



国海富兰克林基金 2022 年一季度投资策略报告

一、宏观分析

2021 年四季度以来，国内经济下行压力较大，PMI 走弱叠加 9 月的能耗双控影响，工业增加值增速较三季度明显回落，随后政策有所纠偏，PMI 和工业增加值增速有所回升；货币政策仍保持常态化调整但边际上有所放松。随着新冠疫苗接种率的提高，国外生产继续保持恢复态势，制造业 PMI 维持在荣枯线以上，其中美国和欧元区处于 58 以上的高水平。总体来看，未来中国经济仍面临较大的下行压力，但在国家政策调整下有望保持增长，但增速可能进一步回落，而国外经济有望继续复苏。

从生产端看，11 月规模以上工业增加值同比增加 3.8%，环比回升 0.3 个百分点，两年平均增速 5.39%，环比上月回升 0.2 个百分点，但仍低于 2019 年全年 5.7% 的增速。增速边际上有所回升，主要是能耗双控影响逐步减弱，生产有所恢复，但仍低于能耗双控前的单月增速 5.3% 和两年平均增速 5.45%（8 月份数据）。

从需求端看，四季度投资增速边际继续走低，消费继续增长但受疫情影响增速仍较慢，出口表现仍然很好。1-11 月固定资产投资两年平均增长 3.89%，环回落 0.04 个百分点。分项来看，房地产、基建、制造业投资两年平均增速分别为 6.4%、1.56%、4.75%，环比分别下降 0.35、下降 0.30、上升 0.75 个百分点，地产投资两年平均增速不低但已经出现持续走弱趋势、基建投资持续走弱、制造业投资继续改善，在当前较严的房地产调控政策下，房地产投资走弱趋势形成且短期难以改善，基建投资有望发力但效果有待观察。主要受疫情影响，1-11 月社会消费品零售总额累计同比增长 13.7%，两年平均增速 4.04%，环比上升 0.06 个百分点。1-11 月以美元计出口累计同比增长 31.1%，进口累计同比增长 31.4%，两年平均增速分别达到 15.69% 和 13.81%，环比分别上升 0.61 和 0.38 个百分点，仍处于较高水平，仍需关注国外生产恢复加快可能对出口产生的替代效应。



物价方面，四季度 CPI 有所上升，短期压力尚可，仍需关注 PPI 的传导情况；11 月 PPI 为 12.9%，环比回落 0.6 个百分点，主要由于大宗商品价格仍然较高而处于高位，但在国家保供政策下煤炭价格已有回落明显，后续 PPI 有望继续回落但短期可能仍将维持高位运行。

国内经济目前有较大下行压力，未来政策目标以稳为主，边际上将有所放松，最新的货币政策没提“总闸门”、“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定”，宽信用信号进一步明确，货币供给和社融有望改善。2 月以来社融存量同比增速持续下行，从 2 月的 13.3% 逐步下降到 11 月的 10.1%，降幅明显。11 月 M2 同比增速也从 2 月的 10.1% 下降至 8.5%。

展望一季度的经济走势，房地产投资下行趋势形成且短期难以修复，基建投资随着政府发力有望加速，制造业投资随着利润改善或继续改善，消费受局部疫情及就地过年影响，增速或仍然较慢，出口短期内仍有一定韧性，国内经济有望继续增长，但增速边际上或将继续回落。

债券市场

利率债

四季度，货币政策保持常态化调整，继续引导市场利率向政策利率回归，12 月份以来 DR007 基本围绕政策利率波动，政策短期调整压力相对不大。四季度以来利率债小幅波动，10 年国债到期收益率主要围绕 2.9% 上下波动，主要是经济基本面较弱而市场流动性一般。

2021 年 12 月召开的中共中央经济工作会议定调明年的宏观政策稳字当头，强调货币政策与财政政策要协调联动，预计政策上将边际宽松，但总体宽而有度，更加关注政策调整对实体经济刺激的效果，市场流动性将基本平衡。展望一季度，10 年国债到期收益率大概率持续区间震荡。

