



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

投资策略报告

研究报告

2010年3月22日

A股策略

研究部

高挺

分析师, SAC 执业证书编号: S0080208070085

gaoting@cicc.com.cn

王汉锋, CFA

分析师, SAC 执业证书编号: S0080207120067

wanghf@cicc.com.cn

周期性和结构性机会并存

二季度投资策略展望

投资概要:

二季度大盘将逐渐摆脱目前停滞徘徊的困境,进入一个震荡上行的阶段。年初以来A股市场在政策担忧下持续低迷,表现弱于多数新兴市场。我们认为,本轮政策调整(包括预期中的加息)是信贷和利率条件正常化的自然步骤,具有系统性和前瞻性。经济已现降温迹象,因此政策在保持目前力度下进入观察期。针对房地产的政策是力图使供应紧缺的部分一、二线城市的房价涨幅得到抑制。鉴于其他地区房地产市场总体正常,房地产投资在今天的宏观环境下大幅萎缩的风险较小。未来市场的关注点将逐渐转向基本面,二季度经济活动旺季和盈利高增长将提振市场信心。

周期性板块(尤其投资品)的吸引力在增加。周期性板块一季度业绩大幅增长的预期得到已经公布的宏观数据的支持,确定较高。行业数据(价格、销量等)在进入旺季后预计表现良好。同时,这些板块表现相对落后已经持续了较长时间,相对估值处于历史较低位。模型测算和抽样调查也显示基金配比相对较低。综合这些因素,我们认为周期性板块有望在基本面支持下相对表现较好。历史分析也显示,保险、证券、投资品以及可选消费相关板块在经济活动旺季的3-6月份之间平均表现好于大盘。

市场展望和配置建议:我们维持沪深300动态P/E波动区间15~20倍的判断,目前市场动态市盈率15.2倍,处在该区间的低端。大小盘风格将发生转化。二季度建议投资者增加在基础材料和投资品(钢铁、建材、煤炭、工程机械、重卡等)上的配置。在金融板块中超配保险、证券。银行板块在业绩期前后通常有相对较好的表现,可以关注。消费板块仍是中长期配置的主要品种,二季度看好可选消费。低配的板块包括石油石化、公用事业和交通基础设施。另外,市场情绪回稳也有望支持主题投资,包括三网融合、世博会、物联网、区域开发、低碳、高铁建设及相关等。不过,相关个股估值已趋高,自下而上的区分趋势的实质受益者才能获得超额收益。

转型视角下的投资思路:劳动力成本上升预示中国未来三大产业变化趋势:制造业占比萎缩与各行业内的重组与整合促进行业集中度提升;高附加值、技术密集型制造业占比扩大和产品档次提升;劳动者报酬改善支持消费和服务规模扩大及结构升级。

在这些趋势下,传统制造业如钢铁、建材、煤炭、有色以及传统消费制造业包括食品饮料及纺织服装等行业将继续是产业内重组与整合频发的行业,资产负债表及现金流状况较好的龙头公司有望受益于行业集中度提升的趋势。对比别国消费升级趋势的经验,汽车及零部件、与“消费娱乐化”趋势相关的通信娱乐相关的消费电子及元器件、医疗保健、住房等领域将是寻找现阶段超预期增长以及未来3-5年内受益于中国消费升级趋势超级明星股的领域。

近期报告

1/4/2010

业绩复苏与政策退出下的震荡市—2010年度策略展望

3/8/2010

市场关注点将由政策转向基本面

目录

政策担忧有些过度	4
政策调整主要反映的是货币信贷和利率条件的正常化	5
盈利有多大的下行风险?	10
盈利上升期中, 股市下行只是阶段性调整	11
周期性板块的吸引力在增加	13
周期性板块表现低迷已久	13
二季度的环境支持周期性板块的相对表现	14
二季度市场展望: 震荡上升走势可以期待	18
市场关注将由政策转向基本面	18
当前市场总体估值处于合理估值的低端, 存在回归带来提升空间	18
市场有望在二季末走出阶段性上升行情	20
转型视角下的中长期产业趋势和投资启示	22
“民工荒”将是趋势性的	22
劳动力成本上升推升三大产业趋势	22
制造业相对萎缩, 传统制造业行业内重组与整合趋势更加明显	23
消费与服务规模扩大与结构升级	26
高附加值的装备及消费品制造业行业规模扩张与产品档次提升	30

图表目录

图表 1: 2010 年初至今A股的整体表现	4
图表 2: 2009 年下半年以来的政策收紧措施列表	5
图表 3: 房地产泡沫 (房价走势)、通胀问题 (CPI 走势) 及银行资产质量问题是市场主要担心的问题	5
图表 4: 信贷在回归正常化, 对经济的支持力度仍在	6
图表 5: 通胀与存款利率	6
图表 6: 固定资产投资、PMI (右) 等指标已经有所回落	7
图表 7: 投资增长的结构与 2004 年相比更健康	7
图表 8: 制造业分子行业的投资增速显示产能投资并无过度迹象	7
图表 9: 房地产成交量区域分化特征明显	8
图表 10: 东部、一线城市房价相比中西部及二三线城市涨幅更明显	9
图表 11: 房地产投资增速只有在危机状态下才出现过大幅下滑	9
图表 12: 商品房和住房销售面积在去年大幅上扬之后预期有所回落	9
图表 13: 非金融行业盈利自上而下盈利预测的三种情形 (自下而上依据中金的盈利预测)	10
图表 14: 非金融行业自上而下的盈利预测对固定资产投资和出口增速的敏感性	10
图表 15: 各大行业组利润的分布及增长情况	11
图表 16: MSCI 中国指数与每股收益	12
图表 17: 标普 500 指数与每股收益	12
图表 18: 周期性与防御性板块相对走势	13
图表 19: 从 2009 年高点调整至今的行业表现以及年初至今的行业表现	13
图表 20: 钢铁、煤炭、建材价格在经济活动旺季到来受需求的支持而走强	14
图表 21: 工业增加值、出口、消费品零售以及价格走势一季度表现稳健预示一季度业绩强劲	14
图表 22: 一季度业绩预计同比增长 44.5%, 环比增长 23.5%	15
图表 23: 国有企业 1/2 月份利润也显示一季度业绩可能比较强劲	15
图表 24: 周期性板块目前的估值处于历史相对较低的水平	16
图表 25: 模型测算显示股票型基金金融地产以及基础材料类的股票配置已经大幅降低	17
图表 26: 中国A股市场周期性板块在 3-6 月份经济活动旺季平均表现好于大盘	17
图表 27: RMB 升值预期与A股市场走势	18
图表 28: 沪深 300 指数的市盈率区间	19
图表 29: 沪深 300 指数的市净率区间	19
图表 30: 三阶段股利折现模型显示指数当前对应的合理估值应该在 17.1 倍	19
图表 31: A/H 股溢价水平也处于历史低位	20
图表 32: 2010 年二季度行业配置建议	20

图表 33: 中金覆盖股票池分行业盈利及估值	21
图表 34: 中金推荐组合列表	21
图表 35: 劳动力成本上升背景下的产业变化趋势	23
图表 36: 中国各产业结构占比与日本（右上）、韩国（左下）、台湾（右）当年的情况类似	24
图表 37: 日本 1960-70 年代传统产业与高附加值产业的趋势：企业数目与从业人数	24
图表 38: 日本 1960-70 年代传统产业与高附加值产业的趋势：工业产值与工业增加值	25
图表 39: 日本 1960 年代企业合并案例数量变化趋势	25
图表 40: 中国各行业集中度变化趋势及未来竞争格局判断	26
图表 41: 制造业将随着劳动力成本上升占比减小，而服务业占比将提升	27
图表 42: 收入分配向居民部门倾斜有助于促进消费扩大和升级	27
图表 43: 各消费类别下消费升级的趋势概述	28
图表 44: 以购买力平价计算的各地区人均GDP水平（左）和恩格尔系数（右）	28
图表 45: 日本 1963-1973 年间各类消费支出的增长情况	29
图表 46: 韩国（1984-1994）及台湾（1978-1988）年间各类消费支出的增长情况	29
图表 47: 1973-1983 年间日本股市 10 倍以上股票一览	30
图表 48: 制造业将随着劳动力成本上升占比减小，而附加值相对较高的产业占比提升	30

政策担忧有些过度

政策担心导致 A 股市场年初至今表现不佳，在全球股市中落后

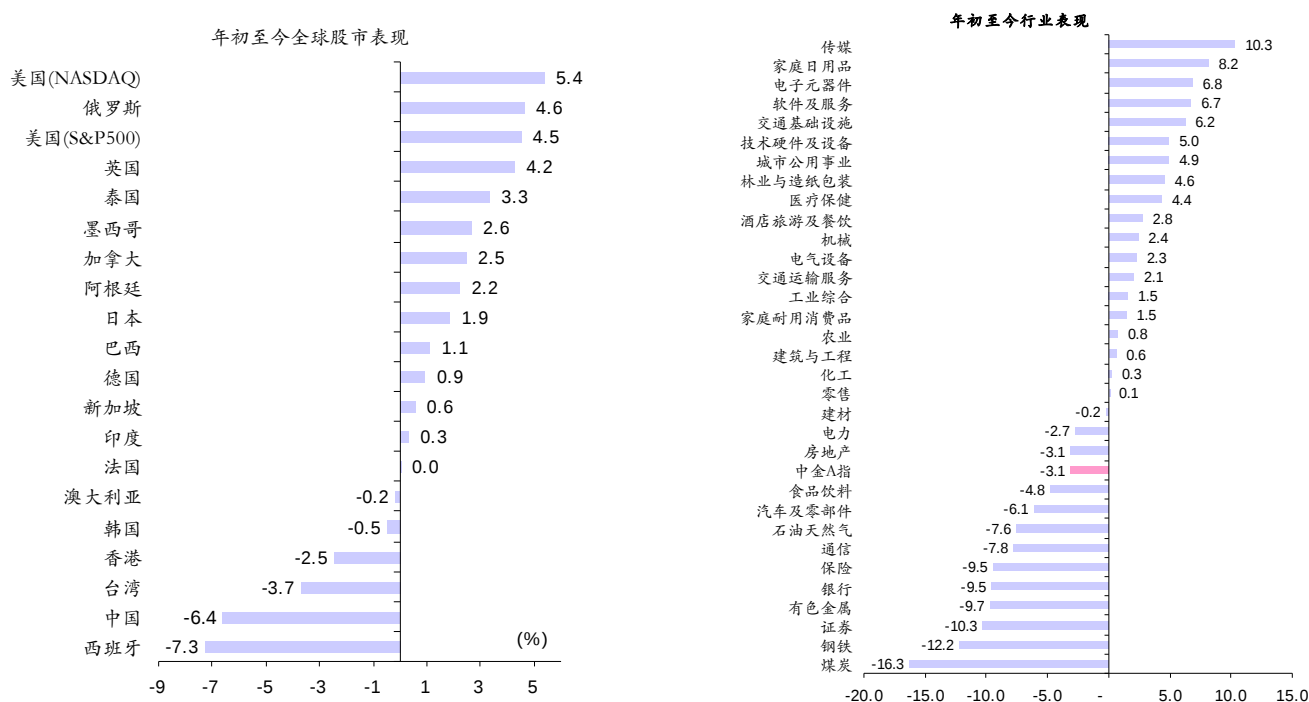
2009 年曾经领先全球的中国 A 股年初至今下跌 6.4%。中国是这一轮全球经济复苏的主要驱动力之一，然而其股市年初以来的表现落后于大多数其他新兴市场 and 发达国家。我们在 2010 年 1 月 4 日发表的年度策略中，对 2010 年年初的行情走势相对比较谨慎，主要基于三方面的理由：

- 1) 政策调控的时间点比当时市场预期的要早，力度比预期的要强；
- 2) 市场已经反应了比较乐观的盈利预期，短期内难以看到基本面超预期的表现；
- 3) 市场资金层面在 2009 年下半年面临的偏紧的格局有将持续。

回顾 2009 年下半年以来的市场走势，市场去年下半年主要在消化房地产泡沫的可能性和相应的调控政策、银行资本充足率监管趋严引发的再融资问题、央行回收流动性措施等方面的政策调控，年初至今则主要表现为对政策（央行的流动性管理及银监会的信贷额度及节奏管理措施）的进一步趋严、通胀走势以及政策收紧可能影响经济表现的担心。

从市场的表现上看，年初至今受政策收紧影响较大的房地产及投资相关板块、金融相对表现较差，而受政策调控影响相对较小以及受政策预期支持的板块领先。

图表 1: 2010 年初至今 A 股的整体表现



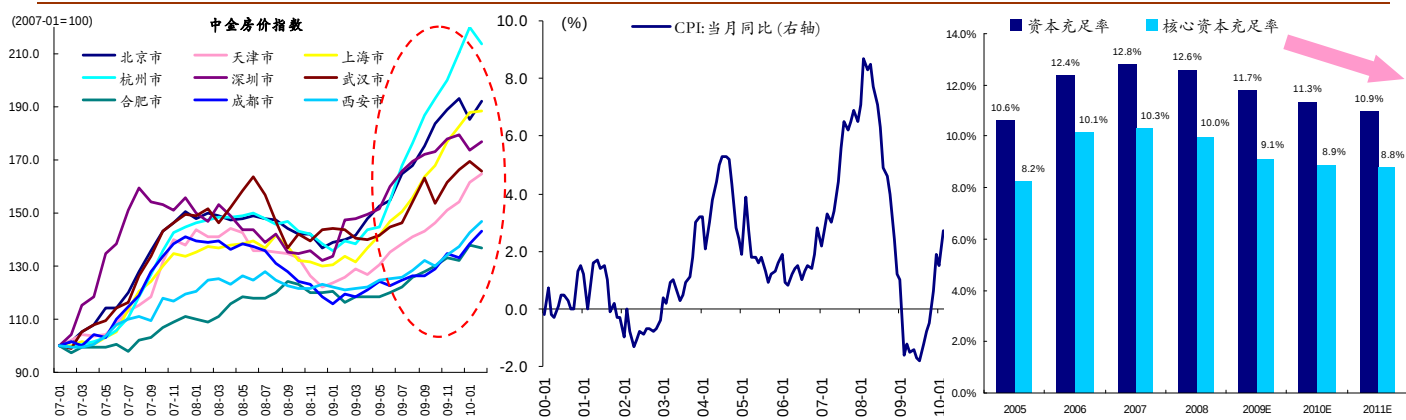
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 2: 2009 年下半年以来的政策收紧措施列表

