

2005 财富路线

——实力机构 2005 年
证券市场投资方略全景图

陈乃进 主编

China Securities Journal

新华出版社

第五 第3324期 本期24版

网址: <http://www.cs.com.cn>

新华通讯社主办 中国证监会

从外资动向寻国内地产股

2版

6版

7版

蓝零
工商

2005 财富路线

——实力机构 2005 年证券市场投资方略全景图

陈 乃 进 主 编

新 华 出 版 社

图书在版编目(C I P)数据

2050 财富路线: 实力机构 2005 年证券市场投资方略全景图 / 陈乃进主编. —北京: 新华出版社, 2005. 1

ISBN 7-5011-6958-6

I. 2… II. 陈… III. 证券交易—资本市场—经济预测—中国—2005 IV. F832. 51

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 003243 号

2005 财富路线

——实力机构 2005 年证券市场投资方略全景图

陈乃进 主编

*

新华出版社出版发行

(北京石景山区京原路 8 号 邮编: 100043)

新华书店经销

北京市耀华印刷有限公司印刷

*

787×1092 毫米 16 开本 46. 5 印张 650 千字

2005 年 1 月第一版 2005 年 1 月北京第一次印刷

ISBN 7-5011-6958-6 / F · 1009 定价: 98. 00 元

编委会名单

主 编：陈乃进（中国证券报社社长兼总编）

编 委：陈乃进 杜跃进 王 坚 段国选
 宁晨新 卫保川 单亿春

执行编辑：张义敏 王 磊 熊永宏 赵彤钢
 齐 轶 董凤斌 张 翔 徐海洋

不断推进资本市场改革开放和稳定发展

尚福林

资本市场改革发展的不断深入使我们面临新的挑战

虽然我国资本市场正面临难得的发展机遇期，但是，相对薄弱的市场基础已成为制约资本市场发展的重大障碍。近年来，随着市场经济体制的不断完善和资本市场改革的不断深入，市场约束逐渐强化与市场主体风险控制薄弱的冲突进一步显现；解决历史遗留问题的复杂性与保持市场预期稳定的冲突更加突出；充分发挥市场机制的作用与市场主体各种失信行为普遍存在的冲突日益加剧。这些冲突都反映出资本市场存在的一些深层次问题。

一是法制建设和执法环境不配套。如实施证券公司和上市公司破产、惩治大股东及内部控制人掏空上市公司和证券公司、证券公司侵占客户资产等行为都没有相应的法律依据。有法律依据的，也大都对证券违法犯罪的法律责任规定较轻。另外，投资者赔偿机制不健全，因欺诈行为给投资者造成的重大损失，难以通过司法渠道得到应有的赔偿。由于资本市场进一步规范发展的法制建设和环境的不配套，打击证券违法犯罪的威慑力不强。

二是市场主体运作不规范。一些上市公司大股东或内部控制人片面追求自身利益的短期最大化，重融资，轻回报，在一定程度上挫伤了投资者的积极性。证券公司经营亏损，历史遗留包袱沉重，部分证券公司治理结构失效，管理粗放，挪用客户资产问题时有发生，少数证券公司风险隐患较大，影响了全行业的市场信誉。

三是市场结构还需完善。在上市公司规模结构方面，公司总体规模偏小，业绩稳定性不高，不利于机构资金的长期投资选择。市场层次结构和产品结构仍比较单一，还难以满足不同类型企业和广大投资者的多样化投融资需求。投资主体仍以中小投资者为主，机构投资者发展不平衡。另外，股权分置问题长期存在，影响公司治理和市场价格形成机制。

这些深层次问题不仅制约着市场的稳定运行和功能的全面发挥，更为重要的是，问题的长期存在和不断积累，还严重影响着投资者长期投资资本市场的信心。

2005 年发展资本市场的重点工作

今年证券期货监管工作的指导思想是：以邓小平理论和“三个代表”重要思想为指导，全面贯彻党的十六大、十六届三中、四中全会和中央经济工作会议精神，坚持求真务实，牢固树立科学发展观，全面落实《若干意见》，以加强市场基础性制度建设为主线，围绕推进资本市场的改革和发展、加强市场监管、扩大对外开放和强化自身建设等工作重点，逐步解决市场存在的深层次问题和结构性矛盾，促进资本市场持续稳定健康发展。

（一）深入学习领会《若干意见》，做好今年落实《若干意见》的工作安排

全系统要继续深入学习《若干意见》，进一步深化对发展资本市场重要性的认识，把思想切实统一到大力发展资本市场这一战略目标上来。要进一步领会和把握《若干意见》的精神实质和丰富内涵，对照《若干意见》提出的推进资本市场改革开放和稳定发展的指导思想、任务和各项具体要求，反思本单位、本部门去年一年的工作，总结经验，找出差距，并向会党委提交今年进一步贯彻落实《若干意见》的具体方案。要进一步推进六个专题小组工作，按照远近结合、标本兼治的要求，对各专题的目标、进度做进一步的调整和细化。由我会牵头负责的四个小组要加快工作进度，确保按计划完成工作任务。对我会参与的小组工作，要积极推动，做好配合和支持。对已经出台的政策措施，要密切跟踪，落到实处，并根据市场情况不断调整完善。

