



## 国海富兰克林

# 2014 年第三季度投资策略报告

### 一、宏观分析

2014 年二季度经济一度游走在下行边缘,在稳增长微刺激政策的拉动下才维持着接近增长目标的水平。通胀层面,5 月份受猪价影响通胀有所反弹,但二季度整体通胀压力并不大。

展望 2014 年三季度,我们认为由于房地产和制造业投资下滑以及高基数带来的经济下行压力仍然存在,通胀水平预期较为温和。

#### 增长:经济后劲乏力,微刺激仍可期

14 年经济增长的最大不确定性来自于房地产市场加速下滑的可能,以及政府财政和货币政策的风向变化。14 年前两个季度货币政策方面央行的定向降准、再贷款、公开市场净投放,而房地产相关融资的下滑及银行对高风险行业的主动收贷使得金融层面呈现“宽货币,紧信用”的现状,导致银行间市场利率的不断下行。政府对降低实体经济融资成本的意愿较强,但目前企业融资成本仍处于高位,我们预期资金面仍将保持相对宽松的状态。财政政策方面,中央加快铁路投资及棚户区改造等一系列微刺激政策,结合总理在多个场合强调的对 7.5% 增长目标的重视,使得中央稳增长的政策导向趋于明晰。

汇丰 6 月份 PMI 预览初值 50.8,较 4 月终值 49.4 提高了 1.4 个百分点,并且 6 个月来首次回到 50 分界线以上,显示 6 月份制造业



呈现扩张状态，此前工业增加值增速基本维持在 8.6%-8.8%的平台，二者结合来看可能预示着制造业活动的好转趋势。但房地产趋势性下滑所带来的影响尚未完全释放，且三季度受同期高基数的影响，使得我们对三季度的增长难言乐观。为实现政府的经济增长目标，我们预计后续可能继续出台微刺激政策进行托底。

具体来看，我们对经济增长的三大驱动因素展望如下：

消费：

受稳增长政策以及低基数影响，四五月份社会零售总额增长率小幅反弹，其中粮食、服装等必需品零售小幅回升，可选品零售增速整体下滑，其中金银珠宝类零售增速为负，房地产相关产业链消费依旧疲软。考虑到地产销量持续下滑的趋势，我们认为消费增速只是短期反弹，长期增长依然乏力。

投资：

经历了一季度的大幅下滑之后，二季度的新增固定资产投资累计同比有所回升，但反弹的动力主要来自于基础设施建设投资的同比上升，制造业固定资产投资完成额增速与房地产固定资产投资完成额增速呈现下滑趋势。这意味着制造业受制于长期的产能过剩，投资意愿仍然较弱，而房地产投资继续下滑是大概率事件，我们预期基建投资在稳增长政策不断加码的背景下将保持高位，但是否能够对冲制造业及房地产业的投资下降主要取决于房地产业下滑的速度以及微刺激政策的力度和效果。

出口：

四五月份出口同比增速有所回升，主要受益于美国及欧盟部分国



家经济回暖的拉动，以及年初以来人民币贬值带来的出口竞争力的上升。汇丰 PMI 新订单指数达到 51.8，创 15 个月新高，预计短期内出口仍将保持相对良好的走势。

综合来看，二季度经济有弱企稳迹象，但下行压力仍然不小，经济增长很大程度上取决于房地产下滑、基建投资上升和出口上升这几股力量的相对强弱状况。

通胀：猪价反弹尚不足惧，通胀温和可控

四五月份的 CPI 分别为 1.8 和 2.48，五月份 CPI 大幅回升的原因主要是食品尤其是猪肉价格的上涨引起，而非食品价格保持平稳。三季度猪价反弹的压力仍存，但根据往年经验，宏观经济偏弱时猪周期反弹幅度相对更弱，而近期为猪肉消费淡季，再加上房地产下滑对非食品项价格的推低，我们认为三季度通胀压力不是很大。

## 二. 投资策略

**债券市场：**

利率：在“宽货币，紧信用”的金融环境中，加上经济下行预期的影响，二季度市场利率中枢出现了明显的下移。以目前的利率水平来看，下行的空间已经不大。考虑到经济下行压力仍存，通胀预期温和，而实体经济的融资成本仍未能有效的降下来，再加上出口回升可能对



外汇占款的拉升，我们认为三季度利率走势大幅反转的可能性并不是很高。

信用：二季度信用市场收益率随着回购利率的下降有所回落，信用利差整体也有所下降，但不同评级和久期之间表现有一定差异。具体趋势是：同级别不同期限的利差变化中，AAA 及 AA+信用债不同期限利差持平或略收窄，而 AA 和 AA-信用债不同期限利差上升，尤其是三年期和一年期之间利差上升相对较多。同期限不同级别的利差变化中，期限越长，信用利差下降的越少，其中 5 年期的 AA 和 AA+之间的信用利差甚至有所上升。上述利差的变化反映了市场对高评级、短久期信用债的追捧，体现的是市场对经济下行风险和随之而来的企业违约事件的担忧。在国债收益率下行空间不大的背景下，信用利差的收窄可能是相对更大的机会。目前高评级债券收益率已处于相对低位，而部分期限相对较长的 AA 级产业债的信用利差在之前的一波行情中下降较少，这部分利差是否会收窄，取决于实体经济信用风险的变化和市场的风险偏好的调整。

转债：年初以来正股市场基本无大作为，目前的经济基本面和企业盈利面也都不支持股市的大幅上涨，转债市场三季度整体机会不大，大概率为震荡市。细分层面可以关注国企改革、稳增长及互联网金融等相关受益公司的机会。

## 股票市场

### 经济增速仍有下行压力

宏观经济方面，三架马车表现疲弱，出口是亮点。随着 OECD 国



家的经济复苏，出口已逐渐走出下降通道，复苏的力度缓慢。投资增速处于放缓的通道中，并有恶化的趋势。继承 08 年经济刺激的后果，产能过剩使得制造业投资系统性放缓，叠加 2014 年起始的房地产下降周期，预计到 2015H2 之前，地产均处于库存周期的回落状态。而历史的经验表明，经济尚不能在地产和制造业双收缩的背景下保持平稳增长。总体来看，出口恢复+地产衰退+政策刺激=经济增速抵抗式回落，经济在“稳增长的复苏”和“通缩下的萧条”之间反复摇摆，短期无趋势，长期仍有下行压力，只不过时间被进一步延缓了。

