



# 拥抱“改革”牛市

## ——东吴基金 2015 年投资策略报告



(2014 年 12 月 23 日)

**主 编** 邹国英

### 行业研究

通信、电子、机械 徐 嶸  
家电、商业零售 赵梅玲  
计算机、传媒 兰 昆  
旅游、交运、建筑 朱冰兵  
环保、汽车 张能进  
医药、电力设备 张剑鑫

**监 审** 任少华  
程 涛  
刘元海

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

### 拥抱“改革”牛市

2014 年尤其是自 3 季度以来,我国呈现“经济下、股市上”的局面:经济在政府的微刺激、定向调控措施下,年中出现脉冲式回升,但 8 月份后景气状况及企业盈利一路下行,有全面恶化的趋势;而股市方面,在国企改革、金融改革等强力推进的预期下,A 股逐渐走强,尤其是 11 月份的降息成为股指快速上涨的导火索,截至目前上证指数以 46.9% 的涨幅位居全球主要股指涨幅首位,一举扭转近 4 年的低迷走势,由“熊冠全球”转而领涨全球。

展望 2015 年,鉴于经济下行压力加大,预期政策层面将会更加宽松。政府将保持经济稳定增长作为首要任务,并提出“积极的财政政策要有力度,货币政策要更加注重松紧适度”。投资将继续对经济发展发挥关键作用,尤其是基建投资将继续用来对冲房地产和制造业投资增速的下滑,并通过创新投融资方式解决资金问题,以及通过放松管制和财税上的支持来扶持企业创新。货币政策方面,CPI 的低位运行,为降息、降准留出空间。并且,原油等大宗商品价格的大幅下跌,将加大我国通缩的压力,需要宽松的货币政策应对。随着银行同业非标业务和政府性债务的规范,流动性导向问题逐步得到改善,央行偏宽松的货币政策将以降息、降准的方式更加直接地体现出来。

同时,2015 年作为深化改革的关键之年,开启我国经济中长期发展空间的新一轮改革开放将全面推进实施,对短期有利、着眼中长期的诸多措施将落地。其中,有助于存量经济优化提升的国企改革、土地制度改革将进入全面实施期;对资本市场影响较大的金融改革,可以期待落地的有新三板的竞价交易制度和转板制度、高科技企业放宽入市标准、注册制的试点等;有利于刺激消费的个税改革也有望出台。与此同时,作为新一轮对外开放的重要突破口,自贸区、“一带一路”等优化我国经济增长格局的措施也有望进入推广和落实期。

我们判断,2015 年将是中国改革落实年和经济转型初显成效年以及“一带一路”走出去的战略元年,基于此 2015 年我们重点看好以下投资主线:

- 金融:券商、保险为牛市急先锋,银行存在估值修复行情
- 新兴产业:移动互联网、新能源汽车、环保、军工、高端装备
- 改革与转型:国企改革主题、商业零售
- 受益稳增长和“一带一路”战略的周期型行业:机械、建筑



## 目 录

<b>一、回顾：经济下，股市上</b> .....	<b>3</b>
（一）改革提升估值，2014 年 A 股由“熊冠全球”到领涨全球.....	3
（二）微刺激托底，经济脉冲式回升后内外需恶化.....	5
<b>二、展望：稳增长加码，改革看落地</b> .....	<b>9</b>
（一）稳增长仍是 2015 年的首要任务，政策环境将更宽松.....	9
（二）深化改革、区域经济等举措将由预期到落地.....	12
<b>三、投资主线</b> .....	<b>16</b>
<b>附：重点看好的行业及投资策略</b> .....	<b>20</b>
<b>东吴基金管理有限公司旗下产品</b> .....	<b>错误！未定义书签。</b>

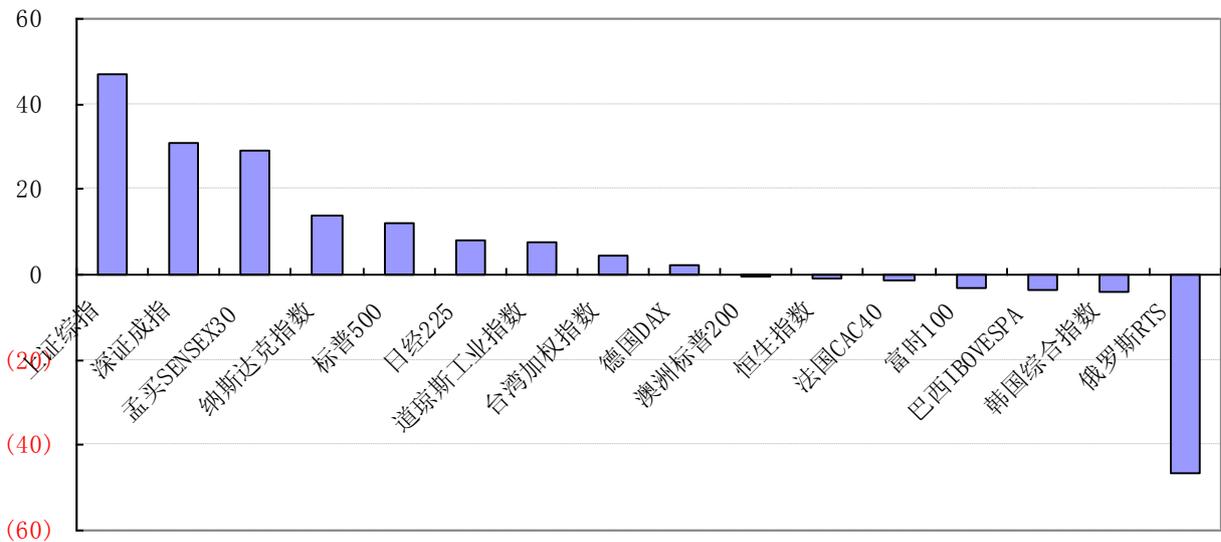


# 一、回顾：经济下，股市上

## （一）改革提升估值，2014年A股由“熊冠全球”到领涨全球

2014年，在改革和稳增长政策加码的刺激下，A股自7月份下旬开始发力，11月中旬加速上涨。截至目前上证综合指数以46.91%的涨幅位居全球主要股指涨幅首位，深证成指同期也上涨30.85%，A股一举扭转了近4年的低迷走势，由“熊冠全球”转而领涨全球。

图表 1 2014年A股涨幅居全球主要股指首位



数据来源：Wind，东吴基金

根据驱动因素的不同，我们可以将2014年A股的走势分为四个阶段：

第一阶段：上半年，总体延续了近年存量博弈、整体低迷的格局。大环境为经济下行，而政策又缺乏亮点。1季度我国宏观经济出现下滑，GDP增速由上年的7.7%掉至7.4%；十八届三中全会提出的各项改革措施没有明确进展。股市上仍为存量资金博弈，以新兴经济为主体的创业板涨幅较好，而与经济周期相关度高的板块整体低迷，甚至下跌。

第二阶段：经济阶段性回升，成为A股开始上涨的首要推动力。4月份开始，政府出台了一系列稳增长措施，在微刺激的作用下，经济开始逐月回升，景气度在7月达到年内高点。国际上也出现共振效应，新兴市场的经济前景改善和欧元区经济持续低迷下的降息举措，加剧资金流入新兴市场，其中以中国香港和内地资金的流入规模最为明显。人民币对欧元、美元、日元和英镑等主要外汇的升值速度在7月中旬加速；海外资金通过RQFII基金做多A股的迹象十分明显。A股自7月份中旬开始上涨，除军工板块在科研院所改制、地缘政治等因素刺激下大幅上涨外，传统周期板块自底部大幅反弹。

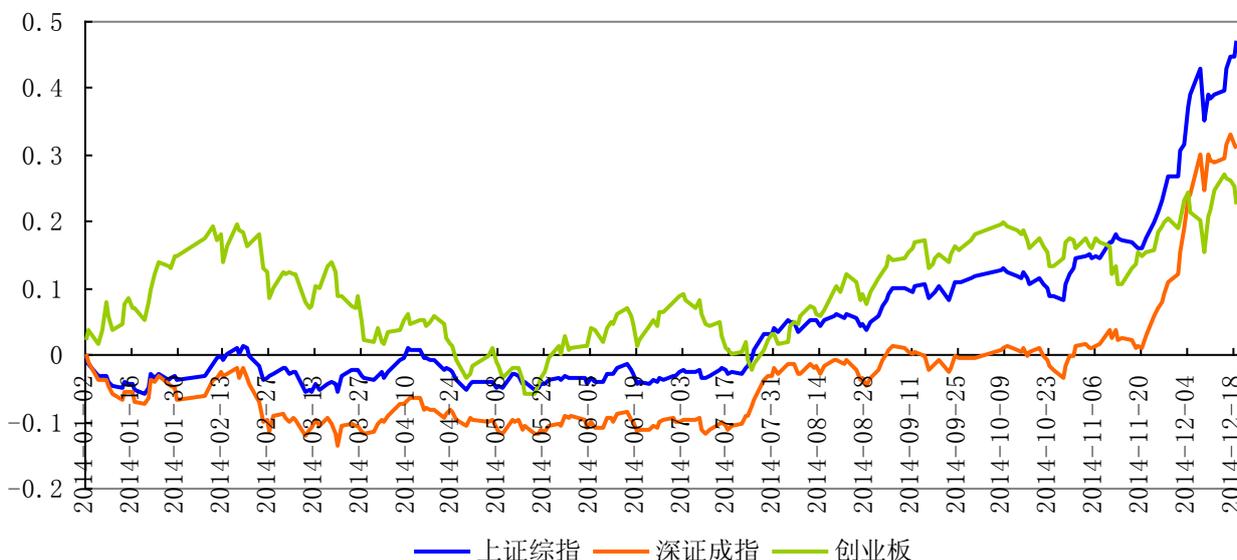
第三阶段：改革驱动。经济回升的趋势很快被8月份及之后的数据证伪，以金融为代表的低估值蓝筹以及煤炭、有色等传统周期板块自8月初开始出现明显回调。不过，改革的预期很快接过刺激股市上涨的接力棒，成为持续影响A股市场走势的主导因素。自7月中旬开始，国务院国资委选取了几家央企作为国企改革的试点单位；此后，上海、广东等地相继在国企改革方面加快推进，国企改革一时成为各行业和公司择股的首要考



虑因素。此外，作为金融改革的一项重要突破，沪港通在9月初开始取得重大进展，上交所、香港联交所和两地的结算公司签署了《四方协议》，并预计沪港通将于10月份正式实施（经过波折后最终在11月17日实施），这开启了处于全球估值洼地的A股蓝筹板块估值修复的序幕。

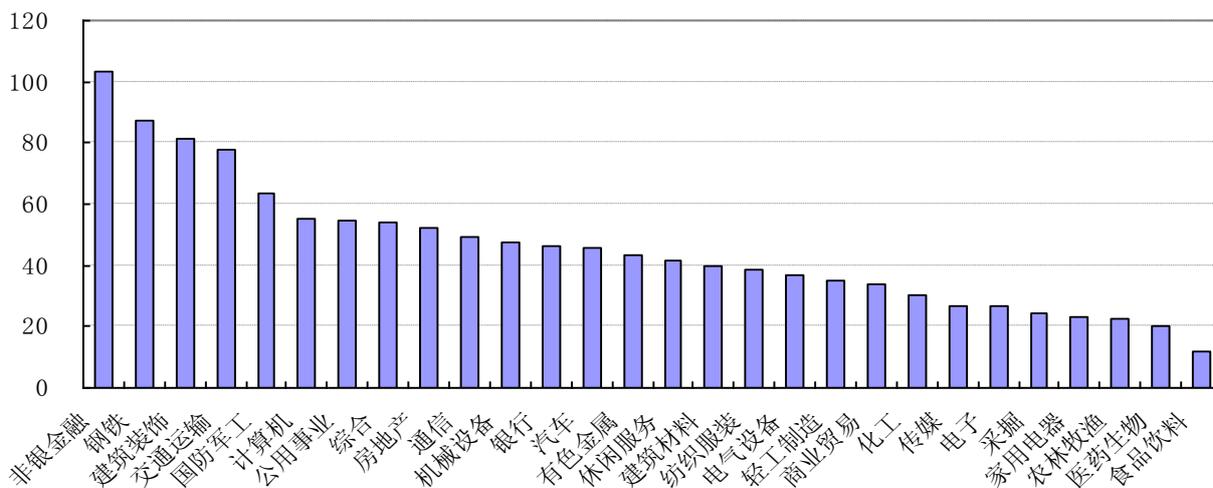
第四阶段：降息助推A股加速上涨。鉴于不断下滑的经济数据，央行宣布自11月22日起降息——一年期贷款利率下调0.4个百分点，一年期存款利率下调0.25个百分点，其他各档次存、贷款利率相应调整；并结合推进利率市场化改革，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款利率的1.1倍上调为1.2倍。央行降息措施在时间上早于预期，并且压缩银行利差的非对称降息，也传递了高层以银行反哺实体经济的意图。基于“利率与股市走势成负相关关系”这一朴素逻辑，在改革的大背景下，A股由此进入加速上涨的牛市行情。在增量资金加速入场和融资杠杆的作用下，低估值蓝筹尤其是金融板块走势相当凌厉。

