



国海富兰克林基金 2019 年四季度投资策略报告

一、宏观分析

2019 年三季度以来，受国内控杠杆防风险政策、全球经济增长疲弱和国际贸易摩擦迭起等因素影响，中国经济整体延续上半年态势继续探底。

从生产端看，1-8 月规模以上工业增加值累计同比增速 5.6%，累计增速比 2018 年 12 月回落 0.6 个百分点，比去年同期降低 0.9 个百分点。从需求端看，投资、消费和出口增速继续下滑。其中，1-8 月全国固定资产投资累计完成额同比增长 5.50%，低于 1-6 月的 5.80%，制造业投资今年以来不断下滑，1-8 月累计同比增长仅为 2.60%，基建投资维持低位，1-8 月累计同比增长 3.19%，仅房地产开发投资维持较高增速，1-8 月累计同比增长 10.50%。8 月社会消费品零售总额当月同比增长 7.50%，仍处于下降通道，累计同比增速仅为 8.20%，低于上半年累计增速 8.40%。受贸易摩擦和全球经济增长放缓影响，1-8 月进出口累计同比增长-2.00%，其中出口累计同比增长仅为 0.40%，略高于 1-6 月的 0.10%。

物价方面，受猪肉价格上涨影响，三季度食品价格持续攀升，导致 CPI 居高不下，8 月已升至 2.80%，受基数效应影响，预计四季度 CPI 仍有上涨压力，PPI 维持低位波动，8 月同比增速为-0.80%。三季度以来社融增速保持平稳，地方债融资成为社融保持稳定的重要支撑，企业中长期贷款增速仍然较慢，基金资本金到位偏慢和制造业投资意愿不足或是主因，M2 增速保持平稳，8 月为 8.20%，银行的信用派生较弱。

在全球经济承压、贸易摩擦不断、国内需求下行的背景下，四季度国内经济增速可能难以发生明显改观，但伴随着政策的深入，四季度经济有望筑底。一方面，三季度央行进行了一次全面降准，有助于降低银行资金成本，叠加全球央行陆续降息，为中国货币政策提供了进一步操作空间。另一方面，伴随着地方债的发行，未来财政政策可



能有所扩张，低基数下的基建投资反弹有望对经济构成支撑。

债券市场

利率债

三季度以来，受制于货币市场稳中偏紧，1年期国债收益率小幅波动，但10年期国债收益率受宏观经济较弱影响有所下行，利率债收益率曲线进一步平坦化。

目前经济预期较弱，货币政策有进一步宽松空间，国债利率有进一步下行可能，但目前国债利率处于较低水平，下行空间可能有限。

信用债

三季度信用债收益率整体有所下行，信用利差稳中有降。相对于上半年，三季度的信用利差主要来自于中高等级的中长久期品种，而上半年信用利差压缩明显的低评级短久期品种信用利差略有扩大。

当前高评级、短久期债券的信用利差已经较低，如果短端货币市场资金利率不能大幅下行，高评级、短久期债券信用利差压缩空间已经比较有限。当前低评级债券的融资环境不佳，短期内信用风险偏好仍难以修复，需警惕未来信用利差进一步扩大。

转债

转债策略方面，仓位上保持配置，遇到市场调整可适度加仓，中期看，股票走牛的机会确定性较高。

二、投资策略

三季度回顾：市场窄幅震荡，科技股表现占优

三季度宏观经济数据保持底部盘整，尚未出现复苏趋势，A股上市公司盈利整体上处于下降通道，市场流动性保持相对充裕。市场呈现窄幅震荡格局，中小创表现优于主板股票。

7月，科创板首批新股集中上市，市场对科技板块情绪回暖，消费电子、半导体和云计算板块表现相对占优。8月，宏观经济高度相关的银行、地产等周期板块表现不佳，科技延续上涨态势，此外，MSCI增加A股权重背景下，外资流入A股，白酒、免税等消费蓝筹股表现亮眼。9月，华为供应链国产化加持下，射频、高速PCB板等科技板



块高景气，市场流动性相对充裕，电子板块引领科技上涨，周期、消费板块表现相对平淡

三季度市场呈现窄幅震荡、结构分化的格局，主要原因是宏观经济尚未有起色，上市公司盈利处于下行通道，而流动性相对宽松，市场缺乏全面上涨的基本面支撑。5G 投资加持和中美贸易冲突背景下，华为供应链加速国产化，为国内科技公司提供了快速成长的机会，科技板块天然具有弱经济周期属性，表现优于主板。

四季度展望：短期调整无碍长期向好，回调敢于加仓

经济下行趋势背景下，市场给予了基本面确定的股票较高的估值溢价。年初以来，基本面优质的个股基本没有调整，部分甚至创出新高，而基本面不确定的个股回调幅度较大。弱经济周期，宽流动性背景下，寻找高景气板块投资是有效的投资策略。

