

一波未平一波又起：流动性中性环境下新兴产业的轮动盛宴

超配(维持)

核心提示

尽管有着迥异的基本面，但是不同新兴产业在资本市场中却具有较好的一致性，并且整体呈现非周期性和中小盘特征。四季度内我们继续整体看好新兴产业，同时我们还挑选出五个新兴产业子行业，它们包括：核电，智能电网，垃圾发电，高铁和三网融合，这些子行业在四季度中可能有更好的绝对和相对收益。

报告摘要

- 新兴产业在今年四季度内面临的宏观背景主要在于整体经济周期进一步回落，但“二次探底”的概率不大，而由于当前全球整体流动性依然泛滥，因此政府对货币政策和流动性管理会维持在一种相对中性的水平上。同时，政府调结构的努力还在继续，在出口和地产之外培养新的经济增长点是政府当前最重要的政策目标之一。
- 同时，由于实体经济中流动性存量依然处在相对高位，货币也有进一步活化的空间，因此四季度内政策的中性观察事实上可能对整体市场构成相对正面的支撑作用。但目前看，市场资金充裕并不一定能有效推动股指上行，但可能进一步推动市场产生结构性的分化。
- 我们发现近年来，新兴产业的整体呈现非周期性特征，即其相对走势与非周期行业指数的相对走势明显相关。基于对历史相关性的考察，我们可以大致下这样一个结论，即钢铁、银行和地产的走势偏弱，则意味着新兴产业的走势可能持续走强。
- 我们还考察了大盘，中盘和小盘股的相对走势，我们发现新兴产业、中盘和小盘的相对走势比较相近，即中小盘相对走强整体市场的时候，新兴产业往往也有较好表现。而最近一两年来，新兴产业走势略强于中盘，略弱于小盘。
- 我们构建了一套“三步法则”以进一步筛选四季度内新兴产业中不同子行业可能出现的轮动机会，包括“行业市值比较初选”，“间歇性行业轮动原则”和“行业估值排名复选”。最终我们挑选出五个新兴产业子行业，它们包括：核电，智能电网，垃圾发电，高铁和三网融合，这些行业在四季度中可能有更好的绝对和相对收益。

新兴产业研究小组

孙枫 CFA
021-38521015
fsun@cebm.com.cn

王沛
021-38521008
vwang@cebm.com.cn

唐小东
021-38521012
xdtang@cebm.com.cn

目 录

第一部分:

新兴产业四季度面临的宏观、政策和市场背景:

经济温和放缓，政策正面刺激力度增长，中性流动性环境继续推升结构性行情

..... P3

第二部分:

新兴产业的行业配置和子行业机会:

四季度继续整体看好新兴产业，重点推荐核电，智能电网，垃圾发电，高铁和三网融合

..... P10

第三部分:

重点子行业基本面扫描:

核电，太阳能，智能电网，高铁，三网融合与物联网

..... P20

第一部分

新兴产业四季度面临的宏观、政策和市场背景：
经济温和放缓，政策正面刺激力度增长，
中性流动性环境继续推升结构性行情

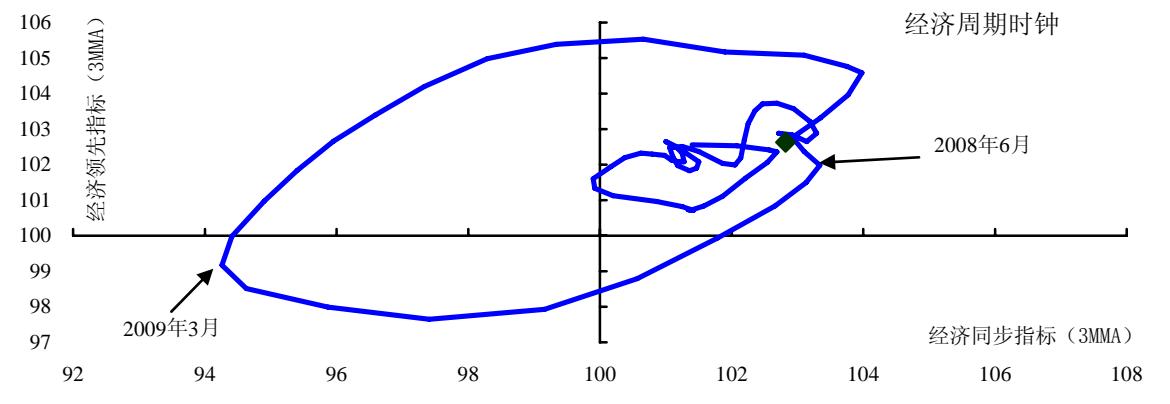
新兴产业四季度面临的宏观背景： 经济周期进一步回落，但“二次探底”的概率不大

要考察四季度的新兴产业发展和可能的投资机会，必须首先明确四季度整体宏观经济环境。事实上，根据我们在中国经济景气监测中心公布的领先指标与同步指标之上所编制的中国经济周期时钟，中国的经济周期在4月份已近达到本轮复苏高点，随后出现回落。滞后指标也7月份出现了小幅下滑，从而领先，同步，与滞后3个指标都进入下降通道，这使得中国经济周期的回落进一步确立。

由于海外经济在本轮复苏中落后于中国，目前欧美，尤其是欧洲的经济基本面在德国经济的带动下依然维持着较为旺盛的增长动能。但从我们编制的经济周期时钟的角度来看，欧美经济刚刚出现筑顶迹象。这就意味着，在接下来的一段时间，随着海外需求进一步走弱，经济放缓对中国的压力仍有待进一步释放。

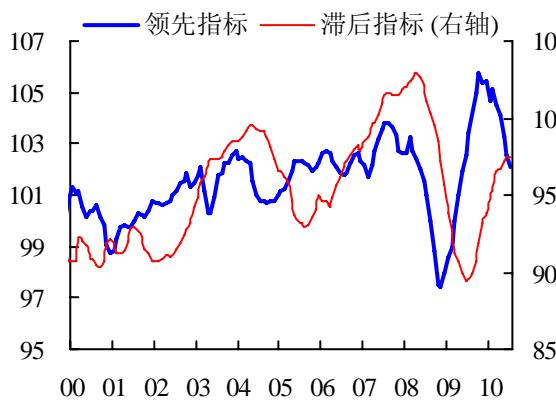
但考虑到地产新开工面积同比增速截至7月份仍维持在高位，而从绝对量上来看新开工面积也处于相对高位，同时我们9月份开发商调研显示，地产开发商新开工意愿明显转暖，同时对房价的走势也变得更加乐观。这就意味着，房地产投资全年或只是缓慢下行，而不会出现明显的回落。另一方面，虽然基建投资增速出现大幅下滑，但这主要是中央在上半年宏观调控（包括对信贷额度的控制和对地方融资平台的清理）的结果。目前，对地方融资平台的清理已经明朗化，符合规定的项目会继续得以实施。此外，在下半年，致力于减小地区间发展差异的投资（尤其是中西部地区的基础设施建设）仍有望得到保证。这就意味着，在四季度基建投资显著回落的空间有限。我们倾向于认为四季度整体经济出现“二次探底”的概率并不大。

图表1 中国的经济周期时钟出现了明显回落



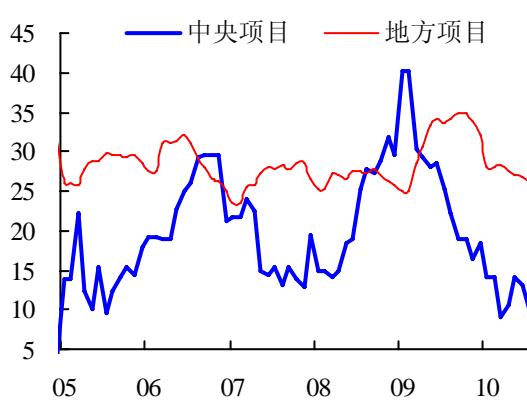
数据来源：CEIC，莫尼塔公司

图2 中国经济领先和滞后指标



数据来源：CEIC，莫尼塔公司

图3 中央和地方项目FAI的累积同比



数据来源：CEIC，莫尼塔公司

新兴产业四季度面临的宏观背景： “保增长”和“全球流动性泛滥”之间存在政策两难

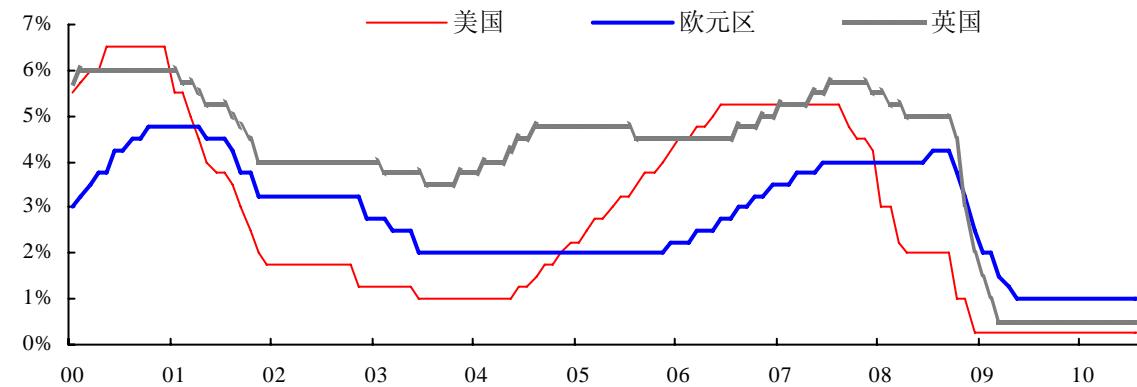
为应对经济危机，各主要经济体纷纷大幅降息至历史低点，向市场注入大量流动性，导致市场流动性泛滥。在全球的需求都处于较为疲弱的背景下，来自中国的需求格外受到国际市场流动性的关注。中国需求一旦略有反弹，就会显著推升国际市场上铁矿石或铜的价格。这也就意味着，2009年那样为挽救经济而推出的大规模拉动基建的政策代价也会非常昂贵。

虽然中国CPI主要由国内因素决定（国内CPI中食品项所占比重大约为33%），但是PPI与国际大宗商品价格关系密切。如果来自中国的需求拉动国际大宗商品价格，那么PPI就会明显上升，考虑到PPI也会向CPI传导，CPI也会面临上行压力。

截止到7月份，CPI在猪肉及蔬菜的推动下创出了年内新高，上行压力还没有出现消退迹象。此外，在今年中国还面临粮食减产的因素，对国际市场的依赖程度也有所增加。在此背景下，如果中国再次提速基建投资，中国的需求会推高大宗商品的价格。这样，中国可能会面临来自国内与国际因素的双重通胀压力。

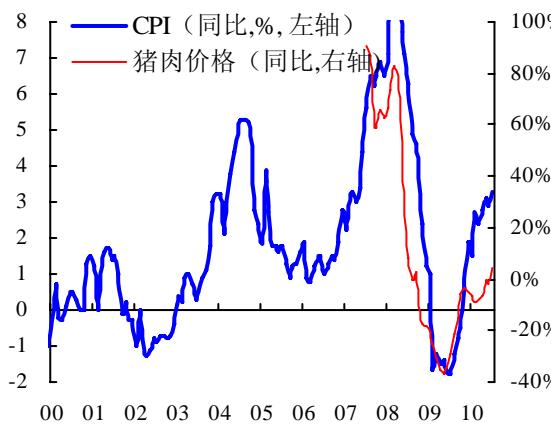
因此，即使整体经济在今年四季度和明年上半年存在进一步回落的风险，但是只要短期内没有“二次探底”的风险，我们预期货币和其他宏观政策仍然会保持在一种相对中性的位置上，特别是在楼市高房价风险还没有解除的背景之下，政府不会贸然重新大规模释放流动性。这也意味着在今年四季度，多数周期性行业的景气周期依然处在下行阶段，随着后期地产投资的逐渐回落，经济基本面的不确定性并没有消失。

图表4 主要经济体的利率变化



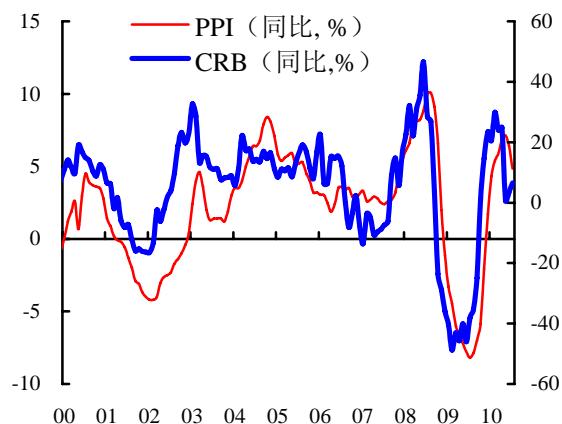
数据来源：CEIC, 莫尼塔公司

图5 CPI和猪肉价格同比



数据来源：CEIC, 莫尼塔公司

图6 PPI和大宗商品价格



数据来源：CEIC, 莫尼塔公司

新兴产业四季度面临的政策背景： 政府对待节能减排政策的严肃性不容置疑

近期，不少地区通过拉闸限电和限产来完成节能减排的目标实属非常之举，调控力度之大超出了市场的想象。其实，早在今年上半年，政府决定下调或取消部分低附加值和高能耗产品的出口退税率已经向外界传达了一个非常明确的信号，即中央政府在对待节能减排问题上是非常认真和严肃的。

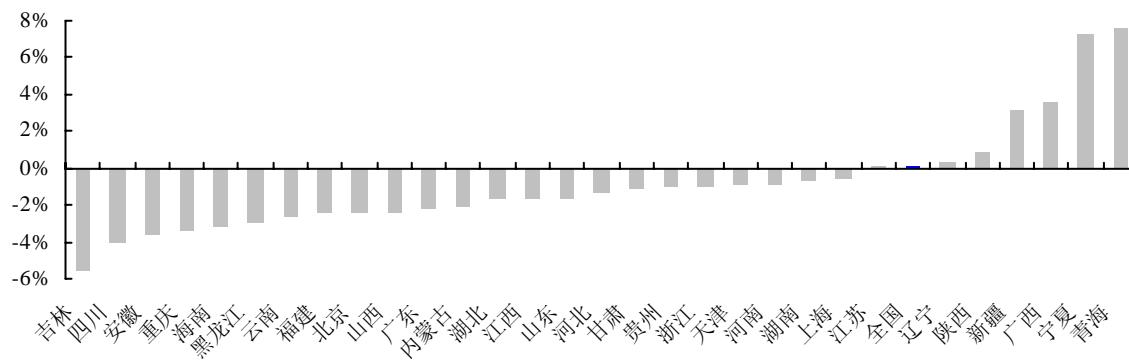
国家发改委也通过媒体反复强调，“十一五”规划提出的单位国内生产总值能耗降低20%左右的目标是经全国人大通过、具有法律效力的约束性指标，是政府向全社会作出的庄严承诺。但是，今年上半年节能减排任务非但没有完成，反而还开了倒车，一些重点工业的单位增加值能耗的完成情况更是糟糕，因此政府被迫重拳出击，以求在有限的时间窗口内完成今年的节能减排目标。

纵观过去十年，国内重工业的发展速度明显快于轻工业的发展速度。在国内人均资源禀赋并不高的情况下，现有的经济发展模式已经严重透支了国内资源和环境的承受能力，并且对外资源的依存度不断增加也造成了国内经济发展受制于人的局面。为了缓解人与环境的矛盾，实现新型工业化道路是缓解资源环境约束的有效途径。而且，到了工业化中后期，产业结构调整和升级的紧迫性也越来越强。

新型工业化道路的一个突出特点就是对资源的消耗低，对环境的影响小，而节能环保是贯穿新型工业化和产业结构调整全过程的。节能环保政策的实施不仅是对现有传统产业的改造和升级，也是对符合未来发展趋势的新兴产业的培育和扶持。

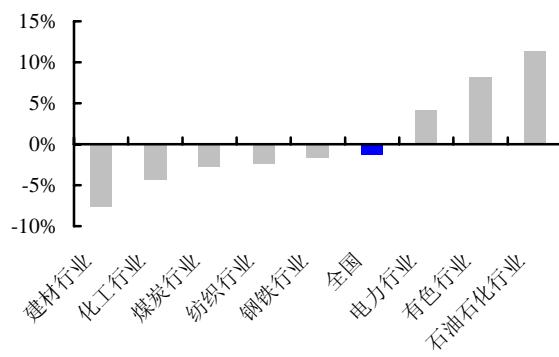
由此来判断，在“十二五”规划中，与调结构相协调的节能环保政策会延续“十一五”期间的基调，政府在节能减排的问题上仍然会采用约束性指标进行管理，并且配套相关政策和措施，鼓励和引导投资转向政策驱动的节能环保行业。

图表 7 2010年上半年单位GDP能耗同比



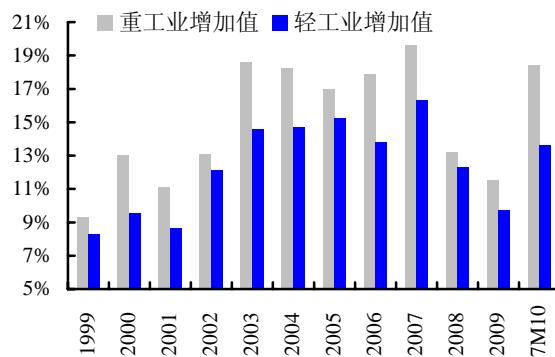
数据来源：国家统计局

图表 8 工业单位增加值能耗同比(1H10)



数据来源：国家统计局

图表 9 重工业和轻工业增加值同比



数据来源：CEIC, 莫尼塔公司

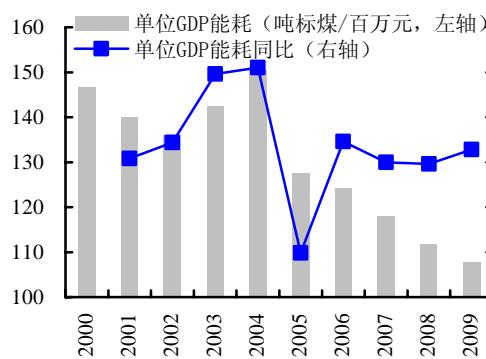
新兴产业四季度面临的政策背景： 节能环保成绩不菲，但任重道远，未来投资力度有望扩大

