



绝地反击 回归蓝筹

——东吴基金 2008 年二季度投资策略报告



(2008 年 3 月 31 日)

主 笔

刘元海

宏观经济

徐 嵩

行业研究

房地产 建材

任 壮

医药 造纸

聂 昕

钢铁

王 位

银行 家电

莫 凡

电力设备

高喜阳

汽车及配件

刘 辉

地址:

上海浦东源深路 279 号

邮编: 200135

客服热线: 021-50509666

网址: www.scfund.com.cn

绝地反击 回归蓝筹

造成当前 A 股市场大幅下跌的原因很多,总结一下主要有以下四种担心: 1) 在通胀高涨背景下,担心从紧货币政策取向继续; 2) 在美国和全球经济减缓背景下,2008 年中国经济面临下滑风险,担心上市公司盈利预期出现下调; 3) 限售股解禁,担心给 A 股市场造成资金压力; 4) 在盈利预期可能下调和流动性偏紧背景下,担心 A 股市场估值中枢下移。

我们判断,二季度市场存在阶段性投资机会,理由有: 1) 自 2007 年 10 月中旬以来,A 股市场最大跌幅为 43%。A 股市场历史上最惨烈的 5 年熊市也不过从 2245 点跌到 998 点,跌幅为 55%。从历史比较看,下跌空间相对有限。并且目前沪深 300 指数 08 年动态 PE 为 20 倍左右,市场估值吸引力逐渐凸现; 2) 上半年限售股解禁洪峰是 2、3 月份,二季度限售股解禁压力明显减小,而数量如此之多新基金几乎在同一时候建仓,将增加市场资金供给; 3) 一季报上市公司业绩存在惊喜可能,目前市场对 2008 年上市公司利润一致预期增长率仍然有 30%左右,将为市场走稳奠定坚实基础; 4) 一季度市场承载了前所未有的利空和失望,预计 4 月下旬后政策调控力度有望减弱。

对于 2008 年二季度市场投资主线的把握,将以政策为导向,寻找具有成长优势和估值优势的行业作为核心配置,回归蓝筹,绝地反击。具体落实到投资策略上,重点关注以下四条主线的投资机会:

- 第一条投资主线是受益于政策支持的行业,重点关注医药、电力设备。
- 第二条投资主线是受宏观经济波动影响不大,并且能够稳定较快增长的行业,重点关注: 饮料、商业零售、家电、汽车及配件。
- 第三条投资主线是前期受制于政策调控抑制,但近期基本面有望回暖的行业,重点关注: 地产、银行。
- 第四条投资主线是具有提价能力的行业,重点关注: 钢铁、化工、建材、造纸行业。

最后,我们不妨重温一下巴菲特的投资语录: 当别人恐慌的时候,我们就要贪婪些; 当别人贪婪的时候,我们就要害怕些。你说我们现在应该是贪婪还是恐惧?



目 录

第一篇 2008 年一季度市场特点	3
一、 一季度 A 股市场跌幅巨大	3
二、 行业处于普跌之势	3
三、 个股涨跌互现	4
第二篇 市场运行环境	5
一、 宏观经济与政策取向	5
二、 上市公司盈利增长状况	7
三、 资金压力有所缓解	12
四、 估值进入安全区域	13
五、 二季度市场判断	15
第三篇 投资策略	16
一、 投资主线	16
二、 重点行业	17
东吴嘉禾优势精选基金	23
东吴双动力基金	23

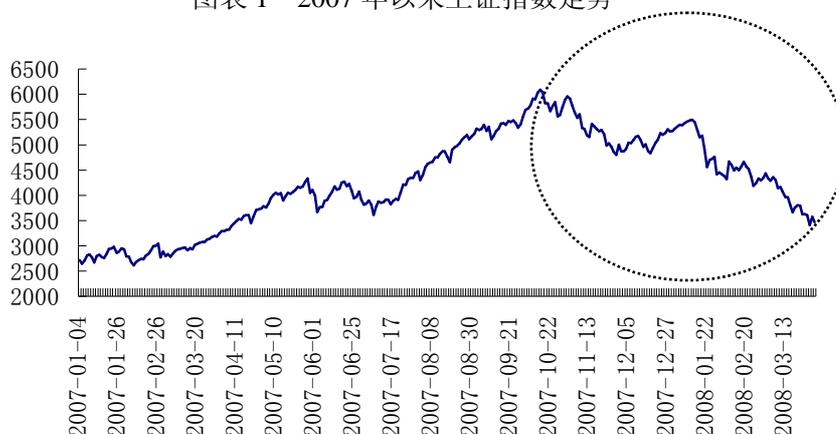


第一篇 2008 年一季度市场特点

一、一季度 A 股市场跌幅巨大

2008 年一季度，上证指数下跌了 34%，最后报收于 3472.71 点。如果从 2007 年 10 月 16 日最高点 6124.04 点开始计算的话，那么上证指数在 5 个月不到的时间内跌了 43.29%。除了 2007 年 12 月中旬到 2008 年 1 月中旬，上证指数出现一个月反弹之外，其它时间基本都呈现出单边下跌走势。下跌速度之快、幅度之大，不禁让投资者对 A 股牛市是否还能够延续产生了疑问。

图表 1 2007 年以来上证指数走势

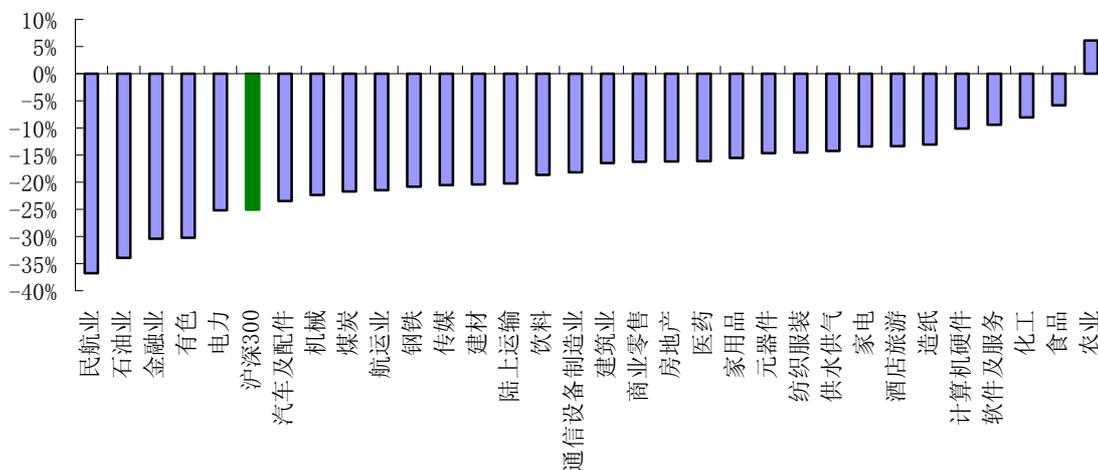


数据来源：东吴基金。

二、行业处于普跌之势

从行业表现看，截至 2008 年 3 月 20 日，在 32 个东吴行业指数当中，2008 年一季度只有农业指数获得正的收益，其它行业指数收益率都为负的收益，说明一季度 A 股市场基本是处于普跌情形。

图表 2 2008 年一季度东吴行业指数收益率表现





截至时间：2008年3月20日。

数据来源：东吴基金。

2008年一季度涨幅最大（或跌幅最小）的前5个东吴行业是：农业、食品、化工、软件及服务、计算机硬件；跌幅最大的前5个行业是：民航、石油、金融、有色、电力。总体而言，一季度大市值行业和股票跌幅要大于中小市值的行业和股票。

三、个股涨跌互现

截至2008年3月20日，2008年一季度，只有270只股票上涨，占比为18%，82%的股票都出现不同程度的下跌。2008年一季度涨幅相对较大的股票主要是低价股，这些股票主要集中在以下行业和主题上：1）农业行业，如种子行业的敦煌种业（116.04%）、丰乐种业（98.39%）等；2）与农业相关的化肥行业，如ST盐湖（529.51%）、欣龙控股（116.04%）、冠农股份（85.52%）等；3）创业板概念股，如龙头股份（98.53%）等；4）三通概念股，如厦门港务（86.60%）等。

2008年一季度跌幅相对较大的股票主要是高价股，这些股票主要集中在以下行业和主题上：1）预期景气下降的造船业，如广船国际（-51.89%）等；2）有色行业，如东方铝业（-51.71%）等；3）券商股，如国金证券（-51.15%）等；4）寿险股，如中国平安（-47.27%）等；5）航空业，如南方航空（-46.78%）等；6）石油加工业，如中国石化（-39.56%）等。

图表3 2008年一季度涨跌幅前10只股票名单

证券简称	收盘价 2007-12-31	2008年一季度涨 跌幅	证券简称	收盘价 2007-12-31	2008年一季度 涨跌幅
ST 盐湖	4.8	529.51%	南方航空	27.94	-46.78%
欣龙控股	6.11	116.04%	中国船舶	249.74	-47.13%
敦煌种业	7.67	104.56%	中国平安	106.1	-47.27%
龙头股份	7.47	98.53%	中船股份	42.7	-47.52%
丰乐种业	8.68	98.39%	S 前锋	41.7	-48.66%
新赛股份	10.98	88.47%	广济药业	32.39	-49.15%
厦门港务	9.48	86.60%	长江证券	38.26	-50.26%
冠农股份	42.96	85.52%	国金证券	66.33	-51.15%
复旦复华	7.91	82.17%	东方铝业	30.36	-51.71%
威远生化	7.9	78.61%	广船国际	81.77	-51.89%

