



国海富兰克林

2015 年第四季度投资策略报告

一、宏观分析

2015 年二季度 GDP7%，堪堪达到今年的年度目标水平，但其实工业数据显示经济下滑的趋势比较明显，二季度的权益大牛市所带来的金融部门的产值增长部分对冲了其他部门的下滑。CPI 七八月份分别为 1.65 和 1.96，通胀有所抬头。

增长层面，二季度实体经济表现较弱，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 40-60 美元左右的振荡区间，PPI 仍在继续向下。

展望 2015 年四季度，经济下行是大概率事件，通胀预期将回落。

增长：

消费方面，七八月份零售增速分别为 10.51%和 10.79%，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，按经营单位所在地划分，乡村增速继续快于城镇；按消费类型分，餐饮增速继续快于商品零售；网上零售继续高增。分行业看，通讯器材增速回落但仍继续领跑各行业，石油及制品继续殿后。

房地产方面，受降息、部分地区放松限购及权益牛市等影响，一



二线城市房价环比出现短暂的回升，但近期的股灾之后的数据显示其环比增速又掉头向下。新开工面积和购置土地面积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，三四线城市供给过剩明显，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，房价短暂回暖难以传递到新开工面积的明显回升。

基建方面，八九月份基建投资累计同比分别为 18.63%和 18.79%，较一季度明显下降，与二季度基本持平。财政支出累计同比略有上升，但财政收入经历了六七月份的大幅上升之后，八月份明显下滑。二季度以来制造业持续低迷，地产商拿地兴致也很低，加上权益市场大跌，四季度的财政收入不容乐观。预期基建投资四季度看不到明显的提升。

出口方面，出口环比连续 5 个月为正，表明海外需求有所恢复，但复苏力度较弱。进口增速延续了今年以来两位数的大幅下跌，主要进口商品价格的暴跌。预计衰退性贸易盈余的情况四季度仍将持续。

货币方面，6 月份社融达到近期的高点，之后伴随着清查配资，7 月份社融降至今年新低，8 月份略有反弹但仍处在今年以来的低位。央行在 6 月 8 月两次降息，9 月又进行一次降准，货币政策持续宽松。在经济增速下滑，实体去杠杆的阶段，预期宽货币的政策仍将持续。

通胀：

大宗商品持续向下，油价在 40 到 60 美元之间振荡，猪价上涨因素逐渐消退，加上 CPI 翘尾因素影响的持续下降，四季度通胀预期将回落。

债券市场：



利率债：

三季度国债和金融债曲线变平。长端受经济下滑，地方债供给冲击证伪，权益市场大跌，大宗商品熊市以及猪肉上涨因素消退等原因影响，呈现振荡下行的趋势。而短端却略有上升，主要是 IPO 暂停后市场上打新资金转向配置中长期品种使得短期资金面略收紧。展望四季度，经济基本面下行是一致预期，CPI 可能掉头向下，PPI 保持在负值区间，没有明显的看空因素，但目前利率水平已处于低位，可以谨慎看多，任何回调都是买入机会。

信用债：

三季度是一个消灭高收益资产的过程，中高等级信用债随着利率债不断下行，目前整体收益率已处于较低水平。但 AA-级别信用利差仍明显高于其他级别，反映了市场对经济下行可能带来的信用事件仍保持警惕。四季度建议规避低评级债券，中高等级债券控制久期加杠杆是不错的选择。

转债：

近期股票市场下跌空间不大且有回暖迹象，加上存量转债的稀缺性，可有选择的谨慎参与安全边际相对较高的转债品种。

二. 投资策略

在讨论四季度的投资策略之前,我们先来分析一下决定市场涨跌的几个主要因素:市场流动性、经济基本面、市场情绪在目前所处的状态。



市场流动性

今年上半年市场的快速上涨动量很大程度上来自于市场整体杠杆资金的快速增长。除了场内的融资融券余额从年初的 10374 亿上升到高点的 22730 亿外,场外 homes 系统违规配资所涌进二级市场的流动性,以及银行体系与二级市场相关的配资业务和上半年快速增长的个人消费贷款(其中相当数量也提供了二级市场的流动性)给整个市场上半年提供了汹涌的流动性供给。由此而来市场从 6 月开始去杠杆行为、清查违规配资事项所引发的暴跌也是流动性在短期内急剧收缩所导致的不可避免之后果。