### 衰退式宽松，脆弱的平衡

随着经济去杠杆和反腐的持续，经济中融资需求最旺盛的主体（政府和地产）受到明显的压制；宏观政策通过微刺激对冲，货币供给端相对宽松。去杠杆和稳增长博弈将是未来政策新常态，二者交集是低利率。另一方面，企业债务负担沉重，收入与利润下降，偿付能力继续恶化，信用风险将一直存在。宽松的货币政策与避险情绪也同时存在。

本轮流动性特征表现为“衰退式宽松”，但也有不同。经典意义上的衰退式宽松出现在产能出清的末期，需求系统性放缓所导致。而本轮宽松的背景并非出清，因此可持续性较差。宽松的结束，或者来自于债务违约后信用利差大幅提升，或者来自于经济刺激后“控通胀”。上述两者，大规模信用违约事件难以发生，而控通胀则并非近忧，因此我们预计流动性阶段宽松的局面会维持到年底。



### 成长股的去伪存真

经济下行周期中，成长股的持续性面临业绩的检验。除了互联网、环保、军工和外需等少数行业外，大部分行业的景气程度进入下降周期。特别是房地产景气的逆转，对下游行业的负面影响将在未来几个季度逐渐显现。我们从上市公司的定期报告已感受到盈利放缓的趋势，包括季度营收和利润变化弱于季节性，季报业绩预报明显低于市场预期等。另一方面，部分行业从生命周期的角度来讲，未来增长的不确定性加大。

我们并不怀疑新型产业的未来，这是经济转型的希望所在，但股价经历了 2013-14 年的大幅上涨后，部分成长的逻辑已经得到充分演绎，过高的估值透支了未来预期。在未来一年时间，我们对成长股更倾向于重新布局而非索取收益。

### 流动性盛宴下的主题行情

在流动性尚可，成长股遭遇业绩验证，外加存量博弈的格局下，结构性行情自然指向“主题投资”。年初以来的主题热点此起彼伏，但节奏轮转明显加快，操作难度提高。我们理解的“主题投资”是对经济体中前瞻性、结构性和系统性的变化所引起的行业演变而带来的投资机会，区别于短期的概念与题材炒作。以年度的观点看，信息安全、区域经济和国企改革等，值得长期跟踪研究。



## 蓝筹股何时王者归来

经济转型的背景下，代表重化工经济的传统第一、二产业，面临长期过剩的压力。第三产业的蓝筹股，如金融、地产、物流、零售等行业，未来前景尚可，且估值极具吸引力，已达到吸引产业投资者进入的程度。

理论上来说，当无风险利率出现拐点时，配合经济企稳回升，蓝筹股的行情即会展开。但从实践的角度看，则需要股市新增资金介入，打破持续数年的存量博弈格局。年初以来的流动性宽松，已促使市场无风险利率理性回归。但在新增资金方面，受制于 IPO 重启，以及债市资金和海外资金对经济的悲观预期，尚未看到股市存量资金大规模增长的迹象。因此，蓝筹启动的条件已经具备，尚缺资金方面的催化剂，以半年的时间看，向上展开反弹的概率较大。

### 结论：结构性行情持续

总体来看，经济尚在筑底初期，出口回暖 PK 地产衰退，并未有明确的方向。在经济转型的长期背景下，市场暂时处于衰退式宽松中。对应于二级市场表现为：风险偏好降低+存量博弈加剧+整体氛围偏向于主题投资。成长的方向不变，主题投资优于传统成长股。蓝筹启动的基础条件已经具备，但仍需等待长期资金入场。预计整体行情将震荡向上，主题投资为主。

## 三 . 行业分析



## 金融业

### 银行业

上半年银行业受 127 号文的影响走势疲软,但国有大行在二季度受分红效应的影响走出了不错的态势。随着互联网“宝宝”类产品收益率的逐步下降,去年钱荒后互联网金融产品对银行存款和理财的冲击逐步减缓,并且理财产品在二季度表现出优于宝宝类产品的收益率水平,银行体系的存款压力稍减。

贷款方面,上半年贷款增量超出市场预期,但可能与 127 号文之后行业被动收缩同业规模有关。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。

展望三季度,我们认为 127 号文之后行业应对新的监管新政所采取的创新能力和决定短期业绩水平的重要因素之一。经济下行压力下行业的资产质量也是我们需要密切关注和决定板块估值的重要因素。同时,我们认为在大的金改背景下利率市场化的推进程度也是需要市场密切关注的因素。

### 证券业和保险业



上半年板块在互联网概念和佣金战的双重影响下走势涨跌互现。从行业公布的月度业绩报告来看,由于互联网对行业整体的佣金率水平产生较大冲击,加上二级市场的整体表现一般,券商整体业绩表现不佳。但由于去年下半年行业整体的利润基数较低,预计下半年行业的利润增长能重回正增长通道。

保险行业今年以来的保费收入表现靓丽,尤其是各家龙头公司的个险新单都表现出了超出市场预期的成绩。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

今年地产行业面临的是基本面下行和政策面微放松的博弈局面。行业基本面方面:销售萎缩,房价下跌,按揭偏紧。但政策面向好:政策和信贷边际改善预期强烈,1)近期2次定向降准,2)央行、银监会先后表示支持首套房贷3)多城市局部松绑限购,4)5月财政收入增长7.2%(地产收入大降),支出增长24.6%,地方政府有放松冲动。我们预计,三季度地产基本面将维持下行趋势,而政策面不会有大放



松，因此板块的投资机会将来自于波段的操作，无大的趋势性机会。

## 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，化工指数与大盘持平，未来表现也不容乐观，机会还在于子行业和个股。

### 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。农药、橡胶助剂、甜味剂等下游需求刚性、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 年第三季度零售行业的投资机会仍然来自于国企改革及其他主题性投资机会**

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非常弱的状态，电商的分流持续不断的进行，2013 年年初开始的严控三公消费政策，使得高端百货店和超市销售的购物卡业务不断萎缩，到 2014 年第二季度开始表现的更加明显，等待留存的购物卡消费完了之后，没有新增购物卡，



