



国海富兰克林基金 2020 年二季度投资策略报告

一、宏观分析

2020 年一季度以来,受新冠疫情影响,国内宏观经济面临较大压力。3 月以来疫情在全球蔓延,全球经济遭受冲击,引发金融市场大幅波动,未来全球经济不确定性增加。

从生产端看,1-2 月规模以上工业增加值累计同比增速为-13.50%,累计增速较 2019 年 12 月回落 19.20 个百分点,较去年同期降低 18.80 个百分点。从 3 月高频数据来看,发电耗煤量仍未恢复至正常水平,预计整个一季度规模以上工业增加值累计同比仍为负值。

从需求端看,投资、消费和出口增速下滑。其中,1-2 月全国固定资产投资累计完成额同比增长-24.50%,低于去年同期的 6.10%。受停工停产影响,制造业投资大幅下滑,1-2 月累计同比增长-31.50%;基建投资遭受疫情影响,1-2 月累计同比增长-26.86%;房地产开发投资下跌,1-2 月累计同比增长-16.30%。伴随着 3 月复工复产,投资或有恢复,但增速仍将有限。1-2 月社会消费品零售总额当月同比增长-20.50%,受收入下降和疫情影响,预计 3 月消费同比增速仍然较低。受贸易摩擦、春节因素和全球疫情影响,1-2 月以美元计进出口累计同比增长-11%,其中出口累计同比为-17.20%,进口累计同比为-4%。受 3 月全球疫情持续蔓延影响,全球贸易、我国生产仍处恢复过程当中,预计 3 月贸易增速仍处低位,贸易差额或有好转。

物价方面,受猪肉供需和疫情影响,猪肉和蔬菜价格持续上涨,1、2 月 CPI 冲上高点,同比分别为 5.40%、5.20%。预计 3 月 CPI 有所下降。PPI 受疫情停产和石油价格影响,再度转负,2 月同比增长为-0.40%。伴随着疫情扩散和石油价格持续下跌,预计 3 月 PPI 仍为负值。

今年以来社融增速保持平稳,1、2 月社会融资规模分别为 50619 亿元和 8557 亿元,存量同比增速维持在 10.70%。受地方债融资额度提前下发影响,政府债券融资成为新增主力,疫情之下商业活动减少,表外开票明显减少,居民消费贷款、住房贷款受到冲击,为抗击疫情



企业短端贷款保持较大增长。受节后较宽松货币政策和股市行情影响，2月M0、M1增速加快，分别为10.90%、4.80%，但M2增速未见大幅增长，为8.80%，银行的信用派生仍然较弱。

受全球疫情蔓延影响，全球经济前景难言乐观，美联储连续降息，金融风险不确定性加强。虽然我国政府已经将政策目标转为稳定就业为主，但就业本身与经济增长相互关联，积极的财政政策和适当宽松的货币政策是实现就业稳定的必然保障。一方面，受疫情影响，居民收入和消费恢复速度可能较慢，加大基建，尤其是新基建投资可能是稳定就业的主要抓手，同时可能适当调节产业政策，保持制造业和房地产业投资稳定。另一方面，在现行经济增速低、CPI较高的宏观经济环境下，可能进一步推进相关供给侧改革，将减税降费落到实处。

债券市场

利率债

今年一季度，利率债收益率整体呈下行趋势，下行过程中呈现两次波动。具体来看，年初受央行降准和未来降息预期影响收益率展开第一波下行，十年国债从3.15附近下行至2.79附近，尤其是受春节期间疫情影响，节后开市当天十年国债下行17BP，随后随着疫情缓和，利率债震荡调整，收益率有所上行。2月下旬，受海外疫情影响，利率债展开第二波下行，十年国债收益率达到最低点2.52，随后收益率再度有所反弹。3月下旬LPR报价未进行下调，市场再度燃起降息预期，收益率再度下行。

二季度，受政府调低经济增长预期、抗疫临时流动性投放减少、复工流动性需求增加等因素影响，短端资金价格再度大幅下行概率可能降低，但利率债长端收益率仍有下行空间，不具备收益率大幅反弹的基础。其一，全球疫情导致全球经济增长预期走低，带来全球降息潮，全球低利率趋势加重，中国国债收益率相对较高，仍有下行空间。其二，CPI进入下行通道，全球大宗价格走低导致PPI未来低迷。其三，稳定就业仍然需要经济保持一定增速，疫后生产恢复仍然需要适度宽松的货币政策呵护。其四，积极的财政政策面临较大的财政缺口，地方债发行和降低实体融资成本仍然需要维持一个较低的利率环境。

