



浪沙淘金

——东吴基金下半年投资策略报告



(2007年6月30日)

主笔
陈宪

副主笔
刘元海

新兴市场 戴斌

行业研究
金融与房地产 莫凡
造纸 魏立波
汽车及配件 黎瑛
有色 王位
医药 聂昕

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

估值与泡沫

上半年股市有两个焦点：一是场内估值与业绩赛跑；二是场外关于泡沫的交锋。

现行评判估值最为广泛接受的工具仍然是 PE。截至 6 月 20 日，采用 2007 年上市公司盈利预测数据计算，A 股动态市盈率为 33.9 倍，沪深 300 指数 31.80 倍。在全球范围内，只有日经 225 指数与 Nasdaq 可以比肩。众所周知，日本有微乎其微的存款利率背景，与上市公司交叉持股的传统，其所以 PE 一直处在全球的高海拔。Nasdaq 从来就是以成长排英豪榜，投资哲学是“买高卖更高”。

除此，再环顾周边股市，以 PE 为标尺，我们的股市进入高估值区是事实。得出这一结论的学理依据是 QDII 实施背景下，罗斯发明的“一价原理”有效性大大提高。更重要的是从种种迹象来看，上市公司盈利增速在三季度有变量，尤其在环比上。据此估计，在一个阶段时间内，股市持续普涨格局较难再现；投资战术上，不宜激进。

关于泡沫的唇枪舌剑，或许在成熟股市是较难见到的景观。究其根源，几十年的计划经济使部分人对风险有根深蒂固的偏见。其实资本市场就是通过交易配置风险的场所，是风险产业。如此，动辄鼓噪消灭风险，刺破泡沫是值得商榷的。

还有股市泡沫浓了抑或淡了，场内、场外的人谁更有发言权？再则，迄今没有事先计量泡沫的工具。智者格林斯潘，面对华尔街的非理性繁荣，其招术是做实泡沫和慎密部署泡沫破裂的对策！

相信经过“泡沫”的华山论剑，尤其 5 个交易日 900 点的“蹦极”，有助于提高对“泡沫”的认识。

说句公允的话，有关部门股市管理手段和方法，较之 10 年前，还是有长足的进步。所以我们有信心预期“硬政策，硬着陆”的方式，很难再现。对市场趋向的研判，考虑外在因素时，重点应转向市场化管理手段对股市的间接影响。例如以红筹股“海归”为标志的扩容提速等，这些因素累积到一定程度，会否影响市场阶段性的供求格局？

还有，从国际经验来看，本币升值和温和通胀从来都是牛市的“双动力”牌引擎，特别国债将发行的实质性政治抉择是：我们不会签“广场协议”，即人民币升值不会一步到位。如此，长牛的根基还是稳若磐石。一个阶段的非单一线性的指数走势，将更显以基金为代表的专业投资者，长袖擅舞之禀赋。



目 录

第一篇 上半年市场特点	3
一、市场表现总体概述	3
二、行业表现情况	3
二、上半年个股涨跌特点	4
第二篇 市场运行环境	7
一、股市政策取向	7
二、市场面分析	9
（一）牛市波动特点	9
（二）A股市场业绩与估值	12
（三）资金需求与供给	16
第三篇 投资策略	18
一、主题投资	18
二、行业选择	19

第一篇 上半年市场特点

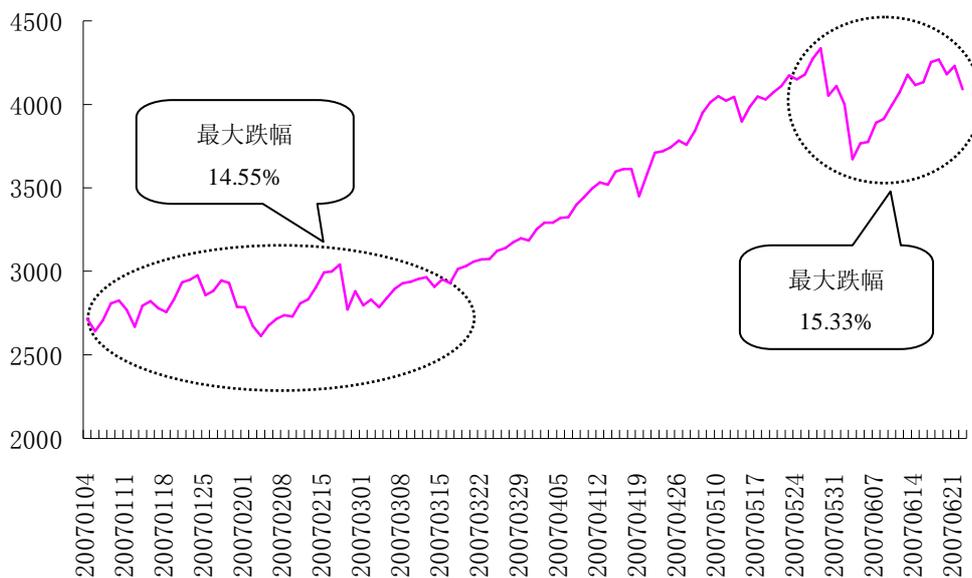
一、市场表现总体概述

截至6月20日,今年以来上证指数上涨56.28%。其中,一季度上涨19.01%,期间上证指数一度出现14.55%的跌幅(跌幅以日收盘指数计算,下同)。一季度市场虽然呈现出W形态震荡走势,但除金融、饮料等部分权重行业之外,大部分行业都跑赢市场,市场出现普涨格局。二季度上证指数上涨31.32%,4、5月份上证指数表现单边上攻走势。但在5月30日上调印花税率政策影响下,随后几个交易日上证指数出现连续快速急跌走势,累计跌幅达到15.33%。6月5日出现反弹,但在接近前期高点时,又出现裹足不前现象。今年上半年市场,每次调整最大跌幅都在15%左右。

从市场成本来看,今年以来,上证指数累计换手率达到625.62%,平均每月换手一遍。其中,今年5月份,上证指数在4000点左右换手率为123.76%,4000点左右是上半年市场成本的集中区。

下面,我们对今年上半年,特别是2季度市场的具体特点进行归纳与分析。

图表1 2007年以来上证指数走势



注:最大跌幅以日收盘指数点位计算。

数据来源:东吴基金。

二、行业表现情况

在31个东吴行业指数当中,2007年一季度跑赢沪深300的行业数量有25个,占比达到80.65%;二季度,有14个行业继续跑赢沪深300,另有11个行业落后于沪深300。值得一提的是,房地产行业虽然一季度落后于沪深300,但二季度显著跑赢沪深300。通信设备、传播文化、金融、石油、饮料行业连续两个季度都落后于沪深300(见图表2)。



2007 年二季度市场改变了一季度普涨格局，跑赢和跑输沪深 300 的行业数量基本相同，行业表现分化格局再现。因此对于下半年行业投资策略，必须浪沙淘金，只有精心选择好行业，才有可能战胜市场，获取超额收益。

图表 2 2007 年一、二季度东吴行业指数表现与沪深 300 指数比较

2007 年一季度东吴行业指数表现	2007 年二季度东吴行业指数表现	行业数量占比	东吴行业分类
跑赢大盘	跑赢大盘	45.16%	供水供气、煤炭、纺织服装、家电、有色、建筑业、建材、商业零售、医药、计算机硬件、家用品、机械、化工、民航
跑赢大盘	跑输大盘	35.48%	电力、汽车及配件、陆上运输、农业、造纸、酒店旅游、钢铁、食品、软件及服务、元器件、航运业
跑输大盘	跑赢大盘	3.23%	房地产
跑输大盘	跑输大盘	16.13%	饮料、石油、金融、传播文化、通信设备

注：我们以沪深 300 作为基准，判断东吴行业指数是否跑赢大盘。2007 年 2 季度行业指数表现数据统计截至 2007 年 6 月 20 日，表中行业排序按 2007 年 2 季度行业指数收益率表现，从高到低排序。

数据来源：东吴基金。

二、上半年个股涨跌特点

截至 6 月 20 日，今年二季度 A 股市场涨幅最大的前 50 只股票，平均上涨 176%（见图表 3）。这些股票特征：今年一季度股价出现大幅上涨，其中 3 月底这类个股的平均股价为 12.90 元，系中低价股。从股价上涨驱动力看，主要是二线地产股如美都控股（248.38%），参股券商题材股如大众公用（205.56%），风电设备股如银星能源（270.74%），资产重组题材股如大唐发电（258.08%），产品涨价股如广济药业（251.63%）等因素驱动的。

