



# 国海富兰克林 2018 年四季度投资策略报告

## 一、宏观分析

2018 年三季度以来，经济增速预期仍为下行趋势，社融增速继续下降。从生产端看，8 月工业增加值增速 6.1%，是今年以来的次低点。从需求端看，出口和投资趋势下滑，消费略有回升。地产和汽车数据呈走弱趋势，终端需求下行。8 月新增社融 1.52 万亿，同比少增 376 亿，社融存量增速降至 10.1%，表外非标融资萎缩，委托、信托贷款、未贴现银行承兑汇票合计减少 2700 多亿，同比少增 4000 亿。M2 增速回落至 8.2%，M1 和 M0 增速分别回落至 3.9% 和 3.3%。

维持此前对于 2018 年下半年的观点，我们认为四季度市场的宏观背景并无显著变化，在终端需求下行、外部贸易摩擦的背景下，经济增速向下或是常态，货币政策有望维持宽松预期。

### 债券市场：

#### 利率债：

三季度国债收益率 1Y 下行较多，长端 10Y 上行。长端上行，一方面因为地方债供给增加，一方面由于基建托底政策，市场担忧政策放松对经济的刺激作用。

四季度预计长端收益率可能缓慢下行，而短端受制于美元加息，下行空间或不大。

#### 信用债：

三季度信用利差先收缩后反弹，和年中相比，1 年期信用利差大幅收窄、3 年期和 5 年期小幅收窄。其中 AAA 高等级的信用债信用利差收缩明显，AA 级信用债由于今年市场的风险偏好明显提高，仍然呈走扩趋势。

目前时间点，信用债的利差已处于历史不高的位置，四季度继续收窄的空间可能有限，考虑到美国加息、CPI 等压力，无风险利率有上行风险，信用利差或较难维持三季度的趋势。

#### 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

回顾三季度 A 股市场的表现，贸易摩擦的进程成为影响市场走势的主导力量之一。从预期将达成增量互换协议，到 600 亿关税开征打破平衡，再到中美双方加码摩擦加剧，市场重新定价了外部风险的冲击。指数回落中各个板块震荡寻底，其中金融、地产等低估值板块，以及科技、周期等对冲政策收益行业取得了相对收益，出口导向型的行业调整幅度剧烈。

展望四季度，三个因素或有利于“超跌反弹”渐次展开。其一是贸易摩擦或进入观望期，进一步升级的可能性较小；其二是国内对冲政策有望出台，基建和刺激消费或成为选项；其三改革预期升温。从更长的时间看，传统的三因素模型（公司盈利、无风险利率和风险偏好）指向了“震荡偏熊”的市场格局，持续时间或与上市公司盈利回落周期一致。

从上市公司盈利观察，预计未来 1 年收入增速高位回落，ROE 小幅下滑。GDP 三驾马车难言乐观，其中出口订单压力或将从四季度开始显现；投资端的房地产投资增速或见顶，制造业投资受企业信心影响，基建投资则可能小幅回升；消费整体稳定，可选消费增速可能回落。受益于 2016 年开始的供给侧改革，工业企业的资产负债表改善，库存保持较低位，不存在明显的过剩产能。因此企业端对抗需求下滑的能力显著增强，大概率并不会出现类似 2010-2016 年那样去产能周期，量价齐跌，ROE 持续大幅下行的情况。我们预测经济回落周期至少延续到 2019 年三季度，ROE 回落幅度在 1-1.5%，当前尚处于本轮经济下滑周期的初期。

流动性方面，继续保持宽松状态，无风险利率保持低位。国内经济增长下行周期犹在，为国内执行宽松的货币政策创造了条件。关注可能导致逆转的两个因素，其一是油价冲击 100 美元，迭加 CPI 基数效应，明年 Q2 的 CPI 可能突破 3%；其二是外汇储备，贸易摩擦反复



后，汇率波动压力可能对外储规模产生负面影响。发生上述两项风险的概率偏低，我们预计国内流动性将会呈现衰退式宽松，无风险利率不会有趋势性方向。

风险偏好或将略有好转，2018年已是历史极值，2019年大概率不会再差。今年以来，从担忧去杠杆节奏，到担忧大国竞争，再到过度反应国内一些中长期问题，情绪的蔓延与股价双向反馈。我们认为贸易摩擦和地缘挤压是外部诱因，市场关心的主要矛盾仍在国内，一是用什么方式来应对外部压力，二是长期以来关于市场公平与效率的争论。我们对此持有乐观心态，四中全会和改革开放40周年前后管理层表态，有望逆转市场过度悲观的预期，而大湾区等具体政策落地，或将验证其可行性。