百货店的中高端商品销售更加困难。我们还是维持行业中长期都看不到明显机会的判断，电商分流将是个持续过程，百货店过度提档升级所带来的性价比缺失也持续面临着消费者的流失。

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，我们认为第三季度更多的主题机会仍然是来自国企改革和其他主题性投资机会。对于国企改革，不同地区的进展速度不同会使得相关个股行情启动的时间点不同，这个需要更加关注公司最新动态和省属国资委的最新情况。另外，随着零售股基本面驱动的投资机会的缺失，零售公司隐蔽资产、零售主业之外的其他产业等所带来的主题性投资机会，需要更加关注其他业务热点所带来的投资机会。

## 家电行业

1-4 月家电各子品类中，只有空调和厨电增速超过 15%，电视 10% 以上的下滑，冰箱出现 5% 的负增长。市场波动及博弈仍在继续，家电板块面临行业天花板的临近及低迷的销售数据影响，板块表现平淡。我们认为，短期内家电板块依旧缺乏催化剂，但家电龙头的稳定业绩及估值的安全边际，在三季度有相对收益。



## IT 行业

### 通信行业

年初以来，申万通信行业指数上涨 14.25%，同期沪深 300 指数下跌 7.72%，通信行业大幅跑赢比较基准。上半年，通信投资机会主要在专网通信、北斗通信、通信公司转型板块。

展望 3 季度，我们关注：1) FDD 牌照发放，有望追加 4G 投资支出，看好 4G 板块反弹；2) 持续看好北斗通信；3) 通信公司转型板块。

### 电子行业

年初以来，申万电子行业指数上涨 9.9%，同期沪深 300 指数下跌 7.72%，电子行业大幅跑赢比较基准。上半年电子行业投资热点频出，投资机会主要聚焦在新能源电容、智能家居、蓝宝石和半导体等板块。

展望三季度，我们关注：1) 照明需求带来的 LED 板块反弹；2) 苹果供应链备货带来的消费电子板块反弹；3) 集成电路政策预期带来的半导体板块投资机会。

### 计算机行业

年初以来，申万计算机行业指数上涨 14.81%，同期沪深 300 指数下跌 7.72%，计算机行业大幅跑赢比较基准。上半年，计算机行业



政策热点较多,投资机会主要在国产替代、智慧城市、金融 IT 等板块。

展望 3 季度,我们关注:1) 持续看好金融 IT 板块;2) 信息安全和国产替代板块。

### 传媒互联网行业

最近 1 个月传媒股的上涨更多的是反弹。我们认为,今年估值中枢将下移、且业绩分化更为明显。在传媒板块里,稀缺性的估值溢价将消失,能支撑估值的将是商业模式和市场空间。我们认为,平台型公司的业绩持续性、商业模式的颠覆将是板块未来关注的热点。因此,我们认为三季度机会将来自于,单独业务转型成综合性传媒集团类公司,互联网电视平台型企业,和互联网教育。

## 农林牧渔行业

二季度受市场对猪价预计反转的乐观预期影响,今年二季度养殖板块走出了不错的波段行情,部分养殖行业的龙头企业实现了 30% 以上的涨幅。但随着夏季炎热天气和消费淡季的到来,我们预计畜禽价格将再次走低,加之板块在二季度的反弹,预计养殖板块整体表现一般。

展望三季度,我们认为板块缺乏乐观的阶段性刺激因素。由于三季度养殖行业的消费处于淡季,同时也是疫病的高发季节,养殖户补栏热情较差,畜禽价格难以看到向上的弹性。而在水产养殖方面,受高端餐



饮消费低迷和反腐力度的加强,预计高端海珍品的价格难以上涨。虽然农产品种植如糖/橡胶等可能受极端天气的影响出现较大的波动,但也难言趋势性的投资机会。

因此在三季度,我们建议密切关注养殖板块的去存栏程度,及与之配套的动保/饲料等板块。

## 医药行业

延续一季度的情况,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:1)13年医药股涨幅比较大;2)1季度业绩不给力。所以各种主题投资满天飞,而大市值的股票难有表现。主题投资的主题变化快。一季度还非常关注:医疗服务、医疗器械,而二季度已经转向基因检测以及低价药目录。截至到3月25日,医药指数下跌0.59%,同期沪深300指数下跌6.33%,跑赢大盘5.74个百分点。

招标进程影响用药格局。基药招标进展较快,多地包括北京、上海、山东、广东、重庆等主要省市已基本完成新版基药目录招标工作,另外一些省也已发布招标文件或启动招标工作。而各省非基药招标进展仍然缓慢。我们认为低价药目录、新版医保目录等政策都将对整个



行业的用药格局产生影响。

中药降价悬而未决。正如我们所预料的一样，中药的最高零售价格迟迟未出。我们认为应该有充分的思想准备，时间会继续向后拖。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。

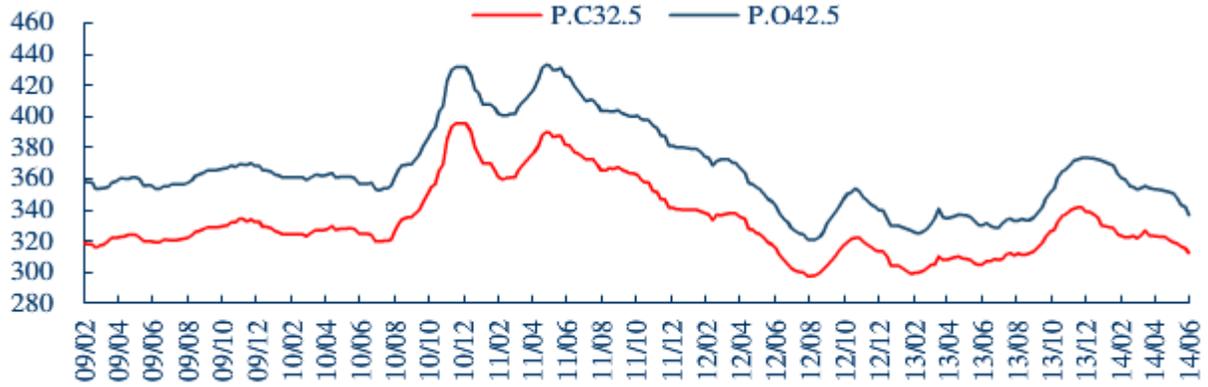
前期医药行业中市值较小的股票涨幅巨大，而大股票表现较差。市场会不会出现相反的动向，我们认为可能会发生，随着 IPO 重启，我们认为时间点越来越近了。在选股方面，需要在估值、增长、发展前景三方面进行权衡。个股表现分化是必然的，我们将一如既往寻找具有长期增长潜力的公司。

