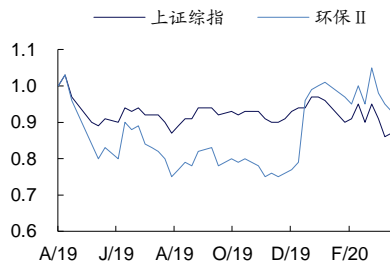


证券研究报告—月度报告
环保 II
环保行业二季度投资策略
超配

(维持评级)

2020年04月03日

一年该行业与上证综指走势比较

相关研究报告:

《环保行业专项债深度报告:专项债助力基建,生态环保类占比增幅明显》——2020-03-25
 《环保行业周报:把握估值修复行情,关注两条投资主线》——2020-03-09
 《行业重大事件快评:中办、国办发文要求构建现代环境治理七大体系,护航美丽中国》——2020-03-04
 《环保行业3月份投资策略:把握融资放松和复工带动的工程类标的估值修复行情》——2020-03-01
 《固废行业产业链梳理:变废为宝,深度融合》——2020-02-24

证券分析师:姚健

电话: 010-88005301
 E-MAIL: yaojian1@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980516080006

行业投资策略

国常会要求加快专项债发行助力基建,看好环保补短板投资机会

● 国务院常委会要求加快专项债发行 0.5-1 万亿元

3月27日,中央政治局会议明确发出启动“新”一轮基建的政策信号,地方政府专项债作为积极财政政策的一环被置于更加重要的地位。31日,国务院常务会议确定再提前下达一批地方政府专项债额度,估计第三批专项债规模在0.5-1万亿元之间,力争二季度发行完毕。截至3月底,已发行两批地方债券1.6万亿元,完成额度的83.5%。预计全年专项债限额有可能达到3.2-4万亿元,仍有专项债额度约1.5万亿元左右。

● 专项债加杠杆,降利率,加码基建激发经济发展新潜力

专项债是补短板、加杠杆的规范化融资工具。在国家推动基建的大背景下,专项债成为基建投资资金来源的重要组成部分。今年专项债向基建倾斜力度空前,已发行专项债约85%投向基建领域,远高于19年的全年水平,其中市政园区及城乡基建类、生态环保、交通运输部门均是重要流向领域。

● 今年生态环保类专项债占比增幅明显,重点投向水务与环境治理领域

今年全国已发行的环保专项债总额合计1189亿元,远超去年总额224%;今年环保专项债占比超10%,高于去年的2.44%,继年初首批后进一步超预期。环保类专项债主要聚焦污水处理、环境综合治理、生态修复等领域。预计全年专项债的发行大概率超1500亿,有望大大推动基建项目进程,助力环境治理取得卓越成效。

● 投资策略:继续看好环境治理龙头和优质运营类公司

3月份环保板块下跌4.37%,跑赢创业板,其中生态修复和大气治理板块表现平稳。政府加大基建投资力度,专项债是展开生态环境综合治理的重要杠杆,专项债发行量的增大,将带动优质的资金流向环保行业,缓解环保行业发展桎梏,助推行业内公司业绩上行。我们看好环境治理龙头和优质运营,推荐环保行业水处理龙头碧水源,定增完成的小而灵农村污水专家博世科,水污染治理主力军国祯环保,全产业链布局瀚蓝环境,以及区域固废国企龙头上海环境。

风险提示: 政策风险,资金面趋紧,疫情影响开工

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
300070	碧水源	买入	9.85	312	0.48	0.53	20.5	18.6
300422	博世科	买入	11.74	42	0.87	1.17	13.1	10.0
300388	国祯环保	买入	10.48	70	0.62	0.83	18.5	13.8
600323	瀚蓝环境	买入	20.41	156	1.17	1.47	17.4	13.9
601200	上海环境	买入	11.91	109	0.60	0.76	19.8	15.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明

内容目录

3月行情一览：板块下跌4.37%，但跑赢创业板.....	4
行业月度推荐收益率，运营类涨幅较高.....	5
政治局常委会再度加码专项债，助力新一轮基建.....	6
2020年专项债发行速度与力度均加大.....	6
专项债是补短板、加杠杆的规范化融资工具.....	7
专项债资金向基建倾斜，助力基建稳投资.....	8
2020年生态环保类专项债占比增幅明显，重点投向水务板块与环境综合治理领域.....	9
投资策略：政府加大基建投资稳定经济，继续看好环境治理龙头和优质运营类公司.....	10
风险提示.....	10
国信证券投资评级.....	11
分析师承诺.....	11
风险提示.....	11
证券投资咨询业务的说明.....	11

图表目录

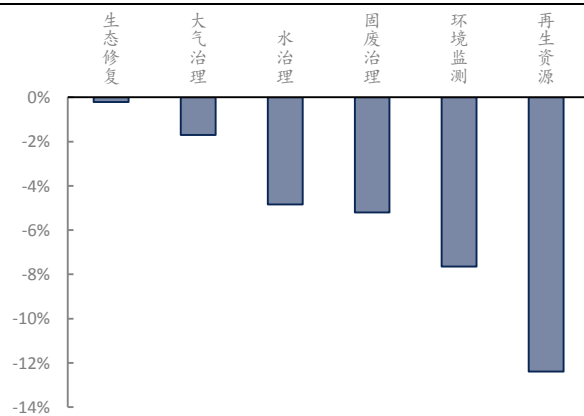
图 1: 环保各子版块 3 月月度涨跌幅.....	4
图 2: 环保公司 3 月月度涨跌幅.....	4
图 3: 2016-2019 年地方专项债发行规模 (亿元)	6
图 4: 基建投资资金来源.....	7
图 5: 15-19 年新增专项债规模及基建项目占比 (亿元)	8
图 6: 2019 全年基建相关专项债发行前五的城市 (亿元)	8
图 7: 2020 年专项债资金流向 (亿元) (截至 3 月 25 日)	8
图 8: 2020 年专项债资金流向占比 (截至 3 月 25 日)	8
图 9: 18-20 年生态环保类专项债发行额度 (亿) 和占比 (%)	9
图 10: 2020 年环境保护类专项债归属地 (截至 3 月 25 日)	9
表 1: 策略组合各月收益情况	5
表 2: 2020 生态环保专项债数量及用途统计	9

