



国海富兰克林 2016 年四季度投资策略报告

一、宏观分析

一、经济增长短期稳定，中期有压力

7 月经济数据超预期的低迷有洪灾、限产等特殊因素，但 8 月份的数据马上出现了明显的反弹，包括工业和投资。8 月份需求端的回暖，主要来自于地产景气的回暖（销售与投资反弹）与企业的补库存效应。从高频数据来看，9 月的地产销售、发电量增速、工业品价格等高频数据仍然较强，经济在未来 1-2 个月内有望保持稳定。

不过从增长动能来看，四季度中后期，经济仍然面临边际走弱的压力，如果要维持 L 型格局，或需要政策进行财政上的支撑。

8 月份以来地产销售的超预期反弹，在一定程度上与限购政策出台后居民加速购房从而透支需求有关。实质上，今年 3 月份地产调控政策出台后，也曾出现过类似现象，这意味着 10 月份开始，房地产市场的销售可能面临走弱的压力。另一方面，从近两年地产销售与新开工的走势来看，两者的同步性明显增强，从地产销售到投资的传导时间明显缩短，这实质上反映了开发商对未来的预期是比较谨慎的。如果销售在接下来出现回落，地产投资可能在四季度中后期重新走向下降。

另一个因素是补库存周期的结束，2014 年以来，由于产能过剩，企业补库存的周期短而平，一般补库存的时间不会超过 3 个月。因此如果房地产投资后期转为下行，而财政刺激的力度不大，企业可能再次转为去库存过程，得经济面临下滑的压力。

总结来看，经济在中短期（1-2 个月的时间内）有所企稳，不过经济增长动能不足，四季度中后期仍然有一定的下行压力，如果要维持 L 型格局，需要财政政策发力。

二、通胀温和，读数回升

四季度 CPI 相对温和，PPI 同比可能转正。CPI 方面，由于四季度翘尾因素，高点不超过 1.7%，而环比按季节性来看在 0.2%-0.5%之间，



四季度 CPI 同比可能在 2% 以下，通胀压力不大。

具体来看，一是猪价超预期走弱反映供给弹性增加，例如生猪出栏体重在高位、仔猪存栏量与出栏占比上升等，年末消费需求增加前、叠加高基数因素，猪价同比可能较弱，二是菜价经历洪灾冲击上涨后已经于 9 月开始走弱，之后可能有一段修复性下跌的过程，而季节性规律也指向菜价在 12 月前将维持较弱，三是从加息和冻产不确定性来看，油价与 CPI 交运分项的震荡格局可能延续，整体来看 CPI 的读数有所回升，但整体不高。

PPI 方面，由于年初以来多数时间 PPI 环比为正，而考虑 2009 年 PPI 连续 9 个月环比正增后翘尾即为正数的情况，四季度翘尾因素可能持续上升至正数，考虑到经济基本面的情况，PPI 环比骤降的可能性极弱，四季度 PPI 同比可能逐步上升至 0 附近。

三、货币政策防风险，控金融杠杆，资金面波动趋于上升

8 月中下旬以来，央行通过降低短期融资的比例，提高长期资金的融出比重来降低金融机构的期限错配风险，从而压缩金融机构的套利空间，这说明央行不希望看到金融机构加杠杆的进程过快，不过从央行的操作来看，并没有主动收紧流动性的意图，这意味着资金面的持续紧张可能还看不到，但需要注意的是，资金面的波动性已经在增加。

四、债券市场：大波动才有大机会

过去一段时间，无风险利率经历了先上后下的震荡波动过程，但信用债市场一直强势，说明钱多仍然是市场上最重要的逻辑。在钱多逻辑的支撑下，由于信用利差很低，利率债的收益率缺乏持续上升的基础。不过由于忌惮房地产市场的上涨和金融杠杆的扩张，央行不愿意放松货币政策，资金面的波动显著增加，资金价格的底部也在抬升，在这样的情况下，利率上下的空间皆有限。

不过我们认为，这是一个脆弱的平衡，中短期内如果持续，那么市场赚钱的难度会变大，但亏钱的概率也不大。如果平衡被打破，可能意味着大的波动，而波动之后可能才有明显的机会。无论是哪一种情况，在信用利差偏低的情况下，信用债的相对价值都是不高的，对利率债而言，收益率下行的趋势还在，但波动的空间影响了下行的幅度。



