



## 国海富兰克林

# 2012 年第四季度投资策略报告

## 一、宏观分析

### 宏观经济：

三季度宏观经济呈现通胀见底回升、增长继续向下的格局。通胀层面，与我们之前判断的一致，在 7 月触底突破 2% 后，8 月 CPI 出现了回升，同时 9 月读数可能与 8 月接近；增长层面，由于基建投资增速的提升不足以抵消房地产和制造业投资的下降，同时 7、8 两月的工业增加值环比继续走弱，三季度 GDP 环比可能低于我们之前的预期，进而同比水平低于二季度。总体说来，通胀符合预期，而经济增长的表现令人失望。

展望 2012 年四季度，我们预计猪肉价格是 CPI 同比回升的主要贡献因素，但是非食品也将在经济增长疲弱的背景下展现出低于历史季节性的特征，导致通胀上行幅度将低于市场预期；而增长环比水平回升，但对应四季度同比水平继续下降。

通胀：随着猪肉价格的企稳回升以及蔬菜价格由于 8 月恶劣天气出现大幅上行，CPI 短暂触底后迅速回到 8 月的 2%，我们预计 9 月份可能在 2% 附近。我们预计四季度蔬菜价格将出现季节性回升，但蔬菜同比水平保持稳定；猪肉价格保持平稳略升，主要是由于生猪存



栏较高同时猪粮比较低，因此猪肉同比水平将迅速回升。综合而言，蔬菜同比可能保持历史季节性，而猪肉同比回升，食品同比将逐步走高。

非食品层面，尽管 PPI 自二季度以来连续环比为负，但 CPI 非食品环比并没有出现环比为负，显示劳动力成本上升以及消费服务刚性的影响。但是，由于经济增长的疲弱将逐步反应到就业领域，因此尽管有劳动力成本的影响，但非食品环比将逐步表现为低于季节性。另一方面，油价在三季度的两次上调可能使得 9 月的非食品环比维持高位，但基于我们对大宗商品价格走弱的判断，能源类消费品环比也将逐步走弱。我们认为非食品将是推低四季度通胀绝对水平的重要力量。

根据我们对上述 CPI 分项的判断，我们预计四季度 CPI 震荡回升，10 月小幅下降，四季度后期可能回升至 2.4% 左右的水平。

增长：二季度策略报告中我们曾提到政策将在基建投资方面有所作为，配合新增信贷的稳步投放，增长环比较二季度改善，同时推动同比微幅上升。实际的结果则是，地方政府希望在基建投资方面有所作为，但中央政府则保持相对谨慎，信贷增速尤其是中长期贷款增速不振。考虑到经济增长必须经历周期性的修复以及十八大之后政策的博弈，我们推测四季度经济增长环比水平回升，但不足以推动 GDP 同比水平走高。具体而言，

消费层面，我们认为经济增长的疲弱必将压低居民的收入增速，因此我们不认为消费能在四季度出现迅速回升。上述判断的风险点在于政府迅速进行收入分配改革、同时出台类似于国庆高速收费减免的政策。同时，尽管今年以来房地产销售的环比改善带动相关家电消费，



但我们并不认为这能扭转消费增速下行的趋势。

投资层面，与我们之前判断的完全一致，基建投资在三季度持续回升，但由于幅度有限，并不足以与房地产投资以及制造业投资的下降相抗衡。显然，房地产继续受到调控，给开发商的新开口投资带来较大的不确定性；制造业依然面临资产负债率过高的局面，产能去化过程是中期趋势，但根据采购经理人指数，自二季度开始产成品库存逐步下降，同时工业品价格环比连续为负，四季度可能出现制造业投资短期的弱势反弹；基建投资则是延续的亮点，未来可能持续的保持小幅扩张。总体来看，四季度投资环比增速可能有所回升。

出口层面，三季度出口大幅下降，超出我们之前的预期，显示外需的萎缩比之前预计的更为严峻。随着 QE3 以及其他经济体量化宽松措施的出台，出口环比有望提升。但需要注意的是，美国依然面临年底财政悬崖的考验，欧债的难以退去将持续伤害经济增长，我们预计出口环比水平走高，但不足以推动的同比水平显著回升。

综合而言，四季度经济增长将在流动性环比改善，制造业投资短期反弹以及基建保持当前环比节奏的前提下出现环比回升，但同比可能继续小幅下降。风险点在于政府出台大规模刺激政策。

#### 债券市场：

利率：三季度利率产品的收益率在前两个月的纠结之后，于 9 月出现大幅上升，9 月后期则有小幅回调。究其原因，我们认为通胀预期的回升以及资金面偏紧是收益率回升的主要因素。

我们认为四季度利率品种收益率将有望回到前期低点。首先，基



于我们对通胀的判断，月度数据的逐月披露将降低市场的通胀预期，有利于刺激收益率下降；其次，经济增长尽管可能环比回升，但同比并不足以同时回升，这将压低整体收益率曲线水平；再次，流动性在四季度后期可能环比改善。

信用：三季度信用债也出现了显著调整，机构兑现浮盈、降低杠杆和基准利率回升是主要推动因素。

展望四季度，我们认为广谱融资利率的下行趋势并不会改变，信用债收益率在短期调整之后，依然是趋势向下的格局。其中，中高评级品种可能跑赢低评级品种，同时短端收益率下降幅度可能更大，信用债收益率曲线表现为牛陡。

转债：A 股方面，三季度政策刺激预期被证伪，同时企业盈利继续下行，市场大幅下挫一度跌破 2000 点。我们认为，随着 PPI 环比跌幅的收窄，盈利增速进而回升；同时，四季度后期宏观流动性有望改善，十八大顺利召开有利于提升市场风险偏好，推动估值扩张。基于对估值和盈利的判断，我们认为四季度 A 股可能出现一定程度的反弹。

转债方面，由于 A 股市场的疲弱，转债在三季度也逐月下挫。由于目前大盘转债的估值水平已经接近历史低点，从债底和转换价值底部的角度，我们认为转债进入配置期的条件已在逐步形成。一旦四季度中后期 A 股出现短期上涨趋势，转债的上涨空间也将打开。



## 二. 投资策略

### 经济中期下滑难有拐点，短期则面临较为有利的存货周期

中国经济的潜在增速在下移，基于外部需求的“世界工厂”和基于内需“住与行”的牵引力同时减弱，以政府投资引导消费的经济刺激政策缺乏可持续性，宏观三架马车均显疲态。

隐患早于 08-09 年的经济刺激时已然埋下，彼时政府通过基建投资扩张，顺利烫平了经济波动。而负面效应则是造成了市场资源的错配，资产泡沫的积聚，以及企业层面的产能过剩和杠杆扩大。如外需在 2012 年后顺利进入复苏周期，则上述代价终将通过以时间换空间的方式解决。但面临当下外部世界的需求疲弱的格局，负面因素陆续暴露出来。根据 IMF 报告，中国的当前产能利用率只有 60%，对应于美国金融危机高峰期的 67%。企业盈利只有超过一定阈值后，才有足够的提价能力，利润率才能提升。我们很难想像外部需求或者政府投资能使产能利用率出现 20-30% 的回升。因此未来很长一段时间，国内经济整体上均处于去产能化、去杠杆的过程，企业盈利和宏观数据短时间都不可能形成实际意义的拐点。

我们倾向于认为，此次经济下行是结构性的而非周期性的，他将呈现出几个特点：(1) 经济的波动性不明显，即存货周期弱化；(2) 产能消化和债务调整成为矛盾主体；(3) 传统基于需求的调控政策，其作用在减弱。

虽然我们对经济的中期走势表示悲观，但短期的一些积极因素也值得重视。并且在经历了二级市场持续下跌的洗礼后，这些有利的短期因素很可能是主导四季度市场走势的主要因素。首先是房地产市场