展望四季度,我们认为上半年场内场外违规资金的清理已逼近尾声。而今年以来经历了 3 次降准 4 次降息,市场流动性依然充裕。从银行的信贷角度来分析,由于目前实体经济仍然在探底之中,银行资产质量压力巨大,向实体投放信贷资金的意愿不强,部分信贷资金仍然强烈的希望开拓资本市场相关的业务。而经历了第三季度的股灾之后,市场的机构参与主体仓位大多数维持在较低的水平。因此从市场的流动性来看,四季度流动性是相对宽裕的。

经济基本面

大的宏观形式仍然不容乐观。二季度 GDP 同比增长 7%, 环比增长 1.7%, 工业增加值同比增长 6.8%, 8 月 PPI 环比下降 0.8%, 同比下降 5.9%, 8 月 PMI49.7%, 环比下降 0.3 个百分点, 跌破荣枯线。因此,有真实成长的行业和公司市场中更显稀缺,未来会更受资金青睐,与传统行业的估值将进一步加大差距。因此在之后的投资策略中,



我们偏好给予真正有成长能力的公司更高的估值容忍度。

市场情绪

经历了 3 季度市场的大幅调整和后续的市场震荡后,我们认为市场正在从极度悲观的情绪中慢慢走出。市场情绪最差的阶段在三季度已经过去。

综合上述市场三方面因素的分析,我们认为最坏的时期已经过去,且市场资金面充裕,货币政策始终处于有利的环境。但市场情绪和经济基本面仍不具备明显的牛市因素,后期的投资方向应聚焦在选股上,方向包括传媒板块中持续成长方向布局的转型标的、计算机板块中超跌业绩高增长的标的和医药板块中拥有核心技术和创新能力的标的。

三 . 行业分析

金融业

银行

银行股 2015 年中报表现平稳,随着货币政策宽松延续,债务置换、资产证券化加速银行风险释放出清,银行混改、混业经营、分拆经营等系列金融改革提速带动估值上升,预计四季度财政政策有望加码,银行信贷投放或将加速,继续看好银行股的长期投资价值。不过现阶段需关注利率市场化及降息将继续收窄息差、经济企稳延后导致银行资产质量持续恶化拨备计提压力加大这两个方面对业绩的负面影



响，银行板块确定性的投资机会还有待实体经济企稳信号。在当前震荡环境下，银行股具有防御的配置价值。

证券和保险

证券：三季度以来市场日均成交金额为 9403 亿，日均融资融券余额为 12696 亿，环比大幅减少。目前券商绝对股价已跌回本轮牛市启动之前水平，大型券商市净率接近过去五年的最低水平，大型券商市净率在 1.2-1.3 倍具有长期投资价值，可逐步布局。同时，需要关注股市成交量及融资融券余额情况，两个指标一旦企稳回升，将成为券商业绩转暖信号。

保险：保监会发布《关于推进分红型人身保险费率政策改革有关事项的通知》并将于四季度起正式实施。人身险费改的落实，其实是激发保险公司创新动力，提高产品收益率，让利客户。归根结底，保险产品的收益率水平还是取决于保险公司的投资能力。上半年行业投资普遍表现靓丽，但考虑到资本市场整体表现向上，下半年投资收益势必缩窄。但总体上，人身险费改的全面落实标志着我国保险行业市场化程度达到一个新的层次，利好行业长期发展，促进行业优化升级。目前行业估值仍处于历史低点，向下空间有限，向上弹性充足，长期配置具备较高安全边际。总体而言，上市保险公司偿付能力均较为充足，面对产品创新空间更大，能够在费改背景下获得最大的收益