日期	省市/部门	文件/会议	内容
2010-3-9	国务院	《加强房地产用地供应和监管有关问题的通知》	《加强房地产用地供应和监管有关问题的通知》，简称国土部19条。重点在于加强对于住房建设用地供应的规划及出让监管，政府着眼点还是在于提供供给，大量增加普通商品房和保障性住房供应，通过供给关系的理顺来平抑房价上涨。
2010-3-3	北京住房公积金管理中心		北京住房公积金管理中心公布了《关于“二套房”住房公积金贷款业务审核操作和调整个人信用评估手续的通知》，明确了公积金贷款“二套房”标准。即，自本月起曾有商业或公积金贷款，再次申请公积金贷款时，将按照“二套房”住房公积金贷款标准，首付款按40%比例缴纳。而此前北京市规定，还清贷款后，申请公积金贷款按“一套房”标准执行。
2010-1-12	央行	机构存款准备金率	中国人民银行决定从2010年2月25日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点，大银行执行16.5%的存款准备金率，小银行执行14.5%的存款准备金率。为加大对“三农”和县域经济的支持力度，农村信用社等小型金融机构暂不上调。
2010-2-3	中国银行	贷款利率	中国银行总行下发通知，将首套房的优惠利率由7折升至8.5折。在调低了个人房贷利率优惠幅度的同时，中行还表示已经全面停止了与中介的二手房合作，今后一段时间内只做直客式的二手房贷款。
2010-1-13	银监会	资本充足率	中国银监会公布，为加强商业银行资本充足率监管，增强商业银行应对风险能力，正式发布《商业银行资本充足率监督检查指引》。指引指出，商业银行应当持续满足银监会的最低资本充足率要求。银监会有权对资本不能充分覆盖风险的商业银行采取干预或纠正措施，督促其提高资本充足水平。
2010-1-12	央行	机构存款准备金率	中国人民银行决定，从2010年1月18日起，上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点。为增强支农资金实力，支持春耕备耕，农村信用社等小型金融机构暂不上调。
2010-1-7	国务院	《国务院办公厅关于促进房地产市场平稳健康发展通知》	这是对是对国务院四部委的细化和扩冲。强调促进存量项目加快进入市场，房价涨幅加快的地方明确增加土地供给；重点支持中小户型、中低价位普通商品房供给。明确了二套房以家庭为单位，首付比例不低于40%。
2010-1-5	税务局	税收	从接近国家税务总局的权威渠道获悉，今年税务部门将在全国范围内开展房地产模拟预评，物业税“空转”工作在部分地区试点了6年多之后，将推广至全国。专家指出，这一信息表明，物业税开征步伐将大大加快了。
2010-1-1		税收	经国务院批准，自2010年1月1日起，对个人转让上市公司限售股取得的所得按20%税率征收个人所得税。对个人转让从上市公司公开发行和转让市场取得的上市公司股票所得继续实行免征个人所得税政策。
2009-12-18	住房和城乡建设部	全国建设工作会议	本次会议邀请了600多个城市的主管副市长通过各种方式来参加这次会议。或与房地产调控和房价有关。
2009-12-17	财政部、国土资源部、央行、监察部、审计署	《进一步加强土地出让收支管理的通知》	明确开发商以后拿地时，“分期缴纳全部土地出让价款期限原则上不得超过一年，特殊项目可以约定在两年内全部缴清，首次缴款比例不得低于全部土地出让款的50%”。如果开发商拖欠价款，不得参与新的土地出让交易。
2009-12-16	国务院副总理李克强		遏制部分城市房价过快上涨势头，促进房地产市场平稳健康发展，要把积极稳妥推进城镇化作为应对国际金融危机、扩大内需和调整经济结构的重要抓手，为经济长期平稳较快发展开拓新空间。
2009-12-15	证监会，国土部	拟设新规暂缓房企股市融资	日前，证监会在向国土资源部征求意见后，已经暂缓房企融资申请的审核工作。以后每个房地产企业的融资、再融资计划都要征求国土资源部的意见来进行审核。这应该不会走短期行为。
2009-12-14	国务院	常务会议	要求在保持政策连续性和稳定性的同时，加快保障性住房建设，加强市场监管，稳定市场预期，遏制部分城市房价过快上涨的势头。一要增加普通商品房的有效供给。二要继续支持居民自住和改善型住房消费，抑制投资投机性购房。三要切实加强市场监管。四要继续大规模推进保障性安居工程建设。
2009-12-9	国务院	调整完善促进消费政策措施	个人住房转让营业税征免时限由2年恢复到5年，其他住房消费政策继续实施。
2009-12-9	国家发改委	全国发展改革工作会议	会议要求明年要保持合理的投资规模，促进消费需求持续较快增长，增加中低价位和限价商品房的供应，抑制投机性购房。

资料来源：新华网、新浪网、中金公司研究部

图表 3: 房地产泡沫（房价走势）、通胀问题（CPI 走势）及银行资产质量问题是市场主要担心的问题



资料来源：WIND、中金公司研究部

政策调整主要反映的是货币信贷和利率条件的正常化

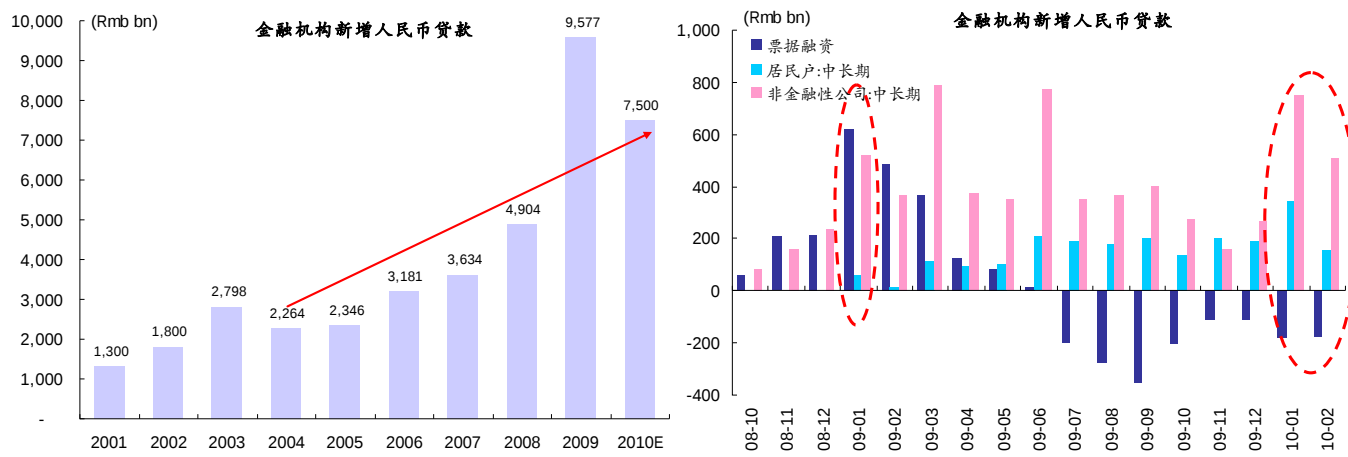
我们认为，政府政策逐步从危机应对状态走向正常化，有助于化解中长期的经济过热、资产泡沫和金融市场风险。随着政府政策的轮廓在逐步走向清晰，未来根据通胀及房价的走势仍有政策调整的可能性，但市场对此有一定的消化。

政策由应对危机状态走向正常化

我们在去年下半年及年初的策略报告中强调政策退出是2010全年的风险，目前政策的退出反应的是在经济复苏逐步稳固的情况下，政策从危机应对状态走向正常化。我们认为，政府提早采取流动性回收及房地产调控措施，有利于防止中长期的经济过热、资产价格泡沫和经济出现大起大落的风险，具有系统性和前瞻性。

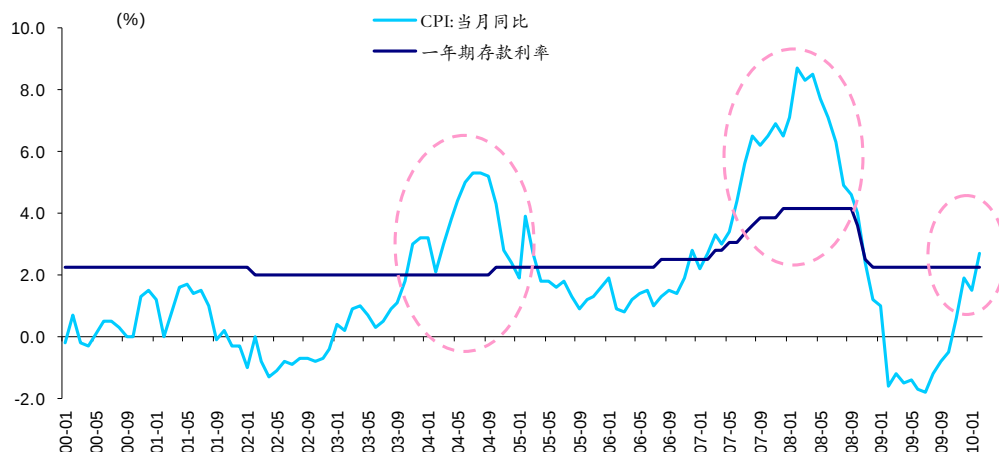
具体来说, 总信贷额度在收缩之中, 但全年信贷额度如果控制在 7.5 万亿人民币, 相比去年已经有收缩, 但随着经济活动程度的增加和货币流动速度的加快, 货币供应增速依然较高, 并不是高度的紧缩。一二月份新增信贷总额度相比去年同期明显下降, 但结构上对居民和企业的中长期贷款并没有收缩反而依然在增长之中, 表明信贷对经济的支持力度依然存在。另外, 通胀目前正在上升之中并有望在未来高于基准的存款利率, 利率也存在上调的可能, 但这反应利率从偏低的水平随着通胀的上升而回升, 有利于稳定通胀预期。

图表 4: 信贷在回归正常化, 对经济的支持力度仍在



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 5: 通胀与存款利率



资料来源: CEIC、中金公司研究部

经济有降温迹象, 现行政策将持续, 但进入观望期

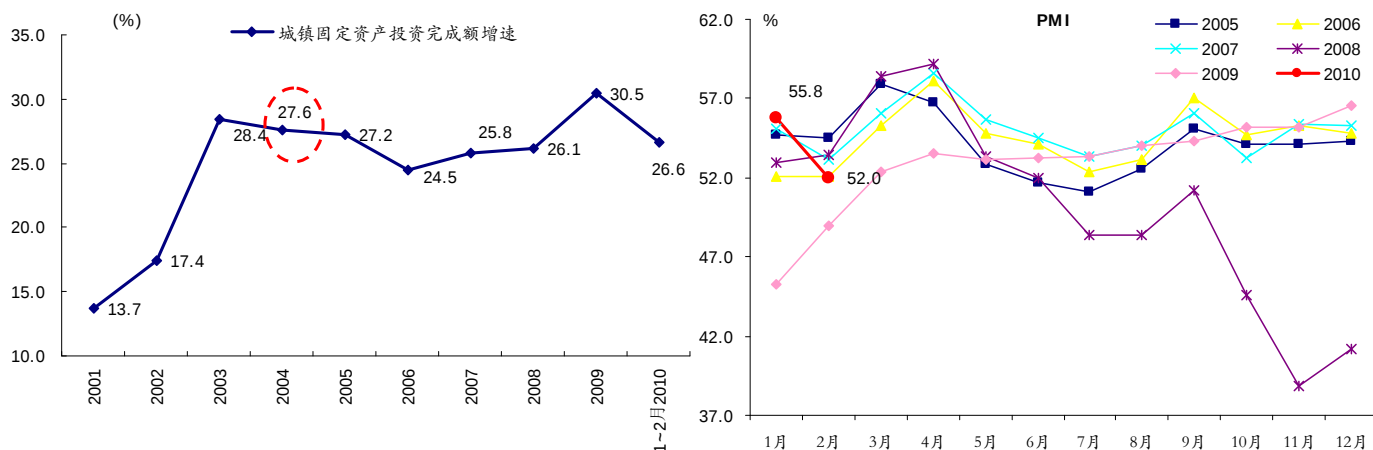
而且, 从去年下半年至今的一系列调控措施出台后, 一些领先指标显示经济已有降温迹象, 因此我们判断政策在保持目前力度的情况下转入观察效果的阶段。未来加息反映的是新通胀环境下的利率调整, 市场已有较强预期。

首先, 目前的政策调控与 2004 年经济出现严重过热的情况下大幅紧缩的情况完全不同。从经济增长在经济周期中的阶段、投资增速、进出口增速、通胀等指标来看, 目前经济只是处于从危机中复苏的状态, 并没有达到 2004 年那样的过热程度。

同时, 我们也看到投资和货币增速开始回落, 制造业和非制造业 PMI 等领先指标也显示经济有从高位回稳的迹象。

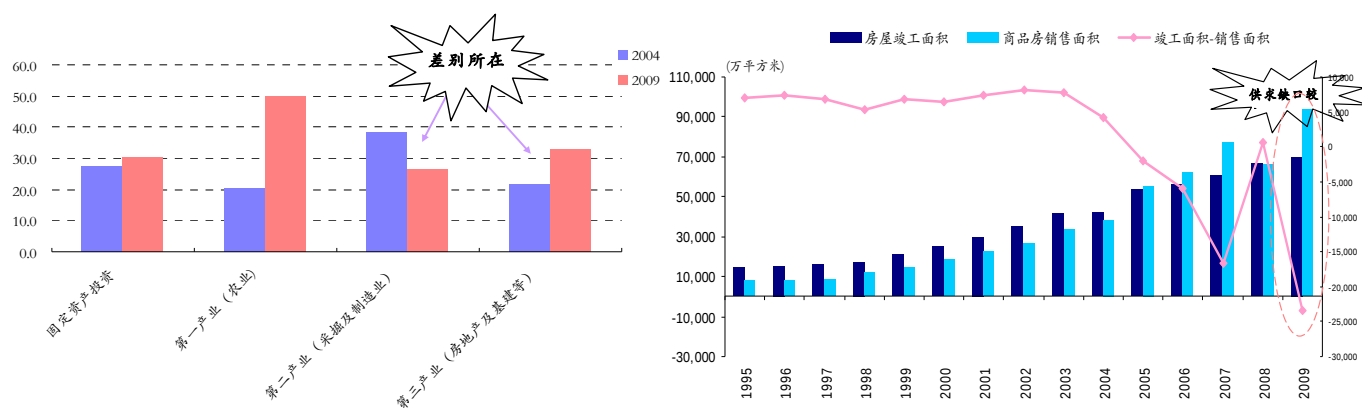
综合来看, 预计政府目前的政策松紧程度将持续一段时间, 短期内继续大幅加重的可能性不大, 政策处于观察期, 而对新开工项目的控制有助于调节经济增长的节奏, 与 2004 年年初经济过热的情况下政府出台大幅紧缩的措施的情形完全不同。

图表 6: 固定资产投资、PMI (右) 等指标已经有所回落



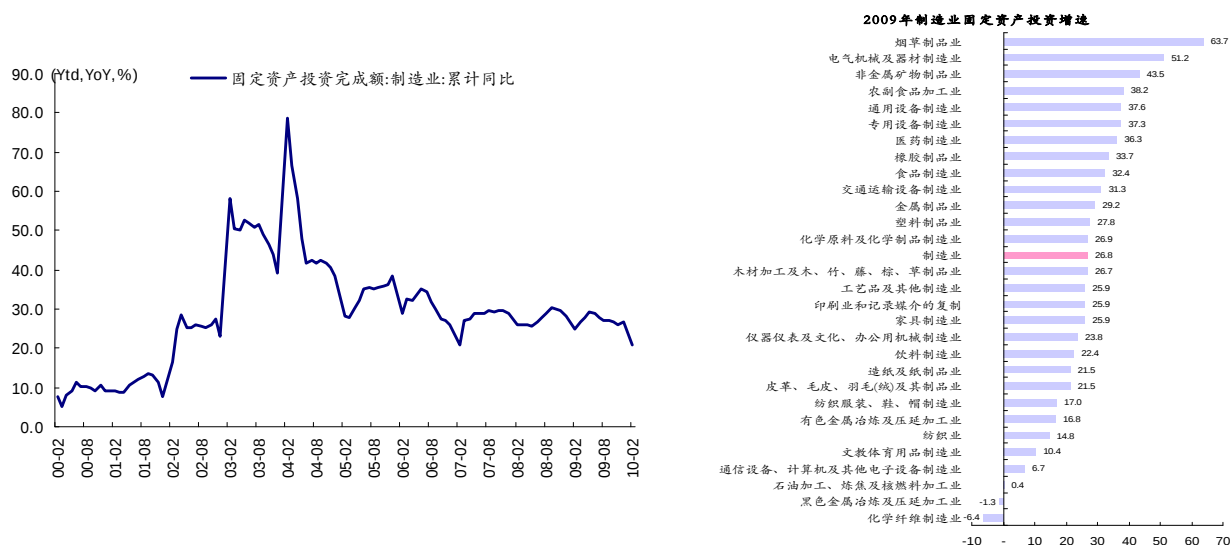
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 7: 投资增长的结构与 2004 年相比更健康



资料来源: WIND, 中金公司研究部

图表 8: 制造业分子行业的投资增速显示产能投资并无过度迹象



资料来源: CEIC、中金公司研究部

房地产投资真的有那么弱不禁风吗?

