



国海富兰克林 2018 年三季度投资策略报告

一、宏观分析

2018 年上半年，投资增速因固定资产投资增速下跌而创出 17 年多的新低，消费增速亦创出 15 年新低，贸易战加剧了外贸的难度。

截至 2018 年 5 月，CPI 同比增速为 1.8%，PPI 同比增速 4.1%，通胀压力逐步减轻。社会消费品零售增速 8.5%，工业增加值 6.8%。进口增速 26%，高于预期的 17.2%，出口数据 12.6%，高于预期的 10.5%，但未来由于贸易战因素，不确定性较大。

投资中，房地产仍保持两位数增长，而居民杠杆率攀升至历史新高，压缩即期消费，银行贷款中商业性房地产贷款余额几乎占到三成左右，整体经济中房地产行业可谓一枝独秀。

货币政策逐步宽松，无风险利率下降，但是严监管、紧信贷会使信用利差上升。

二季度经济短期平稳。经济供需两端有所转弱，社融增速规模再度下滑，可能对未来经济构成一定压力。

从全年来看，经济下行压力升温或在三季度显现，经济运行可能“前高后稳”。通胀方面，地缘政治风险令油价易涨难跌，贸易战因素或令农产品价格波动加剧，整体而言通胀预计维持在温和状态。

债券市场：

利率债：

从数据看，目前宏观经济呈现企稳态势，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。对贸易战的担忧令国债收益率在低位盘整。

全球经济的未来尚存一定的不确定性，低等级信用债发生信用事件令避险情绪有所上升，预计利率债市场可能依然呈现慢牛格局，三季度利率可能缓慢下行。

信用债：



2018 年第二季度，整体信用利差扩大，市场个别债券出现恐慌式抛售，造成市场对于民企债券的偏好降低，鉴于金融去杠杆、资管新规落地、贸易战、外围加息预期等因素，短期内信用利差或难以下调。

转债：

转债走势受股市的影响较大，叠加转债溢价率的安全垫不足，在转债配置上，我们关注前期调整较大、基本面较好且估值不高的标的。

二、投资策略

上半年回顾：消费主导，分化明显

上半年 A 股市场显著分化，行业间涨跌幅分化尤为明显，消费是主线，仅有旅游服务、医药、食品饮料三个行业实现上涨。这一现象是由多重因素促成的。场外因素是中美贸易冲突和金融去杠杆带来的整体信用收缩，引发 A 股市场整体风险偏好降低；场内因素是经过 2017 年的中国版“漂亮 50”上涨后，虽然行业走向垄断竞争后企业大而愈强的趋势还在，但估值有待消化，可供选择的高增长、确定性的投资机会相比 2017 年也在变少。

下半年市场背景：经济增长短期压力渐显+中性流动性+底线思维监管

展望下半年，A 股投资的大宏观背景没有变化，国有企业盈利或将好转，政府和居民的债务扩张趋势有望得到有效控制，金融行业杠杆风险有望得到缓解，经济增长的较强韧性还在。但下半年社融增速下行对经济增长的压力或将逐渐显现，从三架马车角度来看，投资压力在下半年可能进一步显现，进出口长期受制于贸易冲突，5 月份社会消费增速回落到 8.5%。上半年两次降准体现了监管层的底线思维，预计经济增长会有波动但不会失速。

流动性方面，中性货币政策是全年主基调，金融去杠杆会导致信用市场阶段性偏紧。关注下半年银行资管新规落地执行情况，负债端打破刚兑，资产端限制非标，消除多层嵌套，阶段性社融增速下行或难以避免，短期内经济融资成本可能上升。A 股市场流动性来看，加入 MSCI 后外资流入的趋势大概率不变，外汇波动会对外资流入产生扰



动；银行理财净值化管理后，理财资金能否进入股市还有待观察。

行业比较：重点关注银行、地产、必选消费和科技

今年企业盈利增速或将下降，景气改善行业相比 2017 年明显减少，盈利高增长标的变得更为稀缺，下半年将被市场继续重视。贸易冲突的持续性和反复性超出预期，内需为主、自主可控的行业盈利确定性相对较高，也可能享有市场溢价。

银行、地产：银行、地产板块进入价值区间，PB-ROE 匹配良好，已经充分反映了市场对下半年经济增长压力的担忧预期。银行业不良资产持续改善，优质银行息差企稳回升；龙头地产商行业集中度提升逻辑得到验证，地产行业进入低增速、高周转的新时期，龙头公司制造业属性增强。

