

华西证券2020年中期策略会——行业专题策略报告

2020年下半年环保公用行业投资展望

环保公用行业首席分析师：晏溶

SAC NO：S1120519100004

研究助理：周志璐

2020年6月3日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

摘要/Abstract

■ 2020年至今环保行业表现

环保行业跑赢大盘，整体位于中游水平。环保子行业盈利分化明显，在环保行业4个子板块中，固废、水务板块表现相对较好，大气、其他环境业绩下滑幅度较大（大气已剔除营收异常企业）。

■ 固废和水务为什么会表现较优？

固废方面，环卫服务行业涌现上市热潮，市场化进程明显，开年即现环卫大单让市场对市场化率提升信心大增；各省垃圾焚烧规划纷纷出台，未来三年焚烧项目迎密集投产期。水务方面，环保专项债全年有望突破5000亿元，近六成生态环保类专项债投向水务项目，水务板块后期增长有保障。

■ 2020年环保行业下半年投资展望

水务板块推荐关注国资入主，在手订单丰富的【碧水源】；已过资本开支高峰，经营性现金流逐步改善的【博世科】；项目密集投产，后期增长保障性强的【联泰环保】。垃圾焚烧板块推荐关注垃圾焚烧行业龙头【伟明环保】、聚焦长江三角洲地区、珠江三角洲地区及环渤海经济圈，向全国拓展布局的【绿色动力】、固废行业领军企业，获单能力较强的【旺能环境】。生态修复板块推荐关注在手现金充沛，上市以来追求稳定发展的【绿茵生态】。

风险提示：1) 专项债发行不及预期；2) 环保行业融资困难问题没有解决，民营企业依然融资难融资贵；3) 政府不支持环保项目建设。

■ 2020年公用事业下半年投资展望

火电板块推荐关注营收增速稳定，中央企业煤电资源区域整合将为其带来积极影响的【华电国际】；量价齐升业绩稳步向上，2020年有多个待投机组的【京能电力】；坚持做优做强电力热力业务，具备独特地理区域优势的【建投能源】。

