

# 后疫情时代系列报告之七：逆周期调节时代，环保基建补短板力度可期

2020年03月29日

看好/维持

环保

行业报告

|      |   |                       |
|------|---|-----------------------|
| 研究员  | 洪一 电话：010-66554046 邮箱 hongyi@dxzq.net.cn  | 执业证书编号：S1480516110001 |
| 研究助理 | 沈一凡 电话：010-66554020 邮箱 shenyf@dxzq.net.cn |                       |

## 投资摘要：

环保在基建补短板中的重要性持续得到确认。新基建是2019年以来的明确方向，新基建虽然增长迅猛，但其体量对于基建每年18-20万亿基础投资额而言仍然较小。而老基建虽然相对完善，但也存在部分短板，在未来仍将作为托底经济的重要底层力量。从专项债的发行情况来看，今年以来生态环保的占比提升到了11%，而去年全年占比只有2.4%，水类项目（供水+污水+水环境治理+水利）是环保公用类专项债最主要的投向，占比超60%。占比的提升或预示国内环保基建有望迎来投资热潮。疫情后时代，“一带一路”战略有望借助疫情契机加速推进，通过加强国际治理合作，构建全球利益共同体。届时海外国家的基建需求也会对我国的环保产业产生一定程度的溢出效应。我们认为，疫情后新兴国家基建投资增加，对我国的溢出效应在生态环保类领域主要集中在水务、固废、电建和供热等项目，带来epc工程与装备需求增加。

环保装备单品的市场规模较小，市场竞争格局非常分散，使得该领域相对较难诞生整合全球市场的巨头企业，但随着我国工程和运营的走出去，装备需求也会增加。对于大体量的环保类工程基建，更适合央企来承接。而环保上市公司更适合参与后端收费有保障的运营类项目，或金额相对较小的epc类项目。环保各细分领域中，水和固废领域，最有可能诞生全球性的龙头企业，未来在疫情带来的经济衰退背景下，海外企业或会有更高的资产出售意愿，国内的龙头企业，或将迎来良好的整合时机。龙头企业可借助收购公司的渠道，在当地积极拓展项目，发展中新兴国家的运营类项目也将成为必争之地。

**投资策略：**后疫情时代，应当重点关注质地好，抗风险能力强的环保运营龙头，运营类环保企业，一方面受疫情影响较小，同时在疫情过去以后，在经济刺激政策作用下，有望获取更多增量项目，加快国内和海外的行业整合，提升自身业务的集中度。建议关注技术领先、具有拓展海外市场经验、有望成为全球性龙头环保公司，水务龙头北控水务集团、固废龙头中国光大国际。A股环保运营公司瀚蓝环境和龙马环卫虽未拓展海外市场，但运营业务稳健，增长确定性强，也值得关注。在装备领域，可关注环卫装备龙头盈峰环境。在工程领域，可关注预期大幅改善、盈利能力提升的碧水源。

**风险提示：**融资环境改善不及预期；政策力度不及预期；市场系统性风险。

## 行业重点公司盈利预测与评级

| 简称     | EPS(元) |      |      |      | PE    |       |       |       | PB   | 评级   |
|--------|--------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|------|------|
|        | 18A    | 19E  | 20E  | 21E  | 18A   | 19E   | 20E   | 21E   |      |      |
| 北控水务集团 | 0.47   | 0.52 | 0.59 | 0.67 | 6.62  | 5.98  | 5.27  | 4.64  | 1.05 | 强烈推荐 |
| 中国光大国际 | 0.86   | 0.85 | 1.01 | 1.18 | 9.98  | 7.38  | 4.23  | 3.65  | 0.73 | 未评级  |
| 盈峰环境   | 0.29   | 0.45 | 0.54 | 0.64 | 22.31 | 14.46 | 11.99 | 10.14 | 1.24 | 推荐   |
| 龙马环卫   | 0.80   | 0.64 | 0.79 | 1.08 | 19.50 | 24.31 | 19.80 | 14.46 | 2.43 | 强烈推荐 |
| 瀚蓝环境   | 1.14   | 1.17 | 1.45 | 1.71 | 18.26 | 17.79 | 14.36 | 12.18 | 2.42 | 强烈推荐 |

