

再次布局资源行业龙头

——长江证券2005年下半年投资策略

从主要工业化国家的工业化发展历史来看,各国的工业化进程存在着明显路径依赖。几乎所有的工业化国家在其工业化初期,采取的都是消耗内部资源换取出口增长的制造业大发展的经济增长模式。这种增长模式在工业化初期,对促进本国的经济增长效果非常显著,但随着工业化进程的深化,这种模式的弊端也表现的十分明显。随着中国经济实力的增强和规模的扩张,以及在全球贸易中的影响越来越大,以低汇率水平为基础的出口导向战略,到了其后期,不但自身经济无力承受,也遭自贸易伙伴国的反对。出口持续增长产生巨额的贸易顺差,易于引发越来越严重的国际贸易摩擦,服务于这种战略的汇率制度也成了他国的声讨重点,本币自然而然面临巨大的外部升值压力。

根据上面的总结,我们将在我们的框架内从成本、市场和汇率三个角度来分析中国未来的产业选择问题。在中国城市化与工业化的分析框架下,我们将相关行业分成四大类:第一类是与城市化相关的投入品行业,主要包括化工、冶金、机械、建材等行业,同时考虑到房地产和市政设施行业广义上也不属于消费品,因而将两者一并放在投入品这一大类中进行分析。第二类是居于投入品上游的资源行业,主要包括石油、煤炭以及其他金属、非金属等矿产资源。第三大类是城市化带动消费品行业,主要包括纺织服装、食品饮料、家用电器、汽车和旅游等子行业。第四大类是与城市化深化与工业化深化的公共服务行业,如电力、煤气、水、交通运输、金融和建筑等。

长期扭曲的要素价格需要回归

中国1998年-2001年的要素平均扭曲程度达到了21.15%,而发达国家的平均要素扭曲程度在10%以下,这显示出中国要素价格有向合理水平回归的动力。与1998年相比,中国2001年要素价格扭曲程度有扩大的趋势,要素价格扭曲程度最高的行业是经济中的资源类行业和配套类行业,国家基本上控制了这些行业的价格变动,以牺牲这些行业来促使重化工产业的发展。

根据我们的分类,公共服务行业、资源类行业的要素价格扭曲最为严重,其产品价格上升的可能性比较大,而部分投入品行业价格也存在扭曲现象,但不如上述行业严重。而要素价

格扭曲不是非常严重的行业主要是制造业的高附加值行业,特别是那些具有比较优势的产业。我们认为,对要素价格扭曲较为严重的行业,如资源类行业、公共服务行业要素价格继续回归理性是必然趋势,也就意味着这些行业的产品价格存在继续上涨的空间;而要素价格扭曲相对较轻的行业,如消费品行业产品价格短期内较大幅度上涨的可能性较小,基本上可以保持稳定。

成本控制能力影响产业投资评价

国外工业化实证经验表明,要素价格存在着持续上升的压力。各行业在产业链中的地位不同,产能扩张的差异,导致了各个公司成本控制能力差异,研究发现,资源类行业、城市化和工业化配套服务行业,以及消费品行业的个别公司均存在着投资机会。

从投入产出角度观察成本控制能力,我们可以得到如下结论:无论是哪一行业,价格上涨都不可能在当年内完全传递到其关联行业,在一年之内,相关产业大约有一半反映了其他行业的价格上涨;从直接影响看,上游行业和瓶颈行业如采掘业、电力、炼焦、煤气及石油加工业、运输邮电业和商业饮食业价格的上涨当期对其他行业影响比较大,而中下游行业如纺织、缝纫及皮革产品制造业、化学工业、机械和金属制造业价格的变动对其他行业影响较小。投入品行业受成本上涨的不利影响相对较大,而消费品和配套服务行业受到的影响相对较小,因此,在投资减缓的情况下,适度向下游倾斜是一个相对合理的选择。

消费升级提供产业发展空间

当前中国不仅正处于消费结构升级加快的历史阶段,而且消费制度、消费环境等外部条件逐步具备与成熟,强大的经济增长源动力正在形成,这将为中国经济增长从出口导向型低加工度制造业模式向以内需主导型大国经济转变创造条件。

