

“调结构”催生主题投资机遇

——四季度产业政策导向分析

刘国宏

(0755) 82364412

liugh@lhzq.com

- 本轮金融危机引发了全球经济衰退，同时也加速全球产业的重新布局。后危机时代，各国都在努力“调结构”、寻找新的发展“突破口”，作为复苏经济的引擎。放眼世界，一场抢占未来经济发展制高点的“调结构”赛跑已悄然开始。
- 危机暴露了我国产业体系中重复建设、高耗能低及附加值产业比重太大、具有自主知识产权的中高端产业尚未形成整体竞争优势等结构性问题。年初国务院出台的十大产业振兴规划，明确提出了鼓励优势企业通过兼并重组对行业内企业进行整合，并期望以此完善产业结构调整、推动产业升级，但是实际进度却矛盾重重。
- 前 7 月的经济运行中，钢铁、氧化铝及电解铝、造船、化工、平板玻璃等行业都存在较为突出的产能过剩问题，太阳能、风能等新兴产业在重复建设中又在酝酿新的产能过剩。向产能过剩“动刀”刻不容缓，国务院常务会议再次树起了“调结构”的大旗。
- 对于“调结构”政策导向的核心，主要体现在“加大对企业并购重组融资支持力度，对于那些能够明显促进产业结构调整 and 淘汰过剩产能的并购重组给予政策支持，建立跨地区并购重组的利益协调机制，努力消除跨地区、跨行业、跨所有制兼并重组的政策障碍。综合运用经济、法律和必要的行政手段，充分发挥市场机制作用，加快淘汰落后生产能力，严格控制过剩产能扩张，避免低水平重复投资”。
- 从时间来看，年初的调整振兴规划在实施中的压力很大，尤其是淘汰落后产能中所涉及的资产、债务、人员安置、地方财政收入等难点问题制约了并购重组的进程，但到了四季度，突进重组成为必然，重组进度加快的预期将增强。
- 在 9 月以及四季度，与市场对应的政策导向无疑是在落实重点产业调整振兴规划、推进兼并重组和淘汰落后产能方面，这或许是“调结构”最能见效的措施。因此，我们认为，以国资整合（央企整合、地方国资整合）为主导的并购重组是四季度值得期待的主题投资。
- 随着“调结构”政策预期的升温，高科技板块（生物制药、软件、新能源汽车、高端制造）及消费品板块（商贸零售、生物医药、食品饮料等）将具备一定的进攻性，值得在市场震荡回落中进行战略性的配置。

目 录

一、“调结构”已是世界各国在“后危机时代”的竞争策略	3
1、“调结构”成为全球产业布局的战略方向	3
2、世界各国“痛定思痛”的“调结构”赛跑	3
二、我国产业调整效率低下，加速“调结构”刻不容缓	5
1、年初以来的“调结构”效率低下，旧病未去新病复加	5
水泥行业：产能过剩严重 但区域有别	6
平板玻璃严防产能过剩再度出现	6
煤化工：争上项目酿苦果 需求不足价格暴跌	6
风电、光伏产业：行业洗牌势在必行	7
2、向产能过剩“动刀”刻不容缓，推进“调结构”的攻坚战势在必行	7
三、“调结构”为产业整合注入新的动力	8
1、“调结构”大旗高举，产业整合酝酿突进	8
(1) 更加注重处理好保增长和调结构的关系。	8
(2) 更加注重解决兼并重组和淘汰落后产能中的难点问题。	8
(3) 更加注重推进企业技术改造和培育新兴产业。	9
2、“调结构”成就“结构失衡”行业	9
(1) 调整投资与消费的结构性：消费品行业受益	9
(2) 调整外需与内需的结构性：消费品制造业受益	9
(3) 调整能源使用的结构性：以高新科技为主导的低碳经济受益	10
3、“调结构”助推兼并收购	11
四、“调结构”预期下的主题选择	11
1、拥有核心技术的高科技、新能源产业有望在整合中壮大	11
2、产能过剩行业的龙头企业迎来整合图强机遇	12
3、国资整合的并购机遇	12
(1) 中央企业的大整合	12
(2) 地方国企的整合	13
五、风险因素	13

一、“调结构”已是世界各国在“后危机时代”的竞争策略

1、“调结构”成为全球产业布局的战略方向

西方发达国家在经历了较长时期的“去工业化”发展后，金融危机引发了全球经济的衰退，也让发达国家开始意识到虚拟经济过度膨胀对经济增长的危害，由此使危机成为经济结构转型的“催化剂”，从而加速全球产业的重新布局。

2009 年以来，世界各国开始重新审视自己的经济增长方式与结构升级的路径。后危机时代，各国已着手制定经济复苏后的长远发展战略，都在努力寻找“突破口”，作为复苏经济的引擎。很多经济体已经意识到再也不能回到老路上去了，经济结构调整和经济增长模式转变成为经济改革政策的重点。世界各国都在积极做“远程布局”，以期全球经济复苏之后能够占据战略发展的“制高点”。英国、美国和欧盟等已经或正在酝酿出台经济结构改革的政策，力争在后危机时代的全球经济发展和竞争中赢得先机。

2、世界各国“痛定思痛”的“调结构”赛跑

放眼世界，一场以“调结构”为手段谋求抢占未来经济发展制高点的“赛跑”已悄然开始。

英国：发展低碳经济与数字经济“构建英国未来”

在本轮国际金融危机中，英国金融行业受到了“摧毁式”的打击。国际货币基金组织报告称，全球金融危机的金融救援耗资 7.12 万亿英镑，而英国 1 家付出了 1.23 万亿英镑，为其 GDP 的 81.8%，远远高于其他经济体。

在这场“浩劫”中，英国政府大力出手挽救危在旦夕的金融市场和金融行业，但是，英国已经认识到金融经济与实体经济过分分离的局面蕴藏了巨大的系统性风险。金融体系稳定后，英国正在思考未来的发展道路，逐步出台了“构建英国未来”的总体发展战略，欲在经济增长和产业发展等方面占据未来全球经济的“制高点”。英国认为，应以战略性眼光来对待经济复苏，英国的政策重点不仅仅是经济复苏，更重要的是要确保英国在危机之后的全球经济发展和竞争中取得优势。

今年 4 月份，英国政府首先公布了“构建英国未来”的纲领性文件《新工业，新工作》。低碳经济是英国后危机时代的发展战略之一。今年 6 月份英国几个政府部门联合制定了《英国低碳工业战略》，对英国低碳工业的现状和未来机会及战略作了详细分析和总体构想。这一战略指出，全球未来将向低碳经济过渡，这将改变整体经济结构，也将改变英国的工业面貌、商业供应链和人们的生活工作方式。英国低碳经济战略的中心目标是：确保英国企业最大限度地抓住这一发展机遇，同时将经济成本降至最低，而政府则将在经济转型中确保总体经济资源和利益的公平分配。

