



## 把握改革主旋律

### ——东吴基金 2014 年 4 季度投资策略报告



(2014 年 9 月 19 日)

主 编 邹国英

#### 行业研究

通信、电子	徐 嶒
食品饮料	赵梅玲
环保、汽车	张能进
计算机、传媒	兰 昆
医药、电力设备	张剑鑫
旅游	朱冰兵

监 审 任少华  
程 涛  
刘元海

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

#### 把握改革主旋律

进入7月份以来，受国内经济数据连续好转的累积效应影响，尤其是改革提速及沪港通推出预期的提振，资金加速流入中国香港和内地。人民币对主要外汇出现加速升值；A股市场在低估值蓝筹、传统周期板块的带领下出现修复性上涨，此后热点扩散至国企改革、新能源、环保、军工等诸多板块。上证指数在3季度扭转颓势，涨幅居全球主要股指的首位。

然而，在市场未出清的情况下，定向调控的微刺激政策存在边际效应递减，经济内在增长动力仍不足。8月份的PMI数据大幅下滑，工业增加值全面回落，拐点意味较浓，显示经济增速在阶段性回升之后又重归下滑的趋势，4季度经济前景不容乐观。

- 央行通过定向宽松手段保持货币总体宽裕，但居高难下的利率和不明朗的景气前景压制了企业的中长期投资行为，使得宽松的流动性难以转化为有效信贷。
- 财政收入的低位增长成为财政政策运用的瓶颈，作为稳增长主要发力点的基建投资已经显现高位回落，很可能出现房地产、制造业和基建投资增速一起放缓的局面。
- 居民可支配收入增长持续放缓将继续压制消费。

在就业目标完成较好的情况下，面对糟糕的经济数据，管理层强调将更依赖结构性改革来支持经济增长。因此，我们在根据经济阶段性波动来控制整体风险的同时，聚焦改革，寻找改革受益领域和投资标的。其中，国企改革将持续推进，重点看好确定性、可把握性高的军工；沪港通将在10月份正式推出，将改善A股的投资者结构和投资理念，有助于优质蓝筹估值体系向国际水平接轨。

综上，4季度在经济存在下行风险的预期下，我们相对看好受益改革红利、中长期发展前景较好的行业，以及景气度阶段性好转的行业。

- 行业景气好转：食品饮料、医药；
- 转型驱动：计算机、通信、传媒、旅游；
- 政策驱动：军工、环保、电力设备、电子、汽车。



## 目 录

<b>一、市场和经济回顾</b>	<b>3</b>
(一) A股市场走势及特征	3
(二) 宏观经济：短期回升后重归疲弱	5
<b>二、宏观经济展望和投资路径选择</b>	<b>8</b>
(一) 定向调控政策难改经济下行趋势	8
(二) 投资路径：踏准改革节奏，寻求确定性投资机会	11
<b>三、投资主线及重点看好行业</b>	<b>17</b>
(一) 行业景气好转	17
(二) 改革与转型	18
(三) 政策驱动	20
<b>东吴基金管理有限公司旗下产品</b>	<b>24</b>

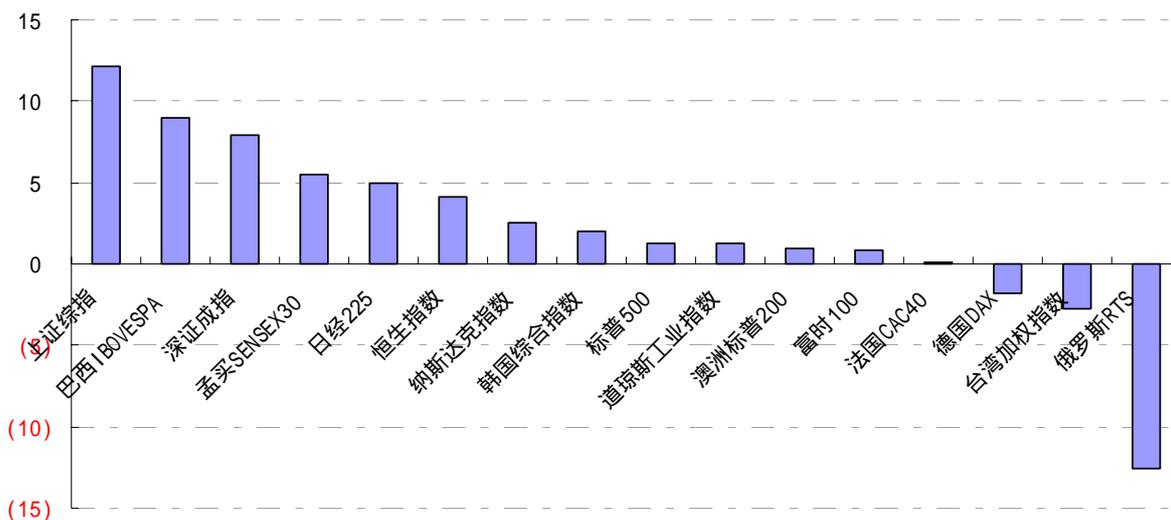
# 一、市场和经济回顾

## (一) A股市场走势及特征

A股在3季度扭转熊冠全球的局面，引领新兴市场上涨；地缘政治冲突加剧发达国家的股市分化。新兴市场的经济前景改善和欧元区经济持续低迷下的降息举措，加剧资金流入新兴市场，其中以中国香港和内地资金的流入规模最为明显。受7月份国内经济数据的连续好转，尤其是改革提速及沪港通预期的提振下，人民币对欧元自5月份以来的升值趋势在7月中旬加速，对美元、日元和英镑等主要外汇的升值速度也同步提升；期间，A股市场涨幅居全球主要股指首位，并引领阿根廷、巴西等新兴市场的股市反弹。

欧美经济继续呈现分化走势，尽管美国8月份非农就业数据低于预期，但仍在持续改善，其制造业及非制造业PMI继续稳步上升，且均创下近年新高，贸易逆差也持续收窄。欧元区自7、8月份以来，通缩和经济下行风险加大，9月初欧央行公布将基准利率由0.15%降至0.05%，并决定自10月份开始购买RMBS在内的资产支持证券，启动欧洲版的量化宽松政策，但其效果在美国加息预期升温的背景下或被削弱；作为欧元区领头羊的德国，其企业家信心指数连续下降。加上针对乌克兰局势，欧盟对俄罗斯进行的制裁与反制裁，加剧了双方经济上的负面影响，使得欧元区与俄罗斯股市表现较差。

图表 1 三季度 A 股涨幅居全球主要股指前列



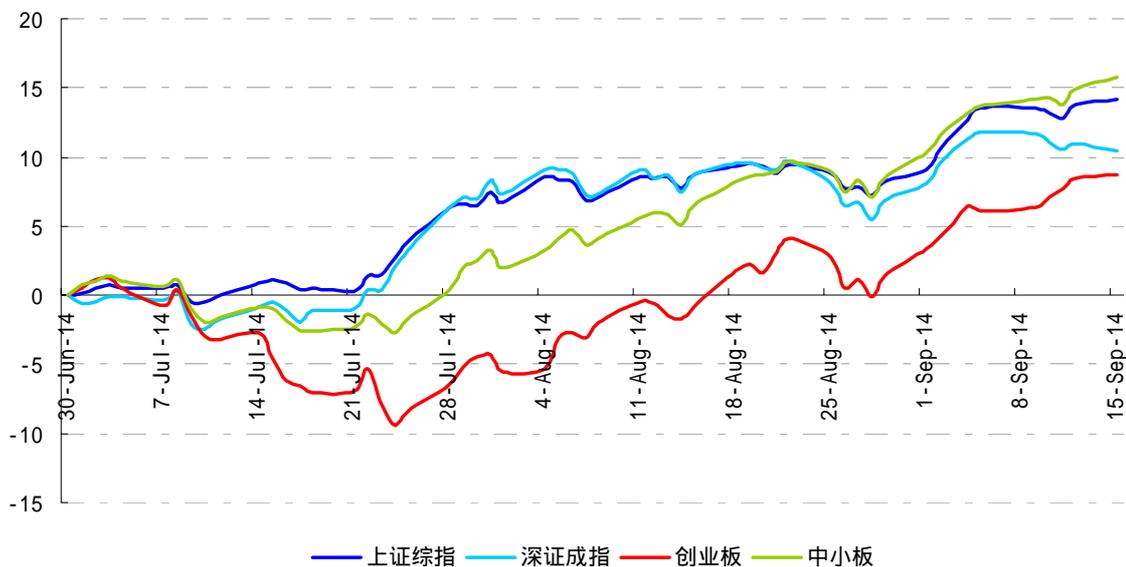
数据来源：Wind，东吴基金

A股本轮上涨的主因是经济数据连续好转，叠加改革提速的预期，相关受益板块涨幅居前。自7月中旬开始，受7月份PMI数据大幅回升的提振，加上沪港通预期下多只RQFII基金连续获得巨额申购，大盘蓝筹出现明显上涨，有色、非银、房地产、煤炭、汽车、钢铁等传统周期板块从底部大幅反弹，而被市场热捧一年多的创业板一度出现暴跌，市场风格转换剧烈。不过，糟糕的信贷等数据再次引发投资者对内需低迷的担忧，金融等大盘蓝筹股在8月初出现滞涨甚至回落，创业板在市场情绪升温的情况下重新步入上涨轨道；而连续好转的出口数据和提振外贸的多项措施，使得港口、海运等板块大幅上涨；此后国企改革、军工类科研院所改制



