

经济结构性改革 股市结构性机会

内容摘要

- **海外经济复苏明显**
- 发达经济体复苏势头比较明显，美日欧均有不同程度回升，尤其以美国最为强劲。欧洲今年2季度出现回暖信号，欧元区GDP出现了环比增长，近期公布的欧元区制造业PMI初值达到52.7，创出31个月以来的高点。尽管欧洲的复苏并不十分稳定，但其经济前景无疑大大改善。发达国家的复苏势头有望延续到2014年。新兴国家经济基础比较脆弱，随着美国量化宽松退出造成的冲击逐步消退，我们预计2014年下半年新兴市场经济才有可能回暖。
- **去杠杆进行中**
- 我国明年固定资产投资增速预计跌破20%，政府有主动降投资的意愿。如继续依靠大规模投资去拉动增长，必然要维持宽松的货币政策或继续放任引资银行规模的膨胀，而企业的财务杠杆提高、产能扩张，与我国目前整顿影子银行系统、去产能、去杠杆的意图相悖。当然基建投资作为稳定器可能还会在某些领域发挥作用，以缓解经济转型带来的伤痛。
- **上市公司盈利可能触底**
- 自2012年以来的去产能进行到明年有望取得一定成效，产能利用率提升；企业经营杠杆降低，盈利能力提高。因此，在宏观经济整体平稳运行甚至可能会略有下行的情况下，微观层面的实体企业财务状况可能会略有好转。
- **改革进入推进期**
- 十八届三中全会是十年来最重要的会议，从会议的内容和后续的动作可以明显感受到中央全面深化改革的决心和力度。2014年是改革全面推进实施的第一年，也是直接受益于改革的行业或企业容易出现拐点的一年，更是最佳投资机会出现的一年。这或许是2014年最大的亮点。但改革会带来短痛。利率市场化提高资金成本、水电油气改革提高投入成本、完善社会保障制度提高人力成本，资本投入的回报率将降低，经济潜在增长率必然降低。
- **关注两大方向，一大主题**
- 关注两大方向1、具备长期发展潜力的新兴产业，如信息产业，这是新经济中最具活力的产业，移动互联网产业链上从信息设备、终端到内容及应用中的初步显现领袖气质的公司值得关注。2、受环保和资金紧张制约供给收缩带来供需长期改善的传统行业。同时关注改革主题，包括国企改革、安全等。

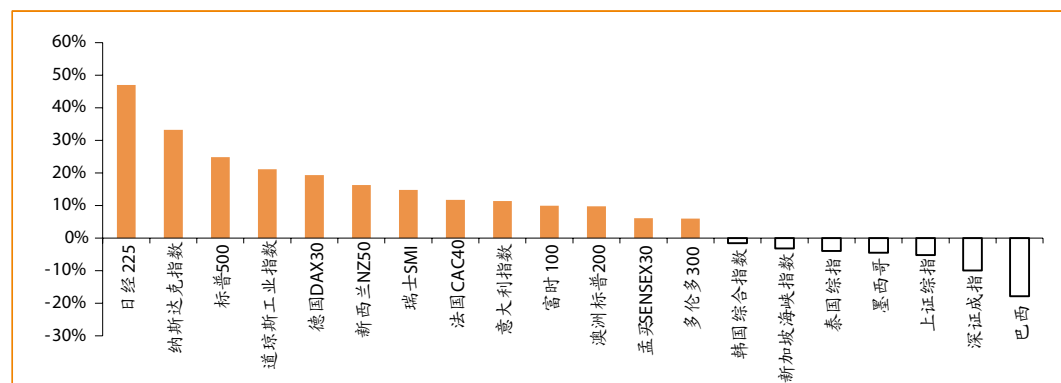
免责声明及风险提示：本报告内容仅供参考，不构成任何形式的要约或要约邀请。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下本报告中的信息或所表达的意见并不构成实际投资结果，也不构成任何对投资者的投资建议或担保。报告中所载的观点、分析、预测等仅反映研究员的见解和分析方法，并不代表我公司的立场。摩根士丹利华鑫基金郑重提醒您注意投资风险，并请根据自身财务状况及风险承受能力谨慎选择。

本报告版权归摩根士丹利华鑫基金管理有限公司所有，未经书面授权任何机构和个人不得以任何形式发布、复制、刊登或引用。

市场回顾：内冷外热，结构分化

发达经济体股市表现抢眼

2013年全球各大指数收益率对比



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金整理

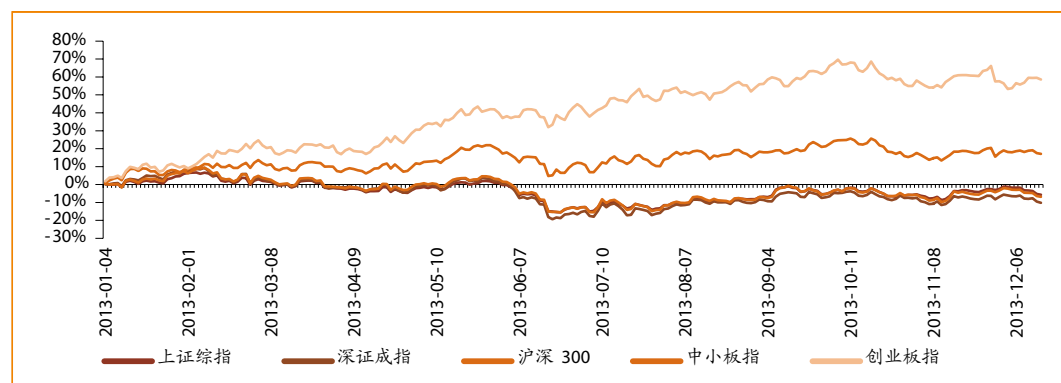
发达经济体主要股票市场普遍上扬，日本股市是2013年全球主要股市表现最好的，全年涨幅近50%。美国股市表现同样不俗，三大股指涨幅均超过20%，其中道指和标普500指数创历史新高。欧洲三大股指涨幅也超过10%，德国DAX30指数创出历史高点。

日本股市领先全球与日本年初实施了大规模量化宽松有关。不过根本的原因是发达经济体从今年开始出现了明显的复苏势头，美国失业率稳步走低，欧洲也度过了最为困难的阶段，从主权债务危机的泥潭中摆脱出来。因此，经济形势的扭转是发达经济体股票市场领先的主要原因。新兴市场表现普遍偏弱，包括A股在内的多数市场出现下跌。

A股罕见分化

2013年A股市场在经历了两个月的蜜月期后再次下行，6月份由于央行出手整顿影子银行，资金压力突显，市场经历了年内最大一波跌幅。此后，市场虽然稳步反弹，但主板年内收益率始终未能再次突破正值。