资料来源：wind、东兴证券研究所

## 目 录

|                               |   |
|-------------------------------|---|
| 1. 疫情后国内环保基建或将迎来投资热潮 .....    | 3 |
| 2. 海外经济刺激政策对我国环保产业的溢出效应 ..... | 6 |
| 3. 大国崛起，后疫情时代环保产业走出去 .....    | 7 |
| 4. 投资策略.....                  | 7 |
| 5. 风险提示.....                  | 8 |

## 表格目录

|                       |   |
|-----------------------|---|
| 表 1：全国环卫服务市场空间估算..... | 6 |
|-----------------------|---|

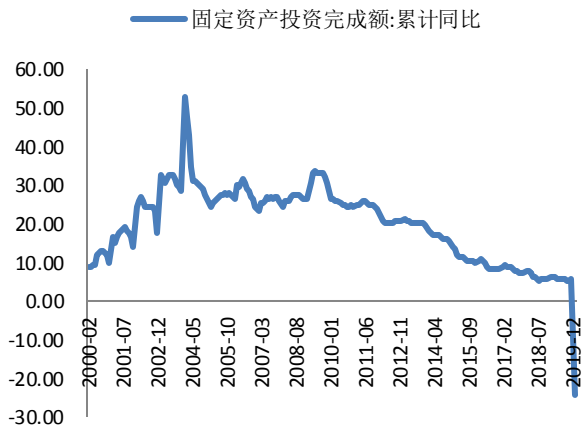
## 插图目录

|   |   |
|---|---|
| 图 1：固定资产投资完成额：累计同比.....                       | 3 |
| 图 2：社会消费品零售总额：当月同比.....                       | 3 |
| 图 3：基建三大分项投资额结构.....                          | 4 |
| 图 4：2019 年专项债投向结构.....                        | 4 |
| 图 5：2020 年前两月专项债投向结构.....                     | 4 |
| 图 6：2019 年至今环保专项债细分结构.....                    | 5 |
| 图 7：浙江省 2020 年度计划投资重点项目结构.....                | 5 |
| 图 8：广东省 2020 年度计划投资重点项目结构.....                | 5 |
| 图 9：广东省 2020 年重点项目环保投向的细分结构.....              | 5 |
| 图 10：2013-2018 年中国对一带一路沿线国家投资情况（单位：亿美元） ..... | 6 |

## 1. 疫情后国内环保基建或将迎来投资热潮

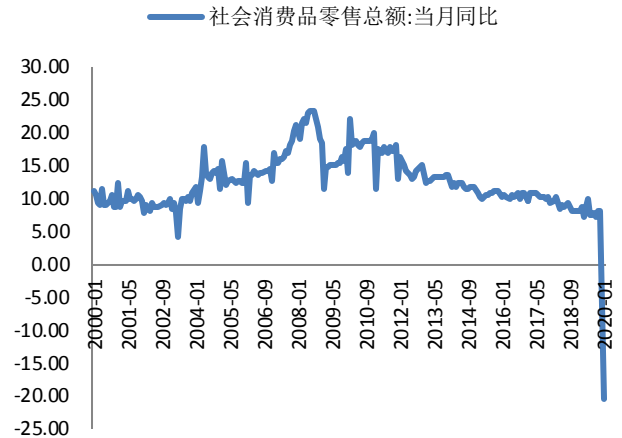
目前国内的新型冠状病毒疫情已得到有力控制，但全球疫情防控形势依然严峻，各国政府采取出行管制等措施，使得全球经济活动陷入低迷，加上国内前两个月受到疫情防控造成的停工影响，经济增长面临较大下行压力，1-2月国内固定资产投资与社销同比都大幅下降，国内的基建投资增速，前两月也已下跌至-27%的历史低点。为了保障经济平稳运行，3月召开的中共中央政治局常务委员会会议中，明确提出要加快推进国家规划已明确的重大工程和基础设施建设，加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快5G网络、数据中心等新型基础设施建设进度。从全年来看，基建将作为稳增长的重要抓手。同时，受到地方政府隐性债务化解期限延长，专项债用于基金规模增加以及政策性金融年度信贷增加等多项政策支持，预计二季度基建投资增速将开启反弹。

