迎接供给革命！

——2015 年 A 股策略报告

报告摘要:

- **“需求拉动供给”的正向循环正在被打破**

过去中国经济传统的增长模式是典型的“需求拉动”，主要得益于房地产市场的扩张和加入 WTO 带来的机遇。经过了十几年的高速增长之后，很多需求领域开始接近饱和，一旦需求开始下滑，供给也会跟随萎缩，因此今年出现了消费和投资增速的同时下降。

- **在需求下台阶的环境下，“供给收缩”不是解药**

单纯依靠“供给收缩”实现 A 股盈利能力转好的美好愿景实现起来并不容易，因为供给端的收缩本身也会伤害需求，容易陷入“死循环”。当企业主动减少了资本开支，意味着投资的下降，而这又会挫伤投资产业链上的需求，很难找到新的供需均衡点，资产周转率也就无法回升。

- **政策转向“供给学派”——从纵容“供给收缩”转向鼓励“供给扩张”**

13 年政策环境已经明显转向，一系列政策很明显看到看到 80 年代美国“里根新政”的影子，强调刺激供给扩张、提升供给效率、以供给创造需求。但单纯的刺激供给也有弊端，必须要有需求端的配合，因此 14 年政策进一步从从单纯“供给刺激”到“供给+需求”双向发力转型。

- **“供给+需求”双向发力，股市仍有上行空间**

展望明年，从供给端来看新兴行业的投资有望进一步加速，而传统行业也会对存量供给进行优化而不是单纯的供给收缩；从需求端来看，地产市场有望迎来短周期回升，带动整个地产产业链的景气改善。2015 年供给端和需求端都会出现积极变化，因此建议继续积极应对 A 股市场。在 15%盈利增速、14 倍 PE 的假设下，上证综指对应的合理点位是 3411 点。

- **迎接供给革命——从供给端的积极变化寻找 2015 年布局的产业方向**

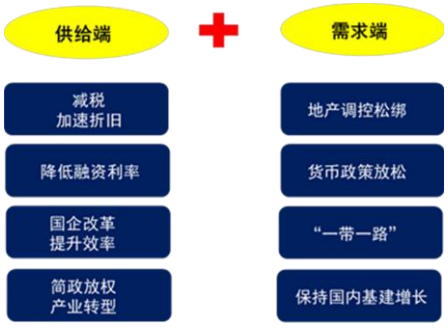
由于传统需求逐渐饱和，中国的“存量经济”模式短期内还很难打破，明年需求端的变化将比较平淡，而供给端的变化会更加积极，建议从三条线索出发去寻找供给端变化带来的行业投资机会

线索一：供给创造需求——寻找供给优化、效率提升带来的行业投资机会（生产智能化、国企改革）。

线索二：供给扩张带来质变——供给和需求同时扩张带来“规模效应”的行业（券商、新能源汽车、软件、医疗、环保）。

线索三：股市供给的新鲜血液——关注 PE/VC 投资加快的二级市场稀缺产业（汽车后市场、体育产业）。

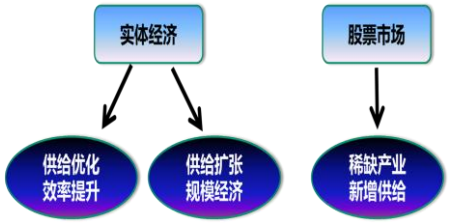
图：15 年“供给加需求”双向发力



图：今年投资增速最快的行业

排序	行业	投资增速	投资额占总投资比重
1	资本市场服务	80.2%	0.1%
2	广播、电视、电影和影视录音制作业	70.9%	0.1%
3	互联网和相关服务	51.9%	0.1%
4	科学研究、技术服务和地质勘查业	37.8%	0.8%
5	农业	35.7%	1.1%
6	信息传输、软件和信息技术服务业	35.6%	0.8%
7	租赁和商务服务业	35.2%	1.6%
8	建筑业	28.9%	1.0%
9	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	26.4%	0.4%
10	生态保护和环境治理业	25.6%	0.4%
合计			6.3%

图：三条线索挖掘供给端的积极变化



分析师： 陈 杰 S0260512050005
021-60750651
gfcj@gf.com.cn

相关研究:

最坏的时候已经过去——A 股三季报深度分析	2014-11-06

联系人： 郑恺 021-60750639
zhengkai@gf.com.cn

目录索引

前言:.....6
一、需求拉动供给的正向循环正在被打破.....6
1.1 地产市场化改革和加入 WTO 激发了需求端的扩张.....6
1.2 需求端的改善又刺激了供给端的扩张.....7
1.3 需求和供给的同时扩张，带来企业盈利能力的结构性改善.....7
1.4 需求的继续扩张已遇到瓶颈.....8
1.5 需求拉动供给的正循环被打破.....10
二、在需求下台阶的环境下，“供给收缩”不是解药.....11
2.1 2012 年以后企业开始明显收缩资本开支.....11
2.2 但供给收缩的幅度总赶不上需求下滑的幅度.....11
2.3 供给和需求同时收缩容易陷入“死循环”.....12
三、政策转向“供给学派”——从纵容“供给收缩”转向鼓励“供给扩张”.....13
3.1 新一届政府的经济管理思路开始转向“供给学派”.....13
3.2 但历史经验表明，单纯的刺激供给也有缺陷.....13
3.3 “里根新政”中后期，依靠供给和需求端同时发力取得良好效果.....14
3.4 国内政策也在经历从单纯“供给刺激”到“供给+需求”双向发力的转型.....15
四、“供给+需求”双向发力，股市仍有上行空间.....18
4.1 供给端的积极变化.....18
4.2 需求端的积极变化.....19
4.3 供给端和需求端的积极变化有利于 A 股盈利的改善.....20
4.4 无风险利率下行和改革深化预期有利于进一步提升 A 股估值.....21
4.5 盈利改善+估值提升，2015 年 A 股市场仍有上行空间.....21
五、迎接供给革命——从供给端的积极变化寻找 2015 年布局的产业方向.....22
5. 挖掘供给端积极变化带来的投资机会.....22
5.1 传统行业的“供给优化”将带来新的投资机会.....22
5.1.1 通过生产智能化提升生产效率.....23
5.1.2 通过国企改革实现管理效率提升.....24
5.1.3 通过把握定价权来提升经营效率.....24
5.2 供给扩张带来质变——供给和需求同时扩张带来规模效应的行业.....26
5.2.1 一个行业的最佳投资期应该是其供给扩张期，而不是供给收缩期.....26
5.2.2“新五朵金花”——我们建议投资者关注券商、新能源汽车、软件、医疗、环保.....27
5.2.2.1 券商：行业加杠杆扩张供给的空间巨大，从低 ROE 的轻资产业务模式转向高 ROE 的重资产业务模式.....28
5.2.2.2 新能源汽车：存量替代市场空间巨大，行业资本开支规模迅速扩张.....29
5.2.2.3 软件、医疗、环保：第三产业占比提升带来服务业的市场规模扩张，这些行业的资本开支已明显加速.....29
5.3 股市供给的新鲜血液——关注 PE/VC 投资加快的二级市场稀缺产业.....31
5.3.1 PE/VC 投资项目是 A 股重要的供给来源.....31

5.3.2 以在线教育行业为例，PE/VC 所投资的二级市场稀缺行业值得重点关注 31
5.3.2.1 关注点（1）——汽车后市场 33
5.3.2.1 关注点（2）——体育产业 35
5.4 板块推荐总结：迎接供给革命 37

图表索引

图 1：99 年以来商品房销售额扩张 30 倍 6
图 2：01 年以来出口额扩张 8 倍 6
图 3：99 年以来房地产投资扩张 21 倍 7
图 4：99 年以来基建投资扩张 11 倍 7
图 5：99 年以来制造业投资额扩张了 29 倍 7
图 6：供需同时扩张带来 A 股盈利能力改善 8
图 7：水泥产量及占全球比重 9
图 8：钢铁产量及占全球比重 9
图 9：煤炭产量及占全球比重 9
图 10：汽车产量及占全球比重 9
图 11：GDP 增速放缓 10
图 12：A 股收入增长中枢下移 10
图 13：三大投资增速 14 年集体下行 10
图 14：09 年以来 A 股投资现金流占比持续收缩 11
图 15：12 年以来 A 股收入增速下降 11
图 16：资产周转率仍在下行 12
图 17：资产下滑速度不及收入下滑速度 12
图 18：企业缩减产能进一步伤害需求，制造业投资下降 12
图 19：里根新政初期减税政策使美国财政收入下滑 14
图 20：通胀高企迫使美国采取紧缩货币政策 14
图 21：制造业投资增速二次探底 14
图 22：GDP 增速二次探底 14
图 23：赤字扩大、国债规模上升 15
图 24：通胀压力回落后美国降低基准利率 15
图 25：美国经济保持 9 年稳定增长 15
图 26：美国股市迎来大牛市 15
图 27：13 年政府并未刺激需求 16
图 28：季末会出现钱荒 16
图 29：房价持续回落 16
图 30：通胀水平维持低位 16
图 31：“供给+需求”双向发力 17
图 32：实体经济资金成本下移 18
图 33：企业现金流相对宽裕 18
图 34：今年投资增速最快的行业 18
图 35：今年投资增速最慢的行业 18
图 36：地产销售有所回暖 19
图 37：地产 10 月和 11 月的销售环比超越季节性 19
图 38：房价持续回落有利于地产销售回暖 19
图 39：新开工持续改善，地产小周期景气有望回升 19
图 40：14 年 A 股盈利下滑受到地产产业链拖累 20
图 41：资产周转率恶化造成 ROE 下行 20

图 42：预计 2015 年剔除金融利润增速上升至 15%.....20
图 43：预计 2015 年剔除金融 ROE 上升至 9.8%.....20
图 44：10 年期国债收益率步入下行通道.....21
图 45：A 股动态估值已从底部回升.....21
图 46：三条线索挖掘供给端的积极变化.....22
图 47：传统行业供给收缩收效甚微.....23
图 48：应从供给收缩转为“供给优化”.....23
图 49：集中度高的行业销售利润率更高.....25
图 50：集中度不到 60%的行业多为传统周期行业.....25
图 51：2014 年投资增速最低的行业多为传统行业.....26
图 52：80 年代美国传统周期行业处于供给收缩期.....26
图 53：80 年代传统周期行业跑输大盘.....26
图 54：80-90 年代信息产业投资占比上升.....27
图 55：同期信息产业指数有绝对和相对收益.....27
图 56：2001-2005 年钢铁行业资本开支持续上升.....27
图 57：2001-2005 年电力行业资本开支持续上升.....27
图 58：券商加杠杆向重资产业务转型.....28
图 59：券商 ROE 有望提升.....28
图 60：新能源汽车的产量已经开始放量增长.....29
图 61：新能源资本开支上升.....29
图 62：2013 年中国第三产业占比首次超过第二产业.....29
图 63：软件行业资本开支明显上升.....30
图 64：软件收入增速不断提升.....30
图 65：医疗服务行业资本开支明显上升.....30
图 66：医疗服务收入增速不断提升.....30
图 67：环保行业 资产开支加速.....30
图 68：环保行业收入增速相比去年上升.....30
图 69：14 年股权投资市场热度上升.....31
图 70：IPO 与并购是股权投资资金退出的主要机制.....31
图 71：2013 年起在线教育行业引爆投资热潮.....32
图 72：13 年 6 月以来在线教育指数大幅上涨.....33
图 77：汽车后市场的利润分布超过前端市场.....33
图 73：汽车后市场营业额快速增长.....34
图 74：美国后端市场代表公司大幅跑赢汽车指数.....34
图 75：近两年汽车后市场的投资案例数上升.....35
图 76：近两年汽车后市场的并购案例数上升.....35

前言：

随着“需求拉动供给”的传统经济增长模式已被打破，我国目前已进入“需求和供给同时收缩”的状态。过去旧的思维模式下，大家都在期待“去产能”什么时候能够到位,但近两年的实践表明“缓慢去产能”会带来经济的长期恶性循环，新的供需均衡遥遥无期。因此要实现新的供需均衡，仅指望市场自发的供给调节是不足的，必须要依赖政策的强力介入。14年我们看到了政策端一些积极的指向变化，政策从纵容“供给收缩”转向鼓励“供给扩张”，已逐渐转向“供给学派”。展望2015年，我国供给端和需求端都会出现积极变化，因此建议继续积极应对A股市场，迎接“供给革命”带来的投资机会！

一、需求拉动供给的正向循环正在被打破

近年来中国GDP增速波动区间收窄、中枢下移，宣告中国已告别“增量经济”时代，跨入“存量经济”时代（详见《深挖存量：行业比较2.0时代》2013-9-9）。传统“增量模式”下的经济运行轨迹已发生变化，需求的扩张遭遇瓶颈，而对供给的正向刺激也开始减弱。

