



重回阿尔法的结构性行情

——东吴基金 2015 年 4 季度投资策略报告



(2015 年 09 月 30 日)

监 审 陈 宪

主 笔 胡健行

行业研究

农业	赵梅玲
旅游、传媒	朱冰兵
军工	高人元
汽车	张能进
医药、电力新能源	张剑鑫
金融	赵 伟
通信	韩旭鹏

三季度至今，A 股市场在 6 月中旬股灾之后经历了二次灾害，从 8 月中旬开始，沪指上攻 4000 点未果，在人民币贬值的影响下，市场再度出现了连续快速下跌。同时，近期两市成交也大幅萎缩，成交额连续三个月大幅下降，但成交结构上，主板占比明显下降，中小板、创业板的成交比重相比股灾之前反而有了提升，显示市场存量资金博弈小市值标的的交易风格，我们预计短期内市场偏好中小市值股票的风格仍将持续。

自去年 11 月央行首次降息以来，货币政策的放松一直没有停，至今共降息 5 次、全面降准 3 次、定向降准 2 次。货币宽松已持续近 10 个月，但对经济的拉动效果却迟迟没有显现。自 7 月 30 日的中央政治局会议明确了稳增长重要性后，7 月底以来稳增长措施全面加码。国务院常务会议多次提出具体措施，包括推进地下综合管廊建设、降低部分领域的固定资产投资项目资本金比例、设立中小企业发展基金等。财政部也发布《财政支持稳增长的政策措施》，多举并重稳增长。

二季度以来的市场大幅波动与基本面关系不大，与人性的贪婪恐惧密切相关，杠杆的使用加剧放大了这种效果。到目前为止，市场去杠杆的过程仍在进行当中。我们预计，在四季度，市场去杠杆的过程将会结束，市场将重新回到基本面驱动上来。由于这次去杠杆的影响，未来市场的波动可能将减小，投资分化将是市场的主要特点。和上半年不同的是那些纯粹炒概念、讲故事的公司可能不会再创新高了，取而代之，只有真正通过资本市场做一系列运作提升公司竞争力，且真正可以体现在业绩上的公司才可能再创辉煌。符合产业转型的公司与行业，将成为投资的主方向。基于上述判断，我们认为投资主线将以经济转型、创新为主要方向，结合逐渐落地的改革措施，进一步精挑细选行业景气度高的行业及主题。同时，市场经过持续大跌之后，风险偏好的略微改善即将为个股分化的反弹行情提供良好的温床。

投资主线：

- 1、行业景气度高：旅游、传媒、新能源汽车
- 2、政策受益：军工、环保
- 3、主题投资：“十三五规划”、迪士尼、国企改革



目录

一、三季度市场和宏观经济回顾	3
(一) A股市场走势及特征	3
(二) 宏观经济：探底进行时	5
二、经济政策展望及当前市场结构	6
(一) 政府稳增长政策的方式及影响	7
(二) 市场去杠杆渐近尾声	9
(三) 当前估值难言绝对便宜	10
(四) 微观企业盈利改善难持续	12
三、投资策略及主线	13
(一) 震荡筑底个股分化	13
(二) 主题投资主线	14
1. “十三五”规划	14
2. 迪士尼	15
3. 国企改革	15
(三) 行业投资主线	17
1. 农业——养殖股最后的疯狂	17
2. 传媒——关注细分的高成长行业	17
3. 旅游——基本面持续向好，转型、改革事件催化	18
4. 军工——四季度行业催化剂陆续释放	19
5. 汽车——新能源、后市场成长空间可观	20
6. 电力设备新能源——热点较多，板块有望跑赢	21
7. 医药——负面预期逐步反映，等待筑底后的机会	22
8. 金融——供应链金融，产业结合的新蓝海	22
9. 通信——看好北斗、云计算、流量经营主题	23
东吴基金管理有限公司旗下产品	26



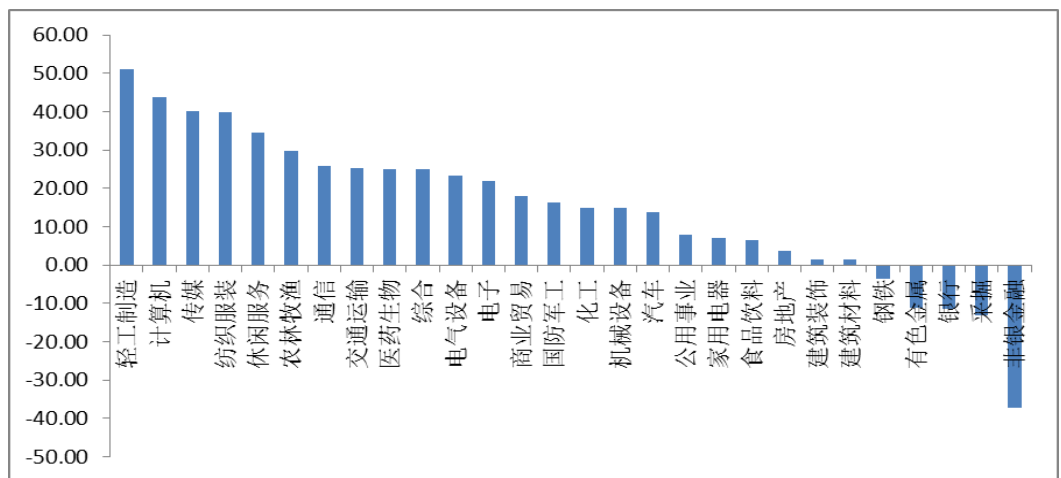
一、三季度市场和经济回顾

（一）A 股市场走势及特征

三季度至今，A 股市场在 6 月中旬股灾之后经历了二次灾害，从 8 月中旬开始，沪指上攻 4000 点未果，在人民币贬值的影响下，市场再度出现了连续快速下跌，上证综指最低探至 2850.71 点。而估值更高的中小板和创业板则跌幅更大。

从申万一级行业来看，三季度全行业普跌，平均跌幅达到 28.44%。7 月以来，银行股由于受到国家队托市及阅兵前维稳的影响而跌幅最小为 20.04%，而阅兵利好兑现的军工板块则出现大幅回落，此外周期类采掘、非银行金融、钢铁等板块也出现了大幅度的回落，分别下跌 37.38%、37.09%、36.91%。总体来看，覆巢之下，安有完卵，在市场第二波的打击下部分行业甚至已经回吐了年初以来的涨幅。主题方面，三季度 144 个主题概念板块除次新股板块微涨 7.75% 之外，其余板块全线尽墨，平均跌幅达到 -29.68%，其中跌幅较少的迪士尼板块也下跌 16.35%。

图表 1 申万一级行业年初以来涨跌幅%（截止 9 月 30 日）

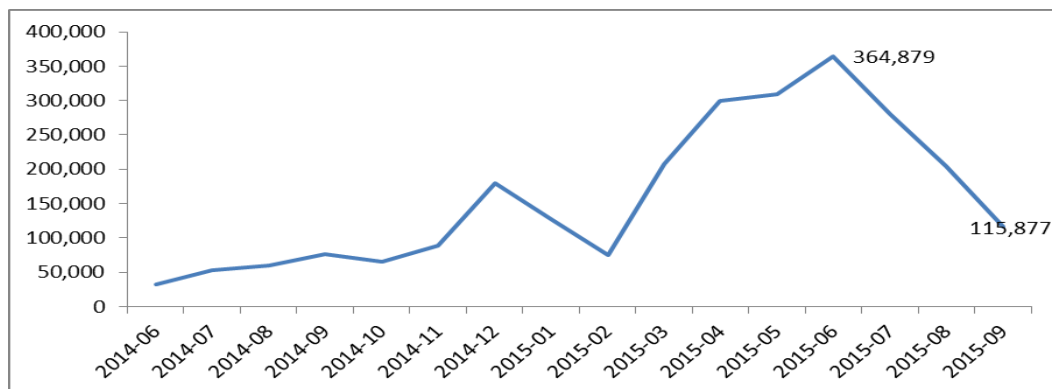


数据来源：WIND

同时，近期两市成交也大幅萎缩，成交额连续三个月大幅下降，9 月成交额相比 6 月最高峰时萎缩 68%，仅相当于今年初 1 月时的同期水平，显示市场去杠杆之后观望情绪浓厚，中长线投资者不愿意入场。但成交结构上，主板占比明显下降，中小板、创业板的成交比重相比股灾之前反而有了提升，显示市场存量资金博弈小市值标的的交易风格，我们预计短期内市场偏好中小市值股票的风格仍将持续。