在具体发展领域方面，作为岛国的英国将重点发展本国优势产业，包括海洋风力发电、潮汐发电、民用核电、超低排放汽车研制以及可再生建筑材料和化工产品

等，并将就此制定具体发展计划。

此外，数字经济是英国后危机时代发展战略的又一重点。6月份英国政府发表了《数字英国》报告，成为“构建英国未来”的第二个系列组成文件。报告列举和分析了英国当前的数字经济状况、领先优势以及发展前景。根据该报告，建设“数字英国”共有五大目标，包括通讯基础设施的现代化升级，为数字经济领域的投资和创新提供良好环境，提高各社会阶层的数字使用技能以及保证全国家庭广泛使用宽带网络等。

美欧日：发展新兴产业，实现结构转型

在严重的金融经济危机之后，产业结构和经济增长方式可能发生根本性的转变：历历在目的东南亚金融危机，使东南亚国家走向了出口拉动的增长模式和贸易部门占主导的经济结构。同样，在经历了本轮国际金融危机的煎熬之后，主要经济体和全球经济需要新的产业和经济结构来支撑经济增长。

与“构建英国未来”的战略相比，美国政府显得低调而务实。奥巴马政府将政策重点放在新能源和环保产业上。美国政策的背后存在着多重推动力：一是新能源、环保产业有助于美国在国际舞台上继续扮演全球领袖的角色。二是新能源和环保产业的发展有利于美国经济结构的调整。三是新能源、环保技术的领先，有利于强化美国的竞争优势。

与美国新能源产业有相似之处，欧洲重在提高“绿色技术”和其他高技术至全球领先水平。去年年底，法国就宣布建立 200 亿欧元的“战略投资基金”，主要用于对能源、汽车、航空和防务等战略企业的投资与入股。欧盟在今年 3 月决定，在 2013 年之前将投资 1050 亿欧元用于“绿色经济”的发展。荷兰的经济刺激方案中也包含对可持续能源行业的投资和支持。欧洲议会将欧盟 2009 年的预算向科研与创新等方面倾斜，预算增长 10% 以上，保持在“绿色技术”领域的世界领先地位。

日本则看中了商业航天市场、信息技术应用、新型汽车、低碳产业、医疗与护理、新能源(太阳能)等新兴行业。2009 年 3 月，日本出台了为期 3 年的信息技术发展计划，侧重于促进 IT 技术在医疗、行政等领域的应用；2009 年 4 月为配合第四次经济刺激计划推出了新增长策略，发展方向为环保型汽车、电力汽车、低碳排放、医疗与护理、文化旅游业、太阳能发电等。

俄罗斯：鼓励纳米技术商业化，积极发展核能技术，努力保持在航天领域的强国地位

俄罗斯大力推进科技创新，发展纳米技术及核能技术，努力保持在航天领域的强国地位，力争在金融危机的大环境下为俄经济注入新的活力。

俄罗斯将纳米技术确定为俄科技战略的“火车头”。俄副总理伊万诺夫认为，发展纳米技术可以帮助俄罗斯克服全球金融危机带来的诸多影响，切实解决能源等方面的难题。俄罗斯还鼓励纳米技术的商业化创新。俄联邦委员会主席米罗诺夫曾指出，尽管全球面临金融危机，世界纳米技术产业去年的产值仍达到 7000 亿美元。专家预测，到 2015 年该数字将达到 3 万亿美元。目前，俄罗斯在世界纳米产品市场上的份额不到 1%，俄政府要求，在 2015 年前将这一份额提高到 4%。

俄联邦委员会主席米罗诺夫今年 1 月 21 日说,发展核能源工业企业将是俄罗斯创新突破的主要方向之一。他说,俄核能技术处于世界领先地位,在国际市场上有很大的需求,在金融危机影响下,应充分发展核能源,促进俄经济发展。

俄罗斯政府发布了俄航天业 2012 年前优先发展计划,主要内容就是保证“格洛纳斯”全球卫星导航系统的全面运行。此外,俄今后 4 年还计划更新、替换该系统的部分导航卫星,使该系统所有卫星均达到世界领先水平。为此,普京签署命令,为“格洛纳斯”系统追加 26 亿美元投资。根据俄罗斯航天业 2012 年前优先发展计划,俄还将研制新一代航天器,包括新型载人宇宙飞船、运载火箭及卫星。

金融危机是以暴力方式对阻碍经济发展方向的市场缺陷和政策失误进行清算,而经济发展的方向在危机之后将更加坚定而明晰。因此,金融危机已经成为经济结构转型的“催化剂”,在这个过程中,谁利用好了危机,谁就将获得更快的发展速度和更强的竞争优势。危机之后的结构调整、产业发展与技术革命的出现是全球经济进入新一轮增长周期的前奏,它们在很大程度上将改写未来的国家力量比较并决定全球经济格局。

二、我国产业调整效率低下,加速“调结构”刻不容缓

1、年初以来的“调结构”效率低下,旧病未去新病复加

危机暴露了我国产业体系中重复建设、高耗能低附加值产业比重太大、具有自主知识产权的中高端产业尚未形成整体竞争优势等结构性问题。产能过剩的原因一方面来自于新增的项目产能,另一方面则来自于金融危机促使的产能调整过程被打断。年初国务院出台的十大产业振兴规划,明确提出了鼓励优势企业通过兼并重组对行业内企业进行整合,并期望以此完善产业结构调整、推动产业升级,但是实际进度却矛盾重重、效率低下。

根据工业和信息化部发布的《2009 年中国工业经济运行夏季报告》,我国当前产能过剩问题凸现,加快推进结构调整和发展方式转变任务艰巨。目前我国多数工业产品已在国际市场中占有较高份额,但在国际金融危机的冲击下,产能严重过剩表现得更为突出。前 7 月的经济运行中,钢铁、氧化铝及电解铝、造船、化工、平板玻璃等行业都存在较为突出的产能过剩问题,太阳能、风能等新兴产业在重复建设中又在酝酿新的产能过剩。近期,在国内需求有所好转的情况下,一些本该淘汰的落后产能又在恢复生产,产能过剩再度加剧。