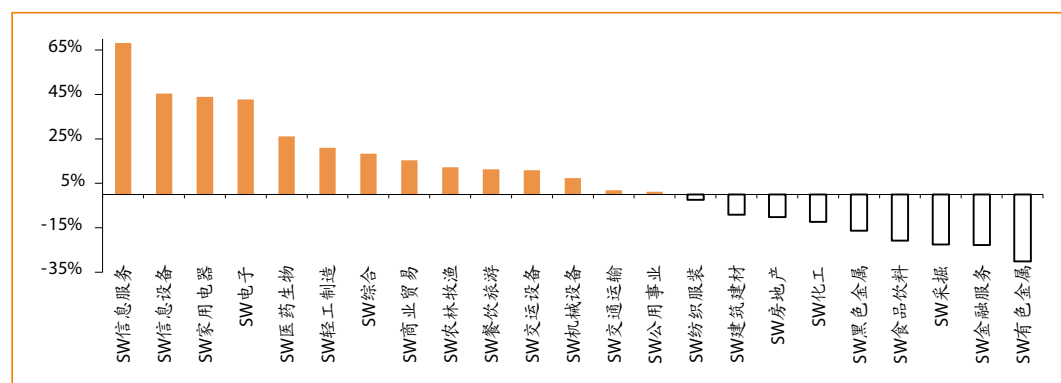
2013年A股各大指数收益率对比



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金整理

代表成长主题风格的创业板持续走强，收益率远远领先于主板市场，年收益率超过80%；而以传统行业为主的主板市场持续低迷，年收益率为负，深证成指跌幅超过10%。

2013年申万一级行业涨跌幅对比



数据来源: Wind, 摩根士丹利华鑫基金整理

从行业涨跌幅看, 2013年有14个申万一级行业上涨, 9个申万一级行业下跌。有色金属、金融服务、采掘、食品饮料等权重行业跌幅超过20%, 有色金属跌幅居首。由于2013年我国经济未现持续性复苏, 大宗商品价格下行, 黄金在美联储退出量化宽松的强烈预期下遭受重挫, A股上游资源板块被市场抛弃。银行股受清理影子银行、利率市场化等影响持续低迷; 食品饮料主要受白酒拖累, 反腐限酒政策下需求急剧萎缩, 白酒股成为陨落的明星。

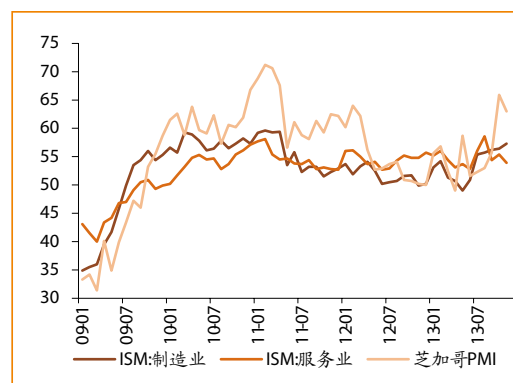
信息服务业在4G牌照发放、移动互联网爆发增长的推动下涨幅近70%, 远远领先于其他行业, 信息设备、家用电器、电子等行业也有不俗表现。

发达经济体整体回暖

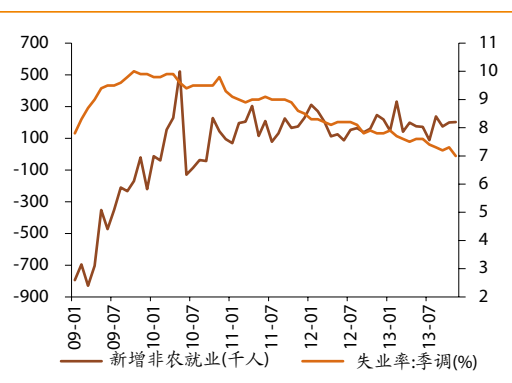
2014美国经济有望全面复苏

美国经济受益于金融危机期间居民、企业和金融部门较为彻底的去杠杆行为, 根据美联储最新的季度资金流向报告 (Flow of Funds report) 数据显示, 在2013年三季度, 美国家庭部门的债务自金融危机以来首度走高。美国目前各项经济指标如GDP、PMI依然保持扩张趋势。因此, 未来依然有望看到美国经济的进一步回升趋势。

美国PMI走势

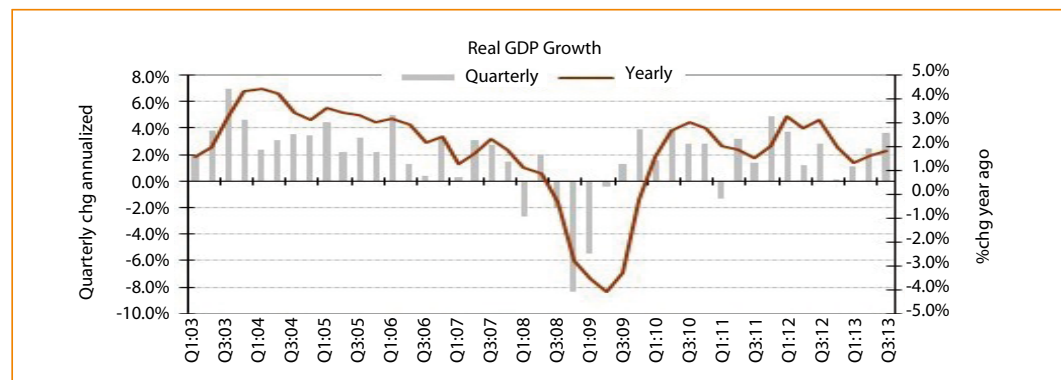


美国新增非农就业与失业率



数据来源: Wind, 摩根士丹利华鑫基金整理

美国GDP增长超预期



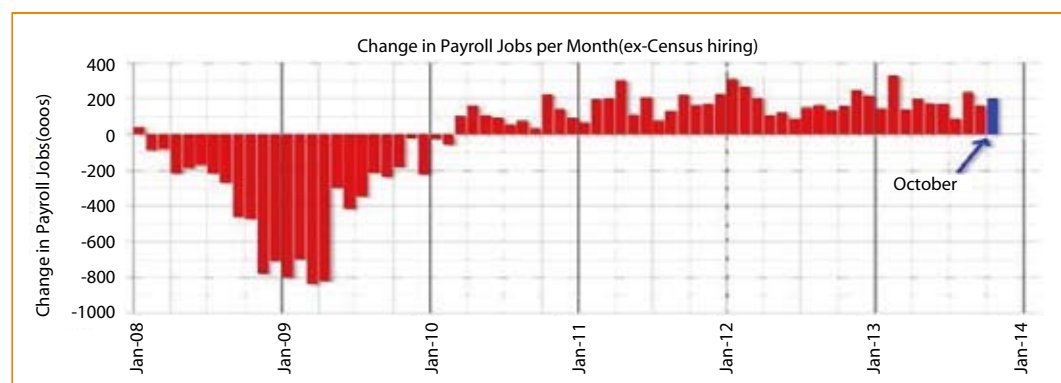
数据来源: Econoday, 摩根士丹利华鑫基金整理

国际资本将回流美国

2013年12月17-18日的美联储货币会议正式启动QE缩减策略。美联储宣布自2014年1月起将QE规模每月削减100亿美元至750亿美元，即每月购买350亿美元MBS和400亿美元国债（MBS和国债各削减50亿美元）。美联储同时重申QE缩减与加息之间还有一段时间，在失业率跌至6.5%时，美联储不会急于加息，并重申未来QE退出进程仍依赖于经济数据。

