



国海富兰克林 2014 年第四季度投资策略报告

一、宏观分析

受基建投资及出口拉动，2014 年二季度经济呈现一定回暖迹象，而三季度有明显的回落。通胀层面，猪价波动的影响慢慢褪去，CPI 逐月回落。

展望 2014 年四季度，我们认为房地产尚在筑底阶段，基建投资筹码不足，外需动向不稳，再加上高基数的影响，经济下行压力较大。而通胀水平预期仍将保持在较为温和的水平。

增长：经济下行压力明显，政策刺激空间不大

在消费整体疲软，制造业投资处于趋势性下滑通道的背景下，14 年的经济增长取决于房地产投资、基建以及出口这三股力量之间的博弈。

房地产方面，房屋新开工面积累计同比一直处于-10%以下的水平，虽同比跌幅在三季度有收窄的趋势，但从销售数据和市场情绪来看均难言乐观。商品房销售面积和销售额同比均处于下滑中，而在各地纷纷开始逐步放开限购的情况下，房地产销售传统的“金九银十”中的“金九”似乎并没有发生，目前我们尚看不到任何积极的信号。但从另一个角度来看，地产或许正在筑底中，当度过最坏的阶段，地产业边际上的回暖也会成为经济的动力之一，不过这在四季度发生的概率不大。

基建方面，二季度一系列的稳增长政策似乎在基建投资数据上有所反映，基建投资完成额累计同比在二季度末达到相对高位。与之对应的，地方财政支出和社融总量也在 6 月份达到峰值。考虑到投资数据质量的问题，从钢铁水泥价格和销量来看，并没有找到明确的证据支撑基建投资的大幅上升。根据 14 年的财政支出数据看，14 年前 8 个月实现的财政支出同比增速达到 13.9%。但按照全年 15.3 万亿的财政支出预算来看，在不考虑赤字的情况下，9 至 12 月的剩余预算支出合计同比增速只有 6.47%。换句话说，在不大幅增加赤字的情况下，



四季度的财政支出同比增速可能会大幅下降，即使政府有心实施积极财政政策，也会因筹码短缺而捉襟见肘。

出口方面，从3月份开始，月度进口和出口金额处于曲线上升趋势，出口在7月份达到峰值，净出口也呈上升趋势。出口上升的动力主要来自世界经济复苏带来的国际需求的上升，而其中又以美欧和东南亚为主。相对于乏善可陈的消费、低迷的地产、以及尚难证实的基建，出口的回升或许是近两个季度最明确的对经济的正面推动力。展望四季度，根据OECD及其他主要出口国家领先指标的情况来看，除了美国暂时还保持着积极的趋势之外，欧洲、日本、以及亚洲主要国家在近期的方向似乎并不十分乐观，8月份虽然净出口略有上升，但进口和出口金额环比和同比都略有下降，四季度的出口的动向目前尚难以确定，但目前来看似乎没有前几个月那样乐观。

货币政策方面，政府降低实体经济融资成本的意愿比较强烈，但由于房地产开发商和政府融资平台这样对利率不敏感同时又融资需求高的“僵尸”主体的存在，央行也不会轻易大幅增加货币供给。今年以来央行通过定向降准等一系列措施向市场注入了一定流动性，但从总量来看对市场的实质影响并不大。以目前严峻的形势来看四季度央行通过各种手段继续释放流动性是可以预期的，但经过最近的一次针对大行的5000亿SLF之后，全面降息或降准的可能性进一步降低了。

综合来看，预计消费对经济无功无过，房地产低迷、基建投资筹码不足对经济的负面影响是较为明确的，而国际需求动向不明，出口是否能继续对经济提供支撑力存在较大的不确定性，再考虑到高基数的影响，对四季度的经济难以乐观。

通胀:

经历了5月份的大涨后，猪价涨幅逐月回落，CPI也呈下降趋势。从历史经验来看，猪肉价格的波动在没有跟宏观经济产生共振时幅度不会很大，而目前经济下行压力大，PPI尚在负值区间，猪价对CPI的推升动力有限，预期四季度通胀压力较小。

债券市场:

利率债:

经历了二季度利率中枢的下移之后，三季度利率债处于盘整的阶



段。受打新冻结等资金面波动的影响，短端的收益率相对波动更大。相对6月底，目前短端的利率略有上升。而随着市场对经济回落预期一致性的增强，长端利率出现一定程度下行，收益率曲线整体趋平。展望四季度，宏观经济仍然非常不乐观，通胀基本无忧，货币政策频现宽松信号，我们认为长端利率走向反转的可能性不大。短端受资金面影响相对较大，近期央行通过SLF注资5千亿，相对于在资金面上的影响之外，更多的是注入了宽松预期，四季度短端利率下行有想象空间。

信用债：

三季度信用债收益率处于箱体震荡中。目前的收益率水平，三年和五年期都有一定下行，期限利差有所缩窄。一年期的除了AAA级略有上行之外，各评级收益率与二季末基本持平。收益率曲线变动，一方面反映了市场从年初信用事件频发后对短端的追捧逐渐向中长端转移，另一方面资金面因素造成的银行间拆借利率不稳使得短端信用债收益率也下行受阻。各期限的信用利差在三季度前半段与国债收益率是同向变动，而后半段反向变动，说明三季度后半段信用债收益率相对平稳，而国债收益率的上升使得利差下降。分级别来看，AA-的信用利差相对季初有一定上行，而其他级别的信用利差均是略有下行，反映市场对信用风险溢价的要求有所上升。展望四季度，首先长期利率趋势性反转可能性不大，但同时在这个位置大幅下行的空间也不大。反观短端目前坚挺的收益率主要受银行间回购利率的支撑，四季度若资金面趋稳，短端下行空间或许更大。考虑到市场对信用风险溢价的提高，总体来看低评级控制久期，高评级兼顾票息和久期是比较稳健的策略。

转债：

经济下滑趋势趋于明晰而大盘在7月开启了一波行情，相对于整体基本面的改善，这波行情的驱动力可能更多的是国企改革等概念带来的想象空间以及资金面的烘托，其可持续性尚待印证。四季度转债可在关注安全边际的基础上寻求国企改革、稳增长及行业景气回升等相关受益公司的机会。