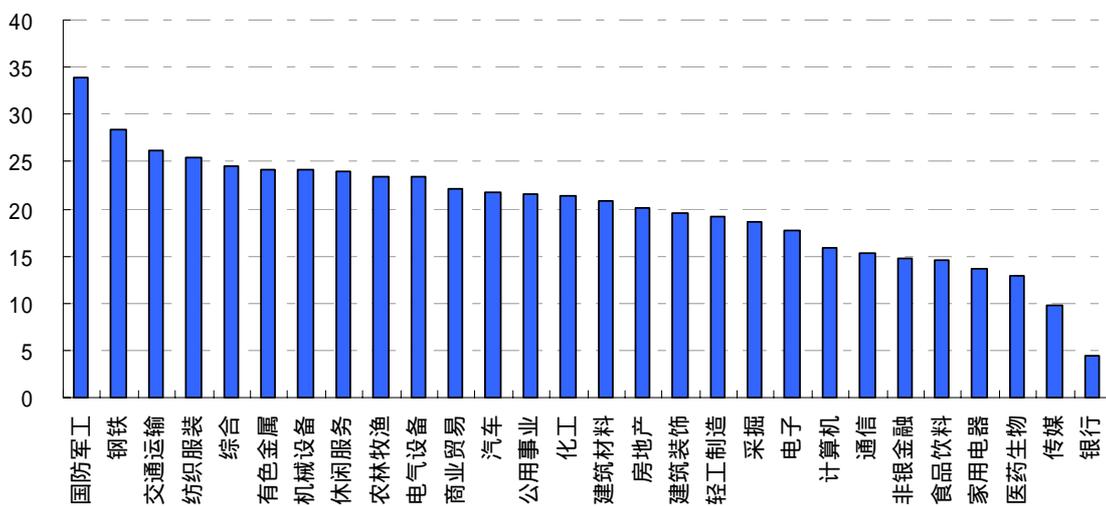
等成为市场热点，截至9月中旬，国防军工板块大涨34%，位居各板块涨幅首位。

图表 2 A 股主要股指表现



数据来源：Wind、东吴基金

图表 3 国防军工及周期板块涨幅居前（7月1日~9月15日）



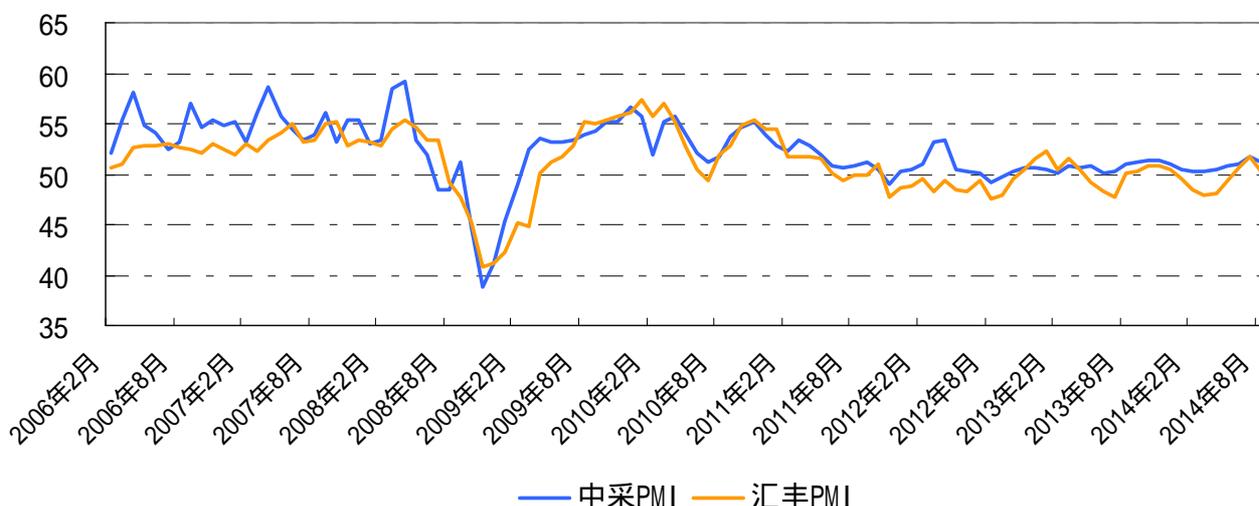
数据来源：Wind、东吴基金



## （二）宏观经济：短期回升后重归疲弱

PMI连续4个月回升后调头向下。7月份我国官方PMI数据较前月上升0.7个百分点，达到51.7%，是自4月份连续上升幅度最大的月份，并创新18个月新高；代表中小企业景气指数的汇丰PMI数据也上升1个百分点至51.7%。这一数据表明政府各项稳经济的微刺激政策已经起到实质性效果，也大大提振了投资者对3季度经济企稳回升的预期。不过，8月份PMI数据的明显回落给这一预期泼了凉水，官方PMI下降0.6个百分点至51.1%，其中新订单和采购量均较上月明显下降1.1个百分点，显示需求重归疲弱；汇丰PMI数据也显示了同样的趋势，大幅下降1.5个百分点至50.2%，值得庆幸的是仍处于荣枯线之上。8月份PMI数据的拐点意义较浓，显示我国经济内在的增长动力还不强劲，微刺激政策的影响存在边际递减，其带来的经济回升缺乏持续性。

图表4 我国PMI数据显示经济回升持续性不强



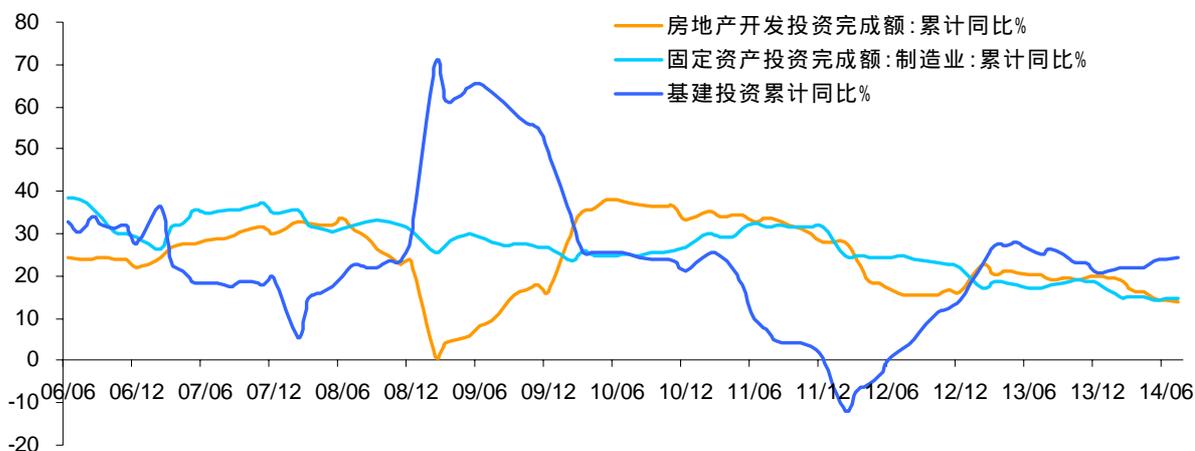
数据来源：Wind、东吴基金

房地产和制造业投资拖累固定资产投资持续下滑，基建投资受资金问题显现回落势头。今年以来，固定资产投资累积同比增速呈逐月下滑的态势，1~8月份为16.5%，较去年全年的19.6%下降了近3个百分点。其中，房地产投资增速的大幅下行是拖累固定资产投资减速的主因，前8个月累积增速只有13.2%，较去年的19.3%大幅下滑了近6个百分点；制造业投资增速逐月小幅下行，前8个月为14.1%。作为稳增长主要发力点的基建投资今年总体保持高位，尤其是高铁等诸多项目的加快实施，带动基建投资自5月份连续回升，在一定程度上缓冲了经济下行的压力。

不过，基建投资增速在8月份出现了明显回落，其累计增速较上月回落了1.5个百分点至23.5%，其中，在铁路运输业投资提高1个百分点的情况下，水利、公共设施管理业和道路运输业投资累计增速分别回落3.8、1.8和0.8个百分点。资金来源或许是基建投资增速的瓶颈，数据显示前8个月，固定资产投资到位资金虽然较前7个月回落0.1个百分点至12.8%，其中，国家预算资金还提高了1个百分点，但贷款增速回落0.1个百分点，自筹资金持平，利用外资和其它资金分别下降10.1和2.7个百分点。



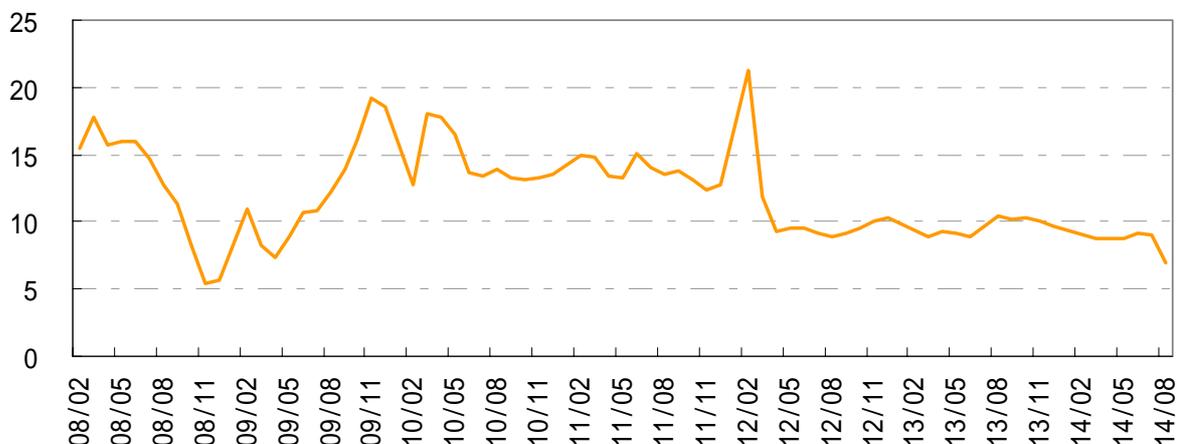
图表 5 我国固定资产投资增速持续下滑



数据来源：Wind、东吴基金

**工业增加值增速出现加速回落的趋势：**我国规模以上工业企业增加值增速上半年保持在9%左右，虽然较去年尤其是去年下半年要低，但基本稳定。不过，该数据自7月份显现下滑势头，8月份更是大幅下滑2.1个百分点至6.9%。各制造业的增加值出现全面回落，其中，汽车制造业和食品制造业回落最多，分别回落4.3和3.9个百分点，通用和专用设备制造业、化工等中游行业位居降幅前列，下降2个百分点以上。工业增加值增速回落的背后是产量和价格的双双下跌，8月份汽车产量回落7.4个百分点，手机由上月增长10.1%转为下降2.3%，微型计算机设备产量增速也由上月的2.6%转为下降8.5%。制造业产量的下降由发电量数据可以得到作证，8月份发电量今年首次出现负增长，同比下降2.2%；同时，8月份工业出厂价格同比下降1.2%，降幅较前2个月有所扩大。

图表 6 规模以上工业企业增加值加速回落



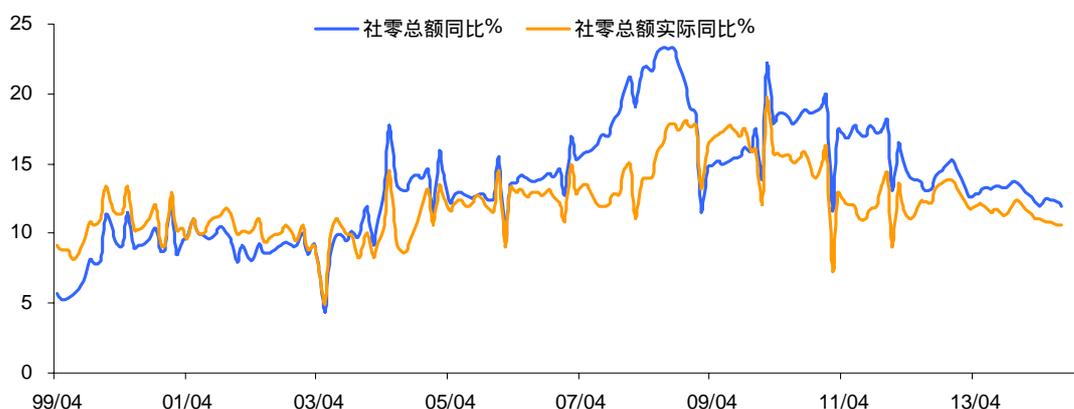
数据来源：Wind、东吴基金



**消费持续疲软，出口相对较好：**我国社会消费品零售总额增速自2011年以来逐年下滑，今年前8个月名义和实际增速分别为12.1%和10.77%，较上年全年分别下降1个百分点和0.73个百分点。不过，在零售总额走弱的同时，网购零售额保持高速增长，2013年网购交易额达到1.85万亿元，占社会消费品零售总额的7.9%；根据国家统计局数据，今年前8个月限额以上单位网上零售额增速达54.9%。