信用债

回顾 2021 年，未出现大规模地方国企违约事件，市场恐慌情绪有所缓解，弱资质地区及国企的再融资有所恢复，但其债务负担短期内难以得到实质性改善。展望未来，建立在信仰基础上的弱资质国企信用风险将加大，信用债市场的定价将更加市场化。我们的策略是：尊重基本的经济规律，重视企业经营基本面的研究，把握优质债券的投



资机会。

从品种来看，过剩产能在行业景气度回升的背景下，再融资有所改善，但多数企业财务杠杆仍然偏高，仍需优选抗风险能力较强的行业龙头。城投债仍有一定安全性，但需防范尾部风险，尤其是财力薄弱且大幅下滑的地区。房地产政策仍然偏紧，随着“恒大”事件的逐步落地，市场对以恒大为代表的高杠杆民营房企的担忧提升，建议对房地产行业保持谨慎。

总体看，以恒大为代表的高杠杆民营房企的信用风险仍较严峻，弱资质国企再融资虽有所改善，但其债务负担仍然较重，城投债区域分化在加大，故不建议下沉资质。

可转债

目前市场的高估值情况一定程度透支未来的空间，结合货币政策及权益市场展望，中短期转债估值或在高位震荡，估值后续走向主要关注宽信用等政策进展及其流动性、股市中小市值风格变化、需求侧等影响。

行业配置上主要关注几个方向：持续高景气赛道、困境反转底部向上的左侧机会、今年低涨幅价值修复以及主题投资机会，部分行业关注阶段性机会。

二、投资策略

2021年四季度市场回顾

四季度中央经济工作会议后，市场预期从经济下行担忧逐渐转向经济稳增长政策发力，流动性预期转向乐观。市场风格或重新趋于平衡，前期透支远期预期的板块呈现较大波动，低位受益于稳增长政策的消费、汽车和建材等板块表现相对较好。此外，处于产业早期的元宇宙、氢能源等板块表现也较为活跃。

2022年一季度展望

2021年一季度经济增长基数高，明年一季度经济增长压力依然较大，但市场对经济增速下行的悲观预期拐点已过。我们估计一系列经济稳增长政策将开始发力，信用和流动性或将进入宽松周期。

疫情发生后，不同于国外发达国家的货币超发，国内的货币政策



一直处于审慎状态，为后续国内的货币政策留下了较大操作空间。我们认为美联储大幅收缩流动性的概率相对较低，大概率不会对国内流动性和信用宽松周期形成约束。

经济增长压力依然存在，企业盈利增长难度加大，盈利高增长标的将变的更为稀缺，流动性宽松背景下将享受充分的估值溢价。展望明年一季度，我们相对看好低估值、盈利预期上行的银行、非银、能源基建和必选消费板块的投资机会。此外，建议对于行业触底的拐点型板块如生猪养殖和汽车零部件板块保持关注。最后，随着明年一季度上市公司年报和一季报业绩预告的陆续发布，我们相对看好具备长期产业逻辑的高端制造业和专精特新板块中的盈利高增长标的，这些高增长标的有望享有估值溢价。

三、海外市场

美联储在 12 月 FOMC 会上宣布从明年 1 月起加快 taper 速度至 300 亿美元/月，并且于明年 3 月左右结束 QE。美联储将“通胀发展变化及劳动力市场进一步的改善”作为本次调整 taper 速度的原因。点阵图中位数显示 2022 年将加息 3 次，此后两年会进一步加息 5 次。

欧央行召开 12 月的议息会议维持三大关键利率不变，宣布 2022Q1 紧急抗疫购债计划 (PEPP) 将以低于 2021Q4 的速度执行、PEPP 至少持续到明年 3 月。鉴于欧央行判断明年通胀或逐渐见顶回落，欧央行加息或为时尚早。

