

证券研究报告



张忆东(S0190510110012)
021-38565932
zhangyd@xyzq.com.cn

蒋仕卿(S0190511060001)
021-38565959
jiangsq@xyzq.com.cn

李彦霖(S0190510110015)
021-38565943
liylin@xyzq.com.cn

吴峰(S0190510120002)
021-38565957
wufeng@xyzq.com.cn

刘晓清
021-38565608
liuxiaoqing@xyzq.com.cn

相关报告

《螺蛳壳里做道场——2010年三季度投资策略报告》
20110701

《绿野仙踪，寻觅成长》
20080722

Good Boy, Lucky Boy ——兴业策略寻找成长系列研究之一

2011年7月20日

投资要点

● 2008年：“51”成长真正实现了成长

——2008年7月，在市场熊气弥漫时，我们根据一系列基本财务指标，构建“51成长”组合。三年后，“51成长”取得傲人业绩，远超同期上证指数、沪深300、中小板指的表现，与业绩排名前十的股票型基金相比也不遑多让。

● 2011年：寻找分享中国经济转型的“Good Boy与Lucky Boy”

——我们推出36只股票构成的成长组合：不仅仅是Good Boy（业绩优秀），而且是Lucky Boy：受益于中国经济转型中两个确定性主题，劳动替代与进口替代。

● 劳动替代主题

——筛选标准：（1）观察劳动-资本构成，找寻劳动力适宜被替代的细分子行业；（2）劳动力成本增速快于营业收入增速行业，有迫切的替代需求；（3）根据前两个步骤的结果，我们再从需求下游寻找上游，寻找受益于劳动替代需求的子行业。

——受益行业：高端机床、通用设备、信息服务、农业机械、餐饮旅游、医药和医疗器械

● 进口替代主题

——筛选标准：（1）进口金额/出口金额比例（2）进口占国内总产值的规模——受益行业：（1）高新技术产业中的航空航天，计算机集成制造，生物技术，光电技术；（2）机电产品中的仪器仪表，运输工具；（3）相对传统产业中的汽车零部件，机床，医疗仪器、半导体器件。

● 自下而上四维度

——（1）成长性（ROE大于9.8%、净利润CAGR大于25%、主营业务收入CAGR大于25%）；（2）成长空间（总市值小于150亿）；（3）经营安全性（毛利率大于30%、盈再率小于0.8）；（4）估值合理（PE（TTM）小于60、PEG小于1.2）。

目 录

2008 年：“51”成长真正实现了成长.....	- 3 -
2011 年：寻找分享中国经济转型的“Good Boy 与 Lucky Boy”.....	- 4 -
思路：好孩子而且有运气	- 4 -
劳动替代主题	- 5 -
“紧”劳动力供给的事实	- 5 -
人口结构转变的影响将会成为短期可见现象！	- 8 -
人口拐点后的设备需求旺盛：韩国与中国经验	- 9 -
人口结构转变下的投资机会——从需求下游找上游	- 10 -
进口替代主题	- 12 -
内需市场提供成长空间	- 12 -
进口替代受益行业分析	- 13 -
投资策略：劳动替代与进口替代主题下的成长股选择	- 14 -
两主题四维度：劳动替代与进口替代下的成长股精选	- 15 -
图 1、劳动年龄人口比例在未来将会稳步下降	- 6 -
图 2、高考报名人数开始下降	- 6 -
图 3、后续大学生供给数量更为堪忧	- 6 -
图 4、农村剩余劳动力中的青年劳动力数量明显不足	- 7 -
图 5、东部城市生活成本攀升阻碍劳动流动	- 7 -
图 6、地产调控下的外来人口限制政策	- 7 -
图 7、老年人口抚养比持续上升	- 8 -
图 8、老年人口比例未来稳步提升	- 8 -
图 9、关注劳动力替代进程的“补设备”效应	- 8 -
图 10、韩国转型期机械设备进口增速上升	- 9 -
图 11、设备购置在固定资本形成中占比上升	- 9 -
图 12、中国机床进口规模开始显著增加	- 9 -
图 13、2010 年年报支付的工资报酬总额/年固定资产折旧的比值	- 10 -
图 14、07-10 年行业工资增速/营业收入增速排序	- 11 -
图 15、两维度寻找劳动替代需求强烈子行业	- 11 -
图 16、出口导向国家的宏观稳定性更差	- 12 -
图 17、金融危机期间中国的工业制品贸易条件恶化	- 12 -
图 18、劳动力成本不断攀升	- 13 -
图 19、微笑曲线向上、下游走是必然途径	- 13 -
图 20、高新技术类产业中进口/出口金额缩小行业	- 13 -
图 21、机电类产业中进口/出口金额缩小行业	- 13 -
图 22、高新技术类产业中的进口替代潜力子行业	- 14 -
图 23、机电类产业中的进口替代潜力子行业	- 14 -
表 1、“51”成长组合股票名单	- 3 -
表 2、“51”成长组合表现	- 3 -
表 3、“51”成长组合与同期排名前十的股票型基金业绩对比	- 4 -
表 4、二级行业分类的 2010 年报工资报酬总额/年固定资产折旧的比值	- 10 -
表 5、部分行业仍依赖于进口，有广阔的替代进口空间	- 14 -
表 6、“Good Boy 与 Lucky Boy”组合股票名单	- 16 -

2008 年：“51”成长真正实现了成长

2008 年 7 月，在市场熊气弥漫时，我们坚信成长的力量。根据一系列基本财务指标，我们自上而下选择了 51 个股票，构成 51 成长股组合（寓意为我要成长）。3 年后再回顾看，51 成长真正实现了成长性。其中不乏三安光电、大华股份、歌尔声学、金螳螂等涨 300%以上的大牛股。（见兴业证券策略团队 2008 年 7 月《绿野仙踪，寻觅成长》）

