



国海富兰克林 2016 年度投资策略报告

一、宏观分析

2015 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，从一季度开始，缓慢下行的趋势较为明显。

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，猪周期给 CPI 带来一定扰动，在 8 月份猪价越过高点后，CPI 继续回到 1.6 以下。

展望 2016 年，去产能和去杠杆是主旋律，经济增速继续保持相对低迷是大概率事件，世界经济的回暖尚未见端倪，大宗商品大概率仍看不到有力的反转趋势，通胀短期无忧。

增长：长期中枢下移

消费方面，9 到 11 月份零售增速分别为 10.9%、11.02% 和 11.17%，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，餐饮增速虽回落但仍快于商品零售；网上零售继续高增。按类型分通讯回落石油垫后，必需品稳可选品升。

房地产方面，年初受降息、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，四季度基金投资累计同比增速保持在 18%左右，较一季度明显下降，与二季度基本持平。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，财政收入不容乐观。但 16 年将提升赤字率至 3%左右，并且加大地方债和专项金融债的发行规模，基建可能成为 16 年经济的主要动力之一。

出口方面，四季度进出口环比均在正值区间附近但有所波动，同比仍在负值区间。美国经济弱复苏，但拉美受汇率冲击较大，欧洲仍然低迷，日本也未见起色，16 年外需大幅提振的可能性并不高，或许可以见到短期的反弹。

货币方面，15 年以来央行着力维持货币市场的稳定和积极对冲外汇占款的流失，目前市场利率已处于较低位置。在经济增速下滑，实体经济去杠杆的阶段，预期宽货币的政策仍将持续。16 年或能见到一两次降息和若干次降准。

通胀：大宗商品熊市，通胀低位徘徊

石油供大于求的格局仍将持续，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，2016 年的通胀预期大概率保持在低位运行。



债券市场：

利率债：

四季度国债和金融债曲线整体变平。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。而受资本流出压力影响，短端相对更加稳定。展望四季度，经济基本面下行是一致预期，CPI 可能维持低位，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，抓住每次回调的买入机会。

信用债：

三四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。16 年将会是去产能的重要一年，各种信用事件将会频频爆出，信用利差的分化是大概率趋势，建议规避低评级及过剩行业债券，中高等级债券控制久期加杠杆是不错的选择，待利差拉大到有吸引力的水平再进行个券淘金。

转债：

近期股票市场较为稳定，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

2016 年全球经济总体平稳，除美国经济一枝独秀外，其他发达经济体的复苏将经历波折，新兴市场和发展中经济体的经济活动将有所



回落。国内实体经济处于下降通道中，衰退式宽松下流动性总体宽裕；股票市场宽幅震荡，整体强势，股票发行注册制和供给侧改革是重要变量，新兴产业依然是投资重点。

1、宏观经济方面：海外需求仍然疲软，全球贸易下滑对国内出口企业的影响较大，内需保持平稳，制造业产能过剩，企业投资意愿较低。三驾马车“两低一平”的组合将长期存在，GDP 增速中枢下降到 5-6% 的区间内，通缩压力加大，CPI 中枢下移。经济转型的速度在加快，消费和服务业在 GDP 的比重提升，新兴产业的景气水平继续维持高位，经济增长的质量在提升。

2、流动性方面：经济处于衰退期，流动性将持续宽松，无风险利率维持在低位，短期波动的风险来自于资金外流汇率大幅度贬值的风险，以及债券市场打破刚兑，带来的对经济硬着陆的担心。从目前看这两个方面的发生都是小概率事件，中央政府有能力和意愿来控制潜在风险的暴露。

3、注册制和供给侧改革：从制度改革的角度，股票发行注册制改革的影响堪比 2007 年股权分置改革，将对 A 股市场的走势以及投资者的盈利模式产生深远影响。基本面研究将更为重要，行业内个股分化将真正出现，而近年盛行的基于稀缺性溢价和并购重组的投资方式将会收到冲击。当然，严格意义上的注册制实施还有待时日，2016 年更多的体现在发行节奏有控制的加快。供给侧改革是政府的新抓手，结构性改革主要集中在去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板等方面，对经济影响短空长多，我们将继续观察政府执行的决心。

