



中证策略

潜在增长率放缓 期待新制度红利

2009年底至今一季度，中国经济呈现增速下降、通胀持续走高的格局，GDP增长率从2009年四季度的12.2%下滑至今年一季度的8.1%，CPI则从2009年12月的1.7%最高升至2011年7月的6.5%，今年一季度仍维持3.8%的高位。经济增速与物价长时期背离很可能意味着中国潜在增长率实质下降。

潜在增长率下降，已有的制度红利将终结是重要原因，但更主要的可能是中国第一次人口红利面临转折，即将消失。这一背景下，我们期待新一轮的改革来提高全要素生产率，实现微观主体的优胜劣汰。

劳动力供给逆转

与过去三十年相比，中国经济运行最大的不同是劳动力供给发生转折性变化。二元经济条件下劳动力无限供给的条件消失，使得农民工工资在2004年之后出现全国范围较为普遍的上涨，且愈演愈烈；在宏观价格上，则反映为家庭服务及加工维修价格的涨幅远超同期CPI涨幅。尤其需要注意的是，中国新增劳动力在2012年左右开始急剧减少，根据我们的测算，总劳动力在2012年达到顶峰后将开始负增长，人口抚养比也在2012年达到最低点，这意味着中国第一次人口红利临近转折点。

人口结构的转变将深刻影响要素相对价格、经济增长方式、产业结构、资产配置等方面。首先，劳动力供求关系的变化将带动资本边际报酬率快速下降。从需求来看，投资对经济增长的拉动将出现下滑，从供给来看，存量资本的增长速度下降，导致潜在增长率下滑；其次，与过去相比，劳动力将变得相对稀缺，这意味着劳动力价格存在较大的上涨压力，对劳动密集型产业将产生较大的冲击；第三，中国经济的增长方式面临转型压力，与过去相比，主要的要素投入——劳动力、存量资本都不支持经济维持以往的

高速增长，因此经济增长必须从依靠要素投入转型为依靠提高全要素生产率；最后，人口抚养比开始上升，中国储蓄率与投资率已经见顶，特别是储蓄人群出现结构性变化将影响资产配置。未来10年，接近退休人群占比将逐步上升，他们将更倾向于投资于风险较低的固定收益类资产。

反映在政策选择上，以往保增长即为保就业，但是随着人口结构的转变，就业压力变小，保增长要求随之下降。2009年四季度以来，GDP增速从12.2%下滑至今年一季度的8.1%，但是就业情况并未出现明显恶化，全国求人倍率（劳动力市场需求人数与求职人数之比）已经连续6个季度高于1，今年一季度更是达到1.08，创下历史新高，显示职位需求高于劳动者供给。这也从侧面印证了随着中国经济潜在增长率的下降，中国已经不需要以往的高增长来保就业。

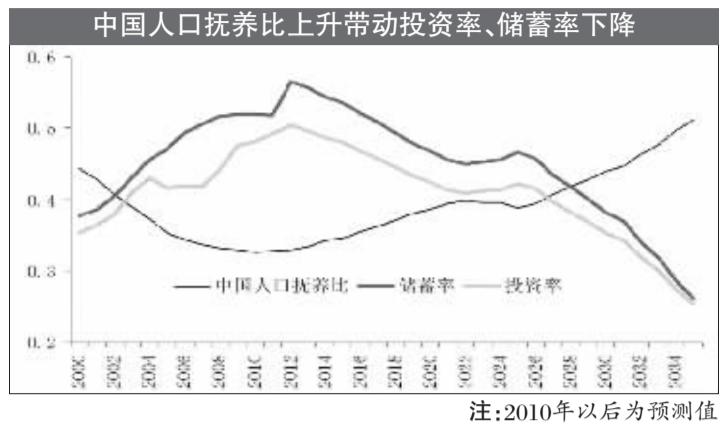
WTO红利行将终结

WTO红利行将终结，是劳动力供给出现转折性变化外另一个缓慢但确定、深刻的变化。一方面，中国的进出口总额已经占到全球份额的大约10%，从德国、日本和美国的历史看，这已经是天花板，中国想要获得更多的外贸份额，将遭遇更多贸易保护主义的挑战。另一方面，美国次贷危机、欧洲债务危机的爆发，预示发达国家依赖高负债维持国民高福利的时代恐将结束，中国传统的出口市场面临挑战。

我们已经看到经常项目下的顺差逐渐收窄。贸易顺差在2008年达到2981亿美元的峰值后，逐年下降至2011年的1551亿美元，占GDP的比重由2007年8.77%的顶峰时期下滑至2011年2.6%，可以预计，贸易顺差逐年递减的趋势还将持续，并最终稳定在一个水平上。