风险提示：1) 用电量增速低于预期；2) 电力政策出现较大变动；3) 动力煤事件性上涨。

目录/Contents

01

2020年至今环保行业表现

02

固废和水务为什么会表现较优？

03

2020年环保行业下半年投资展望

04

2020年公用事业下半年投资展望

华西证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明





1. 2020年至今环保行业表现

1.1. 环保子行业盈利分化明显

- 在环保行业4个子板块中，固废、水务板块表现相对较好，大气、其他环境业绩下滑幅度较大（大气已剔除营收异常企业）。

图1：2019年环保子板块营收增速情况%

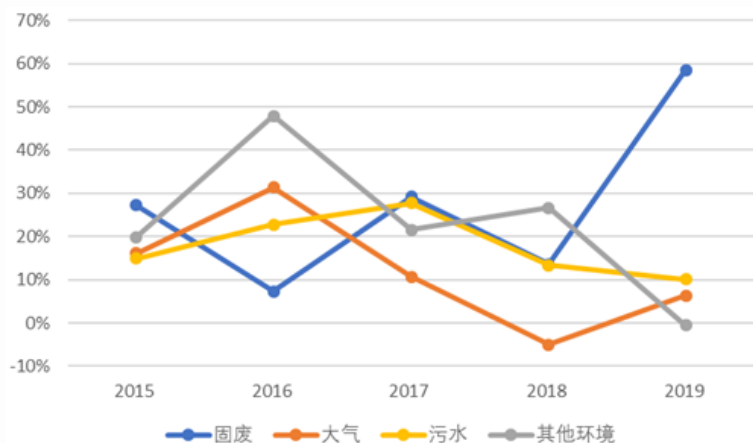


图2：2019年环保子板块归母净利润增速情况%

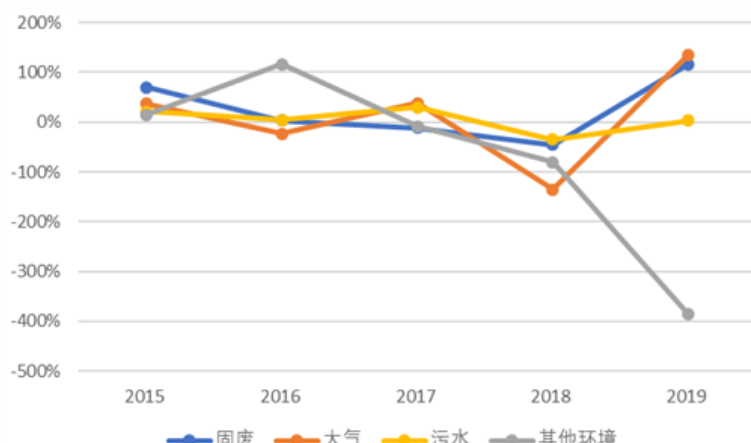


图3：2020年环保子板块一季度营收增速情况%

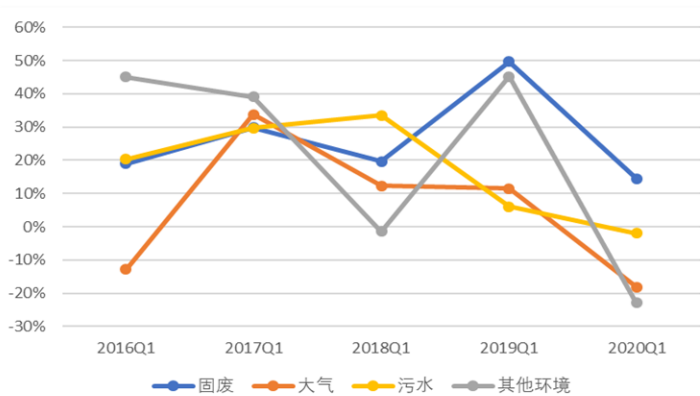
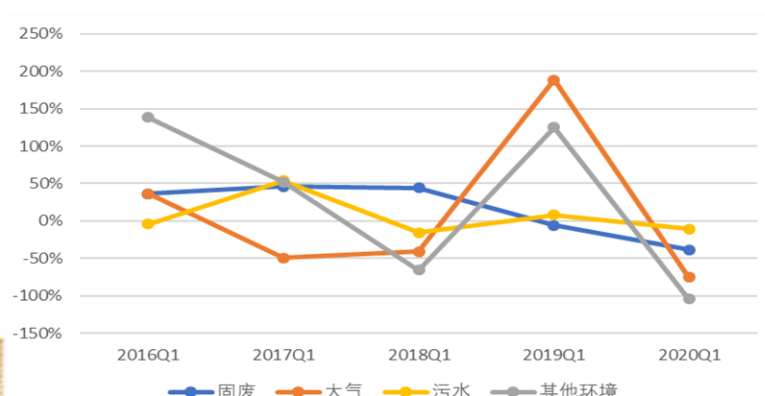


图4：2019年环保子板块一季度归母净利润增速情况%





1. 2020年至今环保行业表现

1.2. 环保行业跑赢大盘，整体位于中游水平

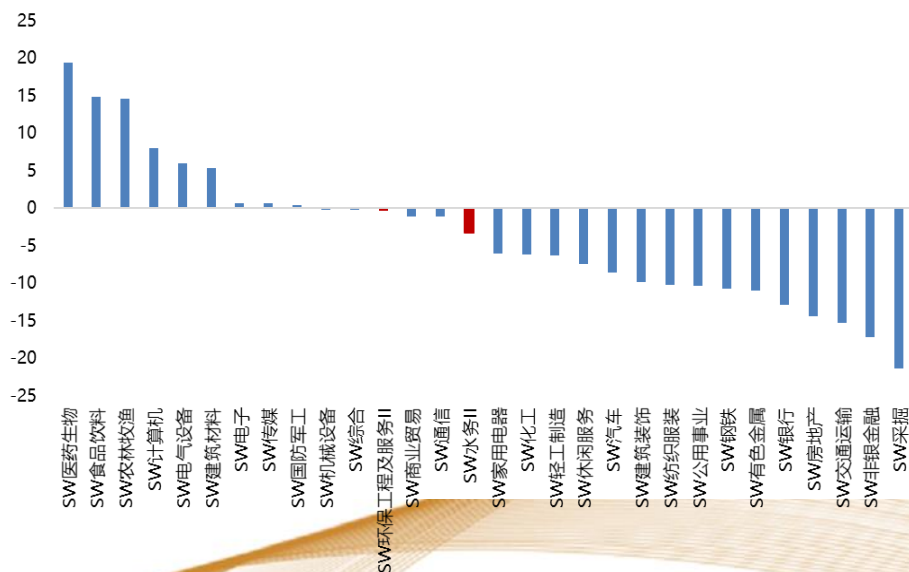
- 年初至5月22日，沪深300累计下跌6.65%；SW水务II累计下跌3.30%；SW环保工程及服务II累计下跌0.39%。
- SW水务II和SW环保工程及服务II涨跌幅走势与沪深300相似，但均跑赢大盘。
- 同SW一级其他行业比较，SW水务II和SW环保工程及服务II表现处于中游水平。

