

2010 年 8 月 31 日

战略性新兴产业

有限宽松环境下的事件性推动

作为调整经济结构和转变经济发展方式的重大政策举措，促进战略性新兴产业发展的努力已经悄然开始。更多的行业发展规划和政策支持有望在今年余下时间趋于明朗。我们认为在下半年流动性有限宽松的环境下，政策推动可能成为继续推高相关行业“成长性溢价”的事件性因素。

张戡, PhD*

(8610) 6622 9075

jian.zhang@bocigroup.com

- 我们预计战略性新兴产业规划将很快推出，随后可能陆续出台新能源、新能源汽车、节能环保、新材料、生物、高端制造和新兴信息七大战略性新兴产业的发展规划。国民经济发展“十二五”规划的制定也将成为进一步明晰产业发展思路的重要时间窗口。
- 七大行业都有良好的发展潜力，但基于行业的特质，其对政策性推动的敏感程度可能大相径庭。节能环保、新能源汽车和三网融合对鼓励性政策可能最为敏感，其次是新能源和物联网产业。生物产业、新材料和高端制造业政策效应可能最为间接。
- 从目前各级政府机构所做的表态上来看，节能环保和新能源汽车应该可以获得较好的市场培育政策（新能源汽车的补贴试点已经开始）；基础投入则主要集中于新能源、新能源汽车和新兴信息行业；而不同程度的增加或鼓励增加研发投入则几乎可以见于各个相关行业。
- 综合考察各战略性新兴产业自身发展规律和未来产业政策的可能走向，我们认为节能环保可能是受产业规划的政策推动最强行业。新能源、新能源汽车和三网融合也将获得较大的推动。新材料、生物产业、高端制造业和物联网产业虽然也将受到显著的影响，但相对于其他行业，这些行业的发展可能更多的取决于行业自身的发展规律。
- 下半年的新增信贷水平可能超出实际需求而形成过量贷款并推高资本市场的流动性水平。资本流出的问题也可能在下半年得到缓解。由此我们预计下半年 A 股市场的流动性水平可能维持有限宽松的局面。流动性状况将为战略性新兴产业的估值溢价奠定一定基础。

*张戡，卜滇楠为本报告重大贡献者

中银国际证券有限责任公司

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>，thomsonreuters.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

增持(OVERWEIGHT)/买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数升幅多于10%；减持(UNDERWEIGHT)/卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对该指数降幅多于10%。未有评级(NR)。中立(NEUTRAL)/持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对该指数在下10%区间内波动

目录

强烈的政策推动预期	3
行业特质决定对政策的敏感度	6
产业政策的推进方向与有效性	12
特定环境下的资本市场影响	19
研究报告中所提及的有关上市公司	23

强烈的政策推动预期

对于战略性新兴产业，中央政府的主观支持态度和行业发展的带动效应毋庸置疑

对于启动战略性新兴产业的发展，有两点毋庸置疑：一是中央政府的主观意愿；二是行业发展的带动效应和由此对经济发展所能产生的推动力。前者说明战略性新兴产业发展规划的制定和出台只是时间问题；后者决定了新旧产业的更新换代是经济持续繁荣发展的关键。由此可见新兴产业对长期经济发展动力的形成已属必要条件。历史经验证明经济危机过后往往伴随技术创新以及其产业化发展。但究竟是经济危机催生技术创新还是直到技术创新的出现经济才走出泥潭可能就是一个很难说清的问题了。

图表 1. 七大战略性新兴产业

节能环保	高效节能、先进环保、循环利用
新兴信息产业	下一代通信网络、物联网、三网融合、新型平板显示、高性能集成电路和高端软件
生物产业	生物医药、生物农业、生物制造
新能源	核能、太阳能、风能、生物质能源
新能源汽车	插电式混合动力汽车和纯电动汽车
高端装备制造业	航空航天、海洋工程装备和高端智能装备
新材料	特种功能和高性能复合材料

资料来源：相关媒体报道及中银国际研究

图表 2. 战略性新兴产业的推出进程

2009年9月22日至23日，温家宝总理连续主持召开了三次新兴战略性新兴产业发展座谈会，约请47名中科院院士和工程院院士，大学和科研院所教授、专家，企业和行业协会负责人，就新能源等七个产业的发展提出意见和建议，在随后公布的会议公告中，该七大产业被表述为“战略性新兴产业”

2009年11月23日召开的首都科技界大会上，温家宝总理发表了题为《让科技引领中国可持续发展》的讲话，进一步指出了中国战略性新兴产业的选择标准和方向，对上述七大产业作出更为具体的解释，同时对海洋、空间和地球深部资源的利用问题也提出了独到深刻的见解。紧接着，部署2010年经济工作的中央经济工作会议明确指出，我国要重点发展战略性新兴产业，要提高自主创新能力，特别是要加快培育战略性新兴产业

从2010年年初起，国家发改委、科技部、财政部、工信部四部委联合制定下发了《关于加快培育战略性新兴产业的决定》代拟稿，经过半年的意见征求，主要领域从7个扩为9个，现在又改为7个，但前后7个领域的产业内容已发生变化

发改委牵头组织多个部门开展对节能环保、新能源、新能源汽车等行业发展规划的制定

战略性新兴产业发展规划有望于8、9月间出台。各个行业的发展规划将在下半年不断推出

资料来源：中银国际研究

具体规划出台在即，政策冲击
有望贯穿年底

从现有的公开信息判断，我们预计普遍预期中的《国务院关于加快培育战略性新兴产业的决定》和《战略性新兴产业发展规划》应该很快推出。此后，各个行业的发展规划有望逐步出台。已经成形的发展规划包括《节能环保产业发展规划》、《新兴能源产业发展规划》、《汽车与新能源汽车产业发展规划》、《物联网发展规划》以及《生物产业发展规划》。另外，今年还面临一个重要的时间窗口，即国民经济“十二五”发展规划的制定。“十二五”规划的雏形有望在今年10月的十七届五中全会上形成，届时关于经济结构调整和发展方式转型的讨论可能再度兴起。8月初，国家发改委称已确定在“十二五”规划编制中，将新兴战略性产业作为一个重点，产业的发展方向、战略重点和重大举措也将随之确定。总之，作为调整经济结构和转变经济发展方式的重大举措，与七大战略性新兴产业相关的政策冲击有望贯穿今年余下的时间。

图表 3.战略性新兴产业方向的重点关注上市公司

	证券代码	证券简称		证券代码	证券简称
节能环保	300105.SZ	龙源技术	新材料	600143.SS	金发科技
	600875.SS	东方电气		002324.SZ	普利特
	600703.SS	三安光电	有机硅	600596.SS	新安股份
	000541.SZ	佛山照明		002211.SZ	宏达新材
	300046.SZ	台基股份	聚氨酯	300019.SZ	硅宝科技
	000939.SZ	凯迪电力		600309.SS	烟台万华
	600388.SS	龙净环保	高性能纤维	002165.SZ	红宝丽
	002123.SZ	荣信股份		600230.SS	沧州大化
新兴信息产业				002064.SZ	华峰氨纶
	300020.SZ	银江股份		002254.SZ	烟台氨纶
	002415.SZ	海康威视		002395.SZ	双向股份
	000997.SZ	新大陆		002343.SZ	禾欣股份
物联网	600198.SS	大唐电信		000928.SZ	中钢吉炭
	600100.SS	同方股份	精细化工中间体	002453.SZ	天马精化
	600037.SS	歌华有线		002250.SZ	联化科技
	002238.SZ	天威视讯		002004.SZ	华邦制药
三网融合	300027.SZ	华谊兄弟		002326.SZ	永太科技
			锂电池	002466.SZ	天齐锂业
生物产业				002460.SZ	赣峰锂业
	000790.SZ	华神集团		002407.SZ	多氟多
生物医药	600195.SS	中牧股份		002091.SZ	江苏国泰
	002100.SZ	天康生物		600884.SS	杉杉股份
动物疫苗与营养	002041.SZ	登海种业		000973.SZ	佛塑股份
	000998.SZ	隆平高科		000839.SZ	中信国安
生物育种	002086.SZ	东方海洋		300073.SZ	当升科技
	600176.SS	中国玻纤	耐火阻燃	002409.SZ	雅克科技
水产养殖与繁育	002247.SZ	帝龙新材		002088.SZ	鲁阳股份
				002225.SZ	濮耐股份
生物制造				002392.SZ	北京利尔
			能源净化	300072.SZ	三聚环保
新能源	600550.SS	天威保变		300056.SZ	三维丝
	600586.SS	金晶科技	国家重点工程相关的化工新材料	300082.SZ	奥克股份
新能源汽车	600590.SS	泰豪科技		300041.SZ	回天胶业
	002202.SZ	金风科技		002297.SZ	博云新材
新能源汽车			稀土	000970.SZ	中科三环
	600006.SS	东风汽车		600366.SS	宁波韵升
高端装备制造业	600875.SS	东方电气			
海洋工程设备	000039.SZ	中集集团			
航天航空制造业	600038.SS	哈飞股份			

