



国海富兰克林基金 2020 年四季度投资策略报告

一、宏观分析

2020 年三季度以来，国内经济继续复苏，货币政策逐步恢复正常状态，全球疫情虽未结束，但死亡率逐步下行，PMI 开始回升，综合来看，未来全球和中国经济均有望迎来后疫情时代的复苏周期。

从生产端看，规模以上工业增加值 8 月当月同比增长 5.6%，1-8 月累计同比增速为 0.4%，累计增速较 2019 年 12 月回落 5.3 个百分点，较去年同期降低 5.2 个百分点。未来生产活动将依赖于国内需求和国外经济恢复状况。

从需求端看，三季度延续二季度恢复态势。其中，固定资产投资随着开工继续恢复，1-8 月全国固定资产投资累计完成额同比增长-0.30%，但低于去年同期的 5.50%。制造业投资伴随着盈利改善继续回升，1-8 月累计同比下降 8.10%；基建投资方面，增速有所放缓，1-8 月累计同比增长 2.02%；房地产开发投资受开发商加快周转影响保持稳健，1-8 月累计同比增长 4.60%。未来随基建投资资金持续投放，各地重大项目投资计划不断推行，投资有望持续回升。1-8 月社会消费品零售总额累计同比增长 0.50%，主要得益于网上零售保持较高增速和娱乐场所逐步全面开放。疫情冲击下，消费受收入下行和消费倾向下行双重约束，随着未来居民收入逐步恢复常态，消费倾向或有提高，从而支撑消费。受中美关系和全球疫情影响，1-8 月以美元计进出口累计同比增长-3.6%，其中出口累计同比为-2.30%，进口累计同比为-5.20%。至 8 月，美国、欧元区制造业 PMI 指数均回升到了 50 以上的持续扩张区间，日本修复程度不及美欧，但也显示持续上升，生产修复乐观，从出口新订单等前瞻指标观测，需求恢复具备持续性，出口产业链的景气改善值得持续关注。

物价方面，受猪肉价格和局部地区水灾影响影响，呈震荡状态，但受基数影响，未来将再度进入下行。PPI 受需求不足和石油价格下跌影响仍处于负值区间，但受上游供给影响，边际有所改善。受益于



全球复工复产持续推进，预计后期 PPI 降幅将持续收窄，触底回升趋势有望继续。

随着国内疫情得以控制，货币政策再度由“宽货币”逐步向“宽信用”转变，政策宽松更多流向实体经济。今年以来社融保持较高增速，前 8 个月社会融资累计规模达到 261079 亿元，存量同比增速增至 13.30%。政府债券发行规模持续保持高位，居民、企业中长期贷款增速稳定。8 月 M0、M1、M2 增速分别达到 9.40%、8.00%和 10.40%，M1 持续走高反应经济活动持续上升。受政府债券发行接近尾声和全年信贷总量约束，预计四季度社融增速或放缓。

展望四季度的经济走势，一方面，前期大量社融对未来一段时期经济仍有支撑，地产投资韧性仍在，制造业投资边际仍在改善，基建对投资仍有调节空间。另一方面，伴随着娱乐和旅游的逐步恢复，消费仍处于边际改善之中，但集中释放高峰已过，未来不确定性在于收入能否改善。

债券市场

利率债

三季度，货币政策上延续二季度退出疫情期间“宽货币”的政策，银行间资金利率继续回升，8、9 两月 7D 市场利率基本持平于政策利率。在这一过程当中，利率债基本呈现波动中上行趋势，10 年国债到期收益率由 6 月底的 2.82%逐步上行至 9 月中旬的 3.11%附近，基本与 19 年年底收益率持平，但国债收益率曲线进一步平坦化。

三季度利率债收益率曲线受资金面收紧和基本面改善双重影响。但资金面对利率曲线回调的影响基本告一段落，一方面从相对利差看，7D 市场利率和政策利率基本持平，股份行 1Y-CD 利率与 MLF 利率基本持平，另一方面从绝对利率来看，7D 利率基本恢复到疫情前水平。未来利率走向可能将更多依赖于政策面和基本面，受前期融资规模较高和经济仍在恢复当中影响，四季度利率债可能仍将维持震荡行情。

信用债

随着经济基本面边际回暖预期加强，货币政策较为谨慎，加上资金面剧烈波动，3 季度信用债收益率整体上行。从评级来看，疫情冲击下，政策多管齐下，企业融资环境有所改善，但对于抗风险能力较弱的“尾部”企业，以及与“外需”相关的出口导向型企业面临的经