原因在于几个方面的背离：1) 资金面波动增加和“钱多”逻辑的背离；2) 金融监管去杠杆的意图比较明显，但市场本身不反映；3) 政策在中长期要控制房地产市场的泡沫和打破刚兑，但短期内刚兑还在维持。

如果这几个方面的背离，在中短期内持续，那么央行的货币政策很难放松，利率下降的空间也很难被打开，市场的空间有限，并没有大幅做多的机会，不过市场调整的风险也不大。但一旦超预期的因素出现，就有可能打破这个脆弱的平衡，从而加大市场的波动，比如10月份的资金面的波动继续增加、金融监管严格落实等等。

对利率债市场而言，基本面在中期内支持利率的下降，如果中短期内波动放大，那么未来的投资机会或将更好，信用债的相对价值则相对不高。

二. 投资策略

2016年是十三五开局之年，总体而言国内实体经济增速底部震荡趋势未改，通胀压力缓解，8月份CPI同比大幅回落至1.3%，创下近一年以来新低。

在实体经济增长压力仍在的情况下，市场资金价格和债券收益率维持在较低水平，表明市场流动性仍然维持中性偏松水平。货币政策从宽松投放转向中长期工具流动性置换，表外信贷加速去杠杆，我们倾向认为货币政策将采取审慎偏松的策略。外围风险犹在，英国脱欧风险基本出清，但美联储年内加息一次的概率大幅上升，四季度人民币或存在贬值风险。在美国加息周期内，国内实体经济增长若无明显改善，未来外汇储备或将呈现阶梯下降趋势。

政府政策选择发生变化，货币政策转向中性偏松，财政赤字水平不高，积极财政政策发力。短期经济发力，首要还是投资，投资首要还是基建。三大类投资中，基建投资因财政加码快速回升，8月份基建投资增速回升至16.3%。“宽财政+PPP模式”助推下，基建投资将继续是四季度经济增长的重要推手。8月份，制造业投资增速延续低位走平，表明实体经济投资回报率较低情况并未改善。市场流动性宽松叠加实体经济回报率低，同时股市强制去杠杆的背景下，资金大量



流向房地产市场。地产终端销售火爆，8月房地产销售同比增速进一步上升至19.8%，一二线城市热销情况开始向三四线城市蔓延，地产调控预期升温，同时8月份拿地面积跌幅较大，为未来地产投资蒙上阴影。因此，我们认为上半年经济增长重要推手的房地产投资增速可能无法持续。

目前经济增长L型走势情况未变，外围风险尚存，资金大量向房地产市场和港股市场分流，短期股票市场风险偏好无法快速回升，博弈可能依然是年内市场主旋律。

展望四季度，关注受益于积极财政政策的板块，同时，成长仍旧是长期主旋律，因此也关注调整充分、估值可见的成长板块。

三. 行业分析

金融业

银行

上半年,16家上市银行实现营业收入1.93万亿元,同比增5.4%;归母净利润7194亿元,同比增2.5%。其中,五大行合计净利润同比增1.2%,股份行增5.7%,城商行增11.5%。

息差和拨备依然是净利润增长负贡献的最重要因素,净利润增长来源于规模扩张、中间业务收入增长以及成本收入比的持续改善。

从息差来看,重定价陆续完成,降息概率低预期,下半年息差有望趋稳,收窄压力减缓。银行持续的结构调整,推动资产质量呈现边际企稳趋势,我们对资产质量的边际改善持续性持谨慎乐观态度,板块下半年或仍将具有防御价值和相对配置空间。

证券和保险

证券

2016年上半年,上市券商累计实现经纪业务收入370.0亿元,同比下降62.0%;自营投资收入272.5亿元,同比下降65.5%;利息收入114.9亿元,同比下降55.1%;资管收入105.2亿元,同比下降5.0%。投行收入实现正增长,实现收入181.0亿元,同比增长40.9%。

