

轻舟已过万重山，乱花渐欲迷人眼

——2010 年 8-12 月 A 股策略报告

民生精品——策略深度研究报告

2010 年 08 月 09 日

报告摘要:

● 市场估值修复，个股活跃度提升

目前政策调控处于观察期，年底有望转向。随着中国经济增长的中长期战略逐步清晰，投资者的预期将由上半年的悲观转向稳定和适度乐观，并由此带来市场估值的修复，但是业绩增速的下调和流动性紧张局面将制约市场的表现空间。我们预计未来五个月市场将呈现宽幅震荡的格局，个股活跃度有明显提升，投资机会层出不穷。

● 转型主线之一：制造业升级

“行到低端水穷处，坐看中端云起时”。中国的制造业已经走到了转型的十字路口。从成本推动的制造业升级模型，以及大国经济的制造业发展逻辑来看，我国低端制造业的竞争力逐渐退去，中端制造业已经具备相对的成本优势。未来五到十年，中端制造业有望成为中国经济的“脊梁”，翻开“中国制造”的新篇章。

● 转型主线之二：消费崛起

我国已经具备了消费崛起的必要条件。收入、人口结构、制度安排、信用条件等是影响一国消费函数的重要变量。目前我国人均 GDP 和农村居民人均收入，分别相当于美国上个世纪六七十年代和四五十年代的水平；人口结构的最近两次出生高峰，都进入到大额消费阶段；城镇化水平的提高和社保体系的完善减轻了消费的抑制条件。“中端结构升级+低端总量扩张”的消费时代已经来临。

● 转型主线之三：战略性新兴产业

新兴产业发展起步虽然不同，但发展的阶段过程基本一致，中国的战略性新兴产业规划的出台意味新兴产业已经进入“第二阶段”，新兴产业有望呈现高速发展时期。战略性新兴产业规划必将带来中国新一轮的投资主题，为中国传统工业插上翅膀，实现新的飞跃。

● 低估值板块修复与事件性投资主线

政策放松预期下，前期超跌的蓝筹股估值有望修复到 20 倍以下的合理区域，从而带来阶段性的投资机会。预计今年年底人民币对美元汇率有望突破 6.5，从而带给金融、地产、航空、造纸行业事件性驱动机会。

● 行业配置建议

超配：机械设备、电子元器件、家用电器、食品饮料、商业贸易五大行业。

民生证券研究所

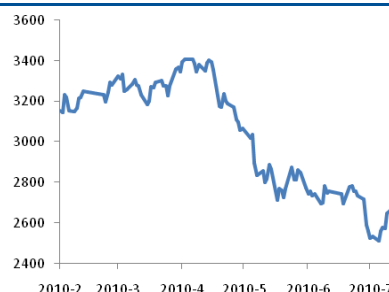
李 锋 所长 策略分析师
执业证号：S0100210070004
电话：(8610)8512 7632
邮箱：lifengyjs@mszq.com

赵丽娜 助理研究员
电话：(8610)8512 7665
邮箱：zhaolina@mszq.com

孙洪湛 助理研究员
电话：(8610)8512 7661
邮箱：sunhongzhan@mszq.com

地址：北京市东城区建国门内大街 28 号
民生金融中心 A 座 16 层 100005

沪深 300 走势



A 股市场数据

总市值 (万亿)	22.65
流通市值 (万亿)	14.15
市盈率 (TTM)	20.39
市净率	2.77

相关研究

投资要点:

► 投资逻辑

基本的投资思路:

1、随着我国经济增长的中长期发展战略逐渐清晰,转型将在较长一段时间成为我国经济的主要特征,转型受益行业将迎来长期的发展机遇。

2、A股市场经过上半年的大幅下跌,估值风险大幅释放。在政策的放松预期下,市场存在着估值修复的可能。

主要的投资方向:

1、转型主线。从大国经济发展的经济逻辑、历史经验,以及中国经济各产业现状来看,“中端制造”、“消费崛起”与“战略性新兴产业”是我国实现从经济大国到经济强国、产业结构实现升级的主要推动力量。相关受益行业将面临长远的发展空间

2、低估值板块修复与事件性投资主线。政策放松预期下,前期超跌的蓝筹股估值有望修复到20倍以下的合理区域,从而带来阶段性的投资机会。预计今年年底人民币对美元汇率有望突破6.5,从而带给金融、地产、航空、造纸行业事件性驱动机会。

行业配置建议

超配:机械设备、电子元器件、家用电器、食品饮料、商业贸易;

标配:建筑建材、生物医药、交运设备、房地产、金融服务、黑色金属、餐饮旅游、轻工制造;

低配:采掘、化工、公用事业、有色金属、纺织服装。

► 有别于大众的认识

市场对于未来经济增长转型更多关注的是新兴产业,节能环保等方面。我们认为,代表未来发展方向的新兴产业只是转型的一个方面,目前尚处于发展初期、产业规模有限,现阶段还难以成为中国经济的脊梁。随着“十二五”规划的出台,中国经济的新增长动力将逐渐清晰。从大国经济的发展逻辑、历史经验,以及中国经济各产业现状看,“中端制造”、“消费崛起”和“战略性新兴产业”一起,成为我国实现从经济大国到经济强国、产业结构实现升级的主要推动力量。

目 录

一、政策预期趋于稳定，估值修复提升市场活跃度	4
（一）市场当前运行特点	4
（二）下半年影响市场运行的关键因素	5
（三）平衡市下关注：转型孕育的长期机遇与事件驱动的估值修复	9
二、转型主线：中端制造、消费崛起与战略性新兴产业	11
（一）转型受益行业面临长期发展机遇	11
（二）制造业升级：“行到低端水穷处，坐看中端云起时”	12
（三）消费崛起：“中端结构升级+低端总量扩张”	19
（四）战略性新兴产业发展空间巨大	26
三、低估值板块阶段性修复与事件性投资主线	31
（一）阶段性投资机会：金融、地产等超跌低估值板块	31
（二）事件性投资机会：人民币升值	33
四、行业配置建议	36
插图目录	40
表格目录	41

目前政策调控处于观察期，年底有望转向，投资者的预期将由上半年的悲观转向稳定和适度乐观，并由此带来市场估值的修复，但是业绩增速的下调和流动性紧张局面将制约市场的表现空间。我们预计未来五个月市场将呈现宽幅震荡的格局，个股活跃度有明显提升，投资机会层出不穷。

随着我国经济增长的中长期发展战略逐渐清晰，转型将在较长一段时间成为我国经济的主要特征，转型受益行业将迎来长期的发展机遇。从大国经济的发展逻辑和我国经济各产业现状看，“中端制造”、“消费崛起”和“战略性新兴产业”有望扛起“转型”大旗，成为我国从经济大国到经济强国、产业结构实现升级的主要推动力量。转型主线，以及低估值板块修复与人民币升值下的事件性投资机会，将是下半年 A 股市场最重要的两条投资主线。

一、政策预期趋于稳定，估值修复提升市场活跃度

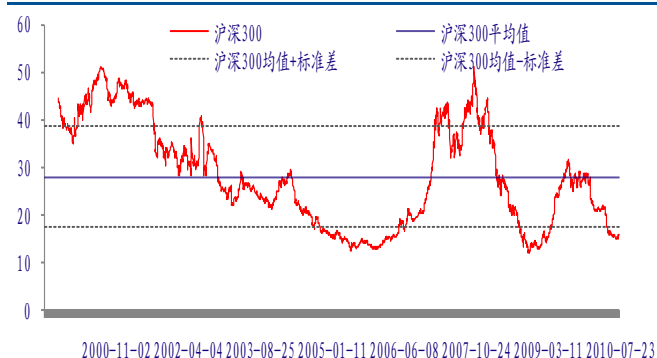
今年上半年，房地产市场调控和欧债危机下国际市场波动成为影响 A 股市场运行的重要因素。4 月中旬出台的房地产调控政策出乎意料，刺激性政策的超预期退出成为导致指数重挫的决定性因素。展望下半年，目前政策已经进入稳定观察期，中国经济的中长期增长战略也将逐步清晰，海外市场不会二次探底，这些因素将带来市场估值的修复，但是业绩增速的下调和流动性紧张局面将制约市场的表现空间。我们预计未来五个月指数将呈现宽幅震荡的格局，市场活跃度有明显提升，投资机会将呈现“乱花渐欲迷人眼”的局面。

（一）市场当前运行特点

1、估值处于历史低位

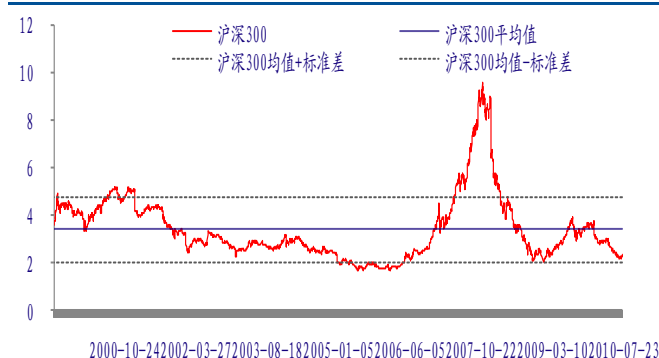
目前全市场估值处于历史低位。沪深 300 指数的 TTM 市盈率为 16 倍，远低于过去十年的均值 28 倍，向下偏离十年中枢值一个标准差以上，接近于历史低点；市净率为 2.4 倍，与 2009 年初的低点相差无几。不过板块之间出现分化，大盘股接近历史低点，小盘股在过去十年中枢附近。如果政策预期出现明显回暖，估值有望从历史低点修复至历史均值附近。

图 1：沪深 300 指数 PE (TTM) 降至历史低点附近



资料来源：Wind，民生证券研究所

图 2：沪深 300 指数 PB (MRQ) 降至 2009 年初低点

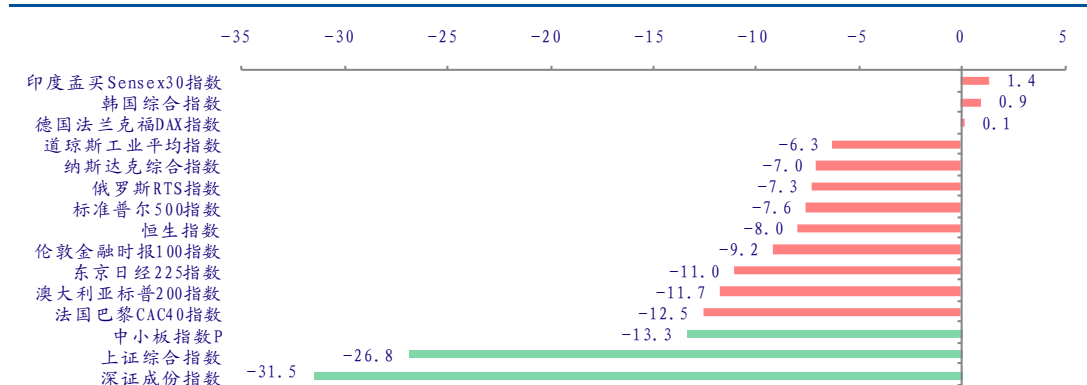


资料来源：Wind，民生证券研究所

2、市场的悲观预期已经完全释放

经过上半年的大幅下挫后，A股市场风险已经基本释放。从全球情况来看，上半年A股市场以30%的跌幅，居全球主要市场跌幅榜首位。发达国家市场中，美国三大指数、英国富时100指数跌幅都在10%以内，跌的最多的法国CAC指数为12.5%，新兴市场中的俄罗斯跌幅也在10%以内，印度甚至出现小幅上涨。国内市场经过大幅下挫后，估值无论从国际对比还是国内历史对比来看都处于绝对低位，市场悲观预期以及释放，系统性风险已经很小。

图3：上半年A股市场跌幅居全球主要市场之首

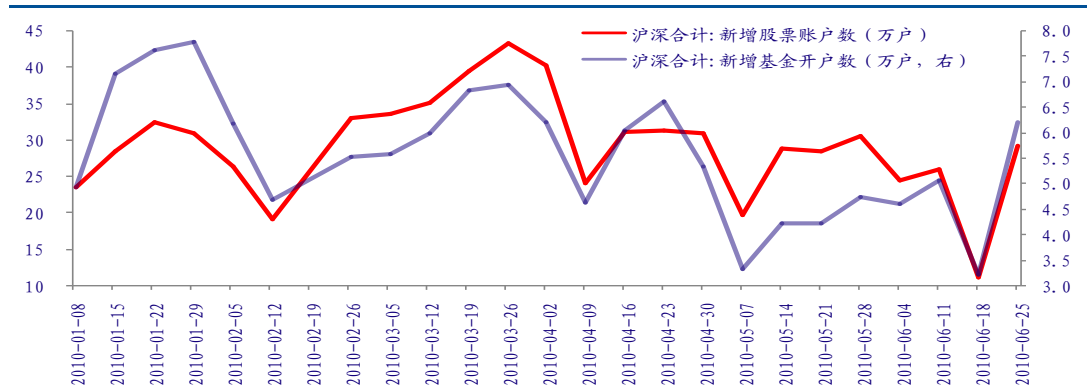


资料来源：民生证券研究所

3、投资者预期趋于稳定

目前市场情绪已经明显稳定。新增股票开户数和基金开户数探底回升至4月中旬房地产调控政策出来以前的水平，全市场保证金呈现小幅净流入趋势，增量资金开始出现，两市的成交金额也逐渐恢复，这些均表明市场的恐慌情绪已经得到了完全释放，投资者的预期已经稳定下来。

图4：两市新增股票开户数和基金开户数探底回升

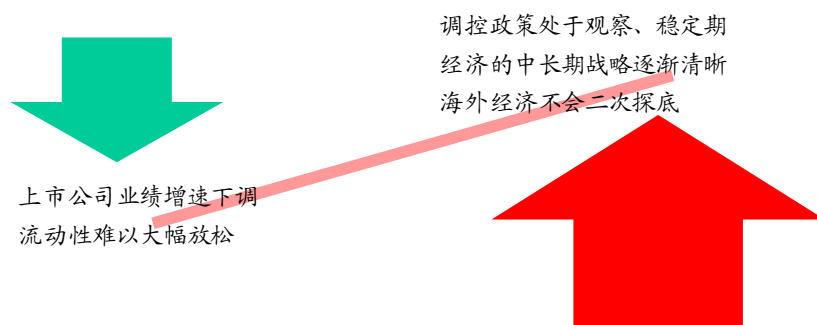


资料来源：民生证券研究所

（二）下半年影响市场运行的关键因素

从下半年影响A股市场运行的关键因素来看，宏观调控处于稳定观察期、中国经济的中长期增长战略逐渐清晰、海外经济不会二次探底是支持市场的上行因素，但是上市公司业绩增长存在下调风险以及流动性难以大幅放松将制约指数的表现空间。

图 5：下半年影响市场运行的关键因素



资料来源：民生证券研究所

1、宏观调控处于稳定、观察期

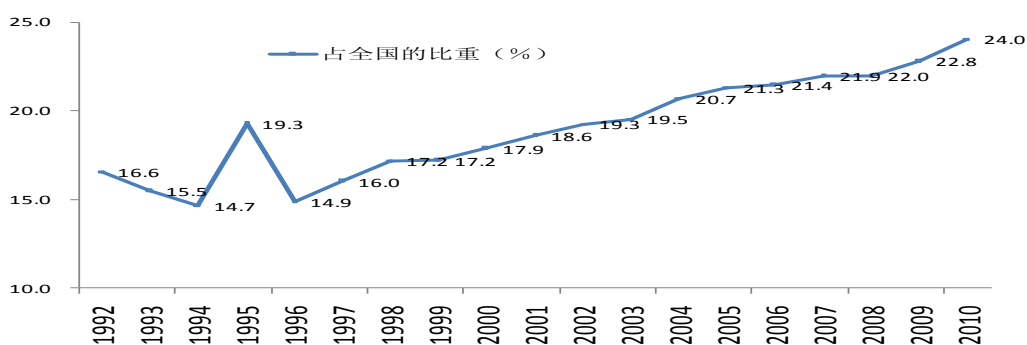
宏观调控进入观察期，投资者预期将发生明显改善。西部大开发、保障性住房建设、新兴产业推进等措施，不仅是改善民生、对冲经济下滑的风险的有力手段，更有利于扭转投资者的悲观预期。估值的变化往往与预期紧密联系，如果预期仍然悲观，低估值也不一定得到修复；只有在预期向好的时候，低估值才有可能回归的合理位置。我们认为，在下半年政策进入观察期后，投资者的预期将由悲观转向稳定和适度乐观。从而带动市场估值从低点修复至合理中枢。

（1）西部大开发改善投资增长预期

我国西部地域辽阔，经济欠发达，具有极大的发展空间。近两年来，国家先后出台西部 12 省区域发展规划，特别是今年西部大开发工作会议、鼓励民间投资系列政策和“十二五”规划出台后，将会对西部开发投资形成极大的促进，由此，将会改善今年下半年乃至未来 5 年我国投资增长和经济增长预期。

