



国海富兰克林 2017 年三季度投资策略报告

一、宏观分析

2017 二季度，宏观经济数据动能放缓。美国虽然经济数据低于预期，但货币政策依然偏于鹰派，美联储于 6 月再次加息。国内紧监管继续稳步推进，央行提前 MLF 续作、OMO 放量，缓解市场资金面紧张预期，释放稳定流动性的信号并补充基础货币缺口，债券收益率于 6 月中旬稍有回落。

增长层面，需求仍在边际放缓，经济呈现稳中趋降的格局。4 月和 5 月，PMI 生产指数连续两个月放缓，制造业动能承压。

上游价格方面，工业品价格随着“迎峰度夏”和钢厂开工率上升或有走强可能。中游产品方面，由于近期钢价企稳反弹，高炉开工率可能继续回升。截至 5 月末，全国钢铁去产能已完成年度目标 85%，各地的地条钢专项督查也已基本督查到位，进一步去产能的空间可能不大。下游地产板块，商品房销售回落，土地成交仍处于低位。在三四线城市棚改货币化的支持下，房地产销售可能在一段时间内保持稳定，但房地产开发的资金来源问题或将成为压制房地产投资的关键。

食品价格上，猪价回落，短期内或尚难企稳，未来 CPI 压力仍然不大。

债券市场：

利率债：

三季度利率债或有阶段性机会。在监管协调加强、货币政策削峰填谷的背景下，债券收益率的向上空间与安全边际或将加强。平坦的收益率曲线使得持有短端等待的机会成本不高。同时，平坦的收益率曲线也说明货币政策力度已经足以驱动去杠杆，货币政策继续紧缩的概率已经较低。

短期而言，由于金融数据偏弱预期、MLF 续作等因素，6 月中下旬市场一致预期度过季末后大概率会有一波行情。另外，六月同业存单发行利率全线回落，或成为债市上涨的重要支撑因素。



但从历史上来看,债券收益率要出现趋势性回落或扭转弱市局面,需要依赖于流动性宽松或宽松预期,如央行放松、银行配置需求恢复或经济下行预期,但目前政策担忧仍在、基本面尚未出现量变到质变的改变、银行体系流行性仍旧偏紧,这些因素都是阻碍利率债收益率趋势性下行的原因。

信用债:

六月以来市场情绪较为高涨,信用市场收益率多数下行。但政策去杠杆还未完全,政策风险或将贯穿全年,利差保护不足,未来或许短久期、高评级的信用债具备比较优势。同时,一级市场发行利率较高的大型国企/央企、行业龙头或有投资价值。

转债:

转债方面,短期关注基本面较好的品种。而考虑到金融监管的因素,中长期适宜关注具备防御性的品种。

二、投资策略

二季度,国内宏观经济温和放缓。5月份,PMI为51.2%,环比持平,在荣枯水平线之上;PPI同比增长5.5%,增速连续三个月回落,企业盈利进入缓慢下行周期;M2同比增长9.6%,持续低位运行,金融体系去杠杆效应显现。展望三季度,我们认为宏观经济增速或将温和放缓,企业盈利或将趋势性回落,金融市场监管偏紧趋势可能不变,利率中期或易上难下。在流动性偏紧背景下,A股市场投资有望回归价值。下面,我们将从宏观经济和流动性两个层面展开阐述。

宏观经济方面,我们认为固定资产投资或有下行压力,消费可能保持平稳,进出口或将部分对冲投资回落的影响,宏观经济可能温和放缓。房地产投资方面,1-5月份房地产新开工同比增长9.5%,较上月收窄1.6个百分点,限购政策对房地产投资的滞后影响在二季度开始显现,并可能在三季度继续延伸。基建投资方面,1-5月份基建投资同比增长20.9%,增速比1-4月份回落2.4个百分点,二季度M2增速持续回落,货币供应紧张,三季度基建投资增长或将面临资金来源



压力。制造业投资方面，二季度 PPI 同比增速连续三个月回落，企业盈利进入下行周期，三季度制造业投资动力可能减弱。二季度消费增速整体平稳，5 月社会消费品零售总额同比名义增长 10.7%，与 4 月持平。展望三季度，我们认为地产链条类消费或仍有一定支撑，汽车类销售或将触底，消费增速可能继续保持平稳。进出口方面，自 2 月份意外出现贸易逆差以来，3-5 月份连续呈现贸易顺差，且差额不断扩大，主要原因是海外经济体需求回暖。中美巨额贸易顺差现象没有改变，对欧盟贸易顺差也在扩大，我们看好三季度中国进出口数据，或将部分对冲固定资产投资回落的负面影响。

