

战术进攻 —— 主题投资再出发

研究结论

- 10 月份 CPI 大幅下降，通胀拐点已经显现，但通胀目前仍然维持在较高水平，限制了政策放松的空间，政策实现转向仍然需要通胀进一步的下降，目前货币政策的微调更多是定向宽松而非全面放松，可能主要偏向政府财政主导的项目、资金紧缺的中小企业等。欧债问题解决仍然漫长，世界经济难逃衰退，内外基本面尚难支撑大牛市出现。M1、M2 增速已经处于历史低位，随着未来政策的逐渐宽松，我们认为流动性未来可能有所回升，未来新增贷款环比将持续增加，全年信贷投放额有可能会达到 7.5 万亿。**总体来看，市场短期不具备大趋势向上的条件，将维持震荡格局，建议在流动性预期向好的情况下战术性布局主题投资，伺机反攻。**
- 早在 2010 年 9 月的《主题制胜，成就价值——东方证券主题投资策略方法论及应用回顾》报告里，我们就对主题投资做了详细介绍。主题投资具有更强的前瞻性和更大的灵活度；**通过发掘经济体的发展趋势及趋势背后的驱动因素，寻找符合经济增长方式改变、符合产业升级要求、受益于政策趋势或确定性事件的合理投资标的以获得超额收益。**无论从估值模型还是行为金融学出发，都可以找到主题投资的合理解释。
- 通过实证研究可以发现，**流动性扩张的前期和后期更有利于投资主题的产生。流动性好转初期，有限的增量资金会更关注事件引发的业绩预期剧烈提升的机会；**而随着资金的逐渐充裕，行业景气成为配置的主要依据；在后期估值偏高情形下，唯有 g 的剧烈变动才能成为估值大幅提升的理由，因而主题性机会备受追捧。主题投资在市场上涨的各个阶段（包括震荡）都可能酝酿，并且主题投资主要集中在小盘风格盛行的中期。
- 经过梳理，我们认为**节能环保、核电、种业**等主题近期可能会有相应催化剂出现，建议投资者重点关注，等待催化剂的明朗和合适的切入时机。
节能环保：第五届全国环保大会虽然延期，但此次会议将重点部署“十二五”环保方面的工作，年内应该会召开。近期相关政策也在不断出台。
核电板块：临近核电危机一周年之际，核电审批放松预期将会逐渐出现。核电板块有望再迎利好，重新启动。
种业板块：历年中央一号文件绝大部分关注农业发展，今年很有可能继续出台相关扶持政策。种业在农业中处于至关重要的位置，有加快发展的迫切需要。



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告发布日期 2011 年 11 月 14 日星期一

东方证券策略团队

证券分析师 梁宇峰

执业证书编号：S0860510120002

联系人

邵宇

8621-63326032

shaoyu@orientsec.com.cn

程刚

8621-63325888×6128

chenggang1@orientsec.com.cn

杨娜

8621-63325888×6253

yangna@orientsec.com.cn

王鹏

8621-63325888×6111

wangpeng@orientsec.com.cn

吴胜春

8621-63325888×6112

wushengchun@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

策略核心观点	4
主题投资再出发.....	5
主题投资方法论.....	5
主题投资的金融学解释	5
主题投资的趋势与择时	7
近期建议关注的主题——节能环保.....	8
“十二五”是环保发展的黄金时期	8
政策的扶持是主题最关键的催化剂	9
下半年密集的工程结算为股价带来业绩保证	10
风险因素	10
近期建议关注的主题——清洁能源之核电.....	11
国内核规划进程正在继续	11
结构性缺电下核电发展仍是趋势	12
节能减排压力下核电不可或缺	13
福岛事件后国外核电规划重启	14
风险因素	14
近期建议关注的主题——种业	15
国内种业现状	15
种业发展的重要性	15
种业发展的政策催化剂	16
风险因素	17

图表目录

图 1： 主题投资的估值模型分析	5
图 2： 主题投资的驱动过程	6
图 3： 完整的主题投资发展过程	6
图 4： 以中信传媒指数近期走势为例	6
图 5： 市场出现过的主题性投资机会	7
图 6： 环境库兹涅兹曲线与环保投资历史经验	8
图 7： 中国核电厂分布，主要集中在东部地区	12
图 8： 中国各类发电机装机容量（万千瓦）	13
图 9： 各种发电方式碳排放比较（g/kwh CO ₂ ）	14
图 10： 中美种子成本占总成本比重对比	15
图 11： 中国水稻种植成本构成	15
表 1： 值得关注的节能环保细分主题	8
表 2： 近期成为环保政策出台的密集期	9
表 3： 部分节能环保公司预计四季度业绩占比	10
表 4： 中国核安全检查进程表	11
表 5： 国内种业发展之政策回顾	16
表 6： 未来或将出台的种业政策	17

策略核心观点

- **估值角度：**目前上证 A 股的估值水平处于相对比较安全的区域，2011 年预测市盈率在 11 倍，沪深 300 的估值水平比 08 年底部更低，已经接近 05 年底部区域。
- **政策角度：**10 月份 CPI 大幅下降，通胀拐点已经显现，但通胀目前仍然维持在较高水平，限制了政策放松的空间，政策实现转向仍然需要通胀进一步的下降，目前货币政策的微调更多是定向宽松而非全面放松，可能主要偏向政府财政主导的项目、资金紧缺的中小企业等。
- **经济角度：**GDP 增速连续几个季度下行，我们判断经济减速在未来几个月中仍然将会持续，但回落幅度可能还不会造成硬着陆。欧债问题解决仍然漫长，世界经济难逃衰退，内外短期基本面尚难支撑大牛市的出现。
- **流动性角度：**M1、M2 增速已经处于历史低位，随着未来政策的逐渐宽松，我们认为流动性未来可能有所回升，未来新增贷款环比将持续增加，全年信贷投放额有可能会达到 7.5 万亿。
- **市场趋势：**总体来看，市场短期不具备大趋势向上的条件，将维持震荡格局，建议在流动性预期向好的情况下战术性布局主题投资，伺机反攻。
- **投资建议：**近期建议关注有政策或事件催化剂的节能环保、核能、种业等主题领域。

