



2006-06-01

杨华初

0755-83749730

yanghc@chinalions.com

刘莹

0755-83749453

liuying@chinalions.com

06 年中期投资策略分析

——中国崛起下的投资机会

分析要点

一、世界经济上升周期的回顾

- 1、世界经济的第一次上升周期（约1780年~1810年）
- 2、第二次经济上升周期（约1840年~1870年）
- 3、第三次经济上升周期（约1890年~1910年）
- 4、第四次经济上升周期（约1946年~1970年）
- 5、第五次经济上升周期（约1990~?年）

二、世界第五次上升周期加速中国崛起—基于信息化改变传统工业

- 1、知识信息革命中我国基础产业基础坚实
- 2、知识信息革命加速机械化进程
- 3、知识信息革命加速信息通信产业进程
- 4、知识信息革命加速服务业的发展

三、我国资本市场的发展和资产价值重估

- 1、我国资本市场的发展
- 2、主要影响因素分析
- 3、市场发展的趋势分析
- 4、我国资产价值的重估

四、投资机会：

- 1、世界级的中国企业（中国因素驱动形成，主要市场在国内）：消费、军工等
- 2、中国的世界级企业（世界因素驱动形成，市场在国内外）：船舶、电子设备、电气设备、车辆运输设备等

目录:

- 一、世界经济上升周期的回顾 3
 - 1、世界经济的第一次上升周期（1780年~1813年） 3
 - 2、第二次经济上升周期（1840年~1870年） 3
 - 3、第三次经济上升周期（1890年~1910年） 4
 - 4、第四次经济上升周期（1946年~1970年） 4
 - 5、第五次经济上升周期（1990~?年） 5
- 二、世界第五次上升周期中的中国崛起 10
 - 1、中国具有坚实的基础产业为后盾，并且发展瓶颈也逐步得到改善和提升。 . 11
 - 2、知识信息革命加速了我国工业化进程。 11
 - 3、知识信息革命加速了我国信息通信产业进程 14
 - 4、知识信息革命加速服务业发展 14
- 三、我国资本市场发展下的资产价值重估（略） 18
 - 1、我国资本市场的开放与发展 18
 - 2、主要影响因素分析 18
 - 3、市场发展的趋势分析 19
 - 4、我国资产价值的重估 20
- 四、投资机会： 20
 - 1、战略性资产 20
 - 2、战术类资产 21
 - 3、主要公司 21

众所周知，世界经济从工业经济向知识经济的转变，历史上每一次经济上升周期源于新技术的发明创新和社会广泛运用的推动，相应的制度创新和经济形态的转变，进而导致不同经济体崭露头角，如英国、美国、日本等经济大国相继从世界经济中崛起。

当前，世界经济增长周期之长出人所料，美国经济不断有新的内生动力；印度、巴西经济正在加速；日本经济复苏势头不减；欧元区经济也有明显起色，世界大宗商品价格长期处于牛市就是最好的证明。

处于这新一轮的知识经济的上升周期，同时面对经济全球化和信息化下，我国将如何扮演新的角色、把握新的机会，才能更好的借助世界经济上升的翅膀，打造科学技术竞争力、实现产业升级和转变经济增长方式，在新的历史条件下实现中华民族的复兴和崛起？

为了更好的了解我们所处的历史背景，我们有必要回顾历史，去寻求一些共同的特征。从 200 多年前人类历史上发生资本主义的机器大生产代替工场手工业的工业革命开始，社会经济生产先后经过了机械化、电子化、信息化等为进程特点技术变革的重要阶段。技术变革不仅是生产技术上的革命，也是社会生产关系的重大变革，同时也带动产业革命，促进世界经济出现五次较长的上升周期。

一、世界经济上升周期的回顾

世界产业革命的发展进程是通过不同经济体为代表的长时间的经济增长的上升周期实现的，过去近 300 年里世界经济现代化已经经历了明显的四次经济上升周期，正在进入新一轮经济上升周期。

1、世界经济的第一次上升周期（1780 年～1813 年）

经济现代化第一次加速上升阶段主要由第一次工业革命所推动，包括现代工业的诞生和发展，以及欧洲农业革命，主要表现为经济持续增长、农业比重下降、工业比重上升、全国市场一体化、工业技术和制度扩散到其他经济部门等。技术发明和创新、殖民效应、海外贸易和资本积累是主要动力，主要特点是机械化。关键技术创新出现在纺织工业、煤炭工业、冶金工业、机械工业、运输业和通讯业等领域，蒸汽机和机械的发明是革命性的。

在经济现代化的第一次浪潮里，只有极少数国家成为赢家，少数国家紧紧跟进，多数国家仍然沉睡在农业经济的美梦里，许多民族仍处于原始经济。英国成为许多国家模仿和追赶的对象。比利时和法国在跟进，德国和美国在迎头赶上。

2、第二次经济上升周期（1840 年～1870 年）

世界经济的第二次上升周期也是由第一次工业革命推动的。工业革命推动了

运输革命，它包括运河、公路运输网的形成和铁路的快速增长。运输效率大幅提高，既满足了工业革命的需要，也提高人们生活质量，并且带动世界经济步入第二个快速上升的通道。

到 19 世纪 30、40 年代英国成为欧洲经济增长最快的国家，1820 年工业生产总额占世界的 50%；1870 年工业劳动力比重上升到 42%，农业劳动力比重下降到 23%；1860 年制造业产量占世界总产量的比例达到 19.9%，居世界首位；采煤量占世界的 51.5%，生铁产量占世界的 25%，几乎等于法国、德国和美国的总和。1851 年举行的水晶宫博览会成为英国作为“世界工厂”的辉煌标志。

自从英国于 1825 年建成世界上第一条铁路以后，兴建铁路的热潮很快波及欧洲大陆和北美，进而蔓延到欧美国家的殖民地和附属国。世界铁路总长度由 1840 年的 5490 英里增至 1880 年的 22.2 万英里，1900 年达到 46.6 万英里。1855 年，美国建成穿越巴拿马地峡的铁路，1914 年建成巴拿马运河。1869 年苏伊士运河通航，1895 年德国建成基尔运河，形成全球性的交通运输网络，导致世界市场的形成。

故而，本次经济上升的主导产业集中在造船、钢铁和机械工业，世界文明中心依旧在西欧和美国。

3、第三次经济上升周期（1890 年～1910 年）

经济现代化第三次浪潮发生在 1890～1910 年期间，与前两次不同，第三次世界经济上升是由内燃机和发电机的发明所产生的第二次工业革命所推动，关键技术创新发生在许多领域，例如动力工业、钢铁工业、能源和化工、运输工业和电讯产业等。

德国成为欧洲最大的工业国家，英国屈居欧洲第二；北美的美国成为世界头号工业强国，亚洲的日本工业化也取得较大进展。工业革命扩散主要集中在欧洲、美洲、澳大利亚和新西兰，以及亚洲的日本等。1913 年世界贸易量占世界生产总量的 33%，并且 1870～1913 年间，德国是欧洲经济增长最快的国家，美国是世界经济增长最快的国家，其经济增长速度提高了一倍。工业文明中心由西欧向北美转移。

在此期间，工业大规模生产技术开始向其它产业如家电工业扩散，在英国，煤炭、纺织、造船和日用品工业衰落，钢铁和机械工业继续发展，汽车、电器、化工等制造业发展较快。在美国，汽车、化工、家电、建筑、钢铁和农业发展较快。

