



# 国海富兰克林 2012年第三季度投资策略报告

## 一、宏观分析

宏观经济:

二季度的宏观经济延续了增长与通胀双双下行的路径。通胀层面, 尽管4月和5月CPI的同比下降幅度偏小, 但在6月将很有可能的大幅下行, 同比有望降至2.5%以下, 这与我们在二季度策略报告中的判断完全一致; 增长层面的情况则相对复杂, 投资、出口依然处于下降通道, 消费也萎靡不振, 但工业增速下降的幅度超出之前的预期, 因此二季度增长的环比可能相对于一季度继续下降, 以至于同比也无法出现之前判断的微幅回升。总体说来, 通胀短期无忧, 而疲弱的经济增长是市场最为关注的问题。

展望2012年三季度, 我们预计猪肉价格和蔬菜价格可能继续成为通胀同比下行的推动力量, 同时非食品也将有可能在经济增长疲弱的背景下展现出低于历史季节性的特征, 导致通胀继续下行突破2%; 而增长环比水平则或许在三季度回升, 且很可能高于去年同期的环比水平, 进而对应三季度同比水平也出现回升。

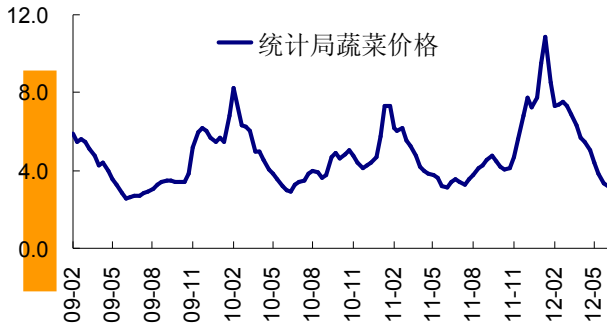
通胀: 随着猪肉价格的持续下行以及蔬菜价格的季节性回落, 二季度通胀缓步下行, 加上去年同期高基数的原因, 同比可能在二季度后期加速回落。目前来看, 尽管猪粮接近历史底部区域, 猪肉价格存在一定的反弹压力, 但由于生猪存栏和能繁母猪都处于相对高点, 肉价环比上行的压力不大, 猪肉价格的走势将可能继续推动CPI同比水平向下。蔬菜层面, 目前价格已经回落到季节性低点, 三季度环比将有望反弹, 但从历史经验来看, 四季度才是蔬菜价格剧烈波动的时段。综合而言, 蔬菜同比可能保持历史季节性, 而猪肉同比则可能继续为负, 食品同比或将低于历史均值。

图 1: 猪肉价格继续周期性回落

图 2: 生猪存栏及能繁母猪均高位盘整



图 3: 蔬菜价格季节性回落



数据来源: Wind, 国海富兰克林基金

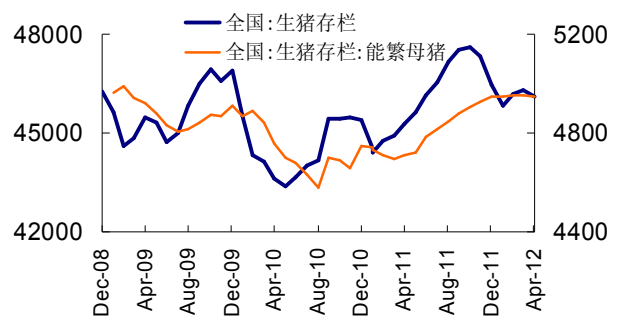
图 4: 猪粮比已经低于盈亏平衡点



数据来源: Wind, 国海富兰克林基金



数据来源: Wind, 国海富兰克林基金

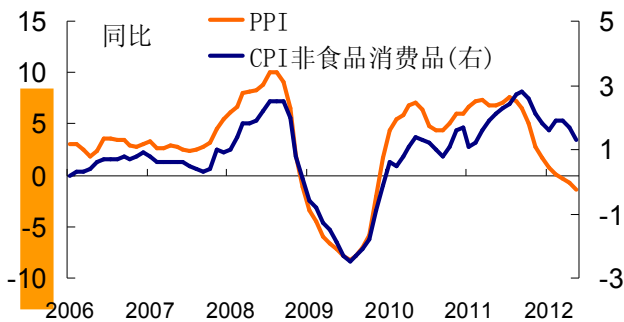


数据来源: Wind, 国海富兰克林基金

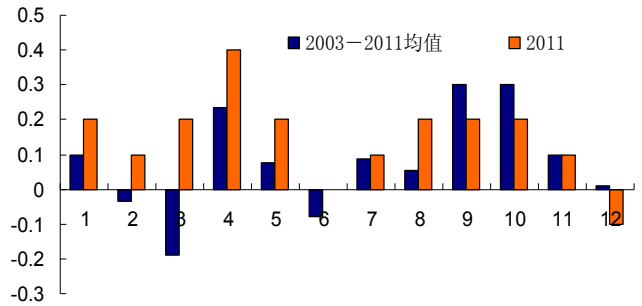
非食品层面, 5 月的非食品 CPI 环比在年内首次低于季节性, 表明经济增长疲弱的背景下, PPI 的下行压力已经传导至 CPI 的非食品端。其中, 分项中之前超越季节性的是居住中的水电燃料、衣着以及交通。考虑到未来劳动力成本上升速度减缓以及油价的逐步下调, 这些分项的环比将可能继续偏弱。今年以来 CPI 非食品消费品一度与 PPI 走势发生背离, 主要原因在于油价在三月底的上调。随着国际原油价格的回落, 再考虑到去年同期非食品环比均高于历史季节性, 因此三季度非食品同比可能持续下行。

图 5: PPI 与 CPI 非食品消费品价格同向

图 6: 2011 年三季度非食品环比高于历史均值



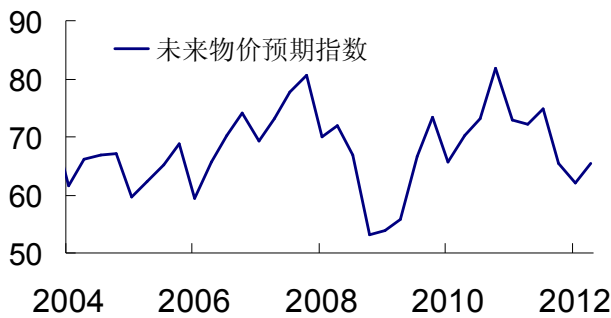
数据来源: Wind, 国海富兰克林基金



数据来源: Wind, 国海富兰克林基金

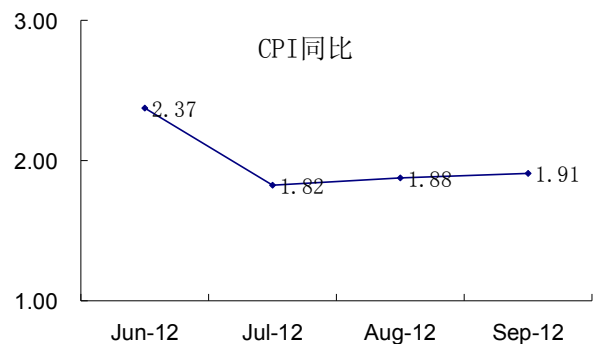
根据上述 CPI 分项的判断, 我们预计三季度 CPI 将可能继续处于下降通道, 二季度后期将加速回落至 2.5% 以下。

图 7: 物价预期指数底部徘徊



数据来源: Wind, 国海富兰克林基金

图 8: CPI 可能的演绎路径



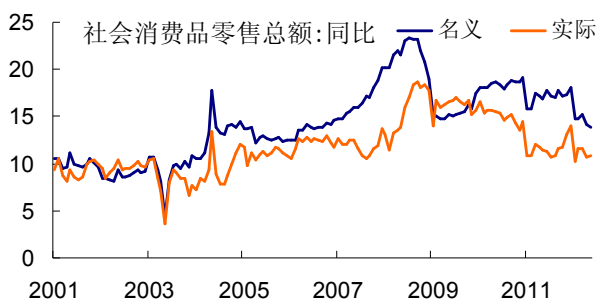
数据来源: Wind, 国海富兰克林基金

增长: 经济增长在二季度再度成为市场纠结的对象。起初, 一季度 GDP 显著低于预期, 市场猜测政策刺激将有效提升二季度增长环比水平; 之后, 由于政策刺激不达预期, 加之 4 月工业增速大幅下滑, 对应 GDP 已然低于 7.5%, 考虑到凯恩斯主义短期刺激的后遗症, 市场对政策的憧憬变得极为悲观。展望三季度, 我们估计政策仍将在基建投资方面有所作为, 配合新增信贷的稳步投放, 增长环比有望较二季度有所改善, 同时推动同比微幅上升。具体而言,