大主题	细分主题或行业	相关上市公司
节能环保	污染监测	先河环保 (300137) 国电南瑞 (600406)
	污水处理	首创股份 (600008) 创业环保 (600874) 中原环保 (000544) 碧水源 (300070)
	垃圾处理与综合利用	盛运股份 (300090) 桑德环境 (000826) 南海发展 (600323)
	废气处理及脱硫脱硝	龙净环保 (600388) 菲达环保 (600526) 国电清新 (002573) 龙源技术 (300105)
		天立环保 (300156) 九龙电力 (600292)
	节能材料	北新建材 (000786) 双良节能 (600481) 烟台万华 (600309)
	绿色照明	佛山照明 (000541) 阳光照明 (600261) 士兰微 (600460) 澳洋顺昌 (002245)
新能源	核能	中核科技 (000777) 东方电气 (600875) 上海电气 (601727) 奥特迅 (002227)
		江苏神通 (002438) 中国一重 (601106) 方大炭素 (600516)
农业	种业	隆平高科 (000998) 登海种业 (002401) 敦煌种业 (600354) 荃银高科 (300087)
		万向德农 (600371) 神农大丰 (300189)
	农业机械	新研股份 (300159) 吉峰农机 (300022) 苏常柴 (000570)

主题投资再出发

主题投资方法论

早在 2010 年 9 月，我们在《主题制胜，成就价值——东方证券主题投资策略方法论及应用回顾》报告里对主题投资做了详细介绍。主题投资(Thematic Investing Strategy)概念起源于 90 年代初全球经济一体化的大背景，现在已经发展成与行业配置并驾齐驱的策略研究和资产配置方法。

主题投资具有更强的前瞻性和更大的灵活度；通过发掘经济体的发展趋势及趋势背后的驱动因素，寻找符合经济增长方式改变、符合产业升级要求、受益于政策趋势或确定性事件的相关企业，纳入同一主题范围下进行投资并获取超额收益。主题投资实际上是建立在行为分析的基础上，通过对一系列事件逻辑的推断，从而预见性发掘预期偏差或发展趋势，从中寻找合理的投资目标。

主题投资的核心步骤就是要素分析、驱动力分析和逻辑分析。要素分析是主题投资的内涵，一切主题投资都要依赖一定的要素，这是主题投资的出发点。驱动力分析是主题投资的外在表现，要素确立了，驱动股价上涨的动力自然就是确立。逻辑分析则是主题投资的灵魂和方法论。

主题投资的金融学解释

从估值模型 DCF 的角度来看：

第一个阶段中，主题的趋势性因素开始被市场认识到，市场认为其通过某种演绎的逻辑，持续地在近期或远期提升上市公司的收益，于是通过提升对 g_1 和 g_2 的预期，提升股票价值；第二个阶段中，这时候经过大幅上涨和主题因素的不断强化，市场加深对主题逻辑的确认程度，强化的信心和乐观程度降低了要求风险溢价；同时从供求的角度而言，场外资金难以找到未被挖掘到的股票，必然会在涌向存量股票的同时降低资金的要求回报率 r ；在演化的末尾阶段，经过不断的强化，特定主题股票的需求和供给出现不对称增加，股价的大幅上涨最后会脱离基本面因素，后期必然会走向泡沫化。

图1：主题投资的估值模型分析



数据来源：东方证券研究所

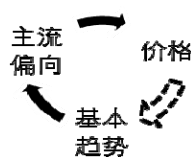
从行为金融学的角度来看：

羊群行为(Herdning Behaviors)是一种特殊的非理性行为。它是指投资者趋向于忽略自己的有价值的私有信息，而跟从市场中大多数人的决策方式。分散化指标用来度量羊群效应，即在某个时期，大量投资者采取相同的投资策略或者对于特定的资产产生相同的偏好，而特定市场的资产价格表现出

一致的趋势。羊群行为传播的三个条件：具有影响力的散播人、具有强附着力的信念、具有较高的环境适宜度。实证检验也证明我国证券市场上主题投资策略中存在较为明显的羊群效应。

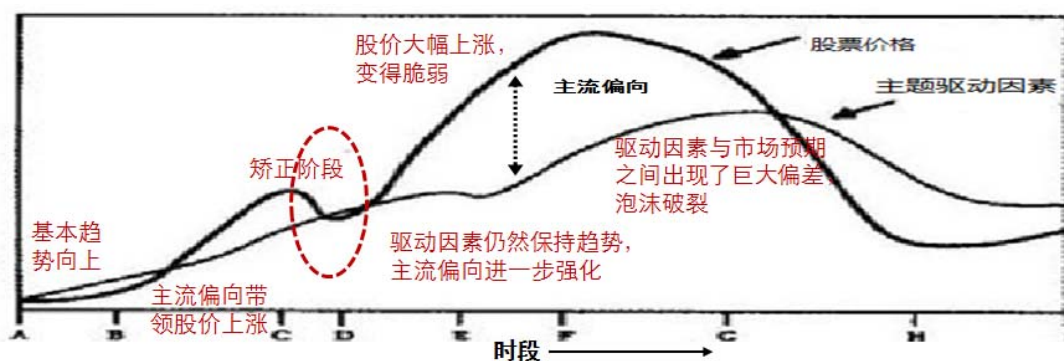
反身性理论是索罗斯对金融市场上“事实与预期”、“实践与认识”之间作用与反作用关系的高度概括。其核心假设是：人们的认识是不完备的→市场总是会犯错。主题投资正是在行为分析的基础上，对资产价格、趋势和预期的不断再均衡。

