



阶段性企稳 精选成长股

——东吴基金 2012 年度四季度投资策略报告



阶段性企稳 精选成长股

进入三季度之后，全球股市在欧债危机缓解的背景下开始反弹，随着QE3 预期及最终出台，部分股指创出新高，但 A 股市场获得了全球主要股票市场最差表现。政策的差异可能是造成不同表现的主要原因。行业上国内投资需求主导的都比较惨，和国外货币相关的表现一般，表现比较好的就是和居民消费需求相关且自身产业相对健康的。

从四季度开始，我们可能会看到基建需求的稳定缓慢回升加上房地产投资的见底反弹所带来的去库存缓和，这将有利于股票市场的稳定。铁路和轨道交通是未来城镇化向精细发展下拉动投资的主要方向，发改委审批项目也多集中于此，同时铁道部权利下放也有利于投资推进。房地产新开工在销售复苏半年之后也终于见底反弹，但我们并不对反弹力度有多大期望，不过这有助于其上游产业链去库存减缓。因此，我们可能看到经济下滑的趋势在 4 季度有所缓和，这将有助于稳定股票市场，但由于受制于长期增长潜力的下移，我们不要对上涨有过高的期待。

美国开放式 QE 的目的在于引导预期稳定，但从 08-09 年中两个阶段，联储仅仅购买 MBS 而不是国债时市场的表现可以发现，购买 MBS 只能稳定市场，并不能推升市场，而经济受益于购买 MBS 的程度要远小于购买国债，所以，商品未必受益，这将有利于国内通胀的温和反弹，而不是快速上升。

随着经济转型，经济增速下台阶，我们通过理论分析以及观察历史经验发现，在这一阶段，股票市场的投资收益率将会下降。同时成长变得稀缺且竞争加剧将会使得只有具备高成长和竞争优势的企业才值得中长期投资。

我们对社会发展的趋势进行了分析，并结合中报数据，选出以下的投资机会：

- (1) 具有竞争优势的高成长行业，主要包括医药、TMT、食品等
- (2) 有一定竞争力，业绩有反转迹象的行业，主要包括化工、机械等子行业
- (3) 业绩可能会在未来见底回升的行业，主要包括交运设备、保险、零售等。

(2012 年 9 月 27 日)

主 编 张 晗

行业研究

医药	张 寅
环保	戴 斌
软件传媒	朱冰兵
地产装饰	薛和斌
服装商业	赵梅玲
电子	徐 嵩
金融	张 晗
煤炭	张能进
化工	王立立
汽车	李鹏飞

监 审 任少华
唐祝益
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、三季度市场回顾：政策与经济僵局，单边下跌	3
(一) 政策与经济的僵局	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，政策意愿不足	5
(二) 主要央行QE 改变市场预期	8
三、市场走势预判	10
(一) 阶段性企稳	10
(二) 开放式QE 后全球宏观形势分析	15
(三) 市场趋势总结	19
四、投资主线	20
(一) 投资策略的探讨	20
(二) 社会发展大趋势	21
(三) 从中报中选机会	23
(四) 重点行业	24
东吴基金管理有限公司旗下产品	33

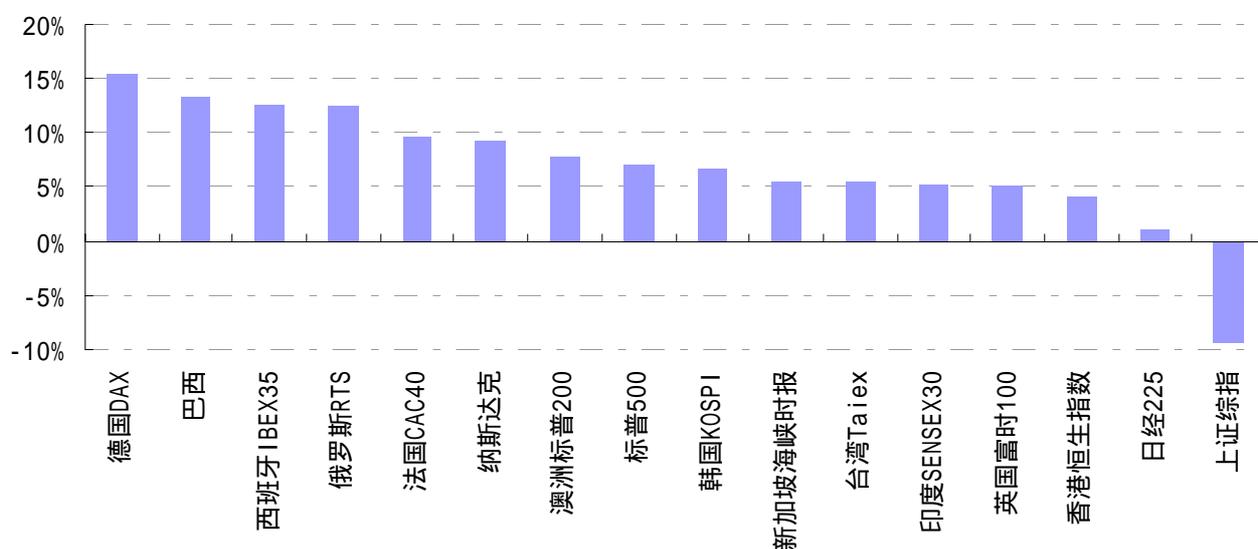


一、三季度市场回顾：政策与经济僵局，单边下跌

（一）政策与经济的僵局

进入三季度之后，全球股市在欧债危机缓解的背景下开始反弹，随着QE3预期及最终出台，部分股指创出新高，但A股市场获得了全球主要股票市场最差的表现。究其原因，可能是全球主要央行在3季度都开始QE，虽然经济并没有改善，但政策或者是暂时打消了尾部风险，或者是引导了投资者的预期变得非常乐观。相比较而言，中国的货币和财政政策明显要低于市场的预期，同时经济下滑的步伐没有停止，政策的差异可能是造成这种不同表现的主要原因。

图表 1 除了 A 股，全球股市反弹（截至 2012 年 9 月 20 日）

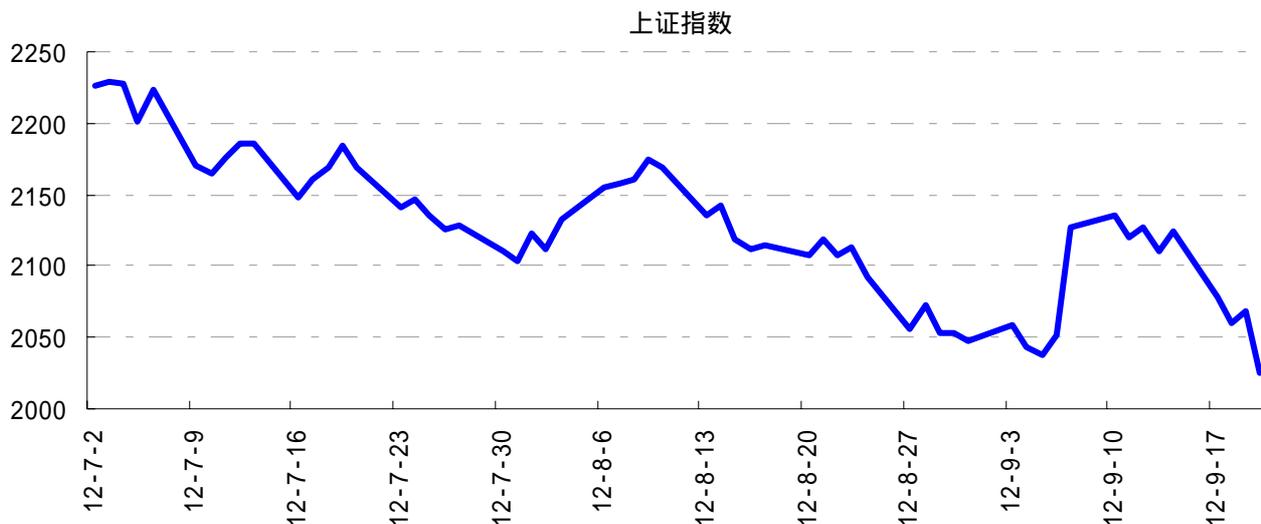


数据来源：Wind，东吴基金

A股市场在进入三季度之后，成为全球主要股票市场中表现最差的市场，与二季度截然相反。4-5月份的稳增长政策在三季度没有了下文，降准也迟迟没有出现，让广大的宏观预测专家不断地推后降准预测，投资者开始担忧政策是否有意愿去稳定经济，另一方面经济也在不断地缓慢下滑，这种情景让投资者陷入绝望，各种中长期的担忧重新产生。



图表 2 上证指数单边下跌

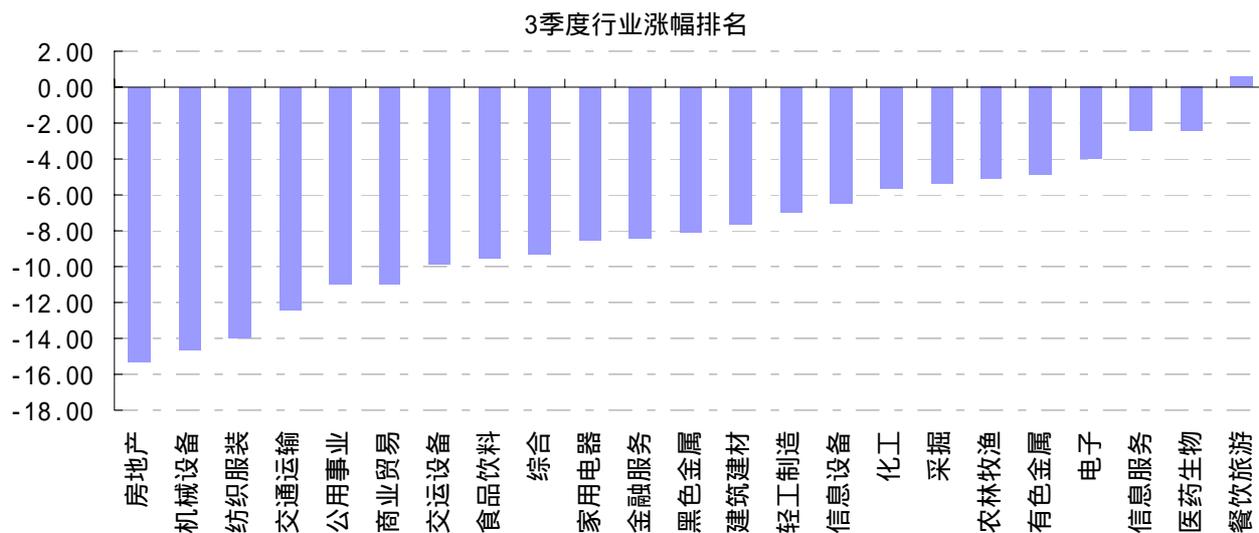


数据来源：Wind，东吴基金

(二) 行业表现：业绩与预期

三季度唯一上涨的行业是餐饮旅游，其次是医药生物、TMT，而有色、煤炭、化工这些强周期的品种跌幅相对较小，可能和海外QE预期导致商品价格稳定上涨有关，跌幅最大是房地产、机械、纺织服装，这和国内投资项目一直没有起来，中长期贷款低迷以及房地产政策预期扭转有关。总结下来三季度的行业表现就是由国内投资需求主导的都比较惨，和国外货币相关的还可以，表现比较好的就是和居民消费需求相关的，而自身产业相对健康的。

图表 3 二季度涨幅排名



数据来源：Wind、东吴基金

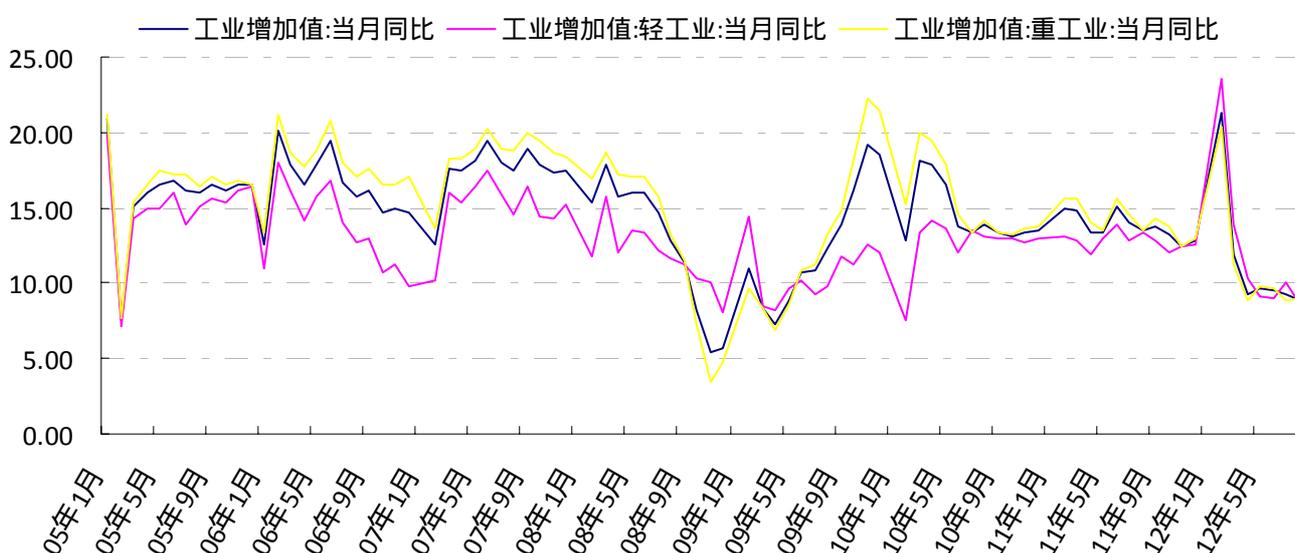


二、经济基本面分析

(一) 国内经济下滑，政策意愿不足

从工业增加值来看，6月份开始一路下滑，从5月份的9.6%下滑到了8月份8.9%，创下这轮周期的最低点，下滑是广泛的，包括重工业和轻工业。不过环比趋势上来看，已经显示出在底部缓慢复苏的迹象。工业下滑的行业特征并不明显，7月份下滑的主要因素集中在重工业中的化工、水泥、钢铁、汽车、机械，最严重的是机械行业中的铁路船舶设备和汽车，而8月份下滑的主要因素集中在轻工业中的纺织、计算机等。不过在基建项目增速逐步恢复叠加上房地产投资出现拐点，4季度经济有可能企稳。

图表 4 工业显示经济下滑

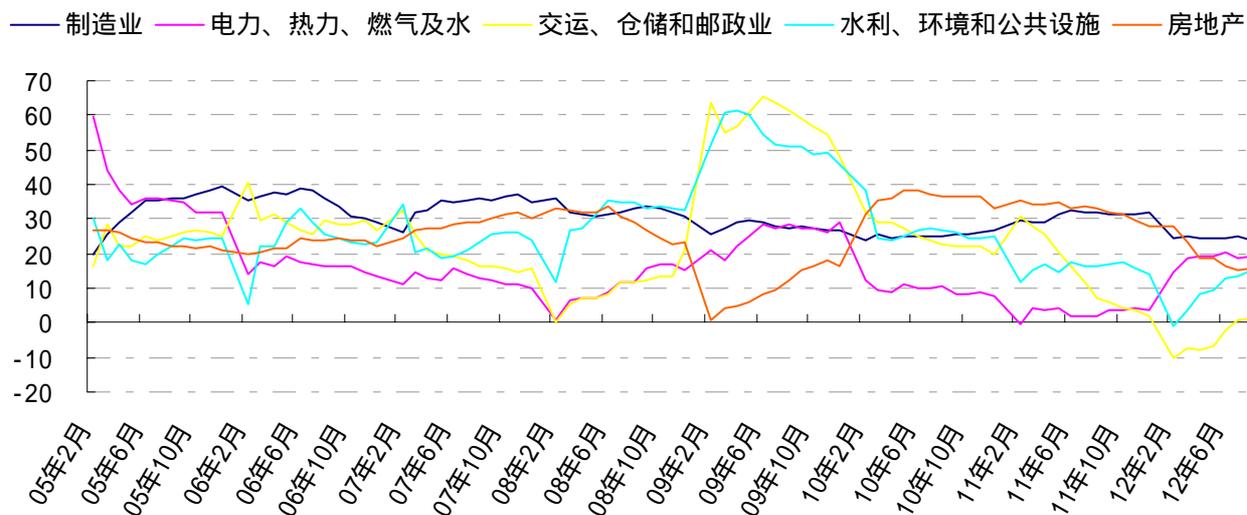


数据来源：Wind、东吴基金

投资方面，8月份固定资产投资完成额累计增长20.2%，比较稳定，但从结构上来看，存在很大的差异了，制造业投资在今年持续稳定在24.5%附近后首次大幅下滑到23.94%，主要是设备制造业投资增速的下滑。而基建投资维持着稳步回升的走势，下文中将会测算发现，按照铁道部投资计划，年底铁路投资将会回升到零增长之上，同时房地产投资增长也在8月份出现了拐点。我们还发现今年新开工项目计划投资额8月份同比出现上升趋势，这恐怕预示着一些基建项目的开工。所以，我们判断4季度投资依然将会维持稳定，不会因为制造业投资的下滑而受到明显影响。

