



风吹幡动

——东吴基金 2016 年投资策略报告



(2015 年 12 月 30 日)

监审

陈 宪

策略

胡健行

行业研究

汽车

张能进

传媒、计算机、旅游

朱冰兵

非银金融

赵 伟

电力新能源、医药

张剑鑫

电子、通信

韩旭鹏

机械、军工

高人元

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

- ◆ 供给侧改革，抓住了当前我国经济增长的主要矛盾。未来单一靠刺激财政或货币政策来发展经济的理念将逐步弱化，供给侧改革将成为十三五期间经济改革的重要思路。具体而言，就是要清理僵尸企业，淘汰落后产能，将发展方向锁定新兴和创新领域，创造新的经济增长点，推升新兴产业的投资，实现发展动力的转换，以及政府管治经济方式的革新。
- ◆ 货币政策方面，2014 年 11 月以来的连续六次降息五次降准，我国一年期定期存款利率已经降至和 CPI 相同的水平，实际利率已经为零，一年期定期存款利率的下调空间已较为有限。存款准备金率虽经历了大幅下调，但和历史水平相比，仍处于较高的范围，在外汇占款不断减少的背景下，降准的空间仍较为充沛。
- ◆ 截止 2015 年 12 月 25 日，中小创股票的估值远高于大盘蓝筹股的估值。最新创业板整体 TTM 估值已达 97.91 倍，而沪深 300 仅 14.00 倍。这其中，一部分反应的是现实业绩及未来成长性预期的差异，但另一方面也是投资者风格偏好的体现。
- ◆ 我们认为 2016 年上市公司盈利状况总体上不会有大的改善，但在流动性环境宽松，资产荒存在的前提下，权益资产的配置需求对各类资金的吸引力依然存在。市场结构上依然会是新兴产业与传统产业分化的格局，由此产生结构性的行情。但由于流动性过剩其对估值提升的影响在边际上的改善作用相对 2015 年在减弱。基于以上各因素的判断，市场难现 2015 年上半年的快速上涨，2016 年上半年在政策环境相对有利的条件下行情或将呈现震荡向上格局，下半年各方面不确定性加大行情可能出现宽幅振荡。价值蓝筹股在低利率环境因素下估值水平有望向上修复。周期股在供给收缩，大宗商品价格企稳等因素下或有反弹的交易性机会。同时，具有确定业绩支撑及受益新兴产业发展的成长股仍将受到市场的追捧。



目 录

一、经济政策展望	3
(一) 供给侧改革	3
(二) 2016 年经济政策展望	4
二、A 股市场的现状	7
(一) 主板与创业板分化显著	7
(二) 风格轮动概率上升	9
三、投资策略	11
(一) 驱动行情的三大因素	11
(二) 风格轮动的脉络	13
1. 蓝筹股	13
2. 周期股	14
3. 成长股	14
(三) 行业投资主线	15
1. 汽车行业—车联网进入爆发期	15
2. 传媒行业—消费者代际迁移及供给端变化带来的投资机会	16
3. 计算机行业—产业进入云计算模式为主导的新的发展阶段	17
4. 旅游行业—线上线下整合和国企改革是两条主线	18
5. 非银金融行业—不良资产管理与供应链金融	19
6. 电力设备新能源行业—新兴为主，传统为辅	19
7. 医药行业—紧跟政策变化与模式创新	20
8. 电子行业—看好车联网、VR 以及新硬件主题	20
9. 通信行业—看好大数据云计算主题	21
10. 机械—智能化主题深入演绎	22
11. 军工行业—改革推进叠加需求提升	23
附：东吴基金管理有限公司旗下产品	25



一、经济政策展望

（一）供给侧改革

供给侧管理是通过对总供给的调节来达到宏观经济调整的目标。与之相比，需求侧管理是通过总需求的调节来达到宏观经济调整的目标。在经济学理论中，供给侧管理代表了新古典主义学派的经济思想，而需求侧管理则代表了凯恩斯主义的经济思想。

供给侧管理强调通过提高生产能力来促进经济增长，而需求侧管理强调可以通过提高社会需求来促进经济增长，两者对于如何拉动经济增长有着截然不同的理念。需求侧管理认为需求不足导致产出下降，所以拉动经济增长需要刺激政策来提高总需求，使实际产出达到潜在产出。供给侧管理则认为市场可以自动调节使实际产出回归潜在产出，所以不需要所谓的刺激政策来调节总需求，拉动经济增长需要提高生产能力即提高潜在产出水平，其核心在于提高全要素生产率。

图表 1 供给侧管理和需求侧管理对比

对比项目	供给侧管理	需求侧管理
理论基础	供给学派	凯恩斯主义
主要观点	供给能自发创造需求，市场可以通过价格调整出清	市场无法出清，需要采用政策刺激的方式来恢复需求
核心思想	增加供给，提高全要素生产率	刺激需求，以迎合现有产能
政策建议	改革、创新、转型	财政刺激和货币宽松

资料来源：东吴基金

供给侧改革是一种寻求经济增长动力的新思路。在具体手段上，包括以下几方面。

（1）改革提高效率。通过改革促进全要素生产率的提升，包括简政放权、放松管制、金融改革、国企改革、土地改革、提高创新能力等等，本质上都属于这类。

（2）调结构。调整产品价格和要素价格在不同部门间的相对价格，引导资本和劳动力在不同部门间的重新配置。

（3）改善人口结构和劳动力质量。劳动人口占比上升可以提高人均产出，人力资本提高劳动力的生产能力。

从供给侧管理的海外历史经验来看，供给侧管理和需求侧管理在各国的经济政策应用中通常都是交织在一起的。能够较为明确地被贴上供给侧管理标签的主要是美国里根政府时期和英国撒切尔夫人时期的经济政策。这两个时期经济政策的大背景都是 70 年代中后期提高需求的刺激政策使得两国出现了明显的滞涨现象，而凯恩斯主义对此无能为力。



里根政府的经济政策。里根政府 1981 年上台伊始便提出了长达 300 页的“经济复兴计划”。财政上，大规模削减个人及公司所得税并压缩联邦政府开支；货币上，紧货币控制通胀。同时进行了大规模的经济改革，减少政府干预、放松行业管制。这些改革措施取得了较好的成效，滞胀问题得到了有效解决。

撒切尔夫人的经济政策。1979 年撒切尔夫人出任英国首相，她的经济政策主要包括：（1）国有企业私有化，即英国的国企改革；（2）削减福利开支，压缩财政开支；（3）控制货币减少通货膨胀率；（4）开放市场和降低税率；（5）打击工会力量。

当前我国经济存在三大供给约束：一是高融资成本约束；二是高税收成本约束；三是高行政成本约束。要解除供给抑制，必须通过降低人口成本、土地成本、管理成本、资金成本、技术成本以激发新的财富源泉。未来靠刺激财政或货币政策来发展经济的理念将逐步弱化，供给侧改革将成为十三五期间经济改革的重要思路。

供给侧改革未来将加速经济结构转型，重新分配经济蛋糕。从生产的角度看，供给侧改革将激发消费倾向，导致第三产业在经济中的占比进一步上升，而第二产业中的传统工业部门占比将明显收缩。而从收入的角度看，供给侧改革将引发经济蛋糕的重新分配，减税将导致生产税净额占比下降，加速折旧和产能去化将导致固定资产折旧占比短期上升、长期趋降，降低成本和产能去化将导致企业营业盈余占比上升，加速劳动力跨地域、跨部门流转以及提高人力资本，将导致劳动者报酬上升。

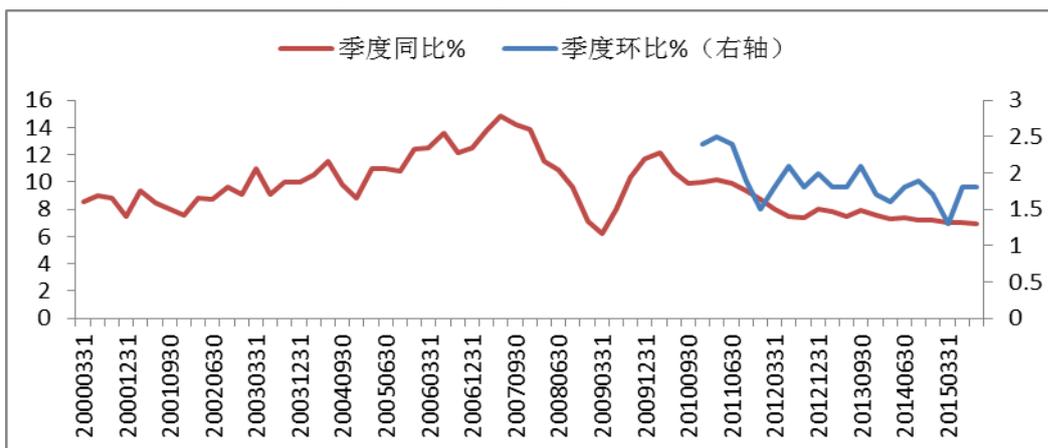
强调供给侧改革意味着未来生产能力要由低端转向中高端，更加重视技术、管理和产品升级；生产方式从规模化、标准化、流水线转向小众化、个性化订制；生产空间从固定地点到移动化、智能化等。具体而言，就是要清理僵尸企业，淘汰落后产能，将发展方向锁定新兴和创新领域，创造新的经济增长点，推升新兴产业的投资，实现发展动力的转换，以及政府管治经济方式的革新。