今年以来四万亿投资计划拉动效应呈现递减趋势，上半年投资增速自年初以来大幅回落至近 10 年来的平均水平，并呈稳定状态。国家发改委 7 月上旬公布，计划 2010 年西部大开发新开工 23 项重点工程，投资总规模为 6822 亿元，未来西部投资将有较大增长，并明显改善市场对未来投资下滑的担忧。今年上半年，全国投资增长 25.0%，西部投资增长 27.3%，高于全国增速 2.3 个百分点。西部地区投资在全国比重提高的趋势非常明显，前 5 个月达到 24%，全年对全国投资增速的提振显而易见。

图 6：西部投资占我国总投资的比重不断提高



资料来源：Wind，民生证券研究所

表 1: 中央持续加大投资, 西部不断赶超全国平均水平

	2000 年 (万亿)	2009 年 (万亿)	增幅 (万亿)	年均增幅 (%)
西部 GDP	1.6600	6.6900	5.0300	12
财政收入	0.1127	0.6055	0.4928	20
固定资产投资	0.6111	4.9662	4.3551	22.9

资料来源: 人民网, 民生证券研究所

(2) 保障性住房建设缓解房地产投资减速担忧

今年下半年我国保障房投资进度加快, 增速提高, 比重提高, 将彻底改变 2003 年以来进度缓慢的问题, 并对今年总投资增速形成较大支持。

保障性住房用地供应大幅增加。根据 2010 年政府工作报告, 今年中央财政拟安排保障性住房专项补助资金 632 亿元, 建设保障性住房 300 万套, 各类棚户区改造住房 280 万套。国土资源部发布的 2010 年全国土地供应计划显示, 今年全年住房建设用地供应总量 184749 公顷, 保障性住房用地为 24454 公顷, 较 2009 年同比增加 100%以上。政策实施的力度空前, 住房和城乡建设部代表保障性住房联系协调小组已经和各个省市签订了协议, 大部分省市已经与各地市县签订了任务书。政策推动下, 北京、上海、深圳、天津等城市已经大规模开始了保障性住房的建设。

表 2: 2010 年保障性住房供地计划大量增加 (公顷)

	住房建设用地 供应总量	保障性住房用地			棚改房地	中小套型商品房用地	三类用地占总量
		合计	廉租房	经济适用房			
2010 年	184749	24454	7051	17402	36606	80431	76.6%
2009 年	76461	10940	1240	9700			

资料来源: 国土资源部。

(3) 战略性新兴产业投资推进

我国战略性新兴产业的投资推进已是箭在弦上。7 月 20 日, 国家能源局在上半年全国能源经济形势发布会上表示, 从 2011 年至 2020 年, 将累计增加投资 5 万亿元, 每年将可增加产值 1.5 万亿。战略性新兴产业方向厘定为 7 个领域、23 个重点方向。7 大领域分别为节能环保、新兴信息产业、生物产业、新能源、新能源汽车、高端装备制造业和新材料。

从“库兹涅兹增长”向“熊彼特增长”的转型过程中, 发展新兴战略产业是实现创新的重要渠道。预计年底之前新兴细分领域的规划和具体细则将陆续出台, 中央和地方的配套支持政策也将逐步到位, 在未来数年内战略新兴产业都将是政策支持的重点, 面临巨大的增长空间。

2、中国经济的中长期增长战略逐渐清晰

2010 年是“十一五”规划的最后一年, 也是“十二五”规划的编制年。随着中共十七届五中 (今年 10 月)、中央经济工作会议 (今年 12 月)、明年“两会”等一系列会议的召开, 以及“十二五”规划浮出水面, 中国经济的中长期增长战略逐渐清晰, 并给资本市场带来长远的投资机会。

作为我国经济最核心的中期发展纲领, “五年规划”主要对全国重大建设项目、生产

力分布和国民经济重要比例关系等作出规划，为我国国民经济发展远景规定目标和方向。

“十二五”规划（中华人民共和国国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要）将确定我国 2011-2015 年的经济发展思路。现在距离 2020 年“建成完善的社会主义市场经济体制”只剩下 10 年时间，“十二五”将是能否完成这一任务的关键期。目前各部委省市区的本领域、本地区规划已经完成，在今年 10 月份召开的中国共产党第十七届中央委员会第五次全体会议上将集中听取、讨论和审议“十二五”规划建议稿，随后提交 2011 年 3 月份的全国两会上审议通过。这也意味着，在经历了 2008 年金融危机、2009 年经济复苏、2010 年调控小周期后，我国经济增长的新动力将逐步明确。

3、海外经济不会二次探底，金融市场修复延续

目前美欧经济已经踏上了复苏的道路，但随着宏观刺激政策边际效应的递减，以及经济增长的长期动力还没有出现，市场对海外市场的二次探底充满了忧虑。我们认为，未来海外经济仍将低位增长，但是二次探底不会出现，主权债务铸币化避免债务危机扩散，金融市场估值修复延续，海外市场对 A 股的负面冲击不大。

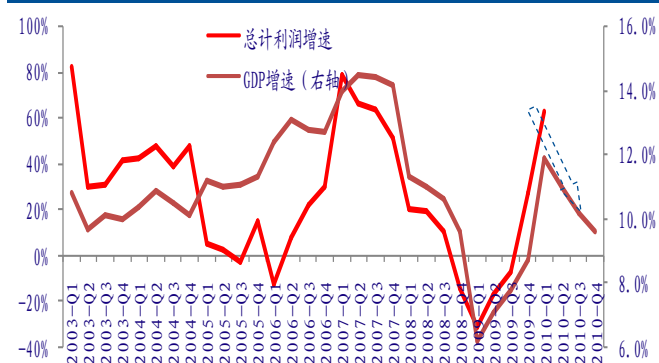
海外经济不会二次探底，维持低位增长。从对欧元区及美国存货短周期、金融伸缩周期及需求周期和长供给周期的发展阶段判断，我们认为，当前欧美短周期仍保持上行态势，但中长期则受到处于低谷的需求周期和下行供给周期的影响，一方面欧美经济不会出现二次探底，另一方面，欧美经济复苏增长的力度不会太强，仍会保持低位增长，预计美国经济将维持 3% 左右的常态水平，欧洲经济则继续保持在 1% 左右的低位增长状态。

主权债务铸币化避免债务危机扩散，金融市场修复延续。欧元区 7500 亿欧元的救助计划，面对欧元区的经济结构、组织结构和制度结构，尽管仅是权宜之计，但至少表明了各国共同抵制债务危机扩散的决心。欧元区各国加强财政监管，压缩支出消减财政赤字举措的严格执行也在很大程度上缓解了欧元区债务危机进一步扩散的预期，西班牙、希腊及葡萄牙欧元债券的顺利发行表明投资者对欧洲国家债务违约的担忧继续减弱。欧洲央行银行压力测试进一步增强了投资者对欧洲金融业的信心。金融市场风险不大，估值修复有望延续。

4、预计上市公司业绩全年增长 23%-25%，较年初有所下调

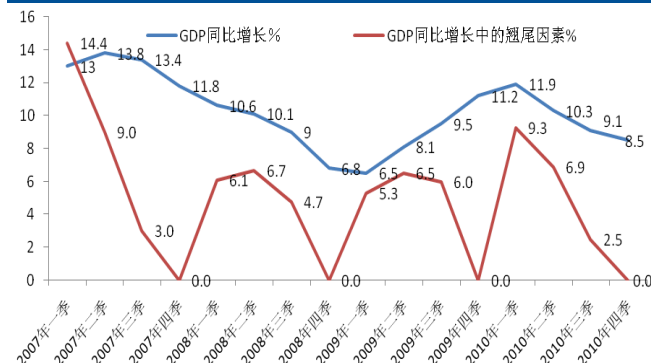
企业盈利周期与经济周期基本上重合，在上半年超预期的紧缩政策退出下，下半年经济增速和上市公司业绩增长下滑的预期将逐步兑现，但是全年增速仍然有望保持 25% 左右的高位。预计三、四季度 GDP 将出现快速下降，从一、二季度的 11.9%、10.3% 下降到 9.1% 和 8.5%，上市公司业绩增速下滑的预期将在下半年有所体现。相比较于今年年初高达 31% 的业绩一致增长预期，我们认为今年全年上市公司业绩增速或会降至 23%-25%，从历史情况来看这一增速仍然处于较高水平。

图 7: 上市公司盈利周期与经济周期基本上重合



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 8: 2010 年下半年 GDP 增速持续下行



资料来源: Wind, 民生证券研究所

5、流动性难以大幅放松

市场资金面不甚乐观，下半年资金供求仍将维持紧张局面。信贷继续偏紧，基础货币和货币乘数存在下降可能，但是股票市场供应仍将维持高位。流动性的紧张局面会抑制市场的表现空间。

流动性偏紧局面继续。在 2009 年新增贷款 9.6 万亿元，今年上半年 4.6 万亿元的背景下，目前各项贷款余额/GDP 值达到 2.0，M2 余额/GDP 值达到 1.3，均创历史新高，通胀隐忧未去，我们认为今年下半年信贷不会松动，全年 7.5 万亿将是硬性约束不会突破。同时，基础货币和货币乘数在下半年都存在下降的可能性，从而使整体流动性进一步收紧。从股市资金需求来看，目前还有几十家公司已经过会等待发行，中小板、创业板的资金需求仍然旺盛，光大银行等权重股发行在即，融资压力依然沉重。值得注意的是，目前基金仓位比较低，有利于低估值品种的价值修复。

（三）平衡市下关注：转型孕育的长期机遇与事件驱动的估值修复

1、市场运行判断：8-12 月市场宽幅震荡，个股活跃

目前政策已经进入稳定观察期，投资者的预期将由上半年的悲观转向稳定和适度乐观，并由此带来市场估值的修复，但是业绩增速的下调和流动性紧张局面将制约市场的表现空间。我们预计未来五个月市场将呈现宽幅震荡的格局，个股活跃度有明显提升，投资机会层出不穷。

预计上证综指波动区间为 2400-2900 点。市场的估值已经处于历史低位，继续向下的空间有限。如果市场期待的政策放松逐步实现，指数将继续上行，但是鉴于流动性和经济长期增长转型的制约，出现趋势性投资机会的可能性不大，因此强势震荡反复将是市场主要的运行特征。

2、投资策略：关注转型孕育的长期机遇与事件驱动的估值修复

我们认为下半年投资策略应该遵循两大思路：

（1）转型主线：“中端制造”、“消费崛起”与“战略性新兴产业”

未来相当长的时间内，转型将是中国经济的核心特征，那么什么才是中国真正实现从经济大国到经济强国的主要驱动力量？从大国经济的发展逻辑、历史经验，以及中国经济各产业现状看，“中端制造”、“消费崛起”与“战略性新兴产业”是我国实现从经济大国到经济强国、产业结构实现升级的主要推动力量，受益行业将面临长远的发展空间。

（2）低估值板块修复与事件性投资主线

政策稳定预期下，前期超跌的蓝筹股估值有望修复到 20 倍以下的合理区域，从而带来阶段性的投资机会。预计今年年底人民币对美元汇率有望突破 6.5，从而带给金融、地产、航空、造纸行业事件性驱动机会。

二、转型主线：中端制造、消费崛起与战略性新兴产业

随着“十二五”规划的出台，中国经济的新增长动力将逐渐清晰。那么，我国经济未来增长和转型的核心驱动力到底在哪里？市场普遍认为，新兴产业、节能环保是我国经济转型的大方向。但是，我们认为，代表未来发展方向的新兴产业只是转型的一个方面，目前尚处于发展初期、产业规模有限，现阶段还难以成为中国经济的脊梁。事实上，从大国经济的发展逻辑、历史经验，以及中国经济各产业现状看，“中端制造”、“消费崛起”和“战略性新兴产业”一起，都是我国实现从经济大国到经济强国、产业结构实现升级的主要推动力量。

（一）转型受益行业面临长期发展机遇

1、中长期发展战略逐渐清晰，转型仍是主基调

随着“十二五”规划的出台和实施，我国经济的中长期发展战略将逐渐清晰。从当前的大环境来看，我国“十二五”期间面临的经济形势更加复杂。后危机时代，美国、欧洲等主要经济体进入长期的低速增长期，经济全球化趋势更加复杂和曲折，在目前经济增长的长期动力还没有完全找到之时，各国抢占未来发展战略制高点的竞争也将更加激烈。而我国经济在经历了长达三十年的高增长后，资源、人力、环境等多方面约束开始出现，因此经济增长必须摒弃过去的以量取胜阶段，并走上以质取胜的长期发展道路上来。在这样一个大背景下，未来我国经济增长转型仍然是主基调。

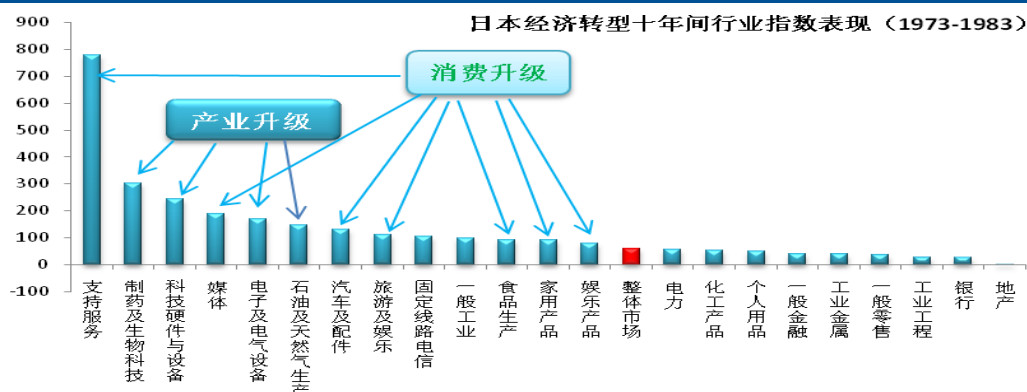
从过去情况来看，五年规划中，国家重点支持的行业，都得到了长远的发展，在股票市场上，相关受益行业都取得了超额收益。从五年规划对各个行业的支持力度来看，“十五”规划强调“积极发展原材料工业”，“十一五”规划强调“优先发展交通运输业”、“建立综合交通运输体系”、“调整住房供应结构，重点发展普通商品住房和经济适用住房”，在这两个时期，原材料、机械制造、交运设备、房地产等行业确实有非常不错的表现。我们相信，“十二五”规划下的转型受益行业将具备长远的发展空间，并有望在资本市场上带给投资者丰厚的回报。

2、台湾和日本经验：转型受益行业明显跑赢大盘

无论是在日本还是台湾，经济转型十年间受产业、消费升级驱动的个股均有不错的市场表现，明显跑赢大盘取得了超额收益。

日本在上个世纪70年代和80年代初的经济形势与我国目前的情况有颇多相似之处。制造业在日本政府诸多政策在推动下技术创新不断涌现，国民收入倍增计划的实施使得居民消费能力得到了明显提升。经济体的调整和创新也给日本的股票市场带来了蓬勃发挥的机会。受益于产业结构升级的制药及生物技术、科技设备、电子及电器设备、汽车及配件板块的表现远远跑赢了市场整体。消费升级下的支持服务、媒体、旅游娱乐、食品生产、家用产品等行业也有不错表现。传统的重资本或者重资产行业表现远远落后于市场整体。

图 9：日本经济转型十年间消费、产业升级类行业大幅跑赢大盘（1973-1983）



资料来源：Datastream，民生证券研究所

台湾经济在上个世纪 60-80 年代经历了长时期的高速增长后，内部经济结构失衡日显突现，于 90 年代加快了转型步伐。监管当局采取了一系列调节方案，先后推出了促进产业升级条例、国家建设六年计划、推动民间投资等多种措施，以期对内部失衡的经济结构进行治理。从股票市场来看，产业升级受益下的科技硬件及设备、电子电器设备都远远跑赢了大盘，传统的资本密集型行业如工业金属、银行表现落后。

图 10：台湾经济转型十年间消费、产业升级类行业表现优异（1990-2000）



资料来源：Datastream，民生证券研究所

（二）制造业升级：“行到低端水穷处，坐看中端云起时”

低端已是末路，中端正在崛起。我国的制造业已经走到了转型的关键十字路口。以往的“中国制造”凭借的是本土的“低成本、低价格”优势。从成本推动的制造业升级模型，以及大国经济的制造业发展逻辑来看，我国低端制造业的竞争力逐渐退去，中端制造业已经具备相对的成本优势。未来五到十年，中端制造业有望成为中国经济的“脊梁”，翻开“中国制造”的新篇章。

1、制造业的三个阶段

低端、中端、高端制造业的划分。从产品技术附加值、对要素成本的敏感度、需求价格弹性这三个维度，我们将制造业分为三个阶段：低端制造业、中端制造业及高端制造业。

低端制造业以棉纺织、玩具制造及小五金制造业为代表；中端制造业以机械、交通运输、信息设备制造业为代表；高端制造业则是以航空、军事制造业为代表。

表 3：制造业划分

	产品附加值	对成本的敏感度	需求价格弹性	代表行业
低端制造业	较低	较高	较低	以棉纺织、玩具及小五金制造为代表
中端制造业	较高	较低	较高	以机械、交运、信息设备制造业为代表
高端制造业	非常高	非常低	非常高	以航空、军事制造业为代表