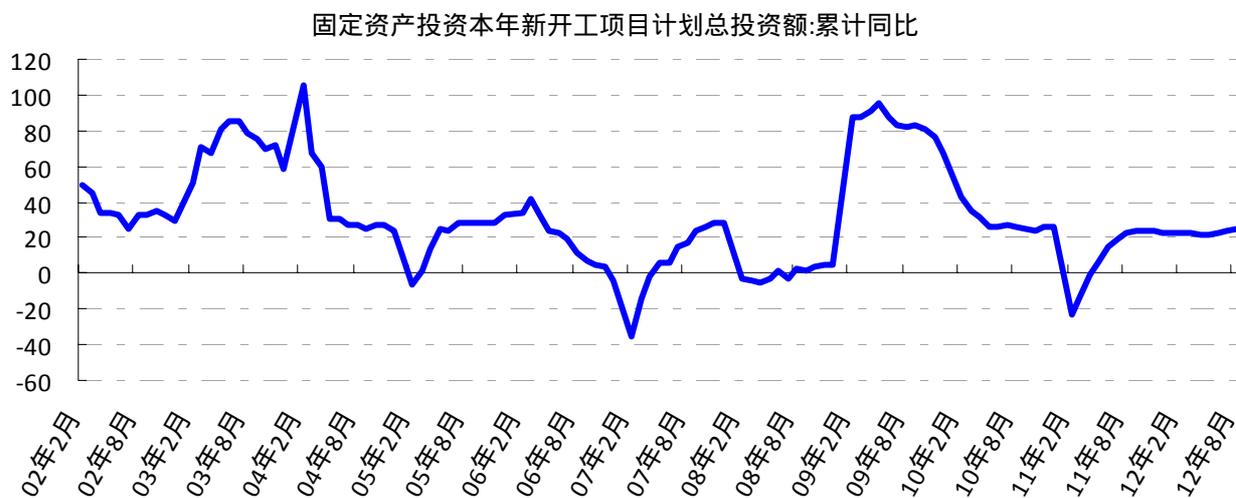


图表 5 制造业投资下滑、基础设施投资持续反弹，房地产投资首次反弹



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

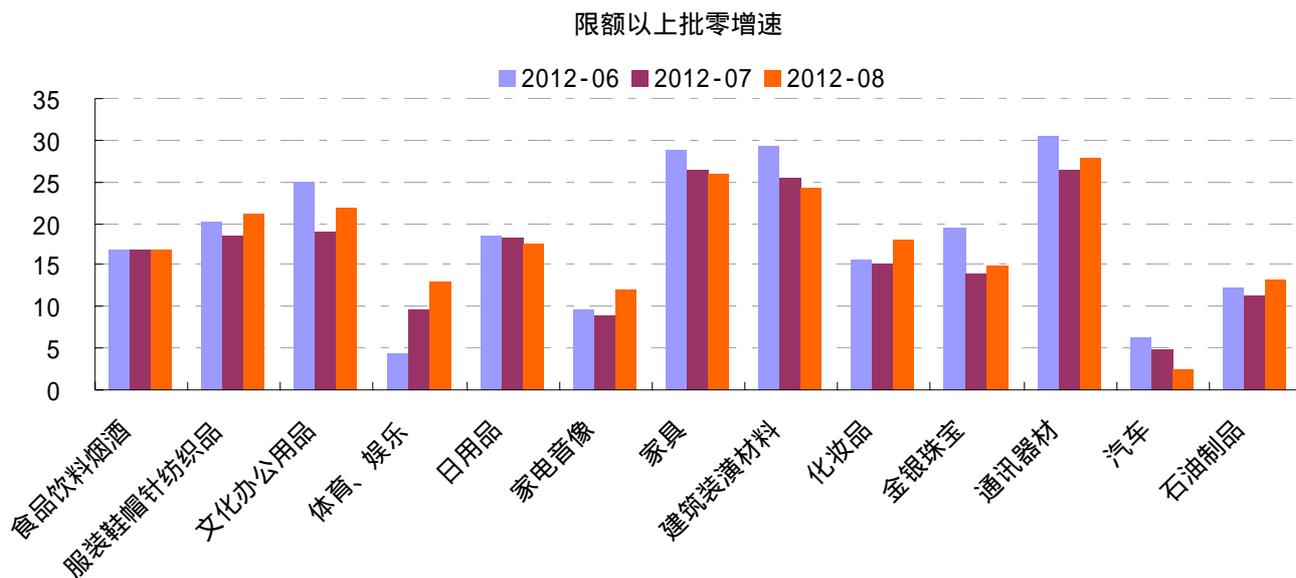


数据来源：Wind、东吴基金

消费方面相对平稳，结构上来看，除了房地产相关的家具、建材类继续下滑和油价上涨导致汽车消费增长下滑外，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，出现明显上升趋势的是体育娱乐消费。随着房地产成交量的回升，地产相关的行业消费增速有望企稳，略有反弹。由于这次通胀下降的幅度比较小，且在较高的水平就已经见底开始回升，所以，我们判断消费尤其是稳定消费以往在后周期中大幅下滑的特征可能不会重现了。



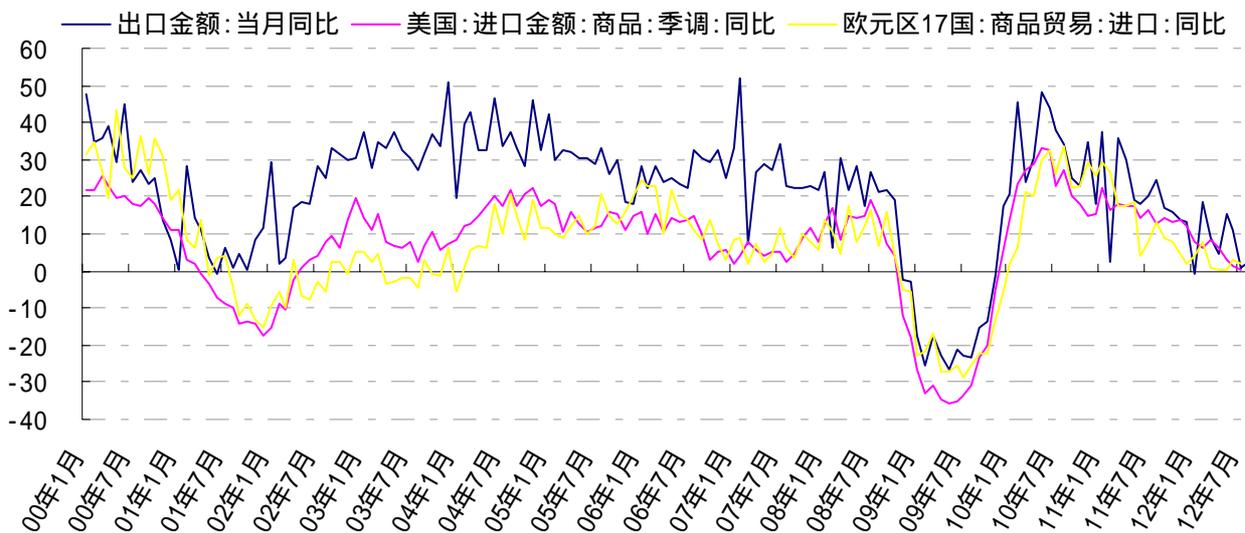
图表 7 消费稳定



数据来源：Wind、东吴基金

出口方面，在5-6月份增速短暂反弹至10%以上后，7-8月份出口同比又重新下滑到了零增长附近。主要原因是欧美经济需求不佳，但欧美进口增速的下滑没有我们这么明显，说明人民币升值已经开始侵蚀中国出口的竞争力。随着支持外贸政策的出台，以及美国房地产的加速复苏和欧洲经济的暂时稳定，4季度出口增长可能也将会企稳。

图表 8 出口增速重新回到零附近



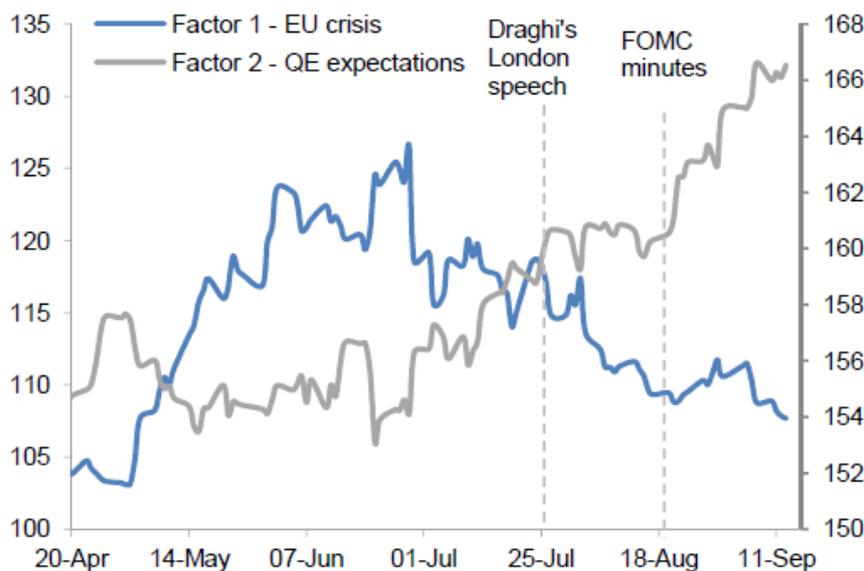
数据来源：Wind、东吴基金



(二) 主要央行 QE 改变市场预期

全球市场三季度最重要的因素就是欧债危机和QE3的预期发生了扭转，下图是将主要风险资产（商品、股票、债券利差、外汇）等进行主成分分析得出了今年以来最主要的两大影响因素：欧债危机和QE预期在7月初都出现反转，并在9月份达到了高潮，可以参看后面关于QE的具体分析。

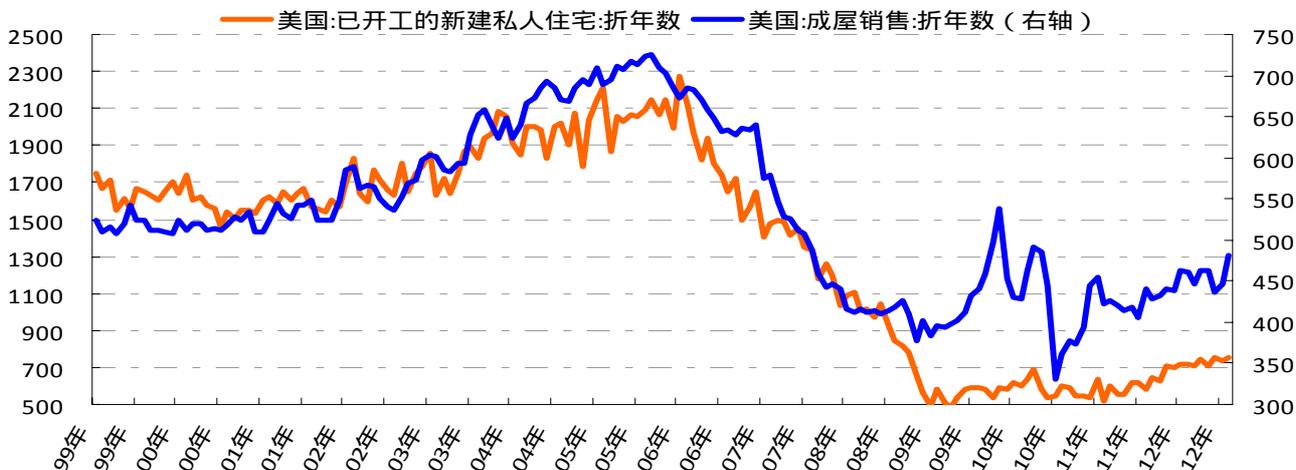
图表 9 欧债和 QE 预期在 3 季度反转



数据来源：Wind、东吴基金

在经济层面，我们看到美国房地产市场的明显复苏，并且这样的复苏不仅仅局限在多居室住房（主要用于出租），可以预见这样的复苏将会持续一段时间，有利于解决美国的结构性问题，让失业率的下降快于联储预期，同时也可能继续推高美国房租成本，而这也是美国核心通胀的最主要因素。

图表 10 美国房地产加速复苏

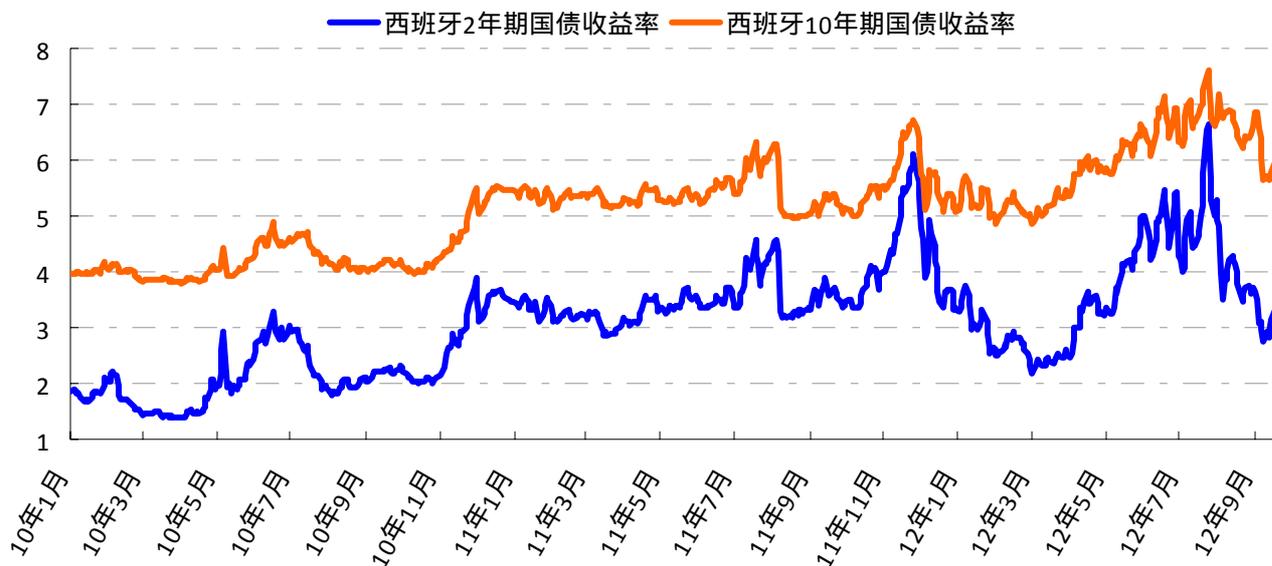


数据来源：Wind，东吴基金



欧洲的问题并不是德拉吉的OMT（直接货币交易）能够解决的，OMT只能购买时间，并且这时间取决于OMT的条件，这些条件就是寻求救助的国家要放弃某些主权，放弃多少是谈判出来的。而现在随着收益率的下降，西班牙和意大利就不愿意寻求救助了。但这是一个僵局，不可能靠口水带来的信心支撑着去杠杆，必须要分担成本。

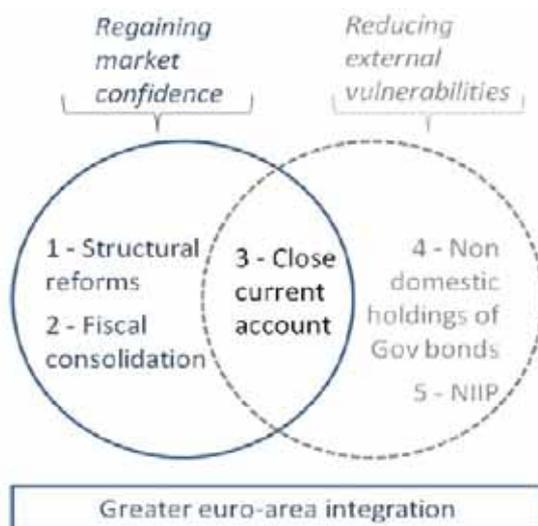
图表 11 德拉吉口水提振信心，能否就这样去杠杆？



数据来源：Bloomberg，东吴基金

欧元区问题的最终解决需要很多方面的改变，比方说经济结构调整，财政融合，这些还不够，还需要降低外部冲击风险，包括经常项目和资本项目逆差，我们看到现在降低外部风险的主要方法是国内紧缩，降低需求和资本流出，这是因为缺乏信心和竞争力。只有通过结构改革恢复竞争力和财政融合提升信心才能缓和这一去杠杆过程，否则一旦有风吹草动，市场将会因西班牙或意大利是否寻求救助重新陷入动荡。

