



防守反击

——东吴基金 2008 年四季度投资策略报告



(2008 年 9 月 30 日)

主 笔

刘元海

宏观经济

徐 嵩

行业研究

房地产 建筑建材 任 壮

医药 聂 昕

软件 通信设备 刘元海

银行 莫 凡

机械 刘 辉

零售 酒店旅游 邹国瑛

钢铁 有色 王 强

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

防守反击

虽然，目前 A 股市场处在经济下行和通胀下降周期中，但四季度 A 股市场有望迎来宏观经济政策拐点和经济短暂反弹，此外，政府对股市支持的力度也有所加强。我们判断，四季度 A 股市场存在反弹的可能，至于反弹高度，将取决于美国金融危机危害的广度、中国政府保经济增长的力度和对股市支持的强度。

目前上证指数对应的 2008 年动态 PE 要明显低于 2005 年 1000 点时的动态 PE，也低于 2000 年以来估值水平，并且 1800 点政府出台三大利好政策，1800 点这一政策底有望成为 2008 年 A 股市场运行底部区域。

上证指数从 2007 年 10 月中旬 6124 点跌到近期 1802 点这一低点，虽然跌幅巨大，但由于宏观经济的底谷和企业盈利下滑幅度需要一个确认过程，另外大跌之后市场信心恢复也需要一段时间，因此，四季度甚至更长时间，市场存在反复震荡的可能。市场将等待此次全球金融危机的过去，等待中国通胀的明显下降和经济的复苏。

虽然目前中国通胀压力有所缓解，但经济下行趋势仍比较明显，因此对于四季度的投资策略，继续以防御策略为主，并寻找“早周期行业”，重点关注以下三条主线的投资机会：

- 第一条投资主线是对宏观经济波动敏感性低，并且盈利增长确定性高的行业，重点关注：商业零售、饮料、医药、钾肥、通信设备、软件和电力设备。
- 第二条投资主线是受益于政策支持的行业：1) 受益于积极财政政策拉动的基建、铁路建设以及技术改造带来的投资机会，重点关注机械、建筑、建材；2) 受益于价格改革的电力。
- 第三条投资主线是估值具有一定安全边际，存在超跌反弹的交易性机会，重点关注：银行、地产、煤炭、有色、钢铁。



目 录

第一篇 2008 年三季度市场特点	3
一、2008 年三季度 A 股市场继续下跌.....	3
二、行业指数一片绿.....	3
第二篇 市场运行环境	5
一、宏观经济与政策取向.....	5
（一）宏观经济分析.....	5
（二）政策取向.....	7
二、经济下行和通胀下降周期中股市表现和寻找“早周期行业”.....	8
（一）1973 - 76 年期间美国经济下行和通胀下降周期中股市表现.....	8
（二）寻找“早周期行业”.....	13
三、市场资金有所好转.....	15
（一）限售股解禁压力比较大.....	16
（二）资金潜在供给有所好转.....	16
四、估值进入安全区域.....	17
（一）A 股市场估值.....	17
（二）行业成长与估值.....	17
五、2008 年四季度市场走势判断.....	18
第三篇 投资策略	19
一、投资主线.....	19
二、重点行业.....	20
东吴嘉禾优势精选基金.....	28
东吴双动力基金.....	28
东吴行业轮动基金.....	28



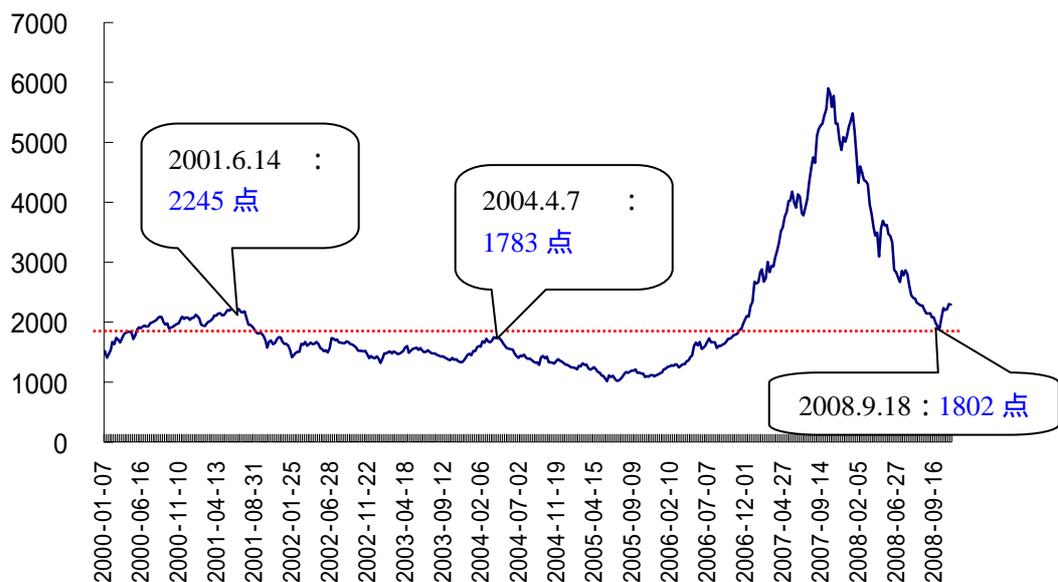
第一篇 2008 年三季度市场特点

一、2008 年三季度 A 股市场继续下跌

2008 年三季度，上证指数跌了 16.17%，最后报收于 2293.78 点。在奥运开幕前一个月，上证指数基本横盘整理，但奥运开幕式当天，上证指数从 2700 点选择了反转向下，加上美国次贷危机有逐步演化为全球金融危机的趋势，加剧了 A 股市场下跌速度和幅度。上证指数先后轻而易举跌破 2245 点（519 牛市行情的高点）和 2000 点，并且最低跌到 1802 点，几乎接近 2004 年 4 月 7 日高点 1783 点。正当市场极度恐慌的时候，2008 年 9 月 18 日晚政府出台三大举措（印花税单边征收、允许央企增持上市公司股票、允许汇金公司增持工行建行中行股票），导致次日大盘全线涨停。并在随后一周内，在大盘股带领下，上证指数上涨 10.54%。

但在外围金融市场风云动荡，国内经济处于下行趋势和宏观经济政策尚未最终定调背景下，目前 A 股市场做多意愿似乎还不强烈，从目前资金只选择大盘股、流动性强的股票作为投资对象可以看出端倪。

图表 1 2000 年以来上证指数走势



数据来源：东吴基金。

二、行业指数一片绿

从行业指数表现看，在 2008 年三季度所有行业跌幅都超过 10%，没有一个行业能赚钱。跌幅相对较小的行业是（按跌幅从小到大排序）：交通运输（-11.25%）、公用事业（-15.19%）、机械设备（-15.43%）、家用电器（-15.48%）和食品饮料（-16.31%）。其中，交通运输行业股息率已接近一年期存款利率，并且上市公司净利润还有一定增长，估值安全边际高。公用事业由于电力提价原因，跌幅相对较小。机械设备行业估值已接近 2005 年水平，家电估值也很便宜。食品饮料行业虽然在“三鹿事件”不利影响下，但由于成长相对确定，在弱势行情中仍然是较好的防御品种。

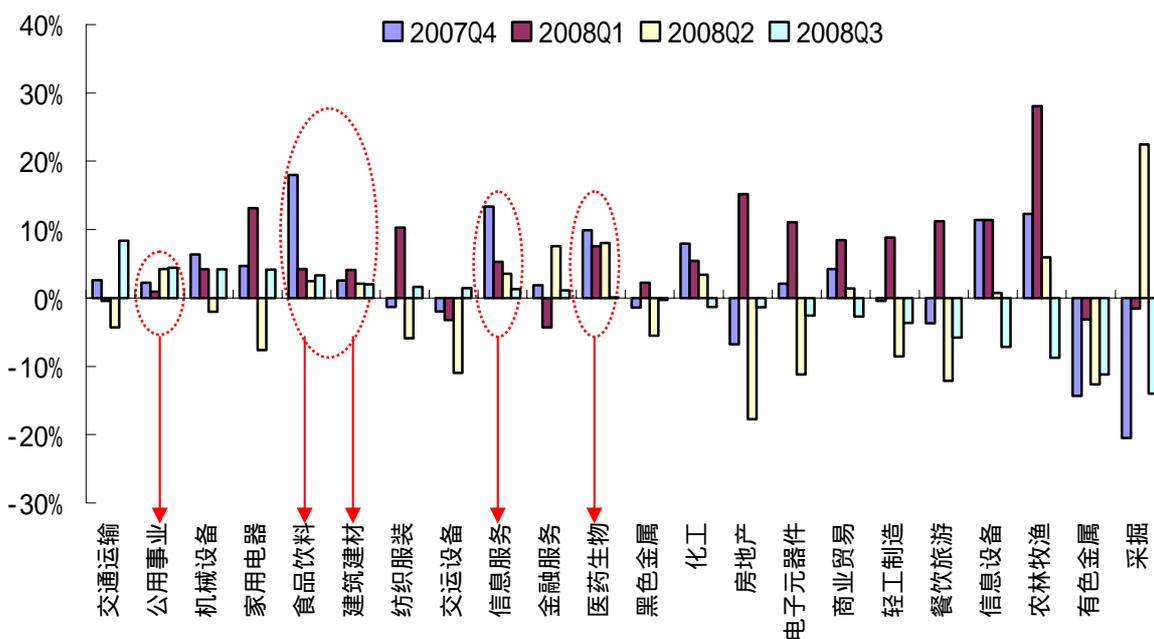


跌幅相对较大的行业有(按跌幅从大到小排序):采掘业(-33.62%)、有色(-30.84%)、农林牧渔(-28.40%)、信息设备(-26.81%)和餐饮旅游(-25.42%)。在通胀缓解背景下,采掘业、农林牧渔上游行业出现补跌。由于担心国内3G招标价格战,加上较高估值水平,三季度通信设备行业也出现比较大幅度的补跌。在奥运利好出尽下,餐饮旅游行业在三季度出现大幅下跌。

2008年三季度,在经济下行和外围金融市场动荡背景下,相对抗跌的行业主要集中在:1)防御型行业,如食品饮料;2)估值安全边际高的行业,如交通运输、机械设备、家电。而跌幅相对较大的行业主要集中在:1)上游行业,如煤炭、有色、农林牧渔等;2)前期跌幅相对较小和估值相对较高,并且行业基本面出现不利因素,如信息设备。

从2007年四季度高点至今,上证指数跌了62.54%,总结一下哪些行业具有防御型。统计显示,2007年四季度以来,有五个行业持续四个季度都获得超额收益率,分别是:公用事业、食品饮料、建筑建材、信息服务(主要是软件)和医药生物。也就是说,在这次高通胀/经济下行背景下,这些行业具有较强的防御型。另外,商业零售除了2008年三季度出现补跌之外,其它三个季度也都获得超额收益。而在通胀下降周期中,采掘业、农林牧渔等上游行业补跌概率较大。

图表2 2007年四季度以来行业指数季度超额收益率表现



注:超额收益率=行业指数收益率-沪深300指数收益率。截至时间:2008年9月26日。

数据来源:Wind,东吴基金。



第二篇 市场运行环境

影响四季度 A 股市场走势的关键性因素有：1) 美国金融危机涉及广度；2) 经济下行幅度和通胀缓解程度；3) 保经济增长的力度；4) 政策对股市支持的强度。也就是说，对于四季度市场走势的判断，要密切关注：1) 外部环境的变化，即美国金融危机蔓延情况；2) 内部环境，在经济下行和通胀缓解背景下，关注十月份三中全会以及年底中央经济工作会议对当前经济的政策导向。我们认为，美国金融危机涉及广度和国内宏观经济政策的定调对四季度乃至更长时间的 A 股市场走势将起决定作用。

一、宏观经济与政策取向

(一) 宏观经济分析

2008 年以来，美国次贷危机引发的金融风暴席卷全球，其间美国政府采取了大幅降息、巨额注资、增加市场流动性等多种方式救市，但均未收到很大成效，这场发端于华尔街的金融风暴如海啸一般冲击着全球。

中国对本轮美国金融风暴的风险暴露有限，不会对金融体系产生较大冲击。但随着外围经济增长压力的不断增加，中国经济增长放缓的趋势逐步明显，央行也于近期下调了 1 年期贷款利率，以及部分金融机构存款准备金率。