图表 2 2014 年 A 股主要股指表现



数据来源：Wind、东吴基金

图表 3 2014 年 A 股各行业（申万一级行业）涨幅情况



数据来源：Wind、东吴基金



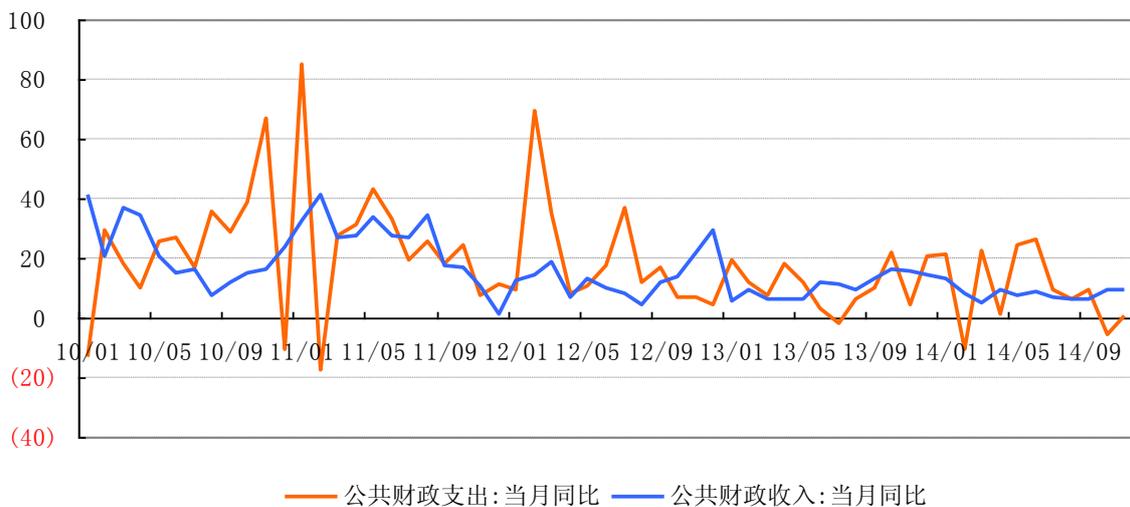
## （二）微刺激托底，经济脉冲式回升后内外需恶化

### 积极财政政策后劲不足，定向宽松难解“流动性陷阱”

在1季度经济出现景气下行之后，政府出台了一系列微刺激措施，比如扩大对小微企业的所得税优惠政策，加快铁路投资及棚户区改造，启动一批能源重大项目等，其中将铁路固定资产投资总额目标由6300亿元三次上调后至8000亿元，项目从年初的44个提升至64个；地方政府也在中央的要求下，加大稳增长的力度，全国财政支出同比增速在5、6月份达到了25%和26%。同时，货币政策上实行定向宽松，4月25日分别下调县域农村商业银行和农村合作银行存准率2%和0.5%，6月16日又下调符合经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比列的商业银行存准率0.5%，并于3季度通过MLF投放基础货币7695亿元，为银行注入流动性。

不过，受制于财政收入增速的下滑和1.35万亿的年度预算赤字，财政支出在3季度同比增速下降到9%左右，10月更是出现5.7%的负增长，11月份也只有0.8%，积极的财政政策在下半年明显出现后劲不足。而流动性的定向宽松及通过正回购利率的下调来引导利率的下降，效果不佳，资金更多地是在金融系统内流转，银行间利率虽然下降，但实际信贷利率不降反升，实体经济的融资条件并没有得到改善。面对经济下行压力加大，中央最终在11月中下旬对银行的贷存比进行调整，增加其的弹性，并实施非对称降息。

图表 4 我国公共财政支出增速下降明显

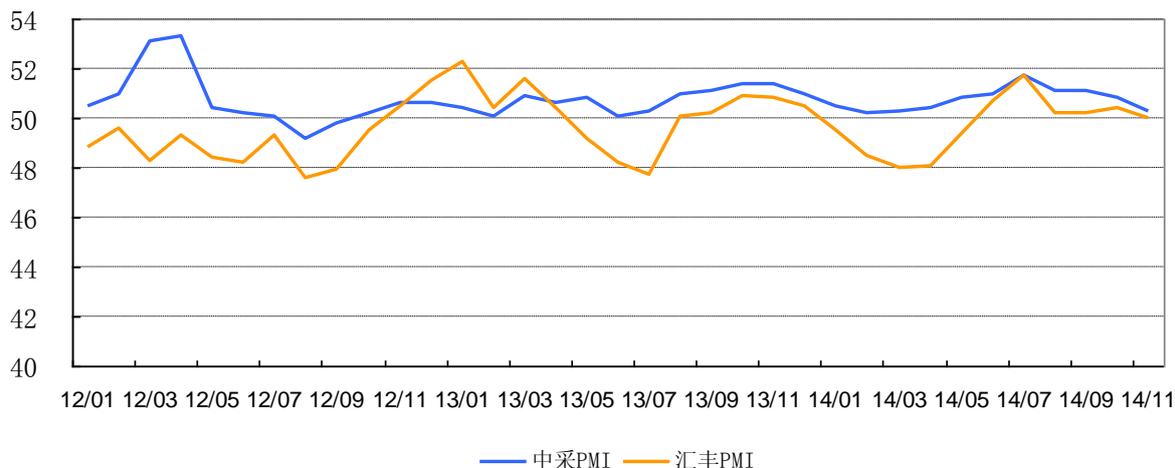


数据来源：Wind、东吴基金

**PMI数据显示经济呈现脉冲式特征：**按照汇丰PMI，我国经济在今年1季度掉至荣枯线以下，一系列稳增长实施后，PMI数据自2季度开始回升，至7月份达到年内高点，并创下18个月以来的新高；8月份则出现明显的向下拐点，此后一路下滑至12月的49.5，经济景气状况又滑入年初水平。这表明微刺激政策效应存在边际递减，高利率情况下，处于“三期叠加”中的我国经济内在增长动力并不强。



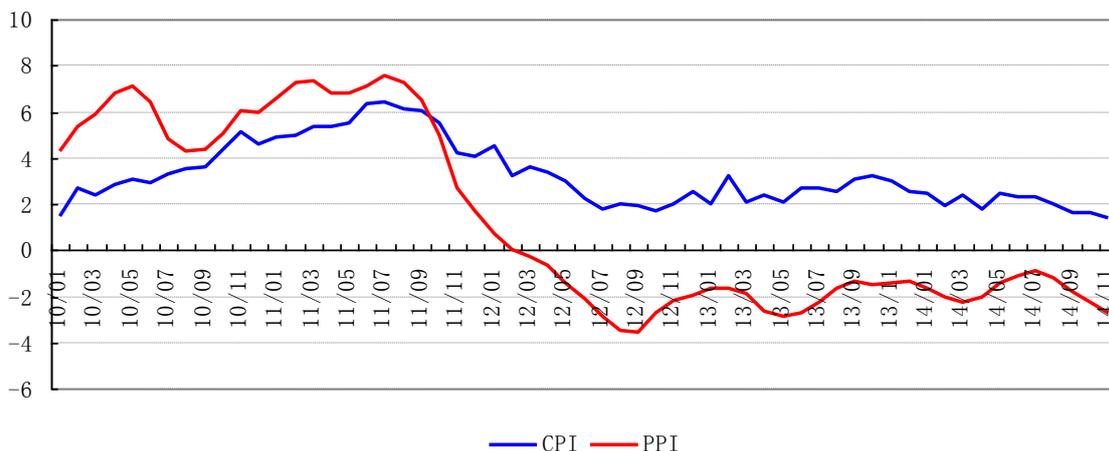
图表 5 我国 PMI 数据显示经济回升持续性不强



数据来源：Wind、东吴基金

**通缩正由工业品向消费品传导，并呈现加剧趋势。**就工业品而言，我国自2012年就已经进入通缩，只是通缩的程度随着经济景气状况的阶段性回升而有所好转，今年5~7月份就是如此，PPI同比数据逐月回升，但8月份又出现回落，并在11月份达到-2.7%的年内最低值，原油等大宗原材料价格的持续走低及暴跌加剧了这一趋势。通缩的局面正全面向消费品传导，11月份CPI下滑至1.4%，为2010年以来的最低值，反映了消费的后周期调整，其中一向坚挺的房租也出现增速的明显下降，这不仅反映连续下跌的房价，也反映租房的需求和租住者的收入预期在下降。PPI及CPI的持续走低，根本原因是我国内需状况的持续恶化。

图表 6 CPI、PPI 持续下行显示通缩风险加大

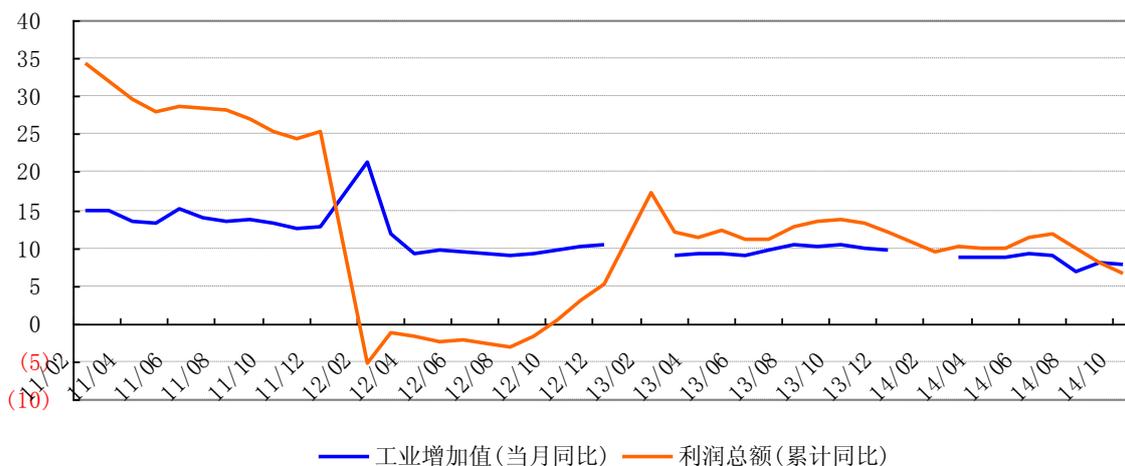


数据来源：Wind、东吴基金

**量价齐跌，致使工业企业盈利状况加速恶化。**我国规模以上工业企业增加值的同比增速，自2012年4月份以来一直维持在9~10%的区间。不过，受工业品产量增速的下滑和价格的下跌，该数据在今年8月份大幅跌破这一平台，此后虽有回升，但升幅有限。规模以上工业企业的利润总额更能反映这一恶化的趋势，该数据的同比增速在8月份出现由正转负，9月份回升正值后，10月份进一步下滑至-2.1%，使得利润总额累计值下降至6.7%。



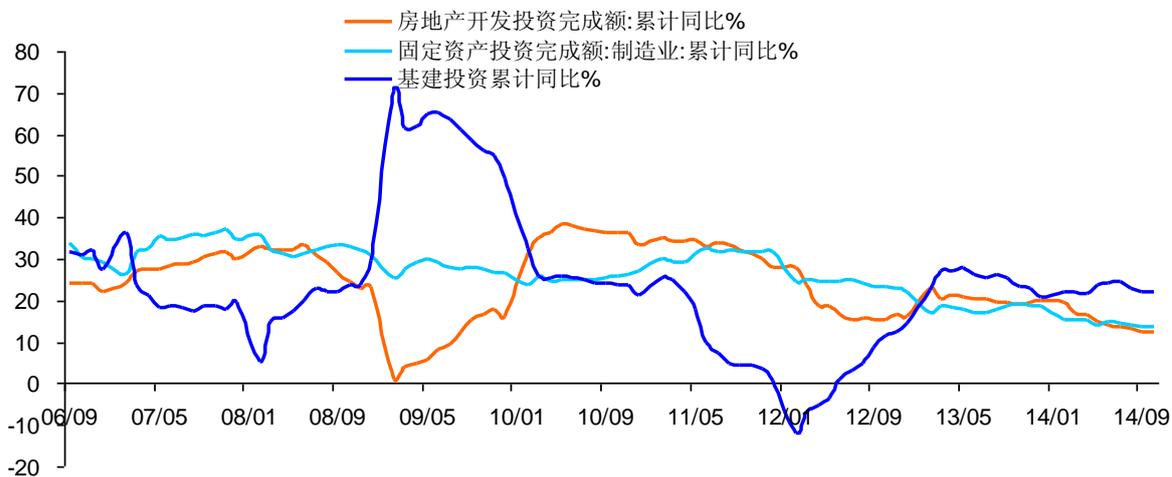
图表 7 规模以上工业企业增加值与利润总额处于回落趋势中



数据来源：Wind、东吴基金

**房地产和制造业投资拖累固定资产投资持续下滑：**今年以来，固定资产投资累积同比增速呈逐月下滑的态势，截至10月份，该数据的累计同比由上一年的20%左右下滑至15.9%。其中，房地产和制造业投资增速的下行是拖累固定资产投资减速的主因，两者累计同比增速由上年同期的19%左右分别下滑至12.4%和13.5%；而基建投资在一系列稳增长措施下，增速维持在22%以上，在一定程度上对冲了房地产和制造业投资的下滑。不过，受财政收入增长放缓及年初财政预算赤字的约束，基建投资增速在高位难以为继。

