

### 2015年投资策略报告

**2015年展望：**海外形势虽然复杂，但对中国而言有利因素和机会要强于不利因素和风险；政府2015年的主基调是稳定增长，全面深化改革；国内经济依然有下行压力，预计财政政策力度加码将是大概率事件，经济增速放缓趋稳属“新常态”非黑天鹅，货币政策有望保持实质性宽松；受益于政策及经济环境的变化2015年非金融企业盈利将较2014年进一步改善；从居民大类资产配置比较的角度看，预计仍会有增量资金进入股市，但在资本市场多方角逐中产业资本可能是真正的主角；2015年股市扩容将提速，我们认为其对股市影响相对中性。

**市场判断：**增量资金入市有望延续，市场仍值得看好，但大小非减持压力下市场上行空间或将受到制约，2014年下半年持续、快速上扬的格局预计会改变。不确定性因素扰动市场下，杠杆资金加剧波动。建议布局四类机会：1) 受益成本下降、业绩有望显著改善的中游制造；2) 估值洼地中的边际改善板块；3) 受益改革推进的领域（国企改革）；4) 新兴成长领域优质企业，依托于企业卓越成长规避市场扰动。

**风险：**房地产市场恶化；大小非减持；美国加息节奏和力度大于预期。

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人的投资建议或担保。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。

## 一、2015年基本展望

### （一）全球经济形势较为复杂

2015年全球经济有望延续复苏势头，但形势依然复杂，根据世界银行2015年1月13日发布的《全球经济展望》，2015年全球经济增长从之前的3.4%下调至3%。尽管全球经济依然存在一些不确定性，但总体看，2015年有利因素和机会要强于不利因素和风险。

美联储退出量化宽松后，加息的预期在增强。但我们认为美元经历了持续六个多月的大幅升值后，进一步上行的势头在减弱。由于全球经济复苏仍具有较大的不确定性，美元如果在加息的刺激下继续大幅升值，首先可能会影响新兴经济体，但最终可能会拖累美国本身。与美元指数对应的是，全球大宗商品大幅下挫，原油价格最低跌至50美元以下。

### （二）基建扩张有利于拉动全球经济走出“新平庸”

IMF指导性的财政政策思路发生了系统性的变化。IMF在2014年10月发布的《世界经济展望》里专题探讨了《是不是到大力发展基础设施的时候了？——公共投资的宏观经济效应》，IMF着重提出：在面临基础设施需求的国家，现在是大力发展基础设施的时候了。增加公共基础设施投资能够在短期和长期内提高产出，特别是在经济不景气时期以及投资效率高的情况下。11月在澳大利亚布里斯班举行的G20领导人会议重申全球基础设施投资倡议。如此，通过债务模式的基建扩张，拉动全球经济走出“新平庸（new mediocre）”状态，将对投资者构成一种潜在的拐点性机会。

“一带一路”作为中国资本输出的全球大战略的点睛之笔，是中国资本输出计划的战略载体，在当前具有扎实的现实基础：（1）中国有过剩产能和过剩外汇资产；（2）新兴市场国家（EME）和欠发达国家（LDC）的基础设施建设仍然欠缺；（3）丝绸之路经济带同时具备能源和地缘安全意义；（4）“21世纪海上丝绸之路”的建设是中国连接世界的新型贸易之路。资本输出将促进产业升级，对管线、铁路、港口、机场、电信、核电等基础设施和能源设备需求量巨大。

