

张忆东 李彦霖
吴峰 聂清廉

策略研究团队
021-38565932
Zhangyd@xyzq.com.cn

证书编号：
S0190207040090
行业研究员 吴华 王晞 刘亮 张英娟 郑方 邬对此文也有贡献

转型经济新牛市

2010年9月7日

相关报告

20100904《继续看涨，掘金中盘成长—9月份策略报告》
20100829《立足经济小复苏和转型刺激，积极选股》
20100824《小复苏行情，掘金中国优势》
20100801《CPI 难撼行情，震荡敢加仓》
20100721《决胜三季度—走进海西报告会投资策略》
2010/7/18《调整时耐心加仓，继续看好三季度！》
20100702《平淡中惊喜，决胜三季度》
20100518《7月份/2300 绝地大反弹》
20100502《控制仓位，耐心等待》
20100430《预期紊乱·潜伏》
20100425《风险已高！钱向哪去？》
20100422《不知啥时结束？但已疲倦、不安》
20100411《审慎迎接震荡》
20100201《价值为纲，伏击成长》
20100128《反弹！！凭什么？靠什么？》
20091120《初生牛犊遇到虎——2010年度A股策略报告》

投资要点

★未来几年 A 股环境展望——转型经济新牛市，与 99-01 年牛市颇相似。

——宏观背景都是：大危机之后——刺激——回归正常化、寻找新的经济增长点。旧的发展模式和传统产业遭遇瓶颈，经济要转型。99 年东南亚金融危机后，要处理“三角债”、国企改革、资本外逃、外贸压力、内需不足等经济压力。当前，面对地产调控、外需不确定、通胀有隐忧，经济在转型和保增长中“纠结”。

——“四两拨千斤”，立足政策的高度来思考股市的定位。99 年启动股市大牛市来服务于国企改革，当前积极扩大直接融资规模以服务经济转型！要培育新的经济增长点、新产业，很难依靠银行和财政。最佳的选择是，政策鼓励、花小钱，充分利用资本市场这个支点，撬动全社会的资源来推动经济转型，积极引导民企、国企投资战略性新兴产业，经历试错，最终可能成功。

——资金面不差钱，过去几年信贷扩张，而传统产业中不少行业已经产能过剩或者遭遇发展的瓶颈，结果是，游离在实体经济之外的资金异常充裕。

——新一轮牛市的“新一茬韭菜”是从传统产业退出来的产业资本，有别于 1999 年的信贷资金推动以及 07 年的居民储蓄存款向股市搬家。产业资本投资新产业，是政府所鼓励的，可能开始时并不赚钱，但是，产业资本可以从资本市场获得补偿。考虑到新兴产业的估值溢价和融资便利性，产业资本通过自营、私募、专户等渠道来投资 A 股相关股票，也可以通过风险投资新产业项目进而 IPO、或资产注入，从而获得财富的增值。

——从投资者而言，新经济引发的赚钱效应会自我强化。从国内外经验看，资本市场会对经济增长方式的转变做出有效的反应。

——结论：转型经济相关，特别是成长股行情依然是未来两年的大机会，而纯粹的传统周期性行业更多只是阶段性行情。

★转型期间的 A 股投资机会展望——新五朵金花（装备制造、军工、以节能环保新能源为主的低碳经济行业、医药、TMT）

目 录

题外话：6月下旬以来持续坚定看多，对行情性质有新认识.....	4 -
转型期间的 A 股环境展望——转型经济新牛市.....	4 -
宏观背景相似：大危机——刺激——正常化，寻找新增长点.....	4 -
“四两拨千斤”，立足政策的高度，思考股市新定位.....	6 -
不差钱，“新一茬韭菜”接力.....	7 -
新成长、新经济行情赚钱效应的自我强化.....	9 -
分化，新经济的大牛市和传统行业的阶段性机会.....	11 -
转型期间的 A 股投资机会展望——新经济之花何处绽放.....	11 -
逻辑一：从山寨制造的红海到先进制造的蓝海.....	12 -
逻辑二：从外需驱动到进口替代.....	14 -
逻辑三：消费——从衣食住行到快乐体验.....	15 -
逻辑四：产业政策和产业辐射.....	16 -
逻辑五：温故知新，寻找成长行业.....	17 -
军工——大国崛起和创新引擎.....	18 -
煤炭采掘和海洋工程为代表的采掘装备——装备制造业的蓝海.....	20 -
精细化工——低碳经济的基石.....	21 -
医药生物——消费升级和技术突破.....	22 -
TMT——改造传统产业，分享消费盛宴.....	23 -
图 1：99-01 年转型期经济不温不火.....	5 -
图 2：99-01 年股市如火如荼.....	5 -
图 3：传统行业增长空间有限.....	5 -
图 4：新增劳动人口持续回落.....	5 -
图 5：城镇化地区差异支撑传统行业发展.....	6 -
图 6：上市公司利润以传统行业为主.....	6 -
图 7：2010 年 IPO 规模超历年显示 A 股定位.....	7 -
图 8：2010 年 A 股 IPO 以中小板创业板为主（公司数量）.....	7 -
图 9：2009 年释放的货币需要时间和渠道消化吸收.....	7 -
图 10：企业定期存款占比趋升.....	7 -
图 11：2005-2007 年大牛市，居民理财意识觉醒储蓄搬家是中坚力量.....	8 -
图 12：流通市值占比显著提升.....	8 -
图 13：“大小非”持续减持，产业资本话语权提升.....	8 -
图 14 (a)：基金持股占流通市值的比重显著下降.....	9 -
图 14 (b)：阳光私募为代表的私募基金力量在壮大.....	9 -
图 15：美国新经济时期股指分化差异大.....	10 -
图 16：1995 年标普 500 行业市值分布.....	10 -
图 17：2000 年标普 500 行业市值分布.....	10 -
图 18：1990 年台湾股市行业市值分布.....	11 -
图 19：2000 年台湾股市行业市值分布.....	11 -
图 20：转型经济行业投资逻辑.....	12 -
图 21：1973 - 1984 年日本各产业工业增加值对比.....	13 -
图 22：1969 - 1973 年日本股市行业指数涨幅.....	13 -
图 23：1974 - 1985 年日本股市行业指数涨幅.....	13 -
图 24：1990 年以来，几次不同的产业大周期中，牛市分行业表现.....	14 -
图 25：人均 GDP 超越 3000 美元后服务业占比上升.....	16 -
图 26：人均 GDP 超越 3000 美元消费服务加速.....	16 -

图 27: 人均 GDP 超越 3000 美元消费服务业加速.....	- 16 -
图 28: 日本消费升级的路径	- 16 -
图 29: 航天工业行业分析框架	- 19 -
图 30: 海洋工程行业长期分析	- 20 -
图 31: 海洋工程行业市场规模分析	- 21 -
表 1: 进口替代潜力较大的行业	- 15 -
表 2: 行业投入产出表	- 17 -
表 3: 北斗产业链上市公司	- 19 -
表 4: 精细化工领域的 3 类投资机会	- 22 -
表 5: 精细化工细分子行业概况	- 22 -

题外话：6月下旬以来持续坚定看多，对行情性质有新认识

9月初，面对创业板为代表的小盘次新股创新高、11月次新股“小非”解禁高潮、以及相关监管层提示部分小盘股“炒作风险”，我有好几天颇有些“纠结”——坚持战略性看多？还是谨慎？面对4季度可能的震荡，是类似99年“5.19”行情调整之后新兴产业（互联网）大牛市再来？还是类似“5.30”之后风格转换？或者是01年的国有股解禁刺破牛市泡沫？

后来，终于从“讲政治”、“懂经济”的角度，考虑清楚了此轮行情的性质——转型经济新牛市。

顺便在赘述一下对短期（9月份）看法，继续看多，经济复苏和转型刺激共振，推动行情震荡向上。首先，环比复苏很快将得到数据印证，金融地产及周期股阶段性有机会。其次，转型方向和小盘股解禁潮，推动成长股行情向攻守兼备的中盘成长股扩展。新兴产业，坚持战略性看多，短期精选个股，灵活应对4季度某个时点阶段性的震荡，逢震荡更加坚定布局“转型经济”新牛市、布局新龙头。

转型期间的A股环境展望——转型经济新牛市

如果以08年的全球金融危机为标志，中国经济发展在09年开始战略转型，可能需要有3-5年的转型期。在此期间，资本市场会对经济增长方式的转变做出有效的反应，类似1999—2001年。

宏观背景相似：大危机——刺激——正常化，寻找新增长点

这次的“转型”阶段新牛市可以和1999-2001年类比。时代背景都是：大危机之后——刺激——回归正常化、寻找新的经济增长点，传统发展模式和传统产业遭遇瓶颈，经济要转型，而经济增速在转型和保增长的平衡中“不冷不热”。

1999年~2001年宏观环境回顾——转型期不温不火的经济和如火如荼的股市

- 97年亚洲金融危机之后，中国采取了积极扩张的财政政策，放松信贷政策，以刺激内需，防止经济硬着陆。98年下半年后，刺激政策回归正常化，开始处理“三角债”、国企改革、资本外逃、外贸压力、内需不足等经济压力。
- 99年，政策着力寻找新的经济增长点，培育支柱性产业，标志性事件包括，发展互联网等新经济，拉动房地产市场需求，加快加入WTO的进程。在99-01年之间，经济形势不温不火，GDP增速在10%上下波动，CPI也在3%左右徘徊。直到02年，才进入了新一轮经济周期的上行阶段。

