



国海富兰克林 2012 年年度及第二季度投资策略报告

一、宏观分析

年初以来，宏观经济的运行轨迹基本符合去年年报的判断。相对确定的通胀水平在 1 月受食品价格飙升影响达到 4.5%，但随后随着食品价格季节性回落，同比水平大幅下降到 3.2%，3 月份可能有所反弹，但仍然处于下降通道；而对于增长，尽管存在春节错位因素影响数据的判断，但就目前的信息来看，增长依然偏弱，具体表现为景气指数的上升弱于历史季节性，同时工业生产环比走弱。综合而言，通胀压力不大，而增长何时企稳成为市场极为纠结的问题。（数据来源 WIND）

展望 2012 年 2 季度，我们认为猪肉价格的下降周期以及蔬菜价格季节性下跌将使得通胀一路向下，并可能在二季度后期出现同比水平的加速回落；而增长环比水平在二季度企稳，对应同比水平在二季度回升。

通胀：显然，根据历史上的猪肉价格周期的走势，二季度猪肉价格理论上依然会处于下降通道，这将大幅的推低猪肉价格的同比水平；就目前供给层面的数据来看，尽管生猪存栏量已经高位回落，但能繁母猪还是处于较高的水平。由此推断，猪肉价格进入上升周期言之尚早。另一方面，蔬菜价格的季节性规律显示，年初两个月大幅上升，而 6 月底则应基本跌回年初的水平。尽管有劳动力成本上升的影响，但这种影响并不是突然发生在 2012 年并影响 2012 年的通胀水平，因此，蔬菜价格难以对通胀产生显著向上的推动力。

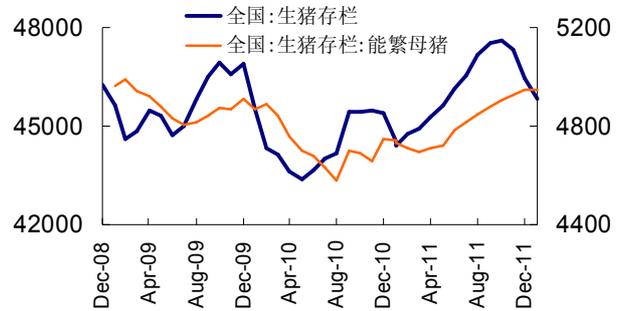


图 1: 猪肉价格周期性回落中



数据来源: Wind, 国海富兰克林基金

图 2: 生猪存栏量回落, 但能繁母猪量较高



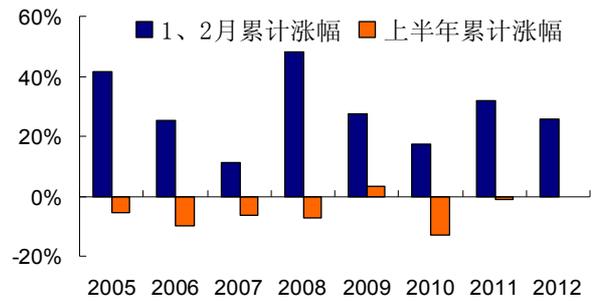
数据来源: Wind, 国海富兰克林基金

图 3: 统计局 50 城市蔬菜价格



数据来源: Wind, 国海富兰克林基金

图 4: 蔬菜价格季节性规律显著

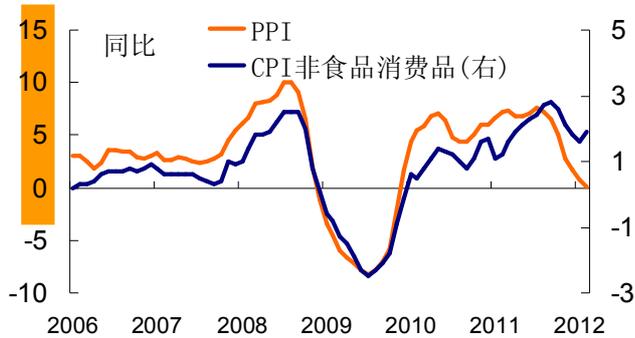


数据来源: Wind, 国海富兰克林基金

而对于市场预期的诸如电价、油价等要素价格改革会推高通胀, 我们预计会有一定影响, 但短期内影响可能有限。首先, 油价上升的主要影响是推高 PPI, 然后传导至到 CPI 非食品消费品。从 PPI 原材料工业环比和加工工业环比的走势可以看出, 由于总需求偏弱, 今年以来加工工业的环比水平远低于去年, 因此可以预计在总需求偏弱的背景下, 油价上升的影响难以由工业品价格端传导到消费价格端。其次, 我们承认电价的改革会推高长期的通胀水平, 但由于社会舆论的抵触情绪, 改革的节奏将可能较慢, 对第二季度的 CPI 冲击可能较小。综合推断, CPI 非食品的环比水平在二季度将继续弱于历史季节性。

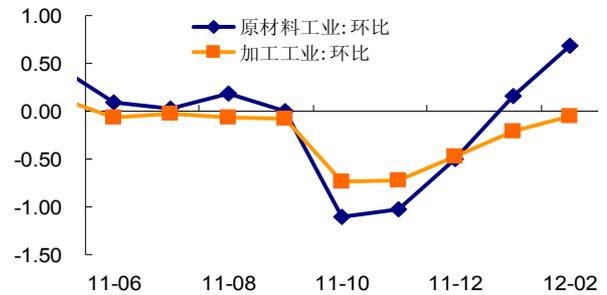


图 5: PPI 传导至 CPI 非食品消费品价格



数据来源: Wind, 国海富兰克林基金

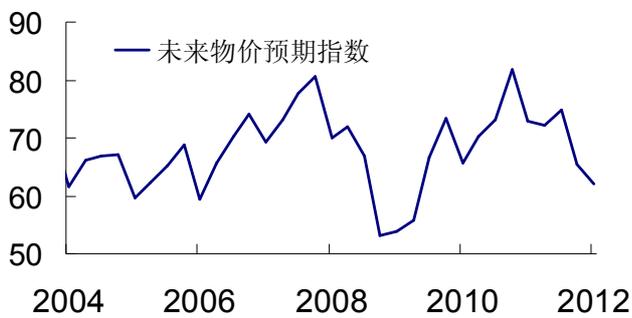
图 6: 加工工业环比弱于原材料



数据来源: Wind, 国海富兰克林基金

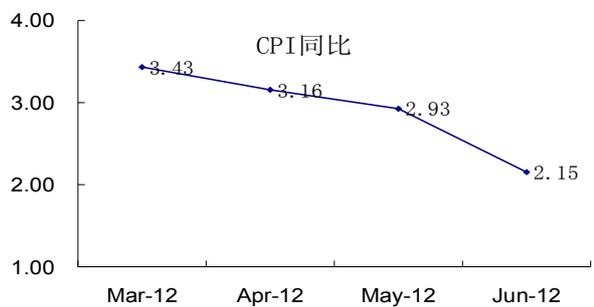
根据我们对上述 cpi 分项的判断, 我们预计二季度 CPI 继续处于下降通道, 二季度后期将可能加速回落至 2.5% 以下。

图 7: 物价预期指数连续下降



数据来源: Wind, 国海富兰克林基金

图 8: CPI 可能的演绎路径



数据来源: Wind, 国海富兰克林基金

增长: 相对于通胀而言, 市场对增长的环比低点何时出现更为关注。由于春节错位的影响, 年初以来的经济增长类数据的分析存在一定的难度, 首先 1 月和 2 月的 PMI 季调前的环比上升增强了对经济增长看多者的信心, 但随着信贷持续的低于预期、支出法数据和工业增加值的大幅低于预期, 市场对增长环比低点的判断出现了谨慎的修正。我们的观点则是:

消费层面, 尽管社会消费品零售总额名义增速出现了显著下降,



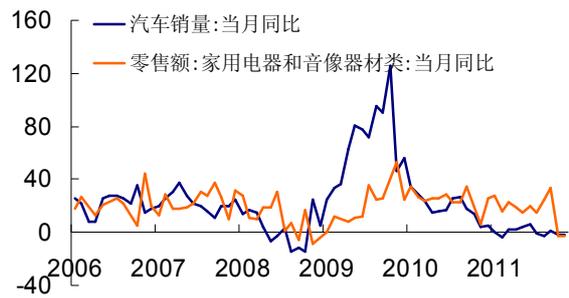
但考虑价格因素之后，实际增速仅小幅下降。分行业来看，汽车消费继续不振，家电消费在去年四季度出现较大幅度上升后迅速下降，可能的原因是家电下乡补贴的取消。总体来看，实际消费增速可能维持在11%左右。