经历了上半年通胀水平急速上窜后，三季度以来受翘尾因素以及食品价格同比下降的影响，通胀水平显著回落，预计 08 年下半年通胀压力较上半年将大为减小。从中期看来，本轮金融风暴对高位运行的能源价格、粮价和其他商品价格的进一步上涨有所抑制，但美元的相对弱势仍将对价格有所支撑，仍需密切关注未来的通胀走势。

1、全球经济展望

此次美国金融风暴已持续 1 年左右，贝尔斯登、雷曼兄弟、美林、房利美、房地美、美国国际集团等昔日金融巨头相继沦陷，或者倒闭或被接管，华尔街正陷入较为严重的金融危机中。

本轮金融风暴最初的起因是美国房价下跌引起的偿付能力下降所带来的信用危机。而其深层次的原因则是美联储在 IT 泡沫破灭之后大幅度降息，实行过度宽松的货币政策，导致全球流动性过剩，从而刺激了全球经济的强劲增长，而经济的迅猛增长则促使了金融创新，也增加了全球投资者对风险的偏好程度。同时也促使了美国和全球房市的繁荣。而房地产市场的上涨，导致美国消费者财富的增加，增加了消费潜力，使得美国经济持续快速增长，反过来又进一步促进了美国房价的上涨。在房价上涨和低利率环境下，借贷双方风险意识日趋薄弱，随着美国经济增长的放缓以及房价的下降，上述问题逐渐暴露，从而导致了次贷危机的产生。

这场次贷危机目前已经逐步脱离房地产市场，衍变成金融行业的危机。部分金融机构破产后导致信贷市场瘫痪，使得全行业资金链处于断裂的边缘，从而升级为金融危机。而这种状况持续的时间越长，对美国、乃至世界其他国家政策的制定以及经济发展都将产生不利影响。

目前，美国财政部向美国国会提出了总额为 8500 亿美元的金融救援计划。该方案的实施有助于恢复信贷市场的流动性，避免金融危机的恶化，促使市场逐渐恢复信心。但同时也将加大美国本已捉襟见肘的财政



状况的压力，此前美国政府对贝尔斯登的担保、接管“两房”、注资美国国际集团，与近日众议院通过的 8500 亿美元的金融救援额度等，粗略计算，美国政府财政负担将增加约 1 万亿美元。

受油价迅速下滑及住房价格下降影响，美国 8 月份 CPI 出现近两年以来的首次下降。同比上涨 5.4%，低于 7 月份的 5.6%。8 月份 CPI 的下降不仅是对能源价格下降的反映，同时也是对整体经济疲软的反映。

美联储近日决定维持利率不变，但表示正在谨慎地关注事态进展，这显示出其会在必要时采取行动的可能性。美联储在近日发表的声明中称，金融市场的压力明显增加，就业市场进一步走弱。美联储倾向于至少在几个月内维持利率不变。尽管美国经济第二季度强劲增长 3.3%，但预计增势在今后几个季度将明显放缓。

2、 通胀走势判断

本轮全球性通胀起源于高启的原油价格以及随之大幅上涨的粮食价格，加之美联储为了缓解国内经济下滑，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，直接推高了国际大宗商品价格，向全球输出通胀。

经历了上半年通胀水平急速上窜后，三季度以来受翘尾因素以及食品价格同比下降的影响，通胀水平显著回落，预计 08 年下半年通胀压力较上半年将大为减小。从中期看来，本轮金融风暴对高位运行的能源价格、粮价和其他商品价格的进一步上涨有所抑制，通胀压力有所减弱。但美元的相对弱势仍将对价格有所支撑，而美联储为应付本轮金融风暴对市场大规模注入的流动性以及预计国内价格管制逐步放开、PPI 传导所带来的影响，仍需密切关注未来的通胀走势。

3、 中国经济上半年回顾与下半年走势

1) 出口增速高于预期但仍逐步放缓，进口增速维持高位

8 月出口同比增速由 7 月份的 26.9% 降至 21.1%，8 月进口同比增速由 7 月份的 33.7% 降至 23.1%。进口和出口的季环比增速同样放缓，可能与月度扰动相关。同时，8 月份贸易顺差再创新高，由 7 月份的 253 亿美元增至 287 亿美元。出口增速高于预期但预计仍将逐步放缓，进口增速预计仍将维持高位。

2) 固定资产投资增速保持稳定

今年 1 - 8 月我国城镇固定资产投资同比增长 27.4%，其中 8 月当月投资名义增速约 28.0%，随着大宗商品价格回落以及全球需求的疲软，投资品价格也很可能开始逐步下降，这很可能会促使未来投资名义增速有所回落，但随着贷款利率的下调以及国内调控政策灵活性的增加，将对固定资产投资起到较为积极的作用。

3) 消费需求仍然相对强劲

8 月份我国社会消费品零售总额同比增长 23.2%，增幅基本与 4 月持平，高于 1-8 月的 21.9%。即使考虑到价格因素的影响，消费增长仍然相对强劲。不过值得注意的是，随着价格管制的逐步放开，将一定程度上抑制消费需求的增长。但同时较为积极的财政政策也将会起到刺激消费的作用。

4) 1-8 月工业企业利润增长率逐步下降

1 - 8 月份，规模以上工业企业实现利润 18685 亿元，同比增长 19.4%，较去年 1-11 月份 36.7% 的增长率有所下滑，比之今年 1-5 月的 20.9% 也略有不及，但下降幅度较小，好于市场预期。综合看来受美国金融危机影响以及其他外围市场需求放缓等因素影响，工业企业利润增长也将逐步放缓，短期内仍难以大幅反弹。但随着近日贷款利率近年来的首次下调，以及政策灵活性的不断增加，未来的企业利润的增长值得期待。

5) 四季度宏观经济判断



预计年内出口增速仍将逐步放缓，而进口则继续维持高位，固定资产投资增速继续保持稳定（名义），实际增速略有下降，而消费增长则继续保持在较高的水平，工业企业利润增速逐步放缓，短期内恐难以大幅反弹，但随着调控政策的逐步放松，以及预计财政政策灵活性的提高，将对经济起到较为积极的作用，预计国内经济增速小幅放缓但仍将保持在较高的水平。

（二）政策取向

为了贯彻党中央、国务院对下半年经济工作的部署，解决当前经济运行中存在的突出问题，落实区别对待、有保有压、结构优化的原则，保持国民经济平稳较快持续发展，中国人民银行决定下调人民币 1 年期贷款基准利率 0.27 个百分点和中小金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点。

这是自 2002 年 1 月以来中国人民银行首次下调基准利率，也是自 1999 年 11 月以来首次下调存款准备金率。本次“贷款利率下调+准备金率部分下调”的政策组合出台，比较清晰的反映出目前国家在“一保一控”的政策大前提下，已逐步向“保增长”全面倾斜。但贷款利率的单独下调和准备金率的局部下调，也显示出央行的政策放松力度仍比较谨慎。

结合我们对 2008 年四季度经济形势的判断，四季度政策取向可能展现出以下趋势：

1、在“一保一控”的政策大前提下，逐步向“保增长”倾斜

本次政策出台打开了货币政策放松的空间，基准利率和准备金率将改变 2 年多来单向上行的趋势，随经济形势变化而波动。若国内经济增长表现没有改善、国际经济形势继续恶化，预计政策将出现进一步放松。

此次基准利率的单方面调整，也反映出央行的政策考虑：既期待通过下调贷款利率刺激投资、推动经济增长；另一方面，保持存款利率不变，在目前实际利率尚未转正之时，保护存款者的利益和稳定通胀预期，但若经济形势没有出现明显好转，不排除存贷款同时下调的可能。

2、准备金率调整更为灵活

6 月金融机构超额准备金率仅为 1.95%，达到 03 年以来的新低，其中国有商业银行超准率为 1.59%，股份制商行超准率为 1.83%，农信社超准率为 5.67%。资金面并不宽裕，为配合保增长的政策，预计准备金率在未来仍有下调的可能，而 17.5% 的准备金率也给央行调控的灵活性增加了空间。

3、预计信贷政策将逐步放松

三季度以来受翘尾因素以及食品价格同比下降的影响，通胀水平显著回落，从中期看来，本轮金融风暴对高位运行的能源价格、粮价和其他商品价格的进一步上涨有所抑制，通胀压力有所降低，随着未来经济增速趋势放缓以及不容乐观的国际经济形势，预计信贷政策将逐步放松。

4、较为积极的财政政策

去年我国的财政略有盈余，今年上半年财政收入也出现了大幅增长，即使考虑到下半年财政收入可能有所减少，但今年总体的财政收支状况仍将比较乐观，政府可能出台较为积极的财政政策用以刺激经济。

5、价格管制逐步放开

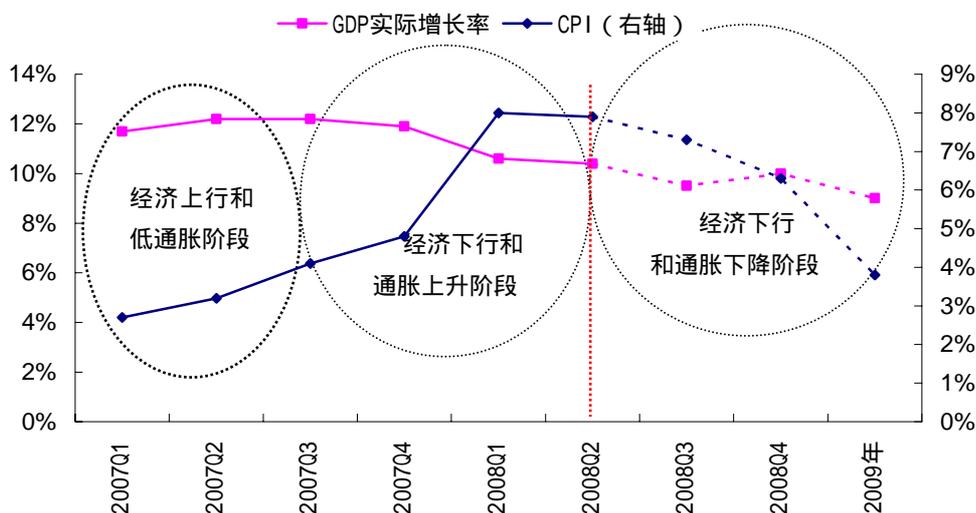
四季度国内通胀水平压力将大为减小，可能借此机会逐步放开价格管制，逐渐理顺要素价格机制。

二、经济下行和通胀下降周期中股市表现和寻找“早周期行业”

2007年3季度,中国经济达到本轮经济周期的高点。随后在宏观调控和外围经济增长减缓影响下,从2007年4季度开始,中国经济出现下滑趋势,但通胀却迅速上升,CPI直到2008年4月份才见顶,PPI可能于8月份才见顶,也即经济下行和通胀上升这一过程将延续到2008年3季度。4季度开始,中国通胀压力有所缓解,但经济可能仍处于下行趋势,虽然4季度GDP增长率较3季度可能有所反弹。那么,在经济下行和通胀下降这种双降宏观背景下,A股市场将如何表现?哪些行业存在投资机会呢?

