



# 说英雄，谁是英雄

——结构主义的演绎（三）：主导产业养成计划

## 摘要

《繁荣の野望》过后，《化蝶：突破库存周期》，向着中周期的美妙境界迈进；然而曾经的“带头大哥”已难孚众望，寻找新的周期英雄——主导产业。

主导产业的核心特征是高 ROE，得 ROE 者得天下。为见微知著，我们依例将 ROE 分解成三个指标：销售收入、毛利率和权益乘数，并据此构建了主导产业的“三足鼎立”模型：

- **市场的潜力：**中国目前的中周期孕育，正遭逢国内外产业格局的大调整：（1）基于比较优势的全球产业转移正在发生；（2）国内产业升级的步伐也在持续跟进。如此背景下，迂回需求和终极需求正此起彼伏、相互激荡，给中国的产业留下了广阔的市场空间，这显然有利于企业销售收入的提高。
- **企业的创新：**当成本的浪潮袭来之时，企业若不能积极创新，毛利率将被吞噬，也很难成为主导。而创新有三种：（1）通过技术创新，提高产出效率，以期消化成本；（2）通过组织创新，打通产业链，降低交易成本，以期固化成本；（3）通过商业模式创新，设计出更好的盈利模式，以期转嫁成本。
- **政策资金支持：**主导产业的形成，外部的支持颇为重要。我们认为，这支持源自于三方面：（1）政府政策的扶植；（2）股权人的直接投资；（3）债权人给予的融资便利。很显然，能够获得支持，也就能获得更多的关注和支持——因此，当支点遭遇杠杆之时，恰是主导产业的奋飞之日。

在此框架下，我们对中国的产业生态进行了鸟瞰，结论是：

- **主导产业初露峥嵘：**在当下，隐隐展露出主导产业头角的行业是：化工、电气设备、交运设备、专用设备、通用设备。此外，医药、通信、金融信托等也值得给予特别的关注。
- **主导产业依旧脆弱：**在当下，主导产业的特质并不明显，仍然需要克服重重障碍、需要各方面支持。这在策略上意味着：基于主导产业的投资，要淡定，要鉴别，可试水先导产业。

一言以蔽之，本文讲述：**英雄的出处，主导的养成。**

详参正文。

## 宏观经济

魏凤春

weifengchun@csc.com.cn

010-85130308

执业证书编号：S0640207100074

刘之意

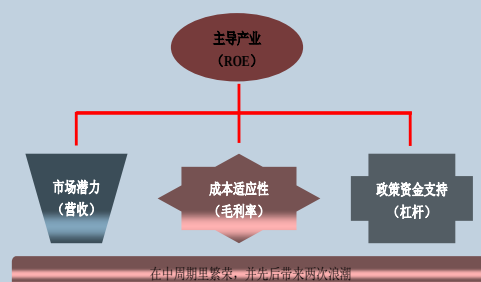
liuzhiyi@csc.com.cn

010-85130273

执业证书编号：S1440110040077

首发日期：2011年4月18日

### 《三足鼎立图》：主导产业的三要素



### 相关研究报告

- 11.01.14 《泛海观澜之一：两仪与四象》
- 11.01.30 《泛海观澜之二：雪还没有下》
- 11.02.17 《泛海观澜之三：西流东渐》
- 11.03.02 《泛海观澜之四：双马饮泉》
- 11.04.06 《泛海观澜之五：有龙则灵》
- 10.12.10 《结构主义的演绎之一：繁荣の野望》
- 11.03.01 《结构主义的演绎之二：化蝶》
- 11.04.18 《嬗变：穿越刚性——中周期复苏的逻辑》



## 目录

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 引言：藏伏 .....                | 1  |
| 序：怀着一颗因饥渴而甜蜜的心，追寻英雄 .....  | 3  |
| 一、煮酒论英雄——英雄的标准 .....       | 4  |
| 1.1 英雄的缘起：向着中周期进发 .....    | 4  |
| 1.2 英雄的象征：得 Roe 者得天下 ..... | 5  |
| 1.3 英雄的解构：主导产业三足立 .....    | 6  |
| 二、风雨会中州——英雄的土壤 .....       | 7  |
| 2.1 国际产业转移：恢复期高弹性 .....    | 7  |
| 2.2 国内产业升级：困顿期高分化 .....    | 9  |
| 2.3 迂回的需求：投资的激荡相生 .....    | 11 |
| 2.4 终极的需求：消费的此起彼伏 .....    | 12 |
| 2.5 高营收：有现金流就会很滋润 .....    | 13 |
| 三、浣花洗剑录——英雄的淬炼 .....       | 14 |
| 3.1 高成本：利润被吞，必须创新 .....    | 14 |
| 3.2 要创新：领导者居于核心地位 .....    | 15 |
| 3.3 第一招：新技术，以消化成本 .....    | 17 |
| 3.4 第二招：新组织，以固化成本 .....    | 20 |
| 3.5 第三招：新模式，以转嫁成本 .....    | 26 |
| 3.6 高效率：当创新成为一种现实 .....    | 29 |
| 四、沉浮谁与共——英雄的人望 .....       | 30 |
| 4.1 主导的养成：明主是众望所归 .....    | 30 |
| 4.2 政府的期望：政府非无为而治 .....    | 32 |
| 4.3 股权人期望：投资者推波助澜 .....    | 33 |
| 4.4 债权人期望：银行家利益均沾 .....    | 34 |
| 4.5 高杠杆：当负债成为一种自信 .....    | 35 |
| 五、赢粮而景从——英雄的仆从 .....       | 36 |
| 5.1 王者的出现：当支点遭遇杠杆 .....    | 36 |
| 5.2 追随的策略：当英雄成为信仰 .....    | 37 |
| 5.3 最后的最后，我们创造了英雄 .....    | 38 |



## 图表目录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 图 0: 从夏入秋为金克木, 曲折多钱, 所以要藏伏 .....        | 2  |
| 图 1: 中周期在库存周期中孕育、加速, 走向繁荣 .....         | 4  |
| 图 2: 主导产业养成中的“三足鼎立”模型 .....             | 6  |
| 图 3: 国际竞争力指数: 资源型(农产品、煤炭等) .....        | 7  |
| 图 4: 国际竞争力指数: 劳动密集型(衣鞋帽、小五金等) .....     | 7  |
| 图 5: 国际竞争力指数: 资源和资本密集型(钢铁、有色等) .....    | 7  |
| 图 6: 国际竞争力指数: 资本和技术密集型(机械、化工等) .....    | 7  |
| 图 7: 中国环氧丙烷和甲乙酮的出厂价格(元/吨) .....         | 8  |
| 图 8: 我国制造业职工工资占营业成本比重(%) .....          | 9  |
| 图 9: 鸿海精密(2317.TT)的毛利率(%) .....         | 9  |
| 图 10: 产业升级: 沿着“微笑曲线”, 向两端漫溯 .....       | 9  |
| 图 11: 三次产业对 GDP 增长的贡献率(%) .....         | 10 |
| 图 12: 制造业固定资产投资增速及其变化(%) .....          | 11 |
| 图 13: 感应度系数和影响力系数(基于 2007 年投入产出表) ..... | 11 |
| 图 14: 马斯洛需求层次模型 .....                   | 12 |
| 图 15: 采矿业和制造业的主营业务收入增速(%) .....         | 13 |
| 图 16: 最低工资标准增速(%) .....                 | 14 |
| 图 17: PPI 和 CRB 现货指数(%) .....           | 14 |
| 图 18: 贷款利率(%) .....                     | 14 |
| 图 19: 工业企业利息同比增长(%) .....               | 14 |
| 图 20: 工业企业的主营业务利润率和净利润率(%) .....        | 15 |
| 图 21: 创新三要素模型 .....                     | 16 |
| 图 22: 国家财政用于科学研究的支出占 GDP 的比例(%) .....   | 17 |
| 图 23: 财政的科研投入增速(%) .....                | 17 |
| 图 24: 中国的技术扩散指数(%) .....                | 18 |
| 图 25: 2010 年国内外三种专利授权状况占比(%) .....      | 19 |
| 图 26: 2009 年发明型专利的数量和占比(件/%) .....      | 19 |
| 图 27: 2009 年实用新型专利的数量和占比(件/%) .....     | 19 |
| 图 28: 企业盈利能力变化和产业组织演进(%) .....          | 20 |
| 图 29: 大型化是结构转型背景下的调控要求 .....            | 21 |
| 图 30: 2010 年主要产品的行业集中度(%) .....         | 22 |
| 图 31: 2011 年节能减排目标(%) .....             | 23 |
| 图 32: “十二五”节能减排目标(%) .....              | 23 |
| 图 33: 装备制造业领域中坚企业的产生路径 .....            | 24 |
| 图 34: 商业模式的结构图 .....                    | 26 |
| 图 35: 盈利模式的收入—成本结构图 .....               | 27 |
| 图 36: 各行业在过去三年里的平均销售利润率(%) .....        | 29 |
| 图 37: 中国经济的波动与产业更迭 .....                | 30 |
| 图 38: “一箭中的”中周期启动三要素模型 .....            | 31 |



|                                                 |    |
|-------------------------------------------------|----|
| 图 39: 以让利为核心的分配政策 .....                         | 32 |
| 图 40: 中国主要行业的 A 股市盈率 (截至 2011-4-12) .....       | 33 |
| 图 41: 私募股权和风险投资投资额 (百万美元) .....                 | 33 |
| 图 42: 私募股权和风险投资投件数 (件) .....                    | 33 |
| 图 43: 造纸及纸制品行业的资产负债率 (%) .....                  | 35 |
| 图 44: 黑色金属冶炼及压延加工业的资产负债率 (%) .....              | 35 |
| 图 45: 中国主要工业行业的资产负债率 (% , 截至 2010 年 11 月) ..... | 35 |
| 图 46: 中国 ROE 超过 5% 的行业排序 (%) .....              | 36 |
| 图 47: 基于主导产业的投资策略 .....                         | 37 |
| <br>                                            |    |
| 表 1: 主导产业选择理论和主要标准 .....                        | 5  |
| 表 2: 日本地震后的典型化工品的暂时关停 .....                     | 8  |
| 表 3: 机器代替人工的可能性行业 .....                         | 10 |
| 表 4: “超算中心”为广东典型企业带来的效益分析 .....                 | 17 |
| 表 5: 2002-2006 年广东省 R&D 经费使用情况 .....            | 18 |
| 表 6: R&D 经费按活动类型的使用情况 .....                     | 18 |
| 表 7: 主要行业 CR8 集中度 (2007 年) .....                | 22 |
| 表 8: 中坚企业的基本形态 .....                            | 24 |
| 表 9: 中坚企业可能出现的领域 .....                          | 25 |
| 表 10: 能够获得超额利润的明星行业 .....                       | 29 |
| 表 11: 银行授信的主要方向 .....                           | 34 |

## 引言：藏伏

我们原来预计央行会在4月1日加息，后来考虑到“愚人节”和央行喜欢加班加点工作的特征，就将时间放在了清明节的晚上。当央行的行为被市场如此精准地预期到的时候，若按理性预期的逻辑来看的话，政策的效力已经消失殆尽。在这种逻辑下，政策有效的前提条件有二：一，政府是骗子；二，市场是傻子。

政府没有骗我们，对称加息表明政府真的是高度关注通胀。但央行这样做并非是英明之举，因为单纯通过总量式的加息是无法应对结构性物价上涨的。非但如此，持续的加息必然会提高市场运行的成本，这必然会加大中国经济从小周天到大周天运转的难度。这是周天转换的障碍之一，是短期的。障碍之二，透支的消费需求对周天转换的抑制是长期的。三年来，产能过剩的消失，背后是政府钓鱼所引发的耐用消费品的过度消费，未来消费将回归常态。成本上升与需求下降双面夹击的结果是市场的结构刚性增强，企业盈利能力下降。基于这样的逻辑，周期复辟是人间四月芳菲尽，即使是山寺桃花始盛开，那也是另一种风景了。

通胀对周天转换的影响并非只限于结构刚性，它增厚了制度刚性，并引发了政策重心的转移。目前稳定压倒一切，物价稳定只是其中的一环。政府已经无法把通胀压缩至4%以下的理想水平，它已经开始把协调弱势的穷人群体、强势的权贵集团和只能逆来顺受的中产阶级各方的利益放在化解通胀风险的首位。政府维持稳定必然加大财政压力，穷则思变的态势已经形成。在公共风险越来越大的背景下，中央政府已经不再可能继续负债扩张。地方政府要么大搞保障性住房建设以完成军令状，要么进行资源整合以解决现金断流的问题。预算约束使得政府不得不在分配与增长之间寻找新的平衡，“黄金十年梦”的不舍，迫使政府必须把增长的重担交给市场。这种制度红利的释放意味着增长动力的转换，但权利的博弈使得制度刚性的打破又存在着重大的不确定性。

从这个逻辑上讲，通胀已经变成一种慢性病，政府再不能以急症应对之，不能为遏通胀而忽视其它重要职能的发挥。这如同一个人不能等到慢性胃炎好了，再工作一样。近期节能减排的常态化，成品油价格的提高，以及接下来的资源税改革都是顺理成章的事情。

结构刚性与制度刚性对周天转换的阻碍将变为现实，经济进入过渡期。增长惯性上冲后，环比增长逐季回落，通胀仍将在高位徘徊。这种情景按四季度轮回来讲，即为藏伏。春夏秋冬分属木、火、金、水，从秋到夏为金生水，水生木，木生火，周期循环顺畅。而从夏到秋，则为火克金，曲折多戕。《汉书·郊祀志注》中说：“伏者，谓阴气将起，迫于残阳而未得升。故为藏伏，因名伏日”。从春到夏是惯性增长，从夏到秋则必然遭遇障碍。好在二季度末政策面上可能部分对冲此种不利态势。

藏伏，即为蓄势。蓄势旨在打破结构刚性与制度刚性，其途径唯有创新。创新者，分市场创新与制度创新，而市场创新者无非是技术、组织、商业模式创新。制度创新者主要指政府通过让利来解决负现金流的问题，其以甩包袱为主要内容。创新是有成本的，并非所有的创新都能成功，成功者将迈向主导产业。失败者将归入周期复辟一类，复辟的本来含义就是指非最后的胜利者，而是阶段性的胜利者。

主导产业是中周期的微观特征，任一中周期都能产生主导产业，它是由人的最终需求决定的。当乡村的耐用消费品普及与城市的升级基本完成之后，个人的需求增长就开始边际递减了。公共需求的满足是主导产业形成的重要推力。基于民族主义与民粹主义的需求是市场必须高度关注的，在这种逻辑下，以军工为主要代表的高端制造业、以医疗卫生为代表的能提高幸福指数的公共事业、以满足人类资源消耗水平的新能源业、以社会稳定为主要目的的公共安全等都有可能成为未来的主导产业。在2011年，我们或许只能看到主导产业的影子，未必能够看到其真身。



在二季度的宏观报告中，我们主要围绕着过渡、创新、主导来剖析经济的运行态势。它由以下报告组成：

宏观主报告：

《嬗变：穿越刚性——中周期复苏的逻辑》

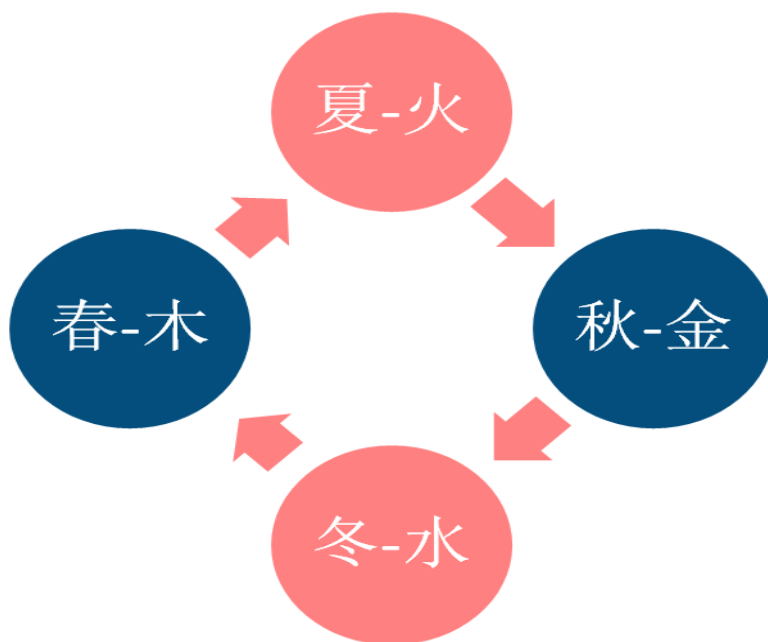
宏观分报告：

分报告一《说英雄，谁是英雄——主导产业养成计划》

分报告二《金钱永不眠——津京浙蒙民间金融调查》

分报告三《交易的初春，配置的金秋——二季度》

图 0：从夏入秋为金克木，曲折多钱，所以要藏伏



资料来源：中信建投研发部

## 序：怀着一颗因饥渴而甜蜜的心，追寻英雄

花开花又谢，云卷云还舒。

自周期复辟发动之后，行情在犹疑中坚定上行，一波三折，精彩纷呈，终究是遂了“满堂花醉三千客”的期许。至今日，周期复辟已接近尾声，“桃花净尽菜花开”。面对未来，市场需要休整，也需要寻找新的突破口——这个突破口，市场多认为是主导产业。

实际上，自《繁荣の野望》过后，中国经济开始《化蝶：突破库存周期》，向着中周期的美妙境界迈进。然而“物是人非事事休”，新的产业格局和成本环境下，曾经的“带头大哥”已难孚众望。因此，我们需要寻找新的周期英雄——这周期英雄，就是所谓的主导产业。

主导产业如此之重要，那么该如何寻找、培育并追随它呢？在回答这个问题之前，我们先来读一个小故事：

### 经济小故事之《经济的江湖·英雄的出处》

出来混，迟早是要还的。

经济的江湖里，没有常胜不衰者。从上个世纪 80 年代的食品饮料，到 90 年代的纺织电子，再到新千年的房地产和重化工，中国经济的江湖里，先后出现了三批烜赫一时的英雄，各领风骚十数年。至今日，皇图霸业应犹在，但往昔里横扫千军如卷席、天下云集而响应的风流气度，已被风吹雨打了去。

不过这也正说明，新的英雄终究要脱颖而出。天择与人相约，终会有一天，新英雄会飞龙在天，带来雷霆和雨露。但对于平凡的我们，却得苦苦追问英雄的出处，就仿佛是在大统之争中，我们多么希望自己能够成为胜利者“潜邸的奴才”，然而怎么能够……盘点有潜力的武林世家，大抵如是：

