



国海富兰克林

2014 年第二季度投资策略报告

一、宏观分析

2014 年 1 季度宏观经济组合完全符合之前年报的预期。通胀层面，由于猪肉价格自年初以来快速下降，加之非食品环比走势稳定，使得通胀同比迅速脱离 3% 的平台回落到 2 % 到 2.5% 之间。增长层面，我们在年报中曾判断短期内经济增速有压力，而这种压力已经被一季度前两个月的数据所印证。

展望 2014 年 2 季度，我们认为短期的增长水平可能不会再次出现显著下降，这意味着环比增速较一季度可能有所上升，同比水平可能较 1 季度持平甚至略有回升；通胀同比水平相对一季度可能有所上升，但上升幅度可能并不显著。

增长：我们此前提到，短期内房地产和基建相关的地方政府债务问题加之逐步走高的利率水平有可能压制短期的经济增速，这一情形在一季度已经印证，但在二季度可能出现反复。我们认为，稳增长政策出台的预期、房地产企业融资的放开、房地产限购的可能解除以及基建投资的小幅扩张，加上一季度利率水平的下降，可能会使得二季度经济增速企稳。具体来看，我们对三大需求的表现展望如下：

消费：2014 年前两个月累计消费名义同比下降 1.3 个百分点到 11.8%，其中房地产相关产业链消费增速下降幅度较大。从过去几年的消费序列来看，一季度同比较上年四季度都有较大程度的下降，而



今年的下降幅度似乎还不足以以往，因此难以判断消费意愿显著下降。

我们认为收入增速有所企稳使得消费在目前的水平上保持平稳的概率较大。当然，反腐继续压制三公消费，同时房地产产业链的消费情况随着房地产市场的波动也将有较大的不确定性。

投资：年初固定资产投资累计同比增速出现骤降，但实际上与2013年12月的当月数据相比有所回升，只是回升幅度与过去几年相比明显偏小。固定资产投资分项中，制造业、基建和房地产都有一定程度的下降。我们认为稳增长的着力点仍在于投资。随着房地产融资和限购的可能放开、基建投资的企稳回升，固定资产投资有可能出现反弹，反弹力度也依赖于货币增速的上升幅度。

出口：美国寒冷天气和新兴市场国家需求拖累了一季度的出口，同时人民币汇率波动区间的扩大也使得套利资金进入导致的虚假出口下降。展望二季度，寒冷天气的过去将不再压制美国经济，进而对中国的出口形成一定的提振；但新兴市场国家的景气度在QE退出节奏加快的背景下难以上升，将继续不利于中国出口。综合来看，出口增速可能略有回升，但回升力度并不强。

综合而言，二季度出现的情景可能是：消费平稳，投资反弹以及出口回升将使得二季度经济增速企稳，对应于资金层面则是货币增速的小幅扩张。

通胀：一季度比较显著的价格波动来自于猪肉，猪肉价格的迅速下降推低了CPI同比水平。展望二季度，由于猪粮比价已经接近历史底部区域，猪肉价格再度大幅下跌的概率较低，同时去年同期猪肉环比跌幅较大，所以猪肉分项将推高二季度CPI同比；另一方面，工业品价格近期的下跌走势对CPI的非食品项依然有一定程度的影响，同



时房地产市场景气度的下降也有助于降低非食品分项环比。综合而言，我们认为二季度 CPI 同比增速或有回升，但幅度不大。

债券市场：

利率：随着货币政策报告表述措辞的微小改变，以及资金面预期出现宽松，再加上经济增长下行预期强烈，利率市场的收益率水平年初以来出现了一定程度的下行。我们认为二季度利率市场或有调整，一方面，一旦稳增长政策出台改变短期增长的下行格局，必将对利率市场形成压制；另一方面，在稳增长的过程中，如果再度形成了宽信用、紧货币的情形，资金利率的上升也会对利率立场不利。庆幸的是，目前利率债估值尚不算高。

信用：一季度随着回购利率的逐步下降，信用市场收益率也出现回落。如前所述，我们依然担心在稳增长过程中出现资金价格抬升的情况，对高等级信用市场继续形成冲击。需要注意的是，在经济增速难有回升，企业盈利持续下降的背景下，低评级产业债收益率难言顶。

转债：年初以来正股市场的走势基本符合之前年报的判断，我们认为在目前这个位置指数水平依然尴尬，难有大幅推升转债市场转换价值的机会。考虑到转股溢价率不高，转债市场可能保持底部震荡格局，银行转债可能相对具有稳增长相关博弈机会。

二. 投资策略



一、经济增长进入下降周期，稳增长措施出台在即

展望二季度，随着房地产投资进入下降周期，宏观经济增速开始缓慢回落。在经济下降初期，失业率指标较为稳定，政府出台救助措施的紧迫性不高。但有些政策既可以稳定短期经济，也是中长期结构转变的方向，预计会在未来几个月陆续出台。这些政策包括：国有企业改革、环保投资、电网建设、智慧城市、新能源汽车、自贸区、棚户区改造等。货币政策可能做一定的微调，在考虑全年货币信贷增长总额的情况下，央行可以调整货币、信贷的月度分布，起到实质意义上的货币放松。采取相对灵活的汇率政策，阶段性的汇率贬值，以保持出口稳定。房地产政策也会有局部放松，比如在三四线城市放松限购等。

对比2008 - 2013年的历次稳增长措施，预计本次侧重点与2013年类似，以调结构实现稳增长。政策将尽量避免QE或刺激基建的方式，以免恶化经济结构和改革预期，也就是说“货币+地产+水泥”式的经济刺激或不会再有。

二、改革的有效性

政府主导的自上而下的改革，对于宏观经济的影响偏于中长期。“三中全会”描绘出的改革以完善市场经济体制为目标，着手于理顺政府与市场的关系，引入现代企业制度指导国有企业，明确财税体系改革向现代财政制度转变。其广度与深度都令人印象深刻，如果最终目标达成，中国的前景无疑是非常光明的。



在诸多改革内容中，国企改革是经济杠杆，自贸区是简政放权，属于“政府与市场关系”的核心内容。从进度观察，国企改革以引入战略投资者、实施股权激励、资产整合等为主要形式，企业基层和政府高层的动力十足，足以从微观上改变企业的治理结构。而各地政府对申报自贸区的热情，也体现了“改革竞赛”和土地红利的吸引力。改革的阻力则来自于既得利益部门，代价则体现在政府部门和债务杠杆上，波折难免。但总体来看，改革的方向和进展总体顺利，使得我们对未来的信心更加充足。

三、新经济与估值泡沫

中国经济转型的方向是确定的，以消费驱动和新技术为代表的“新经济”是未来的方向。特别是互联网，正在或已经深刻地影响了人们的生活方式，进一步影响了企业的存在逻辑和管理流程。从人与人的交流，到人与物的交流，再到物与物的交流，互联网的普及降低了摩擦成本，提高了生产效率。而在国内利益格局相对固化的僵局中，互联网颠覆式的创新改变许多垄断行业的竞争格局，提升了整个行业的竞争力。从某种程度来说，互联网带来的变革远比政府改革对微观经济的影响更大。

估值方面，“新经济”的估值无疑是昂贵的，创业板指 1570 点是市盈率（TTM）70 倍，处于 A 股历史估值的极限区域。但另一方面，在任何经济和市场周期中，代表着这个时代领先科技和行业的公司的估值永远是贵的，一如当年美国铁路、航空、汽车行业。估值并非不可逾越的因素，但国内 A 股市场的问题是缺乏具有代表性的公司，



比如在互联网的某个具体领域市占率靠前的企业，而大部分是概念股和映射股。其业绩增长的持续性与高估值难相匹配。随着业绩报告的陆续披露，预计个股间会出现明显的走势分化，而作为新经济代表的创业板和中小板，也难以获得持续的超额收益。

