

经济转型、利润转移和产业演化

——2008年下半年A股市场投资策略分析

●当毛利率下降遭遇通货膨胀,意味着生产率提升无法超越成本上升,中国经济必然转型。经济转型的本质在于通过产业升级寻找一条既能在宏观上避免通货膨胀,又能在微观上保证企业盈利水平的出路。

●经济转型成功最具有成长潜力的行业集中在现代服务业和先进制造业。包括金融地产、医疗保健、文化娱乐、通信服务等消费服务业以及工业中代表更高技术密集和节能的行业如机械装备、机电设备、航空工业等,而资源加工类行业则有新崛起。新能源、节能降耗、3G、大飞机等有望成为工业化转型的切入点。

●我们倾向于认为:第一,上游采掘业仍在走景气上坡路,但可能正在靠近顶点;第二,因成本大幅上升和需求面临回落,制造业良性增长机制受破坏,景气仍在下滑;第三,制造业良性增长机制的破坏使金融地产受到牵连,潜在风险尚未解除;第四,石油石化和电力等公用事业正在接近景气谷底。建议布局景气正在靠近底部而有望复苏的石油石化、电力;仍可关注景气仍未走完的上游采掘类及相关如煤炭、新能源、能源服务等;金融地产和制造业尚需等待。

招商证券研究所

近年来,中国工业毛利率以及利润增长越来越具有成本决定特征。成本上升最终要么体现为企业利润率水平的压力,要么体现为工业品出厂价格和通胀压力。这种趋势在2007年下半年表现得越来越明显。当这两种压力都达到一定程度时,寻找一条既能在宏观上避免通货膨胀,又能在微观上使工业维持合理水平的经济增长出路就成了必然。事实上,这就是“转型”的本质涵义。如果我们把过去依赖生产要素(劳动力、资源、土地)价格低估优势、采取低附加值的国际竞争模式称作中国工业化上半场的话,转型压力恰恰是工业化上半场发挥到极致的表现,同时又是开启中国工业化下半场的契机。

一、工业化转型机制——宏观与微观的证据观察

1、转型初始原因:生产要素价格重估

过去几年中国经济高速增长的模式无非就是参与了国际分工,建立了一个世界加工厂,为全球制造商品。所谓的工业化和城市化以及内需,很大程度上无非是这个增长模式的表现形式或者派生结果。这种模式的前提是生产要素价格包括土地、劳动力、资源以及汇率低估,从而中国能够生产出廉价的具有国际竞争力的商品。然而这些前提目前正在消失:土地价格、劳动力价格、资源价格全都已经出现大幅上升,汇率在加速升值,出口增速面临回落。生产要素价格的重估是中国过去几年这种经济增长模式的结果,同时又是促使这种经济增长模式走向终结的原因。

通货膨胀意味着劳动生产率提高速度或者产业结构升级速度已经不能弥补生产要素价格的上升速度。因此,过去几年中国经济高速增长所依赖的前提已经消失甚至开始起反作用,未来的选择只有两个:除非我们可以使劳动生产率或产业升级能够在短期内出现大跃进,否则经济很可能要经历阶段性调整;中长期内,只有经济转型(见附图)。

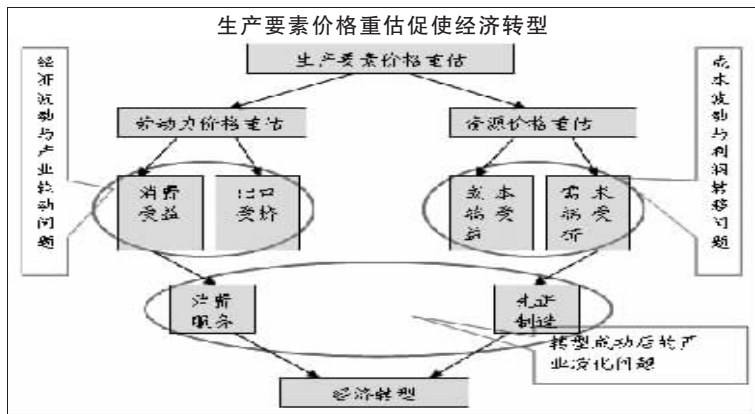
2、转型压力:当毛利率下降遭遇通货膨胀

从2001年来的数据看,中国工业的毛利率出现持续下降,从18.5%左右下降至15%左右,尤其是2003-2006年期间,下降较为明显。一般说来,当毛利率下降到一定程度从而开始威胁企业盈利能力时,工业品价格必然上涨,2007年下半年PPI持续上升可以说是工业企业对成本上升和利润率下降达到容忍程度的一种表现。但当微观层面企业盈利压力转化为涨价压力,进而转化为

