



国海富兰克林

2015 年第二季度投资策略报告

一、宏观分析

2014 年中国 GDP 勉强收官在 7.4%，但已可以看出明显的下行趋势，CPI2014 年收官在 1.51，15 年 2 月份为 1.4，通胀维持低位。

增长层面，1-2 月份实体经济和房地产市场的表现均逊于预期，制造业和房地产投资继续低迷，基建投资虽略有反弹但未能改变投资整体下行的趋势。进入 3 月份以来，经济和房地产的季节性恢复也异常缓慢。

通胀层面，大宗商品熊市继续，油价在短暂的反弹之后掉头向下，PPI 仍在负值区间。

展望 2015 年二季度，虽然地产回暖不确定性升高，但基建可能继续加码，欧美经济复苏拉动中国出口，一二月份社会融资数据良好，二季度经济有向上动能。

增长：

消费方面，1-2 月社消零售增速 10.7%、扣除价格因素实际增长 11.0%、限额以上零售增速 8.1%，均较去年 12 月小幅下滑。在经济依然低迷的背景下，消费增速小幅下符合预期。但消费表现远好于工业投资，且高新技术产业的通讯器材类商品零售增速持续高增、始终领跑各行业。当前消费渐成稳增长主力。预计未来消费增速短期微幅



回升、长期缓慢下滑。

房地产方面，1-2 月地产投资增速回升，但地产销量跌幅扩大、新开工面积同比继续负增。1-2 月地产投资同比增长 10.4%，虽较去年 12 月-2.1%的单月增速大幅回升，但与 14 年全年的增速基本持平，总体而言差强人意。但地产销量增速-16.3%、新开工面积增速-17.7%，意味着未来地产投资仍存隐忧。

基建方面，1-2 月基建投资增速大幅回升至 20.8%。当前经济下行压力依然较大，基建作为稳增长的重要抓手，具有逆周期调节经济增速的作用，而 14 年底发改委加速批复基建项目、15 年初企业中长贷大幅增多，都表明 1-2 月基建投资增速反弹。基建投资仍是长期稳增长主要着力点，但基建融资来源仍未得到保障。一季度基建支出的提速可能在二季度的经济数据中体现出来。

出口方面，今年前 2 个月出口增速回暖，反映外需好转。受春节因素影响，我国外贸企业再次呈现节前集中出口、节后陆续开工的经营习惯，加上同比基数变化的影响，导致 1、2 月份出口同比增速波动较大，未来能否持续高增仍存在不确定因素，BDI 指数 2 月跌至历史新低但三月有所反弹。近期美国经济动能强劲，欧元区和日本 PMI 也回到枯荣线以上，预计各国经济的复苏对中国二季度出口将有一定拉动。

货币方面，社会融资增速低位反弹，表外融资需求疲弱。2 月新增融资总量 1.35 万亿，比 1 月少增超 7000 亿，比去年同期多增 4608 亿。其中人民币贷款同比多增近 5000 亿，表外融资有所下降，非标融资有回归表内的趋势。14 年四季度以来外汇占款下降较为明显，强



美元背景下资本外流可能持续，15 年可能还有不止一次的降准。

通胀：

国际石油库存目前处于高位，短期内油价下行压力仍然很大，再加上强美元的作用，大宗商品依然承压。食品层面，2 月份由于春节影响菜果价格有所上涨，但三月以来猪价再创新低，菜价迅速回落。整体来看通缩风险仍存。

债券市场：

利率债：

一季度国债和金融债均有不同程度的下行，主要以中长端为主。3 月份降息之后利率债出现了一定幅度的调整，主要原因是流动性风险(资金面超预期紧张以及债务置换)和市场对经济增长预期的分歧。由于市场风险偏好提升，及保增长政策出台预期影响，债市还看不到较大的机会。中期来看，无风险利率下行仍有机会，根本原因来自于经济潜在增速下降带来的融资需求回落，但这一点还需要继续观察。

