



# 改革与周期

## ——东吴基金 2014 年投资策略报告



(2013 年 12 月 9 日)

**主 编** 凌 鹏  
**执行主编** 张 晗  
兰 昆

### 行业研究

医药 张 寅  
环保 戴 斌  
传媒 朱冰兵  
地产 薛和斌  
纺织服装 赵梅玲  
电子通信 徐 峥  
金融 张 晗  
食品饮料 张楷浠  
家电有色 张能进  
化工 王立立  
汽车机械 李鹏飞  
新能源 张剑鑫  
计算机 兰 昆

**债 券** 陈 晨

**监 审** 任少华  
程 涛  
黎 瑛

地址：

上海浦东源深路 279 号

邮编：200135

客服热线：400-821-0588

网址：www.scfund.com.cn

### 改革与周期

四季度，十八届三中全会指明了改革的方向，国内经济平稳，通胀缓慢上升，国外经济也逐步恢复。在此背景下，美国股市领涨全球，但国内创业板大幅震荡。

明年，改革的措施将逐步落地，和股票市场相关的重点是财税规则、金融规则和国企改革。这些规则重塑将沿着市场化的方向利好股票市场的长期表现。但是在中短期内，经济周期依然对市场起主导作用。

国内经济周期起于 12 年初，在 13 年上半年有所中断，7 月稳增长后有所恢复，目前进入到晚周期阶段，先行指标有所回落，我们预计周期将持续到明年 1 季度。

但我们对之后的经济表现非常谨慎，理由在于利率的上升一般滞后半年到一年传导到实体经济，目前利率的上升主要原因在于银行杠杆下降和风险定价机制缺失，短期内难以改变。在高负债的背景下，利率的冲击将会更大。

因此，我们认为在明年 1 季度前，市场仍可为。在市场主线上，我们认为明年将是估值和业绩的确定性重于今年的趋势和故事，所以，我们更偏好价值和穿越周期的稳定成长股。具体而言，我们判断明年的机会主要集中在如下几个线索：

- 1、受益政策红利或产业变革的行业，如环保、零售、家电、纺织服装；
- 2、稳定成长的行业，如医药、食品饮料；
- 3、景气提升的行业，如通信、电力设备、新能源、电子等。



---

<b>一、四季度市场和经济回顾</b>	<b>3</b>
(一) 不断创新高的海外股市 V.S. 创业板之殇	3
(二) 国内经济平稳	5
<b>二、宏观分析及大类资产配置</b>	<b>7</b>
(一) 改革与经济展望	7
(二) 从商业银行经营角度看货币市场与债券市场	13
(三) 大类资产配置总结	16
<b>三、投资主线</b>	<b>18</b>
(一) 策略主线	18
(二) 主线总结及重点行业	19
<b>东吴基金管理有限公司旗下产品</b>	<b>31</b>

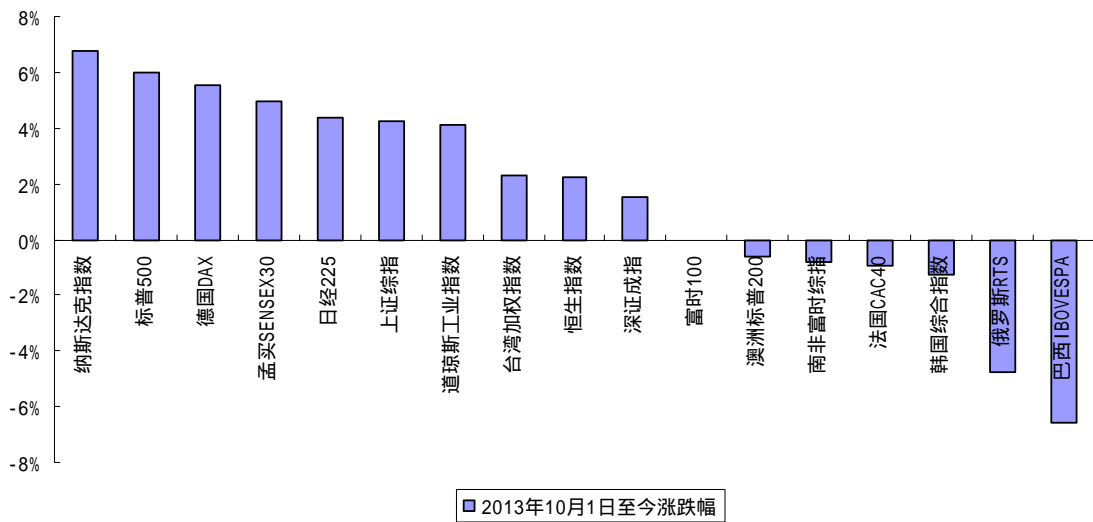


# 一、四季度市场和经济回顾

## (一) 不断创新高的海外股市 V.S. 创业板之殇

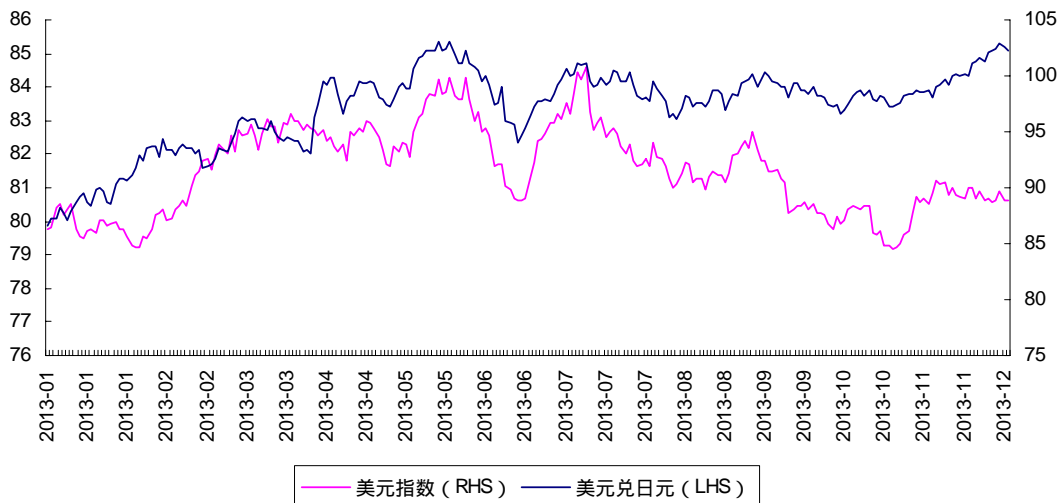
四季度，美国股市领涨全球。从9月底到目前为止，全球资本市场涨跌互现，发达国家中美、日、德三国资本市场涨势喜人；金砖四国里面，中国股市表现优异。全球股市的强劲表现和全球经济企稳复苏，美国QE延缓退出，以及日本货币宽松不无关系。从全球11月制造业PMI指数来看，达到两年半的新高53.2，显示整体经济环境处于改善的趋势下。日元的贬值对全球流动性产生非常正面的影响。国内随着“十八大”闭幕，国内对改革的乐观预期得到强化，上证指数也出现较为明显的涨幅。

图表 1 不断创新高的海外股市



数据来源：Wind，东吴基金

图表 2 日元贬值对全球流动性带来正面影响

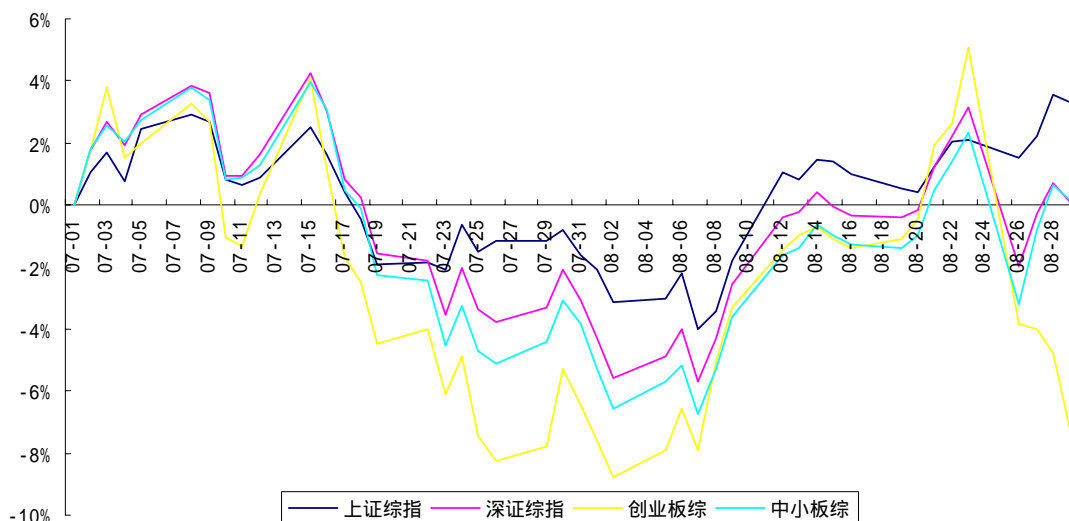




数据来源：Wind，东吴基金

**创业板之殇？**整个四季度，A股市场的格局出现了比较明显的变化，其表征就是创业板指大幅震荡，投资者在“诱惑”与“恐慌”中挣扎。创业板的走势已经没有了三季度那种气势磅礴上涨势头，而是深度的调整（恐慌）以及充满疑惑的反弹（诱惑）。从今年4月，6月资本市场对创业板上涨的争议就持续不断，争议的维度主要是三个：1.经济不行，小票不行；2.季报，半年报业绩不行，小票估值太高，业绩证伪；3.流动性趋紧，小票不行。而这三个维度，在今年前三季度被创业板气势磅礴的走势“证伪”。市场把这种上涨更多是由于“改革”。而10月份一些自下而上的事件，却改变了整个创业板的走势，其中天舟文化被查事件出来，导致整个传媒板块大幅调整，部分传媒股跌停，此事件就拉开了创业板调整的序幕。另外，今年拉动创业板上行的主要是传媒互联网股票。国内的互联网龙头公司都在海外上市，进入10月之后，海外上市的中概股也出现了明显的调整。可是“改革”的逻辑并没有改变，而在“十八大”之后，改革的逻辑还进一步得到了强化，创业板在短暂的上涨之后。新股方案再一次把创业板的估值问题推到了风口，新股推出到底会不会拉低创业板的估值，这个纠结的问题，估计要等到1月份才能得到回答。

图表 3 创业板出现剧烈震荡

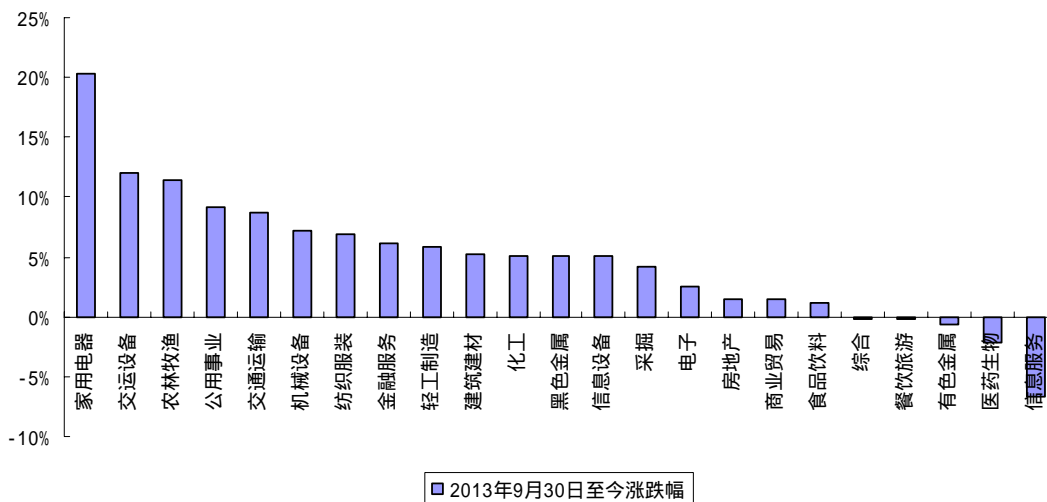


数据来源：Wind、东吴基金

**传统板块的逆袭。**从四季度板块表现来看，前期走势强劲的成长板块如信息服务，医药生物大幅跑输市场。涨幅领先的是家用电器，交运设备，农林牧渔板块，分别上涨20.3%，12.0%和11.4%。跌幅最大的是信息服务，医药生物和有色金属，分别下跌6.8%，2.1%和0.6%。而从板块表现的表征来判断：市场不听主题了，看业绩。家用电器龙头股三季度都超出市场预期。而之前各大主题如智慧城市，都出现明显调整。从这个维度看，年报业绩就成为主宰2014年一季度走势的核心矛盾。



