

[2009.03.06]

从 Internet 到 Smart Grid: 外面的泡沫很精彩

替代能源策略研究团队

021-38676666

wangzhen@gjjas.com

王稹

王成

韩若冰

桑永亮

张赞

本报告导读:

- 《从Internet到Smart Grid》系列的第一篇，从互联网泡沫的市场表现来分析未来泡沫的可能性。

投资要点:

- 从 Internet 到 Smart Grid, 并不排除再度产生绚丽的泡沫。
- 从上世纪 90 年代网络概念股估值水平来看, 代表性网络公司的静态市盈率水平超过 1000 倍。如果替代能源成为未来炒作热点, 如果泡沫真的出现, 涨幅将会是非常惊人的。
- 2005-2006 年 Google 与 Baidu 等拉动的第二轮互联网概念股上涨远不及第一次泡沫那么绚丽! 盈利模式的改进并没有脱胎换骨, 难以带给投资者无限的想象空间, 而投资者也越来越看重回报率与现金流。
- 设备厂商的泡沫表现似乎有些差强人意, 尽管 1997-1998 年设备厂商的股票走势已经有了一些的先兆, 但是 1999-2000 年设备厂商的股价表现显著逊色于网络公司。2005-2006 年设备厂商的股票走势明显更弱一些, 那时的市场关注的是互联网概念相关公司的盈利模式。
- 由美国风险投资来看, 投向互联网的风险投资占比是催生两次互联网概念股上涨的原因之一。反观当前投向替代能源行业的风投资, 这应该是不支持 NASDAQ 的替代能源概念的股价上涨的。
- 不可否认的是, 2006-2008 年油价飙升的时期, 替代能源股票也有不错的表现, 这种上涨更多的是依靠业绩的推动, 估值水平并没有超乎想象的大幅提升。显然, 设备制造的盈利模式总是让投资者缺乏足够的想象空间, 业绩预期仅仅是偏乐观而已。
- 其实, 2007-2008 年 A 股的替代能源概念也算是形成了一个不大不小的泡泡, 但并不是替代能源泡沫, 尽管 100 倍的静态市盈率与 NASDAQ 的设备厂商在泡沫顶峰时的估值水平也基本相当。在经历了这样的泡泡之后, 短期内风电/光伏概念并不容易形成一个更绚丽的泡沫。
- 当前经济环境下, 虽然美国是当前替代能源产业振兴的起源地, 但美国替代能源概念股的估值仍然较低。这似乎不太支持国内 A 股的上涨, 或者说, A 股的替代能源概念股正在演绎独立行情。
- 我们想说, 尽管, 市场数据并不太支持产生全球性的替代能源泡沫, 但是, 流动性过剩与足够多的契机还是很可能在 A 股催生一定程度的泡沫, 尤以动力电池概念更具备潜质。
- 只是, 如果没有全新的盈利模式的诞生, 泡沫的程度会是有限的, 而且, 会是比较短暂的。设备制造的泡沫膨胀的幅度有限, 这应该先于能源运营的泡沫, 也是为了创造全新的盈利模式的基础平台。

细分行业评级

风能	增持
太阳能	中性
核能	中性
电池	中性
智能电网	中性

(注: 后期覆盖地热、潮汐水能、生物能、气液化)

相关报告

行业专题: 量变与质变	(09. 02. 25)
策略双周报: 期待“水落石出”	(09. 02. 22)
行业专题: 探秘“宝葫芦”	(09. 02. 19)
酷图: 核能的危与机(下)	(09. 02. 11)
策略双周报: 鸡犬升天	(09. 02. 09)
酷图: 核能的危与机(上)	(09. 02. 05)
策略双周报: 无风不起浪	(09. 01. 19)
奥巴马能源计划之我见	(08. 11. 07)
电池板块股票异动点评	(08. 10. 15)