- “麒麟高卧声自远”之房地产，在资源资产化的浪潮中拔地而起，实力强横，但也臭名远播；
- “长安不见使人愁”之新兴产业，在经济转型的战略中破土而出，前景可期，但盈利很脆弱；
- “此楼住主山作宾”之装备制造业，在产业升级的趋势中反客为主，大有可为，但瓶颈不少；
- “风云际会浅水游”之金融服务业，在结构调整的博弈中左右为难，若能破局，则左右逢源。

因此，面对英雄的偶露峥嵘，江湖百晓生也不禁感慨：面壁十年图破壁，难酬蹈海亦英雄。

是的，主导产业如此之捉摸不定。那么在结构主义者看来，该如何去寻找主导产业呢？本文所要做的，恰恰是这样的一个尝试：透析产业格局，开始寻找主导产业——“在这里，我们不是脱去一件罩衣，而是用自己的手撕裂一层肌肤。我们留在身后的，不是一种思绪，而一颗因饥渴而甜蜜的心。”

## 一、煮酒论英雄——英雄的标准

### 1.1 英雄的缘起：向着中周期进发

桃花净尽菜花开，前度刘郎今又来。

《结构主义的演绎》首篇报告《繁荣の野望》中，我们展望了十年繁荣前景，勾勒了中国中周期演进的轨迹，结论是：目前的中国经济正处于中周期繁荣的孕育期。在那里，我们提出了三个问题：（1）繁荣孕育阶段，我们的产业格局中究竟交织着何种的抑扬顿挫？（2）在这个走向白昼的前夜里，繁星满天，是谁会成为点亮希望的启明星？（3）东方既白，又是谁将成为普照万物、主导新一轮中周期中的最耀眼的太阳？

《结构主义的演绎》第二篇报告《化蝶》中，我们描摹了周期律动的禅，廓清了中国库存周期演进的阶段，结论是：目前的中国经济正处于被动型的库存减少向主动型的库存增加过渡的时期，因此周期复辟的行情可期。在那里，对于中周期在库存周期中的孕育，从微观层面上我们指出，目前企业的扩张有三个问题必须回答：（1）资金的支持从何而来？（2）高企的要素成本如何化解？（3）和新产量配比的新需求又在何方？

当周期复辟的行情已已，再回过头来重新审视，会发现这些问题只是一个问题——中周期和主导产业，恰是一个问题的两个方面。只不过，中周期表现为一种总量上的跌宕；而主导产业，则是由局部到整体的生发。

由此，寻找主导产业，仍需采用结构主义的视角。

图 1：中周期在库存周期中孕育、加速，走向繁荣



资料来源：中信建投研发部

## 1.2 英雄的特征：得 RoE 者得天下

欲说英雄，不能不提三国。诗有云，“天下英雄谁敌手，曹刘”。关于英雄的特征，“煮酒论英雄”的桥段中，曹操曾言：“夫英雄者，胸怀大志，腹有良谋，有包藏宇宙之机，吞吐天地之志者也。”

那么，在经济生活中，何谓主导产业？一般的定义是，在产业结构中，处于主要的支配地位，比重较大，综合效益较高，与其它产业关联度高，对国民经济的驱动作用较大，具有较大的增长潜力的产业或者产业群。主导的特征有很多，包括：（1）本身成长性很高；（2）具有很高的创新率，能迅速引入技术创新，对一定阶段的技术进步和产业结构升级转换具关键性的导向作用和推动作用；（3）对经济增长具有很强的带动性和扩散性。

关于主导产业的判别，理论界已经有诸多探讨，包括：罗斯托准则、收入弹性和生产率上升准则、产业关联准则、动态比较优势准则。这些理论和标准，分别从社会影响力、需求结构的变动、需求的潜力以及政府政策等角度，讲述了主导产业的培育和形成。

**表 1：主导产业选择理论和主要标准**

| 类别       | 背景理论         | 主导产业的主要判别标准                                                            | 侧重点                                                                                 |      |
|----------|--------------|------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|------|
| 主导产业选择标准 | 扩散效应最大准则     | (1) 罗斯托（1960）首提主导部门概念；<br>(2) 经济增长总是首先发生在主导部门；<br>(3) 经济更替表现为主导部门序列变化。 | (1) 回顾效应：高速增长会刺激要素投入品的发展；<br>(2) 旁侧效应，兴起会影响当地经济、社会的发展，<br>(3) 前向效应：诱发出新的经济活动或新产业部门。 | 影响力  |
|          | 收入弹性和生产率上升准则 | (1) 筱原三代平（1957 年）提出；<br>(2) 在市场经济条件下，社会需求结构变化是产业结构变化和发展的原动力。           | (1) 收入弹性：产品增加带来更大收入，创造更大需求，<br>(2) 生产率高：投入产出高，吸引资源，自动扩大占比。                          | 需求结构 |
|          | 产业关联准则       | (1) 赫希曼（1991 年）提出；<br>(2) 协同效应通过市场扩张起作用；                               | (1) 协同效应的标准：产业影响力系数和感应度系数；<br>(2) 市场扩张的标准：产品需求价格弹性与收入弹性。                            | 需求潜力 |
|          | 动态比较优势准则     | 李斯特：扶持幼小产业、保护民族工业                                                      | (1) 比较优势：获得政府保护，克服劣势形成比较优势。                                                         | 政府保护 |

资料来源：中信建投研发部

应该注意到，以上理论都提出了主导产业的选择标准，颇具有一定的参考价值，这也是我们将其开列在此的主要原因。但是这些探讨，更多的是从政府的角度去考虑问题，目的是选择并培育主导产业，因此对产业给经济的整体拉动效应是格外重视、青眼有加，也明显属于总量型的研究。此外，值得借鉴的是迈克尔·波特的讲述企业战略的五力模型、讲述国家竞争力的钻石模型，只是都过于偏重微观或宏观，相对也比较抽象。

就我们的理解，证券投资本来就是一种股权投资，追逐的是超额回报率（不等同于债权人）；而在实体领域，投资者当然更是在追逐超额收益率——这意味着，在不考虑进入门槛的前提下，高 ROE 将会吸引更多资金涌入，从而带动产能建设的浪潮，形成中周期。从这角度上讲，高 ROE 才是核心吸引力，得 ROE 者得天下！

因此，在此必须申明，我们要找的英雄，并不是威势已昭然于天下的英雄，而是终成大器的一时之选——换言之，**我们是在成长性的行业中，挑选最具潜力、最有吸引力的行业**——可堪类比的是，公元 207 年，千古智者诸葛亮，并没有北上投奔“英雄的曹操”，而是追随了“英雄的刘备”。



### 1.3 英雄的解构：主导产业三足立

ROE 是如此之重要，对其解构就成为理所当然的事情。在实践中，最著名的解构是杜邦分析法。

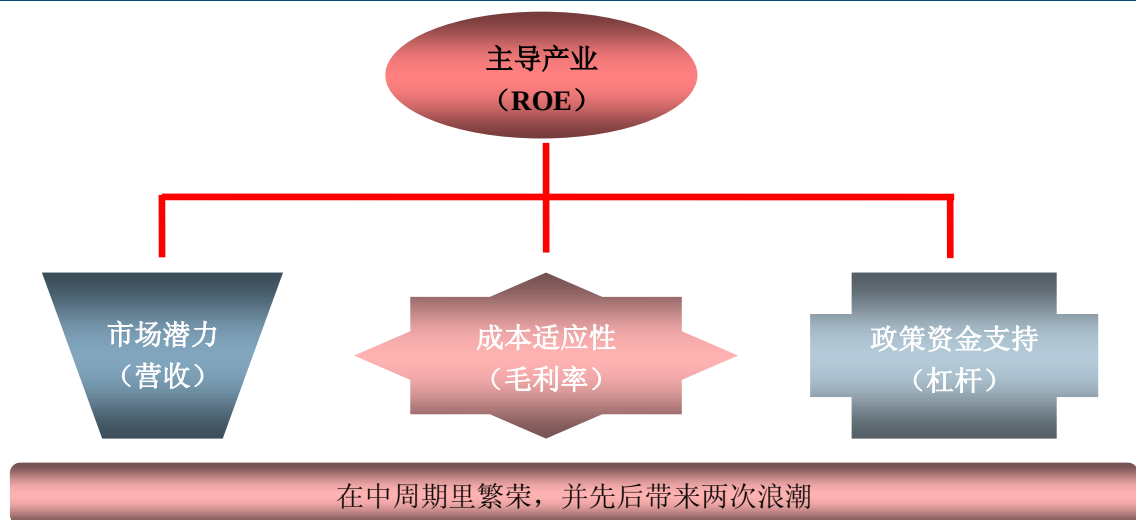
据杜邦分析法中，ROE 和其他主要的财务指标关系为：净资产收益率(ROE)=资产净利率(净收入/总资产)×权益乘数(总资产/总权益资本)；而：资产净利率(净收入/总资产)=销售净利率(净收入/总收益)×资产周转率(总收益/总资产)；所有：

$$\text{净资产收益率(ROE)} = \text{销售净利率(NPM)} \times \text{资产周转率(AU, 资产利用率)} \times \text{权益乘数(EM)}$$

从便于理解的角度去解析，可以认为 ROE 是由三个核心要素构成的：

- (1) **销售收入——市场的潜力。**资产周转率这一指标通常被定义为销售收入与平均资产总额之比，不考虑资产的多寡，那么资产周转率可以由销售收入来替代。实际上，销售收入的增速，反映了企业产品的市场潜力，是“赫希曼基准”中所谓的产品需求价格弹性与收入弹性的主要要求。
- (2) **毛利率——成本适应性。**销售净利率这一指标被定义为企业实现净利润与销售收入的对比关系，用以衡量企业在一定时期内通过销售收入获取利润的能力。实际上，销售净利率反映了企业对抗成本上升的能力，是“筱原基准”中所谓生产率不断上升从而吸引资源不断涌入的主要要求。
- (3) **权益乘数——政策资金支持。**从财务层面上讲，权益乘数又称股本乘数，是指资产总额相当于股东权益的倍数，反映的是企业融资的能力；从宏观层面上讲，权益乘数反映了企业能够获取外界支持的能力，这在一定程度上是“李斯特准则”关于政府扶持从而促成主导产业的题中之义。

图 2：主导产业养成中的“三足鼎立”模型



资料来源：中信建投研发部

应注意到，关乎 ROE 的三个要素，正对应着前文提出的库存周期突破中的三个问题：（1）新需求何在？（2）高成本如何化解？（3）如何获得资金支持。显然，这三个问题的解决，将决定主导产业的脱颖而出。

## 二、风雨会中州——英雄的土壤

据《隆中对》预测，寄人篱下的刘备最终能够雄据一方的第一个原因，是“荆州之主不能守，益州之士思得明君”——简言之，就是有偌大的一块地盘等着他拓展。那么，对于中国的产业而言，新需求又在何方？

在当下，中国的中周期孕育的同时，国内外的产业格局大调整也正在发生。一方面，基于比较优势的全球产业转移仍在继续，另一方面，国内产业升级的步伐也在持续跟进。如此背景下，迂回需求和终极需求此起彼伏，相互激荡，给中国的产业留下了无限广阔的市场空间。

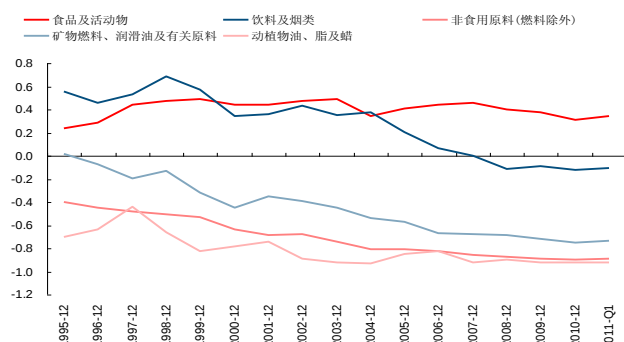
实际上，风雨滂沱之日，恰是英雄起于草昧之时。

### 2.1 国际产业转移：恢复期高弹性

就历史经验来看，由于比较优势的变动，国际间的产业转移持续不断地在进行。而这种变化，直接表现在国际贸易的产品结构上。从日本和韩国的经验来看，贸易顺差的主要创造者，先后分别是资源密集型、劳动密集型和资本及技术密集型的产业群。

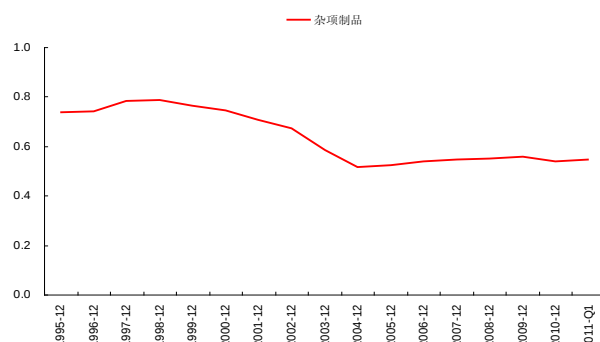
为衡量中国比较优势的变化，我们使用国际竞争力系数 ICC 这一指标，并按照要素的属性进行了大致分类。

图 3：国际竞争力指数：资源型（农产品、煤炭等）



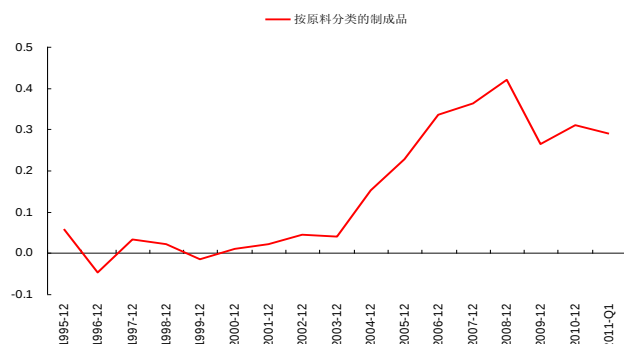
数据来源：Wind，中信建投研发部

图 4：国际竞争力指数：劳动密集型（衣鞋帽、小五金等）



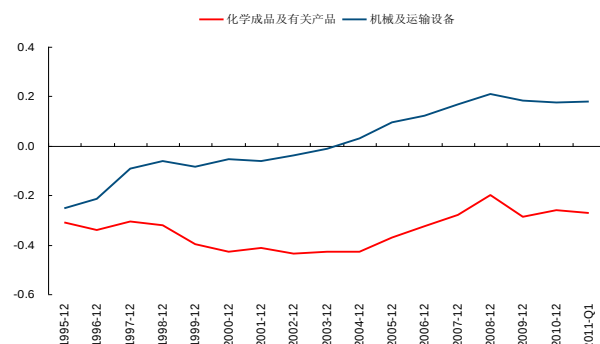
数据来源：Wind，中信建投研发部

图 5：国际竞争力指数：资源和资本密集型（钢铁、有色等）



数据来源：Wind，中信建投研发部

图 6：国际竞争力指数：资本和技术密集型（机械、化工等）



数据来源：Wind，中信建投研发部

对中国进出口贸易按照 SITC 分类标准来测算 CCI，可以发现在过去的十几年里，中国产业的全球竞争力，发生了显著的变化：

- (1) 资源型的产品中，除了食品和活动物的竞争力基本保持稳定外，其他资源类产品的竞争力不断下降。我们认为，资源型产品目前在我国，已经进入到一个成熟后期，这意味着其仅具有资源重估的价值。
- (2) 劳动密集型产品，其竞争力在 90 年代一直保持在较高水平上（0.75 左右），自进入新千年之后开始显著下降，不过 04 年之后开始保持稳定，并基本维持在 0.5 附近。这意味着虽然“刘易斯拐点”已经到来，但中国在全球范围内的劳动力比较优势依然比较强劲，劳动密集型产业目前处于成熟期。
- (3) 资源和资本密集型产品，其竞争力系数在 00 年之后由负转正，并开始大幅度增长，至 08 年达到顶峰（超过了 0.4），此后开始下降。由于这一类产品以钢铁、有色和金属制品为主，因此属于典型的“两高一资”产品，是重化工行业的典型代表。目前来看，资源和资本密集型产业仍处于快速增长的时期，但是也面临着种种障碍需要跨越。
- (4) 资本和技术密集型产品，分为两类，走势迥异：1）机械及运输设备类产品的竞争力系数持续攀升，并自 04 年开始出口创汇，到目前为止，机械类产业的竞争力依然强劲，目前仍处于快速成长的行业，未来的潜力值得期待；2）化工成品及有关产品的竞争力系数，在 00 年之前持续下降，02 年之后缓慢回升，05 年之后加速回升，但是到目前为止，其国际竞争力依然较差，目前保持在 -0.25 左右，我们认为该行业的市场潜力依然非常广阔，从进口替代转向出口导向的空间巨大。

综合四类产品国际竞争力的分析，不难发现，中国产品的比较优势变迁趋势和发达国家大体是类似的。结合行业的比较优势、产品生命周期及市场空间，我们认为就行业成长性而言，应该有以下的排序：

**化工成品及有关产品 > 机械及运输设备类产品 > 资源和资本密集型产品 > 劳动密集型产品 > 资源型产品**

实际上，在比较中我们还发现，自 08 年金融危机后，带有更多投资品属性的产品竞争力开始略有下降，这主要是由于全球经济增长的放缓。不过也应注意到，全球其他地区在丧失了比较优势的同时，更遭逢了市场的萎缩，因此其产能遭到了严重打压，但相反的是中国的企业却顺势承接了产业的转移，典型的如氟化工行业。

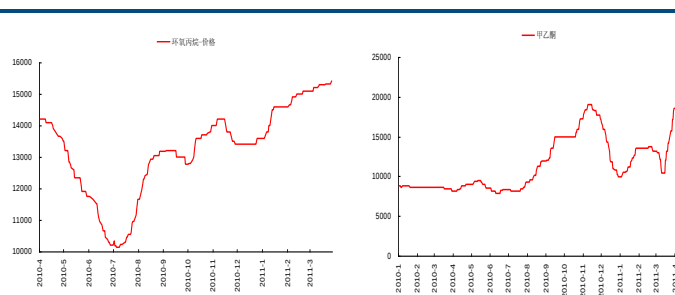
因此，当全球经济恢复之时，中国享有比较优势的产业，尤其是化工、机械和钢铁等，将爆发出更高的弹性——这是有识之士的所明了的，也是日本大地震后，环氧丙烷和甲乙酮的价格走势给予我们的启示——全球范围内的产能替代，将是一条值得深挖的投资线索。

**表 2：日本地震后的典型化工品的暂时关停**

| 企业   | 产品  | 产能    | 关停时间        |
|------|-----|-------|-------------|
| 三友化工 | PO  | 20 万吨 | 停产时间 2 个月   |
| NOC  | PO  | 18 万吨 | 停产时间 2 个月   |
| 旭硝子  | PO  | 11 万吨 | 数月内无法重启     |
| 丸善石化 | DAP | 17 万吨 | 停产期不低于 1 年  |
| 东燃化学 | DAP | 9 万吨  | 复产无期        |
| 出光兴产 | DAP | 4 万吨  | 停产时间 2-3 个月 |