图5：2020年初至今沪深300及环保行业累积涨跌幅



数据来源：Wind、华西证券研究所

图6：SW水务II和SW环保工程及服务II同其他SW一级行业累积涨跌幅%



数据来源：Wind、华西证券研究所

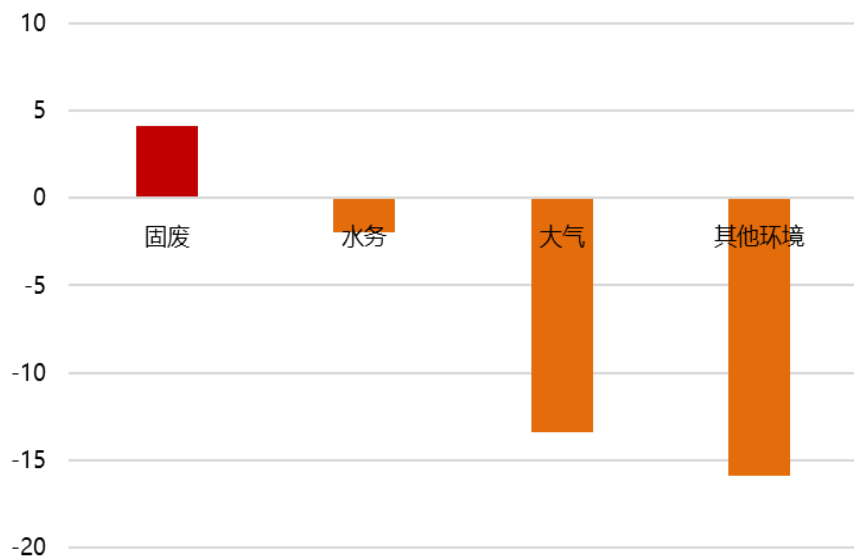


1. 2020年至今环保行业表现

1.3.子板块涨跌幅表现分化，固废水务表现相对较好

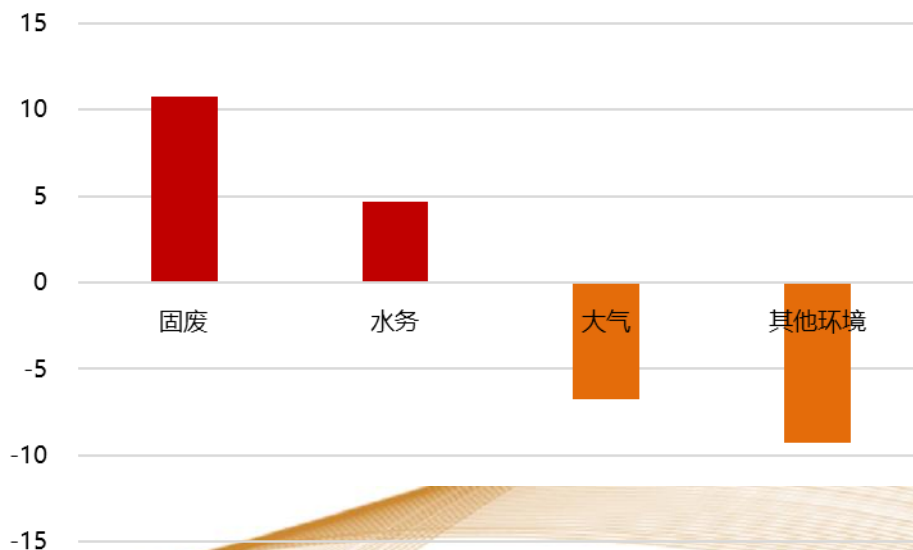
- 年初至5月22日，仅固废板块累计涨幅为正，上涨4.08%；水务、大气及其他环境分别累计下跌2.00%、13.40%、15.90%。
- 固废和水务板块相对沪深300绝对收益均为正，分别为10.73%、4.65%；大气和其他环境板块绝对收益为负，分别为-6.75%、-9.25%。

图7：2020年初至今子板块累积涨跌幅%



数据来源：Wind、华西证券研究所

图8：子板块相对沪深300绝对收益%



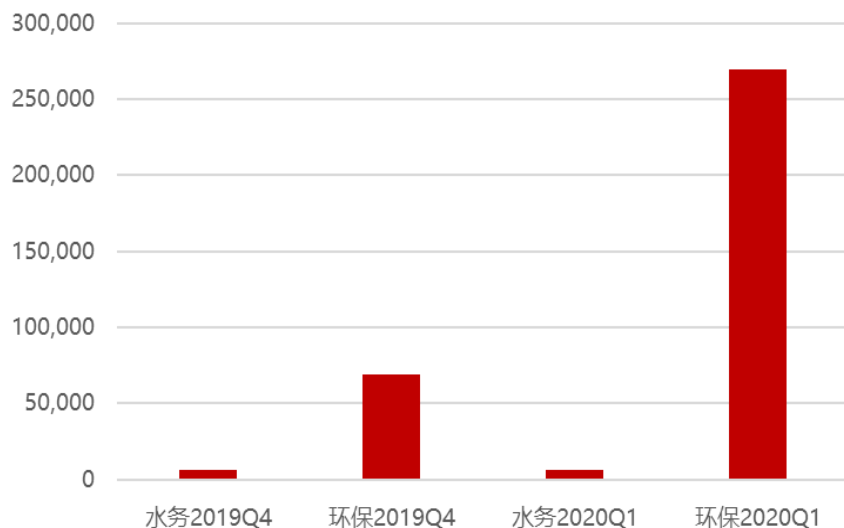
数据来源：Wind、华西证券研究所

1. 2020年至今环保行业表现

1.4. 基金环保持仓增加明显，环保行业热度明显上升

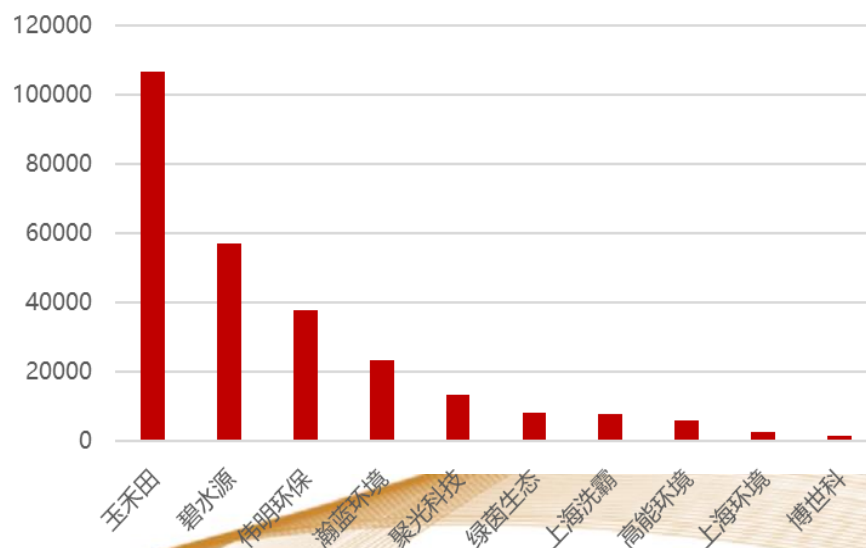
- 2019年底基金环保行业重点持仓股票总市值合计：7.58亿元，其中水务II合计总市值0.65亿元，环保工程及服务II合计总市值6.94亿元。
- 2020年Q1基金环保行业重点持仓股票总市值合计：27.54亿元，其中水务II合计总市值0.62万元，环保工程及服务II合计总市值26.93亿元，持仓市值提升明显。
- 2020Q1重点持仓股票个数也从2019年底的22只上升至31只，环保热度持续上升。