流动性方面，上半年金融去杠杆从货币收紧扩大到强监管政策出台，代表长期利率水平的 10 年期国债收益率最高达到 3.7%。随着 5 月 12 日监管部门强调监管政策有效衔接，以及 6 月份央行强势稳定市场流动性，10 年期国债收益率得以企稳并出现一定下行。目前来看，国内宏观经济仅温和放缓，金融市场风险整体可控，金融去杠杆的大趋势可能将延续。我们认为，三季度市场流动性可能依然偏紧，M2 增速或持续低位运行，利率可能易上难下，10 年期国债收益率曲线小幅下行后或将趋于平滑。

综上，我们认为三季度宏观经济或将温和放缓，利率可能易上难下，市场流动性可能依然偏紧。地产投资增速放缓、PPI 持续回落和大宗商品价格下跌或将对 A 股企业盈利产生压制，全年企业盈利或前高后低。监管政策上，定增新规、IPO 常态化、减持新规等监管制度从严实施，改变了 2014-2016 年的“一二级市场”联动的投资逻辑，A 股市场投资有望回归价值。我们认为配置内生增长与估值匹配，长期竞争力突出的标的，或将在三季度取得超额收益。展望三季度，我们关注：1) 估值优势明显，盈利趋势向好的金融板块；2) 受益消费升级的新能源汽车板块；3) 具备突出的竞争力，内生增长向好的成长股龙头标的。

三、行业分析

金融业



银行

银行业在利率上行周期资产端议价能力加强，今年银行净息差大概率进入企稳阶段，盈利能力的修复将整体推动银行业估值回归。MPA考核硬约束下，监管补短板推进，控规模+调结构+夯实资产质量是主基调。行业分化加剧，过分依赖资产扩张的银行将面临较大的结构调整压力。

17年以来，资金利率的大幅上行对银行负债端成本造成冲击，主动负债占比高的银行面临较大的调整压力。发力存款，适度降低主动负债占比成为负债端最优的调整策略。吸存能力重新回到战略优势的位置。不过受制于整体流动性环境的边际收敛和理财市场价格的走高，在存款端的竞争优势突出的银行，有利于其在17年偏紧的流动性环境下维持资金来源的增长和负债成本的稳定。

保险：

最近三个月以来，保险板块整体涨幅强势领跑全行业，板块行情演绎已从估值修复环节进入价值增长环节。在流动性持续偏紧环境下，利差改善持续见效；行业回归保障，死差益与费差益作为利润的稳定剂或将有效提升行业估值。国务院常委会提出加快发展商业养老保险，加快个人税收递延型商业养老保险试点，可能带来保费增量。

券商：

证券行业业绩增长迎来考验，佣金率进一步下滑，成交量下降，定增放缓，资管监管对业绩增长带来压力，但二级市场走势逐渐企稳对经纪业务带来利好，可能对业绩有所支撑。随着证券行业监管不断趋严，行业呈现出结构重塑的发展趋势，领先的大券商更容易从严格监管和规模效应中获益。

纺织服装行业

在金融去杠杆的大背景下，二季度大盘仍处于持续调整态势中，纺织服装板块中除了雄安新区主题与之前超跌的转型个股表现不错外，大部分个股表现平淡，短期板块整体缺乏明显的亮点或催化剂，更多是个股行情。

从基本面来看，今年中高端服饰、珠宝、化妆品等延续回暖态势，



出口制造受益于人民币同比贬值与下游需求弱复苏保持稳健增长，大众品牌则表现疲弱，我们认为 17 年可能都延续这一趋势；另一方面，越来越多的纺服公司借助充沛的自有资金与不错的经营性现金流，提升现金分红率，这有望逐步增加板块吸引力。