资料来源：ICIS，中信建投研发部

**图 7：中国环氧丙烷和甲乙酮的出厂价格（元/吨）**

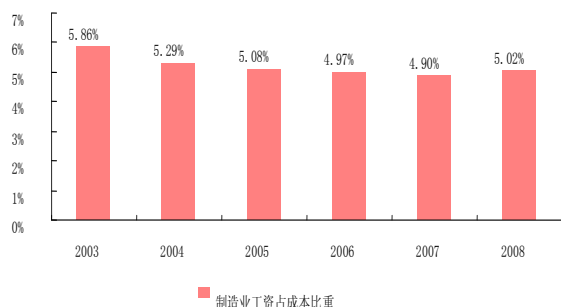


## 2.2 国内产业升级：困顿期高分化

实际上，在中国产业结构的竞争力发生迁移的同时，中国国内的产业升级也正在“穷则思变”的逻辑下被动地展开，这意味着不同企业和产业的分化。

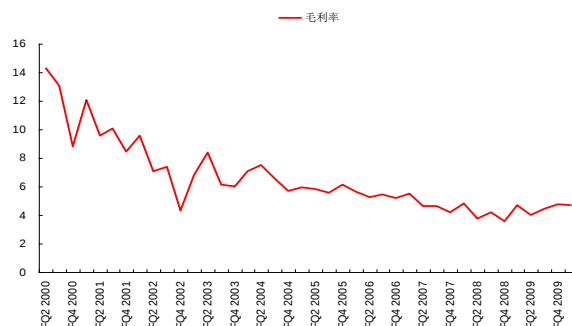
继原材料、能源成本上升之后，中国的劳动力成本也在不断上升。虽然用工成本的上升，从比率上似乎对企业盈利的影响不大，从性质上却意味着我国劳动力成本优势的丧失——目前，我国制造业职工工资占营业成本的比重大概在 5% 左右，然而全球最大的代工企业富士康的子公司鸿海精密（2317.TT）的毛利率已不足 5%——这意味，劳动力成本的上升，可能成为压垮中国制造业的最后一根稻草。如此，产业升级已势在必行。

图 8：我国制造业职工工资占营业成本比重（%）



资料来源：CEIC，中信建投研发部

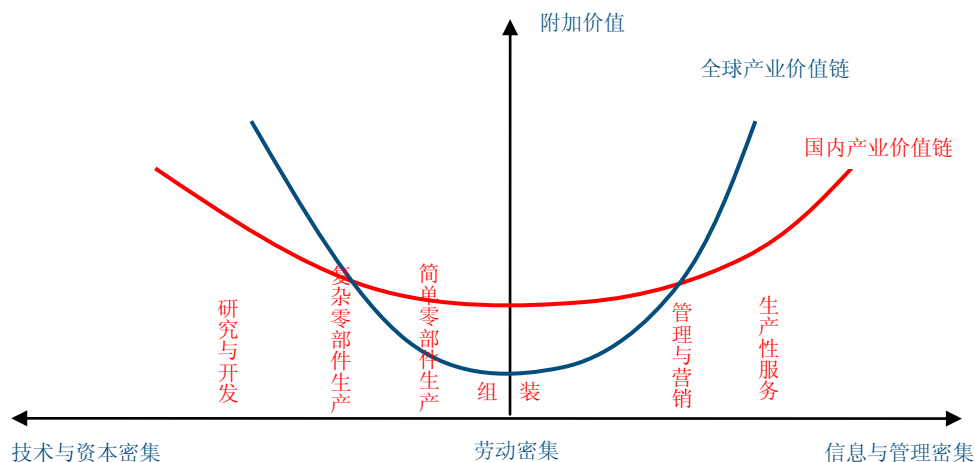
图 9：鸿海精密（2317.TT）的毛利率（%）



资料来源：BLG，中信建投研发部

**产业升级的第一条路径：价值链升华。**在劳动力成本不断上升的背景下，对具体产业而言，向着“微笑曲线”两端漫溯，就成为企业战略转型的必然选择。这就意味着，企业将从劳动密集型，向着技术与资本密集型转变，更加注重研发与设计；同时意味着企业向着信息与管理密集型转变，更加注重品牌与营销。显然，在这个转型过程中，会增强对信息技术和现代服务业的需求。

图 10：产业升级：沿着“微笑曲线”，向两端漫溯



资料来源：中信建投研发部

**产业升级的第二条路径：机器代替人工。**劳动成本上升的外在压力，将迫使企业调整生产要素的投入比例，迫使企业主使用机器代替人工，以期提高劳动生产率。我们从三个指标来考察存在机器替代人工的可能性的行业，结论是目前最可能实现机器替代人工的行业有：采矿业、食品工业、纺织服装、医药、非金属、机械汽车和电子等。显然，在这个转型过程中，会增强对**专用装备制造业**的需求。

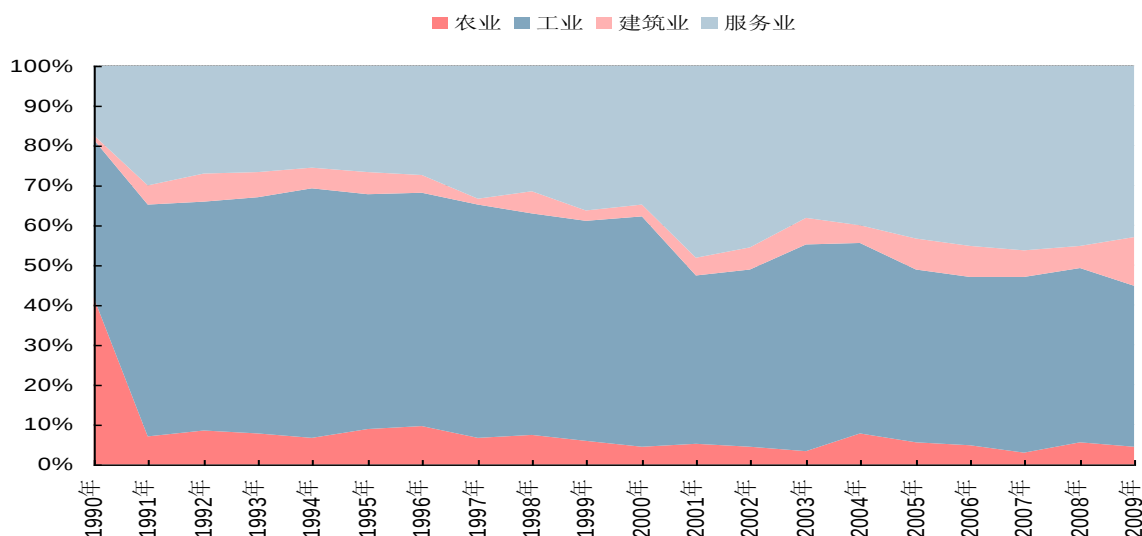
表 3：机器代替人工的可能性行业

|         | 从业人员 | 工资占成本比例 | 劳动生产率相当于发达国家水平 | 机器代替人工的可能性 |
|---------|------|---------|----------------|------------|
| 采矿业     | 很多   | 12.74%  | 5%             | 高          |
| 食品制造业   | 较多   | 5.37%   | 24.12%         | 中          |
| 纺织服装    | 很多   | 11.07%  | 38.3%          | 高          |
| 化工      | 多    | 3.83%   | 60.42%         | 低          |
| 医药      | 较多   | 7.36%   | 15.4%          | 高          |
| 非金属矿物制品 | 多    | 5.45%   | 14.11%         | 高          |
| 钢铁      | 多    | 2.62%   | 83.19%         | 低          |
| 机械汽车    | 多    | 5.34%   | 41.2%          | 中          |
| 电子      | 很多   | 5.13%   | 14.5%          | 高          |

资料来源：中国工业化报告，中信建投研发部

**产业升级的宏观表征：产业结构的调整。**实际上，不同的产业升级路径，其结果是一样的，都是为了提高产出效率，也孕育着不同的市场需求。这在宏观上，会表现出总量型的产业结构的变化。从“三次产业结构”的角度来讲，这意味着第三产业对中国 GDP 的贡献度将会扩大，第二产业中的制造业尤其是装备制造业仍有大发展之可能，而第二产业中的建筑业的贡献率则将在“铁公机”建设的高潮之后趋于收敛。

图 11：三次产业对 GDP 增长的贡献率（%）



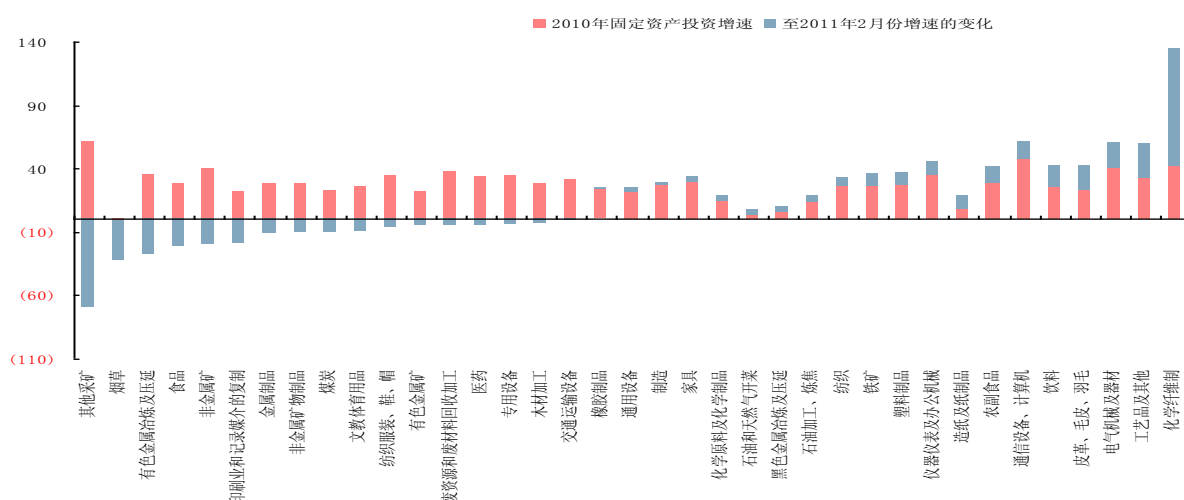
资料来源：CEIC、国家统计局，中信建投研发部

## 2.3 迂回的需求：投资的激荡相生

国内外产业格局发生的变动，首先通过迂回需求带来其他产业的变动，从而构成第一层次的市场需求——因投资所带来的需求。

在 2011 的前两个月里，大部分制造业的投资增速都保持了加速的态势。其中，又以**化学纤维制造、工艺品、电气机械、通信设备和计算机、仪器仪表、塑料制品**增速最快。这一方面反映出，这些行业的景气程度较高，目前增速较快；同时也反映出，这些行业对宏观经济总需求的反映比较灵敏。

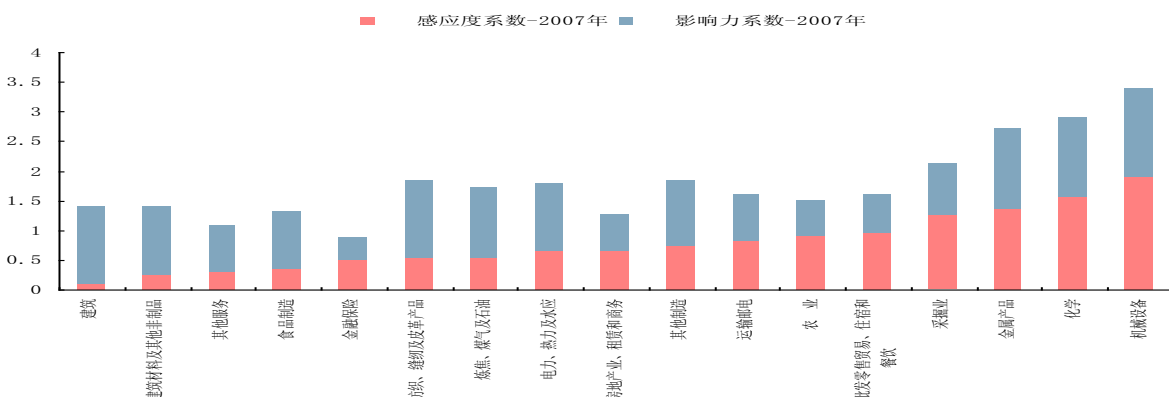
图 12：制造业固定资产投资增速及其变化（%）



资料来源：Wind，中信建投研发部

我们进一步分析了中国的投入产出表，就感应度而言，排列靠前的是：**机械设备、化学工业、金属制品、采掘业和批发商贸**等。显然，这些行业短期内会受益于经济复苏，长期则受益于中周期加速，也值得特别关注。

图 13：感应度系数和影响力系数（基于 2007 年投入产出表）



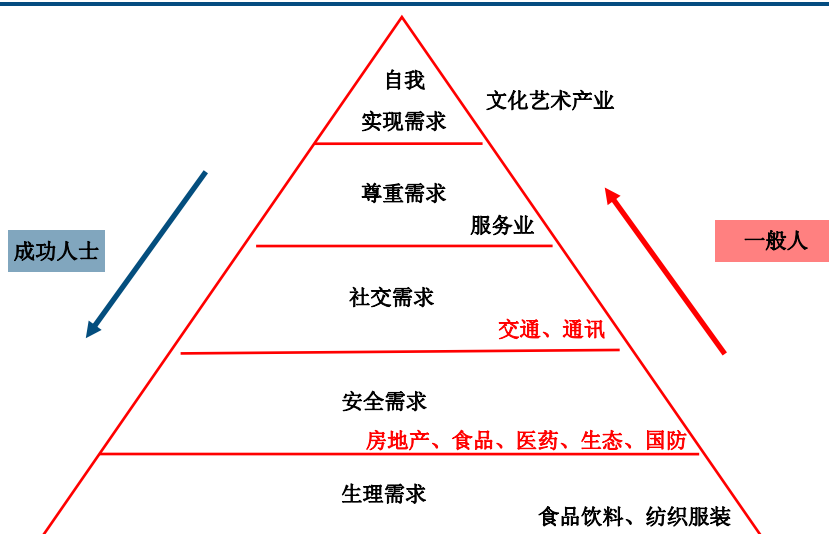
资料来源：中信建投研发部

## 2.4 终极的需求：消费的此起彼伏

当然了，所有的迂回需求，最终都应由最终需求来买单。因此，这意味着第二个层次的市场需求——最终的消费型需求。一般来说，最终需求除了取决于收入的增长外，还需要考虑需求的结构及其升级。

沿着马斯洛的需求层次模型，不难发现对于中国的普罗大众而言，目前已经度过了生理需求阶段，在向着安全需求的层次攀升。从这个思路出发，中国未来 10 年的主流需求，对应在**安全需求和社交需求**上：1) 所谓的安全需求，除了个人安全需求仍在延续外，还包括公众的安全需求，如生态环境、食品安全、国防安全；2) 而对于社交的需求，则将带来交通、通讯以及相关服务业的机会。

图 14：马斯洛需求层次模型



资料来源：中信建投研发部

具体而言，在私人消费领域，目前的主要趋势和增长点是：

- 消费需求的多样化将带来产业结构内生的变化；
- 服务业的发展，将激发中间需求以及最终需求；
- 城市化的推进，使得消费普及与消费升级并举。

在公共消费领域，目前的主要趋势和增长点是：

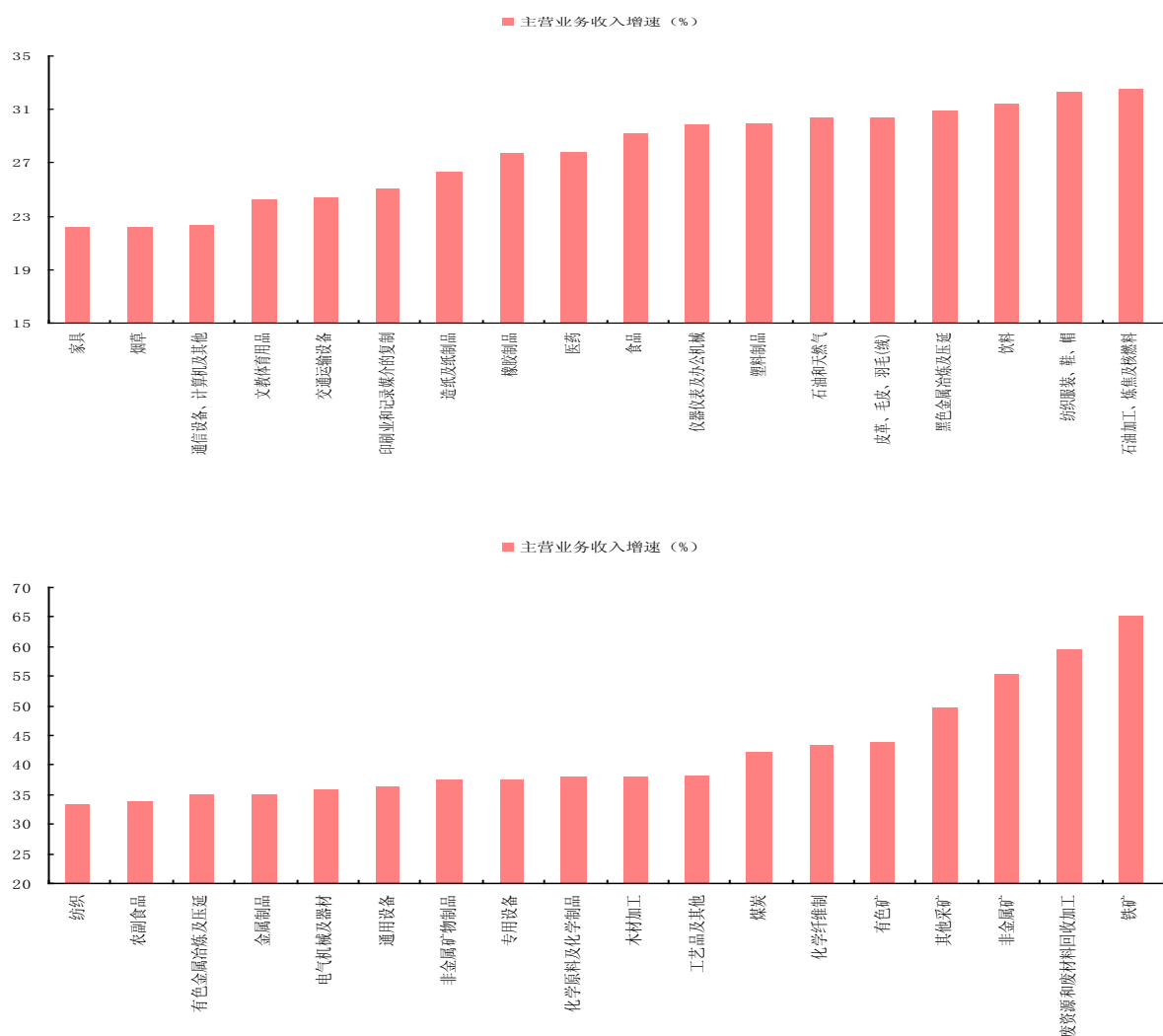
- “民生主义”盛行的背景下，增加科教文卫的支出，近消费远投资，促进社会稳定地、有秩序地转型；
- “民族主义”重塑的背景下，增强军事和文化的支出，重塑本民族的文化主体意识，重铸本国家的战略防御力量，力图在国际化博弈加剧的大环境中保持主动；
- 需要特别指出的是，“住房难”带来了保障性住房建设的高潮，并且在政治博弈加剧，“投名状变军令状”的背景下，其建设的规模、速度，都将远超市场的预期。关于这点我们自去年底就曾屡次提示。

