

“十二五”规划深度研究：改变真的会发生吗？

报告摘要：

- 东亚模式的精髓和权威治理的载体就是“五年规划”——阐明国家战略意图，明确政府工作重点，引导市场主体行为，它是未来五年我国经济社会发展的宏伟蓝图，是全国各族人民共同的行动纲领，是政府履行经济调节、市场监管、社会管理和公共服务职责的重要依据。怎样评估规划的重要性都不为过。
- 中国经济体量越来越大，不可避免的越来越多的受到全球宏观周期和事件的影响，中国自己的小周期往往会形成叠加，有时甚至是被牵引，例如 1997 年的东南亚危机，启动了中国的基础设施建设和住房房地产周期；2005-2008 的热钱劫持国内货币政策导致的资产泡沫和通货膨胀，以及反危机 4 万亿紧急措施，打断了中国的转型步伐，形成体制归复。
- “十二五”规划提供的增长机遇大致涉及四个主要方面：一是区域平衡，平衡增长的布局 and 推动力，二是产业升级，现有产业的改造和新兴产业的发展路径，三是大消费时代，这是内需拉动的关键阶段，四是节能环保，有关绿色 GDP、环保产业和可持续增长。
- 不可否认“十二五”规划草案的出炉，引人遐想，确实会存在规划的宣誓效应，但必须清醒的认识到结构转型徐图渐进。但实质重于形式，我们有理由担心变化是否会迅速发生，我们提炼的“十二五”规划的四大主题的一半以上是顺周期的，例如区域的发展和产业的升级，操作上主要意味着的就是更大规模的投资，包括基础建设，开发区和地产投资，而大消费有型的也是商业设施和商业地产的投资，例如更多的大卖场，这些当然意味着实体经济的投资机会和资本市场机会，但确缺乏新意。即便是第四个主题节能减排也是这样，例如智能电网和合同能源管理行业会涌现更多的产能投资，加法容易做，减法很难，增量大家都乐意，存量很难调整，这种棘轮效应很可能在新的五年的头两年内，形成一个典型的投资拉动的强周期年——高 GDP 增长和通货膨胀同时来临。而货币政策的调整会使得经济和资本市场陷入不可知的领域。
- “十二五”规划将把区域规划放在更加突出和重要的位置，明确区域经济发展的战略、空间布局以及结构调整的重点和方向。中国新的区域经济版图正在逐渐清晰，这也就预示着更多的试验区和创新区将在全国不断涌现出来。而区域试验正是中国经济演进逻辑中的关键一

宏观研究团队

邵宇 秦培景 李伟杰

行业分析团队

蔡笑 王凤华 金春萍 杜朴 李坤阳

电话：010-8808 5949

021-5175 2661

Email: shaoyu@hysec.com

相关研究

《三纵两横：中国均衡增长新格局》.....	2010/10/14
《崛起的皖江，承接产业转移的急先锋》.....	2010/10/08
《日本：高收入水平陷阱》.....	2010-09-27
《大宗商品价格上涨会给债券市场带来怎样变化》.....	2010-09-21
《开放银行间债券交易速评：债市资金扰动有限，货币竞争布局加速》.....	2010-08-19
《劳动力市场拐点：模式调整的硬约束》.....	2010-08-10
《全球宏观大图景之欧元本纪（上）》.....	
.....	2010-04-01
《全球宏观大图景：危机纪年表》.....	2010/01/07

系列报告



环。理解新区域经济并预测未来中国均衡增长模式的变迁有三条主要线索：一是地缘政治；二是产业转移；三是超级都市圈，在发展的主干线上，即正在形成的三纵两横的中国经济地理的新增长格式下，城市的聚集将最终形成40-50个能级不同的超级城市群，换来城市化和工业化的更高阶段，这也是可持续发展的唯一路径。

- “十二五”期间产业升级上的发展在于两方面，第一个是技术和设备的升级使得传统行业的生产率快速提高，第二个是战略性新兴产业的发展——新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料和新能源汽车。
- 消费方面，“十二五”规划首次提出进一步释放城乡居民消费潜力，逐步使我国国内市场总体规模位居世界前列。这表达了决策层将中国由“世界工厂”发展为“世界市场”的雄心。而这一步的成功与否有赖于收入结构和收入分配制度的调整力度。
- 我国强调推进经济发展方式的转变有多年历史，但进展缓慢，主要原因是体制性障碍尚未消除，这些障碍都是未来二次改革的主要目标。这些障碍包括市场在土地和信贷等重要稀缺资源的配置中尚未充分发挥作用；以经济增速为主的政绩考核标准和财税体制的缺陷使地方政府不得不片面追求经济增长速度；生产资料价格的扭曲造成资源能源的浪费等等。
- 理论上“十二五”计划的重点将会更多的放在经济结构的调整上，而不是放在增长率上。预计未来5年改革的重点将会放在收入分配、消费升级、推进绿色经济、制造业升级、发展由消费者驱动的房地产市场、发展二线、三线城市、金融领域改革七大领域。但变化的发生需要时间和政治和社会的稳定为前提。

目录

投资策略与风险提示：宣誓效应	5
一. 导言：五年规划——中国权威治理的线索	9
（一）规划过程控制	9
（二）五年规划：经济重心与资本市场机会	10
二. 艰难再平衡路：内外失衡下的十年	14
（一）历史：“十一五”的得失考量	14
（二）现实：国内外环境	15
（三）展望：“十二五”经济总目标	17
三. 投资要点：四大主题清晰浮现	19
（一）区域均衡发展城镇化	19
（二）产业升级	21
（三）大消费时代	24
（四）绿色 GDP：节能减排和循环经济	29
四. 二次改革迫在眉睫	31

插图

图 1: 中国城市化率 (%)	5
图 2: “十二五”规划流程简图	9
图 3: 历史五年规划与经济增长	10
图 4: 历年全社会固定资产投资增速	11
图 5: A 股市场与宏观调控	11
图 6: 中国经济改革开放后对外依存度 (%)	15
图 7: 中国 GDP 按支出法划分各构成占比 (%)	15
图 8: 中国实际 GDP 增长贡献结构 (%)	15
图 9: 中国 GDP 中的三次产业结构 (%)	15
图 10: 区域板块跑赢大盘 (1)	19
图 11: 区域板块跑赢大盘 (2)	20
图 12: 区域板块跑赢大盘 (3)	20
图 13: “八五”至“十五”期间三次产业平均增长率	25
图 14: “八五”至“十五”三次产业对增长的贡献构成	25
图 15: 各国储蓄率 (%)	26
图 16: 97 年至 06 年我国基尼系数	26
表 13: 收入分配改革要点	26
表 14: 发改委收入分配改革建议	26
图 17: 2010 上半年城镇居民消费结构	27
图 18: 2010 上半年农村居民消费结构	27
图 19: 我国历年能源消费、生产、及缺口情况 (单位: 万吨标准煤)	29
图 20: 中国能源消耗 (百万吨标准煤, 吨标准煤/百万元)	29
图 21: 能源消费增长率	29
图 22: 我国历年能源消费、生产、及缺口情况 (单位: 万吨标准煤)	30

表格

表 1: 各五年规划时期涨幅前十股票 (内地股市)	12
表 2: 各五年规划时期涨幅前十股票 (港股)	13
表 3: “十一五”规划主要指标实现情况	14
表 4: “十一五”时期经济社会发展的主要指标	16
表 5: 过去的 5 年计划和十二五预计的目标	18
表 6: 区域板块股票池	21
表 7: 信息技术相关股票	22
表 8: 生物医药相关股票	22
表 9: 高端装备制造业相关股票	23
表 10: 新能源相关股票	23
表 11: 新材料相关股票	24
表 12: 新能源汽车相关股票	24
表 13: 收入分配改革要点	26
表 14: 发改委收入分配改革建议	26
表 15: 绿色 GDP 机会	30

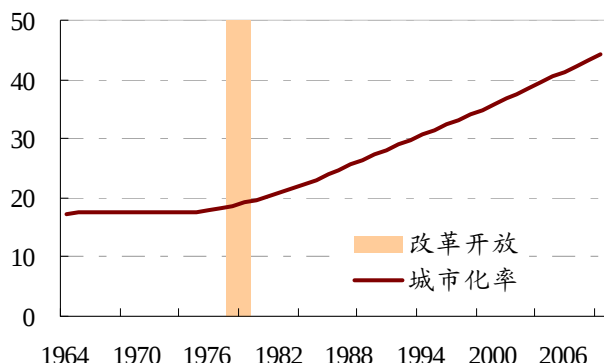
投资策略与风险提示：宣誓效应

“十二五”规划为全体民众和资本市场明确了四大发展主题和二次改革的迫切性，我们认为“十二五”规划提供的增长机遇大致涉及四个主要方面：一是区域平衡，平衡增长的布局 and 推动力，二是产业升级，现有产业的改造和新兴产业的发展路径，三是大消费时代，这是内需拉动的关键阶段，四是节能环保，有关绿色 GDP、环保产业和可持续的增长。鉴于中国经济投资拉动的模式在短期内无法改变，因此必须着重关注的是投资的替代过程：

1. 房地产投资的结构替代

城市化是中国增长和周期波动的来源，并且未来还有从城市化到超级城市化的推进。目前中国城市化率在 44% 左右（图 1），未来城市化仍将稳步推进，中西部地区更是将加速城市化。房地产投资高速增长趋势仍将持续，观察当期房地产投资的工程施工情况，新开工面积大大多于竣工面积，表明后续在建工程仍将增加，房地产投资对经济增速的促进作用仍将提高。中国商业银行体系的信贷资产约有 45% 同土地和房产有关（居民抵押贷款，开发贷款和土地开发贷款约 25%），因此可以相信对房价的打压的根本目的在于政治姿态。如果能够把香港模式改变为薄利多销的重庆模式就更好，同时为低收入民众，特别是半城市化人群提供保障也起到稳定城市化成果，化解社会矛盾。

图 1：中国城市化率（%）



资料来源：WDI，城市人口占总人口的比率，宏源证券研究所

今年大规模启动了保障性住房建设。2010 年保障性安居工程建设目标是：建设保障性住房 300 万套，各类棚户区改造住房 280 万套，这意味着 2010 年保障性住房将比 2009 年增加 250 万套，按平均每套 60 平米、1500 元/平方米建设成本计算，总投资 5220 亿元，增量为 2620 亿元，投资增幅达到 100%。从宏观经济的角度看，保障性住房建设可以在宏观经济回落时部分发挥对冲作用。保障性住房收益率稳定，也可以成为地方政府的重要资产。据测算，如果保障性住房能够实现 5000 亿元左右的投资规模，就能拉动国内生产总值约 1.3 个百分点。

可以预计，地产相关建筑和建材，交通设备和交通基础设施还有很大的发展空间，水运、陆运和空中运输将承担重要的角色。此外，根据官方统计，中国的人均汽车和住房保有量均处于较低水平，未来伴随着城市化的推进，其成长空间广阔，因而房地产和交通运输产业在未来十年仍有望稳定成长，并且支撑中国经济保持较高速度增长。预计 2020 年

的汽车销量达到 5000 万辆，商品房销量达到 17 亿平米。

2. 新兴产业的战略使命

战略新兴产业承担着中国经济产业结构升级的战略使命——从产能扩张到产能扩张加快速产业升级相结合。设备投资已经占据制造业的主导地位，从政策导向来看，“十二五”规划对装备制造业的大力扶持以及鼓励民间投资的新政，都是未来制造业持续复苏的先导因素。

首先，实施产业集群发展战略确保四万亿后投资增速不会下滑。2009 年以来，长三角、珠三角、环渤海经济带发展规划和中部崛起规划的相继出台，以及东北振兴、西部大开发规划进一步延续，使得我国东、中、西和东北部四大经济区域全部纳入到我国区域发展的战略层面中。党的十七届五中全会通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》明确指出，实施产业集群发展战略既是提升区域经济核心竞争力的战略支撑，也是调整区域经济结构、转变发展方式，实现经济又好又快发展的有效途径。产业集群突破了企业和单一产业的边界，着眼于一个特定区域中具有竞争和合作关系的企业、政府、民间组织等的互动，从而推动一个区域经济与社会的协调发展，构成这一区域特色的竞争优势。20 世纪 90 年代中后期以来，随着浙江、江苏、广东、上海、北京等地产业集群的迅速发展，产业集群已成为推动区域发展的重要动力。

其次，七大战略性新兴产业被业界称为“下一个四万亿”。日前，国务院审议并原则通过《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，确定我国战略性新兴产业发展的重点方向、主要任务和扶持政策。提出发展节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料和新能源汽车七大行业。如果说中国的四万亿经济刺激计划给了经济社会以足够的信心，那么确定的这七大战略性新兴产业则是中国为产业界注入的新活力。金融危机的影响已让我们认识到单一经济发展方式和低端产业机构的缺陷，战略新兴规划无疑向企业释放出积极信号：政策扶持从集中于基建方面开始转向支持产业升级和结构转型。战略性新兴产业正是中国给出的产业方向。推动新兴产业的发展将使中国在未来的全球竞争中站上制高点。

第三，民间投资“新 36 条”助力经济发展。今年 5 月份国务院公布《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》。意见强调拓宽民间投资的领域和范围，明确表示鼓励和引导民间资本进入的领域包括基础产业和基础设施、公用事业、社会事业、金融服务、商贸流通、国防科技工业、参与国有企业改革等领域。这将促进民间投资对于稳定当前我国经济增长，激发经济增长的内生动力和活力，调整经济结构，促进经济长远发展，抑制资产泡沫等都具有重要意义。成功启动民间投资是我国经济结构调整、保持可持续发展的核心动力，是我国经济长期发展的战略部署，也是当前我国经济实现继续增长的重要措施。