图 1: 99-01 年转型期经济不温不火

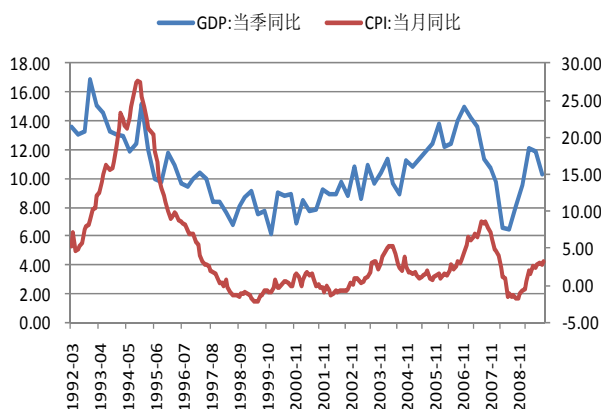
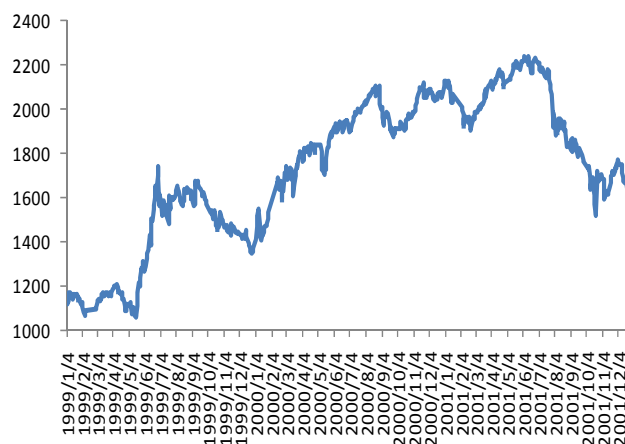


图 2: 99-01 年股市如火如荼



资料来源: WIND, 兴业证券研发中心

当前宏观背景的历史反思——

- 2008 年全球金融危机之后，4 万亿投资计划和宽松的货币信贷政策，催生经济快速复苏。09 年 7 月之后，货币政策逐步回归正常化，面对地产调控、海外经济不确定性大，“出口-投资”驱动的传统增长模式遇到瓶颈，通胀有隐忧，因此，转型政策力度加大，经济在转型和保增长中“纠结”。
- 和 1999-2001 年可以类比的是，在经济转型成功之前，新兴产业仍处于培育期、起步阶段，传统产业发展受到政策、外需、资源和人力成本的约束，很难推动经济实现高速增长，同时，城镇化加速、新兴产业受扶持、消费率提升有助维持经济增速不至于硬着陆。

图 3: 传统行业增长空间有限

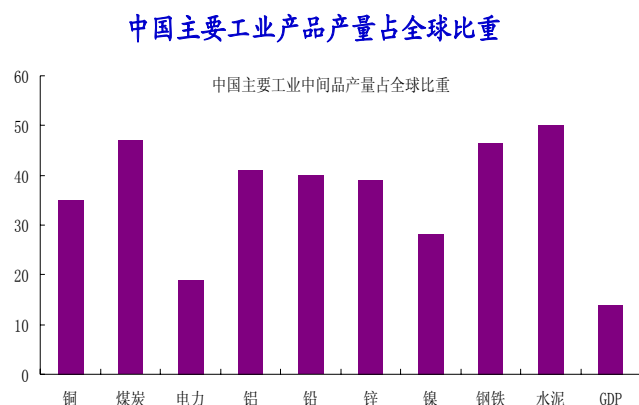
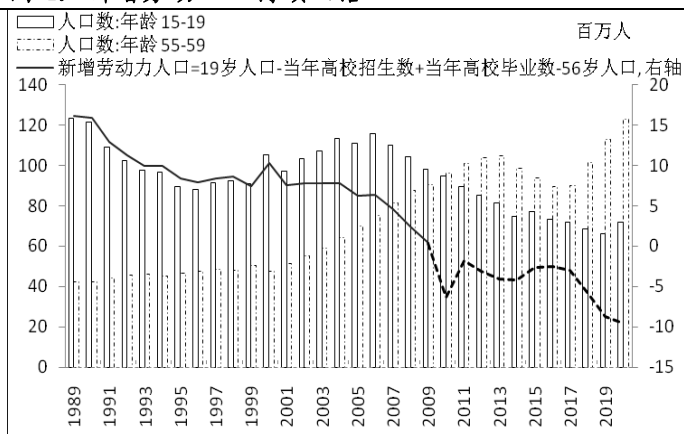
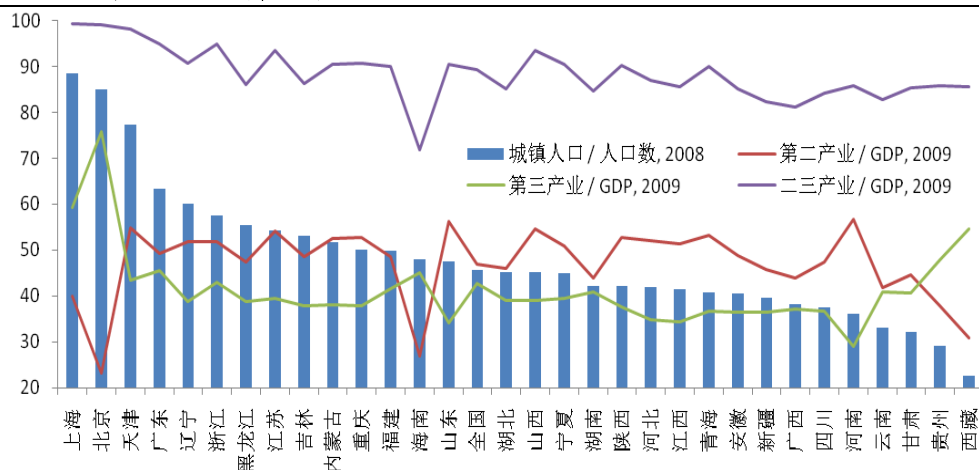


图 4: 新增劳动人口持续回落



资料来源: WIND, 兴业证券研发中心

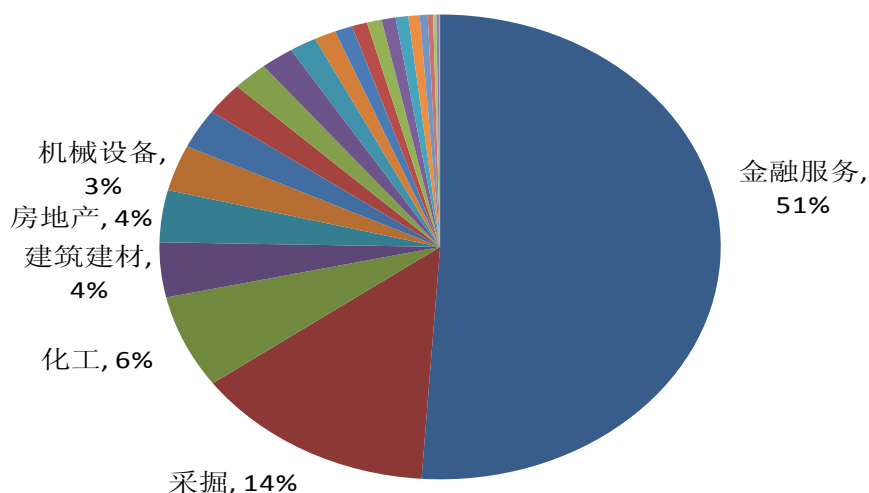
图 5: 城镇化地区差异支撑传统行业发展



资料来源: WIND, 兴业证券研发中心宏观团队

图 6: 上市公司利润以传统行业为主

归属母公司股东的净利润（2009年度）



资料来源: WIND, 兴业证券研发中心

“四两拨千斤”，立足政策的高度，思考股市新定位

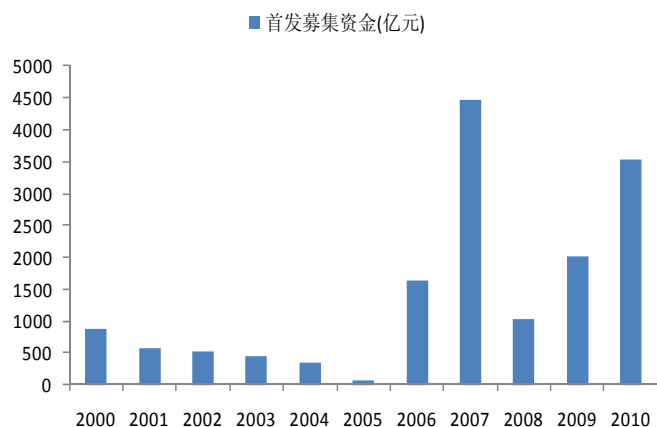
“四两拨千斤”，立足政策的高度来思考股市的定位。99 年启动股市大牛市来服务于国企改革，当前积极扩大直接融资规模以服务经济转型！要培育新的经济增长点、新产业，很难依靠银行和财政。政府最优的选择是，不断出台转型刺激政策、花小钱引导预期，并充分利用资本市场这个支点，撬动全社会的资源来推动经济转型，积极引导民企、国企投资战略性新兴产业，经历试错，最终可能成功。

2010 年 A 股 IPO 融资规模巨大显示政策对 A 股的新定位。如果按照年初至今的平均发行速度，IPO 融资规模将超过 07 年创下的高点。IPO 结构明显向新产业倾

斜。今年以来，IPO 的公司数量，中小企业板占据了 60%，创业板占据了 33% 的份额，而主板仅占 7%。

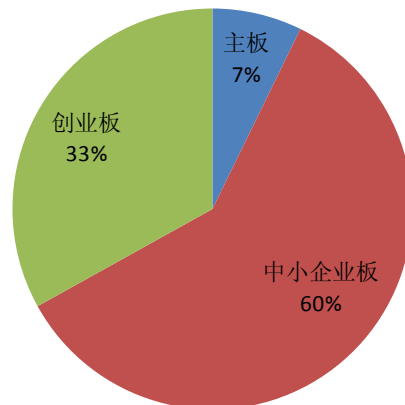
股市定位的变化，决定了 A 股市场权重股难有趋势性大机会；也决定了成长股和周期股的估值结构性差异，以及新经济行情的持续时间，都可能大超预期。