4、第四次经济上升周期（1946 年～1970 年）

世界经济第四次上升周期发生在 1946～1970 年期间，全球经济进入增长最快的时期，工业经济发展达到鼎盛时期。经济发展的原因是多方面的，其中，最

主要的原因是第三次工业革命的推动。当然也包括国际贸易的高速发展，战后的经济恢复等。

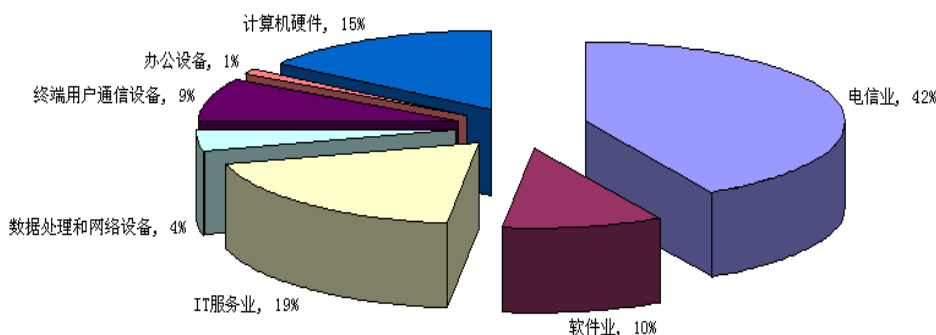
主要的技术创新领域有：人工合成技术、电子工业、工业自动化、新材料、新能源和航空航天工业等。在此期间，世界贸易仍然高速增长，1948~1960年出口贸易年均增长6%，1960~1970年年均增长8%。区域贸易集团出现，如欧洲经济共同体等，国际贸易促进了资本、商品和技术的流动。西欧和日本的经济成长大大快于美国，农业比重继续下降，工业比重经过上升后开始回落，服务业则快速上升。世界文明中心集中在美国、西欧和日本。

我们注意到，1946~1970年是世界苏美对抗的冷战时期，经济现代化也打上了冷战的烙印。在此期间表现不俗的国家和地区，有工业化国家如日本、意大利和芬兰等，有新兴工业化国家和地区如韩国、中国台湾、中国香港、菲律宾、马来西亚、新加坡、希腊和南斯拉夫等，它们都处于冷战的“前沿阵地”。除南美和南欧国家外，其他的新兴工业化国家和地区都处于冷战的“前沿地带”。

5、第五次经济上升周期（1990~?年）

世界经济的第五次加速上升的周期发生在1990~?年期间，包括世界经济前沿的知识革命，以及后进国家的经济现代化。前四次浪潮都是由工业革命推动的，第五次浪潮是由知识信息革命推动的。工业革命导致工业比重的上升和农业比重的下降，知识信息革命导致工业比重的下降和知识产业比重的上升。所以这次浪潮具有经济革命的性质，而且波及全球。世界的文明中心集中在美国、中国、西欧。

图一、2003年世界IT产业构成



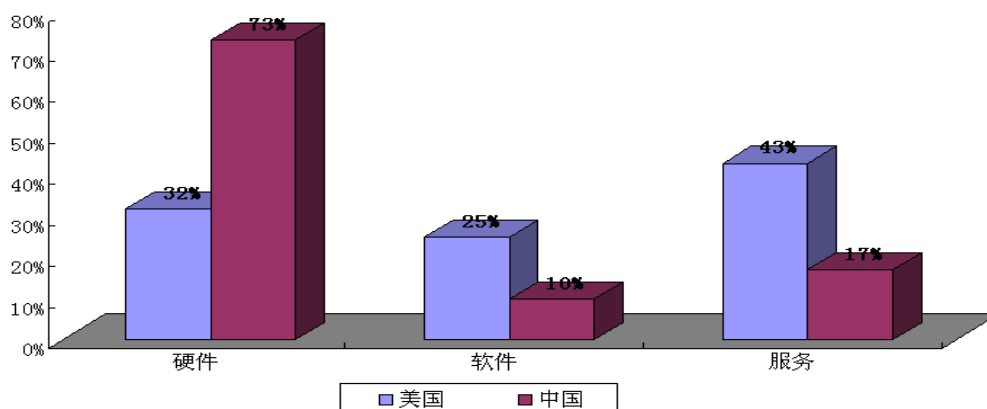
来源：European Information Technology Observatory 2004

知识信息革命以高技术革命和信息革命为主，主要推动的主导产业集中在信息通讯、网络和基因工程等，主要技术创新集中在美国、西欧等发达资本主义国家。

以知识经济的典型代表软件产业为例，全球软件市场的年市场规模已高达4000至5000亿美元；美国计算机软件的产值已是硬件产值的1.4倍；全球500家最大公司对世界经济的贡献，与美国5000家软件公司的贡献大体相近；微软公司的“视窗”软件占有世界80%以上的市场，该公司每周增加资产4亿美元。有关调查统计表明，1993年以来，美国工业增长的45%是由信息产业带动的，高技术产业已占美国国内生产总值的27%，而传统的支柱产业只占14%，汽车产业仅占4%。在此期间，以微软公司和网景公司为代表的5000家软件公司成为美国经济增长的主要源泉。其中微软公司的市值（上市股票的价值）已超过美国三大汽车公司的市值总和。从美国经济发展所取得的成功中，我们可以得到这样的启示：以创造性的知识为核心，运用知识生产、发展知识产品，并以此来推动科技、经济、社会的发展，将是未来世界经济发展的趋势。

以美国为例，其信息产业产值中只有1/3来自硬件制造，其余2/3都来自软件和信息服务。而我国信息产业的结构正好相反，硬件投资占70%-80%，与世界信息产业格局相悖。（见图二）

图二、2004年中国和美国信息产业市场结构比较



来源：国际数据公司（International Datacasting Corporation IDC）

知识信息革命同样也加速服务业发展。服务业的发展伴随着工业化进程的深化而迅速发展，并且是与先行工业化国家进入现代经济增长同时进行的。20世纪初期，美国和英国的服务业（包括一般服务和政府的公共服务）在就业和增加值方面很快超过工业，成为国民经济中份额最大的产业。

而日本的服务业增长较之英、美等国更快，在20世纪50年代，服务业就超过了工业，并且第三产业一直在国民经济中占优势地位。

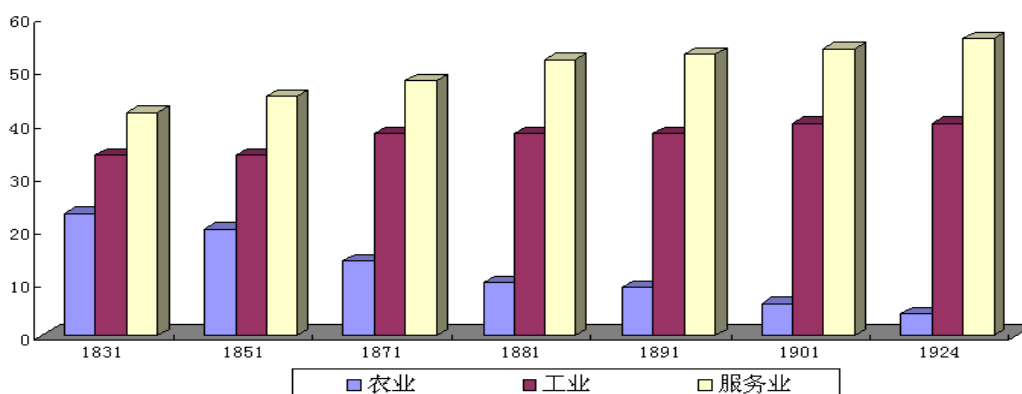
而我国自1978年改革开放至2005年十五期间结束，第三产业占GDP的比重由21%提高到40.39%，有了大幅度的发展，但是离发达国家第三产业产值比重70%以上的水平仍旧存在较大差距。

