

低碳经济再聚焦

◎中信建投证券研究发展部

在近期风雨飘摇的市场中，低碳经济题材相关板块却有亮丽表现。10月份的最后一周，上证指数跌幅达3.6%，深证成指跌幅更是高达-4.25%，但是同期低碳经济相关的节能减排、新能源和智能电网等个股整体跌幅远小于大盘整体跌幅。随着12月份“哥本哈根气候会议”的临近，低碳经济相关板块在11月或将成为市场最为关注的热点之一。

一、低碳经济——中国必须实现的转变

二氧化碳排放问题自始至终都是一个全球性治理问题。从第一次确定气候变化问题是全球性问题已经过去了30年，但是直至今日都没有得到有效的解决。1999年京都议定书签订的十年内，不断谈判和妥协才能达成一个2012年之前的减排协议标准。但由于当时最大的排放国美国并没有加入京都议定书，使议定书的有效性和权威性有所削弱；协议书签订到2005年生效期间又经历了不断的妥协，甚至险遭破裂；2005至今一直为后京都议定书的减排计划和目标进行探讨，然而发展中国家和发达国家之间就技术和资金转移问题一直无法达成一致。

2009年12月将在哥本哈根召开全球气候大会，核心内容是讨论减少温室气体的排放量，其内涵则扩展至低碳经济。在当前气候与环境危机、能源危机和经济危机背景下，以“低能耗、低排放、低污染”为主要特征的“低碳经济”成为全球热点。发展低碳经济是一场涉及生产模式、生活方式、价值观念和国家权益的全球性革命，已被世界众多国家作为应对全球气候环境变化的根本途径。作为拉动世界经济可持续增长的新引擎，有望成为人类历史上的第四次技术革命。

近年来，中国排放的二氧化碳数量急速增加，而且在世界上的份额也不断扩大，中国现在已经成为全球二氧化碳排放量最多的国家。2008年中国一次能源排放的二氧化碳占到全球的20%，与美国的排放水平基本相当，2008年已经超过了美国成为二氧化碳排放量最多的国家。

随着《再生能源法》通过，作出二氧化减排承诺，中国的总量或行业的减排承诺外部压力会进一步加大。因此，大力发展低碳经济，减少二氧化碳排放量已经成为中国无法回避的义务。尽管现阶段中国的首要目标仍然是促进增长、保民生，但是从长远来看结构调整显得更为重要。它不但是我国经济转型和产业升级的内在要求，也是维护人类和世界经济可持续发展的外在要求。

二、低碳经济的投资机会再讨论

尽管低碳经济这个题材已经被市场长时间的多次炒作，我们仍然认为低碳经济作为拉动世界经济可持续增长的新引擎，有望成为人类历史上的第四次技术革命，是值得投资者继续关注的。但是，投资低碳经济题材应该从纯炒的概念炒作逐渐转换为对实质性业绩兑现的预期上来。

低碳经济以“低能耗、低排放、低污染”为主要特征，以此为中心衍生出较多的投资主线，主要包括：节能（工业节能、建筑节能、汽车节能、智能电网）、减排（环保设备）、清洁能源（清洁的能源生产、传输、使用方式）。其中，工业节能包括：余热回收、工艺改进、节能材料；建筑节能包括：智能建筑、节能家电、节能建材；节能照明等；汽车节能主要是混合动力汽车；智能电网包括发电环节的新能源兼容，输配电环节的特高压电网建设、超导材料的应用，用电环节的智能电表；清洁能源生产包括：风能、核能、太阳能等；清洁能源传输包括：储能电池，清洁能源使用主要是电动汽车。

在这些投资主线中，节能、减排和清洁能源是低碳经济的三条主线。低碳经济的直接目标是控制污染物和温室气体的排放总量，由于新能源在能源中占比很低，短期内对碳减排的实质性贡献有限，而“节能”和“减排”路线对碳减排的实质性贡献更大。短期来看，考虑到部分

