



国海富兰克林基金 2020 年度暨一季度投资策略报告

一、宏观分析

2019 年四季度以来，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，中国经济整体延续弱势，但环比下跌幅度较前期有所收窄，部分指标边际出现改善。

从生产端看，1-11 月规模以上工业增加值累计同比增速 5.6%，累计增速较 2018 年 12 月回落 0.6 个百分点，较去年同期降低 0.7 个百分点。

从需求端看，投资、消费和出口增速继续下滑。其中，1-11 月全国固定资产投资累计完成额同比增长 5.20%，低于 1-9 月的 5.40%；制造业投资四季度低位徘徊，1-11 月累计同比增长仅为 2.50%；基建投资小幅回升，1-11 月累计同比增长 3.47%，为年内最高，仅房地产开发投资维持较高增速，并表现出一定韧性，1-11 月累计同比增长 10.20%。11 月社会消费品零售总额当月同比增长 8.0%，触底小幅反弹，但累计同比增速仅为 8.0%，低于前三季度累计增速 8.20%，为年内最低。受贸易摩擦和全球经济增长放缓影响，1-11 月进出口累计同比增长 -2.20%，其中出口累计同比从年初一路下滑，11 月出口累计同比增长为 -0.30%。

物价方面，受猪肉价格上涨影响，四季度食品价格上升，导致 CPI 居高不下，11 月同比已升至 4.50%，预计 CPI 仍有上涨压力，本轮高点可能出现在春节前后。PPI 维持低位波动，11 月同比增速为 -1.40%，未来可能继续恢复至零值附近。

四季度以来社融增速保持平稳，进入四季度以来地方专项债融资虽然减少，但企业债券融资和中长期贷款基本保持稳定，受消费贷监管影响短期贷款有所减少。M2 增速保持平稳，11 月为 8.20%，银行的信用派生仍然较弱。

在全球经济承压、国内需求不振的背景下，2020 年国内经济增速可能难以发生明显改观，但伴随着监管和经济自身对前期政策的消化，



2020 年一季度经济大幅下行的风险较小。一方面，一季度投资增速有望稳中有升，随着财政政策逐步发力，2020 年一季度基建投资稳中有升概率较大，房地产投资韧性仍在，企业盈利可能小幅提高，带动制造业投资有所改善。另一方面，目前中美利差有所扩大，金融监管进入稳杠杆阶段，货币政策空间仍在。

债券市场

利率债

四季度以来，货币市场相对三季度有所改善，受央行降准降息影响隔夜资金价格有所走低，但 CPI 受猪肉价格上涨影响大幅上行，冲击 10 年期国债收益率先走高后又小幅回落，期限结构并未发生较大变化。

目前经济边际有所改善，预计 2020 年一季度经济韧性仍存，阶段性利率债收益率磨顶，但长期看收益率下行趋势未变。

信用债

四季度信用债收益率整体波动中小幅下行。相对于前三季度，四季度收益率和信用利差变化主要表现为中等久期和资质相对较好的低评级债券小幅下行，这主要受整体高评级短久期债券绝对收益率已处于较低水平，配置价值减弱影响。

受宏观经济阶段性平稳、未来盈利可能有所改善以及央行货币政策仍有宽松空间影响，金融机构可能为追求一定收益率风险偏好有所提高，高评级中长久期信用利差有可能进一步压缩。

可转债

转债策略方面，短期问题是估值略高，但预计 2020 年权益市场向好，转债向下空间不大，若有波动即是布局机会，仓位上保持配置，遇到市场调整可适度加仓。

二、投资策略

2019 年 A 股结束了 2018 年单边下行的趋势，进入大幅震荡上涨的过程，截至 2019 年 12 月 19 日，上证综指累计上涨 20.98%，深证成指上涨 42.22%，创业板指上涨 43.17%。从行业来看，电子、消费、



计算机、农业等板块涨幅居前，机械、汽车和周期股表现不佳。2019年市场在宽松政策预期下，风险偏好显著提升，但选择的资产依然集中在与宏观经济相关度较低的板块，表明市场对中长期经济增长中枢下行的担忧并未缓解。

