



国海富兰克林 2016 年三季度投资策略报告

一、宏观分析

2016 年二季度中国经济整体表现为增长震荡下行，通胀稳中向下的态势。

增长层面，从一季度开始维持振荡下行趋势。

通胀层面，一季度大宗商品的反弹以及寒冬引起的蔬菜价格上涨使得通胀短期有所抬头，二季度大宗商品以及猪肉价格回调使得 CPI 有所回落。

展望 2016 年三季度，去产能和去杠杆是主旋律，经济增速大概率继续保持相对低迷，世界经济的回暖尚未见端倪，大宗商品再次大幅上扬的可能性不大，蔬菜价格的上涨也难以持续。

增长：长期中枢下移

消费增速微幅回落。5 月社会消费品零售总额名义增速 10.0%，限额以上增速 6.5%，均较上月回落。消费结构趋势未变。乡村增速继续快于城镇，餐饮增速继续快于商品零售，网上零售继续高增。必需品消费整体平稳。受季节性和基数因素影响，粮油食品、饮料烟酒消费增速微降至 11.1%，服装回落至 5.9%，日用品类微升至 12.8%，装潢领跑石油殿后。消费增速稳中趋降。

房地产方面，一季度一线城市受改善性需求驱动以及资产荒的影响，一线城市成交量及价格均大幅上升，但三四线城市仍表现低迷，但二季度楼市降温明显。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市场热度主要集中在一二线城市，三四线城市新开工面积的全面回升可能性不大。

投资方面，三大类投资增速全面回落，其中，产能过剩、有效需求不足令制造业投资增速创历史新低，房地产投资增速继续高位回落，基建投资增速稳定在 20%，但独木难支。5 月民间固定资产投资当月同比增速创新低至 1.0%，显示经济内生动力不足，主因企业盈利恶化导



致投资积极性下降，以及部分行业开放力度仍不足。展望未来，制造业投资仍将受制于去产能，人口红利消失将令地产投资长期趋降，稳增长刺激或令基建投资短期走高，但持续性仍待观察。

出口方面，二季度出口继续低迷，主因全球经济维持疲弱，外需低迷拖累出口。加工贸易略有改善，其他类型出口增速有所下滑。内需有所改善，原油、铁矿石、铜等大宗商品进口数量均有增加。短期来看外需疲弱可能仍将持续。

货币方面，受制于汇率贬值压力，央行货币政策已由宽松转向中性，后续公开市场操作或将对冲到期资金为主。宏观审慎框架的推行也给资金面带来一些不确定性因素。总体来说，货币政策可能保持中性，资金利率难以下行。

通胀：大宗商品是反弹而不是反转，通胀预期下行

全球经济低增速使得大宗商品的价格反转概率不高，一季度大宗商品价格的回升更可能只是库存调整以及美国加息延后引起的反弹。二季度大宗商品及食品价格均出现回落，短期内通胀压力不大。

债券市场：

利率债：

二季度国债和金融债曲线整体呈现先上后下格局。4月份的上行主要是由汇率压力、MPA施行以及金融去杠杆引起的。目前看空因素大部分逐渐缓解，长端利率债有一定机会，短端下行动力不足且前期调整也不是很大，我们保持谨慎。

信用债：

信用债高低等级利差分化是趋势之一，过剩产能行业及低评级债券利差呈扩大趋势。2016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，我们以控制久期，精选个券为主。

转债：

近期股票市场较为稳定，我们认为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年是十三五的开局之年，纵观政府对经济的调控表述，我们发现实际执行的是“底线调控，区间管理”。

货币政策从年初的宽松货币投放转向以中长期工具置换短期流动性的操作，总体而言中性偏松。表外业务监管趋紧，债转股和资产证券化的发展促使表外信贷加速去杠杆。美国加息周期和中国潜在经济增长中枢下移的周期内，外汇储备或将呈现阶梯型下降趋势。财政赤字增长的趋势难以逆转，但赤字财政并不等于稳增长。年初以来市场资金价格和债券收益率水平基本维持在较低水平，是我们认为流动性中性偏宽松的主要原因。