## 2.5 高营收：有现金流就会很滋润

所有的产业格局变动、市场需求变动，都终都将反映到企业的财务状况之中。而且我们认为，企业的成长，首先取决于企业的主营业务收入，唯有拥有收入，企业才具有辗转腾挪的可施为空间。

考察企业主营业务收入的增速情况，我们不难发现，在目前的主动型库存重建的大背景下，**铁矿石等资源类采选产业、化纤、工艺品、化学原材料、专用设备、通用设备**等的营收增速较高。应该意识到，这和此前的投资增速基本类似，共同反映出目前这些行业的景气程度较高。

图 15：采矿业和制造业的主营业务收入增速（%）



资料来源：Wind，中信建投研发部

以上，我们分析了主导产业产生的市场土壤。只是，主导产业的产生并不是一帆风顺的，抛却外部的环境，产业自身也需要不断砥砺，力求突破成本约束——毕竟，只有突破成本约束，才可望成为主导；而不能够突破的，即便是营收丰厚，也可能是为别人做了嫁衣裳。

### 三、浣花洗剑录——英雄的淬炼

据《隆中对》预测，仅有一县之地的刘备最终能够雄踞一方的第二个原因，是战略得当，“跨有荆、益，保其岩阻，西和诸戎，南抚夷越，外结好孙权，内修政理”——简言之，刘备也没有闲着，而是在积极地实施既定的战略。那么对于中国的产业而言，面对成本的挑战，又该如何积极地应对呢？

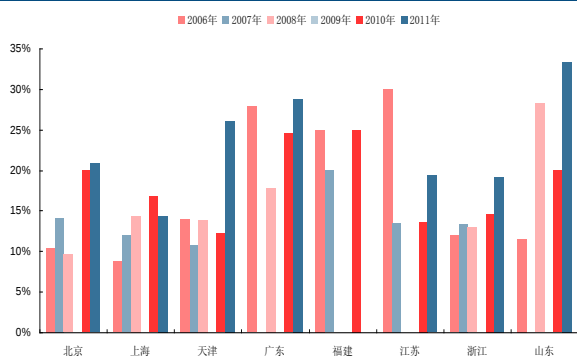
要应对挑战，就必须创新。在我们看来，随着劳动力、资本、原材料等成本的不断上升，企业若不能积极创新，将被淘汰出局。其中，通过技术创新，企业可以提高效率，消化成本；通过组织创新，企业可以打通产业链，降低交易成本，从而固化成本；通过商业模式创新，企业可以开发出更合适的盈利模式，从而转嫁成本。

显然，唯有经过反复淬炼，周期的英雄才能够矫矫若潜底游龙，凛凛若出炉神剑。

#### 3.1 高成本：利润被吞，必须创新

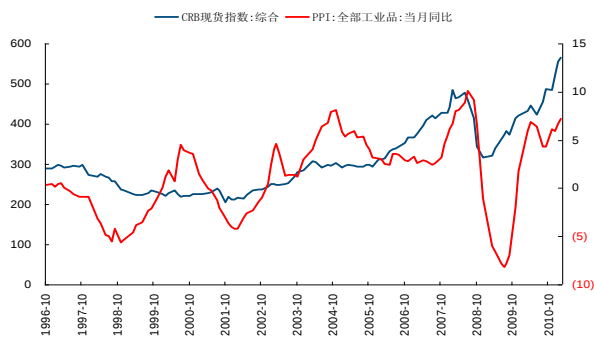
在过去的高速增长时代里，资本、劳动力、原材料的价格是相对便宜的。在中国步入工业化的成熟阶段之后，在流动性泛滥之后，中国的资本不再便宜，劳动力不再便宜，原材料和工业产成品的价格也在国际流动性的冲击下，变得愈发昂贵——至此，中国正遭遇改革开放以来的最为严重的成本冲击。

图 16：最低工资标准增速（%）



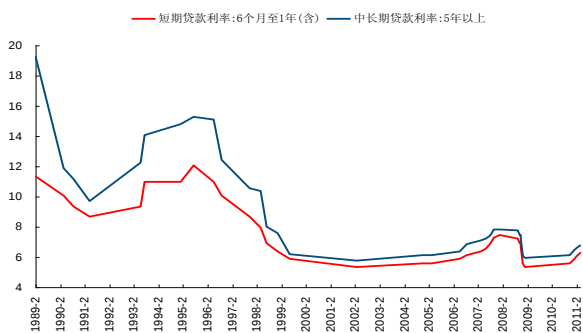
资料来源：Wind，中信建投研发部

图 17：PPI 和 CRB 现货指数（%）



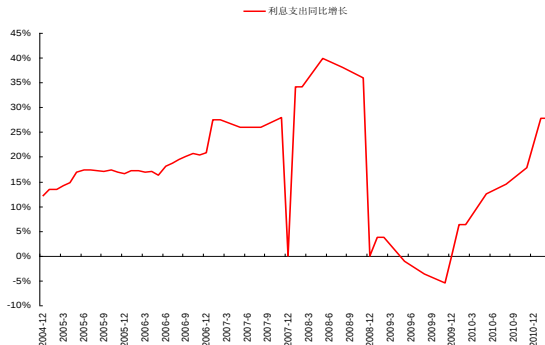
资料来源：Wind，中信建投研发部

图 18：贷款利率（%）



资料来源：Wind，中信建投研发部

图 19：工业企业利息同比增长（%）

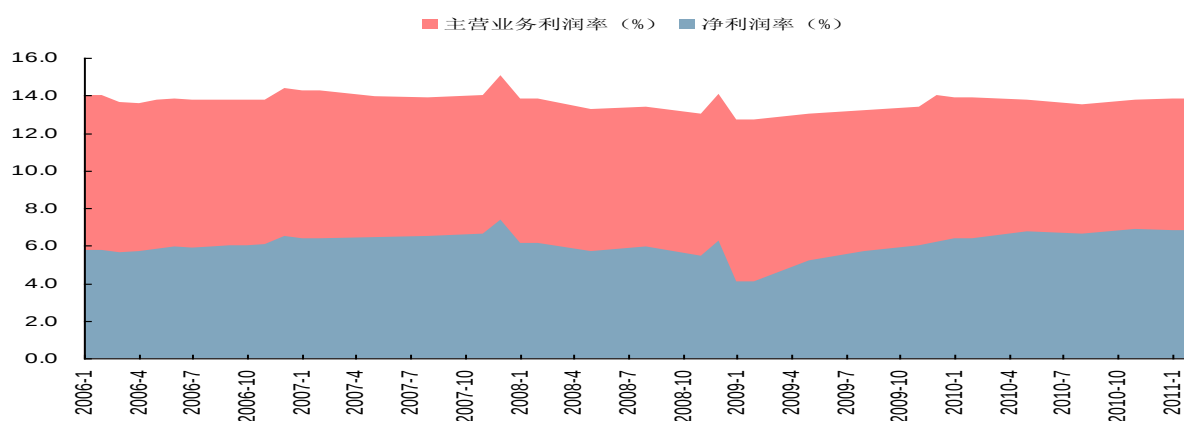


资料来源：CEIC，中信建投研发部

从企业财务核算的角度来讲，除了众所周知的劳动力和原材料价格会影响企业的主营业务利润率之外，目前企业财务成本中的利息支出增长迅速，也显著影响着企业的净利润率。实际上，1-2 月份的主营业务利润率从 13.7% 上升到 13.9%，但是净利润率却从 6.9% 下降到 6.8%。

应该注意到，这样成绩的取得，是在之前主要制造业行业的库存被动型减少的阶段中实现的——而这样的一个阶段，本质上讲应是一个企业主营业务利润率不断恢复的阶段——这意味着，更进一步地看，当库存周期向着主动型的库存增加阶段演进、主营业务利润率开始收缩之时，那么实际的企业盈利收缩会更加厉害。而这正是我们在《泛海观澜第 5 期：有龙则灵》中，对于未来流露出悲观情绪的原因。

图 20：工业企业的主营业务利润率和净利润率（%）



资料来源：CEIC，中信建投研发部

这种局面的潜在含义是，当企业满怀热情主动补库存，进而积极筹备新产能之时，也恰恰遭逢到了高成本的压力——正所谓“雨水打湿了羽毛，沉重的翅膀也忧伤了我的心”——怎能够突破这桎梏——期待着创新！

### 3.2 要创新：领导者居于核心地位

那么什么是创新？创新就是破坏，是具有动物精神的企业家的一种自发行为。结构主义的导师熊彼特早已为我们划定了创新的内涵。创新一定不是重复，重复只是库存周期：

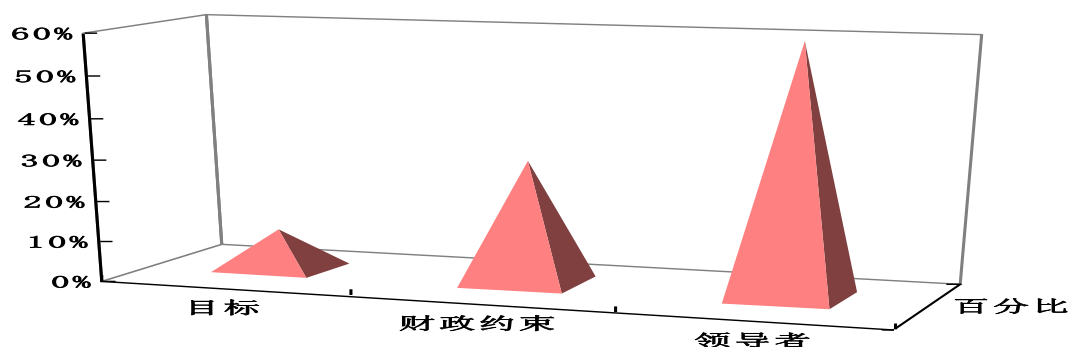
- 创新 1）引入一种新的产品或提供一种产品的新质量；
- 创新 2）采用一种新的生产方法；
- 创新 3）开辟一个新的市场；
- 创新 4）获得一种原料或半成品的新的供给来源；
- 创新 5）获得一种新的产业组织形式。

这么看来，创新有很多种类型，而且很多时候是多种创新活动交织在一起，构成了纷繁复杂、别开生面的经济生活。不过在我们看来，虽然创新有助于克服成本的压力，但是创新本身也是一件投资回报周期较长的工程。因此，创新活动对于创新的组织者和实施者而言，要求甚高。

我们重构了创新三要素模型：（1）创新的目标，关乎创新的动力；（2）创新的财政约束，关乎创新的能力；（3）领导者，关乎创新的发起者和组织者，也正是创新活动的灵魂和核心。

在这三个要素中，企业家的精神是居于核心地位的，也是最值得关注的。因为目前来看，创新的动力是存在的，即对抗高成本的冲击；创新的能力是各自具备的，前文我们已经分析了营收和现金流的多寡；但是对于创新的灵魂，我们却依然所知甚少。

图 21：创新三要素模型



资料来源：中信建投研发部

对于企业家，熊彼特认为，企业家是不断在经济结构内部进行“革命突变”，对旧的生产方式进行“创造性破坏”，实现生产要素重新组合的人。德鲁克也认为，企业家是革新者，是勇于承担风险、有目的地寻找革新源泉、善于捕捉变化、并把变化作为可供开发利用机会的人。

很显然，对于中国的创新人群，目前大致有以下判断：

- （1） 接近和明了市场需求，诱惑显著，有着丰富的知识、经验和经历的人；
- （2） 私有制公司的所有者，实施了股权激励计划的现代所有制企业的高管；
- （3） 若将一县一市视为一公司，那么在当下的地方政府换届之际，有意上位的政府官员，也将是创新的领导者，可参考的是重庆模式下的“薄黄新政”。

从这个角度出发，我们认为，在创新成为时代大背景的投资环境下，拥有“创新领导者”的公司，无疑将享受到“人力资本重估”的溢价——这是产业升级的必然要求，也是知识经济的应有之义——在这里，“人”的重要性再度凸显。

解决了创新的框架问题，让我们再来观察具体的创新手段。在目标假定为“突破成本限制”的背景下，企业通过自我砥砺、淬炼竞争力的手段有三：（1）技术创新，提高产出效率，以期消化成本；（2）组织创新，打通产业链，降低交易成本，以期固化成本；（3）商业模式创新，以更合适的盈利模式，转嫁经营成本。

### 3.3 第一招：新技术，以消化成本

#### 3.3.1 技术创新有利于降低成本

创新对于成本的消化，具有显著的影响。尤其是在促进传统产业升级方面，创新的运用直接有效。

我们观察到，受益于计算资源的大规模提高，智能交通、数字城市、生物制药等产业，有望成为带动经济增长的新引擎。在社科院组织的广东省产业科技需求调研中，我们看到，对于中集集团、华为、中兴等对高性能计算机有强烈需求的企业而言，如果能够切实组建“华南超预算中心”，将节省成本 1%-10% 不等，这对企业净利润的贡献无疑是巨大的。

表 4：“超算中心”为广东典型企业带来的效益分析

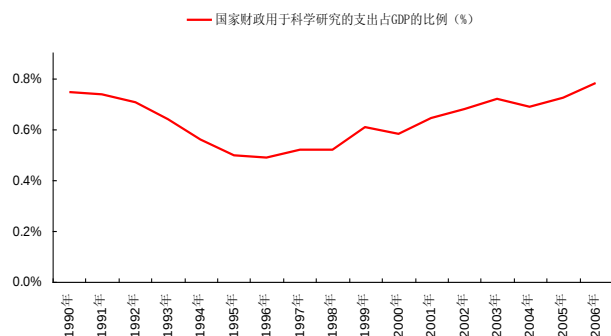
| 代表性公司          | 相关业务规模                    | 增加盈利比例               | 增加盈利规模 |
|----------------|---------------------------|----------------------|--------|
| 中集公司           | 集装箱业务规模 2007 年 300 多亿元    | 节省制造成本 1%            | 4.8 亿元 |
| 环球数码媒体科技研究(深圳) | 仅三位数码电影：《魔比斯环》制造投入 1.3 亿元 | 节省制作成本 5%，<br>每年三部电影 | 1.8 亿元 |
| 华为             | 整体业务收入 2007 年 125.6 亿美元   | 节省成本 1%              | 1 亿美元  |
| 中兴             | 整体业务收入 2007 年 510 亿美元     | 节省成本 1%              | 5 亿元   |
| 腾讯             | 整体业务收入 2007 年 20.01 亿美元   | 节省成本 5%              | 1 亿元   |
| 深圳市银星智能带电器     | 整体业务收入 2007 年 20 亿美元      | 节省成本 1%              | 2 亿元   |
| 美的             | 整体业务收入 2007 年 750 亿美元     | 节省成本 10%             | 7.5 亿元 |
| 格力             | 整体业务收入 2007 年 380 亿美元     | 节省成本 1%              | 3.8 亿元 |

资料来源：社科院报告，中信建投研发部

#### 3.3.2 技术创新的投入及其结构

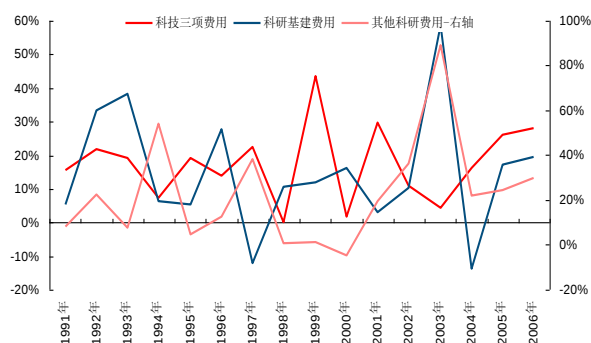
令人振奋的是，目前中国创新投入方面的力度正在加大。这一方面，体现为国家财政对于科研支出的支持在加大，在 GDP 中的比重在不断上升，目前维持在大约 0.8% 的水平上。另一方面，也体现民间科研投入的增强。据悉，全国 500 强企业基本上都建立了自己的研发中心，其中：通信设备、计算机及其他电子设备制造业位列第一，特别突出的是华为公司，一直以不少于销售收入的 10% 的经费用于研发投入，并坚持将研发投入的 10% 用于预研，因此其在国际上的 PCT 申请量中位列前茅；位于第二位的行业则是医药制造业。

图 22：国家财政用于科学研究的支出占 GDP 的比例（%）



资料来源：Wind，中信建投研发部

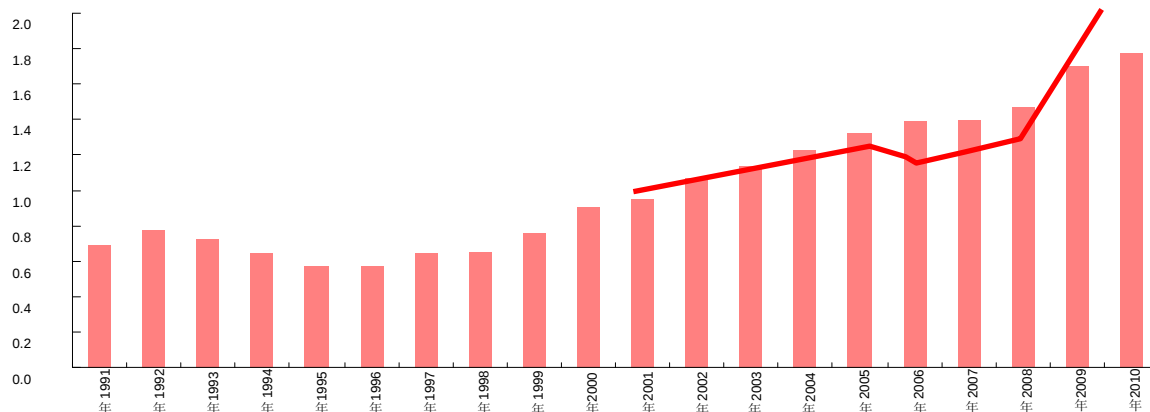
图 23：财政的科研投入增速（%）



资料来源：Wind，中信建投研发部

这些研发支出体现在宏观上，就是技术扩散指数的上升。截至 2010 年，我国的技术扩散指数已经达到了 1.77% 左右，并在 08 年金融危机之后，表现出了明显的加速特征，这对于目前中国的来言，是极有利的事情。