图表 8 我国固定资产投资增速持续下滑



数据来源：Wind、东吴基金

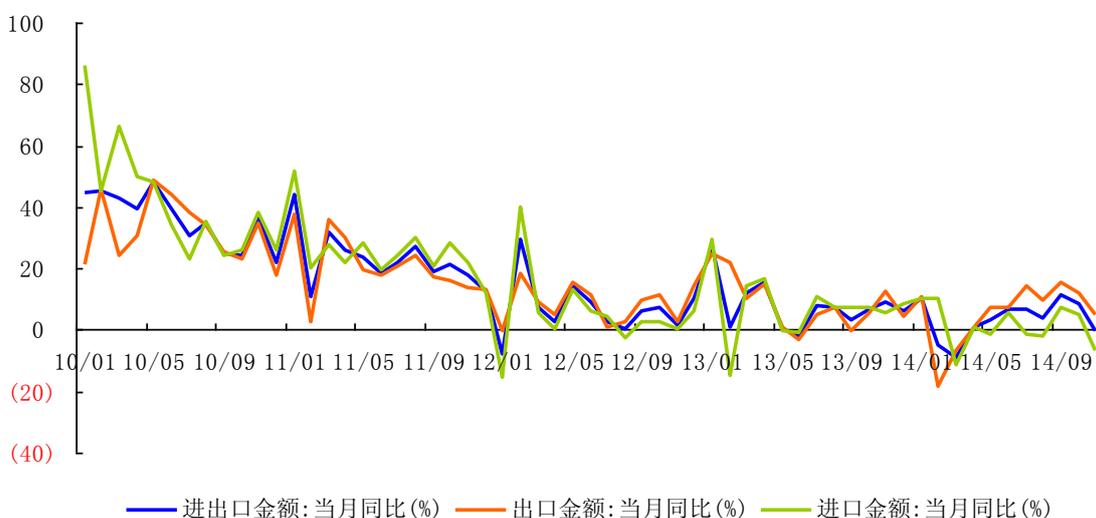
**进出口齐跌，国内消费持续疲软。**我国出口数据自3季度以来表现相对靓丽，月度同比增速基本在两位数，进口数据受内需疲弱影响而表现一般。不过，11月份进出口数据出现明显下滑，出口金额同比增速由前两月的15%、12%大幅降至4.7%。机电、高新技术产品以及七大类劳动密集型产品等主要出口商品增速普遍回落；出口目的地中，对美国的出口增速下降明显，较上月回落8个多百分点至2.6%，值得注意的是美国的经济景气依然健康，其进口货物金额以及制造业PMI进口数据保持稳定。11月份我国进口金额同比也大幅下降6.7%，



跌至年内次低，原因除了近期国际大宗商品价格显著下跌外，内需低迷是根本原因。中长期而言，受制于我国制造业成本不可逆的系统性上升，我国出口产品在发达国家进口额的份额持续下降，这已经成为我国出口增长的主要瓶颈，出口对我国经济增长的拉动作用将十分有限。

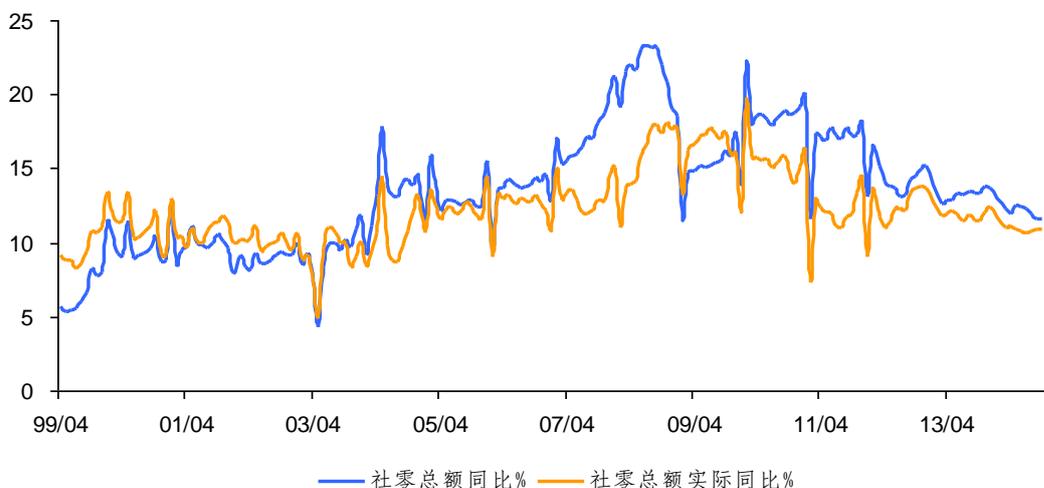
我国社会消费品零售总额增速连续 4 年下滑，今年下半年以来名义增速逐月下行，但由于 CPI 的下降，实际同比增速维持在近 11%的水平。居民的可支配收入是决定消费的核心因素，受经济下行的影响，我国城镇居民人均可支配收入同比增速由 2011 年的 14.1%下降至 2012 年、2013 年的 12.6%、9.7%，2014 年又逐季降至 3 季度的 9.3%；农业居民家庭收入也呈现相同的走势，居民的可支配收入降速直接抑制了居民消费。同时，由于住宅销售的持续负增长，作为居民消费重要部分的家电、家居、装潢等等与房地产高度相关的消费项目将在未来至少 2 个季度以上维持低速增长。

图表 9 出口回落，进口急跌



数据来源：Wind、东吴基金

图表 10 社会消费品零售总额持续走低



数据来源：Wind、东吴基金



## 二、展望：稳增长加码，改革看落地

### （一）稳增长仍是 2015 年的首要任务，政策环境将更宽松

**经济增速有底线，以“更有力的财政政策”带动投资。**我国经济发展进入新常态的一个重要特征是增长由高速转向中高速，政府希望的增速换挡是以相对平稳的线性方式来实现，避免大幅波动尤其是防止失速下行。今年以来，“保持经济运行在合理区间”被反复提及，中央经济工作会议提出的明年五项主要任务中，努力保持经济稳定增长位居首位。以中共十八大提出的到 2020 年实现 GDP 和城乡居民人均收入较 2010 年翻一番的总体目标来测算，未来几年的 GDP 年均最低增速为 6.7%，考虑到经济体量的逐年增大，增速将是前高后低，因此，2015 年 GDP 的增长目标应在此以上，目前市场一致预期值为 7%左右。

从 2014 年实施的各项稳增长措施效果来看，虽然基本托住了经济增长目标的底，但过程并不平稳，尤其是经济增速经历年中 3 个月的上冲后自 8 月份加速回落，加大了政府 2015 年稳增长的压力。习总书记今年多次提及“新常态”，表明中央对当前我国经济的诸多问题及特征有着深刻的认识和准备。今年 11 月份召开的中央经济工作会议制定的明年政策总基调，虽然仍是“积极的财政政策和稳健的货币政策”，但同时指出“积极的财政政策要有力度，货币政策要更加注重松紧适度”。由此，可以判断 2015 年的政策环境相对 2014 年会更宽松些。

图表 11 中央经济工作会议对经济新常态的全面阐述

领域	新特征
消费需求	模仿型排浪式消费阶段基本结束，个性化、多样化消费渐成主流
投资需求	基础设施互联互通和一些新技术、新产品、新业态、新商业模式的投资机会大量涌现
出口和国际收支	我国低成本比较优势发生了转化，高水平引进来、大规模走出去正在同步发生
生产能力和产业组织方式	产业结构必须优化升级，企业兼并重组、生产相对集中不可避免，新兴产业、服务业、小微企业作用更加凸显
生产要素	人口老龄化日趋发展，农业富裕人口减少，要素的规模驱动力减弱，经济增长将更多依靠人力资本质量和技术进步
市场竞争	市场竞争逐步向质量型、差异化为主的竞争
资源环境约束	环境承载能力已达到或接近上限，必须推动形成绿色低碳循环发展新方式
经济风险积累和化解	经济风险总体可控，但化解以高杠杆和泡沫化为主要特征的各类风险将持续一段时间
资源配置模式和宏观调控方式	既要全面化解产能过剩，也要通过发挥市场机制作用探索未来产业发展方向

资料来源：新华社、东吴基金

中央经济工作会议对我国经济新常态首次进行较全面的定义，就消费、投资、出口，及生产、资源环境约束、资源配置和宏观调控方式、风险点等 9 个方面阐述新特征。从中也可以看出国家未来出台扶持政策的

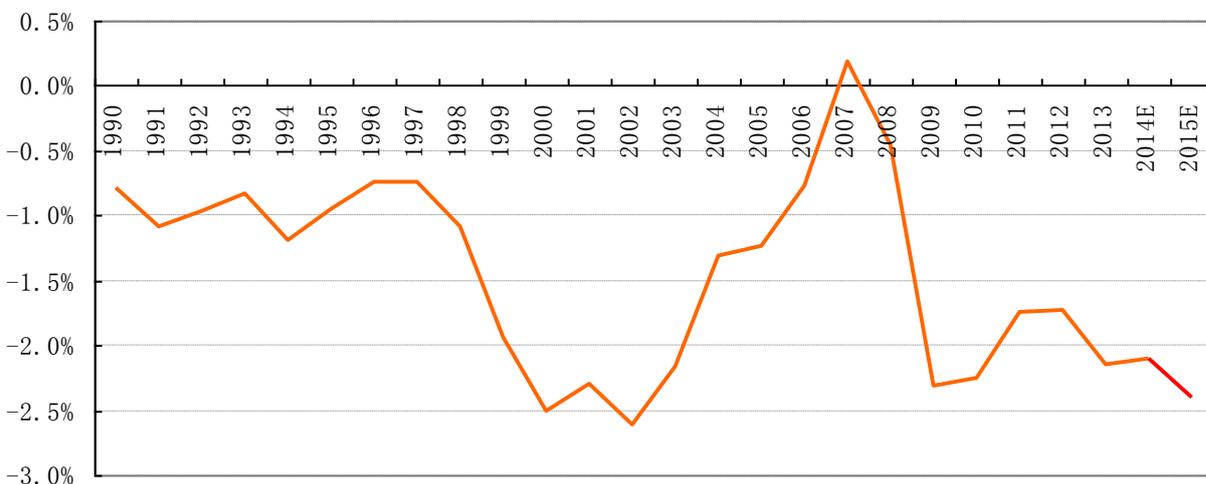


重点方向，比如：

- 消费需求由过去的“模仿型排浪式”转向个性化和多样化，再出台原来那种家电下乡、汽车减免购置税等刺激消费的政策已经不合时宜，并且消费受可支配收入及预期的影响具有后周期性。因此，消费在“新常态”中被阐述为“在推动经济发展中发挥基础作用”；
- 出口方面，现在总需求不振，国际贸易总额停滞不前，并且我国原有的低成本优势已经减弱，用原来降低出口退税的方式来刺激出口也难有改观，重点是“加紧培育新的比较优势”，新的比较优势不仅体现在对欧美发达国家出口中，高端制造占比的提升；也体现在通过“一带一路”及金砖五国、对非经济合作等框架下运用资本和技术优势，主要在基建领域开拓新市场。不过，这两方面的实现都难以在短期内见到明显的成效，只要能优化出口贸易条件使出口总额维持稳定就行。因此，出口被明确为“继续对经济发展发挥支撑作用”；
- 相对于前两者，政府在投资领域可运作的空间及主动性更大，虽然传统产业相对饱和，但“基础设施互通互联和一些新技术、新产品、新业态、新商业模式的投资机会大量涌现”，强调投资继续对经济发展发挥“关键”作用。

由此可见，投资仍将成为 2015 年政府稳增长的重点领域，尤其是基建投资将继续用来对冲房地产和制造业投资增速的下滑，并通过创新投融资方式（比如公私合营的“PPP”）解决资金问题，以及通过放松管制和财税上的支持来扶持企业创新，所谓“财政政策要有力度”就在于此。考虑到 2014 年受财政收入增速放缓和年度 1.35 万亿元财政赤字安排的制约，财政政策在下半年显现后劲不足的情况，预期 2015 年两会的政府工作报告，有望将财政赤字率在 2014 年 2.1% 左右的基础上进一步上调。

图表 12 全国财政赤字率情况



数据来源：WIND，东吴基金

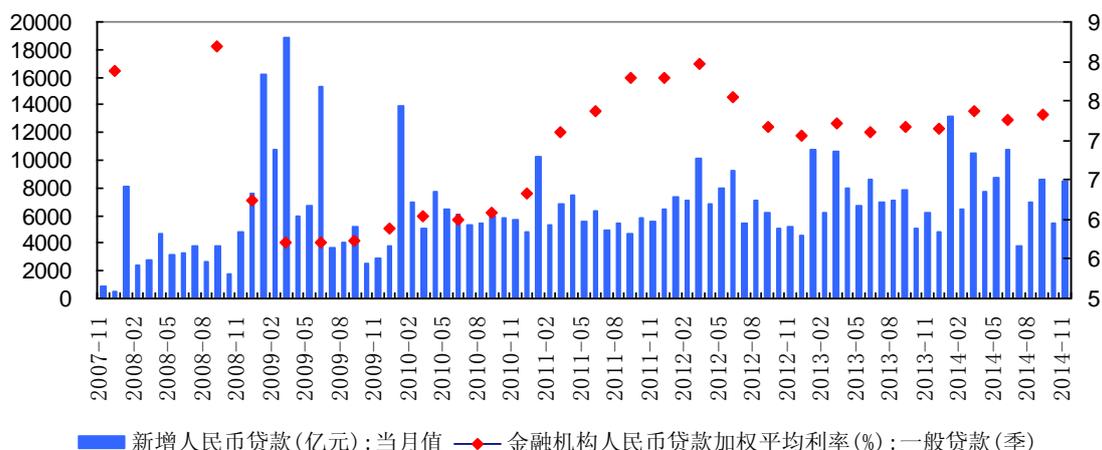
2014 年 10 月份国务院出台的《关于加强地方政府性债务管理的意见》，即 43 号文，以及将于明年 1 月 1 日实施的新《预算法》，对地方政府性债务进行制度性的规范，强化地方政府预算约束。这可能会对部分地方尤其是经济欠发达的中西部地区的稳增长形成资金来源上的制约。不过也正因如此，PPP 模式有望在有一定收益的公益性事业上加速推广，从而实现有效和可持续的增长。



