

专题策略

2011 年 8 月 30 日

回到未来 1: 以史为鉴, 寻找滚雪球的长坡

——成长股研究系列

核心结论:

综合海内外历史经验, 自上而下角度选择成长股的关键是, 结合时代背景找到足够长的坡, 我们从人口周期演变、消费结构升级、政府政策导向三个角度选择未来社会变革和时代变迁过程中可能的长坡, 主要有: 老年化、人工替代、品牌消费、服务消费、节能环保、高端装备。重点公司如: 昆明制药、鱼跃医疗、日发数码、天地科技、搜于特、湘鄂情、拓维信息、华谊兄弟、星辉车模、国电清新、杰瑞股份、汉钟精机。

相关研究

《人口三大趋势: 婴儿回声潮、劳动高峰渐去、老年化加速——第六次人口普查新起点看未来》110506

《寻找较大概率率的环比改善——2011 年三季度行业比较》110704

主要逻辑:

选择成长股的核心: 顺应时代。从美国各位投资大师的经历看, 成长股选择具有很强的时代背景, 日本股市的经验同样验证这种特征。选择成长股的核心就是设法把握未来大趋势, 大趋势推动的变革最终带来公司成长和投资机会。借鉴美日经验和 A 股历史, 回到未来, 我们从人口周期演变、消费结构升级、政府政策导向三个方面把握中国未来经济增长和社会变革的趋势, 寻找足够长的坡。

人口周期演变: 老年化、人工替代。由于峰值最高的第一、二次婴儿潮的人逐渐步入老年, 未来 20 年中国老年化进入“加速陡峭坡”, 中老年的医药、医疗器械、医疗服务将受益, 重点公司如昆明制药、鱼跃医疗。1990 年开始的新生儿锐减致使劳动人口 2014 年见高峰。叠加经济结构转型下要素报酬改革, 劳动力成本不断抬升将驱动机械取代人, 其中数控化的机床和替代繁重危险工作的设备空间最大, 重点公司如日发数码、天地科技。

消费结构升级: 品牌消费、服务消费。伴随着城镇化快速推进, 商品消费已经在过去 20 年有了较大发展, 未来更关注具有品牌或渠道优势的公司, 重点公司如搜于特。未来结构调整推动居民消费升级趋势的大环境下, 服务业有望成为最大受益者。重点关注休闲渡假、教育文化、传媒娱乐行业。重点公司如湘鄂情、拓维信息、华谊兄弟、星辉车模。

政府政策导向: 节能环保、高端装备。经济处于转型期, 战略性新兴产业由于受到政策支撑, 取得技术和市场上的突破概率更高, 其中更关注节能环保和高端装备制造。节能环保中, 结合行业发展前景和现状, 废气治理优于废水和废固治理, 重点公司如国电清新。高端装备中, 结合未来行业发展空间和中国自身技术能力, 油气钻采设备、冷链设备较优, 重点公司如杰瑞股份、汉钟精机。

风险提示:

- 1) 生育政策大幅调整、突发战争灾害影响人口周期演变;
- 2) 战略性新兴产业政策调整影响新兴产业发展前景。

策略高级分析师

荀玉根

SAC 执业证书编号:

S0850511040006

电话: (021) 23219658

Email: xyg6052@htsec.com

目录

1. 前言：回到未来.....	4
2. 成长股的更替性：海外经验.....	4
2.1 成长股：铁打营盘流水兵.....	4
2.3 背后特征：顺应时代.....	5
2.3 风格轮动：周期之变.....	7
3. 中国过去的故事.....	8
3.1 成长股的周期规律.....	8
3.2 成长股的行业特征.....	9
3.3 时代背景.....	11
4. 回到未来：滚雪球的长坡在哪.....	13
4.1 人口周期演变：老年化、人工替代.....	13
4.2 消费结构升级：品牌消费、服务消费.....	15
4.3 政府政策导向：节能环保、高端装备.....	16
5. 未来之星.....	18

图目录

图 1 成长股的“流水兵”：英特尔	4
图 2 成长股的“流水兵”：微软	4
图 3 成长股的“流水兵”：戴尔	5
图 4 成长股的“流水兵”：苹果	5
图 5 可口可乐股价 1980 年开始大幅上涨	6
图 6 华盛顿邮报股价 1980 年开始大幅上涨	6
图 7 通用动力股价 1990 年开始大幅上涨	6
图 8 戴尔股价 1996 年开始大幅上涨	6
图 9 美国产业结构演变	6
图 10 日本产业结构演变	7
图 11 日本转型期成长股多在消费和新兴产业	7
图 12 美国大小盘轮动的长周期特征	7
图 13 日本大小盘轮动的长周期特征	8
图 14 美国经济周期波动	8
图 15 日本经济周期波动	8
图 16 A 股大小盘轮动 1	9
图 17 A 股大小盘轮动 2	9
图 18 大盘股占优期高成长股行业分布	9
图 19 小盘股占优期高成长股行业分布	9
图 20 中国经济周期波动	12
图 21 投资、消费增速对比变化	12
图 22 城镇化率快速提升推动投资品需求	12
图 23 消费结构升级	12
图 24 万科 A 股价 2000 年后大幅上涨	12
图 25 苏宁电器股价 2004 年以后大幅上涨	12

图 26	云南白药股价 2008 年后继续大幅上涨	13
图 27	歌尔声学股价 2008 年以后大幅上涨	13
图 28	第一、二波婴儿潮未来 20 年步入老年	13
图 29	中国未来 20 年为老年化加速期	13
图 30	45 岁以上人群医疗需求上升明显	14
图 31	保健类消费对收入增长弹性大	14
图 32	日本 1970 年步入劳动人口高峰拐点	14
图 33	日本 1970s 工资上涨幅度远高机械价格涨幅	14
图 34	1970s 年代日本劳动者报酬大幅提升	15
图 35	1970s 日本数控机床销售额大幅攀升	15
图 36	工作人口总数 2014 年达最高峰	15
图 37	预测 2014 年中国步入人口负债期	15
图 38	日本居民收入提高阶段服务消费比重上升	15
图 39	美国消费结构演变	15
图 40	消费主流演变	16
图 41	四川长虹快速增长在 1990 年代	16
图 42	格力电器快速增长在 2000 年之后	16
图 43	技术进步与产业崛起的对应关系	17

表目录

表 1	大盘股占优阶段成长股一览	10
表 2	小盘股占优阶段成长股一览	11
表 3	成长股备选	18

1. 前言：回到未来

巴菲特说投资如同滚雪球，最重要是发现很湿的雪和很长的坡。道理说起来简单，但如何才能找到足够湿的雪和足够长的坡是投资的难点。

1985-89年的影片《回到未来》三部曲，曾给了我很大的冲击，生活的神奇和精彩恐怕就是未来总给我们无限的想象。股票市场何尝不是？如能像影片中情节，拥有一个时光机，去看看未来各公司的股价，是何等快事？实际上这行不通，但逻辑思维上，我们需要回到未来，站在未来去看，可能的“长坡”和“湿雪”在哪里。

基于这个思路，我们展开对成长股的系列研究，并以“回到未来”为研究系列的主题词。本篇是系列第一篇，主要从海内外股市的历史经验出发，自上而下地总结成长股的投资规律，并结合中国国情，分析当前A股市场的成长股投资方向，即寻找“很长的坡”。

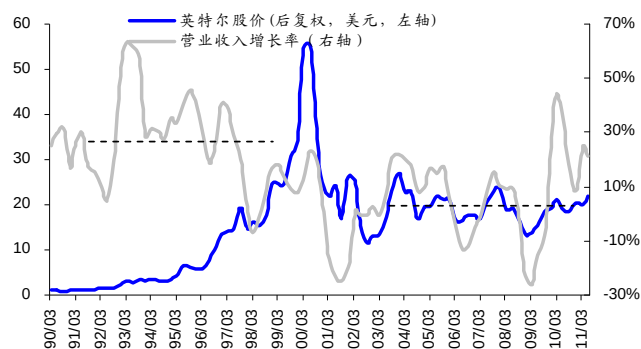
2. 成长股的更替性：海外经验

2.1 成长股：铁打营盘流水兵

我们理解，成长股是个抽象概念，不同阶段和时代体现为不同的公司，即成长股是“铁打的营盘，流水的兵”。

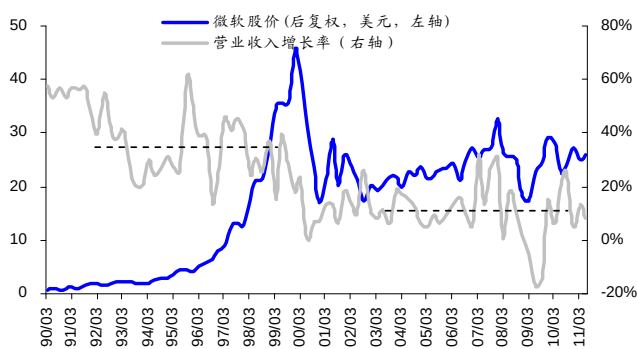
简单看近年来美国股市中的几个代表性的成长股，英特尔、微软、戴尔、苹果，可以发现，它们的高速成长也不是永续的，对应的股价阶段性表现差异也非常大。1990年代，英特尔、微软、戴尔业绩高速增长推动了股价上涨数倍，而2000年后业绩成长的轮盘转到了苹果，同样推动股价大幅上涨。这符合企业生命周期理论，企业的发展经历孕育、成长、成熟、衰退四个阶段，高速增长具有阶段性。

