



国海富兰克林

2015 年年度及第一季度投资策略报告

一、宏观分析

2014 年中国经济整体表现为增长和通胀均震荡下行的态势。

增长层面，一季度大幅下行后，受出口回升及基建投资拉动，二季度 GDP 有所回升，三季度又再次回落至更低的水平。

通胀层面，由于全球需求持续低迷，大宗商品价格下行趋势明显，PPI 长期徘徊在负值区间，猪周期的扰动在 PPI 低迷时期影响也不大，CPI 仅在二季度有所反弹随即又掉头向下。

展望 2015 年，在传统行业几乎全线产能过剩，政府主导的投资扩张对经济的边际刺激效用已经较低的背景，潜在经济增长中枢的下移已成市场共识。但明年仍有一些不确定因素可能在边际上对经济形成支撑：一是房地产销售和投资的回暖，二是国际经济好转，外需增强，三是产能调整和国企改革对经济运行效率的提升。

增长：长期中枢下移 短期扰动尚存

2015 年仍将延续“稳增长，调结构”的主调，三驾马车中消费增长相对平稳，明年的经济增长的变动方向仍主要取决于房地产投资、基建以及出口这三股力量之间的角力。

房地产方面，房地产市场已走过人口红利的趋势性拐点，长周期内下滑趋势难以逆转。从长期的视角看，房地产在国民经济中的权重



和对经济增长的贡献度已难以回到之前的高位。但在短周期内，地产业销售和投资的改善，仍将为经济提供边际上的拉升动力。目前在政策和金融条件放松之下，地产销售已现企稳回升迹象，而由于地产投资滞后于销售，明年一季度末到二季度初房地产投资增速或逐步见底回升，这将对 15 年的经济带来一丝暖色。但我们对地产业能够提供的动能无法抱太高预期，因为以目前的绝对房价水平，房地产已不再是一个好的投资品种，投资性需求退潮后，与房价错位的收入水平所能支撑的刚需难以支持市场的大幅反弹。

基建方面，2014 年我们看到了基建投资的扩张对地产和制造业投资下滑的对冲，2015 年这一趋势或将在一定时间区间内延续。明年上半年基建投资一方面铁路和棚户区投资仍保持惯性增长，水利、农业等方面的基建有可能加码，或对房地产投资低迷形成对冲，全年的基建投资或呈现前重后轻的局面。值得注意的是，政府近期推进的对地方融资平台债务的清理，使得融资平台 15 年的融资受到较大的约束。地方政府融资杠杆的限制使得财政微刺激在地方的配套资金落实存在一定不确定性。

出口方面，从同比数据来看，14 年净出口经历了二季度的大幅反弹之后处于小幅振荡中。但若从进口和出口的分项数据来看，两者同比均有振荡下行的趋势，进入四季度这个趋势尤其明显。展望 2015 年，从国际需求来看，美国经济一枝独秀，欧元区整体疲弱，日本持续衰退，呈现冷暖不一的局面，外需动能的方向不明。美国 QE 退出及加息预期引起的美元升值，一方面促使大宗商品价格的进一步下跌进而降低中国进口增速，另一方面，美元的强势，欧洲和日本的宽松



货币政策可能导致人民币对美元贬值，而对其他货币被动升值，都将对中国出口产品的竞争力产生影响。从整体来看，出口增速可能是明年宏观经济中方向最不明朗的变量之一。

货币政策方面，在经济下行压力较大，政府降低实体经济融资成本的意愿较强的背景下，市场对降准降息的预期是比较强烈的。但实际上相对于释放流动性，降准降息所包含的政策信号意义更强。在目前股市一片火热，股指和成交量不断创新高的情况下，降准降息这种强刺激信号无疑是火上浇油，或将背上吹大股市资产泡沫的罪名，原先市场预期的降准降息时点可能被推后。从另一个角度来看，政府进行宽松货币政策前提是增长低于可接受水平，但如果政府增长目标大幅下调的话，宽松货币政策的必要性也会下降。综合来看，央行通过定向降准降息、MLF、SLF 等公开市场操作来释放流动性，降低银行间资金利率，再通过降低存贷比等监管指标等措施促进银行放贷，待市场利率下行已发生，再择时通过降息对其进行追认的政策路径概率较大。2015 年或许会有一两次全面降准，时点可能发生在房地产投资确认回升之前。

通胀：大宗商品熊市，通胀低位徘徊

石油供大与求的格局仍将持续，油价下行压力将长期存在，而美国加息导致的美元升值将进一步深化包括油价在内的大宗商品熊市，叠加国内经济下滑的趋势，PPI 可能仍会长期在负值区间徘徊。在经济低迷期，猪周期的扰动对 CPI 的推升并不明显，2015 年的通胀预期大概率保持在低位运行。

债券市场：



利率债：

2014 年前三季度，中长期利率处于振荡下行中，进入四季度，由于权益牛市引起的股债跷跷板以及新股发行冻结资金等冲击，使得市场收益率出现大幅反弹。目前短期金融债收益水平仍处于 2010 年以来的相对高位，政府降低融资成本的目标离实现尚有一定距离，2015 年利率中枢仍有下行的空间。值得注意的是：1、随着中国贸易顺差趋势性的缩窄，外汇占款这一传统的大规模货币释放途径已不复存在，再考虑到美元升值预期可能引起的资本流出，使得 2015 年的 M2 增长目标很大程度上需要通过央行的公开市场操作及降准来实现，市场资金面不确定性升高。2、股债跷跷板的冲击似乎比想象中要更强烈，尤其是 15 年一季度，权益牛市动能尚强，债市可能承压。3、房地产回暖等正面刺激对经济增长和长端利率的拉升尚难估量。从 15 年全年来看，利率债仍有一定机会，但波动可能增强。目前金融债收益率曲线较平，短期利率较高，资金面冲击难判，一季度建议控制久期。

信用债：

14 年信用债收益率整体跟随利率债呈振荡下行的趋势，信用利差随着国债收益率下降而下降，但不同级别间的利差，尤其是 AA 和 AA- 之间的利差，在多数时间是与国债收益率反向变动，反映低等级信用债对市场利率变化的反应相对更不敏感，尤其是利率下行时期，低等级债券下行幅度相对较小。年末由于城投债偿债资金来源划分以及中登对部分城投债取消质押资格等黑天鹅事件影响，信用债收益率大幅反弹，近期有所回落但仍在高位。在预期 2015 年利率中枢下行的背景下，再加上目前部分信用债票息已具备一定吸引力，且收益率曲线