图9：基金重点持仓总市值变化（万元）



数据来源：Wind、华西证券研究所

图10：2020Q1持仓市值较高的个股（万元）



数据来源：Wind、华西证券研究所



2.固废和水务为什么会表现较优？

2.1.环卫板块领涨固废

2.1.1. 环卫服务行业涌现上市热潮，行业过往三年市场化进程明显

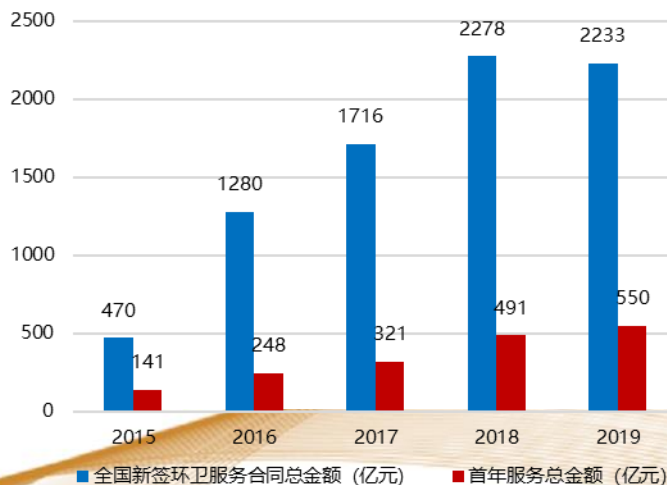
- 新冠疫情下大部分行业正常经营受影响，而环卫行业作业正常，在抗疫中做出了重大贡献，经营业绩有保障。
- 仅2020年，环卫服务行业就有侨银环保、北控城市资源和玉禾田先后上市，再加上之前已经上市的龙马环卫、盈峰环境、启迪环境和庄臣控股等公司，环卫服务行业迈入了“上市公司时代”。
- 2017、2018、2019年全国新签环卫服务合同总额分别为1716亿元、2278亿元、2233亿元，同比分别+34.06%、+32.75%、-1.98%；首年服务金额分别为321亿元、491亿元、550亿元，同比分别+29.44%、+52.96%、+12.02%。

表1：2020年一季度上市的环卫企业

公司名称	上市时间	上市地点	募集资金	主营业务	2019年环卫收入占比
侨银环保	2020/1/6	深交所	3.31亿元	环卫保洁、市政环卫、生活垃圾处置	98.58%
北控城市资源	2020/1/15	港交所	5.4亿港元	环卫服务、危废处理	-
玉禾田	2020/1/23	深交所	10.77亿元	市政环卫、物业清洁	99.89%

数据来源：Wind、华西证券研究所

图11：2015-2018年全国环卫服务合同增长迅速



数据来源：银保监会、环境司南、华西证券研究所



2.固废和水务为什么会表现较优？

2.1.环卫板块领涨固废

2.1.2. 开年即现环卫大单，让市场对市场化率进一步提升信心大增

- 2019年，宝安实现地区生产总值3853.5亿元，同比增长6.6%。
- 2019年，深圳宝安区一般公共预算收入267.1亿元，完成预算的101.2%；一般公共预算支出464.3亿元，完成市考核任务的96.5%，同比增长6.3%。
- 宝安区下辖10个街道，目前已有5个街道实行了环卫一体化PPP项目改革，涉及此前到期合同共36份。
- 目前还剩5个街道约40%的清洁保扫面积未实行环卫一体化PPP项目模式，初步估算整个宝安区实行PPP改革后，年环卫支出为17-18亿，占2019年宝安区一般公共预算支出的3.88%。

表2：深圳市宝安区环卫一体化PPP项目情况

区域	道路清扫面积 (万平方米)	垃圾收集清运 (吨/天)	公厕运营管理 (座)	运营费(万元/年)	期限(年)	总服务费(万元)	中标方	中标时间
沙井街道	879	713	31	46797.48	15	701962.2	北控城市资源	2020年1月
新桥街道	1403	504	21		15			
新安街道	522	677	22	18550.18	15	839387.9	盈峰环境	2020年5月
福永街道	483	418	32	16858.96	15			
福海街道	579	426	20	20550.05	15			
合计	3866	2738	126	102756.67	--	1541350.1	--	--