表一、英国美国就业结构（1700~1998年） (%)

时间	农业		工业		服务业	
	英国	美国	英国	美国	英国	美国
1700	56	-	22	-	22	-
1820	37	70	33	15	30	15
1890	16	38	43	24	41	38
1998	2	3	26	23	72	74

来源：《世界经济千年史》麦迪森（2001年），伍晓鹰等译，北京大学出版社，第87页

图三、英国工业化进程中三次产业产值比重变化情况



来源：转引自任旺兵《我国服务业现状的国际比较研究》

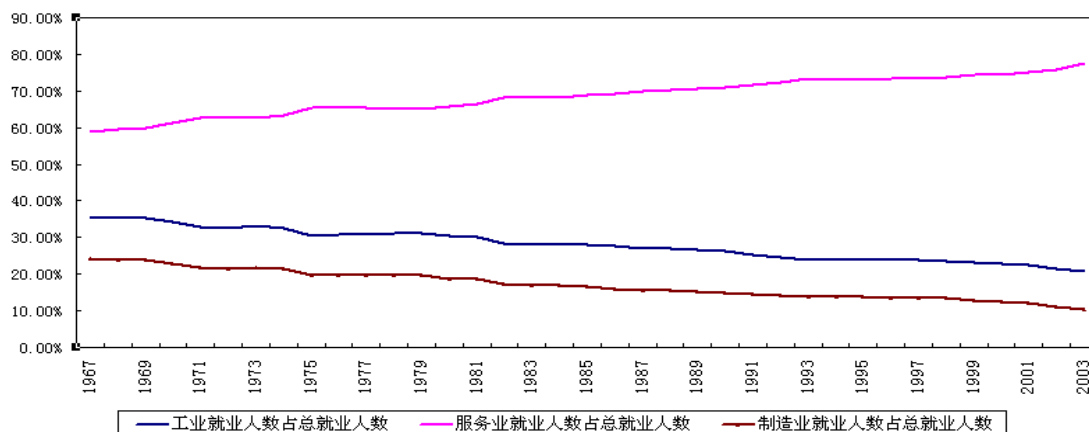
因此我们可以看到，由现代信息技术及其产业的快速发展引起的信息革命造成的经济变化非常明显，例如：

第一、产业结构的变化。表现为工业、制造业劳动力比例下降，服务业劳动力比重上升。

在美国，1967年从事工业（包括建筑业）就业2664.4万人，其中制造业就业为1789.7万人，分别占总就业人口的35.83%和24.06%，从事服务业就业为4382.8万人，占总就业人口的58.93%。

到了1990年，工业、制造业就业占总就业人口的比例分别下降到26.20%和14.9%，而服务业就业人口占比上升到70.94%。2003年，工业就业人口继续下降，占总就业人口的20.8%，其中制造业占10.28%，而服务业已上升到77.54%。

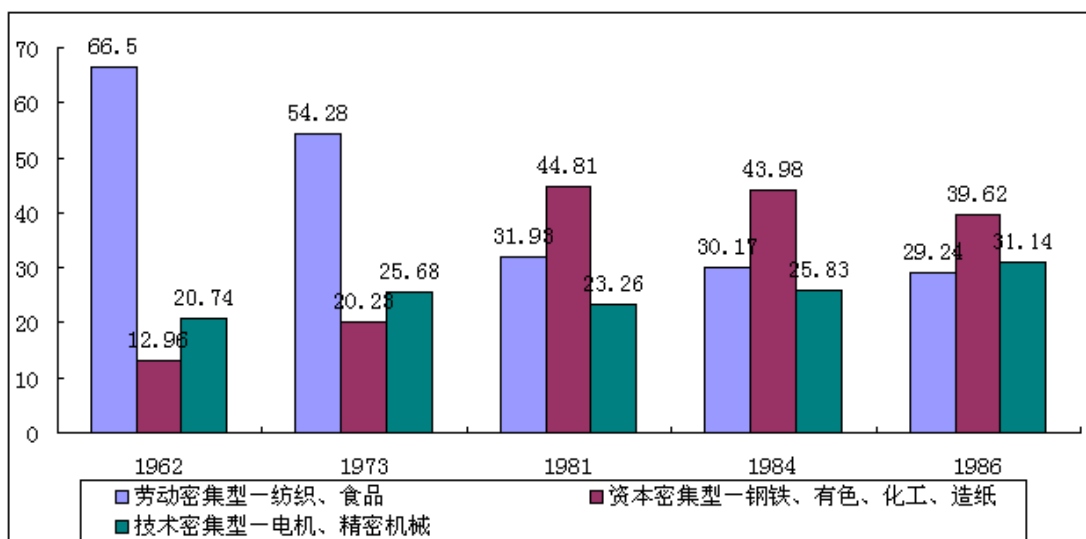
图四、美国劳动就业人数变化情况（1967年—2003年）



来源：中经网，华林证券研究所整理

以日本为例，日本制造业结构具有明显产业升级特征，50年代纺织工业的比较优势明显，70至80年代资本密集型产业得到较快发展，而80年代后，技术密集型产业增速明显加快，而实现快速升级的原因中有国际环境等有利条件的因素，但主动性进口替代产业发展策略无疑起着更为关键的作用。

图五、日本产业结构升级



来源：《日本的投资与亚洲的崛起》 华林证券研究所

第二，新产品和新产业涌现并快速成长。高技术 and 信息技术产业快速发展，科技产业、教育与培训业、信息产业、文化产业、知识密集型服务业等，成为增长和就业的明星。

第三，分配方式的变化。在高技术企业和发达国家的优秀企业，利润分享和股票期权等“按贡献分配”普遍流行，知识资本和投资资本都参与纯利润和市场价值的分配。

第四，生产方式的变化。本质的变化包括两个方面。其一是信息化和网络化，数字化信息技术大量应用于生产和产品，计算机辅助设计和智能化制造日益普

及；其二是绿色和生态意识的渗透，绿色技术、环境友好技术、循环利用技术等新概念技术迅速成长。

第五，经济增长方式的变化。经济中知识含量和知识价值的比重大大提高，知识对经济增长的贡献超过其他生产要素的总和。

因此，回顾历史，我们可以不难发现以下特点：

- 每一次经济增长周期都是与产业革命相随而成。产业革命推动经济周期性增长；同样，经济增长周期都将催生更大规模的产业革命。
- 产业革命建立在技术创新的基础之上，尤其是在重要关键技术突破创新的基础之上，并以主导产业为支撑。因为主导产业是具有广泛社会性需求的产业，其产业增长往往成为一个时期发展的瓶颈和竞争的焦点，因此往往激发创新发展的动力。
- 产业关联性强，具有较强的拉动作用。不是所有的产业都会引发产业革命，支撑产业革命的或在产业革命中成为主导产业的，一定是具有较强拉动作用的产业，如钢铁、石油、汽车等。这些产业都曾在产业革命过程中发挥过重要作用。
- 产业关联性强，具有较强的拉动作用。不是所有的产业都会引发产业革命，支撑产业革命的或在产业革命中成为主导产业的，一定是具有较强拉动作用的产业，如钢铁、石油、汽车等。这些产业都曾在产业革命过程中发挥过重要作用。