## 建筑材料行业：

水泥行业：二季度受需求因素和天气因素影响，水泥价格持续从去年四季度高位回调，水泥板块亦有所调整，展望三季度，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，水泥行业将在三季度末逐步进入传统旺季，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，在经济下行趋势明确的形式下，

“稳增长”预期可能会再度强化以及“沪港通”推出，这些因素有望再次推动水泥股估值修复。

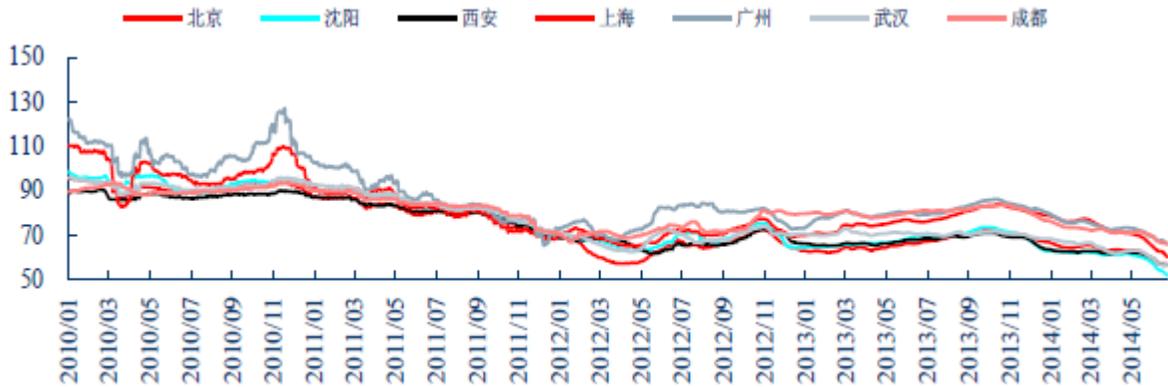
图表1: 全国主要品种的水泥均价（周数据）（单位：元/吨）



资料来源：数字水泥网，国海富兰克林基金研究部

玻璃行业:上半年玻璃市场需求偏弱，整体市场交投平淡，玻璃价格持续走低,展望三季度,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：国海富兰克林基金研究部



## 建筑和工程行业

展望 2014 年三季度，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 年上半年，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

2014 年上半年有色金属(申万)指数上涨 1.23%，跑赢沪深 300

指数 5.37 个百分点，其中碳酸锂、磁性材料、其他小金属（主要是镍、锡）上涨 41.24%、12.91%和 11.04%；铅锌、金属新材料上涨 5.47%和 4.52%；稀土、黄金、铜、铝板块分别下跌 9.52%、4.32%和 1%。

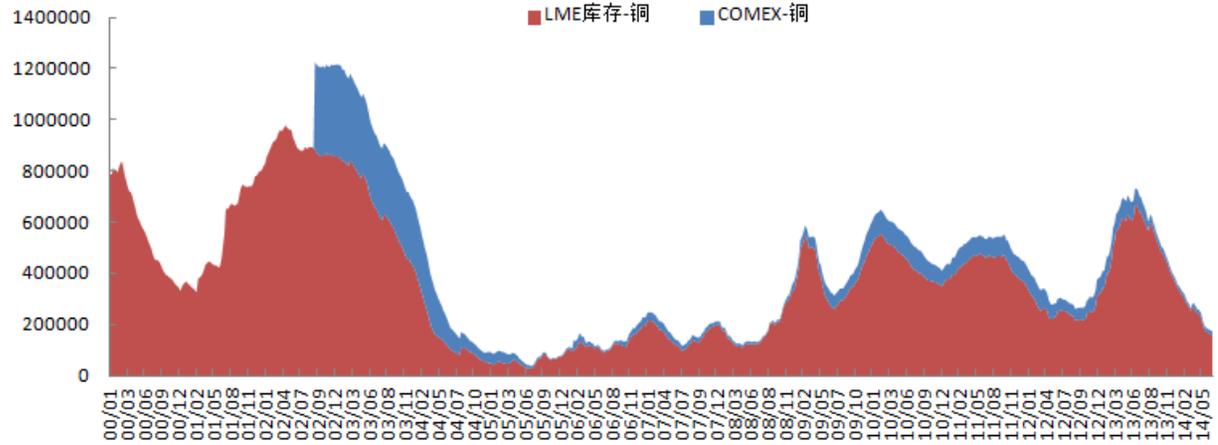
价格方面，镍价一支独秀，上涨 29.5%，黄金、锌、锡分别上涨 7.8%、4.8%和 2.3%，铜、铅分别下跌 6.9%和 1.7%；小金属中，稀土大部分品种继续下跌，镨钕氧化物微涨 1.6%、氧化镨下跌 8.2%，氧化钽、锆英砂分别上涨 14%和 10.3%；钨精矿下跌 13.8%。LME 库存方面，镍、锡分别上升 16.8%和 12.3%，铜、铝、铅、锌分别下降 56.9%、7%、10%和 28%。

图表3: 全球铜价格走势



资料来源: Bloomberg, 国海富兰克林基金研究部

图表4: 全球铜全球交易所库存情况



资料来源: Bloomberg, 国海富兰克林基金研究部

图表5: 伦敦黄金价格走势



资料来源: Bloomberg, 国海富兰克林基金研究部

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过剩方面演变，金属锡出现供需紧平衡的迹象，金属锌和镍的供给端出现一定的紧张迹象。铝铅则仍处在供给过剩的状态。

展望 2014 年三季度，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、锌金属供需关系可能出现的变化，板块仍可能存在阶段性的投资机会。