降低融资成本与抗通缩，货币政策总体偏向宽松。

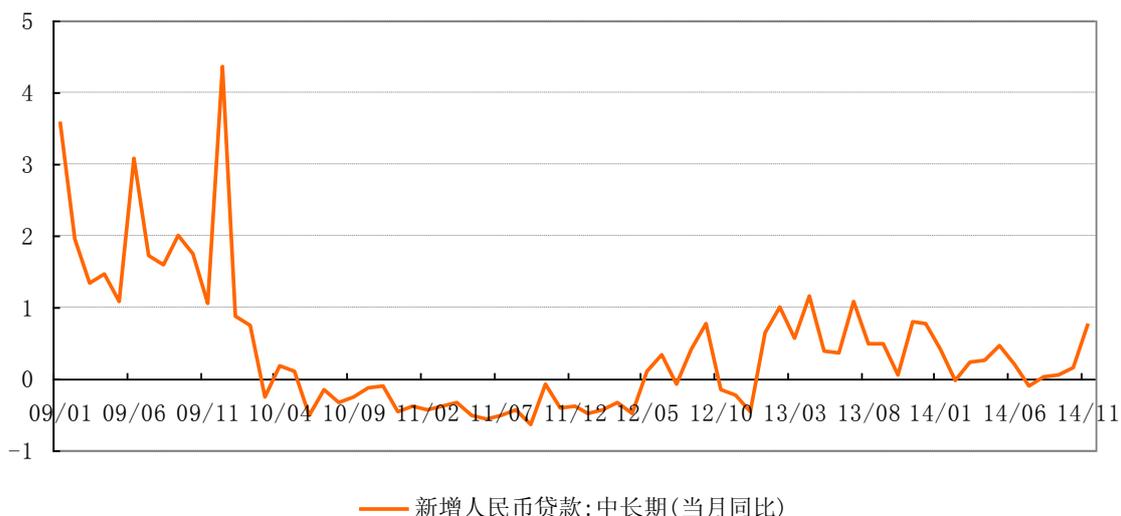
近年来，在全球经济危机的背景下，随着我国原有低成本出口优势的减弱，作为我国基础货币投放主要来源的新增外汇占款总体呈下降趋势，2014年又较上年明显较少；加上流动性的导向问题没有解决好，我国货币总体偏紧的环境没有改观。只是央行吸取了2013年2季度末的教训，没有再出现明显的时点性骤紧现象。而在经济下行时期，企业预期投资回报率低甚至短期面临转型困境，再加上信贷成本居高不下，借贷再投资的意愿不强；而银行为控制不良率的上升以及受到贷存比的制约，放贷更趋审慎。最终导致资金在金融体系内空转，难以转化为实际信贷流向实体经济，形成宽货币与信用派生出现脱钩，从而使得央行更多地选择以定向调控的方式运用货币政策。

图表 13 贷款贷款利率居高不下



数据来源：WIND，东吴基金

图表 14 金融机构新增中长期人民币贷款同比增速



数据来源：WIND，东吴基金

2015年，我们预期央行的货币政策会在降息、降准上更加直接地表现出来，流动性相对偏向宽松，这是基于：



- CPI 的低位运行，为降息、降准留出空间。更重要的是，原油等大宗商品价格的大幅下跌，在为我国带来低成本能源及原材料的同时，也带来输入型通缩的压力。因此，2015 年的货币宽松政策额外增加了抗通缩的任务。
- 从外部环境而言，在俄罗斯卢布大幅下跌引致其他新兴经济体货币贬值的背景下，如果我国只是扩大人民币对美元的波动幅度而没有实质性贬值，则出口价格变相被抬升，不利出口；加上美元退出量化宽松后的加息预期，新增外汇占款将减少甚至负增长。国内方面，新三板、将推行的注册制以及并购等各种形式的资产证券化加速发展，提升社会融资需求，需要央行给予货币支持。由此，这些内、外部因素均促使央行释放流动性。
- 为规范银行的同业非标业务和地方性政府债务问题，相继于 2014 年 5 月份和 10 月份出台了相应的有关文件和指导意见。随着这两个对利率不敏感的领域逐步清理，货币流向的导向性问题将得到一定程度解决，央行全面降准的顾忌减少。
- 此外，存贷比的调整也有利于银行的放贷。在银行的资产、负债结构已经由过去单纯的存款与贷款变得更加多元化的当今，75%存贷比率限制已经变得不合时宜，该指标的取消或改为监测只是时间问题。2014 年 6 月底银监会发文对存贷比的计算方法进行调整。截至 2014 年三季度末，四大国有银行的贷存比为 65.2%，而全国股份制银行的贷存比 71%左右。因此，贷存比指标未来的进一步调整对放贷更积极的股份制银行更有意义。

同时，中央经济工作会议也强调“化解以高杠杆和泡沫化为主要特征的各类风险将持续一段时间”，预期央行在降息、降准的同时仍会利用 PSL、SLF 和 MLF 等创新工具配合使用。

## （二）深化改革、区域经济等举措将由预期到落地

开启我国经济中长期发展空间的新一轮改革开放，在 2015 年将全面推进实施，对短期有利、着眼中长期的诸多措施将落地。改革方面，2014 年我国在行政、司法、户籍制度、金融等领域的改革均有推进，2015 年是“深化改革的关键之年”。其中，有助于存量经济优化提升的国企改革、土地制度改革将进入全面实施期；对资本市场影响较大的金融改革，可以期待落地的有新三板的竞价交易制度和转板制度、高科技企业放宽入市标准、注册制的试点等；有利于刺激消费的个税改革也有望出台。与此同时，作为新一轮对外开放的重要突破口，自贸区、“一带一路”等优化我国经济增长格局的措施也有望进入推广和落实期。

### 国企改革将随顶层设计的出台，进入全面实施期

国企改革作为十八届三中全会诸多改革措施之一，自提出以来受到广泛关注。要实现我国经济结构的转型升级，实现经济新常态下向质量效率型的集约式增长，对总资产规模高达 104 万亿元、在我国经济中处于主体地位的国有企业进行改革，提升其效率和活力是成败的关键。也只有通过实施国企改革，减少行政干预、放松管制和破除垄断，才能真正实现让市场在资源配置中起决定性作用。

推进混合所有制是本轮国企改革的重大突破和重点，从管企业到管资本，能实现民营资本、外资准入与提升国有资本运营效率的双重目标，能让国有企业更加市场化，已逐渐成为各级国企改革的重要方向。2013 年 9 月，国务院常务会议确定，尽快在金融、石油、电力、铁路、电信、资源开发、公用事业等领域向民间资本推出一批项目。2014 年 7 月 15 日，国务院国资委宣布在中央企业启动国有资本投资公司、混合所有制经济、考核薪酬和派驻纪检组等四项改革试点，其中选取了中国建材集团和中国医药集团作为首批混合所有制改革的央企。2014 年 9 月 12 日，中国石化在子公司层面实现混合所有制改革，其销售公司通过增资方式



引入股权投资基金、保险公司、公募基金等 25 家境内外投资机构，后者以 1071 亿元认购近 30% 的股权。

地方政府在推动国企改革方面更为积极，主要是因为以土地为主的财政收入减少，偿债压力尤其是 43 文对地方性债务扩张构成硬约束。从年初至今有 25 个省公布国资改革方案，基本都围绕混合所有制、资产证券化、分类监管、优化国资布局等方面进行。其中上海、广东等推进较快的地方已经有实际动作，完成了几起国企改革的案例。

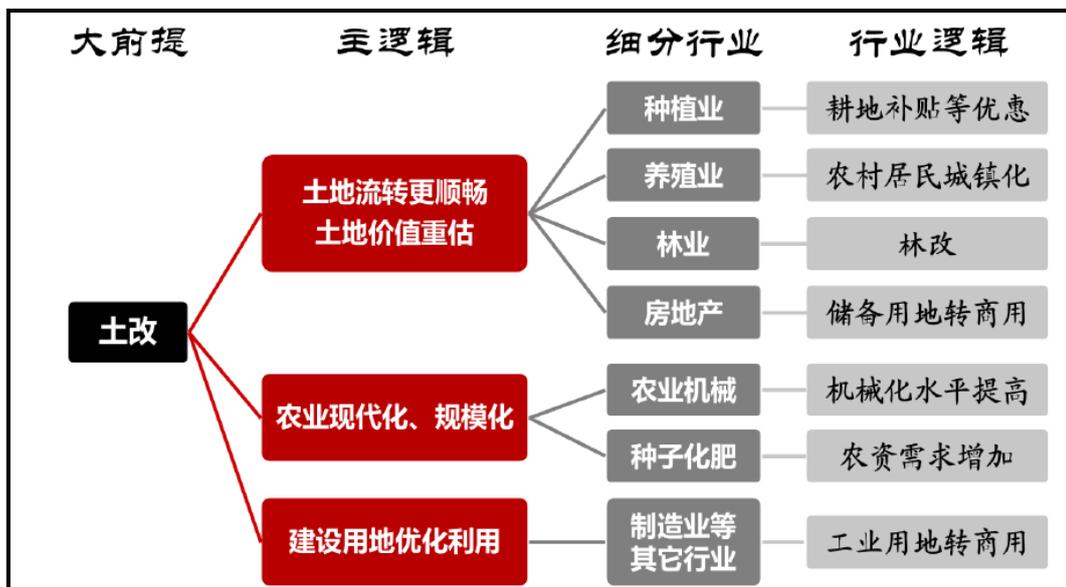
与混合所有制紧密相关的是需要在薪酬激励体系上有突破。今年 6 月证监会制定并发布《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》，并在上市公司开展员工持股计划试点。《指导意见》在对现行员工持股计划进行规范的同时，更是鼓励和推广这一激励方式，强调建立劳动者与所有者的利益共享机制，并成为上市公司提供新的市值管理工具；对于股份来源方面，除参与非公开发行方式外，证监会对员工持股计划的实施不设行政许可。而对国企高管的薪酬和股权激励的突破方面，还有待人社部出台相关文件。现行国企高管的股权激励由于存在双红线的制约（管理层股权激励收益不超过薪酬总水平的 30%，管理层持股不超过总股本的 10%），激励力度有限。

近期有媒体引用权威人士称，目前在与国企改革有关的改革意见中，有 8 个顶层设计方案正在抓紧研究制定，这些方案可能以“1+N”形式发布。其中的“1”就是大家称为的深化国企改革的总指导意见，原本计划今年年底出台，但目前看，“1+N”整套方案要到明年一季度出台。可以预见，2015 年这些顶层设计方案出台后，国企改革从中央到地方将会全面展开。

### 土地制度改革从确权到流转，促进农业现代化和城镇化发展

在中共中央十八届三中全会提出的 300 多项改革中，有 50 多项与农业农村有关，而其中的重点就是以土地制度为核心的集体产权制度改革。新一轮土地制度改革的重点是实施土地所有权、承包权、经营权的三权分置，促进经营权流转。达到的目标主要为：在确保农民权益，增加农民财产性收益的基础上，通过农业生产用地的流转，实现农业适度规模化经营，提高农业生产效率；二是通过集体经营性建设用地入市和宅基地的流转，优化建设用地，促进新型城镇化发展。

图表 15 土地制度改革涉及领域及预期效果



资料来源：东吴基金

2014 年 9 月 29 日，中央全面深化改革领导小组第五次会议，审议了与土改相关的《关于引导农村土地承包经营权有序流转发展农业适度规模经营的意见》和《积极发展农民股份合作赋予集体资产股份权能改革



试点方案》。其中，前一文件于 11 月中旬由国务院正式下发，该《意见》强调坚持农村土地集体所有，所有权、承包权和经营权三权分置，健全经营权登记制度、放活经营权流转。

12 月 2 日中央全面深化改革领导小组第七次会议，审议了《关于农村土地征收、集体经营性建设用地入市、宅基地制度改革试点工作的意见》，在坚持土地公有制性质不改变、耕地红线不突破、农民利益不受损三条底线的同时，强调农村土地征收、集体经营性建设用地入市、宅基地制度改革关乎城镇化、农业现代化进程。

加快转变农业发展方式作为中央经济工作会议明确的 2015 年五项工作之一，与土改相关的为：要完善农村土地经营权流转政策，搞好土地承包经营权登记颁证工作，健全公开规范的土地流转市场。由于农村土地确权工作已经展开，土地的集约利用及农地入市将成为下一步土地改革的看点。

## 2. 优化经济发展格局：自贸区进入成熟复制阶段，“一带一路”将由提出、预热到实施

面对 WTO 红利的逐步消失，尤其是当前全球经济危机中国际贸易的停滞不前；更重要的是，为从经济上遏制中国，美国正着手构建排挤中国在内的 TPP（跨太平洋伙伴关系协议）和 TTIP（跨大西洋贸易伙伴谈判）等全球贸易新规则。为突破这些制约、改善国际贸易条件，赢得经济发展的主动和新一轮国际竞争，自贸区和“一带一路”作为构建开放型经济新体制的国家战略，被新一届国家领导人提出和加快实施。

