



新华基金管理有限公司
New China Fund Management Co., Ltd.
慧 投 资 惠 生 活

慧投资，惠生活

2012 年第四季度投资策略报告

千淘万漉虽辛苦，吹尽狂沙始到金

2012 年 9 月



投资要点：

● 宏观经济

我们预计四季度经济将底部企稳、政策偏积极。物价水平已经触底，经济增速也有望逐步企稳，佐证就是基建投资持续反弹对冲了制造业投资的下滑风险、房地产投资和社会消费品总额初现企稳迹象，出口也有望在全球制造业触底的带动下逐步企稳。由于人口红利消失和资源瓶颈约束的影响日益明显，经济内生动力较弱，预计经济短期呈现 L 型复苏的可能性较大。制造业过剩产能消化完毕后或者拉动经济的新引擎出现后，经济将步入新一轮扩张周期。

● 政策调控

国内经济底部徘徊，国际经济不确定性因素较多，政策支持经济平稳发展的必要性毋庸置疑。政府本次给经济开的“药方”偏向标本兼治的“中医缓药”。

货币政策需要兼顾房价反映，预计四季度逆回购依然是央行注入流动性的主要方式，降准降息仍有空间。财政政策潜力较大，近期发改委新批万亿项目，铁道部年内第三次上调铁路投资规模至 6100 亿元，中央财政下拨高峰期也将来临，将推动基建投资继续加速。地产政策将以严格执行原有政策、巩固调控结果为主，放松或加码的可能性均较小，以促进行业的平稳发展。金融政策方面，债市大发展、资管放松、转融通试点、保险投资范围扩大、股票发行市场化等，都将有利于券商保险的长远发展，也利于分散银行风险。制度改革方面，新一届政府上台后政策红利有望持续释放，改革的可行方向有：1、去垄断化，让市场作用充分发挥；2、改革分配和保障制度，降低贫富差距；3、土地流转制度改革；4、大力发展深度城市化、新型城镇化和以文化产业为代表的现代服务业。预计新一届政府将首先进行新型城镇化改革、土地流转改革、金融改革和振兴文化产业。

● 市场分析

前期股市走势疲软，主要因素有三个：1、经济持续下滑、政策力度却低于预期；2、市场担忧中长期经济增长动力不足；3、股市扩容较为迅速。



但当前我们认为，这几个不利因素在第三季度的股市上都有较为充分的反映，四季度有弱化的趋势。当前经济总体平稳，政府着眼长远的“中医缓药”配方也越来越被市场认同。我国经济长期发展潜力依然巨大：区域经济发展失衡、贫富差距大、行业垄断现象严重、企业自主创新动力不足，诸多问题背后隐藏的是巨大的经济改进潜力，只要对应的制度红利不断兑现，新一轮经济增长的引擎就会出现。对于股市扩容，股票上市“市场化”、放松管制、加强监管是资本场所期望的改革方向，这些改革短期对股市会有所冲击，但有助于股市的长期健康发展。

四季度流动性相对充裕，原因是近期信贷投放和贸易顺差均超预期，实体经济争夺流动性较弱，A股经过大幅下跌后对流动性的要求也有所降低。

● 投资策略

企业盈利周期看，预计三季度业绩增速同比和环比继续下降，虽然市场对此已经有了一定预期，但部分个股的业绩地雷仍须防范。四季度，制造业有望进入短周期的补库存阶段，结合经济企稳和低基数效应，我们判断四季度企业盈利同比和环比都将小幅改善。

市场风格看，当前估值水平处于历史低位，大盘点位也连创新低，市场情绪被过度压制，这种情况下大盘随时会酝酿反弹行情。同时当前板块间估值差异较大，结构性行情也将会此起彼伏。而在泥沙俱下的下跌后，也正是真正的“金子”涌现的时候，此阶段是价值投资者最应该“千淘万漉”，布局长期看好的成长个股和行业的时候。

配置上，我们认为四季度投资主线有三条：经济企稳下部分周期行业的反弹机会、超跌的稳定增长行业的长期布局机会以及自下而上超越经济大周期高速成长的个股机会。具体为：

1、部分周期行业的反弹机会：受益基建投资和房地产投资环比改善的建筑建材行业和部分机械行业（煤化工、节能环保细分行业）；受益于金融改革的券商、保险、信托行业；受益于4G投资即将启动预期的信息设备行业；受益于销售量持续改善的房地产、汽车等早周期行业；受益于全球流动性放松的黄金及其他部分有色金属行



业。

2、超跌的稳定增长行业的长期布局机会：对网购冲击的负面因素反映较为充分、绝对价值显现、股价超跌、产业资本增持频现的商业贸易行业；竞争格局持续改善、靠创新谋求增长的家电行业；

3、跨越周期成长的优质个股机会：继续坚持精选个股投资策略，自下而上深度挖掘能超越经济大周期、高速成长的优质股票。这些个股较多地存在于医药、TMT、环保等个股属性强、周期性质弱的行业中。

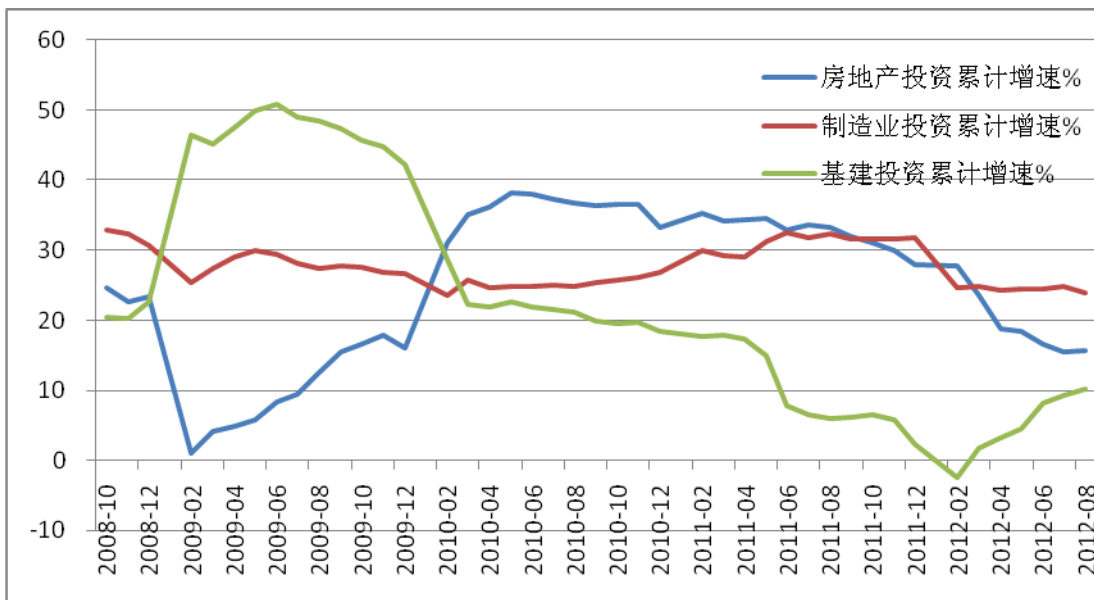


一、宏观经济

1.1 国内经济：基建和地产投资带动经济企稳反弹

我们预计四季度经济将底部企稳、政策偏积极。物价水平已经触底，经济增速也有望止住下滑趋势，佐证就是基建投资持续反弹对冲了制造业投资的下滑风险、房地产投资和社会消费品总额初现企稳迹象，出口也有望在全球制造业触底的带动下逐步企稳。

固定资产投资中，大数上制造业占比 30%，房地产占比 23%，基建占比 22%，其中基建和房地产投资是经济领先指标，制造业投资作为二者的下游，是经济滞后指标。8 月份房地产投资累计同比增长 15.60%，初现企稳迹象，基建投资累计同比增长 10.25%，继续加速，制造业投资增速开始下降，这种暂时性下降反而有助于缓解当前制造业紧张的资金链条，避免破产潮的出现。预计在地产和基建投资的拉动下，制造业的订单、库存、生产情况都将逐步好转，盈利和资金链相应改善，并最终传导到制造业投资上来。