但未来也要关注全球疫情发展和国内经济企稳可能带来的政策边



际变化。

信用债

今年以来在利率债收益率下行、信贷投放相对不旺的影响下，信用债收益率整体呈现下行趋势。但受经济增长放缓、疫情蔓延、PPI走低等因素影响，信用利差有所扩大。尤其是三月中旬以来，全球疫情加重，国际避险情绪高涨，中长久期信用债收益率有所反弹，信用利差进一步扩大，收益率曲线呈现陡峭化。

受经济增速下降和全球金融市场波动影响，未来信用利差进一步压缩的空间仍然有限，行业 and 个券的分化可能进一步加剧。从行业来看，伴随着经济活动的恢复，必需消费行业可能边际改善，中游制造业可能会受到海外经济下行较大影响，资本市场的不确定性、房产销售和相关融资政策可能会对地产行业形成一定冲击。从评级来看，全球大宗走低和疫情冲击可能进一步加大企业经营压力、压缩企业盈利空间、冲击企业短期流动性，投资仍然以中高等级为宜，久期可适度拉长。从品种来看，城投仍然具有一定的边际安全性，虽然财政收入下降给财政支出造成一定压力，但预计会有相关对冲政策出台，需密切关注地方债、信贷以及非标等政策。

可转债

今年以来可转债整体表现优于股票市场。截止3月30日，中证转债上涨0.07%，同期上证综指下跌7.95%。

当前可转债估值水平显著高于历史均值。从转股溢价率、隐含波动率2项指标来看，当前可转债估值水平仍然显著高于历史均值。但可转债估值水平短期大幅下调的可能性目前仍然较小，一方面，当前的无风险利率水平比较低，另一方面股票市场大幅向下调整的可能性也较小。相对于目前较低的债券收益率，固定收益类账户仍然具有一定的配置需求，以提高账户的收益率。

从行业配置来说，基建和新基建、疫情防控、在线会议、生猪养殖等板块仍然具有一定的配置价值。

二、投资策略



一季度回顾：疫情扩散，市场波动加大，成长股表现占优

一季度，受新冠疫情爆发和油价暴跌的双重影响，经济基本面和股市表现整体低于年初市场预期。以新冠疫情在国内扩散为节点，A股由稳步上涨转入震荡调整。随着新冠疫情在国外的快速扩散，叠加油价暴跌，双重影响下欧美主要国家金融市场进入流动性危机模式，A股难以独善其身，转入向下调整态势。

但危中有机，疫情扩散和油价暴跌一方面对餐饮旅游、耐用消费品、能源化工等诸多行业产生负面冲击，另一方面对线上教育、云办公、医疗设备等行业带来快速成长的机会。整体而言，经济基本面不佳叠加流动性充裕的组合下，科技和医疗等成长板块表现相对占优。

二季度展望：中国复工提速，流动性充沛，A股将转好，结构行情延续

在此次疫情中，我国政府采取了最严密的防控措施，3月下旬疫情防控已经进入收尾期，国内复工提速。海外疫情快速扩散且防控能力较弱，海外经济活动的冰冻期可能长于中国。

从流动性来看，国内政策空间巨大，预计稳定经济增长的政策将陆续出台，流动性将保持充裕状态。国内率先进行了金融去杠杆工作，已经取得一定成效。目前国内经济主体信用状况正常，股票市场杠杆率较低，十年期国债收益率仍有较多下行空间。

目前时点，沪深300市盈率约11倍，估值纵向比较处于历史很低水位，横向比较亦处于全球很低水位。展望二季度，我们认为疫情扩散和海外金融风险等负面因素已经相对充分地反映在A股市场中，国内复工提速和流动性相对宽裕的组合下，我们对二季度A股市场保持乐观态度，看好A股市场转好。