图表 4 板块表现格局也出现比较大的变化

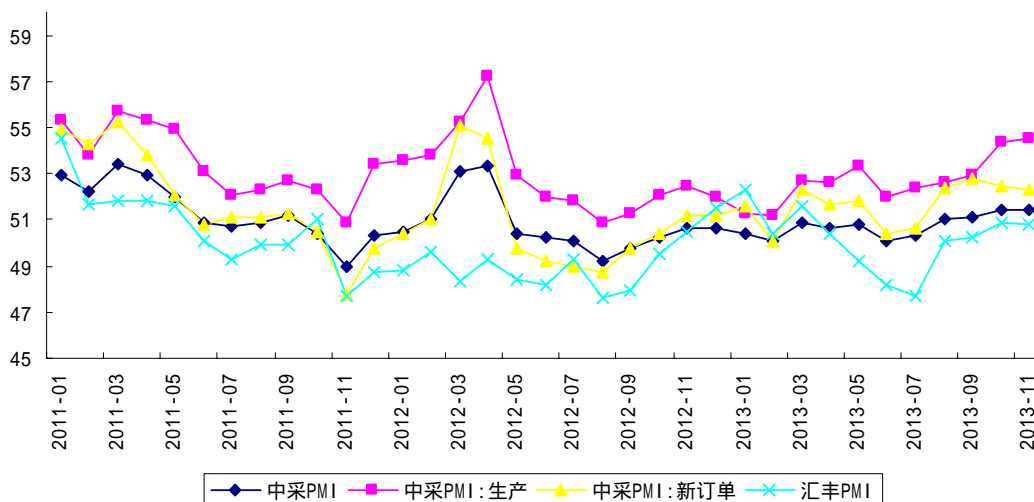


数据来源：Wind、东吴基金

## (二) 国内经济平稳

**PMI持平，国内经济平稳。**从近期中采PMI来看，11月份为51.4%，与10月持平。生产量指数上升0.1个百分点到54.5，反应整个经济体的生产活动依旧健康。新订单指数下滑0.2达到52.3。反应未来需求不存在强烈反弹的可能。同时从产成品库存PMI回升2.3达到47.9，依旧低于50%，可以看出企业还是处于去库存的过程中，在未来需求疲软的大背景下，企业再次大规模补库存的情况也难出现。

图表 5 国内 PMI 平稳

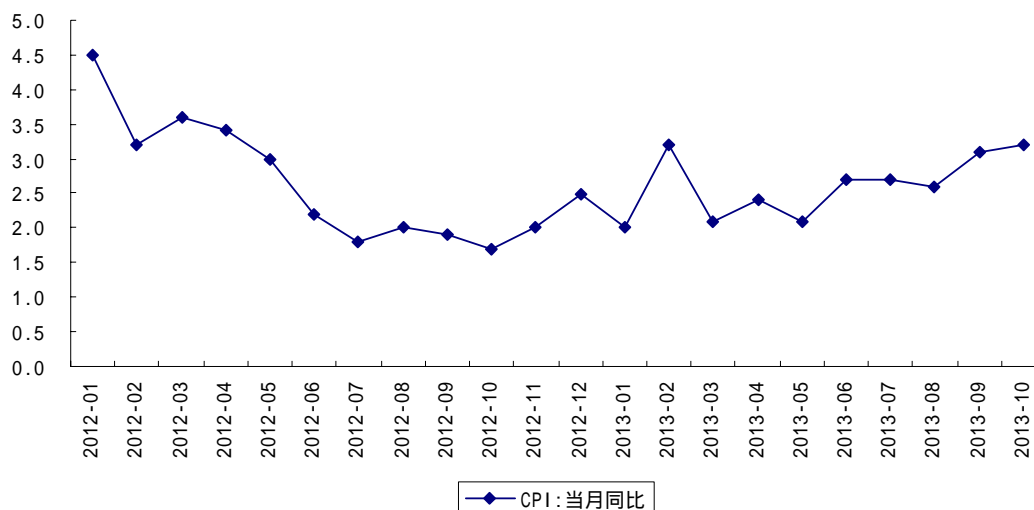


数据来源：Wind、东吴基金



**通胀问题有望缓解。**9,10月份的CPI都攀上了3%，且呈现出一种向上的趋势，通胀的走势成为大家关注的重点。而拉动这波CPI上行的主要原因是食品价格，而从11月下旬食品价格趋稳，蔬菜价格继续下跌1.7%，猪肉价格出现季节性小幅反弹。总体而言，CPI有望企稳。预计CPI在12月有望跌到3%以下。

图表 6 CPI 有望缓解



数据来源：Wind、东吴基金

**投资持续，消费无惊喜。**由海外经济复苏和PMI生产指数外推，制造业投资依然能够保持回升的格局。对于房地产投资，如果政府不出台更严密的调控政策投资增速不会快速下滑。不过自从“十八大”之后，新一届政府推出新政的速度和力度都比市场预期的要快要大。应当注意后期房产税相关政策的推出。消费端并无大的变化，估计平稳增长的态势将继续保持。

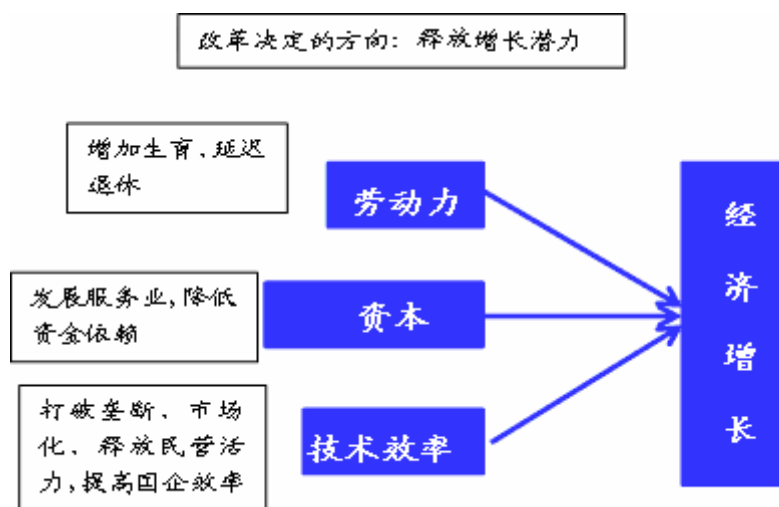
总体而言，国内宏观经济的整体态势会保持一个平稳的态势，而马上要召开的中央经济会议对明年经济增长的定调，将直接影响市场对明年经济格局的预期。

## 二、宏观分析及大类资产配置

### (一) 改革与经济展望

十八届三中全会在上个月闭幕，为未来十年定下了目标。这个目标读下来是非常吸引人的，确实是释放增长潜力的，但是实现这个目标的道路必然是曲折的，所以，我们只能称之为一个愿景。实现这个愿景的手段才是我们需要关注的，例如，最近的新 IPO 制度，未来必然有众多的手段出来，我们分析的框架是两个维度，一个是对于盈利的短期和中期影响，另一个是对市场游戏规则的影响。同时，我们认为改革本身并不能改变经济周期的固有特征，更不能消除经济周期。

图表 7 改革的目标



数据来源：Wind，东吴基金

对股票市场游戏规则最核心的影响就是最近证监会出台的四条新规。首先，优先股和分红机制，这些东西属于长期的机制，同时优先股是一个工具，这个工具在全球都不是非常频繁地使用，而且一般是在危机的时候使用。优先股的股息率现在市场预期是 8%左右，但这个并不一定能支付的，必须要有可分配利润。但同时 10 年期金融债的收益率已经在 5.7%左右，对于投资者而言，显然那个 8%的优先股吸引力就低了。

另外两个，也就是借壳上市的新规和 IPO，借壳的审批等同于 IPO，消除了监管套利，使得壳价值消失。然后是 IPO 逐步向注册制过渡，越来越市场化，那么供给增加就成为必然。游戏规则是怎么变化的，以前供给是受限的，动量投资面临的供给限制很低，同时尾部风险被证监会的市场设计所消除，所以造成了动量投资关注是否有人接盘，公司价值并不核心。新的规则还在逐步形成，但是短期内必然是打散了炒作的人心。同时，我们看证监会在新规则中体现出的是监管转型，那么接下来对于内幕交易的打击力度必然加强，因为这是各国证监会几大工作的核心之一。

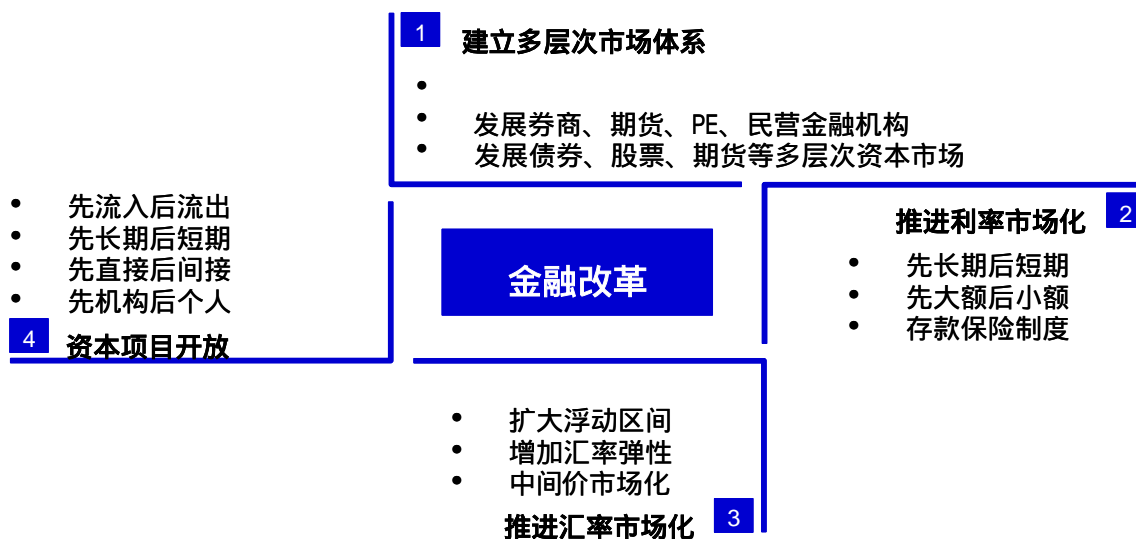
从经济规则来看，主要的方向是市场化，和股票市场比较相关的立足点是财税规则、金融规则和国企改革。金融改革未来主要是三个方向，一是建立多层次资本市场，《决定》中提及金融业对民营开放、股票发行注册制，多渠道推动股权融资。这个已经在做了，上面已经分析了；二是推动利率、汇率等金融价格市场化，这个将改变银行的行为。三是风险监管，建立存款保险制度以及金融机构市场退出机制，防止监管套利、投机过度。这意味着给银行松绑，在业务上多元化，从央行对自贸区的金融政策中就可以看出来，但同时加强监管，配合其他制度建设，将会带来金融资源配置的变化。



其中利率和汇率的市场化是非常重要的方向，这两者的货币的内外价格，利率市场化按照央行自己的研究会推高整体融资利率，这个我们在目前的债券市场中已经看到了，同时从海外成熟市场的经验来看，也是如此。另一个汇率市场化，周行长最近也表示将“基本退出常态式外汇市场干预”，人民币在 11 月份升值加速。那么热钱的流入能否对冲掉利率市场化带来的融资成本上升，我们认为不能，目前热钱的流入以短期为主，波动较大，同时我们观察到一个规律，和我们热钱的流入流出最为相关的变量是美元指数，而不是利差。同时扩大浮动区间后，人民币的波动率会提高，这意味着波动调整后的套利空间其实是下降的，反而不利于资金流入，除非我们继续单边升值，但从央行的表态来看，这一可能性比较低。

财税改革在《决定》中着墨较多，“明确事权、改革税制、稳定税负、透明预算、提高效率”，其实对应的就是上收事权，税制改革，解决地方债务和优化财政支出结构。其中已明确部分社保事权上收中央，社保全国流转或成可能，利于消费。而将地方事权明确为区域性公共服务，意味着基建投资或不再是地方支出的主要任务，不利投资。发展房产税和消费税，前者不利工业投资，后者利于服务业。

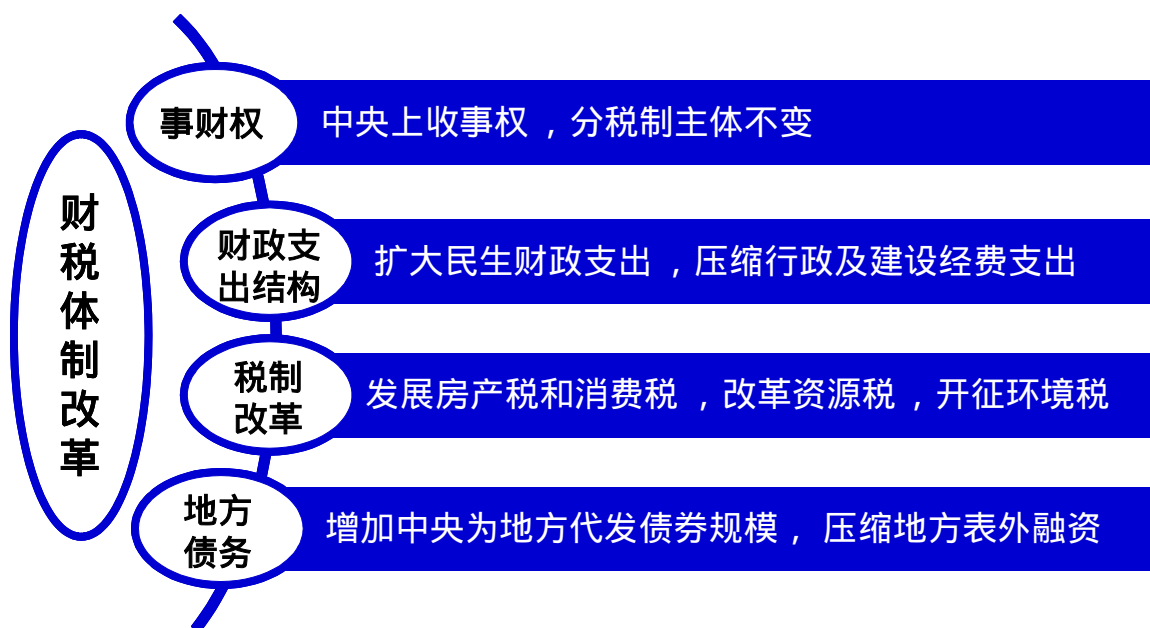
图表 8 金融改革



数据来源：Wind，东吴基金



图表 9 财税改革



数据来源：Wind，东吴基金

国企改革的核心是三块：完善产权结构：发展混合所有制企业，允许民资、外资控股国有企业。竞争性领域国企政企分开，市场化竞争。国有资本继续控股经营的自然垄断行业，实行以政企分开、政资分开。完善公司治理：允许混合所有制经济实行企业员工持股。完善监管体系：加强人大预算决算审查监督、国有资产监督职能，对国企的监管逐渐转变为对国有资本的监管。

