

分析师：张青

执业证书编号：S0730512040002

021-50588666-8040

zhangqing@ccnew.com

随波逐流，从周期到成长

——2013 年行业配置策略报告

证券研究报告——行业配置

发布日期：2012 年 11 月 27 日

●2012 年的 A 股市场，熊市阴霾不散，但行情呈现明显分化，大金融、消费等行业收益不菲，周期、成长惨不忍睹，市场分化的背后，反映的是业绩增速的差异。

●业绩差异决定市场差异。基于这一逻辑，2013 年的行业配置布局，依然要建立在是对全年经济运行节奏的研判。对于今年 4 季度~明年 1 季度的经济运行，业内并不悲观，较低的基数效应，叠加逆周期调控政策累计效应的释放，短期经济企稳反弹的预期较强。不过，展望全年经济运行，经济短期的企稳回升或无法延续，经济整体呈弱弹性，原因在于经济增长中枢的下行以及自主性增长动力的尚未显现。基于对明年经济运行的判断，短期我们推荐配置强周期性行业，中期则在成长性行业精耕细作，自下而上寻找具有业绩支撑的优质成长股。

●周期性行业，我们首推确定性相对较高的基建链条。今年 9 月以来，铁路投资显著加速，明年铁路投资规模业内预计依然保持高位，同时铁路投资的资金渠道得以逐步落实，从而铁路设备板块显著受益；水利投资今冬明春的投资也有望加速且南水北调工程实施进度提升，水利板块如水利工程、工程管道以及水利设备行业显著受益。延基建链条向中上游延伸，我们认为可重点关注水泥行业，原因不仅在于受益基建拉动的行业需求扩张，还在于行业本身的供给端优势。对于上游资源品，由于受美元走势影响较大，而美元走势由于明年不确定性较高，我们不做重点推荐。

●成长性行业，基本思路是顺应制度变革的趋势与方向，其中制造业升级是必由之路。从需求视角，制造升级可分为内需驱动与外需驱动两种模式，前者可关注进口替代型行业，后者则重点关注在加工制造领域具有技术优势，通过国际外包方式分享全球价值链的上市公司。

联系人：

张杨 电话：021-50588666-8137

传真：021-50587779

地址：上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼
邮编：200122

1.引言：业绩差异主导市场差异	3
2.经济运行：从企稳到震荡	4
2.1 短期经济：企稳可期	4
2.1.1 低基数效应，助推经济短期企稳	4
2.1.2 需求微弱复苏，助推经济短期企稳	5
2.2 中期经济：复苏乏力	7
3.行业配置：随波逐流，从周期到成长	9
3.1 短期：周期股占优	9
3.2 投资周期股，宜短不宜长	11
3.3 中期：成长为王	11
4.周期性行业选择：确定性视角，首推基建链条	12
4.1 基建投资加速	12
4.2 基建链条的细分行业投资机会	13
4.3 基建链条的延伸：关注中游资本品	15
5.成长性行业选择：改革催生红利，聚焦制造业升级	16
5.1 制造业升级：内需驱动，进口替代的视角	16
5.1.1 进口替代是制造业升级的核心环节	16
5.1.2 基于进口替代的行业选择	17
5.2 制造业升级：外需驱动，国际外包视角	19
重要声明	21

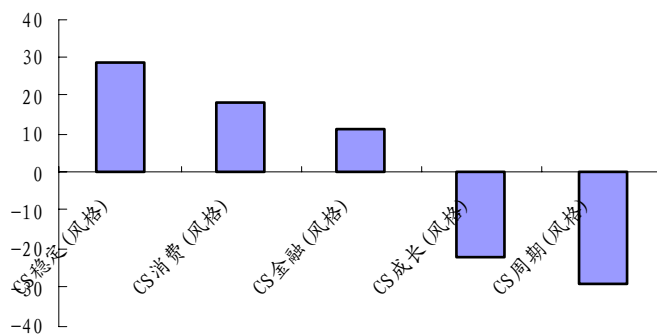
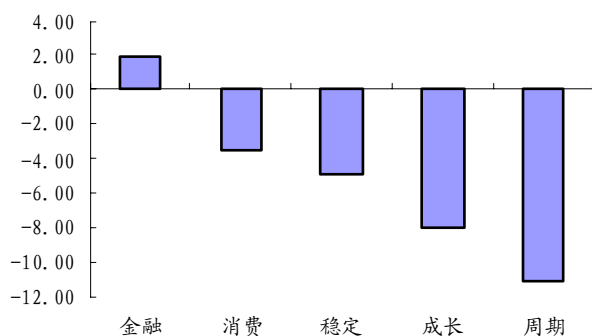
1. 引言：业绩差异主导市场差异

2012 年的 A 股市场，熊市阴霾不散，各大指数全线收阴。不过，虽然指数不振，但从内部结构上看并非全军覆没而是呈现显著分化，依然有诸多板块与个股表现靓丽。

这种市场风格的差异，最直观的表现在于中信五个大类板块中，大金融板块逆势飘红（主要是地产板块贡献）、消费品行业相对抗跌，稳定类行业表现也好于大盘，而周期股则惨不忍睹，成长股整体也表现不佳。市场表现差异的背后，对应的是业绩之差异。从三季报看，稳定、消费与大金融板块的前三季度业绩增速正增长，明显好于周期与成长类股票，这恰好解释了板块之间的二级市场表现差异。由此可见，市场并非完全无理性，业绩与市场整体仍旧是关联的。

图 1：市场风格间的差异

图 2：业绩增速间的差异

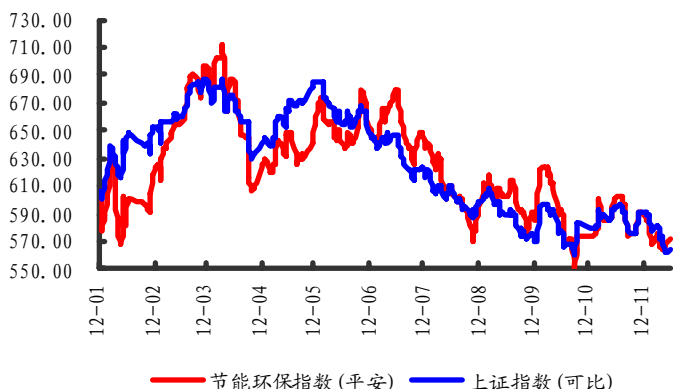


资料来源：Wind 资讯，中原证券研究所

资料来源：Wind 资讯，中原证券研究所

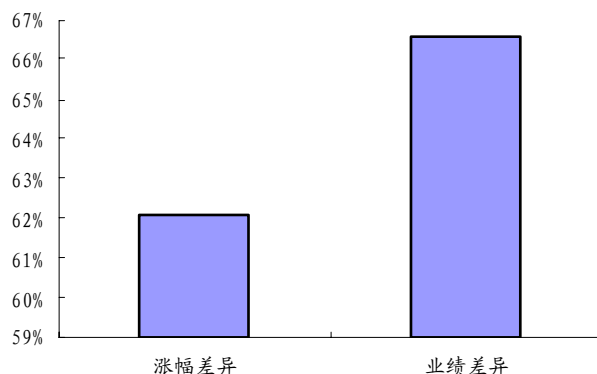
业绩差异主导市场差异，这一逻辑在同一板块内部的个股表现中同样得以佐证。以七大战略新兴产业之首的节能环保行业为例，年初以来，虽然环保行业利好政策不断，但指数整体并未有上乘表现，平安节能环保指数年初至今基本与大盘同步，但板块中确实有诸多个股如碧水源、桑德环境、三聚环保等表现优异。我们发现，个股二级市场表现之差异，本质上依然反映的是业绩之差异，其直观的表现在于板块中涨幅前 10 与后 10 个股的业绩差异与市场差异基本是对应的。

