



股道颠簸

——东吴基金 2015 年 3 季度投资策略报告



(2015 年 07 月 06 日)

主 笔

赵 伟

行业研究

军工、机械	高人元
家电、商业零售、 农业、食品饮料	赵梅玲
旅游、交运、建筑、 建材	朱冰兵
有色、汽车、化工	张能进
医药、电力新能源	张剑鑫
金融、钢铁、煤炭	赵 伟
纺织服装、环保轻工	金佳音

监 审

任少华
程 涛
陈 宪

当前我国处于稳增长调结构的宏观背景下，传统的拉动经济增长的动力逐渐下降，新兴产业正在崛起，积极的财政政策和宽松的货币政策托底经济。市场去杠杆过程中急速下调的危机得到化解，长期来看居民财富向资本市场配置的大趋势没有转变，政策依然友好，众多优质标的投资机会显现，改革不断释放红利，预计市场经过一段时间震荡盘整，投资者信心得到修复后慢牛才可期。

政策托底经济：

在积极的财政政策和宽松的货币政策托底经济的情况下，PMI 和工业增加值显现企稳迹象，流动性保持宽松态势，地方债务置换、放开融资平台以旧换新等财政加码政策正在推进，地产销量的持续增长或将带动地产产业链上下游投资的增加，虽然传统产业拉动经济增长动能下降，但新兴产业正在崛起，综合来看，15 年下半年经济大概率企稳。

改革释放红利：

改革是目前经济新常态下的主旋律，通过改革推动发展方式的转变也得到了资本市场的认可，本轮牛市的核心理念是宽松周期下的微观经济发展方式的转变，通过技术和新的生产方式培育新兴产业的同时改造传统产业，在大众创新创业的趋势下，新兴的行业如互联网+、物联网、智能家居、中国制造 2025 等将点燃新一轮发展高潮。

危机化解、慢牛可期：

在清理场外配资、担忧货币政策转向、个股估值泡沫和投资者恐高等因素的综合影响之下，从 6 月 15 日起 A 股经历了惨烈下跌，目前政策重磅出击对资本市场进行维稳，危机化解之后，市场大概率将进入震荡筑底的阶段。结合即将面临的中报披露期，业绩确定性将有望在下一阶段得到市场的偏好，以创业板为主的成长股将迎来基本面估值行情，个股的分化将加大。经过短期快速调整，众多标的投资机会显现，板块估值处于历史平均水平。展望未来，众多热点让值得期待，如中国制造 2025、国企改革、互联网+、新能源汽车等。

投资主线：

(1) **互联网+**：技术进步推动互联网、云计算、大数据和物联网等与现代制造业融合，关注互联网金融、互联网医疗、能源互联网、工业互联网和物联网等。

(2) **中国制造 2025**：智能制造利好军工机械，关注航空航天，船舶和新材料，数控机床，机器人和智能系统，信息采集、信息处理和应用端。

(3) **国企改革**：国企改革顶层设计方案已经出台，关注国企整合、地方金控平台改革、产能整合带来的投资机会。



目录

一、国内宏观经济及三季度经济展望	3
1. 宏观经济概况	3
2. 经济能否企稳	3
3. 经济大概率将企稳	6
二、市场概况及未来发展趋势	6
1. 市场发展概况	7
2. 近期股市快速下调以及对后市的影响	9
(1) 近期快速下调的起因	9
(2) 打破指数下跌和负向循环的救市措施	9
(3) 为什么要救市?	10
(4) 后市展望	10
3. 本轮牛市的推动因素	11
(1) 政策托底经济背景下货币政策持续宽松	11
(2) 居民财富向权益市场配置	11
(3) 改革释放红利	12
3. 投资主线	13
(1) 互联网+	13
(2) 中国制造 2025	14
(3) 国企改革	14
附：重点看好的行业和投资策略	15
1. 机械军工	15
2. 电力设备新能源	15
转换思路，精选白马	15
3. 医药	16
新模式精选龙头，部分优质制药股进入合理估值区间	16
4. 汽车	17
新能源、后市场成长空间可观	17
东吴基金管理有限公司旗下产品	20



一、国内宏观经济及三季度经济展望

1. 宏观经济概况

目前宏观经济的基调是稳增长、调结构。年初以来，传统的拉动经济增长的动力出现明显下滑，基建、地产投资和进出口都处于历史低位，工业增速下滑到6%左右，CPI和PPI仍在低位徘徊，财政政策和货币政策年初以来一直积极托底经济，包括降准降息、扩大财政支出、加快投资审批，地方政府债务置换，放松地产信贷和税负等。

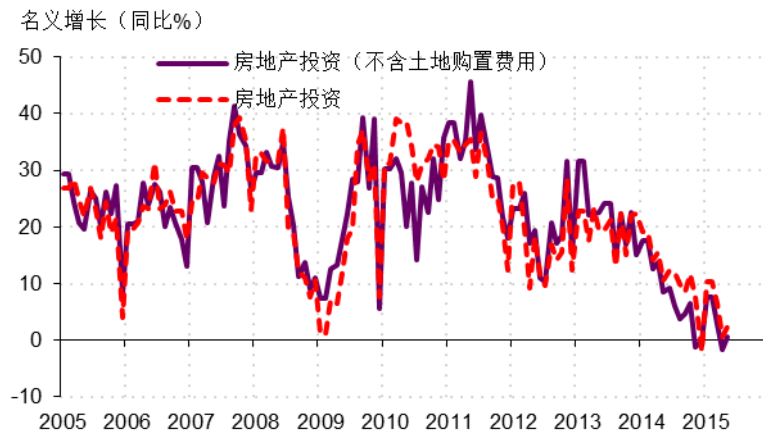
在传统的经济增长动力下滑的同时，经济中仍然不乏亮点，人力资本、改革创新正成为新的经济增长动力，消费结构逐渐由传统消费转向新兴消费，出境游人数呈现上升趋势，第三产业持续增长。于此同时，伴随着一带一路、亚投行、丝路基金和自贸区的推进，中国经济走向国际，资本市场对外开放和人民币国际化不断推进，带动国内金融市场走向国际，同时中国制造2025、国企改革顶层设计、金融改革、互联网+等在推动经济转型的过程中也成为资本市场的热点。

