



国海富兰克林

2013 年第三季度投资策略报告

一、宏观分析

三季度宏观经济组合表现为增长回落、通胀低位震荡、流动性偏紧的格局。

增长层面，考虑到收入增速以及企业盈利的弱势，消费难以出现趋势性的上升；由于美国经济逐步回升，而其他经济体保持弱势平稳，出口似乎有可能维持目前的水平；随着房地产销售环比的逐步回落，房地产投资回落的概率较大；受制于产能过剩，制造业投资处于下降通道；考虑到货币增速的放缓以及影子银行的清理，基建投资同比回落概率极大。综合而言，增长同比回落几成定局。

通胀层面，猪肉价格的触底回升似乎有望推高三季度的通胀同比，但由于三季度并不是猪肉需求的旺季，因此其推高的程度可能并不强；考虑到经济增长以及对增长的预期都逐步回落，非食品的环比可能持续表现出弱于季节性的特征，这将有效压低通胀同比。综合而言，通胀可能保持低位震荡。

流动性层面，贸易顺差可能不会出现较大规模的下降，但资本流动将使得外汇占款无法回到今年前几个月的水平，因此流动性客观上面临一定的压力。从近期的银行间资金市场的走势来看，央行似乎并不愿意在经济增长周期性回落的背景下保持较为宽松的流动性环境。



我们认为经济增长回落之后的绝对水平可能触发央行态度的转变。

债券市场：

利率品种中，我们看好长久期国债和金融债。

信用品种中，我们看好长久期高等级信用债。尽管城投债是杠杆交易的主力品种，同时最近的流动性紧张导致去杠杆的压力，但长期来看，城投债的定位以及杠杆交易模式难以颠覆，调整之后依然具备配置价值。

由于流动性收缩，短期内转债市场承担了巨大的压力。但由于此时的基本面与 2011 年三季度有较大差异，因此无论是正股还是溢价率，都毫无趋势性扩张的动力，进而，转债品种可能在流动性紧张缓解之后仅仅是略有反弹，但没有趋势性机会。

二. 投资策略

二季度市场整体下跌，沪深 300 指数下跌 11.8%。但行情分化较为严重，由大盘蓝筹组成的上证 50 下跌 13.4%，而同期创业板指数则上涨 16.8%。在流动性较为宽松而经济基本面较弱的情况下，投资者抛弃传统产业为主的蓝筹股，追捧新兴产业为主的中小盘创业板，这是造成市场行情结构性分化严重的主要原因。展望三季度，我们认为宏观经济面偏弱，流动性偏紧，市场走势将以盘整为主；但有业绩



支撑的成长型个股，仍然有望获得明显的超额收益。我们对市场整体看法谨慎乐观，建议仍然关注市场的结构性行情。

从宏观经济走势来看，二季度经济数据低于市场预期。尽管整体流动性充沛，但PPI一直处在负数，PMI和工业增加值表现也不理想，流动性对实体经济的刺激程度越来越小。投资增速稳重有降，出口挤水分之后回归原形，消费整体偏弱。年初对于宏观经济弱复苏的期望，已经逐渐弱化，并开始转向担心经济会否出现突然下滑。这其中既有经济数据弱的原因，也有逐步接受政府将调整经济结构的原因。

上半年看，政府调整经济结构的力度超出市场预期。虽然政府最近几年一直在强调要调整经济结构，但基于现有体制惯性和利益关系，市场一直抱有政府会出台经济刺激政策的幻想，期望短期内能够出现经济的强劲复苏。随着政府决心的逐渐明朗，短期经济走弱，已经为市场所接受。我们判断政府将接受更低经济增速，对于通过大规模投资来拉动经济增长的路径选择更加谨慎。基于本届政府倾向于更多通过市场化的方法来解决经济中存在的问题，我们认为后续要素价格形成机制将逐步理顺，经济领域向民营部门的开放程度也将进一步提升。这些措施在短期内都不可能明显刺激经济增长，甚至可能造成短期经济进一步走弱；但中长期看，将有利于中国经济更加健康，为后续长期增长打好基础。

三季度我们主要关注流动性和政府的房地产政策。随着美国经济



持续向好，国际资金从新兴市场流出的趋势越来越明显，加上美国 QE 预计将退出，来自外部流动性的支持将减弱；国内则在经济转型的思路下，有意控制总体货币增量，也将对流动性造成一定压力。我们认为三季度整体流动性将较为紧张。房地产政策方面，新政府的态度还不完全明朗，但大幅刺激地产的政策可能性较小，无非在于地产的政策紧缩会否超出市场预期。我们预计三季度投资增速将略为下降，其中基建投资增速将受流动性收紧的影响，地产投资增速也将受到近期房屋销售增速放缓的影响，受困于产能过剩，我们预计制造业投资增速难有较大起色。消费大致将保持稳定增长，增速波动不大；由于工资增长速度下降，消费出现大幅增长的可能性不大。预计二季度出口增速相比一季度将有大幅回落，但考虑到欧美经济形势均有所好转，三季度出口增速将有所恢复。我们预计三季度 GDP 增速将在 7.5% 左右，CPI 将维持在 2% 左右的水平。虽然我们认为整体经济偏弱，但出现大幅下调的可能性不大。

我们认为市场的结构性分化仍将持续，这是基于经济转型的大背景。传统产业的产能过剩情况较为严重，在需求偏弱的情况下，除非行业产能能够有效整合，行业基本面难以出现趋势性好转。传统行业的估值水平已经较低，可能跟随行业库存周期波动或政府的相关政策刺激，而出现阶段性行情，但我们认为出现趋势性行情的可能性较小。新兴产业板块的问题在于估值水平较高，相对大盘的估值溢价已经达到历史高位。接下来进入到中报披露期，我们预计该板块也可能出现分化。业绩高增长较为确定的公司预计将有持续的超额收益。



后续我们建议关注十八届三中全会，预计该会议将定下未来几年经济政策的基调和城镇化的具体走向。此外，我们建议重点关注流动性拐点，地产紧缩政策（房产税等）和人民币贬值等重点问题。品种选择方面，我们认为周期性品种在宏观经济弱势的局面下，难有起色；消费板块中，我们重点看好偏向以中低端消费的品种，不看好商业零售；我们看好传媒、电子、通信、信息服务、医药、环保等新兴产业。中长期，我们还建议关注传统周期性品种行业整合带来的机会。

三 . 行业分析

金融业

银行业

6 月以来超出市场预期的流动性紧张格局使得市场对银行板块的估值更加悲观,尤其是对近两年来业务创新领先的中小银行,投资者对他们未来的持续竞争优势产生了强烈的怀疑.短短一个月内部分银行的估值跌去了 20%.从短期影响来看,由于资金市场价格高涨,一些在同业市场通过杠杆操作获利的机构面对负债成本的突然大幅上升无法立



刻调整资产负债配置,肯定会吞噬上半年积累的相当一部分利润.从更长时间来看,我们预计资金价格即使在下半年回落至稳定水平后,价格可能也会高于上半年 100bp 左右.所以对银行业整体来说,高资金成本会推动行业整体降低杠杆水平,从而对 ROE 有一定影响.短期来看,对资产负债的调整和负债成本的上升会对银行短期盈利的影响更为显著.