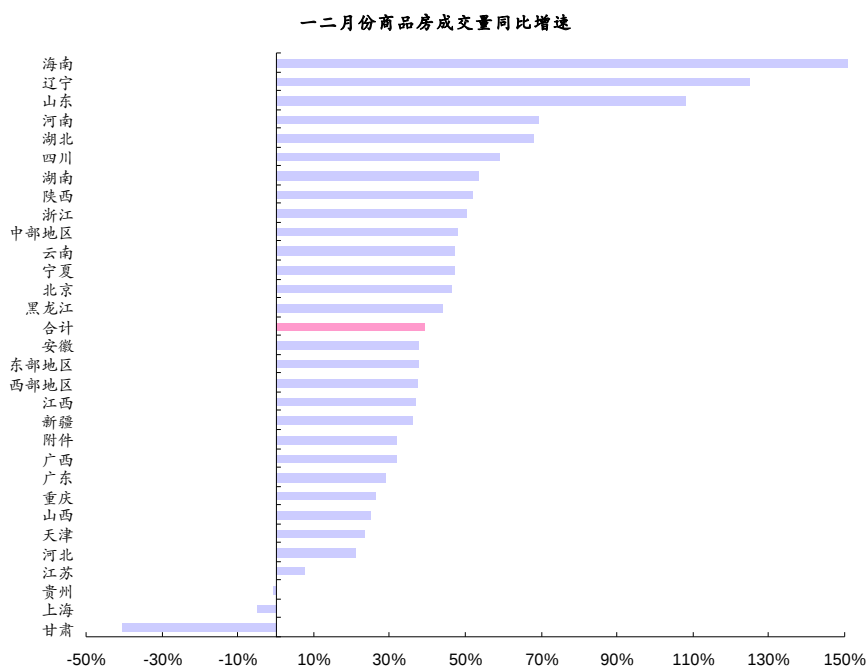
我们认为, 房地产的调控主要在于抑制投机性需求、打击囤地、鼓励开发商增加供应, 从而抑制房价过快上涨, 而不在于抑制自住和改善性需求。

从大的趋势来看, 中国目前的居民收入水平正处于“居住”和“出行”需求正在快速释放的阶段, 自住和改善性购房需求比较旺盛, 受政策影响较小。区域结构上, 东部及一线城市房地产市场发展早、需求满足程度相对高, 供应偏紧且房价上涨幅度比较明显, 房地产销售受政策调控的影响会相对较大, 但中西部及二三线城市房地产市场需求满足程度相对低, 且供应量偏大, 房价上涨幅度并不明显, 受政策调控的影响相对较小。从一二月份房地产成交量区域差异来看, 地区销售增长符合这样的特征。另外, 在去年高销售面积的情况下, 今年房地产销售即使小幅回落也属于正常。

在房地产销售仍然稳定的情况下, 供求偏紧的状况以及政府在鼓励加快周转、增加供应, 会使得房地产投资增长维持在较高的水平。历史的经验也显示, 在宏观经济和收入增长稳定的环境下, 房地产调控不会对行业投资造成大幅影响。在过去的历次调控中, 房地产投资均无大幅下滑, 房地产投资的大幅下滑只在危机中出现过(1997/2008)。

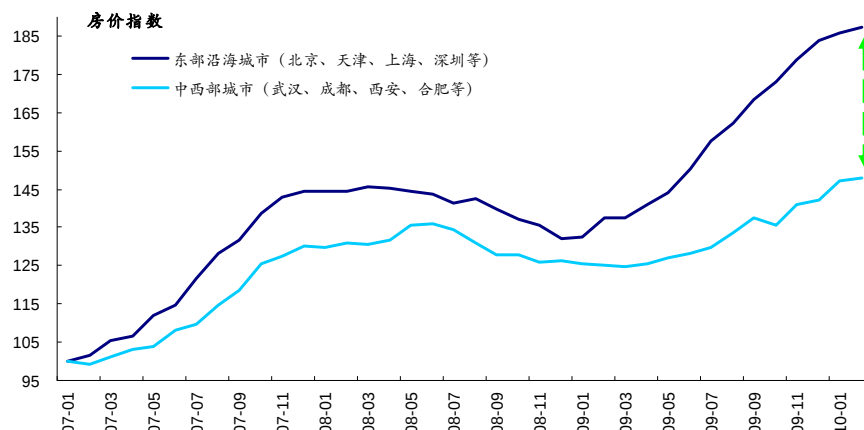
综合以上, 我们认为目前的信贷、流动性管理措施是在从危机应对状态回归正常化, 未来利率可能的上调也只是随通胀的上升从偏低的水平逐步回升, 并不是因为经济中出现过热。这种政策调整将减少未来经济过热、大起大落的风险, 中长期将使得经济增长更加平稳。在需求比较稳健的情况下, 地产调控对销售的影响相对有限, 销售增长可能因为房价涨幅、供应的情况而出现一些区域的分化, 但总体依然稳健。房地产投资供给偏紧、政府鼓励地产开发商加快周转的情况下, 有望保持较快的增长。

图表 9: 房地产成交量区域分化特征明显



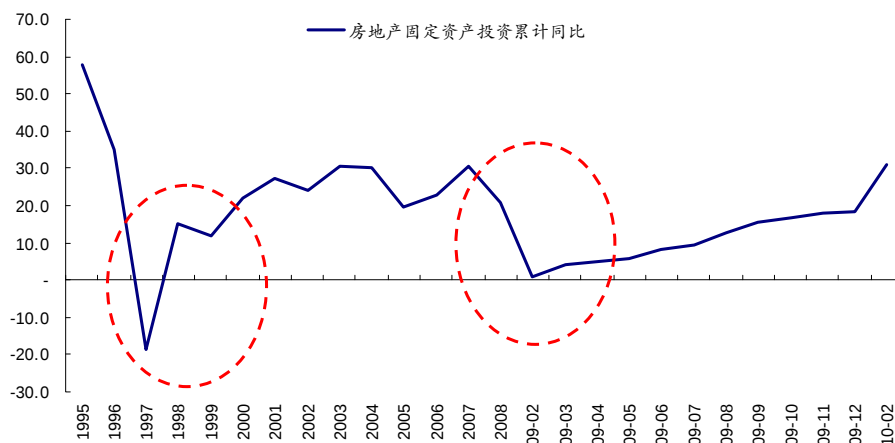
资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 10: 东部、一线城市房价相比中西部及二三线城市涨幅更明显



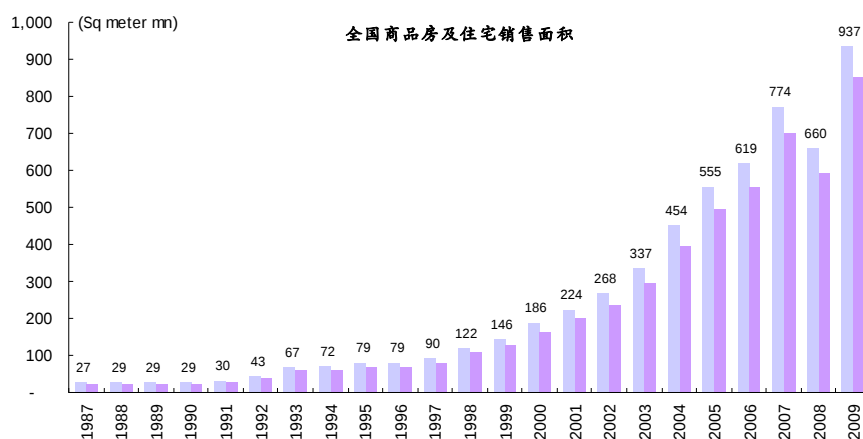
资料来源: 中金公司研究部

图表 11: 房地产投资增速只有在危机状态下才出现过大幅下滑



资料来源: WIND, 中金公司研究部

图表 12: 商品房和住房销售面积在去年大幅上扬之后预期有所回落



资料来源: WIND, 中金公司研究部

盈利有多大的下行风险?

综合自上而下及压力测试的分析结果,我们认为目前盈利预测风险很大程度上依赖于房地产销售和投资的情况。从年初两个月的房地产销售和开工的情况看,市场盈利下调风险不大。而且即使盈利有 10% 的下调,目前 A 股估值并不贵,下行空间也将有限。

为了探寻在政策调控情况下,盈利不及预期的风险最大可能来自哪些板块,我们将各子行业根据其盈利的确定性及受政策影响大小,分为房地产投资相关板块、消费相关板块、金融板块、电力及基础设施板块以及石油天然气板块。在这些板块中,盈利预见性最差且受政策调控影响最直接的是房地产投资相关的板块。我们认为,这些板块的盈利将是盈利风险所在,主要包括钢铁、建材、有色、煤炭、化工、建筑与工程、机械以及航运等。

从结构上看,盈利预见性较强的金融板块以及受政策调控较小的石油石化、消费等板块占全部盈利的 52.7%、18.5%、7.3%,而受政策影响较直接的房地产投资相关板块,其盈利预测占总体盈利的 17.5%。这部分盈利的不确定性是最大的。为了进行压力测试,我们假设这部分行业在 2010 年的盈利与 2009 年持平(目前自下而上的汇总显示这部分盈利 2010 年增长 62.9%,由于总体经济在增长且各行业的平均价格比 2009 年更有利,实际出现这种概率应该还是比较小的),结果显示,非金融行业盈利增长将回落到 20%,而市场整体的盈利增速也将回落到 23%,比目前的盈利增速低 9 个百分点,与我们自上而下分析中的悲观情形结果接近。

图表 13: 非金融行业盈利自上而下盈利预测的三种情形(自下而上依据中金的盈利预测)

非金融行业的盈利预测						
	基本增长假设 (%)			非金融行业盈利增速		对应当前盈利增速预测的调整空间
	固定资 产投资	出口	社会消费品 零售总额	自上 而下	自下 而上	
悲观情形	15	2	15	22.1		-18.5
基本情形	20	8	15	29.9	40.6	-10.7
乐观情形	25	15	15	38.6		-2

资料来源: WIND, 中金公司研究部

图表 14: 非金融行业自上而下的盈利预测对固定资产投资和出口增速的敏感性

		出口增速（%）								
29.9%		0.0	2.0	4.0	6.0	8.0	10.0	13.0	15.0	16.0
固定资产投资	12	18.9%	20.8%	22.6%	24.4%	26.2%	28.0%	30.8%	32.6%	33.5%
	13	19.4%	21.2%	23.0%	24.9%	26.7%	28.5%	31.2%	33.1%	34.0%
	15	20.3%	22.1%	24.0%	25.8%	27.6%	29.4%	32.2%	34.0%	34.9%
	17	21.2%	23.1%	24.9%	26.7%	28.5%	30.4%	33.1%	34.9%	35.8%
	20	22.6%	24.5%	26.3%	28.1%	29.9%	31.8%	34.5%	36.3%	37.2%
	22	23.6%	25.4%	27.2%	29.0%	30.9%	32.7%	35.4%	37.2%	38.1%
	25	25.0%	26.8%	28.6%	30.4%	32.3%	34.1%	36.8%	38.6%	39.5%
	27	25.9%	27.7%	29.5%	31.4%	33.2%	35.0%	37.7%	39.6%	40.5%
	30	27.3%	29.1%	30.9%	32.8%	34.6%	36.4%	39.1%	41.0%	41.9%

资料来源: WIND, 中金公司研究部

图表 15: 各大行业组利润的分布及增长情况

大行业组	二级行业	CICC Universe 占比 2010E	2010自下而上行业增 速	CICC Universe 净利润 2009E	2010E	大行业组盈利 增速	占比
消费相关 板块	食品饮料	1.8%	38.1	15,675	21,717		
	汽车及零部件	1.5%	31.0	13,826	19,053		
	家庭耐用消费品	1.1%	25.6	10,690	13,202		
	零售	0.6%	31.1	5,716	7,689		
	医疗保健	0.5%	17.8	5,533	6,520		
	技术硬件及设备	0.4%	32.4	4,142	5,312		
	酒店旅游及餐饮	0.3%	25.0	2,549	3,186		
	传媒	0.2%	6.2	2,831	2,996	27.5%	7.3%
	电信服务	0.2%	-29.3	3,916	2,767		
	林业与造纸包装	0.2%	47.7	1,485	2,193		
	软件及服务	0.2%	17.7	1,711	2,072		
	农业	0.2%	31.3	1,982	2,513		
	电子元器件	0.0%	n.a.	245	272		
	家庭日用品	0.0%	n.a.	124	306		
房地产投 资相关密 切板块	煤炭	4.9%	26.0	48,260	60,863		
	钢铁	2.7%	209.1	10,980	33,942		
	建筑与工程	2.6%	31.2	24,422	32,027		
	机械	2.5%	23.2	25,454	30,948	62.9%	17.5%
	交通运输服务	1.8%	463.9	4,107	22,186		
	有色金属	1.6%	107.1	9,389	19,448		
	建材	0.7%	45.0	6,175	8,988		
电力及基 础设施等	化工	0.6%	94.9	4,056	7,993		
	电力	1.9%	25.5	18,778	23,573		
	交通基础设施	1.1%	15.6	11,844	13,285		
	电气设备	0.9%	8.3	10,507	11,563	19.2%	4.1%
	城市公用事业	0.2%	87.4	1,256	2,106		
金融相关	综合	0.0%	n.a.	-	-		
	银行	44.5%	27.3	432,638	550,560		
	保险	4.3%	28.8	41,400	53,304	26.8%	52.7%
	证券	1.7%	9.2	19,742	21,562		
	房地产	2.1%	29.4	20,294	26,253		
	石油天然气	18.5%	35.6	169,629	229,112	35.1%	18.5%
	合计	100.0%	33.2	929,358	1,237,511	33.2%	
	金融	50.5%	26.7	493,779	625,427	26.7%	
	非金融	49.5%	40.6	435,578	612,085	40.5%	

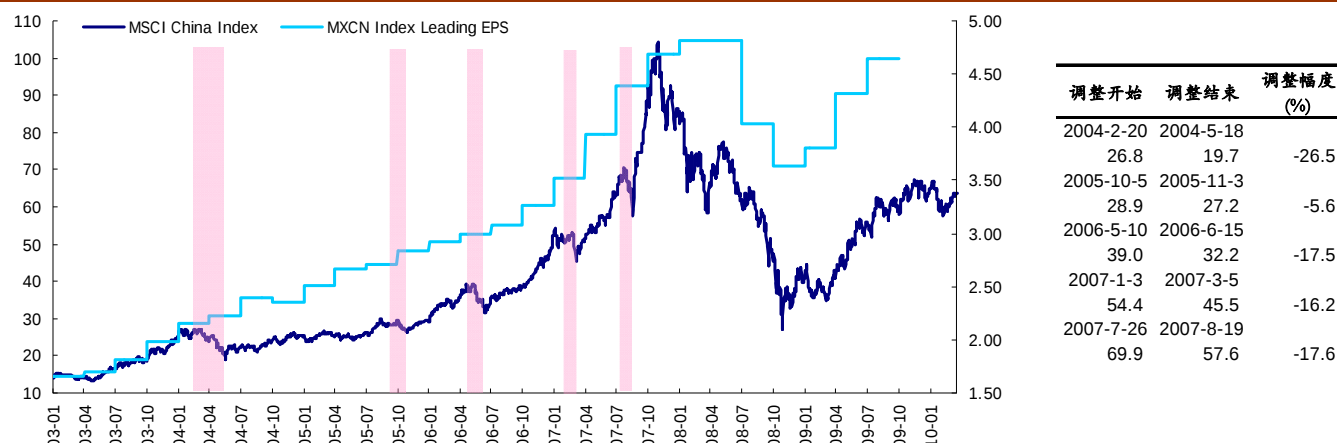
资料来源: WIND, 中金公司研究部

盈利上升期中，股市下行只是阶段性调整

另外，从其它地区股市的经验来看，在盈利上升的周期中，股市的调整只是阶段性的，而且调整幅度一般也不会太大。如香港的 MSCI China 指数，自 2003-2007 年的上升周期中，盈利趋势持续向好，股市在面临政策收缩的情况下，调整幅度都未超过 30%，而且一般经历过一段时间的调整之后，就进入上升通道。美国标普 500 指数在 1983-1987、1993-2000、以及 2002-2007 年的周期中，也都表现出这样的特征。