目前宏观经济主要关心的问题是，在财政政策和货币政策发力稳增长的情形下，经济的短期企稳能否持续并且进一步出现复苏迹象？

2. 经济能否企稳

6月汇丰PMI比上月上升0.4个百分点，其中产出指数从五月的49.3上升到50.0，创两个月新高，新订单初值升至50.3，为四个月来首度扩张，新出口订单增速减缓，但是6月28日公布的工业企业效益显示，工业企业利润增速下滑，工业需求的不足令销售增速小幅回落，下游盈利普遍下滑，利润增长依然承压，去库存压力仍大，并且6月以来发点耗煤增速依然疲弱。

首先，我们回顾一下目前宏观经济的总体情况以及拉动我国经济增长的三大动力：基建、地产和出口。我国GDP实际增长率从2010年的高点目前一路下降到接近7%的水平，来源于传统的拉动我国经济增长的三大动力逐渐下降。



从09年阶段性高点以来我国固定资产投资趋势处于下滑状态，无论是名义增速还

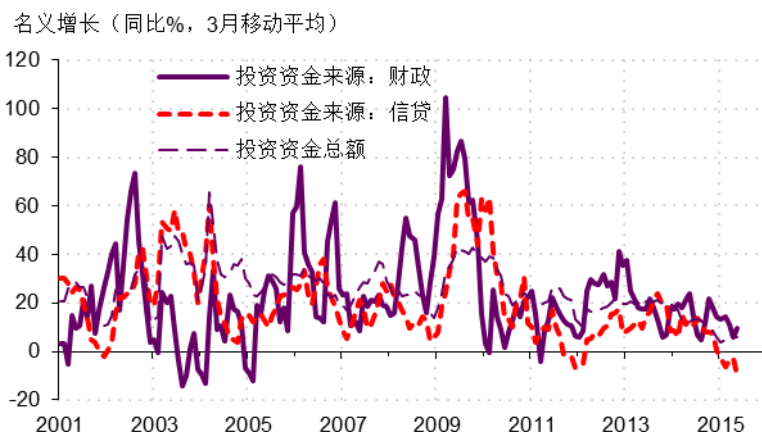


是实际增速，15年以来虽然有政府稳增长的措施不断升级，但是固定资产投资增速一直处于历史地位。固定资产投资不断的下降一方面是由于大的人口周期和城镇化处于尾声导致我国房地产投资处于历史性的拐点，另一方面是由于固定资产投资资金来源的下降。

我国房地产投资的增速经过11年高点之后呈现趋势性下滑的特征，目前已经处于历史低位。长期来看，房地产投资的趋势是下降的，但是短期在新型的经济增长动力尚未成为经济增长的主导力量的时候，尤其在我国稳增长调结构的政策基调下，仍然需要保持经济的平稳的增长。

15年以来房地产政策一直朝着宽松状态发展，地方政策一直实施宽松调整，并且央行在6月27日晚央行降准降息，力度超预期，是央行宽松周期的第三次降准和第四次降准。基准利率的下调，按揭利率下降，与去年降息周期相比，全国首套房贷款利率已经下降1.14%，降低了购房成本，促进了改善性需求的增加。6月最新的数据显示，房地产成交复苏的趋势已经逐渐从一线城市扩大到一些二线城市。

在多重政策利好的刺激下，房地产投资增速出现小幅的反弹，但是投资增速的趋势能够持续并且稳定增长是我们需要密切关注的一个变量。投资的另一方面是我国基础设施投资，基础设施投资是拉动我国经济增长的重要力量之一，政府的稳增长的政策在目前经济增长下滑压力较大的情形下越来越依靠基础设施的投资来稳定经济增长，但是决定固定资产投资增速的重要因素之一是固定资产投资资金的来源。



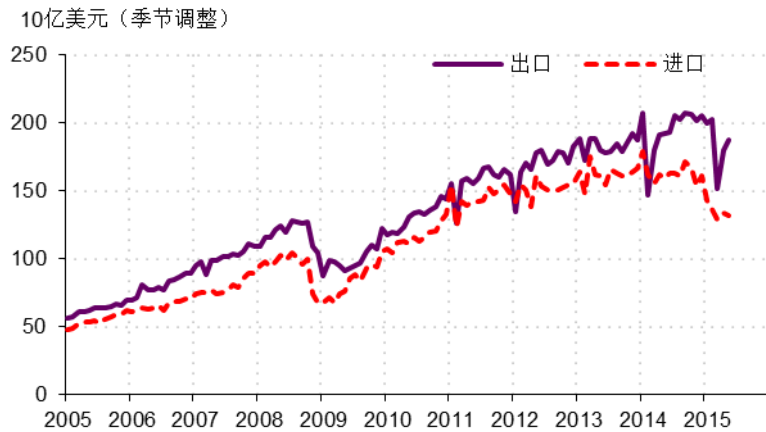
从图中我们可以看到，15年以来我国固定资产的投资资金来源也是不断下降的，一方面是在地产调整的大周期的背景下，政府从房地产及相关产业链上得到的收入是逐渐下降的，另一方面是由于在经济总体下滑的背景下，总需求不断下降，从而导致财政收入的减少。

15年以来我国进出口增速一直处于低位徘徊，一方面是由于国内需求和国外需求的疲软导致的进口和出口双降，另一方面也是由于我国目前推行的人民币国际化战略，人民币成为国际流通货币需要稳定的币值，因此，在外贸出口下降的情形下，央行一直维持人民币在一个稳定的区间波动，避免人民币可能的大幅度贬值，避免人民币大幅贬值也是我国产业结构升级的需要，我国目前处于发展新兴产业并且逐渐出清过剩行业的时期，而高附加值的新兴产业对汇率的敏感性下降。

另一方面为应对经济的下滑从而为改革创造条件，我国实行了一系列宽松的货币政策和财政政策，货币政策方面连续的降准降息，财政政策加大基础设施建设，债务置换以及地方融资平台放开以旧换新，国务院常务会议取消银行存贷比红线，助力降低银行揽储成本，增强其放贷能力，6月以来发改委批复2500亿元基建项目，稳增长