谨慎使用逆周期调控

人口结构的变化与WTO红利的行将终结也对货币投放产生影



注:2010年以后为预测值



数据来源:CEIC、中证研究中心

响。不过，我们认为应该谨慎使用逆周期对冲工具。

理论上，降低资金价格能够刺激投资意愿，但实际却遇到了重要制约因素。第一，经过2008年的宽松，目前政府、企业和居民杠杆率已然较高，即使降息也无法再度杠杆化。2012年一季度非金融上市公司的资产负债率达到59.2%，创下历史新高，房地产业更是高达71.7%，接近11万亿元的地方政府债务余额也使得公共部门加杠杆空间极为有限；第二，银行不良贷款周期来临，不支持私人部门加杠杆。短期贷款多增、中长期贷款少增显示私人部门去杠杆，而票据量升价跌显示银行主动配置票据类低风险资产，呈现惜贷倾向；第三，投资在当前是产能，试图以投资需求来消化过剩的产能，无异于饮鸩止渴，只会进一步加重产能过剩的风险，对金融系

统的冲击也就不言而喻了；第四，经济发展有其自身规律，强行拉升经济运行在潜在产出之上，将不可避免地出现通货膨胀。GDP增速在2009年四季度达到波峰，CPI增速在2011年第3季度才达到波峰，时间长达7个季度，这反映了之前经济一直运行在潜在产出之上；第五，较低的投资回报率降低了投资意愿，经济下滑，边际资本回报率下行，民间投资意愿下降，如果依赖宽松的货币政策以及政府干预银行放贷来刺激投资，很可能重蹈日本的覆辙。

他山之石，可以攻玉。上世纪70年代后日本第一次人口红利消失，潜在增长率开始放缓。广场协议后，为了对冲升值国内经济的冲击，日本政府对内采取扩张的货币政策与积极的财政政策，银行对内债权占GDP的比重不断上升，股价、地价、楼价大

幅上升，资产泡沫迅速放大。1989年日本政府开始施行紧缩货币政策，国内广谱利率快速上升，随后股价和地价出现“崩盘式”下跌，银行形成大量坏账，日本经济进入了长期的“资产负债表修复”过程。与此形成鲜明对比的是，同样在广场协议后，面对马克升值的压力，德国对内货币政策依然极为稳健，而将功夫用到产业升级、职业教育等诸多改善经济结构、提升长期竞争力的改革上，反而避免了经济大起大落，保证了稳定增长。

推进新一轮改革

诚然，当前中国现状与日本、德国也有较多差异，但共通之处在于，潜在增长率趋势性下降后，社会心理会根据惯性维持以往的高速增长预期，那么纠正增长预期并在实施过程中保持耐心，就非常必要。动辄放松银根等想法，显然忽视了生效的背景和环境，也与结构调整和持续发展背道而驰。人口结构的转变决定了依靠要素投入获得经济增长的道路已经走到了尽头，中国经济增长必须从依靠要素增长转到依靠提高全要素生产率。

回顾历史，制度红利的释放催生潜在增长率上行。改革开放以来，潜在增长率出现了三次明显的上升时期，分别是1978—1985年、1986—1994年、2000—2007年，在这三个阶段，分别有农村联产承包责任制改革、邓小平南巡讲话、加入世贸组织等制度性变革，但是随着时间的推移，已有的制度红利面临释放殆尽。因此，需要新一轮的改革来提高全要素生产率，包括破除垄断、国企改革等经济体制改革优化资源配置，实现微观主体的优胜劣汰。日本的教训是泡沫破裂后政府干预银行支持僵尸企业，使得日本的银行也成了僵尸银行，全要素生产率对日本经济增长的贡献为负，日本接下来是失去的二十年，我们不

应、也不能再步日本后尘。

每周酷图

中药材进入产新期 中药价格向下调整



上周成都中药材价格总指数为112.92点，环比下跌了1.05个百分点，继续五月份以来的缓慢下行态势。5月份中药材打假行动给市场整体行情带来一定的影响，而6月份又进入中药材产新季，中药材市场也进入淡季，中药材价格继续下行的可能性较大。

交易活跃，部分品种受天气影响产量下降，加上各地商家囤积，中药材价格量价齐升。连续两年的高效益带动了药农、农商的种植积极性，去年甚至还出现了严重的留种、抢苗情况，导致许多种子、种苗价格连续翻番。总体上，业内人士认为2012年下半年行情不容乐观。

