



国海富兰克林 2013 年第四季度投资策略报告

一、宏观分析

三季度的宏观经济展现为增长强于预期、通胀平稳的图景。增长层面，随着政府下限论的表态和稳增长的一系列措施，需求好转的预期再度被激发，同时工业生产开始发力，伴随出口企稳回升，预计经济增长的环比将有所改善。通胀层面，极端天气和节日的影响使得食品环比维持在较高水平，加之非食品环比没有显著走弱，通胀同比水平维持在 2.7% 左右的水平。

展望 2013 年四季度，考虑到增长环比回升的持续性可能不及同期，因此同比回落的压力并未消减。通胀则有望出现同比小幅回升之后回落的状态。

增长：长期的增长问题没有解决，尽管下限论和稳增长的政策推升了短期的经济动能，但不足以解决长期的增长难题。当然，上述判断短期存在一系列风险点，首先，8 月份的数据使得社会融资总量趋势的把握略显困难；其次，QE 退出时点与国内货币政策的相机变动也显得难以把握；再次，政府对于经济增长的态度在三中全会到来之际也存在一定的变数。具体来看，我们对三大需求的表现展望如下：

消费：收入增速决定消费增速的趋势，因而消费在四季度难以出现明显回升。同时，尽管反腐已经进行了大半年时间，即便其对高端消费的压制力度不如之前，但最多表现出企稳的格局。

投资：8 月的投资数据表现为基建高位上升、制造业企稳和房地产回落的格局。我们认为基建投资高位回升的难度太大，制造业投资下降通道没有改变，这两方面将带来投资的下降压力。房地产投资则存在一定的变数，目前来看，房价的上升和较好的销售数据的持续性应该不长，对房地产投资的支撑力在下降。综合而言，投资增速在四季度有望回落。

出口：显然，尽管 QE 的退出节奏在近期慢于市场预期，但并不改变其逐步退出的结论。在这个过程中，发达国家的景气度有望保持目



前的较好水平，改善中国的出口，但新兴市场国家的景气度在QE退出过程中可能出现回落，进而拉低中国的出口。我们认为综合来看，出口增长保持在目前5%左右的水平已属不易。

综合而言，结构性的经济问题难以解决，叠加货币增速回落以及政府保底增长的预期的衰减，使得四季度的经济增长环比走弱，分项则以消费稳及投资回落、出口稳定为特征，进而，同比增速也将出现小幅下降。

通胀：三季度通胀的水平目前来看应当在2.7%左右，其中，食品中蔬菜价格反季节性上涨、猪肉价格连续上涨，使得食品环比居高不下；非食品方面，尽管油价环比和房地产相关价格环比都较高，但去年同期水平也不低，因此同比并没有出现较大程度的上升。展望四季度，我们认为与目前的市场预期相比，在如下方面存在推低通胀水平可能：首先，蔬菜价格是否会保持持续上升的态势，从历史经验来看，在年底蔬菜价格上涨之前往往会出现一段时间的回落，但目前并没有表现出这种特征；其次，伴随猪粮比的持续回升和生猪存栏量的反弹，猪肉价格的上升是否会告一段落；再次，油价短期上涨似乎已经告一段落，而美元位于短期低点，未来大宗商品价格是否有望推低通胀预期。综合来看，通胀在走势上可能保持先升后降，但我们认为幅度可能低于市场预期。

债券市场：

利率：我们前期建议在二季度后期尝试建仓利率品种的判断在三季度承受了较大压力。回顾基本面，通胀高度有限，增长的回落速度不快的判断没有太大误差，但政府对于短期增长下限论的表态使得利率品种收益率难有下降空间。按理，市场应当展现出震荡的走势，然而，利率品种的收益率在三季度大幅走高，这显然难以用传统的基本面因素来解释。在央行收缩银行间市场流动性的举措下，商业银行并没有降低信贷资产以及非标资产使得M2增速回到央行的合意水平，而是降低了对绝对收益率较低的利率品种的配置，使得一级市场偏弱带动二级市场债券收益率持续上升，最终形成利率债大跌的局面。短期内，经济增长中的结构性问题难以解决，极端的信用事件难以爆发，使得利率品种的收益率下降空间有限，但是，随着流动性的逐步稳定，



利率品种收益率有望小幅下降，毕竟之前推高收益率的因素将有所改变。而长期来看，就目前的宏观经济趋势和收益率水平而言，利率品种配置价值显著。

信用：随着资金利率持续上升和信用评级的连续下调加之增长短期回升，高等级和城投债收益率水涨船高，高收益债券收益率先升后降。我们认为资金利率在目前较高的位置再度回升的可能性已经很小，因此高等级和城投债配置价值凸显。高收益债券则难以扭转信用资质继续恶化的局面，其配置时点尚未到来。

转债：本轮股市显著反弹的主要推动因素依然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。随着三中全会的逐步临近，改革预期难以证伪。然而，根据宏观的判断，经济增长的环比改善可能很快结束。因此，主板市场指数的高度有限，如果改革不达预期，未来将面临回落压力。

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。当然，影子银行的规范性问题依然存在较大的不确定性。综合而言，溢价率较低的银行转债相对占优。

二. 投资策略

截至9月23日，三季度市场整体上涨，沪深300指数涨幅12.34%。但行情分化依旧，由大盘蓝筹组成的上证50涨幅为10.35%，而同期创业板指数则上涨31.08%。三季度经济数据有所好转，周期股也出现一定程度的上涨，其中上海自贸区相关的交通运输和金融股表现亮眼；而以新兴产业为主的中小盘创业板仍旧得到市场的追捧，整体表现强于主板。展望四季度，我们认为宏观经济面预计将延续三季度依赖的改善趋势，但大幅向上可能性并不大。流动性可能成为影响市场走势



的重要变量。我们认为美联储开始退出 QE 仍是大概率事件，关键看央行怎样应对，能否保持国内流动性稳定。我们判断市场走势将表现平稳，周期股和成长股均存在机会。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。

从宏观经济走势来看，三季度经济数据好于市场预期。虽然 PPI 处在负数，但降幅有所收窄，PMI 和工业增加值也出现回升；而 CPI 仍然处在较低水平，是较为理想的宏观数据组合。投资增速环比大致持平，消费增速也保持稳定。在二季度出口挤过水分之后，三季度进出口数据均超市场预期，尤为可贵；结合欧美经济数据的好转，预计进出口将继续对 GDP 增长形成正向拉动。三季度经济数据超市场预期，一定程度上缓解了市场担忧中国经济硬着陆的担心。