总结起来，2019年的市场可能呈现“震荡偏熊”的格局，市场具备不确定性。从盈利趋势看，除农业、贵金属、军工等少数行业外，周期、消费、金融、科技、医药等绝大部分行业或将不同程度的出现景气下滑，这对我们的自上而下的配置提出了挑战。另一方面，景气下滑导致优胜劣汰，优秀公司有望赚取到更大的市场份额，在宏观经济好转后，这些企业或将一骑绝尘。我们将在竞争格局已经清晰的行业内，选取竞争壁垒最高的龙头公司作为组合，以最优质公司的抗风险能力，来对抗2019年的不确定性。

## 三、海外市场

### 海外宏观数据回顾

美联储了公布9月议息会议决议，美联储主席Powell随后回答记者提问，要点主要有：1) 利率决议：加息25个基点，上调联邦基金利率目标区间至2.0%-2.25%，为此轮周期第8次加息，市场对此预期充分；2) 政策声明：去除“立场宽松”（accommodative）措辞，略偏鸽派，不过Powell表示，目前政策依然宽松，去除“立场宽松”措辞并不是政策路径转变的信号，而仅仅是经济进展及政策执行符合预期的信号；3) 经济预测表（SEP）：上调2018年GDP增速至3.1%（vs. 6月预测的2.8%），失业率至3.7%（vs. 3.6%）。点阵图维持对2018/19/20



年加息4/3/1次的预测,同时长期利率预测从此前的2.875%上调至3%。此外,点阵图分布将更加集中,显示美联储内部对继续渐进加息意见更加一致,12月继续加息已是大概率事件。整体而言,上修2018年增长预测,维持加息路径预测不变,表明美联储将继续按计划加息。

欧元区经济正在企稳,包括综合PMI等各方面的数据显示,欧元区3季度GDP可能在0.4%-0.5%左右,这主要得益于欧元区货币政策依然相对宽松的支持。我们预计这一情况可能继续维持。

### 美元债市场

近期美债利率再度快速上行,向前看,12月加息是大概率事件,我们维持美债收益率上行、美元走强的判断。

美债收益率依然有上行压力。当前推动美债收益率上升的因素包括:1)当前美债市场依然没有充分计入美联储未来的加息路径,随后有继续向上锚定压力;2)美联储缩表;3)通胀可能继续上升;4)海外因素,如日本银行近期允许日本国债收益率更加灵活波动导致其中枢从之前的0%上移至0.1%。而压制因素主要是贸易战等不确定性带来的风险规避。站在当前时点,我们认为随着推升利率上升的力量在进一步加强,以及贸易摩擦风险边际减小(如美国和欧洲、墨西哥等谈判取得一定进展),美债收益率可能继续上升。

策略方面,我们继续低配资质低的高收益产业债和高收益城投债,年初以来紧信用,民企再融资受限导致资金链断裂,信用事件频发,此外,我们也看到中央对地方政府隐形债务清理、整顿和规范力度加大,地方城投再融资压力较大,发债成本持续上行,需要依靠出让土地来缓解财务压力。我们认为目前3年期的发行票息在7%-8%的地产美元债以及部分被错杀的国企产业债具备相对价值。

### 香港市场

考虑到“贸易战”、“去杠杆”等因素扰动,我们认为接下来香港市场行情或以区间震荡为主,但香港市场估值仍并不昂贵,仍有部分中小盘的PEG<1,未来可能仍有上涨空间。香港市场中长期或仍有一定空间。

我们将关注盈利确定性高,估值相对便宜的板块,比如基建,医药,公共事业等行业,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创造价值的公司。

## 四、行业分析

### 金融业

#### 券商

A 股 32 家上市券商 2018 年上半年合计实现营业收入 1219.4 亿元，同比下滑 7.7%，归母净利润 340.2 亿元，同比下滑 23%。券商迈入盈利低谷压制整体估值，且预计全年业绩将持续承压，但行业供给侧改革推动竞争格局加速变迁，上市券商表现好于行业整体，风险承受力较强，集中度有所提升，大型优质券商保持行业领跑传统业务集中度提升+创新业务龙头效应或将提升核心龙头券商的市场份额及 ROE，进而提高估值中枢。

#### 银行

2018 年上半年，受益于前期经济的企稳复苏，银行业基本面稳定向好，营收增速较去年同期由负转正，归母净利同比增速也高于去年同期，资产质量的改善仍在持续。未来来看，在中美贸易战等因素影响下，经济增长承压，货币政策和财政政策有望协同发力支持实体经济，净息差或维持震荡。在支持实体经济的过程中，业务规模、资产规模有望进一步扩大，带来总收入的扩张。另外在金融监管方面，同业资产和同业负债占比缩减趋缓，说明随着金融监管等政策的推进，银行的业务结构已经在不断接近规范要求、风险控制等已经逐渐落实。整体而言，国内经济依旧有望保持中高速增长，银行业作为国民经济运转的枢纽，基本面有所支撑，市场来看，当前银行业 PB 处于历史相对低位，安全性较高。