消费类行业：下半年需要更加关注消费和估值的匹配度，食品饮料和医药大的景气趋势仍在，较高估值需要时间消化，相对而言商贸零售、纺织服装中可以精选标的，关注区域型超市、线上线下打通的服装企业的阿尔法投资机会。

周期类行业：供需平衡后的内生性增长机会减少，关注竞争格局良好且环保整改后市场化出清的化工行业。

成长类行业：全行业的投资机会并未显现，需要仔细甄别符合经济发展规律、国家产业政策的细分领域，计算机中符合产业升级方向的云计算、电子中符合自主可控方向的半导体、机器人智能制造等是我们关注的方向。

三、海外市场

美国 2 季度开始消费投资均重回强势。消费方面，在劳动力市场改善叠加减税刺激效果下，美国消费自 2 季度开始已经重回强势，后续其强劲增长有望持续。美国 5 月零售额环比增长 0.8%，远超预期的 0.4%，上月增速也由 0.3% 上修至 0.4%，同比增长 5.9%，也相比上月的 4.8% 上升，显示美国消费增长继续强劲加速，摆脱 1 季度疲弱。

投资方面，工业企业产能紧张以及房屋供给紧张，叠加油价复苏，对投资形成支撑。



美国 2 季度通胀稳健上行，有望继续增强美联储的信心，使其继续稳步加息。5 月核心 CPI 通胀环比增长 0.2% 符合预期，同比增长 2.2%，相比上月的 2.1% 继续上升。总 CPI 环比增长 0.2% 符合预期，同比增长 2.8%，相比上月的 2.5% 显著上升，也创下 2012 年初以来最高。

6 月 FOMC 议息会议决议并召开发布会：1) 加息 25 个基点，上调联邦基金利率区间至 1.75%-2.0%，为此轮周期第 7 次加息，市场已有充分预期；2) 去除利率前瞻指引；3) 经济预测表：2018 年加息预测从三次上调至四次，上调经济增长及通胀预测。

第二季度欧元区经济景气持续下滑。5 月欧元区经济景气指数为 112.5，预期 112，前值 112.7，连续 5 个月处于下降通道。实际上，自 2018 年年初以来，欧元区各项软指标，如制造业 PMI 及服务业 PMI、消费者信心指数、Sentix 投资者信心指数、ZEW 经济景气指数等，均呈现全面放缓趋势。

但欧元区通胀受油价提振有所回升。5 月份欧元区 HICP 同比上涨 1.9%，较预期 1.6% 和前值 1.2% 有明显上升，为 1 年来的最高值；核心 HICP 同比上涨 1.1%，也高于预期 1% 和前值 0.7%。受到美国推出伊朗核协议的影响，这次通胀回升主要来源于能源价格的上涨。

欧央行公布了 6 月议息会议决议：1) 削减并退出 QE。当前每月 300 亿欧元的资产购买在 9 月到期后，10 月-12 月间购买规模削减至每月 150 亿，随后停止购买、退出 QE；2) 修改利率前瞻指引。明确表示政策利率至少保持不变直至 2019 年夏天，随后视情况而定；3) 下调 2018 年增长预测，上调 2018 通胀预测。2018/19 年通胀预测均从之前的 1.4% 上调至 1.7%，2018 年实际 GDP 增速从之前的 2.4% 下调至 2.1%。

美国 10 年期国债变化

第二季度，十年期美债收益率突破 3% 关键阻力位，并创 7 年新高，避险情绪推动下欧美国债收益率均小幅下移，近期美债 10 年期收益率重回 2.9% 以下。

第三季度展望：我们认为欧日央行路径确定，而联储决策环境鹰化+通胀上行，或将牵引市场预期不断收紧，美债收益率和美元指数仍有望向上。



香港市场展望

中国宏观经济出现放缓的迹象，5 月份部分宏观数据不及预期。考虑到“贸易战”以及“去杠杆”的影响，下半年宏观经济可能存在一些不确定因素。2 季度上市公司整体业绩有望基本符合预期，下半年我们将积极关注各行业的变化。

6 月底，由于“贸易战”升温，香港市场跌幅较大，南下资金相对谨慎。美联储加息和“缩表”对流动性不利，但由于联系汇率制度，港币对美元出现贬值的可能性较低，所以香港较其他新兴市场或更为安全。

