



国海富兰克林 2017 年四季度投资策略报告

一、宏观分析

2017 三季度，宏观经济数据动能放缓。7 月金融工作会议首次把去杠杆、控总量放在最核心的位置，并强调加强金融监管协调。当前去杠杆取得一定效果，如银监会通气会指出上半年银行同业业务收缩、理财增速降至个位数、M2 增速持续降至个位数等。但信托贷款、非标投资等仍明显高增，央行专栏阐述规范资管业务发展，银行业“三三四”专项治理的后续检查和问责仍在进行中。债券收益率于 9 月中旬稍有回落。

增长层面，8 月份 PMI 为 51.7%，环比上升 0.3 个百分点，回到 6 月水平。工业增加值同比增速 6%，继续回落。8 月我国出口同比增速为 5.5%，进口同比增速为 13.3%，顺差同比下滑 16.18%。

天气、环保限产等因素制约了中上游部分工业企业增加值的增长，8 月高耗能制造业增加值同比增长 2.9%，较 7 月回落 0.4 个百分点，而制造业 8 月增加值同比增长 6.9%，较 7 月高 0.2 个百分点。高新技术产业、装备制造业增加值增速也进一步走高。

8 月基建投资增速回落，对整体固定资产投资造成一定负面影响。8 月基建投资增速为 13.1%，较 7 月回落 7 个百分点；8 月制造业投资增速较 7 月小幅回升 1 个百分点，房地产投资较 7 月升 3 个百分点至 7.8%，1-8 月房地产投资累计增速为 7.9%。

在社会消费品零售总额中，家电、家具、建筑及装潢材料增速均较 7 月出现回落，地产相关消费增速的回落与房地产销售放缓的滞后反应有关。总体看我们认为，四季度宏观经济在平稳中或有温和放缓的可能。

债券市场：

利率债：

目前宏观经济从数据上来看呈现一定的动能下降，同时我们看到，



监管协调加强、货币政策削峰填谷依然稳步推进。由于重要会议召开以及宏观经济腾挪的余地不大，资金面短期压力可能不会太大，债券收益率向上空间或有限，安全边际或将加强。

信用债：

三季度宏观经济数据动能放缓，经济稳中趋降格局或延续，当前信用债收益率水平较高，后期可能存在一定下行空间。目前，我们需要警惕前期压抑下市场过度反应的可能。另外，信用债需留心高风险行业、低资质债务主体的信用风险暴露情况。

转债：

三季度来看，转债整体表现很好，一方面原因在于前期估值的压缩，另一方面在于股票行情的延续。由于信用申购新规的落地，供给端放开，大量积压的转债待发，可能将对存量转债的估值带来压力，存量转债应关注对应股票业绩有支撑的个券，同时关注新券上市吸筹的机会。

二、投资策略

三季度，国内宏观经济温和回落。8月份，虽然PMI为51.7%，环比略有增长且在荣枯水平线之上，但规模以上工业增加值同比增速从7月的6.4%下降至6.0%，并创下17年以来的新低，且8月发电量增速下滑至4.8%创16年7月以来新低，均印证了工业增速的下滑。8月PPI同比增长6.3%，结束了6个月以来的下滑；M2同比增长8.9%，持续低位运行，金融体系去杠杆效应显现。

展望四季度，我们认为宏观经济增速或将继续温和放缓，企业盈利或将趋势性回落，A股市场投资的风险偏好可能难以大幅提升，确定性较高的成长机会或将仍然被市场追捧。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，我们认为三驾马车可能面临压力，宏观经济整体或继续温和放缓。房地产投资方面，1-8月份房地产新开工同比增长7.6%，较上月收窄1.4个百分点，三四线城市的去库存周期或已接近尾声，限购政策对房地产投资的滞后影响在三季度继续发挥作用，并



可能在四季度延续。基建投资方面，8月基建投资同比增速12.9%，较7月的15.8%继续下滑，并创年内新低，是投资增速下滑的主因。三季度M2增速继续回落，货币供应紧张，四季度基建投资增长或仍将面临资金来源压力。制造业投资方面，8月制造业投资低位徘徊，增速2.7%，较7月小幅反弹，但仍处去年9月以来的次低点。因环保及供给侧改革政策导致上游价格大幅上涨，8月份PPI同比增速反弹至6.3%，价格上涨令上游行业盈利改善、压缩中游行业盈利空间，导致上游投资回暖、中游投资放缓。四季度制造业投资动力可能进一步减弱。三季度消费增速下滑，8月社消零售名义、实际、限额以上零售同比增速分别为10.1%、8.9%和7.5%，均较7月下滑，并创下3月以来新低。剔除汽车和燃料后的核心消费增速则继续回落，显示真实消费需求继续降温，其中地产相关消费放缓可能受地产销售持续回落的拖累。展望四季度，我们认为地产链条类消费可能逐步回落，汽车类销售回暖或将持续，消费增速可能继续小幅回落。进出口方面，受人民币汇率变动影响以及海外经济体自身经济状况仍然较弱，出口数据7月以来增速连续下滑。

