



2010.12.23

后工业化和传统产业的再成长



策略团队



021-38674622



jiangyaqin008083@gtjas.com



S0880109094504

本报告导读：

摘要：

对于传统产业，市场上大部分观点认为，随着中国工业化的结束，大部分传统产业增速将大幅放缓。这种观点也造成了以建材、机械和钢铁为代表的传统行业估值达到历史较低水平。但是，最近正被热烈讨论的北京治堵方案给我们提供了另外一种可能的情境：工业化结束后，原有的基础设施将不能满足市民的需求，由政府主导的基础设施建设将带来传统产业的第二次腾飞。刚刚经历过奥运会后大规模的市政建设的首都北京尚且如此，其他城市未来也将跟随。国际经验也支持这一结论：工业化结束后，50-60年代是美国基础设施建设投资增速迅速提升的时期。

因此，无论是工业化正在进行中的中西部地区，还是工业化业已完成的北京、上海，传统行业仍有大量的需求，只是在工业化已经完成的地区，需求正逐渐由机器设备投资转向了基础设施建设。简单的推论就是，基础设备相关产业水泥、钢铁、机械的需求并不会随着工业化的结束而减退，行业成长性有望保持较长的时间。相对其处于历史低点的估值，安全边际凸显。未来，这些传统行业成长性也将逐渐改变市场对其看法。看法转变之间，相关上市公司的投资者将分享到不错的绝对收益。

《投资者的未来》中问到，如果处于50年代的美国，你将投资IBM还是新泽西标准石油？你清楚地知道了未来将要发生的事情：IBM将成为20世纪上最伟大的公司之一，而新泽西标准石油则是传统产业的典型代表。但十有八九我们会做出错误的选择——事实上，IBM是输家。因此，我们还是要回到了巴菲特的逻辑，以合适的价格买入股票：IBM的平均市盈率是新泽西石油的将近2倍，但未来两者成长性的差异比预期小。现在的我们也面临着50年代美国投资者一样的选择，对比一下A股市场中传统产业和新兴产业估值差异，我们需要反思，是否过于低估了传统行业的成长性呢？

国泰君安策略团队

王成

021-38676820

wangcheng6461@gtjas.com

张堃

021-38676641

zhangkun@gtjas.com

时伟翔

021-38674603

shiweixiang007983@gtjas.com

钟华

021-38674602

Zhonghua@gtjas.com

张赞

021-38676053

zhangyun007589@gtjas.com

张昂

021-38676434

zhangang@gtjas.com

张晗

021-38676675

zhanghan@gtjas.com

江亚琴

021-38674622

jiangyaqin008083@gtjas.com

本期作者

江亚琴

021-38674622

jiangyaqin008083@gtjas.com

S0880109094504

注：本报告只对国泰君安重点客户发送，不对外公开发布。

对于传统产业，市场上大部分观点认为，随着中国工业化的结束，大部分传统产业增速将大幅放缓。这种观点也造成了以建材、机械、钢铁为代表的传统行业估值达到历史较低水平。但是，最近正被热烈讨论的北京治堵方案给我们提供了另外一种可能的情境：工业化结束后，原有的基础设施将不能满足市民的需求，由政府主导的基础设施建设将带来传统产业的第二次腾飞。

图 1 建材行业动态市盈率



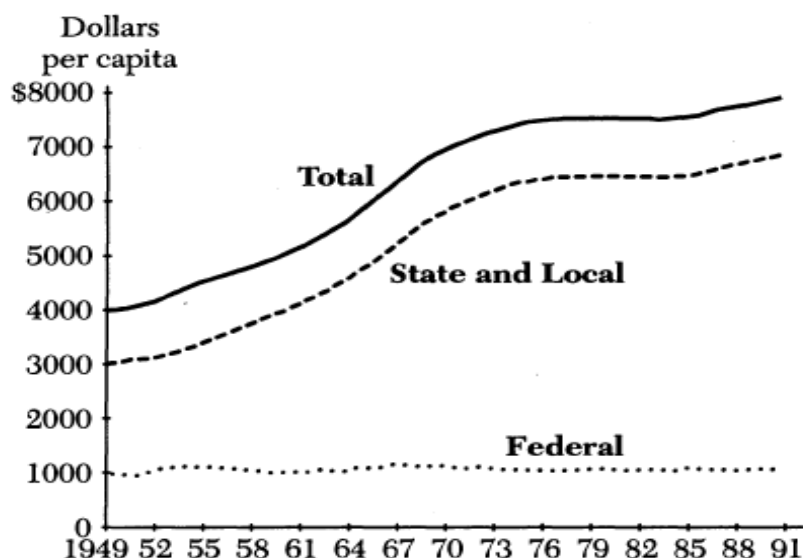
12 月，北京政府提出《北京市关于进一步推进首都交通科学发展加大力度缓解交通拥堵工作的意见（征求意见稿）》。政策中，反复提到了需要提高公交出行。如何提高？大力地基础设施建设：2011 年，开工建设中心城内道路 200 余公里；2015 年前，新建改扩建 478 公里高速公路；2015 年，轨道运营总里程达到 561 公里以上；新增、延长公交专用道 150 公里以上……（具体投资见表 1）