较平，短端可适当加杠杆。15年初政府债务划分完成后，城投债收益率可能出现大幅分化，部分纳入政府偿还责任概率较高的城投债是近期配置的优良品种。长端方面，票息为纲或许是相对更稳健的策略。评级方面，建议将低等级信用债仓位控制在较低水平。

转债：

四季度的权益牛市使得众多转债触发赎回条款，转债整体股性上升明显，债底保护弱化，且存量转债稀缺性急剧上升。而近期牛市动能尚足，一季度行情可能继续。从这波牛市的结构来看，增量资金进入，抬升大盘蓝筹股估值的特征较为明显，一季度可关注正股估值相对较低的蓝筹(尤其是金融地产)转债，以及国企改革等题材标的。全年来看，牛熊切换时点市场可能发生抛弃蓝筹，转投中小板块的趋势，故跟随市场风格变化及时调整标的或者退出锁定盈利至为重要。

二. 投资策略

宏观经济继续回落，但没有硬着陆的风险

投资方面，短期来看增速继续回落，核心拖累因素是房地产投资。房地产投资是销售的滞后指标，房地产销售在今年四季度见底回升，但持续10个月回落过程，将拖累明年房地产投资增速回落到个位数



水平，成为经济下行的主要压力。制造业投资乏善可陈，由经济预期恶化引发的去存货所致，行业产出增速下降至非常低的水平。而基建投资的下滑与反腐以及货币信用条件较紧有关，将有所恢复。进出口方面，外部需求恢复较为缓慢，除美国市场复苏较为健康外，欧洲和日本的结构性问题显然更加严重。同步指标的德国和韩国（分别代表了欧洲和亚洲出口导向的经济体），近期也出现了顶部回落的信号。消费方面，总体疲弱。

虽然经济在回落过程中，但经济硬着陆的风险不大。随着在 9-10 月一系列房地产政策放松，我们已观察到了销售方面的积极反馈。担忧地产泡沫破裂引致地方债务违约风险，没有太大必要。当地产投资增速降至一个稳定的区间后，系统性风险有所释放，经济进入底部就不远了。

短期来看，2015 年在微观层面，或许可以看到企业盈利的复苏，原因来自油价下降+利率下降+减税等三重红利，从而在成本端给予利润恢复一定的帮助。但中期来看，我们依然认为宏观经济增速将从 10% 的高速增长逐步过渡到 5-6% 的中速增长时代，回归到潜在增长率水平，目前的 7.5% 只是一个中间状态。在政府的明确政策导向下，增速回落的时间跨度被主观拉长，整体过程类似于 70-80 年代中期的日本经济，2000-2005 年的韩国经济。

政府诉求：承认经济回落趋势，守住风险底线，加速改革

在转型期内政策的总体方向，可归纳为“在保证不出系统性风险的前提下，为下一轮经济增长开创制度红利”。接受经济增长速度向潜在



增长率回归的趋势，但需要尽量拖长回归的时间。因此，政策制定者需要在促改革、稳增长和防风险之间求平衡，阶段性目标会在三者之间反复摇摆。

央行的政策目标中“金融稳定”的重要性显著上升，通过在资产业务上推出了一系列的货币工具创新，比如 SLO+SLF 构建了短期利率指引，PSL 构建了中长端利率指引，一旦未来发生流动性收缩导致的风险，这套机制可以提供流动性支持，并通过资产证券化工具解决信用派生问题。

守住底线的前提下，开创新的制度红利依靠改革。自十八大以来，新一届政府的改革框架呈现眼前。包括政治上的“依法治国”，构建现代社会治理体系；经济上通过国企混合所有制和民企进入垄断行业，改善企业治理结构和鼓励竞争，增强竞争力。走在解决问题的正确轨道上。但市场一直比较看重的三大改革进展慢于预期，即自贸区、国企改革和土地流转。推测原因，一方面是“稳增长”阶段成为主要矛盾，一方面可能是对存量利益的改革，必然会受到既得利益者的反对。

展望 2015 年，政府防风险的压力不大，央行和国开行已构建出有效的机制对冲风险。改革的进展需要重点观察，我们表示乐观。

流动性：事情正在悄悄的起变化

过去两年的矛盾在于经济增速下滑+利率维持高位，但随着今年房地产市场的调整以及国家关于地方政府性债务的清理整顿，维持高利率的两大基点开始发生动摇，银行间无风险利率水平转向趋势下行。在供给端，央行的主要任务转为释放流动性，以降低实体利率水平，



缓解经济下滑压力。两者综合的结果即“衰退式宽松”，这也是过去 2 年股债双牛的一个重要基础。

11 月 22 日央行降息之后，我们观察到几个现象，比如商业银行将存款利率上浮到顶、资金流入股市、强烈的收益预期和杠杆需求推高资金成本、银行流动性压力有增无减，让我们思考“衰退式宽松”的逻辑是否已经出现了变化。首先，央行维持宽松流动性的意愿是毋庸置疑的，所受到的掣肘来自几个方面。一是资金外流压力，人民币过去数月间与其他新兴市场货币一样承受着由于资金外流引起的贬值压力，考虑到明年美国退出 QE 和欧日加大宽松力度，人民币贬值压力将有增无减；二是利率市场化，存款压力下银行的存款利率没有下降空间，息差缩小，难以承担持续的降息压力；三是产业资本回报率维持低位，信用利差还有扩大的趋势，明年上半年是信用风险的暴露期；四是银行资金通过伞型信托和杠杆交易进入股市，股票交易量的急剧放大导致利率全面上涨。上述制约因素，导致央行的政策执行非常纠结，有力而无为，而留给他实施量宽的时间窗口正在渐渐关闭。

综上所述，利率中枢下行的趋势还在延续，但斜率变的平缓。要求央行 2015 年降息 3-4 次显然是不现实的。降准则需要与资金外流赛跑，如果在降准的时间和力度上犹豫不决，会越来越被动。黑天鹅事件来自信用利差和资本外流速度。