展望2020年，稳增长依然是政府工作的首要政策。在“房住不炒”的大背景下，很难出现大幅宽松货币政策，但为应对经济压力，利率中枢中长期缓慢下降，资本市场风险偏好将持续提高。2020上半年或许看到货币与财政政策的共振，2019年底地方债额度提前下发，2020年初资金到位后刺激基建增长，叠加流动性边际宽松，基建、地产和周期行业或有阶段性机会，有望获得超额收益。下半年随着美国大选临近，同时地产下行的风险也可能加剧市场对经济的担忧，大盘在下半年风险相对更大。

从中长期角度，中国经济转型势不可挡，国家鼓励技术创新，科技行业和先进制造业依旧具备投资价值，且5G、华为产业链等相关企业将逐步迎来业绩释放，值得密切关注。另一方面，中国老年化加速，医疗需求提升，创新药前景广阔，依旧具备长期投资价值。

2020年预计市场风险偏好提升幅度小于2019年，市场将更加关注商业模式和盈利的兑现。基建、地产链条上半年可能存在超额收益，下半年市场风险加大，届时考虑择机配置科技、医药等板块。

三、海外市场

美国

第三季度实际GDP年化季环比终值2.1%，预期2.1%，前值为2.1%。11月份核心PCE指数同比升1.6%，高于预期1.5%，前值由1.6%上修为1.7%。美联储12月FOMC按兵不动，进入观察期。11月ISM制造业PMI进一步收缩至48.1，新订单和新出口订单也均回落；但11月非农和失业率均超预期，新增就业26.6万人，明显好于10月15.6万和预期的18万，同时失业率约3.5%，创下近50年新低。

欧元区

第四季度物价缓慢上升，制造业依旧较弱，12月综合PMI指数已



连续三个月维持在 50.6，依然较为疲软，也弱于市场预期，制造业依然偏弱，但尚未传染至服务业。欧元区 12 月制造业 PMI 指数从上月的 46.9 回落至 45.9，逆转此前连续两个月改善的趋势；不过目前为止欧元区服务业受制造业拖累还不明显，12 月服务业从上月的 51.9 小幅上升至 52.4。欧元区 11 月核心 CPI 终值同比升 1.3%，预期升 1.3%，初值升 1.3%。核心 CPI 升至 6 个月以来最高。CPI 终值同比升 1%，预期升 1%，初值升 1%，能源价格的上升带动了 CPI 上涨。

日本

日本政府 12 月表示将推出 26 万亿日元的刺激方案，其中 13.2 万亿日元是财政支出。这一刺激规模与 2016 年方案相当，当时总刺激规模为 28.1 万亿日元，财政支出为 13.5 万亿日元。预计支出将分布于未来几年，其中分布在 2020 年的财政支出可能在 3 万亿日元左右，有望提振日本实际 GDP 增速 0.3 个百分点左右，部分对冲消费税上调带来的下行压力。但值得注意的是日本 10 月零售销售同比实际值 -7.1%，预期 -3.8%，上期 9.2%；10 月零售总额环比实际值 -14.4%，预期值 -10.4%，上期值 7.1%；创 2002 年有记录以来最大环比跌幅；主要原因在于为了缓解沉重的公共债务负担，日本政府从 10 月 1 日起将消费税税率从 8% 上调至 10%，这是自 1989 年消费税在日本问世以来，日本政府第三次上调消费税，后期日本零售销售有待关注。

中资美元债

中资美元债二级市场表现较好，截至 12 月底，根据美银美林亚洲高收益中资美元债指数显示，中资高收益美元债收益率已从 2018 年年底的 11% 下行约 220 个基点，目前收益率水平处在过去 9 年的均值至负一倍方差之间。