当前中国宏观经济形势与1973-76年美国宏观经济比较类似,1973-76年美国经历了高增长/低通胀、增长放缓/高通胀、较低增长/通胀放缓、增长复苏/低通胀。中国已经经历了高增长/低通胀、增长放缓/高通胀这两个阶段,目前正处在较低增长/通胀放缓阶段。我们以该时期美国股市表现作为研究对象,研究在经济下行和通胀下降周期中股市表现以及行业投资机会,为当前A市场趋势判断和投资机会把握提供参考。

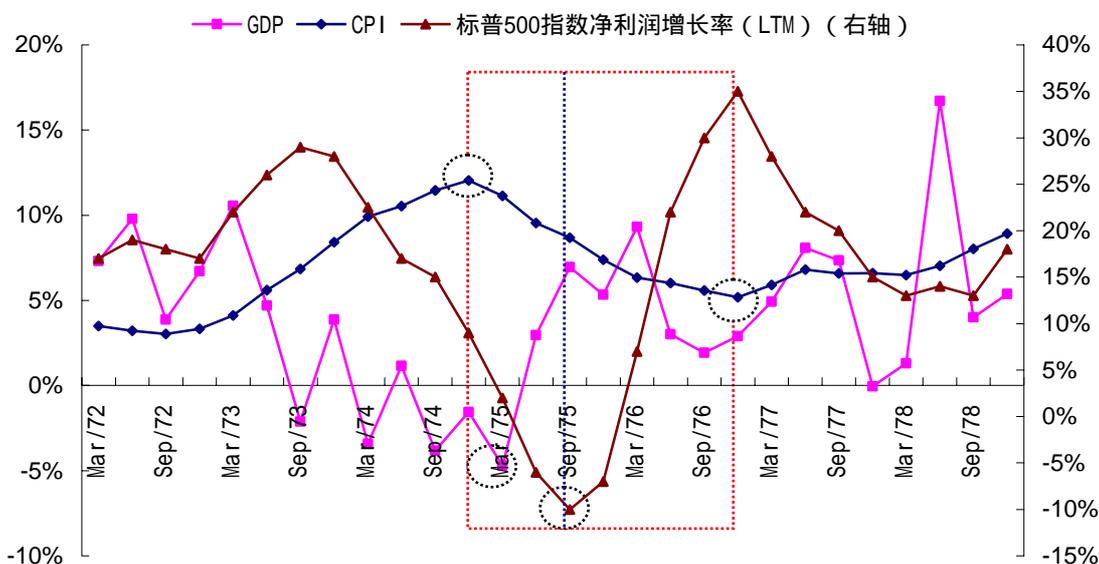
图表3 中国经济下行和通胀下降阶段



数据来源: Wind, 东吴基金。

(一) 1973 - 76年期间美国经济下行和通胀下降周期中股市表现

1974年底,美国CPI达到本轮通胀周期(1973-76)的顶点,1975年后CPI呈单边回落趋势,这一过程一直延续到1976年底。在通胀下降周期中,GDP低点出现在1975年一季度,标普500净利润增长率滞后两个季度于1975年三季度才出现低点,之后标普500净利润增长率呈单边上升趋势,在1976年底CPI达到低点的时候到达高点。为此,可以将该时期通胀下降期分成两个阶段:1)1974.12-1975.9为经济下行和通胀下降期;2)1975.9-1976.12为经济复苏上行和低通胀期。目前A股市场所面临的宏观经济类似于美国1974.12-1975.9这一经济下行(上市公司利润增长下滑)和通胀下降周期中。

图表 4 1973 - 76 年美国 GDP、CPI 和标普 500 净利润增长率走势


数据来源：中金公司，高盛，东吴基金。

在 1974.12 - 75.9 美国经济下行和通胀下降期间，标普 500 指数从低点反弹 22%。从大类部门看，该期间表现最好的是可选消费品，反弹 52.83%，接着依次是：电力（30.72%）、原材料（30.24%）、能源（29.4%）、工业（28.9%）、必需消费品（25.49%）、金融（15.82%）、信息技术（15.01%）和健康保健（-2.06%）。从子行业看：1）除家用电器表现一般之外，可选消费品其它子行业如：餐饮、传媒、汽车及配件、宾馆旅行社、纺织服装和零售业都有良好表现。2）原材料行业中钢铁、建筑材料继续延续通胀上行期间的良好表现。3）能源行业中煤炭行业反弹 147.83%，在通胀下降初期，煤炭行业继续表现良好。4）工业部门中重型电气设备由于受益于当时美国电力行业大投资影响，所以在整个通胀周期都有很好的表现。其它机械行业也都跑赢大盘获得超额收益。交通运输行业中铁路行业跑输大盘，但航空和公路明显跑赢大盘，主要受益于当时油价下跌。5）在通胀下降初期，必需消费品中的大部分子行业都获得超额收益。6）金融行业只有房地产、投资银行和经纪业跑赢大盘，保险和银行股远远跑输大盘。7）虽然信息技术整个行业跑输大盘，但通信设备和应用软件行业跑赢大盘。从历史看，通信设备和应用软件行业与经济增长呈现比较显著正相关性。

这里，简单提一下 1975.9-1976.12 经济复苏上行和低通胀期间的股市表现，为今后经济增长复苏/低通胀阶段的投资策略研究提供指引。该期间标普 500 指数继续反弹，反弹了 28%。从大类部门看，该期间表现最好的是信息技术，反弹 34.24%，接着依次是：电力（29.23%）、金融（27.27%）、能源（24.55%）、工业（23.83%）、必需消费品（19.74%）、原材料（19.43%）、可选消费品（15.29%）和健康保健（-1.47%）。在通胀下降到较低水平背景下，煤炭和农产品类股票都获得负收益。也即在低通胀背景下，上游资源品不是很好投资选择。

从美国经验看，在经济下行和通胀下降期间，可选消费品、必需消费品、机械、煤炭、房地产、证券、通信设备和应用软件等行业都能获得超额收益。因此，这些行业在经济下行和通胀下降期间的投资机会值得我们关注。而在通胀下行初期，银行、保险表现明显落后于大盘。在通胀明显下降周期中，煤炭和农产品等上游资源品则不是很好的投资选择。



图表5 1974.12—75.9 美国经济下行和通胀下降期间股市中各行业表现

行业名称	73-74年 涨跌幅	74.12-75. 9 涨跌幅	75.9-7 6.12 涨 跌幅	行业名称	73-74年 涨跌幅	74.12-7 5.9 涨跌 幅	75.9-76 .12 涨跌 幅
标准普尔 500	-41.92%	22.33%	28.13%	5、工业	-48.57%	28.90%	23.83%
1、可选消费品	-59.87%	52.83%	15.29%	生产资料	-49.53%	27.40%	24.18%
餐饮业	-61.53%	69.46%	13.02%	重型电气设备	25.91%	87.62%	55.18%
传媒	-66.47%	67.36%	30.82%	建筑机械、农业机 械及重型卡车	-32.61%	35.46%	33.23%
汽车及配件	-61.32%	64.21%	48.83%	工业机械	-61.10%	30.30%	52.30%
宾馆、邮轮、旅行社	-73.97%	54.31%	33.46%	交通运输	-42.97%	10.16%	52.67%
耐用消费品及服装	-58.64%	48.42%	-6.03%	铁路运输业	0.19%	-1.68%	46.50%
家用电器	-51.77%	23.47%	-2.00%	航空客运	-76.19%	57.94%	63.62%
鞋类	-78.57%	124.98%	33.34%	公路运输业	-83.21%	70.32%	73.30%
纺织品	-86.75%	482.16%	-42.19%	6、必需消费品	-62.65%	25.49%	19.74%
家具及室内装潢	-88.96%	133.61%	85.62%	食品及基本品零售	-58.68%	67.62%	12.89%
零售业	-62.39%	31.35%	22.32%	食品零售	-53.15%	69.49%	8.17%
家居用品零售	-42.53%	17.79%	9.04%	药品零售	-64.04%	65.04%	19.16%
分销商及批发商	-47.92%	40.43%	10.61%	食品分销商	-68.55%	75.56%	-11.12%
百货	-62.98%	23.98%	18.47%	大型超市	-72.86%	164.64%	22.34%
服装零售	-72.55%	65.61%	47.05%	食品饮料	-57.57%	36.69%	24.65%
2、电力	-52.97%	30.72%	29.23%	农产品	47.42%	102.23%	-7.57%
3、原材料	-29.55%	30.24%	19.43%	包装食品及肉类	-52.54%	36.11%	46.70%
钢铁	-7.58%	51.90%	33.41%	啤酒和麦芽酒	-54.09%	24.08%	-29.95%
建筑材料	-15.10%	40.72%	59.62%	白酒及葡萄酒	-71.91%	41.99%	33.50%
纸业	-19.35%	56.65%	30.24%	7、金融	-56.77%	15.82%	27.27%
铝业	-24.84%	36.48%	42.77%	房地产	-61.25%	56.71%	38.48%
金	-35.50%	33.56%	10.55%	投资银行与经纪业	-66.67%	56.63%	56.93%
4、能源	-26.84%	29.40%	24.55%	保险	-53.65%	5.65%	25.87%
煤炭	-21.53%	147.83%	-11.11%	银行	-49.01%	1.48%	30.16%
综合性石油及天然气	-33.90%	39.34%	23.31%	8、信息技术	-52.41%	15.01%	34.24%
				通信设备	-70.30%	35.63%	58.98%
				应用软件	-44.33%	34.26%	151.03%
				9、健康保健	-30.15%	-2.06%	-1.47%
				制药与生物技术	-26.62%	-4.23%	-2.75%

数据来源：中金公司，东吴基金。

那么，以上各部门股价表现是否与盈利增长表现出一定相关性？在 1973—76 年这轮通胀周期中，标普 500 利润增长率呈现出“V”型走势，其中高点出现在 1973 年 9 月，低点出现在 1975 年 9 月，高点出现在 1976 年 12 月。

而标普 500 股价也基本呈现出“V”型走势，其中股价高点要领先盈利增长高点 8 个月，股价低点要



领先盈利增长低点 12 个月，但股价高点 与盈利增长高点 一致，都是出现在 1976 年 12 月。从 73 年这轮通胀周期经验看，标普 500 股价领先上市公司业绩增长三个季度左右，这为我们判断 A 股市场什么时候反转提供一个依据。

对于部门而言，能源和原材料部门利润增长率的高点 和低点要滞后标普 500 三个月至 9 个月，但高点 与标普 500 一致。工业部门盈利周期与标普 500 一致。可选消费品和必需消费品利润增长率的高点 与标普 500 一致，但低点和高点 要领先标普 500 六个月。健康保健和信息技术只有利润增长率高点 领先标普 500 三个月。金融行业利润增长率高点 领先标普 500 三个月，但低点要滞后标普 500 三个月。公用事业整个盈利增长周期要领先标普 500 六个月以上。**从美国经验看，当利润增长触底反弹的时候，从行业利润触底反弹先后次序是，可选消费品、必需消费品和公用事业利润增长率先反弹（公用事业行业盈利增长跟当时美国电力大投资有关系，有特殊性），工业、健康保健和信息技术行业利润增长与市场整体利润增长一致，而金融、能源和原材料行业利润增长反弹要滞后市场整体利润增长一个季度反弹。**

结合前面各行业在经济下行和通胀下降周期中股价表现，可选消费品、必需消费品和公用事业属于“早周期行业”，即在经济下行过程中利润增长会率先反弹，股价在经济下行和通胀下降周期中表现较好。而金融、能源和原材料行业更有可能是“后周期行业”，即在经济下行过程中利润增长要滞后市场整体一段时间再反弹，股价表现也相对滞后。

我们知道消费是美国经济增长主要推动力，因此，经济复苏早期阶段因消费者支出增加而受益的行业其利润最有可能率先反弹，这些行业主要集中在可选消费品和必需消费品上。美国经验可以为 A 股市场投资策略提供线索，即率先拉动经济复苏增长的行业将有望成为“早周期行业”。