中药材价格的走低可能会利好成药、中药制剂企业，可以关注天士力、云南白药、红豆药业、昆药制药等相关公司。

几项重要品种价格：

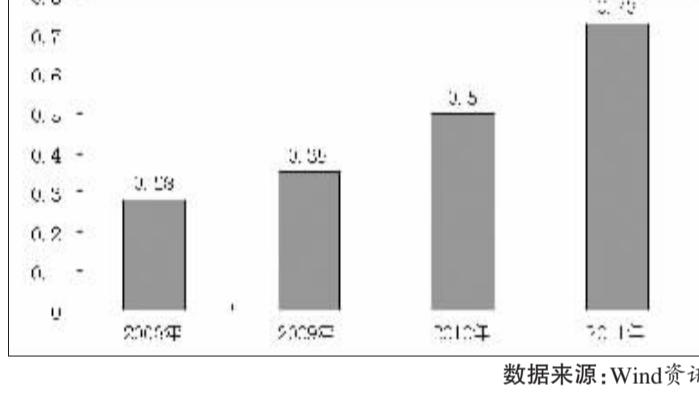
三七：80头：720元/kg，价格高位走稳，连续一个月持平。目前终端市场需求基本稳定，进入产新季后，价格有望回落。

党参：80元/kg，价格走稳。

川芎：12元/kg，进入6月初期，川芎购货商甚多，拉动行情稳步上升。但因该品今年新货产量仍较多，且现产地晒货量尚有，加之进入销售淡季，短期行情应有小幅回落。

公司研究

桑德环境 有望保持较快增长



数据来源:Wind资讯

将在今后不同年份确认。

BOT项目的大量实施，表明除了固废处理工程总承包外，固废领域的投资运营业务将成为公司的重点之一。几年后，公司营业收入中将会有来自固废处理运营方面的贡献。

值得注意的是，公司固废处置已经从最初的城市生活垃圾综合处理发展到焚烧发电，未来将进一步走向细化和多元化发展。

如餐厨垃圾处理方面，淮南市餐厨垃圾处理项目投资额1亿多元，日处理餐厨垃圾200吨；污泥处理方面，西安环保电厂日焚烧污泥400吨（分二期）；工业及医疗危险废物集中处理工程等多个建成的项目。此外还有填埋气发电、废旧汽车及家电电子物品的回收利用等。

随着公司在固废处理上的技术日益成熟和完善，多个细分领域的拓展将使公司在固废市场上具有更大的竞争力。

水务业务贡献稳定收入

公司水务涉及14个子公司，其中10个是污水处理，4个是自来水供水。近年公司该业务经营较为稳定且盈利能力较强。

2010—2011年公司污水处理业务毛利率分别为39.12%和36.3%，给水业务毛利率分别为35.74%和31.42%。从毛利率看，水务盈利能力比较高，预计未来仍将保持较高的毛利水平，成为公司稳定的利润来源。当然，水务收入的绝对量占比将继续下降，因为公司未来业务发展的重点是固废处理，而水务将限于目前的几个地区特别是湖北省内，不再向外扩张。

数据显示，最近四年公司营业收入同比增长简单平均为46.79%，归属净利润简单平均增长36.73%。我们分析，公司今后几年实现这样的增长速度是基本有保障的。

行业观察

台湾电子业绩喜人 行业回暖趋势强化

5月份以来，台湾电子行业营收表现良好。结合行业其他数据和事件，我们认为电子行业的积极因素正得到持续的强化和累积，近期的负面因素不足以改变行业回暖的大趋势。

5月业绩喜人

TEJ(台湾经济新报)数据显示，5月份台湾地区电子行业合并营收同比增长1.5%，增速较4月份上升5.95个百分点，继今年3月份以后，同比增速已经连续两个月改善；环比增长4.33%，基本上延续了今年1月份行业见底之后逐月改善的趋势。

分行业来看，5月份PCB、LCD、IC封测、IC设计、晶圆制造行业的营收同比增速都较4月份有所提高，进一步验证了半导体行业的回暖趋势。

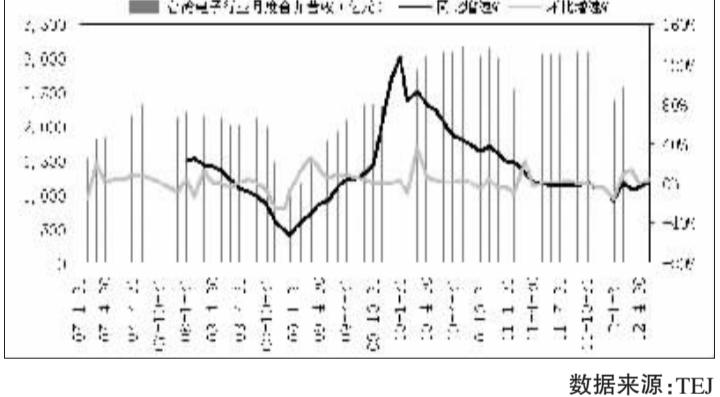
PCB行业合并营收同比增长19.66%，行业龙头健鼎科技近3个月业绩持续改善，5月份营收基本恢复到去年同期水平。与此同时，PCB行业先行指标BB值连续4个月高于1，因此PCB行业回暖的趋势基本可以确定。