（二）2016 年经济政策展望

2015 年前三季度，我国宏观经济依旧在本轮经济调整周期的底部徘徊。GDP 增速总体持续回落，2015 年前三季度，GDP 同比增速为 6.9%。整体上看导致 2015 年经济增速下滑的各种因素，例如投资需求的低迷、出口增速的大幅下降等，在 2016 年并不会出现根本性的好转。因此 2016 年我国经济增速仍将维持下滑走势。但另一方面，地产投资、基建投资在近期已经表现出一些边际改善的迹象，而消费需求在收入的支持下将继续稳定增长。鉴于此，我们预计 2016 年经济增速下滑的斜率可能会有所下降，这意味着 GDP 同比增速的回落速度将较 2015 年放缓。



图表 2 GDP 季度同比、环比数据

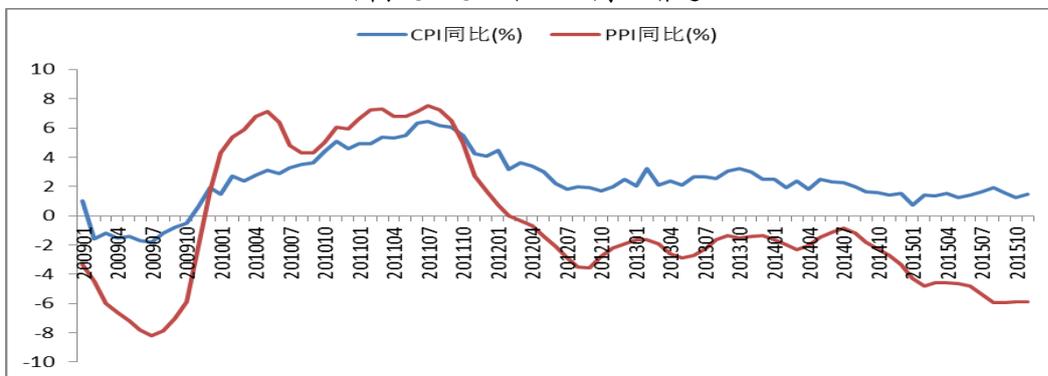


数据来源：WIND

观察 2015 年的 CPI 走势可以发现，拉动 CPI 上涨的力量相对比较集中，主要是食品中的肉禽制品价格（特别是猪肉价格）引起的。这次猪肉价格的上涨主要是由于生猪存栏前期去库存力度过猛，导致供应出现大幅下跌所致。2016 年，我们认为类似 2015 年的局面不会出现，截止 2015 年 10 月份，全国能繁母猪存栏量约为 3860 万头，同比减少 13%，环比减少 0.1%，减幅趋缓同时有所企稳。同时，考虑到 2016 年主要粮食作物玉米、小麦、稻谷供大于求的背景下，粮食价格存在小幅下行空间。综合来看，预计 2016 年 CPI 走势会稳中略降。

2015 年以来，PPI 出现加速下跌，CPI 则相对稳定，同比保持在 1%-2%之间。从造成 PPI 加速下跌的原因来看，大宗商品的惨烈杀跌是主要因素。从 2013 年至今，由于全球经济需求萎缩，各主要大宗商品均出现了三分之一至三分之二的跌幅。由于全球经济内在的周期规律性，大宗商品的价格在短期内很难较快走出泥潭。近期，除原油之外，其余大宗商品生产商已经开始着手减少产能，我国政府也表态坚决关停落后产能。预计 2016 年，大宗商品价格可能会弱势企稳，全年 PPI 同比跌幅有望收窄。

图表 3 CPI 和 PPI 同比增速



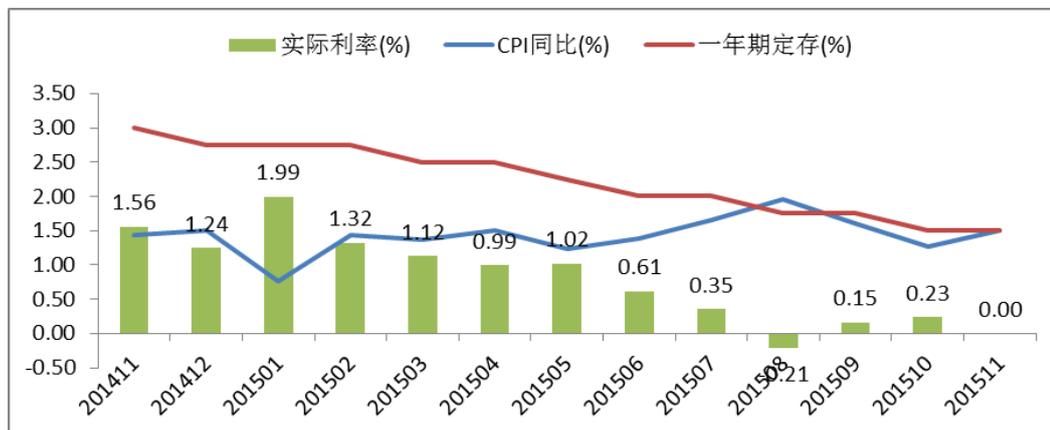
数据来源：WIND

同时展望明年的货币政策，在经过2014年11月以来的连续六次降息五次降准，我国



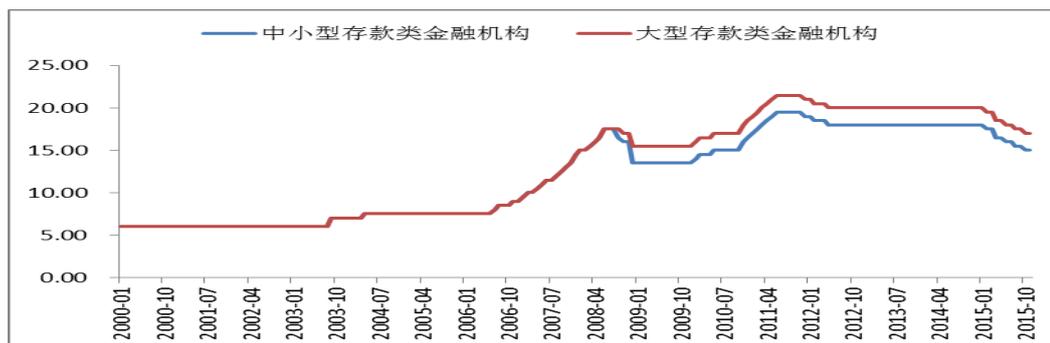
一年期定期存款基准利率已经降至和CPI相同的水平，实际利率已经为零，未来在物价水平不出现大幅度回落的情况下，一年期定期存款基准利率的下调空间已较为狭窄。存款准备金率虽经历了大幅下调，但和历史水平相比，仍处于较高的范围，在外汇占款不断减少的背景下，降准的空间仍较为充沛，估计有五、六次降准的空间。

图表4 一年期定存及实际利率



数据来源：WIND

图表5 历年存款准备金率(%)



数据来源：WIND

在2015年12月18至21日召开的中央经济工作会议上。总结了2015年经济工作，分析当前国内国际经济形势，部署2016年经济工作，重点是落实“十三五”规划建议要求，推进结构性改革，推动经济持续健康发展。明确结构性供给侧改革是2016年经济工作重心，去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板等关键点是明年经济工作的五大任务。当前中国总供给能力严重过剩，去产能是化解供求矛盾必不可少的步骤。但另一方面，我国供给端又存在严重的结构性问题，即满足消费升级需求的相关产品供给明显不足，因此需要补上供求错配的短板。去库存的重心在于去房地产市场库存。从会议公报内容看，去杠杆的关注重点仍在有效化解地方政府债务风险，不过目前企业部门债务风险也在不断上升，信用违约事件也值得加以重视。降成本不仅意味着企业部门负担的各类税费规模将进一步下降，制度性成本也将通过政府改革等改革措施而明显下降。



