



国海富兰克林

2013 年年度及第一季度投资策略报告

一、宏观分析

2012 年宏观经济组合表现为增长与通胀双双向下并触底的图景。

首先，年初 4.5% 的通胀被确认为年内高点，之后一路向下，在 10 月触及年内低点 1.7% 后，通胀在年末随着食品价格季节性回升，同比略有反弹；增长方面，由于企业盈利的逐步恶化，制造业投资在年初首现跳水，房地产投资继续收缩至低位，出口表现低迷，使得增长在 2012 年上半年逐季下行。之后，随着基建投资在下半年开始逆势扩张，房地产市场触底以及出口回稳，工业生产在三季度出现了同比底部，对应四季度 GDP 有望出现同比回升。

展望 2013 年，我们认为长周期的增长问题尚未解决，但有望出现短周期的回升；通胀层面，考虑到增长短周期回升的可能，有望使得通胀环比小幅高于对应的 2012 年，进而导致同比小幅回升。

长期的增长问题尚未解决

在 2008 年底的大规模刺激政策之后，中国的工业企业也配合着需求的回升进行了产能扩张。当货币投放速度上升、需求处于上升通道的时期，产能扩张能显著增加企业的盈利能力。然而，随着通胀的上升，进而导致货币的紧缩，最终需求开始掉头向下。大量的产能背



景下的供给显著过剩，必将对应着工业品价格的持续下跌，从过去三个季度的 PPI 走势来看，工业品价格的下跌已经实现。随着工业品价格的下跌，企业盈利逐步恶化。

我们认为产能的去化过程并没有结束，未来工业品价格依然难以进入较长期的上行通道。首先，根据“5000 户企业家调查扩散指数：设备能力利用水平”，中国工业总体产能利用率在 08 年跌至谷底后，随着政府刺激总需求 2009-2010 年产能利用率迅速回升到较高水平，2011 年三季度开始快速下降，目前仍处 50 平衡线以下，尽管短期来看似乎有所企稳；其次，产能扩张往往对应着资产负债率的大幅上升。按照 5000 户企业家调研数据，企业的资产负债率已达 60%，基本和 1999 年高点持平。同时，2012 年 3 季报数据来也指向 2012 年整体非金融企业的资产负债率也为 1999 年以来首次突破 60%，短期内也并没有出现大幅的下降。

我们认为产能的去化将是一个较为缓慢的过程。首先，考虑到 2008 年政府出台了超预期的刺激政策，因此，企业在需求收缩，产品价格下跌的过程中，一直抱有政府出手刺激经济的预期。在这样的背景下，只要资金链能够维持，企业并不愿意在激烈的竞争中率先去产能，去产能显然不是最优策略；其次，产能扩张往往对应着大量的工作岗位的出现。考虑到各级政府对就业的关注程度，企业承担着解决当地就业的重要任务。因此，即便是需求回落，企业也无法迅速裁员、关厂，实现市场的有效迅速的出清。

因此，如果上述判断成立，考虑到当下需求与产能供给的显著不匹配，当需求小幅回升时，由于有大量过剩产能尚未去化完毕，供给



的回升幅度将会超出需求回升的力度，这将使得工业品价格不足以有较强的内生的上行动力。

短期的经济增长有望出现持续三个季度的回升

随着消费的企稳，房地产投资的企稳以及基建投资的大幅扩张，短期经济增长很可能在 2012 年三季度出现短期底部。我们认为基建和房地产的投资组合在未来半年内仍然能够维持组合扩张，使得短期内经济增长有望出现自 2012 年四季度起持续三个季度的回升。

首先，受益于基建投资的逆势扩张，整体固定资产投资增速在 2012 年三季度企稳。此次扩张与历史上的情形完全一致，即基建投资是稳定短期经济增长的有力工具。尽管 2012 年 11 月基建投资增速有所下降，但随着 2012 年三季度的大量基建项目的开工，施工在建将是未来一段时间稳定基建投资的重要力量，我们认为整体增速有望保持在 20%左右。

其次，2012 年 11 月数据显示，房地产投资增速大幅上升，我们认为这与房地产开发商投资亿元的恢复以及企业流动性的改善密切相关，而两者的主要推动力均为前期较为强劲的销售。考虑到销售对房地产投资的领先性，我们认为房地产投资增速回升在短期内仍能持续。但中期内，销售的回升持续时间、影子银行的监管力度以及房价的回升幅度都是影响房地产投资的重要风险点。

但是，无论如何，考虑到新政府的宏观政策基调，即便房地产投资的风险相对较高，但我们认为基建投资和房地产投资的组合仍然有望保持稳定，毕竟，这两者的组合是当下保证内需稳定的重要决定力



量。

相反,我们认为制造业投资和消费将难以看到显著的亮点。首先,制造业企业盈利增速可能已经短期企稳,但绝对水平在低位,货币信贷利率并没有回到较低的水平,同时长期内面临着去产能的压力,指望制造业投资在短期内开始扩张不太现实;其次,消费增速虽然已经出现了企稳回升,但考虑到就业下降的滞后性,收入增速的下降过程并没有结束,这将制约着消费增速的回升幅度。当然,收入分配改革是改善消费以及消费预期的有力因素,但种种因素表明短期内对其可能不应抱有太高预期。

通胀压力可能并不显著

尽管我们认为增长短期内可能会持续回升,但我们并不认为这将带来显著的通胀压力,可能的情况是通胀同比出现小幅回升。

首先,在食品层面,影响CPI最为显著的猪肉价格从目前来看并不具备强劲的上行动力,其中原因在于生猪存栏和能繁母猪都处于历史较高水平;考虑到总需求回升并不强劲,其他食品价格环比可能略微高于历史环比季节性,进而不足以推动同比显著上升。

其次,非食品层面,尽管PPI可能出现见底回升,但由于长期的增长问题并未解决,工业品价格并没有强劲的上升动力,因此,CPI非食品环比短期内即出现高于季节性的现象概率不大,况且,2012年以来非食品环比相对处于较高水平,未来进一步扩张的概率较小。

债券市场:



利率：除了四月经济数据披露后的短期交易性机会，利率市场在 2012 年基本面临着收益率曲线上行的压力。很遗憾，尽管经济增长在短期内持续不振，但市场似乎认为估值已经反应了所有能推动收益率曲线下行的有利因素。而从资金面角度，由于央行实际上维持偏紧的货币政策，回购利率持续高位，无法推动短端利率下降，同时长端利率受制于收益率曲线的平坦程度也同样下行动力不足。

展望 2013 年一季度，我们认为在通胀回升，同时增长企稳回升的背景下，利率市场仅存在收益率曲线过度调整导致的交易性机会。同时，流动性在 3 月的季节性宽松也可能是一个潜在的推动因素。

信用：作为 2012 年的走牛品种，信用产品由于具有收益率的天生优势、同时信用事件依然没有发生的背景，使得其性价比远高于利率产品。无论是理财产品、还是新发债基，都是信用债的潜在需求力量，其中城投债成为所有组合中最大的亮点。

展望 2013 年一季度，我们认为通胀和增长在短期内可能小幅回升，对信用产品的综合作用并不显著。因此，目前的收益率仅存在小幅震荡的可能，进而，选取合适的收益率进行配置是关键。

转债：转债在 2012 年四季度后期的表现完全符合我们之前的预期。我们提到的经济增长短期企稳、PPI 同比回升使得盈利增速回升成为 A 股市场显著上升的推动力的一部分，同时，年底流动性的紧张程度低于预期，加之新政府对改革的表态，也放大了 A 股市场的震幅。在此背景下，本身估值较为合理的大盘转债以及新发转债表现良好。

展望 2013 年一季度，A 股层面，由于市场已经形成了一定程度的涨幅，而短期内缺少经济数据对经济增长情况的密切跟踪，投资者的



的预期难以显著证实、同时也难以显著证伪。因此，指数可能维持震荡格局。对于转债而言，由于个券的基本面缺乏亮点，转债溢价率变化幅度可能较为稳定，因此基本上也将跟随正股维持震荡。需要密切关注的则是 PPI 环比的情况。

二. 投资策略

宏观经济企稳：房地产产业链复苏、FAI 提速、消费稳定、进出口稳定

我们认为宏观经济在三季度已完成筑底，现在处于回升之中，回升的态势或将至少持续到 2013 年年中。分析原因如下：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，库存周期已到价格底部，从而推动经济企稳反弹；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，有利于进出口的稳定；第四，城镇化和中央基础设施建设产生的正面叠加效应逐步显现。

从“微观硬着陆”到阶段性复苏

08 年以来的经济政策，可概括为给过剩产能下短期订单（政府基



建扩张)来平滑经济衰退,产生了三个结果,其一是在宏观上烫平了经济波动,成功实现了软着陆;其二是企业(而非政府)承担了周期性和结构性经济下行的大部分负担,增大了产能过剩程度和债务负担;其三是物价和房价失控。这是为什么2012年GDP保持8%的增长,但企业盈利大幅度倒退的原因,即我们通常说的“宏观软着陆+微观硬着陆”。

2013年企业层面面临的格局是:(1)流动性宽松,融资成本下降,资金链风险缓解;(2)产能扩张停止,少部分行业并购出清;(3)再库存周期,需求温和复苏。因此,企业整体盈利出现底部反弹,表现出“微观阶段性复苏”。企业层面截然相反的盈利趋势,是2013年与2012年最大的不同。

政治周期中的信心修复

十八大之后,新任领导层展现出不同以往的行事风格,为僵化的格局吹来的阵阵暖风。反腐败、八项规定等措施,让投资者对社会开明、经济进步更有信心,从而选择相信明天的“改革红利”,并系统性的提升了风险偏好。

从中期的角度来看,我们不能低估改革的难度,改革特别是对存量利益的改革,也会受到既得利益集团的反对从而产生阶段性反复。接下来的时间,需要观察新政府的具体经济政策和政治主张,以确定“改革红利”的可实现性。观察的窗口包括制度性反腐措施、减支减税、地方债务解决方案、产业和区域政策等。如果投资者持续感受到改革的决心和诚意,配合企业利润的企稳回升,市场将出现趋势性升幅。



城镇化的机遇与疑惑

在我们的理解中，城镇化既是推动产业和社会进步的推手，又是经济转型和发展的结果。城市化率没有固定的提升速度，遵循客观的经济规律。产业资金寻找更高的投资回报率，以及民众对美好生活的向往共同铸就了城镇化的原动力。

评价城镇化是否成功，标准是持续的就业和提高劳动生产率。我们可以分成三个维度去审视这一过程：其一是产业资本的区域外溢，成功的先例如 90 年代初期的珠海、深圳，承接港澳的产业转移，2000 年之后长三角、珠三角城市群的出现，以及 2006 年后安徽经济的崛起等，均是在成本优势下，落后区域承接先进区域产业转移的结果。第二个维度是人的城镇化，自 2007 年以来的城乡统筹改革试点，执行成效显著的浙江（核心思想是以很高的代价赎买农民的土地，市民化后提供社保、医疗和教育补贴，依靠长三角的区域优势就地解决就业；执行过程渐进而非强制），依靠财政资源和区域优势完成了“村民市民化”。第三个维度是土地制度改革，比如深圳的城市更新、武汉的城中村改造等，核心内容是政府从土地利益中退出，由开发商直接补贴村集体，即政府的土地财政归属村民所有。上述三个维度，归纳起来是“人的城镇化+产业转移”，需要确立城镇的主导产业，同时需要政府的巨大让利。

我们担忧之处在于，城镇禀赋不同，所适应的产业模式不同，不可能统一为“房地产+工业园”，要保证新市民的可持续就业难度极高；其二，地方政府在转换村民身份过程中需有巨大的财政补贴，甚至要



放弃传统的土地财政模式，需有非凡的决心不可。几个不算成功的先例可为前车之鉴，比如 90 年代末期的西部大开发和 2010 年繁杂的区域振兴规划，再比如以地票模式为代表的“农民上楼”运动。另一担忧在于，从解决路径上说，城镇化表明政府应对危机的方法是扩张需求，而非出清产能。本质上与 08 年应对策略一致，只是程度与质量更为谨慎。基于政府、企业和居民的债务积累程度，必须要求本轮城镇化取得成功，此为华山一条路，否则会对 2015 年后的宏观经济带来较大的不确定性。

从乐观的角度考虑，可以预期城镇化将带来新一轮固定资产投资高峰，我们在享受美好的 GDP 同时，也要为面临的困难保持清醒认识。

流动性：宏观流动性存在变数，微观改善。

自 2012 中期开始，宏观流动性出现筑底改善迹象，表现在社会资金价格持续下降，M1 增速缓慢回升并与 M2 差值缩小。不确定性来自外汇占款，因人民币贬值预期的存在以及美国经济的复苏，新兴市场的流动性整体回流美国是大势所趋。我国的新增外汇占款平均在每年 2.8 万亿元，少增部分直接抽走基础货币，有较大的不确定性。

微观方面，随着股指上行，A 股市场自 2010 年一季度以来的资金净流出局面或将逆转。另一方面，IPO 推迟并向境外、企业债、新三板等市场疏导，市场供给压力暂时消退。大小非减持方面，大盘蓝筹公司因估值低廉，暂不具备减持条件，而中小板和创业板依然面临较大的解禁压力。总体来看，微观流动性得到改善。



我们的选择

概括言之，我们认为至少在 2013 年上半年，A 股市场都将处于十分有利投资环境下。既有“改革红利”带来的估值上行，又有经济周期上行的企业盈利恢复，类似组合为近两年来最优宏观背景。

但由于固有的产能、债务风险没有消除，经济转型和寻找中期主导行业的努力依然没有头绪，市场并不具备建立牛市的基础。因此对于本轮行情的理解，我们倾向理解为“大级别反弹”的类型，由于前述的两大因素并未发酵完毕，市场在短期调整之后可能仍有上行空间。

在 2012 年底完成了估值修复后，中期的行业配置思路应围绕“盈利改善”展开，银行、地产、基建仍是未来的主线市场。2013 年一季度后，随着经济温和复苏的确认，热点可能转向医药、TMT 和可选消费中的成长类股票。需要注意的是，“改革”将一直引领行业配置的方向，类似于金改带给券商板块的效应，我们需要密切关注农业和地产行业的政策变化。

三 . 行业分析

金融业



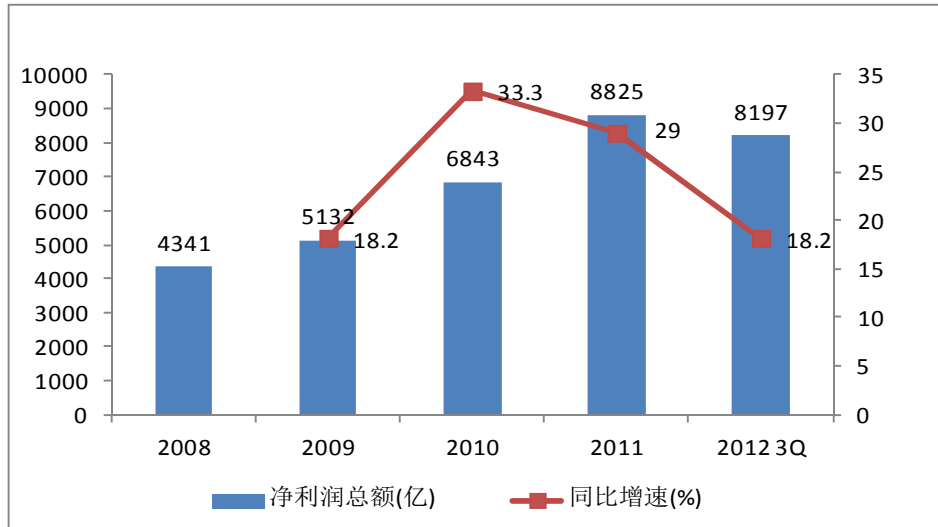
银行业

在 2012 年的最后一个月，受益于市场资金面的改善和银行板块低估值的优势，银行板块整体走出了一波较大行情。并以全年 19.04% 的涨幅大幅跑赢市场基准，银行板块整体动态 2012 年 PB 估值在一月内从 1 倍左右修复到 1.3 倍。



在贷款增速放缓和息差稳定的大环境下,2012 年前 3 季度行业共实现净利润 8197 亿,较去年同期增长 18%,虽然增速较去年有了明显放缓,但相对市场整体水平也非常优秀.我们预计全年行业的利润增速在 15%左右。

图:上市银行利润总额和增长情况

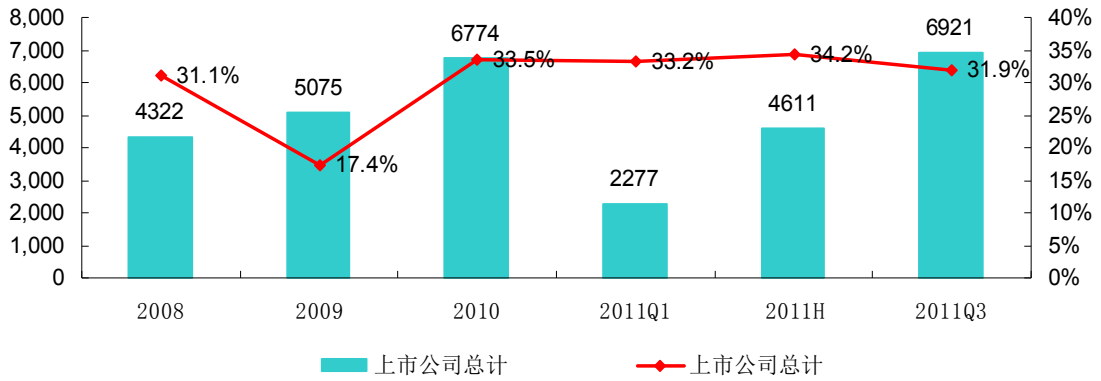


展望 2013 年全年,我们认为银行板块估值修复的过程基本已经结束.对于 2013 年的银行经营环境,我们认为超预期和低于预期的意外情况发生的概率都不大.银行过去几年受益于规模或息差的快速增长,享受了较高的利润增速,但从明年开始行业的规模增长趋于稳定,息差的变化在个体公司中将呈现较大差异.我们预计明年行业利润将呈现个位数增长.基于市场对板块预期的充分反映,我们预计板块估值修复的过程在 12 年基本结束,未来板块将因个体公司经营情况呈现的业绩表现股价出现分化.未来持有银行的收益主要体现为较高 ROE 水平下带来的盈利增长收益和较高分红收益.

明年银行板块仍需关注资产质量的风险,影子银行风险虽然在 12 年底陆续有所暴露,但因市场的乐观情绪并未引起投资者的太多关注,未来这一风险如何演绎仍需密切关注.另外长期以来压制银行估值的资产质量风险可能在明年的某些时段重新被市场提及.



上市银行利润总额和增速



资料来源：上市银行 3 季报

证券业和保险业

2012 年是证券行业的业务创新年,市场给予了创新业务无限的遐想和乐观的估值.板块整体涨幅高达 35.6%,远远跑赢市场.如果我们把 2012 年定义为券商创新业务的政策年,那么未来的 1-2 年将是重要的业绩落实年.12 年股价涨幅所蕴含的创新预期未来能否兑现,将取决于券商能否真正将新业务落到实处.在这一过程中,我们预计券商的能力将出现巨大分化.资管业务和融资融券是短期内最能快速做出业绩的创新领域.一些较为领先的券商已经在这些领域做了充分的准备,在相关业务牌照放开后可能迅速做大市场.未来有资本金优势/创新意识和人才储备的公司将在这一轮政策放开的大潮中显著胜出.



预计未来 1-2 年内券商的传统业务经纪业务仍将难以避免价格战的困扰,尤其是经过了前 2 年佣金率的缓慢下滑,券商在 13 年的佣金率下滑态势可能加速,我们建议回避区域型佣金率目前明显高于同行的公司,通常这类券商的经纪业务贡献占比也更高,一旦出现价格战升级,这类券商的业绩向下空间也更大。

受益于市场对递延养老税政策的预期和 12 月的市场反弹,保险板块全年实现了 27.2%的收益.但从基本面来看,2012 年保险行业表现平平.首先,保费增速仍然缓慢,银保业务仍处于较大的下降通道中;受股票市场整体走势的影响,保险公司在今年的前 3 季度还积累了大量的浮亏,使得估值进一步降低.展望 13 年我们对保险板块持乐观态度,首先,经历了过去 2 年的保费增长低迷局势,未来继续恶化的可能性较小,而悲观情况已在估值中充分反映.另外随着保险投资渠道的逐步放宽,融资融券/债券投资等新的投资渠道有望提高行业整体的投资收益率水平。

房地产业

自 2012 年 10 月以来,一二线城市的住宅市场全面复苏,改善性需求放量明显,投资需求开始入场,因担心房价上涨而出现的恐慌性购房情绪比较明显.企业之前积压的较多大户型的库存,去化开始加快。



展望 2013 年，恐慌性的需求爆发力度较大，但可持续性较弱，整体市场需求强于 2012 年。供应方面，目前一二线主要城市的库存水平在 8 - 10 个月的合理区间，进入下半年后新增供应下降较快，个别城市会出现房价加速上涨。三线城市供应量较大，不存在涨价的基础。整体来看，房价上涨是结构性的，整体持平。

政策方面尚未明朗，大趋势上保持现有政策力度，略有收紧。预计房产税扩大试点范围，以及限购执行力增强，都是可能采取的手段。如果上述政策对抑制房价上涨无效，则可能有更为严厉的政策出台。2013 年是市场的一个过渡阶段，是各种政策信号、房价预期和利益博弈的阶段，预计较为动荡。

09 年是高端供需反差造成高端产品价格上涨，然后带动整体上涨。现在是中小户型中端产品消化过快造成供应不足价格上涨，从而带动全面反弹。

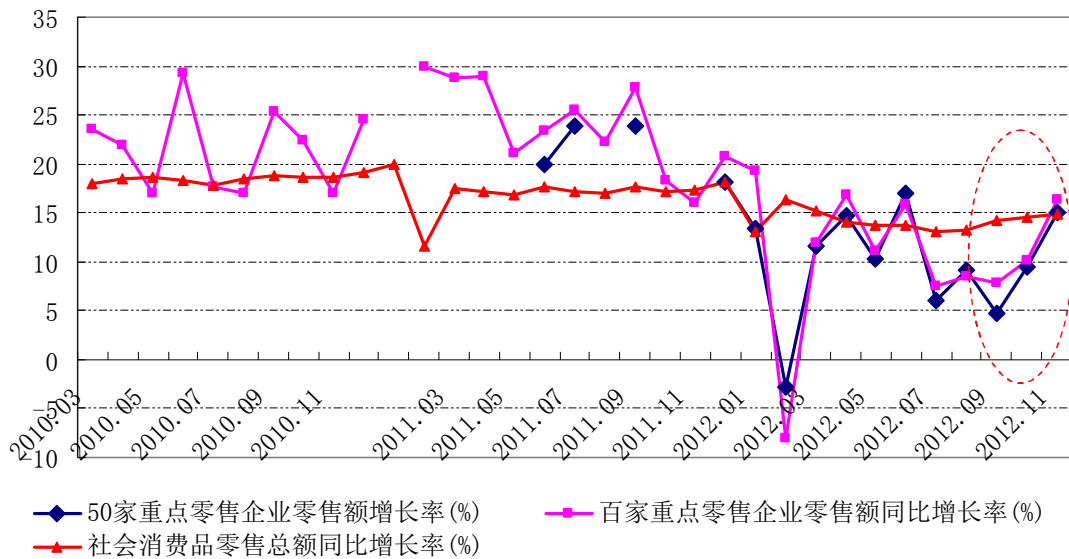
开发商方面，2012 年销量前 50 名的销售额在 100 亿以上，前 10 名在 400 亿以上，集中度继续提高。2013 年，二线开发商的推盘节奏预计明显加快，对应在股票市场上或将体现出有别于过去两年的走势。

零售行业



2013 年第一季度零售行业会略有反弹

整个零售行业在 2012 年第三季度探到最低点增速后，10 月和 11 月的数据明显回升，其中 2012 年第三季度百家重点零售企业销售额同比增长率只有 7.88%，而 10 月份增速 10.05%，11 月份增速上升到 16.4%。数据的上升更多是代表零售企业加大促销力度牺牲了部分利润来换取的销售额增长，尽管淘宝系双十一实现了 191 亿销售额，使得资本市场对实体零售企业过度悲观，我们看到从 2012 年 11 月 12 日到 2012 年 12 月 4 日，商业贸易指数下跌 12%，而上证综指下跌 4.55%，零售指数跑输 7.63%。



我们认为这样的下跌是非理性的，在 12 月 4 日开始大盘反弹中，零售行业也跟随大盘反弹，基本和大盘跑平，个别股票反弹幅度超过 20%。

我们认为站在现在时点来预估 2013 年第一季度，整个零售行业



或许还是不温不火，估值和盈利双杀已经结束，估值上没有太多压缩空间。但暂时也看不到明显的抬升估值和盈利的有利因素。因此，我们认为 2013 年第一季度的零售行业还有延续 12 月份的反弹的可能，但反弹幅度比较有限。反弹力度取决于 2012 年第四季度和 2013 年第一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。

未来压制行业的中期因素：网购分流、过量城市综合体分流、百货联营模式阶段性高点都暂时看不到缓解的迹象，而短期 2012 年第四季度和 2013 年第一季度因为低基数原因带来的收入增速变高只能算是阶段性反弹。中期看零售行业还是中性。

家电行业

家电销售短期缺乏刺激，国内市场需求缓慢复苏，未来家电销量有望逐步恢复缓慢增长。预计 2013 年行业销量增长 5-10%，价格提升依靠产品结构升级，竞争力强的企业收入增速有望达到 20%。明年白电原材料不会再有今年的明显下降，黑电整机价格和面板价格变化也将趋同；因此净利润增速基本和收入相同。家电类股票在经历年底这波上涨后，相关个股估值已达到合理水平，白电和黑电类公司预计 2013 年市盈率已达到 10 倍，估值切换已完成，后续上涨动力将来自基本面的数据验证，但根据调研情况来看，无论渠道还是终端的销售情况较差，预计一季度销售数据并不会太乐观。



纺织服装行业

受服装板块龙头企业业绩不达预期和终端销售低迷的影响,悲观市场情绪在 12 年笼罩了纺织服装板块,行业整体跌幅达 10%,成为年度跌幅最大的 5 个子行业之一。

我们对 13 年尤其是上半年的纺织服装板块仍持比较谨慎的态度。对于 13 年上半年,我们相对更看好制造类纺织企业龙头。因为 12 年制造业整体经历了棉价下跌和订单下降/毛利率下滑的多重影响,估值和股价都经历了大幅下跌,系统性风险释放已较为充分。而进入 13 年以后,只要多种因素中的一个发生正面变化,都有可能见到同比的业绩增长。

我们认为服装板块下半年的机会大于上半年,理由是明年上半年行业整体仍难以走出库存积压的压力,经销商的资金链仍很紧张,再加上同比基数效应,预计上半年终端零售数据转为乐观的可能性较小。而如果库存问题没有较为彻底的解决,上半年品牌公司的订货会数据也难以乐观。

在品牌服装的几个子板块中,我们认为家纺可能是率先走出库存压力的子行业,这是由家纺产品的特性决定的。只要终端零售商的折扣力度足够大,基本产品都能消化。休闲服行业由于进入去库存周期较早,我们认为一些做的较好的企业也能在下半年逐步恢复增长。

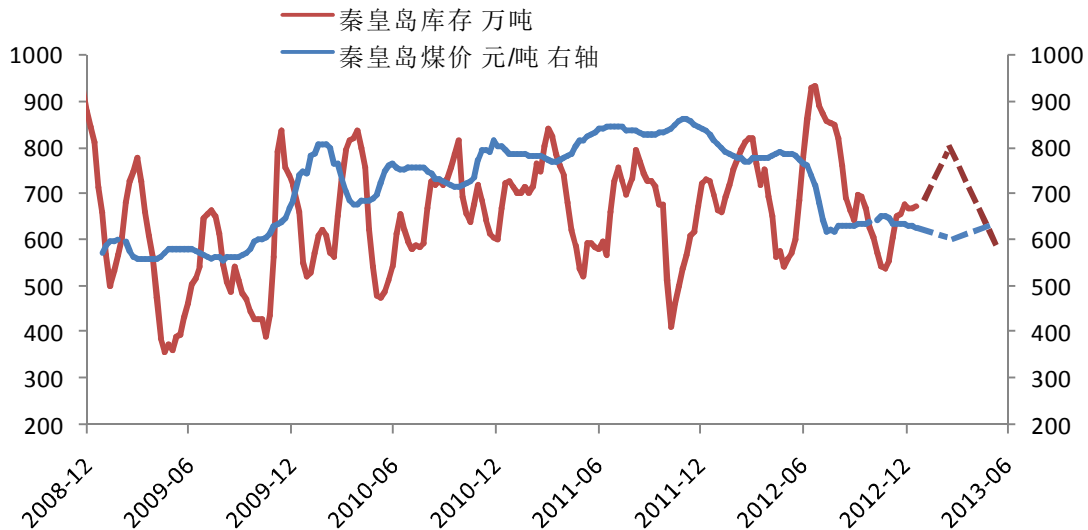
煤炭行业

动力煤需求疲软，港口库存压制煤价

秦皇岛库存正处于上升通道，预计将于春节达到顶峰。在库存高企的情况下(超过 650 万吨)，一季度动力煤煤价将被压制在 610-630 元/吨的成本线附近，难有上涨动力。

电煤价格并轨后，从已经谈判的长协煤价格意向合同看，2013 年价格会略高于 2012 年合同煤价格，但核心还是看下游需求。目前看不到好转迹象。

图 1：秦皇岛库存及秦皇岛煤价



资料来源：WIND，国海富兰克林基金

焦煤涨价预期过高，钢贸企业补库存只是短期现象

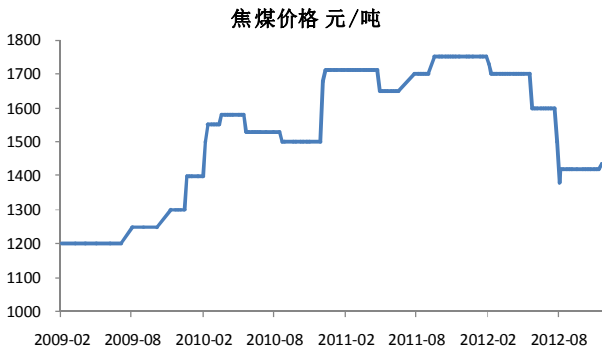
从焦煤下游看，钢贸企业每逢春节前将补库存，这将拉动钢厂产



量，市场预期 2013 年初焦煤价格将上涨 100-200 元。但钢厂焦煤库存充足，即使产量增加，也不一定增加焦煤采购量。

钢贸企业补库存只是短期现象，之后需求是否真正回暖还有待观察。

图 2：钢厂冶金焦采购价



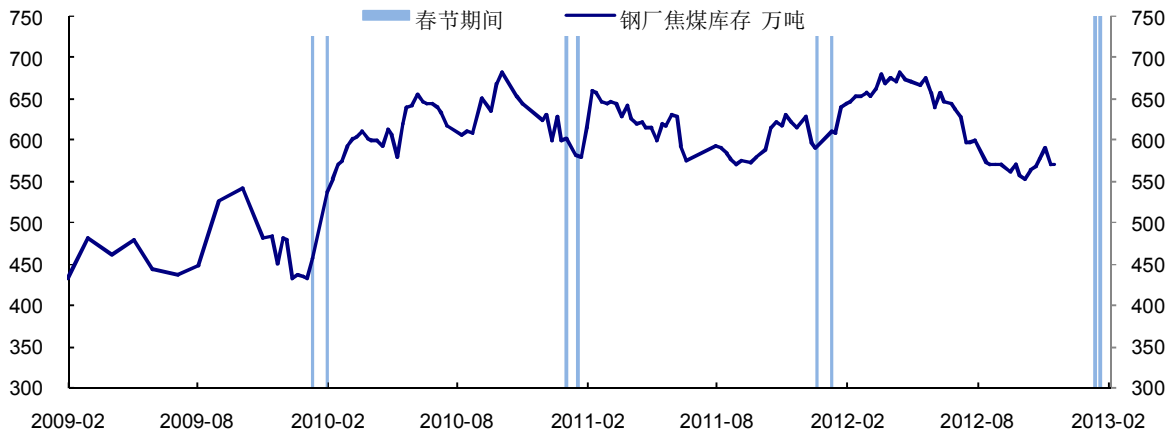
资料来源：WIND，国海富兰克林基金

图 3：全国钢材库存



资料来源：WIND，国海富兰克林基金

图 4：钢厂焦煤库存



资料来源：钢联网，国海富兰克林基金

焦煤板块估值较高，相对看好动力煤板块

动力煤、焦煤下游需求均有不确定性。焦煤板块估值较高，PE 接近 17x，动力煤估值仍然较低，PE 仅 12x，相对看好动力煤板块。



IT 行业

通信行业

今年全球宏观经济缓慢复苏，国内外运营商采取主动缩减资本开支策略，通信设备厂商受此影响整体表现不佳。申万通信设备行业指数大幅跑输沪深 300 指数 29.85%。

相对看好明年通信设备行业的弹性，4G LTE 建设将成为行业上行的最大催化剂，预期通信设备厂商业绩将逐步得到改善。目前通信设备行业已经进入估值合理区间，看好无线设备及光传输板块投资机会。

计算机设备

计算机设备行业今年分化明显。传统金融设备板块表现不佳，而代表维稳需求的安防设备板块表现优异。申万计算机设备行业指数跑输沪深 300 指数 2.72%。

维持看好明年安防设备板块厂商业绩表现。今年政府换届调整后，预期智能交通及平安城市建设将扩大进行，行业高景气有望维持。但安防设备板块估值处于历史高位，我们倾向对安防设备板块持观望态度，建议自下而上优选估值合理的安防设备板块标的。

信息服务行业

全年跌幅达到 14%，诸多公司业绩踩雷，估值盈利双杀。困境源于几个方面：1) 技术替代（汉王科技、四维图新的客户诺基亚）、2) 行业周期下滑（用友软件、软控股份）、3) 新产品或市场处于培育期（启



明星辰)等。我们预计市场在 2013 年对于困境反转型公司的偏好将持续上升。另外,我们认为一季度以下投资机会值得关注 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, 语音识别相关股票

电子行业

今年电子行业整体实现温和复苏, 主要受益于智能终端产品的不断创新, 而电视、电脑产品增长乏力对行业基本面有一定拖累。行业内部分化明显, 受益产品创新的智能终端板块业绩表现优异, 而电视、电脑产品相关的板块则表现不佳。

我们看好电子行业明年将延续复苏态势, 电子产品创新有望在手机、平板、电脑和电视领域全面开花, 行业基本面环比向上。我们认为明年以下投资机会值得关注, 1) 高度受益本轮产品创新的相关公司, 2) 代表节能环保的 LED 照明封装的相关公司。

汽车行业

2012 年的宏观形势表现在: 油价仍处高位, 用车成本居高不下, 货币面 M1、M2 增速、GDP 增速指标持续回落, 固定资产投资回落, 消费者信心指数回落, 行业面临的挑战要高于 2011 年。

乘用车方面, 明年的传统 1 月汽车消费旺季由于包含春节长假有所影响, 销量降温将持续至明年一季度, 后因基数效应而转好。市场



如何变化有待于有无利好政策、通胀指数、居民收入等指标的明晰，我们对大环境变好持谨慎态度。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，对综合竞争力的要求更高，弱势公司将长期缺乏盈利机会。

商用车：客车方面，公共交通和旅游市场有助于使客车的需求保持稳定的增长，校车市场的启动更将提供新的动力。新能源 + 公交 + 校车，三者的指向均为客车行业，可作为主题投资的标的。货车与固定资产投资、基础设施建设、工程建设数量紧密相关，投资减速对行业增速继续产生不利影响，行业盈利能力将持续受到产能滞后释放的抑制。

汽车零部件行业相对于整车而言面临更好的成长性空间，占据核心产业链地位、产品不断升级从而使得先发技术优势不断得到强化的公司值得长期持有，边缘企业的盈利能力将会加速下滑。选股优先于行业投资。

综合来看，行业盈利能力可预见的平缓回落及公司盈利能力分化扩大化、长期化，使周期策略或简单看空看多行业的策略失效，而基于公司盈利能力稳定性的绝对估值投资策略成为可能。选择业绩增长稳健，估值低的公司作为投资标的。

农林牧渔行业



受农业行业内多数子公司在 12 年频暴业绩地雷的影响,板块 12 年录得 5.05% 的负收益.而在农业子版块内,有较强业绩支撑的子板块如饲料等龙头公司全年获得了较大相对收益和绝对收益.水产板块全年来看跌幅较大,但在下半年受益于海珍品价格的回暖部分龙头企业获得了阶段性的超额收益.

受市场对明年上半年猪价的悲观预期,畜禽养殖行业在下半年跌幅较大.我们预计明年上半年将是悲观预期逐步兑现的时间点.所谓“不破不立”,如果明年上半年猪价未能如预期的大幅下降,那未来猪周期的反弹时间将可能推后,幅度也将低于市场预期,反而减弱了其板块未来的投资机会.

对于“猪周期”的判断,我们基本认同市场主流的观点,认为 13 年上半年猪肉价格进入下降通道,3 季度之后存在反弹可能.相对猪产业链上的相关公司,我们认为禽产业链上的公司盈利反转时点可能早于猪周期,尤其是近期“速成鸡”事件的影响将加速行业的洗牌,产业链一体化的龙头企业将充分受益于这一事件的后续影响.

饲料行业属于两端受挤压行业,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;但饲料行业有一定转嫁能力,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.饲料行业的另一特点是龙头企业市场份额近几年来扩



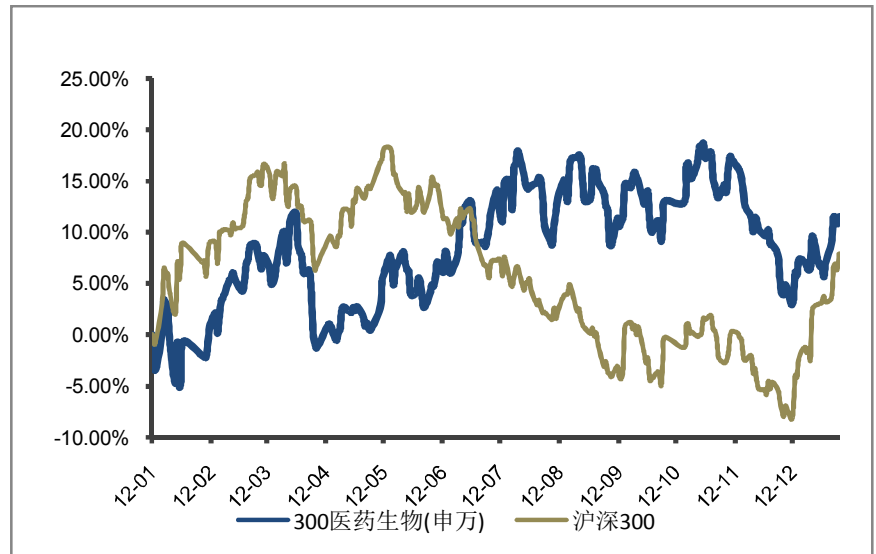
张迅速。低毛利低壁垒导致了大量小企业无法生存，行业内龙头企业的管理能力成为企业快速扩张的核心要素。未来至少半年左右的时间内，由于养殖环节盈利惨淡，原材料价格趋涨，我们预计饲料行业步入景气周期的下行通道。

水产品价格 12 年受到消费低迷和供给过大的双重影响，业绩大幅低于市场预期，股价也经历了较大调整。对于 13 年上半年，我们认为供给在 13 年上半年将有一定幅度的下降，如果消费同比有所好转，预计 13 年上半年海珍品价格和板块内公司的业绩都能出现一定幅度的上升。

医药行业

2012 年度医药行业的走势呈现两头低中间高。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，四季度因为相对收益明显，所以走势偏弱。截至到 12 月 28 日，医药指数上涨 11.5%，同期沪深 300 指数上涨 7.9%，跑赢大盘 3.6 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

我们认为医药股走势的巨大波动来自于对医药的长期增长信心度。我们预计 13 年医药政策方面的影响中性，主要看其他行业走势如何。如果其他行业的表现强，医药的整体表现将比较弱，反之亦成立。

从投资的角度而言，目前医药行业基本面情况良好，但在反弹的市场下，获取相对收益的难度在增大，继续看好有长期增长潜力的公司。

水泥行业

水泥行业：区域选股

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：由于资金因素导致很多项目延期到明年投产，明年供给动能冲击并没有明显减弱，全行业供给边际改善不大。但也有区域亮点，华东和华中区域明年产能冲击相对有限，需求改善要求较低并可获得盈利改善。

基于上述分析，我们坚持认为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。从投资的角度，我们比较偏好于华东和华中区域的公司。

玻璃行业

底部徘徊，需求决定改善力度

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：地产需求在慢慢的改善，汽车需求保持稳定增长，但等待投产的产能也不少。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，目前价格已经使整个行业略有盈利，但新产能投产的动力也在增加，只有未来需求改善力度足以消化新增产能冲击，价格才能继续改善。

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 2013 年一季度，我们认为行业的投资机会将会集中在以下几个细分领域：

基建工程：党的十八大报告指出，要坚持走中国特色新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化道路。新型城镇化，将是未来驱动中国经济发展的动力之一。我们认为，城镇化的推进必将伴随公路投资、铁路投资、房地产投资、工业投资等领域投资进一步加强，建筑股有望广泛受益，而基建工程作为先头部队有望率先受益于城镇化的推进，建议关注基建工程领域相关公司的投资机会。

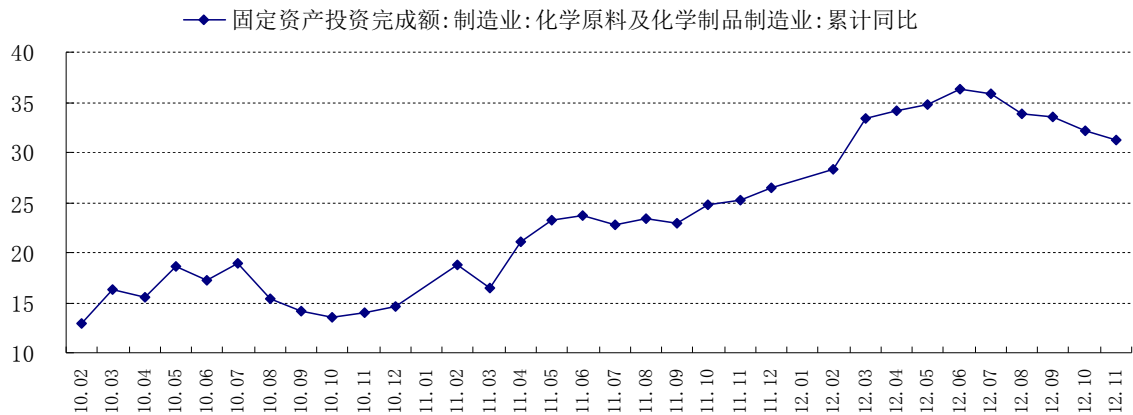
装饰工程：从需求端看，装饰行业的需求总体依然旺盛，表现在建筑业的施工面积维持高位，建筑业累积新开工保持较高增长，行业在 2012 的需求情况仍比较旺盛，从供给端和行业特性出发，我们认为装饰行业市场容量大并持续增长，目前行业市场容量超过 2 万亿，而行业龙头公司产值不足 200 亿，仍具备诞生大市值公司的潜质；同时受投标门槛、品牌效应、资金实力等因素的影响，行业整合仍在推进，集中度提升的趋势明显。回顾 12 年，行业内龙头公司人员储备、区域市场拓展取得了长足进步，相应的新签订单保持较速增长。12 年这些龙头公司订单趋势依然保持良好态势，而同时这些公司的现金流



情况在 2011 年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。整体上我们继续给予行业关注的建议。

化学工程：2012 年 1-11 月化学原料及化学制品制造业投资 10470.8 亿，同增 31.28%，石油加工、炼焦及核燃料加工固定资产投资 2189.2 亿，同增 10.91%，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 2012 年我们认为是煤化工工程公司的“冬天”，煤炭价格的下行、资金面的紧张、路条的收紧使得大型煤化工建设项目明显放缓。我国是多煤少油国家，走清洁高效的煤化工技术路径仍然是我们保证能源安全的有效路径，2013 年随着政府换届完成、资金陆续到位、技术日益成熟，国家多个大型现代煤化工项目有望获得“路条”，我们认为煤化工工程行业将有望显著从“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，我们认为在煤炭液化/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值得关注。

图表1: 化学原料及化学制品制造业投资增速



资料来源：国家统计局，国海富兰克林基金研究部



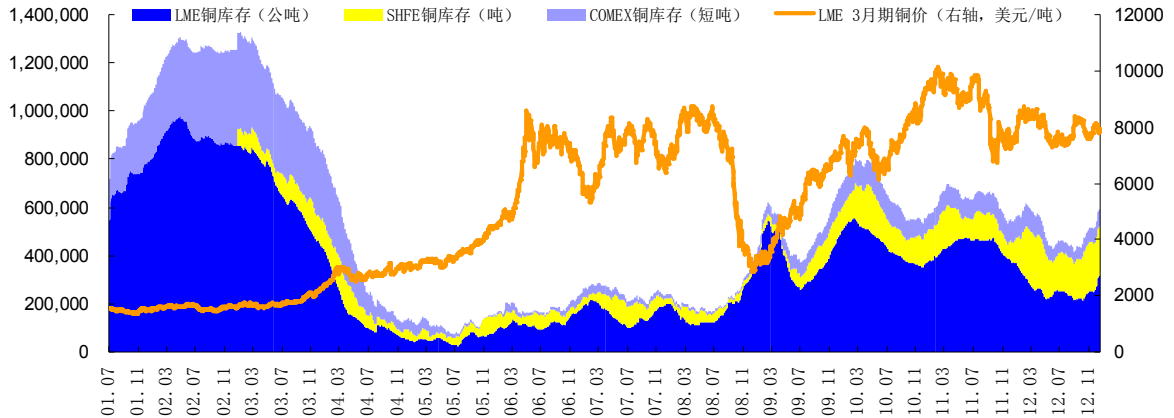
水利工程：“十二五”期间水利的总投资大概要达到 1.8 万亿左右，主要用于四个方面，其中用于农田水利建设资金约占 20%，防洪工程、水资源配置和城乡供水能力提高工程，以及水土保持和生态建设资金分别占 38%、35%和 7%。一般农田水利、城市供水系统以及水土保持项目单体规模较小，大型水利项目主要集中在调水工程、江河治理和防洪工程等。市场容量方面，按照 2011 年 3000 亿的投资规模，如果规划的投资能够落实的话，未来四年还需投入 1.5 万亿，未来四年的年均复合增长率大约为 10%。建议继续关注围海造田和水电建设方面的主题性机会。

有色金属行业

2012 年，全球经济缺乏亮点，中国经济放缓明显，欧债危机仍未有效解决，美国经济复苏缓慢，各项经济指标反复不定，同时为刺激经济复苏，美联储继续释放流动性，其在 9 月份推出第三轮量化宽松货币政策（QE3）并随后在 12 月份延续了量化宽松操作方案。在此宏观环境下，纵观 2012 年金属市场的价格表现，黄金价格表现较好，伦敦现货金上涨 6%（截至 2012-12-29），受制于需求疲弱，基本金属价格表现差强人意，全年价格宽幅震荡，小金属方面，2012 年小金属价格普遍跌幅较大，其中小金属钨同比下跌超 10%，稀土氧化镨钕同比下跌超 40%。

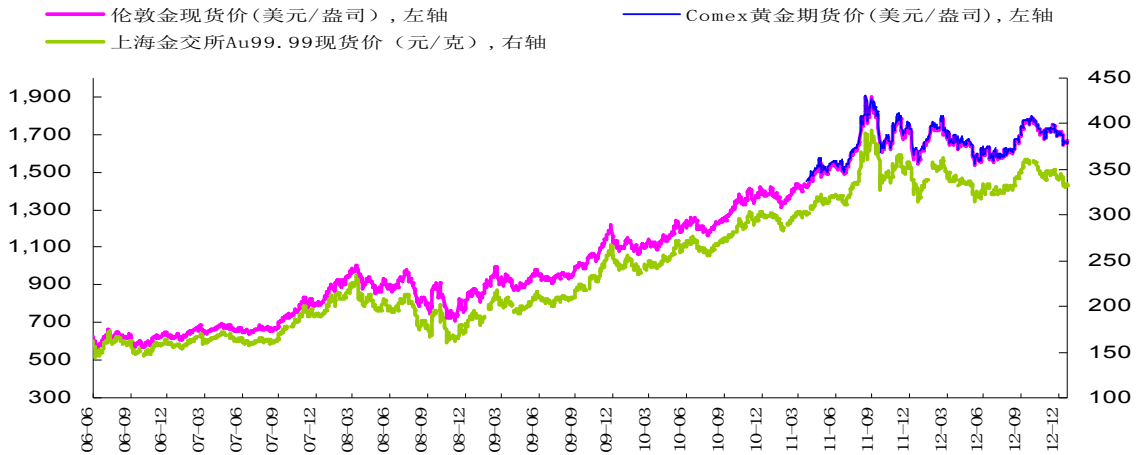
A 股申万有色行业指数上涨 13.64%,同期沪深 300 指数上涨 7.55%，行业跑赢大市，这其中稀土永磁板块和黄金板块对行业指数贡献较大。

图表2: LME 铜价和全球交易所库存情况



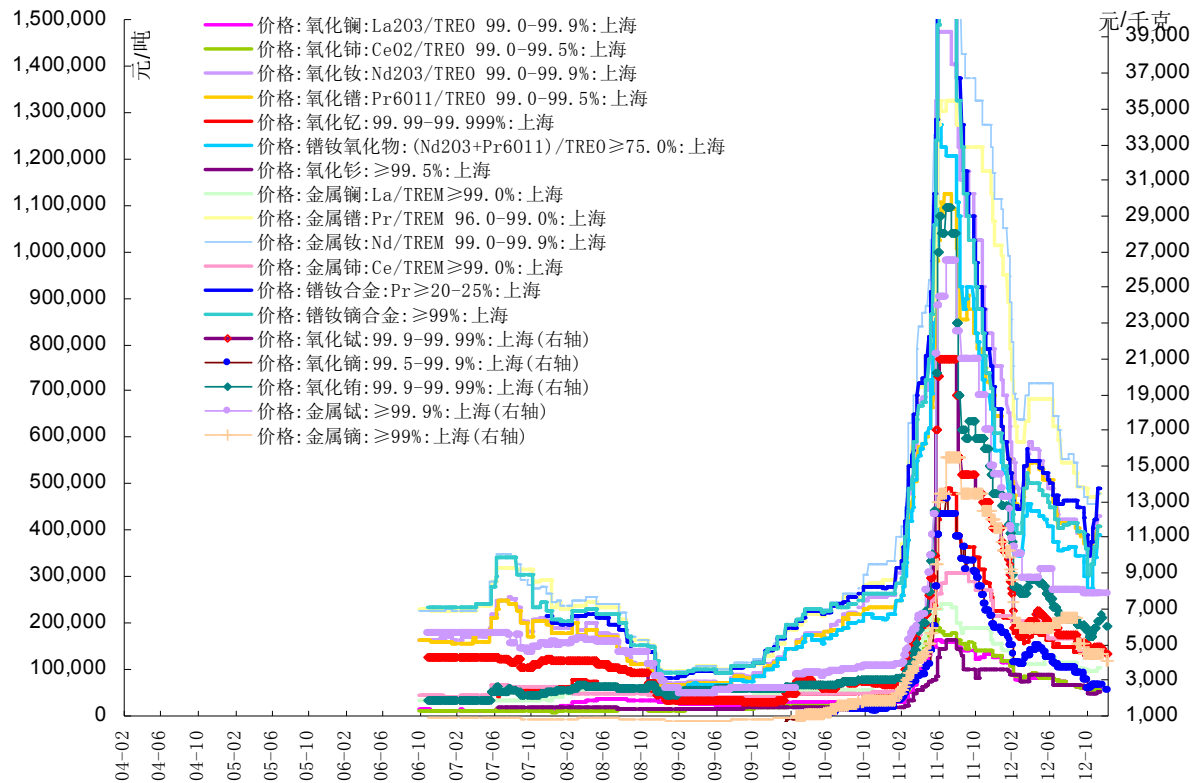
资料来源: Bloomberg, 国海富兰克林基金研究部

图表3: 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4: 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，各工业金属的交易所库存水平走势也出现了分化，以铜为例，LME 的库存走出 U 字形，与此同时，SHFE 的铜库存和上海保税区的铜库存始终维持在一个较高水平，主要的原因是从 2011 年四季度开始中国开始的大量铜进口，并非源于下游实在的需求拉动，更多的仍然是融资铜的需求，从而使两大交易所库存走势形成较大差异。其他过剩品种的工业金属如铝、铅、锌、镍等始终处在较高水平，反映出较差的工业金属消费需求。

展望 2013 年一季度，我们认为的值得关注的投资品种和建议采取的投资策略归纳如下：



黄金。我们认为黄金价格短期走势面临一定风险，这很大程度上将取决于美国财政悬崖能否顺利解决。而中长期看，美国的量化宽松还在持续，同时美国仍将在较长时间内维持超低利率。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中长期上涨。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。因此，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，但短期走势面临一定风险。

工业金属方面。受制于下游需求疲软以及库存高企，我们认为工业金属价格难现持续性上涨，因此目前时点我们对工业金属板块的投资持相对谨慎的态度，工业金属板块仍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。

小金属：中国优势金属如稀土和钨等，在过去几年的整合中，出现了积极的效果，但并不明显，以稀土为例，其产品价格在过去 2 年出现暴涨暴跌，冶炼产能仍大量过剩，私挖盗采仍然存在，表明中国稀土整合之路仍有较长的路要走。自 2012 年 4 季度以来，各大稀土



资源企业相继停产保价，各级政府仍在出台相关政策对稀土等小金属行业进行整合和整顿，建议密切优势金属的整合进程和由此产生的效果，以及由此所带来的相关板块的投资机会。

中长期继续关注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

13年电力板块有望恢复到比较正常的盈利水平，成长的逻辑开始适用。电力板块投资增速连续四年负增长导致未来新增火电机组较少，而煤炭行业经过几年的新建产能扩张和资源整合产能释放，目前供应处于宽松状态，动力煤未来大幅上升的概率不大，有望长期维持目前的价格水平。由此判断未来度电净利润将保持稳定。在这样的前提下，电力企业整体有望摆脱过去装机越增长亏损越严重的怪圈，装机增长的意义开始显现，成长股的逻辑开始适用。建议关注近3年火电装机大幅增长的公司，以及火电业务不再拖累而水电装机大幅增长的公司。

电力企业业绩将明显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，业绩稳定性较强但超预期因素较少，对整个板块



仍然给予“中性”评级，建议关注其中的成长性品种。

电力设备行业

电力设备行业总体正在进入到饱和期，未来几年行业发展空间有限。行业过去 1-2 年主要在消化过剩产能，但这一进程尚未完成。需求侧尚未有大规模启动的迹象，只存在局部机会。我们对电力设备行业总体持中性偏负面的观点。

发电设备而言，电力需求增速在放缓，火电装机需求下降趋势较为明显。清洁能源中，太阳能装机总量增长较为明确，水电发展仍存在争议，风电装机总量较高但成长性不足。我们相对看好与国内太阳能需求增速相关性较大的子行业。

输配电设备中，我们认为特高压相关机会投机性质较强，并不存在持续的投资价值。配电行业中，可以精选个股参加。二次设备，短期存在中标价格下降的压力，可能有超跌反弹机会。

总体而言，我们并不建议重配电力设备行业，以精选个股为主。

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。当前经济增速处于底部区间，房地产投资和基建投资回暖但仍处在低位，预计未来将逐步温和复苏。但考虑到过去几年投资高增长的刺激下很多机械子行业都经历了一轮快速的产能增长，目前仍然处在消化库存的初期，机械行业触底回升的幅度和速度将比较温和。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及转型的影响，供给方面由于前几年积累的大量投资逐步转固，产能过剩情况日益严重，尤其是挖掘机的产能过剩程度最大，前几年的爆发式增长结束，行业整体将进入到一个长期的去产能过程。

展望明年一季度，（1）混凝土机械在12年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，但下半年也出现显著下滑，说明下游需求依旧脆弱，该机种虽然在销售情况上变现滞后，但依然难以摆脱，预计13年销售情况仍不乐观，可能仍在底部徘徊。

（2）挖掘机行业销售情况在13年一季度可能出现同比回暖，原因是一方面12年一季度销量大幅下滑，基数较低，另一方面挖机下游的基建和房地产在数据上都出现了程度不同但方向明确的回升。行业走出底部基本确立。需要注意的是，虽然趋势上回暖，但存量设备的工作小时仍将成为制约该行业销售数据回升超预期的重要因素，去库存过程仍然漫长。



能源装备制造业

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。该板块成为今年机械行业里表现最好的子行业，目前估值已普遍偏高，短期需要时间消化，13年一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，短期缺乏触发因素。长期来看，由于煤炭在未来很长一段时期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，但由于煤炭前几年开采投资增长较快，而国内需求则可能在未来经济转型期长期维持在较低的增速水平上，未来大幅新增产能动力不足，预计煤机需求长期保持平稳。展望一季度，煤价处于稳定状态，短期缺乏触发因素。建议关注安全设备相关公司及估值较低的行业龙头。

食品饮料行业：

食品饮料行业 2013 第一季度看好有核心竞争力的白酒企业和部分食品企业



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 2013 年春节的高端酒一批价和销售趋势将起到决定性作用

2012 年到 2014 年将会是整个白酒行业的调整年，更多的调整来自经销商层面，单纯通过出厂价和一批价来赚取价差，没有终端销售渠道的经销商日子将非常难过。整个白酒行业经历了“塑化剂”风波加速下跌，而实质上投资者抛售的更多原因是年末调仓和对明年白酒行业增速下降的过分悲观预期。

我们认为白酒行业增速会明显放缓，行业将从原来的粗放的百花齐放式增长进入挤压式增长，有核心竞争力的白酒企业才能在这样的行业调整过程中不断提升市场占有率。我们更看好：产品力品牌力更强的企业；渠道力和营销能力超强的企业；密切关注自身管理机制压制利润正常释放的企业。

2013 年主力高端品的一批价和春节销售情况将对 2013 年整个白酒行业运行起到决定性作用。

低价快速消费品行业的行业前景：

2013 年一季度对于食品公司来说更多的是 2012 年一季度的低基



数原因所带来的收入增速反弹，我们认为更多的还是选择个股，把握波段性机会。比如植物蛋白饮料龙头在 2012 年 12 月底的新产能投产之后将可能带来 2013 年第一季度收入快速增加，肉制品龙头也面临 2012 年低基数带来的 2013 年一季度业绩高增长。

轻工行业

日用轻工行业：外需扶苏缓慢

外需增速放缓影响玩具出口。短期看，第四次婴儿潮将扩大消费群体；长期看，国民收入倍增计划、消费观念改变、玩具在适龄儿童消费占比提高都能使人均玩具消费量持续上升。投资策略上，建议关注增长稳定、不断向微笑曲线两端延伸的自主品牌玩具企业，这类公司将建立消费者品牌忠诚度，能有效拓宽护城河。

家具地板行业：外看对美出口，内看渠道扩张

2012 年，行业内销受到房地产市场调控和宏观经济不佳的影响，持续低迷，同时，外围经济下滑也使出口增速大为放缓。2013 年行业是否会出现转机还要观察四点：一是新房销售是否真正回暖；二是家具以旧换新政策推出对中低端家具销售的促进作用几何；三是国家开启中小城镇建设，部分渠道下沉企业是否会受益于此；四是美国基建复苏，对美家具出口订单能否超预期。建议关注细分行业龙头类公司，订单及业绩确定的个股。

造纸行业：复苏路漫漫，建议关注生活用纸类公司



自 2012 年以来，需求不足、自身产能过剩以及产品同质化严重造成行业景气度下滑。虽然目前浆纸价格、公司盈利水平均已处于低位，但行业整体的景气恢复可能还要相当一段时间，短期内基本面应难有明显改善。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。

旅游行业

近几年旅游行业由观光旅游向休闲度假演进，在微观层面表现为复合商业模式、丰富休闲娱乐设施、延伸产业链、旅游资源扩张整合以及旅游公司的市场化经营意识提高。随着需求的攀升，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，而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”。政策层面，旅游行业作为国家“经济结构转型、促民生、促销费”政策导向下的受益行业之一，产业未来发展将面临更为有力的政策扶植，阶段性重要政策的出台将对旅游板块估值产生显著的催化剂作用。

短期来看，2013 年是旅游行业的“小年”。经济减速后，作为需求最为刚性的出游需求，也在经济周期尾端出现增速下滑的情况，主要景区的客流增速滑落的 10% 以下。2013 年在收入预期继续下降的情况下，出游需求也将不可避免的受到影响。因此，资源属性较强的景区公司，更多的体现出稳定性而非成长性。我们需要关注的是外延增长，既资源的复制能力，具备资本运作、经营扩张预期和清晰发展路



径的上市公司将享受较高溢价。

交通运输行业：

航空机场：航空等待右侧机会，机场具有配置价值

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，值得关注。

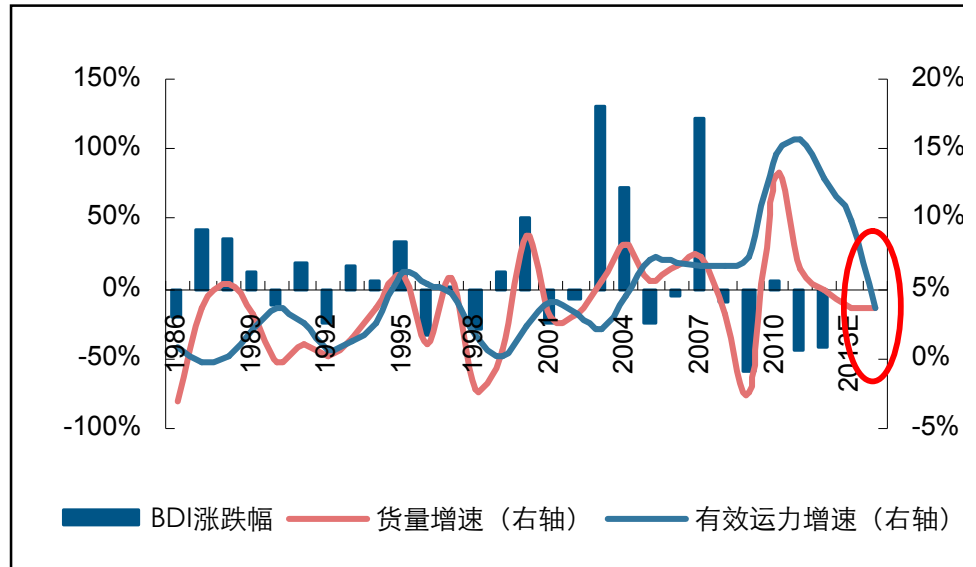
航运：子行业供给分化明显，需求仍处弱势恢复期

干散货运输：在几个子行业中，供给的边际改善幅度最大，有效运力增速从12.9%下降到9.8%，并且2014年还会迎来确定性的供给压力下降。因此，2013年很可能成为本轮散货市场调整中产能利用率最低的一年，或者说是真正意义上“黎明前的黑暗”。明年全球散货船运力的增速将从年初12%左右的水平，逐步回落到年末6%的水平。其中，1月很可能继续成为运力交付的最高峰和同比增速的最高点，



而 6 月将成为同比增速的拐点。这两个时间段可以关注反弹的机会，而趋势性机会可以在 2013 年下半年产能利用率更接近拐点时关注。

图 1：散货运输行业供需增速对比



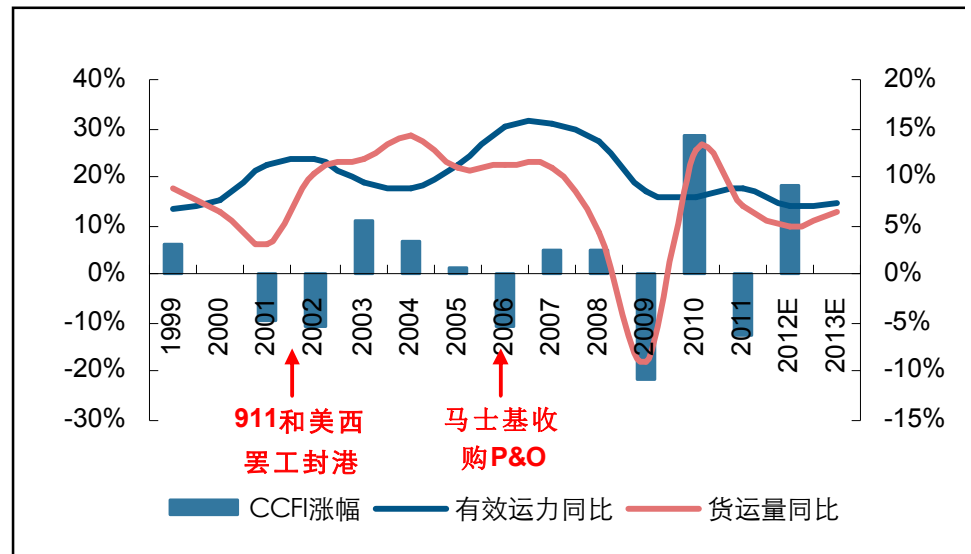
资料来源：Clarksons，国海富兰克林基金管理公司整理

*有效运力为每个月月末运力的平均值

集装箱运输 :由于 2010 年行业的整体性盈利和之后的订单涌现，集运行业将在 2013 年迎来产能周期的反复和大型化的冲击，行业供给增速会从 7%上升到 7.5%。对于 2013 年，在没有需求刺激的前提下，行业产能利用率维持在次贷危机后的较低水平。几大龙头的策略（保运价还是争份额）决定行业走势，考虑船东集体减亏意愿不如上一年强烈，唯有闲置较大规模的运力能够支撑运价，或者欧美经济复苏超预期带来拐点型的投资机会。



图 2：集装箱运输行业供需增速对比

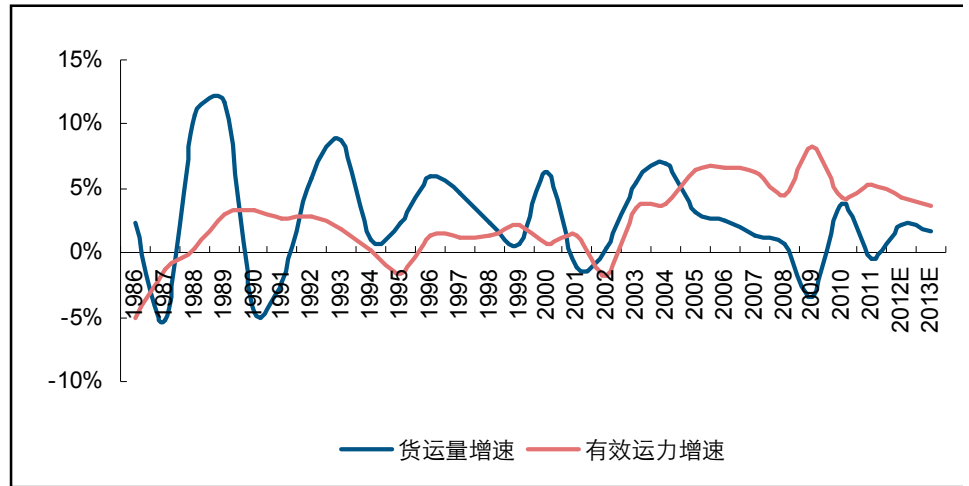


资料来源：Clarksons，国海富兰克林基金管理公司整理

*有效运力为每个月月末运力的平均值

油品运输：油运子行业的产能压力在 2013 年会继续得到缓解，从 4.3%回落到 3.7%，但油运行业目前复苏缓慢的原因主要来自需求弹性偏小。具体来说，需求弹性偏小、下游集中度高和无制约的运力缓冲区这 3 个因素限制了油运行业在后次贷危机时代获取盈利的空间，使之成为了一个更偏后周期的子品种。油运行业在 2013 年出现趋势性行情的概率有限，因此更建议关注该行业出现的阶段性机会，比如 1 季度的旺季行情或者突发事件引起的交易性机会。

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

*有效运力为每个月月末运力的平均值

铁路：改革尚需等待

今年二季度以来，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。目前来看，铁道部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其的盈利能力，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，要见到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：利空不断，估值仍受压制

节假日免费通行、货车数据下降，这都致使公路类上市公司通行



费收入较去年同期有较大程度下滑，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、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；2013年，在经济稳步回升的情况下，货车车流量同比或有一定增长，但政策利空仍将压制公路股估值，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：快递行业一枝独秀

2012年1-11月，我国物流需求规模继续保持较快增长：全国社会物流总额163.4万亿元，同比增长9.7%；社会物流总费用8万亿元，同比增长11.9%；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11个月全国规模以上快递服务企业业务量累计完成50.3亿件，同比增长55%；业务收入累计完成942.6亿元，同比增长40.1%，预计2013年快递行业业务量仍可能保持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。