### （三）2015年国内稳增长与调结构并重

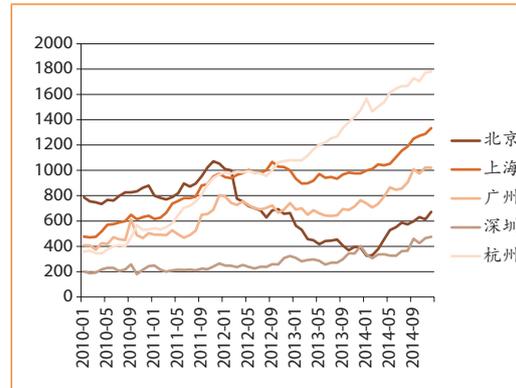
2014年12月召开的中央经济工作会议，明确2015年经济工作主要任务。首先，要努力保持经济稳定增长。经济减速不减势，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，积极的财政政策要有力度，货币政策要更加注重松紧适度，要促进“三驾马车”更均衡地拉动增长。其次，积极发现培育新增长点。最后，优化经济发展空间格局。要重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略，争取2015年良好开局，同时加快转变农业发展方式、加强保障和改善民生工作。

2015年是我国全面深化改革的关键之年，改革将深入推进，深化改革开放、深化农村各项改革（土地流转）、改革地区封锁、推进国企改革。同时，2015年也是“十二五”规划收官之年、“十三五”规划布局之年、全面推进依法治国的第一年。

#### (四) 经济仍存下行压力

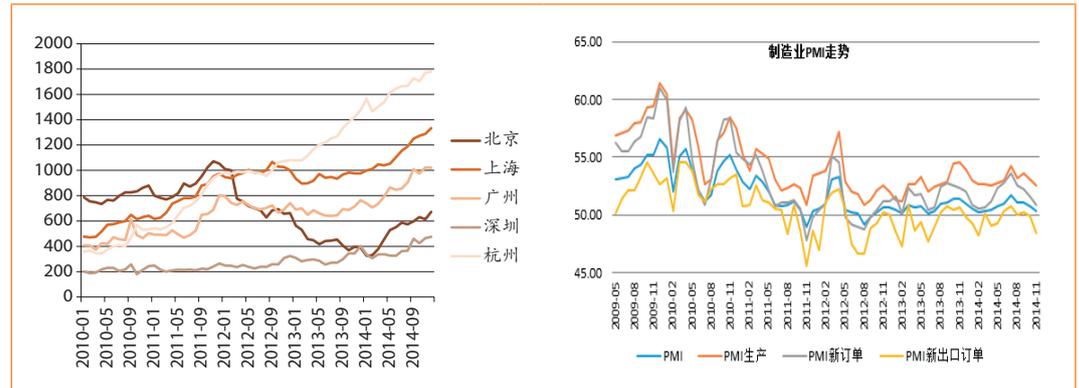
2015年我国内在经济运行仍有下行压力。尽管劳动力未出现广泛的失业，通胀压力处于低位，但GDP增速趋近7%左右仍有下行压力，近几个月统计局公布的前导指标PMI数据持续走低。固定资产投资方面，由于房地产库存不断走高，制约新开工进度，预计2015年房地产投资增速将继续下行，并拖累2015年固定资产投资增速将继续下行。财政政策力度加码将是大概率事件，以便为经济实现稳定增长保驾护航。

图1：房地产市场去库存压力制约新开工



数据来源：Wind资讯

图2：制造业PMI依然呈下行态势



数据来源：Wind资讯

应意识到经济增长放缓趋稳是“新常态”非黑天鹅。目前市场对我国2015年的宏观经济指标普遍下行，2015年GDP预期值为7.1%，较2014年明显下行，主要体现在固定资产投资方面的下降。