目前恒生指数的市盈率仅为 10-11 倍左右，国企指数仅为 6-7 倍，整体估值低于海外发达市场和 A 股，由于估值仍然有吸引力，香港市场或相对收益可期。

下半年，全球经济有望继续温和增长，美国经济仍较为健康。中国经济转型和产业升级的趋势不变，港股估值相对于全球其他市场而言仍便宜，我们对港股保持谨慎乐观。

配置方面，三季度我们将关注盈利确定性高，估值相对便宜的板块，如新能源、环保、科技、消费、地产类股票，多从自下而上的角度把握个股选择，重点关注业绩增长、质地优良、有核心竞争力且在市场竞争中能为股东提供价值的公司。

四、行业分析

金融业

银行

当前 A 股银行板块性价比较高，6 月额外信贷额度发放，货币政策虽未转向但已微调，短期回调后或迎一波行情。

资管新规要求银行理财打破刚性兑付，外资 A 股持股比例仍不足 3%，而台湾、韩国等区域股市外资持股比例可达 30%，随着互联互通机制完善，或有较大上升空间。银行理财及外资投资风格长期有望深刻影响 A 股市场风格，支撑银行股估值修复。



券商

国内券商开始摆脱仅依靠牌照价格和通道类业务的轻资产模式，资产负债表的扩张逐渐成为主要的盈利来源，具体体现为投资类业务（包括自营、直投业务及另类投资等）和资本中介业务（融资融券、股票质押和约定回购、场外期权、做市等）的崛起，本质上是以客户服务为中心的业务发展变革的内在需求。

总体看，今年以来标准化金融资产搭台，纵深推进多层次资本市场建设，金融创新严格限定在资本实力强、公司治理优良的大券商序列，都有利于龙头券商，并有望享受龙头溢价。预计随着市场波动的常态化，自营业务将加剧券商业绩分化。伴随着 CDR 回归在即而有望将提振行业股权承销规模内的一系列业务。加强主动管理能力，扩大衍生品业务，是未来券商发展的方向，龙头券商的市场集中度将进一步提升。

保险

政策颁布有望打开空间，行业集中度或进一步上升。在“去杠杆”的背景下，监管层致力于通过政策引导保险公司转变发展方式，优化业务结构，保证行业稳健发展。《个人税收递延型商业养老保险产品开发指引》、《个人税收递延型商业养老保险业务管理暂行办法》的发布为我国个人税收递延型商业养老保险业务制定了基本的经营规范和监管要求。个税递延型养老保险监管政策的出台为寿险的发展打开了新的业务空间，从银保监会公布的第一批个税递延型商业养老保险业务保险公司名单来看，多为大型险企，行业集中度或将上升。

纺织服装

从需求来说，中国消费者的偏好越来越多样化，品味也越来越个性化。从信息获取来说，消费者和品牌的接触点越来越多，已从过去单向的品牌推送转变为自上而下的、由用户口碑引导的消费。消费者购买决策逐渐全渠道化，并增加对国际品牌在线购买行为，同时对全球品牌和本土品牌有了更为细致的认知，线上也成为越来越重要的终端购物渠道。另外，我们从研究轻奢女装和家纺龙头发现，在品牌选



择上，消费者更注重“自我认知”和“情感需求”，开始深层次思考品牌和个人价值的连接，品牌知名度、体现个人品味的设计、制作精良的产品是消费者决定购买的首要因素。

我们关注轻奢女装和中高端家纺。服装行业经历了库存周期、零售恢复、估值触底后，未来新一轮的增长周期中，行业的竞争格局将逐渐优化，其中龙头品牌和具有差异化定位的品牌未来有望获得更好的增长。

另外，中高端床品市场显示出双寡头的格局，龙头企业受益于市场集中度的不断提升。我们认为中高端线下消费的回暖有利于强势家纺品牌增长，龙头企业或将持续享受行业集中度提升带来的销售规模和利润空间，未来家纺企业或将逐渐呈现出强者恒强的竞争格局。

化工行业

二季度随着下游开工率的提升，化工产品的景气度相对一季度有所回升，预计大部分子行业二季度业绩环比进一步改善。

中长期来看，环保执行力度持续高强度，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，公司盈利有望持续兑现，关注行业龙头。