我们研究了韩国20世纪70-90年代即工业化中后期的居民消费结构的演变,得出以下几个结论:第一,恩格尔系数处于0.3-0.4的时期,是居民消费转得最快、消费结构变动率最大的

时期。随着恩格尔系数降低,消费结构的转换程度和速度出现逐步放缓。第二,消费结构不断由生存型向发展型和享受型转变、由传统消费向服务消费转变。第三,在不同时期,不同消费行业升级快慢和幅度出现轮次变化,正是这种轮番不断的消费升级给工业化深化和经济增长提供了源源不断的内在动力。2000年后,中国的恩格尔系数开始进入0.3-0.4的区间,中国当前正在进入快速的消费结构升级阶段。消费热点将逐渐向高档消费品和服务类消费品转化,而且,中国作为一个不同于韩国的大国,我们消费升级的范围更广,规模更大,更具有层次性和多样性。中国经济增长已经具备了潜在的引擎,即真实的消费需求热点。

随着中国工业深化和城市深化的进程,国内消费市场的扩大已经成为可能,而消费升级还将继续进行,这就为中国未来的消费产业的发展提供了广阔的空间。而从消费升级的角度,对于产业选择可以给我们的启示是:我们可以从居民消费行为演变规律出发,考虑消费升级扩散效应等外部条件,结合中国消费升级的特殊性,进行前瞻性的产业选择。具体地说,我们建议从质量与数量两个方面考虑。对于城镇居民来说,产业选择偏重于消费质量的提升,根据国际经验,未来5年左右的时间内,城镇居民恩格尔系数由0.37向0.3过度,在这一期间内,我们建议关注消费结构比重将出现迅速上升的产业:住房、汽车、通信、教育、医疗保健、文化娱乐、交通、家具设备、水电气燃料。对于农村居民消费结构升级,我们认为更应该关注消费环境逐步完善和消费习惯逐步改变过程中存在的数量扩张机会,如电信、家用耐用消费品以及食品中的奶制品等的普及。

人民币升值与产业选择

人民币汇率的提升,将降低我国的资源进口价格,这对缓解中国的资源压力无疑是有利的,但长期来看对国内的纯资源开采企业而言,有一定的负面影响。这种负面影响的大小取决于国内资源价格是否真正与国际市场接轨。一方面,能源类的原油,以及大多数的金属和非金属的矿产资源,基本上都是由国际定价的,升值是不太有利的。人民币升值,进口资源产品的价格降低,对本国资源产品产生替代效应,导致本

国的资源价格下跌,对这些行业的负面影响较大。另一方面,国内一些重要的资源并不是国际定价的,升值几乎没有影响。如煤炭、钢材,由于其受我国的要素价格形成机制的制约,价格依然偏低。

人民币升值对投入品行业的影响,主要体现在资源进口成本降低的正面影响上。从可贸易品角度看,中国的进口产品主要集中在原材料和矿产资源两个方面,升值在缓解资源瓶颈的同时,也给上游投入品行业带来了投资机会,印证了我们前期对上游资本品行业的价值判断。我们认为,短期来看,化工和冶金行业,特别是钢铁行业,受升值的影响较大,机械行业由于具体行业不同,差异很大。而对于房地产我们需要慎重考虑其表面利好背后的隐藏风险。

中国经济发展到今天,消费品行业有了长足的发展,中国的消费品出口,特别是纺织服装、家用电器等等,在国际市场上的占有率相当之高,而且与竞争对手的成本相差很远,中国出口行业仍然具有一定的定价能力,因此小幅升值并不会对出口带来很大影响。我们与其担心升值对消费品行业的出口抑制,不如积极寻找城市化带动下的消费升级将给消费品行业带来的新机遇。

在城市化与工业化的框架下,公共服务行业是为了城市化带动下的工业化进程服务的。而公共服务行业基本都属于非可贸易品,在销售环节基本上不受人民币升值的影响,受影响的主要是原材料以及机械设备的进口。人民币升值对交通运输行业以及电力、煤气、水等行业的影响就主要集中在机械设备的进口上。