自2000年以来，节能环保已经取得了不菲的成绩。单位GDP能耗从2004年开始连续下降；在2006年至2008年期间，环境污染治理投资占GDP的比例也逐年上升。

长期来看，政府对环保方面的投资以治理废气和废水并重，废气和废水治理取得了阶段性进展，但是对固体废弃物治理和综合利用的重视程度不够，节能环保的压力仍然不小。2008年，固体废弃物综合利用率仍然较低不足65%，城市生活垃圾无害化处理率也不到67%。

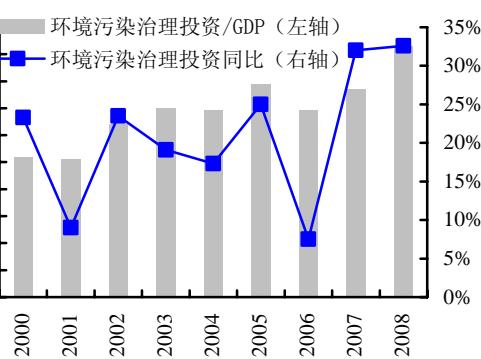
在“十二五”期间，在强调低碳经济和废气、废水和废弃物达标排放以及排放总量控制的背景下，政府对节能环保的投资力度有望继续扩大。站在衔接“十一五”规划和“十二五”规划的时点上，培育节能环保产业成为未来支柱产业的中长期节能环保政策必然是激发市场预期和引导投资的重要信号。

图表 10 单位 GDP 能耗



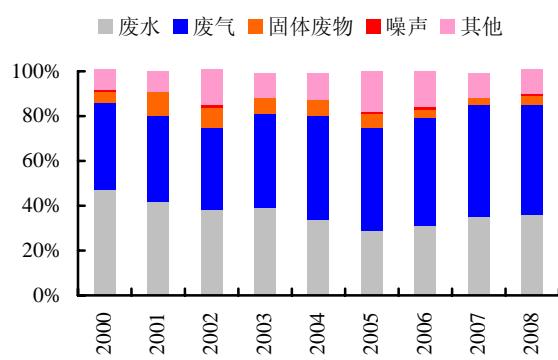
数据来源：CEIC，莫尼塔公司

图表 11 环境污染治理投资/GDP



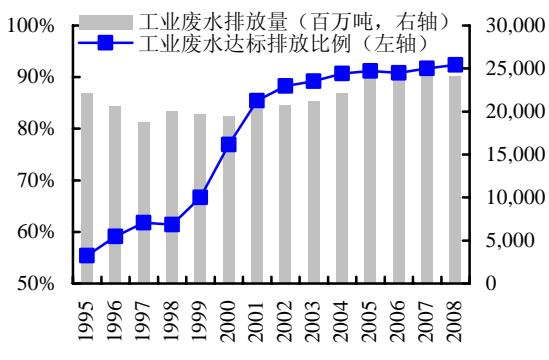
数据来源：CEIC，莫尼塔公司

图表 12 环境污染治理完成投资的结构



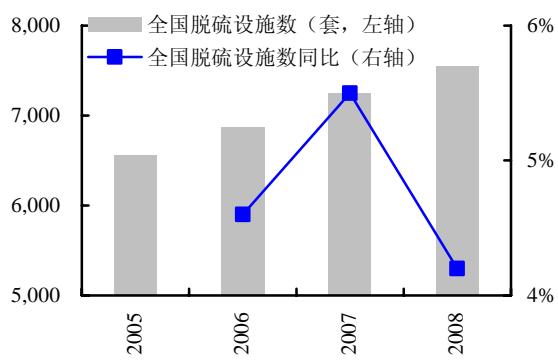
数据来源：CEIC，莫尼塔公司

图表 13 工业废水达标排放情况



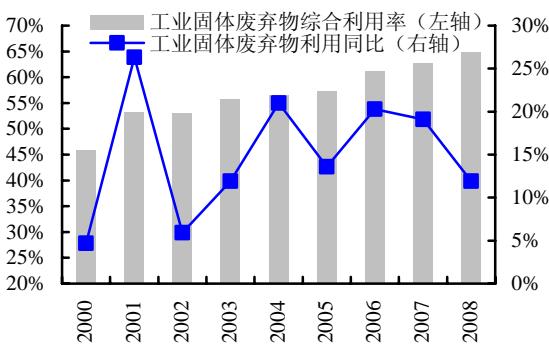
数据来源：CEIC，莫尼塔公司

图表 14 全国脱硫设施数



数据来源：CEIC，莫尼塔公司

图表 15 固体废弃物综合利用率



数据来源：CEIC，莫尼塔公司

新兴产业四季度面临的政策背景： “调结构”过程仍在持续，政府试图培育新的经济增长点

温家宝总理在去年就指出，调整结构、转变经济发展方式是我们2010年经济工作的重点。李克强副总理在6月也专门在《求是》发文《调结构是今年经济工作的突破口》指出：做好今年经济工作的关键是正确处理保持经济平稳快速发展、调整经济结构和管理好通胀预期的关系；在三者关系中，调整经济结构是结合点和突破口。

工业领域的结构调整围绕淘汰落后产能、抢占高新技术前沿开展。对于统计局分的42个行业，我们分析了它们的投入产出比，重点观察5月国务院深化体制改革意见，8月工信部关停落后产能名单，9月发改委新兴产业规划草案，以及其他文件和发言，筛选出将在结构调整中获益的10个行业和面临调整压力最大的10个行业。

图表 16 42个行业中面临的调整结构政策相对利好的行业

行业	投入产出分析	工信部关停名单	发改委新兴产业	国务院深化体制改革意见	其他专门文件和发言提到	百分制总分
信息传输、计算机服务和软件业	18.8		2	3	1	100.0
废品废料	20.8			3		96.7
金融业	20.0				1	87.8
农林牧渔业	18.5				2	86.2
批发和零售业	19.5					82.9
教育	17.5				1	79.7
石油和天然气开采业	18.3					78.9
水利、环境和公共设施管理业	16.0		2			78.0
综合技术服务业	16.5				1	76.4

数据来源：国家统计局，公开资料，莫尼塔公司

图表 17 42个行业中面临的调整结构政策压力相对较大的行业

行业	投入产出分析	工信部关停名单	发改委新兴产业	国务院深化体制改革意见	其他专门文件和发言提到	百分制总分
建筑业	6.0	-8		-3	-1	0.0
纺织业	3.5	-6				11.4
金属冶炼及压延加工业	4.0	-3			-2	16.3
造纸印刷及文教体育用品制造业	6.8	-7				18.7
通信设备、计算机及其他电子设备制造业	0.5					21.1
电气机械及器材制造业	1.0					22.8
金属制品业	3.5	-1			-1	24.4
纺织服装鞋帽皮革羽绒及其制品业	4.8	-2				28.5
仪器仪表及文化办公用机械制造业	3.3					30.1
化学工业	3.8					31.7

数据来源：国家统计局，公开资料，莫尼塔公司

新兴产业四季度面临的市场背景： 流动性管理仍呈现中性态度，可能继续支持估值的结构性分化

由于政策在四季度可能面临“保增长”和“全球流动性泛滥”之间存在的两难境地，因此我们预期整体流动性管理会保持在一种相对中性的水平上。由于实体经济中流动性存量依然处在相对高位，同时货币还有进一步活化的空间，因此四季度内政策的中性观察事实上可能对整体市场构成相对正面的支撑作用。

但目前看，市场资金充裕并不一定能有效推动股指上行。由于大盘蓝筹与地产板块的高度相关性，未来政策预期不明确使得传统周期性行业难以产生趋势性机会。而部分受政策支持、未来盈利预期相对稳定的板块和个股仍有可能继续吸收资金，进一步推动市场产生结构性的分化，而指数则出现横盘震荡的格局。

如果把M1同比增速作为衡量市场流动性的指标，在历史上流动性相对充裕的阶段，不一定对应着股市牛市行情；另一方面，也并不表示风格上大盘相对中小盘会有更突出的表现。这在自2009年7月份以来的行情中体现的尤为显著。甚至从M1同比与股市大盘、中盘和小盘指数的相关性比较看，从2000年至今的相关系数分别为53%、65%和72%（M1领先一个月左右）。即使是从2000年至2009年7月份，M1同比与大盘、中盘、小盘指数的相关性也为46%、48%和51%，即历史上流动性对中小盘的影响相对大盘更加明显。

图 18 央行公开市场操作与银行间利率

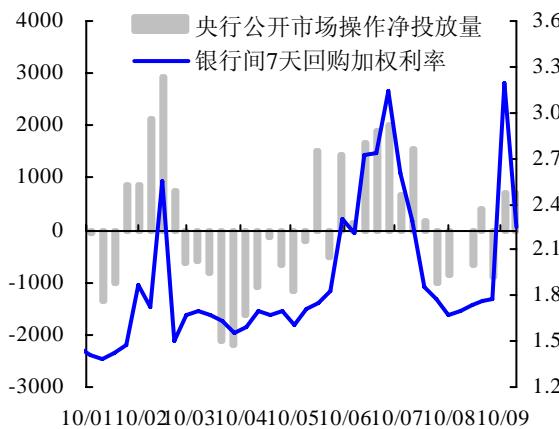
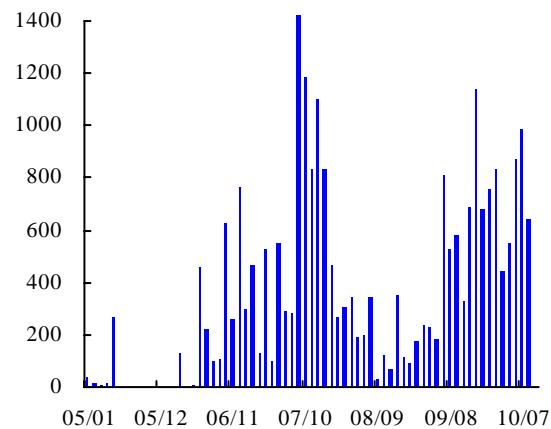


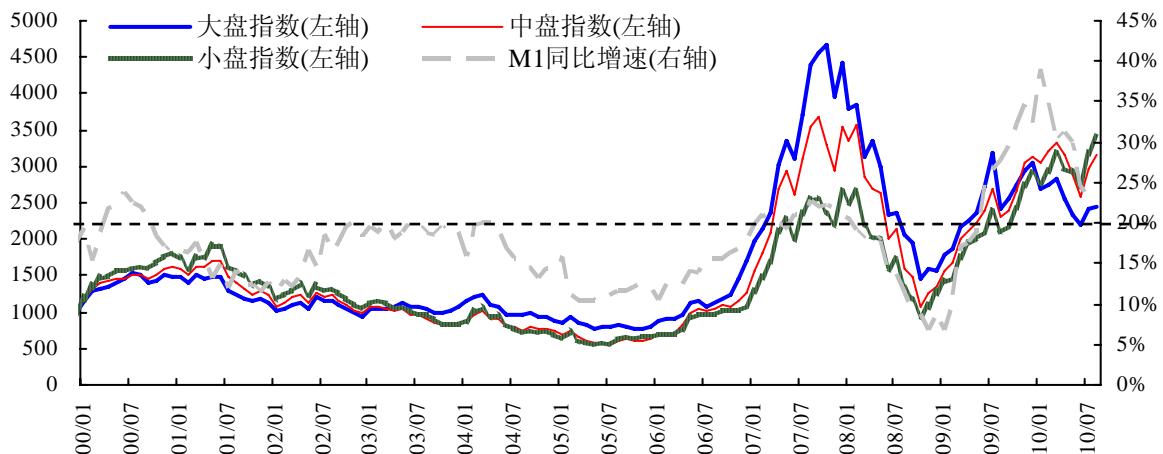
图 19 股市扩容募集资金量



数据来源: Wind, 莫尼塔公司

数据来源: Wind, 莫尼塔公司

图 20 M1同比增速 vs. 申万大盘、中盘、小盘指数



数据来源: Wind, 莫尼塔公司

第二部分

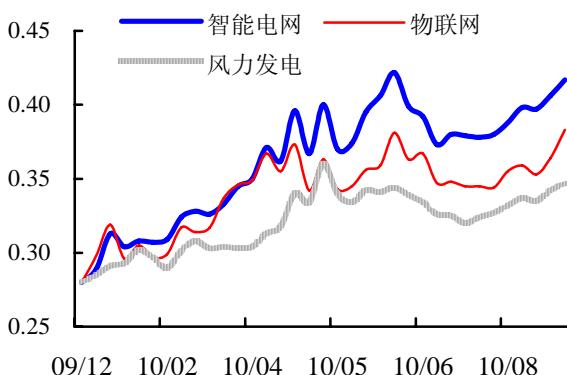
新兴产业的行业配置和子行业机会：
四季度继续整体看好新兴产业，
重点推荐核电，智能电网，垃圾发电，
高铁和三网融合

新兴产业：包罗万象的“大杂烩”，还是统一的“有机体”？

“新兴产业”的内涵包罗甚广，不同子行业的产品和商业模式千差万别，我们一直在思考这样一个问题，即：把新兴产业作为一个板块来进行整体性的研究和投资策略上的配置是否可行？又或者，新兴产业研究是否必须且只能采用“自下而上”的公司研究，而不能“自上而下”的进行宏观或者策略上的整体把握？

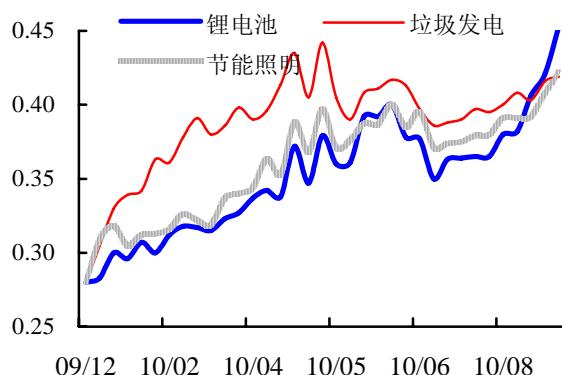
当我们考察了今年以来新兴行业的板块走势之后，我们发现不同子行业基本面截然不同，公司的类型、业务和质量也全然迥异，但是绝大部分子行业的相对走势没有明显的方向上差异，只有相对强弱的不同区别而已。这也意味着，将新兴产业作为一种统一的有机整体进行考察，是具有投资上的现实意义的。

图 21 新兴产业相对走势（相对沪深 300）



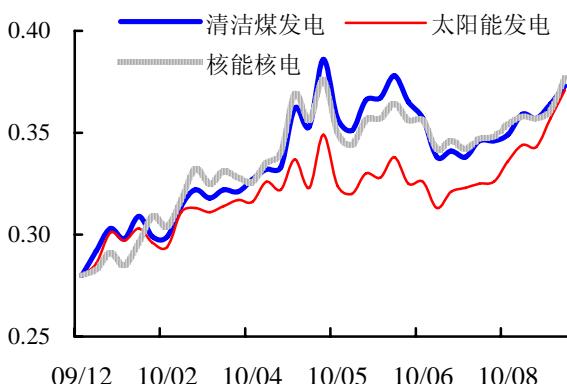
数据来源：Wind, 莫尼塔公司

图 22 新兴产业相对走势（相对沪深 300）



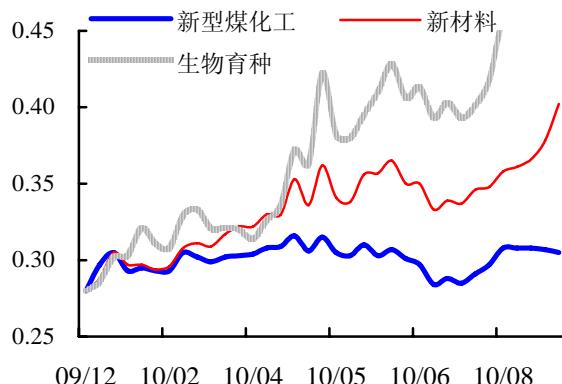
数据来源：Wind, 莫尼塔公司

图 23 新兴产业相对走势（相对沪深 300）



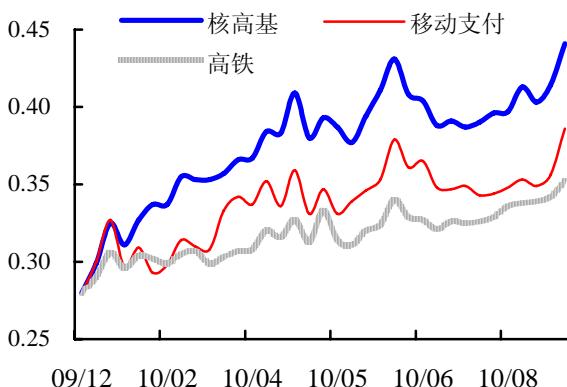
数据来源：Wind, 莫尼塔公司

图 24 新兴产业相对走势（相对沪深 300）



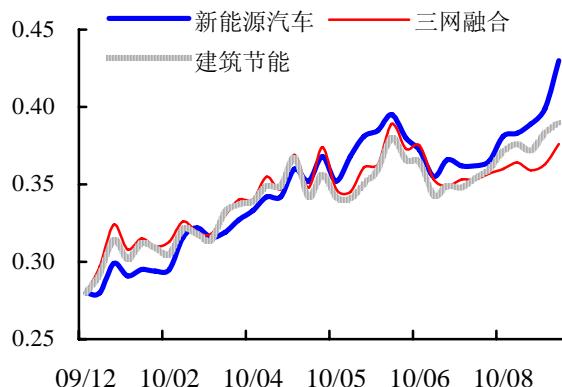
数据来源：Wind, 莫尼塔公司

图 25 新兴产业相对走势（相对沪深 300）



数据来源：Wind, 莫尼塔公司

图 26 新兴产业相对走势（相对沪深 300）



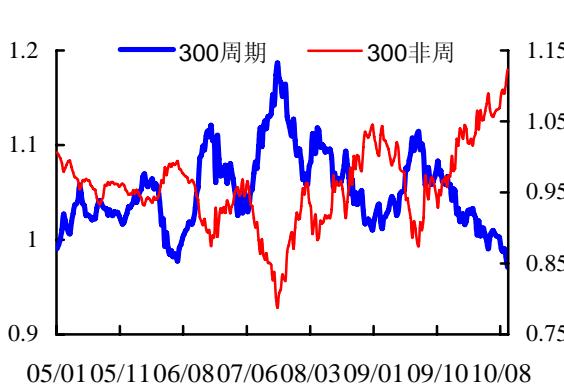
数据来源：Wind, 莫尼塔公司

新兴产业：驻立在钢铁、银行和地产的对立面？

资本市场中周期性和非周期性板块的整体性相对走势彼此相反在逻辑上是必然的，由于周期性行业具有“同涨同跌”的相似特性，因此把握A股中几个最重要也最具有代表性的周期性行业，就能够大致掌握周期性和非周期性行业的整体走势。我们用钢铁、地产和银行的相对走势拟合了300非周期指数的相对走势，其拟合系数分别为-0.44，-0.17和-0.31。这意味着钢铁、银行和地产的相对走势均与非周期行业指数呈负相关，并且钢铁行业的影响相对最大。