1.1 地产市场化改革和加入 WTO 激发了需求端的扩张

过去中国经济传统的增长模式是典型的“需求拉动”，主要得益于房地产市场的扩张和加入WTO带来的机遇。1998年7月，政府停止住房实物分配政策转向大力发展商品住房，拉开了中国房地产市场化改革的大幕。1999年央行放开住房按揭贷款业务，进一步刺激地产需求大幅提升。从绝对值来看，商品房销售额从1999年的2700亿元扩张至2013年的8.1万亿元，扩张了近30倍，年复合增长率27%。

而加入WTO使中国张开双臂拥抱海外需求，劳动力成本低廉作为中国的“要素禀赋”，促使大量的“中国制造”走向世界，刺激我国出口大幅提升，出口金额从2001年的2661亿美元扩张至2013年的2.2万亿美元，扩张了8倍，复合增长率高达18%。

图1：99年以来商品房销售额扩张30倍

数据来源：广发证券发展研究中心

图2：01年以来出口额扩张8倍

数据来源：广发证券发展研究中心

1.2 需求端的改善又刺激了供给端的扩张

在地产需求端扩张的正面拉动下，供给端也极大地改善，带动地产投资、基建投资加速。随着1999年商品房市场化改革大幕的开启，百姓住房的刚需与投资性需求不断涌现，刺激开发商地产投资步伐加速——地产投资从1999年的5260亿元扩张至2013年的11.1万亿元，扩张了21倍。而地产投资加速激活了地产政府的“土地财政”模式，在城镇化进程的不断深入下，与商品房相关的配套基建设施也不断升级，带动基建投资加速——基建投资从1999年的8500亿元扩张至2013年的9.3万亿元，扩张了11倍。

图3：99年以来房地产投资扩张21倍

数据来源：广发证券发展研究中心

图4：99年以来基建投资扩张11倍

数据来源：广发证券发展研究中心

出口需求的大幅提升，刺激了制造业扩张产能的冲动。作为制造业出口大国，我国制造业投资额与外需扩张同步增长，99年以来制造业投资额从5039亿元扩张至2013年的14.7万亿元，扩张了29倍。

图5：99年以来制造业投资额扩张了29倍

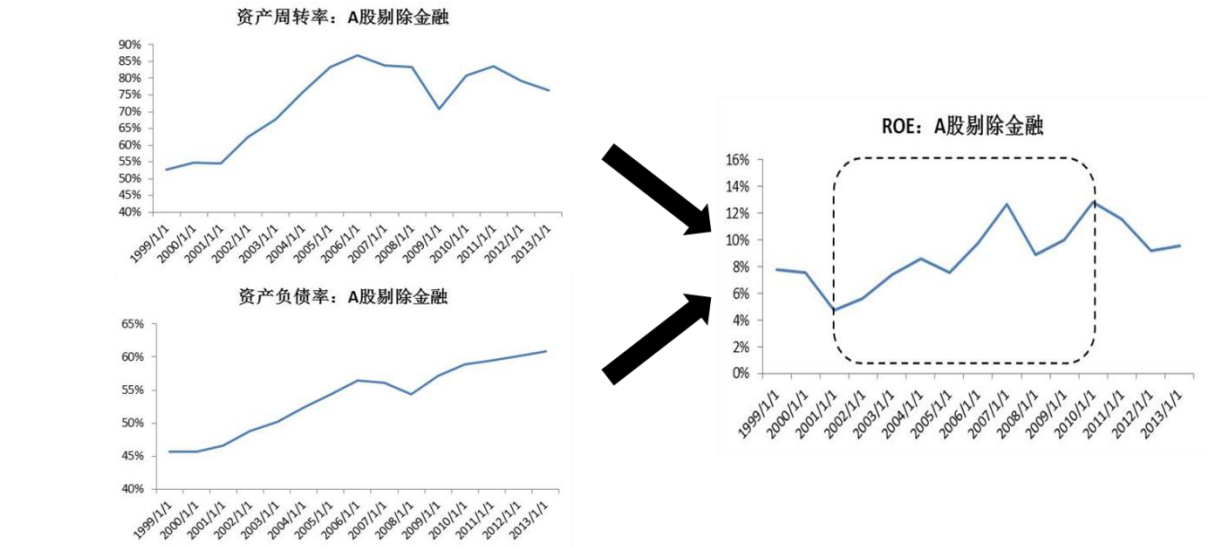
数据来源：广发证券发展研究中心

1.3 需求和供给的同时扩张，带来企业盈利能力的结构性改善

供需同时扩张，宏观层面发动了经济增长的引擎，微观层面改善了企业盈利。需求端的扩张使企业收入上升，从而提升了资产周转率；供给端的扩张使企业选择

构建新的产能、不断加杠杆，从而提高了企业的杠杆率。而资产周转率和杠杆率的同时上行，使A股剔除金融的ROE水平提升了3倍，盈利能力大幅改善。

图6：供需同时扩张带来A股盈利能力改善



数据来源：广发证券发展研究中心

1.4 需求的继续扩张已遇到瓶颈

在上述需求拉动供给的良性循环下，中国经济迎来“黄金十年”增长期，然而这种高速增长模式难以永续，近几年需求的继续扩张已经遇到瓶颈。

即使未来考虑城镇化率继续提升，商品房的销售面积仍难以持续高增长。从商品房市场来看，99年以来商品住宅累计销售面积已近93亿平米，已接近“户均一套房”水平——按目前全国13.6亿人口、户籍人口城镇化率35%来计算，城镇人均商品房面积已近20平米。

根据《国家新型城镇化规划(2014—2020年)》，到2020年户籍城镇化率目标为45%，若按2020人口总数14.5亿人计算，地产销售的复合增速即使只有-5%，到2020年的人均商品房销售面积也会接近21平米(且假设已售商品房中有10%的耗损退市)，未来的增长空间非常有限。

经过多年的高速增长，我国大量产品或基建工程的保有量已处于全球最高水平，国内需求也趋于饱和。国内很多产品或基建工程的保有规模已跃居世界最前列——截至2013 年数据，我国电网输电线回路长度、发电装机容量、工程机械保有量、公路及高速公路里程等数据都位居世界第一，而汽车保有量以及铁路里程居世界第二。由于这些产品或基建设施都具有耐用属性，国内需求趋于饱和，在如此高的存量下要期望未来继续快速增长将不太现实。

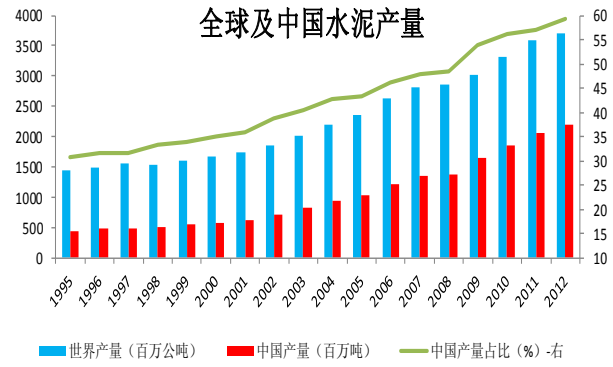
表1： 我国13年末大量产品或基建工程的保有量已处于全球最高水平

行业	2013 年保有量情况	世界排名
电网	全国 220 千伏以上输电线路回路长度超过 54 万公里	1
电力	全国发电装机容量超过 12.5 亿千瓦	1
工程机械	工程机械主要产品保有量超过 611-662 万台	1
高铁	全国高铁运营里程已突破 1.1 万公里	1
公路	全国公路总里程达 435.6 万公里，高速公路里程突破 10 万公里	1
铁路	全国铁路营业里程达 10.3 万公里	2
汽车	汽车保有量 1.37 亿	2

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

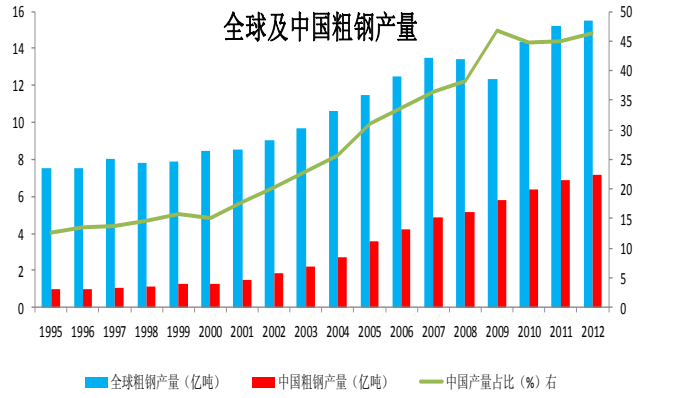
由于中国需求占全球的比重极大，造成海外市场扩张的弹性有限。目前中国经济体量较大，很多产品的国内消费规模已经占到全球的一半以上。这意味着即使未来外需继续扩张，对国内新增的需求弹性也将明显弱于01-07 年的水平。

图7： 水泥产量及占全球比重



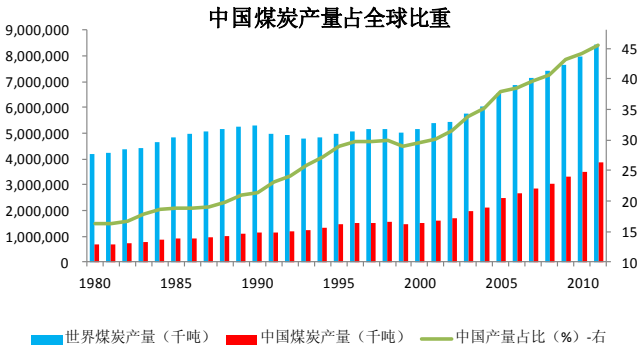
数据来源：广发证券发展研究中心

图8： 钢铁产量及占全球比重



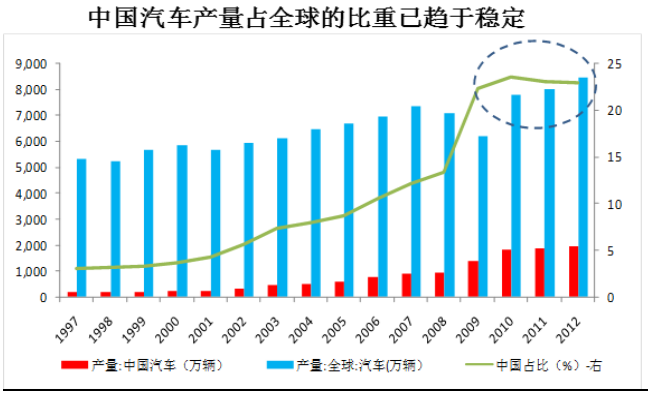
数据来源：广发证券发展研究中心

图9： 煤炭产量及占全球比重



数据来源：广发证券发展研究中心

图10： 汽车产量及占全球比重

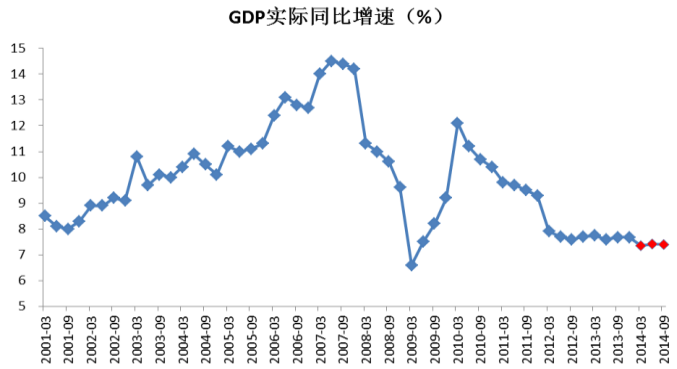


数据来源：广发证券发展研究中心

1.5 需求拉动供给的正循环被打破

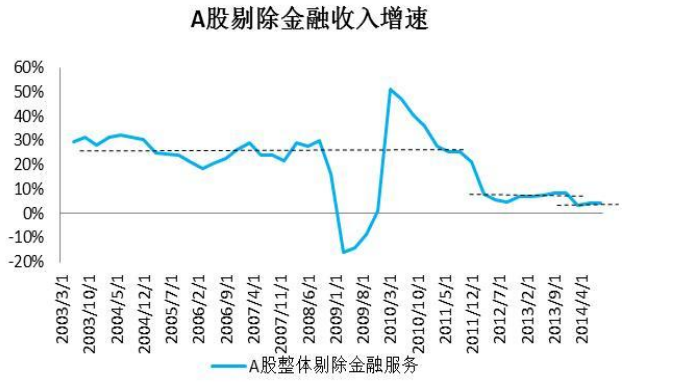
国内GDP的核心构成产业未来将很难再持续贡献增量，之前靠需求拉动供给的正向循环机制被打破，造成GDP增速放缓，A股收入增长中枢也随之整体下台阶。而萎缩的需求又进一步削减企业的投资意愿， 14年下半年地产、基建、制造业投资增速均出现明显下滑，经济增长的核心驱动要素脱力。