截至时间：2008年3月20日。

数据来源：东吴基金，Wind。

2008年一季度，在大盘大幅下跌的背景下，大部分行业和股票都无法避免系统性风险的影响，都出现不同程度的下跌。2008年一季度表现相对较好的行业和主题主要集中在农业、化肥、创业板概念股、以及三通概念股等；而表现相对较差的行业是：造船业、有色、券商股、寿险股、航空业、以及石油加工业等。



第二篇 市场运行环境

造成当前 A 股市场大幅下跌的原因很多，总结一下主要有以下四种担心：1) 在通胀高涨背景下，担心从紧货币政策取向继续；2) 在美国和全球经济减缓背景下，2008 年中国经济面临下滑风险，担心上市公司盈利预期出现下调；3) 限售股解禁，担心给 A 股市场造成资金压力；4) 在盈利预期可能下调和流动性偏紧背景下，担心 A 股市场估值中枢下移。

下面将对以上四种担心逐一分析，据此判断二季度 A 股市场运行趋势并寻找投资机会。

一、宏观经济与政策取向

(一) 宏观经济分析

本轮经济周期从 2003 年开始经历了一段低通胀、高增长的飞速发展期。在此期间经济增长速度始终高于 10%，而通胀却一直维持在比较低的水平。但这种局面在 2007 年尤其是 07 年下半年开始发生转变，低通胀、高增长的局面被打破，通胀压力开始逐渐显现，并于今年二月份创了近十年的历史新高。

本轮经济周期推动经济增长主要依靠三驾马车：投资、消费、出口。投资与消费 2008 年以来仍然维持在较高的增速水平，而由于美国及其它一些国家次债危机造成的经济减速已逐渐影响到国内，今年 1、2 月份出口增速较前期出现了较为明显的下滑，受此影响经济增速将逐渐放缓，而在通常情况下应以宽松的货币政策刺激经济，但现在的情况是：政府仍要保持紧缩政策，目的是为了控制日益高涨的通胀。现在政府需要在控制通胀与保持经济的快速发展之间做出选择。

1、中国经济一季度回顾与二季度走势

1) 出口增速逐步放缓，进口逐渐提速，贸易顺差趋势收窄

2008 年 2 月，我国外贸进出口总值 1661.8 亿美元，比去年同期增长 18.4%，其中出口 873.6 亿美元，增长 6.5%，进口 788.1 亿美元，增长 35.1%，当月实现贸易顺差 85 亿美元，比去年同期下降 63.9%，是自 2007 年 3 月以来月度贸易顺差首次低于 100 亿美元。出口增速如此大幅的放缓，基数、春节和雪灾是短期促发因素，3 月有望回到正常水平，但从中长期来看，外部需求的放缓、人民币升值、劳动力成本的不断提高都将对出口逐渐产生下行的压力；而进口增速的大幅度攀升则是受到基数、人民币累积升值以及国际原材料价格大幅上涨的影响。去年贸易顺差占 GDP 高达 9%左右，2008 年随着贸易顺差趋势性收窄，将会对经济增长构成一定压力。

2) 工业企业利润增速下滑并向上游行业靠拢，短期内难以大幅反弹

今年 1-2 月，全国规模以上工业企业实现利润 3482 亿元，同比增长 16.5%，比去年前 11 个月增速 36.7% 大幅下降了 20.2 个百分点，税前销售净利润为 5.6%，较去年前 11 个月 6.5% 的水平下降了近 1 个百分点。石油加工和电力供应利润下滑幅度较大，分别为 232%和 61%，这主要是受物价管制与雪灾的影响，是 1-2 月份利润增速下降的最主要推动因素。而煤炭等上游行业却出现了利润增速加速上升的局面，显示企业利润更多的向上游行业靠拢，而中下游企业将受到成本提升和外需放缓等因素的考验，利润增速逐渐减速。预计今年二季度外围市场需求将进一步放缓，大宗商品价格仍将保持高位，且物价管制短期内还将持续，企业利润



增速难以大幅反弹。

3) 固定资产投资仍将保持在较高的水平

今年 1-2 月，全国城镇固定资产投资 8121 亿元，同比增长 24.3%，比去年全年下降 1.5 个百分点，从环比数据来看，也出现了自 99 年以来的首次回落，表明今年年初的投资受到了贷款以及雪灾的小幅影响，但考虑到企业的盈利能力（特别是上游企业）仍然不错，以及人民币升值、政府换届等因素，预计二季度固定资产投资仍然会保持在一个较高的水平上。

4) 二季度宏观经济判断

08 年二季度出口增速将逐步放缓，而进口则将逐渐提速，贸易顺差趋势性收窄，工业企业利润增速有所下滑并向上游行业靠拢，预计短期内难以大幅反弹，固定资产投资预期仍能达到 25%左右，继续保持在较高的水平，国内经济增速将小幅放缓。

2、 通胀走势判断

中国经济近几年持续了一个低通胀高增长的发展阶段，期间一直保持高速扩张的货币政策，但却出现了政策调控滞后的特征，导致经济增长超出了其潜在增长率的情况，进而致使通胀高启，低通胀高增长的局面被打破，如何解决通胀而又能不影响经济的发展成了一个头疼的问题。

通货膨胀通常可通过收缩流动性来解决，一般有以下几种途径：1 加息：目前美联储为刺激国内经济持续降息，人民币升值压力加大，大幅加息不太可能。2 升值：目前国内出口增速已经放缓，顺差不断减小，大幅升值可能使得经济出现硬着陆，这是谁都不愿见到的情况。3 提高准备金率：预计准备金率仍有 2%左右的提升空间，但幅度也已经有限。4 收缩信贷：目前国内经济已出现放缓迹象，更加严厉的收缩信贷不利于经济继续保持较快的增长速度。5 公开市场操作：是一种比较温和的紧缩手段，预计 08 年仍将频繁使用，可能还会配合定向央票的发行。而目前实行的物价管制虽然暂时能起到一定作用，但也只是权宜之计且难以改变市场对通胀的预期。加之美联储为了缓解经济下滑，采取了极为宽松的货币政策，大幅减息并向市场注入大量资金，致使美元大幅贬值，也推高了国际大宗商品价格，向全球输出通胀，另外 4 月公开市场到期量较大，市场资金仍会非常充裕，预计 2 季度 CPI 仍将保持在高位，但下半年由于雪灾影响的逐步消失、月度翘尾因素前高后低、外围经济的放缓、人民币稳步升值以及财政上大力补贴农业等因素，CPI 有逐步回落的可能，预计 2008 年全年 CPI 涨幅将呈现前高后低的走势，但总的来说全年的通胀压力仍然会很大。

3、 全球经济展望

次贷危机爆发以来，美国房价不断下跌，累计跌幅已经接近 17%。持续下跌的房地产市场使很多贷款者无法进行再融资，加上按揭贷款审查越来越严格，贷款违约率大幅上升，进一步打压信贷市场并直接影响到住房者的消费意愿，而占 GDP 比重极大的消费市场持续下滑将再度影响美国经济。目前美国经济已进入衰退，全面恢复尚需时日。

2007 年下半年以来欧元区经济的表现强于美国。预计 2008 年一季度经济环比增长为 0.4%至 0.5%，由于外部需求放缓、欧元贸易加权汇率走强以及信贷紧缩，欧元区经济增长也将放缓，但由于通胀率将会在较长一段时期内停留在较高的水平上，短期内欧洲央行不太可能降息。

(二) 政策取向

在十一届人大一次会议闭幕后的记者见面会上，温总理曾表示：“目前最大的困难是物价过快上涨和通货膨胀的压力，隐藏的风险是经济可能出现的波动，我们必须在这两者之间走出一条光明的路”，“必须在经

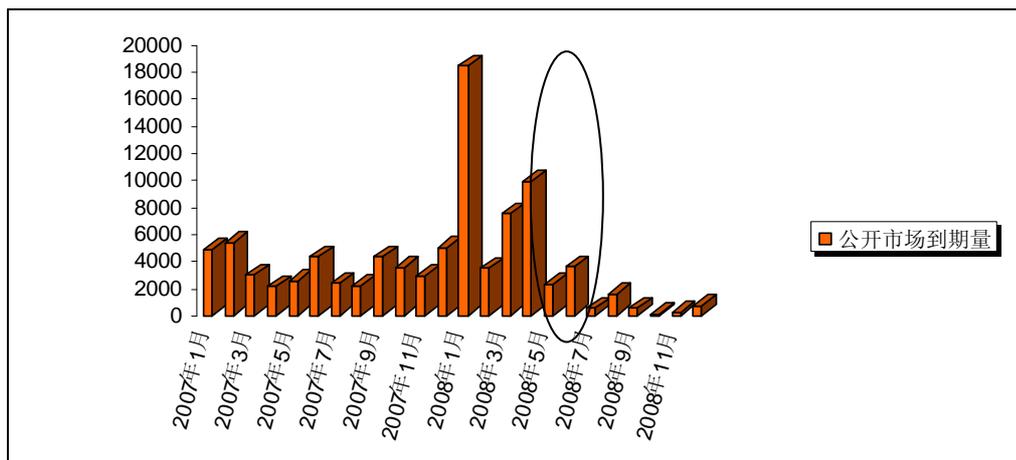
济发展和抑制通货膨胀之间找出一个平衡点”。

根据温总理的讲话并结合我们对 08 年二季度经济形势的判断，二季度政策取向可能展现出以下趋势：

1、坚持从紧的货币政策

预计年内最多加息 1-2 次，提高存款准备金率和公开市场操作的数量型工具仍将作为常规化回笼手段。4 月公开市场到期量较大，加之 CPI 仍会较高，出台紧缩政策的可能性较大。