二. 投资策略

经济增速下行压力犹在

二季度虽然在刺激政策下，增速略有回升。但在 8 月份后，先导宏观数据已经再次走软。我们维持三二季度策略中关于宏观经济方面的观点，整体经济增速仍有下行压力。三架马车表现疲弱，出口是亮点。随着 OECD 国家的经济复苏，出口已逐渐走出下降通道，复苏的力度缓慢。投资增速处于放缓的通道中，并有恶化的趋势。继承 08 年经济刺激的后果，产能过剩使得制造业投资系统性放缓，叠加 2014 年起始的房地产下降周期，预计到 2015H2 之前，地产均处于库存周期的回落状态。而历史的经验表明，经济尚不能在地产和制造业双收缩的背景下保持平稳增长。总体来看，出口恢复+地产衰退+政策刺激=经济增速抵抗式回落，经济在“稳增长的复苏”和“通缩下的萧条”之间反复摇摆，短期预计无趋势，长期仍有下行压力。宏观经济正在向新常态过渡中。

流动性预计仍保持适度宽松

随着经济去杠杆和反腐的持续，经济中融资需求最旺盛的主体（政府和地产）受到明显的压制；宏观政策通过微刺激对冲，货币供给端相对宽松。去杠杆和稳增长博弈预计将是未来政策新常态，二者交集是低利率。另一方面，企业债务负担沉重，收入与利润下降，偿付能力继续恶化，信用风险将一直存在。宽松的货币政策与避险情绪也同时存在。

本轮流动性特征表现为“衰退式宽松”，但也有不同。经典意义



上的衰退式宽松出现在产能出清的末期，需求系统性放缓所导致。而本轮宽松的背景并非出清，因此可持续性较差。宽松的结束，或者来自于债务违约后信用利差大幅提升，或者来自于经济刺激后“控通胀”。上述两者，大规模信用违约事件难以发生，而控通胀则并非近忧。

另外在解决地产和地方债风险方面，政府已经定调要保住不发生金融危机的底线。从这一角度，我们也认为流动性将保持适度宽松。预计这种局面至少会维持到年底。

配置策略

在弱经济加适度宽松的流动性背景下，我们认为股市机会将主要体现为结构性机会。

在 2013 年的创业板牛市之后，随着创业板业绩增速放缓，加上估值高企，我们认为投资者应该警惕其中的风险。我们认为市场将从 2013 年的增长故事阶段，演化到故事验证阶段，未来机会将更加集中到业绩具有支撑，符合政府鼓励且已有行动的产业方向。

在政策层面，配合国家经济结构转型的大趋势，政府在这方面都推出产业引导政策，希望能够培育出新的经济增长点。我们看好其中的军工、传媒、环保、软件、新能源等领域的投资机会。

在蓝筹股方面，我们认为随着国企改革，沪港通等催化剂的影响下，其估值也有逐步提升的空间，但其具体进程仍然将受制于整体宏观经济弱势的大背景。相对而言，我们对于煤炭，有色等产能过剩的上游行业看法相对谨慎。对于金融板块，我们认为其吸引力相对更大，因其分红稳定，估值纵向和横向比较都有较大吸引力。

结论

总体来看，经济尚在筑底阶段，出口回暖 PK 地产衰退，并未有明确的方向。在经济转型的长期背景下，市场暂时处于衰退式宽松中。



对应于二级市场表现为：风险偏好降低+存量博弈加剧+整体氛围偏向于主题投资。成长的方向预计不变，主题投资优于传统成长股。蓝筹启动的基础条件已经具备，但仍需等待长期资金入场。预计整体行情将震荡向上，主题投资为主。

三. 行业分析

金融业

银行

三季度银行板块在 7 月受沪港通测试的事件性影响下表现强劲，但随着 7 月信贷数据大幅低于市场预期导致了板块在接下来的 2 个月中疲软回落。

在 3 季度公布的银行上半年年报情况来看，多数银行的净息差呈小幅下降态势，不良资产也多呈现双升现象，从而导致拨备费用的提取超出市场预期，半年报银行整体业绩和资产状况的表现略低于市场预期。

展望四季度，我们认为虽然银行基本面在资产质量和监管层对非标业务整顿的双重影响下无论从基本面还是政策面都难有亮点。但 10 月沪港通的正式推出，以银行目前较高的分红率水平和良好的流动性特征，将对新进的海外投资者提供有吸引力的投资标的。

证券和保险

非银板块在三季度的表现明显强于银行板块。券商板块在半年报



中的业绩表现好于一季度,同时市场交易量的逐步放大/沪港通的逐渐临近/行业内公司与互联网企业不断“联姻”等因素都促使板块的估值水平今年以来不断提升。展望四季度,由于去年下半年的低基数原因,我们预计三季报券商板块的整体业绩将好于二季度,且沪港通在四季度的真正落地将给券商带来真实的佣金收入提升,预计板块的整体投资氛围良好。

保险行业今年以来超预期的保费收入和不错的半年报业绩支撑了板块在三季度的良好表现。展望未来,我们认为保费的复苏意味着保险公司在经过两年的保单结构调整后基本面从底部开始复苏。保监会近年来对保险投资范围的逐步放松也可能带来未来保险公司投资收益率的上升。虽然复苏力度较为温和,但对长期投资者来说可能行业的估值将进入一个回升通道。

房地产业

今年地产行业面临的是基本面下行和政策面放松的博弈局面。展望四季度,我们认为房价仍处在下降通道,随着金九银十的到来,在房地产企业销售完成率很差的情况下,开发商更倾向于以价换量,加速推盘。同时,配合政策的持续放松,被积压的需求会被释放,成交量预计将起来。政策面的放松终将传导到基本面,带动基本面复苏。我们看好地产板块在四季度的反弹行情。

化工行业

2014年以来,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,化工指数跑赢大盘15个百分点,未来机会还在于子行业和个股。



勘探开采和炼油

由于全球需求减弱，美国页岩油的发展以及近期美元贬值，近期油价持续下跌，但由于地缘政治风险依然存在，进一步下跌空间有限，预计为保持振荡格局。全球石油板块资本开支有所收紧，但中国油服的竞争力在增强，实战率在提高，值得关注。

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。中石油的改革有望紧随其后，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。