资料来源：公司数据

行业特质决定对政策的敏感度

七大新兴行业的特质和发展瓶颈不同，因此对政策性推动的敏感程度大相径庭

七大战略性新兴产业的自身特点和发展阶段有很大的不同。为了清晰起见，我们按照行业的突出特点将七大产业分成三个大的方向：第一方面直接与能源和环境相关，包括节能环保、新能源和新能源汽车；第二方面包括生物行业、高端制造业和新材料，这些行业的共同特点在于潜在市场近乎无限，发展瓶颈主要在于技术上的限制；第三方面是新兴信息产业，这一行业的发展虽然也面临了一定的技术困难，但更为显著的问题是前期所需的大量资本投入以及对于市场的培育和商业模式的建立。七大行业都有良好的发展潜力，但基于行业的特质，其对政策性推动的敏感程度可能大相径庭。

节能环保、新能源和新能源汽车

节能环保、新能源和新能源汽车三产业顺应国家降低对资源和环境依赖的需求，政策紧迫性最强

减少经济发展对能源消耗和环境破坏的依赖是我国经济发展转型的重要组成部分。按单位 GDP 计算，2009 年的能耗水平从 2006 年的 1.241 吨标准煤/万元降至 1.093 吨标准煤/万元，降幅接近 12%。期间工业作为耗能最高的部门，其增加值对 GDP 的占比从 42.2%降至 39.5%；工业中耗能最高的钢铁、化工和非金属矿物制品合计占比工业增加值尽管在 2009 年显著反弹，但从 2006 年到 2009 年仍从 18.5%降至 18.1%，且钢铁和化工的单位产量耗电分别下降了 18.17%和 35.90%。最后，在电源结构上，火力发电占比从 2006 年的 77.6%降至 2009 年的 74.5%，下降 3.1 个百分点，同期水电和风电则分别上升 1.6 和 1.7 个百分点。

对降低能耗的计算可以为我们勾画出节能减排的路径，即包括降低 GDP 中的第二产业占比、降低高耗能行业在工业增加值中的占比、降低工业行业的单位产出耗能水平，以及优化电源结构增加清洁能源的使用。为确保实现节能减排的目标，每一个环节都将成为未来政策的努力方向。

节能环保、新能源和新能源汽车三产业至少在下一个 10 年内都将是中国政府需要持续支持的行业

节能环保、新能源和新能源汽车三个行业，作为一个整体正好切合这一努力。节能环保主要着眼于工业节能、建筑节能以及污染的治理和循环经济发展，新能源汽车本质上属于节能环保的范畴，只是集中于交通运输的特定领域；新能源产业则主要作用于优化电源结构。从这一意义上说，为降低对资源和环境的依赖，这一方向上的战略性新兴产业发展是最为紧迫的。考虑到中国政府做出的减排承诺，节能环保、新能源和新能源汽车至少在下一个 10 年内将是中国政府需要持续支持的行业。

图表 4.节能环保、新能源和新能源汽车发展的相关领域

重点发展领域	组成部分	行业框架	发展方向	
节能减排	工业节能	降低发电能耗	广泛使用高效低排放大功率发电机组	
		电力输送节能降耗	优化电网规划、变压器节能改造和经济运行	
		电气设备节能	变频、高效节能变压器、高效电机等	
	建筑节能	建筑环节	节能设计、节能建筑材料、智能建筑	
		电器节能	高效节能照明设备、空调等电器	
	交通运输	可再生能源利用	推广小风电、太阳能及地源(水源)利用	
节能汽车		传统汽柴油汽车的节能改造、增加使用混合动力		
环保	污水处理	新能源汽车	插电式混合动力和纯电动汽车	
		生活污水处理	水处理厂运营	
	工业废水处理	工业废水处理的设计、技术咨询和工程建设		
		大气污染治理	脱销	行业标准提高、现有机组改造
		脱硫	现有机组改造	
	除尘	部分现有机组的改造、燃煤取暖及汽车尾气治理		
循环经济	资源开采	提高资源综合开发和回收利用率		
	资源消耗	提高资源利用效率		
	在废弃物产生环节开展资源综合利用		提高废渣、废水、废气的综合利用率，实现废弃物的循环利用，降低废弃物最终处置量	
	在再生资源产生环节回收和循环利用各种废		完善再生资源回收、加工、利用体系	
	旧资源			
	倡导绿色消费	鼓励有利于节约资源和保护环境的生活方式与消费方式		
新能源	优化能源结构		提高传统清洁能源利用水平；加大天然气等清洁能源的利用规模；加快推进水电和核电的开发建设，积极做好风能、太阳能、生物质能等可再生能源的转化利用；统筹规划重点能源基地和跨区能源输送通道建设，促进能源资源优化配置	

资料来源：相关媒体报道及中银国际研究

但这三个行业面临不同的发展障碍，突破的难度也不尽相同。对传统产业来说，在资源价格体系还无法理顺、环境损害成本没有真正经济化以前，推广节能减排、发展循环经济可能与经济利益站在对立面。如在建筑节能方面，建设部副部长仇保兴曾表示，节能建筑成本一般比普通建筑高 5%-8%。如果这笔高出的成本不能获得补贴或者成功转嫁，或者利用行业标准强制开发商接受，节能建筑很难全面推广。

节能环保行业需要政府投资和强制标准的执行

节能环保行业本身高度分散，细分行业众多，难以清晰定义，因而限制了政府补贴的可操作性。但政府增加投资可能在工业节能和环保领域取得较好的效果。政府推出强制标准对于节能环保产业的推动力最大，但我们并不确信目前政府意愿是否可能受制于其对传统行业的保护而发生摇摆。总体来说，我们认为政府增加投资、推行行业标准、以及地方政府的实际执行力度是节能环保行业发展的关键。如果政策在这一方面确有突破，对行业发展的推动力应较为显著。

新能源行业面临产能过剩，非稳定电源并网及上游核心技术匮乏等问题，政策实际效果有待观察

新能源汽车行业发展对技术投入和基础设施建设两方面政策支持具有较高的敏感性

生物农业、生物能源和生物制造有望被作为生物产业的重点

新能源产业面临行业发展的困局。新能源行业是七大战略性新兴产业中唯一一个面临产能过剩问题的行业，前期的野蛮发展可能抑制未来一段时间的发展速度。另外，众所周知的非稳定电源的并网问题以及缺乏上游核心技术都是摆在新能源产业面前的障碍。从这个意义上说，一份产业发展规划很难全面解决行业发展面临的问题。我们期待新能源政策有所突破，但认为政策的实际效果需要更多的观察。

新能源汽车发展面临的瓶颈也是多重的。一是技术上的瓶颈；二是基础设施的建设和完善；三是终端市场的培育。在技术上，新能源汽车产业的结构布局主要是依附于纵向产业链。因而某一环节上的技术突破往往可以带来整个行业的发展机会。在基础设施方面，目前部分一线城市推动新能源汽车的热情高涨，且企业也乐于以此进行战略布局，预计基础设施不会成为产业发展的阻碍力量。我们认为，新能源汽车行业发展对技术投入和基础设施建设这两个方面的政策支持具有较高的敏感性。