图 9: 消费实际增速与去年低点持平



数据来源: Wind, 国海富兰克林基金

图 10: 汽车和家电

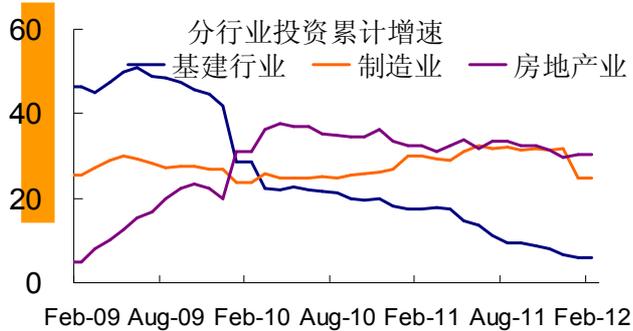


数据来源: Wind, 国海富兰克林基金

投资层面，从制造业、房地产以及基建投资的走势来看，除了房地产投资出现反弹之外，制造业和基建投资逐步回落。我们认为二季度投资增速走稳的可能性增大。首先，对于房地产投资而言，由于调控政策仍然延续，即便刚需推动的销售好转，房地产企业的新开工投资大幅回升的概率极小，但在建项目可能有效的支撑房地产投资增速。其次，基建投资增速已经持续回落，一旦一季度 GDP 同比增速大幅下降，基建投资则会成为刺激增长的有力作用点；再次，年初以来信贷增速持续低于预期，根据贷款增速对投资增速的对应性，信贷的滞后释放反而有利于投资增速在二季度后期走稳甚至回升。当然，最大的风险点在于政策刺激的时点和力度。



图 11: 分行业投资累计增速



数据来源: Wind, 国海富兰克林基金

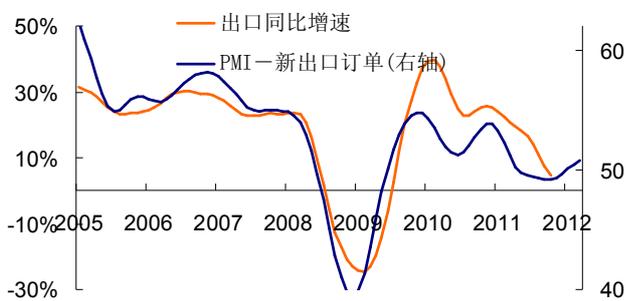
图 12: 房地产库存季节性回落后仍高于 2008 年同期



数据来源: Wind, 国海富兰克林基金

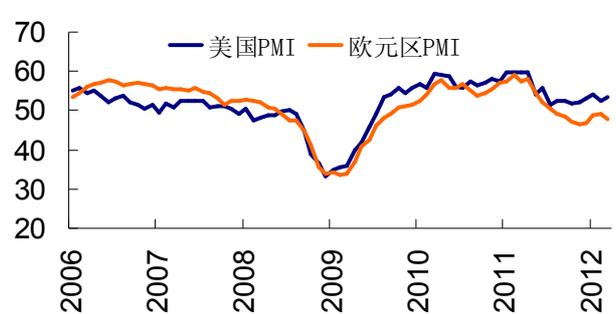
出口层面, 1-2 月的出口数据低于市场预期。分地区来看, 对欧盟、东盟等出口明显下滑, 唯一的亮点来自于缓慢复苏的美国; 分产品来看, 机电等产品出口同比增速尚可, 但纺织服装等产品大幅下滑。我们预计二季度出口增速维持在低位震荡。一方面, 欧元区尽管推行了二次 LTRO, 但银行体系的流动性对实体经济形成刺激可能需要一段时间; 另一方面, 大宗商品价格年初的快速反弹对经济增长的复苏形成压力, 美国近期 PMI 下降可见一斑, 一旦低利率的环境由于通胀预期的影响发生变化, 将制约经济增长的反弹力度。由是, 出口增速在二季度可能保持低位震荡。

图 13: PMI 新出口订单领先出口 3 个月左右



资料来源: Wind, 国海富兰克林基金

图 14: 欧洲疲弱, 美国尚可



资料来源: Wind, 国海富兰克林基金



债券市场:

利率: 一季度利率产品基本以调整为主。PMI 的环比回升消除了硬着陆的担心, 推升了市场的风险偏好水平, 利率产品随之遭到抛售; 其次, 政策节奏的偏慢使得流动性的放松出现了一季度后期的三月, 在此之前偏紧的流动性也没有促使长期利率的进一步向下。

展望二季度, 我们推断二季度初期利率产品长端仍然具有一定的交易性机会, 首先, 通货膨胀短期内没有显著的上行压力, 这不支持长端利率进一步向上; 其次, 就目前的信息来看, 市场可能担心经济增长不会在一季度同比见底, 这将打开收益率曲线长端的下行空间; 再次, 从目前的估值水平来看, 利率品种的收益率长端处于历史均值附近, 下行空间仍在。至于对收益率曲线短端而言, 我们预计流动性的宽松在二季度仍然可以持续, 收益率曲线进一步增陡概率较大。但是随着增长的环比企稳, 同时结合估值, 可在二季度后期逐步缩短久期。

信用: 一季度信用市场的表现较为分化, 高等级在去年跟随利率产品大幅上涨之后进入调整, 而中低等级信用表现较为良好, 一方面在于市场的风险偏好提升, 另一方面在于其估值优势显著。

展望二季度, 类似于利率品种, 高等级信用在目前的估值水平下, 在二季度初期可能有一定的下行空间, 但在二季度后期可能需要降低配置比例; 低等级信用尽管收益率在一季度出现了大幅下降, 但我们认为信用利差再度大幅攀升的概率较小, 考虑到高票息对持有其收益率的贡献, 我们认为低等级信用仍可保持一定的配置比例, 并逐步增加配置比例和久期。

转债: A 股方面, 通胀已经告一段落, 控通胀带来的估值压制已经释放。同时由于风险偏好的大幅上升以及政策刺激增长预期的良好, A 股在一季度出现了显著的反弹, 展望二季度, 我们预计通胀层面继续不会带来估值压力, 而盈利风险的释放将依赖于 PPI 和工业增加值的同比企稳。基于对 PPI 和工业增加值的判断, 盈利增速可能不会进一步恶化。在股市流动性宽松的背景下, 指数可能会在季初探底后震荡上升。

转债方面, 一季度转债表现弱于正股, 供给预期是转债市场的主



要压制力量之一。就目前的估值水平而言，转股溢价率反应的仍是熊市预期。基于我们对未来 A 股市场的预估，熊市预期很可能在二季度后期逐步向牛市预期转化，这将打开转股溢价率的上升空间。当然，最大的风险点仍在于大量供给的释放时间。

二. 投资策略

进入 2012 年，A 股先上后下，市场的变化幅度远远超过经济基本面变化的幅度。在基本面弱势，而估值水平低于历史均值的格局下，短期内市场预期的变化是影响股市走势的最主要变量。一季度的走势一定程度上印证了我们年度策略中对于全年走势的判断，即全年缺乏系统性投资机会，波动加剧。

基本面偏弱

经济增速下行的事实已经被市场充分预期。市场博弈的重点主要放在政策放松上。但进入 3 月以来，政府的表态逐步明确：为控制通胀和调整经济结构，政府开始接受更低经济增速。这一目标的确立，意味着政府放松的节奏可能继续滞后于市场预期；政策放松不再以 08-09 年的拉动增长为目标，而是为了防止经济硬着陆。股市走出 V 形反转的可能性小。

去年三季度以来，库存调整和地产冲击是影响宏观经济走势的核心力量。当前，库存调整逐步进入主动去库存的后半期，库存调整的负面影响逐步释放。但房地产走势对宏观经济的影响程度将更强。而中央政府一再强调地产调控的决心，显示地产作为中国经济引擎的地位正在发生改变。这也将影响到地产上下游相关产业链的景气复苏程度。

政策红利



政策对于股市走向的重大影响毋庸置疑。但以往对政策关注主要体现在具体的经济政策方面，市场对于政治周期的关注度较低或者说对其影响程度存在低估。这也是导致 2011 年政策分析普遍存在误差的主要原因。2012 年作为政府更替之年，我们需要更多的思考政治周期对于股市的影响。

政治周期是现行体制下的每一轮换届周期。经历前期的准备阶段，今年将迎来实施阶段，重要的观察时点是下半年的十八大。在政府换届前夕，政策取向更加稳健，更偏重于为新一届政府留出较大的制度创新空间。我们不期望政策在短期内出现较大程度的放松。

同时，我们也注意到近期制度层面改革的呼声正在加强，显示高层可能一定程度上达成共识，并有望在下届政府任期得到执行。总体而言，相关改革不脱离既有“调结构”和“促民生”的框架。未来 GDP 和固定资产投资等货币性政策目标的重要性开始下降，而与提高生活质量和减小贫富差距相关的非货币性软性指标将得到更大的重视。此外，政府自身角色的定位，以及国有企业的定位，也将对未来经济格局的形成产生重大影响。我们将对相关政策走向进行密切跟踪。