前期股价上涨快于基本面改善，四季度市场短期或有调整，但不改变长期向好态势。从估值角度看，A 股市场处于全球价值洼地，投资机会远超其他市场。用风险报酬指标来看，沪深 300 的动态估值约 12 倍，扣除无风险收益率后的风险报酬补偿超过 5 个百分点。从流动性来看，全球央行陆续进入降息周期，低利率时代重新来临，市场无风险报酬率快速下行，股票资产风险报酬回报抬升。以十年期国债收益率为例，欧洲进入负利率时代，美国跌破 1.7%，中国也已经跌破 3%。从经济角度来看，虽然经济底部盘整，但市场对于中国经济的长期信心在逐步增强，对经济底部盘整有相对充分的预期。经济失速的可能性极低，外部环境趋于温和，市场已经做好准备迎接中美关系新常态。

经济尚未出现复苏的背景下，投资高景气板块依然是较好的投资策略。如果四季度出现调整，是一个较好的加仓时机，挑选基本面持续向好的标的长期看有望获得很好的投资回报，相对看好 5G 手机产业链、智能电网信息化、医药创新和高股息率蓝筹板块。

三、海外市场

美国

三季度美国 ISM 制造业 PMI 跌破 50，中美贸易摩擦继续拖累美国



的经济，经济动能继续走弱。就业市场失业率微降，新增就业放缓，但工资增长加速，消费强劲。三季度 10 年期美债从 6 月 30 日的 2% 一度下行至 1.45%，近期，随着一级市场美国国债发行量巨大、中美贸易摩擦缓和、美国消费和通胀数据超预期，10 年期美国国债上行至 1.7% 左右。

9 月美联储如市场预期再度降息 25bps，联邦基金利率目标区间调整为 1.75%-2.0%。但美联储内部分歧加大，不仅对此次降息反对票增加至 3 票（7 月为 2 票），且点阵图对未来利率路径预测分歧也加大。

欧元区

三季度欧元区增长动能依然疲弱，制造业 PMI 从上月的 46.5 反弹至 47，好于市场预期的 46.2，欧元区负利率债券规模近 7.7 万亿，已超过日本的 7.3 万亿。欧央行 9 月也推出了包括降息（存款便利利率下调 10bp 至 -0.5%）和 QE 等多项措施在内的宽松组合。

日本

日本出口连续下滑，通胀仍较疲软，国内需求苦苦支撑。9 月日本央行按兵不动，但行长黑田东彦暗示将启动宽松。向前看，消费税上调即将生效、叠加外需偏弱，日本急需宽松支撑，但宽松手段有限。

中资美元债

中资美元债一级市场方面，据彭博统计，截至 9 月末共有 227 家中资企业发行美元债，募集总金额高达 1570 亿美元。去年同期发行人为 91 家，发行金额为 760 亿美元。中资美元债二级市场表现疲软，截至 9 月下旬，美银美林亚洲高收益中资美元债指数显示，中资高收益美元债信用利差较 6 月 30 日上行近 107bps，目前收益率水平处于过去 9 年均值水平，约 8.9%。

展望 2019 年四季度，目前中资美元债虽然估值不高，但考虑到 10 月一级市场发行会恢复活跃，叠加中美贸易摩擦的不确定性，将主要关注防御型低久期高票息的高收益品种，并关注美国国债的投资机会。

中国香港市场

香港市场方面，7 月至 8 月中国宏观经济数据不理想，三季度经济整体表现不佳，但市场对三季度企业盈利预期并不高，业绩不好导致市场出现大幅回调的可能性较小，且减税降费、专项债等利好政策



的积极效应或将逐步体现。

目前欧洲经济仍有压力，已重启 QE，美国经济也有转弱迹象，因此，海外市场流动性仍将较为宽松。考虑到经济企稳回升的势头并不牢固、海外需求不佳等因素，国内货币政策大幅收紧的概率不高，此外，南下资金开始重新净流入香港市场，对香港市场流动性总体偏利好。

经过前期调整后，港股和中概股估值都在较低的位置，部分质地较好的成长股估值颇有吸引力，可以考虑中长期布局。四季度仍将以选股为主，重点关注盈利持续稳定、有核心竞争力、管理层优秀、现金流好的公司。此外，也关注估值较低、行业前景有望反转的部分周期股。

四、行业分析

金融行业

保险

从人身险行业发展来看，已经历去年最低点，增长有所恢复拐点上，健康险依然维持高景气度增长。未来无论是保障需求还是储蓄、财富管理需求都有较大的空间，保险个股有望享受行业增长的红利。从监管环境来看，2016 年行业逐步进入监管收紧阶段，市场秩序逐渐规范，在行业转型阵痛过程中，转型较早、坚持高质量发展的公司料将享受份额的集中。从上市公司来看，在面临新业务增长持续承压，人力增长出现瓶颈等不利状况时，坚持正确的战略选择不动摇尤为重要。关注龙头保险公司。