二季度，我们相对看好以下领域：1) 国内需求为主、估值相对合理的部分新基建行业，如受5G投资拉动的通信上游板块，云计算、网络游戏等板块，医药行业中的医疗设备、高端原料药板块；2) 国内具备全球竞争力，短期受益海内外需求影响，长期具备广阔成长空间的行业，如光伏、新能源车、电子制造等板块，从长线思维出发，二季度进入合适的布局时间点；3) 受益基建投资恢复且具有长期成长空间的板块，如防水、钢结构板块。



三、海外市场

2月下旬以来，大类资产大幅震荡，先是疫情迅速向海外蔓延，再到 OPEC+谈判破裂后的石油战，对市场造成较大冲击。欧洲国家人口自由流动以及政府控制能力较弱，使得疫情短期难以控制，随着疫情开始在美国扩张，市场对美国与欧洲衰退的担忧有所提升。考虑到冠状病毒疫情在海外后续的演变对市场参与者属于“未知的未知”，市场情绪在欧美新增确诊人数见顶前或将维持脆弱。OPEC+谈判的破裂以及随后的石油价格战对美国高收益债以及新兴市场债券带来冲击。3月美联储紧急宣布将联邦基金利率下调 100bps 至 0-0.25%，并推出 7000 亿美元的大规模量化宽松计划，随后十年期美债收益率从最低点的 0.32% 上行至 1.15% 左右。

美国高收益债信用利差突破 1000 个基点，超过 2016 年初石油 26 块时候的信用利差高位。新兴市场债券三月录得过去 5 年最大单周赎回，信用利差距离 2014 年末联储 taper（缩减恐慌）的高点仅有不到 100bp 的距离。

中资高收益美元债信用利差迅速走阔，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接近 16%，目前收益率水平直逼欧债危机时的 21%。

展望二季度，中资美元债受到流动性冲击以来，信用利差以及相对境内利差已经迅速调整到历史高位，当前估值下的风险补偿非常具备吸引力，未来 12 个月中资企业的境外违约率不会大幅上升，但当前处于过去 10 年来较大的一次市场波动，流动性缺乏的背景下，风险管理是重点，一年内到期的高收益级债券值得关注。

由于海外疫情的蔓延、石油价格的大幅下跌、美元短期的流动性风险，全球股市最近也大幅调整调整。港股方面，恒生指数一季度回落约 16%，当前恒生指数的估值在历史底部，已回落到 08 年次贷危机和 11 年欧债危机的水平，估值已颇具吸引力。

展望二季度，中国宏观经济有望逐步复苏，需密切关注房地产销售、基建、以及各行业复工的情况。中长期来看，我们对中国经济信心满满：1) 方兴未艾的新经济崛起；2) 稳定且持久的消费升级；3)



如火如荼的产业升级。全球经济的确将在二季度面对较大的挑战，但各主要经济体已不仅推出一系列的刺激政策（降息、QE、对企业和个人资的资助、各国央行的美元流动性互换协议），且采取了一系列防范疫情的措施，如果海外疫情在二季度得到控制，全球经济仍有望逐步企稳。

经过前期的大幅调整后，港股和中概股估值处于历史较低水平，部分质地较好的成长股估值颇有吸引力，由于美元流动性问题而抛售港股和中概股是非理性的，目前可以考虑中长期布局。可以选股为主，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。中长期来看，有核心竞争力的科技和互联网公司有望继续给投资者带来超额收益，5G、数据中心、电商、在线教育和医疗、人工智能和自动化等子行业的发展空间巨大。

四、行业分析

金融行业

保险

短期疫情压制负债端，长期配置价值显著。1) 十年期国债收益率持续下行，险企短期资产配置压力较大；在利率下行周期，预期险企将拉长资产久期、增大权益及非标资产占比，以保持投资端收益稳定。2) 上市险企披露 2 月原保费收入，受疫情影响较大。3) 行业层面，短期来看，疫情影响保险公司线下展业，一季度新单保费及新业务价值承压；中长期而言，疫情稳定后市场需求有望反弹，行业整体增长趋势（尤其是保障型产品需求增长趋势）没有发生实质性变化，仍然看好行业长期增长路径和空间。

券商

持续看好券商板块。政策支持+市场回暖驱动业绩增长，中短期贝塔属性凸显。1) 券商板块对政策具有较高敏感性，今年以来整体政策向好，市场流动性充足，支撑券商指数回升。同时政策环境大变化带来业务转型机遇，关注大资管框架下财富管理模式转型以及现代化投