钢铁行业: 产能攀升使行业陷入困境

根据 GDP 和钢材消费的相关性分析,并综合国家投资对钢材的拉动等各种因素,今年我国粗钢表观消费为 4.7 亿吨左右,与去年同期基本持平,但由于出口下滑,全年粗钢产量在 5 亿吨左右即可满足需求。今年 5 月,工信部曾下发《关于遏制钢铁行业产量过快增长的紧急通报》,但并未取得实质效果,国内钢产量随着市场上涨不断攀升,目前产量仍然达到了 5.2 亿吨的相对高点,有可能过高的产量反过来增加了成产品库存,并压制钢材价格,从而使整个行业再次陷入困境,特别是对铁矿

石需求较大的国有大中型企业更为不利,因此采取强有力的限产措施非常有必要。中钢协最新数据显示,8月上旬全国大中型钢铁企业的粗钢日均产量达到167万吨左右,再次刷新历史纪录。《钢铁产业调整和振兴规划》中提出,2009年我国粗钢产量4.6亿吨,同比下降8%;消费量维持在4.3亿吨左右,同比下降5%。显然,国内钢产量的增长已超出预期。一些落后产能需要通过市场竞争加以淘汰。

表 1: 水泥钢铁的产能利用率

	当前产能利用率	历史变动范围	位置	趋势
水泥	80%左右	70%~90%	均值附近	向上
钢铁	85%左右	60%~90%	均值上方	向上

数据来源: 联合证券研究所

水泥行业: 产能过剩严重 但区域有别

据全国第二次经济普查数据和中国建筑材料联合会统计,2008年末全国水泥生产能力21亿吨,而当年水泥产量只有14亿吨,水泥产能利用率非但没有提高反而有较大幅度的下降,产能过剩问题极为严重。2009年1—7月水泥产量迅速上升,达到了8.78亿吨,同比增长15.90%。需求快速增长,但是产能增长的更快,根据水泥协会的统计,2009年1—7月,全国完成水泥投资881.63亿元,同比增长65.94%。目前在建水泥生产线超过200条,将新增产能超过2亿吨,因此,2009年水泥新增产能将大大超过2008年。但是,水泥是一个区域性非常强的行业,不同区域的市场各不相同。全国不同区域间的产能过剩状况差异很大,华东和华南区域目前虽然处于产能过剩状态,但2010年的过剩状况会逐步缓解。

平板玻璃严防产能过剩再度出现

受房地产市场回暖的拉动,玻璃需求强劲增长刺激了相关企业的产能扩张,据统计,2008年底,国内共有浮法玻璃生产线194条,年产能5.52亿重量箱,占平板玻璃总产能的90%左右(另有10%左右的落后“平拉工艺”玻璃产能),其中有47条线先后停产,减少产能1.3亿重量箱。今年以来,共有7条新浮法生产线投产,增加产能3000万重量箱,预计下半年还有5条线投产,主要集中在河北省,预计全年新增产能5000万重量箱左右。但是,在房地产热潮再度受制信贷紧缩的背景下,平板玻璃复产和新建生产线提速,将导致产能过剩再度出现。

煤化工: 争上项目酿苦果 需求不足价格暴跌

随着上一轮经济周期中,国际原油上涨,在缺油的中国,煤化工逐步开始替代石油化工。然而,去年下半年以来,由于全球经济危机,需求锐减,新型煤化工刚刚诞生就面临过剩。新型煤化工品种中,醇醚因投资一哄而上,导致产能过剩,开工率不足,效益低下。今年上半年,国内甲醇产量493万吨,净进口340万吨,

而截至上半年,国内甲醇实际产能有 1357 万吨,即国内甲醇开工率仅 36%。二甲醚开工率估计也仅两三成。甲醇方面,2008 年 6 月份,价格最高达 4900 元/吨,目前跌至 2100 元/吨左右,去年最低时为 1700 元/吨。二甲醚方面,最高时价达 6750 元/吨,现价 2800 元/吨左右。在此背景下,开工不足、利润微薄,导致前几年争上醇醚的上市公司日子难熬。在国务院 8 月 26 的常务会议上,在抑制部分行业产能过剩和重复建设的部署中,煤化工被列入需要重点加强指导的行业。这是国家第一次将煤化工列入产能过剩和结构调整行列。

风电、光伏产业: 行业洗牌势在必行

在光伏行业中,多晶硅产能和计划产能过剩非常严重。2008 年中国太阳能电池产量达到 250 万千瓦,国内当年新增装机只有 4 万千瓦,严重依赖欧洲特别是西班牙、德国市场,极易受有关国家政策变动影响。据统计,2009 年多晶硅厂的有效供货能力超过 8-11 万吨,而实际需求只有 6 万吨,显然供大于求。2010 年后国内多晶硅产能将高达 14 万吨,但届时全球多晶硅需求仅为 8 万吨,产能过剩已成定局。电池和组件厂家认为,以目前多晶硅产能扩张的趋势(抑制政策出台前),尽管多晶硅的价格稳定在 70 美元左右,但 2009 年四季度—2010 年一季度,多晶硅价格有再次下行的风险。在风电方面,国内风电整体厂商近 70 家,超过全球其他风电设备厂商总和,技术重复引进、自主创新能力缺失是第二、三梯队企业的通病。政策已对行业将起到明显的警示和抑制作用,加上政府在上网电价方面的调控,风电和光伏产业将迎来洗牌。

2、向产能过剩“动刀”刻不容缓,推进“调结构”的攻坚战势在必行

我们国家是一个高积累、低消费的国家,产能过剩和重复建设不仅仅是一个巨大的浪费问题,更是威胁经济健康、稳健、持续发展的隐患。这次美国引发的全球金融危机表面看似从金融行业引爆、华尔街是祸首,其实症结是产能过剩。危机爆发前,美国经济有 6 年高速增长,很多投资集中在房地产和制造业,造成产能过剩,而现在需求突然下降,就带来泡沫破灭,财富减少;金融领域的去杠杆化;美国消费和储蓄需重新平衡,造成消费进一步减少,从而引发一系列的金融问题。就我国经济结构现状而言,向产能过剩“动刀”刻不容缓,推进“调结构”的攻坚战势在必行。

温家宝总理日前在浙江调研,谈到经济回升的基础还不稳定、不巩固、不平衡时说:“经济发展还缺乏应对危机、克服困难的内在动力和活力,国家政策支持对于企业和经济的发展还起着重要的支撑作用;因外需减弱使国内一些行业产能

过剩的矛盾凸显,对工业和经济增速回升形成较大制约。”如果内生力量、内在动力和活力不激活,长期下去,必然导致国家政策支持和支持信贷的大量投入带来产能过剩和重复建设。

三、“调结构”为产业整合注入新的动力

1、“调结构”大旗高举，产业整合酝酿突进

当保增长的目标有望实现之际，针对当前我国经济发展面临的国际国内环境依然严峻复杂、工业企稳回升的基础还不牢固、运行态势还不平稳、民间投资跟进滞后、产能过剩等突出问题，管理层的政策重心正转向中国经济发展的深层次问题——结构失衡。近期出台的“调结构”政策大有雷厉风行之势。