我们认为，在市场风格进一步向行业龙头集中的过程中，许多估值较高、依托转型的标的在弱市下仍面临压力，而高股息率、低估值、高成长的消费白马股具备更高的投资价值。在投资上我们建议更加关注自下而上个股基本面的改善，未来的行业投资机会可以主要从以下几个方面考虑：（1）快速成长、低 PEG 的公司；（2）总市值安全边际高、主业复苏或稳健的公司；（3）主业稳健、低 PE、高预期分红收益率的公司；（4）主业良好增长的基础上积极围绕主业开展产业延伸和升级的细分行业龙头。

化工行业

2017 年上半年，化工大部分产品在冬季由于环保导致部分产能关停后，相继恢复生产，库存增加，产品的价格也陆续回落，有些跌幅较大，企业的盈利也出现下滑。部分龙头企业由于综合成本低，产品竞争力强，加上经营管理优秀，盈利情况表现很好。总体来讲，未来机会还在于子行业和个股。

勘探开采和炼油

今年上半年油价大部分时间在 45-55 美金/桶，但近期价格出现持续下跌，虽然 OPEC 国家成功达成减产协议，并且延长执行时间，但实际执行力度值得怀疑，OPEC 国家原油出口量数据与宣称的减产产量并不相符，美国的原油库存以及成品油库存较去年同期有进一步的上升，短期来看，油价走势并不乐观。

在油价持续下跌的情况下，上游油公司以及油服类公司的盈利情况可能难有好转，而下游炼油利润优异。总体来说，关注下游炼油及化工产品占比高的石化类公司。

化工

大宗化学品连续几年盈利不佳，甚至亏损，这一两年产能扩张很小，并且由于环保、亏损等原因，实际产能有所收缩，供需结构得到



改善，但下游需求不旺，业绩虽然同比好转，但可能难以持续好转。不过部分细分子行业竞争结构较好、盈利不错，值得关注，例如橡胶添加剂、食品添加剂等细分子行业；另外，新能源产业链、OLED 产业链由于处于高速增长期，我们长期关注；电子化学品、新材料等行业还有很大的进口替代空间，国内的增长性也不错，值得长期关注。

零售行业

电商巨头引领新零售整合变革：1) 电商对线下零售的分流仍在持续，但规模进一步扩张的核心已从新用户的开拓转向存量用户的深度挖掘。开辟线下消费场景既是变现手中用户资源的重要环节，也是丰富数据采集渠道、完善用户画像、优化服务体验的重要举措；2) 生鲜品类高频（粘性高）低价（易拓展）的特点有利于线下消费场景和用户习惯的快速建立，且商超标品属性也更适用互联网用户画像下的品类改造。另一方面生鲜对后端供应链和前端物流配送及时性的需求极高，纯电商运营管理难度较大，线上线下融合的全渠道模式更具可行性。3) 国内零售市场极为分散，电商巨头在业态和规模上遥遥领先，其对线下商业格局的影响具备一定想象空间。

未来仍持有“坚守龙头，蓄势成长”的观点，重点关注电商、生鲜产业链及国企改革相关标的。1) 品牌电商、电商服务、内容电商等重点细分领域仍处于高速成长的红利阶段；2) 线上线下融合的新零售是大势所趋，无论是依托巨头力量还是独立发展，我们认为提升自身运营效率是核心竞争力；3) 生鲜产业具备消费场景（从农贸市场向超市和电商转移）和消费品质两个维度的消费升级，有望成为线上线下融合的第一站，除了超市以外，关注果蔬供应链环节；4) 国企混改依然是 17 年最值得关注的主题，寻找估值低、改革预期强、改善空间大的公司。

IT 行业

电子行业

回顾上半年，申万电子行业指数累计上涨 1.77%，沪深 300 指数上涨 8.47%（数据来源 Wind），电子行业在经历了一季度的反弹后出



现了明显分化。消费电子白马，苹果产业链和 LED 龙头表现较好。

板块在今年一季度反弹后回到去年三季度高位，部分电子白马股持续创出新高。上半年国内消费电子终端环比出现明显下滑，去库存周期明显，国内消费电子产业链公司业绩有所承压。三季度国内手机也将迎来销售旺季，消费电子白马股仍有可能继续上行。

计算机行业

回顾上半年，申万计算机行业指数累计下跌 7.56%，沪深 300 指数上涨 8.47%（数据来源 Wind），计算机行业整体估值仍处于高位，在经历一季度的下跌反弹后，二季度持续走弱，安防板块表现相对突出。减持新规对板块的长期影响尚不明朗，短期或有可能加剧压力。