市场情绪：从亢奋到过度亢奋

居民大类资产配置中，股市正在从低配走向均衡配置。以国人的性格特点，这种自我循环式的强化还会继续。另一方面，两融余额突



破万亿，金融杠杆交易逐渐成为市场的主导。场外新增资金和场内加杠杆，让我们暂时不必担心 A 股的流动性。但上述两类资金并非理智的长期资金，容易受到市场情绪影响，从流入到流出很可能只有一个跌停板的距离。这为 2015 年的股市高波动率埋下了伏笔。

A 股市场策略：

回顾 2014 年股市运行轨迹，在“低增长+低利率+促改革”的宏观背景下，上市公司整体增速放缓，股市难以形成 EPS 推动的行情，但流动性充裕和风险溢价降低共同提升估值，对市场方向起到更大作用。A 股市场自 7 月份开始确立上升趋势，10 月底以后开始变频上攻，日均交易量迅速升至万亿水平，大盘蓝筹股估值快速回归。

展望 2015 年，“低增长+低利率+促改革”的宏观背景得以保持，区别在于企业微观层面有复苏迹象，流动性宽松的局面有变，改革进入攻坚期。整体环境略差于 2014 年。

结构方面的变化，2013 年的小盘成长，2014 上半年的转型主题，下半年的低价蓝筹，将风格差距演绎到了极致。在降息周期下，蓝筹股的估值回归过程尚未结束，但长期来看，市场需要从估值推动切换到业绩推动。这个切换过程往往伴随着较大的市场动荡，而切换的催化剂大多伴随着流动性的拐点。因此，以 3 年的时间来看，我们很可能站在牛市的起点上，但以 1 年的时间看则很可能遇到切换期。需要注意的是融资余额的快速扩张、外资占比的上升都为 2015 年的高波动率埋下了伏笔，外汇占款下降、刚性兑付风险的阶段性出现，可能成为引爆行情的催化剂。



判断市场走向震荡市 ,上半年机会好于下半年。在经济转型期中 ,长期看好社会服务业、券商、军工、环保、基建设备输出等行业 ,中期看银行业的估值修复空间 ,短期看房地产和化工行业的小周期复苏。自上而下的大类资产配置和行业配置 ,将决定 2015 年的基金回报情况。

三 . 行业分析

金融业

银行业

在 2014 年的最后一个季度,包括银行在内的大市值金融板块出现了近 5 年来的最壮观涨幅,短短三个月内多家银行的 PB 估值由不到 0.9 倍迅速修正到 1.4 倍之上,且其间还经历了不对称降息的重大负面影响。市场对板块的投资情绪之热烈在近几年来也极为罕见。究竟是哪些因素促发了行业估值在短期内的巨大变化呢?

首先,降息之后虽然对来年的息差造成不利影响,但市场对央行未来松货币的预期愈加强烈,在不断加强的松货币预期下,投资者对行业资产质量的担忧弱化,从而带来估值的提升。



其次,产业资本尤其是保险资本对板块的大量增持不仅带来了场外增量资金的进入,更由此带动更多的情绪资金涌向该板块。

再次,行业多年来所具备的低估值,高分红,高盈利,低股价等因素在高涨的市场情绪下被不断强化,从而形成了四季度一轮壮阔的涨幅。

展望 2015 年,我们认为行业的基本面将弱于 2014 年,但股价表现未必完全决定于基本面,而是取决于资金面和政策面等多个方面。

为什么说基本面弱于 2014 年呢?首先是 14 年 4 季度的不对称降息将会对 15 年的息差造成不利影响,从而影响利息收入,对利润增速带来不利影响。另外,从 14 年每个季度的情况来看,不良资产的暴露速度环比在不断上升,逾期贷款的占比上升幅度大于不良贷款率的上升速度,展望未来我们认为这些上升的趋势在 15 年仍将持续,从而对拨备所带来的信用成本造成压力。总体来看,我们认为银行业在 15 年的业绩增速会弱于 14 年。

但即使未来盈利增速趋缓,行业整体的估值水平在 A 股还是处于低位,且 ROE 仍保持较高水平。因此 15 年板块的表现将更多的取决于资金面和政策面。来自政策面的影响因素可能包含政府对地方融资平台的负债处置政策等。资金面主要来自于央行的货币政策动向和资产证券化的推广程度等。



证券和保险业

证券业是 2014 年 4 季度金融板块内的领涨板块,也是金融行业中涨幅最大的子板块。进入 2014 年下半年,证券行业也是 A 股中为数不多的基本面强劲反弹的行业,其业绩同比增速自 7 月以来逐月提高,进入 4 季度,行业在基本面、资金面、情绪面的多方契合下,走出了一波大行情。

展望 2015 年,我们认为证券行业基本面仍然较为强劲。尤其在 15 年上半年,由于 14 年上半年的同比基数相对较低,而在 14 年 4 季度融资融券的大发展若持续至 15 年,将给行业整体带来可观的收入增量。15 年的不确定性主要来自于权益和债券市场的表现带给行业自营业绩的不确定性,而在 14 年来自自营业务的利润占比相当高。

保险行业在 14 年的保费收入和业绩表现都符合市场预期。展望未来,我们认为保费的复苏意味着保险公司在经过两年的保单结构调整后基本面从底部开始复苏。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。虽然复苏力度较为温和,但对长期投资者来说可能行业的估值将进入一个回升通道。

房地产业

2014 年基本面量价齐跌,三季度地产政策及信贷出现放松,11 月成交实现同比正增长,房价整体环比下跌继续。12 月前三周,67



个大中城市销量月同比增长 15.7%，基本面拐点已现。展望 2015 年一季度，我们看好地产股，原因如下 1) 地产基本面将持续向上，量升价稳的局面比较确定 2) 货币信贷存在继续放松的预期，3) 政策支持：各地方政府先是在 6 月底陆续解除限购，其后在 9 月底又进一步通过解除限贷来进一步松绑行业，本届政府将更多调控权限下放地方，预计只要地产需求未达目标，各地将对行业给出更大程度支持。4) 地产股整体估值低。在这样的背景下，房地产复苏仍将持续，主流地产股预计可获得较好的绝对和相对收益，关注销售弹性大和杠杆率较高的地产股。

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，但部分行业由于产能收缩，盈利有所好转，还有部分企业积极转型，化工指数跑输大盘 18 个百分点，未来机会还在于子行业和个股。