图1 成长股的“流水兵”：英特尔



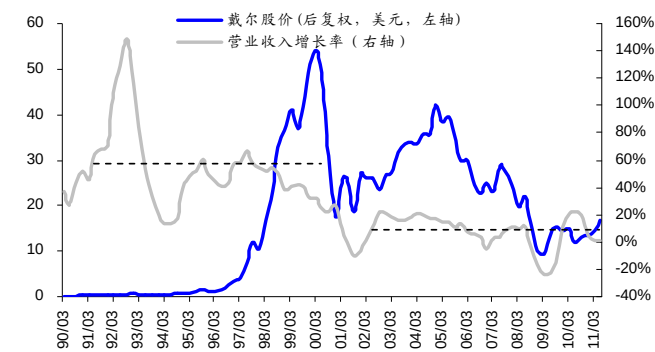
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图2 成长股的“流水兵”：微软



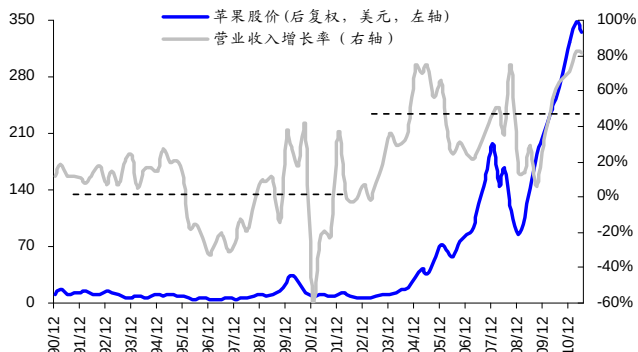
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图 3 成长股的“流水兵”：戴尔



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图 4 成长股的“流水兵”：苹果



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

2.3 背后特征：顺应时代

如何抓住处于高速成长阶段的公司？我们反思，背后一定与当时的社会背景密切相关，快速成长的企业一定符合了当时的社会发展趋势。因此，选择成长股的核心就是设法把握未来大趋势，大趋势推动的变革最终带来公司成长和投资机会。

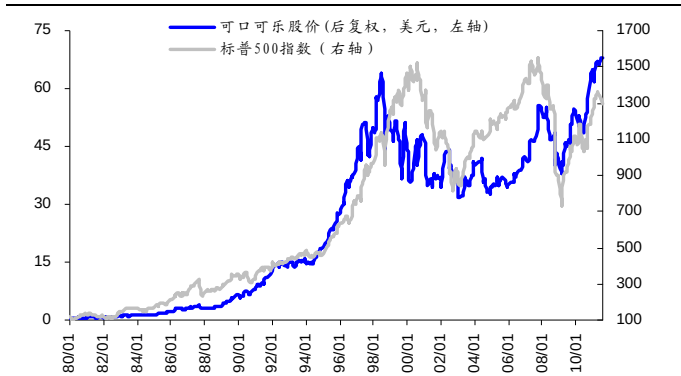
从投资大师的成名股看，成长股选择具有很强的时代背景。价值投资的鼻祖格雷厄姆，投资生涯处于“康波周期”向下的大背景，投资并没什么亮色。而后来者，费雪、巴菲特、比尔米勒等成长股投资的代表者们，个股选择上也有非常不同的时代烙印。

费雪是 19 世纪 50 - 60 年代成长起来的投资者，美国当时制造业面临革命性变革，因此他选择的很多股票都属于制造业。1954 - 1969 年是费雪辉煌腾达的 15 年，他的投资组合远远超越指数。1955 年买进的德州仪器到 1962 年升了 14 倍，随后虽暴跌 80% 但几年后比 1962 年的高点高出一倍以上。1960 年代中后期，费雪开始投资摩托罗拉，持有 21 年，股价上升了 19 倍。

自称流淌着 85% 格雷厄姆和 15% 费雪血液的巴菲特，则 1970 - 80 年代因为消费类股票的投资成功被称作股神，当时美国社会正向消费转型。巴菲特 1973 年开始买入华盛顿邮报，随后几年里公司利润年均增长 35%，10 年之后他投入的 1000 万美元升值为两个亿。1980 年，他用 1.2 亿美元买进可口可乐 7% 的股份，到 1985 年翻了 5 倍。

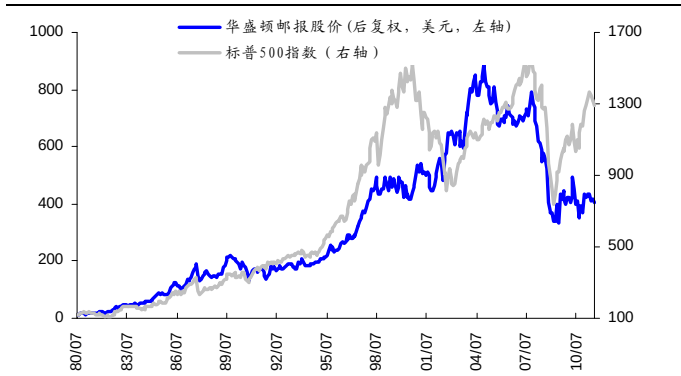
股神的厉害之处还在于，他能跟随时代变迁，1992 年中巴菲特以 74 美元的价格买下 435 万股美国高技术国防工业公司——通用动力公司股票，到年底股价上升到 113 元。同时，1990 年代以比尔米勒为代表的基金经理，以投资科技和网络股而功成名就。对戴尔的坚持和重仓，最终给比尔米勒带来的丰厚回报，戴尔成为 1990 年代表现最好的股票之一。

图 5 可口可乐股价 1980 年开始大幅上涨



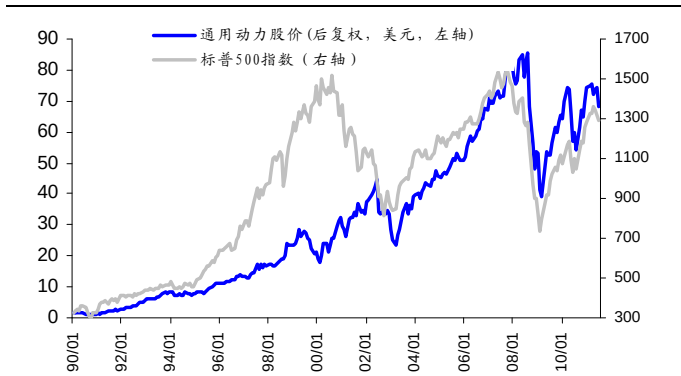
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 6 华盛顿邮报股价 1980 年开始大幅上涨



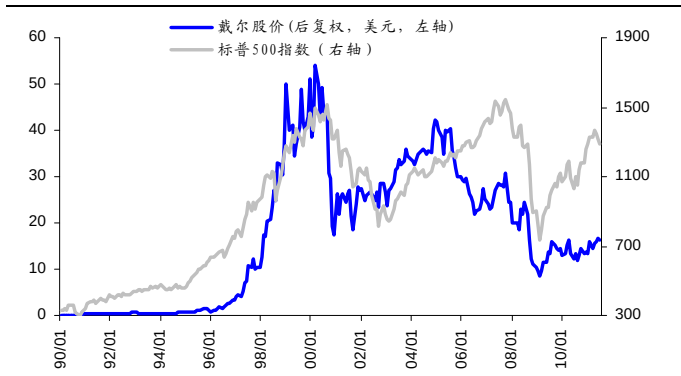
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 7 通用动力股价 1990 年开始大幅上涨



资料来源：Wind，海通证券研究所

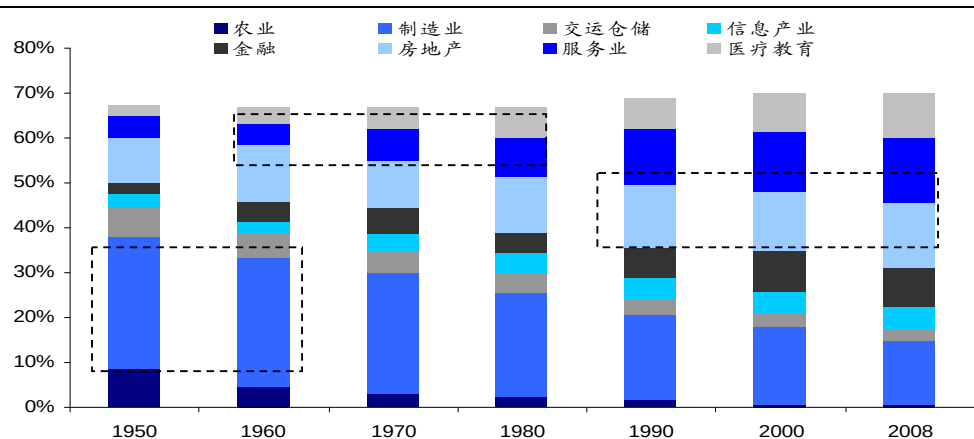
图 8 戴尔股价 1996 年开始大幅上涨



资料来源：Wind，海通证券研究所

从美国各位投资大师的经历看，成长股在不同时代表现为不同的公司。而这背后的时代背景，正是美国社会和经济结构的演变，1950 年代的制造业到 1970 年代的消费到 1990 年的信息技术，不同阶段的各行业的快速发展孕育了一批批伟大的公司。