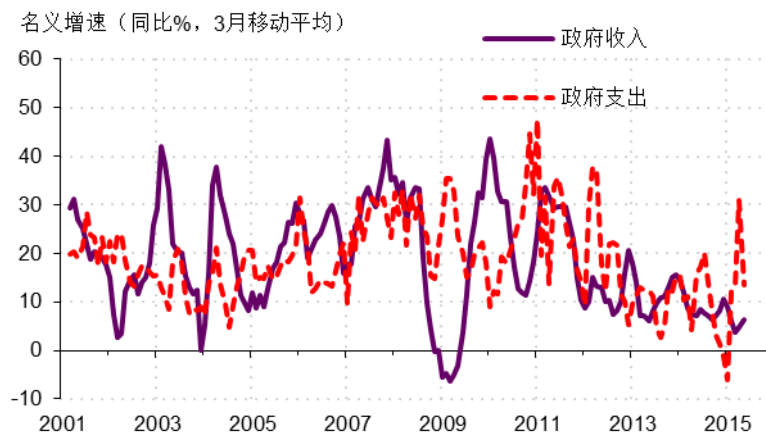
正在持续加码中。



经济的企稳和增长需要财政政策和货币政策配合，从货币市场利率来看，资金的成本在央行持续宽松的政策影响下已经保持低位。



央行为应对股市危机进行的降准降息，一方面体现了央行维稳资本市场的决心，另一方面也体现了央行宽松的货币政策态度，央行预计会在见到实体经济企稳信号之前一直保持宽松的货币政策。



造成经济目前面临较大的下行压力的另一重要因素是财政支出的下降，从图中我们可以看到在政府收入自11年呈现趋势性下降的时候，财政支出也呈现了趋势性的下降，财政支出的下降一方面是由于需求下行和地产下行周期的影响造成收入的下降，另一方面也是由于清理地方融资平台造成地方政府资金来源的下降，对腐败现象的治理导致的地方政府不作为也是造成财政支出下降的一个因素。



但是，目前我国正经济增长动力由传统动力向新兴动力的转变，由人口红利、投资和对外贸易转变为越来越依靠人力资本、创新和制度改革。在经济的传统增长动力下滑的同时，经济中也呈现出了很多亮点，如（1）我国的消费结构逐渐传统消费（衣、食、住）转向新兴消费（交通通讯、文教娱乐、医疗保健）；（2）我国出境游人数在持续的增加；（3）服务业保持高速增长；（4）在老龄化趋势下，医疗保健支出保持趋势性的上涨，医疗工业收入也不断增长；

海外货币政策方面，考虑到今年以来美国经济恢复偏弱，近期美联储的例会偏鸽派，耶伦强调要看到更确定的现象才会考虑加息，市场预计美联储利率正常化的过程比较缓慢，同时考虑到全球大宗商品价格仍处于低位导致通胀将长时间处于低位，美联储加息的进程也会比较缓慢，因此三季度看不用担心美国的货币政策冲击对我国宏观经济的影响。

3. 经济大概率将企稳

制造业 PMI 数据已经连续几个月站到荣枯线以上，表明中国制造业已经出现了企稳迹象，并且工业增加值也出现了反弹，大宗商品价格止跌反弹的背景下社会的补库存需求开始上升；其次，房地产市场在新政之下也进入复苏状态，特别是 30 个大中城市的销售数据已经大幅好转，过度悲观的预期将被扭转，后续的房地产投资以及地产产业链的投资也将出现复苏迹象。



随着地方债务置换的推进，地方政府的融资能力逐渐增强，地方债和 PPP 方式提供的资金将支持基建投资的继续走高，并且全民创业和万众创新的思想已经深入人心。

小结：我国经济目前处于增速换挡时期，政策的基调为稳增长调结构，宏观经济传统的经济增长动力逐渐下降，新兴的经济增长动力逐渐显现，在经济出现明显的复苏情况下货币政策和财政政策将保持积极状态托底经济，从目前货币和财政政策的力度以及部分数据出现企稳迹象来看，经济在 15 年下半年企稳是大概率事件。

二、市场概况及未来发展趋势

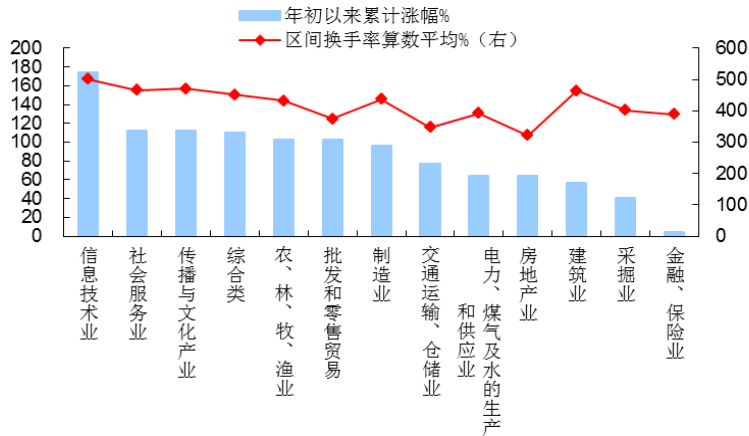
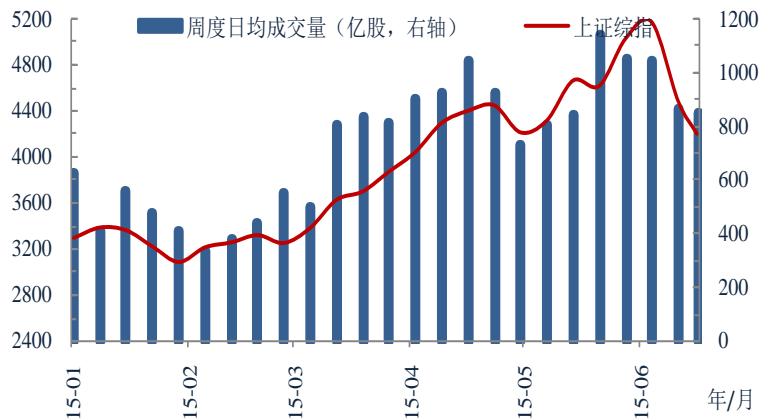
本轮牛市于 14 年下半年全面启动，先后经历了蓝筹股和创业板的全面上涨，在低



利率的环境下，在居民财富向权益市场配置的趋势下，资金入市趋势持续，同时改革不断释放红利，随着国企和金融改革、中国制造 2025、新能源汽车等改革的不断推进，将给资本市场带来新的热点和预期，推动市场不断上涨。首先，我们回顾一下市场的概况，然后我们分析本轮牛市的主要驱动因素并展望三季度这些驱动因素是否会变化。