图表 4 公开市场到期量



数据来源：Wind。

2、加强货币政策灵活性的要求可能也意味着政策操作会更加谨慎

由于国际国内经济的复杂情况，一些政策工具的使用空间被不断压缩，对灵活性的强调是否会使得实际政策操作灵活性得到提高还有待观察。

3、人民币稳步升值

继续遵循主动性、可控性、渐进性的原则，增强人民币汇率弹性，保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定，人民币一次性大幅升值的可能性较小，全年预计 7%-10% 左右。

4、加大财政政策的积极性

政府将加大对农业的补贴，还将补贴那些被行政干预价格的企业，弥补他们的损失，这样有利于稳定价格、增加供应。但从另一个角度看，这样也会间接增加市场的流动性，加大通胀风险。

5、继续控制信贷，防止过快增长

在目前两难的情况下二季度仍然需要继续控制信贷的过快增长，以缓解通胀的压力。但为了防止经济增速下滑，政府也会有保有压，加大对农业、中小企业、消费等方面的信贷支持。预计在适当的时候也会放松信贷的灵活性（最早可能出现在 08 年下半年），力争在控制通胀与保持经济的快速发展之间找到一个平衡点。

二、上市公司盈利增长状况

市场担心上市公司盈利预期下调主要有两个原因：一个是需求（包括出口、投资需求）的放缓；另一个是成本的上升。需求的放缓降低收入的增长，而成本上升将降低毛利率的提高。

（一）出口需求放缓降低上市公司利润增速

从历史数据看，工业企业和上市公司利润增速与出口增速呈现显著正相关，出口增速的变化直接影响同期工业企业和上市公司利润的增速，而且影响程度很大。国际货币基金组织（IMF）4月2日再度将2008年全球经济增长预测从上次的4.1%调降至3.7%，将美国2008年经济增速预测从1.5%调降至0.5%。因此，今年出口增速可能要低于年初市场预期，出口增速放缓将对2008年工业企业和上市公司利润增速负面影响有可能会比预期大些。

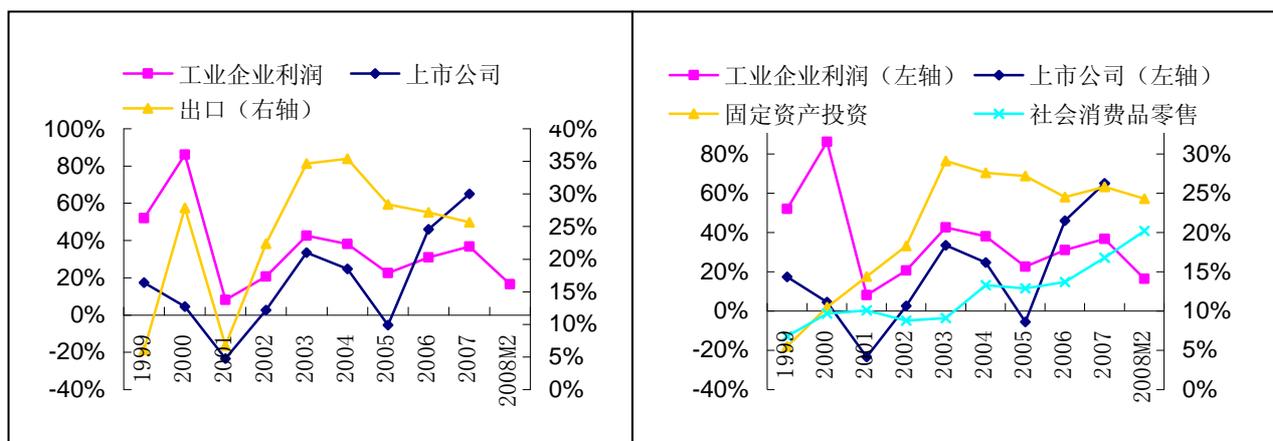
固定资产投资对工业企业和上市公司利润增速也有明显的影响，特别是当固定资产投资快速增长时，其对工业企业和上市公司利润增速的拉动作用更加明显，比如2003年。我们判断，2008年固定资产投资仍然能够保持稳定较快的增长，出现大幅下滑的可能性不大，因此预计投资对企业利润增速负面影响不会太大。

目前消费仍然能够保持稳定快速增长，因此，消费对2008年工业企业和上市公司利润增速会有一定促进作用。

从需求角度看，2008年对上市公司利润增速负面影响较大的是出口需求增速的放缓，2008年上市公司盈利预期有可能因出口增速超预期下滑而出现下调。但3月份出口数据有可能会大幅反弹，因此，一季度出口数据会比1、2月份有所好转，这将在一定程度上支撑市场走势。

图表5 企业利润增速与出口关系

图表6 企业利润增速与投资、消费关系

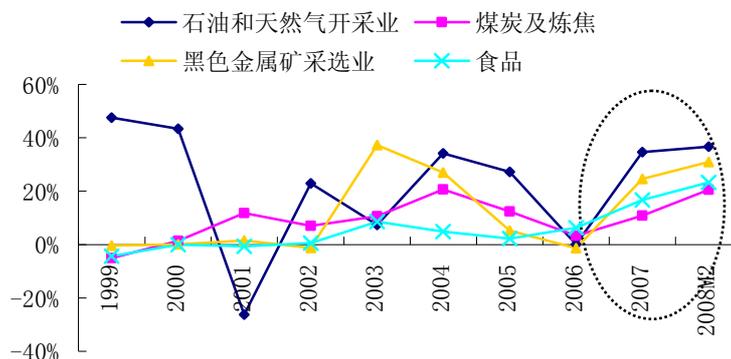


数据来源：Wind，东吴基金。

（二）成本上升对行业毛利率影响不一

从2006年开始，原油、煤炭、铁矿石等上游资源品，以及食品价格都出现明显上涨。在上游资源品以及食品价格上涨背景下，中下游行业是否能够转价，成为近期投资者所关心的问题。我们从以下四条产业链考察成本上升对不同行业的影响，据此辨别其中投资机会。

图表 7 上游资源品以及食品价格上涨明显



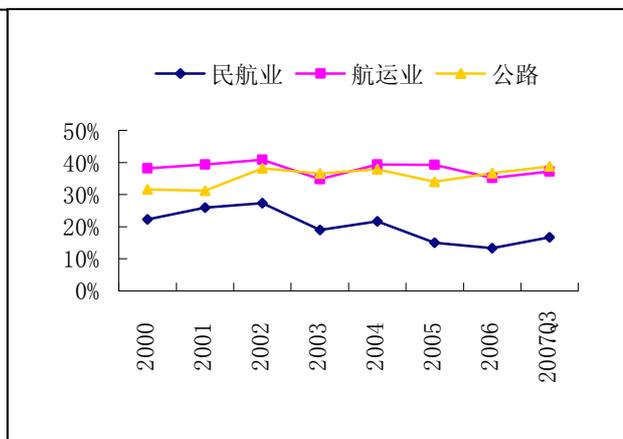
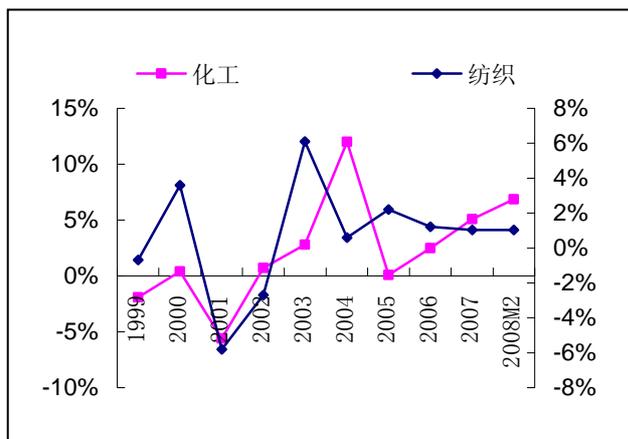
数据来源: Wind, 东吴基金。

1、石油产业链：原油/天然气 → 化工、纺织服装、交通运输（航空、水运、公路）

随着原油价格的上涨，化工行业价格走势也不断上升，说明化工行业能在一定程度上通过转价转移原油成本上升对其盈利能力的影响，而纺织行业的转价能力就相对较弱。交通运输业毛利率相对稳定，特别是航空、航运可以通过提价转移原油价格上涨的不利影响，毛利率总体保持较为稳定。