图表 12 欧元区经济和货币滑落



数据来源：东吴基金



三、市场走势预判

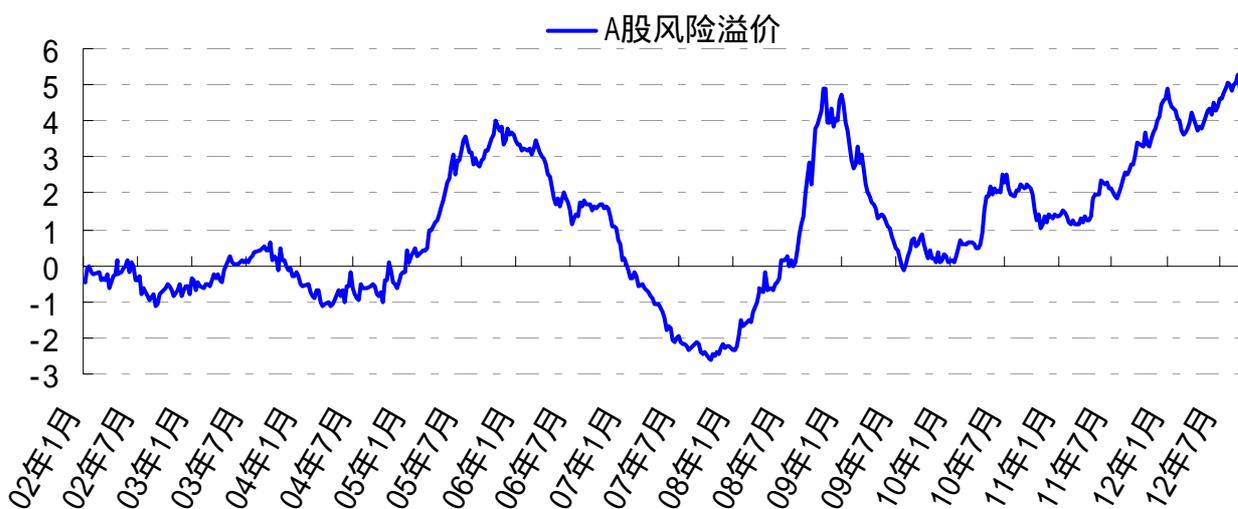
(一) 阶段性企稳

现在许多投资者对于中国经济持有相当悲观的预期，市场关注各种各样的风险，有些风险我们认为在一年内大概率上不会爆发，可以说，现在投资的情绪处在恐惧之中，但是人性从贪婪到恐惧再到贪婪是一个钟摆周期波动，这不但影响金融市场，甚至影响了经济的周期波动，企业贪婪地囤积正在涨价的存货，在景气高点大幅增加资本支出，消费者在房价快速上涨的阶段购买地段很差的房地产等等，这些在历史上都造成了经济的大大小的波动趋势。

正如利弗莫尔所说投机如山岳般古老，技术会革命，社会发展趋势会发生巨大变化，但唯一不变的就是人性变化所带来的周期性。每过一段时间，差不多数十年，投资者都会形成新经济将会抚平经济波动的看法，譬如美国 20 年代、60 年代和 90 年代，但是人性再次证明了其主导周期波动的特性。所以，即使我们现在面临着经济增长潜力的长期下降趋势，这过程中必然伴随着各种风险，但这些风险不是一下子就会全部爆发的。许多投资大师在 80 年代的时候都预见美国的信贷膨胀将会结束，重新开始 29 年那样的危机，确实正如技术图形对比的那样，87 年出现了崩盘，但是国际协作和国内政策的调整将信贷膨胀持续下去了，一直到 08 年才出现结束。当然这个例子比较极端，也有当时的时代背景，但可以说明政策会倾向于让一些过热或不良的要素缓慢调整，也就是让气球慢慢泄气，但这需要高超的政策技巧。所以，在认识到增长潜力下降所带来的未来经济下移，周期压缩的背景下，我们更希望分析的是哪些因素会带来人性钟摆的反向，以及经济周期波动的产生。

首先，我们看看是什么因素导致了投资者的恐惧，导致全部 A 股的风险溢价水平上升到历史的最高位置，主要有两个，一个是对政策意愿的担忧，也就是政策在 5 月之后开始无为了；另一个是对政策能力的担忧，也就是稳增长的政策并没有使得经济企稳，反而是在继续下滑。这两个因素滋生了投资者各种各样的恐惧，导致了风险溢价创新高。

图表 13 风险溢价处于历史最高位



数据来源：Wind，东吴基金

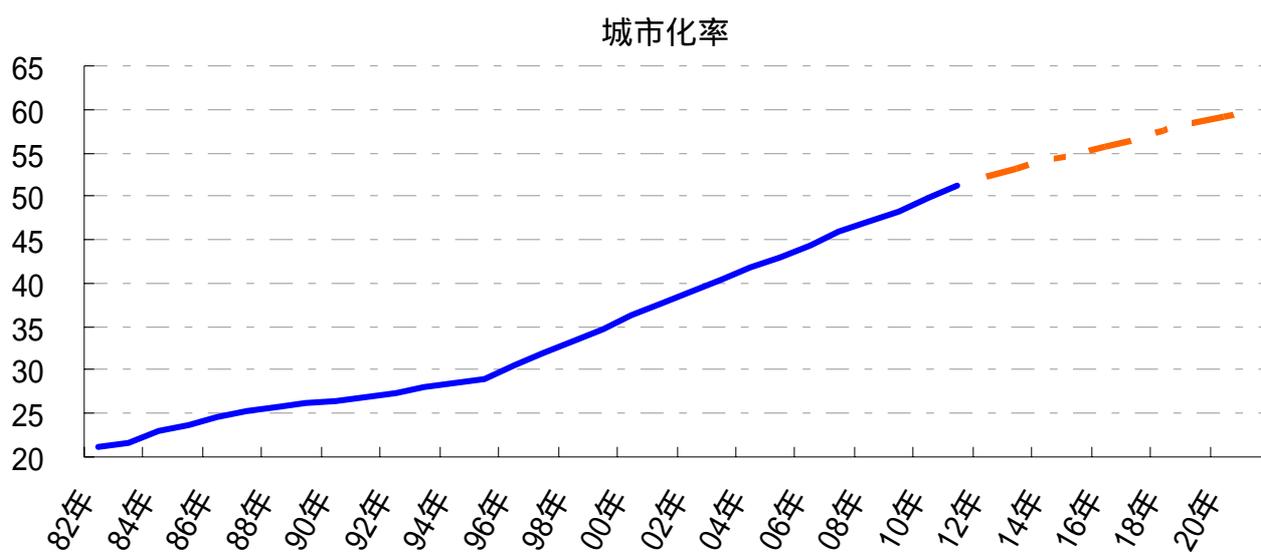


上述两个原因的反向改变可能导致投资者情绪的钟摆停止摆向恐惧。例如最近发改委把前期批的轨道交通和公路项目公告出来了，虽然这些项目是在之前几个月陆续批复的，但市场就产生了政策从无为到有为的预期，一些政府官员的模棱两可的讲话和市场形成的维稳预期都可能改变第一种原因。但这第一种原因是无法分析的，只能应对，或者说当经济出现一个加速下降，那么对政策预期会快速升温，压过对政策能力的担忧，目前来看，这第一个原因的力度不足以扭转市场。更为关键且可分析的是第二个原因，政策能否让经济企稳，在政策微调只能修正恐惧预期的背景下，第二个问题的核心就是口说无凭，需要看到经济停止下滑的证据。最坏的情形就是经济非常缓慢的下滑，消耗投资者的耐心。

那么经济能够企稳的背后链条是什么呢，也就是经济周期波动的原因是什么，周期理论一般将经济周期分为较短的库存周期，长一些的投资周期，20 年左右的房地产周期和 60-70 年的康氏周期（技术周期），对于我们资本市场的投资者而言，重点关注库存周期，兼顾投资和房地产周期，但我们要注意，在成熟国家，投资周期已经弱化，取而代之的是房地产周期主导中周期。我们看看这些周期产生的原因是房地产需求的变化沿着产业链放大，设备投资需求的变化，以及企业库存需求的变化，这些都是三大需求中的投资需求的变化。那么我们经济能企稳，必然是投资需求里面某些方面发生了变化，而不是靠着消费需求或者出口需求，因为在中期策略报告中，我们已经分析了，中国的出口份额已经遇到瓶颈了。那么在周期中，我们能够看到的可能性就是，基建需求的稳定缓慢回升加上房地产投资的反弹所带来的库存周期缓和，这是一种可能的情景，同时，我们还需要分析其他可能性，例如价格因素在库存周期的开始就起到很大的作用，甚至是负面作用，这将会带来完全不同的结果。

先看一组数据，铁道部公布的 1-8 月固定资产投资为 2715 亿元，根据铁道债披露的计划，今年固定资产投资 6100 亿元，其中基建投资 4960 亿元，剩下的 4 个月内，每月平均的固定资产投资额将达到 846 亿元，按照往年的经验，11-12 月份投资额将会明显增加，我们将会看到累计同比回到正区间。铁路和轨道交通是未来城镇化向精细发展下拉动投资的主要方向，从 96 年一直到 11 年，城市化率以非常高的速度在提升，平均每年提高 1.4 个百分点，但按照预测，10 年后城市化率达到 60%，那么这 10 年城市化率的提升速度就下降到每年 0.87 个百分点。那么城市化将会由粗犷式向优化和精细化发展，城镇化的投资方向不再是房地产，而是交通等领域。

图表 14 城市化率增长放缓



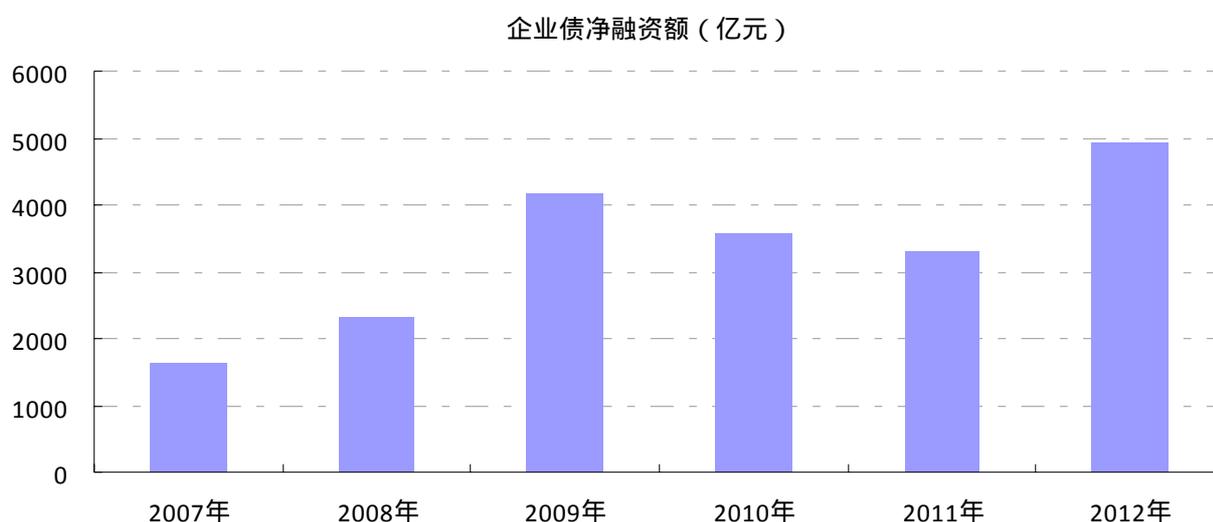
数据来源：Wind，东吴基金



我们看到发改委在按计划批复十二五的基础设施建设投资，并且仔细观察可以发现批复的项目集中在这么几大领域：能源、信息技术、交通、环保和农村建设。根据这些信息，以及我们对其他社会趋势的分析，我们大致上可以看到未来十年中国经济发展的动力将可以来源于与能源安全相关的投资，与精细城镇化相关的投资如交通环保等，与信息流、老龄化相关的投资。所谓的稳中求进，我们的理解是传统经济的引擎房地产投资和出口下滑需要一定的节奏，而新的增长动力，尤其是政府引导的交通和能源要加快投资，经济短周期企稳的动力必须来自这两个方面。

但我们在看到发改委批复交通和能源项目的同时，市场一直在担忧资金来源的问题，例如我们至今没有看到企业中长期贷款起来，不过我们看看由发改委审批的企业债在今年已经净发行了 5000 亿，而在 10-11 年，每年的规模只有 3000 多亿，这说明了在得不到银行体系支持后，发改委另辟蹊径为项目开拓融资渠道。另一方面，在前一阵国土资源部的第二轮页岩气招标对民企开放，虽然好的地方没有拿出来，但相比于第一轮的邀标方式，已经做出了引入民间资本的实质动作。这些动作能够缓解资金不足的问题，但无法带来货币创造的提速，只是让资金能够重新配置。

图表 15 发改委加快企业债融资

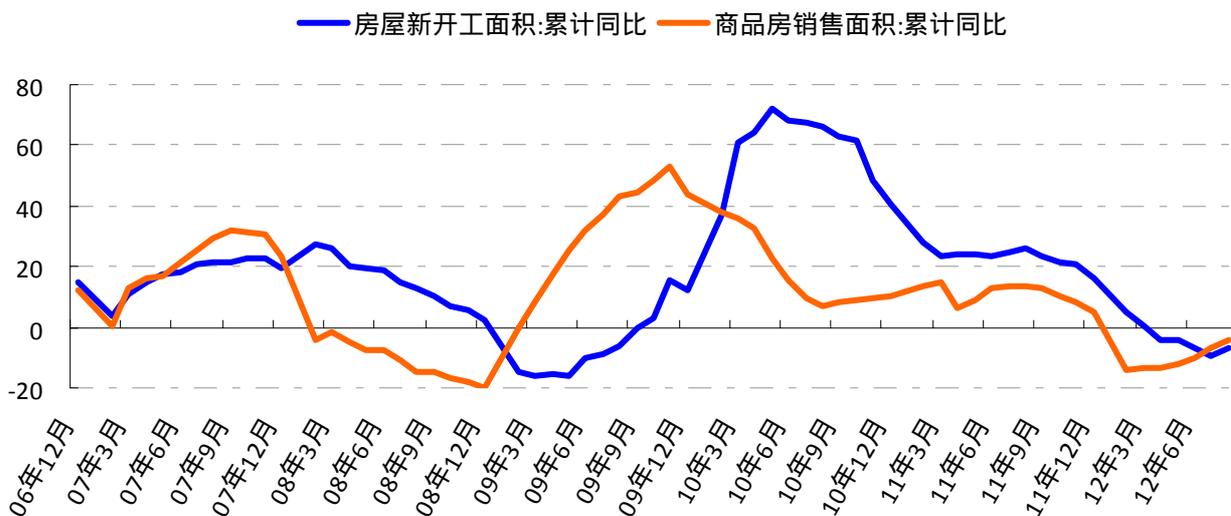


数据来源：Wind，东吴基金

上述的那些求进的领域，我们都已经看到了投资增速的提升，但毕竟在换届的关键期，政府投资的步伐是小心翼翼的，而现阶段，房地产投资企稳的迹象对于去库存缓和的重要性是不可忽视的。房地产投资数据在8月份出现一年多下降之后的首次改善，当月新开工面积同比增长14%，当月的土地购置面积达到4641万平方米，放在历年来看，这都是非常高的水平。在此之前，从3月份开始，房地产从销售面积开始缓慢改善，一般的情况下，销售面积改善后半年左右，由于房地产企业的现金回流，拿地和新开工都会开始见底回升，毕竟企业还是要经营下去的，这次也没有例外。但只要限购制度继续执行，我们就可能很难期待销售持续的回升，而相应地，新开工回升的力度和时间跨度也将比较有限。对此，我们很难做出明确的预测，但至少我们现在可以期待数个月的新开工将会企稳，随后我们跟踪销售的变化情况再对房地产投资能否恢复，以及这对库存周期的影响做评估和修正。