（二）推进多层次市场体系建设，完善市场功能

要进一步完善沪深交易所主板市场交易结算制度，推进产品创新，提高市场效率。要认真总结中小企业板块经验，探索与中小企业特点相适应的发行审核、上市交易、信息披露等制度安排，稳步扩大板块规模。加紧研究改进和规范代办股份转让系统，拓宽系统功能，使之在多层次市场体系中发挥其应有的作用。以商业银行恢复在交易所的债券交易为重点，积极推动建立统一互联的债券市场。

（三）深化发行制度改革，提高市场融资效率

落实首次公开发行股票询价制度，制订相应的询价对象行为指引。推动发行方式改革，探索包括资金申购、向合格机构投资者定向配售等多种发行方式。制定保荐机构尽职调查指引，推行保荐代表人定期培训制度。研究推出首次公开发行股票公司存量发行试点。推动大型优质企业在境内发行上市，优化上市公司的市场组成结构。修订完善首次公开发行股票规则体系。做好上市公司发行公司债券的准备工作。以提高透明度为重点，完善发行审核程序，改进审核方法，提高审核效率。

（四）推动上市公司完善法人治理结构，维护公众股东合法权益

要严格执行《关于加强社会公众股股东权益保护的若干规定》。制定和完善上市公司高管人员责任、股权激励、独立董事、股东大会等规定，加强对上市高管人员及实际控制人的日常监管，研究推出上市公司治理评价体系，联合有关部门规范上市公司控股股东及其他实际控制人的行为，综合运用现金清偿、以股抵债、以资抵债等方式，下大力气清理和遏制控股股东和其他关联方侵占上市公司资金和上市公司违规担保。发布《上市公司现场监管办法》，加大现场监管的力度和密度，加强对“一控多”、关联交易、委托理财、大股东股权质押等高风险公司和高风险环节的监控，及时有效地防范和化解上市公司风险。修订完善有关上市公司并购重组管理办法，改进定向增发等试点工作，鼓励和支持上市公司通过并购重组做优做强。进一步完善退市制度，推动退市公司高管人员责任追究机制的建立。

（五）促进证券公司规范发展，做好高风险证券公司的处置工作

抓紧完成证券公司的摸底工作，同时督促证券公司加强整改。全面启动对证券公司的分类监管工作，加大日常监管力度，切实增强及时察觉、查处和严厉打击违法违规行为的能力。完善客户交易结算资金存管制度，年内基本实现客户交易结算资金独立存管，并在实践中探索更高要求的客户资金存管模式。进一步完善证券公司从事国债回购、委托资产管理、自营等业务环节的制度规范，督促证券公司建立内部合规检查机制和违规责任追究机制。加强网上交易安全监管。稳妥做好高风险证券公司的处置工作，落实行政接管、托管经营类证券公司的最终处置方案，争取在上半年完成对南方证券、闽发证券、汉唐证券及德隆系证券公司的最终处置。加强对高风险证券公司的监管措施，遏制风险扩大，对自救无望的公司及时进行处置。在维护稳定的前提下，进一步改进完善风险处置的政策和方法。争取在上半年完成证券投资者保护基金的设立工作。支持证券公司创新发展，在风险可控、可测、可承受的前提下，促进证券公司进行金融创新和业务拓展，逐步改变目前证券公司业务单调、收入渠道单一的局面。进一步研究综合性措施，促进证券公司资源整合，信誉改善，争取证券业整体状况尽快出现明显好转的趋势。

（六）大力发展机构投资者，加快投资者结构改善步伐

继续扩大证券投资基金规模。拓宽基金营销渠道。进一步拓展合规资金进入股市的渠道，积极为保险资金、社保基金、企业年金以及合格境外机构投资者等长期资金投资股票市场创造有利的条件。推进商业银行设立基金管理公司的试点工作，研究保险资产管理公司设立基金管理公司的试点。研究推出基金管理公司开展受托证券投资资产管理业务的相关规则。积极推动基金评价体系的建立。研究建立基金管理公司风险准备金制度。加强对公司投资运作、销售、信息披露、高管人员行为规范的监管。加大对基金管理公司、基金代销机构的现场检查力度。建立公司监管档案和高管人员诚信档案。积极发挥托管银行的监督作用。制订与完善基金管理公司治理、督察长管理、基金经理管理等规定。研究建立对基金管理公司控股股东的约束机制。