勘探开采和炼油

二季度油价在 60-80 美金/桶振荡，价格中枢较 2018 年一季度上升了 7 美元/桶，近期由于库存的增加以及 opec 有退出减产的计划，油价有所回落。由于全球库存较低，需求增长，而原油的限制产能有限，美国的原油由于设施不完善出口受限，整体供应偏紧，2018 年价格中枢大概率较 2017 年有所抬升。

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



况难有好转，而下游炼油利润不错。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

二季度下游需求恢复，环保升级，相关产品供应紧张价格上涨，特别是染料及染料中间以及农药。三季度将进入传统旺季，产品价格有望再上一个台阶，加上中报陆续披露，不少公司业绩有望超预期。农药、染料等由于下游需求不受环保影响，价格持续坚挺，另外，不少品种受环保影响很大，供求关系明显好转，并且有望持续较长时间，我们长期关注。

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，国内的增长性也不错，值得长期关注。

零售行业

百货行业

我们关注龙头公司借助集中度提升扩大优势地位。我们认为，经过过去几年行业的低沉，目前外部竞争环境（主要是来自线上的冲击）、消费者、企业自身实力都发生了一些改变，在三方合力的作用下，百货行业作为优质线下渠道，其价值也越来越被认可，自身复苏也有了更强的确定性。落实到数据端，稍慢于利润端的收入端回暖，是此轮百货行业复苏强有力的信号。集中度提升大概率是未来的趋势，龙头公司或将受益于集中度提升带来的规模效应，扩大在成本和效率方面的优势地位。

超市行业

CPI 处于上升周期时，超市行业的同店收入会受益于食品价格上涨从来带来营收的增长；反之，若 CPI 一直低于预期，则超市行业的同店营收也会受到负面影响。2018 年以来，只有 2 月（2.9%）和 3 月（2.1%）CPI 在 2% 以上，4 月份和 5 月份 CPI 回落至 1.8%，在目前 CPI 无明显上涨预期的情况下，超市行业营收端可能承压。

可选消费持续复苏。限额以上企业服装类和化妆品类增长显著，



服装品类一直保持高增长态势，2018年4月同比增长率录得8.8%，同比增加1.5个百分点；化妆品类销售额自2017年五月开始就一直保持着两位数的增长，在2018年3月和2018年4月分别实现22.70%和15.1%的高增长率。虽然4月份社零数据整体增速有所回落（同比增长9.4%，环比回落0.7个百分点），但是持续稳健的消费者信心支撑着较强烈的消费意愿，为可选消费带来新的增长动力。

IT 行业

电子行业

年初以来，申万电子行业指数下跌21.40%，沪深300指数下跌9.81%。二季度，申万电子行业指数下跌18.05%，沪深300指数下跌7.10%。电子制造板块持续走低。被动元件、半导体等行业表现相对较好。

进入二季度，消费电子在行业层面已经开始复苏，5月智能手机出货量同比增速转正。微观来看，去年由于新机延后发布导致的换机需求被遏制正在逐步释放，国产品牌二季度集中发布新机型带动销量大幅拉升，零组件产业链再次吃紧。预计零组件龙头企业二季度业绩将好于预期，另一方面，新机型创新仍显不足，光学、全面屏趋势继续延续。消费电子板块自去年四季度起经历了大幅调整，二季度由于贸易战等外部因素再次调整，目前估值业绩匹配性较好，若外部因素缓解，光学等创新方向或具备一定的配置价值。LED行业由于融资收缩等原因，扩产整体慢于预期，行业层面还需观察，竞争结构预期存在改善的可能。由于贸易战等原因，半导体作为国家重点战略方向的价值在二季度集中体现，下半年到明年半导体几项重大工程将进入验证期，未来有望长期获得政策扶持。

计算机行业

今年以来，申万计算机行业指数下跌9.66%，沪深300指数下跌9.81%，二季度，申万计算机行业指数下跌15.46%，沪深300指数下跌7.10%。在经历一季度反弹后，计算机行业二季度跟随创业板再次大幅调整。



一季度计算机行业大幅反弹后，部分公司估值已处于相对高位，上半年大部分计算机公司尚处于行业淡季，业绩释放能力有限。政策层面，工业互联网等既定政策正在逐步落地，云计算大数据仍是未来计算机行业发展的确定性方向，龙头公司静待业绩消化估值。

通信行业

今年以来，申万通信行业指数下跌 26.93%，沪深 300 指数下跌 9.81%，二季度，申万计算机行业指数下跌 21.70%，沪深 300 指数下跌 7.10%。

