



国海富兰克林 2015年第三季度投资策略报告

一、宏观分析

2015年一季度GDP7%，堪堪达到今年的年度目标水平，但四五月份的工业数据显示经济下滑的趋势比较明显。CPI四五月份分别为1.51和1.2，通胀保持低位。

增长层面，二季度实体经济和房地产市场的表现均较弱，工业增加值增速中枢下移，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。

通胀层面，大宗商品熊市继续，油价形成60元左右的振荡中枢，PPI仍在负值区间。

展望2015年三季度，经济下行压力仍然很大，通胀预期将维持低位。

增长

消费方面，四五月份零售增速分别为10%和10.1%，五月份边际有所回升但相对于一季度仍呈现下行。零售增速基本稳定，分类别趋势主要表现为汽车和石油制品继续低增长，住房消费链略有下滑，餐饮类消费增速持续提升，信息消费继续保持高增长。值得关注的是，在1至2月之外，5月的实际零售增速再次高于名义增速，显示出零售领域再次呈现通缩。

房地产方面，受降息、部分地区放松限购等影响，一二线城市房价环比出现小幅回升，但三四线城市仍持续低迷。5月份新开工面积和购置土地面积出现边际改善，但仍处在明显的负值区间。本轮地产周期不同以往，目前的高房价使得地产的投资属性明显减弱，抚养比拐点的到来也直接影响到未来的整体需求。从目前市场氛围来看开发商拿地意愿普遍不强，房价边际回暖不一定能顺畅的传递到新开工面积的明显回升。

基建方面，1-5月全口径基建投资增长18.7%，增速比1-4月放缓1.6个百分点。财政收支放缓是基建未发力的重要原因，5月财政支出



仅增长 2.6%，其中交运基建相关支出负增长 45%。前 5 个月财政实际盈余 5800 亿元左右，按照 1.62 万亿财政赤字计算，未来 7 个月财政额外可用资金仅 2.2 万亿，基本与去年相当。这种财政扩张力度并不能保证基建的预期增速，下半年基建投资依然有隐忧。

出口方面，出口方面环比连续两个月出现回升，表明海外需求有所恢复，但复苏力度较弱，对主要贸易伙伴美国、日本、欧盟和东盟经济体出口增长。从进口方面来看，进口增速延续了今年以来两位数的大幅下跌，主要还是两方面原因，一方面进口商品价格的暴跌是重要因素，另一方面汇率也对在中国进口总额的下跌产生了较大影响。预计三季度进出口仍难见明显起色。一是国际经济增长还存在较大的不确定性；二是美国货币政策调整将产生广泛影响；三是中国外贸转型升级尚未成功，贸易摩擦形势依然严峻复杂。

货币方面，在连续降准的背景下，社融从一月份 2 万亿的高位持续下滑到 4 月份的 1 万亿，到 5 月份才有所回升，主要是由于短期票据融资大幅增加，而企业新增中长期贷款自年初以来持续减少，居民存款连续 2 个月负增长，这与银行理财大量参与股市有关，货币脱实向虚的现象仍较为明显，宽货币向宽信用的传导并不顺畅。

通胀

油价近期在 60 美元左右找到一个新的短期平衡，而大宗商品仍然持续向下的势头，加上 CPI 翘尾因素影响的持续下降，三季度通胀预期仍将维持低位。

债券市场

利率债

二季度国债和金融债曲线明显增陡。2015 年 4 月的降准以及 5 月的降息推动资金利率和利率曲线短端快速下行，长端利率在地方债供给上升和经济企稳反弹担忧下不降反升。在经济基本面仍然看不到好转的迹象，以及 CPI 持续低位徘徊的背景下，我们担心更多的是货币政策的边际转向以及地方债的供给冲击。而后者基本已经被央行大手笔的 PSL 证明为伪命题。近期央行的同时降准降息也说明货币政策短期转向的可能性并不大。在目前这个位置，可以谨慎看好中长期利率债。