消费层面, 从过去十年的走势可以看出, 消费名义增速与城镇和农村居民的人均可支配收入呈现良好的相关关系, 且增速的绝对水平差异不大。然而, 由于 2009 年对消费的刺激, 使得消费增速连续两年

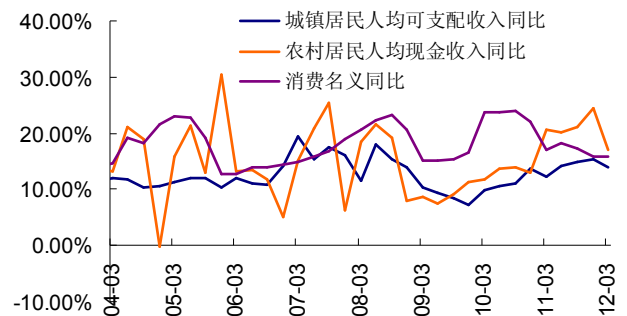
高于收入增速，换句话说这意味着消费的提前透支。在企业盈利的逐步下滑的背景下，如果没有制度的改革，很难想象未来收入增速会大幅提升进而推高消费增速，再加上前几年消费透支，年初以来名义增速持续走弱是为必然。展望三季度，预计政策仍然可能会对消费实行刺激，加上今年以来房地产销售的环比改善带动相关家电消费，尽管消费名义增速仍将随着通胀的回落而下降，但实际增速有望企稳。

图 9: 消费名义增速和实际增速



数据来源: Wind, 国海富兰克林基金

图 10: 收入和消费

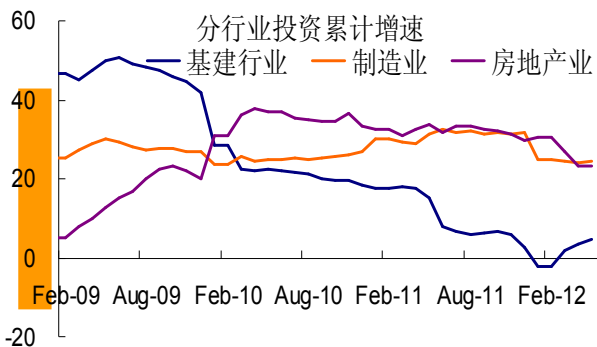


数据来源: Wind, 国海富兰克林基金

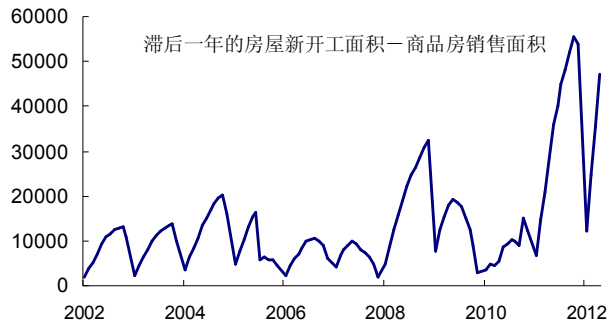
投资层面，从制造业、房地产以及基建投资的走势来看，房地产投资延续了去年以来的下降，制造业投资也比去年下降了 6 个百分点左右，而基建投资累计增速逐月提升。我们预计投资增速在三季度后期有望企稳，首先，尽管房地产销售今年以来出现了一定的环比改善，但由于库存中枢显著上升，我们预计三季度内难以看到新开工的显著反弹；其次，制造业投资与企业盈利增速正相关，由于过去三年产能的继续扩张，目前制造业面临着产能过剩，供需显著不平衡难以推动企业盈利上升，进而难以给予制造业投资以正面刺激；最后，考虑到基建投资在经济下行周期的对冲作用，我们预计基建投资将可能成为投资增速企稳的中流砥柱。目前基建投资单月增速仍然在 10% 以下，因此其存在较大的提升空间。

图 11: 分行业投资累计增速

图 12: 房地产库存季节性回落后继续高企

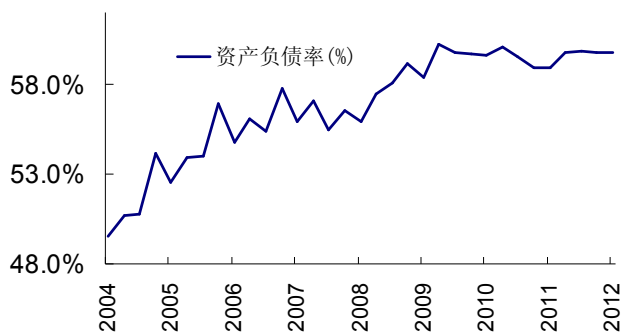


数据来源: Wind, 国海富兰克林基金



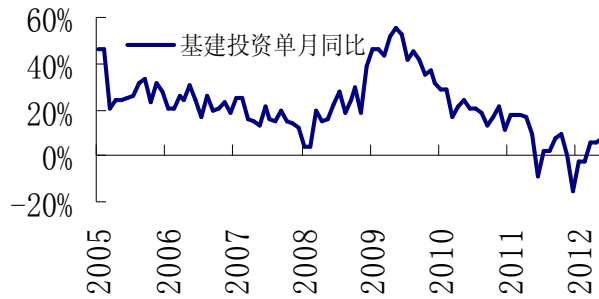
数据来源: Wind, 国海富兰克林基金

图 13: 制造业投资受制于高杠杆的去化



数据来源: Wind, 国海富兰克林基金

图 14: 基建投资存在较大空间



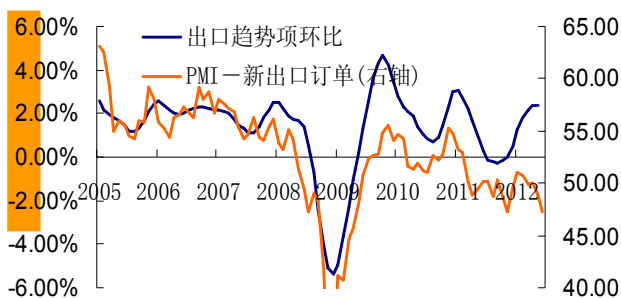
数据来源: Wind, 国海富兰克林基金

出口层面, 四月出口大幅下行, 但 5 月又有所反弹, 但是综合两月增速来看, 同比增速为 10% 左右, 延续了年初以来的弱势反弹势头。我们预计三季度出口同比增速可能在目前的位置震荡: 一方面, PMI 新出口订单的近期走势可能意味着出口环比趋势项下行, 但由于环比可能高于去年同期, 因此同比增速出现显著下行的可能性不高; 另一方面, 目前美国经济增长处于恢复中, 有利于提升对美出口, 但由于欧洲依然处于债务危机的泥潭之中, 从政治和经济上达成一致意见可能还需要较长的时间, 短期内欧洲增长将弱势依旧, 综合来看出口也不太可能出现显著的上升。



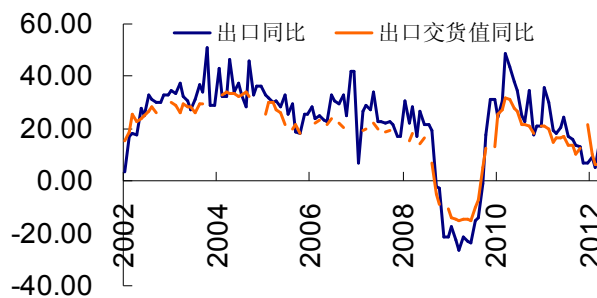


图 15: 出口环比继续下行, 但同比有望企稳



资料来源: Wind, 国海富兰克林基金

图 16: 出口交货值处于低位



资料来源: Wind, 国海富兰克林基金

**债券市场:**

利率: 4 月和 5 月的经济增长类数据低于预期再度推升了利率产品的做多热情, 十年国债收益率从历史均值附近迅速下行至前期低点 3.3%。然而, 最终的波动区间并没有突破之前的低点。

显然, 利率产品要想突破前期低点, 必须具备两个条件: 一是经济增长的政策短暂刺激后仍然难以扭转环比下行的趋势; 而是短期内降息次数达到 2 次以上。结合之前对宏观经济的判断, 我们认为政策有能力推升增长的环比动能, 因此第一个条件难以实现; 就今年货币政策的放松节奏来看以及通胀的具体走势, 三季度有可能出现基准利率的下调, 但短期内调整两次的概率不大。如是, 我们预估三季度 10 年国债的波动区间可能在 3.3%~3.5%。

信用: 二季度信用品种持续走牛, 其中理财资金等配置主体对信用品种的收益率起到的关键的推动作用。

展望三季度, 趋势上受益于广谱融资利率的下行, 我们推测信用债收益率仍有可能呈现趋势向下的格局; 但是, 结合目前的估值来看, 无论是高等级和低等级的信用利差都突破了历史均值的水平, 且都略微透支了流动性的宽松和企业信用资质的改善程度。因此信用品种收益率出现类似一季度迅速下行的概率不大, 而上行风险并不大。