图表 8 化工和纺织行业价格走势

图表 9 交通运输行业毛利率相对稳定



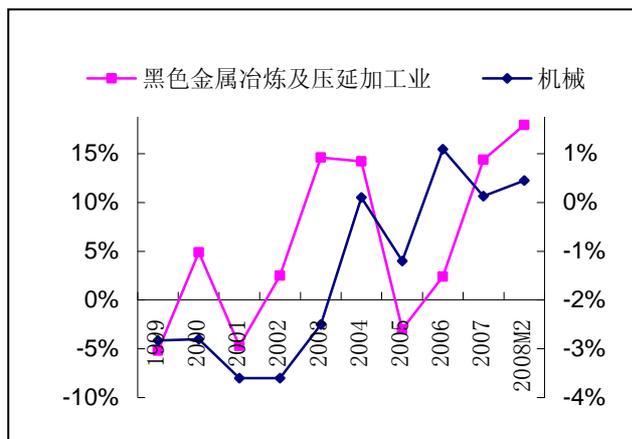
数据来源: Wind, 东吴基金。

2、钢铁产业链：铁矿石 → 钢铁 → 机械、汽车、家电

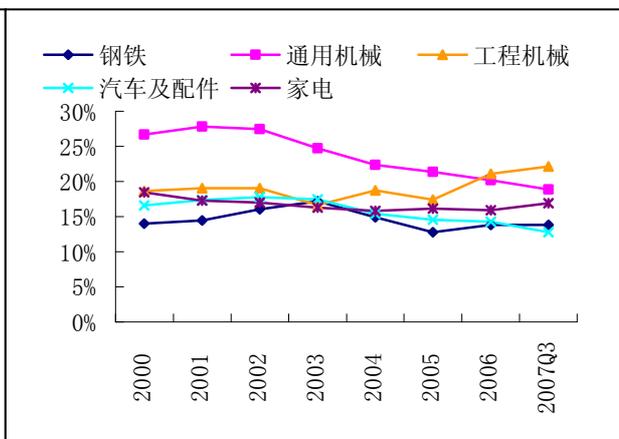
铁矿石的涨价，钢铁行业基本可以通过提价转移成本上升的负面影响，所以钢铁行业的毛利率基本保持稳定。钢铁价格上涨对通用机械负面影响比较大，近几年通用机械行业的毛利率一直处于不断下降过程。但从 2005 年开始，工程机械行业的毛利率却处于不断上升工程，可能是具有竞争优势的工程机械行业可以通过转价避免钢价上涨带来不利影响。钢价上涨对汽车行业将造成一定负面影响。家电行业毛利率从 2006 年有所上升，随着“家电下乡”政策实施，家电行业可以提价来转移钢价上涨的负面影响。



图表 10 钢铁和机械行业价格走势



图表 11 钢铁、机械、汽车、家电毛利率

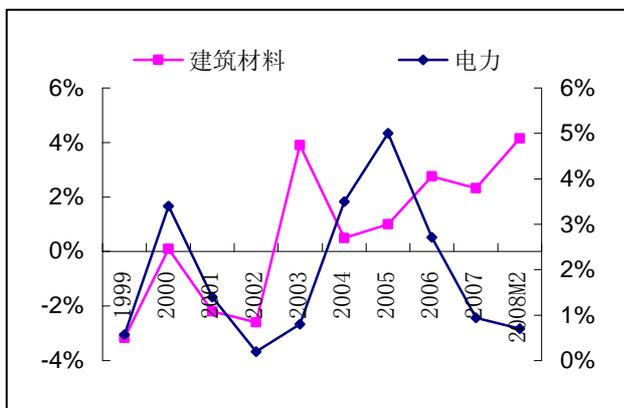


数据来源: Wind, 东吴基金。

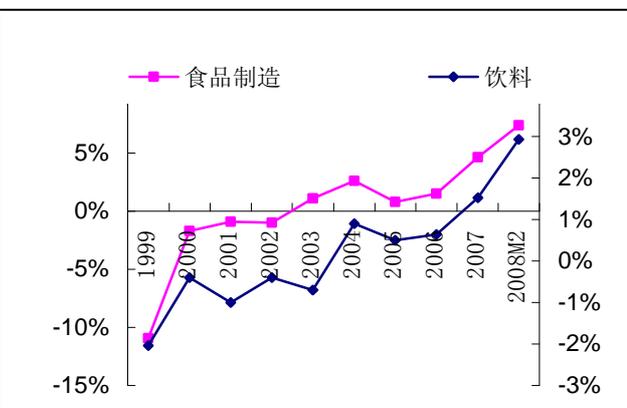
3、煤炭产业链: 煤炭→ 电力、建材

虽然煤炭价格处于上升趋势,但是在高通胀持续背景下,短期煤电联动的可能性不大,因此,电力行业无法通过提价来转移煤价上涨的负面影响。随着煤炭价格的上涨,建材行业的价格走势也处于上升趋势,建材行业有能力在一定程度上转移煤价上涨的负面影响。

图表 12 建材和电力行业价格走势



图表 13 食品制造和饮料行业价格走势



数据来源: Wind, 东吴基金。

4、食品产业链: 食品→ 食品制造、饮料

虽然近两年食品价格出现大幅上涨,但食品制造和饮料行业产品出厂价格也出现比较大幅度的上涨,食品制造和饮料行业也能在一定程度上转移食品价格上涨的负面影响。

结论: 在上游资源品,以及食品价格大幅上涨背景下,并不是所有行业都无法通过转价保持企业盈利能力,仍然有不少的行业可以通过转价并保持盈利能力的稳定甚至有所提升,如化工、钢铁、工程机械、家电、建材、食品和饮料等行业。当然,我们要对无法转价的行业注意其投资风险。

（三）一季度上市公司业绩存在惊喜可能

4月下旬上市公司将进入一季度业绩公告密集期，一季度上市公司业绩增长情况将对市场对2008年全年业绩的预期有着很大影响，市场预期变化将会影响市场走势。虽然工业企业1-2月利润增速大幅下滑至16.5%，但是剔除石油加工、电力行业的影响，工业企业1-2月利润增长37.5%，与2007年1-11月的31.5%相比反而有所上升。因此，预计一季度上市公司总体利润增速仍然能够保持较快增长。

从行业来看，2008年1-2月煤炭开采和选洗业、石油和天然气开采、黑色金属矿采选业、非金属矿采选业、农副食品加工、食品制造、医药制造业、非金属矿物制品与普通机械制造业利润增长较快，这些行业上市公司一季度业绩存在惊喜可能，可以重点关注。而有色、石油加工及炼焦业、化学纤维制造业、电力行业利润负增长，这些行业上市公司一季度业绩可能低于预期，其投资风险值得我们重视。

图表 14 中国规模以上工业企业分行业利润增速

	2006	Feb-07	Aug-07	Nov-07	Feb-08	08-02 比 07-11 增速增长
	自年初累计，同比增长，%					
全部工业	31	43.8	37	36.7	16.5	-20.2
煤炭采选业	22.8	51	41.2	47.8	66.8	19
石油和天然气开采业	23.8	-19.1	-16.4	-4.5	61.2	65.7
黑色金属矿采选业	17.7	108.9	77	92.6	211.8	119.2
有色金属矿采选业	80	85.9	44.9	36.6	-12	-48.6
非金属矿采选业	26.3	23.4	35.9	39.7	44.9	5.2
农副食品加工业	37.5	28.8	44.8	52.7	60.6	7.9
食品制造业	30.9	26	36.1	32.9	39	6.1
饮料制造业	34.4	38.5	45.7	43.7	20.2	-23.5
纺织业	26.8	34.5	30.2	33.1	17.1	-16
造纸及纸制品业	31.6	43.3	36.2	38.2	33.1	-5.1
石油加工及炼焦业	-115	423	183	154	-232	-386
化学原料及制品制造业	14.2	78.4	48.6	52.7	15.9	-36.8
医药制造业	10.5	29.6	49	51	51.6	0.6
化学纤维制造业	36.5	169.5	107	118	-0.2	-118.2
橡胶制品业	7.2	63.5	57.9	63.4	18	-45.4
非金属矿物制品业	44.9	122.8	65.8	66.4	53.5	-12.9
黑色金属冶炼及压延加工业	29.9	365.6	57.9	48.3	12.2	-36.1
有色金属冶炼及压延加工业	104.3	34.9	27	27.5	1.6	-25.9
普通机械制造业	37.7	35	36.6	38.1	44	5.9
专用设备制造业	48	89.4	68.1	67.6	35.9	-31.7
交通运输设备制造业	49.7	71.7	69	72.2	42.6	-29.6
电气机械及器材制造业	30.8	47.7	41.5	43.1	38.6	-4.5
电子及通信设备制造业	23.2	-15	26	21.1	37.7	16.6
仪器仪表文化办公用机械	31.4	40.7	38	37.7	20.5	-17.2
电力、热力的生产和供应业	39.8	61.7	45.4	38.5	-61	-99.5