图 1：固定资产投资完成额：累计同比



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 2：社会消费品零售总额：当月同比

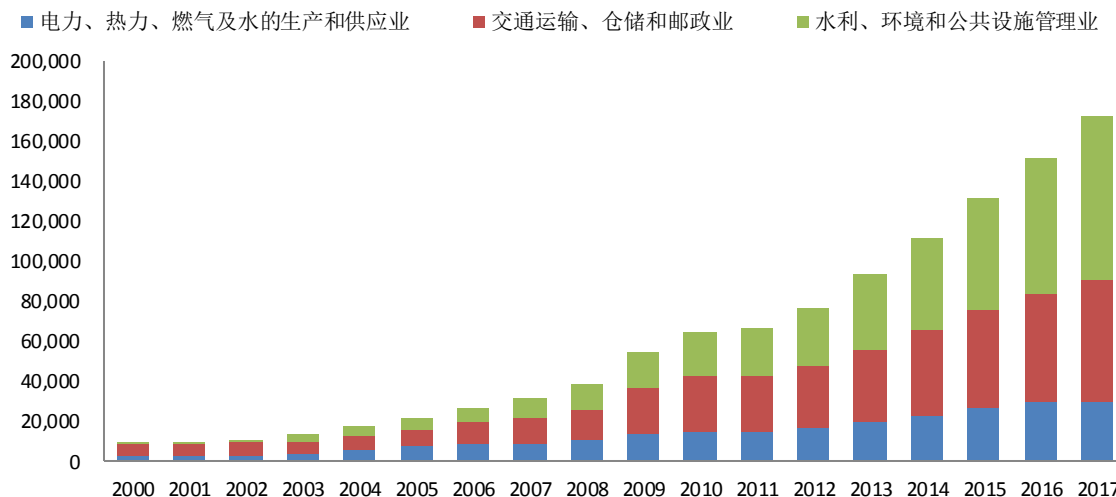


资料来源：wind，东兴证券研究所

基建投资包括老基建和新基建，事实上，早在2018年底召开的中央经济工作会议上就明确了5G基建、特高压、城际高速铁路和城际轨道交通、充电桩、大数据中心、人工智能、工业互联网作为“新型基础设施建设”。3个月后的2019年全国两会上，政府工作报告明确要求，“加快5G商用步伐和IPv6规模部署，加强人工智能、工业互联网、物联网等新型基础设施建设和融合应用”。由此可见，新基建是2019年以来的明确方向。今年初在新冠肺炎疫情等因素影响下，新基建被提到更加重要的位置。新基建虽然增长迅猛，但其体量对于基建每年18-20万亿基础投资额而言，仍然较小。

而老基建根据我国的统计范畴，通常是指：1) 交通运输、仓储和邮政业；2) 电力、燃气及水的生产和供应业；3) 水利、环境和公共设施管理业。老基建虽然相对完善，但也存在部分短板，在未来仍将作为托底经济的重要底层力量。