3. 基本建设投资的区域替代

“十一五”期间的三大经济和体育盛会强化了在三个核心三角洲发展区的基建基础，区域经济承担着中国经济地理结构升级的重大任务。以区域均衡增长为目标的例如区域之间的高铁线路，城际快速列车和都市圈内部的轨道交通，支线机场等运输网的大规模建设将是下阶段我国投资的重点。根据《中长期铁路网规划（2008 年调整）》（以下简称《调整方案》），客运专线建设目标为 1.6 万公里以上，另外还将城际客运系统由环渤海、长江三角洲、珠江三角洲地区扩展到长株潭、成渝以及中原城市群、武汉城市圈、关中城镇群、海峡西岸城镇群等地区。高铁的建设达到一个高峰期。

除了区域之间的运输网建设投资以外,内陆城市的基础设施建设也将迎来一个新的高峰。我们在前期的报告中提到,我国未来的区域规划趋向于地缘政治+产业转移+沿海超级大都市圈(见报告《三纵两横:中国均衡增长新格局》),所以内陆都市也会进一步加大投资:产业转移接受区将大规模兴建工业基础设施,例如工业园区和物流网是这些地区的投资重点;对于地缘政治边境区,首要的任务就是扩大城市,增加影响力,所以这些地区的投资重点在于城市的建设,即房地产建设投资。

未来基本形势判断

“十二五”规划的核心在扩大内需、结构调整,加快城镇化和促进区域发展。内容将主要集中在保障性住房、国民收入分配、城镇化、战略新兴产业、社会保障、民间投资、现代服务业和节能环保等领域。预计“十二五”期间的城市化率每年平均以1%-1.5%的提高。节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料和新能源汽车七个产业将被重点培育,加快推进。我国工业节能减排的政策覆盖面将有所扩大。外贸“十二五”规划的指导思想是因应国际经济贸易格局变化,着重加快结构调整和发展方式转变。

在全球金融危机的影响基本消除,新兴市场国家的经济基本恢复的背景下,中国经济有望在“十二五”规划刺激下启动“以区域平衡升级为主导,产业升级和消费升级为推动”的新增长周期。2011年GDP增长动力来自于:区域规划实施刺激下大量新投资项目开工将带来基建投资增速的增长;政府大规模推进产业升级政策的刺激下,企业将有更大动力推进制造业投资;劳动者收入水平提高以及社会保障制度的逐渐完善带来的消费意愿提高将继续提高消费增长。

“十二五”可能会造就一个新周期的基础:从双引擎——投资、出口拉动,到三引擎:消费投资、出口共同拉动,但仍需要时间去改变。在下个五年的后期和开局之年,很可能形成一个8-9%之间的速度,4-5%之间通胀的尴尬局面,速度不太快,通胀又不低。投资方面,反危机余力尚在,新周期投资加速(但被信贷政策拖住),流动性过于充沛(内外都充沛),热钱导致被动投放,压缩信贷。当然,消费会持续增长。对出口仍然要保持乐观,即使劳动力成本有所上升,但是与发达国家相比,我国的劳动力成本仍然较低,与发展中国家相比,我国的生产条件又占优,全球廉价消费品还是会在中国出现,即出口能够保证。

此刻的中国领导层和整个中国民众,确实也需要保持清醒的认知。中国要想保持可持续发展,跳过“中等收入陷阱”后继续崛起,确实需要一个和平的环境,一个没有太多激烈对手的环境。在这个大战略下,中国不能被短期的成绩冲昏头脑,需要继续韬光养晦,继续保持低调,继续苦练内功。积极布局大中国经济一体化(港澳台),亚洲经济区域化和人民币国际化:如果积极应对,可能能够得到欧元区的结果,由于亚洲区域贸易的互补性更强,在东亚区域经济合作中能保持主动的中国无疑将获益良多;反之,如果反应被动,则可能落入类似日本目前的高收入陷阱中,但是由于我们起点更低,所以情况可能会更糟糕。

策略和风险

以下两个方面可能构成未来市场的推动因素,其一是通胀预期的持续,流动性过剩和劳动力成本上升构成通胀的长期因素,大宗商品尤其农产品价格上涨以及人民币升值预期背景之下,货币政策回归稳健的立场坚决。其二是五中全会定调“十二五”以经济结构转

型为重点，对新型战略产业扶持更是目标明确措施具体。

未来五年策略的重点就是在国内经济重塑增长基础的过程中寻找阿尔法机会(产业生命周期里选股),同时关注外部失衡调整过程捕获流动性冲击机会(宏观经济周期中择时),两者不可偏废。

从投资机会把握上,建议关注三个方面:一是消费领域,相关行业如食品饮料、零售、医药、家电等存在较好的机会;二是区域经济领域,西部地区看好新疆、重庆、西藏;三是新兴战略产业领域,三网融合、下一代通讯网络、物联网存在中长期机会。

中国目前面临着收入差距扩大,区域不平衡,以及政府和企业收入分配中占比过重等问题,这些问题在“十二五”规划中都能找到破题的答案。参考日本国民收入倍增计划的发展态势,在这种情形下,随着收入分配改革的进行,城乡居民收入普遍较快增加的目标实现,消费升级加快,总体将体现在可选消费品的增加,目前也有所体现。具体以下行业,如汽车和相关服务,公用事业行业中的节能减排,旅游休闲,医疗保健,食品和服装中的高端产品等值得看好。

此外,对比“十一五”和“十二五”出台,其经济背景有着根本的不同,要想继续泡沫化、A股市场存在系统性难度。应该着重关注的是“十二五”可能带来的结构性机会,“十二五”规划将受益的领域分别是:大消费、高铁、新能源、新兴战略产业、环保、区域经济。

风险:可能被外部因素打断,有赖与外部均衡的实现和人民币汇率策略的调整,但竞争性贬值(各国争先恐后地使本币贬值)的爆发,可能将使情况变得一团糟。通货膨胀将对政策的预期有所影响,粮食等大宗商品的带来的供给冲击也会使政策有所波动。还得考虑到如此多的流动性的出口。此外,劳动力成本的上升也会对我国经济发展面临着不确定性。

一. 导言：五年规划——中国权威治理的线索

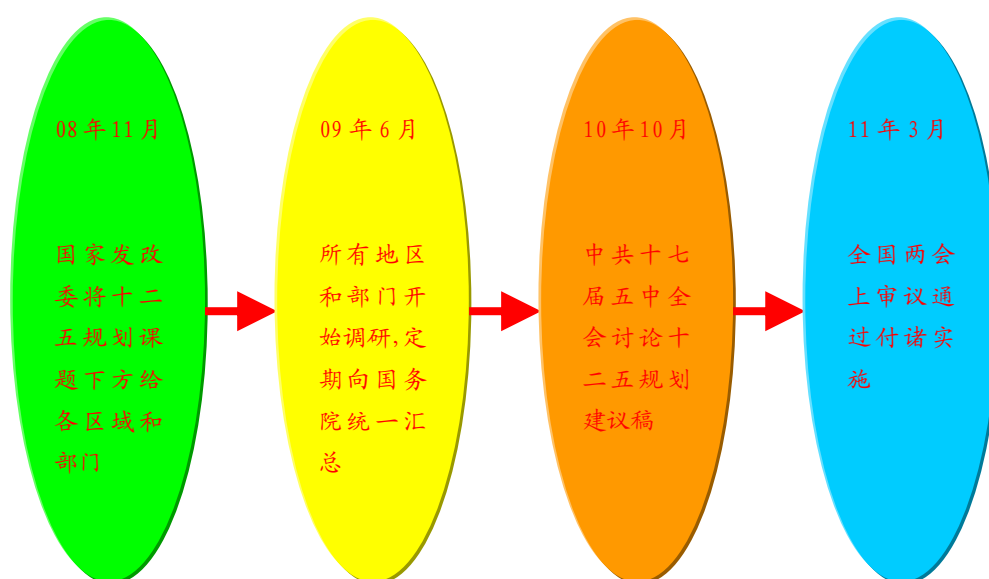
从 1953 年开始，每五年，中国会就国家整体发展制定一个全面的中期规划（The Five-Year Plan, 简称 FYP），设立一些主要的经济和社会发展目标（也包括政治、外交、军事和文化），引导未来五年的政策走向和国家发展。尽管具体方案还在细化和进展的过程中，来自各个主体和层次的解读也正在孜孜不倦的进行着。毫不夸张的说，东亚模式的精髓和权威治理的载体就是“五年规划”——官方的说法是主要阐明国家战略意图，明确政府工作重点，引导市场主体行为，是未来五年我国经济社会发展的宏伟蓝图，是全国各族人民共同的行动纲领，是政府履行经济调节、市场监管、社会管理和公共服务职责的重要依据。怎样评估规划的重要性都不为过，当然执行过程中出现的背离更需要深入探讨。

对此市场和民众一样，国内和国外一起，充满了期待和迷惑——我们应该盼望什么？——中国会下调经济增长目标，以质量换速度，把重心真正地放在调整结构上吗？此值内外失衡档口，二次改革共识正在凝聚，政府未来将大力推进哪些主要抑或是具有最高“难度系数”的重大改革呢？这些变化在文本中会以怎样的数量指标和具体形式体现出来？投资者又应该从中领悟和提炼哪些投资机遇和要点呢？

这是我们近期中国宏观深度报告《中国的逻辑》中的核心部分——掘金“十二五”系列，即将到来的“十二五”是中国发展的关键时期，这五年的走势将决定中国能否成功获得未来 30 年的增长空间，而政府紧锣密鼓中制定的“十二五”规划正是具有中国特色的权威治理模式的重要抓手和载体，从而成为我们解读国家发展战略的主要窗口。本报告的目的是对“十二五”规划做一个总体介绍，解析可能出现的投资主题，并进行全方位的投资机会挖掘。

（一）规划过程控制

图 2：“十二五”规划流程简图



资料来源：宏源证券研究所

一般而言，类似的中期规划的制定过程需要两年时间，一共有 4 个步骤。第一步是自

上而下的任务部署过程：首先是政府机关，最重要的是国家发改委（National Development and Reform Commission，简称 NDRC）提出规划领域（2008 年底），派出调研队伍同基层和明细部分交流。然后是自下而上：专业人士根据初步方案，然后再交给基层修改，如此反复几次。然后是党的决策，10 月中旬讨论的只是“十二五”规划纲要和总体框架。第二步，正式的完整版本的规划将于次年三月提交全国人大审议通过并发布实施，其中将包括经济和社会的具体目标和数量指标。第三步是全国人大（National People's Congress，简称 NPC）通过，随后各地区和行业将公布与这一规划吻合的各自的五年规划。第四步是政府执行。期间还要经过政协（类似精英院）的讨论。显而易见，这个程序是一个连续的改进过程，也是一个凝聚全民共识的过程。

（二）五年规划：经济重心与资本市场机会

纵观 60 年中国经济，五年规划可以分为两个阶段：1978 年改革开放前和 1978 年开始的经济改革。在第一个阶段中，历史的原因使得五年规划并没有将经济发展作为重心；而在第二个阶段中，经济发展开始作为重点。1978 年，中国的经济模式也由行政指导转向市场经济。30 年来，经济发展取得了巨大的成就。图 2 所示，78 年的经济改革后，五年计划为经济增长提供了非常大的贡献，特别是“六五”至“十一五”期间每个阶段的前几年。我们判断这是一个经验性的结论：每个五年计划的中期将比初期有更多的机会，前面的时期在高速增长直至过热，然后在后期降温。更深层次的原因是，因为中国的周期明显是投资拉动的，因此我们可以看到投资在每个五年也形成了前低后高再降低的固定模式。

图 3：历史五年规划与经济增长



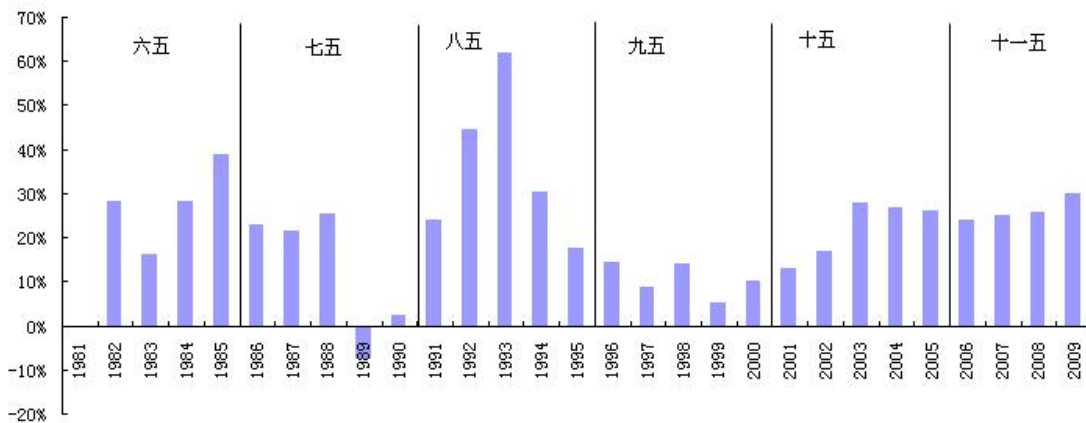
资料来源：wind，宏源证券研究所

另外，我们还可以判断，五年规划可以看到我国发展的前景，也是总体经济状态的判断依据。例如“十一五”规划中首次提到“资源节约型和环境友好型”社会，使得清洁能源出现明显的投资机会，以及“十五”规划中提到西部大开发，也是一个绝佳的投资契机。我们认为“十二五”规划不仅是简单的未来五年规划发展，更是未来的投资线索，把握住了规划，也就掌握住了投资先机。