图 3: 平安节能环保指数年初至今的市场表现



资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

图 4: 业绩差异主导市场差异



资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

总之, 剖析今年的市场结构, 可以明显发现业绩对市场表现仍旧是有解释力的, 市场差异主导业绩差异的逻辑依然成立。当然, 市场也演绎着纯粹基于主题与题材炒作的板块, 如上半年的金改概念股以及下半年炙手可热的页岩气概念股。我们并不否认题材炒作的逻辑, 只是由于缺乏业绩支撑, 纯题材类炒作并不合乎价值投资理念, 风险较高, 同时也较难提前把握。

正是基于此因此, 对于 2013 年行业配置的整体布局, 我们依然坚持回归业绩的分析与预测, 而业绩表现又取决于经济表现, 故对于明年宏观经济运行节奏的研判, 成为我们行业配置的重要前提。

2. 经济运行: 从企稳到震荡

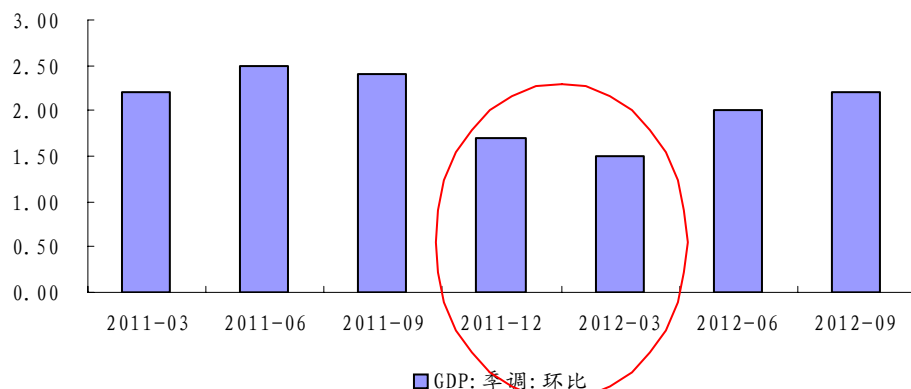
2.1 短期经济: 企稳可期

对于短期的经济运行, 业内并不悲观, 普遍预期经济企稳回升。

2.1.1 低基数效应, 助推经济短期企稳

经济的短周期反弹, 首先源自基数效应。业内所关注的经济增速是同比数据, 这自然要受基数效应的影响。去年 4 季度与今年 1 季度, 季调之后的 GDP 环比增速仅 1.6% 左右, 明显小于其他季度 2% 的增速。由此, 仅从基数看, 今年 4 季度 ~ 明年 1 季度, 经济数据同比改善的动力较强。

图 5：去年 4 季度及今年 1 季度 GDP 基数较低



资料来源：wind 资讯，中原证券研究所

2.1.2 需求微弱复苏，助推经济短期企稳

除基数效应之外，经济的短期转暖更重要的源自终端需求的微弱复苏。

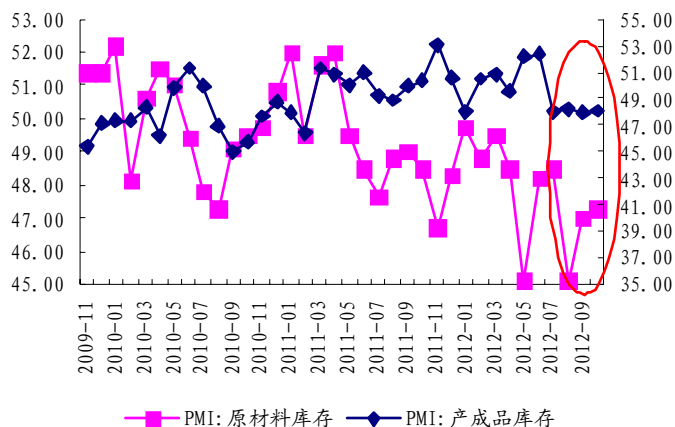
10 月各项经济数据全面好转。首先，10 月出口增速 11.6%，连续两月回升，这主要得益于近期美国经济的良好表现。虽然从累计增速上看，1~10 月中国出口增速仅 7.8%，较之全年 10% 的目标完成较有难度，且秋季广交会的数据惨淡预示未来半年出口形势仍旧艰巨，但近两月出口增速的明显回升，至少意味着短期出口对经济的负面影响较之上半年在减弱。其次，消费也有所改善。2、3 季度消费对 GDP 的拉动明显下降，较之 6 月高点下滑约 2 个百分点。不过近期消费数据表现靓丽，尤其是 10 月社消品零售总额实际增速保持连续两月回升态势，而剔除石油制品后的消费回升更为显著，从分项数据看，这主要是得益于房地产销售的回暖对地产链条的消费品如家电、建材、家具等的刺激效应。最后，投资增速企稳回升。10 月固定资产投资累计增速较之 9 月提升 0.2 个百分点，保持连续两月回升态势，这主要归因于房地产开发投资的企稳以及基建投资的持续回升，彰显逆周期调控政策的发力。

终端需求的回暖，开始带动整个工业制造业体系的库存回补周期开启，这是我们短期看多中国经济的重要支撑。

库存回补的最直接证据来自先行指标 PMI 中原材料与产成品库存指数的改善。9 月原材料库存指数环比大幅回升 2 个百分点，而 10 月则延续了这一改善态势，继续回升 0.3 个百分点，10 月产成品库存虽然也有回升，但幅度不大，与此

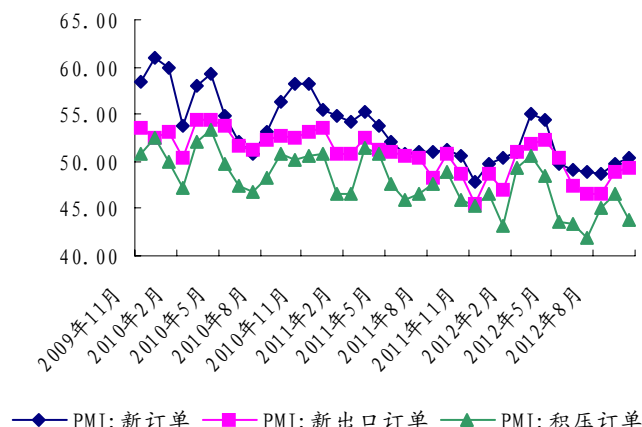
同时, 10 月新订单指数也有改善, 需求复苏有效刺激了工业企业原材料库存回补。