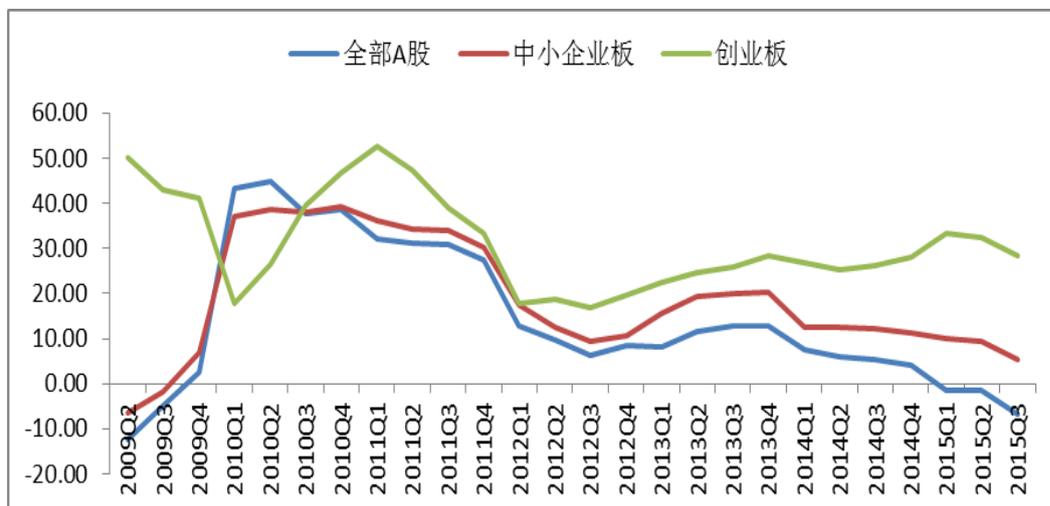
二、A 股市场的现状

（一）主板与创业板分化显著

截止 12 月 25 日，上证综指年初以来涨幅为 12.16%，沪深 300 涨幅仅为 8.62%，但另一方面，创业板指和中小板指却大幅上扬，年初以来涨幅分别达到 89.89% 和 56.85%，而这种巨大的分化本质上代表了传统和新兴经济之交替，本质上体现了对经济基本面的反应。

事实上这种分化从客观数据上就能反映出来，创业板自 2012 年一季度起，营业收入不断上行，2015 年前三季度营业收入大幅增长 28.38%，中小板近两年营业收入增速虽有所放缓，至 2015 年前三季度增长为 5.24%，但表现仍好于 2015 年前三季度全部 A 股的-6.74%。由于同时受益于外延扩张和内生生长，在营业收入方面，创业板与中小板和全部 A 股的分化显著，净利润方面分化依旧，全部 A 股净利润增速近两年呈下行趋势，创业板和中小板则呈上行态势。这种分化体现在资本市场就是股价走势的显著差异，创业板自 2015 年 1 月初的低点 1464 点以来一路上涨至今年最高的 4037 点，虽受 6 月及 8 月以来股灾的影响大幅下挫，但目前 2800 的点位与 1464 相比仍有 91% 的涨幅。

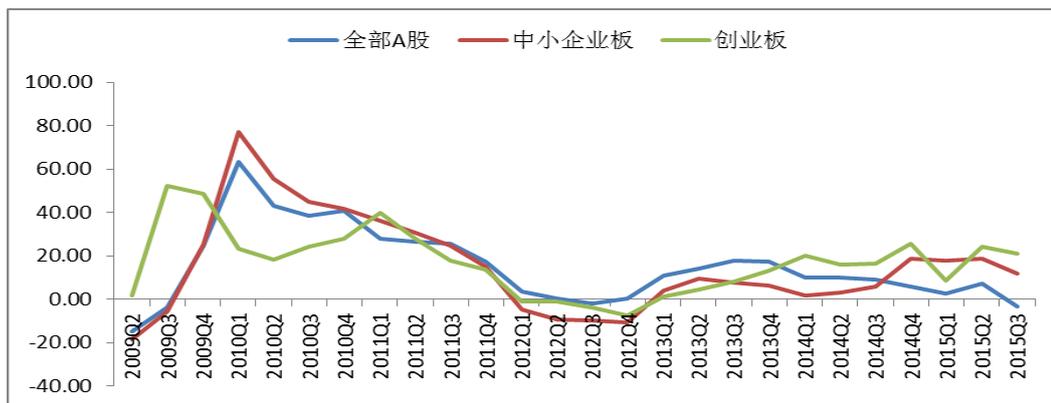
图表 6 上市公司近几年营业收入同比增速



数据来源：WIND



图表7 上市公司近几年净利润同比增速

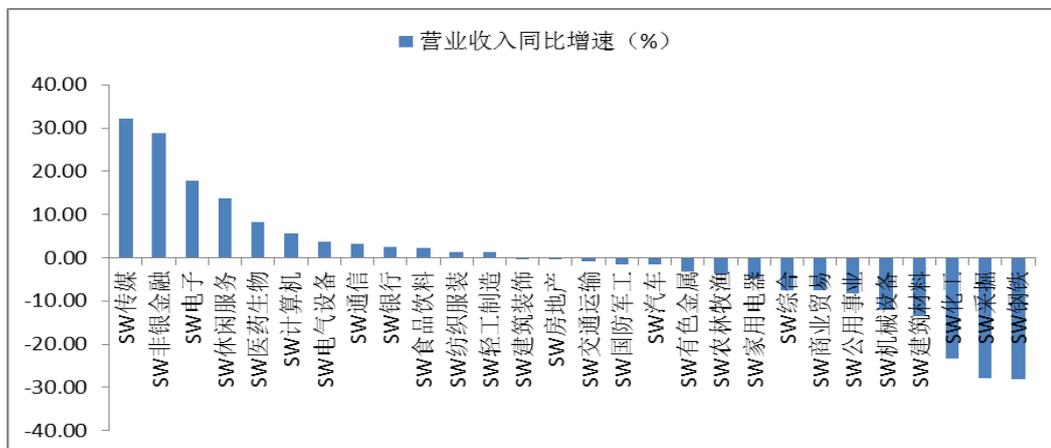


数据来源：WIND

旧的经济发展模式面临转型，但因其体量大，现阶段拖累整体经济的增速。但这只是中国经济的一方面，另一方面则是新经济的快速发展。

根据三季报最新数据显示，营业收入同比增长前三的行业为传媒、非银金融和电子，分别增长 32.29%、28.85%、17.87%，垫底的后三位为钢铁、采掘、化工，分别同比下滑 28.06%、27.94%、23.32%；净利润同比增长前三的行业为非银金融、传媒、轻工制造，分别增长 78.08%、24.69%、19.36%，而垫底的为钢铁、国防军工、采掘，分别同比下滑 420.25%、107.18%、71.71%。除去非银金融由于今年上半年的牛市导致营业收入和利润快速爆发之外，新兴行业中的传媒行业表现抢眼，表明其强劲的成长势头。而传统行业中的钢铁和采掘行业营业收入和利润均同比大幅下滑，经营陷入困境。在房地产引擎放缓的情况，对传统行业的需求仍然不振，同时大宗商品暴跌，过剩产能未出现大规模出清的情况下，传统的钢铁、煤炭、有色等行业的经营情况难以显著改善。在传统行业仍无法摆脱困境，经济发展方式转型和外部压力加大的情况下，唯有新兴行业仍有希望保持较快增长。