因此，美联储QE退出政策对债券偏负面，但会提高美元的吸引力，而QE退出不等于加息，且仍依赖于经济的逻辑对股市并非单纯的负面影响。

美国近期就业数据超预期



数据来源: Calculatedriskblog, 摩根士丹利华鑫基金整理

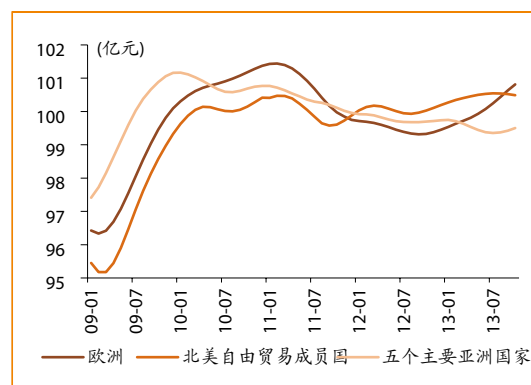
欧洲、日本经济状况逐渐好转

欧洲在经历了债务危机之后，当前经济形势已经逐渐从谷底走出。欧洲央行也下调了基准利率，并承诺在货币上继续保持宽松，欧洲经济逐渐恢复活力。欧元区GDP在2013年2季度实现0.3%的环比增长，开始显现回暖信号，不过环比数据回落至0.1%，显示出欧元区经济复苏的基础很脆弱。因此，2013年全年欧元区经济可能并不乐观，但我们认为欧元区在2014年跟随美国复苏的可能性比较大。首先，欧元区与北美贸易往来密切，虽然在经济低谷时分化明显，但在经济上行周期两地联动性强，欧元区稍显滞后；其次，欧元区已经摆脱了主权债务危机时最困难的时刻；最后欧元区多数国家开始将焦点由紧缩国家财政

转移到寻求增长上来。

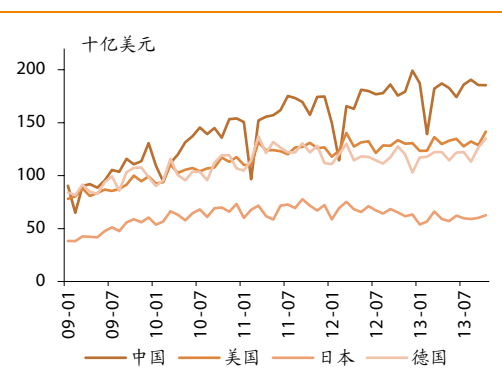
日本经济在安倍上台后进行了大力度的改革，放松货币，让日元大幅度贬值以增强日本企业的竞争力，同时在国内进行一系列改革，促进消费，提高效率，也使得日本走出了长期的零增长甚至负增长的怪圈，经济有所起色。

OECD综合领先指标

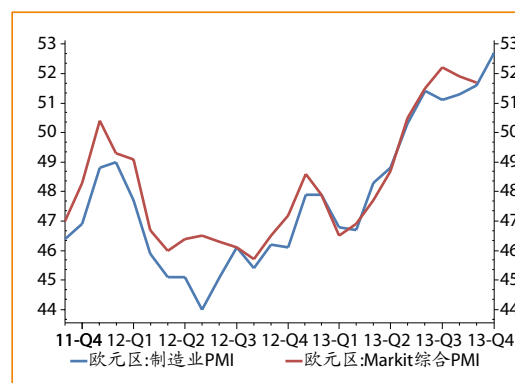


数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金整理

出口国家当期商品贸易出口金额

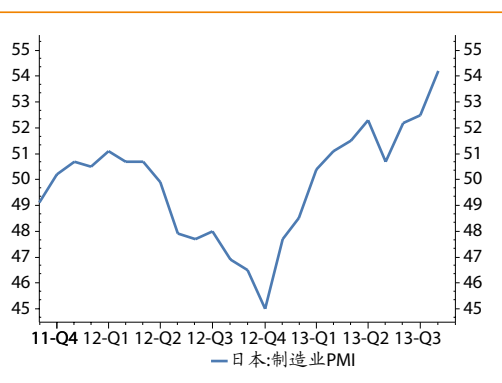


欧洲经济总体逐渐回升的趋势



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金整理

安倍上台后日本经济也有明显回升的趋势



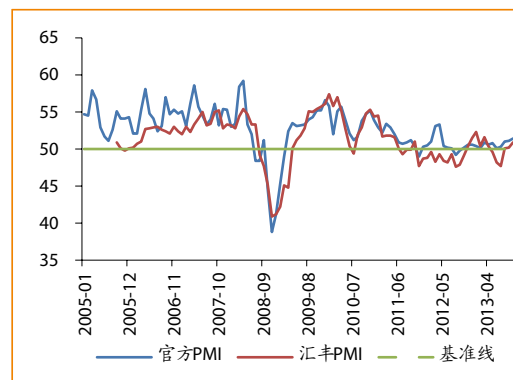
数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金整理

国内经济稳中有降，货币政策中性偏紧

经济增速继续趋缓，政策托底防范风险

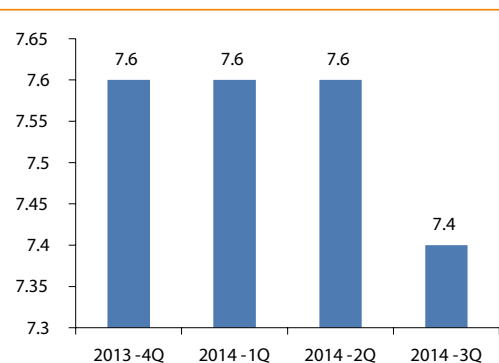
2013年经济形势经历了年初较强，3-4月以来走弱，7-8月政策托底，而10月以来再次逐渐走弱的行情。从近期新订单，PMI走势来看，经济保持微弱走弱的格局仍将持续。

PMI数据显示经济势头有所减弱



数据来源: Wind, 摩根士丹利华鑫基金整理

市场预期GDP单季走势将逐渐回落



数据来源: Wind, 摩根士丹利华鑫基金整理

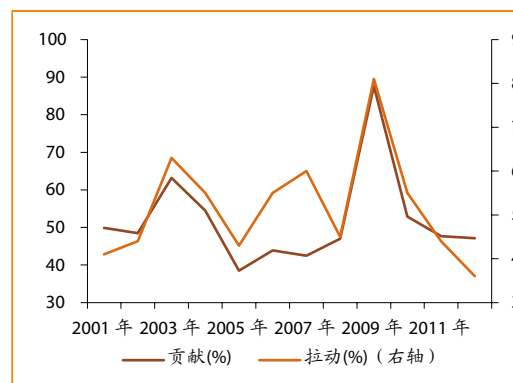
展望2014年, 市场普遍预期是经济在前两个季度会保持平稳, 而三季度之后随着基数效应, 以及经济强度减弱, 增速会下降, 全年GDP增速在7.5%左右。我们认为目前中央的重心依然在改革转型, 而不希望没有质量的GDP增长, 因此很难预期刺激经济, 政策更多的还是一种托底防风险的作用, 再加上中国经济潜在经济增速的下行, 因此, 我们预计2014年1季度经济增速可能开始缓慢下行。

固定资产投资增速趋缓

投资在我国经济增长中的分量举足轻重。自2001年开始, 投资对我国GDP的贡献平均达到了近52%, 在2008年金融危机爆发的第二年, 我国依靠4万亿投资计划的推出避免了经济的大幅滑坡, 投资对GDP的贡献一度超过90%, 如此高的投资贡献度只能称之为一种非常手段。今年以来, 投资对GDP的贡献率达到55%, 相比发达国家仍处于高位。

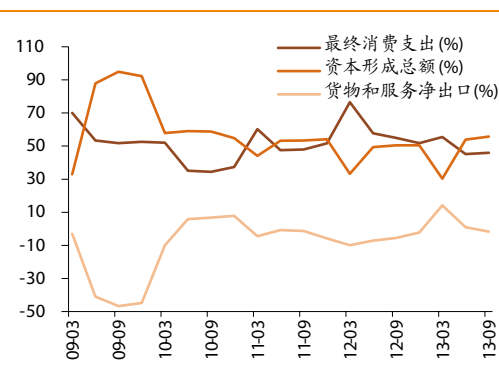
2014年, 经济转型稳步推进, 去杠杆的压力仍比较大。制造业去产能预计还会持续到明年, 投资下行可能会比较明显; 在金融去杠杆的压力下, 随着资金成本的抬升, 房地产企业的活跃度也可能略有下降。同时, 由于经过了两年的经济相对低速的运行期, 企业逐步适应, 基建投资作为经济的稳定器其发挥作用的空间预计也不大。