图 24：中国的技术扩散指数（%）



资料来源：CEIC，中信建投研发部

当然我们也应该清楚，目前我国研发投入，在投入的相对比率上和发达国家相比仍有较大的差距。目前发达国家的 R&D 占 GDP 的比例大部分都在 2.5% 以上，而中国目前仅为 1.77%，空间依然巨大；此外，企业 R&D 经费占产品销售收入的比例也仅为 0.9% 左右，处于初级阶段，远低于世界发达国家的 2.5%~4.0%。

表 5：2002-2006 年广东省 R&D 经费使用情况

| 指标                 | 2000 年 | 2001 年 | 2002 年 | 2003 年 | 2004 年 | 2005 年 | 2006 年 |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| R&D 经费（亿元）         | 107.12 | 134.23 | 156.45 | 179.89 | 215.19 | 249.6  | 313.04 |
| 研发 基础研究（亿元）        | 1.8    | 1.53   | 1.93   | 2.98   | 3.71   | 5.29   | 5.38   |
| 投入 应用研究（亿元）        | 6      | 6.65   | 7.83   | 8.39   | 8.66   | 13.09  | 14.3   |
| 试验发展（亿元）           | 99.3   | 126.05 | 146.68 | 164.52 | 200.2  | 228.2  | 285.98 |
| R&D 人员人均 R&D 经费（%） | 15.1   | 17     | 18     | 19.2   | 22.6   | 20.44  | 21.28  |

资料来源：社科院报告，中信建投研发部

实际上，这种差距不仅体现在投入经费的多寡上，也反映在投入的结构上。我们不难发现，我国对于基础研究的投入占比非常低；在应用研究上的投入也有很大提升空间；90% 多的经费都投入到试验发展之上——这反映出我国目前的研究仍处于消化和模仿阶段，技术研发基础薄弱。

表 6：R&D 经费按活动类型的使用情况

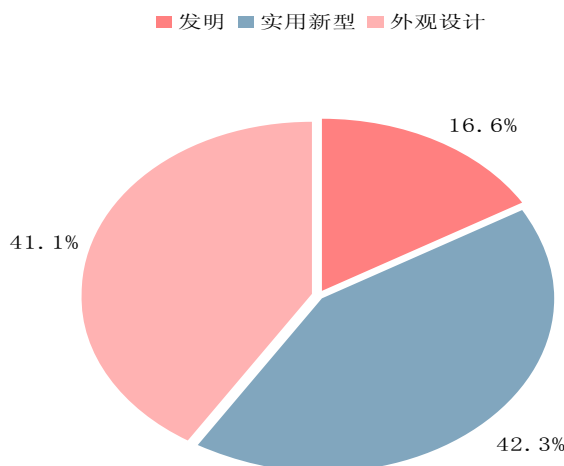
| 指标（2003 年）   | 美国（2003 年） | 日本（2003 年） | 韩国（2003 年） | 中国（2006 年） |
|--------------|------------|------------|------------|------------|
| R&D 经费（十亿本币） | 284.6      | 15683.4    | 19068.7    | 300.3      |
| 研发 基础研究（%）   | 19.1       | 13         | 13.7       | 1.7        |
| 投入 应用研究（%）   | 23.9       | 22.8       | 21.7       | 4.7        |
| 试验发展（%）      | 57.1       | 64.2       | 64.5       | 91.5       |
| R&D/GDP（%）   | 2.6        | 3.15       | 2.64       | 1.4        |

资料来源：社科院报告，中信建投研发部

### 3.3.3 技术创新的成果和行业排序

我国的上述研发投入模式，最终也反映在专利授权的结果上。根据国家知识产权局的统计，在 2010 年，我国国内外三种专利授权情况中，比较有原创性的发明，仅占 16.6%；实用新型和外观设计，则各占 40%左右。这也意味着目前中国的研发仍属于模仿和追赶阶段，基本是围绕着新技术的运用和外围技术的开发而展开的。

图 25：2010 年国内外三种专利授权状况占比（%）

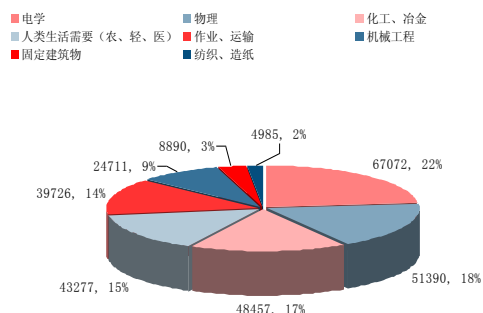


资料来源：国家知识产权局，中信建投研发部

从行业比较的角度讲，专利数量的多寡，一定程度上反映了企业的技术储备和研发实力，可据此来判断产业技术创新的活跃程度。从发明型专利的角度来看，产业排序是：电学—物理—化工、冶金—人类生活需要（农、轻、医）—作业、运输—机械工程—固定建筑物—纺织、造纸。其中，**电气和重化工类**的创新靠前。

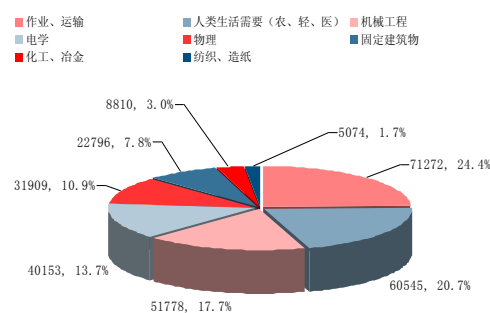
从实用新型专利的角度来看，产业排序是：作业、运输—人类生活需要（农、轻、医）—机械工程—电学—物理—固定建筑物—化工、冶金—纺织、造纸。其中，**施工、交通运输等轻工业类**的创新靠前。

图 26：2009 年发明型专利的数量和占比（件/%）



资料来源：Wind，中信建投研发部

图 27：2009 年实用新型专利的数量和占比（件/%）



资料来源：Wind，中信建投研发部

### 3.4 第二招：新组织，以固化成本

应该说，技术创新是通过提高效率、增加产出来对抗高成本，是最积极的方式，当然也是最困难的方式。相对容易一点的方式，是通过组织创新来降低交易成本，以期固化成本。

一般来说，企业的组织创新，有两种方式：（1）大型化；（2）中坚企业。是选择大型化还是选择中坚企业的组织形式，取决于交易成本的多寡，因为交易成本决定了规模经济和范围经济的边界。

#### 3.4.1 大型化：拓展产业链，获取垄断力

在科斯和威廉姆森看来，交易的完成要支付高昂的交易费用。因此，通过企业的合并重组可以将部分交易内部化，实现资源的优化配置，提升企业利润。交易费用理论指出，企业合并的边际条件应是企业边际交易费用节约额等于边际组织费用增加额。

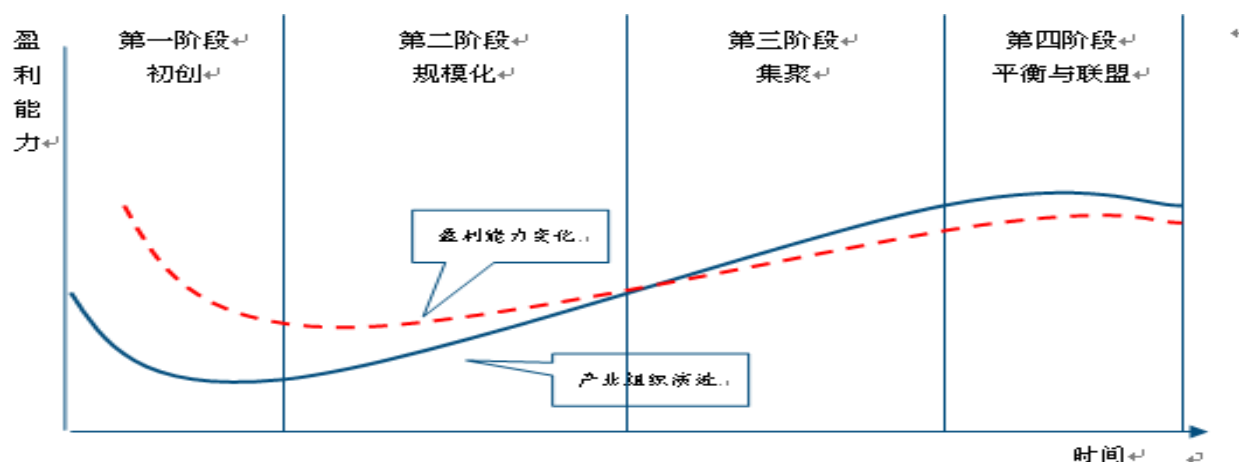
显然，交易成本理论是企业大型化的理论基石。通过实施大型化战略，企业有望通过产业链的开拓内化交易成本，固化来自上游的成本。且在目前的局面下，通过构建大型化的企业集团，利用规模经济、范围经济、协同效应来维持利润的持续增长，已经成为国民经济的必然选择：

（1）工业化成熟期，产业盈利能力下降，规模化自发成行。基于我们对中国工业化进程的判断，目前，中国大部分地区开始进入成熟期，东部沿海地区部分进入高额消费期。

在成熟阶段，据罗斯托的经典论述，以工业设备部门的投资为基础的、以工业设备部门吸引新技术为内容的成长，在先进的技术成果已被充分吸收并被应用于大多数生产部门之后，即使没有其它工业国家的竞争，也不可避免地会出现减速趋势。这意味着，企业家不愿意将不再如成熟阶段之前那样对投资工业保持热情，通过兼并收购分享规模增长的收益显然比进行技术改造获取技术进步收益要理性得多。

基于此，在企业盈利能力受到冲击时，规模化就成为市场组织重构的逻辑必然。

图 28：企业盈利能力变化和产业组织演进（%）



资料来源：《科尔尼并购策略》，中信建投研发部

(2) 国际化竞争加剧的背景下，大型化是中国经济崛起的必然选择。工业化中后期，处于追赶型的国家意识到在国际重新分工的框架下，本国的企业已经不会也不能仅仅是处于产业链的末端了。当此时，正面的竞争全面爆发，于是，就需要倾全国之力打造企业的竞争力，强化对大型企业的整合。

基于此，我们认为企业的大型化是中国经济崛起的必要选择。未来十年将仍是中国经济融入国际分工的十年，为应对国际市场的激烈竞争，已加入国际分工的重化工业行业将面临产业组织的重构，龙头企业整合为世界级企业将势在必行。这种大型化趋势，实际上可以参考日本工业化后期的发展路径：

1966 年 10 月，日本通产省发表的产业结构审议会“关于今后的钢铁业”的答询中，以欧美为例，指出日本“过度竞争”在国际竞争力方面带来的弊端，主张提高经营主体的集约化，建立新型的钢铁厂以确保国际竞争力。同时呼吁企业进行合并、共同投资、协作生产，建立企业间自主调整的机制。由于政府参与指导，对于产品品种类似、生产设备、加工设备、研究设备、流通方面有重复的八幡、富士两家企业，共同于 1968 年 5 月发表了“合并意向书”，并在 1970 年 3 月，建立了新日铁钢铁公司。1966~1973 年，日本每年企业的合并数超过 1000 件，并出现了超大型的企业合并，如三菱和三重的合并、日产和王子汽车的合并等。

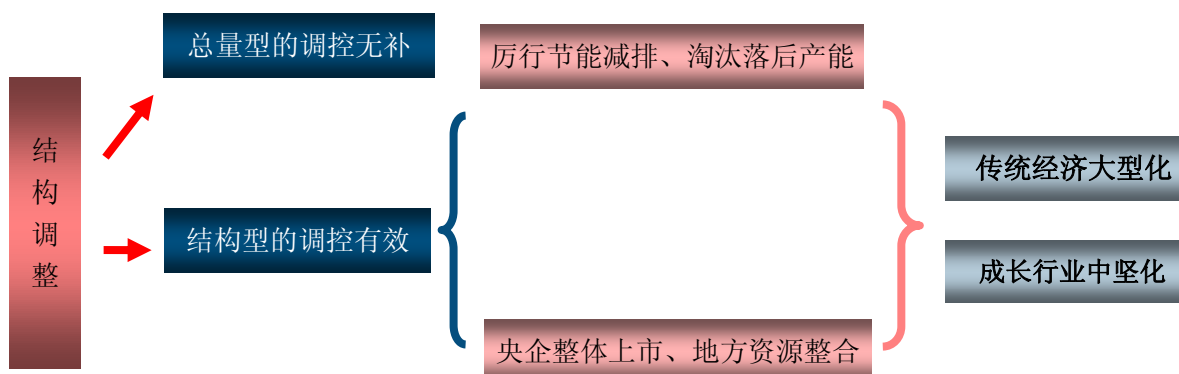
我们从日本企业合并件数中可以看出产业重组的发展变化。50 年代，年代后半期日本每年企业合并件数大概为 300 至 400 件，1961 年增至 591 件，1962 年增至 711 件，1963 年达到了 997 件。以后虽然稍有减少，但在 1968 年还是超过了 1020 件大关，在此以后直到 1973 年度还有过合并 1000 件到 1100 件的纪录。其中一大特点便是大企业之间进行的所谓大型合并明显增加，并以钢铁、重工和造纸三个行业的大企业合并案例最为典型。

——2010 年 4 月 15 日，《中坚企业的崛起之路》

(3) 结构转型时期，大型化有利于政府宏观调控政策的结构性实施。随着结构调整不断深入，并步入到深水期，总量型的调控政策已经很难解决结构型的问题。在这样背景下，大企业就成为国家从事政策调控的有利武器。（当然，这也不排除作为全民代理人的政府，被大型化企业背后的利益集团绑架之可能。）

我们已经看到，目前正在推行结构型的调控政策，这包括：一方面，厉行节能减排，淘汰落后产能；另一方面，在央企整体上市、强化管理的同时，地方企业的资源整合也在加强推进。这样做的结果，无疑就是传统行业的大型化会被进一步加强。

图 29：大型化是结构转型背景下的调控要求



资料来源：中信建投研发部

基于以上的理论和现实背景，我们从三个角度来发掘大型化中的投资机会：

(1) 从产业集中度的角度看企业的组织演进：实际上，在当前除了石化、电力等行业之外，我国大部分工业的行业集中度都偏低。这意味着，产业内的整合将给这些产业带来盈利能力的显著增强，因此即将进入到产业组织演进的第三阶段——产业聚集阶段。我们认为，存在潜在整合预期的行业，包括：化工、电子及通信设备、交通设备制造、煤炭采选、黑色加工、有色加工等。

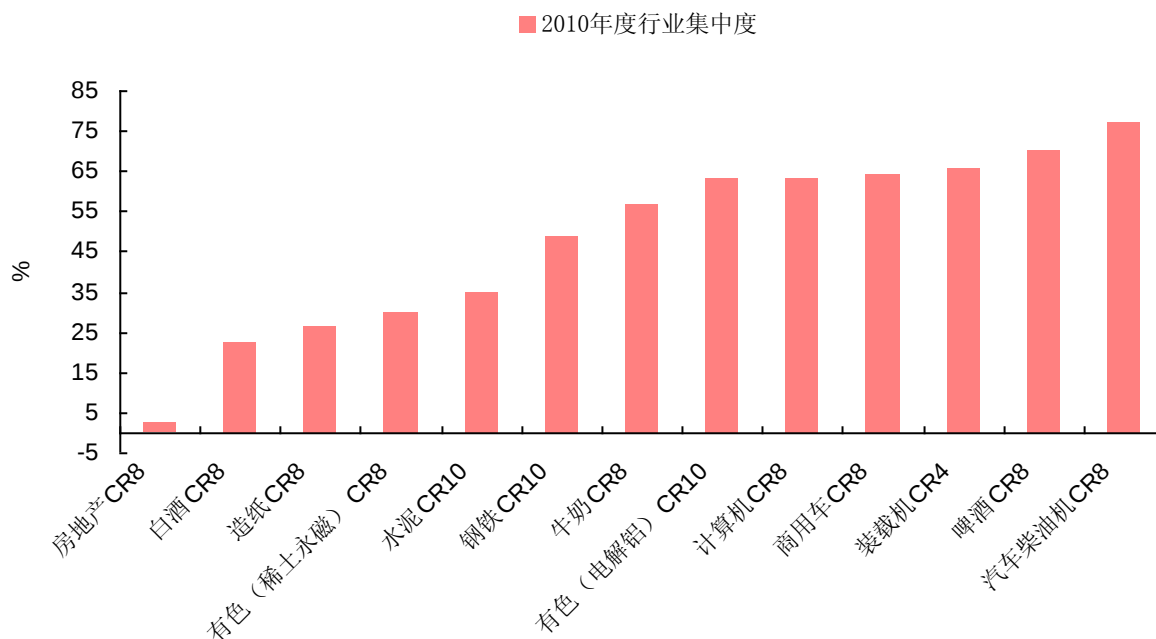
表 7：主要行业 CR8 集中度（2007 年）

| CR8     | 产业大类                           |
|---------|--------------------------------|
| >50%    | 石油天然气采选、石油加工、电力生产和供应           |
| 40%-50% | 化纤                             |
| 30%-40% | 炼焦煤气工业                         |
| 20%-30% | 交通设备制造、自来水生产和供应、煤炭采选、黑色加工、有色加工 |
| 10%-20% | 化工、电子及通信设备                     |
| <10%    | 纺织、医药、电气机械、食品饮料、批发零售           |

资料来源：中信建投研发部

另一方，从产品的生产集中度的角度看，目前集中度较高的行业是：汽车、啤酒、工程和运输机械行业；存在较大整合空间的行业是：钢铁、水泥和有色、房地产。

图 30：2010 年主要产品的行业集中度（%）



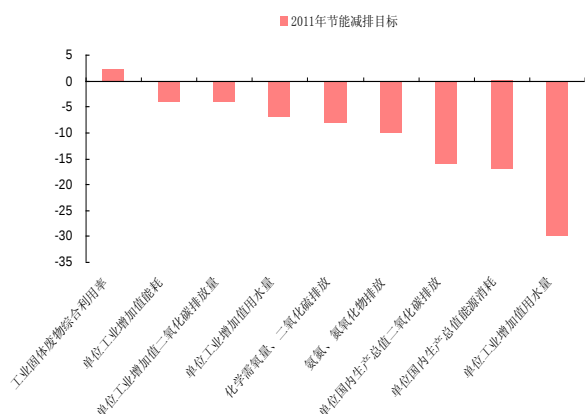
资料来源：Wind，中信建投研发部

(2) 从国家资本主义的角度看企业的海外扩张：随着购进价格的不断提升，在资源和能源方面高度依赖海外的中国，正在强化全球范围内的资源整合，以期为中国的高成本买单。事实上，中国有能力，也有动力：一方面，中国拥有将近 3 万亿美元的外汇储备，既有人民币升值的压力，还有美元贬值的风险；另一方面，中国经济的持续发展需要资源支持。