表 1、“51”成长组合股票名单

代码	股票名	代码	股票名	代码	股票名
600703.SH	ST 三安	600557.SH	康缘药业	600276.SH	恒瑞医药
002097.SZ	山河智能	600588.SH	用友软件	600570.SH	恒生电子
002200.SZ	绿大地	002152.SZ	广电运通	002161.SZ	远望谷
002194.SZ	武汉凡谷	002092.SZ	中泰化学	002232.SZ	启明信息
002088.SZ	鲁阳股份	002212.SZ	南洋股份	600118.SH	中国卫星
000635.SZ	英力特	600880.SH	博瑞传播	002121.SZ	科陆电子
600467.SH	好当家	002164.SZ	东力传动	002169.SZ	智光电气
600858.SH	银座股份	000848.SZ	承德露露	002065.SZ	东华合创
002242.SZ	九阳股份	600844.SH	丹化科技	002248.SZ	华东数控
002227.SZ	奥特迅	002029.SZ	七匹狼	002007.SZ	华兰生物
002022.SZ	科华生物	002215.SZ	诺普信	000826.SZ	合加资源
600176.SH	中国玻纤	000028.SZ	一致药业	600315.SH	上海家化
002111.SZ	威海广泰	002205.SZ	国统股份	002123.SZ	荣信股份
000987.SZ	广州友谊	002195.SZ	海隆软件	002140.SZ	东华科技
600439.SH	瑞贝卡	000963.SZ	华东医药	002236.SZ	大华股份
002148.SZ	北纬通信	002204.SZ	华锐铸钢	002241.SZ	歌尔声学
002251.SZ	步步高	002197.SZ	证通电子	002081.SZ	金螳螂

数据来源：兴业证券研究所

表 2、“51”成长组合表现

指数表现	区间涨跌幅:终止日 20110630			
	(起始日 20080722)	(起始日 20080601)	(起始日 20080501)	(起始日 20080401)
51 成长组合(均值)	94.6%	99.8%	99.2%	97.7%
51 成长组合(中位数)	69.0%	59.9%	61.6%	56.8%
沪深 300	4.57%	-15.7%	-23.1%	-19.7%
上证 A 股	-3.47%	-19.6%	-25.2%	-20.5%
中小板指	42.2%	23.2%	19.7%	17.5%

数据来源：Wind，兴业证券研究所

即便和同期市场表现最好的股票型基金进行业绩比较，我们的 51 成长组合也不遑多让。如果将 51 成长组合作为一只基金来看，在实际无换手率的情况下，取得了骄人业绩。

表 3、“51” 成长组合与同期排名前十的股票型基金业绩对比

排序	基金代码	基金名称简称	累计单位净值增长率[%] [2008-7-22 至 2011-6-30]
1	000011.OF	华夏大盘精选	124.20
		51 成长组合（均值）	94.60
2	550003.OF	信诚盛世蓝筹	81.22
3	270008.OF	广发核心精选	80.40
4	519601.OF	海富通海外精选	79.60
5	110011.OF	易方达中小盘	77.33
6	000031.OF	华夏复兴	76.96
7	070013.OF	嘉实研究精选	76.67
8	460005.OF	华泰柏瑞价值增长	74.23
9	320006.OF	诺安灵活配置	70.19
		51 成长组合（中位数）	69.0
10	202011.OF	南方优选价值	67.66
11	340007.OF	兴全社会责任	67.66

数据来源：Wind，兴业证券研究所

我们也在学习反思，为什么依据如此简单的财务指标，我们得出的投资组合能有如此优异的表现？总结而言，我们还是相信成长性取得投资收益的关键。

2011 年：寻找分享中国经济转型的“Good Boy 与 Lucky Boy”

根据上一次的优异表现，本次我们再度推出成长股的组合。相比 08 年的研究而言，本次成长股组合不仅自下而上结合了财务数据分析，找寻那些基本面优秀的 Good Boy，更自上而下，选择受益于中国经济转型中两个确定性主题：劳动替代与进口替代的公司，即我们说的 Lucky Boy。通过上下结合，为守望成长力量的投资者提供有益参考。

思路：好孩子而且有运气

中国经济如今已走到十字路口。无限劳动力供给与低投入成本（资源、环境、土地）形成的“旧”比较优势，拉动中国经济高速增长 30 余年。但随着刘易斯拐点的显现和资源、环境、土地等投入品成本提升，这种建立在“成本领先”基础上的增长模式愈发显现出不平衡和不可持续性。中国经济高速增长的引擎急需切换，“新”比较优势亟待建立。

A 股也随着经济转型步入迷局。经济增长平淡、通胀维持高位且难以排除向上反复的风险、货币政策难以放松、流动性边际改善而无惊喜，股指难有大行情，正如我们的策略报告《螺蛳壳里做道场》所形容的，在狭窄的空间里折腾，获取投资收益非常不易。

但是，我们若将眼光放得更长远一些，现在正是时候，静下心来寻找分享中国经济成长和转型喜悦的真正成长股，以长期趋势的确定来应对短期的不确定性。借鉴台湾、韩国、日本在转型期的后半段，成长行业和公司都走出了独立的行情。08年7月A股仍在漫漫熊途之时，勇敢埋伏于我们的“51成长”组合也能获得骄人的回报。

以长视角看待转型，中国的“新”比较优势只在于巨大的内需市场。足够的内需市场可以减少对外的贸易依存度，使得经济从出口导向转为内需导向，从而提高经济增长的平稳性和持续性。同时，技术的消化吸收进而创新，也需要内需市场提供土壤，我国的高铁产业是这一理念的最佳阐释。

我们认为，中国经济增长中的新、旧动力切换，为投资者提供了广阔的投资机会。一方面，随着有效劳动力供给增速下降，劳动力成本将提升，“劳动替代”必然是未来经济生活中真实可见的大主题。另一方面，经济结构的转变以及出口市场的空间限制，使得企业的利润率下降，倒逼企业追求产业升级，在更高的层次上参与全球竞争，而巨大的内需市场提供了充分的成长空间，这又构成了“进口替代”的大主题。

根据我们的研究分析，高端机床、信息服务、农业机械、餐饮旅游、医药和医疗器械、航空航天、计算机集成制造、生物技术、光电技术、仪器仪表、汽车零部件、机床、半导体器件等子行业，将直接受益于这两个替代进程。我们认为未来的成长股将以更高概率出现在这些子行业中。