资本形成总额对GDP的贡献和拉动

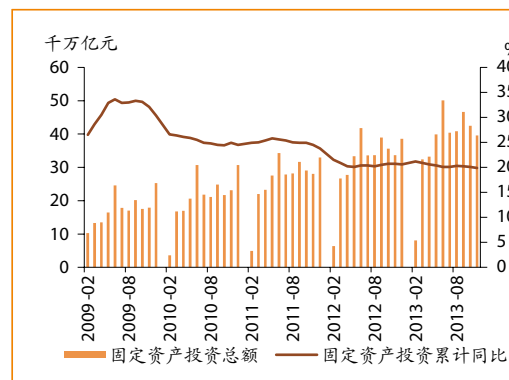


数据来源: Wind, 摩根士丹利华鑫基金整理

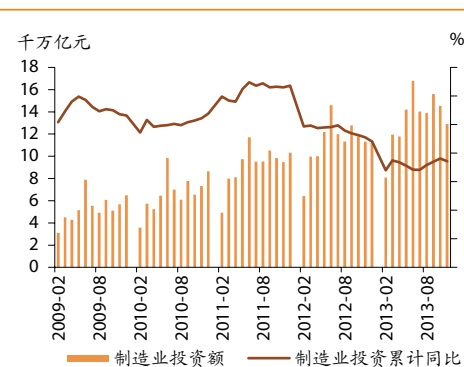
三大需求累计同比对GDP增长的贡献率



固定资产投资总额累计同比

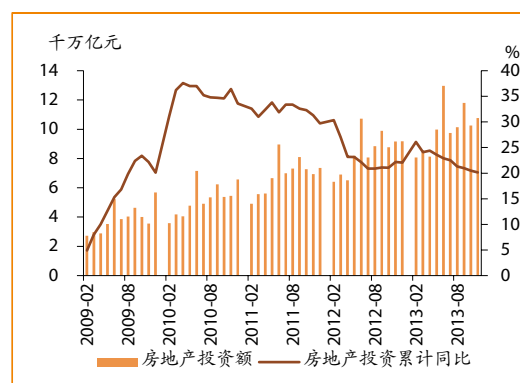


制造业固定资产投资累计同比

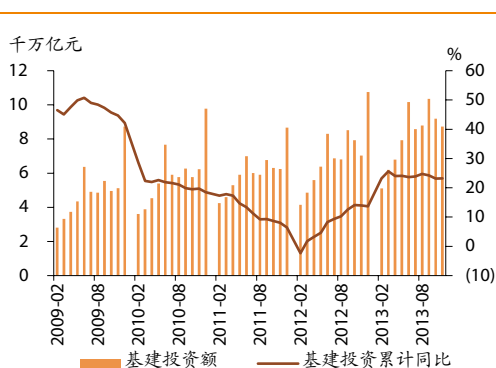


数据来源: Wind, 摩根士丹利华鑫基金整理

房地产业固定资产投资总额累计同比

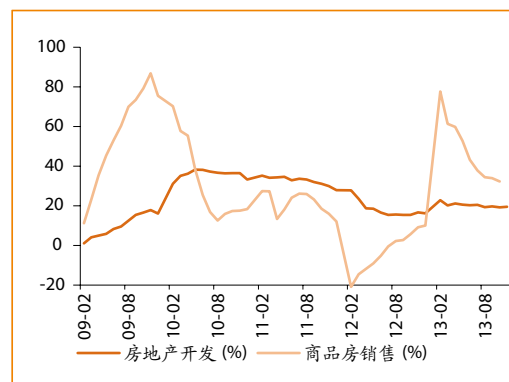


基础设施建设投资额累计同比

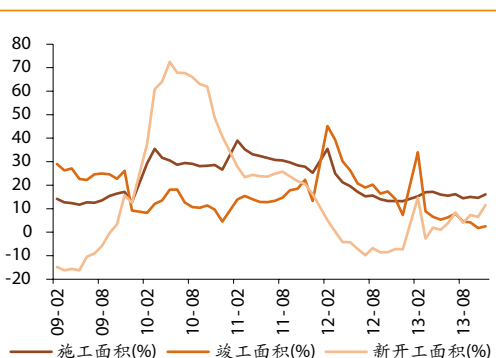


数据来源: Wind, 摩根士丹利华鑫基金整理

房地产开发投资与商品房销售累计增速



房地产新开工、竣工、施工面积



数据来源: Wind, 摩根士丹利华鑫基金整理

固定资产投资同比增速在2009年达到高峰后, 逐步向合理水平回归, 近两年基本维持在20%。2013年1-11月, 数据显示我国固定资产投资累计同比增速首次跌破20%, 降至19.9%, 最大的下行动力来自于房地产投资。房地产固定资产投资累计增速从年初26%高位下滑到20%附近, 目前看这种趋势并没有明显改变。如果从单月同比看, 从2013年8月份开始, 房地产固定资产投资增速已经回落到17%的水平。考虑到2013年下半年房地产企业拿地量比较大, 2014年房地产固定资产投资增速虽然不会出现大幅下滑, 但回落的趋势

比较确定，我们预计可能在15%-16%的水平。

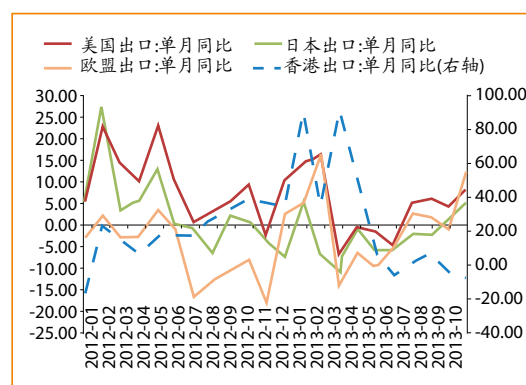
中央经济工作会议已经明确表示2014年继续实施稳健的货币政策，从过去三年的货币政策看，稳健的货币政策弹性很大。我们预计明年货币政策维持中性偏紧，在不出现重大的经济下行风险的情况下，政策向上的弹性在收紧。再结合三大领域的固定资产投资增速趋势，我们预计2014年固定资产投资增速趋缓，全年可能维持在20%以下。

外部需求有望改善，但受制于人民币升值

2013年美国出现了强劲的复苏势头，欧洲、日本也有改善，目前看这种局面能够维持半年以上。因此，2014年我国外部经济环境可能会更加乐观。美国制造业PMI已经创出两年来的高点，2013年11月份达到了57.3的高位，经济复苏的势头很乐观；季调后的失业率降到了7%附近，这是2009年以来的最低点，非农就业人口则逐步增长。美国的房地产市场也跟随反弹。

由于对美、欧、日出口复苏，我国出口数据超预期，但人民币不断升值对其持续力尚待观察。近期人民币兑美元汇率再次飙升，再加上欧元降息，人民币升势压力加大，出口增长的持续性可能会较差。