生物产业、高端制造业和新材料

2009年6月国务院曾经出台了《促进生物产业加快发展的若干政策》。当时生物产业的发展重点定位于生物医药、生物农业、生物能源、生物制造和生物环保五大方向。政策的着力点主要在于支持行业的自主创新和研发投入等方面。从产业发展的方向来说，这次在生物产业方面的规划与2007年4月《生物产业发展“十一五”规划》可能基本一致，而不会大幅超出目前的这套体系，其中生物农业、生物能源和生物制造有望被作为重点突出。

图表 5. 国务院《促进生物产业加快发展的若干政策》

重点发展领域	发展方向
生物医药	重点发展预防和诊断严重威胁我国人民群众生命健康的重大传染病的新型疫苗和诊断试剂。积极研发对治疗常见病和重大疾病具有显著疗效的生物技术药物、小分子药物和现代中药。加快发展生物医学材料、组织工程和人工器官、临床诊断治疗康复设备。推进生物医药研发外包。
生物农业	重点发展优质、高产、高效、多抗的农业、林业新品种和野生动植物繁育种源。大力发展生物农药、生物饲料及饲料添加剂、生物肥料、植物生长调节剂、动物疫苗、诊断试剂、现代兽用中药、生物兽药、生物渔药、微生物全降解农用薄膜等绿色农用生物制品，推进动植物生物反应器的产业化开发，促进高效绿色农业的发展。开发具有抗病和促进生长功能的微生物药品及其他生物制剂，保护和改善水域生态环境，发展健康养殖。
生物能源	加快培育速生、高含油、高热值、高产专用能源植物品种，合理利用荒山荒地，推进规模化、基地化种植；积极开展以甜高粱、薯类、小桐子、黄连木、光皮树、文冠果以及植物纤维等非粮食作物为原料的液体燃料生产试点，推动生物柴油、集中式生物燃气、生物质发电、生物质致密成型燃料等生物能源的发展。
生物制造	加快推进生物基高分子新材料、生物基绿色化学品、糖工程产品规模化发展。支持农产品精深加工和食品生物制造技术、装备、工艺流程的研发及规模化生产。开发新型酶制剂，发展生物漂白、生物制浆、生物制革和生物脱硫等清洁生产工艺，加快生物制造技术推广应用，降低物耗、能耗和污染。
生物环保	重点发展高性能水处理絮凝剂、混凝剂、杀菌剂及生物填料等生物技术产品，鼓励废水处理、垃圾处理、生态修复生物技术产品的研究和产业化。支持荒漠化防治、盐碱地治理、水域生态修复、抗重金属污染、超富集植物等新产品的生产和使用。

资料来源：中银国际研究

对新材料产业发展的潜力较为乐观，但就行业发展规划本身的推动力较为谨慎

按照 2007 年 5 月发布的《高新技术产业发展“十一五”规划》的要求，新材料产业的发展的方向是“围绕信息、生物、航空航天、重大装备、新能源等产业发展的需求，重点发展特种功能材料、高性能结构材料、纳米材料、复合材料、环保节能材料等产业群，建立和完善新材料创新体系”。材料行业的重要特点是这一行业处于制造业的上游，兼具通用与特种用途的特点，因而这一行业的发展是与产业发展紧密结合在一起的。所以在这一行业中，我们更为看好直接与新兴行业相关的材料行业，包括新能源、生物、节能环保材料。而对于替代传统材料的新材料行业，行业的发展方向在于技术上的突破，以及由此带来的成本降低或者功能增加。

由于新材料产业的定义本身较为模糊，其与传统原料产业在实际生产中未必能有明确的界限，因而很难制定出有清晰针对性的发展规划。我们对新材料产业发展的潜力较为乐观，但就行业发展规划本身的推动力较为谨慎。

图表 6.新材料产业的发展方向

重点发展领域	发展方向
能源材料	先进电池材料及储能材料
生物材料	天然生物材料和生物医用材料
电子信息材料	微电子材料与器件、光电材料与器件以及信息功能陶瓷材料
航空航天材料	钛、铝、镁及合金以及碳纤维树脂基复合材料
节能环保及新兴化工材料	节能环保材料及新兴化工材料

资料来源：中银国际研究

政府对研发投入力度决定高端制造业发展速度。经济资源集中的子行业及重点发展公司可以关注

高端制造业也面临着技术瓶颈的问题。但同新能源汽车行业相似，这一行业的技术进步有较强的扩展能力，对其他行业的带动力较大。这一行业的另一特征是行业集中度较高，因而从政策方面考虑可以较为轻松的把经济资源集中于重点发展的公司和子行业。政府对研发的投入力度是高端制造业发展的重要推动力。

图表 7.高端制造业的发展方向

重点发展领域	发展方向
航空航天	卫星遥感、卫星通信、卫星定位、飞机发动机及大飞机项目
海洋工程	钻井平台、海上生产平台、附注支持船舶、海上油田服务
高端智能装备	信息技术与制造业相结合

资料来源：中银国际研究

生物产业、高端制造业和新材料行业本身需求旺盛，政府的支持对技术发展具有长期的推动力，但短期可能很难起到立竿见影的效果

生物产业、高端制造业和新材料具有显著的共同特点，即对行业本身的需求非常旺盛。这一点无论是从拓展海外市场、替代进口甚至是市场创造来讲都是非常乐观的。这三个产业发展的瓶颈和未来的可能突破口都是技术上的突破，这也就决定了产业发展的长期性和不确定性。政府的支持对技术发展具有长期的推动力，但短期可能很难起到立竿见影的效果。另外，这些行业的产业结构较为扁平，而非以上下游的形式依附于一条完整的产业链。因此技术的扩散效应远不及新能源汽车行业。也就是说，某一个环节上的技术突破未必能带来全行业的发展机会，行业的持续发展需要的是整体性的技术进步。

新兴信息产业

2009年4月国务院出台的《电子信息产业调整和振兴规划》明确提出“突破集成电路、新型显示器件、软件等核心产业的关键技术”以及“在通信设备、信息服务、信息技术应用等领域培育新的增长点”。为突出差异，未来的新兴信息产业规划可能更多的集中在物联网和三网融合方面。

产业规划对于三网融合的推动力应较对物联网更为显著

早在2006年2月国务院出台的《国家中长期科学和技术发展规划纲要(2006-2020年)》中，就已经将“传感器网络及智能信息处理”作为信息产业及现代服务业的优选主题，并明确提出“重点开发多种新型传感器及先进条码自动识别、射频标签、基于多种传感信息的智能化信息处理技术，发展低成本的传感器网络和实时信息处理系统，提供更方便、功能更强大的信息服务平台和环境。”物联网的概念提出以后这一产业发展更有清晰的指代性。物联网具有巨大的前景，但在目前应用需求不足、缺乏成熟商业运营模式的情况下，物联网产业化发展仍需时间。三网融合则具有较为成熟的技术、广泛的市场需求、强大的运营商群体。如果能够解决目前的体制困境，三网融合的加速发展值得期待。从这个意义上说，产业规划对于三网融合的推动力应较对物联网更为显著。

各行业的政策敏感程度比较

七大战略性新兴产业面临不同的发展障碍。生物产业、新材料和高端制造业主要面临技术上的瓶颈，行业发展也主要依赖于核心技术的突破。节能环保行业主要受困于终端产品的经济可行性以及对大量前期投资的需求；新能源汽车则面临技术突破、前期投入和市场培育的困境；三网融合则需要理顺相关管理机制，同时也需要大量前期投入。新能源和物联网除了需要大量的前期投资以外，更需要的是产业本身的形成或市场定位。

节能环保、新能源汽车和三网融合对鼓励性政策可能最为敏感，其次是新能源和物联网产业，生物产业、新材料和高端制造业政策效应可能最为间接

由此我们认为，节能环保、新能源汽车和三网融合对鼓励性政策可能最为敏感，因为对这些行业的支持最可能解决行业发展面临的困难。其次是新能源和物联网产业。生物产业、新材料和高端制造业需要面对一定的技术发展过程，鼓励性政策发挥效应可能最为间接。

产业政策的推进方向与有效性

2009 年中国政府公布了十大产业振兴规划。这些产业振兴规划着力于处理相关行业多年以来的积弊 ,但终究没有跳出延续了十年的发展模式 ,事实证明已无法将这些行业拉回到高速增长轨道之中。与这些传统产业不同 ,新兴产业面临良好的发展前景和短期中明显的瓶颈限制。从新兴产业发展的一般规律来看 ,一定程度的政府推动可以帮助其克服面临的困难 ,从而加快发展速度。