纵观 A 股市场，每一个五年计划中的宏观调控都对资本市场产生了深刻的影响。八五期间邓小平南巡结束了股市姓资姓社的争论，为股市的发展带来了历史性的转折机遇。93-95 年宏观政策从紧调控，股市震荡中艰难前行，94 年证监会分别于 3 月和 7 月份提出了“四大救市政策”和“三大救市政策”，给股市带来了短暂的上涨行情。96 年 5 月开始

央行连续降息，货币政策开始放松，给股市带来一段黄金期。97 年开始遭遇东南亚金融危机，市场再次进入调整期。进入 21 世纪，股市经历了较长时间的熊市阶段，直到“十五”末的 2005 年股权分置改革启动，市场又迎来了一次脱胎换骨的发展黄金期，2007 年市场在从紧的货币政策中依然冲刺历史高点，终止于 2008 年美国次贷危机的爆发。2009 年 4 季度国务院出台四万亿经济刺激计划，宏观经济触底之后逐步复苏，股市也在大跌之后迎来上涨行情。

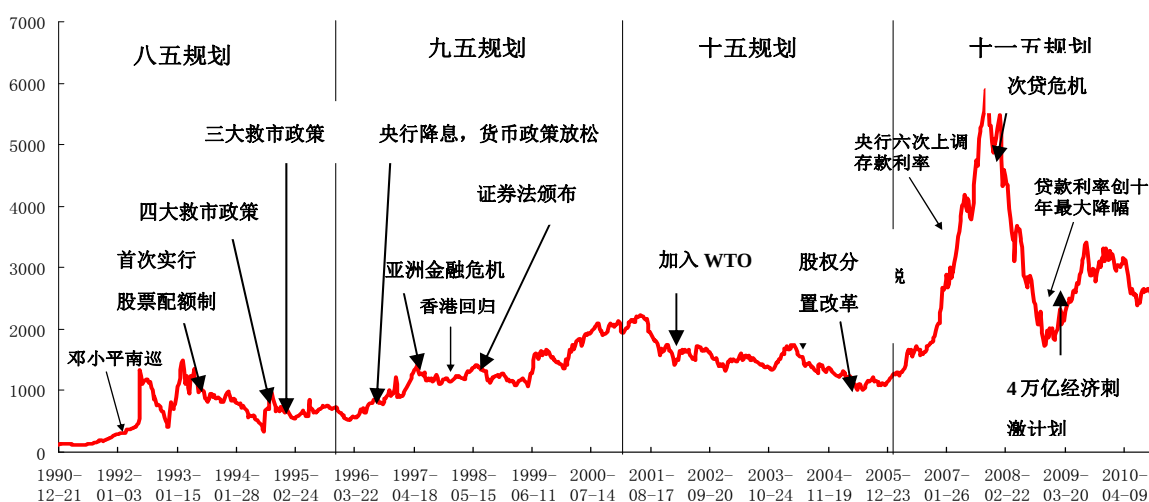
图 4：历年全社会固定资产投资增速



资料来源：wind，宏源证券研究所

中长期来看，决定股市的基本因素一定是宏观经济，宏观经济对股市的影响体现在两个方面，一方面是股市的估值以及大的运行区间，另一方面是股市的供给结构，即上市公司的产业分布结构。

图 5：A 股市场与宏观调控



资料来源：wind，宏源证券研究所

我们统计了“八五”至“十一五”规划期间每个五年计划涨幅前十的个股，从行业的分布来看，与宏观经济的运行有一定的相关性。“八五”、“九五”期间，是中国经济开始全面进入快速发展的阶段，社会需求开始全面释放，家电等轻工业，钢铁、水泥等重工业增长迅速，因此在资本市场上也出现了业绩高速增长的个股，如飞乐音响。进入“十五”

之后,宏观经济也伴随中国加入世贸组织以及地产改革进入出口、地产拉动的新经济周期。投资、出口拉动的经济增长模式下,地产以及地产相关行业、中游制造业进入高速增长时期。资本市场上涌现出业绩高速增长的地产、机械牛股。

表 1: 各五年规划时期涨幅前十股票 (内地股市)

“八五” (1991-1995) 规划期				“九五” (1996-2000) 规划期			
600652.SH	爱使股份	2254.8	综合	000557.SZ	*ST 广夏	2390.9	食品饮料
600653.SH	中华控股	1750.6	交运设备	000540.SZ	中天城投	2325.6	房地产
600601.SH	方正科技	912.3	信息设备	000537.SZ	广宇发展	2274.9	房地产
600651.SH	飞乐音响	677.3	电子器件	600800.SH	ST 磁卡	2202.5	电子器件
600656.SH	ST 方源	667.1	化工	000503.SZ	海虹控股	1745.9	信息服务
600608.SH	*ST 沪科	314.2	综合	000021.SZ	长城开发	1661.4	信息设备
600654.SH	飞乐股份	309.7	电子器件	600651.SH	飞乐音响	1517.2	电子器件
600605.SH	汇通能源	275	商业贸易	000590.SZ	紫光古汉	1478.3	医药生物
600603.SH	ST 兴业	233	房地产	000008.SZ	ST 宝利来	1307.6	综合
600620.SH	天宸股份	231	综合	000682.SZ	东方电子	1289.5	信息服务
“十五” (2001-2005) 规划期				“十一五” (2006-2010) 规划期			
600837.SH	海通证券	308.5	金融服务	600547.SH	山东黄金	5202.8	有色金属
600309.SH	烟台万华	236.7	化工	600111.SH	包钢稀土	4968.5	有色金属
002025.SZ	航天电器	206.4	电子器件	600703.SH	三安光电	4617.3	电子器件
002024.SZ	苏宁电器	175.8	商业贸易	600259.SH	广晟有色	4238.2	有色金属
600583.SH	海油工程	169.5	建筑建材	600844.SH	丹化科技	3839.1	化工
600519.SH	贵州茅台	152.7	食品饮料	000650.SZ	仁和药业	3085.9	医药生物
000069.SZ	华侨城 A	142.7	房地产	600489.SH	中金黄金	3051.8	有色金属
000402.SZ	金融街	108.7	房地产	600031.SH	三一重工	2920.6	机械设备
600009.SH	上海机场	106.2	交通运输	002007.SZ	华兰生物	2785.8	医药生物
000792.SZ	盐湖钾肥	104.2	化工	000157.SZ	中联重科	2547.8	机械设备

资料来源: wind, 宏源证券研究所

有趣的是,我们可以比较一下 A 股和 H 股,从“八五”到“十一五”期间每个五年规划涨幅前十名股票,行业分布有一定差异,主要原因是早期香港的内地上市公司数量较少,并且早期以国企背景企业居多,但是进入“十五”以来,随着内地赴港上市公司数量增多,港股内地公司供给结构逐步反映内地经济产业、行业发展结构。“十五”规划至“十一五”规划时期,中国宏观经济以投资、出口拉动经济增长模式下,港股内地公司股票涨幅居前的行业分布在周期股如建筑制造、钢铁、交运等行业较多,内地则房地产股表现突出。值得注意的是消费,特别是酒类公司,两市表现也非常突出;“十一五”后半段,港股转向新兴产业例如新能源、医药和保健、微电子,以及具有全球竞争优势的中国先进制造业,而内地还沉湎在流动性造就的有色金属盛宴中,不过先进制造业(机械电子)和新兴的生物医药行业的投资价值也逐渐被市场认可,我们判断这个趋势将在未来几年延续下去——向最好的实体经济部门和企业输送资源才是资本市场动力的基础所在。

表 2: 各五年规划时期涨幅前十股票 (港股)

“八五”时期			“九五”时期		
270 HK	粤海投资	729.60%	992 HK	联想集团	2548.30%
171 HK	建银国际	553.80%	135 HK	昆仑能源	351.50%
267 HK	中信泰富	429.00%	162 HK	中国金展	312.80%
349 HK	工银亚洲	265.10%	941 HK	中国移动	303.80%
31 HK	航天控股	239.40%	517 HK	中远国际控股	233.30%
181 HK	闽港控股	189.30%	618 HK	方正数码	227.00%
1203 HK	广南集团	131.70%	152 HK	深圳国际	216.30%
1199 HK	中远太平洋	117.20%	203 HK	骏威汽车	188.80%
291 HK	华润创业	100.00%	144 HK	招商局国际	172.30%
217 HK	中国诚通发展	55.30%	291 HK	华润创业	148.80%
“十五”时期			“十一五”时期		
1072 HK	东方电气	2251.20%	8058 HK	罗欣药业	2940.00%
914 HK	安徽海螺水泥	1636.40%	1066 HK	威高股份	2505.90%
1133 HK	哈动力	1407.20%	1211 HK	比亚迪	1690.10%
124 HK	金威啤酒	995.20%	2308 HK	研祥智能	1345.40%
323 HK	马钢股份	548.60%	895 HK	东江环保	1340.00%
1053 HK	重庆钢铁	534.90%	8102 HK	上海复旦	1108.30%
347 HK	鞍钢股份	487.80%	2302 HK	CNNC	1090.00%
2355 HK	宝业集团	451.70%	3311 HK	中国建筑国际	965.40%
358 HK	江西铜业	432.60%	317 HK	广州广船国际	884.90%
995 HK	安徽皖通高速	428.20%	2357 HK	中航科工	874.70%

资料来源: wind, 宏源证券

二. 艰难再平衡路：内外失衡下的十年

（一）历史：“十一五”的得失考量

“十一五”规划就已经正式拉开了中国结构调整的大幕，强调质量而非速度，也提出了各种改进措施，例如节能目标：计划在五年时间内将单位 GDP 能耗降低 20%。乐观的一面是，大部分数量化目标的完成毫无问题，尤其是 GDP 的增长远远超过了最初设定的目标：目标为年均增长 7.5%，实际为 11.4%。“十一五”期间，我们实现了升级居民消费结构、产业结构、城镇化加快等目标，同时也提高了国民储蓄率，改善了基础设施条件，提高了科教基础水平，为“十二五”打下了比较好的基础，特别是北京奥运会、上海世博会以及广州亚运会成为标志性的成就，也使得基建投资达到了一个高峰，有力的支持了增长和国家的整体形象。

表 3：“十一五”规划主要指标实现情况

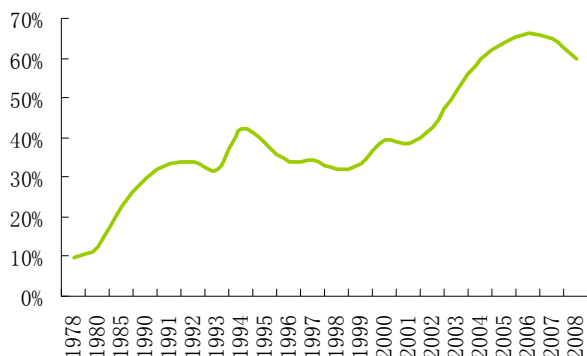
指标	2005 年	2010 年 E	年均增长	至 2009 年	年均增长	完成情况
国内生产总值 (万亿元)	18.2	26.1	7.4	34.1	16.5%	提前完成
人均国内生产总值 (元)	14185	19270	6.6	25575	15.9%	提前完成
服务业增加值比重 (%)	40.3	43.3	[3]	43.4	[3.1]	提前完成
研发经费支出占国内生产总值比重 (%)	1.3	2	[0.7]	1.7	[0.4]	未完成
城镇化率 (%)	43	47	[4]	46.6	[3.3]	未完成
全国总人口 (万人)	130756	136000	< 8‰	133474	0.5%	目前完成
单位国内生产总值能源消耗降低 (%)	1.3		[20]	1.077	[20.7]	提前完成
单位工业增加值用水量降低 (%)			[30]	NA	NA	
农业灌溉用水有效利用系数	0.45	0.5	[0.05]	NA	NA	
工业固体废物综合利用率 (%)	55.8	60	[4.2]	67.8	[12]	提前完成
耕地保有量 (亿公顷)	1.22	1.2	-0.3	1.22	0	目前完成
主要污染物排放总量减少 (%)	3963.6		[10]	3491.9	11.9%	目前完成
森林覆盖率 (%)	18.2	20	[1.8]	20.4	[2.2]	提前完成
国民平均受教育年限 (年)	8.5	9	[0.5]	NA	NA	
城镇基本养老保险覆盖人数 (亿人)	1.74	2.23	5.1	2.3	7.2%	提前完成
新型农村合作医疗覆盖率 (%)	23.5	>80	>[56.5]	0.942	[70.7]	提前完成
五年城镇新增就业 (万人)			[4500]	31120	[3789]	未完成
五年转移农业劳动力 (万人)			[4500]	NA	NA	
城镇登记失业率 (%)	4.2	5		4.3		目前完成
城镇居民可支配收入 (元)	10493	13390	5	17175	13.1%	提前完成
农村居民人均纯收入 (元)	3255	4150	5	5153	12.2%	提前完成

注：带[]的为五年累计数；主要污染物指二氧化硫和化学需氧量；“目前完成”是指还需观察 2010 年的情况；NA 表示目前无此准确数据

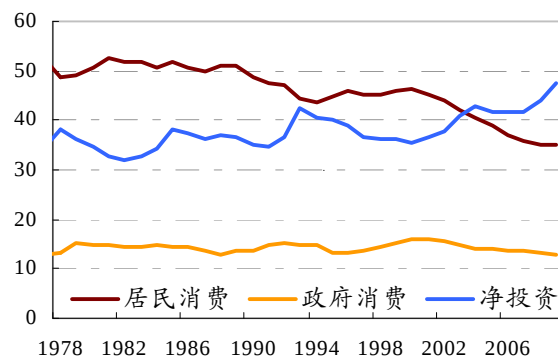
资料来源：宏源证券研究所

不幸的是，规划提出的结构调整优化路径再次被全球金融危机打断。快速的反危机策略尽管是必须和恰当的，但它的确硬化了中国经济原有的结构问题——经常项目盈余占 GDP 比重快速增加（仅在危机后有所下降）；投资占 GDP 比重进一步上升，居民消费所