在这样的背景下，自 2009 年之后开始，中国企业海外扩张的不大不断加快，主角则是兖州煤业、中国铝业、中石油、中海油等国字头公司。如中国五矿 17 亿美元现金收购澳洲矿业公司，中石油 10 亿美元收购新加坡石油公司，中石化出价 72.4 亿美元收购在伦敦和多伦多上市的瑞士阿克达斯石油公司，凡此等等，不胜枚举……

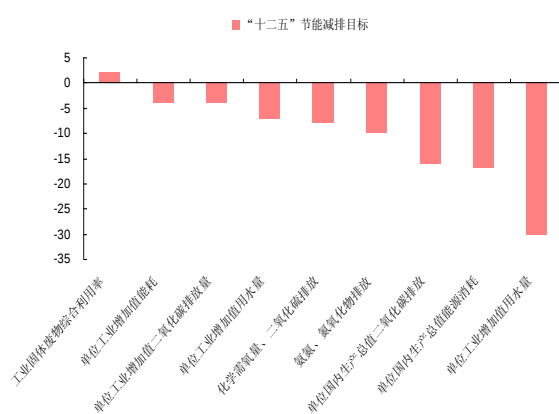
(3) 从宏观调控和节能减排的角度看企业并购：目前的结构转型，正是要整合“两高一资”的产业。在 2010 年的全国工业和信息化工作会议上，工信部提出在“十二五”期间的节能减排目标：到“十二五”末期单位工业增加值能耗和二氧化碳排放量比“十一五”末期降低 16%，2011 年的目标是工业增加值能耗和二氧化碳排放量都平均下降 4% 左右——应该说，目标很明确，压力非常大。

图 31：2011 年节能减排目标 (%)



资料来源：工信部，中信建投研发部

图 32：“十二五”节能减排目标 (%)



资料来源：工信部，中信建投研发部

很显然，对于环境的要求既是内生的，也是国际形势所要求的。一方面，落后的产能将持续被淘汰，我们已看到，中央已经制定了大幅度淘汰落后产能的时间表。另一方面，我们也不应该忽视的是，中国为了兑现节能减排的承诺而将节能减排的行动长期化。

此前我们已知，2009 年召开的哥本哈根全球气候变化峰会把人们对环境保护和节能减排的关注推到了空前的高度，发展“低碳经济”也成为各国实现未来经济持续发展的共识。中国政府在哥本哈根峰会上做出了到 2020 年中国单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 40%-45% 的承诺，并颁布多项法规以促进国内各行各业节能减排。在未来，中国将受到越来越多的这方面的约束；我们无疑将会看到，煤炭、焦炭、钢铁、有色金属、铁合金、电石、建材等行业的整合，将会持续并深化，直到深入产业的骨髓。

总体来说，大型化将是企业创新非常重要的一部分，并主要集中在上游领域。除了能够增强资源掌控力、固化成本之外，也能够一定程度上促进技术创新的发展，培育出围绕其而存活的中坚企业，并在多层次的国际化市场中创造出新的商业模式。

因此从本质上讲，大型化就是垄断力的提高，因此值得资本市场在恰当的时机给予重估的机会。

### 3.4.2 中坚企业：依靠专业化和异质性获利

全球化和大型化，造就了大公司的繁荣。不过在多元化的趋势下，中坚企业的繁荣之花也正在绽放之中。

随着成本压力的来临，中国的产业正在发生着前所未有的整合；与此同时，垂直非一体化也正在展开，并由此催生了中坚企业。原因在于，随着工业化走向成熟，产业的高度细化和分工的复杂化，使得中游领域不断扩张，从而出现中游膨胀的产业格局——如此，中坚企业的产业也就有了组织基础和市场基础。

表 8：中坚企业的基本形态

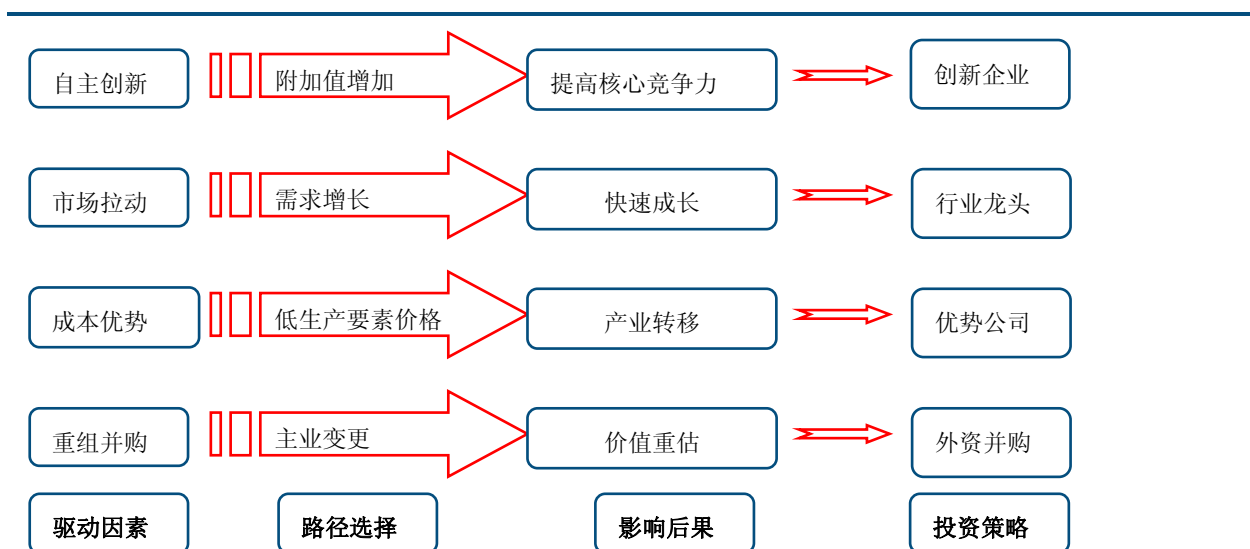
| 项目 | 主要特征                                 |
|----|--------------------------------------|
| 规模 | 既不属于大企业的范畴，但又大于中小企业范畴的独立企业；          |
| 融资 | 能够通过发行股票来募集资金（比如中小板融资），但是在间接融资也是通畅的； |
| 经营 | 经营者以自身的意志决定企业的运营，个人或家庭企业的性质浓厚；       |
| 技术 | 拥有独特的制造技术，具备独自的产品开发能力，能发挥独创性，有量产能力；  |
| 营销 | 拥有品牌，市场占有率高，有能力与大型企业对抗，利润率高；         |
| 人才 | 善于获取人才和活用人才，从而使自身在软件方面具有明显的优势        |

资料来源：中信建投研发部

在我们看来，中坚企业主要依靠专业化的分工，取得了自己独特的组织地位。基于中坚企业的基本特征和立足根本，我们认为有三个领域最可能出现中坚企业：

（1）制造业和化工的中游，是中坚企业的主战场。因为这些行业，细分子行业较多，产品差异较大，专业化程度较强，是中坚企业产生的沃土。在下图中，我们以装备制造业为例，分析了中坚企业的产生路径。

图 33：装备制造业领域中坚企业的产生路径



资料来源：中信建投研发部

**(2) 终端消费：品牌的建设带来中坚企业的崛起。**就消费行业而言，消费的多样化及消费升级既为中坚企业的出现提供契机，又为中坚企业向大企业的演化提供了条件。

从产业组织的角度来看，可选消费品是制造业的产物，体现的是技术水平和价格竞争优势；快速消费品则主要依靠品牌的培育。目前，快速消费品行业呈现出了两大特点：一是高端的被外资企业占领，而中低端市场被内资企业占据；二是快速消费品更加依赖渠道的力量，市场的细分非常明显。因此，对于终端消费领域的企业而言，注重品牌的培育、重视产品品质革新和新品种开发的企业将是我们追寻的目标。

**(3) 服务业：专业化的商业连锁将成就中坚企业。**从零售百货到大卖场，可标准化的专业化超市将是未来商业渠道的发展方向，专注于构建连锁渠道的企业将在这一过程中脱颖而出。

我们总结了中坚企业产生的可能领域和行业，结论是：从产业组织的角度讲，中坚企业隶属于主导产业集群的；但其本身的特色经营和高成长性，依然值得我们的特别关注。

**表 9：中坚企业可能出现的领域**

|         | 产生的原因                   | 可能出现中坚企业的子行业                                          |
|---------|-------------------------|-------------------------------------------------------|
| 制造业的中下游 | 基础设施建设带来交通运输设备的大发展      | 汽车配件<br>铁路<br>电力设备<br>船舶设备<br>物流运输<br>施工机械<br>机电      |
|         | 重化工业下的设备投资带来的机械行业的发展    | 飞机制造<br>化工新材料                                         |
|         | 房地产投资（建材、装饰）带来精细化工行业的发展 | 新型建筑材料<br>新型涂料                                        |
| 消费      | 可选消费：需求的多样性和消费升级        | 小家电<br>纺织服装<br>食品                                     |
|         | 快速消费：品牌的培育和成长           | 饮料及酒<br>家庭个人护理                                        |
| 服务业     | 连锁经营的模式实现了服务产品的标准化      | 家电销售<br>手机销售<br>IT 产品销售<br>连锁餐饮<br>娱乐<br>连锁酒店<br>美容美发 |

资料来源：中信建投研发部

以上我们分析了为了应付成本上升而进行的组织创新，结论是：在成本的浪潮中，要么实施大型化的策略，做大做强；要么依靠做特做专，成为中坚企业。如此，就能够巩固住阵地，站稳脚跟。

### 3.5 第三招：新模式，以转嫁成本

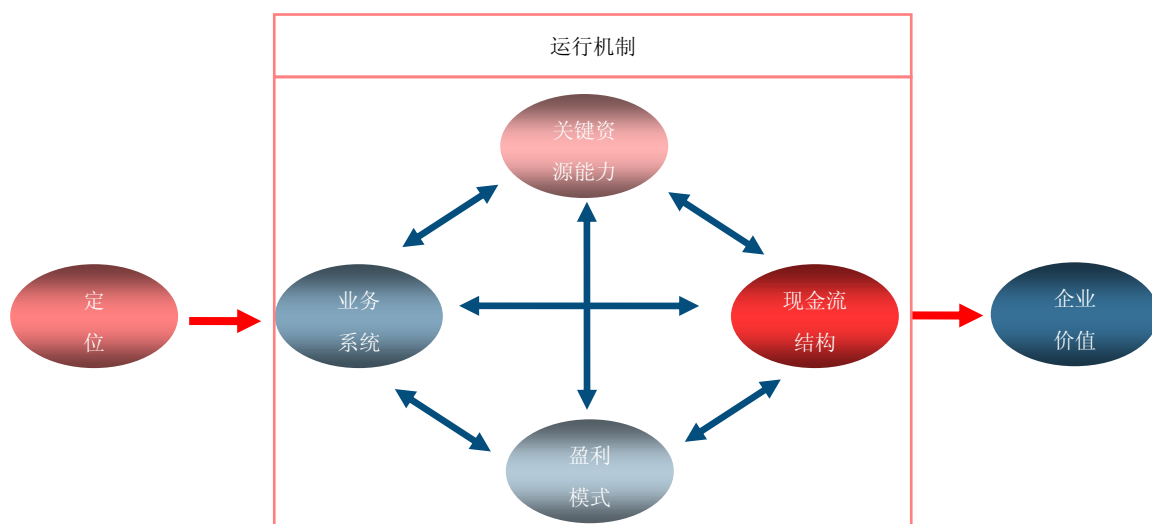
#### 3.5.1 商业模式的天然优势

商业模式是业务系统、盈利模式、关键资源能力和现金流结构的有机组合，反映的是企业的运行机制。当成本浪潮来袭之时，寻找好的商业模式，就能够合理地转嫁成本。因为好的商业模式的妙处在于，即便是平均水平的人员素质和管理能力，即便是较高的成本水平，也可以创造出上佳的业绩。

在这一点上，商业模式不同于企业的管理模式。管理模式强调的是组织和组织中的人的执行力，因为管理模式中的组织结构、企业文化、管理控制和人力资源管理都是和人直接相关的；但是商业模式中，业务系统、盈利模式、关键资源能力和现金流结构，是与组织中人的并无直接关系。

所以我们说，好的商业模式，能够在“无人”状况下自动地运转、自发地盈利，这听起来实在是令人振奋……

图 34：商业模式的结构图



资料来源：魏炜，朱武祥（2009），中信建投研发部

#### 3.5.2 收入和成本可以不对应

在商业模式中，盈利模式是最为关键的一个单元。构建好的盈利模式，对于对抗成本对毛利率的侵蚀，作用是非常明显的。

事实上，不少企业管理者或者投资者都会关注收入的增长和市场份额的扩大，认为卖掉产品，再扣除成本之后就有利润——其实不然，这种简单的“量价本利”盈利模式，其运营正在变得越来越困难。主要原因在于：一方面，同业竞争加剧，压低了价格；另一方面，各种成本也在不断上升。两相夹击的最终结果是，利润空间被大幅度压缩。

为了解决这一类大部分制造业所面临的窘境，我们认为需要构建好的盈利模式。事实上，从企业盈利的角度去讲，企业的收入来源和成本的支出方向，可以是不一致的。换言之，收入的结构和支出的结构，可能是多

元的，而是并不一一对应的。

设定成本支付和收入来源两个维度。其中，横坐标表示收入的来源，分别来自于直接顾客、直接顾客和第三方顾客、及第三方顾客；纵坐标表示成本的支付去向，可以分为企业、企业和第三方伙伴、第三方伙伴以及零可变成本。这样，我们就构筑了一个简单的盈利模式分析框架。

**图 35：盈利模式的收入—成本结构图**

|          |        |            |         |
|----------|--------|------------|---------|
| 成本的支付    |        |            |         |
| 零可变成本    | 盈利模式 9 | 盈利模式 10    | 盈利模式 11 |
| 第三方伙伴    | 盈利模式 6 | 盈利模式 7     | 盈利模式 8  |
| 企业和第三方伙伴 | 盈利模式 3 | 盈利模式 4     | 盈利模式 5  |
| 企业       | 盈利模式 0 | 盈利模式 1     | 盈利模式 2  |
|          | 直接顾客   | 直接顾客和第三方顾客 | 第三方顾客   |
|          | 收入的来源  |            |         |

资料来源：魏炜，朱武祥（2009），中信建投研发部

从图中我们可以看到，收入来源不一定要由直接客户来承担，而很有可能是由第三方或者利益相关者来承担。至于成本和费用，也不一定由企业自己来承担，而是可以转移给其他利益相关者。让我们来比较一下以下两种盈利模式的优劣：

- (1) **盈利模式 0**——收入来源于客户，成本与费用自己承担。显然，这是最为古老的盈利模式，企业买卖或制造商品，赚取的是价差或加工费。很多传统的贸易和制造业，就是这个模式。
- (2) **盈利模式 11**——连可变成本都是零，但是却有收入从第三方客户那里源源不断地获取。很显然，这是最为理想的赢利模式，多少有些“钱不找自来”的感觉了——有如此之模式，想不赚钱也难。这方面的典型是，企业可以通过授权、特许的方式，由第三方伙伴来承担生产成本与市场风险，自己则通过收取权利金或特许加盟费，获取稳定的收益。

值得一提的是索尼游戏机的盈利模式。曾经，索尼推出的 PS 和 PS2 游戏机，均创造了销售过亿的神话。但是令人不可思议的是，其卖出的游戏机越多，这款产品的亏损也就越多；不过，由于这两种高性能的游戏机锁定了大量客户，索尼就可以向第三方游戏软件开发商授权，允许他们为索尼游戏机开发软件——重点在于，第三方每卖出去一份游戏软件，索尼就抽取一定比例的权利金。

在这里，软件游戏的开发成本和风险都由第三方案度，而索尼则建立起了自己的权利金盈利模式。不难注意到，在索尼最困难的 2002 年，几乎全部利润均出自游戏机部门；在索尼最危机的时刻，正是这一独特的盈利模式拯救了它。很显然，这就是盈利模式 11 的美妙之处。



### 3.5.3 优秀商业模式的启示

在现实的经济生活中，实际上我们可以发现很多商业的盈利模式都大致运用了上文的关于收入、成本的主客体并不完全对应的原理：

- (1) **源自于第三方收入的盈利模式：**例如，报纸的收入并不主要来自其消费者——读者，电视台的收入并不是主要来源于其消费者——观众，而是来源于广告投放者；Baidu 的搜索功能对搜索者是免费的，但靠企业的竞价排名赚了大钱；腾讯的 QQ 是免费的，但是网游、博客、道具等互联网增值服务贡献了毛利的 80% 以上；淘宝并不依靠对买家、或者卖家的服务收费而赚钱，反而因支付宝中滞存的巨量资金，获得了来自银行的利息收入。
- (2) **轻资产、降低成本的盈利模式：**在这种模式里，通过向“微笑曲线”的两端转移，从而塑造出轻资产、高效率的公司结构。例如，在 PC 业务变得非常微薄之后，IBM 把主营业务 PC 出售给了联想，实现了盈利模式的转变，IBM 现在给自己的定位已经不再是简单地销售技术，而是充当一个咨询伙伴，帮助客户使用技术提高效率和业务竞争力，从而也保持了公司持续的高盈利。

这是一种“不走寻常路”的盈利模式。很显然也令人联想到“轻资产”的品牌服装公司美特斯·邦威。这家公司实现了从传统的服装生产企业到经营服装、服饰品牌的现代企业的华丽转身。很显然，从劳动密集型的行业中抽身而出，恰恰就摆脱了低端产业的成本压力，也摆脱了财务成本的压力。其采取的手段无非是：1) 生产外包；2) 用渠道特许连锁经营做品牌；3) 第三方物流；4) 店面租赁；5) 优秀的品牌管理能力；6) 优秀的信息处理能力。但是经营的业绩，是非常显著的。

- (3) **“剃须刀+刀片”的盈利模式：**剃须刀生产商吉利公司，利用剃须刀与刀片的捆绑销售，实际上构建了一种全新的盈利模式。在这种模式里，剃须刀可以不赚钱，但是锁定了客户，也锁定了所要使用的刀片的规格；但是由于刀片是易耗品，因此反而能够获得更多的销售收入和利润——好一个“钓鱼”的策略！

