工大的行情波段。我们认为，这时会有几个关键点。一是，行业的盈利底已经初步确认，企业盈利将随着油价上涨逐步回升至正常状态，二是，由于企业有低价库存，盈利增长可能会超预期。在这一阶段，将主要观察下游行业的复苏情况，并选择弹性好的品种。根据下游行业的不同，可选择不同的标的。以汽车复苏为导向的可选择炭黑类企业如黑猫股份、龙星化工等；以房地产复苏为导向的可选择 PVC 类相关企业，如中泰化学、英力特等；以纺织为导向选择华峰氨纶、泰和新材等。当然，在这一阶段，出现的也可能是结构性机会，即部分子行业出现较大机会，譬如 11 年的钛白粉和三爱富。而其它行业由于下游需求没有复苏，导致行业机会一般。

15、重卡行业——下行空间有限，需求有望恢复

行业评级：谨慎推荐

今年以来，受经济增速下滑及政策预期放松双重因素的影响，重卡类股票呈箱体震荡走势。重卡前 5 月销量同比下滑 33%，下滑幅度较大的原因有三：一是地产/基建投资下滑导致需求较差；二是高存量重卡的影响；三是去年一季度基数较高。下半年随着高基数效应的消除、存量重卡影响的逐渐弱化、需求的缓慢恢复，重卡下半年销量有望实现与去年同期持平。

目前，市场对重卡股的担心主要有两点：一是固定资产投资与经济下滑导致需求持续低迷，二是存量重卡对新增需求的抑制。重卡的下游包括工程和物流两方面，两方面分别约占 1/3、2/3，固定资产投资主要影响工程用重卡，而物流用重卡的需求与宏观经济增速直接相关。受 4 月份宏观经济数据大幅下滑的影响，5 月发改委加大审批了一系列项目，近期利率下调及 5 月新增信贷也为部分固投项目的顺利实施提供了资金保



证，这可能也表明了当前经济的下滑幅度已接近国家的容忍度，经济继续下滑的空间有限，基于上述分析，我们认为重卡需求继续下滑的空间已非常有限。对于存量重卡的影响，工程用重卡的使用周期一般是 2-3 年，物流用重卡一般是 3-5 年，目前距离上一轮重卡销售高峰 09 年已近 3 年时间，随着更新换代周期的来临，存量重卡的影响逐渐减弱。

我们认为，重卡股的核心投资逻辑在于估值具有安全边际+需求恢复具有确定性。目前主要重卡股的 PB 已接近 08 年的最低水平，中报业绩风险释放有望进一步提升估值的安全边际。需求恢复的确定性来自于下半年经济的逐步好转及存量重卡影响的逐渐弱化，此外，十八大的召开也有望提振市场对于经济恢复的信心。

基于上述分析，我们推荐估值安全边际高、弹性大的重卡股。与 08 年估值的最低点相比，目前估值安全边际较高的依次为中国重汽、福田汽车、潍柴动力、威孚高科，向上弹性较高的依次为中国重汽，潍柴动力、福田汽车、威孚高科。考虑到中报业绩的风险、经济恢复的力度及重卡股向上的弹性具有不确定性，给予重卡行业“谨慎推荐”评级。

16、工程机械行业——关键在于政策的实质性措施与传导 行业评级：中性

今年 1-5 月，土方机械中具有代表性的挖掘机销售约 65000 台，累计同比下降 43%，其中 5 月份销售 10870 台，环比下降 29%，同比下降 24%，5 月份的跌幅较 1-4 月有比较明显的收窄。从更能代表季节性因素的环比角度看，06-11 年 5 月相对 4 月的跌幅算术平均值为 33.6%，加权平均值为 35%（不考虑 11 年则为 30%）。因此，5 月挖掘机的表现略好于或者至少持平于正常的季节性特征，我们认为这可能是挖掘机销量在底部企稳的一个信号，但是单月的数据还不足以完全说明问题，需要后续月份的销售情况进行进一步验证。