（七）推动期货市场健康发展，提高市场运行质量

强化期货市场风险防范和化解工作。年内完成期货保证金安全监管系统建设。加快建立期货市场投资者保障基金。推进《期货交易管理暂行条例》的修订工作，完成对现有上市品种交易规则的修改。稳步推进期货市场对外开放。深入分析期货市场与现货市场的联动关系，做好期货市场与宏观经济发展相关性的基础研究工作。继续把研究开发农产品和战略性资源商品等期货品种作为当前工作重心，完善我国的农产品、金属和能源系列的商品期货市场。择机推出防范期货风险的商品期权交易。抓紧做好金融衍生产品的研究开发工作。

目 录

王者归来：开动中国股市奔腾的引擎	国泰君安证券研究所 (1)
以多样化主题应对市场的波动	平安证券综合研究所 (37)
结构性调整市场中的机会与风险	长城证券研究所 (49)
制度变革及汇率变动有望引发重大投资机会	招商证券研发中心 (59)
走出低谷	海通证券研究所 (71)
只有垄断性公司才是延续价值投资的主流热点	中信证券研究咨询部 (83)
在市场估值中寻找结构性机会	渤海证券研究所 (93)
关注增长模式转型下的投资机会	银河证券研究中心 (103)
市场在结构完善中走向平稳	华夏证券研究所 (115)
宏观预期和政策博弈：多情景决定下的积极防御与主题投资	兴业证券研发中心 (129)
制度建设必将推动市场复苏	泰阳证券研究所 (145)
前景谨慎乐观 机会源于精选	天一证券研究所 (163)
业绩浪为主要收获期 经济结构调整影响显著	西南证券研发中心 (177)
寻找另一种引擎	天同证券研究所 (191)
箱体震荡 酝酿质变	齐鲁证券研发中心 (209)
品味进程中的城市深化和工业深化	长江证券研究所 (225)
重个股 轻市场 寻找市场博弈机会	新疆证券研究所 (239)
动态选股 择机操作	华泰证券研究所 (249)
市场处于大级别调整尾段	民族证券研发中心 (257)
2005 年我国股市将呈牛市格局	北京证券研发中心 (291)
在市场政策博弈中寻找新价值	国海证券研发中心 (301)
经济平稳增长预期下的市场化进程 推动股市步入理性复苏	上海证券研发中心 (309)

迈进希望的门槛	国盛证券研发中心 (323)
把握阶段性的、局部性的投资机遇	新时代证券研发中心 (331)
转折在即 值得期待	巨田证券研究所 (343)
寻找经济增长速度回落过程中的价值投资主线	东方证券研究所 (355)
机会与挑战共存 投资与投机同在	国都证券研发中心 (367)
上市公司分红: 主导 2005 年证券市场投资策略	民生证券研究所 (377)
在制度完善与市场化进程中探寻投资机会	蔚深证券研发中心 (387)
期待机构力量多元化	南京证券研发中心 (417)
制度变革主导下的中国证券市场	第一证券研究所 (425)
股东价值至上估值理念下的策略: 关注细分市场和公司战略	联合证券研究所 (435)
把握主题 波段操作	方正证券研究所 (455)
积极防御 稳中进取	嘉实基金管理有限公司 (461)
华夏基金 2005 年股市投资策略	华夏基金管理有限公司 (495)
易方达基金 2005 年股市投资策略	易方达基金管理有限公司 (503)
面向大海 春暖花开	湘财荷银基金管理有限公司 (507)
不确定性逐渐明朗化 股票继续两极分化	国联安基金管理有限公司 (525)
海富通基金 2005 年股市投资策略	海富通基金管理有限公司 (533)
2005: 均衡发展下的投资策略	中信基金管理有限责任公司 (585)
重构新秩序: 经济、制度与参与者	华安基金管理有限公司 (609)
踟躅而行中寻求外力的突破	长盛基金管理有限公司 (625)
“自下而上”的选股策略	中融基金管理有限公司 (639)
柳暗花明又一村——把握结构性投资机会	巨田基金管理有限公司 (671)
投资的盛筵	国联基金管理有限公司 (693)
宝盈基金 2005 年股市投资策略	宝盈基金管理有限公司 (705)

王者归来：开动中国股市奔腾的引擎

国泰君安证券研究所

基于减速而非衰退的宏观经济预期，使得我们对本轮经济增长周期趋势的判断并没有发生改变，王者的诞生和延续有着适宜的宏观经济土壤。

2005 年回归的王者可能有 2003 年曾经辉煌的大蓝筹股票，也有可能是新挖掘的细分行业龙头，尽管王者的范围有所变化，但 2005 年和 2003 年王者的内涵应该是一样的。我们对王者的定义是，大市值公司、低市盈率公司以及各行业龙头。

适者生存，适者恒强。适应下来的王者（行业老贵和新贵）成功的奥妙古老而又新颖：增强获取超额利润的能力。超额利润或者来自规模经济，或者来自生产要素垄断供给，或者来自独特的议价能力，或者来自技术的难以复制性和难以外溢性。

新的大盘股加盟，可以保持指数成分股的流动性和活力。从维护指数形象的角度来看，大盘股的发行上市对指数的稳定和繁荣无疑是有积极作用的。另外，大市值低市盈率股票凸现王者抵抗境外估值压力的能力。