行业短期估值过高、产能过剩、投资进度低于预期的不利因素，建议投资者关注智能电网、节能环保、核电等估值相对合理、受益政策支持增厚业绩明显的板块。

(1)节能、新能源和环保 2010-2020年的投资 CAGR:40.51%

国家发改委能源所近日发布《2050中国能源和碳排放报告》，预计到2020年，节能与新能源行业和其它环保行业至少有2万亿元左右资金缺口需要填补。另外，根据美国能源基金会和国家发展改革委联合预测，2005年到2020年，中国需要能源投资18万亿元。其中节能、新能源和环保需求约7万亿元，平均每年节能环保市场规模为3000亿元到4000亿元，而目前我国每年在这个市场投资不到1000亿元。报告预测，按照目前的投资增长速度，每年资金缺口大约在2000亿元，到2020年，节能与新能源行业和其他环保行业至少有2万亿元左右资金缺口需要填补。以目前每年1000亿元的投资和预期每年2000亿元的缺口填补资金测算，2010年投资基数为1000亿元，截至2020年累计投资30000亿元，则节能、新能源和环保2010-2020年投资CAGR为40.51%。

(2)智能电网 2010-2030年的投资 CAGR:19.20%

2001-2006年电网投资复合增长率为19%。根据国网、南网2007年的“十一五”电网规划调整报告，预计2008-2010年，年均电网投资为3248亿元。根据国际能源署2007年度《世界能源展望》对中国电网截至2030年投资额度的测算，每年大约需要电网投资5285亿元人民币，2010年的投资基数为3248亿元，截至2020年累计投资10894亿元，则智能电网2010-2030年的投资CAGR为19.20%。但从目前智能电网的投资进度来看，投资增速超预期可能是大概率事件。

(3)节能照明 2010-2015年的投资 CAGR:3.0%

根据发改委等六部门10月12日联合公布的《半导体照明节能产业发展意见》，提出“到2015年，半导体照明节能产业产值年均增长率在30%左右。对于节能灯（荧光灯），由于灯具生产商产品结构的差异性，从灯具企业过往销售收入的增长率来衡量节能灯未来市场的增长率可能存在较大偏差，但可以考

虑用节能灯的上游灯用稀土发光材料市场增长率加以衡量：稀土发光材料主要应用领域节能灯巨大的市场前景将为稀土发光材料带来增长迅猛的市场需求。

2000年以来，我国灯用稀土发光材料市场发展迅速，年复合增长率超过40%；受全球金融危机影响，2008年较2007年有一定幅度的下降，预计2010年后整个市场将恢复30%的增长速度。另外，到2012年几乎所有发达国家都将

禁售白炽灯，中国政府在2009年也开始以财政补贴方式加速推广使用节能灯，为上游厂商未来2-3年提供了预期明确的发展空间。

(4)核电装机容量 2010-2020年的CAGR:21.73%

截至2008年底，中国已建成浙江秦山、广东大亚湾和江苏田湾三个核电基地。目前中国核电装机容量为1400万千瓦，2009年世界核电产业将进入

30年来的发展高峰。未来10年中国可能新增核电装机容量更是高达6000万-9000万千瓦，从而超过法国和日本，成为仅次于美国的第二核电大国。根据以上数据测算，核电装机容量2010-2020年的CAGR为21.73%。

另外，从市值角度来看，相比新能源板块，智能电网和节能照明存在较大的增长空间。

(执笔:陈祥生、张楷、李静、郑联盛)

低 碳 经 济 投 资 主 线

细分领域	投资亮点	风险	推荐上市公司
智能电网	1、电网投资上半年投资低于预期，国家电网招标数据环比好转，期待同比转正。2009年第四季度电力设备行业将继续保持较高景气度——特高压电网、智能电网建设已经进入前期实施阶段；2、年底临近电网规划，2010年及十二五规划。	投资进度低于预期。	许继电气、东方电气、置信电气、特变电工、长城开发、宝胜股份

节能照明	1、白炽灯消耗电力约占全球电力总消耗的7%，并占全球能源相关二氧化碳总排放量的2%。2007年以来几乎所有发达国家和地区以及许多发展中国家均已制定了相关政策措施推动节能灯取代白炽灯的步伐，到2012年，几乎所有发达国家都将禁售白炽灯。如果从2012年起全球停止使用白炽灯，改用效能高的节能灯，每年将节省5.5%的电力，并减少大约500万吨的二氧化碳排放量。目前全球有超过150亿支白炽灯，全球白炽灯与节能灯的应用比例约为4:1，全球节能灯的普及率仍然很低。而我国用于普通照明中白炽灯与节能灯的比例约为7.5:1，国内节能灯的普及率远低于全球平均水平，节能灯对白炽灯的替代空间巨大。目前节能照明补贴主要是针对节能灯（荧光灯），政府已出台推广使用节能灯（荧光灯）的配套补贴政策；	1、行业竞争程度；2、政府扶持力度；3、LED产业链中附加值最高的延伸片、高端芯片、下游封装和应用领域，竞争较为激烈，能否取得技术上的突破影响公司长远发展。	佛山照明、浙江阳光、三安光电
核电	1、我国核电经过20多年的发展取得了显著成绩，核电设计、建设和运营水平明显提高，核电工业基础已经初步形成；2、截至2008年底，中国已建成浙江秦山、广东大亚湾和江苏田湾三个核电基地。2009年世界核电产业将进入30年来的发展高峰，目前中国核电装机容量为1400万千瓦，政府的目标是到2020年新增核电装机容量高达7000万-8600万千瓦。	投资进度低于预期。	奥特迅、嘉宝集团