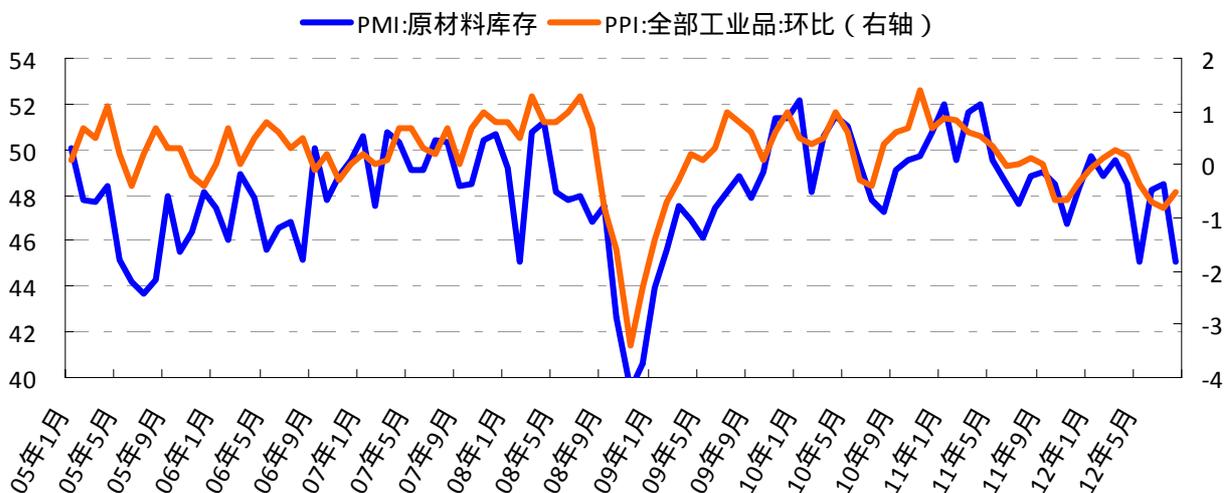


图表 16 房地产销售面积领先新开工半年左右



数据来源：Wind，东吴基金

图表 17 价格企稳是库存周期转折的先决条件



数据来源：Wind，东吴基金

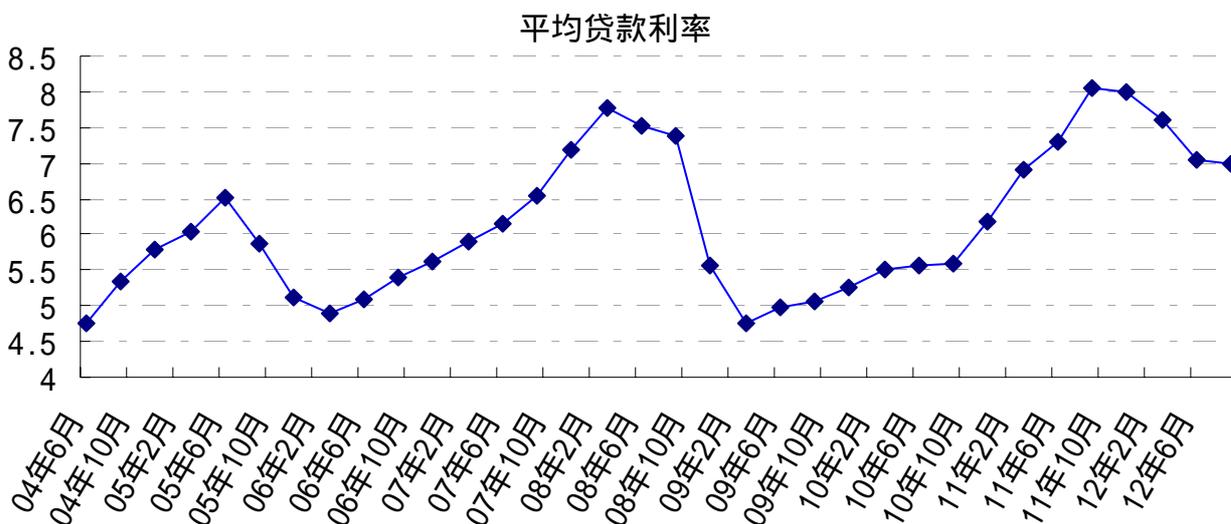
在看到需求有企稳的迹象后，库存周期另一个重要的变量就是价格，8 月份我们看到了 PPI 环比企稳，这对库存周期的缓和是有利的，历史上来看，PPI 环比的见底和库存周期的底部是基本一致的。

事实上，我们看到以往的库存周期都是价格先企稳，也就是环比见底，然后企业开始减慢去库存的速度，同时生产慢慢恢复，但继续去化产成品库存，随后需求开始复苏，企业开始变得乐观，同时价格开始明显上涨，成本压力开始显现，企业在价格信号下进入加库存的最后阶段。以 08 年为例，08 年 12 月份在一个比较低的水平，价格开始企稳，企业减缓去库存的速度，09 年初基建投资需求放量，09 年下半年房地产投资起来，企业开始累积库存，成本压力开始显著显现。



但这次却有所不同，也就是我们的价格因素发生了变化，虽然需求下来了，但由于几轮全球的QE，我们的成本并没有出清，包括一些商品价格和资金成本，例如平均贷款利率下降到了7%附近就停止了，而企业债利率停留在7%的历史最高位。这就有点类似于在10年中重新开始的库存周期，由于没有出清，成本压力快速上升，导致库存周期非常短暂。所以，虽然我们看到了需求企稳的迹象，同时也看到了价格环比的企稳，但这是否能演变成一个正常的库存周期还存有疑问。

图表 18 资金成本没有出清



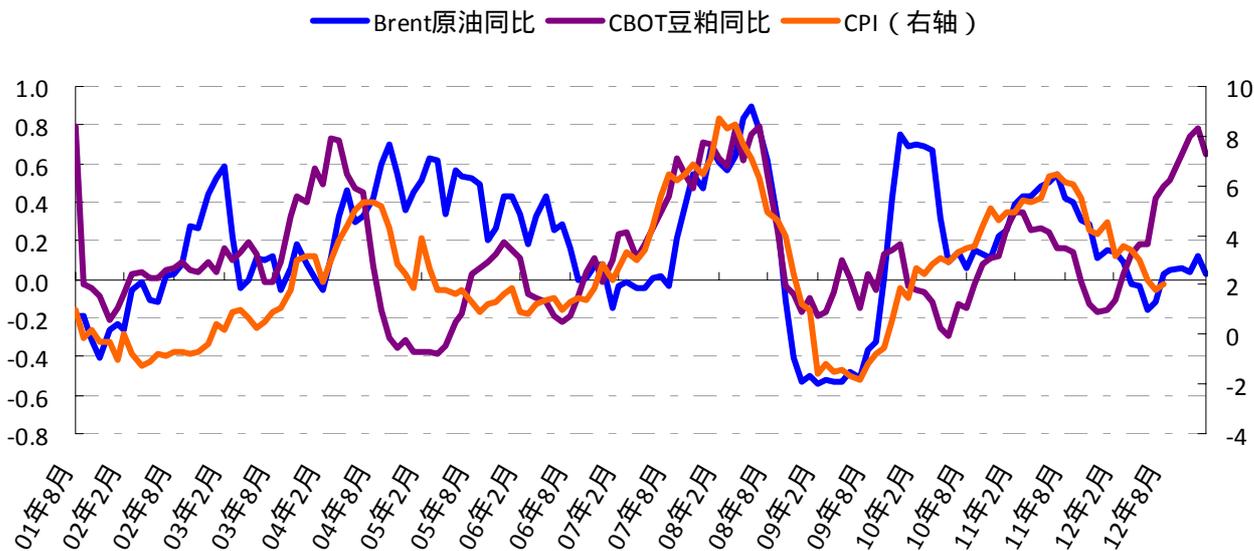
数据来源：Wind，东吴基金

不过在通胀上升到4%之前，我们都不会担忧央行重新紧缩货币，至少目前的利率水平能够维持，在此之前我们都不要太担忧价格压力，虽然可能有些让人难受，但周期尚能展开。但关键的变量就在于商品价格，尤其是在开放式QE3之后，商品价格是否会出现继续攀升，从而压制已经到了临界点的库存周期并缩短之。因为国内通胀的主要周期性推动力来源于农产品和能源价格，所以在下图中我们可以发现一个规律，也就是国内CPI与豆粕价格和原油价格的同比有滞后相关性，一般滞后3-6个月，那么我们可以做一个假设，假设豆粕和原油价格维持目前的平均水平不变，结果是原油价格的同比维持在较低水平，但豆粕的同比将会快速上升到08年的高位，从历史上看，单靠一个品种将CPI推到4%以上是很难的，那么关键的风险点就在原油价格同比会不会大幅攀升到危险区间，我们测算，这需要布伦特原油价格上升到140-150美元的区间，目前来看，这是非常难的。

下面一节将具体分析QE3之后的全球宏观形势。不过在此之前，基于我们以上的分析，我们判断去库存周期将在4季度缓和，这将对稳定市场有利，但面临的风险是成本没有出清，如果由于QE导致油价大幅上升，一方面成本压力将会非常巨大，另一方面货币政策将开始紧缩，这是最坏的风险假设，一般的风险假设是成本维持高位，压缩库存周期的时间和空间，不过这些风险一是可以追踪，二是在一个季度内概率不大，尤其是大选季，油价再上涨将会推动美国汽油价格创出历史新高，而这是奥巴马所不愿意看到了，所以现在关于释放原油储备的消息开始多起来了。另一块投资者担忧的风险就是短周期力度微弱，这是可能的，但至少现在可以看到短周期在4季度逐步企稳，真正看出来力度需要到明年上半年，所以，目前来看，风险逐步得到了一些释放，股票市场企稳能够期待。

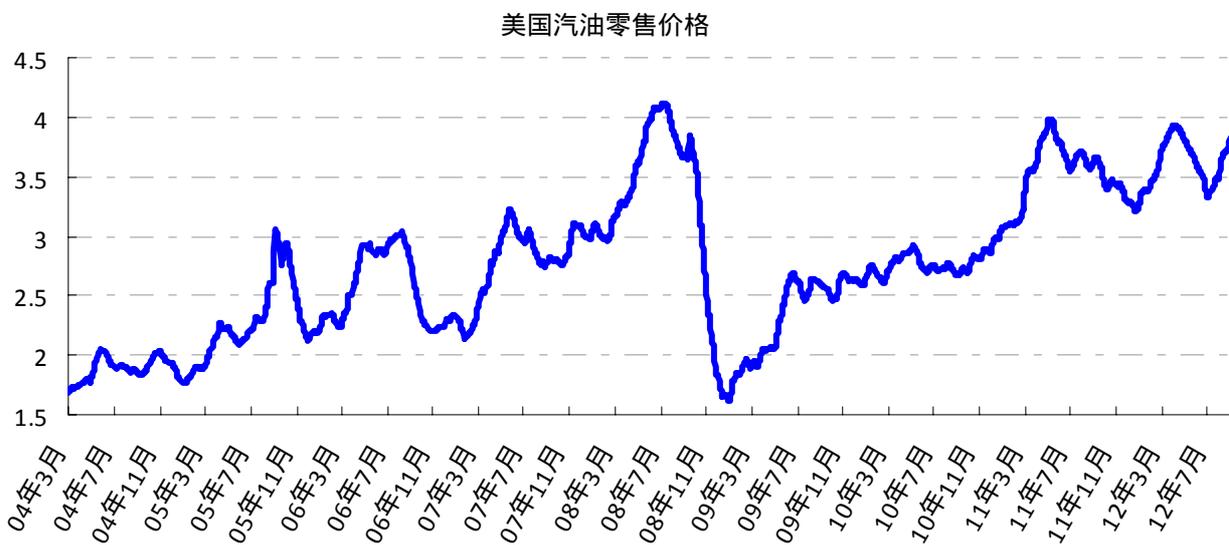


图表 19 石油、豆粕价格与中国 CPI



数据来源：Wind，东吴基金

图表 20 美国汽油零售价格在历史高位



数据来源：Wind，东吴基金

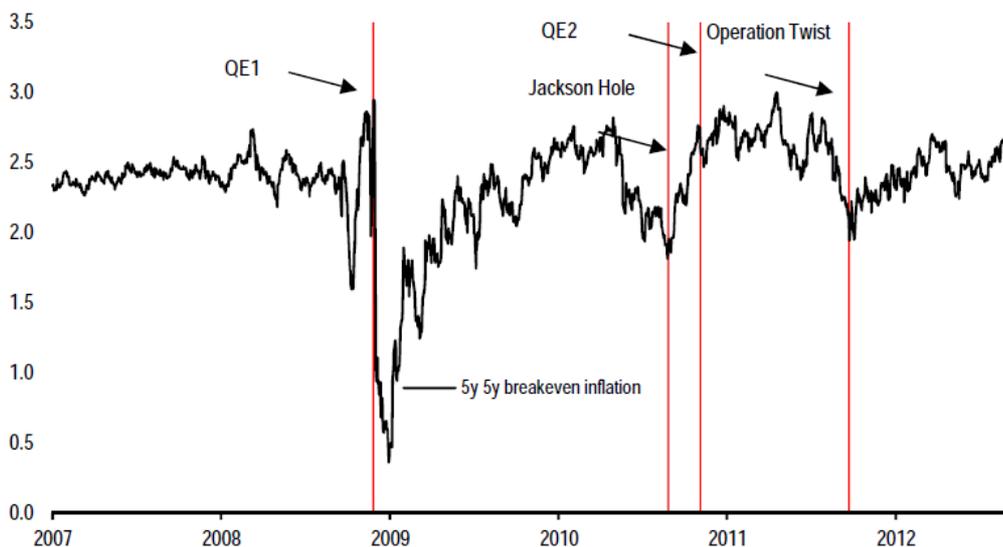
(二) 开放式 QE 后全球宏观形势分析

伯南克在预期之内又超出预期的开放式 QE 会对全球宏观形势产生哪些可能的影响，又是如何作用在各类资产的走势上，在这一节中，我们将详细分析。



首先，为什么我们说开放式的QE既符合预期又超预期，符合预期是因为之前伯南克在议息会议的纪要中和Jackson Hole会议中都有明确的暗示，说超预期，是因为这一轮开放式QE推出的经济和市场背景与前几轮都不能比，比方说通胀预期，联储最喜欢的5y5y通胀预期处在较高的水平，就业数据的改善幅度要高于之前的QE许多，其他诸如股票市场和债券市场都不是非常支持新一轮的QE。

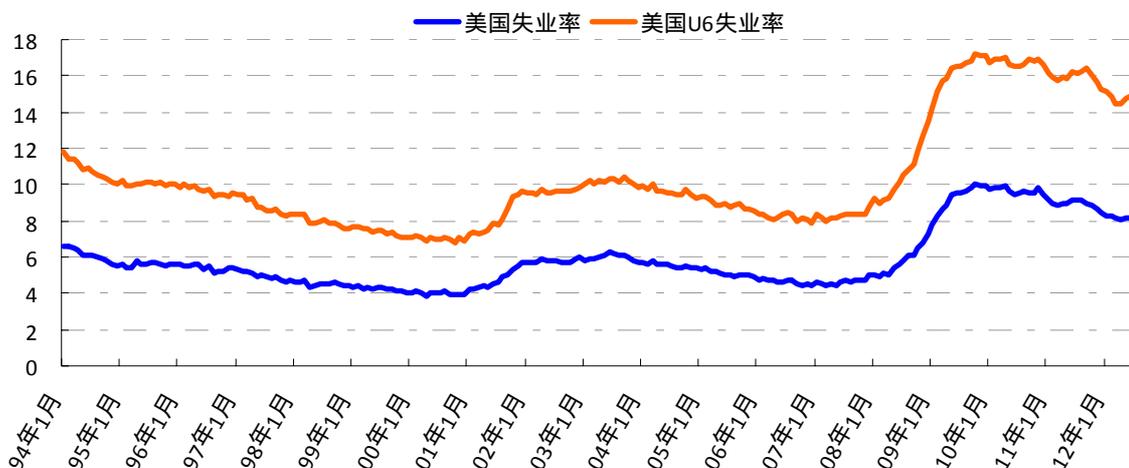
图表 21 长期通胀预期处在高位



数据来源：Bloomberg，东吴基金

但为什么伯南克还要推出一轮开放式的QE，一种可能是伯南克引导预期过火了，不得不出否则一些市场将会崩溃，另一种可能就是为了大选，我们认为第二种可能性更大一些。从具体的QE操作上来看，在规模、节奏、组成和时间上都是弹性的，而对于唯一的目标失业情况，伯南克并没有一个具体的目标值，同时也不只是单纯的失业率，而是一系列就业市场的指标，例如，如果像伯南克所说的考虑到参与率、临时工等等的U6失业率现在依然高达14.7%。