1. 市场发展概况

本轮牛市先后经历了无风险利率下降带来的增量资金入市的第一阶段，以及在赚钱效应下投资者风险偏好提升驱动居民资金入市第二阶段。



随着本轮全面牛市的启动，市场的成交额和周换手率不断上升，资金以融资、股票配资等方式涌入市场，形成了本轮牛市高杠杆的特征，截至 6 月 12 日证券交易市场结算资金日均余额为 3.1076 万亿，截至 6 月 18 日融资融券余额为 2.273 万亿元。

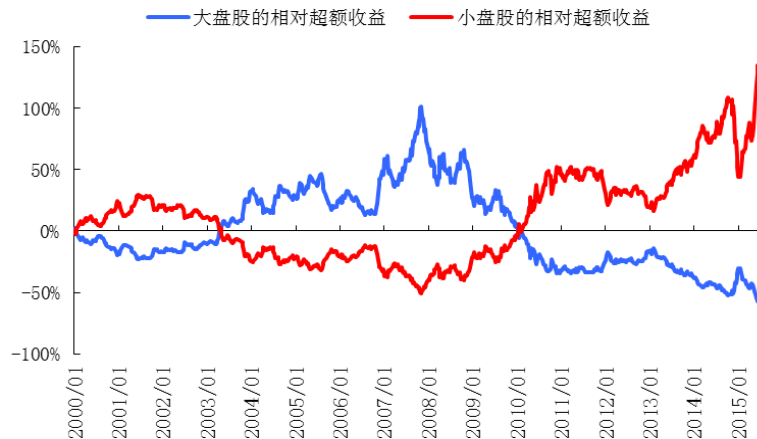
二季度来看，上证综指从 3310 点上涨到 4610 点，涨幅为 40%，分行业看，年初以来涨幅居前的为信息技术业、社会服务业、传播文化业以及综合类等，涨幅居后的为金融保险业、采掘业和建筑业。

本轮牛市，尤其是二季度以来，杠杆牛市的特征非常明显，上证综指接连突破四千点和五千点大关，呈现加速上涨的态势，究其原因是杠杆机制的快速发展，例如分级基金、券商融资、场外配资、结构化产品、伞形信托等杠杆机制同时发力，而融券业务发展滞后，导致风险快速积聚，今年上半年上证指数累计增幅 32，创业板指数更

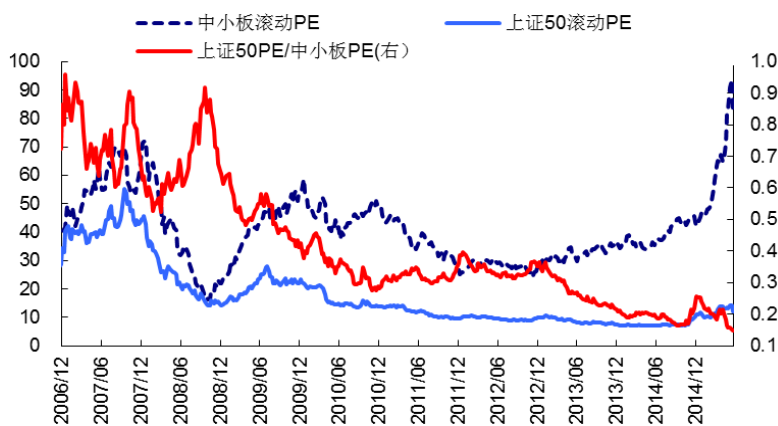


是涨幅高达 94%。

每一轮牛市都有贯穿其中的逻辑主线，本轮牛市涨幅居前的行业为新兴产业和服务业，涨幅居前的行业一方面体现了社会资金的偏好，另一方面也代表了我国社会转型的方向，本轮牛市的核心理念为宽松周期下的微观经济转型，目前这种转型尚未结束，并且得到了一级市场和二级市场投资者的认可，持续出台的政策如房地产新政、债务置换、城投债放开以旧换新，以及近期推进的国企改革和中国制造 2025 等进一步为成长股和转型股提供了驱动力。



从市场风格来看，13 年起小盘股的相对超额收益持续跑赢大盘股，但是在 14 年下半年开始，大盘股经历了一段全面上涨的行情，开始持续跑赢小盘股，进入 15 年后市场风格开始转变为小盘股的风格，小盘股开始持续跑赢大盘股。



截至 6 月 19 日，从市场估值来看，中小板的估值已经处于高位，而上证 50 的估值一直处于低位，远远低于 07 年和 09 年牛市，从上证 50 和中小板的相对 PE 来看，上证 50 的估值也是处于低位的。从今年以来各行业的涨幅来看，信息技术、社会服务也和传播与文化产业的涨幅位居前列，而采掘与金融保险的涨幅目前一直处于低位。

从利润增速来看，沪深 300、中小板和创业板 2015 年的一直预期利润增速分别为 11.64%、69.52% 和 64.28%，但是市场涨幅最多的板块是成长股，如果市场看中经济基本面的复苏，那么市场的风格应该是周期性板块的行情，但是目前市场的资金向小板块涌入，说明了市场更关注的是经济转型的方向，如技术渗透的互联网+、中国制造 2025、人口周期驱动的医疗保健；主板的机会更多的来自政策性的催化，如国企改革顶层设计的落地，中国制造 2025。

14 年 7 月以后最大的变化是由存量博弈的状态转变为增量资金入市，14 年 7 月以来，银证转账累计增长 3.5 万亿元，融资余额增长 1.6 万亿，新增资金金额 7922 份，



沪股通净流入额达到 1388 亿元,今年以来总计 46314 亿元,资金流入带来了水涨船高。

2. 巨幅震荡及对后市的影响

(1) 巨幅震荡的起因

从 6 月 15 日起, A 股正在经历着史无前例的快速下跌, 6 月 12 日至今 7 月 2 日, 上证综指、中小板指和创业板指最大跌幅达到了 26.7%, 32%, 36%, 下跌幅度和暴跌周期均已经超过了 07 年 530, 短短三周, 股市总市值从 70 万亿直线下降至 49 万亿, 21 万亿财富瞬间化为乌有, 即使对比海外股市也是非常罕见史无前例的, 调整的广度和力度始料未及。