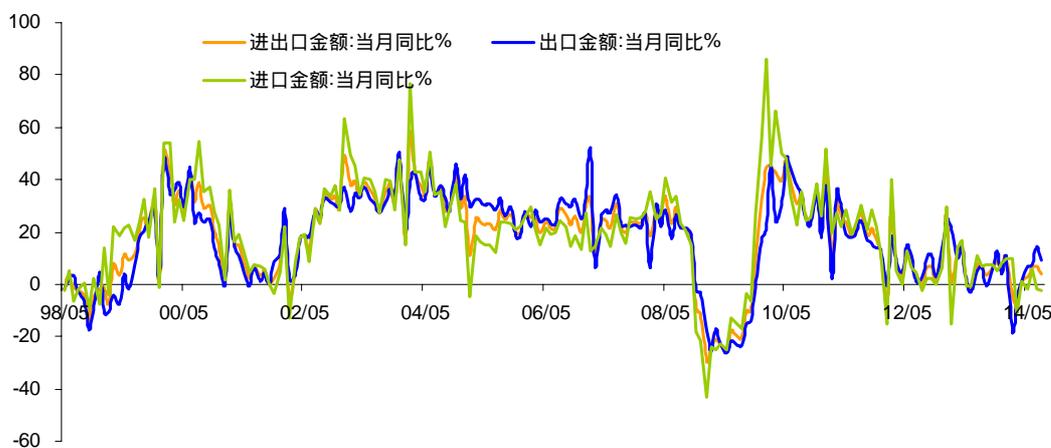
进入3季度以来，出口数据相对靓丽，7月份出口增速反弹至14.5%，为最近一年多以来的最高水平。其中对新兴经济体出口由4%反弹至12.9%是推高出口增速的重要原因，同时，对发达国家的出口增速也由7.9%反弹至11.9%。8月份出口增速虽然下降至9.4%，但仍较乐观，特别是对欧美出口的增速保持在10%以上，显示美国经济复苏对我国出口具有明显的拉动左右。同时，受国内需求疲弱的影响，进口增速7、8月份分别下降1.53%和2.4%，这使得我国贸易顺差连续2个月上升至历史最高值，分别达到473亿美元和498亿美元。不过，受制于我国制造业成本不可逆的系统性上升，我国出口产品在发达国家进口额的份额持续下降，这已经成为我国出口增长的主要瓶颈，未来出口数据仍将出现反复。

图表 7 社会消费品零售总额持续走低



数据来源：Wind、东吴基金

图表 8 出口难有趋势性好转



数据来源：Wind、东吴基金



## 二、宏观经济展望和投资路径选择

### (一) 定向调控政策难改经济下行趋势

8 月份 PMI、工业增加值等各项数据的明显回落，显示在市场未出清的情况下，微刺激政策难以有效转换为经济内在的增长动力，其效果不具有持续性，在延缓经济增速下行的节奏上能起到一定效果，但并不能改变转型期经济下台阶的趋势。展望 4 季度，不断降速的信贷、财政收入以及居民收入预示着我国内需经济短期仍难言乐观。从近期决策层的表态来看，经济增速仍处于容忍范围之内；特别是今年新增就业人数不降反增（前 8 个月，31 个大中城市调查失业率保持在 5% 左右，城镇新增就业 9700 万人，与去年同期相比还略有增加），这将加大政府调控经济的定力，在刺激政策方面不应有太高的预期。

**货币总体宽松，信贷进一步萎缩：**3 季度以来货币供应总量 M2 同比增速放缓，7 月份由上月的 14.7% 降至 13.5%，8 月份又大幅下降至 12.8%，低于市场预期。不过，由于全年预定目标为 13%，加上外贸顺差的连续扩大和央行通过创新手段投放基础货币仍有空间，预计 4 季度流动性总体上会维持相对宽松的格局。社会融资总量 7 月份仅为 2731 亿元，8 月份虽然回升 9547 亿元，但较上年同期少了 6000 多亿元；信贷数据自 7 月份开始显著下降，当月新增人民币信贷由上月 1.08 万亿元的高点大幅回落至 3852 亿元，让投资者大跌眼镜；8 月份回升至 7025 亿元，虽然最终勉强与市场预期基本一致，但要低于前几年该月份的平均值。从最能反应信贷质量和趋势的中长期贷款来看，中长期贷款余额增速 3 季度以来明显下降，7、8 月份单月新增中长期贷款同比分别为 -11% 和 1.8%，显著低于今年的其他月份。

信贷增长乏力的原因，一方面源自供给端收紧，银行由于不良率上升较快，放贷更趋谨慎，收紧了很多行业的信贷政策；同时，监管部门对表外影子银行加强监管的效果正在显现，8 月份表外间接融资新增仅 117 亿元，同比少增超过 7000 亿元，这是社会融资总量增长放缓的主要原因；另一方面，在景气度下滑的大背景下，加上实际贷款利率高企，大幅降低了投资回报率，压制企业的投资行为，使得有效信贷需求减弱。未来如果不出台降息措施，或者对房地产行业解除限购之外不在信贷上给予实际支持，依然只对体量较小而银行放贷审慎的涉农、小微企业进行定向宽松，最终政策效果将非常有限。

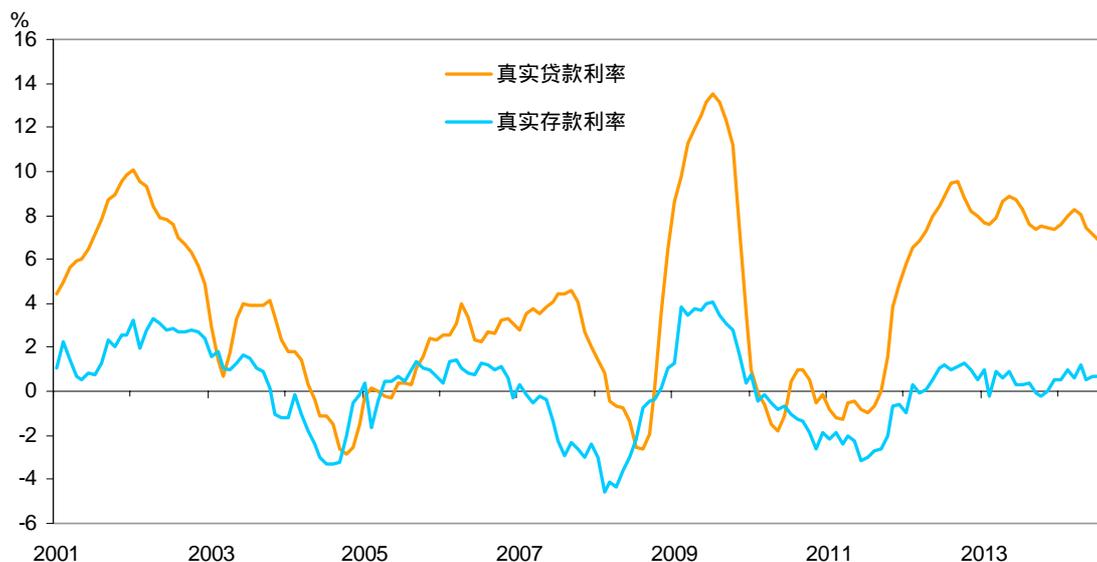
图表 9 M2 和 M1 增速呈回落态势



数据来源：Wind、东吴基金



图表 10 实际贷款利率居高不下



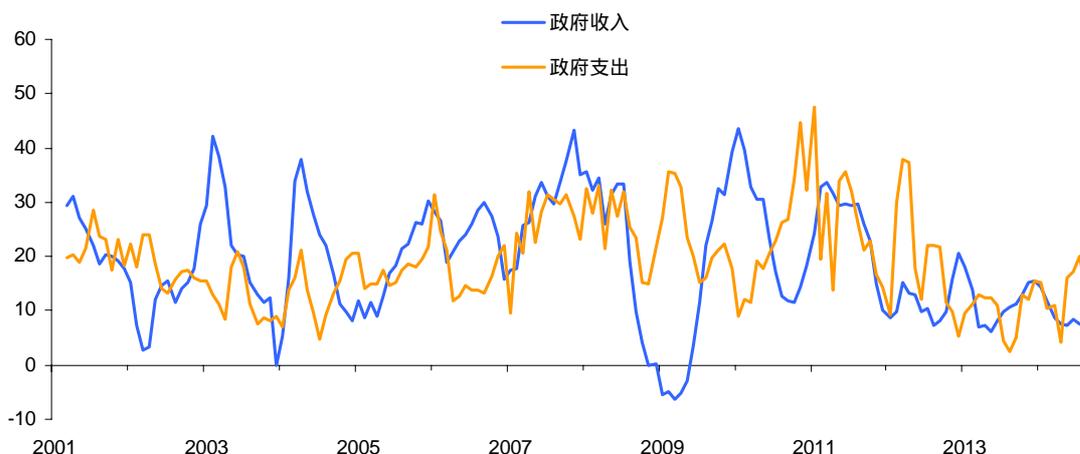
数据来源：东吴基金

财政收入的低位增长和此前预支使得财政政策难有作为，居民可支配收入增长降速将继续抑制消费。我国财政收入今年前 8 个月增速只有 8.3%，处于较低水平；而财政支出前 8 个月的增速达 13.9%。如果 2014 年财政收入全年增长 8.5%，对应财政收入 14 万亿，加上年初的财政预算赤字 1.35 万亿，再减去前 8 个月的财政支出，剩余的财政支出相比去年同期，其增速只有 5%，这将使得政府的运用财政政策的空间十分有限。事实上，8 月份更多依靠财政投入的水利、公共设施管理业等累计增速分别回落 3.8 和 1.8 个百分点，从而拖累基建投资累计增速回落 1.5 个百分点。按照这一趋势，4 季度将呈现基建投资增速将与房地产、制造业投资一起放缓的局面。

从居民消费情况来看，居民的可支配收入是决定消费的核心因素。受经济下行的影响，我国城镇居民人均可支配收入增速连续 3 年下降，由 2011 年的 14.1% 下降至 2012 年、2013 年的 12.6%、9.7%，2014 年上半年又降至 9.6%；农业居民家庭收入也呈现相同的走势。居民的可支配收入降速直接抑制了居民消费，社会消费品零售总额自 2011 年以来持续走低。同时，由于住宅销售的持续负增长，作为居民消费重要部分的家电、家居、装潢等等与房地产高度相关的消费项目将在未来至少 2 个季度以上维持低速增长；居民另一消费大项的汽车，其销售也呈现放缓迹象，政府大力推广的新能源汽车更多是基于环保节能的长期角度考虑，对汽车整体销售拉动十分有限。