中资美元债市场

第四季度，中资高收益美元债市场经历 08 年金融危机以来最大跌幅，部分民营房企超预期违约事件引发道德危机，摧毁了投资人的信仰。随后监管部门逐步对于整个房地产行业政策进行缓慢纠偏，高收益美元债市场从一开始的无差别抛售，到目前表现两极分化，优质的公司收益率维持低位，而信用基本面有瑕疵，表外负债较多的公司，债券价格波动剧烈。目前中资高收益美元债市场的利差维持在相对高位，超过 2,130 个基点，相较去年底有超过 1,370 个基点的走阔。而中资投资级美元债市场的信用利差维持在历史均值以下，约 163 个基



点附近，相较于去年底有 17 个基点的收窄。考虑到明年一月开发商非标和美元债集中到期，我们预计还有个别开发商或将违约，由于整体地产行业销售未见回暖，预售资金监管还是卡的比较严，目前信用下沉为时尚早，我们整体对中资高收益地产债保持谨慎态度。

港股市场

港股四季度总体呈现震荡向下的走势，目前估值在历史相对低位，市场颇有吸引力。

展望 22 年一季度，稳增长的措施有望逐步落地，中国宏观经济将逐步企稳回升。我们觉得目前仍是逐步稳健布局的良机，我们对中国经济中长期增长的前景很有信心。尽管美联储明年可能会加息，但是市场也有一定预期。国内货币政策大概率还是较为宽松。

价值股估值较低，随着稳增长的效果逐步体现，企业盈利有望环比逐步得到改善。成长股估值在调整后有一定吸引力，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，新能源、消费、硬科技、生物医药、自动化等子行业的发展空间巨大。

港股-医药

港股医药 Q4 继续呈现震荡下行走势，12 月份医保谈判结果公布，符合预期，港股医药迎来短暂的行情只是短暂的利空释放，之后快速回调，外加美国实体清单的影响，板块情绪较为脆弱。我们认为整体行情的复苏还需等待明年 Q1 的国际化出海路径的进一步明朗之后较为清晰，需要观察到个别细分赛道已经回调到相对具有性价比的位置，但配置时点仍需要等待。预计明年 Q1 市场仍旧会有一些的波动，我们对行业持谨慎乐观的态度。

港股-消费行业

我们继续看好运动服装，认为运动服装是港股大消费领域最好的赛道。受益于消费者健身意识加强、大型体育赛事刺激、国家政策扶持等，运动健身需求持续增长是景气度较长的结构性机会，行业预计会持续稳定较快增长。但是同时，我们注意到目前大部分运动服装品牌的库存已经正常化；随着棉花事件影响逐渐在消退，国产品牌的收入增速正在回归常态；因此我们建议在受到疫情冲击或市场波动的时候布局国产运动品牌龙头。另外，随着东南亚疫情平稳、海运瓶颈边际改善、应对措施加强，我们看好全球运动服饰订单的稳健增长，建



议积极布局运动服饰代工龙头。

另外，鉴于国内疫情呈散点式多发状态，而冬奥会将在 22 年 2 月举行，我们预计对疫情零容忍的管控政策在短期内将会持续。因此，我们对消费服务行业谨慎乐观，同时从长期来看，考虑行业加速出清、供求关系也在改善，可以考虑低位布局受疫情冲击较大的酒店行业龙头。

四、行业分析

金融行业

银行

预计 2022 年行业资产质量维持平稳，但地产风险可能是个股之间不良分化加大的核心变量：当前银行业资产质量处于十年来较好的时点，中央经济工作会议对风险进一步明确各项主体责任，而不仅是金融机构，行业层面预计不会大规模暴露不良。但从个股层面来看，预计仍有多家银行需要消化存量不良，包括今年“踩雷”地产、平台的不良敞口，其不良指标不排除明年会滞后反弹。我们建议投资者重点把握地产敞口小、不良消化压力轻、拨备率较高的优质银行。

预计明年银行利润增速逐步回归常态，营收表现或更重要：今年驱动银行业绩释放的核心变量是信用成本，在去年利润低基数、多提拨备的基础上，今年银行利润表现亮眼。展望 2022 年，预计信用成本对银行利润增长的正贡献会减小，关键在于息差、规模、中期收益驱动下的营收表现。