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年期国债收益率持续走高，三季度维持在3.5%左右，M2增速持续低位运行。金融强监管和去杠杆的进程没有放松迹象，多层嵌套问题的缓解缩短了资金链条，也成为M2下滑的重要因素。目前来看，国内宏观经济温和放缓，金融市场风险整体可控，金融去杠杆的大趋势可能将延续，四季度市场流动性可能依然偏紧，M2增速或持续低位运行。

综上，我们认为四季度宏观经济或将继续放缓，地产投资增速放缓、PPI持续回落和大宗商品价格涨势结束甚至回落或将对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股市场投资的风险偏好或难以大幅提升，确定性较高的成长机会或将仍然被市场追捧。

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有望在四季度取得超额收益。展望四季度，我们关注：1) 估值优势明显，盈利趋势向好的金融板块；2) 前期表现较差的低估值板块，如消费、



地产等; 3) 符合产业发展大趋势, 长期空间巨大的新能源汽车、消费电子等板块; 4) 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:

展望未来, 涨价有望带动企业盈利向好, 银行股可能依旧是兼具配置和交易价值的选择。虽然大型商业银行的业绩预期已部分兑现, 但低估值高分红的特性使其仍有较高配置价值。

证券:

我们认为券商 ROE 存在边际提振预期, 短期内可能迎来板块的反弹行情。券商板块近 12 个月的累计涨幅不过 7%, 而沪深 300 涨幅超过 18%, 因此板块估值上探的压力不大, 当前估值距离近两年的上限尚有一定的空间。

保险:

目前四家公司的 PEV 仅在 1.07-1.23 之间, 其估值溢价远不及保险公司未来的内含价值增速, 因此可能存在较大的提升空间。另外, 我们认为四季度不需担心 134 号文带来的保费下滑影响, 其并不影响新业务价值和内含价值的持续提升, 相反四季度保险准备金释放和预期税延养老险落地或将对股价形成一定支撑。

纺织服装行业

2017 年中报业绩改善、行业好转趋势确立, 纺织服装行业自 2012 年进入去库存行业性调整, 至今进入尾声, 行业或已进入弱复苏周期。在 2015 年以来收入恢复增长基础上, 2017 上半年收入增速提升幅度较大, 确立销售回暖趋势, 净利、存货周转等多指标明显好转, 行业回暖趋势确立。

我们关注以下几条投资主线:



- (1) 业绩有保障，估值较低的休闲服装企业
- (2) 子行业景气度较高、行业快速增长、公司业绩快速增长的企业
- (3) 供给侧改革的背景下，各地严查水污染，关注印染龙头企业在严控污染排放背景下的订单提升、盈利水平上升

化工行业

2017年3季度，环保核查力度进一步加码，与往年中央核查地方政府应付不同，目前环保已经直接和官员的政绩挂钩，各个地方政府积极主动的进行环保治理，部分中小企业由于环保不达标被关停整治，“退城进园”加速了规模较小、技术落后的中小化工企业出清，而安装及运行各项环保设施也提高了企业的生产经营成本，推动化工行业持续进行供给侧改革，新建产能的释放大概率将低于预期。具备技术、规模及环保优势的龙头企业的市场份额有望持续提升，行业竞争格局逐步优化，这一过程的持续或将导致这轮化工周期持续时间比以往更长，公司盈利可能持续兑现。

勘探开采和炼油

三季度油价继续振荡，近期相对来说基本面或更加支持油价小幅上涨，首先是需求略超预期，IEA上调了2017年的需求预期10万桶/天，供给方面，OPEC减产或将继续延续，美国飓风在一定程度上影响了部分供给，库存则持续下降。但中长期来看，油价不宜乐观，供给很难大幅下降，而全球经济复苏缓慢，加上欧洲、中国、日本、美国等地积极发展电动汽车，抑制了对石油的需求。

在油价小幅上涨的情况下，上游油公司以及油服类公司的盈利情况或难有好转，而下游炼油企业的利润不错。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，加上环保核查因素，实际产能有所收缩，未来新增产能审批难度很大，未来产能增幅可能很小，而需求保持每年小幅增长，行业的竞