但总体而言，我们预计政策的走向应该会朝着有利于夯实新一轮经济增长基础的方向前进。若这些政策得到顺利实施，短期内对股市的直接促进作用不明显，但中长期看，股市可能有望迎来新的一段黄金时期。

二季度走势判断

外围情况：美国经济复苏确定性较高，欧洲经济将缓慢探底，相对较弱。美元有望保持震荡偏强格局，对大宗商品价格有抑制作用，减轻中国外部通胀压力。变量在于美联储的 QE3 是否推出。

国内情况：当前经济运行特征是僵局-上游补库存行为将减弱，而由于成本高企的原因，下游并未出现降价保量的行为，这将直接导致下游去库存的缓慢，从而表面看来是总需求的进一步萎缩。若僵局状态持续，则存在下滑加速可能性，届时相关放松政策将有望出台。但我们认为宏观经济软着陆可能性高，政策放松的力度和时间点可能比市场预期的弱，经济的下滑周期可能拉长。我们预期二季度通胀风险不大，虽然大宗商品及蔬菜价格上涨，但偏弱的基本面不支撑通胀大



幅上行。

盈利及估值:当前 A 股 2012 年动态市盈率 11.4 倍,非金融为 15.3 倍。2012 年上市公司整体盈利增速的一致预期为 22%,我们认为存在的下调空间。考虑这一因素,A 股估值存在安全边际,但并非大幅低估。(数据来源中金公司 2012 年 4 月报告)

预计二季度走势前低后高,前期延续 3 月份以来的调整格局;在对乐观政策预期进行修正之后,对经济基本面好转的预期将重新推动市场。整体不脱我们对全年震荡格局的判断。

行业配置

基于波段行情的判断,投资组合可保持灵活配置。核心配置仍然是消费板块和优质成长股,但要加强对于周期品种的波段操作,同时配置电信等受益于政策拉动的投资标的。

三. 行业分析

金融业

银行业

我们看好银行板块在未来一个季度相对收益的表现,主要原因在于短期内进入年报季报的密集公布期,银行板块在强劲的报表业绩和低估值优势下,有望获得相对于市场平均更优的回报。

对于银行 2012 年的议价能力,我们认为较去年将显著下降,从 1 季度跟踪的信贷数据来看,多家银行上浮类贷款的比重在快速下降;而按揭贷款在经历了去年的基准利率放款和上浮放款后,今年以来银行陆续推出了首套房的优惠利率。我们预计如果未来实体贷款需求不能有效增长,未来银行的贷款上浮比例将进一步下降。但今年 1 季度



银行的环比息差仍将维持高水平，同比来看息差有所上升，但未来环比下降的压力将逐步体现。

对于存款压力，我们认为今年将显著好于去年，从1季度银行理财产品的发行节奏显著放慢可以看出银行存款端的压力有所缓解。在存款准备金今年多次下调的市场预期下，我们预计今年行业的存款压力将好于去年，同时银行发行的理财产品收益率也将逐步下降。

未来资产质量压力将在报表陆续体现。我们预计今年行业将结束过去几年的“双降”局面，从今年开始将看到不良资产或不良率的“温和”上升。但由于行业拨备充足，温和的不良上升将难以对当期利润产生影响。

保险业：

未来一个季度我们预计难以看到行业基本面的大幅改善。

由于今年保监会的监管重点侧重保险行业的规范销售，我们认为长期利好保险行业的健康持续发展，但短期对保费增长的负面影响难以避免。从个险渠道来看，由于去年和今年以来各家保险公司增员缓慢，我们预计个险渠道的保费增速有限。而银保渠道由于去年以来的两次集中规范管理和今年持续的政策影响，在二季度难以出现较高的增速。但我们可以期待下半年随着银根的进一步放松，银行发行理财产品动力的逐步减弱，银保销售能够出现回暖。

保险板块未来一个季度的表现更多取决于股市和债市的走势，股市和债市的走势直接决定了保险资产重估的价值和短期业绩的释放能力。

证券业：

证券业在经历了2011年业绩的大幅下滑和股价的下跌之后，板块在一季度迎来了较大幅度的反弹，今年一季度板块指数涨幅高达18%，



远好于金融板块内的另两个子板块：银行和保险。从行业长期的发展趋势来看，我们认为证券行业将迎来历史的大机遇。一方面经过了前几年的治理整顿，未来监管层可能向着做大做强的监管思路给予券商更多的新业务空间。相对于银行和保险，证券公司目前可运用的杠杆率极低，直接制约了券商 ROE 的水平，未来随着创新业务的不断推进，我们预计券商长期的 ROE 水平将逐步上升。

但短期来看，经纪业务仍占到 50% 以上的收入来源，券商短期的业绩仍将随市场交易量的情况波动。

房地产业

一季度房地产市场景气程度触底回升。随着调控政策导向从“全面抑制”到“有保有压”，首次置业重新回到政策支持的范畴。在银行层面，受到贷款需求结构性萎缩的影响，按揭贷款规模扩张再次成为银行追求的目标。在开发商层面，存货压力上升到 08 年以来新高，行业现金流状况普遍不佳，促使开发商具备很强的降价动力。在消费者层面，被压抑了两年的自住需求需要释放。在政策、银行、开发商和消费额者的多方诉求共振影响下，市场表现如“干柴烈火”，特征可概括为“刚需入市 + 以价换量”，我们认为销售改善的情况会持续到二季度。

由于改善性需求仍被压抑，以价换量的策略不可能长期有效，下半年的市场难以预测。我们期待地产调控政策的最终解决方案出台，关键点在何种政策替代限购，以驱除房地产的投资属性。是房地产税还是资本利得税，这将决定行业长期的成长空间。

地产股自从去年四季度以来持续跑赢市场，我们认为未来一个季度仍可以取得相对收益。回顾 08 年地产股的表现，可分为四个阶段，即政策反转、销量回升、房价上涨和地价上涨，表现出股票涨幅超过 1 倍；目前的情形与 08 年具有类似之处，但在宏观经济偏弱和房价处于高位的背景下，股票行情只能演绎两个半阶段，即政策反转、销量回升和半个房价上涨，房价恢复上涨之时也意味着行情的终结。

总体来看，房地产行业处于复苏阶段，估值依然低廉，长期走势



取决于地产调控政策的最终解决方案，我们对此持谨慎乐观态度。

零售行业

商贸行业——度过 2012 年一季度最低点之后第二季度的回升速度缓慢

我们对 2012 年第二季度的零售行业基本面还是相对比较谨慎，从 50 家/百家/千家重点零售企业 2012 年 1 月份和 2 月份的销售额同比增长率数据来看，在 2012 年 2 月份都出现了负增长。即使考虑到 2012 年春节在 1 月份的不可比因素，50 家重点零售企业 1-2 月份合计同比增长率只有 6%，百家重点零售企业 1-2 月份合计同比增长率只有 8.7%，这样 5-10%左右的收入增速数据和我和主流零售上市公司交流的数量级也是一致的。而今年 3 月份全国各地普遍多雨，温度比历史同期水平要低，使得 3 月份春装销售普遍不理想。基本上我们判断今年 1 季度全行业收入增速在 5-15%之间，利润增速乐观情况下能和收入增速持平。

表 1：截止到 2012 年 2 月百家/50 家/千家销售增速

	全国百家重点大型零售企业商 品零售额:当月同比	全国 50 家重点大型零售企业商 品零售额:当月同比	千家重点零售企业销售额:当 月同比
2011 年 1 月			26.6
2011 年 2 月			8.3
2011 年 3 月	24.7		19.5
2011 年 4 月	28.2		19.2
2011 年 5 月	25.4		15.7
2011 年 6 月	19.5	16.1	15.4
2011 年 7 月	25.5	23.9	15.0
2011 年 8 月	22.2		14.7
2011 年 9 月	27.8	23.9	15.3
2011 年 10 月	18.3		13.5
2011 年 11 月	16.0	12.9	13.0
2011 年 12 月	20.8	18.2	14.4
2012 年 1 月	19.2	13.5	12.7
2012 年 2 月	-7.99	-2.78	2.30

请注意标注表格数据来源。(数据来源 WIND 和中华商业信息网)

度过一季度行业最低点之后，我们认为未来几个季度收入增速将逐渐回升，但回升的速度我们站在目前时点判断应该不会太快，首先经济局势还是相对不明朗，而二季度又是传统的消费淡季，我们判断要到三季度整个终端零售消费才会有一个相对较高的同比增长率和环