营风险还在持续加大，投资以中高等级为宜，预防信用风险、估值风险和流动性风险。

从品种来看，过剩产能行业绝对收益率吸引力不足，需优选抗风险能力较强的行业龙头。城投债在财政托底作用下仍有一定安全性，但对于财力薄弱且大幅下滑地区的主体，需保持谨慎。4月政治局会议再提“房住不炒”，8月20日住房城乡建设部、人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，市场对于房地产政策导向的关注度大幅提升，凸显政策连贯性和定力，地产实质性放松未到来。在当前收益率水平下，利差压缩空间有限，不建议下沉地产债资质。但对于稳健的地产龙头，仍可适当拉长久期以期增强配置收益。

可转债

三季度以来，随着企业生产需求的逐渐改善，企业盈利得到一定修复。未来市场的不确定性来自于两个方面，美国大选和疫情的反复，短期的突发事件或对股市产生一定的影响，但是此前已经历数次中美摩擦和疫情反复，加上国内经济渐进修复，政策呵护下，总体而言短期扰动难以动摇市场中长期向好的趋势。

目前来看，转债从估值上看不算太低，跟随权益市场精选板块与优质公司是更好的选择。短期来看权益市场处在震荡区间，趋势性行情仍需等待，但是可以关注结构性行情的机会。国家经济面临转型升级，科技成长向上的趋势不变，重点关注新能源、电子等相关板块。

二、投资策略

回顾前三季度市场表现

年初以来，全球各经济体普遍经历了新冠疫情的冲击。国情不同，应对态度不同，是否尊重科学的方式，最终在抗疫结果上产生了巨大差异。公共卫生领域的工作成效变成各国能否迅速恢复经济的先决条件。

截至三季度末，国内的疫情基本解除，零星的新发病例被迅速控制和扑灭，表明体系的应对能力持续有效。政府的工作重心也从防疫转移到了经济恢复上，社会活力迅速回升。同时，作为全球流动性提



供者，美联储推出了历史级别的货币宽松计划，全球流动性充裕，风险资产价格快速回升。国内经济由一季度的冻结转向快速复苏，叠加流动性推升，组成了对股市最为有利的宏观背景。A股市场延续了去年以来的结构性行情，长期确定性最高的食品饮料、生物医药、互联网、新能源等行业的涨幅领先。行业龙头公司效应更加强化，市场愿意给与长期确定性以更高的估值溢价。

经济复苏线索：绿色能源+线上消费+科技自立

疫情终会过去，或者是被疫苗消灭，或者是社会找到与病毒共存的方式。各国决策者已将关注点聚焦在经济恢复的路线图上，中国新基建和欧洲绿色复苏，基本代表了政府引导投资的共识。

从中美欧的路线图看，中国放弃了“地产+基建”为导向的传统刺激方式，转而投资于技术创新和智能服务驱动的新型基础设施，比如半导体、5G、绿色能源、生物技术、高效电网、数据中心、轨道交通、人工智能等方向，是聚焦于未来需求的探索性投入。美国的关注点是救助失业和企业脱困，国会两党还在为是否“重启经济”争论，聚焦于解决当下问题。欧洲的7年复苏计划，则聚焦于绿色发展和数字转型，与国内新基建的初衷一致。

从路线图看，绿色发展和数字化是主流国家的共识。前瞻性的财政计划，如果与现实需求相吻合，就会产生出巨大的生产力。1、绿色发展的现实需求，就是“平价”。无论是风光发电（已经在2020年跨过的平价的成本线），还是电动汽车（在未来3年内跨过平价成本线），更清洁的品牌人设+更酷的性能设计+低廉的价格，没有消费者可以拒绝这样的吸引力。2、另一个趋势是消费线上化。过去20年，中国作为领先全球的互联网应用国家，逐步完成了“衣食住行说”五大2C需求的线上化。近年来本地生活服务也实现了线上化。疫情隔离时，中国的消费者基本在家中完成从工作、娱乐到生活的几乎所有事情，用户体验良好。消费者行为的线上化，也就意味着2C品牌必须适应线上化趋势，这不仅意味着渠道变革，也意味着从产品设计到用户反馈的全面数据化。

上述两点是全球经济复苏的线索，下述则是中国的独特国情。当前，国内面临来自美国的地缘和科技竞争压力越来越大，确保关键产业链的供应安全，避免受制于人成为迫切需求。农业、能源、科技三



个产业的自主可控，是政府双循环的主要目标。对应于国内转基因作物、可再生能源、电动车、半导体、基础软件，都会有光明的前景。

综上所述，未来 3-5 年最突出的行业趋势，1、光伏发电和电动车平价时代来临，新能源需求的临界点出现；2、消费线上化继续推进，企业顺之则昌、逆之则亡；3、中国启动双循环，意味着农业/能源/科技的自主可控。