四、旧经济与估值陷阱

以投资产业链为代表的“旧经济”，仍然存在恶化的可能性，在“房地产 - 影子银行 - 地方融资 - 利率 - 房地产”的嵌套循环中，利率市场化和房地产是两大风险点。但考虑到房地产政策放松的空间较大，以及政府在资产端掌握大量的国有企业和土地储备，完全可以通过出售资产或放松政策的方式完成风险平滑。我们判断不会出现系统性风险，蓝筹股当前的估值水平具备足够的安全性。在存量博弈的背景下，因机构配置比例低，改革或事件刺激性下的个股脉冲式反弹或将不断，但在经济增长平稳和转型方向不变的背景下，难有成规模的趋势性机会。

五、股票市场的结构判断

考虑到基本面与风险偏好的趋势，我们判断二季度市场大体处于下行通道中。成长股在供给和高估值制约下短期有压力，难现 13 年一路绝尘的成片机会，更多是点状机会；传统蓝筹的机会来自于“转型”和“主题”，足够安全但无趋势性机会。整体指数虽波动区间不大，但赚钱效应对比 2013 年却要弱的多。在估值较为合理的板块中，我们相对看好电气设备、节能环保、军工、调味品、互联网彩票、LED、



冷链、智能汽车等行业，同时看好进入反转前期阶段的地产和白酒。

三 . 行业分析

金融业

银行业

一季度银行业整体经营层面仍继续面临来自利率市场化和互联网金融双重冲击下的息差收窄压力,但三月以来监管层面对互联网金融监管措施的加强似乎让行业获得了些许喘气的机会。但我们认为本轮依赖互联网所拉动的货币市场基金对存款的替代潮流将显著拉高银行的经营成本。

贷款方面,年初以来贷款增量超出市场预期,或许也是资金层面出现宽松态势的重要原因之一。但贷款投向的分布仍不均衡,行业整体面临资产配置的调整压力。尤其是一些中小银行,通过过去数年的积累,资产在房地产相关及政府基建等行业的配置过重,未来转型压力不小。

展望二季度,我们认为行业除了来自存款成本上升和贷款投向必须转型的压力外,今年资产质量端的压力也较往年更重。尤其是监管层



面对表外资产的治理节奏将显著影响资产质量在报表端的反映速度。好在银行板块的估值始终在很低的水平,在某种程度上已经或多或少反映了资产质量恶化的预期。

证券业和保险业

一季度证券板块在互联网企业与某券商合作的事件刺激下部分个股走出了一波网络概念行情。但现实状况是合作的基础来自于对传统经纪业务佣金率的大幅下调,从一定程度上对证券板块整体造成不小的冲击。这一冲击将导致行业在近 2 年维持了万八佣金率的水平之后将面临佣金率大幅下降一个台阶的困境。未来行业的转型和对创新业务的探索将决定行业整体的估值水平和投资方向。

保险行业今年以来整体的保费收入,无论是银保渠道还是个险保费收入,都交出了超出市场预期成绩单。这一现象或许意味着保险公司在经过两年的保单结构调整后终于从底部开始复苏。保监会近年来对保险投资范围的逐步放松也可能带来未来保险公司投资收益率的上升,因此我们认为保险行业的基本面已触底并出现了复苏迹象,但复苏的力度仍有很大不确定性。同时,行业整体也面临传统的代理人模式下增员乏力的困境。

房地产业



房地产基本面处于繁荣周期末端,销量下滑,降价信号出现. 2013年以来,库存去化时间呈上行趋势,按揭贷款额度从紧,利率市场化加速,融资成本高企. 我们认为,基本面从周期高点回调是大概率事件,调整的启动将会在各城市间分化,潜在供应大,供需不均衡的板块将率先启动,高基数以及面临的信贷环境趋紧将导致行业增速放缓.

估值来看,大市值地产股 NAV 在 40-50%折价区间,14 年 PB 分别为 0.8X 和 5X,处于低位. 我们认为,板块在 2014 年不具备重估的条件,但多数利空已于股价中反映,房价的回调及融资的放开将带来地产股估值修复行情.

化工行业

2014 年以来,国内外的经济低迷,化工行业的需求不旺,虽然春节过后进入旺季,有一个补库存的行情,化工指数略微跑赢大盘,但整体的需求回暖低于预期,表现不理想,后面还要看子行业和个股.

勘探开采和炼油

受地缘政治和需求减弱的双重制约,国际油价高位盘整,勘探开采板块维持高盈利. 由于全球经济疲弱,石油需求减弱,预计国际油价继续保持震荡格局. 该板块今年最大的看点在于国企改革和海外油气并购.



以两桶油为首的国有企业今年在改革方面将有大大动作，在勘探开采、管输、炼油、销售等领域引入民营或外资，两桶油本身将：1、获得资金，降低负债；2、各板块资产价值重估；3、进入民营资本，提升管理效率，对于民企来说，也是很好的机会，两桶油的销售网络非常强大，除了成品油销售外，非油业务还有很大的潜力，如果能利用好，是一个很不错的机会；管输虽然投资大，但回报稳定；勘探开采更是利润很丰厚的业务，相关的民营油服公司有望受益，特别是新疆地区。

海外油气并购这块，从去年开始，不少中国的民营企业走出国门，获取海外油气资源，主要位于北美、中亚，从初步的情况来看，盈利很好，各企业未来还将持续并购，业绩或将长期高增长，值得关注。

化工

由于前几年产能扩张过快，需求增速放缓，进口替代基本结束，国内大宗化学品产能过剩，很难有大的机会。明年的投资机会将集中于精细化工和新材料等细分领域；环保趋紧导致落后产能淘汰，供需结构改善的子行业也值得关注。另外，国企改革相关股票也值得关注。具体来讲，中间体定制行业、电子化学品、聚氨酯、新材料等行业具有长期投资价值，建议继续持有。氨纶由于新增产能很少，供需偏紧，景气度出于上升阶段，建议买入，农药等下游需求刚性、环保因素导致供给收缩，建议择机买入。



零售行业

商贸行业——2014 年第二季度零售行业的投资机会仍然来自于 国企改革相关个股和其他业务

从我们长期跟踪的 50 家重点零售企业和百家重点零售企业月度数据来看，整个零售行业的基本面还处于比较弱的状态，行业收入增速基本维持在 0 - 10% 之间，甚至 50 家重点零售公司的老门店同店增长都处于非常低的区间。从不同商品品类来讲，不论是服装、化妆品，还是食品，都维持低速增长，传统连锁百货公司通过深度联营、自营、自有品牌销售，都是个非常漫长的业态变迁的过程，中短期内看不到趋势的拐点。我们认为中国高企的渠道费用，使得百货店最终主动或者被动销售的商品性价比都是相对低的，因此消费者去寻找更好的销售渠道，比如电子商务。而因为超市门店的标准化生活用品、包装食品等也更容易被电商渠道所取代，而这些也是超市门店毛利率比较高的品类，未来的连锁超市能存活的是生鲜等对新鲜度要求更高的品类，但毛利率相对较低，长期看来连锁超市行业暂时也看不到太大的发展空间。

基于对行业基本面的判断，我们判断整体零售行业还是没有大的行业基本面驱动的投资机会，更多的是主题性驱动的机会。但考虑到过往已经炒作过 O2O、民营银行、移动转售、国企改革等主题，我们认为第二季度更多的主题机会仍然是来自国企改革，毕竟，零售公司唯一值钱是自有物业，如果国企改革能有实质性推进，还是能提升自有物业的转售价值，最终提升零售公司的主题性投资机会。从国企改革



革的区域来判断，我们更看好上海、京津冀等地区。

家电行业

家电行业的增长面临的约束是城镇保有量高,需求来自更新换代,农村保有量也到了 60 台/百户的阶段,增速明显放缓. 我们认为需求的再次爆发将来自于颠覆性产品所带来的存量更新的爆发,但今年市场不会有类似产品出现. 目前市场关注度较高的所谓智能家电,只是微创新,并不会给家电企业带来大的业绩弹性.今年趋势是类似的微创新,例如远程遥控,冰箱食品识别等将成为家电产品的标配,因此我们更看好弹性更大的配件生产厂商,如传感器等.