上海自贸区自 2013 年 9 月底正式挂牌以来，围绕外商投资负面清单管理、贸易便利化、金融服务业开放、完善政府监管制度等，在体制机制上形成创新经验逐步进入复制和推广阶段。

- 今年 6 月，放开小额外币存款利率上限作为第一项复制推广的改革试点由上海自贸区扩大到上海市；
- 10 月底习总书记支持召开的中央全面深化改革领导小组第 6 次会议上，审议了《关于中国（上海）自由贸易实验区工作进展和可复制改革试点经验的推广意见》，自贸区的改革试点经验进入批量复制的阶段；
- 12 月 12 日李克强总理主持召开的国务院常务会议，要求深化上海深化上海自贸实验区改革开放，进一步压缩负面清单，在服务业和先进制造业等领域再推出一批扩大开放举措，并将部分开放措施辐射到浦东新区，并在全国推广包括投资、贸易、金融、服务业和事中事后监管等方面的 28 项改革试点经验。

此外，自贸区在数量进行了扩围，在广东、天津、福建特定区域再设三个自由贸易园区，以上海自贸实验区试点内容为主体，结合地方特点，充实新的试点内容。新设的三个自贸区具体方案还在制定中，还需要提请全国人大常委会授权调整实施相关法律规定，预计 2015 年将正式挂牌和实施。与上海自贸区的国际性定位不同，粤闽津三地区域经济一体化特征更为明显。

- 广东自贸区，初步方案包括广州的南沙和白云空港、深圳的前海及珠海的横琴，主要是对接香港和澳门两个特别行政区，深化粤港澳合作，其中前海深港合作区是最大亮点；
- 福建自贸区，初步涉及包括厦门、福州新区及平潭，发展对台贸易和承接其产业转移，着力台海经济一体化；
- 天津自贸区，依托于京津冀一体化，并有望对接基本达成的中韩自贸协定，将打造成为我国北方国际航运中心和国际物流中心。

已经实施和获批的这四个自贸区，由于自身产业支撑力强，加上与周边经济发达地区的协同性，通过制度上的创新，对国内其他地区乃至“一带一路”具有较强的辐射效应，将有望成为拉动我国经济的新增长极。预期自贸区后续会继续扩围，可能围绕长江经济带、“一带一路”上的关键节点进行选择。



作为对美国缺乏善意的战略东移以及与日本地缘政治紧张加剧的回应，我国在对外贸易和投资的方面除了继续利用 WTO 现有框架、争取与更多的国家和地区签订自由贸易协定的同时，战略性转身向西。习总书记于 2013 年 9 月和 10 月分别提出建设“新丝绸之路经济带”和“21 世纪海上丝绸之路”的战略构想，在当年 11 月召开的十八届三中全会上上升为国家重点发展战略，实现与沿线国家和地区的优势互补，打造共同繁荣的利益共同体。“一带一路”及重合度高的金砖五国框架，将构建我国对外贸易和投资的新格局。在这一格局中，我国拥有相对优势而对方又亟需的主要在资金和基建，这将在“互联互通”中发挥关键作用。资金方面，2014 年下半年相继成立了主要用于基础设施建设的金砖国家开发银行、亚投行及丝路基金：

- 2014 年 7 月 14 日，金砖五国在巴西福塔莱萨宣布成立金砖国家开发银行，初始资本为 1000 亿美元，由 5 个创始成员平均出资；同时建立了金砖国家应急储备安排，同样拥有 1000 亿美元的应急基金，中国出资 410 亿美元，拥有投票权 38.95%，俄罗斯、巴西、印度各出资 180 亿美元，南非为 50 亿美元。按照进程，金砖国家开发银行将于 2016 年在上海成立。
- 2014 年 10 月 24 日，筹建亚洲基础设施投资银行，由中国牵头，包括印度、新加坡等在内的 21 个国家签约，其中中国出资 500 亿美元，持股 50%，预计亚投行在 2015 年底前投入运作。
- 2014 年 11 月 8 日，习总书记在加强互联互通伙伴关系对话会上提出中国将出资 400 亿美元成立丝路基金。

至此，“一带一路”的总体框架及资金准备已经逐步就位，预期总的规划方案将会出台，重大基础设施项目也有望落地。“一带一路”将是 5~10 年甚至更长远的战略，将促进我国资本输出、消化过剩产能及基础设施、制造业相关高端装备的出口。

我国在优化经济发展格局方面，除了建设自贸区和“一带一路”以实现对外开发的新格局外，内部提高资源配置效率，实现区域协同发展，其中京津冀、长江经济带与“一带一路”一起，作为中央经济工作会议上明确的 2015 年重点实施的三大战略。

习总书记于 2014 年 2 月提出京津冀协同发展，并将其提升至一项重大国家发展战略，已经是 2014 年的一项政府的重要工作，虽然京津冀协同发展的总体规划方案尚未公布，但从相关部门及所涉及的各地政府公开表态来看，协同发展将主要体现在产业的对接互补、基础设施的互通互联、教育医疗的均衡发展以及生态环境一体化发展等方面，打造首都经济圈。预计京津冀协同发展将在 2015 年加快实施，作为样板将为我国其他区域性经济圈发展提供经验。

今年 9 月，国务院公布了《关于依托黄金水道推动长江经济带发展的指导意见》，明确提出长江经济带概念，覆盖我国中南部 11 个升级行政区，重点规划建设综合立体交通走廊、创新驱动促进产业转型升级等。相关改革措施在加速推进中，比如原定于明年上半年的长江经济带区域通关一体化改革，提前至 12 月实施，将通关一体化从长三角地区推广至整个长江经济带海关，实现长江全流域 9 省 2 市的“12 关如一关”。《指导意见》涉及的互联互通、产业转型升级、民营银行设立等多项举措有望在 2015 年实施。长江经济带定位为中国经济新支撑带，这将是我国区域经济发展中的又一经济增长极。



## 三、投资主线

### 相对看好中、大盘蓝筹，警惕股指在大幅上涨后向经济基本面回归的调整压力

牛市已起，各路新进资金以及存量资金虽然风险偏好、投资偏好不尽相同，但追求投资机会和赚钱效应的相对“确定性”是相同的。因此，哪里的确定性高，资金就会奔哪里。大潮涨起时，首先被填平的是处于折价状态的低估值蓝筹洼地；当相对安全、能容纳资金大进大出的机会趋向消失时，资金才会分流，资金容纳量小的各板块在各自催化剂的刺激下也会上涨。因此，不管是价值蓝筹还是新兴成长，2015年均有投资机会。

不过，从投资安全性和确定性而言，我们相对更为看好中、大盘蓝筹，主要是基于国企改革将在2015年各行业及公司中全面展开，引入战略投资者、高管股权激励、员工持股计划乃至大股东增持，均是各方“真金白银”的投入和利益绑定，后续通过资产注入、并购或者转型来做大市值的确定性高。相对而言，近两年以“代表未来发展方向的新兴产业”之名大幅上涨的部分中小盘股，给资本市场“讲故事”而又缺乏有诚意的资金投入——真实用于发展经营的投资以及买入自家股票，业绩持续难以兑现，而估值并不便宜甚至处于高位，蕴藏的风险较大。

牛市中把握节奏也很重要，虽然A股自2014年下半年尤其是4季度以来的上涨与经济基本面出现脱节，但这种提前反映总是会出现回归。我们认为2015年1季度股市可能存在回调风险，主要是基于：降息等稳增长措施短期难以扭转经济下滑的态势，经济数据及上市公司2014年度和1季度业绩并不理想；石油价格暴跌引致的新兴市场货币贬值和美元加息预期，可能在短期对中国造成国际资本外流的冲击；同时，改革预期催生的牛市快速行情已经上涨了2个季度左右，市场存在修整的需要。

### 投资主线“按风索骥”

既然这波牛市主要是降息、改革驱动，那么就顺着“刮大风”的方向来选择投资标的。首先，受益降息和无风险利率下降的板块，主要为：利率敏感型：房地产、券商、保险；高股息率或者投资回报稳定的类债权型：公用事业、持有性物业等。其次，国企改革惠及各个行业，需要依照各自的所处竞争领域、资产质量和转型方向进行甄别。当然，在牛市中不断自我强化的券商和保险是龙头，这已经被市场反复证明。此外，按照我国经济的转型升级、创新以及新增需求等方面进行选择。基于这一逻辑，我们选择的投资主线为以下几个方面：

#### （一）大金融板块：券商、保险为牛市急先锋，银行存在估值修复行情

##### 1、券商：弹性最大

- 近年创新业务改变了券商原有盈利格局，并使公司业绩在国内证券市场低迷时期也获得较好增长，上市券商2014年前11个月净利润同比增长55%，预计全年增幅达80%左右；
- 券商在牛市行情中，不管是经纪、投行、自营和自管等传统业务，还是融资融券、股权质押、收益互换、直投等创新业务，都呈现正反馈和放大效应；
- 受益后续的金融改革和创新：新三板扩容以及转板、注册制、个股期权、T+0等将为券商带来广阔的创收渠道。

##### 2. 保险：承保端和投资端同步好转

承保端，随着信托刚性兑付预期的打破、银行非标业务的清理以及互联网货币基金收益率的大幅下



降，保险产品吸引力增强，保障型产品的增长将带来保险产品结构的优化和业务价值贡献率的提升；中长期而言，我国保险深度和密度远低于国际平均水平，随着居民收入和保障意识的提升，保费将有较大增长空间。按照保险业“新国十条”提出的目标，我国保险深度由 2013 年的 3% 提升至 5%，保险密度则由 1266 元/人提升至 3500 元/人，预计保费年均增长率将在 17% 左右。

投资端，自 2012 年底保监会大幅放开险资投资门槛，保险资产迅速从低收益领域向高收益转移；资产证券化、优先股等新投资品种的出现，将为保险资产带来高收益和安全性兼并且体量足够大的投资标的；A 股市场的好转，保险公司权益类投资占比有望从 10% 左右上升到最新大类资产监管下 30% 的上限。

### 3. 银行：低估值修复是主要逻辑

A 股银行股的估值近年路下行，目前对于 2015 年的 PE 和 PB 在 5 倍和 1 倍左右，显著低于其他主要国家和地区银行股 12 倍和 1.8 倍左右的国际水平；银行股低估值反应的不良率远高于真实及报表披露的不良率情况。政策放松和深化改革提升经济托底信心，从而降低银行资产质量恶化的担忧；加上员工持股、混合所有制等国企改革措施的推进，以及沪港通等资本市场的逐步开放，将实现银行股的估值回升。

## （二）军工与环保：将成为拉动经济增长的重要新产业

这两个在习总书记上台后不断提到的产业，一个关系到国家安全，是守护经济发展成果和维护和平的重要依靠；一个关系到居民的生存安全，是恢复青山绿水、实现生态文明的唯一选择。随着各项政策的推动和投融资方式的变革，军工与环保产业将增加与我国经济发展的关联性，有望从过去主要依靠财政投入的经济附属产业，成长为拉动经济增长的重要产业。

### 1. 军工：科研院所改制、资产证券化和军民融合成为主要驱动力

十八届三中全会审议通过的《关于深化改革若干重大问题的决定》中，单列出“深化国防和军队改革”，并宣布成立国家安全委员会，这大幅提升资本市场对国防军工的关注度。我国国防军工面临国防投入加速、武器装备更新换代和国产化加快、科研院所改制、军民融合等重大行业发展机遇，军工类上市公司存在新增订单需求、定价制度改革和优质资产注入等多重投资机会。

- 我国国防投入进入加速期。2014 年国防预算为 8082.3 亿元，比上年增长 12.2%，明显高于 2013 年 10.7% 的增速。不过，与美国的军费预算相比，我国只有其四分之一，并且我国军费投入占 GDP 与财政支出的比例仅为其它主要军事国家的一半左右。因此，我国未来国防投入仍有望保持 10~15% 的较快增长速度。更重要的是，除财政投入外，提升军工领域的资产证券化，与资本市场对接发展直接融资，以及在通用性领域引入民间资本和开放采购渠道，将大大提高国防军工行业的总投入。
- 科研院所改制及其资产证券化，将有望在 2015 年实施和推进。目前，航天科技集团、航天科工集团、电子科技集团的资产证券化率最低，分别只有 15%、18% 和 20%，中国兵器集团和中航工业集团的资产证券化率也只有 22% 和 36%，资产注入预期将大幅提高上市公司的业绩弹性。

### 2. 环保：政策力度加大、投融资方式转变驱动行业快速发展

当前我国的环境承载能力已经达到或接近上限，对环境的治理将是一项长期而艰巨的工作。我国环保的财政支出增速在“十二五”为 10~15%，2013 年支出总额为 3383 亿元；而从英美、日本等发达国家经验来看，环保投入占 GDP 比重的合理区间为 2~3%，因此未来我国环保行业持续增长的空间较大。

2015 年作为“十二五”的最后一年，政府为完成规划达成的目标，环保投入会加大，过往经验均是如此。各项环保政策将密集出台，“水十条”、《环境污染等第三方治理指导意见》等将很快公布，环境税、VOC



排污收费制度、“土壤十条”等重要政策在 2015 年有望陆续出台。此外，被称为史上最严的新《环境保护法》将于 2015 年 1 月 1 日实施，“按日连续计罚”、“排污许可证制度”等从严措施，无疑将加大企业的环保投入力度。从投融资方式来看，PPP 模式通过引入社会资本缓解地方政府融资压力，化解环保治理资金困境，同时民营企业的技术和管理经验的引进也提高项目运行效率。因此，环保行业将的投资机会将由单纯政策驱动转变为政策和业绩双驱动。