可以预见 2005 年央企将拉开重组的大幕，央企下属上市公司要么是所属企业重点扶持的龙头，进一步壮大规模，要么因主营业务属于集团公司辅业范畴，而需要进行重组。

我们承认在不考虑 A 股含权的前提下，A 股市场存在系统性的高估，但我们的一些核心蓝筹股已经遵循国际化的估值标准，有了较高的投资价值。如果考虑 A 股含权效应，A 股市场已具备非常明显的局部投资价值。

国企指数、红筹指数的表现启示我们，A 股转机已现，宏观调控不应成为制约 A 股复苏的羁绊。

由于缺乏制衡的对手，市场参与者和理念的多样性格局已被打破，如同黑鱼横扫美国，价值投资理念横扫内地证券市场也是必然，我们坚信，没有定价基础的突变，2005 年价值投资的大旗仍将不倒

随着 2005 年机构进入股市的长线资金不断增多，在景气短期钟摆回落和景气长期螺旋上升的抉择中，大部分机构将更多的倾向后者，着眼于长周期的投资策略将会得到越来越多的持有长线资金机构投资者的认同。这种投资策略也有利于打造出具有稳定长期收益预期的王者英雄。

贯彻“股票优选、王者制胜”的投资策略：一是，继续选择优势企业投资；二是，基于财务指标优选条件下的优势企业选择；三是，分享发行制度变革带来的一级市场的超额收益。

一、王者的故事：曾经辉煌灿烂 2005 再度归来

《魔戒》第三部名字是“王者归来”，归来的王者就是人类之王阿拉贡，为了成为真正的王者，他要在影片里与索伦决一死战。索伦的军队包围了贡多的首都，企图消灭人类。这个一度辉煌繁荣的人类王国，正急切等待着王者的回归。中土世界的命运重担，落在了阿拉贡肩膀上。阿拉贡从精灵王艾尔隆手中取得了“纳西尔圣剑”，然后与好友精灵莱格拉斯和矮人金利前往死亡之谷，召唤被死神禁锢的死亡战士们对抗魔王索伦的大军，阿拉贡最后成为了人类的统治者，成为了人们仰慕的国王。

如今的股市和《魔戒》中人类的处境何其相似，目前尽管政策做多意图昭然，但神秘的做空和推倒的动力、估值标准的迷失和困惑仍然时刻在威胁着股市的生存，2003 年大蓝筹行情一度给股市带来希望，而 2004 年的宏观调控成为股市重陷低迷的导火索。当 11 月份至 12 月份期间香港股市的恒指、国企指数创近几年的新高之际，A 股却依然在泥泞的沼泽中痛苦的挣扎。此时对比国企股、红筹股的表现，我们不应再以宏观调控作为股市低迷的借口，股市需要真正的王者担当起绝地反击的领军角色。当周期性股票遭到过度抛弃、当估值的标尺一再下降、当我们还在担忧未来超级扩容的压力时，也许开动中国股市奔腾引擎的王者正在悄然而至。基于减速而非衰退的宏观经济预期，使得我们对本轮经济增长周期趋势的判断并没有发生改变，王者的诞生和延续有着适宜的宏观经济土壤。

王者的定义：大市值公司、低市盈率公司、行业龙头

股市中的王者通俗地讲就是股市中的领头羊或者龙头，不同时期股市中的领头羊具备不同的特质，1996 年的绩优股龙头的增长动力来自消费能力启动带动家电等传统产业达到盈利高峰，1998 年“乌鸡变凤凰式”的重组股龙头大部分是旧有盈利模式下的人为包装产物，1999 年和 2000 年的网络科技股龙头则是在新经济浪潮处于巅峰时期由全新的定价标准催生出来的，2003 年被高度集中投资的行业主要是上游原材料行业，增长动力来自于世界经济的复苏对整个上游原材料快速增长的需求。由此可见，股市中不同时期诞生的王者都是和当时的产业结构相适应的。

2004 年宏观调控后，对不同行业的未来预期发生变化，盈利不再集中于产业链的上游。是坚持周期性行业，还是选择防御性行业，对于投资者来说确实处于两难的境地。我们认为，自从 2003 年市场竖起价值投资的大旗后，尽管市场热点几经变换，但都是关于具体行业选择的问题，至于选股的估值标准却未发生大的变化，大市值、低市盈率一直是投资者非常看重的指标。另外，随着利润在不同产业链之间的重新分配，行业集中配置的倾向越来越淡化，各个行业的龙头特别是原来不被关注的一些行业的龙头都会被机构重点挖掘。

2005 年回归的王者可能有 2003 年曾经辉煌的大蓝筹股票，也有可能是新挖掘的细分行业龙头，尽管王者的范围有所变化，但 2005 年和 2003 年王者的内涵应该是一样的。我们对王者的定义是，大市值公司、低市盈率公司以及各行业龙头。