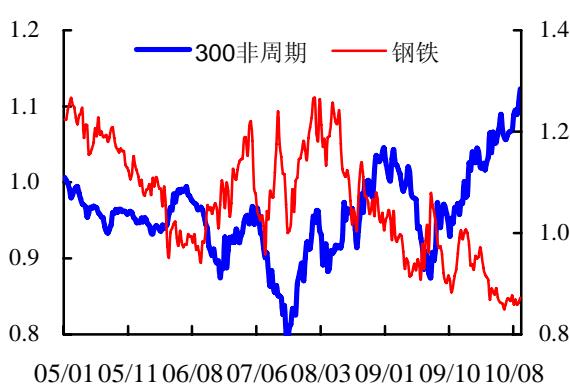
同时，我们发现近年来，新兴产业的整体也呈现非周期性特征，即其相对走势与非周期行业指数的相对走势明显相关。基于前述历史相关性，我们可以大致下这样一个结论，即钢铁、银行和地产的走势偏弱，则意味着新兴产业的走势可能持续偏强。

图 27 非周期和银行的相对走势



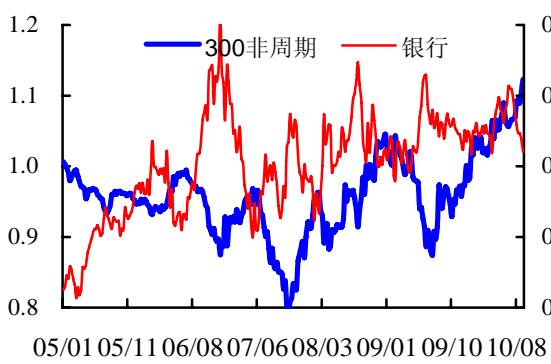
数据来源：Wind, 莫尼塔公司

图 28 非周期和钢铁的相对走势



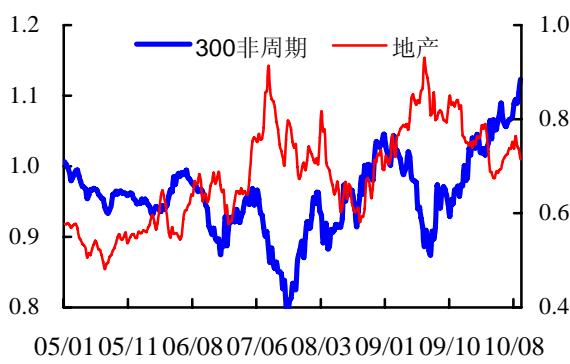
数据来源：Wind, 莫尼塔公司

图 29 非周期和银行的相对走势



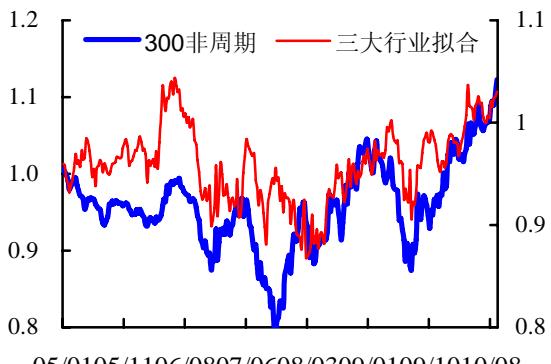
数据来源：Wind, 莫尼塔公司

图 30 非周期和地产的相对走势



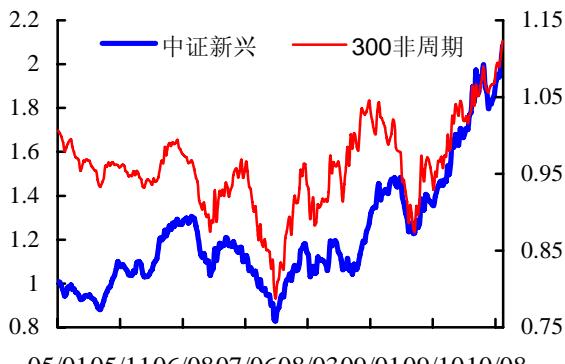
数据来源：Wind, 莫尼塔公司

图 31 非周期和地产的相对走势



数据来源：Wind, 莫尼塔公司

图 32 周期性拟合指数和非周期相对走势



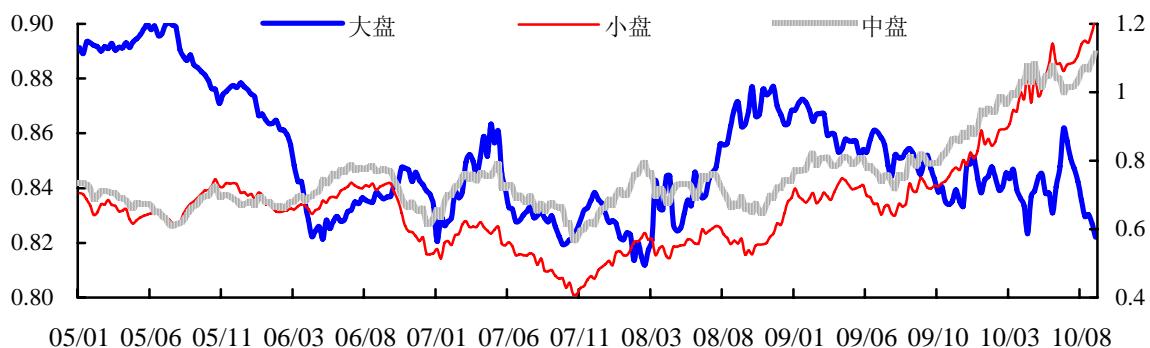
数据来源：Wind, 莫尼塔公司

非周期特性之外，新兴产业具有介于中盘和小盘之间的特征

考察新兴产业的非周期特征，是为了更好的“自上而下”把握新兴产业的整体投资脉络。尽管多数新兴产业的基本面具有广阔的增长空间和潜力，但是近年来的市场却表明，当传统的强周期行业开始启动的时候，行业的 Beta 特征会显著的压制行业 Alpha 的体现，新兴产业会明显的走弱于传统的强周期行业。反之，则是新兴产业比较好的投资机会。

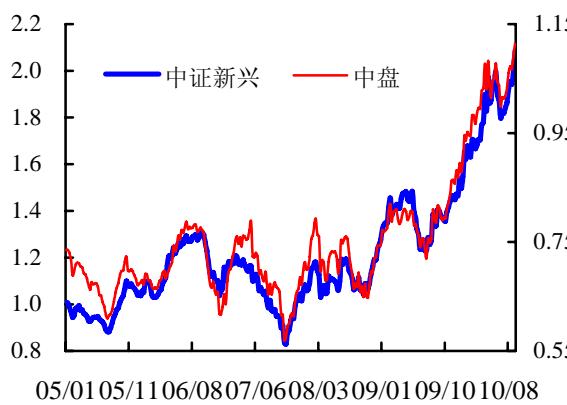
另外，我们还考察了大盘，中盘和小盘股的相对走势，我们发现新兴产业，中盘和小盘的相对走势比较相近，即中小盘走强整体市场的时候，新兴产业往往也有较好表现。而最近一两年来，新兴产业走势略强于中盘，略弱于小盘。

图 33 大盘，中盘和小盘的相对走势（相对沪深 300）



数据来源：Wind，莫尼塔公司

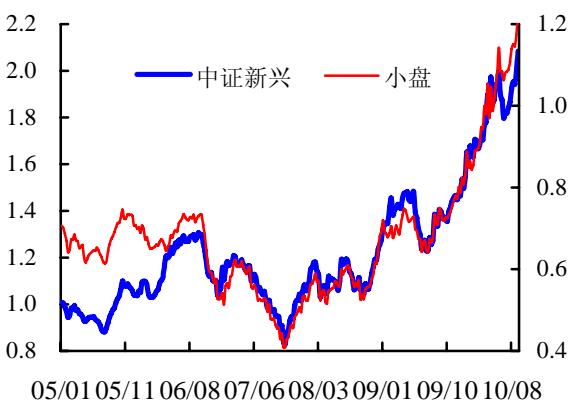
图 34 中证新兴和中盘的相对走势



数据来源：Wind，莫尼塔公司

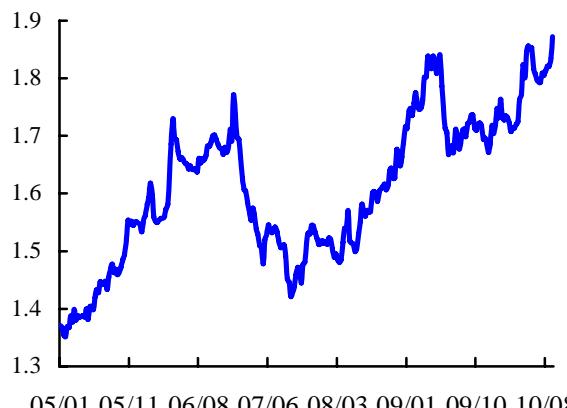
图 36 中证新兴对中盘的相对走势

图 35 中证新兴和小盘的相对走势

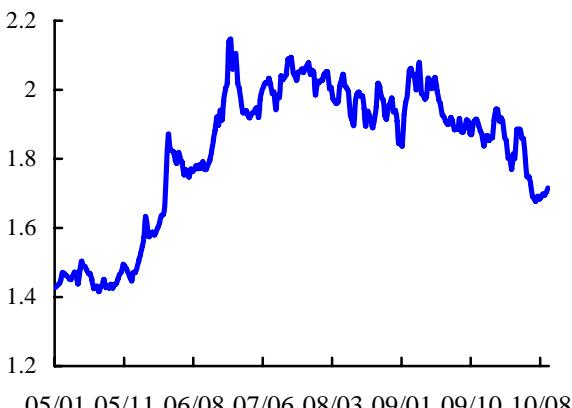


数据来源：Wind，莫尼塔公司

图 37 中证新兴对小盘的相对走势



数据来源：Wind，莫尼塔公司



数据来源：Wind，莫尼塔公司

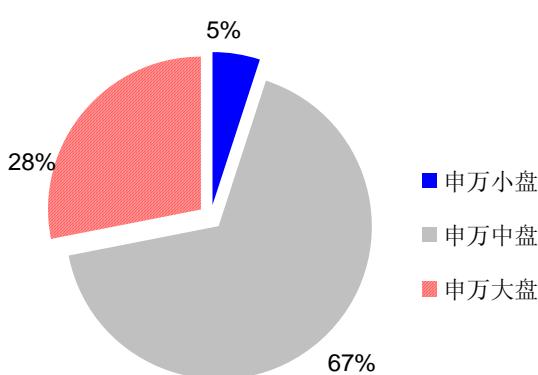
新兴产业具有基本面的比较优势，但并未摆脱“至上而下”的整体宏观背景和市场逻辑

我们将中证新兴产业 100 指数（中证新兴）作为一个考察新兴行业整体的手段，该指数由中证指数公司在今年发布，其覆盖的新兴产业包括新能源、节能环保、电动汽车、信息产业、生物医药、生物育种、国防军工、新材料、高端制造、现代服务业及海洋产业等领域。中证新兴产业指数选择沪深两市最具代表性的 100 家新兴产业公司作为指数样本。而从该指数成分股的指数上看，仅有 5% 的成分股属于小盘股，而有 67% 的成分股属于中盘股，另外 28% 则属于大盘股。整体而言，该指数的成分股平均市值介于中盘和大盘股之间。

对于近期中小盘持续跑赢大盘的市场背景，我们倾向于认为其主要是两方面的原因：1、大盘股以周期行业为主，当前整体经济基本面依然存在不确定性，同时周期行业也受到政府紧缩和调控预期的影响（比如地产和银行），因此投资者存在一定程度规避周期性行业的倾向，从而导致周期性行业和大盘股走弱；2、另外，今年市场中的流动性虽然并不算紧张，但是其充裕程度和去年相比也出现了明显的收缩，同样数量的流动性推动中小盘的效果比推升大盘上涨更为明显。

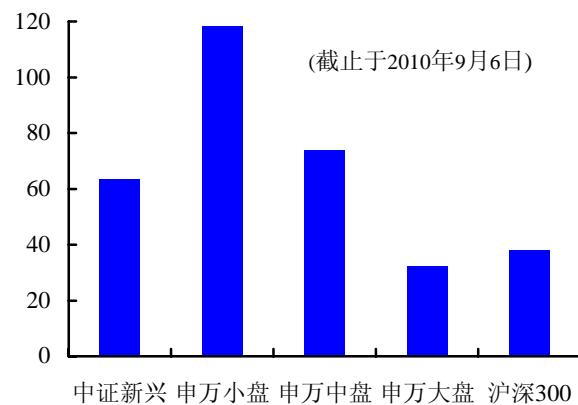
我们认为新兴行业由于其相对更加良好的基本面和未来增长的空间，能够在流动性相对有限的环境中吸引到相对更多的投资偏好，因此在今年以来持续跑赢中盘，但是并未跑赢小盘，这也侧面证明了今年以来的整体投资逻辑在于“周期性行业的不确定性”和“市场流动性的中性偏多”，新兴行业自身的基本面导致其获得了部分自身的优势（跑赢了中盘股），但是并未摆脱市场的整体逻辑（相对走势和中小盘股一致，同时没有跑赢小盘股）。

图 38 中证新兴产业的公司大小分布



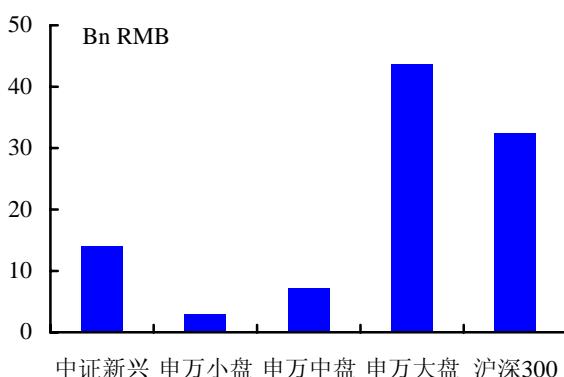
数据来源：Wind, 莫尼塔公司

图 39 不同板块内公司的平均 PE



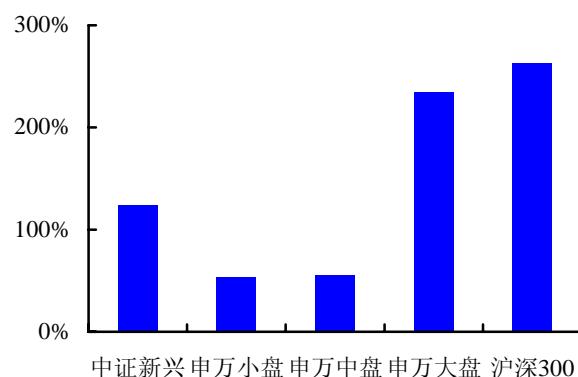
数据来源：Wind, 莫尼塔公司

图 40 不同板块内公司流通市值均值



数据来源：Wind, 莫尼塔公司

图 41 不同板块内公司流通市值标准差



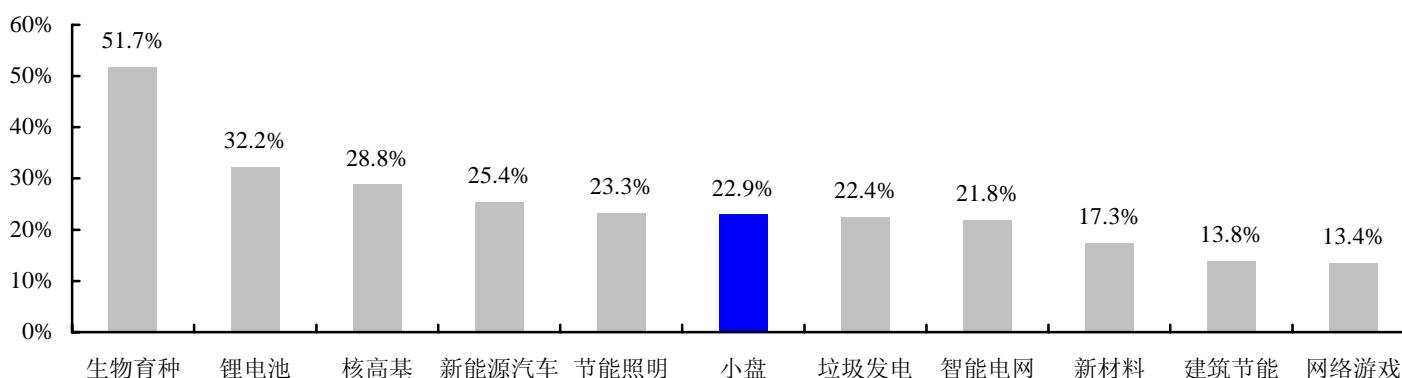
数据来源：Wind, 莫尼塔公司

从新兴产业整体到子行业的进一步挖掘

从年初到现在，不同的新兴产业子行业的相对表现依然不同，新兴产业整体跑赢中盘股，跑输小盘股，但是其中依然有生物育种，锂电池，核高基，新能源汽车（主要是由于汽车板块相对表现较好）和节能照明等子行业是整体性跑赢小盘股的；而从年初到现在整体性跑输中盘股的子行业则包括高铁，风电，乙醇汽油和新煤化工等。