券商

资本市场改革持续推进，龙头券商最为受益。行业内部受益程度分化，以最为受益的投行、产品创设类业务来看，龙头券商具备风险定价能力、资本实力优势，最为受益。此外，由于业务试点化，业务与资本实力、评级等相关，监管资源倾向龙头券商，行业集中度继续提升。金融业对外开放进程继续推进，沪伦通开通，利好券商衍生品、



GDR 等创新业务。目前，纾困资金步入落地阶段，券商股票质押规模持续收缩，券商增加客户抵押品且提高业务门槛，股权质押风险担忧正在减弱。龙头券商传统业务有支撑，且更能把握创新业务发展机遇。

银行

中报业绩较好，短期关注滞涨标的。1H19 上市银行净利润增速 6.75%，较 1Q19 上升 0.49 个百分点，为 2015 年以来较好水平。其中，大行为 4.75%，股份行为 10.36%。业绩改善主要源自 1) 市场利率大降使得负债成本下降，净息差同比改善；2) 资产质量保持稳健。

个股方面继续关注以大型企业为主要客群、负债优势显著、估值低的大型银行，和以中小微企业为主要服务对象、风控能力突出、估值相对合理的小型银行。

纺织服装行业

中美贸易影响纺织服装企业出口增长，童装及运动仍然是最好的细分赛道。纺织制造子板块 19Q2 收入/净利润/扣非净利润分别为 236.26/15.40/15.06 亿元，同比增速-5.17%/-26.79%/-12.22%，受中美贸易摩擦影响，出口订单偏谨慎，导致增长乏力。全球布局产能的纺织服装龙头企业受贸易摩擦影响相对较小、抗风险能力更强。众多东南亚国家如越南、柬埔寨等地税收优惠、贸易环境良好，在这些国家优化产能布局能够减少对美贸易依赖，推动业绩长期向上。中国各子领域规模处于持续增长过程，但增速有所趋缓，未来童装、运动服装行业处于高景气赛道。国内童装仍处于成长期，叠加二胎政策刺激，童装行业缺乏真正意义上的绝对龙头，导致行业整体增长较快，受益于国内可支配收入的不断增加，对运动休闲的需求不断增加，运动服装企业自 2014 年起，处于高速增长赛道。

化工行业

三季度受经济下滑、贸易摩擦、原油价格下跌等影响，与去年同期相比，需求一般，外贸和内需均缩短了订单周期，环比来看，进入



传统旺季，情况略有好转，供给方面，由于保增长，环保压力较去年同期小，产品的价格维持低位。

展望四季度，行业逐渐进入淡季，企业盈利大概率环比小幅下滑，但由于去年四季度受贸易战冲击很大，业绩有望同比大幅增长。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，龙头企业的盈利不会太差，加之部分股票跌幅较大，长期来看还有很好的投资价值。

勘探开采和炼油

三季度油价持续下跌，相对于二季度平均下跌5美元/桶。沙特阿美油田设施遇袭，导致减产570万桶/天，占全球产量5%，油价大幅上涨，由于该设施是沙特最为核心的资产，防御等级较高，遭无人机袭击后，无论复产时间长短，市场对中东不稳定的风险溢价大幅提升5-10美元/桶。需求方面，受中美贸易摩擦影响，全球经济放缓，需求增幅进一步减少，这将限制油价的涨幅，除非局势进一步恶化。短期来看，全球需求放缓对油价的影响力度降低，中东局势的紧张将导致四季度油价高于三季度均价。从中长期来看，主要产油国的财政平衡点在50美元/桶，页岩油的平均成本也在50美金/桶左右，因此，油价中长期可能回归50-60美元/桶的合理价格区间。

在油价上涨的情况下，综合的石油公司业绩将触底回升，特别是上游业务占比较高的公司，对于下游炼油来说，油价上涨将带来短期的库存收益，但中长期来看，大规模的炼化项目持续投产，对市场产生一定的冲击，炼油和石化的盈利水平持续回落。

化工

四季度国内外经济还看不到好转的迹象，整体下游需求一般，且环保持行力度低于去年同期，加之前两年新建项目陆续投产，虽然规



模不大，对市场仍有一些冲击，待旺季过去后，产品价格还有进一步下跌的可能，四季度业绩大概率环比下滑，但由于去年四季度受贸易战冲击基数低，四季度业绩同比或有较大增速。对于部分龙头公司，这几年的竞争力大幅增强，行业集中度不断提升，盈利中枢也在抬升，在股价跌幅较大的情况下值得关注。另外，新能源产业链、OLED 产业链由于处于高速增长期，我们长期看好；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