各行业发展规划雏形

七大新兴行业未必能齐头并进
少数行业突破足以引领产业革命

政府干预被现代经济学视为解决市场失效的有效手段。在新兴产业发展的历史上 ,即使如美国这样崇尚市场的国家也制定了诸如“ 信息高速公路 ”等明显的政府主导产业发展的战略。但政府的力量是有边界的。失去了市场的选择 ,政府行为存在误导资源配置的可能性。比如在上世纪 50 年代至 70 年代初 ,日本政府为制造业产业制定了《硫酸铵工业合理化及硫酸铵出口调整临时措施法》和《飞机工业振兴法》 ,但后来的事实证明无论是从产量上看还是从出口看 ,硫酸铵和飞机制造行业并未出现显著的发展。从这个意义上说 ,我们的七大战略性新兴产业未必就能齐头并进的成为未来中国经济发展的七大支柱。事实上以这些行业对经济发展的影响能力来说 ,其或增加有效投资、创造市场、实现进口替代 ,或推动传统产业的二次发展。少数行业的突破就足以引领中国经济进行一次新的产业革命。

图表 8.目前已成形的战略性新兴产业发展规划

	核心文件	目前状态	主要政策方向
节能环保	《节能环保产业发展规划》	已经形成征求意见稿，待修改完善后上报国务院审批 (2010.5.5)	规划拟从四方面推动节能环保产业的发展：一是实施重点工程带动战略；二是进一步完善财税、金融等政策体系；三是鼓励技术进步，建立国家工程研究中心和实验室；四是适时实施新的标准和法规政策，推动一批新的环保产业脱颖而出
新能源	《新兴能源产业发展规划》	“新兴产业规划制定已近尾声，9月底方案必须出来。” (2010.8.10)	到 2020 年将大大减少对煤炭需求的过度依赖，能使当年的二氧化硫排放减少约 780 万吨，二氧化碳排放减少约 12 亿吨。规划期累计直接增加投资 5 万亿元，每年增加产值 1.5 万亿元，增加社会就业岗位 1500 万个
新能源汽车	《汽车与新能源汽车产业发展规划》	草案已经出炉，目前正在各相关部委征求意见并进行修改。 (2010.8.10)	中央财政总体上将投入超过 1000 亿元支持节能与新能源汽车核心技术的开发与推广。其中，在 2011~2015 年，中央财政共安排 300 亿专项资金，支持新能源汽车示范推广；中央财政共安排 200 亿专项资金，支持以混合动力汽车为重点的节能汽车推广，安排 50 亿专项资金支持试点城市的基础设施建设，设立节能与新能源汽车零部件固定资金投资专项资金。2010~2015 年中央财政共安排 100 亿元，对节能与新能源汽车零部件进行分类指导和支持。未来十年，政府的税收政策将给予节能与新能源汽车的推广以很大优惠
新兴信息产业	《物联网发展规划》	工业和信息化部已经将物联网规划纳入到十二五的专题规划，现在已经在积极研究和推进。(2010.6.22)	第一，突破物联网关键核心技术，实现科技创新。同时，研发和推广应用技术，突破应用创新。第二，制订中国物联网发展规划，全面布局。重点发展物联网相关终端和设备以及软件与信息服务。第三，推动典型物联网应用示范，带动发展。第四，加强物联网国际国内标准，保障发展
生物产业	《生物产业发展规划》	由国家发改委牵头制定的生物产业发展“十二五”规划将于 6 月上报国务院。 (2010.6.3)	不详

资料来源：相关媒体报道及中银国际研究

根据媒体报道和有关政府官员的公开表示，节能环保、新能源、新能源汽车、物联网和生物产业的产业发展规划应已制定完成。相关规划的正式出台只是一个时间选择的问题。

政策着力点的猜想

帮助进行市场培育对产业发展短期效果最强，鼓励或以公共资源进行基础性建设其次，增加研发投入相对最弱

按照一般的发展规律，新兴产业发展初期面临的瓶颈主要在于技术、前期基础投入和市场形成。与之相应的政策推动则主要集中在增加研发投入、鼓励或以公共资源进行基础性建设以及帮助进行市场培育。三种政策方向对产业发展的短期效果依次增强。从目前各级政府机构所做的表态上来看，节能环保和新能源汽车应该可以获得较好的市场培育政策(新能源汽车的补贴试点已经开始)；基础投入则主要集中于新能源、新能源汽车和新兴信息行业，而不同程度的增加或鼓励增加研发投入则几乎可以见于各个行业。

图表 9.2009 年以来的部分节能政策

时间	名称	部门	要点
2009 年 1 月	《关于开展节能与新能源汽车示范推广试点工作的通知》	财政部等	在北京、上海、重庆、长春、大连、杭州、济南、武汉、深圳、合肥、长沙、昆明、南昌等 13 个城市开展节能与新能源汽车示范推广试点工作，以财政政策鼓励在公交、出租、公务、环卫和邮政等公共服务领域率先推广使用节能与新能源汽车，对推广使用单位购买节能与新能源汽车给予补助。其中，中央财政重点对购置节能与新能源汽车给予补助，地方财政重点对相关配套设施建设及维护保养给予补助。
2009 年 2 月	《关于清理优惠电价有关问题的通知》	发改委等	一是坚决取消各地自行出台的优惠电价措施，二是积极稳妥地推进大用户直购电试点工作，三是合理调整峰谷电价等需求侧管理措施减轻企业电费负担，四是电网企业要严格执行国家电价政策，五是加强监督检查，对于届时继续对高耗能企业实行优惠电价措施的，将予以通报批评，追究有关负责人责任。
2009 年 3 月	《太阳能光电建筑应用财政补助资金管理暂行办法》	财政部	补助资金使用范围为：城市光电建筑一体化应用，农村及偏远地区建筑光电利用等给予定额补助；太阳能光电产品建筑安装技术标准规程的编制；太阳能光电建筑应用共性关键技术的集成与推广。
2009 年 5 月	《高效节能产品推广财政补助资金管理暂行办法》	财政部	采取财政补贴方式，加快高效节能产品的推广，一方面有效扩大内需特别是消费需求，另一方面提高终端用能产品能源效率。
2009 年 5 月	《“节能产品惠民工程”高效节能房间空调推广实施细则》	财政部等	对能效等级为 1 级或 2 级房间空调器按制冷量分四档给予补助，其中 1.5 匹每台分别补助 550 元、350 元，并设定了推广上限价格，使高效节能空调符合经济适用原则，让广大消费者得到更多实惠。
2009 年 5 月	《关于 2009 年深化经济体制改革工作的意见》	发改委	据《意见》，国家将完善节能减排目标责任评价考核体系和多元化节能环保投入机制等一系列与环保相关的机制建设。
2009 年 5 月	财政支持新能源与节能环保等新兴产业发展工作座谈会	国务院	财政支持新能源发展和节能减排将重点抓好十项工作：一是大力支持风电规模化发展，在做好风能资源评价和规划基础上，启动大型风电基地开发建设，建立比较完善的风电产业体系；二是实施“金太阳”工程，采取财政补贴方式，加快启动国内光伏发电市场；三是开展节能与新能源汽车示范推广试点，采取财政补贴方式，鼓励北京、上海等 13 个城市在公交、出租等领域推广使用节能与新能源汽车；四是加快实施十大重点节能工程，支持企业节能技术改造，推进大型公共建筑和既有居住建筑节能改造，鼓励合同能源管理发展；五是加快淘汰落后产能，实行地方政府负责制，中央财政采取专项转移支付方式，对经济欠发达地区淘汰电力、钢铁等 13 个行业落后产能给予奖励；六是支持城镇污水管网建设，扩大奖励范围，积极推动污水处理产业化发展；七是支持生态环境保护与污染治理，加大重点流域水污染治理，促进企业加强污染治理，加强农村环境保护，探索跨区域生态环境保护补偿机制；八是实施“节能产品惠民工程”，采取间接补贴消费者方式，扩大节能环保产品使用和消费；九是支持发展循环经济，全面推行清洁生产；十是支持节能减排能力建设，重点是建立完善能效标准标识制度，节能统计、报告和审计制度，加强环境监管能力建设。
2009 年 6 月	节能减排工作会议	国务院	(一)严控“两高”行业盲目扩张。严格执行国家产业政策和项目管理规定，强化用地审查、节能评估、环境影响评价，从严控制“两高”行业低水平重复建设，继续控制“两高一资”产品出口。2009 年，“上大压小”关停小火电机组 1500 万千瓦，淘汰落后炼铁产能 1000 万吨、炼钢产能 600 万吨、水泥产能 5000 万吨。完善淘汰落后产能退出机制。(二)突出抓好重点工程和重点领域。加大中央和地方财政对节能减排重点工程投入力度，引导社会投资。2009 年，形成工程节能能力 7500 万吨标准煤，新增城市污水日处理能力 1000 万立方米，新增燃煤电厂烟气脱硫设施 5000 万千瓦以上。继续推进千家企业节能行动，形成 2000 万吨标准煤的节能能力。完善北方采暖地区既有居住建筑节能改造 6000 万平方米。鼓励汽车、家电“以旧换新”。(三)大力发展循环经济。建立循环经济发展专项资金，支持循环经济技术开发、示范推广、能力建设。加快再生资源回收体系建设。继续推动“限塑”、秸秆综合利用，治理商品过度包装。(四)加快高效节能产品推广。实施“节能产品惠民工程”，通过财政补贴方式推广高效节能空调、冰箱等 10 大类产品；支持在北京、上海、重庆等 13 个城市开展节能与新能源汽车示范试点，推广节能灯 1.2 亿只。(五)深化改革，完善政策。落实成品油价格和税费改革方案。完善天然气价格形成机制。修订高污染、高环境风险产品名录。进一步扩大用于节能减排的企业债券发行规模。推进有条件的地区开展排污权有偿使用和交易试点。制定发布固定资产投资项目节能评估和审查办法、城镇排水及污水处理条例。修订重点用能单位节能管理办法、能效标识管理办法，继续组织制订、修订高耗能产品能耗限额强制性国家标准和产品强制性能效标准。(六)加强节能减排监管，强化目标责任制。将省级政府 2008 年节能减排目标责任评价考核结果向社会公告，落实奖惩措施，加强督促检查，进一步强化政府的主导责任。(七)加强能力建设。加快完善节能减排统计、监测和考核体系。加强人才培养，强化科技支撑。(八)积极参与国际合作。切实加强双边、区域和多边在节能、新能源和低碳技术研发等方面的合作。