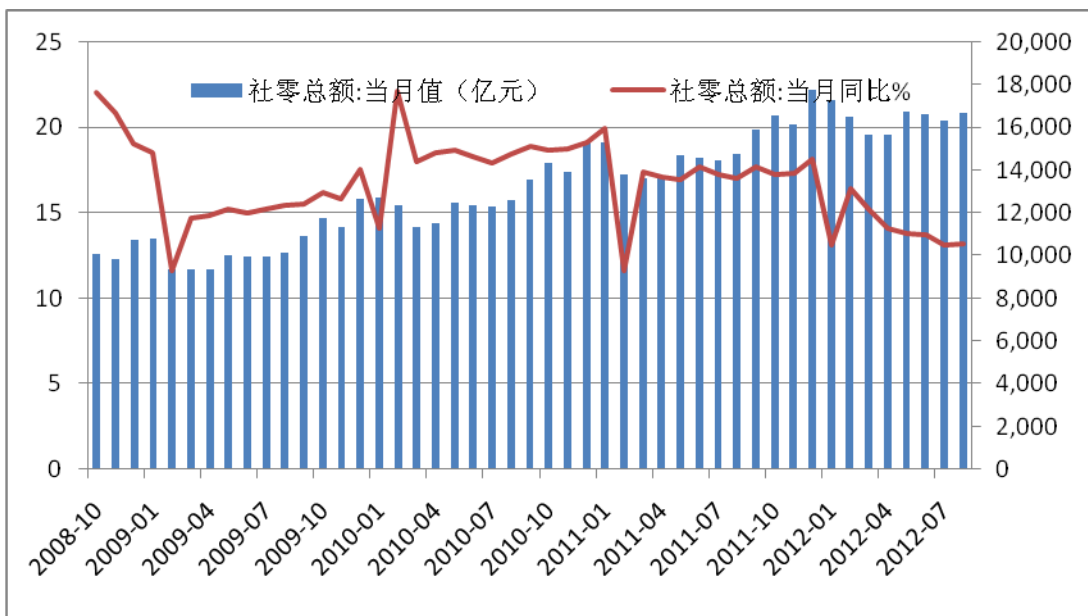


资料来源：新华基金、wind 资讯（后面图表如无特殊注明，资料来源均同于此）

消费初现企稳迹象。8 月份，社会消费品零售总额同比增长 13.2%，高于 7 月份

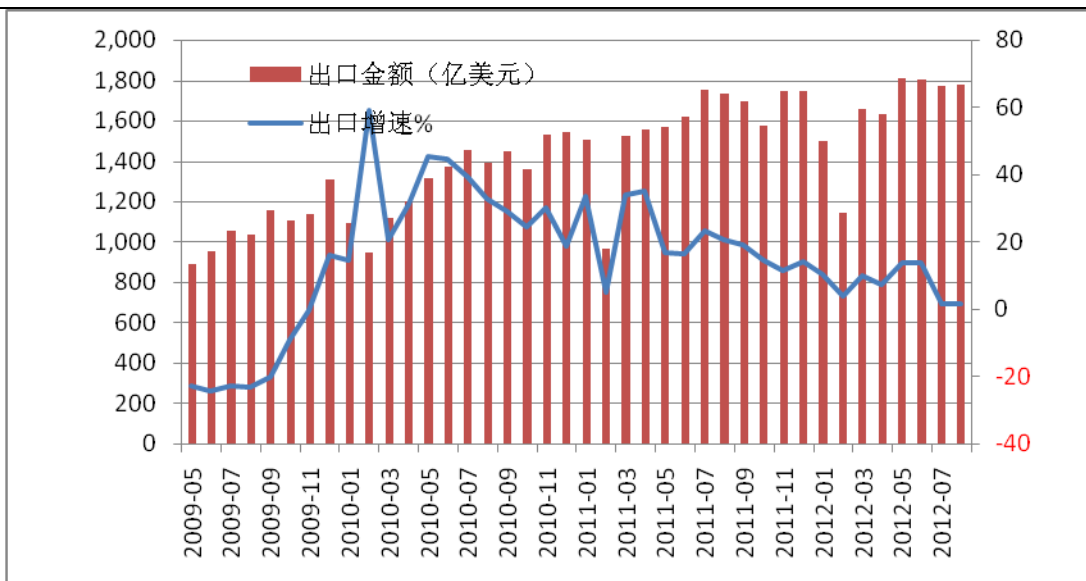


的 13.1%，年内第一次出现增速反弹。历史规律看，消费往往会滞后于经济，考虑到同步指标刚有企稳迹象，预计消费在第四季度低位徘徊的可能性大。中长期看，消费是我国扩大内需的主战场，挖掘消费内生增长的潜力巨大，人口红利的消失，区域经济发展的再平衡，将逐步缩小贫富分化，增加边际需求、降低高储蓄率，如果政府能够处理好住房问题，降低住房消费对其他消费的挤出效应，则消费有望呈现百花齐放的盛况。



出口低迷、有底部企稳的迹象。8 月份出口同比增长 1.7%，略高于 7 月份的 1.6%。根据安信研究成果，欧美经济私人部门和美国金融体系的资产负债表已经基本调整到位，如果欧债危机不再出现“黑天鹅”现象，美国“财政悬崖”处理得当，全球制造业很可能四季度触底，带动下我国出口逐步企稳。

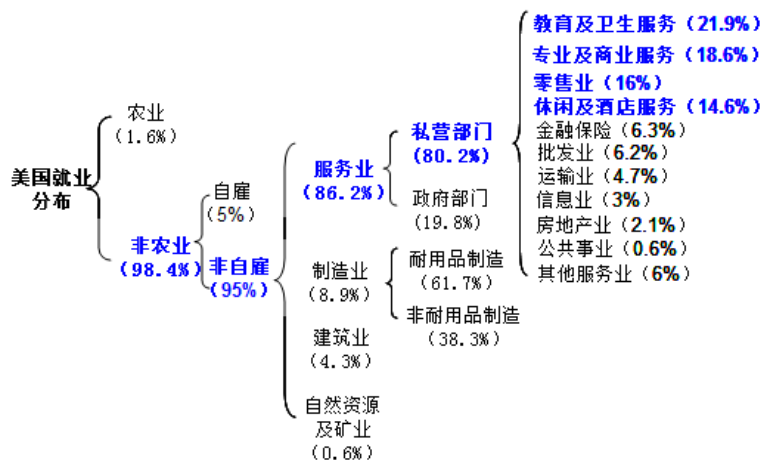
由于人口红利消失和资源瓶颈约束的影响日益明显，经济内生动力较弱，预计经济短期呈现 L 型复苏的可能性较大。中长期经济走势取决于政府如何应对制造业产能过剩的问题和出口疲软的问题。



1.2 国际经济：继续缓慢复苏

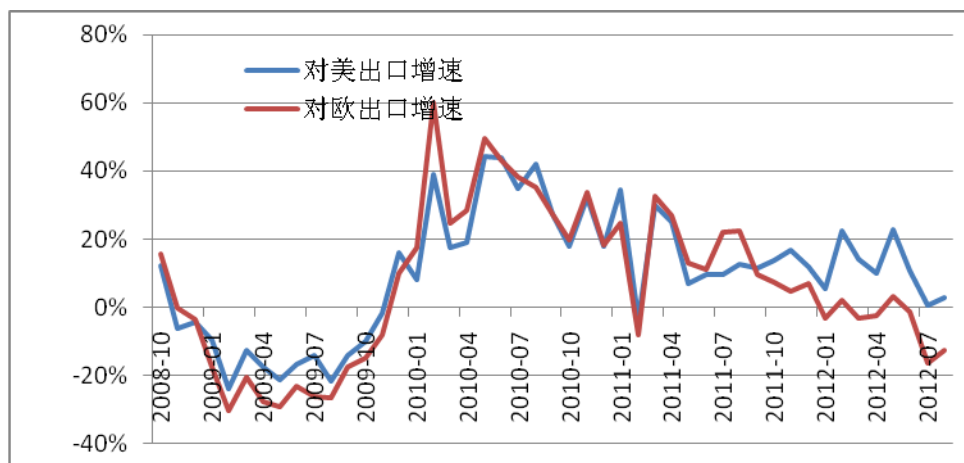
大数上，美欧占中国出口的比重各为 17%，是我国前两大贸易伙伴。

短期市场关注的美国事件有 3 个：非农就业数据、QE3 的推出、财政悬崖如何应对。8 月美国新增非农就业 9.6 万人，大幅低于 12.5 万人的一致预期，同时把 7 月份新增非农就业数据由 16.3 万人下调至 14.1 万人，零售、商业、教育卫生吸纳劳动力的数量依旧低于预期，表明美国复苏基础不牢固、经济反复性较强。较差的就业数据令美联储下定决心推出 QE3，每月购 400 亿美元 MBS，规模和期限视就业复苏程度而定。财政悬崖明年对美国 GDP 的负面影响在 3-5 个百分点左右，预计政府会展期减税政策，减赤计划恐要自动强制执行，这样财政悬崖对美国 GDP 的负面影响仅 1 个百分点左右，考虑到 QE3 的对冲作用，及可能出台其他应对措施，美国明年经济增长有望在 1% 以上，复苏的基石会更加牢固。