表1：市场对2015年宏观经济指标预期

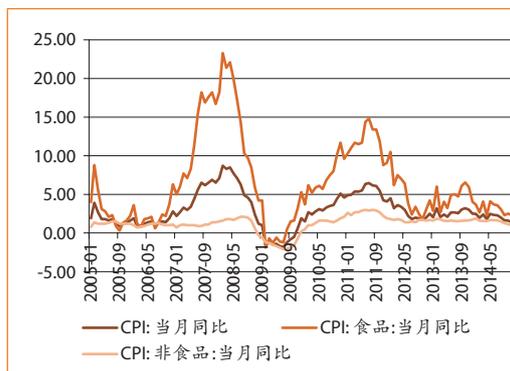
指标	2012	2013	2014	2015F
GDP(%)	7.7	7.7	7.4	7.1
CPI(%)	2.6	2.6	2	1.8
PPI(%)	-1.7	-1.9	-1.9	-2.1
社会消费品零售(%)	14.3	13.1	12	12
工业增加值(%)	10	9.7	8.3	8
出口(%)	7.9	7.9	6.1	6.7
进口(%)	4.3	7.3	0.4	4.3
贸易顺差(亿美元)	2320	2590.2	3824.6	3927.4
固定资产投资(%)	20.6	19.6	15.7	14.2
M2(%)	13.8	13.6	12.2	12.6
人民币贷款(%)	15	14.1	13.6	13.8
1年期存款利率(%)	3	3	2.75	2.44
1年期贷款利率(%)	6	6	5.6	5.24

数据来源：Wind资讯

## （五）流动性总体宽松

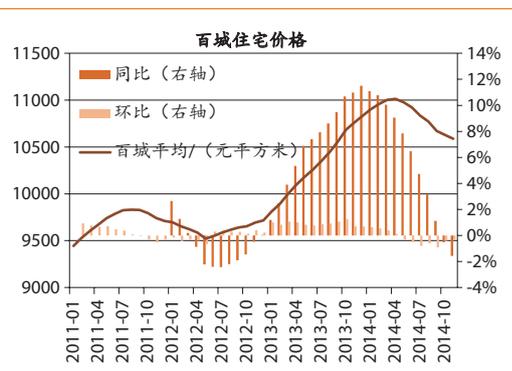
当前我国的通胀水平较低，房价上升压力也趋缓，大环境支持宽松货币政策实施。

图3: CPI处于历史较低水平



数据来源: Wind资讯

图4: 房价上升压力显著缓解



数据来源: Wind资讯

2015年中国降息和降准周期将更加显性化。物价和工业数据持续低迷，外贸出口不及预期，预计货币政策加快放松的节奏，可能督促银行放贷的同时全面降准，改善市场预期以提升货币供给。

## （六）非金融企业盈利将改善

在企业层面，我们预计2015年非金融企业收入相比2014年将略有提升，主要得益于两方面：一是财政政策力度加码以及货币政策趋于宽松，有利于实体经济需求的恢复，房地产行业收入同比增速转正可能会带动产业链相关行业回暖；二是上游主要商品价格下降空间不大，对相关行业收入负面贡献将减弱甚至开始有正向贡献。

在收入有望提升的同时，非金融行业的利润率也有望改善。由于上游价格疲弱推升企业毛利率上升、利率水平下行带来企业财务费用率降低及财税改革减轻企业税负，2015年非金融行业利润率预计会提升。根据Wind数据，目前市场对A股2580家上市公司2014~2015年净利润的自下而上一致预期分别是25765亿元、29973亿元，各增长14%和16%。考虑银行业的盈利下调，总体业绩增速或将下调，但非银行行业的业绩增速有望好于2014年。