行以定价为核心的竞争力提升。2) 2020 年 1-2 月上市券商业绩同比 +17%至 202 亿元，主要源于交易活跃度显著提升（2020 年日均股基交易额 9308 亿元，较 2019 年+67.95%），权益市场回暖增强自营业务收益，驱动券商盈利增长。

银行

政策托底力度明显加大。2 月 21 日，中央政治局会议提出，积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度。2 月 24 日，财政部领导提出扩大地方政府专项债券发行规模，尽快形成有效投资。2 月 25 日，国常会确定增加再贷款再贴现 5000 亿元。人民银行于 2020 年 3 月 16 日实施普惠金融定向降准，并对符合条件的股份行额外降准 1pct，快速落实了 3 月 10 日国常会提出的要求，降准释放资金 5500 亿元。由此可见，为应对疫情对经济的影响，财政政策和货币政策力度均明显加大。

年初以来，因疫情引发银行让利、资产质量恶化之担忧，银行板块下跌约 10%，大幅跑输沪深 300。疫情对银行净利润影响有限，而市场所担忧的银行“让利”则在估值中被过度反应。近期市场非理性波动下形成的较低估值水平，可能是良好的介入时机。

医疗健康行业

年初发生的疫情严重干扰了医疗行业的正常经营，冲击带来的影响不仅仅会使短期的业绩增速下滑，更严重的是部分前期热点细分板块，长期成长逻辑可能遭受破坏，需要及时作出相应的投资调整。

从历史的经验来看，临床服务行业将会受到最大的冲击，上游医药企业的融资受海外经济萧条的影响大幅萎缩，融资金额和 IPO 事件大幅下降，导致上游承接临床服务的公司业绩大幅下滑，但是经营模式是定制决定了明年的业绩将有明显下滑，而今年反而受到的影响较小，此类公司的表现为估值先出现坍塌，随后业绩开始下滑。

其次，在经济萧条的市场环境中，医药企业压缩研发费用，精简销售人员将成为常态，创新药的估值和销售短期将受到较大影响。创新药的估值难以再进一步提升。



最后,疫情带来的经济萧条直接导致居民端和企业端的收入下滑,进而抑制医药消费品的需求释放。

生产抗疫物资的医药公司,一季度业绩表现比较靓丽,未来投资上应该继续持有技术壁垒和生产壁垒的公司,例如血制品和医疗设备生产企业。

总之,医药板块近三年来受到政策和事件的影响屡见不鲜,每一次的冲击和影响之后,大浪淘沙,生存下来的企业具备更强的适应能力和成长性。

纺织服装

1) 国内纺服企业生产进一步恢复。根据中国服装协会第三次调研结果,目前 93.3%的企业已经复工、复工人数占正常生产情况下 80.1%,比 2 月末提升 12.5 和 13.8 个百分点。企业复工面临问题主要包括:需求低迷、销售渠道不畅,用工短缺、产业链复工不同步,防护用品采购困难、客户沟通受限等。2) 新冠肺炎疫情于全球扩散,我国纺服出口主要目的国美国、欧盟、日本等疫情较为严重,需关注未来海外需求及出口订单情况。

短期内受国内外疫情影响,下游品牌服饰和上游纺织制造公司业绩均面临压力,可以关注如下几个方面:1) 市场对防护用品概念股关注度较高,尤其是全球疫情蔓延下未来出口相关需求预计增加,关注相关生产企业;2) 线上销售受疫情影响相对较小,关注直播电商和线上收入占比较高的公司。3) 关注未来国内疫情缓和后,恢复性消费出现、优质服装公司业绩回暖带来的投资机会,主要包括体育服饰龙头和线上线下布局完善的龙头公司。

化工行业

一季度受春节假期以及新冠疫情影响,行业受到较大冲击,由于大部分化工连续化生产,除了湖北地区,生产方面受到的影响较小,但下游延迟开工,需求大幅下滑,叠加油价断崖式下跌,原材料及产