超市行业仍然是传统零售的最佳赛道。GDP 和 CPI 分别通过量和价对超市行业产生影响，经济增速大幅下滑过程中“量”对超市营业影响大，但经济稳定时期，超市消费以必需品为主，需求相对刚性，以 CPI 为代表的价格因素是驱动超市行业营收的核心因素。CPI 上行趋势下，超市行业营收增速有望受益。超市行业食品与非食品消费分别占比 40%、60%，尤其生鲜超市食品销售占比更高，CPI 上行有利于客单价提升，同时刚需属性客流维持平稳，共同带动同店提升。经济预期向下的过程中，超市行业的必选抗周期属性得到充分的发挥，叠加 4 月 1 日起增值税税率下调，5 月 1 日起社保费率下调，减税降费利好超市这种零售中人力成本占比较高的企业盈利改善，超市龙头企业业绩弹性有望凸显，综合来看，超市是传统零售的最佳赛道。

IT 行业

电子行业

三季度电子行业迎来强势反弹。一方面随着 5G 商用的临近，手机换机周期叠加智能硬件将开启新一轮消费电子增长周期；另一方面，贸易摩擦的背景下电子上游，尤其是半导体自给自足的需求日趋强烈，国内优秀的半导体企业将获得空前的发展机遇。

展望四季度，预计随着重要品牌发布的结束，市场将关注在 5G 周期中真正受益的射频、可穿戴等领域相关公司。而电子制造平台类



企业将持续受益于行业新周期，并且有机会将制造能力复制到新的行业。

计算机行业

三季度计算机行业有所反弹，自主可控、信息安全等板块走势强劲。在贸易摩擦的背景下，自主产业链和网络空间安全提到了新的主要程度。而经济下行周期压力增大使得部分计算机公司呈现出一定的后周期属性，后市需要关注相关风险。此外，5G 周期中 Ai 在智能驾驶领域的落地值得关注，展望 2020 年，L3 级别的自动驾驶渗透率或将迅速提升，虽然短期受到下游汽车销量的拖累，但长期看智能驾驶是汽车领域最显著的 alpha 之一，值得持续关注。

通信行业

进入 19 年下半年，国内 5G 建设周期如约而至，但受到国内运营商共建共享、盈利能力下降等负面影响，市场对 5G 建设力度有所担心。但 5G 作为新时代下信息基础设施最重要的拼图必将率先完成，预计明年将是国内 5G 网络建设高峰，产业链整体将兑现业绩高增。此外随着国内通信产业链日趋完善，产业环节在国际竞争中优势日益明显，通信产业将成为国内先进制造业出海的急先锋。

传媒行业

板块业绩处于底部，“周期叠加成长”基本面具备拐点向上可能。上半年 A 股传媒板块实现营业收入 2882 亿元、归母净利润 240 亿元，同比分别增长 2.88%、-23.68%，增速仍处于底部，但是相比 2018 年改善明显；Q2 单季度营收和归母净利润为 1543、123 亿元，同比分别下滑 1%、26%，主要在于影视及营销板块 Q2 增速进一步下滑。

成长周期叠加资本市场风格变化，传媒板块有望酝酿深蹲起跳机遇：过去 4 年行业经受了科技红利边际影响降低、产业及监管政策变化等多重因素的不利影响，基本面和估值持续双杀，当前市值仅相当于历史最高市值的 26%；从边际趋势来看，监管政策逐步趋于稳定、新一轮科技应用正在逐步落地（如 5G、云计算、AI、AR/VR 等），在不缺乏终端需求背景下，行业有望迎来新一轮成长周期；当前 A 股传



媒板块无论市值或者盈利能力都处在成长周期底部，在行业集中度不断提升背景下，新一轮成长周期中 A 股头部公司将具备“行业成长+周期反转”的双重弹性，有望迎来巨大的深蹲起跳弹性。

家电行业

冰箱：产业在线数据显示，上半年冰箱整体销售 3874.2 万台，+2.1%，其中内销 2139.8 万台，-4.1%，出口 1734.4 万台，+11%，龙头内销份额持续提升。冰箱市场内销需求有限，二季度开始价格有明显回落；外销继续受益于人民币贬值和出口均价下滑，但增速环比也略有回落。冰箱行业的整体需求很难有大的起色，主要是细分领域，如高端市场的扩容，以及品牌之间份额的变化。

洗衣机：根据产业在线数据，1-7 月累计销售 3646 万台，+2.5%，其中内销 2433.3 万台，-0.4%，外销 1212.6 万台，+8.8%。行业需求较为平稳，产品价格比较稳定，国产龙头份额稳步提升。