在目前的估值水平下,部分银行的 PB 估值达到了静态 0.8 倍的历史低点.从估值水平来看,市场已经充分反映了银行的一些悲观预期:利率市场化的进一步推进,资产质量的隐忧等一系列问题.从分红率指标来看,一些银行的分红率已高达 6%以上.所以我们认为目前银行板块已经具备了相当的投资价值.而短期内市场的悲观情绪和催化剂的缺乏可能导致其估值在底部徘徊相当长一段时间.

在行业内部,我们更看好估值水平处于行业内的较低水平和存贷比低的银行.尤其对于存贷比低的银行来说,反而是这一轮同业市场资金价格上涨的受益者.

证券业：

长期来看我们看好证券行业在这一轮金融改革中所担当的角色和金融创新重任.尤其是从去年开始部分券商已经在融资业务中表现出一定的金融定位.未来随着券商创新业务的不断推进和人才梯队的搭建完善,相信券商在整体金融市场中的份额将逐步上升.



短期来看,券商业绩仍难以拜托二级市场交易量波动和市场涨跌的影响.随着监管部门对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.短期内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：

未来一段时间我们预计仍然难以看到行业基本面的大幅改善。

虽然最近 2 个月终端的保费收入略有回暖,但是从新保单的质量来看,相当一部分是通过牺牲长期的保单利润来换得短期的保费增长.因此从长期竞争力来说,保费的回暖并不能带来公司盈利的增长.同时行业内个别公司今年的给付压力巨大,因此今年的新售保单质量面临很大挑战.

2 季度股票市场的大幅下跌也使得保险公司的净资产升值预期转淡.短期板块的投资机会在于市场反弹中的高贝塔属性.

房地产业

在宏观流动性收紧渐成趋势后,地产行业进入缓慢去泡沫时期.表现为以下两个特点,其一是景气见顶,其二是景气回调的幅度有限、



时间跨度较长。景气见顶来自于按揭政策适度收紧以及居民的消费信心下降，在支付能力本已绷紧的现状下，集中表现为需求的收缩。另一方面，此次去泡沫的过程将非常平缓。因其在经历了过去三年的调控后，需求端去投资以及供给端去杠杆，行业的健康程度接近历年最好的水平。现阶段，需求端以首次改善和首次置业为主，投资买房已很少见，需求均为真实；而在供给端，公司普遍对拿地较为谨慎，销售回款顺畅，现金流量表持续好转，资产负债表也为近几年最佳。这样一个需求、供给结构，使得地产公司的御冬棉被很厚，对房价下跌和成交缩量的免疫力较强。因此可以判断，平缓的去泡沫是未来 6 - 12 个月的主要特征。

在这一大背景下，开发商的业绩增速将有一个平缓回落的过程；但较低的估值为股价提供了足够的安全边际。景气回落 + 估值提前反应，我们预计地产股依然可以取得绝对收益，而地产在整个资产配置中的位置可能会有鸡肋之嫌。

零售行业

商贸行业——2013 年第三季度零售行业基本没有大的机会

2013 年 4 月份 50 家重点零售企业的销售额同比增长率有 15.8%。但 4 月份黄金抢购带动的金银珠宝零售额井喷增长对本月零售额增长贡献度较大，根据中华全国商业信息中心统计数据，在过去的四年中（2009-2012），金银珠宝零售额增长对零售总额增长的贡献基本保



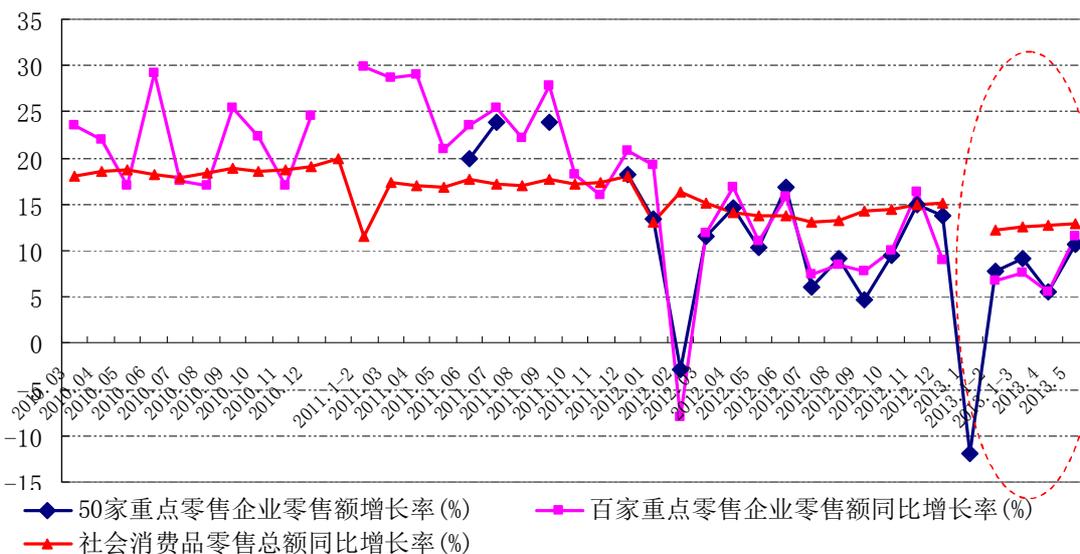
持在 16%-18%的水平，而 2013 年 4 月，受金价大跌影响，全国各地出现黄金抢购潮，50 家重点大型零售企业金银珠宝零售额同比增长达到 105.1%，对零售额增长的贡献度高达 68.8%；1-4 月累计增长 36.5%，对零售额增长的贡献高达 39.4%，明显高于历史同期水平以及当月其他商品。而若扣除金银珠宝类商品，2013 年 4 月，50 家重点大型零售企业其他商品零售额合计同比仅增长 5.5%。可见整个零售行业的增速还处于相对历史低位。

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。





因此，整个二季度零售行业跑输上证指数一个百分点，主流百货股跌幅在 15-20%。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，我们仍然维持对整个零售行业的中性评级。

家电行业

2013 年下半年驱动家电行业整体需求的催化剂在削弱，节能补贴退出，房地产带动效应将有所减小。白电：需求减弱，同时凉夏推迟空调旺季的到来，原材料价格有望在盈利上给企业一些正贡献，但将弱于上半年。黑电：节能补贴的退出将在三季度给液晶电视的需求带来负面影响，同时面板供需景气度下降，短期内面板价格将维持下跌趋势。我们不看好家电板块在三季度的表现。

纺织服装行业

今年以来龙头纺织企业在靓丽的业绩数据推动下走势抢眼，与之相反的是品牌服饰企业的业绩和估值的双杀。从年初开始我们一直积极推进纺织制造板块的投资机会。当时的推荐理由是去年的低基数+今年内外棉价差的收窄。从今年的行业情况来看确实这两点都得以兑现。



但总体来说今年的行业情况仍属于弱复苏的情况.棉纺企业最好的时光在于棉价上涨周期中的提价能力和库存带来的升值利润.今年总体来说棉价仍在底部徘徊.因此我们认为未来几个季度棉纺企业仍具备相当的投资价值.近期市场对未来国家收储政策的改变有所预期.如果未来国家对棉农采取直补的方式,将极大提高国内纺织行业的国际竞争力.