保险

保险方面，队伍清虚下的规模探底逐步形成，留存下的队伍产能有所提升，开门红有望逐步开启；权益市场展望乐观，投资上限放开更添向上弹性。我们看好积极推动改革，以科技赋能与交叉销售提升产能的大型险企，维持行业看好评级。

券商

券商方面，在市场流动性与政策面双击下，我们继续看好板块跨年春季行情，选取基本面优质标的，维持行业看好评级。建议关注：



具备较强的资产定价能力、销售能力等综合投行能力的头部券商和受益于财富管理市场扩容的核心标的。

医疗健康行业

四季度医药延续了第三季度的低迷行情，继续震荡下行。政策层面，2021年医保目录谈判，IVD及关节集采、第五批国家药品集采结果好于或符合预期。带量采购的挂点或已出现，从各类国家集采结果看，监管和投标企业更加趋于理性，操作和应对更加成熟。部分公司经过较长维度的经营和股价调整后，股价基本触底，后续业绩有望稳健增长。

展望2022年，医药建议“性价比”选股思路，综合估值，业绩表现及行业等多种变量，自下而上选股。龙头估值相对更趋合理，小市值公司估值在业绩加持下有望走强。

医药一直是创新技术诞生的热土，一批专精特新企业也在不断涌现，例如基因治疗，高端科研装备，测序仪等企业纷纷上市。此外顺应社会发展的康复医疗，进口替代等公司也在迎来发展的历史机遇。我们认为，坚持创新引领的企业或将在2022年的市场中有靓丽的表现。

化工行业

2021年4季度，化工指数上涨2%，和大盘持平。四季度，国内外新冠疫情反复，延缓了经济复苏，国内需求持续疲软，出口受海运影响，发货不畅。供给方面，限电缓解，工厂恢复生产，加上煤炭价格在调控下大幅下跌，多数化工品的价格有所下降。展望明年，虽然多数产品价格有所下跌，但依然在历史较高水平，因此，明年行业景气度下滑风险较大，建议回避纯周期个股，而从长期来看，龙头企业的竞争力越来越强，市占率持续提升，具有一定的成长性，建议关注。

勘探开采和炼油

四季度，由于欧美疫情进一步恶化，加之OPEC按照之前的减产计划，逐步取消减产，油价持续下跌，布伦特油价从85美元/桶降到目前的75美元/桶，展望明年上半年，短期已经没有大幅好转的迹象，



对原油需求形成压制，而 OPEC 又在持续释放之前减产的产能，预计油价难有好的表现。但从中长期看，供给方面，这两年上游资本开支很少，特别是页岩油，一旦疫情控制，需求恢复，原油有可能会供应紧张，价格重新进入上涨通道。无论是上游勘探开发还是炼油环节，随着油价的下降，将产生库存损失，业绩环比预计下降，建议回避。

基础化工

目前基础化的需求相对稳定，主要是国际疫情影响当地生产，产能转移到中国，出口旺盛，但短期供给紧张缓解，明年需求不容乐观，行业景气度下行风险较大，纯周期股的业绩环比，恐环比下滑幅度较大。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，本身国内的增长性也不错，值得长期关注。

IT 行业

电子行业

2021 年电子产业整体缺乏亮点，上游元器件材料经历了最近几年以来最大的涨幅，受制于芯片等供应瓶颈以及终端价格上浮的影响，下游出货量亦受到了影响。在物联网、可穿戴、智能车载等领域，上下游都显示了较高的景气度。未来国内消费电子产业链将受益于国内完善的供应链，开始全球布局和多产品扩张，有望取代台系供应链成为全球电子制造龙头。另一方面，在全球供应受阻的环境下，国内品牌预计将依托国内产业链的供应优势进一步在智能手机、智能家居、可穿戴等诸多领域实现全球市占率的提升。

计算机行业

随着国内产业结构升级、人力成本提升，传统企业数字化的需求愈发急迫，企业增加信息化开支进入加速阶段。另一方面，移动互联网技术外溢为企业端 IT 方案提供了新的思路，可以看到在金融 IT、工业互联网、企业 ERP 等诸多领域都出现了基于云技术、移动互联网技术的解决方案。机器视觉等 AI 技术也逐步实现产品化，并在企业信息系统中扮演了更加重要的角色。面对更加复杂的企业信息化需求以