信用债



2014年以来随着信用风险事件的不断发生，不同等级之间的信用利差分化愈发明显，2015年上半年AA-级企业债信用利差下行幅度明显低于AAA和AA+级。不断扩大发行规模的地方债使得城投债整体被大幅增信，性价比升高。企债方面，高等级信用债与利率债同步性较高，在看好大市的前提下可长久期。低等级信用债建议以票息为纲，精选个券。

转债目前存量转债数量已经不多，稀缺性较高，但近期股市剧烈调整，转债板块整体股性较强，波动较大，建议顺势而为，在大盘回升趋势基本确立时进行加仓。

二. 投资策略

在经历了上半年市场的大幅波动后，我们需要回答三个问题：1、牛市是否还在；2、未来3-6月市场将如何度过；3、市场的结构特征变化。

1、牛市是否还在

本轮牛市的基础建立在流动性和改革预期上，具体包括宏观流动性充裕、居民资产配置流入股市、改革预期降低风险偏好、新兴产业引领行业趋势等，而经济基本面则乏善可陈。在过去的半年时间中，上述因素中部分发生了变化。其一，宏观流动性的拐点即将过去，过去两年的衰退式宽松两个基点正在变化，需求端的地产和基建正在缓慢复苏，股市的繁荣制造了伞型信托、配资等新的需求，资金供给端部分受到资金外流和利率市场化的掣肘，资金供需已趋于平衡。其二、居民资产配置和风险偏好是股指涨跌的同步指标，与市场涨跌呈现明显的正反馈，在市场大幅度下挫后，恢复元气需要较长时间，市场缺乏长期资金流入的支撑。没有变化的有两点：其一，改革进程和新兴产业的发展节奏符合预期，互联网引领的创新红利还在发酵，经济整体转型的方向更加清晰。其二，政策支持股市健康发展的原则没有变化，政府对股市的定位是承接流动性向实体转移的工具，是新兴产业获得融资的平台，是缓解国家负债压力、承担权益再膨胀的工具，这些也没有发生变化。综上所述，在支撑牛市的几个支点中，政策和新兴产业发展趋势良好，经济依然走在正确的轨道上，但流动性已悄然



变化，特别是短期内流入股市的资金方面。因此，我们倾向于认为牛市的根基继续存在。

2、牛市的第二阶段如何度过

如果说牛市的第一阶段是建立在预期和流动性上的，那么未来的第三阶段则是需要大批的有业绩有估值的新兴产业公司脱颖而出，带领经济的彻底转型。而这之中的第二阶段，则是消化预期泡沫、去伪存真、回归合理价值的过程。这个过程可以通过时间换空间的大横盘完成，也可以通过快速杀跌完成。

杠杆的特点是击穿某一安全垫后会引发连锁反应，市场在本轮调整中所表现出的节奏，正是杠杆市场回调的特征。而市场本身是难以自行遏制负反馈的循环，必须借助外力，以提供流动性和情绪反转的依托。这是政府干预市场的缘由所在。我们相信市场将在政府的干预下，恢复有效的定价功能。

定价功能恢复后，市场将自发的寻找新兴产业中 fastest 脱颖而出的公司，估值因素也会被重新重视。但由于前期估值泡沫的积累和新兴产业的难以预测性，这个寻找的过程难度较大，也就不可能形成明确的指数效应。而估值低廉的蓝筹股，也会变成阶段性的避险工具，存在配置价值。同时需要注意的是，在负反馈的过程中，因为流动性的短暂缺失，优质公司也会跟随市场下跌，寻找并在合理价格买入，预计将在很长时间内为组合带来丰厚回报。