智能电网、节能环保和新能源总市值比较		
板块名称	总市值(亿元)	板块市值/新能源市值
新能源	12,382.05	100%
智能电网	1,037.63	8.38%
节能减排	6,051.29	48.87%

震荡格局中关注业绩确定性与成长性

◎国都证券研究所

一、流动性推动力逐步减弱

极度宽松的流动性对上半年行情构成强劲支撑，进入下半年后流动性宽松程度明显降低。四季度市场影响因素主要是信贷政策微调与上市公司融资。

首先，信贷投放将稳中趋降。虽然官方表态将维持适度宽松的货币政策，而且市场也普遍预计第四季度上调利率或存款准备金率的可能性很小，但考虑到经济已逐步复苏，而且有必要防范信贷风险与应对潜在的通胀压力，信贷投放无疑会受到一定程度的控制。不仅总量上会稳中趋降，而且结构调整也会继续进行。其次，股票融资对流动性的构成一定压力。今年第三季度IPO融资规模达到1047.4亿元，首发及配股融资规模为537.7亿元。展望四季度，创业板推出后将形成主板、中小板与创业板三板齐发态势。再加上再融资快速升温，累计融资规模仍可能高企。

至于大小非减持，我们认为在市场估值合理前提下，其实际减持压力已经不必担忧。6月、7月份大盘强势上扬，市场估值超出合理上限，与此相伴的是大小非的积极减持；但8月份大盘快速回落，市场估值回归至合理水平，又使得大小非套现的积极性明显降低。

综合以上分析，流动性趋势性减弱已是不争的事实，其对市场的推动力较为有限。不过考虑到管理层积极放行基金发行，而且大小非减持压力远低于市场预期，我们认为流动性并没有到紧张程度。

有1294.2亿元。总的来看，由于未来解禁股主要来自大型国企的第一大股东，实际减持压力远远小于理论上的统计值。因此，未来大小非减持压力更多地体现为市场估值非理性上升时的抑制力量，我们没有必要夸大其对市场的负面影响。

首先，信贷投放将稳中趋降。虽然官方表态将维持适度宽松的货币政策，而且市场也普遍预计第四季度上调利率或存款准备金率的可能性很小，但考虑到经济已逐步复苏，而且有必要防范信贷风险与应对潜在的通胀压力，信贷投放无疑会受到一定程度的控制。不仅总量上会稳中趋降，而且结构调整也会继续进行。其次，股票融资对流动性的构成一定压力。今年第三季度IPO融资规模达到1047.4亿元，首发及配股融资规模为537.7亿元。展望四季度，创业板推出后将形成主板、中小板与创业板三板齐发态势。再加上再融资快速升温，累计融资规模仍可能高企。

综合以上分析，流动性趋势性减弱已是不争的事实，其对市场的推动力较为有限。不过考虑到管理层积极放行基金发行，而且大小非减持压力远低于市场预期，我们认为流动性并没有到紧张程度。

二、业绩回升已为市场所预期

伴随经济形势好转，上市公司今年及明年业绩的一致预期也相应提高。统计显示，目前市场一致预期内深300公司2009年净利润增长19.2%，2010年净利润增长23.3%。今年上市公司业绩

符合预期的可能性较大，不过2010年业绩想要实现乐观预期，还有赖于外部需求良好恢复，以及内部需求稳步提升。在我们看来，2010年业绩预期进一步提升并不现实。我们认为，在流动性推动力减弱背景下，仅仅依靠业绩提升不会带来太大的估值提升动力。