展望后市，计算机板块整体估值已处于近四年的中枢位置，但相对全市场而言，估值仍属偏高。人工智能、云计算短期还处于投入期，费用投入或快于收入增长，板块仍需静待上涨催化。

通信行业

回顾上半年，申万通信行业指数下跌 7.57%，沪深 300 指数上涨 8.47%（数据来源 Wind）。经历了一季度反弹后，除权重股外板块持续走弱。

展望下半年，5G 部分标准将逐渐明确，虽然投资会于 2018-2019 年启动，但不排除主题性机会提前到来，主设备商作为弹性最大的板块，值得关注。运营商整体资本支出明年仍可能下滑，关注物联网等结构性机会。

传媒行业

付费模式继续提升头部内容价值，游戏、影视、文学已现红利，音乐、动漫等待机遇。1) 游戏：17 年一季度手游依然保持近 20% 环比高增长，马太效应较显著，付费用户比例提升、ARPU (Average Revenue Per User) 值提升或将成为市场规模增长的关键要素；2) 电影：前期观影人次增长及渠道扩张驱动票房高增长，当前用户付费选择更加理性，内容为王，17 年 1-5 月实际票房增速 5.2%，4、5 月单月增速回升主要受益优质进口片，此外消费升级利好非票收入，有望进一步提升行业空间；3) 视频：视频网站会员收入显著提高，千万级别大剧不



断出现，上游 CP 头部项目可能继续享受行业红利；4) 文学：数字阅读上，受益于正版化和用户付费意识加强，16 年网络文学市场规模达 115 亿元，其中基于微信公众号等自媒体的新型阅读增长迅猛；5) 动漫：动画电影发展具备潜力，但整体动漫行业付费尚早期。

家电行业

上半年白电依然延续较好增长态势，1-5 月空调行业产量 6378 万台，同比增长 33.30%，销量 6525 万台，同比增长 36.05%，其中内销 3387 万台，同比增长 65.57%，出口 3138 万台，同比增长 14.10%。5 月单月空调产量和销量分别增长 40%和 47%。空调表现较好几个原因，一方面去年同期渠道基数低；另一方面地产滞后影响、产品提价预期下经销商旺季备货提前。终端需求依旧强劲，渠道库存处于合理水平，暂时不必担心新一轮渠道风险。

黑电仍在底部，但出现回暖苗头。中怡康数据显示，5 月份线上销售同比-5.8%，线下同比+5.1%，年初以来首度单月同比转正。线上线下价格均有下滑。

二季度大概率是白电的收入增速高点，但利润率处于低位（尽管原材料价格从 3 月末开始回落，但仍在相对高位；去年二季度/三季度初是利润率高点）；下半年收入增速或将回落，但成本压制因素逐渐解除，利润率提高，全年利润或保持稳定增长。

目前家电板块基本面和估值都在高位，风险收益比降低，建议关注龙头标的。

汽车行业

上半年乘用车整体销量面临增速下滑的压力，汽车行业需要精选投资机会。二季度汽车消费进入传统淡季，批发数据有所回落，企业和经销商库存处于较高位置，随着政策退出消费效应可能提前，下半年零售数据或将逐步好转。关注自主崛起以及新车型推出较多的车企。

商用车重卡维持高速增长，轻卡、皮卡需求有望复苏。主要是 16 年底订单供不应求的延续，重卡上半年销量仍保持较快增长，下半年随着重卡车企备货完成和去年同期高基数的影响，重卡销量或将回落。



轻卡皮卡市场目前处于本轮周期底部，全年有望实现恢复性增长。

新能源汽车 5 月共生产 5.2 万辆，销售 4.6 万辆，环比增长 40% 和 31%，复苏势头明显，车型开始放量，新能源汽车或将进入全新发展阶段，建议关注国内具备核心技术和优质客户结构的核心零部件公司。

房地产行业

2017 年前 5 月，累计投资增速 8.8%，新开工面积增长 9.5%，拿地面积增长 5.3%；商品房销售面积增长 11.9%，销售额增长 18.6%。房地产销售增速已经逐渐回落，但投资增速依然维持高速。