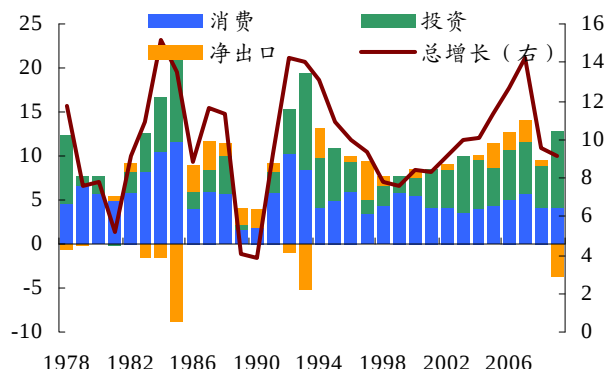
占比重下降，政府和国有企业在控制和分配经济资源中所发挥的作用加大；能源资源价格改革、国企改革等许多结构性改革出现了停滞徘徊。总体来讲，就是存在内需与外需的结构失衡，财政收入结构的失衡（对土地财政的过于依赖），收入分配的结构失衡和对外出口依存度过高的问题——中国经济仍存在“不平衡、不协调、不可持续的问题”。

图 6：中国经济改革开放后对外依存度（%）


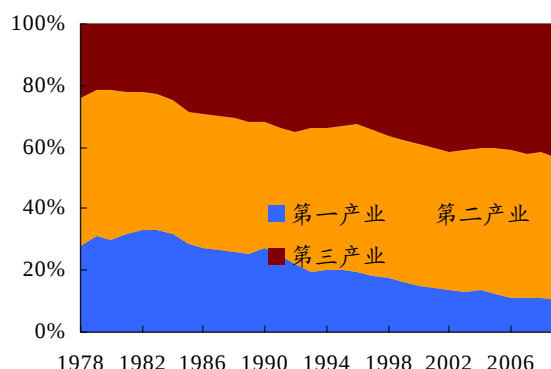
资料来源：CEIC，按净出口总值占 GDP 之比计量，以当年平均汇率折算，宏源证券研究所

图 7：中国 GDP 按支出法划分各构成占比（%）


资料来源：CEIC，宏源证券研究所

图 8：中国实际 GDP 增长贡献结构（%）


资料来源：CEIC，宏源证券研究所

图 9：中国 GDP 中的三次产业结构（%）


资料来源：CEIC，宏源证券研究所

（二）现实：国内外环境

1. 风云变幻的国内外环境

现实就是金融危机将世界发展分为危机前时代和危机后时代。内外失衡的局面，无法短期取得突破，三个世界的格局没有根本变化（消费国——生产国——原料国，参见我们最近的报告，《全球宏观大图景：三次失衡、三个世界、三足鼎立》，2010-11-23）。外部的困扰体现在被压缩的和平发展空间——随着中国经济体量的迅速增大，经济、政治、能源和地缘空间上的冲突变得日益无法避免，和平发展空间受到挤压，例如钓鱼岛，南海，朝鲜半岛，我们处于经济周期和政治周期的敏感地带。全球失衡使得全球化的方向有些迷失，美元货币霸权受到局部动摇。美国国会通过法案，准备对中国的汇率政策采取贸易措施；他们认为中国在操纵汇率，因而积累了巨额的贸易顺差。目前中国遭受着一系列的

抱怨，如造成西方制造业工作岗位流失、对大宗商品丰富的国家进行“殖民化”、地缘势力扩张过于激进、对在华经商的外资公司给予不公平的待遇，同时又接受大量不应该得到的外援。

从最近官方的表态来看，总体而言，高层对世界形势判断仍然偏乐观，美式全球化和区域一体化并行不悖，但是对危机之后的中美之间地缘空间和影响能力的此消彼长也有清楚的认识，对可能发生或已经箭在弦上的贸易战、汇率战和环境战也有清醒的认识。

2.内部的隐忧——GDP 锦标赛的后半场

虽然未来中国会更注重经济的质量，但是目前还没有发现比 GDP 更好更方便的衡量经济发展的指标，因此地方政府还是会积极参与 GDP 锦标赛。从目前的情况来看，尽管中央政府的有关建议明显淡化了 GDP 指标，但是很多地方仍然抛出了振奋人心的 GDP 增长计划。重庆确定未来五年 GDP 年均增长目标为 12.5%，福建、黑龙江、广西、贵州等省区提出 GDP 总量甚至人均 GDP 要实现翻一番，地处较为偏远的西藏亦确定年均增长要达到 12%以上，这些增长目标要高于过去四年我国年均增长 11.4%这一数字。

表 4：“十一五”时期经济社会发展的主要指标

类别	指标	2005 年	2010 年	年均增长 (%)	属性
经济增长	国内生产总值 (万亿元)	18.2	26.1	7.5	预期性
	人均国内生产总值 (元)	13985	19270	6.6	预期性
经济结构	服务业增加值比重 (%)	40.3	43.3	[3]	预期性
	服务业就业比重 (%)	31.3	35.3	[4]	预期性
	研发经费支出占国内生产总值比重 (%)	1.3	2	[0.7]	预期性
	城镇化率 (%)	43	47	[4]	预期性
人口资源环境	全国总人口 (万人)	130756	136600	<8‰	约束性
	单位 GDP 能源消耗降低 (%)			[20]	约束性
	单位工业增加值用水量降低 (%)			[30]	约束性
	农业灌溉用水有效利用系数	0.45	0.5	[0.05]	预期性
	工业固体废物综合利用率 (%)	55.8	60	[4.2]	预期性
	耕地保有量 (亿公顷)	1.22	1.2	-0.3	约束性
	主要污染物排放总量减少 (%)			[10]	约束性
	森林覆盖率 (%)	18.2	20	[1.8]	约束性
公共服务 人民生活	国民平均受教育年限 (年)	8.5	9	[0.5]	预期性
	城镇基本养老保险覆盖人数 (亿人)	1.74	2.23	5.1	约束性
	新型农村合作医疗覆盖率 (%)	23.5	>80	>[56.5]	约束性
	五年城镇新增就业 (万人)			[4500]	预期性
	五年转移农业劳动力 (万人)			[4500]	预期性
	城镇登记失业率 (%)	4.2	5		预期性
	城镇居民可支配收入 (元)	10493	13390	5	预期性
	农村居民人均纯收入 (元)	3255	4150	5	预期性

注：国内生产总值和城乡居民收入为 2005 年价格，带[]的为五年累计数。

资料来源：宏源证券研究所

相比之下，发达地区则要开明很多，广东、上海则提出了 GDP 年均增长 8% 的目标，比“十一五”期间增速明显下调。上海官方并表示将淡化规模总量指标，强化结构调整、民生改善、绿色发展等导向指标。

所以，我们可以预计，“十二五”期间，我国发达地区将会在产业升级、结构挑战以及民众生活等方面上下大功夫；中西部地区则还会将投资和出口作为发展重点，因为无论是节能减排、科技创新，还是改善民生、增加居民收入，都需要大量的财政投入，对地方政府来说缺乏利益驱动，这是花钱而不是赚钱。

（三）展望：“十二五”经济总目标

作为新增长模式的奠基阶段，中等收入水平的关键时期，我们认为“十二五”时期要努力实现以下经济发展的主要目标（表 5）：

(1) 经济平稳较快发展。具体的目标与以往一样，价格总水平基本稳定，就业持续增加，国际收支趋向基本平衡，经济增长质量和效益明显提高。过去的 10 年中国 GDP 年增速是 10%。“十二五”预期放缓到 8~9%，这是目前争论的焦点——会不会下调 GDP 增长目标。不少分析师认为“十二五”会下调速度目标，作为政府将更加重视调结构的信号。我们的答案是——没有必要，实际上只要不驱赶经济以两位数增长，中国式的魔力数字 8 依旧是最好的选择。另外根据历史的经验，规划设定的是一个最低的目标，不具很强约束力，几乎总能保证超额完成，其实缩小跟踪误差才是明智之举。而且在我们将要讨论的 4 个方向上，看不到明显拉低经济增长的因素，因此 8%（略高于“十一五”期间）是没有问题的。

具体来说，城镇新增就业和转移农业劳动力各 4500 万人，城镇登记失业率控制在 5%。价格总水平基本稳定，鉴于成本上升可能对于通货膨胀有更高容忍度，当然这应该不会进入官方的表述，我们认为 5% 以内，平均 3.5~4% 左右都可以接受。国际收支基本平衡。我们预计顺差在 4% 以内。人均消费有明显增长，很多人希望中国提高国内消费，让它成为经济增长的一个引擎，从而纠正这种巨额贸易顺差。

(2) 经济结构战略性调整取得重大进展。居民消费率上升，服务业比重和城镇化水平提高，城乡区域发展的协调性增强。经济增长的科技含量提高，单位国内生产总值能源消耗和二氧化碳排放大幅下降，主要污染物排放总量显著减少，生态环境质量明显改善。

能源环境方面，在技术取得一定进展的前提下，预计我国“十二五”期间单位国内生产总值能源消耗降低 30% 左右，单位工业增加值用水量降低 30%，农业灌溉用水有效利用系数提高到 0.5，工业固体废物综合利用率提高到 60%。制定节能和碳排放新目标，基本都能按时实现。同时，基于 2020 年实现单位 GDP 碳排放较 2005 年降低 40%-45% 的承诺，中国或许也会制定碳排放中期目标。存量指标方面，全国总人口控制在 14.2 亿人。耕地保有量保持 1.2 亿公顷，淡水、能源和重要矿产资源保障水平提高。生态环境恶化趋势基本遏制，主要污染物排放总量减少 10%，森林覆盖率达到 25%，控制温室气体排放取得成效。

在产业方面，产业、产品和企业组织结构将更趋合理，服务业增加值占国内生产总值比重和就业人员占全社会就业人员比重分别提高 3 个和 4 个百分点。自主创新能力增强，研究与试验发展经费支出占国内生产总值比重增加到 5%，形成一批拥有自主知识产权和知名品牌、国际竞争力较强的优势企业。

(3) 城乡居民收入普遍较快增加。努力实现居民收入增长和经济发展同步、劳动报酬增长和劳动生产率提高同步，低收入者收入明显增加，中等收入群体持续扩大，贫困人口显著减少，人民生活质量和水平不断提高。具体来说，社会主义新农村建设取得明显成效，城镇化率提高到 55%。各具特色的区域发展格局初步形成，城乡、区域间公共服务、人均收入和生活水平差距扩大的趋势得到遏制。保障性住房与社会保障体系。迅速蹿升的房价对许多城市居民而言已成了一个社会问题。我们预计政府将加大对这方面的关注和开支，在未来几年提供更多保障性住房。这与医疗养老改革一道可能被视为增强社会保障体系的另一项内容。

(4) 改革开放不断深化。财税金融、要素价格、垄断行业等重要领域和关键环节改革取得明显进展，政府职能加快转变，政府公信力和行政效率进一步提高。对外开放广度和深度不断拓展，互利共赢开放格局进一步形成。

(5) 社会建设明显加强。覆盖城乡居民的基本公共服务体系逐步完善，全民受教育程度稳步提升，全民族思想道德素质、科学文化素质和健康素质不断提高。社会主义民主法制更加健全，人民权益得到切实保障。文化事业和文化产业加快发展。社会管理制度趋于完善，社会更加和谐稳定。

(6) 综合国力增强，国际竞争力提升。我国的综合国力将在“十二五”明显提升，积极参与国际问题，如全球气候问题、能源问题等。另外，国际竞争力显著增强，提升我国在世界的话语权，提高我国在东南亚的影响力。抵御风险能力进一步提高，降低对外依存度等。

除此之外，“十二五”期间经济工作的重点还在于：促进区域协调发展、积极稳妥推进城镇化，实施区域发展总体战略，实施主体功能区战略，完善城市化布局和形态，加强城镇化管理，加大对革命老区、民族地区、边疆地区、贫困地区扶持力度，构筑区域经济优势互补、主体功能定位清晰、国土空间高效利用、人与自然和谐相处的区域发展格局。我们的判断是城镇化的推进要点在于大城市圈的形成上，即通过人口的高度集中，实现土地的高效利用等其他经济目的，具体的相关分析我们在报告《三纵两横：中国均衡增长新格局》中做了详细的深度研究。

表 5: 过去的 5 年计划和“十二五”预计的目标

指标	说明	“九五”	“十五”	“十一五” E	“十二五” E
实际 GDP(%)	期间 CAGR	9	10	10.5	8
人均 GDP(%)	期间 CAGR	8	9	11	8
最终消费(%)	期末值	62	53	50	53
资本形成(%)	期末值	35	42	48	44
净出口(%)	期末值	3	5	2	3
产业结构	期末值	15:46:39	12:47:41	10:46:43	8:45:47