从政策层面看，政府对于经济结构调整的决心很大，上半年对于刺激政策的克制，以及对于影子银行的打击措施，其程度都超出市场依照以往惯性思维所抱有的预期。特别是 6 月底，银行间利率暴涨，极大的影响了市场的信心。所幸的是，年中政府开始调整政策基调，开始推出微型刺激政策，拉动铁路和城市基础设施，并对中小企业实施减税。其效果在三季度逐步体现出来。与此同时，进一步改革措施也在铺垫中。随着十八届三中全会时间确定，市场普遍预计在本次会议上，将确定中国未来 5-10 年的改革方向。综合各方面的情况，我们政府将缩小对于市场的干预，允许市场在经济活动中起到更大的作用；在金融放开、要素市场化、土地改革和自由贸易等领域将实现突破。我们判断短期政策虽然重回维稳基调，但其目的是为进一步深化改革创造更好的环境，并非重回老路。

三季度策略中，我们提出主要关注流动性和政府的房地产政策。从目前情况看，美国对于 QE 推出较为谨慎，但随着美国经济在四季度逐步走稳，在年内或者明年初开始退出仍是大概率事件。相比其他新兴市场，国内受到的影响要小些；经过 6 月底的流动性紧张局面，我们预计央行的应对将更为稳健，流动性恐慌重现的可能性并不大。但流动性仍是我们重点观察的指标之一。在房地产方面，政策变动并不



多；而地产销售情况较好，带动开发商拿地热情重燃，土地市场较为活跃。我们对于四季度房地产投资的担心较小。

我们预计四季度经济数据大概率仍将延续三季度以来的改善趋势。投资方面将稳中略升，地产投资稳定，制造业投资随着阶段性库存去化接近尾声而略回升，基建仍将是政府调节投资增速的重要手段，预计将大致平稳。四季度消费旺季来临，预计也将略有回升。进出口方面，预计欧美市场的表现将好于新兴市场的表现，整体保持平稳甚至继续回升。我们对于四季度经济运行保持平稳的信心较大。

我们预计四季度市场稳中有升，周期股和成长股都存在机会。考虑到未来几年经济增速下台阶还是大概率事件，周期股整体的机会不大；但随着改革措施的推行，周期股中受益于改革方向的板块仍将存在机会。成长股目前估值水平相对较高，但其代表新兴产业和改革所鼓励的方向，预计在未来 2-3 年成长股的相对表现仍将存在。

后续我们建议继续关注十八届三中全会，重点观察流动性变化。品种方面，我们重点看好中低端消费、环保、医疗保健和信息消费等方向；周期股中，铁路等受政策拉动值得关注，以及受益于新改革措施的品种。

三. 行业分析

金融业



银行业:

3 季度银行板块受优先股试点的市场预期和连续 2 个月有所好转的经济指标刺激,走出了不错的估值修复行情,板块静态估值由低谷时的 0.7 倍逐步恢复到 0.9 倍左右。与上一轮银行板块行情不同的是,本轮的领涨银行不是以小微金融和金融创新为特色的民生和兴业银行,而是上海自贸区概念的浦发银行。板块中的多数银行在这一轮估值修复行情下也取得了 10%-20%的涨幅。

展望四季度,我们认为银行板块重复去年底和今年初的反弹幅度难度较大,理由是当时的 2-3 个月期间的资金流动性处于非常宽松的状态,而在接下来的一个季度资金流动性超宽裕的可能性较小。但如果后续经济指标继续好转,板块的修复空间仍然存在。毕竟在现有的估值水平下,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,部分银行的分红率在 5%左右。所以我们认为目前银行板块仍具有一定的投资价值。而估值是否能在短期内得以大幅提升取决于市场流动性状况和市场情绪的影响。

作为传统行业,板块在互联网金融和金融市场化改革的预期下 ROE 将持续走低。但我们认为在行业的这两个大趋势下国内银行未来将出现分化。部分优秀的银行将会前瞻性的利用行业发展的这两大趋势在未来五年进一步提高市场份额,而另一部分银行可能因固有的保守思路失去传统的客户资源。未来我们看好在互联网金融领域和金改领域内有思路有改革和创新意识的优秀银行。

保险:

未来一个季度我们认为行业基本面仍将维持目前的低迷状况。

虽然 3 季度终端的保费收入表现符合市场预期,但明显改善的希望仍然难以预见。且从今年的新保单价值来看,保单的销售回暖在很大程度上是保险公司以利换量的策略。从长期来看,保险新保单未来回暖



客户的收益率将进入上升通道, 保险行业甚至比银行业面临更大的“利差”收窄风险。从监管层面来看, 我们认为未来预计利率改革仍将向着不利于保险公司的方向进行。

保险板块的短期刺激因素在负债端难以显现, 可能性更大的是来自资产端的股权与债券收益情况的波动, 而保险股的这一特性使得其贝塔属性较高。

证券业:

长期来看我们认为证券行业在这一轮金改中将受益于行业加杠杆的路径从而实现 ROE 的提升。近两年行业快速发展的融资融券和通道业务给行业内公司开辟了重要的新业务领域。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。

但短期来看, 券商业绩仍难以摆脱二级市场交易量波动和阶段性涨跌的影响。在经纪业务上, 受监管部门对非现场开户业务的放开和新型营业部设立的松绑, 佣金战仍不可避免, 我们预计佣金率将继续在底部徘徊。而对部分区域性券商来说, 随着全国性大型券商的渗透, 预计未来 1-2 年佣金率的下降幅度可能较大。由于去年债券收益对券商整体利润贡献度较大, 因此今年贡献度超越去年的可能性较小。所以短期来看, 市场交易度的活跃对券商板块的影响仍是最大的决定因素。

房地产业

进入三季度, 地价、房价的持续上涨再次给板块带来政策压力, 也在降低行业的预期盈利能力, 这也是我们认为板块很难有持续大的行情的主要原因。但较好的行业基本面和很低的估值水平, 让我们有信心看一波“逐渐进入年底时的估值切换行情”。尽管成交量的同比增速还在收窄, 但全年成交量仍可能增长, 龙头公司今年的销售金额