转债: A 股方面, 二季度市场处于对经济增长的担心和对政策刺激预期的证实和证伪之中。展望三季度, 由于通胀将有望迎来较大幅



度的下行，因此估值压力可能继续减轻。盈利方面，由于价格可能处于下跌走势后期，同时增长有望环比提升，因此企业盈利可能在三季度企稳。基于对估值和盈利的判断，我们预计三季度 A 股可能出现一定程度的反弹。

转债方面，与我们之前判断完全一致，二季度转债市场出现了熊牛预期的转化，目前转债溢价率已经由最低点上升了 5% 以上，这意味着转债显著跑赢正股。我们预计在 A 股反弹的背景下，转债市场的预期将保持稳定，但是其上涨幅度可能难以再度超越正股。此外，大量供给可能自三季度开始逐步显现，这对转债溢价率的扩张也形成压力。综合来看，我们对转债的看法继续偏正面。

## 二. 投资策略

2012 年上半年市场总体走势与 2011 年上半年情况有相似之处，年初在较为乐观的政策预期下，市场有所反弹，随后开始修正政策预期，市场回落。但我们认为目前的情况虽与 2011 年有相似之处但仍有较大不同。2011 年通胀高企，倒闭紧缩政策接连出台，直到 10 月份才告一段落。而现在，稳增长已基本代替通胀成为政策重心，我们对三季度行情较为乐观。以下从政策、经济和企业三个层面进行分析。

### 政策面：偏乐观

政策走向一直是市场关注的重点。这与政府在经济活动中的重大影响力有关；从另一个层面看，应该说市场参与方都意识到了经济中存在的深层次问题，并认为需要政府决策层自身的转变才能解决问题，因而理解政策背后的决策动向对于判断经济走势至关重要。

短期而言，前期紧缩政策的底部很有可能已显现。上半年，存款准备金继续下调，利率也已从加息周期切换到降息周期，政府定调的重点也从调结构转到稳增长。在实施层面，铁路、水利等基建拉动有所起步，房地产政策的微调也在进行中。这些无疑将有利于经济逐步见底。从政治周期看，地方政府的换届基本完成，三季度中央层面的



换届格局也将最终确定。这进一步有利于政府将工作重心转移到促进经济增长上来。此外，新一届政府改革措施或将带来股市中长期红利也值得期待，目前社会舆论对于新政府新政策的期盼较高，在部分行业领域的改革措施已经开始实施。

当然，中长期潜在经济增速下调已成共识，让我们对政策刺激力度不能期望过高。但就三季度而言，我们预计政策环境对股市较为有利，继续出台稳经济的措施可能性较大。

### 经济面：倾向于二季度见底

前五个月，我国经济总体处在减速通道中，主要经济指标均呈现放缓趋势。政策面的积极信号在逐步出现，形成经济底部的条件正在具备中。

从外部冲击的风险来看已见到顶部。美国经济复苏基本异议不大，主要分歧在复苏的力度有多大。外部冲击风险主要来自欧元地区，从目前欧债危机的解决进程来看，风险最高点应该已经过去。市场对欧债危机到底有没有解不必太过纠结，而是看解的进度如何。这有利于出口形势的稳定。

国内方面，我们已经见到地产调控政策的松动。在政策微调的背景下，房屋销售已经开始回升，预计新开工数字也将可能反弹，其对经济的拉动也将最终体现出来。从整体经济的库存周期分析看，可以判断当前处在基钦周期的底部，有望见到需求企稳回升，从主动去库存进入到库存回补阶段。通胀仍处在周期性下行过程中，预计成为政策关注重点的可能性不高。

### 企业面：盈利底部仍有待时日

企业盈利能力并不与经济增长速度一一对应，决定企业盈利的关键因素是供需格局的变化。

要形成企业盈利底部，需要看到从供过于求转变为供小于求。需求包括政府支出、投资、消费和出口。前两者受政策直接影响较大，有望随政策见底而见底。消费受居民收入增速影响，是经济增速变化的滞后量。出口方面，外围冲击的高峰已过，有望好转。总体而言，我们认为需求面存在积极信号。供给面，主要取决于行业层面产能收





缩的进展。在这一层面，我们看到的积极信号并不充分，部分行业即使在总产能过剩的情况下，仍然有新产能投产。我们预计企业层面盈利见底仍需要时日。

综上，我们预估目前是从政策底到经济底到企业盈利底部，三个底部依次出现的第一个环节已经具备。这也是形成市场底部的过程，市场向上的风险可能要远大于市场向下的风险。我们对三季度的判断偏乐观。行业配置方面，按照政策受益、供给收缩和需求扩张的主线，非银行金融、地产、电力、家具、医药、环保、电子等行业可以适当考虑。风险方面，要主要防范中报低于预期的风险。

另外，我们提醒股票市场的结构性变化。长期以来国内证券市场中，大盘蓝筹估值水平远低于绩差、小盘和题材股的估值水平。背后可以解释的因素是国内资本市场的风险偏好更高。这其中有政策维稳对绩差股的托底、负利率环境和人口结构年轻的因素。目前来看，这三个因素都面临长期拐点，这将对市场产生结构性的影响。但这一过程并非一步到位，其中肯定会有反复，三季度这一风险出现的可能性偏小。

## 三. 行业分析

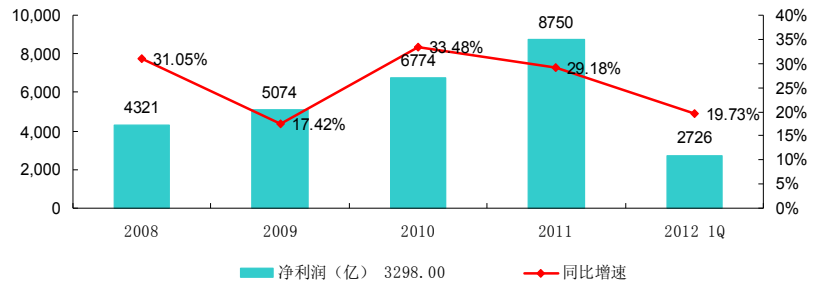
### 金融业

#### 银行业

2011 年全行业共实现 8750 亿的净利润，同比增长近 30%。今年 1 季度行业整体仍然录得近 20% 的增速。虽然增速有所下降，但 20% 的业绩增速相对市场的其他行业仍显得非常优异，今年 1 季度银行业占全部上市公司利润的占比进一步上升，达到了 52.17%。

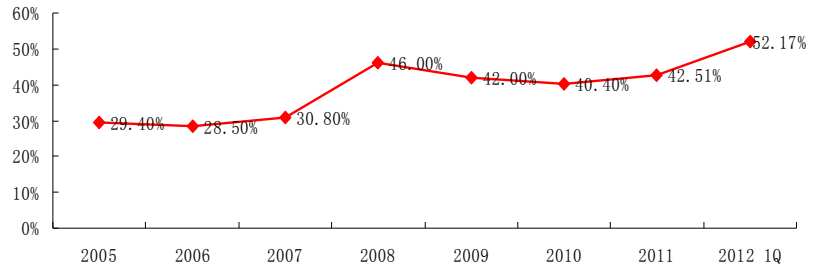


上市银行净利润总额及同比增速



数据来源: wind

银行利润占全部上市公司比例



数据来源: wind

但行业优秀的业绩表现并没有像去年同期那样带来同样超额的板块走势, 主要原因在于市场对行业未来资产质量的担忧和持续盈利增长能力的怀疑。2 季度的突然降息和同时伴随的利率市场化政策的出台, 将之前的怀疑变为现实。可以说这次的不对称降息使得行业的基本面较过去多年有了质的改变, 银行的盈利能力较之前大打折扣。虽然历史上也有过不对称降息, 但对息差和银行实际盈利能力的影响都将远远小于这一次存款利率上浮的影响。

首先, 未来的息差收窄的概率较大, 且收窄幅度将可能远大于之前市场的预期。在降息之前市场主流的分析师预测息差明年的下降幅度在 10-20bp 左右, 但存款成本意外的 10% 上涨和同时伴随的贷款实



际需求的低迷将可能导致未来息差出现 50bp 以上的收窄。

其次，行业生息资产规模的扩张速度随着规模的不断扩大同比增速也将下降，使得以量代价的增长方式变得更加不可行。行业在 2009 年也经历过近 70bp 的息差下降，但同年行业仍可以取得业绩正增长。但当年贷款期初的存量规模仅 30 万亿，10 万亿的信贷增量可以拉动全行业超过 30% 的信贷资产扩张，大大弥补了息差下降的影响。但对现在将近 60 万亿的存量贷款规模来说，很难想象未来还有超过 20% 的资产规模扩张。