宏观通胀压力时,经济在短期内便可能面临调整,而长期内不得不选择产业升级和经济转型。因此,转型的本质涵义可以说是,在成本大幅上升情况下寻找一条既能在宏观上避免通货膨胀,又能在微观上保证企业盈利水平的出路。即当毛利率持续下降遭遇通货膨胀时,便意味着经济可能进入转型边界。

3、经济转型期的经济特征

上述逻辑事实上也告诉我们,在经济转型过程中,经济背景很可能是通货膨胀、经济减速和企业盈利能力下降同时并存,这恰恰就是过去半年多来我们看到的情况。



从上世纪70年代上半期日本工业化转型经验看,第一次石油危机和日本60年代末开始的劳动力价格重估事实上促成了日本工业化进入工业化的下半场。经济转型的压力期内,日本经济变量大体上也是通胀、经济减速和企业盈利下滑。同时成本大幅上升导致了1973-1975年间制造业竞争力破坏,这体现为国际贸易失衡的纠正和日元汇率升值步伐放缓甚至阶段性贬值,但正是其后产业结构升级和经济转型的迹象和压力。

二、转型压力期的工业利润转移和金融资产增长机制

转型过程可分为两个阶段:一是转型压力期;二是转型成功期。在转型压力期和转型成功期经济形势和产业结构并不相同,利润在不同行业之间的分配也不相同。

1、分析框架与思路

在转型压力期内,企业毛利率下降压力转化为成本推动的通货膨胀,经济增长面临调整。在这一阶段,产业链上不同环节的价格波动所引发的利润转移和重新分配是决定不同行业投资机会的关键因素。我们大体上可以把产业链自上而下分为三个环节:上游采掘类、中游原材料类、下游加工制造类(即包括生产资料中的机械设备,也包括生活资料中的家电等)。上中下游行业之间既存在自下而上的需求传递关系,也存在自上而下的成本传递关系。

2、成本波动与利润转移

在中国,尤其是2006年以来,工业的盈利能力大体上取决于采掘类价格指数波动,并与其负相关,中下游的原材料类和加工制造类更是如此。在大宗商品价格形成明显回落趋势之前,中下游的钢铁建材等原材料行业和机械、汽车、家电等加工制造类行业仍将面临成本和盈利压力,尽管它们的价格在上涨;而在新一轮工业品价格指数上涨过程中,盈利能力增强的只是采掘类行业,其景气趋势可能仍然没有结束。相应的,我们可以预计,如果未来工业品出厂价格指数出现回落,那么采掘类行业的景气将趋于回落,而

利润在行业之间进行有利于能源资源等采掘业的再分配

而中下游制造业的良性增长机制产生了破坏性压力,甚至可能会牵涉到金融地产。那么,从经济转型压力到经济转型走向成功的内在机制是什么呢?从高油价背景和一系列政策和政府行为看,新能源、节能降耗、3G和大飞机等很可能成为中国工业化转型的切入点和契机。

1、从压力期到成功期的桥梁:新能源——2008年3月份发改委公布了调整后的《可再生能源发展“十一五”规划》,计划到2010年实现水电总装机容量1.9亿千瓦,风电总装机容量1000万千瓦,生物质能发电总装机容量550万千瓦,太阳能发电总装机容量30万千瓦的目标。

其中,风力发电在可再生能源中技术最为成熟,这使得风力发电具备了大规模商业化运作的基础。节能降耗——国家发改委等四部门印发的《节能发电调度办法实施细则(试行)》及《2008年全国商务领域节能产品目录》首次发布体现了政策推进的重点领域和行业方向。明确的政策预期将给节能领域的细分行业带来潜在的投资机遇,其中输配电侧节能设备的采用是节能减排最直接见效的领域。

3G——2008年5月24日,工业和信息化部、国家发展和改革委员会、财政部联合发布了《关于深化电信体制改革的通告》,新一轮的电信重组启动。此次重组将带来运营格局的变化,将使得国产3G标准获得更大支持。这两个变化都会直接带来设备采购增加,特别是对国产3G标准设备采购的增加。

大飞机——大飞机研制是一个高度综合性的战略产业,具有资本密集、技术密集、高风险、高附加值的特点。大飞机研制现在处于刚刚起步阶段,短期内不会使相关行业业绩有实质提高。但从长期看,航空制造业、钢铁、有色金属、化工、机械制造等行业都会极大的受惠于大飞机项目。

2、转型成功期的产业结构演化方向

经济转型压力期主要体现为能源资源、劳动力价格大幅上涨导致

3、转型成功期的服务产业结构

根据三次产业结构变化规律,随着劳动力、土地、能源资源等生产要素价格大幅上涨,不同生产要素投入的边际收益发生变化,企业选择生产要素的偏好也会发生改变,从而工业内部各主要行业的结构会随之改变。比如上世纪60年代末后,日本的劳动力价格持续上升,企业逐渐采取机器替代人的方式应对劳动力成本的提高,从而企业资本中机械设备的比重持续提高,从70年代初的30%提升至70年代末期的近50%,拉动了日本机械行业增长。

3、行业选择与建议

根据上述逻辑,我们在行业选择方面建议开始布局并关注景气正在靠近底部、有望因价格管制放松而复苏的石油石化、电力;仍可关注景气仍未走完的上游采掘类及相关行业,如煤炭、新能源、能源服务等;基于成本——利润之间的转移关系,对中游制造业的钢铁建材、机械、汽车等制造业仍保持相对谨慎态度。但可关注受惠于上游行业景气或政策导向的采掘业设备、新能源设备、通信设备,以及因大飞机工业所切实受益的行业等;基于“制造业——金融地产”之间互动机制,我们仍然认为金融地产估值水平大幅下降后体现出投资价值,但真正的行业景气复苏尚需等待和观察。

(执笔:陈文招、苏丹)

我国城市其实已经具备了产业结构调整的条件。造成这种产业结构调整的原因,主要同样在于市场自发和政府政策导向两个方面:一是居民消费结构的改变;二是政府政策导向。

事实表明,在经济转型成功后,最具成长潜力的行业应该集中在金融地产、医疗保健、文化娱乐、通信等消费服务业以及工业中代表了更高技术密集和节能的行业,如机械装备、机电设备、航空工业等,而资源加工类如金属冶炼、非金属加工、化学化工等则有所崛起。

四、转型期的行业选择思路

1、重点产业的景气位置

就长期而言,我们相信,或许经过经济转型阵痛后,未来最具成长性的行业集中在金融地产、医疗保健、文化娱乐等消费服务业以及工业中代表了更高技术密集和节能行业,如机械装备、节能机电设备、通信等领域。但就目前的产业景气位置而言,根据成本波动与利润转移以及经济波动与产业联动,我们判断:第一,上游采掘业仍在走景气上坡路,但可能正在靠近顶点;第二,银行地产景气高点已经出现,未来最大的不确定性在于会不会由于制造业良性增长机制遭到破坏,而使金融地产的良性增长机制受到牵连;第三,制造业仍在景气下坡路

2、油价是影响未来宏观趋势和产业景气趋势的关键因素

对原油价格未来半年的趋势目前我们尚不能作出断言,但是按照上述逻辑:如果原油和大宗商品价格继续上涨,那么全球经济调整可能仍需较长时间并有可能硬着陆,同时意味着采掘领域如煤炭、新能源、能源服务等投资机会仍将增加,景气趋于上升;第四,石油石化和电力等公用事业因为成本压制和价格管制正在靠近景气谷底,价格管制的一旦松动将带来景气反弹。

3、对政策层面的影响:宽财政,紧货币

三次灾害合计使得农作物受灾达663万公顷,占全国农作物面积4.3%;生猪死亡可能达到1000多万头(占全年出栏量2%),我们认为这可能抬高下半年农产品通胀压力。因此,尽管6-8月份CPI通胀受季节性因素和翘尾因素影响有所回落,但这种回落是短期和不稳固的,9月份CPI便可反弹。而且受原油和大宗商品价格继续高涨影响,明年通胀压力将显著高于今年。

2、对今年经济增速起到支撑作用:三次灾害合计经济

损失估计值近6800亿元,占GDP达2.7%。但这一损失主要是对资本存量,而作为流量概念的GDP所受影响要远小于此。并且GDP增长还会受到约2200亿元的灾后重建(占GDP约0.9%)的正面推动,因此我们维持今年经济增长10.5%的判断。

3、对政策层面的影响:宽财政,紧货币

更为明显,目前宽财政已实际出现(中央政府决定今年对灾后重建支出950亿元)。但鉴于通胀仍在高位,货币紧缩态势不会改变。

4、灾后重建的“宽财政”并不会显著影响政府财政状况

目前的灾后重建款项主要来自于预算内的资金,而非超预算支出,今年财政收支增长远高于预算目标。但是值得指出的是,对于成品油的持续补贴可能继续推高国际油价,从而使得中国财政情况在明年恶化,因此我们建议政府应进行成品油价格改革。

行业点评

除洗衣机外空调冰箱增长存隐忧

国家统计局近期发布了5月份家电产量,除洗衣机增速加快外,空调和冰箱近期增长存在隐忧,但仍好于市场过于悲观的预期。

联合证券:

近期空调和冰箱需求困境并不能说明家电需求下滑已成趋势。气候、成本压力影响的只是短期需求,决定家电持续需求的最关键因素在于实际消费能力而不是其它。因此,关注实际消费能力变化趋势和消费挤出效应的作用机制具有更重要的意义。而且不应该忘记的是,作为竞争性行业,每一次行业困境之际都是行业加速洗牌之时。只要持续看好中国内需的适度成长,只要认可家电龙头企业市场竞争力,就不应该对家电龙头企业成长性过于悲观。

1)5月份洗衣机、冰箱、空调产量分别同比增长

28.6%、10.3%、8.1%,1-5月份累计同比增长分别为18.5%、17.5%、14.1%。

2)洗衣机需求持续旺盛。由于洗衣机出口以新兴市场为主,出口维持较快增速,1-4月份同比增长15.1%。内销市场上滚筒洗衣机的升级换代趋势仍在持续,1-4月份销售量同比增长33%,远高于行业平均水平。

3)冰箱增速在回落,尤其是5月份旺季环比略为

下滑,且从冰箱上游工厂反馈情况来看企业后续生产存在压力。加之冰箱出口增长停滞,近期冰箱需求压力较大。

4)空调增速虽仍低于10%,但高于4月份的增速

5.2%,企业排产情况有所好转。不过由于5月份南方雨水较多,气候凉爽,造成5月份空调终端销售情况并不理想,6-7月份将决定空调行业全年销售业绩。

(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.goal.com)

券商研究机构评级目标涨幅巨大品种追踪

(统计日:6月1日至6月19日)

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	发布时间	目标价	6月18日收盘价	目标涨幅(%)	2008报告预期		2009报告预期		2008一致预期		2009一致预期	
								EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE
000002	万科A	中投证券	强烈推荐	6-5	37.50	10.27	265.14	1.250	8.216	2.120	4.944	0.761	13.493	1.138	9.022
000002	万科A	兴业证券	强烈推荐	6-9	31.75	10.27	209.15	1.270	8.087	1.910	5.377	0.761	13.493	1.138	9.022
000060	中金岭南	联合证券	增持	6-3	42.15	14.52	190.29	1.810	8.022	1.970	5.377	1.244	11.672	1.316	11.031
600550	天威保变	兴业证券	强烈推荐	6-13	85.00	30.04	182.96	0.936	32.094	1.497	20.067	0.850	35.324	1.253	23.969
600547	山东黄金	中银国际	优于大市	6-11	121.00	46.15	162.19	3.030	15.231	3.160	14.604	2.591	17.814	2.941	15.691
000002	万科A	国泰君安	增持	6-5	25.30	10.27	146.35	1.150	8.930	1.720	5.971	0.761	13.493	1.138	9.022
000581	威孚高科	中投证券	强烈推荐	6-16	22.00	9.08	142.29	0.540	16.815	0.800	11.350	0.541	16.787	0.813	11.173
600299	蓝星新材	中银国际	优于大市	6-2	47.00	19.65	139.19	1.361	14.438	2.212	8.883	1.068	18.391	1.500	13.102
000002	万科A	KGI	增持	6-10	24.00	10.27	133.69	1.100	9.336	1.600	6.419	0.761	13.493	1.138	9.022
000876	新希望	东方证券	买入	6-16	20.00	8.96	123.21	0.500	17.920	0.880	10.182	0.525	17.062	0.809	11.075
000926	福星股份	万联证券	买入	6-11	14.00	6.35	120.47	0.950	6.684	1.430	4.441	0.887	7.159	1.250	5.081
002218	拓日新能	招商证券	强烈推荐	6-15	45.00	20.59	118.55	0.670	30.731	1.130	18.221	0.664	31.006	1.109	18.565
600594	益佰制药	东海证券	买入	6-10	20.40	9.75	109.23	0.570	17.105	0.840	11.607	0.467	20.878	0.635	15.354
600280	南京中商	广发证券	买入	6-4	30.00	14.57	105.90	0.530	27.491	0.870	16.747	0.530	27.491	0.870	16.747
000002	万科A	招商证券	审慎推荐	6-5	21.00	10.27	104.48	1.240	8.282	1.820	5.643	0.761	13.493	1.138	9.022
600030	中信证券	UBS	买入	6-6	52.00	26.27	97.94	1.750	15.011	2.410	10.900	1.672	15.713	2.062	12.740

说明: 1)“目标涨幅巨大”最直观地表达了研究员对企业的估价认识,目标价与现价差异也从侧面反映了研究员对股票的认可程度和自信程度。目标价取自各卖方机构的研究报告数据。 2)以上研究成果只反映卖方机构研究员的认识,并不代表市场以及买方机构投资者的观点,在应用时应考虑到研究者和投资者思维的差异性,同时也需要注意区分研究员的研究水平、注意卖方机构观点出后市场的反映情况等。因此,我们同时给出一致预期数据,这一更能代表市场平均预期水平的指标,将对您的投资提供新的依据。

(数据来源:上海朝阳永续一致预期 www.goal.com)