3、市场的结构特征变化

如前所述，经过政策的强力拖底后，“负反馈”预计将被阶段性遏制。我们倾向性认为，市场短期反抽后，将从单边市过度到大横盘阶段。这个过渡阶段可能是3个月，也可能是半年以上。过渡期缺乏明显了领涨行业，板块将在轮动中完成寻找共识的过程，从极低估值的蓝筹到超级成长股都有表现机会。总体来看，新兴行业依然是我们的投资重点，但不同于前期的讲故事阶段，寻找可靠的变现途径和行业赢家成为新的线索。个股将极大的分化，行业特征不再明显，选股的重要性再次凸显，比拼投资专业性的时刻来临。



三. 行业分析

金融业

银行

二季度经济仍然低迷，货币政策上，虽然 1 次降准、1 次降息，但宽松力度在边际上没有进一步加大，五月份存款利率上限从 1.3 倍打开至 1.5 倍，企业和个人大额存单推出，使利率市场化再进一步。随着后续对降息的预期，叠加银行存款竞争、利率市场化、金融脱媒加速将推动息差进一步下降。这也是制约银行板块估值上升的因素。

今年以来，银行板块涨幅大幅落后于大盘，行业整体估值水平 1.26 倍 PB。仅出现了一些阶段性的主题催化的投资机会，包括银行触网和混改。

展望三季度，我们认为随着地方债务置换方案进一步明朗化、以及政府对房市的托底意愿增强，都将逐步消化银行体系内对风险的担忧。取消贷存比监管有利于银行加大对实体经济信贷投放和稳定经济的要求，预计仍会有配套的货币政策进一步释放空间。在混合所有制改革方面，后续多家银行将跟进员工持股计划，也为银行股价奠定了安全边际。同时，混业经营（券商牌照放开）和资管、信用卡等业务分拆的实质性落地或将是银行估值提升的重要催化剂。

证券和保险

二季度以来市场日均成交金额为 1.57 万亿，融资融券余额为 2.2 万亿，同比大幅增长，4、5 月份是证券公司业绩最好的两个月，但 2015 年 4 月以来券商板块严重跑输大盘，主要由于前期涨幅过大、过快，已经透支了这部分预期，一人多户放开后佣金率下降压力、监管层对于两融的检查也抑制券商股在二季度的股价表现，因此二季度券商处于横盘状态。

目前上市券商整体 PB 估值为 3.8 倍，大券商 PB 估值在 2.5 倍-3 倍之间，属于合理范围，在经济下滑的背景下，证券行业 ROE 有比较优势，能够支撑现在的估值水平。在市场整体大趋势不变的前提下，向下空间不大。在市场经过震荡调整之后，三季度在牛市思维下券商



股仍有机会出现一轮补涨机会，主题方面关注地方性券商的国企改革和积极触网。

保险行业：从业绩层面，一季报上市保险公司各项业绩表现均有亮眼表现，为下半年的行业表现提供了有力参照。且降息周期下，保险产品竞争优势凸显，有助于保险公司扩大保险产品销售。从政策层面，继健康险优惠 5 月正式推出后，另一大行业催化剂养老税收递延政策也有望加速推出。考虑到 2015 年行业业绩预期较高，受益资本市场行情，全年业绩有望再次爆发。整体而言，我们认为 2015 年保险业将迎来保费高增、投资向好、政策红利等基本面的强劲驱动，且估值处于合理偏低水平，建议配置。

房地产行业

5 月份以来，全国地产销售在一线城市带动下已现全面复苏迹象。前 5 个月商品房累计销量同比持平，5 月单月同比增幅扩大至 15%。地产投资方面，新开工依然负增长，在建面积也是历史新低。从此前两轮周期经验来看，货币宽松周期对于成交量的提振作用明显，在降息周期启动 1-2 个月后，全国商品房成交同比降幅即开始收窄，并且转正后单月同比增长持续。此次央行“双降”，看好龙头房地产企业，行业基本面持续复苏，复苏的力度、范围和持久性或将提升，地产板块预计将获得超额回报。