目前品牌服饰企业仍处于艰难的去库存周期.最近半年来一些依赖经销商模式运营的品牌企业已经在收入端显现了收入项的巨大压力.由于费用具有刚性,一旦收入停止增长,利润的下滑幅度会较大.相对来说我们更看好以直营模式运营的一些品牌企业,因为直营模式管理下会对终端销售情况的反映速度更敏感,他们的去库存周期至少早于品牌企业一年左右,从现在来看走出谷底的等待期可能更短.

我们认为市场现在对品牌服饰企业的预期已经足够悲观:电商分流/巨大库存/商铺租金的上涨等,但服装行业是消费品行业的一个大类,从国外经验来看行业内很可能诞生千亿市值的公司.国内的一些优秀品牌商在经历了过去多年野蛮的外延式成长路径之后,在行业底部痛定思痛,重新探索行业新的发展模式.这些新的模式和尝试值得我们持续跟踪.

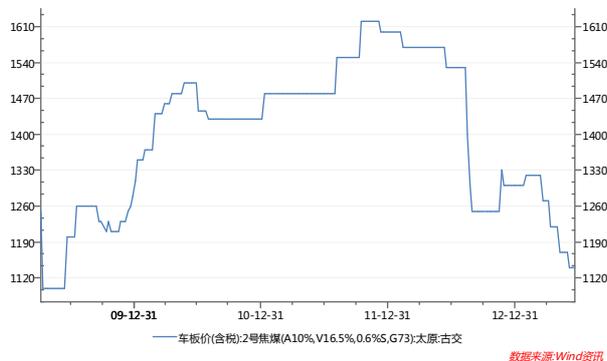


煤炭行业

炼焦煤：

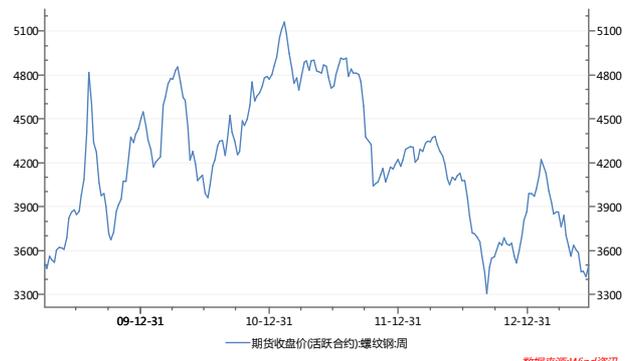
二季度粗钢产量虽然维持高位，但是由于下游需求低迷，钢价指数累计下跌约 5.3%，钢厂也多次下调原料采购价格，导致各地焦煤价格出现 8%-16%不等的跌幅。其中，柳林 4#车板价环比下调最高，为 210 元/吨，古交 2 号车板价环比下调 112 元/吨；新疆、四川和晋中灵石等地区跌幅相对较小，跌幅在 37-38 元/吨；山东、河北、安徽、河南等地跌幅较深，跌幅在 92-162 元/吨；贵州水城焦精煤出厂价跌幅为 73 元/吨。

图 1：太原古交 2 号焦煤坑口价 元/吨



资料来源：WIND，国海富兰克林基金

图 2：螺纹钢期货（活跃合约）元/吨



资料来源：WIND，国海富兰克林基金

动力煤：

二季度以来电厂日耗维持低位，电力企业更多的以消耗库存为主，采购意愿不强，市场观望情绪浓厚。随着进口煤质管理办法的出台，5-6 月进口劣质煤大量增加，受此影响，2 季度以来动力煤价格继续回落。5500 大卡动力煤平仓价 6 月末报 590 元/吨，较 3 月末下跌 25 元/吨或 4%。

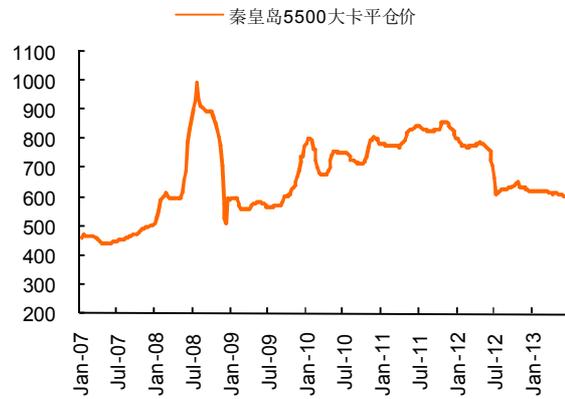


图 3：六大电厂煤炭库存 万吨



资料来源：WIND，国海富兰克林基金

图 4：秦皇岛 5500 大卡煤炭平仓价



资料来源：WIND，国海富兰克林基金

三季度期待补库存周期启动，看好焦煤板块

一季度补库存，尤其是 12 年 12 月至 13 年 1-2 月补库存；二季度处于去库存阶段，尤其是 3 月份以后。预计这一轮去库存将持续到 7-8 月份，即夏季用电高峰的到来将有助于去库存。三季度中后期补库存有望启动：一方面，中央经济工作会议（十八届三中全会）预计将推行涉及经济体制方面的改革，会改善市场对经济的预期和信心，增加补库存动力；另一方面，冬储煤旺季也将逐步启动，下游补库存意愿增加。

目前煤炭板块估值处于历史底部，焦煤板块 PE 接近 11X；动力煤板块 PE 仅 8X。三季度相对看好焦煤板块。

IT 行业

信息设备行业

年初以来，申万信息设备指数累计上涨 17.48%，同期沪深 300



指数下跌 12.78%，信息设备行业大幅跑赢市场。安防设备和无线通信设备两大板块均大幅跑赢市场。

下半年信息设备行业维持高景气度，广州安防招标和中移动 4G 招标将刺激行业景气继续上行。我们维持对安防设备板块主业继续高速增长，无线通信板块主演逐季好转的判断，继续看好安防设备和无线通信设备两条主线全年投资机会。

信息服务行业

在宏观经济走势不清晰的时候投资者更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 24.01%，同期沪深 300 指数下跌 12.78%，电子行业大幅跑赢市场。智能终端产业链延续良好表现，LED 产业进入高景气周期，产业链相关公司股价表现良好。

在苹果新产品和国产智能手机推动下，我们维持对 3 季度电子行业景气度乐观看法，新产品硬件升级最快部分受益程度最高。短期电子板块存在高估值风险，但我们认为全年优秀电子公司业绩将持续成长，看好全年电子板块估值切换行情。