长远来看,由创新驱动ROE提升的行情近期可能不会再重现,杠杆率指标在回落,同时传统通道业务未来的发展空间较为受限。我们



判断，场内业务未来的发展或将面临较大的困难，竞争的重点将转移到场外业务。估值角度来说，经过 7、8 月份的上涨，行业的平均 PB 提高至 1.6 到 1.7 之间，9 月及四季度整个行业系统性的行情出现的可能性仍然不大，值得期待的是，四季度深港通的正式推出有望带来一波反弹的机会。

保险

8-9 月利率降幅收窄，叠加监管和利率环境因素，银行理财和信托收益率趋于稳定，利率环境企稳有助于稳定保险估值预期。行业加强对于中短存续期监管，其最大意义在于引导客户转化和推动保险保障产品的迭代增长；保监会在十三五规划中明确“税延养老”账户概念（为民众建立便携、透明的个人税延商业养老保险账户并不断丰富账户产品类型）；下半年保险业绩同比环比或均有较好表现。

纺织服装行业

目前国内整体经济形势不强，企业经营风险逐步增加，从中报披露情况来看上市公司整体表现不佳，企业深化改革还将持续；纺织服装出口下滑已成趋势，政策鼓励跨境电商出口，中低端的出口迎合了全球经济不景气，增速较快；此外，棉花价格前期经历了较快增长，随着供需结构错配压力缓解，由高点逐步下降。

16 年以来，行业指数累计涨跌排名中后（跑输沪深 300），纺织制造表现好于服装家纺，9 月上半月行业指数涨跌排名靠前（跑赢沪深 300），服装家纺表现好于纺织制造。继 7 月 28 日政府宣布将抛储时间延长至 9 月底后，截至 9 月底棉花商业库存量可能将达到 07 年以来的高点，库销比也相对较高，加之明年三月继续抛储的时点已基本明确，因此棉价下滑导致板块性的涨价行情可能暂告一个段落。

棉价走势方面，行业进入传统旺季下订单增量预期增强，但近期新疆地区雨水较多影响新棉采摘，可能会推迟新棉上市时间，市场供应加大，国内棉价有望向下调整。

化工行业

2016 年三季度，国内经济略有好转，化工行业的需求同比也有所



改善，并且部分行业由于产能收缩，相关产品价格上涨，盈利好转，还有部分企业积极转型，经营情况改善明显。总体来讲，化工指数小涨 4.77%，跑赢大盘 1.5 个百分点，未来机会还在于子行业和个股。

勘探开采和炼油

三季度油价在 40-50 美金/桶巨幅振荡。从供给角度讲，无论是沙特、伊朗等 OPEC 国家还是俄罗斯等非 OPEC 国家，都在增加产量，抢占市场，希望在冻产会议的时候达到最大的市场份额。美国的页岩油在油价 50 美金左右做了大量的套期保值，加上技术进步，成本下降明显，钻机数量停止减少，开始持续增加，产量也止跌，总体来讲，供给增加量还是很可观的。需求方面，增长不是很理想。短期来看，利空利多因素都有，油价可能将保持大幅振荡，长期来看，低油价影响资本开支，会影响未来原油的市场供应量，供应减少将推动油价上涨。

油服板块受油公司收缩资本开支影响，业绩可能不理想，特别是民营油服公司很难在当前市场情况下分到一杯羹；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

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，可能很难有大的机会。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，例如橡胶添加剂、食品添加剂等领域；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、新材料、盐业改革等行业具有长期投资价值。

零售行业

2016 年 8 月全国百家商企零售额同比-0.5%，增速较去年同期-1.4ppts，较 7 月-1.8ppts。据中华商业信息中心统计，8 月百家商企零售额同比-0.5%，增速较去年同期-1.4ppts，较 7 月-1.8ppts。分品类看，8 月家电/化妆品/日用品同比+6.0%/+2.7%/+0.5%，增速较去



年同期+1.1/+1.6/+2.5ppts, 较7月-0.8/+1.3/-1.5ppts; 服装/食品/金银珠宝同比-0.2%/-6.0%/-12.1%, 增速较去年同期+4.2/-3.5/-24.3ppts, 较7月-6.4/-5.7/+0.6ppts。

从行业和中报来看, 商贸零售板块整体无论是收入还是利润均呈下降趋势, 细分子领域的表现也不尽人意, 短期来看很难有板块性投资机会, 只有自下而上精选个股才能有相对收益, 从公司基本面、未来催化剂、投资者投资喜好几个角度去进行公司选择更加具有参考价值。