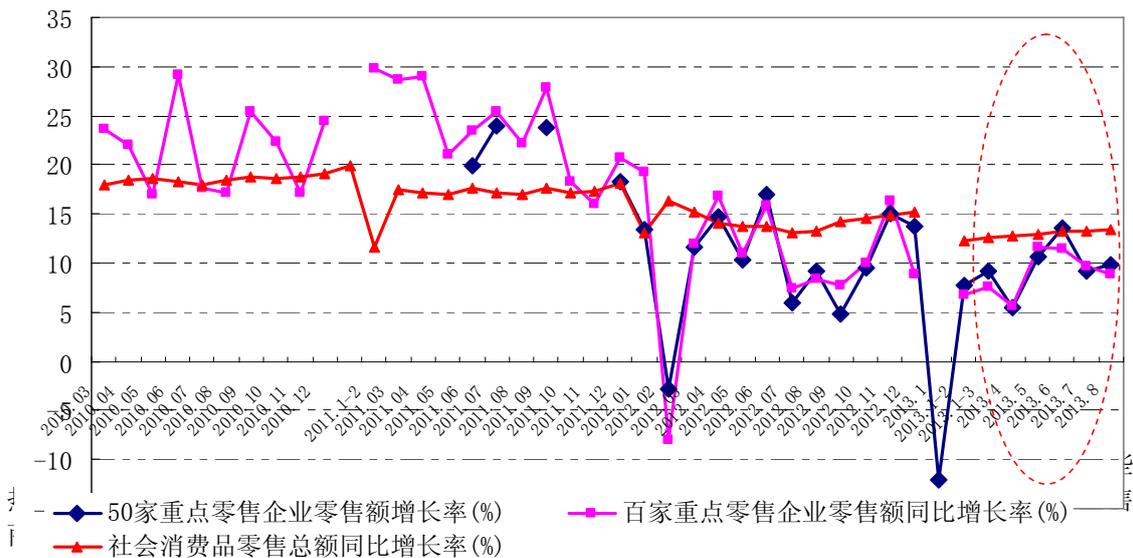


也有望达 20%左右的增长，明年的结算业绩在逐渐被锁定，预计今年业绩增长将会带来越来越低的估值水平，股价应该会对业绩增长给予正面反应。同时，成交量的催化剂也还有很大可能出现。另一方面，农村土地制度改革预计在三中全会后有明确的实施方案，土地所有权市场是城市增量土地的源头，农村集体建设用地流转将是打破城乡发展二元结构以及有效增加土地供应的最有效的办法，这也是决定城市房价远期价值的重要因素，值得重点跟踪。总体来看，我们认可地产股的配置价值，食之有味弃之可惜。

零售行业

商贸行业——2013 年第四季度零售行业基本没有大的机会

从我们长期跟踪的 50 家重点零售企业和百家重点零售企业月度数据来看，7 月份和 8 月份的数据仍然在低位盘整，甚至在 7 月份创出了阶段性低点。中长期来看传统零售企业所面临的整个行业增速放缓、电商分流、购物中心分流等等都负面因素仍然存在，但从 7 月份之后随着苏宁云商的上涨，带动了整个零售板块的上涨，热点主要集中在上海自由贸易区、金融改革、传统零售“触网”等等，带动了整个零售板块的走强。





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，我们对行业未来整体的销量增速保持谨慎乐观，预计行业未来收入保持小幅增长。白电：需求减弱，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：竞争更加激烈，多家互联网企业为了争夺电视屏，推出低价智能电视，抢占用户，传统电视机厂商的应对方式只有牺牲利润抢占市场。

煤炭行业

炼焦煤：钢厂补库结束，未来还看钢铁产量

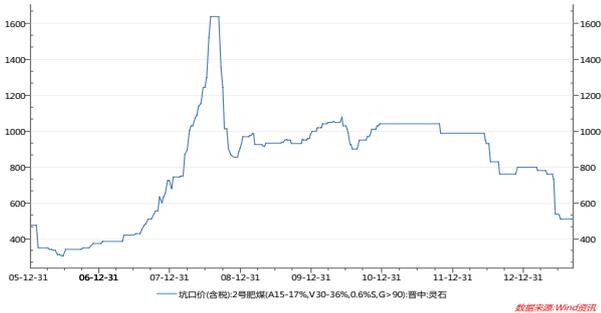
需求端：一，9月钢厂焦煤补库完成，焦煤库存天数达到历史高位18天，四季度有去库存的风险。二，9月中旬全国钢铁日产量212万吨，接近年初高点220万吨。从历年季节效应看，四季度钢铁产量难以创新高，维持在210万吨左右。基于以上两点，四季度焦煤需求有可能下降。

供给端：澳洲硬煤四季度合约价152美元，环比上涨7美元。折算成我国港口到岸价1193元，比京津塘港山西主焦煤1140元高53元（今年4-7月焦煤进口煤价差为-89元）。由于进口煤价格上涨，减少进口供给，将有力地支撑国内焦煤价格。

焦煤价格：四季度进口煤价上涨将支撑国内煤价，但国内钢厂去焦煤库存将打压煤价。两个因素叠加，预计四季度焦煤价格持平，京津塘港口主焦煤价维持在1100元/吨左右。

图 1: 山西灵石肥煤坑口价 (含税) 元/吨

图 2: 钢厂焦煤库存 万吨



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

图 3: 全国钢铁产量 万吨



资料来源: WIND, 国海富兰克林基金

图 4: 澳洲硬焦煤和唐山主焦煤港口(含税) 元/吨



资料来源: WIND, 国海富兰克林基金

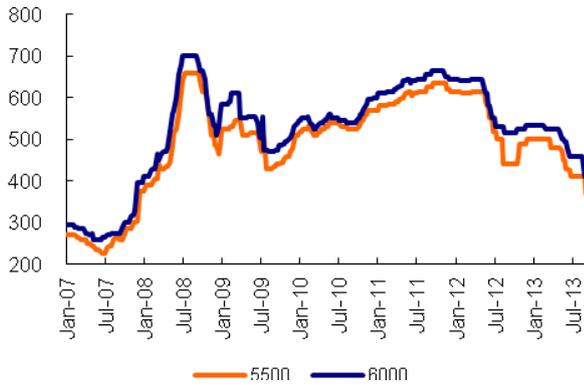
动力煤: 市场化推手隐现, 利于行业长期发展

13 年二季度以来, 以中国神华为代表的动力煤企业主动降低动力煤价格, 9 月中旬秦皇岛 5500 大卡价格由年初 630 元/吨下降 17%, 至 525 元/吨。2013 年是取消动力煤价双轨制的第一年, 产能过剩问题完全由价格市场化来解决, 符合新一代领导人的经济体制转型大方向。从长远来看, 有利于煤炭行业健康发展。

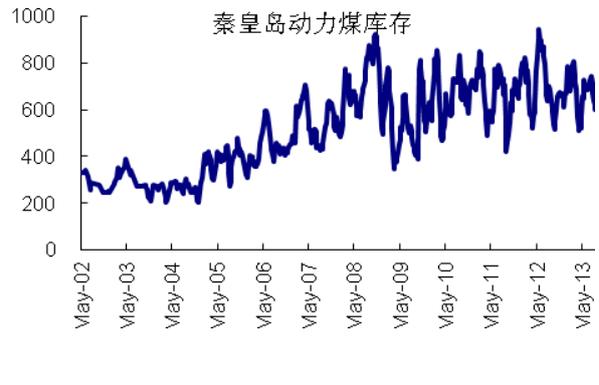
四季度支撑动力煤价的因素: 一, 10 月 5 日-19 日大秦线检修, 供给受到运力限制。二, 秦皇岛库存低于均线 650 万吨, 9 月中旬仅 609 万吨。但是需求短期看不到大幅增长的趋势, 预计四季度 5500 大卡动力煤价在 500-530 元/吨之间震荡。