图11：GDP增速放缓



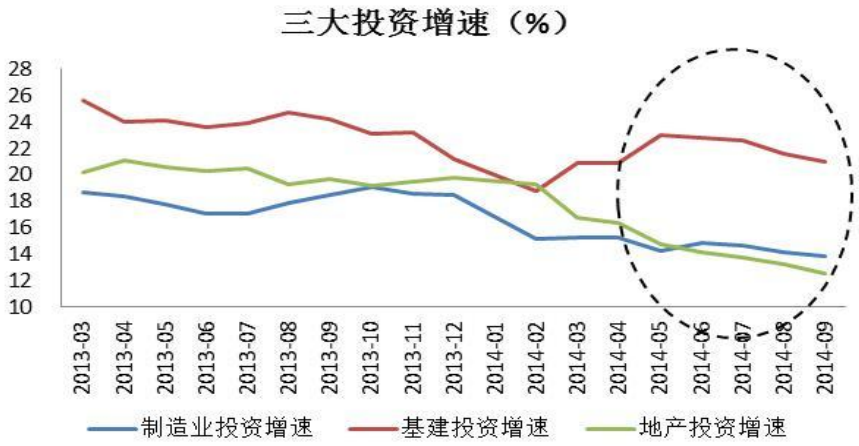
数据来源：广发证券发展研究中心

图12：A股收入增长中枢下移



数据来源：广发证券发展研究中心

图13：三大投资增速14年集体下行



数据来源：广发证券发展研究中心

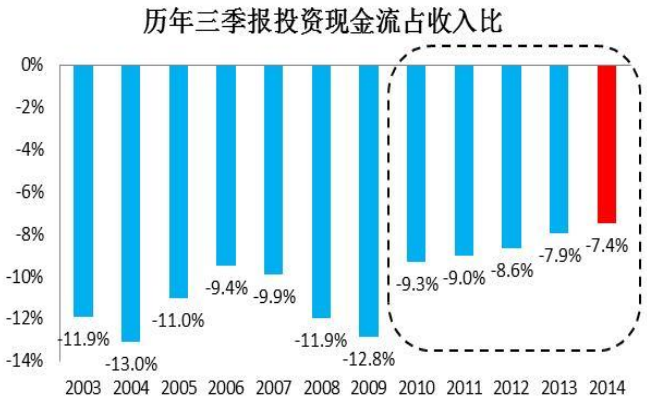
二、在需求下台阶的环境下，“供给收缩”不是解药

2.1 2012 年以后企业开始明显收缩资本开支

需求不景气的背景下，企业选择主动收缩新增资本开支来控制供给。2009年以后，A股上市公司的投资现金流占收入的比重已开始持续收缩，表明企业新投放产能的意愿开始下降，不过由于2010和2011年的收入增速还比较高，因此当时的实际资本开支水平并不低。

进入2012年以后，A股收入增速开始明显下降，而投资现金流占收入的比重在此基础上进一步萎缩，这时候企业的新增资本开支规模才有了实质意义上的下降（制造业投资增速也是从2012年以后才开始明显下降的）。

图14：09年以来A股投资现金流占比持续收缩



数据来源：广发证券发展研究中心

图15：12年以来A股收入增速下降

数据来源：广发证券发展研究中心

2.2 但供给收缩的幅度总赶不上需求下滑的幅度

然而A股的资产周转率仍在下滑，表示企业主动收缩供给的实际成效不尽理想。以资产周转率来衡量A股企业现有产能的利用效率，可以看出2012年以后虽然企业开始主动收缩资本开支，资产增速下降，但是资产周转率却仍在快速下滑，表明收缩后的产能利用效率依然低下。主要原因在于，当资产规模增速出现下滑之后，收入总会以更快的速度回落，目前资产增速仍比收入增速高8个百分点。

图16：资产周转率仍在下行

数据来源：广发证券发展研究中心

图17：资产下滑速度不及收入下滑速度

数据来源：广发证券发展研究中心

2.3 供给和需求同时收缩容易陷入“死循环”

因此，单纯依靠“供给收缩”实现A股盈利能力转好的美好愿景实现起来并不容易，因为供给端的收缩本身也会伤害需求，容易陷入“死循环”。近两年，随着国内企业资本开支的下降，实际上已经开始进入一种“缓慢去产能”的状态。我们在以前曾有一种较为乐观的想法，那就是通过这种缓慢的供给收缩过程，能够在收入下台阶的环境下，最终实现新的供需均衡。但实际情况却显示，最近两年供给和需求的缺口不仅没有缩小，反而在进一步加大，因为需求的减速程度始终比供给的减速程度更大！

因此，我们认为依靠供给收缩实现A股盈利能力的回升也许是一种不可能实现的状态，因为供给端的收缩本身也会伤害需求，容易陷入“死循环”。当企业主动减少了资本开支，意味着投资的下降，而这又会挫伤投资产业链上的需求。**而如果A股整体的资产增速继续下降，很可能会导致收入增速进一步下台阶，资产降幅永远都赶不上收入降幅，这样就很难找到新的供需均衡点，资产周转率也就无法回升。**

图18：企业缩减产能进一步伤害需求，制造业投资下降

数据来源：广发证券发展研究中心

三、政策转向“供给学派”——从纵容“供给收缩”转向鼓励“供给扩张”

3.1 新一届政府的经济管理思路开始转向“供给学派”

如上分析，在没有外力干预的情况下，A股盈利能力是难有实质性回升的。然而令人欣慰的是2014年我们看到了一些积极的变化，监管层似乎也不能再容忍供给的持续收缩，转而用一种积极的政策来对供给和需求进行双向刺激。

2013年以来，我国一系列针对供给端的政策效仿了80年代里根新政的“供给学派”思维，从收缩供给到刺激供给。今年以来涉及供给端刺激的政策包括：“营改增”试点全面推广、下放行政审批权、推进产业转型，以及9月推出的固定资产加速折旧政策。这些政策推出能够减少企业税负、提升企业经营效率以及鼓励企业加大投资力度，主要目的在于刺激供给而不是收缩供给，试图通过供给创造需求。

表2：目前的供给端政策效仿了80年代的“里根新政”

	“里根新政”	“习李新政”
税收改革	大幅下调个人所得税税率	“营改增”试点全面推广
加速折旧	全面实行固定资产加速折旧	新兴行业固定资产全部可加速折旧，传统产业研发设备可加速折旧
简政放权	放松政府对企业规章制度的限制，减少国家对企业的干预	已取消和下放行政审批事项400余项
推进产业转型	对传统部门的技术改造实施政府援助，财政大力支持新兴产业的科研投资	积极推动发展战略性新兴产业、现代服务业，对传统行业严格限制新增产能

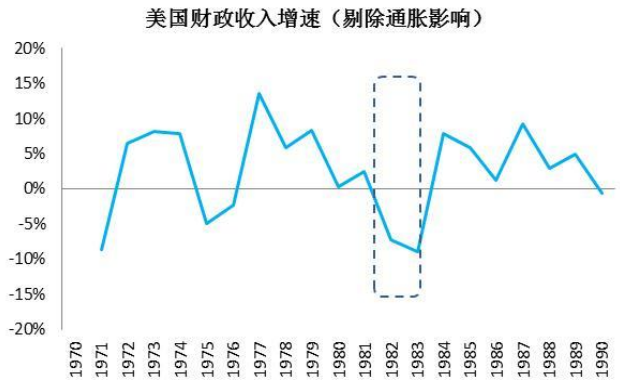
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

3.2 但历史经验表明，单纯的刺激供给也有缺陷

1981年里根接手处于“大萧条”以来最严重经济危机的美国，他信奉“供给创造需求”的供给学派理念，推行了以“减税、缩减赤字、放松管制、控制信贷”为核心内容的经济复兴计划。但从当时的政策效果来看，单纯的刺激供给也有缺陷。

若深入分析“里根新政”的实施细节，美国在刺激供给的同时，需求端实际上是采取了紧缩政策，具体表现在大规模的削减政府财政支出与收紧的货币政策。一方面，里根推行了前所未有的减税政策，造成财政收入急剧减少，为了使财政赤字稳定在可控的范围内，不得不限制财政支出的力度，政府消费与投资趋于收紧；另一方面，80-81年美国通胀高企，必须采取紧缩的货币政策（控制信贷、加息）应对高通胀，而这也从一定程度上制约了企业的投资需求。

图19：里根新政初期减税政策使美国财政收入下滑



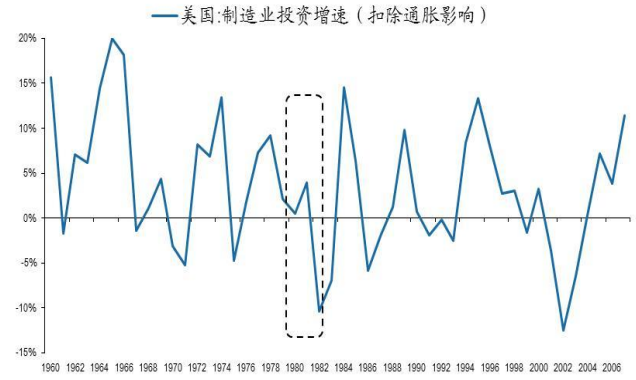
数据来源：广发证券发展研究中心

图20：通胀高企迫使美国采取紧缩货币政策

数据来源：广发证券发展研究中心

一方面是通过减税刺激供给端的美好愿景，一方面是需求端受到压制的政策现实，以减税为代表的扩张财政政策和以提升利率为代表的紧缩货币政策出现了一定的矛盾，政策效果相互抵消，使得里根新政的政策效果在执政初期并不理想，美国经济在1981年经历短暂反弹之后在1982年遭遇“二次探底”。

图21：制造业投资增速二次探底



数据来源：广发证券发展研究中心

图22：GDP增速二次探底

数据来源：广发证券发展研究中心

3.3 “里根新政”中后期，依靠供给和需求端同时发力取得良好效果

也许是意识到单方面的“供给收缩”难以创造有效需求，“里根新政”在中后期做出一定调整，逐渐转向“供给端”与“需求端”两手抓。首先，通过政府加杠杆的形式，主动扩大财政赤字规模，保障政府需求——1983-86年财政赤字规模明显扩大，同时国债发行规模也明显扩张；其次，在看到通胀压力开始回落之后，转而主动降低基准利率，从而刺激民间投资。

图23：赤字扩大、国债规模上升

数据来源：广发证券发展研究中心

图24：通胀压力回落后美国降低基准利率

数据来源：广发证券发展研究中心

在尝试供给端和需求端同时发力之后，里根新政取得了良好效果——1982年以后，美国经济保持了近9年的稳定增长，迎来美国历史上持续最久的经济扩张期，并顺利实现产业转型；而1982年以后，美国股市也迎来了长达20年的大牛市。

图25：美国经济保持9年稳定增长

数据来源：广发证券发展研究中心

图26：美国股市迎来大牛市

数据来源：广发证券发展研究中心

3.4 国内政策也在经历从单纯“供给刺激”到“供给+需求”双向发力的转型

与美国当年的施政路径相似，14年我国的政策正在经历从单纯“供给刺激”到“供给+需求”双向发力的转型。

2013年的政策要点以“供给端”刺激为主，并未刺激需求。供给端强调减税负、调结构，促进产业转型，并持续放松行政管制；需求端并未放松，基建投资增速持续下滑，地产调控维持高压，而资金成本也在高位，每次季末都会发生“钱荒”。这表明13年政府有意以“促转型”为导向，测试经济体转型能承受的代价，因此并未开展大规模刺激政策。

图27：13年政府并未刺激需求

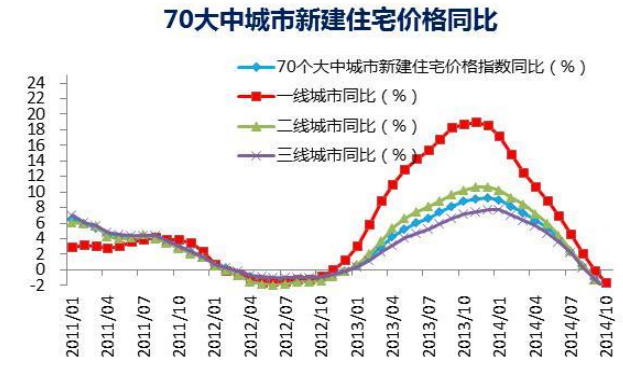
数据来源：广发证券发展研究中心

图28：季末会出现钱荒

数据来源：广发证券发展研究中心

2014年以来经济下滑有失速风险，房价和通胀持续回落，为需求端政策放松打开了空间。2014年以来房价同比增速逐月回落，而通胀水平维持低位，房价与通胀对政策空间的约束降低，政府需求端的政策明显有所放松。可以看出，14年以来基建投资加速，地产限购逐步放开，央行通过定向降准、再贷款、SLO、SLF、MLF等多种手段促进资金利率的下降，地产调控政策也不断松绑、“一带一路”规划稳步推出……需求端刺激政策密集推出，政策放松有迹可循。