数据来源：国家统计局，东吴基金。

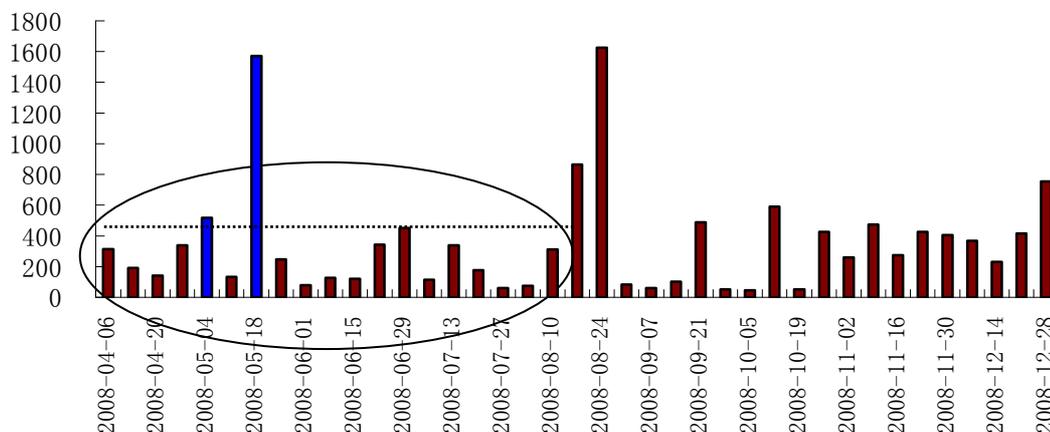
三、资金压力有所缓解

一季度限售股解禁规模确实比较大，加上新基金暂定发行，以及居民储蓄存款回流银行系统等影响，一季度市场资金面的确偏紧。但二季度市场资金面将有所好转。

(一) 限售股解禁规模有限

2008年二季度，限售股解禁规模相对有限，除5月4日和5月18日这两周之外，其它星期每周解禁规模不超过400亿元，占近期A股市场每周平均成交金额7%左右，占比相对较小，预计二季度限售股解禁对市场造成的资金压力有所缓解。

图表 15 2008年A股市场每周限售股解禁规模（亿元）



数据来源：东吴基金，Wind。

新股发行和再融资是掌控在监管层手中的，我们认为，监管层将视市场行情把握新股发行和再融资的速度和规模。

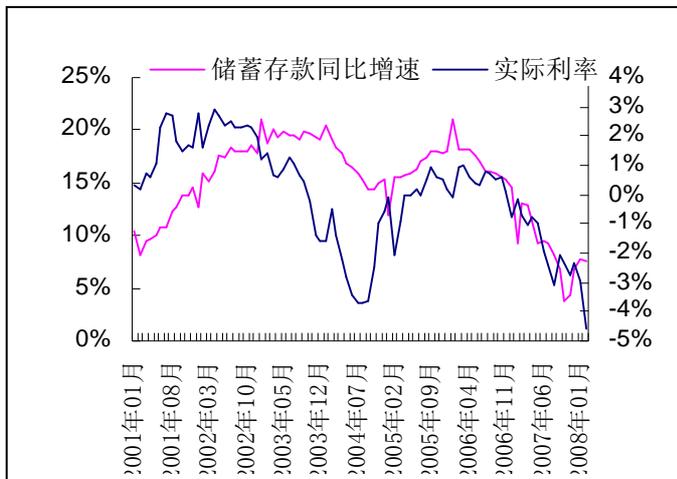
(二) 资金供给增加

从资金供给面来看，近期新批和拆分基金将给市场带来新的“血液”。今年以来已有8批共25只新基金获准发行，其中偏股型基金有19只。另外，8只老基金获准拆分。多数基金将在3-4月份密集发行，预计4-5月份将进入建仓期。虽然当前新基金发行比较困难，但是数量如此之多新基金几乎在同一时候建仓，这些新增资金势必给市场带来新的希望。如果市场产生赚钱效应，那么这些新资金又会带动场外观望的资金入场，从而进一步增加市场资金的供给。

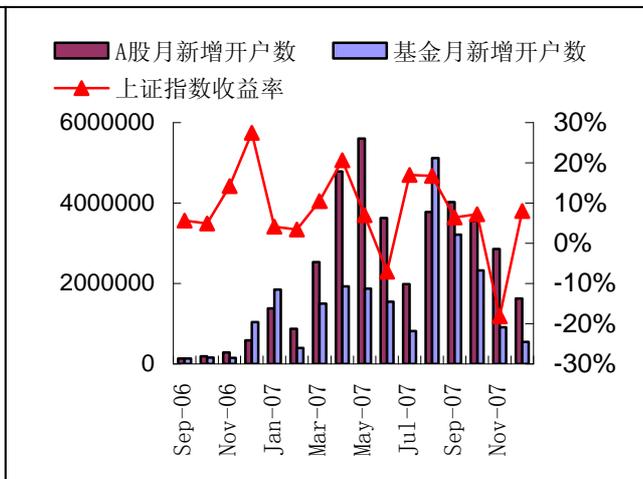
去年居民储蓄分流入市是A股市场资金供给的一个重要来源，虽然近期居民储蓄存款增速有所提高，有回流银行系统的趋势，但是在实际负利率依然很大背景下，居民储蓄存款分类的动力还是很强的。只要市场存在赚钱效应，居民储蓄就有动力流向A股市场。



图表 16 储蓄存款增速与实际利率成正相关



图表 17 市场新开户与市场走势成明显正相关



数据来源：Wind，东吴基金。

总体来看，与一季度比较，随着新基金进入建仓期，2008 年二季度市场资金面有所宽松。

四、估值进入安全区域

(一) 板块估值水平

截至 2008 年 3 月 20 日，剔除亏损股，A 股市场 2007、2008 年动态 PE 分别为：28.41 和 21.21 倍；沪深 300 分别为：27.2 和 20.75 倍。与标准普尔 500 指数以及新兴市场的印度、台湾市场估值水平比较，在目前盈利预期下 A 股市场估值水平已进入安全区域。

从板块看，大盘股的 PE 要低于中盘股，而中盘股的 PE 又要低于小盘股。从估值安全边际看，大盘股的估值要相对安全一些。虽然目前中小盘股的 PE 要高于大盘股，但考虑未来两年的成长性，即从 PEG 的角度看，中小盘股的估值还是具有吸引力的。不过中小盘股经过前期上涨，在目前市场环境下，存在调整的需要。经过适当调整之后，中小盘股的投资机会也值得关注。对于中小板企业，目前估值相对偏高，估值风险值得警惕。

图表 18 A 股板块估值水平

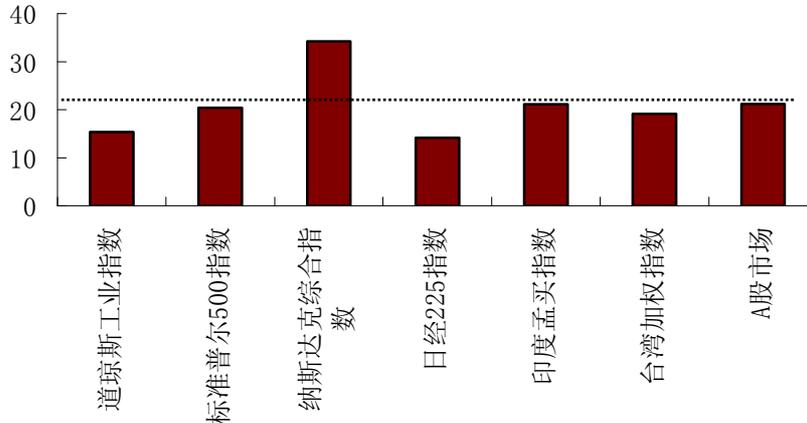
板块名称	PE07	PE08	PE09	08、09 复合增长率	PEG
全部 A 股	28.41	21.21	17.28	28.22%	1.01
沪深 300	27.2	20.75	17.18	25.83%	1.05
中证 100	26.41	20.32	16.92	24.93%	1.06
中证 200	33.02	23.14	18.24	34.55%	0.96
中证 500	41.83	26.17	19.69	45.75%	0.91
中小企业板	49.77	32.64	24.42	42.76%	1.16

注：中证 100 代表大盘股；中证 200 代表中盘股；中证 500 代表小盘股。

数据截至时间：2008 年 3 月 20 日。



图表 19 与国际比较，A 股市场估值已进入安全区域



数据来源：Bloomberg，东吴基金。

（二）行业成长与估值

我们仍然应用东吴行业轮动识别模型，来前瞻二季度行业投资机会。具体做法是：采用数学中几何矢量图的方法，以行业估值和行业利润增长率分别作为横坐标和纵坐标，并以稳定增长型行业（周期型行业）整体估值水平和稳定增长型行业（周期型行业）利润增长率作为基准，将稳定增长型行业（周期型行业）中所有行业分成四类，据此把握住二季度最具有投资价值的行业。

1、稳定增长型行业分类

根据东吴行业轮动识别模型，以 2007 年动态 PE 作为横坐标，以 2008、2009 两年行业利润复合增长率为纵坐标，并以稳定增长型行业整体估值水平和整体利润增长率作为基准，稳定增长型行业分成四类。具体结果如下：

- **A 类行业**：行业利润增长率高于稳定增长型行业整体利润增长率，并且估值水平低于稳定增长型行业整体 PE。按 PEG 从低到高排序，这类行业有：**银行、家用品、造纸、家电、商业、医药、元器件**。
- **B 类行业**：行业利润增长率高于稳定增长型行业整体利润增长率，但估值水平高于稳定增长型行业整体 PE。按 PEG 从低到高排序，这类行业有：**房地产**、软件及服务、传媒、食品、农业、饮料、酒店旅游。
- **C 类行业**：行业利润增长率低于稳定增长型行业整体利润增长率，但估值水平低于稳定增长型行业整体 PE。按 PEG 从低到高排序，这类行业有：计算机硬件、保险、通信、纺织服装。