4、股票市场方面：上市公司盈利增长依然疲弱，但“流动性充裕+



资产荒”有助于维持高估值中枢。市场能否走出系统性的牛市，取决于改革的推进程度，概率较低。供给侧改革和注册制的短期影响偏向负面，将影响无风险利率和风险偏好。总体来看，2016年将是一个缺乏盈利支撑的流动性充裕的市场，核心是市场与改革预期的博弈，大幅震荡难以避免。整体判断仍较为强势，存量博弈的概率大于增量博弈，阿尔法策略优于贝塔策略。行业结构上，新兴产业仍是投资重点，现代服务业或将取代互联网成为来年最为强势的板块。

三 . 行业分析

金融业

银行

我们认为 16 年政府依然将维持稳健的宏观政策基调，货币政策维持宽松，但将减少总量型货币工具的使用频度，更多采取定向调控的方式，运用包括 SLO、SLF、MLF、PSL 等非定期公开市场操作达到定向调控的目的，提升货币传导机制的有效性。

2016 年的市场将继续面临：1) 居民可支配收入持续攀升，对金融资产的旺盛需求与下行的固定收益利率环境叠加将加速财富配置趋于多元化。金融机构占个人财富管理的服务比例逐步提升，而云联网理财将助高端财富管理市场下沉。2) 金融业内外部将在市场化的情况下进一步进行融合，混业经营大势所趋。金融业混业经营是金融深化的必经结果，是市场自下而上的内生选择和发展方向，政府仅是在法律上给予了便利和最后的确认。资产荒背景下，银行将更积极地通



过大投行及资管打通与权益类资产对接通道，参与资本市场。

大资管、大财富管理的背景下，银行表内存款流失。从业务驱动力上银行负债带动、规模扩张的传统模式将不再顺应市场选择，轻型化将成为银行未来转型方向，主要体现在：1) 传统零售向财富管理转型：借助线下渠道优势和整合产品资源能力，在不耗用经济资本的情况下单边分享资本市场回报而承担极低的风险；2) 发展托管及资管业务，在脱媒的大背景下将流失一般性存款以其他金融负债形态控制在银行体内；3) 与云联网元素融合实现渠道轻型化。参考美国银行业经验，轻型化带来的银行业务模式和盈利模式的改变会使银行估值体系重塑，抬升整体估值水平。

证券和保险

证券

2016 年证券行业热点展望：经济红利和政策红利将支撑证券行业向上发展，16 年值得期待的政策红利包括：1) 注册制实施，对券商的影响体现在将扩大投行业务规模，改变券商投行的项目选择标准，由监管导向转为市场导向，改变投行的盈利模式，IPO 和通道业务价值降低，投行竞争更具差异性。2) 国企改革，大部分上市券商都有国资背景，这部分券商自身有国企改革预期，此外，所属地方国资体系的国企改革会给券商带来大量的业务机会。3) 深港通，深股通试点初期标的范围有可能是深证 100 指数、深证 300 成份股，以及深港两地均同步上市的 A+H 股票。深港通实施后，将对股市有提振作用，利好券商。

预计明年券商业绩仍有靓举表现，但 15 年基数较高，因此业绩



高增长的概率也不大。

保险：

今年以来，资本市场经历一波巨大波动的行情。上半年保险公司投资收益高涨，虽然三季度随着市场大幅调整，投资表现出现回调。但各家保险公司整体业绩表现仍然亮眼，净利润和保费都创出近年新高。近期市场表现已趋于稳定，随着投资回暖，行业维持稳定较快增长的大趋势不会改变。此外，在今年利率中枢下行趋势明显，5次降息降准的大背景下，保险万能险产品利率仍保持稳定和上升趋势，相比银行理财产品更具竞争力。