受行业龙头公司事件性影响，通信设备行业上半年整体处于停摆状态。5G 仍是战略发展方向，国内启动时间以及力度在当前环境下需要进一步观察。受益于互联网流量暴增，流量上下游相关行业，例如光模块，IDC，流量可视化等值得关注。

传媒

传媒

受事件影响，影视传媒板块股价短期将面临较大压力，长期来看，规范行业秩序有利于行业长期稳定发展。传媒板块整体承压，调整幅度较大。

传媒行业从内容、媒介两个维度来看，互联网媒介进入流量红利见顶的后阶段，用户思维下的规模效应或将面临商业变现压力，游戏 CP 作为最直接的变现方式，或加速进入研发驱动的阶段，研发投入占比成为核心指标；影视 CP 的核心竞争力，或将加速体现在行业整体的“工业化水平”，影视“工业生产”的本质是关键要素的聚拢、整合，并对各环节严格把控质量，具备聚拢、整合 IP、艺人经纪、编剧、导演等核心要素的影视 CP，在影视工业化进程中，预计将呈现出更精细化的制作、更丰富的盈利模式、IP 系列化的矩阵打法。

家电行业

由于天气炎热和终端促销力度大，4-5 月空调零售超预期，几大



白电公司安装卡增速均在 15-20%，空调出货量增速 20% 以上。二季度白电空调排产增速始终保持在 10% 以上。1-5 月行业安装卡累计增速接近 10%，渠道库存处于合理水平，行业基本面好于年初预期。6-8 月零售不出现极端情况，全年空调出货温和增长的基调可以基本确立，今年白电龙头业绩预期有上修可能，明年业绩确定性进一步提高。

近期去杠杆、债券违约、贸易争端等风险事件发酵，市场风险偏好下行，而家电板块相比其他二线消费品的估值性价比优势逐渐凸显，可关注白电龙头。

汽车行业

根据中汽协数据，2018 年 5 月，我国汽车生产 234.4 万台，环比下降 2.3%，同比增长 12.8%；销售 228.8 万辆，环比下滑 1.4%，同比增长 9.6%。1-5 月，汽车累计产销 1176.8 万辆和 1179.2 万辆，产量同比增长 3.8%，销量增长 5.7%。其中新能源汽车 5 月份产销量分别为 9.6 万辆和 10.2 万辆，同比增长分别为 85.6% 和 125.6%。整体上看，5 月销量延续较强增长，预计 2018 年汽车总量销售增速在 2% 左右，整体保持平稳。商用车方面，5 月销售 39.8 万辆，环比下降 1.7%，同比增长 18.6%。

关注传统大型整车厂对于电动化和智能化的布局，以及未来汽车增长中枢下移之后对行业竞争格局带来的影响。新能源双积分政策将在明年开始正式实施，动力电池行业经过调整后有望迎来新一轮的需求增长，对于上游材料如锂、钴，核心材料如正极、负极、隔膜、电解液等保持密切关注。

房地产行业

2018 年前 4 个月销售面积和金额增速分别为 1.3% 和 9%，销售增速下行趋势明显，4 月单月销售面积同比转负；新开工面积增长 7.3%，增速和去年下半年基本持平，低库存下开发商补库存意愿较强；房地产投资增速 10.3%，略超市场预期，但若剔除拿地因素，施工相关投资增速已经历史首次转负，表明融资收紧确实对开发商施工有影响。

经过一年多的调控，房地产行业已趋于平稳，分类调控、因城施



策的调控方式使得行业出现不同以往的情况，不同城市不同区域出现其各自周期，而总量平稳，在严厉的去杠杆大环境下，行业系统性风险基本解除而销售投资都未失速。目前调控政策或无再加码空间，但自上而下全面放松概率不大。

尽管行业进入下行周期，龙头开发商的拿地、融资、销售优势进一步凸显，集中度提升或可抵消行业下行影响，龙头有望继续保持销售的较高增长，目前股价已经回调至去年年底，估值处于低位。

农林牧渔行业

猪养殖产业链：2017-2020 年是猪价下降周期，且此轮猪价下跌持续的时间可能较长，导致上游饲料、疫苗行业的量、价格易低于市场预期(猪口蹄疫、猪圆环等核心产品均出现企业、渠道降价的情况)，行业的盈利预期需要在 18Q2 财报后进行全面修正。