本次股市调整的起因一方面为各管理层 6 月 13 日的一则规定, 禁止证券公司为场外配资活动提供便利。股市的急剧下跌有引发平仓盘不断涌出, 致使市场机制失灵。

任何牛市都有回调, 并且是必然出现的一种现象, 一般回调都快速且浅, 也会吸引一部分场外资金的进入, 但是本轮回调伴随着管理层清查场外配资, 市场的新增资金在短时间出现了流动性紧张, 随着市场的下跌, 高杠杆的场外配开始平仓, 场外配资的主体为互联网平台、配资公司和散户等, 一旦股价下跌到预警线, 场外配资的强平规则启动, 强平盘随着市场的调整, 股市成交量也跟着减少, 不计成本的强平造成了市场的无量跌停。另一半面, 期货市场的套保盘的砸盘也极大的影响了投资者的情绪, 7 月 1 日, 对中证 500 指数大幅贴水达到了历史最高, 4 个期货合约全线跌停, 理论上, 套期保值可以减缓对现货市场的卖压, 缓解对市场的冲击, 但是期货和现货市场的联动造成了期货盘大幅下跌对现货多头市场信心的进一步打压, 投资者看到期货市场跌停从而引发了对现货市场进一步的悲观预期。

最终, 配资盘强行的平仓加上期货市场的大幅下跌对市场的信心进一步打击, 杠杆的强行平仓已经由高杠杆的投资者蔓延到低杠杆投资者, 从场外蔓延到场内, 从大户蔓延到散户, 市场的下跌不仅造成了杠杆资金的离场, 也造成了非杠杆资金的离场, 最终市场形成了指数下跌和强行平仓的负向循环。

(2) 打破市场负向循环的救市措施

6 月 27 日	央行降息 0.25 个百分点并定向降准
6 月 29 日	证金公司盘中问答称强制平仓规模很小
6 月 29 日	养老金投资办法征求意见稿, 投资股票比例不超过 30%
6 月 29 日	证监会连夜发文称回调过快不利于股市平稳健康发展
6 月 30 日	基金业协会倡议不要盲目踩踏
6 月 30 日	证券业协会就场外配资情况问答: 强制平仓规模很小
7 月 1 日	中金所称 QFII 与 RQFII 做空传闻不实
7 月 1 日	证监会进一步拓宽券商融资渠道
7 月 1 日	两融允许展期, 担保物违约可不强平
7 月 1 日	沪深交易所调降交易结算费用三成
7 月 2 日	证监会对涉嫌市场操纵行为进行专项核查
7 月 2 日	李克强: 培育公开透明长期稳定健康发展的资本市场



7月3日	四大蓝筹ETF四天遭净申购395亿，汇金出手护盘已获确认
7月3日	证监会：将相应减少IPO发行家数和筹资金额
7月3日	证监会：QFII额度将从800亿元增加至1500亿元
7月3日	将严打造谣传谣行为，已集中部署三起案件
7月4日	21家券商联合公告：至少出资1200亿元购买蓝筹ETF
7月4日	25家公募基金联手救市
7月4日	国务院会议决定暂停IPO发行，证监会执行
7月4日	50家中小板上市公司发声：积极回购，增持，暂不减持
7月5日	央行将给予证金公司流动性支持

(3) 为什么要救市？

如不干预，去杠杆的自发调整远未结束，连续暴跌之后投资者预期悲观，市场已由被动去杠杆变为主动去杠杆，如果继续下跌，公募的赎回潮将引起被动减持。另一方面，股市的继续下跌可能引起系统性风险的隐患，股市的持续下跌将会对银行、券商、信托等金融机构的资产质量产生重大影响。

在A股持续上涨的途中，各路资金加入杠杆融资的大军，银行理财资金也出现了加速入市的迹象。目前，银行理财资金加入股市有五种途经：公募打新基金、两融受益权、伞形信托配资，券商资管或者专户结构产品优先级，以及私人银行理财产品。银行的两融受益权是银行对券商授信的信用贷款，目前两融余额在两万亿以上，其中银行理财投资的两融受益权占比在10%以上，保守估计银行理财产品进入股市的资金在1万亿以上。如果股市下跌的循环继续下去将伤害银行及券商的资产负债表，从而引发资产负债表收缩式的衰退。

(4) 后市展望

政府相关的救市措施陆续出台，众多投资机构和上市公司也通过增持等实际行动支持市场走出困境，但经过本轮暴跌，投资者信心受到巨大的打击，投资者风险偏好已经严重回落，情绪恢复尚需一系列政策的刺激和一段时间。维稳之后，市场大概率将进入震荡整理、休养生息的阶段。参考530暴跌后的经验，暴跌之后市场风格将明显向绩优股倾斜，本轮调整后将迎来7月和8月的中报密集披露期，业绩确定性将有望成为下一阶段市场的聚焦，以创业板为主的成长股可能维持宽幅震荡状态，对于成长股来说将迎来基本面接棒估值的过程，下半年可能迎来指数大波动，个股大分化的格局。

作为世界第二大经济体，中国股市在经历了7年的熊市之后，迎来了久违的牛市，本轮牛市也是我国大国地位和发展成果的体现，看估值水平，目前沪深300的市盈率水平仅15倍左右，市净率为2.1倍，都低于历史平均水平，因此后市的空间仍然值得期待。

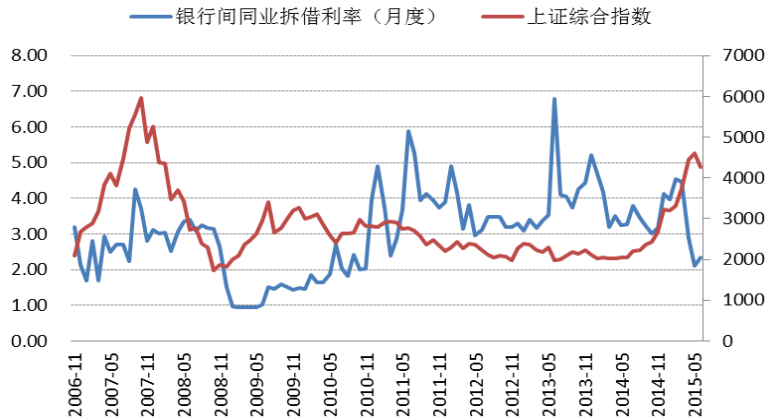


3. 本轮牛市的推动因素

下面我们分析本轮牛市的驱动因素，目前的宏观环境是稳增长调结构，在经济传统动力不断下滑的背景下通过宽松的货币政策和宽松的财政政策托底经济，同时借助资本市场为新兴产业融资并通过改革促进经济结构转型。首先我们分析本轮牛市的推动因素，然后分析这些因素在股市危机化解之后未来的一段时间内是否会改变。本轮牛市主要的动力为（1）经济下滑政策托底经济背景下，货币政策的持续宽松；（2）利率下行居民财富向权益市场配置的趋势；（3）改革释放红利；