本轮行业调控的思路和期限不同以往，政府在一二线通过限购限贷预售证等多种方式控制房地产成交量和价格，但在三四线通过棚改货币化撬动去库存，从结果看起到良好效果，一二线价格增速大幅放缓，部分城市出现回落，三四线成交量放大。市场的真实购房需求已经回落，且一二线政策短期可能难以放松，市场资金趋紧的情况下，房地产销售增速下半年或继续保持下降趋势；目前大部分开发商库存不足，有较强的补库存需求，下半年拿地意愿依然强烈，房地产投资增速尽管回落，但预计仍能够维持一定增长。

下半年行业基本面向下压力大、行业政策放松概率不大，板块整体估值承压；考虑到行业集中度提升导致龙头企业有一定抵御周期能力，销售业绩或能维持较好增长，建议关注龙头。

农林牧渔行业

年初至今，由于畜禽价格的持续下行，农林牧渔板块表现不佳，申万农林牧渔指数跌幅靠前。

我们认为，下半年农业行业投资面临两大环境：1、猪价或将同比下行，CPI 或将维持低位运行。今年以来养殖行业生猪出栏体重普遍提升，使得环保禁养背景下虽然生猪出栏量受限，但猪肉供给增长，导致猪价低于 2016 年。且其他农产品价格也同比下滑，禽价由于目前产能仍处高位以及禽流感因素影响可能仍将保持低位，蔬菜价格由于去年高基数影响同比呈现下行态势。根据我们对于后期畜禽及蔬菜价



格的判断以及对于农产品项对 CPI 的贡献测算，综合来看，下半年猪肉、禽肉、蔬菜价格同比或将继续下滑，但同比降幅可能有所缩小，CPI 则或将保持低位运行走势，短期或难以出现大幅回升。

2、玉米种植面积或将持续调减且呈现不可逆的态势。近年来，由于玉米临储收购政策的取消，在国内玉米库存处于高位以及前期国内外玉米价差较高的背景下，国内玉米价格呈现下行态势；而在政策指导层面，国家也对于非优势产区“镰刀弯”地区提出玉米种植面积的调减规划，总计划调减达 5000 万亩。在此背景下，我们认为后期整体玉米种植面积或呈现持续调减且不可逆的态势，而玉米种植面积占全国总种植面积的 23%，其价格的短期承压以及种植面积的持续调减或使得整体种植产业链受到压制，种子销售竞争亦可能愈发激烈。此外，粮价的下跌也使得农户种植收益出现下滑，从而也对于畜禽端消费形成压制。

我们认为今年农业行业或难再呈现板块性投资机会，但在弱市环境下优势更加凸显的龙头公司值得重点关注。在今年猪价同比呈现下行态势的背景下，整体 CPI 或将保持低位运行，难以出现大幅回升，使得养殖产业链或将难以呈现景气上行趋势。而种植产业链受制于粮价下行及种植面积调减，预计板块性机会也将较难出现。我们判断今年农业板块投资机会可能集中于内生性增长可持续的龙头公司，在整体农业板块走势趋弱及投资风格回归价值的背景下，龙头公司优势或将愈发凸显。

医药生物行业

经过近 2 年的不断努力，中国药品注册审评审批体系已经逐渐向欧美日等发达国家靠拢。在 2017 年 6 月举行的蒙特利尔大会上，CFDA 正式成为 ICH（国际人用药品注册技术协调会）会员。这意味着中国药品注册审评审批体系将逐步向国际最高水平（ICH）靠拢，并将逐步成为与全球接轨的规范市场。

加入 ICH 对中国医药生物产业将产生深远而持续的影响。国内医生将同步接触、参与到全球最前沿的新药研发和临床试验中，中国患者将以更快的速度享受到全球最好的创新药和高质量仿制药，国内市



场的药物可及性将得到明显提升。同时，国内医药行业将面临全球医药生物企业更激烈的全方位竞争，这对于国内医药企业、CRO/CMO 行业来说既是挑战也是机遇；国内企业在参与国内市场竞争的同时，还可以通过国内外同步研发上市策略参与海外规范市场竞争，获得更广阔的市场和更丰厚的回报。