汽车行业

今年 1 - 5 月，汽车销量同比增长 12.6%，恢复到两位数增长。其中，乘用车增长 14.7%，SUV 增速仍然较快，达到了 43.4%。商用车同比增长 4.5%，客车表现良好，增长 14%，货车从 4 月份开始实现了正增长。

乘用车：1-5 月乘用车产销分别完成 730.16 万辆和 726.16 万辆，同比分别增长 15.2%和 14.7%。与上年同期相比，SUV 产销增速均超过 40%，增速较快，轿车产销增速超过 12%，但低于乘用车的增速。1-5 月，中国品牌乘用车销售 303.54 万辆，比上年同期增长 14.5%，低于乘用车总体增长速度 0.2 个百分点。占乘用车销售总量的 41.8%，比上年同期下降 0.1 个百分点，为今年以来首次低于上年同期水平。从 1-5 月主要外国品牌乘用车销量比上年同期增长情况看，日系下降 11.5%，比 1-4 月收窄 1.4 个百分点；德系、美系、韩系和法系增长均在 20%以上。德系、日系、美系、韩系和法系乘用车 1-5 月累计市场份额分别为 19.1%、14.5%、12.1%、9.1%和 3.2%，日系市场份额继续提高。预计全年汽车增长将达到两位数，产销超过 2000 万辆。看好车型竞争力强的企业。



商用车 :1-5月商用车产销分别完成177.56万辆和176.65万辆，分别比上年同期增长7.1%和4.5%，比1-4月分别提高2.9和2.1个百分点。在商用车品种中，客车比上年同期增长超过13%，增速最高；货车和半挂牵引车产销比上年同期略有增长。预计全年客车仍能保持平稳增长。货车受益于房地产、基建项目的增长，将有10%以上的增速。

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。我们将重点关注具有核心技术优势的零部件企业。

经销商：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。目前经销商整体库存状况好于去年同期，库存压力不大，部分经销商业绩弹性较大。

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。

医药行业

2013年年初以来医药行业涨幅名列前茅。我们认为其中主要原因



如下：1) 基本面良好；2) 有些股票的“故事”情结吸引人；3) 行业比较优势明显。截至到 6 月 25 日，医药指数上涨 16.2%，同期沪深 300 指数下跌 12.0%，跑赢大盘 28.2 个百分点。

近期药品招标又一次成为市场焦点，特别是广东省提出的药品招标方案，一石激起千层浪，实业界提出了强烈的修改意见。意见如下：

1) 依照药品价格管理相关法律规定，广东省药品交易工作领导小组无权制定药品的入市价；2) 广东方案没有体现国家关于鼓励企业提高生产水平的相关文件要求，违背了四部委提出促进产业升级、给与优秀企业的鼓励政策；3) 部分条款不科学、不合理，如对医保目录的药品和基本药物均要求每个月开展一次竞价。我们看到围绕招标各方的博弈还将继续。

医药企业的发展模式：1) 研发驱动型：不断研发出重磅新药获得持续增长动力；2) 并购驱动型，靠外延式并购获得持续增长动力。目前这种方式有比较好的发展时机。因为很多药厂虽有好品种但由于种种原因在过去没有获得好的发展。在这次新版 GMP 改造期间无法完成相应改造，所以只能一卖了之。

从投资的角度而言，目前医药行业基本面情况良好，在弱势市场下获取绝对收益的难度在增大，但依然有能穿越投资周期的、有长期增长潜力的公司。



水泥行业

受制于整个经济转型背景，传统周期行业估值持续被压制，尽管水泥行业今年以来业绩处于逐季改善中，但市场表现依然不如人意。展望未来一个季度，由于需求保持相对平稳，新增产能逐步减弱，加上行业协同能力不断增强，供需格局有望持续处于改善通道中；另外国家对过剩产能行业去产能重视程度前所未有的，未来将通过严控新增产能增加、淘汰落后产能和支持行业整合等手段来改善行业供需状况。综合上述分析，可以看到行业供需格局改善可期，加之整个行业估值处于重置成本附近，第四季度又是传统的行业旺季，因此我们认为第三季度正是布局水泥股的好时机。

化工行业

2013年上半年国内经济复苏动力不足，外围经济无明显好转迹象，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。到了二季度，整体下游需求疲软，增长乏力，化工指数跌幅基本与大盘持平。展望三季度，整体需求难言好转，八九月份有望在季节性旺季的拉动下有一波反弹，但大的机会还需等待。

展望二季度，缺乏整体性投资机会，子行业表现将继续分化。中



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。化工的情况由于经济疲软，盈利情况进一步恶化。二季度业绩环比恐出现下滑，展望三季度，暂时还看不到明显好转的迹象。

化工

基础化工整体产能过剩，需求疲软，整体难有机会，子行业表现将继续分化。中间体定制行业、电子化学品、聚氨酯、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，建议择机买入。

建筑和工程行业

展望 2013 年三季度，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 ,建议继续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 ,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。整体上我们给予行业增持建议 ,建议关注行业龙头企业。

园林工程 :地产销售作为园林工程的上游环节保持良好增长态势 ,2013 年 1-5 月商品房销售 25864 元 ,增长 52.8%,商品房销售面积 39118 平方米 ,同比增长 35.6% ,我们认为地产销售持续旺盛将传导至地产园林行业 ,行业未来半年有望保持订单快速增长 ,同时伴随着相关公司在市政和地产园林方面双向拓展 ,行业有望继续保持较高的景气度 ,我们给予行业增持建议 ,建议关注现金流质量较好的龙头企业的投资机会。

化学工程 :2013 年 1-5 月 ,化工投资继续保持较高增长 ,其中化学原料及化学制品制造业投资 4264 亿 ,同增 17% ,石油加工及炼焦投资 967 亿 ,同增 25%。煤化工方面 ,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个煤制烯烃和1个煤制油项目。我们认为化学工程(包括煤化工工程)未来半年有望保持较高的景气度。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

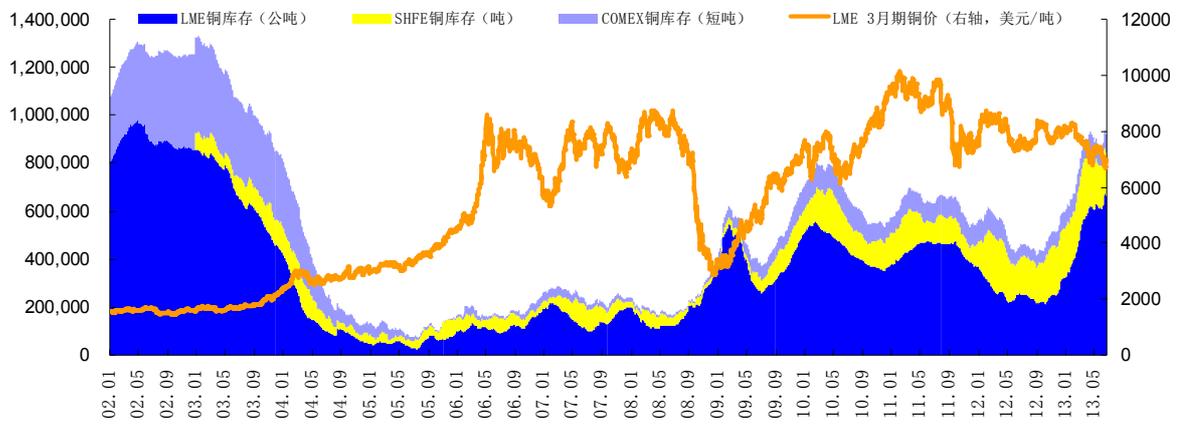
纵观二季度金属市场的价格表现，受美元走强、美联储预期退出QE政策以及中国经济表现低迷等多重影响，各种金属价格总体表现低迷。工业金属价格在5月份短暂反弹之后，一路走低；黄金价格继