资料来源：相关媒体报道及中银国际研究

续..图表 9. 2009 年以来的部分节能政策

时间	名称	部门	要点
2010 年 4 月	《中央企业节能减排监督管理暂行办法》	国资委	指导监督中央企业在节能减排和转变发展方式中进一步发挥表率作用。《暂行办法》将节能减排目标完成情况纳入中央企业负责人经营业绩考核体系，作为对中央企业负责人经营业绩考核的重要内容。 指导监督中央企业在节能减排和转变发展方式中进一步发挥表率作用。《暂行办法》将节能减排目标完成情况纳入中央企业负责人经营业绩考核体系，作为对中央企业负责人经营业绩考核的重要内容。
2010 年 4 月	《关于加快推行合同能源管理促进节能服务产业发展的意见》	发改委等	到 2012 年，扶持培育一批专业化节能服务公司，发展壮大一批综合性大型节能服务公司，建立充满活力、特色鲜明、规范有序的节能服务市场。到 2015 年，建立比较完善的节能服务体系，专业化节能服务公司进一步壮大，服务能力进一步增强，服务领域进一步拓宽，合同能源管理成为用能单位实施节能改造的主要方式之一。
2010 年 5 月	《关于清理对高耗能企业优惠电价等问题的通知》	发改委	限期取消现行对电解铝、铁合金、电石等高耗能企业用电价格优惠；各地凡是自行对高耗能企业实行优惠电价，或未经批准以电力用户与发电企业直接交易、双边交易等名义变相对高耗能企业实行优惠电价的，要立即停止执行。继续对电解铝、铁合金、电石、烧碱、水泥、钢铁、黄磷、锌冶炼 8 个行业实行差别电价政策，并自 2010 年 6 月 1 日起，将限制类企业执行的电价加价标准由现行每千瓦时 0.05 元提高到 0.10 元，淘汰类企业执行的电价加价标准由现行每千瓦时 0.20 元提高到 0.30 元。在此基础上，各地可根据需要，进一步提高对淘汰类和限制类企业的加价标准。 对能源消耗超过规定限额标准的，实行惩罚性电价。超过限额标准一倍以上的，比照淘汰类电价加价标准执行；超过限额标准一倍以内的，由省级价格主管部门会同电力监管机构制定加价标准。
2010 年 6 月	《关于进一步推进旅游行业节能减排工作的指导意见》	旅游局	推进旅游行业节能减排工作，要加强引导，完善配套鼓励政策。要为节能服务公司和旅游企业开展节能减排搭建合作平台，推行合同能源管理。要以 2009 年能耗水平为基准，按照 2012 年前减少 10%，2015 年前减少 20% 的总体目标，逐年分解节能减排目标，对星级饭店、A 级景区的节能减排工作进行年度考核。要成立节能减排领导机构，将节能减排工作纳入全年绩效考核体系。要根据地区实际，将节能减排指标作为星级饭店、A 级景区年度复核的考核依据，有条件的地方还可对新建饭店和景区引入节能减排准入制度。
2010 年 6 月	《关于开展私人购买新能源汽车补贴试点的通知》	财政部等	根据汽车产业基础、居民购买力等情况和有关要求，四部委选择 5 个城市编制私人购买新能源汽车补贴试点实施方案，并组织专家对实施方案进行论证，论证通过后启动试点。
2010 年 7 月	《钢铁行业生产经营规范条件》	工信部	钢铁企业须依法执行环评审批，未经环评审批的，须补办环评审批手续。企业须具备健全的环境保护管理体系，配套完备的污染物排放检测和治理设施，安装自动监控系统并与当地环保部门联网。条件还规定了具体的排放标准：钢铁企业吨钢污水排放量不超过 2 立方米，吨钢烟粉尘排放量不超过 1 千克，吨钢二氧化硫排放量不超过 1.8 千克。
2010 年 8 月	18 个工业行业淘汰落后产能企业名单	工信部	18 个工业行业 2010 年淘汰落后产能共涉及企业 2087 家。其中涉及企业数较多的行业有：水泥 762 家，造纸 279 家，印染 201 家，焦炭 192 家，炼铁 175 家，铁合金 143 家，制革 84 家。从各省分解落实情况看，淘汰任务较重、涉及企业数量较多的省份有：河南 230 家，山西 226 家，浙江 180 家，河北 165 家，云南 165 家，贵州 128 家。

资料来源：相关媒体报道及中银国际研究

图表 10. 2008 年以来的部分减排政策

时间	名称	部门	要点
2008 年 2 月	《中华人民共和国水污染防治法 (2008 年修订)》	人大常委会	加强了水污染源头控制, 完善了水环境监测网络, 强化了重点水污染物排放总量控制制度, 全面推行排污许可制度, 完善饮用水水源保护区管理制度, 在加强工业污染防治和城镇污染防治的基础上又增加了农村面源污染防治和内河船舶的污染防治, 增加了水污染应急反应要求, 加大了对违法行为的处罚力度, 完善了民事法律责任。这一系列法律制度的建立健全, 对防治水污染, 保护和改善环境, 保障饮用水安全, 促进经济社会全面协调可持续发展具有重要的意义。
2008 年 3 月	《污染源自动监控设施运行管理办法》	环保部	自 2008 年 5 月 1 日起施行, 主要是为加强对污染源自动监控设施运行的监督管理, 保证污染源自动监控设施正常运行, 加强对污染源的有效监管, 是落实污染减排“三大体系”(节能减排统计、监测和考核体系)建设的重要措施。
2009 年 1 月	2009 年污染减排目标	环保部	二氧化硫、化学需氧量排放量分别比 2005 年下降 9% 和 8%; 全国要新增城市污水日处理能力一千万吨, 新增燃煤电厂脱硫装机容量五千万千瓦以上。
2009 年 2 月	《废弃电器电子产品回收处理管理条例》	国务院	国家建立废弃电器电子产品处理基金, 用于废弃电器电子产品回收处理费用的补贴。电器电子产品生产者、进口电器电子产品的收货人或者其代理人应当按照规定履行废弃电器电子产品处理基金的缴纳义务。废弃电器电子产品处理基金应当纳入预算管理, 其征收、使用、管理的具体办法由国务院财政部门会同国务院环境保护、资源综合利用、工业信息产业主管部门制订, 报国务院批准后施行。国家鼓励和支持废弃电器电子产品处理的科学研究、技术开发、相关技术标准的研究以及新技术、新工艺、新设备的示范、推广和应用。