二季度跌幅最大的股票共性：一季度涨幅远远低于沪深 300，3 月底平均股价为 12.95 元，系中低价股。这些股票主要集中在一季度涨幅较小的低价股和部分中小板股，或有重组传言但目前未实现实质重组的概念股。这些股票总体表现出“弱者恒弱”的特征。

图表 3 2007 年上半年涨幅前后 50 只股票特点

特点指标	沪深 300	涨幅最大 50 只股票	涨幅最小 50 只股票
一季度涨幅前后 50 只股票特点			
股票特点	--	券商借壳概念股，资产注入、整体上市概念股，产品涨价题材股。	主要集中在饮料行业、高价医药股、银行，前期涨幅大的地产股以及中石化。
二季度涨幅前后 50 只股票特点			
上半年平均涨幅	103.70%	390.78%	64.53%
2 季度平均涨幅	49.46%	176.76%	-6.32%
期初平均价（元）	12.16（A 股市场）	12.90	12.95
股票特点	--	二线地产股；参股券商概念股；风电设备股；	一季度涨幅较小的低价股；或有重组传言概念



		资产重组题材股；产品 涨价题材股；高送转股； 家电	股；一季度涨幅较小的 中小板股；以及工行和 中行
--	--	---------------------------------	--------------------------------

注：数据截至 2007 年 6 月 20 日。

数据来源：东吴基金，Wind。

图表 4 2007 年二季度涨跌幅前 10 只股票

股票名称	收盘价 2007-3-30	涨幅（2007-4-2 至 6-20）	股票名称	收盘价 2007-3-30	跌幅（2007-4-2 至 6-20）
岁宝热电	20.92	305.59%	北方天鸟	11.8	-17.46%
银星能源	4.58	270.74%	联华合纤	16.87	-16.78%
大唐发电	12.31	258.08%	*ST 宝龙	11.38	-16.32%
广济药业	7.67	251.63%	厦门港务	10.89	-14.97%
美都控股	8.02	248.38%	上海普天	13.31	-14.28%
世茂股份	7.38	241.87%	金证股份	14.77	-13.20%
美的电器	27.39	215.09%	太工天成	14.6	-11.58%
鲁泰 A	17.34	213.99%	太龙药业	8.86	-11.29%
高新张铜	12.32	208.31%	中科三环	14.2	-10.80%
大众公用	6.84	205.56%	高鸿股份	12.6	-10.48%

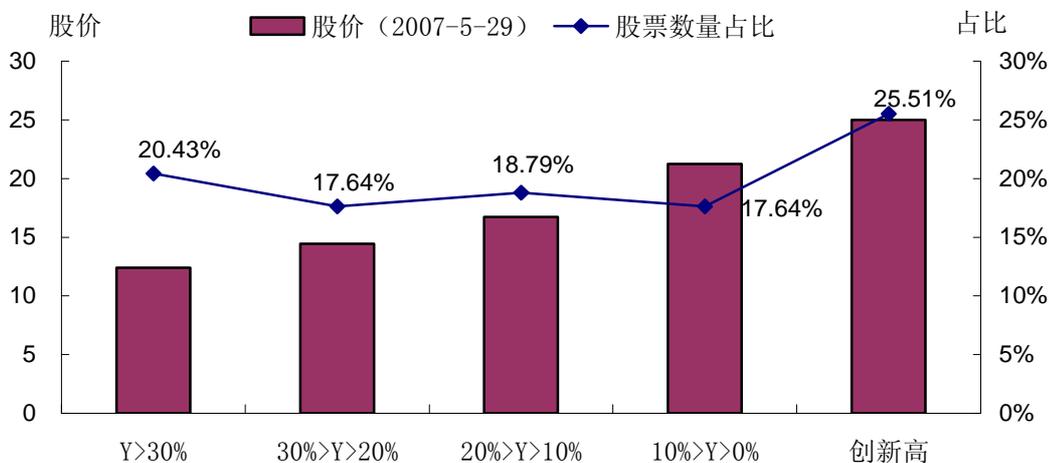
数据来源：东吴基金，Wind。

截至 6 月 20 日，上证指数收盘于 4181 点，反弹已接近 5 月 29 日的高点（该日上证指数最高点位是 4336 点），大部分股票股价是否也回到 5 月 29 日高点呢？统计结果显示，截至 6 月 20 日，5.30 之后创新高的股票数量占比只有 25.51%，而将近 75% 的股票股价尚未恢复到 5.29 的收盘价。其中，需要上涨 30% 以上才能回到 5 月 29 日股价的股票数量占比为 20.43%；需要上涨 20% 到 30% 才能回到 5 月 29 日股价的股票数量占比为 17.64%；需要上涨 10% 到 20% 才能回到 5 月 29 日股价的股票数量占比为 18.79%；需要上涨 10% 以内才能回到 5 月 29 日股价的股票数量占比为 17.64%。也就是说，当前指数虽然接近前期高点，但是大部分股票股价却远远尚未回到前期高点。

那么，哪些股票创新高？哪些股票仍然处在前期低点呢？

统计结果显示，股价越低，需要上涨更大幅度才能回到 5 月 29 日的股价；股价越高，股价创新高的可能性越大。通常高价股对应着有良好的基本面，据此可以得出一个结论，跌时重“质”，只有优质的股票才能避免系统性风险带来的损失。

图表 5 回到 5 月 29 日股价涨幅及其对应股票数量占比分布图



注：Y 表示，6 月 20 日股票价格恢复到 5 月 29 日收盘价格需要上涨的幅度。

数据来源：东吴基金，Wind。

图表 6 5.30 之后股价涨幅最大与最小前 10 名股票

股票名称	收盘价	涨跌 (5-30 至 6-20)	股票名称	收盘价	涨跌 (5-30 至 6-20)
	2007-5-29			2007-5-29	
香江控股	13.11	42.95%	福建南纺	11.05	-34.57%
兴发集团	13.78	43.25%	林海股份	15.68	-34.31%
重庆路桥	16.99	45.03%	鑫新股份	10.63	-33.96%
广船国际	39.79	46.18%	四环生物	10.28	-33.95%
动力源	22.39	47.07%	思达高科	10.65	-33.80%
菲达环保	13.11	47.38%	景谷林业	14.38	-33.52%
柳钢股份	30.07	57.74%	江泉实业	9.8	-33.37%
鲁泰 A	34.41	58.22%	东风科技	10.91	-33.18%
恒宝股份	27.4	65.52%	太龙药业	11.75	-33.10%
大唐发电	25.17	75.13%	江苏申龙	10.97	-32.90%

数据来源：东吴基金，Wind。

一季度 A 股市场是资金驱动型，市场出现普涨格局。二季度前两个月虽然市场呈单边上攻走势，但 6 月初的大幅快速下跌，使得市场明显出现结构分化格局，市场又转向盈利驱动型。对于下半年投资机会的把握，我们认为，只有选择有业绩支撑，并且估值相对具有吸引力的行业，才有可能获取超额收益。从投资主题看，地产股，参股券商概念股，整体上市，节能减排，产品提价等仍然是市场最为追捧的热点所在。



第二篇 市场运行环境

一、股市政策取向

1、宏观经济调控目标

经济学理论告诉我们，一国政府的经济调控目标主要有四个：经济增长、通货稳定、充分就业和国际收支平衡。因此，没有一国政府是将股市指数作为经济调控的目标。

2、股市泡沫的界定

理论上：股市泡沫一般是指股票价格的上涨速度超过了资产真实动态收益率的增长速度，使得股票价格严重偏离资产收益可以支撑的价格水平的一种现象。

但是给出定义容易，界定泡沫难。就犹如对基金绩效的评价，迄今方法林林总总，具体有实务，有理论等绩效评价之分，但都是事后衡量。同样，在股市泡沫未破裂之前，迄今还没有权威的事先界定泡沫的方法，所以在现实经济生活中，股市泡沫是一个事后概念。例如前美联储主席格林斯潘在 1996 年 12 月就认为华尔街已进入“非理性繁荣”，但事实上，华尔街泡沫直至 2000 年 8 月才破裂。尤需指出的是，格老虽然曾经多次评论华尔街的“非理性繁荣”，但格老掌控美联储期间，却从未采取任何“挤泡沫”的行动。

顺便说一下，根据“民工入市”、“僧侣入市”，或者“全民炒股”来界定股市泡沫程度是没有科学根据的，仅仅是一种经验判断而已。

3、股市泡沫的危害

股市泡沫真的似洪水猛兽般可怕吗？从经济学上分析，股市泡沫的存在并不可怕。相反股市有适当的泡沫，不但对经济没有危害，而且还会有积极的促进作用。例如因为“财富效应”，会进一步刺激消费和投资快速增长，促使经济资源向上市公司集聚。而上市公司盈余增长伴随的分配能力的提高，又会反哺资本市场。