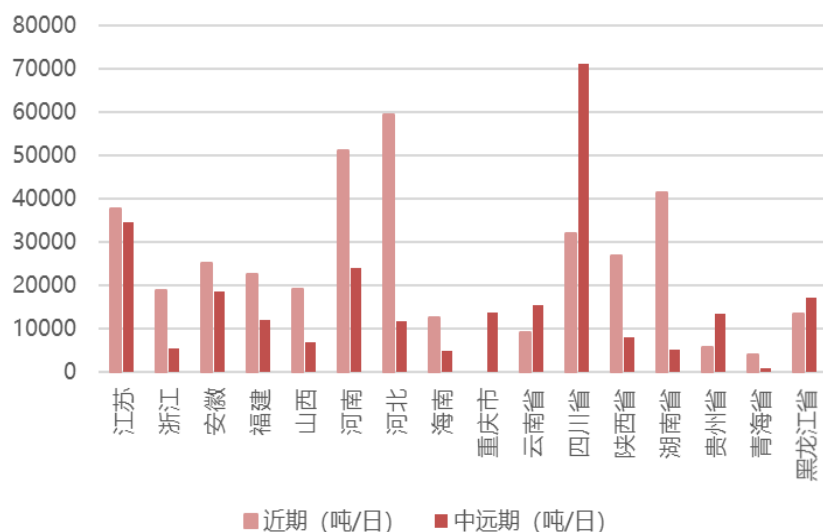
资料来源：深圳市公共资源交易中心、华西证券研究所

2. 固废和水务为什么会表现较优？

2.2. 垃圾焚烧板块：各省规划纷纷出台，未来三年焚烧项目迎密集投产期

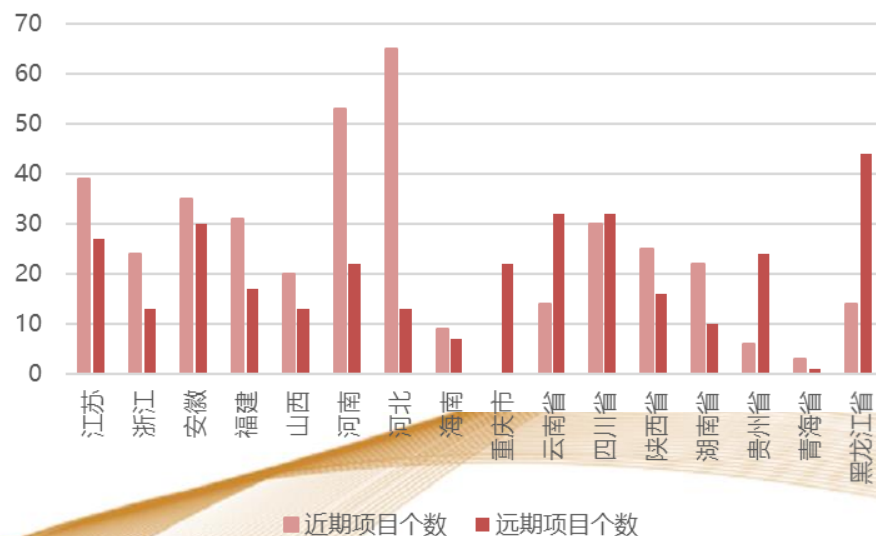
- 据《陕西省生活垃圾焚烧发电中长期规划》所述，到2019年底，全国已投运垃圾焚烧发电项目418座（装机容量916万千瓦），年处理垃圾量1.3亿吨，约占无害化垃圾处理量的34%，无害化处理占比距离规划目标54%差距明显。在建167座，合计装机430万千瓦，大部分项目将于2020-2022年投产，未来三年都将是项目的密集投运期。
- 截至目前，根据已收集到的16个省市发布的《垃圾焚烧发电项目中长期规划》数据，近期（2018-2020年）规划的生活垃圾焚烧项目390个，合计总处置产能37.94万吨/日；中远期（2021-2035）规划的项目共323个，合计总产能26.34万吨/日，垃圾焚烧行业未来3-8年仍然会保持相当高增速。

图12：各省市垃圾焚烧中长期规划产能（吨/日）



数据来源：Wind、华西证券研究所

图13：各省市垃圾焚烧中长期规划个数（吨/日）



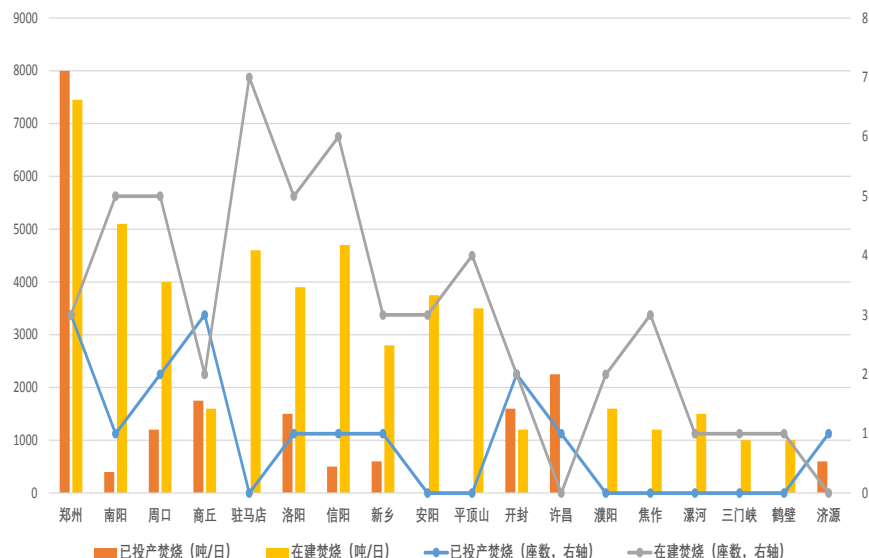
数据来源：Wind、华西证券研究所

2. 固废和水务为什么会表现较优？

2.2. 垃圾焚烧板块：各省规划纷纷出台，未来三年焚烧项目迎密集投产期

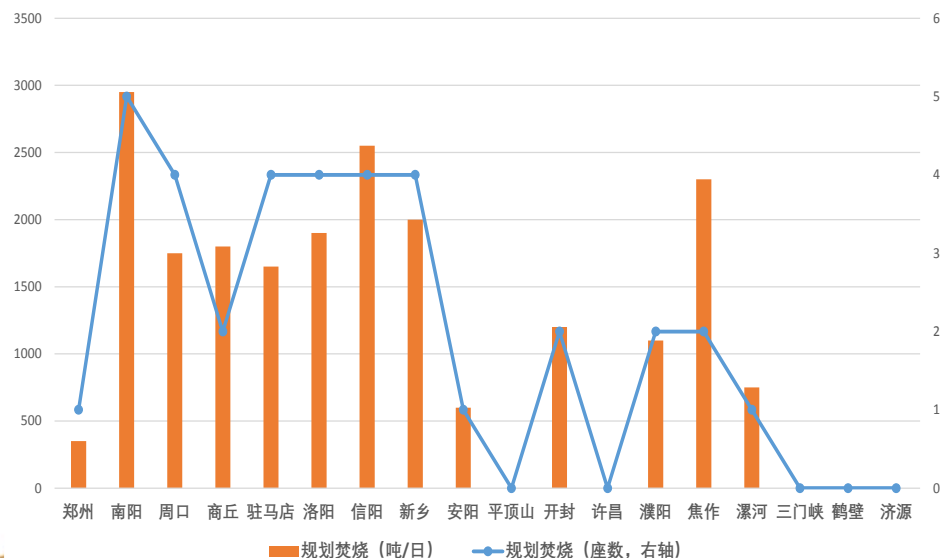
- 以河南省为例，下辖18个市，截至2020年5月，全省目前已投产运营的焚烧处置设施共计16座，合计产能1.84万吨/天，其中2019年投产7座，新增焚烧产能9700吨/日。已投产设施集中在河南省的10个城市，还有8个城市至今仍100%靠卫生填埋来无害化处理垃圾。
- 截至2020年5月，河南省共有53座炉排炉工艺的焚烧处置设施在建设过程中，合计投资近300亿元，建成后新增产能4.89万吨/日，平均单吨建设投资为59.94万元。大部分项目均为2018-2019年中标签约，其中2019年中标的项目有19个。预计的投产时间集中在2020-2022年，预计2021-2022年将是项目投产的高峰期。