信用债：

一季度信用债收益率整体跟随利率债呈振荡下行的趋势，信用利差也随之缩窄。目前信用债收益率长端处于较低的水平，同时期限利差也处于较低水平，收益率曲线较平。品种方面，城投债经过前期债务置换逻辑的追捧，利多因素已基本实现，估值相对产业债已无优势。在无风险利率方向不明的背景下，建议以票息为纲，挖掘产业债中的金矿，并控制久期。

转债：



受权益牛市拉动，一季度转债整体大幅上行。由于牛市中很多转债触发赎回条款，存量转债稀缺性升高，很多转债呈现非常高的转股溢价率，相对正股来看投资价值下降。二季度建议谨慎为主，控制安全边际，有选择的投资溢价相对较低的转债。

二. 投资策略

宏观经济稳步寻底

伴随政府对 2015 年宏观经济目标增速的下调，一二月工业增速由去年 12 月的 7.9%下降至 6.8%。显然，低增长速度容忍度加强，环保等民生类诉求扩张，都使得传统的经济增速有较大的下行压力。然而，我们认为经济增速的下降并不是无序的，这主要体现在：1.考虑到长期的 PPI 通缩也将在 CPI 领域体现，货币政策的放松持续；2.城投债首现明确定位，同时政府有意向下引导涉及到基建相关的债务融资利率，都使得支撑总投资的基建投资不至于出现急剧下滑，最近城投债发行放量即是明证；3.油价、铁矿石等大宗商品的价格下降，有助于改善经济活动中的生产成本；4.在资本项目逐步开放的过程中，



考虑到国际的利率水平差异，中国的国债和金融债吸引力显著，无风险利率的真实下降可期，同样有助于改善经济增长的环比水平；5. 一带一路的逐步落实，有利于解决传统工业企业的严重产能过剩问题。综合来看，我们认为二季度的增长处于稳步寻底过程中。

货币增速维持稳定

随着利率市场化的逐步推进，同时人民币在美元强势的背景下存在一定的贬值压力，加之一带一路对相对强势人民币的诉求，都使得融资利率的下降极为纠结。我们认为社会融资增速的同比水平难以实现快速扩张，但下降速度已经放缓。首先，非标资产的扩张速度自2014年一季度起已经有所抑制，同比角度而言不再形成较强的拖累融资的力量；其次，货币市场利率依然较高，只要没有大规模的投放基础货币，都不至于迅速的推低货币市场利率，进而推升融资增速；再次，市场一度认为美元走强将压制国内货币政策的放松空间，的确，美元走强已经形成一致预期，但是美国经济是否能承受连续的加息存在疑问，由是，国内依然存在阶段性的放松窗口。综合判断，我们认为总量货币增速将维持稳定，不至于形成权益市场的流动性收缩。

大类资产配置权益市场占优

首先，由于债券市场整理收益率有一定程度的下降，目前国内最大的资金蓄水池——理财资金对债券资产的配置比例存在下降的可能；其次，基础设施类资产支持证券在非标转标过程中有一定程度的增长，但目前无论是量级以至于收益率水平似乎都难以对理财资金形成较大



的吸引力 ;再次 ,贷款依然面临着风险暴露以及有效需求不足的压力。

综合判断 ,大类资产配置中权益资产依然具有较强的吸引力。

A 股策略

货币政策放松的溢出效应确定当前市场的大方向向上

如前所述 ,宏观经济稳步寻底使得货币政策放松的大基调确立 ;进而 ,融资增速稳定 ,固定收益类以及类固定收益资产吸引力不足 ,都使得货币政策的放松出现溢出效应 ,形成权益市场的新增资金。只要经济增速不出现显著的环比恢复 ,通货膨胀水平不出现明显的跳升 ,全社会基建类债务增速不出现大幅的扩张 ,货币政策都难以出现明显的转向调整。我们认为权益市场的向上趋势延续。延伸到行业层面 ,我们看好大金融以及传统周期性板块的阶段性上涨机会。