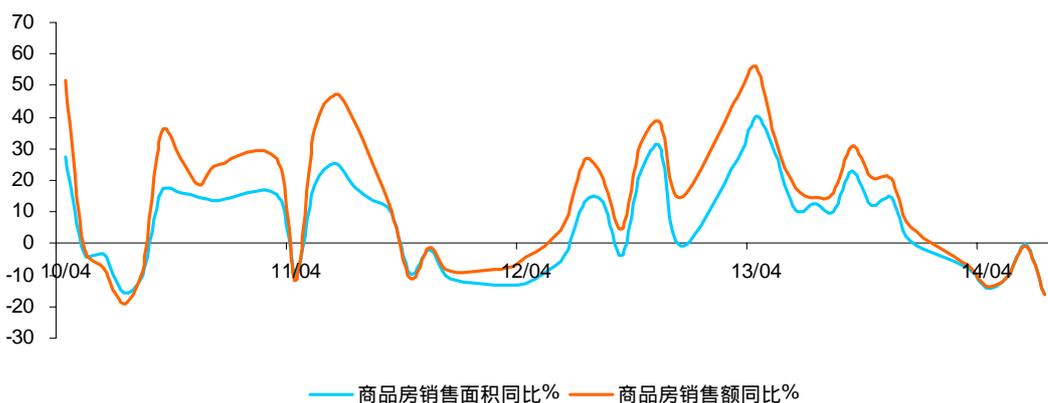


图表 11 国家财政收入与支出



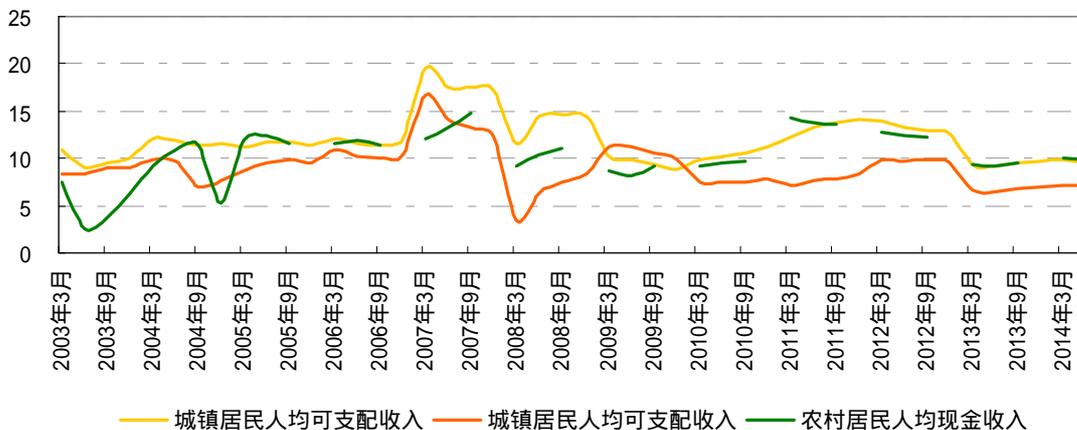
数据来源：东吴基金

图表 12 商品房销售持续下滑将影响消费



数据来源：东吴基金

图表 13 居民人均可支配收入降速影响消费



数据来源：东吴基金



## （二）投资路径：踏准改革节奏，寻求确定性投资机会

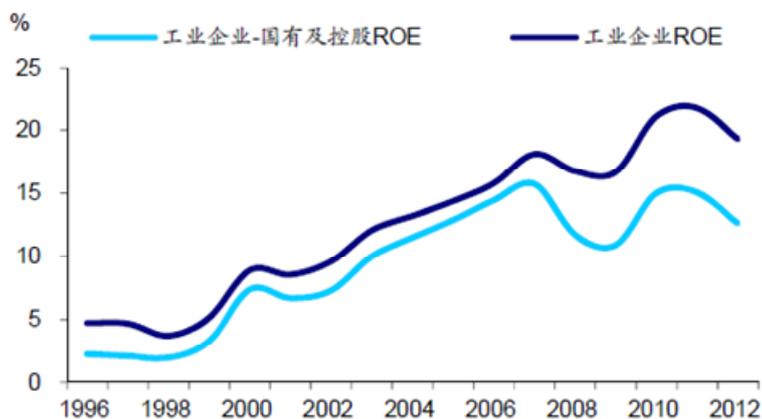
中共十八届三中全会开启了我国新一轮改革的大幕，今年下半年以来，各项改革措施开始加速推进。9月中旬，面对不理想的经济增速，管理层进一步强调将更依赖结构性改革来支持经济增长。因此，我们在根据经济阶段性波动来控制整体风险的同时，聚焦改革，寻找改革受益领域和投资标的。

### 1. 国企改革持续推进，重点看好确定性、可把握性高的军工板块

国企改革作为十八届三中全会诸多改革措施之一，自提出以来受到广泛关注，已经成为A股市场重要的投资主题，并注定会成为持续的投资热点。十八届三中全会明确了“市场在资源配置中起决定性作用”，而国企作为我国市场经济参与的重要基本单位，对其改革的意义既要实现国有资本运营效率的提升，又关系到民营资本的准入问题。只有总资产高达104万亿元的国有企业通过改革盘活存量资产、提升效率，我国的经济才能真正成功实现转型升级。

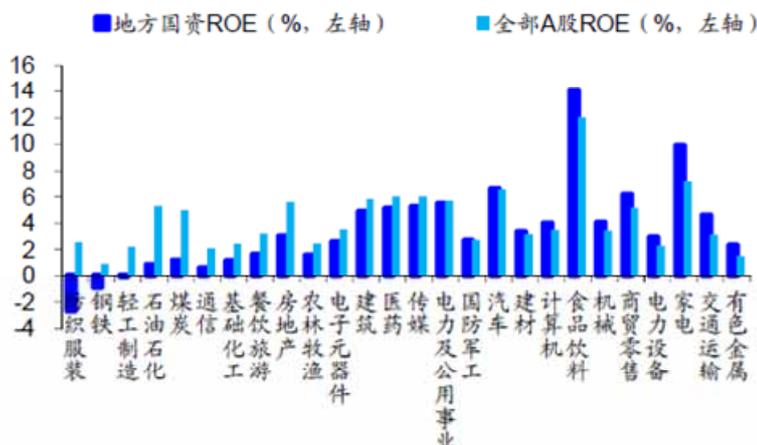
推进混合所有制是本轮国企改革在产权改革上实现的重大突破，能实现民营资本、外资准入与提升国有资本运营效率的双重目标，能让国有企业更加市场化，已逐渐成为各级国企改革的重要方向。2006年以来，工业企业中非公有部分的净资产收益率与国有及国有控股企业净资产收益率的差距在不断扩大，非公企业的经营效率大幅超于国有企业。从上市公司的经营情况比较来看，地方国资在多数市值占比较高的行业其盈利能力不及市场的平均水平。

图表 14 工业企业中国企经营效率偏低



数据来源：东吴基金

图表 15 地方国资行业 ROE 与全部 A 股对比



数据来源：Wind，东吴基金

国务院国资委于今年7月15日宣布在中央企业启动国有资本投资公司、混合所有制经济、董事会授权、向央企派驻纪检组等4项改革试点，标志国企改革迈出实质性步伐。同时，已经有16个省市相继发布了地方国企改革的指导性意见文件，其中上海、北京、广东等省市已经在上市公司层面有实质性动作。8月18日，中央深化改革小组第4次会议审议了《中央管理企业主要负责人薪酬制度改革方案》，标志国企改革由中央与地方并举的先行先试，到顶层设计的攻坚阶段，国企改革将有望全面展开。

图表 16 国资委“四项改革”试点内容



数据来源：国资委，东吴基金



国企改革这一主题，由于涉及领域较广以及形式多样，因此投资机会也较多。我们可以根据不同领域的国企改革来界定投资机会。根据现有的改革方案，分类管理成为实施国企改革的出发点，对公益性国有企业、垄断性国有企业和竞争领域的国有企业分别对待，制定不同的发展战略和方针政策，不同领域根据资产质量和改革措施的不同，投资机会也有差别。

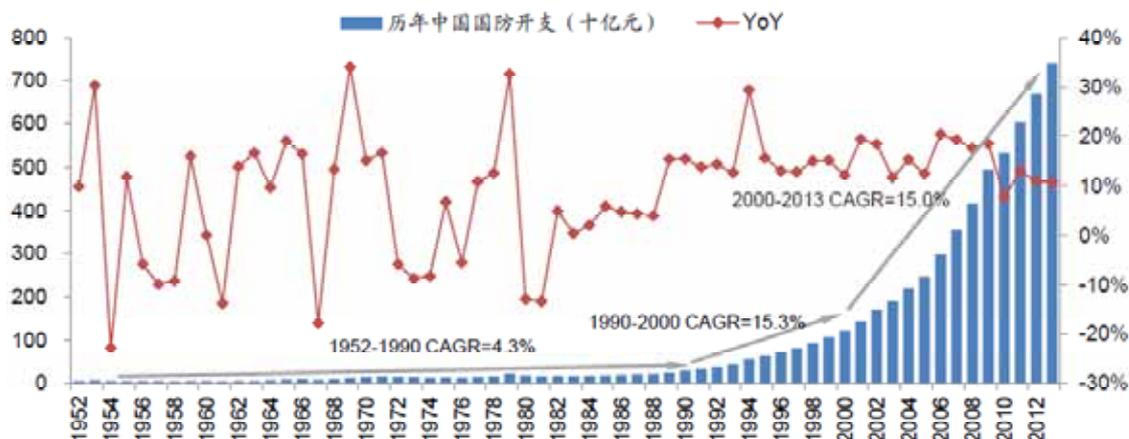
- 公益性领域，包括教育、医疗卫生、公共设施服务、社会福利保障等处于自然垄断、提供重要公共产品和服务的行业，这类国企不以盈利为目的，但国家为了引更多的社会资本进来，会出台一些鼓励和优惠政策。因此，该领域的投资机会更多来自对民营资本的放开，比如民营企业收购医院、建立养老中心等。
- 商业竞争性领域，这是目前国企改革最先实施也是较容易推进的领域。可以通过实行混合所有制、合并同类项、更具市场化的薪酬管理体系来达到整合国有资本和提升经营效率的目的。该类投资机会的大小需要从行业自身发展前景、与竞争对手的竞争优势和差距、优化管理带来的业绩提升潜力等方面来甄别。
- 具有特定功能的垄断性领域，主要涉及国家安全并对国民经济起重要支撑作用的产业，具体包括军工、石油石化等。该领域是国企改革的金矿，孕育着资产证券化、优质资产注入以及民营资本准入等诸多重大机会。

从可把握性、确定性、股价弹性以及持续性等方面，我们在国企改革这一主题下，重点看好国防军工板块。当前，随着地缘政治紧张局势的加剧，新一代国家领导层倡导要建立与经济发展水平相称的国防安全体系，十八届三中全会审议通过的《关于深化改革若干重大问题的决定》中，单列出“深化国防和军队改革”，并宣布成立国家安全委员会，大超预期。我国国防军工面临国防投入加速、武器装备更新换代和国产化加快、科研院所改制、军民融合等重大行业发展机遇，军工类上市公司存在新增订单需求、定价制度改革和优质资产注入等多重投资机会。

(1) 我国国防投入处于加速期。2000-2013 年国防开支 CAGR 为 15.0%，这一增速显著高于美国、日本、俄罗斯等可比国家水平；2014 年两会上公布的国防预算为 8082.3 亿元，比上年增长 12.2%，明显高于 2013 年 10.7%的增速。不过，与美国的军费预算相比，我国只有其四分之一，并且我国军费投入占 GDP 与财政支出的比例仅为其它主要军事国家的一半左右。因此，我国未来国防投入仍有望保持 10~15%的较快增长速度。

