

每周酷图与思考

后工业化和传统产业的再成长

——北京治堵方案带来的思考

国泰君安策略团队

对于传统产业,市场上大部分观点认为,随着中国工业化的结束,大部分传统产业增速将大幅放缓。这种观点也造成了以建材、机械、钢铁为代表的传统行业估值达到历史较低水平。但是,最近正被热烈讨论的北京治堵方案给我们提供了另外一种可能的情境:工业化结束后,原有的基础设施将不能满足市民的需求,由政府主导的基础设施建设将带来传统产业的第二次腾飞。

图1 建材行业动态市盈率



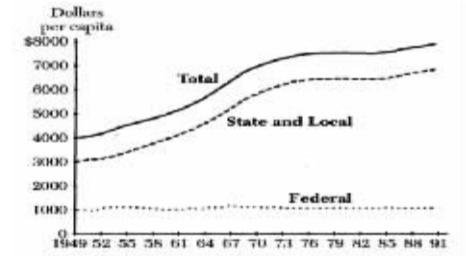
12月,北京政府提出《北京市关于进一步推进首都交通科学发展加大力度缓解交通拥堵工作的意见(征求意见稿)》。政策中,反复提到了需要提高公交出行。如何提高?大力基础设施建设:2011年,开工建设中心城内道路200余公里;2015年前,新建改扩建478公里高速公路;2015年,轨道运营总里程达到561公里以上;新增、延长公交专用道150公里以上……

表1 北京治堵方案部分措施

北京治堵部分方案	具体措施
中心城干道路网系统建设	2012年底,37.3公里城市快速路;2011年开工建设西二环、东二环等地下快速通道工程;中心城内断街北大街、手帕口铁路道口平改立等干道网瓶颈段以及万寿路南、柳村路、化工路等道路200余公里。
中心城道路微循环系统	建设400公里微循环道路;2012年底前重点建设中心城道路200公里。
停车位建设	建设中心城5万个以上公共停车位;因地制宜建设20万个基本停车位。
全面建成国家高速公路网和市级干道路网	2015年前,新建改扩建478公里高速公路。
中心城轨道交通建设	2011年实现2条新线分段开通;2015年轨道运营总里程达到561公里以上。
公交快速通勤网络	新增、延长公交专用道150公里以上。

刚刚经历过奥运大规模市政建设的首都北京尚且如此,其他城市未来也将跟随。从国际经验也支持这一结论:50年代到60年代,都是美国基础设施建设投资增速最快的时期。

图2 美国基础设施人均拥有量



因此,无论是工业化正在进行中的中西部地区,还是工业化已完成的北京、上海,传统行业仍有大量的需求,只是在工业化已经完成的地区,需求正逐渐由机器设备投资转向基础设施建设。简单的推论就是,基础设施相关产业水泥、钢铁、机械的需求,并不会随着工业化和城市化的结束而减退,行业成长性有望保持较长的时间。相对其处于历史低点的估值,安全边际凸显。未来,这些传统行业成长性也将逐渐改变市场对其看法。看法转变之间,相关上市公司的投资者将分享到不错的绝对收益。加上传统产业投资对选股能力要求不高,投资者更容易把握,也在一定程度上降低了投资的风险。

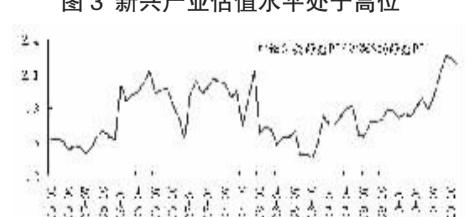
《投资者的未来》中问到,如果处于50年代的美国,你将投资IBM还是新泽西标准石油?你清楚地知道了未来将要发生的事情:IBM将成为20世纪上最伟大的公司之一,而新泽西标准石油则是传统产业的典型代表。但十有八九我们会做出错误的选择——事实上,IBM是输家。因此,我们还是要回到了巴菲特的逻辑,以合适的价格买入股票:IBM的平均市盈率是新泽西石油的将近2倍,但未来两者成长性的差异比预期小。

表2 IBM和新泽西标准石油的市场数据(1950-2003)

	平均市盈率	EPS增长率	年收益率
IBM	26.76	10.94%	13.83%
新泽西标准石油	12.97	7.47%	14.42%

现在的我们也面临着50年代美国投资者一样的选择,对比一下A股市场中传统产业和新兴产业估值差异,我们需要反思,是否过于低估了传统行业的成长性呢?

图3 新兴产业估值水平处于高位



名家专栏

袁宣

2011,追踪中国制造升级

申银万国首席策略师 袁宣

中国经济正在进入转型的中期,在此阶段,制造业的升级是必由之路。这一进程不仅将得到政策的推动,也会受到正在加速的城镇化需求以及正在转向内需市场的企业供给这两股力量的带动。我们看好其中蕴含的投资机会,特别是看好铁路设备、输变电设备、通讯传输设备、重型机械、冶金采矿设备等领域的高成长性,并推崇能够在业务上实现“传统+新兴”完美结合的企业。

就市场运行节奏而言,我们倾向于先防御、后进攻的策略。目前,中国经济的复苏态势良好,但通胀压力极为明显,关系民生的产品价格正在大幅上涨,而且房价环比仍在上涨,我们预计在未来的三个月,政策紧缩的风险将非常显著,特别是一些行政性手段的动用,会对股指构成压力。在经历了及时而且持续的调控后,预计明年二季度以后的通胀压力和房价压力都将有所减小,从而进入政策观察期。同时,对经济增长的担忧情绪可能升温,这将产生对政策放松的期待,进而有助于股市的企稳回升。

中国制造:政策推动将由“大”变“强”

尽管“中国制造”一词早已风靡全球,但这更多的是指中国制造业的数量庞大,就质量而言,我国的制造业仍有较大的提升空间。

从小家电、钟表、玩具,到钢铁、水泥、汽车,我国生产的200多种工业产品的产量已位居世界第一,制造业整体规模位居全球第二,并具备极强的出口竞争力。然而,在高端制造领域,我国依然处于净进口状态,特别是电力机械、科学仪器、特种工业机械、军工机械等技术含量较高的行业,进口额远高于出口。在联合国工业发展组织对全球106个国家工业竞争力绩效的排序中,我国刚刚挤进前1/4分位,显然,这与全球制造业第二大国的身份极不相称。因此,提升中国制造业的层级,既有空间,也有必要。

在《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》中,就明确提出了升级传统制造业并培育战略性新兴产业的要求。

“12”改造提升制造业。制造业发展重点是优化结构,改善品种质量,增强产业配套能力,淘汰落后产能。发展先进装备制造业,调整优化原材料工业,改造提升消费品工业,促进制造业由大变强。”“13”培育发展战略性新兴产业。……积极有序发展新一代信息技术、节能环保、新能源、生物、高端装备制造、新材料、新能源汽车等产业,加快形成先导性、支柱性产业。”相信随着“十二五”的开局,制造升级这个主题有望进一步受到政策的推动。

从直接的催化剂而言,城镇化需求的拉动、供给转向内需市场的撬动是两个现实的推动力。随着产业的大举内迁和农民工从沿海向内地的回流,中国中西部的城镇化进程正在加速。

随着政策推动进城农民工向市民的转化,城镇化的需求正在逐步释放。可以说,城镇化加速已经成为中国经济运行的一个重要特征。在此背景下,交通网、信息网和能源网建设也正在提速。

为了缩短城市之间的时间距离、更好连接大中小城市,由此推进城市群建设以及城市之间分工互动的良性发展,“十二五”期间我国在交通网建设方面会加大投入。这将主要表现在连接大城市的跨省高速铁路建设,连接省内主要城市的城际铁路建设,以及改善市内交通的市内轨道交通(地铁等)建设。申万研究所的测算显示,“十二五”期间预计将新建时速200公里以上的客运专线(包括高铁和城铁)超过1.25万公里,新建市内轨道交通近3200公里。随着轨道交通建设的大举铺开、建设和通车,将对测绘、施工、工程机械、铁路设备等行业形成实质性的带动。

为了全面提高信息化水平,我国提出要实现电信网、广播电视网、互联网的“三网融合”,构建宽带、融合、安全的下一代国家信息基础设施,并推进物联网研发应用。这意味着,光接入设备、物联网、云计算等信息设备和服务领域,将迎来高增长时代。

为了在增加能源供应的同时改善能源结构,我国将大力发展核电,并加大海洋油气资源的开发力度。同时,考虑到中国资源蕴藏主要集中在西北部的现实,为了能将西北地区发出来的电力,传输到东南部的耗电区域,特高压电网建设时不我待。由此,核电设备、海洋工程设备、特高压传输设备领域即将展现爆发式增长。

在此背景下,铁路设备、输变电设备、通讯传输设备、重型机械、冶金采矿设备等领域的一大批具备高端装备研发和生产实力的企业将脱颖而出,



制图/官兵

进入高成长的轨道。

供给转向内需市场的撬动:进口替代、出口转内销的加速,带动装备制造、医药、轻工、纺织服装等行业的龙头企业加速成长。在海外经济复苏缓慢,外需存在不确定性的背景下,国内市场显得更为可靠。

最确定的内需市场是对进口产品的替代,因为需求原本就已存在。为达到替代进口的要求,需要先对产品和技术加以升级,才能享受快于行业成长性的扩张速度。我们看好那些目前处于贸易逆差状态(表明进口产品正占领着国内市场),但逆差幅度正在收敛(表明国内企业正在具备进口替代实力)的行业中的龙头企业。此外,实施出口转内销战略的企业,需要建立自己的品牌和渠道,由此提升市场控制力,并享受更高的成长性和利润率,这也是我们看好的制造升级的一种形式。

就企业的特质而言,我们看好“传统+新兴”的结合体。这样的企业,是在传统产业的基础和积淀上,形成新的技术突破和提升,因而既拥有传统产业的较低估值,又享受新兴产业的高成长性。当然,如果其所处的市场格局属于寡头垄断则更佳,这样可以顺利传导原材料价格的压力。

市场节奏:先防御,后进攻

经济进,政策退:2011年一季度之前,紧缩风险显著。目前中国经济复苏态势良好。7月以来,中国的制造业PMI指数持续走高,确认中国经济环比回升的势头。10月以来的经济数据

还显示,工业增加值增速的季调环比值已高于2000年以来的均值水平。同时,投资同比增速超预期的小幅回升,出口增速大幅超预期,也在展示中国经济环比回升的势头较为强劲。在此情况下,超预期上涨的物价会成为政策着力的焦点。

储户对当前物价的满意度和容忍度降低。人民银行的调查显示,随着CPI的上涨,城镇储户对当前物价的满意度快速下降,目前已创下近年来的新低。而且从时间序列的趋势来看,十年来,物价满意度呈趋势性下降态势,这表明老百姓对通胀的容忍度在不断下降。因而,抗通胀的必要性正在提升。

2011年第一季度通胀压力显著,政策紧缩的迫切性提高。从翘尾因素来看,2011年上半年,特别是一季度,CPI的涨幅可能再创新高,因此,通过政策紧缩来抗击通胀的必要性十分明显。房价环比仍在上涨,抑制政策还将加码。尽管9月底公布了更严厉的地产调控政策,但10-11月全国70个大中城市房屋价格仍环比分别上升了0.2%和0.3%。由于“9.29”新政提出“严格执行问责制,对政策落实不到位、工作不得力的,要进行约谈,直至追究责任”,预计未来一段时间针对住宅市场的调控还会加码,以期在明年两会前见效。

而调控带来的压力将在未来一个季度不时显现。其实,股市并不畏惧加息、加准备金等市场化的手段,因为其效力需要时间来积累。更让人担忧的,是一些行政化的调控手段,往往会对

股指构成明显的压力。

就治理通胀而言,历史上曾用过的行政手段包括价格干预以及信贷额度控制。近十年来,发改委曾在2004年4月23日和2008年1月15日宣布对限制涨价的行政干预。人民银行和银监会曾在2007年10月和2010年1月动用过严厉的信贷额度控制。之后的股市都出现了明显下跌。

房地产调控的一个派生影响,是可能对地方财政和投资产生压力。历史上看,住宅销量领先于土地购置。由于我们预计在持续的调控压力下,未来住宅销售或相对低迷,同时开发商的融资渠道已被收紧,在资金链的压力下,开发商的购地需求终将减少,从而对地方财政以及地方政府主导的投资形成压力,进而影响股市投资者对中国经济前景的预期。

2011年二季度后将进入政策观察期

2011年二季度CPI和房价调控有望见效。如果调控措施是及时而且持续的,那么预计到二季度以后,通胀压力和房价压力都将有所减小。这样,进一步出台紧缩政策的必要性会下降,从而进入政策的观察期。

同时,在经历了密集的紧缩调控后,对经济增长的担忧情绪可能升温,在物价和房价得到一定控制的前提下,对政策放松的期待会开始萌动,这将有助于股市的企稳回升。

(作者为第八届新财富最佳分析师评选策略组第一名获得者,团队其他成员为朱安平、凌鹏、夏钦、冯宇等)

央企整合目标:更高更快更强

东方证券策略团队

五矿发展(600058.SH)、*ST关铝(000831.SZ)报收于涨停。

我们认为,国新公司成立的背后仍有深意。王勇上任之后央企整合的趋缓和国新公司成立进度的一再推迟,意味着央企整合政策导向已经发生变化,即央企整合质量比数量更重要,数量的减少要服从工作质量和效果的需要”。然而,国新公司在这一时点挂牌成立,并以参股五矿股份的形式实现首次亮相,而国资委则一改此前的低调,对于国新公司的定位进行了权威、全面而深入的解读,这一系列事件都令我们对于央企整合有了更加深刻的认识。

更高——全面理解央企整合的战略高度。根据国资委的定位,国新公司承担和发挥的主要任务和作用包括:1)持有国资委划入国新公司的有关中央企业的国有产权并履行出资人职责,配合国资委推进中央企业重组;2)

接收、整合中央企业整体上市后存续企业资产及其他非主业资产,配合中央企业提高主业竞争力,因此,作为配合国资委专门从事国有资产经营与管理的企业化操作平台,国新公司的成立不仅是推进中央企业重组、促进中央企业持续发展的一项重要举措,同时也是国资委深入贯彻落实党中央、国务院关于调整国有经济布局结构调整优化、加快经济发展方式转变等一系列精神的全面体现。此外,王勇也表示,国新公司会参与央企对战略性新兴产业以及关系国家安全和国民经济命脉的其他产业进行辅助性投资,支撑相关产业前期发展等方面经营活力”。这与我们在此前报告中提到“央企整合中要体现国有经济布局战略性调整的精神,下一步国资委的努力方向也将转向进一步做强央企”以及“央企整合重点将转向支柱产业及高新技术产业”的观点几乎是完全一致的。

更快——国新公司成立或将成为“十二五”央企整合提速契机。

我们注意到,国资委表示“实现原定目标(指减少至100家以内)还需要一定的时间,以便把工作做得更深入、更细致、更稳妥。”我们的想法是:推进中央企业的重组、实现资源优化配置的方向不动摇,具体工作的进度服从于实际工作的需要,首先要保证重组的质量和效果,确保企业的稳定,条件成熟一家重组一家,直至实现中央企业布局结构的优化。”央企重组是国有资产在企业间的集中,户数的减少只是重组取得进展的外在表现,更重要的进展是在国有资本等资源优化配置方面取得的实效,特别是对提高企业市场竞争力产生的促进作用。这是检验重组成效的唯一标准。

更强——国新公司将为央企整合带来新形式。关于国新公司的起步工作中,王勇指出国新公司的工作具有很强的探索性和挑战性,既要积极探索,又要谨慎从事,探索有效的运作模式,更好地发挥应有的作用”,而近期国新公司参与五矿整体上市的行动也充分说明了国新公司对于新整合形式的积极尝试。

投资逻辑与投资标的:我们继续维持此前的投资逻辑,即受益于国有资产的战略性调整,以及相关央企在产业链上的布局(包括内部整合、资产运作与海外并购),建议关注军工(中航集团、中航科工集团)、机械(中国机械工业集团有限公司)、医药(中国医药集团总公司、华润集团)有限公司)、电子(中国电子信息产业集团有限公司)、化工(中国化工集团公司)、冶金(中国五矿集团公司)、建材(中国建筑材料集团)等支柱产业央企集团,个股方面,继续重点推荐:葛洲坝、中国中铁、中国建筑、天地科技、现代制药、长城电脑。