图2：主题投资的驱动过程



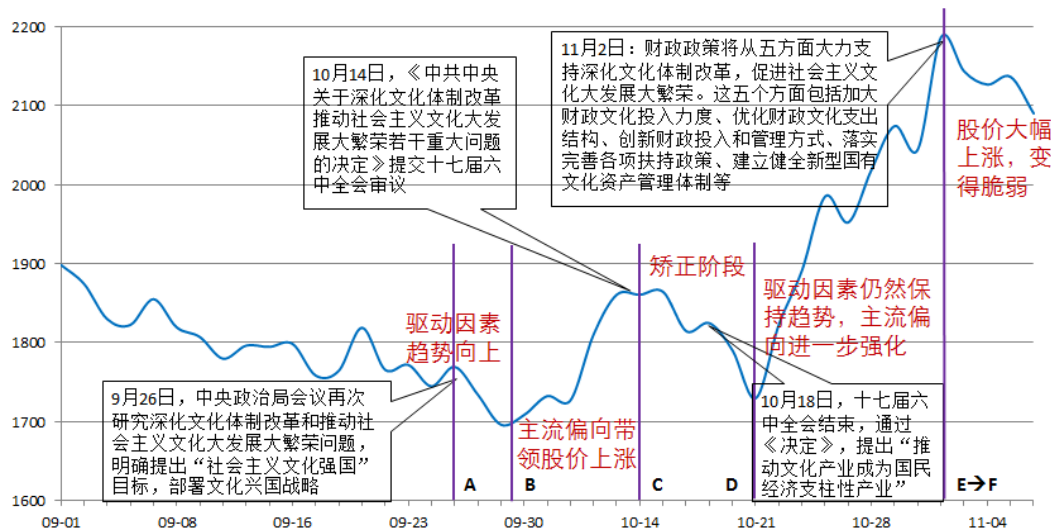
数据来源：东方证券研究所

图3：完整的主题投资发展过程



数据来源：东方证券研究所

图4：以中信传媒指数近期走势为例



数据来源：Wind，东方证券研究所

主题投资的趋势与择时

那么，何种环境下较适合运用主题投资？

- **货币政策松紧程度：**流动性扩张的前期和后期更有利于投资主题的产生。流动性好转初期，有限的增量资金会更关注事件引发的业绩预期剧烈提升的机会；而随着资金的逐渐充裕，行业景气成为配置的主要依据；在后期估值偏高的情形下，唯有 g 的剧烈变动才能成为估值大幅提升的理由，因而主题性机会备受追捧。
- **行情发展阶段：**从历史上主题投资盛行的时期来看，处于市场单边上涨阶段（5 次）和震荡平衡市行情中（3 次），仅 1 次出现在下跌趋势中亦为 2007 年 12 月市场下跌初期的大幅反弹之时。可见，主题投资在单边下跌市场中难觅佳绩；但在市场上涨的各个阶段（尤其是前期）都可能酝酿主题投资的盛宴。
- **市场风格特征：**风格切换时引发主题关注的导火索，主题投资盛行是中小盘风格延续的内在动力。在 2005 年之后的四次主题投资黄金年代，恰好都居于中小盘风格占优时期。更具体一些，主题投资主要集中在小盘风格盛行的中期。

图5：市场出现过的主题性投资机会

起点	终点	主要主题	起点	终点	行情阶段
Jan-96	Jun-96	家电	Jan-96	Jun-96	上涨前期
Dec-96	Mar-97		Dec-96	Mar-97	上涨后期
Sep-97	Dec-97		Sep-97	Dec-97	震荡市
Mar-99	Mar-00	互联网	Mar-99	Mar-00	上涨前期
Mar-03	Jan-04	五朵金花，消费升级和重工业化	Mar-03	Jan-04	震荡市
Feb-07	May-07	人民币升值、奥运、医改、高科技	Feb-07	May-07	上涨中期
Dec-07	Jan-08	农业、新能源、通信等	Dec-07	Jan-08	下跌前期的反弹
Nov-08	Mar-09	新能源、新材料、3G 等	Nov-08	Mar-09	上涨前期
Nov-09	Nov-09	新兴产业、区域经济等	Nov-09	Nov-09	震荡市

数据来源：Wind，东方证券研究所

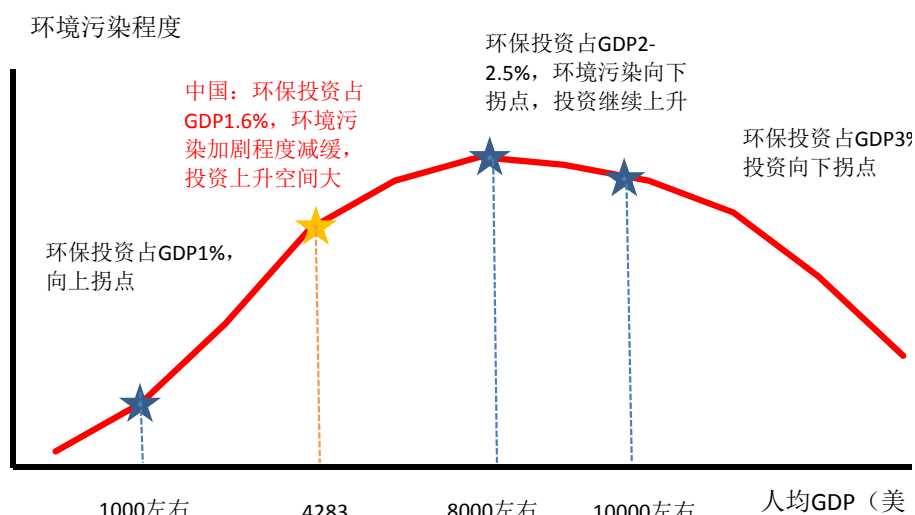
近期建议关注的主题——节能环保

“十二五”是环保发展的黄金时期

从发达国家的经验来看,环境污染程度与人均收入存在阶段的对应关系,学术上称为库兹涅佐曲线。具体而言,在经济刚刚起步阶段,由于环保意识不强,环境污染程度随着人均 GDP 上升加剧,在达到 8000 美元左右时达到顶峰并逐渐下滑。从环保投资角度看,环保投资往往占 GDP1%时存在向上拐点,并在占 GDP3%时出现向下拐点。