表 1 北京治堵方案部分措施

北京治堵部分方案	具体措施
中心城干道路网系统建设	2012 年底前，37.3 公里城市快速路；2011 年开工建设西二环、东二环等地下快速通道工程；中心城内新街口北大街，手帕口铁路道口平改立等干道网瓶颈点段以及万寿路南延、柳村路、化工路等道路 200 余公里。
中心城道路微循环系统	建设 400 公里微循环道路；2012 年底前重点建设中心城道路 200 公里。
停车位建设	建设中心城 5 万个以上公共停车位；因地制宜建设 20 万个基本停车位
全面建成国家高速公路网和 市级干道公路网	2015 年前，新建改扩建 478 公里高速公路。
中心城轨道交通建设	2011 年实现 2 条新线分段开通；2015 年轨道运营总里程达到 561 公里以上。
公交快速通勤网络	新增、延长公交专用道 150 公里以上。

刚刚经历过奥运会后大规模的市政建设的首都北京尚且如此，其他城市未来也将跟随。从国际经验也支持这一结论：50 年代到 60 年代都是美国基础设施建设投资增速最快的时期。

图 2 美国基础设施人均拥有量



因此，无论是工业化正在进行中的中西部地区，还是工业化业已完成的北京、上海，传统行业仍有大量的需求，只是在工业化已经完成的地区，需求正逐渐由机器设备投资转向了基础设施建设。简单的推论就是，基础设备相关产业水泥、钢铁、机械的需求并不会随着工业化和城市化的结束而减退，行业成长性有望保持较长的时间。相对其处于历史低点的估值，安全边际凸显。未来，这些传统行业成长性也将逐渐改变市场对其看法。看法转变之间，相关上市公司的投资者将分享到不错的绝对收益。加上传统产业投资对选股能力要求不高，投资者更容易把握，也在一定程度上降低了投资的风险。

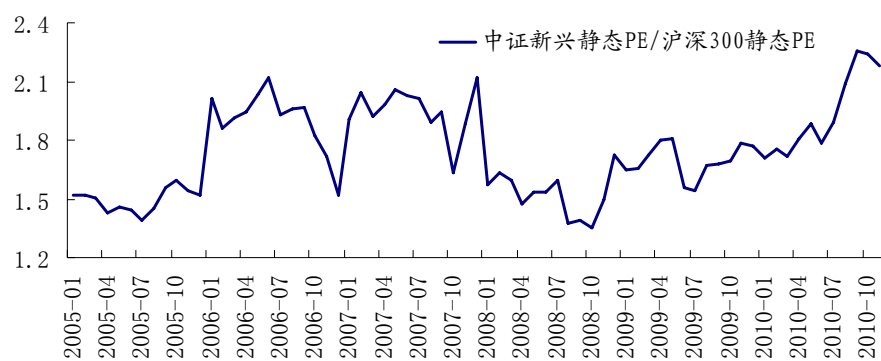
《投资者的未来》中问到，如果处于 50 年代的美国，你将投资 IBM 还是新泽西标准石油？你清楚地知道了未来将要发生的事情：IBM 将成为 20 世纪上最伟大的公司之一，而新泽西标准石油则是传统产业的典型代表。但十有八九我们会做出错误的选择——事实上，IBM 是输家。因此，我们还是要回到了巴菲特的逻辑，以合适的价格买入股票：IBM 的平均市盈率是新泽西石油的将近 2 倍，但未来两者成长性的差异比预期小。

表 2 IBM 和新泽西标准石油的市场数据（1950-2003）

	平均市盈率	EPS 增长率	年收益率
IBM	26.76	10.94%	13.83%
新泽西标准石油	12.97	7.47%	14.42%

现在的我们也面临着 50 年代美国投资者一样的选择，对比一下 A 股市场中传统产业和新兴产业估值差异，我们需要反思，是否过于低估了传统行业的成长性呢？

图 3 新兴产业估值水平处于高位。



作者简介:

江亚琴:

清华大学金融学硕士，09 年 7 进入国泰君安证券，从事策略研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		