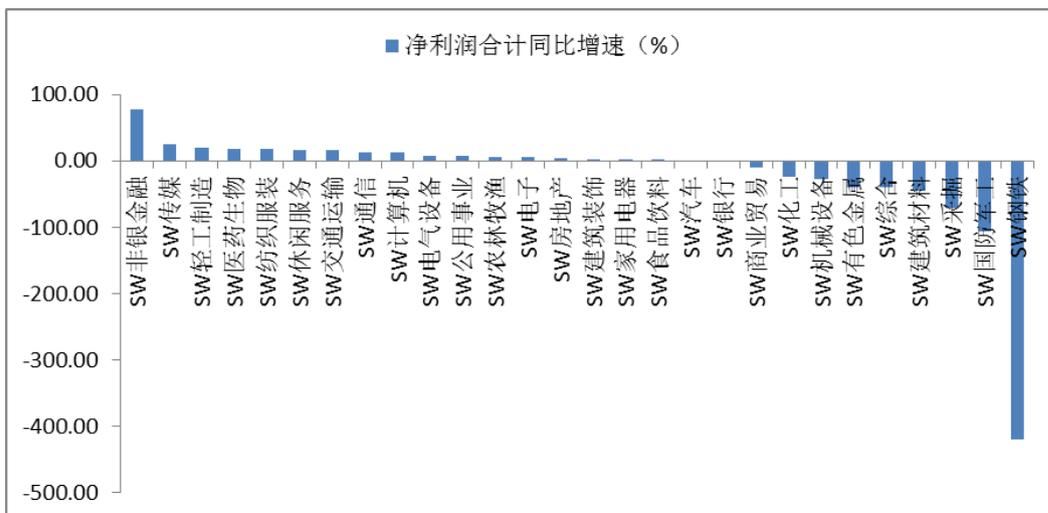
图表8 2015Q3 申万一级行业营业收入同比增速



数据来源：WIND



图表 9 2015Q3 申万一级行业净利润同比增速

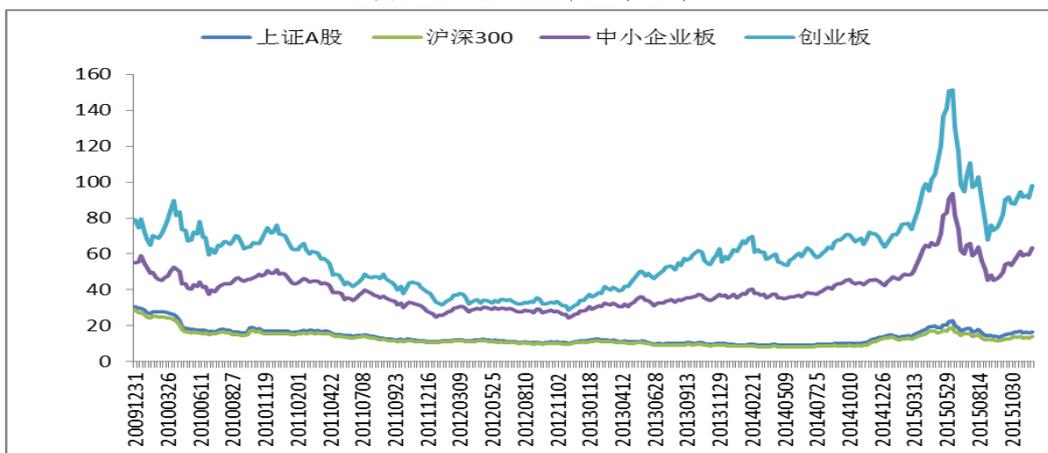


数据来源：WIND

(二) 风格轮动概率上升

截止 2015 年 12 月 25 日，中小创股票的估值远高于大盘蓝筹股的估值。最新创业板整体 TTM 估值已达 97.91 倍，而沪深 300 仅 14.00 倍。这其中，一部分反应的是现实业绩及未来成长性预期的差异，但另一方面也是投资者风格偏好的体现。

图表 10 各指数市盈率水平



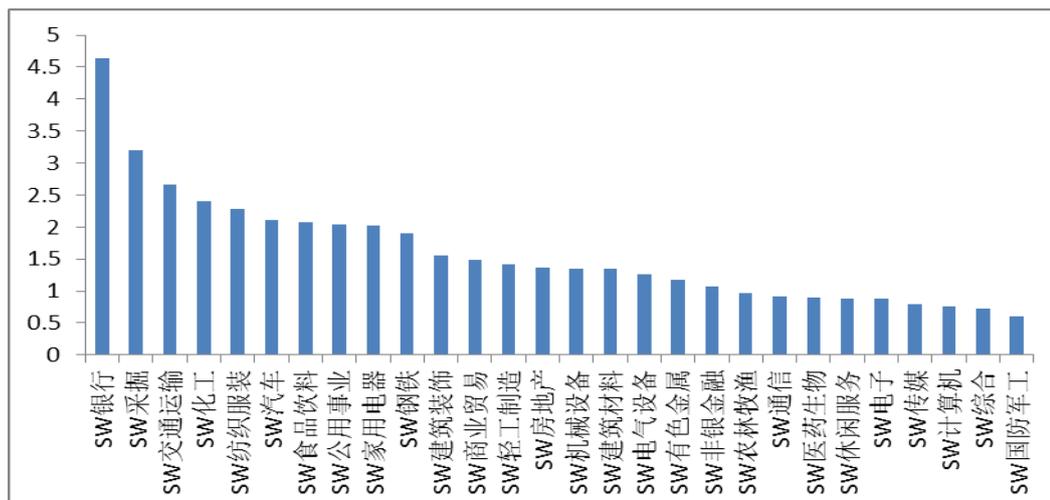
数据来源：WIND

买入股票无非是为了获取两种收益，一类是获取股息分红的收益；另一类是获取



买卖价差的收益。跟 A 股市场相比，成熟市场投资者对前者的重视程度显然高于我们。我们统计了近三年 A 股市场股息率的相关数据，从 2012 年到 2014 年近三年数据来看，2012 年全行业平均股息率为 1.77%，2013 年为 1.74%，2014 年为 1.28%，呈逐年下降趋势。从具体的行业还看，银行业一直排名第一，近三年股息率平均达到 4.63%。其他如采掘、交通运输、化工、纺织服装、食品饮料、家用电器等行业近三年平均股息率在 2% 以上。

图表 11 近三年各行业平均股息率 (%)



数据来源：WIND

长期来看，A 股市场向成熟市场转变是大势所趋。2016 年 A 股可能存在以下几个基于价值回归的理由。一是随着沪港通、深港通的开闸，人民币国际化水平的提升，A 股投资者走出去和境外投资者走进来都将加速，而这或使得 A 股的整体投资者结构和风格更加全球化。第二，在利率连续下行的背景下，银行理财产品收益率下降，这使得股息率高的行业及个股的吸引力在提升。

目前，一年期银行存款利率只有 1.5%，而 4% 以上股息率公司的存在，客观上为风险厌恶型投资者提供了安全边际较高的标的。



三. 投资策略

(一) 驱动行情的三大因素

影响股市运行的三个主要因素盈利、利率和风险偏好，看似独立，实则关联，而改革是贯穿于这三个因素之间的红线。在新常态下，宏观经济增速换挡、增长方式转变、经济结构调整、增长动能转换，都离不开改革。因此，考察明年股市运行的趋势，最重要的是寄希望于改革能取得成效，最大的风险也是改革不及预期。

关于盈利，在于宏观经济的状况决定了上市公司的盈利水平和增速，这个逻辑有一个隐含的前提，就是宏观经济的景气度和微观经济有较高的关联性。但是这种情况正在发生变化，宏观与微观的关联性正在减小，宏观经济下行，增速下台阶，微观企业盈利状况未必恶化，这其中有利率下降，企业成本降低的原因，也有供给收缩，落后产能的淘汰、转型与升级的原因。同时，旧的支柱产业正在走下坡路，而新的支柱产业还没有充分成长起来，目前处于新旧支柱产业青黄不接的时期，或者说处于一个混沌时期。此时把宏观经济状况作为分析股市的出发点，要更加注意微观企业个体变化。

目前上市公司的盈利状况如何，从2015年的最新数据来看，创业板和中小板的盈利增速尚可，而且仍处于上升的趋势，但全部A股的盈利状况并不理想，这也是市场认为2015年股市上涨和盈利关系不大的原因。从结构上来看，主板、中小板和创业板业绩走势分化的情况比较明显。关于明年上市公司的盈利状况，我们认为，旧的支柱产业景气继续下行，新的支柱产业尚未发展壮大，由宏观经济景气度决定的整体营收水平，盈利水平难以显著提高；新兴产业与传统产业盈利增速的分化将成为常态；2015年上游大宗商品价格持续走低，是拖累非金融行业盈利的主要原因，2016年如果大宗商品价格走稳甚至反弹，将带动上游产业盈利有所回升，但由于产能过剩等原因，价格上升向下游传导不会顺畅，因而挤压中游产业的利润。

关于利率，我们认为其2016年下行趋势仍将继续，但速度和斜率会比2015年大幅放缓。我们回顾A股26年历史上央行历次连续降息及来年市场的表现。

图表 12 历史上共出现五次当年连续降息的情况

	1996年	1998年	2008年	2012年	2015年
降息次数	2次	3次	4次	2次	5次
降息幅度	3.51%	1.89%	1.89%	0.5%	1.25%

数据来源：WIND



图表 13 连续降息后来年各指数涨跌幅表现

	1997 年	1999 年	2009 年	2013 年
上证综指	30.22%	19.18%	79.98%	-6.75%
深证成指	30.06%	14.25%	111.24%	-10.91%
中小板指			96.64%	17.54%
创业板指				82.73%

资料来源：WIND

从以上四年的历史数据及来年各指数及市场的表现来看，我们发现，央行连续降息之后的来年，股市总体大都表现良好，但也取决于降息的幅度及政策的连续性。1996 年降息幅度大及 2008 年降息次数多政策连贯性强，来年股市都表现优异，上证综指分别上涨 30.22%、79.98%。1998 年降息三次幅度尚可，来年 1999 年年中出现了“5.19”行情，互联网相关主题表现出色。2012 年降息幅度较小，同时跟后续降息政策的时间间隔长，来年上证综指下跌 6.75%，但代表中小市值的创业板表现优异，全年上涨 82.73%，市场结构性行情较为明显。整体而言，我们认为，明年市场降息机会仍存但空间不大，低利率环境确定，流动性较为宽裕，为结构性行情提供了比较好的温床。