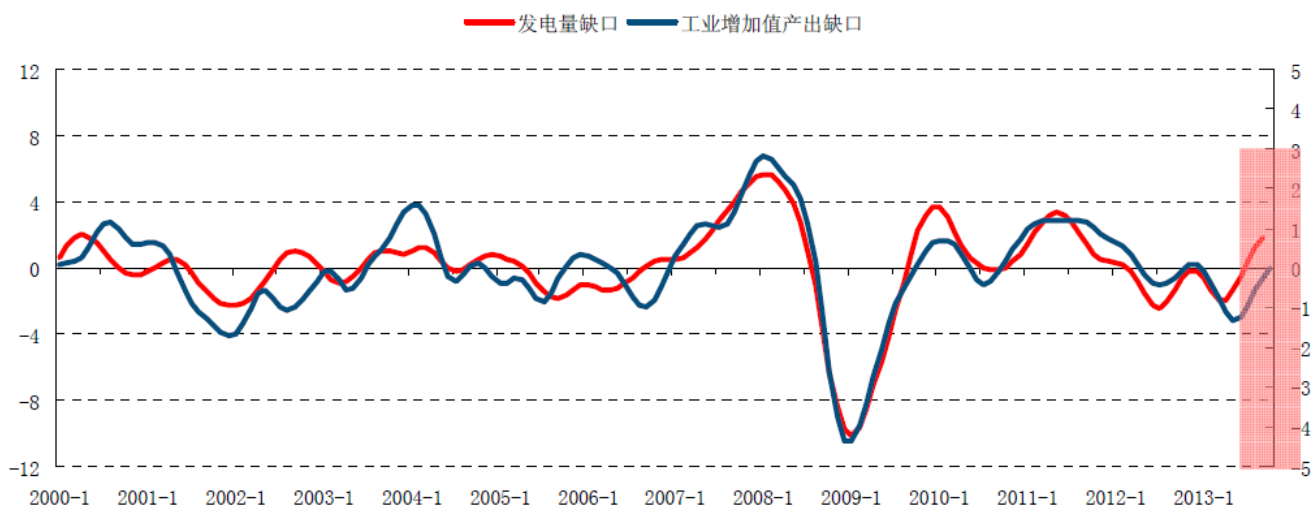
其实从 78 年国有企业改革就开始启动，不过最终改革还是从阻力最小的地方首先突破，于是采取的是一种“增量改革”的方式，84 年十二届三中全会之后，改革开始转向城市，欲“搞活”国有企业，提出了经营权和所有权分离，绕开了国家所有制。到 92 年国有企业转换经营机制，试行股份制，之后的集团化等等措施依然没有跳出放权让利的窠臼，这段时期国有企业改革的思路只是解决火烧眉毛的问题，直到 96 年中央看到国有企业整体陷入困境，即面临民营又面临外资的挤压，必须要清算多年来积累的过剩产能，收缩国有资本控制的范围。现在的国有企业改革依然是继续这个思路，收缩所有权，提出混合所有制，继续分离经营权，完善现代企业制度。这必然带来一批国有企业公司治理的改善，大股东、公司管理层和小股东的利益一致，推动效率提升，这是我们寻找的结构性机会。但从历次国有企业改革来看，他对宏观周期的影响非常小。

整体而言，就是政府起到政府应有的作用，市场的归市场，减少政府对市场微观主体的过度干预。我们以前的经济周期是一管就死，一放就乱，皆是由于政府和市场角色不清，政府机会主义，微观经济主体也变得机会主义所致。如果三中的改革一直向目标推进，那么我们的宏观经济运行能够逐步摆脱以往的特征，但是周期现象依然存在，同时我们现在面临的金融风险也依然存在。

短期来看，经济周期还能维持到明年 1 季度，本轮周期从 12 年初开始，但在 13 年 2 月之后，由于中央释放出强烈的转型信号，使得经济主体对经济的信心下降，开始了一轮去库存，但在 7 月份中央重新开始提出稳增长后，库存开始稳定，经济周期重新开始，目前一些晚周期的指标开始出现回升，例如制造业投资回升，通胀上升。从各种约束条件来看，正常情况下，周期能够维持到明年 1 季度，随后周期就开始向下。回顾上一轮周期，是从 09 年开始的，在 10 年上半年央行紧缩了一把，也出现了一个去库存，但是在 10 年下半年周期又得以恢复，最终结束是央行因为通胀开始紧缩。所以，本轮周期和上轮还是有一定的类比性的。



图表 10 周期尚能维持到明年 1 季度



数据来源：Wind，东吴基金

但是现在乐观的现象又出现了，对于改革所带来效果的信心和 11 年对于新周期的信心也是类似的。但高负债下的金融风险和高通胀风险是类似的，只要银行的信贷风险不解除，调控就会继续进行。现在国债收益率已经在 4% 以上快 4 个月，同时信托的融资利率也已经上升到了 11 年的高点，这就是说整个社会的融资成本是在不断抬高的，其原因在于我们的债务规模已经非常庞大到了明斯基所说的第三种融资，也就是庞氏融资，也就是现金流也无法支撑利息支付，必须靠负债来支撑，这个时候对债务的需求开始加速，而央行开始执行控风险的货币政策，一点点紧缩就对利率产生非常大的冲击。

虽然央行采取了政策盯住了货币市场短期的利率，但是回购市场的成交量却是在下降，同时同业存款利率和国库现金的中标利率上升幅度要明显高于回购利率，这里面可能反映出真实的资金紧张。

图表 11 负债率越来越高





数据来源：Wind，东吴基金

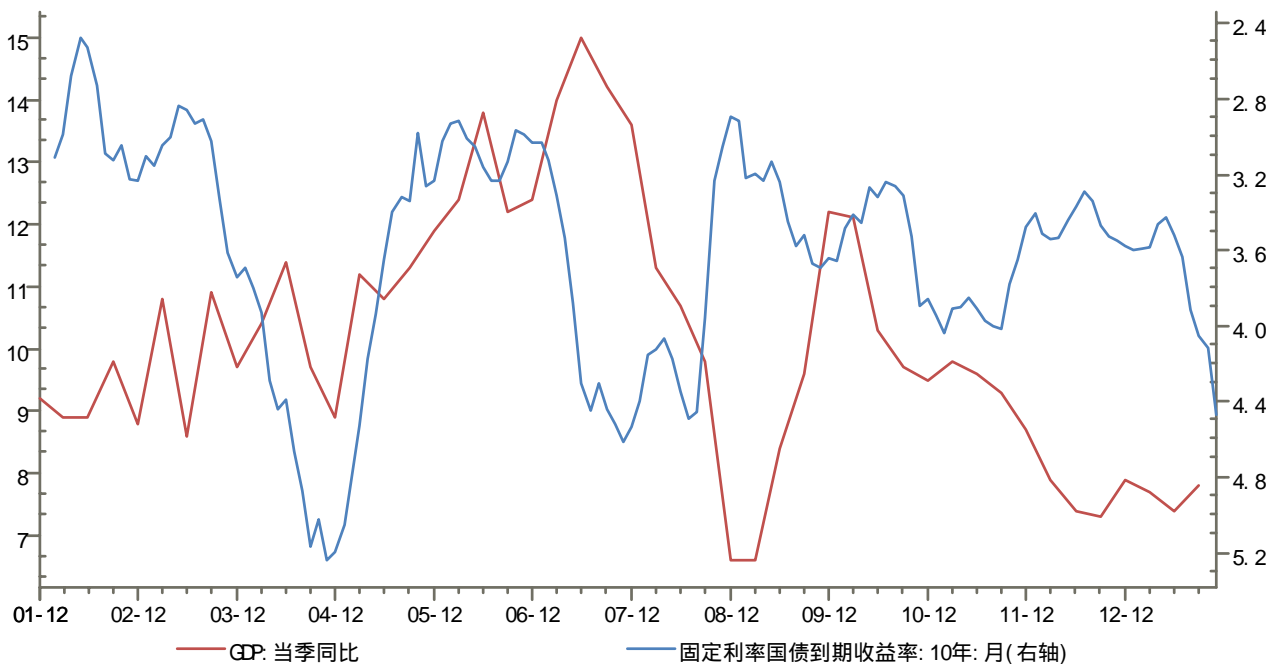
图表 12 社会融资成本上升



数据来源：Wind，东吴基金

而利率的上升一般滞后半年到一年传导到实体经济，例如。10年3季度的利率上升导致了11年下半年经济的下行，07年初开始的利率上升导致了08年开始的经济下行。这一轮6月份开始的利率上升应该导致明年2季度经济开始下行。

图表 13 利率上升滞后 6-12 个月传导到经济

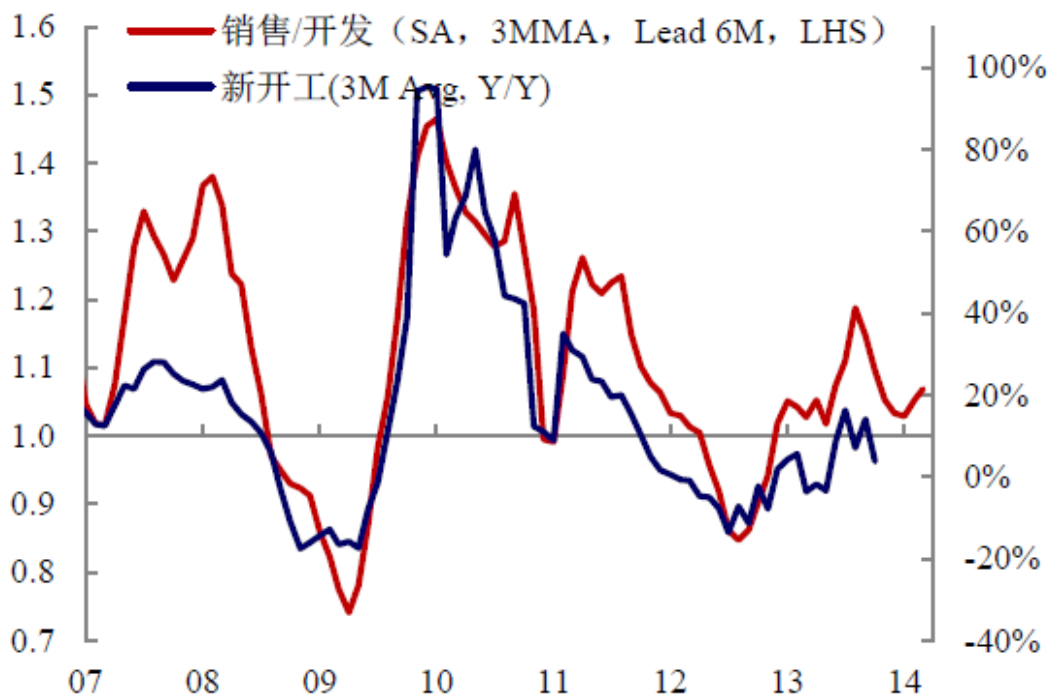


数据来源: Wnd资讯



数据来源：Wind，东吴基金

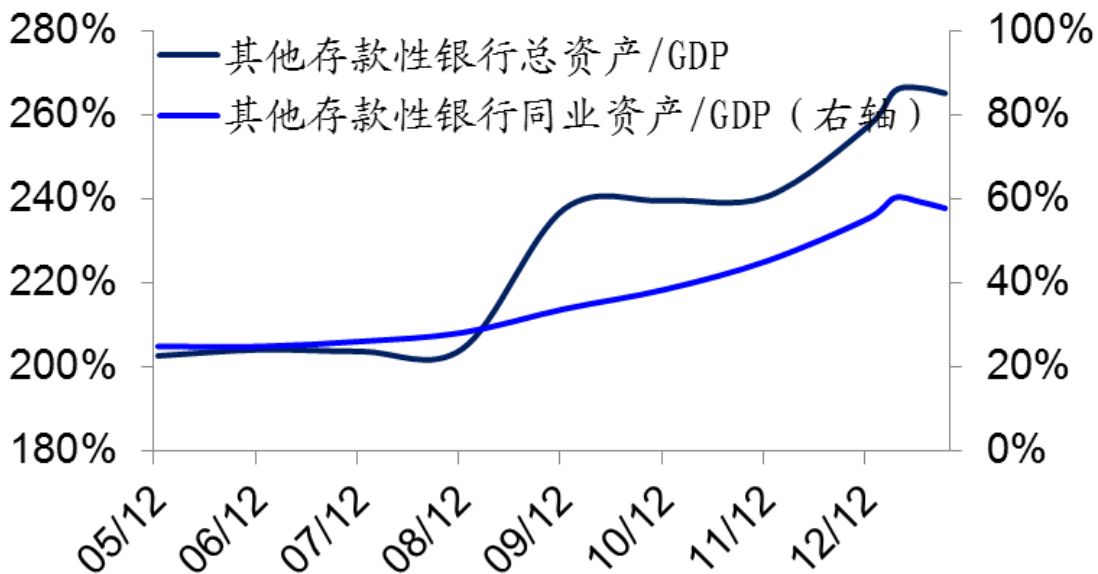
图表 14 房地产的周期也开始向下



数据来源：Wind，东吴基金

另一方面，从房地产来看，也走在周期下降的过程中，首先是从销售的领先指标来看，趋势是向下的。其次，利率的上升，银行的去杠杆也将导致房地产周期下行。

图表 15 银行表外去杠杆



数据来源：Wind，东吴基金

所以，我们对经济的结论是，虽然改革的愿景非常美好，但是我们的经济周期在中期依然面临着很大的

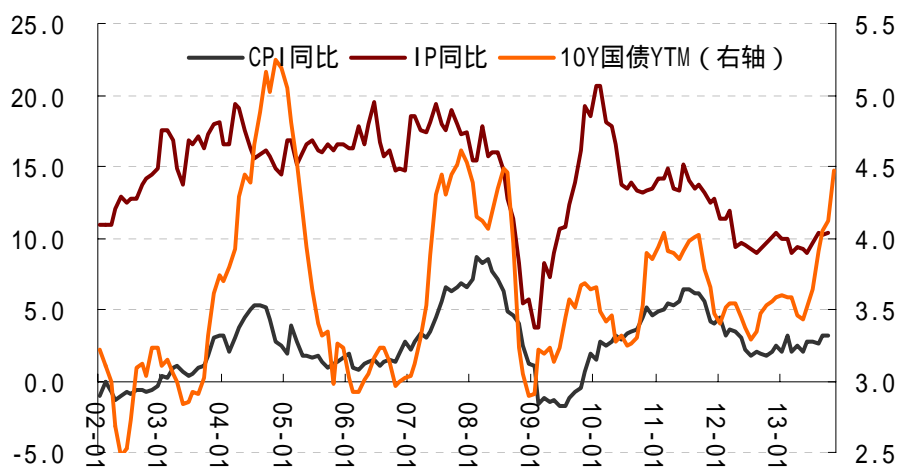


风险，这个风险来自于金融体系和房地产，短期内，到明年1季度，我们认为这个风险不会明显地影响股票市场，周期的力量和对改革的憧憬依然是市场的主导因素。

## (二) 债券市场的矛盾与机会

与历史相比，今年经济与通胀均较温和，债券市场在经历上半年的平稳后，从2季度末开始，债市与基本面出现严重背离，且背离程度愈演愈烈，作为债市标杆的10年期国债收益率大幅超过2009年以来4.0%的高位水平，已经堪比2007年经济过热时期。