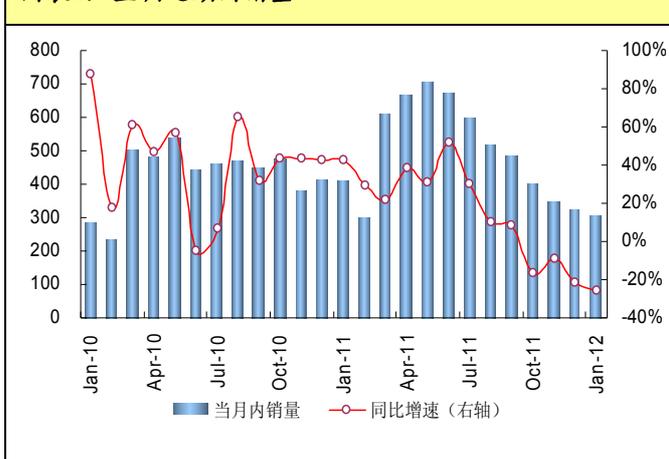
比增长率。

从行业估值的角度来看,我们认为2012年15-20倍PE倍数是目前相对合理的区间,如果低于15倍PE倍数则我们认为该行业估值处于相对比较低的水平,如果高于20倍PE则估值水平偏高。

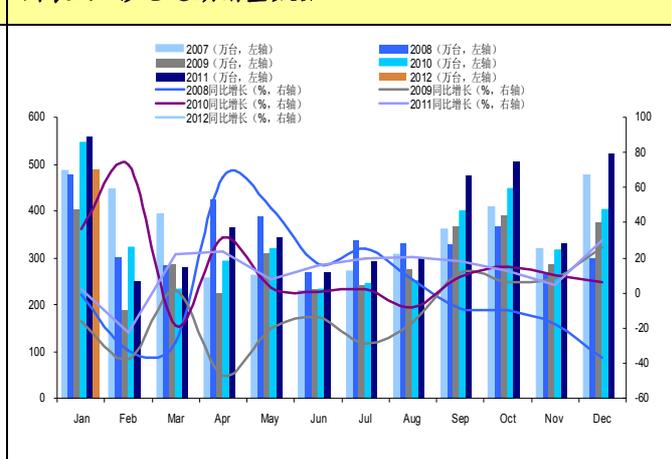
家电行业

家电行业在今年一季度经历了去库存及终端销售疲软的情况,销售同比出现负增长,一部分是高基数的原因,另外在经历过去两年的高增长后的自然回落。二季度,我们判断行业渠道去库存已接近尾声,不过目前无论是从终端销售层面还是经销商层面仍难以对短期内白电销售有较好预期,且从2月份压缩机排产数据来看,空调龙头企业对生产仍较为谨慎;但从总体上来看,空调是所有家电子行业里增速最为确定的白电行业;黑电行业:虽然互联网电视销售占比不断提高,有助于电视企业利润率的上升,但行业二季度增速难超市场预期。

图表1: 空调近期内销量



图表2: 彩电近期销量数据



资料来源: 产业在线, 国海富兰克林基金

细分板块表现——白电好于黑电。白电的上涨普遍由白电龙头及细分行业领导企业的估值修复带动;黑电板块的上涨则依然以个股因素为主。



纺织服装行业

品牌服装企业在去年 4 季度以来开始感受到终端销售的巨大压力。入冬的推迟和春节的提前使得去年冬装实际旺销季节缩短，而连续多年的提价也影响到终端的实际购买力。根据我们前期的草根调研，目前服装类上市公司的终端库存/进货量普遍在 25%以上。由于今年冬季时间偏长，我们预计 3 月以来春装销售仍面临很大压力。在连续两季的终端销售压力下我们预计目前服装经销商的心态普遍偏谨慎。

目前来看板块的重新启动需要等待事件的催化剂，最直接的催化剂是 4、5 月份多家公司召开的加盟商订货会，但从目前的销售情况来看，订货会数据符合或低于市场预期的概率更大。2 季度行业仍需等待终端销售的好转。

2012 年上半年服装销售将继续受到量价背离的不利影响，我们预计上半年终端销售增速将继续下滑；与此同时品牌商继续提价，但难以获得毛利率的明显提升，虽然棉花价格大幅下跌，但人工、运输等其他成本的上涨抵消了提价和棉价下跌的正面影响。同时租金成本率的不断上涨也会转嫁到终端零售价格的上涨上来。

在服装个子板块中，我们更看好店铺基数小、上市融资后实力雄厚、子行业集中度不高的公司。因为在行业普遍面临终端消费疲软的大环境下，店铺基数小的品牌商仍有能力通过吸引新的加盟商、在空白地区开新店来实现收入的增长，以此来抵消单店销售量的下降。

IT 行业

信息设备

三家运营商全年资本开支计划已经出台，整体通信资本开支增长情况较好，我们看好通信设备板块。从投资结构看，光通信板块受益



幅度最大，运营商在传输和宽带接入方面的投资增速最快，加上宽带中国有望得到国家层面的支持，行业超预期的可能性较高。光通信板块值得关注。

运营商层面，3G 渗透率将进一步提升，全年 3G 总用户数将保持较好增长，但受到资本开支增长和用户补贴的影响，运营商利润难以体现出来。全年将主要是波段操作机会。

计算机设备方面，我们主要选择成长较为确定的方向。

信息服务行业

二季度行业依然是淡季，软件公司收入和利润占全年比重很小，因此业绩难以体现，另外，整体估值水平估计会继续下移，因此配置需谨慎。从整体投资的急关切以及资金配套的充足度来看，公共安全和民生信息行业将是重点关注的细分行业。政府等行业的信息化建设处于扩张期，且是政府考虑的第一要务，财政支出更加倾斜。智慧城市（包括医疗，智能交通，社保）得到了中央财政的大力支持，基本所有的一线城市和很多二三线城市都提出了智慧城市的建设计划，在地方政府的重视下，再加上事关民生，民生信息化的资金应该是有保障的。我们认为，在政府，民生，公共安全信息化产业链上的相关软件企业适当给予关注。

电子元器件行业

1 季度电子元器件指数上涨 2.28%，同期沪深 300 指数上涨 4.6%，跑输 2.32%。行业底部在 1 季度得到确认，微观来看行业各环节库存回补旺盛。我们认为上半年是行业由去库存转向补库存的转折点，近期的数据显示电子行业基本面仍将持续改善，本轮库存回补有望延续至 3 季度，届时电子新品推出将持续拉动终端消费需求。我们比较看好全年电子行业表现。

行业层面，我们相对关注国内低端智能手机，苹果、三星产业链的持续高增长，基本面改善、受益政策驱动的 LED 产业链值得关注。受 1 季度业绩表现影响，我们判断电子公司股价在 2 季度将出现分化，估值合理、成长确定的成长股和环比改善、富有弹性的周期股值得关注。



汽车行业

乘用车方面，1 季度的销量略低于市场预期，欧美系与自主品牌的差异仍在扩大。考虑到通胀回落和经济软着陆可期，消费信心将出现触底回升的趋势。一季度即是最差的时点，之后逐季改善，但改善的斜率较为平缓，与 09 年天壤之别，全年销量增长 10% 的判断依然成立。供给层面，合资品牌 2012 年共新增产能 205 万辆，自主品牌 2012 年将增加 171 万产能，产能大量投放将对市场构成很大压力。供需逆转使公司间盈利分化将持续，中国已是全球整车企业竞争的主战场，对综合竞争力的要求将提升到国际横向对比。自主品牌依靠模仿一两款先进车型，从而实现弯道超车的发展模式已成历史，弱势公司将长期缺乏盈利机会。未来很长一段时间，投资机会集中于欧美系合资企业。

商用车行业，3 月中旬以后，重卡的订单与终端实销都出现了快速的回落，旺季提前结束，物流需求较为平稳，工程需求的萎缩是主要原因。此外，油价上涨进一步压缩了车主的盈利空间，购车热情受到打压。我们预计，由于重卡前期销量增长过快，过高的保有量、油价上升和孱弱的需求叠加，将导致大量用户出现停运、卖车的现象。经历过较大的洗牌后，终端用户的盈利将在下半年触底，之后需求延产业链逐次恢复。客车行业增速提高，受到校车订单的有利影响，龙头企业有望保持 20% 的销量成长。