出口数据相对看好，但弹性不大



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金整理

人民币近期不断升值明显

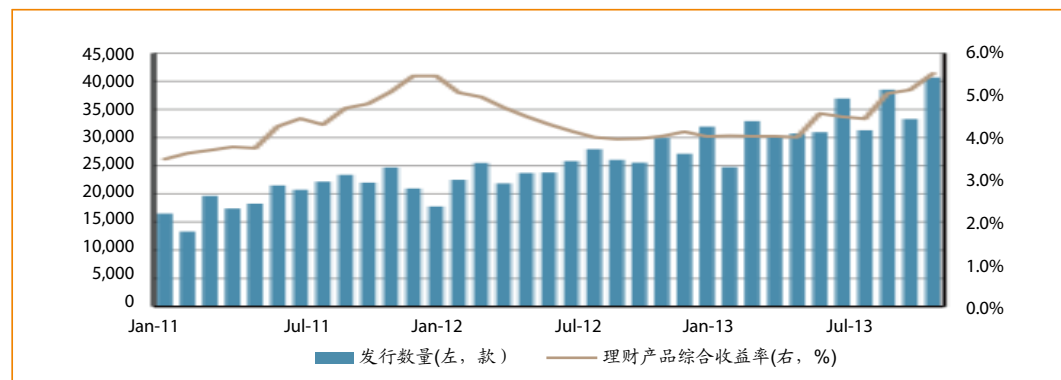


数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金整理

人均收入增速减缓，消费总体保持平稳

2013年我国整体宏观经济保持平稳略有下降，人均收入并未提速，反而人均可支配收入增速受到了宏观经济放缓的影响而放缓。另一方面，“反腐”对于公款消费的打击影响较大，再加上火热的理财产品，不断攀升的收益率，降低了消费者的消费倾向。总体看，2013年消费增速保持较为平稳，这一趋势在2014年预计仍将持续。

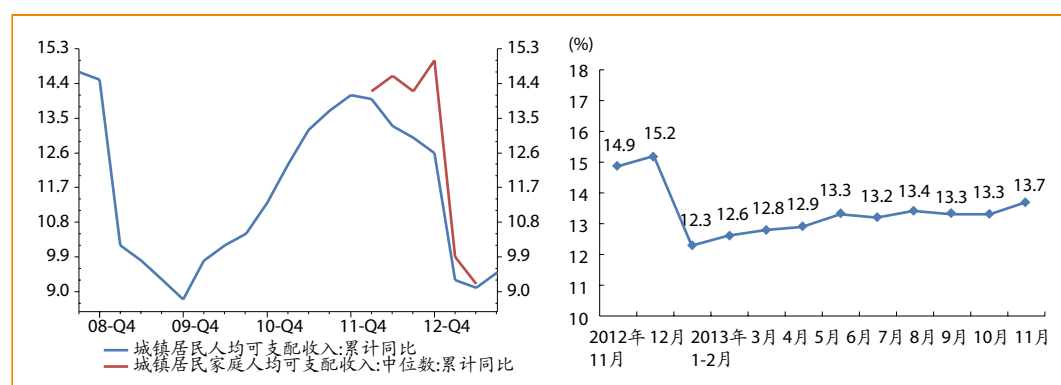
理财产品利率依然不断上升



数据来源: Wind, 摩根士丹利华鑫基金整理

人均可支配收入增速同样受到了宏观经济放缓的影响

消费增速总体保持平稳



数据来源: Wind, 摩根士丹利华鑫基金整理

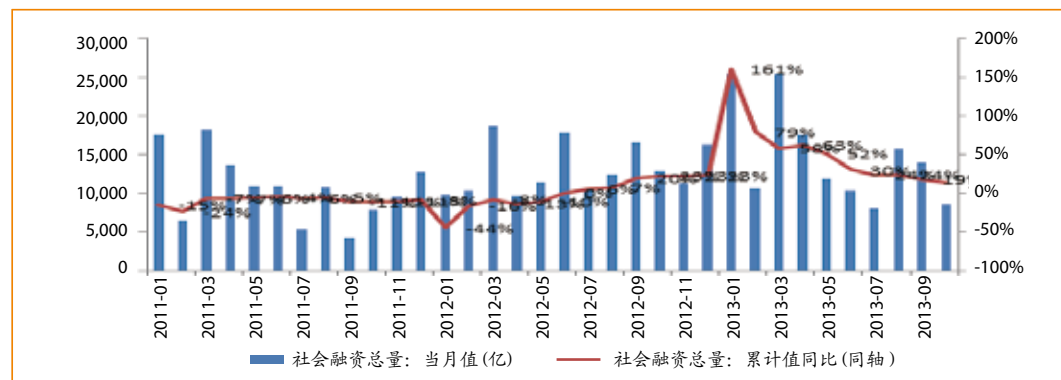
数据来源: Wind, 摩根士丹利华鑫基金整理

央行实质性收缩货币，利率水平快速攀升

2013年下半年开始央行开始实质性收紧流动性，社融总量绝对值出现下滑，10月社会融资总量仅增加8640亿元，同比去年同期减少4336亿。11月份的社会融资总量虽然有所回升，但整体水平大大低于2013年上半年，说明央行在力图达到年初政策制定的货币扩张目标。

利率的结构性上升受到多方面影响，除了周期性的原因外，政策托底带来的资金刚性需求、央行为控制债务过度膨胀所带来的实质性收缩、利率市场化所带来的银行资金成本中长期的上升等也是重要的助推因素。

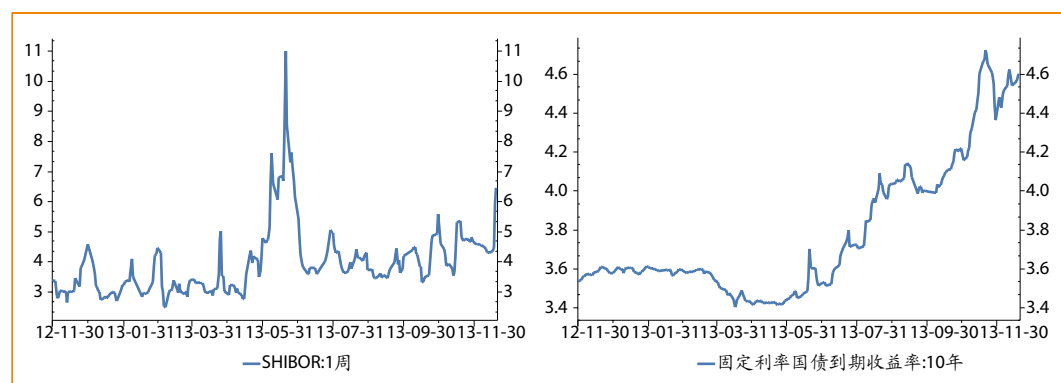
2013年下半年以来社会融资数据大幅下滑



数据来源: Wind, 摩根士丹利华鑫基金整理

2013年银行间利率多次出现危机

10年期国债收益率飙升至近5%



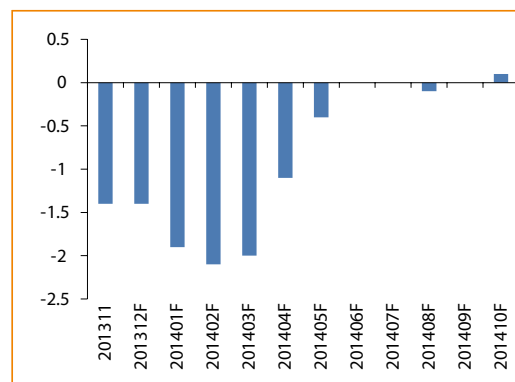
数据来源: Wind, 摩根士丹利华鑫基金整理

数据来源: Wind, 摩根士丹利华鑫基金整理

CPI较高, PPI较低的格局有望延续

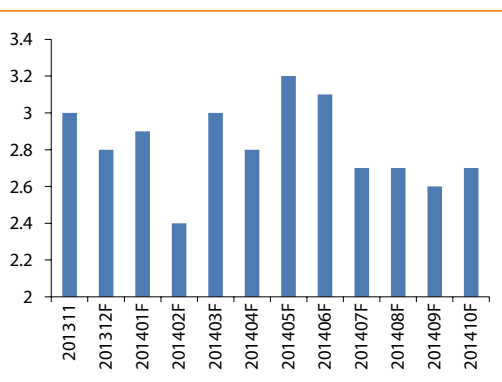
2013年下半年CPI水平明显提升, 而PPI依然疲弱, CPI和PPI走势依然有明显反差的格局。这和中国人口红利减少、CPI刚性而PPI受利率高企、经济需求偏弱有关。我们预计这种CPI偏高、PPI偏弱的格局在2014年依然会持续。尽管通胀问题受经济疲弱影响不会特别严重, 但预计2014年依然会有数月CPI超过3%。PPI同比数据会由于基数原因有所改善, 但环比数据难以有明显的提升。