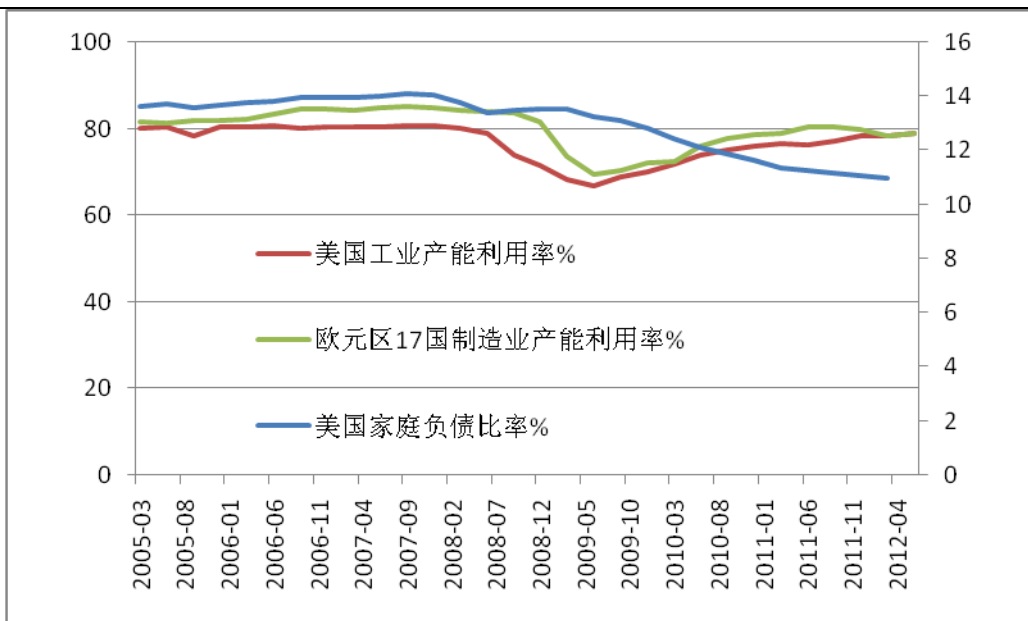


资料来源：东方证券

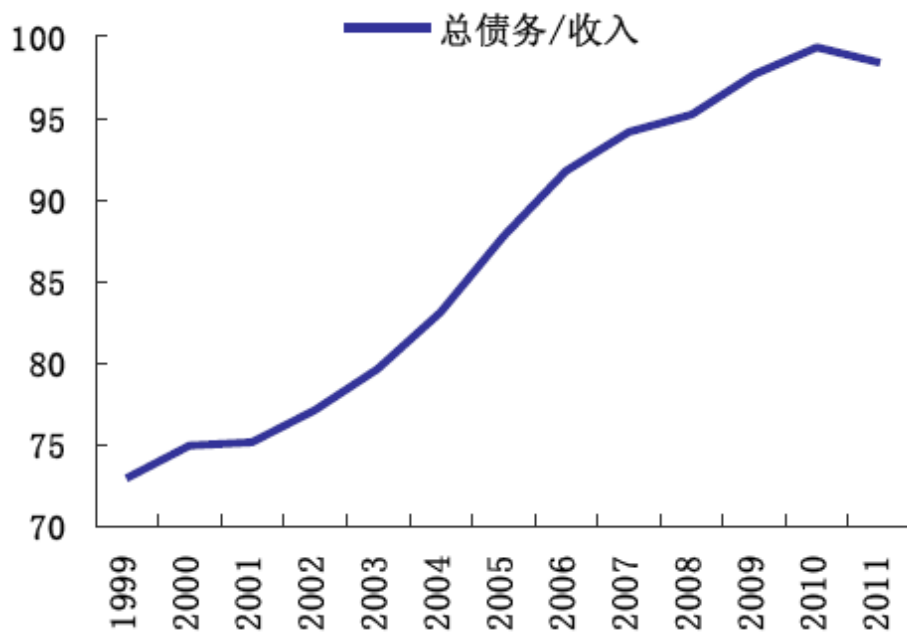
欧盟货币放松取得实质性进展，这也意味着债务国履行紧缩财政政策的承诺必须兑现，欧债危机短期基本无风险，政策的落定有利于稳定预期和欧洲经济。当前欧洲面临的不确定因素主要有：西班牙经济是否会继续恶化、荷兰大选后对欧盟政策的态度、希腊第三次救援的不确定性。



根据安信研究成果，欧美经济私人部门和美国金融体系的资产负债表已经基本调整到位，如果欧债危机不再出现“黑天鹅”现象，美国“财政悬崖”处理得当，全球制造业很可能四季度触底，带动下我国出口逐步企稳。



欧元区 17 国居民负债 (%)



资料来源：安信证券

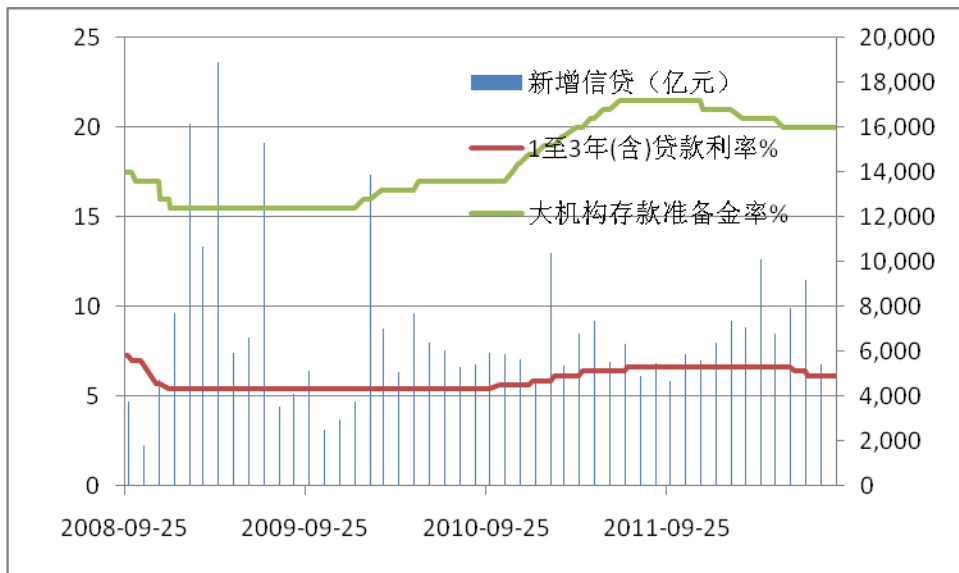


二、政策调控

国内经济底部徘徊，国际经济不确定性因素较多，政策支持经济平稳发展的必要性毋庸置疑，政策选择余地也比通胀高企时更加广泛。政府本次给经济开的“药方”偏向标本兼治的“中医缓药”，而非 2008 年治标不治本的四万亿“西医猛药”。

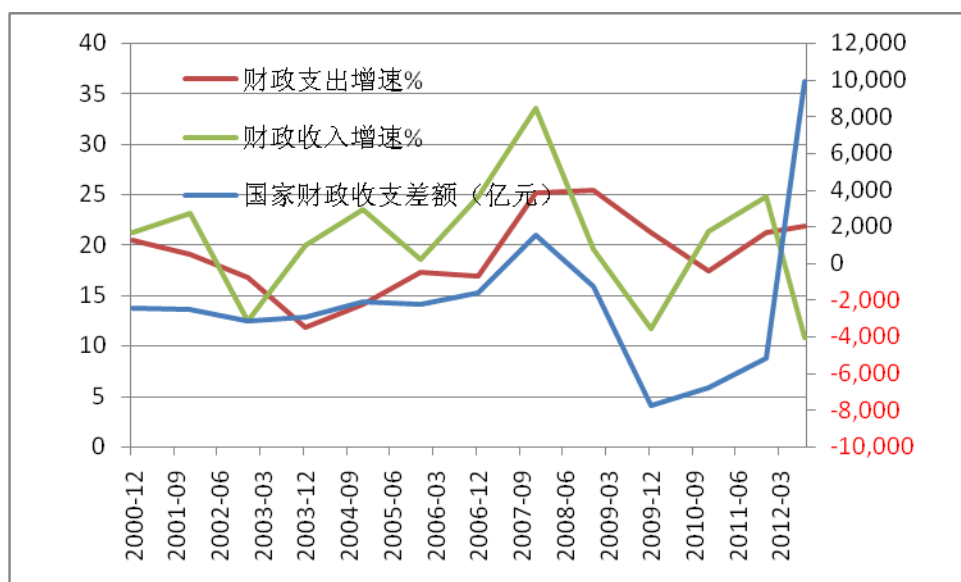
2.1 货币政策：逆回购、降准降息均有空间

货币政策需要兼顾房价反映，预计四季度逆回购依然是央行注入流动性的主要方式，降准降息亦有空间。8 月开始央行逆回购提速，8 月最后两周和 9 月份第一周，央行合计逆回购 5850 亿元，释放资金量效果不亚于一次正常范围内的降准或降息。迄今为止央行已经连续十二周逆回购，创 10 年以来连续操作新纪录，同时重启了多年断档的 28 天逆回购。降准降息容易刺激房价上涨，而逆回购对市场情绪的推动力较小，在房价上涨压力较大的情况下，预计四季度逆回购依然是央行注入流动性的主要方式，但降准降息的空间还是有的。