勘探开采和炼油

近期油价持续下跌，累计跌幅超过 40%，根本原因是供需失衡造成的，需求方面，由于全球经济不景气，新能源的发展，以及环保导致的能源利用效率的提升，全球需求不振，估计会持续一段事件。供应方面，美国页岩油的产量持续增加，Opec、俄罗斯也表示不会减产。因此，预计油价有继续下跌的风险。全球石油板块资本开支有所收紧，相关板块需要规避风险。



国企改革值得关注，以两桶油为首的国有企业在改革方面动作较大，中石化已经在油品销售领域成功实现混合所有制改革，未来效率提升和非油业务的发展值得期待，油服工程业务也即将实现整体上市，后续的改革值得高度关注。中石油的改革有望紧随其后，旗下上市公司的改革，以及新疆地区勘探开采业务对民营企业的开放，值得重点关注。

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。但部分子行业由于环保、长期亏损等导致的产能收缩，盈利有所好转，建议关注；另外，我们长期看好精细化工和新材料等一些细分领域，看好农资行业变革、盐业改革以及国企改革相关标的。具体来讲，中间体定制行业、电子化学品、聚氨酯、新材料、农资、盐业改革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

2015 年全年投资机会来自国企改革和公司转型



零售行业从 2010 年 10 月份到达股价最高点,2011 年消化高估值,2012 年开始业绩大面积不达预期,行业增速从原来的 20-30%下降到-10%到 10%,行业估值普遍在 10-15 倍之间,连续 4 年跑输大盘.看到 2015 年,我们整体对零售更加乐观 :

(1) 电商对实体零售店的一边倒冲击已经演变为线上线下融合,随着线上增速的放缓,线下实体门店也将逐渐体现价值。

(2) 零售公司积极寻求转型,依托对终端需求的了解,转型做生活服务类也将有很大的优势。

(3) 新型资产证券化产品(REITS)将有效盘活零售公司的原有优质自有物业,同时还可将得到的现金去积极寻找转型机会。

基于上面的行业基本面判断,我们给出下面的投资建议:

(1)低估值+管理层高诉求+国企改革

(2)迪斯尼概念

(3)低关注度+国企改革

2015 年一季度也将是全年布局的较好机会。

家电行业

2014 年前三季度,家电行业收入增长 9.5%,较去年同期的 16.5% 放缓,归属母公司净利润同比增长 25%。展望 2015 年一季度,预计行业的新常态将是,收入增速放缓,利润增长主要来自产品结构变化以及运营效率的提升。展望 2015 年一季度,行业虽然业绩弹性不足,但家电



板块整体风险小，估值低，分红高，当大盘整体估值向上提后，家电蓝筹具备配置价值。

纺织服装行业

纺织行业在 2014 年遭遇需求不振、内外棉价差高企、国内棉价持续下跌等诸多不利因素影响,纺织企业从 2 季度开始景气度步入低迷困境。展望 2015 年,我们预计行业景气度将有所回升,由于 2014 年行业利润基数较低,我们预计从 15 年下半年开始行业整体的报表业绩将呈现靓丽增长。

由于国家在 14 年将棉花收储制改为补贴制,长期来看有利于国内棉企用棉成本的下降,从而缩小国内外棉价差,提高国内棉企的国际竞争力。在二级市场股价走势上,由于收入和利润表现缺乏亮点,纺织板块龙头整体表现疲软,但我们看好 15 年行业在 14 年低基数基础上的反弹机会。

服装板块在经历了过去两年艰难的去库存之后,10/11 年品牌企业快速扩张带来的负面影响基本消除,加盟商也获得了喘息的机会。虽然终端零售仍不见大的起色,但在上一轮行业周期高点中顺利融资的企业由于手中现金充沛,行业内等待收购兼并的品牌比比皆是,预计未来行业在并购题材中仍不乏亮点迭出的案例出现。



IT 行业

电子行业

2014 年，申万电子行业指数累计上涨 19.6%，同期沪深 300 指数上涨 48.3%，大幅跑输比较基准。2015 年，PC 行业需求饱和，智能手机行业增速预计将进一步放缓，消费电子需求层面缺乏行业性机会。同时半导体电子受此影响，行业也将保持低速成长。我们认为全年电子行业指数将震荡下行，一季度建议降低电子行业持仓，投资策略上建议精选个股。

2015 年，我们看好的投资机会主要有：1) 国产化需求和国家政策扶持下，具备外延扩张潜力的半导体相关标的；2) 代表 CES 展上新技术方向的相关标的；3) 估值存有修复空间的白马成长标的。

计算机行业

2014 年，申万计算机行业指数累计上涨 41.9%，同期沪深 300 指数上涨 48.3%，计算机行业小幅跑输比较基准。2015 年，互联网化和国产化仍将是计算机行业投资热点区域，大量 B2B 细分行业信息化龙头厂商将触网。我们认为全年计算机行业仍具备良好的投资机会，在行业下跌后积极布局，一季度建议持有估值存在修复空间的成长标的。

2015 年，我们看好的投资机会主要有：1) 企业互联网下的金融



新模式；2) 互联网医疗；3) 具备国企改革潜力的信息国产化相关标的；4) 低估值白马成长标的。

通信行业

2014 年，申万通信行业指数上涨 42.5%，同期沪深 300 指数上涨 48.3%，通信行业小幅跑赢比较基准。2015 年，电信和联通进入 4G 建设阵营将是大概率事件，4G 建设投资有望达到年度高点，军队通信投入有望快速增长。一季度建议降低通信板块持仓。

2015 年，我们看好的投资机会主要有：1) 4G 板块中的白马成长标的；2) 拥有用户资源的互联网化标的；3) 北斗导航、军工通信相关标的；4) 国企改革相关标的。

传媒互联网行业

传媒板块从 2013 年 10 月触及高点以来，至 2014 年 12 月中旬，板块下跌 3.7%，同期沪深 300 上涨 30%。总体来看，传媒行业经过 13 年的大涨后，行业在现有估值和市值下，要有新一轮的上涨，目前缺乏催化剂和更大的上涨逻辑。展望 2015 年一季度，我们认为行业将是分化的一年，机会将出现在下 1) 互联网中有用户，讲流量变现的企业。2) 国企改革：国企改革步入全面深化阶段，关注京江浙沪粤系国资传媒企业。