关于风险偏好，我们认为其短期容易受政策、事件、情绪等的影响，不是一个非常稳定的指标。在明年企业盈利、利率相对明朗的情况下，风险偏好将可能成为明年市场波动的重要影响因素。从市场无风险收益率的角度来看，10 年期国债收益率已经进入 2.8% 的时代，创 2009 年以来的新低，余额宝的收益率也从 2014 年平均 4.2% 左右下降到 2015 年 12 月的 2.7% 左右的水平，市场无风险收益率的大幅下滑意味着投资者对于股市的风险偏好在上升。虽然经历了 2015 年 6 月及 8 月的暴跌使当时市场的风险偏好急速下降，但自 8 月 26 日上证综指最低见至 2850 点以来到 12 月 25 日，我们统计发现涨幅超过 90% 的个股有 302 只，同时有近 260 余只个股创出了 6 月股灾前的新高，部分个股甚至创了历史新高，风险偏好回升明显。我们认为，未来资金对于权益资产的配置需求正逐步上升，同时供给侧改革加强经济转型的希望，以及未来改革的不断推进和落实将会缓慢提升市场的风险偏好，市场整体的风险偏好有望保持在较高的水平，但可能较难回到 2015 年上半年较为疯狂的阶段。

我们认为 2016 年上市公司盈利状况总体上不会有大的改善，但如果上游大宗商品价格企稳，带动 PPI 跌幅收窄，整体盈利增速会有所提升。结构上依然会是新兴产业与传统产业分化的格局，由此产生结构性的行情。低利率环境较为确定，流动性过剩有利于推动市场估值的上移，但其对估值提升的影响在边际上的改善作用相对 2015 年在减弱。影响风险偏好的因素起到的作用是正面还是负面，具有较大的不确定性，这种作用方向的波动性将成为股市波动的最主要影响因素。同时，监管层容忍再杠杆的可能性不大。基于以上各因素的判断，市场难现 2015 年上半年的快速上涨，2016 年上半年在政策环境相对有利的条件下行情或将呈现震荡向上格局，下半年各方面不确定性加大行情可能出现区间宽幅振荡。价值蓝筹股在降息等利好因素下估值水平有望向上修复。周期股在供给收缩，大宗商品价格企稳等因素下或有反弹的交易性机会。同时，具有确定业绩支撑及受益新兴产业发展的成长股仍将受到市场的追捧。



(二) 风格轮动的脉络

1. 蓝筹股

由于利率的连续下降，目前银行一年定期存款的利率为 1.50%。相比之下，很多股票的高股息率显示出较大的吸引力。一些高股息率、连年现金分红的上市公司有望获得长期资金的青睐。同时，9 月 8 日起新的股息红利差别化个税政策将进一步引导投资者将目光投向蓝筹股，特别是一些现阶段处于估值低位、分红稳定且股息率较高的蓝筹股。我们统计了近三年来关于股息率相关的 2586 只个股数据，有 405 只个股连续三年没有分红，1395 只个股平均股息率低于 1%，两者占比 69.61%。近三年平均股息率超过 5% 的个股有 21 只，其中有 6 只是银行股，其余的 15 只个股总体属于偏传统行业的大市值个股，平均股息率在 4%-5% 之间的有 29 只，在 3%-4% 之间的有 52 只，此三者占比为 3.94%。未来低估值的蓝筹股有望在低利率环境下估值水平有望向上修复。

图表 14 近三年股息率排名靠前个股

证券简称	2012股息率 (%)	2013股息率 (%)	2014股息率 (%)	近三年平均 (%)	所属行业
方大特钢	25.71	3.54	15.09	14.78	钢铁 II
伟星股份	5.20	7.79	6.09	6.36	纺织制造
宁沪高速	6.91	6.81	5.21	6.31	高速公路 II
工商银行	5.76	7.31	5.24	6.10	银行 II
中国银行	5.99	7.48	4.58	6.02	银行 II
上汽集团	3.40	8.49	6.06	5.98	汽车整车
福耀玻璃	5.70	6.03	6.18	5.97	汽车零部件 II
九阳股份	7.16	5.06	5.42	5.88	白色家电
农业银行	5.59	7.14	4.91	5.88	银行 II
九牧王	4.33	5.50	7.75	5.86	服装家纺
建设银行	5.83	7.25	4.47	5.85	银行 II
浦发银行	5.54	7.00	4.82	5.79	银行 II
雅戈尔	6.33	6.67	4.34	5.78	服装家纺
格力电器	3.92	4.59	8.08	5.53	白色家电
大秦铁路	5.77	5.82	4.50	5.36	铁路运输 II
营口港	0.65	15.07	0.21	5.31	港口 II
内蒙华电	2.93	8.80	3.95	5.23	电力
安源煤业	3.90	11.76	0.00	5.22	煤炭开采 II
交通银行	4.86	6.77	3.97	5.20	银行 II
泸州老窖	5.08	6.21	3.92	5.07	饮料制造
利君股份	8.87	4.40	1.75	5.01	专用设备

数据来源：WIND



2. 周期股

2012年初开始，我国经济进入去库存阶段，中游工业品出厂价格以及上游原材料等价格持续下跌，至今已有近4年之久，并且还在继续。去库存之所以这么漫长，根源在于产能过剩的情况严重。微观企业的竞争性生产策略推动了产能过剩向生产过剩的不断转化，导致库存堆积，在下游需求不断走低的趋势下，价格持续下跌成为必然。然而，这一趋势在2016年可能存在改变。

首先，2015年11月管理层从政策的高度提出了供给侧改革，工信部已确定在钢铁、水泥、平板玻璃等行业开展化解过剩产能的试点。从政府供给侧改革的表态来看，此轮去产能的力度和决心可能超过以往。随着过剩产能加快清理，供给端收缩有望切实推进，库存的压力将会减轻。其次，随着库存调整逐渐结束，价格下跌的动力将大幅弱化。再次，需求端的长期走低趋势在明年下半年可能会有所缓解，预计2016年3季度之后经济可能会阶段性企稳。这样，中上游价格的环比企稳甚至上涨，届时目前大面积亏损的周期品行业的业绩有可能阶段性改善。周期性行业将会迎来供给端驱动的基本面改善，我们认为周期股在这样的边际变化或事件催化中存在交易性的反弹机会。

3. 成长股

注册制改革不仅仅是新股审核方式的变革，也是公司上市条件的变革。例如原来创业板也是以连续盈利作为上市条件，注册制下创业板的上市条件就会差异化。可以通过营业收入等规模指标作为上市条件，若此对创业板公司的估值就不能简单地以市盈率为唯一根据，2016年成长股的估值理念，很有可能更为包容与多元。新兴产业的成长股仍将会坚定投资者的长线布局。

我国的经济已经进入必须转型的阶段，经济的核心不可能是依靠之前的地产和传统行业来支撑，变革和转型创新是我国经济更重要的部分。同时，支持我国经济结构调整和转型背后的金融体系也在潜移默化地发生变化。资本市场作为直接融资的主要渠道，在支持经济增长和转型方面将发挥越来越重要的作用，直接融资这一车轮的重要性正在不断增强。注册制是IPO发行制度演变的必然趋势，注册制的实施将有利于降低企业上市的时间成本，有利于证券市场的优胜劣汰，有利于上市企业的规范治理，有利于我国经济的结构转型。

在经济整体下行的背景下，价值股或许只有短期由于经济企稳而带来的估值修复机会，而成长股由于其成长性将持续产生成长估值溢价。目前稳增长、宽松的流动性和转型的大背景为成长股投资提供了较好的市场环境。2016年作为十三五规划的开局之年，国家自上而下的规划将为未来的成长主题投资提供指引。建议关注云计算、大数据、人工智能、虚拟现实等信息技术产业。以及受益消费升级相关的现代服务业，如医疗保健、在线教育、传媒娱乐、旅游等。



(三) 行业投资主线

1. 汽车行业—车联网进入爆发期

评级：推荐

2015 年汽车板块涨幅在所有板块中居中。其中乘用车表现较差，零部件及经销商板块比较佳，行情围绕汽车后市场、新能源汽车、汽车电子展开。

2016 年新能源汽车继续保持高速增长。首先仍是中央维持高度重视，各地补贴都比较给力。另外，随着产量的大幅上升，电池产能瓶颈的缓解，规模效应逐步显现，电池的价格也将逐步下行，让产业走向正向循环。充电设施的大幅增加，加快了行业的发展。

汽车后市场，线上、线下两手都要硬。“政策催化+互联网改造”提升后市场供给端效率，“保有量+车龄增加”驱动后市场需求端增长。众多新参与者、新模式涌现，预计中国稳态汽车保有量为 4-5 亿辆，空间仍很大。我们认为汽车 O2O 服务的竞争关键为“集客引流”+“服务落地”，展望 2016 年，汽车后服务竞争分化，线上、线下皆强者有望脱颖而出。

车联网方兴未艾、前景广阔。(1) 车联网是大势所趋，政府已经开始推动其发展。2015 年 3 月，李克强总理在“两会”政府工作报告中首次提出要制定“互联网+”行动计划。7 月初，国务院发布《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》，着重提出加快车联网、智能汽车等技术的研发、应用及标准化，车联网成为“互联网+”最典型的应用领域之一。12 月，工信部提出要出台《车联网发展创新行动计划（2015-2020 年）》。