创业板是中国经济新的增长点的培育平台

回顾 1999-2001 年的牛市历史以及科网股表现 ,尽管最终市场的上涨告一段落 ,但其对 2001 年至今的中国经济增长点的培育起了决定性作用 ,阿里和腾讯即是明证 ;回顾 2009 年的市场反弹 ,四万亿投资导致了经济环比的显著恢复 ,但随着政府需求的逐步下降 ,产能的供给严重高于自然需求 ,导致宏观经济亮点难觅 ,以至于需要通过一带一路的大战略来解决严重的产能过剩问题。回到当下 ,我们认为创业板是中国经济新的增长点的培育平台将形成一致预期 ,无论是当下的互联网+ ,或者是当下难以想象的将来有望形成新的增长点的概念 ,都有望成为未来几年中国经济增长的推动力。行业层面 ,我们看好互联网、新能源与节能环保、医疗服务、教育、高端装备制造等行



业的长期投资机会。

三 . 行业分析

金融业

银行业

由于在去年的最后两个月银行板块短期涨幅较大,今年以来板块整体有所调整,行业整体估值水平重新接近PB1.1 倍的水平,PE 估值水平在 A 股市场仍然处于最低的板块之一。

一季度板块表现除了受年前涨幅过大影响外,一季度央行降息伴随存款利率上浮比例的提高也是影响板块短期表现的重要影响之一。同时,短期内银行的年报难以超出市场预期,息差收窄明显,也是影响市场投资情绪的重要原因。

展望二季度,我们认为前期压制银行板块的各项负面因素逐步减轻。在市场流动性不断宽裕、降准预期不断增强的市场环境下,银行板块面临补涨的可能。

总体来说,我们仍然看好行业基于基本面的投资价值,板块具有低



估值,高分红,高盈利,低股价等因素。且前期市场预期较高的债务置换等政策若落地,将对板块估值形成重大提升。

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。基于前期的巨大涨幅,叠加今年一季度市场对券商牌照放开的担忧,板块进入 15 年来以调整为主。

展望 2015 年,我们认为证券行业基本面仍然较为强劲。除了融资融券余额在 1 季度已突破 1 万亿大关意外,1 季度同时出现了日均交易额突破 1 万亿的盛况,券商经纪业务在 15 年可贡献的收入大幅超出之前预期。板块内个股在估值回归理性区间之后有望重新吸引市场的关注。

保险行业在 15 年虽然开门红保费情况大超预期,但季度来看预计整体保费情况增长仍在合理水平,并较前 2 年有所提升。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。权益市场的不断上涨也会带来保险公司资产价值的重估。总体来说保费端和资产端在二季度都将处于良性的状态。

房地产业



15年1-2月房地产投资同比增长10%，新开工面积同比下滑18%，降幅较去年全年扩大7个百分点，土地购置面积同比降32%。1-2月商品房销售面积同比降16%，降幅扩大8.7个百分点，53个主要城市1-2月商品住宅销售面积同比略增1%。1-2月房地产投资数据非常差，三四线城市销售整体低迷，行业去库存仍需时间，开发商拿地意愿仍较弱，目前的政策不足以扭转地产行业，我们认为地产有更多政策面出台，配合基本面向好，建议配置低估值龙头及一线城市股。

化工行业

2015年，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，化工指数跑赢大盘21.6个百分点，未来机会还在于子行业和个股。

勘探开采和炼油

由于全球需求减弱，美国页岩油的发展以及近期美元贬值，近期油价持续下跌，钻机数量持续下降，各石油公司的资本开支也大幅收缩，油价逐渐见底。

油服板块受油公司收缩资本开支影响，预计业绩不理想；油公司以及石化企业，随着油价企稳反弹，业绩逐渐扭亏，并出现赢利，值得关注。另外，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，看好盐业改革以及国企改革、产业转型相关标的。具体来讲，电子化学品、超纤行业、新材料、盐业改革、汽车后市场、智慧农业等行业具有长期投资价值，建议买入。

零售行业

零售行业经历过累计 4 年多的行业低迷和深度调整，各家公司的实体门店同店增长和外延扩张都遭遇到很大的困境，行业从 2013 年就开始尝试各种方式的转型，涉足互联网，实现线上线下互动，到 2015 年部分公司略有起色。站在现在时点，我们看好传统批发市场积极转型，能够充分挖掘商铺经营户的资源并进行全面利用，还能够充分挖