总结这种模式，不难发现其本质是：低价、甚至免费销售主业产品，藉此锁定了客户资源，再进一步通过业务的关联性，推动更大的衍生业务或延伸业务的发展。我们可以看到，在现实生活中，有太多的实施一体化战略的公司，都在推行类似的策略；抬望眼，比比皆是。

例如，在券商佣金战日益激烈的背景下，通过增强研究所的实力来塑造证券公司的社会影响力，进而吸引并锁定客户，就有助于成就公司经纪业务的发展。在这个例子里，我们看到，研究服务是“剃须刀”，而经纪业务服务却是“刀片”——实际上目前有不少的证券公司，就是这么做的。

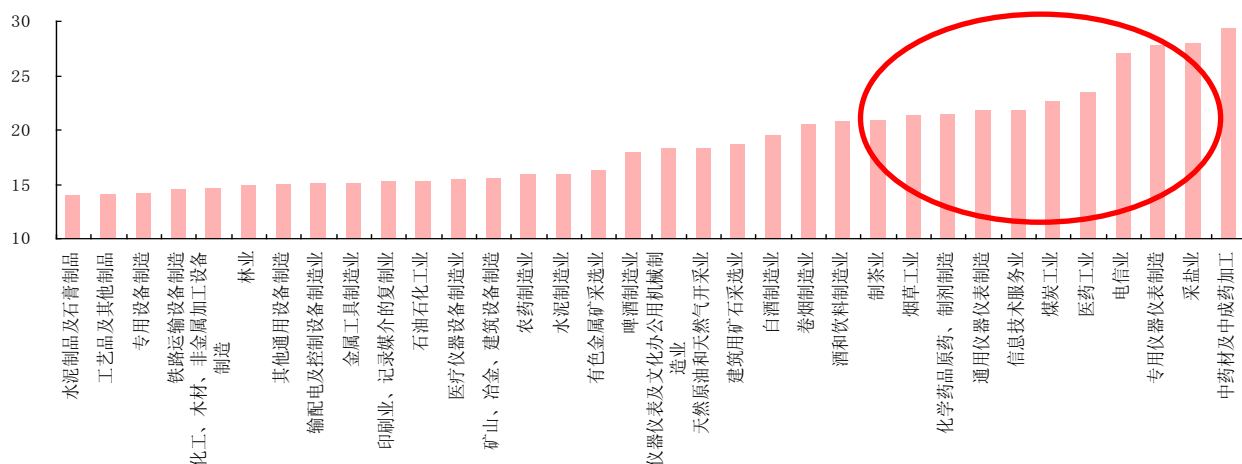
显然，商业模式创新，在对抗成本和寻找主导产业方面给予我们的主要启示是：

- (1) 成本的对抗，可以通过成本的多元承担、收入的多渠道获取来实现；
- (2) 在商业模式的创新方面，需要创意，需要经验、经历、见识和胆识；
- (3) 对于每一个多元化的产业、有一定资源掌控能力的群体、甚至每一个具体的人而言，在商业模式的创新方面都有着巨大的可作为空间，并不囿于特定模式。正如屡建奇功的岳飞，在面对所谓“阵法”时的态度是，“阵而后战，兵法之常；然势有不可拘者，且运用之妙，存乎于心。”

### 3.6 高效率：当创新成为一种现实

此前，我们论述了创新的原因、创新的模式，并进而详细阐述了三种创新的情况和前景。无疑这些创新最终都将反映到企业对成本的克服能力上。为了寻找能够胜出的行业，我们观察主要子行业的销售利润率水平。

图 36：各行业在过去三年里的平均销售利润率（%）



数据来源：Wind，中信建投研发部

总结过去 3 年（2007 年-2009 年）各个行业的销售利润率情况，可以发现在这三年里，总有行业能够稳定地攫取超出平均利润率（12.76%）水平的利润。抛去其中明显的垄断因素、或者是资源类的因素，我们认为具有明显的高销售利润率的行业是：仪器仪表制造、医药、化工。

表 10：能够获得超额利润的明星行业

| 行业          | 销售利润率 (%) | 行业        | 销售利润率 (%) |
|-------------|-----------|-----------|-----------|
| 卷烟制造业       | 20.43     | 煤炭工业      | 22.53     |
| 酒和饮料制造业     | 20.67     | 医药工业      | 23.37     |
| 制茶业         | 20.77     | 电信业       | 27.00     |
| 烟草工业        | 21.27     | 专用仪器仪表制造  | 27.73     |
| 化学药品原药、制剂制造 | 21.47     | 采盐业       | 27.93     |
| 通用仪器仪表制造    | 21.77     | 中药材及中成药加工 | 29.30     |

数据来源：Wind，中信建投研发部

不难知道，这些明星行业能够持续获得超额收益率，和其持续不断的创新是密不可分的。当成本的浪潮袭来之时，企业通过创新积累了优势，也能够优胜劣汰中抢占滩头市场，最终将脱颖而出。

由此，根据第二、第三部分的阐述，产业通过市场的开拓，也通过效率的提高之后，最终淬炼出了强劲的盈利能力——由此，也获得了一个扩张的支点；但是要撬动更大的市场，还需要一个杠杆。

这个杠杆，源自于外界的支持。

## 四、沉浮谁与共——英雄的人望

据《隆中对》预测，仅有一县之地的刘备最终能够雄据一方的第三个原因，是颇得人望——“帝室之胄，信义著于四海，总揽英雄，思贤如渴，……身率益州之众出于秦川，百姓孰敢不箝食壶浆，以迎将军者乎？”——也即是刘备声望颇高，能建立起广泛的统一战线。那么对于中国产业而言，谁将获得各个方面的鼎力支持？

实际上，主导产业的形成，自有其规律，除了需求和供给能力之外，外界的支持颇为重要。这支持来自三个方面：（1）政府的政策的扶植；（2）股权人的直接投资；（3）债权人给予的融资便利。显然，能够获得人们广泛关注的，既是自身能力的一种体现，也确实能够获得更广泛的关注和支持。

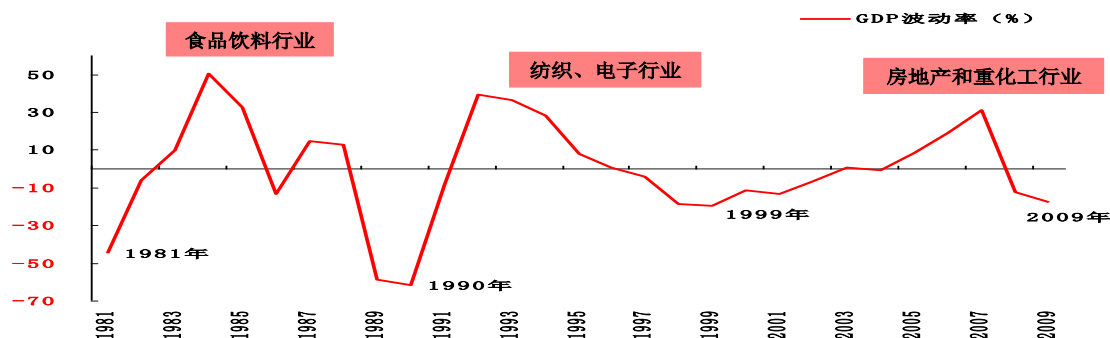
由此不难知道，唯承天理顺民意，才能够获得广泛的支持，成为天下之共主。

### 4.1 主导的养成：明主是众望所归

#### 4.1.1 主导产业的历史演绎

后验的逻辑表明，中国主导产业的变更一方面顺应了民众的需求，基本按照“吃穿住行用”的逻辑展开，另一方面也呈现出了产业升级的趋势，即技术复杂程度提高、产品附加值逐渐向上攀升。简单地回顾一下改革开放以来的中国经济发展史，可以看到主导产业的第次更迭，其顺序先后是：

图 37：中国经济的波动与产业更迭



数据来源：Wind，中信建投研发部

（1）80年代，食品饮料行业。80年代是个短缺的时代，轻工业产品尤其是食品饮料行业是最风云的行业。当此时，有年广九的“傻子瓜子”风行全国（1984年），有“春都”火腿肠进万家（1987年），也有“健力宝”（1984）这东方魔水畅饮亚洲，食品饮料行业蓬勃发展的春天下，造就的是“罐头换飞机”这样的传奇神话。

（2）90年代，纺织业和电子类轻工业。90年代是个逐渐走向过剩的时代，于是食品饮料领域的“标王”盛行，只不过产业的风向已经开始转移。此时，劳动密集型产品如纺织、小五金、小商品，以及电子类轻工业品如家电、摩托车、汽车零配件等行业逐渐站到了时代的最前沿。一方面，农村剩余劳动力的大量转移，劳动密集型行业迎来了春天；另一方面，消费的升级和体制改革的跟进，也激发出了电子类轻工行业的巨大活力，鲁冠球的“万向节”是常青树、倪润峰的“四川长虹”很牛，还有左宗申“宗申摩托车”一马当先，是这个时代留给我们最深刻的印记；此外，BP机、手机、电脑及至3C等在后来的风云迭起，其渊薮也当应于此。

(3) 00 年代，房地产和重化工行业。在一轮深层次的经济结构调整之后，2000 年之后的中国产业格局再度发生了重大变化。在这一轮中周期里，加入 WTO 解决了产品的结构性过剩问题；而此前的住房的商品化改革，促成房地产行业当之无愧地成为了龙头，并带来了中国重化工行业的巨大发展。在这个背景下，钢铁、有色获得了前所未有的巨大发展，而煤炭、石油还有电力等，成为当之无愧的“造富之王”行业。

#### 4.1.2 主导产业背后的制度变革

不过也应该注意到，在每一轮中周期的末端，结构性矛盾的累计和激化，使得中国的政府不得不重新审视自己的政策。每一轮中周期的开始，总是以市场化的改革来鸣锣开道的；因此每一轮中周期，也是政策和制度变革的周期：

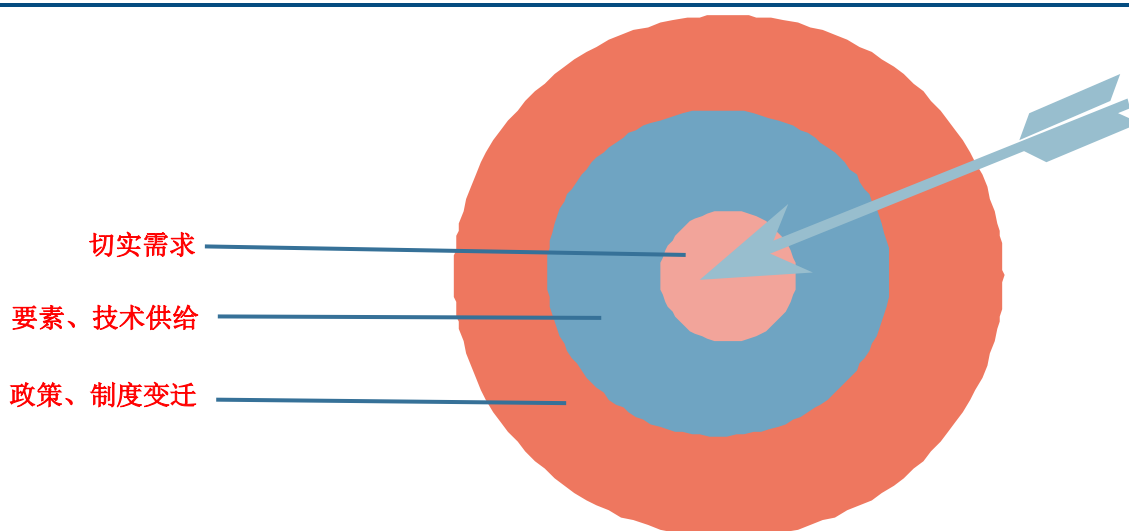
- (1) 1979-1991 年，市场化改革的发动与初始阶段；
- (2) 1992-2000 年是建立社会主义市场经济体制阶段；
- (3) 2001 年-2010 年，为完善市场经济体制的阶段。

#### 4.1.3 中周期出现的三要素模型

总结过去的规律，我们不难发现，一个新周期的完美启动，离不开三个至关重要的环节：切实的需求、要素的配合、及制度变迁（应该注意到，在我们这里，中周期的模型和主导产业的模型各有侧重，但异曲同工）。

其中，需求是处于核心位置；要素则是处于次一级位置的，包括资本、劳动力、矿产资源、基础设施以及技术、知识等等；处于第三个层次的是制度变迁，表现为市场化、国际化、以及公平公正的宪法秩序。其中，需求是自发的；要素是需要重新定价的，成本刚性待穿越；而制度这个环节，具有严重刚性，也需要穿越。

图 38：“一箭中的”中周期启动三要素模型



资料来源：中信建投研发部

## 4.2 政府的期望：政府非无为而治

在目前，在主导产业的孕育期，政府并非无为而治，其采取的政策主要包含以下几个方面：

**(1) 99+1 度的产业策略**——强化对最有望成为主导的产业的支持和扶持力度。根据战略性新兴产业的特征，立足我国国情和科技、产业基础，现阶段国家重点培育和发展的 7 个战略性新兴产业是：

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、新能源汽车。

**(2) 强化结构调整的要求**——国家采取了积极的产业政策，这些政策包括、产业扶植振兴、支持兼并重组、抑制过剩产能、励行降耗减排政策等，为产业升级和主导产业的形成创造了外部环境。

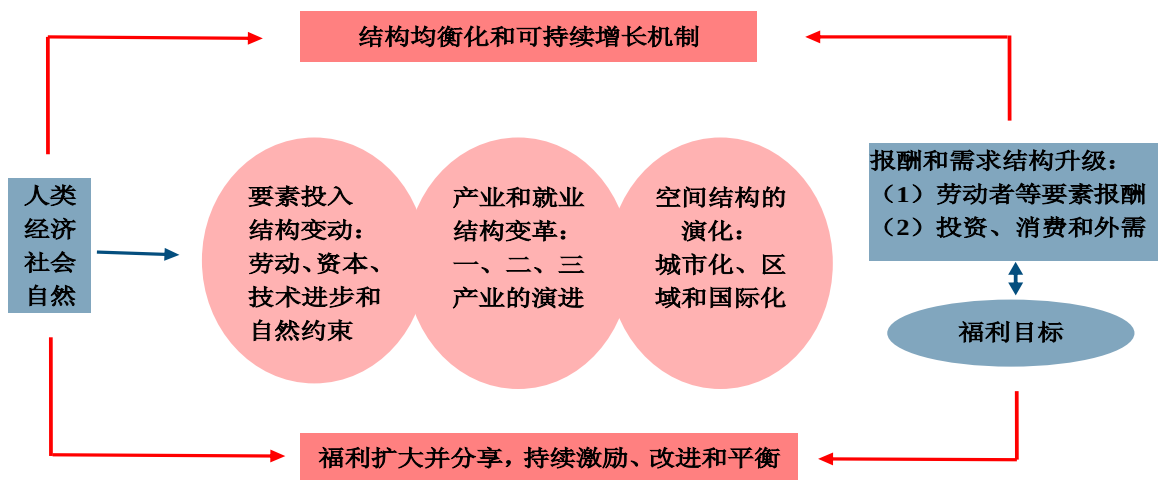
**(3) 让利，强化制度变革**——目前的情况下，制度刚性的存在阻碍了市场的创新，也造就了市场刚性。

对于企业而言：目前既有的分利集团的膨胀，制造了制度刚性，抑制了创新——理论上讲，对现有制度的改造，可以简化为一种社会创新的再造，即改变一种制度的僵滞状态，使得穷人有创新动力而无创新能力，富人有创新能力而无创新动力的局面得以改变。

对于政府来说：从当前的政策来看，在保证不会出现公共风险的前提下，政府努力在增长与分配之间进行转换。我们的判断是政府的变革将会是以让利为主要手段。不难观察到，其实自 2009 年底开始，以改善收入分配为中心的让利举措正在逐步推开，且一直在有意地塑造一种让利的社会舆论。在这样的背景下，让利释放的制度红利，足令人翘首以待。

具体来说，让利将以非公三十六条细则的出台为主要标志，将给予民营企业以市场空间。同时，通过让利，广泛地促进企业和政府让利，以期激发市场创新的活力。在我们看来，在未来的两年里，积极的财政政策、产业政策和让利政策，对于处于结构调整和繁荣孕育的关键期的中国经济和中国主导产业而言，关系重大。

图 39：以让利为核心的分配政策



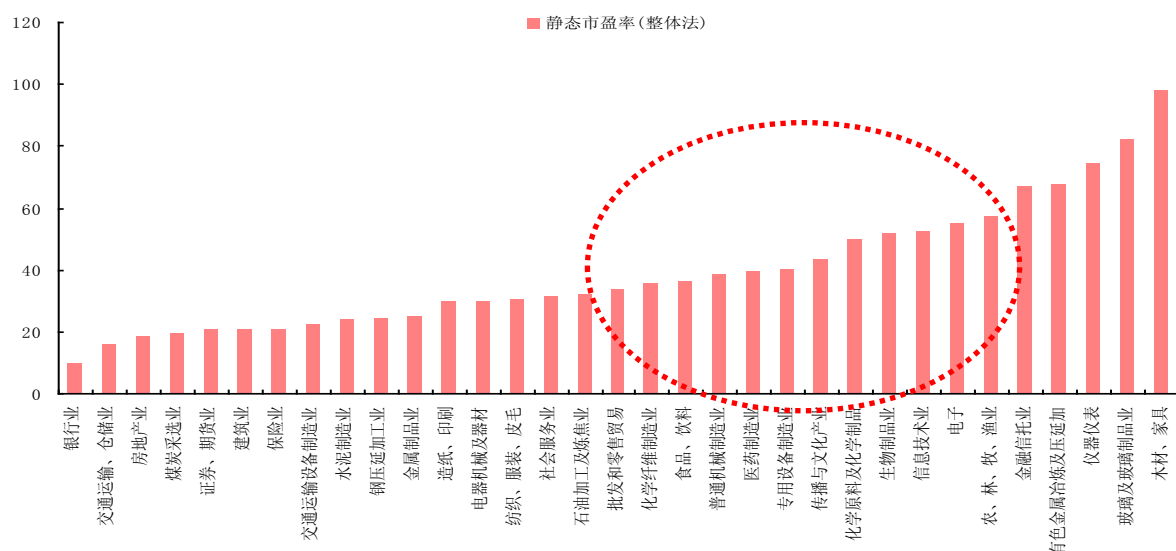
资料来源：中信建投研发部

### 4.3 股权人期望：投资者推波助澜

作为股权人，当然不会错过对高成长行业的分享。基于不同行业的表现，投资者开始“用脚投票”。目前来看，我们可以通过两种途径来观察投资者的偏好：

(1) 证券市场的 PE。在假定市场已经达到半强式有效市场的前提下，我们可大略认为，投资者的偏好大致反映了其对企业盈利的预期，即高成长对应高 PE。在这样的假定下，剔除资源类等战略性产品、盈利不佳的行业，我们可以看到机械制造业、金融信托、电子信息、化工类的行业获得了市场的格外期许。