资料来源：民生证券研究所

2、成本推动的制造业升级模型

我们建立了成本推动的制造业升级理论模型。市场需求固定的前提下，包括要素、技术、政策等在内的成本变化是制造业升级的决定性因素。如果一个行业的成本受到某种冲击明显提升，行业的平均利润率降低，具有相对成本优势的其他产业胜出，完成产业升级。

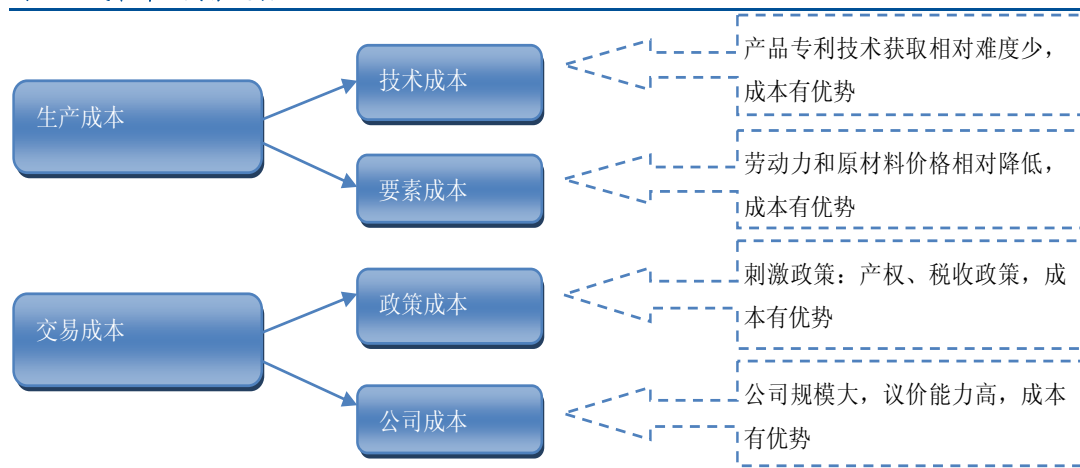
（1）制造业的两大成本：生产成本与交易成本

我们将制造业面临的各种成本梳理为两大类：生产成本和交易成本。除了传统意义上的原材料成本和劳动力成本以外，政府政策、企业制度及技术进步，都是制造业成本的一部分，它们也是影响行业能不能取得超额利润的关键因素。

生产成本。从制造业发展的阶段来看，生产成本中两个方面对其影响最大：技术成本、要素成本。单位成品面临的可选专利技术相对越少，企业的技术成本越高；要素成本中影响最大的是劳动力和原材料成本，其中，劳动力成本影响比较复杂，工资的相对涨幅是影响制造业所处阶段的一个关键因素，附加值低的制造业对工人工资的上涨程度敏感性越高。

交易成本。生产成本是产品总成本的一部分，但是，在产品生产前和销售过程中，交易成本的作用更为重要；交易成本包括两个方面：政策交易成本及公司交易成本。国家提供的行业刺激政策，比如产权保护、税收等方面的优惠政策，会降低该行业的政策交易成本；行业公司特点变化，比如行业议价能力、资产总量膨胀、股东实力增强，会降低该行业的公司交易成本。

图 11：成本升级要素变动

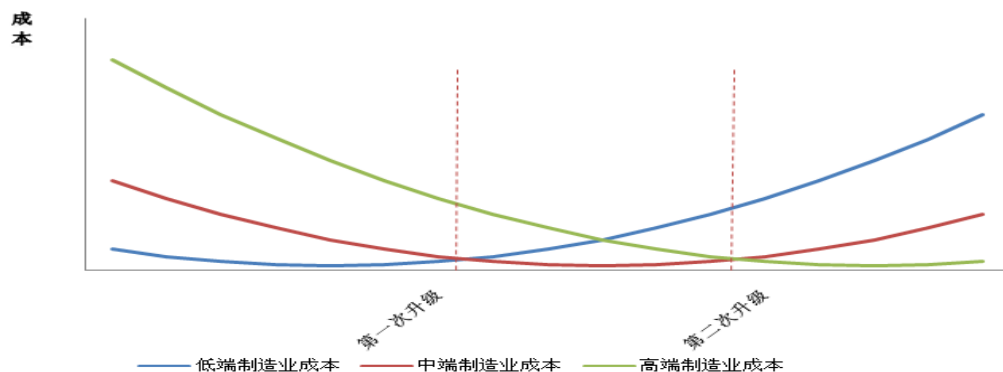


资料来源：民生证券研究所

（2）成本的模拟变化下，制造业升级的理论逻辑

在市场需求固定的前提下，成本是制造业升级的决定性因素。原行业成本受到某种冲击明显提升，行业的平均利润率降低。如果利润率低至无法实现企业增值要求的水平时，资本的逐利性将会寻求新的发展机遇，流入具有相对成本优势、能够获得超额收益的产业去，这一时期也是产业升级的关键时期。

图 12：三阶段成本模拟变化



资料来源：民生证券研究所

我们模拟出低端、中端和高端制造业的成本变化示意图，以揭示成本推动下，制造业升级的理论逻辑。当然，成本的变化更多的是表现在相对量的趋势性变化。

第一次升级：从低端制造到中端制造。在一国经济发展的初期，低端制造业具有绝对的成本优势。生产成本上，经济体中存在大量的低端廉价劳动力，原材料在需求有限的情况下保持较低的价格，本国技术研发能力低、技术获取难度大，附加值低的低端产品具有技术成本优势。交易成本上，国家为了鼓励就业往往会出台一系列政策刺激劳动密集型行业的发展。随着经济的不断发展，劳动力成本逐渐上升、环境资源约束条件开始出现，以低价格制胜的低端制造业利润率降低。与此同时，技术得到进一步提升和应用，对于具有较高附加值的中端制造业而言，技术成本的大幅降低对冲了人力、资源成本上升带来的利润消耗，相对的成本优势显现，中端制造取代低端制造成为制造业的主流。

第二次升级：从中端制造到高端制造。在人均能耗的上升或者在外来因素的冲击下，资源品价格大幅飙升，普通的中端制造业成本开始上升，利润率下降。高端制造行业的产品成本构成更多的是技术而非物质原材料，随着技术的进步，具有高附加值的行业获得技术的成本降低，相对于中端制造业获得相对成本优势。

（3）模型的实证检验：大国制造业的升级之路

大国制造业的升级之路验证了我们的理论模型。发达经济体的制造业，经历了从低端制造业、到中端制造业、高端制造业的发展历程，虽然各国的推动因素略有差别，但都属于生产和交易成本的范畴。日本是由企业交易成本推动的升级，成为中端制造业崛起的典范；德国是在政府的大力推进下，成为中端制造业代表性品种机床的世界标准制定者；美国是唯一一个实现从低端到中端、再到高端制造业两次华丽升级的经济体。

i：日本——企业生产成本推动升级，中端制造业崛起的典范

日本产业升级的最主要动因是公司交易成本推动。上个世纪 80 年代，日本的钉子、螺丝、螺丝帽等小五金生产占有全世界生产份额的 60%。广场协议后，日元急剧升值，企业生产成本的大幅抬升促使小五金生产逐渐转向了韩国、中国台湾和中国大陆。日本的产业界将重心转移到具有更多附加值、以汽车和电器为首的中端制造业上来。目前日本在螺钉产业所占的产值份额已经下降到 20%，数量只有 10%，在标准品的螺钉市场上已经看不到日本产品，日本正式完成了第一次制造业升级。

ii: 德国---政策交易成本导向支持，引领中端制造业的世界标准

德国政府的大力支持，是德国制造业实现产业升级的最主要因素。无论是战争时期还是和平时期，德国政府都十分重视中端制造业的战略地位。早在 19 世纪开始修建铁路时，法国政府的政策是买机床，而德国政府的政策是自己造机床，扶植大企业，同时政府带头将低端业务外包，通过政府交易成本的优势直接过渡到中端制造业时代。德国机床制造业 2006 年产值达 108 亿欧元，占全球总产值 8.1%，生产的机床达 4000 多种，在世界各国和地区中居第二位，仅次于日本，其重型机床和专用机床更是成为“世界标准”。

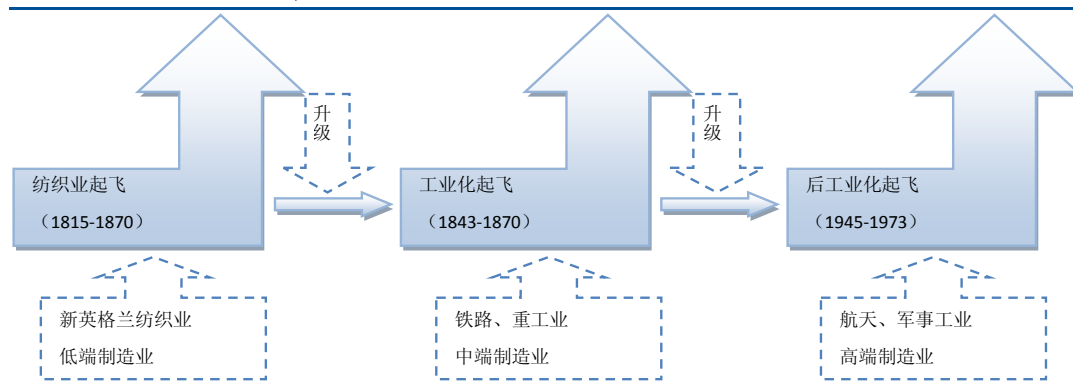
iii: 美国---从低端到中端、高端的两次华丽升级

在制造业升级过程中，只有美国实现了从低端到中端、高端的两次“华丽转身”，并牢牢占据了高端制造业的制高点。

第一次制造业升级：中端制造业成本降低 vs 低端制造业的成本升高，诱使美国开始了从低端制造的纺织业向中端制造的设备制造业转型。1812 年汉密尔顿贸易保护主义的实施，为中端制造业获得政策优势；股份制公司的出现，使得很多大型设备制造业企业的市值与日俱增；内燃机的发明，实现了技术上的重大创新；挖掘和炼钢技术的成熟使得原材料成本快速下降。中端制造业逐渐成为美国工业的脊梁。

第二次制造业升级：中端制造业成本上升 vs 高端制造业的相对成本优势。70 年代的石油危机抬升中端制造业的生产成本；美国推出的“非工业化”政策，逐步撤销了低、中端制造业产品的关税，政策成本增加。高端制造业在与中端制造业的成本竞赛中，突破了瓶颈，取得了成本优势，美国第二次制造业成功升级。

图 13: 美国制造业的两次升级



资料来源：民生证券研究所

3、我国制造业的现状：低端末路，优势殆尽

我国加入 WTO 后的近十年时间，以低端制造业为标签的“中国制造”享誉全球。但

是，“中国制造”主要凭借的是本土的“低成本、低价格”优势。随着原材料成本、环境成本上升和“人口红利”的逐渐消失，我国低端制造业的竞争力不断下降。低端制造业的代表——纺织业的交易成本、生产成本的变化轨迹，已经揭示出我国的低端制造业最辉煌的时代已经过去。

我国的低端制造业面临长期向上的成本压力。以最具代表性的低端纺织业为例：政策层面，人民币升值压力长期存在，商品出口退税取消也是长期趋势，行业打击较大，政策成本增加；公司层面，大多数低端制造业规模小，手工作坊比重较大，企业的管理制度落后；技术层面，产品技术同质性导致行业利润下降；生产成本方面，原材料价格和劳动力成本都面临上升趋势。

表 4：中国低端和中端制造业的成本对比

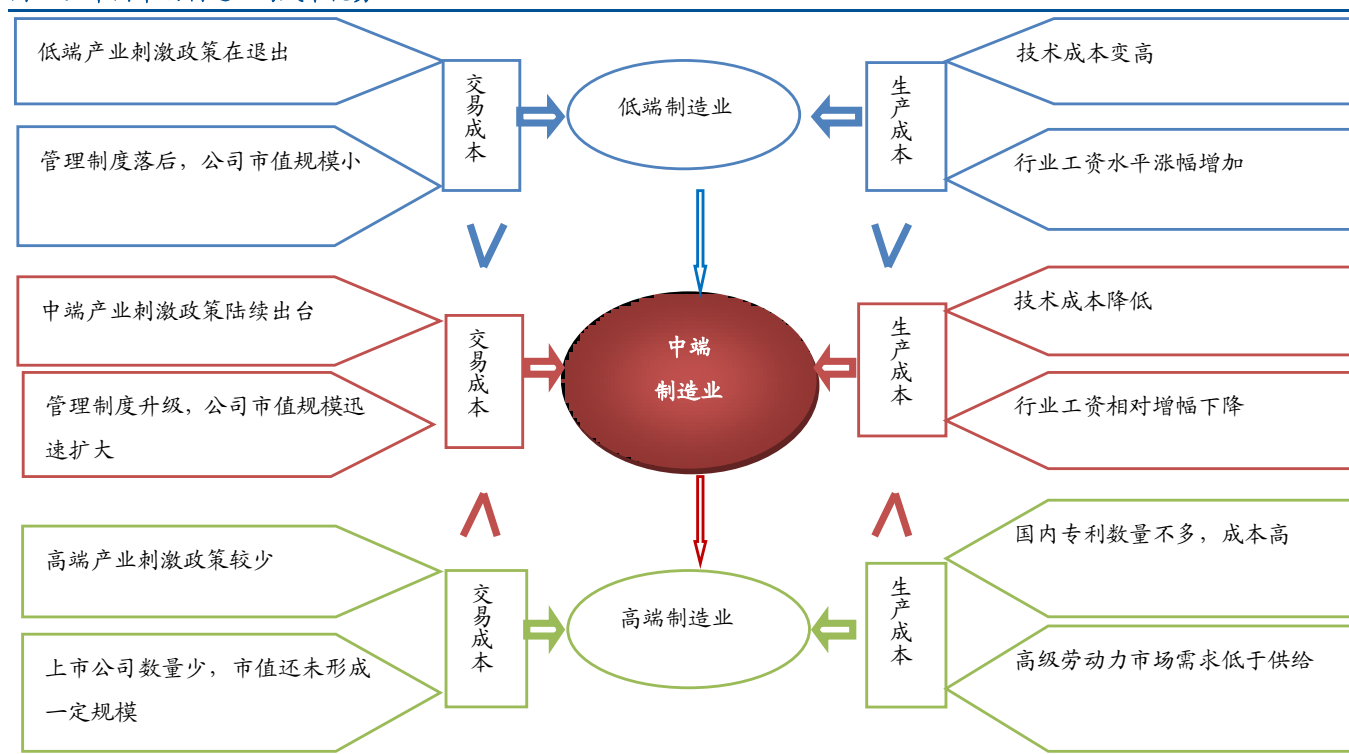
		低端制造业：以纺织业为例	中端制造业：以机械、交运和信息设备制造业为例
交易成本	政策	弹性汇率导致人民币升值压力，出口退税取消	《装备制造业发展规划》、《新兴产业发展规划》出台，2010 对国内设备出口退税支持进一步增加
	公司	多数低端制造企业规模小，管理制度落后，议价能力低	公司管理制度现代化，金融危机为国内公司全球资本运作提供了契机
生产成本	技术	产品技术差异性小，创新技术成为稀缺资源	技术更新速度快，创新技术充斥市场，技术获取难度下降
	要素	最低工资标准上调，低端制造业面临“用工荒”，原材料成本上升显著加快	中级劳动力供过于求，知识密集型行业单位产品劳动力成本呈下降趋势；主要原材料钢铁的价格下降幅度加大

资料来源：民生证券研究所

4、我国制造业的趋势：中端崛起，指日可待

我国的制造业已经具备了从低端向高端转型的必要条件。与低端工业相比，无论是生产成本还是交易成本，目前我国的中端制造业都具备相对优势。未来五到十年，中端制造业有望成为中国经济的“脊梁”，翻开“中国制造”的新篇章。

图 14: 中国中端制造业的成本优势



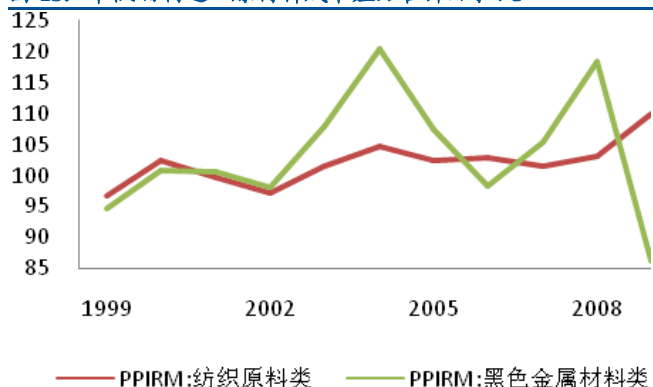
资料来源：民生证券研究所

我们从中端制造业的代表——机械、交通运输行业的变化，来揭示中端制造业的生产成本和交易成本的变动轨迹。

(1) 生产成本下行，为中端制造业升级创造空间

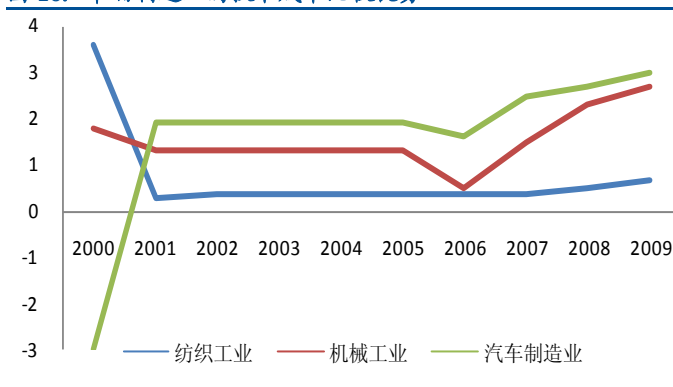
要素成本：从原材料成本来看，黑色金属是中端制造业的核心生产要素，2008 年开始与纺织原料成本发生逆转，呈现加速下行趋势，为中国中端制造业升级奠定了要素成本基础。