工信部部长李毅中 8 月 13 日表示，工业增速下滑势头得到遏制，下半年的工作重点要转移到调解购上来。主要是推进十个重点行业企业兼并重组，启动了汽车、钢铁业重组工作。

国务院总理温家宝 26 日主持召开国务院常务会议，研究部署抑制部分行业产能过剩和重复建设，引导产业健康发展。会议强调，要坚持控制增量和优化存量相结合，分类指导和有保有压相结合，培育新兴产业和提升传统产业相结合，市场引导和宏观调控相结合，综合运用法律、经济、技术、标准以及必要的行政手段，协调产业、环保、土地和金融政策，形成引导产业健康发展的合力。面对产能过剩可能破坏经济复苏的严峻现实，国务院再次发出明确的信号。

工业和信息化部 8 月 27 日发布的《2009 年中国工业经济运行夏季报告》，也明确指出：当前工业经济运行正处在企稳回升的关键时期，在努力实现“保增长”的过程中，要把大力推动产业结构调整放到更加重要位置，全面贯彻落实重点产业调整振兴规划，稳步推进兼并重组和淘汰落后产能，加强企业技术改造和自主创新，加快培育和发展新兴产业，加大对中小企业支持力度，加强对民间投资的引导。

我们认为，《2009 年中国工业经济运行夏季报告》延续了十大产业振兴政策，有望成为年内 4 个月以及 2010 年产业结构调整纲领性文件。近期，着力提高增长质量和效益，应更加注重把握好以下几个方面：

（1）更加注重处理好保增长和调结构的关系。“保增长”和“调结构”并不冲突，持续稳定的经济增长是建立在结构不断优化基础上，要把大力推进结构调整作为转变发展方式的着力点，力争做到经济增长和结构调整相互促进。当前，要把全面贯彻落实重点产业调整振兴规划作为重要任务，抓紧落实和组织实施好振兴规划中已明确的各项政策措施，努力完成调整振兴规划确定的各项目标。

（2）更加注重解决兼并重组和淘汰落后产能中的难点问题。尽快出台加快推进企业兼并重组的指导意见，建立和完善淘汰落后产能激励机制，要把解决企业兼并重组和淘汰落后产能中所涉及的资产、债务、人员安置、地方财税收入等难点问题作为优化结构的突破口，充分考虑兼并重组和淘汰落后产能中的职工利益问题。加大对企业并购重组融资支持力度，对于那些能够明显促进产业结构调整 and 淘汰过剩产能的并购重组给予政策支持，建立跨地区并购重组的利益协调机制，努力消除跨地区、跨行业、跨所有制兼并重组的政策障碍。综合运用经济、法律和必要的行政手段，充分发挥市场机制作用，加快淘汰落后生产能力，严格控制过剩产能扩张，避免低水平重复投资。

(3) 更加注重推进企业技术改造和培育新兴产业。要加强政策引导和资金投入, 切实用足用好中央财政技术改造专项资金, 带动企业、地方和社会投资, 充分发挥企业的主体作用, 推动工业实现内涵式发展。要继续鼓励和支持企业运用先进适用技术改造提升传统产业, 尤其是要加大与节能减排和产业升级有关的技术改造投入。同时, 加快培育新兴产业是应对未来竞争、实现长远发展的关键所在, 要重点扶持和发展那些具有高成长性和带动作用强的新能源、新材料、新医药等产业, 大力发展节能环保产业, 积极推广应用节能环保新技术、新工艺、新产品, 加快信息产业发展, 以信息化促进企业提高效率和竞争力。

2、“调结构”成就“结构失衡”行业

政策重心将转向中国经济发展的深层次问题----结构失衡。调结构, 这是贯彻科学发展观的需要, 也是保证中国经济长期稳定健康发展的需要。消费品和低碳经济板块有望因此受益, 值得战略性配置。

(1) 调整投资与消费的结构性: 消费品行业受益

中国经济面临的最大的结构失衡是投资率过高、消费率过低。1990年, 中国的国民消费率尚有62%, 到2008年这一比率已经降低到了49%, 与此同时, 投资率从25%上升到41%。目前中国的消费率不仅远低于发达国家80%左右的水平, 也低于发展中国家平均70%的水平。这种结构在一定程度上与我国尚处于工业化、城镇化加速推进的阶段有关。然而, 如此高的投资率、如此低的消费率, 这在世界其他国家经历同样发展阶段时也是罕见的。2008年底以来, 为了缓冲世界经济衰退的冲击、拉动中国经济走出颓势, 我国实施了4万亿财政刺激政策以及一系列保增长举措, 其核心再次聚焦于投资, 这进一步加剧了投资与消费的比例失衡。当然, 暂时性的牺牲结构、保证增长, 这么做在当时环境下有其必要性与合理性。但在“保八”无忧之际, 调整消费与投资的比例结构将显得更为重要。

因此我们认为, 立足于提高居民消费倾向的措施有望在未来成为政策关注的核心, 包括完善社会保障, 减少消费限制等。这些举措见效较慢, 因而不能成为“保增长”的核心措施, 但其功效长远, 因而适于在增长无忧之际全面推进。随着“调结构”政策预期的升温, 消费品板块(商贸零售、生物医药、食品饮料等)将具备一定的进攻性, 值得战略性的配置。

(2) 调整外需与内需的结构性: 消费品制造业受益

中国经济的另一个结构失衡在于, 对外需的依赖度过高。2008年, 中国的外贸依存度高达58%, 在大国经济中实属罕见。过度依赖海外市场, 使得我国经济在此轮全球经济调整中受到了不小的冲击。因此我们认为, “调结构”政策可能会对那些出口依存度高、而且当前又面临较大产出缺口的行业给予扶持。我们发现这类行业以消费品制造业为主(如表1)。而且, 这些行业的出口退税率已经达到或接近17%的上限, 进一步刺激出口的政策已无太大的操作空间。因此可以预计, 引导这些行业的供给转向内需的结构性调整政策, 有望逐步出台。

表 1: 产出缺口与进出口依赖较高的行业

行业	产出缺口	出口依存度	出口退税率
交通运输设备制造业	-31.51%	18.97%	17%
家居制造业	-15.55%	38.29%	15%
通信设备、计算机及其它电子设备制造业	-15.06%	88.64%	17%
化学纤维制造业	-13.99%	45.53%	16%
黑色金属冶炼及压延加工	-12.49%	27.78%	9%、13%
纺织业	-9.98%	19.67%	16%
文教体育用品制造业	-9.67%	55.47%	13%、15%
医药制造业	-9.00%	17.39%	15%、17%
纺织服装、鞋、帽制造业	-6.60%	37.23%	15%、16%
皮革、毛皮羽毛（绒）及其制品业	-3.72%	38.06%	13%、15%
塑胶制品业	-3.67%	38.60%	13%