图29：房价持续回落



数据来源：广发证券发展研究中心

图30：通胀水平维持低位

数据来源：广发证券发展研究中心

表3：14年以来需求端政策明显放松

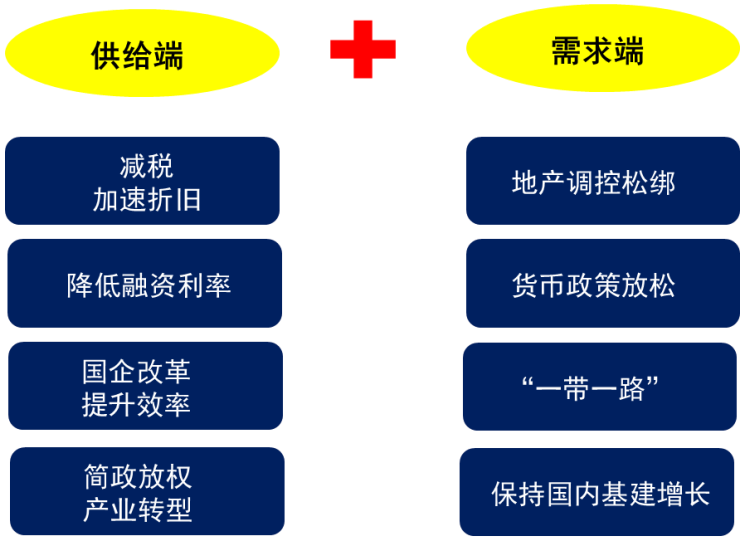
时间	政策	主要内容
2014 年 4 月 22 日	货币政策	央行下调县域农村商业银行、县域农村合作银行存准率
2014 年 1-4 月	基建投资	中国铁路总公司三次上调今年的铁路固定资产投资计划，总额达到 8000 亿以上。
2014 年 5 月 19 日	基建投资	国家电网公司 2014 年将投资约 1600 亿元用于配电网建设，投资额创历史最高水平。
2014 年 5 月 21 日	基建投资	亚信峰会上习主席提出，中国将同各国一道，加快推进一带一路建设。
2014 年 6 月 9 日	货币政策	下调符合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行存准率
2014 年 6 月 16 日	货币政策	兴业、民生等股份制银行获准下调存准率

2014 年 6 月 19 日	基建投资	2014 年中央安排 230 亿元补助资金支持全国 266 万贫困农户改造危房。
2014 年 7 月 22 日	基建投资	国家开发银行已从央行获得 3 年期的 1 万亿元抵押补充贷款(PSL)用以发放棚改贷款
2014 年 8 月	地产政策	四川省、广西省、福建省、湖南省等陆续出台放松限购的政策。
2014 年 9 月 15 日	货币政策	央行通过 MLF 向商业银行投放基础货币 5000 亿元
2014 年 9 月 30 日	地产政策	央行放松首套房认定标准
2014 年 10 月 15 日	货币政策	央行通过 MLF 向商业银行投放基础货币 2695 亿元
2014 年 10 月 17 日	货币政策	央行向 11 家银行投放 SLF，总规模在 2500 亿-3000 亿元左右，每家 200 亿元，期限 3 个月
2014 年 11 月	地产政策	上海、安徽、江苏等省市陆续出台房地产放松政策。
2014 年 11 月 1 日	基建投资	国家发改委已经正式向国务院申报启动核电新项目审批，上报三个核电站项目的 6 台机组
2014 年 11 月 8 日	基建投资	习近平提出，中国将出资 400 亿美元成立丝路基金。
2014 年 11 月 21 日	货币政策	央行下调一年期贷款基准利率 0.4 个百分点至 5.6%，下调一年期存款基准利率 0.25 个百分点至 2.75%

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

至此，“供给+需求”双向发力的政策思路逐渐明晰，两手抓的政策格局值得期待。供给端有国务院多次强调“千方百计降低小微企业融资利率”、“营改增”试点的全面推广、固定资产加速折旧政策、一系列产业转型政策，需求端有地产松绑、“一带一路”、货币政策放松，供需双轮驱动的政策格局已经形成。

图31：“供给+需求”双向发力



数据来源：广发证券发展研究中心

四、“供给+需求”双向发力，股市仍有上行空间

4.1 供给端的积极变化

在政策的推手下，多个行业供给端也在出现积极变化。传统行业来看，已从单纯的“去产能”逐步转向“供给优化”，使制造业投资增速不会过快下滑。首先，政府鼓励兼并收购、推进国企改革提升效率，而不是一味地推进“去产能”；其次，9月出台的“加速折旧政策”鼓励传统行业加大研发设备投资，通过技术升级提高生产效率；第三，实体经济资金成本下移，较低的利率环境与企业现金流的改善也为促进投资回升创造了条件。

图32：实体经济资金成本下移

数据来源：广发证券发展研究中心

图33：企业现金流相对宽裕

数据来源：广发证券发展研究中心

从服务业和科技产业来看，14年投资大幅加速，契合了经济转型的大背景，也对冲了传统行业投资下行的风险。14年固定资产投资增速最快的行业集中于服务业或科技产业，而今年投资增速最慢的行业几乎都是传统制造业。可见固定资产投资已经开始出现分化，代表转型方向的新兴行业投资保持良好势头。

图34：今年投资增速最快的行业

排序	行业	投资增速	投资额占总投资比重
1	资本市场服务	80.2%	0.1%
2	广播、电视、电影和影视录音制作业	70.9%	0.1%
3	互联网和相关服务	51.9%	0.1%
4	科学研究、技术服务和地质勘查业	37.8%	0.8%
5	农业	35.7%	1.1%
6	信息传输、软件和信息技术服务业	35.6%	0.8%
7	租赁和商务服务业	35.2%	1.6%
8	建筑业	28.9%	1.0%
9	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	26.4%	0.4%
10	生态保护和环境治理业	25.6%	0.4%
合计			6.3%

数据来源：广发证券发展研究中心

图35：今年投资增速最慢的行业

排序	行业	投资增速	投资额占总投资比重
1	黑色金属冶炼及压延加工业	-6.10	1.01%
2	采矿业	2.20	2.83%
3	建筑装饰业	2.70	0.10%
4	住宿和餐饮业	3.00	1.25%
5	燃气生产和供应业	4.20	0.45%
6	仪器仪表制造业	5.60	0.30%
7	有色金属冶炼及压延加工业	6.10	1.18%
8	航空运输业	8.20	0.28%
9	化学原料及化学制品制造业	8.50	2.95%
10	造纸及纸制品业	9.20	0.58%
合计			10.9%

数据来源：广发证券发展研究中心

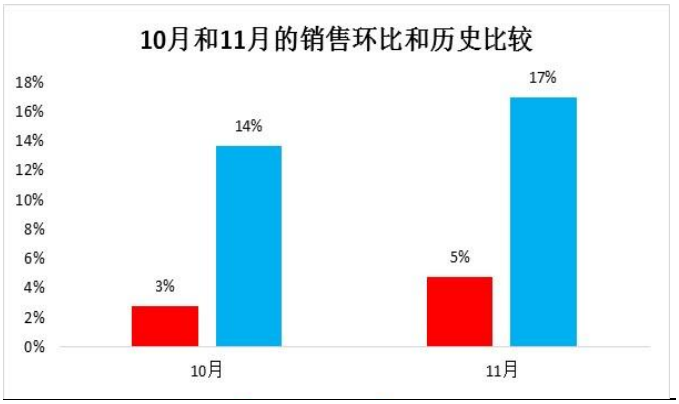
4.2 需求端的积极变化

中国地产市场虽然长期发展空间受到限制，但在一系列地产放松政策的助推下，14年四季度销售已有回暖态势。虽然长期来看地产行业需求扩张的速度已难以延续之前的势头，但从短周期来看14年地产行业景气已有逐渐触底回升的迹象，在11月行业政策松绑与央行降息的推动下，11月30城单月销售同比年内首次转正，延续了10月销售回暖的态势，而整体10月11月的销售环比连续超越季节性，表明地产行业短期复苏的态势加强。

图36：地产销售有所回暖

数据来源：广发证券发展研究中心

图37：地产10月和11月的销售环比超越季节性



数据来源：广发证券发展研究中心

从历次地产周期的运行规律来看，本轮地产回落周期也已处于尾声，15年能够看到短期改善。从历次地产周期的运行规律来看，平均地产新开工领先销售触底回升平均在6个月左右，而14年年初以来地产新开工增速持续回升，但销售迟迟未见起色。房价连续环比回落有利于吸引新的需求，而在信贷政策放松的刺激下，15年地产销售有望改善，从而带动地产投资的企稳回升。

图38：房价持续回落有利于地产销售回暖

数据来源：广发证券发展研究中心

图39：新开工持续改善，地产小周期景气有望回升

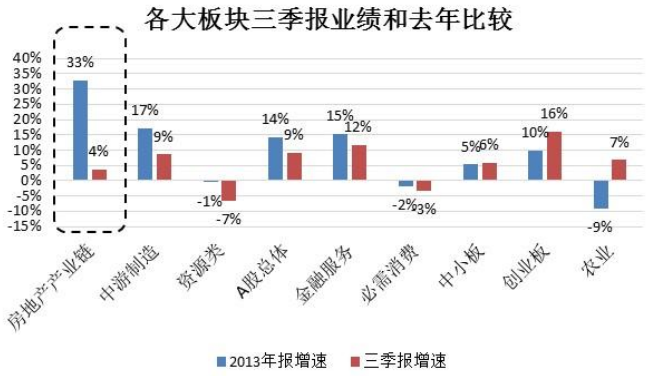
数据来源：广发证券发展研究中心

4.3 供给端和需求端的积极变化有利于 A 股盈利的改善

14年面临“供给和需求”同时收缩的局面，A股盈利增速相比2013年出现明显下滑。地产产业链是A股盈利的重要组成部分，14年地产产业链需求不足、业绩大幅回落，拖累整个A股盈利下滑。

传统行业供给收缩加剧需求下滑，造成资产周转率恶化，是2014年A股ROE下行的最主要原因。受益于上游资源品价格下跌成本端有明显下降，A股毛利率和销售利润率均已出现改善；但是从杜邦分析来看，上市公司杠杆率相比去年也进一步上升，资产周转率下行过快，最终导致A股ROE的回落。

图40：14年A股盈利下滑受到地产产业链拖累



数据来源：广发证券发展研究中心

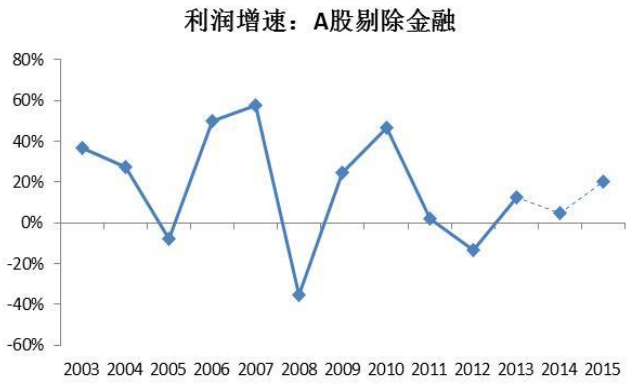
图41：资产周转率恶化造成ROE下行

	去年三季报	今年三季报	变化幅度
毛利率	17.5%	18.0%	0.5%
管理费用率	4.2%	4.3%	0.1%
销售费用率	3.5%	3.7%	0.2%
财务费用率	1.3%	1.6%	0.3%
销售利润率	**4.4%**	**4.5%**	**0.1%**
资产负债率	**61.1%**	**61.3%**	**0.2%**
资产周转率	**56.3%**	**52.8%**	**-3.5%**
ROE	**7.2%**	**7.0%**	**-0.2%**

数据来源：广发证券发展研究中心

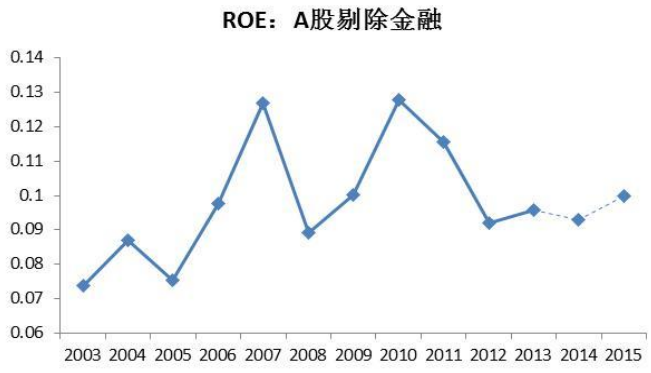
2015年“供给+需求”双向发力的政策有利于A股盈利回升。首先，地产市场的小周期回升有望改善整个地产产业链的业绩改善，从而推升A股整体盈利向好；其次，在刺激需求、供给优化的政策推动下，A股资产周转率有望提升，从而改善ROE水平。**预计A股剔除金融的盈利增速从2014年的5%上升至2015年的20%（A股整体的盈利增速从2014年的8.8%上升至2015年的15%），A股剔除金融的ROE从2014年的9.3%上升至2015年的9.8%**