IT 行业

通信行业

1 季度,通信行业中专网通信板块和兼并重组公司股价有较好表现,公网通信板块受 4G 牌照发放后利好兑现表现不佳.

2 季度,我们认为通信板块业绩表现仍有压力,对板块投资机会持保守态度,转型公司投资机会值得关注.我们建议:1)关注通过外延并购实现转型的公司;2)行业需求层面有驱动力带来业绩复苏,



具有安全边际的公司。

电子行业

1 季度，申万电子指数上涨 1.27%，位居申万行业指数涨幅榜前列。电子行业投资以追逐热点为主，传统消费电子白马股票短期表现不佳，汽车电子和智能家居概念股收益显著，LED、半导体板块亦有不错表现。

2 季度，我们看好以下几点投资机会：1) LED 照明行业需求高景气，全年板块个股表现会分化，看好龙头公司；2) 智能手机行业增速高点已过，4G 手机和苹果新品推出会带来拖尾效应，2 季度下旬进入消费电子供应链准备期，看好确定受益与本轮局部创新，具有安全边际的公司股价反弹。

计算机行业

1 季度，计算机行业政策热点频出，信息安全和信息化小组成立标志着中央政府对未来信息产业的高度重视，两会后最新出台的《国家新型城镇化规划 2014 - 2020》对城市信息化领域做了明确要求。回顾 1 季度，信息安全、智慧城市板块和次新股表现较好，安防设备板块表现不佳。

2 季度，我们看好以下三条主线带来的投资机会：1) 需求高景气的智慧城市主线，看好资金充沛、具有运营能力的相关公司；2) 技术升级和进口替代主线，看好信息安全龙头公司和具备进口替代能力的公司；3) 云计算和互联网转型主线，看好技术能力得到验证，有大量在手数据可以变现的相关公司。



传媒互联网行业

腾讯、阿里、百度为代表的互联网大佬正在从线上冲向线下，传统行业，不管是金融、教育、零售餐饮等都面临挑战，能否建立护城河是关键。今年互联网领域，已经有高德、大众点评、京东陆续站队，相信未来还有更多的非互联网公司站队。今年彩票，金融等主题是最先启动的一波。未来我们能看更多企业更加坚定的拥抱互联网。另外，今年客厅电视屏的争夺将异常火热，无论是 BAT，视频网站，还是体制内传媒公司都虎视眈眈，我们看好在牌照，内容，终端，渠道和资金上都布局完善的企业。另外客厅用户的争夺，也必将提升优质视频内容生产商的价值，我们认为具备优质内容生产能力的企业具备配置价值。

汽车行业

2014 年 1 - 2 月，汽车累计销量达到 375.3 万辆，累计同比增长 10.7%，保持了两位数以上的增长。其中，乘用车销量 315.9 万辆，同比增长 11.3%，SUV 增速仍然较快，达到了 50.3%。1 - 2 月商用车销量 59.4 万辆，累计同比增长 7.6%，其中大中型客车累计同比下滑。卡车从持续反弹，重卡 2 月增速接近 40%。

乘用车：2014 年 1 - 2 月乘用车保持较快增长，销量 315.9 万辆，同比增长 11.3%。与上年同期相比，SUV 产销增速均超过 50%，增速较快。2014 年是 SUV 新车型投放数量较多的一年，但是从目前



的情况看，单车型 SUV 的销量仍然在增长，意味着 SUV 并没有出现过大的竞争压力，供给带动需求的逻辑仍然成立。小型 SUV 是 2014 年的重点，但是单车盈利能力会低于紧凑型 SUV。MPV 可能是下一个快速增长点，由于家用 MPV 市场并没有合适的产品推出，因此过去几年 MPV 的发展仅依赖商务型 MPV 的增长。但是随着家庭成员数量的增长，家用型 MPV 的需求将可能出现快速增长，2014 年 1 - 2 月 MPV 累计同比增速达到了 83.7%，值得密切关注。2014 年 1 - 2 月，自主品牌乘用车销量 121.3 万辆，同比下降 1%，市占率较 2013 年下降 4.8 个百分点，至 38.4%，未来前景不容乐观。2014 年合资品牌的产能利用率超过 100%，2015 年开始产能投放力度较大。此外，2015 年，国家油耗标准要求车企平均油耗下降到 6.9 升以下，不少企业面临压力。新能源汽车成为市场热点，特斯拉掀起的电动车热潮引爆了中国车市和股市。一些电动车龙头企业被爆炒，主题投资成为阶段热点，但是需要警惕相关风险。新能源汽车上游如锂电池、充电设备等企业有望显著受益，实现大幅增长。

商用车 2013 年 1 - 2 月商用车产销分别完成 64 万辆和 59 万辆，分别比上年同期增长 9.2% 和 7.6%。在商用车品种中，半挂牵引车产销增速分别为 41.9% 和 43.8%。客车和货车均小幅增长。展望 2014 年，商用车的机会主要在于客车行业，其中主要来自于新能源公交车带来的盈利弹性。国家公告了 28 个城市进入了第一批新能源汽车试点城市，在 2015 年前销售 25 万辆新能源汽车，其中公共领域 15 万辆。第二批试点城市也已经公告，前两批总计约有 33 万辆。由此将带来新能源公交车的大幅增长。在此技术领域领先的公司将有望率先



受益。

零部件：除了少数具有技术、成本、客户等核心竞争优势的企业外，大部分企业在产业链中处于不利低位。我们将重点关注具有核心技术优势的零部件企业。

经销商：2014 年经销商的盈利状况一方面将由行业的需求决定，目前来看，终端需求大幅好于 2013 年的可能性不大。另一方面，厂商的销量目前也决定了经销商的盈利状况和整个价格体系的稳定。

综合来看，我们将深入挖掘公司的核心竞争力，紧密跟踪行业及公司数据，优选具有合理风险收益比的汽车企业。

农林牧渔行业

今年以来受生猪价格不断走低,养殖户深度亏损的影响,农业板块整体表现不佳,尤其是畜禽养殖/饲料/动保等受养殖效益影响大的子行业在一季度调整较大。可预期龙头企业在二季度将大范围的出现季报业绩低于市场预期的现象。

展望二季度,我们认为养殖效益缺乏大幅改善的可能,但对行业配置来说,可能出现布局该行业的较佳时机。首先,养殖行业尤其是畜禽养殖具有典型的价格周期特征,在亏损周期之中必然带来去产能的结果,供需格局的改变也将最终带来畜禽产品价格的反弹或反转,因此对



投资者来说,在周期底部反而提供了股票配置的好时机,这也就是我们通常所说的逆向投资。另外农业行业投资的大逻辑是龙头企业市场集中度的提升,周期的低谷恰恰会加速这一整合过程。

因此在二季度,我们将积极关注畜禽养殖/饲料/动保等子板块。

医药行业

2014 年以来医药行业涨幅有限,但个股表现波澜壮阔。导致这种情况的主要原因是目前股市是存量资金的博弈,所以各种主题投资满天飞,而大市值的股票难有表现。截至到 3 月 36 日,医药指数上涨 1.27%,同期沪深 300 指数下跌 5.64%,跑赢大盘 6.9 个百分点。

今年投资主线是:医疗服务和医疗器械。医疗服务领域供需矛盾突出、原有体制运转效率低下,随着医改深入,未来市场空间非常大。我们认为医疗服务的成长途径:1)收购公立医院改制;2)专科连锁;3)高端医院;4)参与医院供应链管理。医疗器械行业特点是子行业众多,规模不大,技术差异大,所以并购是医疗器械行业发展的重要途径。

中药降价悬而未决。发改委已对外宣布,正在积极推进中药最高零售价调整的前期准备工作,市场预期会在 5 月份正式推出。如



果真这样，我们认为制约中药股上涨的一个重要因素将消除，但我们也要有充分的思想准备，时间会向后拖。基药的机会部分和中药降价有关，因为目前来看基药市场的主要看点仍然是中药独家品种。所以中药降价政策的推出对基药市场的机会发展也会有一定程度的影响。