资料来源: 相关媒体报道及中银国际研究

节能减排的行业标准可能从工业生产延伸到建筑行业

回顾过去的政策思路, 与节能减排相关的政策出台最为密集, 政策力度和可操作性也远大于其他行业。具体的说, 工业节能方面中国政府已经开始制定部分高污染高耗能行业的行业标准(包括产能、单位产品的耗能和污染物排放), 并对不能达到标准的产能采取强制关闭的措施。比如 2010 年 7 月公布的《钢铁行业生产经营规范条件》中明确规定, 钢铁企业吨钢污水排放量不超过 2 立方米、烟粉尘排放量不超过 1 千克、二氧化硫排放量不超过 1.8 千克。可以说, 工业节能的政策力度远远走在其他子行业的前面。建筑节能、交通运输节能(新能源汽车)以及高效节能产品的应用方面的政策仍集中在对产品使用的补贴上, 新能源政策则主要体现在国家对清洁能源和可再生能源的投资。

我们预计未来几年严格的行业标准可能延伸至建筑节能以及高效节能产品的使用上, 这样的政策对相关产业的发展推动力极大。比如低辐射玻璃, 在瑞典、德国推出建筑节能的强制性标准后, 这种节能材料的使用相对于传统材料均出现了爆发式增长。目前这种节能材料的应用在技术上并不存在障碍, 成本障碍的去除则至少在初始阶段有赖于强制性的行业标准的推出。受制于技术的局限, 新能源汽车则短期内很难具有这样的政策爆发点。

图表 11.关于新材料产业发展的相关政策

时间	名称	部门	要点
2003 年 1 月	《国家高技术产业基地发展指导意见》	计委	近期可在信息技术，生物与医药、新材料、先进制造技术、核技术应用、航空航天、先进能源、先进环保、现代农业等高新技术产业领域中的某些具体领域发展产业基地。
2006 年 1 月	《“十一五”化学工业科技发展纲要》	石化协会	明确提出了化工新材料是“十一五”科技发展重点，例如，工程塑料的产业化技术、高性能子午线轮胎工业化技术、通用塑料的改性技术、大型合成橡胶工业化技术、新型无机功能材料、功能高分子材料、氟硅新材料等。而在十二五规划的制定中，化工新材料发展规划的制定已成为业界的重要事情。
2006 年 2 月	《国家中长期科学和技术发展规划纲要(2006-2020 年)》	国务院	将新材料技术列为前沿技术之一，包括智能材料与结构技术、高温超导技术、高效能源材料技术。
2006 年 3 月	《国家高技术产业发展项目管理暂行办法》	发改委	
2007 年 3 月	《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南》(2007 年)	发改委等	确立了部分化工新材料技术，例如，重交道路沥青、高分子材料及新型催化剂、膜材料及组件、子午线轮胎生产关键原材料、油田化学品、造纸化学品等。
2009 年 10 月	《石化产业振兴支撑技术指导意见》	石化协会	提出了今后我国重点发展的化工新材料领域。主要包括发展高性能专用工程塑料和特种工程塑料树脂及合金、高性能聚氨酯、可熔融含氟聚合物和精细化工品、高性能特种纤维及其复合材料、有机硅深加工产品、纳米复合高分子材料、特种橡胶等。

资料来源：相关媒体报道及中银国际研究

材料产业一直是我国工业发展的重要瓶颈之一，因此对材料产业的发展中国政府一直以来较为重视。以往新材料产业被归类于高科技产业中的一个分支，以对某些子行业重点突破的方式实现发展。作为战略性新兴产业的一个分支，新材料产业规划可能继续按照重点领域突破的方式进行，与之相关的子行业可能受到很大的推动，但对其他子行业来说，他们只能跟随技术的突破才能出现行业高速发展的契机。

图表 12.关于生物产业和高端制造业发展的相关政策

时间	名称	部门	要点
2007 年 4 月	《生物产业发展“十一五”规划》	发改委	《规划》提出了五大方面和九大专项的发展重点与任务。
2009 年 6 月	《促进生物产业加快发展的若干政策》	国务院	政策目标：1、引导技术、人才、资金等资源向生物产业集聚，促进生物技术创新与产业化，加速生物产业规模化、集聚化和国际化发展。2、建立以企业为主体、市场为导向、产学研相结合的产业技术创新体系，造就高素质人才队伍，增强自主创新能力，掌握一批拥有自主知识产权的重要生物技术、产品和标准。3、培育若干个跨国经营的大型生物企业和一大批拥有自主知识产权的创新型中小生物企业，形成若干个产业集聚度高、核心竞争力强、专业化分工特色显著的生物产业基地。4、加强生物技术专利保护和物种种质资源保护，提高种质资源开发、利用水平，保障生物安全。 重点发展领域：生物医药领域、生物农业领域、生物能源领域、生物制造领域、生物环保领域。
2010 年 7 月	《关于科技重大专项进口税收政策的通知》	财政部等	从 2010 年 7 月 15 日起，对承担《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006—2020 年）》中民用科技重大专项项目(课题)的单位进口国内不能生产的关键设备、零部件、原材料，免征进口关税和进口环节增值税。这项政策旨在扶持国家重大战略产品、关键共性技术和重大研究开发，将有力地促进高端装备制造业的发展。

资料来源：相关媒体报道及中银国际研究

同新材料行业相似，对生物产业和高端制造业的政策支持也主要体现在对技术研究的投入方面。

政策影响力是行业选择的逻辑基础

节能环保可能是受产业规划的政策推动最强行业

综合考察各战略性新兴产业自身发展规律和未来产业政策的可能走向，我们认为节能环保可能是受产业规划的政策推动最强行业。新能源、新能源汽车和三网融合也将获得较大的推动。新材料、生物产业、高端制造业和物联网产业虽然也将受到显著的影响，但相对于其他行业，这些行业的发展可能更多的取决于行业自身的发展规律。

特定环境下的资本市场影响

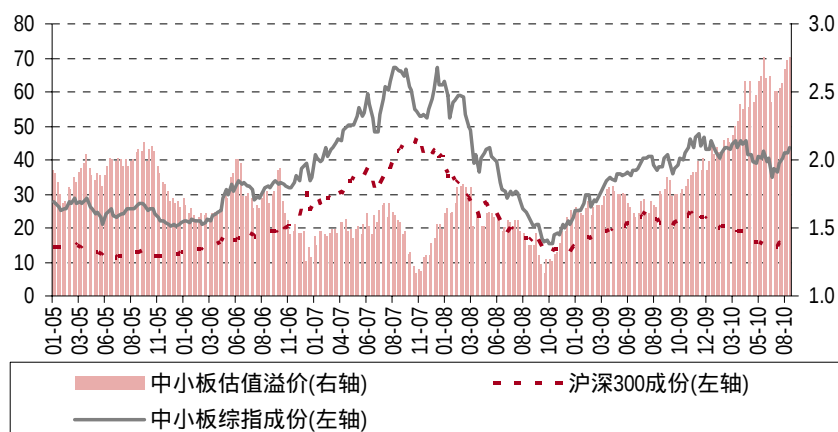
战略性新兴行业溢价水平既取决于对行业和公司增长速度的预期，同时也取决于资本市场资金环境或其代表的投资者风险偏好

战略性新兴产业大多尚处于发展初期。上市公司业绩实现需要一个长期的过程。因此从投资的角度讲，短期内能够获得的超额收益主要来自于估值方面的“成长性溢价”。溢价水平一方面取决于对行业和公司增长速度的预期，另一方面也取决于资本市场的资金环境，或者是其所代表的投资者的风险偏好。