## 机械行业

### 智能装备板块

2014 年我国工业机器人发展元年

受人工成本持续上涨、产业结构升级以及特种环境人工替代等因素影响，2014 年我国工业机器人迎来产业的快速增长期，同时也被称为我国工业机器人发展元年。

截至 2012 年底，中国的工业机器人保有量为 101765 台，年度新增 20902 台，仅次于日本，位居世界第二。根据国际机器人联合会 (IFR) 的预测，2014 年中国将成为全球最大的机器人市场；到 2015 年，中国国内工业机器人年供应量将超过 2 万台，保有量将超过 13 万台。

中国与世界机器人差距较大，未来发展空间同样巨大

目前，全球工业机器人的单价平均为 30 多万，随着产量的增加和技术进步，其均价在未来还会进一步降低。假设未来工业机器人的均价降为 25 万，并且制造业工业机器人密度达到世界水平的 55 台/万人，那么未来我国将新增工业机器人 13.2 万台，其市场规模将高达



990 亿元。

控制器的成本占国内工业机器人成本的比例约为 8.3% ,据此我们可以估计 , 未来我国工业机器人控制器的市场规模可达 82 亿元。

看好控制器领域 , 维持智能装备板块“推荐”评级

从目前的技术来看 , 机器人的核心部件中控制器 ( 其软件成本占比约 40% ) 最易突破 , 目前国内企业开发的工业机器人控制器产品已经可以满足大部分功能需求。在工业机器人三大核心零部件中 , 控制器这一领域的发展前景最好。维持智能装备板块“推荐”评级。

### 能源装备板块

天然气提价预期将激励上游开采 , 制约下游需求

中、美页岩气开发在数量、地质、技术上差距还很大。美国 1999 年页岩气产量就突破了 100 亿方 , 2010 年超过 1000 亿方 , 2011 年近 2000 亿方。而国内 2013 年底累计完成页岩气钻井 285 口 , 年产量仅 2.16 亿方 , 这与“十二五”页岩气产量 65 亿方 , 2020 年 600-1000 亿立方差距很大。

页岩气开发一直不被业内人士看好 , 但是今年 4 月以来中石化涪陵页岩气开采再次取得突破 , 日产量创下 270 万立方米的新高 , 年化产量接近 9 亿方。中石油 2015 年页岩气产量目标也上调到 26 亿立方。

管道天然气价格长期低于进口价格 , 主要为了培育天然气下游市场需求 , 同时避免对下游经济造成冲击。目前预期管道天然气价格上涨是大势所趋 , 在涨价预期下 , 下游天然气需求增速将放缓 , 而上游天然气开采将更有积极性。

看好压裂技术、油气管道、数字开采等领域



近年来，部分大型设备和关键产品目前已位居世界先进行列，出口数量也与日俱增。2013 年中国国内超过 85%的大中型钻机、修井机及全部抽油机都由国内企业制造；稠油热采、强采设备等非常规采油设备可满足国内原油稳产增产等需求；中国生产的低温极地钻机、1000~7000m 橇装钻机等钻井装备满足国内需求的同时也已出口至 30 余个国家和地区；钢管等管道集输设备也可满足国内需求并有出口；固定式平台钻机和海洋修井机等海洋油气钻采设备已完全不再依赖进口；用于非常规开发的大型压裂设备完全替代进口；油田数字化也是趋势，未来在油气管线的自动化领域也将实现进口替代。维持油气开采设备板块“推荐”评级。

### 核电装备板块

#### 新增项目将恢复审批

2013 年核电新增项目进入慢热状态，田湾二期和阳江三期相继开工，短周期设备订单也在下半年开始释放，核电新增项目建设速度恢复常态。按照 2020 年装机规划 5800 万千瓦商运+3000 万千瓦在建，保守估计 2014 年最少也将有 6 台机组开建。根据各个项目开展前期工作时间及预计开工时间，乐观估计 2014 年将有 10 台机组将进入开工状态。相对于 2013 年新增项目数，增幅达到 100%-200%。

#### 环保压力推动核电规划提速

2014 年 5 月国家发展改革委、国家能源局和环境保护部三部委联合发布《能源行业加强大气污染防治工作方案》，强调贯彻落实核电安全规划和核电中长期发展规划，在确保安全的前提下，高效推进核电建设。同时给出装机目标：2015 年运行核电装机达到 4000 万千瓦



瓦、在建 1800 万千瓦 ,年发电量超过 2000 亿千瓦时 ;力争 2017 年底运行核电装机达到 5000 万千瓦、在建 3000 万千瓦 ,年发电量超过 2800 亿千瓦时。按照此装机目标推测 ,2015-2017 年每年开工核电站将达到 8-9 台套。

#### 看好短周期设备生产商

核电设备生产周期不同 ,长周期产品一般需要提前开工 18 个月以上招标 ,短周期产品一般在开工前后半年左右招标。重启项目的长周期设备已经于 2011 年之前招标 ,重启之后新增订单弹性有限。但短周期设备与新增项目开工基本同步 ,订单弹性最佳。上调核电装备板块至“推荐”评级。

#### 通航装备板块

中国通航产业现状严重滞后 ,但发展潜力巨大

中国的领土领海幅员辽阔、人口基数、经济增长水平等 ,都决定了通用航空有巨大发展空间 ,不乏成长为万亿元级别产业的长期潜力。但与可比国家相比 ,当前发展水平严重滞后 ,通航飞行总时间仅为美国的 2% ,通航飞行器保有量仅为美国的 0.8%。

产业政策不断加码 ,瓶颈有望逐步打破

当前影响国内通航发展的瓶颈包括 :军方空域管制、基础设施不足、专业人员匮乏、民众通航认知度低、通航企业发展水平低等 ,其中前两点最为关键。但未来产业支撑政策不断加码有望逐步打破瓶颈。尤其是在 10 年《关于深化我国低空空域管理改革的意见》和 13 年《通用航空飞行任务审批与管理规定》等 2 大框架性纲领性文件后 ,未来 1-2 年后续细则政策有望不断出台。