预计 2016 年行业负债端的趋势为：人身险保费仍然保持增长，但增速放缓，健康险仍然保持高速增长；行业渠道结构持续优化；万能险、投连险等投资性险种发展仍将较快，但是增速放缓；财产险增速降低将继续。

预计 2016 年行业投资端的趋势为：资产配置比例较为平稳，资产配置之间不会出现大比率的转换；固定收益资产方面，险企可能会偏好配置低久期资产静候利率拐点；海外资产配置的展开需要在外汇额度放开之前不会有大的突破；信用风险对于保险公司的影响不大；以投资性险种为主的中小型保险公司负债端成本较高，在投资上可能会偏于激进，但受制于监管政策，会有限度。

纺织服装行业

2016 年预计维持弱复苏态势。经过三年多的调整，行业需求端仍未明显好转，但趋势向上拐点已经确立。华泰证券报告显示，2015



年前三季度行业营收同比增长 1.4% (2014 年 0.91%) , 受益于积极转型, 业务外延等收益贡献, 利润端表现显著好于收入端, 同比增长 17.7%。

看好以下三大细分方向:

一是政策利好+冬奥会刺激, 体育消费正当时。与 2008 年奥运前中国第一轮体育潮不同, 我们认为这一轮体育用品市场从“轻运动+休闲潮”进入到“准运动+时尚潮”的新阶段, 消费运动属性更强。华泰证券称 2014 年中国体育用品结束自 2008 年持续下行态势, 首次恢复 5.4% 的正增长。我们建议从以下三条线掘金体育产业机会: 本土体育龙头企业、具有落地海外体育品牌能力的公司、体育生态圈的资源整合者。

二是服饰消费升级从外向内, 大众内衣需求快速释放。随着国内居民消费能力的提高以及内衣消费意识的成熟, 提高对内衣的需求从款式、面料、工艺质量、健康舒适度等, 大众内衣是增长最快的细分市场。根据 frost&sullivan 数据, 2009-2013 年, 大众市场的复合年增长率为 21.7%, 高于低档市场的 7.9% 和高档的 8.6%。由于内衣品类具工艺门槛高的特性, 看好具有供应链优势的品牌。

三是家用品消费升级正从低频向高频推进, 家纺转型迎来机遇期。2007-2012 年, 居民用于家居用品年复合增速为 13%, 快于服装的 12% 和总消费支出的 11%, 高频家庭日杂用品为 19%, 床品为 16%。我们更看好从日常消费频次与床品更接近小家居品类切入, 当前家纺探索品类外延, 家居馆一站式零售业态值得期待。



房地产行业

根据国家统计局及中山证券研报显示：1-8 月，全国商品房销售面积 69675 万平方米，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 6.1 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。

海通证券报告数据显示：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 2016 年全年及一季度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，化工指数累计涨幅达到 58%，跑赢大盘 27 个百分点，未来机会还在于子行业和



个股。

勘探开采和炼油

近期油价进一步下降约 10 美元/桶，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始也大幅收缩，产量也有所下降，但其它产油地区，并没有明显的减产意愿，并且近期美国解除了石油出口禁令，加大了原油市场的供给，从需求角度讲，全球经济形式依然不乐观，需求疲软，因此，未来一段时间油价大幅上涨难度很大，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，特别是民营油服公司，在三桶油体系内都无法吃饱的情况下，民营企业很难分到一杯羹；油公司以及石化企业，在油价下跌的过程中，业绩不理想，但未来油价企稳反弹，业绩将逐渐扭亏，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。中石油近期在其天然气管道板块进行改革，引进战略投资者，资产价值将进行重估，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，例如维生素、橡胶添加剂等领域建议关注；其次，锂电池材料受益于新能源汽车的超预期发