## （七）股票市场有望继续吸引资金

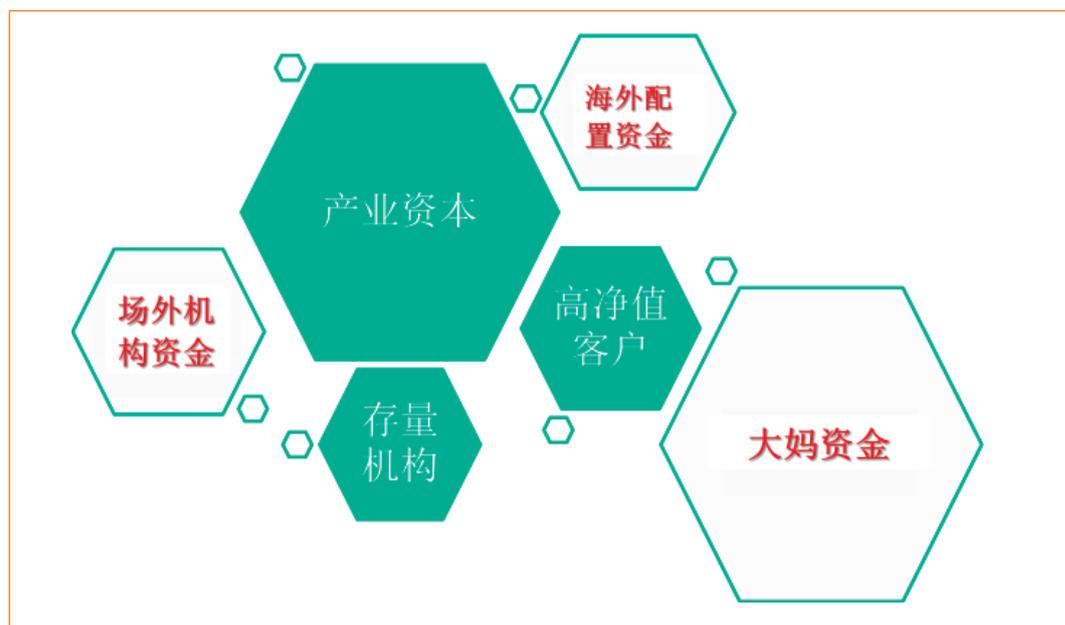
股票赚钱效应有望继续吸引资金入市。行为金融学的研究成果充分验证了支持上涨最有力的理由恰恰是上涨本身，A股市场的趋势将不断自我强化，席卷越来越多的财富参与这场盛宴。

根据大类资产配置比较，随着房地产市场和股票市场的预期发生变化，富人阶层将率先调整资产结构，降低房地产配置，提升股票配置，使之更加均衡。居民金融资产的配置状况也会发生改变，降低存款、信托、理财产品比例，增加股票配置。

### （七）2015年资本市场多方资金的角逐

产业资本可能是2015年资本市场真正的主角。2014年增量资金推动了大盘蓝筹股的强势上扬，预计2015年会继续有资金流入，但级别或许会减弱，这是制约市场继续上行的最大不确定性因素。如果未来市场整体估值高于合理水平，将触发大量产业资本减持，这将牵制市场的上行空间。

图5：产业资本是最大的潜在做空力量



数据来源：摩根士丹利华鑫基金整理

### （八）股市扩容对市场影响中性

注册制的推行将是A股历史上非常重要的一项改革，目前注册制要实施需要《证券法》的修订后才能进行。2014年12月全国人大常委会会议对《证券法》修订稿进行初审，根据中国立法程序，法律案一般应当经过三次常委会会议审议后才能交付表决，人大常委会会议通常一年六次每两个月举行一次，那么《证券法》修订稿预计会在4月和6月审议。因此，注册制要推行最快也要下半年甚至年底。

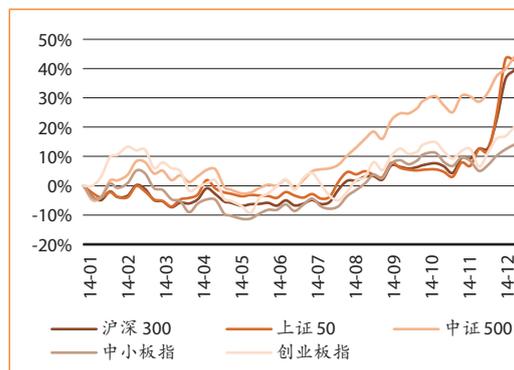
理论上对市场更为现实的影响是IPO的提速，自2014年底开始IPO再次提速，但根据历史数据分析，IPO提速往往与股市形成正反馈。A股表现好的年份如2007年、2010年新股发行和股市上涨形成了正向反馈。在当前成长股稀缺、创业板PE已达70倍的背景下，新股上市将提供更多的成长标的、崭新的商业模式，排队发行的新股中工业和TMT行业占比超过了50%。考虑到A股的开放程度在提高，我们认为股市扩容对市场影响相对中性。