展望 2020 年一季度，我们认为中美达成第一阶段协议有助于缓解当前压抑的企业投资信心，虽然中美第一轮协议还存在变数且未来中美对抗依然可能是中长期常态，但短期中美关系的不再恶化对人民币汇率以及中国风险资产的影响预计是正面的。在这一情形下，我们认为当前全球经济的弱复苏有望得以延续，从近期非地产信用风险的加速暴露以及近年来违约重组案例对债权人较为不乐观的偿付率，我们对未来短期内低评级信用债较为谨慎，但考虑到市场当前对此板块极低的仓位以及大幅折价的交易定价，我们认为此板块亦存在自下而上



甄别 alpha 的机会。对地产类债券，市场一致预期是当前收紧的融资政策以及具备韧性的地产销售有益于此类债券的后续表现，但我们对 2020 年一季度是否会出现信用事件存在担忧，另外当前市场过于乐观的一致预期以及同质化的高配地产债也使预期差下的估值调整存在一定隐忧。

中国香港市场

展望 2020 年，我们预计全球经济有望逐步企稳。最新中国 12 月 PMI 已高于 50，且政府政策强调“六个稳”；美国消费、就业等经济数据也较为健康；欧元区的法国 PMI 也出现回升态势。但考虑到经济企稳回升的势头并不牢固，预计欧洲和美国都将维持较为宽松的货币政策，因此海外市场流动性仍将较为宽松，这对香港市场流动性总体偏利好。

经过前期调整后，港股估值在历史平均水平以下，部分质地较好的成长股估值颇有吸引力，可考虑中长期布局。2020 年香港市场将有望好于 2019 年，将仍以选股为主，寻找 Alpha，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。

四、行业分析

金融行业

保险

寿险市场具潜力，内部变革促转型：中国已是全球第二大寿险市场，随着健康中国战略的推出，医疗、养老等需求快速增长，市场发展仍具潜力。在行业快速增长中，内部变革也在同步进行，行业在历史上走过了投连险推动规模保费增长，预定利率上限放开推动传统险规模提升，之后 134 号文叫停快返年金险推动行业回归本源，产品结构改善提速，利源结构持续优化。险企已从追求规模增长转型价值提升，保险板块具有中长期配置价值。

券商

短期来看，券商板块受三大积极因素托底，一是中美贸易摩擦阶



段性缓和，各类外部因素影响钝化；二是券商板块估值回归低位，风险收益比提升；三是龙头券商政策面支持力度超预期。与此同时，“类滞胀”宏观经济环境对货币政策的掣肘，将对券商板块行情施加一定的负面影响。整体来看，当前时点适合长期投资者进行左侧布局，短期投资者也可关注龙头券商波段机会。

长期来看，龙头券商发展空间仍值得期待。一是在宏观经济增速下行、全球央行开启降息周期的背景下，国内货币政策长期边际宽松趋势不变，有助于市场交易活跃度的稳步提升。二是资本市场增量改革政策陆续落地，带动存量业务改革，为券商拓宽业务疆界。随着证券业供给侧改革的持续深化，综合实力突出、风控制度完善的龙头券商将受益于行业集中度的提升。

银行

2020 年的状况或与 2019 年类似。市场对板块的预期较为悲观（当前 P/B0.80x 左右，隐含不良率超过 12%），但银行资产质量仍稳定可控。除了存量包袱不断减轻、信贷结构不断优化的因素外，另一个重要原因在于，过去几年在严监管政策的引导下，银行的商业模式发生了本质的改变，业态更加健康，风险更可控。到当前阶段，银行的资产质量已足够“扎实”、“干净”，风险抵御能力也更强。

对同信用等级、同期限的融资方式而言，银行的资金基本上是最便宜的资金，本质上永远是“供不应求”的，因此信贷数据、结构更多应从供给端考虑，最终取决于银行的商业行为，预计：1) 低利率+宽信用环境下银行规模增速将提升，但考虑资产负债“两荒”的大环境，上升空间相对有限；2) 资产摆布继续以信贷为核心，零售中按揭增速或稳中略升，经营贷继续保持较高的投放力度；对公投放 19 年已有所回暖，逆周期政策+低利率环境下银行或主动拉长久期，基建类、中长期贷款将成为支撑；3) 节奏上，考虑利率下行环境，“早投放早受益”趋势持续，信贷将在上半年集中投放；4) 非信贷资产：继续增持地方债，非标稳中略降。