如此，股市泡沫岂不成了“天使”？不，股市泡沫是一把双刃剑，一旦泡沫破裂，则必然给实体经济带来严重的危害：股价飞流直下，银行坏账大量增加，投资和消费萎靡不振，失业率大幅上升，能够将经济拖入萧条状态。

4、股市管理方法分类

1) 行政化管理

这是最直接、最简单的管理方法。例如最典型的是 1996 年 10-12 月，有关部门为了给股市降温，曾经连下 12 道金牌。甚至为了调控股市，《人民日报》还在 1996 年 12 月 16 日，发表了题为《正确认识当前股票市场》的特约评论员文章。这种方式传递调控信息直接，但副作用大，人为急剧加大市场波动的幅度，而且不利于市场力量的培育与科学投资理念的确立。

2) 市场化管理



政府不将指数涨跌作为经济调控目标，并不是说政府对股市就放任不管。通常政府通过授权机构，利用部门规章、规则，或经济手段等影响证券市场，或影响市场的估值，这是正常的行业管理方法。

事实上，投资者也欢迎可以合理预期的市场化管理办法。客观地说，现今股市管理政策已明显向这方面转化。

例如利用供给节奏调节股市景气度。通俗地说，就是在牛市需求旺盛之际，多发些股票；在熊市需求疲软之际，少发甚至缓发股票。据此估计，今年下半年股票供给将明显增加。事实上今年 6 月起，新股发行已明显加速。例如中国建设银行，中国移动、网通、中海油等红筹公司都将次第“海归”。

同时真正意义上的“公司债”将鸣锣登场。请注意，目前我国的企业债规模仅占我国金融市场的 4%。2006 年我国公司债规模占 GDP 的比重为 1.4%。资本市场成为典型的跛脚市场。

3) 做实泡沫

股市泡沫管理的最高境界并非刺破泡沫，而是做实泡沫，这方面格老的做法值得总结与学习。格老的理念是：政府要么做实泡沫；要么在泡沫破裂之后采取行动，降低其对实体经济的负面影响。当然这知易行难。做实泡沫的通常途径是：

第一，保持并且提高市场的流动性；保护并且鼓励合规的投机行为。例如美国股票交易印花税常年保持在千分之 1.25；日本于 1999 年取消股票交易印花税；新加坡于 2000 年取消股票交易印花税，减少股市资金漏损，降低投机的成本。因为合理合规的投机行为有发现价格，修复泡沫的功能。

第二，通过降低企业税负等措施来提高股票等资产的内在价值。这是格林斯潘担任美联储主席时期最常用的应对股市泡沫的方法。

第三，加快资产证券化。股权分置改革堪称中国资本市场制度性的变革，它实现了大股东与小股东利益一致化，也成为中国股市由熊转牛的源动力之一。股改之后是革命到头，还是借股市牛市东风，推动资产证券化？实际上，纵然实现了股份全流通，但如果大股东资产还是分割上市的，则有失公允的关联交易，寻租营私行为还是无法根除；反之，乘牛市之机，加快推进资产证券化，即有条件的上市公司，都要通过资产注入的方式实现整体上市，则不仅在公司治理上可以有助于建立良性的产权激励约束机制，而且还可以提升已上市公司资产质量，做实股市泡沫。因此建议，有关部门放宽资产注入，整体上市等方面的行政管制，鼓励更多的“沪东重机”整体上市模式。

4) 股市政策展望

鉴于 2007 年 5 月 30 日，股票交易印花税突然由千分之一提高到千分之三，市场反映是 5 个交易日，上证综指由 4336 点，直落至 3404 点，垂直跌距 932 点，最大跌幅 21.49%。一度使投资者情绪由炽热突变为恐惧。这样的格局显然是谁也不愿看到的。

股市出现“硬政策、硬着陆”的现象，实质是管理层与投资者在市场中的角色不同，对市场的介入程度不同，对市场风险和运行走势的感受是不一样的。相信有了这次股市“硬政策、硬着陆”的经验与教训，今后有关股市管理的政策，会朝着严抓违规，及前述间接化管理并重的方向前行的概率较高。投资者应关注扩容加速等对市场影响的累积效应。

如果我们的认识能够有这样的高度：即股市的另一个功能就是通过市场交易配置风险，使风险成为一个产业和市场，那么我们会对股市泡沫有全新的认识，即利用股市泡沫得当，就能为实体经济创造价值，过早刺破股市泡沫，虽然能够尽早释放风险，但也失去了股市泡沫为实体经济创造价值的机会。试想一下，没有 19 世纪中期伊利铁路股票的投机，哪来美国那个年代“傻大黑粗”的快速发展；同样，没有上个世纪九十

年代网络股的泡沫，怎么会有美国现代产业的率先升级；再则，纵然上个世纪 80 年代，日本有资产泡沫破裂的惨痛，但也有丰田、索尼得益于股市泡沫成长起来的世界级企业。

如此，我们相信并且期待着前述做实“泡沫”中的第三，即“加快资产证券化”有望成为现实。果真如此，下半年资产注入，整体上市案例将较上半年有显著增加。

二、市场面分析

如何制定下半年投资策略？我们不妨先来考察一下新兴市场国家，以及东亚国家或地区本币升值期间其股市波动特征，从而为 A 股市场走势判断提供参考；其次，A 股上市公司业绩增长、估值水平，以及在收紧流动性背景下，市场资金需求和供求匹配状况。

（一）、牛市波动特点

1、新兴市场股市特点

所谓新兴股票市场，泛指一些正在发展中的国家和地区的股票市场，如印度、中国、巴西、俄罗斯、南非及土耳其等。新兴股票市场与成熟股票市场相比较，一般有以下特点：1、根据市场规模分类，则市场规模较小；2、从市场运行特征归类，换手率高，波动幅度大，呈现较强的投机性和不稳定性；3、从规范程度归纳，法规往往不健全，或者执法力度较弱，监管技术与手段甚至监管理念落后；4、从投资者构成来看，以个人投资者为主。

这里扼要介绍一下，近几年较为扎眼的印度股市的走势特点。

印度股市也是颇具传奇色彩，同样得益于经济快速增长与卢比升值，印度股市近年来连创新高，印度孟买 Sensex30 一举成为夺人眼球的股指。2001 年 2 月该指数为 2715 点，2007 年 6 月 14 日指数已窜高至 14203 点，7 年间，孟买股指涨幅高达 423%。其中 2004 年 3 月至 2006 年 5 月涨幅为 127.7%。但是该指数运行轨迹也是大起大落，例如 2006 年 5 月 18 日，受印度政府计划向外国机构投资者加税传闻的影响，印度股市持续暴跌，Sensex30 指数当日下跌 6.8%，19 日又跌 4%。5 月 22 日孟买 30 指数盘中竟然出现 10% 的跌停，印度监管部门被迫宣布暂停交易。

有趣的是，几周后，孟买股市峰回路转，Sensex30 股指就收复失地，回归上升轨道。

图表 7 印度 Sensex30 指数



数据来源：Yahoo Finance, 东吴基金。

2、东亚国家或地区本币升值期间股市波动

从目前中国汇率政策取向来看，人民币升值将是一个持续过程，不可能一步到位。我们选择日本、韩国、以及台湾地区作为研究样本，这几个国家和地区在本币升值期间，股市都出现大幅上涨，并且当时股市所面临的环境与中国当前 A 股市场背景有相似之处，因此通过对这些市场在本币升值期间股市波动特征的研究，有助于为当前 A 股市场走势判断提供参考。

在 1985-1989 年期间，东亚国家日本、韩国、以及台湾地区的汇率都出现不同幅度的上升，同时期内，这些国家和地区的股市也都出现不同幅度的上涨。其中，日本日经 225 指数上涨 224%；韩国 KOSPI 指数上涨 555%；台湾加权指数上涨 1122%。虽然这些国家和地区股市在本币升值期间总体趋势向上，但是期间也出现过不同幅度的下跌调整。

日本日经 225 指数在 1985-1989 年期间，共出现过两次比较大幅度的调整：第一次是在 1986 年 9 月至 10 月，调整幅度为 8.76%，调整时间长度为 2 个月。第二次是在 1987 年 10 月至 12 月，调整幅度为 17.10%，调整时间长度为 3 个月，调整的原因主要是受 1987 年美国股灾的影响。