汽车行业



汽车销售增速进一步下滑，整车企业机会不大。预计 2015 年汽车销量约为 2474 万辆，增长 6.0%，其中乘用车 2,108 万辆，增长 7.3%，商用车销量 366 万辆，下滑 1.1%。预计 2015 年汽车行业还将延续前两年的乘强商弱的局面，乘用车销量继续保持增长趋势，而与宏观经济相关的商用车将仍处于不景气状态，汽车行业整车销量、营业收入及利润总额增速将较 2014 年继续回落。2013-2017 年是欧美系扩张的时期，前期表现为新品频出，随后是产能扩充，在新品加产能扩充双重效应下，其它品牌均将感受到强大的压力，若无有竞争力新品推出，只能接受市场份额下降及盈利能力下滑的现实。

在汽车行业景气度略有下行的趋势下，我们认为汽车股投资应紧盯正在强势扩展的欧美系品牌，并从国企改革、汽车后市场、新能源汽车等主题上寻找投资机会。欧美系品牌大幅扩展期，其它品牌均将受到其挤压，只能采取以价换量或者接受市场份额下滑的局面，预计未来 3 年业绩增长较快的企业将是拥有欧美系整车合资企业的上市公司及为欧美系整车企业配套的零部件供应商。《汽车品牌销售管理实施办法》的修改，将促使众多企业在汽车后市场的跑马圈地，我们更加看好经销商集团和易损件供应商在汽车后市场的发展。汽车类国企的改革将为企业注入活力，带来改革红利。国家部委派出督察组检查试点城市新能源汽车推广情况，预计 2015 年新能源汽车销量有望较 2014 年大幅增长，我们更看好公共服务领域的新能源汽车的推广。



农林牧渔行业

养殖业 2014 年继续在行业景气底部徘徊,畜禽价格除四、五月出现短暂上涨外,其他月份依然在盈亏平衡附近或亏损区间波动,造成养殖业整体业绩低迷。展望 2015 年,我们认为畜禽价格反转的概率较大,尤其是禽产业链上,本轮养殖亏损周期已历时 2 年多时间,大量企业由于高负债被迫退出行业,2014 年开始白羽肉鸡产业的祖代鸡苗引种量开始大幅下降,未来种苗供给端可能出现较为紧张的局面。

在养殖业整体复苏的预期下,我们认为养殖产业链上一些与养殖景气度紧密相关的饲料、疫苗等板块也会有不错的景气回升。饲料行业在经历了两年的低迷淘汰过程中,大量中小企业退出,未来龙头企业将获得明显的市场份额集中度的提升。在 2015 年上市疫苗企业则可能受益于行业整体的政府招标采购制度的改革从而出现量价齐升的局面。

土地流转主题在 2014 年仍有不错的表现,预计 2015 年市场对于土地流转的期待热情度可能低于 14 年。但在国企改革的大预期下,相关农业种植企业的龙头也不乏主题热点。

我们对水产养殖行业持中性态度。虽然今年供给端有所下降,但在政府反腐倡廉的大方向指引下终端消费量仍有可能继续下滑,因此对海参品的价格不应给予过高预期。



医药行业

2014 年以来医药行业涨幅在各行业中排名垫底 ,似乎有点出人预料 ,但个股表现波澜壮阔。主要原因是年初基金的仓位较重 ,由于近期周期股涨势如潮 ,预计医药仓位下降很快 ,导致医药股走势很差。截至到 12 月 24 日 ,医药指数涨 16.9% ,同期沪深 300 指数上涨 40.5% ,跑输大盘 23.6 个百分点。

明年医药行业的风在哪里 ? 2015 年开始医药行业的变革趋势风生水起 ,即 :打破现有利益格局 ,走向有管制的市场化。我们预计的政策变化 : 1) 加快新药评审速度 (第五通道) ; 2) 新技术 : 基因检测、免疫治疗 ; 3) 非处方药价格放开 ; 4) 医保支付价推出 ; 5) 进口替代加速 , 包括药品和器械 ; 5) 国家对商业健康险发展的鼓励 ; 6) 鼓励互联网销售处方药 , 大力发展移动医疗 ; 7) 加快国企改制的预期。

如果药价放开 , 最终 , 原有的“成本加成方法”导致的最高零售价格体系将被打破 , 将类似于德国等国家实施参考定价体系 , 即给定相应给付标准 , 超过部分自付。这至少带来三类影响 : 1) 原先实行了分层招标比如单独定价等品种不再有特权 , 需要通过自身的营销方式



变革获得市场；国产优质仿制药将面临更大的机遇；二次议价不可避免，给医院做供应链管理的企业收益。预计明年1月网售处方药政策的出台，需要关注相应趋势；2)创新药、OTC的价格管制取消。

商业健康保险提供额外支付能力。数据显示,2013年我国城镇基本医疗保险(包括城镇职工医疗保险、城镇居民医疗保险)收入1万亿。而商业健康保险保费收入则有望从2013年的1121.67亿基础上成倍增加，从而为医药行业提供额外支付能力、保障行业未来整体增速。

1)国产优质药品(医疗器械)进口替代步伐有望进一步加快。保险公司为了自身利益,其经办商业健康保险时将非常注重资金的利用效率。2)国产优质药品(医疗器械)将有望凭借其高品质、低价格的优势得到商业健康保险经办公司的青睐。

环保工程及服务行业

污水处理：污水处理是目前治理资金来源和盈利模式最成熟的子板块，“水十条”等政策刺激值得期待，考虑到当前该板块整体估值不高且开始估值切换，15年建议继续配置，重点是增长模式较好或者业绩弹性较大的公司。

固废处理：看好工业危废和电子废弃物拆解两个子行业，继续关注生活垃圾焚烧子行业。(1)工业危废处理子板块受到政府政策扶持增长将加速，且该板块市场空间大，未来的运营体量理论上预计可与生活垃圾焚烧媲美，而且毛利率更高，行业整体处在成长爆发初期，值得高度重视。(2)《废弃电器电子产品处理目录》预计也将调整，



扩大回收处理范围，提高补贴金额，废弃电器电子产品回收利用市场或将迎来快速增长的黄金时期。（3）生活垃圾焚烧行业，长期仍有广阔的发展空间，但中期需警惕 15、16 年可能出现的订单增速下滑的风险和大批项目进入运营初期的盈利风险。