所有这些变化，进一步印证了我们对 2017 年有望成为医药生物行业“创新元年”的判断。在崭新的竞争格局和政策环境下，中国医药生物行业龙头将不断提高核心竞争力和战略视野，更加积极地参与全球医药行业市场竞争；竞争壁垒较高、发展前景广阔的企业或将获得持续的估值溢价，而不符合行业发展方向的企业可能难以获得资本市场的长期支持，医药生物行业的估值体系也可能持续重构。

医药工业

随着国家基本医保目录（2017 年版）正式公布，部分省市已陆续启动地方医保目录调整工作，全国各地有望在 2017 年底完成调整并正式执行。此外，人社部于 4 月份公布了 44 个创新药、专利药、独家品种进入医保目录谈判范围。2017 年下半年处方药板块的投资主线，有望围绕着新版医保及谈判目录、地方招标采购推进带来的政策红利和医保结构增量。

CDE 近期将多种通过欧美认证的仿制药品种的国内注册申报纳入优先审评体系，进一步鼓励了高质量仿制药企业通过制剂出口获得竞争优势，同时也鼓励了其他国内企业加快仿制药一致性评价进度。未来通过欧美认证、一致性评价的国产优质仿制药，有望和专利期原研药享受同等的质量分层和医保支付待遇。

随着改革药品审评审批制度政策不断推进，越来越多的国内上市和非上市医药企业开始布局和储备创新药产品管线；随着临床研发阶段持续进展，部分成功品种有望最快在 2018 年获批上市。未来 3 年（2018-2020 年）或将是国内创新药上市最为密集的一段时期，前瞻性布局的企业有望从部分创新药中获得丰厚的利润回报，并进一步投入研发创新。国内医药研发创新能力或将有明显提升，资本市场或将进一步认识到创新药巨大的临床价值和商业价值。

在一系列政策鼓励支持下，医药工业行业集中度或将进一步提升；未来 5-10 年可能逐步诞生若干家具有国际竞争力、以创新药产品管线



为核心价值的大型医药企业，多家具有质量优势、以仿制药产品集群为业绩基础的大型仿制药企业，以及部分具有前沿研发优势和产品特色的中小型创新药研发企业。这些企业或将成为具有中长期投资价值、较高预期收益率的投资标的，有望获得持续、可观的超额收益率。

医药商业

新一轮药品集中招标采购结果陆续公布，两票制也在多个省市迅速落地，这对医药行业的价值链重构以及医药商业的竞争格局可能产生显著影响。跨区域、跨层次、跨业态的横向并购整合，将成为医药商业行业集中度提升的主要手段；而其目的，将不同于以往提高合并收入口径和市场份额的旧逻辑，是在新医改、两票制、分级诊疗、医药分家大背景下，通过工商合作、批零一体化、供应链管理、承接处方外流等方式重构价值链、探索商业模式创新的新逻辑。

随着连锁药店的持续整合，医药零售行业的集中度也将持续提升；已上市和等待 IPO 的连锁零售企业或者越来越多，通过一级市场和二级市场融资、并购重组实现外延式扩张。房租、人工成本上涨速度阶段性趋缓，可能带来医药零售行业的盈利增速拐点；“新零售”对医药零售行业也将带来新的机遇与挑战，消费升级、多业态混合经营有望成为新的发展方向。而 CFDA 发布《网络医疗器械经营监督管理办法（征求意见稿）》，也将进一步规范互联网药品、器械的经营秩序，重新推动互联网+医药零售的产业发展逻辑。

医疗器械和体外诊断

在医疗器械及设备领域，我们关注创新型医疗器械的技术突破和高端国产医疗器械的进口替代；最近一年来，CFDA 陆续批准了 PET-CT、SPECT、人工晶状体、心脏瓣膜等多种高端影像类、植入类器械，未来完全可降解支架、左心耳封堵器等植入类器械也有望陆续获批。家用医疗器械市场不受医院终端高值耗材集中采购政策的影响，可能随着居民人均可支配收入提升而持续发展。

在体外诊断领域，我们看好化学发光、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。

医疗服务

我们继续关注仿制药质量和疗效一致性评价给 CRO 行业带来的仿制药业务增量，继续关注具备 BE 承接能力和项目储备、与临床机构有



紧密合作关系的临床 CRO 企业。

随着 CFDA 加入 ICH，药物临床前和临床研发所需的 GLP/GCP 法规也将与国际接轨。我们重点关注具备国际 GLP/GCP 水平的国内 CRO 企业，可能逐步具备全球竞争能力，未来或将有能力参与承接创新药早中期临床试验、全球多中心临床试验。