图42：预计2015年剔除金融利润增速上升至15%



数据来源：广发证券发展研究中心

图43：预计2015年剔除金融ROE上升至9.8%

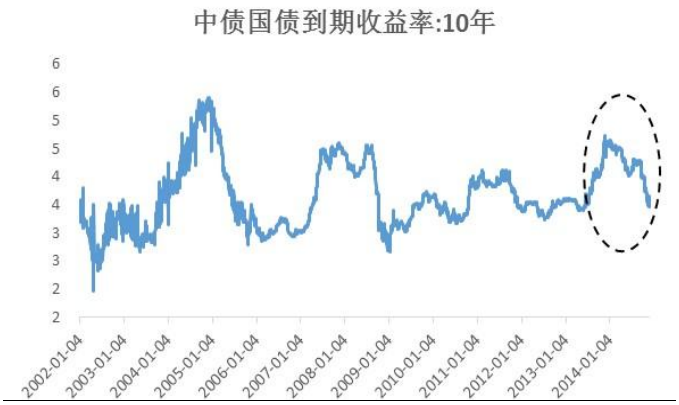


数据来源：广发证券发展研究中心

4.4 无风险利率下行和改革深化预期有利于进一步提升 A 股估值

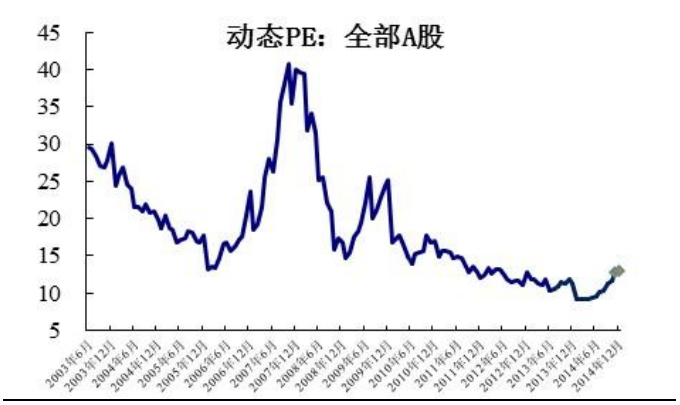
2014年10年期国债收益率从4.5%下行至3.5%，已持续下行22.6%，而2014年A股动态估值从9.2倍上升至13倍，上升了41%（考虑了盈利预测的下调影响）。在宽松的货币政策环境下，无风险利率有望进一步下行从而抬高A股估值水平，对未来中国改革和转型的乐观预期也有利于A股估值的进一步抬升。

图44：10年期国债收益率步入下行通道



数据来源：广发证券发展研究中心

图45：A股动态估值已从底部回升



数据来源：广发证券发展研究中心

4.5 盈利改善+估值提升，2015 年 A 股市场仍有上行空间

综上，我们预计2015年A股整体的盈利增速约为15%，而2015年A股整体的PE将从13倍上升至14倍。在以上假设下，我们通过情景分析推测2015年上证综指的对应点位是3411点，盈利改善叠加估值提升，带动A股仍有上行空间。

表4：15年A股市场预测表

		2015年PE						
		11X	12X	13X	14X	15X	16X	17X
2015年盈利增速	30%	3030	3305	3581	3856	4132	4407	4683
	25%	2913	3178	3443	3708	3973	4238	4503
	20%	2797	3051	3305	3560	3814	4068	4322
	15.0%	2680	2924	3168	**3411**	3655	3899	4142
	10%	2564	2797	3030	3263	3496	3729	3962
	5%	2447	2670	2892	3115	3337	3560	3782
	0%	2331	2543	2755	2966	3178	3390	3602
	-5%	2214	2416	2617	2818	3019	3221	3422

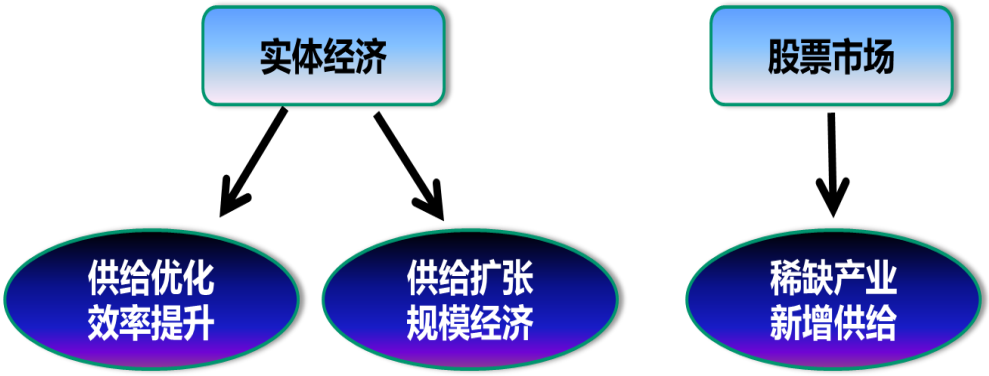
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

五、迎接供给革命——从供给端的积极变化寻找 2015 年布局的产业方向

5. 挖掘供给端积极变化带来的投资机会

由于传统需求逐渐饱和，中国的“存量经济”模式短期内还很难打破，明年需求端的变化仍将乏善可陈。而供给端的变化将会带来更多惊喜，因此布局15年我们建议从三条线索出发去寻找供给端变化带来的行业投资机会——**实体经济寻找“供给优化、效率提升”和“供给扩张、规模经济”的受益行业，股票市场寻找“稀缺产业、新增供给”的受益行业。**

图46：三条线索挖掘供给端的积极变化



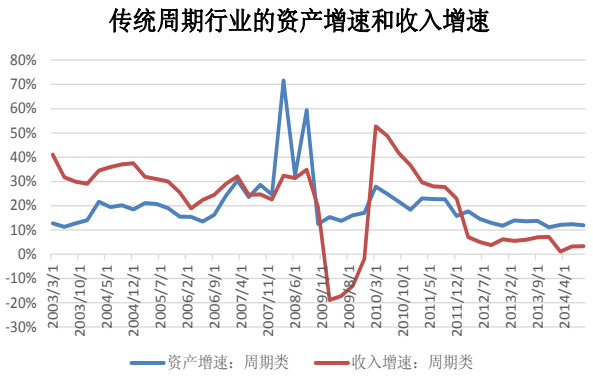
数据来源：广发证券发展研究中心

5.1 传统行业的“供给优化”将带来新的投资机会

在需求端弱化的环境下，传统行业收缩供给的收效甚微，且容易造成负循环。供给收缩的过程也在伤害需求，往往出现“量价齐跌”的局面，使最终资产降幅赶不上收入降幅，资产周转率难以回升。

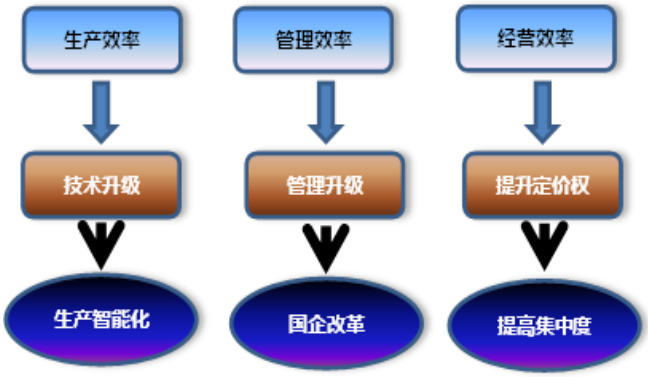
我们认为，传统行业与其单纯收缩供给，不如对现有供给格局进行优化——比如通过技术升级提高生产效率、通过管理升级提高管理效率、通过提升定价权来提高经营效率。其中，技术升级的途径主要是生产智能化，机器人、数控机床、传感器、控制软件等行业将受益；而管理升级的途径主要是国企改革，建议从“自下而上”的角度精选标的；提升定价权的途径主要是央企整合，建议重点关注煤炭、有色、钢铁、水泥等传统行业央企的上市公司平台。

图47：传统行业供给收缩收效甚微



数据来源：广发证券发展研究中心

图48：应从供给收缩转为“供给优化”



数据来源：广发证券发展研究中心

5.1.1 通过生产智能化提升生产效率

随着人工智能和计算机技术在制造业中的广泛应用，智能系统技术对解决产品设计、生产制造乃至产品整个生命周期中的多领域间的协调合作提供了一种智能化的方法，这就是所谓的“生产智能化”。科技对生产领域的渗透度不断提高，生产力不断智能化是未来的发展趋势。

目前的“生产智能化”主要集中于以下两个领域：第一是“智能生产”，也就是计算机网络技术整合连接生产、供应链、营销、仓储的各个流程，通过协调提升效率；第二是“机器人替代人工”，主要是指通过机器人和数控机床代替人工生产，节省人力成本，大大提高效率。**针对以上两条线索，A股受益于“生产智能化”领域的行业主要集中于：机器人、数控机床、传感器、控制软件。**

表5： A股受益于“生产智能化”的行业和个股

板块	公司名称	代码	2013EPS	2014EPS	2015EPS	2013PE	2014PE	2015PE	最新PB
机器人	亚威股份	002559.SZ	0.46	0.55	0.68	41.8	35.2	28.5	2.7
	博实股份	002698.SZ	0.52	0.58	0.72	52.7	47.1	38.1	6.9
	机器人	300024.SZ	0.38	0.55	0.77	102.9	71.4	51.1	14.2
	汇川技术	300124.SZ	0.72	0.96	1.26	42.1	31.3	24.0	7.3
数控机床	华中数控	300161.SZ	0.06	0.08	0.14	307.1	232.0	135.3	3.6
	沈阳机床	000410.SZ	0.02	0.04	0.06	479.1	277.3	198.8	3.4
	蓝英装备	300293.SZ	0.38	0.38	0.53	58.5	58.1	41.7	8.1
传感器	远望谷	002161.SZ	0.05	0.03	0.07	171.5	271.0	135.9	4.7
	汉威电子	300007.SZ	0.34	0.47	0.84	92.5	67.0	37.2	5.5
	新大陆	000997.SZ	0.42	0.59	0.80	67.5	48.7	35.5	8.0
控制软件	用友软件	600588.SH	0.47	0.55	0.68	52.3	44.7	36.1	8.7
	软控股份	002073.SZ	0.17	0.28	0.41	82.3	50.2	33.8	3.0
	神州泰岳	300002.SZ	0.39	0.51	0.65	44.1	33.9	26.5	5.0

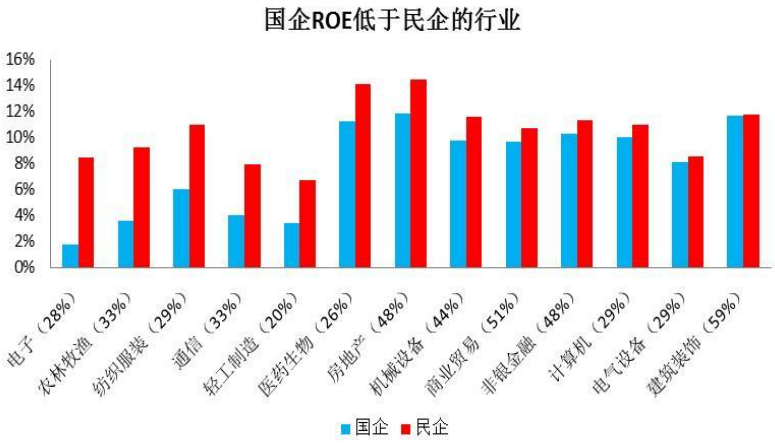
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

5.1.2 通过国企改革实现管理效率提升

国有资本是中国经济中的重要组成部分，而很多行业国企目前的盈利能力、资本回报率却落后于民营企业，亟需通过改革焕发新的活力，因此国企改革是中国企业管理效率升级的主要着力点。我们认为目前国企改革主要通过以下几条线索展开：第一，强化市值管理和股权激励，鼓励整体上市；第二，推进混合所有制，引入战略投资者和民营资本；第三，简化行政组织架构，引入职业经理人；第四，突出主业，积极推进非主业资产重组；第五，对不属于重要行业和关键领域的亏损企业，短期内难以扭亏的，可以向各类投资主体转让。

“自下而上”是寻找国企改革投资标的的最重要角度，建议重点关注近五年国企ROE水平显著低于民企ROE水平的行业，如TMT、农业、纺织服装、轻工、医药等。这些行业内的国企占比也较小，容易收缩标的范围。