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 44 个百分点，未来机会还在于子行业和个股。

勘探开采和炼油

由于美国页岩油的发展以及近期美元贬值，油价同比大幅下跌，钻机数量持续下降，各石油公司的资本开始也大幅收缩，油价触底回升，但由于全球经济形式依然不乐观，需求疲软，油价难以



大幅上涨，处于底部震荡。

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，整个市场风格正在进行切换，暂时还没有看到下半年策略上的明显方向。我们认为从上而下来看，整个商贸行业还很难看到基本面上的明显改善和优化能成为主线。因此，我们更建议自下而上精选个股，主要从低估值角度和国企改革角度来优选个股。我们会通过优选区域，其次优选个股，最后再作出国企改革的组合标的，通过组合标的的方法来对冲不同标的的启动的时间点问题。



家电行业

白电方面，2015年1-5月空调销量同比增长3.3%，洗衣机整体销量同比增长1.1%，而冰箱销量则同比下滑7.8%。黑电方面，2015年1-5月LCD电视销量增速下降12%，家电市场规模逐步趋于饱和，保有量遭遇瓶颈。展望2015年三季度，“客厅经济”预计依然是投资主线，上下游产业的整合与联盟也将加速，智能电视作为内容+数据+流量的平台入口，2016年或将具备接近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。

IT行业

电子行业

年初以来，申万电子行业指数累计上涨70.51%，同期沪深300指数上涨18.62%，大幅跑赢比较基准。回顾2季度，电子行业先后经历了4月份平缓上涨和5月份加速上涨，受股市去杠杆影响在6月末出现深调，至月末基本调整到4月底位置。其中，军工电子和半导体是表现较好板块。

目前时点，股市去杠杆进入下半程，下半年经济触底可能性加大，市场投资风格上向传统行业倾斜，我们谨慎看好3季度电子行业投资机会，重点看好低估值白马成长股和半导体板块超跌个股。

计算机行业

年初以来，申万计算机行业指数累计上涨104.74%，同期沪深300指数上涨18.62%，大幅跑赢比较基准。计算机行业在2季度前2个月快速上涨后估值出现泡沫。受股市去杠杆影响，行业在6月末出现深调，其中互联网金融和互联网医疗板块领跌。

股市去杠杆影响尚未结束，下半年经济触底可能性加大，市场投资风格上向传统行业倾斜，我们谨慎看好3季度计算机行业投资机会，重点看好超跌互联网龙头个股反弹投资机会。

通信行业



年初以来，申万通信行业指数上涨 69.04%，同期沪深 300 指数上涨 18.62%，大幅跑赢比较基准。2 季度前半程，通信行业转型个股板块表现突出，6 月末受股市去杠杆影响出现深调。

股市去杠杆影响尚未结束，下半年经济触底可能性加大，市场投资风格上向传统行业倾斜，我们谨慎看好 3 季度通信行业投资机会，但我们长期看好通信行业中互联网基础设施板块投资机会。

传媒互联网行业

展望 2015 年三季度，预计个股分化趋势加大，板块整体普涨结束，去伪存真到来。我们看好 1) 数字营销：未来移动广告逐渐占据主导趋势；2) 教育：课堂互联网，网上教育生态逐渐成型；3) 虚拟现实产业兴起，改变生活及娱乐方式；4) 智能联网电视兴起，互动产生价值，广电系存在价值持续重估可能。

汽车行业

汽车销售增速进一步下滑，整车企业机会不大。5 月汽车销量整体低迷，同比下降 0.4%，其中乘用车销量仅同比增长 1.2%，低于市场预期。预计全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。

在汽车行业景气度略有下行的趋势下，投资机会应紧盯正在强势扩展的欧美系及自主品牌，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。《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。汽车类国企的改革预计将为企业注入活力，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