海外油气并购这块，从去年开始，不少中国的民营企业走出国门，获取海外油气资源，主要位于北美、中亚，从初步的情况来看，盈利很好，各企业未来还将持续并购，业绩预计将长期高增长，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，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，建议关注；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相关标的。具体来讲，中间体定制行业、电子化学品、聚氨酯、新材料、盐业改革等行业具有长期投资价值，建议继续持有。农药、橡胶助剂、甜味剂等下游需求刚性、环保因素导致供给收缩，建议择机买入。

零售行业

商贸行业——2014 年第四季度零售行业的投资机会预计仍然来自于国企改革及其他主题性投资机会



从我们长期跟踪的 50 家重点零售企业和百家重点零售企业月度数据来看，整个零售行业的基本面还处于非常弱的状态，电商的分流持续不断的进行，2013 年年初开始的严控三公消费政策，使得高端百货店和超市销售的购物卡业务不断萎缩，到 2014 年第二季度开始表现的更加明显，等待留存的购物卡消费完了之后，没有新增购物卡，百货店的中高端商品销售更加困难。我们还是维持行业中长期都看不到明显机会的判断，电商分流将是个持续过程，百货店过度提档升级所带来的性价比缺失也持续面临着消费者的流失。

基于对实体零售店的持续低迷的判断，我们认为零售整体板块中预计长期不存在基本面推动的上涨逻辑，甚至不存在今年白酒行业和红酒行业的基本面触底反弹之后的 PE 提升所带来的逻辑。更多的是公司的壳价值，通过资产注入等方式来实现主业转型，或者是市场热点的追逐。我们认为 2015 年的零售也是关注国企改革带来的内在提升，关注市场热点带来的交易性投资机会，会更加关注一些市场关注度比较低的股票，寻找预期差。

家电行业

年初以来，家电板块上涨 5.7%，同期沪深 300 指数上涨 5%，小幅跑赢指数。由于终端需求平淡，行业二季度收入增速为 8%，环比下滑。白电和厨电毛利率提升达到历史高点。业绩表现方面，白电龙头企业业绩好于二线企业，收入和利润集中度持续提升。展望四季度，我们看好一线白马家电企业的估值修复。

纺织服装行业

2014 年国家对新疆的棉花支持政策由收储制改为补贴制，短期内



对国内棉价下跌造成不小冲击(纺织企业在下跌周期中受负面冲击,一方面提前储备的棉花要跌价,另一方面客户不愿意下长单或延迟下单)。棉花价格从去年的2万/吨跌到今年的1.7万/吨。预计15年在1.5-1.6万/吨徘徊。虽然收储政策的取消短期对国内棉纺企业是负面冲击,但长期有利于缩小国内外棉价差,有利于纺织企业的出口,提高其在国际上的竞争力。在二级市场表现上,今年以来受业绩表现平平的影响纺织板块龙头整体表现疲软,在四季度可能行业还有再次面临棉价较大下跌而带来的订单收入不及预期影响,但我们看好15年行业的反转机会。

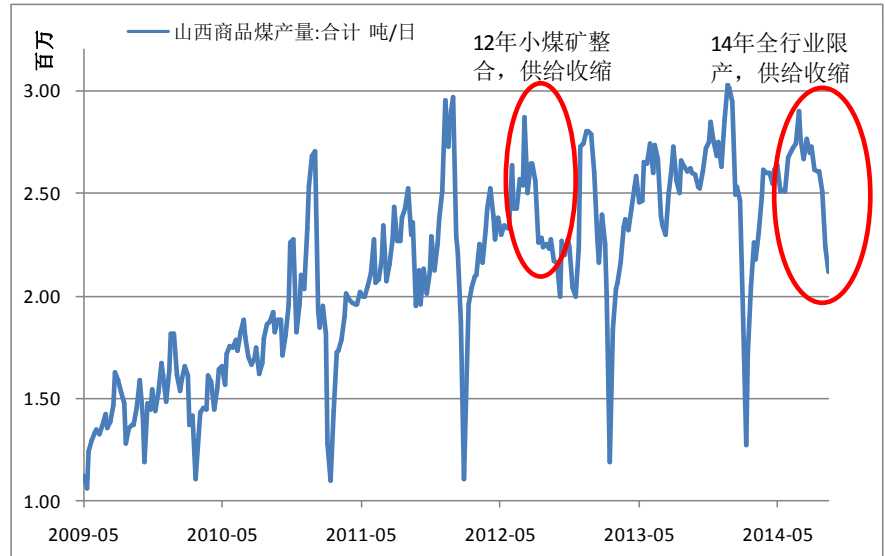
服装板块在经历了过去两年艰难的去库存之后,10/11年品牌企业快速扩张带来的负面影响基本消除,加盟商也获得了喘息的机会。虽然终端零售仍不见大的起色,但在上一轮行业周期高点中顺利融资的企业由于手中现金充沛,行业内等待收购兼并的品牌比比皆是,预计未来行业在并购题材中仍不乏亮点迭出的案例出现。

煤炭行业

供给端收缩：各大煤炭集团减产计划见效

三季度,政府部门及大型煤炭企业寻求行业脱困之道。神华集团率先宣布四季度减产5000万吨,中煤集团计划减产2000万吨,随后同煤、阳煤集团也宣布了减产计划。三季度末,山西日产量已经由年内高点280万吨下降至220万吨,各大集团减产计划效果明显。

图1: 山西省煤炭日产量



数据来源: WIND

此外, “十一”国庆假期之后, 大秦线将开始检修, 煤炭供给短期将进一步收缩。

四季度煤价或迎反弹机会

四季度是煤炭消费传统旺季, 为冬储煤准备, 电厂将进入补库存周期。同时, 为了保持行业健康运行, 未来潜在的行业利好政策包括降低增值税和出口关税、提高进口税。因此, 四季度煤价或迎反弹机会。

从价格弹性角度看, 炼焦煤将优于动力煤。

IT 行业

电子行业

年初以来, 申万电子行业指数上涨 29.14%, 同期沪深 300 指数上涨 4.59%, 电子行业大幅跑赢比较基准。行业表现分化明显, 投资机会主要在半导体、智能家居和汽车电子等投资板块, 国产智能手机和苹果产业链表现不佳。

目前, 我们认为电子行业估值处于高位, 整体建议降低行业配置。展望四季度, 我们重点关注: 1) 国产化背景下半导体产业投资机会;