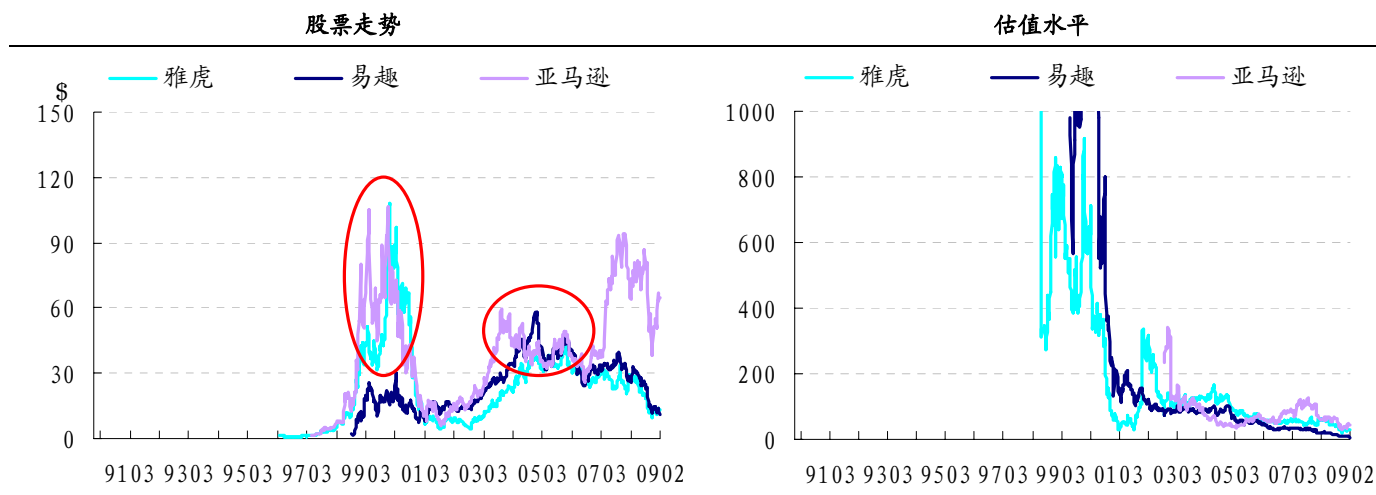
请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 如果替代能源成为未来炒作热点，让我们先重温 2000 年 NASDAQ 的美梦

我们在策略月报《结构性倾斜》（09.02.18）中已经提到，如果替代能源能够成为未来的炒作热点，能够像当初的互联网一样，则目前的估值仅相当于 NASDAQ1995-97 年的水平，98 年以后，纳指迅速提高到 38 倍市盈率，99 年到了 100 倍以上的市盈率。即使现在 08 年市盈率还有 32 倍。

难以找寻到上世纪 70-80 年代石油危机出现后的替代能源概念股的估值水平。但从上世纪 90 年代网络概念股估值水平来看（不考虑亏损的网络股），我们认为，如果泡沫真的出现，涨幅将会是非常惊人的！