图 7：2010 年 IPO 规模超历年显示 A 股定位



资料来源：WIND，兴业证券

图 8：2010 年 A 股 IPO 以中小板创业板为主（公司数量）

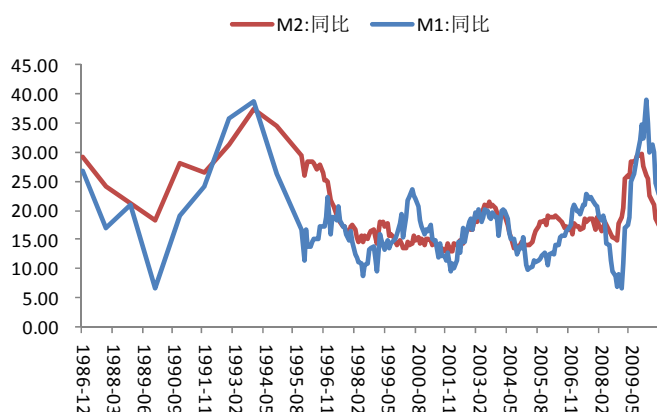


资料来源：WIND，兴业证券

不差钱，“新一茬韭菜”接力

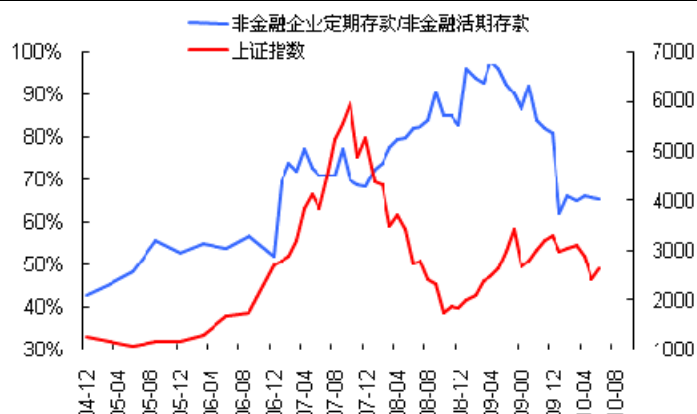
不差钱。过去几年信贷扩张，银行有放贷冲动，而对应的是，传统产业中不少行业已经产能过剩或者遭遇发展的瓶颈，结果是，游离在实体经济之外的资金异常充裕。可以观察到企业定期存款占比的提升，以及各资本品市场此起彼伏的上涨，包括房地产、股市、农产品、收藏品、邮币卡等。

图 9：2009 年释放的货币需要时间和渠道消化吸收



资料来源：WIND，兴业证券

图 10：企业定期存款占比趋升



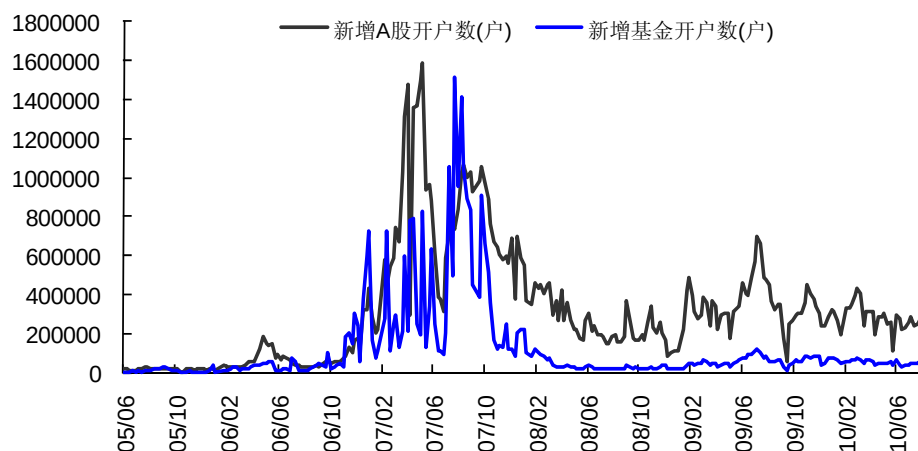
资料来源：WIND，兴业证券

新韭菜。新一轮牛市的是从传统产业退出来的产业资本，有别于 1999 年的信贷资金推动以及 07 年的居民储蓄存款向股市搬家。

首先，产业资本投资新产业，是政府所鼓励的，可能开始时并不赚钱，但是，产业资本可以从资本市场获得补偿。考虑到新兴产业的估值溢价和融资便利性，产业资本通过自营、私募、专户等渠道来投资 A 股相关股票，也可以通过风险投资新产业项目进而 IPO、或资产注入，从而获得资产的增值。

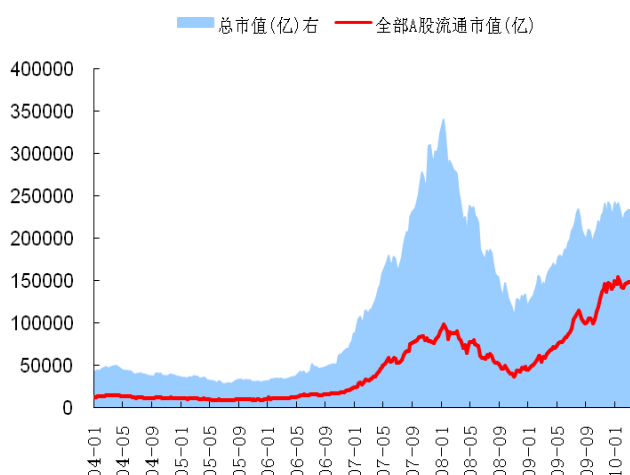
其次，随着“大小非”大规模解禁，产业资本的参与度被动提升。根据 2010 年基金中报，截至 2010 年 6 月 30 日，全部基金持股市值占 A 股流通市值的比例进一步下降到 10.9%，远低于 2007 年 3 季报 28% 的峰值；与之相伴的则是产业资本的崛起。我们可以观察到，产业资本的增减持操作越来越活跃。

图 11: 2005-2007 年大牛市，居民理财意识觉醒储蓄搬家是中坚力量



资料来源: WIND, 兴业证券研发中心

图 12: 流通市值占比显著提升



资料来源: WIND, 兴业证券研发中心

图 13: “大小非”持续减持，产业资本话语权提升

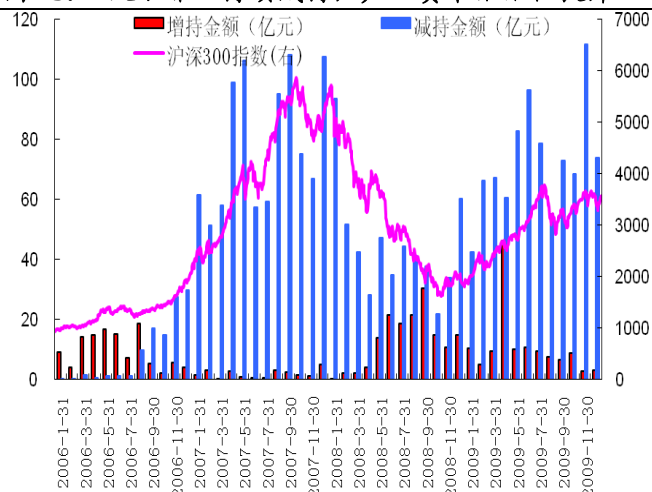
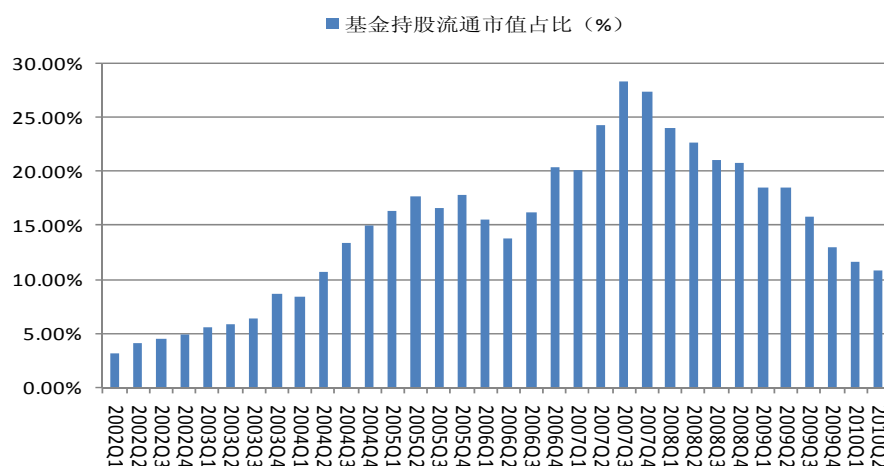
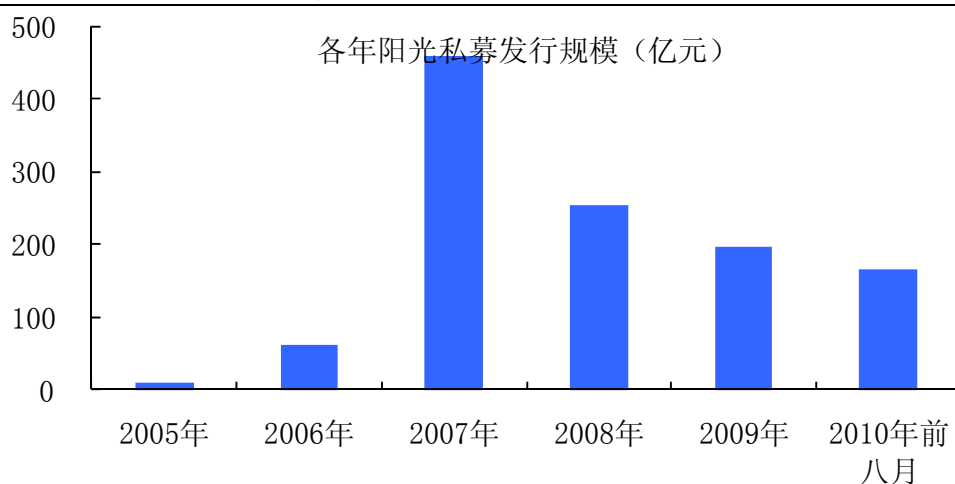