成品库存出现跌价损失，一季度预计业绩整体同比下滑较大。展望二季度，随着国内逐步复工，需求环比将明显改善，但大概率较去年同期还有所下滑，而出口方面，受国外疫情蔓延逐步加重的影响，出口预计将会受到一定的冲击，因此，二季度的情况，预计环比明显改善，但同比仍然下滑。长期来看，疫情将在一定程度上给小企业的经营造成压力，有利于落后产能的出清，具备技术、规模及环保优势的行业龙头将进一步提高市占率，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，建议逐步关注。

勘探开采和炼油

一季度油价暴跌，供给方面由于 OPEC+深化减产协议谈判破裂，沙特和俄罗斯均宣布将大幅提高产量，而需求方面，由于新冠疫情的影响，全球需求增速放缓，甚至负增长，导致供应严重过剩。短期来看，新冠疫情短时间难以好转，全球原油库存激增，不考虑政治因素，供应严重过剩将会持续至少半年，但中长期看，油价不可能长期维持这么低的水平，目前的油价低于大部分油田的现金成本，必然会导致部分高成本油田关闭甚至引发战争，造成供给中断，从这个角度，我们认为油价长期将回升至 50 美元/桶上方，短期不乐观。

上游勘探开发业务原本景气度持续复苏，但在目前的油价下，预计全球将会减少资本开支，对于国内勘探开发业务受到的影响将远小于国际。

化工

一季度大部分企业的生产受到的影响较小，新建项目有所推迟，但需求影响较大，加上受油价暴跌拖累，大部分化工产品的价格下跌，盈利下降，其中煤化工、服装产业链等受到的冲击较大，农业产业链的情况相对较好。从中长期来看，行业还是会恢复正常，届时行业龙头的低位将进一步巩固，此次股价大幅下跌是难得的买入机会。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

促消费政策推出利好零售行业。近日国家发改委、商务部等 23 个部门联合发布《关于促进消费扩容提质，加快形成强大国内市场的实施意见》中指出：推动零售业转变和创新经营模式，大力发展便利店、社区菜店等社区商业，推动商业步行街改造提升，优化城乡商业网点布局，鼓励引导大型商业零售企业在中小城市开展连锁网点建设，推进城乡高效配送专项行动。

全球疫情发酵，市场对确定性关注加强，继续重点关注超市板块，生猪价格和疫情影响有望驱动食品 CPI 维持高位，持续利好超市同店和业绩增长。2020 年 1 月 CPI 同比上涨 5.4%，涨幅比上月扩大 0.9pct，其中食品价格同比上涨 20.6%，食品中生猪价格再度领涨，同比上升 116.0%，考虑到 2019H1 生猪价格相对低基数的影响，预计 2020H1 食品 CPI 有望维持高位。历史来看通胀分为：需求推动、成本推动、结构性通胀等几种类型。本次 CPI 上行主要体现为成本推动型通胀。是否能带来企业改善取决于：成本加成型行业、行业格局和谐、品牌力较强。超市属于典型成本加成且经营杠杆高利润对毛利弹性大的行业，同店收入增速与食品 CPI 具有显著正相关性，2020H1 超市同店和业绩增长有望超预期。

网红经济、直播电商等新兴线上流量入口、营销模式正加速美妆品牌变革。国货美妆品牌历来对线上渠道更加重视，从理念、团队、营销等多方面都能更快适应渠道变革，把握新流量红利带来的发展机遇。

IT 行业

电子行业

一季度受到国内疫情的影响，电子产业供需两端都出现了较为严重的停滞现象。随着国内疫情的恢复，3 月起国内产能供给逐步恢复正常。但海外疫情逐步发酵后，全球需求在二季度、三季度都面临巨大压力。中国作为电子产业的主要生产基地，电子产业尤其是消费电子产业预计将受到阶段性影响。但另一方面国内新基建等逆周期投资



逐步启动，服务器/通信等下游景气度尚佳。而中国在此次疫情中的良好表现预计将促使优质公司未来承接更多份额全球产能，优质资产在下跌过程中将获得长期买入机会。

计算机行业

一季度受到疫情影响，全国范围内的项目招投标、现场实施服务都出现了阶段性停滞，一季度预计行业普遍出现下滑。但一季度是计算机公司的传统淡季，后续随着国内疫情好转，大部分公司的业务将逐步恢复至正常水平。疫情期间大部分公司开展了在线办公，对后续的在线化/信息化渗透率提升提供了较好的基础，尽管相关公司的业绩可能会受到后续经济的关联影响，但长期信息化占全社会投入的比例预计继续上升。