成长性溢价的基础

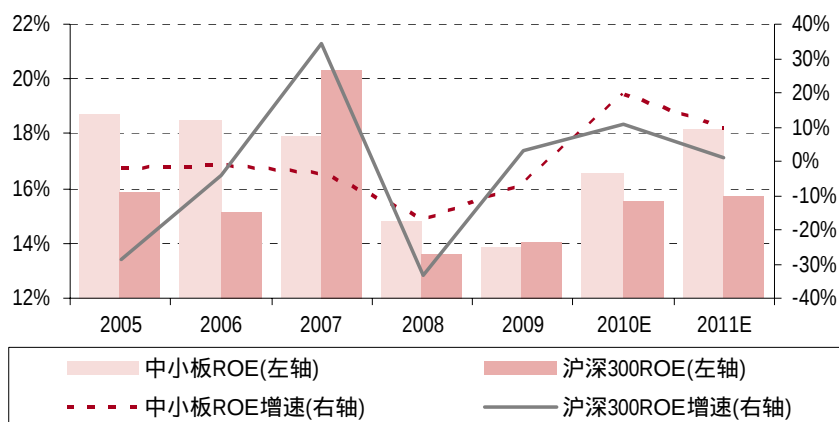
目前 A 股市场的成长性溢价具有一定的基础。2005 年以后的大部分时间里，中小板市场的估值一直较蓝筹股高出 50%-100% 左右。2008 年 10 月刺激性政策以后中小板估值溢价持续抬升，从当时最低的 15% 左右上升到目前的约 175%。但在相当长的时间里，中小板市场的盈利增长速度并没有优势。以净资产收益率的变化衡量盈利增长，我们发现 2005-2007 年的周期中，沪深 300 指数的净资产收益率水平从 15.83% 升至 20.36%；而中小板企业从 18.71% 降至 17.87%。也就是说，中小型公司在上一轮周期中的增长速度落后于蓝筹公司。与之相反，按照目前的市场一致性预期，中小板企业的净资产收益率可能从 2009 年低点的 13.86% 升至 2011 年的 18.18%；而沪深 300 指数企业的净资产收益率仅能从 14.03% 恢复至 15.17%。盈利增速对比关系的逆转体现了投资者对原有经济发展模式的担忧和经济发展转型的预期，也是中小型公司估值溢价大幅提高的重要基础。

图表 13. 中小板综合指数成分相对沪深 300 指数成分的估值溢价



资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 14. 中小板综合指数成分与沪深 300 指数成分的净资产收益率相对变化



资料来源：万得资讯，中银国际研究

流动性松紧程度将影响估值溢价高低

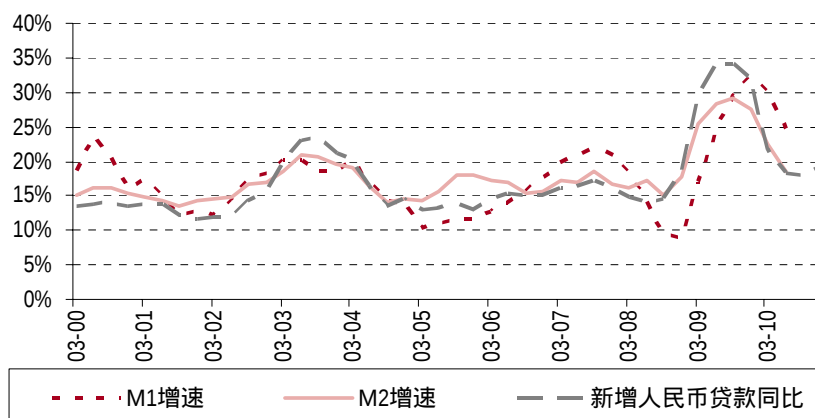
下半年超出需求的过量贷款可能再次提高资本市场的流动水平。随着战略性新兴产业发展规划的推出，相关行业具有继续推高估值溢价的流动性基础

流动性波动对成长性溢价推波助澜

流动性泛滥是 2008 年底以来推高中小型上市企业估值的另一个重要力量。2009 年以来估值溢价发生的两次调整分别在 2009 年 3 季度和 2010 年 2 季度。两段时间均是中国央行严格控制贷款增速并大力回收流动性的时段。未来一段时间在对中小企业的盈利增长预期发生变动以前，估值溢价是继续推高或是面临系统性回调主要取决于流动性的松紧程度。

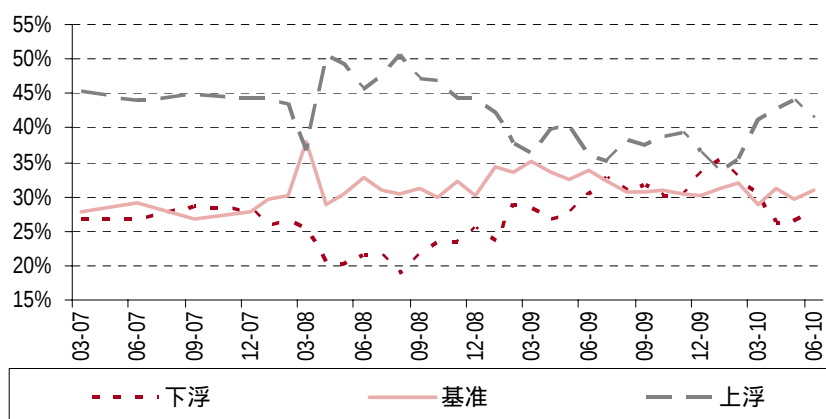
以 3:3:2:2 的季度新增贷款分配结构计算，今年下半年的贷款增速将结束已持续一年的同比下滑趋势，并带动 M2 增速稳定下来。从信贷的供需方面看，下半年新增贷款与固定资产投资完成额和工业增加值之比均处于除 2008 年特殊年份之外的高点。下半年信贷供需态势的缓和可能重新压低商业银行的溢价能力。超出需求的过量贷款可能再次提高资本市场的流动水平。在这样的环境下，随着战略性新兴产业发展规划的推出，相关行业具有继续推高估值溢价的流动性基础。

图表 15. 贷款增速今年下半年可能触底回升



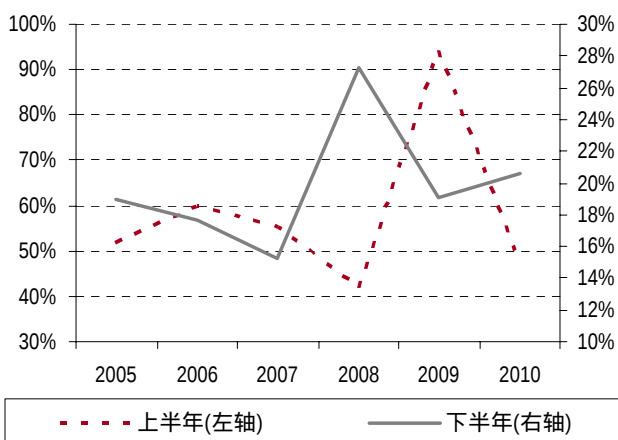
资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 16. 不同贷款条件的新增信贷占比



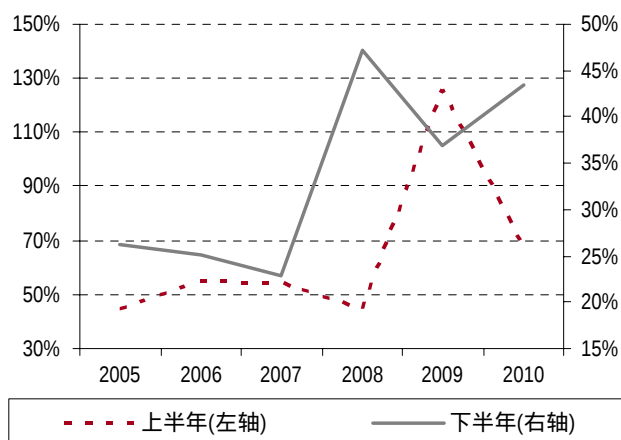
资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 17. 近年来新增贷款占比固定资产投资完成额