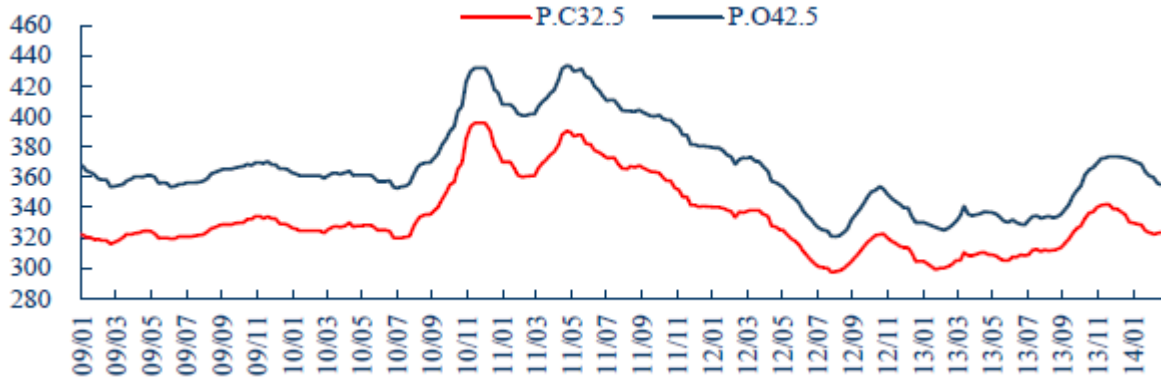
医药行业中近期市值较小的股票涨幅巨大，而大股票表现较差。市场会不会出现相反的动向，我认为一定会发生，但是判断时间点有难度。因为如果经济依然难有起色，那成长股将会回到大众的投资视野中。

在选股方面，需要在估值、增长、发展前景三方面进行权衡。个股表现分化是必然的，我们将一如既往寻找具有长期增长潜力的公司。

建筑材料行业：

水泥行业：一季度是传统的水泥需求淡季，受需求因素和天气因素影响，水泥价格从去年四季度高位有所回调，水泥板块亦有所调整，展望二季度，我们认为水泥行业有望迎来阶段性的投资机会，原因如下：其一，水泥行业将进入传统旺季，随着需求逐渐回升以及库存的下降，水泥行业基本面有望企稳回升。其二，随着《国家新型城镇化规划 2014-2020》出台以及国务院常务会议重提“稳增长”，这一预期有望推动水泥股估值修复。

图表1: 全国主要品种的水泥均价 (周数据) (单位: 元/吨)



资料来源: 数字水泥网, 国海富兰克林研究分析部

玻璃行业: 一季度玻璃市场需求偏弱, 整体市场交投平淡, 玻璃价格持续走低, 展望二季度, 我们对平板玻璃行业景气度持谨慎的态度, 产品价格将继续围绕盈亏平衡点波动, 企业盈利难有大的起色, 给予行业中性的投资评级。

图表2: 全国主要品种的浮法玻璃均价走势 (周数据) (单位: 元/重量箱)



资料来源: 国海富兰克林研究分析部



建筑和工程行业

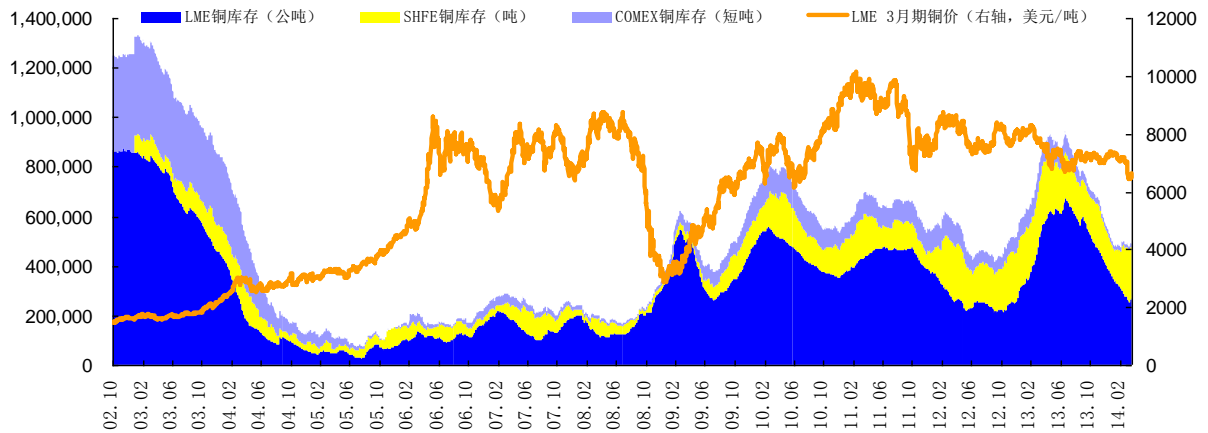
展望 2014 年二季度，我们认为行业的投资机会将会集中在以下几个细分领域：1) 装饰工程：我们认为装饰行业市场容量大并持续增长，同时受投标门槛、品牌效应、资金实力等因素的影响，行业整合仍在推进，集中度提升的趋势明显。同时在 2014 年一季度，多家装饰企业在探索互联网模式下的业务创新，我们认为业务模式的创新有望给行业龙头企业带来新的发展机遇，整体上我们给予行业增持建议，建议关注行业龙头企业。2) 园林工程：园林景观工程有望受益于国家生态文明建设，市场前景看好，给予行业增持建议。3) 2013 年 3 月以来，多数新型煤化工项目获国家发改委“路条”，2014 年这些项目有望陆续进入招标和开工建设的环节，行业投资有望保持较高的景气度。我们建议遴选在煤炭液化/煤制天然气/煤制烯烃/煤制乙二醇/煤制芳烃方面具有技术优势的工程公司的投资机会。

有色金属行业

价格方面：纵观 2014 年一季度金属市场的价格表现，受美联储 QE 政策逐步退出以及中国经济增长放缓、地产销售偏弱、信用违约事件显露等因素多重影响，以铜和铁矿石为代表的大宗商品价格出现大幅下跌，工业金属的龙头铜的价格从 7400 美元/吨的年初高位最低回落至 6320 美元/吨的附近震荡，铝铅锌价格亦逐渐走低，金属镍和

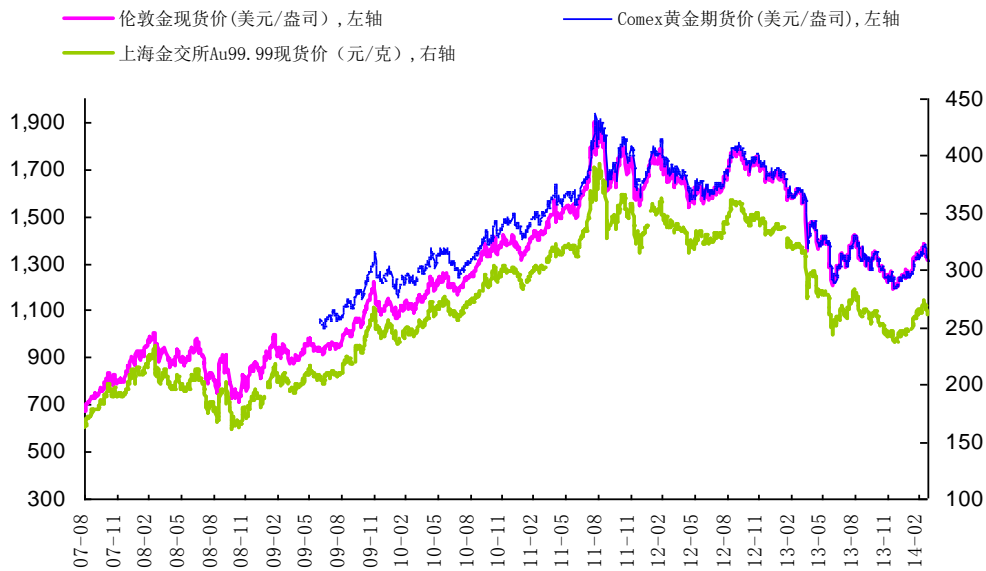
锡受供给端收缩预期影响表现则相对坚挺。贵金属黄金价格受地缘政治危机等事件影响有所反弹；小金属方面，主要品种稀土受国内外需求不振，整合政策预期消退影响，其主要产品价格如轻稀土氧化物以及中重稀土价格总体上都有所走弱。