图49：建议关注国企ROE低于民企的行业



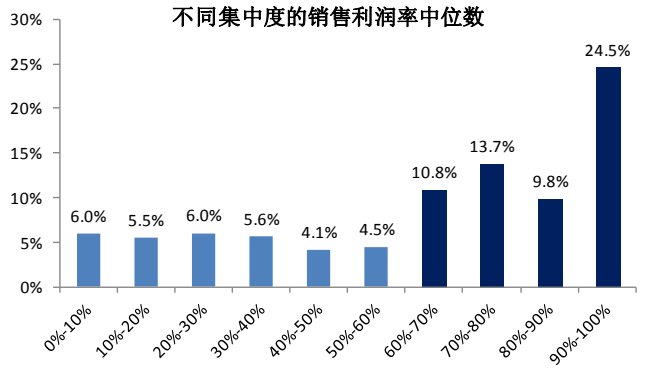
数据来源：广发证券发展研究中心

注：括号内的百分比表示国企市值占比

5.1.3 通过把握定价权来提升经营效率

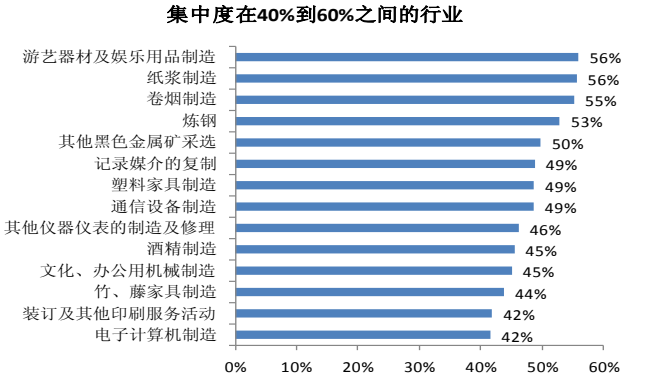
随着行业集中度的提高，竞争格局向垄断竞争或寡头垄断市场靠近，有助于稳定市场供需结构，从而把握行业定价权，提升整体的经营效率。可以看出，国内CR10指数超过60%的工业企业，行业集中度的提高带动盈利水平上升，销售利润率明显高于CR10低于60%的行业。目前CR10低于60%的行业大部分是传统周期性行业，假以时日，这些行业的集中度一旦跨过60%的门槛，整体的行业格局和龙头企业的定价能力，也有望获得结构性的改善。

图50：集中度高的行业销售利润率更高



数据来源：广发证券发展研究中心

图51：集中度不到60%的行业多为传统周期行业



数据来源：广发证券发展研究中心

我们可以从央企整合的线索出发，寻找能够受益于行业集中度提高的上市公司

——央企整合是国内行业集中度提高的重要手段。在下表中，我们筛选出属于传统周期性行业的央企，以及其旗下的上市公司，这些公司在未来有望成为央企资产整合的平台，建议投资者加强关注。

表6：关注央行整合的线索，寻找收益行业集中度提高的公司

行业	央企	央企参股或控股上市公司
煤炭	神华集团有限责任公司	中国化学、中国神华
	中国中煤能源集团有限公司	上海能源、中煤能源
	中国煤炭科工集团有限公司	天地科技
有色	中国铝业公司	中国铝业、云铜股份
	中国五矿集团公司	五矿发展、厦门钨业
	中国有色矿业集团有限公司	中色股份、东方钽业
	北京有色金属研究总院	有研新材
	北京矿冶研究总院	北矿磁材、当升科技
钢铁	鞍钢集团公司	鞍钢股份、攀钢钒钛
	宝钢集团有限公司	宝钢股份、西山煤电
	武汉钢铁（集团）公司	武钢股份
	中国钢研科技集团公司	钢研高纳
	新兴际华集团有限公司	新兴铸管
	中国中钢集团公司	中钢天源
水泥	中国中材集团公司	中材国际、天山股份
	中国建筑材料集团有限公司	北新建材、中国玻纤

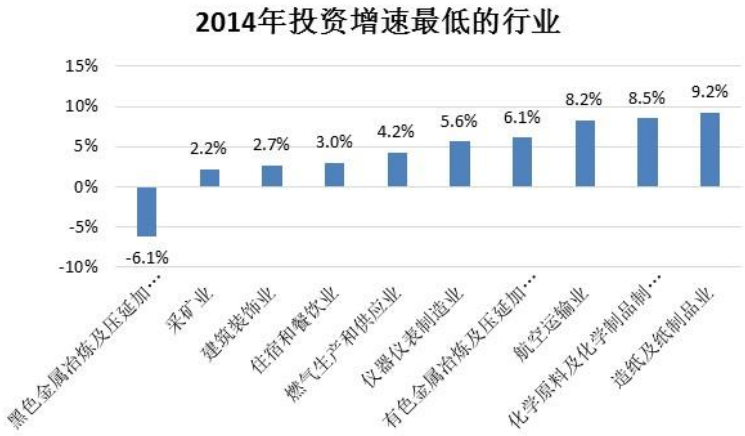
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

5.2 供给扩张带来质变——供给和需求同时扩张带来规模效应的行业

5.2.1 一个行业的最佳投资期应该是其供给扩张期，而不是供给收缩期

传统行业“产能过剩”的问题成为盈利增长的掣肘，越来越多的投资者开始关注行业“供给收缩”带来的投资机会。然而从投资增速来看，近两年供给收缩最快的行业往往集中于夕阳产业，是一种被动的防御“去产能”，供给收缩同时伤害需求，导致供需同时萎缩市场空间看到天花板，因此传统行业供给收缩的时期并不是股市投资的最好时期。

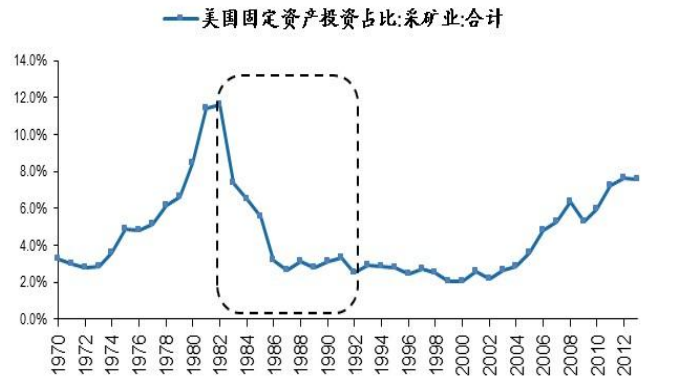
图52：2014年投资增速最低的行业多为传统行业



数据来源：广发证券发展研究中心

从美国的案例可以看出，一个行业在股市的最佳投资期应该是其行业供给扩张期而不是供给收缩期。80年代美国传统周期性行业盈利下滑且增长乏力，进入产业整合的瓶颈期，投资增速与投资占比开始双双下降。在这样的格局下，传统行业表现仅虽有绝对收益，但是跑输大盘。2000年以后，随着中国经济体的崛起和城镇化进程加快，带动了全球传统周期品的需求抬升，因此美国传统周期品行业也再次迎来产能扩张期，股价同时获得了绝对和相对收益。

图53：80年代美国传统周期行业处于供给收缩期



数据来源：广发证券发展研究中心

图54：80年代传统周期行业跑输大盘

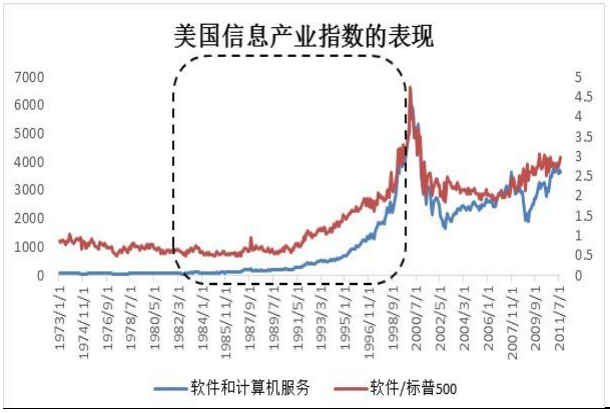
数据来源：广发证券发展研究中心

80-90年代信息产业步入供给扩张期，股市迎来绝对和相对收益。80-90年代美国传统行业投资增速走下坡路的过程中，美国为避免经济过快下滑，相继推出“合作技术研究法”、“信息高速公路”等促进科技信息行业发展的法案与政策，扶持信息产业投资，探索经济转型之路。这一系列举措带动美国科技信息行业的投资增速和占比快速上升，对应股市中信息产业指数持续获得绝对和相对收益。

图55：80-90年代信息产业投资占比上升

数据来源：广发证券发展研究中心

图56：同期信息产业指数有绝对和相对收益



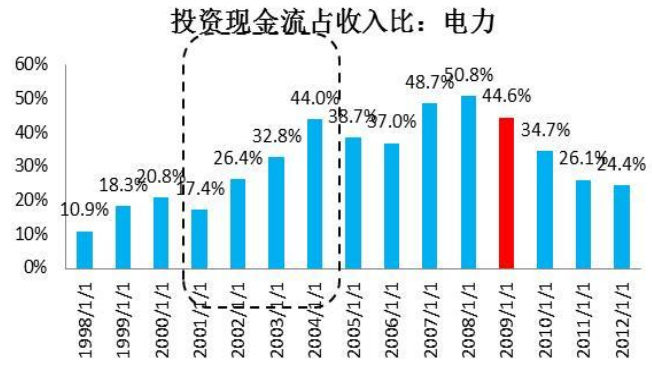
数据来源：广发证券发展研究中心

中国2003年的“五朵金花”也可以印证相同的结论。2003年的“五朵金花”（钢铁、石化、电力、汽车、银行），是当时资本开支最大的行业，行业处于供给扩张的黄金时期，股市表现亮眼。而2006-2007年国内投资、消费、出口同时同时改善，这些传统行业的需求空间也被打开，实现了需求和供给双向共振，盈利和股价再次大幅提升。

图57：2001-2005年钢铁行业资本开支持续上升

数据来源：广发证券发展研究中心

图58：2001-2005年电力行业资本开支持续上升



数据来源：广发证券发展研究中心

5.2.2 “新五朵金花”——我们建议投资者关注券商、新能源汽车、软件、医疗、环保

2003年的“五朵金花”是在当时的时代背景下需求增长空间最大的行业，而这

些行业又适时地增加了供给，从而实现了规模经济，因此盈利和股价在当时均大幅提升。但展望未来，时代背景已发生了切换，“五朵金花”所代表的传统需求已经看到了天花板，这时候我们应该去寻找经济结构转型背景下，市场空间被打开的新行业，如果这些行业近期已经开始了资本开支扩张的步伐，那么极有可能在未来实现供给和需求的共振，成为“新五朵金花。

2015年建议寻找供给和需求同时扩张的行业，有如下两个选择标准——第一，长期市场空间巨大，且短期收入增速已开始上升；第二，近两年的资本开支明显加速，有望在明年以后形成新增供给。**在这样的标准下，我们建议投资者关注券商、新能源汽车、软件、医疗、环保。**

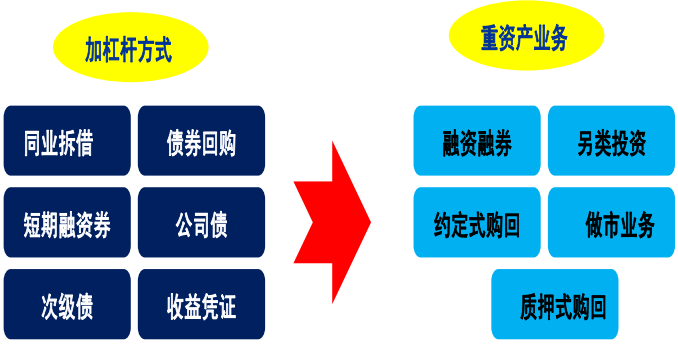
5.2.2.1 券商：行业加杠杆扩张供给的空间巨大，从低 ROE 的轻资产业务模式转向高 ROE 的重资产业务模式

从供给端来看，券商行业在前几年受制于业务模式和政策限制，杠杆倍数较低，直接限制了ROE水平（2013年ROE仅6%）。**随着券商杠杆限制的政策不断松绑，券商会成为少有的还能大幅加杠杆的行业。**

从需求端来看，在新一届政府深化改革的路线图中，金融改革是非常重要的一步棋，与券商相关的改革路线包括：构建多层次的金融市场、提高直接融资比例、提升资产证券化规模、鼓励兼并收购等等，这些改革都会提升券商的市场空间。

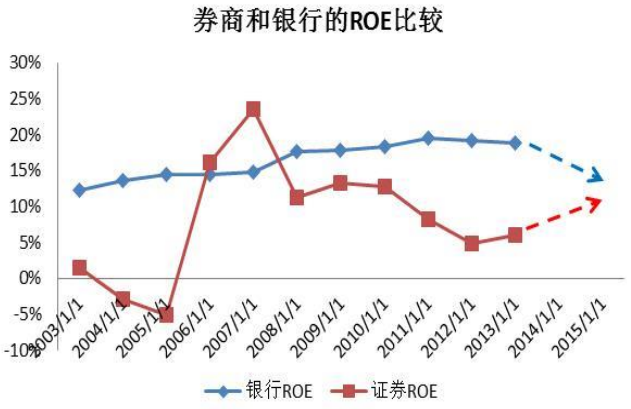
结合供需两端的变化，预计未来券商将从低杠杆的轻资产业务模式转向高杠杆的重资产业务模式转型，ROE向上改善的空间巨大，而伴随这个过程的将很可能是银行ROE的逐渐回落。