展，需求旺盛，而产能不足，相关企业业绩大幅增长；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

网购红利衰减，电商格局已经稳定，增速下降，电商经济进入新常态，线上线下迎来融合时代，具备供应链资源优势线下企业获青睐，政策持续力挺跨境电商，传统海淘代购将逐步向规范化发展，进口跨境电商迎来发展良机。线下门店丰富，积极拥抱互联网，拓展跨境电商业务优质标的可以重点关注。

国企改革 1+N 文件 16 年出台，地方细化规则将配套实施，国企改革有望全线推进，商贸零售行业由于历史原因，上市公司国资占比较高，并且零售行业属于竞争性行业，市场化改革有望持续推进。险资及产业资本举牌频发，逻辑在于看中零售上市公司 16 年国企改革投资机会以及其重资产模式扩张带来资产重估价值。较市值而言，资产重估价值溢价度高的稳经营国企有望迎来新的投资热潮。

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，因此我们不看好 2016 年全年及一季度家电板块的行情。

IT 行业

电子

2015 年以来，申万电子行业指数累计上涨 74.51%，同期沪深 300 指数上涨 8.72%，大幅跑赢比较基准。回顾 2015 年，电子行业先后经历了上半年的快速上涨、7 月的大跌，以及 9 月初的二次探底，在四季度完成了近 40% 的反弹。全年来看，物联网、安防、新能源等板块表现较好。

展望 2016 年，过去几年驱动电子产业大发展的消费电子正在经历存量巨大、增量放缓的过程，消费电子产业步入成熟期，供应链厂商的成本控制能力以及生产的弹性和效率变得更为重要，以工业 4.0 为主题的自动化设备、自动化产线改造等行业和公司将迎来发展机会；而通过消费电子成长起来的平台化制造企业将通过深挖产品价值链、切入越来越多的产品线和产品的生产制造环节，在单个产品、单个客户上获取更多的附加值，从而实现持续增长。在 2015 年全球半导体行业周期下行，掀起了并购狂潮，而中国半导体从业者在国家及各地



方产业基金支持下,通过海外并购提升产能、技术。年底同方国芯 800 亿划时代定增存储芯片再次点燃二级市场对于半导体全产业链的投资热情。目前国内 IC 产业已经形成了从设计、制造、封测到终端的完整产业链,半导体行业步入全面加速赶超时期,展望 2016 年,半导体行业将是贯穿全年的投资主线。最后,部分企业在原有业务发展乏力的情况下,通过积极的并购向广告、传媒、互联网等新兴行业转型,值得关注。

目前时点,电子板块估值相对合理,板块整体上行动力不足,但个股表现活跃。明年一季度,部分公司将布局新一轮发展,值得重点关注;半导体产业仍在风口,并购整合将继续催升板块热度;此外,看好军工电子、汽车电子板块率先布局的公司。

计算机

2015 年,申万计算机行业指数累计上涨 99.39%,同期沪深 300 指数上涨 5.53%,计算机行业大幅跑赢比较基准。2015 年,在国家提出“互联网+”战略后,计算机行业经历了互联网的春天。在经历互联网化浪潮后,2016 年,我们认为企业积累的海量数据极具价值,云计算和大数据将是重要投资机会。

2016 年,我们看好的投资机会主要有:1、云计算;2、大数据和人工智能;3、IT 自主可控。

通信

2015 年,申万通信行业指数上涨 70.77%,同期沪深 300 指数上涨 5.53%,通信行业大幅跑赢比较基准。2015 年,电信和联通加快 4G 建设,4G 投资达到高峰,IDC、CDN 等互联网基础设施需求快速