纺织服装行业

年初以来纺织服装行业受经济环境下行等因素影响，行业整体基本面表现依旧较为平淡，1-10月限额以上服装类社零销售额增长2.8%，增速较去年同期放缓5.6pct；板块行情也受景气度承压以及缺乏热点等因素影响，整体大幅跑输大盘。而具体来看，行业间分化趋势依旧明显，体育服饰以及童装等赛道依旧保持相对较高的增长水平，同时电商及低线市场依旧展现出较大的活力；此外从细分行业内部来看，龙头企业仍体现出了较为明显的增长韧性。

长期与经济周期共振，短期零售较平淡，规模平稳增长，子行业有亮点，三季度板块上市公司运行基本平稳。长期看，服装零售与经济增速同向变动，服装行业发展分为高速发展、持续扩张、调整改革与缓慢复苏四个阶段。当前行业规模大、增长平稳，子行业存在机会。短期看，19年我国宏观经济放缓，服装零售整体表现平淡，但子行业中男女装市场规模大，运动与童装景气度高。

2020年三大投资机会，高景气度的体育服饰与童装、激发消费者新需求带来的机会，和被低估的中高端女装。运动行业规模高速增长，童装行业龙头优势明显，服装品牌通过三种手段激发消费者新需求，功能服饰时尚化和时尚服饰功能化均广受消费者认可，另外部分品牌通过极致性价比单品快速扩充消费客群。此外，中高端女装目前PE仅为15.5倍，处于历史低位，具有较高的投资安全垫，业绩增速有望提升。

化工行业

四季度受经济下滑、贸易战、产品价格下跌等的影响，和去年同期相比，需求一般，外贸和内需均缩短了订单周期，环比来看，逐步进入传统淡季，环比需求进一步下滑，供给方面，前两年景气度高是的新产能逐步投产，压力进一步加大，产品的价格维持低位。展望2020年，中美贸易战阶段性缓和，一季度由于是春节，传统淡季，但春节过后，情况有望逐步好转。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，具备技术、规模及环保优势的行业龙头的市占率不断提升，长期竞争力和盈利能力大幅提升，部分企业的估值处于历史低位。

勘探开采和炼油

四季度油价缓慢上涨5美元/桶左右。2019年12月6日OPEC+达成了协议，将现有的每天120万桶/日的减产再增加50万桶/日，一共减产170万桶/日，新增的石油减产配额分配37万桶/日给OPEC，分配13万桶/日给非OPEC产油国，减产将持续至2020Q1。协议之外，沙特和其余几个国家还会继续维持额外的减产，总计可达40万桶/日，整体减产规模可能会超过210万桶/日，占比达到全球供应的2.1%。因此预期国际油价短期将小幅上涨。需求方面，全球经济放缓，需求增幅进一步减少，这将限制油价的涨幅，除非中东局势进一步恶化。

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均持续回落。

上游勘探开发业务景气度持续复苏，全球油气勘探开发投资在2014年达到周期顶点，到2016年见底腰斩，2017/2018年主要投资集中在页岩油等非常规领域，2019年迎来明显复苏。根据IHS的预测，全球油气上游支出在2019-2023年复合增长率将达到5.9%，预计未来五年全球油服市场将处于回升通道，而全球海上勘探开发支出增幅更加明显，未来几年有望保持超过10%的增长。

化工

受地产进入竣工周期影响，以及中美贸易战达成第一阶段协议影响，2020年需求有望有所复苏，产品价格目前处于历史低位，2020年有望所有回升，整体业绩大概率要好于2019年。特别是龙头企业，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，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，本身国内的增长性也不错，值得长期关注。