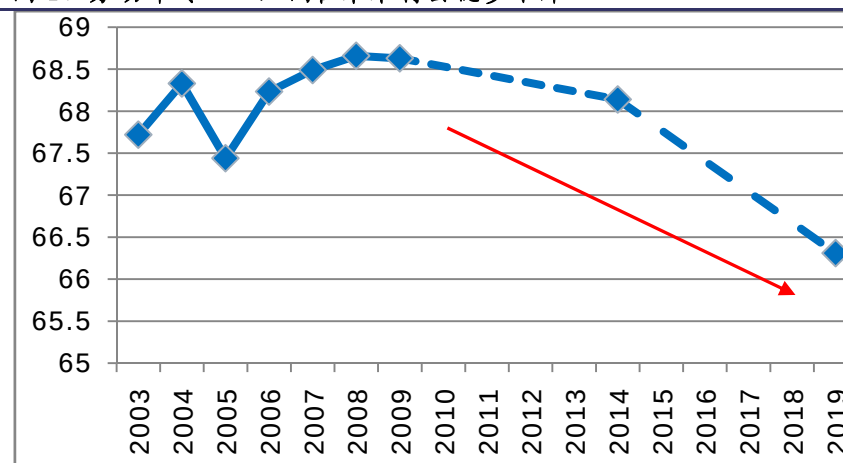
劳动替代主题

“紧”劳动力供给的事实

无论从劳动力总量、高低端劳动力供给数量以及老龄化等不同角度观察，中国的劳动力市场已经走过了宽松期，构成中国“成本领先”比较优势的基础将逐渐减弱。

中国已经走过了劳动力供给无限的阶段，按照人口年龄结构数据可以推算，劳动年龄人口（15-59岁）比例在2008已到达高峰，未来该比例将会逐渐下降。

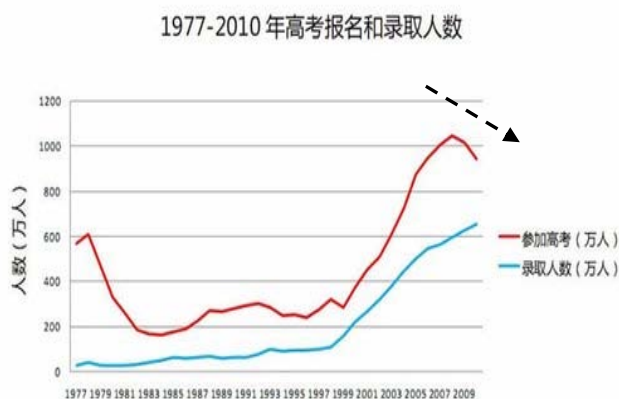
图 1、劳动年龄人口比例在未来将会稳步下降



数据来源：Wind，兴业证券研究所

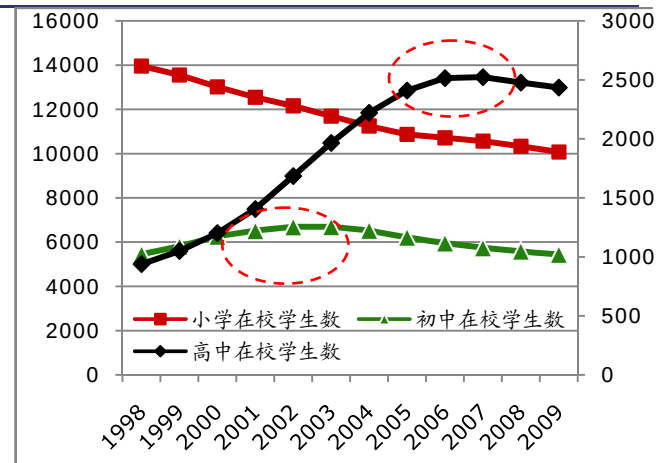
而从高端劳动力的供给端来看，报考大学学生人数从 08 年开始持续下降，初、高中学生数量在 02-03 与 06-07 年已经达到高峰，未来的大学生供给更为堪忧。总体而言，中国的高端劳动力未来供给数量，绝对值仍然维持高位，而同比已经开始负增长。

图 2、高考报名人数开始下降



资料来源：中国教育在线，兴业证券研究所

图 3、后续大学生供给数量更为堪忧



资料来源：Wind，兴业证券研究所

从低端劳动力的供给来看，富余的农村剩余劳动力更可能是一个伪命题。社科院人口所所长蔡昉(2006)估算的中国农村剩余劳动力仅仅只有 1.07 亿人，同时 81.2% 的剩余劳动力年龄在 30 岁以上，因此，低端劳动力的供给也不如人们想象的充分。

另一方面，中国的城乡劳动力转移，特别是低端劳动力（农民工）向具有产业竞争优势的大中城市转移愈发的困难。高企的生活成本，以及地产调控下的地方政府限外政策，都使得城市内的生产企业，不得不面对日益高涨的劳动力成本。

图 4、农村剩余劳动力中的青年劳动力数量明显不足

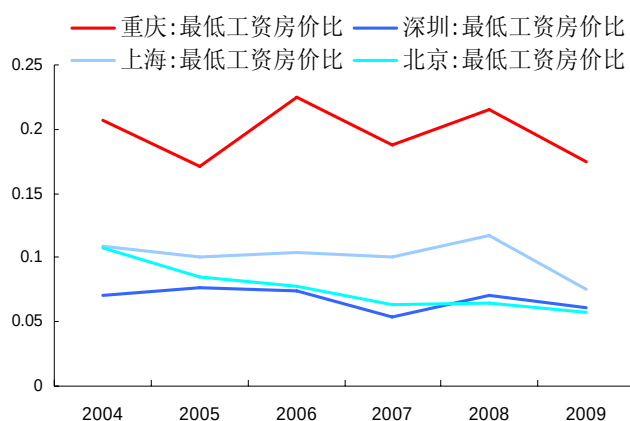
表 3 农村劳动力分布的年龄结构

	转移劳动力		农业劳动力		剩余劳动力	
	万人	%	万人	%	万人	%
16-20	3660	18.3	1691	9.5	1017	9.5
21-25	5420	27.1	89	0.5	54	0.5
26-30	3180	15.9	1566	8.8	942	8.8
31-40	4640	23.2	5500	30.9	3306	30.9
40 以上	3100	15.5	8953	50.3	5382	50.3
全部	20000	100	17800	100	10700	100

资料来源：（1）乡村从业人员数来自国家统计局《中国统计年鉴 2005》；（2）乡村从业人员的年龄结构系根据人口普查数据预测得到；（3）外出打工人员结构来自盛来运、彭丽莹（2006）