准备迎接2006年的景气

不得不承认,中国本轮周期的最高点或者说最强劲的一波上升已经在2004年宣告结束,而根据我们认识的工业化周期的特点,我们认为未来的周期将是在高位运行的平稳型景气;其一,固定资产投资在2005年一季度已经出现触底反弹,由于企业在本轮景气中有大量的留存利润,所以投资的内生性依然十分强劲,我们预计固定资产投资在当前位置保持平稳运动之后,可能在2005年底和2006年初出现小幅上升波段。其二,与投资相比,消费的波动往往有一个滞后期,而这一滞后期的时间大概为一年。未

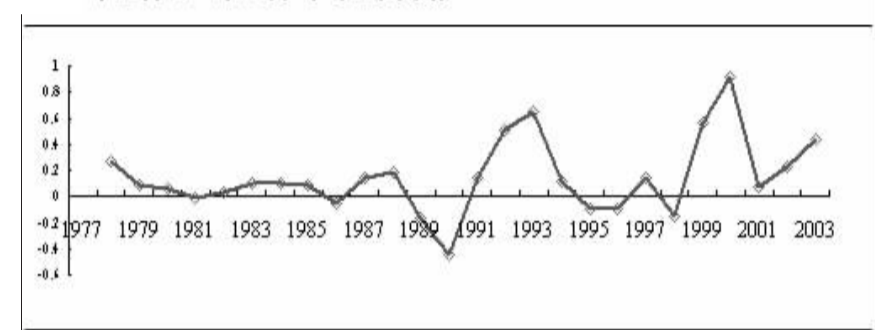
来消费并不会出现明显的回落,而是将在未来的几年内维持一个高位平稳运行态势。

根据我们的判断,中国宏观经济的景气状况将在2006年至2007年进入一轮新景气,但这一轮景气是一种高位平稳运行态势,其高点不一定能够超过2004年。从宏观经济的角度看,虽然2005年并不能给我们提供更多的机会,但2005年下半年将是一个良好的战略布局阶段。我们的判断是基于宏观基础的,短期内,经济增长模式难以实现根本性转向,而工业化和城市化的深化也不大可能因宏观调控而停止,所以,与这些相关的行业可谨慎看好。

由于我们对宏观经济周期的判断表明,未来的一轮经济周期高点难以超过2004年,这种

判断决定了其经济增长将具有明显的结构性特征。一方面,由于投入品行业面临下游和上游的双向挤压,面临的压力更大,资源类行业在要素价格扭曲理性回归、产能扩张的前提下,可望不因价格维持高位而相对获益。另一方面,由于在本轮经济增长中盈利向中上游行业集中,在下一轮经济周期中,利润会继续向大型企业和龙头企业集中。只是在这些行业中,不可能每一个行业都具有相同的盈利机会,盈利结构出现分化,龙头企业继续占据主要地位,而中小企业由于其管理能力、成本控制能力和定价能力较差,将逐步退出市场,大企业逐步占据了这些中小企业退出留下的市场,从而获得增长,这就是结构性增长的含义。

中国制造业利润增长率的波动周期



资料来源:CEIC,长江证券研究所

工业深化中产业的结构性增长特征

行业大类	概要特征	结构性增长特征	
		具体评价	
资源类行业	产品高价位下持续增长	能源资源类行业可望持续增长,资源禀赋较好的公司获益相对较多	
投入品行业	建材、机械恢复性增长 化工、冶金利润将回落	化工、建材、机械、冶金各个行业产能扩张迅速,而上游资源价格涨幅较大,下游行业需求减少,一定程度上挤压了行业利润,其中,从周期上看,机械、建材行业有望率先走出低谷,而化工和冶金利润有可能出现明显回落。龙头行业可望占据更多市场份额,边缘行业利润增幅将不再明显。	
公共服务行业	龙头电力行业继续增长 交通运输区域性增长 金融和煤气、水结构性增长不太明显	煤气、水、金融结构性特征不明显。交通运输行业地域性特征较为明显。电力行业利润逐步因成本上涨而利润受到挤压,谈判能力较强的大公司将具有相对优势。	
消费品相关	龙头和品牌公司受青睐	龙头公司、品牌公司仍将继续维持增长	



同行天地间
信賴永相伴

中國證券報
CHINA SECURITIES JOURNAL

可 信 賴 的 投 資 顧 問



报社地址:北京市宣武门西大街甲97号(100031)
发行热线:010-63077324/7326
传 真:010-63077321