### （三）高铁、核电：稳增加的抓手，“一带一路”战略的确定受益者

高铁和核电作为我国在高端装备领域的代表，通过引进技术到消化吸收、自主创新，已经发展成为具有国际竞争力的高附加值技术和产品。由于两者具备有利于当前、中长期受益的特点，加上带动的投资规模和效应较大，已经成为政府稳增长的重要利器；与国内处于过剩产能状态的其他行业不同，国内项目建设的加速和在“一带一路”战略，将带来高铁与核电行业增长的双轮驱动。

高铁：2014 年我国铁路固定资产投资总额由年初的 6300 亿元，经历三次上调至 8000 亿元，较 2013 年增长 20.5%，接近 2010 年历史峰值的 8426.5 亿元。在 2015 年稳增长压力加大的驱使下，预计国内铁路固定资产投资将会继续保持高位。同时，在国内区域经济一体化的带动下，交通基础设施的互通互联将推动城际轨道交通建设。“一带一路”战略自提出后，我国的高铁外交力度较大，全球已有 28 个国家与我国洽谈引进高铁技术或合作开发，其中洽谈的项目有全长 1754 公里、总造价达 2000 亿元的印度“德里—钦奈高铁走廊”，以及总长 7800~8000 公里连接莫斯科与北京的高铁俄罗斯段。而作为“一带一路”的重要成果，中泰高铁最终在 12 月 19 日迎来重大转机，双方签署《中泰铁路合作谅解备忘录》，距离由原来的 300 公里增加至 800 公里，将全部适用中国的技术、标准和装备进行建设。

核电：作为低成本、清洁高效能源，发展核电是我国能源战略的需要，也是环保、减排压力的需要。11 月 3 日，国家能源局同意福建福清 5、6 号机组工程调整为“华龙一号”技术方案，这标志着我国三代核电技术的成熟，2015 年我国将引来核电新增装机容量和新开工的双高峰。同时，我国三代核电项目的建设运营将具有示范效应，为我国核电实现出口奠定基础。

### （四）新需求导向下的投资机会

伴随我国产业结构的转型升级、居民生活水平的提高，以及科学技术的进步与运用，大量新产品、新产品、新业态和新商业模式不断涌现，并有望成长为未来发展方向的新兴产业。对这些新需求导向的投资机的捕捉，将是一个动态而长期的过程，这里我们仅列出部分提供参考。

#### 1. 体育产业：进入十年高速发展期

2014 年 10 月 20 日，国务院发布《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》，指出把体育产业作为绿色产业、新兴产业扶持；提出到 2025 年，体育产业总规模超过 5 万亿元，成为推动经济社会持续发展的重要力量。

目前，我国体育产业规模占 GDP 比例只有 0.6%，明显低于欧美 1.5~3% 的水平；按照我国体育产业 2025 年的目标，意味着未来十年的年复合增速在 20% 以上。而在我国现有体育产业的格局中，体育用品占比大，处于核心地位的体育服务只占 20%，远低于发达国家 70% 的比例。因此，体育服务业将是我国体育产业未来发展的重点，与体育赛事相关的举办、传媒、彩票以及大众健身等体育核心产业尚处朝阳期，投资机会较大。

#### 2. 移动互联网：处于多点爆发期

随着 4G 移动网络的加快建设和 WIFI 热点覆盖范围的扩大，加上智能手机和平板电脑的普及，信息高



速公路的进入变得唾手可得。根据艾瑞咨询数据，我国智能手机在今明两年的渗透率将由 2013 年的近 60% 提升至 90%；而截至 2014 年 6 月，国内手机网民达 5.27 亿，占整体网民比例 83.4%，首次超过传统 PC 网民，后者为 80.9%，我国名副其实地进入了移动互联网时代。

移动互联网时代中的移动技术、社交、大数据和云计算等方面的综合应用和渗透，这将对我们的生活、办公、生产等各方面产生深刻影响，并催生出大量投资机会，这包括移动支付、可穿戴设备、车联网、智能家居、O2O 等诸多新兴领域。

### 3. 农业信息化：将进入快速发展期

加快转变农业发展方式成为 2015 年政府经济工作一项主要任务，土地确权和之后的土地经营权流转，将加快农业向规模经营转变。由于这些年国家通过农机专项补贴等政策的大力扶持，农业机械化率已经大幅提升，基本稳定在 60% 以上。相对而言，农业信息化因专业性较强，需要有技术和资金实力的企业进入来推动。农业信息化中，我们认为投资机会主要体现在土地确权及流转、种植、食品安全等领域。



## 附：重点看好的行业及投资策略

### 医药行业——新模式主题机会频出，传统药品表现应好于今年 评级：推荐

2014 年医药股表现分化严重，传统的药品白马和成长股表现一般，全年基本没有明显涨幅，而一些小市值介入高端治疗方向（细胞治疗、基因检测等）的医药公司、以及与互联网相关的新模式如服务器械、移动医疗、医药电商等相关标的都经历了较大幅度的上涨。

对于传统药品，我们认为 2015 年的表现应该会好于今年。首先，今年这些医药股表现低迷是几方面原因的综合：1) 2012-2013 年医药板块涨幅很大，而业绩增速并没有加快，因而估值都较高，需要进行消化；2) 医保扩容的红利逐渐消退后开始进入控费阶段，行业增速逐步从 20% 水平下滑到 10-15% 的区间；3) 预期已久的招标今年进展缓慢，新药销售难以有效开展；4) 机构医药股仓位较重，据测算一度超过 15%。而对于明年，我们认为经过了一年左右的消化，药品白马成长的估值基本进入可接受的范围，而明年招标又将大概率加快，新药的招标、入院和销售工作将会开始展开，对于产品梯队较好的企业业绩增长可持续性将得到保证；再加上今年同期其他板块大都经历了大幅度的上涨，医药行业又具备了一定的比较优势。

而对于目前给予市场较大压力的控费，虽然具体的政策以及节奏暂时不明，但我们认为从大的方向上看结构性影响更大，控费不仅仅在于价格因素，更重要的是用药结构，降低疗效不明确的辅助用药甚至无效用药的滥用，而刚性治疗的需求并不会减弱，价格方面出于扶持优势企业的考虑，在部分地区采用的最低价模式不会大幅度推广到全国（否则得不偿失），因而未来的降价更多的是逐渐、逐步合理降价。因此，刚性用药、具有可持续发展的产品梯队的企业在这一过程中受到的影响应该较小。

对于医药领域内的新方向，包含医疗服务、器械国产化、移动医疗、医药电商等，目前看受到政策的支持十分明确，并且符合产业发展的大方向，尽管在具体的实现路径、业绩的兑现程度方面仍然具有一定的模糊性，但资本市场对此的容忍度较高。因此，虽然相关标的的估值相对都偏高，但是仍然具有较好的投资机会，短期内不妨作为主题。我们认为后续的催化剂将会较多，如放松政策的不断出台、传统医药企业与互联网公司之间的合作等，可以寻找具有一定的安全边际、同时站在风口上的标的。

### 行业估值及投资建议

综上所述，我们认为符合刚性治疗品种、产品梯队较好的药品企业，目前估值在 2015 年的 25-30 倍之间，虽然站在目前时点看能够支持明年业绩明显超预期的因素不是很明确，但只要在明年业绩有望实现平稳的增长的基础上，可以作为底仓品种获取合理的收益；而可以积极布局新模式风口上的标的，获取更高的弹性。

**重点关注：**恒瑞医药、华东医药、洪城股份、恩华药业、莱美药业、常山药业、泰格医药、和佳股份、信邦制药、鱼跃医疗、科华生物、九州通、嘉事堂、一心堂、瑞康医药等

### 旅游行业——改革、并购及迪斯尼

评级：推荐

今年以来旅游行业指数上涨 53.09%，跑赢沪深 300 指数 16%。主要是 2013 年低基数因素和 2014 年行业景气恢复，基本面有支持；行业进入转型及并购阶段带来的业绩和估值提升。



我们认为 2015 年旅游行业仍是投资的黄金时期。

1) 国家把旅游行业作为实现经济转型的战略行业之一，提出到 2020 年境内旅游消费达 5.5 万亿，旅游增加值占 GDP 超过 5%，2013 年旅游收入 2.6 万亿元，因为未来几年有望保持 10% 以上的增长。随着政策不断细化和落实，助力行业快速增长。

2) 人均可支配收入的不断提升带来的消费升级，旅游越来越成为家庭消费的刚性需求；东中西部不同的发展阶段也是旅游消费呈现多层次的消费特征。消费群体的年轻化、在线旅游的便利性、交通条件的大幅改善以及出境签证门槛的大幅放低将使旅游需求快速释放，旅游行业进入一个新的由周边游、休闲游、出境游等需求拉动的快速成长阶段。2015 年迪斯尼行业，英美等国签证的放开，有望使国内游和出境游规模同时跃上一个新的台阶。

3) 旅游行业规模大、市场分散、龙头企业市场份额小的特征决定其未来的发展必然依靠并购整合，而 2014 年众信旅游和腾邦国际的并购整合、北京旅游转型是符合现阶段行业上下游延伸、横向市场整合及跨行业拓展的特点，因此 2014 年应该算是旅游行业并购元年，预计 2015 年在龙头公司示范效应下，行业将进入并购整合阶段，并购将是行业成长主要路径。

4) 随着国家的国企改革方案出台和央企改革深入推进，各地国企改革有望在 2015 年全面展开。以前旅游行业上市公司多为国有企业，激励不足，效率低下，基本面较差。随着各级政府对国企改革意愿越来越强，以及民营企业快速成长的鲶鱼效应，因此国企有望通过各种形式改革，激发管理效率，提升经营效益，提升国有资产证券化比例并使国有资产增值。

### 行业估值及投资建议

目前旅游行业重点公司估值在 2014 年 25~65x 之间，估值跨度较大，这是不同公司不同估值体系造成。随着旅游行业基本面不断向好，并购和改革不断有超预期东西，市场会从行业空间、市场格局来看公司发展，而不是仅仅按照业绩来估值，因此会有更多公司会按照市值来估值，且中短期较高估值有望持续。投资主线有三条：1) 国企改革。预计资产证券化比例将不断发生，基本面上的巨大预期差将有较好的投资机会，其中大集团、小公司的上市公司尤其需要关注。2) 并购转型。龙头公司将呈现强者恒强的局面，在整合传统行业的同时将有越来越多的企业涉足在线旅游、出境游等新兴产业，实现产业融合，带来估值和业绩的提升；另外基本面较差的企业在注册制推出之前也会加快并购转型，形成新的增长点。3) 迪斯尼。鉴于其巨大的品牌影响力、超千万的客流预期，上海及周边的旅游业有望充分受益。

### 重点关注

众信旅游、腾邦国际、宋城演艺、中国国旅、锦江股份、西藏旅游、桂林旅游、西安旅游、东方宾馆、国旅联合。

### 商业零售行业——改革落地

评级：推荐

商业零售行业明年的看点集中在国企改革的落地和资产证券化，从机制和资产结构两个方面回归零售本质，迎接下一轮消费增长。

商业零售行业国企市值占比在 57% 以上（剔除苏宁云商），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，改革有望撬动国企存量利润的释放，长期提



升企业竞争力。今年行业的改革进程低于预期，主要是零售作为竞争性行业，股权激励、引入战略投资者等改革模式缺乏参考案例，随着各地改革细则的推出和范例的推进，明年商业零售企业的国企改革将是落地的一年。从标的选择上，首先看好大集团小市值公司，如江苏舜天和弘业股份。

长久以来零售企业良好的物业资产和现金流缺乏畅通的融资渠道，使得商业企业扩张负担沉重，长期脱离零售本质，沦为商业地产商。随着房地产投资收益的收敛，以及理财收益率的下降，REITS 等金融创新有望在国内加速推行，自有物业占比高的零售企业有望盘活存量物业资产，投资重心向产品和供应链转移，回归零售本质。从标的看，重点推荐苏宁云商、欧亚集团、鄂武商 A。

综上，我们维持商业零售行业“推荐”评级，认为国企改革的落地和核心物业资产证券化将是明年两大看点。

**重点关注：江苏舜天、弘业股份、苏宁云商、欧亚集团、鄂武商 A**

### 家电行业——龙头求变

**评级：推荐**

如果 2014 年是中小家电企业跨界转型的一年，2015 年则是行业龙头创新求变的一年。房地产销售的趋势性下降、和劳动力成本的刚性上涨导致的出口竞争力下滑，家电靠量扩张的成长路径遭遇瓶颈，中小家电企业船小好调头，今年转型创新精彩纷呈；家电龙头经过一年多的酝酿筹划，明年将接力成为行业创新求变的主力，我们认为将围绕以下两条主线展开：

第一，与互联网企业从竞争走向合作。传统家电龙头制造业思维成为制约其智能家居产业链打造的主因，而以消费者体验为核心的互联网企业的快速发展需求供应链落地，目前两者合作是互利共赢的最佳时点。若通过借助外脑转变思维模式和决策流程，传统家电龙头依靠丰富的产品线和供应链优势，在智能家居产业链打造更具优势，我们认为继 TCL 集团与爱奇艺、美的集团与小米，今年家电龙头与互联网企业合作将更深入和更有成果。