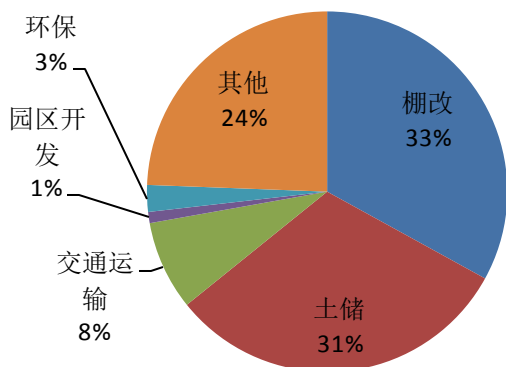
图 3：基建三大分项投资额结构



资料来源：wind, 东兴证券研究所

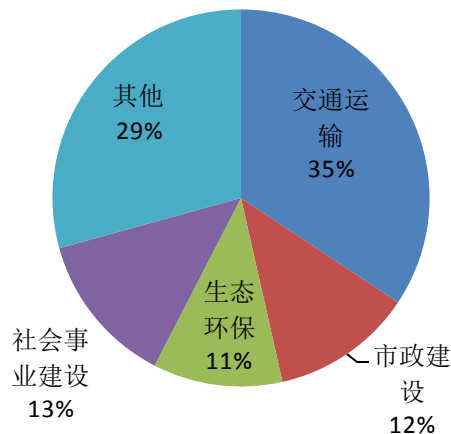
环保在基建补短板中的重要性持续得到确认。此次疫情暴露了在老基建当中，污染治理、公共卫生、农村环境方面仍然有巨大的补短板空间，结合此前中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于构建现代环境治理体系的指导意见》，意见以推进环境治理体系和治理能力现代化为目标，奠定了未来五年环保板块在基建补短板中的重要地位。此外，从专项债的发行情况来看，以往专项债 60% 以上的额度都投向了土储棚改相关的房地产领域，而今年国常会规定 2020 年提前批专项债禁止投向土储等房地产项目，专项债额度必定向其他领域倾斜，生态环保的占比提升到了 11%，而去年全年占比只有 2.4%，占比提升代表着明确的信号意义，国内环保基建有望迎来投资热潮。

图 4：2019 年专项债投向结构



资料来源：中国债券信息网, 东兴证券研究所

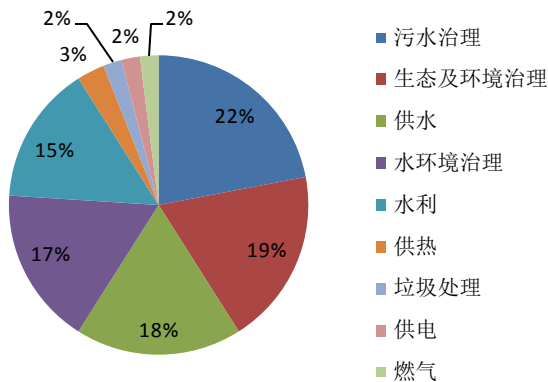
图 5：2020 年前两月专项债投向结构



资料来源：中国债券信息网, 东兴证券研究所

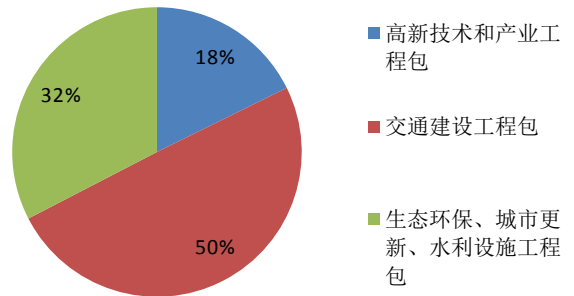
水务与综合环境治理是环保基建领域最主要的投资方向。从专项债的投资领域来看，水类项目（供水+污水+水环境治理+水利）是环保公用类专项债最主要的投向，占比超 60%。其他，生态环境治理占 17%，供热占 3%，垃圾处理、供电、燃气占 2%。从各地公布的 2020 年重点项目来看，以广东、浙江为例，水类项目在生态环保类项目中也占据主导地位，广东水类项目占比约 70%，垃圾处理类固废项目仅占 15%。因此从后疫情时代带来的环保基建投资热潮看，水务与综合环境治理将形成良好的投资拉动效应，建议关注相关的运营和工程企业。