图表 6 70 年代美国股市盈利增长周期和股价周期

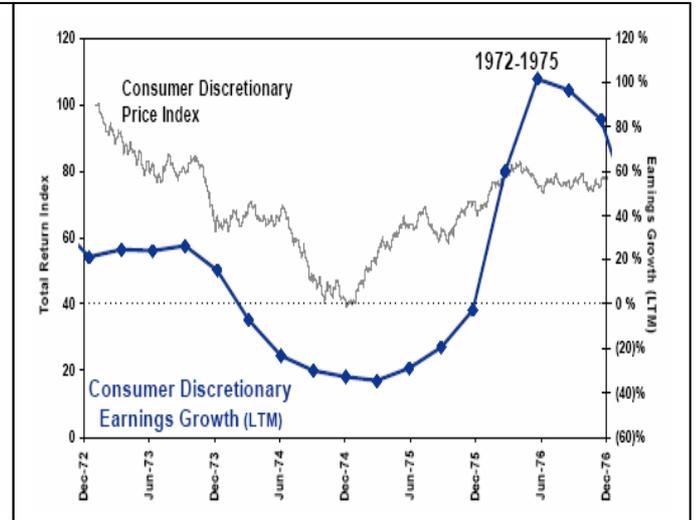
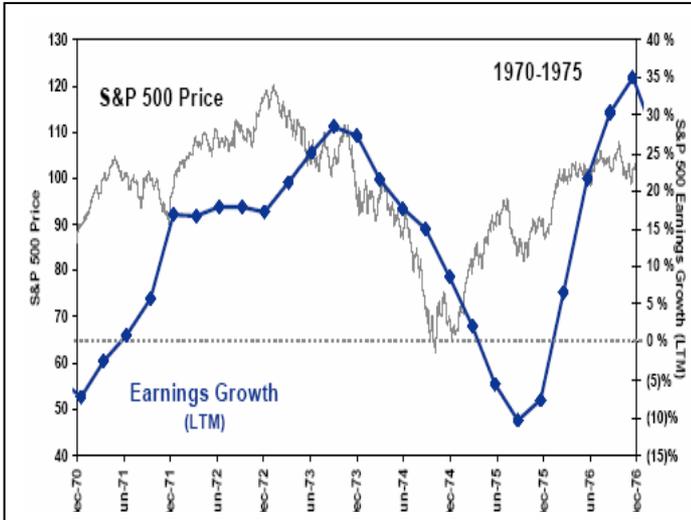
	盈利增长周期			行业盈利增长高点低点领先/滞后标普盈利 500 -n/+n 个月			行业股价高点低点领先/滞后盈利周期高点低点-n/+n 个月		
	高点	低点	高点	高点	低点	高点	高点	低点	高点
标普 500	Sep-73	Sep-75	Dec-76				-8	-12	0
能源	Jun-74	Dec-75	Dec-76	9	3	0	-6	-15	0
原材料	Dec-73	Dec-75	Dec-76	3	3	0	-2	-15	-8
工业	Sep-73	Sep-75	Dec-76	0	0	0	-2	-12	-3
可选消费品	Sep-73	Mar-75	Jun-76	0	-6	-6	-9	-6	-2
必需消费品	Sep-73	Mar-75	Jun-76	0	-6	-6	-8	-6	-13
健康保健	Sep-73	Sep-75	Sep-76	0	0	-3	-6	-12	-15
信息技术	Sep-73	Sep-75	Sep-76	0	0	-3	-7	-12	0
金融	Jun-73	Dec-75	Dec-76	-3	3	0	4	-15	0
公用事业	Mar-73	Mar-74	Sep-75	-6	-18	-15	-2	6	15

数据来源：高盛，东吴基金。



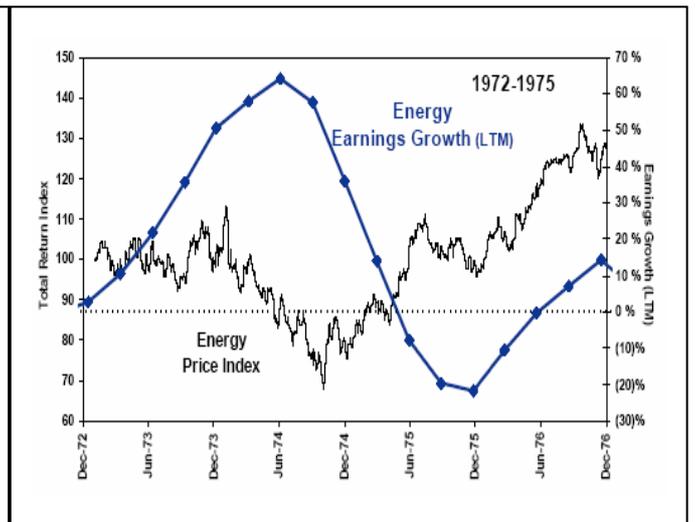
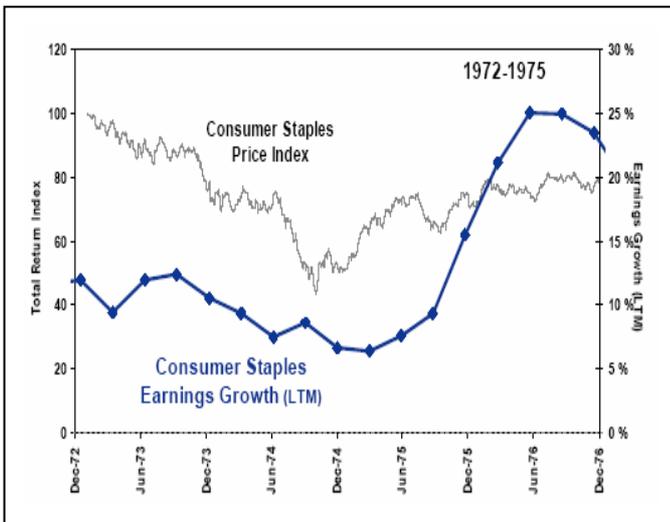
图表 7 70年代标普500盈利增长周期与股价走势

图表 8 70年代可选消费品盈利增长周期与股价走势



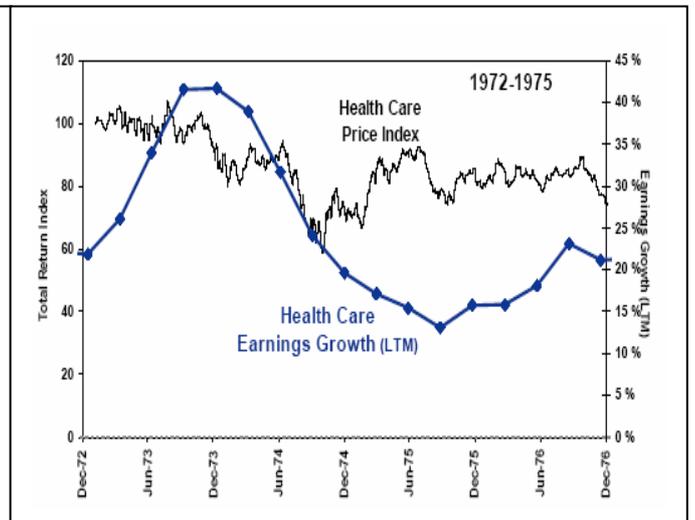
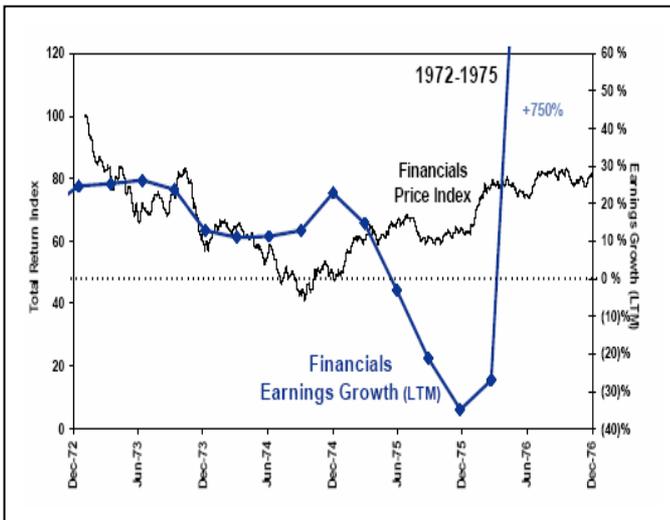
图表 9 70年代必需消费品盈利增长周期与股价走势

图表 10 70年代能源行业盈利增长周期与股价走势

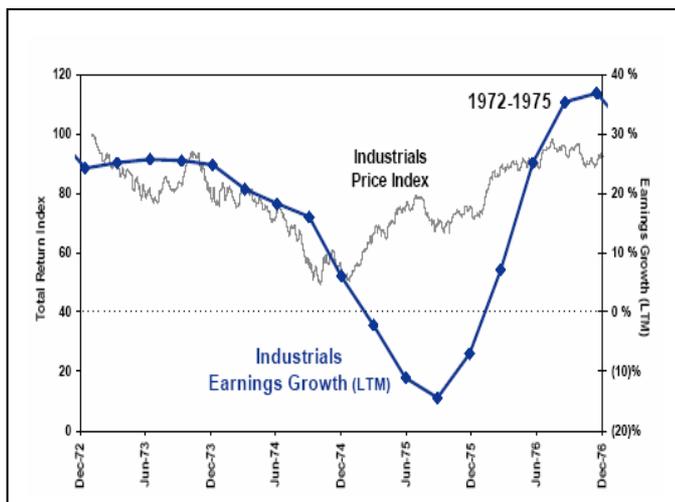


图表 11 70年代金融行业盈利增长周期与股价走势

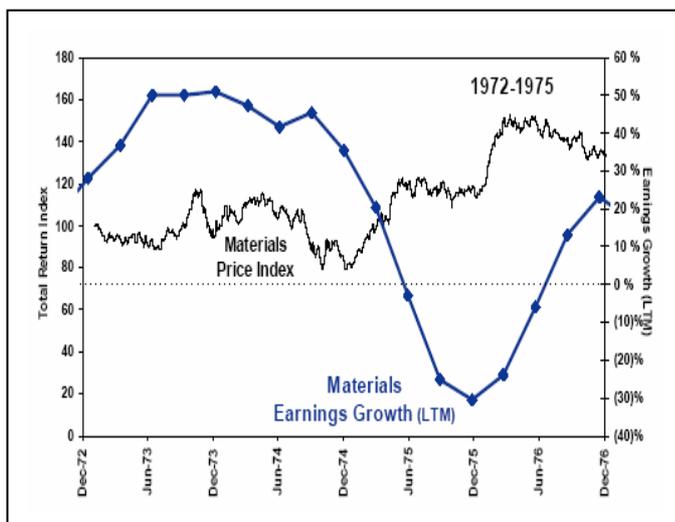
图表 12 70年代健康保健行业盈利增长周期与股价走势



图表 13 70年代工业盈利增长周期与股价走势

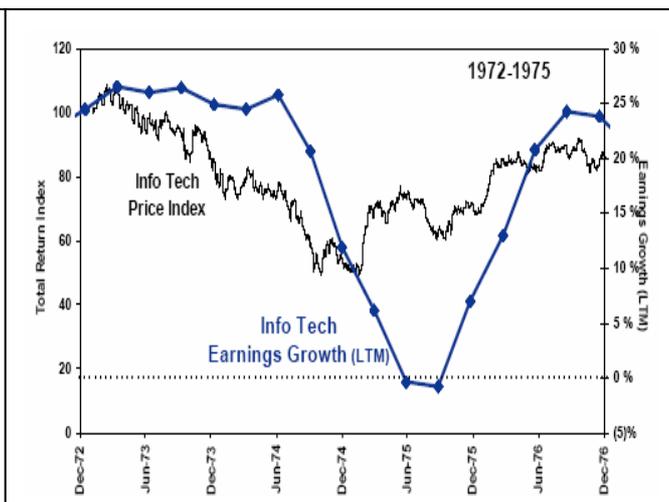


图表 15 70年代原材料盈利增长周期与股价走势

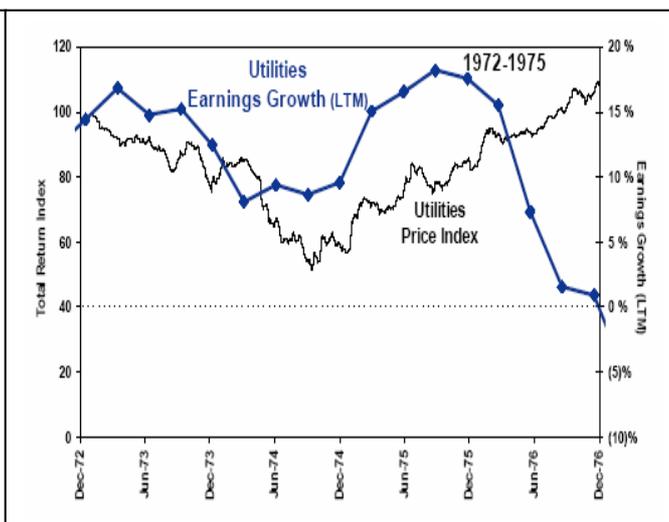


数据来源：高盛，东吴基金。

图表 14 70年代信息技术盈利增长周期与股价走势



图表 16 70年代公用事业盈利增长周期与股价走势



(二) 寻找“早周期行业”

当前中国经济可能进入通胀缓解和经济下行周期中，随着通胀压力的缓解，政策导向将逐步转向保经济增长。在此背景下，可以从以下两个角度去寻找“早周期行业”：1) 保（或称拉动）经济增长的先导型行业有望拉动本行业和下游行业景气率先反弹，从而使这些行业成为 A 股票市场的“早周期行业”。2) 在经济下行和通胀缓解过程中，下游行业可能受益于上游原材料价格回落，但也会受到需求下滑的影响，如果成本下降的正面影响大于需求下降的负面影响，那么这类行业也有可能成为“早周期行业”。