图 14 (a): 基金持股占流通市值的比重显著下降



资料来源: wind、兴业证券研发中心

图 14 (b): 阳光私募为代表的私募基金力量在壮大



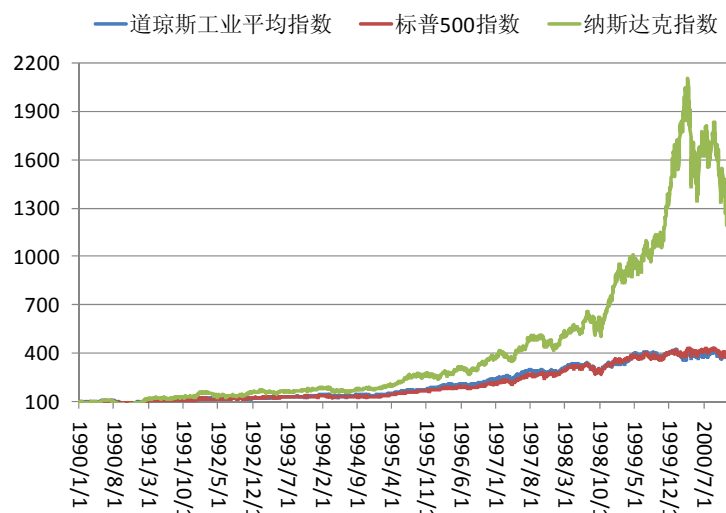
资料来源: wind、兴业证券研发中心

新成长、新经济行情赚钱效应的自我强化

从投资者而言, 政府鼓励新经济引发的赚钱效应会自我强化。资本市场会对经济增长方式的转变做出有效的反映, 美国、台湾转型期股市表现深刻体现了其经济结构的变化。

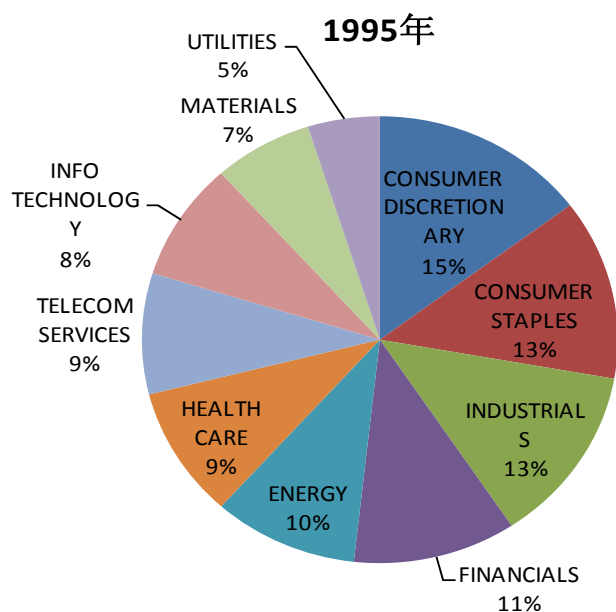
最典型的例子是, 美国 90 年代新经济时期, 如果从 90 年代初开始投资于道琼斯工业平均指数, 那么到 2000 年底, 获得的收益是 4 倍, 如果投资于纳斯达克指数, 那么获得的收益将是 10 倍!

图 15: 美国新经济时期股指分化差异大



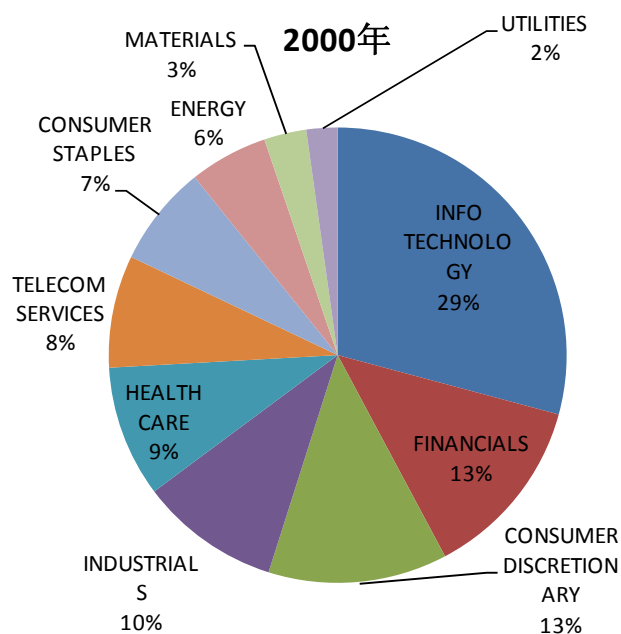
资料来源: datastream, 兴业证券研发中心

图 16: 1995 年标普 500 行业市值分布



资料来源: datastream, 兴业证券研发中心

图 17: 2000 年标普 500 行业市值分布

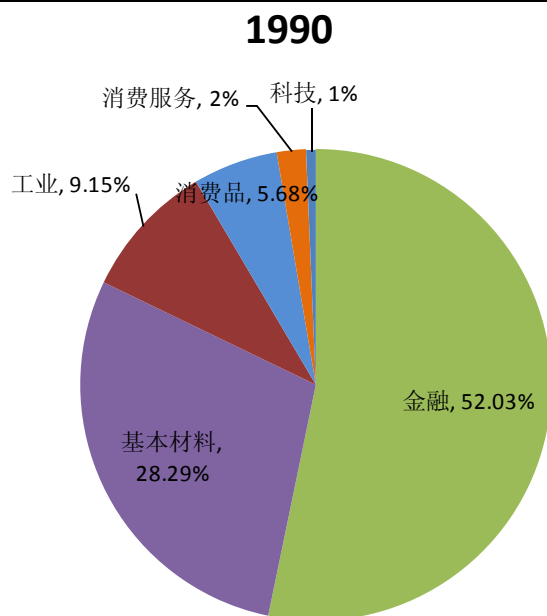


资料来源: datastream, 兴业证券研发中心

在新经济行情时期, 美国股市的市值结构发生了很大的改变。在 95 年初, 科技股的市值占标普 500 的比重仅 8%, 到 2000 年底, 这一比重上升到 29%, 一跃成为第一大板块。而工业和原材料的市值占比从 20% 萎缩到 13%。

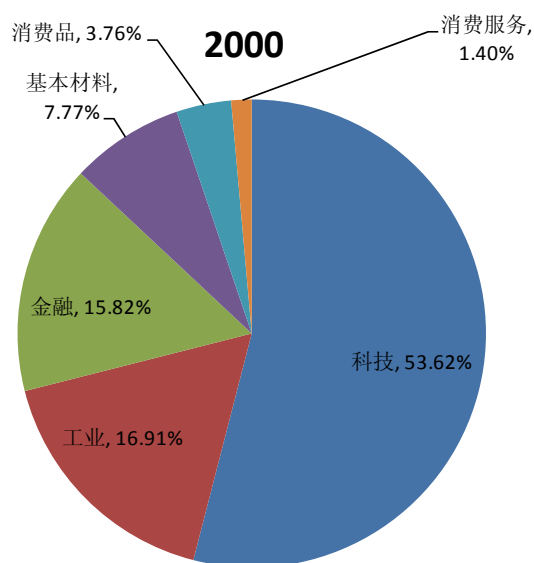
台湾经济转型时期(1990-2000 年)股市的结构特征变化也非常明显。在 1990 年, 科技板块是市值最小的板块, 市值占比仅 1%, 而金融的市值占比高达 52%, 基本材料 28%。但是, 到了 2000 年的时候, 科技板块一跃成为市值第一, 占比达到 53%, 而金融和工业的市值分别降到了 15% 和 16%。

图 18: 1990 年台湾股市行业市值分布



资料来源: datastream, 兴业证券研发中心

图 19: 2000 年台湾股市行业市值分布



资料来源: datastream, 兴业证券研发中心

分化, 新经济的大牛市和传统行业的阶段性机会

总体而言, 未来很长一段时间内, 传统行业都会面临基本面和政策面的掣肘, 很难出现经济繁荣时期盈利和估值同时提升的趋势性机会, 将更多的以预期和现实的博弈机会为主。当数据环比大幅上升时, 调控预期升温压制其上升趋势; 当环比降至冰点时, 可关注政策预期改善以及数据可能的环比改善带来的估值回归。

另一方面, 新经济相关产业得到全社会资源的支持, 对应到, 资本市场上, 新经济相关企业的高增长、高估值现象得以持续, 成就一轮新经济大牛市。

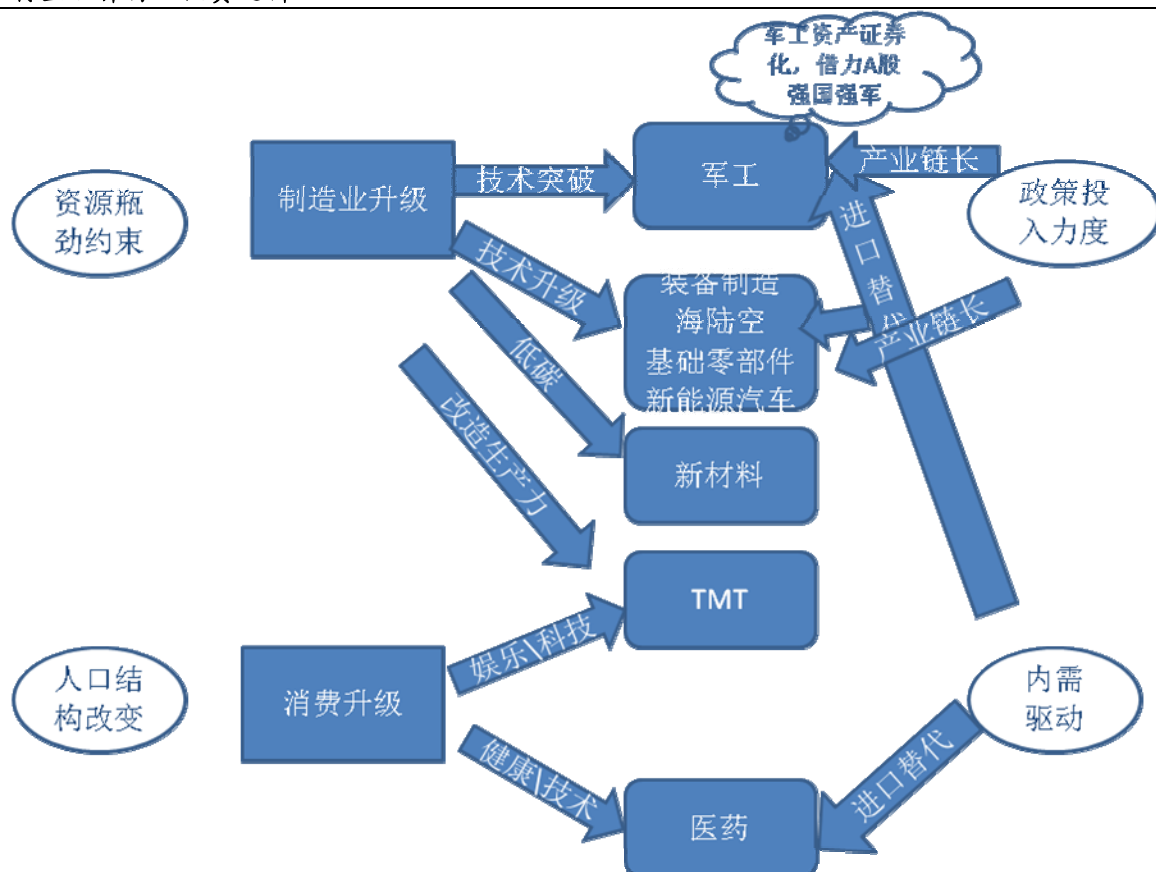
- 政策预期最确定——加快转型、大力扶持新经济, 金融、财政甚至股市都是刺激手段, 新产业能得到优先发展, 从而, 有望获得超常规发展。
- 全社会资源推动, 允许“试错”, 自下而上和自上而下相结合推动新的经济增长点和战略性支柱产业, 使得经济转型、新经济成功的概率更高。毋庸置疑, 这些行业和公司的发展面临着很大的不确定性, 并非每一家公司都可以长大, 每一个行业都能成功, 但是, 可以确定的是, 这一领域中将诞生明日之花。因此, 其路径可能表现为上涨、分化、上涨, 最终优选出胜利者。
- 美国科技股泡沫推动了信息产业的发展, 诞生了微软、IBM 等世界级的公司。成功的示范效应之下, 投资者对中国转型中的机会充满期待、趋之若鹜。