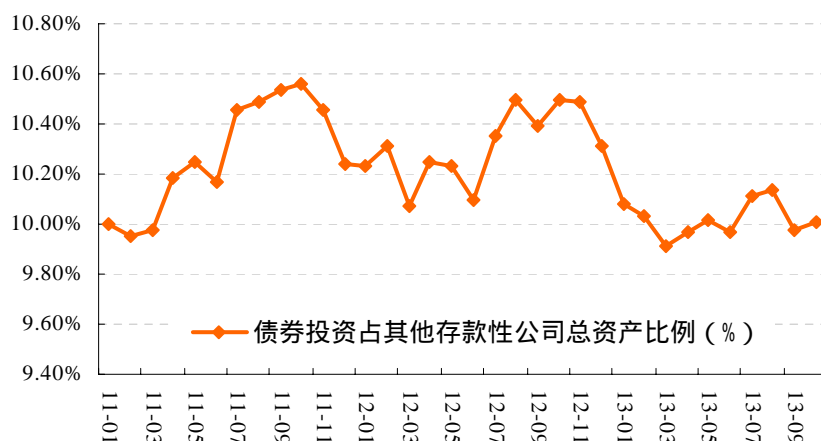
图表 16 10年期国债收益率与经济基本面不匹配



数据来源：Wind，东吴基金

商业银行作为债券市场最重要的投资机构，今年以来其债券投资需求出现弱化，与往年相比，债券投资占其总资产比例中枢明显下降，银行需求的弱化成为债券收益率上行的重要原因。

图表 17 今年债券投资占商业银行总资产比例明显低于历史水平



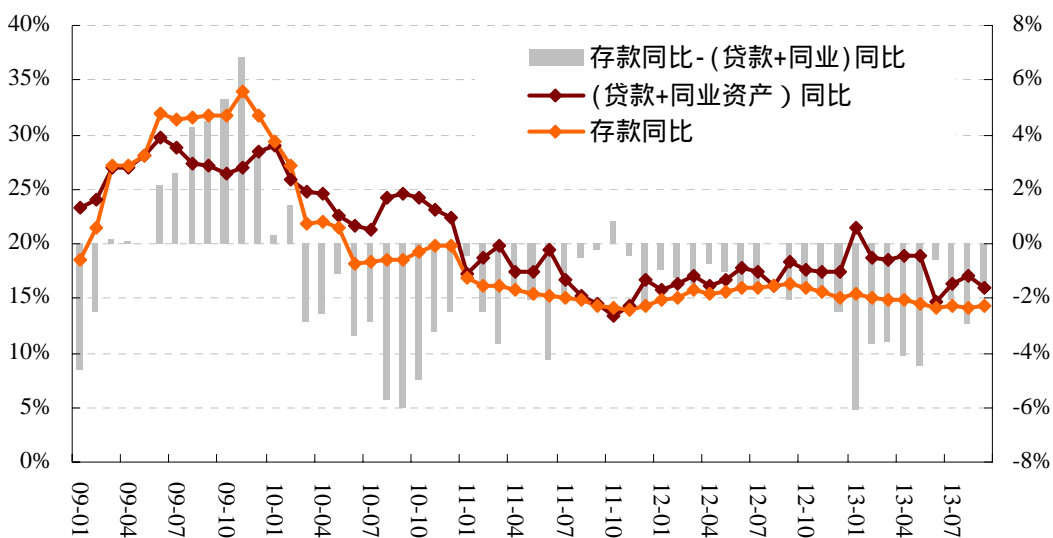
数据来源：Wind，东吴基金

那么银行资产配置流向了哪里呢？在4季度策略报告中，我们曾经分析过银行在规避监管、做大规模的



冲动下，通过表内同业业务和表外理财业务进行大规模的类信贷投放，正是这些类信贷资产吸收了大量的银行资产配置。而与此同时，银行负债端的承接能力已经不足，相比于去年，今年存款增速与贷款和同业资产增速的负缺口出现明显扩大。在内部的存款派生途径中，贷款的存款派生能力最强，类信贷业务的存款派生能力明显弱于贷款，而如果明年银行被动去杠杆压缩类信贷业务，存款的增长还可能继续放缓；在外部的存款来源途径中，今年外汇占款增长情况虽然好于去年，但QE退出预期始终是悬着的达摩克利斯之剑，明年外汇占款增长可能并不乐观。因此无论内部还是外部因素，都意味着银行仍将面临争夺存款资源的压力，而存款增速的下降也可能会继续压制银行的债券需求。

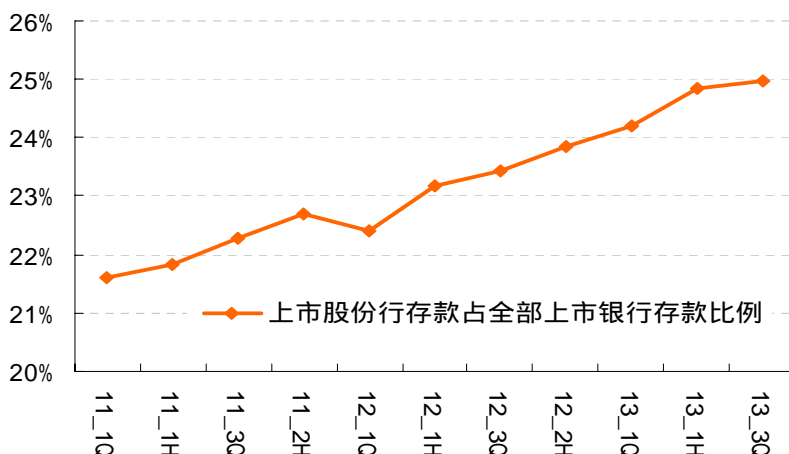
图表 18 存款增速下降同时伴随与贷款和类贷款资产增速负缺口扩大



数据来源：Wind，东吴基金

在存款资源的争夺中，既有银行体系内的竞争，又有银行体系与非银金融机构之间的竞争。2011年以来，股份制银行存款占比不断上升，国有大行存款占比不断下降，银行体系内存款结构在发生变化。与股份制银行相比，国有大行债券投资占到商业银行整体的一半左右，其存款流失导致债券配置需求下降，对债券市场的影响程度也远大于其他商业银行。在银行体系外部，货币基金等也在通过高收益优势分流银行一般存款，虽然对存款总量的影响尚小，但较快的增速已经在逐步形成对银行体系的压力。

图表 19 股份制上市银行存款占比不断攀升





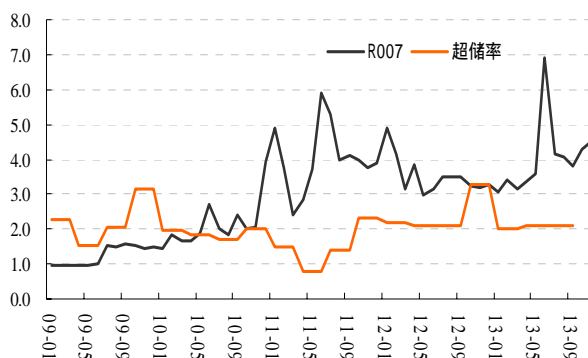


数据来源：Wind，东吴基金

银行负债资源争夺的同时也带来负债成本上升。在利率双轨制下，银行表外理财和货币基金等分流存款的方式是提供高于一般性存款利率的收益水平，各种高收益的类信贷业务正是能够支撑理财产品、货币基金等高收益的来源。而这些能够承受高利率的类信贷业务，以房地产和地方政府融资平台等为主，高房价抬升了房地产行业的利润水平，房地产行业承担的实际利率可能甚至为负，缺少财务约束的地方政府也始终存在债务扩张冲动，使得这些行业对利率水平敏感性相对很低。在银行传统存贷模式下，货币市场与融资市场通过银行体系间接相关，而当信贷业务可以被包装为同业、理财时，这些对利率不敏感的类信贷需求就与货币市场直接相连了。

2007年以来，资金利率紧张时主要是供给不足导致，因此资金供给角度的超储率水平就成为监测资金面松紧的重要指标。而今年虽然央行货币政策操作更加精细化、外汇占款也有阶段性低增甚至负增，但超储率水平是不低的，而货币市场利率中枢水平在不断抬升，主因就在于旺盛的类信贷需求与货币市场直接相连，导致资金需求上升与需求结构的变化，这种资金需求的变化也导致机构对资金成本上升预期的强化，但货币市场利率的上升幅度已经开始面临经济增速下行的制约。

图表 20 超储率不低但资金利率中枢抬升

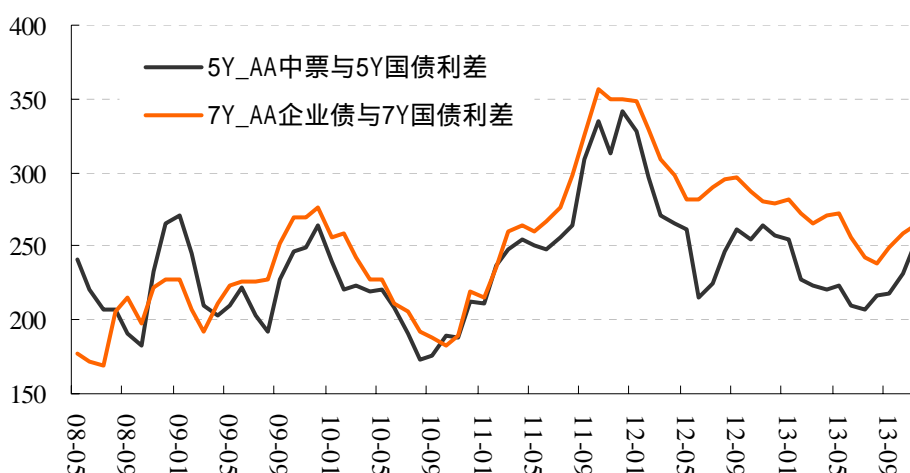




而形成对信用风险的合理定价，其程度和方式的把控可能存在不确定性，信用风险的小范围暴露也未必会有效引导资金对地产与平台的抛弃，而如果无风险利率的下降不足同时叠加信用利差的加速扩大，短期内可能会形成对经济的伤害。

综合来看，银行非传统信贷业务的快速扩张，一方面通过规避监管以低资本消耗的方式创造了更多的广义货币和社会信用，另一方面抬升了银行间整体的利率水平。虽然目前监管对银行风险的管控规定接连出台，但短期内银行仍然能依靠其创新绕过一部分监管。而如果未来货币市场利率明显抬升广谱利率，使得融资主体的资金压力演化为信用风险，进而通过融资主体与银行体系密切复杂的联系形成对银行资产质量的影响，才可能使得银行的风险偏好真正下降，从而调低风险资产规模，带来货币市场利率和债券市场收益率的下行，以及信用债与利率债之间信用利差的扩大，但利率市场化的推进还可能使这一过程更加复杂。

图表 22 信用利差并未反应足够的信用风险与流动性风险溢价



数据来源：Wind，东吴基金

既要满足实体企业的合理融资需求，又要防范金融风险，“620钱荒”事件使得市场与监管层认识到，单纯依靠货币政策实现多方面目标并不现实，甚至会造成金融体系的混乱；而虽然央行仍有很大的存款准备金率下调空间，但在出现经济增长趋势性下行、CPI明显低于3%的情况之前，总量式的放松政策难以实施。更为有效的方式则是，一方面目前货币政策更多地通过利率指引方式引导市场参与者的资产配置行为，另一方面以财政政策和直接金融监管政策配合压制不合理的融资需求。而对于债券市场来说，阶段性的小机会可能蕴藏于利率指引型货币政策叠加有效金融监管，趋势性的大机会则来源于经济或者通胀下行条件下总量型货币政策宽松的到来。