图 9 美国产业结构演变

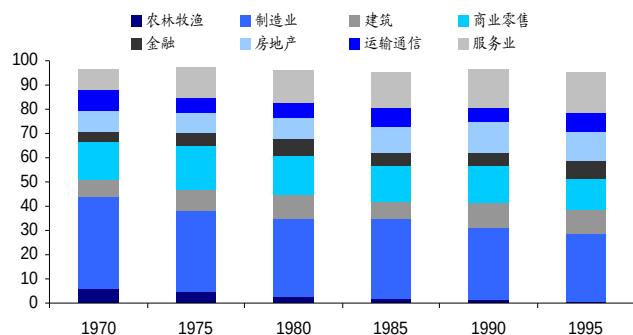


资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

日本股市的经验同样验证成长股的阶段性特征。日本 50 年代开始确立了以重工业为主的产业政策，到 70 年代初形成了以钢铁、造船、石油化工、汽车、家电、电力等重型工业为主导产业的格局。1970 年之后，在政策推动结构调整和产业转型后，日本产业结

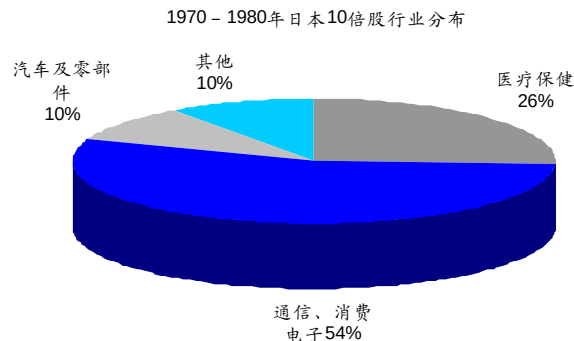
构由重工业向消费和电子信息产业转变。对应到股市，日本经济转型期的十年间，涨幅超过 10 的个股 54% 为通信、消费电子类新兴产业，26% 为医疗保健行业。

图 10 日本产业结构演变



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图 11 日本转型期成长股多在消费和新兴产业



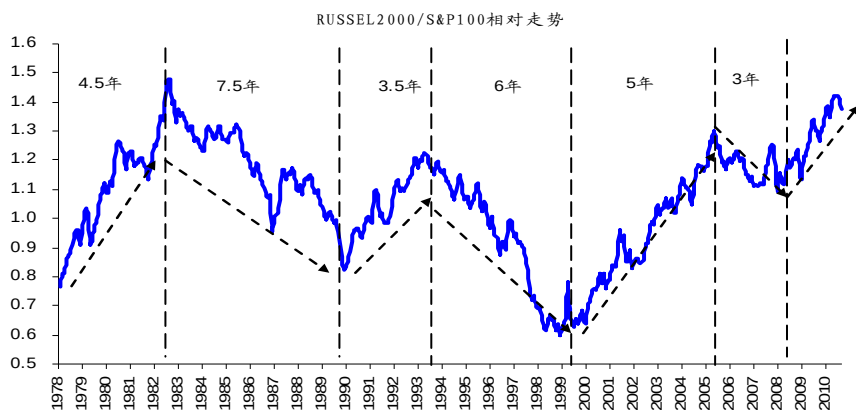
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

2.3 风格轮动：周期之变

从风格上看，大小盘都有可能是成长股，但通常消费、科技类行业和小市值的公司中诞生成长股较多。研究风格变化规律，有助于我们把握成长股阶段性特征，我们简单地以大小盘的风格对比做个参考。

从美国股市的历史经验看，大小盘风格轮换存在长周期特征，周期长度为 4-7 年。小盘股胜出的年份是：1978-1982 年、1990-1993 年、2000-2005 年、2008 年至今。

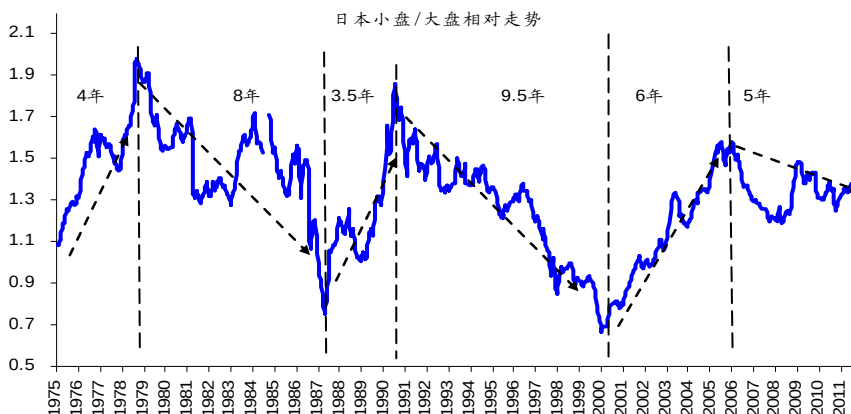
图 12 美国大小盘轮动的长周期特征



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

日本股市大小盘风格轮换同样呈现长周期特征，周期长度为 4-7 年。小盘股胜出的年份是：1975-1979 年、1987-1991 年、2000-2006 年，与美国具有较大的相似性。

图 13 日本大小盘轮动的长周期特征

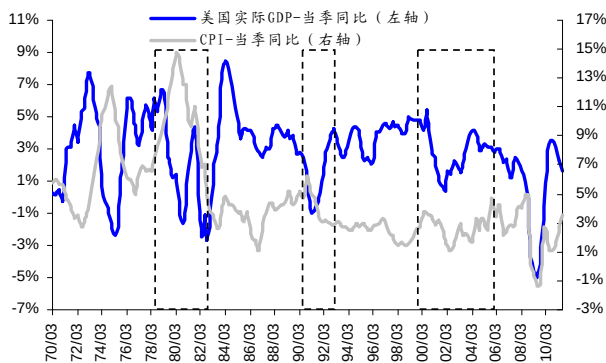


资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

这种风格切换背后的逻辑是，经济周期的调整。美林投资时钟根据经济增长和通胀状况，将经济周期分为衰退、复苏、过热和滞胀四个阶段。对应这四个周期阶段，衰退期和复苏早期市场风格偏向小盘股的概率大，过热期市场风格偏向大盘股。

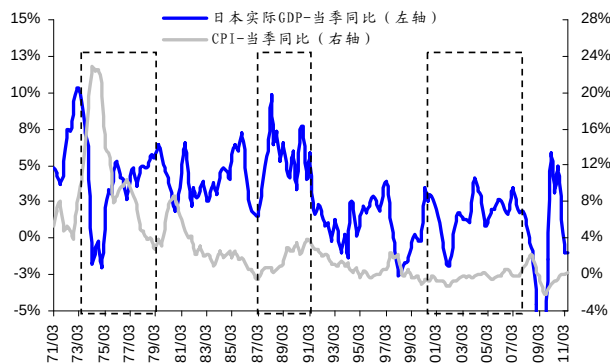
衰退期和复苏早期，投资者把下一轮经济周期推动力的希望寄予小盘股，由此小盘股表现优于受制于盈利前景较差的大盘股。同时，小盘股主要集中在消费和科技领域，此类行业经济增速较低期业绩增长相对有保障。

图 14 美国经济周期波动



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

图 15 日本经济周期波动



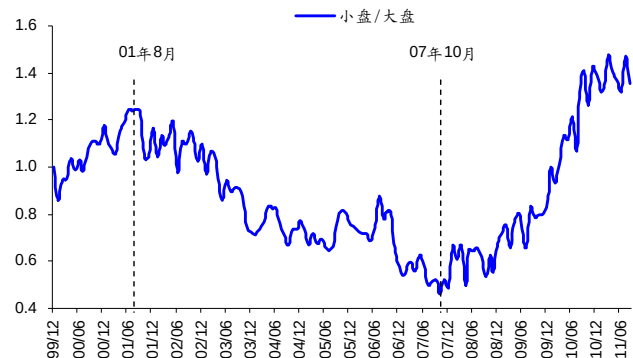
资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