资料来源: CEIC 联合证券研究所

（3）调整能源使用的结构性：以高新科技为主导的低碳经济受益

工业革命以来，世界经济的发展始终与科技革命、科技创新相伴而行。当前这场危机表明，要实现经济社会持续发展，不能只在虚拟经济和资本运作中寻找答案。通过新的技术变革，培育新的主导产业，是引领经济走出危机、实现新一轮增长的根本途径。种种迹象表明，世界正处在一场新的科技革命的前夜。在经济企稳回升的关头，科技正在逐步发挥出力量。上半年，中国新一代移动通信、软件、生物医药等新兴产业加速发展，一批核电、风电等新能源重大项目开工，高新技术产业保持较快增长。在这一轮抢占发展制高点的竞争中，我们完全可以以跨越式的发展，与世界各国站到同一起跑线上。

科技创新的意义不仅在于“支撑发展”，更在于“引领未来”。当前，中国需要特别加强前沿基础科学技术研究，如信息技术、生物技术、纳米技术、超导材料以及交叉学科的前沿。这些研究虽不能“立竿见影”，却是未来经济增长的动力和源泉。对于中国来说，这是实现跨越式发展、占领未来经济发展制高点的有利时机。在推动传统产业转型升级、鼓励企业技术改造的同时，国家还把新能源、生物医药、第三代移动通信、“三网融合”、节能环保等确立为战略性新兴产业，支持其技术研发和产业化，目的是创造新的市场需求，培育新的经济增长点。

我们看好以低碳经济主导的新能源产业，毕竟，对矿物能源依赖度过高、碳排放量过大是中国经济的又一个结构失衡。2007 年，中国的二氧化碳排放量首度超越美国，成为全球最大的排放国。中国一家的排放量就占了全球总排放量的 1/4，其规模等于欧盟、印度、俄罗斯的排放量之和。2009 年底即将召开的哥本哈根会议将对《京都议定书》的减排承诺进行重新审视，特别是发展中国家长期游离于减排约束之外的状况可能会被改变。作为全球最大的二氧化碳排放国，同时也是一个有望继续高速增长的经济体，中国将承受的国际压力不容小觑。

为此我们预计，在新一轮“调结构”政策中，鼓励非矿物能源、清洁能源以及节能技术的发展，为 2009 年底的谈判赢得更有利的位置。由此，低碳经济产业将会得到政策的持续推动，智能电网、清洁煤发电、核电、光伏发电等产业有望再度成为市场关注的热点。

3、“调结构”助推兼并收购

政策的导向正由由前段着重以大幅投资来“保增长、扩内需”，微调为着重开始“调结构”，依靠国家和银行大举投入等量的做法将转变为注重资金效益、用途、结构等质的做法。年内的 4 个月中，加快推进结构调整和发展方式转变任务艰巨。在如此短的时间里处理好保增长和调结构的关系，最有效的措施就是贯彻落实重点产业调整振兴规划，抓紧落实和组织实施好振兴规划中已明确的各项政策措施，完成调整振兴规划确定的目标。

对于政策导向的核心，主要体现在“加大对企业并购重组融资支持力度，对于那些能够明显促进产业结构调整 and 淘汰过剩产能的并购重组给予政策支持，建立跨地区并购重组的利益协调机制，努力消除跨地区、跨行业、跨所有制兼并重组的政策障碍。综合运用经济、法律和必要的行政手段，充分发挥市场机制作用，加快淘汰落后生产能力，严格控制过剩产能扩张，避免低水平重复投资”。

并购重组主题的节奏体现在上市公司大股东推进重组的进度上。从时间来看，年初的调整振兴规划在实施中的压力很大，尤其是淘汰落后产能中所涉及的资产、债务、人员安置、地方财税收入等难点问题制约了并购重组的进程，但到了四季度，突进重组成为必然，重组进度加快的预期将增强。比如，今年 7 月以来的军工主题行情，不仅仅是以往军工“向国庆献礼”效应的再现，而是军工体制改革深化、军工集团推进内部产业整合以及谋求外部发展战略的历史契机的到来。

结合管理层强调的“近期要把大力推动产业结构调整放到更加重要位置，全面贯彻落实重点产业调整振兴规划，稳步推进兼并重组和淘汰落后产能”来分析，**我们看好央企重组、地方国资整合、民企借壳后的资产整合这三类主题**。就市场表现而言，并购重组一直是资本市场生生不息的掘金之地，但相关上市公司的股价表现很难在某个时段呈行业、成建制地集中释放，毕竟上市公司的重组与资产注入往往是“成熟一家推进一家”。如果要探寻板块联动预期，军工将是最值得关注的主题。

四、“调结构”预期下的主题选择

风物长宜放眼量。虽然当前结构性问题、流动性问题导致市场持续深调，但这也为产业结构调整预留了空间。我们建议关注具有整合潜力的主题投资标的，以便在市场调整中占领先机。

1、拥有核心技术的高科技、新能源产业有望在整合中壮大

在富有希望的新兴产业领域，中国已具备一定基础，在部分领域还扮演着“领跑者”角色。当前，需要在信贷、财税、资本市场等政策上，更多地向这些产业

倾斜,引领更多的社会力量向此集聚。同时,防止类似光伏、风电的产能过剩尤为必要。在推动传统产业转型升级、鼓励企业技术改造的同时,国家还把新能源、生物医药、第三代移动通信、“三网融合”、节能环保等确立为战略性新兴产业,支持其技术研发和产业化,目的是创造新的市场需求,培育新的经济增长点。

此主题主要体现在高科技板块,生物制药、软件、新能源汽车、高端制造。

2、产能过剩行业的龙头企业迎来整合图强机遇

钢铁整合的主题将体现在拥有资源的区域龙头企业上,可重点关注酒钢宏兴(600307)、唐钢股份(000709)、三钢闽光、重庆钢铁(601005)、八一钢铁(600581)等二线长材类品种。

在水泥整合方面,东部企业的机遇大于中西部。东部水泥企业生产的水泥应用于房地产领域的比重较大,根据房地产带动下水泥需求的逻辑,海螺水泥(600585)、冀东水泥(000401)、塔牌集团(002233)、华新水泥(600801)、亚泰集团(600881)等品种值得重点关注。