零售行业

零售板块的投资机会大多由行业和公司的成长性驱动，而非估值便宜。核心在于零售追求规模和效率的领先，尤其是大众消费市场。中国仍然是成长性国家，且零售集中度低，因此对于零售龙头的成长性有着更为苛刻的期待，主要关注的是电商与化妆品板块。

电商“低线周期”成长性依旧，巨头平台强者恒强，细分产业链龙头蕴含机会。电商依然是成长性最高的零售业态。巨头下沉快速捕获了低线剩余流量红利，低线用户人均消费提升是当前电商规模扩张最重要的驱动力。格局上，广告市场低迷阶段，巨头借资本优势低成本垄断广告资源、强化用户心智，而自身高 ROI 的广告收入保持强韧增长。交易平台之外，集中度持续提升的产业链环节或诞生新的“细分冠军”。

2020 年的化妆品仍然是确定性较强的红利品类。消费升级、理念转变、渠道下沉将是可持续的驱动因素。抖音、小红书、快手等新媒体的流行，为美妆新国货品牌孵化提供了土壤，其高效的流量转化带来的销售爆发性也不断刷新市场认知。用户、流量、产品、营销红利迅速迭代，看好发力电商及新媒体，打造多品牌多品类矩阵的品牌公司。

IT 行业

电子行业

从景气度角度来看，伴随 5G 商用和覆盖面扩大，2020 年新一轮智能手机换机周期开启，终端创新加速，行业有望从 2019 年的局部高景气（基站建设拉动的 PCB 板块、TWS 耳机等）升级为全产业链的复苏回暖，在受益明确的消费电子板块以及具备全球竞争力的 IC 设计企业之外，周期品中的面板和 LED 板块也有望迎来反转；从结构性角度来看，半导体领域的自主可控已成为全社会共识，国产替代进程由原先由政府推动升级为产业链自发驱动，国内 IC 设计、制造、封测、设备和材料企业全面迎来历史性发展机遇期，不仅替代空间广阔，并且



具备短期业绩弹性。

计算机行业

自主安全提速，国内 IT 产业链价值快速提升。经过多年在 IT 基础设施领域的投入，我国信息产业逐步获得突破。当前我国在 CPU、GPU、存储设备、服务器、PC、网络设备、基础软件、关键应用软件等领域，均具备一定实力。随着自主安全政策加码，生态有望加速完善，从而在 IT 关键领域实现从有到强的进步，并获取产业链更多价值；而中国互联网企业的崛起及技术产品输出，加速了新一轮基础技术创新，华为产业链进一步壮大，技术和需求外溢也将助力国产 IT 加速。5G 商用正式推出，有望开启新一轮高增长。4G 商用，带来移动互联网高增长。5G 的三大应用场景可以满足不同的需求，助力产业加速发展。2020 年 5G 建设有望显著提速，助力基础设施及应用需求释放。

通信行业

2020 年 5G 迎来规模建网，关注运营商资本开支进入新一轮上升期的周期性投资机会和供应链替代升级的结构性投资机会。5G 进入 2020-2022 三年规模商用投入期，2020 年仍将以政策驱动为主。主设备商告别最困难的 2019 年，有望实现估值、业绩戴维斯双击。云计算领域 IaaS 资本开支拐点已至，IDC 及服务器领域将迎新一轮加速发展机遇，SaaS 多重因素共振、值得布局。中美 ICP 巨头资本开支增速在经历了 4-5 个季度的低迷之后转暖，其中北美 FAMGA 资本开支增速连续两个季度回升，国内 BAT 资本开支增速跌幅收窄。在此背景下，云计算产业链相关环节将迎一轮加速发展机遇。

传媒行业

展望 2020 年，建议核心关注三条主线：

主线一：游戏行业稳中求进，云游戏未来已来。游戏板块是 2019 年年初以来的首选，在经历行业整合洗牌后，集中度提高，龙头带动行业经营效率触底反弹。展望 2020 年，监管落地推动市场向规范化、集中化、精品化发展，行业进入健康增长阶段。一线厂商在游戏研发人才储备、运营经验积累、产业链布局等多方面均有优势，市占率具