2) 移动支付产业链相关标的; 3) 国企改革等主题投资机会。

计算机行业

年初以来, 申万计算机行业指数上涨 34.53%, 同期沪深 300 指数上涨 4.59%, 计算机行业大幅跑赢比较基准。计算机行业表现抢眼, 投资机会主要在自主可控、信息安全、智慧城市及金融 IT 板块。

目前, 计算机行业盈利增速保持平稳, 估值处于历史高位, 建议精选个股, 规避系统性风险调整。展望四季度, 我们重点关注: 1) 持续看好符合国家政策方向的自主可控和信息安全板块; 2) 有业绩支撑的金融 IT 相关标的; 3) 国企改革及互联网转型相关标的。

通信行业

年初以来, 申万通信行业指数上涨 34.27%, 同期沪深 300 指数上涨 4.59%, 通信行业大幅跑赢比较基准。公网通信板块表现一般, 投资机会主要体现在军工通信、北斗通信及转型板块。

目前, 通信行业热点突出, 细分板块仍存在投资机会。展望四季度, 我们重点关注: 1) 持续看好北斗通信及军工通信相关标的; 2) 移动支付产业链相关标的; 3) 通信转型板块相关标的。

传媒互联网行业

年初以来, 传媒板块上涨 15%, 同期沪深 300 指数上涨 5%, 跑赢指数。今年板块热点集中在互联网教育、体育、精准营销等, 但受制于行业特点, 以上细分板块没有手游的快速变现能力, 因此预计会在较长的时间内不断的反复波动。

展望四季度, 我们看好 1) 传统行业转型新媒体类公司, 2) 国企新旧媒体融合类公司, 3) 内容营销类公司。

电力设备



电力设备行业在输配电投资方面亮点不大，主要集中在特高压领域。电网投资基本已经处在高峰区域，我们认为未来电力设备行业投资应该更多看电网以外的领域。就目前而言，新能源汽车和工业自动化是两大重点关注领域。电源投资方面，我们认为应该更多关注新能源，包括光伏、风电和核电等领域的投资。

汽车行业

短期销量增速或转弱。汽车工业协会公布 8 月行业数据，8 月汽车行业销售 172 万辆（同比+4.0%，环比+6.0%），其中乘用车销售 147 万辆（同比+8.5%，环比+8.1%），商用车销售 25 万辆（同比-16.3%，环比-4.9%）。9 月份行业进入全年销售旺季，但是面临去年同期高基数，且全年汽车行业整体库存偏高，汽车销量增长有较大压力，而短期板块大市值公司上涨来自于沪港通等非基本面因素影响，因此维持第四季度汽车行业“中性”评级。

投资思路长期紧扣“存量逻辑”。汽车行业经过连续十年中枢为约 25% 的快速增长，目前年销售超过 2000 万辆，目前 10% 是一个较为正常的增速平台，未来行业销量增速或有回落，整个车辆销售带来的板块性机会出现的可能性不大。而截至 2013 年底国内私家车保有量已经超过 1 亿辆，高私家车保有量将带来空间巨大的维护保养需求，而且目前国内汽车后市场格局混乱，缺乏强势品牌，是资本的蓝海市场；另外用车成本的提高将导致未来新车市场结构升级，高端车、豪华车将明显受益。

短期关注后市场政策变动。9 月份国家十部委发布《关于促进汽车维修业转型升级、提升服务质量的指导意见》主张破除汽车配件渠道垄断，突出市场化机制。此次《意见》最大的创新和突破在于破除配件及技术垄断，1) 要求主机厂向维修企业和独立经营者公开汽车维修技术；2) 允许原厂配件自由流通；3) 提出“同质配件”；4) 授权



维修企业不得以汽车在“三包”期限内选择非授权维修服务为理由拒绝提供维修服务。

建议关注 1. 拥有优质汽车销售渠道、以及先发进入汽车后市场的标的；2. 产能投入和业绩释放周期切换的个股。

医药行业

2014 年以来医药行业涨幅在各行业中排名落后,但个股表现波澜壮阔。导致这种情况的主要原因我们已讲过,主要是基金的仓位较重,只能去关注绩差的小盘股。截至到 9 月 24 日,医药指数涨 16.83%,同期沪深 300 指数上涨 6.3%,跑盈大盘 10.5 个百分点。

安徽省重启 5 月中旬发布的新一轮药品招标采购方案,仅限于该省遴选出的 1118 种公立医院基本药物,纠偏传统基药招标的“唯低价”,整体态度较为温和,专利、原研、单独定价等类型品种被列入高质量层次,避免价格上的正面冲突。

国务院日前发文,提出要加快发展现代保险服务业。文中提出,要充分发挥商业保险对基本养老、医疗保险的补充作用。我们认为,保险机构将成为社会办医的一支重要力量,促进公立医疗机构提升效率,提升现有医疗服务产业效益,利好医疗服务相关子行业。

近期商务部等 6 部委联合发布了《关于落实 2014 年度医改重点任务提升药品流通服务水平和效率工作的通知》,主要包括加快清理和废止阻碍药品流通行业公平竞争的政策规定、推进医药分开、鼓励零售药店发展和连锁经营、增强基层和边远地区的药品供应保障能力。我们预计的影响:1) 清理流通次序;2) 有利于零售药店的发展。



展。

综合市场风险偏好下降、明年增长确定的个股估值切换等因素，资金有望持续增加对医药股的配置。虽然市场短期内可能仍会有所反复，但展望未来一个季度或者半年，我们认为配置业绩增长确定、经营趋势向上且有中长期成长逻辑的优质医药股获得超额收益的概率较高。

钢铁行业

关注管道、特钢等细分行业

宏观经济增速放缓，钢市供需矛盾凸显，原料价格持续阴跌，国产矿跌约 20%、进口矿跌约 30%；钢价已下跌 5%-10%，均接近近年最低点。政府出台“微刺激”政策以保证 GDP 实现 7.5% 的增长目标，下半年钢市供需情况有望好转，原料和钢材价格淡季下跌空间有限，预计矿价跌幅在 10% 以内、钢价跌幅在 5% 以内。9 月份旺季到来之后，原料和钢材价格有望触底反弹。总体来说，钢铁行业基本面尚无明显改善，钢企仍挣扎在盈亏平衡线边缘，维持行业“中性”评级。