数据来源：《农村劳动力剩余及其相关事实的重新考察》，兴业证券研究所

图 5、东部城市生活成本攀升阻碍劳动流动



资料来源：Wind，兴业证券研究所

图 6、地产调控下的外来人口限制政策

限购令：地产调控下强化了针对外来人口的限制政策

石家庄，天津，
南宁，贵阳，长
春，郑州

限购1套住房，1年(含)以上纳税证明或社保证明

宁波，广州，上
海

限购1套住房，2年内累计缴纳1年以上个税或社保证明

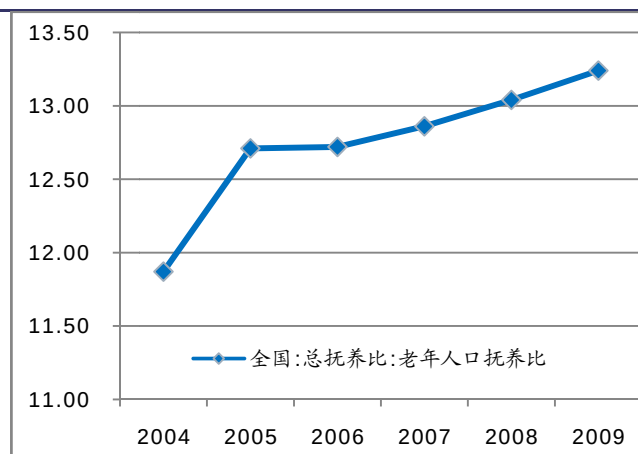
北京

社保及个税证明由1年调为5年，须连续缴纳

资料来源：兴业证券研究所

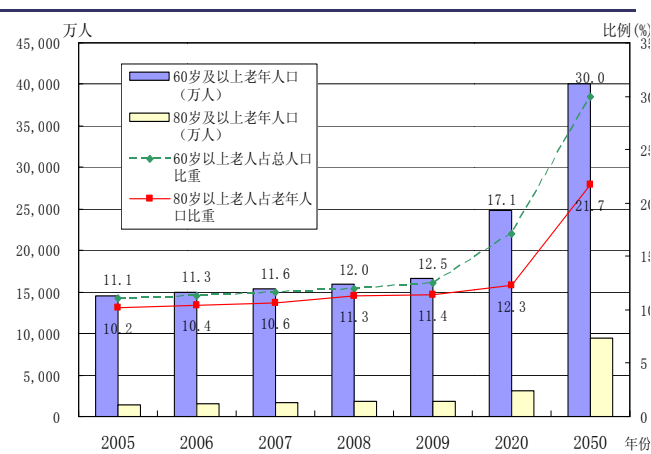
劳动力人口增速下降的另一面，就是快速的人口老龄化。中国的老年人口抚养比逐年攀升。预计到 2020 年，老年人口将达到 2.48 亿，老龄化水平将达到 17.17%，其中，80 岁及以上老年人口将达到 3067 万人，占老年人口的 12.37%；而到 2050 年，老年人口总量将超过 4 亿，老龄化水平推进到 30%以上，其中，80 岁及以上老年人口将达到 9448 万，占老年人口的 21.78%。

图 7、老年人口抚养比持续上升



资料来源: Wind, 兴业证券研究所

图 8、老年人口比例未来稳步提升



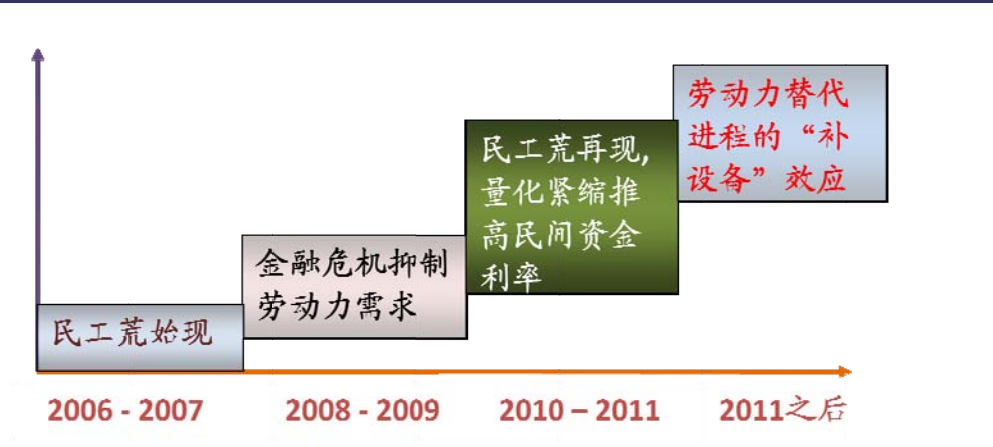
资料来源: 兴业证券研究所

人口结构转变的影响将会成为短期可见现象!

虽然人口结构转变是一个长期现象,但我们认为,由于叠加了金融危机,人口结构转变的影响将成为短期内的显著现实。

2006年,民工荒问题首次进入公众的视野,但由于08-09年全球的金融危机,抑制了国内企业对劳动力的需求,掩盖了劳动力已经紧张的事实。而中国在金融危机之后,持续的量化紧缩政策推高了资金价格,减缓了企业“劳动替代”的进程。一旦量化紧缩调控结束,民间资金面的压力缓解之后,我们认为,企业面临着大规模设备购置“补旧账”,替代劳动力的需求!

图 9、关注劳动力替代进程的“补设备”效应

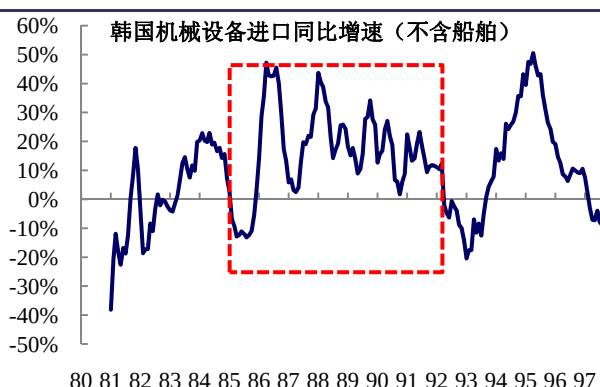


数据来源: 兴业证券研究所

人口拐点后的设备需求旺盛：韩国与中国经验

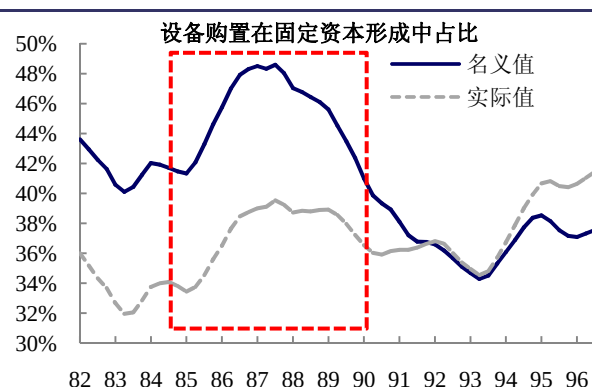
人口拐点倒逼制造业升级。从其它国家在转型期中的表现来看，往往存在“劳动力成本上升”和“制造业投资加速”并存现象。以韩国的情况，1986年至1990年期间，韩国的机械设备进口增速出现了台阶式的上升，这正是劳动力成本上升倒逼制造业升级的显著特征，在这一阶段，设备购置在韩国整体固定资本形成中的比重都出现了显著的上升。