晶圆制造行业5月份合并营收同比增长7.37%，增速较4月份大幅提高7.96个百分点，是台湾电子八个细分子行业中，回升趋势最为明显的。晶圆代工龙头企业台积电5月份营收增幅达到20.24%，环比增速连续3个月都接近10%，回升势头强劲。台积电业绩表现优异主要是因其先进制程产品供不应求，台积电已经着手准备20奈米和14奈米工艺，预计市场份额还将有所提高。

增速下滑的两个子行业是手机和触控面板，但这更多是公司自身原因，与行业关系不大。台湾手机龙头HTC目前已经大幅下调二季度营收预测达13%，由于HTC硬件、软件和销售渠道方面仍需完善，且主要竞争对手苹果、三星新品手机下半年都将发布，HTC面临的竞争压力巨大。

行业回暖趋势强化

5月份台湾电子良好的营收表现，进一步验证了电子行业回暖的大趋势。结合行业其他数据和事件，我们认为电子行业的积极因素正得到持续的强化和累



数据来源:TEJ

积，近期的负面因素如库存可能抬高、部分终端需求不及预期、欧债因素、部分领域产能仍显过剩)不足以改变行业回暖的大趋势。

积极因素方面，从国际上来看，北美半导体订单出货比连续3个月高于1，订单情况连续7个月改善，出货情况也在今年2月份开始触底反弹；4月份全球半导体月度销售额得到改善，除了欧洲地区之外，美洲、日本和亚太地区回暖幅度还都比较大；

笔记本出货量同比大增17.54%，手机出货量增长10.98%，说明需求正在逐步好转。

负面影响包括：北美电气和电子产品库销比今年以来持续提高，4月份库销比已经达到1.33，部分行业的库存可能会升高；有市场预测机构调低了今年的PC出货量；5月份欧债危机有所恶化；部分环节产能仍显过剩等。

研究中心认为，部分行业库存会提高，或是因为看好后市主动备货所致，预计北美地区库销比会随着销售额的提高有所降低；欧洲地区半导体份额在全球占比不到15%，对全球半导体行业直接影响不会很大；目前部分终端需求不旺，可能是厂商预备新品主动调节所致，下半年苹果、三星、亚马逊新品将有望引领消费电子热潮；部分环节产能的确有所过剩，但行业扩产的最高峰是2010年，产能在2011年集中释放，2012年产能供过于求的状况应当较2011年有所缓解。

(小贴士:TEJ资料范围涵盖亚洲九个主要市场，包含上市公司的财务及其他相关资料库。)

糖蜜价格下降 酵母行业盈利向好

榨季1205元/吨的均价大幅下降22.6%。

市场判断今年糖蜜价格仍将弱势震荡，大致范围在800—1000元/吨。原因有三：一是由于环保及国家法规等因素，有些食品添加剂企业和酒精厂停用或者减少使用糖蜜，导致糖蜜需求大幅减少；二是，由于越南木薯丰收等因素，作为糖蜜的替代品，木薯价格一路狂跌，致使酒精生产成本降低，带动糖蜜价格被迫走低；三是国内糖蜜总量攀升。由于种植面积增加和单产提高，广西、云南、新疆、黑龙江等产区白糖总量比去年增加，糖蜜



数据来源:南宁商品交易所

总量也随之增加。

建议关注以糖蜜为原料的

成本中的占比为40%左右。而根据机构测算，糖蜜采购成本下降10%能够提高酵母行业毛利率1.5个百分点；糖蜜成本下降20%，能够提高行业毛利率4个百分点。因此，在新榨季糖蜜价格不断走低的背景下，酵母行业毛利率同比、环比回升是大概率事件。

从具体时点上看，由于糖蜜价格的下跌是一个持续的过程，而且一般酵母企业都有4个月左右的原料库存周期，安琪酵母今年一季度才消化完去年的高价糖蜜，因此市场判断，行业盈利将从今年二季度开始向好。

BOT项目将成业绩增长点

公司固废业务建设项目分为两类：一是固废处置项目的总承包即EPC项目；另一类即BOT项目，建成后公司将作为业主进行经营管理。据了解，公司目前在建和拟建的BOT项目超过8个，总金额约41亿元。如果加上正在建设的EPC项目，金额还要高不少。

当然，由于项目建设期大多在两三年左右，因此，这些项目的收入