新粤浙线、西气东输三线、中亚 D 线等数个油气管重大项目年内有望开工，行业景气度将持续改善，建议关注油气输送管行业；“金九银十”到来之际，钢市供需情况有望改善，市场信心好转可能促使铁矿石价格和钢价触底反弹，届时钢厂盈利情况将改善，行业可能有阶段性的机会，建议关注业绩稳定增长的特钢类公司。

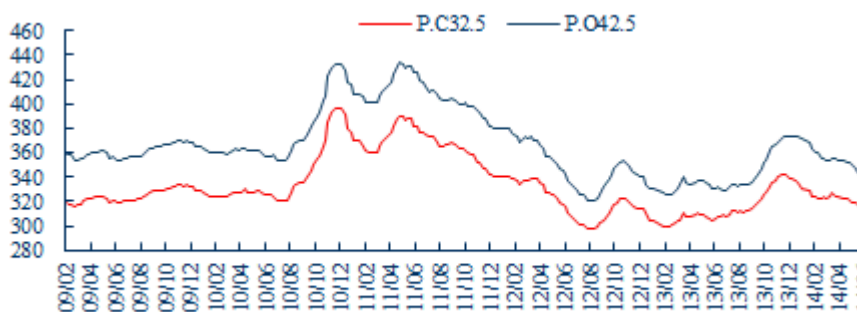
建筑材料行业：

水泥行业：三季度受需求因素、天气因素、农忙季节影响，水泥价格继续表现疲弱，进入 9 月份，需求有所回升，但幅度有限，而且



区域表现分化。展望四季度，我们认为水泥行业有望迎来阶段性的投资机会，原因如下：其一，水泥行业将在三季度末逐步进入传统旺季，随着需求逐渐回升以及库存的下降，水泥行业基本面有望企稳回升。其二，在经济下行趋势明确的形式下，“稳增长”预期可能会再度强化以及“沪港通”最终推出并执行，这些因素有望推动水泥股估值修复。

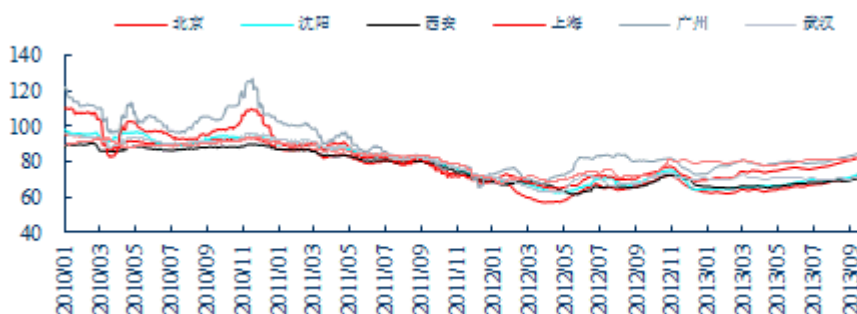
全国主要品种的水泥均价（周数据）（单位：元/吨）



资料来源：数字水泥网，国海富兰克林基金研究部

玻璃行业:玻璃市场需求偏弱，整体市场交投依然较为平淡，玻璃价格继续表现低迷，展望四季度，我们对平板玻璃行业景气度持谨慎的态度，产品价格预计将继续围绕盈亏平衡点波动，企业盈利难有大的起色，给予行业中性的投资评级。

全国主要品种的浮法玻璃均价走势（周数据）（单位：元/重量箱）



资料来源：中信证券，国海富兰克林基金研究部



建筑和工程行业

展望 2014 年四季度，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) 装饰工程：我们认为装饰行业市场容量大并持续增长，同时受投标门槛、品牌效应、资金实力等因素的影响，行业整合仍在推进，集中度提升的趋势明显。同时在 2014 年上半年，多家装饰企业在探索互联网模式下的业务创新，我们认为业务模式的创新有望给行业龙头企业带来新的发展机遇，整体上我们给予行业增持建议，建议关注行业龙头企业。2) 园林工程：园林景观工程有望受益于国家生态文明建设，市场前景看好，给予行业增持建议。3) 2013 年 3 月以来，多数新型煤化工项目获国家发改委“路条”，2014 年这些项目有望陆续进入招标和开工建设的环节，行业投资有望保持较高的景气度。我们建议遴选在煤炭液化/煤制天然气/煤制烯烃/煤制乙二醇/煤制芳烃方面具有技术优势的工程公司的投资机会。

有色金属行业

价格方面：下游需求不振，工业金属价格表现疲弱；货币宽松预期逐渐消退，黄金价格亦一路下行。

供需关系方面：目前工业金属供需关系方面铜从供需松平衡向供需略过剩方面演变，金属锡出现供需紧平衡的迹象，金属锌和镍的供给端出现一定的紧张迹象。铝铅则仍处在供给过剩的状态。

展望 2014 年四季度，我们看好的投资品种和建议采取的投资策略归纳如下：1) 看好金属新材料子行业，重点是稀土永磁材料子行业和锂电池材料行业，给予行业增持的投资建议。2) 在美国 QE 逐



步退出、金属价格去金融属性、中国对大宗商品需求放缓的大背景下，黄金和工业金属板块总体上缺乏趋势性的投资机会，给予行业中性的投资建议。

公用行业

电力：

展望四季度，季报有望超预期的水电板块及电改主线持续发酵仍将是市场主线。水电板块有望迎来业绩及估值双击，电改行情有望向纵深发展，建议关注注入预期明确及外延扩张可期的电网类公司。火电近期电价调整幅度好于预期，估值总体处于低位，且受到沪港通等系统性刺激，估值出现修复，但长期的空间仍依赖于价格改革的进程，因为只要价格改革没有完成，火电板块的盈利情况就很难持续和稳定，另外，环保政策的趋严又抬高了火电企业的运营成本，继续给予中性评级。

燃气：

天然气在能源结构中的占比逐步增加是大趋势，未来相关企业随天然气使用量的增长，业绩也将逐步增长，但毛利率应该会保持稳定，因为目前的价格体系下处于中下游分销的燃气公司没有定价能力。目前板块整体估值在 25 倍左右，考虑到大多数公司重资产、长投资周期以及受上游价格调整的影响较大，基本合理，给予持有评级，建议寻找个股输气量高增长的机会。