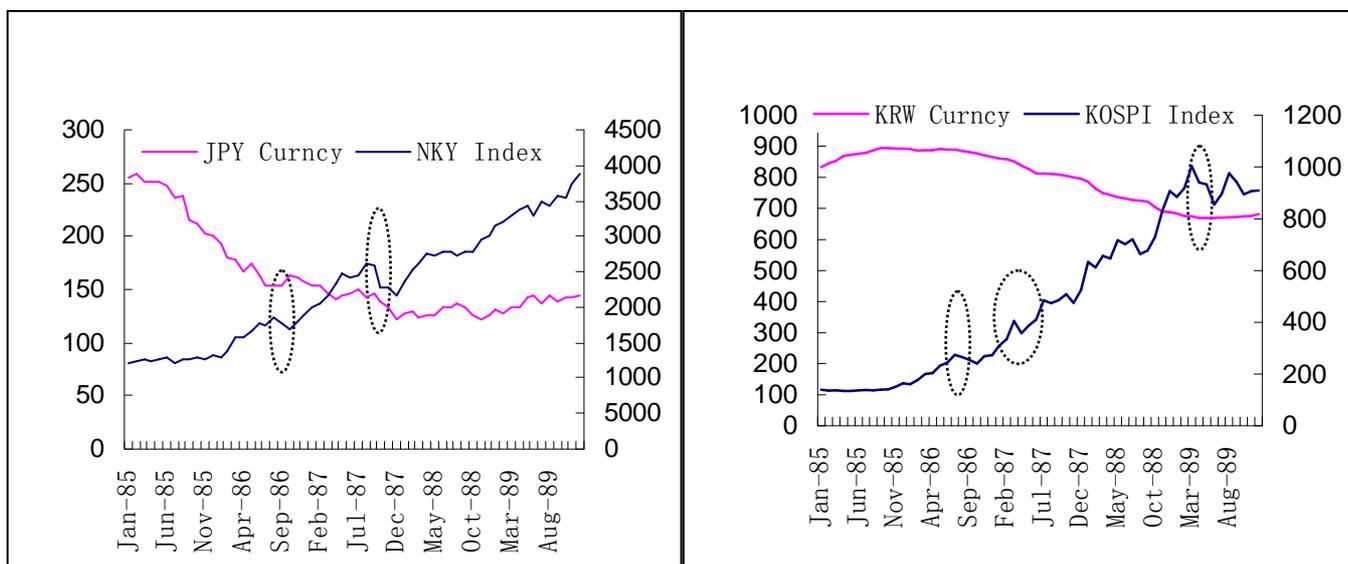
韩国 KOSPI 指数在 1985-1989 年期间，共出现过三次比较大幅度的调整：第一次是在 1986 年 8 月至 10 月，调整幅度为 12%，调整时间长度为 3 个月。第二次是在 1987 年 4 月，调整幅度为 11.48%，调整时间长度为 1 个月。第三次是在 1989 年 4 月至 6 月，调整幅度为 14.82%，调整时间长度为 3 个月。

台湾加权指数在 1985-1989 年期间，共出现过两次比较大幅度的调整：第一次是在 1987 年 10 月至 12 月，调整幅度为 47.53%，调整时间长度为 3 个月。调整原因是台湾安全局派人到各大证券公司进行公开调查，并监督正常的证券交易。第二次是在 1988 年 10 月至 12 月，调整幅度为 39%，调整时间长度为 3 个月。调整原因是台湾“财政部”下令从 1989 年 1 月 1 日起征收资本利得税。

从日本、韩国、以及台湾地区本币升值期间股市调整幅度，以及调整时间长度中，可以总结出以下几点结论：1) 从调整幅度来看，牛市期间，如果是市场出于自身运行需求而进行调整的话，那么市场调整幅度相对有限，调整幅度一般在 15% 以内。如果市场是由于外部因素的冲击，比如政府出台调控政策、或者外围股市的影响等，可能会导致市场出现比较大幅度的调整。2) 从调整时间来看，牛市期间，调整只是暂时的，短则 1 个月，长则 3 个月，市场又会重新收回失地，并再创新高。

图表 8 1985-89 年日元升值期间日经 225 指数波动

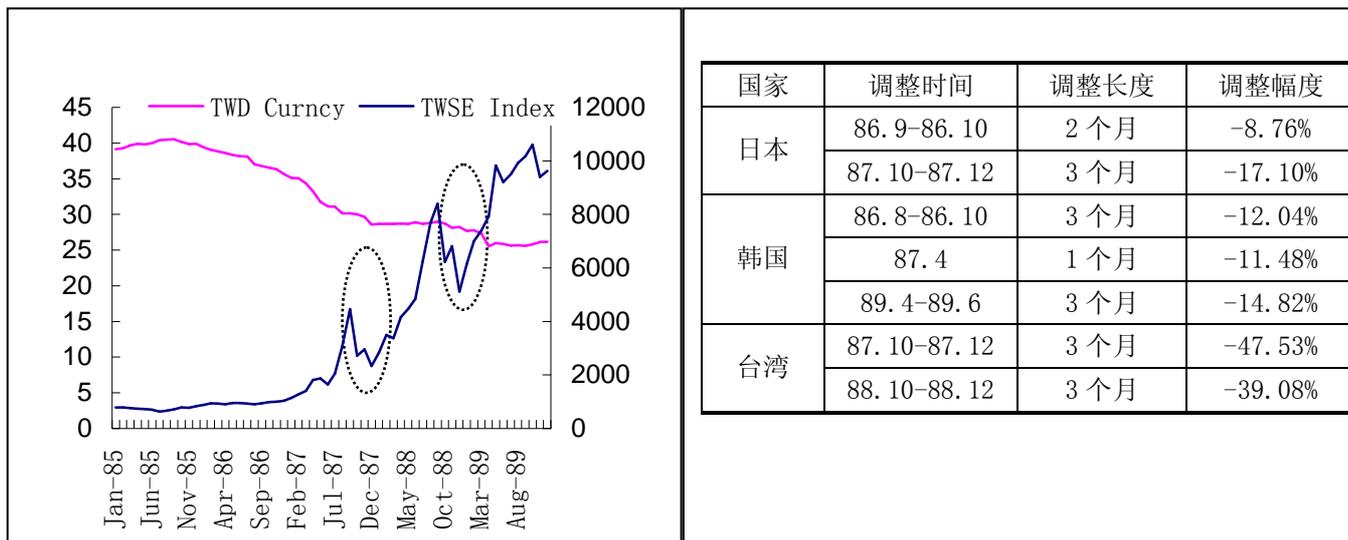
图表 9 1985-89 年韩元升值期间 KOSPI 指数波动



数据来源：Bloomberg， 东吴基金。

数据来源：Bloomberg， 东吴基金。

图表 10 1985-89 年台币升值期间台湾 TWSE 指数波动 图表 11 本币升值期间各国指数波动幅度



数据来源：Bloomberg， 东吴基金。

数据来源：Bloomberg， 东吴基金。

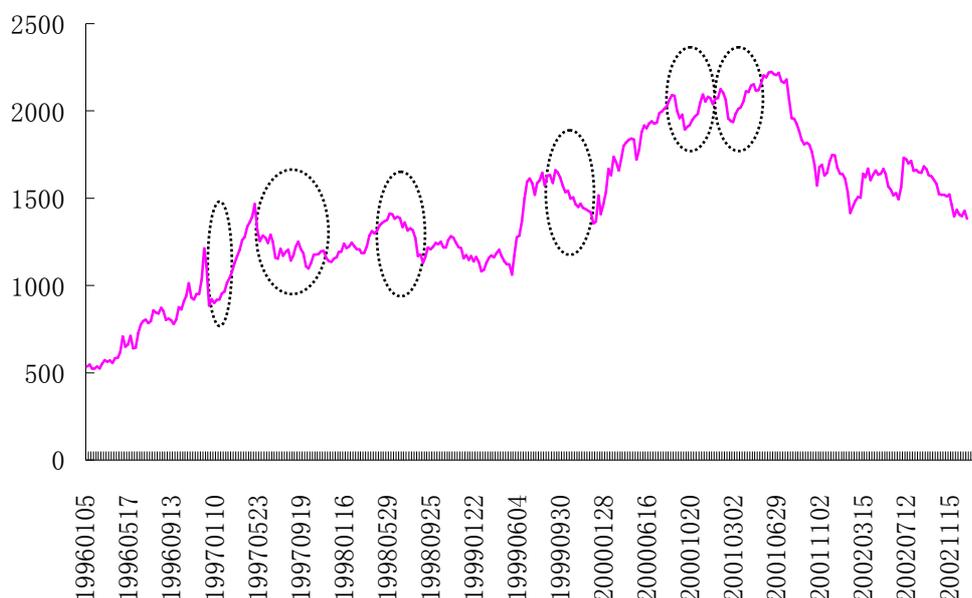
3、中国股市牛市的几次大调整

下面我们再来看看，A 股市场几次牛市期间市场波动特征。从 1996 年至 2001 年，A 股市场出现两轮比较大幅度的上涨，第一轮是从 1996-1998；第二轮是从 1999-2001。在每次大幅上涨过程中，市场总会出现几次不同幅度的调整。在第一轮上涨行情中，上证指数出现三次比较大幅度的调整：第一次是 1996 年 12 月份，当时 A 股市场开始执行涨跌幅限制，与此对应上证指数下跌 27%，调整时间半个月；第二次是 1997 年 5 月份开始至 1997 年 9 月份，上证指数下跌 25%，调整时间 5 个月。下跌原因主要是上调印花税率，增加新股发行，严禁三类资金入市。第三次是 1998 年 5 月至 8 月，在当年上市公司净利润大幅下滑预期下（1998 年 A 股上市公司净利润同比增长-20%），上证指数下跌了 20%，调整时间三个月。