表 1 大市值公司的股价水平、盈利能力以及资本回报率都处于市场领先水平

市值区间	公司数	流通市值占比 (%)	平均流通市值 (万元)	PE 市盈率	平均股价 (元)	平均每股收益 (元)	市净率 (P/B)	净资产收益率 (%)	每股经营性现金流量 (元)	平均每股股利 (元)	股息率 (D/P) (%)
市值≥15 亿元	178	45.9	307632	17.7	6.53	0.31	2.2	10.9	0.47	0.13	1.9
15 亿元 > 市值 ≥5 亿元	527	36.9	83357	32.8	5.93	0.16	2	5.5	0.19	0.07	1.2
5 亿元 > 市值	636	17.2	32238	150	5.11	0.04	2.3	1.9	0.03	0.03	0.6
全市场	1341	100	90356	25.5	6.12	0.21	2.18	7.8	0.3	0.09	1.5

注：股价为 2004 年 11 月 22 日收盘价，平均股价以流通股本加权，平均每股收益、平均每股经营性现金流、平均每股股利均为 2004 年第三季度季报数据，且以流通股本加权。

资料来源：Wind 资讯

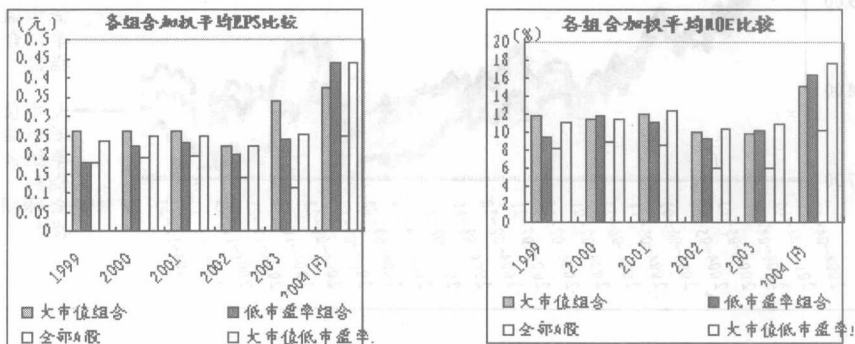
表 2 低市盈率的公司盈利能力和资本回报率上处于市场领先水平

	公司数	流通市值占比 (%)	平均流通市值 (万元)	PE 市盈率	平均股价 (元)	平均每股收益 (元)	市净率 (P/B)	净资产收益率 (%)	每股经营性现金流量 (元)	平均每股股利 (元)	股息率 (D/P) (%)
20≥PE>0	192	28.1	177238	12.7	6.7	0.37	1.98	12.8	0.53	0.14	2
40≥PE>20	430	36.8	103576	25.5	6.8	0.2	2.29	6.7	0.3	0.09	1.3
60≥PE>40	207	12.6	73482	47.7	6.6	0.1	2.33	3.8	0.05	0.05	0.7
PE>60	359	18.3	61732	116.7	5.3	0.04	2.16	1.5	0.02	0.02	0.3
0≥PE	153	4.3	34164	-13.9	3.4	-0.16	2.47	-12.1	-0.09	0.005	0.1
全市场	1341	100	90356	25.5	6.1	0.21	2.18	7.8	0.3	0.09	1.5

注：股价为 2004 年 11 月 22 日收盘价，平均股价以流通股本加权，平均每股收益、平均每股经营性现金流、平均每股股利均为 2004 年第三季度季报数据，且以流通股本加权。

资料来源：Wind 资讯

图 1 大市值低市盈率股票在资产盈利能力上处于市场领先水平



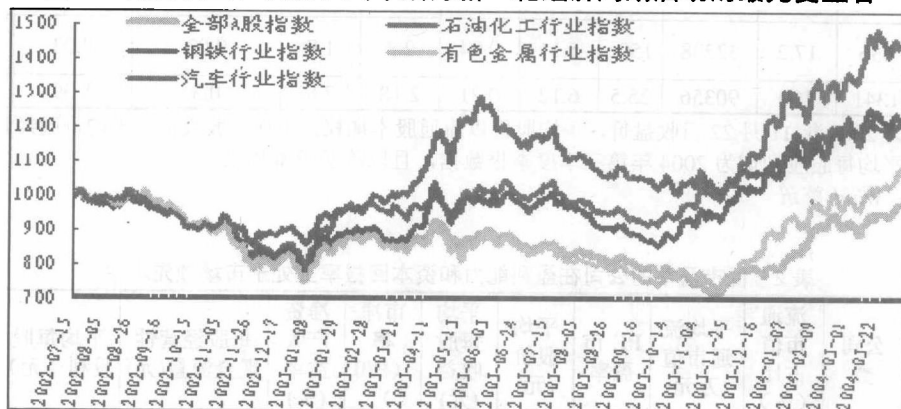
注：大市值组合由市值大于 15 亿元的股票组成；低市盈率组合由市盈率低于 20 倍的股票组成；大市值低市盈率组合为市值在 15 亿元以上，同时市盈率在 20 倍以下股票构成的组合。