1992 年，中国经济在大规模基础设施建设拉动下启动，能源、交通、通信设施等瓶颈领域的先导性行业景气率先上升，并拉动电力、钢铁、机械、汽车、造船、化工、电子、建材等中游行业景气的上升。随着经济的快速增长，居民收入水平大幅上升，消费需求年均增速高达 25%。居民收入水平的提升直接拉动消费服务类行业景气的上升。

2002 年，以消费升级为主，房地产、汽车以及电子通讯等先导性行业景气率先上升，并带动机械装备制



造、钢铁、化工、有色、建材等中游行业景气上升，并传导到煤炭、石油、电力等上游能源类行业。

2006年，中国经济转向投资和出口两轮驱动的增长模式，出口旺盛的需求，大大减轻了2003-04年新建产能过剩的压力，同时也拉动中国经济进入新一轮快速增长。在这轮经济增长中，中游行业：机械、石化、钢铁、有色、建材等行业景气得到进一步提升。

从历史看，房地产、汽车、基础设施以及消费电子等行业通常被作为拉动中国经济增长的先导型行业，而出口加速了国内需求对经济增长的拉动作用。从目前看，美国经济减缓已经传导到欧洲经济体，进一步减缓了中国出口增速，出口拉动中国经济增长逐步趋弱。因此，保经济增长的动力将来自于国内内需。从最近几个月数据看，房地产行业投资增速已出现下滑趋势。汽车行业与居民收入相关性较高，今年股市大幅下跌，汽车销量已不如去年火爆。

今年前8个月，城镇固定资产投资名义增速27.4%，拉动投资增长的主要行业是：1) 农林牧渔业和采矿业；2) 制造业中的化学原料及化学制品制造业、医药制造业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业和交通运输设备制造业；3) 第三产业主要集中在基础设施，如：铁路运输、水利管理业、环境管理业和公共设施管理。

从政策导向看，我们判断，农林牧渔和基础设施行业，如：铁路运输、水利管理业、环境管理业和公共设施管理等行业投资增速有望继续保持。加大基础设施行业的投资力度，将有利于原材料和投资品行业，因此，原材料和投资品中部分行业有可能成为“早周期行业”，如建筑建材等行业。

图表 17 主要行业固定资产投资增速

行业名称	2008-08 投资比重	累计同比增长 (%)			
		2006年	2007年08月	2007年	2008年08月
全国	100%	24.5	26.7	25.8	27.4
农林牧渔业	1.51%	30.7	42.9	31.1	63.5
采矿业	4.36%	28.9	20.3	26.9	37.2
制造业	32.71%	29.4	35.7	34.8	33
纺织业	1.19%	21.1	25.9	20.9	4.9
化学原料及化学制品制造业	3.35%	19.9	32.1	38.1	41
医药制造业	0.74%	8	7.6	10.2	30.5
非金属矿物制品业	2.82%	33	49.6	50.8	47.8
黑色金属冶炼及压延加工业	2.24%	-2.5	12.9	12.2	26.7
有色金属冶炼及压延加工业	1.29%	27.9	29.2	34.9	48.3
通用设备制造业	2.25%	52.9	55.7	49.4	36.8
专用设备制造业	1.63%	39.8	56.1	55.7	41.8
交通运输设备制造业	2.70%	25.2	35.4	38.5	47.2
电气机械及器材制造业	1.61%	45.6	44.7	44.9	46.1
通信设备、计算机及其他电子设备制造	1.74%	38.7	27.6	24.3	15.3
电力、热力的生产与供应业	5.98%	11.1	11.5	8.7	10.2
建筑业	0.93%	50.1	32.3	48.5	0.1
交通运输、仓储和邮政业	9.20%	25.7	16.4	14.4	11.7
铁路运输业	1.80%	60.9	3.4	20.2	27.9
道路运输业	4.71%	12.5	13.3	6.5	4.4



城市公共交通运输业	0.87%	61.1	31.7	35.1	29.2
水上运输业	0.80%	27.6	17.2	11.8	13.2
房地产业	24.81%	25.4	32	32.2	30.5
水利管理业	0.85%	13.6	21.3	19.1	30.9
环境管理业	0.48%	33	37.4	42.7	44.8
公共设施管理业	6.64%	23	22.7	21.3	34.8

注：红色标记的行业表示投资增速有所提升；蓝色标记的行业表示投资增速有所减慢。

数据来源：Wind，东吴基金。

从静态测算看，在不同产业链中，上游原材料成本的下降对下游行业净利润都有不同幅度的提升作用。在原油产业链中，如果原油价格下跌 10%，则玻璃制造行业净利润增加 94%。在成品油产业链中，成品油价格下降对航空业净利润提升作用也非常显著，但对航运影响相对较小。在钢铁产业链中，钢铁价格的下降对电源设备、船舶制造、机床、空调和商用客车净利润都有比较明显的提升作用。在煤炭产业链中，煤炭价格下跌 10%，火电行业净利润增长 242%，影响非常巨大。煤炭价格下跌对水泥制造行业正面影响也比较大。在电力产业链中，在通胀下降周期中，电力价格还有上调的可能，水泥制造、铝、造纸和铜受电力价格上调负面影响偏大些。在粮食产业链中，粮食价格下跌 10%，黄酒和啤酒净利润增加 40%左右，对白酒净利润提升相对较小。

从目前来看，原油、成品油、钢铁、煤炭和粮食大宗商品价格下跌的可能性比较大，因此，对于这些产业链中的下游行业，如果需求没有出现明显下滑的话，那么下游行业将会受益于成本下降。对于投资策略，可以重点关注一下受益于上游成本下降并且需求还比较稳定的下游行业，如：玻璃制造、航空、电源设备、火电、水泥制造、黄酒和啤酒等。

图表 18 原材料成本下降对行业净利润影响

行业	玻璃制造	石油加工				
原油对净利润的影响 (10%)	94%	-31%				
行业	航空	公路	航运			
成品油对净利润的影响 (10%)	116%	19%	6%			
行业	电源设备	船舶制造	机床工具	空调	商用客车	建筑机械
钢铁对净利润的影响 (10%)	86%	26%	24%	24%	22%	14%
行业	火电	水泥制造	玻璃制造	普钢	铝	
煤炭对净利润的影响 (10%)	242%	51%	17%	14%	5%	
行业	水泥制造	铝	造纸	铜		
电力对净利润的影响 (10%)	32%	19%	11%	10%		
行业	黄酒	啤酒	白酒			
粮食对净利润的影响 (10%)	40%	35%	7%			

数据来源：申万研究所。

三、市场资金有所好转

资金需求：2008 年四季度限售股解禁市值要比三季度大。从历史经验看，管理层将视市场行情确定 IPO 发行速度。从目前政策取向看，国有上市公司有望延迟大小非减持时间。从当前政策环境看，“小非”可能是市场解禁主力。资金供给：A 股市场上上市公司回购和增持力度有望加强。虽然目前机构持仓比例较低，场外

资金不少，但在基本面尚未明朗之前，资金入市速度仍然趋缓。

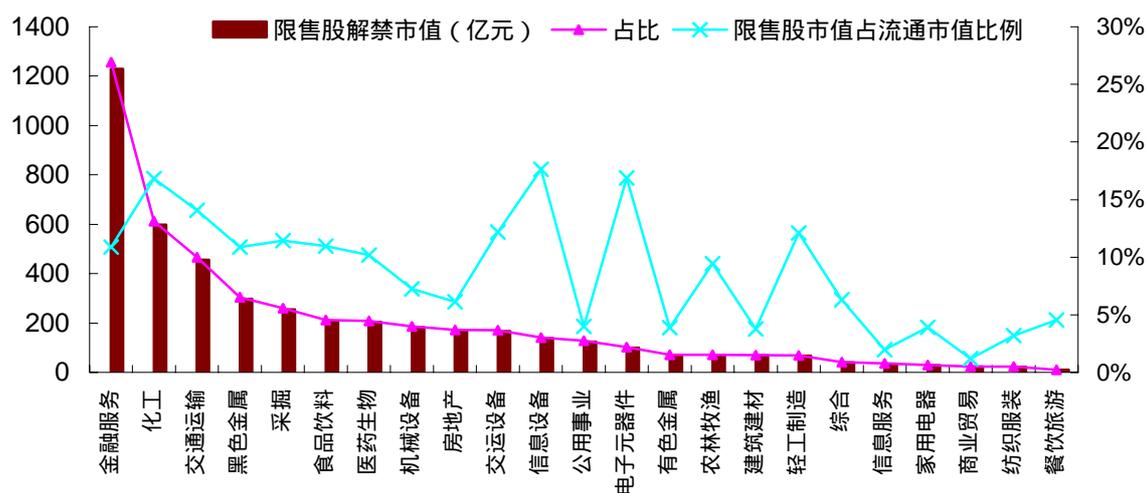
（一）限售股解禁压力比较大

2008 年四季度 A 股限售股解禁市值预计有 4560 亿元左右，其中 10、11 和 12 月份解禁市值预计为：900、1280 和 2380 亿元。总体上看，四季度限售股解禁压力还是比较大的。

从行业看，金融服务、化工、交通运输、黑色金属和采掘业限售股解禁市值绝对量对市场影响最大，限售股解禁市值占比分别为：26.95%、13.12%、9.99%、6.52%和 5.59%，合计为 62.15%。而信息设备、电子元器件、化工、交通运输和交运设备限售股解禁市值占流通市值比例排名居前，分别为：17.63%、16.88%、16.82%、14.06%和 12.19%，这些行业受限售股解禁影响相对较大。

从个股看，中国石化、海通证券、中国太保、中海发展、泸州老窖、上海汽车、中兴通讯和长江证券限售股解禁市值在 100 亿以上，合计占四季度限售股解禁市值比例 47%，这 9 只股票限售股解禁对市场整体影响较大。

图表 19 2008 年四季度 A 股市场限售股解禁市值行业分布



数据来源：东吴基金，Wind。

（二）资金潜在供给有所好转

统计显示，344 只基金二季度末持有股票市值 1.27 万亿元，占净值比例 60.58%，比一季度末下降了 8.98 个百分点；持有现金 4500 亿，占净值比例 21.3%。基金仓位继续下降，基金手中持有现金有所增加，基金持有的现金占 A 股流通市值接近 10 个百分点，这些钱都是 A 股市场未来潜在资金供给源。

自从国资委明确表示鼓励央企增持上市公司股份，以及证监会出台了一系列规范上市公司增持或回购行为制度规定以来，共有 53 家上市公司发布了大股东增持股份的公告，9 家上市公司发布了高管增持股份的公告。统计显示，此次增持金额在 19 亿元左右。大股东增持上市公司股份的个股多数分布于房地产、机械、元器件、钢铁、银行等几个行业；新兴铸管、山西焦化、海信电器等 8 家公司大股东增持股份占公司总股本的比例均超过了 1%，其余 20 家公司大股东增持比例在 0.1%-1% 之间，25 家公司大股东增持比例在 0.1% 以内。9 家高管增持股份的上市公司中，新大州 A、鹏博士和北京城乡三家众高管增持股份合计均在 40 万股



以上，其余 6 家高管增持股份在 1-39.27 万股之间。大股东和高管增持不仅给市场带来新的资金供给，而且也给市场带来信心。

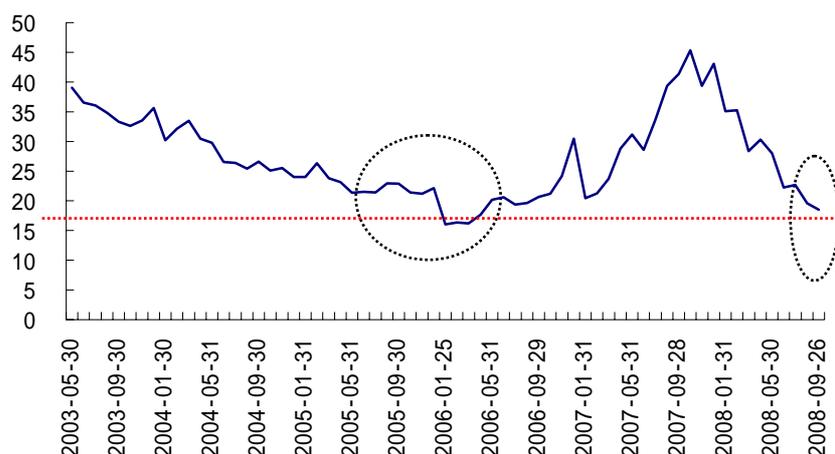
从资金潜在供给来看，事实上市场缺的不是资金——基金低仓位、大股东和高管增持股票、20 万亿的居民储蓄存款等，但在外围金融市场尚未稳定，国内宏观经济走势尚不明朗背景下，目前资金做多的意愿还不是很强烈。不过实体资金不断增持上市公司股票，在一定程度上也反应当前 A 股市场估值已处于一个比较安全区域。我们认为，目前估值水平将逐步吸引长期价值投资者入场，从而给市场提供新的资金供给。