转型期间的 A 股投资机会展望——新经济之花何处绽放

综合而言, 我们认为, 把握产业投资机会比判断指数更为重要, 资本市场在未来几年中的大的投资机会, 主要集中在以下五大行业中:

- 装备制造（包括，煤炭采掘和海洋工程为代表的采掘装备；核心零部件；新能源汽车等）
- 军工
- 以节能环保为主的低碳经济行业（精细化工、金属新材料）
- 生物医药
- TMT。

图 20：转型经济行业投资逻辑



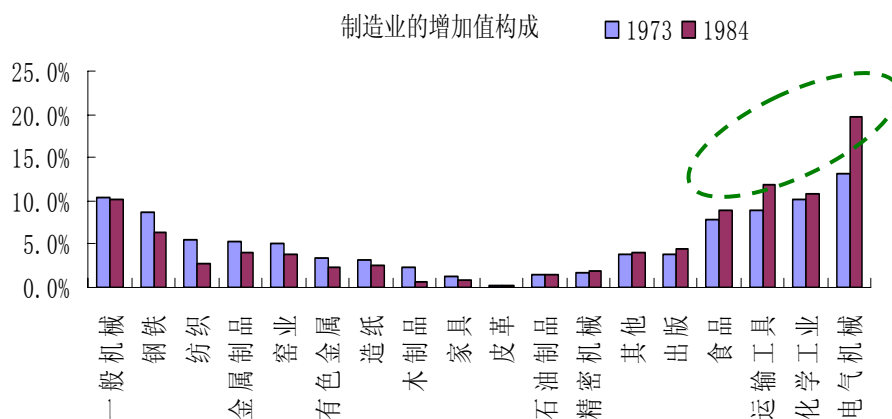
数据来源：兴业证券研发中心

逻辑一：从山寨制造的红海到先进制造的蓝海

从日本的产业演进经验看，重化工业后期正是精密制造业蓬勃发展的时期。

- 工业增加值：日本 1973 年之后经济转型，在石油危机、汇率升值和贸易摩擦的冲击下，日本实现了第二次经济转型。通过推行节能措施，引导产业升级，日本成功实现了重工业化向技术密集型的经济转型，电气机械、精密机械等技术密集型产业崛起。
- 股市表现：对比 1968 - 1973 年以及 1974 - 1985 年两个阶段各个行业的股价表现，在 73 年以前，股市表现较好的是采矿、石油煤制品、钢铁和受惠于出口增长的海运业，而 73 年以后，则是消费类的通信、空运、食品和技术领先的电气机器行业优于其他行业。

图 21：1973 - 1984 年日本各产业工业增加值对比



数据来源：兴业证券研发中心，《日本产业结构研究》

图 22：1969 - 1973 年日本股市行业指数涨幅

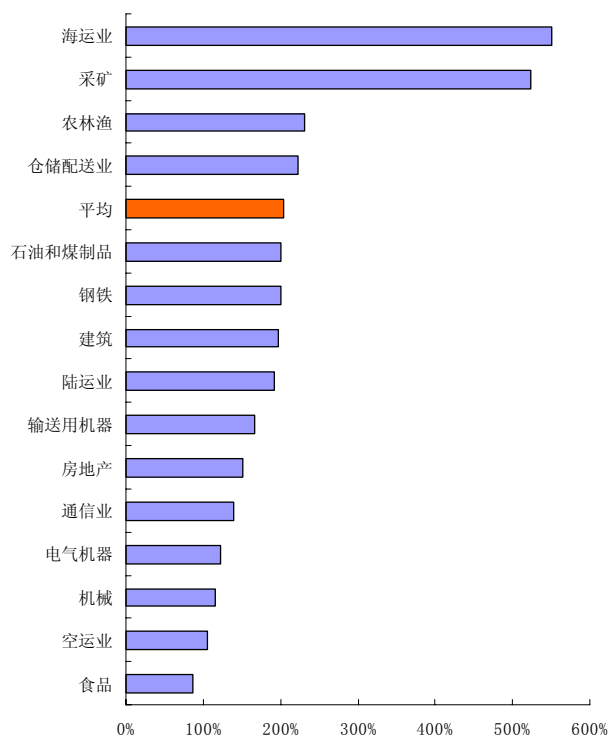
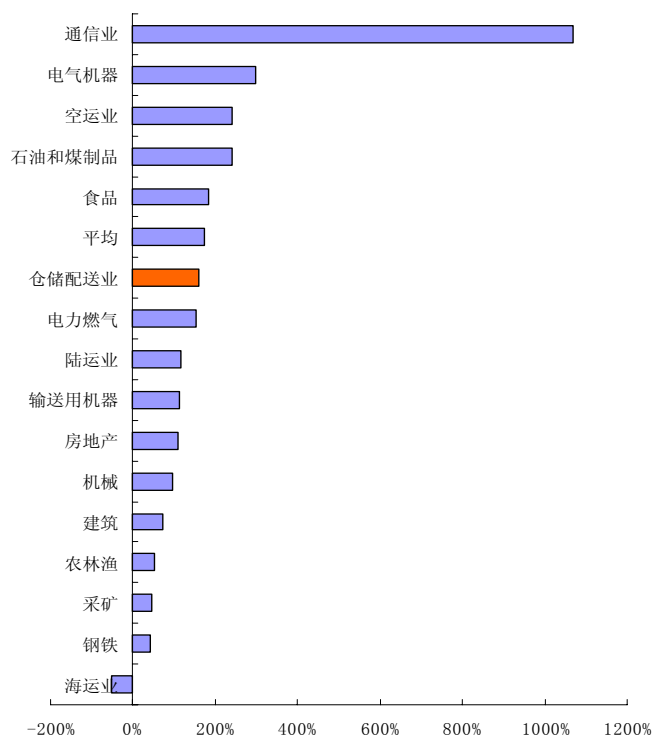


图 23：1974 - 1985 年日本股市行业指数涨幅



数据来源：兴业证券研发中心，东京证券交易所

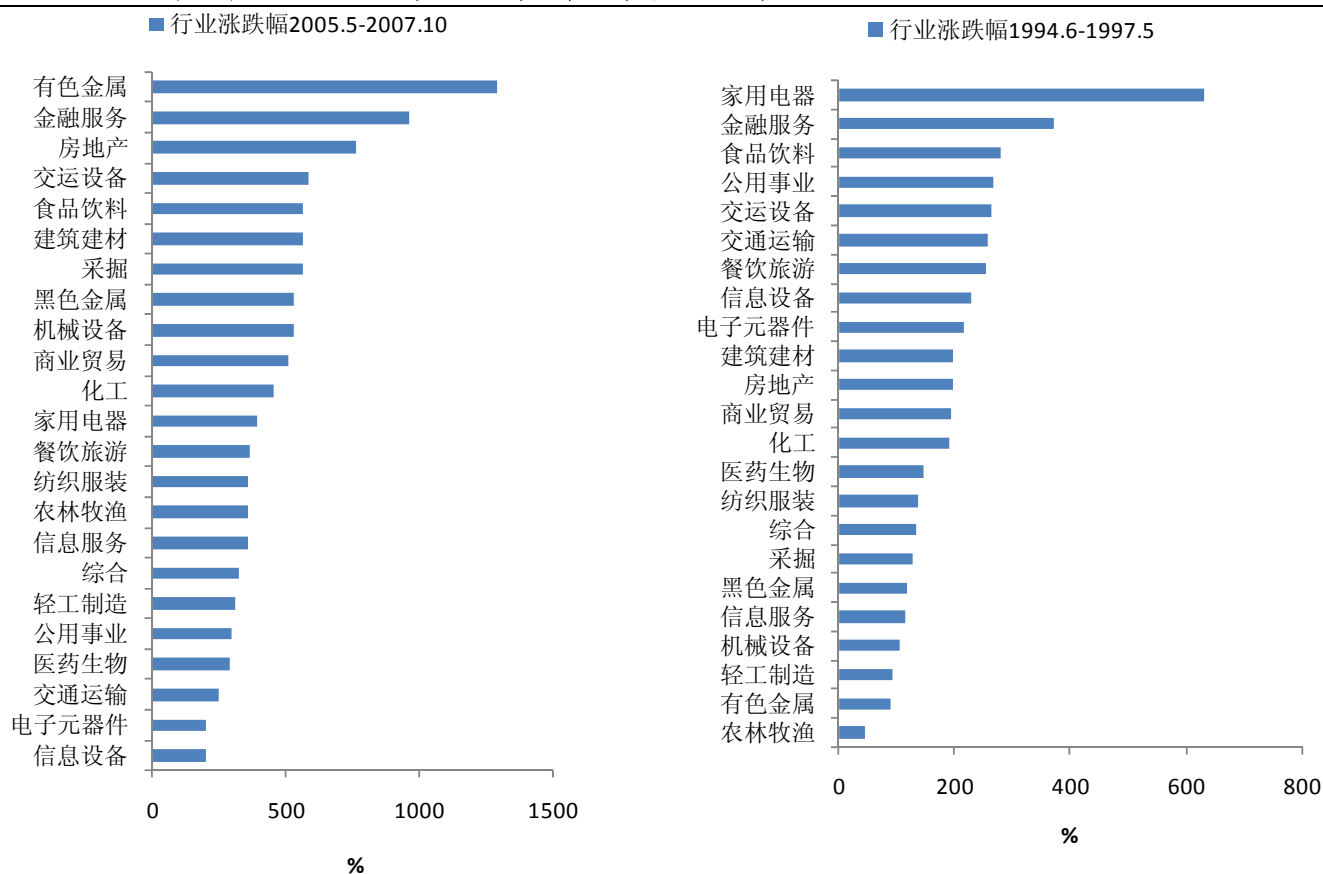
从中国产业景气发展的轨迹看，未来十年以重化工业后期的精密制造也开始处在景气循环的上升周期中，目前处在景气循环上升的初期，相关股票的机会巨大。