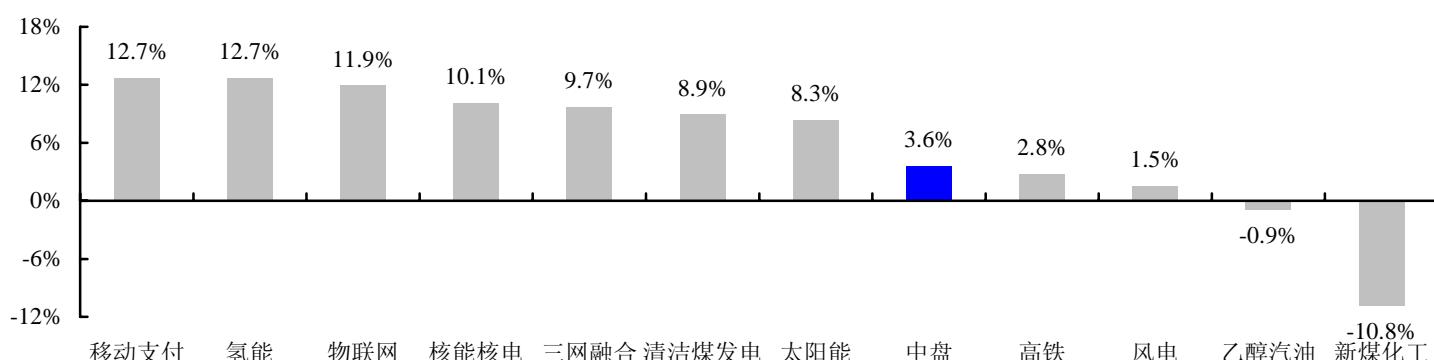
我们前面提到新兴产业可以从周期/非周期性和大中小盘这两个维度去整体性的把握，亦即去持续的跟踪两大宏观基本面和市场背景（“周期性行业的不确定性”和“市场流动性的中性偏多”）。而在新兴行业内部，也需要去挖掘投资逻辑和行业筛选标准，以进一步获得行业内部的相对收益。

图 42 不同概念板块从年初到现在的绝对收益率



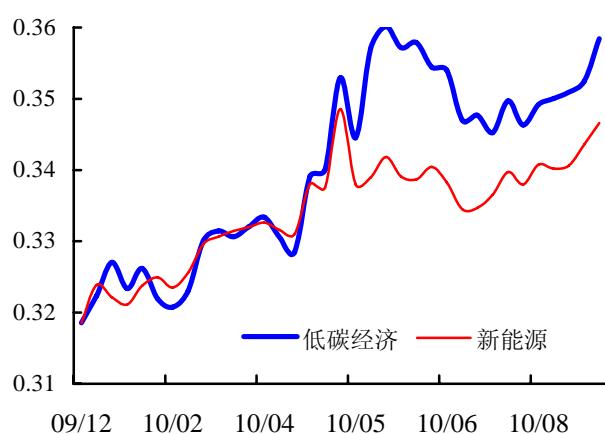
数据来源：Wind, 莫尼塔公司

图 43 不同概念板块从年初到现在的绝对收益率（续）



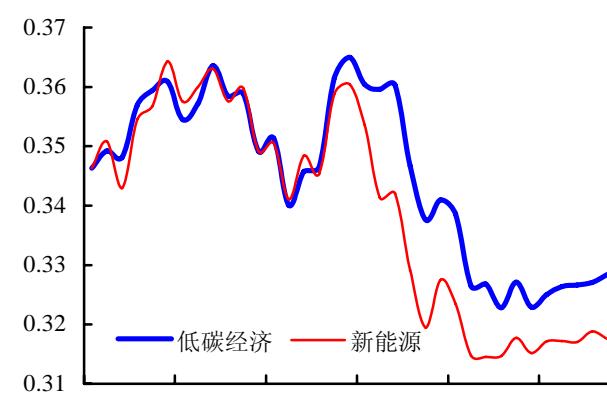
数据来源：Wind, 莫尼塔公司

图 44 低碳经济和新能源相对中盘股的走势



数据来源：Wind, 莫尼塔公司

图 45 低碳经济和新能源相对小盘股的走势



数据来源：Wind, 莫尼塔公司

行业内部呈现子行业轮动特征，爆发阶段平均上涨超过 28%

由于新兴行业整体的非周期和中小盘特征，我们认为其要持续四周以上跑赢小盘指数才能算是行业轮动过程中的“爆发阶段”。平均来看，在前三个季度中，绝大部分新兴子行业只可能经历一个“爆发阶段”，每一次“爆发”的绝对收益都在 20% 以上，而不同子行业的爆发阶段平均绝对收益达到 28%。

图 46 新兴行业子行业跑赢小盘指数的时间（“1”表示该周中跑赢小盘指数，“(1)”表示跑输小盘指数）

	智能电网	物联网	风力发电	锂电池	垃圾发电	节能照明	清洁煤发电	太阳能发电	核能核电	新型煤化工	新材料	生物育种	核高基	移动支付	高铁	新能源汽车	三网融合	建筑节能
01/08	1	1	(1)	(1)	1	1	1	(1)	(1)	1	1	(1)	1	1	1	(1)	1	1
01/15	1	(1)	(1)	(1)	1	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	1	1	(1)	(1)	1	1
01/22	1	(1)	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	(1)	(1)	1	(1)	1	1
01/29	(1)	1	1	1	(1)	1	1	1	1	(1)	(1)	1	1	1	1	(1)	1	1
02/05	1	(1)	1	(1)	1	(1)	(1)	(1)	1	1	1	(1)	1	(1)	1	(1)	1	1
02/12	(1)	(1)	(1)	1	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	1	1	(1)	(1)	(1)	(1)
02/26	1	1	(1)	(1)	1	(1)	1	1	1	(1)	(1)	1	1	1	(1)	1	(1)	1
03/05	1	(1)	1	(1)	1	(1)	1	1	1	(1)	1	1	(1)	1	1	(1)	(1)	(1)
03/12	(1)	1	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
03/19	1	1	(1)	1	1	1	(1)	(1)	1	(1)	1	(1)	(1)	1	(1)	(1)	1	1
03/26	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
04/02	1	1	1	1	(1)	1	1	(1)	1	1	1	(1)	1	(1)	1	1	1	1
04/09	1	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
04/16	(1)	(1)	1	1	(1)	1	1	1	1	1	1	(1)	1	(1)	1	1	(1)	1
04/23	1	(1)	(1)	1	(1)	1	1	(1)	1	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
04/30	1	(1)	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
05/07	1	(1)	(1)	1	(1)	(1)	1	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
05/14	(1)	1	(1)	1	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
05/21	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
05/28	1	(1)	(1)	1	1	(1)	1	(1)	(1)	(1)	(1)	1	1	(1)	(1)	(1)	1	(1)
06/04	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	1	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
06/11	(1)	1	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
06/18	(1)	1	1	(1)	1	1	1	1	1	1	1	(1)	(1)	1	1	1	1	1
06/25	(1)	1	(1)	(1)	(1)	1	(1)	1	1	1	1	(1)	1	(1)	(1)	1	(1)	(1)
07/02	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	1	(1)	(1)	(1)
07/09	1	(1)	(1)	1	(1)	(1)	(1)	1	(1)	(1)	1	(1)	(1)	(1)	1	(1)	1	1
07/16	(1)	(1)	(1)	1	1	(1)	(1)	1	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	1	(1)	(1)	1	(1)
07/23	(1)	(1)	1	(1)	1	1	1	1	1	1	1	(1)	1	(1)	(1)	(1)	1	1
07/30	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
08/06	(1)	1	(1)	1	1	(1)	1	(1)	1	1	(1)	(1)	1	(1)	(1)	1	(1)	1
08/13	1	1	1	(1)	1	(1)	1	1	1	(1)	(1)	1	1	(1)	(1)	1	1	1
08/20	1	(1)	(1)	1	(1)	1	(1)	1	1	1	(1)	(1)	(1)	(1)	1	(1)	(1)	(1)
08/27	(1)	1	(1)	1	1	1	(1)	1	(1)	(1)	1	1	1	(1)	(1)	(1)	(1)	1
09/03	(1)	1	(1)	1	(1)	1	(1)	1	(1)	(1)	1	1	(1)	1	(1)	1	(1)	(1)

数据来源：Wind, 莫尼塔公司

图 47 子行业绝对收益（灰色区域表示行业轮动中的“爆发阶段”，其中的数字表示爆发阶段的总绝对收益）

	智能电网	物联网	风力发电	锂电池	垃圾发电	节能照明	清洁煤发电	太阳能发电	核能核电	新型煤化工	新材料	生物育种	核高基	移动支付	高铁	新能源汽车	三网融合	建筑节能
01/08																		
01/15	4%	-1%	-1%			8%	2%	0%	-1%	3%	0%	0%	4%	5%	1%	-2%	3%	2%
01/22	7%	2%	6%			3%	4%	5%	3%	3%	6%	6%	9%	9%	6%	7%	9%	8%
01/29	-10%	-3%	-5%			-7%	-5%	-5%	-5%	-7%	-6%	-3%	-8%	-12%	-7%	-6%	-8%	-7%
02/05	-2%	-2%	-1%	25%		-3%	-2%	-3%	-1%	-4%	-5%	-1%	0%	-1%	-2%	-3%	-3%	-2%
02/12	-4%	-3%	-4%			-1%	-5%	-4%		-2%	-3%	-5%	-7%	-7%	-2%	-3%	-3%	-3%
02/26	4%	1%	7%			4%	3%	2%		3%	4%	5%	6%	6%	3%	8%	5%	6%
03/05	7%	5%	3%			4%	6%	7%		5%	5%	6%	6%	6%	3%	8%	5%	6%
03/12	-1%	2%	-1%			-2%	2%	0%		-2%	-2%	-0%	-1%	-2%	0%	1%	-3%	-2%
03/19	0%	-2%	-2%	4%		-2%	-2%	-2%		-2%	-2%	-1%	-1%	-1%	-3%	-1%	-2%	-2%
03/26	9%	2%	5%			3%	7%	3%		22%	3%	4%	3%	10%	3%	6%	8%	8%
04/02	2%	-1%	1%			3%	0%	-1%		21%	1%	2%	2%	1%	2%	2%	1%	1%
04/09	5%	4%	7%			2%	5%	6%	4%		4%	4%	4%	4%	6%	4%	5%	5%
04/16	4%	2%	0%			1%	5%	1%	2%		1%	1%	4%	3%	2%	4%	2%	2%
04/23	0%	2%	4%			5%	3%	-1%		34%	0%	-1%	-1%	-5%	-2%	-3%	-3%	-1%
04/30	-11%	-12%	-6%	-10%		-9%	-6%	-8%	-7%	-7%	-9%	-11%	-11%	-11%	-8%	-6%	-9%	-10%
05/07	1%	-2%	0%	1%		1%	0%	1%	-2%	-5%	0%	-4%	-4%	-4%	-2%	-3%	-1%	-4%
05/14	-6%	-4%	-5%	-4%		-7%	-5%	-6%	-6%	-2%	-5%	-9%	0%	-4%	-3%	-6%	-3%	-3%
05/21	-3%	-3%	-5%	-3%		-7%	-2%	-5%	-4%	-4%	-4%	-6%	-6%	-1%	-4%	-4%	-4%	-4%
05/28	9%	6%	5%	12%		8%	6%	7%	6%	5%	8%	7%	8%	5%	6%	8%	8%	6%
06/04	-1%	-3%	-4%	-4%		-3%	-4%	-4%	-3%	-6%	-4%	0%	0%	-2%	-2%	-3%	-3%	-1%
06/11	5%	7%	1%	3%		2%	4%	4%	2%	3%	5%	5%	8%	5%	3%	8%	6%	6%
06/18	-8%	-7%	-4%	-8%		-6%	-6%	-6%	-4%	-4%	-6%	-7%	-7%	-6%	-6%	-6%	-6%	-6%
06/25	0%	2%	0%	1%		-3%	4%	-1%	2%	2%	0%	2%	3%	1%	-1%	2%	1%	1%
07/02	-12%	-12%	-10%	-14%		-10%	-13%	-12%	-11%	-11%	-12%	-12%	-11%	-12%	-9%	-11%	-13%	-13%
07/09	6%	4%	5%	5%		5%	6%	6%	6%	6%	7%	5%	4%	6%	8%	3%		
07/16	-1%	-3%	-1%	-2%		-2%	-2%	-2%	-2%	-2%	-4%	-2%	-1%	-1%	-2%	0%		
07/23	7%	8%	9%	9%		9%	9%	8%	9%	9%	8%	8%	5%	7%	7%	7%	7%	
07/30	3%	4%	2%	3%		3%	5%	3%	5%	7%	4%	3%	4%	3%	3%	4%	4%	
08/06	3%	25%	3%	42%		2%	28%	32%	3%	34%	11%	1%	2%	3%	6%	2%	28%	
08/13	1%	0%	0%	0%		1%	0%	0%	-1%	-1%	1%	3%	0%	-1%	-1%	0%		
08/20	1%	1%	0%	2%		1%	1%	1%	2%	-1%	-1%	0%	2%	3%	0%	0%		
08/27	1%	1%	1%	2%		1%	1%	0%	-2%	5%	1%	1%	0%	1%	0%	0%		
09/03	5%	4%	3%	5%		5%	7%	7%	2%	8%	9%	11%	5%	10%	6%	6%		

数据来源：Wind, 莫尼塔公司

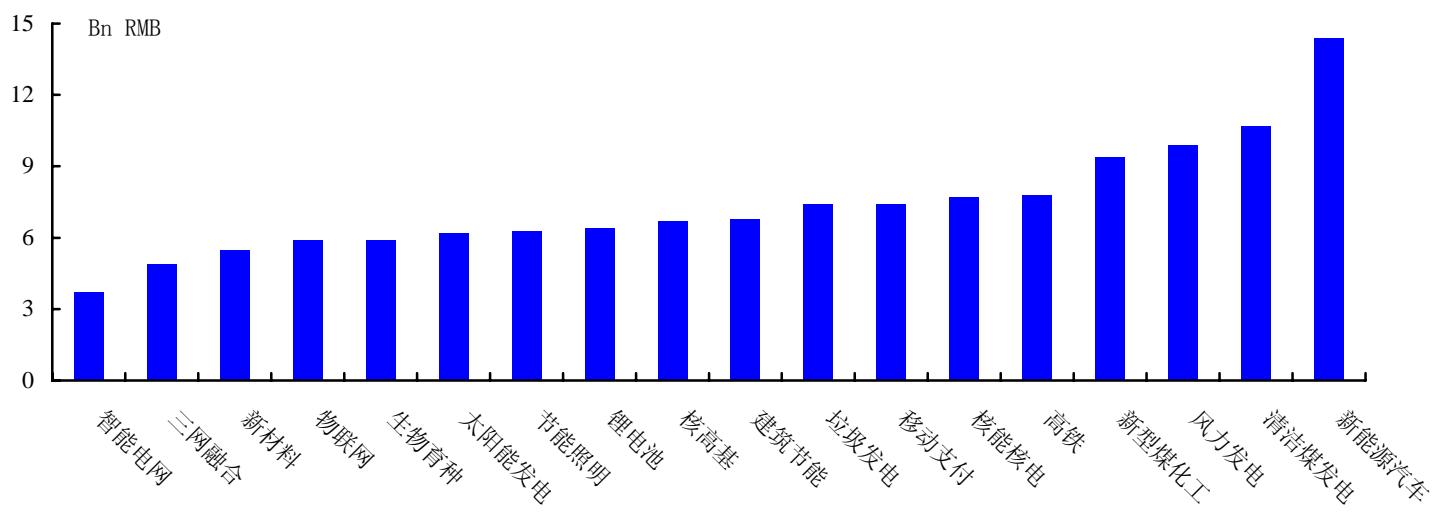
市值规模“潜规则”：投资者“抓小放大”

不同子行业的分公司规模不尽相同，我们计算了这些分公司的平均流动市值，发现在今年前三个季度中，分公司平均流动市值大于 80 亿人民币的子行业没有经历过一次行业轮动。所有的行业轮动都发生在分公司平均流动市值介于 30-70 亿人民币的新兴产业子行业中。

我们依然认为这与整体的市场流动性状况相关，如果说整体 A 股中我们相对更看好中小盘，则在新兴行业中我们也相对看好具有中小盘特征的子行业。在四季度中，如果通胀和房价上行都不超预期，则政府不会大幅的收缩流动性，但是短期内重新加大流动性释放力度也难以预期，我们判断四季度整体经济和整体市场的流动性环境和三季度可能持平，这也意味着在一种相对中性的流动性环境中，投资者更愿意去撬动重量级相对较小的行业这一偏好可能不会改变。因此我们预期分公司平均流动市值大于 80 亿人民币的子行业在四季度出现行业轮动“爆发阶段”的概率依然相对较小。

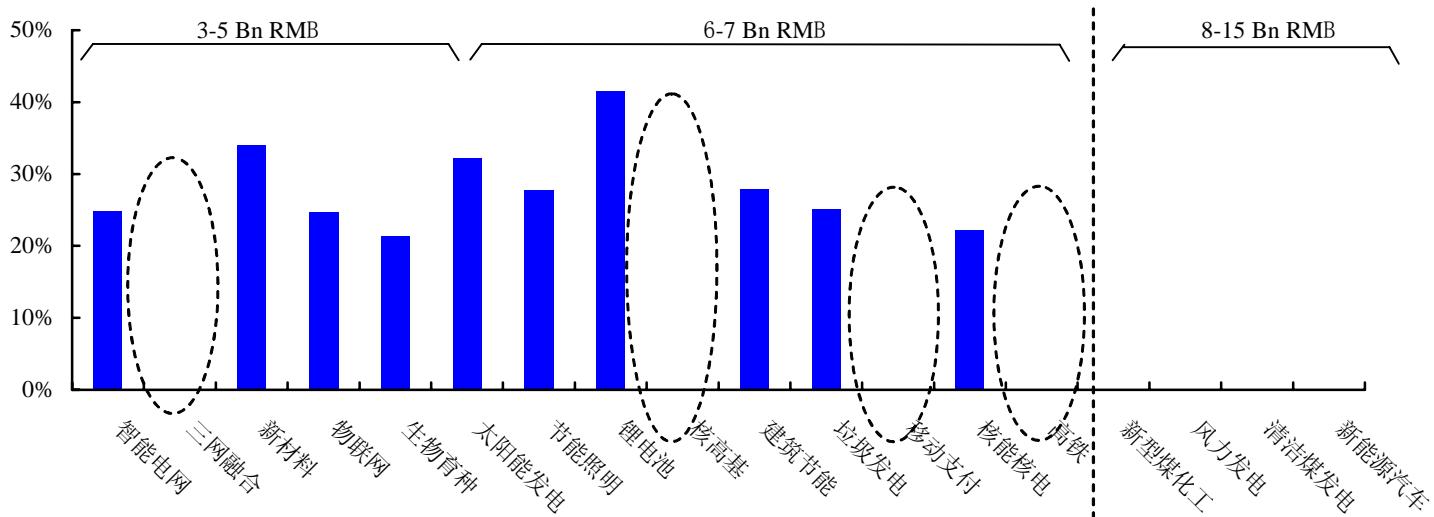
因此，我们相对更关注那些分公司平均流动市值介于 30-70 亿人民币，同时其在今年前三个季度（至少是在三季度内）没有经历过行业轮动的子行业。