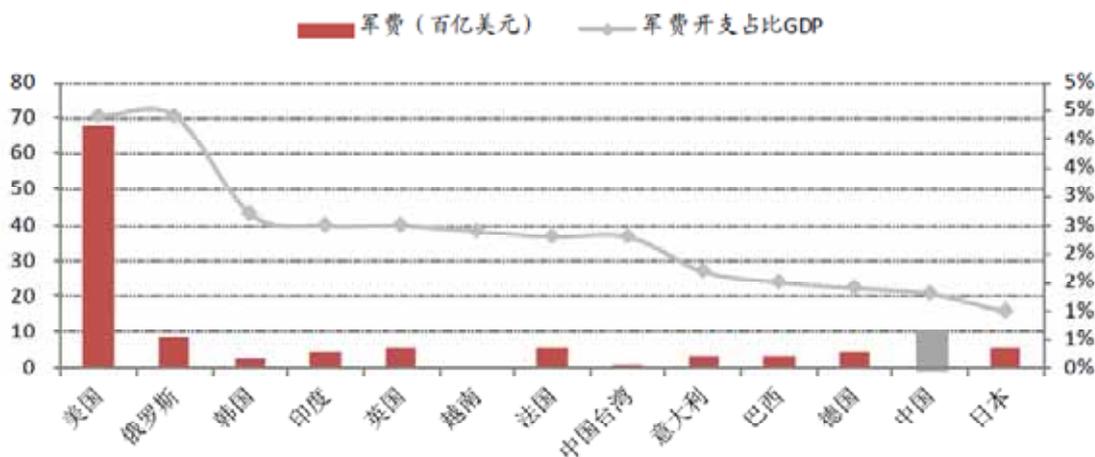
借鉴美国上世纪 70 末 80 年代初的历史经验，当时第 4 次中东战争爆发，由此引发的石油危机重创美国经济。为对冲经济下滑，加上此次战争中暴露出美国武器装备在电子战中明显落后于前苏联，美国加大国防支出，从 1978 年的 105 亿美元大幅增至 1983 年的 210 亿美元。这期间，迎来了美国军工股的大牛市。我国军工行业当前也迎来了同样的重大发展机遇。面对美日对华在军事战略遏制上的升级，我国在电子军工、海空装备等关键领域正实施补短板的追赶阶段。就我国军费重点保障的领域而言，武器装备建设、新型作战力量建设、信息化建设、实战化军事训练和新型军事人才培养等方面将获得更快的发展水平，具体到军工各领域，主要集中在大型水面舰艇、航空航天、发动机、航电及雷达等。此外，国家重点投入上千亿元的发动机（航空发动机和燃气轮机）重大专项有望在今年 4 季度出台，受益标的有航空动力、中航飞机、中航动控等。

图表 17 历年我国国防开支情况



数据来源：东吴基金

图表 18 我国军费开支占 GDP 比重偏低



数据来源：东吴基金

图表 19 我国军工行业重点发展领域

重点领域	发展方向
舰艇制造及信息化	航母编队、海监船、驱逐舰、护卫舰、潜艇等以及信息化产品。
舰载机、三代战机等	舰载机歼 15、三代战机歼 10、歼 11，以及未来的四代战机、大型运输机等。
直升机	直 9、直 10，直 8 等，以及其它新产品。
发动机	三代发动机的国产化，进口替代具有巨大市场，以及未来四代及大运发动机的需求。
航电及雷达等	三代及四代航空电子，电子侦察、电子战等相关产品的升级。

数据来源：东吴基金



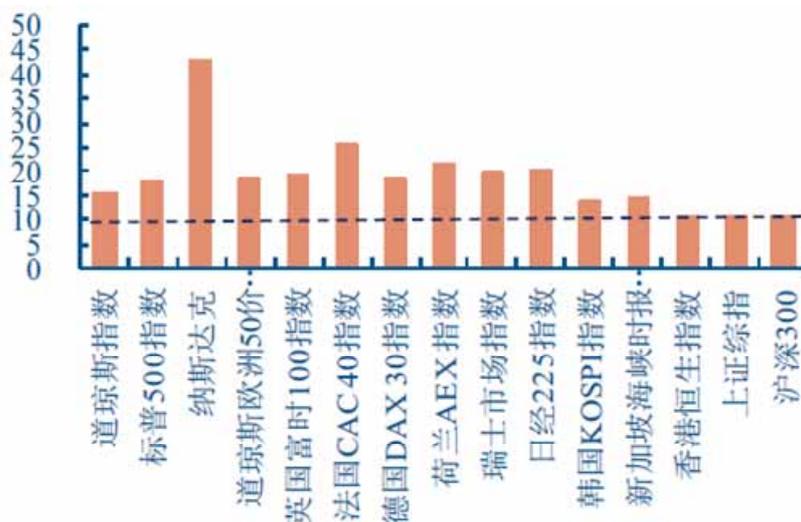
(2) 军民融合将促进我国军事工业与国民经济的联动。在深化国防和军队改革中，提出推动军民融合深度发展，其最为重要的内容包括“健全国防工业体系，完善国防科技协同创新体系，改革国防科研生产管理和武器装备采购体系机制，引导优势民营企业进入军品科研生产和维修领域”。从当年的美苏争霸演变而来的格局来看，苏联及俄罗斯的军工体系相对封闭，与国民经济的发展基本脱节；而美国军工领域实现了较好的军民融合，原用于国防军工的技术和产品民用化后，军工企业获得更广领域和更大规模的发展，军工行业已经成为国民经济的支柱产业。有鉴于此，为实现我国国防投入的有效性，引入在通用领域专业化强的民用企业降低成本，利用地方资源发展国防以及发挥军工科研的溢出效应，军民融合是必然之举。该路线的投资机会，既有民品企业的通用零部件进入军品采购体系，也有军工企业的技术和产品在民品领域的应用。当然，最重要的投资机会是通用航空和北斗导航这两大领域，前者投资标的涉及飞机维修和航空培训的海特高新，雷达导航的四川九洲、国睿科技、四创电子，以及机场设备的威海广泰等，后者涉及海格通信、振芯科技等。

(3) 科研院所改制及其资产证券化。作为国家对事业单位转制转企改革的重要部分，军工类科研院所改制在加快国防建设和军工资产证券化的背景下，其转制的进展和积极意义要远大于其它行业。并且，科研院所是各大军工集团最优质的资产，而军工集团整体资产证券化率仅 30%左右，已上市军工企业中涉及核心军品的也较少，因此，一旦完成改制和资产注入，将极大地提升上市公司的竞争力和业绩弹性。目前，航天科技集团、航天科工集团、电子科技集团的资产证券化率最低，分别只有 15%、18%和 20%，中国兵器集团和中航工业集团的资产证券化率也只有 22%和 36%。其中，受益科研院所改制及其资产证券化较大的有航天电子、中国卫星、中航电子、航空动力、国睿科技、四川电子、北方创业等。

## 2. 沪港通作为重要的金融市场改革，将带来优质蓝筹的投资机会

在中共中央《关于全面深化改革若干重大问题的决定》关于“完善金融市场体系”部分指出：推动资本市场双向开放，有序提高跨境资本和金融交易可兑换程度。今年 4 月份发布实施沪港股市互通互联的计划，9 月初取得重大进展，上交所、香港联交所和两地的结算公司签署了《四方协议》，预计沪港通将于 10 月份正式实施。在沪港通的预期下，海外资金通过 RQFII 基金做多 A 股的迹象十分明显。其中，南方 A50 基金 7 月份以来由 30 亿份左右增至 50 多亿份，净申购资金达 200 多亿元；X 安硕 A50 及博时 FA50 均出现了超 10 亿份的净申购。结合 6、7 月份相对较好的经济数据，受益沪港通的低估值蓝筹金融以及消费类龙头等出现一定涨幅。不过，这类海外资金偏好板块的 A/H 股仍有明显折价。

图表 20 A 股估值在国际上处于明显偏低水平



数据来源：东吴基金



图表 21 A/H 股折溢价指数创 7 年新低



数据来源：东吴基金

在存量资金博弈的格局下，A 股蓝筹股的估值近年持续下跌，在国际上处于显著偏低的水平，A/H 股的折价指数也创 7 年新低，这与我国经济面临的下行风险程度以及上市公司的业绩明显不相符。该畸形的状况之所以难以扭转，关键在于价值投资理念的缺失，其原因是投资者结构失衡：A 股个人投资者比重高达 80%，而香港则以机构投资者占主导，占比 60%以上；同时，机构投资者由于考核制度的原因，在追求短期排名的驱使下，羊群效应较为明显。

沪港通的实施，境外资金的 A 股持仓市值将明显增大。目前，QFII 的额度为 3600 亿元，RQFII 近 3000 亿元，加上沪港通初定的 3000 亿元额度，若这些额度均完全使用，境外投资者将占 A 股当前 10 万亿元的自由流通市值的近 10%。而在其偏好的金融和消费类板块，其持仓比重会更高，具有较大的定价权。随着我国资本市场的更趋开放，A 股明年被纳入 MSCI 新兴市场指数及富时指数的机会将大增，这将带来更多的境外成熟投资机构配置 A 股。因此，沪港通以及此后有望实施的深港通，将会明显改善 A 股的投资者结构和投资理念，有助于优质蓝筹估值体系向国际水平接轨。

在沪港主题下的投资标选择上，除了低估值且 A/H 股折价明显的金融股以外，消费板块中 A 股特有且较为优质的品牌中药、白酒有望持续获得资金青睐。随着境外投资机构对 A 股重视程度的加强和研究的进一步深入，其他如环保、服务、军工等具有较好前景的行业及公司也会获得重点关注。



## 三、投资主线及重点看好行业

综合以上分析，4 季度在经济存在下行风险的预期下，我们相对看好受益改革红利、中长期发展前景较好的行业，以及景气度阶段性好转的行业。

### （一）行业景气好转

#### 1、食品饮料——曙光

评级：推荐

经历近一年的估值消化，食品饮料在 4 季度有望迎来业绩和估值的双提升，加上 2015 年春节旺季的拉长效应，该趋势有望持续至明年上半年，看好下半年销售占比高的食品类成长股，重点推荐承德露露、中炬高新、贝因美、三全食品、南方食品、涪陵榨菜。

自三季度进入销售旺季以来，行业整体销售平稳，但今年中秋和国庆假期分开，春节延后等因素拉长了旺季销售时间，预计下半年到明年上半年行业销售增长比较乐观。从估值角度，大众食品从 2012 年下半年 35-40 倍左右的估值高位调整至目前 28-30 倍 PE 估值，预计 2015 年大众食品平均 PE 估值在 20-25 倍，估值消化比较充分，我们认为 4 季度和明年 1 季度，大众食品将进入业绩和估值双提升阶段，在这样的背景下，首选下半年销售占比高的大众食品成长股，如承德露露、中炬高新、贝因美、三全食品、南方食品、涪陵榨菜等。

白酒板块依然处于调整过程中，终端动销情况一般，高档白酒价格和渠道初步理顺，中档白酒依然处于价格和渠道的深度调整中，前期在沪港通催化下估值提升明显，需要终端良好的动销数据来验证和消化估值，4 季度白酒整体吸引力不大，从中档酒改善预期角度，推荐山西汾酒。