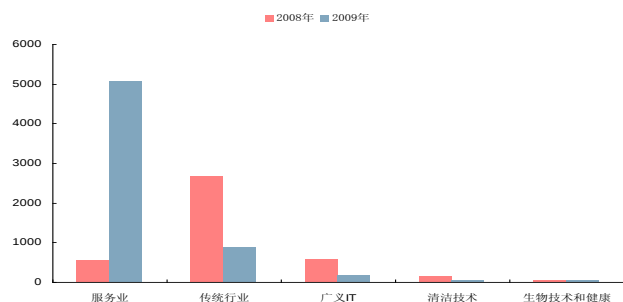
图 40：中国主要行业的 A 股市盈率（截至 2011-4-12）



数据来源：Wind，中信建投研发部

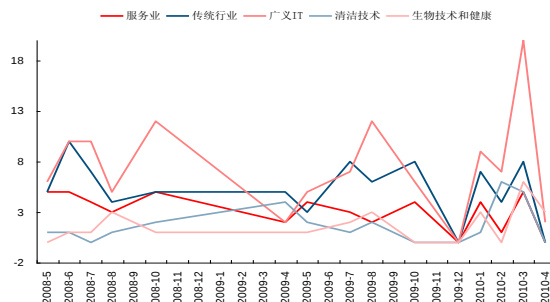
(2) 风险者的偏好。私募股权和风险投资是高成长企业的直接参与者和助推者。我们对风险投资者的偏好进行总结：从绝对额角度来看，对服务业和传统行业的投资占投资额的绝大部分比重，这意味着对于传统业务的信息化、现代化改造，是风投者最偏好的行业。从相对角度来看，风投者最近的一段时间里，青睐的行业排序是：广义 IT—传统行业—生物技术和健康—服务业—清洁技术。

图 41：私募股权和风险投资投资额（百万美元）



资料来源：Wind，中信建投研发部

图 42：私募股权和风险投资投资件数（件）



资料来源：Wind，中信建投研发部

## 4.4 债权人期望：银行家利益均沾

我们对股权人投资偏好的分析，反映了行业能够获得直接融资能力的强弱。不过在中国的经济发展和产业成长过程中，间接融资的重要性是无论怎么强调都不为过的，更有甚者说，“得到银行的支持，就能够得到一切。”

那么在目前的背景下，银行的态度，将在一定程度上决定了未来产业的成长之路。我们询问了多家银行的信贷政策，其对产业的支持态度大致是：

- (1) 重点投放的行业：能源资源、综合运输、现代服务和绿色信贷；
- (2) 适度增长的行业：建筑、现代装备制造业、新兴战略产业；
- (3) 结构调整的行业：适度调整商业零售业，重点调整纺织和钢铁、有色等重化工行业。

面对银行这个“利益均沾”的相关人的态度，考虑到其风险控制的要求和追随政府政策的一贯作风，我们认为，其实最有望获得其支持的行业是：**建筑、现代装备制造和战略新兴产业**。

**表 11：银行授信的主要方向**

| 信贷政策 | 行业     | 信贷投向                                                                                            | 理由                                             |
|------|--------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------|
| 重点投放 | 能源资源   | 以能源开发—能源转化—能源输配为主线，大力发掘能源产业主体及相关配套产业的机会。                                                        | 能源产业是国民经济体系的长期关键、支柱产业。                         |
|      | 综合运输   | 快速铁路网；高速公路网和省际通道、国省干线公路建设；沿海、沿江港口的改扩建和港口疏浚工程；城市干线机场的改扩建工程。                                      | 完善综合运输体系建设是国家继续推进城镇化建设和促进区域协调发展、引导产业有序转移的必由之路。 |
|      | 现代服务   | 具备运输系统和仓储系统支撑的现代物流企业；旅游企业；具备一定品牌知名度、有稳定客户资源的文教、卫生企业。                                            | 发展现代服务业是国家实现转变经济增长方式的关键环节。                     |
|      | 绿色信贷   | 电力、水泥、钢铁、有色、煤炭、造纸、房地产、交通运输、装备制造中的企业重组、技术升级、设备改造的机会。                                             | “节能、减排和循环经济”是未来一段时间我国经济活动的主题之一。                |
| 适度增长 | 建筑     | 受益于国家重点项目、区域重点项目建设；受益于区域振兴规划、城镇化及政府保障性住房建设；从事境外工程承包。                                            | 受益于城镇化及区域振兴政策，建筑行业将保持持续稳定增长。                   |
|      | 现代装备制造 | 高效清洁发电、特高压输变电、煤矿与金属矿采掘、天然气管道输送和液化储运、高速铁路、城市轨道交通、基础设施、生态环境和民生、科技重大专项等十大领域重点工程。                   | 提升制造业核心竞争力是全面推进节能减排、促进主要产业升级的主要抓手。             |
|      | 战略新兴产业 | 优先考虑高效节能技术装备、高端装备制造、通信网络升级、风电、先进医疗设备、医用材料、新型材料等领域已具备相对成熟市场、技术的优势企业，密切跟踪、择机介入三网融合、生物制药、新能源汽车等领域。 |                                                |
| 结构调整 |        | 以行业内部结构调整为主。                                                                                    |                                                |
|      |        | 按照“稳步发展绿色信贷、大力优化结构”的基本原则，根据企业在规模、技术、产品、财务、资源、原材料、市场需求等方面的基本特点实行差别化授信政策。                         |                                                |

资料来源：中信建投研发部

## 4.5 高杠杆：当负债成为一种自信

在主导产业的“三足鼎立”模型中我们已经指出，ROE 的核心要素之一是权益乘数。在我们看来，权益乘数代表了企业能够获得外界支持的力度。

在上边的论述中，我们更多是从定性的角度，刻画了行业能够获得外界支持的力度。从定量的角度，我们使用资产负债率指标。在我们看来，负债一方面代表了融资的能力，是外界对企业的肯定；另一方面也代表了企业经营者的信心，是企业对自身能力的肯定。实际上，我们可以从过去 20 年里造纸和钢铁行业的资产负债率走势中可以窥得这一点——造纸每况日下，钢铁蒸蒸日上，这和其行业经营业绩是一致的。

图 43：造纸及纸制品行业的资产负债率（%）



资料来源：Wind，中信建投研发部

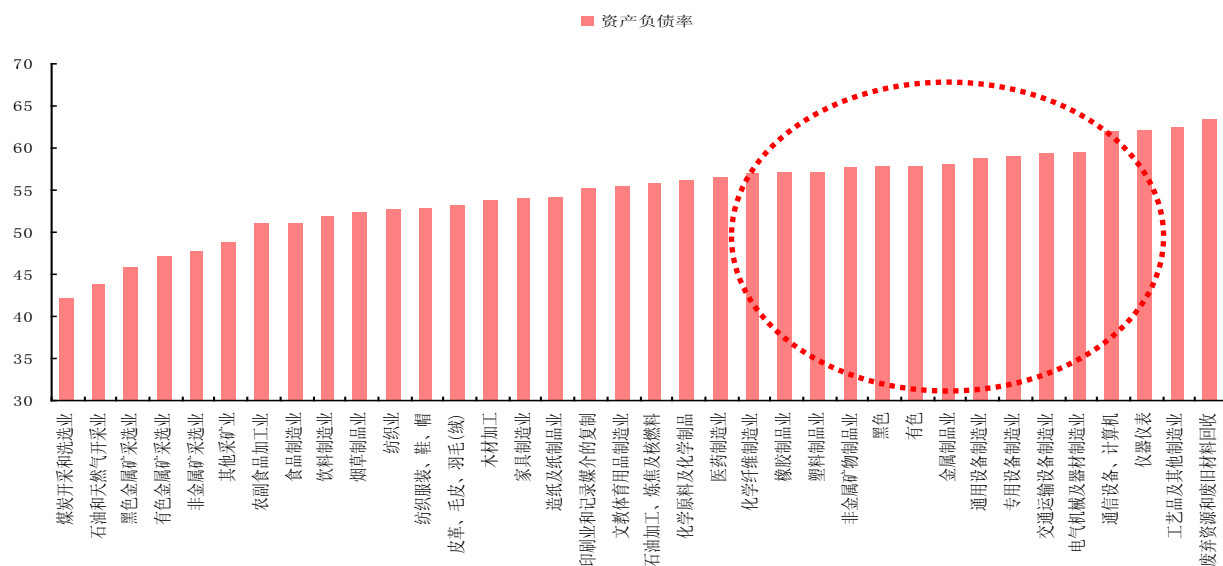
图 44：黑色金属冶炼及压延加工业的资产负债率（%）



资料来源：Wind，中信建投研发部

从目前主要工业行业的资产负债率来看，仪器仪表、通信设备、电气设备、专用设备、通用设备和钢铁、有色、化工等的资产负债率水平较高。结合上文的银行信贷指引，可知负债率有望继续提升的，是装备制造业。

图 45：中国主要工业行业的资产负债率（%，截至 2010 年 11 月）



数据来源：Wind，中信建投研发部

## 五、赢粮而景从——英雄的仆从

隆中一对之后，英雄的刘备豁然开朗，在此后制霸天下的过程中“如鱼得水”，终成大器；而千古智者诸葛亮，也再也没有蛰伏去当什么“卧龙”了，而是“明朝携剑随君去，羽扇纶巾赴征尘”，更在此后一诺竭忠贞，演绎出了荡气回肠的英雄史诗。

那么在当下，面对主导产业，我们该如何确认，又该如何追随呢？实际上，由于主导产业尚处于孕育期，目前的一切依然不太明朗，此时的我们不妨也如卧龙般集中精力观察，一旦风云有变则果断出手，并紧紧把握。当然了，对于实体经济而言，此时确是一个孕育主导产业的过程，需要各方面的力量来共同协助其成长。

从这个角度上讲，我们既是英雄的追随者，也是英雄的塑造者。

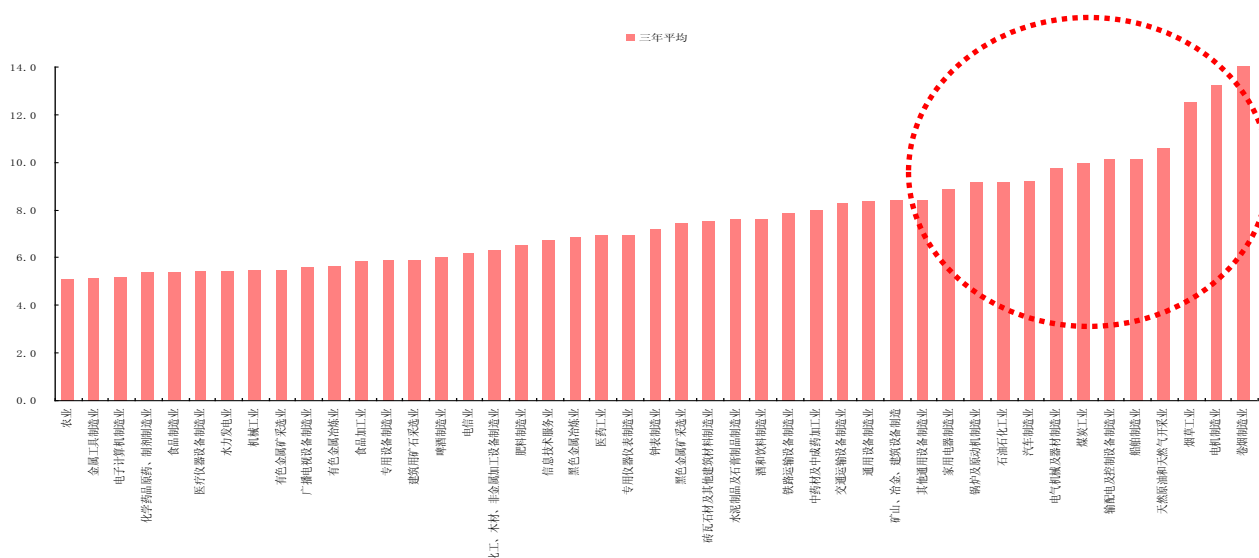
### 5.1 王者的出现：当支点遭遇杠杆

在主导产业“三足鼎立”模型的分析框架下，我们逐一解构了主导产业形成过程中的三个重要因素。在我们看来，市场的开拓和为消化成本而进行的创新，增强了企业的盈利能力，赋予企业了一个站稳脚跟的支点；而要继续扩张，就需要一个杠杆的支持——因此，杠杆遭遇支点之日，也恰是主导产业脱颖而出之时。

毫无疑问，这些“支点”与“杠杆”的化学作用，最终会体现在 ROE 上。对各行业过去三年的平均的 ROE 水平进行比较，抛却垄断和资源型行业，我们可以发现：电气设备、船舶制造、汽车、石化、专用设备、通用设备的 ROE 表现最佳，隐隐地展露出了主导产业的头角，值得我们格外留意。

当然了，以上的结论，也是和我们此前的种种关于 ROE 各分项的探讨基本一致。只是此前的探讨，只是为了以后的见微知著；毕竟，现在的 ROE，并不等于以后的 ROE，未来的主导产业，目前并不特别清晰。

图 46：中国 ROE 超过 5% 的行业排序（%）



数据来源：Wind，中信建投研发部

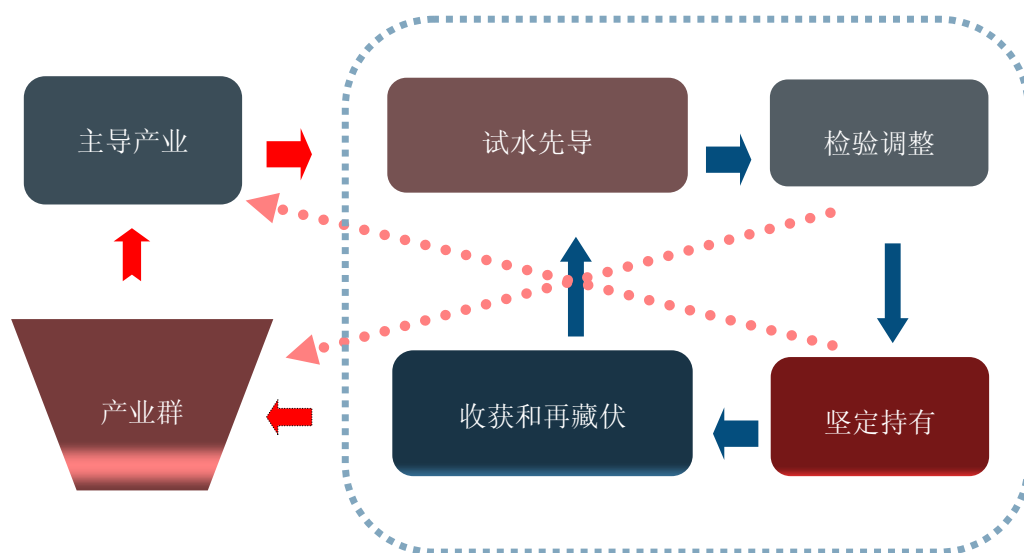
## 5.2 追随的策略：当英雄成为信仰

在前文的分析中，我们提出了主导产业的成长逻辑，并对整个产业的生态环境进行了自上而下的鸟瞰。应该承认，这样的研究还是非常粗浅的；当然了，也是因为主导产业的产生从来都是后验的。

如此，在当下，我们认为植根于主导产业的投资策略可能是：

- (1) **蛰伏，保存实力**——当库存周期在漫长而痛苦的主动型库存重建之中磨砺之时，我们需要淡定地守望中周期，不可对中周期的繁荣抱有一蹴而就的心态。
- (2) **甄别，考察产业**——考察进入视线的产业，并深化对实体经济的研究，强化对结构主义的理解。
- (3) **试错，提前布局**——对可望成为主导的产业，可少量介入，并随时注意检验和调整。
- (4) **追随，不离不弃**——实际上，一旦选定了主导产业，就得重仓、坚定持有。当英雄成为一种信仰，当主导产业成为一种逻辑的必然时，我们要坚定——因为有逻辑的分析师，市场他伤不起。在这里，可供参考的是上一轮中周期里的万科 A 和海螺水泥的表现。
- (5) **收获，再度藏伏**——当中周期达到全面繁荣的第二次浪潮之时，也将是收获之时；那个时候，也应该会有新的伏藏。

图 47：基于主导产业的投资策略



数据来源：中信建投研发部

在以后的分析中，我们将继续深化对主导产业的研究。事实上，“从小周天到大周天”（从库存周期到中周期）的运行，既是中国经济周期律动理论的必然，也是中国股市波动事实的必然，当然，更是中信建投宏观研究任务的必然。



### 5.3 最后的最后，我们创造了英雄

在最后，我们要总结全文。

实际上，本文是在讲述一个故事，一个周期英雄寻找的故事，一个周期英雄养成的故事。无论这个故事是否讲得跌宕起伏、令人入戏，也无论其结局是否皆大欢喜、令人满意，但在最初的设计里，我们认为最有可能的观后感是：

- （1）**英雄存在**——天择与人相约，终会有一天，英雄会扶摇直起，成为秩序的重铸者；
- （2）**拯救英雄**——英雄在成长，英雄很脆弱，因此需自我的砥砺，也需各方面的支持；
- （3）**追随英雄**——谁能书阁下，皓首太玄经，在英雄的感召下，我们都将会积极行动。

至此，此时此刻，此地此身，我们每一个人都是英雄的仆从，也更是英雄的主人。

而路，就在脚下……



## 分析师介绍

**魏凤春：**南开大学经济学博士，清华大学管理科学与工程博士后，首席宏观分析师。致力于在周期波动的框架内解构宏观经济的运行，将中国经济看作一份资产，通过资本资产定价的方式来确定其价值与风险。2009“远见杯”宏观预测第二名，2010年《新财富》宏观组最佳分析师第六名。

**刘之意：**南开大学经济学硕士，宏观经济分析师，结构主义的践行者。从事证券行业宏观分析3年，从决定资产价值最本质的实体经济入手，专注于库存变动和产业演进，为宏观判断和策略配置提供中观基础。2010年《新财富》宏观组最佳分析师第六名。

**董事总经理 社保基金销售经理**

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

**北京地区销售经理**

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

**上海地区销售经理**

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

**深圳地区销售经理**

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

## 地址

**北京 中信建投证券研究发展部**

中国 北京 100010

朝内大街188号4楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

**上海 中信建投证券研究发展部**

中国 上海 200120

世纪大道201号渣打银行大厦601室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

## 重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。