资料来源：宏源证券研究所，CAGR 为累积年平均增长率

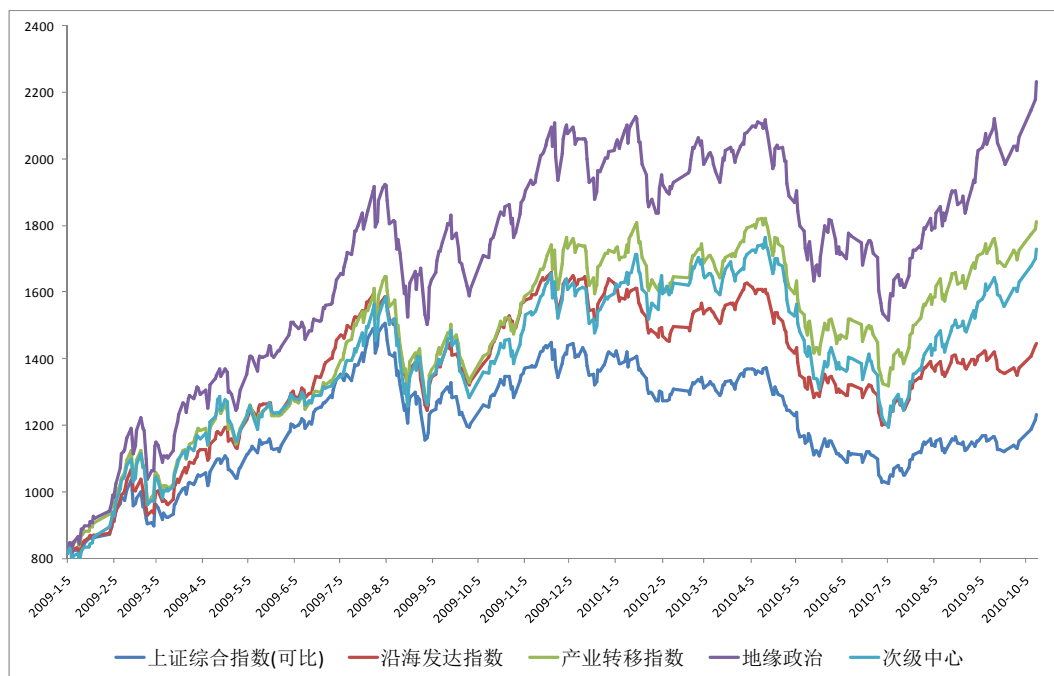
三. 投资要点：四大主题清晰浮现

“十二五”规划下未来几年的四大发展和投资主题已经清晰出现在投资者面前——预期几乎是一致的：它们是**区域发展、产业升级、消费推动和节能环保**。前三个主题都是纯粹加法，都涉及到大量的新增加的基本建设和产能投资，做加法是简单，因此必然会受到各方尤其是地方政府的热捧。第四个既有减法也有加法，做减法是困难的，但节能减排是可能实现的，而且总体与中央政府调整经济结构的目标相一致，并且会创造局部行业的高增长机会。一旦潮流改变，则意味着更大的产业机会。下面我们逐一讨论。

（一）区域均衡发展城镇化

沿海地区在享受了高增长的同时，其土地和劳动力成本已经上升。更重要的是，他们增长动力之一的出口，预计今后将日趋疲软。未来几年政府将着力加快西部和其它内陆地区的经济增长步伐，加速这些地区的城镇化进程。为实现这些目标，政府将通过倾斜的政策（如优惠的土地和信贷政策）促进制造业向内陆地区迁移。区域发展意味着内陆地区将增加基建投资，兴建工业园区，并进行旧城改造。这必然导致中西部地区的投资和 GDP 增长速度将继续领先于东部沿海地区。关于区域均衡发展和城镇化的问题，我们已有详细的深度报告（参见报告《三纵两横：中国均衡增长新格局》，2010-10-14），在此仅做一个简单的纲要性概括。

图 10：区域板块跑赢大盘（1）



资料来源：wind，宏源证券研究所

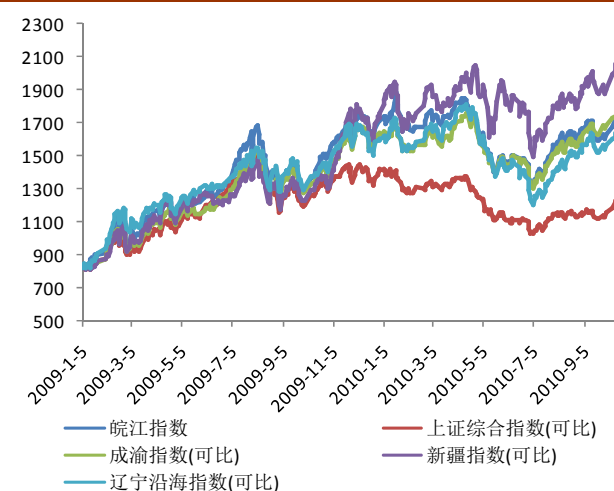
“十二五”规划将把区域规划放在更加突出和重要的位置，明确区域经济发展的战略、空间布局以及结构调整的重点和方向。中国新的区域经济版图正在逐渐清晰，这也就预示着更多的试验区和创新区将在全国不断涌现出来。而区域试验正是中国经济演进逻辑中的关键一环。

区域规划目的在于：缩小地区之间的经济差距；合理分配资源；反危机对中国的冲击和加速城市化。“十二五”规划区域角度理解新区域经济并预测未来中国均衡增长格局的变迁有三条主要线索：地缘政治塑造边境城市群；产业转移十字星；超级城市推进土地密集利用和公共资源聚集。最终我国的区域规划将倾向于形成三纵两横的经济区布局。三纵是指：沿海线、京广线和兰渝成昆线。两横是指：长江黄金水道和陇海兰新线。即正在形成的三纵两横的中国经济地理的新增长格式下，城市的聚集将最终形成 40-50 个能级不同的超级城市群，集聚接近 10 亿人口，换来城市化和工业化的更高阶段，这也是可持续发展的唯一路径。

把握区域投资机会，最终落实到功能区域产业发展上，从区域自身资源禀赋和资源优势转化中，寻找符合新兴产业、产业结构升级、产业转移和内需增长方向的投资标的。具体来看，区域均衡增长对资本市场存在制造业转移机遇；运输网建设机遇，超级城市化机遇和生态农业和旅游休闲产业机遇。相关地区的房地产行业 and 零售行业将有较大作为，交通设备制造业（特别是轨道交通）也有一定的机会，另外信息技术处理、电子商务、金融（以及可选消费）、物流等服务行业和节能环保的高端建筑材料有广阔的盈利前景。此外，关于 17 个重点区域的深度分析和投资机会研究，我们正在完善中，包括新疆（深度、定期报告已出，系列报告进行中），皖江（已完成），成渝，北部湾、内蒙古、海西、图们江、后世博的长三角、后奥运的京津唐、后亚运的珠三角（含港澳）。

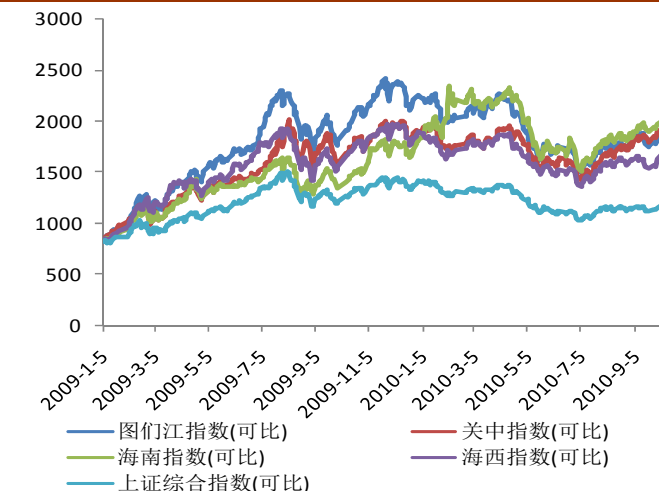
区域规划的陆续推出显示了政策层面对于区域结构调整的决心，资本市场对政策支持的区域规划均给予了正面的反应，涉及的区域规划板块均取得了超过大盘的收益率。我们从两个方面对区域规划进行划分，一方面从较宏观层面，从国家区域规划的战略背景角度，将区域规划为沿海发达地区、承接产业转移地区、地缘政治地区、次级中心地区；另一方面，从已经或正在准备批复的功能区、城市群角度划分为京津冀都市规划圈等十多个功能区。以两种划分比较区域板块指数收益率。

图 11：区域板块跑赢大盘（2）



资料来源：wind，宏源证券研究所

图 12：区域板块跑赢大盘（3）



资料来源：wind，宏源证券研究所

我们认为，主体功能区规划思路的形成，背后的落脚点是依据地区特殊的功能资源优势形成相应的产业优势，因此，区域投资策略的选择最终是落实到区域产业发展上。根据目前的宏观环境以及未来的经济增长趋势判断，我们认为未来功能区的发展将主要承担着产业结构升级、产业转移、新兴产业发展的重要职能，功能区将成为培育经济增长动力的主要载体，形成新的产业发展格局。按照以上逻辑从现有的区域规划板块里，选择相应的

优势产业个股作为投资标的。

表 6：区域板块股票池

代码	公司名称	所属区域	收盘价	PE (TTM)	预测 PE (未来 12M)	总市值 (百万元)	EPS(元)		
							2010E	2011E	2012E
000877.SZ	天山股份	新疆	28.12	30.69	18.85	11038.26	1.19	1.59	2.00
002307.SZ	北新路桥	新疆	26.04	81.01	44.14	5003.37	0.44	0.64	0.88
600778.SH	友好集团	新疆	15.97	58.30	33.79	4968.29	0.39	0.49	0.71
600256.SH	广汇股份	新疆	35.63	76.46	37.02	46752.15	0.54	1.15	1.66
600729.SH	重庆百货	成渝	49.98	57.03	43.89	10346.88	0.94	1.22	1.50
600707.SH	彩虹股份	关中天水	17.69	-	29.51	12841.69	0.05	0.74	1.31
300088.SZ	长信科技	皖江	34.09	55.09	36.20	4310.93	0.74	1.01	1.44
002014.SZ	永新股份	皖江	21.75	26.88	21.85	2983.21	0.83	1.01	1.21
600111.SH	包钢稀土	内蒙古	79.61	130.95	67.80	62448.37	0.89	1.21	1.39
000762.SZ	西藏矿业	西藏	43.55	179.51	143.18	11802.77	0.22	0.32	0.45
600459.SH	贵研铂业	云南	41.6	95.71	48.87	4486.16	0.63	0.87	1.11
002419.SZ	天虹商场	珠三角	42.57	42.82	29.23	17200.30	1.20	1.55	1.94
600460.SH	士兰微	长三角	23.52	57.73	33.13	10339.79	0.52	0.77	0.96
002375.SZ	亚厦股份	长三角	76.38	83.23	43.04	15472.63	1.18	1.85	2.66
600406.SH	国电南瑞	江苏沿海	61.55	85.97	62.01	29041.13	0.70	0.98	1.36
600549.SH	厦门钨业	海西板块	38.15	66.64	59.26	26024.36	0.48	0.69	0.91
600436.SH	片仔癀	海西板块	53.76	46.97	39.08	7484.40	1.25	1.40	1.52
600259.SH	广晟有色	海南	69.23	489.85	210.08	18991.81	0.23	0.40	0.58
002069.SZ	獐子岛	辽宁沿海	47.21	62.10	45.85	20864.69	0.82	1.06	1.37
002447.SZ	壹桥苗业	辽宁沿海	88.89	112.73	80.82	5605.22	0.83	1.09	1.61

资料来源：宏源证券研究所

（二）产业升级

“十一五”提出加快发展先进制造业，努力提高产业技术水平，加快发展服务业，加强基础产业基础设施建设，推进产业结构优化升级。而“十二五”则要发展现代产业体系、改造提升制造业，培育发展战略性新兴产业，加快发展服务业，**加强现代能源产业和综合运输体系建设**，全面提高信息化水平，**发展海洋经济**。

所以未来在产业升级上的发展在于两方面，第一个是技术和设备的升级使得传统行业的生产率快速提高，第二个是战略性新兴产业的发展——新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料和新能源汽车（节能环保单列为一大投资主题）。根据“十二五”规划，到 2015 年，新兴产业增加值占 GDP 比重将达 8%，“十二五”期间新兴产业将逐步成长为经济的主要拉动力量，可以预见的是，“十三五”将是新兴产业主导经济的时期，而“十二五”是新兴产业成长为经济主导力量的时期。具体来看：

1) 新一代信息技术：加快建设宽带、泛在、融合、安全的信息网络基础设施，推动新一代移动通信、下一代互联网核心设备和智能终端的研发及产业化，加快推进三网融合，促进物联网、云计算的研发和示范应用。着力发展集成电路、新型显示、高端软件、高端服务器等核心基础产业。提升软件服务、网络增值服务等信息服务能力，加快重要基础设

施智能化改造。大力发展数字虚拟等技术，促进文化创意产业发展。

表 7：信息技术相关股票

细分主题		股票池
物联网	RFID	远望谷、上海贝岭、厦门信达、新大陆、同方股份、达华智能
	移动支付	东信和平、恒宝股份、大唐电信、焦点科技、国民技术、航天信息、生意宝、康强电子、通富微电、拓维信息、卫士通、南天信息、证通电子、新大陆、浦发银行
	M2M	东信和平、卫士通、中兴通讯
	无线传感器	长电科技、威创股份、大华股份、大立科技、远望谷、航天信息、汉威电子、赛维智能
云计算		神州泰岳、生意宝、三五互联、焦点科技、鹏博士、亿阳信通、网宿科技、卫士通、华东电脑、方正科技、同方股份、长城电脑、浪潮信息、华胜天成
三网融合		广电网络、天威视讯、中视传媒、电广传媒、歌华有线、中电广通、鹏博士、金亚科技
高端软件		超图软件、远光软件、启明星辰、四维图新、石基信息、宝信软件、用友软件、东华软件、软控股份、东软集团、中国软件
新型显示		彩虹股份、莱宝高科、深纺织、长信科技、深天马、超声电子、南玻 A、欧菲光、深天马 A、宇顺电子、京东方 A、TCL 集团、诚志股份和永太科技
信息服务		宝信软件、银之杰、浙大网新、数字政通、银江股份、易联众、信雅达
网络增值服务		鹏博士、乐视网、顺网科技、拓维信息、北纬通信