PPI走势预测



数据来源: Wind, 摩根士丹利华鑫基金整理

2014年预计会有数月CPI超3%



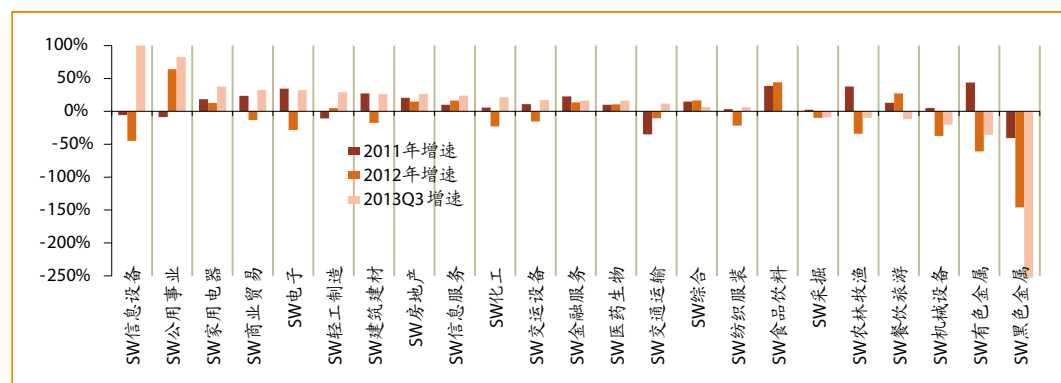
数据来源: Wind, 摩根士丹利华鑫基金整理

整体利润增速预计稳中有升，成长板块有待验证

利润增速稳中有升

2013年3季度全部A股上市公司利润增长14.4%，较中期提升3个百分点。非金融石油石化11.0%，较中期提升5.7个百分点。3季度整体盈利改善较快，但盈利质量一般，主要原因是：一、3季度继续加杠杆；二、经营性现金流与净现金流同比仍然恶化；三、盈利改善、补库存集中在石油化工、钢铁等行业，持续性不强。

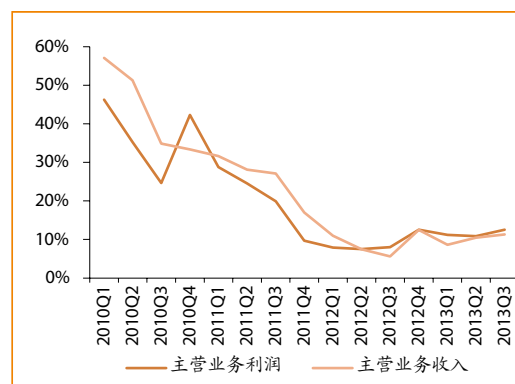
申万一级行业净利润同比增速



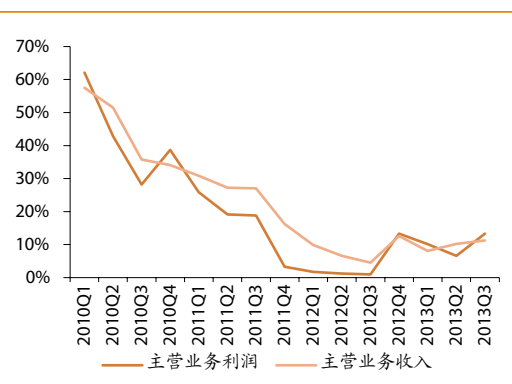
数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金整理

截止2013年3季度，申万一级行业中17个行业实现利润同比增长，信息设备、商业贸易、电子、建筑建材等行业利润增速由负转正，信息设备、公用事业两个行业同比增长均超过50%。6个行业利润同比下降，钢铁、有色金属等行业下滑幅度很大。2013年的各大板块走势基本与利润同比增速幅度保持一致。

A股上市公司主营业务收入与主营业务利润增速



A股上市公司（非金融）主营业务收入与主营业务利润增速



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金整理

从上市公司主营业务收入增速看，2012年3季度触底以来全部上市公司的收入增速略有恢复，从2012年4季度开始已经回升到10%以上，到今年3季度达到11%。主营业务利润也处于同样的情况。如果剔除金融行业，上市公司的收入与利润企稳回升的态势更为明显。

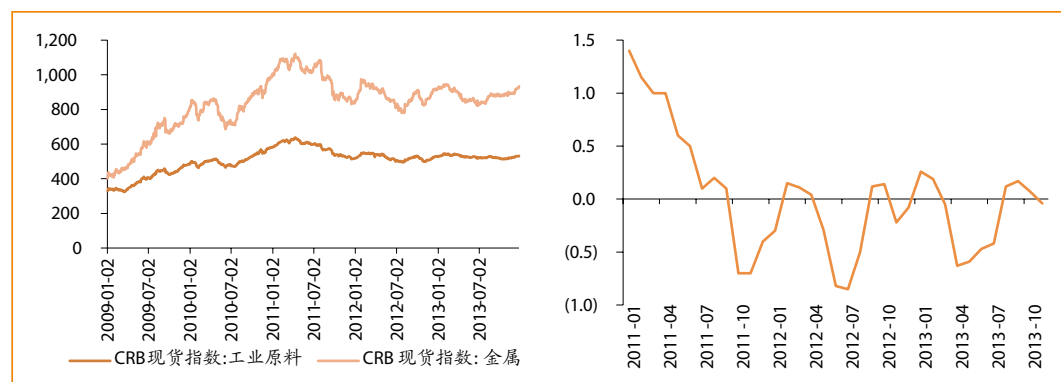
预计2013年全部上市公司利润增速维持在11.5%的水平，比2012年大幅改善，但2014年继续大幅上行的空间可能不大。非金融类上市公司利润增速有望进一步恢复，我们

预计接近13%。主要有利因素来自于海外需求持续回升、中游行业去产能取得成效、上游原材料价格下跌带来的库存成本降低以及国内收入水平的进一步提升。

2013年建筑建材、化工、汽车等利润增速的上升与下游需求趋稳有关，但不能忽视上游资源价格的下降带来的好处。CRB现货工业原料和金属指数从2011年初持续回落，进入2013年走势趋缓，工业原料指数出现反弹，这与发达经济体今年的复苏有很大关系。中国工业生产者购进价格指数PPIRM环比下跌的幅度也在收窄。另一方面，由于美国从2014年开始逐步缩减量化宽松规模，国际大宗商品的价格预计可能不会出现大幅回升，但持续下行的趋势有望结束。因此，我们预计2014年上半年国内资源价格可能还会出现小幅回落，但下半年触底的概率在加大。