图 6: 工业企业原材料库存回补



资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

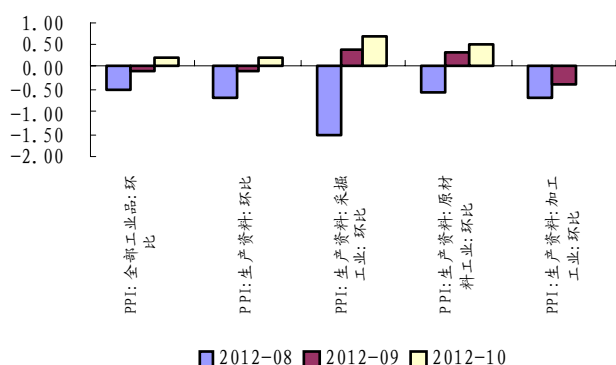
图 7: 工业企业终端需求改善



资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

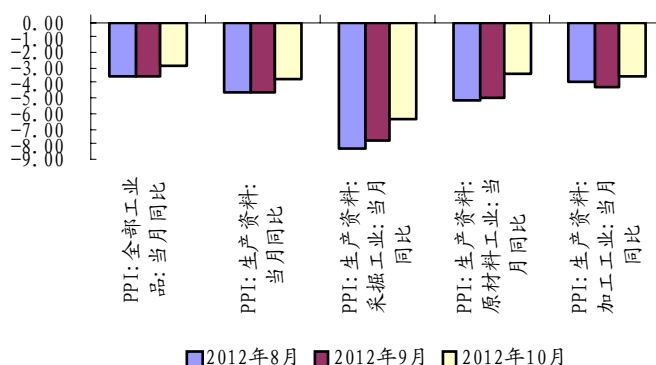
库存回补的证据还来自 PPI 的改善。作为工业品出厂价格, PPI 的改善有助于工业企业的毛利率回升, 而盈利好转则又进一步推动工业企业的库存回补, 生产扩张。10 月 PPI 同比增速虽依旧为负值, 但降幅已有收窄, 且从环比看, 更是出现年内的首次转正。总之, PPI 的回升一方面验证需求的复苏, 另一方面则直接改善工业体系的毛利状况, 这对于短期工业企业的盈利能力提升, 以及库存回补无疑是正面的。

图 8: PPI 分项环比变动



资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

图 9: PPI 分项同步变动

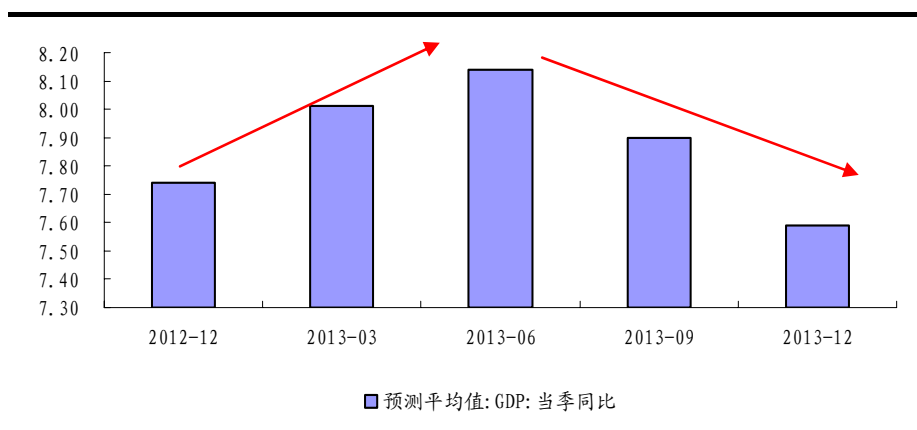


资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

对于短期经济运行与市场表现的关系，本质上是由预期主导的。这是因为经济数据是滞后的，而交易是基于投资者预期产生的。以今年 1 季度为例，事后公布的 1 季度经济数据说明市场的回升与经济的运行其实是背离的。但之所以行情诞生，是由于 11 年 12 月至 1 月先行指标 PMI 的连续回升，同时中央经济工作会议定调 2012 年“稳中求进”，在此背景下主流机构普遍预期 1 季度经济企稳回升，也由此催生了以有色、煤炭为主导的预期经济复苏的周期股行情——可见，预期比事实更重要。

随着 9、10 月经济数据转好，市场对 4 季度乃至明年 1 季度经济企稳回升的预期在逐步增强。根据 wind 的一致预期数据，9 月下旬市场对今年 4 季度 GDP 增速一致预期为 7.6%，10 月 PMI 数据公布之后，一致预期提升至 7.7%，而 10 月中旬各项经济数据公布之后，一致预期进一步提升至 7.74%，对于明年 1 季度市场也普遍预期继续回升。基于此，我们认为，从短期经济基本面的运行与预期状况看，今年 4 季度~明年 1 季度的 A 股市场配置环境并不算悲观，甚至较之今年前 3 季度，配置环境是在转好的。

图 10: GDP 一致预期数据



资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

从一致预期数据还可以看出: 对于明年下半年, 市场对经济继续回升的信心不强, 普遍预计将会重回下行趋势, 这种担忧来源于中国经济近年来所反映出的内生性问题, 也即增长中枢的下移。

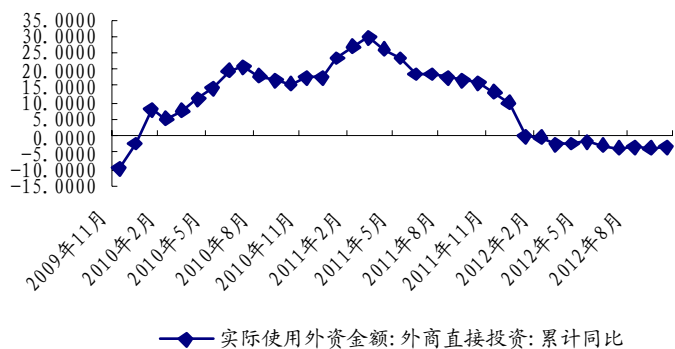
2.2 中期经济: 复苏乏力

对于经济增长中枢的下移, 日益成为业内主流观点, 如央行 4 季度货币政策

报告中，就提出“中国的潜在增长水平可能会有一个阶段性放缓的过程。”增长中枢的下移，源自中国原有经济增长动力的消失殆尽。

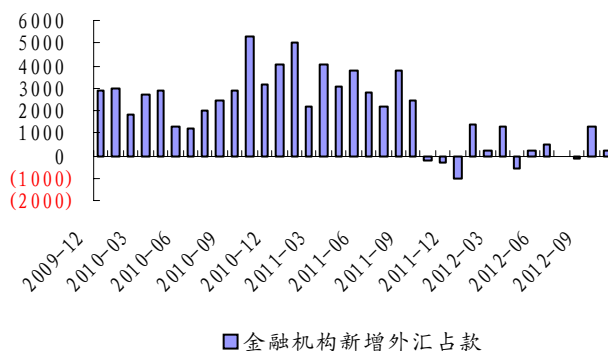
从宏观经济学的视角看，潜在增长取决于三大要素：技术、劳动力与资本，即 $Y = A * F(L, K)$ 。首先，中国的技术进步源自外商直接投资所引致的外溢效应，采用的是后发国家普遍实施的“模仿-创新”之路，而近年来受欧债危机之影响，资本有回流趋势，外商直接投资增速呈现趋势性下滑，这导致了我国作为后发国家技术外溢效应的逐步趋弱。其次，劳动力迎来刘易斯拐点，劳动力成本的上升具有刚性，典型性表现就是CPI中服务项价格的趋势性上移，以及传统劳动密集型行业如纺织服装等愈发受到来自越南、老挝等东南亚新兴市场的挑战。最后，资本不再廉价。中国货币投资投放的传统口径是通过外汇占款，而外汇占款的走势与贸易顺差息息相关，而当前中国贸易占全球总量已高达10%，而从美国、德国以及日本等国经验看，一旦达到此临界值外贸很难再保持高速增长，从而中国新增外汇占款的投放也明显受限，这体现在今年前3季度，单月新增外汇占款投放仅500亿元左右，明显小于过去平均2500亿元的水平。新增外汇占款的趋势性减弱，决定了未来货币投放难以大幅宽松，从而最终导致在货币资本上的优势也在不断趋弱。