#### 保险

2018 年上半年，受监管政策变化冲击、同期银行理财收益率较高叠加去年高基数影响，各大险企保费收入增速承压。加上股市波动影响投资收益，险企营业收入增速下滑。而因传统险准备金折现率调整



改善利润总额+剩余边际摊销规模稳步提升，险企净利润增速可观。

2018 上半年，上市险企代理人渠道业务收入占比较同期稳中有升，上市险企保障型产品占比也进一步提升。受益于此，公司新业务价值率提升，叠加二季度各大险企纷纷改变销售战略，发力保障型产品，新保业务收入同比增速开始好转，二季度新业务价值增速明显改善。

目前各大险企产品战略调整基本到位，下半年同期基数较低，新业务价值增速有望进一步改善，进而推动内含价值增速提升。业绩表现或可进一步消除市场对于保费端和投资端的悲观预期，有助于上市险企估值抬升。

## 纺织服装

18H2 消费环境未明朗情况下深度回调，品牌服饰目前已接近估值底部。自 6 月上旬宏观社零数据不及市场预期，并且叠加了 P2P、贸易战等等负面预期影响后，市场对于消费股的减仓造成了品牌服饰板块的深度回调，多个龙头估值已回到历史相对底部。我们认为品牌服饰龙头长期竞争力仍在。存量竞争环境下品牌企业出现显著分化，加强货品竞争力（产品开发及供应链改革）、收回订货权力、加强零售管控从而实现整体提效成为优秀品牌企业共同改革方向，未来将进入优秀龙头不断强化、逐步展现竞争优势的时代；渠道端、供应链端集中度提升趋势越加明显，外部环境有利于龙头品牌企业不断加深竞争壁垒。配置上核心关注优质龙头品牌，绝对收益角度可以在低估值前提下等待优质龙头的年度估值切换。

18H1 人民币兑美元升值致出口型企业业绩集体承压，但越南产能盈利可观。出口型企业由于 18H1 人民币兑美元汇率相对去年同期升值影响，用美元结算订单收入兑换成人民币后反映在报表上较去年同期减少，致出口型企业相对去年同期普遍出现收入增速放缓、汇兑损失提升，业绩增速较为平淡。但越南业务高盈利水平成为各纺织制造龙头中报业绩亮点，拥有前瞻性布局眼光的龙头企业已经展现全球化布局版图。短期来看，棉价及汇率或形成利好催化。基于全球性棉花



供给缺口的存在，我们认为棉价正处在一个中长期上升趋势中，长期利好棉纺龙头盈利能力。

## 化工行业

2018年3季度，化工指数下降5.88%，跑输大盘4.1个百分点。三季度受经济增速放缓以及高温导致的季节性淡季，下游的需求一般，供给方面，由于环保压力没有秋冬季大，开工率略有回升，产品的价格多数高位略有回落。展望四季度，天然气由于冬季供暖，价格必然上涨，油价由于11月4日对伊朗制裁正式实施，油价有望冲高。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，但由于贸易战等因素影响，经济增速放缓将影响需求，虽然供给没有大规模的增长，但需求不旺，化工子行业已经或者将从景气度高点回落，但由于行业集中度提升，盈利情况预计不会太差，龙头企业长期来看有很好的投资价值。

### 勘探开采和炼油

三季度油价在65-80美金/桶振荡，价格中枢较2017年同期上升了10美元/桶，2018年全年价格中枢大概率要较2017年有所抬升，预计在60-70美元/桶振荡，比上半年的预期要高一些。首先需求每年持续增加，供应方面，OPEC减产力度虽然减弱，但还在执行中，伊朗受到美国制裁，出口已经大幅减少，美国页岩油的产量虽还是进一步增长，但幅度较小，导致原油库存持续下降，综合来看，供求关系的变化，支持油价上一个台阶。

在油价小幅上涨的情况下，综合的石油公司业绩将明显改善，石化类企业的盈利情况也不错，在资本开支增加的预期下，上游油服公司或有一定的交易性机会。



## 化工

三季度受经济增速放缓以及高温导致的季节性淡季，下游的需求一般，产品的价格多数环比下降，多数企业三季度的业绩环比小幅下滑，四季度由于环保加强，加之天然气原油价格上涨的确定性很高，相关天然气、原油开采、油服、煤化工等行业和公司的业绩或将环比上涨。农药、化肥由于下游需求稳定，未来农产品价格看涨，产品价格预计上涨，相关公司盈利情况或将持续好转。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