增长。在高清视频、游戏等互联网需求持续推动下，2016年，我们认为互联网基础设施依然是重要投资机会。在民参军政策鼓励下，军工信息化也将是行业重要投资机会。

2016年，我们看好的投资机会主要有：1、互联网基础设施；2、军工信息化。

传媒互联网行业

目前在内容行业的黄金时代，新模式构建产业新未来。1、居民收入水平提升、文化消费能力改善、更加热衷娱乐消费的90后为内容行业的快速兴起提供了需求基础，而互联网兴起所带来的渠道丰富也大幅丰富了内容提供；2、行业正在持续迎来发展黄金期，上半年网络剧、电影尤其是国产电影、动漫、手游等持续迎来爆发；3、以网络剧为代表的新内容正在构建新的产业生态，网络视频、电影票电商为代表的渠道生态扩展成长边际。展望未来，IP是行业发展核心动力、亦是突破内容产业成长边际和稳定性的关键所在，但是好的IP更需要好的运营变现方式，未来通过横向及纵向延展扩展IP变现模式是行业发展趋势。

我们认为在消费升级、技术进步等背景下，传媒互联网行业长期成长向上趋势难以逆转。在市场风险偏好持续提升，叠加板块估值切换以及持续外延并购可能，传媒板块行情有望持续。持续看好泛娱乐、教育及数字营销板块，关注VR/AR领域爆发潜力。

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

预计明年养殖行情持续，白鸡明年弹性高。（1）猪价涨势仍将持续；白鸡全年低价，但去产能传导到终端，明年板块随业绩和价格上行，将体现出高弹性；（2）供需方面，能繁母猪存栏下降、祖代鸡引种下行导致明年猪、鸡供给将明显缩减，而需求已企稳；（3）粮价下行驱动股价上行，且大型养殖企业均自供饲料，粮价下行缩减的成本可以完全转化为利润，毛利上升空间大。

农产品成本驱动，利润向饲料转移。农产品价格下降是16年饲料行业最大机会，原材料成本占饲料总成本九成左右，价格下行与行业竞争结构的改善将明显提升饲料企业盈利。同时，养殖高盈利推动养殖链利润向饲料端倾斜；管控能力强，能将毛利提升转化到净利润



的企业值得重点关注。长远来看，饲料企业积极向上下游延伸，新业务成饲料企业未来新增长点。

动保产业升级，疫苗品种为王。生猪养殖盈利增长，带动高端苗替代低端苗，16年猪苗有望实现收入利润齐升。就品种而言，口蹄疫继续保持规模、利润双增长，利好相关生产企业。行业竞争格局由市场份额争夺转向品种研发，16年新品种落地较多。

医药行业

今年医药行业发展和中国经济一样也下了一个台阶，估计 2015 年全年增长在 10%。但股市表现却毫不逊色，有很多股票的涨幅巨大，特别是互联网医疗以及精准治疗等概念相关的个股。截至 12 月 23 日，医药指数上涨 59.1%，同期沪深 300 指数上涨 9.4%，跑赢大盘 49.7 个百分点。

医药行业发展的大背景，这两年发生了巨大变化。从 2013 年开始，医保基金已经出现收入增速低于支出增速的不利局面，医保基金面临结余逐年收窄甚至“收不抵支”的困境。据人社部统计，目前全国约有 1/3 地区的城镇职工医保出现收不抵支。新农合在 2016 年也可能出现当年收不抵支。为此，控费手段不断推陈出新。在《城市公立医院综合改革试点的指导意见》中明确指出，要加强合理用药和处方监管，采取考核单次处方金额、负面处方清单管理、处方点评等形式控制不合理用药，并且强化激素类药物、抗肿瘤药物、辅助用药的临床使用干预。从短期来看，政府的这些处方监管措施可能对于处方药的终端放量产生一定负面影响，但从长远来看，这些举措将对处方药



市场的规范化成长和大部分优质优价品种的快速发展提供了沃土。

我们对医疗服务业未来的发展持续看好。相较制药行业受政策负面冲击大，民营医疗服务业受政策扶植或不受影响，景气度较高。从趋势上看，未来医疗服务借助互联网工具会继续探索发展，就医环节、医患交流等需要移动端及远程协同的不断优化，但无论模式如何创新，医疗服务行业仍需依靠资本式扩张，尤其是线下资源的完善、医生资源的聚拢无可取代。