从 PEG 角度看，稳定增长型行业中可以重点关注以下行业（按 PEG 从低到高排序）：**房地产、银行、家用品、造纸、家电、商业、医药、元器件**。

2、周期型行业分类

根据东吴行业轮动识别模型，以 2007 年动态 PE 作为横坐标，以 2008、2009 两年行业利润复合增长率为纵坐标，并以周期型行业整体估值水平和整体利润增长率作为基准，将周期型行业分成四类，具体结果如下：

- **A 类行业**：行业利润增长率高于周期型行业整体利润增长率，并且估值水平低于周期型行业整体 PE。按



PEG 从低到高排序，这类行业有：**钢铁、汽车及配件**。

- **B类行业**：行业利润增长率高于周期型行业整体利润增长率，但估值水平高于周期型行业整体 PE。按 PEG 从低到高排序，这类行业有：**电力设备、建材、交运设备、建筑、通用机械、工程机械、化工、民航、煤炭、有色**。
- **C类行业**：行业利润增长率低于周期型行业整体利润增长率，但估值水平低于周期型行业整体 PE。按 PEG 从低到高排序，这类行业有：**证券**、水运、石油、电力。
- **D类行业**：行业利润增长率低于周期型行业整体利润增长率，并且估值水平高于周期型行业整体 PE。按 PEG 从低到高排序，这类行业有：陆上运输、港口。

从 PEG 角度看，周期型行业中可以重点关注以下行业（按 PEG 从低到高排序）：**电力设备、建材、钢铁、交运设备、建筑、通用机械、工程机械、汽车及配件、化工、民航、证券**。

五、二季度市场判断

我们判断，二季度市场存在阶段性投资机会，理由有：

1. 自 2007 年 10 月中旬以来，A 股市场最大跌幅为 43%。A 股市场历史上最惨烈的 5 年熊市也不过从 2245 点跌到 998 点，跌幅为 55%。从历史比较看，下跌空间相对有限。并且目前沪深 300 指数 08 年动态 PE 为 20 倍左右，市场估值吸引力逐渐凸现；
2. 上半年限售股解禁洪峰是 2、3 月份，二季度限售股解禁压力明显减小，而数量如此之多新基金几乎在同一时候建仓，将增加市场资金供给；
3. 一季报上市公司业绩存在惊喜可能，目前市场对 2008 年上市公司利润一致预期增长率仍然有 30% 左右，将为市场走稳奠定坚实基础；
4. 一季度市场承载了前所未有的利空和失望，预计 4 月下旬后政策调控力度有望减弱。



第三篇 投资策略

一、投资主线

对于 2008 年二季度市场投资主线的把握，将以政策为导向，寻找具有成长优势和估值优势的行业作为核心配置，回归蓝筹，绝地反击。重点关注：受益于政策、或者政策调控影响中性、或者政策调控结束并且基本面有望回暖、或者具有提价能力的行业。具体落实到投资策略上，重点关注以下四条主线的投资机会：

第一条投资主线是受益于政策支持的行业，重点关注医药、电力设备。

- 医药行业受益于医改破题，未来政策环境有利于行业进一步发展，多数子行业将迎来收入增长与毛利率增长的拐点，继续看好普药，专科用药，商业，生物药子行业的投资机会。
- 电网大投资和基建技改并举，输配电行业景气持续。随着我国节能环保力度的加大，新能源与节能设备将充分分享节能降耗政策而蓬勃发展。

第二条投资主线是受宏观经济波动影响不大，并且能够稳定较快增长的行业，重点关注：饮料、商业零售、家电、汽车及配件。

- 在宏观经济波动背景下，品牌强大、产品结构成功升级、拥有较强的产品定价权的饮料行业龙头公司因其稳定清晰的内生性高速增长前景，具有较好的防御性，依旧是投资首选。
- 零售业作为内需型行业，是内需政策和温和通胀的最大受益者；消费者信心没有改变，消费升级仍将继续，零售业将继续受益。
- 家电行业国内需求爆发在即、供应格局的持续集中，提升了家电龙头企业的成本转移和议价能力。
- 看好大中型客车和市场相对垄断的零部件行业，客车行业由于海外市场的开拓，其行业周期性趋弱，龙头公司业绩增长的确定性较高。具有垄断优势的零部件企业，由于其产品辐射面相对下游企业辐射面更广，盈利波动性更低，能充分分享下游行业的成长前景。

第三条投资主线是前期受制于政策调控抑制，但近期基本面有望回暖的行业，重点关注：地产、银行。

- 房地产市场有转暖迹象，以及地产股估值进入合理区间、08 年上半年业绩增长相对确定、行业调控政策弱化等利好因素影响，预计二季度地产股具有阶段性投资机会。
- 一季度银行新增贷款良好，净息差依然有提升空间，中间业务蓬勃发展，而次级债的阴影逐渐散去，限售股解禁压力减小，银行业的业绩增长将逐步得到市场认同，估值水平也将回归正常中枢。

第四条投资主线是具有提价能力的行业，重点关注：钢铁、化工、建材、造纸行业。

- 由于高成本的推动以及钢铁整体供应并不宽松，同时二季度是钢材消费的旺季，再加上今年雪灾后的重建，预计二季度钢材价格仍将处于上涨中。另外，中国钢铁行业整合的速度明显加快，而行业的整合有利于提升钢铁上市公司，尤其是被重组企业的估值水平。重点关注具有铁矿石成本优势企业和预期被重组并购的上市公司。
- 化工行业中看好氯碱、化肥子行业。在石油价格高企情况下，国际生产商 PVC 生产成本维持在高位，目前普遍采用煤化工工艺的国内电石法企业占有优势，看好拥有电厂—电石生产的一体化氯碱企业。在国



际能源价格上升背景下，生物替代能源的发展将促进国际化肥需求增长，国内与国际化肥价格倒挂，国内需求将带动国内化肥行业景气，看好顺序是钾肥、磷肥和氮肥。

- 受需求稳定增长、淘汰落后产能改善行业供需结构、行业并购整合提升区域市场集中度等影响，具有规模优势、成本优势和技术优势的企业，有能力通过提价转移矿山资源、煤电成本的上升，甚至提高盈利水平。看好区域供需关系向好，区域价格有向上空间，且市场集中度较高的区域水泥龙头公司。
- 受环保限制行业总产能、成本推动、需求自然增长等因素影响，造纸行业主要品种具有提价空间，看好林纸一体化、文化纸、新闻纸等子行业。

二、重点行业

1、房地产——二季度应有阶段性投资机会 行业评级：推荐

我们认为，判断行业投资机会只有从基本面分析才是最可靠的。地产行业基本面是否向好主要从市场面、资金面两个方面来判断：“短期机会取决于市场面，长期机会取决于资金面”。

短期判断依据是地产市场是否成交量持续放出。未来房价的走势将是开发商与购房者市场博弈的结果。未来开发商将逐步采取“变相打折销售——打折促销——降价销售”方式，通过逐渐降低房价来提高成交量，如果各地房地产市场出现“房价保持相对稳定的基础上，成交量持续稳步放大”的状况，这将是我们判断市场好转的重要依据。根据目前市场状况分析，二季度成交量持续放大的可能性较大，市场面短期转好的可能性较大。

长期判断依据是地产公司的资金链紧张状况出现缓解。目前地产开发商的快速滚动开发模式，最大的“软肋”就是资金链，一旦资金链环节出现问题则会面临经营困境。因此，资金面是否保持良好（包括融资渠道是否通畅、营销策略是否贴近市场等）则成为地产公司未来面临的主要经营问题，也是我们判断地产公司基本面好转的重要因素。目前房地产公司的间接融资渠道始终收紧，直接融资渠道也没有明显放宽的信号，主要依靠自身销售回笼资金。资金面未根本改善决定了地产公司尚不具有长线投资机会。

从以上基本面分析看出，市场面转暖迹象，以及地产股估值进入合理区间、08年上半年业绩增长相对确定、行业调控政策弱化等利好因素，预示着二季度地产股具有阶段性投资机会，但尚不具备长期投资机会。建议可以在大盘系统性风险逐步释放后，逢低适时标配地产股，波段操作。

重点关注：建议配置“2+2”组合：即一线地产股中的万科、保利地产，二线股中的华发股份、万通地产。

2、银行业——景气周期延续 次级债和限售股利空释放 行业评级：推荐

上市银行在今年初都公告了去年靓丽的年报，我们相信在今年第二季度，这种趋势将得到延续，前期限售股解禁的局面将得到明朗化。

从目前的情况看，去年上市银行生息资产扩张，尽管去年底的从紧货币政策对银行信贷扩张造成了一定的压制，但是在今年第一季度得到有效的缓解，同时，我们注意到各个银行的净息差得到了提升，并且净息差在今年还有提升的空间，主要在于去年央行在加息的情况下都采取了保护银行息差的措施，去年底开始债券市场开始转暖，银行的整体投资收益率在提高，最重要的是08年开始加息对贷款收益率的提升开始体现，新贷款和部门到期贷款都按照新的基准利率定价，从而在负债，信贷和投资三方面提高了银行体系的净息差水平。