纺织服装行业

三季度纺织服装指数下跌 28.7% ,同期上证综指下跌 28.3% ,



与上证综指持平。内需方面，8 月份全国百家大型零售企业零售额数据较去年同期略有下降。外需方面，1-8 月份最新公布的纺织服装出口累计数据较去年同期有所下降，主要是 3 月份出口数据大幅下降所致。展望四季度，我们认为子行业处于弱复苏，应以稳健的投资风格为主，配置业绩稳健且估值较低的行业龙头企业和具有持续性及产业资源的转型龙头。

房地产行业

1-8 月,全国商品房销售面积 7.0 亿平方米，比去年同期增加 7.2%,商品房累计销售额达到 4.8 万亿元，较去年同期增加 15.3%。从行业销售数据看，年内销售情况并不差。但是投资角度看，数据同比下行明显。前 8 月全国房地产累计开发投资为 6 万亿元，同比增长 3.5%。前 8 月全国房地产开发企业土地购置面积 1.4 亿平方米，同比减少 32.1%。政府节前降低首付比例，主动放大居民购房杠杆，其主要思路是更期待刺激开发商投资、保障经济稳定。

目前不论新开工、投资三线城市占比均在 50%-60%，因此三线城市复苏力度直接决定房地产投资、新开工后期复苏力度。考虑三线城市及以下城市总价低，居民购买力对加大购房杠杆更加敏感，因此新政策对加速该区域去化速度和保证开发商投资恢复存在实质利好。我们认为乐观看如果旺季如期放量，开发商 2015 年 4Q 将有序补库存。从中性预期看，2015 年 1Q 开始行业投资大幅下行，因此 2016 年 1Q 将进入低基数期。以上两点原因造成后期新开工和投资逐级复苏是大概率事件。我们对地产板块保持谨慎乐观。



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 20.3 个百分点，未来机会还在于子行业和个股。

勘探开采和炼油

近期油价低位振荡，从供给角度讲，美国油气钻机数量持续下降，各石油公司的资本开支也大幅收缩，产量也有所下降，但其它产油地区，并没有明显的减产意愿，从需求角度讲，全球经济形式依然不乐观，需求疲软，因此，未来一段时间油价依然处于底部震荡状态。

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。

家电行业

受行业渠道主动去库存影响，三季度白电龙头收入及业绩端均持续承压，但考虑到终端需求表现或好于预期，且龙头“价格战”延续有望加速终端出货，谨慎预计相应公司库存去化大概率在年底或明年一季度完成；而对于二线白电来说，其在行业需求乏力及龙头价格策略调整影响下或将延续前期颓势表现

在供给端增加及需求端乏力双重影响下三季度面板价格下行加速，从而使得黑电成本端压力有所缓解，但考虑到行业竞争格局持续恶化，使得其成本端优势在需求乏力及互联网企业渗透影响下逐步变为消费者红利而难以传导至盈利端，在此背景下传统黑电盈利难有改善预期

IT 行业

电子行业

年初以来，申万电子行业指数累计上涨 35.91%，同期沪深 300 指数上涨-2.90%，大幅跑赢比较基准。回顾 3 季度，电子行业先后经历了 7 月初的快速触底后反弹强劲，但在 8 月下半月再次随大盘向下调



整,9月则进入底部波动。其中,安防、半导体、新能源等板块表现较好。

目前时点,股市下行压力较三季度初已经大幅减小,电子板块估值相对合理,率先反弹,部分公司业绩增长明确,已具备投资价值,但市场对于消费电子可能进入停滞的担忧或影响电子板块整体估值,半导体产业转移与整合进入高峰期。四季度重点看好在新一轮消费电子周期中率先布局的个股以及半导体、军工板块。

计算机行业

年初以来,申万计算机行业指数累计上涨 43.76%,同期沪深 300 指数上涨 9.36%,大幅跑赢业绩比较基准。清查场外配资、人民币贬值和 8 月 PMI 指数低预期等因素影响下,3 季度股市连续下跌。计算机行业向下深度调整,其中互联网板块调整幅度居前。