通信行业

随着国内疫情逐步缓解，今年 5G 规模建网如期而至，运营商的资本开支正在逐步公布，基本印证了通信行业进入新一轮上升期。而 5G 将是新基建最重要的组成部分，预计 2020 年将超计划加速投入。而随着在线办公，在线教育等新需求爆发，云计算领域 IaaS 资本开支提前，IDC 及服务器领域将迎新一轮加速发展机遇。

传媒行业

业绩周期反转从业绩预告/快报来看，60%以上上市公司业绩实现较大幅度增长，半数以上公司 Q4 单季度业绩增速好于全年。版块上来看，游戏板块在业绩基数较高的基础上继续保持较高增速，部分营销服务公司在大规模计提商誉后增速显著向上。业绩大幅下滑/亏损的公司主要集中于影视及营销服务版块；原因主要商誉及应收账款、存货风险的集中释放，而在相关风险充分释放后，2020 年全行业有望迎来业绩周期反转可能。

监管政策调整有望加速行业再融资新政显著提升上市公司融资能力。同时对非公开发行制度安排做了大幅优化，定价机制、减持、批文有效期等便利性条件均有大幅提升。而从经营模式上来看，融资能力与传媒行业成长性息息相关；在资本市场融资手段得到补充，叠加



监管政策变化、上下游产业链变化、需求释放以及新技术导入等多重驱动要素推动之下，传媒互联网行业向上大周期正在持续确立。

家电行业

受到春节和疫情影响，一季度家电线下销售大幅下滑，企业将促销重心转移至线上，但也难以弥补线下损失。从出口来看，随着疫情在海外蔓延，预计3月份开始负面影响将逐步体现，持续时间比国内更长。

冰箱：根据产业在线数据，1月份冰箱内销284.46万台，-14.47%，外销219.94万台，-20.08%。中怡康零售数据显示，1、2月冰箱零售额分别下滑20.83%和60.52%。预计随着3月下旬社会活动逐步恢复，二季度冰箱销量降幅可能收窄。

洗衣机：根据产业在线数据，1月份内销393.07万台，-8.54%，外销169.81万台，-16.12%。中怡康零售数据显示1、2月销售额增速分别为-25.82%和-58.69%。

空调：根据产业在线数据，1月份内销491.55万台，-33.81%，外销504.08万台，-27.79%。中怡康零售数据显示，1、2月零售额分别下滑35.93%和33.76%。空调行业仍处于“价格战”期间，2月均价同比下滑29%。在高库存和龙头抢份额的压力下，预计行业全年景气度一般。

汽车行业

根据乘联会数据，2020年2月，乘用车整体销售21.79万辆，同比下降80.6%。1-2月，汽车累计销量181.574万辆，销量累计下降43.8%。2月新能源汽车批发销量1.1万台，同比下降77.7%，环比1月份下滑70%。其中独资与合资新能源表现较好。由于春节以来国内疫情形势严峻，经销商线下渠道几乎处于暂停状态，因此各车企从企业考核指标、资金保障、物流调剂，优化销售服务流程等方面，全面出台政策减压解困，稳定经销商运营。



2月最后一周，16家重点整车集团主要生产基地的开工率已经达到84.1%，员工复岗率达到66.5%。疫情对汽车行业的影响只是延后需求，购车需求依然存在。随着国内疫情得到控制，判断消费端和生产端均将迎来向上修复。

房地产行业

根据统计局数据，1-2月商品房销售面积同比下滑39.9%，销售金额同比下滑35.9%。1-2月销售大幅下滑，主要由于春节和疫情的影响，尤其是2月份售楼处全部关闭，除极少部分线上销售外，线下销售中止。

1-2月累计投资增速-16.3%，首次出现投资负增长。从开工看，新开工面积下滑44.9%，同样创历史新低。投资和新开工的大幅下滑主要是疫情影响，工地全部停工。3月下旬工地开始复工，预计二季度施工投资将逐步恢复；但开发商一季度销售回款大幅下降，拿地减少，新开工恢复可能滞后施工投资。