禽养殖产业链：肉鸡养殖需要引种，2015 年至今的持续引种不足，上游产能存在缺口；肉鸭养殖在 2016-2017 也由于养殖低迷、环保等因素而去产能，以上造成禽养殖产品价格持续回升，且 Q3 会进入养殖户补苗、后续中秋国庆肉类消费的旺季，产品价格或将持续催化。

种植产业链：玉米、稻谷等历史上累计高库存，在 2015 年玉米种植先去产能，后续 2017 年水稻种植开始去产能，在去产能过程中，玉米、稻谷等价格相对低迷，造成种子、种植环节盈利较差。

综述，在 2018 年三季度，核心关注禽产业链（养鸡、养鸭），整体苗种价格、毛鸡毛鸭价格、冻肉价格在 18Q3 或均有所支撑。

医药生物行业

2018 年中国医药生物行业将围绕“创新”这个关键词展开，在产业界、监管机构、资本市场等多个层面上，制度变革和技术创新正在迅速展开，我们正在看到创新速度和创新回报同时提升的中国医药生物行业，市场预期也正在迅速变化。

国务院机构改革方案后，新卫健委、新药监局、新医保局相继挂



牌成立，并已开始陆续发布或吹风相关政策，通过多种政策手段促进“医疗、医保、医药”三医联动，药品及医疗器械审评审批也进一步提速、规范化、向国际监管水平靠拢看齐。此外我们判断，创新药的数据保护、专利链接等 TRIPS 协议相关制度建设即将制定落地，而创新药、通过一致性评价的仿制药获得全国统一市场准入、医保准入待遇也是可期的。这些制度变革，将会提高创新药注册壁垒和商业化盈利能力；虽然创新药研发投入金额加大，但叠加创新药研发和审评审批速度的提升，从投资内部收益率（IRR）角度看，创新药已成为全行业 IRR 最高的领域，这也使得拥有优质创新药公司的市值和估值水平不断提升。

港交所修订发布生物科技板块上市规则后，已经迎来多家公司提交 A1 文件，交易制度变革有望进一步加速推动医药生物企业及其产品在国内乃至全球的研发创新和生产销售。

医药工业

随着国家基本医保目录（2017 年版）及 36 种谈判药品在各省市落地，销售放量带来的增长提速，已经在 2018 上半年的终端数据和上市公司报表中得到了部分印证和体现，这一趋势或将继续延续到 2018 下半年到 2019 年。

针对关系民计民生的肿瘤等重大疾病负担，在总理的关注关心下，国务院各部门通过行政降税（包括关税、增值税）、谈判降价等多种手段，进一步提高抗肿瘤药的可及性和可负担性。降税效应带来的利润率提升，即将在 2018Q2/Q3 季报中得到部分体现；虽然谈判降价会部分抵消降税的正面影响，但降价放量效应或将在 2019 年逐步体现。

我们预计自 2018 年起，每年都将有若干个国产创新药在国内市场获批上市，而在未来 3-5 年内或将有若干个国产创新药在全球市场获批上市。这些品种获批对于中国医药产业而言都将是里程碑的重大事件，资本市场或将亲眼见证和进一步认识到创新药显著的临床价值和商业价值。

医药商业

全国已基本开始执行零加成、两票制及新一轮药品集中招标采购结果，行业整合加速、流通行业集中度水平提高也正在逐步体现。医药流通行业经营端的拐点已经在出现，但利率及信用债市场恶化对资



金端的冲击仍需要一段时间消化，但流通行业的盈利改善和景气复苏仍存在一定的不确定性。

上市连锁零售药店开启大规模并购整合，医药零售行业的集中度正在持续提升，“互联网+”、“新零售”也给医药零售行业带来了新的机遇与挑战。处方药价值链中，医保资质分级管理、统筹账户放开、处方药网售等政策仍存在不确定性，对医药零售行业的正负面影响也需要进一步分析。同时，市场也需要关注大规模、高估值并购后的整合效应是否达到预期、盈利是否达到业绩承诺。

医疗器械和体外诊断

我们继续看好创新型医疗器械、新型体外诊断领域的技术突破和产品化路径。我们预计 CFDA 有望在 2018 年内批准国内企业研发的生物可降解支架、左心耳封堵器等植入类器械以及肿瘤 NGS panel。