及软件国产化浪潮，软件企业正在进一步打磨自身产品，提高供给能力；构建完整的全国销售网络，国内软件企业正面临着历史性机遇期。

通信行业

展望 2021 年以及一季度，数据中心服务器产业链来看，一方面今年服务器产业链受到国内互联网公司减少开支影响，同时芯片短缺也导致供给受限，看明年，行业复苏的同时，明年整个服务器产业链也会有产品升级，看好服务器产业链相关公司。随着 5G 基站不断普及，可以看到 5G 应用端的机会，物联网是 5G 重要的应用，预计将迎来高速增长，物联网应用越来越多，随着 2G、3G 物联网逐步退网，4G cat1，5G 物联网的量将迎来快速成长，建议关注通信物联网模组以及相关产业链的布局机会。

半导体行业

2020 年四季度以来，全球半导体全产业链高景气度一直延续到二季度，产业链缺货涨价，当前时点，半导体可以分为几类：一类是纯周期性的，涨价缺货的，我们预计目前的紧缺情况将持续较长时间，下游的库存已经逐渐累高，产业链 overbook 情况比较严重，处于周期相对高点区间，我们维持谨慎观点；另一类是长期结构性成长的行业，比如 IOT、电动车及数据中心相关的公司，从中长期来看，我们认为半导体行业成长确定性强，具备穿越周期波动的潜质。

传媒行业

游戏行业

在 2020 年上半年游戏行业高基数过去以后，21Q3 开始游戏行业进入单位数到低双位数的正增长阶段。由于 1) 目前新游戏版号暂时没有发放，新游戏供给仍旧较少；2) 未成年人游戏时长限制会带来预期一年左右的影响，因此预计 22Q1 整体游戏行业依然会保持低速增长。竞争方面，新游戏上线少，预计各公司仍会维持之前的竞争状态。

广告

预计 22Q1 整体消费不会回暖，特别是互联网公司收入增长乏力，预计会依旧维持，因此广告主投放预算仍旧会保持低位。在需求不足的情况下，广告市场预计继续低迷。



零售行业

2021 年社零增长持续低迷, 11 月社零增速 3.9%, 仍旧是低增长: 11 月我国社会消费品零售总额为 4.10 万亿元, 同比增长 3.9%, 增速比 10 月下降 1pct。其中, 除汽车以外的消费品零售额同比增长 5.4%, 扣除价格因素后同比增长 0.5%。目前仍未看到消费回暖的迹象, 在此环境下, 预计 22Q1 消费依然维持在低增速, 分行业来看, 线上消费略好于线下消费, 超市/卖场经营仍旧承压严重。线上消费虽然相对而言好于线下消费, 但纵向比增速仍然处于低位。

家电行业

年初以来, 家电行业终端景气修复速度并不及预期, 疫情反复进一步放缓消费恢复的步伐。10 月和 11 月, 家用电器和音响器材类零售额同比增长 9.5% 和 6.6%, 可能有部分原因是“双十一”预售占比, 造成需求前移至 10 月。

根据产业在线数据, 1-11 月空调内外销销量累计增长 8.59%, 相较 2019 年同期增长 0.82%; 其中内销累计同比增长 6.39%, 较 19 年同期下滑 7.84%; 外销累计增长 11.53%, 相较 19 年同期增长 14.5%。1-10 月, 冰箱内外销销量累计增长 5.14%, 较 19 年同期增长 10.52%; 其中内销累计增长 1.55%, 较 19 年同期下滑 2.5%; 外销累计增长 8.84%, 较 19 年同期增长 30.55%。1-10 月, 洗衣机总销量累计增长 9.06%, 较 19 年同期增长 4.35%; 其中内销同比增长 6.31%, 较 19 年同期下滑 1.35%; 外销同比增长 13.27%, 较 19 年同期增长 13.83%。1-10 月, 油烟机销量累计增长 16.03%, 较 19 年同期增长 8.88%; 其中内销增长 1.09%, 较 19 年同期增长 0.48%; 外销累计增长 39.1%, 较 19 年同期增长 34.47%。