图 15: 中低端制造业原材料成本差距在开始拉大



资料来源：Wind, 民生证券研究所

图 16: 中端制造业的技术成本比较优势

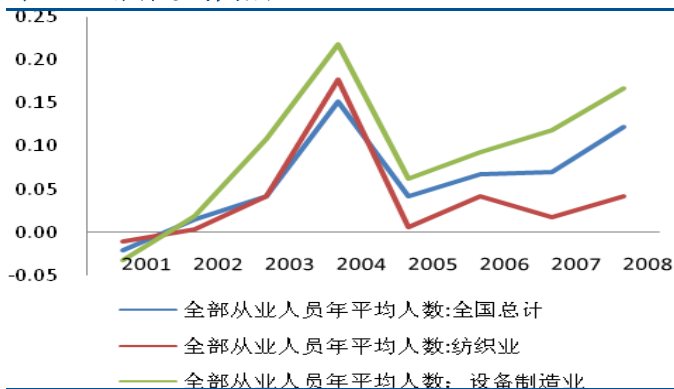


资料来源：Wind, 民生证券研究所

劳动力市场重心转移降低了中端制造业用人成本。自 1999 年高校扩招以来，我国接受中高等教育的人数不断攀升，目前劳动力市场面临着结构性失业的格局，一方面大学生毕业人数激增、找工作难，另一方面低端劳动者供不应求，招工难，劳动力市场的重心发

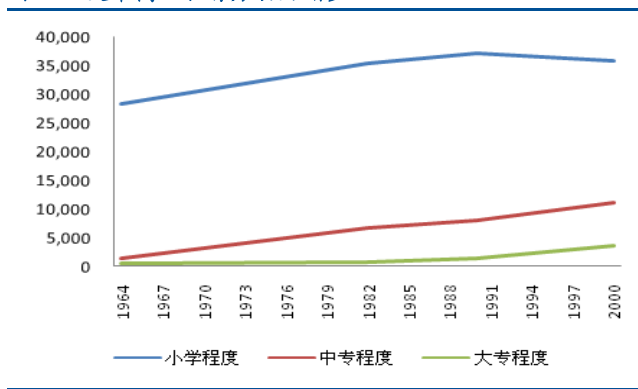
生了明显的偏移。2001 年起，纺织业和设备制造业的从业人员发生历史性逆转，逐渐扩大规模的中端制造业吸纳越来越多的劳动力，再加上教育程度成上升趋势，中端制造业所需的中、高级劳动力市场处于供过于求的充分竞争态势。

图 17: 设备制造业劳动力充足



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 18: 受中高级教育劳动力增多



资料来源: Wind, 民生证券研究所

技术成本: 从 2001 年开始，汽车、机械制造业的技术投入比例开始与纺织工业走势相反，中端制造业创新技术市场活跃度明显提高，使得技术成本下降趋势明显。

(2) 交易成本优势凸显，助推中端制造业升级

政策成本: 作为国民经济各行业提供技术装备的战略性产业，以机械设备、装备制造为主的中端制造业得到了政府的重视和政策支持。我国先后出台了《国务院关于加强振兴装备制造业的若干意见》(2006 年)、《装备制造业调整和振兴规划》(2009 年) 等政策来扶植产业发展。出口退税也是我国制造业结构升级的催化剂。在《海关税则目录》中，1971 个实现出口全额退税的商品多为机电和高新技术产品。国家对中端制造业产品实行全额退税，将增强此类产品在国际市场的竞争力，体现了国家为促进制造业升级降低了中端制造业企业的政策交易成本。

公司成本: 中端制造业企业管理现代化的进程加快。从最新的数据来看，设备制造业上市公司总市值已经达到 2.6 万亿，总资产达到 2 万亿，平均是纺织服装行业的 8 倍，设备制造业公司上市速度也领先于纺织业，从实力和节奏两方面都体现了中端制造业的企业交易成本的相对优势。

因此，从大国经济产业变迁的历史模型看，中国正在迈向“中端制造业”雄起的时代。

4、制造业升级下的受益行业：机械设备、电子元器件

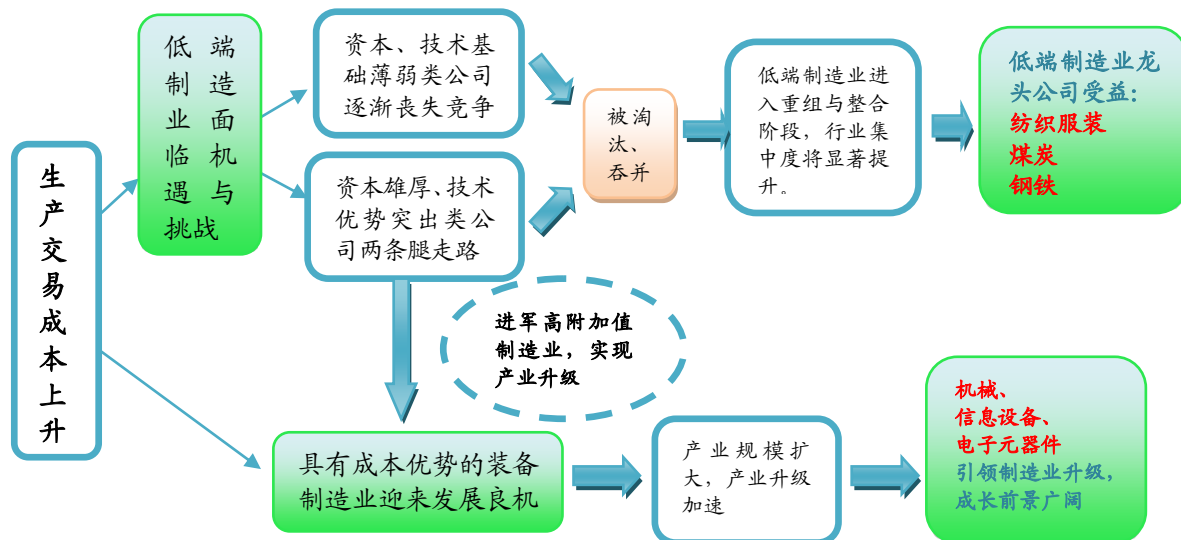
成本比较优势是推动我国制造业产业链从低端走向中高端的重要因素。随着交易成本、生产成本的趋势性提高，低端制造业的相对成本优势将逐步丧失，未来几年我国低端制造业将呈现两极分化的态势，相应地存在两种投资机会：

第一，低端制造业集中度提高，行业龙头公司将获得超额收益。 政策转向造成了低端制造业的政策交易成本升高，再加上不断攀升的高额生产成本，不具有成本优势的公司最终被淘汰、吞并；具有相对成本优势的公司，通过自身的优势吞并、重组与整合，提高企业交易成本优势，获得行业内的超额收益，因而具有投资价值。

第二，中端制造业产业规模扩大，产业升级加速，具备成本技术优势的公司受益。

中端制造业的成本比较优势逐渐凸显，资本市场的推动加快了产业规模的扩大，产业升级速度明显加速，机械设备、信息设备、电子元器件等行业成长前景广阔。

图 19：产业结构升级，中端设备制造业受益逻辑



资料来源：民生证券研究所

（三）消费崛起：“中端结构升级+低端总量扩张”

我国已经具备了消费崛起的基本条件。经典的经济学理论中，收入、人口结构、制度安排、信用条件等都是影响一国消费函数的重要变量。目前我国人均 GDP 和农村居民人均收入，分别相当于美国上个世纪六七十年代和四五十年代的水平；人口结构的最近两次出生高峰，都进入到大额消费阶段；城镇化水平的提高和社保体系的完善减轻了消费的抑制条件。“中端结构升级+低端总量扩张”的消费时代已经来临。

1、消费函数的决定变量

经济学理论中关于消费函数的研究经历了四个阶段，从第一阶段的绝对收入与相对收入假理论，到第二阶段的持久性收入与生命周期理论，第三阶段的随机游走理论，以及最新的流动性约束与预防性储蓄等假说。

第一阶段是凯恩斯在《就业利息和货币通论》提出的绝对收入假说。在短期内，影响个人消费的主观因素是比较稳定的，消费者的消费主要取决于收入的多少，随着收入的增加，人们的消费也随之增加，消费是“完全可逆”的，但消费的增长低于收入的增长，即“边际消费倾向递减规律”。

第二阶段的代表是杜森贝里的相对收入假说、莫迪利阿尼等的生命周期假说以及弗里德曼的持久收入假说。杜森贝利认为，一方面，消费者的消费支出不仅受其自身收入的影响，而且也受周围人的消费行为及收入与消费相互关系的影响，即消费具有“示范性”或“攀附性”；另一方面，消费者的消费支出不仅受自己目前收入的影响，而且也受自己过去收入和消费水平的影响，即消费又具有“不可逆性”。莫迪利阿尼认为，消费者是理性

的，他只是根据效用最大化原则来使用一生的收入，安排其一生的消费，使一生中的收入等于一生的消费点。弗里德曼认为，消费者的消费支出主要不是由现期收入决定的，而是由他的持久收入决定的，即消费者一生中可得到的收入的平均值。

第三阶段是对收入风险的考虑、理性预期概念以及经济计量学中对单位根过程的最新研究。这些思想刺激消费理论寻求理性预期下的新意义，其代表是霍尔的随机游走假说。

第四阶段是针对霍尔假说的疑义提出的理论。霍尔假说的逻辑非常严谨，但是受到了迪顿弗莱文的过度敏感性、坎贝尔的过度平滑性有力的挑战，并因此引发了大量新假说，如流动性约束、预防性储蓄假说、损失厌恶假说等。

总体而言，影响消费需求的基本因素是国民可支配收入，其他因素包括价格水平与价格预期、利率、分配状况和人口。国民可支配收入是影响消费需求的最主要变量；消费需求与价格水平之间呈现负相关关系，人们预期价格上涨，则会增加自己的即期消费；消费需求与利率高低呈现负相关关系；低收入者具有较高的平均消费倾向，而高收入者则具有较低的平均消费倾向，收入分配均匀有助于提高平均消费倾向。除此之外，中国居民的消费行为其消费支出安排具有显著的阶段性。我国居民一般是集中力量实现当前阶段效用的最大化，在消费者生命的不同阶段中一般都存在一个特定的消费高峰，而较少考虑未来阶段的消费和效用最大化，因此人口结构对消费需求具有明显的影响，这种行为主要是由于未来长期目标的不确定性、体制制约等原因造成。

2、消费扩张与升级的国际经验

当一国人均 GDP 在 1000 美元之内时，该国消费处于总量扩张阶段，主要解决温饱问题，“吃”、“穿”是消费的核心。当人均 GDP 达到 3000 美元以上时，居民具备了一定积蓄，发展为“住”、“行”和其他更高层次的需求，消费结构升级的阶段开始。上个世纪 40 年代-90 年代这六十年间，美国居民消费结构的变化充分的印证了这一国际经验。

美国 1940 年-1990 年居民消费结构的变迁可以清晰地分为三个阶段：

第一阶段：低端消费总量扩张阶段。1940 年-1950 年。人均 GDP 从 800 美元上升到 2000 美元，食品饮料、交通、教育在居民支出结构中占比增大。

第二阶段：中端消费结构升级阶段。1960-1970 年。人均 GDP 从 3000 美元上升到 5000 美元，个人支出在个人护理、住房支出、医疗、娱乐方面增大。

第三阶段：高档消费阶段。1980-1990 年。人均 GDP 从 12000 美元上升至 23000 美元。居民消费向更高端的消费品发展，医疗、个人事务费用、娱乐支出增大。

表 5：1940 年-1990 年美国居民消费的支出结构

类别	1940 年	1950 年	1960 年	1970 年	1980 年	1990 年
人均 GDP (美元)	769	1940	2918	5070	12276	23196
食品、饮料以及烟草	30.9%	32.6%	26.9%	23.8%	21.3%	17.2%
服装、鞋、珠宝等配饰	12.8%	11.7%	10.2%	9.0%	7.8%	6.9%
个人护理	1.4%	1.2%	1.6%	1.8%	1.6%	1.6%
住房支出	13.0%	11.0%	14.2%	15.2%	15.1%	14.6%
家庭开支	14.6%	14.1%	14.4%	14.2%	13.5%	11.6%
医疗	4.9%	4.8%	5.9%	8.1%	10.8%	15.9%
个人事务费用	5.1%	4.2%	4.0%	5.1%	5.6%	7.9%

交通	9.9%	12.0%	13.3%	12.6%	13.8%	12.1%
娱乐	5.2%	5.5%	5.6%	6.6%	6.6%	7.6%
教育	0.9%	1.0%	1.1%	1.6%	1.6%	2.3%
其他	1.3%	1.9%	2.8%	2.1%	2.4%	2.4%

资料来源：CEIC，民生证券研究所

表 6：不同收入阶段居民的消费结构变迁

人均收入	阶段	消费结构占比上升的行业
1000-3000 美元	低端消费总量扩张阶段	食品饮料、交通、教育
3000-10000 美元	中端消费结构升级阶段	个人护理、住房支出、医疗、娱乐
10000 美元以上	高端消费阶段	医疗、个人事务费用、娱乐

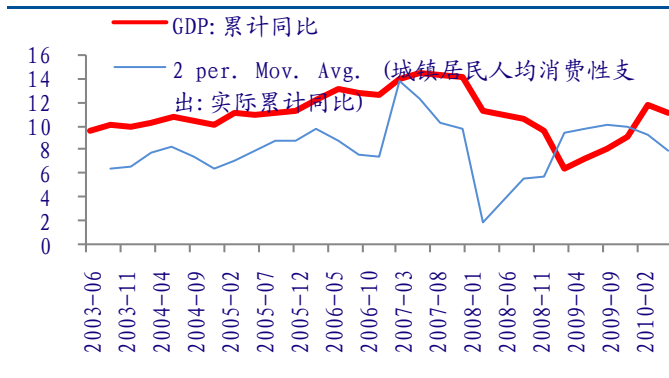
资料来源：民生证券研究所

3、我国消费的现行格局

从上个世纪 80 年代的“老四件”（手表、自行车、缝纫机、收音机），到 90 年代的“新六件”（彩电、洗衣机、冰箱、电扇、照相机、录音机），再到过去 10 年的空调、电脑、汽车、住房和金融服务，过去三十年我国的居民消费不断处于更新换代当中。

但是，居民消费的增速明显低于经济增长增速，居民未能完全分享到经济增长带来的福利。2003 年以来，绝大多数年份我国城镇居民人均消费性支出都明显低于 GDP 增速。2008 年我国居民消费率只有 50%，而美国超过 80%，即使是同样具有低消费传统文化的东亚地区（日本、韩国、香港、台湾）也都普遍在 65% 以上。居民消费结构也不甚合理，一方面奢侈品消费位于全球前三位，另一方面低收入阶层消费处于明显的抑制阶段。

图 20：我国居民消费增速明显低于经济增长



资料来源：Wind，民生证券研究所

表 7：各国消费率（%）

国家地区	2000	2005	2006	2007	2008
中国	62.5	50.4	47.6	47	50.8
中国香港	68.1	67	66.9	68.2	68.8
日本	73.1	75.1	74.8		
美国	83.4	86.3	86.2		
韩国	66.6	67.6	69	69.1	69.8
印度	76.8	68	66.7	64.8	67.1
阿根廷	84.4	72.7	71	71.5	
俄罗斯	61.3	66.3	65.9	66.7	63.7
巴西	83.5	80.2	80.3	80.7	80.9

资料来源：民生证券研究所

造成居民消费增长过慢的原因，包括劳动者报酬在国民分配中所占比例过低、人口结构和消费结构、社会民生保障不够健全等。一旦这些约束条件得到一定程度的释放，我国消费未来的发展空间将很大。

4、我国已经具备“消费崛起”的必要条件

总体来看，收入是消费函数的重要自变量但非唯一变量，人口结构、制度安排、信用条件、利率水平等也是影响一国消费水平的重要条件。结合我国的具体情况，从收入增长、人口结构、城镇化趋势和社保体系来看，我国已经具备了消费崛起的必要条件。