图表3: LME 铜价和全球交易所库存情况



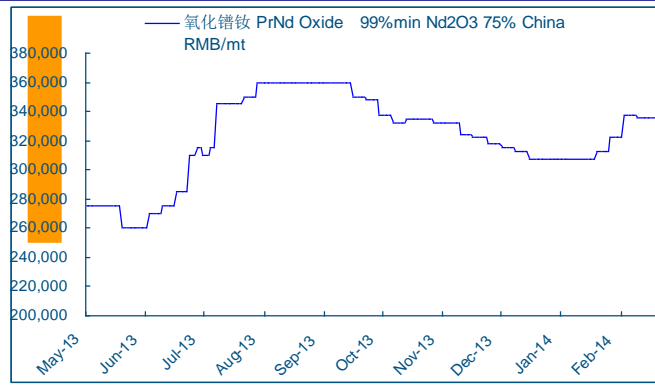
资料来源: Bloomberg, 国海富兰克林研究分析部

图表4: 全球黄金价格走势



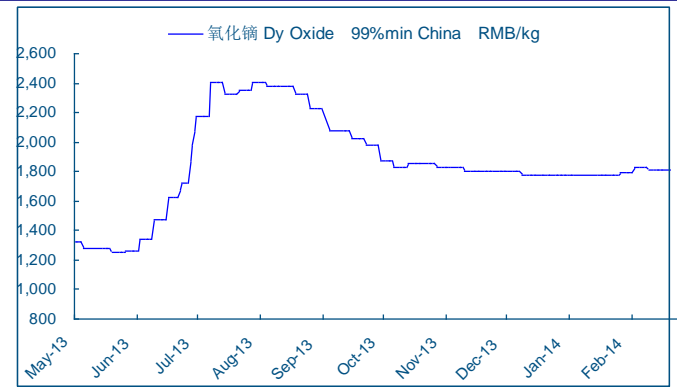
资料来源: Bloomberg, 国海富兰克林研究分析部

图表5: 氧化镨钕的价格走势



资料来源: 国海富兰克林研究分析部

图表6: 重稀土氧化镝的价格走势



资料来源: 国海富兰克林研究分析部

工业金属库存方面：各种金属品种库存走势出现一定分化。铜：从全球交易所库存水平看，没有太大的变化，但我们注意到，LME 库存出现了较为快速的下降而 SHFE 铜库存水平则出现了快速的上升。铝：全球铝库存总体一直处在高位。铅锌：全球铅锌库存较年初略有下降，但绝对水平仍不低。镍：全球交易所镍库存特别是伦敦交易所的镍库存则继续大幅走高，锡：全球交易所锡库存则与年初相比继续回落。总体看，从库存角度看工业金属总体需求在 2014 年一季度除金属锡外没有出现明显的复苏。

供需关系方面：目前工业金属供需关系方面铜从供需松平衡向供需略过剩方面演变、金属锡出现供需紧平衡的迹象，铝铅锌镍则仍处在供给过剩的状态。

展望 2014 年二季度，我们看好的投资品种和建议采取的投资策略归纳如下：1) 看好金属新材料子行业，重点是稀土永磁材料子行业和锂电池材料行业，给予行业增持的投资建议。2) 在美国 QE 逐步退出、金属价格去金融属性、中国对大宗商品需求放缓的大背景下，



黄金和工业金属板块总体上缺乏趋势性的投资机会，给予行业中性的投资建议。但鉴于锡金属供需关系可能出现的变化，板块可能存在阶段性的投资机会。

公共事业

电力：

一季度煤价的进一步下跌，提升了二季度火电板块盈利能力，但越是在这样的情况下，下调上网电价的阴影越浓重，压制火电板块估值上行和未来盈利改善的想象空间。随着市场对低价股、优先股、国企改革等板块的关注，电力板块整体关注度在提升，尤其是在目前创业板估值高高在上的阶段，电力企业的估值有一定优势，尤其是水电板块。但只要价格改革没有完成，火电板块的盈利情况就很难持续和稳定，另外，环保政策的趋严又抬高了火电企业的运营成本，这样的背景下很难出现较大的投资机会，给予中性评级，继续关注。

燃气：

天然气在能源结构中的占比逐步增加是大趋势，未来相关企业随天然气使用量的增长，业绩也将逐步增长，但毛利率应该会保持稳定，因为目前的价格体系下处于中下游分销的燃气公司没有定价能力。目前板块整体估值在 25 倍左右，考虑到大多数公司重资产、长投资周期以及受上游价格调整的影响较大，基本合理，给予持有评级，建议寻找个股输气量高增长的机会。



电力设备行业

我们建议继续超配电力设备行业。

从电网投资看，全年特高压和配电投资机会较为确定，我们看好这两个方向的输配电投资机会。短期内，市场受到电力改革部分争议的影响；但我们认为电力改革过程较长，将从较为容易的电力市场交易开始，短期内不至于影响电网投资计划。特高压投资争论逐步落地，投资重启是大概率事件，我们也能看到相关项目的审批正在加快。配电则受益于城镇化和智能电网的推动，投资启动较为明确。

电源方面，我们看好风电、核电和光伏行业的投资机会。上述三个领域行业景气均在好转：风电-需求增长超预期，而行业供应结构改善；核电-新项目投资预计将重启；光伏-行业景气继续回升。

环保工程及服务行业

生活垃圾处理：长期看该板块的高增长可延续，短期看 14 年订单饱满整体业绩也将继续高增长，但需要注意的是，从十二五规划的完成程度分析，预计截止到 13 年底投产项目已经接近规划的一半且大部分发生在 13 年，剩余的项目订单经过业内两年激烈的跑马圈地也大部分被圈占，中期需警惕 15、16 年可能出现的订单增速下滑风险和大批项目进入运营初期的盈利风险。二季度市场关注重点从两会转移到个股层面，建议积极关注相关公司的收购兼并机会。



污水治理：作为目前治理资金来源和盈利模式最成熟的子板块，十二五前三年因为投资主体是市政部门，牵涉换届因素且提前完成的积极性不高，投资完成度较低。如果要完成十二五规划，14、15年投资有望高速增长。考虑到目前环保板块整体估值出现调整的现状和污水板块稳定的盈利状况，二季度建议重点关注增长模式较好或者业绩弹性较大的公司。

大气治理：今年是大气治理投产的高峰，一季报估计会有不错的表现，但15年投资增速有下滑风险，因为一方面按照规划本来就会在14年达到高峰并回落，另一方面后续治霾措施可能更多在于能源结构调整和非电力领域，部分治理是通过减少产能而非多上设备的方式来实现，未来随着工程类企业盈利波动性加剧以及雾霾的刺激越来越弱，估值可能被压制，二季度开始重点关注运营类企业的确定性增长和外延式扩张。

除了上述传统的水、气、固废治理领域外，还应关注危废处理、农村污染治理、生活垃圾清运回收、土壤修复、餐厨垃圾、污泥处理等领域。危废行业目前还处在成长初期，整体弹性较大，未来的运营体量理论上可与生活垃圾焚烧媲美。土壤修复、餐厨垃圾、污泥等领域处于起步阶段，前景广阔，但目前盈利模式并不十分清晰，建议关注盈利模式的成熟和政策刺激。