2.2 财政政策：基建投资将继续加速

政府实施积极财政政策的潜力巨大、意愿强烈、必要性增强。今年中央财政赤字预算和调节基金预算合计 1.28 万亿元，上半年财政结余近 1 万亿元，如果按照赤字率国际警戒线的 3% 计算，我国财政支出空间达到 2.5 亿元（2012 年 GDP 按 7% 增速计算），彰显积极财政政策潜力巨大。近期发改委新批了万亿的城市轻轨、公路、污水处理项目，铁道部年内第三次上调了铁路投资规模至 6100 亿元，温总理在达沃斯论坛上也强调，万亿财政盈余会适时稳增长，彰显政府意愿强烈。8 月制造业投资的滞后性开始体现，房地产投资底部徘徊，稳增长任务艰巨，彰显扩大基建投资的必要性增强。综合来看，我们认为四季度积极的财政政策会推动基建投资继续加速。

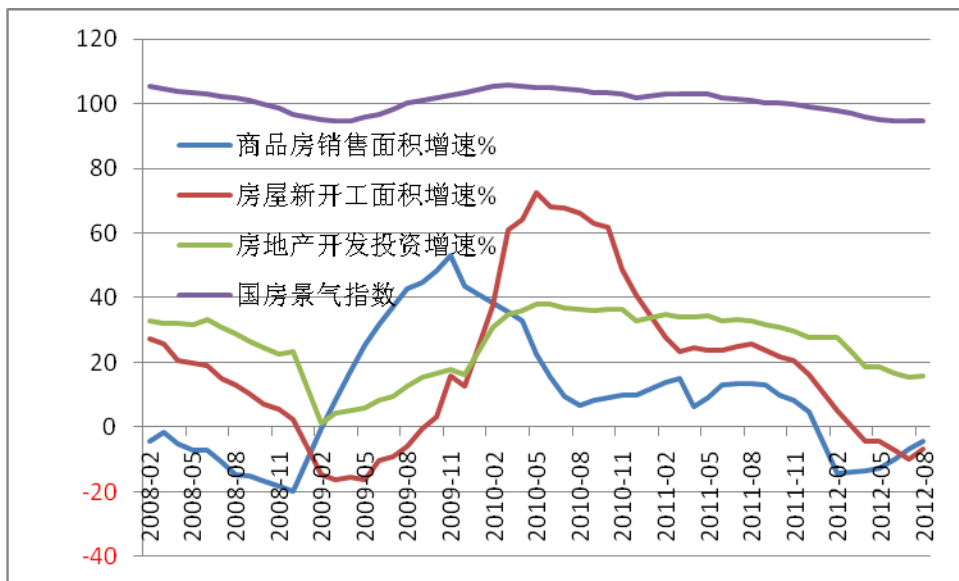


2.3 地产政策：政策灵活调整保持行业平稳发展

地产拉动投资进而拉动经济的增长模式，在新增长引擎出现前难以改变。中央政府、地方政府、企业、居民、国外 5 张资产负债表，当前仅中央政府和居民的最为健康，是盘活经济的源泉。中央已经加大基建投资，需要居民增加地产消费来共同稳增长，故政府短期会继续巩固调控成果、灵活调整政策保持行业平稳发展。预计不会出台进一步的压制政策，房价高企下也不会加码刺激力度透支行业发展前景。



当前房价缓慢上涨、房地产投资有企稳苗头，我们至少是看到了一丝经济企稳的希望，“这个冬天不太冷”。



2.4 金融政策：有利于券商保险长远发展和分散银行体系风险

债市大发展、新三板扩容、期货期权创新、资管放松、转融通试点、保险投资范围扩大、股票发行市场化、加强监管放松管制等一系列改革，都将有利于券商保险长远发展，也有利于分散银行体系风险。

2.5 制度改革：新一届政府上台后政策红利有望持续释放

循序渐进的制度改革将逐步改善经济结构、诱导出经济增长的新引擎，逐步转变大家对市场的悲观预期。未来改革的可行方向有：1、去垄断化，国退民进，让市场作用充分发挥；2、改革分配和保障制度，降低贫富差距；3、土地流转制度改革；4、大力发展深度城市化、新型城镇化和以文化产业为代表的现代服务业；5、金融改革。我们预计新一届政府上台后，将首先进行新型城镇化改革、土地流转改革、金融改革和振兴文化产业。



三、市场分析

前期股市走势疲软，主要因素有三个：1、经济持续下滑、政策力度却低于预期；2、担忧中长期经济增长动力不足；3、股市扩容较为迅速。我们认为，这几个影响市场的不利因素在第三季度的股市都有较为充分地反映，在第四季度都有弱化的趋势。当前基建投资加码、房地产投资企稳的迹象都很明显，欧美经济有望在宽松货币氛围下企稳复苏，银行信贷有所恢复，基数效应在8月份后开始显现，四季度宏观数据同比企稳的概率较大；大家已经逐渐认识到大规模政策刺激的弊端，当前政府着眼长远的“中医缓药”配方将越来越被市场认同。我国经济长期发展潜力依然巨大，区域经济发展失衡、贫富差距大、行业垄断现象严重、农民工市民化程度低、企业自主创新动力不足、政府效率有待提高，诸多问题背后隐藏的是巨大的经济改进潜力，只要对应的制度红利不断兑现，解放这些领域的生产力，拉动新一轮经济增长的引擎就会出现。对于股市扩容，当前的改革措施比如实行股票上市的“市场化”，放松管制、加强监管，这也是资本场所期望的改革方向，这些改革短期对股市会有所冲击，但有助于股市的长期健康发展。

四季度流动性较为充裕，原因是近期信贷投放和贸易顺差均超预期，实体经济争夺流动性较弱，A股经过大幅下跌后对流动性的要求也有所降低。

四、投资策略

4.1 经济周期判断

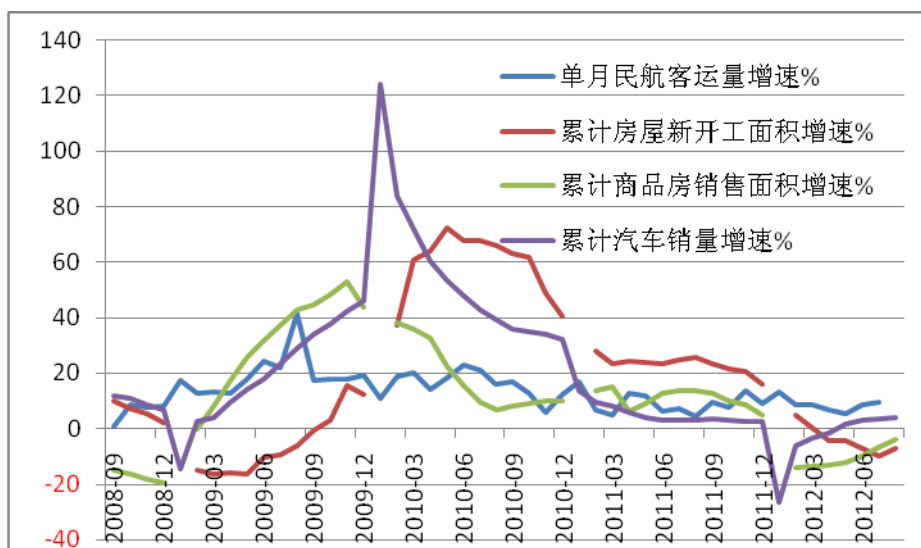
当前经济实际上处在中周期（“十年之痒”）的下降阶段及短周期（库存产能周期）的衰退末期，二者叠加的效果就是经济即将呈现L型复苏的概率较大。根据美林的产能库存投资时钟理论，衰退末期复苏初期，基于基本面的市场反弹概率较大。