(2) 车联网的核心价值在于安全、便捷和节能环保，预计市场规模超 2500 亿。未来的应用主要在移动管理、车辆管理、娱乐、健康与人身安全、自动驾驶、安全性和家庭互联等七个方面，预计到 2020 年的市场规模将超过 2500 亿元。(3) 现阶段，TSP 居车联网产业链核心地位，大数据将带来车联网商业价值。车载信息服务系统（TSP）上接汽车、车载设备制造商、网络运营商，下接内容提供商，处于车联网产业链的核心地位。在大数据时代车联网 TSP 有望通过对基于各类硬件、软件 APP 收集的数据传输到云端进行分析、处理，并最终将结果根据不同用途传送给不同需求主体，如整车厂、4S 店、保险公司、广告公司等，从而形成新的商业模式。

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、车联网等子行业。



2.传媒行业—消费者代际迁移及供给端变化带来的投资机会

评级：推荐

行业基本面情况

今年传媒行业指数上涨 78.89%，大幅跑赢沪深 300 指数 70.23%，主要是技术进步及消费者代际迁移，不断提升传媒行业的消费需求，加上外延，整体业绩增速超过 40%，在经济下滑的大背景下显得非常难得；另外涌现出许多新的消费形态，给市场带来诸多主题热点。

从中国经济的发展阶段来看，传统产业面临去产能问题，出口也受到国际经济的影响，因此经济增长唯有靠消费来拉动。物质文明发展到一定阶段后，精神文明的需求就凸显出现。因此政府在提出传媒行业是战略新兴产业之一，通过互联网+，推出促进信息消费等鼓励政策等来进一步拉动居民的消费需求，希望能够快速实现经济转型。由于互联网、移动互联网的快速普及，推动了居民信息消费的快速增长。

从需求端来看，消费者的代际迁移给行业需求带来巨大的变化。目前 85 后、90 后逐渐成为文化消费的主力人群，他们是网络原生代，独立、自信、乐观、生活无忧，他们的消费习惯和消费内容与原来的 60 后、70 后相比表现出明显的差异性，偏好二次元、网络文学 IP 等伴随着他们成长的内容，愿意为之付费。在他们偏好的网络渠道、消费内容渐成主流后，对产业链的重构也起了反向推动作用，能够贴近这些年轻消费者，准确把握他们文化消费需求，并通过精准营销销售其文化产品的企业将赢得这些用户。随着他们的成长，未来与之相关的影视 IP、动漫、二次元等未来有望获得更大的成长空间。

从供给端来看也在变化着。一方面产业环境的成熟推动新技术的快速发展，如 VR/AR 等，各巨头已经即将提供量产的 VR 产品，与游戏、影视内容、社交等结合，新炫酷的特点有望极大地刺激消费者的需求，从而创造一个全新的规模巨大的市场。另外一方面仍有许多规模巨大的市场掌握在政府部门手里，如体育、教育等，市场化程度低、证券化率低，未来政府作为促进消费、推动转型的动作之一，已经逐渐在进行体育等领域的市场化改革，这些改革将释放出巨大的市场。国有企业有丰富的资源，民营企业有灵活机制和积极的活力，未来有望分享市场的高速发展和制度红利释放，明年奥运会也将是催化剂，投资机会巨大。

行业估值及投资建议

目前传媒行业 2016 年估值整体偏高，除了少数几个传统出版企业外，都高于 30x，中值在 50x。行业需求驱动基本面好，主题热点和事件催化剂多，并购成长路径依然有效，因此 2016 年仍然有较好的投资机会。看好影视 IP、动漫二次元、体育、教育和数字营销等细分领域的投资机会，能够兑现以及传统领域转型传媒坚决且有执行力的公司。由于较高估值包含部分预期，明年可能需要关注业绩兑现，不排除板块因市场情绪或内部因素影响导致波动。



3.计算机行业—产业进入云计算模式为主导的新的发展阶段

评级：推荐

行业基本面情况

今年传媒行业指数上涨 129.54%，大幅跑赢沪深 300 指数 121%，主要是政府鼓励大众创业、万众创新，对互联网+的力挺，以及互联网金融、云计算、大数据、国产化等事件推动，导致整个计算机板块涨幅惊人。

从中国经济的发展阶段来看，传统产业面临去产能和产业升级的问题。产业升级必须依靠信息化、智能化，能够极大提升效率，未来信息技术将在传统产业升级改造过程中起到越来越重要的作用。由于企业 IT 市场是消费市场的 10 倍以上，越来越多的互联网巨头纷纷涉足，通过他们的技术、用户需求把握来切入，改造业务流程，因此企业服务市场前景广阔。

云计算给计算机产业结构带来巨大变化。传统的计算机行业从主机系统->PC->互联网->移动互联网，从系统集成->软件项目->套装软件->SaaS。随着网络普及、在线应用不断成熟、随时随地使用的用户习惯养成，参考 Google、亚马逊、阿里等诸多 IT 巨头的云计算收入增长，整个云计算市场越过临界点，进入全面普及应用阶段，为未来进一步的大数据挖掘、人工智能打下坚实的基础。2015 年是计算机行业商业模式转变的一年，企业摆脱传统的项目、软件等模式，而是参与到业务中去，通过金融、消费等多种形式来变现。我们判断 2016 年这个趋势仍有望延续，但是 2016 年更重要的趋势是云计算普及对整个产业结构的影响，从线下往云端迁移，带来的产业链上利益迁移；由于海量数据积累，深度学习和挖掘后，也将加快推动人工智能等新技术发展。对于技术公司来说，能够满足用户安全、可靠、稳定、快速实现的需求，又能够打开新的市场空间，有望获得更大的优势，因此整体市场可能表现为技术驱动的形态，人工智能、虚拟现实、信息安全、云服务、数据挖掘等都会有比较好的投资机会。

国产化过程提升产业链的竞争能力。中国之前由于在软硬件系统方面投入不足，市场化能力不够，整体竞争力较弱。随着国家安全越来越得到证实，软硬件系统国产化需求上升，从而产生往产业链上游走到需求，而中国国产化的壁垒及巨大的市场也迫使国际大厂采取与国内厂商合作且受控的方式进入，对于国内厂商来说，这是一个开始利用市场及资金优势快速补全产业链的极好机会，有望快速缩小至 IT 系统方面的差距，这是 IT 产业发展必不可少的一步，同时也能够在产业链上获得更多的利益。如果能够抓住云计算、大数据方面的机会，则将获得系统及服务整体上极强的竞争优势。

行业估值及投资建议

目前计算机行业 2016 年估值整体偏高，除了极少数几个大票外，都高于 40x，中值在 75x。目前行业整体收入增速随着经济下滑而下滑，但是由于云计算、大数据、信息安全等细分市场快速增长；技术发展，主题热点多，事件催化剂多；另外并购成长路径依然有效，因此 2016 年看好云计算、人工智能、国产化、信息安全、智慧医疗、企业服务细分市场的投资机会。



4. 旅游行业一线上线整合和国企改革是两条主线

评级：推荐

行业基本面情况

今年以来旅游行业指数上涨 119.7%，大幅跑赢沪深 300 指数 114%，位列计算机之后排名涨幅第二，年中曾一度位居第一。主要是今年行业景气持续攀升，在整个宏观经济下滑的背景下，旅游消费热点不断，基本面显得较为难得；另外行业并购整合以及国企改革提供催化剂。

旅游产业是服务业，也是消费市场，不仅能够解决就业问题，也能够拉动居民消费。因此在传统经济下滑的大背景下，国家把旅游行业作为实现经济转型的战略行业之一，今年以来不断推出相关政策予以扶持，落实带薪休假制度，加大旅游投资，促进旅游消费。预计在政策的大力推动下，旅游产业有望快速发展，成为中国经济的促转型、调结构的重要驱动力。

人均可支配收入的不断有望持续提升刺激旅游需求的爆发。中国城镇居民人均可支配收入在达到 5000 美元左右，旅游消费升级将明显加快。各国对中国签证政策的放松，为出境游创造了便利的条件。一线城市和二三线城市，呈现出多层次的旅游消费特点。在线旅游渗透率提升、高铁通车，交通改善，为自由行、周边游、自驾游及特色休闲游创造条件。消费群体的年轻化，消费观念的变化，旅游消费越来越成为家庭休闲娱乐的刚需。2015 年中国出境旅游预计 1.2 亿人次，未来多年仍有望保持 15% 以上的增速。

旅游行业市场规模大，集中度低，龙头企业市场份额小，经营较为传统、初级。随着机制灵活民企上市后借助资本市场快速扩张，带动行业快速整合。OTA 与线下资源的结合，进一步打开市场空间，预计未来龙头公司的竞争将是线上线下、出发地和目的地等全方位的竞争，另外产业发展，文化传媒与旅游交叉融合越来越多，因此产业链上下游及横向服务产品的整合将是行业未来发展的方向。