图 11：实际利用外资金额累计增速



资料来源：Wind 资讯，中原证券研究所

图 12：新增外汇占款趋势性减少



资料来源：Wind 资讯，中原证券研究所

增长动能的乏力，还体现在新主导产业的形成仍有一个过程。过去中国经济的高增长，很大程度上依赖于房地产市场的大发展。但依托于房地产为主导产业的增长模式，也导致了经济泡沫的产生与贫富差距的扩大，对此中央已有充分认

识，从 2010 年 4 月出台房地产市场有史以来最为严厉的调控政策，到最近住建部再次表态调控政策不放松，均是为了修正这一经济拉动模式的弊端。不过，对房地产的打压也导致了中国经济增长引擎与主导产业的暂时缺失，而目前尚未能找到代替房地产成为新一轮经济增长动力的主导产业，经济自主性增长的代表——制造业由于产能过剩、盈利能力低下，年初以来投资增速持续下滑，尚不能担当拉动经济增长之大任，而基建投资仅能在短期内起到对冲地产投资与制造业投资下滑的作用，同时其良性作用的发挥有赖于经济自主性增长的引导与撬动，倘若没有制造业投资的配合与推进，仅靠政府主导之基建投资唱“独角戏”，只会造成经济结构的畸形发展。

3. 行业配置：随波逐流，从周期到成长

3.1 短期：周期股占优

基于对经济运行短期与中期的看法，短期我们倾向于配置周期股。具体看来，推荐周期股的具体逻辑如下：

首先，经济回升带动的业绩回转的弹性。我们统计了行业工业增加值对整个工业增加值的弹性，即贝塔值。统计结果表明，相较之下，富有弹性（>1）的行业绝大多数属于传统周期性行业范畴，如煤炭、有色、钢铁、化工等。周期性行业的业绩高弹性，意味着倘若短期经济企稳回升，周期股的业绩回升潜力最大，从而股价提升的动力也最强。

表 1：业绩高弹性行业一览

行业	业绩弹性	行业	业绩弹性
其他采矿业	2.75	造纸及纸制品业	1.19
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	1.86	金属制品业	1.16
黑色金属冶炼及压延加工业	1.58	非金属矿采选业	1.16
计算机、通信和其他电子设备制造业	1.45	仪器仪表制造业	1.14
通用设备制造业: 当月同比	1.43	非金属矿物制品业	1.13
废弃资源综合利用业	1.41	黑色金属矿采选业	1.12
化学原料及化学制品制造业	1.28	电力、热力的生产和供应业	1.12
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业: 当月同比	1.22	化学纤维制造业	1.11
有色金属冶炼及压延加工业: 当月同比	1.20	煤炭开采和洗选业	1.08
石油加工、炼焦及核燃料加工业	1.20	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	1.01

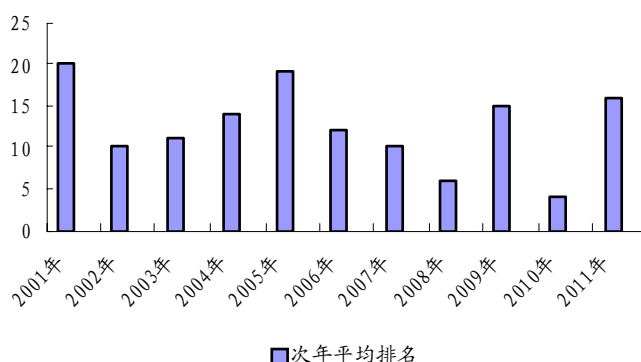
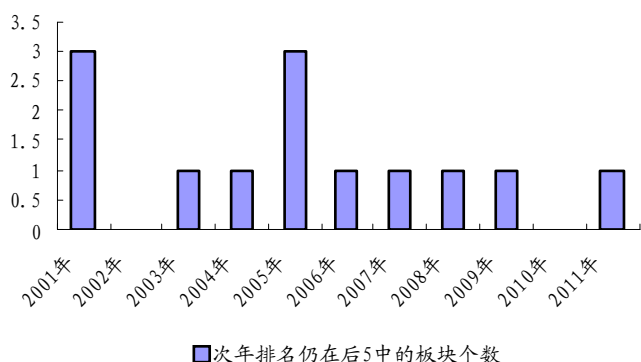
资料来源：Wind 资讯，中原证券研究所

其次，反转效应。A 股市场存在较为明显的反转效应，尤其是以年度为单位。

我们统计发现，2001~2011年间，申万一级行业（23个）排名后5板块，次年平均有4个板块收益率不在后5之列，且平均排名提升至第12名——这就验证了最为朴实的投资逻辑：跌得多的易反弹，也即反转效应。年初以来，主要周期性行业跌幅较大，故反转效应成为我们推荐周期股的第二个理由。

图 13: A 股市场的反转效应

图 14: A 股市场的反转效应



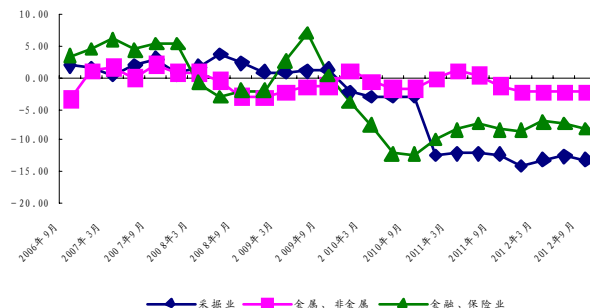
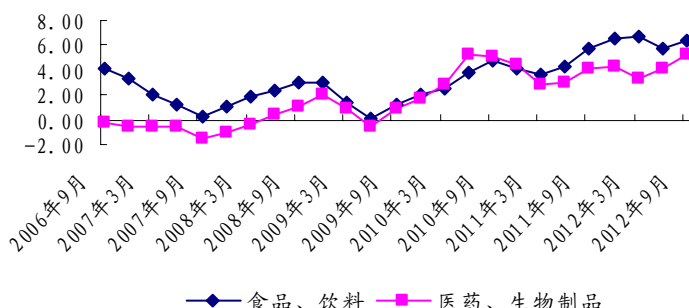
资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

第三，基金仓位。从基金三季报看，食品饮料、医药生物等消费品行业超配程度已位于历史高位，而传统周期性行业，如采掘、金融保险以及金属、非金属等则被严重低配。

图 15: 消费品行业基金仓位变动

图 16: 周期性行业基金仓位变动



资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

资料来源: Wind 资讯, 中原证券研究所

当行业被过度超配，意味着后续的增量资金不足，近期的食品饮料、医药生物板块的持续调整，一定程度就与此有关；相反，当行业被严重低配，则意味着

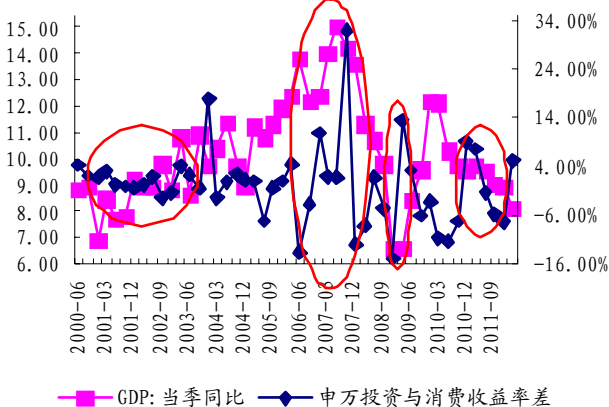
后续机构卖压相对较小，反弹阻力相对较小，近期地产板块之所以表现优异，除了源自行业销量与政策环境的配合之外，还有一重要原因就在于三季度基金对该行业已经做了一定减仓，从而10月~11月的反弹中机构的卖压不大。