当前生猪养殖行业已经恢复盈利，存栏仍在下降，需求端企稳，猪价涨价，预计景气仍将持续。禽类价格目前弱于猪价，未来预计将回升，猪价上涨将拉动禽类价格上涨。

农业转型正积极进行，一方面人口压力倒逼生产方式转变，土地流转带来种植业的集中，规模化养殖带来养殖行业的集中，这造就了农资一体化、互联网农业服务平台的新盈利模式。另一方面，土地改革和收储改革，催生了种植服务平台、粮食供应链、农资一体化、有机种植、品牌农产品的新模式。同时，不论是饲料公司、种子公司还是水产公司都遭遇了一定程度的瓶颈，各家公司通过互联网+平台模式增加客户粘性，获得额外赢利点。由此带来的转型在当前市场下获得高估值和关注度。

展望 2015 年，我们认为 15 年养殖链的机会是主线，同时关注农业转型和互联网+的相关投资标的。

医药行业

2015 年以来医药行业涨幅在各行业中排名中间，但股票之间的涨幅差异比较大，不考虑新股涨幅超过 200%也有 10 只以上。截至到 6 月 24 日，医药指数涨 88.65%，同期沪深 300 指数上涨 38.10%，跑赢大盘 50.55 个百分点。

未来医药行业控费预计将是常态。在药品价格放开政策逐步实施的前提下，医药招标开始逐步推进。我们认为药品招标今后的趋势包括医保控费力度加强、谈判机制的引入和药品招标采购不断规范。但是，今年看来大规模药品招标的态势又将往后拖，医药行业的政策前景不明。

医药行业的国企改革也将逐步拉开序幕，内容包括混合所有制



改革和资产整合等多个方面。

也许是下一个风口，之前借互联网医疗、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），涨幅比较大的个股未来半年走势预计将会比较弱。

我们推荐股票的思路：1) 优质白马；2) 业绩处于向上的拐点公司。

环保工程及服务行业

污水治理：看好“PPP”模式在污水领域的推广，因为该领域的资金来源和盈利模式最成熟。从上半年的情况来看，主要是中央层面在配套政策、资金和管理系统上面进行推进和完善，并且陆续有较大的项目订单出来，预计下半年地方政府的动作力度会加大，并可能持续到整个十三五期间。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的行业龙头以及业绩弹性较大的公司。

大气治理：展望未来一年，大气板块的增量来自于超低排放的推广、除尘需求增加以及脱硝后市场的兴起，建议关注政府对超低排放、除尘、除汞、VOC 治理等细分子行业，而传统的脱硫脱硝虽然也面临升级改造的机会，但整体增长高峰已过，未来预计增速会下降。另外，虽然雾霾等环境问题依然严峻，但从应对措施上，未来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。

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，关注生活垃圾焚烧子行业。（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，预计行业整体处在成长爆发初期。（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，长期仍有较大



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。

除了上述提及的水、气、固废治理领域外，关注节能、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。节能领域关注技术有特色，细分市场空间广阔的公司，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。

建筑建材行业

展望 2015 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) 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）战略已经全面启动，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，建筑股估值亦或将得到明显提升，给予行业买入的投资建议。2) 传统建筑企业的转型：细分的领域包括装饰企业向互联网家装的转型、建筑企业向生态环保、教育、平台电商等新兴领域的转型。3) 水泥行业：受农业生产和高温天气影响，一般三季度是水泥行业的需求淡季，行业的投资机会偏少，给予行业中性的投资评级，建议关注部分国企改革标的。

有色金属行业

价格方面：中国经济上半年总体处于低位运行态势，工业金属下游需求不振，回顾 2015 年二季度，工业金属、黄金以及稀土等小金属价格表现均较疲弱。

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：二季度 LME 铜库存维持高位，LME 铝、LME 铅锌库存



则继续回落，但绝对水平仍处高位。以铜为代表的库存指标维持高位，指示了工业金属需求的疲软态势不改。

展望 2015 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) 看好受益于政策红利的稀有金属板块以及金属新材料板块。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