掘批发市场消费者的需求。另外一个方面，专业市场一般都有电子化交易平台，这块业务的价值还没有被市场充分挖掘，我们还是看好类似相关标的。

家电行业

白电方面，2014 年 1-11 月空调整体销量同比仅增长 4.91%，洗衣机整体销量同比增速仅为 0.69%，而冰箱销量则同比下滑 0.5%。黑电方面，2014 年 1-11 月 LCD 电视销量增速 11%，家电市场规模逐步趋于饱和，保有量遭遇瓶颈。展望 2015 年二季度，智能电视作为内容+数据+流量的平台入口，2016 年将具备接近 2 亿激活终端，覆盖 6 亿人口，潜在的流量变现与数据挖掘价值巨大。我们预计今年生态链上的相互整合将加速，后续各类合作不断落地将催化板块行情

IT 行业

电子行业

年初以来，申万电子行业指数累计上涨 36.2%，同期沪深 300 指数上涨 11.51%，大幅跑赢比较基准。军工电子、汽车电子和半导体表现卓著，消费电子中 CNC 加工等个别行业表现较好。



展望 2 季度，我们看好的投资方向主要有：1) 汽车电子行业相关的；2) 军工电子相关标的；3) 存在业绩拐点的白马型标的。

计算机行业

年初以来，申万计算机行业指数累计上涨 84.9%，同期沪深 300 指数上涨 11.51%，计算机行业跃居涨幅榜第一位。今年是计算机行业互联网化转型的元年，在国家互联网+战略的推动下，互联网金融、医疗、教育等多个板块表现优异。整个转型呈现出向上云化和向下细分行业 O2O 两个方向演进的特点。

展望 2 季度，我们建议警惕计算机板块超涨可能带来的调整，整体思路建议精选标的，看好的投资方向主要有：1) 工业 4.0 相关标的；2) 自主可控相关标的；3) 互联网转型龙头标的。

通信行业

年初以来，申万通信行业指数上涨 42.01%，同期沪深 300 指数上涨 11.51%，通信行业大幅跑赢比较基准。今年以来，云计算和互联网转型个股表现优异。

展望 2 季度，我们看好的投资方向主要有：1) 精准营销领域相关的；2) 云计算基础设施相关标的；3) 北斗领域相关标的。

传媒互联网行业

传媒行业在经过 14 年的平淡表现后，板块年初至今上涨 46%。各种概念及新模式的创新和转型驱动板块大幅上涨。展望 2015 年二季



度，模式创新及业绩高增长将支撑板块估值，传媒板块从国家政策支持导向及行业发展热点趋势来看，我们看好体育、在线教育、平台类公司在二季度的亮眼表现。

汽车行业

一季度销量来看，1-2 月行业销量增速 4%，其中乘用车同比增长 9%，而 SUV 依然高速增长，维持在同比 50%，远超 2014 年全年的同比增长 35%，基本判断 2015 年仍然是 SUV 车型的大年，细分结构中看好 15 万元以下自主品牌和 20 万以上的家庭 7 座 SUV 的强势表现将继续，建议关注在此两个领域有品牌优势的标的。

主题方面关注车联网，当下车联网的发展尚属初级阶段，发展趋势不可逆，行业空间巨大。当下以 OBD 车载终端为主导的模式尚处初级阶段，后装参与者迅速增加，巨头不断涌入，产品密集推出，但目前产品内容和深度有待挖掘，盈利模式尚不清晰，产业格局还未形成。预计 2020 年智能车相关硬件市场需求达到 5000 亿元，大数据的年价值在 5000 亿元，车联网应用和服务的需求均在千亿以上，整个车联网行业加总将实现 1 万亿以上市场。