环保工程及服务行业

固废处理：重点关注生活垃圾焚烧和危废两个子行业。关于生活垃圾焚烧，长期看该板块的高增长预计可延续，短期来看，一二季度市场普遍担心政府投资不到位以及十二五规划的生活垃圾焚烧项目可能即将瓜分殆尽等，导致股价调整，进入三季度，由于行业整体订单饱满、业绩也继续保持较快增长并且估值开始向 15 年切换，相关公司股价受到提振。中期仍需警惕 15、16 年可能出现的订单增速下滑



的风险和大批项目进入运营初期的盈利风险。危废处理子板块预计受到政府政策扶持增长将加速，且该板块市场空间大，未来的运营体量理论上可与生活垃圾焚烧媲美，而且毛利率更高，行业整体处在成长爆发初期，值得高度重视。

污水处理：污水处理是目前治理资金来源和盈利模式最成熟的子板块，近期总理表态中也开始将污水处理放在大气治理之前来强调，“水十条”很可能是 2014 年环保板块唯一的重量级政策。考虑到当前该板块整体估值不高且开始向 15 年切换，四季度建议继续关注，重点是增长模式较好或者业绩弹性较大的公司。

大气治理：今年是脱硝设备投产的高峰，市场担心 15 年投资增速下滑的风险，因为一方面按照规划脱硝投资本来就会在 14 年达到高峰后回落，另一方面后续治霾措施可能更多在于能源结构调整和非电力领域，部分治理是通过减少产能而非多上设备的方式来实现。展望未来，超低排放的推广和除尘需求增加可能使板块的景气周期延续 2 年。四季度建议关注运营类企业的确定性增长、外延式扩张以及超低排放的推广进展。

除了上述提及的水、气、固废治理领域外，还应关注农村污染治理、生活垃圾清运回收、土壤修复、餐厨垃圾、污泥处理等领域。土壤修复、餐厨垃圾、污泥等领域处于起步阶段，前景广阔，但目前盈利模式并不十分清晰，建议关注盈利模式的成熟和政策刺激。

机械行业

依然是结构性机会

央行公布 8 月新增信贷有所反弹，但社会融资规模仍下降明显；根据国家统计局公布的 8 月主要经济数据，固定资产投资、社会消费品零售总额、工业增加值等增速下降幅度较大，经济走弱态势明显。李克强总理在达沃斯论坛表示，就业是稳增长政策的首要考虑因素，



而服务业发展提供了就业支撑，对经济波动的容忍度提高，今年余下时间要全力推进改革。全年申万通用及专用机械板块涨幅 15.7%，在申万二级行业中排名中游。

机械设备投资来自于企业的资本支出，在社会固定资产投资增速下滑的背景下，机械设备行业机会仍然在于结构性增长，因此维持行业“中性”评级；未来中国制造业趋势在于：1. 人工成本的提升；2. 效率提升优于规模扩张。投资角度，建议关注存量概念，长期坚持机械替代人工、能源战略独立两大主线，短期选股多自下而上，建议关注有业绩增长支撑的、具有横向拓展预期的个股，或是长期基本面底部、有边际改善的个股。

食品饮料行业：

食品饮料行业：2014 年第四季度大众品优于白酒

食品饮料行业 2014 年第三季度白酒在沪港通的刺激下，部分企业的月度销售数据好转刺激了白酒板块的整体性上涨。大众品的主流品种相对还是比较低迷，展望 2014 年第四季度，我们相对更看好大众品。

白酒行业：2014 年全年仍将处于探底寻底过程，第四季度白酒在春节旺季的酝酿阶段，市场相对平稳

2014 年是白酒行业不断探底寻底的过程，行业寻求分层式的挤压式成长。高端龙头的茅台和五粮液相对的价格带找到量价平衡点，但茅台因为前期渠道扎实，品牌力度强，能够在维持渠道顺价的情况下还实现了微幅放量。五粮液上半年在 570-580 的一批价左右实现了微弱的量价平衡，但渠道倒挂使得五粮液始终还需要关注渠道的管控力度。二三线白酒我们更加看好清香型龙头，因为品牌基础使得他还有较大的市值回升空间，但公司的销售老总暂时还没有作出更多得力的



措施，我们 2015 年要重点跟踪。

2014 年第四季度大众品行业投资机会：

展望 2014 年第四季度，我们看好优质大众品龙头，虽然销售数据受制于整个经济环境的不是非常强，但看到 2015 年的春节在 2 月份，使得 2015 年一季度的旺季会持续较长时间，我们预计会看到单季度数据的环比改善，目前比较便宜的估值使得股价有支撑。细分调味品龙头、乳制品龙头都会有表现机会。

轻工行业

造纸行业：关注环保政策出台后的产能供给收缩

近期原材料价格和部分包装纸价格的下调，预示着造纸行业景气有下滑的危险，这与公司的实际经营生产情况基本符合，行业出现明显复苏的可能性基本不存在。我们判断未来造纸行业最大的催化剂或关注点在于持续的环保政策出台。造纸业污染严重，废水排放量、COD 排放量、COD 排放强度等指标均位列各行业首位，因此治理水污染，造纸行业必将首当其冲。我们按新标准分析认为目前造纸行业落后产能占比约为 1/3，若能严格有效执行，无疑将显著改善行业的供求关系，推动纸价触底回升、行业进入新一轮景气周期。在投资策略上，受益于品牌渠道建设的生活用纸类上市公司更值得关注，其产品价格相对稳定，销售受宏观经济影响较小，而原材料成本又处于相对低位，盈利能力有较大保证。

家居行业：家居产业链品牌渠道变革

家居行业（家具以及家居用品）受益于我国庞大的人口基数以及消费品属性，拥有广阔的行业空间。目前行业整体处于产业初级阶段，竞争者数量众多且分散，我们认为随着城镇化推进、国民收入水平提升和消费升级，品牌家居企业通过自身品牌建设、渠道革新和品类拓展将脱颖而出，市占率将迅速提升，A 股上市公司或出现耐用消费品大市值公司。



包装印刷：包装引领消费升级

在国民消费升级背景下，消费品通过包装高档化、品牌化、功能化来营销品牌和开发市场的趋势将愈发明显，包装行业、特别是高档包装行业空间将不断膨胀，同时预计包装企业通过绑定正处于快速扩张阶段的核心客户，实现与客户共成长。