### 产业链多个环节有望收益

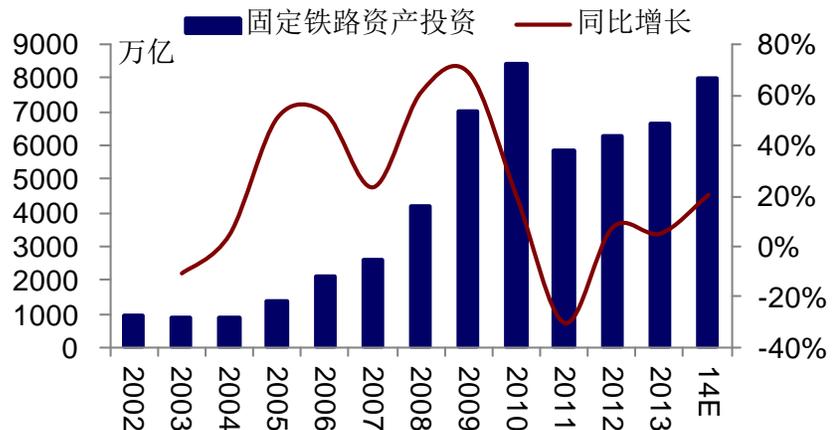
通航产业链涉及多个环节，未来 3-5 年中，地面基础设施设备（空港设备、雷达、空管系统）、飞行培训等有望更早受益，而长期看，航空制造、通航运营、飞机维修等环节的增长空间更大。在当前的国内相关细分市场上，体系内企业（军工、民航）和外资企业占有更高的市场份额，但长期看，如果通航产业爆发式增长的预期兑现，优质体系外企业（特别是民营企业）有更广阔的成长空间。维持通航装备板块“推荐”评级。

### 铁路装备板块

经济增速放缓背景下，铁路是首选刺激手段

2013 年我国铁路完成固定资产投资 6638 亿元，投产新线 5586 公里，在 2014 年初铁路工作会议中，铁路总公司计划国家铁路安排固定资产投资 6300 亿元，投产新线 6600 公里以上，此后经过 3 次上调增长到 8000 亿元，较去年增加 21%，接近 2010 年的 8427 亿元历史高峰。

图 1：我国铁路固定资产投资情况



设立铁路发展基金以及“以地养路”有望缓解资金压力



铁道部负债近 3 万亿，每年利息近 2000 亿，投资额 6000-8000 亿。除了贷款、发行债券以往，铁路发展基金是新增投资的主要来源。13 年 8 月份国务院发布《关于改革铁路投融资体制加快推进铁路建设的意见》，指出要研究建立铁路发展基金，14 年 4 月国务院会议明确提出每年 2000-3000 亿的总规模。江西、广东等地已经陆续推出地方版铁路发展基金。

此外，铁路基金中 30% 资金可以投资于铁路沿线土地开发或其他盈利项目，参照日本等国的“TOD 模式”，通过“以地养路”来保证铁路发展基金收益和持续发展。

高铁竣工高峰，加上加密需求带动动车组采购

2014-2016 年我国开通高铁里程预计分别为 4694、4169 和 2102 公里，即今明两年将迎来竣工高峰。而随着高铁网络的逐步建成，联网效应开始体现，建成后还需不断加密班次。随着铁路投资向西部倾斜，未来形成联网后，包括高铁旅游（西部旅游资源丰富）与东部联通等都将提升其运营效率，从而提升动车组需求。

2013 年铁道部共计招标了 473 组动车组，2013 年南北车共交付了 228 组，按照目前的线路竣工情况，预计今年仍将进行动车组招标，根据加密需求的提升，预计今明两年动车组交付至 380、410 组。

考虑到 2015 年铁路投资增速以及 2016 年动车交付量下降，维持铁路设备行业“等待卖出”评级。

## 电力设备行业

电力设备行业基本面好转仍在继续，我们继续给与行业超配评级。



输配电设备的业绩改善最为明显。受益于国家层面上能源输送问题的争议消除，特高压相关企业受益程度最为明显，未来一段时间的业绩确定性高。配电和高压电气设备行业的景气确定性稍差，其中机会存在于与电动汽车相关的子行业中。电源设备方面，我们注意到核电，风电和光伏行业的基本面正在好转之中，建议配置相关品种。此外，自动化相关公司因其行业前景较好，发展空间大，也建议配置。

## 食品饮料行业：

### 食品饮料行业：2014 年第三季度大众品优于白酒

食品饮料行业 2014 年二季度白酒和大众品都平平，没有明显趋势性投资机会。展望三季度，我们认为大众品的基本面要略优于白酒，但白酒在国庆旺季来临之前还会有相对一波情绪推动的估值修复行情。

白酒行业：2014 年全年仍将处于探底寻底过程，第三季度白酒即将进入国庆旺季，市场有阶段性估值修复行业

2014 年是白酒行业分化加剧的一年，截至目前为止，我们认为已经相对走出的白酒企业是茅台五粮液两个高端酒，洋河以快速反应的营销取胜，古井以相对稳定的价格带优于省内其他白酒企业。但走出并不代表又进入新一轮增长周期，我们认为整个白酒行业增速放缓到 10% 以内，更多的投资机会来自估值的变化，而估值的变化更多是投



投资者情绪和阶段性数据真空期驱动。

茅台 6 月份推出在空白县城市场启动新一轮招商计划，将招商门槛从 6000 万降低到 800 万，推出的时间点基本符合预期，但门槛降低的幅度超预期。公司也需要启动新一轮招商才能补平去年 2000 吨的 999 元团购价的招商，但今年应该只需要 1000 吨左右就能持平。但门槛降低对老经销商是一种情感上的伤害，我们觉得随着国庆节接受之后的淡季会使得一批价略微走低，对经销商信心的伤害会逐渐显现。未来茅台的收入增速应该也就在 10% 附近，弹性降低，更多是阶段性估值修复带来的投资机会。

2014 年第三季度大众品行业投资机会：

展望 2014 年第三季度，我们相对更看好优质的大众品龙头，经历了将近 3 个季度的盘整，整体大众品优质龙头公司的 2014 年 PE 都不到 20 倍，而考虑到中国庞大的市场空间和持续的行业集中度提升，我们认为优秀的大众品龙头公司还能保持收入 10% 左右增长，利润增速能略快于收入增速。从乳制品、肉制品、啤酒、调味品等几个主要细分大众品子行业来看，从上半年的行业数据来看调味品增速在这个细分子行业中算是较快的，但相对前两年行业增速有 20% 以上的最佳时期已经过去了，酱醋行业增速也已经降到 10% 以内，而经过去年的超涨，调味品行业的几个优秀公司 2014 年 PE 都在 30 倍左右，明显高于整体大众品行业，我们认为需要时间来消化估值，或者经历一定调整之后才能有更好的投资机会。