铝业的整合,关注资源整合。有色板块仍在集体下挫,铝业股再度领跌,即使在四季度的整合中,我们并不看好国内企业的整合,对于中国铝业(601600)等优秀企业的资源整合,将值得关注。

在煤化工整合方面,山西三维(000755)、柳化股份(600423)、华鲁恒升(600426),行业优势地位突出,未来依托整合谋求的发展空间的机遇较大。

在光伏产业的结构调整中,防止重复建设的措施将对已建多晶硅厂家构成有利的正面影响,乐山电力(600644)、天威保变(600550)、川投能源(600674)、南玻 A、特变电工(600089)等多晶硅项目进展顺利的上市公司从中受益。

限制风电设备产能过剩,将有利于风电行业的竞争秩序,纵向一体化程度高,可靠性和服务能力强,有竞争优势的风电整机类上市公司,如东方电气(600875)、湘电股份(600416)、金风科技(002202),以及化仪电气(600290)等,将凸显优势。

3、国资整合的并购机遇

(1) 中央企业的大整合

中央企业资产规模庞大,但盈利水平低(2008 年资产总额 17.7 万亿,利润仅为 6652.9 亿)、行业分布面过宽(在国民经济 95 个大类行业中涉足 86 个行业,行业分布面为 90.5%)、行业布局呈现撒胡椒面状、重点不突出。企业资源配置不尽合理,在同一行业或领域业务趋同、交叉重叠。企业产权结构单一,活力不强,90%以上的集团母公司为国有独资企业。诸多行业中缺少具有较强国际竞争力的大公司大企业集团。正因如此,今年央企整合在四季度速度将加快。关注方向为:

国家垄断:军工、电网电力、石油石化、电信、煤炭、民航、航运,一些重要骨干企业发展成世界一流。

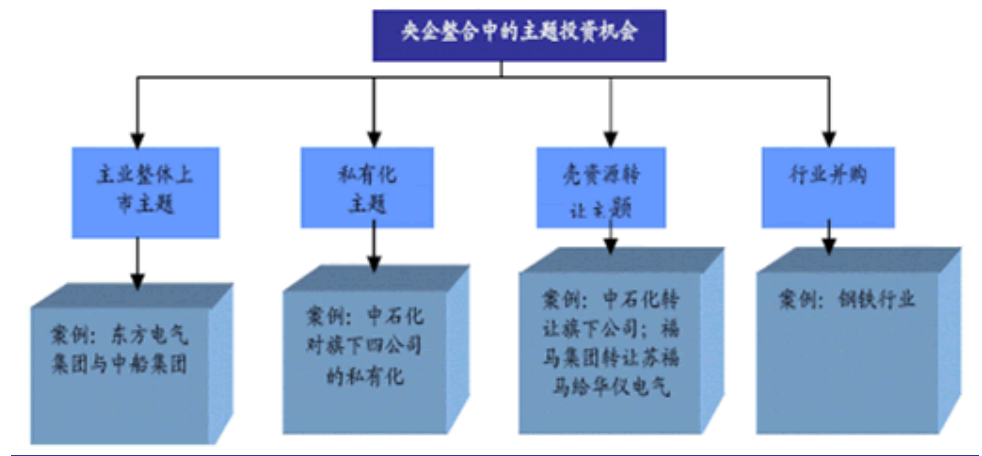
国家主导:装备制造、汽车、电子信息、建筑、钢铁、有色金属、化工、勘察设计、科技等,这一领域国有资本要保持经济影响力和带动力。

国家参与：机械装备、汽车、电子信息、建筑、钢铁、有色金属行业的骨干央企，要成为行业排头兵。

最大看点：支持具备条件的中央企业把主业资产逐步注入上市公司，鼓励中央企业做好控股上市公司的整合工作，做强做大上市公司。要从全球产业结构调整和产业链分布的大局，认真审视和调整企业战略定位，提升企业核心竞争力，同时围绕做强做大主业，加快推进强强联合、上下游整合等多种形式的联合重组。

重点关注：央企内部产业链再造、主业整体上市主题（军工、装备制造、能源）

图 2：央企整合的主题投资机会



资料来源：联合证券研究所

（2）地方国企的整合

地方国资更希望借力资本市场，采取资产注入与整体上市充实相应企业实力，打造相应平台，是地方经济发展的重要支撑。主要体现在内部购并重组、控股股东或实际控制人变更式购并重组和同业竞争者之间购并重组。