全球流动性持续充裕没有改变

全球风险资产的高涨，背后是美联储的货币宽松政策，联储结束量化宽松之时，也对应着全球风险资产价格的大幅度回撤。相反，则意味着泡沫化生存继续。

美联储货币政策的双目标是充分就业和控制通胀。为应对新冠疫情，美联储推出了历史级别的量化宽松政策，并修改了通胀控制目标的基本定义。按照最新的“平均通胀目标”的模糊定义，意味着要等未来几年核心通胀率的平均值达到 2.4%，才会触发加息。假设通胀继续像过去那样不温不火，那么要等来加息，可能需要 10 年之久。另一个结束货币宽松的催化剂是美国经济恢复，目前看也是遥遥无期，以第三产业为主的经济体，恢复速度会慢于东亚制造国和资源国。

继续维持极度宽松的货币政策，通过温和可控的货币贬值，向全世界转嫁债务风险，几乎是美联储唯一的选择。而对应于国内，在全球流动性充裕的背景下，央行也没必要提前结束货币宽松。

展望 A 股权益市场未来表现

“流动性宽松+经济复苏”，构成了 A 股运行的宏观背景，也对应着结构性牛市的下半场。推升市场的主要力量，从流动性转变为寻找上市公司的盈利成长，指数震荡+个股活跃将会是常态。大开大合的机会已经过去，精细化选股成为创造收益的主要来源。

拉长周期看，市场机会一直围绕在远期确定性最高的几个行业中，围绕着“绿色能源+线上消费+科技自立”三条主线，具体包括新能源、电动车、消费、医药、半导体和互联网等行业。而在成长性行业的估值推升历史高位后，叠加流动性扰动，使得具备性价比优势的周期制造、金融地产会有阶段性的表现。我们认为四季度大概率处于上述的扰动期。而市场重回成长主线，需要消除主要不确定性，比如流动性和美国大选影响，我们在 11 月会重点留意上述变化。



综合来看，未来一年的市场仍然会是震荡向上，但选股难度会更大。基金组合中是否能选出这极少数的成长股，会成为基金全年业绩的胜负手。

三、海外市场

8月以来在财政救助力度减弱背景下，美国劳动力市场依然表现亮眼，失业率显著下降，可能进一步降低了国会议员对新一轮救助的支持意愿。7月末以来两党一直就新一轮财政救助进行谈判，但截至目前各自主张在救助规模和内部构成方面分歧依然较大。

美联储公布9月议息会议显示2023年之前都不会加息；QE维持目前每月1200亿的资产购买节奏，未来几个月不会变；中期来看，美联储最宽松的时间已经过去。政策主基调讨论宽松会持续多久，预计未来市场波动性会上升。美联储更新了经济前瞻指引，整体看，美联储预计美国经济将在2023年达到甚至略超过充分就业，通胀则刚好触及2%的长期目标水平。

欧央行在9月货币政策决议重新阐述保持关键利率不变，并维持当前的宽松政策，经济上，欧央行调低了全年经济萎缩预期，并表示欧洲各国国内需求已经显著恢复，但经济活动水平远远低于疫情之前的水平。

中资美元债市场

中资高收益美元债平均收益率年内最高超过17%，收益率水平直逼欧债危机时的21%，截至9月中下旬，收益率已回到8.1%的水平，信用利差年内走阔约160个基点，中资高收益美元债指数上涨4.5%。中资投资级美元债信用利差走阔44个基点，但受到美国国债收益率大幅下行120个基点的利好因素影响，信用利差走阔被无风险利率下行抵消，中资投资级美元债指数上涨5.36%。

展望四季度，中资美元债市场估值水平已经出现较大程度的修复，但考虑到新冠疫情或有二次反复和中美关系的扰动，我们认为短期高收益债市场将呈现震荡行情，关注确定性较高的高票息低久期信用债。

港股市场



由于国内疫情得到良好控制，且中国宏观经济数据向好，港股市场三季度表现较好。恒生指数虽然有所回升，但估值处于较低水平，估值颇具吸引力。

展望四季度，中国宏观经济有望延续复苏的势头，需密切关注房地产销售、基建以及消费的情况。中长期来看，我们对中国经济信心满满，如果有疫苗研发成功，则海外疫情有望在下半年得到控制，全球经济有望逐步企稳。

尽管成长股估值在三季度进一步抬升，股价也反映了部分利好，但中长期来看，有核心竞争力的公司有望继续给投资者带来超额收益，5G、消费、电商、在线教育和医疗、生物医药、自动化等子行业的发展空间巨大。