业绩增长主要得益于煤价的继续走低，但利用小时仍处下降通道、电价调整的不确定性使得盈利大幅超预期难度较大，板块投资机会仍更多在于电改和国企改革，尤其是近期长江电力、国投电力的先后停牌等事件更加刺激市场对改革可能带来的诸多机会给予强烈关注。目前电改相关配套政策陆续出台，看好电力市场化交易和用电服务两类机会，建议关注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，二是具备用电侧服务先发优势的企业。总之，预计“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



电力设备

电网投资值得期待，尤其是特高压预计依然将是建设的重点。随着项目的逐个审批，特高压投资有望超预期，另外，一带一路战略下电气设备龙头公司受益；

工控行业 2015 年需求向好，国产化替代加速，工业 4.0 带来新机遇；预计电力改革、国企改革和战略并购也将是 2015 年电力设备的投资主线。

新能源

核电板块自去年恢复审批新项目以来，预计未来 2 年投资增速大幅增长，从而带动相关设备企业订单释放，未来关注内陆核电进展和海外订单的获取。

光伏行业 2015 年能源局规划大超预期，行业高速增长投资火爆，预计下半年仍然保持强势，看好执行力强的电站运营类公司、弹性较大的设备类公司和提供运营服务和金融衍生服务的公司，关注分布式、农业光伏等的长期发展。

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，预计将成为未来 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，风机制造迎来高速增长，风电运营进入收获期。

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，预计未来 3-5 年基本面持续往上，今年强军逻辑持续，未来将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预计将是下一片蓝海。

周期拐点应重视油气装备和服务行业，短期受油价压制，关注海外业务进展或者外延持续整合企业；中长期来看，页岩气开发预计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，并且年初至今大幅跑输行业指数，风险相对较小，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，或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 年第三季度更看好低估值和国企改革的个股标的。

食品饮料行业上半年明显跑输大盘，只有部分高成长的细分子行业个股，以及部分积极转型的个股有超额收益率。站在现在，我们更看好阶段性白酒板块的超额收益率，以及部分还有高成长性的板块。

白酒行业

2015 年更大的弹性来自部分触底反转的白酒和有较大并购预期的个股。

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，预计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。最近的股价已经充分反应我们年初以来的一直判断。

还有一个优质的白酒个股，管理层是所有白酒中最优秀的，也积极拥抱互联网，主力价格带的主力品种也明显提升的市场占有率，但股价的表现明显低于公司所做的变化，我们强烈推荐，认为下半年还是能明显跑赢白酒行业。

2015 年第三季度大众品行业投资机会：

仔细对比各个大众品行业，我们还是更看好调味品行业，虽然整体增长速度较几年前 26% 的复合增长率有所下降，但在经济下行背景下，还能实现 10% 多的正增长，主力产品比如鲜味酱油还处于量价齐升的阶段，复合调味酱也属于比较散点开花，快速增长的阶段，因此预计整个调味品行业还是能获得明显超额收益率。更看好的标的是二线酱油龙头以及食醋龙头。

预调酒行业还处于高速成长期，我们还是看好龙头个股的投资收益。

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预计将不断膨胀，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

餐饮旅游行业：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年以来油价继续低位徘徊，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，叠加旺季来临，航空股存在一定的投资价值，但充分考虑到市场对航空股业绩预期较足，近期的大幅上涨或有一定避险因素存在，外加供给增速并未下降，且客座率水平没有明显提升，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，虽然近期有“互联网+”概念存在，但我们认为对其业绩影响微乎其微，仍维持机场行业“中性”的投资评级。