### （三）大类资产配置总结

我们判断 2014 年经济将会重新面临衰退，出现的时间点比较可能是在 2 季度后，通胀在上半年仍然压力较大。流动性方面，将会是前紧后松。股票市场的机会将主要集中在上半年，机会以低估值景气提升的行业和估值合理的成长股为主，相比于今年，估值扮演更重要的作用，风格效应将弱化。债券市场阶段性的小机会可能蕴藏于利率指引型货币政策叠加有效金融监管，趋势性的大机会则来源于经济或者通胀下行条件下总量型货币政策宽松的到来，理由如下：

1、改革效果显现是长期的，短期市场依然遵循经济周期。这一轮经济的复苏起步于 12 年初，目前一些晚周期的指标开始出现回升，如果没有外部的因素强干扰，经济周期还能延续到明年初。





2、流动性已经开始逐步边际收紧，但目前仍然以稳定短期流动性，收紧长期流动性为主。如果明年 3-4 月份通胀越过 3.5% 的上限，届时货币政策可能也将会收紧短期流动性，也就是货币市场重新受到冲击。

3、外部流动性方面，如果在今年 12 月份，美联储不会开始缩减 QE 的话，那么明年 3 月份缩减的可能性将会非常大，因为 Yellen 传递出的鸽派信号将会推动风险偏好提升，商品价格也将面临上升。明年 3 月份缩减 QE 的条件将会非常充足，甚至在整体货币政策基调上也将可能出现偏紧。

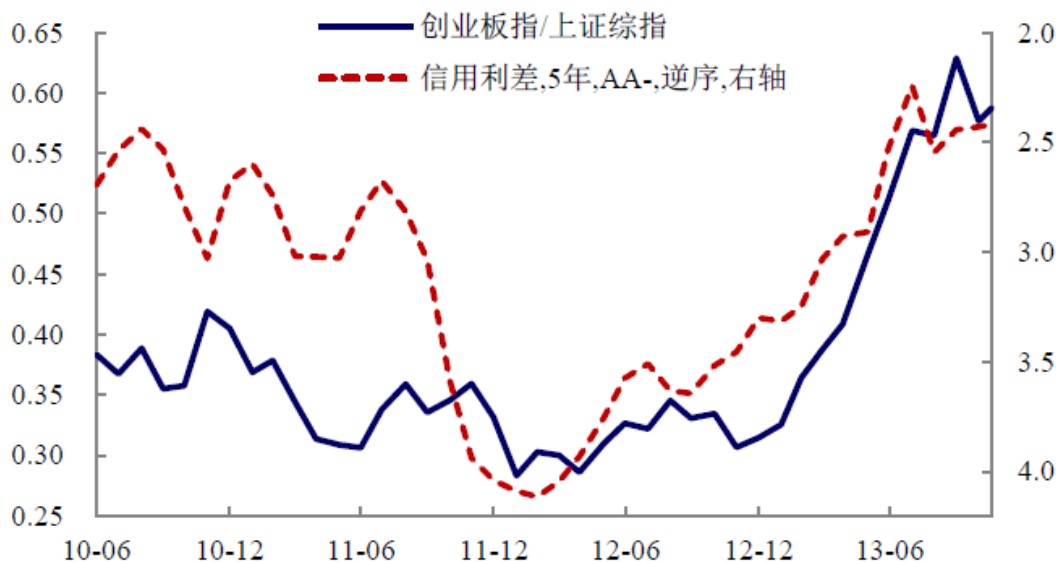


### 三、投资主线

#### (一) 策略主线

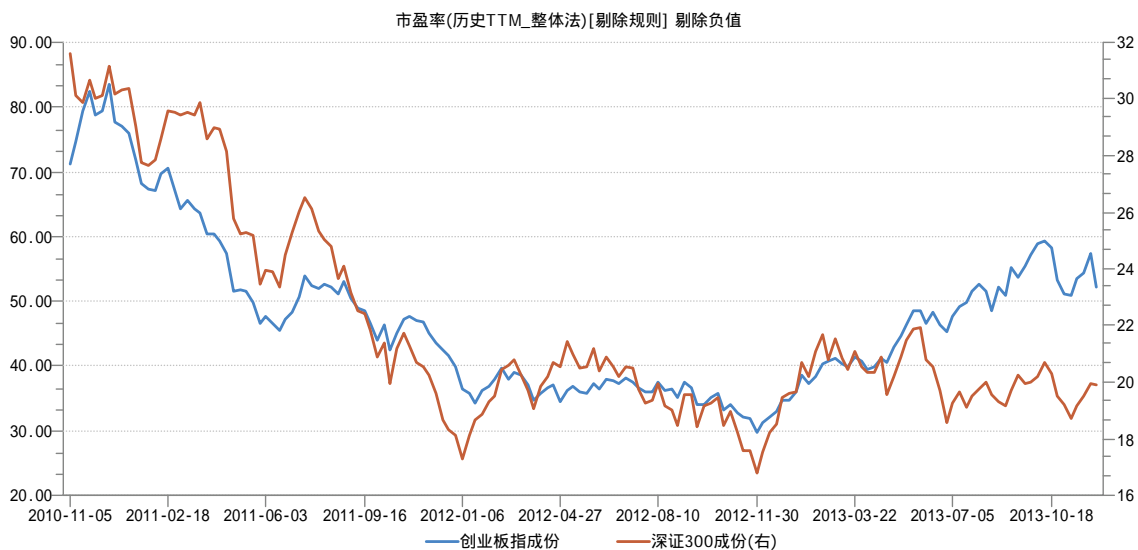
今年是各类成长股的天下，主导的因素不是估值，是成长，预期的成长和故事。因为今年风险偏好整体抬升，而宏观经济周期一直被投资者认为是死水一潭，相比而言创业板的成长更高。

图表 23 创业板的相对收益和风险偏好相关



数据来源：Wind，东吴基金

图表 24 导致估值不断抬升

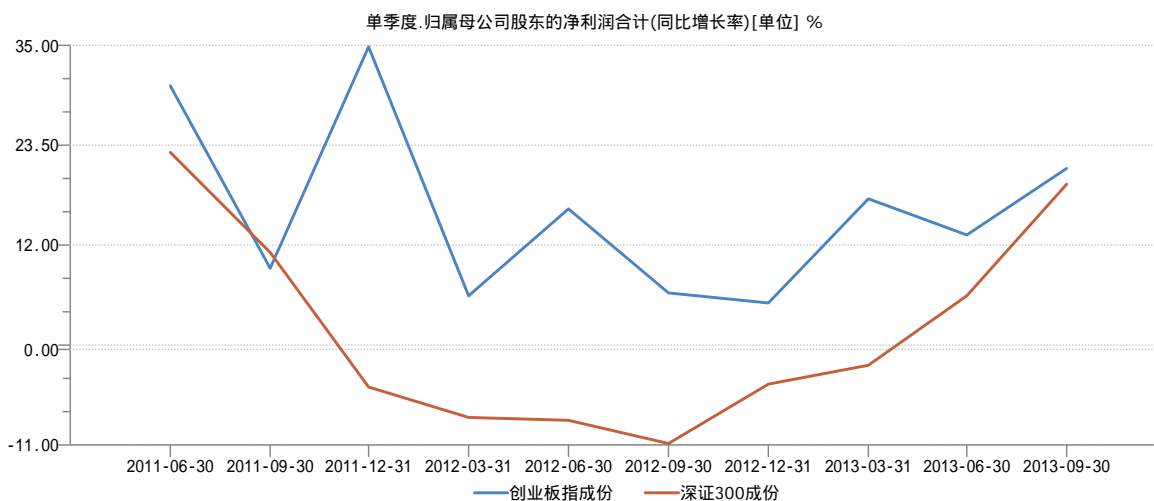


数据来源:Wind资讯



数据来源：Wind，东吴基金

图表 25 但业绩的加速度不如主板



数据来源:Wind资讯

数据来源：Wind，东吴基金

但明年面临的情形却不一样了，首先，利率的上升将压制估值，现在创业板整体TTM的估值在50倍，预测的增长是40%，那么明年的估值在35倍，沪深300的估值在20倍，明年的预测增长在25%，明年的估值在16倍。其次，明年的经济周期下行风险将加大业绩不达预期的风险，并且这一观点正在逐步深入人心，这将导致投资者需要更大的安全边际，同时更偏爱能够穿越库存周期的股票。再次，市场机制的重新设计和周期的力量有利于低估值的蓝筹国企股。因此，明年的主要逻辑应该是估值和穿越周期，也就是业绩的确定性。

## (二) 主线总结及重点行业

根据以上分析，我们判断明年的机会主要集中在受益政策红利或产业变革的机会，例如环保、零售、家电、纺织服装；稳定成长的机会医药、食品饮料；和景气提升的行业，例如通信、电力设备、新能源、电子、等。

### 1、节能环保行业——下一轮制度红利的主要受益者

行业评级：推荐

十一长假期间北京再次重度污染，以及十八届三中全会传递出的改革信号，共同支撑了环保板块四季度的良好表现。尽管年末在IPO重启、资金面趋紧背景下估值有所回落，但板块整体依然上涨了4.6%，较大盘及创业板指数均有超额收益。

十八届三中全会对环境保护和生态文明建设予以了详细描述，蕴含着根本性的变革，为未来一段时间内环保行业的发展奠定了坚实的基础。纵观文件的内容与精神，重点提出要健全自然资源资产产权制度和用途管理制度，划定生态红线，实行资源有偿使用制度和生态补偿制度，并改革生态环境保护管理体制。

对这段话的理解，总的思路就是要重新定位多方参与主体的地位，将生态环境，包括水体、森林、山陵等，作为资源予以确权，政府行使管理权。排污方作为资源消耗者需支付污染成本，这部分由过去名目繁多



杂乱无序的收费变革为有统一标准和计量方法的环境税。如此一来，权责分明加之统一标准和加强监管，生态环境治理机制有望被彻底理顺，将有效压缩权力寻租的空间，增加排污成本，提升全民节能环保的意识。

如果我们对改革方向的判断是正确的，那下一阶段我们很可能看到的制度红利至少包括：(1) 行政体制改革，即由过去环保部一家主管，向跨部门联合负责，甚至多部委职责重新划分形成更高级别主管部门的可能；(2) 资源价格形成机制有望加快落地，污染成本进一步提升；(3) 环境税推出，以法律形式确认生态环境的资源属性，稳定治理投资的来源。这些方面，将在根本上解决目前环境保护领域面临的现实困境，将为环保行业的发展打开巨大空间。

从板块看，依然看好现实需求迫切、政策力度有望一再超预期的子板块：大气、水、农村及土壤。其中，大气为首选。入冬以来华东地区连续重度雾霾，再度引发舆论高度关注。相比去年更早、范围也更广的空气污染，以及解决只能坐等冷空气的现实无奈一再突破人们的底线。为此，政府必定不遗余力解决眼前最急迫的问题。微观上，从上市公司的季报已经可以看出行业景气持续向好的迹象。我们认为这一趋势至少能够维持至后年；此外，从国际经验看，水的治理空间更大，时间也更漫长。这一轮政策着力点预计会在工业污水上，相关标的有望受益；农村和土壤，涉及的面较广，主要以重金属治理和土壤修复为核心。但无论技术路线还是盈利模式，都没有前两者成熟，因此尽管同样迫切，并涉及到食品安全问题，但推进的速度可能并不快。

板块伴随市场整体出现调整，目前行业平均估值回落至 13 年 45 倍，14 年略大于 30 倍的水平。年末存在估值切换的可能，考虑到行业整体增速尚有 30% 以上，这一估值处于合理水平，值得推荐。

## 2、医药——寻找政策受益企业

行业评级：推荐

今年医药制造业收入和利润延续了前几年的增长势头，同比增速保持在 15-20%。虽然三季度 GSK 等企业的商业贿赂被曝光，继而催生了多部委参与的医药行业反商业贿赂行动，一些处方药企业的营销活动也受到了影响，但目前来看，该行动已经告一段落，对行业的影响也较为有限。而且在体制问题没有得到根本解决情况下，医药行业的游戏规则也不会有明显改变。

10 月份，国务院发布《关于促进健康服务业发展的若干意见》，首次将健康服务业提到稳增长、调结构、促改革、惠民生的高度，规划涉及医疗服务、健康管理、健康保险及相关服务等多个领域，提出到 2020 年健康服务业规模达到 8 万亿，复合增长率达到 14%。明确鼓励社会资本投资医疗机构，在市场准入、医保定点、医生职称评定等方面给予民营医院与公立医院同等待遇。预计各部委、各地区后续还会出台细化政策，民营医疗机构将迎来巨大的发展机遇。

药品价格和招标政策是目前市场关注的重点。明年的政策还具有不确定性，但预计总体偏紧。全国医保资金总体结余率虽然不低，但部分地区已略显紧张，且医保支付压力的增大是长期趋势。控制医疗费用的过快上涨，追求医保资金利用的效率将是中央和地方主管部门的长期目标，总额预付、按病种付费等手段也在积极试点探索中，对于药品价格的管控越来越严厉。发改委对中成药医保品种的调价方案即将推出，虽然考虑到中药材价格的上涨，调整原则是有升有降，但主要还是会以降价为主，需要关注独家品种的价格变化。GSK 事件爆发后，降低外企药品价格，取消原研药的价格保护已是大势所趋，外企降价对国内企业的影响，则要根据实际的降幅再作评估。此外，二次议价、医保支付价等也在发改委的考虑之中。明年也是基药和非基药招标的大年，质量和价格的权重、质量层次如何划分、中标企业的数量都是重要的关注点。制药企业的竞争优势将更多地体现到产品本身的疗效和竞争环境，单纯靠销售推动的企业将难有机会。基本药物方面，近期卫计委可能会出台二三级医院基本药物使用比例的细则，随着各地招标的开展，明年下半年开始，新进目录的独家或类独家基药品种的销量有望明显提升。