3. 中国过去的故事

3.1 成长股的周期规律

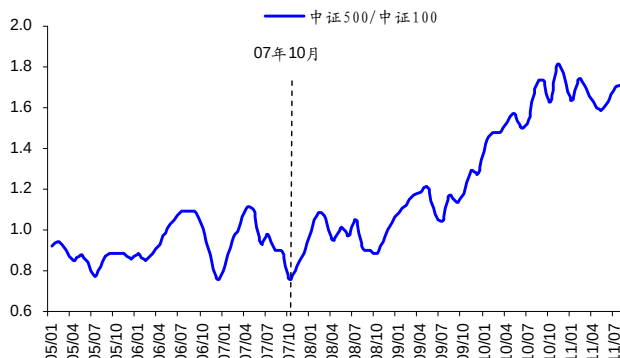
长周期视角看，中国股票市场的风格轮动也呈现出一定规律性，1999-2001年小盘股占优，01年8月-07年10月大盘股总体占优，07年11月至今小盘股总体占优。

图 16 A 股大小盘轮动 1



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 17 A 股大小盘轮动 2



资料来源：Wind，海通证券研究所

3.2 成长股的行业特征

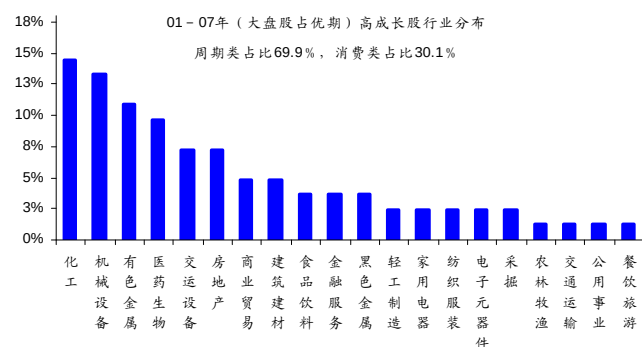
我们统计下，两个时间段成长股的涨幅情况和行业属性。具体个股见后表，筛选成长股的约束条件如下：

- 1) 平均 ROE>10%;
- 2) 70%以上年份归属母公司净利润增长率>20%;
- 3) 股价年化涨幅>27.1%(10 年 10 倍股的年化涨幅);
- 4) 剔除 ST 和借壳上市、统计期上市不满 3 年类股。

结果显示：01 年 8 月 - 07 年 10 月大盘股总体占优的阶段，成长股出现在化工、机械设备、有色、交运设备、地产等周期性行业的概率高；

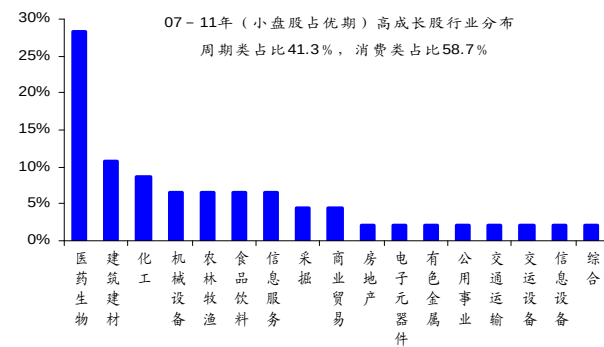
07 年 11 月至今小盘股总体占优的阶段，医药、农业、食品饮料等消费类行业中成长股数量增多，且电子元器件、信息服务、信息设备等科技类行业成长股涌现。

图 18 大盘股占优期高成长股行业分布



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 19 小盘股占优期高成长股行业分布



资料来源：Wind，海通证券研究所

表 1 大盘股占优阶段成长股一览

证券代码	证券简称	申万一级行业	区间涨跌幅	年化涨跌幅	证券代码	证券简称	申万一级行业	区间涨跌幅	年化涨跌幅
002024.SZ	苏宁电器	商业贸易	3649.1%	202.0%	600423.SH	柳化股份	化工	410.1%	46.2%
600497.SH	驰宏锌锗	有色金属	1757.4%	128.7%	002033.SZ	丽江旅游	餐饮旅游	234.5%	46.1%
600547.SH	山东黄金	有色金属	2164.7%	111.0%	000869.SZ	张裕 A	食品饮料	930.3%	46.0%
600961.SH	株冶集团	有色金属	923.6%	108.3%	002003.SZ	伟星股份	纺织服装	246.3%	44.9%
600432.SH	吉恩镍业	有色金属	1863.8%	104.7%	600479.SH	千金药业	医药生物	284.0%	44.7%
600143.SH	金发科技	化工	915.0%	99.5%	000709.SZ	河北钢铁	黑色金属	814.0%	43.2%
002022.SZ	科华生物	医药生物	801.1%	95.5%	600426.SH	华鲁恒升	化工	585.4%	43.1%
600031.SH	三一重工	机械设备	1633.4%	93.2%	600596.SH	新安股份	化工	808.6%	43.1%
600978.SH	宜华木业	轻工制造	668.8%	89.7%	600016.SH	民生银行	金融服务	760.7%	41.8%
600022.SH	济南钢铁	黑色金属	709.6%	87.0%	600420.SH	现代制药	医药生物	224.8%	41.8%
002007.SZ	华兰生物	医药生物	663.6%	83.4%	600383.SH	金地集团	房地产	757.3%	41.7%
600973.SH	宝胜股份	机械设备	612.9%	83.1%	600475.SH	华光股份	机械设备	335.1%	41.0%
002028.SZ	思源电气	机械设备	580.1%	80.8%	600761.SH	安徽合力	机械设备	711.7%	40.5%
002009.SZ	天奇股份	机械设备	604.7%	79.4%	600000.SH	浦发银行	金融服务	695.0%	40.0%
002032.SZ	苏泊尔	家用电器	545.0%	78.9%	600507.SH	方大特钢	黑色金属	293.1%	39.8%
600997.SH	开滦股份	采掘	544.1%	72.6%	600511.SH	国药股份	医药生物	420.6%	39.8%
600995.SH	文山电力	公用事业	480.6%	68.3%	002008.SZ	大族激光	电子元器件	204.0%	39.3%
600362.SH	江西铜业	有色金属	1867.8%	67.1%	600123.SH	兰花科创	采掘	640.1%	38.4%
600519.SH	贵州茅台	食品饮料	2243.4%	66.9%	600104.SH	上海汽车	交运设备	568.2%	36.1%
002029.SZ	七匹狼	纺织服装	420.3%	66.5%	600276.SH	恒瑞医药	医药生物	556.7%	35.7%
600439.SH	瑞贝卡	轻工制造	724.8%	63.1%	001696.SZ	宗申动力	交运设备	551.8%	35.6%
000002.SZ	万科 A	房地产	1885.1%	62.4%	600176.SH	中国玻纤	化工	515.6%	34.3%
600583.SH	海油工程	建筑建材	1490.7%	62.0%	600491.SH	龙元建设	建筑建材	175.0%	34.2%
600585.SH	海螺水泥	建筑建材	1417.6%	60.7%	600675.SH	中华企业	房地产	481.1%	33.1%
600026.SH	中海发展	交通运输	1151.5%	59.1%	600660.SH	福耀玻璃	交运设备	477.7%	32.9%
000060.SZ	中金岭南	有色金属	1549.6%	57.6%	600725.SH	云维股份	化工	473.9%	32.8%
600685.SH	广船国际	交运设备	1518.7%	57.1%	000422.SZ	湖北宜化	化工	461.3%	32.3%
600320.SH	振华重工	机械设备	1311.5%	53.7%	600361.SH	华联综超	商业贸易	413.9%	31.8%
000758.SZ	中色股份	有色金属	1259.9%	52.8%	600755.SH	厦门国贸	商业贸易	423.3%	30.8%
600309.SH	烟台万华	化工	1247.3%	52.5%	000876.SZ	新希望	农林牧渔	413.9%	30.4%
000157.SZ	中联重科	机械设备	1243.7%	52.5%	600888.SH	新疆众和	有色金属	409.2%	30.2%
600036.SH	招商银行	金融服务	933.7%	52.2%	600809.SH	山西汾酒	食品饮料	401.0%	29.9%
600527.SH	江南高纤	化工	416.6%	51.9%	002011.SZ	盾安环境	家用电器	133.7%	29.1%
600352.SH	浙江龙盛	化工	489.1%	51.8%	600533.SH	栖霞建设	房地产	316.9%	29.1%
000402.SZ	金融街	房地产	1158.2%	50.8%	000538.SZ	云南白药	医药生物	375.9%	28.8%
000069.SZ	华侨城 A	房地产	1155.1%	50.8%	600469.SH	风神股份	化工	176.0%	28.6%
600595.SH	中孚实业	有色金属	790.5%	50.5%	600415.SH	小商品城	商业贸易	288.2%	28.1%
600582.SH	天地科技	机械设备	768.8%	48.5%	000550.SZ	江铃汽车	交运设备	354.6%	27.9%
002025.SZ	航天电器	电子元器件	261.0%	48.2%	600458.SH	时代新材	化工	228.9%	27.7%
600406.SH	国电南瑞	机械设备	386.2%	47.9%	600557.SH	康缘药业	医药生物	246.5%	27.5%
600477.SH	杭萧钢构	建筑建材	369.2%	47.5%	600686.SH	金龙汽车	交运设备	345.2%	27.4%
000528.SZ	柳工	机械设备	952.0%	46.5%					