IT 行业

电子行业

回顾三季度, 申万电子行业指数累计下跌 0.33%, 沪深 300 指数上涨 3.57%, 电子行业在经历了二季度反弹后维持窄幅振荡。其中, 白马股, 元器件和 PCB 等行业表现相对较好。

在经历了二季度以半导体板块为首的主题性行情后, 三季度电子板块出现明显分化, 消费电子白马股表现抢眼, 随着消费电子进入创新小周期, 产业集中度提升, 白马股有望获得超越行业增速的表现。LED 显示在小间距的引领下进一步渗透, 行业大概率维持高增长, 四季度有望迎来估值切换行情。而汽车电子、半导体等新兴行业仍具有长期投资的机会。

计算机行业

回顾三季度, 申万计算机行业指数累计下跌 4.90%, 沪深 300 指数上涨 3.57%, 计算机行业在二三季度持续振荡向下, 中报基本符合预期的前提下, 估值高位正在消化。次新股、智慧城市等板块表现活跃, 目前行业估值水平处于历史中值偏上水平。

展望四季度, 计算机板块仍面临估值较高、主题机会匮乏等瓶颈, 我们看好业绩高增速的云计算设备等细分板块。

通信行业

回顾三季度, 申万通信行业指数上涨 4.07%, 沪深 300 指数上涨 3.57%。通信板块在光通信板块的强势引领下, 三季度跑赢大盘指数。

三季度光通信行业涨幅明显, 展望四季度, 光通信行业仍是 IT



行业中确定性较高的细分板块,我们持续看好其在四季度的投资机会。此外,车联网通信协议 LTE-V 即将完成,我们看好车联网、物联网等主题性投资机会。

传媒行业

从财务指标来看传媒行业整体的成长性较好,盈利能力基本保持稳定;全行业 16H1 总营收同比增长 38.9%,增速同比 15H1 增长 3.3 个百分点,总归母净利润同比增长 17.6%,增速同比 15H1 下降 12.6 个百分点。受外延扩张惯性影响,经营性现金流量净额下降、商誉增加。

三季度或将继续延续中报相对 A 股其他行业较好的成长性。传媒互联网板块估值从 2015 年中期开始逐渐下降,2016 年中期整体估值已显著低于 2015 年中期水平。2016 中报基金持有文化、体育和娱乐业类别股票占股票投资净值比低于 2015 年三季报、年报和 2016 年一季度水平。

关注内生增长性较好并且处于相对历史估值低位的个股。

汽车行业

汽车整体销量表现较好。乘用车销量受益于购置税优惠政策,商用车销量亦出现复苏现象。2016 年 8 月,在小排量汽车购置税优惠政策推动下,乘用车销量 176 万辆,同比增长 27.6%。1-8 月,汽车产销 1684.6 万辆和 1675.5 万辆,同比增长 10.8%和 11.4%。重卡行业 1-8 月累计销售 44 万辆,同比增长 20%;今年 2 月开始销量增速转正,8 月份同比增速更是高达 44%,高端物流车更新贡献大部分增量,占比已经达到 60%,工程类重卡销量持平。

新能源汽车方面,8 月销售同比增长 92.2%,我们认为,随着补贴政策落地及各地方配套政策出台,未来销量或将快速增长。

展望四季度,重卡和电动物物流车可能具有投资机会。重卡行业有望继续保持一定增长,主要受益于 1、2015 年低基数;2、新国标 1589 执行,对于黄标车、超载严格执法导致加速换车;3、物流需求的增长。电动物物流车经历了 4-5 月份的备货以后,由于补贴政策迟迟未出台导



致需求受到抑制，随着相关政策出台有望成为新能源冲量车型。

农林牧渔行业

白羽肉鸡行业回调之后，可能是再次布局良机。由于美国和法国在 16 年复关概率越来越小，中国祖代鸡引种量将进一步缩减；由于去年 12 月至今年上半年引种真空期的影响，国内父母代供给呈现断崖式减少，特别是三季度开始，国内父母代鸡苗价格维持高位，而后逐一传导至商品鸡苗和商品鸡，肉鸡产业链盈利颇丰。四季度，国内父母代鸡苗价格或将继续维持高位，而后逐一传导至商品鸡苗和商品鸡。