资料来源：Wind 资讯

王者曾经的辉煌：新一轮经济周期启动的最先受益者

2003 年的王者无疑是周期性基础行业以及个别周期性消费品行业，各行业一荣俱荣，集中行业配置的盈利模式大行其道，石油化工、钢铁、汽车等行业表现的尤为明显。以重化工业化为特征的新一轮经济周期启动首先将产业利润大量集中于上游行业，这些行业成为新一轮经济周期启动的最先受益者。

图 2 石油化工、钢铁、汽车成为新一轮经济周期启动的最先受益者

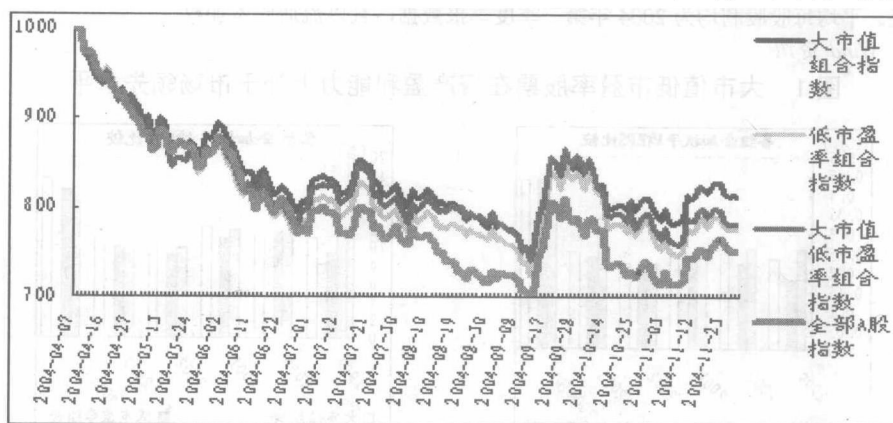


资料来源：国泰君安研究所数据库 Wind 资讯

王者的失意：周期波峰将至的担忧

4 月初以宏观调控为导火索引发了市场大调整，出于对上游周期性行业周期波峰将至的担忧，周期性股票首先遭到抛弃，导致大部分大市值股票、低市盈率股票失宠。7 月份以后，这种状况有所改善，估值指标低的股票开始体现出适度的防御性功能。