四、估值进入安全区域

（一）A 股市场估值

截至 2008 年 9 月 26 日，剔除亏损股，A 股市场静态和动态 PE 分别为：18.51 和 14.71 倍；沪深 300 分别为：17.65 和 14.53 倍。与历史 A 股估值比较，2005 年当上证指数跌破 1000 点时，当时 A 股市场对应的 PE 为 21.5 倍（以 2005 年业绩计算）。2003 年以来，PE 最低点出现在 2006 年初，16 倍 PE（以 2006 年业绩计算）。与历史估值比较，当前 A 股市场整体估值水平已进入安全区域了。

图表 20 A 股市场 pe 走势



注：2008 年前 A 股市场 pe 以当年业绩计算，2008 年以后以 2007 年业绩计算。

（二）行业成长与估值

我们仍然应用东吴行业轮动识别模型，来前瞻四季度行业投资机会。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，据此寻找四季度具有估值优势的行业。

1、稳定增长型行业分类

根据东吴行业轮动识别模型，以 2008 年 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 PE 从低到高排序，这类行业有：银行、房地产、造纸。
- 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 PE 从低到高排序，这类行业有：商业、通信设备、医药、酒店旅游、食品、软件及服务、农业、传媒、饮料。
- 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 PE 从低到高排序，这类行业有：元器件、家电。
- D 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，并且估值水平高于稳定增长型行业整体 PE。按 PE 从低到高排序，这类行业有：纺织服装、计算机硬件、保险。

从 PE 角度看，稳定增长型行业中可以重点关注以下行业（按 PE 从低到高排序）：**银行、房地产、造纸、商业、通信设备、医药、酒店旅游、软件及服务、传媒、饮料**。随着市场下跌，这些行业估值水平也出现较大幅度的下落，由于成长性相对稳定，可能是市场较好的防御型投资品种。

2、周期型行业分类

根据东吴行业轮动识别模型，以 2008 年 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 PE 从低到高排序，这类行业有：航运、钢铁、交运设备、建材、有色、工程机械、通用机械、煤炭。
- 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 PE 从低到高排序，这类行业有：化工、电力设备、建筑、民航、陆上运输、港口。
- 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 PE 从低到高排序，这类行业有：汽车及配件。
- 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 PE 从低到高排序，这类行业有：石油、证券、电力。

从 PE 角度看，周期型行业中可以重点关注以下行业（按 PE 从低到高排序）：**航运、钢铁、建材、机械、有色、化工、电力设备、煤炭、证券**，这些行业存在超跌反弹的可能。

五、2008 年四季度市场走势判断

虽然，目前 A 股市场处在经济下行和通胀下降周期中，但四季度 A 股市场有望迎来宏观经济政策拐点和经济短暂反弹，此外，政府对股市支持的力度也有所加强。我们判断，四季度 A 股市场存在反弹的可能，至于反弹高度，将取决于美国金融危机危害的广度、中国政府保经济增长的力度和对股市支持的强度。

目前上证指数对应的 2008 年动态 PE 要明显低于 2005 年 1000 点时的动态 PE，也低于 2000 年以来估值水平，并且 1800 点政府出台三大利好政策，1800 点这一政策底有望成为 2008 年 A 股市场运行底部区域。

上证指数从 2007 年 10 月中旬 6124 点跌到近期 1802 点这一低点，虽然跌幅巨大，但由于宏观经济的低谷和企业盈利下滑幅度需要一个确认过程，另外大跌之后市场信心恢复也需要一段时间，因此，四季度甚至更长时间，市场存在反复震荡的可能。市场将等待此次全球金融危机的过去，等待中国通胀的明显下降和经济的复苏。



第三篇 投资策略

一、投资主线

当前中国通胀压力虽然有所缓解，四季度宏观经济可能反弹，但经济下行趋势比较明显，因此对于四季度的投资策略，继续以防御策略为主，并寻找“早周期行业”，重点关注以下三条主线的投资机会：

第一条投资主线是对宏观经济波动敏感性低，并且盈利增长确定性高的行业，重点关注：商业零售、饮料、医药、钾肥、软件、通信设备和电力设备。

- 历史经验表明医药是消费类中的核心资产，人均 GDP2000 美元之后，消费大类里医药的长期增长最为确切。就诊率、医药服务价格、政府管制仍是行业主导因素，因此医药行业是抵御通胀最好的行业之一。医改预计政府对医药行业需方每年增加投入 700-1200 亿元，为医药行业收入增加 20%。
- 我国零售业继续保持高景气的态势，但美国次贷危机诱发的包括我国在内的全球经济下滑预期，也引发了投资者对我国消费以及零售行业的担心。不过，我国支撑消费强劲增长的诸多因素仍然存在，因此，作为消费产业链中拥有稀缺性渠道价值的零售企业，具备更强的抗周期性。维持行业“推荐”的投资评级，并看好具有估值优势的百货和超市类股。
- 在国内宏观经济增速放缓、生产要素成本上涨背景下，中国企业在信息化投入上有所加大，软件行业收入增长趋势向上，盈利能力也持续提升，业绩增长确定性高，是很好的防御型投资品种，重点关注行业龙头。
- 为了争取 3G 市场主动权，国内各大运营商势都加大和加快了 3G 的投资力度，预计这种趋势将会延续到 2010 年。对于国内通讯设备商而言，未来 2-3 年内盈利增长相对比较确定。并且随着三季度股价的调整，通讯设备行业投资吸引力更加突出。

第二条投资主线是受益于政策支持的行业：1) 受益于积极财政政策拉动的基建、铁路建设以及技术改造带来的投资机会，重点关注建筑、建材、机械；2) 受益于价格改革的电力行业。

- 建筑行业将受益于基建投资拉动，关注铁路基建公司及水利水电基建公司。
- 下游需求下滑导致水泥行业景气下降，但可关注西部水泥龙头公司。
- 三季度钢材价格有所回落，预计四季度成本压力减轻将会提高机械行业毛利率，但是需求的回落趋势已经显现，我们认为相对于成本而言，需求是更具决定性的因素，因此维持机械行业“中性”投资评级。投资机会：考虑到机械行业尤其是工程机械行业的估值水平已经较低，在四季度成本压力改善以及灾后重建因素利好拉动下，可能会反弹形成交易性投资机会，建议短期重点关注三一重工、中联重科。铁路大投资线索下，建议长期关注中国南车。
- 随着国内通胀压力减缓，为了理顺资源价格，政府可能择机逐步放开价格管制，电力行业可以关注。

第三条投资主线是估值具有一定安全边际，存在超跌反弹的交易性投资机会，重点关注：银行、地产、煤炭、钢铁、有色。

- 次贷引发的间接风险尚未完全释放，国内宏观经济也面临转型，银行业将承受国内外景气环境变化带来的负面冲击。



- 四季度房地产行业景气将持续下滑，操作上建议观望。
- 钢铁股的投资机会还没到来，要等待宏观经济好转和调控政策放松带来的对钢铁产品需求的增加。如果没有政策方面的驱动，我们认为投资机会来自于公司价值大幅低估后的修正。
- 目前有色金属的需求增速下滑，库存增加明显，行业战略性投资机会尚未来临，但可以关注铜和金价格反弹以及公司资源价值重估带来的交易性投资机会。

二、重点行业

1、医药——期待医改全面启动

行业评级：推荐

近期可能发生行业关键变化有：1) 医改细则 10 月最后一次征求意见稿表明医改即将全面启动；2) 新药审评方式改变，审评速度将明显加快；3) 基本用药目录推行，强化政府价格管制类药品的“产、供、销”监管；4) 医院收支两条线管理在江苏等地试点。

四季度，乃至到此轮中国经济周期复苏前，医药业都将是国内证券市场的重要投资主题，我们从历史经验、估值、盈利预测、二级市场走势四个方面加以证明。

历史经验表明医药是消费类中的核心资产：

1) 人均 GDP2000 美元之后，消费大类里医药的长期增长最为确切，10%左右，高于住房、交通、电讯开支消费，更高于快速消费品。美国 60 年代医改以来年均医疗费用支出高于年均 GDP 增长 36%；占 GDP 的比例由 5%提高到 15%。中国医药业政府管制较多，增速不会有那么快，但是从现在开始也会明显超过 GDP 增速。

2) 就诊率、医药服务价格、政府管制仍是行业主导因素，因此医药业是抵御通胀最好的行业之一。

3) 兼有医改政策支持，医改预计政府对医药行业需方每年增加投入 700-1200 亿元，其中一半左右预计增加到药品消费，对行业贡献增量 20%以上，而且离消费饱和还非常遥远。

4) 目前的行业风险是政府价格管制范围扩大及环保标准提高。

估值方面，美国 96 年以来医药股相对大盘溢价率与净利润增长呈显著的正相关，而且提前于净利润增长 1 年左右，平均市盈率 20-60 倍，平均溢价率 60%左右。

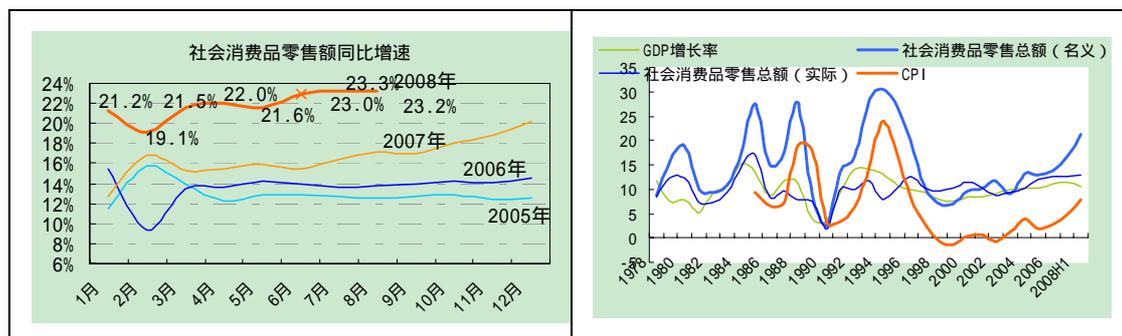
盈利预测与二级市场走势上，据万得统计，扣除非经常损益后，50 多家医药公司在 2200 点时对应 08、09、10 年三年盈利预测增长 42%、29%、26%，对应预期 PE 分别为 24、19、15 倍，从 09 年看，盈利预测向下调整空间也很小，估值与国际已接轨，横向、纵向估值优势已经出现。而且 8 月、9 月是此轮熊市以来第二次连续 2 个月医药指数落后大盘，因此我们坚持看好四季度医药股的走势。

重点关注：双鹭药业、恒瑞医药、通化东宝、华东医药。

2、商业零售——宏观经济下滑预期对行业影响相对较小

行业评级：推荐

在高通胀的刺激下，我国零售业持续偏旺，2008 年 1~8 月份全国社会消费品零售总额达 6.84 万亿元，同比增长 21.9%，扣除物价因素后的实际增速也逐月创新高，显示出我国消费保持强劲增长态势。5 月份受地震因素和黄金周缩短的影响，重点零售企业销售增速明显下滑，但自 6 月份开始出现大幅度反弹，至 8 月份，尽管通胀水平显著下降，但零售业的实际增速仍达到近 17% 的高点。这表明股市的大幅下挫带来的居民财富缩水以及高通胀（而非恶性通胀）对居民消费并没有带来多大负面影响，我国零售行业仍处于以居民收入持续高增长及高储蓄率为核心推动力的消费升级时期。