空调：根据产业在线数据，1-7 月空调销量 10116.3 万台，同比下降 3.1%，其中内销 6151.7 万台，下降 1.5%，出口 3964.6 万台，下降 5.4%。5 月开始，空调出货开始加速下行，一方面是夏季不热导致终端需求低于预期，另一方面是渠道库存过高，经销商开始去库存从而减少提货。目前时点空调库存已经从高点回落，去库存已经告一段落，出货重要取决于终端需求。从行业周期看，终端没有回暖趋势，但已经筑底，行业处于相对平稳状态。

厨电：根据中怡康数据，厨电零售端依旧低迷，1-7 月零售量同比下降 5.23%，零售额下降 7.11%。厨电和地产需求紧密相关，大约滞后地产竣工半年左右，目前房地产竣工数据有回暖趋势，预计明年厨电需求将有所恢复。

汽车行业

根据乘联会数据，2019 年 8 月，乘用车整体销售 158.8 万辆，同比下降 9.9%。1-8 月，汽车累计销量 1322 万辆，销量累计下降 8.9%。



8月份环比增长5.4%，主要是国六实施的去库存导致7月有部分透支，环比销量改善。近两个月国六标准实施的大背景下，厂商促销力度空前加大，厂家库存较7月增长1.8万台，8月渠道库存上升0.9万台，改变了去年8月渠道库存下降的特征。由于部分企业国六车型的逐步到位，近几个月的生产恢复速度更快一些。新能源汽车销量下滑，销量7.1万台，环比增长6%，同比下降16%。

目前经销商经过几个月的国五库存去化，整体库存深度处于较低状态，7-8月份体现出终端和批发均比较弱的特征。考虑去年低基数效应，继续关注整车企业。长期电动化趋势明显，传统大型整车厂在整体汽车增长放缓的大背景下加大对电动化和智能化的投入，新能源汽车有望继续保持快速增长。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。

房地产行业

根据统计局数据，1-8月商品房销售面积同比下滑0.6%，销售金额同比上升6.7%；8月单月销售面积增长4.7%，销售金额同比上升10%。8月销售超预期，主要原因是房企加速推盘，一定程度上牺牲了去化率。从区域看，西部地区销售面积增速最快，达到11.2%，但销售金额增速在收窄，可能存在降价促销的情况。

1-8月累计投资增速10.5%，环比收窄0.1个百分点；单月投资增速10.5%，较上个月增幅扩大2个百分点。投资韧性强主要是施工力度逐渐提高，而土地投资在统计上具备滞后性，下降缓慢。但从开工端看，已经进入向下周期。8月单月新开工增速4.9%，环比收窄1.7个百分点，除基数原因，还在于年初以来拿地面积持续为负，新开工下行的趋势仍将延续。

总体看，在一季度超预期的货币政策托底后，行业在5月份逐步进入下行通道，目前地产基本面处于下行初期，政策层面短期很难有积极信号，板块整体估值提升空间不大。

8月房企到位资金增长4.1%，增速较上个月回落1.7个百分点。其中销售回款增长4.1%（前值12.6%），非房款增长4.1%（前值-1%），



其中自筹资金增长 4.9%（前值-7.4%）。尽管 8 月已经收紧信托等融资通道，但从数据来看，随着销售回款放缓，开发商对金融机构的依赖度加大。

总体来看，地产板块数据仍处于高位，尽管投资端和销售已出现向下端倪，但整体流动性宽松的环境下，下行速度可控。

农林牧渔行业

1、畜牧产业链：

1) 生猪养殖：受 2018/08 至今的非洲猪瘟影响，2019/08 能繁母猪存栏同比-37.4%、环比-9.1%，产能消减幅度大，生猪价格已达 27.2 元/kg，大幅超过上轮猪价高点的 21.2 元/kg，预期 2019-2020 年整体生猪价格处于高位。

2) 禽类养殖：2018 年受益于祖代白羽鸡的引种不足，2019 年将受益于生猪供给的缺口，2018-2019 年禽类价格和养殖盈利好。

3) 畜牧产业链重点关注生猪养殖、动物疫苗龙头，生猪养殖企业后续季度盈利好，而上游疫苗等也将受益于下游养殖的高盈利和后续的存栏基数上升。

2、种植产业链：

1) 种植：种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，小麦的情况也水稻类似，价格也偏弱。

2) 种业：水稻种业受水稻的供给侧结构改革影响，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。整体种业龙头的业绩在 2019 处于相对低位，2020 年可能是业绩回升的拐点。

3) 政策影响：农业进口是中美贸易之间的重要部分之一，受中美贸易摩擦影响，相关的关税政策、国内产业政策等事件性影响大。



环保工程及服务行业

今年前三季度环保市场受经济和政府开支影响，整体稳中略降，展望四季度，随着政府专项债进度的加快，预计业绩增速有所恢复。另外，很多环保类上市公司在过去2年都经历了一轮控股权变化，业务开展、公司治理和日常管理等各方面需要磨合，业绩增长也暂时放缓，关注度下降很多，未来随着关系的理顺和业务恢复正常，也将重新被市场关注。