资料来源：宏源证券研究所

2) 生物。大力发展用于重大疾病防治的生物技术药物、新型疫苗和诊断试剂、化学药物、现代中药等创新药物大品种，提升生物医药产业水平。加快先进医疗设备、医用材料等生物医学工程产品的研发和产业化，促进规模化发展。着力培育生物育种产业，积极推广绿色农用生物产品，促进生物农业加快发展。推进生物制造关键技术开发、示范与应用。加快海洋生物技术及产品的研发和产业化。

表 8：生物医药相关股票

细分主题		股票池
创新药物		海普瑞、华神集团、兰生股份、岳阳兴长、长春高新、通化东宝、恒瑞医药、双鹭药业
生物医药		天坛生物、华兰生物、双鹭药业、海正药业、丽珠集团、科华生物、恒瑞医药、康缘药业、天士力、辽宁成大、长春高新、中牧股份、重庆啤酒、达安基因、华神集团
现代中药		天士力、康美药业、康缘药业、康恩贝、仙琚制药、紫鑫药业、上海凯宝、东阿阿胶、片仔癀、云南白药
药物制剂		海正药业、美罗药业
先进医疗设备		乐普医疗、万东医疗、鱼跃医疗、新华医疗
生物育种		登海种业、荃银高科、隆平高科、敦煌种业、丰乐种业、万向德农

资料来源：宏源证券研究所

3) 高端装备制造产业。重点发展以干支线飞机和通用飞机为主的航空装备，做大做强航空产业。积极推进空间基础设施建设，促进卫星及其应用产业发展。依托客运专线和城市轨道交通等重点工程建设，大力发展轨道交通装备。面向海洋资源开发，大力发展海洋工程装备。强化基础配套能力，积极发展以数字化、柔性化及系统集成技术为核心的智能制造装备。

表 9：高端装备制造业相关股票

细分主题	股票池
支线与通用航空	四创电子、中信海直、威海广泰、川大智胜、海特高新、哈飞股份、贵航股份
先进航空装备	航空动力、成发科技、中航动控、中航重机、钢研高纳、中航电子、中航光电、中航精机、西飞国际、洪都航空
高速铁路	时代新材、赛为智能、中国南车、中国北车、晋西车轴
海洋工程装备	海油工程、海油工程、中集集团、振华重工、中国重工、中国船舶、杰瑞股份
高端智能制造装备	沈阳机床、昆明机床、秦川发展、汉钟精机
卫星应用	中国卫星、国腾电子、北斗星通、合众思壮

资料来源：宏源证券研究所

4) **新能源**。积极研发新一代核能技术和先进反应堆，发展核能产业。加快太阳能热利用技术推广应用，开拓多元化的太阳能光伏光热发电市场。提高风电技术装备水平，有序推进风电规模化发展，加快适应新能源发展的智能电网及运行体系建设。

表 10：新能源相关股票

细分主题	股票池
核能	中核科技、沃尔核材、东方电气、中国一重、上海电气、烟台冰轮、哈空调
太阳能	天威保变、拓日新能、南玻 A、乐山电力、川投能源、力诺太阳、航天机电、江苏阳光、方兴科技、新华光、精功科技、孚日股份、中环股份、海通集团
风电	金风科技、湘电股份、东方电气、长征电气、中科三环、华仪电气、天奇股份、中材科技、天马股份、方圆支承、银星能源、京能热电、宝新能源、闽东电力
生物质能	凯迪电力、丰原生化、岁宝热电、东湖高新
清洁能源	广汇股份、华光股份、海陆重工、科达机电、东方电气、天科股份
智能电网	国电南瑞、百利电气、国电南自、理工监测、长城开发、平高电气、许继电气、东方电子、思源电气、东源电器、荣信股份、奥特迅、智光电气、特变电工、天威保变、置信电气、科陆电子、积成电子、森源电气、浩宁达、中恒电气、中能电气、科远股份、九洲电气、金利华电、英威腾、特锐德、东北电气、上海电气、北京科锐、卧龙电气、鑫龙电器、中国西电

资料来源：宏源证券研究所

5) **新材料**。大力发展稀土功能材料、高性能膜材料、特种玻璃、功能陶瓷、半导体照明材料等新型功能材料。积极发展高品质特殊钢、新型合金材料、工程塑料等先进结构材料。提升碳纤维、芳纶、超高分子量聚乙烯纤维等高性能纤维及其复合材料发展水平。开展纳米、超导、智能等共性基础材料研究。

表 11: 新材料相关股票

细分主题	股票池
稀土永磁	包钢稀土、广晟有色、厦门钨业、中色股份、五矿发展、北矿磁材、横店东磁、中科三环、太原刚玉、中钢天源、银河磁体
稀有金属	西藏矿业、锡业股份、吉恩镍业、金钼股份、东方钽业、东方锆业、宝钛股份、西部材料、西部资源、云海金属
化工新材料	巨化股份、宏达新材、中材科技、红宝丽、鲁阳股份、金发科技、普利特、云天化、南洋科技、中钢吉炭、烟台氨纶、回天胶业、沃尔核材、烟台万华、奥克股份、广东榕泰
金属新材料	安泰科技、宁波韵升、豫金刚石

资料来源：宏源证券研究所

6) **新能源汽车**。着力突破动力电池、驱动电机和电子控制领域关键核心技术，推进插电式混合动力汽车、纯电动汽车推广应用和产业化。同时，开展燃料电池汽车相关前沿技术研发，大力推进高能效、低排放节能汽车发展。

表 12: 新能源汽车相关股票

细分主题	股票池
动力电池	当升科技、杉杉股份、江苏国泰、新宙邦、佛塑股份、多氟多、万向钱潮、德赛电池、亿纬锂能、中国宝安、风帆股份、科力远、中炬高新、中信国安、佛山照明、华芳纺织、成飞集成、拓邦股份、湘潭电化
驱动电机	大洋电机、宁波韵升、江特电机、横店东磁
整车	宇通客车、安凯客车、曙光股份、中通客车、海马汽车
充电设备	奥特迅、科陆电子、思源电气、许继电气、国电南瑞、动力源

资料来源：宏源证券研究所

(三) 大消费时代

“十二五”规划建议坚持扩大内需战略、保持经济平稳较快发展，加快形成消费、投资、出口协调拉动经济增长新局面。并首次提出进一步释放城乡居民消费潜力，逐步使我国国内市场总体规模位居世界前列。这表达了决策层将中国由“世界工厂”发展为“世界市场”的雄心。

1. 消费将崛起

“十二五”期间，消费将成为经济增长的重拳，主要有三个证据：1.经济结构的调整支撑点之一就是收入分配以及由此带来的消费增长；2.美国和日本的经验显示，当人均GDP达到3300-3800美元时，消费开始有显著性的增长，而世行的数据显示我国这一指标在2009年已达到3687美元；3.目前的全球形势使得外部经济存在很多不确定因素，并且外需市场的恶化并不是小概率事件。我们可以从两个方面来预期消费的增长，第一是增长模式的改变，第二是收入分配。

(1) 经济转型刺激消费

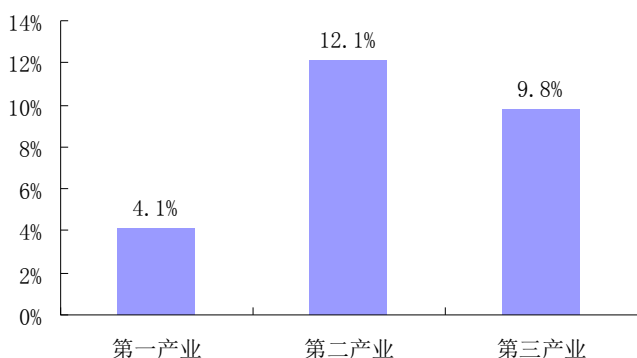
有理由认为未来经济将会由投资拉动型转向消费拉动型，这是维持我国持续发展的最重要路径。我们认为中国通过此次转型的目的就是要达到长期稳定的经济增长，而这一目

的实现标志就是消费对经济增长的拉动作用超过了投资+净出口。

过去 20 年的高投资大大推动了第二产业（尤其是重化工业）的发展，在 1990 年-2005 年期间，第二产业年均增长 12.1%，高于第一和第三产业。当然也造成了诸如产能过剩和能源低效率利用等问题。因此，我们预计是“十二五”规划将是解决上述问题而不是继续累积。此外，产能过剩和效率低下将会降低第二产业对投资的吸引力，当然，这些资金也不会闲着，（在政府的引导下）他们会很自然地流向第三产业，尤其是大消费。

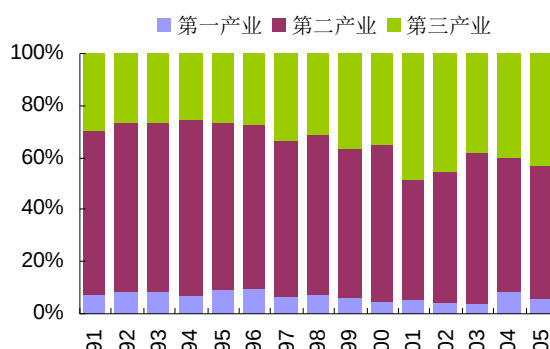
过去二十年，投资在中国经济增长的主导地位还导致了路径依赖，即如果要实现增长，还得靠进一步的投资。而上述不均衡的发展模式在“十二五”期间很难持续，也就意味着我国政府多多少少会把重心由经济数量的增长放在质量的提高上。

图 13：“八五”至“十五”期间三次产业平均增长率



资料来源：wind，宏源证券研究所

图 14：“八五”至“十五”三次产业对增长的贡献构成



资料来源：wind，宏源证券研究所

（2）收入分配刺激经济增长

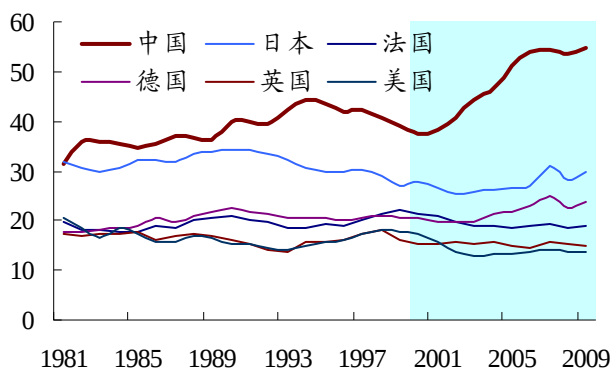
根据发改委社会发展研究所所长杨宜勇的数据¹，我国基尼系数早在 2006 年就已达到 0.49，位于世界前十。也就意味着收入差距的缩小将是未来发展的重点。虽然没有看到具体关于缩小收入分配的规划，但是我们可以从各省市提高最低工资标准中看到了一些前景。另外我们也可以看到一些刺激消费需求的政策，如家电下乡、汽车下乡、以旧换新等，不过这些政策的事实只会在短期内刺激消费，而收入分配才是对长期消费的支撑。

在我们看来，国内消费不振的历史原因有：第一，社会保障体系的不完善；第二，稀缺而昂贵的教育资源；第三，火箭般上涨的房价。高投资和工业化在过去三十年推动了 GDP 有了超过 10% 的年符合增长率。然而，资本密集型的工业化进程所需要的投资来自于高储蓄率，使得我国储蓄率从 2000 年的 35% 上升到了 2009 年的 53%（图 15）。

另外，过去几十年，劳动报酬占 GDP 比重则逐年下降，从 1961 年的 23% 下降到 2009 年的 11%，意味着工资的增长率远低于经济增长，因此在很大程度上阻碍了消费的发展。可以遇见未来政策更偏向于劳动报酬占比的提高，可能将会制定关于提高工资总体水平的政策。日本的工资占 GDP 比重在 1972~1975 年有着显著的上升，此时日本的人均 GDP 达到了 3000 美元，目前人均 GDP（2009 年数据）比率为 3687 美元，可能意味着中国的消费达到了转折点。

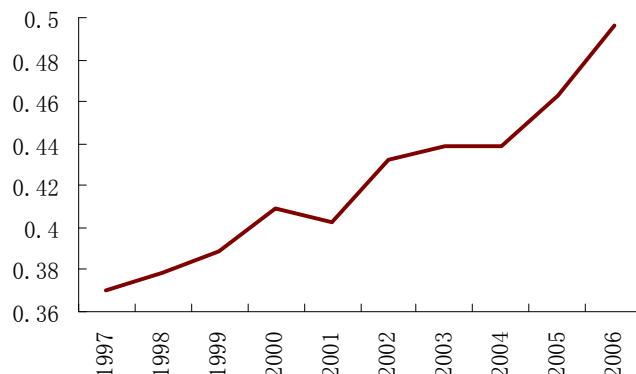
¹我国基尼系数超警戒线 收入差距过大后果堪忧，新华网，2010-08-25

图 15: 各国储蓄率 (%)



资料来源: WDI, 按总储蓄占 GNI 的比重计算, 宏源证券研究所

图 16: 97 年至 06 年我国基尼系数



资料来源: 国家统计局, 宏源证券研究所

表 13: 收入分配改革要点

方面	要点	作用
提高低收入人群所得	公布各地区最低工资水平并报送中央政府 把 CPI 考虑进入工资增长中 加班所得、补助、三险一金不计入最低工资	保证了低收入者不因 CPI 的升高而降低实际收入和模糊的最低工资定义
控制高收入人群所得	垄断行业的工资和福利报送政府, 并要公开 垄断行业的工资水平及增长需要定期公开汇报	人保部数据显示垄断行业的工资要高于平均水平, 本规定就是对此进行控制。
保障收入的分配	工会法的实施来提高工会的作用 工资保证金制度	保证收入分配的有效性