外围风险主要集中在美联储加息和英国脱欧，随着二季度这两个主要风险逐步出清，汇率、油价和金融市场联动机制仍将发挥作用，主要国家汇率和金融市场将在波动中调整。

需求的刺激并不难带来增长的持续，未来我们经济增长的主要动力在于供给侧改革。

下半年经济要发力，首要还是看基建，但流动性的变数在于增量资金。上半年，房地产投资增速触底反弹，成为拉动经济的主要力量，其背后的主要原因是需求释放。我们认为，下半年房地产面临调整的可能性很大，叠加目前实体经济投资回报率较低，短时间局面难以改善，高收益资产缺乏的局面或将持续，这直接导致大量资金找不到合适的资产，而相对于股市硬性去杠杆，房地产市场的杠杆相对灵活，引发大量资金流入。

从战略角度出发，在当前经济长期L型的走势下，只有改革能调动起市场的风险偏好，我们关注改革的执行。

战术上博弈局面依旧，三季度我们看好：1) PE<30倍，PEG<1的确定性公司；2) 下半年财政可能发力的环保、基建领域（ppp）；3) 短期景气的行业（农业养殖、新能源汽车、迪斯尼等）；4) 成长依然是市场永恒的主题（VR、智能驾驶、人工智能、体育等）。

三. 行业分析

金融业



银行

二季度银行整体盈利能力和资产质量未见改善,营业收入和净利润增速持续下滑。M2 增速 5, 6 月连续两月下滑,流动性略有收缩,社会融资规模的明显下滑显示民间投资意愿不足。

银行业面临诸多挑战:经济增长放缓、贷款需求降低、息差持续收窄、金融脱媒等,进而使得银行业盈利能力和资产质量持续下滑。银行板块的机遇在于改革,包括外部的变革和内部的创新。

展望三季度,整体来看我们关注业绩稳定增长、资产质量优良、受益于改革红利的标的。

证券和保险

证券

政策面上,证券公司风控新规正式出台,监管审核趋严,向市场释放积极信号,传递出监管层的维稳思路,明确逆周期调节机制,促进证券行业长期健康发展,短期影响中性。受近期事件影响,投行 IPO 融资和再融资规模环比均大幅下降,券商业绩增速空间或有限。4 月中下旬以来券商板块估值下移,进入历史底部区间,英国脱欧、监管趋严等短期内可能对 A 股带来冲击,随着深港通的开通,国内施行稳健货币政策,券商板块依然具备较强安全边界。

保险

政策面上,保监会规范保险资管通道类存款业务,进一步加强受托投资管理,防范资金运用风险,避免出现因内控措施不严导致资金被不法分子挪用或诈骗等风险事件。2016 年以来寿险保持了强劲的增长;健康险保持高增长,占人身险比例逐步提升;由于车险费改的实施,车险渠道竞争加剧;养老险税延政策呼之欲出,将步入高增长阶段。保险供给侧改革,上市险企渠道和期限结构持续优化。

展望三季度,我们认为保险行业从估值区间、政策预期、保费增长基本面等角度考虑,仍旧具有较强的防御价值,但投资收益的下降或将压制估值的上涨。

纺织服装行业

纺织服装行业近几年来所面临的痛点日益突出,加大了行业复苏



的难度：（1）消费者主体结构发生变化，消费者日趋理性成熟，需求更加个性化、品质化和碎片化；（2）产品与设计同质化严重，传统的销售驱动型模式失灵，库存成为行业难以摆脱的达摩克里斯之剑；（3）线上、线下渠道成本逐步趋同且居高不下，大量中小商家都面临盈利与资金压力，线上流量的去中心化日益明显；（4）国内外需求低迷导致制造产能整体过剩、中小供应商缺乏订单，资金和成本压力大。

第二季度，从供给端来看，产业的固定资产以及库存增速均持续回落；从需求端来说，受到需求低迷以及全球制造业再分工的影响，纺织服装出口呈现量价双降格局；从存货指标来看，行业去库存已经渐显曙光，业绩出现明显分化，男装的表现相对稳定，家纺、鞋帽类及纺织制造仍然承压，电商类呈现爆发式发展。

展望三季度，我们关注：1、上下游垂直整合供应链资源不断强化自身品牌优势的子行业龙头，未来在行业调整中的市场份额有望继续提升；2、基于产业互联的共享平台模式；3、社交电商和网红经济；4、快时尚以及定制化服务相关标的公司。