四、行业分析

金融行业

银行

国内提高直接融资比例、短期国际监管呈放松趋势以及国内经济的边际好转，叠加充裕的流动性，有利于银行板块整体估值的提升。资产质量压力持续存在，企业还款压力高峰或在出现在明年中期前后，将对银行板块形成持续扰动。不过，从估值的角度看，目前安全边际较高。板块股息率在4%-5%，部分个股股息率已经超过5%，板块防御性凸显。综合考虑短中长期的影响因素，仍然维持银行板块波动向上的观点。

券商

资本市场改革持续推进，证券行业将加速形成差异化发展格局，预计未来证券行业将实现“大而全”、“小而精”券商共存的局面。目前券商板块PB估值为2.16倍，具有较高安全边际。龙头券商估值在1.3-2.3倍，市场未体现出对龙头券商的估值溢价。关注在资本实力、风险定价能力、业务布局方面均有优势的龙头券商。

保险



负债端：保费收入改善可期，互联网健康养老助力（1）在疫情导致的人均可支配收入下滑预期下，财富效应减弱，保费收入增速分化。寿险方面，在代理人展业恢复及险企积极转型下，二季度新单保费有望出现拐点；财险方面，随乘用车市场继续回暖，预期车险保费将有所改善，同时非车险继续贡献增长点。（2）疫情冲击下线上化经营及健康意识突显。互联网保险及健康险政策落地，养老金融的发展，保费保持较高增速，促进下半年保费增速回暖。

资产端：聚焦另类投资，期待利率拐点（1）净投资收益受长端利率影响下滑。全球经济波动下，长端利率出现下行趋势，上市险企净投资收益有所下滑。随疫情负面冲击有所释放，利率拐点或将到来。（2）险企投资结构调整，增加长期股权投资，高股息股票，另类投资比重，投资收益震荡调整。

估值：（1）新业务价值是内含价值增量的重要组成，内含价值的稳健增长是保险股价值提升的核心。（2）目前各险企虽面临疫情叠加转型压力，但估值处于十年中低位水平，长期配置价值凸显。

医疗健康行业

在经历了一、二季度的情绪、资金和基本面三者共振的过热行情后，医药板块下半年配置热情明显衰退，股价经过三季度的持续震荡整理，又一次站在了新的起点上。没有改变的是，医药板块长期扎实的成长基本面属性，而唯一需要思考的是：不同赛道的公司，合理的估值中枢是多少？

估值受各种因素影响，时刻处于动态变动中。一个总的判断是，今年四季度及明年一季度属于估值切换行情，投资逻辑也是连贯的，即医药板块仍处在疫情催化后的估值高点的回落期，这一时期的相对收益表现，必须依赖于业绩的持续超预期。跟踪个股阿尔法，自下而上的选股思路，是未来半年的主线。

首先，确定最大的扰动因素，依然是新冠疫情的持续蔓延。国内疫情反弹的概率较低，但海外疫情的反弹已经是大概率事件。尽管海外新冠死亡率逐渐降低，但是新增患者的基数不断增加，死亡人数绝



对值在逐渐上升。国内外市场弥漫着对疫苗研发成功盲目乐观情绪，导致海外疫情有可能成为经济的“灰犀牛”。在此背景下，前期回调较多的疫情概念股，尤其是面向海外为主的公司，业绩的持续性将超过市场一般预期，海外的新患数量变化，就是这类公司业绩的前瞻性指标。

国内除疫情概念股以外，大部分医药公司的业绩同其他行业类似，经历一季度的低点后，二季度开始了补偿式反弹，部分医药公司在三季度的表现甚至好于二季度，个股逻辑突出的公司，有望突破估值的束缚，在接下来一段时间继续有较好的表现。

整体来看，医药确定性的成长属性，在未来对抗不确定的投资环境中，将依然扮演着重要的作用。建议积极配置医药标的。利空风险主要来自政策及其他不可控因素。

化工行业

三季度开始，国内基本全面复工，国内下游需求明显好转，海外的疫情也有所好转，需求明显改善，出口情况较二季度大幅改善。总体来讲，三季度的业绩预计环比进一步改善，与去年同期持平，或略有增长。展望四季度，疫情有第二次爆发的风险，特别是国外，形势依然不容乐观，尽管如此，海外由于经济和就业压力，预计不会采取年初严厉的隔离措施，因此，未来海外的需求下滑幅度不会很大，四季度的业绩预计环比小幅下滑。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