（1）政策托底经济背景下货币政策持续宽松

从图中可以看到，银行间同业拆借利率作为衡量货币松紧程度的一个指标和上证综合指数的走势具有密切的联系。实体经济状况、通货膨胀率水平是决定央行货币政策的重要因素，目前来看经济离复苏仍然有很大距离，另一方面，现阶段传统产业如钢铁和煤炭处于长期的产能过剩阶段，产能集中度还不够高，目前也没有观察到明显的产能出清的信号，而新兴产业等转型产业还需要资本市场来培育，且目前尚未发展到成为稳定经济力量。因此，从宏观经济的角度来看，目前尚不支持央行货币政策转向。



从物价来看，5月的CPI涨幅仍然低位运行，PPI仍处于通缩区，生产资料价格的同比下降是PPI持续通缩的主要原因，国内和国际大宗商品低迷是导致CPI和PPI低迷的主要原因，另一方面国内经济的低迷，影响CPI的供给力量强于需求因素。从PPI来看，中国的PPI与国际大宗商品走势密切相关，新兴国家经济的低迷和美元的强势共同导致国际大宗商品的价格持续低迷，这是PPI持续低迷的原因之一。

因此，从经济发展和物价的因素来看，在通缩缓解之前，在经济出现复苏迹象之前货币政策仍然将保持宽松的状态。

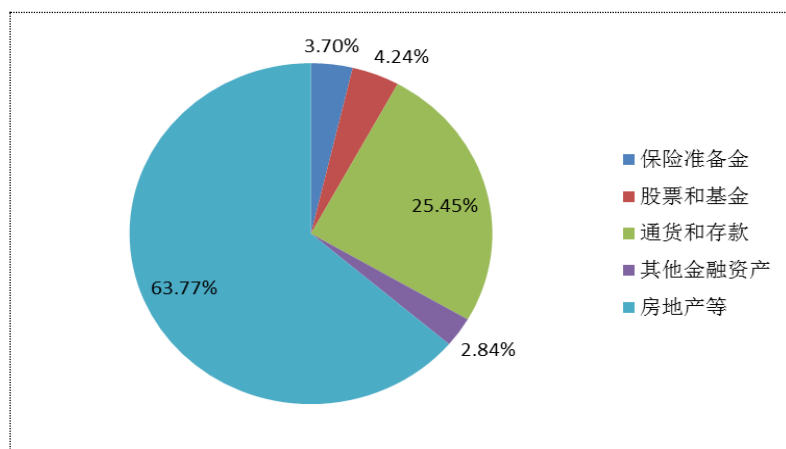
（2）居民财富向权益市场配置

从图中来看，我国居民财富的主要配置是在房地产市场，配置与股票和基金资产的占比仅为3.70%，远远低于主要的发达国家，因此从世界范围来看，我国居民资产

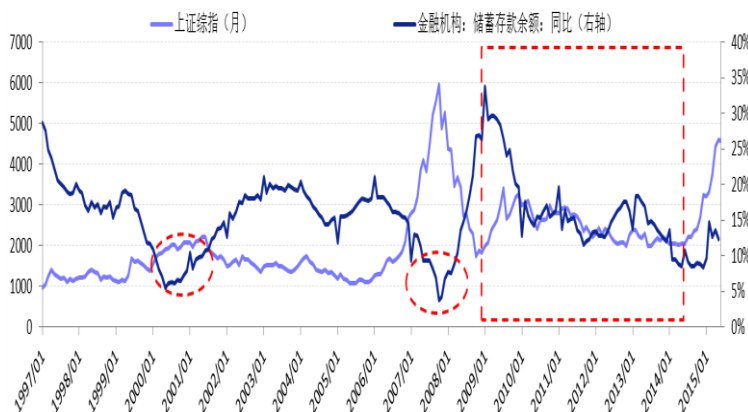


向权益市场配置仍然有很大的空间。

由于我国居民配置的主要资产是房地产市场，随着大的人口周期趋势性向下，房地产资产的长期投资价值的下降，未来居民配置到房地产的资产长期来看是逐渐下降的，因此居民资产向权益市场配置是股市增量资金的来源之一。



增量资金的来源还在于金融机构资产负债表的调整，15年以来新增的股票开户数和交易户数与有效户数的比值得到了大幅的增长，由于股票市场的赚钱效应，居民资金入市的热情很高，也进一步推动了市场的上涨。



从上图可以看到，股市上涨的动力和金融机构的储蓄存款余额是密切相关的，每一次金融机构储蓄存款余额的大幅下降均对应着指数的上涨，说明居民和金融机构资产配置是导致股市上涨的重要因素之一。

因此，从居民长期财富配置的角度来看，居民资金入市的大的趋势将持续，虽然短期内交易保证金的增速可能有所放缓，但是长期来看资金入市的趋势没有改变。

(3) 改革释放红利

我国目前的基本国情为亟需改变的粗放型发展方式，原材料对外依存度高，导致发展风险暴露在外，重工业聚集导致环境污染的发展方式不可持续，环境成本的上升增加了企业的负的外部性成本，并且我国处于人口增长率下行的大背景下，企业劳动力成本也逐渐上升。

另一方面，按照世界银行的数据，中国人均GDP已经处于中等偏上的收入水平，一些拉美国家，以及亚洲国家在上世纪七十年代进入中等收入水平阶段后一直发展停滞，这些国家往往难以转变其传统的发展方式，日本、亚洲四小龙等国家顺利跨越“中



等收入陷阱”，转变发展方式是这个过程的必经之路。

15年是国企改革的深化之年，年初两会明确提出深化国企改革，14年底国务院总理牵头成立国务院国有企业领导改革小组，并统领多部委着手制定“1+N”国企改革顶层设计方案。央企合并重组具有战略意义：增强国有企业竞争力契合一路一带战略，促进转型升级契合中国制造2025，传统产业去产能和去杠杆与降低负债率相一致，国有企业保值增值与政府稳增长目标一致。