图14：河南各市已投产+在建焚烧产能情况（含协同）



数据来源：各市环保局、华西证券研究所

图15：河南各市十三五规划待实施产能情况（含协同）



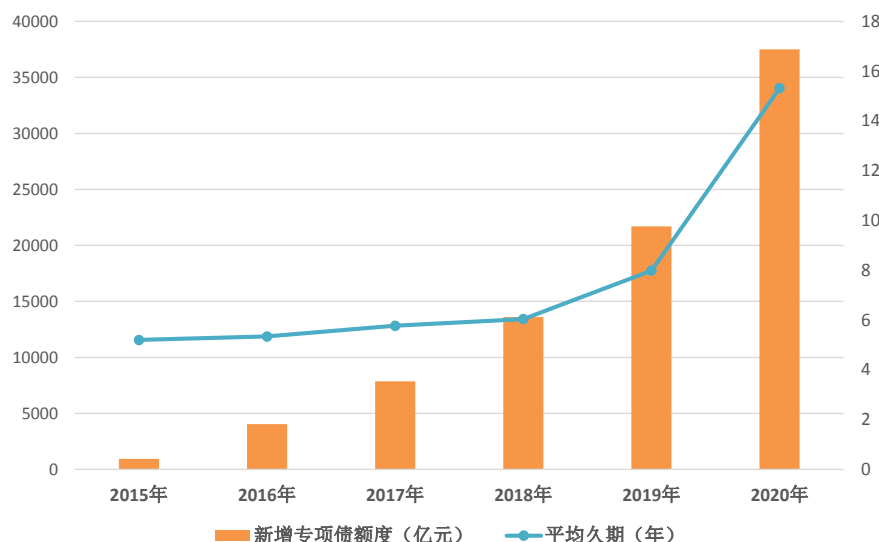
数据来源：各市环保局、华西证券研究所

2.固废和水务为什么会表现较优？

2.3.过往6年新增专项债复合增速高达85%，环保专项债全年有望突破5000亿元

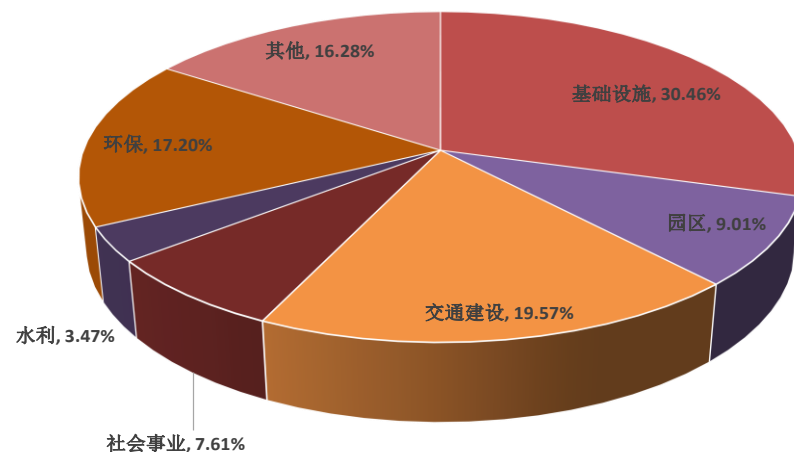
- 2020年两会确定全年新增专项债额度提升至3.75万亿，过往6年专项债发行额度复合增速高达84.95%。
- 债务久期从2015-2018年的5-6年左右大幅延长至2020年的15.32年，长久期债务可更好的匹配项目周期，减少久期错配带来的还款压力。
- 2019年专项债中，土地储备和棚改类专项债合计占比64.42%，接近2018年水平，主要还是投向房地产领域，距离政策多投民生相关类项目目标还有较大差距。
- 截至5月27日已完成招标发行专项债1.82万亿，基础设施、交通运输、环保、社会事业、水利等补短板项目为主要资金投向。