备提升空间。关注精品研发与发行龙头，估值合理、业绩增速仍具备确定性。此外，随着 5G 建设加快步伐，云游戏平台建设日益成熟，内容亦层出不穷，或将为行业发展带来新机遇。

主线二：坚守细分行业龙头，竞争优势凸显。2018 年以来，受监管收紧影响，大量中小企业因经营压力退出市场，供给侧基本出清完毕，而消费者对内容品质的追求不断升级亦提高了行业的进入门槛。龙头公司兼具规模效应、经营效率、资金人才等壁垒，强者恒强，基于产业链延伸的战略合作及大型并购亦成为可能。在行业格局成熟的背景下，看好各细分行业龙头的成长性。

主线三：关注筑底过程中的细分行业拐点机会。2019 年影视行业优质内容供给不足造成需求低迷，加速行业供给侧出清、龙头渠道方集中度提高。随着四季度监管逐步常态化、高品质影视内容驱动行业恢复增长，精品内容制作方及龙头渠道公司有望走出低谷，迎来业绩拐点。营销行业方面，宏观经济低迷及广告主结构调整使得行业经历了阵痛，但随着经济逐渐企稳回升、数字化应用带来新机遇、传统广告主预算转移，核心媒体价值凸显，业绩蕴含弹性。

家电行业

冰箱：产业在线数据显示，1-10 月冰箱整体销售 6486.2 万台，+2.69%，其中内销 3573.7 万台，-1.11%，出口 2912.5 万台，+7.77%，龙头内销份额持续提升。三季度开始冰箱内销开始回暖，降幅收窄，带动总体销量略有提高，零售均价也略有提高。冰箱整体需求量很难有大的提高，龙头集中度提升仍有一定空间。

洗衣机：根据产业在线数据，1-10 月累计销售 5434.54 万台，+1.5%，其中内销 3676.82 万台，-0.0%，外销 1757.71 万台，+6.68%。三季度内外销销量均有小幅回落，行业整体需求较为平稳，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，1-10 月空调销量 12291 万台，同比下降 0.96%，其中内销 8054 万台，下降 0.61%，出口 4937 万台，下降 1.52%。预计龙头企业的低价策略 2020 年仍会延续，以消化渠道库存，



2020 年龙头份额有望提升，但均价下降。

厨电：根据中怡康数据，1-11 月油烟机整体销量下滑 5.7%，均价下降 1.6%，但四季度开始降幅已经开始收窄，表明随着地产竣工数据好转，厨电终端需求可能已经企稳。

汽车行业

根据乘联会数据，2019 年 11 月，乘用车整体销售 193.7 万辆，同比下降 4.1%。1-11 月，汽车累计销量 1854 万辆，销量累计下降 7.9%，下降幅度较上个月收窄一个百分点。11 月份环比增长 5%，传统旺季到来环比销量略有回暖。虽然 11 月的零售有季节性回暖，但仍属于偏弱走势。同比来看，11 月单月零售同比下滑 4%，市场需求下行压力减弱。11 月渠道库存上升 6 万台，考虑到前期国六去库存，经销商依然整体偏谨慎，主要原因是需求低迷。新能源汽车销量持续下滑，销量 7.9 万台，环比增长 15%，同比下降 41.7%，目前仍处于补贴退坡后的持续调整期。

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，1-11 月商品房销售面积同比增长 0.2%，销售金额同比上升 7.3%。从三季度开始，销售增速持续为正，显示了市场极强的韧性。开发商大力推盘也是销售超预期的主要原因。

1-11 月累计投资增速 10.2%，投资持续处于高位。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。1-11 月累计开工面积增速 8.6%，



增速逐步回落，考虑到开发商补充土地库存意愿低，2020年新开工压力较大。

1-11月房企到位资金增长7%，高于上半年增速。四季度开始，国内贷款增速显著下滑，表明银行开始控制开发贷；自筹资金（信托等表外渠道）经历第三季度的压缩后，在年底出现一定宽松；2019年销售回款是支持房地产到位资金的主要来源。