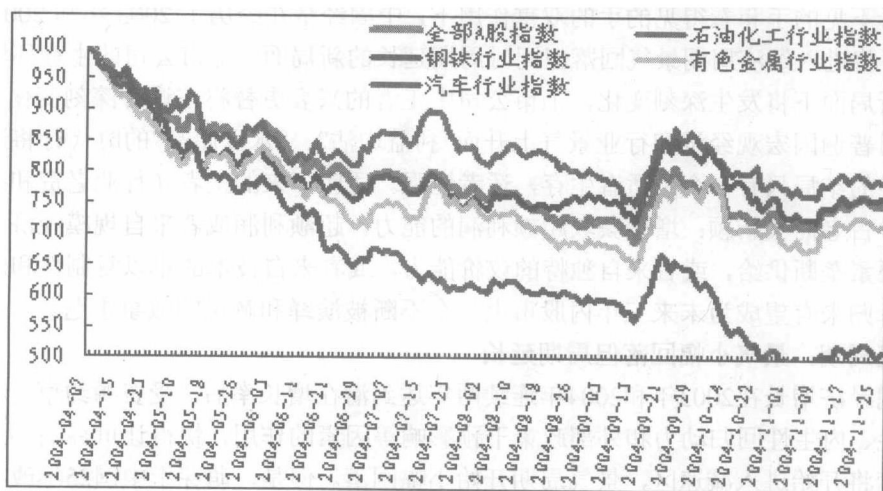
图 3 2004 年 7 月以后，大市值、低市盈率股票表现出适度的防御性功能



注：大市值、低市盈率以及大市值低市盈率的界定标准同图 1

资料来源：Wind 资讯

图4 2004年4月7日以后周期性行业股票走势的分化加剧

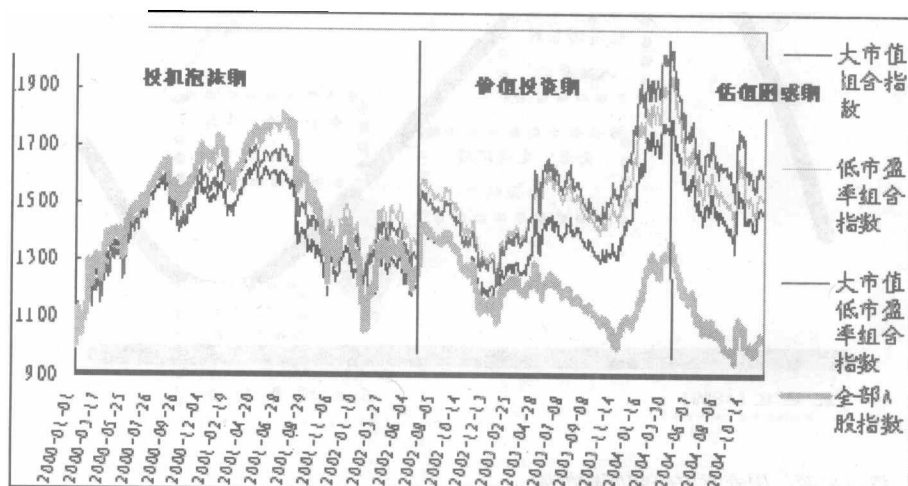


资料来源：国泰君安研究所数据库 Wind 资讯

王者归来：价值投资理念的再次诠释

经历过 2004 年估值困惑期后，随着整个宏观经济的不确定性因素逐渐减少和产业演进脉络的逐渐清晰，价值投资理念将会再度得到深化，价值投资的内涵将会是 2003 年的延续，而价值投资的外延将会比 2003 年广泛。

图5 2005年将是2003年价值投资理念的复辟年，王者将会再度归来



资料来源：Wind 资讯

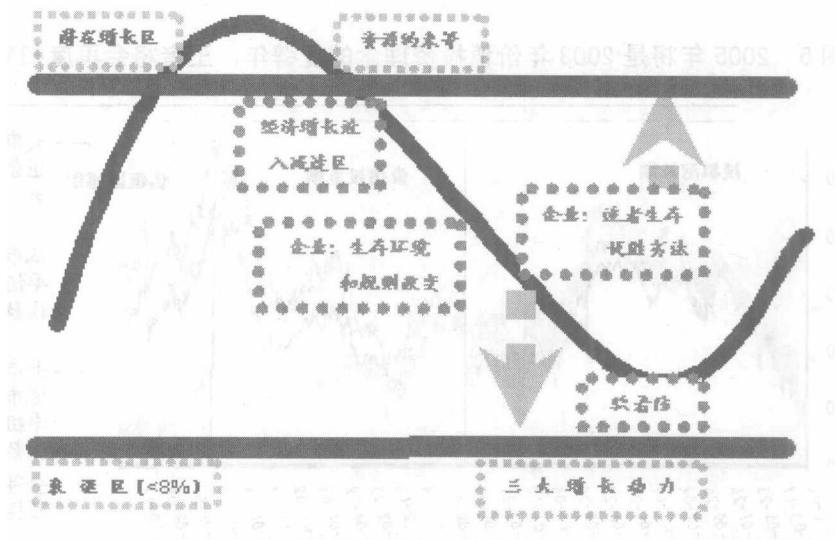
二、适者生存，适者恒强：宏观调控历练王者生存能力

在看不见的手和看得见的手的双重作用下，中国经济在经历了 2003 年和 2004 年两个波峰后，将进入经济周期景气回落但同时周期延长的新局面，上市公司的生存环境和竞争规则在新局面下将发生深刻变化，上市公司中王者的兴衰更替将在这种深刻变化中完成。上市公司普遍因宏观经济和行业景气上升而“利益均沾”、“水涨船高”的时代行将过去。王者的最终的结局只有一个：适者生存，适者恒强。适应下来的王者（行业老贵和新贵）成功的奥妙古老而又新颖：增强获取超额利润的能力。超额利润或者来自规模经济，或者来自生产要素垄断供给，或者来自独特的议价能力，或者来自技术的难以复制性和难以外溢性。王者归来有望成为未来三年内股市上一个不断被演绎和解读的故事主题。

景气周期：景气小幅回落但周期延长

宏观经济增长在2003年和2004年连续两年达到潜在增长率后，受资源约束、粗放式增长局限性、内生性回归动力和外部政策干预影响等因素的作用，快得让世界喘不过气来的增长速度将开始进入减速区，景气周期开始小幅回落。但是，萌芽于中国25年改革开放成果和走向成熟市场经济的三大增长动力并没有熄火。同时国家“点刹车”和“有保有压”的调控有利于延长景气周期。重化工业化、消费升级和世界工厂为中国经济景气周期回落提供了牢不可破的底线，并促进其延长。