从金融环境和货币角度看，无风险利率快速下行，居民资产配置的历史性的变化不容逆转，货币增速有望进一步提升，当前我国狭义的货币供应量增速仅为5%左右，对比历史均值增速明显偏低，在低通胀的情况下，经济增长仍需要加强的背景下，提高货币增速可以稳定资产价格，稳定全社会资产负债表。当前货币增速仍然有宽松的空间，利率水平对比通货膨胀率还是海外利率，都还有下降空间，存款准备金也处于较高的位置，对央行货币转向的疑虑已经化解，相对宽松的货币环境没有改变。

小结：综合来看，目前牛市的三个推动因素：稳增长条件下宽货币低利率、居民财富向权益市场配置的趋势、改革释放红利目前尚未改变，在未来一段时间内，在尚未见到经济明显复苏的信号之前，货币政策预计将保持宽松的状态，居民财富向权益市场配置的大的趋势长期来看尚未改变，改革正在推进之中，因此，综合以上因素，短期剧烈调整风险化解之后慢牛可期。

3. 投资主线

(1) 互联网+

目前“互联网+”即成为助力中国经济转型的国家战略，技术进步推动移动互联网、云计算、大数据和物联网等与现代制造业融合，电子商务、工业物联网和互联网金融等相关行业具有巨大的发展机会，并且成为当前资本市场持续的风口，

我国已进入经济发展新常态，在保持经济增长较快速度的同时，实现产业转型升级，产业结构调整，在传统产业中引入互联网，一方面帮助传统产业改造升级，在企业内部产生创新动力，另一方面在外部激活企业活力，从而实现整个产业的转型升级。互联网向传统产业的渗透从C端到B端，作为服务业的物流、金融业已实现互联网化的趋势。

互联网基础设施包括云计算、大数据等，这些基础设施的建设将完善信息流传输、保存与处理，帮助工业经济向信息经济模式转变，并能带动“网”和“端”的发展。

“网”，包括互联网、物联网等，这部分将实现互联网与真实物体的连接，产生信息流，实现实物与互联网的交互。“端”，包括智能终端、移动端APP软件等，智能端的扩展将实现人与互联网的连接，从而与“云”、“网”构成从实物—互联网—人的完整循环路径。数据显示，2015年1月，全球接入互联网的移动设备超过70亿台，我国互联网用户6.49亿，其中手机网民规模达5.57亿，渗透率达到85.8%，高于全球58%的渗透率。

互联网行业持续的风口包括：互联网金融，互联网医疗等



(2) 中国制造 2025

5月18日国家发布《中国制造2025》规划，包括新一代信息技术产业、高档数控机床和机器人、航空航天装备、海洋工程装备及高技术船舶、先进轨道交通装备、节能与新能源汽车、电力装备、农机装备、新材料、生物医药及高性能医疗器械等十个领域。除了我们此前提到的工业互联及智能制造等，规划还覆盖了绿色制造（环保设备、新能源应用）、应用端（农机、生物医药等）等领域，并对各个领域的推进计划做了较为细致的描述，规划覆盖面及推进计划超越市场预期。其中智能制造、工业互联网和创新应用是投资主线。

智能制造利好军工和机械，如航空航天，船舶和新材料，机械中包括数控机床，机器人和智能系统，另外包括创新和政策推动的能源互联网、新能源、汽车互联网、生物制药、医疗器械等，其中工业互联网仍是最大的风口，在数据安全、数据采集和数据处理方面有较大发展空间。

(3) 国企改革

国企改革的顶层设计方案已经完成，国企改革需要跟踪的主线为：1.从改革的试点来看，央企改革试点是本轮国企改革的领军者，尤其是国有资产运营公司更值得关注；2.从央企整合角度，汽车系的整合值得关注；3.从地方来看，上海与广东两大央企改革先锋最值得关注。



附：重点看好的行业和投资策略

1. 机械军工

宏观经济增速持续放缓，传统机械设备下游需求疲弱，相关公司业绩没有明显改善；工业4.0、一路一带、国企改革是贯穿行业的投资热点。近期，市场的快速下跌重创投资者信心，市场风险偏好降低，个股表现将大概率分化，投资进入精选个股阶段。选股思路主要为有一定业绩支撑，行业增长空间较为明确，低估值的品种，或者转型预期较强的公司。

智能装备：当前我国处于经济转型时期，智能装备为现阶段装备升级的切入点和主攻方向。5月19日《中国制造2025》发布，6月3日工信部网站发布《2015年智能制造专项项目》公示，6月24日国家制造强国建设领导小组成立。下半年制造业重点领域升级的绿皮书指引目录有望出台，智能装备板块仍将是市场关注的焦点。

油服和装备：我国油气改革初步方案有望近期出台，最终方案计划在年底推出，油气改革政策将改变现有的三桶油垄断油气全产业链格局，利于系统外的民营上市公司进入勘探开发领域，参与下游管网运营和油气销售；三桶油内部的整合以及资产证券化对其控股的上市公司带来投资机会。

军工：军费持续增长、军工资产证券化、科研院所改制、民参军是推动行业发展的主要因素。我国经济、军事战略逐步全球化，军费开支持续增长，军工行业基本增长有望超预期；十大军工集团目前资产证券化率约为31%，国外军工企业资产证券化率在70%~80%，资产证券化的空间巨大；各大军工集团旗下上市公司二季度以来密集停牌，下半年将有望迎来密集重组大潮。军工资产证券化和科研院所改制更多的依赖政策催化，相比需要政策驱动的国企整合，军工民企并购整合以及民参军的主动性更强，能够更快出成果。

重点关注公司：南方泵业、神州高铁、巨星科技、瑞凌股份、中航飞机、精诚铜业。

2. 电力设备新能源

转换思路，精选白马

行业基本面：

传统电网投资领域比较平静，国网上半年处于被审计和督查的过程中，下半年面



临主要领导更换的人事变动，除去年已经确定的大气污染防治规划中的特高压线路仍按部就班推进外，预计整体投资进度平稳。市场曾多次传言为托底经济发改委拟推出电网领域的巨额投资计划，但至今仍未落实。另一方面，电改在九号文之后陆续有配套文件出台，后续预计仍将有包括售电牌照等进一步举措，企业也积极提前准备，纷纷成立售电公司或需求侧服务公司。