高端消费受经济影响略显疲软，同时叠加 CPI 上行预期加强，新零售背景下，行业中少数的优质公司正在不断转型、探索，未来有望出现融合线上线下能力的新业态、新模式，出现打破传统格局的快速成长的投资机会。

受益于渠道变革，三四线城市使用化妆品人数快速提升，化妆品行业消费尤其是电商渠道快速提升，中国品牌得益于本土资源以及先发优势已在三四线城市、线上渠道成功布局且已有较大体量，参考成熟国家的化妆品企业的成长史，整体来看，我们认为中国化妆品企业仍有崛起机会，其中面膜品类与电商渠道最为契合，中国品牌有望依托新渠道、新用户以及数据经验的积累，在化妆品行业中崛起，面膜品类值得关注。

## IT 行业

### 电子行业

年初以来，申万电子行业指数下跌 34.06%，沪深 300 指数下跌 20.49%。三季度，申万电子行业指数下跌 16.53%，沪深 300 指数下跌 8.72%。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。



进入三季度，电子板块中消费电子、LED、安防等都受到中美贸易摩擦带来的影响，调整幅度较大。其中消费电子市场经历了二季度安卓新机密集发布后，行业相对平淡，新一代 iPhone 已于 9 月初发布，延续 iPhone X 全面屏外观和 3D 人脸识别是本次新机的主要看点，此外苹果还在大陆地区推出实体双卡双待，希望进一步吸引中国消费者，但定价过高成为拉动销售量的主要障碍，宣布售价后消费电子产业链也经历了新一轮调整。目前观察 2019 年新机型，创新仍显不足，光学仍是主要的创新方向。安防行业受到国内政府去杠杆以及海外贸易摩擦的影响遭遇双杀，但长期看安防行业公司在全球范围内的竞争力以及相对刚性的需求或能支撑当前估值。半导体和元件领域将进入长期的国产替代道路，关注具备替代能力的公司未来的成长性。

### 计算机行业

今年以来，申万计算机行业指数下跌 14.07%，沪深 300 指数下跌 20.49%，三季度，申万计算机行业指数下跌 9.10%，沪深 300 指数下跌 8.72%。在经历一季度反弹后，计算机行业基本保持了高位振荡的态势。

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。政府机构改革、地方政府去杠杆等因素对面向政府需求的 IT 公司业绩影响较大。云计算大数据仍是未来计算机行业发展的确定性方向，相关上下游领域如行业应用类公司、IDC 行业、服务器行业都将受到深远影响。宏观不确定性增加，受益于经济后周期的行业需谨慎看待。

### 通信行业

今年以来，申万通信行业指数下跌 29.64%，沪深 300 指数下跌 20.49%，三季度，申万通信行业指数下跌 3.43%，沪深 300 指数下跌 8.72%。

上半年受到行业龙头公司事件性影响，运营商采购上半年整体处于停摆状态，进入三季度随着事件落地，运营商本年度 capex 开始逐步释放，三季度行业恢复迹象显著。5G 频谱落地，后续运营商试商用布局正在逐步展开，到明年下半年运营商 5G 战略正式公布前，5G 或将成为资本市场重点关注的领域。



## 传媒

基本上，中报：盈利增速继续处于低位，收入增速放缓、毛利率下滑是主因，个股的盈利分化较大，部分细分领域龙头经营稳健，业绩增长出色。考虑到目前传媒行业监管趋严，尤其是游戏和影视两个子行业面临较大监管压力，小公司以及部分跨界转型进入传媒行业的标的业绩堪忧，年底商誉减值承压，对行业全年盈利增长保持谨慎。

估值方面，板块估值均已降到自 2000 年以来的历史相对最低位，后续继续大幅下调的空间可能不大。在行业增速放缓，监管环境趋严的情况下，以精选个股为主，关注经营稳健、业绩增长持续性强、现金流良好的细分领域龙头。

## 家电行业

### 空调

上半年行业终端需求略超预期，龙头企业安装卡实现双位数增长；同时叠加渠道补库存因素，行业整体出货量超预期。从 7 月份开始，终端需求回落，且受到高基数影响，行业增速出现明显回落。全年看，空调行业相对去年销量仍有位数增长，均价提升抵消原材料影响，规模效应下企业净利率同比稍有提高。目前行业库存处于正常水平，明年销量主要受需求影响，预计相对稳定。

### 冰洗

今年是冰洗小年，行业整体销售小幅下滑，尤其是线上增速明显放缓，同时行业内部龙头企业战略调整导致格局出现一定变化，龙头之间增速出现分化。但冰洗行业相对稳定，消费升级是长期趋势，地产波动对其影响较小，行业格局仍有进一步优化空间。