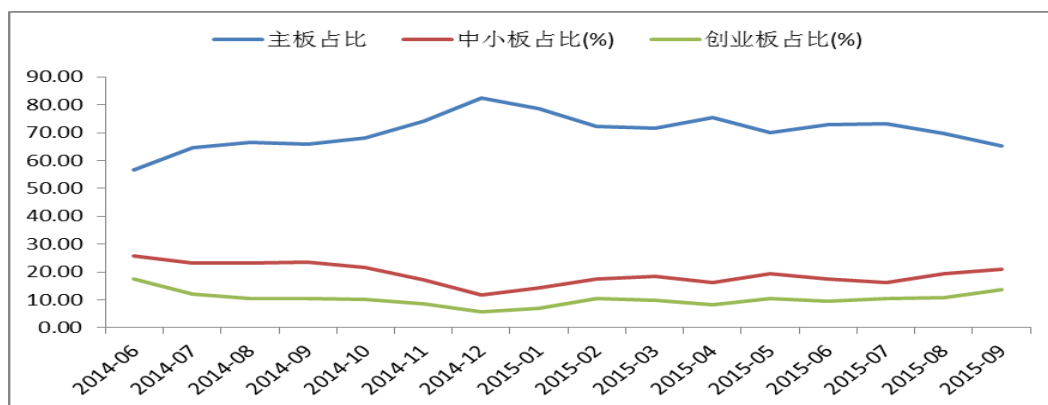


图表 2 本轮牛市以来两市月度成交额（亿元）



数据来源：WIND

图表 3 A 股各板块成交占比 (%)



数据来源：WIND

我们回顾 A 股的历史，发现 A 股在短时间内从未有过如此剧烈的下跌，跌速堪比“5.30”，但跌幅远超“5.30”，同时亦创出近 8 年来最大单日跌幅。2007 年的“5.30 事件”导致当年 6 月份市场大幅震荡，但市场当时最大调整幅度仅 15%，且仅有 3 个交易日市场出现超 700 家上市公司大面积跌停的现象，并且市场在下跌一周之后即稳住，之后便震荡走高，仅 9 个交易日就收复全部跌幅。而今年 6 月中旬以来的这两轮下跌，有多达 16 个交易日出现了千股跌停的局面，上证综指累计最大跌幅达到 43%，创业板跌幅甚至接近 53%。我们统计发现，从 2015 年 6 月 15 日至 8 月 26 日，有超过 2000 家上市公司跌幅超过 40%，超过 1500 家上市公司跌幅超过 50%，可见这一轮由“去杠杆”引发，人民币贬值加剧的市场冲击幅度远远超过了当年的“5.30”事件。

图表 4 2007 年“5.30”与今年两轮下跌对比

时间	交易日	区间涨跌幅	平均日跌幅	单日最大跌幅	事件导火索
2007.5.30-2007.6.5	5	-13.10%	-2.62%	-8.26%	财政部 5 月 29 深夜宣布提高股票交易印花税从 1% 升至 3%



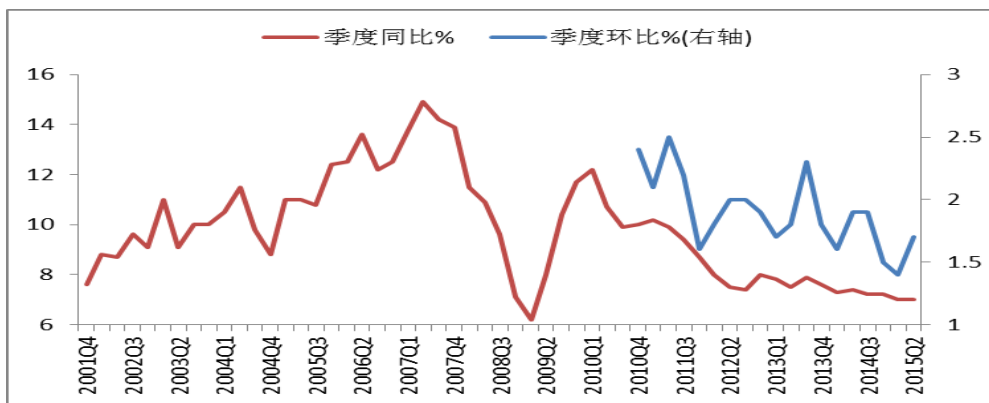
2015.6.15-2015.7.9	8	-28.20%	-1.57%	-7.40%	证监会 6 月 13 日发布《禁止证券公司为场外配资活动提供便利》的通知
2015.8.18-2015.8.26	7	-26.70%	-3.81%	-8.49%	中国人民银行 8 月 11 日调整人民币中间价形成机制

资料来源：互联网

(二) 宏观经济：探底进行时

宏观经济延续疲弱态势，2015 年二季度我国 GDP 同比增速 7.0%，与一季度持平，依然处于寻底阶段。全国固定资产投资 1-8 月增长 10.9%，增速下降 0.3 个百分点，呈持续回落态势。制造业投资比上月略有回落，基建投资有所好转，但二者的带动作用有限。房地产去库存的压力较大，受房地产的拖累，整体投资增速依然回落。1-8 月社会消费品零售总额同比增长了 10.5%，基本保持稳定。贸易数据方面，出口总值 1968.8 亿美元，同比仍下滑 5.5%。主要是全球经济放缓、外需不足、新兴市场货币贬值等造成的结果。受内需疲软及大宗商品价格下跌的影响，8 月份进口总值 1366.5 亿美元，增速大幅下降 5.7 个百分点，同比下滑 13.8%。

图表 5 GDP 季度同比、环比数据

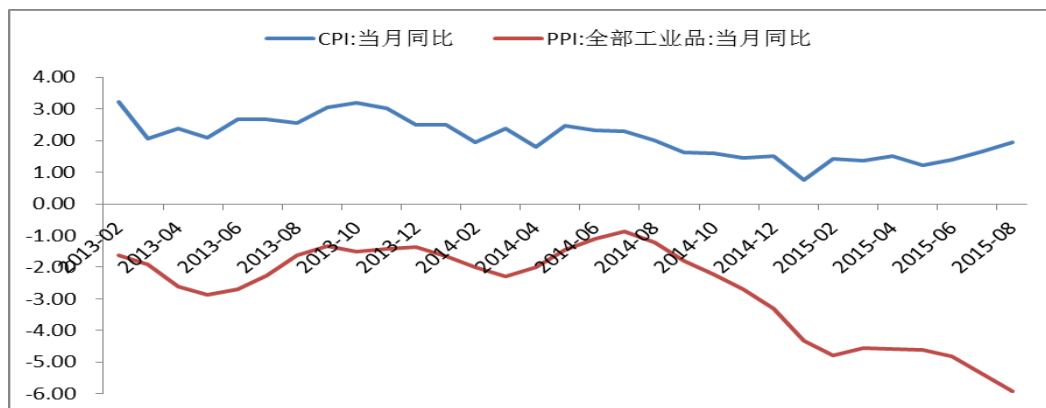


数据来源：WIND

8 月 CPI 同比上涨 2.0%，较上月攀升 0.4 个百分点；而 PPI 同比下跌 5.9%，跌幅较上月再度扩大 0.5 个百分点。整体来看，消费品通胀略超市场预期，而工业品通缩再度加剧低于市场预期，创出金融危机以来新低。从分项结构看，猪肉价格上涨推动消费品通胀攀升，然而从 8 月中旬开始，猪肉价格开始环比小幅回落，未来上涨空间或有限。我们认为，虽然消费品通胀有所上行，但不影响货币政策宽松基调。一方面，猪肉价格到达高位情况下通胀再度上行压力有限；另一方面，央行在 2 季度货币政策报告中明确表示不针对单一商品调整货币政策，而工业品价格通缩加剧显示当前经济依然面临较大下行压力，未来货币政策或将依然宽松。