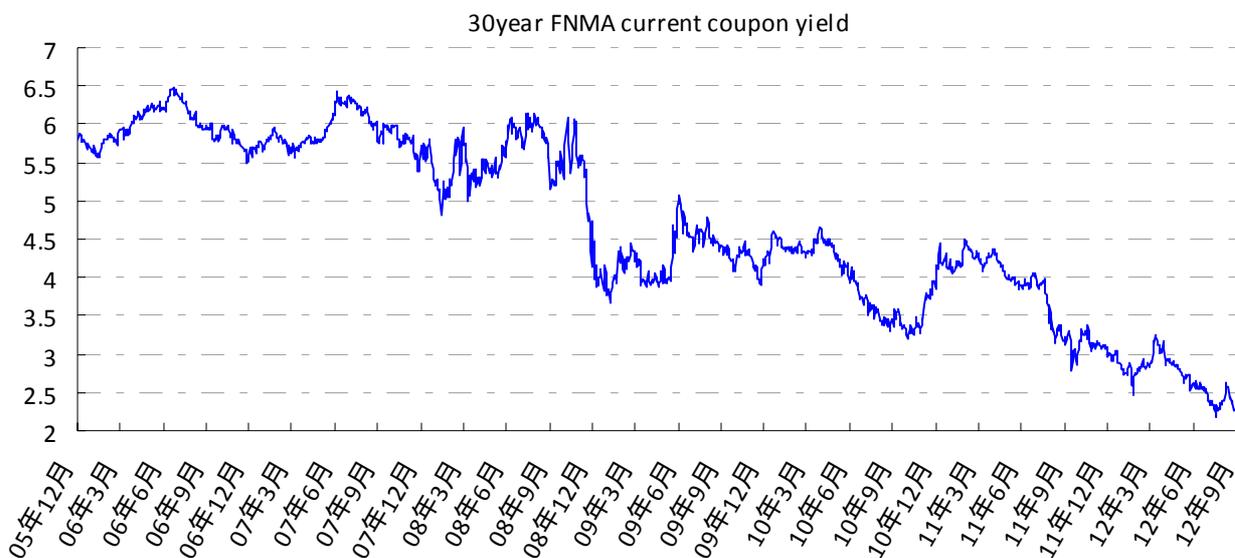
图表 22 究竟如何衡量就业市场



数据来源：Wind，东吴基金



图表 23 房地产抵押贷款债券利率缩小到最低水平



数据来源：Bloomberg，东吴基金

这样一个完全开放式的QE，市场大多解读为QE，未来的情形只会对风险资产有利（我们不完全这么认为）。按照测算，400亿美元MBS每月的QE3相当于240亿美元的等同久期10年期国债，加上扭转操作，到年底每月的规模相当于79亿美元的等久期10年期国债，比QE2的70亿美元要略高一些。但后面会分析MBS和国债购买对市场的影响相差非常大，这里我们先笼统地分析扩张资产负债表，因为市场同时产生了后面还会追加购买国债的预期。

我们判断开放式的最大目的在于引导预期。首先QE的一般目的是什么，在前几轮QE的扭转时，都是面临着恶化的市场和通缩预期，尤其是08年的QE，美联储的第一目的是接住那些不断下跌的资产，稳定价格，扭转通缩的恶性循环，第二目的则是同时引导预期，让金融市场的杠杆加大，推升风险资产的价格。但这次我们没有第一目的的背景，例如购买的MBS其利差已经缩小到历史最低水平了，那么只剩下引导预期了。

而引导预期的目的就是为了稳定美国选民手中持有的风险资产价格（美国居民资产的45%是股权类资产，包括养老金，25%是房地产），进而为奥巴马大选服务。我们看到美国有一个典型的总统周期，平均而言在总统的第三年任期内，联邦基金利率比平均值低0.56%，这将会带来第三年股票市场不错的表现，比平均值高出17.6%，所积累的财富效应将推动第四年GDP增速偏离平均值0.6%。根据一些研究，美国选举的支持率和股市以及经济表现非常相关。这说明联储是有政治前科的。

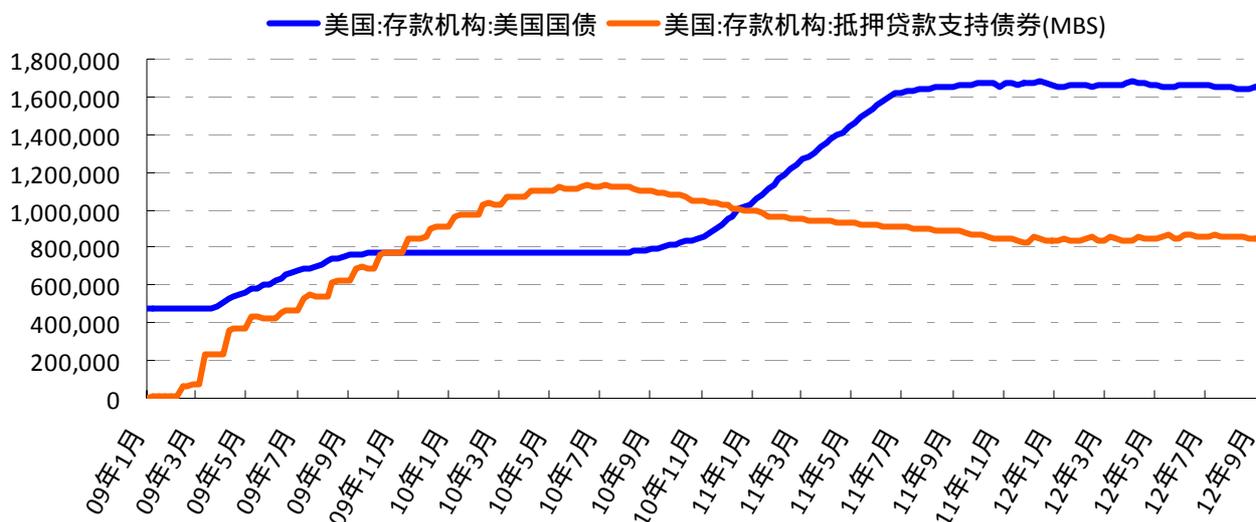
而开放式所带来的一方面是投资者会产生非常巨大的想象空间，比方说许多投资者所预期的QE，而另一方面也是预防财政悬崖所带来的不利后果，给风险资产一个暂时保险。正常情况下，应该等到财政悬崖开始显现，联储再出手，但考虑到大选，联储必须先宽松，但又不能把子弹一下子打完，所以搞了这么一个开放式的模式。至此，我们大致明白了这么一个开放式QE的前因，那么后果呢。

首先，我们知道全球都处在去杠杆的过程之中，所谓去杠杆就是债务的增加快于收入的增加达到一个极限，随后由于收入增速下降或者是资产泡沫破灭或者是债务成本上升导致极限值无法逾越，随后进入去杠杆。去杠杆有很多方式，可以通过违约、债务重组、紧缩，也可以通过债务货币化，归结到一点，就是成本在债务人、债权人和纳税人之间如何以及以何种速度来分担，平衡这个比例和速度对于去杠杆极其重要。平衡得不好就会出现螺旋式的通缩或者长期的通缩，例如现在的欧洲和失去20年的日本，或者是恶性通胀，例如魏



玛共和国。美国至今为止平衡得很好，当然这也是有代价的，我们看到新兴市场国家的通胀在 10 年开始快速上升，投资收益率开始显著下降，导致国际收支逆差扩大，出现了小型的货币危机。那么开放式 QE 后去杠杆成本恐怕还是新兴市场承担，但这是一个长期的过程。

图表 24 购买 MBS 与购买国债的 QE 效果不同



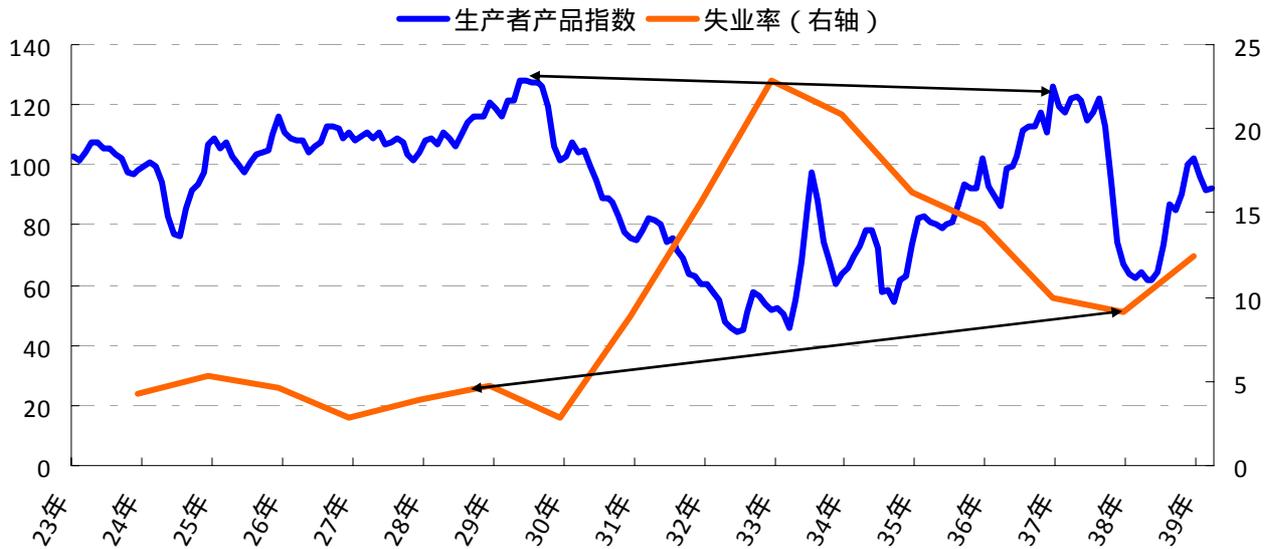
数据来源：Wind，东吴基金

美联储通过不断地 QE 收放，一方面转嫁债务负担，另一方面通过不断的欧债危机引导资金回流，同时削弱通胀压力，这样的走钢丝平衡能否一直持续下去，对此笔者表示怀疑。这样的走钢丝自身就有一个不断出现的风险，也就是需要不断地对美元进行重置，让美元在区间波动，不形成贬值趋势。这是我们未来将要面临的中短期风险，以往的风险都是在联储一轮购买国债扩张资产负债表结束后，欧债开始孕育。之所以强调购买国债，是因为我们分析发现单单购买 MBS 对风险资产的推动力度和时间跨度都要小太多了。仅仅购买 MBS 而不购买国债发生过两次，一个是在 08 年 11 月 25 日宣布，09 年 1 月 8 日开始实施的 5000 亿 MBS 购买计划，而国债购买是在 09 年 3 月 18 日宣布的 3000 亿国债购买计划，同时将 MBS 购买计划扩大到 1.25 万亿。到了 10 月底第一轮购买国债结束，而购买 MBS 继续，一直到 10 年 1 季度末。所以 09 年 1 季度和 09 年的 11 月至 10 年 6 月是仅有 MBS 规模扩张的，而在这两个阶段，美元是上涨的，标普 500 和商品都是微跌或走平的。之所以出现购买 MBS 和购买国债对市场不同的差异，我们猜想是因为政府部门在加杠杆，而居民部门在去杠杆导致联储购买的效力差异。

但这一次美联储给足了预期，市场可以把购买国债的预期放进去，而不仅仅是购买 MBS，但实际上并不是这样，因而短期的风险就在于预期过了，这一风险可以被预期管理化解掉，但我们要对此抱有警惕，此过程中股权是优于商品，因为风险偏好可以得到提升，但购买 MBS 对实体需求刺激很小。中期的风险就是欧洲风险，因为欧洲央行的一系列动作只是构建了一个去杠杆成本分担的框架，也就是债务国必须先独自承担一些（先要申请 ESM），然后再由债权国承担有限的份额（欧洲央行购债 OMT）。但债务国先承担多少依然需要政治上的博弈，这一情形并不明朗，未来甚至可能在双方国内的压力下恶化。更长期的风险就是联储走钢丝失控，或者是应对不了财政悬崖，或者是出现加速通胀，按照伯南克的特性，第二种情形较为可能发生。在 37 年，美国就出现了加速的通胀，导致随后联储政策的暂时收缩和随之而来的经济衰退，出现加速通胀的背景就是结构性失业导致失业率一直居高不下，但产出指数已经恢复到了 29 年的水平，盯着失业的弊端也就是导致了货币过于宽松没有顾及产出缺口，失业率下降到所谓合理水平最终发生在战时。如果伯南克在明年扭转操作到期后开始购买国债，那么美国通胀的风险在明年下半年可能体现得非常明显了。



图表 25 美国 30 年不同缺口导致加速通胀产生



数据来源：Wind，东吴基金

综合分析下来，我们判断新一轮开放式QE短期内对股票最有利，但空间也相对有限，对商品的影响要小很多，但中期和长期的风险更为显著。

(三) 市场趋势总结

综合以上分析，我们判断 A 股市场的风险已经得到一些释放，我们预计 4 季度开始 A 股市场就将开始将会逐步企稳。理由如下：

- 1、经济短周期-库存周期已经显示出企稳的迹象，主要动力来源与基建投资恢复和房地产投资弱复苏，当然在 4 季度只会企稳，明年上半年才可能判断是否有周期上行趋势，但增长潜力的下降会制约其力度。
- 2、通胀虽然见底回升，但上升到开始侵蚀股票市场的水平（4%）在 1-2 个季度内可能性非常小。
- 3、开放式 QE 着力于引导预期，历史上看单单购买 MBS 不会大幅提升风险资产价格，只会使其平稳，对经济的推动作用远小于购买国债，商品价格不会从购买 MBS 中受益，股权类资产最为受益，但海外市场的空间非常有限。

四、投资主线

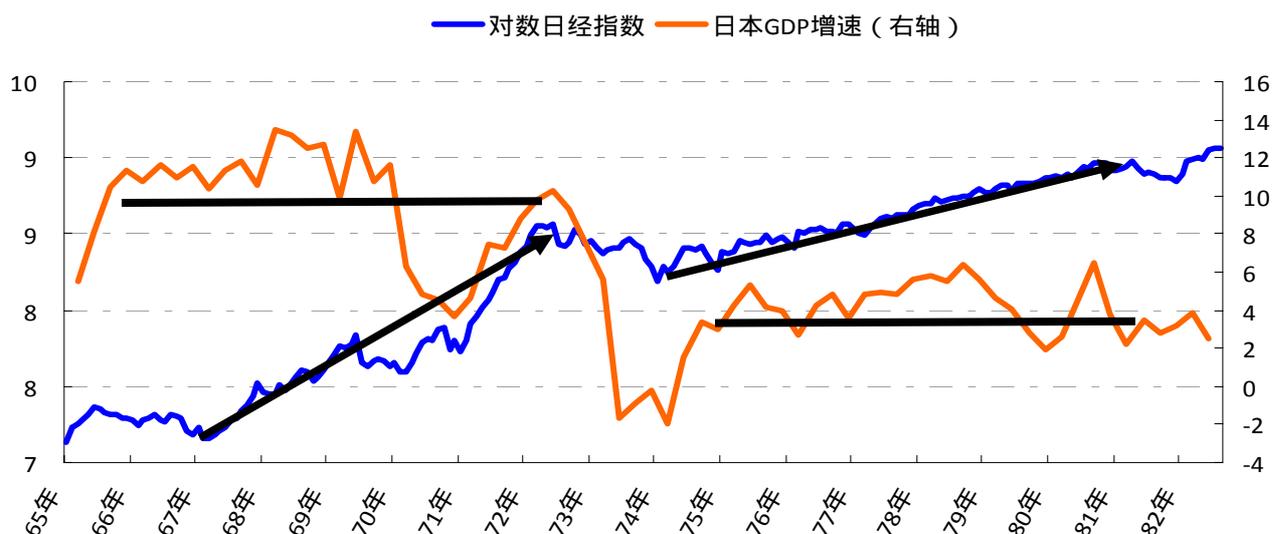
每过一段时间，市场的赚钱模式都会发生改变，例如美国70年代波段操作的模式最赚钱，结果到了80年代之后变成了买入持有，所有宣扬长期投资的书都出来了，08年之后，30年代写成的《投资存亡战》开始被广为阅读。国内在06-09年宏观投资、行业投资时钟被广为研究，且非常有效，后面又开始了主题投资、伪成长泡沫的阶段。下面我们专门用一节来讨论我们对投资策略的理解，以及在这一宏观背景下，什么样的投资策略能够获得比较好的风险回报。

（一）投资策略的探讨

投资是一个系统的工程，并不只是简单地研究几个股票，懂了几个行业，能扯上几句宏观形势就行的，涉及到选股体系、组合构建、风险管理、心理控制等等因素，基本面研究只是选股体系中的一部分，如果将投资归因的话，研究可能只占到10-30%的成分。在这里我们不可能逐一讨论，我们只探讨狭义的投资策略，也就是选股体系，或者说怎样挑选投资机会。