房地产行业

我们认为，地产行业一二季度成交增长是本轮小周期的高点，下半年行业整体成交同比升幅或将放缓，房价方面，大中城市房价整体仍保持环比温和上升，三四线城市房价暂不具备上涨动力。

2016年前5月，土地市场火爆、地王频现，300城市土地成交建面合计同比增长3%，出让金合计增长40%。土地价格快速飙升，溢价率更是超过了2009至2010年周期的高点，特别是在二线城市。在成交增长以及土地投资的带动下，上半年开工和投资出现明显上升。我们认为，从目前行业小周期所处的位置看，主流地产股获得持续超额收益的基础并不扎实，从估值的角度来看，目前主流地产股的估值虽然已经下降，但仍在相对较高的位置。

化工行业

2016年2季度，国内外经济低迷，化工行业需求不旺，但部分企业由于产能收缩，产品价格上涨，盈利有所好转，部分企业受益于油



价反弹，还有部分企业积极转型，我们认为未来机会在于子行业和优质个股。

勘探开采和炼油

二季度油价持续上涨并高位振荡。从供给角度讲，OPEC 由于伊朗和伊拉克增产后，剩余产能减少，俄罗斯产量创新高后，也很难大幅增加，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，加拿大大火导致部分油砂暂时关闭，预计 8 月前陆续回复，尼日利亚的动乱大约影响 100 万桶的供给，一旦和解，投放市场将大幅增加市场供给。需求方面，英国退欧，经济衰退风险加大，一旦引起其它国家跟进，将影响全球石油需求，另外，市场预期中国的战略库存在未来 2-4 月将满库，届时中国的进口量将大幅降低，而美国库存数据近期下降。总体来看，市场利多、利空因素均存在，短期并不明朗、油价或以振荡为主，中期下行压力加大。

油服板块受油公司收缩资本开支影响，业绩不理想，特别是民营油服公司；油公司以及石化企业在二季度油价反弹的情况下，业绩明显好转，有可能创历史新高。另外，国企改革值得关注。

化工

鉴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，难有较大机会，但部分子行业由于环保、长期亏损等导致产能收缩，盈利有所好转，如维生素、橡胶添加剂等领域；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部分细分领域，看好盐业改革、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、盐业改革等具有长期投资价值。

零售行业

国家统计局公布数据，2016 年前 5 个月，社会消费品零售总额累计达 129281 亿元，同比增长 10.2%，较上年同期继续放缓 0.17 个百分点。自 2010 年起，由于宏观经济增速放缓、持续的反腐等因素，社零总额的增速每年呈阶梯状放缓。社零总额当月同比增速 5 月继续恶



化，放缓至 10%，较上年同期下降 0.13 个百分点。自 3 月份社零同比增速微升至 10.5% 后，又出现了连续两个月的增速下降，总体来说，尚无明显改善迹象。

我们认为，未来商贸行业具有三类投资机会：1) 完善生态圈功能，看好成长性高的细分行业——供应链服务和电商代运营服务提供商；2) 整合生态圈渠道，看好供应链效率优势明显的龙头公司；3) 理顺生态圈机制，看好下半年国企改革落地超预期所带来的投资机会。

家电行业

我们认为，后续家电行业在地产的带动下整体景气度有望回升，业绩确定性持续增强。在空调渠道去库存背景下，目前市场对白电龙头收入及业绩表现并无预期：一方面随着渠道库存稳步去化，白电龙头基本面有望环比持续改善；另一方面，在目前市场风险偏好明显降低的背景下，白电龙头在震荡格局下防御性及稳健收益预期所带来的配置价值依旧明显。总体而言，考虑到白电龙头长期业绩增速较为确定、估值依旧偏低及高分红等特征，低估值蓝筹配置主线仍值得重点关注。

IT 行业

电子行业

回顾 2 季度，申万电子行业指数累计上涨 8.07%，沪深 300 指数下跌 4.38%，电子行业在本轮反弹中率先企稳，热点不断。其中，半导体和 OLED 是表现较好的板块。