当前时点,我们认为清理场外配资等不利因素逐渐消除,看好 4 季度计算机行业反弹,重点看好互联网龙头标的超跌反弹投资机会。

通信行业

年初以来,申万通信行业指数上涨 25.69%,同期沪深 300 指数上涨 9.36%,大幅跑赢业绩比较基准。3 季度股市连续下跌,通信行业调整幅度居前,其中行业前景向好的白马个股防御性表现很好。

当前时点,我们认为清理场外配资等不利因素逐渐消除,看好 4 季度通信行业反弹,重点看好互联网基础设施、北斗军工通讯等细分行业投资机会。

传媒互联网行业



展望 2015 年四季度，预计 IP 热度仍将持续，传媒板块整体维持高景气。我们看好 1) 具备优质 IP 持续孵化能力的平台型公司：将在本轮 IP 市场的火热中拥有更高议价能力。2) 影视产业链优质标的：影视剧市场持续火爆，产业链内优质公司受益。3) 数字营销：行业红利持续，产业链内相关公司受益。4) 教育：教育市场持续高速发展，政策+互联网将打开教育增量市场。

汽车行业

汽车销售增速进一步下滑，整车企业机会不大。明年传导零部件，整体经营压力将显现。9 月汽车销量整体低迷，乘用车增速未见明显好转，但长期来看，我们认为乘用车年销量仍有提高空间。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形成趋势的新能源汽车、汽车后市场上。预计 2015 年新能源汽车将有大幅增长，月度产销量环比保持快速增长，随着地方补贴政策持续落实，新能源汽车将成为汽车板块为数不多的亮点之一。另外随着我国汽车保有量的不断增加，汽车后市场规模巨大，结合互联网具备先发优势的企业值得重点关注。

农林牧渔行业

长期，能繁母猪存栏的低位徘徊以及祖代鸡引种的受限，决定了



长期趋势向上。猪链产能去化即将结束，理论上景气高点在 16 年年中。禽链产能去化正在进行中，鸡价景气高点可能出现在 17 年。

短期，未来 2-3 月，猪价整体震荡，鸡价跟随。结合前期仔猪存栏情况，9、10 月份生猪出栏量的增加意味着猪价整体震荡，11-12 月出栏环比下降将带动猪价重新上涨。当前从自身供求来看，鸡肉价格难有大反弹。

原材料价格低迷，利好养殖。玉米、豆粕占养殖总成本的约 44%。当前政府玉米临储超 1.5 亿吨，财政不堪重负下，依靠收储支撑的玉米牛市将开始转势。而受巴西种植面积持续增加以及美豆丰收的影响，大豆及豆粕库存消费比均处于历史高位，短期价格难有表现。估值还有较大提升空间。

展望四季度，国庆佳节农业迎黄金季，Q4 政策驱动+景气回升是两条主线，看好绩优白马股。

医药行业

经历了今年以来的暴涨暴跌之后，证券市场在逐步寻底的过程。医药行业也一样，医药指数在 2015 年 6 月创新高之后下跌近 40%，调整幅度较大。医药行业的增速也出现了明显下降，前 8 月的行业的增长速度低于 10%，整个行业的发展趋势非常严峻。10 月 12 日，医药指数涨 35.5%，同期沪深 300 指数下跌 2.4%，跑赢大盘 37.9 个百分点。



医药行业过去几年发展较快，我们认为主要原因有两个：1) 整体而言医药行业的基数低，所以增长快；2) 政府投入较大，特别是全民医保的推进。未来医药行业的新常态是增长在 10%-15%之间，国家的投入会减少。另外，在投入减少的前提下，医疗费用会控制，医保目录药品的价格下降也将是常态。过去几年发展较快的辅助用药和中药注射剂，在控费的大背景下增长一定会放缓，甚至下降。所以未来寻找医药股思路一定会不一样，过去大牛股的逻辑都已打破。