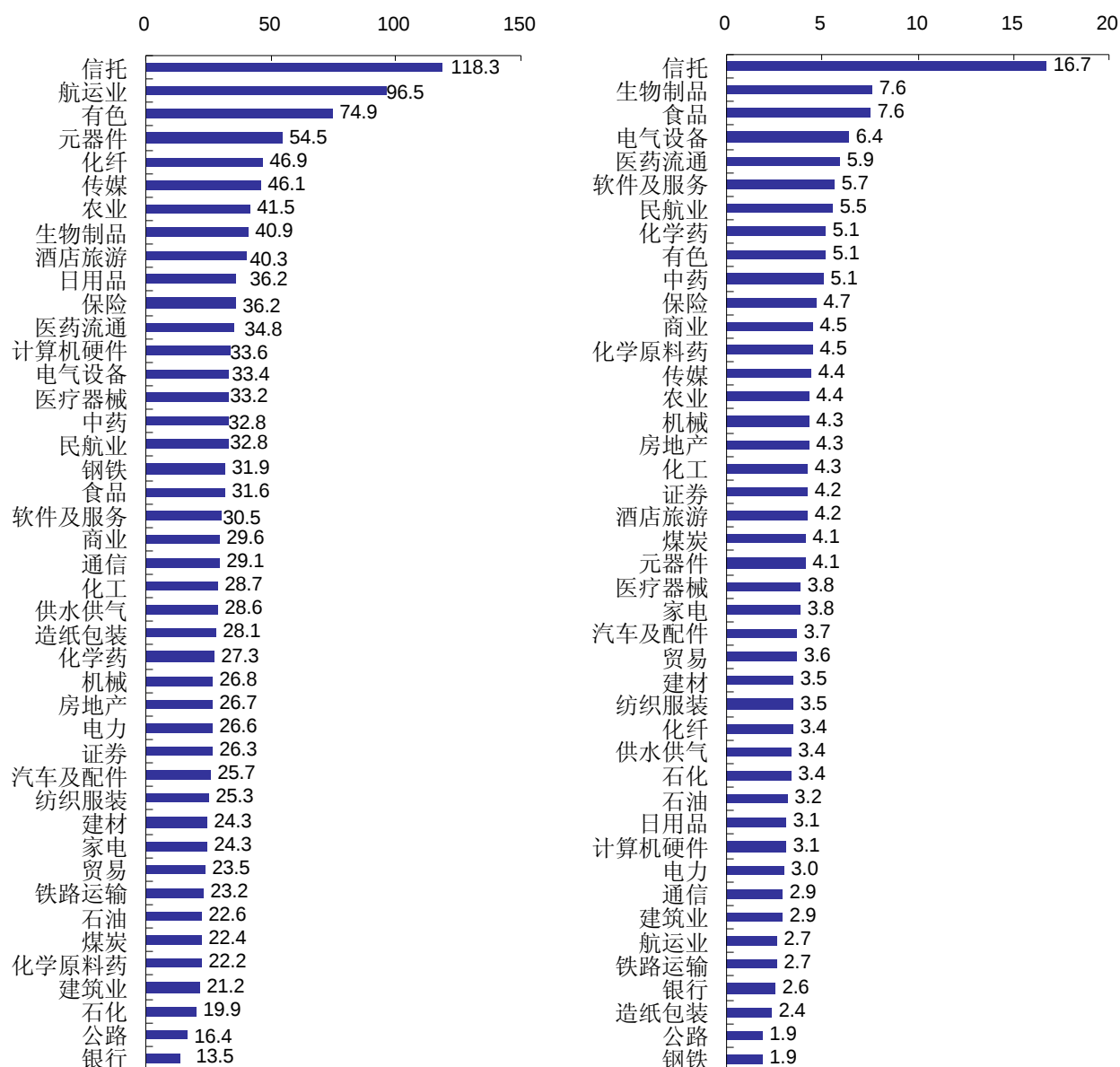
关注上海、重庆、江苏、四川、陕西、辽宁等地方国企的体系化重组。

五、风险因素

由于当前的“调结构”对政策的依赖度较高，企业自身参与“调结构”的主动性和积极性都受制于经济体制和市场环境，在政府推进的产业整合中，上市公司面临的外部环境日趋复杂。因此，在选择主题投资时，还应考虑到行业的整体估值情况（详见附表）。