再次，过去多年来资产质量一直在为板块的业绩贡献正面因素。从今年开始可能行业不得不再到了允许资产问题小幅暴露的时期，我们预计未来 1-2 年不良资产余额将小幅上升，未来通过拨备力量为银行业绩贡献正面因素的效应也将随之降低。

最后，近几年来行业另一大不利的影 响是存款成本的不断上升，存款资源变得越来越稀缺。除了存款利率的上升外，金融市场其他领域的放开和发展，使得储户中的钱不在向过去那样安安稳稳的躺在银行里，理财产品、保险产品、信托等各种金融产品都在分流储户的存款资源。相对存款成本的上升压力外，存款向其他金融领域的分流将是未来行业面临的更大难题。

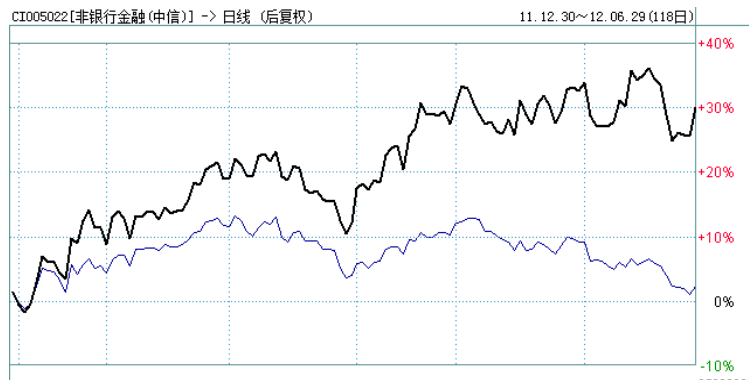
我们预计在未来的 1-2 年内银行业将步入转型期，过去那种通过快速的资产规模扩张来获取息差收入的简单增长方式将变得越来越不可行。行业需要在压力下某转型，只有那些找到新的增长途径或在某一领域内有特殊竞争力的银行才能在转型中脱颖而出，获得长足的发展。

### 证券和保险业

在年初的策略中我们对证券行业给予了相当乐观的看法。当时的理由是经过 11 年市场的双杀，证券经纪业务和自营业务的风险已获得大幅释放，使得 2011 年行业整体的业绩获得了低基数优势。除了传统



业务基本面可能的改善外，2012 年将是行业业务创新的年份，新业务的放开不仅能给券商带来新的业务增长点，也能带来估值的提升。从上半年的市场表现来看证券板块跑赢了市场近 30 个百分点。



数据来源: wind

但未来的 1-2 个季度我们对证券行业的乐观看法将有所保留。原因在于经过上半年股价的大幅上涨，市场已经充分预期了创新业务所带来的利好因素。但未来几个月行业将面临业绩和估值的压力。上半年同期的日均交易额较去年同期来说仍有大幅下降，也就意味着行业整体的业绩仍将下滑，板块未来将面临报表业绩不佳和高估值之间的矛盾，未来市场单纯依靠对创新业务的热情来推动股价上涨的动力将逐步减弱。

保险行业是我们下半年依旧较为看好的行业。我们预计上半年股价的上涨仅反映了今年以来债市和股市的上升所带来的行业整体净资产的重估。目前行业整体仍处于较低的估值水平。我们认为保险行业与证券行业类似，仍将是金融改革中可以受益的行业。养老金在税收政策领域可预期的利好将给整个保险行业带来里程碑的意义。过去 1 年多来压制保险行业估值的一大重要原因——保费收入的下滑，在未来随着基数的原因将可能变得越来越小。因此我们相对看好保险行业在未来半年的表现。

## 房地产业



### 地产股第三波的逻辑：量价齐升

进入6月份，地产基本面再次发生变化。微观层面我们看到（1）深圳的水榭春天位于宝安龙华区，周末推盘约1000套，小户型为主，均价在20000万元左右，当天去化约80%，千人排队再现。（2）融创中国，周末在北京西北五环外的西山一号院周末开盘，完成销售额8亿元，每套房子差不多要近千万，属于高端改善，去化率65%。降息之后，买房人在心态上的微妙变化，是上述现象的原因。

### 降息还带来了什么？

除了对购房者的强烈心理暗示外，降息还带来了两个方面的作用，其一是银行对二套房风险权重降低；其二是银行更倾向于向开发商房贷；两者均对开发商有利。

### 量价齐升暂无政策风险？

按照传统的地产股逻辑，房价上升意味着紧缩周期的开始，也意味着股价见顶。我们认为这次可能有所不同，（1）宏观下降周期，政府没有意愿打压；（2）库存依然在高点，三季度底之前依然处于库存上升期，高库存下房价大涨的可能性不高。

回顾去年以来的地产股行情，第一波主题是政策，主线是二三线股中NAV折扣大的；第二波主题是销量，主线是迎合刚需，典型如招商和保利；我们预计第三波的主题是土地资源，即资产富裕型的公司。理由是量价齐升阶段，开发商重新拿地，地价触底回升，土地价值被重估。

## 零售行业

### 商贸行业——2012年三季度零售增速仍看不到明显提升

我们继续维持对整个零售行业的中性判断，一季度5-10%左右的行业数据和上市公司数据，应该是行业最低点。第二季度的逐月数据





来看，略微有所回升，但回升幅度不大，整个零售行业还是没有走出经济衰退对零售的负面影响。百货店的联营模式使得零售商主观上希望不断提档升级，提高客单价，但有效成交笔数（也就有效客流量）从2011年第四季度开始了明显下滑，2012年一季度有些公司甚至出现了12%的下滑，量价背离的趋势继续持续，目前暂时看不到任何零售明显回转过转的迹象。



数据来源：中华商业信息网

度过一季度行业低点之后，二季度的数据大致能到15%左右增速，中西部增速较高的区域零售公司和处于拐点型公司的收入利润增速要高一些，大致能到25-30%，但整个行业大致就是15%左右的收入增速，这样的收入增速甚至很难覆盖人力成本和租金的上涨，最终会使得利润增速慢于收入增速。

我们认为从2010年10月份开始的零售板块下滑，PE估值倍数和EPS预测的双重下跌，电商业务的分流、百货联营模式的潜在危机、经济衰退对百货等可选消费的负面影响，最终使得行业和上市公司收入增速下行到15-20%的区间，目前对应的PE估值区间也就15-20倍。在宏观经济没有明显好转的情况下，零售行业又要面对租金人力成本的不断上涨，行业增速从目前判断估计很难回到30%的增长。

在这样的行业背景下，中西部区域增速远高于行业增速的区域龙头可适当给予关注，如关注自有物业比例较高的百货公司来应对租金的上涨，关注购物中心业态比例高的公司来应对未来百货业态升级到购物中心业态。



## 家电行业

行业基本面一季度探底，而三季度能否回升的关键仍在于终端需求，从4-5月份情况来看，终端需求仍显疲弱（奥维的周度数据显示，家电四大件每周同比下滑幅度仍在两位数），股价已反应数据转好的预期，若之后数据未能更近，预计股价可能会有一波下跌。趋势上看，我们预计二季度“止跌”，三季度“反弹”，四季度“持平”。全年增速度可能在个位数。

## IT 行业

### 信息设备

行业上半年表现较差，主要因为市场认为预期通信设备行业见顶，以及运营商自身经营不理想。我们认为市场对于通信设备行业存在低估。（1）从运营商资本开支进度看，基本符合年初预期，保持11%左右增长。（2）行业竞争态势大大缓和，因主要厂商认识到目前行业格局基本稳定，价格战的意义不大。（3）下半年可能存在不少利好：中移动TD6期招标、广电和中移动拿到固网牌照，以及宽带中国政策出台。

通信设备行业配置可适当提高，光通信相关公司重点关注。

信息设备方面，我们看好金融信息化方向，包括机具、卡片等多个产业链环节。

### 计算机行业

行业2011年报及2012年一季报低于市场预期，板块年初至今跌幅-3.6%，位列23个板块中倒数第一。从外部环境看，由于整体经济的下滑将使得行业景气度受到影响，计算机行业的投资估计滞后于宏观经济2-3个季度，行业目前很有可能还在寻底的过程中。从估值上看，板块12年PE26倍，而市场预期今年行业增长率为41%，存在不达预期风险。另外，创业板解禁高峰将有望在四季度开始，估值中枢将进一步



步下移。我们预计，板块在三季度难有大机会。在各细分板块中，2012年最有希望进入市场应用突破期的新兴技术是：语音识别、移动支付和大数据预测分析。

### 电子元器件行业

半年以来申万电子元器件行业累计上涨 3.64%，同期沪深 300 指数上涨 3.41%，跑赢 0.23%。上半年电子行业子领域表现各异，我们看好的苹果产业链表现优异，LED 景气受政策驱动出现一定回升，但国产智能手机产业链表现却低于我们预期。