目前时点，电子板块作为过去几年 TMT 板块中较被忽视的领域，关注度持续提升。消费电子进入创新小周期前段，具体表现为智能手机产业链本年度增速大概率下移，微创新持续发酵。而作为下一个可能拉动电子产业链的终端，我们持续看好汽车电子板块投资机会；此外，受益于半导体产能向大陆转移的趋势，我们也看好半导体主题性投资机会。

计算机行业

回顾 2 季度，申万计算机行业指数累计下跌 3.22%，沪深 300 指数下跌 4.38%，计算机行业在二季度进入窄幅振荡阶段，次新股、区



区块链等板块表现活跃，目前行业估值水平处于历史中值水平。

展望3季度，计算机板块仍面临主题机会匮乏等瓶颈，在缺乏板块性机会的前提下，我们看好业绩高增速以及基本面出现变化的人工智能、物联网等细分板块。

通信行业

回顾2季度，申万通信行业指数微幅上涨0.03%，沪深300指数下跌4.38%。在经历了3月的超跌反弹之后，通信行业进入窄幅振荡行情，物联网、军工通信等板块领涨。

纵观全年，通讯行业中光通讯、互联网基础设施等细分行业确定性较高，我们持续看好这些板块在3季度的投资机会。此外，6月，NB-IoT（窄带蜂窝物联网）标准核心协议历经2年多的研究终于全部完成，这将极大促进物联网下游行业应用，我们看好相关概念类板块的主题性投资机会。

传媒行业

我们认为，今年传媒行业内相关热点题材活力下降，进入相对“瓶颈期”。主要由于政策压制以及行业缺乏催化剂，二季度传媒板块相对较弱。

从基本面上看，2016年前5月电影票房增速降低至22%，但从年初以来，传媒板块跌幅34%，在TMT子板块中跌幅最大，且估值位于相对较低的位置。在此背景下，我们认为传媒行业或将有小幅反弹，我们关注：1) 超跌反弹、低估标的；2) 弹性较好的次新股标的；3) 短期有事件驱动的标的。

汽车行业

经历连续两年增速下滑后，今年上半年中国汽车销量呈现小幅增长态势，乘用车销量受益于购置税优惠政策，商用车销量亦出现温和复苏现象。2016年1-5月，在小排量汽车购置税优惠政策推动下，中国乘用车累计销量925.8万辆，同比增长7.75%。新能源汽车前五个月销量为12.6万辆，同比增长103.7%，我们认为，随着补贴政策落地及各地方配套政策出台，未来销量仍将快速增长。



新技术智能驾驶领域和新能源汽车已经成为中国汽车工业的转型方向，燃料电池有望成为终极解决方案，我们看好相关企业在此领域的布局。2020年美国将AEB列为新车型的标配，直接带动辅助驾驶板块热情，我们也关注智能驾驶相关标的。燃料电池作为新能源汽车的另一技术路径，具有节能、环保、能量转化效率高以及推广成本优势，目前国家补贴政策倾斜力度较大，我们看好整车厂以及相关零部件企业在此领域的布局。

农林牧渔行业

二季度，周期景气高企推动了农业板块表现一鸣惊人。展望三季度，禽链继续景气上行，祖代引种收缩仍为核心逻辑。生猪养殖弹性趋弱，后周期景气接力。猪价可能于2016年7-8月见高点，随母猪补栏热情高企，能繁母猪存栏已进入筑底阶段，生猪存栏量也随之企稳回升。这将为猪链后周期环节的盈利上升打下基础，动保、饲料行业景气度有望接力养殖。

畜禽链以外，国际糖价上涨动力仍存，随内外糖价差缩减以及走私监管趋严，内糖跟涨可期。三季度美联储加息预期仍处低谷，美元价格可能区间震荡，而石油价格则仍有小幅回升空间，支撑糖价上涨的宏观背景依然存在。全球食糖去库存的供需格局下，外糖涨价动力仍存。国内食糖供需缺口已现，随内外糖价差缩减以及走私监管趋严，进口糖对国内供需的影响趋弱，糖景气可能仍将延续。