展望 2016 年，我们仍然看好具有创新产品和模式的企业。

环保工程及服务行业

展望 16 年全年，“十三五”环保顶层设计将不断完善，三大行动计划考核环境质量改善，从气到水提标趋势强化，加之 PPP/第三方治理模式推广，环保行业发展将面临前所未有的机遇。一季度重点关注大气超低排放、海绵城市和土壤修复等细分领域。

污水处理：污水处理未来的重点领域是市政项目的提标改造、海绵城市、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。虽然国家第一批 PPP 项目的招标情况整体不太乐观，但从已招标项目的结构和第二批项目的体量来看，水处理 PPP 项目都是最受益的领域。预计 16 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。

固废处理：继续看好危废处理处置、土壤修复和电子废弃物拆解



三个子行业。(1) 危险废弃物处理子板块受益新环保法执行趋严带动有效市场空间的扩大且处理费的上涨，市场空间巨大且毛利率高，成为行业整体处在成长初期，牌照和运营能力是关键。(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，中期期待土十条的出台。

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。其中，超低排放是传统大气治理的延续，其市场空间体量可弥补未来脱硫脱硝市场下滑的影响。监测网络是政府了解环境污染情况进行决策和治理的重要依据，城市网格化监测和流域断面水质监测将是未来重点发展的细分市场。VOC 监测和治理是雾霾治理的重要环节之一，且目前刚刚启动，治理紧迫且市场爆发力较好。

除了上述提及的水、气、固废治理领域外，还建议关注节能、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。

建筑建材行业

展望 2016 年全年及一季度，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 : 关注产能收缩、行业协同带来的阶段性投资机会。

有色金属行业

价格方面 : 纵观 2015 年 , 全球经济亦亮点难寻 , 中国经济总体处于低位运行态势 , 工业金属下游需求表现疲软 , 同时美国开始加息周期 , 需求疲软叠加最大经济体的流动性收缩使得大宗市场表现普遍低迷 , 全年来看各种金属价格均一路走低。从供需关系看 , 全球工业金属总体处于过剩状态。

展望 2016 年全年及一季度 , 我们看好的投资品种和建议采取的投资策略归纳如下 : 1) 关注工业金属供给端收缩衍生的阶段性投资机会。2) 关注锂电池材料以及稀土永磁材料行业的景气上行带来的投资机会。

公用事业行业

电力

展望未来一年 , 考虑到用电量增长缓慢 , 火电新增产能仍待消化 , 预计火电企业的利用小时仍处下降通道 , 15 年年底的电价调整使得火



电高净利率无法持续，未来业绩超预期的关键落在煤价是否继续下跌而煤价未来继续大幅走低的可能性在减小。一季度进入数据真空期，建议等待三月初的 1-2 月合并累计用电数据的发布。

板块业绩推动的投资机会较少，未来更多关注电改和国企改革的进展。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

展望未来一年，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，短期建议关注燃气价格的调整政策及对相关产业带来的影响。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

新能源汽车产业进入 15 年四季度后仍然表现出色，单月销量增速屡超预期，全年高增长可期，相关厂商扩产意愿强烈。展望明年全



年，补贴推坡安排可能使得前半年的销售情况稍显逊色，但预计之后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，新能源汽车销售仍将长期保持较好态势。看好其中的电控及动力总成类公司和充电桩运营公司。

展望 16 年，光伏行业的投资需要关注电价补贴政策的变化，虽然下调电价一直在市场预期之中，但调整的幅度和频率还是有可能超出预期。看好执行力强资金优势强的电站运营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。

电力设备

未来一年电网投资尤其是特高压投资依然值得关注。随着项目的逐个审批和招标，相关企业业绩情况将显著改善，一带一路战略下电气设备龙头公司受益。

工控行业 2016 年预计会随着工业企业去产能和转型升级的步伐进入向上的拐点，需求逐渐回暖和国产化加速，工业 4.0 带来新机遇；电力改革、国企改革也将是 2016 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。