下半年我们预计电子行业分化趋势依然会存在，深挖表现个股将带来更佳的投资机会。我们依然看好苹果产业链下半年因新产品上市而持续高增长，并密切关注 3 季度国产智能手机因新产品上市带来的投资机会，但对 LED 板块转为持谨慎态度。

## 汽车行业

**乘用车方面：**4 月狭义乘用车批发销量约 110 万辆，同比增长约 15%，累计增速约 3%；4 月狭义乘用车零售销量约 97 万辆，同比增长约 7%，累计增速约 4%，增长的趋势日渐疲弱。月份经销商库存总量再次超过历史最高水平，库存压力导致经销商降价促销。产能释放的压力仍在，狭义乘用车主流企业 2012 年近 17% 的产能增长，其中六成以上是主流合资品牌。2011-2013 年合资产能增速 11%、26%（202 万辆）、11%；自主品牌 20%、13%（103 万辆）、10%。美、韩、欧的扩张速度较快，2012 年 70% 的产能在下半年释放。总体来看，需求疲弱和供应压力将很有可能导致行业价格战发生，龙头企业增收不增利，自主品牌普遍陷入亏损境地。

**重卡方面：**月度销量下滑在 40-50% 之间，下滑依然处于正常的季节范围内，未见雪崩。在淡季的 6-7 月预计出现 4-5 万辆，这一销

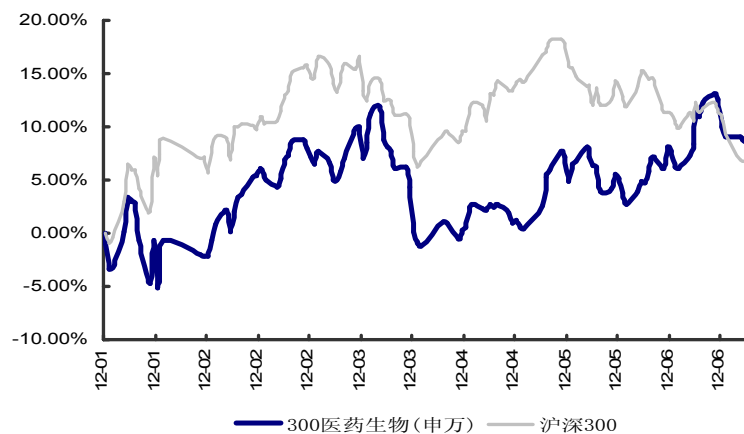


量与经济危机的 08 年的月均销量相当,且此时重卡行业产业链上的众多公司将出现普遍的月度亏损。终端销售价格维持低位,位于历史低位,经销商已不盈利,转而追求现金流。库存方面,厂商和经销商控制良好。我们已逐步看到了重卡行业的拐点,考虑到下半年基数效应,房地产行业逐渐复苏,2013 年 7 月国 IV 排放标准执行,现有的低 PB 公司的股价具备吸引力。

## 医药行业

2012 年一季度医药行业表现不佳,排在申万一级行业涨幅的末端,2 季度整体表现良好,已战胜全市场的表现,我们认为二季度表现比较好的原因由于对宏观经济缺乏信心,市场的资金有向稳定增长的行业流动,包括医药。截至到 6 月 27 日,医药指数上涨 9.4%,同期沪深 300 指数上涨 6.4%,跑赢大盘 3 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

展望下半年,我们预计仍然有一些“负面”的行业信息会出来,但由于先前市场已有预期,所以真正出来时对证券市场的冲击会比较有限。另一方面,医药仓位已慢慢上来了,因此整体行业机会稍纵即



逝。我们认为要精选个股。

这几年医药行业的环境还是发生了很大的变化。新药上市的难度在加大；招标的游戏规则改变了，有利于大企业的发展。另外，未来几年新版 GMP 改造又让很多小企业退出去。所以我们可以预见未来几年行业会出现集中度提高的情况。

从投资的角度而言，目前医药行业基本面情况良好，市场预期中性，获取绝对收益的概率依然较大，保持目前医药行业的配置，继续看好有长期增长潜力的公司。

## 化工行业

二季度，化工行业跑输大盘 3.35 个百分点，符合我们此前预期，低配化工的策略也是正确的。目前，需求依然低迷，库存较高，产品价格受油价下跌的影响下持续下跌，而成本由于库存原因，下降要滞后于产品价格的下跌，导致利润持续下滑，个股也出现较大跌幅。三季度随着油价逐步企稳，化工行业的盈利环比将有望改善，可逐渐提高化工行业配置至标配。

### 勘探开采和炼油

近期原油价格大幅下跌 25% 左右，虽然中东局势没有缓解但也没有进一步恶化，而全球特别是欧洲经济进一步放缓，导致对原油的需求减少超过市场的预期，而供应则因美国和沙特加大马力生产原油而意外增长，库存超过 5 年平均水平。目前的油价基本上反映了需求恶化的因素，在中东局势稳定以及经济没有进一步恶化的情况下，油价将保持相对稳定。

随着原油价格的持续下跌，预计第三次成品油下调窗口或在 7 月 11 日左右来临。成品油价格的不断下调，导致二季度炼油板块的亏损将创历史新高，另外由于成品油价格进一步下调的预期和经济增速的放缓，两巨头成品油销量连续三个月下降，旗下多地炼厂库存处于高位或满仓，受此影响，三季度的亏损局面好转的可能性很小。未来大





的投资机会在于成品油定价机制改革所带来的炼油板块的扭亏。

### 基础化工

基础化工下游房地产、汽车、纺织服装等需求依然疲软，库存较高，开工率较低。产品价格受油价下跌的影响持续下跌，而成本由于库存原因，下降要滞后于产品价格的下跌，导致利润持续下滑，大部分化工企业二季度的业绩将继续负增长。三季度有望随着油价的企稳，整体业绩环比有望有所改善，在目前股价大幅下跌的情况下，化工行业配置可逐渐提高至标配，标的主要为业绩稳定有保障的民爆和精细化工。

## 水泥行业

### 水泥行业：进入最坏时刻

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加速恶化：房地产和基建投资继续向下，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，大多数区域水泥价格已经处于盈亏点附近。

基于上述分析，短期来看，水泥行业短期景气很有可能继续加速下滑，企业盈利继续恶化；但中长期来看，也许通过兼并收购加之淘汰落后产能，通过供给做减法有望找到行业的出路。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，加之今年上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；但能否企稳回升要取决于需求。



## 建筑和工程行业

展望 2012 年下半年,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,建筑业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所以可能会持续增长,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 年及 12 年 1-6 月,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 1-6 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。同时我们注意到住宅产业化和精装修获得了相关部门的一致认可,中国住宅精装修比例的提升趋势非常明显,随着房地产销售的持续回暖,地产精装修的需求有望得到恢复,这将是后续装饰行业订单增长的又一动力,建筑关注在公共装饰和住宅精装修两个市场均具有较强竞争力的上市公司的投资机会。

**化学工程:** 回顾 2012 年上半年,1-5 月化学原料及化学制品制造业投资 3644 亿,同增 34.8%,石油加工、炼焦及核燃料加工固定资产投资 774 亿,同增 22.9%。化学工程投资继续维持在较高水平。煤化工方面,从煤化工工程有关上市公司上半年公告的订单看,煤化工工程 12 年上半年的投资明显回落,造成投资回落的主要原因是多方面的,最主要原因的我们认为国家对煤化工项目的审批立项正在执行更加严厉的政策和要求。国家正在制定《煤炭深加工示范项目规划》,预计未来国家煤化工的转化效率、二氧化碳的排放、技术路径的选择、项目的布局等等提出更高的要求 and 更明确的指引,随着《煤炭深加工示范项目规划》的编制完成,一些示范项目将有望拿到路条并进入实质性操作阶段,同时如果下半年宏观环境转暖,传统煤化工工程市场的需求有望得到一定恢复。我们预计行业整体上将呈现前低后高的态势。行业的投资机会可能还是集中在新型煤化工领域,如在煤炭液化/

大型化煤制甲醇、合成氨/煤制天然气/煤制烯烃/煤制乙二醇/煤制芳烃方面具有技术优势的投资标的。

图表1: 石化、炼焦及核燃料 FAI 及增速 (左) 及石化、炼焦及核燃料加工业月度投资增速 (右)



资料来源: 国家统计局, 国海富兰克林基金研究部

图表2: 化工业 FAI 及增速 (左) 及化工业月度投资增速 (右)