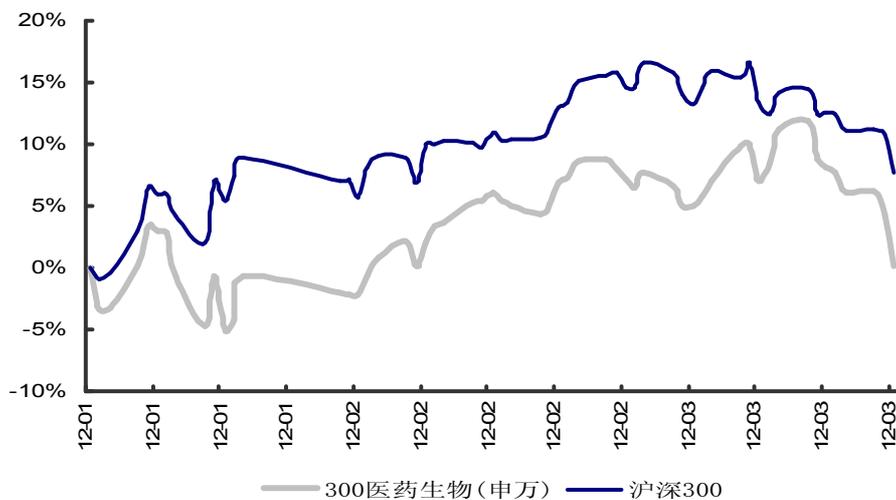
综合来看，乘用车行业保持平稳，公司之间盈利能力分化扩大化、长期化，基于公司盈利能力稳定性的绝对估值投资策略成为可能。重卡行业仍需等待，未来 1 年需寻找行业拐点的投资机会。

医药行业



2012年以来医药行业的走势表现不佳，排在申万一级行业涨幅的末端。分析其中的原因，我们认为主要是政策面偏空，使投资者对医药行业增长失去信心。截至到3月28日，医药指数上涨0.1%，同期沪深300指数上涨7.7%，跑输大盘7.6个百分点。

图：医药生物行业和沪深300的相对走势



资料来源：Wind

近期医药行业出台大量政策，给人的感觉行业增长前景黯淡。但我们并不这样认为，我们从来没有怀疑过医药行业仍然是朝阳行业。我们同意医药行业和整个中国经济一样存在增长速度放缓的趋势，但未来5年间医药行业保持15-20%的增长水平，我们对此依然有信心。

医药总体而言是一个竞争的行业，所以我们更应该关注具体的企业。具有竞争优势的企业会逐步成长，竞争优势来自于品牌、成本以及专利。虽然行业增速会下来，但企业的增长也许还能保持，因为行业集中度会提高。

从投资的角度而言，目前医药行业基本面情况良好，市场预期不高，从全年看获取绝对收益概率较大，继续关注医药行业，看好有长



期增长潜力的公司。

水泥行业

水泥行业：继续寻底，等待需求好转

供给和需求是决定能否投资水泥行业的核心因素，站在目前的时点，我们可以得到的基本面是：无论是房地产投资还是基建投资在未来6个月内都不如人意，虽然农田水利投资和保障房建设可能处于加速阶段，但总体上需求不容乐观；供给方面，去年年底开始投放的产能对上半年的弱势形成进一步冲击，行业唯一能做的就是通过协同停窑来维持价格下跌速率慢一点，但这不是解决问题的根本办法。

基于上述分析，我们可以下的基本结论就是水泥行业短期景气继续回调，企业盈利继续下滑。但中长期来看，也许通过兼并收购加之淘汰落后产能，通过供给做减法才能找到行业的出路。从估值角度很多上市公司的吨企业价值基本接近于重置成本线，加之今年下半年以来的下跌已经基本反映了前述风险，故当前股价整体风险不太大。在投资标的选择上，由于西北和华东区域景气向下走，东北区域处于景气稳定期，华北和西南部区域景气处于持续改善期，所以，相对较看好产能处于华北和西南区域的上市公司

玻璃行业

底部徘徊，等待需求见好

玻璃需求60%来自于地产，30%是汽车，我们从目前的基本面情况可以看到：政府持续高压的房地产调控政策和日益不利的汽车消费环境，这两个行业都不容乐观。再次，玻璃行业目前集中度还比较低，企业协同效应较弱，当供需面产生变化时价格波动或加剧，目前价格已经下滑到企业的盈亏平衡点之下，唯一解决办法是自然放水淘汰，但目前我们观察到的放水比例还不够高。

在上述背景下，我们比较喜欢那些下游需求受政策调控影响较小，



且具有 X 因素的个股，例如在节能减排的大背景下，节能和光伏玻璃的发展空间正在逐步打开，政策的强力推行和需求的替代升级将在中长期推动行业向前发展。

建筑和工程行业

展望二季度，我们认为行业的投资机会仍然将会集中在以下几个细分领域：

装饰工程：从需求端看，装饰行业的需求总体依然旺盛，表现在建筑业的施工面积维持高位，建筑也累积新开工保持较高增长，行业在 2012 的需求情况仍比较旺盛，从供给端和行业特性出发，我们认为装饰行业市场容量大并持续增长，CR4 不到 1%，仍具备诞生大市值公司的潜质；同时受投标门槛、品牌效应、资金实力等因素的影响，行业整合仍在推进，集中度提升的趋势明显。回顾 11 年，行业内龙头公司人员储备、区域市场拓展取得了长足进步，相应的新签订单保持高速增长。12 年 1-3 月这些龙头公司订单趋势依然保持良好态势，而同时这些公司的现金流情况有明显改善迹象。

化学工程：中国是一个严重多煤少油的国家，而基础化工产品大多数来自于石油，这就决定了我国对石油的依存度非常高，给国家能源战略甚至国家安全带来隐患。所以发展煤化工，从煤炭路径制造化工产品将是我们未来很长一段时间必须要走的一条道路。行业的投资机会还是集中在新型煤化工领域，要遴选在煤制天然气/烯烃/乙二醇方面具有优势的投资标的，赚技术和市场预期差的钱。

水泥工程：巴黎银行（EXANE BNP PARIBAS）和瑞士银行（UBS）有关部门分别发布了对未来 5 年世界水泥工业新增生产能力的预测报告，截止世界各国（除中国外）在 2010 年 11 月以前公布的最新信息显示，今后 5 年内（2011~2015）有 40 多个国家已计划新建的水泥生产能力共约 4.2 亿 t，其中前 10 位的国家合计就达 3.36 亿 t。按此测算全球（除中国）可以新增的工程订单在 590 亿左右。我们认为相关公司在海外的订单高峰并没有来临，未来 5 年随着新兴经济体的崛起，水泥工程的投资预计稳步增长，过去十年随着中国经济的发展，中国



水泥工业在技术和品牌上取得了飞速发展，综合竞争力逐步提升，目前时点看相关公司的投资价值仍然具备。

图表1: 全球水泥（除中国外）每年新增市场规模测算

单位: 亿吨	单位: 元	单位: 亿元	单位: 亿元		单位: 亿元
2011-2015	单吨投资	总体市场规模	平均每年	中材份额	每年可以新增
4.2	700	2940	588	37%	218
全球前40位国家（除中国）					

资料来源:《水泥工程》2011年1期, 国海富兰克林基金研究部整理

图表2: 全球水泥计划新增产能

(百万吨/a)
2011-2015年

国家	计划新建产能
印度	92
俄罗斯	73
伊朗	50
印尼	30
巴西	27
尼日利亚	22
埃及	17
伊拉克	10
越南	8
埃塞俄比亚	7
	336

资料来源:《水泥工程》2011年1期

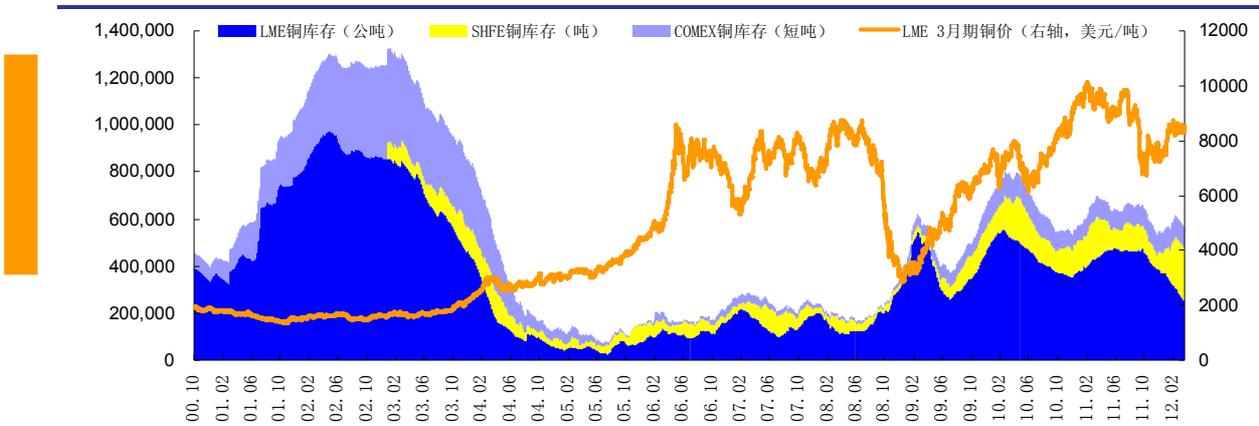
水利工程:“十二五”期间水利的总投资大概要达到 1.8 万亿左右,主要用于四个方面,其中用于农田水利建设资金约占 20%,防洪工程、水资源配置和城乡供水能力提高工程,以及水土保持和生态建设资金分别占 38%、35%和 7%。一般农田水利、城市供水系统以及水土保持项目单体规模较小,大型水利项目主要集中在调水工程、江河治理和防洪工程等。市场容量方面,按照 2011 年 3000 亿的投资规模,如果规划的投资能够落实的话,未来四年还需投入 1.5 万亿,未来四年的年均复合增长率大约为 10%。可继续关注围海造田和水电建设方面的主题性机会。