3.2 投资周期股，宜短不宜长

简而言之，短期我们推荐周期股，看重的是经济回升伊始周期股的业绩弹性与股价弹性。但这并不意味着我们建议周期股的长期持有。

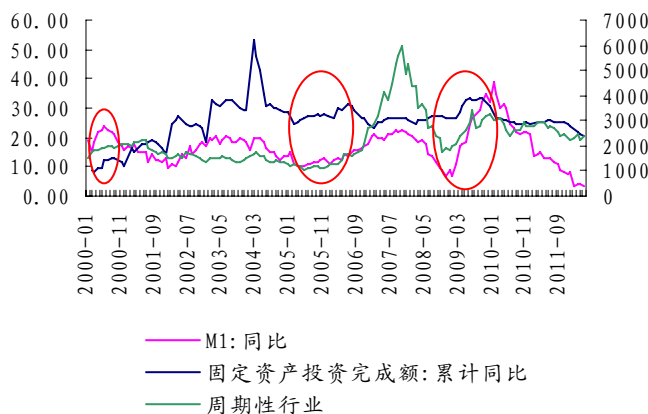
在今年下半年行业配置报告《从行业配置到行业精选》一文中，我们提出中长期看周期股较之成长、消费股的轮动效应可能并不显著，这是因为经典投资时钟理论必须基于必要的宏观波动与弹性，但对于明年全年的经济运行，本质上是缺乏弹性的，除此之外，历史上周期股大的投资机会不仅需要经济企稳回升，尤其是固定资产投资回升的配合，更需要资金面的配合，但从今年央行货币政策看，资金面仅是略有宽松，资金利率整体依旧偏高，且货币供给增速相对适中，这就决定了对于周期股的投资，“宜短不宜长”，再次重申，我们短期推荐周期股的主要逻辑在于经济回升伊始行业的业绩弹性与股价弹性。

图 17：行业轮动取决于经济弹性



资料来源：Wind 资讯，中原证券研究所

图 18：周期股行情启动条件



资料来源：Wind 资讯，中原证券研究所

3.3 中期：成长为王

中期周期股的疲弱，意味着市场本身的趋势不明显，故投资机会更多来自于个股行情。从今年的市场表现看，成长性行业的结构性差异相当显著，如前文我们所列举的环保行业中的个股差异，再如电子元器件板块，唯有“苹果产业链”

个股表现优异。催生个股行情的因素众多，但从可预测性看，围绕业绩主题，坚守业绩为王的价值投资，相较之纯粹主题演绎的题材类个股，更易把握。

从经典产业组织理论，也即 S-C-P 范式来看，市场绩效很大程度取决于市场结构。在一个面临广阔需求空间，同时具有相当进入壁垒的市场结构与环境下，较之需求萎靡、且过度竞争的市场环境，企业的绩效更易保证。

经济增长中枢下移阶段，也是酝酿经济转型与变革的时期。从中国过去 30 年的经济运行轨迹看，每逢经济达到 8% 的重要临界值，终会催生重大制度变革，如上世纪 80 年初期的农村土地产权改革，90 年代的社会主义市场经济体制建立，再到 2000 后加入 WTO 后的新一轮体制改革。2011 年上半年，中国十二五规划正式发布，明确了中国经济转型的战略意图，并为转型勾勒了一幅宏伟蓝图。

近日李克强副总理在全国综合配套改革试点工作座谈会上，再次明确了中国经济转型与改革的基调。他强调，在新的起点上要全面建成小康社会，加快转变经济发展方式，让群众过上更好生活，依然要靠改革开放，这是我国发展的最大“红利”。

4. 周期性行业选择：确定性视角，首推基建链条

4.1 基建投资加速

今年调控政策的最大亮点在于具有明显稳增长导向的基建投资持续回升。截至 10 月底，基建投资累计增速已经回升 14%，接近历史均值。基建投资的回升，得益于中央财政的支持，表现在国家预算内资金增速今年的明显回升。

图 19：基建投资累计增速

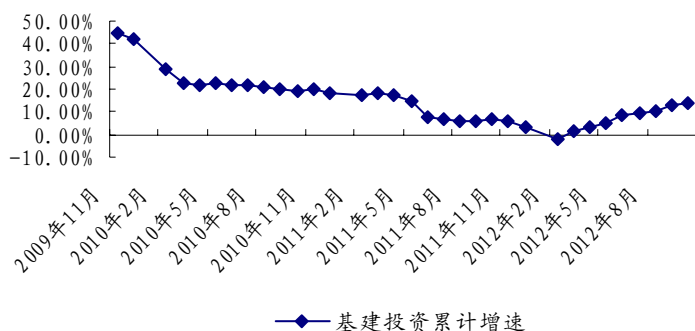
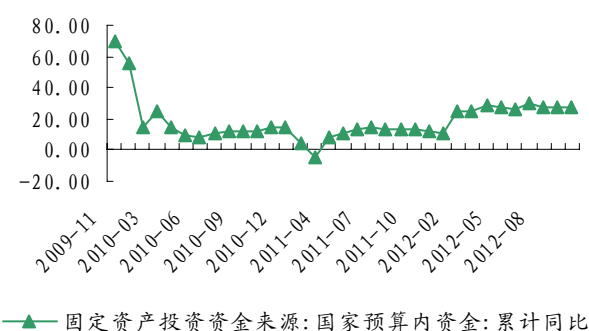


图 20：国家预算内资金累计增速



资料来源：Wind 资讯，中原证券研究所

资料来源：Wind 资讯，中原证券研究所

基建投资的加速具有明显“稳增长”导向，虽然长期看仅靠基建投资支撑而无民间自主投资的配合，并非长久之计，也不符合经济转型的初衷，但短期在制造业投资未能启动，地产投资受压制的现实背景下，依托于政府主导的基建投资实际上是政府的无奈之举，且从效果看也确实正在发挥实现经济软着陆的作用。