争结构或将明显改善，近期产品价格大幅上涨，盈利明显好转，预计短期可能持续，之后虽然价格将有所回落，但盈利可能明显上一个台阶，行业景气度的延续性有望超预期，关注纯碱、粘胶、PVC、MDI、农药橡胶添加剂、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的空间，本身国内的增长性也不错，值得长期关注。

零售行业

实体零售经营持续改善，超市行业市场集中度提升明显，关注低估区域百货公司的估值修复。从零售板块上市公司半年报的情况来看，实体零售板块自去年四季度开始呈现复苏迹象，今年前两个季度依然延续弱复苏，全行业整体毛利率净利率提升 0.5%、0.75%。超市子行业市场集中度提升现象明显，龙头公司无论在收入增速、毛利率、净利率以及净利润增速情况均大幅超越同行业其他公司。百货子行业呈现微弱复苏的迹象，二季度营收、净利同比增速均优于一季度，分析显示，控费导致净利润实现较快速度增长。此外，我们也关注行业基本面边际改善背景下低估值个股的估值修复机会。

四季度零售行业可能仍将延续复苏趋势。整体营收增速或将保持正增长。从季度分布情况来看，由于中秋节效应的错位影响，今年三季度行业收入增速可能略显平淡，而四季度经营情况有望向好。

IT 行业

电子行业

回顾前三季度，申万电子行业指数累计上涨 10.71%，沪深 300 指数上涨 9.43%（数据来源 Wind），电子行业分化明显，消费电子白马和 LED 龙头表现较好。

中报行情叠加苹果新产品发布预期影响，三季度苹果产业链和 LED 龙头公司股价表现优异。展望四季度，苹果新产品出货进入验证期，国产智能机新品发布高峰期将到来，我们关注四季度消费电子的



估值切换行情。

计算机行业

回顾前三季度，申万计算机行业指数累计上涨 9.87%，沪深 300 指数上涨 9.43%（数据来源 Wind），经历两个季度调整后，三季度计算机行业迎来反弹，行业整体估值仍处于高位，安防和人工智能板块表现优异。

展望四季度，计算机板块整体估值仍有待消化，但细分行业已出现基本面改善。目前时点，我们认为计算机投资可能仍将聚焦于个股投资，人工智能、云计算等板块或将是重点方向。

通信行业

回顾前三季度，申万通信行业指数上涨 6.66%，沪深 300 指数上涨 9.43%（数据来源 Wind）。行业分化明显，光通信表现优异，权重股表现较好。

展望四季度，5G 投资或仍将是板块最大主题，主设备厂商和光通信厂商有望充分受益，同时需要关注物联网等结构性投资机会。

传媒行业

内生增长为传媒行业主旋律，我们重点关注高景气度行业龙头。未来重点关注公司内生发展，同时随着游戏、影视项目逐步落地，投资情绪或将有所好转。我们关注景气度较高的影视、文学、游戏等行业。同时，也关注营销行业风险释放后的机会以及行业形势严峻、不断积极探索突破的平面媒体以及有线电视网络行业。

家电行业

三季度白电依然延续较好增长态势，根据产业在线数据，1-8 月空调行业产量 10323 万台，同比增长 36.2%，销量 10544 万台，同比增长 38.08%，其中内销 6287 万台，同比增长 62.14%，出口 4257 万台，同比增长 13.27%。

由于 7、8 月份原材料价格大幅上涨，三季度家电公司毛利率依然有较大压力；同时，相关企业提价意愿加强。至四季度，原材料价格可能回落，毛利率有望反弹。四季度风险偏好降低，加之估值切换因



素，家电板块或具备较高的性价比。

汽车行业

17年1-8月汽车产量的增速为6%，在16年同期13%的高增速基础上继续保持良好态势。1-8月份，轿车产量731万台，SUV产量600万台。消费结构进一步放缓，轿车增速负增长1.1%，SUV对轿车分流逐步弱化。

新能源汽车继续保持稳健增长，1-8月份新能源乘用车市场销量25万台，累计同比增速41%，其中8月份单月销量5.3万台，同比增速83%。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。大型车企均发布了较为积极的新能源战略，未来或将成为行业发展重点方向。关注上游材料如锂、钴，以及核心材料如正极、负极、隔膜、电解液等。