中国 2010 年人均 GDP 为 4283 美元,环保投资占 GDP 为 1.6%,若中国人均 GDP 按照 7.5%的增长计算,中国环保产业有望在未来十年保持高速增长速率。在战略性新兴产业发展“十二五”规划中,节能环保产业作为未来五年国民经济四大支柱产业之首,在历史经验和政策方面都绝对向好的情况下,“十二五”一定是环保发展的黄金时期。

图6: 环境库兹涅佐曲线与环保投资历史经验



资料来源: 东方证券研究所

就具体细分行业而言,我国虽然在“十一五”期间在大气脱硫以及污水处理方面取得了突飞猛进的发展,但是在其他部分大都刚刚起步甚至一片空白,如环境监测,固废处理和大气脱销等。即使是脱硫和污水处理方面仍面临着非火电厂商尾气净化以及污水处理设备改造升级的问题,因此我们认为,在把握住各细分行业未来增长潜力的前提下,节能环保是极具投资价值的行业主题。

表1: 值得关注的节能环保细分主题

细分主题	未来增长潜力
环境监测	我国环境监测行业发展前景广阔:2009 年我国拥有空气环境污染监测的城市仅占 27%,农村几乎空白,有效监测河长只占河流总长的 20%~30%,环境监测的代表性和能力上也存在较大不足。环境监测的不利造成了对于一系列大型污染事件的反应滞后,环保举措只能治理而无法预防。整体市场的薄弱为市场的进一步发展留下了想象空间。 根据环境保护部环境规划院的预测,“十二五”期间,我国环保监管领域投资将在“十一五”规划的 300 亿元的基础上大幅增长至超过 700 亿元,平均年复合增长率达到 30%。

污水处理	1) 十二五中相关的约束性减排指标：化学需氧量和氨氮（新增指标），其各自 52% 和 68% 的污染排放都来自于工业和生活污水。预计十二五期间污水处理率将由 77% 上升至 85%
	2) 对于东部和重点流域地区而言，传统污水处理工艺不能满足减排指标的完成，预计将带来 800 亿元 MBR 膜系统改造投资；而中西部及东北地区目前的污水处理率仍不足 60%，预计将新增污水处理工程及运营投资约 7000 亿元；
	3) 地方政府是减排考核的主要对象，各省级地方政府年度减排指标的明确，将加速推动各地污水治理投资的启动
垃圾处理与综合利用	1) 虽然十二五规划中没有相应的约束性指标，但目前生活垃圾处理问题严峻：中国有 1/3 的城市被垃圾所包围，垃圾累积堆存量达 60 多亿吨，侵占土地 75 万亩，严重污染了地下水。根据住建部提出的新增产能目标，预计将带来近 3000 亿元投资规模，同比十一五增长 200%
	2) 由于垃圾焚烧发电在“无害化，减量化和资源化”上的优势，城市生活垃圾焚烧仍是主流处理方式，稳定财政补贴政策是吸引相关投资的关键，预计十二五期间垃圾焚烧发电占总处理量的比重将会翻番。垃圾渗沥液将实施更严格的处理标准，也为以 MBR（膜生物反应器）为代表的新兴技术带来新的增长契机。
废气处理及脱硫脱硝	1) 十二五中相关的约束性减排指标：二氧化硫和氮氧化物（新增指标），其 60% 以上污染量来自于发电、钢铁和建材行业。随着国家环保总局对钢铁、电力行业污染治理力度的加大，脱硝脱硫行业有望在未来 3 年迎来爆发式增长，而相关企业将直接受益。预计将产生近 2000 亿元的脱硝脱硫工程市场和 1300 亿元 BOT 运营市场。
	2) 主要污染企业是减排考核的主要对象，企业具备自主减排动力——主要排污企业需与环保部门签订年度减排责任状。火电企业运营压力大，若脱硝加价出台，将加速推动脱硝减排改造。
节能材料	新材料是七大战略新兴产业之本，是节能环保、新一代信息技术、高端装备制造、新能源汽车等产业的基石。环保节能材料对资源和能源消耗少、对生态和环境污染小、再生利用率高或可降解化和可循环使用。随着人们环保节能意识的增强以及各国对环保节能材料推广的政策引导和扶持，受益最多的就是建筑用生态环境材料。基于其独特的功能特性，环保节能材料已经成为建材领域中最具潜力的生力军。
绿色照明	政策面看，随着 2012 年渐行渐近，全球“禁白”进入高峰期，催化 LED 照明渗透，同时各国财政补贴加速 LED 照明产品推广。今年 11 月 4 日，国家发展改革对外发布了“中国淘汰白炽灯路线图”，提出从 2012 年 10 月 1 日起，按功率大小分阶段逐步禁止进口和销售普通照明白炽灯，这将为国内 LED 需求打开市场。

资料来源：东方证券研究所

政策的扶持是主题最关键的催化剂

节能环保是政策主导性最强的行业之一。流动性放松的预期以及密集的环保政策出台给市场注入了强心剂，节能环保板块大幅度上涨。一般主题投资的延续时间可以达到 2-3 个月，并且延续政策是催化剂的关键逻辑，我们认为《环境服务业“十二五”规划》，《节能环保产业“十二五”发展规划》等重量级政策能够继续激发市场的预期。此外，原定 10 月 31 日召开的第七届全国环保大会被延后举行，目前虽未暂定时间，但此次会议将重点部署“十二五”环保方面的工作，年内应该会召开。环保大会是国家层面规格最高的环保会议，每五年召开一次，在我国环保产业发展史上具有里程碑式的意义。如果大会提出超预期政策，节能环保很有可能复制文化传媒的行情。