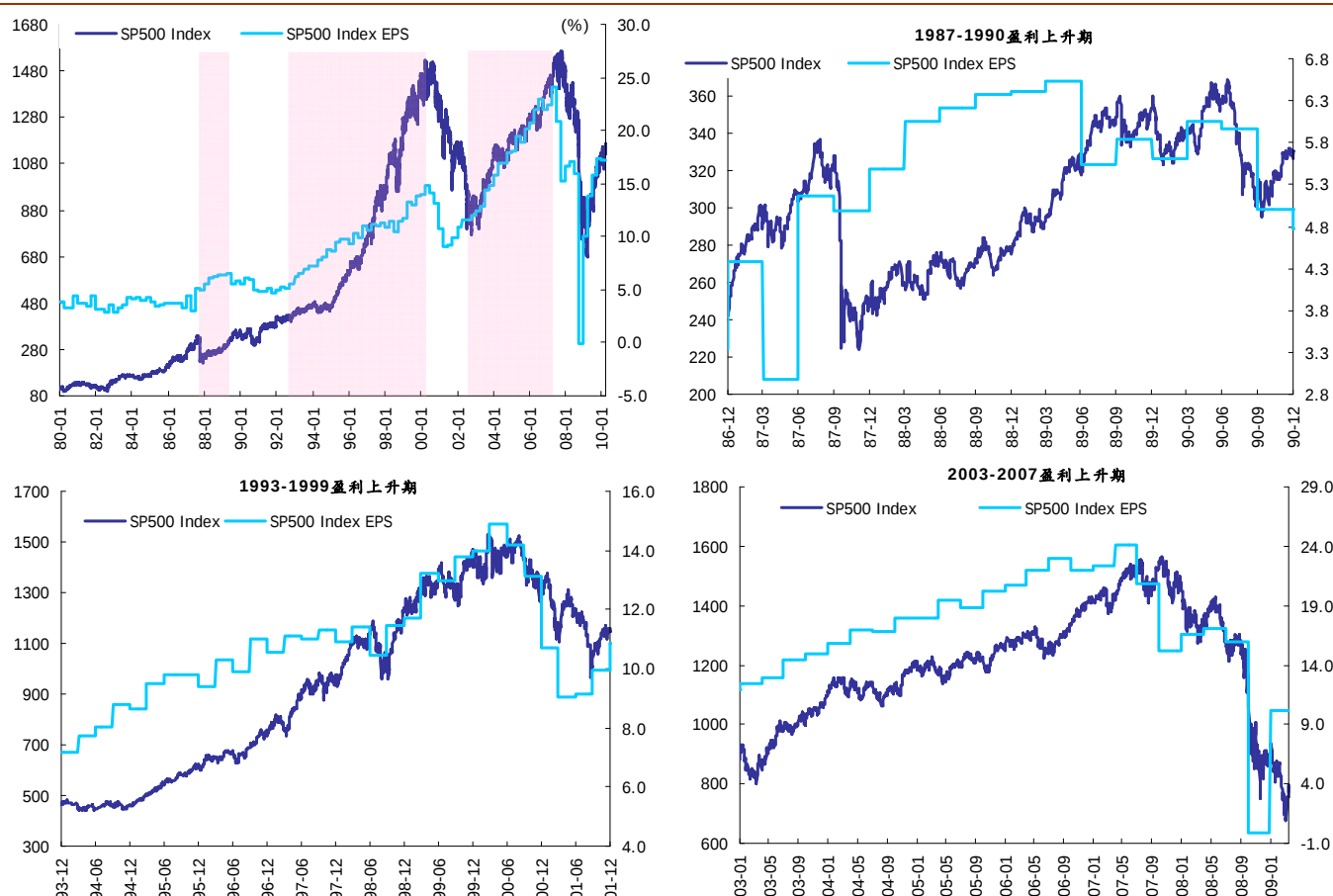
目前市场从去年 8 月份的高点至今，盘整已经持续了近 8 个月的时间，到最低点的调整幅度约 20%。目前估值整体处于合理估值的低端。未来随着经济好转趋势更加明确、盈利逐步确定，市场有望走出波段性的上升阶段。

图表 16: MSCI 中国指数与每股收益



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 17: 标普 500 指数与每股收益



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

周期性板块的吸引力在增加

从2009年8月份至今，受政策调整的影响比较大的周期性板块（金融及固定资产投资相关板块）相对跑输大盘已经持续了近8个月时间，且估值相对较低。我们认为，随着政策调整逐步得到消化，政策轮廓逐步清晰，经济和业绩数据将带来周期性板块在二季度相对较好的表现。

周期性板块表现低迷已久

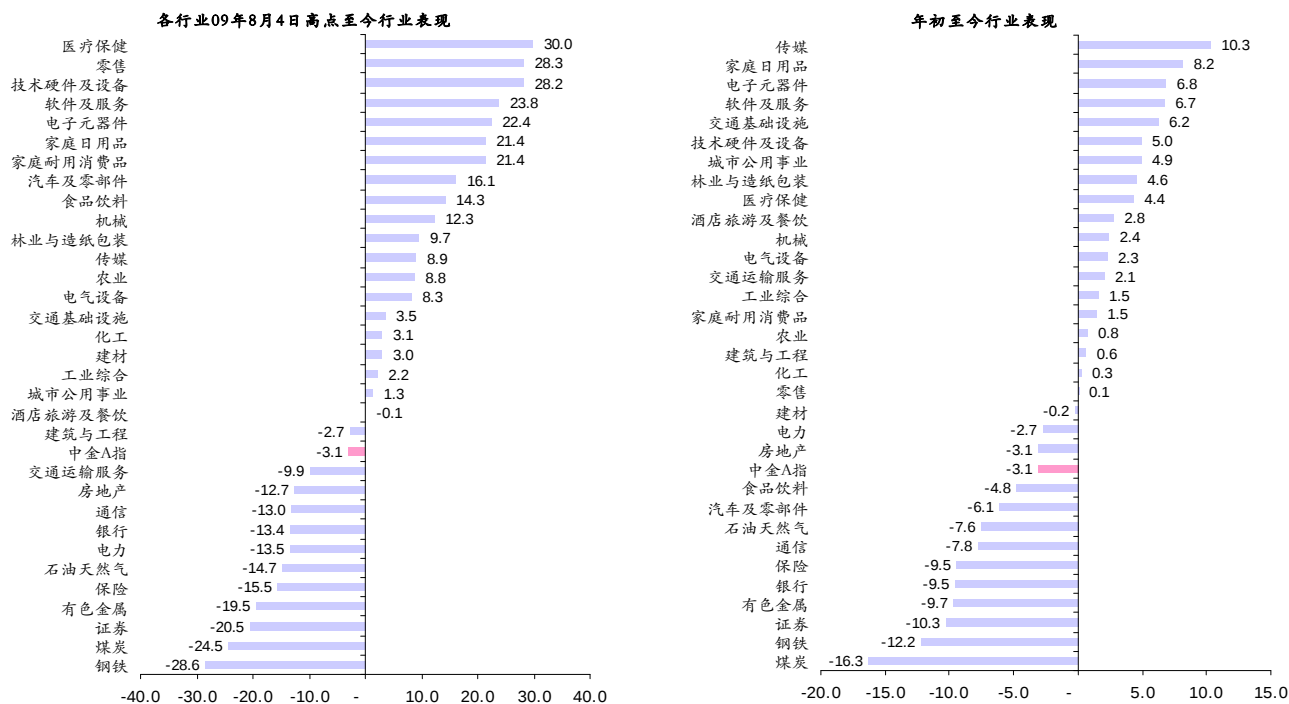
受政策调控及对增长前景担忧影响，周期性板块去年下半年至今表现持续低迷。年初至今固定资产投资相关板块如钢铁、煤炭、建材等以及金融板块表现依旧相对疲软。

图表 18：周期性与防御性板块相对走势



资料来源：中金公司研究部

图表 19：从2009年高点调整至今的行业表现以及年初至今的行业表现



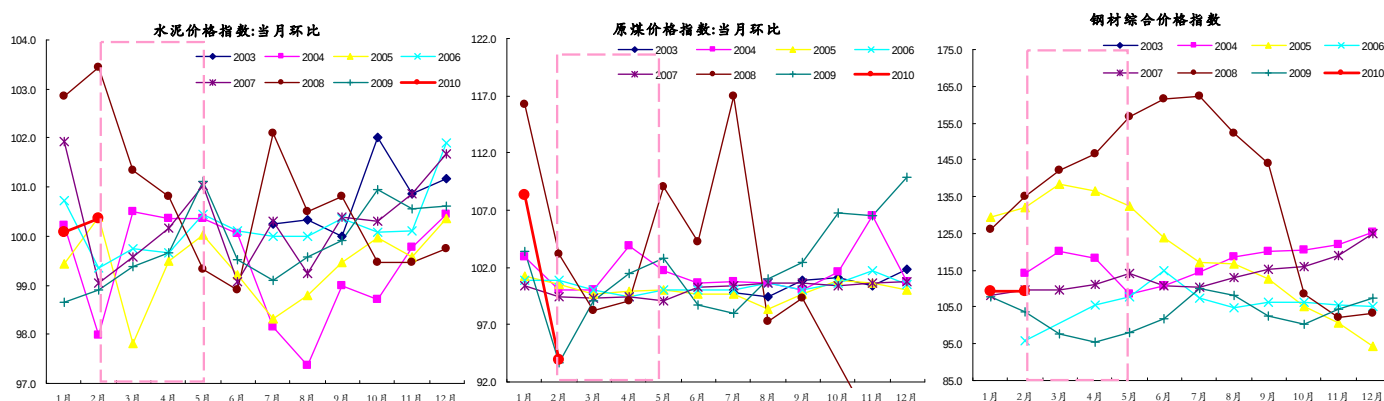
资料来源：中金公司研究部

二季度的环境支持周期性板块的相对表现

由于以下原因, 我们认为周期性板块有望从当前到二季度相对表现较强:

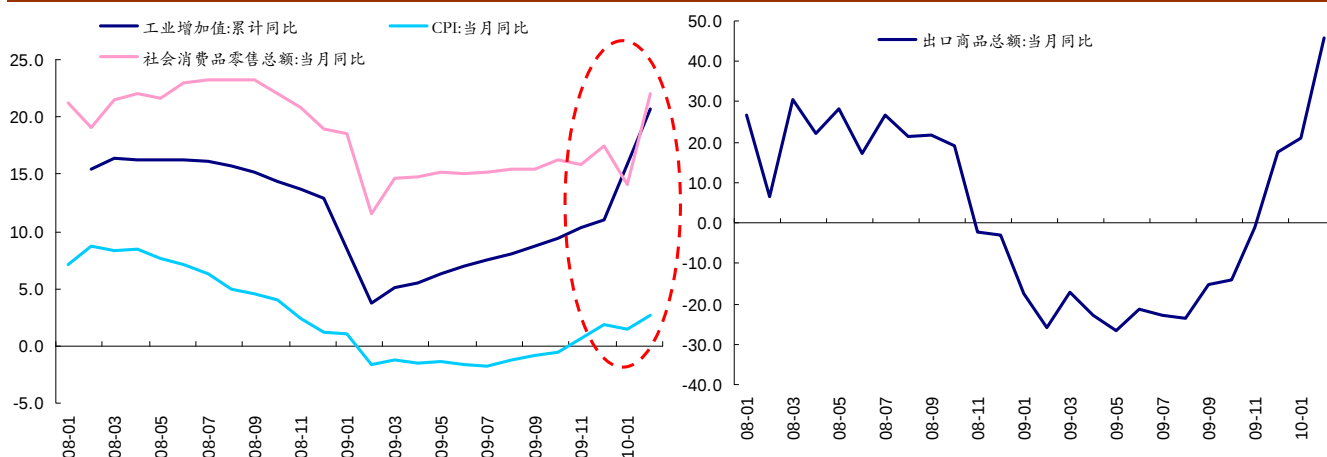
- 1) 从宏观层面的工业增加值、出口以及房地产销售与开工情况和价格走势来看一季度业绩将比较强劲, 特别是投资品板块。
- 2) 政策进入观望期, 而随着经济活动旺季的到来, 各行业数据有望显示出相对积极的信号。我们注意到房地产 1、2 月份的销售和新开工数据高于多数市场的预期。这意味着随着经济活动旺季的到来, 投资品相关的行业层面数据有望显示需求依然比较强劲的趋势。
- 3) 由于前期表现低迷, 目前周期性板块估值处于历史相对低位。并且从我们的基金仓位监测模型来看, 基金对于投资品相关板块的配置比例也处于历史较低水平。
- 4) 中国股市的历史经验也显示, 周期性板块有比较强的季节性。在经济活动旺季的 3-6 月份, 周期性板块的平均表现一般好于大盘。