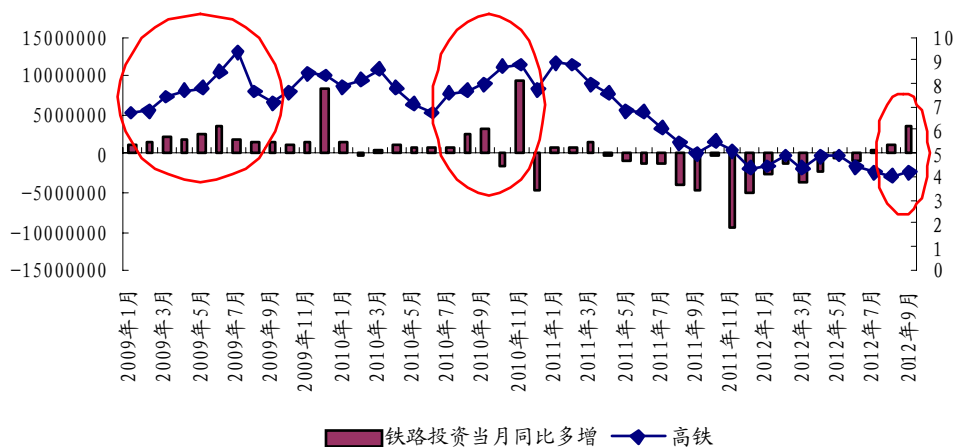
4.2 基建链条的细分行业投资机会

基建投资中，我们最看好铁路投资。年初以来，铁道部连续四次上调铁路投资规模，其中基本建设投资从年初计划的 4060 亿元一再追加到 5160 亿元。9 月铁路投资显著放量，较之 8 月环比增幅超过 100%。10 月铁路基建投资继续大幅增长，单月投资达到 697.7 亿元，相比去年同期的 204.7 亿元，同比增长了 240.8%；环比增长 8.5%。

铁路投资的大规模增长，源自资金来源渠道的拓宽与落实，这主要包括扩大铁路建设基金的征收范围、保持发行 1500 亿元的铁路建设债券、加大财政和银行信贷支持力度等方面。对于明年的铁路投资规模，据报道有望再度超过今年计划的 5160 亿元，而 11 年铁路投资仅 4610 亿元，这就意味着从今年下半年以来，铁路建设将进入快速发展期。

铁路基建板块如高铁概念股直接受益于铁路投资规模的放量。历史看，铁路设备板块的每次牛市，均对应着铁路投资规模的增长，相反，当铁路投资规模萎缩，板块则表现疲弱。

图 21：铁路设备板块与铁路投资高度相关



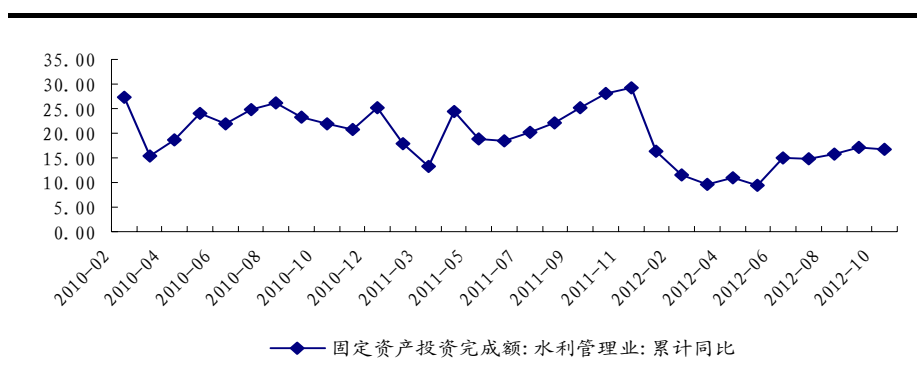
资料来源：Wind 资讯，中原证券研究所

水利与核电投资是近期媒体报道关注比较多的另两个基建子行业，我们对此

做分析。

对于水利板块，虽然行业各项利好不断，但从前 10 月投资状况看，增速一般，远低于去年同期增速，十二五规划水利投资规模合计 1.8 万亿，但根据水利部 9 月底 1 印发的《关于切实加快重点水利项目建设进度的通知》，前 3 季度水利投资规模 1600 亿元，低于市场预期，水利进度的低于预期主要在于资金未到位，这也导致了水利板块主要上市公司业绩未能释放。如中国水电前 3 季度净利增速仅 11.9%，安徽水利净利增速仅 5.05%，一些 PCCP 管道类上市公司前 3 季度业绩增速更是大幅下滑，如国统股份净利下滑 75.08%，青龙管业净利下滑 27.7%。

图 22：水利管理业投资累计增速



资料来源：Wind 资讯，中原证券研究所

不过，从今年 4 季度开始，水利投资现状有望改善。11 月 19 日水利部部长陈雷表示，今冬明春全国农田水利建设总投资有望超过 3364 亿元，这较去年累计完成 2924.9 亿元的投资额同比增长在 15% 以上。同时表示：要进一步加大公共财政投入，加强资金整合，全面落实从土地出让收益中提取 10% 用于农田水利建设的政策。基于近期水利投资的提速以及资金的预期逐步落实，将有助于板块内个股业绩的实质性提升。可关注水利工程、混凝土管道以及水利设备板块。

对于核电板块，近期基本面上的积极因素在于 10 月 24 日国务院常务会议讨论并通过了《核电安全规划(2011-2020 年)》和《核电中长期发展规划(2011-2020 年)》，标志着停顿一年的核电重启有望开启。11 月 20 日，媒体报道福建福清核电项目 4 号机组和广东阳江核电项目 4 号机组同时复工建设，这标志着中国核电重启进入实质性推进阶段。另外，华能集团在山东荣成的石岛湾高温气冷堆示范项目也可能开工，这三个项目均是在福岛核电事故前就已经完成审批流程的核电项目。不过，从近期核电板块的股价表现看，相对平淡，即使偶有表现也仅是 1

日游行情，原因可能有二：首先，核电中长期发展规划实际上下调了核电投资规模，尤其是限定只在沿海地区；其次，核电从重启到招标，再到上市公司的业绩释放仍有一个过程，短期并未带来上市公司的业绩改善，仍存有不不确定性，而在当前弱势格局下，市场最怕的也就是不确定性，我们认为这是导致近期核电板块表现一般的主要原因，也正是基于此，我们更看好相对确定性高的铁路基建与水利板块。

4.3 基建链条的延伸：关注中游资本品

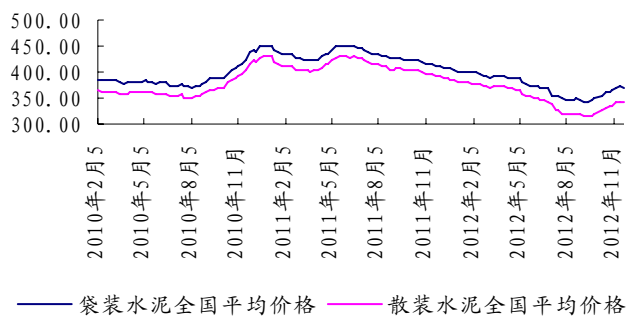
基建作为重要的终端需求，投资放量必然带动产业链条的中上游上市公司显著受益，如中游水泥、工程机械、钢铁，以及上游的煤炭、有色。

相较于下游基建，中上游这些传统的强周期行业均面临一定程度的产能过剩，故对于这些行业的推荐，我们并不建议长期持有，只是基于短期经济企稳，同时基建投资放量所带来的行业景气阶段性回升的逻辑才作为推荐。

相比之下，传统强周期行业，我们最看好水泥。

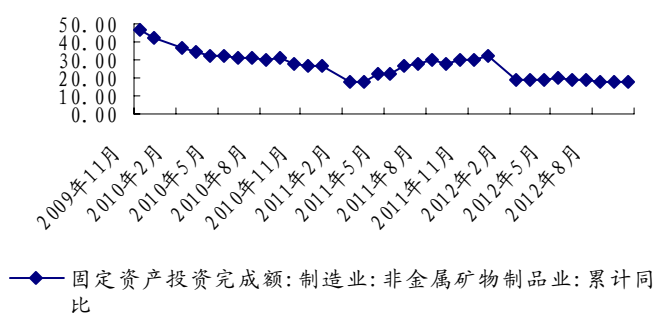
首先，水泥行业与下游基建投资的关联度最高，受益最为直接，这从近期水泥价格的触底回升可见一斑。其次，相较于其他行业，水泥行业的优势还在于行业存在较强的价格协同，从而保证行业毛利，最后，水泥行业整合经历较早，新增产能在逐步减少，供给约束是较之其他行业的又一优势。