我们认为，上述的电改确实是行业内长期的发展方向，也蕴含了巨大机会，但由于目前相关政策还未落地、游戏规则没有确定，并且必然需要相当长的时间和摸索才能最终呈现雏形，因此如何落实在企业的盈利上、哪些企业能脱颖而出，现在判断仍过早。但在牛市背景下，市场在二季度直到6月调整前，较为疯狂的炒作相关标的，而部分上市公司也有意的制造概念往热点靠拢，以至于大部分公司的估值即使经过了这一轮大调整仍然偏高（超过过去几年的平均水平），仅从传统的PE估值方法要寻找具有安全边际的个股并不容易。

行业估值及投资建议：

申万电力设备行业指数上半年最高涨幅138%，经过本次调整后69%。我们认为后续市场整体有望逐步向上，但选股标准将会有所变化，靠讲故事、市值类比的估值方法而推动的鸡犬升天型上涨很难重复，盈利模式清晰、竞争优势明显、有一定安全边际的龙头标的将会胜出。然而正如上文所言，清晰的盈利模式和一定的安全边际在目前的市场中不容易找到。因此，在对电改、能源互联网、新能源汽车、智能制造等符合未来若干年产业发展趋势的大方向维持看好的前提下，我们认为仍需要耐心等待市场给予的机会。当然，如果调整后“疯牛”再度出现，也需要顺应市场加以参与。

重点关注：汇川技术、智光电气、宏发股份、长园集团、科士达、易事特、金风科技、天顺风能、阳光电源、中利科技、积成电子、国电南瑞、许继电气、中国西电

3. 医药

新模式精选龙头，部分优质制药股进入合理估值区间

行业基本面情况：

压缩药占比、医保控费将是相当长时间的趋势，因此对于制药企业而言压力较大，目前已经有所体现，并且有众多传统药品企业开始涉足转型。

新药研发、海外制剂出口、医疗服务、精准医疗、健康管理（慢病管理）、医保控费等几个领域符合政策和产业发展的大方向，由于是新的方向，因此短期的盈利能力甚至于盈利模式都未必清晰，但提前卡位、抢占优质资源的布局已经开始。市场对这些新方向非常认可，在二季度到调整前的阶段相关股票大幅上涨，其中自然鱼龙混杂、不乏借机炒概念拉抬股价的公司，涨幅也非常可观。但我们认为进入下半年，开始进入兑现期，部分本身不具备资源优势、执行力弱、炒作性质较强的公司，将逐渐失去市场的认可。本身执行力强、已经在原有业务领域证明过自己的优质企业，并且布局中体现出竞争优势和潜在清晰盈利模式的企业需要重点关注，这样的标的虽然目前从估值角度看依然很贵，但我们认为首先其一定会体现出相对收益，其次随着布局的推



进、优质资源的获取、竞争力和盈利模式的明晰等都将成成为催化剂推动股价上涨。因此，选择优质白马、耐心等待买入和加仓良机是最好的策略。

行业估值及投资建议：

申万医药生物行业指数今年上半年最高涨幅 115%，经过调整后目前涨幅 61%，部分制药企业的估值已经进入合理区间（偏上），其中一些竞争优势明显、受到控费影响相对较小、未来成长性更明确的品种可能即将迎来很好的买点，如恒瑞医药、通化东宝、恩华药业等，此类品种抗风险能力强，是振荡市场中的优质品种，攻守兼备；另一方面，部分新模式龙头个股虽然估值仍然较贵、但市值已经进入相对合理区间，拉长期间看具有很大的成长潜力，可以选择合适时机买入或加仓，如迪安诊断、泰格医药、鱼跃医疗、人福医药、益佰制药等。

重点关注：迪安诊断、泰格医药、瑞康医药、嘉事堂、鱼跃医疗、新华医疗、信邦制药、益佰制药、人福医药、华海药业

4. 汽车

新能源、后市场成长空间可观

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。就下半年看，我们比较看好车联网、汽车后市场、新能源汽车、传统低估值蓝筹。

汽车后市场方面，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。

新能源汽车仍有机会。我们主要分为两类：一类是低速电动车。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。另一类是，比亚迪等为首的新能源汽车，我们觉得在电池产能瓶颈突破，各地政



府政绩考核要求以及商业模式驱动下，新能源汽车销量存在超预期的可能，我们比较看好受益于产量推动的上游材料板块和商业模式驱动下的销量超预期。

随着高级辅助驾驶的逐步成熟，网络和数据逐步的累积，车联网慢慢走向成熟，这中间不管是硬件还是软件都有很大的机会。

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，低估值蓝筹也会在风格驱动下水涨船高。看好包括车联网、新能源汽车、汽车后市场、低估值蓝筹等板块。

重点关注：亚太股份、金固股份、星宇股份、比亚迪、松芝股份、江淮汽车、隆基机械、长安汽车、长城汽车、江铃汽车。



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：王立立

基金代码：580001

基金托管人：中国工商银行

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：戴斌

基金代码：580002

基金托管人：中国农业银行

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：王立立

基金代码：580003

基金托管人：华夏银行

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

5. 东吴增利债券型基金

基金类型：债券型基金

基金经理：王文华

基金代码：582002（A类）/582202（C类）

基金托管人：中信银行

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：王立立
基金代码：580005
基金托管人：中国农业银行

7. 东吴新经济股票型基金

基金类型：股票型基金
基金经理：徐增
基金代码：580006
基金托管人：中国建设银行

8. 东吴新创业股票型基金

基金类型：股票型基金
基金经理：徐增
基金代码：580007
基金托管人：中国工商银行

9. 东吴货币市场基金

基金类型：货币型基金
基金经理：邵笛
基金代码：583001 (A 级) / 583101 (B 级)
基金托管人：中国农业银行

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

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：戴斌
基金代码：580008
基金托管人：中国建设银行

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

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、戴斌

基金代码：582003

基金托管人：中国农业银行

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：徐增

基金代码：580009

基金托管人：交通银行

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：王立立

基金代码：000531

基金托管人：农业银行

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：杨庆定

基金代码：东吴鼎利分级债券 B165807/鼎利分级债券 165808/鼎利分级债券 A150120

基金托管人：交通银行

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：杨庆定

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