图表 21 社会消费品零售总额同比增速


数据来源：国家统计局，东吴基金

在高景气的行业发展环境下，2008年上半年，零售类上市公司整体收入较上年同期增长24%左右，净利润同比增长近30%，而扣除投资收益后的净利润同比增长率达到了50%左右。零售类上市公司业绩的持续、稳定增长使得该板块的股价自年初以来表现出较强的抗跌性。

美国次贷危机诱发的包括我国在内的全球经济下滑预期，也引发了投资者对我国消费以及零售行业的担心，对此，我们持谨慎乐观态度。根据我们对发达国家和我国历史上经济下滑时期中零售行业发展的研究，认为我国经济若出现明显下滑，居民收入增速无疑会下降，这将对耐用消费品及相关零售子行业构成抑制作用，而对非耐用消费品及相关零售子行业影响相对较小。同时，应该注意到我国居民具有高储蓄率低负债的特点，我国目前拥有超过20万亿元居民存款余额的财富存量，并且人口红利、高城市化率这些长期因素仍然存在，加之我国贫富差距形成的二元型消费群体结构，使得我国消费——不管是大众化消费还是高端消费，受经济下滑影响有限。投资及出口增速的减退，反而会增强消费在我国经济增长中的地位。而作为消费产业链中拥有稀缺性渠道价值的零售企业，具备更强的抗周期性。

随着市场整体性下跌，零售板块此前的高估值压力得到缓解，优质零售类个股08年的市盈率已经进入20~25倍的长期估值中枢。鉴于第四季度为传统商业旺季，我们认为股价的下跌甚至超跌，为我们战略性买入并持有长期成长性明确的优质零售类公司提供了较好条件。维持行业“推荐”的投资评级，并看好具有估值优势的百货和超市类股。

重点关注：广百股份、百联股份、鄂武商A、武汉中百、东百集团。

3、软件服务业——增长稳定、强者恒强

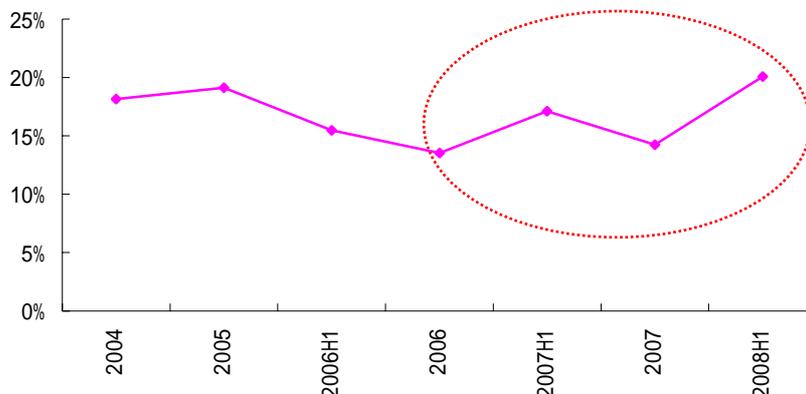
行业评级：推荐

中国软件的出口仅占行业总收入11.8%，美国和其它经济体经济增速下滑对中国软件行业影响有限。中国软件行业仍然是一个以内需为主的行业。在国内宏观经济增速放缓、生产要素成本上涨背景下，中国企业在生产经营中面临严峻挑战，在信息化投入上有所加大，以提高生产效率和节约成本。

在目前宏观经济下行背景下，软件行业收入增长趋势向上，盈利能力也持续提升，业绩增长确定性高，是很好的防御型投资品种。从软件行业历史股价走势看，比如：用友软件，四季度和下一年一季度通常是股价表现最好的时候。这背后说明一个道理，对于业绩增长确定并且稳定较快成长的公司而言，年底业绩增长预期兑现和对新一年业绩预期通常是公司股价表现最好的时候。因此第三季度的调整，可能是买入的好时机。



图表23 2008年上半年软件行业上市公司收入增长趋势向上



注：收入增长以中国软件、用友软件、东软集团、浪潮软件、浙大网新和宝信软件为样本统计计算。

国内软件行业在经过多年发展后，不少龙头企业的销售渠道建设和客户积累已经初具规模。这些公司无论是从销售收入、技术实力和盈利能力上都优于刚进入行业规模较小的公司，未来行业将呈现“强者恒强”的格局。龙头公司将还将通过收购兼并的方式提高行业集中度。

重点关注：用友软件。

4、通信设备制造业——分享 3G 投资盛宴

行业评级：推荐

2008年8月份中国电信开展C网一期招标，市场传言华为将在全国大范围内赠送设备，从而强势进入C网市场。市场担心华为低价策略，将会降低其它设备商C网毛利率和市场份额。并且这种低价策略也有可能发生在W网和TD招标上。在此预期下，三季度通信设备类股票整体跑输大盘。

从目前了解信息看，华为低价策略虽然明显提高了自己C网无线设备市场份额，但是在这次81个本地网招标中，华为无线设备市场份额的上升来自于抢占阿朗、摩托、北电市场份额。而中兴通讯保住了自己的原有市场，并且还新增了几个城市。另外，在这次81个本地网招标中，中兴通讯毛利率可能接近40%，这些结果要远远好于前期市场悲观预期，认为中兴通讯C网市场份额将下降，本次招标甚至会出现亏损。四季度中国电信可能开展C网一期增补招标，招标对象是剩下的260个城市，其中中兴通讯占据一半数量的城市。完成增补招标之后，按载频计算，在这C网一期招标中预计中兴通讯仍然能够维持2007年底32%的市场份额。

中移动于9月16、17日下发技术标开始TD二期招标，预计TD二期招标2.3万个基站，金额80多亿元左右。为了保护TD产业链健康发展，TD产业联盟于9月中旬向各会员发布《TD产业联盟反恶性竞争原则性规定》，管理层的介入有利避免TD招标出现恶性价战的局面。中国联通也于26日下发WCDMA的“预招标书”，规模200个城市，共7万个站点，预计这次主设备（基站+核心网）招标规模有140亿左右。

为了争取3G市场主动权，国内各大运营商都加大和加快了3G的投资力度，预计这种趋势将会延续到2010年。对于国内通讯设备商而言，未来2-3年内盈利增长相对比较确定。并且随着三季度股价的调整，通讯设备行业投资吸引力更加突出，我们继续给予通信设备行业“推荐”评级。从产业链看，系统设备及配套设备、光纤光缆、软件及支撑系统、测试设备、网络优化以及辅助设备等都将受益于国内3G网络的建设，这些子行业的相关公司将有投资机会。

重点关注：中兴通讯、武汉凡谷。



5、建筑行业：关注铁路基建及水利水电基建公司

行业评级：推荐

建筑行业属于明显的政策导向型的行业，各子行业因政策调控角度及力度不同而景气度有所差异。一方面，在国家“一保一控”拉动经济增长的政策环境下，加大基础设施等固定资产投资将是政府直接的选择。国家将会继续实施扩张性财政政策，加大对铁路、城市轨道交通、水运、水利水电等基础设施建设的投入。另一方面，从事住宅开发为主的民营建筑公司则会受制于房地产行业投资增速下滑及行业资金紧张。鉴于铁路建设的巨大需求，以及“十一五”期间前两年铁路投资大于低于规划要求，我们判断铁路投资将是未来几年固定资产投资的重中之重，铁路基础设施建设将会呈加速之势，今年1-8月铁路基础设施投资完成1374亿元，同比增长64.2%。因此，建议关注受益于铁路建设良好发展前景，在行业中有规模垄断优势的央企中国铁建、中国中铁。另外，建议关注从事水利水电基础建设的葛洲坝。

重点关注：中国铁建、中国中铁、葛洲坝。

6、旅游酒店——呈现恢复性增长

行业评级：推荐

今年上半年，接连发生的冰雪灾害、地震及洪灾等突发性事件给我国旅游业造成了严重的负面影响。受限于奥运前政府“维稳”的措施，也使得入境旅游人数从4月份至7月份出现同比下降，旅游外汇收入则自5月份开始较去年同期明显下降，5~7月份分别下降了5.23%、10.84%和12.01%。旅游行业收入的大幅度下降，使得重点旅游类上市公司2008年中期业绩总体下降，而受雪灾和地震影响较大的上市公司净利润则同比下降20%以上。

正如我们在中期策略中所预期的，进入第三季度的传统旅游旺季之后，随着突发性因素影响的逐渐消除，我国旅游行业整体自7月份出现恢复性增长。奥运会的结束也使得入境游和国内游全面恢复，奥运后效应将得以逐步体现。此外，“十一”黄金周的到来有望使被压抑的国内旅游需求获得释放，以此为契机，我国旅游行业也有望步入正常的发展轨道。而从长期来看，目前我国旅游业已经进入从观光旅游向休闲度假旅游发展的产业升级阶段，突发性事件并不会改变我国旅游业的长期景气趋势。黄金周改革和带薪度假制度的实施，也能够使我国旅游消费的质量和旅游收入均得到明显的提升。

因此，尽管旅游类上市公司受上半年的影响，2008年全年的总体业绩并不理想，但动态来看，行业基本面已经向好，加之经过前期股价的大幅下跌，优质旅游类上市公司的估值水平已经进入具备长期投资价值的合理范围。我们维持行业“推荐”的投资评级，并继续看好增长明确并对优势旅游资源形成相对垄断的景区类个股。同时，我们也注意到旅游行业以及旅游类上市公司的业绩具有明显的季节性，10月份之后至次年的1季度为旅游淡季，这期间上市公司的业绩难以构成股价上涨的动力，因此，对旅游板块建议低配。

重点关注：桂林旅游、黄山旅游。

7、银行——能否超越悲观底线？

行业评级：中性

我们预计银行业近期一段时间和未来将面临一定的不确定性，这种不确定性不但来自于全球金融动荡和国内经济放缓，更加来自于货币政策变化对银行业的顺带冲击。

美国华尔街的金融海啸对我国银行业的反应不仅反映在直接的证券投资，而且反映在其对中国经济的负面影响，从而传导到银行业的业绩无法准确估计。目前从披露的直接和次贷相关的证券而言，银行的损失并不是很大，风险在于这次美国次贷危机的影响比较深远。一方面，银行的资金在这次危机中受到损失，因而由于乘数效应，对于投资和经济的影响是比较负面的。同时，我们认为，这次风暴对经济全球化也有相当的阻碍，由于美国和全球其他经济体同时陷入泥沼，因此经济全球化的步伐可能放缓，而中国的经济的增长一大部分是来自于全球化红利。在这种情况下，银行业作为宏观经济的主要受益者，无疑将受到冲击。我们目



前无法判断全球经济的走势但是对于中国银行业独善其身依然有很大的疑问。

除了海外的经济动荡外，本国的经济也处于转轨期。之前粗放式的经济增长需要转型，之前的以消耗资源为主的经济方式必然需要得到修正，而这种转型必然付出代价。另外海外美元继续贬值和商品价格高企的情况下，国内企业无能力把这种高成本传导到下游。因此银行业的主要客户均将承受比较大的转型压力。

这个就可以理解我们目前货币政策的转变问题。之前我们对于银行股长期看好的原因的前提在于，国家对于银行的利差均是保护的，尽管有非对称性的加息，但是也有通过降低活期利率的方式在做对冲操作。而这次的非对称降息，显然表明了我们之前的判断在出现改变，也就是之前而言，国家希望银行来部分承担这种成本。因此未来的政策取向就变得模糊，未来盈利的确定性发生了改变。

从银行的盈利驱动看，目前的几个方面都不是很乐观。净息差水平拐点可能出现，一部分由于非对称加息的影响，另外在于存款和贷款重新定价周期的变化，08 年贷款基本都完成了重新定价，而 08 年下半年出现了比较大的重新定价情况。因此我们认为未来银行业的息差水平将部分收窄。

贷款增速同时也将变化。尽管很多机构认为，明年将放开信贷管制，但是我们认为即使在信贷管制放松的情况下，银行考虑到资产质量的影响，依然不会大规模的发放贷款，这些可以从今年 8 月底新增贷款数据偏低显示出来。

而资产质量也将面临不确定性。银行业的风险管理能力比 04 年那次提高很多，但是由于这次制造业的转型程度，我们无法获知，因此我们对于银行的不良率无法做出判断。

综上所述，银行业在国内外经济增速放缓，微观企业活力下降的情况下，未来几年再获取 07 年的高速增长不大现实，而同时净息差出现拐点，银行惜贷发生以及资产质量的不确定都给盈利增长蒙上阴影。我们从长期战略看，依然具有长期竞争力，又有比较高的抗风险能力的银行。