量价走稳，主要城市的库存水平恢复到健康状态，开发商重启拿地和新开工，有利于下游产业链解冻；其次是经历了四个月的量价齐跌之后，库存周期将触到价格底部，从而经济将出现短期的企稳反弹；第三，欧美私人部门的资产负债表得到修复，非金融行业 ROE 水平恢复到危机前的水平，明年上半年或将迎来海外经济周期反弹；第四，政策在经济底部的行动也在很大程度上加速底部形成的可能。

总之，当前的经济活动处于“短多长空”的纠结期。由于本次衰退中，企业而非政府承担了周期性和结构性经济下行的大部分负担，经济活动的微观主体受到了损害，恢复尚需时日。表现在宏观中，结构性的中期因素将压倒周期性的短期因素，成为主导未来 2 - 3 年经济运行的主要动力。

### 美国经济复苏，新兴市场流动性收紧

除了经济减速外，流动性收紧是我们担忧的另一个困扰因素。美国通过服务贸易化，找到了经济复苏的牵引力。加之房地产市场经过深度调整后，出现了触底反转的迹象，使我们确信美国经济已走上了复苏之路。失业率下降，消费信心增强，经济中的微观元素陆续被激活。货币乘数开始放大，先前因惜贷而困于央行的基础货币加速逃离，通胀回归之时既是中期利率回升的开始。而这一过程将促使资本回流美国，对新兴市场国家的流动性产生不利影响。国内的货币政策可以通过扩大货币乘数对冲基础货币的减少，但两者效果不对等，并且政策应对存在时间上的滞后。可能发生的情形是，我们看到存款准备金率持续下调、公开市场操作等货币政策放松，但宏观流动性反而更紧。



### 政策的困惑，传统的需求刺激难以为继

在上轮经济刺激中，政府选择了用投资牵引消费，造成了供应端的过剩。如果政府再次祭出给过剩产能下短期订单来平滑经济衰退的老路数，最大的制约将来自资金价格上升，特别是在资金从新兴市场回流美国的大背景下。在中国长期资本回报率及其预期下行，短期订单 - 长期资本回报率下行 - 资本流出扩大 - 通货收缩效应 - 资金价格上升 - 私人投资挤出，传导的结果将使刺激效果不明显。如果选择降息或者贬值等价格工具，同样绕不开资本外流带来的通缩效应。目前来看，政府可动用的需求刺激政策，可持续性均存在疑问。如果二级市场因此产生憧憬和波动，或许是获利了结的时机。

### 市场博弈：悲观预期较为充分，换届选举造就预期波动

另外需要关注的是，前述的悲观预期，大多已反应到二级市场持续下跌的股价中。如果市场在四季度出现较大幅度的反弹，基于风险偏好变化的可能性要远大于盈利拐点。

我们对 11 月中央换届选举对二级市场的有利影响充满期待，在市场也充分吸收经济探底的预期后，对新领导热情憧憬所导致的风险变好回升带来的反弹。市场期待稳增长的口号逐步淡化，进而转向改革与转型。下述诉求或许能明显改变市场的风险偏好，比如反腐、治理地方债务综合解决方案、整顿庞杂的产业政策和区域政策所形成的巨额财政补贴、减支以拓展减税空间等。届时尽管 GDP 可能还疲弱，但股票预期将根本摆脱颓势，甚至有趋势性的强劲升幅。因为市场所



虑者非短期经济的强弱，而是中国的转型之路的行进方式，改革的憧憬能带来系统性的机会。

### 我们的选择：对四季度行情相对乐观

概括言之，我们认为中国潜在经济增速下滑可能持续较长的时间，基于企业盈利反转的系统性机会可能 2 - 3 年内都难以到来。但作为一个大国，其增长的内生性是不会轻易丧失的，增长中枢下移之后的每次反弹期，都可能持续半年到一年左右，这对于证券投资的时限来说已经很理想了。展望四季度，在悲观预期较为充分的基础上，换届选举造成预期波动有利于行情朝有利的方向演进，如果改革的议题充分展开，甚至会出现趋势性的升幅。我们对此表示乐观。

在行业选择上，基于风险偏好扩大的选择，我们认为保险、证券、银行、商业零售等前期跌幅较深的板块可能会是较好的选择。另外，能够脱离周期影响的成长股，可以给予更高的溢价。

## 三 . 行业分析

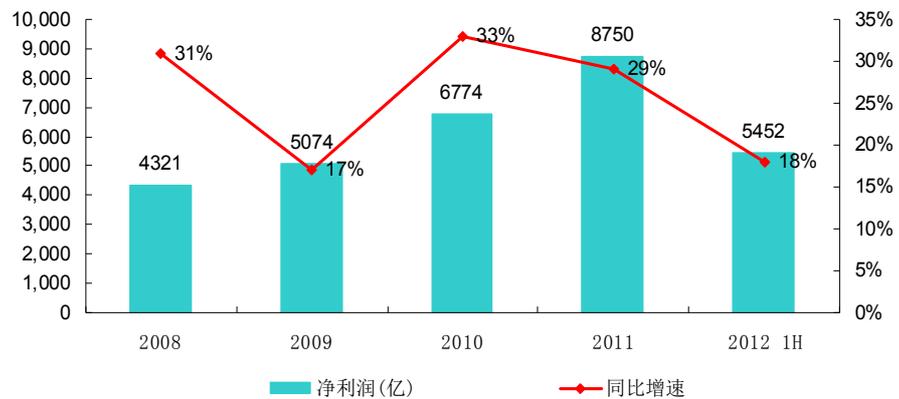
### 金融业



### 银行业

2012 上半年上市银行共实现 5452 亿的净利润,同比增长 18.2%。增速较去年的 29%和一季度的 20%小幅回落,随着息差收窄效应的逐步体现,预计今年 3 季度行业的净利润增速将进一步下降。

上市银行利润总额及同比增速情况



数据来源: wind

在过去的一个季度内银行板块的股价和估值继续走低并且创出了 3 年内的新低. PE 水平接近 5 倍,多数银行的静态 PB 也回到了 1 倍左右.利率市场化进一步加深了市场对银行业未来盈利前景和资产质量的担忧.

我们推断未来一季至半年内板块难以出现明确的基本面反转信号.首先,随着今年 3 季度和 4 季度业绩报表的陆续出台,行业盈利增速环比下行的趋势短期内得不到扭转.其次,我们预计未来几个月内不良贷款总量将步入逐步上升的通道,尤其是逾期贷款转为不良的压力将进一步增加;再次,我们预计未来 1 年的时间内监管层可能出台进一步推进利率市场化进程的政策,这将进一步压缩银行息差.



低估值优势使得银行板块在市场下跌中有一定的防御性。

## 房地产业

基本面预期修复。九月成交环比下滑导致市场开始担心行业未来的销售，但我们认为行业基本面预期在四季度会得到修正，因为推盘的下滑是近期成交回落的重要原因之一，四季度伴随供给的放大销售有望再次回升。

政策面预期趋稳。房价是政策预期的最重要影响因素，而六月份房价止跌回升，七月份开始快速上涨，这一房价拐点过程的发生对政策预期和板块估值水平的负面影响最为深刻，由于房价上涨拐点已经出现，未来市场对房价的敏感度会有所下降。目前市场最担心的政策是房产税，房产税征收城市和税基的扩大过程也并非短期所能完成，税率和税基的制定超出预期可能性不大，并不会对行业产生过多负面影响。

基本面方面，进入传统的旺季后，销售量不达预期。二手房门店观察到访问量下降的趋势，一手房市场呈现微幅销售速度放缓，这是刚需释放后的正常回落。考虑到经济下滑对消费信心的负面影响，以及货币政策偏紧的现状，期待销售量再上台阶难度较大。

地产的新开工进入筑底回升阶段。因为新开工的增速从 11 年 8



月即开始出现明显回落，而 12 年 3 月份新开工进入负增长周期，但另一方面成交量在年初即开始放大，地产去库存过程已经实际发生了近半年时间。虽然未来个别月份新开工可能会有数据上的反复，但其筑底回升的趋势已然确立，建议关注新开工回升对地产上游行业带来的投资机会。