对于全年的销售情况判断上，6-8 月是传统淡季，再加上雨季因素，销售情况不会有明显反转，但是由于去年同期的销量数据下降很快，因此同比跌幅收窄的趋势可能不会有大问题，这一点已经在市场预期之中。9、10 月份是全年工程机械销售除 3、4 月外的一个小高峰，去年小高峰没有出现，今年销售数据在 9、10 月份开始出现正增长的可能性是存在的。我们认为今年挖掘机后续的销售情况出现大幅低于预期的风险还是可控的，我们将继续进行跟踪。对于全年挖掘机销量增幅判断大约在-20%左右。

混凝土机械方面，由于需求向三四线城市下沉以及主机厂采取积极的销售政策，今年以来销售维持了正增长，但是由于混凝土机械受到房地产影响很大，而房地产新开工数据并不理想，因此相比土方机械，混凝土机械目前表现更好、而后续隐患较大，有必要警惕下游用户还款出现问题给企业的应收账款和担保带来的负面影响。中联 5 月份销售情况较好，中报业绩可能有 10-20% 的正增长，应该说是超出市场此前的预期的，但市场反映平淡，显示了对此的担忧。随着三一今年在港上市融资（可能为 9、10 月份），中联的资金优势将失去，行业竞争格局必然有所改变，但具体程度还需要进一步跟踪。对于混凝土机械全年销售情况我们的判断是有小幅的正增长。

由于近期工程机械的股价更多反映了对于政策的预期。随着降息的靴子落地，后续还有多少政策预期的空间以及销售情况能否有超预期的增长是影响工程机械股后续表现的关键，对此我们持中性态度。如果出现以下情况，我们认为工程机械股的投资机会将真正出现：1) 后续有明确的政策出台，对基建和房地产投资形成有足够力度的支持；2) 中长期贷款情况持续改善，验证投资确实在恢复与增长；3) 工程机械的销量超预期。而在这些条件发生前，我们认为工程机械股票的上漲空间和下跌空间都比较有限。

同时提示在 6、7 月底行业销量数据出来前，以及 7、8 月企业中报公布前，有必要关注数据不达预期的风险，我们将会保持跟踪。



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,2011 年嘉禾基金净值增长率-23.99%,在所有偏股混合型基金中排名第 21。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 2011 年 12 月 30 日,东吴双动力基金累计单位净值为 1.6364 元。2011 年东吴双动力基金净值增长率为-25.63%,在同类型基金中排名第 126。

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 2011 年 12 月 30 日,东吴行业轮动基金单位净值为 0.8112 元,成立以来净值增长率为-22.06%。

4、东吴优信稳健债券基金

基金类型： 债券型基金

基金经理： 丁惠

基金代码： 582001 (A 类)

基金托管人：中国建设银行

东吴优信稳健债券基金(A 类)于 2008 年 11 月 5 日成立以来,业绩稳定。据中国银河证券基金研究中心统计数据显示,截至 2011 年 12 月 30 日,东吴优信稳健基金(A 类)单位净值为 0.9695 元,成立以来净值增长率为-3.11%。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： 丁惠
基金代码： 582201 (C类)
基金托管人：中国建设银行

东吴优信稳健债券基金(C类)于2009年6月15日成立以来,业绩稳定。2009年6月25日,东吴优信稳健基金(C类)第一次分红,每10份基金份额派发现金红利0.12元。

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： 唐祝益
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。2011年东吴进取策略基金净值增长率为-30.45%,在同类型基金中排名第46。

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。2011年东吴新经济基金净值增长率为-17.27%,在同类型基金中排名第23。

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。2011年东吴新创业基金净值增长率为-22.87%,在同类型基金中排名第77。

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： 刘元海

基金代码： 580008

基金托管人：中国建设银行

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

12、东吴深圳 100 指数增强型证券投资基金

基金类型： 股票型指数增强基金

基金经理： 唐祝益

基金代码： 165806

基金托管人：中国建设银行

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