图 48 不同新兴子行业的分公司平均流通市值



数据来源：Wind，莫尼塔公司

图 49 年初到现在不同新兴子行业处在行业轮动爆发性阶段中的绝对收益

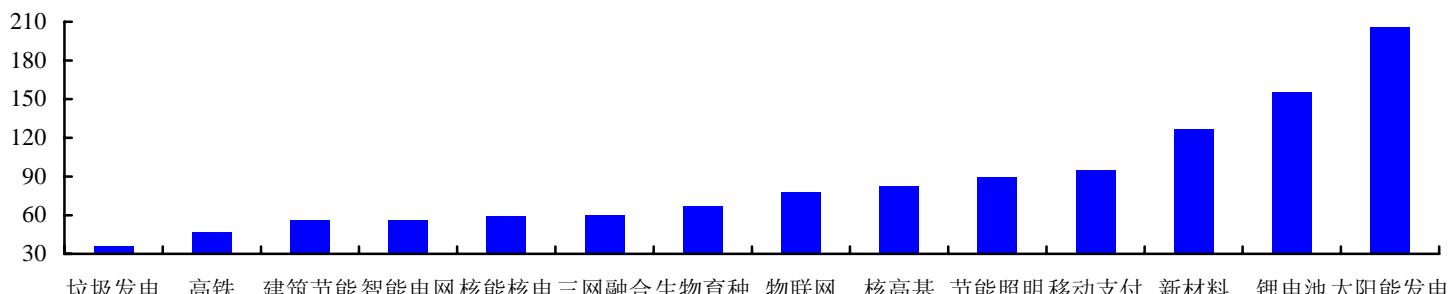


数据来源：Wind，莫尼塔公司

估值高低“潜规则”：便宜的子行业参与未来轮动的概率更高

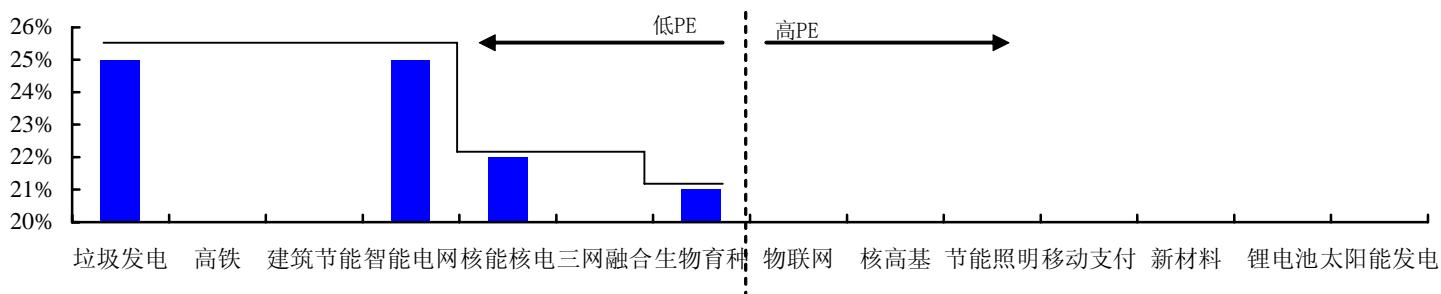
我们同时考察了不同子行业估值，今年年初一季度第一轮行业轮动启动的时候，我们发现参与行业轮动的四个子行业都是估值相对偏低的，同时估值越便宜的子行业最终在行业轮动的爆发阶段中获得的绝对收益也相对更大。而到了第三季度开始大规模的爆发行业轮动的第二轮的时候，估值相对便宜的子行业最终参与轮动并经历爆发阶段的概率超过80%，而估值相对偏高的子行业参与轮动的概率只有40%，明显低于估值相对较低的子行业。而对于可能的第三轮行业轮动，我们倾向于认为估值相对偏低的子行业参与轮动的概率更高。

图 50 不同新兴子行业的平均 PE (今年初)



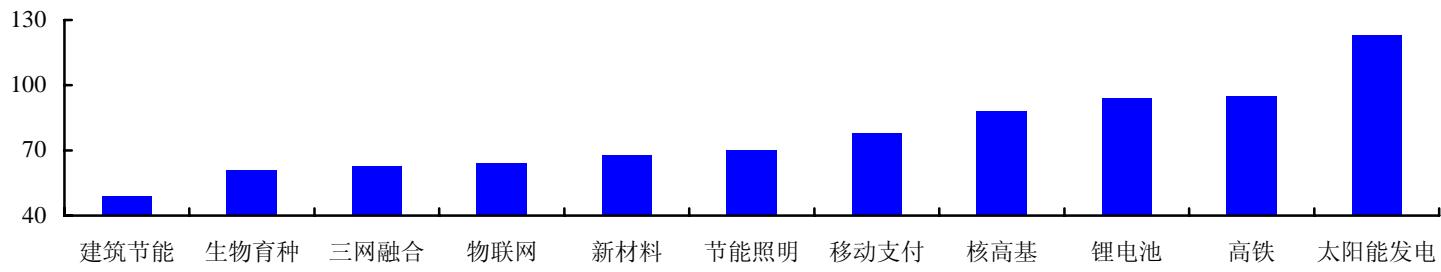
数据来源：Wind, 莫尼塔公司

图 51 第一轮行业轮动爆发阶段的绝对收益



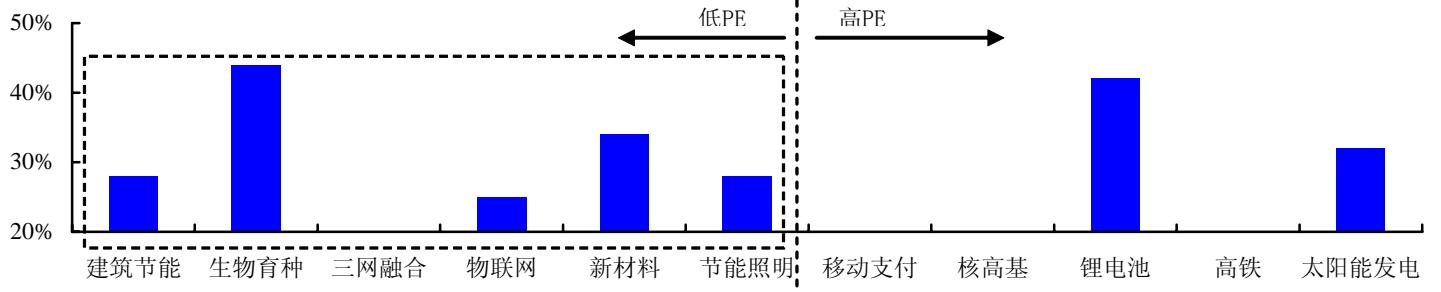
数据来源：Wind, 莫尼塔公司

图 52 不同新兴子行业的平均 PE (7月初)



数据来源：Wind, 莫尼塔公司

图 53 第二轮行业轮动爆发阶段的绝对收益



数据来源：Wind, 莫尼塔公司

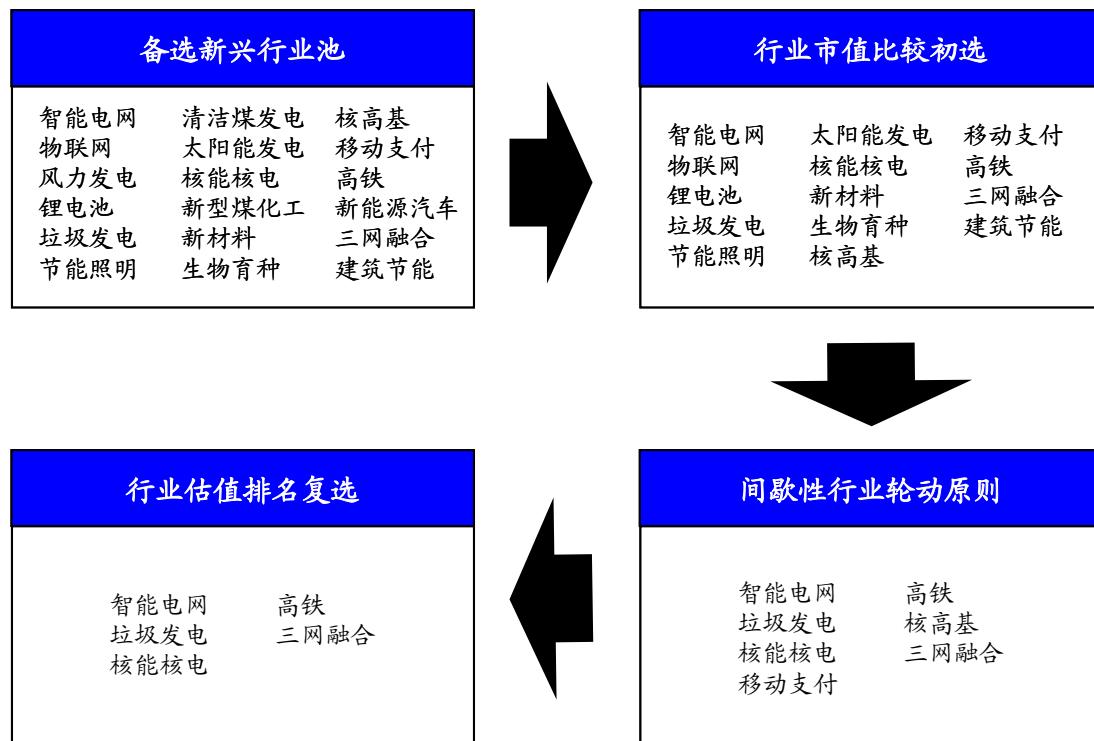
子行业选择的“三步法”——四季度推荐子行业：核电，智能电网，高铁和三网融合

综合前面的论述，我们总结出了选择四季度参与行业轮动概率更大的新兴产业子行业的方法，其主要步骤有三个：

- 1、行业市值比较初选：我们预期四季度的市场流动性环境保持相对中性，则平均市值偏大的子行业参与轮动的概率仍然不高，因此我们从初始的备选新兴产业子行业池中剔除了分公司平均流动市值大于80亿人民币的子行业。
- 2、间歇性行业轮动原则：从今年前三个季度的行业轮动情况上看，绝大部分子行业参与行业轮动只有一次，由于新兴产业公司的估值从绝对水平上看普遍都偏贵，同时其参与轮动的方式也呈现“快，准，狠”的特征，因此单一子行业持续参与行业轮动的概率并不高。所以我们在选择过程的第二步剔除了那些在今年三季度刚刚经历了轮动爆发阶段的子行业。
- 3、行业估值排名复选：从过去三个季度中子行业轮动的过程上看，估值相对便宜的行业其参与新一轮行业轮动的概率更高，因此我们考察了不同行业在当前的PE水平，剔除了两个相对估值最高的行业，则最终挑选出五个新兴产业子行业，它们包括：核电，智能电网，垃圾发电，高铁和三网融合。

我们相信上述子行业选择方法能够为投资者提供有用的参考，主要理由在于我们相信今年四季度新兴行业面临的宏观、政策和市场环境和三季度没有截然的不同。首先，经济周期还处在下行阶段，但是高房价风险和通胀隐忧并没有彻底消失（我们预期可能直到明年一季度，这两方面的风险才可能会显著减弱），因此整体流动性管理和货币政策会保持在一种相对中性的水平上；其次，政府调结构的动力依然很强，同时四季度节能减排的“猛药”也可能使得政府会有更多中长期的“蓝图”性质的言论甚至实际措施在四季度面世；最后，上述宏观经济、政策背景和流动性水平则可能继续支持新兴产业的结构性行情。

图 54 新兴产业子行业轮动选择“三步法”



数据来源：Wind, 莫尼塔公司

第三部分

重点子行业基本面扫描：
核电，太阳能，智能电网，
高铁，三网融合与物联网

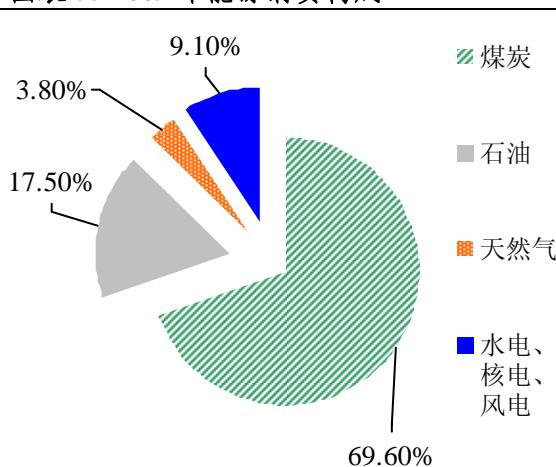
新能源：持续高增长可期

按照近期媒体的报道，新兴产业产业发展规划将于9月中下旬发布。新发展规划的规划期为2011-2020年。随着规划实施，将累计直接增加投资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。

从目前透露的信息来看，新兴产业产业5万亿的发展规划中，2020年非化石能源占15%，分配比例是，水电占到9%-10%，核电占2%-3%，而风能、太阳能等可再生能源2%。发改委能源研究所副所长李俊峰表示他倾向的比例是，水能占到7%-8%，核电占到3%-4%，风能、太阳能等可再生能源3%-5%。我们将目前透露的信息作为中性情景，将李俊峰的期望作为乐观情景，对核能、风能和太阳能未来10年的装机容量做了估算：

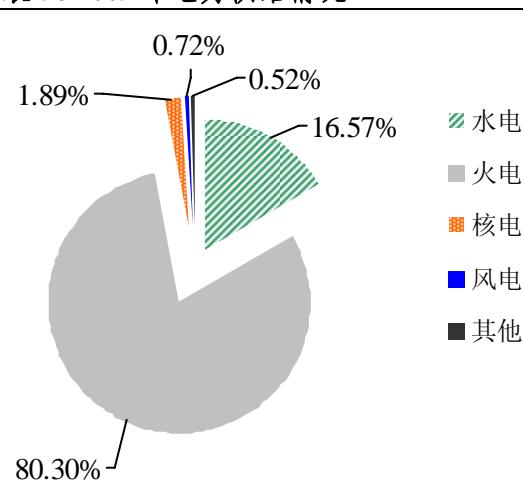
- 核能：中性情景（3%），2020年累计装机容量61GW，累计装机年增长率为19%；乐观情景（4%），2020年累计装机容量81GW，累计装机年增长率为22%。
- 风电：中性情景（1.3%），2020年累计装机容量131GW，累计装机年增长率为16%；乐观情景（2%），2020年累计装机容量202GW，累计装机年增长率为21%。
- 太阳能：中性情景（0.7%），2020年累计装机容量52GW，累计装机年增长率为62%；乐观情景（1.5%），2020年累计装机容量112GW，累计装机年增长率为74%。

图表 55 2009 年能源消费构成



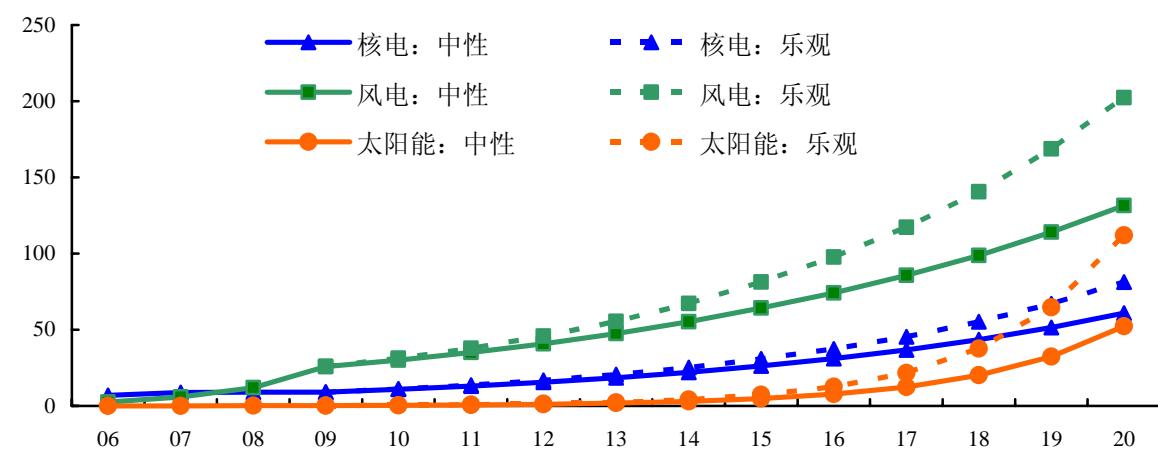
数据来源：国家能源局，莫尼塔公司

图表 56 2009 年电力供给情况



数据来源：国家能源局，莫尼塔公司

图表 57 可再生能源装机累积装机容量预测 (GW)



数据来源：莫尼塔公司

新能源：近期政策利好核电 太阳能看好未来空间

我们认为，不同新能源方式在国家能源战略中所处的地位并不等同，这实际上是由当前各种能源方式所处的技术路径及产业特点所决定的，也可以从国家之前对产业的规划中得到应证。

三大可再生能源方式中，核电的地位最为特殊。发展核电的意义被界定为“保障国家能源安全”，“改善能源结构”以及“提高装备制造业水平”。2006年以来通过引进技术吸收，当前我国已经掌握了全球领先的核电技术，核电推广的基础可谓已经万事俱备。同时由于核电在成本以及稳定性上的优势，核电在能源结构优化中所扮演的角色也更加重要。