今年申万医药生物行业指数上涨 33%，排名全市场第五。但是 1-5 月的涨幅就达到 33%，之后由于广东



严厉招标预案的推出、反商业贿赂、业绩不达预期等原因，行业指数震荡。目前医药板块整体对应 13、14 年预测市盈率 31 倍、24 倍，相对市场的估值溢价不低。但是我们认为医药行业作为战略性新兴产业，符合改革发展方向，人口老龄化、医保覆盖的深入持续拉动医药行业需求，在宏观经济走势偏弱的情况下，明年医药行业仍能保持较快增长，虽然药价政策还具有不确定性，但改变不了行业向上的趋势，给予行业“推荐”评级。建议关注：1、有独家品种入围国家或地方增补基药目录的企业；2、医疗服务类企业；3、具有并购预期的企业。

### 3、电子行业——子行业轮动增多，成长与周期共舞

行业评级：推荐

2014 年电子行业随着智能终端的增速下滑，消费电子的趋势性机会将减少，但随着国家政策的推出和各种新技术的逐渐成熟，子行业机会依旧精彩，成长与周期共舞。

产业政策扶持和新技术的成熟将给 2014 年电子行业带来许多投资机会：

1) 从产业政策扶持角度看，半导体和 LED 将是受益的两大子行业。2014 年全球半导体行业增速将随着美国经济的复苏而恢复，同比增长有望超过 5%。另外随着国家对半导体行业的扶持政策推出，我们相信明年国内半导体行业将呈现业绩与估值双升的局面。同时，随着国家半导体照明节能补贴和“领跑者计划”的推出，LED 产品在价格不断下降的过程中性价比已开始显现，LED 照明将在未来 2-3 年进入一个渗透率由 10% 提升到 50% 的阶段，黄金投资时点已来临。

2) 明年很多新技术将逐步成熟，带来不少新产品问世，这也将带来一定的投资机会，其中最引人注目的是可穿戴设备。可穿戴设备有望成为继智能手机和平板电脑后带动消费电子成长的最重要推动力。可穿戴设备将带动对 NFC、柔性显示屏、蓝宝石等新技术和新产品的需求，这些都是明年电子行业值得关注的机会。

虽然明年以智能手机和平板电脑为代表的消费电子行业增速将有所下滑，但自下而上看个股机会依然存在，不少个股仍具有全球产能转移及供应链份额提升的大逻辑，同时经过前几年的磨练后，不少企业已经形成了自己独特的竞争优势和壁垒，我们相信消费电子仍将是产生成长股的地方，只是明年的趋势性机会不如今年而已。

由于今年是 TMT 大年，因此电子行业整体估值处于历史中等偏上水平，其中一些成长性较好股票 2014 年估值普遍在 25 倍附近。明年消费电子增速下滑，目前市场普遍对消费电子的估值中枢下滑有所担忧。我们认为在消费电子没有耳目一新的新产品出现之前，该产业链估值向上拓展的空间不大，行业轮动可能是较好的选择。明年上半年以 LED 和半导体子产业链为主轴，后续随着苹果 iWatch 和 iPhone6 等新产品的推出，大家对消费电子的热情可能重新被点燃，因此下半年可以关注消费电子产业链估值重估的机会。

### 4、通信行业——4G 行情深入演绎，国家安全值得期待

行业评级：推荐

4G 牌照在 2013 年 12 月 4 日正式发放，标志着我国已进入 4G 时代，通信行业 4G 投资建设将正式大规模启动，相关投资也将深入演绎。年初至今 4G 通信设备行业股价表现良好，主要是基于大家对 4G 投资开启后通信设备企业业绩反转的预期，相关公司的真实业绩并没有好转，我们认为随着牌照的发放和投资的加速，相关企业的业绩拐点在 4 季度将有所显现，明年 1、2 季度业绩同比将高增长，虽然短期牌照发放后行业催化剂消失，但明年随着 1 季报高增长预期逐步兑现，通信设备公司股价将会有趋势性机会。而当基础设施建设完毕后，网络优化的需求就将出现，由于网优行业竞争激烈，大部分企业都有并购转型需求，明年下半年在并购和业绩反转双重刺激下，网络优化相关标的可能值得重点关注。

除了 4G 外，信息安全也是值得重点关注的领域。今年“棱镜门”事件发生后，国家对信息安全关注度





陡然提升，通信行业内与信息安全相关的子行业很多，包括北斗、移动支付及专网通信。其中北斗和专网通信都处于爆发前期，北斗产业到 2020 年将成长为具有 800 亿市场规模的行业，明年有望释放出 30 亿军工订单，相关公司业绩弹性大。此外，公安部对专网改造的需求也非常迫切，根据规定测算 2016 年前公安部专网改造的资金量高达 150 亿，如果按照计划执行，未来两年的投资规模高达 75 亿。我们相信随着去“IOE”的深化，国家安全将是明年通信板块重要的关注点之一。

今年的 TMT 大年使得通信行业估值有所修复，处于历史中值偏上水平，相关概念股均有较好表现。在 4G 牌照发放后，短期面临利好兑现的震荡，但随着 4G 投资的加速和相关公司的业绩反转，明年 1 季度可以重点关注通信设备股票的表现，随着建设的推进，二季度可以关注网优企业业绩反转和转型所带来的机会。此外，明年的信息安全领域也是值得重点关注的，一旦北斗和专网放量，相关公司存在较大的投资机会。

## 5、电力设备与新能源——处于向上周期，订单与业绩兑现 行业评级：推荐

今年电力设备与新能源行业二级市场的表现较好，年初至 12 月 4 日中信电力设备指数涨幅 29%，在中信行业分类中排名第八。其中，新能源行业在光伏、风电板块的带动下涨幅更大。

电力设备方面，表现最好的阶段是 5 月、7-9 月两个阶段，5 月份的启动来源于年初预期和股价较低；此后 6 月份传出电力体系改革的消息，市场担忧国网分拆等对电力设备投资的影响，板块大幅回调；7 月开始，随着李克强总理讲话中强调支持配网和配网自动化建设，以及国网展开配电网投资的整体规划，市场对相关潜在受益标的逐步看好，板块再次有所表现。

目前来看，今年电力设备的实际投资进展略低于预期，龙头企业前三季度的订单增速在 15-20%，而市场寄予厚望的配网及配网自动化投资由于涉及面广、技术标准需要重新规范统一等原因，规划时间较长，目前相关投资仍没有启动。我们认为，在电网投资增速整体平稳的背景下，配网和配网自动化依然是明年的主要看点。配网自动化建设的目的在于提高用电质量和可靠性，同时在未来大力发展分布式发电以及普及新能源汽车充电接入的背景下能够提高电网的承受能力，因此有其现实价值，是电网投资未来重要方向之一。预计明年年初国网的投资规划将可能公布，后续进入各省市的落实阶段。大规模投资的落实肯定需要一定的时间，不排除规划公布但具体落实较慢从而导致阶段性低于资本市场预期的情况出现的可能性，但我们认为仍可以积极关注各地投资的进度和企业的订单情况，一旦投资真正启动后优势企业将进入快速增长期。这其中重点关注产品和技术领先的二次设备企业。

除此之外，众多电力设备企业进入节能项目投资与合同能源管理等领域。节能服务必然是未来发展的重要方向，明年也有可能成为资本市场热点之一。但是目前行业发展还在初期阶段，不同企业采取的业务模式、选择的下游客户和核心竞争力都有所不同，我们认为需要自下而上关注相关企业的发展前景。建议明年对这一领域保持跟踪。

新能源方面，我们依然看好光伏板块明年的机会。从今年一季度的周期底部确认和日本、美国市场超预期，到二三季度不断的扶持政策出台和国内抢装，光伏板块股票整体涨幅较大，四季度中开始有所回调。目前来看，板块后续表现的关键在于步入景气向上周期之后的盈利兑现。

我们认为，光伏过去几年大幅的上下波动给投资者造成行业一好就会产能过剩的印象，但实际上过去几年的大起大落与行业的基数太小有很大关系。在较小的年装机容量基数上（局限于欧洲），08、10 年西班牙与意大利市场的先后突然爆发使得市场需求旺盛，产业链盈利水平很高，而彼时大企业产能从几百 MW 量级向 GW 级别扩充，再加上大量新增中小规模产能加入，最终结果是产能成倍数扩大。而目前情况是，随着中国、日本、美国市场需求的迅速扩大，整个需求的基数被做大而波动性开始减小。预计中国、日本、美国市场今年的装机规模分别在 8GW、6-7GW、4-5GW 左右，明年有望达到 12GW、8-10GW、6-7GW，欧洲可能持平或小幅波动，东南亚、拉丁美洲、欧洲其他国家等新兴市场需求开始产生和增长，因此全球装机容量有



望增长 20-30%，并且在未来几年延续平稳较快增长。供给方面，随着国内龙头厂商产能分别达到 2-3GW 左右水平并且在成本方面保持了一定的领先优势，新产能的加入难度在加大，冲击在减小。另一方面，在整体产能仍过剩的情况下，下游客户选择实力更强的供应商也导致更多的既有中小产能即使复产也是作为大厂的代工商。我们认为，产能虽然很难马上出清，但是供需格局改善的情况将会延续。

根据草根调研情况，四季度大厂的开工率基本上保持满产，明年一季度的排产情况也较好，可预见制造业环节的改善趋势至少在明年初将会延续。在这一背景下，我们认为企业盈利能力仍有改善空间，主要来自于：1) 出货量增长带来的收入水平增长；2) 出货量增长及产能利用率提高带来的折旧、运营费用等固定支出的摊薄；3) 继续的降成本，虽然空间和速度不会有前两年这么快，但是如果每个季度能有几个百分点的下降，对于目前较低甚至为负的净利润率有较大弹性。

此外，由于目前不论是地面大型电站还是分布式屋顶电站的理论收益率水平都较高，而关于补贴发放、并网的一系列细则政策又在逐渐确保理论收益率的可实现性，因此我们已经观察到了资本对于电站运营的巨大兴趣。在此过程中优质的电站开发商和运营商将迎来发展和扩张的良机。由于目前参与或准备参与的企业越来越多，在具体标的选择上需要仔细甄别避免陷阱。

## 6、汽车行业——关注汽车技术服务、SUV 及新能源汽车板块 行业评级：推荐

受汽车行业销量持续超预期的影响，今年以来中信汽车指数(以流通市值加权)上涨 11.6%，跑赢上证综指约 15 个百分点，板块估值从年初的 11.8 倍提升至当前的 13.2 倍。对于 14 年，在经济不发生大的波动的状况下，我们认为汽车行业能够维持市场预期的 10%左右的销量增长，而汽车厂家对需求的谨慎预期也有助于降低终端价格压力。在上述分析下，我们认为机会可能来自于子行业需求快速增长的汽车技术服务、SUV 及受益于政策支持的新能源汽车板块。

未来十年是中国汽车产业从做大到做强的十年，也是汽车品质不断提升、法规趋严、行业竞争加剧的十年，更是新能源汽车逐步走向成熟的十年，而上述所有的行业进步都需要技术检测和研发的支持。根据我们的多方调研，未来 5-10 年，汽车检测及技术服务行业有望保持 20-30%的年复合增速。中国汽研作为 A 股中唯一的汽车技术服务标的，目前产能、研发人员已到位，管理层做大做强意愿极强，有望在未来行业的发展中优先受益。

当前 SUV 在乘用车中的销量占比约 16%左右，而换购中 SUV 销量占比近 50%，SUV 偏好国美国、韩国等的 SUV 销量占比在 30%以上，因此，我们认为 SUV 有望继续领跑汽车行业。

当前多数投资者对新能源汽车持悲观态度，从技术角度讲，电池能量密度、充电时间、安全性等问题何时能获得重大突破的确存在不确定性。但我们认为能源压力将倒逼政府加大推广力度，燃油消耗限值也将迫使整车厂提升新能源汽车销量。

主要风险：出台大范围限制汽车产业发展的政策；经济超预期下滑。

## 7、纺织服装行业——变与不变 行业评级：推荐

人口红利的丧失，服装在人均可支配收入中占比偏高，均显示纺织服装依靠外延展店和产品提价的粗放盈利模式难以为继，未来企业必须构筑产品和供应链的核心竞争力，重塑盈利模式；产业链利润重心将从下游渠道向上游制造转移，规模化的服装制造企业将迎来春天。

过去一年的时间，品牌服装企业在构筑核心竞争力方面进行了诸多积极探索，重点加大供应链投入，积



极搭建核心供应商平台，订单向大供应商集中，以提升产品质量和快速反应能力，这将有助于培养规模化服装制造企业。

短期看，品牌服装正处于转型过程中，目前尚未探索出清晰的盈利模式，行业不具备整体投资机会；但随着库存调整结束，估值处于底部，各子行业将于 2014 年先后迎来补库存带来的盈利改善，由此带来的投资机会显著好于今年，因此，我们将行业投资评级由“中性”上调至“推荐”，重点推荐家纺、休闲服子行业。

家纺子行业自 2011 年下半年调整至今，渠道库存调整至比较健康的水平，估值挤出了产品价格、三公消费和电商冲击的泡沫，目前终端消费平稳，加盟商拿货和开店已有恢复迹象，我们预计家纺行业将在 2014 年 1 季度迎来拐点。

休闲服子行业竞争环境最为惨烈，在接近 3 年的调整过程中，积极探索多品牌、O2O 等创新运营模式，发展路径逐步清晰，改革成效需长时间检验。考虑到渠道目前较低的库存水平，继体育用品后，我们休闲服子行业将于 2014 年 1 季度迎来周期性的拐点。

2014 年行业需警惕的风险来自于：(1) 今年暖冬带来的冬装库存的再度上升；(2) 电商、O2O 等创新模式下，与传统加盟渠道的利益冲突升级。

## 8、商业零售行业——破茧重生

行业评级：推荐

在经济下行通道中消费难有起色，社会消费品零售总额增速维持在 10%-15% 的低位增长，在此背景下，机制灵活的民营企业积极扩店和区域扩张带来的收益甚微；行业投资机会来自于国企改革带来的制度红利释放，抬升行业整体的估值水平，缩小一二级市场价差，借助资本市场加速行业的并购整合，整体提升流通效率，零售行业才能破茧重生。