农林牧渔行业

养殖业景气度在 2015 年反转的概率在不断增大。2014 年行业的



持续低迷造成大量养殖散户退出,目前母猪存栏已较同期高点下降 20% 以上。规模企业受高负债影响有相当部分已被迫退出行业,15 年供给端可预期较大幅度的降幅。在白羽肉鸡行业内,除了祖代鸡企业在今年大幅降低了引种量外,美国意外爆发禽流感将造成短期内祖代鸡进口的断档,因此 15 年白羽肉鸡的供给端较 14 年将更为乐观。展望 2015 年,我们认为畜禽价格反转的概率较大,相关企业的盈利端将出现较好的改善。

另外在农业行业内我们最为看好的是+互联网的相关投资标的,且我们认为由于农业行业的特殊性和国内农村市场生产和消费的特殊性,由农业企业触网去挖掘农村的互联网市场本身就比较传统的互联网公司去开拓一个新的农村市场更接地气。

医药行业

2015 年以来医药行业涨幅在各行业中排名中间,比 2014 年整体表现有所改善。在医药行业中涨幅靠前的公司主要是和各类“风”有关的个股。截至到 3 月 23 日,医药指数涨 30.8%,同期沪深 300 指数上涨 12.4%,跑赢大盘 18.4 个百分点。



现在医药行业进入后医改时代，医药承受价格压力。2004-2010年在医保覆盖面迅速扩大、政府财政性投入激增以及新药持续放量成长为大品种的三大因素促进下行业高速增长；2011-2013年则进入了政策红利与利空的交织，行业分化加剧的阶段。未来随着医改进入深水区，医保控费和药占比下降将是长期趋势，公立医院改制和药品招标政策等也存在较多不确定性，医药行业将进入后医改红利时代。

下一个风口在哪里？传统企业向新兴领域的并购风起云涌，一级市场已成为二级市场的并购标，另外很多企业已将目光转向海外。之前的风包括：互联网医疗、新技术新模式（基因测序、细胞治疗、干细胞等），未来可能包括单抗、零售药店的 OTO。

我们推荐股票的思路：1）转型新技术的公司；2）业绩处于向上的拐点公司。

环保工程及服务行业

污水处理：污水处理有望最先受益“PPP”模式的推广，因为该领域的资金来源和盈利模式最成熟，今年“水十条”等政策刺激也值得期待，考虑到在手的及潜在的“PPP”订单规模给相关公司带来巨大的业绩弹性，建议继续重点配置，重点关注增长模式较好或者业绩弹性较大的公司。

固废处理：继续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行业。(1) 工业危废处理子板块受益新环保法执行趋严，有效市场空间扩大，未来的运营体量理论上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预计将逐步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，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：

理论上，水泥行业在一季度末逐步进入需求旺季，但我们注意到 2015 年 3 月以来下游需求启动偏缓慢，华东和华南等区域水泥相继降价。展望二季度，在宽货币及松财政持续推进背景下，“稳增长”预期有望进一步强化，2014 年 10 月以来发改委累计批复基建项目总投资超过 1.4 万亿元。考虑到项目时滞因素，我们认为 2015Q2 开始华东和华南基建需求将逐步释放，届时水泥景气有望逐步企稳上行。二季度关注区域价格企稳回升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) 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, 行业中期需求有望大幅改善, 建筑股估值亦将得到明显提升, 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。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 2015 年一季度, 工业金属价格表现疲弱; 美国货币宽松预期逐渐消退, 黄金价格继续下行。

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。

库存方面: 一季度 LME 铜库存大幅走高, LME 铝、LME 铅锌库存



则小幅回落。以铜为代表的库存指标大幅走高，也指示了工业金属需求的疲软。

展望 2015 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。

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，板块投资机会更多在于电改和国企改革。其中，目前电改的推行将使售电侧逐步放开、并使发电侧竞争更加激烈，看好两类公司，一是具备或者有望争取到售电牌照的公司，这些公司有望在售电端放开的大背景下切入到巨大的售电市场，比如地方电网公司和能源公司以及原本主业与之相关的其他主体，二是发电价格具有成本优势的企业。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，随着国际能源价格