铁路设备行业

2014年计划铁路设备投资增长11%，资金来源暂不用担心

2014年，铁路机车车辆装备购置总投资计划为1200亿，同比增



长 11%（13 年为 1070 亿），首轮招标最快将于 4 月启动。

资金来源除了银行贷款外，未来可能通过成立铁路投资基金引入民间资本，以及通过开发铁路沿线的土地“以地养铁”。资金来源问题暂不用担心。

铁路投资增速加快，车辆采购进入高峰期

2014 年一季度发改委批准 5 条铁路线路，共 1424 亿铁路投资，高于历年同期。2014 年计划新线投产 6600 公里，比 13 年实际投产 5586 公里增长 18%。随着新线运营，对车辆采购的需求增速至少维持在 10-15%，才能满足新线正常运营。

订单显示需求复苏明显，城轨和出口两块业务可能成为新增长点

一季度，中国南车公告重大合同 208 亿元，包括机车、内燃动车组、城轨地铁车辆、低地板储能式无轨电车等销售合同，以及货车及客车的维修合同；中国北车累计公告重大合同 236 亿元，包括货车、城轨地铁车辆、特种铁路车辆等销售合同。

从我国最大的两家铁路设备公司——中国南车、中国北车的订单数量来看，订单额高于去年同期，相当于各自公司全年收入的 20-25%，说明铁路设备需求复苏。从订单结构上看，未来增长点主要在地铁城轨和出口业务。

维持铁路设备板块“推荐”评级

铁路车辆采购计划和下游铁路新线增长基本吻合，未来增速 10-15%。维持铁路设备板块“推荐”评级。

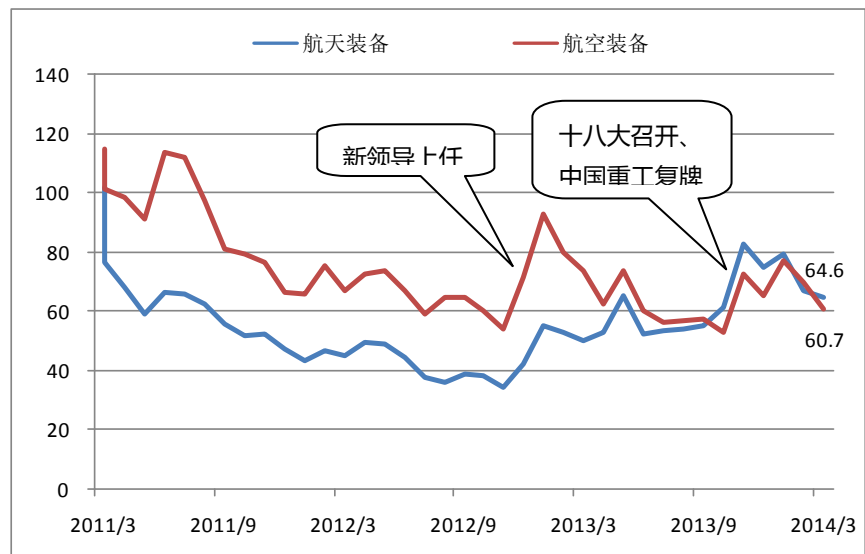
军工行业

板块估值处于一年来低位

新一届领导层上任以来，外交政策上的强硬态度以及对于国防领域的重视程度高于前任领导，未来5年军费投入将维持稳健增长。市场对于军工板块，特别是航空装备子板块的预期有明显变化。

从估值上看，军工板块受事件性因素影响较大。目前属于事件真空期，板块估值处于近两年来低位。

图：军工子板块市盈率



数据来源：WIND

二季度板块刺激因素仍较多

潜在政策和事件包括周边局势的不确定性、军品总装类资产注入可能推进、发动机重大专项的出台、低空空域管理方案出台、军工科研院所改制相关政策出台等，都可能对板块形成不同程度的刺激。

投资三条主线

军工行业基本面随军费投入的稳健增长有望持续向好，板块投资关注三条主线：一是资本运作主线，包括科研院所改制注入预期提升带来的投资机会，以及国企改革带来的投资机会；二是基本面主线，



航空设备及配件制造类企业基本面将迎来明显改善；三是外延式扩张主线，包括卫星及通航产业链。此外，随军民结合的逐步推进，民参军企业将迎来显著的估值提升机会。维持军工板块“推荐”评级。

食品饮料行业：

食品饮料行业：2014 年第二季度大众品优于白酒

食品饮料行业 2014 年一季度提前启动白酒板块的估值修复行业，而过年早是大众品的小年，也压制了大众品的表现。

展望 2014 年第二季度，我们相对更看好优质的大众品龙头，经历了 2013 年第四季度和 2014 年第一季度连续两个季度的调整，很多优质的大众品龙头 2014 年动态 PE 在 20 倍左右，我们认为已然有较高的安全边际。而白酒行业二三季度进入淡季，龙头公司茅台要寻找全年的量价平衡点，一批价继续往上走的概率低，也会使得整体白酒公司的投资机会较少。

白酒行业：2014 年全年仍将处于探底寻底过程，第二季度白酒行业进入传统淡季，行业风向标茅台要寻求量价平衡点

白酒经过 2005 - 2011 年的高速发展期，产能明显过剩，伴随着塑化剂、政府去三公消费，整个白酒行业也需要去产能和去泡沫。目



前判断行业最差的时候应该已经过去，部分高端品牌已经寻找到相对的产品价格底，期待能在这个价格带相对缓慢放量。而次高端的直接缺失，使得白酒企业都集中在 100 元左右的价格带，而这个价格带还将进行惨烈的竞争和费用投放。

从细分价格带来看，500 元以上的高端白酒市场空间天花板已然看到 基本上就是 3 万吨 未来也是伴随富裕人群的消费而缓慢增长，其中茅台五粮液的市场占有率已经提高到 80% 左右。我们认为茅台一批价稳定在 850 - 950 元之间波动，消费量每年有 5 - 10% 的缓慢增长，带来业绩增速区间也是在 5 - 10% 之间。2014 年考虑到 2013 年有 3000 吨的计划外招商还有 1000 吨的缺口，二三季度公司可能会启动再一次的 999 招商动作，压低一批价的表现。而五粮液 2014 年要考验公司精确把握区域一批价和投放量，从而维护一批价略微上涨，我们认为需要时间去观察。泸州老窖对 1573 采取直接降价的措施，但能否在抢回部分 1573 的市场份额，我们持谨慎态度。

100 元左右的中低端白酒还是大众消费的主流价格带，城镇化率的提高，伴随人均收入提升之后的自然消费升级，都将使得这个价位的市场蛋糕让能保持正增长。但 2014 年需要面临的是地方白酒龙头和全国性白酒巨头的激烈竞争，因为全国性白酒龙头也要去抢夺这个还能有增长的细分市场，我们现在还暂时不能明确判断出谁能明确胜出。

2014 年二季度大众品行业投资机会：

展望 2014 年第二季度，我们相对更看好优质的大众品龙头，经历了 2013 年第四季度和 2014 年第一季度连续两个季度的调整，很多



优质的大众品龙头 2014 年动态 PE 在 20 倍左右，我们认为已然有较高的安全边际。而乳制品的原奶成本压力已经慢慢减弱，猪肉价格也在低位盘整并不断探出底部，我们认为对龙头公司都是有利，等待的是一季度业绩的超预期和公司产品能力的不断创新。

轻工行业

造纸行业：关注环保政策出台后的产能供给收缩

近期原材料价格和部分包装纸价格的下调，预示着造纸行业景气有下滑的危险，这与公司的实际经营生产情况基本符合，行业出现明显复苏的可能性基本不存在。我们判断 2014 年造纸行业最大的催化剂或关注点在于持续的环保政策出台。造纸业污染严重，废水排放量、COD 排放量、COD 排放强度等指标均位列各行业首位，因此治理水污染，造纸行业必将首当其冲。我们按新标准分析认为目前造纸行业落后产能占比约为 1/3，若能严格有效执行，无疑将显著改善行业的供求关系，推动纸价触底回升、行业进入新一轮景气周期。在投资策略上，受益于品牌渠道建设的生活用纸类上市公司更值得关注，其产品价格相对稳定，销售受宏观经济影响较小，而原材料成本又处于相对低位，盈利能力有较大保证。