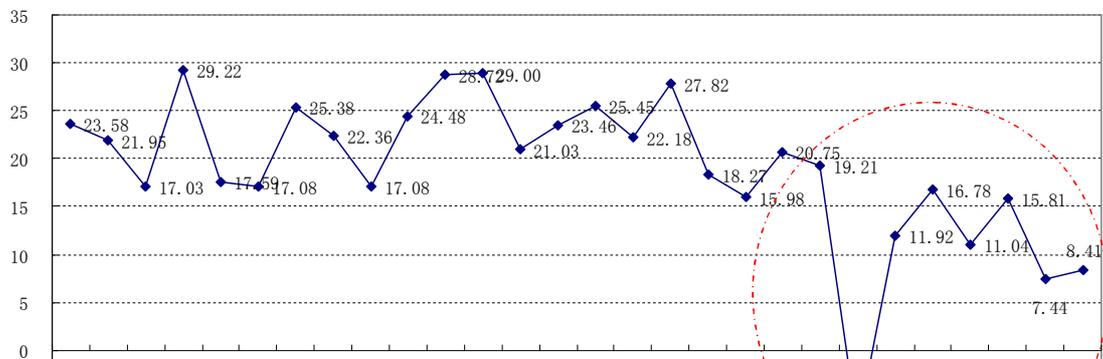
综合来看，本次调控成功的使房价完成了软着陆，未来 6 - 12 个月时间，基本面都将呈现无趋势的状态。龙头企业受益于行业集中度提升，仍可能保持 10 - 15% 的增长。地产行业的周期属性大幅降低，而防御性愈发明显。地产股估值和仓位风险在三季度应该已经得到一定程度释放。

## 零售行业

### 商贸行业——2012 年第四季度零售行业会略有反弹

整个零售行业在 2012 年第三季度的 7 月份和 8 月份中断了二季度的环比改善趋势，中华商业信息网监测的重点 50 家零售企业和百家零售企业的收入增速下降 10% 以下，而中秋国庆长假整体的社会消费品零售总额增速 15%，日均销售额增速只有 0.67%，在整个旅游人次增速较高的情况下，整个零售企业增速很难有较大起色就不难理解了。

百家零售企业销售额同比增长率 (%)





度过一季度行业最低点之后，二季度的数据大致能到 15%左右增速，中西部增速较高

数据来源：中华商业信息网

不同地区的收入增速差别比较大，有基数问题也有统计范围问题，我们预计整个零售上市公司 2012 年第四季度收入增速大致就在 15% 区间，如果能到 18-20%的增速就是超预期，整个零售行业的反弹行情能就看到更高些。

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很难回到 30% 的增长，整个零售行业的细分子行业又面临转型，2012 年只是转型刚刚开始。

我们统计了未来 3-5 年新增城市综合体和商业地产的面积增速，我们看到整个城市综合体的新增供应量增速非常高，重点监测 18 个城市从 2011 年末到 2015 年底新增的城市综合体面积年均复合增长率高达 37%，这些新增城市综合体的商业面积将极大分流原有老门店的客流和收入增速。

因此，我们推断 2012 年第四季度的零售行业行情的大趋势是反弹，反弹力度取决于整个第四季度的销售收入增速环比改善的幅度。选股的思路有三个：业绩逐季度改善非常明显的；超跌反弹；有很大并购价值的零售股。

## 农林牧渔行业

我们认为过去一年中表现抢眼的饲料行业在未来几个月将经历景气向下的压力。饲料行业由于上游对原材料没有定价权，饲料企业主要通过套保和提前采购等手段锁定成本。短期来看由于今年美国旱灾和国内玉米粘虫病减产影响，玉米价格在未来一年可能涨幅较大。由于大豆基本依赖进口，因此国内市场没有定价权，价格完全由国际市场决定。未来半年到一年的周期来看饲料行业的原材料价格将处于高位。

饲料行业对下游有一定转嫁能力，如果下游养殖户盈利景气较好，饲料企业提价能力增强。总体来说，饲料企业盈利能力与养殖盈利状



况正相关，销量与下游养殖存栏量正相关。未来至少半年左右的时间  
内，由于养殖环节盈利惨淡，原材料价格趋涨，我们预计饲料行业步  
入景气周期的下行通道。饲料行业的另一特点是龙头企业市场份额近  
几年来扩张迅速。低毛利低壁垒导致了大量小企业无法生存，行业内  
龙头企业的管理能力成为企业快速扩张的核心要素。近几年优秀龙头  
企业额收入和利润的符合增速都在 50%左右。因此未来半年我们需  
要在行业景气走向底部的过程中寻找合适的投资时机。

从前 3 个季度的销售和库存情况来看我们认为明年仍将是种业的  
去库存周期,且明年库存的压力可能会大于 2011/2012 制种季,种业行  
业除了政策利好外,很难在短期内见到业绩的反转信号。

海参品价格受上半年消费下滑和供给大幅增加的影响,上半年海  
参/扇贝等价格都经历了大幅的下降.下半年随着中秋/国庆/春节等消  
费旺季的到来,海参品价格出现环比上升的概率较大.同时由于今年  
的海珍品价格普遍不达预期,尤其是南方海参养殖在今年上半年出现  
了大面积亏损,严重影响了养殖户的养殖积极性,我们预计明年海参的  
供给可能出现下降,同比的价格出现上涨。

## 家电行业

三季度家电各子行业出货量和零售数据符合预期。预期四季度在  
去年同期因去库存导致的低基数效果拉动下,空调、冰箱、洗衣机、液



晶电视的内销量增速有望回复到 5-10% 左右的增长。盈利能力方面，经济下滑使大宗原材料价格下降，而产品升级使产品均价并未随成本下降而下降；因此白电企业的盈利能力在行业需求不佳的情况反而有所上升，我们预计四季度将保持这一趋势。竞争格局方面，今年行业销量下降，美的因战略调整而收缩规模，二三线品牌收入也同时下滑；而格力，海尔等企业则逆势增长，份额提升。我们认为，若 11、12 月市场因家电下乡政策退出的担忧股价出现回调，将是买入的机会。

## IT 行业

### 信息设备

前三季度通信行业整体收入情况不错，同比超过 10% 增长，是最近 2-3 年来相对较高的增速。国内 3G 用户渗透率也达到 15% 的临界门槛，各运营商的数据业务增速也大大超过语音业务收入，预计各运营商的 3G 业务将逐步开始步入盈利状态。我们认为通信运营商具有配置价值。

但相对而言，我们更加看好通信设备行业的弹性。受上半年运营商资本开支不达预期的影响，通信设备行业上半年业绩不佳，到三季度末股价也相对落后。但随着下半年运营商资本开支得到落实，以及 4G LTE 建设的临近，预计通信设备商的业绩将逐步得到改善。由于前期股价大幅下跌，我们倾向于重配通信设备行业。