在处方药受管制多的前提下，医药行业中的一大部分的投资前景暗淡。我们看好的处方药的有前景的方向是：1) 创新；2) 出口。另外，医药服务应该有前景，但政策仍然有诸多不确定行，所以成长模式还需要探索。

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

污水处理

建议关注水十条和未来十三五规划的出台，污水处理未来的重点领域是市政项目的提标改造、流域治理以及农村水处理。在模式上，继续看好“PPP”模式在污水领域的应用，因为根据国家 PPP 项目的招标情况，环保领域里面占比最大的就是水处理行业。原因除了因为其市场体量较大以外，相比其他环保子行业，污水处理业务资金来源最明晰稳定，盈利模式也最成熟。从前三季度的情况来看，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，预计四季度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，建议重点关注增长模式较好或者增发融资获得充足资金的公司以及业绩弹性较大的公司。

大气治理

展望未来一年该板块重点关注城市监测网络的建设、VOC 检测与治理以及超低排放的推广，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

看好危废处理处置、土壤修复和电子废弃物拆解三个子行业，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，行业整体处在成长爆发初期。（2）废弃电器电子产品回收利用市场受益《废弃电器电子产品处理目录》扩容以及环境执法趋严非法从业企业个数的减少，将逐步迎来快速增长的黄金时期。（3）土壤修复市场前景广阔，虽然目前盈利模式仍不十分清晰，但相关企业的有益探索和相关政策的陆续出台将提供一个很好的发展机遇。看好未来整个十三五期间的土壤修复行业的发展。（4）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、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。

建筑建材行业

展望 2015 年四季度，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：四季度是行业需求旺季，水泥价格有望走暖，叠加国家四季度基建加码预期，提升行业投资评级至增持，同时建议关注部分国企改革标的。

有色金属行业

价格方面：2015 年前三季度全球经济亦亮点难寻，中国经济总体处于低位运行态势，工业金属下游需求继续表现疲软，回顾三季度，工业金属、及稀土等小金属价格表现均较疲弱，黄金价格则呈现震荡整理态势。从供需关系看，全球工业金属总体处于过剩状态。

展望 2015 年四季度，我们看好的投资品种和建议采取的投资策略归纳如下：1) 关注稀土及钨供给端收缩带来的阶段性投资机会。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

前三季度业绩增长较快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高盈利持续性和可预测性较低，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，“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，长期看燃气价格进入到下行周期，短期看预计燃气价格在四季度可能会进入到价格调整的敏感窗口期，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，但这种增长也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

新能源

新能源汽车产业自三季度以来，单月销量增速屡超预期，全年高速增长可期，相关厂商扩产意愿强烈，考虑到明年补贴推坡安排，预计四季度销售情况会更加火爆。未来随着制造成本的下降和充电设施的逐步完善以及政府扶持政策的延续，新能源汽车市场预计将长期保持较好态势。

光伏行业 2015 年能源局规划大超预期，三季度又再次追加了 5GW 的新增装机规划，行业高速增长投资火爆，预计四季度仍然保持强势，展望 16 年虽然预计增速会有所回落，但仍处于高增长状态。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，将成为未来 5 年新能源技术发展的新焦点和新方向。

风电上网电价下调，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。

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。

电力设备

电网投资值得期待，尤其是特高压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；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。

机械行业

固定资产投资增速持续维持在低位，强周期装备制造业需求面临压力，军工、智能装备（广义机器人）、高铁、核电装备仍是主要亮点，重点关注逆周期的高铁以及后续存在订单以及业绩拐点的核电设备。

军工是 3-5 年的大战略性机会，今年强军逻辑持续，军队改革、科研院所改制的推进值得持续关注，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）随着人力成本逐步提升，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，关键零部件和产品稳定性均是待克服的短板，依托优势行业进行集成应用是国内厂商的突破点。