在第二轮上涨行情中，上证指数也出现过三次调整。第一次是 1999 年 9 月份开始至 12 月份，在 5.19 行情大幅上涨背景下，市场从 9 月份进入比较大幅度下跌，当时上证指数一度下跌 18%，调整时间三个月。在进入千禧年之后，上证指数出现单边上攻趋势，期间只出现了两次大约为 9% 左右幅度的调整，调整时间一个月左右。

从中国股市历史两轮大幅上涨背景中出现的调整规律来看，如果是政府出台调控政策、或者上市公司业绩下滑，通常会导致市场出现较大幅度下跌，并且市场调整时间相对较长；如果是市场处于自身运行需要而调整，通常调整幅度不会太大，市场调整时间相对较短。

图表 12 1996 年、1999 年启动的两轮牛市期间上证指数最大跌幅时间点



数据来源：东吴基金。

图表 13 1996 年和 1999 年开始的两轮牛市期间上证指数最大跌幅统计

短期高点		短期低点		最大跌幅
时间	指数点位	时间	指数点位	
19961206	1212.889	19961220	885.238	-27.01%
19970509	1467.227	19970930	1097.383	-25.21%
19980529	1411.206	19980828	1129.722	-19.95%
19990910	1659.928	19991224	1355.367	-18.35%
20000818	2090.183	20000922	1891.984	-9.48%
20010105	2125.3	20010223	1936.346	-8.89%

数据来源：东吴基金

（二）、A 股市场业绩与估值

1、成长与估值

随着指数的不断攀高，A 股上市公司业绩还存在惊喜的可能吗？

以 2005 年末上市的 1338 家公司为样本，统计显示，2006 年和 2007 年 A 股上市公司净利润同比分别增长 48.98%、98.25%，净利润增长出现历史高峰。从净利润增长来源构成看，2007 年一季度虽然投资收益增长对该时期净利润增长贡献接近于 20%，但是，A 股上市公司的利润增长主要是由上市公司主营业务利润增长，以及三项费用下降等因素贡献的。从盈利能力变化情况看，2007 年一季度数据显示上市公司主营业务利润率有提高趋势，并且三项费用率和实际所得税率在逐年降低，我们认为，股权分置问题的解决，A 股市场制度的变革将会显著提高上市公司的管理效率，这是 A 股上市公司出现业绩惊喜的制度保障。另外，资产注入与



整体上市，股权激励机制的推行，以及两税的合并，将是 A 股上市公司继续出现业绩惊喜的潜在动力。

截至 6 月 26 日，有 487 家上市公司预告了 2007 年中报业绩，其中有 288 家上市公司 2007 年中报业绩预增、略增、扭亏，占比为 59.13%。主要集中在房地产、化工、有色、医药、钢铁等行业。另外，我们以朝阳永续提供的上市公司一致盈利预测数据统计发现，自 2006 年以来，行业研究员对 A 股上市公司 2007、2008 两年盈利预测处在不断上调趋势。截至今年 5 月底，沪深 300 指数成份股 2007、2008 年一致盈利同比增长分别为：43.48%、26.71%。从业绩预告、以及实际盈利预测数据看，A 股上市公司业绩存在惊喜的可能，业绩惊喜将是 A 股市场上涨的内在驱动力量。

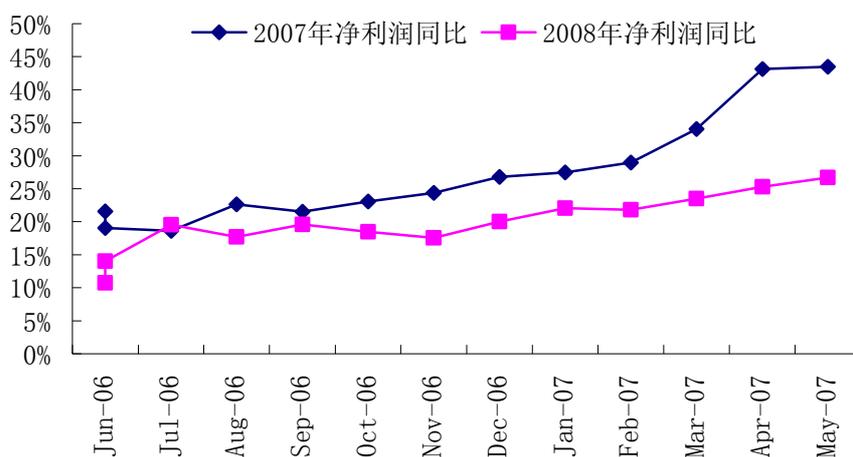
图表 14 A 股上市公司业绩增长、盈利变化以及利润增长构成

同比增长			盈利能力				
	2006 年	2007Q1		2005	2006Q1	2006	2007Q1
主营业务收入	21.15%	26.68%	主营业务利润率	16.64%	15.22%	16.03%	18.36%
主营业务利润	16.70%	52.74%	三项费用率	11.50%	10.71%	10.77%	9.83%
营业费用	13.75%	-4.88%	投资收益占比	10.68%	13.02%	11.32%	19.33%
管理费用	10.32%	41.42%	所得税率	32.22%	28.80%	28.49%	25.97%
财务费用	24.23%	15.26%	净利润增长来源构成				
营业利润	21.35%	108.63%	营业利润			62.37%	117.16%
投资收益	57.90%	194.27%	三项费用			33.97%	20.63%
净利润	48.98%	98.25%	投资收益			9.84%	19.43%

注：营业利润对净利润增长贡献包括了三项费用降低对利润增长贡献。

数据来源：东吴基金，Wind。

图表 15 沪深 300 指数成份股 07、08 预测净利润同比变化趋势



数据来源：东吴基金，朝阳永续。

但是现在的问题是估值与业绩攀高速度不协调。例如截至 2007 年 6 月 20 日，采用 2007 年上市公司盈利预测数据计算，A 股动态 PE 为 33.92 倍，沪深 300 指数 PE 为 31.80 倍。显然，即使以 2007 年业绩计算，当前 A 股市场估值水平也要明显高于成熟市场和新兴市场的估值水平，当前 A 股市场估值水平似乎不具有吸引力。但是考虑 A 股上市公司业绩成长性，考虑 2008 年上市公司的成长性，2008 年 A 股上市业绩的增长能够使 A 股市场估值水平迅速下降，由此为 A 股市场进一步上涨提供坚实的基础。



重要的是，在 2007 年中报业绩出来之前，以 2008 年业绩给市场、或个股定价，显然为时过早。从历史经验来看，市场通常要到年底前后才会以下一年度业绩来给市场、或个股定价。因此，在以 2007 年业绩衡量目前市场估值不具有吸引力的背景下，对于下半年投资机会的把握，我们认为只有浪沙淘金，把握住估值上还具有吸引力的行业，以及一些投资主题，才有可能获取超额收益。

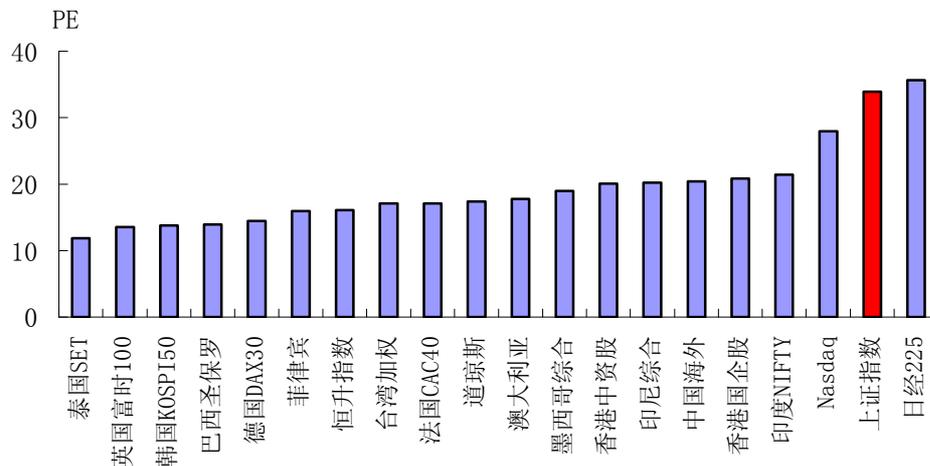
图表 16 A 股市场估值水平

板块名称	2006 市盈率	2007 市盈率（预测）	2008 市盈率（预测）
全部 A 股	47.65	33.92	26.83
沪深 300	42.55	31.80	25.42