猪价近期处于稳中小幅下滑的趋势，短期内继续处于震荡态势，但整体生猪供给依然处于低位，改善并不明显，后期供给可能依然会处于偏紧状态，进入消费旺季之后，需求的带动有望提振猪价，短期震荡之后猪价继续大概率上涨；另外，根据调研的情况，今年种猪补栏量在 3、4 月开始逐渐上升，补栏增加量 20%-30%，目前来看要传导到商品猪还需要较长一段时间，可能要到明年 3 月，也就是春节消费旺季之后，近期猪价已经逐渐反弹，有望开启新一波上涨，近期公布的生猪养殖上市公司中报均出现了大幅上涨，看好猪价持续时间超预期。

医药生物行业

随着 2016 年前三季度医药政策不断发布落地，政策不确定性的制约因素逐步消除，医药行业未来的发展方向也更加明晰。在医保控费、招标降价、行业增速放缓至 10% 左右的常态环境下，创新药和高质量仿制药成为结构性受益的亮点。

医药工业：

CFDA 临床试验数据自查核查对医药企业的新药研发进度造成了较大影响，通过核查风暴获批的少数品种将成为未来几年中的潜力品种。2016 年国家医保目录调整机会中，具有临床价值和经济优势、近年来获批的部分仿制药和创新药（包括国家药品价格谈判品种）将有望进入新版医保目录，享受到医保政策性红利。根据上述政策分析，我们看好有新品种获批、受益于医保目录调整的投资标的，并从具体



品种角度进行筛选预判。

规范市场制剂出口、专利药 CMO 是不受国内处方药市场医药政策影响的子领域，政策环境较为友好，也是部分出口型企业的战略发展方向。若能借助欧美认证绿色通道、仿制药一致性评价等政策性机会弯道超车发展国内市场，将成为这些企业成长的新驱动力。

在器械、设备、诊断等非药品领域，我们看好创新型医疗器械的技术突破、国产医疗器械/设备的进口替代，以化学发光、POCT、分子诊断、基因测序为代表的新型诊断技术在临床上的推广普及。此外，还需关注 PPP 模式对基建投资、医院建设和配套设备采购、耗材供应链的新影响。

医药商业：

医药流通领域整治、营改增、两票制等一系列政策，对医药行业的价值链以及医药商业的行业格局将产生深远的影响。在两票制的大背景下，我们看好全国性和区域性商业企业龙头的横向并购整合，以及在医药分家趋势下能够顺应价值链重构、承接处方外流、积极探索模式创新的批发流通企业和连锁零售企业。

医疗服务：

仿制药质量和疗效一致性评价，在清洗低质无效的批文、重塑厂商之间的竞争格局之外，还将给 CRO 行业带来显著的仿制药业务增量。CFDA 在政策解读中也提到临床机构将采用备案制管理，这将有效缓解 BE 试验的产能瓶颈。我们看好具备 BE 承接能力、与临床机构有紧密合作关系的临床 CRO 企业，在一致性评价中可能会率先获得订单、分享市场红利。

在非传统医疗服务方面，我们看好 IVD 领域企业通过 ICL、GPO、外包服务、上下游整合等不同模式，实现设备+耗材、流通+服务一体化的创新业务模式。

此外，我们还继续看好创新医疗技术在临床中的转化应用，包括基因测序、细胞治疗在内的精准医疗板块的未来发展空间仍然广阔。

环保工程及服务行业

近期由于财政政策转向积极，以及低利率的市场环境提供宽松的



资金，PPP 模式在政府的积极推动下获得市场广泛关注和认可，第三方治理模式推广，环保行业发展或将迎来较大机遇。

四季度我们重点关注市政水务、流域治理、海绵城市、智慧环保等细分领域。

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、农村水处理等。四季度随着发改委和财政部的一批批示范推广项目落地，PPP 项目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，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，且可以通过 PPP 模式得到更快的发展，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，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 年四季度,我们认为行业的投资机会或将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; 2) PPP 模式下相关建筑公司的投资机会; 3) 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; 4) 水泥行业:行业进入需求旺季。