续深度下探，最低跌至 1180 美元/盎司附近；小金属方面，受稀土需求低迷和供给增加压力，各稀土品种的价格继续全面回落；受控制供给政策影响，钨产品价格出现反弹，在小金属价格表现中一枝独秀。

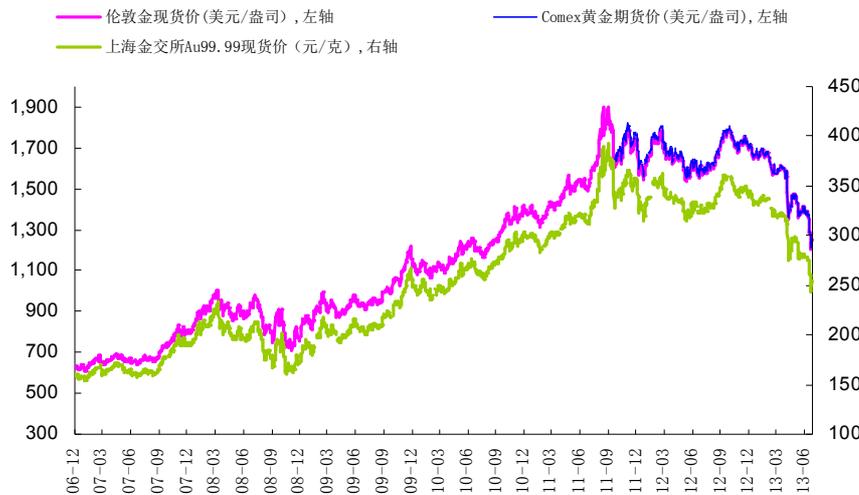
二季度 A 股申万有色金属行业指数下跌 22.85%，同期沪深 300 指数下跌 11.80%，行业大幅跑输大市，这其中工业金属板块、黄金板块、稀土资源板块对行业指数拖累较大。

图表1: LME 铜价和全球交易所库存情况



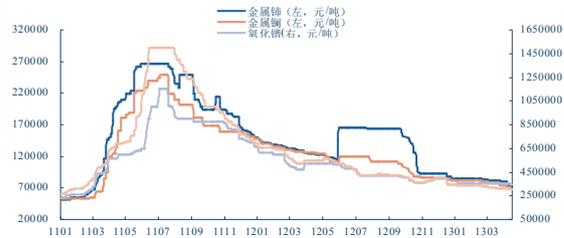
资料来源: Bloomberg, 国海富兰克林基金研究部

图表2: 全球黄金价格走势



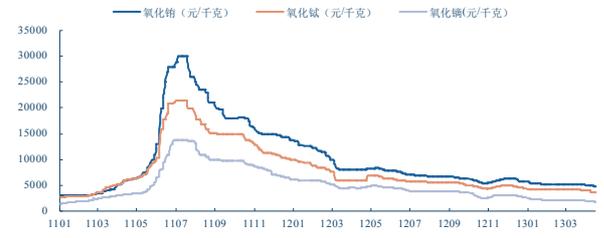
资料来源: Bloomberg, 国海富兰克林基金研究部

图表3: 主要轻稀土品种的价格走势



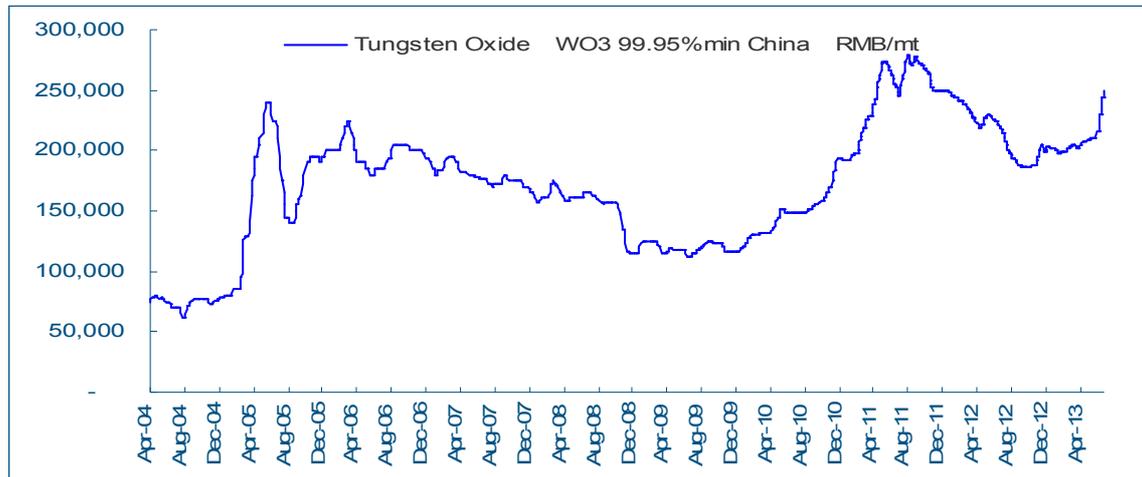
资料来源: 公司资料、国海富兰克林基金

图表4: 主要中重稀土品种的价格走势



资料来源: 招股说明书

图表5: 氧化钨价格走势



资料来源: Wind、国海富兰克林基金研究部

工业金属库存方面，国内外金属库存走势出现一定分化，以铜为例，上海期货交易所库存有所回落，但仍在 18 万吨的较高水平，而上海保税区的库存亦回落至 40 万吨的水平。而与此同时，LME 铜库存继续上涨，到 6 月 30 日达到 66.5 万吨的近年新高位置。部分工业金属如铅锌的库存虽有所回落也依然处在较高水平，其他品种的工业金属如铝、镍等始终处高位。从库存角度看工业金属总体需求依然偏弱。



展望 2013 年三季度，我们看好的投资品种和建议采取的投资策略归纳如下：

看好稀土永磁产业链。从需求端看，2012 年我国稀土应用中，新材料占比 62%，而其中稀土永磁占 63%，以此推算稀土永磁在我国稀土消费中占比约 40%。根据调研，目前国内稀土永磁企业开工率情况，大厂开工率普遍在 70%左右，而且订单较为饱满。鉴于 Q4 一般为汽车和电子的消费旺季，三季度末稀土永磁材料开工率有望回升。从供给端看，6 月以来，南方稀土开始严厉打击私采盗挖，导致产品价格有所回升，如果管控稀土的政策持续并相应的执行力度到位，稀土产品价格有望持续回暖，稀土价格回暖将有利于整个稀土永磁产业链盈利能力回升。综上，我们判断行业出现投资机会的概率较大。