图 5: 秦皇岛 5500/6000 大卡动力煤价格 元/吨

图 6: 秦皇岛动力煤库存 万吨



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

四季度煤价难以超预期，给予板块“中性”评级

预计四季度焦煤价格和动力煤价格均在底部徘徊，对应股票 13 年业绩难以超预期。目前煤炭板块估值处于历史中位，焦煤板块 PE17.9X；动力煤板块 PE10.2X。给予四季度煤炭板块“中性”评级。

IT 行业

信息设备行业

3 季度申万信息设备指数上涨 28.76%，同期沪深 300 指数上涨 12.34%，信息设备板块大幅跑赢市场。国内 4G 投资预期和宽带中国战略发布推高通信设备板块预期，安防监控投资拉动安防设备板块持续成长。

4G 投资将贯穿未来两年，宽带中国战略继续推进，预计明年通信设备板块将进入营收确认高峰期，我们看好通信设备板块跨年行情。

安防监控投资依然处于景气周期，国内安防设备企业已经形成了强大的竞争优势。安防设备企业在国内安防监控市场仍然具有成长空间，进军国际市场又打开了新的市场空间，我们看好安防设备板块持续成长表现。

信息服务行业

传媒互联网龙头公司格局都比较大，各龙头公司都在积极进行横向和纵向拓展，希望抓住目前的有利时机加快速度做大做强。我们看



好四季度传媒结构性牛市，未来国际化的综合型传媒娱乐集团和整合营销传播集团将更多从已上市的龙头公司中产生。软件公司方面，智慧城市依然是贯彻未来 2-3 年的政府投资的重点，建议关注受益智慧城市建设的公司。

电子行业

3 季度申万电子指数上涨 14.78%，同期沪深 300 指数上涨 12.34%。3 季度电子板块小幅跑赢市场，在 TMT 整体板块中表现一般。智能终端产品旺季出货正常，高端产品创新乏力压制消费电子板块表现；LED 照明需求进入成长期，推动产业进入良性发展周期。

苹果发布智能手机 iPhone5C、iPhone5S，定价策略和产品创新力度低于消费者预期；三星发布智能手表，创新力度也乏善可陈。短期内，我们对消费电子板块持谨慎态度，但看好明年谷歌、苹果新产品创新力度，在调整完成后选择能够完成估值切换个股，等待跨年行情到来。

LED 照明需求增长推动行业进入景气周期，看好行业未来三年表现。我们对 LED 板块持乐观态度，看好具备规模优势的上中游企业和品牌优势的下游企业。

汽车行业

今年 1-8 月，汽车累计销量达到 1394 万辆，累计同比增长 11.7%，保持了两位数以上的增长。其中，乘用车增长 13.1%，SUV 增速仍然较快，达到了 42.6%。商用车同比增长 6.4%，其中客车增速近几月回落，累计同比增长 6.5%。卡车从 4 月份开始实现了正增长，1-8 月重卡累计同比增速达到 12%。

乘用车： 1-8 月乘用车产销分别完成 1135.11 万辆和 1125.60 万辆，同比分别增长 13.35%和 13.08%。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 10%，但低于乘用车的增速。1-8 月，中国品牌乘用车销售 451.66 万辆，比上年同期增长 12.7%，低于乘用车总体增长速度 0.4 个百分点。占乘用车销售总量的 40.1%，比上年同期下降 0.1 个百分点。从 1-8 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 10%，降幅继续收窄；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 1-8 月累计市场份额分别为 19.9%、15.2%、12.4%、9.1% 和 3.1%。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：1-8 月商用车产销分别完成 266.11 万辆和 269.16 万辆，分别比上年同期增长 8.4% 和 6.8%，产量增速比前 7 个月略有回落，销量增速基本持平。在商用车品种中，半挂牵引车产销增速分别为 27% 和 21.3%，增速比前 7 个月继续提高；客车和货车增速有所回落；货车非完整车辆增速高于前 7 个月水平；客车非完整车辆低于上年同期。随着宏观经济阶段性企稳，部分优质商用车企业可能会有交易性机会。

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年以来医药行业涨幅名列前茅，但主要是在上半年完成的。今年下半年医药行业受到1)反商业贿赂；2)各地招标政策变化等的影响，走势疲软。截至到9月22日，医药指数上涨27.1%，同期沪深300指数下跌-1.9%，跑赢大盘29个百分点。

1-7月行业数据平稳，环比略有改善：2013年1-7月份，医药制造业整体的销售收入同比增长19.20%，利润总额同比增长16.87%，总体继续保持较快增长趋势。从分月度数据来看，1-7月份行业收入同比增速比1-6月份下降0.4个百分点，利润同比增速提升0.29个百分点。从1-7月份行业运行数据来看，我们认为行业运行趋势良好，虽然行业8月份后有可能受到反商业贿赂事件的短暂影响，但我们认为该事件对行业的影响只会限于短期，预计全年仍有望保持较快增长。

广东招标政策有所缓和。1)取消合并剂型招标，终稿较征求意见稿有所修正：这次方案中剂型分组数量从征求意见稿中的20个，恢复到传统的分组规则的40个，这一政策修复大大缓解了同通用名不同剂型之间的招标竞争；2)取消两票制；3)部分量大且报名企业数量多的品种允许分区域中标，减小了大普药的价格竞争压力等。今年药品招标最大的政策变化落地。另外，很多大中型企业获得广东的单独定价权，这将在招标中处于有利的地位。

从投资的角度而言，目前医药行业基本面情况良好，应该可以期待估值平移的机会。未来行业趋势必然恒者恒强，我们需要找的是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，因此我们会关注第四季度水泥股的投资机会。

化工行业

2013年，国内外经济依然疲弱，上半年国内GDP增速仅为7.6%，同比下滑0.2个百分点，其中工业GDP增速仅为7.3%，同比回落0.9个百分点，因此，化工行业下游的整体需求不行。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。三季度与二季度相比，改善有限，10月旺季有望有小幅反弹，但空间预计有限，后面进入淡季，预计难有表现。

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。由于近期原油价格温和上行，三季度业绩环比将改善，展望四季度，



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，虽然固定资产投资增速有所下降，但依然维持在 15%左右，价值需求疲软，产能过剩将加剧，因此整体难有机会，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。氨纶由于新增产能很少，供需偏紧，景气度处于上升阶段，染料、农药等下游需求刚性、环保因素导致供给收缩。