图表 20: 钢铁、煤炭、建材价格在经济活动旺季到来受需求的支持而走强



资料来源: WIND、中金公司研究部

图表 21: 工业增加值、出口、消费品零售以及价格走势一季度表现稳健预示一季度业绩强劲



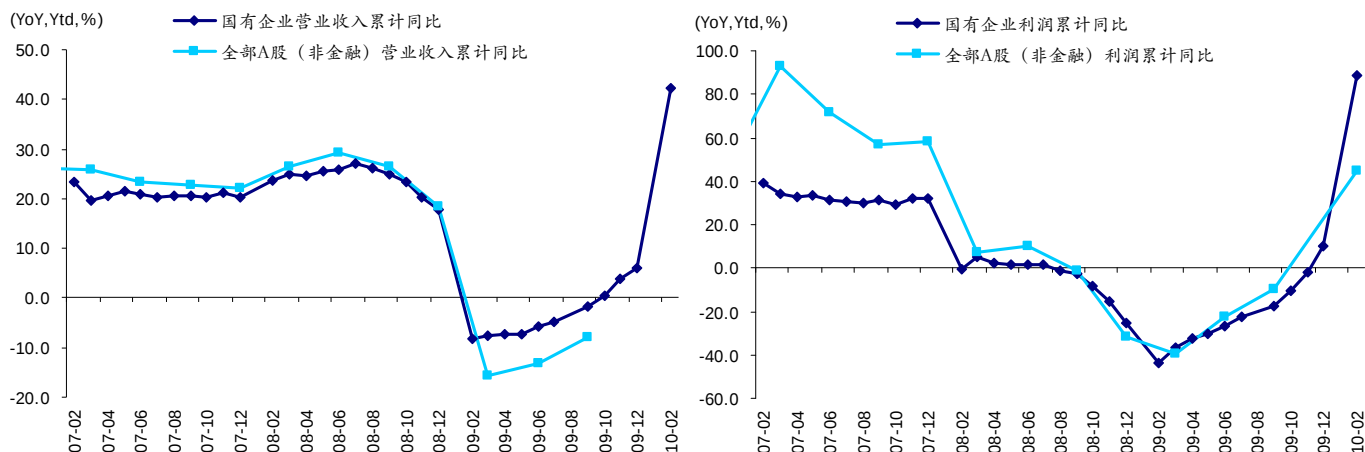
资料来源: WIND、中金公司研究部

图表 22：一季度业绩预计同比增长 44.5%，环比增长 23.5%

行业	A股总市值		净利润同比增长率(YoY,%)						净利润环比增长率(QoQ,%)				净利润全年占比		
	%	08A	1Q09	09A/E	1Q10E	2Q-4Q10E	10E	11E	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09A/E	1Q10E	1Q09	1Q10E
石油天然气	19.3%	-23.6	-9.2	12.9	48.5	32.7	35.6	17.1	-22.4	73.7	-8.2	-32.9	38.7	18.5	20.3
石化	0.3%	-481.8	181.9	131.1	162.0	-28.2	-12.1	-15.1	104.6	401.7	-33.1	-27.2	7.2	8.5	25.2
煤炭	5.5%	43.5	14.0	1.4	26.4	26.7	26.6	14.0	67.6	-1.5	4.3	-3.5	27.5	24.9	24.9
钢铁	2.8%	-49.4	-110.8	-42.1	683.3	115.7	203.1	12.5	93.1	57.0	1,542.2	-30.8	35.9	-10.9	21.1
有色金属	3.5%	-64.9	-117.2	-4.1	726.0	54.4	131.3	8.7	82.0	242.6	102.4	136.3	-8.2	-9.8	26.7
建材	0.7%	22.3	9.5	47.9	75.0	42.5	45.0	18.6	-50.1	296.6	7.3	-7.2	-55.7	7.6	9.2
造纸包装	0.2%	1.9	-90.9	-12.3	612.8	23.8	47.7	15.4	127.4	399.5	59.8	33.2	-33.0	4.1	19.6
化工	1.3%	8.7	-58.5	-42.0	105.3	94.7	96.8	36.6	987.3	15.1	8.1	34.8	22.3	19.7	20.6
电力	2.9%	-97.8	37.3	3,656.2	-2.8	30.4	25.5	8.8	676.9	108.8	25.7	-56.5	-15.0	14.6	11.3
城市公用事业	0.2%	129.1	-17.3	-38.7	-34.2	135.3	87.4	55.9	1.0	-25.9	-6.5	59.3	-40.3	28.3	9.9
交通基础设施	2.9%	1.7	-22.4	-5.1	30.3	12.4	16.3	10.8	20.5	15.2	10.9	-7.5	10.2	21.7	24.3
交通运输	2.6%	-120.3	-122.5	52.0	183.8	1,247.9	465.3	39.6	92.2	94.1	-423.5	103.2	8,319.2	73.5	16.9
机械	2.6%	4.2	-30.9	1.8	54.4	17.0	23.2	29.6	1.8	48.1	-17.1	56.8	-35.3	16.8	21.0
电气设备	2.0%	-11.9	-3.2	41.9	18.8	13.6	14.6	13.4	57.8	47.1	-10.2	5.2	-14.6	19.2	19.9
建筑	2.9%	-27.3	66.1	99.7	30.5	27.6	31.3	23.2	74.8	69.6	-6.4	7.4	-28.1	13.3	15.8
银行	22.6%	33.1	-8.5	15.5	25.9	27.7	27.3	18.7	157.0	6.7	0.7	-18.8	44.3	24.9	24.7
证券	3.6%	-53.3	-22.0	40.3	41.5	-2.4	8.8	3.4	40.2	47.3	-5.3	-8.8	13.0	17.1	25.6
保险	6.3%	-75.9	-28.7	243.0	48.8	24.5	28.8	16.0	271.4	85.7	-23.7	3.1	1.9	17.4	20.2
房地产	2.7%	-4.4	14.9	43.2	33.7	29.3	29.8	21.7	-59.3	162.4	-52.2	180.0	-62.0	11.9	12.3
电信服务	0.9%	250.5	-3.2	-80.2	-50.7	-20.2	-29.3	20.5	-92.5	-13.2	-10.4	-9.8	-29.7	29.9	20.8
软件及服务	0.5%	3.3	59.8	29.3	-31.1	32.4	17.7	25.0	-26.0	23.5	-33.1	51.8	-45.0	23.2	13.6
技术硬件及设备	0.6%	38.5	40.7	50.7	38.7	32.0	32.4	17.6	-80.7	397.1	-35.9	137.0	-81.6	6.0	6.3
传媒	1.1%	-1.6	0.0	24.3	11.2	3.0	6.3	14.6	-35.7	129.5	-50.4	38.4	-24.8	15.9	18.5
家电及相关	1.2%	12.0	-33.2	41.7	49.1	19.6	24.0	15.9	98.3	135.6	-26.8	-4.6	-9.5	14.9	17.9
零售	1.0%	17.0	0.3	25.8	25.0	32.9	31.2	26.7	17.4	30.0	-6.6	6.2	-3.1	20.8	19.8
汽车及零部件	2.6%	-45.6	-49.3	171.9	308.0	-0.2	30.0	13.0	181.6	138.9	42.8	0.2	19.4	9.8	30.7
酒店旅游	0.6%	1.9	38.1	24.7	-21.6	32.3	22.4	14.7	12.4	49.6	-6.0	-0.4	-41.5	18.9	12.3
服装及纺织品	0.4%	-25.0	46.6	28.3	3.5	14.4	10.5	9.2	315.6	-31.5	-25.8	17.9	72.9	35.8	33.6
食品饮料	3.2%	3.6	23.3	75.3	42.7	38.5	39.6	26.2	3,605.5	-14.6	12.5	-19.0	83.3	27.8	28.4
医疗保健	1.3%	1.1	32.0	47.6	52.3	10.4	17.8	26.7	3.1	14.5	-9.7	139.6	-38.5	17.7	22.9
农业	0.7%	-15.5	-52.2	38.9	117.8	13.2	23.8	8.3	22.3	257.7	-16.9	6.9	-32.3	9.3	17.1
小盘股	1.1%	13.4	-20.9	20.5	60.9	59.6	59.8	34.7	-24.6	58.0	5.8	25.2	-23.1	15.8	15.9
合计	100.0%	-10.7	-20.5	21.9	44.5	30.0	33.2	17.9	198.6	32.9	-0.2	-12.5	23.5	20.6	22.5
金融板块	32.5%	10.7	-10.5	23.2	27.8	26.1	26.6	17.9	195.0	12.7	-2.0	-16.7	38.9	24.0	24.3
非金融板块	67.5%	-26.7	-33.0	20.5	72.3	34.2	40.7	17.8	204.9	66.4	1.8	-8.0	8.8	16.7	20.5

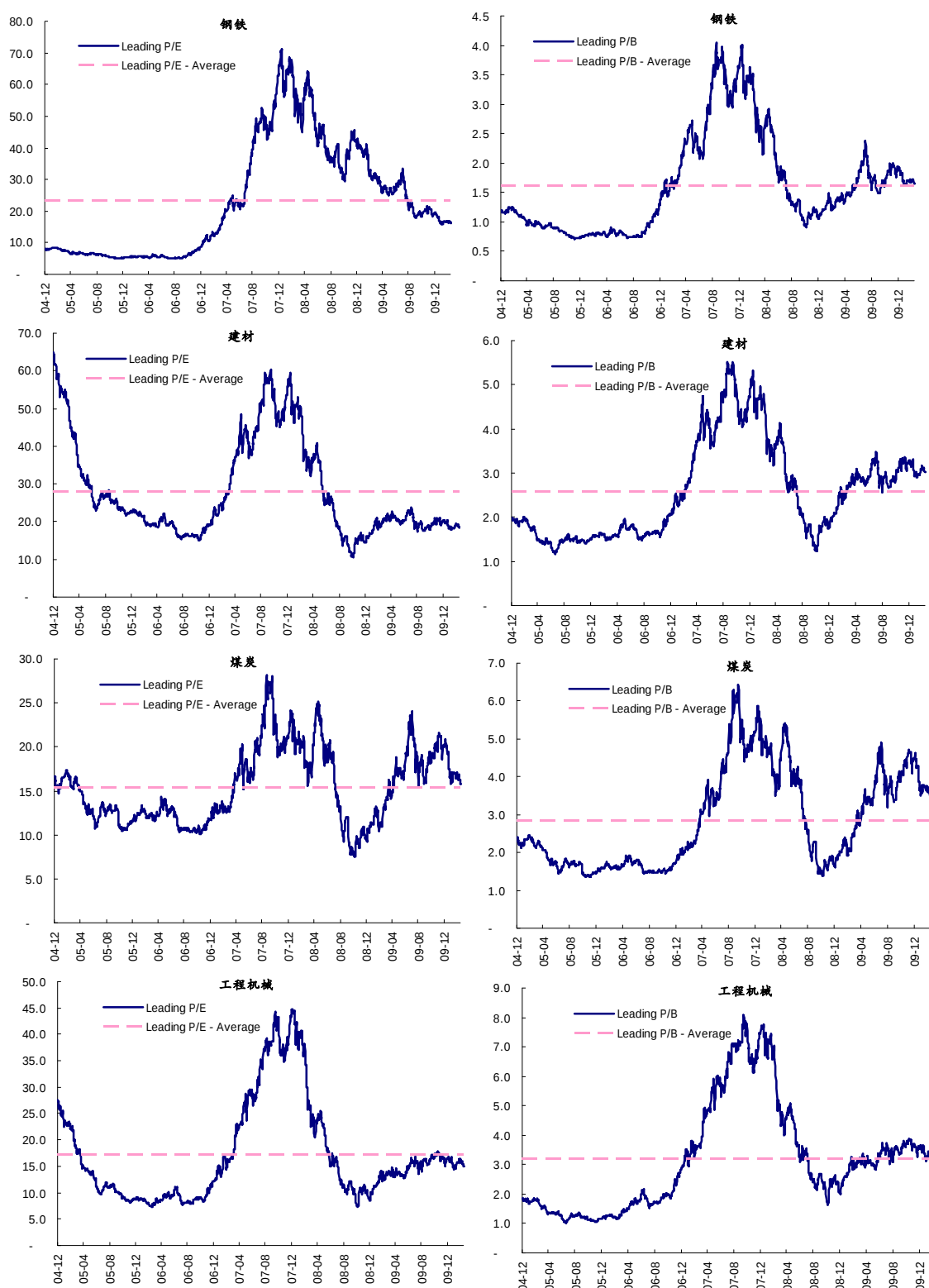
资料来源：Tx info、中金公司研究部

图表 23：国有企业 1/2 月份利润也显示一季度业绩可能比较强劲



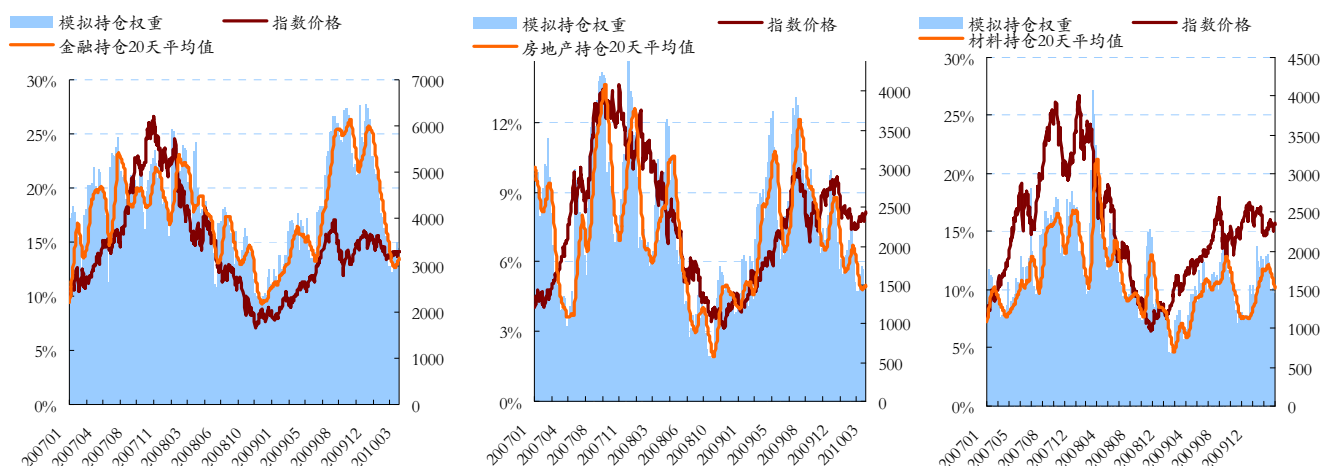
资料来源：WIND、中金公司研究部

图表 24: 周期性板块目前的估值处于历史相对比较低水平



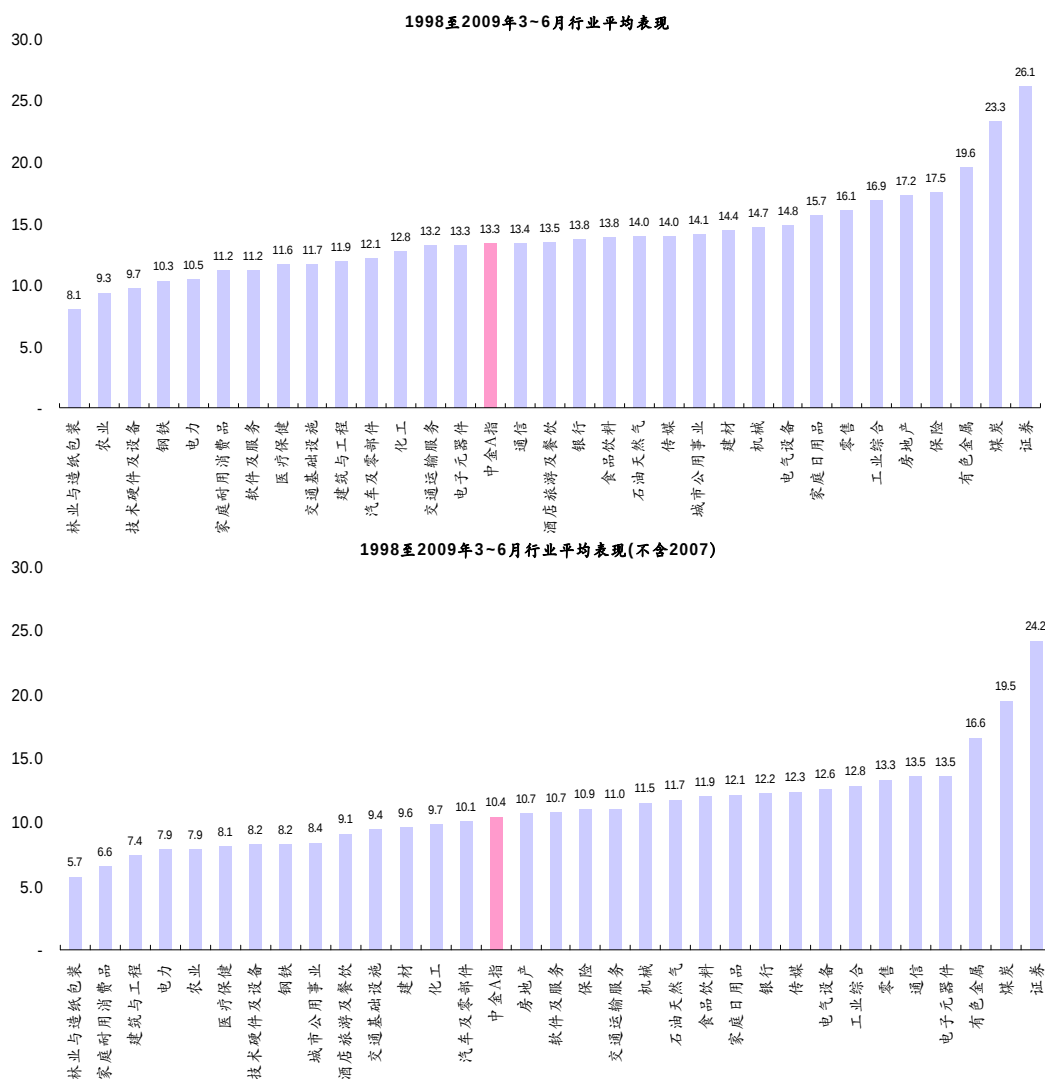
资料来源: WIND、中金公司研究部

图表 25: 模型测算显示股票型基金金融地产以及基础材料类的股票配置已经大幅降低



资料来源: 中金公司研究部

图表 26: 中国 A 股市场周期性板块在 3-6 月份经济活动旺季平均表现好于大盘



资料来源: 中金公司研究部

二季度市场展望：震荡上升走势可以期待

市场关注将由政策转向基本面

市场从 2009 年 8 月份进入盘整区间已经持续了近八个月时间，对政策及其实施效果的担心是市场持续低迷的主要原因。展望二季度，政策的轮廓已经逐步清晰，而基本面走势对市场的影响将成为二季度市场的主要焦点，市场关注将由政策转向基本面。

- 1) 房地产销售开工及部分耐用消费品的销售：从一二月份房地产销售和开工来看，总体需求稳健，结构分化。房地产销售好于预期也意味着中国居民家庭消费需求依然旺盛，其它方面的需求有可能维持强劲，包括耐用消费品特别是汽车等的需求。
- 2) 房价与物价的走势以及相应的政策调整：房价和物价走势是二季度值得重点关注的方面，因为这是判断政策走势的很重要指标。我们认为，市场对随着物价的回升、二季度可能加息已经有所预期。房价方面，目前从需求及供给的对比来看，部分区域的房价有望继续保持上涨态势。但北京近期宣布改变土地出让方式来应对高地价，显示行政调节的手段有望成为抑制房价过快上涨的主要手段之一。而且即使房价明显上涨，从当前到针对区域性房地产的调节措施出台仍需要时间。
- 3) 人民币升值预期：如果经济走势相对比较稳健、通胀逐步上升，人民币升值有可能在二季度开始启动。从历史上看，人民币升值预期对 A 股市场的走势也有一定的支持。
- 4) 海外市场走势：一季度业绩、劳动力市场的进一步稳定和回暖以及美联储保持宽松货币政策的基调，有望支持海外市场在未来几个月内继续走强，对 A 股的走势形成支持。