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，但市场对2020年流动性有宽松预期，向下速度可控。

农林牧渔行业

1、畜牧产业链：

1) 生猪养殖：2018/08开始的非洲猪瘟疫情，使得我国能繁母猪存栏大幅下降，在2019/09触底，10-11月能繁母猪存栏环比+0.6%、+4.0%。生猪养殖行业从2019Q3开始的积极补栏，从2020Q3将贡献产出，预计届时生猪价格将比较明显的拐头向下，而在这之前生猪价格将呈现冲高回落但在相对高位持续时间较长的趋势。

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，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2019Q3-2020Q2各季度盈利向好，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年可能是业绩触底的拐点。

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。按照披露的中美第一阶段协议方案来看，我国从美国进口农产品量将增加，预计国内对应品种的价格将偏弱。

环保工程及服务行业

2019年环保市场受经济下行、去杠杆和政府开支偏紧影响，整体缓慢下行。展望2020年，随着政府专项债进度的加快，预计业绩增速会明显恢复。另外，很多环保类上市公司在过去几年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，业绩增速短期看调整明显，市场关注度下降很多，但展望2020年，随着关系的理顺和业务恢复正常，该行业将重新被市场关注。

污水处理：这类业务是环保行业里稳定性和现金流情况相对最好的子板块。2020年重点关注污水处理类公司业务稳定性的提升以及估值的修复。

固废处理：2020年重点关注垃圾分类政策从上海到其他城市的推行。垃圾分类对后续的清运、餐厨垃圾处理、资源化利用等相关的设备以及焚烧填埋运营类企业的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，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：19年行业整体订单增速放缓，但预计2020年一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。长期来看，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。看好运营类公司的长期发展空间，而环保设备类公司未来或享受设备国产化率提升的红利。



轻工制造行业

消费轻工板块：消费轻工板块具备行业增速稳定，终端需求保持平稳，价格弹性小的特点，龙头企业护城河较宽，可以通过产品升级，品类拓展，渠道建设等方式不断抢占市场份额，提升占有率。消费轻工重点关注文具行业和生活用纸行业。

家居板块：延续家居行业的地产后周期预测模型，竣工逻辑的兑现将在 20 年上半年体现，届时收入增速将会出现边际改善，引领市场预期边际向上。但竣工只是短期逻辑，长期来看家居 C 端需求向下，行业竞争压力在加大，目前家居龙头通过补贴经销商来支持价格竞争，抢占客流是第一要务。

造纸板块：判断造纸机会或在下半年。文化纸新增产能较少，供需格局相对稳定，龙头公司有意压低价格挤占小企业份额，2020 年文化纸价格向上弹性并不大，核心关注龙头公司新产能投放，投产周期在下半年。

建筑建材行业

建筑

2019 年 1-11 月基建投资增速 4%，增速环比下降 0.2pct；广义口径 3.47%，增速环比增长 0.2pct。单月来看，狭义基建投资和广义基建投资增速分别为 2.3%、5.2%，增速环比分别+0.3pct、+3.2pct。基建投资出现改善趋势。

从社融数据看，新增对公中长期贷款连续四个月改善，隐含城投融资改善的预期；但财政支出与基建相关的项目有所放缓，主要是专项债新增额度虽然已经下发，但资金尚未到位，预计 2020 年资金到位后对基建投资有实质拉动。

建材

1-11 月水泥产量 21.3 亿吨，同比增长 6.1%，水泥行业高景气延续，主要源自下游地产开发需求旺盛。2019 年四季度由于天气原因，华南和华东两地水泥价格不断提价，创历史新高，预计水泥行业的高景气能够延续到 2020 年上半年。



地产竣工提速带动玻璃需求,1-11月平板玻璃产量84843万重箱,同比增长6.9%。根据玻璃期货网数据显示,11月末玻璃产能9.41亿重箱,同比下降1.7%,主要是近几年是玻璃冷修大年,环保压力大,去年下半年玻璃价格下行后部分企业开始冷修,行业净产能减少。