1-2月房企到位资金下滑17.5%，主要是定金及预付款下滑23.9%，国内贷款、自筹资金和按揭贷款分别下滑8.6%、15.4%和12.4%。各地政府对开发商提供许多政策支持，如土地款延期缴付、降低预售条件等，确保开发商资金链安全。从目前了解情况看，开发商暂未出现因为疫情而资金链断裂的现象，随着疫情缓解，销售回暖，预计资金状况也将逐步恢复正常。

年初疫情黑天鹅事件给房地产行业带来巨大冲击，至少影响一季度。从微观层面，3月下旬各个工地逐步复工，预计行业将在二季度恢复正常。但即便排除疫情影响，今年行业也是从景气高位回落的一年，全年看销售和投资均不乐观，政策层面边际放松，须警惕基本面超预期下滑的风险。

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。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；而在禽肉供给恢复后，其价格也会跟随猪价周期波动，季度盈利高点出现在 2019Q4。

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：短期，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。中长期，玉米转基因安全证书放开标志着我国主粮转基因进入快速推进阶段，具有转基因技术的龙头企业将明显受益。

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

一季度环保市场受疫情影响，开工较晚，但订单情况和融资环境有所改善。展望二季度，随着政府专项债落地，预计订单和业绩增速会明显恢复。另外，行业还有一个重大的变化，很多环保类上市公司尤其是一些子行业的龙头公司在过去几年经历了一轮控股权变化之后，国资央企成为行业主流，虽然控股股东的变化会带来业务开展、公司治理和日常管理等各方面的磨合阵痛，但也对环保公司的融资增信起到了很大的帮助，且非常有利于未来订单的获取和坏账风险的降低。



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。工程类公司最受益上述逻辑，业绩弹性较大，运营类业务稳定，估值也有望进一步修复。

固废处理：短期关注疫情带动的城市清洁卫生需求和农村环卫治理，长期仍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：随着政府专项债的发行，地方政府融资能力的恢复，二季度订单增速有望回升。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

1) 造纸：白卡纸行业整合下格局持续优化，去产能效果阶段性体现加之需求端稳健增长，行业整体盈利性有望改善。包装纸吨盈利仍有提升空间，外废供应收紧、国废价格高位推动成品纸价格上涨，具有成本优势、资源禀赋的龙头企业将获得超额收益。2) 家居：疫情过后，家居行业下半年恢复性增长确定性强。受益于竣工与交房好转，特别是低线城市的数据回暖，建材家居会先于零售型家具反应，其次是定制家具中工程业务占比较大，具有品牌溢价的公司。3) 包装：中长期，龙头包装公司抗冲击能力较强，在经济较弱的动荡环境中，有不可替代性或者核心优势且估值较低的公司有望穿越周期。4) 消费轻工：寻找确定最强领域，生活用纸与家用消费。



建筑建材行业

建筑

受到疫情影响，基建投资 1-2 月出现较大幅度下滑，广义基建投资下滑 26.9%。占比较高的几个分项中，公共设施管理业下滑 32.1%、铁路运输业下滑 31.7%、道路运输业下滑 28.9%。2020 年 2 月底，社融、M1、M2 增速分别为 10.7%、8.8%和 4.8%。企业流动性并未出现显著恶化，投资大幅下滑主要是疫情停工的事件性冲击。

从历史来看，1-2 月基建投资占比在 6.5%左右，一季度占比 12-15%，如果二季度施工恢复正常，疫情对全年的基建投资增速影响有限。考虑到基建投资有工期约束，未来可能出现赶工情况，进一步减弱疫情对全年的影响。

建材

1-2 月水泥累计产量 14982 万吨，同比下滑 29.5%。水泥生产具备灵活性，产量基本反映需求。春节本身处于冷修期，疫情延长了关停时间，下游需求销售导致产量大幅下滑。随着下游需求恢复，水泥在高库存压力下有降价需求。

1-2 月平板玻璃产量增长 2.3%。尽管下游需求停滞，但玻璃生产的连续性导致产量依然正增长，库存高企。随着需求启动，玻璃将经历降价去库存阶段，预计将在二季度末实现供需平衡。

电力设备行业

新能源

一季度光伏产业链生产受疫情影响不大，海外市场订单继续维持较高景气，物流交货也比较正常，但需要密切关注二季度海外市场的装机节奏和订单交付节奏，如果疫情大幅影响到海外电站的安装进度，则后续使得新订单签订和交付延后。中国国内需求受疫情影响，也有延后风险，整个产业链供需平衡略弱，多晶产业链价格春节前显著下行，节后单晶产品基本保持平稳，预计二季度开始硅片环节或有价格