图表 27: RMB 升值预期与 A 股市场走势

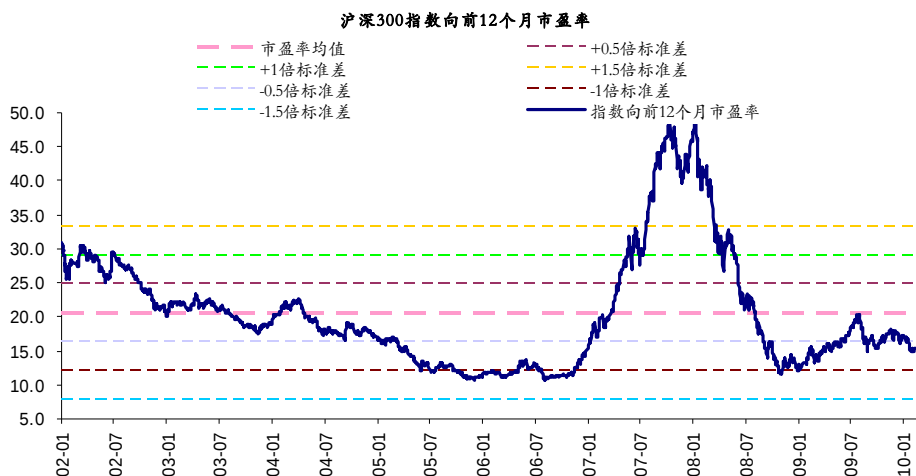


资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

当前市场总体估值处于合理估值的低端，存在回归带来提升空间

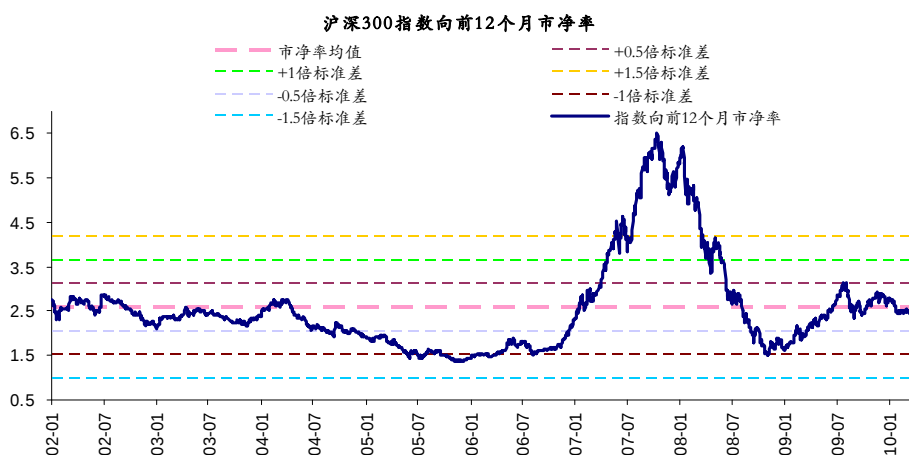
我们在年度策略报告中对 A 股的估值体系作了梳理，结合当前中国的增长环境及市场结构的变化，我们认为 A 股市场合理估值将在 15-20 倍的区间。目前根据中金的盈利预测沪深 300 指数向前 12 个月市盈率为 15.2 倍，处于合理估值的低端。根据股利折现模型，结合目前的盈利及利率环境（未来可能有上升空间），我们测算到当前指数的合理估值应该为 17.1 倍。从另外的角度看，目前 A/H 股溢价只有 14%，而历史的均值在 30% 左右，可能意味着目前 A 股存在一定的低估，而且 A 股的整体盈利增速也快于香港中资股。

图表 28: 沪深 300 指数的市盈率区间



资料来源: Tx info、中金公司研究部

图表 29: 沪深 300 指数的市净率区间



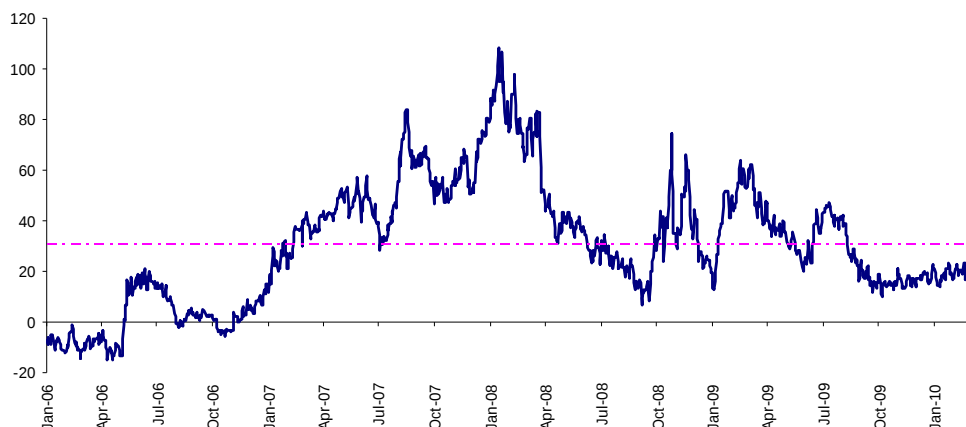
资料来源: Tx info、中金公司研究部

图表 30: 三阶段股利折现模型显示指数当前对应的合理估值应该在 17.1 倍

假设项目	2009E	2010E	2011E	永续水平
	09E	10E	11E	Perpetual Level
净资产收益率	13.8	16.1	16.0	
股息付息比例	32.3	30.8	29.4	36.0
第一阶段增长	16.0			
第二阶段增长	12.0			
永续增长	5.0			
无风险收益率	4.25			
风险溢价	6.00			
股权资金成本	10.25			
				目标(Target PE) 17.1

资料来源: Bloomberg、中金公司研究部

图表 31: A/H 股溢价水平也处于历史低位



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

市场有望在二季度底前走出阶段性上升行情

我们认为,政策轮廓的逐步清晰、基本面走势有望好于谨慎的预期,将支持大盘在二季度底前走出阶段性上升行情。前期表现相对低迷的周期性板块相对表现有望好于大盘。建议逐步从前期相对表现较好的非周期性板块逐步转换到周期性板块。二季度我们建议超配保险证券、投资品以及可选消费,低配公用事业、基础设施以及石油石化。具体行业配置建议见下表。

在市场情绪相对走好的情况下,主题投资也有望保持阶段性的活跃。预计三网融合、世博会、物联网、低碳、区域开发、高铁建设及相关等主题随着各主题相关消息流也将成为市场阶段性的热点。不过,由于这些主题已经被市场追捧了一段时间,相关个股估值普遍偏高,自下而上的区分趋势的实质受益者才能获得超额收益。

风险因素则在于,通胀和房价走势如果比预期的快,有可能引发政策更严厉的调整;海外市场如果出现调整也将对A股形成牵制。

图表 32: 2010 年二季度行业配置建议

行业分类	配置评级	主要理由
钢铁、建材、工程机械、重卡、焦煤等投资性周期性品种	超配	整体上相关板块已经持续低迷了较长时间,基金普遍配置偏低。但经济活动旺季的到来以及房地产销售和开工有望好于此前相对审慎的预期,支持投资品相关行业的数据价格及量的数据走好,支持相关行业的表现。房地产投资增长有望持续,带动相关行业需求稳健增长。煤炭行业特别是焦煤受钢铁需求旺盛的带动,价格有望保持在高位。
保险、证券	超配	经济持续复苏趋势以及通胀预期上升有利于金融机构。保险公司受益于长期通胀预期上升带来的收益率曲线陡峭化趋势。资本市场的活跃有利于证券股,虽然2010年平均成交量是否可持续在高位仍存不确定性,但板块估值相对合理,可能的业务进展有望支持的板块机会。
可选或耐用消费品(汽车及零部件、旅游、航空、传媒等)	超配	更多的居民其收入达到了消费升级的水平,劳动力供求关系向供方倾斜,有利于收入分配向劳动者倾斜,从而支持消费升级的进程,耐用消费品的销售有望好于此前相对审慎的预期。汽车销量有望持续增长,生产规模扩大可能部分缓解原材料成本上升的压力,零部件可能相对更好。航空板块有望受益于客座率和票价的提升,人民币升值也对板块形成支持。
银行、地产	标配	房地产持续受益于低利率、通胀预期的上升、人民币升值预期,2010年业绩提升的趋势比较明确,但房价如过快上涨则面临政策不确定性。银行板块基本面依然稳健且估值较低,但由于板块权重较高,在流动性相对并不充裕的情况下难以大幅表现。如果上升行情进行到中段,银行板块可能出现补涨行情。
有色、化工、航运等受国际环境影响较大的周期性品种	标配	美联储宽松货币政策仍将持续支持大宗商品价格中期表现。但目前股价对应的估值依然缺乏吸引力,且需求恢复到产能再次紧张、支持价格大幅上涨仍需要时间。化工、航运等受国际价格影响的周期性品种也具有类似的特征。在全球需求逐步复苏的支持下,存在阶段性交易机会。
必需消费(医疗、家庭日用品、超市、农业等)	标配	随着经济的逐步改善和收入的增长,消费者信心的恢复和预期的好转将带动消费的进一步上涨;但是从政策预期上看,完善社保体系、加大公共财政投入、以还富于民为导向的税收改革、消费服务行业的管制放松等措施无不围绕拉动居民消费为目的。关注医疗、教育、传媒板块在政策预期下的投资机会。
电信、通讯设备及软件服务	标配	电信、设备及软件服务行业周期直接取决于电信行业投资的周期,与宏观经济与固定资产投资增速短期的联动性并不显著,具有一定防御性。但基于3G应用的逐步推广,对于通讯设备及相关后续服务的需求有望超出预期,我们看好3G相关设备及服务板块的表现。软件板块的机会重点在于出口的回暖是否能够超预期。
石油石化	低配	虽然成品油价格根据机制调整带来阶段性机会,人民币升值也有望利好进口原油占比较高的石化企业,但是盈利弹性相对较小,而且在通胀上升的背景下也存在现有价格机制是否能够如期实现也面临政策风险。
公用事业	低配	发电量有望出现恢复性增长,利用小时逐步恢复。但煤价的上扬带来成本压力,而电价的上涨在通胀上升的情况下预期可能较难实现,受政策管制的风险较大。除了部分公司可能有资产注入的预期之外,整体盈利难以有较大的想象空间。可适当关注资源品定价机制改革带来的交易性机会。
基础设施(港口、铁路、机场、高速公路)	低配	年初至今跑赢大盘,已经较为充分地反映盈利好转的预期。盈利增长对经济复苏的敏感性相对较低。行业整合及营运数据的改善可能会给相关个股带来阶段性交易机会。

资料来源: 中金公司研究部

转型视角下的中长期产业趋势和投资启示

“日本从大战以前就一直苦于劳动力过剩……,不过,在经济增长过程中,这种情况很快就改变了。首先,在自主经济的形成过程中,随着工业化的进展,对青年劳动者的需求增加了,不光是次子三子们,就是长子们也都离开了农村,到60年代初以后,除了长子们以外,甚至连户主们也到城市谋职了。另一方面,由于农业机械化,进而形成了只有老夫妇和儿媳在家务农的所谓“三老(老爸、老妈、老婆)农业”。

-----《日本通商产业政策史》中文版第1卷第57页,劳动者与经济增长

“民工荒”将是趋势性的

“民工荒”的不断出现,反应的是中国农村剩余劳动力转移正在逐步接近尾声,中国劳动力成本整体面临上升的趋势。劳动力成本上升是中国产业结构性和区域性中长期调整的先兆。

中金宏观组在3月15日的《“民工荒”问题探究》报告中对中国当下的民工荒问题进行研究,显示目前的民工荒问题主要由民工老化、中西部机会增多等原因导致,并没有出现全国范围的“民工荒”,但随着中国经济规模的逐步扩大,农村可转移劳动力的逐步减小,劳动力的结构性短缺问题将越来越严重。中国社科院学者蔡昉的2007年基于2005年的农村调查数据显示,当时农村可转移劳动力只有4357万。考虑到这些年经济的快速发展、中西部劳动力输出主要区域经济增长更快,以及民工这些年的逐步老化,可转移的农村劳动力进入拐点区域将是不争的事实。

劳动力成本上升推升三大产业趋势

根据我们对日本、韩国以及台湾等地区在劳动力成本开始提升之后出现的产业趋势,特别是日本产业趋势的研究,我们认为在居民收入水平和传统制造业发展到一定水平之后,劳动力成本提升将给中国带来三大中长期趋势:

- 1) 制造业进入规模平稳提升和产业内重组整合阶段,在经济中占比逐步萎缩,传统制造业行业内重组与整合趋势更为明显;
- 2) 高附加值装备制造及技术密集性产业规模迅速壮大与产品档次提升;
- 3) 消费和服务总量的扩大与结构的升级。

图表 35：劳动力成本上升背景下的产业变化趋势



资料来源：日本统计局网站、中金公司研究部

我们在这里简要概括主要结论，详细内容请参看我们即将发表的相关专题研究报告。

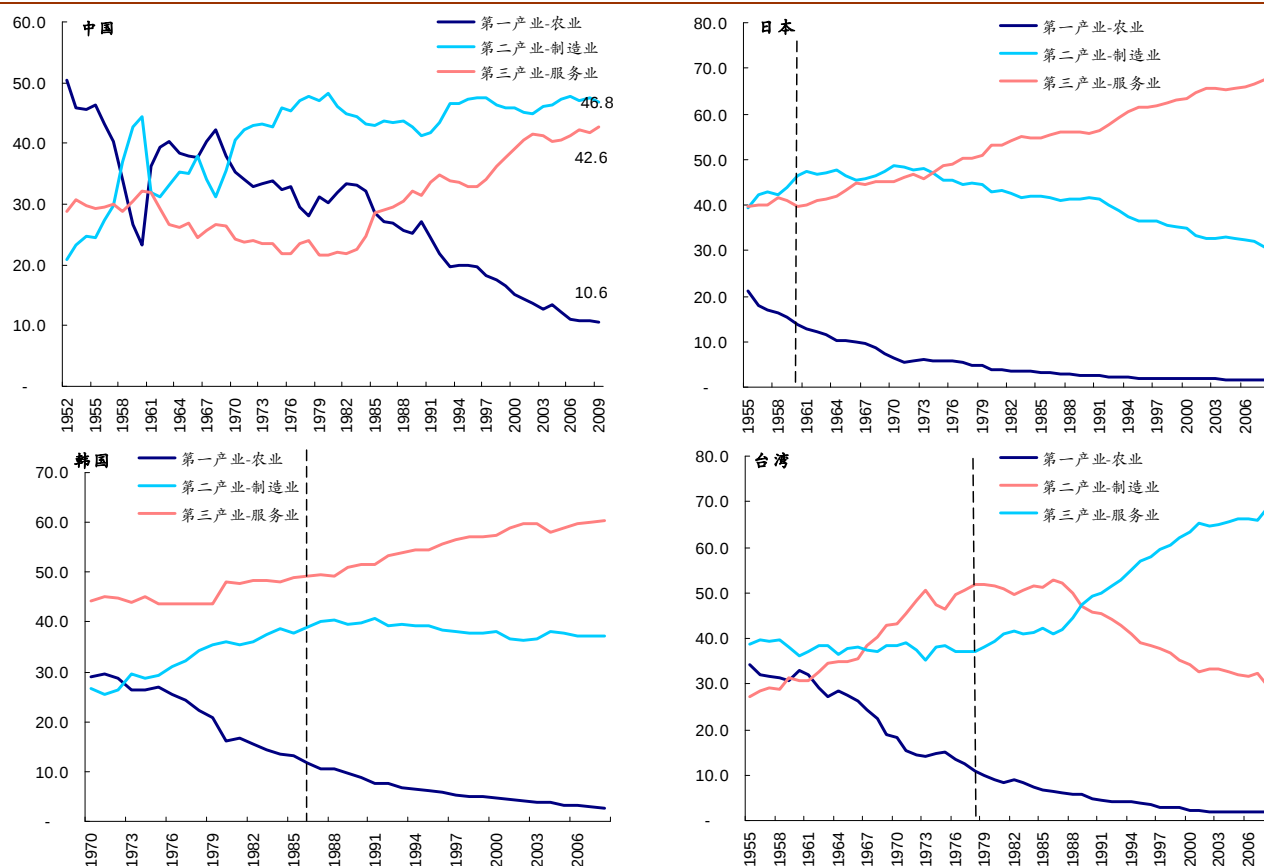
制造业相对萎缩，传统制造业行业内重组与整合趋势更加明显

如开篇所描述的情景，中国当前面临与日本在 1960 年代初类似的问题，那就是农村劳动力向城市的转移正在接近尾声，全社会整体的劳动力成本在趋于上升。研究日本的经验后，我们发现从 1960 年代开始，日本制造业占 GDP 的比例进入稳定阶段，从 1970 年开始迅速下降。制造业占 GDP 的比例从 1960 年年初接近 50% 下降到 1980 年代的 40% 左右。

除了制造业整体相对规模的萎缩外，随着劳动力成本以及其它相关成本的提升，制造业内规模扩大空间不大、附加值相对比较低的产业随着成本上升带来的压力必将进入产业内的重组与整合阶段。这一趋势在日本当年也反映得非常明显。我们注意到进入 1960 年代以后，“厚重大长”型的重化工业以及满足普通消费需求的传统消费品制造业，虽然行业销售和产值绝对规模在扩大，但行业内的企业数据增加得非常缓慢，表现为产业内收购兼并与重组的力量使得行业集中度提高、单个企业的平均规模的提升（图表 37、38）。根据《日本通商产业政策史》第十卷的描述，1960 年代日本企业兼并重组活动也进入高峰时期（图表 39），并购案例急剧膨胀，反映的就是这种趋势。