液态活检中的肿瘤早诊早筛被誉为“皇冠上的明珠”，国内外多家基因测序公司已分别开启超过万人的大型队列，在肺癌、肝癌等重大瘤种上通过 panel、WGS 等多种手段进行探索性研究，部分早期结果已经在 ASCO 2018 上发表。这一系列研究有望显著提高部分肿瘤的早期诊断能力、早期治疗效果和患者预后，为临床医学和医药生物产业带来重大变革。

医疗器械和体外诊断板块的主要风险，是医院端高值耗材和诊断试剂集中采购带来的降价压力，以及医保部门推行按病种/DRGs 付费等新型支付方式改革。此外，部分医疗器械或其核心零部件的进口/出口业务，可能会受到近期中美贸易摩擦的负面影响。在大国竞争的时代背景下，我们继续看好国产厂商的进口替代，包括化学发光、分子诊断、基因测序、POCT 等新型体外诊断技术领域。

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。

我们高度重视创新药给 CRO/CDMO 行业带来的业务增量和盈利弹性。近年来创新药企业普遍采用 VIC 的虚拟研发模式，随着一大批国内外创新药在国内获批临床，具有核心竞争力的临床 CRO/CDMO 已成为他们的战略合作伙伴，并将逐步参与全球创新药临床 CRO 市场。其核



心竞争力包括全球 GCP 接轨的质量标准、强大业务承接能力、广泛的合作关系和临床资源。

轻工制造行业

对于定制而言，当前已进入到定制家居的白热化阶段，17 年涌现定制家具的上市潮，潮水退去之后，产能的加速扩张、渠道的跑马圈地、营销的百花怒放，带来的是行业同店销售出现压力。在周期属性中，核心比拼的是成本优势。龙头公司通过不断改进工艺水平提升规模优势以及进行兼并整合快速扩大自己的市占率。同时，龙头公司的成本曲线处于行业下端，优于同行。再分析成本曲线的倾斜程度，成本曲线越陡的行业龙头公司越值得投资，这意味着龙头能轻易获得高 ROE，并能持续扩张份额。家居行业发展仍是方兴未艾，这与我国家居起步较晚、家居卖的是产品+服务以及行业渗透率不无关系。我们认为全屋定制可能是未来行业大的整合方向。

造纸：盈利持续增强，关注文化纸、箱板瓦楞纸龙头。随着环保政策持续严打，文化纸品类已基本形成寡头垄断格局，龙头公司盈利能力持续向好。箱板瓦楞纸随着外废持续收紧，行业集中度有望进一步提升，格局将发生转变，龙头公司成本优势持续凸显。同时，造纸的消费属性及成长属性已逐步增强，板块估值有望进一步提升。

建筑建材行业

建筑：地方政府去杠杆，基建支出大幅削减，同时存量项目清理，PPP 新增速度放缓。银行体系融资收紧，基本暂停 PPP 项目贷，施工进度受到影响。同时债市等融资渠道风险偏好急剧下降，民营建筑企业资金压力大幅增加，经营风险提升。融资收紧大背景下，建筑板块估值受到压制。

建材：1) 随着淡季来临，水泥大概率淡季不淡，预计价格回落幅度较小。一是行业库容比仍在低位，二是 2-3 季度供给收缩力度比去年大，边际改善明显，三是需求（主要是地产）韧性强于预期，需求



缓慢回落。水泥价格有望高位震荡，南方地区水泥公司盈利有可能超预期。2) 玻璃价格旺季止跌企稳，但随后淡季到来且潜在供给冲击带来较大不确定性。中期看由于现在盈利较好，冷修生产线加速复产，供给冲击有待观察。3) 玻纤现在库存低位，主流厂家发货良好，价格有很强支撑，预计短期新增产能冲击不大。主要风险在于年底和明年年初大量新增产能投产，或对行业价格带来负面影响。4) 出于对地产和资金的担忧，地产产业链建材企业经历近半年估值压制，但企业自身成长逻辑和经营情况并没有太大变化，中长期看依旧具备投资价值。

机械军工行业

根据中国工程机械工业协会挖掘机分会统计，2018年5月共销售挖掘机1.9万台，同比涨幅71.3%。国内市场销量1.77万台，同比增长69.6%。2018年1-5月份累计销售10.6万台，同比增长60.2%。

机械行业整体经营有所改善，本轮需求复苏主要来自于大型基建工程（如地铁、高铁、公路等），房地产投资驱动贡献在不断减弱，华东地区和西南地区体现较为明显，挖掘机销量持续超预期并有向装载机、起重机等传导的趋势。