资料来源：万得资讯，中银国际研究

图表 18. 新增贷款占比工业增加值

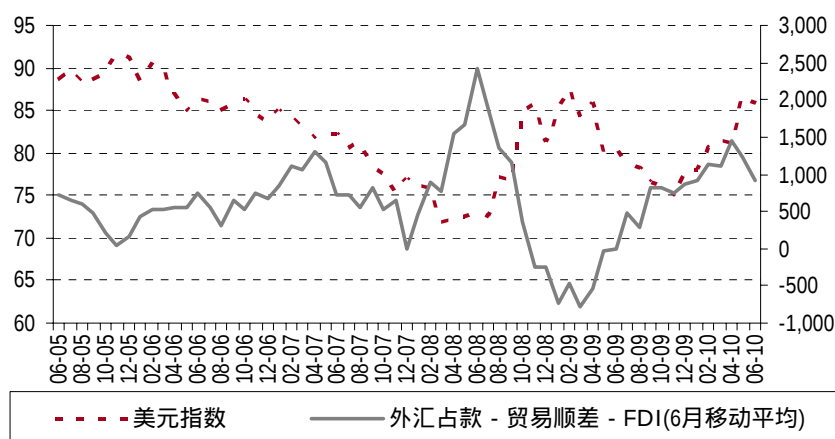


资料来源：万得资讯，中银国际研究

商业银行表外资产表内化对下半年流动性的影响可能有限

不确定性首先来自于商业银行表外资产的表内化。但假定下半年银信合作产品有 2,000-3,000 亿元并入表内并视为新增贷款，通过考察新增贷款与固定资产投资完成额和工业增加值的比率，我们认为下半年信贷增长对资本市场的影响应与 2009 年同期相仿，环比则将显著较今年上半年乐观。

图表 19.美元指数与热钱流入



资料来源：万得资讯，中银国际研究

美元走弱与国内资本流入的相关关系可能在人民币重启汇改的环境下进一步加强，有利于国内资本市场流动性环境

另外，上半年强势美元和人民币升值预期的淡化抑制了海外资本的持续流入。展望下半年，美元方面除非金融市场的风险偏好降至 2008 年年底前的水平，否则美元指数下半年继续冲高的可能性在降低。美元走弱与国内资本流入的相关关系可能在人民币重启汇改的环境下进一步加强。

我们预计下半年 A 股市场的流动性水平可能维持有限宽松的局面。成长性行业有可能存在超额收益的机会

综合来看，我们预计下半年 A 股市场的流动性水平可能维持有限宽松的局面。在这样的环境下，与政策走势最为贴近的成长性行业可能为我们提供获得超额收益的机会。

研究报告中所提及的有关上市公司

龙源技术(300105.SZ/人民币 92.20 , 未有评级)
东方电气(600875.SS/人民币 25.71 , 买入)
三安光电(600703.SS/人民币 50.40 , 未有评级)
佛山照明(000541.SZ/人民币 18.26 , 未有评级)
台基股份(300046.SZ/人民币 42.83 , 未有评级)
凯迪电力(000939.SZ/人民币 17.01 , 未有评级)
龙净环保(600388.SS/人民币 29.55 , 未有评级)
荣信股份(002123.SZ/人民币 37.68 , 未有评级)
银江股份(300020.SZ/人民币 23.28 , 未有评级)
海康威视(002415.SZ 人民币 80.26 , 未有评级)
新大陆(000997.SZ/人民币 12.79 , 未有评级)
大唐电信(600198.SS /人民币 18.36 , 未有评级)
同方股份(600100.SS /人民币 23.26 , 未有评级)
歌华有线(600037.SS /人民币 14.03 , 卖出)
天威视讯(002238.SZ /人民币 23.28 , 未有评级)
华谊兄弟(300027.SZ /人民币 33.24 , 未有评级)
华神集团(000790.SZ/人民币 14.99 , 未有评级)
中牧股份(600195.SS/人民币 27.82 , 买入)
天康生物(002100.SZ/人民币 19.44 , 未有评级)
登海种业(002041.SZ/人民币 66.20 , 未有评级)
隆平高科(000998.SZ/人民币 23.88 , 未有评级)
东方海洋(002086.SZ/人民币 15.39 , 未有评级)
中国玻纤(600176.SS /人民币 20.66 , 未有评级)
帝龙新材(002247.SZ /人民币 18.95 , 未有评级)
天威保变(600550.SS /人民币 25.38 , 持有)
金晶科技(600586.SS/人民币 12.34 , 买入)
泰豪科技(600590.SS /人民币 13.24 , 持有)
金风科技(002202.SZ /人民币 18.72 , 买入)
东风汽车(600006.SS /人民币 5.75 , 未有评级)
东方电气(600037.SS /人民币 25.71 , 未有评级)

中集集团(000039.SZ /人民币 14.20 , 未有评级)
哈飞股份(600038.SS /人民币 28.49 , 未有评级)
烟台万华(600309.SS/人民币 16.15 , 买入)
红宝丽(002165.SZ/人民币 16.73 , 未有评级)
鲁阳股份(002088.SZ/人民币 17.08 , 未有评级)
新安股份(600596.SS/人民币 13.27 , 未有评级)
宏达新材(002211.SZ/人民币 13.50 , 未有评级)
雅克科技(002409.SZ/人民币 28.69 , 未有评级)
金发科技(600143.SS/人民币 11.35 , 未有评级)
普利特(002324.SZ/人民币 38.70 , 未有评级)
华峰氨纶(002064.SZ/人民币 10.04 , 未有评级)
烟台氨纶(002254.SZ/人民币 23.48 , 未有评级)
双向股份(002395.SZ/人民币 26.53 , 未有评级)
禾欣股份(002343.SZ/人民币 32.05 , 未有评级)
三维丝(300056.SZ/人民币 43.02 , 未有评级)
三聚环保(300072.SZ/人民币 43.46 , 未有评级)
中钢吉炭(000928.SZ/人民币 8.86 , 未有评级)
回天胶业(300041.SZ/人民币 64.06 , 未有评级)
奥克股份(300082.SZ/人民币 78.90 , 未有评级)
天马精化(002453.SZ/人民币 36.00 , 未有评级)
联化科技(002250.SZ/人民币 25.07 , 未有评级)
华邦制药(002004.SZ/人民币 54.31 , 未有评级)
永太科技(002326.SZ/人民币 60.00 , 未有评级)
博云新材(002297.SZ/人民币 25.96 , 未有评级)
蓝帆股份(002382.SZ/人民币 35.95 , 未有评级)
新纶科技(002341.SZ/人民币 37.60 , 未有评级)
赣峰锂业(002460.SZ/人民币 69.25 , 未有评级)
宝通带业(300031.SZ/人民币 20.88 , 未有评级)
硅宝科技(300019.SZ/人民币 20.65 , 未有评级)
康得新(002450.SZ/人民币 21.52 , 未有评级)
沧州大化(600230.SS/人民币 14.14 , 持有)
多氟多(002407.SZ/人民币 50.74 , 未有评级)
江苏国泰(002091.SZ/人民币 32.00 , 未有评级)

杉杉股份(600884.SZ/人民币 20.02 , 未有评级)
佛塑股份(000973.SZ/人民币 16.01 , 未有评级)
中信国安(000839.SZ/人民币 14.17 , 持有)
当升科技(300073.SZ/人民币 57.91 , 未有评级)
濮耐股份(002225.SZ/人民币 12.28 , 未有评级)
北京利尔(002392.SZ/人民币 38.06 , 未有评级)
三聚环保(300072.SZ/人民币 43.46 , 未有评级)
三维丝(300072.SZ /人民币 43.02 , 未有评级)
奥克股份(300082.SZ /人民币 78.90 , 未有评级)
回天胶业(300041.SZ /人民币 64.06 , 未有评级)
博云新材(002297.SZ /人民币 25.69 , 未有评级)
中科三环(000970.SZ/人民币 17.46 , 未有评级)
宁波韵升(600366.SS/人民币 18.77 , 未有评级)

以 2010 年 8 月 30 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10% ;
卖出指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未
有评级(NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数
在上下 10%区间内波动

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2010 年 8 月 27 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为卖出或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了閣下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。閣下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于閣下个别情况。本报告不能作为閣下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或賣出)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371