第二，国企改革突破治理桎梏。以格力电器为代表的家电龙头发展到 1000 亿元单品类销售规模，激励机制与业绩规模不匹配、经营层与国资委摩擦不断，引发市场担忧，急需引入第三方战略投资者改善公司治理机制，尽管过程可能曲折，但改革红利释放趋势是明确和值得期待的。

除了上述两条思路，厨电行业龙头老板电器渠道下沉、热水器行业龙头日出东方向净水器的品类扩张也是值得关注的。

综上，我们认为家电行业依靠稳定的盈利能力和较估值优势成为改革最受益行业之一，给予行业“推荐”评级，家电各子行业龙头将成为改革创新主力，成为明年重点推荐的标的。

**重点关注：TCL 集团、美的集团、格力电器、老板电器、日出东方**

### 环保行业——子板块仍将延续高景气

**评级：推荐**

今年以来环保板块走势疲软，主要是 2013 年在大气污染防治行动计划出台的背景下，行业过度乐观，而今年在政策和业绩上均没有超预期的地方，估值出现持续回落。我们觉得从现在看，行业出现一些积极的变



化。一是，国务院常务会议“补短板”释放信号，近期节能环保财政支出数据出现明显好转，《预算法》修订有限度放开地方政府发债，排污费也大幅上调。二是，包括水污染防治行动计划、第三方治理、政府采购环境服务、清洁煤炭发展利用行动计划、环境税等将逐步出台。

我们觉得未来主要重点关注高景气的环保子板块：一是，目前城市水务基础设施建设整体已较为成熟，提标改造、污水回用、污泥处置等领域正在起步并具有较高业务关联度；二是，与工业治污密切相关的危险废物（资源化与无害化）及工业废水（改造与运营）等市场在监管力度显著加大背景下刚刚起步、潜在市场容量较大、盈利模式清晰；三是，以垃圾焚烧为代表的固废处理处置将持续活跃（景气度或延续至“十三五”上半期），园区协同模式有望得到更多推广，而垃圾清扫保洁等前端领域市场化趋势明确。未来客户环保“需求出口”会越来越集中，需要能够真正解决问题的“一站式”服务而非数个环保项目简单累加。由于治理效果要求提高，客户因缺乏专业知识使得有效甄选技术方案提供商难度较大，因此将会有环保公司基于自身不断发展成为客户的“环境管家”及对外“接口”，具备整合相关资源能力，并可以选择将部分技术方案及项目实施进行外包。从这个角度看，平台型公司将成为技术解决方及建设施工方的采购源头或市场入口。四是，目前政策还在制定过程中，但未来市场容量比较大的包括 VOCS 治理、土壤修复。

### 行业估值及投资建议

目前主流环保公司 14-15 年 PE 分别在 25-28、18-20 倍左右，估值安全，未来随着政策落地和年度估值切换，行业上升的概率大。我们建议从近期即将出台的水行动计划出手，然后是危废、垃圾发电等。

**重点关注：**聚光科技、首创股份、碧水源、中电环保、东江环保、桑德环境

## 计算机行业——智慧医疗，互联网金融和

评级：推荐

今年整个市场呈现了种种逆袭的情节，前十一个月计算机排涨幅榜第一位。到了十二月，让位给券商和钢铁行业。截止 12 月上旬，计算机板块涨幅 68%，位列涨幅榜第三位。除了智慧城市板块和大白马涨幅一般，大多数股票都出现了客观的涨幅，互联网金融，信息安全是贯穿全年的主题。行业盈利增速还是保持在 15% 以上，并没有出现盈利的大幅度增长。问题来了，以什么样的框架来评估和投资计算机板块？我的理解是善待泡沫。

我们先来谈估值的问题，解决心理障碍。目前计算机板块的 PE (TTM) 大约达到 80 倍。是不是泡沫？板块里面还有 250 倍 PE 的公司。泡沫可见，那么泡沫能不能持续？能！为何？政府一致。泡沫是新兴产业发展的必然条件。为何？新兴产业没人知道商业模式是什么？没人知道怎么做能够成功，在目前的阶段就是一个字“试”。同时去“试”成功的概率是非常低的。很多产业又是政府亟待发展的产业，比如 TMT，医疗。因为中国目前面临严重的医疗，教育养老等社会问题，这些问题按照目前可见的商业模式，随着时间的推移，这些问题都会爆发出来，长周期来看，怎么解决这些问题？政府现在也肯定不知道。但是他知道借助互联网和高科技技术，以及市场力量，是有可能产生某种技术或商业模式来解决这些定时炸弹。而要扶持这些产业起来，就要很多的人和资金来“试”，以提高产业成功的概率，商业模式一旦“试成功”，马上可以很快的复制，产业就起来了。所以从产业的长期发展来看，现在有泡沫是正常的，而且在商业模式确之前，“泡沫”还会持续。基于这个理解，那么第一，政府会容忍这些产业的泡沫；第二，泡沫会引起资本聚集，第三，资本聚集加速商业模式的拓展，才有可能产生新兴的产业和稳定的商业模式。所以在宏观稳态的情况下，泡沫会持续。即高估值是个数字，他至少在未来一年还会持续。



谈完泡沫，谈方向。从本届政府以创新驱动经济的总体思路来看，政府是想通过 TMT 产业的创新和发展来优化经济结构，人们往往能够理解煤价钢价上涨对经济的影响，但是无法评估科技创新对人们生活的影响。说煤，钢铁，水泥是“要素”，人们好接受；但是说“数据”，“流量”，“算法”，“IP”是“要素”，就对脑洞提出要求了。个人的理解，依靠发展 TMT 产业来解决现在的问题，如医疗，养老，企业融资，制造业效率等问题。拉动经济的活性。所以互联网金融，互联网医疗，互联网教育依旧会是明年的大方向。而新经济的“要素”经营公司也是极具投资价值的，如数据，IP。

有变化就有投资机会。既然估值不能看，方向是有，但是股价怎么判断？我们认为三个问题：第一，公司可能做什么？第二，公司愿意做什么？第三，公司做得怎样？第一个问题，解决下跌的公司有没有买的价值，有没有能做的事情？第二个问题，往往是公司的第一波主升浪（涨幅最快最大）。第三个问题，往往是做成之后的第二波升浪（靠 EPS 或者运营指标推动，需要月度验证）。

明年计算机板块成为今年的传媒是大概率事件。好在行业的细分领域够多。子行业方面，密切关注智慧医疗的演进。互联网金融模式创新，ATM 机商业价值的重定义。

**重点关注：**卫宁软件，万达信息，广电运通，用友软件。

## 传媒行业——白马的逆袭，节目制作和新型营销

**评级：推荐**

今年的传媒行业涨幅其实还是不错，并没有大家想的那么差，但是由于大家习惯了 2013 年传媒行业气贯山河的走势之后，对于 2014 年行业的缓慢上涨提不起兴趣，特别是在计算机的映衬下。主要是手游行业很多盈利不急预期，影视又是小年，所以缺乏一个龙头性的产业。而作为文化产业，其投资价值在明年会凸显。以下几个子领域可以布局：传统广电改革，综艺节目制作，影视逆袭，电子竞技。

**传统广电改革：**这背后的逻辑和原因不用过多说，在 SMG 整合结束之后，给其他广电系的国企指明了改革的路径，明年相关公司的改革进程会加速，可以关注电广传媒，中南传媒，凤凰传媒。

**综艺节目制作：**龙头股是华录百纳，影视小年和“一剧两星”的限制，传统的白马股走势一般。而相关公司也在寻找新的商业模式和增长点。代表性的就是涉猎“综艺节目”。目前国内的现象级的综艺节目还比较少，这和产业发展周期都有关系，由于以前综艺节目都是体制内制作，缺乏相关的激励机制导致节目的质量普遍不高。而随着制播分离的推进，综艺节目的商业价值不断提高，从《女神的新衣》该节目的每期赞助商在衣服上的竞标价变化就可以看到。这是产业资本投资的重点方向，所以在二级市场会持续演绎。标的是华录百纳。

**影视白马逆袭：**明年是影视的大年，今年是小年，所以在低基数和高投片量的大背景下，明年白马的估值可能重估。华谊兄弟，华策影视，光线传媒。

**电子竞技行业的兴起：**电子游戏在手游兴起之前，是非常边缘和小众，不被主流意识认同的东西。但是自从手游行业繁荣以后，男女老少都开始玩手游，电子游戏的认知已经等到的认同。而随着电子游戏认同度的提升。那么电子竞技进入主流意识也是早晚的事，特别是一些现象级的事件已经发生在媒体上。明年电子竞技相关衍生产业会成为一个新的主题：浙报传媒，金亚科技

**重点关注：**华录百纳，光线传媒，电广传媒，中南传媒，凤凰传媒，浙报传媒，金亚科技



## 电子行业——战略看多半导体产业，寻找处于风口标的

评级：推荐

2014 年电子行业整体表现乏善可陈，其中一个重要原因是以智能手机为代表的智能移动终端渗透率已超过 50%，在没有新的杀手级产品出现的情况下，电子行业的增长遇到一定瓶颈。从 2015 年看，智能终端出现杀手级产品的可能性不大，因此我们需要从国家政策扶持和处于风口两个纬度寻找新的投资标的。

半导体是今年电子行业表现最好的子板块，究其原因主要是国家出于信息安全考虑，需要提高芯片国产化率。今年国家成立了半导体产业基金，规模超过 1000 亿，未来数年将对国内半导体行业的发展起到积极作用。从国内企业的技术水平看，芯片封装与国外一流企业的差距最小，因此封装企业将最先受益于芯片国产化的进程。同时为了弥补国内缺乏高质量芯片设计公司的局面，今年展讯和 RDA 的退市和明年大概率回归 A 股是国家大力发展芯片设计企业的重要一步，我们认为半导体行业是可以看 3-5 年的，符合国家的发展战略，催化剂会不断涌现，相关企业也会随着这股浪潮逐步成长。

智能家居是处于风口的子行业，目前越来越多的精装修房屋都开始采用智能家居系统，我们判断今年是智能家居元年，随着 Google、苹果等大公司开始大力投入智能家居的研发，未来智能家居将进入一个快速发展的时代。另一个处于风口的行业是汽车电子，随着 Tesla 在世界众多地区的热卖，电子器件在汽车中的应用比例肯定会大幅上升。同时随着 Tesla 的流行，主流厂商如奔驰、宝马等均开始增加汽车电子的使用比例，我们看好汽车电子相关公司的发展前景。

最后电子行业内有一些公司拥有国企背景，在明年国企改革快速推进的大背景下，这些公司有望通过各种形式提高自身的生产效率，同时存在一定的资产注入预期，因此也是值得关注的主线之一。

### 行业估值及投资建议

电子行业目前主流白马股估值处于 2015 年 20 倍左右，相比前两年的估值水平有所下滑，但考虑到智能终端渗透率已经偏高，目前估值相对合理。2015 年我们相对看好四条主线，包括半导体、智能家居、汽车电子和国企改革，其中前三个子行业都处于大周期启动的初期，至少可以看 2-3 年，适合中长线布局。

**重点关注：**长电科技、华天科技、通富微电、同方国芯、东软载波、和晶科技、长信科技、飞乐音响、国星光电

## 通信行业——紧抓信息安全和转型两条主线

评级：推荐

2014 年通信行业整体表现较好，一方面由于 4G 建设开启后对通信设备企业带来的真实业绩改善，另一方面通信行业今年转型企业众多，由于转型方向均为目前较为火热的领域，因此受到资本市场热捧。纵观 2015 年，我们认为信息安全和转型仍是通信行业的主要看点。

信息安全领域涉及面广，包括军工、专网及移动支付等子行业。其中我们最看好的是军工通信领域的机会，其中包括了军事通信设备和北斗产业链。今年习总书记对军工的定位很高，未来军工行业将迎来黄金发展期，而随着国家对军工的大力投入，各种军工配套企业也会得到快速发展。通信行业涉及军工的主要分为两块，包括军事通信和北斗产业。由于这两块对于现代战争都具有重要战略意义，因此未来相关企业将受到重点扶持。移动支付在苹果推出 Apple Pay 之后也得到了广泛关注，明年移动支付可能会迎来大发展，目前二维码和 NFC 两种技术均有可能成为主流，相关的上市公司业绩也有望水涨船高。

转型也是通信行业明年需要持续关注的一条主线。今年是 4G 投资元年，三大运营商主要进行基站建设，



随着基站建设的完毕，明年网络优化的需求必然提升，网优企业的业绩同比增速将非常靓丽，同时网优企业逐步意识到行业的局限性，纷纷开始往资本市场炙手可热的领域转型，一旦转型成功市场将给予较高的估值溢价，因此转型仍将是通信行业明年的热点之一。

### 行业估值及投资建议

目前通信行业估值呈现两极分化状态，传统大票如中国联通和中兴通讯估值处于历史偏低水平，而转型概念股和军工通信股估值相对偏高。短期我们认为中国联通和中兴通讯存在一定的估值修复需求，但从中长期角度看，我们认为明年最具看点的通信主线仍是军工通信和网优转型，随着国家对军工的大力投入和上市公司自身的转型需求，一些真正受益或转型成功的个股将会有比较出色的表现。

**重点关注：**振芯科技、海能达、海格通信、恒宝股份、梅泰诺、三维通信、世纪鼎利

## 汽车行业——新能源、后市场成长空间可观

**评级：推荐**

今年以来汽车板块表现优异，子板块从汽车电子、新能源汽车、汽车后市场、淘汰黄标车、国四排放升级到汽车轻量化。就明年市场来看，我们比较看好汽车后市场、新能源汽车、传统低估值蓝筹。