固废处理：四季度重点关注垃圾分类政策对垃圾清运、餐厨垃圾处理等相关的设备以及餐厨垃圾处理运营企业盈利产生积极正面的影响，未来将继续关注分类制度的推进速度和相关运营企业盈利水平。另外，继续长期看好尾矿治理、危险废弃物处理处置、土壤修复和汽车拆解四个子行业。

环境监测网络：今年以来行业整体订单增速有所放缓，预计四季度随着政府专项债的发行，地方政府融资能力的恢复，未来订单增速有望回升。随着未来环保工作更加注重日常监督与管理，环境监测板块未来增长的确性强，中央和地方政府两个维度，都需要依赖监测数据进行决策和管理，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，而费改税的进程将持续推动污染源监测的覆盖和升级，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。

大气治理：非电领域的工业气体排放治理是未来关注的重点，尤其是随着钢铁、焦炭、化工、水泥等领域，已经出台了相关的排放限值，预计会在未来2年形成较强的大气治理和监测设备需求。

轻工制造行业

静待家居板块业绩增速回暖

定制家居：地产红利边际减弱、行业竞争加剧（渠道进一步多元化、前端流量分化、产品及服务差异化要求提升等）等压制因素仍然存在，但各企业已充分意识到渠道、产品变革的迫切性，因此积极进行多元化渠道开拓与差异化产品研发，以求在激烈的行业竞争中持续



提升份额提高品牌影响力。部分龙头企业依靠强大的渠道实力、完善的品类布局、较高的管理及运营效率能够部分抵御行业下行。

关注文化纸旺季提价行情

生活用纸：生活用纸行业消费属性较强，行业集中度仍有较大提升空间；而龙头企业依靠产能稳步扩张、产品结构调整、品牌力不断增强等方面，市场份额有望持续提升，生活用纸龙头企业收入端将保持稳健增长。利润端：受益于原材料浆价的大幅下行，生活用纸企业19H1 盈利能力有明显改善，净利润增速表现靓丽。

文具行业需求偏刚性，龙头企业依靠渠道、产品及品牌等方面优势，增长稳健性强；同时大办公领域行业发展空间大，龙头企业有望持续受益。

建筑建材行业

建筑

2019年1-8月基建投资增速4.2%，广义口径3.19%，广义口径下，单月增速达到4.9%，较7月份显著提高。8月份基建投资有明显的改善，一方面是基数原因，2018年8月单月下滑5.85%；另一方面也与前期专项债融资资金到位、年初订单逐步落地有关。2019年6-9月专项债集中发行近1.1万亿，预计Q4基建投资会继续恢复。

基建投资的结构特征依然显著。铁路、道路等交通类投资（占比约30%）前8月增速分别为11%和7.7%，显著高于同期广义基建增速，而地方政府主导的公共设施管理业投资（占比约40%）重回负增长，为-0.3%，这表明地方政府在投资方面依旧谨慎。

今年四季度到明年上半年，基建投资增速可能显著提升。9月份国常会部署专项债工作时要求“10月底前全部拨付到项目上，督促各地尽快形成实物工作量”，基建资金将加速落地，同时相关领导提出“提前下达明年专项债部分新增额度，这样有利于支撑基础设施投资的增长”，表明可能出现超常规的逆周期调节。

建材

1-8月水泥产量14.7亿吨，同比增长7%，8月单月产量2.1亿吨，



+5.1%。1-8月累计增速较2018年同期加快6.5个百分点，较1-7月环比回落0.2个百分点。2019年1-8月平板玻璃产量6.2亿重量箱，同比增长5.2%；8月平板玻璃产量7898万重量箱，同比增长5.1%。1-8月累计增速较2018年同期加快5.3个百分点，环比1-7月回落1.8个百分点。水泥和玻璃的产量增速均好于去年同期，但环比略有回落，总体看下游需求，尤其是地产需求超预期。

尽管地产新开工增速开始回落，但施工竣工开始加速，地产端水泥需求的下行可控，同时四季度开始基建发力，水泥需求有望得到对冲，尤其是基建占比高的华北、西北区域最为受益。

玻璃库存下降明显，4月后行业整体库存下降，8月底库存较4月底下降777万重量箱，随着地产竣工逐渐好转，玻璃需求也会进一步提升，对价格形成支撑。

电力设备行业

新能源

三季度光伏行业海外市场继续维持高景气，而随着中国国内需求开始逐步进入旺季，整个产业链供需渐紧。主流单晶厂商的订单甚至排至明年一季度，扩产意愿强烈。未来2年技术迭代更新的速度略有放慢，龙头企业低位稳固，竞争格局逐渐清晰。光伏经过过去十几年的发展，即将在全球进入平价新时代，未来有望成为占比最大的新增电源形式，长期看好光伏产业链。四季度价格有望平稳略增，明年海外需求高增长的持续性以及中国国内竞价需求和平价项目规模增长是重要观察点。