重点关注：工商银行、招商银行。

8、房地产——住宅地产景气下滑，关注商业工业地产

行业评级：中性

首先，房地产行业景气度将持续下降，但未来房价下跌时点及下跌幅度不确定。房地产行业领先指标已出现下滑，未来中国经济增长将会从加速增长回落到平稳增长，紧缩货币政策将长期化，这将决定房价变动趋势将向下。但下半年政府适当调整货币政策，将可能会推迟房价下跌的滞后时间。当然，短期内对房价走势影响最大的关键性因素主要是货币政策，未来房价走势要看未来政府的货币政策走向及力度。

其次，房地产行业景气周期已步入第二发展阶段。06 年初 - 07 年 3 季度房地产市场处于本轮行业景气上升周期的第一阶段。07 年 4 季度开始房地产行业进入“价升量缩”的第二阶段。预计在今年年末或明年年初左右将会进入“价跌量缩”的第三阶段。

第三，本次货币政策调整对房地产行业的影响较小，不能改变行业短期运行趋势。本次央行下调部分商业银行的存款准备金率及贷款利率不能判断为紧缩货币政策发生方向上转变。因此，本次货币政策调整对房地产行业的影响较小，不能改变行业运行趋势。只有在利率持续下调，资金有效放松时才能对行业产生实质性的利好影响。

我们看好房地产市场中长期的发展趋势，但未来 2 年内对行业保持谨慎态度，维持房地产行业“中性”的投资评级。在市场景气度接近底部区域时，地产股的投资机会可能才会逐渐出现。在行业投资机会出现之前，操作策略上建议仍以观望为主。

此次房地产行业的景气下滑主要是住宅地产市场，而商业地产、工业地产影响相对较小。未来我们将坚持在细分行业的基础上，重点挖掘商业及工业地产公司。

重点关注：保利地产、金融街、张江高科。



9、机械——中期看淡条件下的反弹机会

行业评级：中性

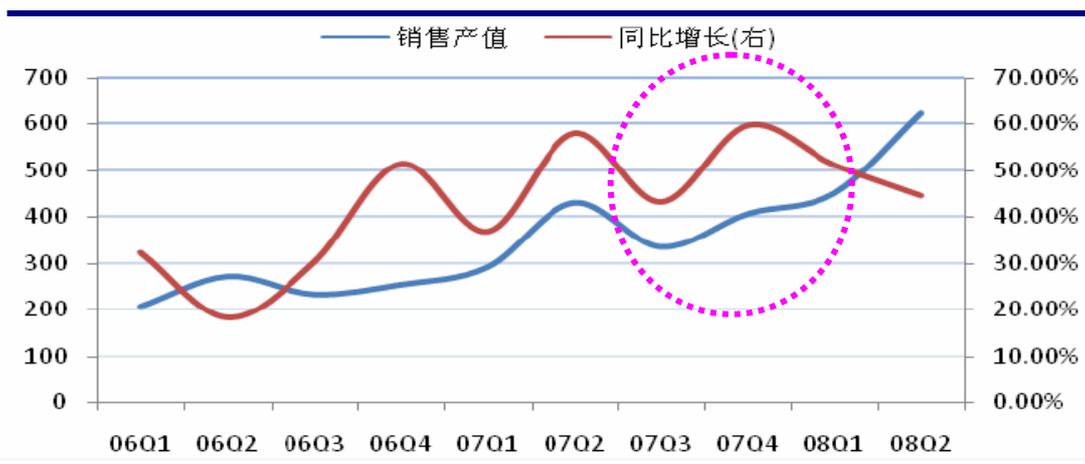
进入 2008 年以来，伴随着美国次贷危机的深化，世界经济以及我国经济均出现了衰退的迹象，经济周期已经步入了下行通道，机械行业整体作为典型的周期性行业，其业绩变动必然不能够脱离宏观大背景的制约，难以独善其身。

2008 年机械行业整体面临需求增速趋缓、原材料价格大幅上涨、产能过度扩张等不确定因素，我们从上市公司披露的季报、中报中看到了毛利率下滑，收入同比增长率下滑的态势，尽管行业利润增长率还处于比较高的水平，但是未来一段时期内业绩继续下滑的趋势已经可以预见，对此，我们并不乐观。

从细分的行业来看，我们已经看到造船行业新接订单情况的下降和未来运力的释放将导致供需格局的不利变化以及全球性经济回落引发海运需求的下降，对此我们持谨慎态度。机床行业，伴随着制造业整体的趋势性景气回落，上半年普通机床已经出现了需求困境，而重型机床以及数控机床行业景气度亦出现了下降的态势。普通机械以及通用机械行业景气度也快速回落。

相对较好的是工程机械行业和铁路设备行业。我们看到上半年工程机械行业的产值增速尽管还在 40% 左右的高位，但是进入下半年以来逐月回落，下降趋势明显。目前看来，唯一确定的是伴随着国家铁路投资的加快而带来的设备投资需求。

图表22 工程机械行业产值及同比增速



资料来源：金元证券

我们看到了钢材价格在第三季度的回落，展望四季度，可以预期的是成本压力的减轻将带来毛利率的提高，但是需求的回落趋势已经显现，我们认为相对于成本而言，需求是更具决定性的因素，因此从基本面的研究来看，我们维持对于机械行业“中性”的投资评级。

投资机会方面：考虑到机械行业尤其是工程机械行业的估值水平已经较低，在四季度成本压力改善以及灾后重建因素利好拉动下，可能会构反弹性的交易机会，建议短期重点关注三一重工、中联重科。铁路大投资线索下，建议长期关注中国南车。

重点关注：三一重工、中联重科、中国南车。

10、钢铁——需求疲弱，关注三大钢

行业评级：中性

钢材产量四季度随着曹妃甸、鲅鱼圈、邯钢新区等大项目的投产，钢材市场尤其是板材压力将增大，而表观消费量下滑明显，导致钢价下跌，进而传导到铁矿石和焦炭价格的下跌，钢价和成本进入循环下降通道，



宝钢 9 月 18 号公布了公司 11 月份产品的价格，主要产品的降幅在 500-900 元/吨,降幅较大。这是宝钢在 10 月降低的基础上再次降价，反映了市场的疲软。

从估值来看，钢铁行业估值离历史最低点还有一定的空间。历史上极端情况下，在 05 年末，钢铁板块静态市盈率最低 6.27 倍，静态市净率最低 0.96 倍，目前钢铁板块静态市盈率 9.38 倍，静态市净率 1.33 倍。钢铁板块离极端估值最低点还有 30%的空间。若宏观经济不确定，估值有进一步下降的可能。目前国际钢铁行业 08 年的 PE 为 7.4 倍，PB 为 2.0 倍，而国内钢铁行业 08 年 PE、PB 分别为 6.1 倍、1.3 倍，国内钢铁估值低于国际。

我们认为钢铁股的投资机会还没到来，我们在等待宏观经济好转的同时，也密切关注国家调控政策的放松带来的对钢铁产品需求的增加。如果没有政策方面的驱动，我们认为投资机会来自于公司价值大幅低估后的修正。

第一，选择安全边际和股息率较高的公司，如宝钢、武钢和鞍钢。安全边际保证股价不会大幅下跌，这三家公司最近三年的税后分红比率均在 40%以上。按照 9 月 25 日的收盘价计算，其 08 年的预期股息率都在 5%以上，鞍钢最高，达到 6.4%，远高于一年期国债的收益率。第二，选择市净率和吨钢市值较低，且尚未被三大钢纳入整合版图的公司，如安阳钢铁，华菱钢铁，其吨钢市值分别只有 1100 元和 1350 元。

重点关注：宝钢股份、武钢股份、鞍钢股份、华菱钢铁。

11、有色金属——需求增速下滑，关注铜和金价格反弹以及公司的资源价值

行业评级：中性

目前有色金属的需求增速下滑，库存增加明显。分品种来看，锡基本面较好，锡受上游精矿供应有限的制约，仍然处于供略小于求的状态。铜主要受全球经济放缓，特别是美国房地产业开工萎缩的影响，需求下滑，过剩加剧。铅锌和电解铝行业由于产能扩张较快，需求下滑，过剩局面有望进一步扩大，价格可能跌破成本，行业未来面临进一步的整合。而黄金走势短期取决于美元的走势。

从估值来看，国内公司PE估值偏高，PB基本与国际接轨。铝、铅锌行业动态PE较国际高出较多，铜行业略高于国际水平，而国内黄金行业动态PE低于国际同行业水平。衡量PB，目前国际铜行业PB为2.9倍、铝行业2.76倍、铅锌行业2.61倍、黄金行业3.05倍，除了黄金行业PB较低外，其他行业PB都基本与国内一致。

在目前的行业背景下，我们认为可以从以下三个方面把握投资机会：

第一，铜价的反弹。SHFE 库存大幅下跌，主要原因是在前期进口亏损较大的情况下，国内消费者大量消耗库存所致。预计四季度和明年会出现补库行为，导致铜进口增加，这将带来铜价的反弹，但由于 LME 库存处在高位，我们认为反弹幅度有限。

第二，黄金价格反弹。金价的走势取决于美元的走势。一方面，美国通过 7000 亿美元的救市方案将导致美国双赤字进一步加大，这将使得美元在 7 月以来获得短暂的回升后再度步入跌势，从而抬高黄金价格。另一方面，相对更为疲软的欧洲经济以及推行强势美元政策的民主党入主白宫又有可能使得美元指数走强。这两方面的因素短期内哪个占主导因素将决定金价走势。

第三，公司的资源价值被低估。资源型企业由于历史原因，其无形资产项目下的矿业权被大幅低估，采矿权如果按照类似矿山的收购价进行重估，有些公司的PB已经接近1倍，如西部矿业和宏达股份。

第四，产能提升，毛利率提高的深加工类企业，如新疆众和。

重点关注：新疆众和、山东黄金、江西铜业。

12、建材水泥行业：下游需求下滑导致行业景气下降 行业评级：中性



我们认为，2008 年四季度水泥行业将进入季度性销售淡季，从年中的“价格、成本双上升”转而面临“价格下降、成本上升”的双重压力。2008 年初开始，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。今年 1 - 7 月，全国城镇固定资产投资同比增长 27.3%，其中房地产投资同比增长 30.9%，房地产投资占全国固定资产投资的比重达 22%。建材水泥行业属于典型的投资拉动型产业，由于从下半年开始，受房地产投资等投资增速下降导致的下游需求放缓，未来一段时间行业将面临价格“滞涨”的风险，而电煤成本刚性成本上涨压力较大。因此，2008 年下半年后水泥行业景气顶点已过，进而转向景气下降期。

四季度，在国家“一保一控”拉动经济增长的政策环境下，加大基础设施等固定资产投资将是政府无奈的选择，加上政府换届及灾后重建等因素，下游需求增长虽会放缓但程度会较平稳。未来几年将是行业并购整合以及区域市场集中度提升的过程，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。

下调水泥行业至“中性”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，具有成本优势的区域水泥龙头公司。

重点关注：天山股份、赛马实业。

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，业绩表现良好。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 9 月 26 日，嘉禾基金累计净值为 2.2880 元，今年以来在所有 58 只偏股混合型基金中排名第 23 位。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 9 月 26 日，东吴双动力基金累计单位净值为 1.5247 元，2008 年以来在所有股票型基金中排名第 6。

东吴行业轮动基金

基金类型： 股票型基金

基金经理： 庞良永

基金代码： 580003

基金托管人：华夏银行

东吴行业轮动基金自 2008 年 4 月 23 日成立以来，业绩稳定。据中国银河证券基金研究中心统计数据显示，截至 2008 年 9 月 26 日，东吴行业轮动基金单位净值为 0.7400 元，成立以来净值增长率为-26.00%。

东吴优信稳健债券基金

基金类型： 债券型基金

基金经理： 徐嵩

基金代码： 582001

基金托管人：中国建设银行

东吴优信稳健债券基金于 2008 年 10 月 6 日开始发行。本基金的投资理念是：投资高信用、追求稳健回报。投资范围主要是国债、金融债、信用等级高的企业债、公司债、次级债、可转换债券、可分离债券、短期融资券、回购、央行票据、资产支持证券等，以及部分股票、权证等权益类品种和法律法规或监管机构允许基金投资的其它金融工具。属证券投资基金中的低风险品种。