汽车行业

根据乘联会数据, 尽管 11 月车市供给端持续改善, 但相对于市场需求仍有较大缺口, 终端市场仍处于结构性缺货状态。同时, 多地疫



情抬头，给消费端带来的冲击大于我们此前预期。11月乘用车零售完成181.6万辆，同比下降12.7%，环比10月增长6.0%。1-11月份累计销量1804.1万辆，同比增长6.1%。新能源市场继续保持火热，主要在自主和新势力品牌的推动下，11月零售达到37.8万辆，同比大幅增长122.3%，市场渗透率达到20.8%。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

2021年年初以来，政府对房地产行业进一步加强调控，新增“集中供地”等政策，严查违规资金进入地产，同时对重点开发商严格进行“三道红线”管控。下半年房地产调控政策出现明显成效，土地成交、商品房销售等数据拐头向下。但从四季度开始，房地产行业出现失速风险，企业违约频现，行业系统性风险概率加大。

1-11月全国房地产投资增速6%，9-11月单月投资增速分别为-3.5%、-5.4%和-4.3%，连续三个月投资增速为负。1-11月新开工面积同比下降9.1%，较2019年同期下滑10.9%；7月以来一直维持在20%左右降幅，9-11月单月降幅分别为-13.5%、-33.1%和-21%。1-11月商品房销售面积同比增长4.8%，较2019年同期增长6.2%；9-11月单月销售面积分别下滑13.2%、21.7%和14%。1-11月商品房销售金额同比增长8.5%，较2019年同期增长16.3%；9-11月单月销售额分别下滑15.8%、22.7%和16.3%。1-11月开发商到位资金同比增长7.2%，其中国内贷款下降10.8%，自筹资金增长4.8%，定金及预付款增长17%，按揭贷款增长9.8%。

食品饮料行业

食品饮料各子行业终端消费受疫情反复的扰动，但是我国消费的韧性较强，我们对板块基本面仍保持乐观判断。

1) 白酒：2015年至今向龙头集中、消费升级（产品结构升级、龙头产品直接提价）的趋势持续强化。高端已经形成1000元的高端和3000元的超高端价格带，1000元价格带扩容；次高端龙头2019年至今陆续提价，更是推动次高端形成400元、600元两个价格带，次高



端龙头在做全国网络扩张，而地产酒龙头着力推动区域内消费升级。

后续面临 2022 年春节消费旺季，依然看好高端白酒的稳定需求和次高端价格带的需求扩容。

2) 大众品：食品饮料中的大众品类在 2021 年面临较大的成本上涨、客流下降、社区团购对价格体系冲击等压力，2021Q4 后以上压力有所缓解，并且 2021 年 9 月至今食品饮料中的大众品龙头普遍提价，提价能缓解成本上涨压力，重塑“厂家-经销商-终端”各环节利润。

看好啤酒、乳制品龙头自身产品升级、竞争改善、利润率提升的良性竞争周期，看好调味品龙头普遍提价后将进入利润率回升周期。

农林牧渔行业

畜牧产业链：

农业部能繁母猪存栏指标 2019/10-2021/06 环比为正，2021/07-2021/10 环比为负，此前能繁母猪存栏连续环比增长累计的产能在 2021 年下半和 2022 年上半年释放，整体猪价周期仍处于寻底阶段，生猪养殖行业在 21Q3-22Q2 利润压力大。

生猪养殖行业从 2015 年后加速规模化，龙头企业生产效率、管理提升明显，看好上游动保、饲料龙头和当前资金链压力较小的养殖龙头。

种植产业链：

种植业的供给侧结构改革从玉米扩大到水稻等，多年的去产能和库存的效果好，整体粮价偏强。

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，转基因性状和种子龙头企业将明显受益。

环保工程及服务行业

我们看好环保行业中 (1) 垃圾焚烧发电板块，上市公司在建、拟建项目充足，成长性较好，已投项目运营稳定；(2) 资源再生板块，技术进步、规模效应和商业模式创新促进板块从供给驱动转为需求驱动，符合减碳节能的政策趋势，产能扩张积极，盈利水平有望提升；