图表6 CPI、PPI 同比增速

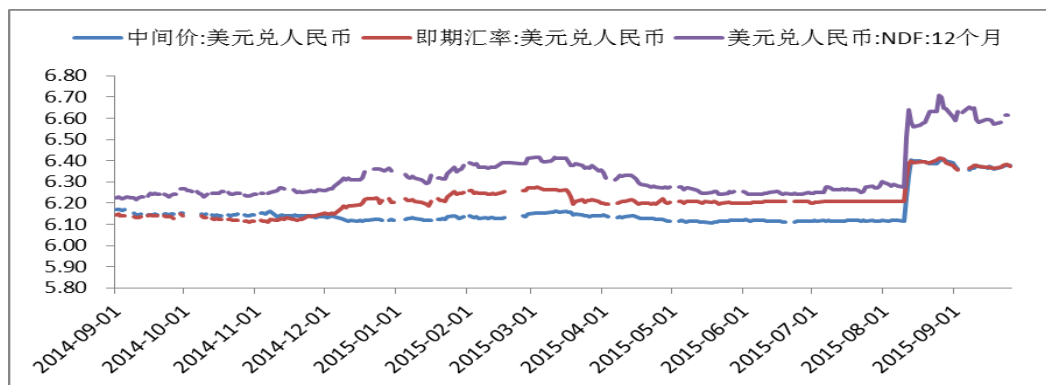


资料来源：WIND

8月11日，我国改革了人民币汇率中间价报价机制，令人民币超预期贬值，新增外汇占款出现快速减少。这让部分国际投资者对我国经济增长的疑虑上升。毕竟，在97年亚洲金融危机和08年次贷危机中，我国都坚持了人民币不贬值的态度。相比之下，近期的贬值不禁让人猜测我国是否已经到了必须要用货币贬值来救经济的地步了。这样一来，全球货币竞争性贬值预期上升，其他新兴市场国家面临的贬值和资本流出压力都加大。

我们认为人民币8月11日之所以出人意料地贬值，更多是为了实现加入SDR的目标，而并非要通过贬值来刺激出口。8月13日人民银行吹风会上传达出来的也是这样的意思。因此，在短期动荡之后，人民币汇率会保持稳定，不会就此进入贬值通道。考虑到我国目前仍然持有超过3万多亿美元的美元外汇储备，并且对跨境资本流动有较强管制，人民银行有充分能力实现这一目标。

图表7 人民币汇率快速贬值后重归稳定



数据来源：WIND

二、经济政策展望及当前市场结构



（一）政府稳增长政策的方式及影响

自去年 11 月央行首次降息以来，货币政策的放松一直没有停，至今共降息 5 次、全面降准 3 次、定向降准 2 次。货币宽松已持续近 10 个月，但对经济的拉动效果却迟迟没有显现。一方面是货币政策宽松到实体的传导有所打折，利率市场化过程中基准利率对实际利率的限制作用下降，资本外流减弱了降准的资金释放效应。另一方面，在需求疲弱、盈利恶化的背景下，利率下降对促进企业投资意愿的回升作用有限，尤其是对融资刚性部门的作用非常有限，典型如房地产和地方政府融资部门，其既不会因为利率高而不融资，也不会因为利率低而扩大融资。在货币政策难以有效提升需求的情况下，稳增长还需要依赖于财政宽松，实际上在 7 月后我们也确实看到了财政政策的进一步发力，即以拉动政府投资为主、减税降费为辅。

自 7 月 30 日的中央政治局会议明确了稳增长重要性后，7 月底以来稳增长措施全面加码。国务院常务会议多次提出具体措施，包括推进地下综合管廊建设、降低部分领域的固定资产投资项目资本金比例、设立中小企业发展基金等。财政部也发布《财政支持稳增长的政策措施》，多举并重稳增长。发改委加快项目审批，并推出了 2 个新增的重大工程包。

图表 8 近 3 个月政府部门推出的稳增长措施

时间	部委	具体内容
9 月 8 日	财政部	发布《财政支持稳增长的政策措施》
9 月 2 日	发改委	加快配电网建设改造，并加大财政支持力度
9 月 1 日	国务院	设立 600 亿元中小企业发展基金，重点支持种子期、初创期成长型中小企业
9 月 1 日	国务院	降低港口、机场、铁路、公路、轨道交通、城市地下管廊等领域固定资产投资项目资本金比例
8 月 22 日	银监会	银行业支持重点领域重大工程建设
8 月 21 日	发改委	精简重大水利建设项目审批程序
8 月 13 日	发改委	加快实施现代物流重大工程
8 月 11 日	发改委	加强城市停车设施建设
8 月 10 日	发改委	下达内蒙古、宁夏、甘肃、云南等省市重点水域污染治理投资计划
7 月 30 日	发改委	鼓励和扩大社会资本投资建设铁路，全面开放铁路投资与运营市场
7 月 29 日	国务院	部署推进城市地下综合管廊建设，列为国家重点支持的民生工程
7 月 24 日	发改委	加快调整使用中央预算内投资存量资金，尽快将存量资金用于在建重大项目
6 月 24 日	国务院	设立 3000 亿元保险投资基金，主要投向棚户区改造、城市基础设施、重大水利工程、中西部交通设施等建设，以及“一带一路”项目等
6 月 17 日	国务院	进一步强化城镇棚户区和城乡危房改造及配套基础设施建设

资料来源：相关政府网站

我国企业的赋税水平一直较高。在经济下行时，企业经营难度加大，税收压力会进一步凸显。自去年以来，中央多次出台减税措施并加大费用清理力度，但对象主要集中在小微企业、三农和出口企业中，呈现出明显的结构性减税特征，仅小微企业的税收优惠力度有所加大，减税降费的力度仍显不够。



图表 9 2014 年 11 月以来中央推出的减税降费措施

时间	受益领域	具体内容
2015-8-26	出口企业	部署进一步清理和规范进出口环节收费，降低中央管理的进出口环节部分收费
2015-8-19	小微企业	(1) 从 2015 年 10 月 1 日起到 2017 年底，依法减半征收企业所得税的小微企业范围，由年应纳税所得额 20 万元以内扩大到 30 万元以内；(2) 月销售额 2 万元至 3 万元的小微企业和个体工商户的税收优惠政策执行期限，由今年底延长至 2017 年底
2015-6-24	所有企业	对社保“五险”中企业应缴纳的工伤保险平均费率、生育保险费率做出下调
2015-4-8	所有企业	在全国范围清理规范涉企收费、下调燃煤发电上网电价和工商业用电价格，适当降低铁矿石资源税征收比例
2015-2-25	小微企业和创业型企业	从 2015 年 1 月 1 日至 2017 年 12 月 31 日，减半征收企业所得税优惠政策的小微企业范围，由年应纳税所得额 10 万元以内扩大到 20 万元以内；将非货币性资产进行投资收益，由一次性改为分期纳税
2014-12-31	出口企业	完善出口退税机制，下放审批权限，实施分类管理；对纳税信用好的企业实行“先退后审”，合理调整部分产品出口退税率
2014-12-3	三农	将享受税收优惠的农户小额贷款限额从 5 万元提高到 10 万元，并把对县域农村金融机构保险业收入减按 3%征收营业税的税收优惠政策
2014-11-15	小微企业等	实施普遍性降费，没有法律法规依据或未经批准设立的行政事业性收费和政府性基金项目一律取消。同时，减免涉及小微企业、养老、医疗和高校毕业生就业等的收费和基金

资料来源：相关政府网站

相比减税，政府拉动投资则是短期内更为直接、见效更快的方式，即通常所说的拉基建。2009 年四万亿刺激时，基建投资增速最高达到了 50.78%，支撑起了当时经济需求的半边天。本轮稳增长过程中，政府投资也持续发力，基建投资稳定在 19% 左右，显著高于制造业投资 8.9% 和房地产投资 3.5% 的增速，起到了非常明显的托底作用。7 月以来，在中央的全面部署下，政府投资进一步加快，主要体现在下述几方面特征。

本轮稳增长并非短期刺激，而是持续托底。当前我国经济处于三期叠加当中，供给面受到人口红利下降、投资效率下降以及资源环境的限制，需求面中出口和地产高增时期已过、工业领域产能过剩有待缓解，共同决定了当前经济增速的放缓是中长期趋势，并非短期波动。从而，与金融危机后的政府救市思路不同，当前经济环境下政府并无意于大规模刺激，而是以相对温和的力度来减缓经济下滑的斜率，起到对经济持续托底的作用，避免经济短期内降幅过大，影响转型推进、改革进程和社会就业。因此，我们预计本轮稳增长的持续时间会较长，同时力度将相对温和。