表二、世界经济上升周期和特点

经济上升周期	大致时间	技术创新	主要特点	文明中心	主导产业
第一次	1780-1810	第一次工业革命	机械化、蒸汽机、殖民效应	西欧	纺织业、冶金、采矿
第二次	1840-1870	第一次工业革命	铁路航海运输发展	西欧、美国	煤炭、造船、钢铁和机械工业
第三次	1890-1910	第二次工业革命	电气化、内燃机、贸易效应	西欧、美国	汽车、电器、化工等制造业、建筑、钢铁和农业发展较快。
第四次	1946-1970	第三次工业革命	自动化、计算机、冷战效应	美国、西欧	人工合成技术、电子工业、工业自动化、新材料、新能源和航空航天工业等
第五次	1990-?	知识和信息革命	信息化、绿色化、知识效应	美国/欧洲、中国	信息通信、新材料、基因工程

来源：华林证券研究所

值得注意的是，在经济现代化的第五次经济上升周期中，很多发展中国家没有完成工业化，又不得不面对第五次浪潮的压力；即使它们积极推进第五次浪潮，也只有少数国家能在国际经济竞争中获得一席之地，多数国家将沦为发达国家第五次浪潮的产品和技术的海外市场，成为被剥削的对象。随着经济全球化的影响，越来越多的发展中国家会被卷入第五次浪潮，国际经济差距也会越来越大，国际不平等现象也日益严重，这必然孕育着危机和风险。

所以，对于类似于我国这样处于工业化进程中后期的发展中国家来说，拥抱第五次上升浪潮，同时推进信息化和工业化，机遇带来一种积极的选择。

二、世界第五次上升周期中的中国崛起

上述分析可以看到，美国 19 世纪末与 20 世纪初经济开始起飞，花了 43 年的时间追赶上英国，从而美国是第一个通过把握技术创新在第二次经济上升周期中成功实现崛起。日本是第二个成功追赶的典范，日本第二次世界大战后人均 GDP 花了 40 年的时间赶上美国，被视为是世界上最成功的追赶国家。

在全球经济一体化的条件下带动了如中国、印度等一批发展中国家的快速发展，尤其加速了中国的崛起。

从中不难看到，仅仅从技术的层面来说，一国的经济发展决定于三方面的条件，即生产要素，产业结构和技术创新。在上述三种主要条件当中，最重要的是技术创新，因为前面两者都决定于后者。新科技的发明和应用，对提高生产效率贡献程度将是判断一个国家、社会的经济发展或生产力发展的潜力。

从国家产业结构看，国家竞争力的核心就是产业竞争力，而产业竞争力的核心在于不断升级的能力，表现在企业层面就是自主创新以及持续创新的能力。工业革命以来，发达国家的主导产业一般经历了纺织工业—钢铁工业—汽车工业—电子工业—生物工程工业五个发展阶段，与此相对应，产业演进则经历了劳动密集型产业—资本密集型产业—技术密集型产业—知识密集型产业的四个发展过程。

从社会经济组织看，在全球化发展的不同历史时段，有一些后进经济体能够通过恰当的贸易与投资战略有效利用全球化的发展机遇，积极推动本国产业分工的升级和深化，全面发挥本国经济的比较优势，进而创造出竞争优势，最终实现在经济总量和人均生活水平方面的崛起或赶超，成为全球市场中处于重要地位的新全球化经济体。

自 1978 年改革开放以来，中国步入经济快速发展的轨道，从表面上看，中国的发展似乎仅仅只是补西方发达国家工业化的课，然而，正是这种知识加信息，并且通过网络化进行传播的新型经济增长方式加速推动了我国经济增长的步伐，

并且在世界经济的第五次上升周期的过程中加速了中国的崛起。

1、中国具有坚实的基础产业为后盾，并且发展瓶颈也逐步得到改善和提升。

自改革开放以来，经过 20 多年的发展，我国基础产业的发展取得非常可喜的成就，初步形成了以煤炭为主体，电力为中心，石油天然气、新能源和可再生能源全面发展的能源供给格局，资源非常丰富。

到 2000 年为止我国原煤产量占世界第 1 位，发电量第 2 位，原油第 5 位，天然气第 15 位，一次能源生产总量居世界第三（仅次于美俄），能源消费居世界第二，占世界总量的 11%（2003）。人均消费能源 1.29 吨标准煤（世界平均 2.4 吨，发达国家 5-10 吨）。我国一次能源资源储量情况：煤炭 1 万亿吨，石油 150 亿吨，天然气 8 万亿立方米，水电（技术可开发）资源 5.21 亿千瓦，分别居世界的第 3 位、第 12 位、第 22 位、第 1 位。能源资源总量居世界第 3 位，占世界总量的 10.7%。人均可采矿物能源资源量的情况是：石油 2 吨，天然气 1070 立方米，煤炭 90 吨，仅为世界平均值的 11%、4%和 55%。

2004 年，能源生产总量达到 18.5 亿吨标准煤，是世界第二大能源生产国。其中，原煤产量 19.6 亿吨，居世界第一位；原油产量 1.75 亿吨，居世界第五位；天然气产量 415 亿立方米。电力装机容量 4.4 亿千瓦，发电量 2.2 万亿千瓦时，均居世界第二位，钢产量 27280 万吨，居世界首位。

可见，基础产业是一国的中枢神经，决定着其发展的广度和深度。中国具备坚实的物质基础，就好比建造房屋，只有基础夯实，才能建得稳。同样，加大基础产业的投资会进一步加快我国工业化进程。因此，完善的但是也需要我们注意的是，我们应该总结国际发展的经验教训，走一条新型的工业化道路，提高我们的产能利用率。

2、知识信息革命加速了我国工业机械化进程。

信息通讯技术能够改善信息的收集、传输、处理、储存和利用，有效应用信息通讯技术能够降低各行各业的交易成本和制造成本。新的经济周期下，我国工业机械化进程进一步加快，大大减少了发展时间，中国工业结构将以原材料为中心的结构向以加工、组装工业，然后设计制造为中心的结构转换。

从制度安排看，我国自“十五”以来已经明确将产业结构调整、实现产业升级作为经济发展的首要目标，培育产业竞争力也已成为国家的长期战略

首先，内在动力，利用国内市场，吸引国外资本投资和技术的引进和消化吸收。

从我国的以往和现阶段的发展特征看，80 年代前我国主要利用国内市场需求先吸引外商投资，然后依靠进口替代的战略，建立了较为完备的工业体系，80 至 90 年较多的轻工消费品也实现了进口替代。

我国在纺织品、一般性机电产品上具有较强的国际竞争优势，通过数量型增长，在国际市场中份额迅速增加，贸易顺差迅速扩大，客观上为产业升级积累了资本。

其次，外在作用，利用世界产业转移实现产业技术升级。

经济全球化显著特点是国际重新分工，由于全球经济发展程度的不平衡，导致各国与地区之间经济发展、科学技术水平存在较大差异，发达国家与发展中国家和的主导产业不同，产业中科技含量相差较大，存在明显的产业比较优势，发达国家进入高附加值产业或产品服务领域，而国际产业转移为接受国和地区也带来产业升级效应。

在传统的国际产业分工领域，工业发展的过程从轻工业—重工业—重化工业—电子工业—生物工程的产业升级，目的就是为了使其经济发展从附加值相对较低的劳动密集型产业端向附加值较高的资本和技术密集型产业端提升。