风能和太阳能的成熟度则相对更差一些。风电当前问题在于装机规模大大超过规划，导致电网建设落后于发电装备，风电未来的增长可能会相对受限。太阳能方面，产业目前仍处于政策扶持阶段，而国家倾向于在出台系统性补贴政策之前通过一段时间的招标试点摸清产业规律，以避免政策制定不当导致项目过热。

图表 58 核电、风电及太阳能比较分析

发电方式	技术	政策导向	未来市场空间
核电	2006 年协议引进西屋公司第三代核电技术，通过逐步实施核电装备自主化工作，目前 AP1000 核电设备国产化取得阶段性成果。2010 年 8 月，第 AP1000 技术正式“落户”三门核电项目和海阳核电项目，是世界上首批建设的 AP1000 机组。	发改委《国家核电发展专题规划（2005-2020 年）》核电发展指导思想和方针：统一技术路线，注重安全性和经济性，坚持以我为主，中外合作，通过引进国外先进技术，进行消化、吸收和再创新，实现核电站工程设计、设备制造和工程建设与运营管理自主化，形成批量建设中国自主品牌大型先进压水堆核电站的综合能力。	核电具备利用时数高，电源稳定的优势，同时发电成本更低（核电上网电价在 0.45 元/千瓦时左右）。但核电的发展趋势更可能是平稳的增长，考虑到安全问题，国家会有计划的推进核电持续稳定发展。
风电	我国风电基础技术大多源自国外，目前处于消化吸收再创新的阶段，一些关键部件国内无法生产，基本依赖进口。特别是主轴承以及齿轮箱和发电机的精密轴承，同时还包括控制系统和变流器，这些风机中的核心部件几乎全部是进口的。国内兆瓦级以上的风电轴承多处于实验阶段。	发改委《促进风电产业发展实施意见》（2006）把风电作为可再生能源发展的重点，有序推进，规范发展：第一步通过政策扶持，市场拉动，做好风能资源评价规划，建立较完善的专业化体系，提高设备自主化水平；第二步以市场为主导，实现风电的大规模发展，提高风电在电力供应中的比重，使风电成为重要的电力来源，形成新的经济增长点。	由于电网端的限制，前期风电装机的增速大大超过了国家的规划进度。未来风电增速能否重启仍依赖于电网建设的进度。发改委能源所长李俊峰表示未来每年新增安装在 1200 万千瓦比较合适，与 2009 年安装量持平，显示未来增长可能受限。
太阳能	太阳能级多晶硅制备技术与工艺主要掌握在美国、日本、德国以及挪威等国家的几个主要生产厂商中，形成技术封锁和垄断，国内核心装备仍依靠引进，多晶硅设备成本较高。电池和组件的技术门槛较低，我国具有成本优势，从而在电池和组件生产上占据了全球 40% 以上的供给。	尚无系统的规划《关于加快推进太阳能光电建筑应用的实施意见》（2009）对光电建筑应用示范工程予以补助；鼓励技术进步与科技创新；鼓励地方政府出台扶持政策。《关于实施金太阳示范工程的通知》（2009）金太阳示范工程综合采取财政补助、科技支持和市场拉动方式，加快国内光伏发电的产业化和规模化，促进光伏发电技术进步。	目前需求仍主要来自国外，国内市场处于试探摸底阶段。国内市场的启动依赖于上网电价补贴的出台或是成本的大幅下降。相关人士表示 3 年以内有望出台上网电价补贴，据此判断，国内光伏市场将有望在 3 年内启动，未来增长潜力巨大。

资料来源：莫尼塔公司整理

新能源：近期内核电更有望受到政策提振而获得超额收益

由于核能发展过程中，安全性是重要的考量因素，因此，核电市场的启动更可能是有规划的稳定增长。目前我国在建核电规模已经是世界第一。而按照我们之前的估计，若要实现2020年核能发电量占到能源总消费量的3%-4%，则2020年核电累计装机规模需要达到61-81GW，年复合增长率为20%左右。我们认为尽管核电的装机规模不大可能实现像太阳能那样的爆发式增长，但是可预期内核电的增长将更加稳定持续，同时20%的增幅也足以给相关公司带来客观的收益。

就近期密集出台的政策言论信息判断，核电在未来国家新能源布局中所处的地位要远高于风电和太阳能，这也意味着国家未来在核电上的政策支持力度将会比风能和太阳能更大。我们认为两个方面的原因决定了当前阶段核能更可能受到政策惠顾：从产业链的角度，我国目前在风电和太阳能上的布局仍主要处于中低端的加工制造环节，核心技术掌握有限，而我国核能技术在引进和吸收的基础上逐渐步入成熟阶段，从而更具备战略性新兴行业的高技术特征；此外，就市场推广而言，太阳能目前成本劣势明显，风电则有间歇性和不稳定性的缺陷，而核电在成本以及电能输出上具备明显的优势，近期在核电布局上提出了“内陆化”以及“走出去”的声音。我们认为核电自身优势以及其国内外的广阔市场空间决定了核能更可能受到近期出台的新兴能源发展规划提振，从而给核电版块带来四季度的超额收益。

图表 59 我国目前运营核电项目



数据来源：WNA

图表 60 我国运营、在建及规划核电项目

项目数量	总装机容量 (MW)
运行项目	12
在建项目	16880
规划项目	22100

数据来源：WNA，莫尼塔公司

图表 61 近期媒体及业内人士关于核电的言论

时间	出处	主要观点
2010-07-13	国家能源局	目前我国已成为世界上在建核电机组最多的国家，“十二五”期间核电建设进入高峰，全面提升核电工程建设的安全管理水平尤为迫切。
2010-08-04	国家能源专家咨询委员会	我国著名核电专家、中国工程院院士叶奇蓁主持编写报告，在重点分析了我国二代改进型压水堆核电站发展的现状后，认为我国核电已形成规模化批量化发展格局。
2010-08-13	中国核能行业协会	中国核能行业协会有关专家，他猜测《核电中长期发展规划》经过“扩容”，到2020年投运和在建装机容量分别为7500万千瓦和3000万千瓦。
2010-08-16	发改委李俊峰	今后我国应重点发展三类新能源：第一是核电，第二是水电，第三是风能、太阳能和生物质能等。
2010-08-17	国家能源局局长张国宝	推进核电技术装备国产化是国家战略，今后国家发改委、国家能源局将进一步加强AP1000核电技术装备国产化的组织协调。
2010-08-22	副总理李克强	核电是我国大力发展的新能源
2010-09-09	主席胡锦涛	积极发展核电是优化我国能源结构、减少温室气体排放的一项重要举措。我们国家核电工业起步较晚，但目前发展很快、形势很好。

资料来源：莫尼塔公司整理

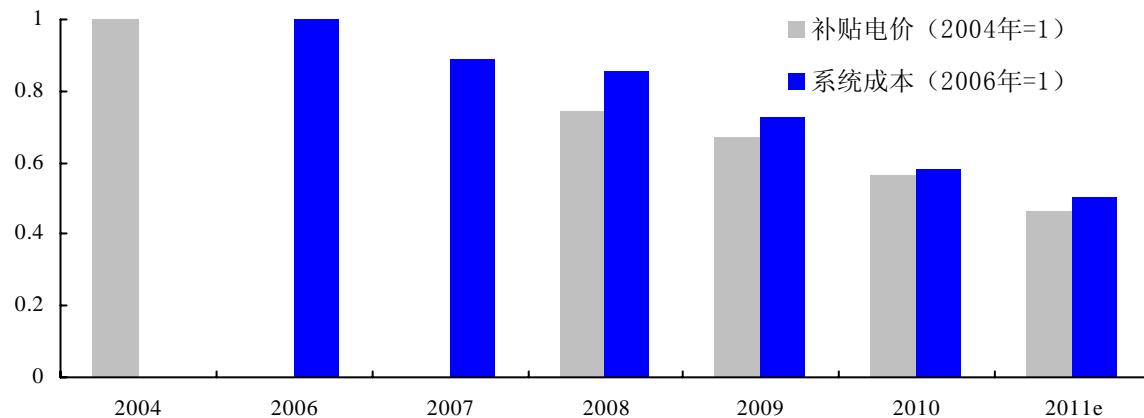
新能源：继续看好太阳能在中长期内的增长空间

我们仍看好太阳能未来的增长空间。我们认为2010年全球太阳能系统安装规模将达到14.3GW，相比2009年增幅达到98.5%。2011年的增幅将会显著下滑，但是仍有望实现45%的增长，从而使得2011年全球的安装量突破20GW。

2011年增速的下滑主要来自于德国的高速增长不可持续（2010年德国全年安装量预计为6.5GW，同比增速71%）。同时我们认为尽管德国继续增长比较困难，但是显著萎缩也不太可能。根据目前的信息，德国政府将会把明年的上网电价补贴继续下调15%。我们认为，若只是下调上网电价，则表明政府对太阳能的态度仍是正面和积极的。经验判断系统及安装成本的下降将足以吸收15%的下调幅度，从而使得项目维持较为可观的内部收益率。唯一表明政府态度转向的是实施类似西班牙和捷克的补贴额度限制。我们认为，基于德国自身拥有较大的太阳能产业，同时太阳能也是其实现2020年可再生能源发电占比30%的重要动力，因此德国发生态度转向的可能性不大，2011年的政策仍将是电价调整为主。

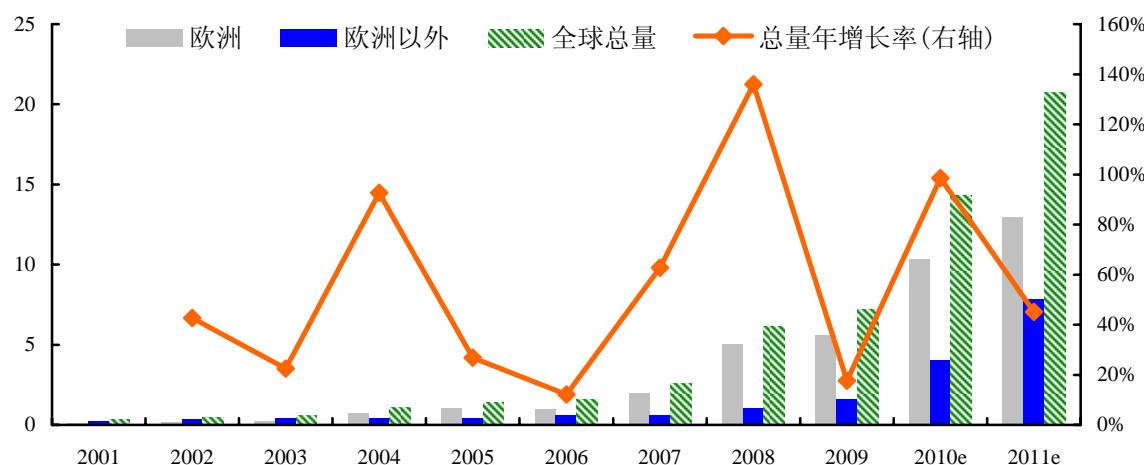
根据目前在瓦伦西亚召开的第25届欧洲太阳能峰会上的信息，今年以来来自德国以外的安装需求高于投资者预期，今年下半年到明年一季度的需求仍然非常旺盛，市场处于供不应求状态，特别是对低成本组件的需求。我们认为这样的需求环境事实上对中国电池和组件厂商是利好，产业成熟同时具备规模化优势的厂商更有望分享未来的增长空间。

图表 62 太阳能系统成本下降及补贴电价下调幅度比较（德国）



数据来源：BSW-Solar, PVinsights, 莫尼塔公司

图表 63 全球太阳能安装量估计 (GW)



数据来源：EPIA, 莫尼塔公司

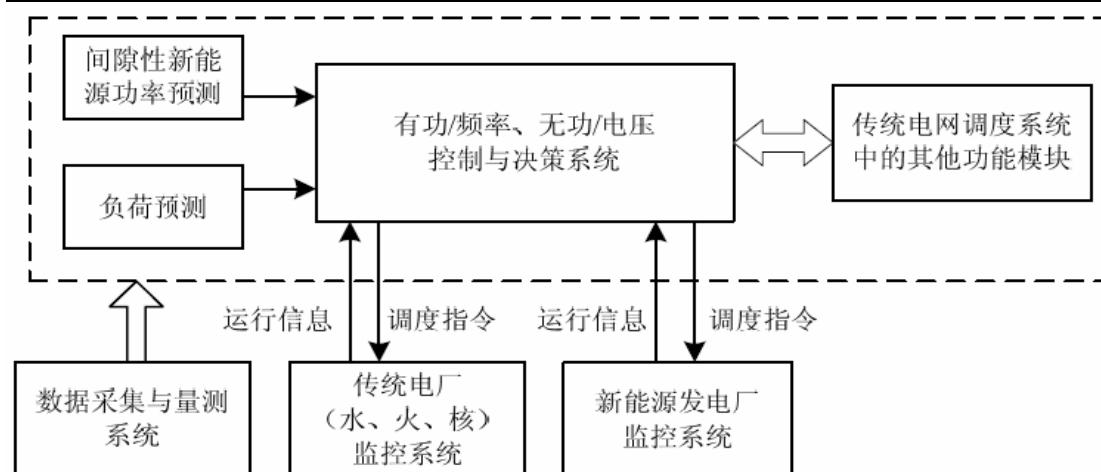
新能源：新能源战略将同时引爆智能电网投资

正如我们前面所提到的，短期内风电的扩张受到了电网建设的制约。相应的，我们认为新能源战略的实施将同时带来智能电网的投资高潮。而为了实现新能源电力的顺利接纳，智能电网的建设将需要考虑以下几个方面的问题：

- 由于风力及太阳能丰富的地区多地处偏远，远离电力负荷中心，因此新能源发电远距离输电线路输送。智能电网建设需考虑大规模新能源高压输送技术，解决新能源电力的波动性，实现输送功率的合理分配。
- 风电和太阳能都具有间歇性和波动性的特征，特别是风电，这为电网调频调峰以及安全稳定性都带来了新的问题。因此在大规模新能源接入电网时，需要强大的智能电网调度系统以及控制技术，同时利用电网储能蓄能协调配合，实现电网的稳定控制和运行。
- 在配电用电方面，需要智能化的配用电设备实现对新能源的接纳与协调控制，提高配电网供电可靠性。特别是未来如果对新能源实施类似德国的上网电价补贴时，更需要智能电网实现对新能源电价电量的智能化管理。

按照国家电网的规划，2011年到2015年将是智能电网的全面建设阶段。我们认为，相关设备制造商，特别是前端特高压输电设备、智能电网调度系统、终端智能电表制造以及储能技术提供厂商，将有望分享智能电网建设的盛宴。

图表 64 新能源发电的电网调度自动化系统结构示意图



资料来源：国家电网，莫尼塔公司整理

图表 65 主要储能技术的特点及应用能力

储能类型	典型额定功率	额定能量	特点	应用场合
机械储能	抽水储能	100-2000MW	4-10 小时	大规模，技术成熟；响应慢，需要地理资源。
飞轮储能		5kW-10MW	1 秒-30 分钟	比功率高，成本高，噪音大
电化学储能	铅酸电池	kW-50MW	分钟-小时	技术成熟，成本低；寿命短，环保问题。
	液流电池	5kW-100MW	1-20 小时	寿命长，效率高，环保好，储能密度稍低
	钠硫电池	100 kW-100MW	数小时	比能量与比功率高，高温条件运行安全需改进
	锂离子电池	kW-MW	分钟-小时	比能量高，成组寿命安全问题需改进

资料来源：国家电网，莫尼塔公司整理

高端装备制造业：五大重点发展方向

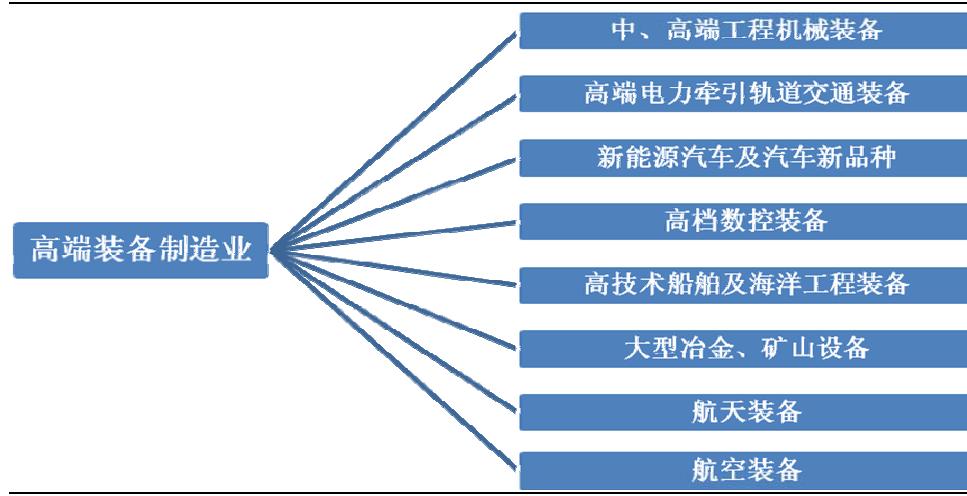
当前政府虽然已经将高端制造产业纳入了战略性新兴产业的范畴，但是由于尚未出台具体规划，这一产业的内涵定义还比较模糊。我们认为之前政府的相关规划（2009年装备制造业调整和振兴规划以及湖南省先进装备制造产业发展专项规划）是可以借鉴的资料。同时，考虑到装备制造业是工业生产的基础行业，我们认为未来高端制造产业的发展方向将与其他新兴产业的发展密切相关。据此判断，我们认为高端制造产业发展方向的重点包括新能源设备、节能环保设备、新能源汽车、高铁设备以及航空航天设备。其中，前三个板块各与相应的新兴产业结合。而在高铁和航空航天设备中，我们认为短期内高铁设备将可能获得更大的提升空间。