- 九十年代以第二产业中的轻工业处于景气循环的上升期，以纺织股和家电股表现最为出色；
- 本世纪的前十年以第二产业的重工业处于景气循环的上升期，以有色股、煤炭股和房地产股表现最为出色；

港口机械的元年是 2003 年，工程机械的元年是 2005 年，船舶制造的元年是 2006

年，2010 年是谁的元年？轨道交通、海洋工程及煤炭机械为代表的采掘机械、航天工业、基础零部件有望成为未来五年成为装备制造业产业的新星。

图 24：1990 年以来，几次不同的产业大周期中，牛市分行业表现



资料来源：WIND，兴业证券研发中心

资料来源：WIND，兴业证券研发中心

逻辑二：从外需驱动到进口替代

内需扩张，给制造业升级提供了成功基础！我国处于城镇化进程加速阶段。中西部地区的城镇化率离 70%的分水岭尚有较大提升空间。2002、2005 年制造业升级是加入 WTO，外需扩张，比如振华港机、中集等。这次是内需扩张，走向高端化。

我们采用以下标准作进口替代行业的初步识别：

- 非原材料或初级产品行业；
- 近年的出口增速较高（由于 09 年整体出口大幅下降的原因，考虑以 06-08 年复合增速 30%以上，07-09 年复合增速为正的行业）；
- 进口金额在该项产品的进出口总额中占比较高，或者进口金额较大。

进口替代行业筛选结果：航空航天技术；金属加工机床；计算机集成制造技术；电子技术；光电技术；材料技术；通断及保护电路装置；汽车和汽车底盘；汽车零件；医疗仪器及器械；机电产品；运输工具；生命科学技术；二极管及类似半导体器件；变压、整流、电感器及零件；电线和电缆等十五类产品存在较大的空间。

表 1: 进口替代潜力较大的行业

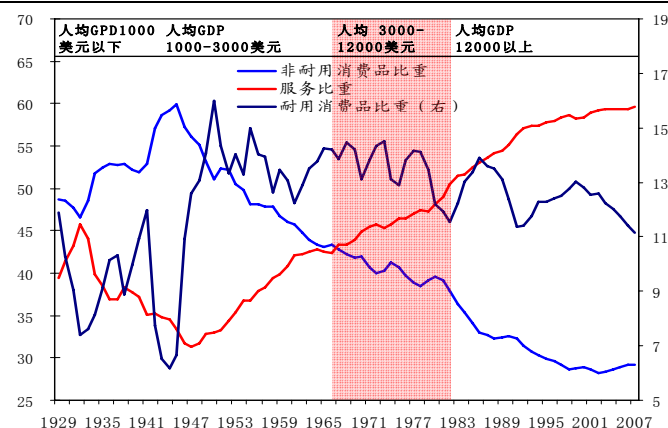
产品类别	出口增速		进口规模 (百万美元)			进口份额		
	06-08 年 复合增速	07/08/09 年复合增 速	2010 年 1-5 月	2009 年	2008 年	2010 年 1-5 月	2009 年	2008 年
汽车和汽车底盘	67.1%	9.8%	11947	15339	15123	84.7%	76.6%	63.0%
高新技术产品:航空航天技术	31.8%	3.5%	6120	14199	13261	83.9%	84.0%	80.4%
金属加工机床	36.9%	5.9%	3133	5907	7598	82.7%	80.7%	78.3%
高新技术产品:计算机集成制造技术	45.6%	20.8%	11389	19789	24820	80.6%	79.5%	79.5%
高新技术产品:电子技术	31.4%	12.4%	73413	148469	161176	72.8%	74.4%	74.4%
高新技术产品:光电技术	50.8%	43.5%	20623	38516	48521	65.1%	64.8%	66.4%
高新技术产品:材料技术	61.1%	32.5%	2254	5075	5777	60.0%	63.1%	61.5%
通断及保护电路装置	30.9%	12.1%	5331	10442	11886	59.1%	60.2%	59.6%
汽车零件	31.1%	13.5%	7539	12814	11087	52.5%	49.7%	42.8%
医疗仪器及器械	32.4%	21.5%	1584	3594	2880	44.1%	44.0%	39.0%
机电产品:运输工具	35.5%	16.1%	25585	43105	39833	43.8%	41.8%	36.0%
高新技术产品:生命科学技术	43.3%	20.3%	4147	9489	8054	43.0%	46.3%	37.5%
二极管及类似半导体器件	67.4%	41.2%	5875	11278	12362	38.3%	44.0%	44.0%
变压、整流、电感器及零件	33.2%	19.7%	4188	8655	8713	32.5%	49.6%	51.1%
电线和电缆	35.1%	8.5%	1740	3676	4378	27.0%	28.4%	26.8%

资料来源: WIND, 兴业证券研发中心

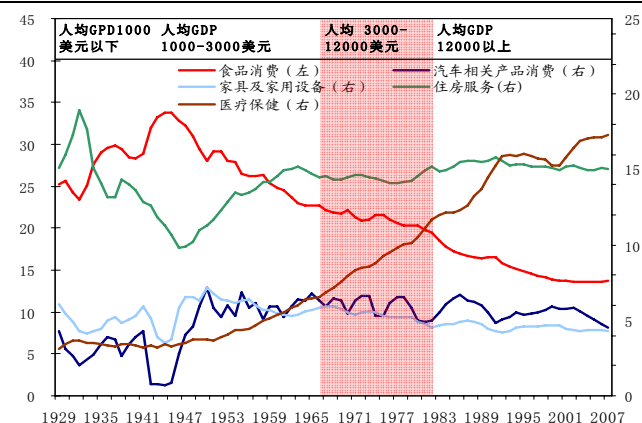
逻辑三: 消费——从衣食住行到快乐体验

当财富积累达到一定阶段时, 生活方式和追求会发生质的改变, 商业、旅游、健康等等需求都被激发出来。以美国、日本为例, 当人均 GDP 在 1000-3000 美元之间时, 耐用品消费逐渐超过非耐用品消费成为居民消费结构的主导; 人均 GDP 在 3000-12000 美元之间时, 居民服务消费的比重稳步提高; 人均 GDP 超过 12000 美元时, 居民服务消费开始主导居民消费结构。

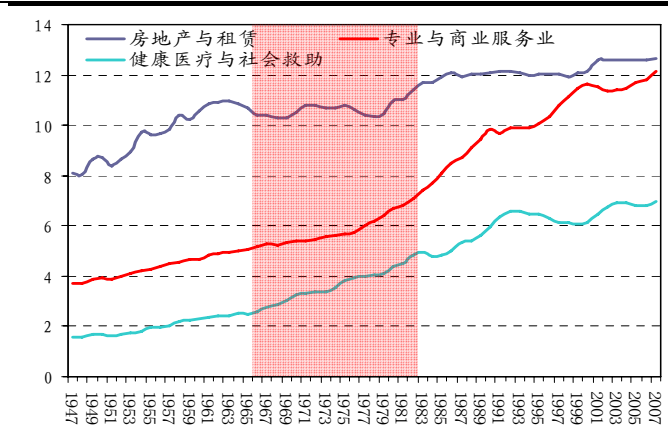
当前, 我国人均 GDP 已突破 3000 美元大关, 已进入消费服务的时代。根据美国的经验, 消费服务业将进入加速发展的阶段, 健康、休闲娱乐体验是经济结构调整的趋势之一, 是值得我们长期把握的投资主题。