综上，我们维持 4 季度食品饮料行业“推荐”评级，建议超配大众食品成长股组合：承德露露、中炬高新、贝因美、三全食品、南方食品、涪陵榨菜，白酒板块建议配置业绩改善预期的山西汾酒。

**重点关注：**承德露露、中炬高新、贝因美、三全食品、涪陵榨菜、山西汾酒。

#### 2、医药行业——前三季度较弱的表现带来四季度配置价值提升

评级：推荐

医药板块指数今年表现不佳，在行业分类中排名靠后，主要是由于去年的股价涨幅较大、业绩增长受到控费和调价影响而较慢，估值偏高。基本面上看，1-7 月医药制造业整体的销售收入同比增长 13.66%，利润总额同比增长 13.83%，相比去年增速小幅下了一个台阶。但由于去年下半年开始的反商业贿赂导致企业增速基数上前高后低，同时各省份陆续展开招标引发对明年医药招标加速、企业新品种开始逐渐上量的良好预期，我们认为在弱势了大半年而其他板块表现前期都较好的情况下，医药行业的配置价值逐步加大，即：若市场延续较强走势，那么医药板块有较强的补涨动力；若市场走弱，医药板块防御性较强。

对于药品子领域而言，目前分化明显，对单一品种依赖较大、后续储备品种不足的企业即使增速维持较快，估值依然不断下移，典型如中恒集团、双鹭药业等；而对于储备品种丰富、后续潜力较大的标的可以维持高估值，并且目前已经逐步有标的开始了估值切换，典型如恩华药业等。我们认为这一趋势仍将延续，至少在明年二季度以前，市场仍将是以前招标带来的放量预期驱动，那么拥有放量潜力品种的企业将维持强势。

今年医药股中新方向依然不乏亮点，如一季度医疗服务、医疗器械、基因治疗等表现活跃、板块上涨明显，近期开始移动医疗、医药电商等互联网相关方向表现强势。医疗服务领域受益于改革，长期方向明确，但受制于医院资源和行政审批等问题，后续兑现进度低于市场预期，板块有所回调，目前估值仍然较贵；医疗器械属于国家重点支持的方向，上市公司利用平台优势积极并购成长，但估值也偏贵，因此前期调整也较多，这两个领域方向明确、并且更容易看到落实，但目前预期较高、估值较贵，需要等待并购加速落实或者



估值消化；而对于生物制药、医疗与互联网的结合等领域，我们认为由于兑现期较长，按照主题投资思路进行短期投资。

今年到目前为止市场整体风格更偏好于新领域、新方向，在医药板块内部表现也是如此。但比较之下我们认为，现阶段前期涨幅较少传统的“药”更加需要重视，而制药领域通过并购获取新品种的标的也值得重视，特别是市值较小、弹性大的品种。

### 行业估值及投资建议

目前认为医药板块配置价值提升，攻则具有估值切换和补涨需求，守则防御性较强（涨得少），因此建议积极配置。

**重点关注：**华东医药、海思科、恩华药业、洪城股份、千红制药、康缘药业、红日药业、誉衡药业、京新药业、太极集团、武汉健民。

## （二）改革与转型

### 1、计算机——两条线“移动视频”和“马云”

评级：推荐

#### 行业基本面情况

今年整个计算机板块到底是飞龙在天还是群魔乱舞，现在还无法下一个定论，过去三个季度，计算机板块涨幅接近 30%，而计算机里面的白马股缺席了这波大涨，涨幅较大的多为黑马。而这些黑马里面，靠业绩驱动的很少，其股价的涨幅多为愿景和管理层承诺驱动。内生增长无法解释高估值的时候，就用外延来预期。外延失败之后，两个跌停之后，再炒第二波，股价再创新高。“二波流”的投资成功率还不低，这次失败了，下次并购还能做。真不是不明白，是世界变化太快。之余波动和趋势。我们找了一下两个趋势作为四季度计算机板块的脉络：移动视频的崛起与马云的脚步。

**移动视频：**2014 年如果是 4G 元年，那么 2015 年就会是 4G 业务高速发展的一年，用户增速有多高？具体数据不好预测，但是爆发式增长是可以预期的。那么 4G 和 3G 在用户行为上有哪些差异呢？根据目前观察到的样本数据来看，最大的差异就是视频。4G 流量费用比 3G 便宜太多，而网速也快很多，对此，移动视频应用开始进入主流。从目前的数据来看，4G 时代用户的移动视频流量和 3G 时代有 30 倍的增长，而微信微博等社交类的应用，在流量消耗上并没有太多的变化。从流量的消耗上来看，移动视频才是移动互联网时代的入口。所以移动视频的兴起必然会带动一个新的主题，以及业绩的兑现，毕竟流量的增长是实际存在的。标的有：乐视网，网宿科技，百视通。

**马云之路：**我们无意放大马云的形象。但是阿里巴巴上市这是带有标志性的时间，标志什么有太多讨论和思考。我们只思考一个问题：阿里巴巴上市卖股票，融资 1400 亿人民币，赶上中国一年的 GDP 的 0.3%，这些资金投到什么地方去？在阿里巴巴的招股说明书里面并没有对融资用途去做详尽的解释（也验证了人们的说法，当年你对我爱理不理，现在我让你高攀不起）。从投资者的角度这可是非常重要的问题，为何？阿里巴巴现有业务几乎没有任何业务是需要大量的现金投入的。淘宝，支付宝都是现金流，不需要像制造业一样大规模的投入固定资产做再生产。那么阿里巴巴的钱到底到哪里去呢？1400 亿的现金足够改变很多产业的格局。我们认为应从两个角度来做这个判断：**第一，阿里没做过的核心领域，这个领域未来空间巨大，我们认为医疗领域。第二，能够容纳巨量资金的领域，石油房地产金融等上万亿的产业。我们认为金融产业的投资是最大的概率。预判阿里巴巴在一个季度之内会控股一家银行。**从标的上看，移动医疗就是卫宁软件，万达信息，恒生电子，金证股份。

**重点关注：**乐视网，网宿科技，百视通，卫宁软件，万达信息，恒生电子，金证股份。



## 2、通信行业——紧抓信息安全和转型两条主线

评级：推荐

2014年3季度传统通信公司表现欠佳，中兴通讯和中国联通严重跑输行业。而处于风口边缘的信息安全和转型概念股表现良好，我们认为这种趋势会延续，四季度仍需要紧抓信息安全和转型两条主线。

信息安全领域涉及面广，包括专网、北斗及移动支付等子行业。我们认为这些子行业都各具看点：专网上半年无论是招标量还是招标价格都低于市场预期，但我们认为专网在6月之后就开始起量，PDT招标明显加速，我们认为专网需求仍然刚性存在，明年专网仍具有较强爆发性，行业仍值得期待。在国家加强军队建设的号召下，国内严重依赖GPS的现状严重制约我国的军事安全，因此大力发展北斗是当务之急，北斗产业将迎来黄金发展期。同样，移动支付涉及到我国的金融安全，在苹果推出Apple Pay之后，移动支付肯定会迎来新的发展阶段，众厂商将跟进苹果推出移动支付手机，但由于目前芯片都有国外公司提供，国家金融安全受到一定威胁，在此情况下，国产芯片的推出势在必行，同时国内NFC卡商也将受益。信息安全是今后国家重点关注的方向，也是未来投资应该重点关注的领域。

转型也是通信后续需要持续关注的一点。传统通信企业在过去几年国内设备商大发展阶段迅速成长，但由于目前中兴、华为体量已经较大，传统通信配套企业发展陷入瓶颈。部分企业深刻意识到不转型公司可能面临困境，因此今年开始通信企业开始了转型之路，不少企业转型的方向是符合未来发展趋势的新兴产业，市场也给予了积极反馈。我们认为通信企业如果在传统老路上继续前进前途不大，未来持续转型是必然的，因此值得重点关注。

### 行业估值及投资建议

通信行业今年表现良好，经过此轮上涨后，传统行业和新兴行业的通信公司估值差距被进一步拉大。中兴和联通的估值处于历史底部，而新兴行业转型公司的估值处于历史高位。我们认为后续需要抓住两条主线，即信息安全和转型概念。前者持续时间长而后者爆发力强，是四季度可以重点关注的。

**重点关注：**振芯科技、海能达、海格通信、恒宝股份、宜通世纪、中恒电气、梅泰诺、亨通光电

## 3、传媒行业——节目制作和新型营销

评级：推荐

今年的传媒行业把带头大哥的位置让给了计算机板块之后，内部走势结构分化更严重。白马不动，华谊光线等，上半年整个传媒板块都可谓主线不明，去年的游戏和影视板块全线萎靡。而从二季度开始新的趋势开始明了，而这个趋势可能还能继续持续一年。

**综艺节目制作：**龙头股是华录百纳，影视小年和“一剧两星”的限制，传统的白马股走势一般。而相关公司也在寻找新的商业模式和增长点。代表性的就是涉猎“综艺节目”。目前国内的现象级的综艺节目还比较少，这和产业发展周期都有关系，由于以前综艺节目都是体制内制作，缺乏相关的激励机制导致节目的质量普遍不高。而随着制播分离的推进，综艺节目的商业价值不断提高，过去一年的《我是歌手》《爸爸去哪儿》《中国好声音》等节目的成功也让众多的上市公司看到了综艺节目强大的货币化能力，因为一旦一个现象级的节目制作出来，就可以成为一个现金流项目，支持一个电视台2-3年的生存和发展。这是产业资本投资的重点方向，所以在二级市场会持续演绎。标的是华录百纳，浙富控股和光线传媒。

**龙头带动板块，数字营销的趋势：**今年整个营销板块呈现两极化的表现，传统的蓝标和省广走势一般，利欧股份，华谊嘉信等数字营销公司走势犀利。而纯正的数字营销公司腾信股份的上市，很有可能会出现互联网教育的情况。全通上市之后，全通暴涨，导致互联网教育板块持续走强。由于腾信股份本身内生增长能力有限，估计在上市不久就会采取外延式的方式收购公司，维持板块的热度。标的：腾信股份，华谊嘉信和利欧股份

**重点关注：**华录百纳、浙富控股、光线传媒、腾信股份、华谊嘉信、利欧股份。



#### 4、旅游行业——改革和转型是主线

评级：推荐

##### 行业基本面情况

截止 9 月底，今年以来旅游行业指数上涨 27.8%，跑赢沪深 300 指数 27.45%。主要是行业整体景气度较好，基本面有支持，以及部分公司转型，呈现龙头公司和转型公司全面开花的局面。

我们认为四季度旅游行业仍有投资机会，主要基于以下几点分析：1) 国家坚持经济转型、调结构，拉动内需成为必然；近期出台旅游业改革发展的若干意见及建立部际联席会议制度，提出到 2020 年境内旅游消费达 5.5 万亿，旅游增加值占 GDP 超过 5%，预计将不断细化和落实政策，给行业推动力。2) 居民消费群体变化、在线旅游的快速发展提供的便利，高铁等交通条件改善也促成旅游需求释放，出境游、周边游越来越成为日常刚需，整个市场规模快速增长。产业链上有客户或者资源优势的龙头公司有望获得更多份额，持续受益。3) 改革和转型全面展开。目前各地国企改革不断深入，全面展开，对于原来有机制缺陷的国有企业来说有望通过各种形式改革，激发管理效率，提升经营效益。而对于资产和经营情况较差的公司，要进一步发展有难度，内部有转型诉求，外部资本市场也在推动。北京旅游已有示范效应，预计越来越多的通过重组、外延等方式进行转型。