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 2 小盘股占优阶段成长股一览

证券代码	证券简称	申万一级行业	区间涨跌幅	年化涨跌幅	证券代码	证券简称	申万一级行业	区间涨跌幅	年化涨跌幅
002223.SZ	鱼跃医疗	医药生物	670.6%	84.5%	002091.SZ	江苏国泰	商业贸易	208.1%	33.7%
002241.SZ	歌尔声学	电子元器件	432.3%	67.5%	600594.SH	益佰制药	医药生物	206.6%	33.5%
002250.SZ	联化科技	化工	369.4%	63.0%	000788.SZ	西南合成	医药生物	202.8%	33.1%
002041.SZ	登海种业	农林牧渔	499.9%	58.8%	000877.SZ	天山股份	建筑建材	200.0%	32.8%
600406.SH	国电南瑞	机械设备	493.8%	58.4%	000417.SZ	合肥百货	商业贸易	198.7%	32.6%
002081.SZ	金螳螂	建筑建材	451.1%	55.3%	600425.SH	青松建化	建筑建材	198.4%	32.6%
002168.SZ	深圳惠程	机械设备	401.0%	51.6%	600267.SH	海正药业	医药生物	193.8%	32.1%
000596.SZ	古井贡酒	食品饮料	395.8%	51.2%	600141.SH	兴发集团	化工	188.7%	31.5%
600199.SH	金种子酒	食品饮料	384.0%	50.2%	000826.SZ	桑德环境	公用事业	188.3%	31.4%
600518.SH	康美药业	医药生物	369.6%	49.1%	600805.SH	悦达投资	综合	184.1%	30.9%
600252.SH	中恒集团	医药生物	368.0%	48.9%	600502.SH	安徽水利	建筑建材	183.6%	30.9%
600248.SH	延长化建	建筑建材	355.1%	47.9%	002245.SZ	澳洋顺昌	交通运输	133.4%	30.3%
000661.SZ	长春高新	医药生物	301.8%	43.2%	002252.SZ	上海莱士	医药生物	128.0%	29.9%
002262.SZ	恩华药业	医药生物	199.7%	43.0%	002219.SZ	独一味	医药生物	141.2%	29.0%
600395.SH	盘江股份	采掘	279.0%	41.0%	002069.SZ	獐子岛	农林牧渔	168.6%	29.0%
002063.SZ	远光软件	信息服务	261.4%	39.3%	600256.SH	广汇股份	化工	167.0%	28.8%
600773.SH	西藏城投	房地产	238.0%	36.9%	000650.SZ	仁和药业	医药生物	164.8%	28.6%
600139.SH	西部资源	有色金属	228.8%	36.0%	000538.SZ	云南白药	医药生物	164.7%	28.6%
002230.SZ	科大讯飞	信息服务	171.9%	35.8%	600112.SH	长征电气	机械设备	163.0%	28.3%
002226.SZ	江南化工	化工	172.3%	35.7%	600535.SH	天士力	医药生物	157.8%	27.7%
002089.SZ	新海宜	信息设备	223.7%	35.4%	600809.SH	山西汾酒	食品饮料	157.6%	27.7%
000893.SZ	东凌粮油	农林牧渔	214.0%	34.4%	600348.SH	阳泉煤业	采掘	155.6%	27.4%
002073.SZ	软控股份	信息服务	209.0%	33.8%	600742.SH	一汽富维	交运设备	154.7%	27.3%

资料来源：Wind，海通证券研究所

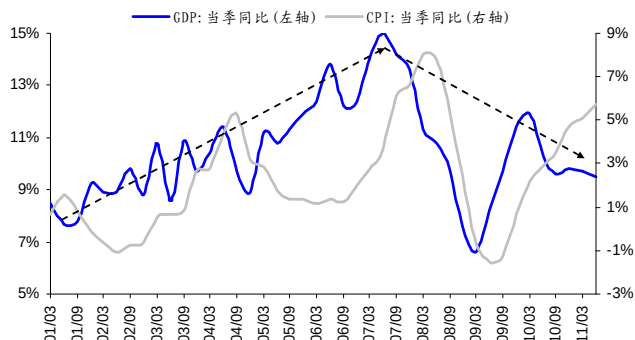
3.3 时代背景

反思不同阶段成长股行业属性的差异，我们理解背后的逻辑在于中国经济周期的变化，这一点与美国、日本类似。

2001 - 2007 年中国经济处于加速增长的复苏和繁荣期，且经济增长的驱动力主要为固定资产投资，城镇化加速推动房地产投资、加入 WTO 后出口快速增长推动制造业投资。在这个宏观背景下，投资类的周期性行业盈利和规模高速增长，由此产生了一批成长股，如万科、三一重工、山东黄金、江西铜业等。与此同时，随着收入水平提升，城镇居民消费升级带动耐用消费品类公司高速成长，如苏宁电器。

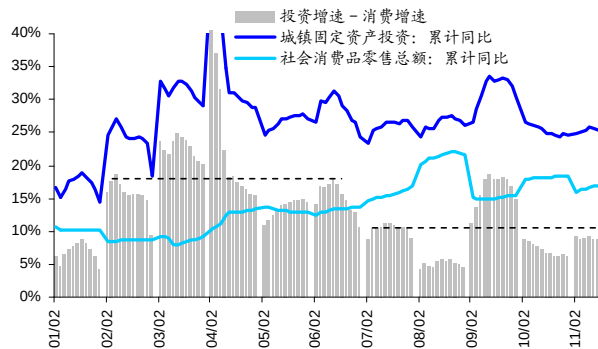
2007 年四季度开始，中国经济步入增速回落阶段，其中 08 年四季度在全球金融危机冲击下，国内四万亿投资、十万亿信贷的刺激政策是经济增速经历短期的快速反弹，但之后再次回落。这个阶段政策主基调是扩内需的“调结构”，同时居民收入经过前期的增长，具备较大的消费潜力。在这个背景下，医药、食品等消费品中成长股涌现，如云南白药、天士力、古井贡，及科技类行业，如歌尔声学。

图 20 中国经济周期波动



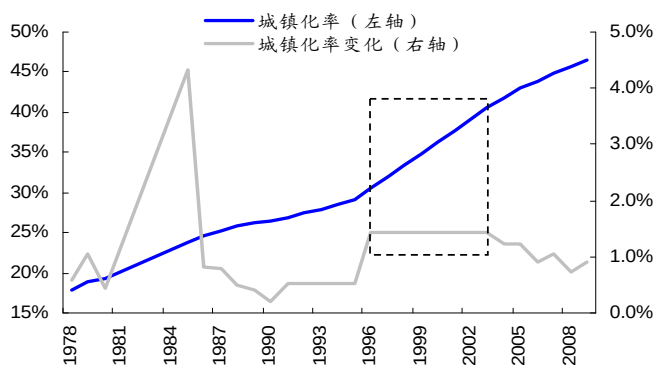
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 21 投资、消费增速对比变化



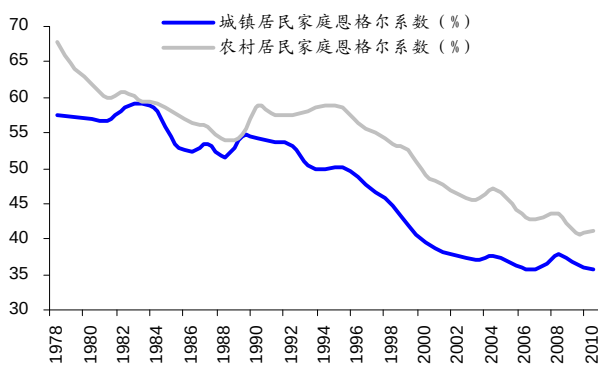
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 22 城镇化率快速提升推动投资品需求



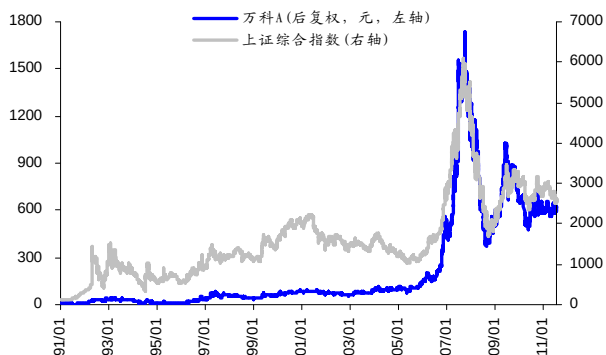
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 23 消费结构升级



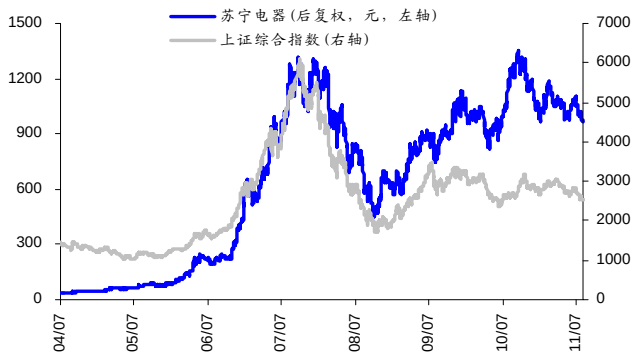
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 24 万科A 股价 2000 年后大幅上涨