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。

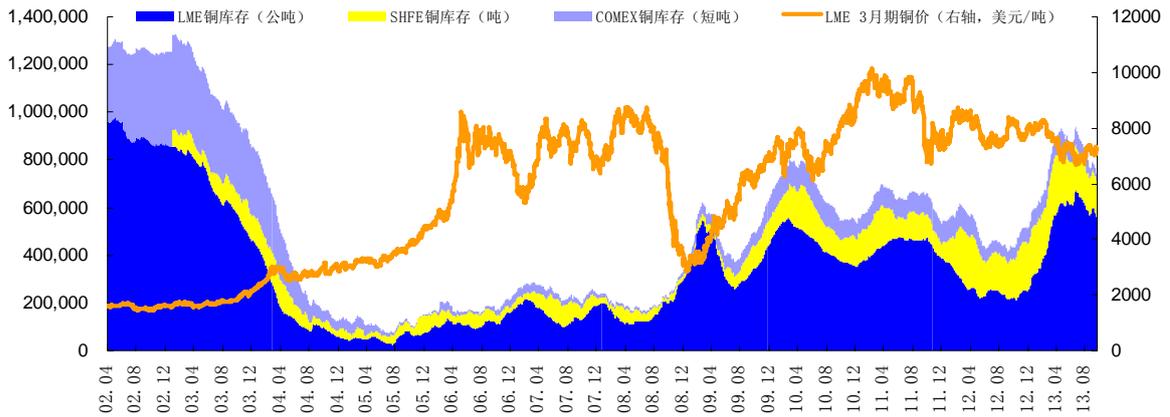
水利工程：“十二五”期间水利的总投资大概要达到1.8万亿左右，主要用于四个方面，其中用于农田水利建设资金约占20%，防洪工程、水资源配置和城乡供水能力提高工程，以及水土保持和生态建设资金分别占38%、35%和7%。一般农田水利、城市供水系统以及水土保持项目单体规模较小，大型水利项目主要集中在调水工程、江河治理和防洪工程等。市场容量方面，按照2011年3000亿的投资规模，如果规划的投资能够落实的话，未来四年还需投入1.5万亿，未来四年的年均复合增长率大约为10%。建议继续关注围海造田和水电建设方面的主题性机会。

有色金属行业

纵观三季度金属市场的价格表现，受美元走弱、美联储退出QE政策利空逐渐消化以及中国经济先行指标走强等多重影响，各种工业金属价格总体有所走强，表现稍好的金属是锡和铜；过剩品种如铝铅

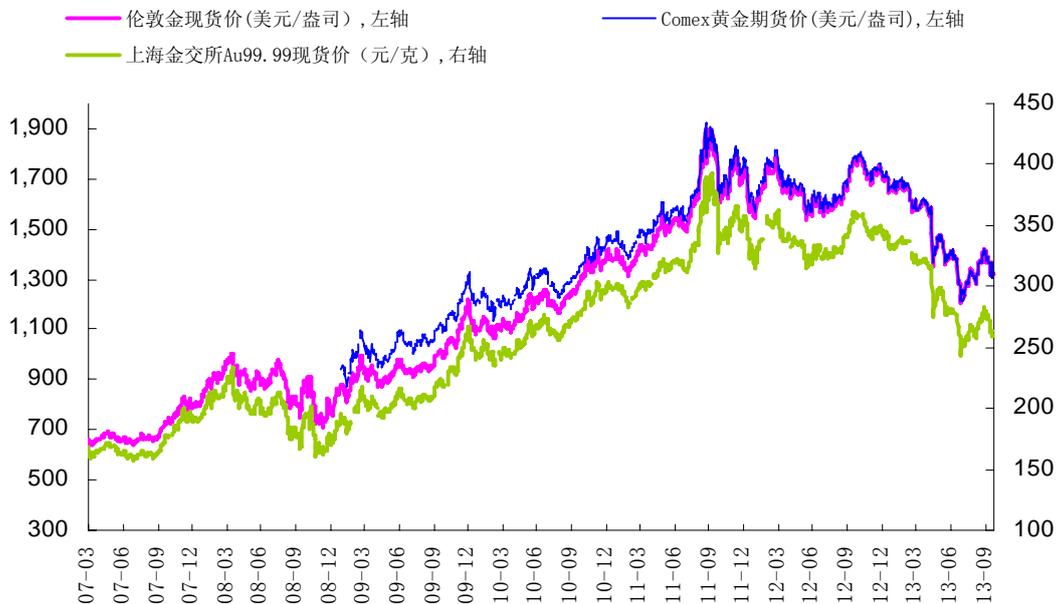
锌等短暂表现后又重现疲态。黄金价格出现反弹，从6月份1180美元/盎司的阶段低点最高反弹至1433美元/盎司附近；小金属方面，受打击私采盗挖等一系列政策影响，稀土价格涨幅较大，轻稀土镨钕从底部反弹约30%，重稀土镝价则录得近翻番的涨幅。

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

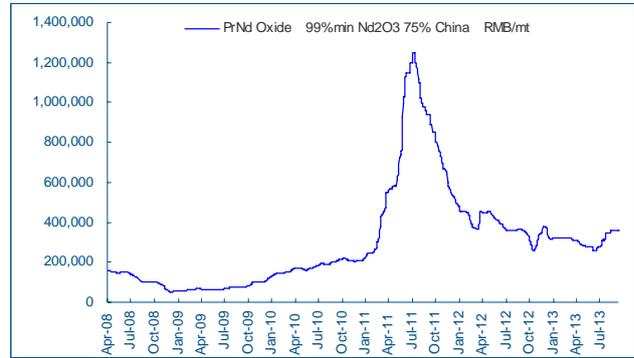
图表2: 全球黄金价格走势



资料来源: Bloomberg, 国海富兰克林基金研究部

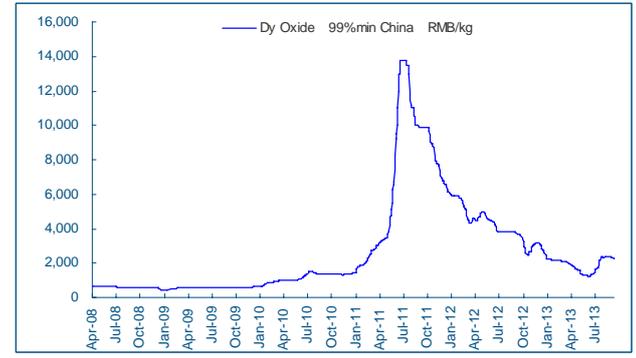


图表3: 氧化镨钕的价格走势



资料来源: 国海富兰克林基金研究部

图表4: 主要中重稀土品种的价格走势



资料来源: 国海富兰克林基金研究部

工业金属库存方面, 各种品种走势出现一定分化, LME 铜库存高位回落, LME 铝库存维持高位, LME 铅库存快速下降后有所反弹, LME 锌库存高位下降, LME 镍库存大幅上升, LME 锡库存基本稳定。从库存角度看工业金属总体需求有所恢复。