图 6：2019 年至今环保专项债细分结构



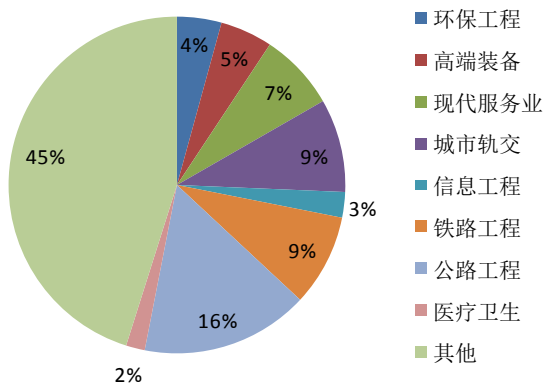
资料来源：中国债券信息网，东兴证券研究所

图 7：浙江省 2020 年度计划投资重点项目结构



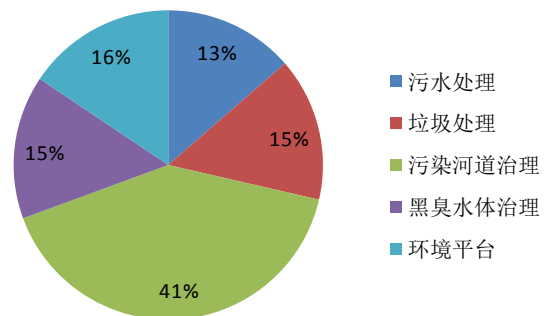
资料来源：政府网站，东兴证券研究所

图 8：广东省 2020 年度计划投资重点项目结构



资料来源：政府网站，东兴证券研究所

图 9：广东省 2020 年重点项目环保投向的细分结构

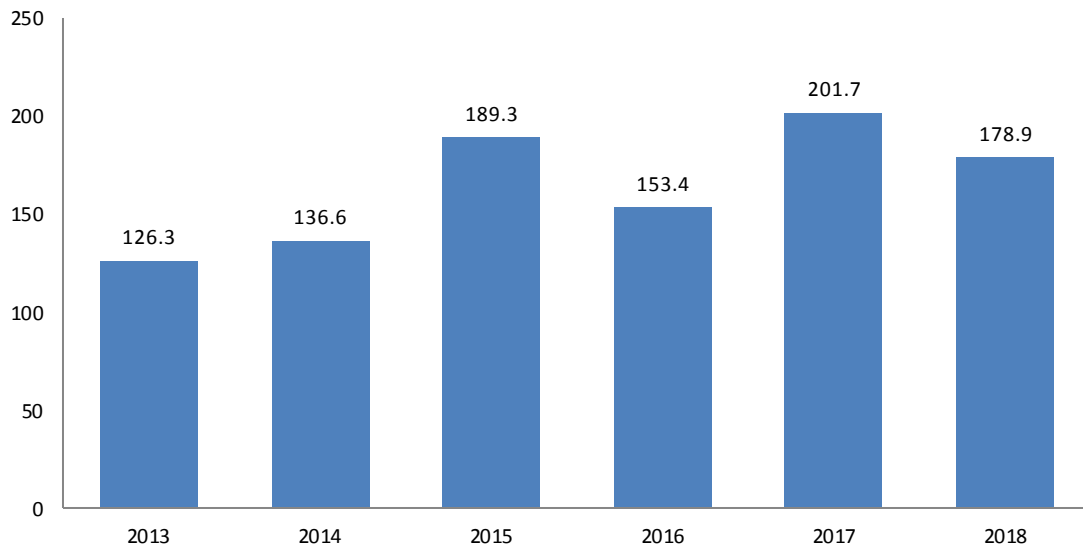


资料来源：政府网站，东兴证券研究所

## 2. 海外经济刺激政策对我国环保产业的溢出效应

突如其来的新冠肺炎疫情，已成为当前冲击全球经济政治的最大“黑天鹅”，各国为稳定国内经济形势，纷纷推出相应的刺激政策。疫情后时代，“一带一路”战略有望借助疫情契机加速推进，通过加强国际治理合作，构建全球利益共同体。一带一路国家通过搭建医疗民生、轨道交通和信息网络等基础设施建设，释放新需求和新消费动能，届时海外国家的基建需求也会对我国的环保产业产生一定程度的溢出效应。

图 10：2013-2018 年中国对一带一路沿线国家投资情况（单位：亿美元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

由于发达国家的环保产业发达，治理经验成熟，治理市场已接近饱和，因此我国的环保产业目前以聚焦国内业务为主，企业对外出口和承接国外环保项目的比重都较少，受疫情带来的影响也较小。同时，近些年来，随着国内市场的竞争逐步激烈，也有部分上市公司开始了在全球拓展业务的尝试，东南亚、新兴市场国家以承接项目，输出装备和工程为主，发达国际以并购成熟项目为主。我们认为，疫情后新兴国家基建投资增加，对我国的溢出效应在生态环保类领域主要集中在水务、固废、电建和供热等项目，带来相应的 epc 工程与装备需求增加。