投资机会可以在很多市场出现，一般大众投资者在股票市场中寻找，专业的投资者会将视线扩展到FICC，包括利率、外汇、商品等。FICC的投资专业性远高于股票市场，更类似于零和博弈，常胜将军非常罕见，需要高超的风控能力，仔细读索罗斯的书就可见一斑。而股票市场是一个分享企业成长财富的地方，其本质是引导资源的配置，共赢的概率更高一些，当然A股市场可能博弈成分更浓些。股票市场的投资策略读者耳熟能详地可以分为自上而下的宏观投资，和自下而上的选股投资，而选股投资又可以分为价值和成长。自上而下的投资一般是确定宏观波动的大趋势，选择在宏观大趋势下最为受益的行业，从中挑选龙头股，这就需要宏观有一个明显的趋势，否则很难做，其假设就是经济高速增长能够让所有行业都依次受益，否则行业轮动就很难做起来，一旦经济转型开始，增速下台阶，整个市场的弹性就在下降，每年的期望回报率也会下降，下图就是日本在70年代转型前后市场的收益率下降过程，并且行业的年收益率鲜有超过30%的。

图表 26 在转型之后，日经的年回报率下降



数据来源：Wind，东吴基金



而自下而上的策略是从公司层面出发，分析公司的价值，我们以自由现金流永续增长模型为例子，来看看驱动公司价值的核心要素是什么。

$$\text{公司价值} = \frac{FCF_{t+1}}{WACC - g} = \frac{NOPLAT - \text{增加投资}}{WACC - g} = \frac{NOPLAT \times (1 - \frac{g}{ROIC})}{WACC - g}$$

当然这个模型很粗糙，但我们还是可以看到公司的价值就是由成长（g）、竞争优势（ROIC）和资金成本（WACC）来决定的，其中资金成本就是安全边际的概念。

从这个模型我们也可以来看看不同的投资策略，经济高速增长的时候，成长并不稀缺，而且产业的竞争也不明显，这个时候高速增长的行业，一般都是宏观相关的行业表现较好，而且一般是行业中的垃圾股表现最好，因为没有竞争压力。但随着经济增速下了一个台阶，过剩产能开始出现了，这就意味着成长稀缺了，而且竞争加剧了，一些传统行业无法或者很难诞生出有竞争优势的企业，无法差异化，只能通过兼并重组来降低成本。这种背景下，自下而上的投资策略更能制胜。

我们认为很难严格地区分价值投资和成长投资，巴菲特的制胜投资中也有长期成长股，成长股投资也同样关心安全边际。但买股票的本质都是一样的，我们都是追求上述三者比较好的结合，但不同的投资者可能侧重不同。不过很多时候，投资者都忽略了买股票的本质是什么了，变成了炒股票，也不知道付出的金钱所承担的风险是什么，投资最核心的是承担自己能够很好管理的风险，从而获得风险报酬。宏观投资也是如此，分析出可能的宏观图景假设，在不同的假设下，选择风险收益最高的方向，在很多时候，未来的几种图景并不明朗的时候，市场也是在测试不同的假设，像索罗斯就会对冲掉一些风险，或者选择共同指向的标的。所以，不同的投资本质是一样的。

衡量这三个因素，一方面是具有深入洞察力的分析，另一方面就是得到数据的验证。这又引申出左侧和右侧交易的问题，如果投资者具有深邃的社会和行业公司以及风险的洞察力，当然可以做左侧，当一个东西还在大家将信将疑的预期中时，你就先行一步把握住了机会当然很好，不但可以获得巨大的收益，还能得到心理的满足。而右侧交易则是等到基本面趋势验证了我们的判断，同样可以获取很高的风险报酬。这两者并不矛盾，只是在一定的洞察力下平衡风险收益，但那种勇于入先的抄底态度则是完全不可取的。

下面就从上述几个方面，社会发展的大趋势判断，中报已经验证了比较好的成长与竞争优势来预判可能的投资机会。

（二）社会发展大趋势

趋势的力量是极其强大的，可以横扫一切不确定性，尤其是社会发展的大趋势。能够洞察时代经济背景的投资者将能够把握住生命周期推动力，美国历史上的富豪家族诞生无不是抓住了这一推动力，我们自觉没有那种洞察力，只是和读者一起做些简单探讨。

社会发展的动力其实在传统的经济增长模型中就已经点明了，那就是人口、技术和制度。许多研究都表明人口结构的变化将会改变社会的风险偏好，消费的结构，甚至对国家政治产生影响。技术的升级会创造出新的产业部门，并提高生产效率，制度的变革会改变资源配置的方式。

人口老龄化将从根本上改变人们的消费习惯，对此学术界和业界都做了详细的研究，主要的结论就全社会的风险偏好将下降，医疗消费将兴起，而房地产消费增长将逐步下降。国内第一波婴儿潮是在三年自然灾害后降生，集中在64-73年，少年时期经历了文化大革命，在89年正在上大学和中学，思想活跃，在92年正值而立之年左右，开始下海创业，成就了现在一批企业家，96年时是年龄在34岁左右，投资意识开始觉醒，到

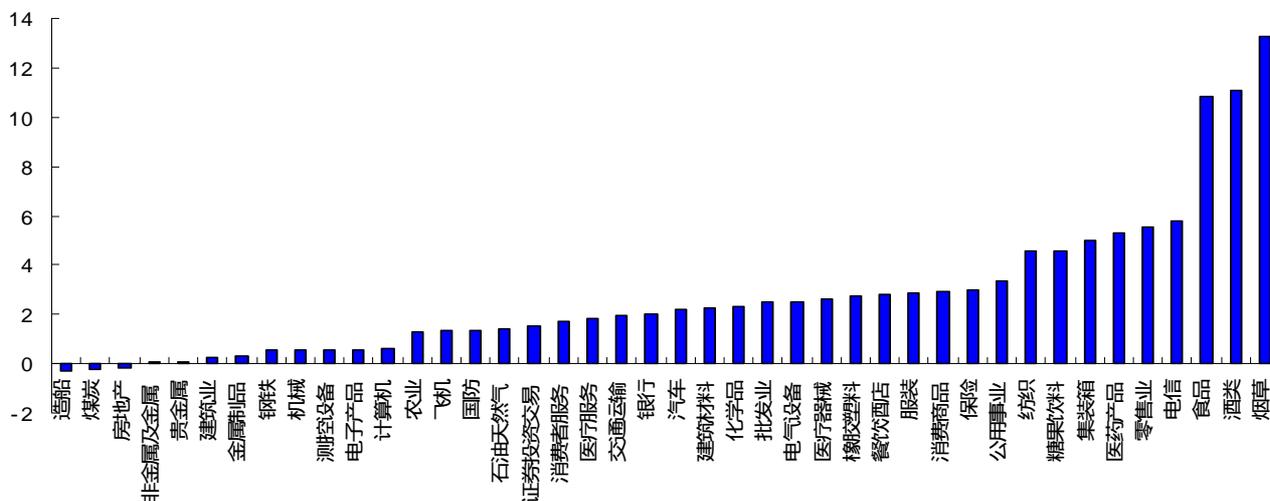


06年的时候，婴儿潮最后一年73年的人群正好33岁，是全社会投资意识最强烈的时候。在上一个10年的年龄第一波婴儿潮主要集中在35-45岁，成为社会的主力人群，他们在房改后消费住房，喝白酒，现在他们开始考虑健康问题了，风险偏好降低了，消费更注重质量了。而第二波婴儿潮，我们称为回潮，集中在85-91年，他们现在正值25岁左右，刚刚走上工作岗位，收入较低，消费追求新潮，整体结婚潮和生孩子差不多要过去了，大城市略滞后几年，投资意识的觉醒还没有开始，而上一批人已经开始为养老筹划了。所以，这十年的特征将是资本市场波动较小，房地产需求难以见到爆发式的需求，消费倾向于健康、休闲。

技术革新会带来相关的产业群，纵观全球经济的历史，经济的趋势性向上都是由一轮新技术的扩散，从18世纪的产业革命开始经历了五轮技术革命。技术革命又一个特点，就是会与金融资本结合，产生泡沫，例如运河泡沫、铁路泡沫、信息泡沫，但最后实体经济都从泡沫中受益了，所以，技术革命是螺旋式发展的。而在美国每一轮股市上涨的领军行业都有技术股，而且技术股最容易产生泡沫，并且发展迅速，对消息敏感，同时技术与大众消费结合在一起，泡沫将更为容易，譬如现在苹果概念股。国内在之前很少出现技术股领头股市的情况，因为我们的经济发展还不是以技术升级为主，但现在技术升级所扮演的角色越来越重要了。我们看到以往的技术革命均是和广义的网络（运输货物、能源、人、信息）或者是能源（煤炭、石油）或者是材料（钢铁、石化材料和新材料）相关的。因此，我们可以大概率上判断目前技术变革和国内特征相结合的机会可能在能源安全相关的天然气等能源的生产和运输以及节能，与信息传播和安全相关的TMT行业，以及新材料行业。

制度是一套社会的游戏规则，是一套激励机制，其对经济和市场的重要性不言而喻，是各国之间以及各国在不同历史时期差异的重要原因之一，诺斯的制度经济学著作对此有详细的研究，我们在此就不赘述了。

图表 27 美国 80 年放松管制的烟酒、电信在随后 10 年涨幅最大



数据来源：Wind，东吴基金

那么我们未来可能的制度变革可能集中在两个方面，一是放松管制，让民营资本可以进入之前的垄断行业获得较高的回报率，当然最好的回报率资产可能还是留给国资或者权势资本的，主要在铁路、石油和电力等行业。二是收入分配制度改革，现在可以看到政府增加对弱势群体的补贴，譬如大病补充保险，更为重要的是能否通过一系列政策构建出稳定且占多数的中产阶级，这样才能产生大众消费的社会，不过这对政府也是一个极其巨大的挑战。现在看来，第一种可能性较大，第二种可能需要摸着石头过河。另一个交叉的制度就是城镇化的顶层设计，有两种模式，一种是日本那样高集中度的城市化，日本人口高度集中在东京、大阪和名古屋三大都市圈，工业也主要集中在东京到大阪的东海道都市圈里，这是与日本的工业和农村布局以及出口导向相关的。第二种就是类似于美国那样分散的，城乡均衡一体化发展。我们的顶层设计可能更趋向于



城乡一体化发展，城市圈向内陆延伸。这样城镇化的结果就是交通领域需要比较大的发展。与放松管制相结合，交通和能源恐怕是制度变革最收益的行业。

综上所述，我们判断社会发展的趋势将有利于健康休闲消费、能源产业链、交通产业链、TMT 和新材料。

（三）从中报中选机会

以上只是我们的预判，还需要结合公司实际运营的数据来验证，下面我们结合中报的情况，主要关注利润和收入增长，以及投入资本回报和股权回报等其他财务指标，挑选出具有竞争优势和高成长的行业，主要集中在食品饮料、医药、传媒等子行业，以及增长显示出恢复迹象，并有一定的竞争优势的行业，如化工和机械的子行业等，同时我们也会留意可能出现业绩改善的行业，如机械、交运设备、保险等。以上所述并不完全，请参考下表，同时我们在重点行业中将会逐一分析。

图表 28 部分行业中报重点财务指标

	单季净利润增速					单季收入增速					单季 ROE			
	12Q2	12Q1	11Q4	11Q3	11Q2	12Q2	12Q1	11Q4	11Q3	11Q2	12Q2	12Q1	11Q4	11Q3
油气钻采服务	28.03	62.57	56.27	17.70	-18.70	35.06	30.70	26.81	10.89	-7.78	3.21	2.77	2.53	3.68
聚氨酯	-33.44	-24.82	-83.18	19.17	128.52	5.58	9.01	17.84	43.25	52.62	3.44	3.01	1.79	3.65
玻纤	8.79	-38.70	4.01	-10.29	9.96	22.14	-17.71	-5.51	-8.14	1.35	2.12	0.89	2.16	1.57
农药	62.27	33.23	90.90	5.79	14.52	28.69	29.39	32.01	37.96	32.10	2.65	1.56	2.09	0.80
日用化学产品	28.13	8.34	112.93	220.07	86.07	18.55	15.55	11.68	23.12	25.03	3.64	0.91	0.58	0.80
复合肥	8.33	34.28	-39.66	68.16	157.87	16.51	32.28	21.36	46.18	70.65	3.14	3.29	1.78	3.85
磷化工及磷酸盐	20.19	44.51	114.25	7.48	22.06	45.62	32.97	16.59	24.55	22.92	2.82	2.19	1.34	2.48
装饰园林	35.46	29.01	50.47	58.38	94.98	27.61	31.83	44.75	47.30	57.55	5.19	2.08	5.04	4.31
工程机械	-15.72	-13.34	-13.54	2.30	43.45	-0.17	-12.64	17.68	8.07	30.67	6.62	5.95	3.91	4.27
LED	-20.39	-3.94	87.90	-1.92	76.00	2.70	8.86	22.97	15.78	24.51	2.24	1.92	3.54	2.80
光学元件	746.20	-11.05	60.64	-42.51	-80.99	107.60	21.83	53.75	6.14	9.04	3.61	0.88	2.41	1.41
铁路设备	-8.08	11.18	38.15	3.69	85.66	14.67	-3.84	5.25	40.31	33.25	2.97	2.63	3.78	2.90
汽车零部件	-21.92	-24.17	-31.05	-18.73	1.52	-2.69	-6.63	-3.31	3.31	8.41	3.05	3.15	3.34	3.37
乘用车	19.52	-5.78	39.64	4.99	-11.71	17.35	15.37	47.52	13.15	1.09	3.54	3.68	4.83	3.76
商用载客车	3.72	-15.11	14.33	21.17	17.00	5.43	11.05	14.65	27.34	10.56	3.51	2.07	6.26	4.65
计算机设备	28.39	0.13	51.51	-6.97	-3.73	6.15	-8.62	-2.68	-2.92	-5.77	2.17	1.31	3.40	1.56
冰箱	25.63	15.96	-46.68	2.99	12.77	-0.35	7.59	8.31	11.01	20.19	10.65	5.86	2.56	6.33
空调	13.83	25.66	31.02	14.14	32.11	-9.65	-20.66	-9.36	16.59	41.75	6.51	4.54	5.77	6.62
小家电	-12.62	-5.33	-7.76	-2.55	16.25	-0.62	-1.35	-0.69	1.83	8.50	2.76	2.48	2.60	3.39
白酒	44.22	54.41	80.73	45.95	68.85	40.09	41.86	43.43	40.59	51.14	9.68	12.19	8.02	7.14
软饮料	82.93	10.33	-13.65	17.23	62.37	10.48	21.36	14.96	23.83	9.47	3.50	3.11	1.41	2.18
肉制品	232.55	-27.40	-28.78	-28.38	-170.50	40.79	16.50	17.36	10.58	-18.07	3.87	3.77	5.19	3.95
食品综合	61.73	48.29	90.33	62.34	-30.74	42.00	36.08	135.62	27.23	36.63	2.66	2.72	3.31	2.11
男装	34.55	1.80	-50.24	51.49	15.14	10.63	10.83	-19.53	17.23	-8.32	3.28	2.74	3.96	3.11
中药	19.17	16.56	18.68	18.52	19.83	21.79	26.73	22.01	22.43	22.24	3.66	3.69	3.38	3.04



医疗服务	91.11	29.95	-10.55	42.65	46.75	128.69	36.62	42.53	42.74	48.00	4.33	3.51	2.55	4.24
保险	0.97	-28.87	-53.43	-38.61	1.54	11.77	3.69	-0.72	4.71	15.74	3.15	2.86	1.97	1.81
商业物业经营	32.16	13.52	26.67	3.18	24.71	7.32	17.69	36.42	8.37	19.39	3.36	2.32	1.70	2.59
平面媒体	42.18	47.17	-55.92	104.66	3,900.38	36.81	47.15	63.77	52.13	34.54	2.81	2.71	3.22	3.01
影视动漫	48.03	18.15	40.29	10.04	35.86	24.44	20.75	2.75	-14.15	29.75	3.93	2.07	4.06	2.59
营销服务	49.90	11.84	12.50	46.67	28.89	32.98	31.73	32.02	36.22	37.36	3.49	1.79	2.95	2.84
系统集成	-2.70	9.65	34.86	-8.73	29.19	14.18	14.22	24.19	20.35	25.00	3.04	1.78	5.16	2.70
移动通讯增值服务	23.99	11.80	-43.18	-92.59	-35.82	12.32	5.45	-1.47	-14.43	13.90	2.34	2.60	2.03	0.30