商用车重卡维持高速增长，轻卡、皮卡需求有望复苏。主要为16年底订单供不应求的延续，重卡三季度销量仍保持较快增长，随着治理超限严格执行，重卡需求周期有望持续。

房地产行业

2017年前8月，累计投资增速7.9%，新开工面积增长7.6%，拿地面积增长10.1%；商品房销售面积增长12.7%，销售额增长17.2%。房地产销售和投资增速逐渐回落，企业拿地意愿大幅加强。

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，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。



由于行业回落速度较缓，相关数据处于高位，我们认为截至明年年中行业政策放松概率不大，但进一步加码空间也不大，三四线可能明显回落，一二线随着预售证放开可能回暖。一二线的龙头公司风险降低，估值已经处于底部，向下空间小，且有向上博弈可能。

农林牧渔行业

回顾 2017 年中报，畜禽养殖产业链（养殖、饲料、疫苗）是农业板块利润的主要来源，上半年归母净利润占比达 68%。上半年，畜禽产品价格较去年大幅下降，导致农业板块盈利大幅下行，板块区间涨跌幅居倒数第三。农产品周期属性景气与否直接决定板块业绩增速和盈利水平，影响板块股价表现。

1) 关注生猪板块估值修复行情，关注 18 年禽链价格向好机会。周期情绪传导之下，具备环保限产以及涨价逻辑的生猪养殖股或具备上涨催化剂；

2) 大宗农产品价格周期或带来产业新机会，大宗农产品价格基本见底，可能推动种植产业链上相关行业需求见底；

3) 拥抱确定性，布局白马，精选个股，挖掘产业新机遇。

医药生物行业

2017 年中国医药生物行业的关键词是“全球化”：首先，CFDA 正式成为 ICH 会员，标志着中国药政法规体系将逐步向国际最高水平（ICH）靠拢、与全球规范市场接轨；其次，药品审评审批政策改革，使得全球最新、最好的创新药和高质量仿制药加快进入国内市场，国内医药生物行业将面临全球化竞争；再次，国家政策鼓励国内企业通过国内外同步研发上市策略参与海外规范市场竞争，从而获得全球化的市场和回报。

在崭新的竞争格局和政策环境下，中国医药生物行业龙头企业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、研发战略出众的企业有望获得



持续的估值溢价，医药生物行业的估值体系也可能持续重构。未来我们可能还将看到若干家总市值超过 100 亿美元、代表中国医药产业一流水平、能够参与全球化竞争和创新药研发的龙头企业。

医药工业

继国家基本医保目录（2017 年版）后，人社部于 7 月份正式公布了 36 种谈判药品纳入医保目录，面向重大疾病领域、临床急需的部分国内外创新药、专利药获得了医保乙类资质。随后，大部分省市已启动地方医保目录调整工作，将新进医保品种和 36 个谈判品种直接纳入，全国各地有望在 2017 年底前完成调整并正式执行。2017 年四季度及 2018 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落地执行、地方招标采购推进带来的政策红利和医保结构增量。

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有望明显提升，资本市场将进一步认识到创新药较大的临床价值和商业价值。

CFDA 发布 2017 年第 100 号公告，标志着仿制药质量和疗效一致性评价正式启动。“品种众多、时间紧张、要求严格”是众多仿制药企业的普遍反馈，“有取有舍、先发制人、弯道超车”则成为部分企业选择的策略。第一批申报的企业和产品名单及配套政策有望在近期公布，这或将进一步强化医药产业和资本市场对仿制药一致性评价的逻辑认同，并有望加速推动国内化学仿制药行业的“供给侧改革”。

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。这些企业将最有可能成为具有中长期投资价值、较高预期收益率的投资标的。

医药商业

各省市新一轮药品集中招标采购结果陆续公布并开始执行，两票制也在多数省市落地执行。从短期看，药品降价对医药流通企业的收入端增长带来不利影响，并且直接反映在 A 股、H 股上市的医药流通企业的 2017 中期财报中；但从长期看，这对医药产业的价值链重构和



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。“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；过去一年来 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和植入类器械，未来生物可降解支架、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、消费升级而持续发展。

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。随着二代测序（NGS）在无创产前筛查（NIPT）领域的整顿规范、推广普及，以及相关公司 IPO 或借壳上市，使得资本市场认识到创新诊断技术的巨大市场潜力，同时也对肿瘤领域的临床应用产生更大期待，目前主要热门的场景包括伴随诊断、疗效评估、预后监测等方面。

医疗服务

我们看好在眼科、牙科、体检、肿瘤、心血管等领域布局全国市场的医疗服务企业，能够同时享受到人口结构变迁及消费升级带来的行业增长，以及龙头企业连锁扩张带来的市场份额提升。