有色金属行业

价格方面:纵观 2016 年三季度,全球经济依然亮点难寻,中国经济呈现触底态势,美联储 9 月暂缓加息,全球流动性保持宽裕。金属价格方面,受矿山供给收缩影响,工业金属中锌价继续上扬,其他金属品种的价格出现震荡整理态势。受美国年内加息预期升温影响,黄金价格高位震荡。从供需关系看,全球工业金属总体仍处于过剩状态。

展望 2016 年四季度,我们关注: 1) 基本金属行业关注电解铝、锌的投资机会; 2) 黄金:我们认为黄金价格预期充分,上行空间可能有限; 3) 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

截至 8 月份,因高温原因和工业企业生产恢复,全国整体用电需求连续两个月显著恢复,但由于装机增长,火电企业的利用小时或将在低位止跌企稳。15 年年底的电价调整使得火电高净利率回落,8 月份的煤价暴涨进一步压低火电机组的盈利能力,虽然政府表态要控制煤价过快上涨,但中长期看,供给侧改革仍是煤价坚挺的最大支撑,



四季度煤价可能会因旺季因素稳步向上。

今年来水情况普遍较好，水电占比迅速提升，利用小时数大幅增长，上半年水电公司业绩大幅增长，但由于来水的不确定性很强，8月份开始水量缩减，下半年的业绩情况难以判断。根据过去多年平均水平看，或有回归趋势。

板块业绩推动的投资机会较少，我们重点关注煤价、电量等的波动带来的阶段性机会、电改以及国企改革的进展。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。具体来说，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

目前天然气消费量同比增速仍保持较高水平，预计四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，另外如果经济企稳复苏，可能会带来较大的需求增长。另外，由于全国各地经济运行情况和资源供给能力差别较大，需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，但进入三季度，因查骗补结果和新的补贴政策迟迟不落地以及销售旺季临近等原因，产业出现生产的停滞和订单的减少，相关个股股价大幅回落，进入四季度，政策的延后打压了今年旺季产量的预期，短期行业或面临预期的回调。长期来看，政策纠错完成、



补贴政策更加细化合理，制造成本继续下降，新能源汽车销售可能长期保持快速发展态势。看好三元电池上游材料、整车生产制造及租赁运营、充电桩运营等环节。

四季度，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，成本的下降需要时间。

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可能受益。

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。

机械军工行业

我国机械行业整体业绩尚未出现明显改善迹象，行业深度调整仍会继续进行，典型产品挖掘机利用率有所回升，但距拉动新机销售水平仍有较大距离。机械军工收入和净利润增速仍处于低位，但相较于去年同期下滑幅度明显收窄。从机械行业上市公司估值来看，整体估值仍然较高。

子行业来看，城市轨道交通受益于未来建设规划以及 PPP 项目落地，产业链投资机会较大。工业自动化板块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。

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。相关文件已经出台，非国有资本直接进入军工企业、国有资本直接进入非国有企业、国有企业员工持股等方面的工作有望进入快速推进期。

食品饮料行业

白酒的板块性行情可能进入尾声，进入四季度白酒板块大概率出现回调，可进行部分波段操作。同时，展望 2017 年，白酒优质个股涨幅可能有限，进行波段操作可节约部分持仓时间成本。

此外，有一类公司要特别关注：处于行业拐点的公司，例如行业拐点相对明确的奶粉行业。奶粉注册制推出，短期造成行业甩货，上市公司报表不佳，但长期来看挤压掉小厂商、杂品牌，行业竞争格局有望改善，供给端释放部分空间，需求端猴宝宝出生同比增加 20%，0-3 岁均有奶粉使用需求，需求端增加 20% 空间。