图 25: 人均 GDP 超越 3000 美元后服务业占比上升


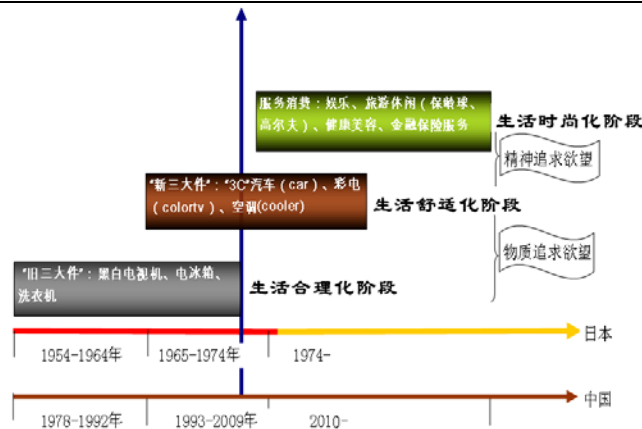
资料来源: WIND, 兴业证券研发中心

图 26: 人均 GDP 超越 3000 美元消费服务加速


资料来源: WIND, 兴业证券研发中心

图 27: 人均 GDP 超越 3000 美元消费服务业加速


资料来源: WIND, 兴业证券研发中心

图 28: 日本消费升级的路径


资料来源: WIND, 兴业证券研发中心

逻辑四: 产业政策和产业辐射

在众多的战略性新兴产业中, 产业辐射效应越大, 政策扶持其发展成为支柱行业的可能性就更大。

从投入产出表看, 除了建筑业、金属制品制造等, 机械、化工涉及上下游行业数量也很多, 拉动效应不逊于建筑业。

表 2：行业投入产出表

产 出	农 业	采掘业	食品制造业	纺织、缝纫及皮革产品制造业	其他制造业	电力、热力及水的生产和供应业	炼焦、煤气及石油加工业	化学工业	建筑材料及其他非金属矿物制品业	金属产品制造业	机械设备制造业	建筑业	运输邮电业	批发零售贸易、住宿和餐饮业	房地产业、租赁和商务服务业	金融保险业	其他服务业
投 入																	
农 业	0.25		0.55	0.27	0.16			0.12				0.13		0.14	0.04		
采掘业	0.06	0.19		0.11	0.13	0.39	0.80	0.26	0.29	0.35	0.19	0.20	0.18				0.11
食品制造业	0.11		0.25	0.07								0.03		0.12		0.01	0.04
纺织、缝纫及皮革产品制造业				0.59						0.03	0.03						
其他制造业			0.06		0.36				0.11	0.13	0.10	0.11					0.11
电力、热力及水的生产和供应业		0.18			0.10	0.17	0.15	0.18	0.19	0.18	0.13	0.12					
炼焦、煤气及石油加工业						0.12	0.13	0.13	0.12	0.12			0.18				
化学工业	0.17	0.16	0.17	0.35	0.32	0.13	0.15	0.74	0.24	0.17	0.30	0.20	0.12	0.12			0.25
建筑材料及其他非金属矿物制品业									0.12			0.23					
金属产品制造业		0.18			0.17	0.15	0.15	0.14	0.21	0.68	0.48	0.36	0.14		0.13		0.10
机械设备制造业		0.26	0.11	0.16	0.19	0.35	0.24	0.21	0.26	0.25	0.73	0.27	0.35	0.19	0.32	0.15	0.20
建筑业									0.01								
运输邮电业		0.14	0.10	0.13	0.15	0.14	0.15	0.15	0.18	0.17	0.17	0.19	0.19	0.11	0.11	0.15	0.13
批发零售贸易、住宿和餐饮业				0.13	0.14	0.11		0.12	0.13	0.12	0.14	0.12		0.10	0.10		0.12
房地产业、租赁和商务服务业				0.07		0.04						0.06					
金融保险业					0.04	0.05											
其他服务业							0.05	0.05			0.05						0.08
总投入	0.60	1.10	1.24	1.88	1.77	1.66	1.82	2.09	1.86	2.21	2.32	2.02	1.16	0.78	0.71	0.31	1.13
涉及产业数量	5.00	7.00	7.00	10.00	11.00	11.00	9.00	11.00	12.00	11.00	11.00	13.00	7.00	7.00	6.00	4.00	10.00

数据来源：兴业证券研发中心，《日本产业结构研究》

逻辑五：温故知新，寻找成长行业

我们考察了 A 股历史上持续高增长的个股（连续 5 年净利润增速高于 30%）以及过去五年股价表现最好的个股，寻找驱动其股价和公司成长的因素，得出以下一些共性。

首先，符合经济发展和产业演进的方向是重要因素，持续成长的公司所处行业与宏观经济背景密切相关，

第二，行业成长空间大，收入快速增长是共性。持续高增长的公司中 80% 高速增长期收入年均复合增长率高于 20%，90% 的公司进入高速增长期前收入在 1 亿元以上。

第三，外延增长和内生业绩增长各占半壁江山。内生业绩增长驱动因素：新业务获得突破性进展；行业竞争关系改善；好行业+公司努力；受益政策投入；公司股权关系理顺；解决产能瓶颈。

第四，外延增长驱动因素：注入资产所属行业处于上升周期或预期良好；大股东实力雄厚，有后续继续注入的预期；注入资产质地优良；以资源类、军工类为主。

第五，以上因素并非独立。上榜股票往往同时具备其中几条因素。

在以上逻辑之下，我们优选出这五大行业：军工、装备制造（包括，煤炭采掘和海洋工程为代表的采掘装备；核心零部件；新能源汽车等）、以节能环保为主的低碳经济行业（精细化工、金属新材料）、生物医药、TMT。

军工——大国崛起和创新引擎

随着中国经济和影响力的崛起，中国的国防工业处于成长和深刻变革时期，不论中国安全的战略地位还是中国经济转型的角度，军工行业都具有举足轻重的意义。

- 国家战略。中国经济崛起之后，肯定被其他强国猜忌、挤压，这时候又不敢贸然提升军费，因此，军工资产证券化，利用资本市场是国家战略。资产注入、外延式增长、再融资使得国家和股民各取所需。
- 创新引擎。军工行业在技术创新方面承担了重要任务，并且产业辐射面广，对经济带动效应强。相关研究表明，航天产业的直接投入产出比约为 1 比 2，而相关产业的辐射则可达到 1 比 8 至 1 比 14。
- 资产证券化空间大。军工集团大量优良资产尚未上市，军工资产证券化比例低，上市公司的总资产占集团总资产的比例小于 20%。

我们认为，可以沿着以下两条逻辑来挖掘军工行业的机会。

首先，军工央企资产重组进程，非公开增发可能成为军工类上市公司爆发的拐点。重点关注规划明确的中航工业集团。

- 到 2011 年，在专业化整合基础上，子公司 80% 的主营业务和相关资产进入上市公司，基本实现子公司整体上市。2013 年将实现集团公司 80% 以上的主营业务和相关资产进入上市公司，实现集团整体上市。
- 中航工业集团的专业化整合将涉及 2900 亿航空工业资产，而目前中航工业旗下上市公司的全部资产不到 600 亿元，未来两年内注资空间庞大。

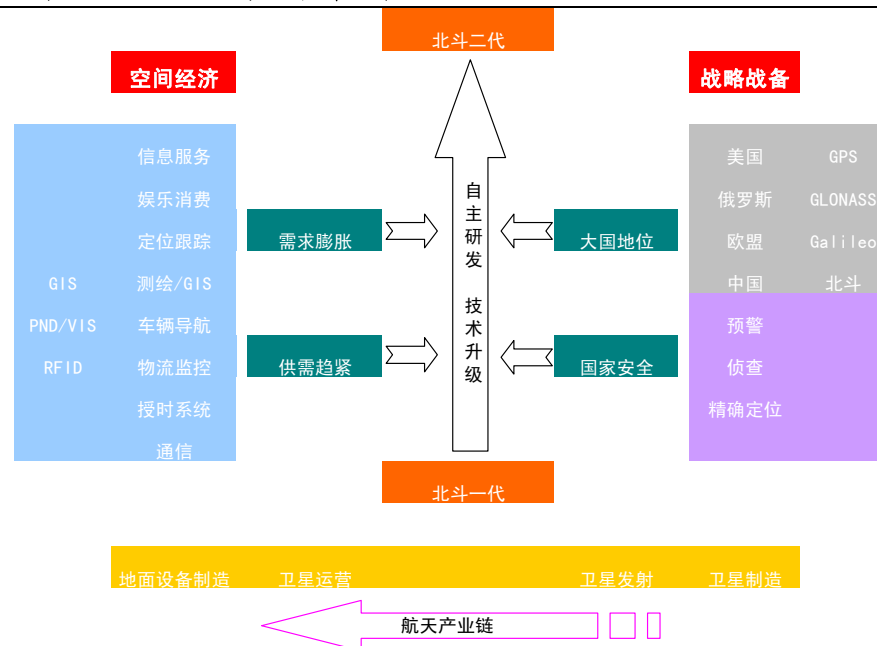
第二，寻找新技术突破，如北斗卫星产业链挖掘。

- 全球卫星资源供不应求。根据 SIA 的预测，到 2015 年亚洲将超过欧洲成为全球第二大的卫星导航需求区域，美国若仅仅依赖现有以 GPS 为主的卫星导航系统预计将在 2015 年达到使用极限。根据欧洲咨询公司发布的《2018 年全球卫星市场制造与发射调查》，2009 - 2018 年全球将制造并发射 1185 颗卫星，较上个十年增长 50%。
- 北斗系统加速组网，制造和发射步入快速成长期。2010 年将发射 4 颗北斗卫星，到 2012 年将发射 10 多颗卫星，2020 年将建成由 5 颗静止轨道和 30 颗非静止轨道卫星组网而成的全球卫星导航系统。二代不仅完全兼容了一代的

功能，而且在用户容量、定位精度、服务区域、动态性能和抗干扰能力等方面都有了较大提高。

- 下游应用爆发式增长。卫星付费电视整体收入达到 673 亿美元，用户同比增长超过 30%，全球达到 1.3 亿人，其中美国用户达到 3000 万人，亚洲、欧洲未来发展潜力巨大。以 GPS 用户终端为代表的大众消费终端强劲需求拉动地面设备收入高速增长，预计 2010 年国内卫星导航设备及服务市场容量超过 500 亿元。其中 GPS 用户设备销售额约占地面设备总收入的 50%。

图 29：航天工业行业分析框架



资料来源：兴业证券研发中心机械研究员

表 3：北斗产业链上市公司

股票代码	股票名称	在北斗卫星产业链中的位置
600118	中国卫星	卫星研制及卫星应用，北斗终端及应用
300102	乾照光电	卫星用砷化镓太阳能电池
002151	北斗星通	导航应用、北斗芯片研制
300101	国腾电子	北斗芯片、终端及导航应用
300053	欧比特	芯片研制
600879	航天电子	卫星导航与卫星应用技术产品
002044	江苏三友	北斗授时终端
002383	合众思壮	导航终端设备
300045	华力创通	仿真系统开发，卫星导航模拟器
002465	海格通信	军用通信设备、导航设备
300036	超图软件	地理信息软件
002405	四维图新	地理信息软件
300075	数字证通	地理信息软件