90年代以来，世界制造业开始通过直接投资向我国进行转移，并且在2000年以后有速度不断加快的趋势。随着外商直接投资和在华的跨国公司不断增长，其投资的主要领域开始向技术含量较高的领域集中，通信、电子设备成为外商的投资重点。同时，其上游采购也逐步向国内转移，尤其是机电产业领域越来越多地向国内供应商采购零部件，不仅产生了大量的进口替代，也为我国实现产业升级提供了良好的机遇。

最后，实现核心部件的创新和技术突破，提升价值。

同一产业内分工由技术层次较低的最终产品的加工组装，向科技含量较高的零部件生产、中间产品生产过渡，然后攀升到研发、设计、品牌运营等高利润率的产业环节，同样也是为了提高本国产业的价值创造能力。

产业升级是一个经济体提高增长质量的具体表现，从西欧、美国和日本、韩国等国家工业化中期比较优势的发展历史转移来看，中国的国际比较优势正在从劳动密集型向资本密集型发展。我国先后推进和大力发展家电制造业、纺织制造、汽车制造、造船运输设备制造。

例如，信息通信技术必须运用到较大差别的社会领域中，并且与其技术结合形成互补才能充分达到通用目的，发挥其潜力，提高经济运行效率。如信息通信技术运用，加速了我国汽车、造船、飞机、铁路设备等大规模制造业的发展，从而奠定中国在资本密集型制造业方面的比较优势基础。

图六、2003年、2004年中国各种应用成果先进性分析（%）

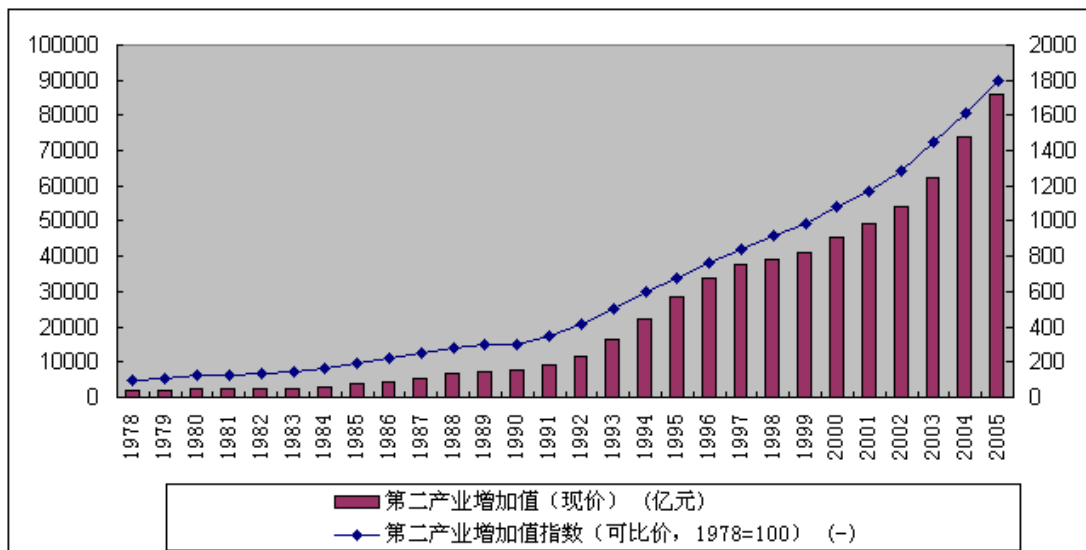
应用行业	国际领先		国际先进		国内领先		国内先进		国内一般	
	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004	2003	2004
采掘业	4.4	4.3	30.1	35.2	52.2	43.7	12.6	15.9	0.7	0.9
地质勘查业、水利管理业	4.2	4.4	26.3	28.8	48.7	47.3	17.1	18.2	3.7	1.3
电力、煤气及水的生产和供应业	5.5	4	26.2	28.5	47.1	46.8	19.5	19.4	1.7	1.3
房地产业	3	4.5	24.2	25.6	53	51.7	18.2	17.6	1.6	0.6
国家机关、政党机关和社会团体	3.1	2.8	19.7	14.7	52.7	60.5	19.7	18.5	4.8	3.5
建筑业	3.7	5.1	31.8	32.2	47	45.5	15.8	16.6	1.7	0.6
交通运输、仓储及邮电通信业	5.2	5	27.1	29.5	45.1	43.7	16.3	18.2	6.3	1.3
教育、文化艺术及广播电视业	7	7.7	27.4	28.9	49.2	44.3	14	17.4	2.4	1.7
金融、保险业	2.4	5	30.9	28.8	46.3	57.5	19.5	7.5	0.9	1.2
科学研究和综合技术服务业	10.3	10.9	31.6	32.7	41.8	41.7	13.3	12.9	3	1.8
农、林、牧、渔业	4.8	3.9	17.3	14.2	45.2	45.3	25.4	27.6	7.3	9
批发和零售贸易、餐饮业	3	12	20.5	21.7	51.5	47.8	16.7	17.4	8.3	1.1
其他行业	3.9	6.3	25.6	27.1	47.1	18	21.8	16.2	1.6	2.4
社会服务业	4.3	4.5	24.2	23.5	49.1	47	18.4	21.6	4	3.4
卫生、体育和社会福利业	3.8	4.2	21.7	16.3	45.4	51.5	24.3	23.5	4.8	4.5
制造业	6.1	6.7	32.4	32.6	46.9	46.4	13.3	13.3	1.3	1
各行业成果的总分布比例	5.1	5.5	25.6	24.2	46.3	47.3	19.2	19.4	3.8	3.6

来源：中国科技部 华林证券研究所整理

从中、长期来看，我国一旦在资本密集型与技术密集型制造业的进口替代上取得了突破性进展，便能够在出口结构上实现第二次转变，即从劳动密集型制成品出口导向向资本密集型与技术密集型制成品出口导向的转变。目前机电类产品出口份额的迅速增长，表明这种趋势正在形成阶段。

从日本、韩国的经验来看，在劳动密集型制成品出口扩张势头衰减后，通过产业提升，重化工业的资本密集型产业（钢铁、造船、机械等）的出口开始扩张，然后再经历产业提升，技术密集型产业（电子类产品、汽车及高新技术产品）的出口迅速增长。虽然我国的产业发展道路未必与日、韩相同，但产业升级趋势却是一致的。

图七、改革开放以来我国第二产业发展概况



来源：中经网，华林证券研究所整理

3、知识信息革命加速了我国信息通信产业进程

推进国民经济和社会信息化，加快信息通信技术在各个部门的渗透，降低经济活动的信息成本，将成为促进经济增长模式转变的一支重要力量。

信息通信技术必须运用到较大差别的社会领域中，并且与其技术结合形成互补才能充分达到通用目的，发挥其潜力，提高经济运行效率。而信息的收集、传播、协调、加工等均需要借助软件及其服务才能实现。目前这种重硬件轻软件的结构表明，我国信息通信技术对国民经济各部门效率提高的带动作用不断加强，存在很大的发展空间。

我国信息通信技术产业自 1990 年以来发展迅猛。早期国内通讯设备市场都由国外通讯设备企业垄断，在交换机时代，产生了“巨大中华”4个国内民族企业。在市场竞争中，中兴与华为逐渐脱颖而出。从上世纪九十年代启动接入网开始，逐渐实现进口替代，国内通信设备制造商的市场份额快速增加在于两个方面：一个是推出新产品，另一个是提高原有产品的市场份额。