图16：历年新增专项债发行情况（2020年为已发行平均年限）



数据来源：中国债券信息网、华西证券研究所

图17：2020年已招标发行专项债资金投向



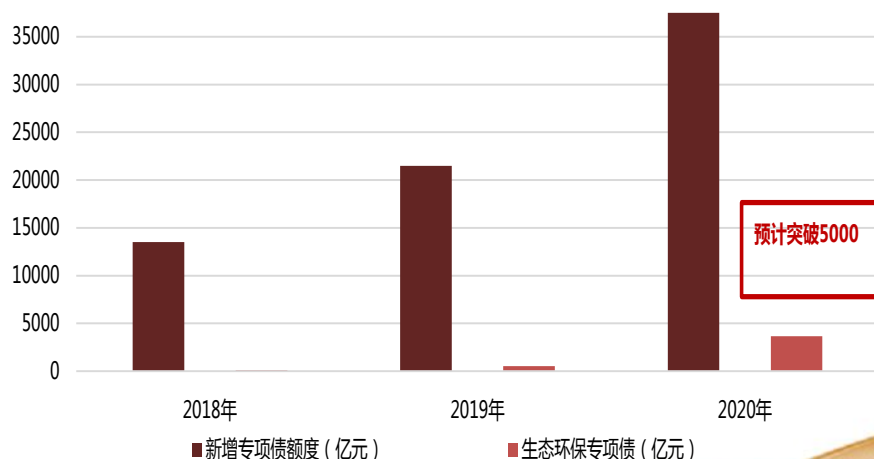
数据来源：中国债券信息网、华西证券研究所

2.固废和水务为什么会表现较优？

2.3.过往6年新增专项债复合增速高达85%，环保专项债全年有望突破5000亿元

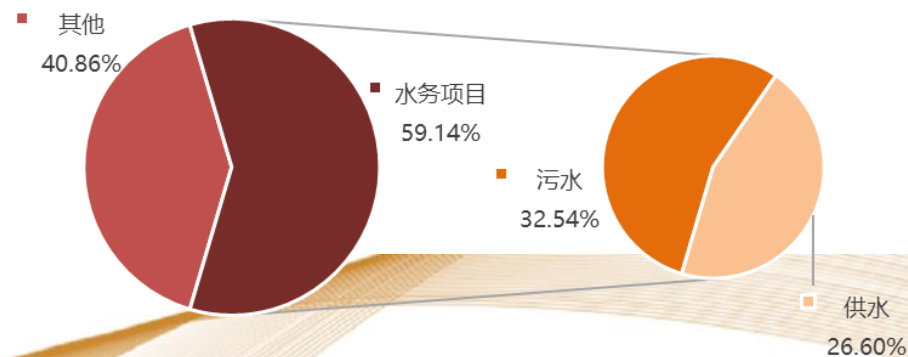
- 2018生态环保类新增专项债87.13亿元，占比仅0.65%；2019年，生态环保类新增专项债总计发行531.24亿元，占比为2.47%；2020年（截至5月22日）生态环保类专项债累计披露3666.71亿元，占比高达17.13%，还有近1.5万亿专项债待披露发行的背景下，按此趋势计算，2020年生态环保类专项债突破5000亿元概率高。
- 近六成生态环保类专项债投向水务项目，水务板块后期增长有保障。2020年（截至5月22日）投向水务的专项债金额总计为2168.32亿元，占全部生态环保专项债的59.13%。
- 近四成资金投入生态修复类项目，在长江、黄河等流域保护规划的带动下，预计未来生态修复类项目占比将持续提升。

图18：已披露投向环保项目专项债情况



数据来源：Wind、华西证券研究所

图19：已披露投向水务项目专项债情况



数据来源：中国债券信息网、华西证券研究所



3. 2020年环保行业下半年投资展望

3.1.投资建议

- 水务板块：推荐关注国资入主，在手订单丰富的【碧水源】；已过资本开支高峰，经营性现金流逐步改善的【博世科】；项目密集投产，后期增长保障性强的【联泰环保】。
- 垃圾焚烧板块：推荐关注垃圾焚烧行业龙头【伟明环保】、聚焦长江三角洲地区、珠江三角洲地区及环渤海经济圈，向全国拓展布局的【绿色动力】、固废行业领军企业，获单能力较强的【旺能环境】。
- 生态修复板块：推荐关注在手现金充沛，上市以来追求稳定发展的【绿茵生态】。

3.2.风险提示

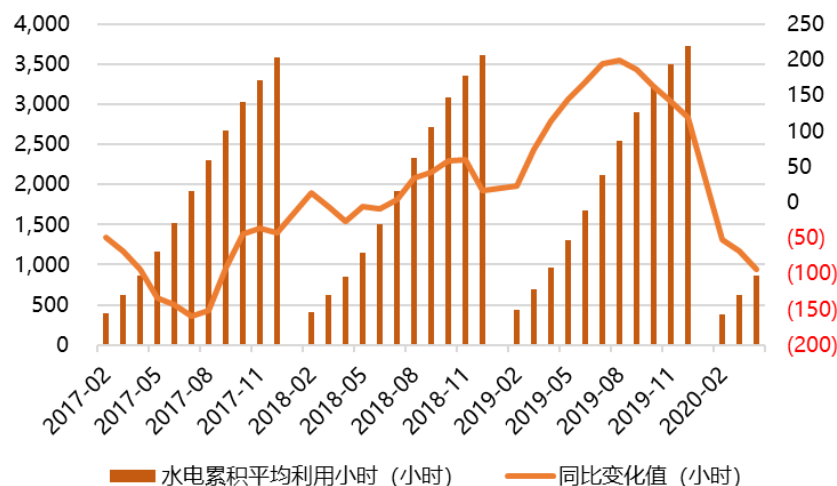
- 专项债发行不及预期；
- 环保行业融资困难问题没有解决，民营企业依然融资难融资贵；
- 政府不支持环保项目建设。

4. 2020年公用事业下半年投资展望

4.1. 来水少利用小时数低，水电发电量下滑明显

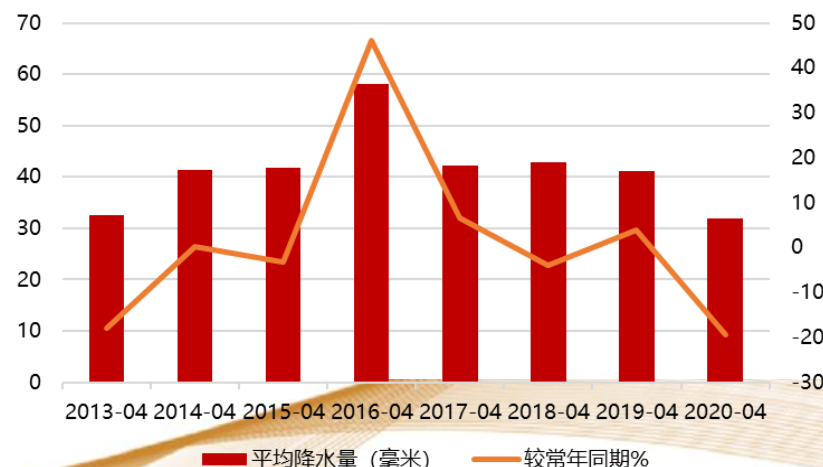
- 统计局数据显示，1-4月全社会用电量累积21270亿千瓦时，同比下滑4.7%；4月份用电量5572亿千瓦时，同比增长0.7%，意味着全国全面复工复产，用电量增速由负转正。
- 4月份，水电发电量同比下降9.2%。水电同比下降主要原因：一是降水量不及常年同期，4月平均降水量较常年偏少19.5%；二是设备发电利用小时数下降，1-4月水电累积平均利用小时数865个小时，同比下降了94个小时；其中4月份水电平均利用小时数243个小时，较去年同期下降25个小时。
- 预计水电发电量在7-9月来水充沛，叠加市场需求旺盛，利用小时数回升，发电量会进一步反弹，但是进入四季度水电普遍季节性衰退，所以更应关注拥有水库调峰能力的发电企业。