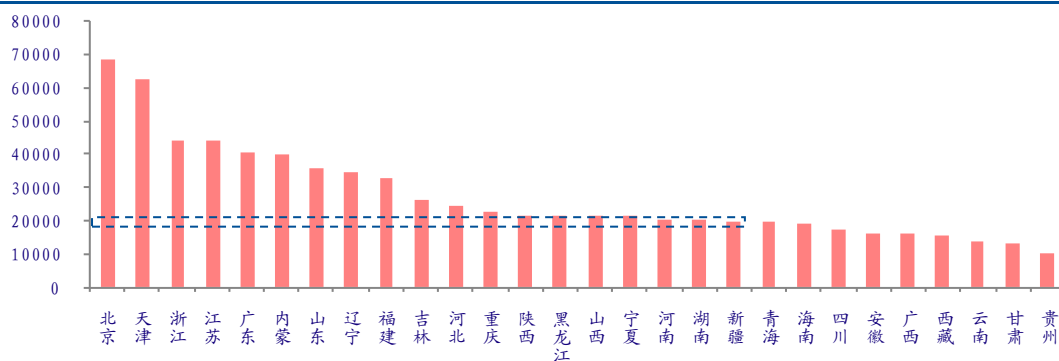
（1）收入增长提速，消费市场迎来“中端结构升级+低端总量扩张”

收入是消费函数中最重要的自变量。目前我国居民收入的结构是：人均 GDP 站上 3000 美元大关，农村居民人均收入达到 1000 美元，最富裕省市人均收入突破 10000 美元。劳动力市场面临人口红利即将消失的格局，政策面收入改革措施出台在即，未来五年居民收入增长加速将是大趋势。我国将同时实现中档消费品结构升级和低档消费品总量扩张。

城镇居民消费有望实现结构升级

我国城镇居民收入水平达到美国 1960-1970 年代水平。2009 年北京、天津、浙江、广东、内蒙、山东、辽宁、福建等多个省市人均 GDP 都在 3000 美元以上，最高的省份甚至接近 1 万美元，消费升级的收入条件已经具备，居民消费将更注重舒适性、时尚型、美观性，并转向航空、旅游、娱乐、住房、汽车、通讯、传媒、电子为代表的中高档产品。

图 21：2009 年各省人均 GDP



资料来源：Wind, 民生证券研究所

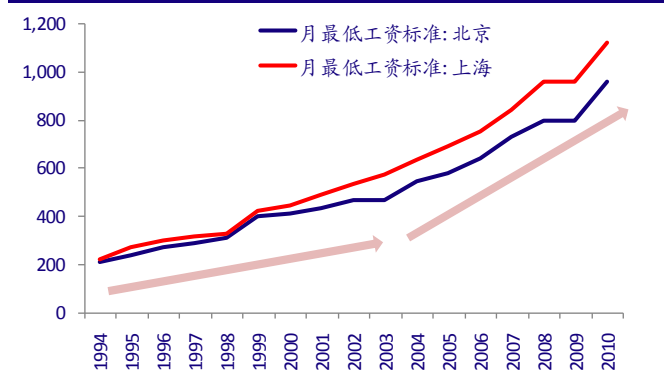
农村居民的消费将进入总量扩张阶段

我国农村居民的年人均收入已经达到 1000 美元，达到美国 1940-1950 年代水平，具备消费总量扩张的初步条件。无论从市场供给还是从政策层面来看，未来农村居民增速都加明显提速，并带动低端消费的总量扩张。

从劳动力供给的格局来看，2010-2015 年，我国将从“人口红利”阶段逐渐进入“人口负债”阶段，以往大量存在的廉价劳动力将不复存在，低端劳动力成本上升是长期趋势。

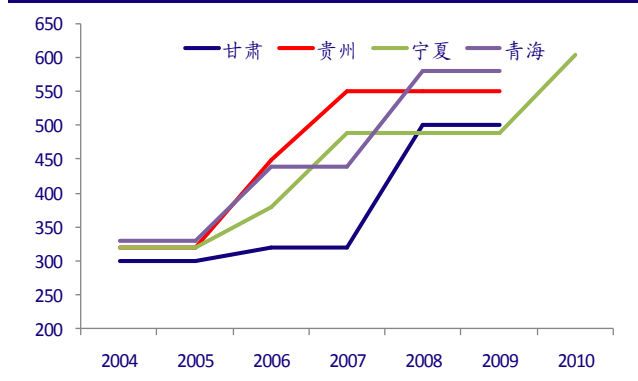
政策层面，2010 年以来已经有十几个省市上调了最低收入标准，上调幅度最大的省市宁夏、山东、福建、北京等涨幅都在 20% 以上。从最近实施事业单位绩效工资改革及传闻及《关于加强收入分配调节的指导意见（征求意见稿）》等信息来看，国内收入分配体制改革已进入“现在进行时”。

图 22: 东部地区部分城市最低工资标准



资料来源: Wind, 民生证券研究部

图 23: 中西部地区部分城市最低工资标准



资料来源: Wind, 民生证券研究部

目前我国农村居民的年人均收入相当于 2002 年我国城镇居民的人均收入水平。2002 年-2009 年间,我国城镇居民各消费细项的变化如下表所示。我们有望看到,未来五年,纺织服装、交通通信、家庭设备用品、食品饮料(非粮食类)等行业将在农村消费市场面临巨大空间。

表 8: 2002 年-2009 年我国城镇居民主要消费品种增速

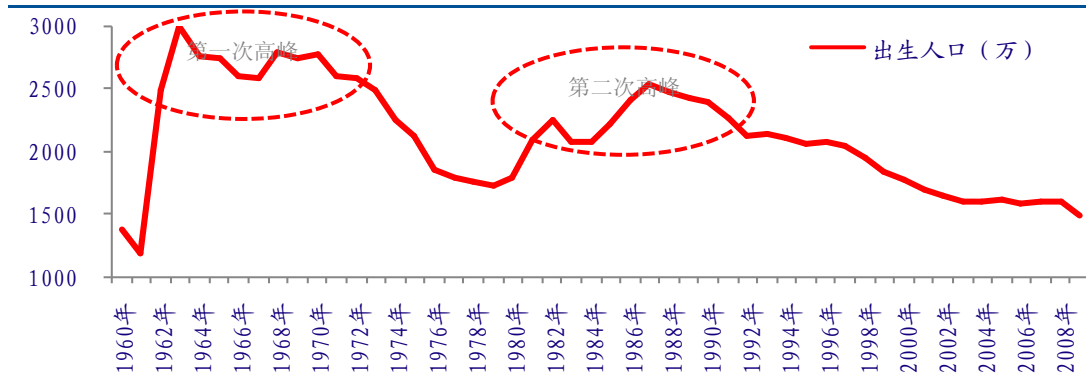
类别	城镇合计	食品	食品: 粮食	衣着	居住	家庭设备 用品及服务	交通和 通讯	医疗 保健	娱乐教育文 化服务	杂项商品 和服务
2002 年-2009 年增速	103%	97%	76%	117%	97%	102%	169%	99%	63%	142%

资料来源: Wind, 民生证券研究所

(2) 人口结构消费高峰到来

我国目前的人口结构特征,意味着消费繁荣期正在到来。传统的生命周期消费理论认为,每个家庭都是根据一生的全部预期收入来安排自己的消费支出,每个家庭在每一时间点上的消费和储蓄决策都反映了该家庭希望在其生命周期各个阶段达到消费的理想分布,以实现一生消费效应的最大化。观察我国居民的消费方式,更多的是集中力量实现几个阶段效用的最大化,大额度的消费支出与一生中的几件大事紧密联系:结婚、供养子女以及退休等。1960 年以来我国的人口出生出现的最近两个高峰,表明消费高峰的到来。

图 24: 1960 年以来我国的两次人口出生高峰



资料来源: Wind, 民生证券研究所

第一次人口出生高峰出现在 60 年代。1963-1970 年间我国每年的平均出生人口在 2700 万以上，目前这代人处于 40-50 岁之间，已经具备了充分的消费能力，面临对汽车、住房等耐用消费更新换代的要求，对保健、医疗、旅游、服务类行业也有充足的需求。

第二次人口出生高峰出现在 80 年代。目前“80 后”已经不再是幼稚的小孩，他们已经纷纷走上工作岗位、迈入而立之年，这将从消费层面上带来三个变化。

一是消费观念的升级，作为中国的第一代独生子女群，“80 后”已经基本上摆脱了上一代家长们“节俭”的消费理念，追求舒适、时尚、个性已经成为年轻人普遍的消费理念，消费态度也更为大胆和开放。

二是结婚潮到来。25-30 岁是结婚的密集年龄段，中国人往往把结婚看成是一生之中的头等大事，结婚潮不仅仅带来婚庆市场、酒店旅游的异常火爆，更包括住房、装修装饰、家用电器、汽车等一系列耐用消费品的繁荣。

三是新一轮生育高峰到来。“80 后”新一代的“宝宝高峰”已经到来。与上一代生育高峰相比，两地婚姻增多、双方父母远离子女的比例加大，家政服务、医疗保健、教育、食品饮料的需求大幅增加。

（3）产业向中西部转移加速城镇化进程

人口聚集是一国消费快速发展的重要前提，城市化与消费发展有着内在的逻辑联系。从世界范围内来看，无论是低收入国家还是中等收入国家，随着城市化比重的不断提高，消费所占比重也呈现稳步增加的态势，80 年代以来这种趋势表现的更加明显。

表 9：城市化水平与消费水平呈现正相关关系

		1960	1965	1980	1985
低收入国家	城市化水平	13	17	17	22
	第三产业比重	32	30	29	35
中等收入国家	城市化水平	33	36	45	48
	第三产业比重	46	47	45	52
高收入国家	城市化水平	68	71	78	75
	第三产业比重	54	56	59	61

资料来源：世界银行，民生证券研究所

城市的发展是以产业的发展为依托，没有充足的产业支撑，就无法提供的足够的就业岗位，从而不能吸引足够的人口并产生相应的有效需求。2009 年底我国政府提出了大力推进城镇化建设的政策方针，以富士康为代表的沿海企业将工厂向内陆迁移，表明在政策引导和成本推动的双重力量下，产业向中西部转移已经是大势所趋。产业的转移将加速城镇化进程，从而直接促进消费。如果未来城市化率年增幅为 1% 计算，每年将增加 1300-1500 万城市人口，引致的新增消费规模有望在千亿以上。

首先，城镇为消费提供了地理上的便利。城镇经济的繁荣和社会分工的细化，直接推动金融保险、交通运输、广告、法律、会计等生产服务和专业服务的发展。

其次，随着城镇化对经济增长作用的发挥及人们收入水平的提高，消费群体将逐渐扩大，消费观念和生活方式也有逐步改变，这些都将增加居民的消费型服务需求，促进商业、餐饮、医疗、社区服务、文化娱乐、体育健身、科技教育等行业的发展。

第三，城镇基础设施及城市功能的完善，将带动房地产、物业管理、公共服务等行业的发展。

(4) 社会保障体系日益完善

作为一项缺失的制度安排，过去二十年我国社会保障体系的匮乏确实是抑制居民消费增长的重要因素。社保体系不完善主要表现在资金不足、覆盖面小、保障水平低等方面。近年来政府对民生的支持力度不断增加，社会保障政策和制度不断完善和丰富。养老、医疗、失业、工伤等传统意义上的保障体系逐步成形，保障房建设、廉租房建设、社会救助制度、社会福利和优抚安置保障等新型社会保障工作也在不断的推进。完善的民生保障可以减轻居民的生活压力和不确定性，增强居民的消费意愿。跟过去 5 年相比，以往抑制消费的这一因素已经大大削弱。

2009 年，中央财政进一步加大对社会保障的支持力度，全年安排社会保障资金 2906 亿元，比上年增长 16.6%。社会保障覆盖面不断扩大，以新型农村合作医疗制度和新型农村养老保险制度建设为标志，我国社会保障体系建设朝着覆盖城乡的目标迈出重要步伐，社会保险各项制进一步完善，社会救助和救灾工作进一步加强、社会福利和优抚安置保障工作不断发展。

表 10：2009 年我国社保体系建设取得的主要成就

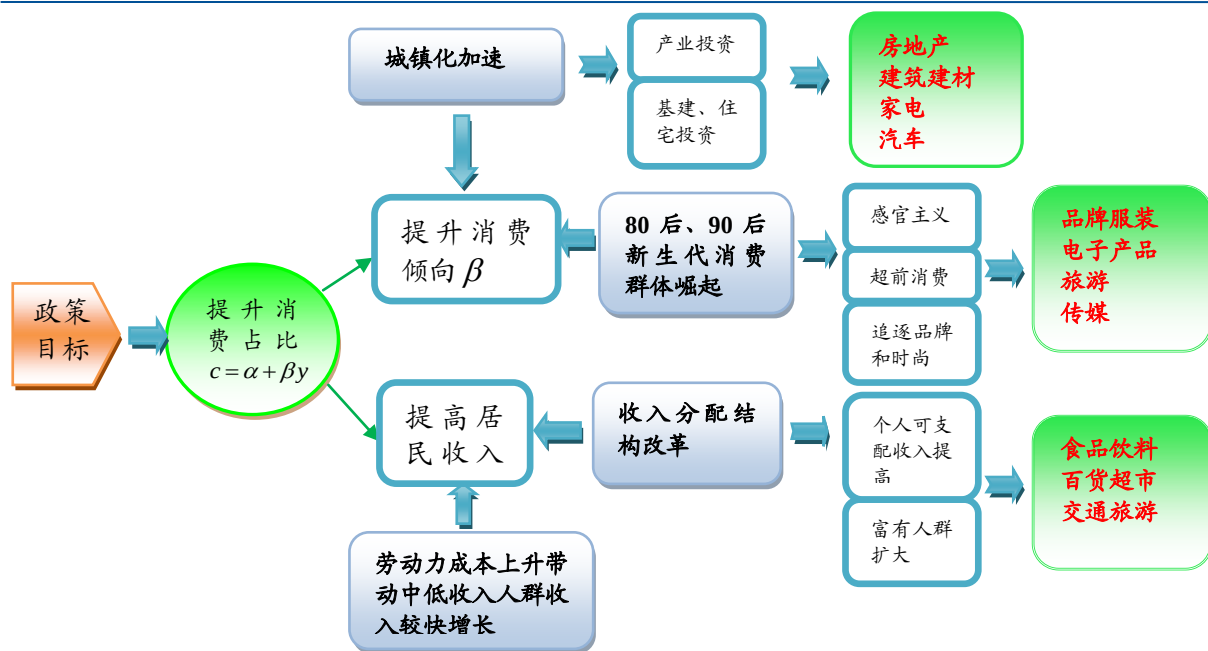
方向	主要内容	意义
社保覆盖面不断扩大	2009 年底全国参加城镇基本养老保险人数 2.6 亿，参加城镇基本医疗保险 4 亿	提高社会整体保障水平
新型农村养老保险制度和城乡医疗保险制度改革	2716 个县开展新型农村合作医疗工作，新型农村合作医疗参加人数达到 8.3 亿人，参合率 94%	标志着向建立覆盖城乡居民的社会保障体系目标迈出重要一步
社会保险制度完善	各省全部出台养老保险省级统筹文件，29 个省市出台被征地农民社会保障实施办法等	加强制度约束
社会救助和救灾工作加强	2009 年底城市低保人数达到 2348 万人，农村低保保障人数达到 4759 万人	城乡居民最低生活保障制度进一步规范
社会福利和优抚安置保障工作不断发展	在黑龙江、江苏等 5 省市试点，安排中央预算内投资 2 亿元，支持 63 个养老服务试点项目	以家庭为基础、社区为依托、机构为补充的养老服务格局基本形成

资料来源：中国政府网，民生证券研究所

5、消费类行业收益逻辑

长期来看，收入增长和人口结构变化是驱动消费增长的核心动力。随着我国人口老龄化的加剧，城镇化加速以及 80 后、90 后新生代消费群体的崛起，消费观念及人口结构的变迁将有效驱动消费倾向走强。同时，随着我国收入分配制度改革的逐步推进，中低端人群收入快速增长，必然带来消费规模的扩大、消费结构的升级，相关消费类行业受益。看好家用电器、食品饮料、商业贸易。

图 25：经济结构调整，消费类行业受益逻辑



资料来源：民生证券研究所

（四）战略性新兴产业发展空巨大

新型工业是随当代科技进步而迅速发展起来的富有生命力的工业部门，主要包括电子技术、激光、光纤通信、信息技术、机器人、宇航、新型能源、海洋开发、新型材料及生物工程等工业部门。在现有工业部门结构中，虽不占主要地位，但发展速度较快，代表着未来工业的发展方向。

新兴产业是新型工业的基础，大致可以分为三类：

第一，新技术产业化形成的产业。如生物工程技术，在五六十年来只是一项技术，离产业化距离很远，但现在成为了生物工程产业。

第二，用高新技术改造传统产业，形成新产业。比如在几百年前人类用蒸汽机技术改造手工纺机，形成纺织行业，使得整个纺织行业有了飞速的发展。。

第三，对社会公益事业的行业进行产业化运作。比如说传媒业，美国的好莱坞，通过多家公司的全球商业化运作，实现了庞大的产业规模。

中国的战略性新兴产业主要采用的是高新技术改造传统产业，能够实现更加快速的市场培植，加速产业政策的刺激效果。

从 2009 年的十大产业振兴计划到今年下半年即将推出的战略性新兴产业规划，体现了新兴产业扶持的“助推性”，而非“创造性”，借力传统产业培植新兴产业，是新型产业规划的一大特点。