机械设备作为中游行业，行业景气度受下游需求影响十分显著。先进制造有望成为未来的投资主线：1) 一类是新的国家战略制造业。关注集成电路设备、新能源车设备、智能机器人行业，首选其中技术优秀的企业；2) 另一类是中国已建立全球优势的产业，如工程机械、轨交设备等，其中的龙头公司有望强者愈强进军国际市场。

有色金属行业

行业正经历供给侧结构性改革，有色金属行业整体盈利较好。随着二季度环保回头看行动，稀土、钨、钴冶炼等行业出现了减产，价格回升的情况。

二季度，锂盐和金属钴价格持续回调，我们预计三季度随着下游开工率上升，价格有望企稳。但是中期行业供给增加，预计价格难以



出现明显机会。关注行业中有望受益于供给侧改革的稀土等机会。

钢铁及采掘业

钢铁及煤炭行业二季度继续高景气度运行，行业仍然受环保核查影响较大，我们预计下半年钢铁和煤炭的供给仍然会明显收缩，从而支撑价格高位运行。

从股票角度来看，钢铁和煤炭的市盈率已处于历史低位，三季度随着中报的披露，我们预计市场可能回归行业业绩，板块或存在阶段性机会。关注板块中估值低、质地相对好、二季度业绩靓丽的个股。

社会服务

免税行业：蓬勃发展，政策扶持不断加大。中国作为全球消费重要的客源地，强大的购买力和消费升级加快了消费回流的趋势，助力国内免税业务蓬勃发展。今年为海南建省 30 周年，未来随着政策逐步落地，有望实施更加开放便利的离岛免税购物政策，实现离岛旅客全覆盖，提高免税购物限额。未来市内免税也有希望逐渐放开，有牌照优势的公司将逐渐超预期。

出境游：市场日新月异。出境游市场目前复苏态势已较为明朗，2017 年全国公民出境旅游 1.3 亿人次，比上年同期增长 6.56%。港澳台、日韩和东南亚仍是我国出境游的主要目的地，一是韩国泰国游处于复苏通道，回暖趋势明显，二是新兴东南亚旅游目的地为中国游客带来更多选择，三是交通住宿成本较低，性价比很高。下半年重点关注柬埔寨、越南等国的旅游市场开发带来的业绩增量。而从中长期来看，欧洲游将成为消费升级浪潮中的出境游热点，随着多国签证政策放开，“新一线”城市直飞欧洲多地的航线开通，目的地基础设施、支付手段融入更多中国元素，欧洲游将为中国出境游市场打开全新的成长空间。

酒店板块：短期我们重点关注暑期和国庆档带来的 RevPAR 提升，中长期关注中端酒店提价带来的盈利空间扩大。从近三年的趋势来看，暑期和国庆档期酒店 Adr 和 Occ 往往呈现同向正向变化，进而导致



RevPAR 快速提升。而从各季度情况来看， $Q3 > Q2 > Q4 > Q1$ ，暑期旅游旺季强势推动 RevPAR 上升，国庆档在 Q4 拉动季度数据上涨。随着酒店行业由增量竞争转变为存量竞争，并购整合加速，连锁化率不断提升，参照行业龙头入住率，我们认为酒店板块 Occ 提升空间仍旧较大，Adr 在短期较难快速提升，暑期国庆档入住率提升将成为业绩核心推动力。

食品饮料行业

在高端白酒价格提升背景下，当前行业景气度逐步走向百花齐放，全国性和区域性品牌共同分享 300 元价格带红利。考虑到大众消费驱动产品升级较慢、渠道深耕费用率降速较慢，本轮白酒业绩弹性较上轮略低，但增长更加良性健康，确保行业红利周期更久。我们预计短期区域龙头业绩可能继续加速，中期来看，具有超强品牌力的高端白酒，以及价格带扩容的全国性次高端品牌空间或更大。

大众品提价推动集中度提升，重视龙头的定价权崛起。对比全球水平，众多基础大众食品人均消费量临近拐点，结构升级成为市场空间打开的新驱动力。近几年成本推动下，龙头市场份额持续提升，对上下游掌控能力增强，更添扩品类及国际化打开更大空间，行业定价权逐步崛起，国内大众品领域逐步进入大象起舞阶段。从投资角度，在陆港通等海外资金持续进入背景下，大众品行业有望逐步开启估值重构，龙头凭借自身行业地位及竞争优势，未来或将持续享受估值溢价。