表2：近期成为环保政策出台的密集期

	主要政策	具体政策或目标
近期已出台	《“十二五”节能减排综合性工作方案的通知》	50 条政策措施确保实现节能减排约束性目标
	《国务院关于加强环境保护重点工作的意见》	把主要污染物排放总量控制指标作为新改扩建项目环境影响评价审批的前置条件，提出研究开征环境保护税
	《全国地下水污染防治规划（2011-2020 年）》	到 2015 年初步遏制地下水水质恶化趋势，全面建立地下水环境监管体系
	《“十二五”控制温室气体排放工作方案》	到 2015 年单位国内生产总值二氧化碳排放比 2010 年下降 17%
即将出台	《节能环保产业“十二五”发展规划》	到“十二五”末，国内节能环保产业总产值要达到 4.5 万亿元，增加值占 GDP 比重达到 2% 左右，产值年均增长 15% 以上
	《环境服务业“十二五”规划》	在环保领域引入合同环境服务概念：一是污染企业通过合同服务，将节省的减排费用

	与治污企业共享；二是政府采购由环境服务商所提供的环境服务
《“十二五”工业节能专项规划》	节能减排将由重点行业向整个工业行业推进
《大宗工业固体废物综合利用“十二五”专项规划》	到 2015 年，国内大宗工业固废平均综合利用率将达 50%，比 2010 年提高 10%；同时出台示范项目政策，推动产业规模化发展

资料来源：东方证券研究所

下半年密集的工程结算为股价带来业绩保证

节能环保产业中存在着大量工程类企业，与一般制造型企业不同的是，这些企业与客户约定时点并确认收入，确认时间往往是下半年，特别是第四季度。因而节能环保行业一般下半年业绩好于上半年，而且通常下半年行情好于上半年。

表3：部分节能环保公司预计四季度业绩占比

证券代码	公司名称	EPS11Q1	EPS 11H1	EPS 11Q1-Q3	EPS 11E		第四季度业绩占比
环境监测							
600406	国电南瑞	0.05	0.24	0.39	0.79	*	50.91%
300137	先河环保	0.04	0.11	0.18	0.36	*	50.56%
污水处理							
600874	创业环保	0.036	0.1	0.15	0.21	*	27.95%
300070	碧水源	0.04	0.19	0.25	0.94		73.40%
600008	首创股份	0.0358	0.0729	0.1198	0.26	*	53.40%
脱硫脱硝							
600338	龙净环保	0.17	0.54	0.82	1.26		34.92%
300105	龙源技术	0.02	0.39	0.46	1.18	*	60.96%
300187	永清环保	0.19	0.21	0.43	0.88	*	51.08%
002573	国电清新	0.09	0.38	0.28 (除权后)	0.35		20.00%
300156	天立环保	0.13	0.36	0.48	0.80	*	40.26%
固废处理							
000826	桑德环境	0.115	0.295	0.462	0.70		34.00%

资料来源：Wind，东方证券研究所（加*号的来自一致预期，其余为东方预测）

风险因素

政策扶持程度弱于预期，流动性继续偏紧。

近期建议关注的主题——清洁能源之核电

日本核辐射危机使得国内核电审批停滞，但根据规划，要实现非化石能源争取到 2020 年占一次能源消费比重达到 15% 左右的目标依靠光伏和风电困难较大、成本也相对更高，核电相对火电仍然是更为清洁的能源，相对风能和太阳能其发电效率和成本也相对更低廉，因此我们认为未来发展核电仍将是一个大趋势。目前我国核电装机只占全国电力总装机的 1.1%，即使今后 5 至 10 年大致保持目前的发展速度，2020 年核电装机容量达到 7000-8000 万千瓦，核电占一次能源消费的比重也只能达到 3.5% 左右。

今年日本福岛核事故发生后的 3 月 16 日，国务院常务会议决定，将全面审查在建核电站，并严格审批新上核电项目；抓紧编制核安全规划，调整完善核电发展中长期规划，核安全规划批准前，暂停审批核电项目包括开展前期工作的项目。自“国四条”提出后，全国范围内的核设施安全大检查随即展开。核安全检查和核安全规划的进展也被视为核电情况建设重启的风向标。

据报道，国家环保部副部长、国家核安全局局长李干杰日前对记者表示，继现场检查完成后，核电安全大检查的文字报告目前正在会签阶段，将尽快上报国务院审定。《核电安全规划》和《核安全规划》两个规划也在推进中。我们认为临近核电危机一周年之际核电审批放松预期将会逐渐出现。核电板块有望再迎利好，重新启动。

国内核规划进程正在继续

自 2005 年岭澳二期开工始，我国核电进入了规模化、批量化发展的新阶段。目前全国在建核电机组 27 台，容量约 3000 万千瓦，占世界核电在建机组总数的 42%，建设规模居全球第一。随着今年 10 月岭澳二期 2 号机组的投产，全国在运核电容量提高到 1190 万千瓦。“十二五”期间，我国核电发展开始步入收获季节，每年都将有新机组投产，目前在建的机组将全部建成。到 2015 年，我国核电装机容量将达到 4200 万千瓦，约占届时电力装机的 3%。

福岛核事件后，国务院下令全面审查在建的核电站，暂停审批核电项目暂停审批新核能发电项目，经历半年之后，核电安全大检查于 8 月底正式结束，《核电安全规划》制定工作已在国家能源局及环保部展开，至十月底，初稿已完成梳理，年底前有望完成并发布征求意见稿。一直暂缓的新建核电项目审批工作在提高安全等级的前提下或将重启。

表4：中国核安全检查进程表

时间	发言人政府机构	主要内容
2011-03	中国国务院	核安全规划批准前暂停审批核电项目，包括开展前期工作的项目
2011-05	中国核能安全协会副秘书长徐玉明	在核安全规划出台前，中国不会重启核电项目审批
2011-05	中核集团副总工程师、核电部主任田佳树	近期检查组将开始对在建核电项目进行审查，预计 8 月份结束
2011-06	环境保护部副部长李干杰	目前在建核电站安全大检查工作接近尾声，核电安全规划工作启动
2011-07	财政部、工信部、海关总署和国家税务总局	减免三代核电站的相关进口设备和原材料的进口关税和增值税
2011-10	核电可持续发展高峰论坛，业内权威人士	政策上支持核电未来“安全、绿色、高效”发展的基调不变
2011-10	国家环保部副部长、核安全局局长李干杰	继现场检查完成，核电安全大检查的文字报告目前正在会签阶段