表 11：七大新兴产业

七大新兴产业	技术核心
新能源	以绿色和低碳技术为标志。主要是指清洁能源和可再生能源，包括水电、核电、风力发电、太阳能发电、沼气发电，以及地热利用、煤的洁净利用等。
节能环保	通过关键技术的突破，提高能源利用效率和优化能源消费结构。
电动汽车	主要是指以新能源带动的发动机运行新型汽车产业。
新医药	把生命科学前沿、高新技术手段与传统医学优势结合起来，研发适应多发性疾病和新发传染病防治要求的创新药物，突破应用面广、需求量大的基本医疗器械关键核心技术，形成以创新药物研发和先进医疗设备制造为龙头的医药研发产业链。目前主要是在干细胞研究方面的再生医学的发展。
新材料	主要包括微电子和光电子材料和器件、新型功能材料、高性能结构材料、纳米材料和器件。
生物育种	发展转基因育种技术，提高农业产量和改善产品质量，实现小麦、水稻等主要农作物和猪、牛、羊等主要牲畜的优良品种的显著改良。
信息产业	以后的发展方向是物联网与互联网的结合，就是传感网在基础设施和服务领域的广泛应用。

资料来源：民生证券研究所

1、新兴产业发展的三个阶段

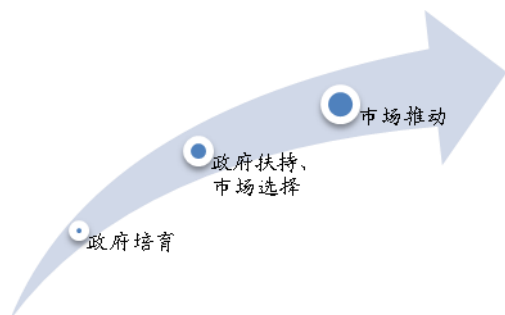
新兴产业发展起步虽然不同，但发展的阶段过程基本一致，中国的战略新兴产业规划的出台意味新兴产业已经进入“第二阶段”，新兴产业有望呈现高速发展时期。

新型工业是现代科学技术发展的产物，具有高科技的特征。在发展布局上不同于传统工业，要求有高投资，大型、超大型设备，高科技投入，高精密度、高质量的环境条件，要求接近科研技术中心，其发展还要同基础材料工业的发展相配套，因此不同于传统工业发展的模式。

新兴产业形成与发展的路径是指新兴产业从萌芽到成长再到市场地位的确立，巩固和持续的方式和过程。通过对大国的新兴产业发展的规律研究，我们发现，各国培育新兴产业发展是以下三个阶段：

- 第一阶段，政府培育的新兴产业形成；
- 第二阶段，市场选择与政府扶持共同作用的新兴产业发展；
- 第三阶段，市场独立推动新兴产业成为产业核心。

图 26：新兴产业发展规律



资料来源：民生证券研究所

战略新兴产业规划致力于对原有传统工业的技术改造，力求从政府培育过渡到政府扶持、市场选择的第二阶段

2、大国扶持新兴产业，体现对传统工业的高新技术改造

发达国家陆续出台的扶持新兴产业计划，以对传统工业高新技术改造为主，争取加快产业化节奏，实现市场效益。

（1）美国

1993年9月，克林顿总统公布国家出口战略，确定半导体、电脑、通讯、环境保护、咨询软件工业及服务行业等高科技产业和知识密集型产业为6大重点出口产业；对“军民两用”的技术如计算机程序、电子机器人、人工智能等领域的合作与开发给予扶持。这些有效的产业政策促进了美国经济的再度繁荣，使以信息产业为主的新兴产业蓬勃发展。以后几届的联邦政府也越来越重视产业政策对经济的带动作用，小布什政府的能源战略和能源法案就对能源技术创新和能源产业发展起到了一定的促进作用。奥巴马政府则将政策重点放在新能源和环保产业上。

美国的产业技术计划（ICP）是美国能源部（DOE）能源高效化与可再生能源部门为提高产业领域的能源效率和改善环境特性而采取的重要国家措施。ICP的实施有如下四个目的：节省能源、提高燃料利用的灵活性、减少排放和废弃物、推进经济增长和提高产业竞争力。美国产业技术计划的战略目标是：从2002年至2020年间，将能源集约型产业的能源强度改善30%；在十个以上产业领域将能源效率改进技术达到实用化。ICP计划有六项基本战略：集中于能源集约型产业、通过政府与民间的合作体制实施计划、决定产业领域需大幅提高能源效率的主要课题、采用的技术群相互之间应均衡、实施各生产流程中特定的研究开发和横向的研究开发以提高能源的长期效率、采取技术推广措施。

（2）欧盟

欧盟重在提高“绿色技术”和其他高技术至全球领先水平，并决定在2013年之前投资1050亿欧元用于“绿色经济”的发展。法国宣布将建立200亿欧元的“战略投资基金”，主要用于对能源、汽车、航空和防务等战略企业的投资与入股。荷兰的经济刺激方案中，包含对可持续能源行业的投资和支持。欧洲议会将会欧盟2009年的预算向科研与创新等方面倾斜，预算增长10%以上。

为抢占金融危机后发展的“制高点”，欧盟的成员国之一英国，将重点发展本国优势产业，包括海洋风力发电、潮汐发电、民用核电、超低排放汽车研制以及可再生建筑材料和化工产品等，并将就此制定具体发展计划。

（3）日本

日本把重点放在商业航天市场、信息技术应用、新型汽车、低碳产业、医疗与护理、新能源（太阳能）等新兴行业。2009年3月，日本出台了为期3年的信息技术发展计划，侧重于促进IT技术在医疗、行政等领域的应用。2009年4月，为配合第四次经济刺激计划推出了新增长策略，发展方向为环保型汽车、电力汽车、低碳排放、医疗与护理、文化旅游业、太阳能发电等。放眼2025年，日本将通过创新能力和开放的姿态给日本的经济注入新的活力，在工程技术、信息技术、医药等各个领域制订长期的战略方针“技术创新25”并加以实施，为日本经济成长做出贡献。“技术创新25”在日本已被业界普遍认为将成

为确立到 2025 年，日本的长期发展战略和科技政策指南。

作为推动光伏发电系统最有力的三大地区之一，以及光伏市场发展最快的国家，日本计划到 2010 年境内的光伏总装机容量达到 5000MW。此外，日本提出了关于正式普及新一代汽车的总体战略建议，该总体战略包括三个方面：技术开发战略、制度整备战略、促进普及战略。技术开发战略的最大课题是开发在性能和成本方面可与汽油汽车相匹敌的电池和马达。日本丰田汽车公司表示，已进行可靠外部充电的电力行走的接插式混合燃料电池汽车的开发；日产汽车公司表示，根据该公司的“2010 绿色计划”，于 2010 年将向市场投入混合燃料汽车和电动汽车。日本政府也于 2007 年度开始启动下一代汽车用电池的技术开发项目，旨在开发取代锂离子电池的新电池。

3、中国战略新兴产业规划，助推强势产业

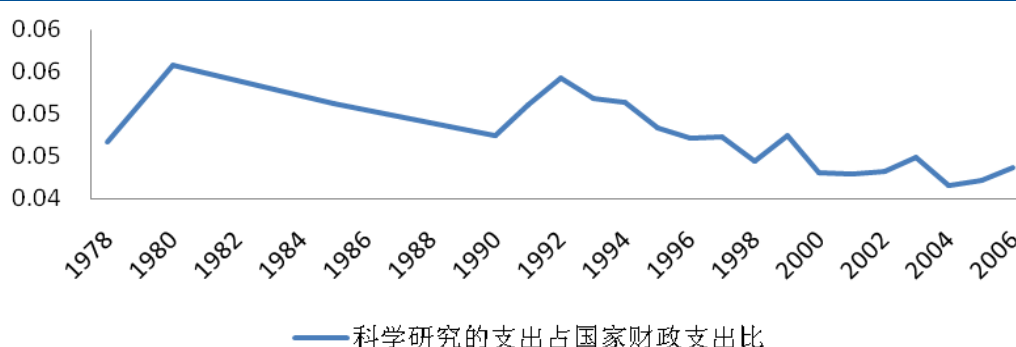
从政府科技投入到支持市场自发培育新兴产业。

近年来，政府科技投入发生转变，从 90 年代初期的高投入培育新兴产业基础科研能力支持，到为企业创造条件，采用科研补贴、税收支持等方式，鼓励企业、甚至是跨国企业主动参与新兴产业的科研支持中去，效果显著。

自 1994 年北方电信率先投资成立北京邮电大学——北方电信研究开发中心以来，跨国公司在华科研投资发展引入注目。1995-1998 年间，跨国公司在华研发机构的设立也开始加快。2002 年入世后，跨国公司在华设立研发中心成为一股热潮。IBM、微软、朗讯、惠普、戴尔、通用等跨国公司纷纷选择在中国设立研发中心。据商务部统计，外商在中国设立的研发中心已经达到 400 余家。

与此相对应的，国家科研支持比重却呈现连年下降趋势，可见，战略性新兴产业规划中，政府仍将鼓励企业加大科研投入，培育新兴产业。

图 27：国家科研支出比重下降



资料来源：wind，民生证券研究所

产业融合借战略性新兴产业规划推动中国新兴产业发展。

新经济时代的竞争规则使得我国的传统工业的单一价格优势难以持久，必须拓展新型工业化道路，培育传统工业持续的创新能力和创新能力。产业融合的本质就是高新技术对传统工业的系统整合。由于技术进步和放松管制，发生在产业边界和交叉处的技术融合，改变了原有产业产品的特征和市场需求，导致产业的企业之间竞争合作关系发生改变，从而产生了新兴产业。

而促进产业融合的关键是市场力量和政府消除技术壁垒，可以预见的是，战略新兴产业规划就是在提供这种支持，帮助产业加速融合，实现新兴产业的发展，进一步促进传统产业是升级：

第一，能够创造良好的市场环境和制度支持是新兴产业成长的关键。根据 N.R 创新理论，“需求呼唤需求”将会拉动产业升级的持续深入；此外，新兴产业将成为其他产业创新的供给因素，表现为持续的需求-供给螺旋式发展效应。

第二，应该努力消除新兴产业的制度壁垒。新制度催生新技术，创造新产业，造就新经济。战略新兴产业规划如果能够发挥维持市场秩序、消除产业进退政策性壁垒的作用，就能够为新兴产业振兴提高更加强劲的推动力。

新兴产业集聚化，为战略性新兴产业提供可持续发展的途径。

完全通过国家投资及优惠政策来推动经济发展，是一种依附型的发展模式，不利于形成健康的、能够“独当一面”的具有竞争力的核心产业。从十六大提出新型工业化道路的战略部署开始，全国各个区域发挥比较优势，逐渐形成了集聚化的新兴产业园区，部分城市已经呈现出了较为成熟的发展模式，此时推出战略性新兴产业规划，能够显著缩短部分新兴产业发展的“第二阶段”，快步进入市场推动的“第三阶段”。

表 12: 新兴产业集聚已经成型

新兴产业集聚城市	新兴产业特点
扬州市	被认定为“国家级半导体照明产业化基地”的扬州，其新能源、新光源和新材料均成为工业新亮点、新特色、新优势，2010 年，碳纤维产能将达千吨级，太阳能光伏和 LED 年销售都超过 500 亿元。这些产业都有前景好、科技含量高、潜力大、产业周期长等优势。
无锡市	2010 年，无锡锁定集成电路、光伏和软件及服务外包三大产业作为支柱产业，三年形成三个 1000 亿级的新兴产业集群。先进制造业向高新化方向集聚、现代服务业向高端挺进的路径更为清晰。
南京市	2006 年南京市提出建设十大工业产业链，通过产业链带动全市工业经济的快速发展。2007 年南京市再次明确提出十大产业链中将以“5 + X”为重点，加快推进风电、城轨交通、汽车及零部件、半导体照明、船舶这五大新兴产业链，“X”是指具有发展潜力、带动作用强的核心企业。
厦门市	光电产业是厦门市重点发展的新兴产业之一。厦门的光电子产业不断发展，相比其他国内城市，厦门光电产业的发展承接了台湾光电产业的转移。根据相关规划，光电产业将成为继电子、机械、化工三大支柱产业之后厦门的第四大支柱产业。
重庆市	重庆投资 1000 亿元，上马 400 余个重点工业项目，重点推进九大新兴产业集群。
上海市	上海以世博作为“跑道”，全力带动新兴产业起飞。在已经实施的 140 项世博科技专项中，像“沪上生态家”这样着眼未来的项目不在少数。太阳能、半导体照明(LED)、新能源汽车等新兴产业“后备军”正摩拳擦掌做着最后冲刺，欲把世博大舞台当作自己起飞的跑道。
深圳市	深圳依仗高新技术产业强力拉动经济，新兴产业已成为经济新亮点。作为深圳高新技术产业的核心板块--电子信息产业，继续保持良好的发展势头。在金融海啸肆虐时期，深圳的大型企业继续对产业稳定增长起到决定性作用，尤其是本土自主创新型企业，成为了产业增长的中坚力量，新材料、光机电新兴产业等对经济拉动作用明显增强。

资料来源：民生证券研究所

可见，战略性新兴产业规划必将带来中国新一轮的投资主题，为中国传统工业插上翅膀，实现新的飞跃。

三、低估值板块阶段性修复与事件性投资主线

(一) 阶段性投资机会：金融、地产等超跌低估值板块

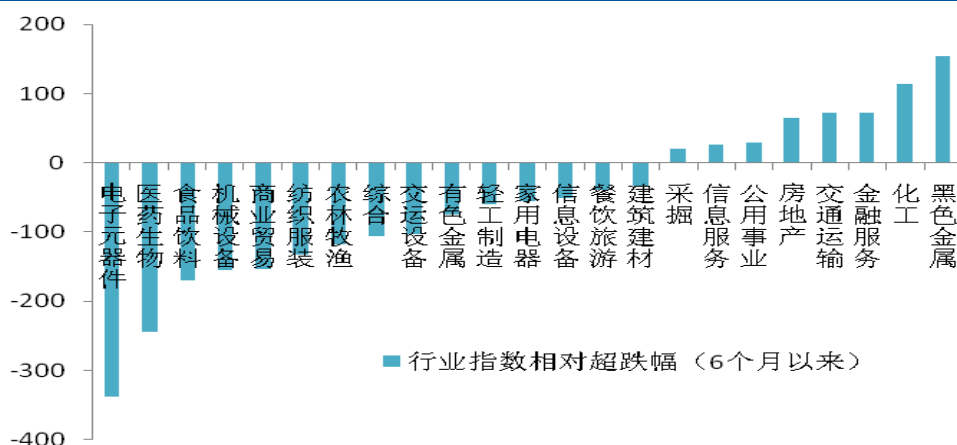
股价严重超跌，估值偏低的价值股值得重点关注。今年以来很多估值低、业绩优异的大盘蓝筹股并没有表现出抗跌的特征，部分板块跌幅甚至远高出市场，估值处于历史低位。如银行 2010 年动态市盈率在 10 倍以下、石油化工动态市盈率在 12 倍以下，投资价值突出。

1、超跌低估值板块：黑色金属、金融服务、房地产、交通运输等周期性行业

回顾 6 个月以来各行业的表现，超跌板块大多集中于黑色金属、化工、金融服务、交通运输、房地产、公共事业、信息服务、采掘等周期性行业。

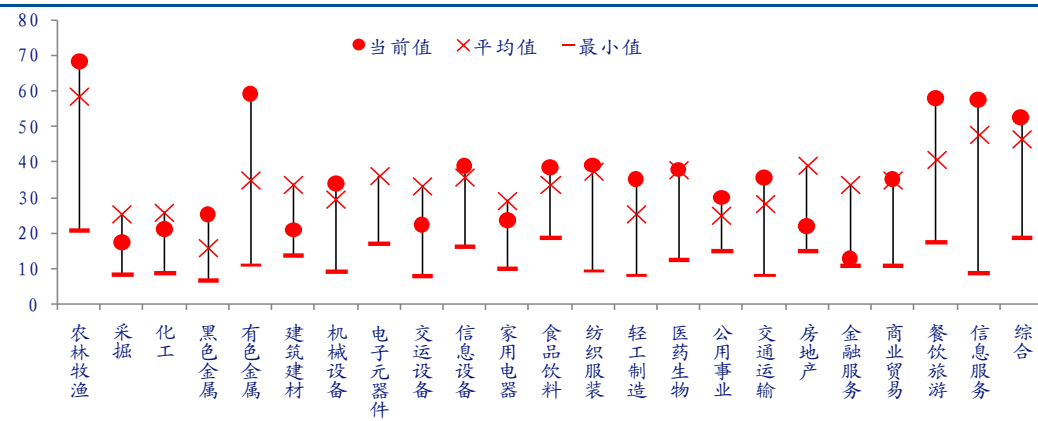
估值方面，整体来看，部分制造业和消费类股票的估值处于历史低位，其他行业在历史均值附近。估值处于历史最低点附近的行业有：金融服务、交通运输、黑色金属、公用事业；估值明显低于历史均值的行业有：房地产、建筑建材、采掘、交运设备。

图 28：年初至今周期性行业超跌特征明显



资料来源：Wind，民生证券研究所

图 29：各行业当前 PE 与历史 PE 对比 (TTM)