除了生息资产的高速增长，去年中间业务收入大部分约有100%的增长，我们相信中国商业银行的中间业



务在未来几个季度和几年也将保持稳定，首先，居民的家庭理财观念在崛起，传统的储蓄资产将部分逐渐为各种理财产品所替代，其次，和股票市场相关的理财产品占比约 30%，基金产品的弱势预计也将推动其他固定收益率产品的热销。

从目前第一季度的信贷增长看，新增贷款情况良好，并没有因货币从紧而出现的信贷萎缩，反而超长的增长。根据得到的消息，3 月新增贷款为 4000 亿元，这样前 3 季度的信贷接近 15000 亿，不但超越了去年同期水平，达到了历史上的巨量——14960 亿元。今年首月的 8000 多亿元的新增贷款多少有一些意外，但是 3 月的数据表明，尽管 4000 亿元的规模低于去年和前年的同期规模，但是整体第一季度放贷意愿强烈，从全年的比重看，如果 08 年的新增贷款控制在去年的水平的话，则 08 年第一季度的节奏在 41.09%，远远高于 40% 的心理位置，也高于 38% 的之前预定水平。

从量化的角度看，我们用简单模型做了测试，在生息资产增长 15%，而所得税下降到 22% 的水平的前提下，其他要素不变，08 年的信贷增长将达到 36%，如果加息一次，利润增长还有 35% 的增长。因此，只要今年能维持 15% 的信贷增长，整体的利润增速还是保持在高位。

银行股整体的利空正在释放，首先，美国次级债的影响，从中行的披露的数据看，目前的次级债相关的美元敞口在 50 亿美元不到，也做了重组的拨备。其次，限售股在第二季度开始解禁到达顶峰。在 4 月份工行和 5 月份交行股改的限售股出来后，基本所有的利空明朗化。

总体而言，银行业信贷增长平稳，净息差依然有提升空间，中间业务蓬勃发展，而次级债的阴影逐渐散去，限售股明朗化后，银行业的业绩增长将逐步得到市场的认同，估值水平也将回归正常中枢。

重点关注：工商银行、兴业银行、招商银行。

3、医药——医改即将启动，普药、专科用药、商业最先受益 行业评级：推荐

2008 年前 2 个月医药制造业收入、营业利润、利润总额分别同比增长 30%、67%、51%。利润总额率稍有回落，为 9%。继续保持利润总额增速远高于收入增速的发展态势，主要得益于毛利率提高和费用率下降。其中，化学原料与化学制剂子行业表现抢眼。除化学制剂子行业外，其它各子行业的利润率均有所回落，而化学制剂子行业一枝独秀，利润总额率创出新高；符合我们前期对于医改受益程度的预期。

未来政策环境仍有望进一步有利于行业发展，主要体现在：1、全民医保加速实施；2、大规模的降价在 08 年不再会出台；3、新药的批准放慢对现有生产者有利；4、原料药行业的进入门槛提高抑制了恶性竞争，有利于价格上涨。

预计 08-09 年医药板块利润将能够维持 30% 以上的增长速度，预计医药板块 30 倍的动态 PE 是合理的。看好医改推出对行业的正面推动作用，认为部分子行业的需求会倍增，继续看好普药，专科用药，商业，生物药子行业的投资机会。同时关注国家对部分品种的价格管制对于企业定价能力的损害。

重点关注：华东医药、白云山、达安基因。

4、家电行业——内需爆发在即 成本有望转嫁 行业评级：推荐

国内需求爆发在即、供应格局的持续集中，提升了家电龙头企业的成本转移和议价能力。2007 年白电大家电的内销和出口产品价格持续上涨。08 年整个行业景气周期走向繁荣，市场估值水平有望获得提振。

我国家电需求的“城市逐级扩散效应”决定了内需成长空间仍很巨大，在 2007 年家电内需高速增长基础上，2008 年 1-2 月，各方面的行业数据都揭示出一个共同点：家电内需同比增长维持 20% 的高位水平。

产品升级、普及率提升、住宅销售、社会集团消费是内需的关键驱动因素，根据测算，住宅销售约占 25%，升级换代需求和普及率提升占 60-70%，只要消费升级趋势不变，家电内需持续快速成长的趋势就不会改变，



住宅市场的短期波动并不会改变这一趋势，何况住宅市场长期增长是确定的。

原材料价格上涨和节能标准提高，成本继续上涨趋势笃定。经测算 2008 年在钢材上涨带动下空调、冰箱、洗衣机产品的成本上涨幅度分别约为 5% 以内。节能标准提高或将推动产业升级，则产品价格上涨更不可避免。预计行业整体价格涨幅与成本涨幅相当或略低，区别看待龙头公司。行业环境严峻时龙头公司占有上游资源的优势更充分，行业继续洗牌。集中度继续提高、消费升级大背景以及持续的通胀预期下，大家电龙头公司可将成本上涨压力顺畅传导到终端。

从长期看，中国家电行业将逐步进入向海外输出资本和品牌时期；从中短期看，本土制造的全球竞争优势将能维持。出口结构调整和行业整合是相伴随的，人民币升值和技术壁垒提升将加速家电行业整合，为规模和技术领先的龙头企业提供了历史性的机遇。

重点关注：格力电器、美的电器。

5、汽车及配件——看好客车及零部件行业的投资机会 行业评级：谨慎推荐

2008 年 1-2 月我国汽车累计销售 152.3 万辆，同比增长 19.3%，行业增速较 2007 年全年的 22% 略有放缓，基本符合预期，我们维持 2008 年行业增速 17% 的判断。细分行业看，重卡、SUV、大客、轿车仍然延续了 2007 年来的强劲表现，同比分别增长 49.9%、39.2%、22.8% 和 20.5%，均超出行业 19.9% 的增长。

与 2005 年类似，汽车行业再次遭遇增速放缓、钢价上涨的双重影响，行业经营压力加大。钢材价格上涨是 2008 年对汽车成本影响最大的因素，综合测算的成本上升幅度约 1%，整车企业和零部件企业均将承受较大压力。初步测算的结果，乘用车和小型商用车单台成本上涨 600~800 元，大型商用车成本上涨幅度估计在 1200 元~1500 元之间。通过对比 05、08 年行业经营环境，我们认为 08 年汽车行业利润放缓幅度要小于 05 年，行业在抗周期与抵御原材料风险等方面的能力在增强。

目前行业重点公司 2008 年动态 P/E 已降至 20 倍以下，我们认为估值已经回到合理的水平。在投资策略上，我们认为在行业增速略有回落的背景下，业绩能够持续增长且确定性高的品种具有较大的投资机会。大中型客车行业目前集中度已经很高，尽管行业销量增长缓慢，但是由于海外市场的开拓，其行业周期性趋弱，龙头公司业绩增长的确定性较高，值得投资。此外，我们还看好具备核心竞争能力和产品定价权，市场相对垄断的零部件企业，我们认为这些企业由于其产品辐射面相对下游企业辐射面更广，盈利波动性更低，且能充分分享下游行业的成长前景。

重点关注：宇通客车、威孚高科、福耀玻璃、上海汽车。

6、钢铁——瞄准铁矿石成本优势，关注行业整合历史机遇 行业评级：推荐

2008 年中国钢铁行业面临全球经济放缓的不利局面，国内也面临货币政策从紧、宏观调控压力增大的严峻形势，但一季度的经济数据表明，下游需求仍然旺盛，而产量增速则出现放缓迹象。2008 年 1—2 月，我国固定资产投资完成 8121 亿元，比上年同期增长 24.3%。主要用钢行业房地产、机械行业等的增幅都超过 20%。国家固定资产投资的加大，下游行业的迅速发展，保证了对钢材的大量需求。1-2 月份，我国粗钢产量为 7945 万吨，同比增长率仅为 6.4% 全球 1-2 月份粗钢产量为 1.4 亿吨，同比增长仅为 4.1%。

2008 年国际铁矿石协议价格大涨 65%，涨幅略超出市场预期，但基本上还是合理的。在原材料价格不断上涨和下游需求旺盛的推动下，进入 08 年以来，国内钢材价格快速上涨，一季度钢材价格的大幅上涨已经覆盖原材料的上涨，成本上升的压力逐步减小。

展望第二季度，我们认为，国家对落后产能的淘汰力度在加强，而需求依然不减。二季度是钢材消费的旺季，再加上今年雪灾后的重建，对钢材需求有增无减。下游主要用钢行业，如房地产、机械、汽车、船舶等的快速发展将保证对钢材的大量需求。由此我们预计，由于高成本的推动以及钢铁整体供应并不宽松，二



季度钢材价格仍将处于上涨中。宝钢、鞍钢、武钢都已完成对 4 月产品的调价。近日作为国内风向标的宝钢更是率先调高 5 月产品的价格。

另一方面，2007 年以来，伴随着国际上轰轰烈烈的钢铁大重组，中国钢铁行业整合的速度明显加快，我们相信钢铁企业在这次行业重整中将面临大量的发展机遇，而行业的整合有利于提升钢铁上市公司，尤其是被重组企业的估值水平。