相对而言，我们还是更加看好乳制品龙头，原奶成本的上涨告一段落，结合国际奶价的持续下跌，国内原奶成本也逐渐进入下降通道，



这对乳制品龙头公司是明显利好。而国外进口 UHT 奶的迅猛增长是在平均售价在 10 - 14 元每升的背景下，我们判断对国内乳制品龙头的高端产品不会形成实质性冲击。但机构投资者比较集中的持仓将是压制龙头表现的最大因素。

## 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：看好教育类概念个股**

教育部日前刊发《关于推进学校艺术教育发展的若干意见》，政策扶持力度加强。教育部发文扶持艺术教育行业的发展，且据草根调研获悉，未来在素质教育阶段，比如小升初考核中，艺术培训有望进入加分选项，这将大大促进我国素质教育提升，也有望大幅提振艺术教育培训以及乐器产品的需求。

## **旅游行业**

### **餐饮旅游行业：双重正面因素叠加，旅游板块有望迎来上升行情**

二季度策略中，我们提到行业景气有望反弹，个股的表现也印证了我们的观点；三季度，我们继续看好旅游行业个股的反弹：旺季叠



加数据反弹，上涨行情可期。受基数效应影响，2014Q2-2014Q3 旅游上市公司有望迎来较为明显的数据反弹，而该阶段恰逢行业旺季，双重正面因素叠加我们认为有望驱动板块迎来上升行情。在此预期下，建议重点配置龙头公司及有业绩拐点、主题事件预期的个股。

中长期：基于大众旅游消费需求选取优质企业。当下中国旅游消费市场正由观光游向休闲度假游过渡，行业消费特征呈现大众散客化、需求多元化趋势。此背景下，我们认为能够满足大众旅游消费需求、契合消费升级趋势发展的旅游企业能获得更为广阔的成长空间。从子行业角度，看好在线、休闲景区、免税子行业增长潜力；从企业角度，我们认为关键要素在于资源获取能力、产品复制能力、模式创新能力和管理团队运营能力。

## 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，加之中国经济增长压力仍然较大，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

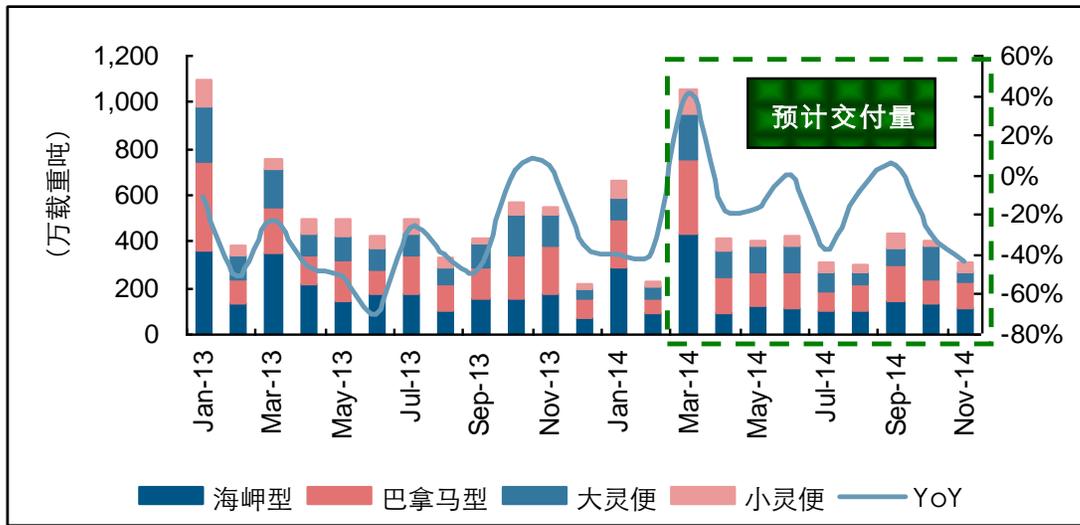
主线：航运市场消化过剩运力的节奏与市场之前的预期出现了偏差，上半年中国经济的疲软和海外需求的不确定性是最主要的原因，股价已经对此作出了合理的回应。对于 3 季度，建议继续关注散货的波段性投资机会。

**散货运输：内忧外患上半年反弹偏弱，预期下调后 3 季度仍有修复空间。**上半年 BDI 指数虽然有修复但这波机会的时间跨度和空间幅度并没有预期的大，主要是以下 3 个因素导致的：1) 虽然矿石进口量增速较快，但是海岬型的另外两大运输货种——煤炭和铝土矿增速出现了负增长，对整体需求形成了拖累。即需求并没有大众预期的那么好；2) 在上半年增加的矿石进口中，大部分来自距离中国较近的澳大利亚，而非对运力消耗最多的巴西；3) 对于外矿替代国产矿的假设，之前可能低估了国内矿石生产企业对矿石价格的忍耐力。

不过，对于 BDI 跌破 1000 点、主流标的估值 (PB) 接近历史低点的散货行业，我们认为 3 季度没有强烈看空的理由，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 90 美元/吨)，外矿加快流入国内将带来增量的运输需求；2) 7-9 月，散货船月度交付

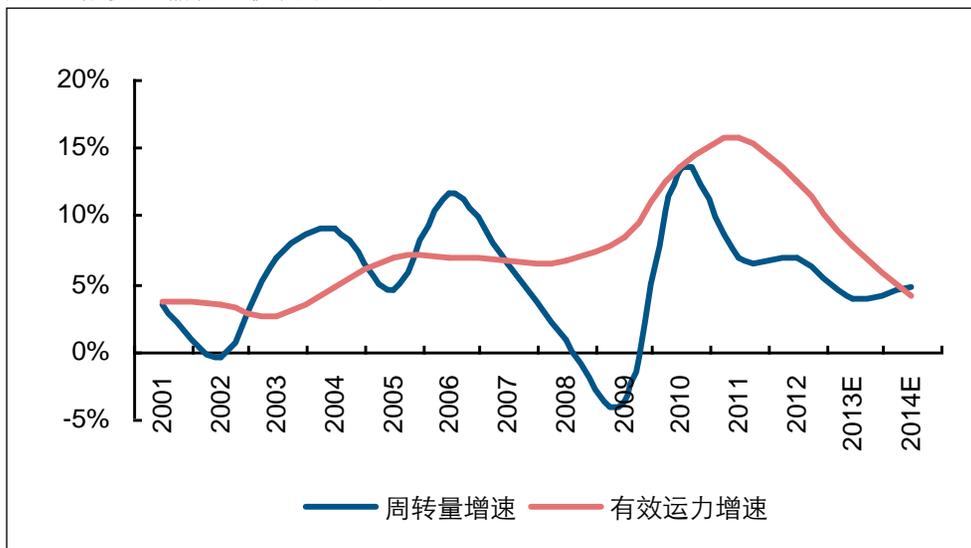
量基本在 400 万 DWT 左右，供给端的压力并没有上行；3) 最后，尽管港口矿石库存依然较高，但周期性行业趋势远比存量数据更重要，目前 1-5 月粗钢产量 2.7% 的累计增速已经大大降低了市场对大宗链条的预期。一旦下游需求或盈利有恢复的迹象，目前运价和股价都有较大的二次修复空间。