### 厨电

受地产影响较大，一二线厨电已经出现明显下滑，今年下半年至明年三四线厨电可能出现压力。厨电行业景气依然处于下行通道中，风险尚未完全释放。



## 汽车行业

根据中汽协数据,2018年8月,销售210.3万辆,同比下降3.8%。1-8月,汽车累计销量1809.6万辆,销量累计增长3.5%。8月份乘用车销售179万辆,同比下降4.6%;1-8月乘用车销量1519.3万辆,增长2.6%;商用车8月份销量31.3万辆,同比增长1.1%,1-8月份销量290.3万辆,增长8.7%;其中新能源汽车8月份产销量8.1万辆,同比增长49.5%;1-8月份销量60.1万辆,增长88%。整体上看,8月销量整体疲弱,连续三个月同比下滑。

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。2019年新能源双积分政策有望正式实施,动力电池行业经过调整后行业竞争格局进一步清晰,产能优化后龙头将强者恒强,有望迎来新一轮的需求增长,对于上游材料如锂、钴,以及核心材料如正极、负极、隔膜、电解液等保持密切关注。

## 房地产行业

2018年1-8月,房地产销售依然保持高位,全国商品房销售10.25亿平方米,同比增长4%,销售额8.94万亿元,同比增长14.5%;企业拿地意愿强,加速开工推盘,1-8月全国房地产投资增速10.1%,土地购置面积增长15.6%,新开工面积增速15.9%;竣工压力依然较大,1-8月竣工面积4.62亿平方米,同比下滑11.6%,跌幅进一步扩大,表明企业资金压力下依然选择加速销售周转,挤压上游资金。

行业惯性下,销售和投资数据至年底可能维持在较高水平,但增速已经有逐步回落迹象。明年行业景气或许会有明显下行,企业压力加大,销售增速大概率下调预期,具备拿地和融资优势的龙头企业在下行周期或有明显超额收益,具备长期投资价值。

## 农林牧渔行业

#### 畜牧产业链：

1、禽类养殖，中秋国庆旺季后（苗种补栏8月中旬进入淡季、屠宰9月中下旬进入淡季）的价格超市场预期，也验证了禽类养殖供给偏紧的逻辑。

2、2018-19年是生猪价格周期的底部时期，整体生猪养殖和上游的饲料、动物疫苗盈利压力大。近期的非洲猪瘟已确诊十余例，部分省份被禁止调运出省，造成各省份之间的生猪价格差异大。若短期非洲猪瘟被有效控制，则对需求和供给影响小；若非洲猪瘟继续发生，则对需求和供给影响大，参照全球历史上各国生猪养殖疫病经验，一般疫病当年生猪价格下跌，第二年、第三年上涨，第四年下跌。

3、畜牧产业链重点关注动物疫苗龙头和下游屠宰加工龙头。

#### 种植产业链：

1、种植：植业的供给侧结构改革从玉米扩大到水稻等，玉米的去产能和库存的效果好，而水稻是改革第二年，整体种植面积和价格预期偏弱。关注种植业的短期机会在中美贸易冲突带来的主体性机会。

2、种业：水稻种业受水稻的供给侧结构改革营销，但程度低于玉米及玉米种业；玉米种业，转基因的商业化没有放开，使得国内大型玉米种业企业相对小企业的优势难以体现。2018年是市场对种业预期调整的一年。

## 医药生物行业

进入2018年三季度以来，医药生物板块经历了“疫苗事件”、国家药品带量集采试点等一系列事件冲击，出现了显著回调；板块的估值压力得到了部分缓解，但政策层面仍然存在一定的不确定性。

我们预计2018年四季度乃至2019年，政策层面仍然会对板块估值和景气度产生影响。我们认为“疫苗事件”后，药监局及CDE、CMDE对创新药、创新医疗器械和试剂的审评审批速度大概率不会减慢；而企业也将继续围绕“创新”关键词加大研发投入，资本市场对生物科技企业和创新药研发企业或更为认可和接纳，医保基金对创新药或将更为开放和欢迎。

中国医药生物行业转型升级阶段是一个长期过程，不可能在几个



季度内一蹴而就；但在未来几年内，我们相信有望会看到创新速度和  
创新回报同时提升的崭新的中国医药生物行业。

### 医药工业

在总理的关注关心下，2017 年谈判目录内抗癌药品的降税、降价  
工作已基本调整完成，各地医保部门也跟随调整了医保支付标准和采  
购价格，后续还有医保内抗癌药省级专项集采工作将要落地。此外，  
国家医保局将重点推进 2018 年抗癌药医保准入专项谈判（18 品种）、  
国家药品带量集采试点（11 城市、33 品种）两项工作。截止目前，2018  
年抗癌药医保准入专项谈判已经完成，即将公布谈判结果；而国家药  
品带量集采试点已经分别召开地方、企业座谈会，即将公布正式方案，  
预计将于 2018 年四季度正式启动、2019 年开始正式执行。