政府投资方向更加多元化，并与调结构相结合。过去政府投资明显集中于基建领域。以 2009 年的“四万亿”投向为例，其中 1.5 万亿投向“铁公机”，1 万亿投向灾后重建，4000 亿元投向廉租房和棚户区改造、3700 亿元投向农村水电路、2100 亿元投向节能减排和生态建设工程，用于自主创新和产业结构调整的比例十分之一不到。相对而言，本轮稳增长中政府对投资方向的确定更加有从长计议的意味。(1) 基建投资更注重与国家中长期战略规划相结合，如地下综合管廊建设、城市轨道交通建设、城市停车设施建设等，是与新兴城镇化战略的结合；全国范围交通工程和现代物流体系建设，则与国家区域发展规划相结合，着重推进京津冀、长江经济带、丝绸之路经济带、21 世纪海上丝绸之路经济带的建设。(2) 除基建投资外，本轮稳增长中政府还着力推进部分有助于调结构的商业性质领域投资，可谓是稳增长与调结构两不误，以发改委推出的 11 个重大工程包为例，其中包括了生态环保、健康养老服务、清洁能源、



城市轨道交通、现代物流、新兴产业、增强制造业核心竞争力等几个社会资本参与较多的领域，旨在发挥国有资本的撬动和引导效应，更好地促进经济结构调整。

政府投资对经济的短期拉动作用较为明显，我们认为，本轮稳增长措施能在一定程度上对冲制造业和房地产投资的下行，并能减缓经济下行的幅度，但难以改变整体经济的下行趋势。同时，在经济内部结构上，部分行业和领域的需求将得到好转，如机械、建筑和公用事业中相关的子行业，为资本市场提供相关投资机会。

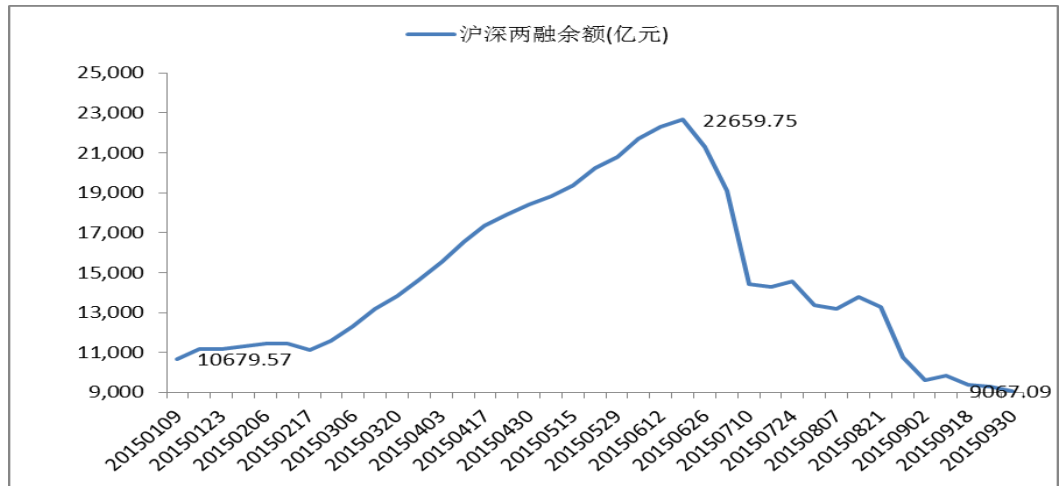
在对中观行业的影响方面，我们认为，政府对投资的拉动能直接改善相关中游行业的需求情况，如机械、建筑、公用事业等，尤其与基建投资直接相关的子领域将明显受益。然而，由于煤炭、钢铁、有色等上游领域还受到地产、制造业等其他投资下滑和自身行业产能过剩的负向拖累，基建投资对上游行业的带动作用预计较弱。

(二) 市场去杠杆渐近尾声

9月以来，证监会对残余配资及伞形信托等场外配资渠道进行了进一步的清理。证监会对配资的清理范围做出进一步的明确，同时督促证券公司按既定部署开展清理整顿工作，积极做好与客户沟通、协调，不要单方面解除合同、简单采取“一断了之”的方式。证券公司应当与客户协商采取多种依法合规的承接方式，可以采取将违规账户的资产通过非交易过户、“红冲蓝补”等方式划转至同一投资者的账户，或者取消信息系统外部接入权限并改用合法交易方式等方法处理。

随着证监会对配资清理方式态度的缓和，以及银监会对信托公司的安抚与要求。我们认为，未来场外配资的清理过程对二级市场的影响将得到缓解。同时，9月30日场内融资余额约9100亿左右，较市场高峰期的2.27万亿下降近60%，也已经低于今年年初时1万亿左右的水平。我们认为，A股的去杠杆进程将接近尾声。

图表 10 今年以来沪深两市融资余额（亿元）



数据来源：WIND



（三）当前估值难言绝对便宜

经过前期的调整，看结构，中小创回归相对合理估值区间，但依然不算便宜；主板看上去很便宜，但问题是主板大多数时候都围绕合理估值下沿徘徊。市值对于估值的影响非常显著，大贱小贵的分化从2012年就已经开始，这种市值偏好异常顽固。

A股（非金融）估值已经从前期高点回落到一倍标准差内的合理范围，但距离低估反弹区间依然有10%的距离。

图表 11 全部 A 股（非金融）历史市盈率



数据来源：WIND

经过6月以来的调整，中小板刚刚回到一倍标准差以内，谈不上便宜。从历史上看，较大幅度的反弹往往需要估值向下跌破一倍标准差，仅从这个角度看，如果反弹在现在的估值水平上展开，空间、时间都有限。