黄金：从供需关系来讲，决定黄金价格中长期走势是两大因素 1、金融属性 2、实物需求。显然金融属性在黄金价格影响因素中处于主导地位。当前虽然欧洲和日本总体性的货币政策极为宽松，但全球最大经济体美国对量化宽松政策（QE）的退出时间和方式进行了多次讨论，虽然 QE 短期还将维持一段时间，但这一政策逐步退出的趋势我们认为不可避免。因此金融属性未来对黄金价格非常不利。另外鉴于美国经济复苏的进程要明显强于日本和欧洲，因此美元资产的吸引力要强于其他资产，导致美元指数未来维持强势从而也不利于黄金价格。从生产成本来讲，随着黄金开采品味的下降、开采深度的增加和人工等成本的上升，黄金开采成本这几年确实呈现上升的态势，目前黄金



价格离成本线较近，目前位置会有一些的成本支撑，但支撑力度有待观察。因此黄金价格总体观点：金融属性仍不利于黄金价格中期走势，实物性的需求难以刺激价格持续上涨，但跌至 1200 美元/盎司以下将会有一些的成本支撑。综上，我们给予黄金子行业中性的投资评级。

工业金属：目前工业金属中铜和锡的供需关系基本平衡，而铅锌铝镍过剩比较严重。库存方面，各大金属的交易所库存和跟踪到的社会库存都处在比较高的水平，所以从供需关系和库存来讲，价格趋势都不好。但鉴于多数金属价格已经跌破成本线，因此我们认为工业金属价格未来下行空间有限，但如果没有大规模的经济刺激政策，也看不到大幅度的上涨趋势，总体的观点是板块维持震荡格局。

电力行业

三季度电力板块盈利情况环比增长，但下调上网电价的担忧压制火电板块估值上行，水电板块进入传统旺季。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，短期来看三季度煤价走平而发电量进入旺季，利润水平环比向上。但是需要注意到，市场对下调电价的担忧渐浓，虽然理论上经济转型和节能环保大背景下不应该下调电价，但地方政府为保经济扶持当地高耗能企业，有动力通过各种措施变相下调实际电



价，环保政策的趋严也抬高火电企业的运营成本，火电企业度电净利润能维持多久很难判断，目前这个阶段风险较大。

成长的逻辑开始适用，但前提在于度电利润需保持平稳。在净利率恢复正常的前提下，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，投资到近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上将获得较高收益，但这个结论的前提在于度电净利润保持平稳，如果国家出台直接或者变相的各种下调电价的政策，将会改变这个判断的根本逻辑。

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，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

随着国家电网投资增速逐渐降低，输配电行业的整体投资机会将减少，我们建议更加侧重个股投资。我们继续看好智能电网相关品种，其中国网系公司尤其值得重点关注。此外，还建议关注中长期增长较为确定的品种。

电源方面，我们建议关注光伏行业的机会。光伏行业处在底部已经1-2年时间，行业产能正在逐步整合中，而需求方面则逐步转好。相比传统能源，光伏未来发展的空间还很大，我们建议关注相关机会。



传统火电机会较少，核电和风电基本面将有好转，但过程会较慢；此外水电方面也关注相关项目的审批进度。

用电方面，我们建议关注工业自动化行业。中长期看，自动化程度提升，机器替代人工是长期趋势，国内也将逐步走到机器人应用的临界点。我们建议重点从中发掘相关投资机会。

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且复苏缓慢，国家房地产及流动性政策仍然给周期类板块乃至整个市场带来很大的不确定性。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扩张，目前仍然处在消化库存的初期，传统的机械行业触底回升的幅度和速度将比较温和，但中国产业升级的大趋势将刺激符合产业政策的机械子板块加速发展。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，供给端受累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最严重，前几年的爆发式增长结束，行业整体将进入到一个较长时间的去产能过程。

展望今年三季度，（1）挖掘机行业原本预期的同比回暖幅度比之前预想的要小很多，销售数据依旧疲弱，市场正在等待领先性指标——挖机开机率、工作时间、房地产新开工及基建投资等数据的引导。

目前存量设备的工作小时仍然较低，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年下半年的销售情况仍不乐观。

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，相关行业景气程度高，表现为各设备公司和服务公司的订单都很饱满、增速大幅提升。13年上半年受相关公司年报行情以及大盘带动继续走强，但与去年行情演绎不同的是，今年出现了个股的分化——有业绩支撑和订单保障的公司获得超额收益，而主题性概念性的公司表现平平，显示出了市场在经历了去年对该板块的疯狂炒作后开始恢复理性。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。展望三季度，煤价进入旺季价格有望走平，但仍难有所表现，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 第三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 2013 年上半年涨幅较大的子板块集中在乳制品和肉制品等食品股，主要是肉制品行业在猪肉价格下行通道中有效降低了肉制品的成本，乳制品行业在国家一系列利好政策、行业竞争环境趋缓的背景下也获得较好收益。展望 2013 年第三季度，我们总体认



为白酒行业将步入底部盘整并随着三公从严执行的效果趋缓从而获得环比改善、经济环境略有好转之后带动中低档价位段白酒增速回升。

白酒行业 2013 年第三季度的中秋国庆旺季将是重要的观测窗口

2012 年到 2014 年会是整个白酒行业的调整年，但此次调整反映在白酒上市公司报表中应该二三季度是相对低点，第三季度我们还是认为将存在较大的机会。一方面是三公政策从严的效果将逐渐弱化，若能观测到餐饮渠道的逐渐恢复，对一线白酒的机会就更大些。从全国连锁超市的月度同店销售收入增长数据来看，6 月份增速比 1 - 5 月份略高一些，若 7 - 8 月份草根调研数据能看到中低档白酒的消费回升更加明显，那对二三线白酒的机会更大些。

低价快速消费品行业的行业前景：

看到 2013 年第三季度，中报大部分业绩不达预期的食品股将逐渐回归理性，投资者更关心明年的确定性高成长。我们更看些乳制品、调味品等行业增速还相对较好的食品股。

轻工行业

造纸行业：关注环保政策出台后的产能供给收缩

近期原材料价格和部分包装纸价格的下调，预示着造纸行业景气有下滑的危险，这与公司的实际经营生产情况基本符合，行业出现明显复苏的可能性基本不存在。我们判断年内造纸行业最大的催化剂或关注点在于持续的环保政策出台。造纸业污染严重，废水排放量、COD



排放量、COD 排放强度等指标均位列各行业首位，因此治理水污染，造纸行业必将首当其冲。我们按新标准分析认为目前造纸行业落后产能占比约为 1/3，若能严格有效执行，无疑将显著改善行业的供求关系，推动纸价触底回升、行业进入新一轮景气周期。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。