表 1：中国环保产业走出去合作区域特点

|                    | 区域特点                          | 战略定位                       | 合作方式        | 合作领域                                 |
|--------------------|-------------------------------|----------------------------|-------------|--------------------------------------|
| 发达市场：美国、德国、日本、新加坡等 | 环保产业发达<br>技术研发能力强<br>治理市场接近饱和 | 核心技术、管理经验引进；整合优势共同开拓区域周边市场 | 优秀环保企业并购、参股 | 市场需求大，国内企业技术尚不成熟的不特定多领域。如土壤修复、污泥处置等。 |
| 稳定市场：沙特阿拉伯、阿联酋等    | 资金能力强<br>市场空间有限<br>技术工程能力相对欠缺 | 发挥技术优势，开拓海外市场              | epc 为主      | 海水淡化、污水回用、工业污水治理等。                   |

|                |   |               |  |                        |
|----------------|---|---------------|--|------------------------|
| 新兴市场：东南亚、南亚中东欧 | 资金能力相对欠缺<br>技术工程能力相对欠缺<br>治理市场逐步开启，前景良好 | 发挥技术优势，开拓海外市场 | BOT\EPC 等项目形势，通过对当地优秀环保企业参股、并购等战略协同，进入当地市场 | 垃圾焚烧发电、污水处理、供水设施、烟气治理等 |
|----------------|---|---------------|--|------------------------|

资料来源：公开资料，东兴证券研究所

### 3. 大国崛起，后疫情时代环保产业走出去

疫情给环保上下游各个领域带来的“走出去”机会各不相同。从上游装备行业来看，通常环保装备单品的市场规模较小，市场竞争格局非常分散，且由于各个国家和地方的标准存在差异，拓展业务会产生额外的设计研发成本，同时行业内大多装备技术含量和竞争壁垒不高，国内产品难在产品质量和效果上拉开差距，若价格优势不够显著，则难以拓展市场，因此使得该领域相对较难诞生整合全球市场的巨头企业，但随着我国工程和运营的走出去，装备需求也会增加，建议关注集中度高、已形成一定品牌壁垒的细分装备领域。

从中游工程施工与下游运营环节来看，对于大体量的环保类工程基建，由于国内的环保上市公司资金已较为紧张，更适合央企来承接。而环保上市公司更适合参与后端收费有保障的运营类项目，或金额相对较小的 epc 类项目，如龙净环保已在海外拓展电建、烟气治理类 epc 项目，光大国际、中国天楹、万邦达在东南亚拓展垃圾焚烧类项目，北控水务、云南水务等在海外拓展供水污水处理类项目。

我们认为，环保各细分领域中，水和固废领域，最有可能诞生全球性的龙头企业，一方面水务龙头北控水务集团和固废龙头中国光大国际，相较国内其他企业，融资能力极强，借助海外资本市场，综合融资成本远低于 A 股上市公司，近几年积极拓展海外市场，如北控水务，水厂项目已拓展至新加坡、葡萄牙、新西兰、马来西亚、澳洲等国家，未来在疫情带来的经济衰退背景下，海外企业或会有更高的资产出售意愿，国内的龙头企业，或将迎来良好的整合时机。同时，龙头企业可借助收购公司的渠道，在当地积极拓展项目，随着国内增量市场增速放缓，发展中新兴国家的运营类项目也将成为必争之地。

### 4. 投资策略

后疫情时代，应当重点关注质地好，抗风险能力强的环保运营龙头，运营类环保企业，一方面受疫情影响较小，同时在疫情过去以后，在经济刺激政策作用下，有望获取更多增量项目，加快国内和海外的行业整合，提升自身业务的集中度。建议关注技术领先、具有拓展海外市场经验、有望成为全球性龙头之一的水务龙头北控水务集团、固废龙头中国光大国际。A 股环保运营公司瀚蓝环境和龙马环卫虽未拓展海外市场，但运营业务稳健，增长确定性强，也值得关注。在装备领域，可关注环卫装备龙头盈峰环境，公司受益于疫情带来的环卫装备需求增长与环卫作业标准提升。在工程领域，可关注预期大幅改善、盈利能力提升的碧水源，公司受益疫情后融资环境改善、环保基建反弹。

## 5. 风险提示

融资环境改善不及预期；

政策力度不及预期；

市场系统性风险。



---

## 分析师简介

---

### 洪一

中山大学金融硕士，CPA、CIIA，3年投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所。

---

## 研究助理简介

---

### 沈一凡

康奈尔大学硕士，纽约大学本科，曾供职于中国能建华东电力设计院，5年基础设施建设经验，2018年加盟东兴证券研究所。

---

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

---

## 风险提示

---

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。