的下行，我国燃气门站价格的并轨，燃气价格进入到下行周期，市场化的价格有望刺激下游用气企业的需求，进而带来相关企业天然气销售量的增长，但这种增长可能会被经济疲弱下游用气需求下降所抵消一部分，所以仍然要综合考虑各个公司所处的地域和产能释放情况，寻找气量快速增长的公司。

电力设备行业

一、电力设备

电网投资值得期待，特高压依然将是建设的重点，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。

二、新能源

光伏 2014 年装机低于规划主要是由于分布式占比过大以及审批过晚等原因，而 2015 年能源局规划大超预期，预计今年旺季提早到来，二季度会看到订单和建设的爆发式增长，设备公司、工程公司以及运营类公司都有望实现高增长。

储能板块随着我国新能源占比的不断上升和电网系统运行要求的不断提高，战略地位逐渐提升，产业资本积极参与，将成为未来 5 年新能源技术发展的新焦点和新方向。

新能源汽车产业受政策与市场双重驱动，增长可期。

风电上网电价下调，预计 2015 年迎来大幅抢装，风机制造迎来



高增长，风电运营进入收获期。

机械行业

整体宏观经济背景下，一季度 GDP 增速可能是一个阶段性低点，二季度整体会有恢复，机械作为中游行业基本面业绩难有出彩表现，建议二季度投资逻辑以主题投资为主，一类是新兴产业主题投资机会，比如工业 4.0、中国制造，另一类是政策性主题投资机会、比如一带一路。

重点关注工业 4.0 相关标的，中国制造业的 4.0 改造突破可期，政策预期产业投资愿望均非常强烈，具有软件优势且熟悉工艺流程的企业占优；另外，建议关注转型服务的制造业公司，比如服务机器人，明显受益核心技术的进步，现实需求推动和经济性增强，进入快速增长阶段，总之这是一个看转型的阶段。

食品饮料行业：

2015 年看行业触网带来的投资机会



食品饮料行业连续三年跑输大盘 ,2014 年底的低估值大盘上涨带动了部分白酒龙头上涨 ,2015 年截至现在主要是广泛触网的传统企业旧瓶换新酒带动了股价上涨。站在现在看二季度策略，我们还是两条投资主线：一是产业互联网背景下选择积极触网的企业，获取比较大的弹性。二是传统股票里面寻找行业竞争格局好的低估值品种，获取板块轮动的稳定收益率。

白酒行业：2015 年更大的弹性来自部分触底反转的白酒

经历过 2014 年的寻底和估值反弹，2015 年白酒行业缓慢触底往上，未来行业集中度将不断提升，品牌较弱的小企业市场份额将不断被全国性龙头和区域性龙头所侵占。我们看到茅台五粮液、洋河古井四个属于已经走出行业底部的公司，提早于行业实现正增长。

今年的白酒行业中最大弹性的股票是高端白酒中仅存的一个，今年完成人事调整之后，也积极处理库存和调整产品价格，顺应整个白酒行业的趋势，因此主力产品预计能够在 2015 年实现较大的增长，股价也会有盈利和估值双升的可能性。+

2015 年第二季度大众品行业投资机会：

展望 2015 年第二季度的大众品，我们还是看好积极转型互联网的食品企业，通过全新的用户思路和互联网思维来进入新领域的食品企业。也积极关注未来有可能触网的企业，因为能够较早的感受到互联网销售渠道对传统食品企业的冲击并能够作出积极应对的公司，



能够较早的抓住行业转型和渠道变革的机会。

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

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：2015 年一季度油价继续低位徘徊，成本端同比仍大幅下降，预计将给各大航空公司带来较大业绩弹性，人民币汇率也于近期有所反弹，但考虑到影响航空股股价的因素较多，飞机供给以及客座率等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，建议关注春秋航空，强烈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。