## 二、市场回顾与2015年投资策略

### (一) 2014年4季度迎来风格转换

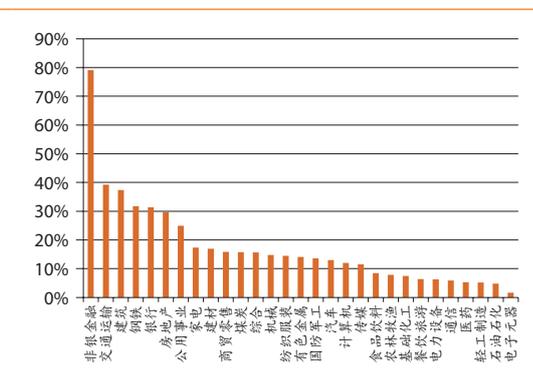
进入2014年4季度以来，市场风格明显转换至蓝筹股行情，以金融股为首的大盘权重指数强势突破，而以中证500、创业板、中小板为代表的中小市值领域相对偏弱。

图6：2014年A股主要指数相对走势



数据来源：Wind资讯

图7：一级行业2014Q4以来涨跌幅统计



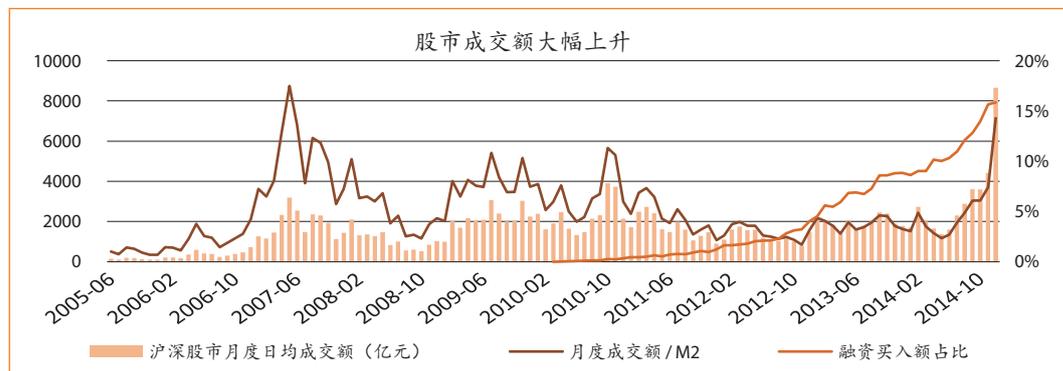
数据来源：Wind资讯

降息确认无风险利率下降是启动本轮蓝筹股行情标志事件。中国人民银行11月21日宣布，自2014年11月22日起分别下调金融机构人民币贷款和存款基准利率0.4个百分点和0.25个百分点，并扩大金融机构存款利率浮动区间的上限。24日A股跳空高开，上证指数由降息前2500点下方用12个交易日时间上冲到3091.32点，涨幅超过20%，金融蓝筹股领涨。降息确认了央行推动无风险利率下行的立场，强化了居民资产配置向股市转移的预期。从市场策略角度来看，降息事件股票板块选择顺序券商、地产、保险、银行（提升估值）以及其他与投资相关领域。

除了无风险利率水平下降外，改革推动风险偏好也是推动股市上升的重要原因，资本市场对于决策层重要性上升逐渐成为社会共识：资本市场是化解困境、推进改革、促进经济升级的重要平台。

高净值客户是本轮行情真正主力，高净值投资者利用多元化的金融创新工具在股市上“加杠杆”投资。近期融资余额加速上升，12月初一度突破9000亿元最高达9345亿元，融资买入额占市场成交额比达16%。50万以上的账户下半年以来上升迅速，尤其是大户账户的数量增加迅速。