汽车后市场方面，国内民用汽车保有量突破 1.2 亿辆。随着汽车保有量快速增加，基数越来越大，为汽车后市场提供了广阔的发展空间。一般汽车在使用 3-4 年后进入养护、维修投入高峰，我国自 2011 年进入乘用车销售高峰，对应的汽车维修保养高峰将到来。2013 年国内汽车后市场已突破 5000 亿元，未来保有量达到峰值时，市场容量将超万亿。近期汽车行业反垄断持续进行，年底之前也有望出台品牌管理办法，将成为汽车零部件、销售、维修企业做大做强的催化剂。

新能源汽车仍有机会。我们主要分为两类：一类是低速电动车。目前政策当局在加紧调研，政府对微型电动车的态度似更为积极，预计年末或者明年上半年定调。目前参照监管标准有两条：1) 汽车；2) 摩托车。专家分析表示参照摩托车管理是最现实的方式，电动车的生产标准、运行、监管都将在标准框架内得到体现。行业将因标准确立而爆发，一旦合法化，带来的结果就是会有大量的要素进入这个市场，政策后顾之忧扫除后，现有的微型电动车汽车将大干快上，部分企业规划产能已超过 30 万辆；微型电动车价适中，3-5 万元价格区间需求最为强烈，与农村地区居民收入增长、消费升级、道路基础设施完善切合，目前全国销量在 30 万/年附近，未来将是数百万级别。另一类是，比亚迪等为首的新能源汽车，我们觉得在电池产能瓶颈突破，各地政府政绩考核要求以及商业模式驱动下，新能源汽车销量存在超预期的可能，我们比较看好受益于产量推动的上游材料板块和商业模式驱动下的销量超预期。

### 行业估值及投资建议

各子板块根据自身行业增速情况估值表现各异。我们觉得高景气的子板块理应获得更高的估值，低估值蓝筹也会在风格驱动下水涨船高。看好包括新能源汽车、汽车后市场、低估值蓝筹等板块。

**重点关注：**沧州明珠、杉杉股份、金固股份、德联集团、隆基机械、长安汽车、长城汽车、华域汽车。



今年以来交运行业指数上涨 70%，跑赢沪深 300 指数 33%。主要是市场炒作自贸区 and 迪斯尼概念，炒作公司转型，因油价大幅炒作航空，以及四季度市场炒作低估值的交运蓝筹股等多重因素所致。

我们认为 2015 年交运行业仍有投资机会。1) 虽然 2015 年预计中国经济仍将继续下滑，对交运的传统业务造成压力，基本面不会太大改观。但是国家在调结构，并且自上而下推动国企改革，央企和地方国企都有动力整合资产，提升证券化比例，释放效率，给予行业新的成长空间；同时也会适度稳增长，延缓传统业务的下滑，如加大交通基建投资、推出一路一带战略和自贸区政策，以及迪斯尼开业等事件，都会给予很多的主题机会。2) 随着大宗商品和原油价格的下跌，运力投放的适度增长，外部供需关系有望边际改善，因此从基本面来看将较 2014 年有所恢复。3) 随着互联网对传统行业的不断渗透，交运行业也结合其传统优势与互联网结合，一方面往消费类物流转型，降低业绩的波动性；另一方面能够消除信息不对称，从而实现供应链的扁平化，衍生出更多的商业模式，有望分享其中更多的利益。4) 交运行业估值较低，如高速公路等子行业现金流好，在改革和转型的动力下，不仅能够打开新的成长空间，而且新业务的拓展有望带来估值的提升。

### 行业估值及投资建议

目前交运行业重点公司估值在 2014 年 10~40x 之间，估值区间较大，这是不同子行业不同估值体系造成。随着今年大幅上涨后估值得到一定程度修复，预计 2015 年行业整体会出现分化，改革、转型能够逐渐兑现的，以及形成新预期的公司有望上涨。未来交运行业在整个经济转型的过程中所起的作用在不断增强，有可能衍生出新的商业模式，因此估值提升有望成为常态。投资主线有三条：1) 国企改革，预计将是明年重要的主线。大集团小公司、以及改革预期较低的上市公司尤其需要关注。2) 转型发展，这是产业和公司发展的必然要求，预计明年依托资源优势转型的公司会更多。3) 主题机会，一路一带、迪斯尼、跨境电商等均可能存在较好的主题性投资机会。

### 重点关注

铁龙物流、外运发展、建发股份、上港集团、象屿股份、农产品、宜昌交运、中国国航、东方航空、锦江投资、大众交通、中海海盛。

## 机械行业——从产业升级和“走出去”的国企中寻找机会

评级：推荐

机械行业 2014 年在机器人、军工和“一路一带”三条主线带动下表现较好，展望 2015 年，我们认为工业 4.0 带来的机器换人浪潮、国家增加军费开支及资产注入的预期还有“一路一带”的深化仍将是机械行业投资的主旋律。

随着劳动成本的上升和劳动力结构的变化，越来越多企业开始采用机器人来代替人工，我们认为这一趋势将维持下去，目前机器人在汽车、电子等工业领域已经得到了广泛应用，未来我们将看到越来越多的服务机器人和军事机器人的出现。在我国迈向工业 4.0 的进程中，“机器换人”的进程将持续，因此机器人产业链仍值得重点关注。

军工是 2015 年不可忽视的另一条主线。习总书记上台后对军工的重视有增无减，随着我国周边局势的不断恶化，军工将是维护我国主权的重要武器，军费开支会持续增长，结合一系列专项扶持政策的出台将给军工企业带来内生发展。同时研究所改制、资产注入提供了军工企业外延发展预期，两者结合使军工在未来数年都是极具看点的子行业之一。



“一路一带”是习总书记提出的，在刚结束的中央经济工作会议上习总书记强调“一路一带”的重要性，我们认为“一路一带”的贯彻执行将给传统机械行业带来新的活力，拉动如海工、高铁及工程机械的增长，与此同时，传统机械行业部分公司又兼具国企改革的概念，两者结合可能会催生出较好的投资机会。

### 行业估值及投资建议

机械行业估值体系分化明显。传统机械企业估值处于历史偏低水平，而一些具备转型概念或军工企业估值处于历史较高水平。我们认为 2015 年机器人、军工和“一路一带”结合国企改革将会是机械行业重要的三条投资主线，值得重点关注。

**重点关注：**徐工机械、中国北车、中集集团、机器人、巨星科技、中航飞机、航空动力、光电股份、达刚路机

## 建筑行业——国企改革和转型双轮驱动行业成长

评级：推荐

今年以来建筑行业指数上涨 67%，跑赢沪深 300 指数 32%。主要是转型带来的估值提升，大盘蓝筹股基本面预期改善带来的估值修复。

我们认为 2015 年建筑行业仍有投资机会。1) 2014 年投资增速下滑，导致建筑行业需求端下滑。随着国家稳增长，交通基建投资加码，以及房地产限购和贷款利率放松，预计明年房地产投资增速有望回升，拉动国内建筑行业需求。最近 PPP 模式的落实也有助于地方政府释放投资意愿，和企业利益绑定，降低企业经营风险，又能拉动新的投资需求。2) 国家一路一带、互联互通战略的推进，一方面是国家地缘政治战略的需要，另外也是有助于中国企业以互惠互利的形式走出去，对国家和企业都是有利的。目前政策和资金的扶持力度大，配合产业输出，中国建筑企业在海外有望获得更大的市场份额。3) 2014 年从中国电建开始，国企改革明显提速。预计 2015 年仍将继续，并不断有新的改革方案出台、落实。建筑行业大型央企较多，随着管理效率和业绩的释放，叠加行业基本面的改善，有可能不断提升市场对公司及整个行业的预期，从而形成行业整体性的机会。4) 经济下滑倒逼建筑企业转型，其中民营企业转型意愿强烈，产业链上下游延伸、横向跨行业拓展和互联网结合者较多，试图切入家装电商、环保、3D 打印、教育、智能家居等领域，打开新的成长空间。转型需要新的资源支持，因此企业转型更多通过并购形式实现，而行业市场空间巨大、市场分散给存量整合创造了机会，并购又能够实现资源、市场向龙头公司集中，形成正向反馈。

### 行业估值及投资建议

目前建筑行业重点公司估值在 2014 年 25x 以下，大型央企在 10~14x，中国建筑最低，仅 7.3x。未来行业估值仍有望随着宏观经济企稳、无风险利率下行及流动性宽松、国企改革、转型等因素催化而提升。投资主线有三条：1) 大盘蓝筹，主要是低估值的央企，目前仍较国外成熟市场的 15x 估值便宜，未来业绩预期改善，仍有提升空间。2) 国企改革，结合一路一带战略，是行业重要投资逻辑。大集团、小公司的存量资产注入机会、激励机制加速业绩释放等事件带来估值和预计双升的机会，尤其是基本上有的巨大预期差将有较好的投资机会。3) 转型，符合未来中国经济转型方向，大市场、低市占率的且细分行业前景向好，有核心竞争优势的龙头公司。

### 重点关注

葛洲坝、中国建筑、中工国际、中材国际、中国中铁、棱光实业、金螳螂、苏交科、深中冠、安徽水利、普邦园林、天健集团、延长化建。



电力设备方面，2014 年伴随基本面与风格层面的大幅波动，板块内结构性机会轮换频繁。年初，延续从去年开始市场对智能电网两端（特高压及配网）投资加大的预期，以及国网年度工作会议提出较高的投资目标，相关龙头标的如平高电气、许继电气等表现强势；后续随着配网投资低于预期、特高压短期利好出尽（能源局大气治理计划出台）、反腐及对国网进行审计等，龙头标的股价走弱，板块内中小市值股票伴随转型、收购等预期开始大幅上涨；年末，风格轮动转向大盘低估值蓝筹，伴随沪港通、一路一带等主题，正泰电器、特变电工、中国西电等个股大幅上涨。整个过程中，我们观察到，电力设备订单最主要的两大引擎，电网投资与制造业投资依然处于较低位置并且没有明显的向上趋势，但大部分个股的股价已经有很好的表现。

展望明年，我们认为大的趋势依然处于平稳，国网领导面临换人，预计整体投资将以平稳过渡为主，制造业面临较大的盈利压力，投资也不会大幅改善。但阶段性的机会依然将可以期待，特别是在市场预期较低的时间点布局将会有较好收益。比如，明年初国网会议，较大概率将继续提出大力发展特高压的工作计划，相关标的平高、许继等或有阶段性机会；明年作为“十二五”收官、“十三五”规划开局的一年，电动汽车推广将有可能引来进一步的政策支持，电力设备板块内相关参与充电桩、充电网络运营的公司或收益，如特锐德、长高集团、和顺电气等；制造业向高端升级，自动化改造是未来的方向，相关的工业控制、机器人标的也可能成为市场追逐的热点，关注汇川技术、新时达、宏发股份等。

由于今年大部分股票普遍涨幅较大，一些热点主题包括上述提到的方向上，市场对于标的未来的预期打得比较满，因此我们认为 2015 年相比 2014 年应更加谨慎，防范预期证伪出现的地雷，在符合产业发展方向的领域筛选标的，等待预期低位时加以布局。

新能源方面，全年看光伏、风电表现一般，但阶段性机会非常明显，核电伴随着重启的不断临近，今年迎来一波主升浪。光伏、风电板块由于去年下半年启动、板块涨幅很大、市场预期较高，因而在今年上半年进入淡季后股价逐步回落，而在 7 月开始由于旺季带来开始重新大幅上升，一直表现到 9、10 月。此后，由于基本面数据逐步清晰，今年光伏在政策上变化较大影响了实际装机量、而风电预期的伴随电价下调的抢装并不明显，因此板块开始走弱。目前看，市场对于板块的预期已经较低，并且有相当多的投资者逐步开始认为行业从底部反转的高增速阶段已经过去，后续进入平稳增长阶段，因此投资价值下降。我们认为，尽管行业增速确实开始下滑，但由于国家长期扶持的政策依然明确，未来空间依然较大，因此在这个过程中一定不断有市场情绪从低到高的情况出现，是可以把握的机会，关键在于选择合适的时机。此外，由于光伏、风电电站运营的稳定较好长期回报，2014 年有大量的制造业企业甚至非相关行业企业转型进入新能源电站投资运营，这些股票普遍迎来大涨，而由于整体的资源是有限的，2015 年中将有可能见到市场向优势企业集中以及部分企业证伪的过程，在此过程中仍将有机会出现，可以积极关注。核电方面，今年从年中开始不断有重启的预期和相关信息出现，但目前看今年重启审批可能性较小，大概率明年年初或有 2 台机组获批，后续获批进度将会加快，预期 2017 年前将会达到年审批 5-7 台左右的高水平。但由于核电股的估值目前相对较高，审批的进度也存在一定的不确定性，我们认为现阶段更适合作为主题投资考虑，后续配合中核 A 股上市等事件或有催化剂出现。

### 行业估值及投资建议

总体上，我们认为电力设备新能源板块涉及面较广，总体基本面虽然没有明确向上的趋势但也不差，同时今年的基数相对都较低，因此总会出现结构性的机会。建议寻找预期低位布局，若有超预期因素出现再加仓。

**重点关注：**汇川技术、平高电气、许继电气、特变电工、正泰电器、科华恒盛、金风科技、天顺风能、阳光电源、中利科技、林洋电子、隆基股份、江苏神通、中核科技



**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。