图 1：2000 年，互联网泡沫达到顶峰，代表性网络公司的静态市盈率水平超过 1000 倍！

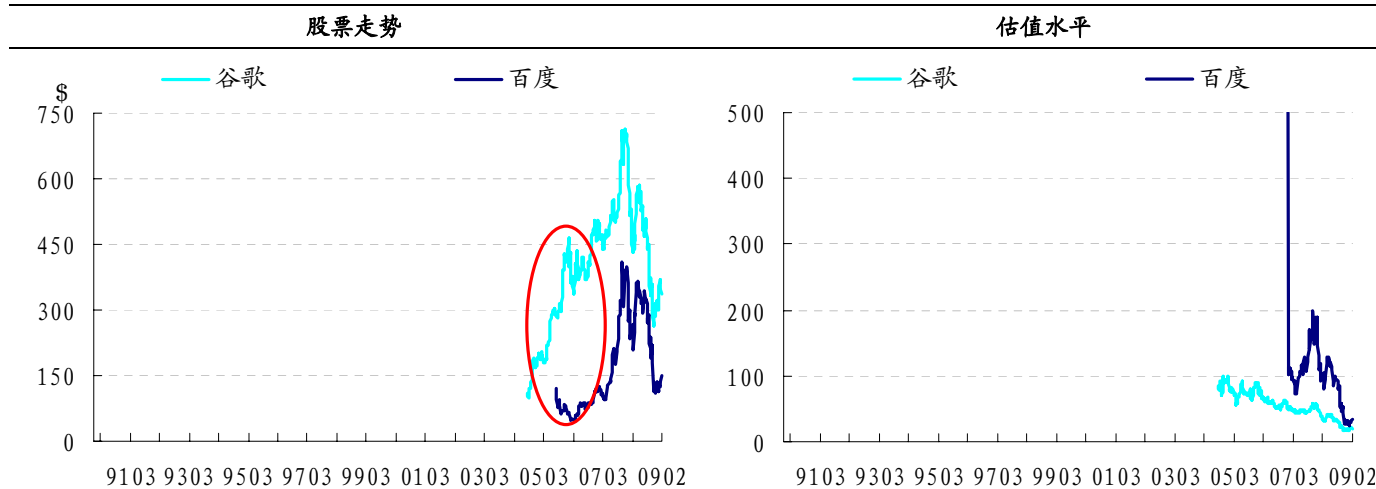


资料来源：Bloomberg，国泰君安证券研究所

2. 今天，你 google/baidu 了么？

对于大多数网民来说，这句话足以说明 google 与 baidu 的重要性。只是，2005-2006 年 Google 与 Baidu 等拉动的第二轮互联网概念股上涨远不及第一次泡沫那么绚丽！可以说，并没有产生什么泡沫。我们认为，内容检索尽管比较新鲜，但是盈利模式的改进并没有脱胎换骨，难以带给投资者无限的想象空间。而更为关键的一点就是，经历了 2000 年，互联网概念已不再是那么的神秘，投资者越来越看重回报率与现金流。

图 2：google 与 baidu 是引领者，同时，也是胜（剩）者。



资料来源：Bloomberg，国泰君安证券研究所

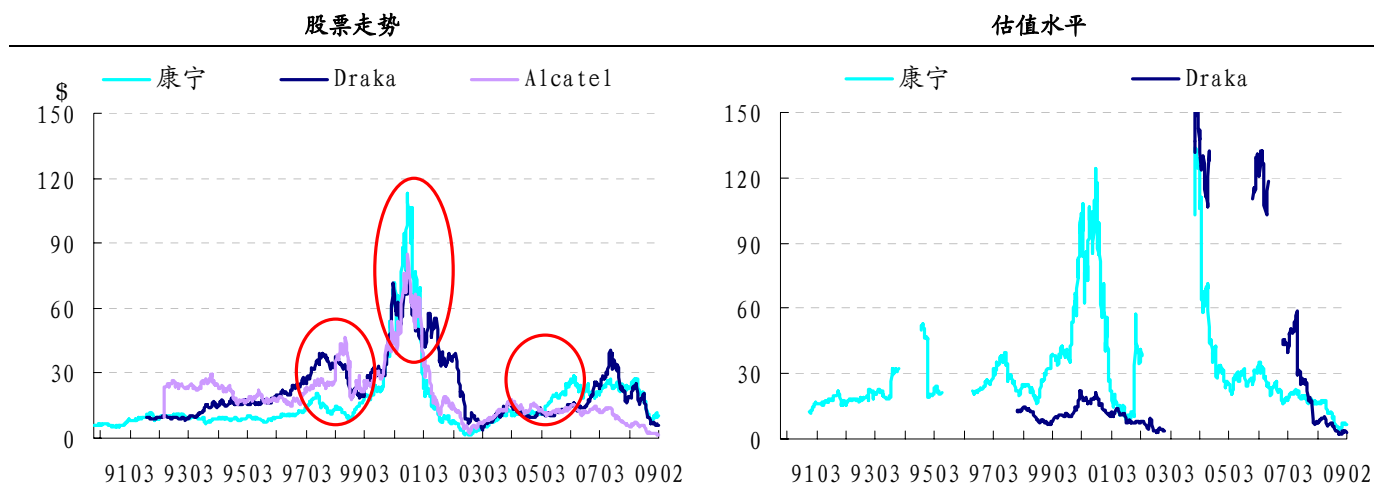
3. 设备厂商的泡沫表现似乎有些差强人意

1997-1998 年 —— 设备厂商的股票走势已经有了一些的先兆。这是因为 1995-2000 年期间，北美的城域网的建设；发展中国家长途干线的发展；世界范围内网络增长。