旅游上市公司中国企较多，管理低效、机制落后。行业内民企的快速成长，市场对他们关注度提升，会对国企造成巨大的冲击。随着各地国企改革方案出台，政策的放松，传统国企有望转变机制，释放活力，实现国有资产保值增值。锦江股份、首旅酒店、华天酒店、云南旅游、大连圣亚等连续展开，预计其他国企，如中国国旅、桂林旅游、丽江旅游、岭南控股、中青旅等都有望加快，打破市场对他们一贯看法，从而形成业绩和估值双升的局面，但是这个需要一个个地根据公司具体情况把握。

行业估值及投资建议

旅游公司 2016 年估值，仅少数几个在 30x，中值在 58x，板块整体市值 3000 多亿元，对应行业前景及市场规模，仍有市值空间。2016 年看好行业整合，尤其是那个线上线下结合的龙头公司；业绩高成长确定的公司；市场化改革的国企。关注迪斯尼概念的阶段性机会。



5.非银金融行业—不良资产管理与供应链金融

评级：推荐

随着供给侧改革和国企改革的推进，金融在服务实体经济层面未来大有可为，资本市场层面：提高直接融资比例，提高国有资产证券化比例，新三板、战略新兴板和科创板有序推进，在混业经营的大趋势下，未来证券行业机遇与挑战并存。展望 2016 年，金融板块趋势性行情尚需根据市场情况来确定，在金融子行业，我们看好不良资产管理和供应链金融领域的投资机会。

不良资产管理

经济下行背景下，不良资产处置行业迎来商机，预计 16 年市场化投放规模在 1.5 万亿。当前我国经济下行压力仍大，预计不良资产的供给将进一步增加。不良资产处置行业具有高准入门槛、高资金要求、高专业能力和逆周期的特性，行业呈现寡头垄断的格局。不良资产处理行业是一个高杠杆和高盈利的行业，ROE 显著高于其他行业，不良资产管理主要有传统类、重组类和投资类业务三种模式。

供应链金融

供应链金融将产业链上下游企业作为一个整体，有机整合链条中的物流、商流和信息流，为供应链上下游的中小企业提供信用增级，融资担保，拓宽了中小企业的融资渠道。在经济下行的背景下，供应链金融是一种产业和金融结合的新生态，不仅是对产业提供了一种新的金融服务，更是对产业链条的整合与重塑。供应链金融运行具有聚合性、丰富性和自循环三种特性，到 2020 年，我国供应链金融的市场规模可达 15 万亿左右。看好平台类企业和垂直领域龙头企业的投资机会。

6.电力设备新能源行业—新兴为主，传统为辅

评级：谨慎推荐

申万电气设备行业指数 2015 年截止目前上涨 58.7%，涨幅在申万 28 个一级行业中排名第十，总体表现较好。与其他行业一样，板块内分化明显，传统以投资拉动的制造型标的（除转型与次新股外）涨幅落后，而新技术、新模式的如新能源汽车与充电桩、能源互联网、自动化（工业 4.0）相关标的涨幅明显。

我们认为，由于新兴产业个股在今年普遍涨幅较大，股价位置较高，明年 A 股整体不排除阶段性出现传统蓝筹的机会，投资拉动的电力设备个股也有跟随表现的机会，但空间相对有限，可以结合策略指标适时把握。但总体上的机会还是出现在新兴产业，对于个股的选择标准需要更加严格，分化会比较明显。方向上我们更看好新能源汽车和自动化。新能源汽车今年是 A 股市场最热门的板块之一，特别是下半年开始产销量持续超预期维持高位。但由于补贴的调整、大巴车需求的透支以及今年电池及材料环节产能的大规模投入，行业格局明年会有比较明显的变化趋势，强弱开始分化，寻找其中真正具有竞争力的标的（特别是在乘用车产业链上），将会有比较好的成长空



间。而自动化是工业升级的大趋势，由于行业整体的分散性，我们更看好市值相对较小的公司通过外延并购整合资源做大的方式，可以积极寻找相关标的。

7.医药行业—紧跟政策变化与模式创新

评级：谨慎推荐

申万生物医药指数截止目前上涨 56%，在 28 个一级行业中排名第十一，板块内个股涨幅中位数也在 60% 以上（有次新股因素），总体上表现已经较好。板块内子行业表现分化明显，由于控费因素影响下药品行业收入、利润增速下台阶，传统的制药白马公司特别是中药类公司涨幅落后，而未来发展趋势仍然明确向好的创新药、医疗服务、互联网、精准医疗等方向的个股普遍涨幅较大。

我们认为，一方面由于严格的控费政策仍在推进过程中，降低药占比成为长期趋势，而 CFDA 对于药品审批的政策收紧、大量申报被撤回，短期造成许多企业新的品种缺失，而其估值在牛市背景下也没有相应下降，因此明年仍然机会一般。而新模式、新技术方面，在今年“选赛道先于选赛马”的市场风格下，尽管这些方向有比较好的发展前景，但相关个股的估值都被推到高位，存在不同程度的泡沫化，因此在目前股价下明年可以确定性持有一年的标的可能不多。

综上，我们认为明年关注的焦点依然是创新、精准医疗、分级诊疗与民营医疗服务、医疗控费、互联网医疗等方向，目前看更合理的策略是：1) 新技术、新模式的方向上的优质龙头公司，这些公司估值可能较贵但是通过业务的拓展能不断有兑现，这样的公司在相对合理的价位买入持有；2) 紧跟政策和相关的行业性催化剂，阶段性的参与主题操作；3) 关注新出现的向这些方向转型的公司，以及市值较小、资本运作能力较强的公司。

8.电子行业—看好车联网、VR 以及新硬件主题

评级：推荐

汽车作为重要的生活场景和入口，车联网的时代已悄然来临，苹果、百度、腾讯、阿里等互联网巨头在积极介入车联网业务，目前其渗透率正逐渐上升。随着车联网商业模式的逐渐成熟及无人驾驶汽车进程的不断推进，车联网将成为“互联网+”最具有潜力的产业之一。根据 2014 年的数据，我国汽车保有量达到 1.54 亿，巨大的存量市场和新增消费为车联网的发展提供了巨大的潜在市场，假设 20% 的渗透率车联网未来也有超过 3000 万的用户。未来 3-5 年内，预计全球车联网市场规模将达到 3000 亿元，是不容错过的大蓝海。政策上根据工信部“互联网+”的指导意见，车联网 2015-2020 创新行动计划也将推出。预计 16 年 1 月初的美国 CES 展包括车联网、无人驾驶在内的智能汽车将是重大看点。



VR 已经成为互联网、电子巨头普遍参与，全民创业的最热门领域，仅已知的进入者就包括谷歌、微软、Oculus、三星、索尼、HTC，中国的暴风、蚁视、乐视等。而苹果、小米等绝不可能错过这次浪潮。与 VR 相关的产业链公司都会参与到这场浪潮之中，从手机、可穿戴、电视机到显示屏厂商，从视频网站、在线售票平台到电影院线，从影视娱乐公司、体育公司到游戏公司，从搜索公司、电商平台到软件公司和芯片公司，都不能错过这次新的互联网革命，会进行自己的布局，并不断合纵连横，而一系列创业者创客们的努力则为不同领域的巨头带来源源不断的活水，资本市场上则将发生一连串的并购和借壳。明年事件催化剂很多，如 Oculus Rift、Sony PS VR 发布消费者版本。

新硬件是电子行业永恒的主题。以人和人的互联为目的的智能硬件有希望成功，社交是互联网时代爆发力、粘性和商业价值的核心。智能硬件与互联网天生融合，整体规模大于整个手机市场，更多的小市场有利于国内公司。创业核心要素变成对市场快速反映能力以及快速服务能力，这是国内公司的优势。在未来五年，整个国内公司，这一波新智能硬件会超过在整个智能手机。互联网巨头和代工厂商合资方式会成为下一个趋势。

9.通信行业—看好大数据云计算主题

评级：推荐

2015年初至今，整个通信行业上涨58%（按流通市值加权），在所有板块中居第八位，同期上证综指上涨6.83%。行业整体市盈率（TTM_整体法）为54.9倍，高于全部A股19.35倍的平均估值，所有行业中位居第十位，低于计算机、传媒、电子。通信服务子行业2015年市盈率（TTM_整体法）为42.96倍，通信设备子行业为66.53倍。2015年前三季度，整个通信行业实现营业收入4933.80亿元，同比增长5.08%，归属于母公司的净利润为144.99亿元，同比增长10.44%。其中，通信服务子行业营业收入同比下降1.23%，归属于母公司的净利润同比下降10.94%；通信设备子行业营业收入同比增长17.10%，归属于母公司的净利润同比增长32.88%。通信行业总体净利润稳定增长，公司盈利能力持续改善。