三季度布伦特油价基本维持在 43-46 美元/桶，近期由于疫情反复，炼厂进入检修期，油价大幅波动，展望四季度，油价上涨概率不大，明年大概率高于今年，主要由于明年全球经济将好于今年，对原油的需求也会明显改善，并且 OPEC+ 的减产协议还将延续，按照协议，2021 年 1 月-2022 年 4 月，减产 580 万桶/天。需求方面，随着复工复产



产，三季度的需求相比二季度进一步改善，中国道路运输基本恢复到疫情前，欧美也恢复的比较明显。由于油价相对于二季度也上了一个台阶，三季度上游的亏损预计进一步减少，炼油环节，随着油价的上涨，将产生库存收益，业绩环比将大幅改善。

上游勘探开发业务原本景气度是持续复苏的，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，主要是“七年行动计划”是一政治任务，短期可能放缓，但后面还是会补回来的。

化工

三季度企业的生产基本全面恢复，新建项目也正常推进，但国际需求还有一些影响，但和二季度相比明显好转，加上油价稳步上涨，大部分化工产品的价格见底回升，盈利也触底回升，三季度的业绩预计环比进一步改善，建议关注龙头企业。从中长期来看，行业集中度将持续提升，届时行业龙头的地位将进一步巩固。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。

IT 行业

电子行业

三季度电子行业亮点不多，消费电子尤其是智能手机在经历了二季度强劲恢复后销售数据趋于平缓，而全球疫情的反复迫使产业链提高库存水位防范供应链风险，全球消费电子供给和需求端都存在着一样的不确定性。另一方面，以 TWS 耳机、智能手表为代表的个人消费类物联网设备，以及以摄像头、多种类传感器为代表的 B 端物联网设备都呈现了加速渗透的趋势，未来随着 5G 网络的逐步普及，物联网将有望成为电子行业新的驱动力。凭借国内成熟供应链的优势和在线平台品牌运营的丰富经验，国内品牌在此轮硬件创新周期中有望成为领导者之一。

计算机行业



从中期业绩来看，大部分计算机公司业绩都受到了疫情的影响，但各个子行业影响程度不一，B 端公司在此轮不确定性下显示了更强的韧性，而此次疫情的影响迫使更多企业意识到信息化的重要性，在较长周期将促使企业增加信息化开支，这对行业整体将产生深远的影响。软件云化能够提供给企业更多适应于产业互联网需要的产品，国内发达的移动互联网产业生态或将带动软件产品加速成熟。

通信行业

四季度，2021 年运营商 5G 基站建设规划逐渐清晰，上游零部件采购有望恢复，行业环比改善趋势明显；行业龙头 21 年规划 5G 基站建设数对应的资本开支有望继续增长，行业景气度仍高；短期把握优质标的估值修复和切换机会，中期把握成长可持续的光模块、物联网和 IDC 产业链布局机会；关注疫情和美国大选带来的不确定性。

半导体行业

据美国半导体工业协会 (SIA) 报道，2020 年上半年度全球半导体产业营业收入为 2082 亿美元，同比增长 6.8%。因新冠肺炎在全球蔓延之势仍未收敛，贸易战背景下世界经济发展不确定因素增多，下行风险阻挡全球半导体产业复苏。据 WSTS 近期预测，2020 年世界半导体市场规模为 4260 亿美元，同比增长 3.3%。

展望四季度，需求方面，一般下半年属于传统需求旺季，但是由于上半年担心疫情对供应链的影响，半导体多个环节增加了库存，下半年会有一定的去库存的压力。2020 年四季度到明年，看好物联网、服务器、功率器件三条主线相关公司，整体长期成长趋势不变，同时，细分产品端，看好模拟 IC，受疫情影响较小，国产替代空间非常大。

传媒行业



游戏行业：重点游戏公司估值调整到相对合理位置，核心产品陆续上线，持续看好重点公司四季度表现。买量竞争将持续升级，手游用户的品味和辨识能力也越来越高，产品创新能力也将越来越重要，有强研发能力的游戏公司有长期投资价值。

广告行业：线上广告集中于互联网巨头，随媒体涨价及投放 ROI 下降，线下广告对于广告主的吸引力上升。线下广告的广告主目前主要以在线教育、消费新品牌为主，预计四季度起直播电商投放加强，而明年仍将会加强。

零售行业

超市：三季度超市行业整体表现不佳，7-8 月上市超市公司同店收入增速大多为负，主要影响因素包括：1) 今年夏季雨水较多，影响居民外出；2) 新冠疫情导致海鲜类产品销售减少；3) 线上生鲜销售增加，影响线下销售；4) 电商节大促导致非生鲜类目通过电商渠道销售变多，线下销售变少。四季度随着新冠疫情对海鲜影响减弱，以及夏季雨水影响因素消失，超市单店同比增速大概率环比改善。