零售板块中国企市值占比 57% 以上，核心商圈和优质物业集中在国企手中，长期以来国企激励的缺失导致效率低下，盈利能力显著低于民营企业，国资整合、推出、激励等改革有望短期撬动国企存量利润的释放，长期提升企业竞争力。

我们建议根据各地国企改革进程自上而下布局受益股，以上海为龙头，同时布局安徽、广东等区域。

此外，在 CPI 上行预期下，我们认为超市行业将显著受益，建议布局通过全国扩张和供应链建设构建核心竞争力的民营超市。

综上，我们看好 2014 年国企改革和通胀预期下零售行业整体投资机会，行业估值具备较强的安全边际（2014 年行业估值在 15 倍左右），上调行业投资评级至“推荐”。

2014 年行业需警惕的风险来自于：(1) 国企改革低于预期；(2) 电商和传统渠道冲突加大

## 9、食品饮料——紧握稀缺成长，寻找边际改善

行业评级：推荐

白酒难见趋势反转，反弹尚需等待信号：从 13 年食品饮料板块的行情演绎来看，“白酒冷、食品热”几乎贯穿全年。检视目前白酒所面临的外部政策压力、行业库存情况、龙头企业价量策略等方面，我们并没有找到行业见底的迹象。而且从行业历史周期情况来看，每一轮行业趋势反转均面临着产品策略或者营销模式上的些许创新，目前我们并未发现这种变化，因此我们认为不能过早给出行业趋势见底的结论，换句话说 14 年白酒行业景气周期企稳并向上的可能性并不大。但从另外一个角度看，13 年是严控三公的一年、也是高端





白酒价量齐跌的一年，虽然终端消费反映至经销商、进一步反映至上市公司报表层面有一定的时滞，但 14 年大概率上将是白酒企业报表开始“裸奔”的重要年份，有可能也是检验政商需求下滑后民间消费需求情况如何的重要一年，如果个别企业有能力率先证明自己抵御住了需求下滑，将迎来重要的反弹契机，目前倾向于届时规避大白酒，选择中低端白酒参与反弹。

坚持乳制品、调味品为主流配置方向：值得指出的是，13 年食品行业经历了估值提升后，需要降低 14 年板块以及重点公司的预期回报率，我们的选股方向依然倾向于长期预期稳定、中期业绩增长有保障的一些优质品种。1) 乳制品行业在 13 年原奶价格暴涨后，短期面临一定的成本压力，但是这个行业产品结构快速提升的趋势已经很明显，寡头竞争的缓和也利于费用率下降和净利率提升。2) 调味品行业在 13 年被市场逐步挖掘和认识后，渐渐演化为食品板块内稀缺的成长型品种，我们认为调味品作为有中国特色的大行业，内外部竞争格局较好，一定还能走出来几家有竞争力的大公司来，基于自下而上与行业公司比较的角度来选择。

## 10、家电行业---格局稳定，盈利确定

评级：推荐

白电行业：家电行业已经进入成熟期，总体市场格局趋于稳定，空调、冰箱、洗衣机的 CR3 基本稳定在 70-80%、40-50%、50-60% 区间。家电龙头在产业链中的地位稳固，龙头之间的份额之争往往带来巨大的价格压力，并压抑利润。稳健的成长性使得一线白电龙头仍是较好的配置标的。行业竞争格局继续良性，预计二线白电企业在 2014 年或有望实现较龙头企业更快的盈利增速。

厨电行业：2012 年冰箱销量 6000 万台、洗衣机 4000 万台、油烟机 1800-2000 万台、燃气灶 2200-2600 万台，厨电的需求空间还很大。厨电行业来自于外资的压力较小，产品高中低端边界清晰。低端主要进行价格战，高端主要是品牌影响力，我们预计未来的集中度还将提高，盈利能力还有很大的提升空间。

黑电行业：2013 年上半年的政策透支会对彩电市场的短期需求带来压力，智能成为电视的主要变量，传统品牌在其他参数上的品牌内涵积淀被弱化，电商渠道的发展，亦使得传统品牌的渠道优势被弱化，对传统黑电持谨慎态度。

## 11、传媒行业——行业进入升级发展阶段

行业评级：中性

截止 12 月 5 日，今年以来传媒行业指数上涨 97.24%，远远跑赢其他行业指数，远超沪深 300 指数-2.17% 的涨幅。主要有几方面原因：1、经济下滑，国家推动转型升级，导致市场风格偏向小盘成长股。2、智能终端普及、网络渗透率提升，推动居民信息消费，电影、手游等细分市场今年以来持续爆发。3、行业分散、IPO 暂停、资本市场的优势等多种因素促使传媒行业加速并购成长，持续推升业绩和估值。诸多因素合力导致今年行业整体大幅上涨。

短期由于整体涨幅较大及对应并购、融资的忧虑而出现快速调整。预计 2014 年传媒行业基本面仍将不错，手游、电影、视频行业快速成长；广告行业集中度的提升仍将是持续过程；转型、并购、4G 推出及互联网对传统产业的颠覆都将提供很好的主题机会。虽然有 IPO 影响的预期，但是龙头企业的优势很难撼动，预计明年传媒行业会回归理性，有结构性行情。

2014 年传媒行业有几条主线值得关注：1) 手游。行业成长性确定，盈利模式清晰，预计明年仍将保持 100% 增长。在今年大量并购后，明年更加关注其业绩兑现，预计走势出现分化。并购整合后提升竞争壁垒，使优质资源向龙头公司集中，如果能够在产品、团队方面保持优势，业绩弹性非常大。2) 国有文化企业改革。



经济转型，国有企业改革要加快，其中的国有文化企业改革也已经初见端倪。其他省市的国有文化企业较多为传统的报刊、有线和出版发行等资产，受到互联网冲击严重，发展面临问题，预计整合也将加快，其中思路清晰、能够结合其自身原有优势实现转型升级的公司将有较好的投资机会。3) 国际化。这是未来传媒公司发展必然路径，要从走出去、请进来两方面来看。走出去，国内传媒公司竞争力增强，视野也从国内市场转移至国际市场，因此市场空间得到拓展。请进来，中国市场增速快，市场规模大，国际传媒巨头现在都非常看重，积极进入。随着上海自贸区的放开，能够给予其落地机会。由于国际传媒巨头的内容优势明显，寻求的合作伙伴必然是在国内拥有渠道优势的优势公司，从而实现双方价值的最大化。4) 新的传媒集团。行业处于升级发展阶段，单一业务、单一渠道已经无法支撑长期发展，因此发展方式发生变化。一方面提升市场集中度，提升市场份额和盈利能力，还有跨领域拓展或者产业链延伸，打开新的成长空间，并购是最有效的方式；另外一方面是目前互联网、移动互联网影响力不断增强，侵蚀传统渠道，未来传统传媒企业必然要与网络平台双向融合，形成用户全覆盖的新的传媒集团。在内容、渠道方面拥有优势的公司将在这个过程中集聚资源，在各领域或者产业链上赢得话语权，将出现强者恒强的局面。

经过调整后，目前除了有线网络、传统出版 2014 年估值低于 20x 以外，电视剧在 25x 附近，其他电影、手游、广告等细分行业估值都回落到 14 年 30-40x 区间，估值压力得到一定释放。2014 年传媒行业重点公司内生及并购仍有 30% 以上增长且确定性较高，因此其估值调整至 2014 年 30x 以下，有很高的安全边际，是较好配置机会。

## 12、机械行业——关注冷链、油服、国企改革、船舶军工 行业评级：中性

分析 2013 年机械行业走势，机会主要存在于三方面：高景气度的油气设备、工业自动化、电梯行业；船舶军工、高铁、3D 打印、智慧城市带来的主题性机会；新产品或转型带来自下而上的机会。沿着上述投资逻辑，梳理机械行业 14 年潜在的投资机会如下：

### 1)、景气度提升的冷链及油服

电商发展冷链物流正在驱动冷链设备板块快速增长，这一判断已得到相关公司、行业专家等多方的验证。根据冷链联盟统计，预计 2013 年冷库建设量在 200 万吨，2014 年有望超过 300 万吨，弹性较大。

经过 2013 年的快速增长后，我们预计 14 年油气设备板块的催化剂来自于四方面：中石油市场化改革获得实质进展；持续的出口订单；页岩气获得重大突破；持续的国内外并购。

### 2)、国企改革及船舶军工带来的主题性机会

三中全会以来，市场对国企改革及船舶军工的预期较高。

### 3) 新产品、转型带来的结构性机会

主要风险：经济出现超预期下滑。

## 13、计算机行业——坚守景气行业，寻找新的“卖水人” 行业评级：中性

2013，一分清醒一分醉。回顾 2013 年 A 股计算机板块的走势，可以用波澜壮阔，热点不断来形容。上半年智慧城市股领涨整个计算机板块，到了三季度“去 IOE”和信息安全板块接过了智慧城市的班，领涨计算机板块。到了四季度，在线教育国家安全等主题开始发酵。而当我们仔细去省视板块大涨的驱动的时候，



我们得到的答案就是估值的提升。从计算机行业公司的业绩来看，2013年1-9月份，整个板块的营收同比增长8.0%，较2012年1-3Q上升0.2个百分点，较2013H1下降1.5个百分点；净利润同比增长16.4%，较2012年1-3Q上升18.1个百分点，较2013H1上升8.8个百分点。2013年前三季度，行业净利润增速逐季提升，分别为-5.0%、7.6%、16.4%。从势头上来看，整个行业的利润增长状况呈现恢复的态势，但是相对于板块高企的估值，16%左右的利润增长并不能支撑。故而明年推动整个板块上涨的，更多的是盈利的增长而不是估值的提升了。另外由于计算机行业公司的收入确认大部分会在集中在4季度，所以四季度就成为一个去伪存真的关键时期。

2014年，两个压力：估值压力和主题证伪。虽然说是两个压力，其实是一个事物，只要公司能够很好的证明自己的“主题”，估值是不会有下行的风险的，而如果“故事”被证伪，那么就面临“戴维斯双杀”的风险。明年计算机行业或会面临一种比较尴尬的局面，“主题”证实只能赚盈利增长的钱，“主题”证伪面临“戴维斯双杀”。所以从板块的格局来看，明年计算机板块要再度跑赢大盘，风险是非常大的。所以从行业配置上，标配应该还是比较安全的选择。而选股只有靠自下而上，选择有新主题和行业持续景气利润高增长的公司。再次之前，我们首先来回顾一下2013年的主题，并基于此来提炼有可能被证实的主题，以及寻找确认景气的行业。

而从相关公司1-3季度收入和利润增长情况来看，目前被证实的主题有智慧城市，智慧医疗，金融机具。等几个子行业，而其余大部分主题并没有在业绩上有所反应，而且从自下而上的调研来看，要在业绩上有明显贡献，估计还需要很长一段时间。而以上各大主题的公司股价表现已经远远跑到了基本面之前。

所以2014年计算机的投资策略无外乎是紧守景气行业，证实主题，以及移动互联网变革带来的新的投资机会。

首先说景气行业：计算机板块的子行业里面能够确定持续的是CDN和清分机。CDN主要是受益移动互联网流量的起来，以及传统公司的互联网化，固网的CDN服务会保持一个良性增长。而移动互联网加速服务（新业务）和传统公司的互联网化（新客户）都会提高公司的收入增长水平以及盈利能力。故而该子行业是可以持续看好的。关于清分机行业，背后的逻辑就是银行“花小钱办大事”，盈利预测还有是有较大的提升空间。

证实主题：从证实的角度来看，明年最大可能从受益公司业绩上产生影响的就是智慧城市的订单的落地以及国家在信息安全的投入。自从进入2013年下半年之后，智慧城市的订单落地速度就比大家预期的晚，而且屡次低于预期，但是进入2014年之后随着新一届政府相关人员的敲定，相信相关的订单会逐步落实。而指标性的时间就是广东省的“慧眼工程”落地，从资本市场预期的角度来看，可预期与可计算的智慧城市订单就是来自广东省300亿的“慧眼工程”项目。一旦“慧眼工程”落地，智慧城市板块应当能够走出一波行情。去“IOE”和信息安全有望继续发酵。自从今年出现“棱镜门”之后，A股相关信息安全公司走出非常强势的行情，而随着国家安全委员会的成立，后继会有相关的政策落地。

移动互联网的变革带来的新机会，重点关注地图：移动互联网在未来十年会极大的改变我们的生活和生产模式。那么寻找那些“触网”和组成移动互联网的公司。对于“触网”的公司，今年已经炒得很多，最具代表性的就是今年的手游板块，很多计算机公司通过买入手游公司来寻找新的增长点。可以说未来三年是移动互联网盈利模式的探索三年。而随着高德试水移动互联网业务，百度发力移动互联网。如果高德明年能够在移动互联网领域打造出一套有效的盈利模式，A股市场的投资者会直接映射到四维图新身上。所以对四维图新而言，投资机会主要是来自于地理信息行业的盈利模式的探索。

明年随着4G业务的推出以及视频网站盈利能力的改善，移动视频流量会起来得非常快。移动视频的传输会面临压缩的问题，以节约流量。



## 14、金融行业——风格切换，但中期风险犹存

行业评级：中性

今年以来金融服务指数下跌 3.5%，与沪深 300 持平。其中多元金融表现最好，上涨 3%，银行持平，保险下跌最大，为 16%。

展望明年，我们认为低估值的保险股在一系列改革落地后的估值修复机会。保险股估值目前达到了 1 倍的明年 EV，在如此悲观的预期下，保险行业也面临着发展上的一些变化，国家对养老体系的改革，尤其是对第二乃至第三支柱的扶持，将会推动保险在保费方面的增长。另一方面，投资端，市场的稳定也有利于保险股的估值修复。