2015年我们看好云计算及大数据板块的投资机会。云计算巨头亚马逊和阿里的云计算业务加速增长。亚马逊云计算部门（Amazon Web Services）2015年第三季度销售额增长至20.85亿美元，相比去年同期的11.69亿美元增长78%；运营利润为5.21亿美元，高于去年同期的9800万美元。2015年阿里云第三季度收入6.49亿元，比去年同期大幅增长128%，成为全球增速最快的云服务商。云计算及大数据为通信板块未来最具高增长弹性的子领域，相关上市公司现阶段的布局与资本实力将成为未来比拼的重要筹码。

经过多年的发展，IDC行业迎来了产业春天，一方面，受下游需求市场互联网行业和云计算的快速拉动大规模的产能扩张拉开帷幕，另一方面，作为基础设施的IDC向上支撑云计算，成为其打开全新发展空间的最重要原因。2014年中国IDC市场增长迅速，



市场规模达到372.2亿元人民币，同比增速达到41.8%。在过去六年，中国IDC市场复合增长率达到38.6%。未来三年IDC市场增速将稳定在30%以上。到2017年，中国IDC市场规模将超过900亿，增速将接近40%。2014年中国IDC市场的快速增长，主要来源于两大动力：一是互联网行业的快速发展，带动了一大批客户对数据中心的旺盛需求；二是云计算的全面发展催生了大量的IDC机房和带宽需求。“宽带中国”为IDC产业带来全新机遇加速向IAAS演进过程。数据存储和云化将带来IaaS服务需求的爆发，进一步加速IDC向IaaS的演进；而数据平台、运营将带来PaaS服务的需求，用数据来了解生产、进而精细管理为主要路径；最终，SaaS服务将进一步带来数据消费的价值，解决传统生产中的信息不对称等问题，甚至带来由需求驱动供给的改变。目前企业管理软件仍是SaaS服务的主要领域，To B的互联网业务在2015年得到了市场广泛的认可，随着技术的提升以及云服务厂商对行业的了解逐渐成熟，更多领域的SaaS服务将得到丰富，非企业管理型SaaS服务将占据一席之地。很多创业团队均已在此领域耕耘多年，在服务业、CRM、Call Center等子行业均有不错的产品和服务出现，创新的服务形式在不断地涌现并被市场认可。我们认为，传统的软件公司转型SaaS领域可谓困难重重，创新的项目将愈来愈多地成为资本市场的关注热点，或将成为2016年并购的主要方向之一。

10.机械—智能化主题深入演绎

评级：推荐

整体判断：

我国经济已经进入新常态，随着人口红利消失和重化工业末期，经济潜在增速趋势下移，目前实体经济仍处于寻底过程中，传统行业需求端弹性不大，供给侧改革将至关重要。

2016年，在宏观经济增长继续减速的背景下，机械行业需求维持低迷的概率较大，但随着供给侧或成本端改善，企业内行性的业绩下滑压力可能减弱，然而，企业寻求的增长方式仍以外延并购为主导。在IPO开闸、股票供给加大的背景下，企业的转型升级进入加速期。

十八届五中全会提出五大发展理念，其中，创新被列为首位，从中期来看，机械行业核心的投资机会在于寻找行业成长机会和企业创新精神结合的优秀企业。

重点方向：

《中国制造2025》出台，这指明了未来十年中国制造业转型升级的方向，其中工业4.0、核心设备国产化、信息技术是几大亮点。

智能制造持续演绎，中期没有天花板的行业，工业机器人需要优选标的，系统集成商竞争加剧，行业面临洗牌，软硬结合才能胜出，另外智能物流也显示出板块独特性。

服务机器人方兴未艾，还属于选赛道阶段，有望成为像PC一样的消费品，但行业兴起需要看到两个条件：国外产品爆款销售及国内商业模式成型。我国服务机器人市场目前80亿，有望3年3倍，看好其人工智能、语音识别等核心技术。

核心零部件的国产化和后市场，主要是高铁和核电，后续铁路设备板块的驱动因



素集中于两个方面：海外进展顺利带来估值的提升、以及动车组整车招标和零部件国产化加速。未来内陆核电重启及走向海外将为我国核电装备带来万亿市场，核电装备企业的高估值将被消化，并迎来一轮快速增长，核电后市场启动，将带来数倍于装备的市场。

- 1、智能制造/工业 4.0 方向，侧重于服务机器人、工厂级集成、物流自动化等细分领域；
- 2、铁路/汽车/核电后市场，其中，铁路后市场从装备到消耗品，汽车和核电后市场起步；
- 3、节能环保装备，中国在全球气候变化和碳排放控制领域成为关键角色和积极行动人；
- 4、结合供给侧改革，资产价值得到部分重估的无实际控制人的国有企业。

11.军工行业—改革推进叠加需求提升

评级：推荐

整体判断：

国防军工板块 2015 年走势呈“M”形，在无业绩支撑下，板块收益率完全反映在估值上，达历史最高水平。年度市场热点集中在军改、军民融合和国防信息化。我们认为军改和军民融合仍将是 2016 年板块主旋律，两者顺利推进有助于估值消化，板块平稳上升。

中央军委改革会议召开意味着我国军改大幕正式拉开，军品定价机制改革、科研院所改制、军工集团资产证券化、军民融合政策对军工板块上市公司将形成长期的利好，改革政策的逐步发布和落实也成为板块短期的催化剂。我们预计随着国企改革顶层设计“1+N”政策陆续出台，明年上半年将会有科研院所改制的政策陆续落地；重点关注航天科技、航天科工、电子科技等军工集团资产证券化带来的机会；军民融合被提升到国家战略的高度，将受到更多的重视和政策支持，我们关注军民融合带来的投资机会。

重点方向：

军事装备信息化加速。国防信息化建设是目前国防安全至关重要的因素。“十三五”规划提出“实施国家安全战略”，国家安全法等法规的出台，正式以法律角度保证我国国防安全 and 经济安全，国防信息安全领域投入将持续增加。

海军战略转型。近年来，我国周边地缘政治及安全形势日趋严峻，我国海军从近海走向远洋已是大势所趋。我们认为，未来 5-10 年我国海军将迎来造舰高峰，驱动海军装备产业快速发展。

空军装备升级。我国空军实力与美国等西方军事强国相比有很大差距，空军装备加速升级换代成为必然趋势。

军民融合：中国军用市场民参军占比仅为 30%，而美国的军费开支中民口企业大约占到一半左右，这一市场空间大 2500 亿美元。参照美国军费现状，假设中国国防开



支预算以每年 10% 的速率稳定增长，民参军占比提升至 50%，我国 2020 年民参军市场规模有望超过 7000 亿元。而且民参军是政策阻力最小的方向，有望以较快速度推进。

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。



附：东吴基金管理有限公司旗下产品

1. 东吴嘉禾优势精选混合型基金

基金类型：混合型基金
基金经理：王立立
基金代码：580001
基金托管人：中国工商银行

2. 东吴价值成长双动力股票型基金

基金类型：股票型基金
基金经理：戴斌
基金代码：580002
基金托管人：中国农业银行

3. 东吴行业轮动股票型基金

基金类型：股票型基金
基金经理：王立立
基金代码：580003
基金托管人：华夏银行

4. 东吴优信稳健债券型基金

基金类型：债券型基金
基金经理：杨庆定
基金代码：582001/582201
基金托管人：中国建设银行

5. 东吴增利债券型基金

基金类型：债券型基金
基金经理：王文华
基金代码：582002/582202
基金托管人：中信银行

6. 东吴进取策略灵活配置混合型基金

基金类型：混合型基金
基金经理：王立立
基金代码：580005
基金托管人：中国农业银行

7. 东吴新经济股票型基金

基金类型：股票型基金
基金经理：徐增
基金代码：580006
基金托管人：中国建设银行

8. 东吴新创业股票型基金

基金类型：股票型基金
基金经理：徐增
基金代码：580007
基金托管人：中国工商银行

9. 东吴货币市场基金

基金类型：货币型基金
基金经理：邵笛
基金代码：583001/ 583101
基金托管人：中国农业银行

10. 东吴中证新兴产业指数型基金

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



11. 东吴新产业精选股票型基金

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

12. 东吴深证 100 指数增强型基金

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

13. 东吴配置优化混合型基金

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

14. 东吴内需增长混合型基金

基金类型：混合型基金
基金经理：徐增
基金代码：580009
基金托管人：交通银行

15. 东吴阿尔法灵活配置混合型基金

基金类型：混合型基金
基金经理：王立立
基金代码：000531
基金托管人：农业银行

16. 东吴鼎利分级债券型基金

基金类型：债券型基金
基金经理：杨庆定、陈晨
基金代码：165807/165808/150120
基金托管人：交通银行

17. 东吴中证可转换债券指数分级基金

基金类型：债券型基金
基金经理：杨庆定
基金代码：165809 / 150164/150165
基金托管人：平安银行

18. 东吴移动互联灵活配置混合型基金

基金类型：混合型基金
基金经理：戴斌
基金代码：001323
基金托管人：平安银行

19. 东吴新趋势灵活配置混合型基金

基金类型：混合型基金
基金经理：戴斌
基金代码：001322
基金托管人：农业银行