主题投资方面应重视核电重启和国企改革，传统行业或看出口或转型。核电作为继高铁后第二张名片，担负我国高端装备走出去重任，国内核电重启都会带来投资机会。传统行业下游减速明显，行业过剩产能仍较大，工程机械行业出清尚需时日，重点企业战略收缩或转型。人民币贬值预期存在，重点关注出口占比较高企业。



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

餐饮旅游行业：行业景气度持续向好

2015 国庆全国接待游客 5.26 亿人次 按可比口径同比增长 10.7%；旅游收入 4213 亿元，增 17.9%。国庆长假数据再次验证中国旅游行业处于高景气周期，其中传统观光型景区降温、出境游休闲游升温趋势明显。短期来看，我们认为在市场反弹大背景下，板块短期在前期热度中预计将暂时降温。四季度为常规性淡季，板块整体行情通常来说难言超额收益，但我们预期旅游板块三季报横向比较仍将明显好于其它众多行业，总体我们看好行业大景气周期中的投资配置价值，建议积极配置。在这种情况下，精选个股或者逢低增持布局 2016 年是



我们的核心看法。我们依然从估值优势、反季节特性、迪士尼主题、国企改革等维度选股。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，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，今年以来股价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。

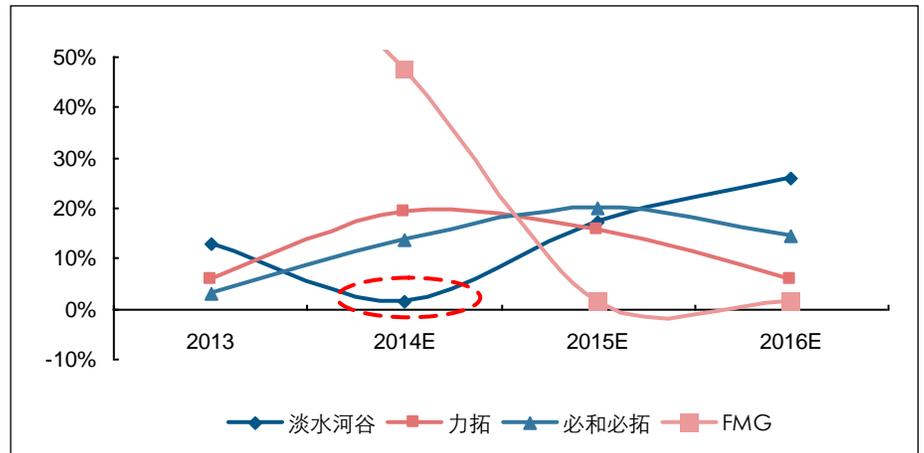
航运港口：油运行业相对景气度较高

主线：短期看好油品运输，散货和集运则静观其变，港口投资没有基本面支撑，完全依靠对整合主题的把握。

散货运输：基本面不必过分悲观，但投资面不宜过分激进

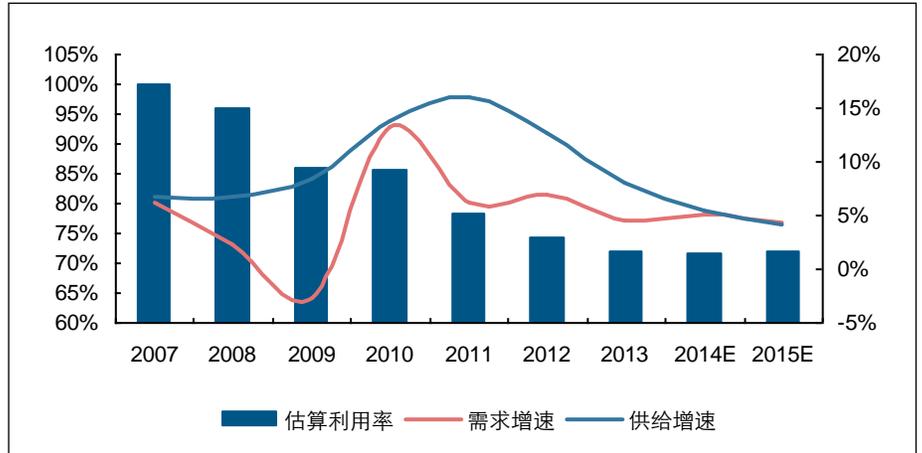
受南半球天气季节性好转和矿价维持低位的影响，预计 BDI 指数会在圣诞节之前出现阶段性走强，而运价绝对值偏低和美联储延后加息是短期的催化因素。不过考虑到主要的散货运输公司目前均处于停牌阶段，我们认为投资方面可谨慎可处理，毕竟目前大盘的点位、国企改革的热度与当初（8月8日）停牌时仍有差距，待复牌补跌之后再考虑是否配置。