家具地板：房地产销量回暖带来的业绩逐季环比增长

国内地产销量回暖以及美国房地产市场复苏所将带来的相关家具产业链上的投资机会。国内房地产市场销量从 12 年四季度开始回暖，美国房地产市场从 12 年三季度开始复苏，受滞后反应时间的影响，家具产业链相关公司的业绩有望同比逐季提升。

包装印刷：业绩弹性有望充分体现

由于受到整体经济偏弱和公司自身等原因的影响，部分公司在 12 年业绩较差。进入 13 年以后，由于下游的回暖、新客户的开拓、渡过产能爬坡期等因素，盈利能力将随产能利用率上升而显著提升，相关公司业绩具备较大的弹性。

日用轻工：婴童市场空间广阔

从相关媒体曝光毒玩具之后，消费者更加关注玩具的安全性；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，而我



国玩具占比较小，未来增长潜力巨大。在国家整顿行业过程中相关产品牌玩具商将获取更多的市场份额。

餐饮旅游行业：长期趋势向好，短期期待旺季行情

2013 上半年，虽然全国旅游总收入仍然保持了 15.8% 的两位数增长，但餐饮旅游类上市公司股价则遭受了多重利空打击：禽流感疫情、四川地震以及政府打击三公消费，使得行业整体跑输大盘。但从五月中下旬的数据来看，这些利空因素正在逐步消除，餐饮旅游行业最差的时刻或已经过去。短期来看，目前行业内重点上市公司中公布再融资及股权激励的个股较多，这也将给相关个股带来较好的业绩释放动力，行业内个别上市公司有可能在三季度旺季上演超跌反弹行情；中长期，行业增长趋势不改：大众出游主导，旅游消费升级，门票经济受制等背景下，我们长期看好免税、旅游演艺以及兼具观光、休闲、度假复合模式的景区等子行业发展。

交通运输行业：

航空机场：中长期不具备投资价值

航空：六月以来，航空需求增速有所回升，近期以来航空旅客周转量增速维持在 15% 左右，属于较高水平，但票价水平依然同比下跌较多，比较低迷；中长期而言，航空业在需求增速下滑、供给刚性增



长的情况下景气将逐步下行，同时航空票价在自费旅客占比逐步提升的背景下受高铁的冲击将日益突出，因此行业不具有系统性机会。机场：总体而言，我们认为中国机场行业在需求增速下滑（总体需求增速下滑与大小机场增速分化）的背景下利润增速将较前几年快速增长时期有所下滑，同时目前中国机场行业依然处在固定资本开支的高峰期，维持机场行业“中性”的投资评级。

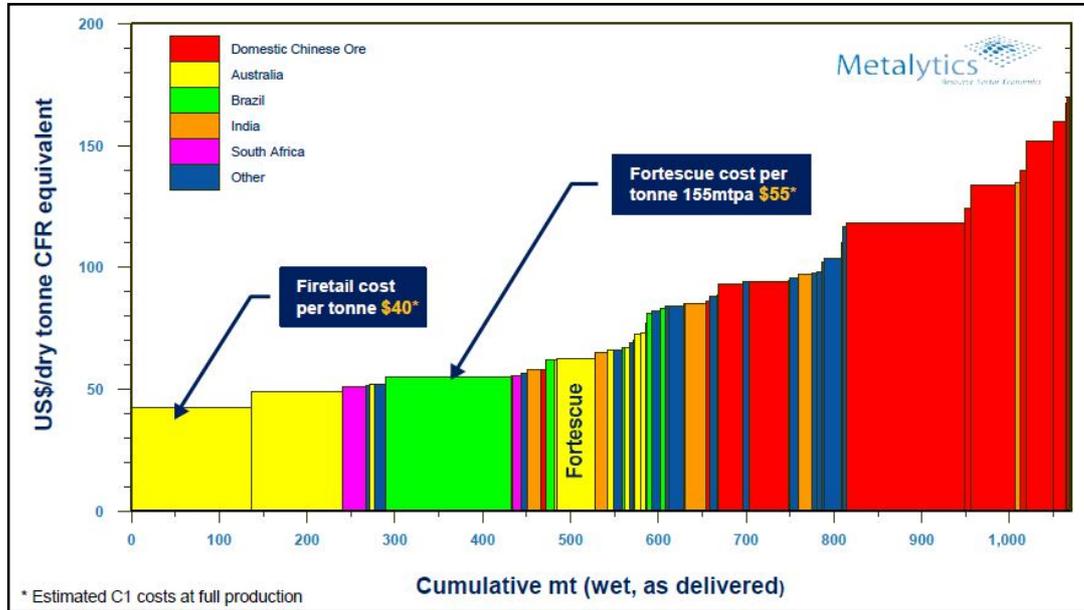
航运：子行业供给分化明显，总需求仍处周期底部

主线：对于下半年尤其是 3 季度行业的判断，我们认为基本面反转基本无望，可以期待的投资机会有 2 个——第一，来自政策面，若拆船补贴政策出台，最乐观假设下可以帮助行业扭亏，或者用吨位税替代所得税，这将极大提升行业估值中枢；第二，矿商按计划投放产能之后，进口矿价格进一步下跌，挤出国产矿生存空间，带动 BDI 回升。相对来看，我们认为第一种机会难以提前把握，而第二种机会则可以参考矿价、产能投放情况进行提前布局和投资。

干散货运输：供给压力环比减轻，等待矿价下跌、挤出效应带来的投资机会。在 2 季度需求低于预期、BDI 低位盘整之后，3 季度需求好转的迹象依然难以很难看到，唯一值得欣慰的一点是供给增速（月度运力交付量）正在回落。但我们认为最大的投资机会仍然来自矿价回落，从图 1 我们可以看到，如果四大矿按照计划投放产能，最先被挤出的就是成本在 120 美元/吨以上的国产矿供给，国内需求从而转化为进口需求，可以增加散货运输需求量，从需求端直接刺激 BDI 的反