资料来源: 宏源证券研究所

表 14: 发改委收入分配改革建议

序号	内容
1	坚持实施更加积极的就业政策, 创造更多的就业机会。
2	建立健全职工工资的正常增长和支付保障机制。
3	完善对垄断行业工资总额和工资水平的双重调控政策, 以缩小行业收入差距。
4	千方百计促进农民持续增收, 统筹城乡发展, 不断缩小城乡收入的差距。
5	加大税收对收入分配的调节力度, 减轻中低收入者的税收负担, 加大对高收入者的税收调节。
6	促进基本公共服务均等化, 加大对民生领域的投入。
7	加快完善社会保障体系, 促进城乡居民增加转移性收入。
8	进一步规范收入分配秩序, 增加收入分配的透明度。

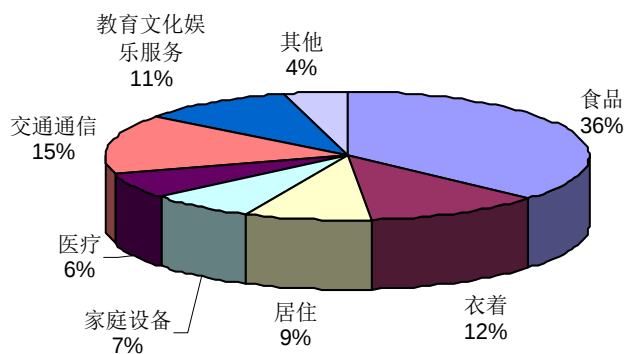
资料来源: 宏源证券研究所

(3) 消费增长的拐点

从日本等发达国家单位资本 GDP 和消费占 GDP 比重指标来看, 当单位资本 GDP 达到一定程度时, 消费占 GDP 会呈现一个 V 型反转的态势。我们认为这个反转是经济增长模式的改变, 即由投资拉动的经济增长到消费拉动的增长。我们预计中国也将会出现类似的情况。

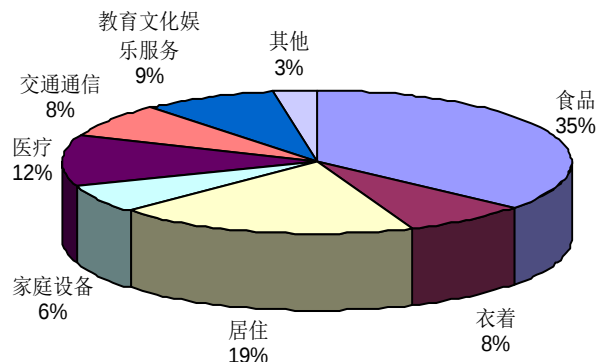
综上所述, 我们有理由认为, 未来就是大消费的时代, 将会对包括医药、零售百货、服装、食品饮料、以及金融服务 (保险, 证券, 银行等财富管理) 等大消费带来重大的发展机遇。

图 17：2010 上半年城镇居民消费结构



资料来源：CEIC，宏源证券研究所

图 18：2010 上半年农村居民消费结构



资料来源：CEIC，宏源证券研究所

2.消费的机会

1) **零售商贸**。2006-2010 年，我国消费零售行业发展稳健。估算“十一五”期间，我国社会消费品零售总额约 55 万亿元，年复合增长率为 19.3%左右，大幅度超过 11%的既定目标。分类别看，限额以上批发和零售企业中，可选消费品增长强劲。估算“十一五”期间主要商品年复合增速都保持在 20%以上，而可选消费品，如汽车、金银珠宝类、及与房地产联系紧密的家具、建筑及装潢材料的增长强劲，年复合增长率在 40%左右，大幅度超过衣食日用等基本生活需求增速。分区域看，“十一五”期间经济发展区域的第二和第三梯队增速快于传统第一梯队经济发展区域。2006-2009 年沿海次级地区、中部地区、东北地区的年复合增速最快，较十五期间年复合增速分别增加了 8%、7%、9%。

在“十二五”的“扩大内需”和“让低收入阶层有能力消费”的基础上，我们认为必需消费品，如食品饮料、纺织服装、日用品，及入门类可选消费品，如化妆品等在十二五期间的销售额增速将超过“十一五”期间的年复合增速，我们预计年复合增速将在 25%以上。同时，我们看好扎根中西部地区，具有网点渗透优势的超市类及家电连锁类企业，关注品种：苏宁电器、武汉中百、步步高、通程控股。多区域经济发展带来人均收入增加，百货类的业绩弹性大于超市类，因此我们看好经济发展区域中的百货类龙头企业，及在行业向好大环境下有能力继续扩张和整合，享受渠道下沉、产业升级的企业。关注品种：友好集团、东百集团、渤海物流、成商集团、重庆百货。在可选消费品中，我们看好品牌可选消费品，尤其是控制网络终端、极易复制扩张的企业。关注品种：豫园商城、大厦股份、东方金钰。

2) **文化产业**。2004 至 2008 年我国文化产业增加值年化平均增长率 22%。根据 2004 年、2008 年两次全国经济普查结果，2004 年我国文化产业增加值为 3440 亿，至 2008 年增长至 7630 亿，年化平均增长率 22%，其中法人单位贡献的增加值的年化增速为 23.3%，高于同期 GDP 的年平均增速（名义）近 5 个百分点。文化产业增加值占同期 GDP 的比重由 2.15%提高到 2.43%。“十一五”期间，新媒体、数字内容崛起。“十一五”期间，中国手机用户从 3.35 亿户增长至 8.23 亿，移动传媒产业规模由 2005 年 305 亿增长至 2009 年 1544 亿。互联网经济规模从 2005 年的 140 亿增长至 2009 年 743 亿。数字出版产业规模从 2006 年 213 亿元起步，发展至 2009 年 799.4 亿元，但其中主要份额仍来自网络游戏、网络广告与手机出版，09 年传统书报杂志内容实现的数字出版为 23.1 亿元。2009 年我国文化产业规模 8000 亿，预测 2015 年将达 17000 亿。社科院从私人需求、公共需求、出口三个角度综合测算得出我国 2009 年文化产业规模 8000 亿，我们用同样的方法在此基础上

预测 2015 年文化产业规模将达 17000 亿。2015 年数字出版总产值将达到新闻出版总产值的 25%。《关于加快我国数字出版产业发展的若干意见》，提出发展指标，到“十二五”末，我国数字出版总产值应达到新闻出版产业总产值 25% 左右，我们预测将对应 4750 亿的产值，空间巨大。2015 年国内电影票房有望冲击 400 亿。根据中国电影协会数据，2014 年全国票房将突破 300 亿，2015 年将冲击 400 亿，影院银幕数量达到 12000 张，年度上映影片 300 部，到 2015 年，中国将成为全球第二大电影市场，全国观众人次有望突破 11 亿。“十二五”期间数字内容、电影市场存在巨大发展空间。看好数字内容产业包含的数字出版、网络/手机游戏子行业与电影以及动漫子行业。

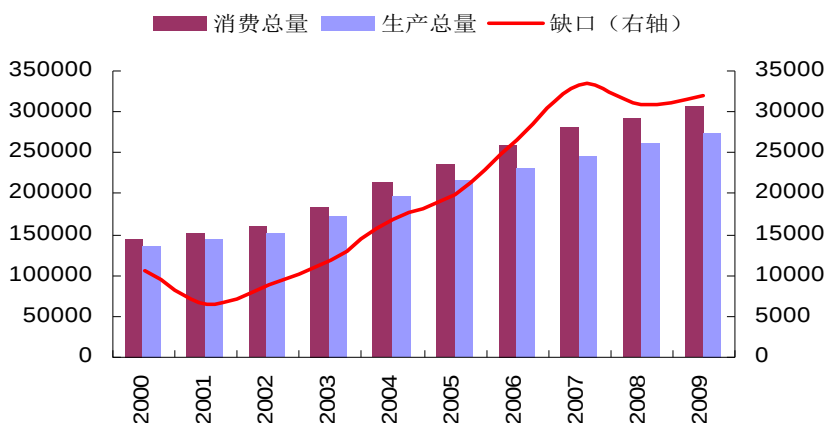
3) **纺织服装**。“十一五”期间，纺织服装行业实现了较快增长。销售产值、产量和利润总额都保持了增长态势。中国纺织工业协会数据显示，纺织工业总产值从 2006 年的 15,293 亿元增长到 2009 年的 22,971 亿元。利润总额从 2006 年的 536 亿元增长到 2009 年的 1,091 亿元，翻了一番。服装类商品零售总额的复合增长率为 24.51%。收入增长是“十二五”期间纺织服装增长的主要拉动力。预计“十二五”期间纺织服装行业增速超过收入增长，增速达到 15% 左右。《建议》强调了扩大内需、调整收入分配关系、推进城镇化、改善民生，共同指向了居民收入的增加，特别是中低收入人群的收入增长。将从消费总量增长和消费升级两个方面拉动纺织服装行业增长。(1) 中低收入人群的收入增长，将有效提高中低端服装产品的需求，定位于中低端消费品、重点布局二三线城市的品牌服装企业将受益。(2) 消费升级拉动定位中高端的纺织服装产品细分领域的增长。家纺市场将受益于中产阶级消费观念的改变，在一二线城市成长空间较为广阔。随着中国中产阶级的逐步扩大，与富人阶层共同形成强大的购买力，具备奢侈品特性的企业在未来的五年里有较大的增长潜力。产业结构调整是纺织服装发展的内在需求，其中行业科技创新是“十二五”期间值得关注的亮点。其中纱线行业的发展重点在纤维混纺纱线、高档纯棉纱线、色纺纱三个领域。而面料则关注创新型的功能面料，特别是目前发展较快的户外功能性面料。节能减排、淘汰落后印染产能利好行业龙头。节能减排在“十二五”期间还将是政府工作的重点。今年政府陆续出台了节能减排、淘汰落后产能的政策，工信部还在会同有关部门分析每一年的淘汰任务，将来力度还会加大。随着国家对企业环保要求的日益严格，新批的企业减少，行业集中度将提高，龙头企业的优势凸显出来。

4) **金融保险**。保险业“强势推销型”属性决定保费增长依赖居民收入驱动。对于许多投保人来说，保险消费主要还是被动的。目前各保险公司的保费增长策略主要还是靠代理人规模的扩大，这可从中西部地区与东部地区保险密度和深度的背离上得到验证。强势推销的结果是保费与居民收入近似挂钩，或者说收入提高是保费增长的主要驱动因素。保费增长另一个驱动因素是人口结构变化带来的边际消费倾向提高。国际经验表明收入提高后人们的消费将向长期消费品转移，并且将有部分家庭开始负债消费，在资产负债结构发生重大变化的条件下，中国居民的收入和支出将更多地暴露在风险之下，尤其是随着老龄化的到来，家庭的总抚养负担系数将逐步提高，保险需求客观上将提升。日本国民收入倍增计划对保费增长具有明显的刺激作用。上世纪 60 年代初，为调整经济结构走出萧条，日本池田勇人内阁推出了综合性的“国民收入倍增计划”。在此计划推动下，日本 60 年代家庭收入年均复合增长达到 12.8%，受此刺激，日本家庭的保费支出也保持高速增长，1960-1975 年复合增速为 12.1%，寿险业资产增速为 21%。“十二五”收入分配规划倾斜中西部具有必要性和可行性。劳动报酬在社会分配占比偏低影响了消费对经济的驱动，改革收入分配制度将是“十二五”规划的重要内容。考虑到我国大部分税收在中央的财政体制，由于中西部地区收入基数较低，该区域居民短期内率先实现收入快增更为可行，这个目标也符合缩小地区收入差距、阶层收入差距的社会共识，也具有很强的必要性。

（四）绿色 GDP：节能减排和循环经济

在节能环保方面，十二规划建议指出“要加快建设资源节约型环境友好型社会、提高生态文明水平，积极应对全球气候变化，大力发展循环经济，加强资源节约和管理，加大环境保护力度，加强生态保护和防灾减灾体系建设，增强可持续发展能力”。

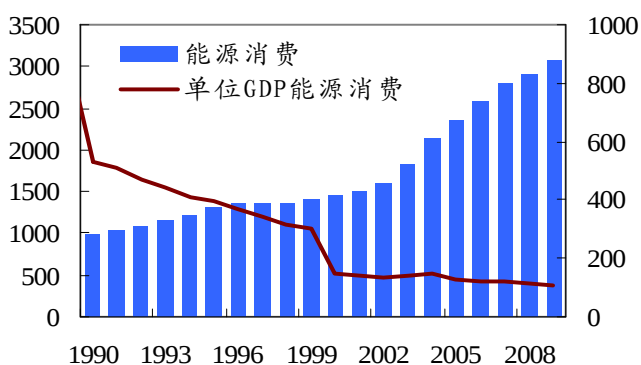
图 19：我国历年能源消费、生产、及缺口情况（单位：万吨标准煤）



资料来源：国家统计局，宏源证券研究所

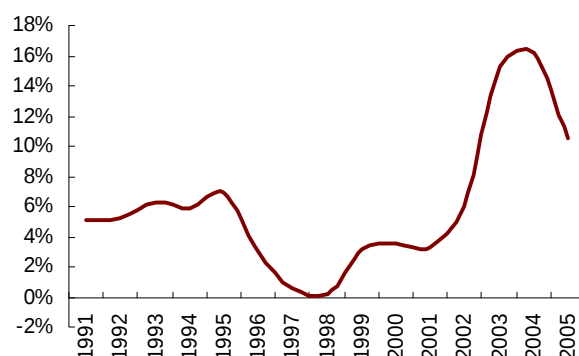
在过去 20 年，万元 GDP 耗能有很大的减少，考虑到经济总量，上述耗能指标还需进一步降低。但我们认为这种显著的趋势难以持续，主要是因为中国的能源消费还是以煤炭为主。另外，从能源的缺口来看，我国的能源缺口自 2001 年起就逐年增加。以标准煤作为计量单位，2009 年我国的能源缺口达到 32029 万吨，占能源生产总量的 11%。如果生产技术没有显著的进步，我国能源消耗殆尽不需太多时日。在全球能源日趋紧张的环境，能源价格也随之走高，即推动生产成本的上升，传统的发展路线已经不可持续。