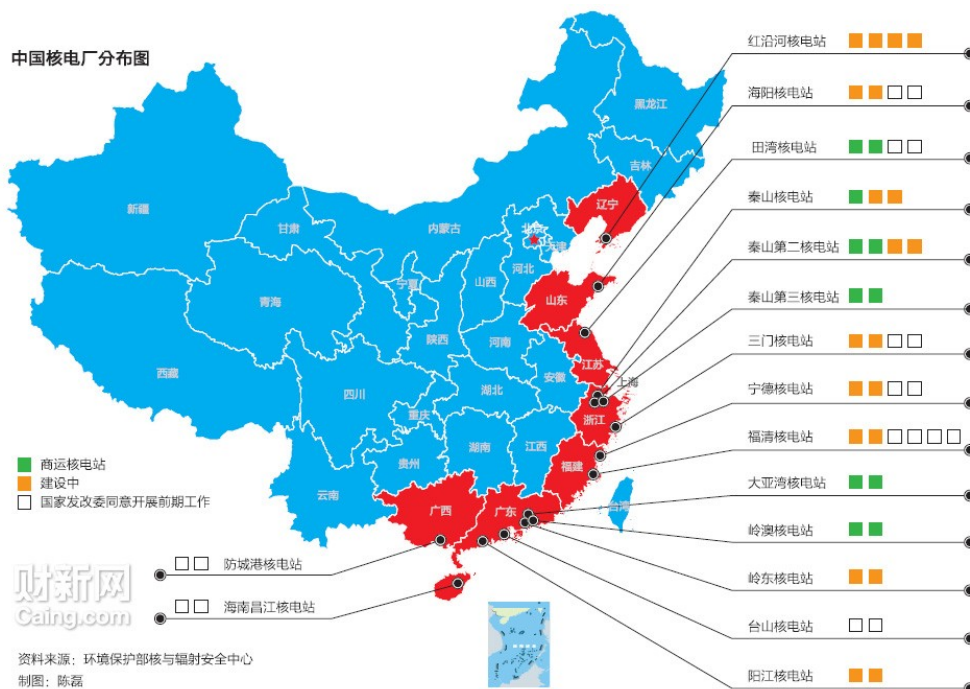
2011-11	原国家能源局局长张国宝	明年 3 月后核电有可能步入恢复发展的轨道
2011-11	中广核集团董事长贺禹	核电机组安全检查、评估工作告一段落，检查报告正在形成之中
2011-03	中国国务院	核安全规划批准前暂停审批核电项目，包括开展前期工作的项目
2011-05	中国核能安全协会副秘书长徐玉明	在核安全规划出台前，中国不会重启核电项目审批
2011-05	中核集团副总工程师、核电部主任田佳树	近期检查组将开始对在建核电项目进行审查，预计 8 月份结束
2011-06	环境保护部副部长李干杰	目前在建核电站安全检查工作接近尾声，核电安全规划工作启动

资料来源：互联网，东方证券研究所

结构性缺电下核电发展仍是趋势

随着天气转冷，全国缺电形势进一步加剧，华中地区尤为突出，今冬多省市或难免拉闸限电。与此同时，煤炭价格延续上涨态势，涨幅增大。据电监会近日发布的《全国电力供需及电煤供应检测预警信息》显示，截至 10 月下旬，全国日缺煤停机容量最大达到近 1600 万千瓦，云南、贵州、四川、湖南、重庆等省发电企业电煤库存平均可用天数已下降至警戒线 7 天以下。电力供需问题也受到广泛关注，寻求解决缺电问题的治本之策成为当务之急。目前看来，电力紧缺更多是结构性的缺电，具有局部性、季节性、时段性特点，在华东、华中部分省(市)缺电比较严重，对局部地区的生产、生活造成一定影响。

图7：中国核电厂分布，主要集中在东部地区

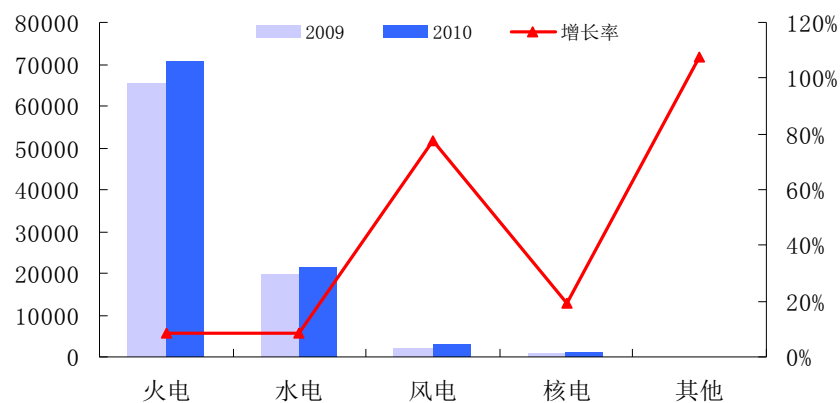


资料来源：互联网，东方证券研究所

然而，目前燃煤电厂大量布局在煤炭资源匮乏的中东部地区。2009 年底全国火电装机容量为 6.5 亿千瓦，其中有 54% 装机容量分布在京津冀鲁、华东和华中电力消费地；而煤炭资源丰富的晋陕蒙宁、新疆等地区仅占 19%。这种产煤地区与消费地区呈现逆向分布的发展方式在未来将难以为继。一方面煤炭运输成本不断升高，另一方面中东部地区环境问题严重，而西部地区煤炭产业链延伸受到影响。因此，环保部提出在“十二五”期间将对东部地区实施煤炭消费总量控制，将对环渤海、长江三角洲、珠江三角洲和东北的部分地区，严格控制煤电发展，煤电建设仅考虑支撑电源建设和消耗进口煤炭的电厂建设。东部的电厂建设将以核电和燃气电厂为主。