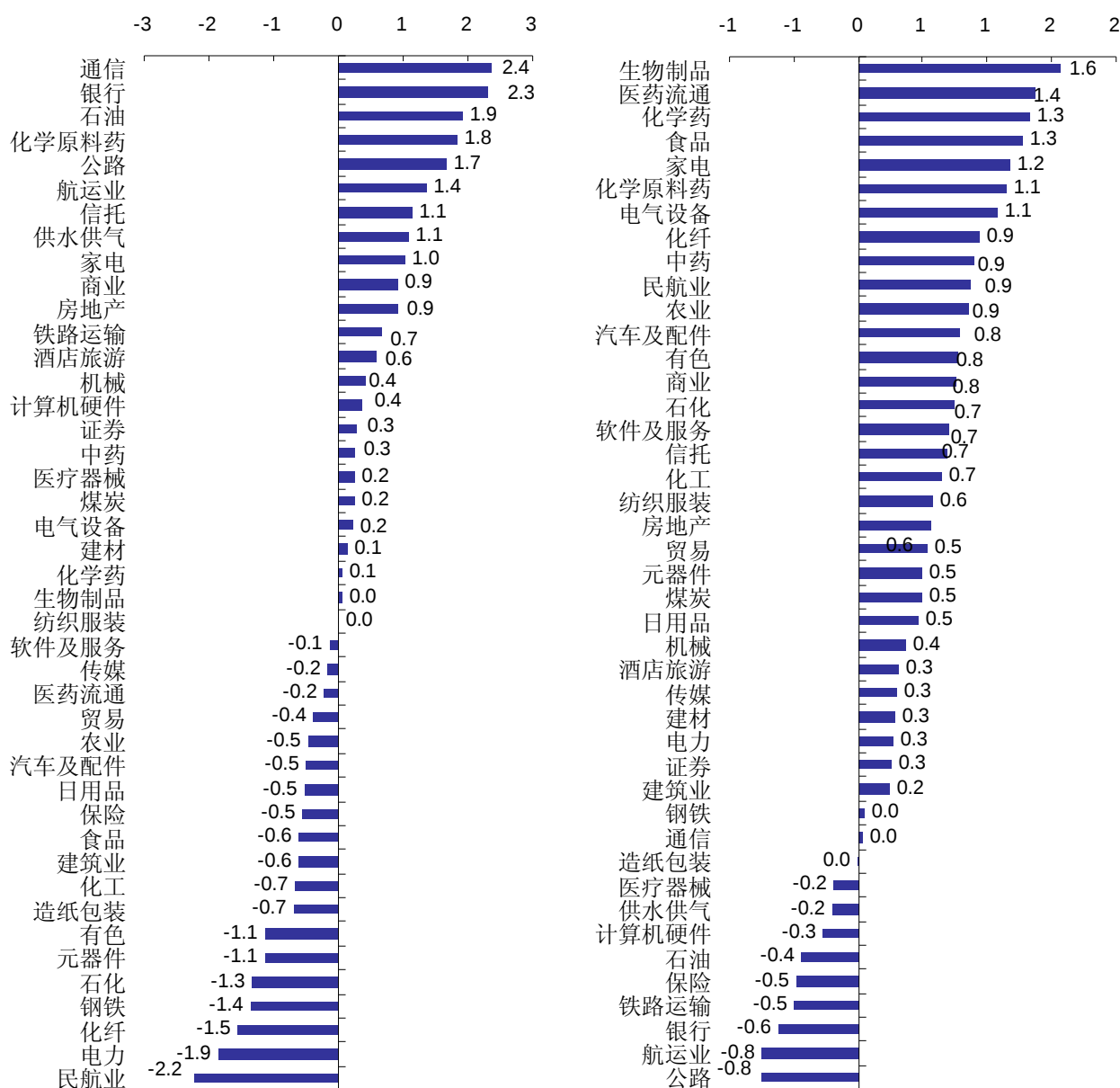
附表：结构调整中的行业估值

图 2、A 股各行业当前估值水平横截面对比（左图为动态市盈率，右图为市净率）



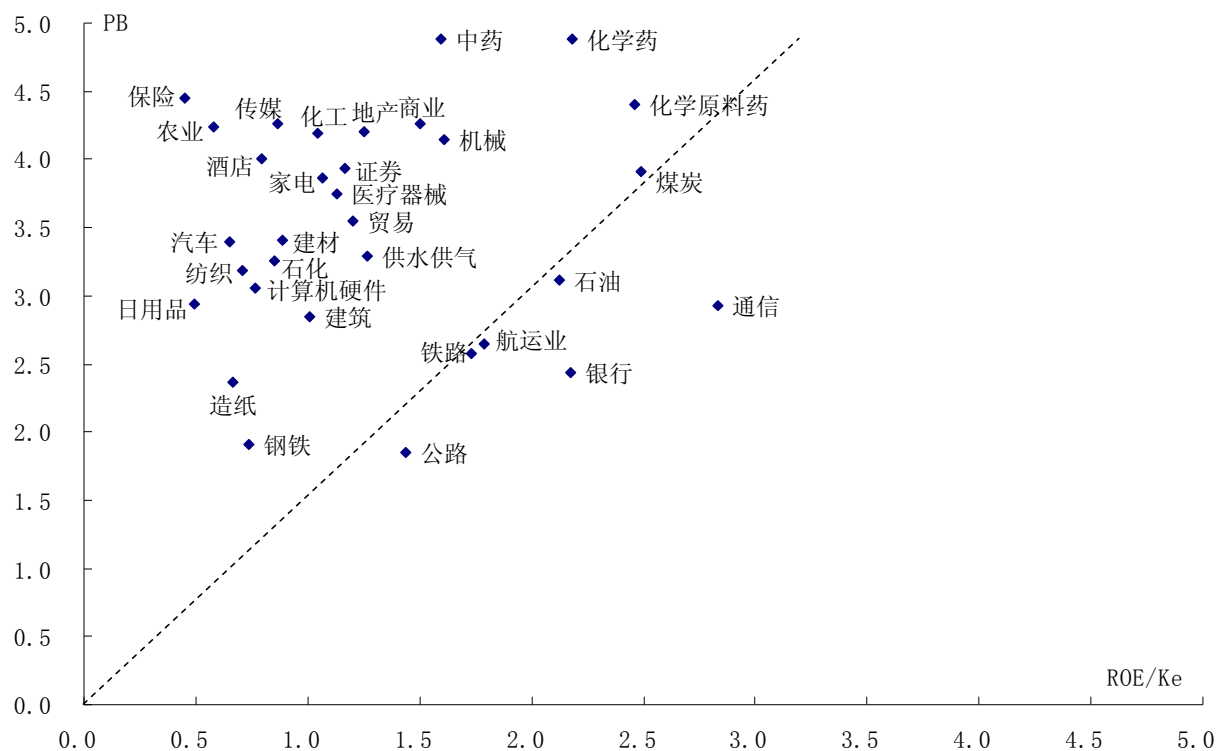
数据来源：联合证券研究所整理

图 3、A 股各行业估值水平偏离历史均值情况（左图为相对 E/P，右图为市净率）



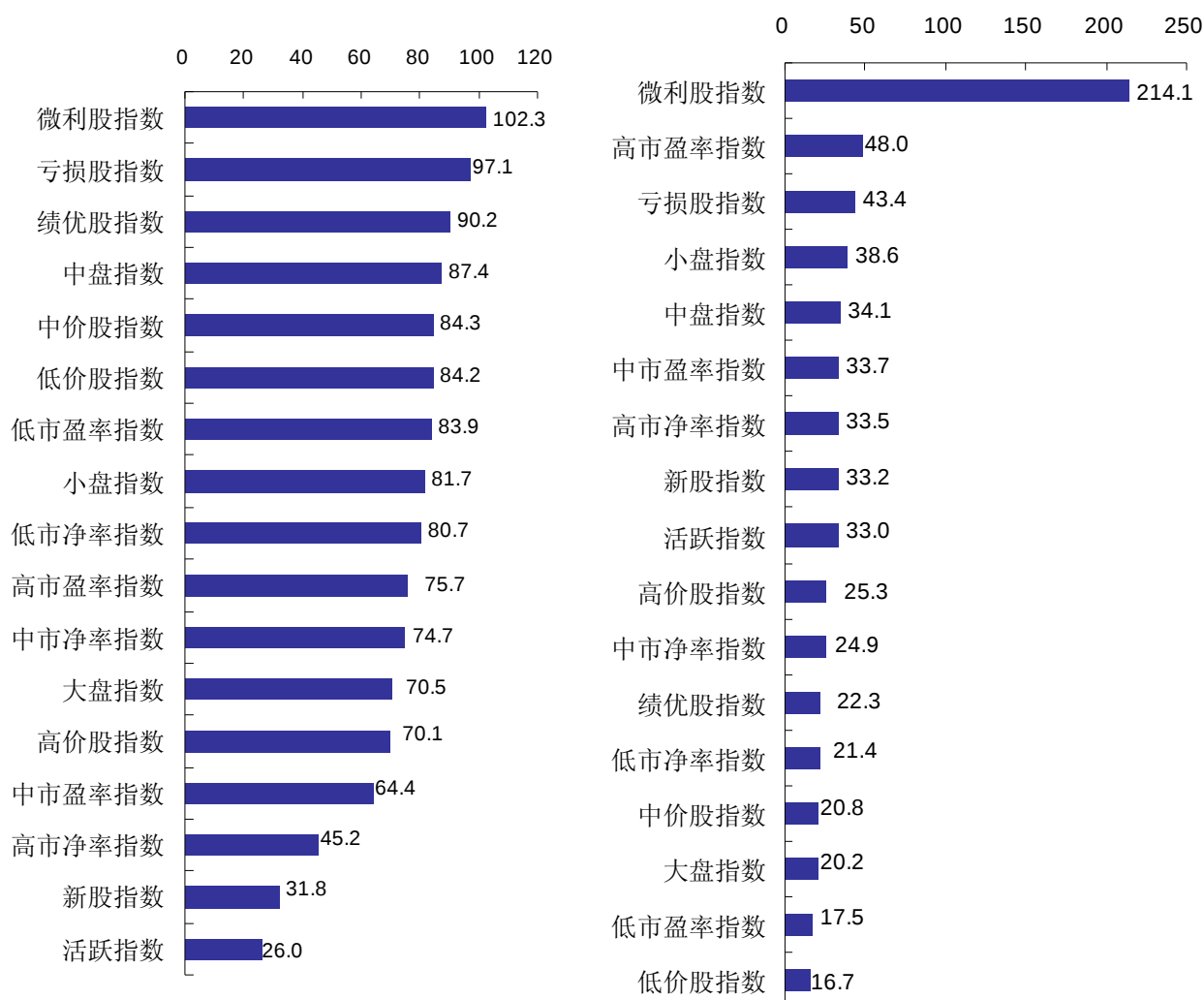
数据来源：联合证券研究所整理

图 4、各行业 REP 比较示意图



数据来源：联合证券研究所整理

图 5、A 股市场风格涨幅与估值数据（左图为 09 年以来涨跌幅，右图为 09 年预测市盈率）



数据来源：联合证券研究所整理

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。