图 10、韩国转型期机械设备进口增速上升



资料来源：Wind，兴业证券研究所

图 11、设备购置在固定资本形成中占比上升



资料来源：Wind，兴业证券研究所

自2010年下半年开始，中国对于机床设备的进口就呈现井喷式的上升，期间中国超越美国成为日本海外机床订单的第一大来源国，而制造业固定资产投资的比重也从前期的不到30%上升至35%。这些迹象都表明，中国也正在经历韩国80年代末的人口拐点倒逼制造业升级阶段。我们策略团队在福建草根调研显示，有造纸行业的企业家表示，他们开始购买德国的机器，生产的纸板漂亮、结实、产量高，同时耗用的人工少。

图 12、中国机床进口规模开始显著增加



数据来源：Wind，兴业证券研究所

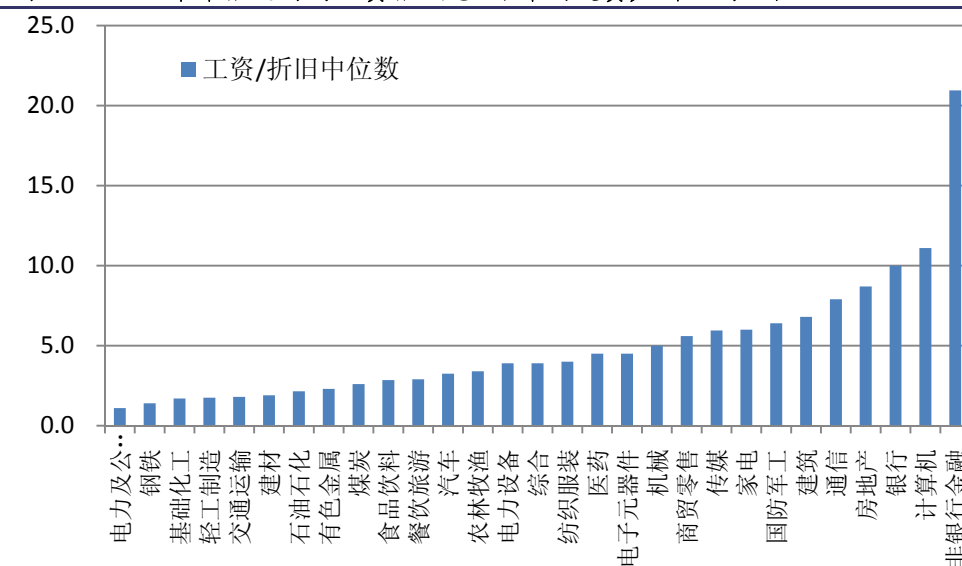
人口结构转变下的投资机会——从需求下游找上游

我们认为，人口结构转变会影响资本-劳动要素相对价格比，从而提升企业设备投资的需求。从投资的角度上来说，我们需要识别哪些行业将会受益于要素相对价格变化。我们的逻辑是：第一步：自上而下找劳动密集型制造业，劳动力适宜被替代的细分子行业。第二步：找寻劳动力成本增速快于营业收入增速行业，这些行业有迫切的替代需求。符合这两个步骤搜寻到的子行业，我们再从需求下游寻找上游，寻找受益于劳动替代需求的子行业。

(1) 劳动密集型行业的寻找：对中信行业分类一级/二级子行业上市公司的财务数据，我们将 2010 年年报支付的工资报酬总额/年固定资产折旧的比值，取行业中位数，再排序。我们认为，这一指标反映了企业的劳动-资本构成，真实体现了劳动的投入成本。

通过这一计算方法，我们认为的相对劳动密集型行业（剔除金融）包括：计算机、房地产、通信、建筑、家电、传媒，商业零售，机械，电子元器件，医药，纺织服装。

图 13、2010 年年报支付的工资报酬总额/年固定资产折旧的比值



数据来源：Wind，兴业证券研究所

表 4、二级行业分类的 2010 年报工资报酬总额/年固定资产折旧的比值

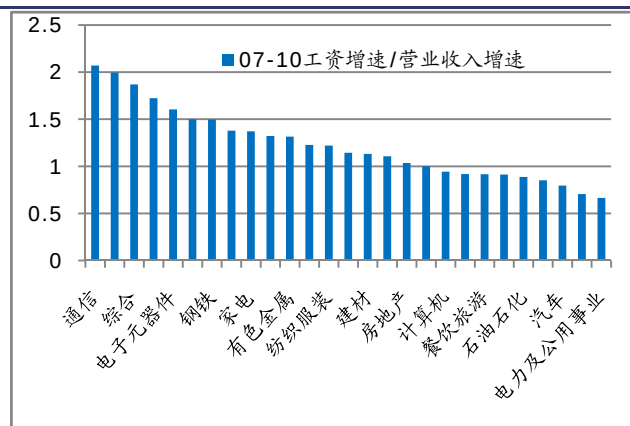
中信二级行业分类	工资除以折旧	中信二级行业分类	工资除以折旧	中信二级行业分类	工资除以折旧
房地产服务 II	48.63	酒店及餐饮	4.05	煤炭开采洗选	1.94
IT 服务	17.17	白酒 II	3.93	兵器兵装 II	1.92
计算机软件	14.94	化学制药	3.7	工业金属	1.92

建筑装饰 II	14.86	输变电设备	3.7	汽车销售及服务	1.84
通信设备制造	9.22	计算机硬件	3.56	半导体 II	1.7
小家电 II	8.58	综合 II	3.53	稀有金属 II	1.64
服饰 II	8.08	牧业	3.51	景区和旅行社	1.56
仪器仪表 II	7.72	贸易 II	3.49	林业	1.55
房地产开发管理	7.24	通用设备	3.43	其他元器件 II	1.53
黑色家电 II	6.84	金属制品 II	3.21	环保及公用事业	1.42
服装 II	5.97	其他饮料 II	3.16	油田服务 II	1.4
建筑施工 II	5.94	农业	2.94	合成纤维及树脂	1.32
摩托车及其他 II	5.69	增值服务 II	2.9	农用化工	1.32
运输设备	5.48	生物医药 II	2.85	航空机场	1.26
电子设备 II	5.4	其他建材	2.76	煤炭化工	1.22
工程机械 II	5.36	传媒 II	2.59	水泥 II	1.17
公交物流	5.22	贵金属	2.58	化学原料	1.16
零售	5.14	汽车零部件	2.39	其他钢铁	1
中药生产	5.01	航运港口	2.31	玻璃 II	0.91
其他专用设备	4.74	石油开采 II	2.22	普钢	0.86
新能源设备	4.69	纺织	2.18	造纸 II	0.82
航空航天	4.56	渔业	2.15	公路铁路	0.72
照明设备及其他	4.51	食品	2.14	乘用车 II	0.59
电站设备 II	4.32	化学制品	2.12	石油化工	0.56
白色家电 II	4.16	其他医药医疗	2.06	电信运营 II	0.48
商用车	4.09	其他轻工 II	1.98	发电及电网	0.33