我们认为，国家药品带量集采试点，打破了目前国内主流仿制药  
（含国产仿制药、过专利期原研药）领域内相对稳态的价格体系和竞  
争格局。根据目前公开信息推演，仿制药企业之间价格竞争将会变得  
更加残酷，无论是集采之内还是之外的市场份额竞争也将变得更加激  
烈。从医保支付端角度看，未来形成均衡博弈价格后，按通用名制定  
的医保支付基准就能够顺利出台，通过价格杠杆调节用药结构，从而  
减轻医保支出压力、降低患者自费负担、提高全社会福利；但从供给  
侧看，仿制药企业/业务失去了稳定利润来源和持续成长性，将会面临  
潜在盈利调整和估值调整的双重压力。我们预计，国家药品带量集采  
试点对潜在盈利的影响需要根据不同品种的竞争格局而区分对待，但  
对估值的影响是系统性的、面向整个仿制药板块的。

仿制药一致性评价和国家药品带量集采试点，使得仿制药板块回  
归其制造业的本源，为药企提供稳定的销量、现金流和产能利用。药  
企将会把更多的精力、资源投入高竞争门槛、高准入壁垒的创新药研  
发之中。2018 年内药监局已经相继批准安罗替尼、吡咯替尼、呋喹替  
尼等多个国产创新药上市，未来还将有多个小分子、大分子国产创新  
药有望在国内外获批上市。这些品种获批对于中国医药生物行业而言  
是里程碑式的重大事件，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巨大的商业价值，从而激励上市公司的研发转型  
和科技创新。

港交所修订发布生物科技板块上市规则后，已经迎来三家生物科



技公司挂牌上市，还有多家公司已提交 A1 文件排队，有望进一步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。虽然前三家短期股价表现相对较弱，但我们认为交易制度变革对医药创新的影响是长期、渐进、持续的，而且对资本市场对无产品、无收入企业的估值定价方法论提出了更高要求。

#### 医药商业

进入 2018 年二季度以来，信用市场逐步回暖，利率中枢逐步下移，对医药流通行业资金端的负面冲击最大的时刻已经过去，预计未来融资成本稳中有降。

随着政策推进，流通行业整合加速、集中度水平提高，正在逐步体现。但随着国家药品带量集采试点出台，不仅在工业企业层面，在流通企业层面或将开始出现新一轮的降价压力，医药流通行业收入提速、盈利改善和景气复苏仍然存在一定的不确定性。

上市连锁零售药店持续开店布局、推进并购整合，医药零售行业的集中度正在持续提升。但随着板块整体估值中枢的下移，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，以及潜在的收购失败风险。我们认为外延扩张只是锦上添花，医药零售企业应该更加聚焦于可持续的内生增长（同店增速）和内生盈利水平提升。

我们认为社保征管体制的变化，对人力资源密集型的医药零售行业的影响相对有限。我们更需要重视“互联网+”、“新零售”给医药零售行业带来的新机遇与新挑战，同时关注处方药网售等政策出台的可能性。此外随着国家医保局的成立和各地医保部门主动管理，医保资质分级管理、医保统筹账户放开、个人/统筹缴费比例调整等政策调整预期，对医药零售行业的短中长期影响也需要进一步分析。

#### 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在肺癌、肝癌等适应症上已分别开启超过万人的大型队列前瞻性研究。如果这些研究获得阳性结果，有望显著提高部分肿



瘤患者的早期诊断能力、早期治疗效果和长期生存预后，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人头/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出口业务，可能会受到近期中美贸易摩擦的负面影响。在科技创新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，包括医学影像等中高端医疗设备领域，以及化学发光、分子诊断、基因测序、POCT 等新型体外诊断技术领域。

#### 医疗服务

近期卫计委印发《互联网诊疗管理办法（试行）》、《互联网医院管理办法（试行）》、《远程医疗服务管理规范（试行）》三份文件，正式打开互联网+大门，但对参与主体及医疗服务行为的规范性提出了更高要求。我们认为，互联网+医疗的商业模式结合分级诊疗政策趋势，有望在部分区域、部分领域得到试点推广，也将从中孕育具备互联网基因的新型医疗服务企业。

我们看好在眼科、牙科、儿科、健康体检、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。

CDE 将临床试验申请从审批制调整为 60 日默许制后，更多具备临床价值的创新药有望加快进入临床试验阶段。近年来创新药企业普遍采用 VIC 虚拟研发模式，具备核心竞争力的临床 CRO/CDMO 已成为这些企业的国内战略合作伙伴，并将伴随他们走出国门、参与全球创新药临床 CRO 市场。我们应当高度重视创新药给 CRO/CDMO 行业带来的业务增量和盈利弹性，包括服务收入、里程碑付款、销售分成等、股权投资收益等多种形式。