图 23：全国水泥价格触底回升



资料来源：Wind 资讯，中原证券研究所

图 24：水泥行业投资增速下行



资料来源：Wind 资讯，中原证券研究所

对于上游煤炭、有色板块，股价促发因素很大程度取决于资源品价格走势，前者与原油价格高度相关，后者则取决于基本金属价格，而这两者的走势又均离不开对美元价格的走势判断。对于美元的走势，我们认为不确定性较高，这是因为对于美元的分析有两种逻辑，一是避险情绪的角度，二是美国经济运行的角度，而这两者本质上是相悖的。以近期全球关注较高的美国财政悬崖为例，倘若不能妥善解决，必然对美国经济的复苏进程造成较大冲击，因而从美国经济运行角度，利空美元，但另一方面，美国经济下行又引发对全球经济衰退的担忧，从避险情绪角度则利好美元，两种逻辑均成立，而美元最终走势如何，则取决于届时市场如何解读。基于此，我们认为较之短期中国的企稳回升，推荐与国际经济运行关联度相对较低的中游行业，较之上游资源品确定性更大。

5. 成长性行业选择：改革催生红利，聚焦制造业升级

从中观产业的视角来看，经济转型的过程实质上是一个产业结构的优化升级，也即中观产业走向合理化与高度化的过程。目前中国尚处于工业化时期，工业体系尤其是制造业在国民经济中居于绝对主导地位，经济转型的成功与否，很大程度取决于制造业的转型与升级。

需求变动是促使产业演进的基本动力。站在全球视角，需求划分为内需与外需，从而对于制造业的升级，也可基本划分为两条路径，即内需驱动与外需驱动。

5.1 制造业升级：内需驱动，进口替代的视角

从长远看，内需视角下的中国制造业升级有赖于国内增量消费的兴起，但受制于中国特有的消费文化、收入分配体制的不合理以及医疗养老体系的不健全，增量消费的扩张是缓慢而渐近的，这表现在资本市场，此类上市公司的业绩释放也是缓慢且充满较大不确定性，从而很难在短期获取高溢价。

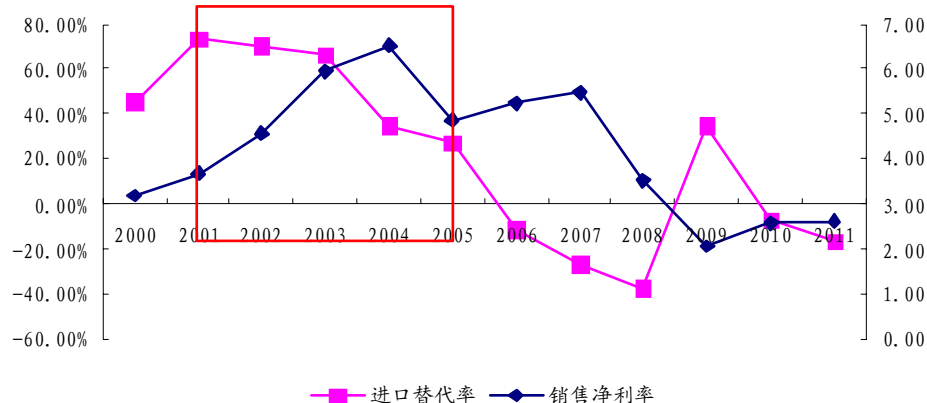
5.1.1 进口替代是制造业升级的核心环节

另辟蹊径，进口替代或许是一不错视角。这是因为进口替代并不涉及增量需求，只是原有需求的不同产品替代，市场空间与容量能够得以保证。实际上，进口替代是后发国家实现产业升级的基本路径，对此，日本经济学家赤松要及山泽逸平作了详尽论述，核心观点即为：进口替代是促使本国制造业升级的核心环节。

从我国已发生进口替代行业的绩效表现来看，在进口替代初期，行业盈利能

力有显著提升，如 2000 年以来，我国钢铁行业经历了典型的进口替代，其销售净利率同步经历了一个快速提升。

图 25：进口替代初期行业盈利能力提升——钢铁行业的案例

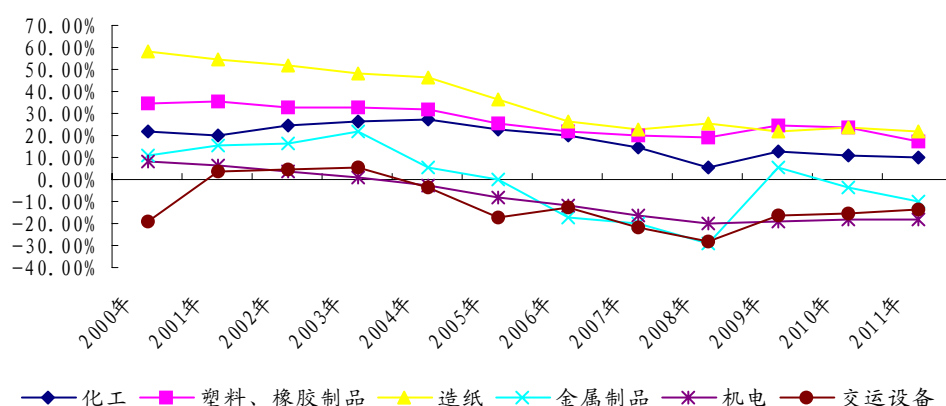


资料来源：Wind 资讯，中原证券研究所

5.1.2 基于进口替代的行业选择

根据进口替代的内涵，我们构建行业进口替代度量指标：净进口/贸易总量。基于 HS 分类，选取进口替代指标 2000~2004 年均值为正，而 20007~2011 年均值下降的行业。初步筛选的行业包括：化工、塑料、橡胶制品、造纸、金属制品、机电以及交运设备。

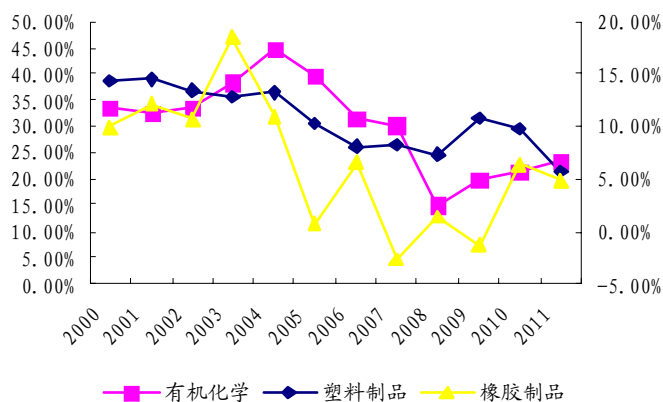
图 26：进口替代型行业遴选



资料来源：Wind 资讯，中原证券研究所

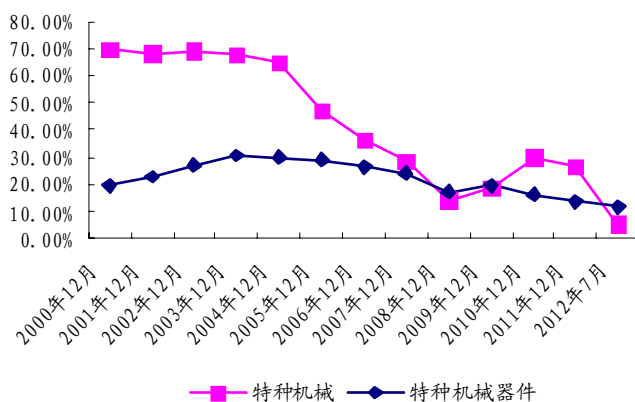
从细分的行业角度看，有机化学、塑料和橡胶制品业，特种机械、特种机械器件的进口替代趋向更加明显。