受疫情影响海外消费回流明显，经济持续复苏，社零可选品类增速明显回升，各大奢侈品公司在国内表现一枝独秀，国内高端消费复苏迹象明显。双十一大促从一波变为两波，新规通过缩短等待期，以及两次预热、正式活动期强化对消费者的刺激，有望在当前消费回暖的大环境中全面引爆线上消费，拉动双十一 GMV 高增长。

家电行业

受到疫情影响，家电行业一季度销售大幅下滑，随后缓慢复苏，但受制于宏观经济和地产影响，行业复苏较慢。

冰箱：根据产业在线数据，1-8 月冰箱总销量累计下滑 1.71%，其中内销下滑 8.21%，外销增长 6.07%。5 月以来，内外销有明显恢复。6-8 月内销单月增速分别为 0.31%、6.11%和 10.8%；外销单月增速分别为 1.72%、12.3%和 29.82%。海外疫情反而促进了冰箱需求，中国率



先复工复产，出口份额持续扩大。

洗衣机：洗衣精受疫情影响更大，1-8月累计销量下滑14.04%，其中内销下滑13.08%，外销下滑15.95%。近几个月内销有所恢复，而外销反而降幅扩大。6-8月内销单月增速分别为-1.16%、0.43%和-0.13%，外销单月增速分别为-28.26%、-18.44%和-20.62%。

空调：空调销售安装对线下依赖度大，受疫情影响更大。1-8月累计销量下滑10.84%，其中内销下滑17.44%，外销下滑0.62%。疫情后内销恢复较为明显，6-8月单月增速分别为13.47%、11.15%和0.86%；外销本身受疫情影响不大，6-8月单月增速分别为13.08%、15.22%和2.78%。

汽车行业

根据乘联会数据，2020年8月全国狭义乘用车批发销量173.6万辆，同比增长7%。1-8月，全国狭义乘用车累计批发销量1104.6万辆，同比下降15.6%。8月新能源乘用车产量10.5万辆，同比增长48%。由于8月份相对7月份的市场环境和政策环境变化不大，没有出现去年同期剧烈的补贴调整等应诉干扰，因此下半年新能源汽车市场面临着高增长的良好局面，上下半年增速分化将较为明显。从乘用车整体来看，行业增速在快速回暖，成都车展带动新一轮产品退出、产品换代和新年款集中上市，叠加厂商淡季终端促销力度比较大，行业快速回暖。主流合资品牌与自主领军品牌的走势总体较强，但车企零售分化越加明显，中小车企生存艰难。建议关注新能源产业链核心环节如动力电池、隔膜等龙头企业。

房地产行业

疫情后房地产行业恢复迅速。根据统计局数据，1-8月商品房销售面积同比下滑3.3%，销售金额同比转正至1.6%。6-8月销售加速上行，销售面积单月增速分别为2.1%、9.5%和13.7%，销售金额单月增速分别为9%、16.6%和27.1%。



1-8月累计投资同比增长4.6%，6-8月投资单月增速达到8.5%、11.7%和11.8%。从开工看，新开工面积降幅收窄至-3.6%，6-8月新开工面积单月增速分别为8.9%、11.3%和2.4%。疫情恢复后，房企开始全面赶工，并加快推盘节奏，新开工增速明显提升。

1-8月房企到位资金同比增长3%，恢复明显。分结构看，贷款增速4%，自筹资金增长3.6%，定金及预收款增长1.2%，按揭贷款增长8.6%。销售回款是房企资金面改善的最主要因素。

整体看，房地产在疫情后的恢复速度超预期，尤其是销售端，超过疫情前的预期，全年销售金额实现正增长是大概率事件，销售面积也有转正可能。7月开始，地产政策已经出现调整，部分热点城市加强了调控政策，资金层面也出现边际收紧，央行对房企资金实现分档管理，意味着政府在严格防范地产过热。

食品饮料行业

食品饮料在1月之前发货动销正常，新冠疫情主要影响春节至3月期间动销，对企业报表的影响持续至2020Q1-Q2，而2020Q3后各子行业终端消费逐步恢复到正常和接近正常状态。

1) 白酒：2015年至今向龙头集中、消费升级（企业产品结构升级，龙头产品直接提价）的趋势仍然持续。白酒行业整体受疫情影响程度为高端<次高端<地产酒，中秋国庆旺季的发货、动销将验证终端消费的恢复情况，依然看好全国性白酒龙头对疫情的应对以及疫情后的消费恢复。