大气治理：14 年是脱硝设施投产的高峰，15 年投资增速有下滑的风险，因为一方面按照规划脱硝投资本来就会在 14 年达到高峰后回落，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。展望未来一年，大气板块的增量来自于超低排放的推广和除尘需求增加，这些增量需求可能使板块的景气顶点后延 1 - 2 年，但整体增速还是会下来，明年建议关注运营类企业的确定性增长、外延式扩张以及受益超低排放较大的公司。

除了上述提及的水、气、固废治理领域外，还应关注农村污染治理、生活垃圾清运回收、土壤修复、餐厨垃圾、污泥处理等领域。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。

建筑材料行业

水泥行业：一季度，水泥行业将步入传统淡季，价格将稳中趋降，行业投资机会不大。中期来看，明年上半年是全年景气低点，下半年预计有所回升，但回升幅度偏弱。我们认为 2015 年及一季度水泥行



业的投资机会更多的来自于国家的“一带一路”战略和国企改革两条主线。

玻璃行业:玻璃市场需求偏弱，整体市场交投依然较为平淡，玻璃价格继续表现低迷，展望 2015 年及一季度，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。

建筑和工程行业

展望 2015 年及一季度，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) 基建及国际工程板块。当前，国家“一带一路”(即丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路)战略已经启动，一带一路战略为优势基建及国际工程公司打开了海外广阔的市场空间，行业中长期需求有望大幅改善，建筑股估值亦预计将得到明显提升，给予行业买入的投资建议。

2) 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，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。3) 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。

有色金属行业

价格方面：中国增速放缓，下游需求不振，回顾 2014 年，除镍锌外，工业金属价格表现疲弱；美国货币宽松预期逐渐消退，黄金价格亦一路下行。

供需关系方面：目前工业金属供需关系有所分化，随着铜矿山产能在 2014 年持续释放，铜从以往的供需平衡状态逐步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 2015 年及一季度，我们看好的投资品种和建议采取的投资策略归纳如下：1) 看好稀土板块，随着稀土联合打黑进入实质阶段、六大集团落地等相关整合稀土行业的政策措施的推进，稀土行业有望触底回升，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。

钢铁行业

基本面与股价表现相背离，估值修复是钢铁有色行业 2014 股价涨幅超预期的主因。钢铁有色行业 2014 年业绩反弹力度有限，行业



景气度复苏缓慢，但申万钢铁指数全年上涨 53.31%，跑赢沪深 300 指数 19.19%。业绩无法支撑 2014 年钢铁有色股的股价表现，而由分母驱动的估值修复才是本轮钢铁有色行业大幅上涨的主因。

景气周期向下，2015 年钢铁行业业绩大幅提升概率较小。促成钢铁有色行业 2014 年业绩好转的铁矿石价格持续下跌、出口大幅增加等因素在 2015 年的可持续性并不强。有潜力的主题投资机会将主要来源于：1) 能取代或部分取代房地产，对经济起引领作用的新兴行业；2) 自身下游需求井喷，并获政策大力支持的行业；3) 我国在国际上有竞争优势的领域。从自上而下的被动变革与自上而下主动转型这两个维度筛选，建议 2015 年重点关注国企改革、互联网电商、石墨烯与核电用钢等新材料主题投资机会。

煤炭行业

行业整体观点中性。传统行业需求增速放缓，清洁利用趋势。我们认为 2014、2015 年煤炭行业需求增速预计将在 1.4%、3.4% 的较低水平。清洁煤炭利用政策的实施对未来煤炭质量的提高有一定好处，但由于对煤炭消费的限制，其在一定程度上也制约了未来的煤炭需求。

重点在于跟踪供给收缩速度。产能过剩严重，清费立税、打非治违、调关税多管齐下 2014 年以来政府陆续出台各项政策扶持煤炭行业。预计今年产量将在 37.4 亿吨水平。受到产能不断增长，但未来仍将持续的限产政策影响，行业产能利用率 2014、2015 年预计将分别跌至 81.3%、77.2% 水平。综合考虑到打击非法矿与淘汰产能，如果完全执行到位，2015 年行业产能利用率或将达 80%，回升 3%，基本与 2014 年持平。一系列压低净进口煤政策开始实施，出口关税也可



能下调至 3%，压缩净进口煤规模有利于缓解国内过剩产能压力。清费立税伴随着资源税改革，煤炭行业价格理顺，目前有利于减轻企业负担，但各省上报资源税率普遍较高，这也给将来煤价回升带来资源税成倍上涨带来隐患。

公用事业行业

电力：

利用小时仍处下降通道、煤价底部趋稳以及电价的不确定性使得盈利大幅超预期难度较大，板块投资更多在于各类改革带来的估值提升预期，展望 2015 年，“改革”将成为主导公用事业板块投资的重要主题，国企改革和电改有望双轮驱动。

燃气：

天然气在能源结构中的占比提升是大势所趋，未来相关企业的业绩会随天然气使用量的增长而增长，但由于气价逐步上涨而目前价格体系下的中下游燃气分销商没有定价能力，只能尽量将上游的价格波动向下游传导，因此毛利率提升空间小。板块内大多数公司重资产、长投资周期以及受上游价格调整的影响较大，建议寻找个股输气量高增长的机会。

电力设备行业

2013 年和 2014 年，电力设备新能源行业迎来底部反转的机会，



展望 2015 年，(1) 电力设备方面：电网投资值得期待，特高压依然是建设的重点，一带一路战略下电气设备龙头公司受益；工控 2015 年需求向好，国产化替代加速，工业 4.0 带来新机遇；电力改革、国企改革和战略并购也将是 2015 年电力设备的投资主线。(2) 新能源方面：光伏 2014 年装机预计略有下降，2015 年将迎来抢装，单晶、分布式、运营、资产证券化是四大方向。风电上网电价下调，2015 年预计迎来大幅抢装，风机制造迎来高增长，风电运营进入收获期。核电重启在即，出海前景广阔，核电迎来新周期，进口替代带来新机会。储能战略地位逐渐提升，产业资本积极参与，储能将成为 2015 年的新方向。新能源汽车产业受政策与市场双重驱动，增长可期。

机械行业

我国大的经济周期决定国内固定资产投资进入下行通道，机会大多集中于转型新兴行业或者传统但是能扩展海外市场的行业，军工、智能装备(广义机器人)、高铁是三大主要亮点，但侧重点有所不同，需抓住估值和成长的匹配点。