图8：市场成交额大幅上升



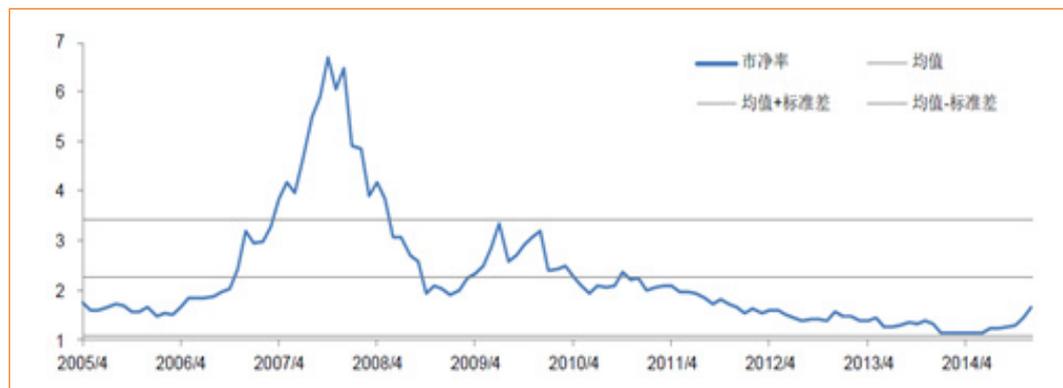
数据来源：摩根士丹利华鑫基金整理

## （二）2015年市场基调判断与市场研判

### 1、市场估值

我们认为2015年A股结构性矛盾依然存在：蓝筹股估值可能还有一定提升空间、成长股估值有待业绩验证、伪成长高估值有压力。从PB估值看，蓝筹股仍在相对较低的水平，中小板相对合理，而创业板偏高。伴随市场上行，整体股息率在走低，但与历史平均水平相比，股息率仍有一定下降空间。

图9：沪深300历史PB走势



数据来源：Wind资讯

图10: 中小板历史PB走势



数据来源: Wind资讯

图11: 创业板历史PB走势



数据来源: Wind资讯

图12: A股股息率历史走势



数据来源: Wind资讯

根据上述A股估值的情况, 结合国内外经济形势及市场对未来改革的预期, 我们认为2015年增量资金入市格局可能会延续, 但市场热点预计会从金融股扩散开, 处于估值洼地和成长明确的板块容易受到关注。但应注意大小非减持压力对市场上行空间的制约, 因此, 相比2014年下半年, 未来市场运行节奏有望趋缓。

## 2、行业比较与选择

### (1) 供给端改善好于需求端——盈利改善

2014年上游煤炭、原油价格下跌，需求增速相对平稳的中下游行业受益成本下降，毛利率提升；2015年，煤炭、原油价格受制于产能过剩和需求低迷难有明显提升，因而中下游行业继续享受低成本。比较典型的行业板块：化工制品、防水材料、玻璃、橡胶轮胎、汽车零部件、重型装备制造、航空等。

表2：A股主要板块业绩增速一览表

分板块净利润变化分解	归属母公司净利润YOY (2014年Q1-3)	营业收入YOY (2014年Q1-3)	毛利率 (2014年Q1-3)	毛利率 (2013年)
能源	-3%	-1%	19.95%	20.13%
原材料	3%	2%	11.17%	10.44%
<b>工业</b>	<b>11%</b>	<b>9%</b>	<b>13.94%</b>	<b>13.48%</b>
非日常生活消费品	18%	8%	19.38%	18.95%
日常消费品	-8%	4%	27.12%	27.82%
医疗保健	13%	13%	31.31%	31.04%
信息技术	11%	20%	21.61%	21.85%
电信业务	14%	-3%	32.82%	31.04%
公用事业	27%	1%	28.40%	25.60%
<b>能源+原材料</b>	<b>-2%</b>	<b>0%</b>	<b>16.62%</b>	<b>16.50%</b>
<b>中下游行业</b>	<b>12%</b>	<b>8%</b>	<b>18.72%</b>	<b>18.29%</b>
全部A股	7%	5%	17.83%	17.49%