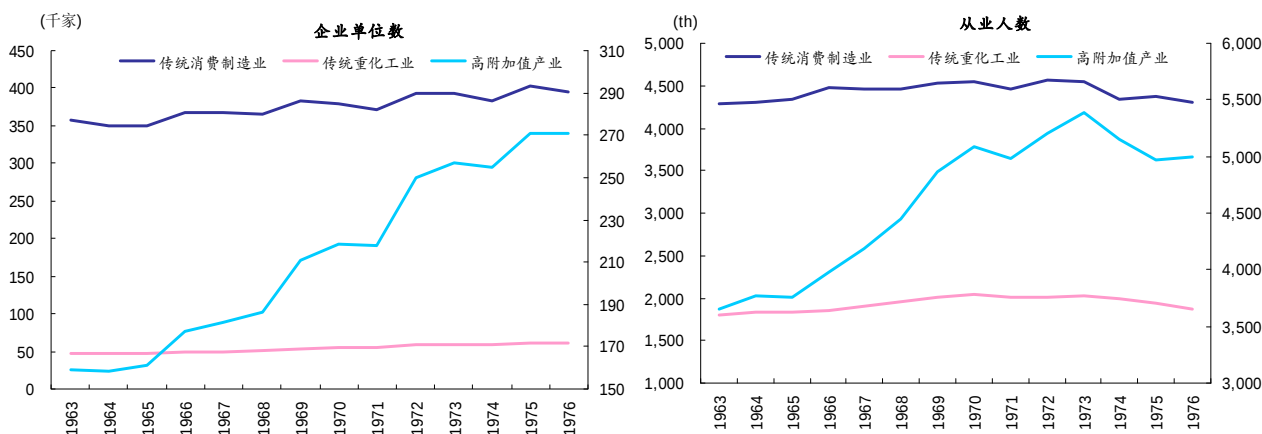
我们系统梳理了中国各产业的行业集中度（不仅包括制造业，也包括众多服务业），如图表 40 所示。我们认为传统制造业领域，包括钢铁、煤炭、建材、食品饮料、纺织服装等将是未来中国兼并与重组案例密集发生的行业，已经处于行业龙头地位、资产负债表与现金流状况相对较好的企业将有望受益于这种趋势。

图表 36: 中国各产业结构占比与日本 (右上)、韩国 (左下)、台湾 (右) 当年的情况类似

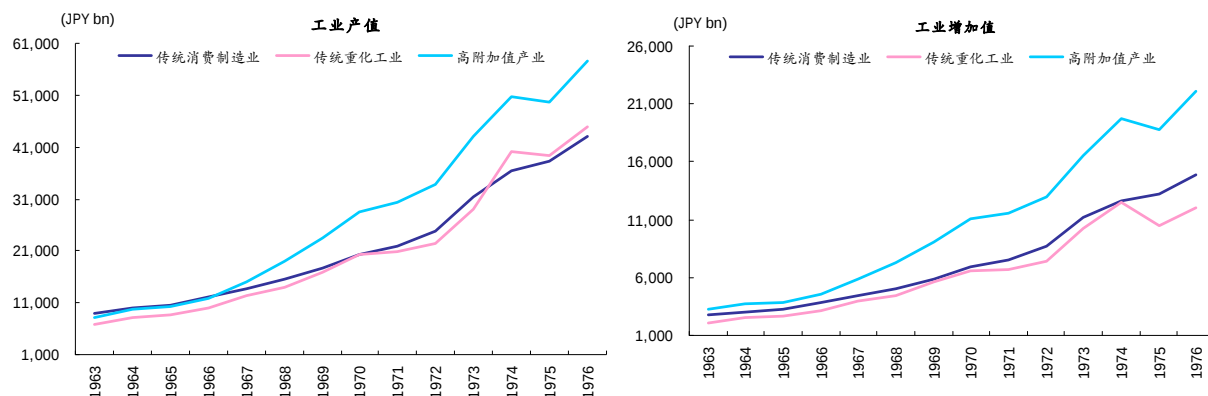


资料来源: Global Insight、中金公司研究部

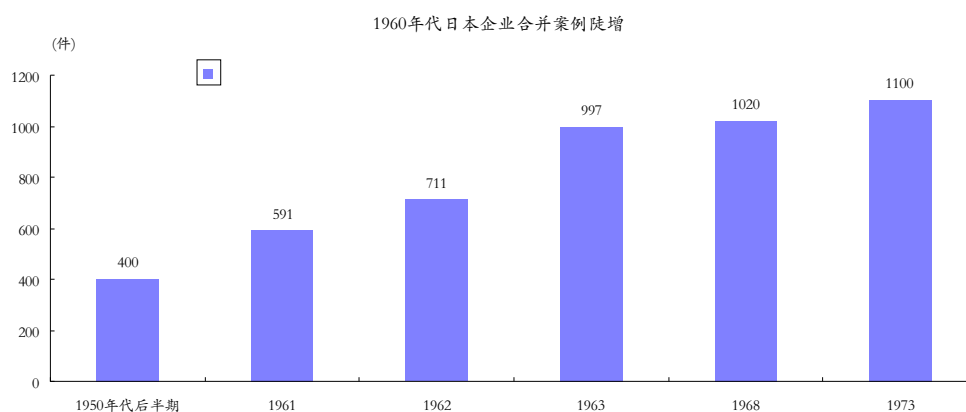
图表 37: 日本 1960-70 年代传统产业与高附加值产业的趋势: 企业数目与从业人数



资料来源: 日本统计局网站、中金公司研究部

图表 38：日本 1960-70 年代传统产业与高附加值产业的趋势：工业产值与工业增加值


资料来源：日本统计局网站、中金公司研究部

图表 39：日本 1960 年代企业合并案例数量变化趋势


资料来源：《日本通商产业政策史》中文版第十卷第 81 页、中金公司研究部

图表 40: 中国各行业集中度变化趋势及未来竞争格局判断

行业集中度变化

用↑表示行业集中度上升(↑↑表示幅度大的上升), ↓表示集中度下降, -表示集中度变化不大。

行业	行业集中度		投资机会
	历史变化	未来趋势	
石油天然气	-	-	保持高集中度, 中海油在原油上游的市场份额提升蕴含投资机会。
煤炭	↑	↑↑	行业重组整合将持续推进, 投资机会在于重组、注资等一系列题材。
电力	↑↑	↑	竞争格局变化不大, 投资关注电价改革、五大集团资产整合收购以及地方国企兼并重组。
钢铁	↓	↑↑	国家政策扶持行业整合, 集中度提高利好龙头企业。
有色金属	↑	↑	集中度将继续提高, 投资机会在于具备区域整合能力、海外资源获取能力强的企业。
建筑	↑↑	-/↑(房建)	集中度继续提升, 中国建筑在房建领域市场份额提升空间较大。
工程机械	↑↑	↑	行业整体增幅放缓、竞争激烈, 关注将发展成为全产品系列制造商的三一重工及中联重科等。
重型机械	-	↑	七大重工在细分市场各占龙头, 行业格局难有实质变化。
航空	↑	-	行业趋势应该是三大航收购兼并小型航空公司, 投资机会需把握行业基本面的周期。
机场	↓	↓	集中度因中小型机场发展而降低, 区位优势决定的龙头企业地位不可撼动。
港口	↓	↓	行业规模扩大、集中度下降, 行业不会迎来整体行情。
公路	-	↓	区域发展状况决定行业竞争格局, 集中度变化的影响不大。
房地产	-	↑↑	竞争压力将驱使行业的低集中度出现提升, 投资机会在于国企重组、资产注入以及品牌公司。
银行	↓	↓	竞争格局取决于利率市场化进程, 关注拥有负债优势的大银行和风险定价能力的专业化小银行。
证券	-	↓	创新业务将成为主要驱动因素, 重点关注拥有较多资本、较强创新能力和较好风险控制能力的证券公司。
保险	↓	↓	集中度下降, 竞争格局难发生实质性变化, 竞争将更趋激烈。
零售	↑↑	↑	集中度快速上升, 未来会进一步提升。百货/超市行业集中度相对较低, 有望出现较明显的投资机会。
纺织服装	↑↑	↑↑	低集中度将提升, 企业趋向产业集群化、产业链一体化。
家电	↑↑	↑	未来竞争格局持续向好, 各细分行业程度不一。
食品	↓	↓	整体市场规模扩大促使集中度降低, 总体竞争激烈。比较清晰的投资机会在于享受垄断地位的企业。
医药	↑	↑	集中度提升, 投资机会关注商业领域的国有大型企业、工业领域的研发创新企业。
汽车	↑	↑	商用车关注中重卡龙头; 乘用车行业竞争激烈, 投资机会在于竞争力持续提升的自主品牌企业。
电信	-	-	稳固的高集中度, 竞争格局不会发生实质性变化。
传媒	-/↑(新媒体)	↑	看好传统媒体集中度的提升和盈利能力的潜在改善, 投资机会为跨地域和跨媒体带来的盈利和估值的提升。

当前各行业集中度分布 (top5)

<5%	(5%, 15%)	(15%, 30%)	(30%, 40%)	(40%, 50%)	(50%, 60%)	(60%, 80%)	>80%
房地产 纺织服装	食品 医药 零售-百货 零售-超市	建筑 重型机械 煤炭 钢铁 传媒-图书出版	机场 公路 证券 传媒-有线网络	电力 工程机械 港口	有色金属 银行	保险 零售-家电零售 家电 汽车	石油天然气 航空 电信

资料来源:《日本通商产业政策史》中文版第十卷第 81 页, 中金公司研究部

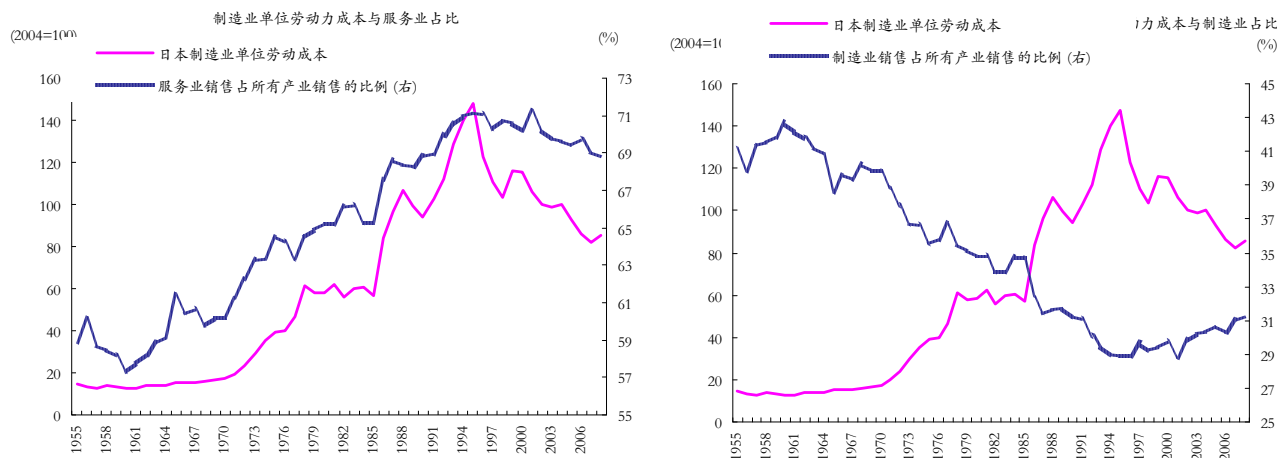
消费与服务规模扩大与结构升级

劳动力成本的上升虽然对于制造业不利, 但却有利于扩大消费和服务需求的规模, 促进消费升级。这一点趋势在日本等地区类似的发展阶段是比较明显的趋势。日本进入 1960 年代后, 随着劳动者报酬的改善, 制造业规模相对萎缩的同时, 是服务业规模的迅速扩大。服务业在整个经济中的比重在 1960-1970 年间从 39% 提高到 45%, 到 1980 年占比进一步提升到 53% (图表 41)。

在中国, 劳动者收入偏低、占比下降一直是遏制消费的重要因素。我们注意到, GDP 中消费的占比持续降低, 很重要的原因在于政府和企业收入在收入分配中占比逐步扩大, 而居民收入在 GDP 中的占比持续下降。我们注意到从 1990 年代初至今, 居民收入占 GDP 的比例已经从原来的 55% 下降到目前的略高于 40% 的水平, 而对应地则是消费在 GDP 中的占比从 49% 下降到 37% 左右。

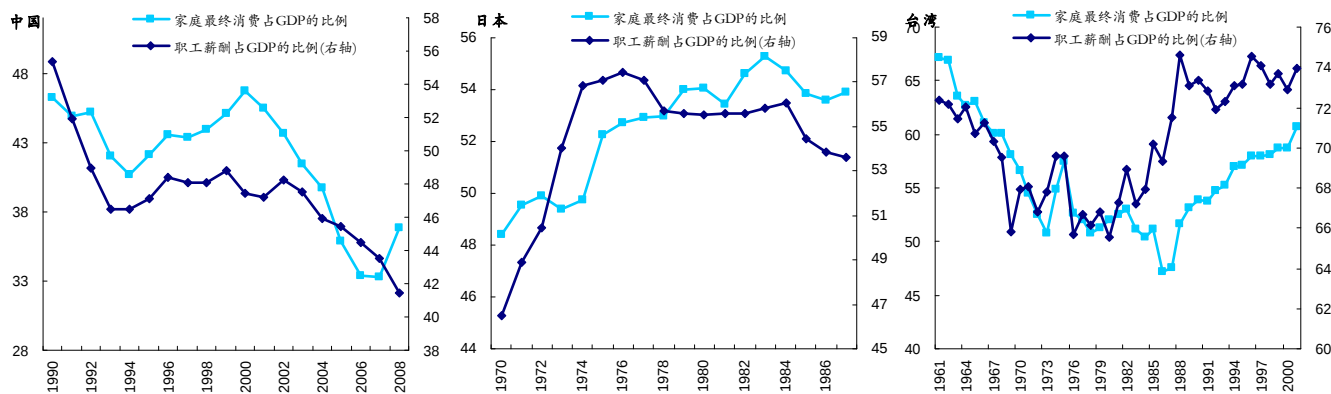
在中国劳动者供求关系的向供方倾斜, 实际上是可以使得劳动者在收入分配中谈判能力增强, 收入分配的比例有望扩大, 这将进一步推进消费和服务规模的扩大以及产业升级。在日本、台湾等地区消费占 GDP 的比例与居民收入占 GDP 的比例关系比较密切, 表明收入分配向劳动者倾斜有利于促进消费。

图表 41: 制造业将随着劳动力成本上升占比减小, 而服务业占比将提升



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 42: 收入分配向居民部门倾斜有助于促进消费扩大和升级



资料来源: CEIC、中金公司研究部

具体消费升级的趋势, 我们考察了日本等地区在当时出现的消费升级的趋势, 我们发现:

- 1) 在人均 GDP 达到 6500 美元左右 (按照购买力平价转换到可比单位), 日、韩、台都出现了明显的消费和服务升级的趋势。日本 (1963)、韩国 (1984)、台湾 (1978) 等这些时段与中国当前的人均 GDP 具有可比性, 而且消费支出结构也类似。
- 2) 如果将个人的需求, 分成“衣、食、住、行、康、乐”等六大类, 分别代表“穿着、饮食、居住、交通与沟通、健康、休闲娱乐”六大类别, 在收入水平达到一定的阶段后, 消费和服务的升级体现在“衣、食”需求已经基本满足, 而“住、行、康、乐”的需求在快速的释放, 在消费支出中的占比迅速扩大。当前中国居民的支出中, 食品支出占总支出的比例 (恩格尔系数) 平均在 40% 左右 (图表 44), 与日本 (1963)、韩国 (1984)、台湾 (1978) 等地区类似。在这之后, 这些地区的消费升级都具有上述的特征。
- 3) 消费和服务升级均是朝着“更舒适、更方便、更清洁、更美观、更健康”的方向。