风电经历过去几年的行业低迷，逐步从底部回升，前三季度已经表现出快速增长势头，组件价格自去年以来触底，目前已经显著回升。预计四季度业绩和订单都会有较好表现，风电行业装机增速回升且可以持续1-2年。另外，海上风电可能带来行业增长新的弹性空间。远期随着风电发电成本的下降以及国内制造企业走出国门，将在全球面临更大的市场空间。

年初以来，由于电动车补贴政策显著低于预期，行业整体承压，



销售增速显著下降，价格下调压力加大。行业短期遭遇挫折，但长期看，国际主流车厂纷纷加入新能源汽车的产品开发和推广，主流车型逐步推出，市场需求从补贴政策推动的模式开始逐步向真实需求转变。未来随着电池等主要部件的价格继续下行，电池性能进一步提升，新能源汽车经济性提升且前景巨大，国际电动车销售数据有望保持较快增长，国内中游制造企业有望大幅受益于国际整车厂商的产能本土化进程。新能源汽车板块或将逐渐从之前的政策主题性板块变成真正具备行业大趋势的板块。

电力设备

长期看好制造业升级逻辑带来的工控相关企业成长机会。前三季度工业企业设备投资增速较低，行业需求回落，经济下行压力加大更导致市场对工控行业的担忧。这一状态在四季度预计将延续，但明年看有望回暖。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 有望带来长期机遇。

食品饮料行业

1) 白酒：白酒行业消费量自 2015 年后下降，但是向龙头集中、消费升级（企业产品结构升级，龙头产品直接提价）的趋势十分明显。宏观经济、消费政策对需求有影响，但是此轮白酒行业的企业、渠道、消费需求的韧性增强，2019 年中秋全国白酒龙头和部分区域龙头发货和动销良好。

2) 调味品：调味品行业需求稳定增长，产品升级空间大，2017 年行业整体性提价成功，下一个提价窗口期在 2019 年底-2020 年。调味品行业仍处于集中度提升过程中，龙头企业增速大于行业增速，并且可以依靠渠道优势叠加新品类。

3) 乳制品：乳制品行业消费量增速回落到中个位数，但是两家龙头企业合计占据绝对的市场份额（常温液奶占比 60%+），并且在持续收割市场份额。两家龙头企业各线城市的渠道布局特别是渠道下沉优势明显，依然看好龙头企业 2019-2020 年的收入增长，并且费用率在 2018 年高基数的基础上小幅下降的趋势。



4) 啤酒：长期盈利改善趋势，行业产品升级，竞争改善，利润率回升的拐点已确认，同时 2019/4/1 后增值税从 16% 下降至 13%，此部分利润增量体现在 2019-2020 年。短期面临的问题是，2019 年需求相对不旺，特别是在 2019 前两个季度的高预期下，下半年可能在销量、利润率提幅度上略低于预期。

社会服务行业

仍然长期关注免税行业。中国人的旅游购物习惯和强大购买力是免税行业发展的核心支撑，消费回流使一部分原本发生在境外的消费流回境内、哺育国内免税市场，也由此使得 2018 年以来国内免税行业呈现逆周期的高增长。供给端垄断格局不变，随着市内免税店的推行以及政策落地，强者恒强局面将延续多年。

酒店仍然是这个时间点的弹性品种，经济周期属性较强，短期受宏观经济下行影响相对较大，关注减税降费政策对酒店需求的刺激效果。但从较长周期来看，出游率、人均酒店消费和连锁化率的提升将为行业带来广阔发展空间，关注经营效率领先的龙头。

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，2019 年 8 月共销售挖掘机 1.38 万台，同比增长 19.5%。国内市场销量 1.16 万台，同比增长 14.4%，出口 2277 台。1-8 月累计总销量为 16.3 万台，同比增长 14.4%；累计内销 14.6 万台，同比增长 12.2%；出口 1.67 万台，同比增长 37.9%；9 月 6 日，央行宣布 9 月 16 日起全面下调金融机构存款准备金 0.5pct，逆周期调节加码将托底基建需求。预计工程机械销量将维持较高水平。

1) 相对看好工程机械景气持续带来的投资机会：工程机械龙头公司业绩持续亮眼，资产负债表持续改善，整体估值水平较低。2) 在能源安全大背景下，以及外部原因导致油价波动，油服行业有望迎来新一轮景气周期以及主题投资的机会。3) 随着军改影响消除，军工行业