资料来源：Wind，兴业证券研究所

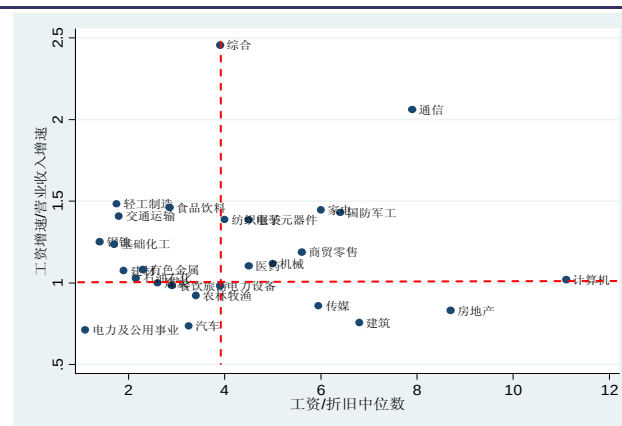
(2) 找寻劳动力成本上升更快行业。我们计算 07-10 年行业工资复合增速与营业收入复合增速，两者的比值越大表示劳动力成本提升侵蚀利润程度越大。通过分析发现，相对而言，通信，轻工，食品饮料，家电，交运，纺织，电子、钢铁、化工等行业工资涨幅更大，而这些行业恰恰也是制造业的大行业。

图 14、07-10 年行业工资增速/营业收入增速排序



资料来源：Wind，兴业证券研究所

图 15、两维度寻找劳动替代需求强烈子行业



资料来源：Wind，兴业证券研究所

结合步骤一和步骤二，取交集，我们认为，通信、家电、纺织、电子元器件、商业零售，以及细分小行业中的电子设备、通用设备、林业等子行业中，是相对劳动密集型行业，且劳动力成本提升较快，存在着机械替代劳力的强烈需求。对应而言，它们的上游行业如高端机床、通用设备、信息服务、农业机械将直接受益于劳动替代的进程。另一方面，人口老龄化给餐饮旅游、医药和医疗器械板块带来长期利好。

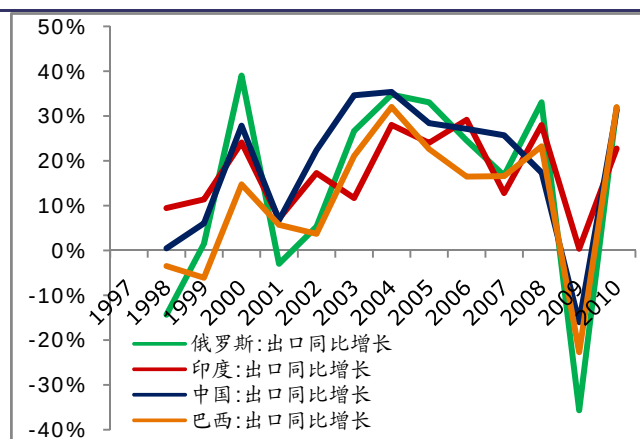
进口替代主题

内需市场提供成长空间

以出口作为增长导向的国家，在遭遇全球金融危机时，自身的经济增长也会大幅波动，而贸易结构是否有议价能力，在一定程度上能抵消冲击来临时的经济波动性。金砖四国中的巴西与俄罗斯，以初级产品中的矿产品和原油出口为主，在金融危机中体现出脆弱性，而印度的出口以服务外包等形式，金融危机中表现出最大的稳定性。

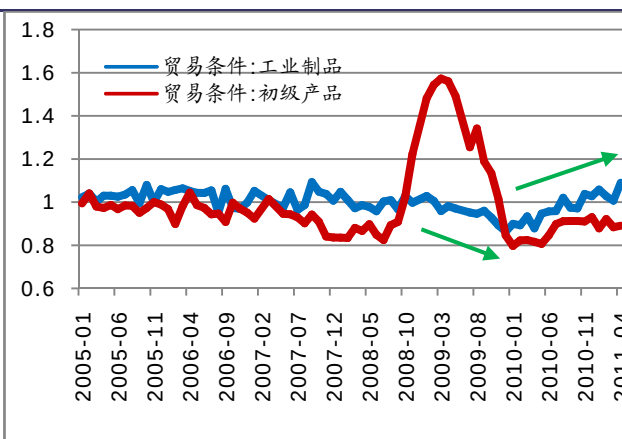
中国的制造业升级还有很长的路要走。当低成本的优势难以维系时，必须向利润率要市场。而从数据来看，贸易产品的议价能力仍然较低，特别是在金融危机期间，工业制品的贸易条件恶化。对于企业来说，两条选择路径：一、降低成本，向内地走，进一步地恶化贸易条件。二、产业升级，提高产品附加值，向微笑曲线的上、下游走。有利的是，中国巨大的内需市场给技术进步提供了充分的成长空间。