有色金属行业

进入 2012 年一季度,受美国维持宽松货币政策以及市场重燃 QE3 预期影响。以铜为代表的工业金属价格出现强劲回升,黄金价格亦出现一定回升后有所回落;稀土等小金属价格进入 2012 年后则继续调整,到 3 月底稀土价格呈现企稳态势。受金属价格回暖和流动性改善预期,一季度 A 股申万有色金属行业上涨 16.32%,大幅跑赢上证综指 13.44%。

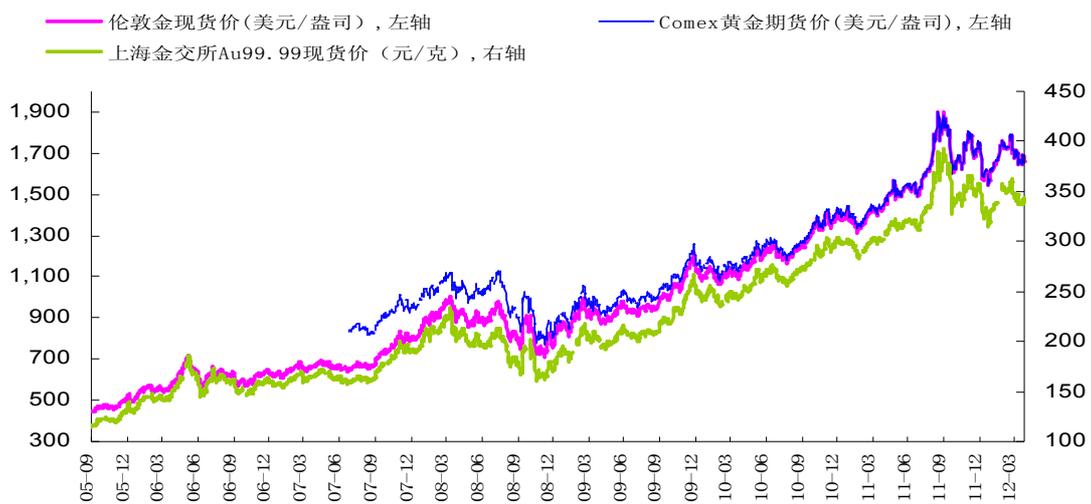


图表3: LME 铜价和全球交易所库存情况



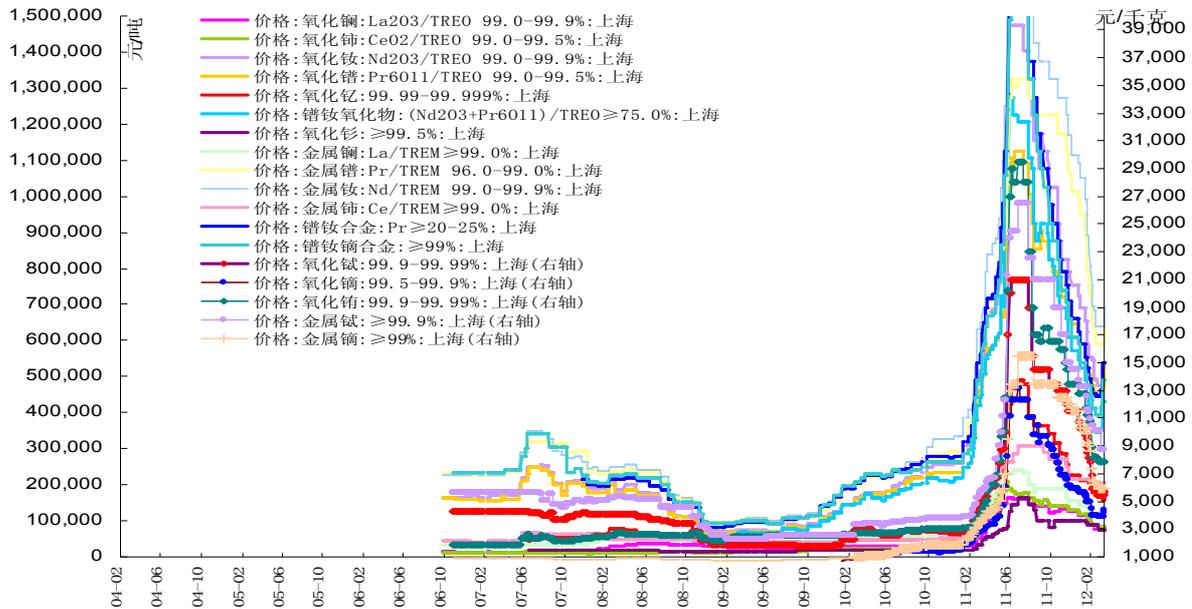
资料来源: Bloomberg, 国海富兰克林基金研究部

图表4: 全球黄金价格走势



资料来源: Bloomberg, 国海富兰克林基金研究部

图表5: 主要稀土品种的价格走势



资料来源: Wind、国海富兰克林基金研究部

工业金属库存方面,铜库存国内外出现分化,LME库存持续下降,而SHFE库存大幅上升。LME镍和锡库存呈下降态势,而供给过剩品种铝、铅锌的LME库存继续保持高位。

图表6: 工业金属全球交易所库存情况 (单位: 吨, 截至 2012-3-24)

2010年以来库存统计							单
	铝	铜	锌	铅	镍	锡	
最新库存	5455468	560420	1273626	372875	97740	12705	
一周库存变化	19573	-13168	13845	6000	318	1135	
一周变化比例	0.36%	-2.30%	1.10%	1.64%	0.33%	9.81%	
较10年底变化	737249	-7638	261466	164600	-37932	-3570	
较10年底变化比例	15.6%	-1.3%	25.8%	79.0%	-28.0%	-21.9%	
2010至今							
最高	5459413	794659	1296690	388500	166476	27905	
最低	4552955	523575	661000	146775	83160	9090	

资料来源: Bloomberg, 国海富兰克林基金研究部整理

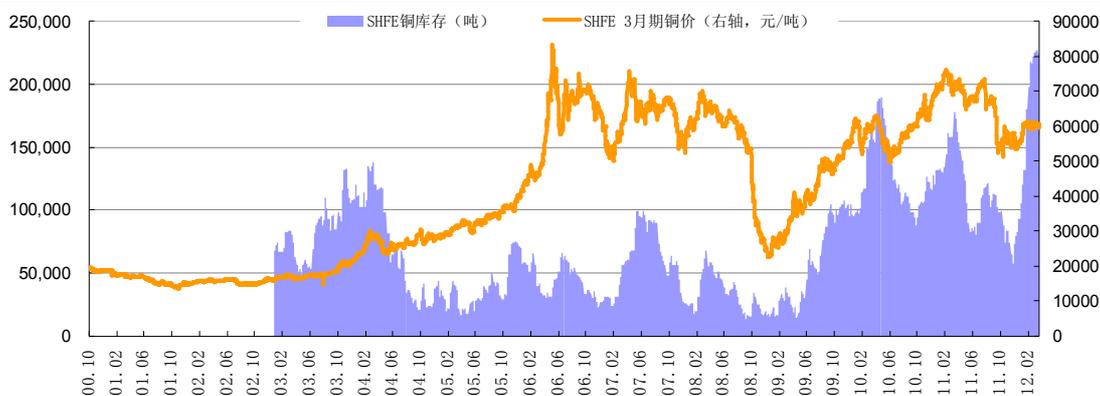
展望二季度,我们看好的投资品种和认为可以采取的投资策略归纳如下:

工业金属方面,一季度该板块走势强劲,显著跑赢大市。目前时



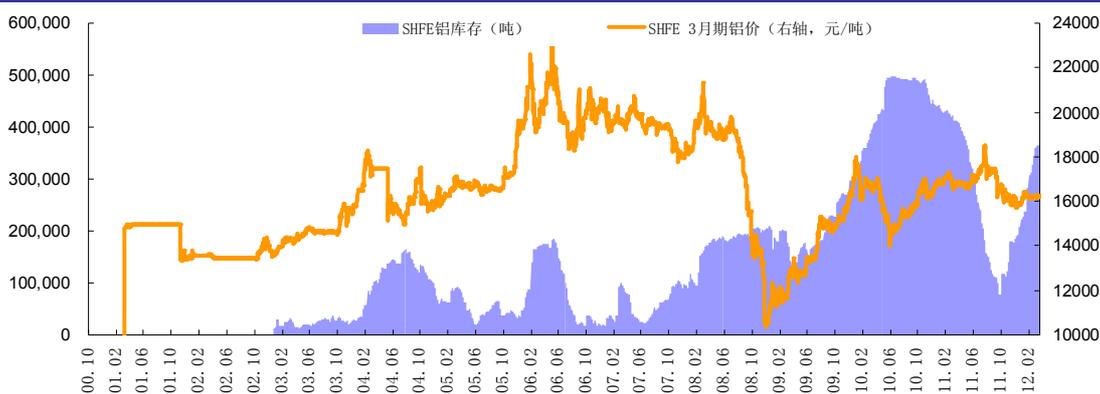
点看，金属价格驱动的股票上涨可能难以继续，因为从基本面的角度看，虽然LME铜在美洲和亚洲的库存大幅下降，但从最大的消费国中国的状况看，目前金属消费数据疲弱，主要表现在金属库存高企和下游加工企业开工率的持续低迷，目前SHFE铜库存创历史新高，SHFE铝库存亦大幅攀升。而反观金属价格，铜和锡的价格总体维持高位，供给过剩品种的铝、铅锌虽然离成本线很近，但如果下游消费数据没有起色，未来看这些金属品种的价格都有下行压力。综上，我们认为可以采取的策略是等待金属价格波动风险释放以后介入工业金属板块，重点关注的品种是供给偏紧品种的投资机会。

图表7: 上海交易所铜价和铜库存情况



资料来源: Bloomberg, 国海富兰克林基金研究部整理

图表8: 上海交易所铝价和铝库存情况



资料来源: Bloomberg, 国海富兰克林基金研究部整理

黄金。短期来讲，全球去杠杆和美元升值冲击了黄金的投资需求，但中长期看，支撑金价走高的核心逻辑并没有发生根本性的变化，1)



低利率：一般认为在实际利率为负的情况下，有利于黄金价格的上涨，因此在美国加息周期未启动之前，黄金价格继续上涨的大逻辑仍然存在。2）低储备：全球各大央行自 09 年以来开始寻求增加黄金储备，这一趋势仍在延续，高外汇储备需求国家寻求储备资产多元化的预期持续存在。3）避险：各大经济体债务危机并未完全散去，而与此同时，世界诸多区域地缘政治冲突不断，黄金作为避险品种方面的需求依然存在。目前 A 股黄金股的估值相对处于非常低的位置，已经抹去此前因为资产注入预期市场给予的估值溢价，估值与海外可比黄金估值相当，随着未来金价的走强，黄金股可能有望重拾投资机会。

全年可继续关注中国优势金属的整合进程所带来的投资机会，以及新材料领域中有竞争优势的成长性公司。我们国家处于经济发展转型期，将新材料行业作为战略新兴产业与先导产业，同时国家发布了新材料“十二五”规划，预计未来将陆续受国家相关产业政策支持。

电力行业

一季度平淡为主，二季度可能出现机会。一季度电煤价格回落趋势逐渐缓和，电力股估值普遍反映了一季度利润的好转。但从用电需求的角度分析，一季度逐步转入淡季，利用小时和发电量都难有大幅回升，火电企业盈利短期平稳，行情趋于平淡。二季度末旺季来临可能带来阶段性机会，因为夏季用电高峰将抵消甚至消除一季度因为经济较冷带来的需求增速放缓，而只要用电量不会大幅度上升，煤价不会有大的回升，则电力企业的盈利空间将有一定程度的扩大，带来阶段性投资机会。但从全年来看，政策微调和经济增速的恢复，未来主要的矛盾仍将是电价与煤价之间的矛盾，利润在火电和电煤企业的分配的问题。

电价定价体制改革是改善整个行业长期盈利模式的重要因素。

年初至今电力板块表现平平，估值水平相对不高，电力企业利润回升的确定性较大进一步下滑的空间有限，然而板块大行情的出现仍



然需要导火线，最值得关注的就是电价改革，这是影响未来全年电力行业利润情况最大的不确定因素，也是改善整个行业长期盈利模式的最重要因素。

清洁能源在十二五期间迎来快速发展良机。

十二五清洁能源发展提速及成定局，节能减排和经济结构转型或促 2011 年用电增速由 2010 年的 14% 回落至 9%，利用小时则基本持平，而其中水电、风电等清洁能源都将面临重大的发展机会。

综上，火电行业在经历了三年业绩低谷后盈利有所回升，底部已经确立，受益于经济回落煤价下跌且受限，以及电价上调，电力企业明年上半年盈利能力将明显改善，但整体性机会仍有待电价改革带来的盈利模式的改变，仍给予电力板块“中性”评级。整个板块的估值方面仍然没有较好的提升机会，但防御性较高，根据投资目的的不同，可以关注以下三类机会，一是真正意义上的防御性品种——业绩稳定且受益于节能调度政策、未来有水火同价预期的水电企业；二是受益电价上调弹性较大的公司；三是面临区域性机会或有资产注入机会的火电企业和煤电一体化企业。另外，涉足核电、风电、垃圾发电等清洁能源类的公司也将有较好的表现。

电力设备行业

输配电设备而言，行业基本面好转，体现在销售价格提升，收入稳步增长且毛利率提升。整体投资处在高位，略有增长，其中配网和智能电网投资增长最为确定，特高压投资能否获得批准尚存在不确定性。配网、智能电网及能够提升现有份额的输配电设备公司值得关注。

电源设备方面，水电投资增长最为确定，核电投资有望在今年重启，太阳能和风电基本面仍然较弱。

自动化产品方面，高压变频/中低压变频的市场需求仍不乐观。智能电网相关需求较好。



整体行业值得关注。

钢铁行业

钢铁行业旺季逐步到来，基本面已经见底。随着 3 月旺季逐步到来，下游需求释放，终端采购回升，而目前钢铁库存已经下行，预计钢价将震荡上行。行业一季度亏损压力大，预计 3 月份行业盈利开始好转，二季度有望环比改善。

全年看，房地产行业需求的不确定性较大，总体需求增速下滑不可避免。判断全年粗钢表观消费增速在 4% 左右的较低水平。原材料方面，原料供应增速高于需求增速，其价格强势可能被削弱，行也将呈现温和上涨态势。

行业 PB 为 1.1x，PE 为 18.24x，行业相对大盘估值处在低位。我们对行业谨慎乐观，业绩确定性高的公司和管材深加工公司值得关注。（数据来源广发证券 2012 年报告）

机械行业

2012 年房地产调控进入关键时期，房地产投资和新开工面积增速下滑，而政府强调的产业结构调整 and 战略新兴产业发展可能初见端倪，重点关注符合政策鼓励方向，需求比较确定和进入壁垒较高的子行业。随着通胀压力的消除和经济下滑压力加大，信贷和房地产放松的可能性加大，需要关注政策放松给投资相关性强的行业带来的机会。

工程机械行业

长期来看，我国工程机械需求的基本面并没有改变：水利基础设施建设、保障房建设以及加大开发新疆等西部地区的措施必将掀起新的建设热潮。其中，挖掘机因国产化率低而面临更大的市场机会，而



推土机、装载机等品种虽然已经完成了进口替代，但在全球市场还大有可为。未来随着我国工程机械企业规模，研发能力和管理水平的不断提高，在国际市场中的竞争力也将不断加强。

预计一季度大多数工程机械销售情况坏于市场普遍预期，展望二季度，中央政府投资意愿下降，更强调经济增长的质量、民生和社会效益。中央政府主要推进水利环境、保障房等民生投资，而对于铁路的基础设施建设则主要支持在建项目的顺利完工，因此固定资产投资增速不会太快，导致全年来看工程机械行业增速放缓，但分季度来看预计走势将是有前低后高的。

基于上述分析，2012年我们重点跟踪国家宏观层面情况转变的态势以及各公司应对周期性的能力，倾向于选择具备较强研发和创新能力的专业化公司、超跌品种以及自身成长性可以相对抵抗周期波动的企业。

能源装备制造业

油气开采设备具备长期增长潜力。一季度受油价上涨和国内非常规天然气政策的推出，相关公司收益明显：一季度全球能源市场震荡上行，而石油开发投资与油价密切相关，板块回暖。另外，由于开采技术的进步和非常规能源开采成本的下降，页岩气等非常规天然气的开采在北美尤其是美国取得了革命性的成功，而这个“页岩气革命”的影响也逐渐波及到了中国。3月份国内推出了十二五页岩气发展规划，描绘了页岩气开发利用的宏伟蓝图，激发了实业界和资本市场的投资热情。长期来看，非常规天然气开发利用将贯穿未来整个十年，值得长期跟踪和反复挖掘。