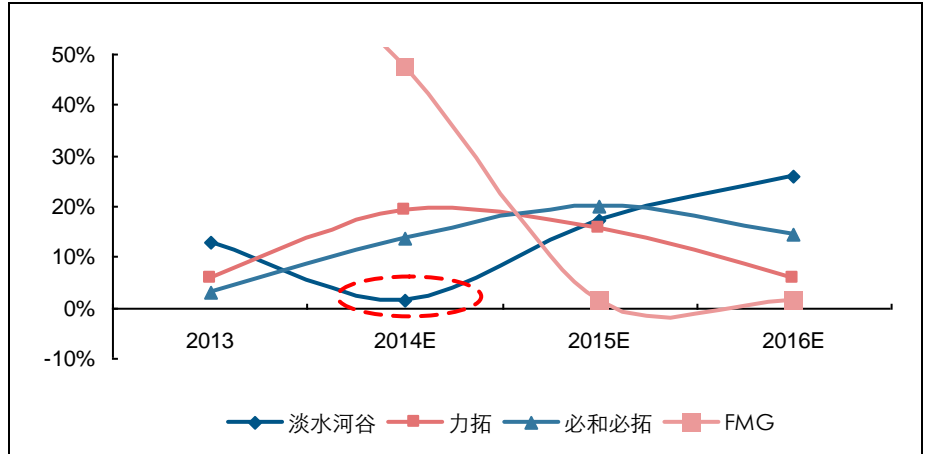
航运港口：基本面无投资价值，国企改革概念主导股价走势

主线：基本面角度看，航运股仅油运板块在3季度有继续超预期可能。

散货运输：厄尔尼诺现象可能刺激短期需求，但运力增速预计趋涨。

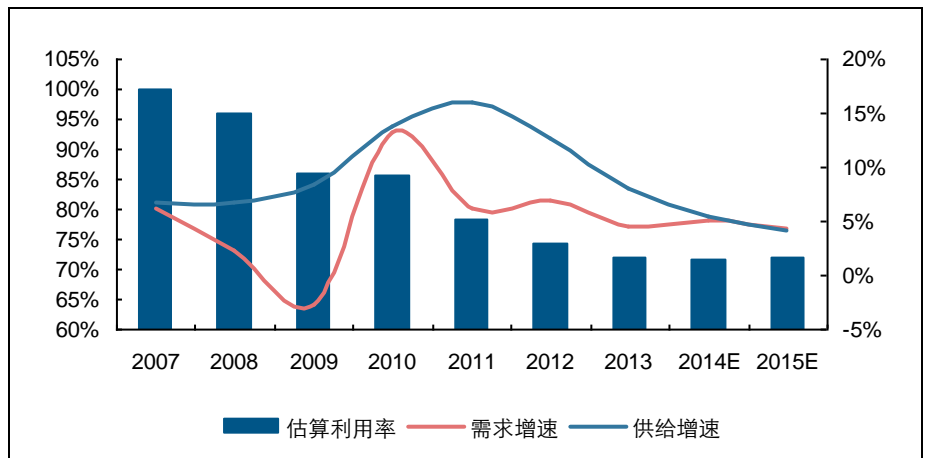
需求层面，由于厄尔尼诺现象对于铁矿石和粮食海运需求的刺激，海运量和海运周转量增速将有超预期的可能，而煤炭运输则很可能继续疲软，预计全年周转量增速在3.4%左右；供给层面，2015年下半年预计有大量新船交付，供需压力增大。总体来看，由于BDI绝对点位过低，我们认为3季度BDI指数反弹50%是正常现象，但股价的超预期可能更多会来自国企改革层面，比如：中国远洋与中海集运的整合，或者中国远洋与中集集团、甚至是中远航运作为壳资源的投资价值。