图表 12 中小板历史市盈率



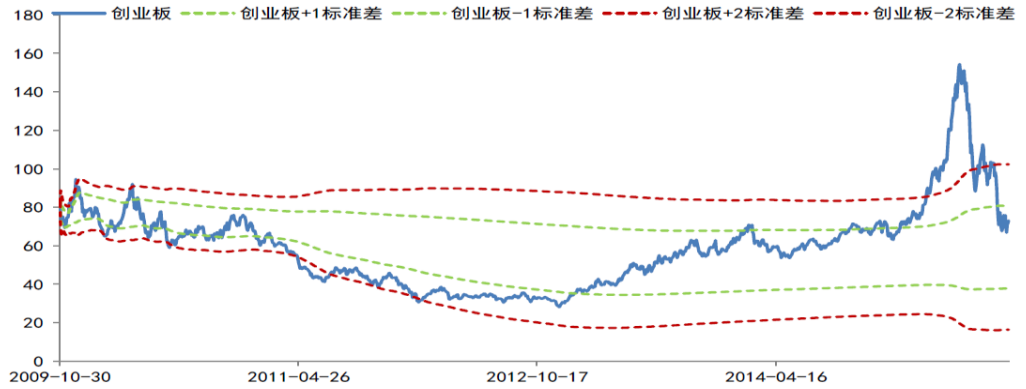
数据来源：WIND

从估值水平标准差位置看与中小板类似，但是需要注意由于创业板推出时点较晚，



统计样本不够充分，创业板标准差区间正处于扩大阶段，增加了对创业板估值区间判断的不确定性。

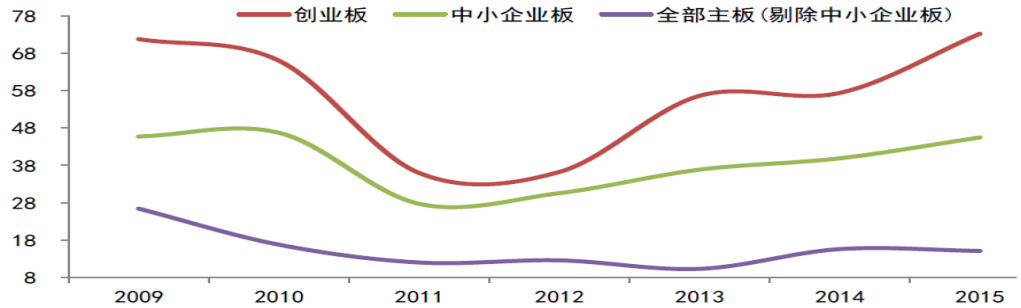
图表 13 创业板历史市盈率



数据来源：WIND

创业板和中小板对主板的相对高估值一直存在，这种背离从 2009 年到 2012 年收敛后开始持续扩大，目前的背离差距已经基本恢复到 2009 年时的状况。

图表 14 三个市场近年市盈率

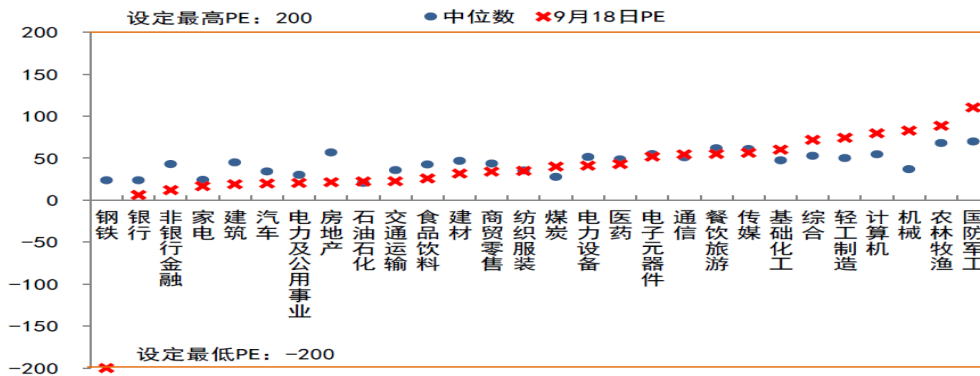


数据来源：WIND

以引导鼓励新兴产业和消费服务业的政策导向与产业趋势看，食品饮料、商贸零售、餐饮旅游、医药、传媒等景气行业估值依然低于历史中位数，估值高于历史中位数的石油石化、煤炭等产能过剩行业依然有向下修正的空间。



图表 15 行业历史市盈率



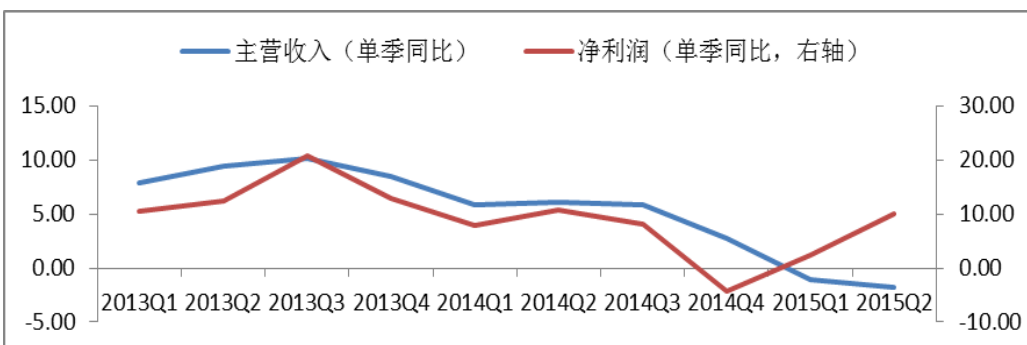
数据来源：WIND

从结构上看，传统的不贵、新兴的不便宜。未来无风险利率继续大幅下降的空间比较有限，整体盈利增速在经济下行压力增加的背景下也难以维持较高的增长，估值修复提升的动力相比一年之前可能已经略显不足。

(四) 微观企业盈利改善难持续

我们统计发现,2015 年 Q2 全部 A 股归属于母公司净利润单季同比增速 10.05%，较 2015 年 Q1 的 2.35%和 2014 年 Q4 的-4.36%均有较大幅度提升。2015 年 Q2 主营业务收入单季同比增速-1.76%，较 2015 年 Q1 的-1.12%没有回升，仍处于近几年最低水平附近。2015 年 Q2 净利率单季 11.20%，较 2015 年 Q1 的 10.25%和 2014 年 Q4 的 6.95%继续改善。

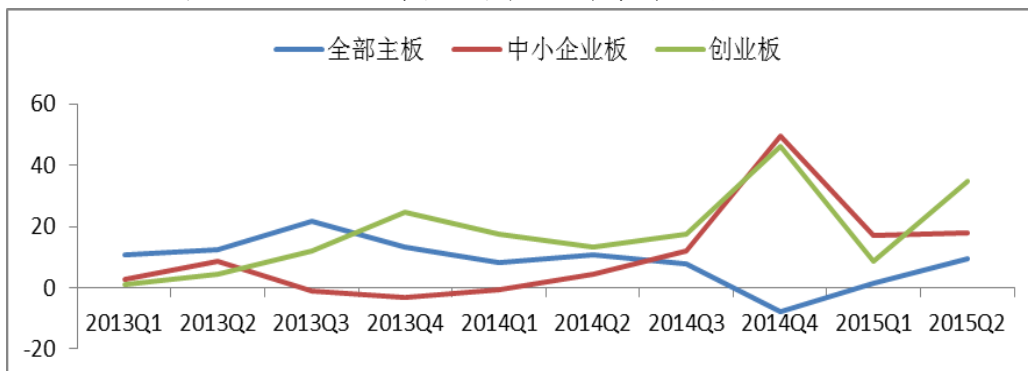
图表 16 全部 A 股 Q2 主营收入、净利润单季同比增速 (%)



数据来源：WIND



图表 17 分板块归属母公司净利润单季同比增速比较 (%)



资料来源：WIND

我们分析 Q2 企业盈利增速回升的主要原因可能在于以下几个方面：1、原材料等大宗商品价格持续低迷，从成本端使企业毛利率得到改善，2015 年 Q2、2015 年 Q1、2014 年 Q4 季度累计毛利率分别达到 19.58%、19.15%、18.82%。2、2014 年 11 月以来，央行五次降息、四次降准。连续降息降准后，宽松的流动性反映到企业的融资成本上，2015 年 Q2 非金融企业财务费用率 1.53%，较 2015 年 Q1 的 1.84% 有所下降。3、2015 年上半年，A 股市场经历了一波杠杆资金推动的疯牛行情，上市公司通过增持权益类资产，获得了巨额收益，2015 年 Q2 全部 A 股投资净收益单季同比增速高达 99.65%，较 2015 年 Q1 的 72.48% 和 2014 年 Q4 的 25.19% 均有大幅提升。

展望三、四季度，我们认为。首先，对于成本端，近期原油等大宗商品开始出现超跌反弹，而随着美联储加息靴子落地，预计大宗商品价格保持低位的状态大概率不会持续，下半年企业成本相对上半年可能承压。其次，对于企业融资成本，在经济持续低迷的情况下，未来降息降准仍然会是对冲的主要手段，企业费用率的改善预计可能是可以持续的。再次，对于投资净收益，在过去三个季度中，企业从 A 股市场赚取了巨额利润，但进入 6 月份股灾以来，市场连续出现暴跌，预计 Q3、Q4 企业的投资净收益将出现大幅下滑。叠加宏观对于 Q3 经济增速继续探底的预期，意味着营业收入还有下行风险。因此，从收入、成本两个角度来判断三季度 A 股企业盈利增速可能难以持续改善。

三. 投资策略及主线

(一) 震荡筑底个股分化

如果我们把资本市场理解为一个资产定价方程，则它的分子是增长率（GDP 增长率和企业利润所决定），分母是贴现率（无风险利率和风险偏好所决定）。上半场很简



单，分母下降预期，结果就是涨。但随着无风险利率下降引起估值提升的效应边际递减之后，对于分子（实体经济和企业增长）的依赖将显得尤为重要。当前，资本市场的逻辑和前期重估逻辑已有明显不同。在下半场中，分母的故事开始变得暧昧，但可以确定的一个逻辑是盈利对冲估值，即企业盈利的弱回升将改善中下游部分行业的基本面状况，来对冲相对偏高的估值，但是我们从半年报及三季报预告中分析得出，微观企业盈利改善的持续性可能略显不足。注定市场特征将由鸡犬升天的趋势性贝塔机会变成一切回归基本面，重回阿尔法的结构性行情之中。同时，无风险利率的下降及经过持续大跌之后风险偏好的改善将为个股分化的行情提供良好的温床，风险偏好的略微改善即将为个股的阶段性的反弹提供极好的支撑。