中国必须尽快降低对火电的依赖度，缓解周期性缺电的困境。核电堆燃料成本的敏感性较弱，已呈现出一定成本优势，是我们一种理想的替代方式。根据规划，要实现非化石能源争取到 2020 年占一次能源消费比重达到 15% 左右的目标依靠光伏和风电困难较大、成本也相对更高，核电相对火电仍然是更为清洁的能源，相对风能和太阳能其发电效率和成本也相对更低廉，因此我们认为未来发展核电仍将是一个大趋势。目前我国核电装机只占全国电力总装机的 1.1%，即使今后 5 至 10 年大致保持目前的发展速度，2020 年核电装机容量达到 7000-8000 万千瓦，核电占一次能源消费的比重也只能达到 3.5% 左右。

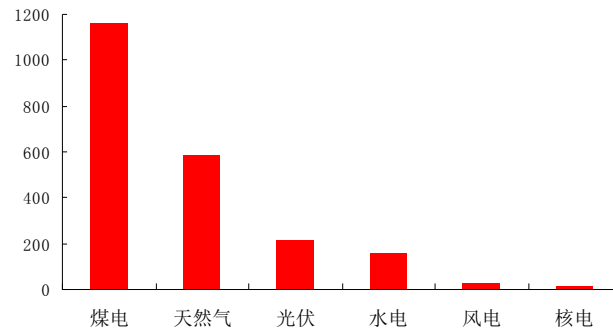
图8：中国各类发电机装机容量（万千瓦）



资料来源：CEIC，东方证券研究所

节能减排压力下核电不可或缺

根据哥本哈根会议中中国的承诺，2020 年我国的碳排放强度是在 2005 年的基础上降低 40%—45%， “十二五” 规划提出，2015 年非化石能源占一次能源消费比重达到 11.4%，单位国内生产总值能源消耗降低 16%，单位国内生产总值二氧化碳排放降低 17%。而在各种发电方式对环境的影响上，核电具有相当的优势。“因此，从大力调整能源结构，加快新能源开发的要求来看，调整核电发展规划目标，保持核电快速发展的势头也是势在必行。”

图9：各种发电方式碳排放比较（g/kwh CO₂）


资料来源：CEIC，东方证券研究所

福岛事件后国外核电规划重启

福岛核事件后主要核电国家均宣称要继续保有核电。核电大国美、俄能源部门领导人表示，“承诺支持民用核能安全扩张”，美国能源部在 5 月公布了未来五年的能源战略规划；法国也表示，将一如既往发展核电，未来将进一步加强与中国在核能发展领域的合作；6 月，英国在发达国家中率先宣布了新建核电站计划，在 2025 年前再建 8 座核电站；俄罗斯、印度等新兴经济体为解决能源需求，更是坚持新建核电容量；俄罗斯、韩国在国际市场积极进取，出口核电装备和技术；越南、阿联酋、约旦等新兴核电国家的核电建设与开发工作也在按计划向前推进。土耳其、印尼都在本月重启与日本的核合作。

福岛核危机之后，世界各国加大了对核能使用的安全性的要求，我们预计中国也将加速采用第三代技术，特别是 AP1000 机组，有消息称《核安全规划》中会包含推广第三代机组的内容。另外四大部委（财政部、工信部、海关总署和国家税务总局）也于 7 月 18 日联合发出通知，决定减免第三代核电站的相关进口设备和原材料的进口关税和增值税。另据悉，《压水堆核电厂核安全有关的钢结构设计要求》等 101 项能源行业核电标准的报批、编校和印刷工作已经在今年 9 月底完成，预计经国家能源局批准后发布实施。这标志着我国压水堆核电厂标准体系建设工作已迈出实质性步伐，为建立和完善我国核电标准体系奠定了基础。随着第三代核电技术迈向成熟，第三代自主化核电技术是我国核电事业发展的方向，这将对核电设备制造商和有开发重型机械装备能力的上市公司形成长期利好。主要上市公司有中国一重、中核科技、东方电气、上海电气等。

风险因素

三代机，特别是 AP1000 机组的研发建设低于预期，核安全报告结果不如预期。

近期建议关注的主题——种业

“国以农为本，农以种为先”——国务院副总理回良玉。

国内种业现状

种业在农业中处于至关重要的位置，然而目前国内种业相较于国外差距巨大。

1、中国的种业企业数量多、规模小。目前国内有 7000 多家种子企业，而美国仅有 10 家左右，然而没够就这仅仅的 10 家种业公司占了世界种子贸易额的 35%，国内前 10 家企业的市场占有率不足 1%。中国种子公司的种子年销售额最大的也不过 10 亿元人民币左右，而美国一个杜邦先锋种子公司种子年销售额即达 20 亿美元。

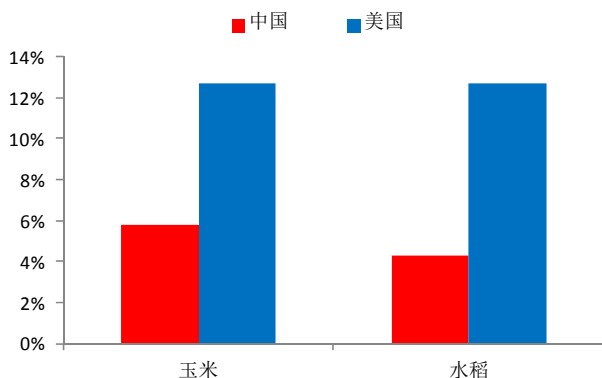
2、国内种子企业发展时间短，科研投入较少，在资金、技术、品种、人才等方面均与国外企业存有不小的差距，投资主要以国家投资为主，一般投入不到销售额的 3%。而外资巨头先锋、孟山都等种业巨头每年都将销售收入的 15%-20% 投入研发项目。另外国内种子培育技术以传统育种技术为主，而新型育种技术，如转基因技术、克隆技术等运用的比较少，而国外已经发展得比较成熟，孟山都、先锋等跨国种业巨头陆续进入中国市场。大名鼎鼎的美国先锋良种国际有限公司曾两次进入中国，现在俨然已成为中国种业市场的“大鳄”，事涉粮食安全问题！