资料来源: 国家统计局, 国海富兰克林基金研究部

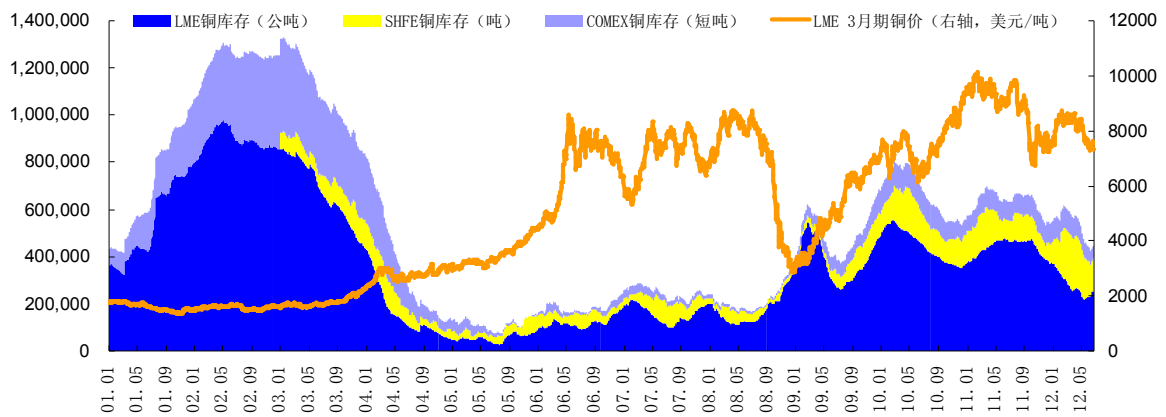
**水利工程:**“十二五”期间水利的总投资大概要达到 1.8 万亿左右, 主要用于四个方面, 其中用于农田水利建设资金约占 20%, 防洪工程、水资源配置和城乡供水能力提高工程, 以及水土保持和生态建设资金分别占 38%、35%和 7%。一般农田水利、城市供水系统以及水土保持项目单体规模较小, 大型水利项目主要集中在调水工程、江河治理和防洪工程等。市场容量方面, 按照 2011 年 3000 亿的投资规模, 如果规划的投资能够落实的话, 未来四年还需投入 1.5 万亿, 未来四年的年均复合增长率大约为 10%。对围海造田和水电建设方面的主题性机会仍可给予关注。



## 有色金属行业

2012年上半年，全球经济亮点乏善可陈，国内经济明显放缓，欧债危机悬而未决，美国经济复苏缓慢，市场多次重燃QE3预期但最终并未兑现，受此影响，基本金属价格经过年初的一波反弹后震荡下行。除铜和锡外，多数工业金属价格在成本线边缘挣扎。稀土等小金属价格经过2011年的一波过山车似的行情后，目前基本企稳。上半年A股申万有色金属行业指数上涨18.41%，同期沪深300指数4.94%，行业大幅跑赢大市，这其中稀土永磁板块对行业指数贡献较大。

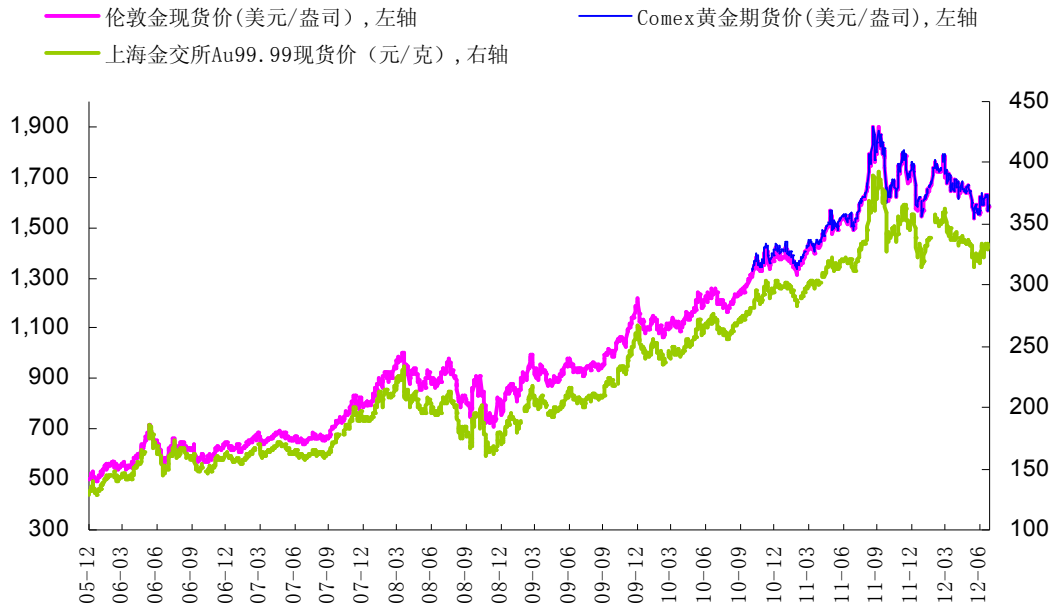
图表3: LME铜价和全球交易所库存情况



资料来源: Bloomberg, 国海富兰克林基金研究部



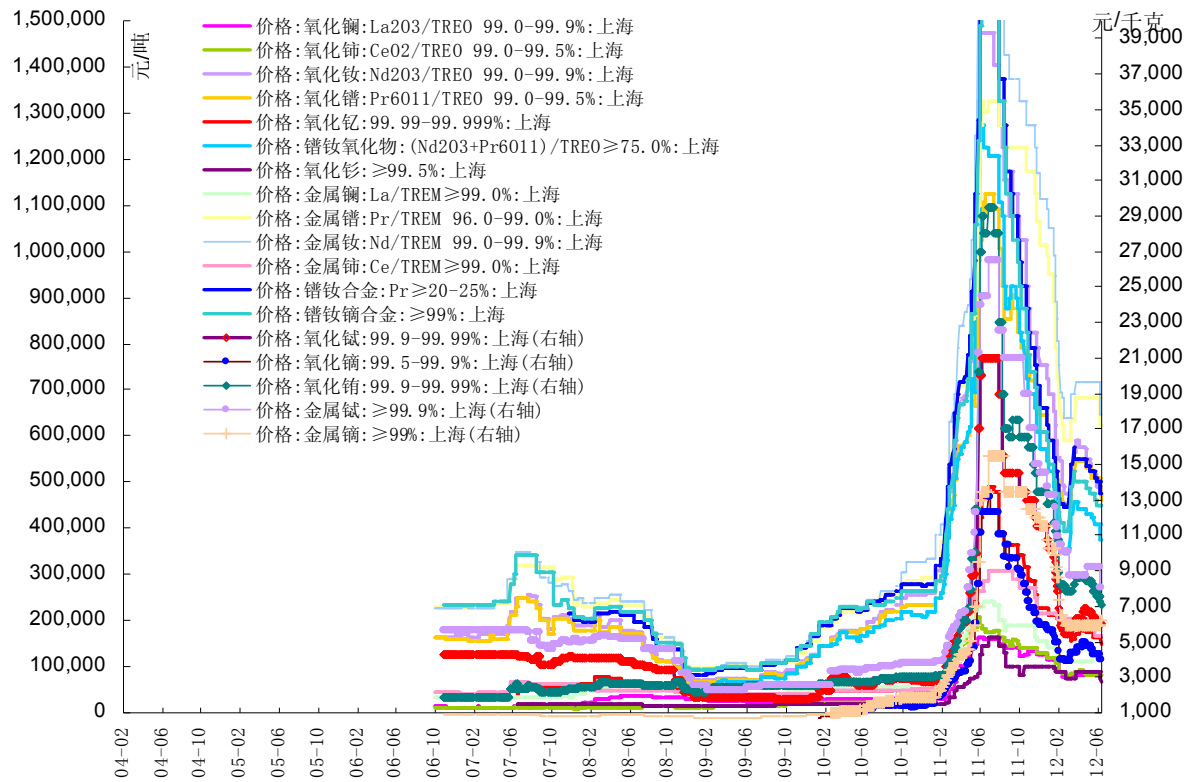
图表4: 全球黄金价格走势



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库存一季度大幅上升后二季度出现明显回落。LME锡库存呈下降态势,LME镍库存有所回升,而供给过剩品种铝、铅锌的LME库存继续保持高位。

图表6: 工业金属价格及全球交易所库存情况汇总表 (截至 2012-6-29)