## 环保工程及服务行业

回顾过去一年，环保已经成为供给侧改革去产能以及提高人民群众生活质量的有力抓手。展望 2018 年四季度，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，环保政策可能继续保持高压状态，继续关注监测、工业环保治理和危险废弃物处置市场。另外，PPP 项目仍可能成为重要的投资主题，过去一年受到利率上行和金融去杠杆影响，PPP 项目整体进展显著慢于预期，市场目前对项目落地速度和政府态度忧虑重重。随着经济数据的下行压力加大，投资重启的必要性和紧迫性也加大，预计未来 PPP 领域招标建设有望进度加快。相关公司之间的差异或愈发明显，分化加剧。

**环境监测网络：**环境监测是政府了解环境污染情况并进行决策和治理的重要依据，费改税推动污染源监测的覆盖和升级，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，治理紧迫性较高，市场爆发力和持续性都较好。

**固废处理：**四季度继续重点关注水泥窑协同处理技术在危废领域的推广和市场占有率的提升，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。水泥窑协同处理危险废弃物，由于整体覆盖度低，水泥窑加装危废处理设备的趋势或在今明两年爆发，区域割据情况改善，行业整体处在快速成长期，有望在最近 2 年提供给相关公司巨大的提升空间，长期更看重项目的运营情况和盈利能力。

**污水治理：**考虑到环保监察趋严，工业污水处理领域的机会较大，但下游分散，处理工艺复杂同质性差，为相关公司在客户拓展行业拓展方面增加了难度。另外，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。

## 轻工制造行业

2018 年上半年轻工行业增长小幅放缓，行业分化加剧：A 股轻工板块 123 家企业 2018 年上半年共实现营收 2331 亿元，同比增长 22%，实现归母净利润 173 亿元，同比增长 12%，收入与利润增速均有小幅放缓。2018 年前三季度，受市场走弱影响，轻工行业股价大幅下跌，行业估值明显低于历史平均水平。造纸行业 2018 年和 2019 年木浆新



增产能有限，新增需求足以消化新增产能，叠加汇率波动和中国对美进口纸浆加征关税等因素影响，木浆价格有望保持强势，木浆价格向下传导至纸价端，推动造纸行业持续景气。定制家具行业市场前景广阔，整体家装成为下一个风口，看好拥有渠道优势和布局全屋定制的龙头企业。软体家具，短期来看受原材料价格下降和汇率影响，成本端压力减小，汇兑波动带来的收益，长期来看软体家具市场广阔，市场集中度有望提升，关注软体家具龙头企业。

## 建筑建材行业

**建筑：**二季度去杠杆导致基建增速大幅下滑，处于对短期经济担忧，政府去杠杆力度有所缓建，定向刺激基建，预计四季度基建投资环比反弹。但是从中长期看，中央对解决地方政府债务问题态度坚决，去杠杆是大的方向，未来政府开支缩减几成定局；同时金融体系对地方政府风险意识提高，融资难度加大，后续基建资金难以大幅提升。因此，基建投资短期有小反弹，但明年甚至未来几年内大概率维持较低增速，以紧缩政策缓慢去杠杆。

**建材：**华东水泥9月份进入旺季，在供给侧推动下，价格稳步提升，同时预期四季度的基建小反弹进一步巩固价格基础，预计春节前基本面相对确定。明年的主要担忧在于需求，宏观不确定性会给水泥需求带来较大波动，需要进一步观察。短期看水泥是景气确定性较强的品种。

## 公用事业行业

### 电力

预计2018年火电全年利用小时或将继续恢复，煤炭价格有可能在高位回调，带来火电股的交易性机会。长期来看，煤价如果大幅降价，则上网电价可能会随之下调，尤其是在目前经济下行压力较大的情况下。另外，长期来看由于电力需求较弱供给仍较多，新能源占比继续



提升，电网灵活度提升，特高压调度能力提升，这些因素仍然将长期挤压火电企业盈利。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。未来继续关注煤价动态以及电力供给侧改革的进展。

水电企业长期来看业绩确定性强，重点关注公司的新建产能、现金流情况和分红率的提升。

继续重点关注电改和国企改革的进展。目前电改进展较慢，但长期看，随着相关配套政策的陆续出台，电力市场化交易和用电服务领域仍然存在较大机会，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。“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

短期看天然气价格的波动或带来交易性机会，煤改气进程过半，长期来看更关注天然气使用量的大幅提升，接收站和管输公司存在投资机会。

## 电力设备行业

### 新能源

2018年以来，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。今年以来销售数据良好，市场信心恢复。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。