2) 调味品：此次疫情中，不同消费渠道中，餐饮渠道受影响大，但家庭、工业消费受影响小。中长期来看，升级提价、集中度提升趋势持续，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。2017年行业整体性提价成功，下一个提价窗口期在2020年底/2021年。

3) 乳制品：两家龙头企业合计占据绝对的市场份额（常温液奶占60%+），元宵节后两家龙头企业应对疫情对动销的影响而积极做促销，乳制品行业将会出现再次洗牌而两家龙头份额继续提升，4-5月后促



销等力度明显下降，Q2 已经验证了费用率下降，Q3-Q4 费用率同比下降的概率较大。

4) 啤酒：20Q2 行业销量较好，20Q3 销量同比弱于 20Q2，但长期行业产品升级，竞争改善，利润率回升趋势不变。

农林牧渔行业

1、畜牧产业链：

1) 生猪养殖：非洲猪瘟疫情导致我国母猪和生猪存栏大幅下降，生猪养殖行业从 2019Q3 开始的积极补栏，从 2020Q3 将贡献产出，此后生猪供给量将逐步放量，后续生猪价格拐头向下的概率大。

2) 禽类养殖：2018 年受益于祖代白羽鸡的引种不足，2019 年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。

3) 畜牧产业链重点关注动物疫苗、饲料龙头，生猪养殖企业 2019Q3-2020Q2 各季度盈利向好，而上游疫苗、饲料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，整体玉米价格偏强；而水稻是改革第二年，整体种植面积和价格预期略偏弱，小麦的情况也与水稻类似。

2) 种业：杂交玉米制种面积从 2017 年至今逐年下降，杂交水稻制种面积从 2019 年至今逐年下降，种业库存下降，但普遍出现单品种制种面积下降的现象，大品种效应下降。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：农业收入进出口政策、国内产业政策等事件性影响大。



环保工程及服务行业

三季度，随着政府专项债落地以及社融数据增速较快，工程类环保公司业绩出现改善，运营类公司存量项目处理量随着整个社会复工复产也快速恢复。展望未来，垃圾焚烧政策稳定，污水资源化等新的提标改造方向逐渐受到投资者关注，预计相关上市公司的订单和未来几年的业绩确定性会明显恢复。另外，环保行业国进民退趋势十分明显，很多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，经历了控股股东的变化带来的业务开展、公司治理和日常管理等方面的磨合阵痛，未来也处在业务拐点阶段。另外，由于控股股东的变化，相关公司的偿债能力和融资增信都得到了显著改善，非常有利于这类公司的未来订单的获取和坏账风险的降低。

污水处理：污水处理运营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，估值有望修复，而工程类公司则有望受益污水资源化政策，业绩弹性较大。

固废处理：长期关注城市清洁卫生业务的市场化、固废危废处理、垃圾分类全国推广以及疫情带动的农村环卫治理。

纺织服装行业

随着疫情影响减弱，整体社零和服装行业都逐渐恢复。8月当月社零总额同比增加0.5%，年内首次实现正增长；线上情况优于线下，1-8月全国实物网上零售额累计值同增15.8%。随着疫情缓和，服装鞋帽针纺织品类社零逐渐好转，8月当月服装鞋帽针纺织品类社零数据恢复正增长，同比增加4.2%。预期四季度服装经营数据持续恢复。

轻工制造行业

竣工回暖及精装提升利好B端家居，软体家居内销增长靓丽。1) 受益于零售端逐步恢复及工程端迅速增长，定制家居企业二三季度收



入及利润恢复显著。全年竣工回暖趋势不改，由于工程端施工一般在竣工完成之前，而零售端则在竣工交房后才陆续开展，且精装比例提升带动工程需求增速较快，因此工程端业绩兑现将优先于零售端。2) 受益于置换需求增加及存量需求爆发，软体家居二季度内销增长靓丽，建议关注软体家居龙头。

文化纸需求恢复确定性强，关注白卡纸格局改善带来的业绩提升。

1) 文化纸：9月份即将迎来传统旺季，学生复学逐步回归正常，教辅教材需求增加将带动双胶纸价格回暖，建议关注文化纸龙头 2) 包装纸：本周箱板瓦楞纸价格小幅上涨，长期走势仍需关注下游需求恢复。

建筑建材行业

建筑

1-8月全口径基建投资增长2%，增速较1-7月提高0.8%，其中8月单月基建投资增速达到7.1%，在南方区域受雨水扰动情况下保持稳健增长。从资金端来看，8月政府债券融资5.7万亿，同比增长58.5%，增速环比提高18.6%，地方债发行达到历史第二高，为四季度基建提供支撑。