### 计算机行业

计算机应用板块 2012 年上半年营收同比增长 12%，净利润同比



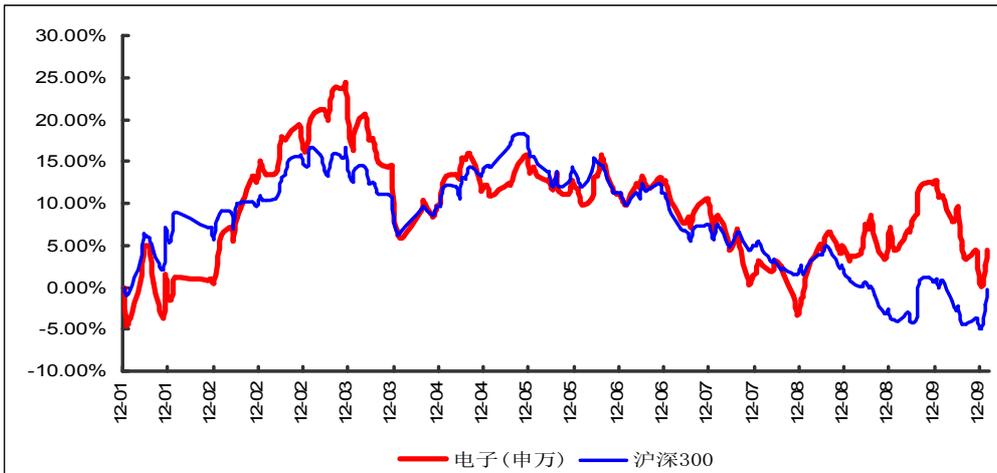
下降 6%。都创下了 2005 年以来的次差中报，仅好于 2009 年。年初至今，计算机行业内各子行业出现了非常明显的分化。代表创新技术发展方向、且市场逐渐进入应用成熟期的公司如科大讯飞，政府重点投资方向的智慧城市相关个股银江股份，万达信息，数字政通等均取得较好的业绩。而传统制造业方面的软控股份和用友软件则出现较为明显的业绩下滑。我们认为四季度投资机会将出现在 1) 政府及垄断行业中持续投入的领域，2) 新行业以及新应用带来的投资机遇。回避制造业或和经济相关度较高的计算机应用类公司。

### 传媒行业

传媒板块中报收入同比增长 29%，净利润同比增长 12%，新媒体增速较快，净利润增速超过 25%；而传统媒体如报刊、有线运营则是下滑趋势。图书扣除增值税影响增长也不快。我们认为，新传媒公司是判断成长性投资，这些公司的增长能力、潜在催化剂挖掘充分，目前很难发现 12 年超预期可能，成长性无法给市场更多期待。出版发型的逻辑是看重政府对于体制内文化企业的扶持，寻找最大可能在政府扶持下做大做强公司。

### 电子元器件行业

年初以来，申万电子元器件行业指数累计上涨 4.41%，同期沪深 300 指数下跌 0.25%，跑赢 4.66%。整体而言，电子行业板块分化明显，成长股延续上半年优异表现，而周期股则持续表现不佳。



数据来源：wind

我们认为电子行业分化行情有望延续。在下半年消费电子创新、新产品密集发布的推动下，智能终端产业链相关公司将继续受益于出货量持续增长，依然看好板块基本面。但考虑前期股价对预期反映充分，我们整体倾向于低配电子行业，依然坚持深挖估值合理、高度受益创新产品的优质成长股。

## 汽车行业

### 价格处于探底过程中

乘用车终端市场价格8月份环比继续下滑，中高级别车型降价幅度较大。经销商在连续亏损销售后，已经无力维系当前的低价格亏损销售，厂商变相加入到价格战中，通过经销商促销补贴，鼓励经销商



开展展会及推广活动代替简单的降价；预计9月乘用车价格企稳，降幅收窄。

### 库存维持高位

8月终端库存维持高位，止住了恶化趋势。分车系来看，自主品牌库存当量仍在2以上，美系、欧系、韩系等库存当量在1.2-1.3左右，日系超出1.3个当量。厂商调整产量目标，降低经销商库存压力。

### 新增订单

新增订单指数环比小幅上涨，但涨幅低于往年同期，主要是经济环境对车市的支撑力未见改观。经销商信心指数继续回升，但仍低于往年同期水平。

### 欧美韩车系替代日系

经过前段时间全国范围内的反日事件，预计在9、10月份同比30%以上负增长之后，仍将维持负增长3-6个月。长期看，无论有无反日事件，日系车市占率都将从目前的19%下滑到15-16%左右，初步趋同于其全球市占率水平，钓鱼岛事件只是加速了事态的发展。相应的其它合资品牌存在明显的替代效应。

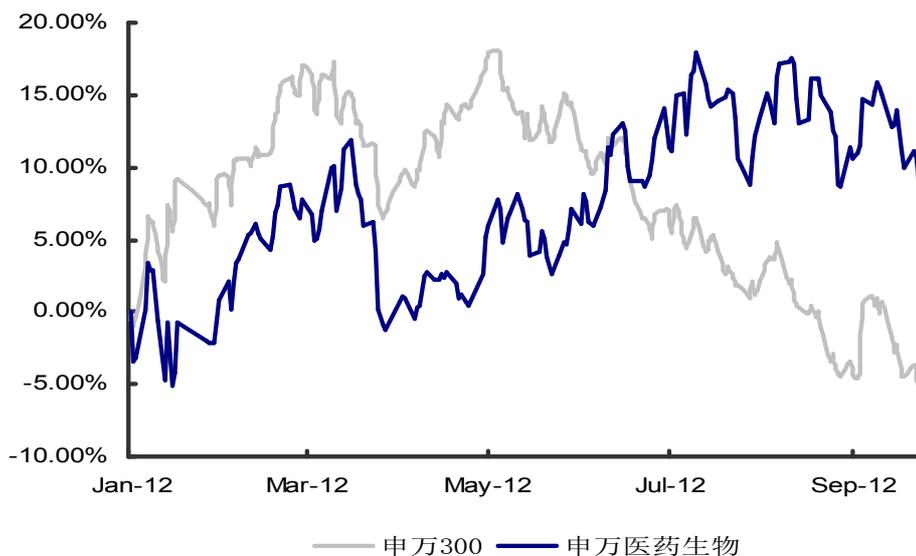
总体来看，我们认为乘用车量的增长趋于平稳，但愈演愈烈的价格战却可能严重侵蚀企业盈利。政策刺激暂时没有脉络，在低估值的背景下，具备绝对收益的价值。



## 医药行业

2012 年前三季度医药行业呈现悲喜两重天的走势。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，两三季度整体表现良好，名列前茅，我们认为二三季度表现比较好的原因市场对经济增长前景缺乏信心，资金向稳定增长的行业流动，包括医药。另外，许多医药上市公司年中业绩增长良好也为市场表现添砖加瓦。截至到 9 月 27 日，医药指数上涨 13.1%，同期沪深 300 指数下跌 0.4%，跑赢大盘 13.5 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



今年医药行业虽然整体表现良好，但分化非常大，决定股价走势的主要原因是业绩增长，虽然这是常理，但在今年弱势市场中表现异常突出。我们更关注业绩增长的持续性，长期的竞争力来自于品牌、专利以及强大的销售，这也是我们寻找长期增长股票的立足点。

从投资的角度而言，目前医药行业基本面情况良好，但市场预期较高，获取绝对收益的难度在增大，适度降低医药行业的配置，继续看好有长期增长潜力的公司。

## 化工行业

经济不景气，下游需求疲弱，三季度化工行业指数下跌 9.6%，同期沪深 300 指数下跌 6.8%，跑输大盘。8 月份开始，化工行业 PMI 指数开始好转，其中 8 月份，化学原料及化学制品制造业 PMI 指数为 52.6，环比上涨 4.4，9 月份 PMI 预计继续向好，部分行业的三季度业绩将好于市场预期，建议买入业绩环比改善，股价超跌的个股。

### 勘探开采和炼油

受地缘政治和需求减弱的双重制约，国际油价高位盘整，勘探开采板块维持高盈利。目前中东局势依然处于不稳定状态，土耳其和叙利亚之间的冲突升级，伊朗问题依然长期存在，并对高油价形成支撑。而全球经济疲弱，石油需求减弱又使得国际油价难以进一步上涨，因



此，国际油价将高位盘整。

8月、9月，成品油价格连续两次上调，累计上调900多元/吨，炼油板块的亏损情况大幅改善，9月有望小幅盈利，但随着近期国际油价回调，成品油价格面临下调预期，届时，炼油板块将面临再次亏损。因此，除非成品油定价机制彻底改革，否则，炼油板块的盈利情况难有彻底的好转。