图 16、出口导向国家的宏观稳定性更差



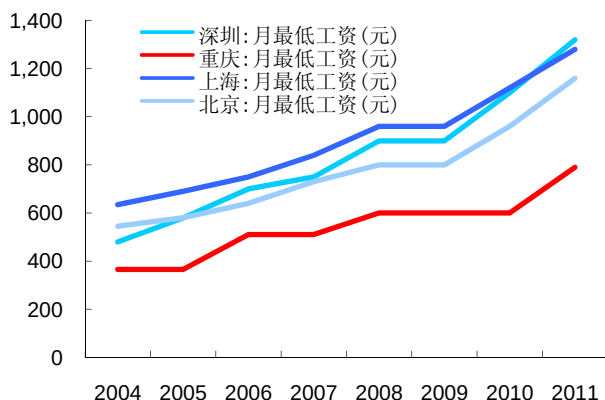
资料来源: Wind, 兴业证券研究所

图 17、金融危机期间中国的工业制品贸易条件恶化



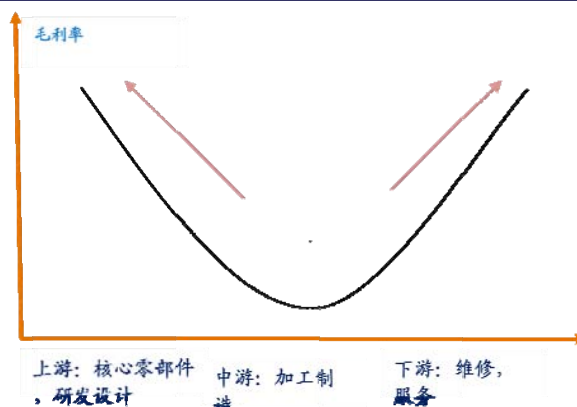
资料来源: Wind, 兴业证券研究所

图 18、劳动力成本不断攀升



资料来源: Wind, 兴业证券研究所

图 19、微笑曲线向上、下游走是必然途径

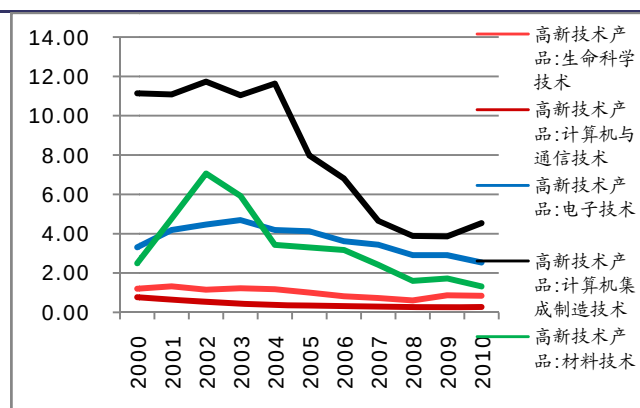


资料来源: 兴业证券研究所

进口替代受益行业分析

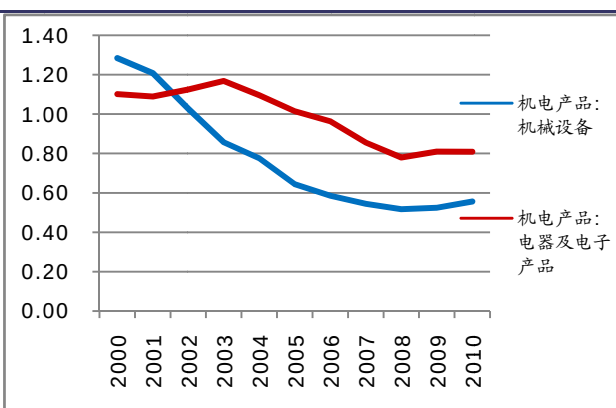
我们用 2000-2010 年的高新技术分产业进出口数据来看, 在生命科学技术, 计算机与通信技术, 电子技术, 计算机集成制造, 材料技术, 机械设备和电器及电子产品子行业中, 进口金额/出口金额比例持续减小。而在机电类产品中, 机械设备与电器及电子产品, 进口金额/出口金额比例也在缩小。反映了在这些高新技术行业中, 进口替代已经成为一个趋势。

图 20、高新技术类产业中进口/出口金额缩小行业



资料来源: Wind, 兴业证券研究所

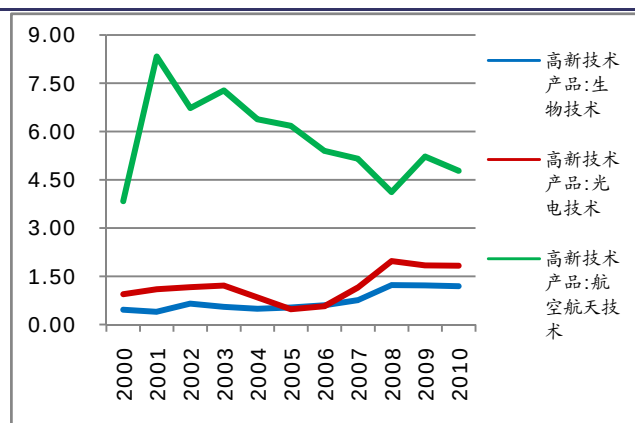
图 21、机电类产业中进口/出口金额缩小行业



资料来源: Wind, 兴业证券研究所

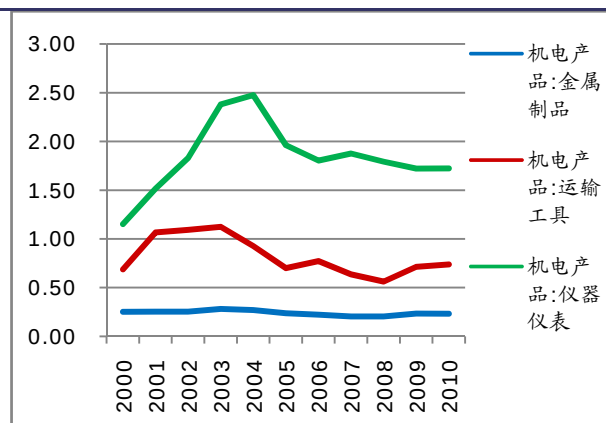
相对而言, 高新技术产品中的生物技术, 光电技术, 航空航天技术; 机电产品中的金属制品, 运输工具和仪器仪表等子行业, 2000-2010 年间进口金额/出口金额比例并没有明显变化, 反映了仍有巨大进口替代潜力。

图 22、高新技术类产业中的进口替代潜力子行业



资料来源: Wind, 兴业证券研究所

图 23、机电类产业中的进口替代潜力子行业



资料来源: Wind, 兴业证券研究所

此外,通过分析进口占国内总产值的规模,汽车和汽车底盘、零部件、机床、医疗仪器、半导体器件等行业也存在巨大的进口替代潜力。

表 5、部分行业仍依赖于进口,有广阔的替代进口空间

产品类别	进口规模(百万美元)		进口份额	
	2009 年	2008 年	2009 年	2008 年
汽车和汽车底盘	15,339	15,123	76.6%	63.0%
金属加工机床	5,907	7,598	80.7%	78.3%
汽车零件	12,814	11,087	49.7%	42.8%
医疗仪器及器械	3,594	2,880	44.0%	39.0%
二极管及类似半导体器件	11,278	12,362	44.0%	44.0%
变压、整流、电感器及零件	8,655	8,713	49.6%	51.1%

数据来源: Wind, 兴业证券研究所

综合而言,我们认为的进口替代受益行业包括:(1) 高新技术产业: 航空航天, 计算机集成制造, 生物技术, 光电技术;(2) 机电产品中的仪器仪表, 运输工具;(3) 相对传统产业中的汽车零部件, 机床, 医疗仪器、半导体器件。