数据来源：Wind，东吴基金

（四）重点行业

1、医药行业——难得的景气度向好行业

行业评级：推荐

由于过去几年国家的持续投入，我国已经逐步进入了全民医保的时代。但随着医保覆盖广度和深度的增加，政府成为医疗市场的重要购买者，为了缓解财政支付压力，同时尽可能满足更多患者的治疗需要，各级政府也有动力来压低单位医疗费用，而一直被认为虚高的药品价格也就成为主要的着力点。但是，药品终端价格的形成机制十分复杂，如果只是单纯地压低药品价格，可能会导致药品生产企业放松对原料和生产过程的监控，爆发药品安全问题。虽然政府主管部门也在反思“唯低价中标”对行业的负面影响，但目前药品价格的政策环境总体仍然偏紧。再加上限制抗生素使用政策的执行、毒胶囊事件的影响，今年医药行业的增长较前几年相对乏力。从已经公布的数据来看，今年1-7月，医药行业收入增长19.1%，利润增长17.8%。上半年医药上市公司收入同比增长17%，主业净利润同比增长7%，剔除化学原料药后，收入同比增长20%，主业净利润同比增长14%，低于预期的也不在少数。

虽然医药行业目前的政策环境、行业增速和上市公司业绩与过去相比并不令人满意，但在当前的宏观经济背景下，相对于其他行业，医药的景气度依然向好。人口老龄化、生活水平提高、健康意识增强推动需求不断增长。虽然面临财政压力，但作为重要的民生工程，医保投入的增加仍是大方向，近期国家也出台了《关于开展城乡居民大病保险工作的指导意见》，将通过商业保险来进一步释放医疗消费需求。供给层面，新版GMP的实施拉高了行业门槛，行业集中度提升速度加快，利于行业走向规范有序，优势企业强者恒强的趋势将得到进一步强化。在政策方面，对于目前市场热议的总额预付、按病种付费等支付方式改革，我们认为短期内还不会改变行业游戏规则，作为医改重点和难点的公立医院改革也会在较长时间处于试点探索阶段。

二季度以来，一方面宏观经济表现疲弱，一方面医药行业基本面有好转预期，医药股走出了一波上涨行情，截至目前，医药板块今年累计涨幅12.7%，在申万一级行业中排名第三，大幅跑赢市场。目前医药行业整体对应2012年26倍预测市盈率、2013年21倍预测市盈率，相对市场的溢价水平处于历史高位。但我们认为，在目前的宏观经济形势下，许多行业的增长可能停滞甚至出现负增长，作为难得的增长确定、景气度向好的行业，医药板块的高溢价是合理的，且能够持续取得超越市场的表现，进入四季度后，估值切换行情也有望展开，我们维持行业“推荐”评级，重点关注以下领域：1、医疗器械类公司；2、具备较强研发实力，拥有独家或类独家品种的制剂企业；3、医疗服务类公司；4、向大健康领域延伸的中药企业。



2、传媒行业——期待又一次百花齐放

行业评级：推荐

2012 年上半年传媒行业整体收入增长 33.9%，净利润增长 20.7%；去年同期收入 8.7% 增长，净利润 81.1% 增长。显示随着文化产业发展，行业收入增长较快，但是费用率上升及传统媒体下滑影响，行业整体盈利增速放缓。1-8 月份，传媒指数下跌 3.73%。

传媒行业去年大幅上涨，年初受到创业板退市风险及去年涨幅较大的影响，出现快速调整及反弹，之后行业基本面出现一些负面因素，市场担忧并调整。在半年报业绩增长确定的预期下，行业逐渐企稳、恢复上涨。

目前传媒行业有几个特点：1) 经过 30 多年发展，传统的经济增长方式无法持续，在去年文化产业被确定为支柱性产业后，扶持政策出台，各类资本涌入，短期内使文化行业快速发展。2) 信息技术发展、通讯基础设施完善，移动终端快速渗透，为新媒体渠道数量增加、规模的快速成长提供基础条件。3) 消费文化内容的便捷性及消费习惯改变，使文化消费需求得到释放，是行业未来的成长动力。

今年在经济下滑的背景下，加速新旧媒体竞争格局的结构性变化，互联网、移动互联网、IPTV 等新媒体影响力不断增大，冲击着传统媒体，促使其变化以适应行业的发展趋势。广告营销由传统媒体向数字媒体转移，营销增长快于广告；虽然上半年广告增速有所下滑，但是预计全年仍有望保持 10% 以上增长。视频网站、游戏等呈现快速增长态势。影视剧行业面临网络价格下跌、演员成本高企、国外大片冲击等影响，但对于制作内容质量精良的公司来说，是一个整合资源、拉开差距的好时机。传统出版上半年增速较快，传统报刊则是下滑明显，十八大即将召开，可能会探索文化行政管理体制改革，加快传统媒体的发展，鼓励国有文化单位改制上市、并购整合，实现国有文化的引导。

半年报业绩确定，行业整体估值有所提升，至 31x 左右，其中业绩增长确定、或者有主题性机会的股票上涨较多，估值都在 30~50x。传统媒体、广告营销、影视剧的重点公司 2012 年 PE 在 20x、30x、27x 左右。影视剧、广告营销、传统出版等全年业绩增长确定性高，其中影视剧、广告营销今明两年仍有望保持 30% 以上较高增速，能够支持相对较高的估值。

投资主线：1) 经济低迷时期，选择业绩确定的新媒体公司。如广告营销、影视剧行业，有产业链整合优势的能够保持持续增长。2) 选择符合未来行业发展趋势的。主要是移动互联网等新媒体领域，游戏、社交等有望爆发式增长。3) 能够受益于十八大、三网融合等政策预期的公司。主要是传统媒体，传统业务增长有限，需要外延式拓展实现新的发展。

3、电子行业——优质标的蛰伏后仍将上涨

行业评级：推荐

三季度行业旺季不旺。分产品大类看，智能手机表现较好，同比增速维持在 40% 以上，而电视和电脑表现差强人意。由于全球经济增速放缓，人们对于电视的购买欲望及能力降低，同时智能电视发展进度低于预期，导致出货量低于预期。另一方面由于 10 月 26 日微软将正式推出 Window 8，此前消费者一般都会延迟电脑购置计划，因此三季度电脑出货量增速趋缓也合乎情理。

9 月开始我们迎来了本年度最大的新品发布潮。

手机方面：苹果 iPhone5 9 月 12 日发布，9 月 21 日开售。三星 Galaxy SIII 创造了 100 天出货 2000 万部的纪录，仍有希望继续热卖。平板电脑方面：苹果 iPad Mini 和新一代改进版 iPad 将在 10 月公布，三星推出了 10.1 寸 Galaxy Note，亚马逊也不甘示弱，近期推出了 8.9 寸的 Kindle 平板。电脑方面：Windows 8 的正式推出将大大推进超极本的渗透率提高，同时带动整个电脑行业的换机潮。许多厂商已开始大规模备货。

强势品牌（苹果/三星/亚马逊）的新产品面市将为相关产业链公司的业绩提供有力保障。从目前掌握的情



况看，在这些新产品中，国内很多公司都作为新进者参与，由于新产品的出货量巨大且盈利能力强，相关公司业绩提升明显。我们认为越来越多国内电子公司进入国际一线品牌厂商供应链说明国内企业的竞争力在加强，未来这一趋势将延续，因此我们对于这些公司的业绩持续增长有信心。

但我们也应该清晰地认识到，各子行业分化明显。智能手机虽增速很快，但手机行业整体增速低于 5%，苹果/三星的崛起伴随着诺基亚的没落。电视由于缺乏新的杀手级应用四季度出货仍将比较低迷。Intel 在 9 月 7 日下调了公司对三季度的盈利预测，收入下调幅度达到 7.7%，这也显示了电脑至少在三季度仍处于较低迷状态，超极本全年出货低于预期是大概率事件。同时 PCB 和设备 BB 值均处于荣枯线 1 以下说明大部分厂商目前对行业景气仍持保守态度，行业的整体复苏还需要全球经济复苏的配合，短期内可能暂时看不到明显的景气向上拐点。

目前根据 TTM 估值电子行业 PE 已达 39.4 倍。但 7、8 月份行业的显著特点是大幅跑赢了整体市场。仔细分析主要是业绩确定性的品种受到市场的热捧，2012 年 PE 基本都接近或超过 35 倍。市场愿意给高估值的原因是基于其业绩及成长的确性。我们判断国内优质公司进入苹果和三星产业链并非偶然，其领先的研发技术能力、快速的产品反应速度以及更低的生产成本将使其在今后持续获得国外一流厂商的订单。诚然一些公司体量已不小，但其在主流客户的开拓及份额提升方面仍有文章可做，我们认为这些优质公司的快速增长至少还能维持两年。虽然短期内受政策刺激及前期超跌影响，周期板块可能会有一定幅度的反弹，而优质的电子公司在前期大幅上涨后可能蛰伏。但在国内经济转型、国外经济复苏一波三折的情况下，成长性良好的公司具有稀缺性，最终仍将受到市场的青睐。

四季度是新品大量上市的季度，也往往是估值切换发生的时点，因此我们建议对苹果/三星产业链优质公司保持密切关注，高估值有望被业绩高增长所消化。同时，三部委和广东省在今年三季度完成招标后，四季度开始 LED 公司有望正式迎来政策推动所带来的实际订单，业绩拐点可能出现，也建议保持密切关注。

4、软件行业——短期业绩拐点和长期成长逻辑有望形成共振 行业评级：推荐

2012 年上半年软件行业(扣除长城电脑)上市公司整体收入增长 7.2%，较去年同期 14.7%的增速，下滑了 7.5%。在人力成本上升等因素的影响下，上半年净利润下降 5.5%，去年同期净利润增速为 19.3%，今年同比有较大幅度下滑。行业方面，今年 1-7 月我国软件产业收入 13037 亿元，增长 25.4%，增速较去年同期低 4.2%，显示软件产业在一定程度上受到经济下滑的影响。在行业景气度下降的背景下，市场基本同步反映了软件企业业绩的预期。1-8 月份，软件行业指数下跌 6.39%，跑输沪深 300 指数。

软件行业覆盖各个行业，与经济有一定的相关性，受到冲击程度各不相同，如政府主导的医疗、智能交通、安全等板块，上半年增长较快；与企业 IT 投资相关的，则有不同程度的下滑。未来经济转型升级对软件行业则是具有长期正面的影响。一方面依然会加大民生方面的投入，如近期公布发展轨道交通等项目，将提升信息化需求。另外一方面是原有经济增长方式不可持续，必须选择发展战略性新兴产业，其中信息化将起重要作用，政府也配套出台专项资金、税收优惠等政策支持两化融合，加快转型升级进程。对于企业来说，由于人力成本上升、提升效率的需求，及业务对于信息技术依赖度的加深，信息化需求也较为迫切。

2011 年下半年开始，行业增速连续下滑，今年中报可能是业绩底部。随着国家稳增长、调结构的措施出台，信息化需求有望逐渐得到释放。半年报中预收款的增长，也显示三、四季度行业基本面将有所改观；特别是十八大后，IT 投资预计会加快。由于基数的原因，三、四季度增速有望企稳，全年保持稳定增长；明年一季度起增速会加快。

中报业绩风险释放完毕，市场对于政府投资加大预期的增强，软件板块的估值出现分化，整体估值提升至 28x 左右，其中业绩增长确定、或者有主题性机会的小盘股估值都在 30~40x，反映了市场中弱势环境中对业绩的关注，未来业绩确定的公司也有条件在年底实现估值切换。行业指数在 2010 年底见高点，而行业基



本面是在 2011 年年中开始下滑，市场提前两个季度反映了预期。如果行业四季度企稳好转，明年可能增速更快，则市场有可能在今年底或明年初提前反映，从而出现业绩、估值双升的情况。但是需要注意短期高估值、首批创业板大非解禁的公司给市场可能带来的压力。

四季度选股有几条思路。1) 内生业绩增长确定，一般在景气度较高的细分行业中，如智能交通、社保医疗、智能建筑、ERP 等，在稳增长的前提下有望持续增长。2) 外延式增长。在经济不景气的当下，小企业资金面偏紧，经营困难，上市公司则拥有资金优势，此时进行外延式并购时机非常好，如今年以来外包行业连续出现 3 次大规模并购。3) 技术驱动。随着智能终端渗透率提升，数据量爆发式增长，移动化应用逐渐由个人转向企业，云计算模式、虚拟化、存储、系统软件、移动应用、数据挖掘的发展可能使行业竞争格局发生变化，需要前瞻性地寻找一些未来在新的产业链中具有技术优势、独特商业模式及控制力的公司。

5、保险行业——低估值与政策导向推动下的稳定成长

行业评级：推荐

保险行业的超额收益与股票和债券市场密切相关，当股票市场上涨或者债券市场上涨时，保险股获得超额收益的概率很高。因为保险公司的盈利模式是通过保险业务获得低成本资金，这个成本就是赔付、费用等，利用这个资金在金融市场中获得收益，所以其盈利能力一方面与其获得收益的能力相关，另一方面也与其成本相关，同时也和其能获得的资金相关，也就是保费。

在保险行业大发展的这些年里，成本的变化并不显著，而保费的增长和投资收益非常相关，使得保险股基本上就是金融市场密切相关的。未来这种发展模式已经没有空间可以挖掘了，保险经营将更为精细化，保单设计倾向于传统保障型，同时对于风险控制的要求更高，这样保险公司的差异化就显现出来，一方面是所掌握的客户资源，第二是对保险风险的准确把握，在国外之前经常能够看到由于保险风险的暴露导致保险公司破产，第三则是在多种可投资范围中获得高收益的能力，以前有很强的限制，差距拉不开，现在放开后，差距可能会扩大。

那么我们看好现在保险股的投资机会是基于如下几点：我们看好 4 季度开始的股票市场，我们认为上涨能够持续 2-3 个季度，这对于保险公司的投资收益将有显著的提升。

在大病补助医疗保险全国铺开，保险公司将获得一手的客户信息，从而弥补银保渠道受限后，客户资源渠道的缺失。而今年以来保费增长以及从低位起来维持稳定了。

随着保险公司浮亏的消化，3 季度盈利将会非常可观，以人寿为例，之前浮亏已经消化完了，3 季度利润增长将在 100% 以上，2 季度开始的浮亏需要等到明年才会消化，而明年这些浮亏可能随着市场的上涨而消除。

相比而言，我们更看好寿险，因为产险的下降周期现在刚开始，同时考虑到新华解禁的因素，上半年其在香港的解禁已经对股价产生冲击，所以，我们看好人寿和平安。

6、装饰园林行业——现金流好转将使业绩将超预期

行业评级：推荐

从宏观政策来看，随着经济持续下滑，进入 9 月份以来，中央“稳增长”的措施有加快迹象。发改委表示，重大在建续建项目等实行即报即审。发改委已按照债券资金投资的领域，将今年企业债申报分为绿色通道、重点支持批复和正常审批三类。其中，绿色通道类项目将即报即审、简化程序、尽快发行；重点支持类项目将分类排队、加快审核；正常审核类项目则视为普通类别对待。9 月 6 日，发改委一天发 25 条城轨批文，批复总规模超 8000 亿的全国多个城市轨道交通建设规划；9 月 7 日，发改委再批复 20 个项目，其中包括 13 个公路建设项目，总里程超过 2000 公里。另有多多个集装箱码头和航道获批。



从 8 月份的房地产行业数据来看，房地产开发投资和新开工低位明显反弹。2012 年前 8 月，全国房地产开发投资 43688 亿元，同比增长 15.6%，增速比前 7 月提高 0.2 个百分点。单月房地产开发投资增速为 17.0%，比 7 月单月 9.6% 明显上升。2012 年前 8 月，房屋新开工 122940 万平方米，同比下降 6.8%，降幅比前 7 月缩小了 3 个百分点。8 月单月全国新开工面积 1.90 亿平米，同比上升 13.9%。同时全国购置土地面积单月增速 50.3%，地方政府土地出让金收入单月大幅增加。我们认为二季度房地产销售底确立，三季度确立房地产投资和新开工底部将是大概率事件，房地产行业基本面将实现软着陆。我们预计四季度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。

我们持续推荐装饰园林行业最核心的理由就是其产业链现金流状况从二季度以来在持续改善。随着今年宏观政策的预调微调，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），目前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。随着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。从目前的数据来看，预计四季度基建投资和房地产投资将见底回升，房地产行业和地方政府的现金流情况都将大幅改善，装饰园林行业的订单增速可能加快，上市公司业绩可能上调并超市场预期。从企业订单情况来看，1~8 月份行业龙头企业订单增速普遍达到 20%~50% 的增长。

在装饰园林行业四季度经营环境持续改善，房地产投资和地方政府的现金流情况大幅改善，装饰园林上下游产业链现金流状况持续好转，龙头企业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四季度有业绩和估值都提升的机会。