## 化工

化工下游房地产、汽车、纺织服装等需求没有改善，产能整体过剩严重，因此，整体盈利前景不乐观。但部分子行业供求格局较好，库存偏低，供应方面由于爆炸、停产检修等原因，导致供应偏紧，价格上涨，盈利大幅改善，而股价由于前期预期不好，已经处于较低水平，建议买入相关子行业及超跌个股。

另外，新材料、新经营模式的行业受经济周期影响很小，业绩有望获得稳定增长，倾向于继续持有。

## 水泥行业

### 水泥行业：短暂喘息后，准备迎接最坏时刻的到来

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，我们可以得到的场景是：短暂喘息后，准备迎接最坏时刻的到来。第四季度是传统的水泥消费旺季，今年也不例外，在区域协同的基础



上，水泥价格逐步开始止跌趋稳，水泥企业获得今年以来难得的短暂喘息机会，但我们认为在这短暂的美好时光后，将迎来比今年更为残酷的市场环境。主要还是在于并不匹配的供需关系上，房地产和基建需求将继续向下，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，今明两年新投的产能远远大于需求新增，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将从目前的盈亏点附近进一步下滑。

基于上述分析，只有通过兼并收购关停并加之淘汰落后产能，通过供给做减法才能找到行业的出路。从估值角度上虽然很多上市公司的吨企业价值基本接近于重置成本线，但从并购是为了减少产能的视角上讲，这个价格并不便宜。

## 建筑和工程行业

展望 2012 年四季度，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



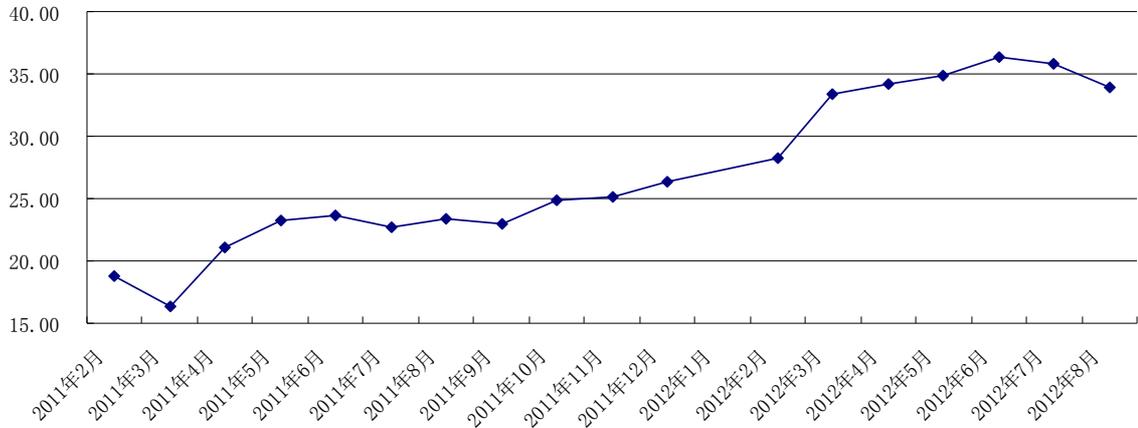
司的潜质；同时受投标门槛、品牌效应、资金实力等因素的影响，行业整合仍在推进，集中度提升的趋势明显。回顾 11 年及 12 年 1-9 月，行业内龙头公司人员储备、区域市场拓展取得了长足进步，相应的新签订单保持高速增长。12 年 1-9 月这些龙头公司订单趋势依然保持良好态势，而同时这些公司的现金流情况中期虽有所反复但未现恶化迹象，并且各公司之间存在一定的差异性。整体上我们继续倾向于增持。

**化学工程**：2012 年 1-8 月化学原料及化学制品制造业投资 7153 亿，同增 33.86%，石油加工、炼焦及核燃料加工固定资产投资 1518.83 亿，同增 16.8%，总体来讲化学工程行业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前三季度公告的订单看，煤化工工程 12 年前三季度的投资明显回落，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》，预计未来国家对煤化工的转化效率、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。进入三季度，随着国家多个大型现代煤化工项目获得“路条”，预计后期多数项目将陆续正式实施，我们认为煤化工工程行业将显著从“底部”陆续回升。行业投资回升将有望带来相关工程公司新一轮的投资机会，我们建议遴选在煤炭液化/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: 化学原料及化学制品制造业投资增速



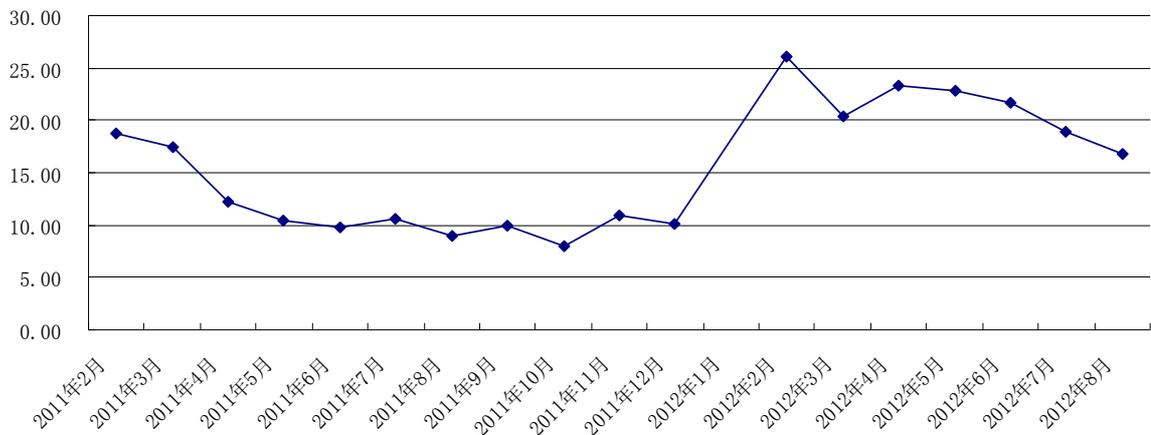
固定资产投资完成额:制造业:化学原料及化学制品制造业:累计同比



资料来源: 国家统计局, 国海富兰克林基金研究部

图表2: 石化、炼焦及核燃料加工业月度投资增速

固定资产投资完成额:制造业:石油加工、炼焦及核燃料加工业:累计同比



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

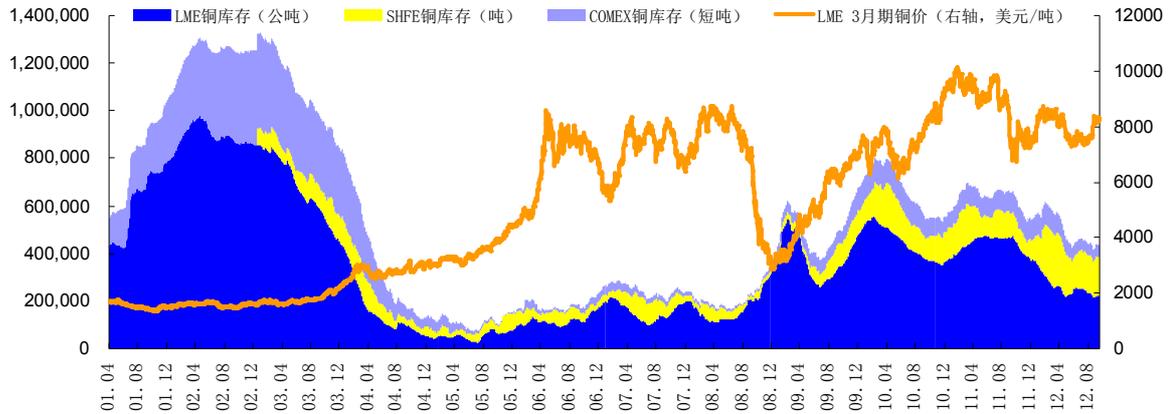


和防洪工程等。市场容量方面，按照 2011 年 3000 亿的投资规模，如果规划的投资能够落实的话，未来四年还需投入 1.5 万亿，未来四年的年均复合增长率大约为 10%。建议继续关注围海造田和水电建设方面的主题性机会。

## 有色金属行业

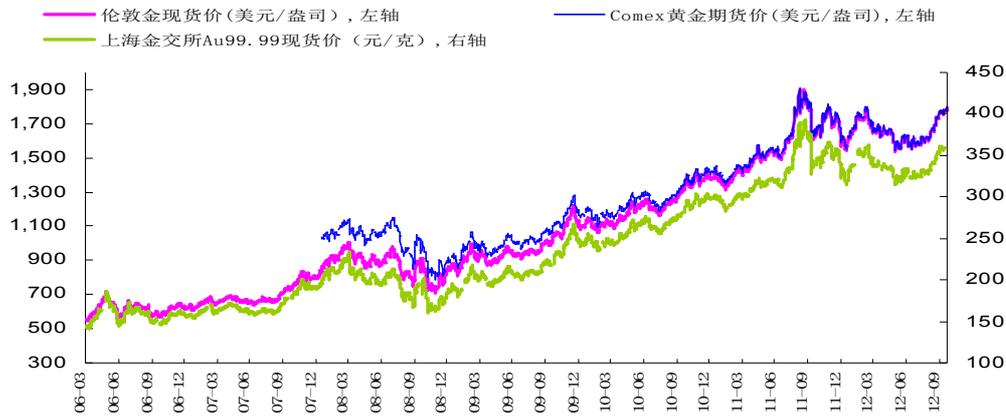
2012 年三季度，全球经济仍然缺乏较多亮点，国内经济明显放缓，欧债危机悬而未决，美国经济复苏缓慢，各项经济指标反复不定，2012 年 9 月 13 日美联储宣布第三轮量化宽松货币政策（QE3），以进一步支持经济复苏和劳工市场。受此影响，基本金属价格一改前期震荡整理的局面，各类工业金属品种价格相继走强；黄金价格亦在 QE3 由预期向现实演变的过程中逐步走强，目前价格接近 1800 美元/盎司的历史相对高位；小金属方面，受下游开工率低、需求低迷等因素影响，稀土等小金属价格则继续低迷表现，目前来看已经基本企稳。三季度 A 股申万有色行业指数下跌 2.08%，同期沪深 300 指数下跌 6.85%，行业跑赢大市，这其中黄金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



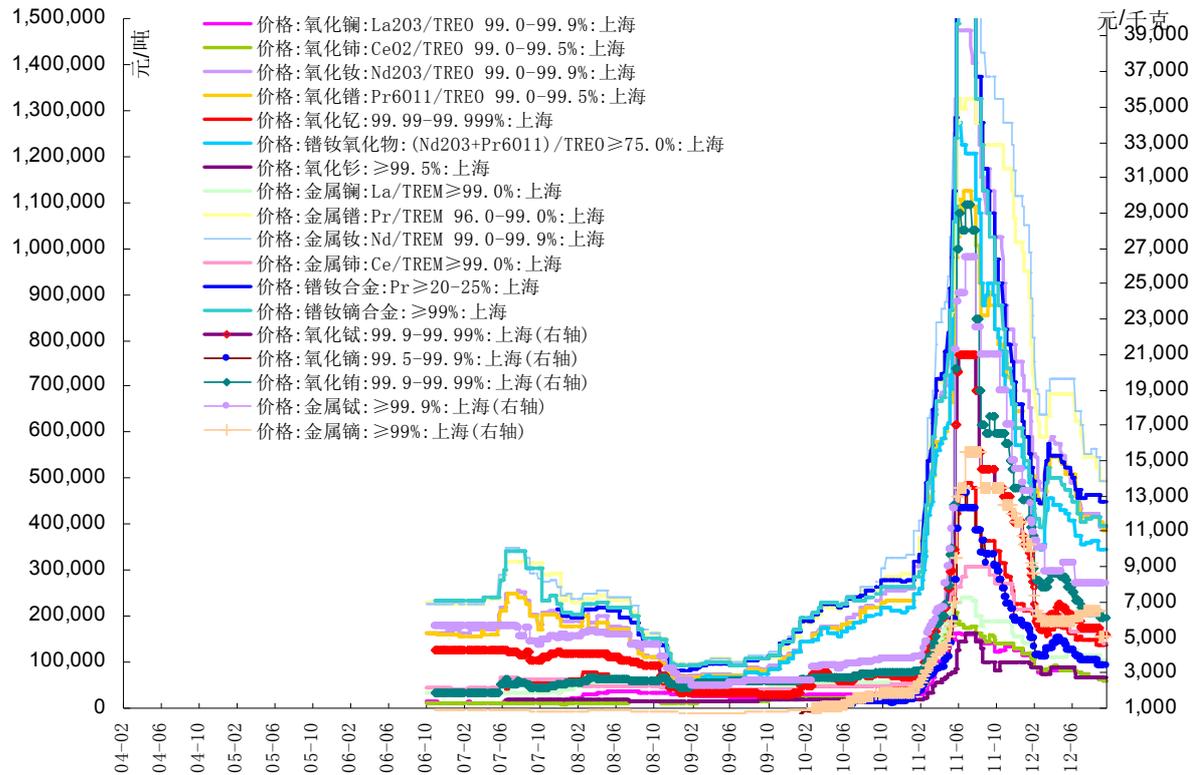
资料来源: Bloomberg, 国海富兰克林基金研究部

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，从全球交易所库存来看，铜库存国内外继续出现分化，LME 库存三季度小幅回落，而 SHFE 库存在二季度出现一定回落后目前处在相对高位。另外值得注意的是，长期高位盘整的 LME 铅库存三季度出现快速下行态势，LME 锡库存则没有明显变化，LME 镍库存继续高位攀升，而供给过剩品种铝、锌的 LME 库存继续保持高位。

展望四季度，我们看好的投资品种和建议采取的投资策略归纳如下：

黄金。我们目前时点仍对黄金板块持乐观的态度。美联储推出 QE3，同时宣布维持利率在 0-0.25% 区间不变，并延长维持超低利率的时间



至少至 2015 年中期，超低利率的持续将使得多数发达经济体的实际利率长期维持在 0 以下，这从根本上有利于黄金价格的上涨。再者，支撑金价走高的另外两个关键因素目前还没有发生根本性的变化，1) 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。2) 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。我们看好黄金价格的中长期走势及由此带来的黄金板块的投资机会。

工业金属方面，随着 QE3 的推出，三季度工业金属价格全面回升至一个相对高位，目前时点我们认为工业金属价格已经较为充分反映流动性因素的影响，后期价格的变化将更多回归供需面的因素，鉴于工业金属的主要需求方中国的投资减速、经济放缓，我们目前时点对工业金属价格持相对谨慎的态度，工业金属板块建议关注一些有资源扩展潜力、成长能力较为突出的个股的投资机会。

中长期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，建议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

三季度因发电量不达预期而出现回调，预计四季度保持平稳。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，主要是因为当时煤炭价格的大幅下跌超出市场普遍预计，但这样的行情并没有持续到三季度，因为发电量显著低于预期，火电企业的盈利并没有达到之前市场的预计，另外，市场也担心煤价会出现反弹。四季度来看，随着政策微调和经济增速的逐步恢复，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。预计发电量增速小幅回升，煤价在旺季会有小幅反弹但受需求影响幅度不大，电力企业业绩在四季度保持平稳。

受益于经济回落导致的煤价下跌，电力行业业绩底部基本确立，预计今年全年电力企业业绩改善明显，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。

## 煤炭行业

### 下游需求疲软，煤炭盈利空间大幅缩水

煤炭下游主要行业——电力、钢铁、水泥、化工，产量增速仍然处于下行通道，2012年1-8月下游主要行业加权累计产量同比增速下降至3.7%。在下游需求增速没有明显上升的迹象前，煤价很难大幅上

升。

图 1：煤炭下游产量增速及煤价月度变化



资料来源：WIND，国海富兰克林基金

截止 9 月底，秦皇岛 5500 大卡平仓价 610-630 元/吨，而秦皇岛含增值税港口成本价在 560-610 元/吨，盈利空间所剩无几；山西临汾主焦煤价格在 1050-1200 元/吨，相比 800-850 元的成本价依然可以盈利，但盈利空间大幅缩水。

#### 政策宽松，四季度各煤种估值可能出现分化

政策逐步趋于宽松，城轨、公路、港口等基建项目投资审批速度加快，煤化工项目也在紧锣密鼓地进行。投资增速下滑趋势将得到缓解，进而带动煤炭下游需求回暖。

目前煤炭板块股价对应 2012/13 年 PE 分别为 12.3X、14.2X，估值尚不具有优势，且冶金煤公司四季度仍有业绩下调空间。待三季度业绩验证基本面后，估值可能会出现分化。依据下游景气度排序：火电>化工>钢铁，对应煤种估值改善情况排序：动力煤>无烟煤>冶金煤。



## 电力设备行业

今年以来，电网资本开支进度基本符合预期，招标价格也稳中有升，原材料价格也相对平稳。随着前两年的低价订单逐步消化，各电力设备公司业绩将逐步回升。但市场出于电网资本开支逐步到顶的预期，给与本行业的估值溢价在逐步消失。

我们对行业看法是轻行业，重个股，注重结构性机会。重点看好二次设备行业，仍有成长空间的细分行业龙头，以及具备资产重组概念的国网系公司。

新能源行业，我们看法仍然比较谨慎。这部分将主要看国家政策的变化，但行业产能严重过剩仍是压制相关公司估值的天花板。

## 钢铁行业

今年以来，钢铁行业盈利情况一直在恶化中，亏损面在不断扩大。虽然原材料成本下降，但受宏观经济影响，需求下滑明显；但行业产能仍在扩大中，产能过剩严重。考虑到国家经济转型的决心，我们认



为行业在未来 1-2 年难有大机会，除非出现行业产能的有效收缩。

## 机械行业

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受经济放缓以及转型的影响，供给方面亦面临较大问题，行业面临拐点，前几年的爆发式增长即将结束。短期来看，混凝土机械在上半年由于受益于商混率的提高和在建项目的需求稳定而表现较好，但目前也已显露疲态，预计四季度销售增速仍然保持较低水平。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还有进口替代空间，但因国内厂商激进的销售策略而在今年出现增速大幅回落的情况，目前正处于消化库存阶段，年末是否出现补库存行情仍有待观察。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，除了中联重科一枝独秀外，整体板块表现不佳。三季度由于混凝土销售出现下滑态势，相关公司的超额收益逐渐收窄。展望四季度，由于存量设备的工作小时仍处在低位且未来三个月难有明显回升，去库存过程仍然漫长，预计四季度销售情况仍然比较平淡，建议关注新开工数据以及机器开机率两个先行指标。

### 能源装备制造

油气开采设备具备长期增长潜力。由于国内常规油气开采进度稳定增长以及非常规天然气产业的兴起，相关公司受益明显，表现为订单饱满、增速大幅提升。该板块成为今年前三季度机械行业里表现最好的板块，目前估值已普遍偏高，短期需要时间消化，四季度可能保持平稳或者有所调整，但长期来看，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。二季度受国内外煤价暴跌影响，市场对未来煤矿固定资产投资情况极度担忧煤机板块估值大幅调整，弱势一直延续至三季度末，预计四季度将逐渐走稳：（1）煤矿固定资产投资数据回落态势趋稳。（2）煤价四季度有望反弹。四季度受进入冬储煤季节以及煤矿企业限产报价等因素影响，预计价格将稳定或小幅反弹。



## 食品饮料行业：

### 2012 年第四季度需要逐渐布局明年高增长的确定性品种

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，因此整个白酒行业目前来看还是整个酒精饮料行业里面比较有机会的行业。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：整体行业站在景气高点，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 8 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。未来白酒行业的竞争会更加激烈，对消费者和渠道的争夺会更加激烈，也会加大整个白酒行业的费用投入。我们认为进入第四季度，需要考虑明年还能继续持续高增长的确定性公司，我们认为有三个维度：一个



是品牌力度强的公司；二是渠道能力强的公司；三是还存在公司机制改善所带来的变革性机会。

### 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，我们认为不存在整体行业性机会，更多的是去选择细分子行业中处于拐点向上的公司，比如公司管理体制和激励机制上的改善，公司销售体系上的改善，不存在明显的整体行业性机会。

## 轻工行业

### QE3 对黄金股构成实质性利好

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。随着美国 QE3 的推出，金价已经接近 1800 美元/盎司的水平，重现去年三季度的上涨行情，我们判断金价在未来半年内将维持较高价格水平，对黄金股构成实质性利好。

### 家具地板行业：行业洗牌加剧，建议关注订单及业绩确定类个股

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，整体行业业绩低于预期。从最近的草根调研来看，大批家居卖场倒闭，超大建材城门可罗雀，凸显行业的不景气，行业洗牌加剧，建议关注细分行业龙头类公司，订单及业绩确定的个股值得配置。

### 造纸行业：受益于品牌渠道建设，生活用纸行业可积极关注

除受到宏观层面影响导致需求不足外，造纸行业自身产能偏大也是造成 2011 年以来景气下滑的重要原因。在投资策略上，受益于品牌渠道建设的生活用纸类上市公司更值得关注，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，盈利能力有较大保证。

## 纺织服装行业

虽然 9 月国储出台了 20400 元/吨的新棉最低收储价，刺激了期货市场棉价的短暂反弹，但我们仍不看好未来 1 年内棉价的走势。目前国内棉价高于进口棉到岸价 20%。由于进口配额的存在，国内棉纺企业不得不使用国内的高价棉。高原料成本和人工费用的上涨使得部分国外大客户的部分订单流向其他低成本国家，国内棉企订单下降。国内品牌商仍处于去库存过程，未来半年的订单情况不容乐观。总体来说，棉价低迷的根本原因是国内国外下游订单的需求不足。国家对棉价的行政干预延长了周期的时间（行政托市导致棉农仍可获得利益，从而影响了退出的进程）。由于棉纺等制造型企业的业绩与棉价相关性很大，因此未



来半年我们预计棉纺制造业难以看到业绩的向上趋势。

上半年上市公司业绩表现最好的板块是男装行业,板块内龙头上市公司上半年的业绩增长在 30%以上.继运动品牌之后,休闲服企业从去年开始库存高企,而家纺从去年 4 季度开始进入去库存阶段,这两个子行业今年的业绩表现大幅低于市场预期.而运动品牌的去库存始于 2010 下半年,目前仍没有见底迹象.

在未来的半年内我们认为男装行业经过 11/12 年品牌商向加盟商的持续压货,虽然力保了 2012 年品牌商业绩的良好表现,但随着终端库存的不断增加,势必影响到 2013 年的订货和上市公司的出货额,建议谨慎看待该子板块 2012 年业绩的高增长.今年的库存情况将直接影响到明年相关上市公司的收入增速.

由于家纺产品的天然属性,不论是去库存的速度还是过季产品减值的杀伤力,都明显优于服装行业,我们认为家纺行业经过今年 1 年的去库存过程,将是品牌企业的子板块内率先实现收入增长的行业.其他子板块如休闲服可能会落后家纺板块半年左右的时间.

## 交通运输行业：

**航空机场：航空等待右侧机会，弱市凸显机场配置价值**

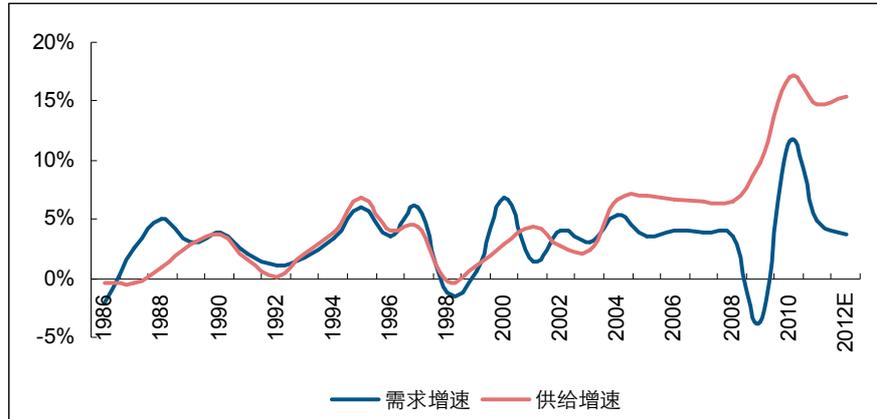


我们依然长期看好中国航空业消费升级属性和良好的行业格局，一旦经济回升，量价齐升是必然，足以抵消油价和人民币波动风险。但是目前为航空淡季，需求增速受公商务客影响放缓。我们认为航空应属中偏后周期行业，航空业复苏的必要条件还在于全球经济的逐步复苏，因此建议等待经济复苏再布局，等待右侧机会。机场行业消费属性日渐增强，非航业务成为增长亮点，未受扩建周期干扰的机场业绩增长确定；2013 年或将启动内航外线起降费的调价，这将对内航外线占比较高的机场公司构成实质性利好；由于稀缺资源禀赋，业绩稳定增长预期强，弱市下配置价值凸显。

#### 航运：路漫漫其修远

干散货：今年是运力交付高峰（运力增速 $>10\%$ ）的最后 1 年，在 7 月（因船舶涂层新标准 PSPC 实施前）新交付运力突增后，下半年供给压力偏大，铁矿石价格跌至 100 美元/以下，短期 BDI 虽有冲高，但长期延续趋势还看不到，反弹高度主要取决于中国新批的基建项目是否能如期开工，但鉴于运力过剩过于严重，我们判断 BDI 指数反弹高点的中枢在 1500 点附近，扭亏依然难度较高。

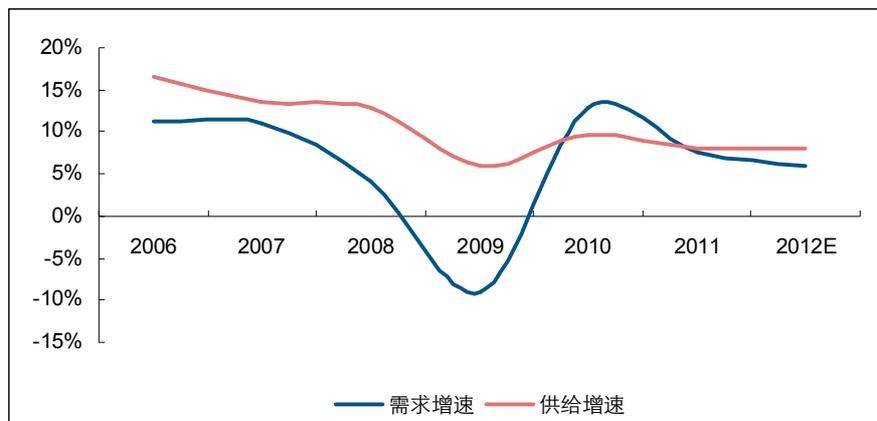
图 1：散货运输行业供需增速对比



资料来源：Clarksons，国海富兰克林基金管理公司整理

**集运**：2 季度的集体成功提价使行业在连续 5 个季度亏损后，终于迎来了单季度的盈利。对于 4 季度，我们认为传统淡季的货量回落和油价高企是最大的风险，前者削弱运价而后者增加成本。如果股价继续回调，跌破市净率的历史低点，则进入战略性配置区间，但明年供给压力有所增加，基本面的扭转需要欧洲需求的超预期反弹或者其他超预期因素支持，外需有明显回暖信号时建议积极配置。

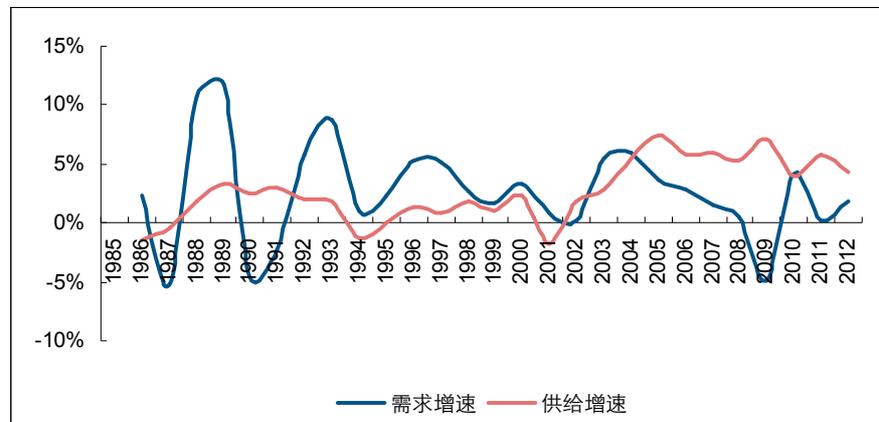
图 2：集装箱运输行业供需增速对比



资料来源：Clarksons，国海富兰克林基金管理公司整理

**油运：**今年油运行业基本面处于周期底部，由于去产能化已过大半，基本面未来几年会有明显的改善，具体改善幅度主要取决于需求回暖速度。目前主要航线的期租水平依然偏弱（如 TD3 航线 VLCC 的等效期租依然为负），4 季度是油运的传统旺季，运价反弹的概率较大，天气因素成为需求环比改善的先导指标，同样受到过剩运力和高油价风险的限制，我们认为 4 季度行业面减亏概率较大，但是实现盈利则需要超预期的因素刺激需求才能实现，比如极寒天气或者短期政治动荡导致抢运潮出现。

图 3：油品运输行业供需增速对比



资料来源：Clarksons，国海富兰克林基金管理公司整理

**铁路：**货运量或将在四季度出现好转，核心问题改革尚需等待

受到整体宏观经济放缓的影响，下游煤炭需求不振，货运量自 6 月起同比持续下滑，8 月铁路货运量同比继续下滑 9.2%。历史上来



看，货运量的下滑往往与经济危机相伴，通常需要半年以上的时间恢复正增长，但由于8月下旬电煤运输开始转暖，预计9月铁路运量较8月基本持平，四季度全路运量将逐步复苏。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4900亿元的基建投资存在不小的难度。目前来看，表面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。虽然市场对“十八大”以后大部制改革预期较为强烈，但要铁道部冰山体系融化、触及到核心问题的改革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八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、国庆节假日免费通行、高速公路仍处于大规模建设阶段等因素，都将对收费公路板块造成负面影响；2012年四季度，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：快递行业增速一枝独秀，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 - 8 月全国社会物流总额同比增长 9.7%，增速较去年同期继续回落 3.8 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；快递行业仍然一枝独秀，受益于网络购物的迅猛发展，2012 年前八个月全国规模以上快递服务企业业务量同比增长超过 51.5%，业务收入同比增长也达到 39.2%，预计 2013 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。

### 旅游行业：

近几年旅游产业的快速增长已清晰地显示出消费升级的变化趋势，行业已由单纯的观光旅游向观光-休闲度假复合型发展阶段演进，在此过程中，国内大众化休闲度假设施的严重匮乏将为产业发展提供新的成长空间。

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。

5 月份以来，市场经历了连续下跌，旅游行业在上半年业绩确定性增长预期和估值季节性上升周期的逻辑支持下，板块不仅取得较为显著的相对收益，更有一定的绝对收益。然而，根据以往正常年份经验，9 月以后旅游板块将进入估值季节性调整周期，4 季度进入旅游淡季后板块表现往往趋于平淡。