沪深300公司分行业来看，在受益经济复苏的周期性行业中，有色金属、交通运输、机械设备、房地产、公用事业、黑色金属行业，即便以2010年动态市盈率来度量，也谈不上估值优势。仅有金融服务、化工、以及具备资源属性的采掘行业，在估值上具备一定吸引力。

三、大盘将逐步震荡格局

市场运行正逐步失去宽松流动性支持，并转向业绩预期寻求动力。考虑到明年经济所面临的不确定性，上市公司

业绩一致预期进一步提升的可能性较小，我们认为业绩所能带来的估值提升动力较为有限。

预计第四季度大盘将维持震荡格局，上证指数运行区间为2600点-3300点，对应沪深300指数18.6倍-23.6倍的2009年动态市盈率。虽然市场整体上升空间有限，但在经济稳步复苏、上市公司业绩向好背景下，局部投资机会仍值得投资者积极把握。

四、关注业绩确定性与成长性

其一，大消费类行业业绩增长较为确定，而且有望受益于提振内需的各项政策，建议投资者中长期关注食品饮料、商业贸易、医药生物、汽车行业。

其二，创业板推出使得市场兴奋点已转向成长预期良好的“泛科技板块”，在一段时间之内投资者对传统周期性行业的关注度将明显降低。投资者可围绕IT、智能电网、节能环保、医药生物、新能源、新材料等政策扶持的重点产业，阶段性关注成长性良好、行业地位领先、估值相对不高的中小市值企业。不过创业板推出初期过高估值很可能透支企业未来成长性，投资者对创业板公司还宜观望为主。

其三，在经济逐步复苏、通胀预期温和上升背景下，银行、保险、煤炭、房地产行业依然是布局明年上半年行情的重要标的，投资者可在其震荡筑底时逐步介入。

(执笔:张翔)

安信信托投资有限责任公司、许继集团签署了《合作框架协议》。按照协议，中科院将收购许继集团100%股权，成为许继电气的实际控制人。国网公司也将许继电气定位为中科院的产业平台，发展空间巨大。

经测算，若不考虑增发，2009-2011年公司将实现每股收益0.39、0.49和0.66元；考虑资产注入，每股收益分别为0.69、0.80和0.95元。目标价28元，给予“推荐”投资评级。(国元证券)

问题得以解决，浓硝酸将维持较高毛利率。硝酸铵受益于民爆行业景气提升，公司硝酸铵盈利有望迎来好转，收购盛强化工60%股权，形成新的增长点，拉开外延式扩张序幕，收购煤矿资源，未来几年内将逐步实现原料煤大部分自给。

公司最坏时刻已经过去，经营业务将逐步好转，预测2009-2011年EPS分别为0.095元、0.497元和0.649元。首次给予增持评级。

(国海证券)

地区上网电价将有一定幅度的下调，我们了解到即使下调，幅度也将低于市场预期水平，依然不改沿海地区发电企业盈利回升势头，而目前股价对之前的负面传闻有过度反映。

我们认为公司目前估值水平尚未充分反映公司盈利能力的持续回升以及水电资产即将进入收获期和煤电联营规模逐步扩大的特征，维持“买入”评级，目标价9.5元。(申银万国)

嘉宝集团(600622):地产业务稳健核能业务如期推进

2007年公司制定基本战略，确定优先重点发展房地产业，经过前两年的培育，2009年起公司地产业务进入跃升期。公司地产项目集中于上海嘉定，而随着上海2010年举办“世博会”、嘉定区域经济快速增长以及上海安亭国际汽车城、嘉定新城项目和轨道交通11号线的加快建设，嘉定地区的房地产市场将迎来

更好的发展机遇。

公司的房地产业务未来三年盈利持

续稳健增长可期：1)都市港湾二期住

居率较高，预计大部分今年结算，是2009

年业绩的主要来源；2)紫提湾项目即

将开盘，该项目处于11号线沿线，成本低

规模较大，预计毛利率50%以上，将成为2010年、2011年地产业绩重要来源；3)

招商轮船(601872):正逐步度过盈利低谷予审慎推荐

截至2009年10月，公司主要拥有油轮、散货船和参股的LNG船公司。目前欧美等发达国家经济进入快速复苏期，欧美等主要国家的石油需求环比数据自7月份以来一直在上升，而国际能源署在8月份和9月份两次较大幅度上调全球石油需求。

油运市场通常受地缘政治、气候等

诸多突发性短期因素影响比较大，目前