目前旅游行业重点公司估值在 2014 年 30x 左右，大部分主流公司今年业绩预期反映较为充分；四季度面临估值切换，基本面扎实，市场情绪较好，可能会有一定空间。投资主线有三条：1) 基本面好、未来仍有催化剂的龙头公司，宋城股份、中国国旅、众信旅游、黄山旅游。2) 相比龙头公司，改革和转型的公司由于市值较小、业绩较差，弹性会更大，因此未来市场仍有可能在这个主题上继续演绎，东方宾馆、桂林旅游、大东海。

**重点关注：**宋城股份、中国国旅、众信旅游、黄山旅游、东方宾馆、桂林旅游、大东海。

### (三) 政策驱动

#### 1、环保行业——子板块仍将延续高景气

评级：推荐

今年以来环保板块走势疲软，主要是 2013 年在大气污染防治行动计划出台的背景下，行业过度乐观，而今年在政策和业绩上均没有超预期的地方，估值出现持续回落。我们觉得从现在看，行业出现一些积极的变化。一是，国务院常务会议“补短板”释放信号，近期节能环保财政支出数据出现明显好转，《预算法》修订有限度放开地方政府发债，排污费也大幅上调。二是，包括水污染防治行动计划、第三方治理、政府采购环境服务、清洁煤炭发展利用行动计划、环境税等将逐步出台。

我们觉得未来主要重点关注高景气的环保子板块：一是，目前城市水务基础设施建设整体已较为成熟，提标改造、污水回用、污泥处置等领域正在起步并具有较高业务关联度；二是，与工业治污密切相关的危险废物（资源化与无害化）及工业废水（改造与运营）等市场在监管力度显著加大背景下刚刚起步、潜在市场容量较大、盈利模式清晰；三是，以垃圾焚烧为代表的固废处理处置将持续活跃（景气度或延续至“十三五”上半期），园区协同模式有望得到更多推广，而垃圾清扫保洁等前端领域市场化趋势明确。未来客户环保“需求出口”会越来越集中，需要能够真正解决问题的“一站式”服务而非数个环保项目简单累加。由于治理效果要求提高，客户因缺乏专业知识使得有效甄选技术方案提供商难度较大，因此将会有环保公司基于自身不断发展成为客户的“环境管家”及对外“接口”，具备整合相关资源能力，并可以选择将部分技术方案及项目实施进行外包。从这个角度看，平台型公司将成为技术解决方及建设施工方的采购源头或市场入口。四是，目前政策还在制定过程中，但未来市场容量比较大的包括 VOCs 治理、土壤修复。



## 行业估值及投资建议

目前主流环保公司 14-15 年 PE 分别在 25-28、18-20 倍左右，估值安全，未来随着政策落地和年度估值切换，行业上升的概率大。我们建议从近期即将出台的水行动计划出手，然后是危废、垃圾发电等。

**重点关注：**国中水务、钱江水利、首创股份、中电环保、东江环保、维尔利、桑德环境

### 2、电力设备新能源——上下空间均相对有限

**评级：推荐**

我们认为电力设备与新能源两个子行业四季度看向上、向下空间都相对有限，其中电力设备标的虽然市场预期在低位，但受制于下游电网和工业投资压力较大、向上改善的驱动因素不明显；新能源标的三季度开始反弹幅度比较明显、市场预期较高，四季度传统旺季能够有所支撑，但向上空间受到总规模的天花板限制。

电力设备方面，在国网年初提出较高的投资规划目标后，一季度板块有所表现，市场关注度高，配网、特高压等领域标的均有所表现。但此后二季度开始国网审计既放缓了投资进度，也引起了市场对于腐败风险的担忧，板块表现弱。虽然 6、7 月份随着审计结束有小幅反弹，但目前电力体制改革再次被摆上日程，市场担心国网的投资能力被削弱，再加上明年国网领导的换人，我们认为电网投资短期以保持平稳为主，再加上工业投资力度也不大，电力设备包括工控设备在四季度机会有限。但在整体经济转型大背景下，部分中小规模的电力设备企业积极拓展新业务，如电动汽车相关（充电桩、充电网络运营、自动化等），今年市场给予了较高的认可并且股票表现良好，我们认为这一趋势将会延续较长时间，主要从其中寻找机会。

新能源方面，去年是光伏、风电纷纷从底部反转的第一年，股票表现很好，今年一季度在延续去年四季度的强势基础上主流标的股价达到高点。此后，随着淡季到来，一直到 7 月底板块都在调整消化，从 7 月份开始西部陆续发放光伏项目路条，能源局对分布式的支持政策逐步推出，光伏板块率先反弹，力度较大，而风电板块在金风科技的三季度业绩预告超预期后也有所表现。在目前时点下我们认为，后续仍有一定利好，包括：1) 光伏方面，9、10、11 三个月逐月更旺，产业链价格能有所反应；2) 风电方面，电价下调征求意见稿下发，将引发抢装，短期也会进一步推升景气度；3) 可再生能源配额制已经开始征求意见，后续正式推出将形成积极政策支持。在这些利好因素支撑下，我们认为四季度股价下跌的空间有限。但同时，由于这些因素已经被比较充分的预期，而受制于装机规模的天花板问题（去年反转年行业装机规模增速最快，今年风电、光伏装机仍有 20-30% 的增长，但后续有可能增速面临瓶颈），再加上学习效应下大部分人认为旺季应该涨，那就会有投资者担心明年年初淡季会跌，压制上涨的空间。因此我们认为新能源股在现价位介入的预期收益空间有限，但如果追随大盘短期有较明显的调整，可以参与反弹。除此之外，今年我们观察到众多原先不做光伏电站、风电场运营的标的，甚至是非新能源行业的标的，出于转型需求进入该领域，并且提出了未来三年较大的装机目标，市场对此也较为认可，都有一波估值提升。我们认为，这反映了在国家政策支持下电站的较高回报确实对资本有一定吸引力，但在现在时点，由于该类型品种越来越多、但项目资源总体有限的背景下，需要仔细甄别，选择市值较小、弹性较大、资源获取能力有所保障的公司参与。

## 行业估值及投资建议

现价位下，电力设备板块我们认为需要耐心等待，而新能源板块自上而下的政策预期和行业旺季对股价有所支撑，但自下而上的角度我们认为原先市场已经有较多关注的标的都难以预期获得较大收益，建议如有较明显调整可以参与后期反弹。此外，若有新标的进行了转型尝试可加以关注。

**重点关注：**林洋电子、粤水电、中利科技、江苏旷达、金风科技、特变电工、隆基股份、森源电气、东方热电。

### 3、电子行业——战略看多半导体产业，寻找估值切换标的

**评级：推荐**



2014年三季度的前一个月电子板块伴随着苹果新产品推出预期和中报因素，白马股出现一波反弹，但在紧接着的一个半月，各种概念股领涨板块，而传统白马则跑输行业指数。我们认为四季度最主要的选股思路是找寻可以成功进行估值切换的股票，我们认为这些股票主要集中在半导体、LED、军工/汽车电子及部分消费电子领域。

半导体行业年初至今涨幅较大，其中尤以龙头长电科技涨幅最大。从近期国家一系列行为和政策看（包括展讯和 RDA 退市，Omnivision 可能被国内产业基金收购，长电科技参与竞购星科金鹏等），国家已经把半导体视为涉及国家信息安全的重要组成部分，国家做大做强半导体产业的决心已非常明确，基于此我们认为必须战略看多半导体产业。对比台湾台积电和日月光的市值，国内对应企业市值不到其 1/6，考虑到国内企业未来在国家扶持下巨大的发展空间，我们认为半导体行业获得估值切换是大概率事件。

LED3 季度明显跑输行业指数，原因在于 1) 台湾部分企业展望不佳拉低了国内投资者的信心；2) LED 白马股业绩没有超预期导致投资者配置意愿不强，我们认为随着一些“三无”股票被炒高，风险正在逐步累积，而 LED 行业正处于渗透率不断提升的阶段，龙头公司纷纷增持自家股票彰显其对未来发展的信心，我们认为这些公司未来也可以享受估值切换。

一些代表未来方向的子行业今年来表现靓丽，主要集中在军工和汽车电子。新能源汽车未来会大量使用电子产品，电子产品的单车产值会大幅度提升，而随着习主席大力推进军事改革，军工有望成为未来 2-3 年资本市场的主要投资机会之一，作为其中重要组成部分的军工电子享受一定的估值溢价是大概率事件。除此以外，部分消费电子里具有子行业渗透率提高属性的品种也值得关注。

#### 行业估值及投资建议

三季度电子行业呈现出概念纷飞的炒作状态，目前重点公司 2014 年估值大部分处于 25-30 倍区间，是最近三年历史均值水平。而由于小市值公司在最近一个多月炒作较为充分，部分纯概念驱动的公司风险正在累积，我们倾向于在能够享受估值切换的子行业中甄别个股，我们认为半导体、LED、军工/汽车电子和部分消费电子领域大概率可以享受估值切换，因此 4 季度值得重点在这些领域进行挖掘。

**重点关注：**长电科技、华天科技、通富微电、三安光电、飞乐音响、万润科技、中航光电、新亚制程、长盈精密。

#### 4、汽车行业——政策仍将持续出台

**评级：推荐**

今年以来汽车板块表现优异，子板块从汽车电子、新能源汽车、汽车后市场、淘汰黄标车、国四排放升级到汽车轻量化。从中长期看，汽车电子、新能源汽车、汽车后市场、汽车轻量化仍将维持高景气。就从四季度看，汽车后市场、低速电动车、淘汰黄标车、国四排放升级仍将有政策出台。

国内民用汽车保有量突破 1.2 亿辆。随着汽车保有量快速增加，基数越来越大，为汽车后市场提供了广阔的发展空间。一般汽车在使用 3-4 年后进入养护、维修投入高峰，我国自 2011 年进入乘用车销售高峰，对应的汽车维修保养高峰将到来。2013 年国内汽车后市场已突破 5000 亿元，未来保有量达到峰值时，市场容量将超万亿。近期汽车行业反垄断持续进行，年底之前也有望出台品牌管理办法，将成为汽车零部件、销售、维修企业做大做强的催化剂。

关于低速电动车。目前政策当局在加紧调研，政府对微型电动车的态度似更为积极，预计年末或者明年上半年定调。目前参照监管标准有两条：1) 汽车；2) 摩托车。专家分析表示参照摩托车管理是最现实的方式，电动车的生产标准、运行、监管都将在标准框架内得到体现。行业将因标准确立而爆发，一旦合法化，



带来的结果就是会有大量的要素进入这个市场，政策后顾之忧扫除后，现有的微型电动车汽车将大干快上，部分企业规划产能已超过 30 万辆；微型电动车价适中，3-5 万元价格区间需求最为强烈，与农村地区居民收入增长、消费升级、道路基础设施完善切合，目前全国销量在 30 万/年附近，未来将是数百万级别。