CRB现货指数走势

工业生产者购进价格指数PPIRM环比(%)



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金整理

2014年中游行业成本端优势不再明显，利润的增长更大程度上取决于内外需求的改善和产能去杠杆后运营效率的提升。上游行业随着终端价格跌幅收窄，毛利率预计会有所改善，基数效应逐步显现，盈利状况可能会好于2013年。

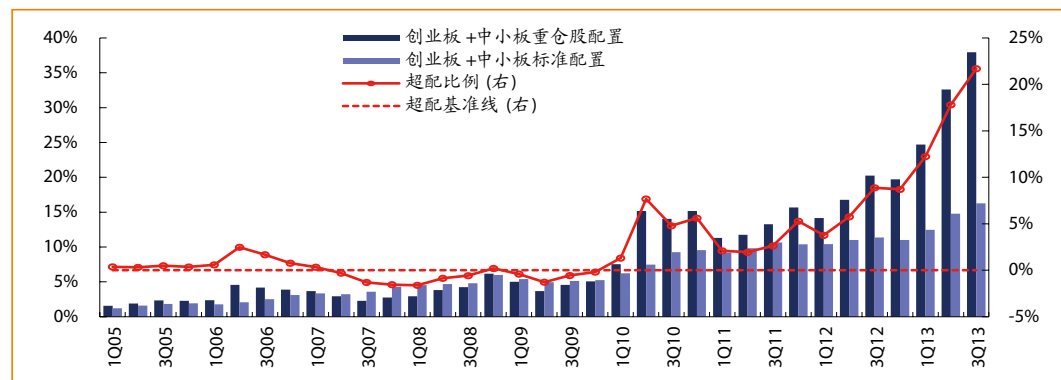
成长板块等待验证

从基金三季报中所反映出来的情况看，有几点特点：1、创业板+中小板配置比例继续高升；2、TMT持股比例再创新高；3、医药配置高位震荡；4、食品饮料内部分化严重；5、房地产配置比例大幅缩减；6、银行重仓股配置比例处于历史最低；7、周期行业更加受到冷漠。另外，总体仓位偏高，处于86%的水平。

目前市场对成长股的热情以及对周期股的抛弃已经达到了无以复加的境地，已经远远超越了2010年以来的任何一年。但是按照目前的持股比例，机构进一步进行结构调整的空间和能力已经不足，而且从配置比例上看，市场的对这些板块看好的预期已经相当强烈了，以至于机构超过50%以上的仓位仅仅配置在TMT，环保，医药，食品上。后期，一定要非常的提防任何低于预期的可能，因为机构相互之间的踩踏会非常严重。

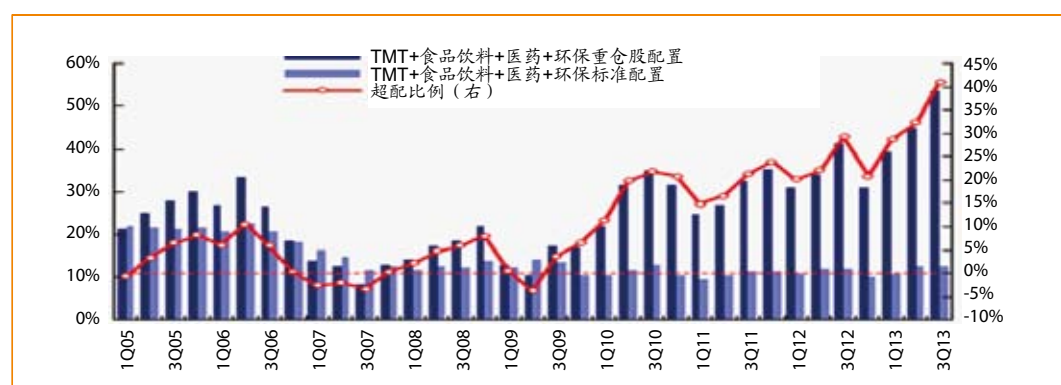
流动性等系统性风险对于成长股的冲击也将前所未有的放大，这也是为什么最近流动性只是稍微有所收紧，创业板就暴跌的原因。因为，这些持股过于集中（特别是考虑到机构往往扎堆在创业板前20家最为看好的公司中），但是流通盘并不大，在下跌过程中换手率急剧萎缩。

创业板+中小板配置比例继续高升



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金整理

最受基金青睐的TMT+食品饮料+医药+环保持股超过50%



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金整理

总之，成长股风险收益状况经过2013年3季度之后已经明显恶化，即使近期出现了不小的调整，但从换手率来看，估计机构持仓依然很重，还未能出现较为显著和充分的换手，后续若基本面再次发生低于预期的状况，依然有出现明显下跌的可能。

当然，成长股内部分化也将加剧，个股之间的差异要远大于过去周期板块轮动的年代，这需要自下而上选择。

以银行为代表的板块周期类被彻底抛弃



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金整理

房地产配置比例大幅缩减



数据来源：Wind，摩根士丹利华鑫基金整理

改革元年，投资改革

三年熊市后2014年大规模增量资金入场积极性不会太高，市场可能继续存量资金间的博弈。能刺激增量资金的因素有两点，一是改革的实施铺开，二是估值足够低。2014年，出尽风头的成长股可能会分道扬镳，因为年报预告阶段部分公司的业绩被证伪、部分符合预期的公司难以承受大小非获利盘减持、估值过高的公司被同类型估值更低的IPO新股替代，老成长股集体上行的方阵被打乱，个股需要精选。传统行业中部分公司由于改革、产能去化、业绩拐点来临等也能突出重围，同样需要精选。

2014年是改革元年，改革政策的出台、改革措施的实施预计将在未来2-3年集中兑现。2013年初以来，市场基本处于改革的憧憬之下，有改革预期的主题板块涨幅巨大。但实际上投资者对会议的预期起伏很大，因为投资者普遍担心会议后预期兑现或落空，从而引发市场的回落。然而十八届三中全会发布的《改革决定》的内容广度与深度超出预期，至少赋予我们一条主线，这就相当于年初以来的市场憧憬有了灵魂，从而避免后三中全会时代的失落。

2014年被赋予改革主线的市场如何演绎？我们认为，改革是为了清除束缚生产力的羁绊，释放出制度红利，因此从长期看，越来越完善的制度将为经济稳定增长和结构转型提供保障。由于改革是一个长期规划，改革的路很长，其对基本面短期刺激有限。因此，我们判断2014年市场仍有可能在三中全会改革的刺激下出现多个主题性机会。

市场整体空间有限

2013年A股市场分化严重，以传统行业为主的主板市场仍然是负收益，而创业板涨幅超过80%。这种持续近一年的分化在A股历史上较为少见，我们认为出现这一现象的原因有两点：一是活跃的投资者中专业投资者的比例提高，他们在投资过程中更加注重个股的研究深度，二是经过2011年和2012年两年的熊市后，投资者对经济面形成比较一致的预期，对传统周期股避而远之。

2011年A股开始熊市之途后，投资者对于遥不可及的市场反转极为期待，部分投资者认为2012年1季度经济就能触底，然而陆续公布的数据显然无法支撑如此乐观的猜测。更多的投资者预测2012年3季度是经济的低谷，事实证明4季度并未复苏，年底市场的大幅上

涨只是估值的修复叠加了又一次的经济复苏预期。2013年年初经济复苏再次遭到证伪，越来越多投资者开始对周期股彻底失去信心，上游资源板块为传统的行业逐步被边缘化，成长股成为主流机构追逐的品种。2013年三季度经济的确呈现出弱复苏，不过大多数投资者心理承受能力已经较为脆弱，经济基本面的短周期复苏对市场的刺激作用边际下降。