数据来源：Wind资讯

### (2) 低估值与需求边际改善

2014年下半年行情的最突出特点就是低估值个股获得修复，我们认为这种特征还能延续，2015年深入挖掘“六低”领域：低市值/低股价/低PB/低PE/低PEG/低PS。另外，边际改善的机会也比较突出，如国企改革、区域政策、“一路一带”战略拉动、企业转型等。

#### A国企改革

现阶段，在土地财政面临转型压力时，政府通过改革盘活超过50万亿的国企存量资产，增加国企经营效益对政府收入的贡献，显得尤为重要和迫切。伴随国企改革的加速推进，总市值高达15万亿、占A股比重三分之二的传统国有企业将被注入新活力。国企集中的行业包括金融、采掘、化工、机械、公用事业、交通运输、建筑等。从国有企业改革的实践中，上市公司受益国企改革存在以下模式：集团资产证券化，集团间整合的平台，国资调整布局、传统行业转型，国资彻底退出、民营企业借壳，引入PE作为战略投资者，管理团队各种形式的股权激励。

## B区域主题

京津冀：新一届政府在国家层面部署“京津冀一体化”发展，战略意义重大。未来《京津冀协同发展规划》和各个地区详细规划的出台将进一步提速京津冀地区的发展，“京津冀一体化”的产业转移将给龙头上市公司带来整合机遇，区域内的环保、交运、基建、地产等行业也将受益。

上海迪斯尼：上海迪斯尼预计2015年年底开放。目前全球共有5家迪士尼主题乐园度假区都是当地经济的有力引擎。预计上海迪斯尼2016年旅客流量在2000-2500万左右，2017年以后常态化接待旅客能力在2500万左右，上海相关服务业及配套设施及泛迪斯尼区域有望大幅受益。

海西：预计随着海峡西岸建设的推进，基础设施建设步伐将进一步加快，区域内的交运物流、建材、能源、水利、机械等行业将是直接的受益者。另外，产业结构上，利用福建的生态优势而发展高端服务业是未来的发展方向，比如休闲旅游、养老医疗等，以及福建的园林、环保、新能源、旅游等相关行业也有望受益。

## C新兴产业

我国体育产业发展空间巨大。中国目前的体育产值3200亿元，占GDP比重仅0.6%，远低于世界平均水平2%。体育产业链很长，从体育的赛事、媒体，到体育场馆的建设，再到体育产品的生产和销售。在整条体育产业链上，体育产业都可以通过其高联动性，带动餐饮、汽车、旅游等其它行业共同发展。

车联网即将成为下一个移动互联网的入口，接入车联网将成为消费者的基本需求。2014年苹果、谷歌、阿里、腾讯等互联网巨头均重点部署车联网，以抢占移动互联入口。2015年车联网渗透率将从2010年的4.67%增长至10%，未来五年将进入高速增长期。2020年车联网用户数将超过4000万，渗透率超过20%，市场规模突破4000亿元。汽车后装市场涵盖了消费者购车后所需要的一切服务，服务周期更长，潜力更大。

医药行业正处从单一问诊治疗模式转变为疾病预防管理与诊治结合方式，在线医疗潜力可观。医药电商有望成为行业新突破口。2014年5月28日药监局发布《互联网食品药品经营监督管理办法（征求意见稿）》提出：允许互联网药品经营者凭处方销售处方药，意味着医药电商的市场空间将从2000亿的OTC市场扩展至近万亿的OTC+处方药市场。

## 三、风险提示

房地产市场的恶化风险；一季度经济指标仍可能较差；大小非减持力度超出市场承受范围；美元加息周期早于预期。

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