下行压力，但毛利率降至 25%左右的合理水平后预计会保持稳定。未来 2 年技术迭代更新的速度略有放慢，龙头企业地位稳固，竞争格局逐渐清晰。2020 年整体光伏市场需求预计仍能保持稳定增长。行业整体经历了过去十几年的发展，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，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

一季度受特定设备需求高增长的带动，行业整体订单较好。二季度随着下游各行业生产活动的恢复，工控设备需求有望继续回暖。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

从 2 月到 3 月初的走势来看，食品板块中必选属性较强标的阶段性涨幅在 30%左右，而白酒板块在 2 月初经历了 10-15%的调整后，股价走势相对平稳。3 月 16 日以来板块整体又出现了较大幅度的调整，主要系海外疫情的扩散，油价等资产的暴跌引发了投资人对于全球经济增速的预期调整。

从历史回溯来看，白酒的景气周期、价格周期与经济（尤其是 PPI 指标）有较强对的相关性，近年来行业挤压式增长趋势下，头部集中的效应强化了名酒的量价优势。若全球经济增速下修引发经济危机，需求端的下移势必会影响白酒行业整体的景气度，但其调整强度取决于经济的调整周期，无论是 2008 年还是 2018 年，短期调整后由于经济刺激等政策的出台，经济出现了复苏，白酒的调整周期都是相对短期的，建议关注白酒板块优质公司。



啤酒 1-2 月行业销量整体下滑约 40%，短期受冲击较为严重，全年来看，部分啤酒企业计划二季度处理临期库存，预计暂不会影响啤酒旺季消费。中长期角度看，我国啤酒行业高端化趋势并未受到影响。乳制品节后促销同比增加，短期增速承压。但从草根调研情况来看，目前商场库存逐步回归正常。中长期来看，龙头公司的市占比持续提升的大趋势不变。

社会服务行业

疫情缓解，服务业需求有望整体回暖。国内疫情逐渐得到有效控制，3 月开始复工率持续提升我们预计将带动服务业整体回暖。根据 2003 年非典、2008 年金融危机和 2015 年 MERS 对行业的影响情况来看，突发事件对休闲产业潜在影响时长平均为 3-6 个月。我们认为此次疫情后的恢复节奏基本上也将类似，餐饮等以本地消费为主的行业将即时回升，依赖出行的酒店、旅游行业将需要 2-3 个月的恢复期，而出境游相关产业的恢复周期预计将需时半年以上。

免税：拟进一步完善免税业政策，完善市内店政策、增设免税店、调整免税限额及品类等。

旅游：丰富特色文化旅游产品，构建多领域互通的休闲消费体系。本次发改委提出意见包括了推动重点城市加快剧场群的建设，国内旅游演艺的龙头企业，有望在后续签约更多文化演艺项目上获得更多优势。

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，2020 年 2 月共销售挖掘机 9280 台，同比下滑 50.5%。国内市场销量 6909 台，同比下滑 60%，出口 2371 台，同比增长 62.5%。1-2 月累计总销量为 1.92 万台，同比下滑 37%；累计内销 1.46 万台，同比下滑 46.5%；出口 4555 台，同比增长 62.5%。

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。关注核心零部件国产化带来的机会。2) 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，看好今年军工行业的表现。

有色、钢铁及煤炭行业

有色金属行业

新冠疫情对有色金属行业影响较大。有色金属开采受疫情影响不大，但是这几个月需求几乎停滞，空调2月份销售大幅下降，近期大宗商品价格出现了明显的下跌。有色企业经营开始受到影响，部分业务出现亏损，预计后期会逐步停产。

钢铁行业

今年以来，钢价表现稳定，但是需求停滞，钢铁库存创了历史同期新高。展望2020年二季度，需求回升的力度还不确定，但是海外的增长也将受影响，进出口预计会萎缩。

煤炭行业

一季度来动力煤价格表现较弱。疫情也减少了电力的需求，煤炭的供给也受到了一定的影响，总体上供大于求的格局不变。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。



数据来源：Wind。

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，应详细阅读其基金合同/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。