有关黄标车的政策在前期在不同地方都有出台，目前补贴政策还没怎么出来，随着各地补贴政策出台，淘汰黄标车的速度将加快。随着 2015 年开始执行国四排放标准，相关企业也将受益。

### 行业估值及投资建议

各子板块根据自身行业增速情况估值表现各异。我们觉得高景气的子板块理应获得更高的估值。看好包括汽车电子、新能源汽车、汽车后市场、汽车轻量化等板块。

**重点关注：**宁波华翔、东风科技、隆鑫通用、金固股份、德联集团、隆基机械、广东鸿图。

**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. 东吴嘉禾优势精选混合型基金

基金类型：混合型基金  
基金经理：程涛、王立立  
基金代码：580001  
基金托管人：中国工商银行

据银河证券数据显示，东吴嘉禾自成立以来截至今年 9 月 26 日，已经累计为投资者赚取了 257.66% 的回报。今年以来截至 9 月 26 日，其单位净值上涨已达 24.46%，持续领跑同类型偏股混合型基金（1/43），不仅业绩表现出色，且一直呈现出长期稳定增长的态势。东吴嘉禾已经成为东吴基金打造绝对收益理念的“标杆产品”。

### 2. 东吴价值成长双动力股票型基金

基金类型：股票型基金  
基金经理：程涛、薛和斌、张楷浠  
基金代码：580002  
基金托管人：中国农业银行

据上海证券基金评价数据显示，截至今年 7 月底，在纳入统计的 653 只偏股型基金中，仅东吴双动力等极少数基金同时获得三年择时能力“五星”评级、五年择时能力“五星”评级。另据银河证券数据显示，截至今年 9 月 26 日，该基金在过去 1 年里为投资者赚取了 16.68% 的回报，排名位列同类型基金的前四分之一（77/348）；自成立以来，累计净值增长达 119.73%，获得银河“四星”评价。

### 3. 东吴行业轮动股票型基金

基金类型：股票型基金  
基金经理：刘元海  
基金代码：580003  
基金托管人：华夏银行

东吴轮动侧重于对行业轮动规律的把握，投资于预期收益率较高且具有成长优势、估值优势和竞争优势的上市公司，追求超额收益。据银河证券数据显示，截至 9 月 26 日，近半年来，东吴轮动的单位净值增长为 13.38%，业绩持续向好。

### 4. 东吴优信稳健债券型基金

基金类型：债券型基金  
基金经理：杨庆定  
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 A 于 2008 年 11 月 5 日成立；东吴优信 C 于 2009 年 6 月 15 日成立，二者主要投资于具有良好流动性的固定收益类品种，债券投资比例为 80%-95%，股票投资比例为 0-20%，现金或者到期日在一年以内的政府债券不低于基金资产净值的 5%。

在今年的一波债券牛市行情中，东吴优信 A/优信 C 为投资者赚取了可观的回报。据银河证券数据显示，今年以来截至 9 月 26 日，东吴优信 A/优信 C 的收益纷纷“破十”，分别上涨 10.93% 与 10.59%。

#### 5. 东吴增利债券型基金

基金类型：债券型基金

基金经理：韦勇

基金代码：582002（A 类）/582202（C 类）

基金托管人：中信银行

东吴增利 A/增利 C 成立于 2011 年 7 月 27 日，据银河证券数据显示，自成立以来截至今年 9 月 26 日，二者的净值增长率分别为 16.09% 与 14.65%。

另据 wind 数据显示，今年以来截至 9 月 26 日，东吴增利 A/增利 C 分别以 7.82% 与 7.62% 的收益率，跑赢市场代表指数中信标普全债指数（5.50%）。

#### 6. 东吴进取策略灵活配置混合型基金

基金类型：混合型基金

基金经理：凌鹏

基金代码：580005

基金托管人：中国农业银行

东吴进取策略于 2009 年 5 月 6 日成立，它以成长股为投资对象，并对不同成长类型的股票采取不同的操作策略，追求超额收益。

据银河证券数据显示，自成立以来截至今年 9 月 26 日，东吴进取策略的累计净值涨幅已达 29.63%；过去 6 个月净值上涨 16.00%，跑赢了市场平均水平，为投资者赚取了超额收益（同期上证综指上涨 13.56%）。

#### 7. 东吴新经济股票型基金

基金类型：股票型基金

基金经理：张楷浠、邹国英

基金代码：580006

基金托管人：中国建设银行

东吴新经济成立于 2009 年 12 月 30 日，侧重投资于引领经济未来发展方向的新兴行业，享受新经济带来的高成长与高收益。

据银河证券数据显示，最近 3 个月以来截至 9 月 26 日，东吴新经济的业绩持续爆发，单位净值涨幅达 15.13%，跑赢同期同类型基金的平均水平 13.51%，排名位列同类型基金的前三分之一（117/372）。

#### 8. 东吴新创业股票型基金

基金类型：股票型基金

基金经理：周健，吴广利



基金代码：580007

基金托管人：中国工商银行

东吴新创业成立于 2010 年 6 月 29 日，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。

据银河证券数据显示，截至 9 月 26 日，东吴新创业今年以来、过去 6 个月、过去 3 个月的净值增长率分别为 6.70%、8.91%、6.92%。

## 9. 东吴货币市场基金

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

东吴货币 A/货币 B 于 2010 年 5 月 11 日，自成立以来截至今年 9 月 26 日，单位净值分别上涨 13.92% 与 14.95%。

东吴货币 A/货币 B 属于风险相对较低的基金产品，其风险与预期收益低于一般债券型基金、混合型基金与股票型基金，可以作为活期储蓄的“替代品”。

## 10. 东吴中证新兴产业指数型基金

基金类型：指数型基金

基金经理：周健

基金代码：585001

基金托管人：中国农业银行

东吴中证新兴产业于 2011 年 2 月 1 日，它采用指数化投资方式，紧跟中证新兴产业指数，具有和标的指数所代表的股票市场相似的风险收益特征，属于预期风险较高、预期收益也较高的品种。

据银河证券数据显示，今年以来截至 9 月 26 日，东吴中证新兴产业的单位净值上涨达 18.25%，排名位列同期同类型基金的前七分之一（20/150）；最近 6 个月上涨 22.70%；过去 3 个月上涨 19.60%，为投资者赚取了可观的回报。

## 11. 东吴新产业精选股票型基金

基金类型：股票型基金

基金经理：刘元海，戴斌

基金代码：580008

基金托管人：中国建设银行

东吴新产业成立于 2011 年 9 月 28 日，其短中长期的业绩均表现优异。

据银河证券数据显示，自成立以来截至今年 9 月 26 日，东吴新产业已累计为投资者赚取了 54.30% 的丰厚回报；过去 2 年净值上涨 69.19%；过去 1 年净值上涨 28.26%。



今年以来，东吴新产业的净值上涨达 26.79%，排名位列同期同类型基金的前十分之一（31/355）；过去 6 个月净值上涨 26.27%（28/361）；过去 3 个月净值上涨 19.89%（46/372）。

## 12. 东吴深证 100 指数增强型基金

基金类型：股票型指数增强基金

基金经理：周健

基金代码：165806

基金托管人：中国建设银行

东吴深证 100 成立于 2012 年 3 月 9 日，它为股票型指数增强基金，在力争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和风险控制，力争获得超越业绩比较基准的投资收益，谋求资产的长期增值。

据银河证券数据显示，截至 9 月 26 日，在过去 6 个月，东吴深证 100 的净值上涨为 14.88%；过去 3 个月净值上涨为 12.39%，为投资者赚取了超过十个点的收益。

## 13. 东吴保本混合型基金

基金类型：保本混合型基金

基金经理：杨庆定

基金代码：582003

基金托管人：中国农业银行

东吴保本成立于 2012 年 8 月 13 日，它以本金安全为导向，基于宏观经济的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，在不同市场环境中攻守自如。

据银河证券数据显示，今年以来截至 9 月 26 日，东吴保本的单位净值增长为 9.16%，位列同期同类型基金的前二分之一（19/39）。

## 14. 东吴内需增长混合型基金

基金类型：混合型基金

基金经理：薛和斌、刘元海、程涛

基金代码：580009

基金托管人：交通银行

东吴内需增长成立于 2013 年 1 月 30 日，主要投资受益于国家内需增长政策导向且具有竞争优势的上市公司，分享中国经济增长及增长方式转变所带来的收益，力争实现基金资产的长期稳定增值。

据银河证券数据显示，自成立以来截至今年的 9 月 26 日，东吴内需增长已累计为投资者赚取了近四成的回报（39%）；过去 1 年净值上涨 22.36%（11/72）；今年以来净值上涨 23.23%（13/75）；过去 6 个月净值上涨 21.29%（12/75）；过去 3 个月净值上涨 18.20%（7/77）。东吴内需增长也是东吴基金追求“绝对收益”理念的代表性产品之一。

## 15. 东吴阿尔法灵活配置混合型基金

基金类型：混合型基金



基金经理：程涛、王立立

基金代码：000531

基金托管人：农业银行

东吴阿尔法成立于 2014 年 3 月 19 日，它为灵活配置混合型基金，坚持以大类资产轮动为主、金融衍生品对冲投资为辅的投资策略，在有效的风险控制前提下，力争为投资者提供长期稳定的投资回报。

据银河证券数据显示，自成立以来截至 9 月 26 日，东吴阿尔法已经为投资者赚取了 10.90% 的回报；过去 6 个月其净值上涨 10.79%；过去 3 个月净值上涨 10.35%。东吴阿尔法是东吴基金绝对收益阵营中的“一枝新秀”。

## 16. 东吴鼎利分级债券型基金

基金类型：债券型基金

基金经理：杨定庆

基金代码：东吴鼎利 165807/鼎利优先 165808/鼎利进取 150120

基金托管人：交通银行

东吴鼎利成立于 2013 年 4 月 25 日，具有三类份额：东吴鼎利（母份额）、鼎利优先、鼎利进取。该基金为纯债基金，从投资范围来看，固定收益类资产的投资比例不低于基金资产的 80%；现金或者到期日在一年以内的政府债券的投资比例合计不低于基金资产净值的 5%；不能参与一级市场新股申购，也不能在二级市场上投资股票、权证等权益类资产。

据银河证券数据显示，今年以来截至 9 月 26 日，东吴鼎利的净值上涨为 6.26%；鼎利优先的净值上涨为 3.31%；鼎利进取的净值上涨为 8.63%。

## 17. 东吴中证可转换债券指数分级基金

基金类型：债券型基金

基金经理：杨定庆

基金代码：东吴转债 165809/东吴可转债 A 150164/东吴可转债 B 150165

基金托管人：平安银行

东吴可转债成立于 2014 年 5 月 9 日，具有三类份额：东吴转债（母份额）、东吴可转债 A、东吴可转债 B。该基金以中证可转换债券指数为跟踪标的，采用优化复制法的投资策略，按照成分券在标的指数中的基准权重构建指数化投资组合，追求跟踪误差最小化。

据银河证券数据显示，截至 9 月 26 日，东吴转债、东吴可转债 A、东吴可转债 B 分别获得 4.80%、2.30%、10.60% 的业绩回报。