图 20：中国能源消耗（百万吨标准煤，吨标准煤/百万元）



资料来源：CEIC，宏源证券研究所

图 21：能源消费增长率



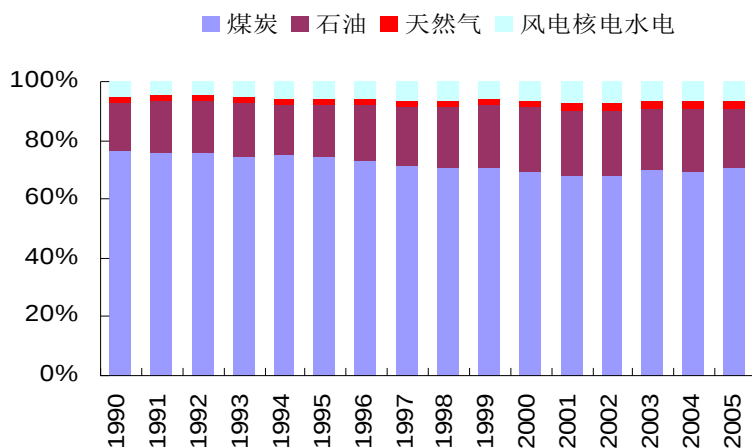
资料来源：CEIC，宏源证券研究所

可以发现，“九五”和“十五”末期，都会出现能源消费增速的突然下降。2000 年和 2005 年都出现了能源消耗增速的突然下降，相应地单位 GDP 能源消耗增长率也有所下降。另外，在每个五年计划的初期，能源消耗的增速又开始变得平缓。总的来说，中国在资源节约上也有一些成就：单位 GDP 耗能在八五期间降低了 22%，在九五期间降低了 65%，在十五期间降低了 9%，06 年至 09 年降低了 15%。我们预计这种能耗降低的趋势将一直持续下去。但是，在新能源技术取得重大突破和我国经济增长方式有明显转变之前，我国

单位 GDP 能耗进一步下降的空间有限。考虑到未来仍然较高的增长速度，我国能源消耗的形势不容乐观。

在“十一五”期间，我国已经设立了能源消耗目标：单位 GDP 耗能降低 20%。在“十一五”期间，我国已经设立了能源消耗目标：单位 GDP 耗能降低 20%。但是因为应对全球危机的高投资，这个目标恐怕难以达到。所以“十二五”还需要解决遗留的历史问题，即意味着节能环保产业有更美好的前景。我们认为，如果把目标量化，哥本哈根会议中提到的碳排放降低 40%~50%将是一个最低目标。

图 22：我国历年能源消费、生产、及缺口情况（单位：万吨标准煤）



资料来源：国家统计局，宏源证券研究所

我们预计将会有更详细且更有约束力的规划将出台，包括严格控制能源消耗和环境污染，鼓励能源的高效利用，具体的措施包括：第一，提升高耗能和高污染行业（如重化工业）的生产效率，加快过剩产能的清理；第二，大力支持诸如核能、风能、太阳能等替代能源的开发。

表 15：绿色 GDP 机会

细分主题	股票池
建筑节能	泰豪科技、南玻 A
照明节能	三安光电、士兰微、联创光电、国星光电、德豪润达、方大集团、法拉电子、佛山照明、雪莱特、浙江阳光
合同能源管理	延华智能、荣信股份、智光电气、泰豪科技
工业节能	合康变频、英威腾、九洲电气、荣信股份、智光电气、卧龙电气、国电南自、科陆电子
环保	龙净环保、菲达环保、桑德环境、首创股份、武汉控股、南海发展、洪城水业、城投控股、创业环保、中原环保、东湖高新、凯迪电力、众合机电、九龙电力、三维丝
水处理	碧水源、万邦达、首创股份、创业环保、南海发展、双良股份、深圳惠程
固废处理	格林美、桑德环境、深圳能源、九龙电力
再制造产业	大族激光、格林美、鼎盛天工

资料来源：宏源证券研究所

同时节能环保也是七大新兴产业中处于排行第一的位置，规划提出重点开发推广高效节能技术装备及产品，实现重点领域关键技术突破，带动能效整体水平的提高。加快资源循环利用关键共性技术研发和产业化示范，提高资源综合利用水平和再制造产业化水平。

示范推广先进环保技术装备及产品，提升污染防治水平。推进市场化节能环保服务体系建设。加快建立以先进技术为支撑的废旧商品回收利用体系，积极推进煤炭清洁利用、海水综合利用。

四. 二次改革迫在眉睫

中国决策层已经取得了共识，把“转变经济发展方式”放在空前的战略高度，成为贯穿“十二五”规划全篇的主线和，中央政府是“认真的”，转换方式有望迈出实质性的步伐。我们也相信改变必然会发生，但问题是需要多么久的时间？实际上，我们在下个五年的最初阶段看到的仍将是更多的投资拉动——在第一、二个主题，例如区域均衡发展的第一波依旧大规模的基础设施投资建设，包括高铁等现代运输体系投资、水利投资和智能电网等信息产业建设，它所带来的收入和消费的变化需要一段时间（3~5年以上）才能体现出来，不过它的新意在于第一个主题是升级版本的 GDP 锦标赛，关键在于旧有的郡县行政区划模式能否得到有效的突破，和资源利用能否达到一个集约的拐点；第二个主题也是如此，新兴产业也是一个产能建设的过程，仍旧是招商引资，圈地批地修建更多和更新的工业园区，而就有产业的升级也必不可免的需要大规模的技改投资和兼并收购。第三个主题是一个结果而不是原因，能否过度到大消费时代取决于个人可以支配收入的增长速度，这不仅仅是一个生产的问题，也是一个分配的问题；第四个主题则更显困难，尽管它确实会带来产业本身的机会，但相对要消减的产能和抑制的排放，很可以只会带来地方政府的被动拉闸限电和故态复萌。

但是，我们短期内依旧看不到明确可以引发结构转型的转换开关，但是这些开关确实是存在的，例如第三个主题要求收入分配格局的重大调整，再如第四个主题意味着原有绩效考核体系的重大调整，把节能减排作为业绩评估的一个关键部分。这些都是二次改革的核心内容。

我国强调推进经济发展方式的转变有多年历史，但进展缓慢，主要原因是体制性障碍尚未消除。这些障碍包括市场在土地和信贷等重要稀缺资源的配置中尚未充分发挥作用；以经济增速为主的绩效考核标准和财税体制的缺陷使地方政府不得不片面追求经济增长速度；生产资料价格的扭曲造成资源能源的浪费。无疑，能否切实转变经济发展方式，不仅是“世界市场”顺利建成的前提，也是实施“十二五”规划的关键。由资源投入和出口需求驱动的粗放增长方式，到技术进步和效率提高的集约发展模式的转变，已刻不容缓。众所周知，经济增长粗放是计划经济遗留的顽疾，识者对此早有分析和建言。早在 1996 年，八届全国人大通过的“九五”计划，即把“实现经济增长方式从粗放型向集约型转变”确定为基本工作任务。2007 年中共十七大又提出，要“加快转变经济发展方式”，二字之变，认识更加深化，意蕴越发丰富。

然而令人遗憾是，这一转变进程并不如人愿，粗放型经济增长方式迄今未有根本转变，其最显著的表现便是经济发展过分倚重投资。居民消费绝对量虽有强劲增长，其在 GDP 中的比重却一直未有显著提高。出口导向的贸易方式虽提供了数以千万计的就业岗位，使得中国成为举世瞩目的“世界工厂”，但是，中国也为此付出了沉重的代价：隐形通胀、劳资纠纷、环境污染、国际贸易摩擦，等等，且呈愈演愈烈之势。原有增长方式显然难以为继。但是，总有人寄望它能苟延残喘、贡献“余热”。新老模式之间的“张力”，已成为当今中国经济社会诸多问题的一大源头。

不过，现实条件也为转方式提供了客观条件和动力。当前，中国城镇化提速，服务业

扩容，消费升级，存在巨大的内需空间。回顾中国历史，不难发现，外部压力和内部动力相统一是成功的必要条件。现在，转变经济发展方式，可谓天时、地利、人和俱备。

为此，中国要准确“把握自身在全球经济的新定位，创造国际竞争和合作的新优势”。既要保持制造大国的地位，又要成为“世界市场”。如果转型成功，将利兼中外：近，有助于缓解中外经贸纠纷，促进世界经济再平衡；远，成为中国经济不竭动力、全球经济长久的引擎。新角色不应、不必也不会替代旧角色，但二者均需不断更新内涵，并相辅相成。

然而，这一转型并不会自动发生。过往转变发展方式进展缓慢，也并非全囿于思想认识。转方式“牵一发而动全身”，不仅事关经济体制，还要求政治体制、社会保障体制等多领域改革协调推进。正如《建议》所言，“改革是加快转变经济发展方式的强大动力，必须以更大决心和勇气全面推进各领域改革。更加重视改革顶层设计和总体规划，明确改革优先顺序和重点任务。”

改革着力点甚多，而识者早已指出，粗放增长模式的退出最重要的障碍，是各级政府掌握了过大的资源配置权力，能够投入大量土地、资本等资源来达到产值高速增长的政绩目标。另一方面，技术的开发和利用、新增长模式的采用，也需要有良好的制度环境的支持。所有这些，皆在呼唤加快行政体制改革。此次《建议》在转换政府职能上着墨甚多，首次提出“明确界定政府投资范围”，并表示，“坚定推进大部门制改革，在有条件的地方探索省直接管理县（市）的体制。”其压缩行政审批范围、提高行政效率之意昭然。

创建世界大市场，并非单纯“做大”，市场的深度与广度根本上取决于一国的综合发展水平。为此，负责任的政府应将工作重点放在扩大就业、促进分配公平、改善教育、提供公共服务等基本方面。在人均收入逼近 4000 美元的今天，无论妥善处理增长和收入的关系，还是正确处理公平与效率的关系，都在考验决策者的眼光和能力。从“世界工厂”到“世界市场”，未来五年的中国路向何方将至为关键。

另外，城镇化管理和土地财税金融政策调节是新城市化阶段的两个推手。城镇化管理将更有效地促进农业转移人口逐步转为城镇居民，如何保护这些人权益也是一个巨大的考验；另外，城镇化带来的住房、土地等压力又需要土地财税金融政策调节，住房机制、土地流转机制、房地产市场的规范。以上则是未来五年的期待。

资源将成为中国未来经济发展需要攻克的核心问题，资源税费的调整可能成为最近的主要看点。虽然就新能源、节能减排和绿色 GDP 方面发展的大方向在国内外都已经基本达成共识。但中国既有的庞大能源消费与越来越大的能源需求缺口不可避免地从供给面上制约了经济未来的长期发展。铁矿石“长协机制”崩溃，石油价格等待发达经济体的重振而发力。国际流动性充足的背景下，国际大宗商品价格上行的预期真正实现后，全球范围内的通胀压力将不可小觑。中国作为典型的大型生产型国家，本来就痛苦地夹在资源国与消费国之间，现在还处在食品价格和劳动力成本推动的通胀浪尖上。大众商品上涨带来的输入性通胀可不是中国所乐见的。

收入分配改革这个环节则正好处在中国结构性调整的核心上。一方面，劳动者收入在要素收入中的提高从根本上决定了消费对我国经济增长长期拉动的能力；另一方面，内外需转换开关的发生实际作用，也有赖于国内居民实际收入的提升。在近期，低收入阶层的收入改善会比较明显，养老金的调整对老年人口的消费也有一定促进作用。但长期来看，收入分配调整的主要着眼点开始在于税费改革方面。

总的来说，“十二五”规划提出来的一系列经济目标，乐观的看，都会实现。但这是

一个徐图渐进的过程，我们很难想象一两年内中国的经济结构和制度发生急剧的转变。在这个五年规划开局的头两年，我们将看到的还是一个典型的周期趋势，规划中的这些新兴产业布局和区域规划发展都需要大量的投资和布局；在后三年里，随着二次改革的跟进和国内外环境的缓和，相信中国经济的增长方式将出现明显的方向性改变，这也正是“十二五”的使命。

邵宇，宏源证券研究所首席分析师，复旦大学金融学博士。复旦大学金融研究院研究员，牛津大学圣安东尼学院 SWIRE 学者。主要研究领域：全球（开放）宏观经济学、固定收益、金融工程。

秦培景，宏观经济分析师，复旦大学金融学博士。主要研究领域，全球（开放）宏观经济学、国内经济政策、人民币汇率。2010 年加盟宏源证券研究所。

李伟杰，宏观经济分析师，中国人民银行研究生部金融学硕士、博士，2010 年加盟宏源证券研究所，现从事宏观经济研究。主要研究领域：国家资产负债表、商业银行跨国经营、金融经济计量。

机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	张璐 010-88085978 Zhangjun3@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	赵佳 010-88085511 zhaojia@hysec.com	
孙利群 010-88085096 sunliqun@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%~+20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。