环保工程及服务行业

两会后多项环保相关细则有望陆续出台，为长期环境治理和供给侧改革提供支持。PPP 项目是 17 年贯穿全年的重要主题，但短期受到利率上行和金融去杠杆影响，市场对未来半年的项目落地速度产生疑虑，未来公司之间的差异可能愈发明显，分化加剧。三季度应密切关注宏观经济的变化对利率和流动性释放节奏的影响，以及具体 PPP 项目的落地情况、盈利水平的变化。但从长期来看，PPP 带来的模式的创新或将为整个环保治理带来更强的发展动力和广阔前景，环保行业发展面临较大的机遇。

污水治理：在模式上，继续关注“PPP”模式在污水领域的应用，其中海绵城市和流域治理可能是比较重要的突破口。另外，长期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。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，增长模式较好或者增发融资获得充足资金的行业龙头公司或将长期受益，并可能在利率和流动性较差的短期阶段保持增长。

固废处理：长期看好尾矿治理、危险废弃物处理处置、土壤修复和汽车拆解四个子行业，关注新技术新模式的应用和推广。（1）尾矿治理。十三五规划首次明确大力推动固废和尾矿综合利用，推动冶金渣、化工渣等产业废弃物的综合利用技术，目前相关公司的技术路线较多，需要等待项目投产后的效果检验。（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，或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，未来提升空间较大，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，但因为区域割据，牌照和运营能力成为关键瓶颈。(4) 土壤修复市场前景广阔，土十条的公布在时间点上超出市场预期，显示出政府对土壤环境普查和风险控制的高度重视，修复方面虽然目前盈利模式仍不十分清晰，资金来源也尚未明确，但相关企业的有益探索和相关政策的陆续出台或将提供较好的发展机遇。

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，治理紧迫性较高，市场爆发力可能也较好。

除了上述提及的水、气、固废治理领域外，我们还关注节能、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。

轻工制造行业

家具板块：2017 年 3 月份随着三四线地产数据超预期，家具板块迎来板块行情，并在靓丽一季报背景作用下预期得到强化，并与市场偏好大票风格一致，显现出龙头大幅领涨的局面。

造纸板块：2017 年在各项成本大幅提升，纸企库存偏低背景下，纸价迎来快速上涨，股价也快速上涨；随着二季度成本停止上涨，下游各类渠道补库存完成，纸价开始横盘，部分纸种回落，市场迎来逆向预期差，股价均出现回撤。6 月随着环保治污逐渐超预期，造纸价格淡季不淡，迎来第二波行情。

包装板块：上半年消费品整体销量没有超预期表现，去年下半年大宗商品牛市致使包装主要原材料出现大幅上涨，上半年成本同比基数可能大幅提升。包装下游面对强势消费品品牌客户缺乏完全转嫁能力，因此收入未有超预期表现下利润承压，在今年市场风格偏向业绩背景下未有明显表现。

建筑建材行业

水泥：今年大概率是行业近几年的景气高点，全年需求或有正增长，供给侧收缩力度略超预期，导致价格维持高位、库存在低位。关键在于跟踪 6-8 月雨季的停窑错峰执行情况，如果执行到位，可能出



现淡季价格下行有限，旺季继续提价，全年行业盈利超预期。

建筑：利率上升、资金面趋紧对建筑板块带来负面冲击，导致4、5月板块大幅下调。从行业基本面看，PPP模式下集中度大幅提高，龙头企业优势明显，拿单能力和融资能力优于同行，受到资金趋紧的影响较小，目前板块估值已经回调至相对合理水平。

公用事业行业

电力

进入三季度，火电企业的利用小时或将有所恢复，但煤炭价格仍然较高，火电度电毛利仍处低位，一季度行业亏损情况可能延续。但政府取消了几项上网电价中的附加基金，相当于调高了上网电价，此举发生在年中，有利于下半年火电部门的利润恢复，而煤电联动或将在年底发生，考虑到煤炭价格也处在缓慢调整中，整体基本面转向乐观，但竞价上网和火电产能的过剩状况仍未改变，电价的行政干预模式也依然存在，长期来看仍然需要谨慎对待。而水电企业基于去年来水丰沛基数较高的原因，业绩表现可能难超预期，未来继续关注煤价动态以及电力供给侧改革的进展。