图59：券商加杠杆向重资产业务转型



数据来源：广发证券发展研究中心

图60：券商ROE有望提升

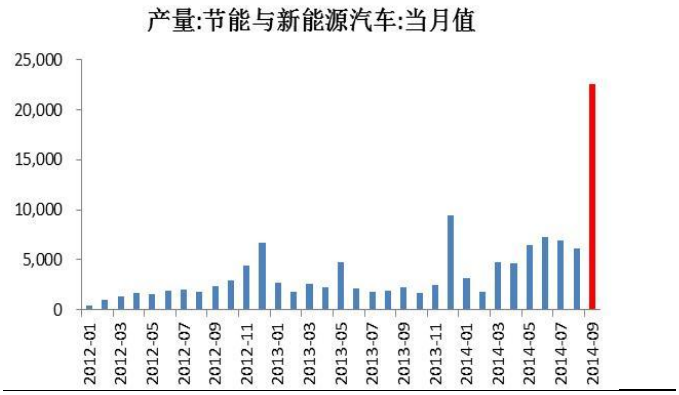


数据来源：广发证券发展研究中心

5.2.2.2 新能源汽车：存量替代市场空间巨大，行业资本开支规模迅速扩张

我国目前拥有全球第二大的汽车保有量，这意味着新能源汽车未来的替代市场空间巨大。今年9月，新能源汽车的产量已明显放量，而今年的三季报也显示，新能源汽车产业链的资本开支相比往年有了大幅提升，抢占未来的市场份额。预计随着行业供给扩张的加速逐步实现规模经济，新能源汽车的需求有望进一步打开，行业的盈利弹性将不断超预期，股市也会有正面反馈。

图61：新能源汽车的产量已经开始放量增长



数据来源：广发证券发展研究中心

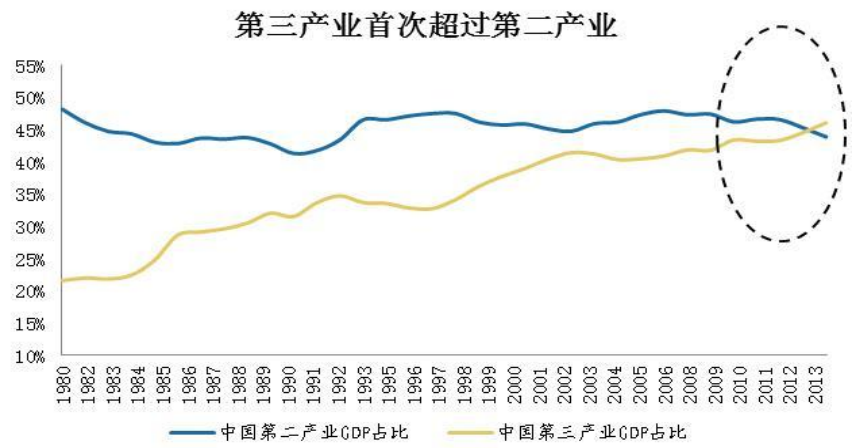
图62：新能源资本开支上升

数据来源：广发证券发展研究中心

5.2.2.3 软件、医疗、环保：第三产业占比提升带来服务业的市场规模扩张，这些行业的资本开支已明显加速

2013年中国第三产业占比已上升为46.1%，首次超越超越第二产业（43.9%），从海外经验来看，随着已过工业化进程的结束，第三产业占国民经济的比重将提升到60%以上，因此国内的服务业市场规模还有很大的扩张空间。

图63：2013年中国第三产业占比首次超过第二产业



数据来源：广发证券发展研究中心

我们在服务业中挑选出近两年两资本开支规模也在不断扩张、且收入增速也有上升趋势的行业——软件、医疗、环保。这些行业能更早的实现需求和供给的共振，从而大幅提高盈利弹性。

图64：软件行业资本开支明显上升

数据来源：广发证券发展研究中心

图65：软件收入增速不断提升

数据来源：广发证券发展研究中心

图66：医疗服务行业资本开支明显上升

数据来源：广发证券发展研究中心

图67：医疗服务收入增速不断提升

数据来源：广发证券发展研究中心

图68：环保行业 资产开支加速

数据来源：广发证券发展研究中心

图69：环保行业收入增速相比去年上升

数据来源：广发证券发展研究中心

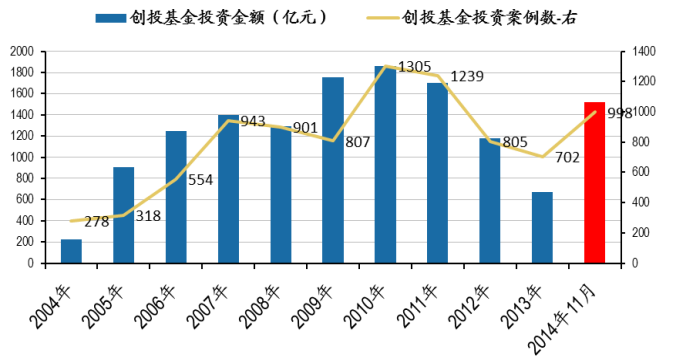
5.3 股市供给的新鲜血液——关注 PE/VC 投资加快的二级市场稀缺产业

5.3.1 PE/VC 投资项目是 A 股重要的供给来源

随着股权投资市场在我国的迅速发展，创投、私募已日益成为了资本市场的重要参与者。由于股权投资相对集中于公司的成长初期，因此更加看重行业的中长期发展空间，投资项目多以代表转型方向的新兴产业为主。从PE\VC资本近两年投资加速的行业可以窥一斑而知全豹，寻找未来预期成长属性较好的行业。

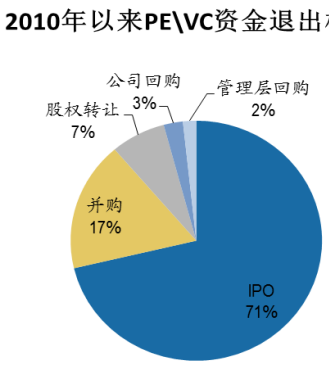
2014年股权投资市场热度上升，IPO与并购仍是目前股权投资基金退出的最主要机制，因此股权投资关注度上升的行业有望成为未来A股的新鲜供给。2012-2013年我国股权投资市场深度盘整，投资热度有所下滑，不过2014年再度发力。截止14年12月10日，PE\VC基金14年以来投资金额1520亿元，相比13年同期上升189%，发生投资案例共998起，相比去年同期上升57%。

图70：14年股权投资市场热度上升



数据来源：广发证券发展研究中心

图71：IPO与并购是股权投资资金退出的主要机制



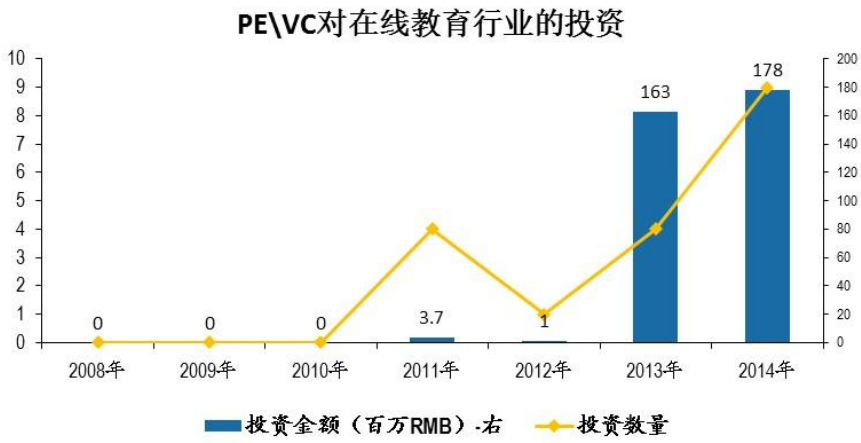
数据来源：广发证券发展研究中心

5.3.2 以在线教育行业为例，PE/VC 所投资的二级市场稀缺行业值得重点关注

在线教育行业处于发展初期，2011年以前PE/VC对这一领域的投资鲜有问津。随着互联网的普及，在线教育模式逐渐受到用户认可，越来越多的传统教育机构、互联网企业纷纷涉足在线教育领域，行业将迎来爆发式增长期。根据艾瑞咨询数据，2013年中国在线教育用户规模已达到6720万人，市场规模840亿。随着在线教育用户群体的不断扩大，在线教育的市场规模还将有更大的发展，预计到2017年用户规模将破亿，行业规模将达1733.9亿。

教育方式通过互联网推陈出新，带来了更大的便利性和更好的用户体验。2013年起股权投资基金瞄准在线教育行业背后的巨大市场潜力，投资项目如雨后春笋般迭出。13年6月，沪江网获得约2000万美元的风险投资，引爆13-14年PE\VC对该行业的投资热潮，13年以来在线教育行业的投资案例13起，投资金额接近3.5亿人民币，投资方中不乏百度、腾讯、阿里巴巴、网易等VC巨头的身影。

图72：2013年起在线教育行业引爆投资热潮



数据来源：广发证券发展研究中心

在线教育是A股市场的稀缺产业。与股权投资市场上的风生水起呼应，A股上市公司掀起在线教育领域的收购浪潮，相关上市上市公司通过收购涉足这一领域，从而实现估值重估，股价大幅提升。13年以来，拓维信息、华平股份、新南洋等上市公司纷纷收购在线教育相关资产，实现股价大幅上涨。13年6月至14年11月，“在线教育”指数大幅大涨300%。

表7：多家A股上市公司开展在线教育领域的收购

证券代码	证券简称	2013 年 6 月至今涨跌幅	并购公告时间	收购资产
000719.SZ	大地传媒	**64%**	2013/8/9	公告购买中原传媒集团下属图书发行业务资产
002230.SZ	科大讯飞	**14%**	2013/6/12	公告收购启明科技 100%的股权
			2014/10/23	公告收购上海瑞元 100%的股权。
002261.SZ	拓维信息	**140%**	14 年 4 月-9 月	公告收购云南兰九、火溶信息、天天向上、北京九龙晖、贵州前途等教育信息化公司
002678.SZ	珠江钢琴	**58%**	2013/6/25	公告收购八斗米（文化传播公司）70%的股权。
300010.SZ	立思辰	**134%**	13 年-14 年	公告收购合众天恒、虹思科技、汇金科技等教育信息化公司的股权，增资乐易考等在线教育平台。
300074.SZ	华平股份	**27%**	14 年 3-10 月	购买灵机产品的全部知识产权，增资上海华师京城网络科技公司（在线教育平台）。
300248.SZ	新开普	**300%**	2014/6/9	公告投资上海微令信息科技有限公司。
600661.SH	新南洋	**309%**	2013/5/2	公告收购上海昂立教育科技有限公司的全部股权。

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图73：13年6月以来在线教育指数大幅上涨

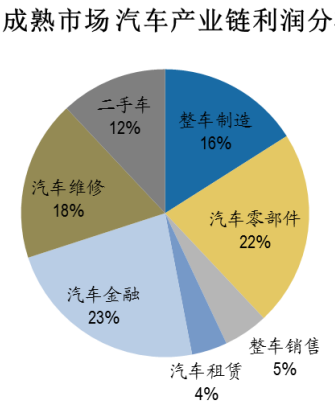
数据来源：广发证券发展研究中心

因此，如果PE/VC行业提前加大布局的行业，正好是A股市场的稀缺产业，那么将会受到投资者的热烈追捧，在线教育就是最好的佐证。循着这一线索，我们将关注近两年PE/VC加快布局而A股稀缺的其他行业，我们建议关注汽车后市场和体育产业。

5.3.2.1 关注点（1）——汽车后市场

汽车后市场包含售后的维修、养护、改装、翻新美容、二手车交易、废旧拆解等多个环节，在整个汽车产业链中的利润占比超过前端市场。从发达国家市场汽车产业链的利润来看，汽车销售占整个汽车产业利润的16%，零部件利润占比22%，其他60%的利润是在后端市场的服务领域产生。

图74：汽车后市场的利润分布超过前端市场



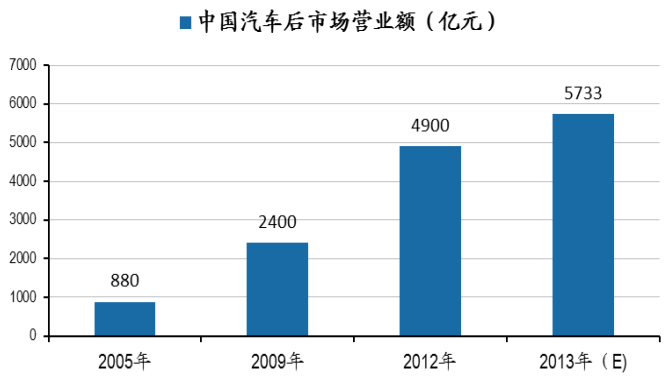
数据来源：广发证券发展研究中心

2013年中国汽车保有量1.37亿，存量市场背后孕育巨大的后市场空间。2009年起，我国汽车销量迈过千万辆大关，私家车保有量呈爆发式增长。13年汽车保有量1.37亿，未来继续快速增长的空间有限，但随着私家车相继脱离4S店的保养期，现

有庞大的存量背后，后市场产业将迎来巨大的市场空间。据中国消费网数据，2005年我国汽车后市场营业额880亿元，2009年猛增至2400亿元，至2012年继续翻倍至4900亿元，年增长率远远超过汽车销量增速。**预计2015年中国汽车售后的市场产值将超过7500亿，将超越美国成为全球第一大汽车后市场国家。**