1999-2000 年 —— 在这场泡沫中，设备厂商的股价表现显著逊色于网络公司。

2005-2006 年 —— 设备厂商的股票走势明显更弱于网络公司，这时的市场比较理性了，市场关注的是互联网概念相关公司的盈利模式。

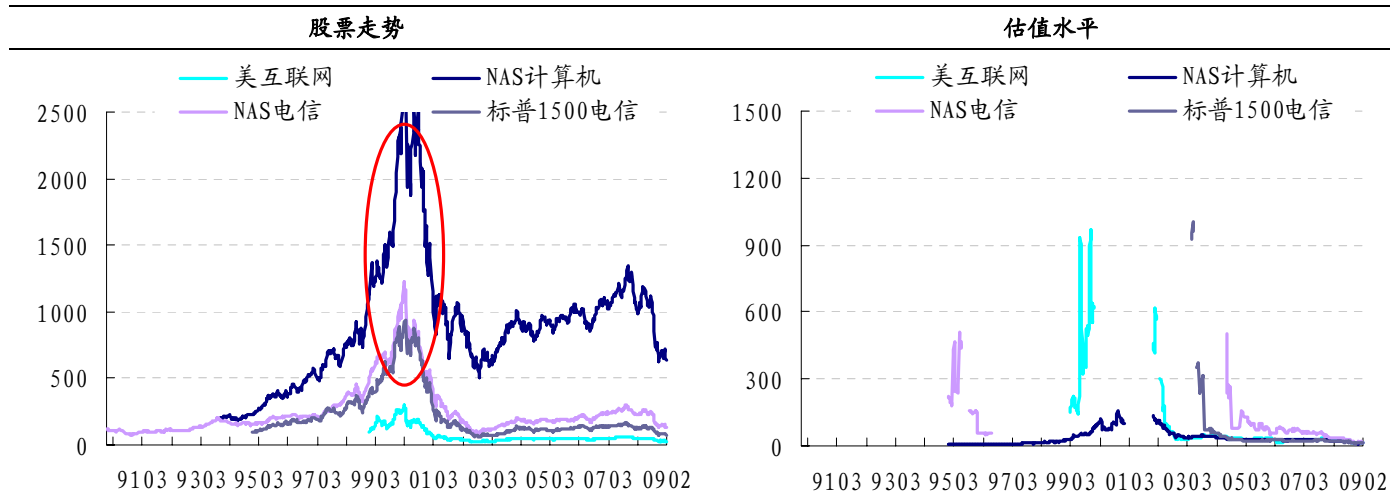
图 3：在 1998-2000 年互联网泡沫中，设备厂商的股价表现显著逊色于网络公司。



资料来源：Bloomberg，国泰君安证券研究所

4. 附上相关的一些指数作为参考对比

图 4：从各指数走势来看，关联性是比较强的，这是因为主要成份股往往具有多重概念。

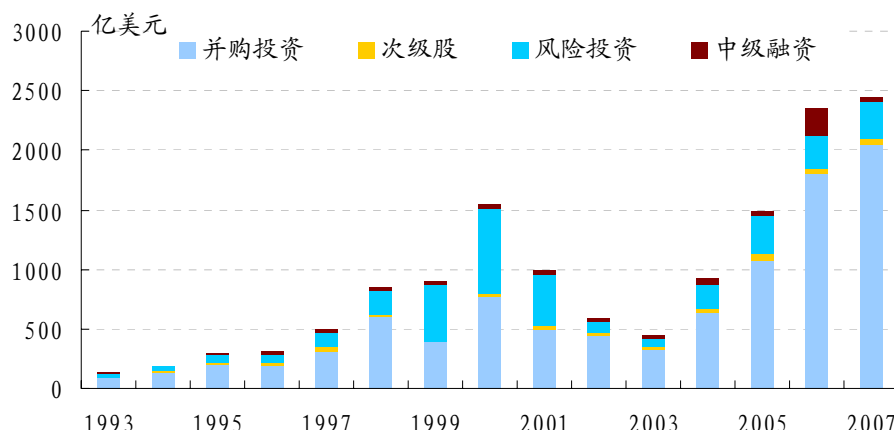


资料来源：Bloomberg，国泰君安证券研究所

5. 风险投资倾向的周期性与二级市场是相关的

由美国风险投资来看，投向互联网的风险投资占比由 1998 年的 36% 升至 1999 年的 66%，投向互联网的风险投资在 2005 年再度超过通讯行业，这些也是催生两次互联网概念股价上涨的原因之一。同时，也可以看到，2005 年远没有 2000 年那么风靡。反观投向替代能源行业的风险投资，尽管我们没有拿到 2008 年的数据，但是，可想而知，2008 年下半年会是什么状况，这应该是不支持 NASDAQ 的替代能源概念的股价上涨的。

图 5：美国私募股权投资的情况

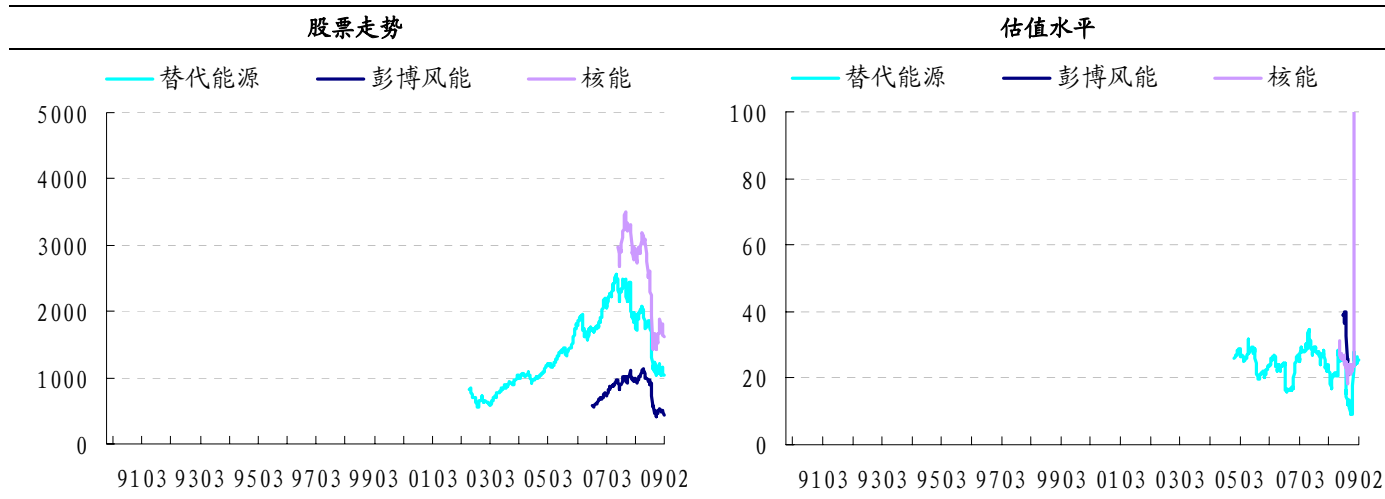


资料来源：国泰君安证券研究所

6. 当然，油价飙升的时期，替代能源的相关股票也有过不错的表现

2006-2008 年，替代能源股票也有不错的表现，这种上涨更多的是依靠业绩的推动，估值水平并没有超乎想象的大幅提升。显然，设备制造的盈利模式总是让投资者缺乏足够的想象空间，业绩预期仅仅是偏乐观而已。最重要的是，在我们有生之年，石油应该还是够我们用的。

图 6：从估值水平来看，2005 年以来，NASDAQ 的新能源并没有产生明显的泡沫。



资料来源：Bloomberg，国泰君安证券研究所

7. 当前的美国投资者似乎不喜欢替代能源的炒作

危机来了，银行倒了，油价跌了，企业垮了。在这样的环境下，虽然美国是当前替代能源产业振兴的起源地，但美国替代能源概念股的估值仍然较低。根据 Bloomberg 数据，替代能源指数 GEX 的 PE 为 24.41 倍；风能指数 PE 约 25 倍，太阳能指数约 38 倍。外资投行研究报告显示，替代能源各细分行业的 08 年 PE 水平较低。这似乎不太支持国内 A 股的上涨。不过，不要忘记了一点，对于美国人来说，动力电池不是什么新鲜概念，而对于我们，这是赶超老美的绝佳机会，A 股的替代能源概念股正在演绎独立行情。

表 1: 当前替代能源板块的估值水平

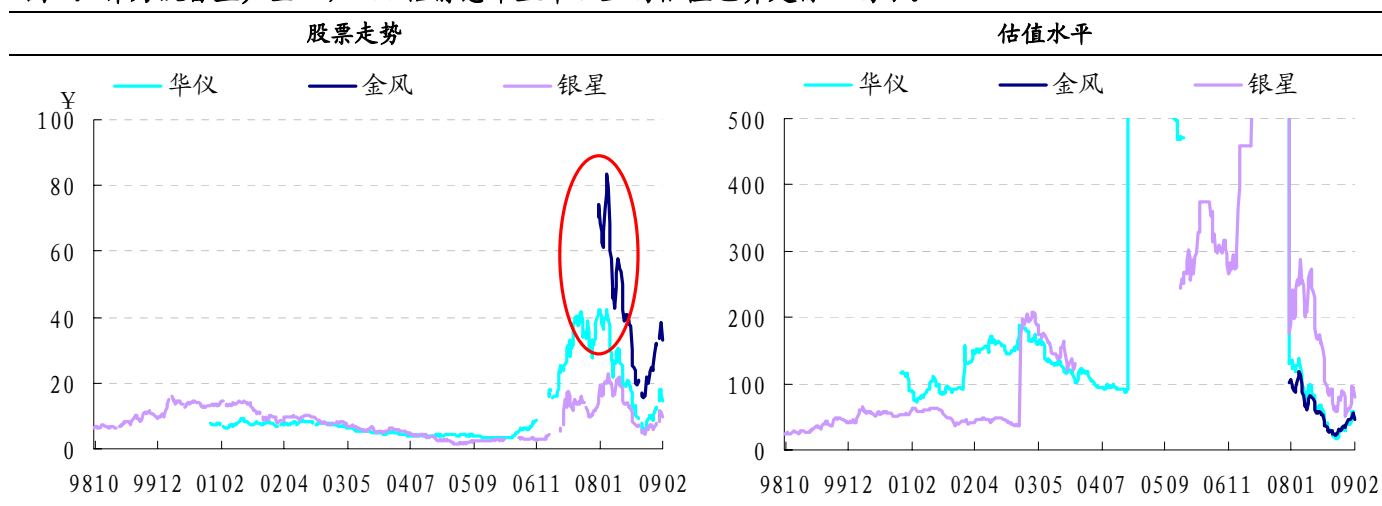
子类板块	08 年 P/E	代表公司数	09 预测增长率
节能与智能电网	18.5	13	16%
动力电池	10	15	21%
地热潮汐水能	31.5	5	28%
太阳能	8	58	20%
风能	14.1	26	17%
生物能	9.9	50	11%
核能	11	28	0%
气液化	6.7	3	0%

资料来源: 瑞信等, 国泰君安证券研究所

8. 一年前, 我们在 A 股也有一个美丽的梦

牛市中, 投资者往往忽略了题材股。其实, 2007-2008 年, A 股的替代能源概念也算是形成了一个不大不小的泡泡。但是, 这并不是泡沫, 想想当时整体 A 股与周期性股票的估值, 替代能源概念股并没有超常的溢价。尽管, 100 倍的静态市盈率, 这与 NASDAQ 的设备厂商在泡沫顶峰时的估值水平也是基本相当的了。在经历了这样的泡泡之后, 短期内, 风电/光伏概念并不是那么容易形成一个更绚丽的泡沫。

图 7: 作为设备生产企业, 100 倍静态市盈率以上的估值也算是惊人的了。



资料来源: Bloomberg, 国泰君安证券研究所

9. 最后, 我们想说, 泡沫是可能产生的

通过以上市场数据的对比, 尽管并不太支持产生全球性的替代能源泡沫, 但是我们认为, 一定程度的泡沫还是很可能在 A 股产生的。流动性过剩, A 股的整体估值水平难道不该比 NASDAQ 高一些么? 替代能源行业具备了产生泡沫的足够多的契机, 奥巴马能源政策、振兴规划、电池技术进步, 只是还缺少一个导火索, 比如, 石油价格的强势反转, 补贴政策的再度加强。动力电池概念是相对新颖的, 涉及纳米材料技术等新兴研究方向, 相比风/光/核等概念, 更具备产生泡沫的潜质。

不过, 如果没有全新的盈利模式的诞生, 泡沫的程度会是有限的, 而且, 会是比较短暂的。国内替代能源概念公司更多是集中在设备制造领域, 全新的盈利模式较难找到, 泡沫膨胀的幅度有限, 但是这应该先于能源运营的泡沫, 也是为了创造全新的盈利模式的基础平台。

作者简介:

国泰君安替代能源策略研究团队: 2009 年初建立

主要的研究工作是替代能源行业的历史与发展、政策与法规、投资策略与组合等。在研究过程中, 力求达到宏观、策略、行业、以及相关上下游产业的综合分析。

成员构成:

王稹、王成、韩若冰、桑永亮、张赞等。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com