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

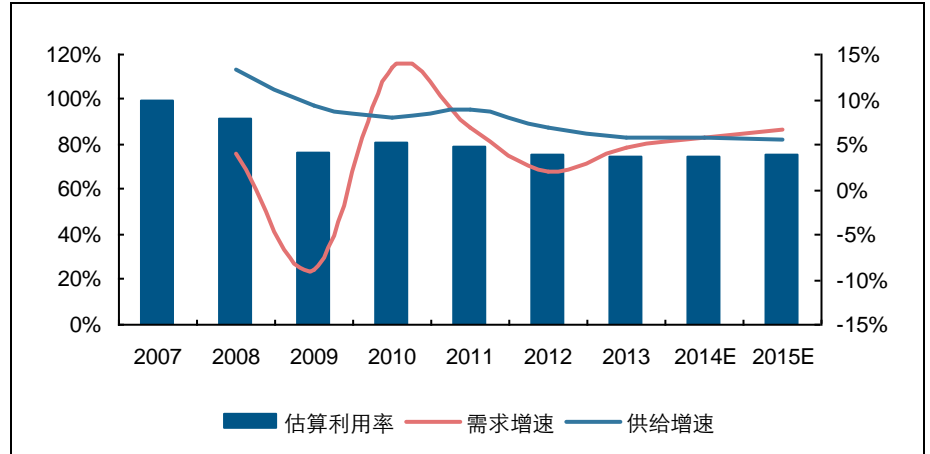


资料来源：Clarksons，国海富兰克林基金管理公司整理

集装箱运输：3 季度即使运价反弹，难改全年低景气定调。

新的四大联盟格局虽然对行业集中度有提升的作用，但是集中度更高的联盟并未对运力形成强约束，超预期增长的运力使 2 季度的运价不断创新低，不过随着 7 月起进入行业旺季，预计强势增长的需求将消化部分过剩运力，反弹将主导 7-8 月行情。但从全年来看，2015 年很难成为景气高点年份，主要是 2 季度的高载运率要求完全没有达到，谨慎对待。

图 3：集装箱运输行业供需增速对比

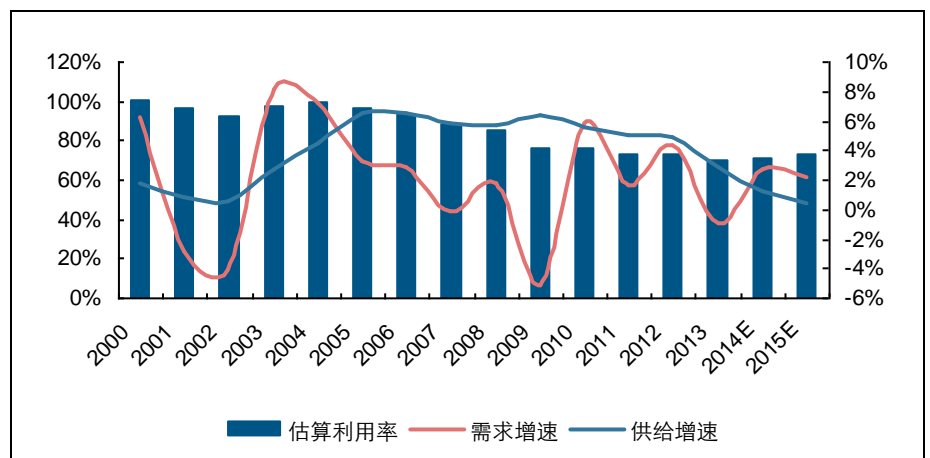


资料来源：Clarksons，国海富兰克林基金管理公司整理

油品运输：3 季度或仍可保持较高增速，投资角度可考虑高点减持。

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。缓慢回升的油价和储油船较高的利用率有利于油品运价维持，考虑到去年的低基数，油轮船东的盈利在 3 季度或仍可保持较高增速。不过考虑到 2016 年 VLCC 为主的原油轮运力将大幅提升，投资上建议可以考虑在 4 季度之前卖出油轮股。

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持续下移。铁路基本面来看，受到宏观因素的影响，上半年货运发送量增速整体下滑，请车率水平也处于较低水平，预计三季度货运水平仍将维持低位。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。