将迎来新接订单及收入确认，行业盈利能力将恢复正常水平。在经济总体承压背景下，稳定增长的军工行业具备稀缺性，看好四季度军工行业的表现。

有色、钢铁及煤炭行业

有色金属行业

国际大宗商品价格三季度以来表现弱势，其中 LME 铜、LME 锌和 LME 铝三季度以来分别下跌 1.4%、4.8%和 0%。虽然价格下跌，但是短期内一些积极的信号正在显现：一方面，中美贸易战有缓和的迹象；另一方面，国内稳经济的政策加码。因此我们认为未来 1 个季度，基本金属有可能出现企稳反弹的走势。我们长期担忧的还是中国房地产部门的走势，当前新开工和拿地增速已经下行，明年地产对基本金属的拉动会更弱，我们整体认为有色金属品种可能弱势震荡，仍持有谨慎的态度。锂和钴等新能源汽车用材料价格出现了明显的回落，产业链也出现了持续的调整和去库存，好的投资机会仍需等待。在全球不确定性环境下，黄金具备配置价值。

钢铁行业

三季度以来，钢价出现了大幅波动，全社会钢铁库存出现了一定程度的堆积，而钢价也出现了下跌，三季度部分钢厂出现了亏损的情况，部分电炉钢企业停产。随着九十月份旺季的来临，悲观的情绪有所修复，停产带来了库存的去化，同时地产开工数据并未断崖式下跌，钢价近期出现了企稳的态势，但是由于钢企盈利能力环比仍然下降较多，对板块相对谨慎。

煤炭行业

三季度来，动力煤价格高位震荡。煤炭价格和煤企的利润都维持较好的水平，导致下游火电企业压力较大，煤价还是存在下行压力。对于煤炭板块继续保持谨慎态度，但重视分红的龙头个股是较好的绝对收益品种，继续关注。



医药行业

回顾 2019 年中报，A 股医药板块呈现结构性分化。其中化药制剂板块（14%、2%）、中药板块（11%、-6%）、医药商业板块（19%、9%）归母利润增速慢于收入增速；而生物制品板块（17%、26%）、医疗器械板块（15%、29%）归母利润增速快于收入增速，明显好于化药及中药板块。化药制剂板块中也有明显分化趋势，其中优质企业（大市值龙头及 5 家以上机构覆盖、市场关注度较高的公司）仍然保持较快的利润增速，而其他公司利润增速、ROE 均相对较低。

2019 年二季度，医药行业明显跑赢大盘，医药板块抗周期属性体现充分，预计到年底，业绩持续性及行业比价效应依然向好。

当前位置，行业龙头普遍估值高企，甚至不少已经透支未来一两年的估值空间，值得警惕。重点关注二线龙头，低估值器械龙头；同时关注业绩反转，市场预期差较大的标的，作为布局四季度到明年上半年的重点。



风险提示

本材料不作为任何法律文件。本公司承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金的过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现。基金管理人所管理的其它基金的业绩并不构成对本基金业绩表现的保证。本公司提醒各销售渠道和销售人员，在向投资者推介本计划时，应提醒投资者基金投资的“买者自负”原则，在做出投资决策后，基金运营状况与基金净值变化引致的投资风险，由投资者自行承担。投资者投资于本公司基金前应认真阅读相关的基金合同和招募说明书等文件，了解所投资基金的风险收益特征，并根据自身风险承受能力选择适合自己的基金产品。应提醒投资者注意投资风险，谨慎投资。

免责声明

国海富兰克林基金管理有限公司是得到中国证券监督管理委员会批准成立并受其监管的基金管理有限责任公司。

本文件中所表达的观点以及陈述的信息是一般性的观点和信息，其与具体的投资对象、财务状况以及任何的特殊需求无关。文件中所表达的观点不构成国海富兰克林基金管理有限公司的投资建议或任何其他忠告，并可能随情况的变化而发生改变。这些观点不必然反映国海富兰克林基金管理有限公司任何部门的观点。国海富兰克林基金管理有限公司尽力严谨处理本文件中所述的观点和信息，但并不就其准确性作出保证。如果您需要进一步的观点与信息，请与国海富兰克林基金管理有限公司联系。

投资存在风险，过往的业绩并不代表将来的表现，基金净值及其收益可能会不断变动。

本文件不是对任何人投资国海富兰克林基金管理有限公司所管理之产品而提出的建议、要约邀请或要约。投资人在认购或申购国海富兰克林基金管理有限公司所管理之产品前，应仔细阅读其基金合同/资产管理计划合同、招募说明书/投资说明书，及/或相关公告。

除非另有注明，本文件所包含的所有资讯均为本文件使用时之当时资讯。

本文件之目的仅为提供资讯，非经国海富兰克林基金管理有限公司授权，任何人不得整体或部分阅读、打印、保留、复制、传播、散布、引用或以其他形式使用本文件。

本材料仅供渠道交流使用，不用作对外宣传推介材料，请勿外传。