展望 2013 年四季度, 我们看好的投资品种和建议采取的投资策略归纳如下:

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, 目前汽车、风电、节能电梯、消费性电子等领域需求有所回升。鉴于 Q4 一般为汽车和电子的消费旺季, 四季度末稀土永磁材料的开工率有望继续回升。从供给端看, 6 月以来, 南方稀土开始严厉打击私采盗挖, 另在 8 月 15 日, 工信部发文称将联合八部门开展为期三个月稀土专项行动, 打击稀土开采、生产、流通环节违法违规行为, 受此影响, 各类稀土产品价格有所回升, 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, 我们认为稀土永磁子行业表现将强于行业指数。

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。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，目前位置会有一定的成本支撑，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/盎司以下将会有一定的成本支撑。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虽然总体有所降低，但总体还是处在比较高的水平，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

四季度电力板块预计盈利情况环比增长，但下调上网电价的阴影已经由担心变为现实，压制火电板块估值上行和未来盈利改善的想象空间。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，全年来看在上网电价下调之前，度电净利润将保持稳定，短期来看四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已经变为现实，环保政策的趋严又抬高了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，在这样的背景下很难出现较好的投资机会，给予中性评级，继续关注。



电力设备行业

三季度电力设备行业表现好于整体市场，但行业内的分化较为严重。以电网公司为主要客户的输配电设备公司表现落后，而电网外客户为主的公司表现较好。

电网公司的定位一直存在争议，输配分离作为电力改革的第二步，迟迟没有迈出。随着新一届政府的上台，电网公司的改革争论再次浮出水平。市场也受此影响，出现大幅波动；一季度曾经大跌，目前阶段市场的预期也同样较为悲观。抛开情绪影响，电网投资数据今年的表现不错。2011年，行业因产能过剩而需求缩减导致的产品降价；但从2012年开始，招标价格一直处在回升通道，并开始逐步反映到上市公司的报表中来。我们继续看好输配电板块。

电网外，我们继续看好新能源和工业自动化方向。太阳能和风电在行业基本上有所改善，上网电价补贴政策趋于明朗，而产品降价接近尾声，预计相关上市公司的盈利恢复较为确定。工业自动化是我们长期看好的产业方向，人工替代和工艺水平的提升，都将拉动工业自动化产品的需求。我们继续建议关注上述两个方向的上市公司。

同时我们注意到，在政府提升城市基础设施水平的指引下，配网方向的投资也有望成为未来2-3年的重点投资方向，我们建议重点关注。

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。

展望今年四季度，（1）挖掘机行业原本预期的同比回暖幅度不大，销售数据依旧疲弱，市场仍需等待领先性指标——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，另外需要担心的是拖机率和违约率的上升，可能会给相关公司带来财务上的压力。尤其是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和估值提升的重要因素，去库存过程仍然漫长。（2）混凝土机械。基建情况好于房地产且存量在建工程有保障，使得存量混凝土机械业务尚可，但存量机器的收益率仍然处于低位，制约新机采购，去年销售的透支为今年进一步增长制造了基数上的困难。该机种相对其他工程机械对基建复苏的反应滞后，随着进入销售淡季，预计13年四季度的销售情况仍不乐观。

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。三季度由于估值处于高位，短期事件刺激较少，整体板块表现平稳，等待年底估值切换。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。

煤机板块长期平稳，短期缺乏触发因素。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合采比例的提高，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。展望四季度，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 第四季度白酒企业还在继续煎熬，食品股保持强势

食品饮料第三季度因为政府三公和反腐持续保持高压状态，白酒股继续走低而食品股继续走强。展望第四季度，我们总体上还是认为白酒企业还要继续煎熬一段时间，业绩达到预期甚至超预期的食品股还将继续走强

白酒行业：2013 年第四季度仍将处于煎熬期

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。二季度的报表已经反映了整个行业的增速急剧放缓、上市公司的预收账款也下降到历史低点，现金流量表的销售货物收到现金科目也都是大幅度负增长，说明上市公司的现金流已经极度恶化。未来三季报和四季报应该也有比较大的压力。而目前政府对规范三公消费，反对腐败的管控还是处于高压状态，中秋节的销售也不是很旺。我们认为在明年三公背景不变的情况，靠纯居民消费和纯商务消费还是能带来一定的增长，但反映在报表上要到 2014 年的第二季度了。我们认为终端销售不旺，经销商渠道的库存压力还是需要较长一段时间来消化。

低价快速消费品行业的行业前景：

展望 2013 年第四季度，我们认为主要行业龙头公司还是继续保持强势，我们比较看好乳制品龙头、肉制品龙头、啤酒行业龙头和调味品行业公司。

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品牌玩具商将获取更多的市场份额。

餐饮旅游行业

餐饮旅游行业：长期趋势向好，短期期待旺季行情

暑期以来，休闲度假目的地旅游市场呈现高景气，中秋数据表明景气度延续，政策促进旅游行业发展预期增强：1. 暑期景区客流增速与酒店经营指标均有回升，休闲度假目的地景气高，预计9-10月旅游旺季行业高景气将保持；2. 旅游法即将实施，规范行业发展，未来行业将受益于制度完善和需求爆发。上半年的利空因素已经逐渐消除，餐饮旅游行业景气度正在好转。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；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: 供给端, 考虑飞机退出因素, 预计今年增长 13%, 明年增长 11-12%, 15 年有望降至 10% 左右, 行业的需求增速能否持续在较高水平, 并且能否带来票价水平降幅的持续缩窄是判断行业拐点的关键。我们判断未来航空的弹性将主要来自于淡季, 而淡季的改善必须依靠商务需求的回暖。8 月的好转主要还是旅游需求旺盛导致, 而 9 月份的数据表明, 行业商务需求仍然比较弱, 在没有看到商务需求回暖的情况下, 行业难言反转。中长期而言, 航空业在需求增速下滑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 4 季度行业的判断, 可以期待的投资机会仍很有限:

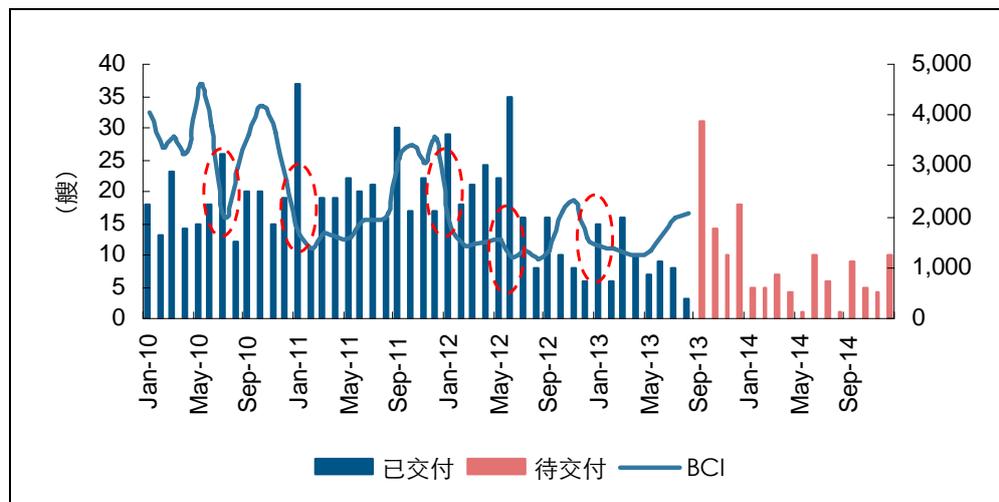
第一, 来自政策面, 我们预计 4 季度出台的概率很高; 若拆船补贴政策出台, 最乐观假设下可以帮助行业扭亏, 或者用吨位税替代所得税, 这将极大提升行业估值中枢; 第二, 矿商按计划投放产能之后, 进口矿价格进一步下跌, 挤出国产矿生存空间, 带动 BDI 回升。相对来看, 第一种机会赌的成分更大一些, 但确实时间点已经临近, 而第二种机会可以参考矿价、产能投放情况进行提前布局和投资。

散货运输: 基本面最低点已过, 但 4 季度仍有最后一波运力小高峰。3 季度末 BDI 的强势反弹唤醒了市场对航运牛市行情的记忆, 但是单单放眼 4 季度来看, 现实并没有那么的乐观。原因在于, 9 月份航运股 (主要是散运) 的飙涨主要是来自: 1) 20 个月以来首次出现了某一船型运价高于盈亏平衡点; 2) 中长期来看, 散运行业大的利空



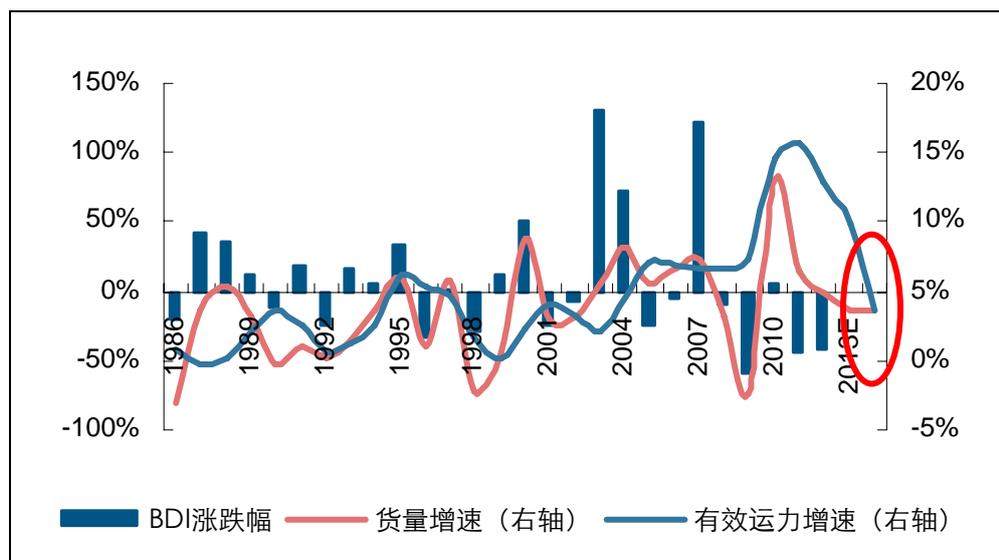
基本出尽，产能利用率逐年下滑的态势很可能会从2014年起改变。但是，如果我们看得短一些，4季度的运力压力其实不小，9月将会迎来今年最高的海岬型船交付高峰（单月预计31艘），10-12月分别还有14、10和18艘Capesize交付，明显高于今年1-8月月均9艘的交付水平。而从历史上来看，交付量在短期与运价是呈明显反比的，除非出现了超预期的需求回暖，但目前来看概率偏低。

图1：海岬型船月度交付艘数和BCI月度均值



资料来源：Clarksons，国海富兰克林基金整理

图2：散货运输行业供需增速对比

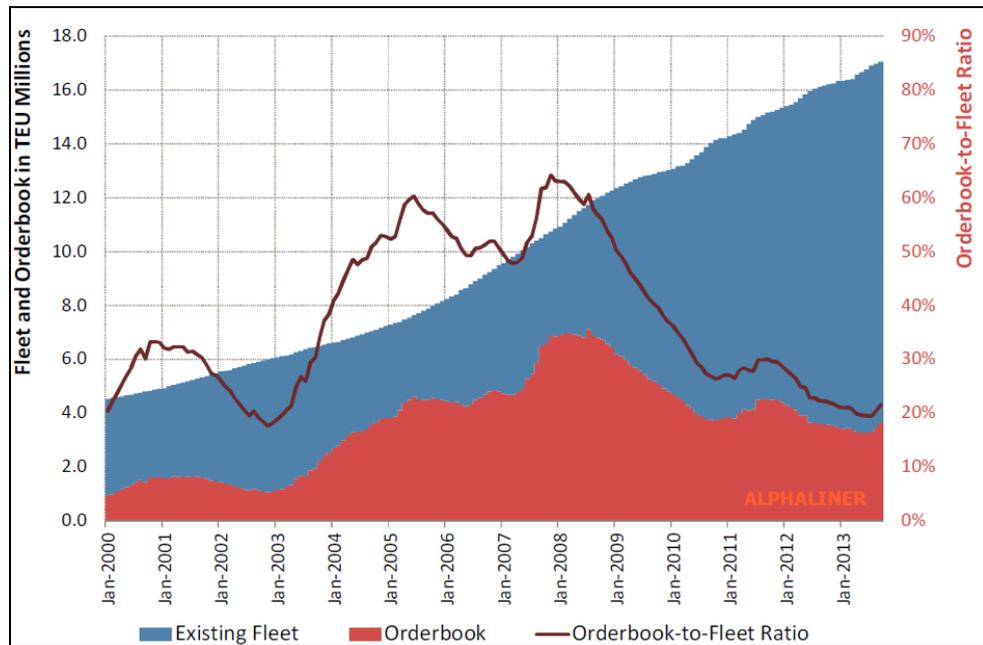




资料来源: Clarksons, 国海富兰克林基金整理 (有效运力为每个月月末运力的平均值)