食品饮料行业

经济增速及终端需求呈阶梯向下特征，四季度以来，虽然白酒等高档品终端库存已经明显下降，但需求形势仍不容乐观，各大企业对于 16 年的展望仍偏谨慎。展望 16 年，一季度低基数及春节旺季较长的因素不再，上半年需求难超预期，企业预期亦较悲观，清库存、抓动销、强促销将是企业的主要策略，下半年在渠道库存低位、需求或有好转的背景下，中秋国庆有望出现补库存的需求行情。展望 16 年来看，需求疲软、增速放缓仍是主基调，但市场预期已足够低。

优选名酒复苏，食品机会稍后，布局品牌实力强、加速增长的龙



头企业，关注基本面反转个股。白酒板块 L 型底部特征明显，分化仍在加快，建议优先布局，包括品牌公司的持续复苏和业绩超预期，重点关注反转趋势确立，预期改善品种。食品板块中，龙头企业经营策略无可挑剔，市占率稳步提升，建议关注白马企业中长线投资机会。

轻工行业

轻工制造：在消费升级和转型中寻找机会

根据兴业证券报告，消费升级是轻工行业最具价值的投资领域：

(1) 珠宝首饰为代表的轻奢：研究表明，当人均 GDP 在 5000-20000 美元时，珠宝首饰等奢侈品将迎来黄金成长期，美国这一时期增速为 GDP 的 2 倍，我国自 2011 年已突破 5000 元大关，潜力巨大；(2) 家居：从行业看，定制衣柜行业增速可达到 20% 以上，依然延续高速增长；从趋势看，产业链从制造向品牌和渠道延伸，以及借助互联网打通前端装修设计以及后端配送安装，借此提升竞争力将是长期发展趋势；(3) 文具：“重渠道，轻制造”，文具零售商能在微笑曲线的两端获得最高溢价，看好文具向品牌运营和渠道多样化的转型；(4) 包装：消费包装正进入全产业整合的前期阶段，由单纯生产配套向品牌营销服务转型的企业值得重点关注。

转型升级带来的趋势性机会将继续贯穿全年：(1) O2O：将对家居、包装印刷等轻工各主要细分领域产生长期深远影响，且随着模式的健全和盈利的逐步兑现将继续成为资本市场追捧的热点；(2) 电子商务：以电子发票为代表，主要依托政策催化和业务的不断推进提升估值，短期内业绩或难兑现；(3) 工业 4.0：龙头企业不断加大



对制造环节的智能改造力度是行业近年发展的主要趋势，对打造企业竞争力，提升盈利能力起到了重要作用，未来这一趋势将进一步受到资本市场关注；（4）国企改革：如果改革成功，将对相关企业未来发展战略和经营效率带来质的变化，从根本上产生积极影响。对此，有些企业已进行了初步尝试，起到了很好的示范作用。未来这一主题仍值得重点关注。

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

交通运输行业

航空：国际需求旺盛

整体来看明年供给有限，供需弱平衡。我们预计明年行业的可用座公里增速在 11% 左右，国际需求快速增长、国内线平稳增长，考虑到今年高基数效应，预计明年整体需求将达到 13% 左右。明年整票价格将不再因燃油附加费被动下降，单位收益有望同比提升。油价同比

优势将消失，尽管人民币还有贬值压力，但考虑到 2015 年贬值比例较高，汇兑方面对 2016 年带来的同比因素很可能是利润的净增厚。低估值且风险释放的周期类蓝筹，是反弹的最佳选择之一。看好弹性最大的南航以及受益迪斯尼及时刻分配改革的春秋航空。