家居行业：家居产业链品牌渠道变革

家居行业（家具以及家居用品）受益于我国庞大的人口基数以及消费品属性 拥有广阔的行业空间。目前行业整体处于产业初级阶段，竞争者数量众多且分散，我们认为随着城镇化推进、国民收入水平提



升和消费升级，品牌家居企业通过自身品牌建设、渠道革新和品类拓展将脱颖而出，市占率料将迅速提升，A股上市公司或出现耐用消费品大市值公司。

包装印刷：包装引领消费升级

在国民消费升级背景下，消费品通过包装高档化、品牌化、功能化来营销品牌和开发市场的趋势将愈发明显，包装行业、特别是高档包装行业空间将不断膨胀，同时包装企业通过绑定正处于快速扩张阶段的核心客户，实现与客户共成长。

日用轻工：“单独”政策利好二胎概念标的

我国明确表示实施“单独”政策，部分省市已经开始执行，经测算若2015年将方案拓展至全国城乡，则每年新生儿儿童将至少增加100万人。潜在儿童消费群体的扩大将利好婴童用品相关公司。

旅游行业

餐饮旅游行业：行业基本面回升，个股或将有所表现

2013年旅游行业受多重因素影响景气阶段性回落，而行业在短期超跌或景气拐点时往往蕴育较大投资机会。我们对2014年旅游行业的行情推演为：1. 行业有望在第二季度开启景气反弹序幕，这也将成为驱动行业表现的有力催化剂，在该阶段景气反弹驱动的估值提升行情中建议重点关注景区修复；2. 第三季度若进一步验证行业基本



面回升，行业表现将进一步持续，此轮上涨将与旺季行情重合，建议重点配置龙头公司及有业绩拐点的个股；3. 第三季度若验证“三公消费”缩减或《旅游法》负面影响持续，基本面未如期回升，预计板块旺季行情弱化，以具有业绩拐点或主题概率的个股机会为主。

交通运输行业：

航空机场：中长期不具备投资价值

航空：2014年预计行业运力同比增长12-13%，其中国内增长10-12%，国际超过15%，仍然较快；需求面，国内市场，由于政府对待公务出行依然严格，加之中国经济增长可能较2013年有所下降，公商务旅客占比的明显回升难以看到，旅客量的增加来自于旅游者，其对票价十分敏感；由于受到运力的快速增长及旅游者支持旅客量增长，我们预计，2014年行业国内航线客座率基本持平、票价-1%~1%之间、PRK同比增长10-12%；国际市场，伴随着欧洲的复苏和美国的稳定发展，2014年国际航线盈利状况将略好于2013年。总体看，2014年行业主业盈利将较2013年有所回升，但不太会出现明显改观。

机场：总体而言，我们认为中国机场行业在需求增速下滑（总体需求增速下滑与大小机场增速分化）的背景下利润增速将较前几年快速增长时期有所下滑，同时目前中国机场行业依然处在固定资本开支的高峰期，维持机场行业“中性”的投资评级。

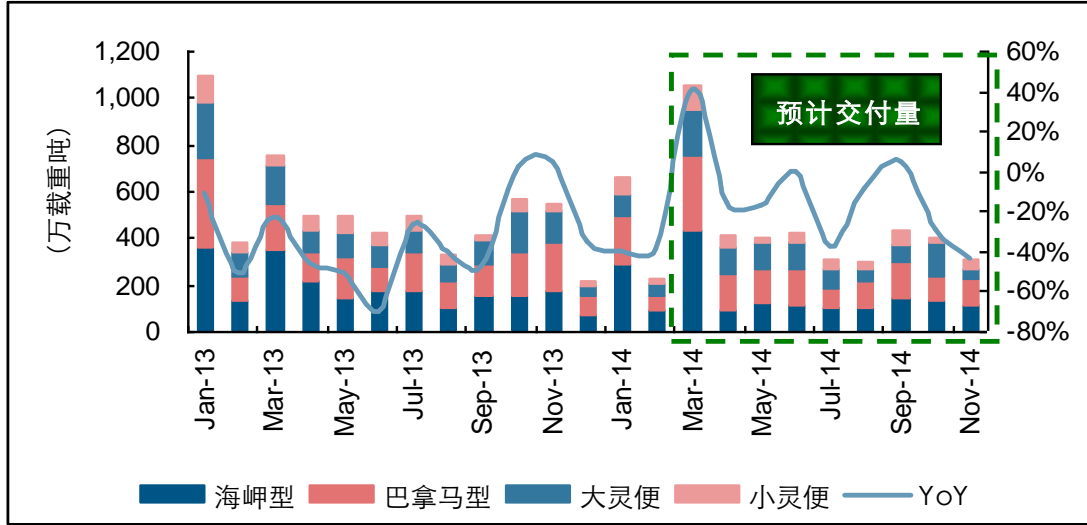
航运：个别子行业存在波段性投资机会



主线：航运市场仍处于从“产能过剩不断加剧”向“开始消化过剩运力”演进的阶段，在这个过程中，供给与需求的增速开始匹配，旺季正在回到这个市场，即先有季节性的盈利，然后才会出现年度性的扭亏。对于 2 季度行业的判断，建议继续关注散货的波段性投资机会。

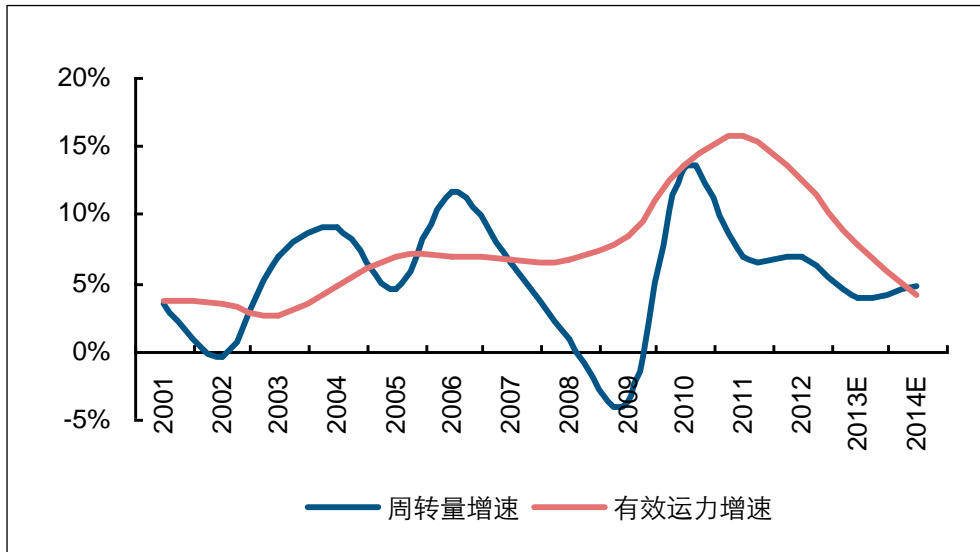
散货运输：首波修复行情结束后，4 月将开启第二轮反弹。目前 BDI 指数经历了首波修复行情，其主要动力来自于春节前 BDI 指数绝对点位过低（已经从春节前 1100 点回升 35%至 1481）。不过，在 3 月中旬由于：1）中国经济数据低于预期和由此导致的大宗商品贸易融资盘出货；2）当月散货船交付量 1055 万载重吨为近 13 个月高点；3）港口铁矿石库存接近 1.1 亿吨的高位；因这 3 点原因，BDI 上涨势头受到了延阻。但是，2 季度依然建议关注散货的投资机会，原因如下：1）铁矿石价格跌破 120 美元/吨的国产成本线（目前为 110 美元/吨），外矿加快流入国内将带来增量的运输需求；2）4 月-6 月，散货船每个月的交付量分别为 418、408 和 421 万载重吨，运力压力明显回落；3）尽管港口矿石库存较高，但对于周期性行业来说，趋势远比存量数据更重要，1 月粗钢产量-3%的增速已经大大降低了市场对大宗链条的预期，随着季节性需求回暖，BDI 本身就有回升的动力，一旦粗钢产量回升到正增长的轨道上，目前运价和股价都有较大的二次修复空间。