图 1：全球四大矿产能增速估算



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

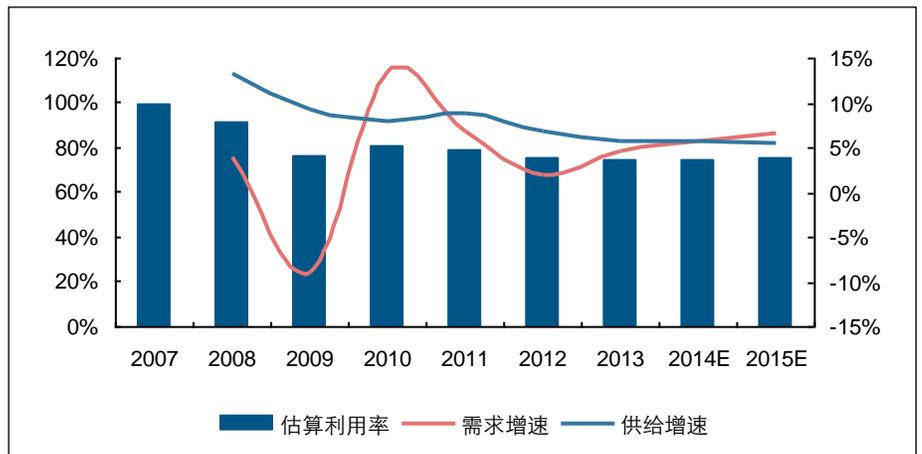


资料来源：Clarksons，国海富兰克林基金管理公司整理

集装箱运输：静观其变

集中度更高的联盟并未对运力形成强约束，船东因巴拿马运河拓宽为今年储备了较多待交付订单，旺季不旺之后，运价在 Q4 将持续低位徘徊。与散货类似，集运的上市企业也面临着全部停牌的情况，股价的影响因素主要来自基本面和整合进度这 2 大方面，其中前者始终低于预期，而后者目前还无定论。建议静观其变。

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：迎来小周期景气顶点

全年来看，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。短期来看，随着美国解除原油出口禁令，油价维持低位的概率上升，叠加储油船较高的利用率，VLCC 运价大概率会在 Q4 保持在高位水平。考虑到 4 季度旺季因素，招商轮船在今天的市盈率会在 15-20 倍之间，同时包含招商局集团与中外运长航集团整合的预期，公司属于行业内业绩超预期+具有整合预期的标的，建议配置。不过考虑到 2016 年中期以 VLCC 为主的原油轮运力将大幅提升，建议在 2016 年 1 季度卖出。

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

港口：基本面不具吸引力，机会只能来自整合预期



逐月下行的港口吞吐量同比增速说明行业依然处于探底过程中，机会更可能来自整合预期。宁波港集团有限公司已完成和舟山港集团有限公司的合并事项，说明国资委层面的整合已经落实，预计未来将在股份公司层面继续推进。考虑到宁波港整合舟山港的示范效应，A股中具有整合预期的港口标的包括：以大连港为核心港，锦州港和营口港为喂给港的东北三港；具有油品码头资产注入预期的日照港。

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。从铁路基本面来看，受到宏观因素的影响，今年前三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，预计四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。