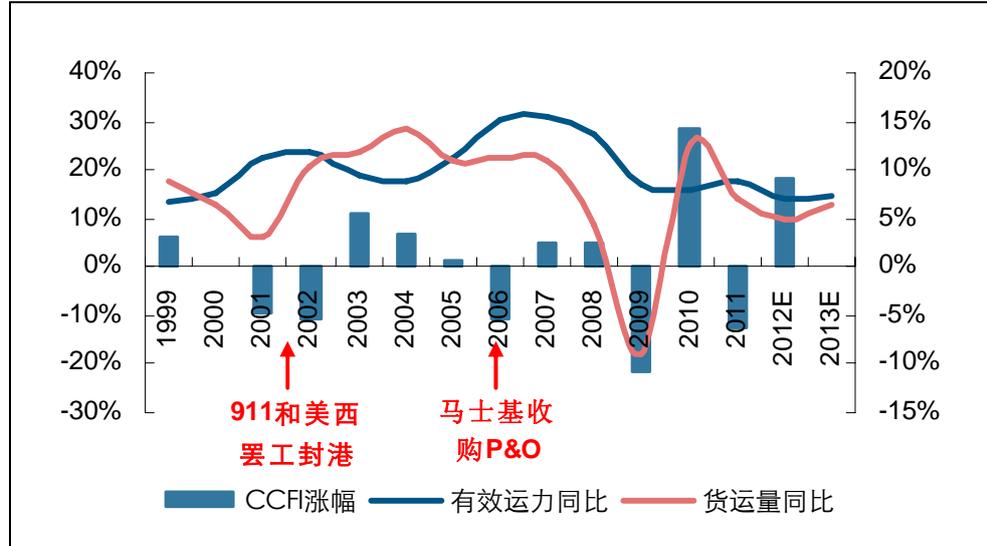
集装箱运输: 全年亏损+复苏周期放缓, 4 季度择机而动。有 2 个原因使我们不看好集运今年的表现: 1) 3 季度尽管偶有提价成功, 但是由于旺季之前 (6 月底) 的运价基数太低, Q3 的业绩将同比下降, 保持在盈亏平衡点附近, 而全年将出现行业性的主业亏损; 2) 随着马士基的 1.8 万 TEU 超大集装箱船今年投入运营, 更多的船东开始效仿下大船订单, 集运业的订单/现有运力比指标已经出现回升, 这将延缓行业的复苏周期。所以, 全年亏损+复苏周期放缓使我们无法对集运乐观, 但是, 航运股的投资永远不能只着眼于行业本身, 尤其对于一个身处外需产业链的板块, 在基本面见底的时候 (今年 4 季度), 也是观察需求是否有超预期因素的最佳机会, 而且此时的机会成本也最低。

图 3: 集装箱运输行业在手订单/现有运力比值历史走势



资料来源: Alphaliner, 国海富兰克林基金整理

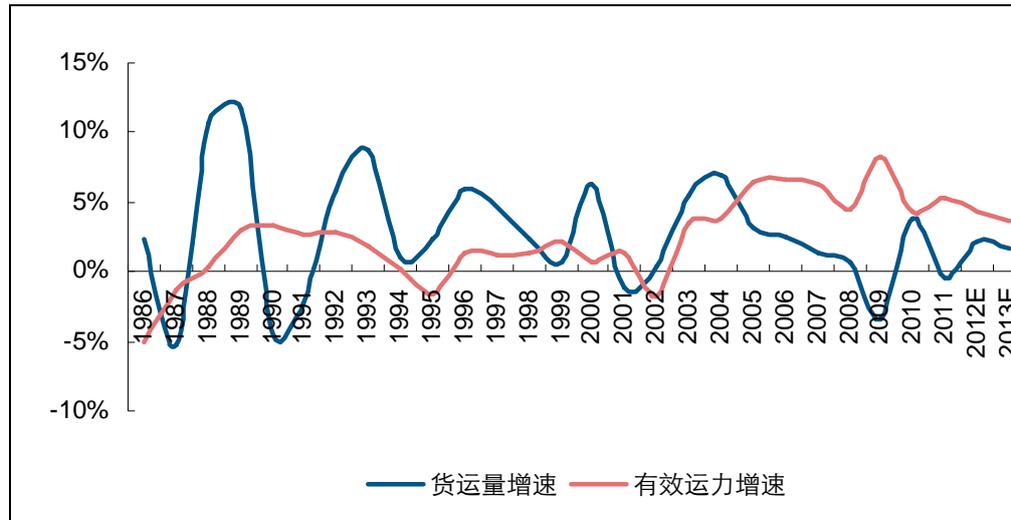
图 4: 集装箱运输行业供需增速对比



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+需求疲软, 唯突发事件可带来投资机会。作为 3 个子行业中基本面最弱、更偏后周期的子品种, 油运的市场关注度和业绩预期都非常低, 市场唯一关心的叙利亚问题在近期也得到了缓解, 使行业出现交易性机会的希望也基本破灭, 但类似突发事件仍然是目前油运行业最现实的投资机会来源。4 季度虽是油运的传统旺季, 但鉴于需求过于疲弱, IEA (国际能源署) 在 8 月预计 2013 年全球原油需求增幅仅为 1.0%, 维持对油运的中性观点。

图 5: 油品运输行业供需增速对比



资料来源: Clarksons, 国海富兰克林基金整理 (有效运力为每个月月末运力的平均值)

铁路：“33号”文带来行业持续性投资机会

未来几年持续大规模的铁路建设、巨大的债务负担和还本付息压力、以及铁路持续扩大的亏损已经成为压在铁路身上的三座大山，既要继续大规模投资建设短期内难见效益的中西部铁路，国家财政又很难做出实质性的支持，从大方向上来判断，国家能给的只有政策——给予铁总足够的政策支持，让铁总自己向市场找钱，这也是33号文出台的背景和目的。我们预计，未来政策面会持续释放利好，并且将实质性的改善铁路的基本面，而33号文也是为了解决铁路的这三座大山而量身定做的：1、通过成立铁路发展基金，吸引多方资金，来解决铁路未来两年建设资金来源问题；2、通过运价改革，将过分压低的运价水平往市场化方向改革，并且改善管理，解决铁路的中长期盈利问题；3、借鉴地方政府土地财政政策，通过土地综合开发，来解决铁路未来几年巨大的还本压力问题。33号文是未来数年铁路改革的统领性文件，通过这三位一体的方案来综合解决铁路存在的问题，后两者将推动铁路全面的客货运价改革以及土地综合开发，从而对铁路类上市公司带来持续的投资机会，我们给予铁路行业“买入”评级。

公路：估值仍受压制



国海证券

国海富兰克林基金管理有限公司

FRANKLIN TEMPLETON SEALAND FUND MANAGEMENT CO., LTD.



FRANKLIN TEMPLETON
INVESTMENTS

CHINA

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。