日用轻工：仍旧看好教育类概念个股

教育部日前刊发《关于推进学校艺术教育发展的若干意见》，政策扶持力度加强。教育部发文扶持艺术教育行业的发展，且据草根调研获悉，未来在素质教育阶段，比如小升初考核中，艺术培训有望进入加分选项，这将大大促进我国素质教育提升，也有望大幅提振艺术教育培训以及乐器产品的需求。

旅游行业

餐饮旅游行业：双重正面因素叠加，旅游板块有望迎来上升行情

三季度行业景气有所反弹，个股的表现也较为不错；四季度，我们继续看好旅游行业个股的反弹，建议重点配置龙头公司及有业绩拐点、主题事件预期的个股。

中长期：基于大众旅游消费需求选取优质企业。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、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：

航空机场：中长期预计不具备投资价值

航空：供给面，全年预计行业运力同比增长 12-13%，其中国内增长 10-12%，国际超过 15%，仍然较快；需求面，国内市场，由于政府对待公务出行依然严格，加之中国经济疲软，公商务旅客占比的明显回升难以看到，旅客量的增加来自于旅游者，其对票价十分敏感；由于受到运力的快速增长及旅游者支持旅客量增长，我们预计，2014 年行业国内航线客座率基本持平、票价-1%-1%之间、PRK 同比增长 10-12%；国际市场，伴随着欧洲的复苏和美国的稳定发展，2014 年国际航线盈利状况将略好于 2013 年。总体看，2014 年行业主业盈利预计将较 2013 年有所回升，但不太会出现明显改观。机场：总体而言，我们认为中国机场行业在需求增速下滑（总体需求增速下滑与大小机场增速分化）的背景下利润增速将较前几年快速增长时期有所下滑，同时目前中国机场行业依然处在固定资本开支的高峰期，维持机场行业“中性”的投资评级。

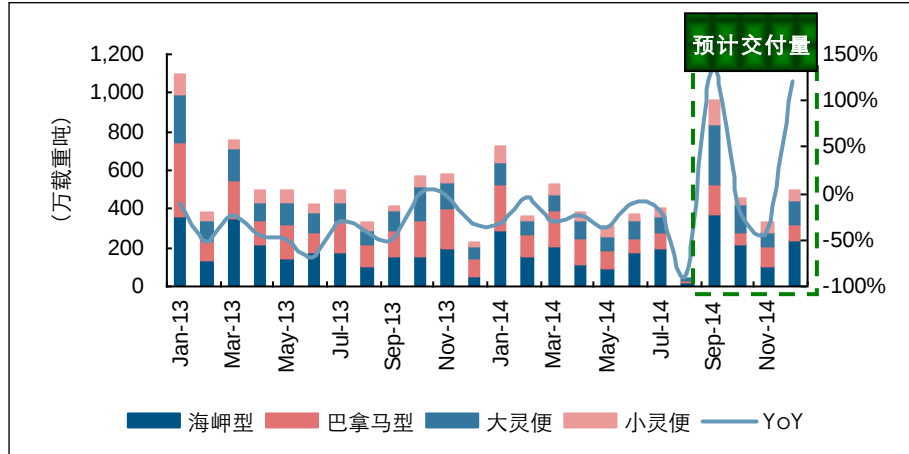
航运：个别子行业存在波段性投资机会

主线：3 季度航运板块受周期股反弹、BDI 回升、密集政策出台带动，走出显著的反弹走势，估值水平小幅上修，在 8 月经济数据偏弱、二级市场却一心向北的背景下，板块继续走强的难度增加，从超预期角度看，预计 Q4 的排序：油运>散货>集运。

散货运输：运价有继续反弹动力，但持续度受库存制约。对于 4 季度散货市场的判断，预计 BDI 指数有继续反弹的动力，但持续时间可能不如去年 4 季度。BDI 指数继续反弹的原因：1）淡水河谷下半年非雨季，矿石出口季节性回升；2）中国在 4 季度出现传统的年前冬储需求，矿石进口增加；3）近期铁矿石价格跌至 85 美元/吨，进口矿石优势进一步扩大，中国的进口依存度再提升。不过，由于目前国内港口矿石库存始终维持在 1.1 亿吨的高位（历史最高是 1.15 亿吨），所以散货运价的反弹持续性将因此受到制约，很可能出现有弹性、但高