板块业绩推动的投资机会可能不多，继续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，关注电力市场化交易和用电服务两类机会，另外配电网运营的放开是更加关键的因素，可能会带来更广阔的市场空间。关注两类公司：一是具备或者有望争取到售电牌照的公司，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；二是具备用电侧服务先发优势的企业。总之，“改革”可能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

煤改气领域的投资机会值得关注，有望成为今年的另一条投资主线。随着政府对大气污染治理效果的关注度提升以及政府补贴到位，煤改气领域或将改变过去进展缓慢的格局，尤其是在京津冀农村地区可能会有快速推进，但需要注意的是该业务的持续性问题。因为行业今明2年的快速发展或将来自于局部地区的政府补贴加大，那么未来



在异地扩展和 2 年后补贴政策的延续性上都要谨慎考察。

电力设备行业

新能源

随着政策纠错的最终完成和补贴政策落地，2017 年至 2020 年新能源汽车销售可能仍将长期保持快速发展态势。前 4 个月新能源汽车产业相关厂商扩产动作有所放缓，囤货意愿不强，5 月份销量数据开始转暖，未来相关厂商产量有望触底回暖，结合行业旺季的来临，三季度生产销售情况和市场预期或将较为乐观。

2017 年光伏行业的投资需要关注政府关于保障上网小时数的相关政策，继续关注单晶路线的替代空间，以及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。

储能板块长期来看，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，或将成为未来 5 年新能源技术发展的新焦点和新方向。随着锂电池产能的扩张和竞争的加剧，锂电池价格有望下降，提供另一种技术路线的可能。未来需要紧密关注储能成本的下降速度以及经济性指标。

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 2017 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，传统制造业回暖和先进制造业国产化加速，工业 4.0 带来新机遇，三季度有望在订单和报表数字上有所体现。电力改革、国企改革也可能是 2017 年电力设备的投资主线。

机械军工行业

机械行业整体经营情况未见明显好转，虽然典型产品销量增速较大，但考虑到低基数和持续性，可能不会对公司估值体系恢复有明显影响。由于基建开工和更新需求的叠加，挖掘机销量表现较好，并有



向装载机、起重机等传导的趋势，显示下游房地产和基建需求较旺，景气持续时间超预期，存量设备利用率并未明显回升，判断仍是基建开工和经销商补库存行为，仍不能对相关板块股票估值体系的重建提供支持。关注产能收缩、行业集中度提升、订单改善的子版块，如工程机械、煤机等行业。

天然气设备值得关注。油气价差维持较高水平，天然气使用经济性凸显，未来随着天然气价格进一步调整，行业有望迎来较快发展。

军工可能是未来 3-5 年的大战略性机会，核心装备快速列装带动相关产业链快速发展。两机专项已经实施，关注航空发动机及相关材料。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

2017 一季度白酒上市公司收入和利润增速分别为 19%/23%，其中收入增速接近 07 年周期景气高点水平（前两轮收入高点分别为 25%和 43%），利润增速仍低于当时 50%以上的增速（前两轮利润高点分别为 78%和 60%），主要由于当前行业收入增长主要来自销量带动而非提价。我们认为未来白酒基本面可能好于预期：1) 市场价的大幅提升倒逼行业龙头提升出厂价，从而或带来利润率提升弹性；2) 基本面由龙头向二三线扩散带来弹性。我们认为本轮白酒投资要点在于：1) 从行业出发，关注消费升级潜力：高端和次高端消费量提升弹性依然可能是所有价格带中最大的品种。2) 从个股出发，关注份额提升潜力和全国化空间：当前高端白酒集中度高，次高端和大众酒集中度依然较低，关注次高端及大众酒中具备全国化潜力的品牌。

CPI-PPI 红利消失是大众品下半年风险点，关注肉制品及调味品。2016 年 11 月以来 PPI 持续超 CPI 增长，大众品享受了近 5 年的成本红利消失，成本攀升风险依然是下半年盈利最大的不确定性。建议关注成本上涨小及竞争格局好的行业。重点关注肉制品行业，在猪、禽大周期向下背景下，下游屠宰和肉制品制造行业盈利拐点可能来临。