国内长江	最新价	一周变动	一月变动	三月变动	今年变动	距历史最高点
铜	54800	-1.10%	-2.10%	-7.40%	-2.00%	66.50%
铝	15520	-1.30%	-2.90%	-2.90%	-2.90%	65.20%
铅	14700	-2.30%	-3.60%	-6.10%	-3.80%	55.90%
锌	14375	-2.40%	-2.00%	-6.50%	-1.40%	41.50%
镍	120200	-2.30%	-4.60%	-10.30%	-8.20%	27.10%
锡	147250	-2.20%	-5.00%	-13.60%	-8.70%	67.90%
黄金	322.49	-1.80%	0.50%	-4.20%	-3.00%	83.30%
LME三月期						
铜	7685	5.10%	0.60%	-8.30%	1.40%	76.50%
铝	1911	2.60%	-5.10%	-12.10%	-7.60%	57.60%
铅	1861	2.50%	-4.60%	-6.70%	-5.00%	48.70%
锌	1877	4.30%	-1.70%	-6.40%	1.30%	41.60%
镍	16730	0.90%	-1.90%	-8.00%	-10.80%	32.40%
锡	18775	0.50%	-5.00%	-15.50%	-5.40%	56.70%
黄金 (Comex)	1597.4	1.60%	1.50%	-3.90%	-1.30%	84.80%
交易所库存						
铜	444594	1.20%	2.10%	-20.60%	-19.60%	34.50%
铝	5146402	-0.50%	-2.30%	-5.70%	-1.00%	94.30%
铅	350300	-0.20%	0.30%	-6.10%	0.20%	90.20%
锌	1323224	-0.40%	3.30%	3.90%	11.60%	99.60%
镍	102852	0.00%	-2.20%	5.20%	14.50%	61.80%
锡	12260	0.20%	-8.90%	-3.50%	8.20%	43.90%

资料来源: Bloomberg, 国海富兰克林基金研究部整理

图表7: 各类小金属价格表现汇总表 (截至 2012-6-29)



小金属	最新价	一周变动	一月变动	三月变动	今年变动	距统计最高点
中钨富钨矿	265000	0.00%	6.00%	-7.80%	-22.40%	42.20%
碳酸稀土矿	51850	0.00%	-2.70%	-2.30%	-9.10%	51.40%
氧化铈	78500	-1.30%	-7.10%	-9.80%	-35.70%	33.70%
氧化钕	472500	-5.00%	-11.30%	-9.70%	-28.00%	31.50%
氧化镨	473500	-1.50%	-7.50%	0.70%	-23.10%	41.20%
氧化镨钕	382000	-3.50%	-11.20%	3.80%	-20.10%	28.80%
氧化铟	79000	-2.50%	-6.50%	-11.70%	-35.20%	43.60%
氧化镱	3975	-8.10%	-12.20%	-9.10%	-34.30%	28.80%
氧化铽	5780	-3.30%	-9.70%	-2.00%	-41.60%	26.90%
氧化铊	7130	-4.00%	-10.30%	-10.90%	-47.20%	25.50%
金属镨钕	480000	-4.00%	-11.00%	0.50%	-24.70%	28.90%
锆英砂	16600	0.00%	-1.20%	-1.20%	1.80%	81.00%
海绵钛	75000	0.00%	2.70%	-17.60%	-1.30%	32.60%
钛精矿	2050	0.00%	0.00%	-10.90%	13.90%	78.80%
碳酸锂	41000	5.10%	5.10%	7.90%	20.60%	68.30%
钼精矿	1635	-2.10%	-7.10%	-9.70%	-8.70%	35.40%
钨精矿	122500	-1.60%	-5.40%	-5.40%	-9.60%	78.50%
铋1#	72000	-2.70%	-10.00%	-12.20%	-4.60%	64.90%
电解锰	16100	-0.60%	-0.90%	-4.50%	-3.30%	58.10%
钨铁矿	113	0.00%	0.00%	0.00%	-13.50%	83.30%
锆	9000	3.40%	20%	11.10%	1.10%	81.30%
铟	503	0.00%	-1.00%	-7.80%	-10.70%	47.00%

资料来源: Bloomberg, 国海富兰克林基金研究部整理

展望三季度, 我们看好的投资品种和建议采取的投资策略归纳如下:

工业金属方面, 二季度工业金属价格全面回落, 除铜和锡品种外, 多数工业金属价格回落至成本线附近, 一般而言, 投资工业金属板块的大逻辑是在行业最冷的时候(也就是金属价格在相对低点的时候)买入, 在价格高点卖出。我们预计目前时点工业金属价格风险在二季度已充分释放, 下半年如果中国经济见底回升、美国经济继续缓慢复苏同时欧债危机得到阶段性缓解, 金属价格有望重拾升势, 在这样的背景下, 基本金属板块再现投资机会的概率较大, 重点关注供给偏紧的铜和锡品种的投资机会。

**黄金。**我们目前时点仍对黄金板块持相对乐观的态度。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，黄金股有望重拾投资机会。

全年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，新材料行业将作为战略新兴产业与先导产业重点发展，同时国家发布了新材料“十二五”规划，预计未来这些行业将陆续受国家相关产业政策支持，一些技术实力突出、管理优秀的中国企业也将有望脱颖而出，可继续重点关注的子行业是稀土永磁材料、钨与硬质合金材料、非晶带材、高端钛材。

## 电力行业

**二季度受益能源价格大幅下跌，三季度有望恢复到比较正常的盈利水平。**正如二季度策略中提到的，二季度电力板块出现了一定的投资机会。主要是源于煤炭价格的大幅下跌超出市场普遍预计，电力企业在夏季用电高峰即将到来之际，已经储备了将近一个月的电煤，煤炭旺季涨价难以期待，虽然用电情况仍然不乐观，但电力企业的盈利空间仍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。

受益于经济回落煤价下跌，电力行业业绩底部基本确立，预计今年下半年电力企业业绩有望改善并达到比较合理的盈利水平，但在电



价体制不变的情况下，业绩可预测性和稳定性都较差，仍给予“中性”评级。

## 电力设备行业

就发电设备而言，电力投资总量没有增长，其中火电下滑，光伏和水电增长较为明确。我们总体持行业低配的态度，配置方向主要为光伏和水电。

输配电设备而言，电网全年投资增长不高。从招标情况看，结构分化较为明显；投资增长偏向于110KV及以下低电压等级。我们同样持低配输配电设备行业的态度，主要选择业绩有明确成长的子行业进行配置。

## 钢铁行业

我们全年看空钢铁行业。从3-4月份旺季情况看，旺季不旺，低于预期。虽然有铁矿石降价，但行业整体产能过剩明显，在需求弱势情况下，行业盈利状况堪忧。并且发改委在二季度突击批准了宝钢和武钢的沿海项目，对于行业恢复供需平衡不利。通过行业整合，削减行业产能，才是行业应走的发展方向。

## 机械行业

从大的周期看，过去十年公路、港口、房地产、高铁建设、核电、煤矿投资等带动的几波机械行业大幅增长接近尾声，未来中国的结构调整和战略新兴产业刚刚开始。当前经济下滑压力较大，房地产投资和新开工面积仍处在低位但未来信贷和房地产放松的可能性加大且时





点越来越近，建议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以及政策放松带来的机会。

### 工程机械行业

长期来看，我国工程机械需求端虽然放缓但仍然值得期待，但供给方面面临较大问题，行业面临拐点，5、6月的爆发式增长即将结束。混凝土机械受益于商混率的提高尚有一定的增长空间，但土方机械大部分品种完成了进口替代，未来国内厂商直接竞争激烈，而其中的挖掘机虽然因国产化率低而面临更大的市场机会但由于当前实行的激进的销售策略而面临较大的流动性风险。另外，由于国际经济状况普遍趋弱，推土机、装载机等品种的出口步伐也在放缓。

今年上半年大多数工程机械销售情况坏于市场普遍预期，导致除了中联重科一枝独秀外，整体板块表现不佳。展望三季度，由于存量设备的工作小时逐月走低且未来三个月难有明显回升，新机销售情况同比数据可能有所改善但大多是因为去年前高后低的基数影响，难以给市场带来积极影响，预计三季度销售情况依然平淡。

### 能源装备制造

油气开采设备具备长期增长潜力。由于国内非常规天然气政策的推出及相关投资的兴起，相关公司受益明显，表现为订单饱满、增速大幅提升。该板块成为今年上半年机械行业里表现最好的板块。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。

煤机板块长期平稳，短期过度悲观。长期来看，由于煤炭在未来很长一段时间里仍然是国内最重要的能源，长期需求增长以及开采难度的提高综采比例的提高，使煤机需求长期平稳。但进入二季度，由于国内外煤价进入加速下跌阶段，市场对未来煤矿固定资产投资情况极度担忧，煤机板块跟随煤价经历了大幅下跌，表现低于我们二季度时的预期。展望三季度，我们对煤机板块仍持乐观态度：（1）煤矿固定资产投资数据表现良好：一季度增速高达35%，1-5月份也维持在25%左右，仍然有望维持全年20%的年初预期。（2）煤价有望反弹。煤炭价格7月份处于旺季，目前价格接近澳煤成本且国内外价差为零，



价格稳定或小幅反弹可期。

## 食品饮料行业：

### 食品饮料行业：2012 年三季度坚守优质白酒企业，甄选拐点型食品公司

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：行业站在景气高点，未来增速应该很难延续 2011 年 30% 增长，需要甄选优质公司