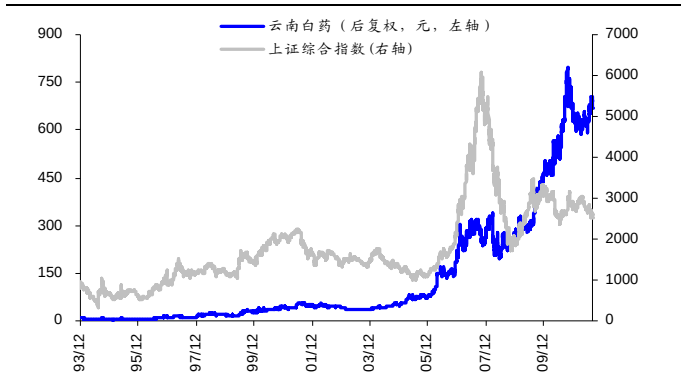
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 25 苏宁电器股价 2004 年以后大幅上涨



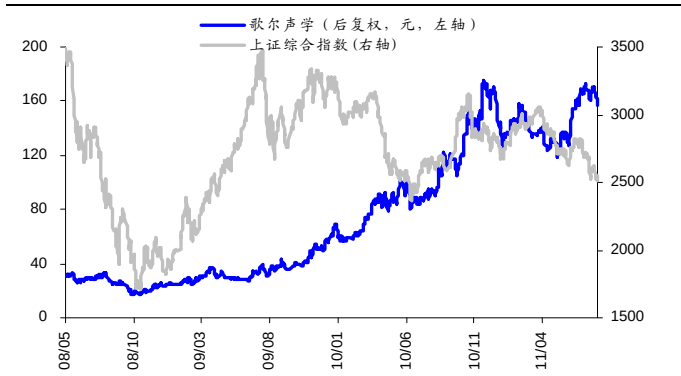
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 26 云南白药股价 2008 年后继续大幅上涨



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 27 歌尔声学股价 2008 年以后大幅上涨



资料来源：Wind，海通证券研究所

4. 回到未来：滚雪球的长坡在哪

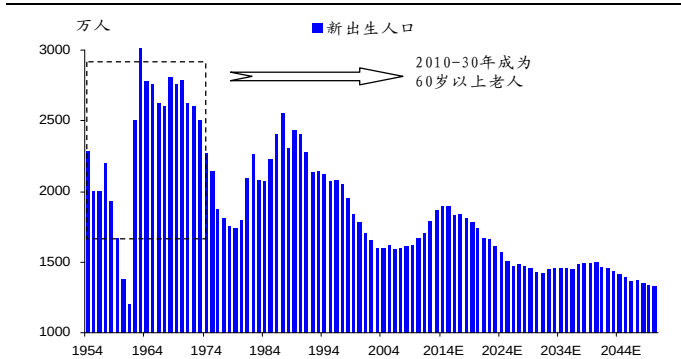
前文借鉴美日经验和 A 股历史分析，成长股具有很强的时代特征，不同的社会和经济背景诞生的成长股大相径庭。因此，回到未来，如何把握成长股，滚雪球的长坡在哪里是关键。我们从人口周期演变、消费结构升级、政府政策导向三个方面把握未来经济增长和社会变革的趋势。

4.1 人口周期演变：老年化、人工替代

作为生产要素和消费群体，人口总量和结构的变化对经济增长、行业发展影响显著，因此研究人口因素非常重要。我们在《人口三大趋势：婴儿回声潮、劳动高峰渐去、老年化加速——第六次人口普查新起点看未来》中做了详细分析。从更长的坡来看，老年化和人工替代是最值得关注的两个趋势。

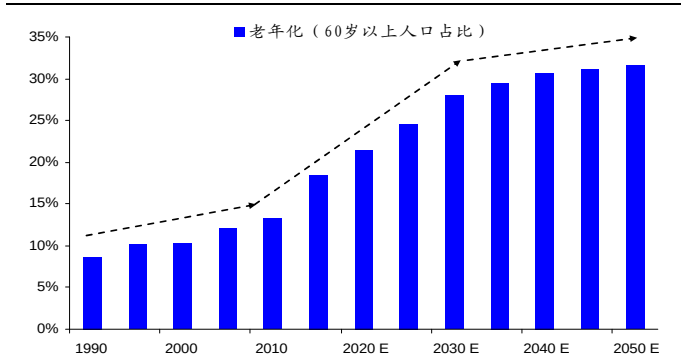
未来 20 年老年化加速，催生银发产业。按联合国标准，中国已经步入老年社会，由于峰值最高的第一、二次婴儿潮的人逐渐步入老年，未来 20 年中国老年化进入“加速陡峭坡”，2030 年 60 岁以上人口占比将接近 30%。随着年龄的增长，人们的患病率和就诊率都会大幅上升。国家统计局数据显示，45 岁后就诊的需求开始快速上升，55-64 岁人群的两周患病率和就诊率分别为 2.6% 和 2.3%，65 岁以上达 3.4% 和 2.8%。面对快速增长的潜在需求，针对中老年的医药、医疗器械、医疗服务将受益。其中，保健类消费对收入增长弹性大。重点关注公司如昆明制药、鱼跃医疗。

图 28 第一、二波婴儿潮未来 20 年步入老年



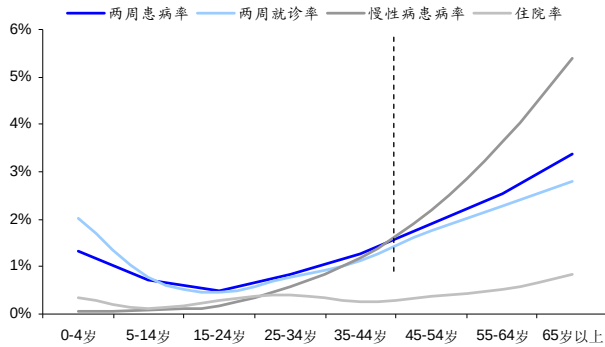
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 29 中国未来 20 年为老年化加速期



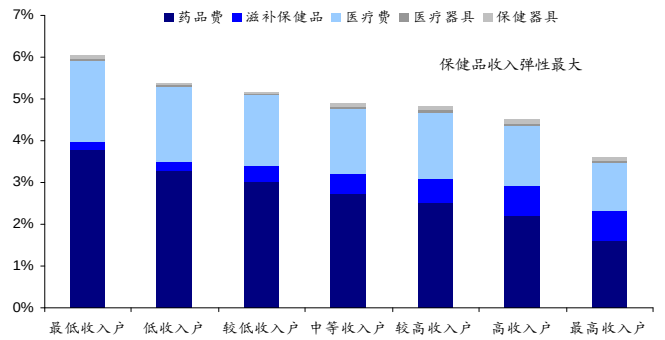
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 30 45 岁以上人群医疗需求上升明显



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 31 保健类消费对收入增长弹性大

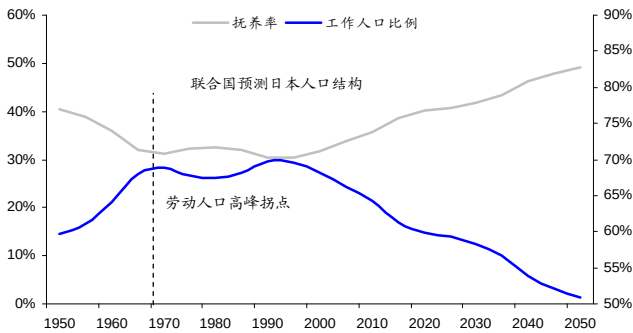


资料来源：国家统计局，海通证券研究所

劳动人口高峰过去推动人工替代。随着 1950 - 1970 年第一、二次婴儿潮的人逐步步入退休年龄，而 1990 年开始的新生儿锐减致使 15 岁以上的劳动力供给不足，劳动人口将出现“入不敷出”，2014 年见高峰。叠加经济结构转型下要素报酬改革，劳动力成本不断抬升将驱动机械取代人。从日本经验看，劳动力成本上升阶段，机械化加速。1970-80 年间日本中工资涨幅远远超过了机械价格上涨幅度，从而推动机械化和自动化。1975 年到 1980 年，日本数控机床的售额增长了 7 倍多，数控机床销售额在机床销售额中的比率从 16% 上升到 43%。

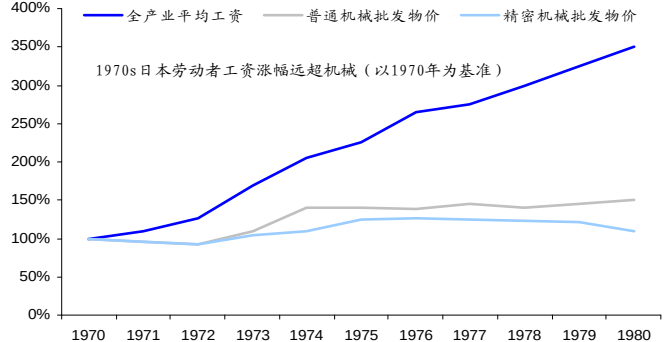
中国目前 60 岁以上人口比重已经达到日本 1970 年水平，而劳动年龄段的人口高峰也即将过去，劳动力成本上升将推动资本替代劳工，从而加速经济活动的机械化。从劳工替代的空间和可行性上看，重点关注两大类：一是数控化的机床行业；二是替代人工从事繁重、危险工作的设备，如煤机，重点关注公司如日发数码、天地科技。