医药行业

在国家药品控费的大背景下，医药行业整体估值受到压制，我们遵循转型和创新两条思路来寻找行业的投资机会。

1) 我们看好仿制药一致性评价催生的投资机会；2) 我们关注医药分家、处方外流催生的医药商业龙头公司在价值链重构中带来的投资机会。

环保工程及服务行业



进入 2016 年三季度，土十条的公布引发了市场关注，土壤检测与监测网格化建设工作有待开展，土壤修复在长期看市场空间巨大。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，环保行业发展将迎来较大机遇。三季度我们重点关注环境数据监测、海绵城市和土壤监测与修复等细分领域。

污水治理：

在模式上，继续看好“PPP”模式在污水领域的应用，其中海绵城市和流域治理将是比较重要的突破口，另外，我们也关注污水处理领域的其它看点，如市政项目的提标改造、农村水处理。三季度地方政府的招标工作可能进一步加快，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，我们重点关注增长模式较好或者增发融资获得充足资金的企业以及业绩弹性较大的企业。

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) 土壤修复市场前景广阔，二季度土十条的公布在时间点上超出市场预期，前期摸底检测等需求超预期，显示出政府对土壤环境普查和风险控制的高度重视程度，修复方面虽然目前盈利模式仍不十分清晰，资金来源也没有明确，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。(2) 废弃电器电子产品回收利用行业短期受益于金属价格反弹，长期受益于《废弃电器电子产品处理目录》扩容以及环境执法趋严竞争环境改善，将逐步迎来快速增长的黄金时期。(3) 危险废弃物处理子板块受益于新环保法执行趋严、新的危险废弃物目录的扩容以及实际处理率偏低，未来提升空间巨大，有效市场空间扩大且处理费上涨，市场空间广阔且毛利率高，行业整体处在快速成长期。

另外，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，而 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，治理紧迫性高，市场爆发力也较好。

除了上述提及的水、气、固废治理领域外，我们也关注节能、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 年三季度,我们关注以下细分领域的投资机会: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;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。

有色金属行业

价格方面,纵观 2016 年二季度,全球经济亮点难寻,中国经济呈现温和复苏态势,供给侧改革初步显现一定的成效,工业金属中锌价表现较好,其他金属品种的价格呈现震荡整理态势。在全球避险情绪升温的情况下,黄金价格表现强势。从供需关系看,全球工业金属总体仍处于过剩状态。

展望 2016 年三季度,我们关注:1)基本金属行业,电解铝、锌的投资机会;2)小金属及新材料:关注稀土整合、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

考虑今年来水情况好,水电占比迅速提升以及整体用电需求恢复较慢,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在煤价是否继续下跌,而供给侧改革成为煤价波动的最大变数,三季度煤价可能会因旺季因素保持平稳回升态势,火电企业盈利情况下滑。

板块业绩推动的投资机会较少,我们重点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,我们看好电力市场化交易和用电服务两类机会。具体来说,我们关注:1)具备或者有望争取到售电牌照的企业,尤其是自身拥有电源或者配电网的企业,这些企业有



望在售电端放开的大背景下切入到巨大的售电市场；2) 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

二季度天然气销量同比增速较一季度明显放缓，但仍保持 10% 左右的增长，三季度情况可能仍然会较好。天然气在能源结构中的占比继续提升是大势所趋，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，但这种增长也会被经济疲弱下游用气需求下降部分抵消，需要综合考虑各企业所处的地域和产能释放情况，寻找气量快速增长的区域或企业。另外，我们看好分布式天然气发电行业的发展。

电力设备行业

新能源

新能源汽车产业进入 2016 年一季度后，表现淡季不淡，二季度因补贴政策的调整和电池目录的重审和发布等，市场投资热情高涨，板块整体大幅增长，目前相关厂商扩产意愿强烈，全年高增长可期。随着政策纠错完成和补贴政策更加细化合理，制造成本继续下降，新能源汽车销售仍将长期保持快速发展态势。看好三元电池、整车和充电桩运营以及充电桩设备类企业。

三季度，光伏行业我们关注能源局对未来新增装机的规划以及保障上网小时数相关的政策，继续看好执行力强、资金优势强的电站运营类企业和提供运营服务和金融衍生服务的企业，关注分布式、农业光伏等的长期发展。

长期来看，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，可能成为未来 5 年新能源技术发展的新焦点和新方向。但是，需要注意的是，市场普遍期待的补贴政策迟迟没有进展，短期压制投资热情。