3、农业的人才培养薄弱，政策引导力度不大。

种业发展的重要性

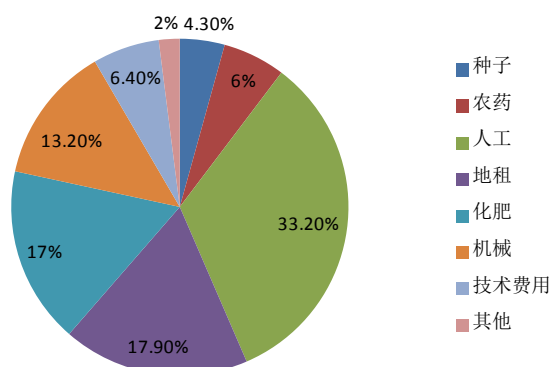
种业作为农业的上游，对农业增长的贡献率在 40%—60%。保障农产品产量主要看种植面积和单位产量，中国耕地面积仅约为 18.26 亿亩，比 1997 年的 19.49 亿亩减少 1.23 亿亩，中国人均耕地面积由 10 多年前的 1.58 亩减少到 1.38 亩，仅为世界平均水平的 40%。在耕地减少的同时要保证国家的粮食安全，提高亩产是当务之急。影响亩产的因素主要在肥料、水利、农药和育种四个方面：就肥料而言我国农作物的肥料使用量超过发达国家的一倍，加之考虑环境因素农药对产值的边际效用已不复存在；水利方面，我国现在灌溉面积不会再扩大，水资源也受到了严格的限制；农药却随着农作物品种的提高，使用量还在不断减少。从国家的角度来看，大力推进种业的发展，不单可以振兴国内农业，也是关系粮食安全的重大对策。

图10：中美种子成本占总成本比重对比



资料来源：全国农产品收益资料汇编，东方证券研究所

图11：中国水稻种植成本构成



资料来源：全国农产品收益资料汇编，东方证券研究所

综上可得，未来农业的增长点，主要就在种业上，从国家的角度来看，大力推进种业的发展，不仅可以振兴国内农业，也是关系粮食安全的重大对策。另外，从市场和利润规模上看种业都有着绝对的发展潜力和优势，目前我国种子商品化率大约 50%，远低于发达国家 80-90% 的水平；同时种子价格与粮价之比平均约为 5-8 倍，也远低于发达国家 20-25 倍的水平，价格上涨空间也较大。

种业发展的政策催化剂

近期扶持政策不断出台，《关于加快推进现代农作物种业发展的意见》、《农作物种子生产经营许可管理办法》等政策的出台都显示出政府对种业的重视，这将推动种业行业将进入黄金发展期。农业部组织专家拟定的《2011-2020 年现代农作物种业发展规划》目前已进入审议程序，该规划是专门针对种业的十年规划，主要内容是种子企业合并与整合进一步明确，制定和修改推动中国种业快速发展的整套政策策略。另外我们预计种业还将可能出台的政策有《种业十二五规划》、《新品种审定管理办法》、《种子法修正案》等，在 2012 年一号文件中也有可能推出相应的扶持政策。在政策催化剂的支撑下，种业也将迎来新的发展机遇期，相关上市公司也将充分受益。

表5：国内种业发展之政策回顾

时间	相关政策	主要内容或影响
1995 年以前	计划管理体制	科研、繁育、加工、销售都是由政府部门主导完成
1996	种子工程建设	放开了部分非主要作物种子的政府管制，市场开始出现种子企业
1997-04	《植物新品种保护条例》	种子产业的市场化得到法律保障
2000 年底	《种子法》	中国种子行业开始进入市场化，助推了国内种业企业的加速发展
2006-05	国务院《关于推进种子管理体制改革的意见》	种子行业自此从体制上实现了政企分离，进入了完全自由竞争的阶段
2010-01	中央一号文件	提出切实把农业科技的重点放在良种培育上，加快农业生物育种创新和推广应用体系；建设推动国内种业加快企业并购和产业整合，引导种子企业与科研单位联合，抓紧培育有核心竞争力的大型种子企业。
2010-11	国家税务总局《关于制种行业增值税有关问题的公告》	制种企业符合一定条件下免征增值税
2011-04	国务院《加快推进现代农作物种业发展的意见》	科研体制改革“力争”在“十二五”末基本实现“事企脱钩”，科研院所和高校退出商业化育种。
2011-08	《农作物种子生产经营许可管理办法》	标志着国家要加大力度推进现代种业，各方面政策都给予大力支持
2011-10	安徽省现代种业发展规划	明确提出到 2015 年全省培育 10 个以上自主创新、具有突破性的主要农作物新品种；农作物品种更新换代 1 次，主要农作物良种覆盖率达到 98% 以上；打造 5 家以上产值超亿元育繁推一体化种业企业，全省种子销售额超过 60 亿元，良种生产能力稳定在 5.5 亿公斤以上，实现主要农作物种子自给率 95% 以上。

资料来源：东方证券研究所

表6：未来或将出台的种业政策

预计时间	可能的相关政策	主要内容
2011 年底	各省市《关于加快推进现代农作物种业发展的实施意见》	各省市加快现代农作物种业发展步伐
2011 年底	农业部《2011~2020 现代农作物种业发展规划》	制定和修改推动中国种业快速发展的整套政策法规，推进种子企业合并与整合
2011 年底	《种子法修正法案》	完善种业市场化体系
2011 年底	《新品种审定管理办法》	推进良种培育进程
2012-01	中央一号文件	聚焦农业科技，或将生物育种及种业兼并作为政策重点
2012 年始	农业部拟建 10 万亩国家级制种基地	或将在在甘肃酒泉、张掖等地启动国家级制种基地建设，以玉米育种为先

资料来源：东方证券研究所

风险因素

政策推出不达预期，国内种业企业占领商业化育种市场进程难敌外国种业的在华扩张垄断经营。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

根据公开信息披露：截止2011年三季报，我司持有龙源技术（300105.SZ）股票1158357股，占总股本0.73%；

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn