



国海富兰克林

2013 年第二季度投资策略报告

一、宏观分析

一季度的宏观经济表现略微低于之前的预期。增长层面，偏强的基建和房地产投资继续成为保持增长环比动力的主要因素，同时出口也有超预期表现，而消费层面的同比数据则显得偏弱；通胀层面，年初两月的 CPI 数据均略超出市场预期，一度提升市场的通货膨胀预期，但 3 月份以来的价格走势则在一定程度上对通胀预期形成了压制。总体来看，由于年初处于政治换届，且叠加春节因素，一季度的宏观经济组合基本表现为增长偏低，通胀走稳。

展望 2013 年二季度，考虑到房地产价格的高企以及政府对制造业产能的态度，我们认为增长的环比会逐步下降，进而同比可能出现小幅收缩，而通胀继续保持无压力的状态。

增长：在一季度报告里我们曾经提到尽管长期的增长问题尚未解决，但短期内有望实现 3 个季度的同比上升。目前来看，我们依然认为一季度增长同比回升为大概率事件，但二季度则可能出现环比走弱、同比小幅收缩的情形。我们认为，房地产投资的收缩以及影子银行的清理加之反腐是造成增长环比回落的主要推动因素。具体来看：

消费：尽管 2012 年四季度消费出现同比回升，但我们认为消费的趋势性上升尚难以确认。观察城镇以及农产居民的可支配收入序列，



2012 年 4 季度依然处于同比下降通道 这意味着收入的趋势尚不足以推升消费。此外，考虑到新政府对于反腐的态度，短期消费增速也难以出现显著回升。

投资：从年初两月的投资数据来看，基建投资继续大幅扩张至 23% 左右，房地产投资也表现较好，累计同比也扩张至 26%。而制造业投资则受制于产能过剩因素，投资增速下行近 5 个百分点。由于房地产价格在一季度继续显著上升，此前市场认为增长动力之一的房地产投资，似乎已难堪大任；由于政府在近期出台了针对影子银行的规范措施，基建投资有可能因此受困；考虑到政府对于过剩产能的相关行业的态度，我们认为制造业投资尚难以在短期探底回升。综合而言，投资增速在二季度有望小幅下降。

出口：自 2012 年 4 季度以来，出口增速即出现了显著回升，年初以来甚至无视春节因素，连续两个月保持 20% 以上的增长。我们认为，主要出口国如美国和欧元区自去年四季度以来的景气度回升是我国出口回升的推动力；同时出口产品的结构性变化，即由劳动密集型转向高新机电产品，也是出口保持较高增长的原因。我们认为上述因素在二季度尚能延续，出口增速或有下降，但出口交货值增速能维持在目前水平。

综合而言，由于弱复苏为先天决定，因此增长的环比下降或为必然，分项则以消费及投资小幅回落、出口稳定为特征，进而，同比增速也出现小幅下降。

通胀：由于春节因素，年初以来的通胀分别为 2.0% 和 3.2%，简单平均为 2.6%，较去年 12 月略有上升。其中食品价格的涨幅是推高



通胀的主要动力。非食品则表现的中规中矩，消费品价格表现出后期下跌的特征，服务则随着春节而波动，并未出现趋势回升的态势。总的来说，基本符合我们在一季度报告中的判断。展望二季度，就猪肉层面来说，尽管生猪存栏有所下降，但能繁母猪量还处于较高水平，因此短期出现猪肉价格环比大幅上升不太可能；同时，猪周期和宏观周期发生显著背离尚难以确认。另一方面，非食品层面，消费品价格继续下降的趋势尚难扭转，此外租金即便环比上升，但可能升幅不足以超过去年，因此同比可能维持稳定。总的来看，通胀在二季度继续保持可控水平。

债券市场：

利率：显然，在经济增长环比回升同时通胀保持稳定的背景下，利率市场难觅投资机会。然而，政策将是二季度利率市场的重要决定力量。一旦政府开始针对房地产以及影子银行出台实质性的总量意义上的收缩措施，经济增长环比增速必将迅速下降。基于宏观部分的判断，我们认为政府实质性的收缩措施可能并不严格，以至于增长的环比下降速度并不太快。

信用：年初以来，受益于资金面保持宽松且稳定，信用收益率出现了显著下降。在目前的收益率水平上，增长弱复苏，通胀稳定，因此大概率资金面将继续保持宽松稳定，消除信用债收益率的上行风险。当然，供给的变化会使得收益率出现阶段性的波动，但我们认为这可能并不是趋势，建议关注因供给导致市场调整而出现的买点。

转债：我们认为本轮股市显著反弹的主要推动因素是经济增长环



比改善以及改革提升长期增长的预期，前者改善短期的盈利，后者改善短期的估值水平。就目前的政策来看，房地产市场的结构性问题难以解决，可能会拖累经济增长；政府对影子银行的态度表明对利率市场化中的创新过程可能并不认同，因此估值的提升也可能告一段落。短期的反腐也加大经济增长环比回落的风险。综合来看，近期股市的表现已经反应了上述部分预期，盈利增速的实际表现将是市场关心的重点。我们倾向于认为指数在再次冲高后可能会震荡回落。相对而言，由于流动性尚可，小市值板块可能更有机会。

转债层面，由于正股难以提供显著的推动力，因此转债可能没有趋势性的机会。考虑到经济增长仍然表现为弱复苏，即环比小幅下降，而不是出现显著衰退，因此银行资产质量仍有保证。即便市场担心影子银行规范，我们认为短期实质性收紧的概率不大，因此溢价率较低的银行转债相对占优。

二. 投资策略

回头看去年 12 月份到今年 2 月初的上涨，市场的逻辑主要包括：

(1) 修复前期受政治层面影响的悲观预期 (2) 对经济增长较快复苏的良好预期 (3) 市场流动性的支持。



经过前期的大幅上涨，市场估值修复过程基本完成，后续市场走势将主要依赖于经济基本面的走向，但来自政策层面的影响也不可忽视。新一届政府上台，在执政方针和具体措施方面，都会有所改变。在前届政府执政十年积累下来的经验未必能够套用在现在。

先来看本届政府的定位。大方向是实现经济转型，从依赖投资和出口转变成内需拉动。重要的路径是城镇化，通过将农民转换成市民，来拉动经济增长，刺激消费。在人口红利逐步减弱的情况下，要通过改革来释放经济增长的潜力。应该说要实现上述目标，并不会一帆风顺。改革开放三十多年以来，已经进入到深水区，要解决的问题都不会容易，特别是如何处理好既得利益方面尤其需要战略眼光和战术技巧。若一切顺利，经济在保持稳定增长的情况下实现转型，则中国经济未来前景将可更看高一线。

到目前为止，新一届政府的政策措施都是符合上述目标。虽然近期市场受到房地产调控和影子银行相关政策的影响较大，出现进一步调整的迹象。但理性看，这些措施都有利于化解潜在风险，为经济增长打下更坚实的基础。但短期内，这些措施打乱了投资者根据以往经验，判断二季度经济将快速恢复增长的预期。基于最新的政策层面的变化，我们对前期观点进行了修正。

我们预计自去年三四季度的经济改善的趋势能够持续，但向上的力道比我们预想的弱。逐一分析投资、消费和贸易：（1）我们预计



投资增速大约维持在 20%略高水平，主要靠政府基建和房地产投资支撑。政府基建将发挥托底作用；短期房地产投资无虞，但后续走向则受地产调控政策的影响，可能出现波动；制造业投资由于产能过剩问题的存在，整体增速不能期望过高。(2) 消费-因政府消费受到压抑，数据走弱，但随着 5/1 长假到来，预计消费增速有望回升。(3) 贸易-对新兴国家贸易预计仍将维持较高速度增长，对美贸易预计保持景气，欧洲贸易增速不会高。

结合政策节奏，我们对于三四季度经济增长的期望更高。随着政府部门人事结构调整到年中基本完成，下半年将是新一届政府重要改革措施出台的重要时点，包括新型城镇化的总体方案。我们预计该政策将更加侧重于打破城乡之间的户籍及其相关制度的差异，而非简单的投资目标。政策效果体现会比慢于市场预期，但我们仍然看好其短期的拉动效应。

回到对市场的判断。前期市场上涨的主动动力都在发生变化。预期修复基本完成，经济增长难超预期，流动性方面也有收紧的迹象。我们预计二季度市场走势将进入到休整阶段。向下风险有限，但向上动力不足。市场将主要受经济运行数据波动的影响。此外，IPO 开闸对市场的心理影响也值得注意。

我们预计行业层面的分化将会加剧。投资相关的周期品种虽有旺季效应，但总体机会不大，关注其中供需形势较为紧张的品种。我们看好的医药、环保和中低端消费品种，也需要根据估值水平进行调整；



但我们相信中长期这些行业获得超额收益的可能性更大。

我们认为目前市场处在一轮温和复苏周期的前期阶段,对全年市场走势仍维持较为乐观的看法,因经济运行状态将好于去年,政府也将在经济运行中起到更好的看家作用,预计全年资金层面也将维持中性偏宽松的状态。中长期看,证券市场机制的理顺,投资者结构的改善,都对市场有正面影响。

此外,我们将重点关注通胀起来过快、房地产和地方融资平台相关政策可能过紧的风险。

三 . 行业分析

金融业

银行业

虽然一季末银监会 8 号文的意外出台使得市场对板块的看法由非常乐观急转为谨慎,板块也在季末的两个交易日出现了大幅调整,但我们仍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 2013 年的盈利能力，我们认为随着 8 号文的逐步执行
落实,过去一年内推动行业盈利增长的超预期因素会逐步减弱,原因是
表外业务的增长会显著收缩.但是息差可能会比去年底预期的要好,虽
然去年 7 月央行允许银行上浮存款利率,但目前来看大部分银行的存
款仍执行基准利率,8 号文对理财池做出限制后预计理财产品的收益率
也将回落,进一步减轻银行的存款成本压力,因此息差符合和超预期仍
存一定可能.因此总的来说,今年银行板块符合预期的概率较大.

未来资产质量在报表层面的表现将左右未来 2 年银行板块的估值
和盈利增速.从历史的情况来看,预计不良资产大幅“双升”的概率不大,
即使表现为温和双升,由于银行拨备充足,上市公司通过释放拨备来平
滑年度的业绩增长,预计对总体盈利也难以产生实质影响。

证券业：

随着 3 月证监会对券商资管业务规范文件的出台,我们认为过去
两年推动券商板块估值提升的最大推动因素——创新预期将告一段落。
从去年年初开始,市场对券商的创新业务寄予了极高的热情,即使在业
绩没有得到兑现的情况下,估值也几乎翻了一番.而券商的资管业务在
经历了过去一年规模的大发展之后,今年将逐步进入规范和转型期,规
模的增速将显著低于去年,创新政策由去年的密集出台期逐步步入观



察期,短期内新的重量级的创新业务出台的概率降低,因此推动板块估值进一步上升的可能也大幅降低.

随着监管部分的营业部设立和开户政策的进一步放松,预计券商未来一轮的佣金战仍不可避免,这一影响将对目前佣金率较高的区域性券商影响更大.

但短期来看,经纪业务仍是主导券商今年业绩表现的最主要因素,而对经纪业务起绝对作用的仍是市场的交易活跃度.

保险业：

未来一个季度到半年我们预计难以看到行业基本面的大幅改善。

从保费方面来看,保险代理人实际薪资的相对下降和业绩考核压力使得行业的增员难度不断增加,这将直接影响寿险的保费增长;银保渠道更为艰难,银行理财产品对保险产品持续形成挤压,银行系保险公司的快速发展也会影响现有上市保险公司的保费销售.

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。



房地产业

本季度，一线城市地产市场量价齐升，触发了政策的提前出台。“国五条”从交易税、限购限价、二套房贷、新增供应等方面对市场加强调控。从落地的细则看，从需求端进一步压制投资需求，在供给端压缩二手房市场、扩大保障房供应。

我们对调控的效果表示谨慎。特别是一线城市，因其二手房是供应主体，交易税提高后将进一步压缩供应量，导致供求失衡，进而影响房价走势。对于广大二三线城市，政策将起到抑制需求的作用，与政策目标相符。

开发商在未来一年面临的环境如下：整体需求放缓，房屋可售量充足，资产负债表安全，但融资成本逐渐提升。整体状态较为理想，资金链安全，进可攻、退可守，与 2010 年调控时有很大区别。只要在拿地规模上自律，可安然度过本次调控。

未来很长的一段时间内，政策调控将进入常态化，类似房产税、遗产税、统一登记等长效机制也将渐次出台。需求去投资化，供应自住化，开发商的产品能力和财务能力将进一步受到考验，大开发商的比较优势将更加明显。

在二级市场中，地产行业因估值和成长能力，具备明显的安全性，建议按照价值股的投资思路对待，大公司更具优势。

零售行业

2013 年第二季度零售行业基本没有大的机会

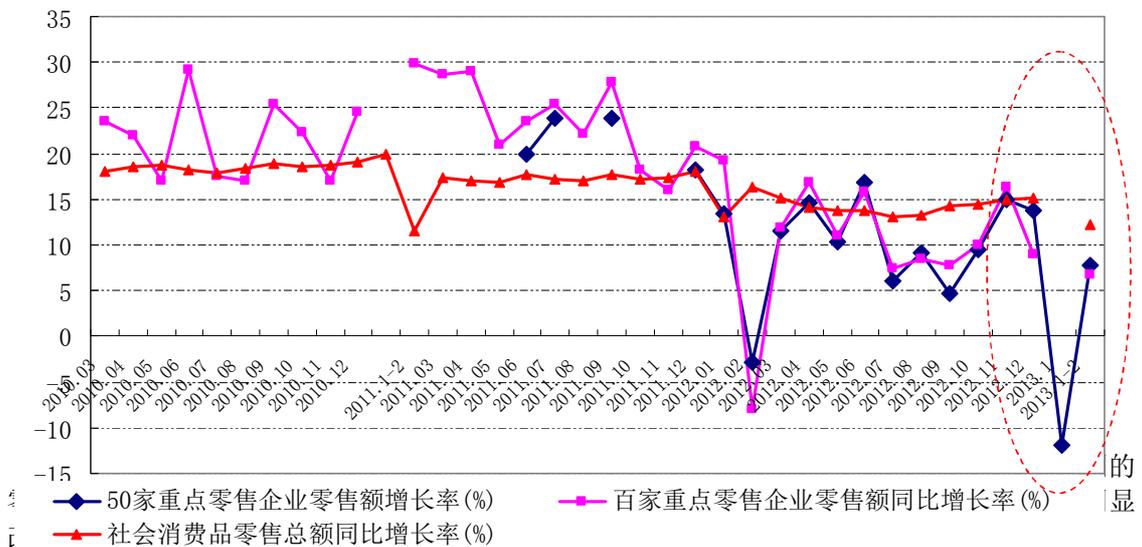


2013 年 1 - 2 月份 50 家重点零售企业的销售额同比增长率只有 7.7%，百家零售企业的的销售额同比增长率也只有 6.8%，而去年同期增长率是 8.73%。在低基数的情况下也并没有出现我们之前预期略高的增长。主要的原因，我们判断有以下几点：

短期来讲，很多高端百货店的收入来源 30%来自购物卡，2012 年 11 月底开始的反腐倡廉，使得购物卡的销售大幅下滑。另外对高端白酒餐饮的下降也会部分反映在百货店和连锁超市的数据中。

中期来讲，经济不景气使得消费者收入增速放缓，是使得零售企业增速下降到 10 - 15%左右的根本性原因。

中长期来看，电商分流、过量的购物中心业态分流，百货行业的联营模式也受到了明显限制。



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 2012 年第二季度数据在 2012 年全年中都属于相对比较高的，其中 2012 年 4 月份和 6 月份的百家零售同比增长率都高于 15%，那这样看来 2013 年第二



季度行业的基本面压力还比较大，维持对整个零售行业的中性评级。

家电行业

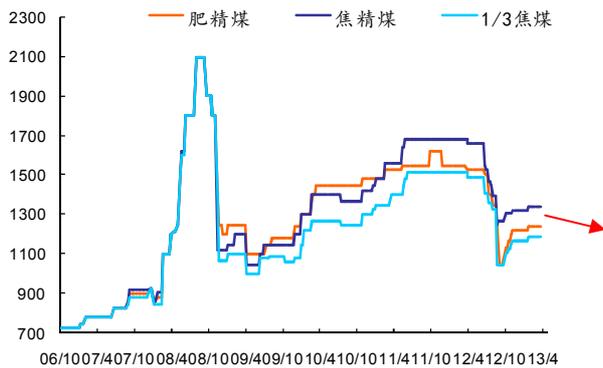
1-2 月企业家电出货量和终端零售量都有较好增长，预期全年行业增长为 5-10%，白电盈利能力同比向上、黑电环比改善，白电、厨电、小家电集中度继续提升。家电股去年的收益来自业绩超预期，而非估值提升。而在今年一季度估值切换行情已结束，家电股已达到 2013 年的合理估值水平。展望二季度，家电总体又缺乏估值向上弹性，绝对收益不明显，主要是把握波段性机会，建议在市场有分歧的时候增持，看好空调和厨电公司。

煤炭行业

炼焦煤：两会后煤矿复产是必然，只要能覆盖现金成本，煤矿就会继续生产。

预计四月份山西焦煤扩产约 10%产能，同时，黑龙江、贵州等地区因事故停产的矿井不会停产很长时间，不足以影响全国焦煤供给。结合下游钢厂日产量已经达到顶峰，我们预计二季度焦煤价格可能会下跌 50-100 元/吨。

图 1：主要炼焦煤品种价格 元/吨



资料来源：WIND，国海富兰克林基金

图 2：粗钢旬度日均产量 万吨



资料来源：WIND，国海富兰克林基金

动力煤：秦皇岛港口库存高达 756 万吨（3 月 29 日），依然处于历史高位。从六大电厂日耗煤量看出，旺季已经到来，但动力煤价依然没有复苏迹象，秦皇岛 5500 大卡仍处于 618 元/吨的低位。

4 月 3 日大秦线即将检修，每天减少运力 20 万吨，相对于每天 100 万吨的运量，减少有限。如果下游仅仅是弱复苏，动力煤价格将受到压制。

值得关注的是，二季度如果河流上游来水不足，水电缺水，那会加大电煤需求，推动动力煤价小幅上涨。

图 3：秦皇岛煤炭库存 万吨

图 4：六大电厂日均耗煤量 吨



资料来源：WIND，国海富兰克林基金



资料来源：WIND，国海富兰克林基金

下游地产政策不如预期严厉，相对看好动力煤板块

各地房地产“国五条”细则出台后，没有预期中的那么严厉，有助于下游投资好转，进而传导到煤炭行业需求好转。

目前焦煤板块估值合理，PE 接近 16X；动力煤估值仍然较低，PE 仅 11X。二季度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。



电气设备

我们整体对电气设备行业持偏负面的看法。对国家电网进行改革的呼声正在升高，虽不至于立即影响行业投资，但对行业中长期估值有压制作用。即使没有重大改革措施出台，电网投资增长空间也不大；我们更加关注投资下降的可能风险。

我们建议对输配电相关股票给予关注，而选择工业自动化和新能源相关标的。工业自动化行业受益于机器替代人工的大趋势，行业前两年都处在调整期，今年有望逐步恢复到增长态势。新能源方面，我们建议关注太阳能/水电/风电相关的投资机会；现阶段主要看行业反弹，不可期望过高。

信息设备行业

年初以来，申万信息设备指数累计上涨 14.69%，同期沪深 300 指数下跌 1.1%，信息设备行业大幅跑赢市场。平安城市和智能交通维持高景气投资及中国运营商无线 4G 投资周期的启动，推动安防设备板块和无线通信板块分别大幅跑赢市场。

我们维持看好安防设备和无线通信板块两条主线全年的投资机会。短期而言，安防设备板块主营增长确定性高，同时也存在高估值风险；而无线通信板块催化剂将陆续发生，主营有望出现逐季好转的趋势。

信息服务行业



在宏观经济走势不清晰的时候投资者更多愿意去配置信息服务行业在内的成长股，且主流软件公司 2013 年估值较为合理，我们对行业的二季度走势保持乐观，但风险在于，IPO 重启预期升温，可能对中小市值股票估值构成压力。建议关注一季报高增长，受益智慧城市建设的公司。新媒体行业里，我们看好视频相关企业，收视习惯的改变，光纤入户，消费者付费习惯的产生将继续驱动行业的高速发展。

电子行业

年初以来，申万电子指数累计上涨 16.14%，同期沪深 300 指数下跌 1.1%，电子行业大幅跑赢市场。代表创新性需求的智能终端（智能手机 + 平板电脑）出货量维持高速增长，以超极本为代表的新型个人计算机产品也有有望在年中密集推出，产业链相关公司将高度受益。

在新产品密集发布的情况下，芯片、屏幕、摄像头、轻薄化成为硬件升级最快部分，为消费者高度关注，相关细分子行业将高度收益。短期内电子板块存在高估值风险，但我们依然看好全年电子板块的超额收益表现。

汽车行业

汽车行业在经历了 2011、2012 年的低速增长后，随着消费者信心的企稳，以及汽车销售的下沉，2013 年的增速将略高于 2012 年，



达到 8%左右，全年销量突破 2000 万辆。2013 年前两月，汽车累计销量 338.9 万辆，同比增长 14.6%。

乘用车：2013 年前两月，乘用车累计销量 283.7 万辆，同比增长 19.5%。从 2012 年四季度开始，乘用车销量增速回升较为明显，主要受益汽车销售下沉，三四线城市居民在春节前集中购车，自主品牌乘用车显著受益。预计从二季度开始乘用车进入传统淡季，增速有所下滑。日系车受累于钓鱼岛事件影响，尽管环比增速有所回升，但是市场占有率显著下滑，从 2012 年初的接近 20%下滑到 2013 年初的 15%。德系、美系、韩系受益于新车型的投放及日系车的下滑，市场占有率均有所提高。分车型来看，SUV 依然是我们最看好的细分子行业。SUV 经历了多年的高速增长，空间依然广阔，瓶颈尚未到来，竞争持续加速。供给方面，合资品牌加快了产能扩张步伐，2013 年预计新增产能 150 万辆。自主品牌新增产能 120 万辆，合计增长 270 万辆。产能利用率将出现分化，从而导致盈利能力差异加大。

商用车：2013 年前两月，商用车累计销量 55.2 万辆，同比下滑 5.4%。客车方面，新能源，公交及校车将是 2013 年的重要增长点，传统座位客车贡献下降。行业竞争格局相对稳定，龙头企业优势明显。货车方面，行业的需求与房地产投资、基建投资以及公路物流需求相关性大，随着春节以后房地产以及基建项目的大规模开工，货车销量有望从底部反弹，从而带动盈利能力的加速回升。风险在于房地产调控政策的不确定性。



零部件：除了少数具有技术、成本、客户等核心竞争优势的企业外，大部分企业在产业链中处于不利低位。在行业的下降周期，零部件企业将承受更多的降价压力，从而进一步削弱其盈利能力。我们将重点关注具有核心技术优势的零部件企业。

经销商：在行业的上升阶段，随着库存的下降，经销商将有比较大的盈利弹性，并且业绩的启动将领先于整车及零部件企业。今年全年整车厂降低了增长目标，有利于经销商企业的生存环境。

综合来看，我们将深入挖掘公司的核心竞争力，紧密跟踪行业及公司数据，优选具有合理风险收益比的汽车企业。

农林牧渔行业

我们对未来一季至半年行业内多数子板块持谨慎态度,诸如畜禽养殖/海珍品养殖/种业等子板块,我们认为业绩风险较大,唯一看好的农业子板块是饲料板块。

饲料行业内的优质龙头公司在未来 2-3 年仍处在快速外延式扩张阶段,市场份额将不断提升,在这一阶段一些龙头企业完全可以通过量的增长来弥补利润的周期性波动,但增速可能由过去的 60-70%下降到 30%左右,但即使 30%的增速,在 A 股上市公司中也可以算得上是不错



的成长股,在农业板块中也具备估值优势.

高端海珍品养殖由于在餐饮渠道的消费量很大,预计难以逃脱类似高端白酒的需求大幅下降的状况,虽然海参的供给情况较 12 年明显好转,但消费的大幅下滑将对今年的海参价格起到更大影响,预计今年 4 月新的捕捞季开始后海参的价格将低于之前市场预期.

猪肉价格在年后如市场之前预期出现了较大幅度的调整,目前行业养殖整体处于亏损状态 1 月有余,但从存栏情况来看,目前还没有看到母猪的淘汰现象,在母猪没有淘汰之前,生猪存栏将继续增加,供给没有减少之前猪价难以看到反转趋势.而未来 1-2 个季度中,受养殖产品价格下跌的影响,相关畜禽养殖类上市公司的业绩将大幅下滑.

从去年的销售和库存情况来看我们认为 13 仍将是种业的去库存周期,且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.

医药行业

2013 年度医药行业涨势如虹.我们分析原因主要有以下几点 :1) 基本面良好 ; 2) 估值尚可 ; 3) 相比其它行业长期的增长确定。截至



到 3 月 28 日，医药指数上涨 26.6%，同期沪深 300 指数下跌 0.9%，跑赢大盘 27.5 个百分点。

近期颁布的基本药物目录公布是 13 年上半年医药行业最重要事件。目录公布后，我们认为基药能不能放量主要看以下几个条件：1) 有没有合理的价格；2) 是不是巨大的市场空间；3) 有没有强大的营销队伍。

对中药价格调整的理解：1) 中药调价不宜一刀切：医药经济报道，国家发展和改革委员会今年将启动中成药价格调整。针对中药价格下调趋势明显的情况，中国中药协会提出：鉴于中药原料价格翻倍增长及中成药利润率偏低的现实，不主张对中成药价格全部实施调减政策。所以如果中药价格下降 10% 左右，我们认为股票市场不会做出负面地反应。

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。我们维持 13 年医药政策方面中性影响，主要看和其他行业特别是消费品行业走势比较。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，获取绝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：边际向上

水泥股投资的核心在于景气波动带来的弹性，而景气波动则取决于供需双方的边际变化，在目前时点，我们可以看到：2013年新增供给远小于过去几年的供给，甚至部分区域新增供给趋于零，另外，国家对环保重视程度越来越高，而水泥属于高耗能和污染行业，国家对落后产能淘汰标准和力度必然加大，这有助于进一步缩小供给；而对水泥需求最大的基建和地产建设保持稳定增长趋势，两者结合来看，盈利改善可期。

从盈利改善确定性角度，我们比较偏向于东部区域的公司，主要理由是其一供需改善确定性较高，其二是行业集中度较高有利于企业协同。

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。

玻璃行业更多的投资机会来自于结构性改善，特别是在节能环保的大背景下，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。

化工行业

2012 年化工行业需求疲软，开工不足，产品价格普跌，盈利增速为近十年最差水平。而行业固定资产投资依然高速增长，产能过剩短期难以得到解决。2013 年一季度由于季节性因素，下游补库存，景气度较高，化工指数跑赢大盘 13.5 个百分点。展望二季度，整体下游需求疲软，增长乏力，缺乏整体性投资机会，子行业表现将继续分化。中间体定制行业、电子化学品、新材料等行业具有长期投资价值，染料、农药等下游需求刚性、供求关系较好的子行业也有一定的投资机会。

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。由于全球经济疲弱，石油需求减弱，预计国际油价继续保持震荡格局。

炼油由于近几次调价及时，目前已经基本扭亏，由于推出新的成品油定价机制，缩短调价周期，取消幅度限制，未来炼油业务应该不



会再出现大幅亏损。国四的推出，虽然成本和价格都上涨，但盈利情况是进一步改善的，化工的情况在经济弱复苏的情况下，比去年要好。整体业绩在逐渐好转。

化工

2013 年一季度由于季节性因素，下游补库存，景气度较高，整体季报有望有明显增长。展望二季度，整体下游需求疲软，增长乏力，缺乏整体性投资机会，子行业表现将继续分化。中间体定制行业、电子化学品、新材料等行业具有长期投资价值，建议继续持有。染料、农药等下游需求刚性、供求关系较好的子行业也有一定的投资机会。

建筑和工程行业

展望 2013 年二季度，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：一季度行业受“国五条”政策出台等利空影响，行业出现调整，估值出现回落。但从行业看，需求端，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 2013 年一季度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 2.6 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。

化学工程：根据有关报道，2013 年 3 月以来，10 个新型煤化工项目获国家发改委“路条”，即国家发改委办公厅同意开展该工程前期工作的批文。这 10 个项目投资总额在 2000 亿~3000 亿元，包括 5 个煤制天然气、4 个煤烯烃和 1 个煤制油项目。我们认为煤化工工程行业将显著从去年“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/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工程公司的投资机会。

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。



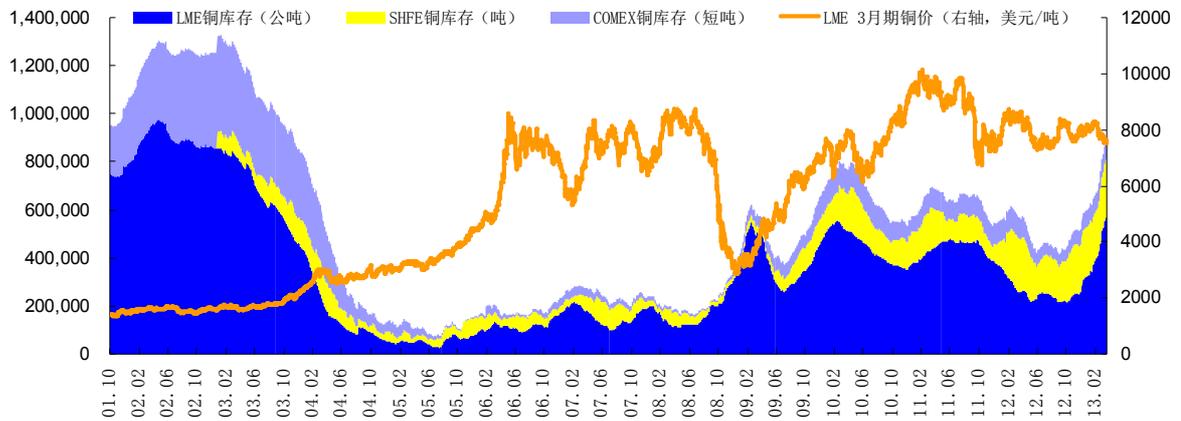
有色金属行业

2013 年一季度，世界经济复苏态势出现明显分化。中国方面，经济仍呈现缓慢复苏迹象，中国 1-2 月工业增加值同比增长 9.9%，环比增长 0.79%；中国 1-2 月全国固定资产投资同比增长 21.2%，2 月城镇固定资产投资环比增长 0.65%；中国 PMI 等经济领先指标自 2 月底部回升，显示经济活动仍在扩张状态。美国方面，经济数据表现较为强劲，失业率降至 7.7%，而房地产市场呈现缓慢改善状态，经济领先指标继续回升，美联储对量化宽松政策的利弊进行了多次讨论，结果是量化宽松政策得以维持；欧洲方面，欧洲经济延续低迷状况，前景仍不乐观，意大利政治僵局及塞浦路斯救助问题重燃欧债危机，欧债危机恶化的风险再度上升。纵观一季度金属市场的价格表现，受美元持续走强和欧债危机反复、中国需求低于预期等多重影响，各种金属价格总体表现低迷。基本金属价格在一月份短暂表现之后，一路走低；黄金价格亦一路走低，由年初的 1676 美元/盎司跌至 1598 美元/盎司附近；小金属方面，连续停产 4 个月的包钢稀土所属企业已经全部恢复生产，同时海外稀土企业逐步投产，受稀土需求低迷和供给增大压力，稀土产品的价格仍然在走下坡路，自 2012 年年中以来，各稀土品种的价格持续回落，钨钼等金属价格也表现低迷，整体上小金属价格亦缺少亮点。

一季度 A 股申万有色行业指数下跌 8.97%，同期沪深 300 指数下跌 0.9%，行业大幅跑输大市，这其中稀土永磁板块和黄金板块对行业

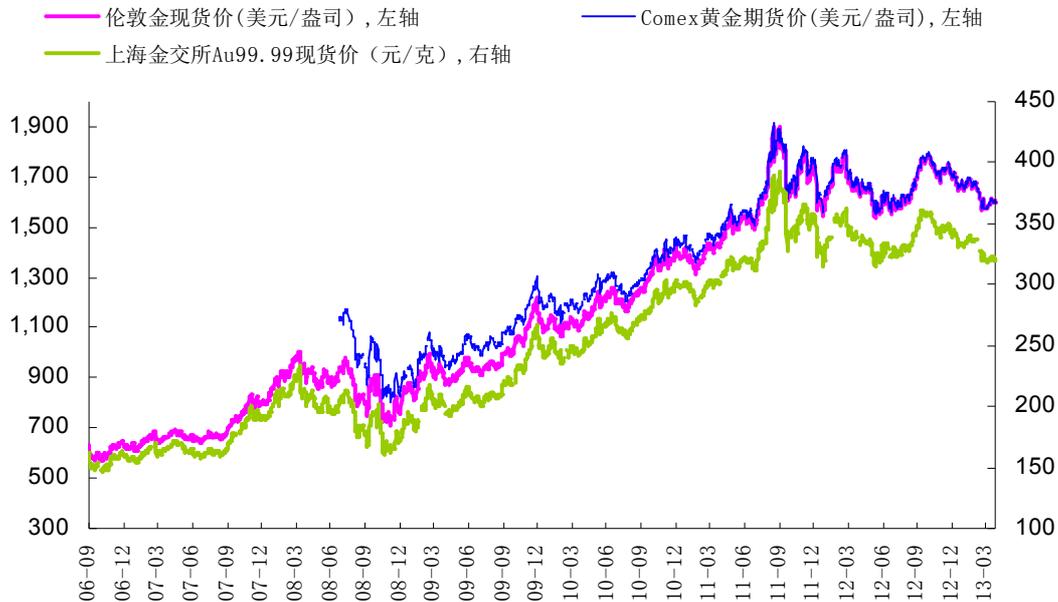
指数拖累较大。

图表1: LME 铜价和全球交易所库存情况



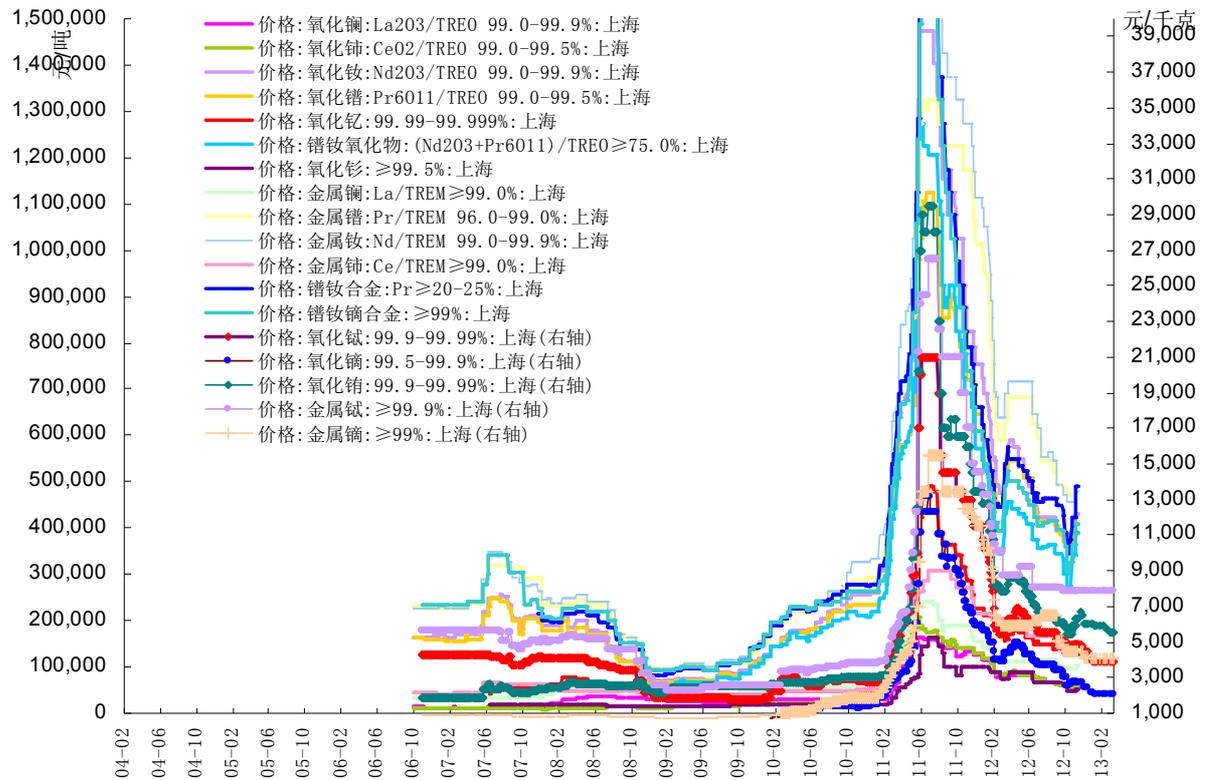
资料来源: Bloomberg, 国海富兰克林基金研究部

图表2: 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3: 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，国内外金属库存持续高企，以铜为例，上海期货交易所库存超过 25 万吨，而上海保税区的库存仍处于历史较高位置，LME 铜库存也上升至 57 万吨的近年新高位置。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 年二季度，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。我们认为黄金价格短期走势仍然面临诸多不确定性，美联储对量化宽松政策的表态及具体的执行措施和欧洲债务危机特别是塞



浦路斯救助问题的走势将左右黄金价格的短期走势。而中长期看，我们认为美国、欧洲和日本在较长时间内仍将大概率维持较为宽松的货币政策，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不确定性，建议等待美联储对量化宽松政策表态的进一步明朗和欧洲债务危机解决方案的进一步清晰。

工业金属方面。受制于下游需求疲软以及各大交易所库存高企，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仍持相对谨慎的态度，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。两会后，稀土产业整合预期有所升温，建议继续密切关注中国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，二季度受益煤价下行。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，全年来看度电净利润将保持稳定，短期来看二季度煤价有下行趋势，从而为火电公司带来不错的业绩增长。

成长的逻辑开始适用。在度电利润恢复正常的前提下，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。当前经济增速处于从底部区间逐步复苏的阶段，新的房地产调控政策仍然给周期类板块带来很大的不确定性，房地产投资和基建投资呈现缓慢回暖迹象，预计未来仍以温和复苏为主。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。

展望今年二季度，（1）原本预期的挖掘机行业一季度同比回暖截至2月底还没有出现，销售数据依旧疲弱，市场正在等待3月份的销售情况以及地产政策细则的进一步指示未来的方向。从全年来看，行业走出底部基本确立。但需要注意的是，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。（2）混凝土机械。目前存量机器的收益率仍然很低，制约新机采购，12年销售数据的良好表现也为今年进一步增长制造了基数上的困难和部分潜在客户的透支。该机种相对其他工程机械对基建复苏的反应滞后，预计13年销售情况仍不乐观。



能源装备制造业

油气开采设备具备长期增长潜力。由于国内常规油气增产需求大幅增长以及非常规天然气产业的兴起，相关公司受益明显，表现为设备和服务订单都很饱满、增速大幅提升。13年一季度受以及相关公司年报行情以及大盘带动继续走强，长期来看，常规油气增产以及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。该板块是去年机械行业里表现最好的子行业，整体估值普遍较高，但壁垒较高未来成长空间巨大的行业龙头仍有向上空间。

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。展望二季度，煤价进入淡季价格承压，短期缺乏触发因素，预计该板块表现会比较平淡。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 第二季度白酒和食品股将维持目前态势



2013 年的白酒行业因为三公从紧压制高端白酒消费、塑化剂、酒驾等都将处于调整期，整个渠道的去库存过程对白酒企业将是非常痛苦的过程。而食品股因为契合了未来十年城镇化和收入倍增计划，在一季度有不错的表现。展望二季度我们认为

白酒行业 2013 年第二季度高端白酒和二三线白酒的基本情况将非常重要

2013 年将进入行业的调整年，行业整体增速下滑，各个企业都要积极应对和转型来尽可能拓展商务需求和大众消费需求。在行业转型过程中，哪个企业转型速度快，转型方向对，将尽快得到触底向上的机会。

一季度是整个终端渠道最差的时候，因为 2012 春节的高基数，2013 年的党政军消费直接断崖式下降。随着三公接待标准的出台，应该可以喝酒，但喝的应该主要是便宜的酒。因此，在终端和经销商层面应该能感受到略比一季度要好的局面。

但反映在上市公司报表，因为从经销商感受到不好再到放缓和减少给白酒企业打款，大致会有 3 - 6 个月的时滞，因此上市白酒企业的报表在二三季度压力会更大，这也是股票迟迟在谷底盘整的重要原因。

目前在 2013 年增速 10% 左右增长情况下，一线高端白酒已经只有 8 - 10 倍左右的估值，我们认为一线高端白酒下跌空间已然不大。二季度策略上需要重点关注的是二三线白酒销售收入增速是否也会依次放缓，若局部公司业绩增速低于 20%，还有 15 - 20 倍左右估值的



白酒企业还有一定的下跌风险。

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是备受投资者喜爱的阶段，但随着年报和一季报的逐渐披露，达不到预期，估值又相对较高的食品股将有较大的下跌风险。我们认为能看长的企业更多集中在乳制品和肉制品行业。

轻工行业

日用轻工行业：外需复苏缓慢

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：美国地产复苏利好出口类公司

从已经披露的家具类公司年报和一季度业绩预告来看，出口类家具上市公司增速较快，主要原因还是美国地产复苏带来的业绩改善，在美国地产进一步复苏的刺激下，对美出口类家具公司今年业绩应有较大程度增长。内销方面，应当重点关注品牌知名度较高，且渠道下沉较为成功的企业。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：复苏路漫漫，建议关注生活用纸类公司

2013 年以来，行业需求仍然不足，自身产能过剩以及产品同质化严重造成行业景气度下滑，虽少数大型纸企略有提价，但均不能持续。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。

交通运输行业：

航空机场：航空有复苏迹象

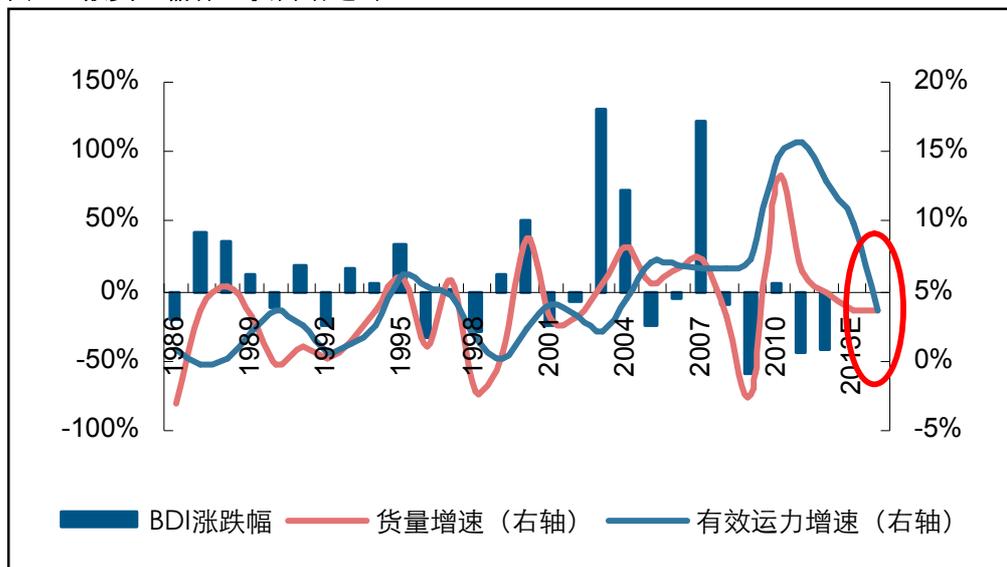
从近期数据来看，行业总体旅客量和 RPK 均有所增长，商务客的需求也是有一定程度的复苏，客座率也相应有所提高，航空行业有复苏迹象。从二季度来看，还需紧跟数据，以确定商务客的复苏程度以及票价的涨跌情况才能判断行业是否确定性处于周期向上阶段。机场行业消费属性日渐增强，非航业务成为增长亮点，未受扩建周期干扰的机场业绩增长确定；内航外线起降费的调价已经启动，这将对内航外线占比较高的机场公司构成实质性利好；由于稀缺资源禀赋，业

绩稳定增长预期强，具备一定配置价值。

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



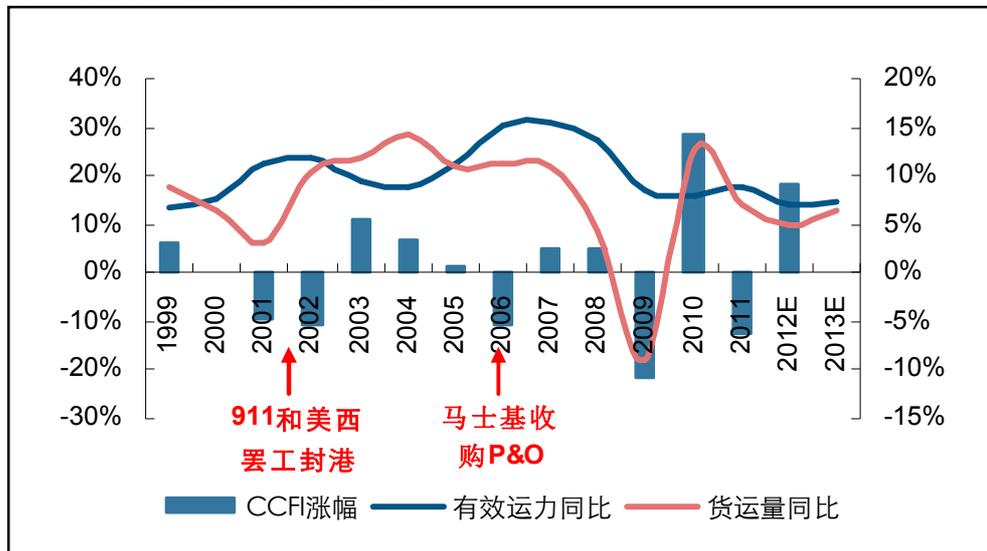
资料来源：Clarksons，国海富兰克林基金管理公司整理

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。马士基虽提出涨价要求，但基于供需极度不平衡，且目前装运率处于较低水平，外加船东集体减亏意愿不如上一年强烈，行业的机会只能来自于较大规模运力的闲置或者欧美经济向好引起的需求复苏。

图 2：集装箱运输行业供需增速对比



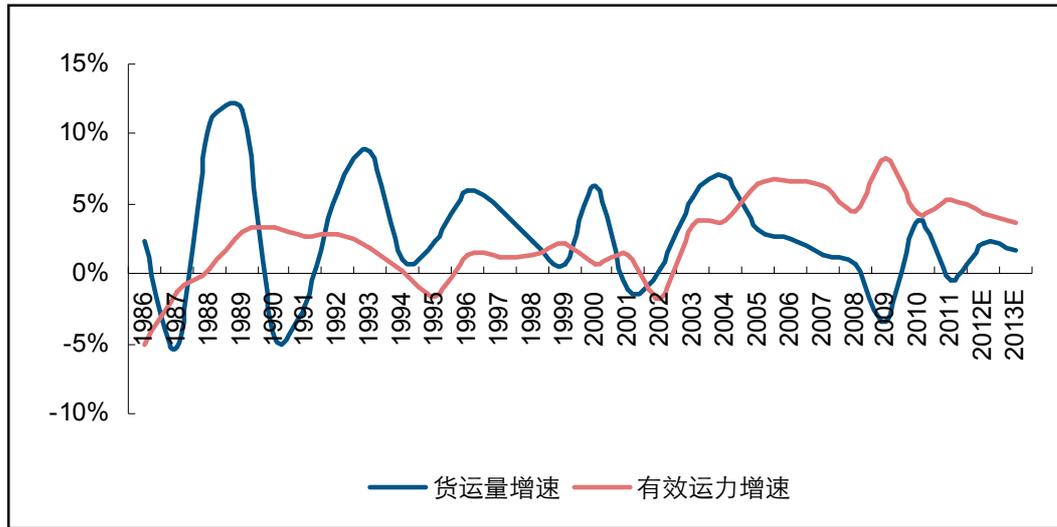
资料来源：Clarksons，国海富兰克林基金管理公司整理

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：上市公司或将受益于改革红利

铁道部改革在三月终于拉开大幕：撤除铁道部，行政职能并入交通运输部，组建中国铁路总公司，承担铁道部的企业职责。政企分离为市场化改革奠定基础，未来进一步改革的方向可能为运价市场化、引入竞争机制、吸引民营资本进入铁路并打开多元融资渠道等，目前市场三家铁路类上市公司从中受益的可能性较大，建议关注铁路股。

公路：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；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。