图 6：景气小幅回落但周期延长，企业适者生存

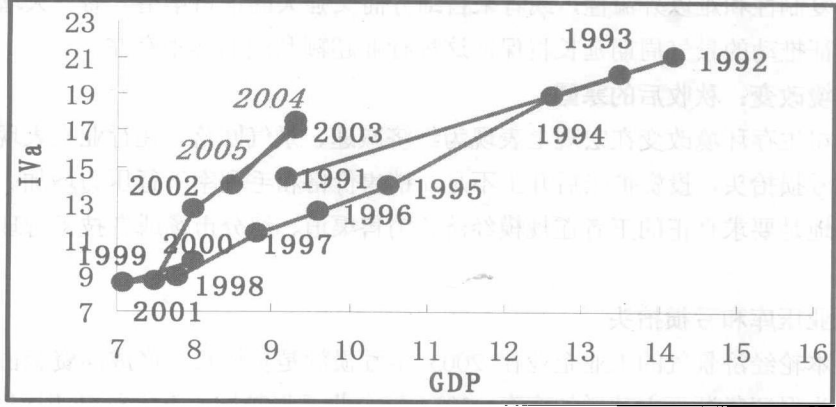


资料来源：国泰君安研究所数据库

经济减速不掩王者光芒

中国经济的减速主要反映在代表经济整体增长的 GDP 同比增速和代表工业增长和工业化进展的工业增加值（IVa）同比增速的下降上（见图 7）。我们预计 2004 年全年经济增长和工业增加值增长将基本保持 2003 年的速度，但 2005 年 GDP 增长将下降到 8.5%，工业增加值将下降到 14% 左右。

图 7 2005 年 GDP 和 IVa 增长速度将减速



资料来源：国泰君安研究所数据库

我们预计，2005 年固定资产投资、消费和出口需求相对于 2004 年都将有程度不同的下降。CPI 由于上游 PPI、原料、动力购进价格和进口价格的滞后传导而将依然保持温和通胀状态。货币信贷将比 2004 年稍有宽松，更多的时候将在“有保有压”调控下由 2003 年前的刺激性回归中性。

表 3：2004 年和 2005 年主要宏观经济指标预测（单位：%）

指标\年份	2003F	2004E	2005E
GDP	9.3	9.1	8.5
工业增加值	17	17.5	14
固定资产投资	27.7	26	20
社会零售品消费总额	9.1	12	11
出口	34.6	35	21
CPI	1.2	4	4
M2	19.6	16	16

资料来源：国泰君安研究所数据库

在经济减速、景气回落、上游价格传导、货币信贷回归中性、宏观调控持续等因素的作用下，上市公司生存的宏观经济环境从市场到政策都将因此而发生深刻变化。我们认为，市场的变化将集中体现在生存环境改变，政策的变化将集中体现在竞争规则的改变上。上市公司因宏观经济和行业景气上升而“利益均沾”、“水涨船高”的时代行将过去，行业集中度提高、竞争加剧的帷幕即将拉开。只有能够敏锐地察觉并且做出行之有效反应的上市公司才能获取行业集中竞争加剧格局下的超额利润。这种超额利润以及上市公司获取能力或者来自规模经济，或者来自生产要素垄断供给，或者来自独特的议价能力，或者来自技术管理的难以复制性和难以外溢性，或者来自细分而又强大的销售渠道。而三大增长动力和本轮调控特征推动的景气周期延长将保证这种行业超额利润的客观存在。

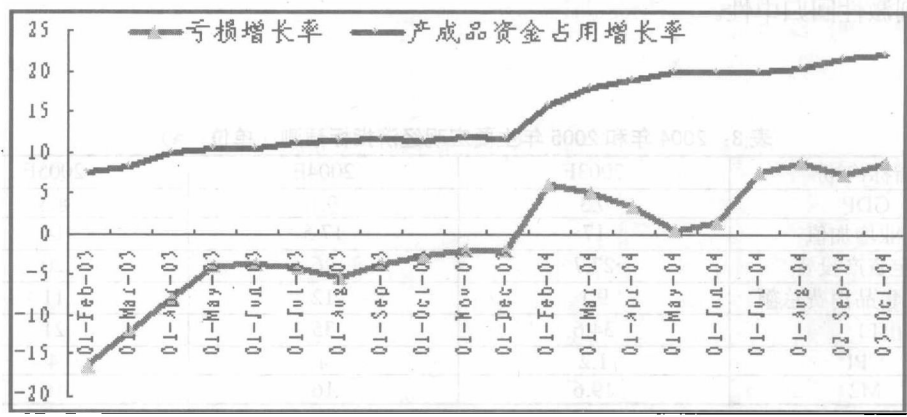
生存环境改变：秋收后的寒露

上市公司生存环境改变在宏观上表现为经济减速、景气回落。在行业上表现为：工业企业压库和亏损抬头，投资扩张后开工不足，销售价格和毛利率下行压力增加。生存环境的改变更多地是要求真正的王者在规模经济、销售渠道、细分市场或者技术管理方面进行创新。

工业企业压库和亏损抬头

受益于本轮经济景气的工业企业在 2003 年亏损额是负增长，产成品资金占用更多地是因为企业为保证货源而主动增加库存。2004 年企业亏损额增长率上行到正区间，产成品资金占用也攀上一个台阶（见图 8）。尽管有三大增长动力和点刹车式调控的支持，但是 2005 年工业企业压库和亏损增长率的继续上行难以避免。

图 8 工业企业压库和亏损增长率抬头



资料来源：国泰君安研究所数据库