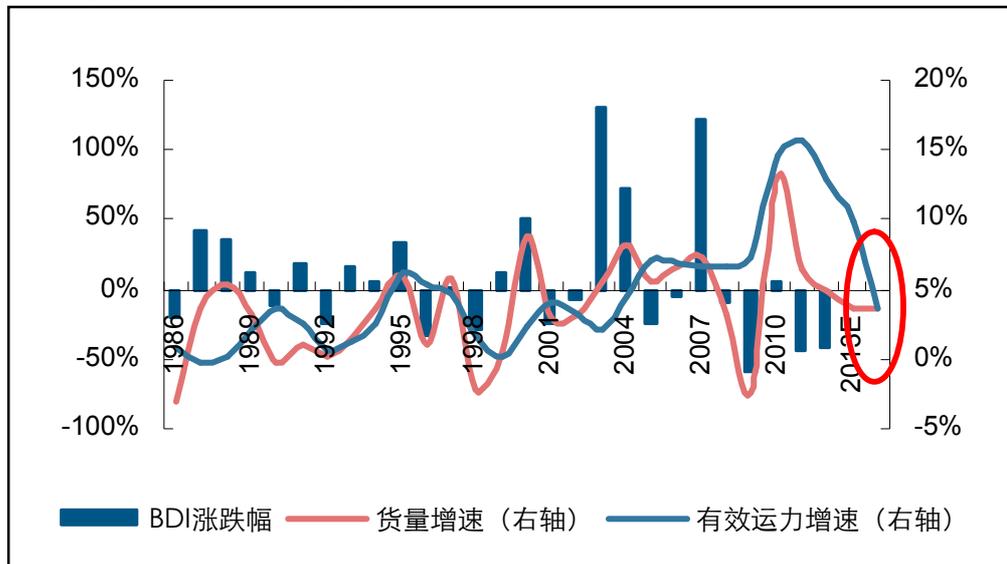
弹。

图 1：全球矿石产能的成本曲线



资料来源：国海富兰克林基金管理公司整理

图 2：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

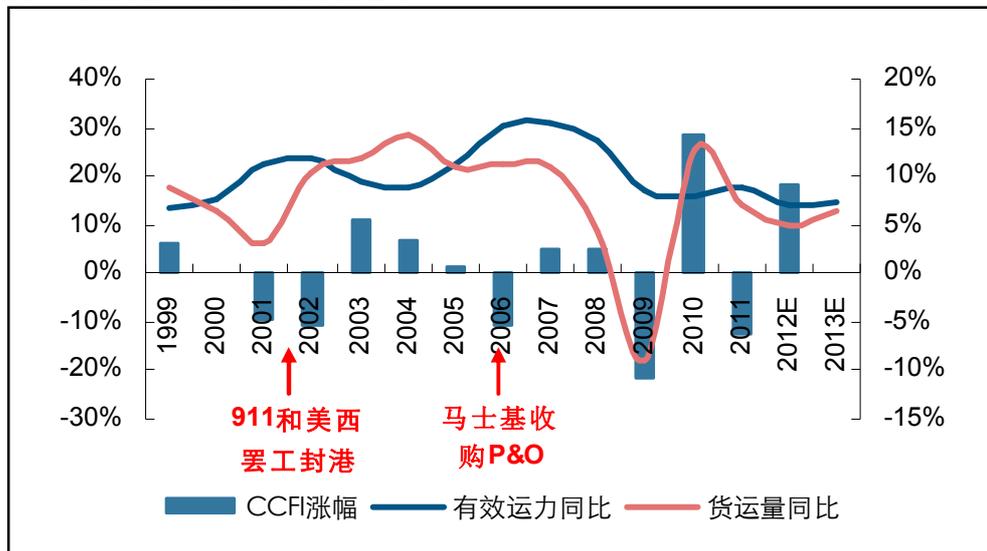
*有效运力为每个月月末运力的平均值

集装箱运输：全年盈利前景黯淡，旺季压力偏大。今年 2 季度提

价效果低于预期主要在于：1) 2012 年行业并未亏损，船东协同度不

高；2）供需形势环比恶化，欧洲需求始终偏弱，而运力交付增速上升，尤其是马士基 1.8 万 TEU 大船陆续交付。从历史上集运板块在 3 季度的表现来看，如果 2 季度装载率较高（经验水平是高于 90%），3 季度出现量价齐升的概率偏高，反之则不然。从目前的情况来看，我们认为 7 月的提价不管能否成功，2013 年全年盈利的概率偏低，超额收益的获得也将非常困难。我们更建议在 4 季度末或者明年 1 季度，视行业亏损幅度和需求回暖程度进行投资。

图 3：集装箱运输行业供需增速对比

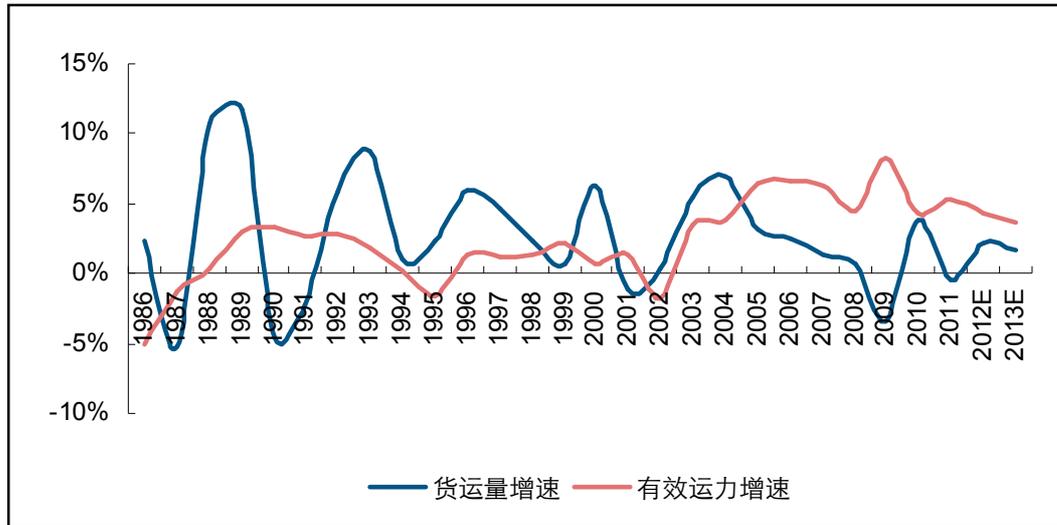


资料来源：Clarksons，国海富兰克林基金管理公司整理

*有效运力为每个月月末运力的平均值

油品运输：后周期品种，唯突发事件可带来投资机会。油运仍然是 3 个子行业中基本面最弱的一个——供给增速虽然不快，但需求恢复慢且受到新能源的冲击。投资面来看，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。我们认为只有出现突发性事件才可能刺激股价的短期表现，比如战争、油价短期暴跌，否则油轮股的股价波动区间将维持低位震荡的格局。

图 4：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：货运受宏观经济影响逐步下滑，继续期待改革红利

始于 3 月份的铁路货运量下滑逐步加深，5 月份全国铁路货运总发送量同比降幅达到 7.2%，宏观经济不佳导致的需求不足仍是其下滑的核心因素。我们认为，煤运干线运输需求或在 6 月下旬开始减弱，预计将延续至下一轮冬储启动，从港口库存来看，在大秦线完成检修后，秦皇岛库存逐步上升至近期的 700 万吨以上，未来有进一步增加的可能，这也可能使得大秦线运输量受到压制。铁路改革方面，铁路货运量的下滑迫使铁路系统加速货运改革，料将通过改善服务吸引潜在货源以减少利益漏出，铁路总公司正在组织打开白货市场空间，但预计对短期业绩带动作用估计有限。市场预期十八届三中全会后有望开启铁路经营层面改革，9 月起或将再现铁路板块主题投资机会。低迷的经济环境、不断攀高的负债率以及逐渐扩大的行业性亏损，也可能促使中央给予铁路行业更为直接的财政支持和更为宽松的政策环境。



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一定程度下滑；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。政策利空或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，未来仍建议关注该板块上市公司的多元化发展业务。