我们判断中周期所处阶段的依据主要是人口红利的消失和出口动力的衰减。我们判断产能库存周期所处阶段的依据主要通过对经济先行和同步指标体系的观察及

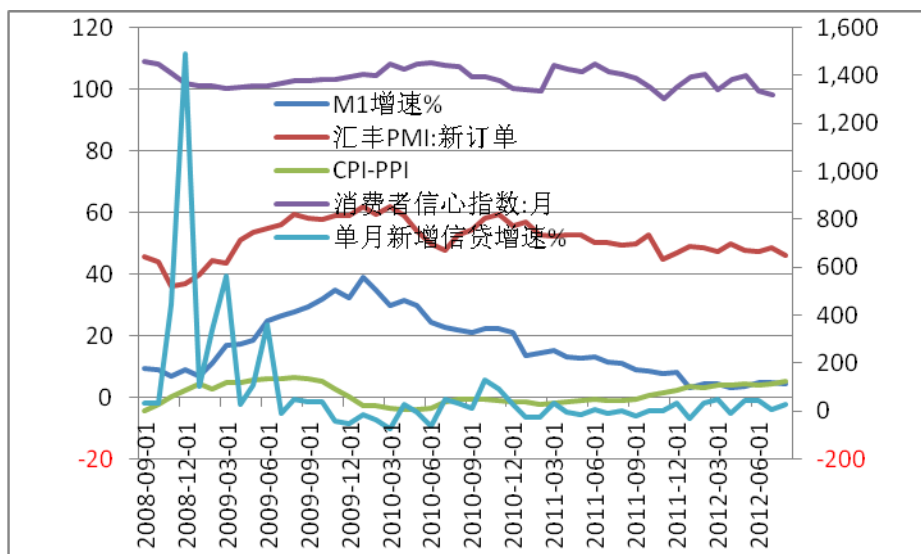


经济内部结构的关联关系推演，我们所选取的指标都是具有很强代表性的。衰退末期、复苏初期往往是大部分先行指标已经拐头向上，同步指标开始企稳，当前情况符合这一特征。

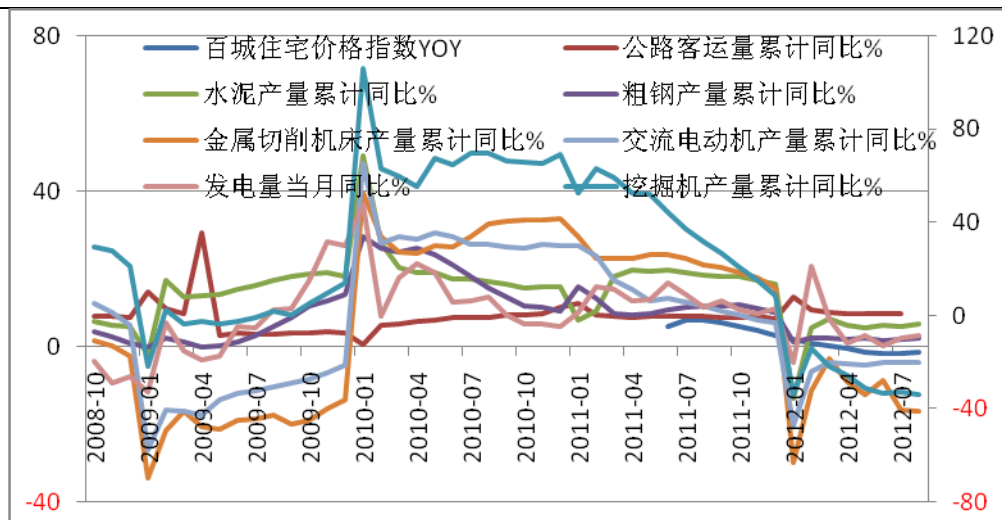
经济先行指标体系之一：行业层面



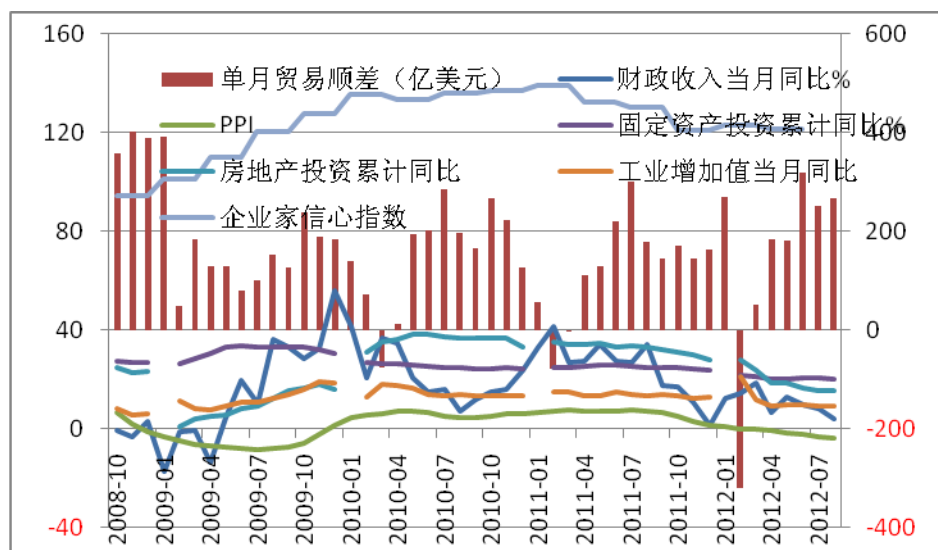
经济先行指标体系之二：宏观层面



经济同步指标体系之一：行业层面



经济同步指标体系之二：宏观层面



4.2 盈利和估值

从企业盈利看，预计三季度业绩增速同比和环比继续下降，考虑到很多公司盈利预测下调不充分，业绩地雷仍须防范，这个风险在 10 月份公布三季报时集中释放。四季度，制造业有望进入短周期的补库存阶段，结合经济企稳和低基数效应，我们判断四季度企业盈利同比和环比都将小幅改善。

从估值水平看，目前沪深 300 蓝筹指标股的市盈率在 10.31 倍，市净率在 1.63 倍，估值水平有相对较高的安全性；中小板的市盈率在 24.66 倍，市净率在 3.73



倍；创业板市盈率在 36.81 倍，市净率在 3.23 倍。预计三季报业绩超预期的个股数量较少，市场存量资金会积极参与三季报业绩不错且超预期的个股。随着三季报的临近，预计行业内个股的分化会进一步加剧。

4.3 资产配置

企业盈利周期看，预计三季度业绩增速同比和环比继续下降，虽然市场对此已经有了一定预期，但部分个股的业绩地雷仍须防范。四季度，制造业有望进入短周期的补库存阶段，结合经济企稳和低基数效应，我们判断四季度企业盈利同比和环比都将小幅改善。

市场风格看，当前估值水平处于历史低位，大盘点位也连创新低，市场情绪被过度压制，这种情况下大盘随时会酝酿反弹行情。同时当前板块间估值差异较大，结构性行情也将会此起彼伏。而在泥沙俱下的下跌后，也正是真正的“金子”涌现的时候，此阶段是价值投资者最应该“千淘万漉”，布局长期看好的成长个股和行业的时候。

配置上，我们认为四季度投资主线有三条：经济企稳下部分周期行业的反弹机会、超跌的稳定增长行业的长期布局机会以及自下而上超越经济大周期高速成长的个股机会。具体为：

1、部分周期行业的反弹机会：受益基建投资和房地产投资环比改善的建筑建材行业和部分机械行业（煤化工、节能环保细分行业）；受益于金融改革的券商、保险、信托行业；受益于 4G 投资即将启动预期的信息设备行业；受益于销售量持续改善的房地产、汽车等早周期行业；受益于全球流动性放松的黄金及其他部分有色金属行业。

2、超跌的稳定增长行业的长期布局机会：对网购冲击的负面因素反映较为充分、绝对价值显现、股价超跌、产业资本增持频现的商业贸易行业；竞争格局持续改善、靠创新谋求增长的家电行业；

3、跨越周期成长的优质个股机会：继续坚持精选个股投资策略，自下而上深度挖掘能超越经济大周期、高速成长的优质股票。这些个股较多地存在于医药、TMT、



环保等个股属性强、周期性质弱的行业中。

五、行业分析

建筑建材 优势

经济处于触底阶段，中长期走势仍面临较多的不确定性，未来投资增速可能继续下滑并维持在较低水平，建筑建材行业的长期增长将趋缓，但市场集中度可能提升。短期内，市场的补库存需求以及政府的稳增长政策落实力度将推动经济走稳，铁路、地铁等基建投资项目审批以及资金落实将加速，地产新开工及投资增速将有所恢复，预计水泥、玻璃等建材价格将出现反弹，但幅度估计有限，而建筑企业订单及施工进度也将一定程度改善。

在经济确认底部背景下，业绩拐点仍是行业投资的关键因素，短期内，继续跟踪补库存以及稳增长政策效应释放带来的阶段行情，长期内，重点关注行业和公司基本面触底回升所带来的估值修复和提升机会。

成长性是选股的关注重点，并重视订单、股权激励等催化因素。成长股选择方面，一是市场集中度持续提升带来的成长，比如装饰、园林；二是区域投资持续增长带来的成长，比如中西部区域个股；三是政府稳增长政策带来的成长，比如新型煤化工、地铁建设。

金融服务 优势

保险行业，行业见底趋势确定，中期看好该行业直至明年上半年，值得超配；但长期由于行业结构性问题尚未找到明确出路和决心，长期谨慎。

证券行业：第三季度券商因计提减值影响业绩，同时，10月底限售股解禁构成压制；但四季度行业因基数原因业绩或向好，且创新预期存在，因此，券商股可经调整后加强配置。

银行业，行业中期趋势向下，贷款质量隐忧将在三季报体现。目前投资银行股的唯一动机在于潜在的防御功能，但就近期情况来看，银行以往所具有的防御功能



在近段的股指下行中并没有明显表现出来。《金融十二五规划》提出，金融服务业增加值占 GDP 比重 5%，目前该指标值已经达到，因此可以判断，十二五金融行业发展的关键是结构调整，其中便涉及到银行和非银行相对比重，从中期来看，银行面临更多的是利空因素，非银面临更多的是利多因素，当然，银行过去几年发展过快，甚至与实体经济脱离，必然应当有一个增长中枢回归的过程。未来银行投资的关键，将是长期来看，该行业是否被低估，若低估，什么样的条件会触发价值回归；同时，对于银行投资小的波段性机会则取决于经济周期。