(3) 水务运营板块，经营稳定现金流良好，估值较低，安全边际较高。



(4)明年也需要关注一些环保企业利用自身技术和渠道优势所做的上下游纵向扩展和业务的横向扩展情况，看好管理能力较强、有一定资金实力和业务协同可能的企业。

纺织服装行业

受到消费增速降低的影响，国内纺织服装景气度持续较低，且纺织服装作为非必需消费品，在消费不景气的情况下，可选消费受到的影响更大。2021年11月在双十一加持的情况下，纺服品类同比-0.5%（增速环比+2.8pcts），较2019年11月+4%。从1-11月累计零售额看，纺服社零同比+14.9%，较2019年同期+2.9%。线上方面，2021年1-11月全国穿着类网上实物商品销售额同比+11.1%，环比进一步放缓3pcts。

轻工制造行业

家具

建议关注短期政策边际放松推动估值修复，中长期优选 α 显著的龙头。2021年地产新开工、销售数据承压，竣工端表现相对较好。受地产景气下滑、恒大事件影响，2021Q2起家具企业股价回调，估值持续回落，截至11月估值已处于历史较低水平，伴随地产等家具板块相关利好政策频发，政策边际改善促进板块迎来估值修复。1)定制家具：流量结构调整持续，看好全品类、全渠道布局的龙头。把握两条投资主线：一是在渠道布局、品类扩张、品牌力、产品力等方面具备显著优势的龙头企业；二是具备估值性价比的优质标的。2)软体家具：市场集中度持续提升，龙头渠道、品牌等优势显著。看好龙头份额提升。3)家具出口：原材料、运费等不利因素有望改善，出口利润弹性充足，关注出口收入占比较高、享有利润弹性的家具企业。

造纸板块

木浆价格或将中低位震荡，文化纸盈利有望边际回暖。木浆：供给端新产能投放、需求维稳，预计2022年木浆价格中低位震荡。文化纸盈利有望边际回暖。白卡纸新产能较多盈利仍需观察。废纸系成本推动箱瓦纸价温和上涨，行业盈利或将继续分化。



建筑建材行业

建筑

1-11月狭义、广义基建投资累计分别同增0.5%、-0.17%，单月继续负增长，且降幅扩大。细分行业中，水利环境和公共设施增幅转负，交运仓储邮政、电热气水累计同比增长1.1%和0.2%，基本与去年持平。截至2021年12月18日，累计发行专项债3.16万亿，同比下滑11.55%，Q4专项债发放节奏加快，预计明年基建前高后低，明年上半年有较好表现。

大部分地区基建需求已经饱和，且地方政府资金较为紧张，基建投资很难回到高景气时期，未来基建投资中枢将回落至小个位数。

建材

2021年1-11月，全国累计水泥产量21.73亿吨，同比下滑0.2%，较2019年同期增加1%。华东区域需求相对稳定，水泥产量仍保持小幅正增长，但西南和西北地区则出现明显下降。价格方面，8月份开始的限电影响导致水泥价格大幅飙升，10月底全国均价超过620元/吨，11月随着限电因素缓解，且需求持续不及预期，水泥价格逐步回落，截至12月中旬，全国均价回落至550元/吨左右。

2021年1-11月，全国平板玻璃产量累计为8.43亿重箱，同比增长8.9%，较2019年同期增长9.4%。玻璃价格今年波动比较大，淡季极为反常。上半年3月开始淡季不淡，价格持续上涨8月，之后横盘一个月，10月旺季反而开启下跌趋势。今年全年看是竣工大年，玻璃需求旺盛，但一方面高价格侵蚀下游利润导致需求下降，另一方面三季度开始的地产风险蔓延部分项目停工延期，导致玻璃价格的巨幅波动。明年玻璃价格走势，还需要关注房地产行业的变化。