电力设备

随着项目恢复审批和招标，未来一年电网投资尤其是特高压投资



依然值得关注，相关企业业绩情况或将显著改善，一带一路战略下电气设备龙头公司受益。

工控行业 2016 年可能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

受经济“L”型走势影响，我国机械行业整体业绩尚无明显改善，行业深度调整仍会继续进行。从机械行业上市公司估值来看，整体估值仍然较高。机器板块、智能物流、轨道交通、立体停车有望伴随相关政策表现活跃，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，国内龙头企业面临竞争压力较大，关注在特定领域具备优势的企业，以及迎来业绩拐点的核电板块。

军工是未来 3-5 年的大战略性机会，两机专项势在必行，关注航空发动机及相关材料；军工关键装备列装的预期正在逐步兑现，军用航空需求放量已成大概率事件，将带动产业链快速成长。钛合金、高温合金等具备较高技术和准入壁垒，寡头垄断供应格局稳定，相关企业或将受益于行业需求扩张。

食品饮料行业

在热点主题之外的市场风格继续转变，基本面扎实的食品饮料板块将最为受益。

白酒板块近期表现强势，市场情绪发酵，近期资金开始追捧市值小、弹性大的三四线小白酒，情绪加速释放，略有泡沫化。但行业并非全面复苏，而是进入消费升级和二八分化下市场向优势品牌集中的新趋势，未来将进入优选个股时期。

全年在基本面的带动下将持续深入，继续震荡向上，目前处于业绩真空期，基本面淡季，板块缺乏持续的催化。此外，目前的白酒消费以大众消费为主，大众消费的一个重要特征就是淡旺季落差大。但是伴随消费升级，高端白酒的增长更为强劲，我们关注估值相对较低，

提价传导较为成功的企业。

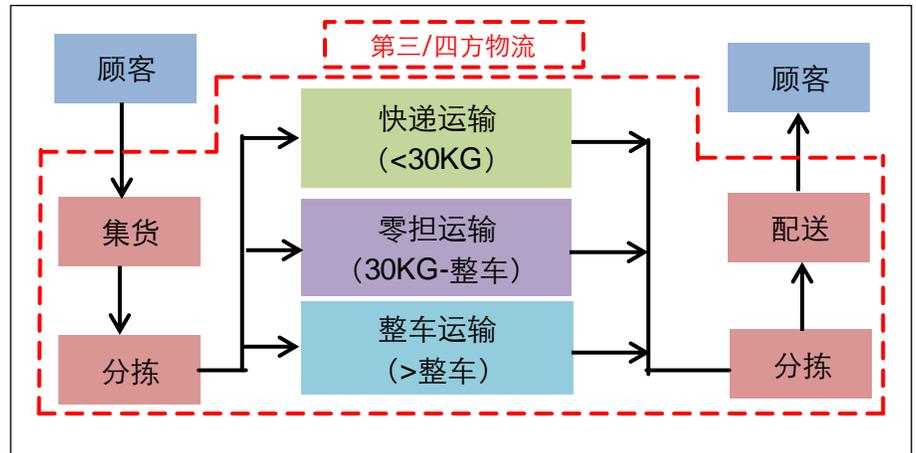
交通运输行业

从行业景气度角度，快递和航空依然是板块内的翘楚，但前者估值不低，后者有汇率和油价风险，在投资上并不构成完美的逻辑，因此只适合超跌或者外部催化带来的阶段性投资机会。

物流：优选快递产业链及供应链的高弹性标的

在市场整体弱势的环境下，业绩具备确定性高成长的物流标的是反弹的优选品种。我们认为：1) 受益于电商稳健发展，具备乘数效应的快递行业景气度持续向好，2016 年业务量或将超预期增长 2) 快递及电商行业未来智能化升级的刚性需求将支撑智能物流设备行业高速增长；3) 高成长的电子信息、医疗器械行业，以及规模大、集约化程度较低的大宗、快消品行业的供应链管理业务将会实现跨越式发展。