我们反思上半年的这轮行情，发现有个明显的特征，这轮行情不像 06、07 年那样是以经济复苏为背景的行业轮动的形式来展开的，就是它的深度和广度都与以经济复苏为背景的行情难以相提并论。所以我们可以看到，在这样的行情当中往往是冰火两重天，凡是跟主题和概念有关的股票估值都非常高。这一轮泡沫破灭之前，我们的创业板市盈率达到 150 倍，市净率也达到十几倍。但是另外一方面，跟周期相关的大部分的股票上涨的幅度基本非常小，就导致这个市场很难以全面深入的方法去展开，只能说是局部的去突破，所以行情的高度就必然是有限的。今年以来券商股在大家一致看好之下表现是如此的不尽如人意，券商股在牛市中的正反馈效应的失效，也从一个侧面证明了这场流动性牛市的结构性。

二季度以来的市场大幅波动与基本面关系不大，与人性的贪婪恐惧密切相关，杠杆的使用加剧放大了这种效果。到目前为止，市场去杠杆的过程仍在进行当中。我们预计，在四季度，市场去杠杆的过程将会结束，市场将重新回到基本面驱动上来。由于这次去杠杆的影响，未来市场的波动可能将减小，投资分化将是市场的主要特点。和上半年不同的是那些纯炒概念、纯粹讲故事的公司可能不会再创新高了，取而代之，只有真正在通过资本市场做一系列运作提升公司竞争力，且真正可以体现在业绩上的公司才可能再创辉煌。符合产业转型的公司与行业，将成为我们投资的主方向。基于上述判断，我们认为投资主线将以经济转型、创新为主要方向，结合逐渐落地的改革措施，进一步精挑细选行业景气度高的行业及主题。

（二）主题投资主线

1. “十三五”规划

根据历年五年规划的内容来看，主要涉及经济增长、产业发展、区域经济、社会文化、人民生活、环境保护、改革开放等重大经济、社会议题。“十三五”时期作为全面建成小康社会的最后五年，是经济转型升级和体制机制改革取得决定性成果的关键阶段，也是区域协调发展形成长效机制的重要阶段。“十三五”规划作为本届政府的第一个五年规划，是当局对接下来经济形势理解的体现，也是进行政策系统性规划的载体，把握好“十三五”规划的方向将对分析未来经济趋势和挖掘投资机会具有重要意义。



根据今年以来国务院颁布的重要政策和领导人发表的重要讲话，并结合国家发改委为筹备“十三五”规划编制工作发布的 25 个前期研究重大课题领域，可推测出“十三五”规划的大致方向与涉及领域：经济稳增长、转变经济发展方式、新一代信息技术、服务业开放、收入分配制度改革、人口老龄化问题、投融资体制改革、国企改革与军队改革等。上述领域的变革或催生资本市场的投资机会。

2. 迪士尼

从建设面积来看，上海迪士尼一旦建成将成为世界第三大的迪士尼主题公园。上海迪士尼项目 2011 年 4 月开工，现 6 大主题公园“米奇大街”、“奇想花园”、“探险岛”、“梦幻世界”、“宝藏湾”及“明日世界”均已完工，预计于 2015 年底试运营，2016 年春季正式开园。度假区地处浦东新区，规模为 3.9 平方公里，是香港迪士尼面积的 3 倍，其中主题乐园 1.16 平方公里，香港开园一年游客量达 740 万人次，上海开园年的游客设计能容纳近千万人次。

从经营模式来看，华特迪士尼公司与上海申迪集团共同投资上海迪士尼度假区项目。为了项目良好地实施，双方达成协议设立了三家子公司。两家业主公司申迪集团控股 57%，迪士尼公司控股 43%，分别为上海国际主题乐园有限公司、上海国际主题乐园配套设施有限公司。一家管理公司是上海国际主题乐园和度假区管理有限公司，申迪集团持股 30%，华特迪士尼持股 70%。与香港的迪士尼技术入股的模式不同，上海迪士尼的管理公司还参与迪士尼的管理和利润分成。申迪集团由上海陆家嘴集团、上海锦江国际集团、上海文广集团和上海百联集团共同出资构成，分别持有申迪集团 45%、25%、20% 和 10% 的股权。

从投资的时间节点来看，经过开园前期一系列市场预热，整个上海迪士尼概念板块在四季度都处于投资的黄金时期。参考香港迪士尼不同阶段的市场表现：开工建设期，地产、建筑、交运相关股票形成较高的超额收益；开园前期发售门票以及新闻宣传等事件催化，整个板块市场行情大涨；开园后产业出现分化，酒店、旅游、文化传媒板块受益更多。

从投资标的组合来看，在这段黄金时期，资本市场投资机会可以从三条主线探索。主线一：从迪士尼本身产业链上寻找潜力个股；主线二：从有望受到迪士尼经济效益辐射的周边行业出发，寻找龙头企业；主线三：从与其有直接投资关系的集团出发，选择业绩优良的上市公司。

3. 国企改革

9月13日，国务院正式印发了《关于深化国企改革的指导意见》，市场一直期待的顶层设计方案终于落地。之后不久，国务院又发布了《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》，鼓励非公有资本参与国有企业混合所有制改革。对于未来，我们认为中长期



来看，国企改革还是一个值得持续关注的重要主题。

《关于深化国企改革的指导意见》中明确提出了本轮国企改革的目的、原则和目标等。具体来看，改革的目的是：做强做优做大国有企业，不断增强国有经济的活力、控制力、影响力和抗风险能力，主动适应和引领新常态。改革的五项基本原则包括：坚持和完善基本经济制度，坚持社会主义市场经济改革方向，坚持增强活力和强化监管相结合，坚持党的领导，坚持积极稳妥统筹推进。改革的目标是：到 2020 年，在国有企业改革重要领域和关键环节取得决定性成果，形成更加符合我国基本经济制度和社会主义市场经济发展要求的国有资产管理体制、现代企业制度、市场化经营机制，国有资本布局结构更趋合理。

几条主线：1、预计在未来一段时间内，也就是 10 月到 11 月，会有一系列地区，像山东、贵州等地，会出台落实到各省的国企改革的具体实施方案，同时整个东部沿海也是一个重点，例如上海已有锦江股份、市北高新等宣布停牌筹划相关事项。2、预计可能会有第二批央企改革试点，虽然第一批试点还没有做完，但可能还会有第二批，而且企业会更多，更具有典型性。3、未来在四季度，会有一系列配套细则，也就是 1+N 里面的 N 会出台，主要是关于国企分类、PPP 和员工持股等，这一块部分细节值得期待，可以找一些结构性的亮点。



（三）行业投资主线

1.农业——养殖股最后的疯狂

评级：推荐

随着农业政策密集出台、播种和消费高峰期到来，农业行业4季度投资亮点纷呈，其中养殖股将引来本轮猪周期最后一轮投资机会，我们认为12月份猪价将创历史新高，维持农业行业“推荐”评级，建议目前时点开始加仓养殖龙头大华农、牧原股份、益生股份、圣农发展。

自2015年8月初生猪价格18.70元/公斤创本轮猪周期新高以来，猪价已经连续6周下跌，目前猪价为17.31元/公斤，自高点下跌7%，主要是中秋国庆旺季前生猪集中出栏导致；节后供需矛盾依然突出，母猪存栏依然处于下降通道，预计生猪价格在11月将重新进入上升通道，在春节旺季前猪价有望突破20元/公斤，创历史新高。历史上养殖股股价与猪价高度相关，我们建议目前时点加仓养殖龙头大华农、牧原股份、益生股份、圣农发展。

此外，随着1号文件出台临近，今年农垦改革、种子法等改革方案有望出台，相关受益子行业在政策催化下有望提升估值水平，相关政策受益标的为北大荒、亚盛集团、隆平高科。

综上，我们认为4季度农业板块在政策和价格双重推动下，有望超越指数获得超额收益，我们维持农业行业“推荐”评级，建议逐步加仓行业龙头标的。

重点关注：大华农、牧原股份、益生股份、圣农发展、北大荒、亚盛集团、隆平高科

风险提示：（1）节后猪价低于预期，（2）农业政策推进低于预期

2.传媒——关注细分的高成长行业

评级：推荐

从行业中报情况来看，传媒板块业绩由于内生或者并表因素仍在加速，整体增速超过40%。在宏观经济持续下滑的大背景下，传媒行业仍属于行业景气度高，基本面扎实，较为难得。作为中国经济调结构、促消费的战略新兴产业之一，国家给予传媒行业政策扶持，推动其快速发展。在调整并挤去泡沫后，传媒行业仍有较好投资机会，机会可能会来自于影视动漫、教育、数字营销、体育等增速更快、前景更好的细分领域