图 32 日本 1970 年步入劳动人口高峰拐点



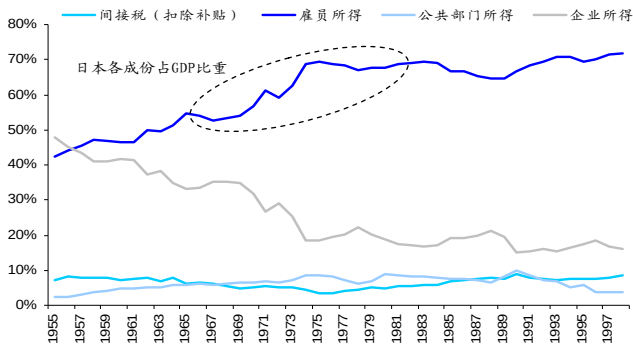
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 33 日本 1970s 工资上涨幅度远高机械价格上涨幅



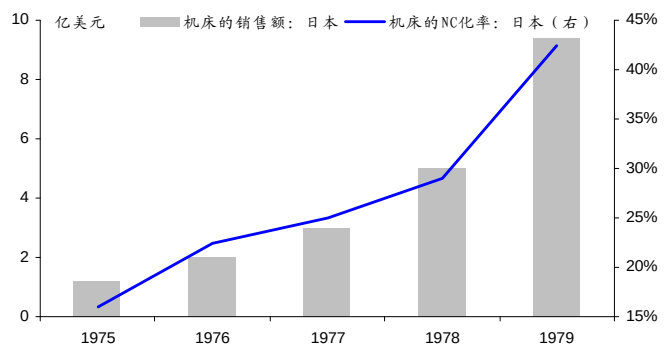
资料来源：《日本通商产业政策史》，海通证券研究所

图 34 1970s 年代日本劳动者报酬大幅提升



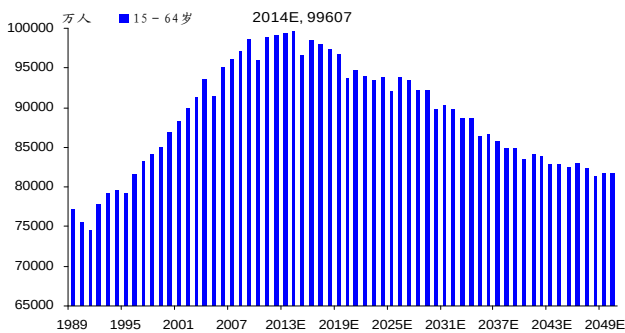
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 35 1970s 日本数控机床销售额大幅攀升



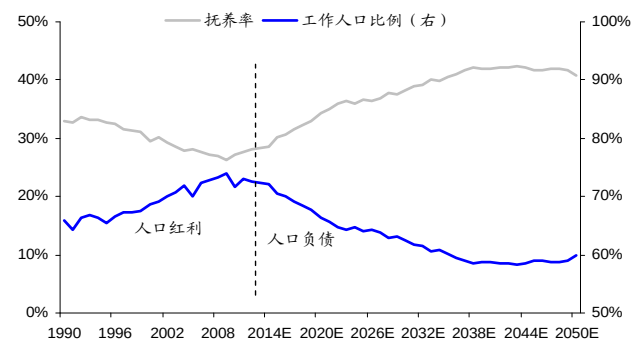
资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 36 工作人口总数 2014 年达最高峰



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 37 预测 2014 年中国步入人口负债期

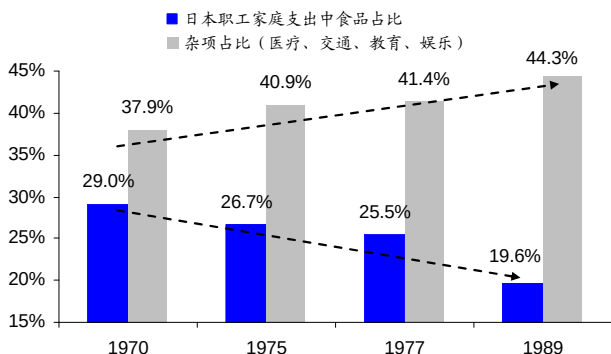


资料来源: Wind, 海通证券研究所

4.2 消费结构升级: 品牌消费、服务消费

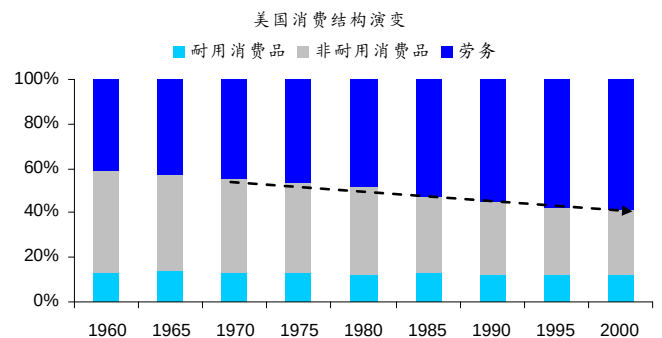
日本、美国经验: 消费不断升级。考察日本居民收入上升之后的情况发现, 随着经济转型消费不断升级。经济转型使日本劳动者报酬占 GDP 比重从 1961 年的 46.5%, 提升到 1975 年的 69%。收入增长的直接后果是消费的增长和升级, 考察日本职工家庭支出结构, 1970-1990 年, 服务类的医疗、交通、教育、娱乐支出占比快速提升, 而食品等基本消费品占比不断下降。美国 1960-2000 年的消费结构演变也表现出这种规律。

图 38 日本居民收入提高阶段服务消费比重上升



资料来源: 《日本通商产业政策史》, 海通证券研究所

图 39 美国消费结构演变



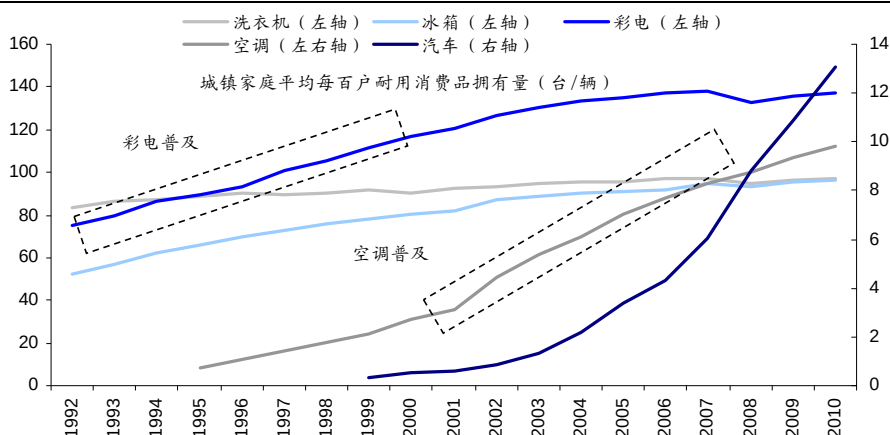
资料来源: 2003 年美国总统经济报告, 海通证券研究所

中国消费进入快速增长和不断升级阶段。“十二五”规划中第一大点便是扩大内需利

好消费，提出“建立扩大消费需求的长效机制”。一方面，促进收入增长（城镇化增就业、完善收入分配）以提高消费能力，另一方面，完善社会保障形成良好消费预期。在促进消费的论述中，提出了“新型消费业态”、“新兴服务消费”、“节能环保型消费品”、“低碳消费模式”等新的概念。

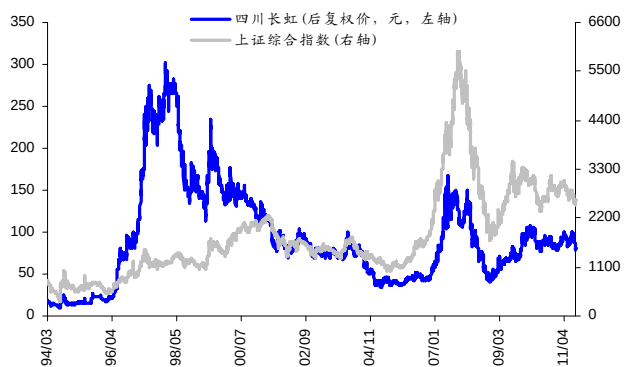
商品消费：品牌和渠道。消费包括商品消费、服务消费两大类。经历长期投资驱动的发展方式后，经济转型要求消费增长。伴随着城镇化快速推进，商品消费已经在过去20年有了较大发展，比如家电的保有量已经比较高，且体现出时代性，1990年的彩电普及和2000年后的空调普及，并体现为四川长虹和格力电器的两个阶段性成长股。未来的食品、服装等商品消费，我们更关注具有品牌或渠道优势的公司，比如搜于特。