投资策略: 劳动替代与进口替代主题下的成长股选择

劳动替代与进口替代构成经济转型期的两大主题,在这两大趋势下,相关受益行业的成长性更能得到保障。我们建议投资者能够在相关的受益行业中精选投资品种,长期持有,分享中国经济增长和转型的丰收果实。

两主题四维度：劳动替代与进口替代下的成长股精选

● **Lucky Boy——自上而下选行业：**满足属于劳动力替代与进口替代受益子行业，剔除 ST 股与金融板块。根据我们上文的分析，我们认为，受益于劳动力替代的子行业包括高端机床、信息服务、农业机械、餐饮旅游、医药和医疗器械等；受益于进口替代的子行业包括航空航天、计算机集成制造、生物技术、光电技术、仪器仪表、运输工具、汽车零部件、机床、医疗仪器、半导体器件。

● **Good Boy——自下而上四维度：成长性，成长空间，经营安全性，估值合理**
1、成长性：（1）2007-2010 年 ROE（平均）不低于 9.8%；（2）2007-2010 年净利润复合 CAGR 大于 25%。（3）2009-2010 年主营业务收入复合增长率大于 25%。我们没有利用一致预期的盈利预测，而是假定认为优秀的企业有其优秀的基因，历史的成长趋势会仍然持续。

2、成长空间：我们选择的股票 2011 年 6 月 30 日总市值低于 150 亿。对于成长股来说，所在的行业一般是新兴的细分子行业，行业总市场容量不会很大，但足够给小市值公司以成长空间。

3、经营安全性：（1）产品有安全边际：2007-2010 年毛利率不低于 30%；（2）轻资产经营：2008-2010 年盈再率（ $(\Delta \text{固定资产} + \Delta \text{长期股权投资}) / \text{年净利润}$ ）低于 0.8。对于长期投资而言，企业的产品维持高毛利率，能够提供足够的投资安全边际，在面对竞争对手或者宏观变化时，仍然保持较强的盈利能力。同时，盈再率指标是巴菲特选择成长股的重要指标，这一指标代表的意思是，企业不需要通过将盈利再次投入固定资产形成的“摊大饼”形式获得成长。

4、估值合理：（1）2011 年 6 月 1 日 PE（TTM）小于 60；（2）PEG（取 07-10 年净利润复合增长率）小于 1.2。再优秀的企业，如果在高估值时进入，也会显著降低长期收益率。在选择成长股时，我们特别需要对于预期过高的企业保持警惕，一旦业绩成长性不达市场预期，其估值水平将会显著回落，从而抵消业绩增长带来的成长。

另外，根据兴业行业研究员的建议，剔除了部分有明显缺陷的上市公司，最终我们推荐的组合包含 36 个成长股，作为我们本次进口替代与劳动替代主题下成长股组合。

表 6、“Good Boy 与 Lucky Boy” 组合股票名单

证券代码	证券简称	一级行业分类	总市值: 亿 (2011/6/30)	股价 (2011/6/30)	每股收益		
					10A	11E	12E
300102.SZ	乾照光电	电子元器件	87.29	29.59	1.39	1.02	1.49
300183.SZ	东软载波	电子元器件	43.40	43.40	1.38	1.55	2.16
300088.SZ	长信科技	电子元器件	50.65	20.18	1.04	0.72	1.22
002123.SZ	荣信股份	机械设备	114.81	22.78	0.80	0.73	1.02
002335.SZ	科华恒盛	机械设备	30.50	19.55	1.21	0.72	0.94
300048.SZ	合康变频	机械设备	48.98	19.90	0.86	0.66	0.96
300124.SZ	汇川技术	机械设备	148.82	68.90	2.51	3.65	5.17
300193.SZ	佳士科技	机械设备	40.14	18.12	0.60	0.80	1.14
002353.SZ	杰瑞股份	机械设备	149.03	64.90	2.51	1.97	2.86
300099.SZ	尤洛卡	机械设备	33.18	32.10	1.76	1.14	1.53
300210.SZ	森远股份	机械设备	15.47	20.67	0.68	0.83	1.13
300041.SZ	回天胶业	化工	35.29	33.42	1.33	1.13	1.50
002294.SZ	信立泰	医药生物	122.00	33.59	1.57	2.06	2.72
300026.SZ	红日药业	医药生物	40.28	26.67	1.01	0.93	1.24
300199.SZ	翰宇药业	医药生物	34.67	34.67	0.70	0.88	1.36
300204.SZ	舒泰神	医药生物	25.40	38.08	1.15	1.43	2.08
300171.SZ	东富龙	医药生物	65.44	40.90	2.38	1.32	1.76
300206.SZ	理邦仪器	医药生物	30.28	30.28	0.88	0.96	1.44
300216.SZ	千山药机	医药生物	22.04	32.90	0.90	1.07	1.56
600750.SH	江中药业	医药生物	76.17	24.48	0.88	0.99	1.33
300039.SZ	上海凯宝	医药生物	65.65	24.96	0.71	0.75	0.98
002236.SZ	大华股份	信息设备	126.40	45.29	1.91	1.49	2.19
300177.SZ	中海达	信息设备	20.40	40.79	1.26	1.52	2.05
300202.SZ	聚龙股份	信息设备	22.06	26.02	0.63	0.74	1.04
002063.SZ	远光软件	信息服务	63.87	18.93	0.74	0.73	0.98
002315.SZ	焦点科技	信息服务	56.95	48.47	1.28	1.80	2.52
300167.SZ	迪威视讯	信息服务	15.64	23.44	1.19	0.88	1.36
300182.SZ	捷成股份	信息服务	39.10	34.91	1.60	0.91	1.37
300188.SZ	美亚柏科	信息服务	19.46	36.38	1.03	1.17	1.66
002115.SZ	三维通信	信息设备	32.63	15.21	0.47	0.63	0.79
300025.SZ	华星创业	信息设备	17.29	14.41	0.50	0.57	0.79
002313.SZ	日海通讯	信息设备	43.48	43.48	1.01	1.53	2.17
300134.SZ	大富科技	信息设备	82.32	51.45	1.98	2.29	3.06
300136.SZ	信维通信	信息设备	24.76	18.57	0.91	0.77	1.19
002583.SZ	海能达	信息设备	51.54	18.54	0.59	0.69	1.06

数据来源：兴业证券研究所

注：盈利预测取自 wind 提供的一致预期中位数

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

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。