图20：水电利用小时数情况



数据来源：Wind、华西证券研究所

图21：历年4月降水情况



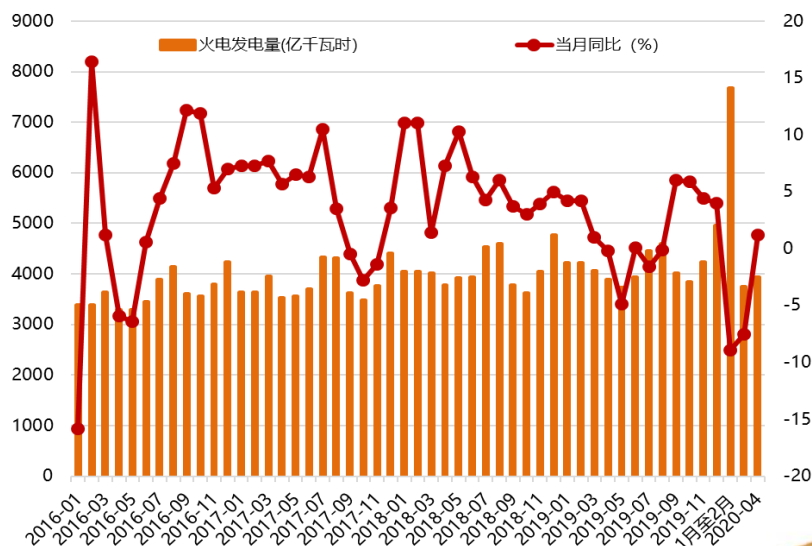
数据来源：国务院新闻办公室、华西证券研究所

4. 2020年公用事业下半年投资展望

4.2.水电承压，火电借势反弹

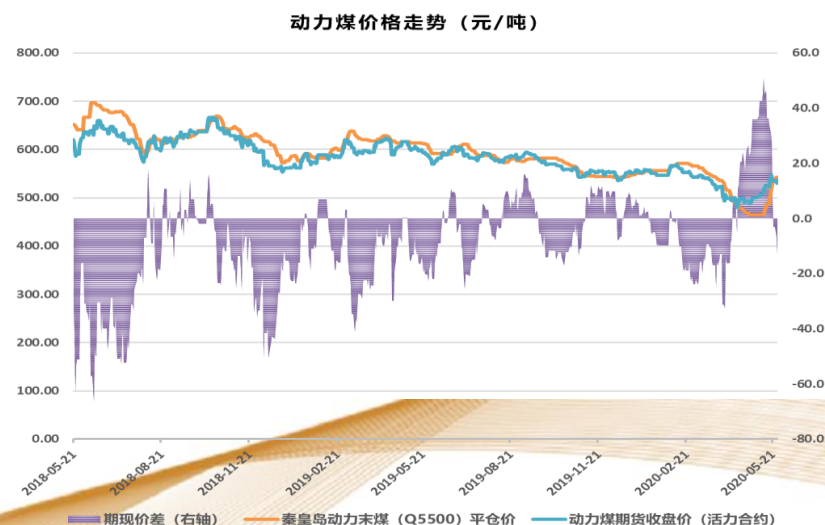
- **需求端**：由于水电发电量减弱，叠加复产复工需求上升，火电发电量进一步提升。4月份火电发电量同比增长1.2%，增速由负转正。进入下半年，7-9月气温偏高用电需求增加，火电发电量将再次提升；进入四季度水电普遍季节性萎缩，加上北方逐步开始供热，整体需求有望得到保证。
- **成本端**：动力煤价格回暖，后市预计震荡上行。进入5月份，动力煤价格回升明显，从5月1日至5月26日，动力煤(Q5500)秦皇岛港平仓价上升79元/吨，增幅达到17.3%。主要由于市场需求回暖，六大发电集团日耗回升明显，直逼70万吨/日。考虑到后期进入夏天气温升高，叠加水电萎靡，火电需求更加旺盛，动力煤价格会维持向上趋势。但火电发电企业多数以长协合同为主，短期动力煤波动对企业发电成本影响有限。
- **电价端**：工商电价下降5%，但是此次降电价由电网承担，发电企业影响不大。

图22：火电发电量情况



数据来源：Wind、华西证券研究所

图23：动力煤价格情况



数据来源：Wind、华西证券研究所



4. 2020年公用事业行业下半年投资展望

4.3.投资建议

- 火电板块：推荐关注营收增速稳定，中央企业煤电资源区域整合将为其带来积极影响的【华电国际】；量价齐升业绩稳步向上，2020年有多个待投机组的【京能电力】；坚持做优做强电力热力业务，具备独特地理区域优势的【建投能源】。

4.4.风险提示

- 用电量增速低于预期；
- 电力政策出现较大变动；
- 动力煤事件性上涨。

分析师简介

晏溶：2019年加入华西证券，现任环保公用行业首席分析师。华南理工大学环境工程硕士毕业，中级工程师，曾就职于广东省环保厅直属单位，6年行业工作经验+1年买方工作经验+3年卖方经验。

周志璐：2020年4月加入华西证券，现为环保公用组研究助理，澳大利亚昆士兰大学会计学硕士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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