我们重点关注创新型医疗技术，FDA 批准诺华 CD19 CAR-T 治疗 ALL，从药政监管角度打通了免疫细胞疗法临床应用的道路，有望对 CFDA 对国内相关企业的临床研究的批准监管起到示范作用。



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。同时重点关注具备国际 GLP/GCP 水平的国内 CRO 企业，在加入 ICH 的大背景下打造全球竞争能力，未来或将逐步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

三季度环保成为供给侧改革去产能的有力抓手，考虑到大气十条目标实现的迫切性和空气质量数据恶化带来的压力，未来环保政策可能继续保持高压状态，关注四季度及明年的工业环保治理市场。另外，PPP 项目是贯穿全年的重要主题，但上半年受到利率上行和金融去杠杆影响进展较慢，市场对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。考虑到经济持续下行，四季度应密切关注利率变化以及具体 PPP 项目的落地情况、盈利水平的变化。长期来看，PPP 带来的模式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，密切关注工业污水处理领域的机会。

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两高司法解释以及政府对环保问题的重视程度提升，因为区域割据，牌照和运营能力成为关键瓶颈，整合兼并还在进行中，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并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。

轻工制造行业

整体来看，我们认为 2017 年下半年至 2018 年，持续关注造纸行业，在环保趋严背景下，新增产能投放难度加大，关注行业中业绩扎实、成本优势显著的公司。此外，我们也关注具有独特竞争优势、份额占比持续提升的出口型家居企业，以及具有确定性需求增长的企业。

建筑建材行业

水泥：华东地区已经进行两轮提价，库存偏低，下游接受良好，未来可能还有 1-2 轮提价。水泥行业已经进入旺季，考虑到冬季错峰力度强于以往，可能带来北方供需缺口，沿江区域熟料有外运可能，需求或额外增加。整体看，四季度水泥板块可能没有利空，旺季提价逐步兑现，相关企业利润有望大幅增长；在环保大基调下，明年行业盈利可能继续维持高位，向下风险小。

建筑：前三季度板块股价明显回调。但从公司层面看，PPP 板块订单和业绩均呈现高增长，明年业绩增长或具备较强保障。自上而下观察，市场对于明年有降准预期，且地产景气下行期有基建加码预期，PPP 板块进一步杀估值的可能性不大。

公用事业行业

电力

进入四季度，火电企业的利用小时或将有所恢复，但煤炭价格仍然较高且有望在旺季继续走高，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，且年底或触发煤电联动，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，有望成为今年最重要的投资主线。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，但是该业务的持续性不强，相关标的未来的业务拓展或区域扩张值得重点研究。

电力设备行业

新能源

随着国际主流车厂纷纷加入新能源汽车的产品开发和推广，以及电池等主要成本的价格大幅下跌，新能源汽车经济性提升且前景巨大，新能源汽车板块或将逐渐从之前的政策主题性板块变成具备行业大趋势的机会。上半年国内新能源汽车销量较少，三季度开始进入旺季，四季度生产销售情况和市场预期或将较为乐观。

光伏行业受益于上半年抢装、美国 201 调查导致的提前囤货以及十三五规划的超预期，未来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。

工控行业三季度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 有望带来新机遇。

机械军工行业

机械行业整体经营情况相对不乐观，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。

挖掘机等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，资产负债表修复或仍需要时间。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，两机专项已经实施，关注航空发动机及相关材料，核心装备快速列装带动相关产业链快速发展。

食品饮料行业



白酒中报业绩继续领跑食品饮料。白酒需求持续复苏，渠道补库存，消费升级明显，17年上半年业绩环比提速，营收、净利分别增20%、25%，在主要子行业中增速最快。产品、渠道、区域相继调整到位，17年上半年以品牌白酒为主的上市公司营收增速超行业6pct，17-18年上市公司市占率可能将加速上升。

产品结构升级，中高价位酒占比提升。从产品结构来看，多数企业17年上半年中高价位酒占比快速提升，带动行业毛利率升1.8pct。名酒主力品种价格维持上升势头。

区域营销模式变化支撑品牌白酒全国扩张。八项规定出台后，地方酒通过地方政府作为意见领袖的营销模式受阻，品牌白酒全国扩张的阻力明显降低。2016年-2017年上半年，品牌企业都加大了全国化广告投放力度，渠道也进入了扩张期，经销商数量大幅增加。17年上半年上市公司非大本营市场增速加快，销售费用率同比小幅上升0.5pct，广告投入较16年或将略有增加。总体看，白酒可能仍是四季度食品饮料板块的主旋律。