资料来源：兴业证券

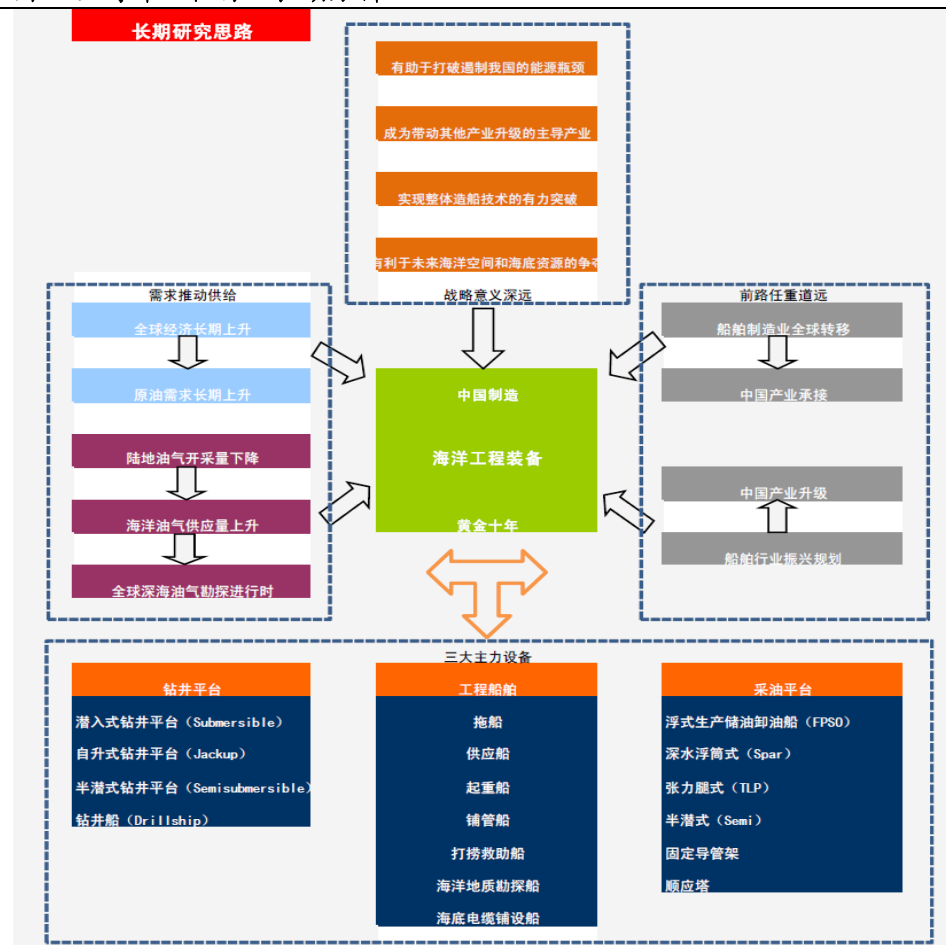
煤炭采掘和海洋工程为代表的采掘装备——装备制造业的蓝海

采掘装备的需求面临爆发,类似于 2001-2005 年加入 WTO 之后出口驱动的制造业升级,涌现了中集、振华港机等一群牛股。这次装备制造业的需求,请关注西部大开发以及深入海洋开发的内需的驱动。

中国广大的中西部地区的大发展,其基础设施饱和程度低,投资补欠账所需时间长,特别是新疆和藏区,以及打通中亚资源后院之路,都涉及到国家核心战略。其中,充分开发和利用西部丰富的煤炭、有色金属资源,促进当地经济跨越式发展是各级政府的工作重点。再考虑到人力成本的提升,以及煤炭安全产业面临日趋严厉的监管背景下,从而使得,煤炭采掘行业高速增长的趋势确定无疑

海洋工程在我国能源战略中的意义举足轻重。从全球来看,原油仍将是最大的能源消费品种,而陆地主要油气田勘探开发进入晚期,陆地油气供应量将逐渐趋于平稳。根据 Energyfiles 测算,目前陆地石油供应量约 52000 千桶/日,随着陆上新增油田的逐渐减少,将在 2015 年前后达到峰值 60000 千桶/日,并在 2020 年后开始缓慢下降。而陆地天然气供应量也将在 2025 年前后达到峰值。

图 30: 海洋工程行业长期分析



资料来源：兴业证券研发中心机械研究员

海洋工程行业目前处于导入期和快速成长期的。粗略测算，未来五年全球海工市场规模为 2765 亿美元，目前中国的市占率为 10%，假设五年后中国的市占率上升至 13%（中性估计），则未来五年中国所面对的海工市场为 360 亿美元，年均规模为 72 亿美元。

《“十二五”期间海洋工程装备发展规划》即将出台，在中国的近海大陆架和大陆坡，将会再建设 5000 万吨的生产能力，同时将会有 2-3 个深水油气田要建成投产，总投资将超过 2500-3000 亿元人民币。

图 31：海洋工程行业市场规模分析

（亿美元）	未来五年市场规模
更新和改装需求	1700
钻井平台更新	1500
FPSO改装	120
其它	80
新增需求	1065
钻井平台	515
自升式	15
半潜式	480
钻井船	20
采油平台	50
FPSO	30
其它	20
海洋工程辅助船	500
合计	2765
中国所承接规模（13%的市占率，中性）	360
中国所承接规模（15%的市占率，乐观）	415

资料来源：兴业证券研发中心机械研究员

精细化工——低碳经济的基石

精细化工行业的轻资产、差异化特点为优势公司的长期成长提供了良好土壤。行业的成长来自于：（1）产品的国内外需求正处于或即将进入增长期；（2）全球产业的转移。精细化工的不少领域正处于承接全球产业向中国转移的黄金时段；（3）新能源行业、环保行业的发展为化工新材料提供了新的市场需求。

表 4：精细化工领域的 3 类投资机会

主要驱动因素	主要特征	典型子行业
市场容量持续增长	产品处于导入期或成长期	工程胶粘剂、高温滤料、晶硅切割液、高端水泥减水剂、其它新能源/环保/高铁相关化学品
市场份额由小到大	行业分散，具有走向集中的内在动力（大市场、小龙头）	农药制剂、纺织助剂等
	产业转移进行中（中国企业全球市场份额的扩大）	电子化学品、医药中间体、农药原药、农药中间体
市场参与从无到有	企业突破技术壁垒，成功打入被垄断的市场（进口替代和产业转移）	医药/农药领域细分品种（原药及中间体、液晶材料、彩色聚合碳粉等

资料来源：兴业研发化工行业研究员

表 5：精细化工细分子行业概况

子行业	市场概况	代表上市公司
工程胶粘剂	国内市场近 100 亿元，且以 15% 以上的速度增长。行业龙头占有率 2%	回天胶业
电子化学品	产业转移、下游行业复苏和国家政策支持共同推动下，行业正迎来高速发展。部分产品需求增速在 20% 以上。重点关注具备高端市场突破实力的优势企业	新宙邦、鼎龙股份、永太科技
农药制剂	行业龙头占有率 3.5%；在市场竞争和政策引导的共同作用下，行业集中度正在持续提高	诺普信
农药原药及中间体	产品和生产工艺的更新换代是永恒的主题，具备创新能力和技术研发优势的企业前景良好	华邦制药、联化科技、扬农化工
新能源化学品	太阳能、风能和锂电池需求高速增长，带来晶硅切割液、胶粘剂、电极材料、电解液、六氟磷酸锂等材料的发展良机	奥克股份、回天胶业、多氟多
环保化学品	袋式除尘、能源净化、水处理材料需求面临长期增长	三维丝、三聚环保
高铁相关化学品	机车材料（胶粘剂、特种工程塑料）、轨道材料（高端减水剂、胶粘剂）等需求快速增长	回天胶业、奥克股份
染料与纺织助剂	服装消费升级带来中高端产品需求的持续稳定增长	浙江龙盛、德美化工、传化股份

资料来源：兴业研发化工行业研究员

医药生物——消费升级和技术突破

我们认为，下列医药子行业中未来诞生成长股的可能性最大：

1. 仿制药出口基地。在未来的 3-5 年，这一市场会以惊人的速度增长。但再长的时间，就会面临竞争，这些企业需要作出自己的特色，以及与国外大企业做深

入合作。

2. 研发型企业。研发是医药企业的生命，研发投入的高低、投入的领域、研发平台都是我们关注的指标。研发型企业的估值一直很高，但是产品推出的时间表才是股价上涨的 milestone。

3. OTC 和保健的药品及器械。我们认为，居民消费水平提高，对健康关注度提高，首先是投向维护健康，而不是治疗疾病。10 年前，60 岁才关注健康，现在，40 岁都很重视健康了。这一变化，背景是消费者收入的提高，因此保健需求增长应该更快。我们认为有品牌的保健品、家用医疗器械会成为高增长的品种。中药在保健方面的功效要大于化学药的保健功能，也大于中药在治疗方面的作用。因此品牌中药会成为保健领域的增长亮点。

4. 生物技术产品。中国目前有很多的生物仿制药，生物领域确实是最近 30 年全球医药行业最重要的新药池，未来这一趋势仍然延续。单抗、治疗性疫苗是下一个 10 年内，国内外的重点，再未来，基因治疗等个性化治疗方案会是热点。目前 A 股生物技术公司集中在疫苗、诊断、基因药物，但是技术水平都低于国外。即使如此，其成长性也较好。短期内市场还要关注疫苗领域，而长期看，基因药物市场空间更大。

TMT——改造传统产业，分享消费盛宴

首先，政策扶持，消费创造需求。

- 淘汰落后产能、提高生产效率需要大力工业信息化，相关机会包括，建筑企业管理信息化进程，政府将向核高基项目发放支持资金等；
- 国家发展文化产业等战略规划，将持续给 TMT 行业提供政策刺激，比如，三网融合、跨区域跨媒体融合、视频监控需求旺盛。
- 另外，我们看好贴近中国市场的相关子行业，例如 IC 设计行业、通信相关行业等。中国市场正在快速成长（消费习惯改变，年轻一代电子产品需求旺盛），国内配套产业链（电子制造、销售渠道等）已经发展壮大，国内人才优势逐渐凸显（国内高校过去 10 年培养了大批电子类高材生），国家鼓励政策（各类优惠政策、鼓励上市等），都将成为中国电子产业未来发展的重要驱动因素。

其次，创新成就高成长公司。

- TMT 行业正迎来 PC、手机之后的又一波创新应用高潮，代表产品有智能手机（基于开放软件平台和应用服务新模式）、平板电脑（不再以 intel、微软为推动力量）等。就产业分工而言，国内电子企业尚不能进入此类创新性应用的核心领域（如 CPU、操作系统等），我们看好相应的配套行业，例如，地图数据、地图软件、导航产品、电子书、触摸屏、微投、高阶 HDI 电路板等。
- 电子产业已经从之前的技术推动型（以 intel 不断推出更高性能的 CPU 为典

型代表)逐渐转变为效能推动型(低功耗高效能),看好光电类相关行业。

在 TMT 行业中选股的思路——我们来根据企业所在不同的阶段区别对待不同的企业,选择不同阶段中各个细分领域中的龙头企业,由于领先的市场地位使得它们可以获得超越其他竞争对手的增长速度。

- 行业处于培育期,销售驱动型企业:文件外包服务产业中的立思辰,语音产业的科大讯飞;
- 行业处于快速成长期,行业引导型企业:金融 IT 领域的恒生电子,高铁信息化领域的鼎汉技术、新北洋、辉煌科技, GIS 领域的四维图新、超图软件,交通智能化领域的银江股份,电力信息化领域的积成电子、远光软件等。

● 投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间
回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。