目前 A 股上市的主要钢铁公司 2008 年的平均市盈率为 14.8 倍，属于估值最低的一个板块，凸显投资价值。重点关注具有铁矿石成本优势企业和预期被重组并购的上市公司。

重点关注：宝钢股份、鞍钢股份、武钢股份、攀钢钢钒、西宁特钢、凌钢股份、金岭矿业和广东明珠。

7、化工——看好氯碱、化肥子行业 行业评级：推荐

氯碱行业——看好一体化企业电石法氯碱企业

1、氯碱生产包括乙烯法（石油）和电石法（煤化工）两种工艺，我国 78%左右的产能采用电石法，而国际主要生产商都采用乙烯法。

2、在石油价格高企情况下，国际生产商 PVC 生产成本维持在高位，目前普遍采用煤化工工艺的国内电石法企业占有优势。

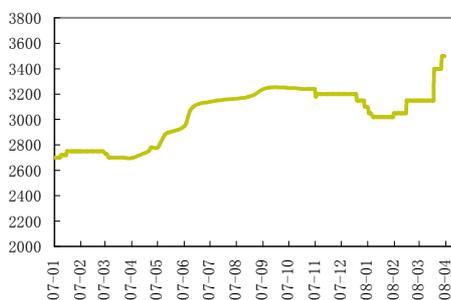
3、2008 年国内 PVC 扩建速度放缓，预期新增产能 163 万吨，较 2007 年的 218 万吨大幅降低；同时近年来国内 PVC 进口也由 2001 年的 250.8 万吨降低到 101.43 万吨，出口由 3.63 万吨增加到 71.17 万吨，在成本占优情况下未来进口降低、出口增长局面将会继续维持。

4、国内通过提高电石行业准入门槛和关闭小电石装置（07 年关闭 80 万吨左右）等措施规范电石行业发展，国内电石价格出现逐步上涨态势，目前较年初上涨幅度接近 15%。电石价格上涨对拥有电厂—电石生产的一体化氯碱企业有利。

5、行业主要风险点：原油价格如果出现大幅下滑将会降低乙烯法 PVC 生产成本，将会导致 PVC 价格下跌。

6、**重点关注：**英力特、新疆天业、中泰化学。

图表 20: 国内电石价格走势 元/吨



图表 21: PVC 价格走势 元/吨



资料来源：东吴基金。

化肥——国际需求带动国内景气，看好顺序是钾肥、磷肥和氮肥

1、国内化肥景气提升来自国际需求拉动：国际能源价格上升带动生物替代能源发展从而促进化肥需求增长，01~06 年世界化肥需求年均增长 1.88%，IFA 预计 07、08 年增长率为 4.5% 和 3%。

2、钾肥、磷肥和氮肥是看好顺序：钾肥是国内稀缺品种，同时是具有寡头垄断性，目前国内钾肥差价



已经超过 150 美元/吨，08 年进口价格面临大幅上涨；国际磷肥在需求拉动及主要原料磷矿石、硫磺价格上涨推动下产品价格大幅度攀升，目前国际 DAP 价格已经达到 1050 美元/吨（国内限价是 4100 元/吨），受资源供给等因素影响，未来国际磷肥行业景气看好，但国内磷肥受到了限价、征收出口税等管制，部分影响了国内磷肥行业景气提升；氮肥国内扩张压力依然较高，未来盈利难以继续提升，但可以维持在较高水平。

3、行业主要风险：国内化肥行业限制政策加大；国际油价回落影响生物能源发展；另外国内未来粮食价格走势也会影响化肥行业投资价值，如果国内粮食价格受管制影响不能上涨将会导致化肥价格上涨受限。

4、**重点关注：**盐湖钾肥、六国化工、华鲁恒升、柳化股份。

8、电力设备——输变电设备持续景气，新能源与节能设备高速发展

行业评级：推荐

电力设备行业与电力产业结构调整、固定资产投资、电力消费增长、经济发展所处阶段等诸多因素密切相关。根据电力设备各子行业发展状况，我们看好新能源设备与节能设备、输变电一次设备，其次看好输变电二次设备及水电、核电发电设备，看淡火电电站设备。

电网大投资和基建技改并举，输配电行业持续景气。新增机组的持续投产、我国独特的能源格局、大规模的电网基础建设与技术改造、长期以来的电网投资欠账等诸多因素推动我国电网大投资的高潮到来，这将为我国输变电设备带来巨大的历史机遇。在输变电设备中，重点看好输变电一次设备制造行业，相对看好二次设备制造业。拥有核心技术、景气上升周期、管理优秀的细分市场龙头应给予重点关注，同时也应关注外延式增长带来的投资机会。

电站设备景气度下降。原材料价格上涨、新增装机容量增速下降和电源结构调整导致火电电站设备景气程度下降。在电源结构调整中，高参数、高电压等级的核电、水电等清洁能源设备是行业发展的方向，具有大型清洁能源设备的公司能够应对市场下滑带来的冲击。

新能源与节能设备驶入飞速发展快车道。随着我国节能环保力度的加大，该子行业将充分分享节能降耗政策而蓬勃发展，风电整机及零部件设备、变频调速设备、环保设备、SVG 等设备制造企业将能够在新兴市场中快速发展。战略清晰、管理优秀、成长性好的公司应该予以重点关注。

重点关注：思源电气、置信电气、东源电器、特变电工、荣信股份。

9、造纸——估值有吸引力，关注环保、成本等负面因素小的优质企业

行业评级：推荐

1 季度，主要纸种价格延续了 07 年四季度的上涨态势，继续大幅走高，其中涨幅最大的是瓦楞纸，环比上涨 26%，其次是箱板纸上涨 11%，新闻纸和书刊纸涨幅为 10%，铜版纸涨幅 5%，双胶纸 4%，白卡纸 3%。主要原因是纸浆、美废的原料成本推动，部分企业的产品提价仅仅覆盖成本上升压力。

纸品是经济生活不可或缺的原材料，有部分的消费品属性，约 80% 用于工业领域，约 20% 用于直接消费。近期主要纸品价格稳中有升，主要原因是：环保限制行业总产能；受成本推动向下传导；需求自然增长。

节能减排政策会助推行业景气。按照国家淘汰落后产能政策时间表，十一五期间淘汰 230 万吨，占 06 年总产量的 10%。07-10 年分别淘汰 230 万吨、107 万吨、51 万吨和 52 万吨。这将进一步削减供给，提升行业景气。另外，人民币升值利于造纸企业降低成本。假设人民币每升值 5%，则造纸企业成本平均可降 2%，毛利也提高约 2%。



总体上认为，对于优质公司而言，产品提价与升值的正面影响大于环保与成本压力，长期看，造纸工业景气持续性将优于大部分周期性行业。看好林纸一体化、文化纸、新闻纸等子行业，考虑对造纸行业适量超配。

重点关注：华泰股份、景兴纸业、美利纸业。

10、建材水泥——行业景气上升推动盈利增长 行业评级：推荐

我们认为，二季度在宏观调控下国内固定资产投资将依然维持高位，加上政府换届及年初雪灾重建等因素，水泥下游需求将会稳定增长。由于淘汰落后产能将进一步改善行业供需结构，并有利于行业并购整合以及区域市场集中度的提升，区域市场水泥龙头公司将会继续崛起，并利用其规模优势、成本优势和技术优势，在区域市场内由价格跟随转向价格引导，这将有利于稳定并提高区域市场的水泥价格。

08年水泥行业依然面临“水泥价格上涨但矿山资源、煤电成本上升”的双重因素，水泥价格上涨既有成本推动因素，也有供需改善及价格引导因素。“价格上升能否转化为盈利增加”是判断行业盈利水平的主要思路。我们认为，如果煤炭价格上升10%—15%，电力价格上升5%左右，考虑25%的余热发电，预计水泥成本上升5%左右，而预计水泥价格平均涨幅在10%左右。因此，08年仍将是水泥行业的景气上升期，成本转移能力较强将助推水泥行业盈利水平的提高。

给予水泥行业“推荐”的投资评级。区域水泥价格走势将是判断上市公司投资价值的主要指标。区域水泥价格将取决于区域供需关系及市场集中度带来的价格控制能力，因此，我们更看好区域供需关系向好，区域价格有向上空间，且市场集中度较高的区域水泥龙头公司。

重点关注：天山股份、赛马实业、青松建化。

免责声明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，东吴基金管理有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证。本报告仅向特定客户传送，仅供参考。据此投资，盈亏责任自负。未经东吴基金管理有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。



➤ 东吴基金管理有限公司旗下基金：

东吴嘉禾优势精选基金

基金类型： 混合型基金
基金经理： 魏立波
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，业绩表现优异。据中国银河证券基金研究中心统计数据显示，2006 年东吴嘉禾基金净值增长率为 128.15%，在同类 39 只偏股混合型基金中排名第 7。截至 2007 年 12 月 28 日，基金单位净值为 1.0484 元，2007 年以来嘉禾净值增长率为 99.35%。在所有偏股型基金中过去两年排名第 12。截至 2008 年 3 月 31 日，嘉禾基金累计净值为 2.5183 元。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。

东吴双动力基金

基金类型： 股票型基金
基金经理： 王炯
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 2008 年 3 月 31 日，东吴双动力基金单位净值为 1.9910 元，2008 年以来净值增长率为-6.99%，在所有股票型基金中排名第 1。