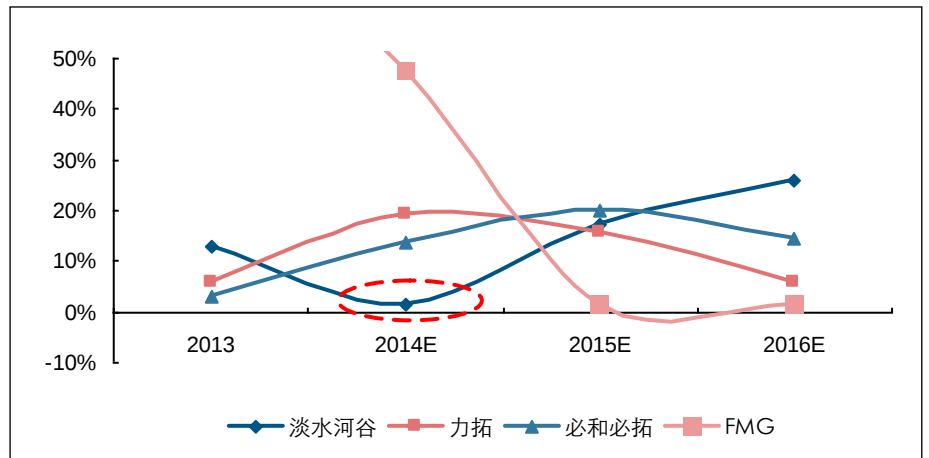
航运港口：油价下降利于个别子行业

主线：从需求超预期以及油价下跌受益的角度来看，Q2 对航运的排序：集运>油运>散货，看好中海集运、招商轮船。

散货运输：Q2 运价温和复苏，股价催化作用有限。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

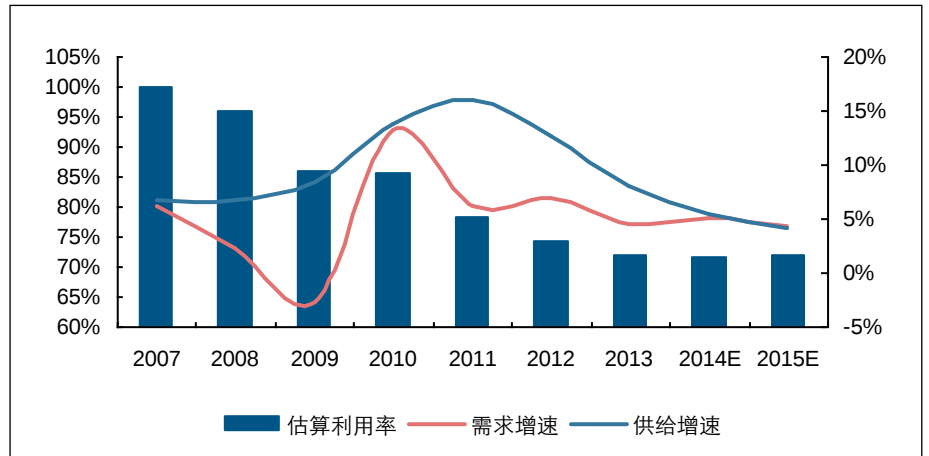
调来看供需增速双降的格局下，底部企稳的概率更大，阶段性的机会主要来自淡水河谷产能投放时的需求爆发。BDI 受油价拖累，超跌后于农历春节创下历史新低水平，往年会在农历正月十五出现的季节性低值已提前出现，预计随着开工率回升运价将持续 1-2 个月的反弹。对于 Q2 来说，考虑到南半球雨季对货盘存在一定压制，运价回升对股价的带动作用有限。