资料来源：Wind，民生证券研究所

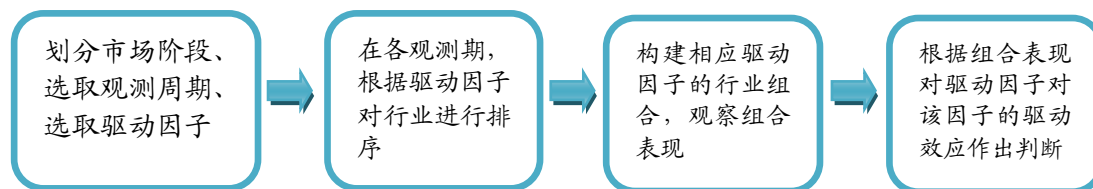
2、动量策略选股模型：反转、估值因子阶段性驱动效应显著

(1) 前提假设：行业指数在某一阶段的市场表现与行业本身的估值状况、盈利能力、成长能力、运营能力、市值大小、动量反转以及换手率等指标密切相关。不同指标在不同市场特征下表现出不同程度的市场驱动效应。

数量策略就是试图寻找上述驱动因子与市场表现之间的密切联系，通过历史数据检验，统计分析出股票、行业的各种特征对市场表现的影响，从而可以以此为依据构建组合，获取超额收益。

(2) 市场驱动因子选取：选取相对独立的六大类市场驱动因子：估值、盈利、成长、运营、规模、动量换手率等行情特征中的相关指标，达到多维度综合观测市场的目的。

(3) 分析框架：



(4) 一般结论：

(1) 具备高盈利、高成长特征行业长期跑赢大盘；盈利因子、成长性因子在任何市场阶段均表现出良好的市场驱动效应。

(2) 估值、动量反转因子阶段表现明显分化；在震荡市场中反转因子、估值因子选股贡献率最大，表现出良好的阶段性选股特征。

(3) 运营指标选股贡献不明显。

(5) 下半年动量策略选股结论：

基于我们对目前 A 股宽幅震荡的判断，我们选取盈利、估值、反转等相关指标进行行业选择，挖掘具备超额收益潜力的行业。

数量模型结果显示：电子元器件、轻工制造、信息设备、商业贸易、机械、生物医药、建筑建材、食品饮料等行业具有获得超额收益的可能。

表 13：行业指数驱动因子列表，金属、化工、交通机械设备等行业低估值、超跌特征明显

板块名称	区间涨跌幅_3月	区间涨跌幅_6月	PE_cur	当前 PE 偏离历史中值幅度	PE_2010	PE_2011	PB_cur	当前 PB 偏离历史中值幅度	预测净利润增速 (2010)	综合得分
黑色金属	-12.60	-22.61	18.05	-23.97	13.92	11.32	1.36	-23.48	247.93	44.31
有色金属	-19.20	-16.07	38.31	-37.01	29.46	21.22	3.93	-19.95	177.11	40.09
化工	-18.60	-24.21	17.97	-60.92	15.32	13.32	2.65	-18.25	23.89	32.56
交通运输	-15.54	-17.63	23.99	-22.31	19.38	16.75	2.56	-9.71	129.54	27.54
机械设备	-13.74	-8.53	31.01	-32.00	24.52	19.35	4.10	-13.37	32.37	25.19
交运设备	-8.46	-10.78	21.46	-50.43	18.37	15.54	3.21	-10.81	32.41	24.50
轻工制造	-20.08	-14.01	27.78	-41.98	21.71	17.67	2.64	-8.02	41.67	24.28
建筑建材	-11.56	-12.40	19.49	-44.96	15.83	12.71	2.32	-15.24	17.63	23.42
房地产	-5.85	-18.00	20.95	-27.28	16.26	12.03	2.76	-20.71	30.64	21.04
金融服务	-7.72	-14.99	12.61	-34.29	11.08	9.20	2.22	-17.03	20.75	20.88

资料来源：民生证券研究所

3、阶段性投资机会：金融、地产、交通运输、黑色金属等行业

综合来看，黑色金属、金融服务、交通运输、房地产、机械设备等行业前期跌幅较大，估值处于历史底部。政策放松的朦胧预期，会给这些超跌蓝筹股带来阶段性的投资机会，相关个股有望走出阶段性估值修复行情。

但是在经济增速下滑和结构转型的大背景下，对于行业规模进入稳定增长阶段、竞争格局趋于稳定的传统类周期性行业，下半年甚至更长时间将受到来自需求端和供给端共同对行业利润的挤压，预计 2011 年业绩将有回落。大盘蓝筹股难以再现 2007 年的辉煌表现，整体市盈率也将面临 25 倍的天花板，因而上述超跌低估值板块也仅限于阶段性的估值修复行情，趋势性的投资机会难以出现，投资者不应寄予过高期望。

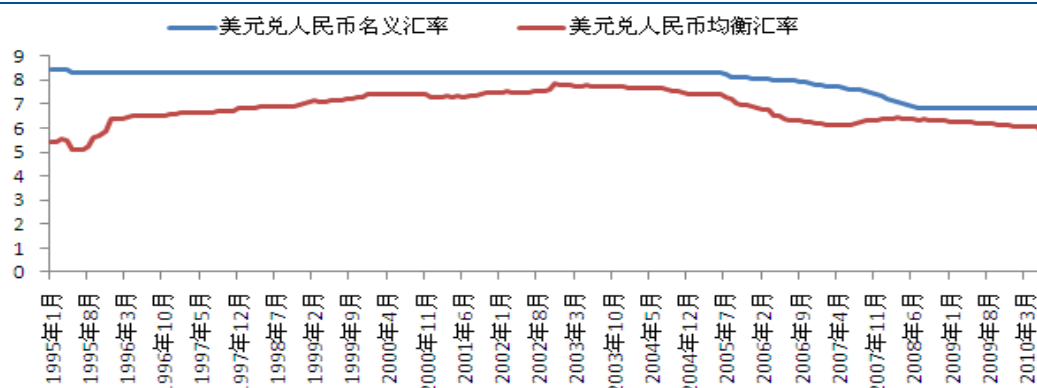
（二）事件性投资机会：人民币升值

1、均衡汇率显示人民币仍低估，人民币升值压力长期存在

人民币被低估是长期以来以美国为首的西方国家指责中国人为操纵汇率的重要原因。中国经济快速发展、出口高位增长、外国直接投资大量流入以及外汇储备迅猛增加无疑增大了人民币升值的外部压力。判断人民币是否低估、低估的程度，首先应合理确定人民币兑美元的均衡汇率水平。

考虑到中国工业化过程中廉价劳动力从农村土地向城市工业转移带来的影响，我们运用扩展购买力平价方法，并考虑了巴拉萨-萨缪尔森效应测算人民币均衡实际汇率水平，将通胀水平、经济结构调整因素、经济开放程度等构成人民币均衡实际汇率的重要影响因素综合考虑。根据我们宏观组的测算，按照目前通胀水平及中美经济增长状况，当前的美元兑人民币均衡汇率应在 5.8 左右，与当前人民币兑美元中间价 6.78 相比，人民币兑美元汇率偏离均衡实际汇率约 15%，表现为低估。

图 30：美元兑人民币均衡汇率显示人民币仍低估



资料来源：CEIC，民生证券研究所

2010 年我国经济增长有望超越 9.5%，受城市化和消费率提高等因素拉动，预计未来 10 年中国经济仍将保持 8% 左右的较快增长。与此同时，处于后危机时代的美国以及其他主要国家经济复苏步伐缓慢，2010 年预计经济增速维持在 2%-3% 之间。按照绝对购买力平价理论，无论短期还是长期，人民币均面临着较大的升值压力。

2、人民币汇率制度改革是我国经济发展的内在要求

1994 年以来，我国进行过两次人民币汇率制度改革，但始终没能走出“事实盯住美元”的老路。

从我国对外贸易结构来看，加工贸易一直在出口贸易中占有较大比重，1996-2000 年，加工贸易占出口比重高达 55.8%，而进口贸易中则是一般贸易商品占较大比重。

从对外贸易顺差构成情况看，主要贸易顺差来自中低端的加工组装及“两高一资”（高污染、高耗能、资源性）行业，而一般贸易长期表现为逆差状态，显示一般贸易商品出口竞争力水平仍然较低，产业结构及贸易结构调整升级的压力仍然较大。

表 14：中国加工贸易出口所占比重（%）

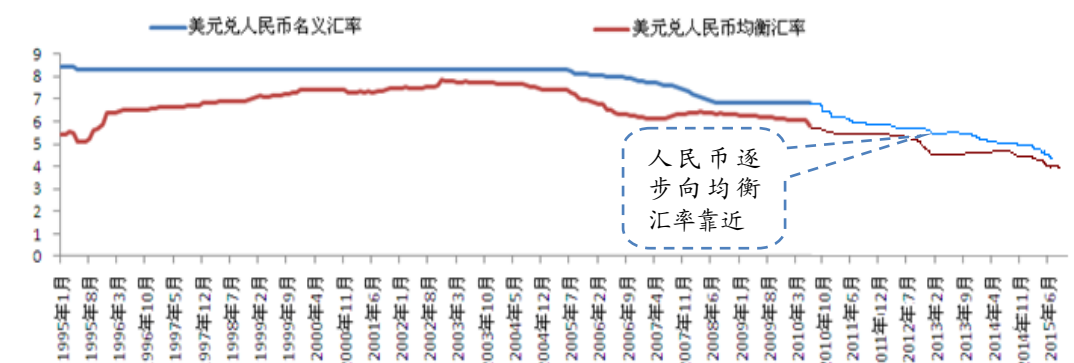
年份	加工贸易		一般贸易		年份	加工贸易		一般贸易	
	出口	进口	出口	进口		出口	进口	出口	进口
1981-1985	7.8	8.7	91.7	90.0	1996-2000	55.8	45.2	41.5	35.6
1981	5.1	6.8	94.5	92.5	1996	55.8	44.9	41.6	28.4
1982	0.2	1.4	99.7	97.9	1997	54.5	49.3	42.7	27.4
1983	8.7	10.6	90.7	87.7	1998	56.9	48.9	40.4	31.1
1984	11.2	11.5	88.6	87.0	1999	56.9	44.4	40.6	40.5
1985	12.1	10.1	86.8	88.2	2000	55.2	41.1	42.2	44.5
1986-1990	31.8	26.8	66.4	63.4	2001-2005	55.1	40.3	41.5	44.1
1986	18.2	15.6	81.1	82.1	2001	55.4	38.6	42.0	46.6
1987	22.8	23.6	75.2	66.6	2002	55.3	41.4	41.8	43.7
1988	29.6	27.3	68.6	63.7	2003	55.2	39.5	41.5	45.5
1989	37.7	29.0	60.1	60.2	2004	55.3	39.5	41.1	44.2
1990	40.9	35.2	57.1	49.1	2005	54.7	41.5	41.3	42.4
1991-1995	47.6	40.1	49.8	36.3	2006-2008	49.8	37.1	44.7	46.3
1991	45.1	39.2	53.0	46.3	2006	52.7	40.6	43.0	42.1
1992	46.6	39.1	51.4	41.7	2007	50.7	38.5	44.2	44.8
1993	48.2	35.0	47.1	36.6	2008	47.2	33.4	46.3	50.5
1994	47.1	41.1	50.9	30.7	2009	48.9	32.1	44.1	52.9
1995	49.5	44.2	48.0	32.8					

资料来源：WIND，民生证券研究所

可见，低估的汇率叠加出口退税政策，使得资源大幅流向加工贸易，刺激了低技术含量、低附加值贸易部门的变相繁荣，加剧了经济的畸形增长。在当前我国经济结构调整、促进产业升级的背景下，汇率制度改革无疑是我国必须面临的重要课题。

无论从长期均衡汇率角度还是从我国经济结构转型的角度来看，人民币将逐步走向宽幅波动，从趋势上看，未来人民币将逐步升值。考虑到目前人民币兑美元汇率的日最大波动幅度在 0.5% 左右，随着升值容忍度的扩大，这一波幅将逐步增大，但汇率的适度稳定必将是货币当局关注的重点，人民币难以出现短期大幅单项升值。我们预计，下半年人民币兑美元会升值到 1: 6.5，2012 年，达到 1: 6，2015 年，升至 1: 5。

图 31: 美元兑人民币汇率走势预测



资料来源：CEIC，民生证券研究所

3、在人民币逐步升值的预期下，航空、造纸、金融、地产行业受益

在人民币逐步升值的预期下，部分资产价格敏感性行业和货币敏感性行业受益。

（1）货币敏感性行业：造纸、航空

人民币升值将导致出口价格的相对上升和进口价格的相对下降，对于持有大额外债的企业具有降低本金和利息支付的“汇兑收益”效应，货币敏感性行业受益。

航空业

人民币升值能够有效降低航空公司的资产外购成本。目前我国航空公司主要从国外采购飞机、航材、发动机和专用设备资产，外购资产占总资产比例高，而且主要以美元作为结算货币，因此汇率的变化将明显降低航空公司的采购成本。

航空运输业能够在人民币升值的过程中获取汇兑收益。航空运输业具有“高负债、高财务杠杆”的特点，由于我国航空公司多采用申请美元贷款自购或者向租赁公司融资租赁的形式引入飞机，因此长期将在公司账面上形成大规模的以美元计价的长期应付款。当人民币兑美元升值时，航空公司的美元负债相应减少，实现汇兑收益。

因此，人民币升值将有效降低航空业上市公司运营成本，提升公司业绩。

造纸业

我国目前的造纸原料对外依存度高。数字显示，2009 年我国进口木浆 1365 万吨，对外依存度为 60%，进口废纸浆 2200 万吨，对外依存度为 47%。造纸业是重资产行业，国内主要造纸上市公司固定资产占总资产比重为 50% 左右，而新增资产中有 80% 以上来自大型机械设备的进口采购，所以较大的机械设备开支受益于人民币升值。

总而言之，我国造纸行业表现为原料在外，需求在内，因此人民币的升值将大大降低造纸上市公司的进口成本，提升了盈利空间。

（2）资产价格敏感性行业：金融、地产

人民币升值将带来国内资产价格的上升，持有人民币资产经营的企业财富效应明显，如房地产业、银行业。此外，人民币升值还将助推国际热钱流入，有利于房地产和商业银行的估值提升。在人民币升值的预期下，国际热钱在逐利特性的驱动下将大量热钱涌入国内资本市场，国内股市和房地产市场是其主要的投资目标，热钱涌入将助推我国房地产价格和证券市场估值进一步提升。

四、行业配置建议

符合经济发展方向、政策导向的行业不一定具备绝对的投资价值，只有同时具备高盈利能力和低估值优势的行业，才有可能获得超额收益。好的公司会因为价格太高或投资回报率太长而失去吸引力。

1、行业盈利比较

我们从未来净利润的增速与投资回报率和业绩增长预期是否稳定两个方面来比较行业的业绩情况。

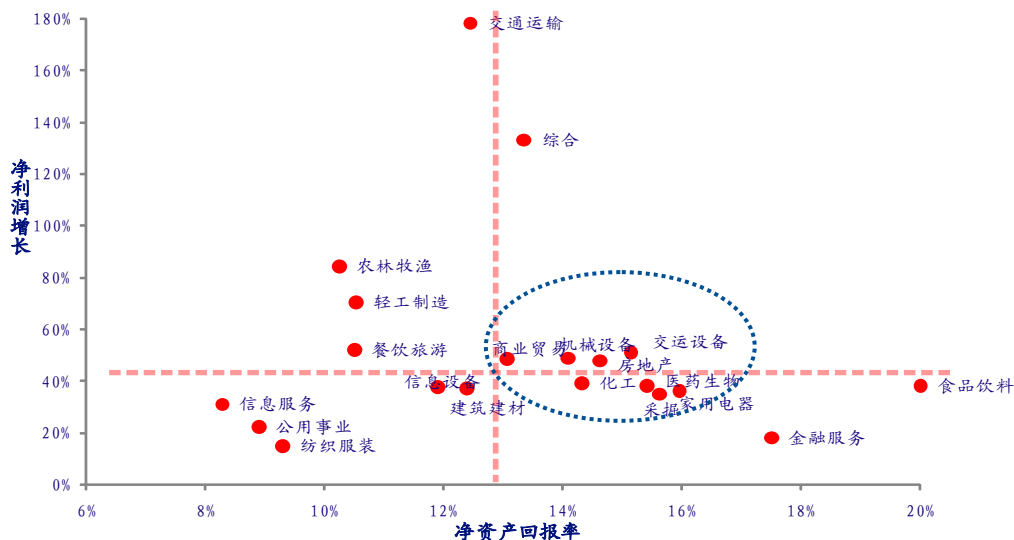
(1) 综合考虑行业未来的盈利增长与回报率

如果一个行业或者公司的净资产回报率低于必要的风险收益率，那么规模扩大或者净利润增长不仅不会提升，甚至还有可能削弱股票的内在价值。各个行业要求的收益率难以准确确定，我们综合考虑这两者，尽可能寻找未来既能维持利润的高速增长、同时能给投资者带来丰厚回报的行业。

从 2010 年预测的盈利增长及净资产回报情况来看，处于第一象限的高增长、高回报行业包括交运设备、机械设备、商业贸易、房地产。食品饮料和交通运输也具有一定的吸引力。