基建作为逆周期调节手段，疫情后回暖趋势明显，但受限于地方政府债务和资金约束，很难回到10%以上增长，子板块增速将持续分化。传统的大型路桥水利项目空间有限，装配式建筑、园林生态等子领域处于高景气周期。

建材

随着下游地产和基建需求回暖，水泥行业在疫情后景气恢复迅速。1-5月全国水泥产量14.42亿吨，降幅收窄至2.1%。8月单月水泥产量2.25亿吨，同比增长6.6%。目前水泥行业进入旺季，需求继续回升，价格进入上行通道。此前受南方雨水影响，华东区域水泥价格超预期下调，现在已经恢复至去年同期水平。考虑到逆周期调节下投资强度继续恢复以及部分地区灾后重建，水泥价格景气有望继续回升，持续到明年春节前。

1-8月全国平板玻璃产量62309万重箱，同比增长1%，其中8月



单月产量 8138 万重箱，同比增长 3.1%，创全年单月最大产量。玻璃原片 5 月以来价格涨势迅猛，7、8 月供给端回升较为明显，在产产能月环比分别增长 1.51% 和 1.41%，净复产产线分别为 6 条和 4 条。随着竣工旺季到来，玻璃行业将一直维持高景气，但前期渠道库存较高，有一定去库存压力，预计价格高位横盘。

电力设备行业

新能源

三季度光伏产业链生产物流等方面受疫情影响不大，且由于二季度价格战，刺激国内外需求大幅提升。三季度由于上游材料安全生产事故频出，导致供应严重不足，价格上涨并传导到最终产品。硅片环节价格战提前开打但毛利率仍维持在 20%-25% 的合理水平。四季度或将成为今年需求最旺的一个季度。展望未来，十四五规划下国内需求有望超预期，海外市场预计也稳定增长。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。行业整体经历了过去十几年的发展，开始进入全球平价新时代，未来有望成为占比最大的新增电源形式，目前渗透率不足 10%，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，十四五规划或提升市场预期，海上风电成为新的投资热点，21 年以后年装机有望保持平稳发展。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

三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，另外由于疫情影响工控产品的进口，国内企业获得了很好的扩大市场份额的机会。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。

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，今年8月，国内各企业销售挖掘机2.09万台，同比增长51.3%。其中，国内销量1.8万台，同比增长56.3%；出口销量2863台，同比增长20.8%。1-8月，国内各企业挖掘机销量累计21.04万台，同比增长28.8%。其中，国内销量13.42万台，同比增长19.4%；出口销量2.05万台，同比增长20.8%。主要原因：1) 得益于基建、地产项目开工进程加快以及机器换人趋势加深，更新需求持续释放等因素，8月挖机行业景气持续。2) 分吨位看，8月小挖依然引领行业增长，中挖增速亮眼。3) 从结构上看，8月中挖环比上升2个百分点，环比提升明显。

1) 长期来看，高基数背景下行业增长存在一定压力，但更新换代等内生性变化将托底行业需求；推进装配式建筑、公路治超等政策有望带来结构性机会。建议关注工程机械龙头主机厂及配件企业。2) 军工行业迎来高景气，迎来新接订单及收入确认，行业盈利能力将恢复正常水平。在国际环境变化的大背景下，军工多个领域如导弹、新型号军机需求迫切。在经济总体承压背景下，稳定增长的军工行业具备稀缺性，看好军工行业的表现。

有色、钢铁及煤炭行业

有色金属行业

疫情下，各国央行实行宽松的货币政策，有色金属产品价格三季度出现反弹，其中铜和黄金价格都创出了年初以来的新高。国内疫情控制情况较好，国内需求快速恢复，从工程机械和水泥的数据都反馈出宏观需求旺盛。国外疫情控制较差，特别是美国和印度仍然维持较高的新感染人数，秋冬季节来临后，欧洲疫情有二次爆发的可能，宏观经济恢复还不确定。展望四季度，行业景气度取决于疫情发展情况，如果疫情二次爆发，不排除大宗商品再次探底。

钢铁行业

鉴于疫情发展的不确定性，我们对钢铁价格持谨慎态度。三季度钢铁的库存数据较差，反应行业的新增供给仍然较多，展望四季度，我们预计行业仍将面临库存累积压力，对行业偏谨慎。从股票角度，



我们更看好特钢的表现，不锈钢、高温合金等细分行业有望持续维持高景气。

煤炭行业

四季度相对看好煤炭的表现。今年内蒙古反腐行动压缩了当地的煤炭供给，这一趋势近期还在延续。四季度天气有可能走向极端，极寒天气或来临，电力需求有望超预期。在供需关系作用下，我们相对看好煤价走势。



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、引用或以其他方式使用本文件。

本报告数据来源：Wind。