2011 年整个白酒行业产量达到 1026 万吨，工业产值 3600 亿，2011 年产量和产值增速都在 30% 以上，但从 2012 年前 5 个月的数据来看产量增速不可能再维持 30% 的增长。整个白酒行业都处于景气高点，增速势必会下滑。在行业增速下滑的背景下，我们要甄选优秀公司，优选品牌能力强的高端白酒和渠道能力更强的中高端白酒。

### 低价快速消费品行业的行业前景：

在经济衰退的宏观背景下，终端零售暂时没有明显起色，在 2011 年大众食品年报屡屡低于预期就充分印证了终端消费的下滑。从目前跟踪的数据来看，二季度略微有所好转，但改善趋势并没有明显好转。但进入第三季度之后，CPI 下行背景下，大众食品的成本下降，会带来毛利率提升。处于细分子行业高速增长，处于拐点向上的阶段的公司可适当给予关注。



## 轻工行业

### 日用轻工行业：出口乏力，渠道为王

出口复苏与品牌渠道建设是行业内公司两大看点。2011年日用轻工企业除了受国内宏观紧缩影响外，欧美宏观经济的影响、人民币持续升值、制造成本不断上升等因素都对行业产生了较大的负面影响，行业整体进入低谷。随着美国经济略有好转，2012年初出口数据也有所回升，市场热盼出口复苏，但随着欧美经济出现反复，出口乏力重新显现。央视“3.15”曝光“毒玩具”之后，消费者更关注玩具的安全性，同时，根据发达国家相关数据，玩具在整个婴童产业中比重最大，而目前我国这一比重还较小，未来存在较大增长潜力，在国家整顿行业过程中相关品牌玩具商将获取更多的市场份额，有渠道优势及原料自给的相关品牌玩具公司可给予重点关注。

### 家具地板行业：地产政策放松预期或将催化股价

2012年上半年，国家的房地产调控政策对家具行业销售产生的负面影响逐步显现，加之出口形势不佳，一季度行业业绩低于预期。部分地区试行的“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。下半年，行业内个股或随着房屋销售数据的好转以及房地产政策放松预期而具有一定机会。

### 造纸行业：底部已现，复苏缓慢

除受到宏观紧缩导致需求不足的影响外，自身产能偏大也是造成2011年以来景气下滑的重要原因。2011年4季度可以认为是行业的底部，2012年上半年开始缓慢回升，但回升力度将明显弱于09年；2012年下半年若宏观面有所好转，行业或将呈现缓慢回暖的情况。在投资策略上，需求较为稳定且有产能释放的特种纸公司更有优势，其产品价格相对稳定，销售受宏观经济影响较小，而原材料成本又处于相对低位，盈利能力可以得到一定保证。



## 交通运输行业:

### 航空: 三季度或将旺季反弹, 长期还待经济复苏

由于 2011 年二季度是航空上轮景气上升的高点, 因此预计 2012 年三季度需求同比增速将有所改善, 外加油价的下跌, 航空业基本面将得到环比改善, 我们看好行业在三季度的盈利能力; 但从长期来看, 航空业复苏的必要条件还在于全球经济的逐步复苏, 2013 年行业盈利情况较 2012 年或将有所改善。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: 需求乏力, 供给控制力度增强

2012 年上半年, 航运业三大子行业均出现不同程度的运价反弹, 但这并非需求复苏所触发, 更多的是由于抱团和行业供给控制得当而引起的; 2012 年下半年, 随着供给的逐步增加以及船公司扭亏, 运价或将出现反复, 船公司重新出现亏损概率加大。干散货: 供给压力最为凸显, 干散货行业低迷时间之久、价格之低超出市场预期, 我们认为这与全球铁矿石需求下滑有关, 铁矿石价格的低迷和库存的高企都将拖累行业的需求复苏; 2012 年下半年, 干散货需求复苏的必要条件是中国基建需求的回暖以及全球工业生产的复苏, 而目前我们还看不到这一迹象; 此外非传统船东的结构性增加也将降低整体行业 Beta。集运: 2012 年上半年, 由于船公司的紧密协作, 集装箱运价出现飙升, 部分船公司二季度将实现盈利, 但考虑到下半年供给压力逐步显现, 且盈利后行业抱团意愿弱化, 同时旺季过后装载率或将存在较大下行压力, 集装箱运价将出现一定程度下滑; 集运需求的复苏更大程度上依赖欧美经济的复苏, 从数据上来看, 近期欧美的消费者信心、信贷和订单都显示出其经济复苏的放缓, 外加 2013 年集装箱船仍将较大供给出现, 整体行业复苏短期不可预见。油运: 从数据上来看, 原油



的供给增速远远超过了实体经济的需求，2012 年全球油品需求约增长 0.9%，这意味着全球的原油运输需求常规值在 3% 左右，2012 年下半年，高库存与低油价将使原油运输需求存在放缓的可能。

### **铁路：基本面受困于宏观经济，期待核心层面变革**

2012 年以来，受到整体宏观经济放缓的影响，铁路货运量同比仅小幅增长 1.8%，增速较去年同期下滑近 5 个百分点；2012 年下半年，虽然经济增长前景存在一定的不确定性，但考虑到铁路资源紧张，供需严重不匹配，预计运量仍会有一定程度增长。2012 年二季度以来，铁道部改革之声不绝于耳，各部委政策频出，我们认为，无论是之前被否认的成立投资、建设、运营三大集团公司，还是市场盛传的大部制等改革方案，均未触及到改革的核心层面，只有涉及到市场化运价、调度权以及清算体系等问题的改革时，才会对 A 股的铁路类上市公司构成实质性利好。从债务和投资层面来看，我们认为今年要完成基建 4060 亿元的投资存在不小的难度。目前来看，表象上主要还是融资渠道问题，但我们认为最实质的问题还在于铁道部的盈利能力，而这又涉及到我们之前谈论的市场化运价、调度权以及清算体系等核心层面的改革问题。虽然我们从近期的政策面欣喜的看到铁道部的改革迈出了第一步，但要这座冰山融化、触及到核心问题或许还需要较长时间的等待。

### **公路：基本面表现平稳，估值仍受政策面压制**

从公路类上市公司前五个月的车流量数据来看，尽管总体增速平稳，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，部分省市下调高速公路收费标准、高速公路仍处于大规模建设阶段，以及全国流通工作会议的召开，这些都将对收费公路板块造成负面影响；2012 年下半年，在经济回升基础尚不稳固的情况下，车流量环比大幅增长的可能性不大，外加政策压制公路股估值，收费公路板块短期尚不具备投资价值，未来仍建议关注多元化发展业务。

### **物流：快递业务量激增，EMS 上市对同类公司的影响值得关注**

受到整体宏观经济增速放缓的影响，2012 年 1-5 月全国社会物





流总额增速继续回落，较去年同期下滑 3.7 个百分点，社会物流总费用仍增长较快，物流业增加值稳步增长，物流相关行业固定资产投资完成额增幅较去年同期回落 19 个百分点；快递行业仍然一枝独秀，受益于网络购物的迅猛发展，2012 年前四个月全国规模以上快递企业业务量同比增长超过 40%，业务收入同比增长也达到 37%，预计 2012 年下半年快递行业业务量仍将保持 50%左右的增速，建议关注 EMS 上市对 A 股同类上市公司带来的估值修复行情；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，我们建议关注营业税降低、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。

## 旅游行业：

近期行业运行数据显示，旅游行业景气依然处在高位。在国内游保持快速增长、入境游增速回升共同作用下，我们预计中国旅游业 2011-2015 年收入复合增速将达 17.7%，而之前五年（2006-2010）收入复合增速为 15.1%。尽管今年经济下行对行业增速有一定影响，但较为有限，相较其他产业，旅游行业依然保持良好的增长态势，我们看好旅游业在经济结构转型过程中所体现出的中长期成长性和发展空间。尤其在中报披露期，旅游行业盈利确定性增长与部分周期性行业形成的基本面预期差将为板块获得相对收益提供有力支持。

从以往经验来看，每年 3 季度因进入行业旺季，基本面表现良好往往抬升板块估值。目前板块处于历史低位的绝对估值、已然回落并有望继续下降的相对估值，都为板块估值创造了更大的上升空间。如逢行业政策等事件性催化剂（如国民休闲纲要、旅游法、区域性产业政策等）触发，我们认为，板块取得绝对正收益概率将大大增强。

中国旅游行业特征为观光游与休闲游并存、休闲游开始日渐升温，升级旅游消费呈现更加快速增长。在此背景下，我们认为最受益于观光游、同时具有满足消费升级资源基础的景区（包括其衍生产品旅游演艺等）、能够适应大众化消费需求、行业供给量仍然偏小的经济型



酒店，和能够满足升级消费需求、赢得更快增长旅游零售子行业更加受益。