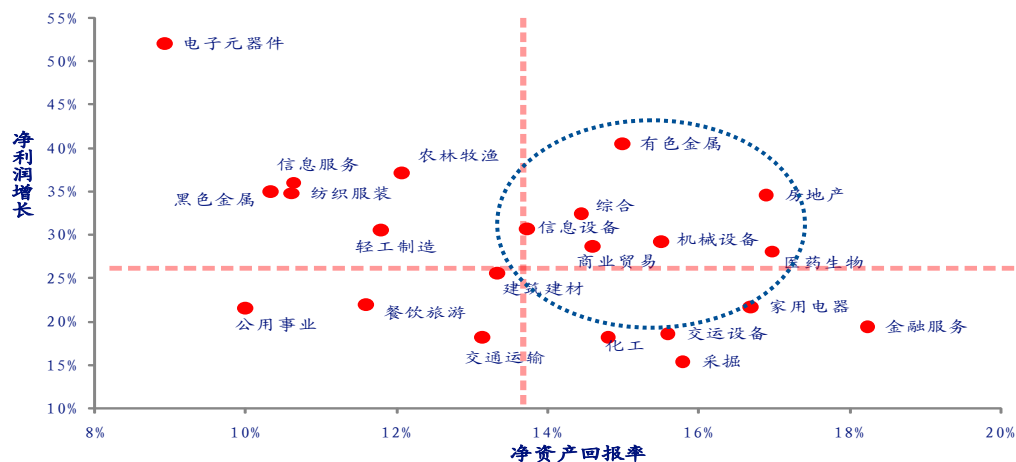
从 2011 年的情况来看，处于第一象限的高增长、高回报行业包括有色金属、信息设备、机械设备、商业贸易、房地产、医药生物。

图 32：2010 年各行业盈利增长与净资产回报率矩阵



资料来源：Wind, 民生证券研究所

图 33: 2011 年各行业盈利增长与净资产回报率矩阵



资料来源: Wind, 民生证券研究所

(2) 寻找业绩具有稳定增长预期的行业

由于 2009 年的低基数, 2010 年所有大类行业的经营情况都将有明显改善。无论从我们行业研究员跟踪的重点行业, 还是市场分析师的一致预期来看, 所有行业的收入和净利润都在最近两年实现正增长。

在经济降温背景下, 下半年企业盈利面临下调风险。上半年跌幅居前的行业, 无一不是行业分析师不断下调今年全年盈利预测的行业。因此, 想取得超额收益, 寻找未来净利润具有稳定增长预期的行业就尤为重要。从最近几个月的盈利预测调整情况来看, 市场卖方分析师对电子元器件、机械设备、建筑建材、交通运输、交运设备、信息设备这 6 个行业的 2010 年的净利润进行了上调; 采掘、餐饮旅游、纺织服装、家用电器、轻工制造、商业贸易、食品饮料、医药生物、综合这 9 个行业的净利润预测未发生明显变化; 房地产、金融服务、公用事业、黑色金属、化工、农林牧渔、信息服务、有色金属这 8 个行业的净利润预测出现了明显的下调。

表 15: 市场一致预期对 2010 年各行业净利润预测调整情况

行业	1 月 2010 (E)	2 月 2010 (E)	3 月 2010 (E)	4 月 2010 (E)	5 月 2010 (E)	6 月 2010 (E)	7 月 2010 (E)	业绩调整 趋势
电子元器件	389.81%	290.46%	1986.67%	1072.16%	4243.45%	1677.34%	4235.74%	上调
机械设备	34.87%	35.57%	37.27%	47.03%	46.49%	49.54%	50.39%	上调
建筑建材	34.29%	36.04%	37.55%	37.39%	35.74%	39.41%	39.88%	上调
交通运输	83.42%	87.64%	117.27%	171.33%	174.71%	185.17%	185.48%	上调
交运设备	35.05%	39.91%	43.71%	53.78%	50.26%	52.85%	64.42%	上调
信息设备	27.19%	31.21%	31.68%	31.03%	30.85%	40.50%	39.41%	上调
房地产	50.30%	51.49%	52.39%	54.56%	49.95%	48.38%	46.05%	下调
公用事业	26.63%	18.69%	22.02%	24.27%	23.81%	22.84%	21.71%	下调
黑色金属	273.84%	275.68%	289.46%	347.30%	330.06%	277.96%	245.61%	下调
化工	28.21%	34.78%	36.51%	39.76%	38.14%	38.73%	33.02%	下调
金融服务	21.73%	22.34%	22.26%	22.21%	20.49%	18.85%	19.36%	下调
农林牧渔	45.65%	47.05%	56.79%	109.09%	106.00%	90.52%	85.96%	下调
信息服务	23.44%	34.27%	36.41%	44.06%	40.99%	30.99%	30.72%	下调
有色金属	150.42%	157.07%	315.25%	302.46%	285.04%	234.45%	221.50%	下调

资料来源: Wind, 民生证券研究所

2、寻找具有低估值优势的行业

(1) 当前估值

目前全部 A 股估值处于历史低位，但行业间产生分化。整体来看，大盘股、部分制造业和消费类股票的估值处于历史低位，其他行业在历史均值附近。

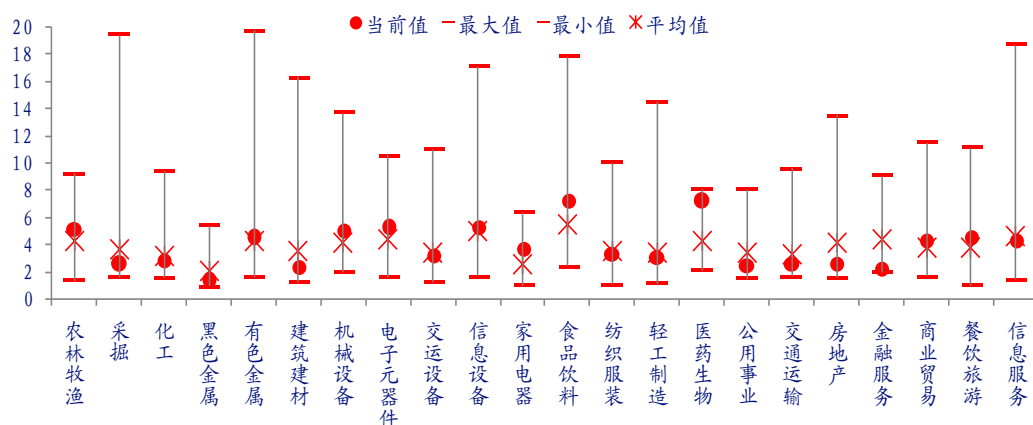
估值处于历史最低点附近的行业：金融服务、交通运输、黑色金属、公用事业；

估值明显低于历史均值的行业：房地产、建筑建材、采掘、交运设备；

估值处于历史均值附近的行业：商业贸易、食品饮料、家用电器、信息服务、纺织服装、化工、信息设备；

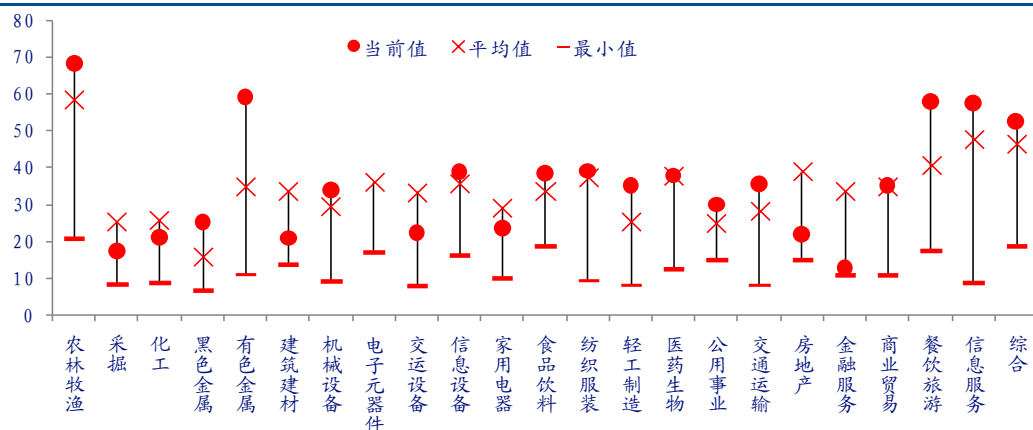
估值高于历史均值的行业：餐饮旅游、农林牧渔、医药生物。

图 34：各行业当前 PB 与历史 PB 对比



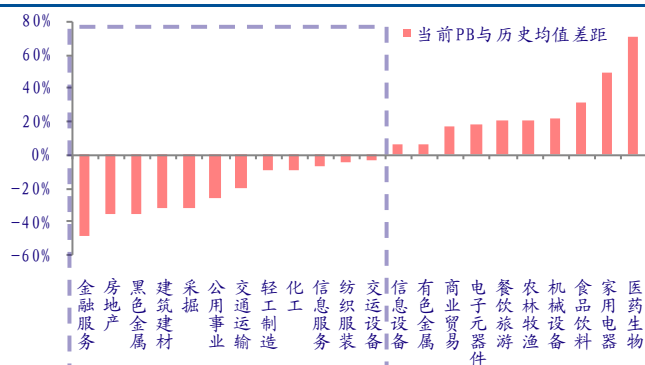
资料来源：Wind, 民生证券研究所

图 35：各行业当前 PE 与历史 PE 对比 (TTM)



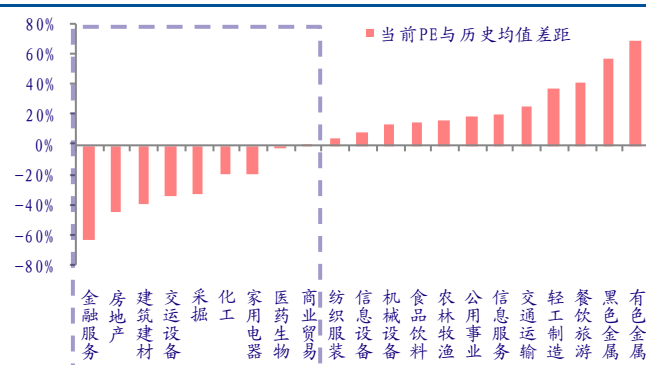
资料来源：Wind, 民生证券研究所

图 36: 各行业当前 PB 与历史均值偏离程度



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 37: 各行业当前 PE 与历史均值偏离程度

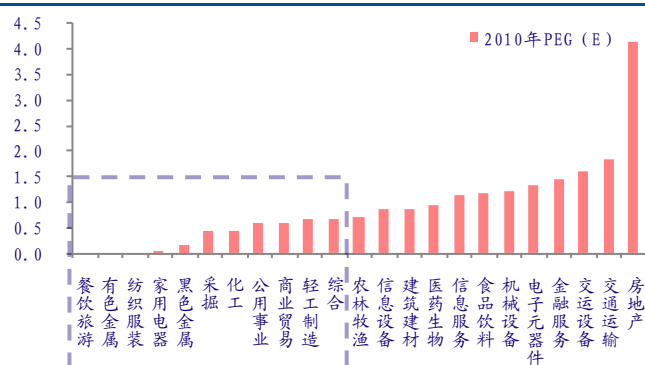


资料来源: Wind, 民生证券研究所

(2) 动态估值

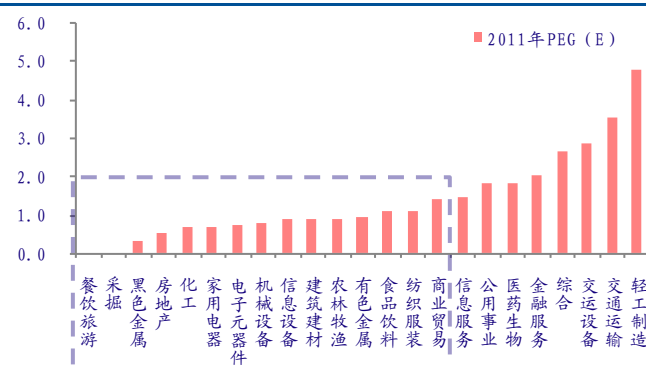
从各个行业 2010 年和 2011 年预测的 PE、PB 及 PEG 指标来看, 动态估值处于低位的行业是金融服务、采掘、黑色金属、建筑建材、房地产、交运设备以及家用电器。

图 38: 各行业预测 2010 年 PEG



资料来源: Wind, 民生证券研究所

图 39: 各行业预测 2011 年 PEG



资料来源: Wind, 民生证券研究所

3、行业配置建议

综合上述投资主题, 结合我们对下半年各行业盈利能力和估值水平的判断, 我们认为:

- 可选消费、日常消费、高端资本品、通信与科技、医疗保健这五个大类行业符合经济转型主线, 未来面临景气度和盈利继续提升的态势, 其中前三者由于同时具备估值优势从而更有可能获得潜在的超额收益。
- 金融、地产行业符合阶段性估值修复和事件性投资主题, 景气度虽略有下降, 但是估值处于历史低点附近、具备明显的估值优势。

因此, 我们给出了如下的行业配置建议: .

表 16: 2010 年下半年行业配置表

配置建议	行业
超配	机械设备、电子元器件、家用电器、食品饮料、商业贸易
标配	建筑建材、生物医药、交运设备、房地产、金融服务、黑色金属、餐饮旅游、轻工制造
低配	采掘、化工、公用事业、有色金属、纺织服装

资料来源: 民生证券研究所

插图目录

图 1: 沪深 300 指数 PE (TTM) 降至历史低点附近	4
图 2: 沪深 300 指数 PB (MRQ) 降至 2009 年初低点	4
图 3: 上半年 A 股市场跌幅居全球主要市场之首	5
图 4: 两市新增股票开户数和基金开户数探底回升	5
图 5: 下半年影响市场运行的关键因素	6
图 6: 西部投资占我国总投资的比重不断提高	6
图 7: 上市公司盈利周期与经济周期基本上重合	9
图 8: 2010 年下半年 GDP 增速持续下行	9
图 9: 日本经济转型十年间消费、产业升级类行业大幅跑赢大盘 (1973-1983)	12
图 10: 台湾经济转型十年间消费、产业升级类行业表现优异 (1990-2000)	12
图 11: 成本升级要素变动	13
图 12: 三阶段成本模拟变化	14
图 13: 美国制造业的两次升级	15
图 14: 中国中端制造业的成本优势	17
图 15: 中低端制造业原材料成本差距在开始拉大	17
图 16: 中端制造业的技术成本比较优势	17
图 17: 设备制造业劳动力充足	18
图 18: 受中高级教育劳动力增多	18
图 19: 产业结构升级, 中端设备制造业受益逻辑	19
图 20: 我国居民消费增速明显低于经济增长	21
图 21: 2009 年各省人均 GDP	22
图 22: 东部地区部分城市最低工资标准	23
图 23: 中西部地区部分城市最低工资标准	23
图 24: 1960 年以来我国的两次人口出生高峰	23
图 25: 经济结构调整, 消费类行业受益逻辑	26
图 28: 年初至今周期性行业超跌特征明显	31
图 29: 各行业当前 PE 与历史 PE 对比 (TTM)	31
图 32: 2010 年各行业盈利增长与净资产回报率矩阵	36
图 33: 2011 年各行业盈利增长与净资产回报率矩阵	37
图 34: 各行业当前 PB 与历史 PB 对比	38
图 35: 各行业当前 PE 与历史 PE 对比 (TTM)	38
图 36: 各行业当前 PB 与历史均值偏离程度	39
图 37: 各行业当前 PE 与历史均值偏离程度	39
图 38: 各行业预测 2010 年 PEG	39
图 39: 各行业预测 2011 年 PEG	39

表格目录

表 1: 中央持续加大投资, 西部不断赶超全国平均水平.....	7
表 2: 2010 年保障性住房供地计划大量增加 (公顷)	7
表 3: 制造业划分	13
表 4: 中国低端和中端制造业的成本对比	16
表 5: 1940 年-1990 年美国居民消费的支出结构.....	20
表 6: 不同收入阶段居民的消费结构变迁	21
表 7: 各国消费率 (%)	21
表 8: 2002 年-2009 年我国城镇居民主要消费品种增速	23
表 9: 城市化水平与消费水平呈现正相关关系	24
表 10: 2009 年我国社保体系建设取得的主要成就	25
表 11: 七大新兴产业.....	27
表 12: 新兴产业集聚已经成型	30
表 13: 行业指数驱动因子列表, 金属、化工、交通机械设备等行业低估值、超跌特征明显.....	32
表 14: 中国加工贸易出口所占比重 (%)	34
表 15: 市场一致预期对 2010 年各行业净利润预测调整情况.....	37
表 16: 2010 年下半年行业配置表.....	39

分析师简介

李锋，民生证券研究所所长，策略分析师，金融学硕士，具有多年的证券投资咨询经验，2010年加盟民生证券研究所。
 赵丽娜，助理策略分析师，中央财经大学金融工程专业硕士，2010年加盟民生证券研究所。
 孙洪湛，助理策略分析师，大连理工大学理学学士，北京师范大学经济学硕士，2010年加盟民生证券研究所。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

机构销售

	北京	上海	深圳
联系人	郭 明	孟 辉	韦珂嘉
电 话	010-85127661	021-64274383	010-85127650
手 机	13401098997	13916107040	13701050353
E-mail	guomingyjs@mszq.com	menghui@mszq.com	weikejia@mszq.com