图 40 消费主流演变



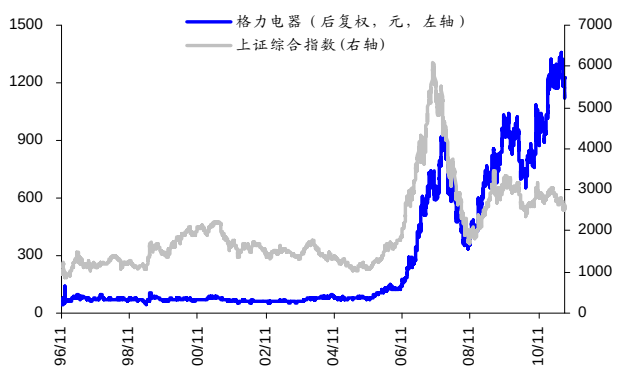
资料来源：Wind，海通证券研究所

图 41 四川长虹快速增长在 1990 年代



资料来源：Wind，海通证券研究所

图 42 格力电器快速增长在 2000 年之后



资料来源：Wind，海通证券研究所

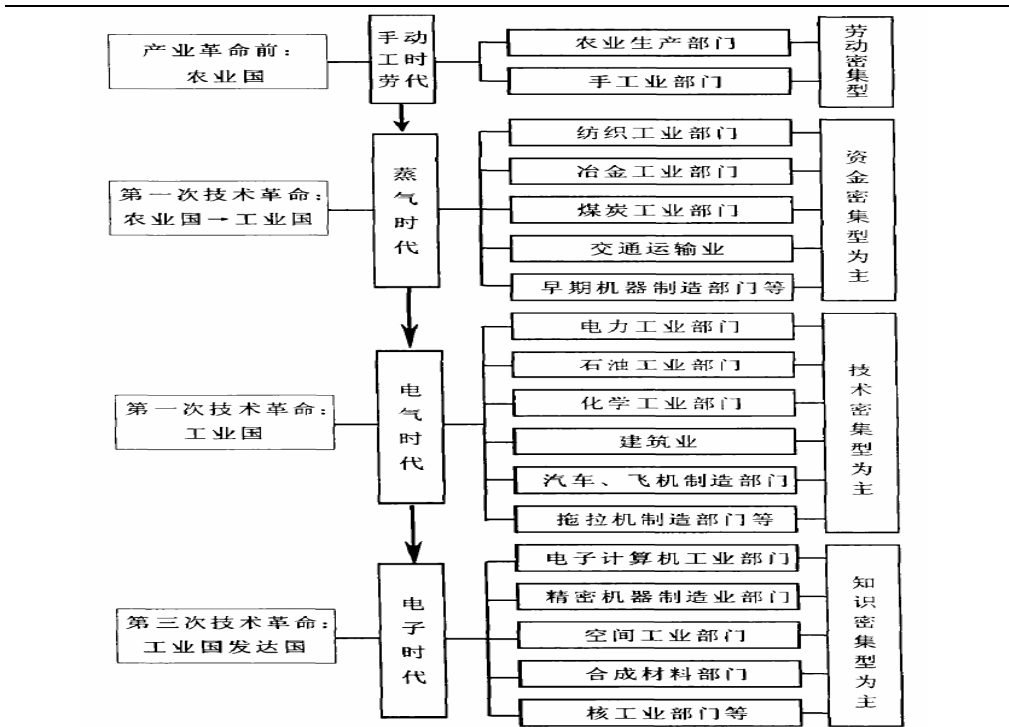
服务消费：更值得关注的长坡。未来结构调整推动居民消费升级趋势的大环境下，服务业有望成为最大受益者。过去10年城镇化加速的过程中，居民消费已经从生活用品的基本消费走向耐用品的舒适消费，未来将走向服务的享受消费。服务消费的收入弹性望不断上升，将成为带动服务业快速增长的重要支撑。建议重点关注休闲渡假、教育文化、传媒娱乐行业。重点关注公司如湘鄂情、拓维信息、华谊兄弟、星辉车模。

4.3 政府政策导向：节能环保、高端装备

从产业经济理论角度看，科技进步是引起产业结构变化的动因。以美国为例，资源密集型和劳动密集型工业作为美国现代工业发展初期阶段的特征，是在第一次科技革命的

基础上建立起来的。作为二次大战后 25 年间现代大工业发展特征的资本密集型工业，是在第二次科技革命的基础上并部分吸收第三次科技革命成果建立起来的。而自 20 世纪 70 年代以来现代工业特征的知识型高技术工业，则是在第三次科技革命的基础上产生的。

图 43 技术进步与产业崛起的对应关系



资料来源：《产业经济学》李悦，海通证券研究所

如果能把握大的技术周期上无疑是投资道路上抓住了最大、最陡的坡，但我们对未来技术变革，很难做提前预测和判断。当前全球经济在衰退的泥潭中挣扎本身就是无法从技术上突破，找到先导的支柱产业引领经济复苏。

回到中国，经济处于转型期，战略性新兴产业由于受到政策支撑，取得技术和市场上的突破概率更高，因此我们主要关注新兴产业。2010 年 10 月国务院发布《关于加快培育发展战略性新兴产业的决定》，明确提出七大战略性新兴产业的发展目标：2015 年战略性新兴产业增加值占国内生产总值的比重力争达到 8% 左右，到 2020 年达到 15% 左右。

比较“十二五规划”和 2007 年发布的《高技术产业发展“十一五”规划》，节能环保、高端装备制造业、新能源汽车在“十二五规划”中获得了更高的政策支持。且七大新兴产业中节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造列为支柱产业。结合二者，新兴产业中，我们更关注节能环保和高端装备制造。

节能环保：废气治理。节能环保产业列为七大战略新兴产业之首，“十二五”期间，节能环保产业投资需求将达 3 万亿元，节能环保机遇空前。我们与行业分析师讨论的结论是，废气、废水、废固治理三个子行业中，从发展前景空间看，废固最大、其次废气、最后废水，但结合目前行业的发展状况，中短期废气治理见效可能最快。预计废气治理“十二五”期间市场需求容量超过 2300 亿元，其中除尘需求 300 亿、烟气脱硫需求 1000 亿、火电厂脱硝市场需求在 1000 亿。重点关注公司如国电清新。

高端装备制造：油气钻采设备、冷链设备。高端装备制造在七大战略性新兴产业中的地位非常明显，关键的问题是现阶段最可能取得进展和突破的子行业在哪里。我们与行业分析师讨论的结论是，其中的油气钻采设备、冷链设备两个子行业，在未来行业发展空

间和中国自身技术能力两个方面具有较大优势。全球经济的发展，能源供需的矛盾不断加大，石油、天然气开采从陆地走向海洋、从常规能源开采走向非常规能源开采是必然的趋势，油气钻采设备具有广阔的需求前景。农产品价格的居高不下已经充分显示中国冷链物流业发展的价值空间，且相关扶持政策已经在不断落实，相关公司已逐步成长起来。两个子行业中重点关注公司如杰瑞股份、汉钟精机。

5. 未来之星

综合海内外历史经验，自上而下角度选择成长股的关键是，结合时代背景找到足够长的坡，我们从人口周期演变、消费结构升级、政府政策导向三个角度选择未来社会变革和时代变迁过程中可能的长坡，主要有：老年化、人工替代、品牌消费、服务消费、节能环保、高端装备。重点公司如：昆明制药、鱼跃医疗、日发数码、天地科技、搜于特、湘鄂情、拓维信息、华谊兄弟、星辉车模、国电清新、杰瑞股份、汉钟精机。

表 3 成长股备选

大趋势	逻辑	股票代码	股票名称	收盘价（元， 11/8/29）	EPS（元）		PE（倍）	
					2011 年	2012 年	2011 年	2012 年
人口周期	老年化	600422	昆明制药	15.95	0.46	0.71	34.67	22.46
		002223	鱼跃医疗	28.01	0.61	0.88	45.92	31.83
	人工替代	002520	日发数码	34.25	1.09	1.42	31.42	24.12
		600582	天地科技	21.20	1.00	1.25	21.20	16.96
	品牌渠道	002503	搜于特	38.22	0.95	1.59	40.23	24.04
消费升级	服务消费	002306	湘鄂情	19.05	0.50	0.75	38.10	25.40
		002261	拓维信息	18.48	0.62	0.81	29.81	22.81
		300027	华谊兄弟	17.74	0.36	0.56	49.28	31.68
		300043	星辉车模	18.25	0.53	0.83	34.43	21.99
		002573	国电清新	43.45	0.88	1.99	49.38	21.83
新兴产业	节能环保	002353	杰瑞股份	73.53	1.95	2.87	37.71	25.62
		002158	汉钟精机	23.31	0.89	1.16	26.19	20.09

资料来源：Wind，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

海通策略研究团队 荀玉根

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。