域。

行业最大的变化来自于渠道，随着网络渗透率的不断提升，互联网的渠道价值已经超越传统的渠道，如电视、报刊等，与渠道相匹配的内容也开始快速迁移。移动终端的快速普及，其渠道价值增速相比互联网更快。影院渠道近年来大幅扩招后，与消费习惯匹配，增长快速。基于未来成长性的投资，就是寻找增速最快的细分行业，而移动营销、在线教育等都是符合行业发展趋势，增速快、市场空间大，因此这些细分领域未来必然孕育着极大的投资机会。

消费者变化导致内容发生变化。目前 80、90 后逐渐成为文化消费的主力人群，消费内容年轻化，二次元、网络文学等这些伴随着他们成长的内容因其成长而渐成主流，这些内容价值的提升重构了这个产业链，能够贴近年轻消费者，并提供符合他们文化消费需求的企业将赢得用户，因此与时俱进的影视动漫 IP、泛娱乐等未来有望获得更大的成长空间。

传媒行业中仍有许多领域没有市场化、证券化，如体育、教育等，市场规模非常大，但是优质资源大部分控制在政府部门手中，经营效率非常低下。目前国家对于这些部门的市场化改革加快，市场机会大大增加，民营企业积极参与，整个市场活力释放，因此这些细分领域有望进入高速发展阶段，存在巨大的投资机会。

行业估值及投资建议

目前传媒行业重点公司估值在 2015 年 25-80x，2016 年在 15-50x，主要是前期市场大幅调整后，市场风险偏好降低，而传媒行业基本面向好，中报数据不错，其中部分细分领域增速加快，因此在成长性公司估值跌至 2016 年 30x 附近即获得支撑，近期反弹较多、较快。进入四季度，基本面支撑估值切换。投资主线有三条：1) 高成长股，主要来自于互联网，移动营销等领域由于未来几年高增长，找 PEG 相对较低有安全边际的，相对较快的成长能够消化估值压力。2) 低估值，未来有催化剂的，如影视动漫、有线网络等。3) 小公司、大市场，如体育、教育，目前处于起步阶段，未来成长空间巨大。

重点关注：奥飞动漫、万达院线、华策影视、道博股份、明家科技

3. 旅游——基本面持续向好，转型、改革事件催化

评级：推荐

今年以来旅游行业指数上涨 54.72%，大幅跑赢沪深 300 指数 63%。主要是 2015 年行业景气持续攀升，中报业绩同比以及环比都有较大幅度提升，在整个宏观经济下滑的背景下，旅游行业基本面相对而言较为难得，支撑板块上涨；另外国企改革以及并购预期也都是上涨的因素。

我们认为未来 3-5 年是旅游行业投资的黄金时期。



1) 旅游行业是服务业，也是消费市场，不仅能够解决大量的就业问题，也能够拉动居民消费。因此国家把旅游行业作为实现经济转型的战略行业之一，今年以来不断推出相关政策予以扶持，促进旅游消费。预计在政策的大力推动下，旅游产业有望快速发展，成为中国经济的促转型、调结构的重要驱动力。

2) 人均可支配收入的不断提升刺激旅游需求的爆发。2014 年城镇居民人均可支配收入 28844 元，旅游消费升级将明显加快。各国对中国签证政策的放松，为出境游创造了便利的条件。在线旅游渗透率提升，交通改善，为自由行、周边游、自驾游创造条件。消费群体的年轻化，消费观念的变化，旅游消费越来越成为家庭休闲娱乐的刚需。诸多因素结合在一起，促使旅游行业自 2014 年起进入快速发展阶段，2015 年增速加快，二季度国内游有 3585.34 万人次，增长 10.56%，我们预计未来仍将处于需求拉动的快速成长阶段。

3) 旅游上市公司中，传统国企较多，资产质量较差，机制落后，效率低下。随着国企改革方案出台及全面展开，传统国企体制机制有望转变，释放活力，提升经营效益，提升国有资产证券化比例并使国有资产保值增值。锦江股份、首旅酒店连续开始改革，预计中国国旅、桂林旅游、岭南控股等其他国企改革有望加快。

4) 旅游行业市场规模大，集中度低，龙头企业市场份额小，行业发展处于较为传统、初级阶段。民营企业机制灵活，上市后借助资本市场快速扩张，2014 年以来众信旅游、宋城演艺、腾邦国际不断并购整合。随着行业龙头快速提升集中度，提高竞争壁垒。预计未来并购成长将是行业成长主要路径。

行业估值及投资建议

目前旅游行业重点公司估值在 2015 年 25-100x 之间，主要是市场大幅调整后，市场风险偏好降低，而旅游行业基本面持续向好，中报数据不错，市场加大了板块的配置。四季度来看，旅游需求仍然旺盛，基本面风险较小，业绩确定性高，因此板块仍有较好的投资机会。投资主线有三条：1) 业绩确定的成长股，出境游、周边游、演艺等有望快速成长，并购也是驱动因素之一，相对较快的成长能够消化估值压力。2) 低估值，如果在今年 30x 以下，安全边际高；如果后期有催化剂，则弹性较大。3) 迪斯尼。预计迪斯尼对旅游等相关行业拉动明显，距离明年春天开业越来越近，上海也将通过连续的事件来加强迪斯尼的营销，板块会有持续性的主题机会。

重点关注：宋城演艺、中国国旅、众信旅游、中青旅、桂林旅游、长白山、锦江股份

4. 军工——四季度行业催化剂陆续释放

评级：推荐

军工板块这波行情领先大盘结束，5 月 27 日见到高点 3365.93 点，在 6 月份的调整中大跌 48.12%，跌至 1476.28 点。7 月 9 日见底后伴随政府救市展开快速反弹，最



高反弹幅度达到 78%，成为第一波救市反弹中表现最亮眼的板块。随着反法西斯胜利阅兵时间的临近，板块又展开一轮调整，阅兵结束后行情较为清淡，没有大的表现。

军工行业的大逻辑仍然延续：在国家战略调整的大背景下，国防军工行业未来几年维持景气度向上，国防军队改革带来多方面的投资机会。军队改革缩减非战斗人员，增加装备投入，尤其是远洋海军、空军和军队信息化的投入，带来国防现代化需求增长；军民融合政策推进军用技术向民用领域渗透带来的行业规模化发展空间；国防工业体系改革带来的产业格局、机制变化等等，改革是推动板块行情演绎的最重要因素。

受改革进度影响，板块行情呈现阶段性、分化性的特点。阅兵事件性利好兑现的阶段调整已经过去，目前报 1685.83 点，仅比 7 月 9 日的低点高 200 点，估值属于历史中值偏下的位置，已经具有关注的价值。四季度，市场预期的发动机专项推出，发动机公司成立事件会落实；此前停牌进行资产注入的几个公司复牌、军工资产证券化取得实质性推进；都将形成对行业的刺激，支撑板块展开一轮反弹。军队体制改革是军工改革的第一步，对军工板块有直接影响的军工体制改革，如军品定价机制、军工科研院所改革、军民融合等改革处于稳步推进状态。

行业估值及投资建议

军工股的高估值包含了军工资产注入的预期，不同的市场环境预期放大的程度不同，经历了前期的快速调整，市场已经进入了震荡筑底的过程，有利于军工板块行情的演绎。板块估值处于历史中值之下，具备反弹的空间。四季度板块不缺乏催化因素，综合市场情绪、板块估值和催化剂来看，军工板块四季度具备超越大盘的可能性。

重点关注：中航飞机、中航机电、中直股份、中航动力、光电股份、国睿科技、天银机电、银河电子

5.汽车——新能源、后市场成长空间可观

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。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。2014 年国内汽车后市场已突破 6000 亿元，未来保有量达到峰值时，市场容量将超万亿。汽车行业反垄断后，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