光伏行业预计 2018 年继续受益于装机成本的下降和分布式交易方式改善，但因为补贴政策的变化超出市场预期，整个光伏行业承受较大压力，行业竞争加剧，面临新一轮洗牌。四季度仍需重点关注主流公司的成本的下降幅度和速度。长期来看，成本优势明显的龙头企业将在这轮洗牌中开疆扩土，市场份额继续提升，而执行力强、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也将受益。

风电经历过去几年的行业低迷，逐步从底部回升，加之二季度以



来政策的各种扶持和倾斜，风电行业装机增速回升。分散式风电有可能带来行业增长弹性，预计未来两年存量风电项目有望逐步招标建设，底部回升的确定性较大，远期看随着风电发电成本的下降和分布式模式的成熟，或将面临较大的市场空间。

储能板块战略地位凸显，具备长期投资价值。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

关注工控行业的长期增长机会。三季度随着工业企业投资放慢，行业需求有所回落，经济下行压力加大更导致市场对工控行业的短期担忧。长期来看，传统制造业回暖和先进制造业国产化趋势不会逆转，工业4.0有望带来新机遇。

## 食品饮料行业

2018年上半年申万食品饮料行业营业收入合计同比增长16.44%，归母净利润合计同比增长31.87%，表现优于A股整体。其中白酒表现一枝独秀，软饮料整体增速虽然也高于行业整体，但是内部分化较大，调味发酵品、乳品、食品综合增速接近行业整体、业绩较为稳健，葡萄酒、肉制品、黄酒、啤酒和其他酒类偏于疲软。

行业上市公司的盈利能力有所加强。2018H1行业毛利率和净利率均有提升，平均毛利率的提升主要受到大体量公司的提振，平均净利率的提升主要受到亏损公司改善的影响。行业的销售费用率小幅提升，管理和财务费用率有不同程度下降。食品饮料行业盈利能力加强，2018H1净资产收益率同比有所提升。从我们重点关注的几个子板块对比来看，白酒、调味品净资产收益率较高、2018H1提升幅度也较大。

板块营运能力和现金流情况维持稳健。申万食品饮料行业整体存货周转率有所下降，应收账款周转率有所提升。行业总体收现和现金流情况良好，但是个股分化有所加剧。在基本面没有恶化的前提下，



板块上市公司中报数据总体向好，我们认为板块行情仍然存在支撑、不乏投资机会。我们较为看好白酒和食品综合子板块。

## 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1.15万台，同比涨幅33%。国内市场销量1万台，同比下滑26.8%，出口1482台。2018年1-8月份累计销售14.2万台，同比增长56.2%。8月份单月销量创同期历史新高，出口绝对值较前两月环比略有下降。7月底政治局会议定调加大基础设施补短板力度，此前国常会已提出加快地方政府债券发行和使用力度，有望支撑整体机械产品的销售。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），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。先进制造仍是未来的投资主线：1）一类是新的国家战略制造业。看好集成电路设备、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，其中的龙头公司强者愈强进军国际市场。3）在能源安全大背景下，油服行业有望迎来新一轮景气周期。

## 有色、钢铁及煤炭行业

### 有色金属行业

受到中美贸易战的影响，国际大宗商品价格三季度以来普遍下跌，其中LME铜、LME锌和LME铝三季度分别下跌10.9%、16.7%和2.3%。当前价格下大多数有色金属企业仍然能有较好的盈利水平，供给仍在缓慢扩张中，而未来需求的变化还将视贸易战的进展而定。鉴于中美500亿美金贸易加税确定，有色行业中基本金属仍需谨慎。锂和钴等新能源汽车用材料过去几年积累了较大的涨幅和市场关注，今年随着供给增加，供需关系开始恶化，未来我们认为价格调整的速率可能变慢，但是当前价格下，上游矿企盈利仍然较好。



### 钢铁行业

钢铁行业在三季度一直保持高位，螺纹钢上海的价格维持在4000-4500之间。库存方面，社会库存叠加钢厂的库存仍处于历史同期较低的水平，钢铁企业盈利状态较好，螺纹钢吨钢毛利1000元左右，企业增产冲动较强。

展望四季度，环保限产和宏观需求变化是影响行业的关键变量。环保政策当前具有较大的不确定性，同时执行力度也不容易判断。另一方面，需求在贸易摩擦的影响下，预期相对悲观。当前地产投资下行趋势确立，基建投资体量有限。我们对钢铁板块相对谨慎。

### 煤炭行业

受供给侧改革的影响，煤炭三季度价格平稳，动力煤价格稳定在600，而焦煤价格在8月出现了明显的拉升。整体上煤炭政策已经从过去的去产能转变为鼓励释放优势产能。预计未来供给将有序增加，而下游火电需求相对稳定，我们预计动力煤价格未来可能仍然稳定。