电力设备行业

新能源

根据国家能源局数据，1-11月全国光伏新增装机34.83GW，低于此前市场预期，主要由于硅料全年涨价后价格维持高位，带来下游全部跟进涨价，导致需求低迷，预计全年光伏装机远低于此前预期；1-



11月全国风电新增装机24.70GW，总体符合预期，去年抢装、对应今年装机总体较好，单今年风电价格大幅下降叠加原材料价格提高，今年总体招标一般，尤其海上风电招标有较大幅度想下滑。

光伏展望：1) 中期看，上半年是光伏装机淡季，明年Q1装机可能仍低迷，产品价格有望进一步下跌，进而刺激终端需求爆发；2) 明年全年看，光伏行业装机有望达到200-220GW，看好明年光伏整体行情；3) 长期看，光伏行业“十四五”期间有望保持年化30%的增长，另外以HJT和TOPCon为主的新技术有望带来光伏行业整体的全新需求和格局变化，建议关注光伏行业的alpha机会。

风电展望：1) 中期看，明年Q1风电装机有望保持稳定，明年全年风电由于对应今年招标，总体可能保持稳定；2) 长期看，风电进入平价上网时代，电站端收益率高于光伏，终端电站招标意愿较强，看好风电行业长期发展；3) 风电行业格局较为稳定，看好各环节的龙头集中趋势。

电力设备

四季度工业投资仍然保持了较大的韧性，但预计未来一到两个季度增长动能有限，大宗价格重新下跌后，下游客户投资积极性回升。国内龙头企业在疫情期间获得的市场份额有望继续保持。长期看，随着智能制造渗透率的提升、制造业升级的逻辑演绎以及国产替代大趋势，预计国内的工控设备需求面临较大的市场空间和较快的行业增速。

随着新能源发电的快速发展并在电网系统发电份额的提升以及用能需求的多样化，调峰调频需求增加，电网相关设备的升级改造需求有望爆发。

机械军工行业

机械

根据工程机械协会最新数据，11月挖机销量2.04万台，同比下降36.6%，行业周期下行已经成为确定性趋势。分市场看，11月国内销量1.40万台，同比下降51.4%，出口6430台，同比增长88.95%，整体宏观经济存在下行压力、基建地产整体开工萎靡、去年高基数，共同影响挖机数据，但是11月环比10月增长11%，环比已经企稳，



此外，海外销量持续保持高增长，海外市场或将成为国内工程机械企业突破的新赛道。

中期看，工程机械开工有望企稳回升，对应 22 年 Q1 销量环比有望改善，明年全年国内需求压力仍在、海外可能成为突破口；明年 Q1 制造业整体周期存在一定的压力，相对更看好景气度较高的新能源相关设备和周期性较弱的消费类设备。

军工

十四五开始，国家加大军费投入趋势不改，我们认为行业从过去炒概念开始转向业绩兑现，其中飞机，导弹和电子信息化等方向将尤为受益。此外，四季度我们看到了部分军工企业开始完善治理结构，提出了股权激励。预计，未来会有更多的军工企业做股权激励，资产注入，我们看好军工行业明年的表现。

有色、钢铁及煤炭行业

有色金属行业

四季度有色金属价格波动剧烈，在国家对煤炭价格调控的背景下，国内有色金属价格明显调整，其中电解铝的调整幅度较大，同时铜和锌的价格也有所调整。在欧洲锌冶炼企业停产的刺激下，锌价有所回升。明年国内稳增长政策加码，我们认为基本金属价格维持高位震荡。

新能源材料方面，锂价在四季度大幅上涨，我们继续看好碳酸锂价格的表现。明年上半年预计供给还将维持紧张。

钢铁行业

四季度，钢铁行业受到煤炭调控政策的影响，价格出现了一定的调整，钢厂盈利出现回落。预计明年房地产行业持续调整，我们对钢铁行业相对悲观。

煤炭行业

煤炭四季度受到国内政策的调控，价格出现了明显回落。我们预计明年整个煤炭价格将维持平稳，国家调控政策将长期影响行业。



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。