以中兴通讯的无线产品发展为例，由最初的 GSM 产品延伸到 PHS 产品和 CDMA 产品，通过不断推出新产品来替代国外进口产品。现在产品逐渐延伸到传输产品、数据产品、无线产品及终端。

进入 2000 年以后，虽然国内通信设备行业固定资产投资就进入了一个相对稳定的时期，但是以华为、中兴通讯等代表不断向海外市场实现突破，保持了较快的增长。

4、知识信息革命加速服务业发展

回顾世界经济发展历程，我们很容易发现，服务业的发展伴随着工业化进程

的深化而迅速发展，并且是与先行工业化国家进入现代经济增长同时进行的。

服务业发展背后的本质问题是，生产的进步，生产效率的提高，依靠的是合理分工。但有了分工以后，不同的分支之间会进行交换，分工越深化，交易行为就越多。

20 世纪 70 年代以前，我们以为成本只是生产成本，提高效率就是降低生产过程中付出的成本；在 20 世纪最后 30 年，随着信息经济学、新制度经济学和交易成本经济学的发展，开始认识到总成本是由两个部分组成的，一个部分叫生产成本，就是改变它的物理性状和化学性状所花费的成本；另外一个部分叫做交易成本。

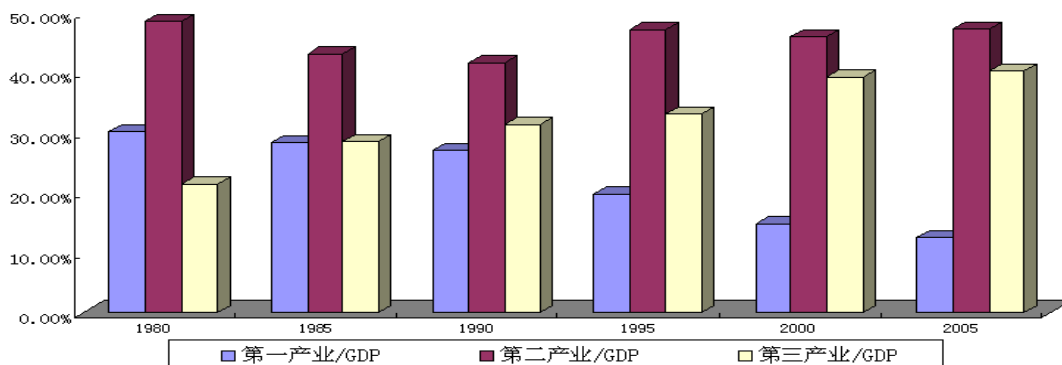
对于我国来说，拥有“世界工厂”之称，我国的城镇化、工业化进程的深化发展主要依靠大力发展先进制造业，但是尽管我国出口贸易爆发性增长，但是工业企业利润率却在持续下降。

而我国自 1978 年改革开放至 2005 年十五期间结束，第三产业占 GDP 的比重由 21%提高到 40.39%，有了大幅度的发展，但是离发达国家第三产业产值比重 70%以上的水平仍旧存在较大差距。

“十五”各年，GDP 增长速度分别为 8.3%、9.1%、10.0%、10.1%、9.9%，推动 GDP 增长的三大因素中，投资和出口各年增长为 13.0%、16.9%、27.7%、26.6%、25.7%和 7.5%、21.8%、37.1%、35.7%、23.2%，而社会消费品零售总额各年增长为 10.1%、11.8%、9.1%、13.3%、12.9%。从今年一季度的情况看，全社会固定资产投资增长 27.7%，出口增长 26.6%，社会消费品零售总额增长 12.8%，扣除价格因素实际增长 12.2%。

我国发展到一定阶段，加速服务业的发展，特别是加速生产性服务业的发展对于我国改变发展模式，科学发展观不仅有利于 2 亿农村富余劳动力向城市转移，而且工业化进程将有效提高。同时，中国不能选择欧美式的高资源消费、高污染排放（指人均污染物排放量）、高消费为特征的传统现代化道路，而知识信息革命有助于我们避开传统工业增长模式，走出一条绿色新工业化道路。

图八、改革开放后我国三次产业产值比重变化情况

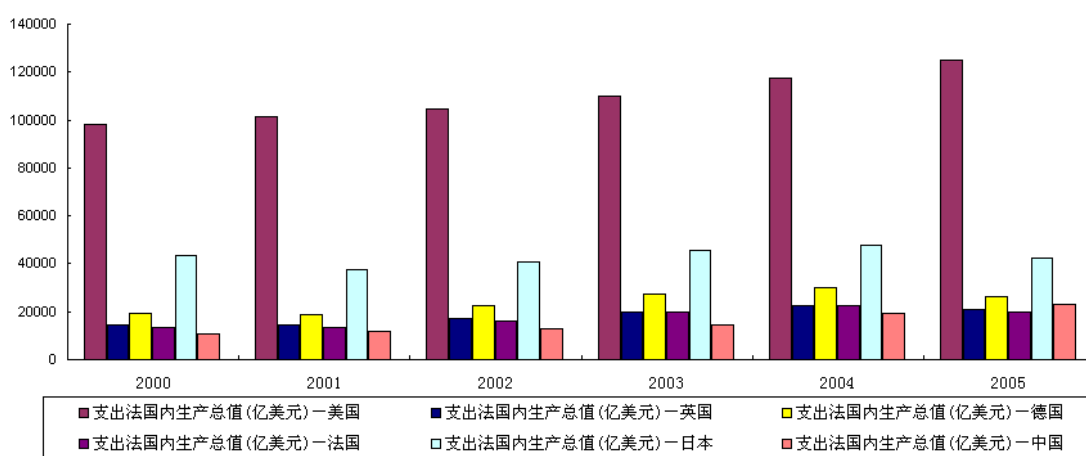


来源：国家统计局，华林证券研究所整理

中国崛起不仅是经济总量、贸易总量和综合国力的崛起，而且是一种新的发展模式的探索、创新和展示，这对占世界人口大多数的发展中国家具有极其重要的启示作用和示范作用。它将证明一个现代化的后来者仍然有可能在相对短的时间内追赶发达国家，快速实现工业化与现代化，对推动整个人类发展进程产生积极的重大影响。

对比 2000 年至 2005 年我国与世界发达国家的变化，我们可以惊奇的发现，2005 年，我国按支出法计算的国内生产总值达 22985.33 亿美元，一举超过英国的 20832.52 亿美元和法国的 19980.50 亿美元，低于德国的 26490.16 亿美元，居于美国、日本、德国之后，世界排名第四位。