信息设备 优势

2012 年 1-8 月，全国电信业务总量累计完成 8553.2 亿元，比上年同期增长 12.1%；电信主营业务收入累计完成 7062.9 亿元，比上年同期增长 9.1%。移动通信收入累计完成 5186.1 亿元，比上年同期增长 11.2%，在电信主营业务收入中所占的比重从上年同期的 72.02% 上升到 73.43%；固定通信收入累计完成 1876.9 亿元，比上年同期增长 3.6%，在电信主营业务收入中所占的比重从上年同期的 27.98% 下降到 26.57%。

上半年行业严重跑输大盘，三个原因：一是行业的周期性特点，二季度一般都跑输大盘，四季度一般都跑赢大盘，这和运营商的结算节奏有关系；二是今年上半年，中兴通讯表现太差，对行业指数影响很大；三是上半运营商集采进度较差，PTN、PON、WLAN、直放站等集采都没有进行，对上市公司影响非常大。下半年，我认为这三个影响因素都会改观，四季度一般都跑赢大盘，中兴股价目前已经在底部，进度延迟的集采项目，三四季度都会落实。

因此行业在下半年会存在机会，尤其是三季度末到四季度。公网行业中，光通信（不包括光纤光缆）：是未来三年可以看的板块，2012-2014 年预期维持 30% 的复合增长率。网优行业：行业需求稳定增长，受人工成本及今年集采进度的影响，去年和今年上半年业绩不佳，但下半年情况会好转，是具备投资机会的板块。光纤光缆：2012 年供需关系发生短暂性变化，未来需求个位数增长，行业还将维持产能过剩的局面，未来难以出现大的机会。射频器件：供货给设备商，毛利率压力较大，



短期内很难出现大的机会，需要关注主设备商的发展情况和竞争情况，以及频谱资源的分配。

机械 中性

（煤化工、节能环保优势，传统机械劣势）

由于目前经济还在底部，9月汇丰PMI初值47.8，连续11个月低于50，机械行业基本面整体上没有好转。同时我们也要看到，近期，随着国家“稳增长，促转型”的方略的实施，货币政策实质上已经宽松、固定资产投资开始回升、8月房地产新开工面积开始回升，机械是比较受益于固定资产投资回升的行业之一，基本面趋于良好，而且整体跌幅较大，属于超跌，建议增加机械的配置。

机械行业子行业较多，同一子行业个股分化严重，总有一些子板块、主题行业和个股能够跑赢大盘，获得较好的收益，总的投资策略是在趋势性行业和主题性投资机会中精选个股，前期以业绩为导向，年末以预期为导向。在调控政策不放松背景下，房地产市场仍是“以价换量”或者“以量换价”的博弈，而随着开发商资金状况的好转，当前博弈可能转向后者，因此销售低于预期的概率在增大，所以在选择行业的时候，建议选择独立于房地产产业链之外的行业或板块，比如煤化工设备（三年封禁期满）、节能环保装备、电力输配电二次设备、能源装备和其他高速成长的子行业等。

房地产 中性

鉴于经济仍在触底阶段，且房价反弹压力犹存，四季度，预计限购等短期行政调控政策将持续，并可能扩大房产税的试点范围，未来地产调控政策将逐步向房产税等长期税收制度转变。

考虑到限购政策不放松以及行业库存仍在高位，短期内房价大幅反弹的可能性很小，除房产税扩大试点以外，政府出台其他更为严格的调控措施的概率不大。在此背景下，刚性及改善性需求仍然是房地产市场的主要支撑力量，从近期的市场趋势来看，四季度市场成交量预计仍将保持环比稳定、同比改善的趋势，有利于地产



股业绩的逐步恢复。

目前房地产板块指数基本回落至年初水平，年初以来的超额收益已逐步收敛，估值处于低位，但对于经济走势以及调整政策加码的担忧导致市场对于行业前景较为悲观，对行业估值形成压制，未来地产股上涨空间更多地来自于业绩增长。

在行业增长放缓、整体估值受限背景下，重点关注受益于市场集中度提升、业绩确定性更强的一、二线龙头个股。

交运设备 中性

（乘用车优势，商用车劣势）

乘用车优势。销售方面，8月乘用车生产122.85万辆，环比增长3.69%，同比增长10.00%；销售121.89万辆，环比增长8.81%，同比增长11.30%，继续呈现稳步增长态势。市场集中度方面，1-8月汽车销量排名前十位的企业集团销量占汽车销售总量的88.1%，比上年同期提高1.1个百分点，集中度稳步提升。催化剂方面，“金九银十”旺季到来，销量数据有助盈利预期改善。9月前两周乘用车合计销售44.84万辆，经工作日调整后，同比增长5%，环比增长46%，其中第二周与第一周环比增幅达14.67%。分品牌来看，欧美品牌同比增长13%，表现依旧强劲；日系品牌同比下滑9%，预计反日情绪带来的影响将逐步显现，在汽车行业竞争加剧的大背景下，日系品牌压力将逐渐加大；韩系品牌同比增长3%；自主品牌同比持平，其中优势企业贡献较大。目前时点下，对乘用车板块维持超配评级，如果大盘稳定，主要标的仍有一定上涨空间，如果大盘下跌，会有相对收益。

商用车劣势。四季度前半阶段，商用车仍然面临较大的业绩压力，除非国内投资出现超预期的政策支持，否则股价面临压制。目前发改委大量批复的基建项目是否落到实处，尚需新增中长期贷款配合。预计商用车销量四季度难有起色。

有色金属 中性

（黄金优势，基本金属劣势）

中期而言，我们看好经济不振、流动性宽松、地缘政治冲突压力大的三重环境



之下的黄金价格，建议重点关注该板块。黄金上涨有四个动力：第一，全球主要经济体的债务问题导致的全球纸币体系长期不稳定。而解决政府财政和央行债务的办法一般是债务货币化，这个是债务货币化导致的黄金价格上涨。第二个推动因素是全球财政压力下导致的国际资本争夺与地缘政治重组。因此在全球财政压力下导致的国际资本争夺与地缘政治重组是黄金价格上涨的又一重要推动力。第三个推动因素是全球农产品进入长周期价格拐点。2009年开始，首先是棉花的价格大幅上涨，当年大约上涨了2倍多，后面分别是玉米和大豆，小麦价格未来也会创新高。第四个推动因素是黄金再货币化进程。

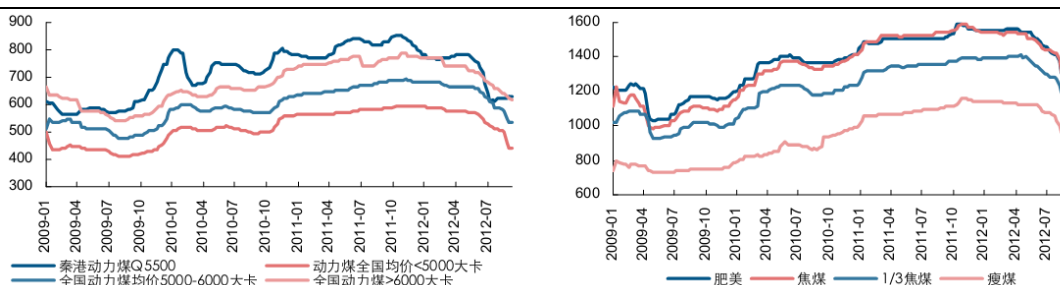
基本金属供需基本面目前尚未体现出明确的转好迹象，需求仍在筑底，供给去化远未成行，政策刺激的意愿和能力均大不如前。稳健投资者，不建议参与反弹。除非发改委投资信贷超预期。需待中国经济数据进一步恶化、或欧元区债务风险再度升高等负面因素出现，相对供需结构较好的基本金属是铜。

煤炭 中性

煤炭价格短期企稳反弹，但预计未来下游需求依旧疲软，价格反弹的力度和持续性可能低于预期，估值提升空间有限。随着供需逐步实现均衡，以及流动性改善预期，煤炭价格短期内出现小幅反弹。但是，对电力和钢铁等主要下游需求增长放缓的预期仍未改变；对国内外产能过剩的担忧仍未缓解；对流动性改善对煤价的影响仍有疑虑，诸多不乐观的预期仍将压制煤炭价格长期走势及煤炭股估值空间。

第四季度建议谨慎应对三季报可能出现业绩地雷的公司。尤其是A股焦煤公司的盈利预测都有继续下调的必要，且如果四季度焦煤价格不能有明显反弹，焦煤公司的业绩将比3季度更差。

动力煤、焦煤价格趋势



商业贸易 中性

从基本面角度来看，回顾近一年时间，2011年上半年多数商贸公司业绩符合预期。伴随商业预付卡的管制、电商的冲击等因素，市场对商业的持续发展产生质疑，从而推动板块估值水平不断下移。基本面因素最终也验证了估值下移的合理性，2011年国庆数据的低预期成为商业企业基本面下滑的开始。2012年1-2月，多家公司终端数据反映出鲜见的负增长，3-4月份出现回暖，5-6月份较一季度有所好转，但实际转变尚未出现：客单价的持续走高和客流量的不断下滑。7月份社零数据以及中华商业中心发布的重点零售企业数据均创下除2012年2月的年内新低，这其中天气原因较大。在七夕节以及暑期活动带动下，8月份的消费数据出现回暖。9月以及国庆数据将成为四季度零售行业起暖的风向标。