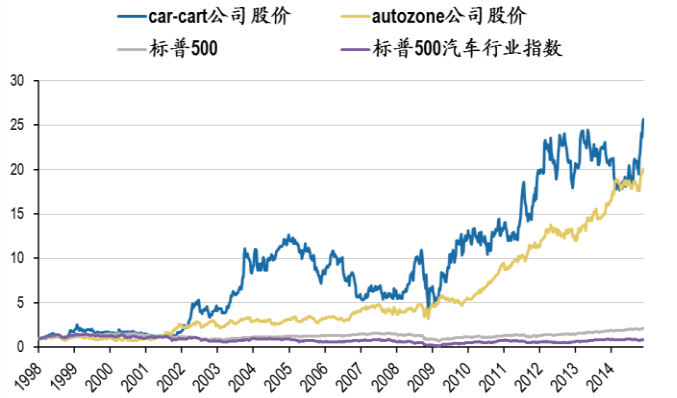
参照海外市场发展经验，美国汽车销量下滑以后，汽车后市场公司表现远远好于前端市场，而目前A股后市场上市公司较为稀缺。美国2000年以后汽车消费量萎缩，汽车整车股及零部件股绝对收益和相对收益均下滑明显。反之当美国汽车的前端市场陷于萎缩之后，其后端市场却逐渐崛起，Car-mart是美国二手车经销商，autozone是美国最大的汽车修配连锁品牌，两家汽车后市场的代表公司股价在2000年以后均大幅跑赢大盘和行业指数。

图75：汽车后市场营业额快速增长



数据来源：广发证券发展研究中心

图76：美国后端市场代表公司大幅跑赢汽车指数



数据来源：广发证券发展研究中心

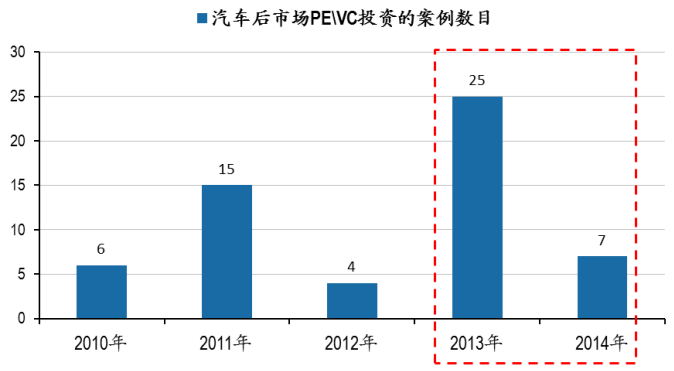
比照美国的现状，以中国的汽车保有量基数，诞生一家比肩甚至市值超过美国AUTOZONE的后市场上市公司只是时间问题。 越来越多的PE\VC已开始大举进入汽车后市场，寻求新的掘金机会。最近几年，一嗨租车、神州租车等汽车租赁公司，以养车无忧网为代表的服务电商，以E保养、新焦点为代表的养护公司，都纷纷收到了知名PE/VC伸出的橄榄枝，资本市场先知先觉提前布局。

表8: PE/VC对汽车后市场领域的典型投资项目

时间	被投资方	PE/VC 投资项目	所属领域
2014 年 10 月	E 保养	获 500 万美元投资资金。	汽车养护
2014 年 9 月	有壹手快修	获平安鼎创、联想之星 750 万美元 A 轮投资资金。	汽车维修
2013 年 11 月	一嗨租车	获 Ignition800 万美元 G 轮投资资金。	汽车租赁
2013 年 8 月	车纷享	获盛开投资、泰邦创投 A 轮投资。	汽车租赁
2013 年 7 月	新焦点	获鼎晖投资超过 9737 万美元的 PIPE 投资。	汽车养护/汽车电子
2012 年 8 月	赛德斯	获 520 万美元的 B 轮投资。	车联网
2012 年 7 月	神州租车	获华平 2 亿美元的 B 轮投资。	汽车租赁
2011 年 10 月	一嗨租车	获鼎晖创投、汉理资本、集富亚洲、启明创投等累计超过 350 万美元投资。	汽车租赁

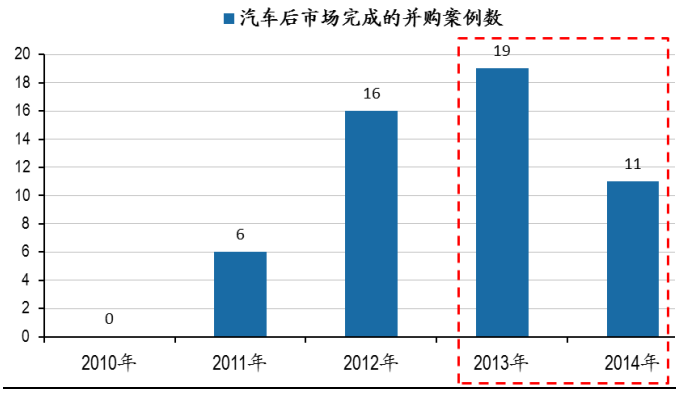
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图77：近两年汽车后市场的投资案例数上升



数据来源：广发证券发展研究中心

图78：近两年汽车后市场的并购案例数上升



数据来源：广发证券发展研究中心

在PE/VC加速投资的推动下，未来将有更多汽车后市场资产通过IPO或并购的形式进入A股市场，建议关注有望收购汽车后市场资产或有望从前端向后端转型的A股上市公司。

表9： 建议关注A股未来可能从前端向后端转型的上市公司

代码	受益个股	目前主营业务	未来可能进入后市场的领域
601965.SH	中国汽研	汽车研发咨询与汽车测试评价	汽车检测
000025.SZ	特力 A	汽车贸易、维修	维修
002607.SZ	亚夏汽车	品牌轿车及配件销售、维修、美容	维修、美容、二手车
600335.SH	国机汽车	汽车及配件销售	二手车销售
600653.SH	申华控股	汽车及配件销售	二手车销售
002666.SZ	德联集团	汽车化工用品	汽车售后市场电商
601258.SH	庞大集团	汽车销售、租赁、装饰	二手车、租赁、美容
002340.SZ	格林美	废物循环技术研究	汽车拆解
002645.SZ	华宏科技	废钢拆解	汽车拆解

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

5.3.2.1 关注点（2）——体育产业

成熟资本市场中体育产业公司是充满活力的重要组成部分，而在A股却是稀缺标的。14年随着中国体育产业改革的中央级政策不断推出，多项政策指导意见已经明确体育产业将迎来重大改革机遇。目前全球体育产业年产值超过1万亿美元，其中美国体育总产值接近5000亿美元，是汽车产业的2倍、影视产业的7倍，占GDP的比重超过3%，庞大的消费市场和成熟的产业链孕育了诸多像NIKE、MSG、VF等大品

牌大市值的优质上市公司。然而中国体育产业刚处于发展起步期，占GDP的比重只有0.6%，未释放的潜力巨大。国务院14年发布《关于加快发展体育产业促进体育消费若干意见》，明确到2025年体育产业总规模超过5万亿元，将体育产业作为绿色产业、朝阳产业进行扶植，明确指出将全民健身上升为国家战略，将体育产业作为绿色产业、朝阳产业进行扶植，竞技体育和大众体育双线推进，体育产业有望成为下一个待挖掘的金矿。

PE/VC资金作为挖掘中国投资机遇先遣部队，在近两年对体育产业的投资力度已不断加大。2012年以前，由于中国体育产业的发展落后，仅有个别PE/VC基金尝鲜体育行业投资且收益甚微。然而近两年越来越多是PE/VC试水体育产业公司，涉足体育赛事承办与转播、体育资讯运营、体育运动APP等多方面，不仅更好的盘活了体育行业公司的资源，更加快了行业内并购重组的节奏，有望未来为A股注入新鲜的力量。

表10：近两年PE/VC对体育产业的投资案例

时间	公司	PE /VC 对体育产业、体育 APP 投资的代表案例	所属领域
2014 年 11 月	咕咚运动	获纳亚洲和软银中国 3000 万美元 B 轮融资。	运动 APP
2014 年 7 月	虎扑	景林投资领投虎扑 C 轮融资，金额 1 亿元人民币。	体育资讯、广告营销
2014 年 10 月	腾米跑跑	获君联资本 1000 万人民币 A 轮融资。	运动 APP
2014 年 10 月	约运动	跑步社交应用“约运动”获天使投资。	运动 APP
2013 年 4 月	中视环球	信中利投资中视环球汽车赛事管理公司。	体育赛事
2012 年 8 月	雷傲普文化传播	海通开元投资投资上海雷傲普文化传播有限公司。	体育文化传播
2012 年 7 月	迈动体育	获启迪创投资 900 万元人民币投资。	体育文化传播

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

随着PE/VC的加快布局，A股投资者应该加大对现有体育上市公司的关注。我们建议关注相关的受益公司，整理如下。

表11：A股现有的体育行业受益公司

涉及体育产业的领域	公司名称	代码	2013EPS	2014EPS	2015EPS	2013PE	2014PE	2015PE	最新 PB
球队赞助商	泰达股份	000652.SZ	0.08			85.0			4.8
	江苏舜天	002395.SZ	0.11	0.08	0.17	116.0	162.3	70.8	2.8
	双象股份	600287.SH	0.76	0.21	0.24	14.0	50.9	45.0	3.9
	亚泰集团	600881.SH	0.11	0.10	0.17	57.7	65.2	38.1	1.6
	中信国安	000839.SZ	0.08			113.4			2.5
体育彩票	中体产业	600158.SH	0.16	0.18	0.21	92.1	82.7	70.9	8.5
	浙报传媒	600633.SH	0.35	0.50	0.59	50.1	34.8	29.4	5.5

体育赛事承办、赛事合作商	中体产业	600158.SH	0.16	0.18	0.21	92.1	82.7	70.9	8.5
	雷曼光电	300162.SZ	0.13	0.31	0.71	347.6	146.3	63.4	8.1
体育服饰、用品	探路者	300005.SZ	0.49	0.62	0.77	34.4	27.0	21.7	7.5
	贵人鸟	603555.SH	0.69	0.67	0.74	19.7	20.4	18.3	4.0
	信隆实业	002105.SZ	0.01	0.04	0.14	729.9	237.1	64.2	5.9

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

5.4 板块推荐总结：迎接供给革命

综上所述，由于传统需求逐渐饱和，中国的“存量经济”模式短期内还很难打破，明年需求端的变化将比较平淡，而供给端的变化会更加积极，因此我们建议从三条线索出发去寻找15年供给端变化带来的行业投资机会。

线索一：供给创造需求——寻找供给优化、效率提升带来的行业投资机会（生产智能化、国企改革）。我们认为，传统行业与其单纯收缩供给，不如对现有供给格局进行优化，比如通过技术升级提高生产效率、通过管理升级提高管理效率、通过提升定价权来提高经营效率。其中，技术升级的途径主要是生产智能化，机器人、数控机床、传感器、控制软件等行业将受益而管理升级的途径主要是国企改革，建议从“自下而上”的角度精选标的；而提升定价权的途径主要是央企整合，建议重点关注煤炭、有色、钢铁、水泥等传统行业央企的上市公司平台。

线索二：供给扩张带来质变——供给和需求同时扩张带来“规模效应”的行业（券商、新能源汽车、软件、医疗、环保）。我们通过分析美国和中国的案例后发现，一个行业的最佳投资期应该是其供给扩张期，而不是供给收缩期。而展望明年，处于供给收缩期的行业往往是“夕阳产业”，有估值修复的机会，但很难估值泡沫化，处于供给扩张期的行业往往是“朝阳产业”，在供给和需求同时扩张期，容易实现规模经济，估值也更容易容易“泡沫化”。我们建议投资者重点关注供给和需求同时扩张的“新五朵金花”——券商、新能源汽车、软件、医疗、环保。

线索三：股市供给的新鲜血液——关注PE/VC投资加快的二级市场稀缺产业（汽车后市场、体育产业）。2014年我国股权投资市场热度明显上升，而很多PE/VC投资项目又会通过IPO或收购的形式形成A股市场的新增供给。如果这种新增供给是A股市场的稀缺产业，那么往往会受到投资者的热烈追捧，今年的在线教育板块就是一个典型的案例。而近两年PE/VC在加快布局的领域除了在线教育以外，还有汽车后市场和体育产业，我们相信明年A股市场对这两个行业的兼并收购案例也会大幅增加，有相关概念的上市公司也值得密切关注。

广发宏观策略研究小组

陈　杰：　分析师，2009 年、2010 年新财富最佳分析师策略第一名（团队），4 年策略研究经验，2012 年加入广发证券发展研究中心。
黄鑫冬：　分析师，2012 年新财富最佳分析师策略第一名（团队），3 年宏观策略研究经验，2013 年加入广发证券发展研究中心。
陈　果：　分析师，2011 年新财富最佳分析师宏观经济第三名（团队），2012 年进入广发证券发展研究中心。
郑　恺：　研究助理，华东师范大学经济学硕士，2013 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：　预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：　预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
谨慎增持：　预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：　预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：　预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号大都会广场 5 楼	深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 15 楼 A 座 03-04	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 18 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。
本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。
广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。
本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。