军工是战略性机会，未来 3-5 年基本面持续往上，今年强军逻辑持续，明年更关注改革逻辑演绎，站在空间争夺战的角度，需要牢牢抓住装备列装提速、资产证券化、军民融合三条主线。智能装备(广义机器人)工业 4.0 大背景下，需求持续旺盛，下游应用广度和深度均不断提高，但内资厂商竞争压力越来越大，必须依托高端集成商实现弯道超车，军用及智能服务机器人将是下一片蓝海。高铁板块处于



国家战略提升期，出海拓展海外市场将打开新成长空间，南北车正在筹划合并，议价能力和盈利能力预计将明显上升。

周期拐点应重视油气装备和服务行业，短期受油价压制，短期关注海外业务进展或者外延持续整合企业；中长期来看，页岩气开发将带来新的压裂等设备需求。

主题投资方面应重视一带一路和国企改革，传统行业或看出口或看改革。传统行业下游减速明显，行业过剩产能仍较大，缓慢出清，预计资产负债表持续修正之中，工程机械基本面见底，股价经历了长期调整，目前很多公司股价介于 1-2 倍 PB 之间，风险很小，某些行业面或者转型因素可能带来股价弹性。一带一路对行业有深远影响，将对拉动设备过剩产能的出口，我们重点推荐出口拓展顺利或者转型顺利的传统行业优质龙头企业。

食品饮料行业：

2015 年全年看低估值反弹和国企改革带来的高弹性

经过 2014 年第四季度的上涨,目前食品饮料整体板块估值还处于相对低位,不管是和国际同行比较还是和食品饮料行业本身的历史估



值相比。诚然,从基本上来看,经济还在低位运行,2015 年全年的消费增速应该是较低的,很难看到某个子行业有 20-30%的收入和利润增速。那 2015 年全年的投资机会更多的来自于估值修复和国企改革。我们看好 2015 年一季度开始的全年布局的投资机会。

白酒行业 :2015 年更大的弹性来自于国企改革的区域性白酒企业

经历过 2014 年的寻底和估值反弹,老白干实现了混合所有制和员工激励,我们判断 2015 年的投资主线是区域型白酒企业的国企改革。因为做为完全竞争的白酒行业,地方国资委要绝对控股的意义并不是很大,而在行业增速放缓,更多靠市场份额提升的背景下,只有强有力的管理团队才能抢占市场份额。因此我们结合地方国资委改革进度以及公司需要国企改革的迫切性来进行组合投资策略。优先选择有很强国企改革预期和市值相对低估的地方白酒企业。

另外一条主线是行业优质龙头的估值提升。行业经历过巨幅调整,使得白酒行业估值相对国际上可比的烈酒公司,相对历史的估值溢价,都是相对低估的。明年在春节和国庆的旺季来临之前的两个时间段,还是会有阶段性估值修复的投资机会。

2015 年大众品行业投资机会 :

展望 2015 年全年,细分的大众品行业基本上并没有特别出彩的,更多的都是低速增长。我们相对比较看好的植物蛋白饮料行业,随着现代人健康意识的不断加强,会逐渐增加植物蛋白饮料的摄入量,整体植物蛋白饮料行业的增速相对还是高的。我们寻找相对龙头的管



理改善之后带来更大的收入和利润弹性。

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。我们判断未来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：仍旧看好教育类概念个股

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

旅游板块有望继续上升

四季度行业景气有所反弹，个股的表现也较为不错；明年一季度，我们继续看好旅游行业个股的反弹，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，看好在线旅游、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：油价下降减轻成本端压力

航空：2014年末的大幅上涨略超预期，主要还是油价因素被放大所导致，成本端大幅下降，虽然能给各大航空公司贡献较大业绩弹性，但考虑到影响航空股股价的因素较多，除油价之外还有人民币汇率、飞机供给以及客座率等各方面，而这些方面几乎没有看到向好的趋势，所以在航空股大幅上涨之后我们对其保持谨慎态度，建议关注即将上市的春秋航空，看好廉价航空的发展前景。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。