7、节能环保行业——长期角度看具投资机会

行业评级：推荐

四季度节能环保行业的投资机会来自两个方面：

首先，政策有望强化对节能环保产业的鼓励与扶持。如果我们以十年为限回望今天，要扭转经济下行的趋势，坚持结构转型，扩大内需显然是最优选择。换个角度看，经济增长无非就是生产效率的提高。过去三十年，大量廉价而又训练有素的劳动力涌入制造业，创造了中国奇迹。但劳动力以外，资源的利用效率却极低。我们单位产出的能耗远高于发达国家，经济的快速发展伴随着资源的大量消耗。今天的情况是，人口红利已经消失，单位劳动者效率的提升需要大量教育成本的支出，边际效益正在递减，经济的增长需要更多依靠资源利用效率的提升。也就是说，做出同样的东西，必须消耗更少的资源，这也正是结构调整的重要意义所在。这其中，节能环保能起到决定性的作用。节能的目的是降低能耗，做同样的事消耗更少的能源，提高资源转化效率，完全满足提升资源利用效率的要求；环保的目的是治理，本质上通过短期投入控制长期社会成本的增加，同时通过循环体系实现可供利用资源在总量上的可持续开发。如此，就不难理解政府为何会对环保予以高度重视，并将其列为七大战略性新兴产业之首。即将召开的党的十八大必然会对节能环保产业再次予以高度关注。预计在此之后会有包括《环境服务业十二五规划》、《十二五节能环保装备专项规划》、《十二五可再生能源发展规划》等细则陆续出台，从而为板块提供良好的政策环境。

其次，四季度是全年业绩的高点。大量节能环保上市公司是工程类公司，行业属性决定了四季度是行业的结算高峰，当季业绩一般要占到全年的 6 成以上。旺季来临有助于板块行情的启动。目前市场一致预期板块内重点跟踪的 33 家公司 12 年净利润为 79.99 亿元，同比增长 26.95%。由于上半年实际业绩同比增长 18.7%，因此暗含下半年增速会在 30% 以上，四季度可能更高。考虑到：（1）减排现实压力下，今年各级财政对环保投入有望大于去年；（2）各地项目陆续开工，结算高峰来临；（3）项目回款情况良好，上述全年增长目标实现的可能性是较大的。业绩增速的逐季改善将对股价的稳定向上提供重要支撑。



重点到行业，以脱硝为代表的大气治理行业以及水处理行业是目前环保投入力度最大的板块，行业受益程度高；废弃物处置行业市场化程度高，且壁垒逐渐形成，行业的发展具有持续性，有望长期快速发展。从板块业绩的历史表现看，大气治理自去年下半年来增速持续保持高位，废弃物处置增速也始终较高，此外水处理设备的板块增速也有向上趋势，下阶段的投资机会将主要来自这里。

节能环保板块目前 12 年加权估值为 28.02 倍，大致处于历史平均水平。尽管大盘的波动可能导致环保股的短期调整，但调整就是买入机会。我们坚信新一轮经济周期一定与过去有所不同，调结构的定调不会轻易改变。战略性新兴产业中，环保是少数具有实际可操作性的行业，既能容纳较大的投资规模（4.5 万亿），又能有效拉动较长的上下游产业链，并能契合惠民生促和谐的精神。如果以较长周期看，目前的估值水平是具有投资吸引力的。

8、化工行业——关注产业转移和煤化工

行业评级：谨慎推荐

2012 年上半年基础化工行业上市公司营业收入总体小幅增长，但净利润有较大幅度下滑，这主要是由于在大多数基础化工子行业产能进入扩张期的同时，宏观经济的疲软使得下游需求增速放缓，因而多数基础化工产品供过于求的趋势加剧，导致行业利润率下滑，同时年初以来原油、煤炭等原材料价格的大幅波动也加大了行业内企业的经营难度。

盈利方面，氮肥、农药行业毛利率同比增长，其余子行业毛利率均出现不同程度的下跌。氮肥行业毛利率增长主要是由于今年上半年尿素价格在渠道库存紧张的因素影响下持续上涨且维持高位，在收入及毛利率增长双重带动下盈利有所提升。而农药行业经历过去连续三年的需求低迷，产能过剩局面有所缓解，加之今年以来国内外需求回暖，产品价格整体上涨，从而带动行业盈利能力的提升。而复合肥行业毛利率略有下跌，但是由于单质肥价格总体上涨和相关企业产销量增加，行业净利润同比增速较快。

展望四季度，在宏观经济不景气、需求仍不明确的背景下，我们将着力于寻找能顺应中国经济转型的趋势、需求稳定增长的子行业。建议关注全球医药农药产业链前端加速转移背景下的受益标的，并密切跟踪煤化工行业的政策取向和行业动态。

根据同花顺的信息，石油、化学与塑料行业静态市盈率约为 22 倍，处于历史同期较低水平。

由于高企的研发和制造成本，医药和农药产业链已经呈现出从美国向发展中国家转移的趋势。从前端的研发到临床，再到制造，这一趋势方兴未艾。这一产业链外包最早从美国流向化工基础较好、人工成本较低的中东欧国家。如今，医药农药产业链外包由中东欧逐渐向中国和印度转移，市场空间巨大。我们认为定制生产模式下产品利润及附加值更高，更符合全球化的专业分工和产品发展方向。重点关注成熟且规范性获得广泛认可的定制生产龙头联化科技，以及具备高增长潜质的中间体定制新贵雅本化学。

我国资源禀赋的特点就是“富煤缺油少气”，同时也是世界主要的能源消费大国，煤化工在我国化工行业中占据着重要的战略地位。经济不景气背景下，国家极有可能出台政策刺激经济，而煤化工就是可能性较大的方向之一。随着国际油气资源日益紧缺，煤化工产业逐渐成为国内一些煤炭大省选择的发展热点，因为这一产业既能够实现能源转化替代石油和天然气，又能带动当地的 GDP 增长，所以很多地区和企业都趋之若鹜，纷纷建设煤化工项目。近日，国家能源局能源节约和科技装备司司长李冶表示，由国家发改委、能源局编制的《煤炭深加工示范项目规划》以及《煤炭深加工产业发展政策》有望在近期出台。而国内投资总额接近一万亿的煤化工项目正在国家发改委会审，预计大部分审批结果将陆续公布。届时国家对更具节能环保特点的新型煤化工项目的审批将开闸。重点关注煤化工工程技术储备丰富、下半年业绩确定性较强的东华科技、中国化学。

另外，民爆行业受益于原料价格低位、产品价格稳定，下半年将迎来需求旺季，业绩有望好转。可关注



业务布局中西部的区域龙头久联发展、雅化集团、同德化工；个别新材料的应用领域有望进一步拓宽，获得穿越周期的成长，关注聚氨酯白马烟台万华和复合材料黑马长海股份；磷矿石价格将在成本支撑下继续维持强势，兴发集团有望受益于磷矿石资源属性的提升。

9、商业零售行业——期待终端恢复

行业评级：谨慎推荐

前三季度零售难言乐观：经济增速放缓和消费信心的下降对终端零售消费造成较大影响，2012年1-8月社会消费品零售总额同比名义增长14.1%（扣除价格因素实际增长11.4%）；同比下降2.8个百分点。从全国50家大型商场零售数据看，预计1-8月零售额同比增速在10%-12%左右，比去年同期下滑8-10个百分点（剔除极端天气和基数影响），前三季度零售情况不容乐观。

期待四季度终端零售改善：4季度进入销售旺季，前三季度暗淡的销售业绩将促使商场加大打折促销力度和频率，加上去年4季度低基数影响，我们期待4季度零售从终端层面开始恢复。

区域垄断零售龙头企业最先受益：考虑到电商和商业物业供给的冲击短期难以消除，我们认为物流成本较高的区域中，具备区域垄断优势的商业零售龙头企业将最先受益，重点推荐步步高、友好集团。

从估值角度，零售板块相对于沪深300的动态估值水平已回归至历史均值以下水平，影响估值的不利因素已基本暴露，期待终端零售实质性恢复，给予商业零售行业“谨慎推荐”评级，

行业催化剂：收入分配体制改革总体方案有望在今年10月推出，有利于释放中低收入水平人群的消费能力。

10、煤炭行业——补库存带来的投资机会

行业评级：谨慎推荐

我们觉得如果房地产和制造业投资增速以过去平均的速度下移，基建投资以过去平均的速度上移，那么整体的固定资产投资增速将保持稳定至2013年一季度末，之后两股力量有可能带动终端需求小幅上升。我们观察到的固定资产投资增速处于2003-2011年大繁荣周期的下沿，1998-2002年固定资产投资增速区间的上沿；与此同时，由于价格和库存的过度去化，工业增加值已经接近1998-2002年中枢的下沿。在下游需求较长时间保持平稳的情况下，价格将恢复，库存将回补；从大的库存周期看，2000年以来第四轮的库存周期即将结束下降阶段，从而进入长达一年甚至更长时间的库存回补阶段，对需求和价格都有支撑作用。

从煤炭行业看，海外低价煤、水电充足以及高库存的冲击已使煤价从高点下跌25%左右。目前看，枯水季节即将来临，水电增速将回落，火电增速将回升，加上冬储用煤将使下游火电需求用煤环比上约有5个百分点以上的增幅。另外，煤炭企业的产量去化过程也比较快，8月单月煤炭产量增速仅为-4.7%，加上大秦线检修，有望使煤价保持稳步小幅上升的态势。

我们觉得市场不会像2001-2002年那样对这样的库存和价格周期无动于衷，原因有三点：第一，01-02的时候，全球的商品是经历了接近20年的熊市期，大家没有什么资源属性的概念，对价格反应相对迟钝；第二，那时的投资者机构和目前有差异，煤炭股品种也比较少，较难形成板块效应；第三，目前的全球货币环境是过去任何时候都没法相比的，叠加市场情绪会放大波动幅度。

11、房地产行业——政策和销售难超预期

行业评级：中性



从行业运行情况来看，房地产行业有望实现短期软着陆，三季度房地产投资和新开工增速初步触底而房价反弹压力明显减弱，开发商资金面持续改善。8月全国房地产投资增速相比上月微升。1-8月全国房地产累计开发投资4.36万亿，同比增长15.8%，增速比上月微升0.2个百分点。从单月情况看，8月房地产开发投资完成额6913亿元，同比增长17.02%，增幅比上月回升7.38个百分点，环比增加12.14%。房屋新开工面积累计12.29亿平，同比下滑6.8%，比上月回升3个百分点；房屋施工面积累计51.16亿平，同比增长15.6%，比上月微升0.3个百分点；房屋竣工面积累计4.46亿平方米，同比增长20.2%，比上月回升1.2个百分点。从单月看，8月全国新开工面积1.9亿平方米，同比增加13.91%，环比大幅增加65.17%。8月全国房屋新开工面积增速触底大幅反弹。根据中国房地产指数系统百城价格指数的数据，房价反弹压力明显减弱。8月，全国100个城市（新建）住宅平均价格为8738元/平方米，环比7月上漲0.24%，自2012年6月止跌后连续第3个月环比上涨，其中63个城市环比上涨，37个城市环比下跌。与上月相比，本月环比下跌的城市个数增加7个，跌幅在1%以上的有5个城市；涨幅在1%以上的有10个，较上月减少12个。同比来看，全国100个城市住宅均价连续第5个月下跌，跌幅为1.60%，比上月缩小0.17个百分点。北京、上海等十大城市住宅均价为15539元/平方米，环比上月上涨0.45%，与去年同期相比下跌1.49%，连续第8个月同比下跌，跌幅继续缩小。按100个城市住宅价格的中位数计算，全国住宅价格中位数为5775元/平方米，环比下跌0.43%。在前期销售回暖和购地谨慎的情况下，开发商资金面继续改善。8月全国房地产开发资金来源累计达5.97万亿，同比增长9.1%，增幅比上月继续回升2.9个百分点。从当月值看，8月全国房地产开发资金来源达8881亿元，同比增加28.97%，比上月继续回升19.6个百分点，环比增加18.4%。

政策面上，在市场经历了“取消预售”、“推广房产税”等预期带来的恐慌之后，终于将政策预期消化。从短期来看，房地产行业政策目标仍将是抑制投资投机性需求以及保护合理的居住性需求，这就体现为在不加入更加严厉措施的情况下严格执行限购政策；从长期来看，加强预售资金监管以及推广房产税将成为一个趋势。我们认为四季度房地产行业政策面将趋于平稳。而在宏观政策层面上，当前央行主要控制目标是流动性的弱势平衡以及将货币增速稳定在可控的目标区间，因此市场降准预期的一再落空以及货币市场利率的回落是对当前流动性的一个反应，未来整个市场的货币环境将呈现稳中有松的态势。货币政策将从供给端（开发贷）与需求端（按揭贷款）来影响房地产市场的运行。在开发贷上，8月同比增速已经明显上升，下一阶段房地产企业面临的融资环境将会逐步宽松。在消费信贷上，我们看到大部分城市已经陆续取消8.5折首套房利率优惠政策，可能的情况是销售火爆导致的消费贷需求上升使得资金成本有上升的压力，对于未来房地产市场的成交将会形成压力。

由于9月份受政治局势影响，开发商的推盘节奏受到一定程度的干扰，前期调控加码的预期和经济的持续走弱，也使得近期购买热情有所降温，我们预计9、10月份的销售难以大幅超过7、8月份的情况，表现出旺季不旺的特征，但整个四季度的成交量仍能维持平稳在较高水平。从数据统计情况看，过去5年9、10月两月销量占全年销售的20%以下，因此即使9、10月份的销售量表现为旺季不旺，开发商基本面依旧优于去年同期。

在四季度行业政策面平稳和基本面难超预期的情况下，整体行业将呈现箱体区间震荡的走势。目前房地产行业重点股票12年估值平均只有9倍PE，四季度可能存在估值切换的机会。

12、汽车行业——优选增长确定的品种

行业评级：中性

今年以来，乘用车、大中客行业的销量及业绩同比出现企稳迹象，而中重卡行业下滑的趋势依然没有好转。目前市场对于大中客行业的观点基本一致，行业需求增长平稳、竞争格局稳定，一致推荐增速超越行业、管理控制及渠道营销能力优秀的行业龙头宇通客车。

对于乘用车板块，市场的主要分歧点在于后续终端价格及优惠力度的走势，我们认为下半年终端价格下



行、优惠力度加大的概率非常大。一、下半年乘用车需求同比增速难有好转，乐观预期在 8% 左右；而今年产能的同比增长超过 20%，且时间上大部分产能的投放集中于下半年(仅合资品牌下半年产能投放超过 200 万辆)，厂商之间竞争加剧。二、尽管市场对于库存水平的变化有争议，但市场基本认同目前的库存远高于正常水平，随着下半年新车型大量上市(下半年约 54 款)，经销商有压力采用降价或促销的方式清理老车型的库存。三、上半年整车厂大多未完成指标，而全年指标直接影响销售人员的年终奖金，因此其有动力降价或加大促销力度。基于上述分析，我们认为四季度乘用车整车股的收入增速难有提升，但盈利能力可能环比下滑，基本面难以改善。

部分券商看好汽车股估值低所带来的机会，我们不排除部分基本面好、或有特殊性利好因素(如一汽系、威孚高科、长安汽车等)的企业随大盘出现反弹，但由于整个汽车行业增长中枢下移、竞争格局加剧，其估值的提升若没有业绩或利好因素兑现的支撑将难以维持。因此，我们偏向于自下而上选择业绩增长确定的品种。

在零部件板块中，市场关注度较高的威孚高科，我们认为受制于整个中重卡行业不景气的，四季度业绩不会改善，而尽管国四排放再推迟可能性不大，但对其影响估计要到明年一季度末、二季度初才会体现，今年不建议介入。而对于讲出口及市场份额提升故事的中原内配、中鼎股份、京威股份等，其利好兑现都是在明年或以后，在下半年缺少基本面支持，且缺少行业整体性机会的状况下，不建议介入。

综上所述，我们维持汽车行业“中性”评级的观点，配置上从稳定性的角度优选有业绩支撑的防御型品种。

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产品

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)/582201 (C 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。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。



5、东吴增利债券型证券投资基金

基金类型： 债券型基金

基金经理： 丁惠

基金代码： 582002 (A类) / 582202 (C类)

基金托管人：中信银行

东吴增利债券型证券投资基金于 2011 年 7 月 27 日成立以来，业绩稳定。

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： 邹国英

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%。

13、东吴保本混合型证券投资基金

基金类型： 保本混合型基金
基金经理： 丁蕙
基金代码： 582003
基金托管人：中国农业银行

本本基金以本金安全为导向，基于宏观经济运行变化和阶段性市场特征，运用恒定比例投资组合保险策略（CPPI）进行大类资产配置，通过购买债券等安全资产构建本金安全垫。同时结合东吴“M 值优化模型”动态调整投资品种比例，灵活精选债券和股票，以期在不同市场环境中攻守自如，增厚收益。