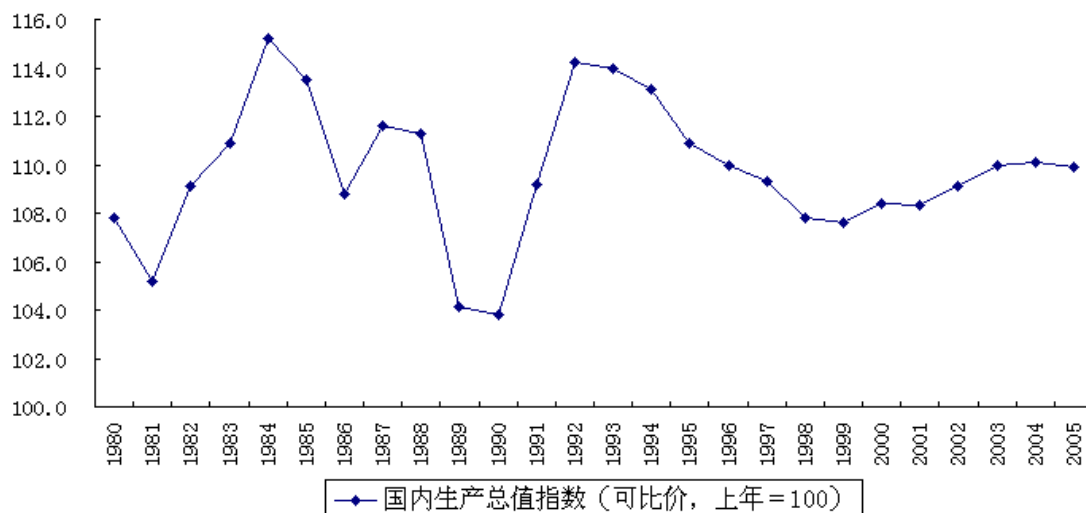
图九、我国与若干发达国家国内生产总值比较



来源：中经网、华林证券研究所整理

同时，我国经济持续快速增长，同比增速连续 15 年超过 7.5%，最高年份达到 14.2%，在过去的 26 年间，中国的年均 GDP 增长率高达 9.4%，年人均 GDP 增长率高达 8.1%。中国迅速的经济增长帮助 2.5 亿人民脱贫，取得了前所未有的成就。中国经济的持续高速增长和对世界的巨大影响，创造了世界经济发展史的一个奇迹。

图十、我国国内生产总值指数

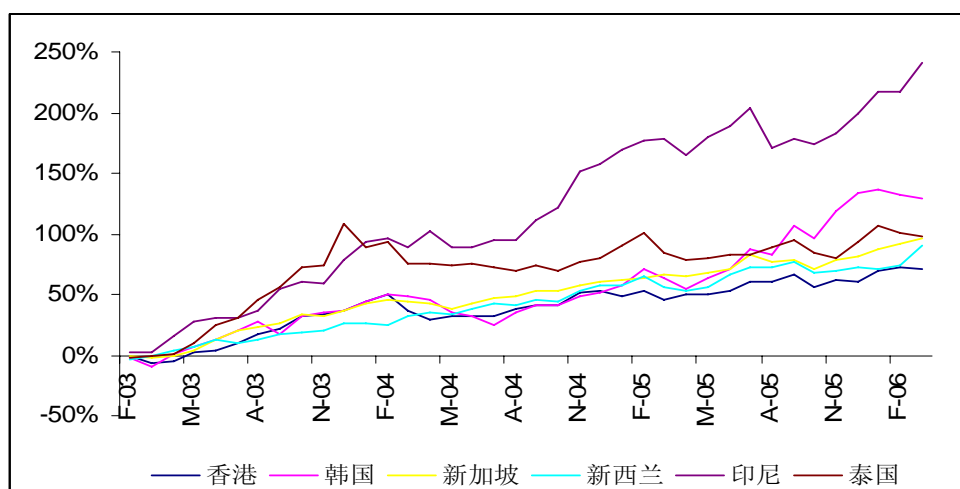


来源：国家统计局、华林证券研究所整理

三、我国资本市场发展下的资产价值重估（略）

亚太新兴市场（香港、韩国、新加坡、新西兰、印尼和泰国）自 03 年 6 月以来都有接近 100%或者超过 100%的涨幅。

图十、亚太新兴股票市场可观涨幅（自 2003 年 6 月）



来源：BLOOMBERG

1、我国资本市场的开放与发展

证券市场基础设施不断改善，法律法规体系逐步健全，规范化程度进一步提高，经济增长巨大资本需求，以及企业和居民投资能力和投资需求的不断提高，也为我国资本市场发展提供了广阔空间。

证券市场上市公司质量已明显提高，信息含量更为丰富、有效，不同股东将开始面对相同的利益机制和相同的利益基础平台。

在新的管理办法出台后，全流通市场上的并购将大量出现，更加畅通的渠道和市场化将成为全流通时代并购的基本特征。

证券市场的财富效应逐渐体现。包括管理层运用政策拓宽股市机构资金的渠道，如加快发放已获批准 QFII 额度、扩大社保基金和保险资金直接入市的比例、年金也正式入市、推进商业银行组建基金管理公司；恢复投资者资金申购股票制度、开展基金公司专项理财以及开展券商融资、融券等业务。个人投资者方面，其目前的增量和未来入市的潜力比较大。

2、主要影响因素分析

资金涌入 A 股的更长远目的，在于人民币升值，中国经济强劲增长。实体经济方面，经济的强劲增长超出预期，不论 GDP 还是 FAI 都远远高于市场预期。超过 9% 的 GDP 增速，每年至少 5% 的升值预期

金融环境方面，为抵御人民币快速升值压力，金融体系利率长期维持在较低位置，迫使资金进入股票市场。巨大的潜在产能，使得货币在实体经济中的传导不畅通，庞大的 M2 没有体现在终端物价上，在拉低 CPI 过程中也不断挤压资金离开实体经济。

根据申万和我们统计分析结果显示，在融入全球资本市场后，中国资产与经济总量逐步匹配。在低利率环境下，股票资产不断得到资金追捧。未来 12 个月，A 股中的优质公司的 06PE 有望达到 18—20 倍，相比目前 14 倍市盈率，有 28%—35% 的提升空间。业绩如果超出预期增长，股价涨幅将超过这个幅度。

市场的短期压力：

- 政策压力——宏观调控的后续手段的时间表及强度预期。加息对股市的影响，在未来几年里，还会第三次、第四次加息，伴随经济的持续高速增长而形成中国改革开放以来的连续加息周期。总体上指数短期休整，股价结构调整。短期流入的行业有：银行、食品饮料、零售、旅游、十一五规划受益类，军工及专用设备制造长远来看，加息周期的初期是经济强劲上升时期。短期冲击后，又会迎来更快的发展。
- 结构转换压力——在宏观调控之下，防御性品种会被增持，而前期涨幅较大的品种下调压力大，结构转换引起市场波动。
- 周边市场的影响——多数人认为 H 股累积涨幅过大，向下调整机会大，进而向下牵引 A 股向下调整。但有迹象表明，H 股对 A 股的影响力在减弱，A 股的资金面大幅度改观。

而当前的支撑因素有：

- 宏观经济持续向好没有异议；
- A 股的国际估值水平有国际比较优势，如在中国经济强劲增长和股权分置改革的双重作用下，A 股的投资价值十分明显。除部分垃圾股估值仍高外，大部分已与国际接轨。

同时，全流通环境下激励机制常常使上市公司业绩创造“惊喜”；制度创新下的资金供给源源不断，如 QFII 的热情远比 QDII 高、私募基金合法化过程在加快、商品流通领域（包括炒房资金）进入股市加速、A—H 两栖资金回流、变相 QFII 秘密涌入。

3、市场发展的趋势分析

1200 点、1300 点、1400 点三个关键位的意义。1200 点：政府主导的利益输送唤起部分场内投资者的持股信心，但多数投资者对市场没有信心，甚至怀疑股改会取得成功；1300 点：经多空反复争夺，机构投资者基本树立信心，但仍担心再融资和 IPO 的冲击；1400 点：财富效应显现，各类资金持续涌入。