注：市盈率采用整体法计算（剔除亏损股），股价采样 2007 年 6 月 20 日的收盘价。

数据来源：Wind。

图表 17 2007 年 6 月 20 日 A 股市场与国际股市估值比较



注：上证指数 PE 是以 07 年预测业绩计算的。

数据来源：Bloomberg，东吴基金。

2、行业成长与估值

在《二季度投资策略报告》中，我们根据东吴基金行业轮动识别模型，判断下一阶段市场最具有投资价值的行业。当时 A 类行业中选出了有色行业，2 季度其投资收益率为 68.52%，比同期沪深 300 指数高出 19.06 个百分点。另外，在 A、B 类行业中 PEG 小于市场 PEG 的行业平均收益率为 58.85%，比同期沪深 300 指数高出 9.40 个百分点。从历史检验情况来看，本公司自主开发的东吴行业轮动识别模型，能够较好地前瞻下一阶段行业投资机会。

因此，下半年策略报告我们仍然应用《二季度投资策略报告》中东吴行业轮动识别模型，来前瞻下半年市场行业投资机会。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 A 股整体估值水平和 A 股整体利润增长率作为基准，将《东吴基金管理公司行业分类》中所有行业分成四类，据此把握住下半年最具有投资价值的行业。

- **A 类行业**：行业利润增长率高于市场整体利润增长率，并且估值水平低于 A 股市场 PE。这类行业有：**造纸包装、金融**。

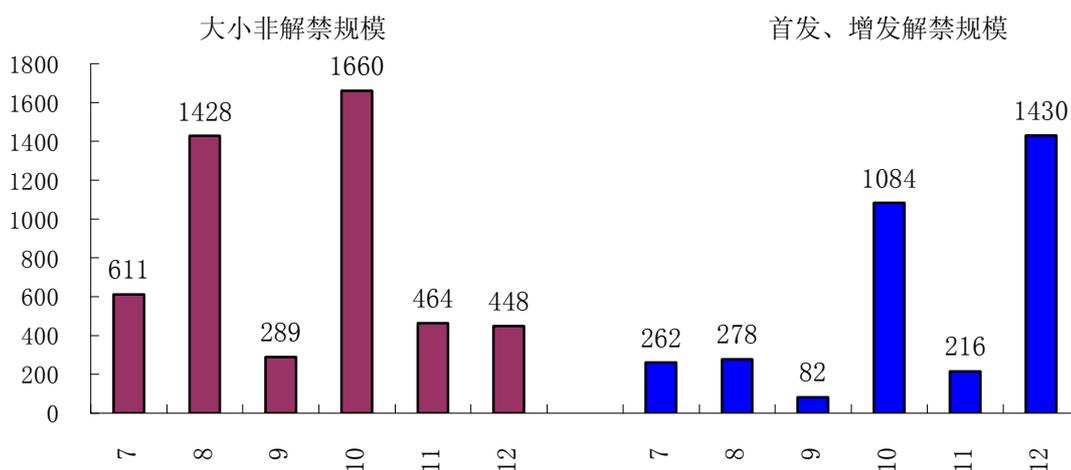
（三）、资金需求与供给

1、资金需求分析

红筹股将陆续回归、大范围调低出口退税率、允许券商和基金申请 QDII（合格境内机构投资者）资格、人大常委会审议财政部发行人民币特别国债购买外汇事项等等，这些看似不相关的政策，最终都指向了同一个目标，收紧流动性。在这种政策取向背景下，有必要分析一下下半年甚至更长一段时间 A 股市场资金需求和供给状况。因为，在估值相对偏高背景下，资金供给需求情况将是决定市场走势的重要因素。

2007 年下半年大小非解禁规模约为 4900 亿元，首发、定向增发、以及大股东增持解禁规模为 3350 亿元。根据上市公司披露信息，目前上市公司拟以公募方式进行增发的有 35 家，合计拟融资额为 1000 亿元左右。从海外上市公司拟发行 A 股公开信息统计来看，海归发行 A 股规模初步有 1900 亿元。另外，假定国内还有 1000 亿新股 IPO。

图表 19 2007 年下半年大小非解禁、首发增发解禁规模



注：价格数据取 2007 年 6 月 20 日。

数据来源：Wind，东吴基金。

图表 20 海归发行 A 股规模

名称	发行股数 (亿股)	发行规模 (亿元)
中移动	1.264	800
中国建行	90	477
中石油	40	446
广州富力地产	4.5	100
紫金矿业	1.5	70
中海油	8.2	64
合计	—	1957

数据来源：东吴基金，市场公开信息。

另外，5 月 30 日财政部公布印花税率从 0.1% 上调到 0.3%，加上手续费及其它费用，双边交易成本基本



达到 1%，按照每天 2000 亿的交易量，下半年按 120 个交易日计算，下半年交易成本将要耗尽 2400 亿资金。

汇总以上市场资金需求：下半年 A 股市场资金需求将达到 14600 亿元。

2、A 股市场资金供给分析

从资金供给情况看，居民储蓄分流入市是一个重要来源，包括直接购买股票入市和购买基金间接入市。但从目前状况看，新增开户和基金净申购的规模增速都在下降。我们认为，居民储蓄分流入市速度和规模主要取决于市场的赚钱效应，如果市场赚钱效应减弱，那么居民储蓄分流入市速度和规模将会降低。

从市场潜在资金供给来看，也不太乐观。市场潜在资金供给主要来源——贸易顺差，从目前贸易政策取向来看，今后一段时间贸易顺差规模存在下降的可能，但顺差依然延续。对于资本项目流出规模，我们认为，纵然 QDII 资格范围的扩大，但是短期且牛市期间对国内市场分流不会显著。

另外一个影响市场潜在资金供给的重大事件是，财政部发行人民币特别国债购买外汇。该事件对市场流动性紧缩的力度，将取决于财政部发行人民币特别国债购买外汇的规模和进程。全国人大已批准发行 15500 亿元特别国债购买外汇，显然即便是分期发行，这个规模对市场流动性影响也是巨大的。但是，我们认为，特别国债的发行有可能是外汇投资管理公司代替央行回笼流动性的“准财政”功能，也就是说特别国债的发行，将会降低央行央票发行规模和准备金率使用频率，并且政府会在央票和特别国债之间发行规模寻找一个合适的平衡点。如果真是这样的话，那么特别国债的发行虽然对市场有冲击，但不会有直观想象的那么大。因为从央行的公开数据看，其操作规模也是相当惊人的，根本不亚于特别国债的规模，去年央行总共发行了 3.5 万亿元央票，而去年的到期央票也有 2.6 万亿元。而今年截至目前，央票发行 2.5 万亿，而到期央票资金更有 3.2 万亿。

需要指出的是，发行特别国债的政治逻辑是：人民币继续保持小幅升值，对于快速增长的贸易顺差和 FDI，将增设通过发行人民币特别国债进行对冲。因此，贸易顺差的格局还会长时间延续。所以充裕流动性推动资产价格（房市与股市）上涨的驱动力不会根本清除。但是流动性泛滥的程度，会因为特别国债的发行而改善，其影响力主要在债券市场。

下半年市场资金需求很大，但市场资金供给却偏紧，我们认为，这种资金需求供给状况会阻碍市场上涨的空间，或改变一个阶段内原本线性上涨的股指运行模式。



第三篇 投资策略

根据下半年市场运行趋势的判断，我们仍然延续二季度策略报告中投资思路，即寻求主题配置与行业配置的结合。即主题投资上，看好资产注入、节能减排、成渝板块、奥运会带来的投资机会；行业上，有选择的重点配置银行、证券、保险、造纸、地产、汽车及配件、有色等行业，以及医药行业中的个别品种。

一、主题投资

1、资产注入——做实泡沫

关于资产注入是主题投资中首选，是热钱追捧的对象，其政策原因及市场实证，我们在《二季度投资策略报告》已作了重点分析。当然，那时侧重于“沪东重机”模式，即央企通过资产注入，实现整体上市引发的对应股票价格的重估。此种模式不再赘述。这里补充指出另外两种资产注入驱动力。