图 1：快递快运行业的板块效应即将显现



资料来源：国海富兰克林基金整理

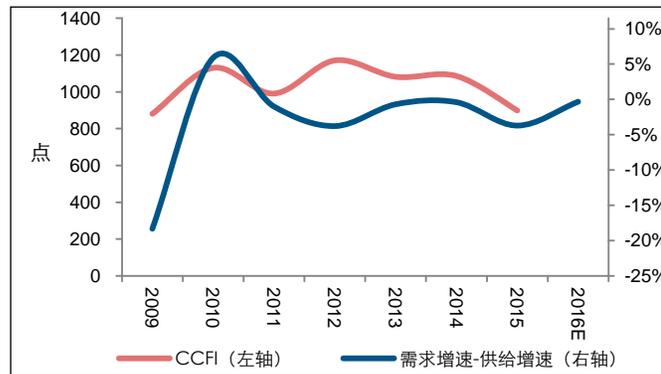
航空：景气趋势未变，不必因噎废食

我们认为，对于航空业短期的供大于求的状况不必过度悲观，随着 6 月份国际线逐步进入旺季、国内线受迪斯尼刺激，行业供需关系有望得到改善。航空股的弹性于 5 月初得到再次验证，估值水平得到修复，但市净率仍处于历史低位，安全性较高、具备向上空间。全年来看油价红利仍然显著，汇率因美元是否加息这一因素风险仍存。

航运：散货长路漫漫，集运“三足鼎立”，油运谨慎乐观

1) 散货：海运费在上半年的季节性反弹并不超预期，目前涨势疲软且板块估值依然较高，从中周期的角度来看，真正的去产能可能要从 2017 年才开始；2) 集运：随着集运业集中度的再度提升，立竿见影的效果难以在需求萎缩时立刻体现，但至少说明行业的供给端也在发生积极的变化，下行风险继续收敛，而随着年中巴拿马运河扩建，动态平衡之后对行业的影响偏中性；3) 油运：低油价态势下稳健的需求和储油设备对多余运力的消耗使油运业始终运行于舒适区间。2016 年，全球石油需求或将在中、印等新兴国家的支撑下保持稳健增长，预计石油海运周转量增速为 3.29%。伴随着油运市场的高景气度，油轮运力增速逐步提升，我们对下半年的行情持谨慎乐观态度。

图 2：2016 年集运业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

铁路：改革时点难定，客运提价可循交易性机会

铁路行业受煤炭需求低迷的拖累，今年前 5 个月大秦线运量下降 22.27%，降幅较去年继续加大。目前，我们认为 1) 铁路客运可能将在未来两年内提价；2) 改革是长期催化因素，但时间点尚待观察。

社会服务：服务性消费黄金增长周期已经开启

今年以来，市场风格转换（低估值、防御性强板块相对走强）下，旅游板块因去年表现和估值因素相对平稳，板块整体基本面仍然坚挺，比较优势明显。未来，我们立足稳健，精选龙头，重点关注行业前景持续看好，目前估值或市值压力相对不大，主业持续成长且有望外延扩张的优质龙头个股；其次，景区板块具有低估值、低市值、15 年低



涨幅、低预期、主业经营稳定且行业景气度高（Q1 业绩整体领先）、国企改革加速带来的公司治理改善，我们将持续关注。从中长线来看，我们依然坚定看好出境游这一细分子行业。

轻工制造：在消费升级和转型中寻找机会

基于对三大行业所属公司年报和一季报的分析，我们的观点如下：

1) 造纸：供需情况有所好转，浆价下行趋势下，关注产品终端价格更稳定的生活用纸行业；2) 家居：未来三年内定制化仍然是行业主流趋势，而原有品牌影响力强大的传统家居企业若能顺应趋势布局家居定制化，将具备更高的业绩弹性；3) 纸包装：传统业务模式盈利能力受宏观经济压制，探索“产品+服务”的新模式是包装企业保证发展的必然选择。在稳增长调结构的宏观背景下，包括定制家具、教育等方向在内的大消费领域将是未来前景最为明朗的投资领域。

站在中期时点展望 2016 下半年，我们认为以“新消费”为核心的投资方向仍未变化，继续沿两大主线寻找机会：一是人口结构变化导致的消费结构升级，关注兴趣早教产业；二是互联网兴起带来的消费模式重构，关注票据企业转型带来的投资机会。

（数据来源：wind）