图 27：进口替代的细分行业筛选



资料来源：Wind 资讯，中原证券研究所

图 28：进口替代的细分行业筛选



资料来源：Wind 资讯，中原证券研究所

能否实现顺利的进口替代，关键在于能否打破行业原有的进入壁垒。对于以往国内进口依赖度较高的行业，其主要的进入壁垒有二：一是资源壁垒，二是技术壁垒。对于资源壁垒，由于国内要素禀赋的缺乏，进口替代的难度较大，但对于技术型进入壁垒，随着国内企业技术水平的上升，进口替代则相对容易。

梳理中国目前正发生大规模进口替代的行业，技术壁垒的突破均成为其重要的促发因素。例如，在有机化学领域，进口替代的典型性代表如液晶材料。我国液晶面板的主要材料几乎全部依赖进口，进口依赖度多在 90%，但目前我国已有多家企业实现了技术突破，进入光学膜、光学基膜和液晶单体等领域，国产面板凭借成本优势，正在实现进口替代。如康得公司自 2006 年即开始进行光学膜项目的前期准备，通过自主研发及引进台湾大显光电和日本的部分技术，顺利进入了光学膜领域。公司目前拥有来自大陆、台湾、日本的专家、博士等三十人的研发团队和具有多年生产经验的七十人产业化团队。随着 4000 万平方米光学膜项目的顺利投产和销售，公司成功地突破了技术和市场壁垒，成为国内最领先的光学膜企业。市场方面，公司产品相继通过了京东方、海信、TCL、创维、天马等多家企业的认证，已开发客户 80 多家，受到国内客户的广泛认可。目前下游需求旺盛，生产线处于满产状态。近期公司产品通过了三星的认证，显示出公司产

品已获得国际大型客户的认可，未来有能力进一步进军海外市场¹。

再如高端机床领域，由于技术实力不济，长期以来我国严重依赖进口，表现在高端产品的代表——加工中心进口增速明显快于整个机床的进口增速，但随着国内技术水平的上升，高端机床的进口替代正在悄然发生。以日发数码为例，该公司主要从事于中高端机床的生产。今年前三季度，在国内经济回落/投资增速下滑的带动下，国内机床行业收入增速大幅下滑，但该公司收入却相对抗跌，明显好于行业，这主要归因于顺应了国内高端机床的进口替代趋势，公司发展定位由数控车床向加工中心和数控磨床倾斜，采用“组合机床”的形式生产销售，即由数台机床组合形成整套工序机床组。组合机床可以发挥机床加工效率最大化和保持工艺稳定性，实现“一人多机”精确步进控制，在提高生产效率降低生产成本同时，让质量稳定性优于传统工艺。当前这类形式的产品主要由台湾企业占据大陆市场，日发数码产品定位瞄准台湾同等水平，同时价格方面又有一定幅度优惠，成功实现了高端机床领域的进口替代，从而使得公司的盈利能力能够领跑行业²。

总之，寻找基于进口替代逻辑的投资标的，是否具有技术优势成为核心条件，只有那些有效突破进口依赖型行业的技术壁垒，同时具有成本优势的公司，才能真正分享进口替代红利。

5.2 制造业升级：外需驱动，国际外包视角

从价值链视角，制造业升级的主要表现在企业核心竞争力聚焦于微笑曲线的两端，如研发、采购、营销与服务等，但这些领域被传统国际巨头所垄断，具有较高的进入壁垒，对于后发国家并非易事，只能看作是制造业升级长期方向。

相比之下，中国制造业的传统优势在于加工制造环节，也正是凭借这一优势，才得以参与全球价值链分工。在加工制造领域，依然存在制造业升级可能，并由此提高经济附加值，这是国际分工——产品内分工的最新形式，本质上属于国际外包。所谓外包，我国学者卢峰(2007)从产品内分工视角对外包定义进行了解读，他认为，外包的特征性内涵在于企业在保留特定产品生产供应的前提下，对生产过程涉及某些环节区段的活动或工作，通过合同方式转移给外部厂商来承担。与

¹ 参见中原证券研究所化工行业研究小组报告：预涂膜奠定基石，光学膜启动高增长引擎——康得新（002450）分析报告，2012年9月4日

² 参见中原证券研究所机械行业研究小组报告：“轻装上阵”的机床整机企业——日发数码（002520.SZ）分析报告，2012年10月16日

特定产出的所有生产活动“一揽子转移”不同，外包指特定企业在保持最终产出或产出组合不变的前提下把某些投入性活动转移出去。因而，外包概念本质上涉及某个“产品内部”诸环节和区段分工的特定形态，而不是指“产品之间”分工方式改变。产品内分工解读，充分体现了外包对生产方式的革命性影响在分工形态历史演变层面的特征性内涵。

国际外包的好处在于通过专业化分工与比较优势的发挥，共享全球产业链价值。在加工制造领域精耕细作，进行流程工艺的创新，依然可以获取不菲的经济附加值，这方面国内有诸多成功案例。例如，联化科技是国内生产精细化工中间体的龙头企业之一，主要从事医药、农药和其它精细化工品的定制生产。全球前6大农药跨国集团已有5家成为公司的客户。通过开展定制生产，公司产品的下游需求得以充分保证，与客户共成长，过去几年的净利润符合增长率高达40%。虽然联化科技从事的依然是传统的加工制造环节，但公司提供的产品本质上属于技术密集型，具有较高进入壁垒，从而公司较高的毛利水平和盈利空间得以保证。无独有偶，在电子领域歌尔声学是另一成功案例。歌尔声学从事于电声产品，虽然业务较为单一，且同样隶属于全球价值链的加工制造环节，但受益于苹果、三星等消费电子产品在全球的风靡，近年来公司业绩增长迅猛，今年前三季度收入增速高达64.6%，净利润增速高达65.2%。公司的核心竞争优势在于优秀的研发能力和产业链整合能力，从而具备快速反应能力，藉此通过下游国际消费电子巨头的严格认证，并与之保持紧密合作关系，从而分享了近几年消费电子大发展的巨大收益。

从国际外包视角选择成长股，筛选条件我们认为至少有二：首先，外包方式下，发包方与承包方的利益被捆绑，发包方所生产的最终产品销量状况、需求前景对整个产业链条的整体收益状况影响重大，因此，首先要站在全球视角，选择下游需求较为旺盛、发展前景广阔的国际产业，如近年来如火如荼的消费电子领域就是不错选择；其次，国际外包视角下，承包方要进入全球价值链，必须具备优秀的研发实力与流程工艺水平，这是因为但凡作为发包方的国际巨头，对上游中间品供应商均有较为严格的资格认证条件，这对于承包方形成较大的进入壁垒，但一旦形成外包关系双方合作就会相对稳定，从而保证了承包方分项全球价值链，获取较高收益水平。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。