下半年，IPO 将把投资热情推向高潮，沪深指会挑战 1780 点。2007 年沪指有机会冲击 2000 点。

长期牛市确定。牛市与市场心态。市场的强势格局已经形成，牛市确定无疑，投资者信心指数高涨，但仍很浮躁，市场一定会出现反复。

4、我国资产价值的重估

世界中国的企业（中国因素驱动形成，主要市场在国内）：消费、军工等。

中国世界的企业（世界因素驱动形成，市场在国内外）：家电、汽车、船舶等。

四、投资机会：

总体策略：逢低搜集战略性资产，长期持有；对于阶段性达到估值的战略品种，实现交易机会，以提高资金效率。

战略类资产重点布局在三类资产：消费类和资源类及军工类；

战术性投资集中于交通运输、并购重组及私有化类。

1、战略性资产

（1）人民币升值受益与消费增长的长期预期

房地产、优势造纸企业是首选，银行次之。升值的空间很大，升值的周期很长，美国及欧洲不会放松，中国政府从拒绝升值到巧妙利用升值，人民币升值基本合理，才能终结这一过程。

（2）拥有垄断性资源且其产品供求关系长期偏紧的企业。

资源的稀缺性更加突出；

分享经济高速增长最可靠的投资方式；

可规避企业管理风险；

当前特征股明显的是：有色金属、矿产和土地以及能源；

其他类别类资源要紧随跟踪供求关系。

（3）军工及先进制造业

军工的市场价值需要评估；

军工的超稳定性；

经济扩张必然伴随军事扩张，特别强调先进制造业与一般制造业不同，拥有市场影响力和政府大力扶持的双重优势。

（4）消费类的优势品牌企业

国民消费水平显著提高，消费升级，必然追逐优势品牌。

法制环境逐渐改善，有利于优势品牌成长。

消费习惯趋于成熟与稳定
欧美生活消费品以购买品牌为主
消费品龙头企业股票成为稀缺品种

2、战术类资产

(1) 严重低估的交通运输类

被“积极型”配置所抛弃；低估 20%~30%；其中不乏高成长企业，其中以高速公路为主。

(2) 资源行政主导性提价受益类企业

水、汽、油行政收费有较大提升空间；属于一次性机会。

(3) 周期类企业的资产重组和市场购并

全流通刺激并购的积极性；价格处于较低水平，吸引资金入场，投资利润率高；外资战略投资 A 股管理办法是 QFII 的补充；绩差股股改重组的机会，无法正常股改重组机会比任何时候都大；

3、主要公司

(1) 食品消费

伊利，品牌价值提升；五粮液，潜力较大。

(2) 房地产

5~7 月可能是最佳的收集期。主要的公司有：金融街、华侨城、中粮地产、万科、招商局、中华企业等。

(3) 金融银行：下半年，中资银行香港上市营造良好气氛

招商——基本面，H 股上市拉动；民生、浦发。中信证券，先发优势

(4) 军工

火箭股份 600879；洪都航空：600316

(5) 有色金属等资源

主要有国内大型盐湖等资源开发，初步具有国际定价权的锡业股份、以及铜和锌等矿产开发。

(6) 装备制造

沈阳机床，考虑到公司业绩快速增长的趋势，伴随公司历史遗留问题的解决，06 年将是公司面临巨大转变的一年。

东方电机 600875，公司开始设计、制造高尖端的核电产品，在核岛设备生产方面取得重大突破，标志着公司已全面进入核电制造领域。同时，公司进入国际市场，从长远来看发展潜力巨大。

(7) 交通运输

上海机场（600009），二期跑道的启用打开了航空业务增长的瓶颈，外航飞

机比例继续提升，收入结构继续优化。随着新的航站楼项目的开工，亚太航空枢纽的地位将逐渐形成。

G 上港，06 年业绩影响因素：收购外五的进度；盛东公司完成对洋山港资产的收购的进度；上海港吞吐量增幅；增发的进度。欧洲航线的船自将全部转移到洋山港，2005 年箱量将达 250 万 TEU，明年箱量可达 300 万 TEU。洋山一期的港口费率有上调空间。据此测算，今年洋山港基本可以实现盈亏平衡。

赣粤高速、皖通高速等高速公路路网结构好，资产运作明朗，具有好的成长性，值得关注参与。

(8) 数字电视及 3G

中兴通讯 (000063)，世界电信业处于一个理性增长的平稳期，中兴、华为在海外市场的成功主客观因素并存，完整的电信产品解决方案没有可复制性。

电广传媒 (000917)，集团公司的资本运作平台，数字业务的快速发展，尤其是广告收入、传媒业务创新。

(9) 新材料

主要有中科三环，产品科技含量不断提高，适用范围也不断增加。

(10) 基因工程

主要有天坛生物、中牧股份，以及长春高新等。

表三、主要投资品种一览表

代码	股票名称	收盘	05EPS	06Q1S	06EPS	07EPS	08EPS
000858	G 五粮液	14.2	0.2919	0.201	0.40	0.55	0.75
600887	G 伊 利	19.38	0.568	0.178	0.72	0.83	0.98
002024	苏宁电器	41.8	1.05	0.10	1.55	2.03	2.55
600535	G 天士力	14.58	0.68	0.09	0.73	0.85	1.02
000402	G 金融街	8.22	0.42	0.01	0.60	1.10	1.45
600000	浦发银行	10.15	0.63	0.17	0.90	0.96	1.06
600036	G 招 行	7.31	0.32	0.11	0.44	0.54	0.68
600030	G 中 信	13.78	0.16	0.04	0.37	0.56	0.70
600269	赣粤高速	11.37	0.5121	0.154	0.77	0.86	0.96
000541	G 佛 照	9.4	0.61	0.15	0.65	0.78	0.83
000651	G 格 力	11.68	0.9491	0.209	1.05	1.20	1.27
600089	G 特 变	11.79	0.2939	0.171	0.43	0.63	0.76
600406	国电南瑞	27.69	0.48	0.03	0.73	0.89	1.22
600875	G 东 电	16	1.17	0.30	1.56	1.60	1.65
600320	G 振 华	17.65	0.78	0.23	1.15	1.26	1.34
600150	G 重 机	17.7	0.5613	0.243	0.75	0.86	1.02
600583	G 海 工	21.38	1.48	0.14	0.75	0.90	1.15
000898	G 鞍 钢	6.14	0.35	0.19	0.90	1.00	1.20
600028	中国石化	6.88	0.46	0.11	0.56	0.61	0.65

000063	G 中兴	27.95	1.24	0.03	1.50	2.00	2.50
600050	中国联通	2.85	0.13	0.04	0.16	0.16	0.17
600308	G 华泰	12.69	1.11	0.27	1.51	1.56	1.80
600123	G 兰花	13.67	1.15	0.37	1.40	1.44	1.51
600348	G 国阳	14.46	1.21	0.30	1.50	1.53	1.61
600900	G 长电	8.14	0.41	0.05	0.45	0.52	0.65
600037	G 歌华	14.81	0.41	0.07	0.49	0.60	0.73

华林证券研究所

地址：深圳振华路21号航天立业大厦三楼

邮编：518028

Email：research@chinalions.com

主页：<http://www.chinalions.com/res>

华林证券股票评级标准：

增持：在未来6个月内股价表现优于市场指数10%以上

中性：在未来6个月内股价表现相对市场指数变动在-10%—10%之间。

减持：在未来6个月内股价表现弱于市场指数10%以上

华林证券行业评级标准：

增持：在未来6个月内行业指数表现优于市场指数5%以上

中性：在未来6个月内行业指数表现相对市场指数变动在-5%—5%之间。

减持：在未来6个月内行业指数表现弱于市场指数5%以上

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归华林证券有限责任公司所有。未获得华林证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“华林证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。