行业总体趋势不佳，同时伴随了网络购物对线下商业的冲击；但是我们可以看到，股价自年初一路向下，对行业的负面预期较为充分；当前绝对估值已经较为便宜，具有了长期投资价值，产业资本也出现了频繁的增持行为，行业股票随时酝酿反弹。

因此第四季度建议重点关注可能存在三、四季度低基数效应的公司、前期跌幅较大存在逐季好转的公司，以及布局绝对价值便宜的优质稳定成长个股。同时也要谨防高基数在弱势市场环境下可能出现的业绩地雷。

家用电器 中性

今年家电行业景气表现整体偏弱，但在产品结构优化、材料成本下降的作用下，龙头公司呈现盈利能力提升的表现，预计未来行业内企业分化进一步加快。



空调方面，8月份空调行业总销量同比下滑8.7%，其中内销下滑8.9%，出口下滑8.1%。前8个月空调行业总销量同比下滑6.9%，其中内销下滑8.1%，出口下滑5.7%。

电视方面，9月第二周奥维咨询监测平板电视销量同比增长44%，中怡康监测彩电销量同比增长18%，数据表现较好。电视节能补贴比例大、达成难度低、产品快速更新及促销活动刺激需求回升。四季度是传统的彩电销售旺季，钓鱼岛事件或促使日系品牌在旺季继续出让份额。

厨房电器方面，近年来部分龙头企业多渠道深度营销取得明显效果，获得了明显的市场份额增加以及持续较快增长，且体现出较强的持续性，未来房地产市场的逐步好转将有利于行业盈利的进一步提升以及资本市场估值水平的提升。

催化剂方面，中日钓鱼岛事件及由此引发的抗日情绪，对日本品牌家电销售产生较大负面影响，主要体现在电视、洗衣机、冰箱产品上，将加速日本品牌市场份额下降的趋势。若事件持续发酵，则国内家电企业受益最大。

医药生物 中性

基本面，2012年1-7月，医药制造业收入近9100亿元，增长17.78%；利润总额891.30亿元，增长17.46%；行业毛利率29.31%，较去年同期提升0.28个百分点，受国内产业升级以及实施新版GMP认证的推动，医药制造业投资额加速，1-7月，同比增长40.20%。医保拉动的医药增长高峰已过，医保支出压力下，国家压药价、DRGS控费改革等政策不断涌现，未来行业增速趋缓确定。短期看，今年行业增速前低后高，全年利润增速估计在18%-20%，超预期的概率小，收入增速的下降限制了利润改善的空间。子行业分化严重，中药受益于市场扩容，政策宽松及原材料降价，盈利能力较强，增速靠前。化学制药行业则受行业政策、招标限价、抗生素限用等政策影响较大。原料药行业受产能过剩、出口下降等多因素影响、价格持续低迷。生物药中疫苗收入增长稳定，但竞争激烈导致净利率下滑。血制品产能继续受限。

政策面，前次药品降价（肿瘤、免疫、血制品等）幅度符合预期，部分品种好于预期，随着新一轮全面降价步入尾声，后续再有降价也难再超市场预期。基药制度



的推进和公立医院改革是目前政策的重点，但这些改革难以支撑行业高速增长。

综合看，四季度行业性机会较小，个股分化继续。建议按以下思路选股：中报业绩已经是最差的时候，股价涨幅不大、估值基本合理且有一定催化剂的股票；三季度业绩超预期个股；新药推出预期股票；关注可能进入新版基本药物目录的上市公司。

信息服务 中性

计算机应用。大部分计算机应用行业公司，目前都处于业务相对平淡的状况，业绩缺乏亮点。对照去年，板块上市公司的业绩高点出现在中报，比工信部公布的行业数据，提早一个季度见顶，因此 2012 年三季报的情况有可能会略有回升，好于中报。重点软件企业的税收优惠政策目前仍然没有落实，也对公司业绩造成了影响。这个事件在年报前是一定要最终落定，是板块潜在的整体催化剂。从 10 月来看，整个创业板都讲面临大非解禁的压力，预期将出现一波调整，建议在三季度获利的股票，适当卖出兑现。而在年底，预计板块还会有一轮投资机会，原因包括：1) 估值切换 2) 退税落实 3) 市场对大非减持恐惧心理的减弱。综合考虑，四季度给予计算机子行业中性评级，把握阶段性行情。

传媒网络。传媒板块在三季度表现较好，明显跑赢大盘。从中报来看，传媒上市公司的业绩相较 TMT 其他板块稳定，平均净利润能达到 20% 的增长，但是传媒的整体估值也相对偏高一些。四季度来看，传媒几个子行业基本维持原有增长轨迹，受宏观经济的影响较弱。十八大的召开，可能会带起一波主题投资。整体四季度给传媒网络子行业评级为中性。

电子 中性

基本面方面，工业和信息化部电信研究院公布的数据，2012 年 8 月，全国手机市场出货量为 4091.6 万部，比上年同期增加 0.9%，其中 2G 手机出货量达到 1927.1 万部，比上年同期下降 30.4%，3G 手机出货量达到 2164.5 万部，比上年同期增长 68.5%。这是今年来首次 3G 手机连续两个月单月销量超 2000 万部（7 月份 3G 手



机出货量为 2069.4 万部)。8 月北美半导体设备 BB 值。8 月 B/B 值为 0.84，连续第 5 个月下滑，并创 2012 年新低。其中订单金额同比下滑 3.6%，环比下滑 9.2%；出货金额同比下滑 8.4%，环比下滑 7.4%。

政策方面，国家财政部 9 月 21 日公布，为进一步扶持新型显示器件产业发展，对相关面板企业实施税收优惠政策。自 2012 年 1 月 1 日至 2015 年 12 月 31 日，新型显示器件面板生产企业进口国内不能生产的原材料和消耗品，免征进口关税。对符合发展规划的彩色滤光片、偏光片等生产企业，经财政部会同有关部委共同确定后，可享受进口关税的优惠政策。

行业配置上，考虑到电子行业前期受事件催化影响跑赢大盘较多，又可能受 10 月份以后创业板解禁影响，故四季度给予行业中性评级。

电力 中性

用电量增速方面，8 月用电增速回落并处历史低位。8 月用电增速 3.6%，较近 3 年复合增速低 7 个百分点，回落贡献主要源于重工业，以及华东、广东、河北地区。分行业看增速回落源于重工业尤其是黑色金属冶炼及压延加工业。

产能扩张方面，新增装机增速持续回落，电源投资水增火降。8 月底，全国 6000 千瓦以上发电设备容量为 10.54 亿千瓦，同比增 8.1%，增速继续回落。

原料价格方面，电煤价格暂时企稳，库存逐渐回落。环渤海热值 5500 大卡山西优混、6000 大卡大同优混和 5000 大卡山西大混动力煤平仓价格同比下降幅度分别为 18.2%、28.4% 和 24.5%；环比分别上涨 8%、-8% 和 1.9%，可见电煤价格虽然较去年仍下降幅度较大，但比上个月一些煤价开始回升。重点电厂库存在 2012 年 9 月 8 日达 8599 万吨，稍有下降，库存煤炭消耗天数为 25 天，库存逐渐回落。预计煤炭价格在快速下跌之后将会有较长一段时间的低位徘徊。

行业策略方面，从中长期角度来看，三大利好因素驱动行业景气持续：1、财务费用负担大幅减轻。2、煤价仍有下行空间。预计 2013 年港口煤仍有 4%-5% 下跌空间，可增厚 2013 年主流火电企业业绩 10%-15%。3、随着经济逐步复苏，预计 2013 年利用小时同比有所提升。主流火电企业目前股价对应 PE 为 10-13 倍，未来行业低速稳定



增长，估值合理，综合考虑给予中性评级。

食品饮料 劣势

白酒走下神坛，依然高处不胜寒。从长周期看，白酒行业面临景气高点后的回落。需求层面，固定资产投资增速下滑带来行业驱动力减弱，白酒需求的刚性和人口结构的变迁划定天花板；供给层面，近年由于白酒行业利润可观，使得产业外资本纷纷涌入，未来几年产能将大幅增加。部分弱势企业将淘汰出局，而优势公司发挥整合优势强者恒强。中期来看，白酒行业在经历了深度营销、深度分销、盘中盘模式和创新团购模式后，目前缺乏新的能够迅速抢占消费者的营销模式。展望未来，管理和品牌卓越的企业或可在竞争中胜出。短期看，在需求端动能不足的前提下，2012年开始挤泡沫之旅。今年中秋、国庆双节旺季不旺基本兑现，动销难言改善。展望四季度，白酒板块没有趋势性投资机会，可能出现交易性机会和超跌股票的长期布局机会。