图 1：全球四大矿产产能增速估算



资料来源：国海富兰克林基金管理公司整理

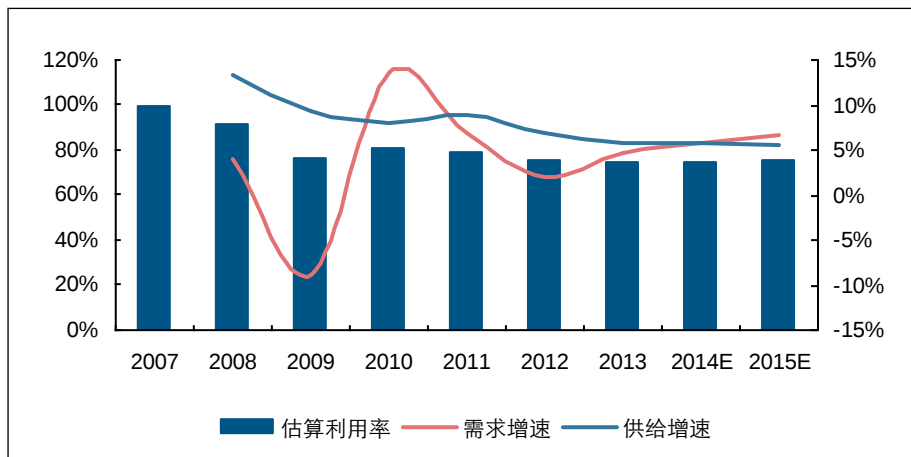
图 2：散货运输行业供需增速对比



资料来源：Clarksons，国海富兰克林基金管理公司整理

集装箱运输：持续改善不易，顺势而为。Q1 淡季延续保本点以下宽幅震荡的局面，美西港口罢工结束后对美线运价支撑将有弱化，但新的四大联盟格局对节后推行涨价更为有利，更为关键的因素则是欧洲 QE 是否能产生实质效果。考虑到美国经济复苏强劲且欧洲推出 QE，集运业盈利好转的概率提升，马士基 2014 年报业绩已经创历史新高，而中海集运 2014Q4 盈利高于旺季的 Q3 也超出预期，预计集运业 1-2 季度可延续盈利并比散货更多受益于油价下跌，推荐中海集运。

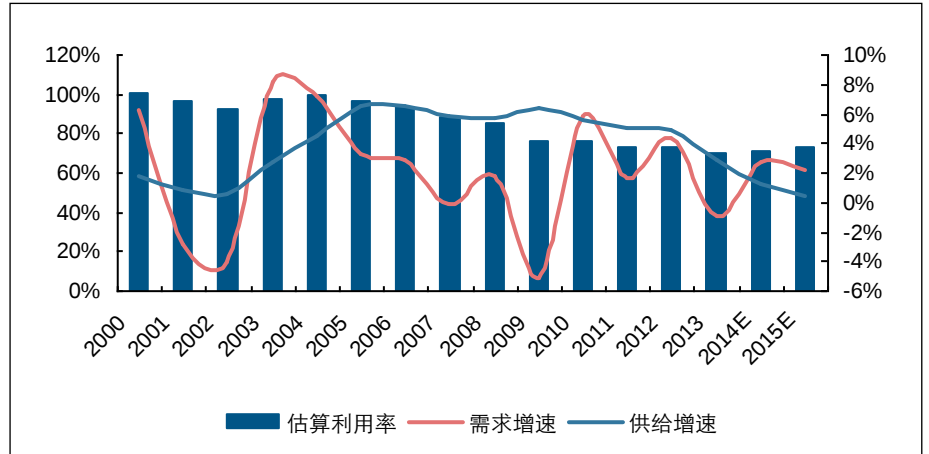
图 3：集装箱运输行业供需增速对比



资料来源：Clarksons，国海富兰克林基金管理公司整理

油品运输：2015 阶段性回暖，淡季关注油价下跌受益。预计 2015 年底全球油轮运力同比仅增长 0.21%，当年平均运力同比增长仅 0.4%，明显低于 2.2% 的需求潜在增速。因此，2015 年油运市场无疑将迎来阶段性的回暖时点，至少在 2016 年中国订造的大批 VLCC 投放市场以前较为确定。油品运输旺季进入尾声，随着炼油厂从 4 月起逐步进入检修期，Q2 油品运价将进入下行通道，不过运价同比依然增速较快，再叠加低油价的环境意味着船东的一季报同比将继续好转，预计招商轮船 2015 年 Q1 的业绩应当在 3.6 亿左右，全年业绩在 12 亿左右。业绩超预期和油价下降成为短期股价的催化因素。

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：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，一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，二季度货运水平或维持低位。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：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。