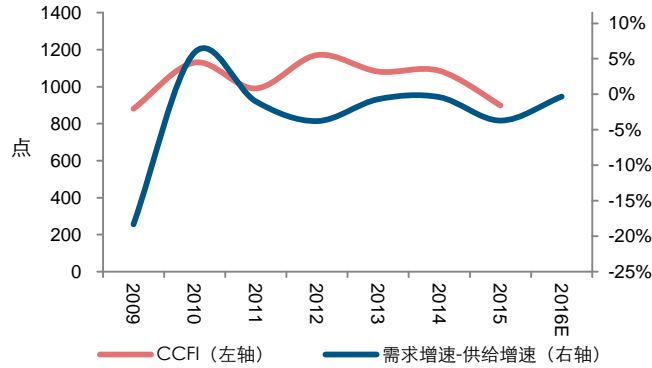
航运：集运不必过于悲观，油运进入卖点

散货运输依然面临国内大宗需求下滑风险和运力过剩的双重夹击，更重要的是，随着中海和中远的整合落地，未来 A 股市场的散货投资标的仅剩中远航运（特种运输）和宁波海运（地区型散货运输），弹性方面比原先的中国远洋尤有不足。

油运行业 2015 年因低油价下的囤油需求和供给增速低点 2 大核心因素共振，运价与行业盈利触及最近 3 年的高点。对于 2016 年，考虑到中国订购的 VLCC 将于下半年陆续交付和 1 季度的旺季行情，预计运价将呈现前高后低走势。

集运业 2015 年在行业供需失衡和油价下跌的双重因素冲击下，运价走势低迷，刷新历史新低。然而，随着行业供需关系改善，以及受行业集中度提高和预计交付率下行的利好因素影响，预计 2016 年集运业上行空间大于下行风险，不必过于悲观。时间窗口上，从历史表现看 1 季度是较好的建仓时间点，关键时点是春节后的首次提价时间（3 月 1 日），如果马士基为首的班轮龙头能成功完成提价并保持 2 周以上，则是行业好转的最初信号。

图 1：2016 年预计供给和需求增速分别为 5.9%和 5.6%



资料来源：Clarksons，国海富兰克林基金管理公司整理

港口：以矿为核，两条主线选股

从 2015 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，受益的有大连、日照、天津和宁波，2) 外矿占比继续提升的主线下，唐山、日照弹性最高。综上，日照港是两条主线都有受益的标的，可以考虑配置。

铁路：改革时点难定，货运提价可循交易性机会

铁路行业今年受到煤炭需求低迷的拖累，1-11 月全国铁路货物周转量下降 12%，但是 2016 年依然不见好转迹象。对于 2016 年的投资策略，遵循两条主线：1) 货运提价，预计时间点在于 2 月春节假期结束后；2) 铁总公司改革，导火索为总经理盛光组的离任，时间点待定。

公路：新条例颁布时间窗口在 2016 年两会期间

高速公路是交运板块中被动变革的代表。由于过去几年政府整治高速公路收费、实施节假日免费通行政策等的影响，客观上对高速公



路上市企业的存续经营形成了压力。所以，作为现时现金流充裕、远期前景存疑的标的，很多高速公路企业都期望通过转型来达到探索长期发展方向的目的。但目前来看，成功转型的案例少之又少，而 2015 年完成修改意见的《公路收费管理条例》，大概率会在 2016 年两会期间通过并发布，这或许意味着高速公路行业的生存环境有了新的转机。文件的核心条例包括但不限于：1) 政府收费公路中的高速公路，不再规定具体的收费期限，而以路网实际偿债期为准确定收费期限；2) 特许经营公路的经营期限一般不得超过 30 年，对于投资规模大、回报周期长的高速公路，可以约定超过 30 年的特许经营期限。

快递快运：板块效应凸显，行业好、标的差的格局即将扭转

今年以来，快递快运企业在资本市场上动作频频，先是 6 月传化物流注入传化股份，德邦物流递交招股说明书，而后申通快递借壳艾迪西争夺民营快递第一股。2016 年上半年德邦物流也将上市，届时将形成 3 个 500 亿市值以上标的的板块效应，过去物流业大行业小公司的格局也将明显改善。申通快递作为民营快递第一股借壳艾迪西上市，考虑到标的稀缺性、行业收入增速依然在 35% 以上，建议重点关注。

(数据来源：wind)