啤酒呈现群雄逐鹿格局，盈利难言提升。中长期看，啤酒行业需求增速 5%-6%，虽然行业竞争格局基本确定，但可预见未来两三年厮杀依然激烈。在分割完所有的市场并最终形成垄断竞争格局前，目前来看，市场预期的销售费用率明显下降的拐点还没有到来，微利竞争的局面仍将继续，在行业吨酒价格未出现明显提升的情况下，没有趋势投资机会。短期看，即将进入啤酒消费淡季，板块无明显催化因素。

乳制品行业市场空间大，短期承压。目前我国农村居民人均乳品消费仅 3-3.5 千克（折合原料奶算），大致相当于同期城镇居民的八分之一，农村市场潜力巨大。短期压力来自于乳制品安全事件频发制约需求增长、终端销售停滞不前、原奶价格高企、进口乳制品冲击。增速最好的子版块是婴幼儿配方奶粉。

纺织服装 劣势

纺织制造无明显机会。2011年下半年开始，纺织企业出口增速出现快速下滑，今年增速继续放缓。今年 1-8 月份纺织制造业累计出口增速仅-0.68%。从数据来看，外围经济疲软，中低端服装制造业向东南亚地区转移都导致需求持续走弱。成本方



面，9月份受国家暂停抛储以及较高棉花收储价刺激，棉价出现止跌并小幅震荡，但由于海外订单定价根据国际棉价成本加成，因此企业利好有限。另一方面人工成本的上升进一步压缩企业盈利。短期来看，建议观望。

品牌服装出现整体性行情的可能性较小。从基本面角度来看，主流品牌服装上市公司今年终端销售增速出现不同程度的下滑，从2011年20-30%的收入增速中枢下移到今年预计的15-20%区间。由于目前A股服装上市公司的渠道仍以加盟形式为主，因此订货会数据会锁定业绩同时表现为对终端消费增速反映的滞后。故中报业绩的确定性成为板块股价上涨的最后一点刺激因素。7-8月份跟踪的终端销售数据并未好转，9月份的2013年春夏订货会情况也低于预期，导致短期内难有催化股价上涨的动力，故四季度品牌服装整体性机会不大，重点关注超跌个股布局长期。

餐饮旅游 劣势

长期看好旅游行业，旅游步入大众消费阶段的逻辑不变。

中期相对看好人工景区类和演艺类等附加值高、不受政府门票价格管制的板块。自然景区类公司面临较强的政府门票价格管制，比如前期的张家界景区提价失败，比如最近国家发改委公布国庆期间80家景区门票降价。景区类上市公司对门票提价的愿望从现实来看更多的是一厢情愿，自然景区的公益性不容忽视。

短期来看，警惕三季报业绩地雷带来的补跌行情。上半年行业基本面保持较快发展，市场可能据此给予行业较大增速的预期，而从近期券商跟踪的核心景区数据看，大多数景区游客量旺季同比增速明显放缓，经济下行、去年三季度高基数以及天气原因(强降雨天气相对较多)的负面影响开始显现，三季度国内旅游市场游客增速低于市场预期是大概率事件，将反映到上市公司三季报业绩上。

农林牧渔 劣势

畜禽养殖处在下行周期，预计周期低点在明年一二季度。中期看在母猪存栏整体偏高的背景下，猪价仍处于下行通道，明年2季度或将触底反转，2013年农业子行业最大的机会可能因此而诞生。短期看需要暂时回避，受今年年初严重的仔猪腹



泻影响，三季度生猪供给阶段性不足，近期可出栏育肥大猪库存下降，8、9月份猪价有内生性的反弹需要，但存栏高位的大背景下猪价在11、12月份仍可能转入调整。

饲料板块景气下行，需要回避。对于饲料板块来说，其景气滞后养殖约半年。目前时点饲料板块景气高点已过，处在下行通道，养殖户减少补栏，饲料下游需求疲软，同时成本压力骤升，盈利下行在所难免。

水产养殖板块可能有反弹机会。国庆、中秋双节来临，海参消费进入旺季，水产品价格正逐步走出上半年的低迷，环比改善趋势确立。秋捕海参价格已经回升至188元/公斤，未来继续上涨是大概率事件。历史规律来看，下半年海参品质更佳。供给端明显改善，福建海参对秋捕没有影响，且此前北方地区受台风以及降水影响，秋捕单产会有所下滑。目前时点水产股投资机会隐现，迎接四季度量价齐升机会，遵循价格反弹主线，可配置销量高弹性引发盈利高弹性的细分品种。

种业无明显投资机会。预计种子行业2012/2013推广季整体价格涨幅回落至5%以内是大概率事件，种子单位净利润将下滑，2012和2013年种业板块业绩整体依然承压，四季度难有大的投资机会。

化工 劣势

石油化工相对平稳。基于原油价格在平台整理的判断，四季度石化企业经营情况将相对较为平稳。

纯碱基本面较差。玻璃产量增速的下滑使得纯碱价格一路向下，目前整个行业只有少数企业维持盈利。7月份平板玻璃实现产量5775.5万重量箱，同比下降6%，环比下降7%。未来需求能否好转仍将主要受到地产的影响。但与氯碱不同的是，纯碱企业具有较强的区域性，区域形成的竞争壁垒较强。同时部分区域内的需求仍将比较稳定。此外与氯碱不同，纯碱的新增产能较为平稳，我们对于部分纯碱类上市公司的业绩转好仍有所期待。

聚氨酯下游整体需求情况仍不好。冰箱7月份产量833.66万台，同比、环比分别下降6%、3%。软体家具7月产出359.8万件，同比、环比分别增长-5%，0%。单月同比连续4个月负增长。而己二酸等产品的供给仍在增长。仅MDI、TDI等产品由



于其寡头垄断竞争格局、装置检修等价格保持坚挺。整体看该子行业机会不大。

氮肥需求稳定、难超预期。目前的情况是，国外的需求较为平稳，化肥出口较为平淡。上半年火爆的行情使得新疆、内蒙、贵州等煤炭和天然气价格较低的区域上马大量新产能。因此未来氮肥企业的盈利难以超于预期。

农药中草甘膦板块需要回避。今年是化工行业中表现最为抢眼的板块，需求增长，产能下滑使得草甘膦价格快速上涨。但随着近期部分小厂的开工，预计草甘膦价格很难再有大的表现，三四季度行业业绩低于预期的可能性较大，建议回避。

民爆是我们未来较为看好的行业。在主管部门的推动下，整个行业正在加速整合，几乎所有的民爆上市公司都在进收购的动作，以增加自己的整体竞争力。

染料行业值得中长期关注。近期产品有所提价，股价也随之有所表现。优势企业在此经济低迷期市场份额进一步提高，未来如果出口有所恢复，该行业盈利能力改善应该是大概率事件，值得中长期关注。

化纤明年可能有所表现。化纤产品价格与棉花价格高度相关，我国整体棉花生产情况仍较为严峻，国内棉花价格处于相对高位，粘胶短纤价格已经与棉花价格出现倒挂。同时国际棉价的低迷以及其他农产品良好的经济性可能导致明年国外棉花种植面积的下降。因此 2013 年棉花价格缓慢向上是可能。加之可能出现的外需回暖，明年化纤行业可能有所表现。

塑料制品较为稳定。原油价格决定塑料制品的成本。基于四季度原油价格平台整理的判断，塑料制品盈利情况趋于稳定。

橡胶制品值得关注。四季度天胶价格可能在此位置震荡，整体行业将保持较为平稳的经营情况。因今年橡胶制品企业受益于成本下降，业绩同比情况都比较好，股价有望受到今年高增速的刺激。

交通运输 劣势

铁路公路行业机会较小。前 8 个月铁路客运量增速回升 0.6 个百分点，而货运量首次出现下滑，同比下降 0.2%，货运量疲弱的局面仍没有改善，长期关注铁路改革带来机会。在收费政策调整的舆论压力下，高速公路板块的整体估值逐步下移，



中期业绩多数平稳，短期受重大节假日免收小型客车通行费实施方案的负面影响，长期前景不看好。

航运港口行业持续低迷，BDI 持续下跌。集运市场需求未见明显恢复，底部徘徊，机会渺茫。

航空机场行业建议关注，8 月份，民航全行业旅客运输量达到 3070 万人次，同比增长 11%。航空公司 8 月的营业收入达到 390 亿元，同比增长 7%。9 月份航油价格上调 763 元/吨，给航空公司 9 月份的盈利造成一定压力。9 月前半月航空运输几个月来首次出现票价与客座率双升局面，商务出行超预期，持续性有待观察。。机场股受宏观经济影响小，全年业绩稳定增长，现金流充裕。

物流行业没有明显机会。全国流通工作会议可能被无限期推迟，物流板块的主题投资机会结束。

钢铁 劣势

整体无机会。尽管9 月上旬发改委批复了万亿基建项目投资，但本旬销售数据仍略显惨淡，粗钢产量意外反弹，库存回升而钢价则是继续下探；万亿基建投资将对行业需求带来结构性改善机会，但结合估值水平不推荐任何标的，行业评级为劣势。