图表 66 装备制造业调整和振兴规划：十大领域重点工程（2009）

高效清洁发电	推进二代改进型、AP1000 核电设备自主化；推进风电设备自主化；进一步提高 70 万千瓦以上水电设备、大型抽水蓄能机组、百万千瓦级超临界/超超临界火电设备、大型燃气机组、垃圾焚烧发电设备等技术装备的性能质量。开发太阳能发电设备。
特高压输变电	以特高压交直流输电示范工程为依托，以交流变压器、直流换流变压器、电抗器、电流互感器、电压互感器、全封闭组合电器等为重点，推进 750 千伏、1000 千伏交流和±800 千伏直流输变电设备自主化。
煤矿与金属矿采掘	大力发展新型采掘、提升、洗选设备，重点实现电牵引采煤机、液压支架、大型矿用电动轮自卸车、大型露天矿用挖掘机等设备的国内制造。
天然气管道输送和液化储运	发展长距离输送管道燃压机组、大型管线球阀和控制系统等装备；发展大型液化天然气运输船及接收站等设备。
高速铁路	组织实施铁路交通设备自主化，实现高速动车组、大功率交流传动电力/内燃机车、重载货车、大型养护机械等装备的国内制造。
城市轨道交通	重点实施城市轨道交通车辆、信号系统、列车网络控制系统、制动系统、主辅逆变器等机电设备自主化。
农业和农村	大力发展大功率拖拉机及配套农机具、节能环保中型拖拉机等耕作机械，通用型谷物联合收割机、新型半喂入式水稻联合收割机、高效玉米联合收割机、自走式采棉机等收获机械，免耕播种机，节水型喷灌设备等。
基础设施	以大型隧道全断面掘进机、大型履带吊和全路面起重机、架桥机、沥青混凝土搅拌和再生成套设备等为重点，发展大型、新型施工机械。
生态环境和民生	大力发展污水污泥处理设备、脱硝脱硫设备、余热余气循环再利用设备、环境在线监测仪器仪表。
科技重大专项	加快实施高档数控机床与基础制造装备科技重大专项，重点研发高速精密复合数控金切机床、重型数控金切机床、数控特种加工机床、大型数控成形冲压设备、重型锻压设备、清洁高效铸造设备、新型焊接设备与自动化生产设备、大型清洁热处理与表面处理设备等八类主机产品。

资料来源：莫尼塔公司整理

图表 67 湖南省战略性新兴产业先进装备制造产业发展专项规划



资料来源：湖南省发改委，莫尼塔公司整理

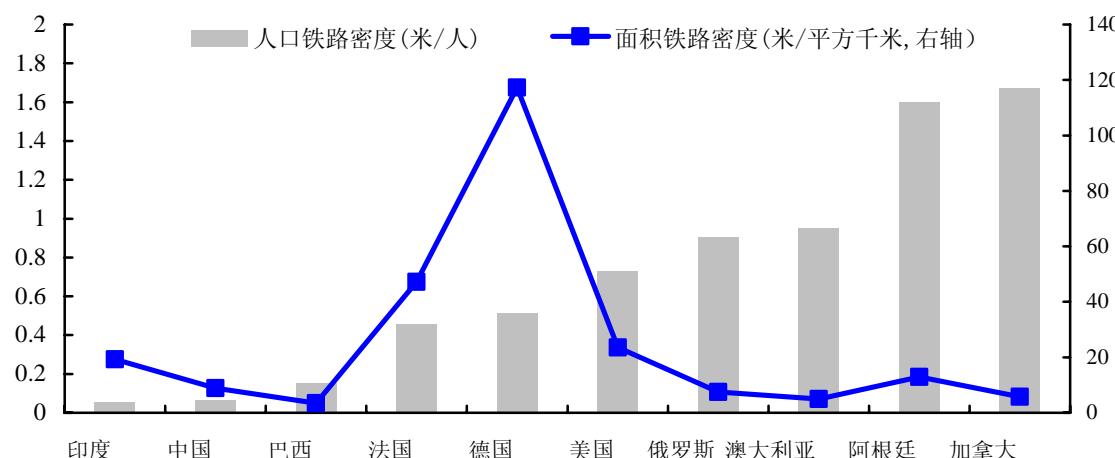
高端装备制造业：高铁建设将是定点“保增长”的利器

相对于航空航天装备，我们在短期内更看好高铁装备制造的原因包括两个方面：第一是近期来看，如果政府在调结构的同时面临“保增长”的压力，则高铁建设是实施定点“保增长”的利器。第二个原因是与核电类似，高铁技术从2004年开始引进吸收以来，我国已经掌握了成熟的技术，产业已经进入“成熟收获期”。

我们认为，尽管目前调结构的思路已经非常明显，但并不表示政府能够接受经济增长的大幅下滑。近日发改委要求加快推进中央投资项目建设，确保已下达投资计划的项目在中央检查组秋季检查前按要求如期开工建设，指出今年下半年要全力完成两年4万亿元的投资计划。此外，《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》也指出要把战略性新兴产业培育成为国民经济的先导产业和支柱产业。这些迹象都表明政府更希望看到一个相对平稳的转型的过程。

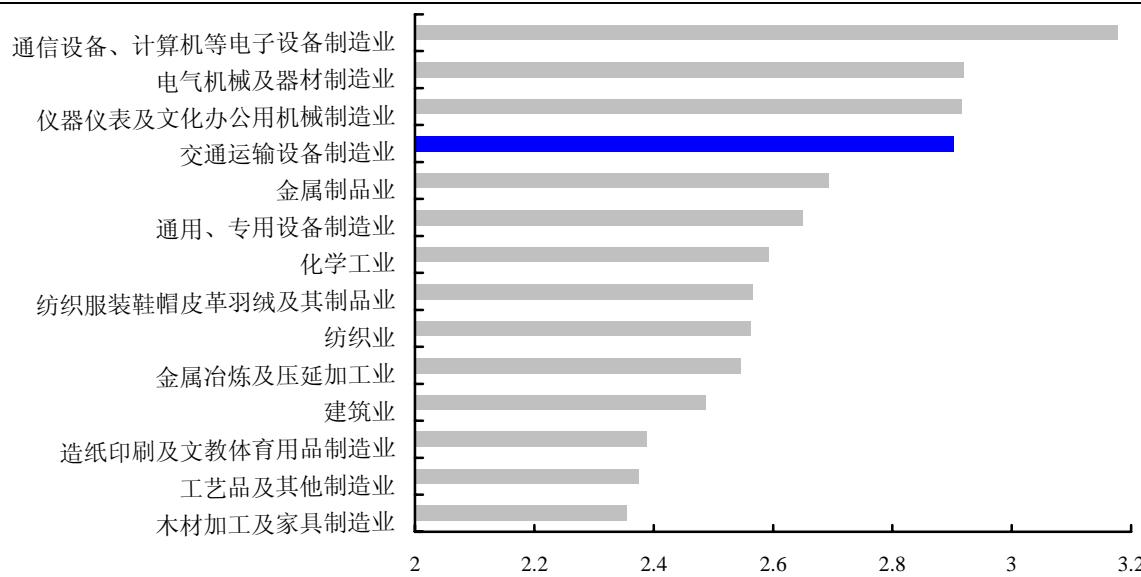
在此背景下，我们认为如果面临保增长问题，高铁是实施定点打击的利器。一方面，我国铁路建设尽管近年得到大力发展，但是铁路网密度与其他国家相比仍然很低，因此未来发展空间仍然巨大（“五纵六横八连线”的中期高速铁路网规划）。另一方面，铁路建设（交通运输设备制造业）对其他产业的拉动效应位居前列，意味着通过高铁建设，政府可以通过杠杆效应实现更大的增长拉动。

图表 68 我国铁路密度仍然很低



数据来源：Eurostat, Global Insight, 莫尼塔公司

图表 69 不同产业对国民经济的拉动效应（完全消耗系数）



数据来源：统计局, 莫尼塔公司

高端装备制造业：高铁产业路径已达“成熟收获期”

此外，我们认为我国高铁在其技术路径中已经达到了成熟推广阶段，这个意义上来说高铁作为高端装备制造业的核心版块之一，是推进高端装备制造业迅速成长为国民经济支柱产业的重要力量。

我们认为目前我国高铁在其技术路径中所处的位置与核电类似，甚至比核电更加成熟。从2004年引进国外高铁技术以来，通过吸收改进，我国已经掌握了世界领先的高铁技术。同时，由于我国国土广袤，地形复杂，高铁建设横跨多个不同的气候和地质区域，我国高铁建设的线下技术和建设经验已经达到世界一流。目前全面推进高铁建设乃至实施技术出口都具备了技术基础。

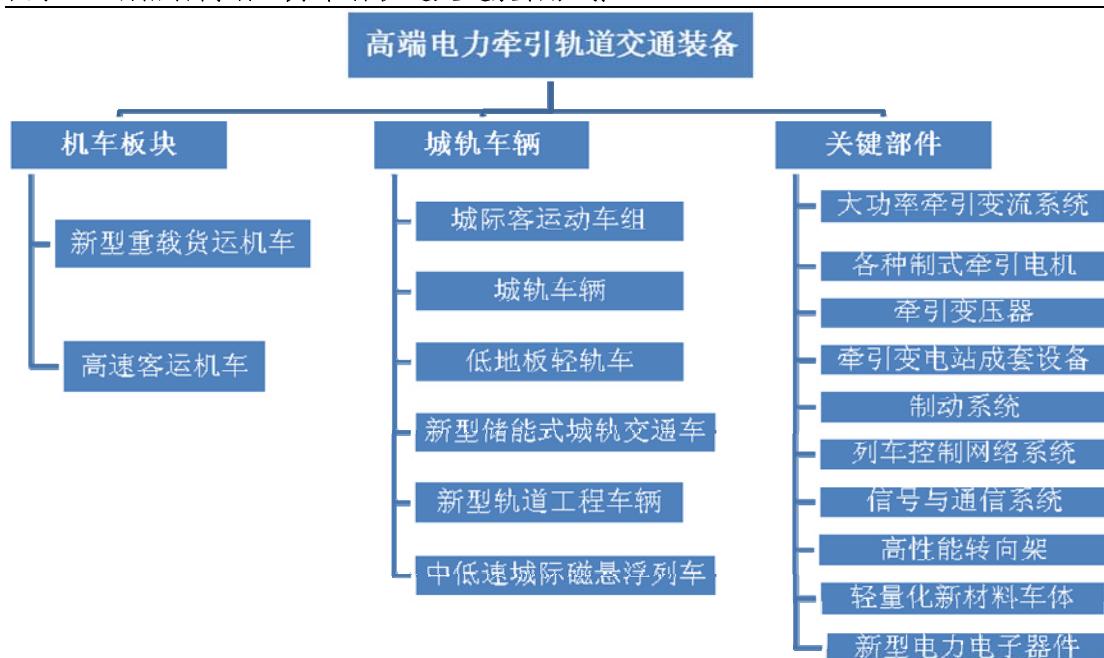
鉴于湖南省轨道交通装备制造在国内有着举足轻重的地位，多个领域位居国内领先水平，我们参考了湖南省高端电力牵引轨道交通装备规划。我们认为未来连接核心城市的高速铁路以及城市群内的城际动车将是重点的发展方向。同时，随着我国铁路网络的逐步完善，设备维护以及配套服务也将为相关设备制造商公司带来可观的收益。

图表 70 我国高速铁路产业路径图

技术引进 2004年~2006年	吸收改进 2007年~2009年	规模化推进 2010年~2013年	分享国际市场 2013年~
中国南车青岛四方、中国北车长客股份和唐车公司先后从加拿大庞巴迪、日本川崎重工、法国阿尔斯通和德国西门子引进技术，联合设计生产高速动车组。	积累了从工务工程、通信信号、牵引供电到客车制造的一揽子技术。制动技术、牵引电传动系统及网络控制装置等关键技术 and 核心部件均实现国产。2009年底武广高速铁路建成开通标志着我国高铁技术已经位居世界前列。	到2012年，我国将建成1.3万公里的高速铁路客运专线，其中时速二百五十公里线路有五千公里，时速三百五十公里的线路八千公里。十二五期间高铁建设将有望继续大规模推进，高铁建设进入“成熟收获期”。	2009年中俄签订发展高速铁路备忘录以及中美签订备忘录，分别承诺在俄罗斯以及美国的高铁项目进行合作代表着我国高铁技术走出去的战略开始实施。随着技术完善以及成本优势，未来将有望在国际市场获得一席之地。

资料来源：莫尼塔公司

图表 71 湖南省高端电力牵引轨道交通装备规划



资料来源：湖南省发改委，莫尼塔公司

新兴信息技术产业：关注三网融合和物联网

根据公开信息的整理和归纳，新一代信息技术产业可能主要包括下一代通信网络、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。新一代信息技术涵盖技术多、应用范围广，与传统行业结合的空间大，在经济发展和产业结构调整中的带动作用将远远超出本行业的范畴。

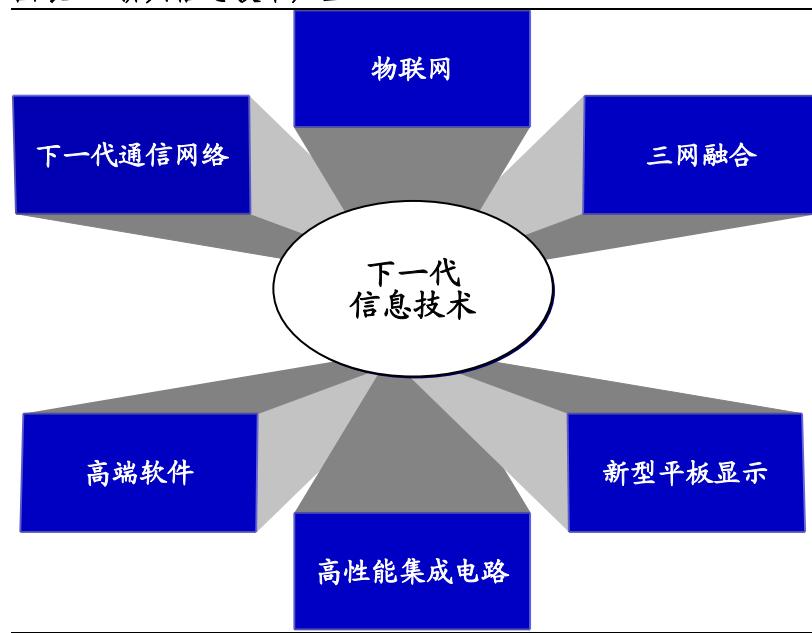
从对经济的拉动力度，技术成熟度和产业链完整角度，政策刺激敏感性这三个维度来考察，我们更为关注温家宝总理曾在政府工作报告中提及的三网融合和物联网。

首先，从对经济的拉动力度上看，三网融合和物联网都并非孤立的单一产业，而是包含多个产业及核心技术在内的产业集群，这意味着从宏观层面上其发展和技术突破将极大带动整体经济。三网融合的推进将带动光通信，电子元器件，终端设备，运营商以及内容和服务提供商等产业的发展；物联网的产业链条很长，其所代表的全球第三次信息化浪潮将拉动集成电路市场需求的增长，也将推动芯片与传感器、芯片与系统的融合，带动全产业链的发展。

其次，从技术成熟度上看，三网融合已进入试点阶段，而物联网也已进入实质性推进阶段，虽然产业的成熟仍将是一个长期的过程，但其加速度不可小觑。

最后，从政策刺激角度看，三网融合的实质进展很大程度上依赖于国家机器强力推进双向准入和产业融合以打破占据视频、语音和网络各实体的利益僵局，今年6月份出台的试点规划细则和7月份公布的试点城市名单显示了政府推动三网融合的决心；物联网各种技术和标准的发展和成熟将是一个长期的过程，但在局部的产业比如RFID的应用已经逐步走向普及，技术的标准化虽然是一个难题，但长期看我们仍保持乐观的态度。

图表 72 新兴信息技术产业



数据来源：莫尼塔公司整理

三网融合：设备，渠道和内容供应商将持续受益

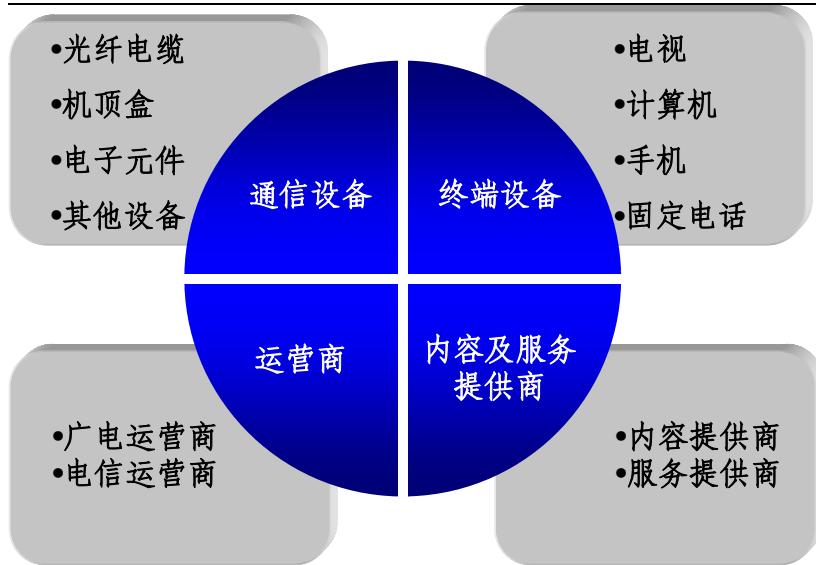
三网融合是指有线电视网、电信网和互联网三大网络通过技术改造，提供包括视频、语音和数据等综合多媒体业务。它将给信息产业带来巨大的变革。据三网融合专家组组长邬贺铨估算，未来三年三网融合相关产业市场规模将达到6880亿元，其中有线网相关建设投资2490亿元，信息服务收入与终端消费4390亿元。

三网融合是技术发展的必然趋势。从宏观层面看，三网融合的进程是社会进一步信息化的新浪潮；从行业层面看，融合业务开展将有效地刺激相关技术创新和市场规模的扩大，三网融合将大大促进未来的通信网络、移动终端、IPTV和3G手机的发展，还将促进文化产业和影视产业、传统制造业和其他现代服务业的发展；从运营商层面看，三网融合业务的发展将为电信、广电和互联网运营商提供新的市场，同时减少其提供业务的成本，并满足用户业务多样化需求，提高用户体验；从消费者层面看，三网融合将给人们的生活方式带来巨大改变，电视，电信和互联网的融合将带来极为丰富的产品组合并提供极大便利。可以预见，三网融合将为中国经济发展注入强劲动力。

● 设备，渠道和内容供应商将持续受益

三网融合将带动产业链上若干环节，包括设备，渠道以及内容各方面的供应商。随着光纤到户接入工程，广电网络双向化改造的推进，光通信设备，光纤制造业以及配套设备将迎来投资机会；中国有线网络运营商众多，IPTV牌照的发放也将引导未来的有线网络跨区域整合，随着市场化的加深，优秀的有线运营商以及内容提供商也将有机会在三网融合的浪潮中分得一杯羹。

图表 73 三网融合产业链



数据来源：莫尼塔公司整理

三网融合：软硬件设备行业将直接受益于广电和电信投资

● 广电和电信的博弈

从国外经验和中国国情分析，我国三网融合将经历从“非对称双向进入”（对广电采取保护态度）到“对称双向进入”的过程，2010年6月6日三网融合试点方案通过，广电不但保留了IPTV内容集成和播控权，而且取得了IP语音号码资源的分配权和宽带业务的出口权，电信保留了IDC的控制权并取得了IPTV业务的传输权。从政策面上看对广电是利好，但广电存在区域分割和双向化不足等问题，同时，三网融合配套相关的技术标准、立法工作和监管模式等问题也尚未有定论，所以采取先试点后推广的方式；7月1日，首批三网融合试点城市包括北京、大连、上海，深圳等十二个城市的公布，这就为广电留下了一定的保护期。但从长期来看，随着法律和监管的加深，三网融合会出现突破性的进展，广电和电信很可能充分利用各自优势，展开差异化竞争。

● 软硬件设备行业：直接受益于广电和电信投资

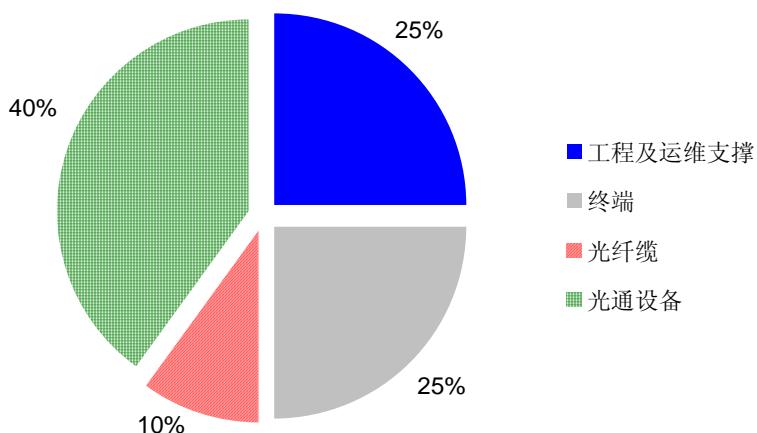
广电与电信运营商在试点方案通过之后，必然将投入巨资以升级改造现有宽带网络，与广电和电信相关的软硬件设备行业将直接受益。虽然具体的方案还有很多不确定性，但有线宽带和无线宽带都离不开新型光网络的建设，光通信器件和子系统，运维支撑设备比如户外机柜等都将迎来发展良机。广电主要需要在传输网络（涉及光纤缆和光通设备），数字化（终端）和双向化（涉及终端，光纤缆和光通设备）上投入资金；电信的投入主要在FTTx和新装ADSL（终端）。我们估计广电和电信需要投入的资金在都千亿人民币量级，电信相对而言有比较健全的网络，而广电需要在固定资本投入上占比更大。

图表 74 三网运营以及监管实体

目标	监管实体	运营实体	市场开放程度	核心资源
广电网	广电总局	央视，地方台，各 有线电视运营商	近乎封闭，进入门槛 高	视频集成播控权
电信网	工信部，国资委	电信，联通，移动 三大运营商	国资为主，外资和民 企参与增值服务	语音号码分配权
互联网	广电总局，工信 部，文化部等	内容和服务提供商	比较开放的市场	宽带出口，IDC

数据来源：莫尼塔公司

图表 75 广电与电信相关总投资估计



数据来源：广电总局，工信部，莫尼塔公司

三网融合：内容供应商将迎来发展良机

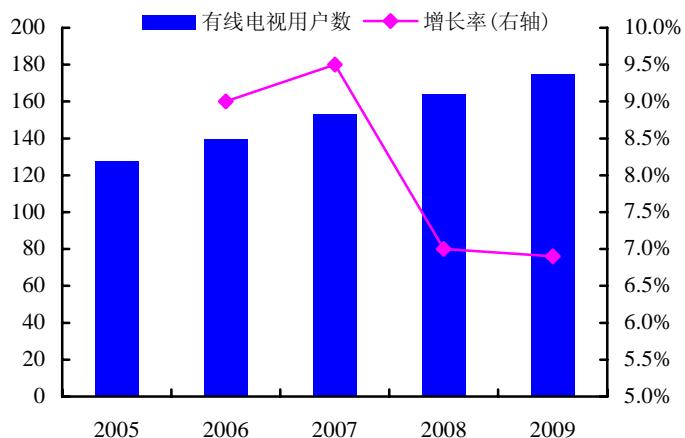
- 付费电视发展潜力巨大

付费电视在美国、英国和香港等地一直占据着比较高的份额，中国由于审查制度较为严格，数字付费电视的同质化问题一直存在，导致这部分的比例一直较低。虽然试点规划中播控权仍然由广电控制，但三网融合后将有更多的渠道，必然刺激有线运营商（数字电视）和电信运营商（IPTV）对于差异化付费频道内容的需求。当前免费电视台的收入来源主要是广告，更多的渠道可以提高其覆盖人群从而增加广告的使用效度。不过从另一面看，互联网内容进入有线网络将与传统内容提供商直接竞争，其最终结果仍需拭目以待。

- 影视行业将凭借销售渠道的拓展获得更大收益

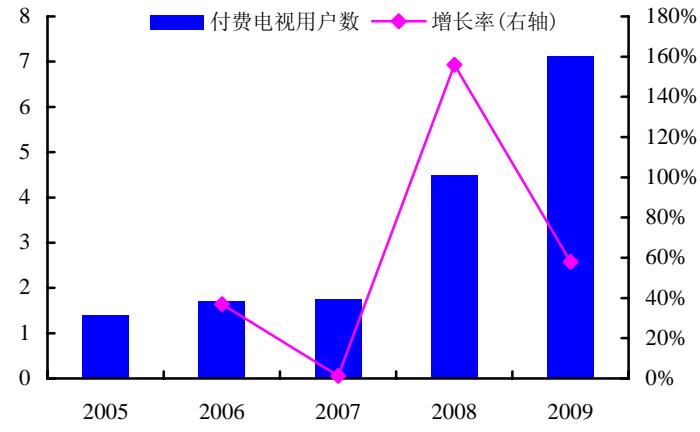
2009 年中国电影票房收入仅为 60 亿元，还有极大增长空间。三网融合后电影和电视剧很可能进入有线付费、IPTV 和互联网渠道，将极大提升同一内容的市场价值，内容提供商将迎来发展的良机。当然，三网融合带来的一个直接后果就是市场化的深化，竞争将从原来广电内部和电信内部拓展到彼此之间的全面竞争，这将迫使内容提供商专注于内容价值的提升，当然收入渠道多元化对内容影视行业也将是持续利好，比如 2010 年许多电视剧销售价格暴涨，原因就在于内容提供商通过网络视频销售大大拓展了销售渠道。

图表 76 中国有线电视用户增长情况(百万户)



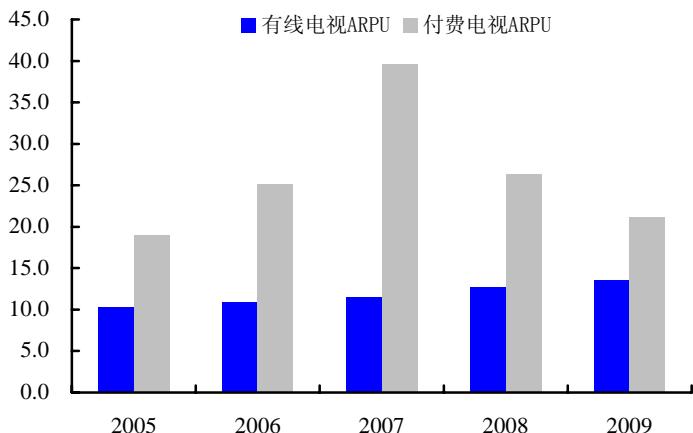
数据来源：广电蓝皮书，莫尼塔公司

图表 77 中国数字付费电视用户增长情况(百万户)



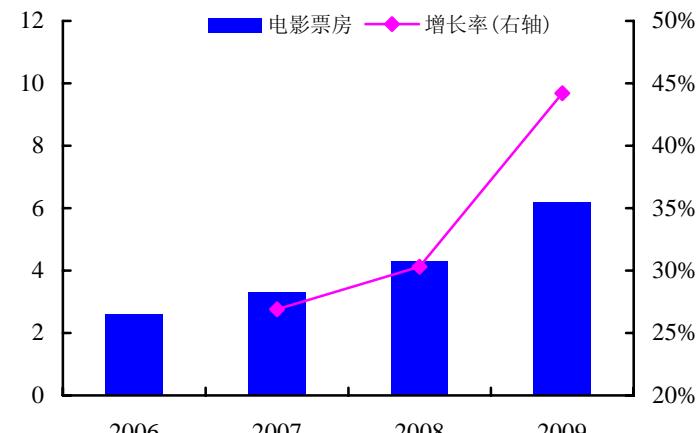
数据来源：广电蓝皮书，莫尼塔公司

图表 78 有线电视与付费电视 ARPU 对比(元/月)



数据来源：广电蓝皮书，莫尼塔公司

图表 79 中国电影票房增长情况(十亿 RMB)



数据来源：广电总局，莫尼塔公司

物联网：迎接世界信息产业的第三次浪潮

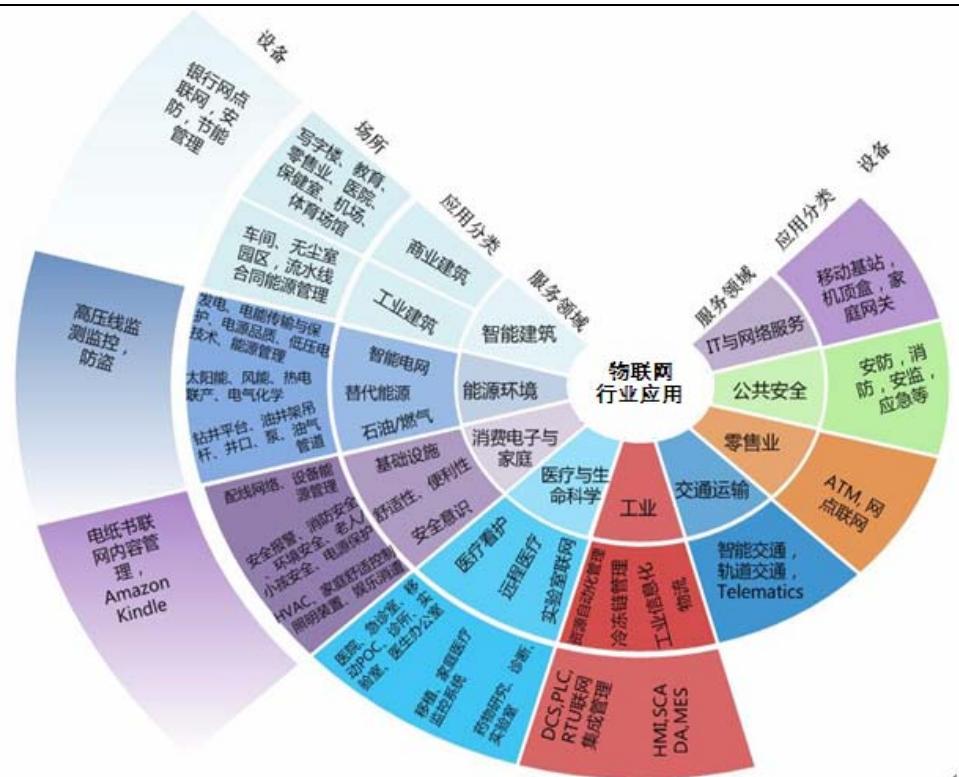
物联网（The Internet of things）被称为继计算机、互联网之后世界信息产业第三次浪潮，具有庞大的市场和产业空间。

物联网产业链可以细分为标识、感知、处理和信息传送四个环节，每个环节的关键技术分别为RFID、传感器、智能芯片和电信运营商的无线传输网络。

在国家初步形成从传感器、芯片、软件、终端，整机、网络到业务应用的完整产业链的政策下，上游的传感器和芯片技术壁垒高，盈利能力强。上游设备包括：条形码及识别器、RFID及读写器、摄像头、红外仪、各种传感设备、GPS、通信设备、摄像设备等。同时，传感网络应用前景巨大。物联网的应用范围几乎覆盖了各行各业，比如智能交通、智慧城市、安全、监控、工业、农业、医疗、分布式计算等。政策预计在未来要选择重点领域和重点工程，积极开展物联网行业示范应用，积累技术发展、产业应用、经营管理、政策实施等方面的经验。

2009年中国RFID市场规模将达到50亿元，年增长率为33%，其中电子标签超过38亿元、读写器接近7亿元、软件和服务达到5亿元的市场格局。中科院早在1999年就启动了传感网研究，与其它国家相比具有同发优势。该院组成了2000多人的团队，先后投入数亿元，在无线智能传感器网络通信技术、微型传感器、传感器端机、移动基站等方面取得重大进展，目前已拥有从材料、技术、器件、系统到网络的完整产业链。在世界传感网领域，中国将与德国、美国、韩国一起，成为国际标准制定的主导国之一。

图表 80 物联网行业应用



数据来源：互联网，莫尼塔公司整理

物联网：未来发展的四个阶段

物联网和“智慧地球”的发展将是一个长期的过程，涉及到个体生活方式的改变，政策和管理根据，标准的统一和制定等问题。EPOSS（欧洲智能系统集成技术平台组织）在《Internet of Things in 2020》报告中分析预测，未来物联网的发展将经历四个阶段，2010年之前RFID被广泛应用于物流、零售和制药领域，2010-2015年物体互联，2015-2020年物体进入半智能化，2020年之后物体进入全智能化。

图表 81 技术趋势预测及正在进行的研究

社会角度	社会接受RFID		日益普及RFID		物体相互作用	个人对象
	2010以前	2010-2015	2015-2020	2020后		
人	共同利益 (食品安全, 防伪, 医疗保健)	不断变化的业务 (流程, 模式)	集成电器	掌握环境情报		
	消费者隐私	智能电器 无处不在的读写器	智能交通	相互作用的物流和虚拟世界		
	转变工作方式	访问权限	能源和资源保护	对物理世界搜索 (google of things)		
	事实上的治理	新的零售和物流		虚拟世界		
政策与管理	隐私保护立法	欧盟治理	认证, 信任和核查	认证, 信任和核查		
	地址文化障碍	频谱管理	安全, 社会福利	安全, 社会福利		
	未来互联网治理	可持续能源消费指南				
标准	RFID安全和隐私	特定行业的标准	互动标准	行为准则		
	无线电频率使用					
技术角度	接入对象	网络对象	执行对象/ 半智能对象	智能对象		
应用	RFID应用在物流, 零售和制药	增加互操作性	分散执行代码 全球应用	连接人、物以及服务的统一网络		
				工业集成		
设备	更小更便宜标签	增加内存和检测能力	超高速	更便宜的材料		
	传感器、有源系统			新的物理效应		
能源	低功耗芯片组	改进能源管理	可再生能源	能量收集元素		
	减少能源消耗	更好的电池	多种来源			

数据来源：EPOSS, 莫尼塔公司

图表 82 要求创新或加紧研究的主题

社会角度	更广泛使用RFID		物联网	物联网全面解锁的可能
	2010以前	2010-2015		
人	社会接受RFID	辅助生活环境	智能生活, 活体健康, 安全为基础的生活	掌握连续人, 电脑和物
		生物识别的ID	认证, 信任和核查	自动化的医疗保健
		工业生态系统		广泛的物联网
		首个全球管理		
政策	首个全球指导方针	统一开放的互操作性		
标准	网络安全, 特设传感器网络协议的分布式控制和处理	互操作性协议和频率	智能设备合作	健康安全
		电源和容错协定		
技术角度	低功耗和低成本	无所不在的标签和传感器网络融合	标签及对象代码	无所不在的智能对象
应用	互操作性框架 (协议和频率)	分布式控制和数据库	全球应用	
		特设混合网络	自适应系统	
设备	智能多波段天线 体积更小更便宜标签 高频标签 微型化和嵌入式读写器	恶劣的环境	分布式内存和处理	异构系统
		扩展标签, 读取器及高频范围, 传输速率, 片上天线, 整合其他物质	可执行标签, 智能标签, 自治域标签, 协同标签	
			新材料	
能源	低功耗芯片组 薄膜电池 功率优化 (能源管理)	能源收集 (能源转换, 光电)	能源收集 (生物, 化学, 感应)	可生物降解的设备
		印刷电池	在恶劣环境下发电	纳米功率处理单元
		超低功耗芯片组	能源回收	可生物降解的电池 无线电力

数据来源：EPOSS, 莫尼塔公司

近期报告

- 2010年8月30日 初秋阳光依然灿烂：太阳能投资法则之“拥硅为王”与“强者恒强”
- 2010年8月26日 LED普通照明市场机遇大于挑战
- 2010年8月12日 德国光伏产业仍处高速上行阶段
- 2010年8月05日 太阳能：补贴削减下的德国市场——仍是需求稳定的中坚力量
- 2010年7月23日 美国“千万太阳能屋顶提案”不超预期

免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

上海

地址:上海市浦东新区花园石桥路66号
东亚银行金融大厦39层
邮编: 200120
电话: (8621)3852 1000
传真: (8621)3852 1090

<http://www.cebm.com.cn>
Email:cebmservice@cebm.com.cn

北京

地址:北京市东城区东直门外大街
35号B103
邮编: 100027
电话: (8610)8448 6606
传真: (8610)8448 0366

纽约

地址:纽约市曼哈顿区麦迪逊大街
509号1914 室
邮编: 10022
电话: (001)212 809 8800
传真: (001)212 809 8801