(1) 是一年前股改承诺，大股东注入资产，今年到了履行注资承诺时期的。目前已经履行注资承诺且市场反响较大的有招商地产、云南铜业、中色股份等。据 Wind 统计，共有 56 家上市公司有股改注资承诺，截至 6 月 25 日已履行注资承诺的有 31 家。

(2) 是原来没有注资承诺，而是全流通以后大股东或利益驱动，或整合资源需要主动拟通过资产注入加快资产证券化的，有这种可能的例如上海机场、大秦铁路、中华企业等。

图表 21 股改注资承诺公司情况

注资承诺	家数	具体公司
股改注资承诺	56	
已履行注资承诺的公司	31	中视传媒、中粮屯河、宏源证券、中金黄金、国电电力、马龙产业、江西铜业、贵航股份、SST 春都、贵研铂业、ST 红阳、大通燃气、太钢不锈、本钢板材、鞍钢股份、吉电股份、S*ST 通科、香江控股、S*ST 亚星、中国卫星、ST 一投、中粮地产、四创电子、*ST 科龙、东软股份、大众交通、桂冠电力、川投能源、*ST 黄海、招商地产、力元新材
未履行注资承诺的公司	25	大冶特钢、外运发展、*ST 绵高、航天长峰、南京医药、*ST 阿继、福建高速、航天信息、深圳机场、金岭矿业、攀渝钛业、山东高速、内蒙华电、华电能源、S*ST 东泰、中体产业、华东医药、狮头股份、国电南瑞、上海机电、现代制药、成发科技、东方集团、博盈投资、四川双马

数据来源：东吴基金，Wind。

2、节能减排——政策红利

说来也凑巧，今年 3 月我们根据《政府工作报告》透露出来的产业政策动向，就前瞻性的指出节能降耗将成为市场热点。据此，在《二季度投资策略报告》里，专门辟有“节能降耗—政策红利”一节内容。

考虑到国务院已于今年 6 月下发了《节能减排综合性工作方案》，进一步明确了“十一五”期间国家节能减排的目标计划，总体要求和具体实施细则。且据国家发改委副主任解正华于今年 6 月 22 日接受中国政府网



访谈时表示，循环经济法和新修订的节能法有望年内颁布实施。同时他还指出我国已经把节能减排的所有目标分解到各级政府，政府要实行责任制和问责制。

这意味着“节能减排”产业的优惠政策和资金投入有望实质性的进一步落实，相关企业的市场需求也会进一步增加，所以长期看好该投资主题。同时，将该“投资主题”的称谓和政府文件对接，所以将“节能降耗”改为“节能减排”。个股上，例如，生产建筑节能最佳材料聚氨酯的烟台万华；提供陶瓷纤维保温节能材料的鲁阳股份；垃圾处理工程的行业龙头合加资源等，值得关注。

3、成、渝板块——新政推动

今年6月，国家发改委批准了《重庆和成都市设立全国统筹城乡综合配套改革试验区》。从上海浦东新区和天津滨海新区的发展驱动力来看，某地一旦成为综合配套改革试验区，通常在金融、土地、税收、财政等政策上都将有优惠。正因为有此预期，以及浦东新区的龙头股陆家嘴，天津滨海新区的龙头股泰达股份股价运行的示范榜样，所以“成、渝试验区”获批后，成、渝试验区概念股如四川路桥，广安爱众、渝三峡、重庆港九等都立马闻风而涨。

那么，谁会是成、渝试验区的龙头股呢？

这里首先需指出的是，成、渝城乡综合配套改革试验区与上海浦东新区，天津滨海新区的“综合配套改革试验区”的提法有所不同，决定了政策优惠的条件也会有所区别。另外，成、渝地区与上海浦东、天津滨海的经济基础、经济辐射力也是不可同比的。所以对成、渝板块的市场期望值应酌情下降。第三，纵然如此，成、渝试验区的龙头股也具有长期投资价值。理由就不展开论述了。那么会花落谁家呢？

总结浦东新区中的陆家嘴与其他浦东概念股；同样总结滨海新区中的泰达股份与其他滨海概念股，发现经济试验区的龙头公司的共性是有金融概念或金融业务，另有基础设施的业务。如此推理，重庆港九有其龙头品相。

4、奥运经济——激情圣火

从《二季度投资策略报告》中，专门设有奥运经济一节，并且说，以后每季度策略报告都原封不动地保留该节内容。但限于篇幅，该节内容详见《二季度投资策略报告》。

二、行业选择

行业选择，我们纯粹根据东吴行业轮动识别模型定量分析结果（见第15页），即基本条件是所选行业必须是未来两年成长性高于A股市场整体成长性，但估值水平低于市场整体估值水平，然后结合行业研究员分析结果，筛选下半年重点关注地行业，具体是：金融、造纸、房地产、汽车及配件，有色金属以及医药行业中部分品种。

1、银行——成长价值双重优势取胜

信贷供给能够保证稳定增长，紧缩政策只是回收超额流动性，不会影响到银行正常经营。从目前披露的数据看，信贷依然保持高位，信贷增长还有两位数的增长速度。

央行数据显示，2007年5月份，金融机构人民币贷款增加2473亿元，其中，非金融性公司及其他部门贷款增加1578亿元，占了5月新增贷款的半壁江山。



虽然去年以来的货币紧缩降低了银行的利差水平，但是银行的盈利并不一定减少。主要在于，银行的一大半的存款来源是活期存款，而活期存款的利率没有提高。另一方面银行的资产质量也在改善，主要表现为商业银行的不良贷款率走下降通道，今年首季的下降最为明显。从上市银行看，不良贷款的拨备覆盖率也有上升的趋势，这对未来的信贷风险防范大有益处。目前银行业 07 年的 PE 为 33 倍，08 年为 23 倍，相对于其成长性和价值优势而言，此估值水平相对低估。我们认为，长期看，市场应该给与其高于市场的估值水平。

重点关注：招商银行、兴业银行、浦发银行

2、证券——全面享受爆发型增长

今年大多数券商的佣金率有所提高，反映了牛市中券商经纪业务的定价能力。2007 年股票交易市场极为火爆，截至 6 月 15 日，2007 年全部 A 股成交金额为 211684 亿元，同比增长 6.4 倍。未来影响经纪业务收入的主要正面因素如下：创新产品不断推出带来市场交投的进一步活跃；GDP 增长和证券化比例的提高；居民可支配收入增长和金融资产配置结构变化，带来的对证券类资产的强劲需求。

截至 6 月 22 日，A 股的 IPO 融资规模 1233 亿元，而去年全年的规模为 1642 亿元。我们预计未来券商的投行业务将飞速发展。首先，今年下半年开始将出现红筹股回归 A 股的高潮，单只股票的融资金额将有望进一步扩大。另外，中小板的扩容，并购重组以及固定收益产品的发行都会提升投行业务规模。

重点关注：中信证券

3、保险——受益于加息周期

升息增加了保险公司的存款利息收入，给债券市值产生了不利影响，考虑前期债券市场持续下跌已将加息预期反映，投资资产收益率将受益于此次加息和预期未来持续加息，对保险股形成利好。

1-4 月中国人寿、平安人寿保费收入分别增长 15%、21%，并没有如预期那样受资本市场火爆和基金热销的冲击。

升息对寿险保单销售增长将产生一定抑制作用，尤其是如果通胀预期较高更会产生不利影响，不过风险随着升息和通胀上升，万能险和投资连接险预期收益率也会随之上升，平安寿险开发出的灵活业务组合，可以抵消掉因升息给保单销售带来的不利影响。

2007 年保险股收益的来源还有相当部分要依赖于股市的良好表现，加息为增加保险资产的投资收益加了一个安全阀，加息将对保险公司持有的债券市值产生不利影响，但这已被市场消化，不应再反映到市值变动中。

升息增加保险公司存量资产的投资收益，但对增量保费来源产生不利影响；QDII 政策的实施将提高 H 股的估值水平，中国人寿和中国平安 H 股的上涨将对其 A 股产生支撑作用。

重点关注：中国平安

4、造纸——关注进入收获期的公司

2007 年 1-4 月，全国规模以上造纸企业机制纸及纸板累计产量为 2315.32 万吨，同比增长 14.40%，增幅较上年同期的 26.70% 回落明显，但行业的收入与利润增长依然呈现出较快增长态势，费用率的下降和存货、应收款周转指数的持续改善也支持行业利润率的平稳或上升。



造纸原材料整体价格维持高位，木浆进口量累计同比小幅下降。在 2007 年 1--4 月里，国际市场上针叶浆的价格依然居高不下，阔叶浆价格有所下降。国际市场废纸报价在 4 月份出现下降，但价格大幅下降的可能性并不大。1-4 月，我国木浆累计进口量为 284 万吨，同比下降 2.10%，但由于浆价的上涨，木浆累计进口额达 17.73 亿美元，同比上升 21.40%。原材料价格的居高不下，对不具有上游资源的企业带来了较大的压力，但同时也凸现出一体化公司的巨大竞争优势。