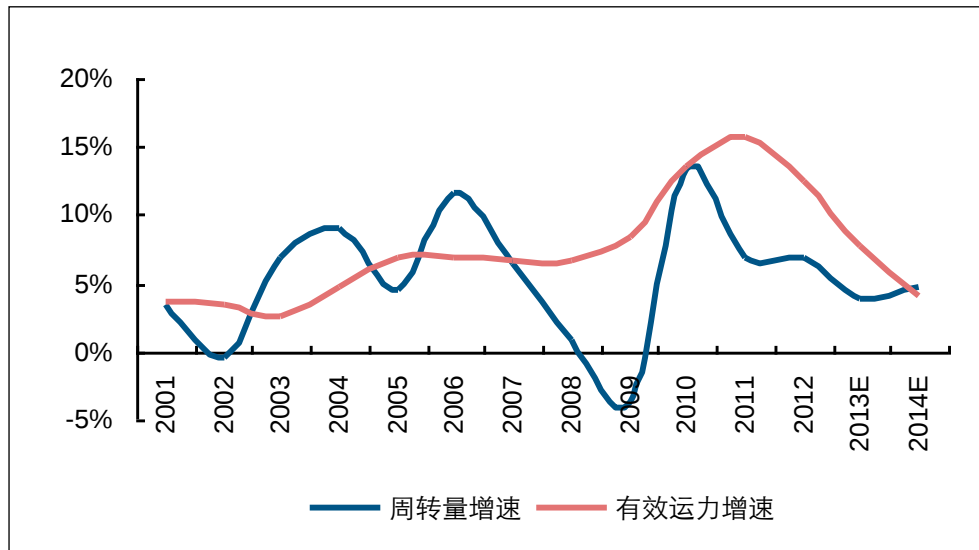
度受限的局面。

图 1：散货船交付量和预期交付量



资料来源：Clarksons，国海富兰克林基金管理公司整理

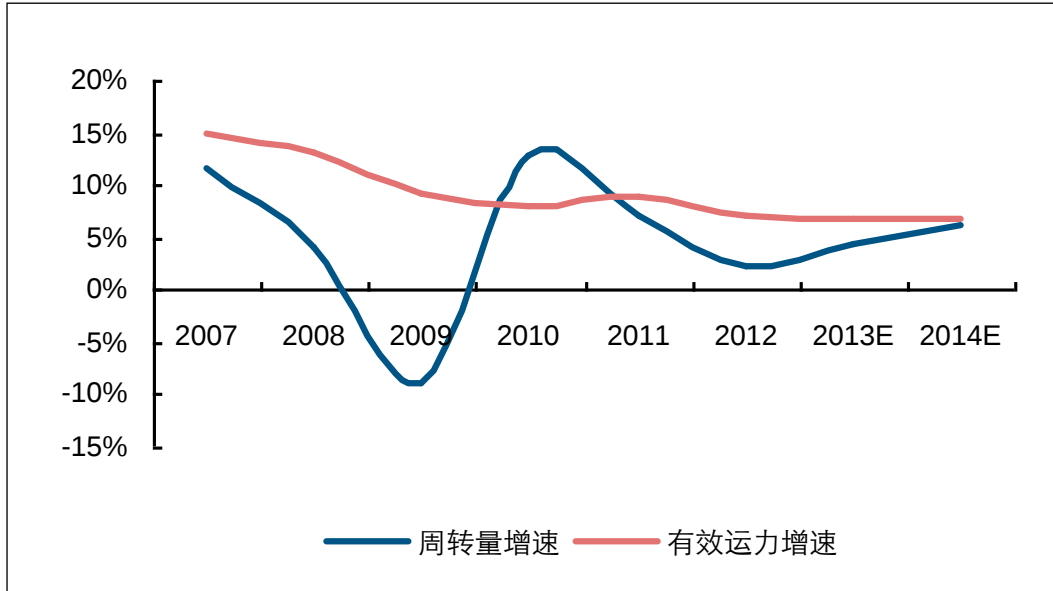
图 2：散货运输行业供需增速对比



资料来源：Clarksons，国海富兰克林基金管理公司整理

集装箱运输：抱团联盟不改运力过剩，淡季超预期概率偏低。尽管 3 季度后集运进入联盟 2.0 时代（前 20 大班轮公司中的 17 家已经先后加入了 4 大联盟），但抱团联盟化的趋势不会改变整个行业运力过剩的内在格局，因而我们预计月度运价仍是先涨后跌模式，上半年欧强美弱的格局从 7 月开始发生了逆转，这意味着 2014 年集运业很难出现行业性盈利的局面，预计仍然是几家欢喜多家愁的局面。而 4 季度传统淡季的时间，超额收益历来不易出现，建议观望。

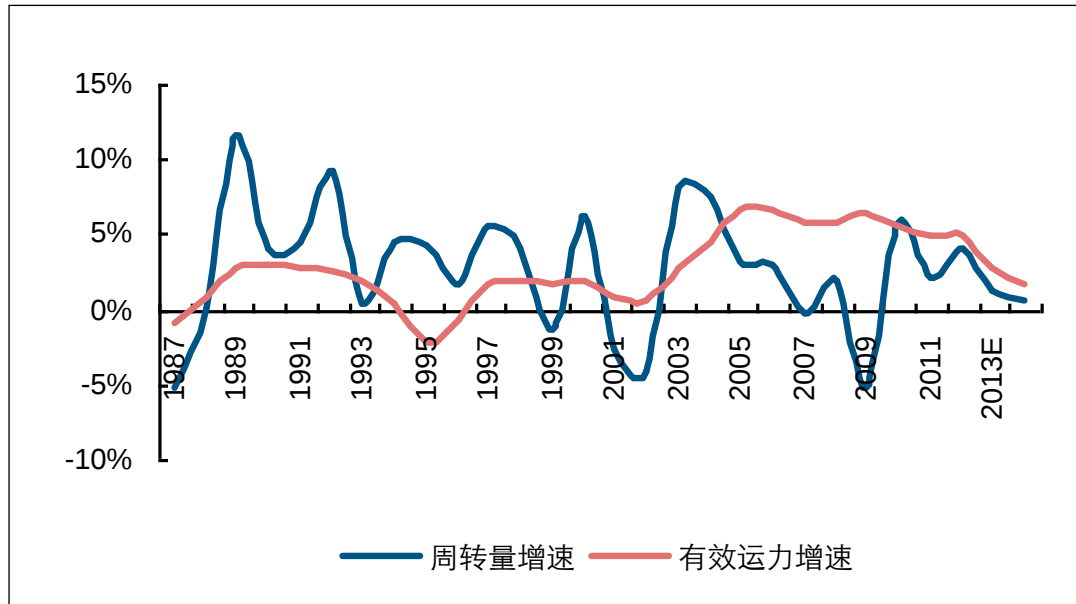
图 3：集装箱运输行业供需增速对比



资料来源：Clarksons，国海富兰克林基金管理公司整理

油品运输：俄欧互相制裁或致 Q4 油运价格超预期。欧洲与俄罗斯互相制裁可能带来油运价格在 4 季度超预期，主要逻辑在于欧洲国家能源进口依赖俄罗斯，若俄欧互相制裁（欧洲不进口俄罗斯能源、俄罗斯不进口欧洲果蔬产品）继续，4 季度能源消费高峰时一旦欧洲能源供给紧缺，唯一的解决办法是通过海运来弥补管道进口的缺口，而考虑到欧洲对环保较为注重，预计原油进口会优先于煤炭进口，从而带动今年上半年本已超预期的油运价格继续走高。

图 4：油品运输行业供需增速对比



资料来源：Clarksons，国海富兰克林基金管理公司整理

铁路：深化改革进行中

铁道部在年初上调货运价格，市场预期兑现。我们认为，未来货运价格继续上调的幅度有限，预计 A 股铁路类上市公司行情出现分化：更加受益于铁路深化改革的个股继续看好，而仅仅受益于货运提价的个股或将被无情抛弃，原因是此类型公司的估值中枢或将继续下移。铁路基本面来看，受到宏观因素的影响，三季度货运发送量增速整体下滑，请车率水平也处于负增长势态，四季度货运水平环比或有提升，但预计仍处于较低水平。年初货运价格的上调虽能对冲掉铁道部一部分压力，但其经营困境仍存，我们坚持认为经营困境预计将换来更为宽松的改革环境：2017 年铁道部进入债务偿还的高峰期，到期债券余额突破 800 亿元。未来的深化改革或将从盘活存量资产等方面着手。