电力设备行业

新能源

四季度光伏行业海外市场继续维持高景气,而中国国内需求旺季偏淡,整个产业链供需平衡略弱,促使多晶产业链价格显著下行,主流单晶厂商订单仍饱满,价格维持坚挺。未来2年技术迭代更新的速度略有效慢,龙头企业地位稳固,竞争格局逐渐清晰。2020年随着国内光伏市场的回暖,预计整体需求仍有较好的增速。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。

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,风机价格自去年以来触底,目前已经大幅提升。考虑到抢装以及风电平价时代的临近,预计2020年装机需求仍然旺盛,价格将维持在高位,风电行业装机高景气度可持续到2020年底,之后预计仍将保持平稳发展。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。

电力设备

19年工业企业投资需求较弱,拖累设备需求增长,行业景气低迷,经济下行压力加大更导致市场对工控行业的担忧和估值的下行。这一状态在19年四季度有所改善,2020年看工控设备需求有望持续回暖。长期看好制造业升级逻辑带来的工控相关企业成长机会,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

食品饮料板块子行业盈利,白酒表现一枝独秀,明显高于食品饮



料整体增速；调味品、乳品基本和食品饮料同步，业绩较为稳健。看好以下子行业：

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，目前处于 2020 年春节旺季的初期，从当前的行业库存、经销商积极性来看，对高端白酒和部分区域龙头的 2020 年春节旺季的发货和动销持中性偏乐观的判断。

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 60%+），并且行业的主要增量被两家龙头获得。龙头企业在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。

社会服务行业

行业发展仍较乐观。估值切换下龙头白马估值依然合理，MSCI 扩容下资金面亦有支撑，长期空间及确定性兼具、配置价值依然突出；另一方面低估值板块前期超跌明显，估值大底下 Q3 业绩现回暖迹象，考虑到 2018 年 Q4 及 2019 年年初等的低基数效应，回暖有望持续，修复值得期待。

分子板块来看：1) 酒店板块目前回到历史估值大底位置，下行空间有限，上行弹性大，自二季度以来入住率改善带来的基本面向好继续，长期看行业前景仍大，布局偏左侧但性价比高；2) 从基本面向



度而言，确定性高的龙头仍是中长期配置的最优选择，3) 出境游板块市场关注度较低，估值亦经历几年调整，是未来的储备品种，存在两点预期差：其一香港影响总体数据引起市场悲观，但对两家上市公司影响较小；其二除泰国外其他目的地恢复显著，去年下半年泰国基数低且出境游订座量已维持多月高增，可重视接下来的数字跟踪判断拐点；4) 景区板块三四季度业绩端基于去年同期低基数将有边际改善，且由于去年降价预期长期压制，景区板块估值已跌破雪灾地震大底，后续有望迎来修复，推荐降价预期和影响小、估值低的品种，重点关注估值大底的景区龙头。

有色、钢铁及煤炭行业

有色金属行业

国际大宗商品价格四季度以来表现较好。中美达成第一阶段贸易协定，提升了风险偏好，基本金属整体较好。我们认为未来1个季度，基本金属仍将保持平稳，其中相对看好铜，锌由于供给释放较多，保持谨慎。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，草根调研发现一些小厂面临着需求和价格双降的局面，生存压力较大，预计基本面好转要等到2020年下半年。

钢铁行业

四季度以来，钢价表现稳定，全社会钢铁库存继续维持低位，在地产新开工持续强势的情况下，2019年钢材产量有望创历史新高。展望2020年一季度，钢铁企业仍然将维持一定的盈利空间，钢价也不会大幅波动。对于板块我们长期还是比较悲观，但是一季度随着个股分红较多，有可能存在阶段性行情。

煤炭行业

四季度来动力煤价格表现较弱。随着陕西煤矿复产较多，煤炭供给回升。长期来看，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。



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。