而银行股面临的是金融改革中利率市场化加速推进，这将会带来利差的下降，而利率的上升会带来金融风险的产生。但同时 IPO 的新机制以及引入长期资金的机制将会使得市场风格强制切换，有利于低估值的蓝筹股。所以我们认为短期内银行股受益于风格切换，但中期面临风险。

券商股同样受益于 IPO 重启，但这个拉动对部分公司体现在明年的利润上在 15% 内。同时券商股的其他业务也面临新的竞争形势，券商行业的竞争将向平台化发展，传统的经纪业务面临更为激烈的竞争，创新和增值业务的重要性再次上升，整体行业是中性评级，但关注在创新业务上拥有优势的公司。

## 15、化工行业——在结构分化中寻找细分行业机会

行业评级：中性

2013 年初至今，申万一级化工行业指数上涨 9.36%，跑赢沪深 300 指数 12.16%。分子行业来看，农药、染料、氨纶等子行业前三季度收入和利润增长情况较好，成为行业整体平淡中的主要亮点，相关板块的市场表现均大幅超越行业整体水平。

展望 14 年，需求端看，我们将着力于寻找能顺应中国经济转型的趋势、稳定增长的子行业，此类机会主要集中于精细化学品和新材料等部分新兴领域；从供给端看，环保收紧已经成为影响产能的重要因素，需密切关注供给端产能收缩所带来的子行业机会。

从全年的投资节奏上看，需要重视一季度的春季补库存行情，警惕二季度尤其是 5、6 月份的化工产品淡季，关注 7、8 月份的中报预期以及 9、10 月份的下半年旺季情况，11、12 月份重入年末淡季，产品价格或弱于 9、10 两月。

重点关注一下领域：年底淡季价格仍然坚挺，春季有望进一步涨价的氨纶行业；14 年农化行业大概率将出现分化；受益于中国能源结构转型和能源价格改革的能源和油服公司；煤化工行业的政策取向和行业动态；具备技术壁垒和市场空间的新材料公司；另外，持续跟踪子行业周期景气度可能起来的粘胶短纤、钛白粉、纯碱等子行业。

氨纶价格 13 年上涨幅度超出往年，现在淡季价格不跌，供需仍然紧张，库存低，春季有望再度迎来涨价。

从需求端看，由于高企的研发和制造成本，农药产业链正持续呈现出从发达国家向发展中国家转移的趋势。从供给端看，农药行业一方面经历了 08-12 年的洗牌，部分落后产能已被淘汰；另一方面环保因素推升了行业准入门槛，限制了产能的扩张。

伴随着龙盛和闰土的和解，染料行业走出低谷，迈向复苏。得益于良好的市场结构，13 年分散染料、活性染料及其中间体持续提价。染料行业目前仍处在景气之中，下游印染行业订单饱满，年报业绩有望超预期。

中国能源对外依存度日益提高，地缘政治愈发紧张，能源安全备受考验，能源结构转型和非常规油气勘探开发变得越来越重要。成品油价格改革和天然气价格改革都已箭在弦上，这是从管制走向市场化的关键一





步，将在中长期利好国内能源板块。国家的大海洋战略也将有利于这一领域。

我国资源禀赋的特点就是“富煤缺油少气”，同时也是世界主要的能源消费大国，煤化工在我国化工行业中占据着重要的战略地位，市场对于煤化工放开的预期时有波动。

个别新材料的应用领域有望进一步拓宽，获得穿越周期的成长。

由于供给端产能限制，需求端仍有一定增长，开工率处于高位，粘胶短纤、钛白粉、纯碱等行业的周期机会需要持续跟踪。

## 16、房地产行业——低估值或带来阶段性反弹

评级：中性

2013 年房地产市场处于阶段景气高点，房地产销量维持高位增长，房地产价格快速上涨，截至 2013 年 10 月，百城住宅价格指数同比涨幅达到 11%，其中一线城市更是以 22% 的涨幅领涨全国。我们预计 2014 年房地产市场高景气的局面恐难持续，行业阶段景气可能向下。从房地产成交量的增长潜力来看，近两年房地产年成交量都达到 10 亿平米以上，但年销量增速已经开始下降，我们预计即使销量仍能维持高位，但高速增长时期已经过去，明年全国房地产销量将进入低速增长期，并可能出现负增长。

从宏观流动性的角度看，2014 年的流动性对地产的影响可能偏负面。一方面，在明年央行货币政策稳中趋紧的流动性预期下，房地产成交难以迎来短期的集中爆发。另一方面，美国 QE 退出效应导致流动性问题加剧，甚至导致新兴市场资产价格下跌。

因此从行业基本面看，2014 年房地产市场的成交量可能出现低增长甚至负增长，而房地产价格则表现更为分化，一线城市的房价仍可能上涨，但上涨幅度可能较小，而二三线城市整体供大于求，房价有一定下跌压力。但是在房价上涨势头没有得到遏制的情况下，政策难以得到明显的改善，限购限贷政策难以放松，而房产税，土地流转等和房地产行业相关的改革措施在长效机制改革的预期中将反复提及并讨论，但预计推进缓慢。

目前房地产主流龙头公司的 PE 估值平均为 14 年 5 倍左右，其他龙头公司在 7~9 倍，处于相对较低位置，具有一定的安全边际。我们维持行业中性评级。地产股的阶段性反弹机会可能来自于房地产公司再融资获得实质性进展，经济下滑一定程度后政策放松预期和流动性的改善。

## 17、有色行业——在转型企业和新材料公司中寻找机会

评级：中性

工业金属：中国快速工业化时期已经过去，金属需求的强度逐步在转弱；而过去几年全球量化宽松的货币政策面临退出的风险，金属价格持续承压，行业缺少趋势性机会。但一些企业自身积极转型，寻找新的增长点，这样的企业仍值得看好。在有色金属中，由于地方政府的不合理干预，过剩非常严重的电解铝行业经常出现亏损却不减产的怪现象，这一违背经济规律的情况一度使电解铝行业陷入绝望境地。现在国家把解决电解铝过剩产能作为任务之一，有望使行业基本面出现改变；另外，三中全会中对国企改革的态度也会倒逼企业自身进行积极改革，相关的铝公司有望受益。

稀土永磁：从需求角度看，下游的消费电子、节能电机、家电等仍将稳步增长，而电动汽车、风电等新兴产业存在爆发的可能性，整体需求仍将保持快速增长。短期看，WTO 稀土出口争端败诉或已是必须面对的事实，政策“组合拳”可期。在“收储+出口+下游需求短期向好”等支撑下，价格短期上行空间有望打开。



锂行业：在能源与环境危机日渐明显的大背景下，新能源汽车逐渐成为世界各国发展汽车工业、提高国民经济整体竞争力的必然选择，成为全球汽车企业争夺未来市场的战略机遇。近年来全球新能源汽车产业产销量实现稳步增长，除 2009 年受金融危机影响增幅下降较大外，全球新能源汽车增长率保持 25% 以上。目前的纯电动汽车所用电池均为锂电池。成本高、续航能力差、充电时间长等问题束缚着新能源汽车的发展。我们预计随着技术的进步，这些问题将逐步得到解决，锂产业链将出现爆发性增长，有利于上游的锂资源公司。

军工、环保主题：十八届三中全会决定中要求成立国家安全委员会，代表着我国在捍卫国家安全和国家利益方面的决心和意志。并要求“健全国防工业体系，完善国防科技协同创新体制，改革国防科研生产管理和武器装备采机制，引导优势民营企业进入军品科研生产和维修领域”。

资源稀缺、环境问题及环保压力催生了海外资源再生企业的快速成长，而中国经历过 30 多年的重化工业发展模式，环境、资源问题已到难以回避的程度。近期 PM2.5 不断爆表表明治理环境已经到了刻不容缓的地步。我们觉得对再生资源的回收以及污染的治理行业进入了快速增长通道。

**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、东吴嘉禾优势精选基金

基金类型： 混合型基金  
基金经理： 邹国英、程涛  
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,2011 年嘉禾基金净值增长率-23.99%,在所有偏股混合型基金中排名第 21。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。

### 2、东吴双动力基金

基金类型： 股票型基金  
基金经理： 程涛、唐祝益  
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 2011 年 12 月 30 日,东吴双动力基金累计单位净值为 1.6364 元。2011 年东吴双动力基金净值增长率为-25.63%,在同类型基金中排名第 126。

### 3、东吴行业轮动基金

基金类型： 股票型基金  
基金经理： 任壮  
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 2011 年 12 月 30 日,东吴行业轮动基金单位净值为 0.8112 元,成立以来净值增长率为-22.06%。

### 4、东吴优信稳健债券基金

基金类型： 债券型基金  
基金经理： 丁惠  
基金代码： 582001 (A 类)/582201 (C 类)  
基金托管人：中国建设银行

东吴优信稳健债券基金(A类)于 2008 年 11 月 5 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 2011 年 12 月 30 日,东吴优信稳健基金(A类)单位净值为 0.9695 元,成立以来净值增长率为-3.11%。2009 年 6 月 25 日,东吴优信稳健基金(A类)第一次分红,每 10 份基金份额派发现金红利 0.12 元。东吴优信稳健债券基金(C类)于 2009 年 6 月 15 日成立以来,业绩稳定。2009 年 6 月 25 日,东吴优信稳健基金(C类)第一次分红,每 10 份基金份额派发现金红利 0.12 元。



## 5、东吴增利债券型证券投资基金

基金类型： 债券型基金

基金经理： 丁惠

基金代码： 582002 (A类) / 582202 (C类)

基金托管人：中信银行

东吴增利债券型证券投资基金于 2011 年 7 月 27 日成立以来，业绩稳定。

## 6、东吴进取策略灵活配置基金

基金类型： 混合型基金

基金经理： 唐祝益

基金代码： 580005

基金托管人：中国农业银行

东吴进取策略灵活配置基金于 2009 年 3 月 31 日开始发售，募集期间本基金共募集 10.49 亿份。本基金为混合型基金，在适度控制风险并保持良好流动性的前提下，以成长股作为投资对象，并对不同成长类型股票采取不同操作策略，追求超额收益。投资理念是以成长为导向，策略操作提高投资收益。2011 年东吴进取策略基金净值增长率为-30.45%，在同类型基金中排名第 46。

## 7、东吴新经济基金

基金类型： 股票型基金

基金经理： 邹国英

基金代码： 580006

基金托管人：中国建设银行

本基金为股票型基金，通过投资于引领经济发展未来方向的新兴行业的上市公司，享受新经济发展带来的高成长和高收益。2011 年东吴新经济基金净值增长率为-17.27%，在同类型基金中排名第 23。

## 8、东吴新创业基金

基金类型： 股票型基金

基金经理： 周健

基金代码： 580007

基金托管人：中国工商银行

本基金为股票型基金，主要投资于市场中的创业型股票，包括创业板股票、中小板股票和主板中的中小盘股票。通过精选具有合理价值的高成长创业型股票，追求超越市场的收益。2011 年东吴新创业基金净值增长率为-22.87%，在同类型基金中排名第 77。

## 9、东吴货币市场证券投资基金

基金类型： 货币型基金

基金经理： 韦勇

基金代码： 583001 (A级) / 583101 (B级)

基金托管人：中国农业银行

本基金为货币市场基金，在所有证券投资基金中，是风险相对较低的基金产品。在一般情况下，其风险与预期收益均低于一般债券基金，也低于混合型基金与股票型基金。本基金于 2010 年 4 月 7 日开始发售，截





止 2010 年 12 月 31 日，A 级基金净值增长率为 0.9152%，B 级基金净值增长率为 1.0718%。

#### 10、东吴中证新兴产业指数证券投资基金

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

本基金属于指数型股票基金，预期风险和预期收益高于货币市场基金、债券型基金以及混合型基金。本基金紧密跟踪中证新兴产业指数，具有和标的指数所代表的股票市场相似的风险收益特征，属于证券投资基金中预期风险较高、预期收益也较高的品种。本基金采用指数化投资，通过严格的投资程序约束和数量化风险管理手段，力争控制本基金净值增长率与业绩比较基准之间的日均跟踪偏离度的绝对值不超过 0.35%，年化跟踪误差不超过 4%，以实现对标的指数的有效跟踪。

#### 11、东吴新产业精选股票型证券投资基金

基金类型： 股票型基金  
基金经理： 刘元海  
基金代码： 580008  
基金托管人：中国建设银行

本基金为股票型基金，投资组合中股票类资产投资比例为基金资产的 60%-95%，其中，投资于新兴产业类上市公司股票的比例不低于股票资产的 80%，权证投资比例不高于基金资产净值的 3%，固定收益类资产投资比例为基金资产的 0-35%，现金或到期日在一年期以内的政府债券不低于基金资产净值的 5%。

#### 12、东吴深圳 100 指数增强型证券投资基金

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

本基金为股票型指数增强基金，在力求对标的指数进行有效跟踪的基础上，通过指数增强策略进行积极的指数组合管理与风险控制，力争获得超越业绩比较基准的投资收益，谋求基金资产的长期增值。本基金力争使日均跟踪偏离度不超过 0.5%，年化跟踪误差不超过 7.75%。

#### 13、东吴保本混合型证券投资基金

基金类型： 保本混合型基金  
基金经理： 丁蕙  
基金代码： 582003  
基金托管人：中国农业银行

本本基金以本金安全为导向，基于宏观经济运行变化和阶段性市场特征，运用恒定比例投资组合保险策略（CPPI）进行大类资产配置，通过购买债券等安全资产构建本金安全垫。同时结合东吴“M 值优化模型”动态调整投资品种比例，灵活精选债券和股票，以期在不同市场环境中攻守自如，增厚收益。