国内多数产品市场价格出现回暖。例如文化用纸、包装纸（白卡纸、牛皮箱板纸）价格普遍上涨，特别是牛皮箱板纸目前处于供不应求的状况。一直表现低迷的新闻纸在 2007 年 5 月份出现了转机。唯有铜版纸受美国征收反补贴税的影响，价格出现了下滑。

2007 年纸品价格的上升，主要由于纸品对成本的转嫁能力得到提高，而转嫁能力的提高源于行业竞争态势的好转。国家对造纸行业加大环保治理力度，关停小规模生产线及不达标生产企业，此举不仅有利于造纸业的可持续发展，同时将推进行业的整合，有利于具有规模优势企业的发展。行业内重点公司 2007 年依然保持了较好的发展态势，具有一体化优势的公司，无疑业绩增长的基础更加扎实，前景更加明朗。

我们重点关注林业资源进入收获期的岳阳纸业，和有可能在林业资源方面得到大股东扶持的美利纸业。

5、房地产——在调控中加速

今年一季度，全国商品房竣工面积 6192 万平米，同比减少 9.0%，而销售面积 10600 万平米，同比增长 12.5%。另外，反映商品房潜在供应的施工面积与新开工面积分别增长 20.8%、10.9%。同期全国商品房销售均价为 3821 元/平米，同比上升 13.2%，其中住宅、商铺、写字楼的销售均价分别为 3526 元/平米、6371 元/平米、8278 元/平米，分别同比上升 14.9%、12.0%、-5.7%。

首先，从房地产需求的角度分析，哈佛住宅研究中心统计分析表明，人口统计数量及结构很大程度上决定房地产行业的发展周期。我国 1962~1982 年出生的人年龄在 26~44 岁之间，这一年龄段共有 4.2 亿人口，他们正处于购置新房和改善性换房两种需求都很高的阶段，这将进一步加快房地产业的发展。另外城市化的推进也将激发庞大的地产需求。

其次，从其他国家发展的经验来看，汇率变化对一个国家的房价变化（主要的资产价值变化）是正相关的；从日本等本币升值过程中的经验来看，房地产业和航空业也是本币升值的受益者。更为重要的是，由于经济实力的提升，人民币升值的预期是刚性的，这必将对房地产行业产生积极的影响。

最后，未来政府除了狠抓落实已出台的调控措施外，还可能在提高购房首付比例，项目售房资金专款专用，严格限制外资投资房地产，严格征收二手房交易个人所得税等方面调控房地产行业。但是我们认为各种调控都无法遏制房地产行业的强劲态势，主要在于管理层的相关的资金，土地或者交易制度调控主要集中在房地产的供给方面，对于需求方面却无计可施，因此，我们认为管理层的每次调控都是买入地产股的最佳机会。

从 2007 年预测的业绩看，房地产股 2007 年 PE 为 49 倍，2008 年 PE 为 32 倍。同时，行业龙头企业将更加享受估值的溢价，一些整体上市地产公司的杰出表现，将使二线地产股的资产注入预期增强。

重点关注：保利地产、中华企业、中粮地产

6、汽车及配件——继续保持较快增长

2007 年 1-4 月份，全国汽车产销继续保持较快增长，各类汽车产销分别为 300.96 万辆和 293.36 万辆，



同比增长 21.36% 和 21.46%，产销率 97.47%。从产销率看，虽然除了各类客车的产销率超过 100% 外，其他各款车型均未能实现满产满销，但是整体上汽车业的产销还是呈现出平稳运行的态势。

从各个子行业来看，我们预计排放标准提高、固定投资维持高位等因素将使重卡行业继续维持高景气度，预计 2007 年能够实现 30% 左右的利润增长，但是 08 年该行业存在较大变数。因此我们更加关注的还是利润能够持续增长的优秀的零配件企业，以及由于国内外需求旺盛和产业转移驱动可能发展为世界制造中心的大中客行业。重点关注：上海汽车、潍柴动力、宇通客车

此外，我们也关注汽车行业整体上市和资产注入带来的投资机会。从目前沪深两市相关上市公司的情况看，在上海汽车基本完成整体上市之后，第一汽车集团和东风汽车集团这两大国有汽车集团就成为市场关注的焦点，此外长安汽车、航空系的昌河股份等国资背景的企业也被寄予厚望。重点关注：一汽轿车和一汽夏利。

7、有色——金属牛市继续延续

无论从金属的商品属性来看，还是从其越来越突显的金融属性来判断，我们认为，金属牛市仍将延续。首先，全球经济的持续稳定增长极大地拉动了金属的需求。根据 IMF 预测，2006—2011 年全球 GDP 增长率仍将高速增长，将连续 9 年增长率超过 4%，为历史上所罕见。尤其是中国经济持续高速的发展，使中国成为全球有色金属最大的消费国。中国因素已成为，而且将继续成为有色金属价格高位运行的晴雨表。其次，供给瓶颈的存在限制了产量的大幅度增加。新矿资源的严重不足、旧矿的关闭、矿山设备老化导致的采矿效率降低以及冶炼厂罢工、突发的自然灾害和环保越来越严格的限制，使供应始终难于满足需求。LME 各有色品种库存的持续下降，也表明供需紧张的状况仍未缓解，这大大延长了金属的价格运行周期。另外，长期低利率造成的全球资本流动性泛滥、美国双赤字导致的美元长期趋弱、高油价引发的通胀预期和生产成本的不断提高等也都有利于金属价格的运行。而且，资源大多数是不可再生的，具有极强的稀缺性，随着全球经济的高速增长，资源消耗量的越来越大，资源的稀缺性表现的更加充分。加之有色金属几乎都是重要的战略物质，尤其能够提供稀有品种的上市公司几乎都是独家垄断，既拥有资源，又有产品定价能力，相应的股票理应享受到更高的估值水平。

投资策略上，我们看好锡、黄金、镍等小金属，这些金属今年的平均价格将远高于 2006 年水平，个股主要关注锡业股份、中金黄金和贵研铂业；看好具有整体上市或资产注入概念的有色公司，目前有色行业中整体上市或者大股东注入资产较为频繁，已经成为上市公司实现业绩持续增长的重要因素之一，个股主要关注中色股份、中钨高新和 S 天一科；看好深加工类企业的投资机会，主要是指具备技术门槛或者市场门槛的，有核心竞争力的企业和产业链比较完善的一体化企业，个股主要关注新疆众和、宝钛股份、南山铝业和高新张铜。

8、医药——自下而上的个股分化

在证券市场，医药行业目前是个小行业，但是在国民经济中，以及世界贸易体系中，他都是是个大行业，这也预示着长期来看，中国医药产业必将有跨越式发展。发展的驱动因素可能是技术升级、产业重组、对外扩张，以及品牌终端控制力增强。

6 月底，主流券商对于医药行业的成长性定义是：今年 70% 增长(超过 1/3 来自投资收益)，2008 年 25% 增长。目前 2007 年 PE 55 倍，2008 年 PE 44 倍；已经接近市场较高预期的饮料与商业。这是由于政策上，近年来首度明确医疗改革要符合全民基本利益；对行政降价、新药审批 2 个政策进行了深度反思。这导致今年以来，医药板块 5 年中首次明显跑赢大盘。上半年的几个主题，老主题：中药、生物药；新主题：品牌普药、发酵原料药、医疗器械，轮流上演。



医药业是国内竞争程度最强的行业之一，后期必将加速优胜劣汰，诞生一批行业巨人，这些巨人的特点将是：有较大的行业容量，上升期的品牌推广，一定的技术壁垒，以及卓越的管理团队。在这个意义上，政策扶植，整体上市都是外延性的增长，最终还是要靠企业内生竞争力的提高。因此，我们判断下半年的医药板块走势是整体行业特征不明显，自下而上的个股分化仍将持续，相对而言，我们更看好优势生物药以及品牌普药板块。

重点关注：双鹭药业、康恩贝、白云山

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： 庞良永
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 6 月 29 日，2007 年以来嘉禾累计净值增长率为 50.78%。嘉禾基金自成立以来，累计分红六次，每 10 份单位累计分红为 10.9 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，截至 2007 年 6 月 29 日，东吴双动力基金单位净值为 1.6551，2007 年以来净值增长率为 65.49%。据中国银河证券基金研究中心统计数据显示，东吴双动力基金 4 月份净值增长率为 34.32%，在所有股票型基金基金排名中排名第三位。