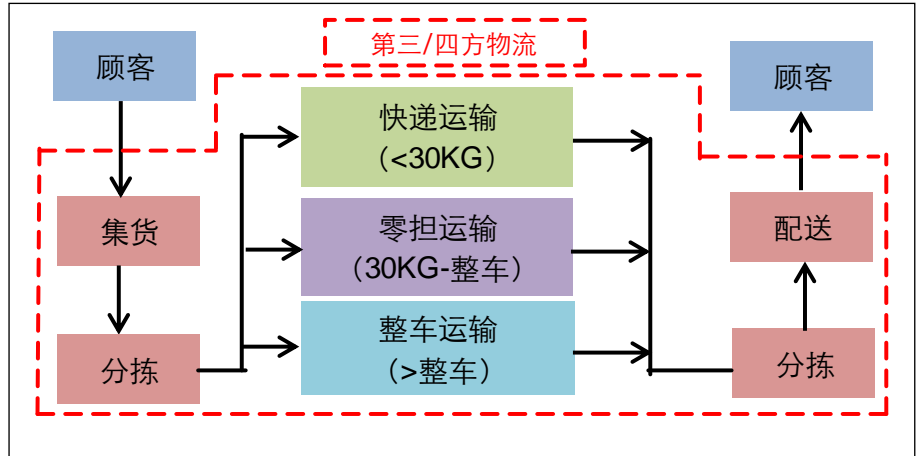
交通运输行业

从行业景气度角度，快递和航空依然是板块内的翘楚，但是前者估值不低，后者有汇率和油价风险，在投资上可能不构成完美的逻辑，较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，业绩具备较确定性高成长的物流标的是反弹的优选品种。我们认为：1) 基于快递业务量前 8 个月 55% 的累计增速，以及网购频次、中西部渗透率的进一步提升，快递行业景气度持续向好，2016 年全年快递业务量大概率超预期。综合考虑单量增速预期、标的估值等因素，部分估值较低的股票值得配置；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) 成长确定性较高的医疗器械行业，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可能会实现跨越式发展。

图 1：快递快运行业的板块效应即将显现



资料来源：国海富兰克林基金管理公司整理

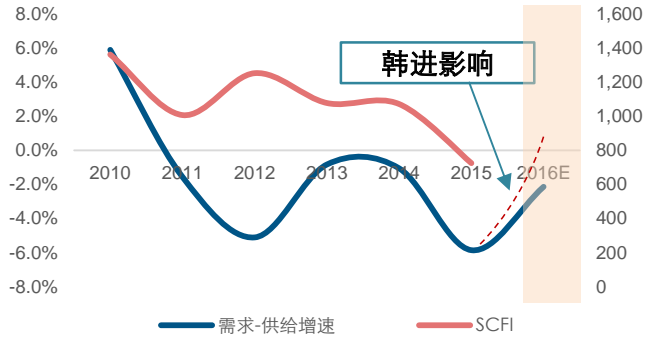
航空：淡季有望“不淡”，关注估值修复

我们认为，单位收入对利润的冲击可能在四季度大幅减轻。上半年，客公里收入的下行大幅冲减了油价红利。四季度，随着基期走低，客公里收入同比降幅有望显著收窄，截至目前9月上旬行业客座率同比提升显著。去年四季度油价快速下跌，WTI 均价约 42 美元/桶，但考虑到国内航油成本滞后 1 个月，实际航油水平基本同现阶段持平。汇率方面，虽然仍有贬值压力，但由于各航空公司通过增加人民币贷款等方式使美元负债比例下降，汇损或将同比减少。

航运：散货运价回升，集运相对乐观，油运低位震荡

1) 散货：四季度随着冬储行情临近和海外矿商加大出货力度，BDI 将有所回升。但是，由于市场供需格局尚无根本性改变，运价涨幅很难超预期。目前，国内散货标的估值相对较高；2) 集运：韩国船公司破产带来的影响可能仍将持续一段时间，在破产重整期间，运力将会冻结，缓解集运市场供给压力。同时，由于今年运价绝对水平偏低，对四季度运价走势可相对乐观；3) 油运：油运在油价走高的影响下需求较为疲软，同时抬升运营成本，四季度运价可能维持低位震荡态势。

图 2：2016 年集运业预计供给和需求增速分别为 5.4%和 3.3%



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, 煤炭运量已至谷底

铁路行业今年受到煤炭需求低迷的拖累, 今年前8个月大秦线运量下降22.57%, 降幅虽然较去年继续加大, 但从明年来看, 运量应在一定修复的可能, 大秦线总体运量或能回到3.5亿吨水平。

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。但是板块整体基本面仍然坚挺, 比较优势明显。未来立足稳健, 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(H1业绩整体领先)、国企改革加速带来的公司治理改善。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半年报的分析, 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2017年, 以“新消费”为核心的投资方向仍未变化, 可沿两大主线寻找机



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。