基于我们对经济基本面的判断，我们认为2014年A股市场整体空间有限，风险因素突出。改革憧憬会催生主题机会，但不再是整体市场的支撑力量，而IPO重启、美国QE退出等已成事实的因素在2014年上半年可能还会形成短期的扰动，但预计从下半年开始基本得到市场消化。利率市场化、地方债务危机等可能会成为明年市场新的关注焦点。利率市场化将抬高无风险收益率水平，压低整个市场的估值。从发达国家的经验看，在利率市场化初期，资金成本上升较快，两到三年之后才会明显下降，此时资金的配置由于市场化作用逐步显现，实体企业的运转效率开始提升。我们预计利率市场化的拐点可能在2014年之后。因此2014年市场难以出现趋势性的估值提升。

两大方向，一大主题

尽管如此，我们仍然认为2014年可能会好于2013年。首先，实体经济去杠杆完成过半，企业盈利能力有望得到明显提升；其次，经历了12年和13年两年A股市场已经适应了7.5%左右的经济增速；最后，改革元年，市场预计还有半年左右的蜜月期。

2014年可以从两个方向和一个主题去把握机会：

1、具备长期发展潜力的新兴产业

我国公司的产业突破从中长期来看正在中低层次的技术替代走向中高层次的技术替代。比如电视机行业，过去中国技术替代从简单制造电视机——制造电视机零部件——制造上游原材料，从微笑曲线的最底部开始走起逐渐到微笑曲线的上端。这中间有很多的原因：（1）技术储备到了一定阶段；（2）大量海外华人经过多年技术积累对于国外较为成熟的技术掌握越来越多，国外技术封锁逐渐失效；（3）国内市场不断发展，消费能力增强，逐渐能够支撑很大的资本投入；（4）国内的资本力量逐渐雄厚，再加上国家大力支持，能够支撑有实力，有想法，有激励的企业，特别是民营（能够提供更加灵活的股权和现金激励）来招揽海外人才，实现技术的突破。

在技术开始突破或正在突破的公司中，那些能够建立利益分享机制、具有强大的资源整合能力、达到技术替代边界的公司有望超出市场预期。

2、供需开始改善的行业

1) 供给端受环保影响率先收缩。在经济整体依然是下降趋势，并且利率水平持续偏高的经济环境下，需求可能很难持续超预期，但供给端的变化可能相对确定。比如2013年的草甘膦、染料等行业均是受到环保及行业格局变化造成供给的大幅收缩，我们认为水泥是符合此种逻辑的行业。水泥行业固定资产投资自2010年以来持续三年下降，因此，供给增速有望在未来持续快速下降，行业产能利用率不断提高，价格弹性上行。另外，受PM2.5影响，国家有可能取消低标 PC32.5水泥的政策或将于2014年6月底之前出台落实，届时将影响行业10-20%产能供给。

水泥价格早已见底，今年上涨超过去年

水泥行业固定资产投资已经持续三年负增长



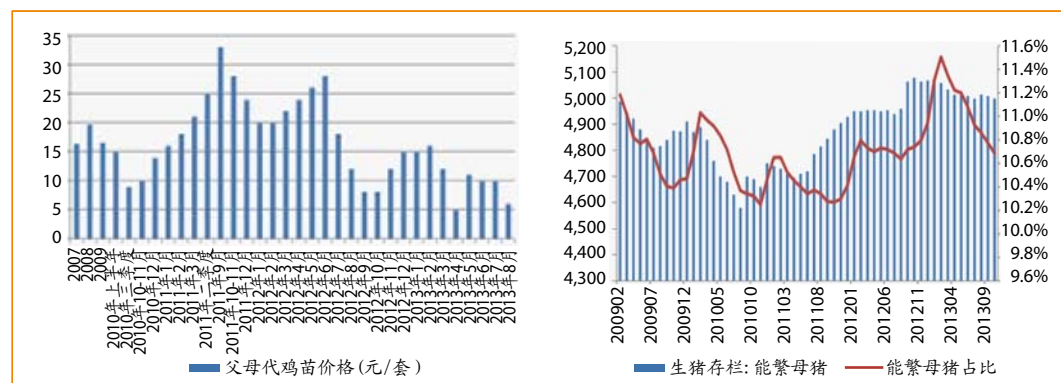
数据来源: Wind, 摩根士丹利华鑫基金整理

数据来源: Wind, 摩根士丹利华鑫基金整理

2) 供给端受资金紧张率先收缩。2013年市场对于周期供给收缩的逻辑还主要集中在环保关停, 而另一类的供给收缩压力也在凸显: 资金紧张。资金价格持续高企, 推高了一些短投资周期行业增加供给的成本, 但投资收益率还远不如理财产品, 投资意愿快速下降。而具有雄厚资金实力的公司则可能成为整合者, 在行业寒冬过后向上的弹性大大增强。不过对于国企涉入较深、关系国计民生的行业可能难以受益于供给下降带来的价格弹性。

受持续亏损影响禽类行业补栏积极性极低

养猪收益还不如存理财, 存栏还是被迫进行周期性调整



数据来源: Wind, 摩根士丹利华鑫基金整理

数据来源: Wind, 摩根士丹利华鑫基金整理

3、改革主题

1) 国企改革。我们认为国企改革有望成为贯穿明年全年的机会, 国企改革是我国经济转型的重要着力点, 对整个经济有很强的示范作用, 相关主题的机会可能会持续时间比较长。2013年12月17日上海市发布《关于进一步深化上海国资改革促进企业发展的意见》, 提出了进一步深化国资改革、促进企业发展的基本原则和主要目标, 标志着新一轮的上海国资改革启动。上海国资企业的体量很大, 仅次于央企国资系统, 在全国地方国资总额占比超过10%, 而且最为集中。因此, 上海国资改革受重视程度高、市场关注度高、示范效应强。上海之后, 我们预计广东、深圳等沿海省市及中部省级直属国企的改革会陆续推出, 因此, 国企改革有望在全国范围内铺开, 成为明年的一条投资主线。我们认为属于竞争类型的国资企业由于起点低、改革阻力相对较小、跨地区整合的可能性大, 有望最先受益于新一轮改革的启动, 是国企改革关注的重点。

2) 安全。11月召开的十八届三中全会除了涉及经济、社会等层面的改革外，也提到了完善国家安全体制和国家安全战略，我认为也是形势所迫。随着我国经济实力的提升，对外维护国家主权与对内保障社会稳定的双重压力逐步显现，建立与国家地位相匹配的安全保障体系成为必然趋势，这是大国崛起的必要条件。未来与安全相关的产业在国家层面可能会有所倾斜。安全包括国防安全和社会安全两个方面，其中社会安全又涵盖安防和信息安全，这是一个比较大的行业，蕴含的机会也会比较多。

风险因素

- 1、IPO节奏加快。2014年1月份将有50家企业IPO，市场虽然已有预期，但具体实施阶段有可能对市场情绪面造成压制，未来如果IPO进一步加快，市场估值可能会继续下行；
- 2、美国量化宽松退出导致资金流出。目前看我国资本市场仍有一定吸引力，如果美联储加大退出力度，资金出逃的压力会显现。

摩根士丹利华鑫基金管理有限公司

深圳市福田区中心四路1号嘉里建

设广场一期二座17楼

邮编：518048

电话：(0755) 88318883

传真：(0755) 82990384

www.msfnfunds.com.cn