煤机板块需求平稳。煤炭资源用是我国占比最大最重要的传统能源，预计十二五虽然能源结构占比中将有所下降，但仍然难以改变其绝对地位，而随着煤炭开采机械化率的进一步提升和煤矿大型化趋势，预计需求将稳步增长，增长速度在15%左右，相关公司是比较稳定的投资标的。



食品饮料行业:

食品饮料行业因为白酒行业的产值较其他酒种大的多，增速较其他酒种快的多，因此白酒行业的各个公司在不同阶段会有不同的投资机会。

白酒行业：全行业继续高歌猛进的趋势要放缓，需要甄选公司

2012年一季度的大盘向上、部分二三线白酒在年报和一季报业绩超预期的背景下，获得了较大的绝对收益。我们认为部分优质的地方名优白酒在理顺股权机制，强化深度营销之后，确实能取得相对自身非常高的增速，并且因为白酒行业较大的市场容量和较高的分散度，使得这样的趋势还能够持续。因此如果二季度这样的优质二线白酒有较大幅度的调整，我们认为值得关注。

目前一线高端白酒的最大压力是在舆论的压力，茅台什么时候提高出厂价也将成为一个非常重要的因素。温总理讲话说要公务消费零增长，是否会出台实质性可操作可执行的限制高端奢侈型白酒的消费，我们认为还需要观测，从过往四届廉政会议的后续来看，都是雷声大雨点小，我们认为心理层面影响大于实质性影响，但也压制了一线高端白酒的PE倍数。

低价快速消费品行业的行业前景:

大众快销品的投资机会来自于原材料成本下降带来的毛利率提升，我们需要密切关注麦芽成本的变化从而判断对啤酒行业的投资机会。肉制品市场集中度不高，还有行业集中度提升的空间。细分品类的食品公司，需要从公司所处子行业，行业发展空间，公司品牌力度，公司营销能力来判断公司的持续发展能力。

轻工行业

日用轻工行业：出口复苏值得关注

出口复苏与品牌渠道建设是该类公司两大看点。2011年日用轻工



企业除了受国内宏观紧缩影响外，欧美市场的变化、人民币持续升值、制造成本不断上升等因素都对公司产生了较大的负面影响，行业进入低谷。今年初以来，北美情况复苏明显，欧洲虽然没有明显起色，但也应是最差时刻，未来逐渐好转是大概率事件。出口占比较高的企业在外围经济好转的过程中能由差转好，其弹性也较大。

家具地板行业：以旧换新有待观察

2011年下半年，市场担心家具地板行业业绩受国内房地产调控影响，板块走势较弱。最近市场关注的“家具以旧换新”对行业业绩的贡献仍有待观察。主要是该政策的具体细节仍有待落实，实施也会有诸多难度，但对于家具企业来说，无疑具有积极的意义，对于消费者来讲，旧家具价值几乎不存在，能用此抵扣少量新家具的价值，也在一定程度上加速其对家具的更新。

造纸行业：最差时刻已经过去

2011年第四季度应该是行业最困难的时期，近期行业已经感受到有所回暖，原材料、纸品价格已经小幅回升，经销商和下游印刷企业补库存非常明显，情况非常类似于08年底的情况，判断12年上半年总体情况应该好于去年下半年的情况。由于大多数纸产品处于亏损或微利状态，被迫进行限产已减少市场压力的调整取得一定成效，春节后部分企业的白卡纸、箱板纸、瓦楞纸，甚至市场压力较大的文化类纸张包括铜版纸等都试探性涨价，并取得下游客户的认可。

交通运输行业：

航空机场：航空业景气度下滑，机场非航业务成为增长亮点

国内经济增速下滑将拖累航空需求增长，国内市场运力压力凸显；国际市场需求继续低迷，2月国际RPK同比增长只有4%，而航油价格却同比增长近20%，预计一季度航空公司利润同比将大幅降低，行业机会取决于下半年需求能否好转；机场行业消费属性日渐增强，非航



业务成为增长亮点，未受扩建周期干扰的机场业绩增长确定；2012 年或将启动内航外线起降费的调价，这将对内航外线占比较高的机场公司构成实质性利好。

航运：三大市场运力仍供过于求，集运短期受益提价

全球经济探底使得航运业需求重回 2008 年下半年的惨淡状况，2012 年航运三大市场仍将面临运力供过于求的局面，大量新船交付致使运价持续低迷。干散货：一季度 BDI 创下历史新低，虽然近期有所反弹，但仍处于大幅亏损点位，预计 BDI 全年将在 1200-1800 点这一区间震荡；在中国固定资产投资减速的背景下，2012 年干散货运力增速仍将达到两位数以上，供给过剩状况仍将延续；集运：马士基年内两次宣布欧线提价，班轮公司纷纷跟随，从近期的集装箱运价及装载率来看，行业已经基本接收运费上涨这一事实，虽然此次提价没有需求配合，但由于去年全球班轮公司均出现巨额亏损，使得全行业不得不暂停追逐市场份额，转向追求盈利，因此二季度集运公司存在扭亏可能，集运类个股或有交易性机会；油运：油运市场所要经历的周期较前两者更为漫长，原因在于油运需求的增速极低，外加油运市场运力供给过剩的局面难以改善，预期 2012 年全球油运市场将延续底部震荡的概率较大。

铁路：资金压力倒逼铁道部思变，改革红利值得期待

“十二五”期间，全国铁路基建投资规模或将缩减至年均 4500 亿元左右，和 2010 年的 7000 亿元相比，虽然已经大幅缩减 36%，但仍面临较大规模的资金缺口，融资困难以及盈利能力低下都将倒逼铁道部进行改革。我们认为，铁路行业应通过进一步市场化来提高经营效率和效益，源自企业自主经营权的释放而产生的改革红利将值得期待。此外，2012 年，在 CPI 进入下行通道的过程中，我们认为，货运价格的上调将是大概率事件。2012 年底至 2013 年初，“四横四纵”高铁客运网的建成，将极大的释放铁路货运能力，集装箱货运或将迎来大发展。

公路：基本面表现不佳，政策面仍然面临压力，估值安全边际下



降

从公路类上市公司前两个月的车流量数据来看，尽管总体增速接近 10%，但货车占比仍出现一定程度下滑，这也致使公路类上市公司前两个月通行费收入较去年同期有所下滑，延续了去年四季度以来的走弱趋势；从政策面来看，收费公路专项清理工作将于 5 月底完成，加上两会结束后将召开的全国流通工作会议，这些利空都将对收费公路板块造成负面影响；近期股价随大盘有一定程度反弹，行业个股的上升空间缩窄，估值吸引力不再，收费公路板块短期可能尚不具备投资价值，多元化发展业务值得关注。

物流：快递业务量激增，EMS 上市对物流板块的影响值得关注

受到进出口物流需求增速放缓的影响，2012 年前两个月物流总额增速下滑超过 3 个百分点，物流费用仍增长较快，物流业增加值同比增长 12.6%；需求推动和春节因素拉动快递行业 2 月份业务量同比增长超过 100%，预计未来一个季度快递行业仍将保持 50% 左右增速，EMS 上市对物流板块带来的影响值得关注；此外，快递业务量的提升也推动了仓储价格的快速上升，主要原因是快递业务量的激增带来对仓库需求的快速增长。全国流通工作会议将于近期召开，期间可能会出台实质性利好政策，营业税降低、增值税推广、鼓励并购等政策以及煤炭物流等四方面的规划值得关注。

旅游行业：

尽管未来两年中国经济仍处在结构调整期，经济增速可能有所减缓，但在经济结构转型以及国家刺激消费推动经济的大背景下，旅游消费具有更大的收入增长弹性。主要原因：（1）旅游业正快速发展，增长的惯性；（2）地方政府重视旅游，丰富的营销手段将对冲短期的经济波动；（3）在经济下滑阶段，机票、酒店等要素的价格将下降，大幅降低出游成本。中国庞大的人口基数使得每一个细分市场对于企业而言都是“长尾”。

在政策层面上，未来一段时间，《国民休闲旅游纲要》、《旅游



法》、支持旅游文化产业发展以及区域旅游综合改革试验区等相关政策将进一步在财税、土地、金融政策上对产业予以支持，未来发展将面临更有有力的政策扶植，相较 2011 年，2012 年旅游板块的政策催化剂无疑将显著增加。

综合来看，旅游行业在 2012 年依然面临良好的投资环境，行业的估值水平处于合理区间。随着人们对于经济走势未来预期的逐步改善，消费重新企稳并保持平稳态势将是大概率事件，在当前市场较为震荡的环境下，我们依然坚定看好未来 6-12 个月旅游行业的市场表现，重点关注估值具有一定安全边际且近期具有事件催化剂的公司。

申明：文章内容仅供参考，不构成投资建议。投资者据此操作，风险自担。