图 1：散货船交付量和预期交付量



资料来源：国海富兰克林基金管理公司整理

图 2：散货运输行业供需增速对比

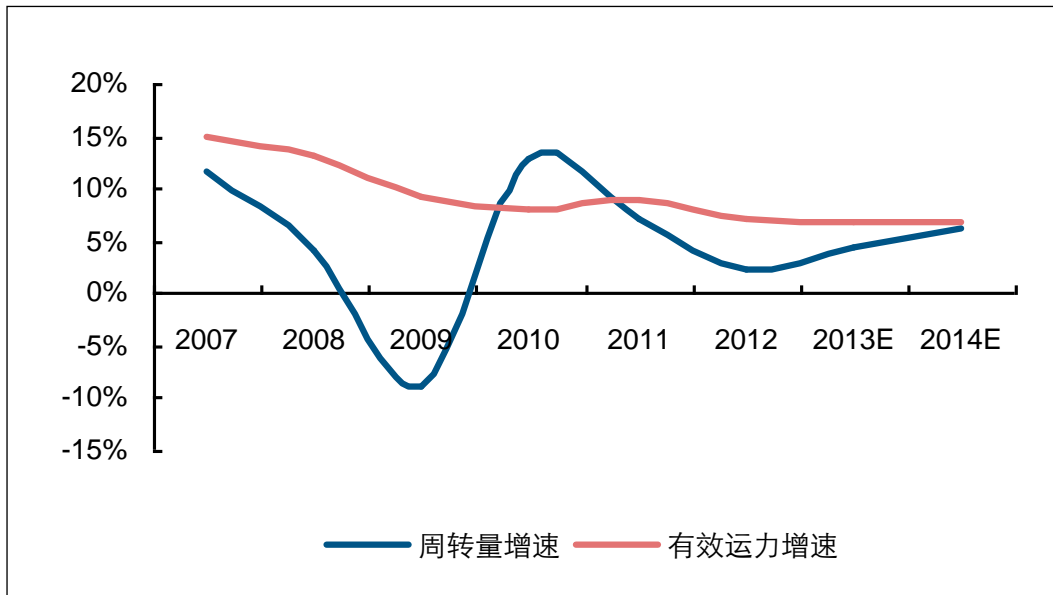


资料来源：Clarksons，国海富兰克林基金管理公司整理

集装箱运输：行业联盟化提高扭亏概率，超额收益仍待外需先行指标走强。1 季度运价持续探底的主要逻辑在于：1) 中国迈过人口红利峰值年份以后，人力成本上升，春节后复工时间逐年延后，影响出货量；2) 部分班轮公司在 3 月中上旬提早开启提价窗口和投入运力，导致需求与供给发生错配，提价计划基本失败告终。从 1 季度 G6 扩容、CKYH 增加新成员来看，集运业的竞争格局正从竞争向竞合转变，

由 P3 合作带来的涟漪效应已经扩散到整个集运业，虽然高市场占有率未必能带来持久的高议价能力，但可以有效提高涨价成功率以及降低涨价后运价回落速度，这无疑为集运船东挽回颓势提供了保障。随着 2 季度开始 3 大集运联盟生效投运，提价成功概率提高，2014 年度行业将明显减亏或者扭亏，而超额收益的获得尚需等待欧洲地区需求的捷报，建议关注 PMI 等先行指标。

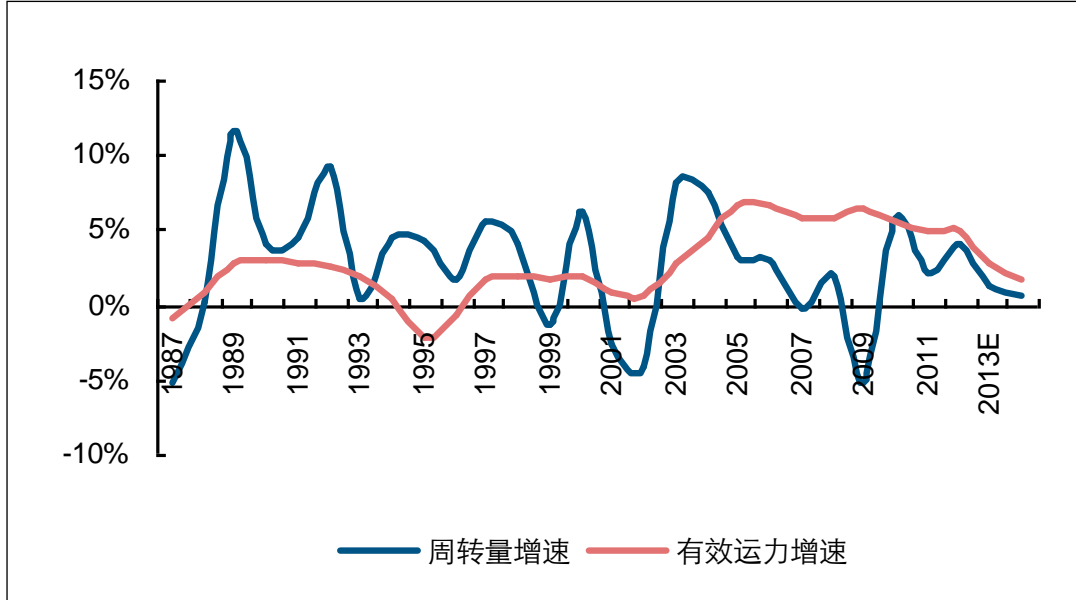
图 3：集装箱运输行业供需增速对比



资料来源：Clarksons，国海富兰克林基金管理公司整理

油品运输：复苏之路曲折，微小波折暂时难以激起市场涟漪。需求弹性偏小、下游集中度高和无制约的运力缓冲区这 3 个因素限制了油运行业在目前阶段获取盈利空间。行业基本面正在见底，真正意义上的复苏可能要到 2014/2015 年才会开始。短期来看，仅有的突发因素来自于乌克兰的地缘政治影响对原油价格和供需的刺激，但美国先行释放战略原油储备抵消了克里米亚动荡带来的影响。

图 4：油品运输行业供需增速对比



资料来源: Clarksons, 国海富兰克林基金管理公司整理

铁路：提价兑现后个股投资机会或将出现分化

2月，铁道部上调货运价格，市场预期兑现。我们认为，未来货运价格继续上调的幅度有限，预计A股铁路类上市公司行情出现分化：更加受益于铁路深化改革的个股继续看好，而仅仅受益于货运提价的个股或将被无情抛弃，原因是此类型公司的估值中枢或将继续下移。

从铁路基本面来看，受到宏观因素的影响，货运发送量增速整体下滑，请车率水平也处于负增长态势，未来两个月的货运水平不被看好，而年初货运价格的上调虽能对冲掉铁道部一部分压力，但其经营困境仍存，我们坚持认为经营困境将换来更为宽松的改革环境：2013年再次录得亏损，前三季度净亏损17.3亿元；2017年铁道部进入债务偿还的高峰期，到期债券余额突破800亿元。未来的深化改革或将从盘活存量资产等方面着手。

物流：生产端物流行业需求依然萎缩

2014年初，O2O席卷物流行业，A股物流板块多数公司也开始



引入 O2O 转型，其实施方案或将决定各家公司的成败与否。从目前情况来看，生产端物流行业的需求萎缩依然在继续，行业增速没有好转，所以业绩不应是股价未来的驱动因素，而未来随着整个资本市场对于 O2O 的研究深入，部分公司的分化行情必然出现。