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

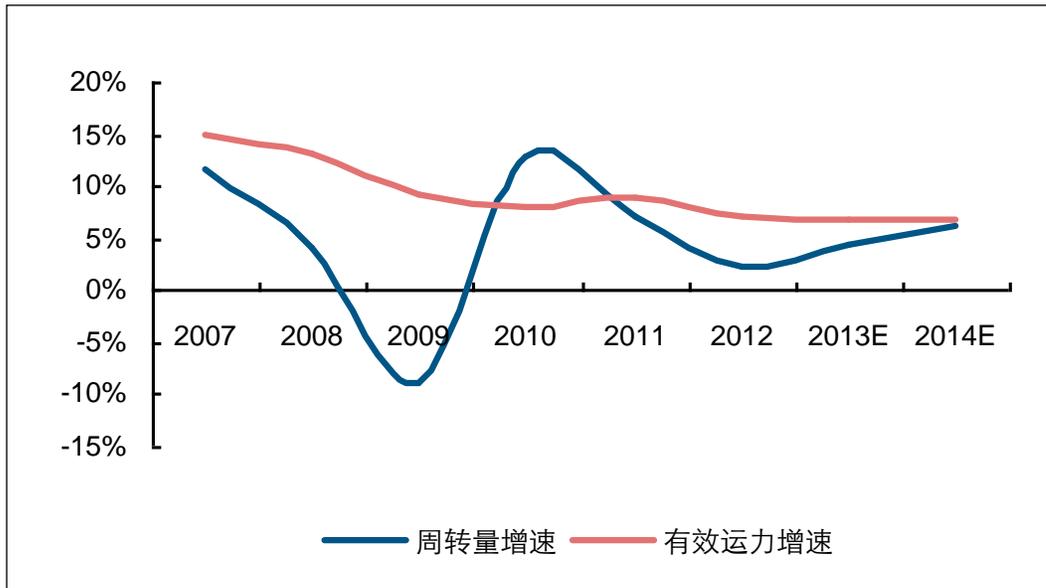


资料来源：Clarksons，国海富兰克林基金管理公司整理

**集装箱运输：商务部否决 P3 对短期提价略有压力，但中期逻辑**

不变。商务部 6 月 17 日否决 P3 联盟后，行业由单纯竞争变为竞合的态势依然不变，但鉴于政府的压力，隐性联盟的出现概率将大大提高。而目前来看，今年行业欧强美弱的格局基本成型，基本面来看盈利情况大概率是同比去年有好转，但大幅盈利概率偏低。竞合使短期提价更可靠，但长期影响中性。所以，P3 被否可能对旺季提价成功率有所影响，但行业的复苏仍需要需求超预期或者运力的严格控制作为先决条件。

图 3：集装箱运输行业供需增速对比

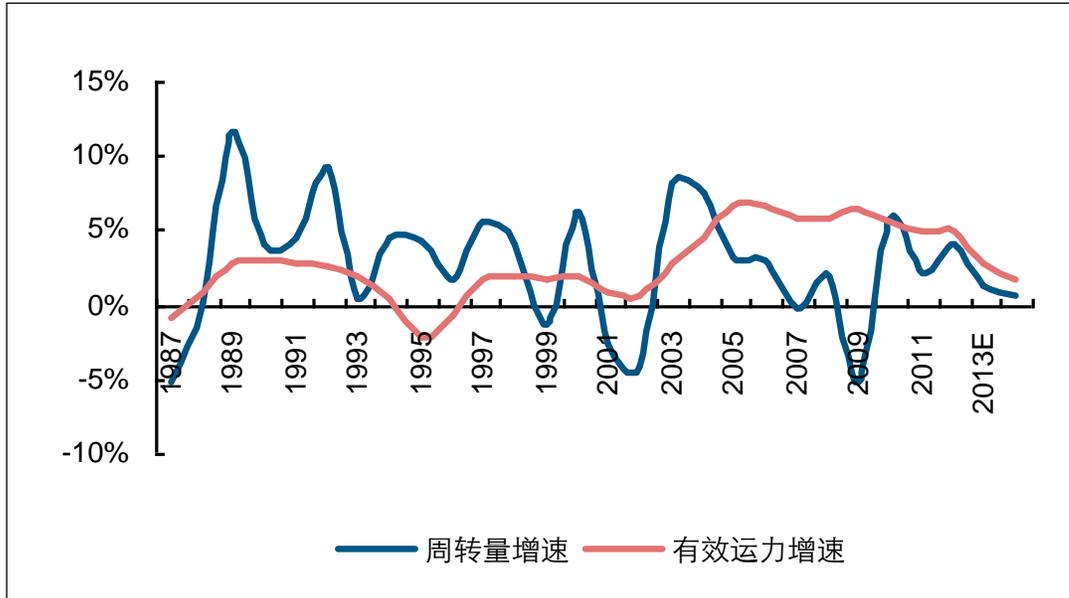


资料来源：Clarksons，国海富兰克林基金管理公司整理

**油品运输：复苏之路曲折，微小波折难以激起市场涟漪。**由于需求弹性偏低，行业基本面的见底回升较慢，真正意义上的复苏可能要到 2014/2015 年才会开始，短期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

铁道部在年初上调货运价格，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。