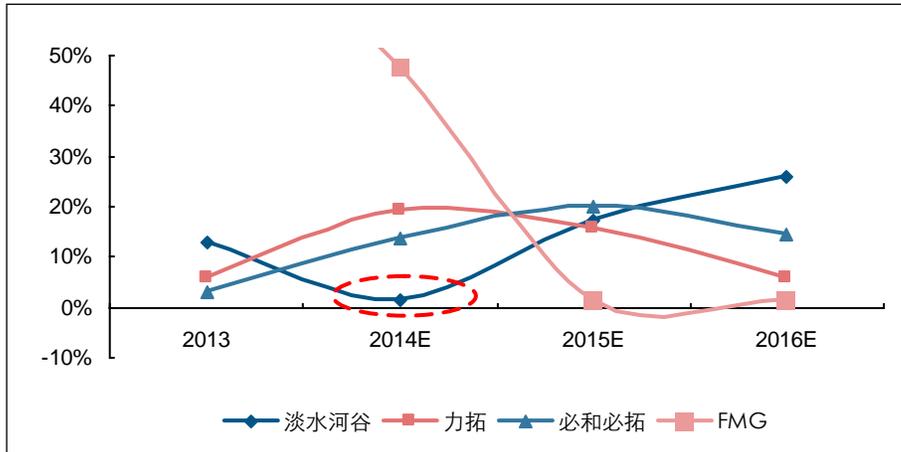
航运港口：油价下降利于个别子行业

主线：从油价下降以及对运价的提升角度来看，Q1对航运的排序为：油运>散货>集运。

散货运输 2015 矿强煤弱延续 ,Q1 的年后复产力度可能超预期。

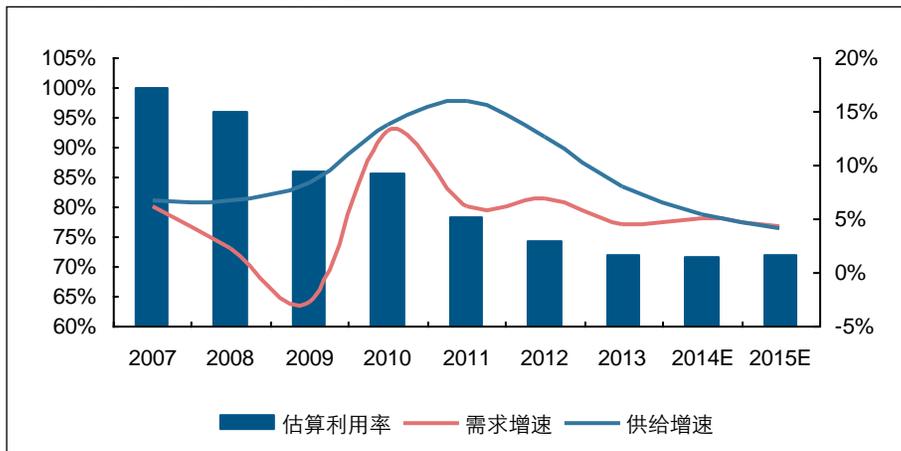
2015 年是淡水河谷矿石产能加速投放的一年 ,因此对整体运力消耗具有积极意义 ,但是煤炭需求式微、粮食运量有高位回落风险 ,所以全年定调来看供需增速双降的格局下 ,底部企稳的概率更大 ,阶段性的机会主要来自淡水河谷产能投放时的需求爆发。对于 Q1 来说 ,由于受到 2014 年 11 月 APEC 会议的影响 ,年后钢铁等行业的复产力度或许会更大 ,因此具备波段操作空间的可能。

图 1: 全球四大矿产能增速估算



资料来源: Clarksons, 国海富兰克林基金整理

图 2: 散货运输行业供需增速对比



资料来源: Clarksons, 国海富兰克林基金整理

集装箱运输：持续改善不易，建议顺势而为。尽管 2014 年集运业迎来了盈利好转的一年，但油价迅速下跌和欧洲经济复苏的力度很难一直维持在较高水平，考虑到运力扩张潮将持续至美东航线完成升级（大约到 2015 年底），同时行业内公司并购难度大、结盟空间狭窄，2015 全年可能还是处于缓慢复苏的态势中。具体对于 1 季度来说，更建议将集运作为外需产业链的一环来进行投资决策，如果欧美经济复苏有超预期因素出现，或者航运电商在模式上发生了兼容性很强的变革，可考虑配置。

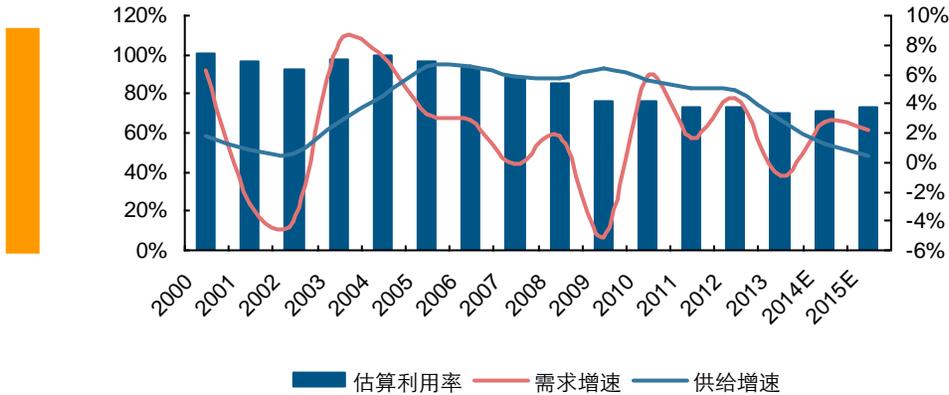
图 3：集装箱运输行业供需增速对比



资料来源：Clarksons，国海富兰克林基金整理

油品运输：2015 阶段性回暖，看好旺季运价继续提升。中国仍然是未来 2-3 年全球原油海运需求增量的主要提供者，炼油产能内迁与战略储备增加都将带来可观的需求，同时 2015 年行业运力增速预计基本为 0 增速，供需结构好转将带动运价继续回暖。具体到 1 季度，如果油价继续维持在 60 美元/吨左右的水平，中国等新兴国家将继续增加储备购买力度，同时传统旺季将对运价形成基本支撑，相关公司业绩同比仍有提升空间。

图 4：油品运输行业供需增速对比

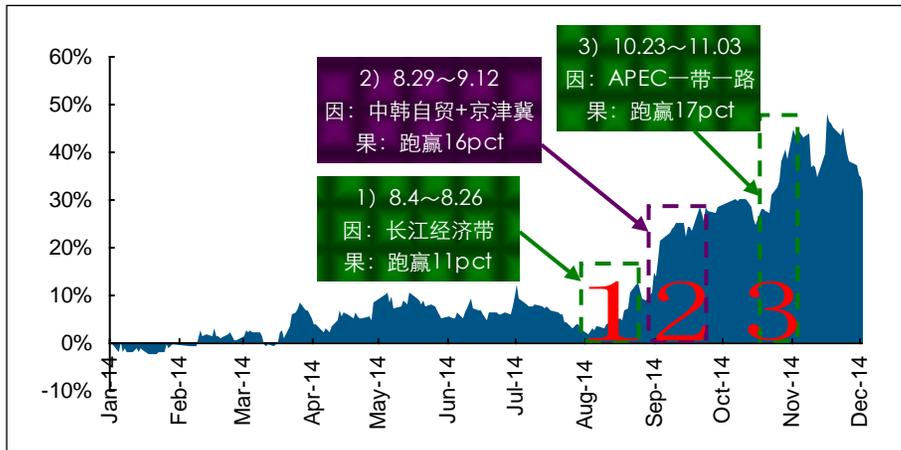


资料来源：Clarksons，国海富兰克林基金整理

港口：以矿为核，两条主线选股

从 2014 年来看，港口行业基本面研究是暂时失效的一年，区域经济政策成为主导股价的因素。政策博弈投资的前提是信息的完备与预知，这点暂时超出了一般研究的范围，因此从基本面角度出发——以矿为核，两条主线选股：1) Valemax 驶入中国，矿石吞吐向大港集中，2) 外矿占比继续提升的主线。

图 5：2014 年港口板块复盘分析



资料来源：Wind, 国海富兰克林基金整理

铁路：深化改革进行中

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。铁路基本面来看,受到宏观因素的影响,四季度货运发送量增速整体下滑,请车率水平也处于较低水平,明年一季度货运水平环比或有提升,但受整体经济影响预计仍将处于底部。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或将换来更为宽松的改革环境: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。