6. 电力设备新能源——热点较多，板块有望跑赢

评级：推荐

电力设备与新能源板块承接传统与新兴，板块内热点较多，我们认为机会主要会体现在自上而下的主题性、阶段性机会。传统方面，经济下行压力较大，政府有意愿加大电网投资，随着国网人士调整有望在四季度完成，届时投资力度将会加大，初步反映在企业订单（业绩改善可能反映在明年），因此传统的电网设备制造企业股价具备向上弹性；而新兴方面，新能源汽车维持较高景气度，四季度从产销量到企业业绩预期仍能维持高位，而清洁能源、智能制造等方向受益政策也可能成为阶段性的热点。因此，总体上从自上而下的角度我们对行业跑赢大势保持乐观。但由于个股层面估值和业绩仍然不完全匹配，我们认为这些主题性机会需要配合较好的择时。

行业估值及投资建议



受到电网投资进度慢、经济不景气影响诸多下游行业需求等因素影响，总体上板块业绩表现不佳，四季度还看不到反转的希望。结合目前市场特点，建议以自上而下的主题投资为主。

重点关注：北京科锐、合纵科技、双杰电气、智光电气、积成电子、许继电气、东源电器、大洋电机、汇川技术、宏发股份

7.医药——负面预期逐步反映，等待筑底后的机会

评级：推荐

传统药品方面，随着医药工业整体增速下滑至 8%，以及控费、降低药占比的政策持续推行，企业业绩面临较大压力，行业内分化比较严重，只有产品梯队较好、刚性治疗用药企业仍保持较高的增速，而四季度随着招标的全面推进，预计药品价格仍有一定幅度的下降，明年的利润增长也会承受压力。以上负面因素已经形成了市场共识，但对于全年及明年业绩增长的预期仍有一定的下调空间，我们认为在招标形式逐步明确、三季报公布以及对明年业绩增长预期有所下调后，可以挑选受影响较小、增长更明确的品种布局。

新兴的医疗新模式方面，由于长期来看代表未来的方向，因此上半年牛市中涨幅较大，目前估值和业绩增速整体上看还不是很匹配。而新模式由于兑现需要一定的时间，因此短期缺乏催化剂。从 A 股的过往特点看，这一类型的标的往往在一季度或上半年表现较好，而下半年表现平淡。由此推测，我们认为四季度在三季报公布之后将是寻找模式上确实在推进而非讲故事、业绩增长具有一定安全边际的新模式标的进行布局的时点，明年一季度仍有望有较好的收益。

行业估值及投资建议

短期挑选业绩较好的刚性治疗用药品种，具有较好的防御性并有望获得估值切换受益，待三季度业绩公布后布局优质的新兴模式标的为明年年初准备。

重点关注：恒瑞医药、通化东宝、康弘药业、健民集团、迈克生物、润达医疗、迪安诊断、泰格医药、嘉事堂、鱼跃医疗、信邦制药、益佰制药、人福医药、华海药业

8.金融——供应链金融，产业结合的新蓝海

评级：推荐



15 年以来，我国宏观经济面临较大的下行压力，银行面临较大的资产质量压力，银行股一直较低迷，银行股趋势性的机会还需关注宏观经济企稳的预期，股灾以后，市场成交量和两融余额下滑幅度较大，在 14 年下半年高基数的影响下，券商股下半年业绩可能产生较大的下滑，券商股的行情有待于大盘企稳以及自营风险释放。

受制与我国金融体系尚不完善，广大中小企业融资难的问题催生了对供应链金融的需求，供应链金融基于产品的销售和生产过程，融合了物流、资金流和信息流。很多融资租赁公司设立了保理公司，通过保理公司将自身的融资租赁业务形成的应收账款进行融资，从而提高资金的周转效率；另一方面，供应链金融主要有三种模式，分为应收账款融资模式、融通仓融资模式和保兑仓融资模式，分别基于应收、存货和预付类资产，其中融资租赁企业可以介入融通仓和保兑仓融资模式中提供融资。

不同的行业的供应链金融具有不同的风险，供应链金融的核心是对供应链的风险的认知和了解程度，供应链金融以利差为生，资金成本决定利差的多少。供应链金融标的的选择遵循五个标准：（1）大产业链，不易碰触天花板；（2）弱上下游，至少有一环比较弱，无法从银行获取廉价的资金；（3）强控制力，线上有真实的交易数据，线下有仓储物流；（4）低成本与高杠杆，有廉价的资金来源，采取租赁或保理等高杠杆工具；（5）质押品标准化，有公允市场，在出现风险的情况下能够快速出清；

结合以上标准，在五大领域供应链金融存在市场空间，（1）大宗商品领域，货值和标准化程度与业务便易形成正比；（2）专业市场，具备风控天然优势，但可能有天花板；（3）行业信息龙头，获取真实交易数据，对产业链理解深刻；（4）电商平台，掌握一手的交易数据，建立生态系统；（5）行业或者区域性龙头，掌握行业生态，具有较强的信用背书能力。

重点关注：禾嘉股份，华业资本，晨鸣纸业

9.通信——看好北斗、云计算、流量经营主题

评级：推荐

前三季度（截止 9 月 28 日）通信行业累计上涨 51%，在所有行业中排名第三，涨幅偏大。从基本面看，通信行业受益于运营商 4G 建设，业绩仍在上升周期，但今年是业绩高点，从中长期看行业增长的可持续性差；从估值角度看，估值仍然偏高。四季度相对看好北斗、云计算、精准营销和流量经营主题。

目前北斗导航系统应用已深入到各军种的各个层面，对北斗导航相关设备的需求将进一步增长。根据目前的国防采购进展推测，2015 年北斗国防订单在 40 亿元左右，同比继续翻倍增长。预计未来 5 年，仅国防领域北斗终端市场规模就会达到近数百亿元。我国军事卫星通信仍处于起步阶段的高速发展期，市场需求量大。我们预计卫星通信军用终端设备市场规模将达 100-200 亿元。军用之外，民用卫星通信产业产值至



少应达到 700 亿元。未来空间广阔。近期将发射 2 颗北斗卫星、国采大订单落地有望提升板块估值。

运营商由语音经营走向流量经营、数据经营是目前时点的必然发展趋势。运营商流量经营成为近年增长较快的新领域。在互联网+的背景下，流量经营呈现出五大趋势：(1)、基于管道视角的底层管道智能化；(2)、基于内容视角的内容与流量共生共长；(3)、基于用户视角的流量成为生活必需品；(4)、基于产业视角的资源能力开放；(5)、商业模式视角的流量交易平台兴起。运营商流量经营包括 TO C 的精细化流量分销和 TO B 的新需求挖掘。随着我国互联网的发展逐步从以个人为主体的消费型互联网向以企业为主体的生产型互联网转型，流量经营的对象也将逐步从个体扩展为个体用户+企业。TO B 的市场更多的是由于视频、游戏等高耗流应用崛起带来的企业级内容商为终端流量买单的趋势，而最终通过内容等增值服务打包盈利，如 QQ 音乐、搜狐视频等，目前均有较好的运营效果。

互联网十三五规划有望今年四季度正式发布。目前专家组完成的内容包括：加快高速宽带、4G 网络、IPv6 网络、云计算中心在内的信息基础设施建设等。十三五期间，我国网络建设投资规模预计将在 1.75 万亿元左右；大数据、云计算、IPv6 网络将呈现爆发式增长，这有可能使十三五期间我国信息基础设施建设投资额突破 2 万亿元。预计未来三年 IDC 市场增速将稳定在 30%-40%。到 2017 年，中国 IDC 市场规模将超过 900 亿元。中国 IDC 市场的快速增长主要来源于两大动力：一是互联网行业的快速发展，带动了一大批客户对数据中心的旺盛需求；二是云计算的全面发展催生了大量的 IDC 机房和带宽需求。

重点关注：吴通通信、振芯科技、合众思壮、网宿科技、大唐电信、恒宝股份



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. 东吴配置优化混合型基金

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、陈晨

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



18. 东吴移动互联灵活配置混合型基金

基金类型：混合型基金

基金经理：戴斌

基金代码：001323

基金托管人：平安银行

19. 东吴新趋势灵活配置混合型基金

基金类型：混合型基金

基金经理：戴斌

基金代码：001322

基金托管人：农业银行