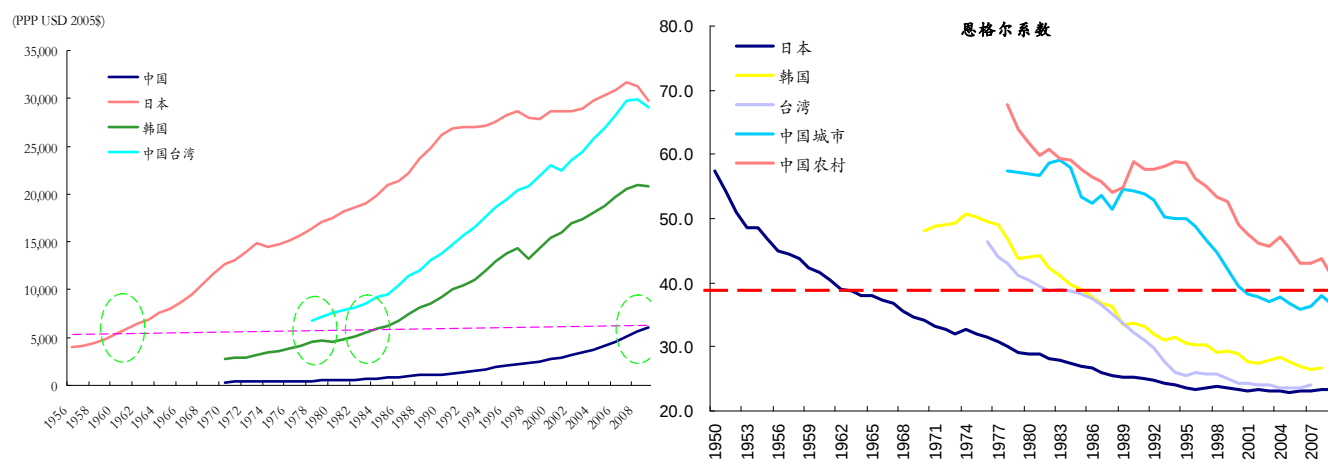
根据日本等地区在收入水平达到一定阶段后出现的消费升级趋势, 参考中国当前的现状, 未来中国消费升级在各个消费类别下有望体现的特征如下表所示:

图表 43: 各消费类别下消费升级的趋势概述

类别	消费升级特征概述
“食”	在“食”这一大类整体增速比较平稳, 消费结构升级主要表现一下几个趋势: 1) 普通粮食、油料及调味品等增速低于平均, 但肉类、鱼及海鲜、贝类、水果及奶制品快于平均水平, 休闲类及加工食品的消费进入快速增长阶段; 2) 饮料中, 茶、咖啡、果汁、乳酸菌类饮料及高档酒消费处于快速增长之中; 3) 在外就餐支出有望成为“食”增速最快的子门类之一
“衣”	整体增速也相对比较平稳, 消费升级趋势体现为品牌化和高档化, 女性服装及鞋类、儿童及婴儿装、男士休闲装是支出增速较快的子类别;
“住”	住房及住宅相关的消费需求进入快速释放的阶段。与“住”相关的三个子类别, 即住房、水电煤气等支出、家具及家庭用品中, 住房支出是增长最快的类别。水电煤气等支出中, 水电等支出比较平稳, 但煤气支出增长较快。家具及家庭用品中, 传统的耐用消费品依然在快速普及, 增长相对较快的是“厨卫升级”需求, 包括家具、厨房及卫生间用的用品, 包括煤气灶、陶瓷碗、卫浴、毛巾等品种, 而家庭用非耐用消费品中, 纸巾及卷纸以及清洁剂、除虫剂等日用化工品也都处于快速增长的阶段。
“行”	大类包括交通和通信, 这均是支出快速增长的两个门类。交通类支出, 包括汽车、汽车辅助设备(导航等)、汽油、汽车保险以及航空都是增速较快的子类。通信类支出, 包括通信设备及通信用支出, 都保持较快的增长。
“康”	指人们为了保持身体更健康的各种支出。医疗保健支出的快速增长是在收入水平达到一定阶段之后, 人们更加关注身体健康的结果, 整体增速快于平均支出。医药、保健及营养品、医疗器材与设备、医疗诊断与服务是主要的支出项目。保健及营养品、医疗器材与设备等方面的支出是增长最快的品种。
“乐”	主要指休闲、文化、娱乐方面及其它的支出, 包括休闲娱乐用的设备、器具、用品及费用的支出以及个人护理方面的支出。消费升级重要的体现人们对对生活质量 and 休闲需求提升, 相关的设备及用品, 包括电视、音响、摄像机、照相机、个人电脑、乐器、影视游戏及软硬件、旅行及旅行用品(箱包等)、体育装备及体育赛事方面的消费快速增长, 而个人护理方面, 为了更健康 and 更美观的外表的个人护理用品、化妆品及饰品等, 都处于需求快速释放的阶段。

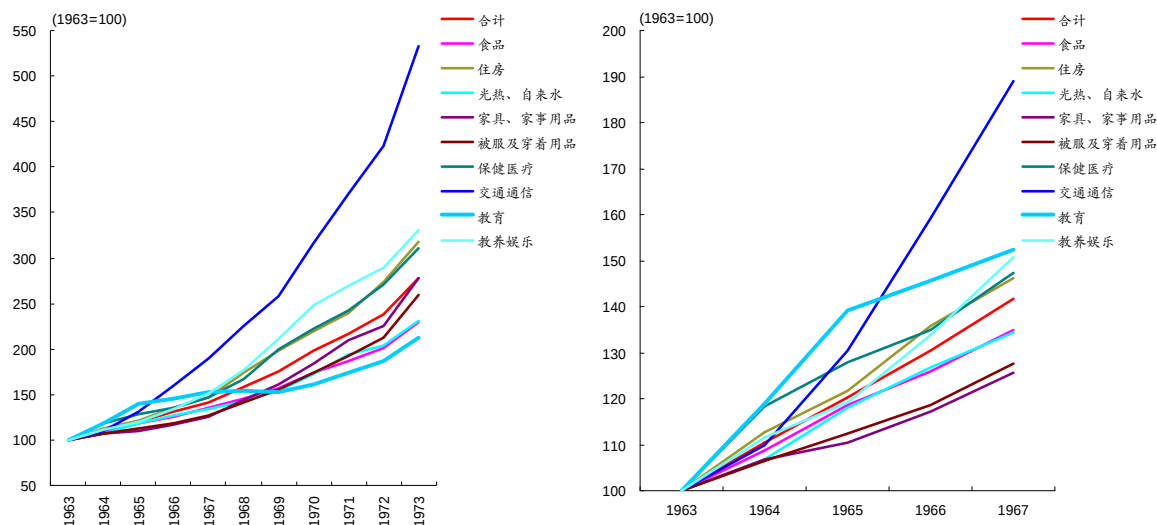
资料来源: 中金公司研究部

图表 44: 以购买力平价计算的各地区人均 GDP 水平 (左) 和恩格尔系数 (右)



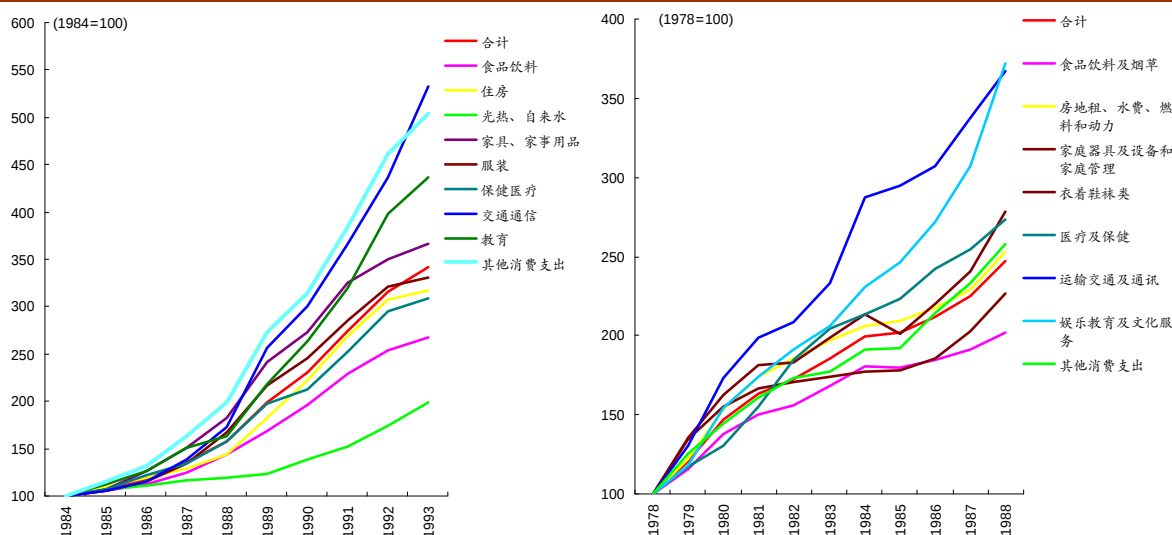
资料来源: Global Insight、中金公司研究部

图表 45: 日本 1963-1973 年间各类消费支出的增长情况



资料来源: CEIC、中金公司研究部

图表 46: 韩国 (1984-1994) 及台湾 (1978-1988) 年间各类消费支出的增长情况



资料来源: CEIC、中金公司研究部

总体上看, 消费与服务升级的方向是追求“更舒适、更方便、更健康、更清洁、更美观”。消费与服务需求升级表现为“衣食”需求基本满足、整体增速趋缓, “住、行、康、乐”需求快速增长。

同时, 这六大类别内部也呈现出结构分化的特征。对比日本等地区消费升级中出现的行业趋势以及中国现阶段的情况, 消费升级受益的门类众多, 在各个类别中有望胜出的子门类请参见我们即将发表的专题报告。我们认为, 汽车及零部件、与“消费娱乐化”趋势相关的通信娱乐相关的消费电子及元器件、医疗保健、住房等领域将是寻找现阶段以及未来 3-5 年内受益于中国消费升级趋势超级明星股的领域。图表 47 列示了日本当年股市涨幅排名靠前的股票名单, 日本在消费升级趋势明显的 1970 年代, 涨幅在 10 倍以上且涨幅居前的 35 只股票中, 通信及消费电子及电子元器件相关股票约占一半, 医疗保健相关股占四分之一, 汽车及零部件占十分之一。

图表 47: 1973-1983 年间日本股市 10 倍以上股票一览

股票名称	股票代码	一级行业	二级行业	细分行业	1973-1983 年涨幅 (倍)
MURATA MANUFACTURING	6981 JP Equity	信息技术	技术硬件与设备	电子元器件	37.9
MATSUSHI KOTOBUKI ELTN. DEAD - DELIST.25/09/02	6783 JP Equity	非日常生活消费品	耐用消费品与服装	消费电子	37.1
DAINIPPON SUMIT PHARMA	4506 JP Equity	医疗保健	制药、生物技术和生命科学	医药	36.4
KYUSHU MATSUSHITA ELEC. DEAD - DELIST.25/09/02	6782 JP Equity	信息技术	技术硬件与设备	电子元器件	24.8
TOSHIBA TEC	6588 JP Equity	信息技术	技术硬件与设备	电子设备	24.3
KAKEN PHARMACEUTICAL	4521 JP Equity	医疗保健	制药、生物技术和生命科学	医药	23.1
SANTEN PHARM.	4536 JP Equity	医疗保健	制药、生物技术和生命科学	医药	22.1
ANRITSU	6754 JP Equity	信息技术	技术硬件与设备	通信设备	21.4
ONO PHARM.	4528 JP Equity	医疗保健	制药、生物技术和生命科学	医药	21.2
JVC KENWOOD HOLDINGS	6632 JP Equity	非日常生活消费品	耐用消费品与服装	消费电子	19.2
KYOCERA	6971 JP Equity	信息技术	技术硬件与设备	电子元器件	19.2
CANON	7751 JP Equity	信息技术	技术硬件与设备	电子办公设备	18.3
DENSO	6902 JP Equity	非日常生活消费品	汽车与汽车零部件	汽车零部件	18.0
MAKINO MILL. MACHINE	6135 JP Equity	工业	资本品	工业机械	18.0
IWATSU ELECTRIC	6704 JP Equity	信息技术	技术硬件与设备	通信设备	16.8
TOSHIBA CERAMICS DEAD - DELIST.16/03/07	5213 JP Equity	信息技术	半导体产品与设备	半导体	15.9
NEOMAX DEAD - DELIST.27/03/07	6975 JP Equity	原材料	原材料	有色金属	15.9
CLARION	6796 JP Equity	非日常生活消费品	耐用消费品与服装	汽车零部件	15.7
MATSUSHITA COMMS. INDL. DEAD - DELIST.25/09/02	6781 JP Equity	信息技术	技术硬件与设备	通信设备	14.8
CASIO COMPUTER	6952 JP Equity	非日常生活消费品	耐用消费品与服装	消费电子	14.8
ALPS ELECTRIC	6770 JP Equity	信息技术	技术硬件与设备	电子元器件	14.5
SHARP	6753 JP Equity	非日常生活消费品	耐用消费品与服装	消费电子	14.0
ASTELLAS PHARMA	4503 JP Equity	医疗保健	制药、生物技术和生命科学	医药	13.4
OLYMPUS	7733 JP Equity	医疗保健	医疗设备与服务	医疗设备	12.2
HITACHI KOKUSAI ELECTRIC	6756 JP Equity	信息技术	技术硬件与设备	通信设备	12.1
CHUGAI PHARM.	4519 JP Equity	医疗保健	制药、生物技术和生命科学	医药	11.7
TOYAMA CHEMICAL DEAD - DELIST.11/08/08	4518 JP Equity	医疗保健	制药、生物技术和生命科学	医药	11.6
SUMITOMO METAL MINING	5713 JP Equity	原材料	原材料	有色金属	11.1
MINOLTA DEAD - MERGER W/932322	7753 JP Equity	非日常生活消费品	耐用消费品与服装	娱乐用品	10.9
STANLEY ELECTRIC	6923 JP Equity	非日常生活消费品	汽车与汽车零部件	汽车零部件	10.7
HOYA	7741 JP Equity	信息技术	技术硬件与设备	电子元器件	10.6
总计				医药保健相关	8
				通信、消费电子及电子元器件	17
				汽车及零部件	3
				其它	3

资料来源: Datastream、中金公司研究部

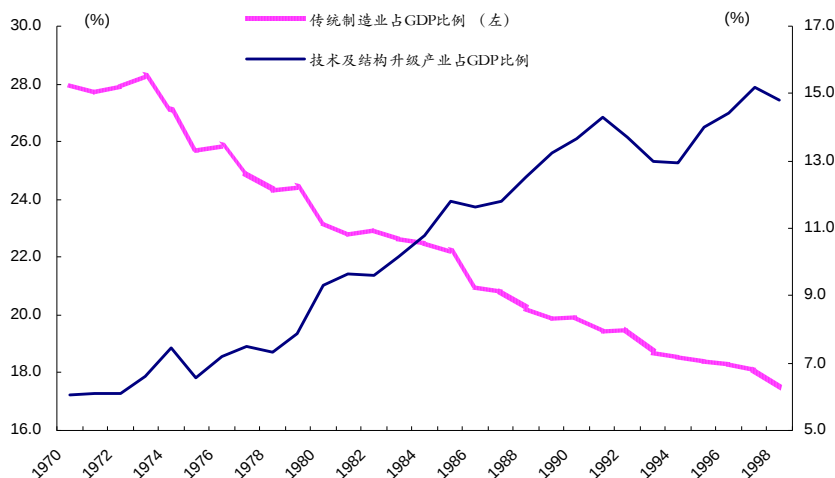
高附加值的装备及消费品制造业行业规模扩张与产品档次提升

虽然劳动力成本的提升使得制造业在经济中占比相对下降,但高附加值的装备及消费品制造业占比却依然上升,表现为整个制造业结构向更高的方向升级的趋势。就日本的案例来说,1970-1980 年间,虽然传统的制造业(重化工业以及传统消费品制造业)占比大幅萎缩,但交通运输设备、机械设备、精密仪器制造等高附加值制造业产值在 GDP 中占比从 5% 左右提高到 15% 左右。

我们认为,随着劳动力成本的提升,中国制造业占比将萎缩,但结构上将向相对高附加值的产业逐步转变,交通运输设备、机械以及通信设备及消费电子制造等附加值相对较高的产业占比将有望提升。

我们将在单独的报告中详细分析上述三大趋势下的投资机会。

图表 48: 制造业将随着劳动力成本上升占比减小,而附加值相对较高的产业占比提升



资料来源: CEIC、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸写字楼2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。