3月行情一览：板块下跌4.37%，但跑赢创业板

3月环保板块下跌4.37%，跑赢创业板。3月1日至3月31日，环保指数整体下跌4.37%，同期上证综指下跌4.51%，创业板指数下跌9.64%，环保板块跑赢上证综指及创业板。其中，生态修复和大气治理板块表现平稳，分别下跌0.21%和1.70%，再生资源和环境监测板块跌幅较大，分别下跌12.39%和7.65%。

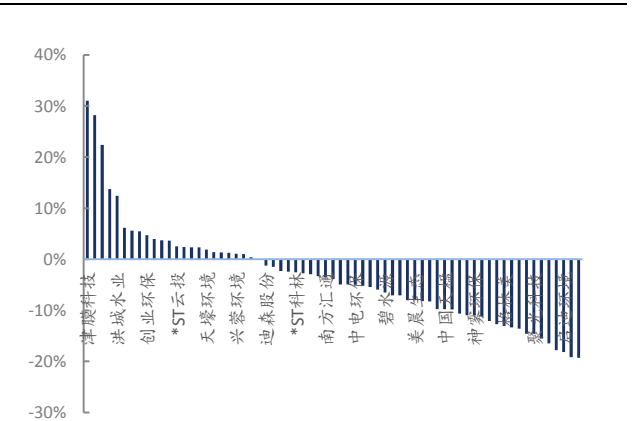
从我们跟踪的环保上市公司月度表现来看，津膜科技（31.03%）、永清环保（28.17%）、*ST菲达（22.38%）、东方园林（13.70%）和洪城水业（12.44%）上涨居前。而三聚环保（-19.25%）、雪浪环境（-19.15%）、启迪环境（-18.14%）、科达洁能（-17.79%）跌幅居前。

图1：环保各子版块3月月度涨跌幅



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图2：环保公司3月月度涨跌幅



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

行业月度推荐收益率，运营类涨幅较高

3 月份，我们推荐的受疫情影响较小的运营类资产的长青集团表现较好，上涨 2.41%。

表 1: 策略组合各月收益情况

年月	月度组合	月度收益率	沪深 300 收益率	环保板块收益率
20 年 3 月	国祯环保	-13.59%	-6.44%	-4.37%
	博世科	-4.96%		
	碧水源	-6.49%		
	长青集团	2.41%		
20 年 2 月	瀚蓝环境	-5.45%	-1.50%	3.15%
	上海环境	-1.20%		
	维尔利	4.36%		
	博世科	8.23%		
20 年 1 月	瀚蓝环境	13.97%	-2.50%	1.08%
	上海环境	4.50%		
	维尔利	5.68%		
	博世科	3.35%		
19 年 12 月	上海环境	2.21%	7.0%	2.81%
	瀚蓝环境	2.69%		
	国祯环保	4.78%		
	格林美	20.25%		
19 年 11 月	高能环境	-10.56%	-3.13%	-4.85%
	大禹节水	-0.78%		
	格林美	-7.74%		
19 年 10 月	高能环境	5.19%	1.89%	0.26%
	大禹节水	-0.39%		
	格林美	-2.88%		
19 年 9 月	上海环境	-2.20%	0.26%	-1.34%
	博世科	-0.89%		
	大禹节水	-1.17%		
19 年 8 月	上海环境	-6.90%	-1.50%	-2.44%
	高能环境	-3.29%		
	国祯环保	7.86%		
19 年 7 月	高能环境	-6.00%	0.26%	-10.02%
	上海环境	-10.51%		
	聚光科技	-5.60%		
19 年 6 月	高能环境	12.55%	5.25%	9.59%
	伟明环保	10.93%		
	博世科	11.10%		
19 年 5 月	国祯环保	-12%	-6.27%	-8.62%
	东江环保	-9.40%		
	博世科	-11.43%		
19 年 4 月	国祯环保	0.00%	1.06%	-5.60%
	东江环保	-2.65%		
	博世科	-3.59%		
19 年 3 月	大禹节水	9.66%	5.53%	6.38%
	博世科	2.54%		
	碧水源	0.00%		
19 年 2 月	大禹节水	37.53%	14.61%	24.36%
	国祯环保	27.33%		
	碧水源	32.11%		
19 年 1 月	瀚蓝环境	-1.21%	5.90%	-9.03%
	先河环保	-2.21%		
	国祯环保	-6.55%		
	瀚蓝环境	0.93%		
	启迪桑德	-2.50%		

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

国务院常委会再度加码专项债发行，助力新一轮基建

3月27日，中央政治局会议明确发出启动“新”一轮基建的政策信号，地方政府专项债作为积极财政政策的一环被置于更加重要的地位。3月31日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，确定再提前下达一批地方政府专项债额度，扩大有效投资，估计第三批专项债规模在0.5-1万亿元之间，力争二季度发行完毕。

国务院常务会议关于专项债的具体部署如下：

- 部署一：要点一要进一步增加地方政府专项债规模，在前期已下达一部分今年专项债限额的基础上，抓紧按程序再提前下达一定规模的专项债。
- 部署二：按照“资金跟着项目走”原则，对重点项目多、风险水平低的地区给予倾斜。
- 部署三：各地要抓紧发行，力争二季度发行完毕。

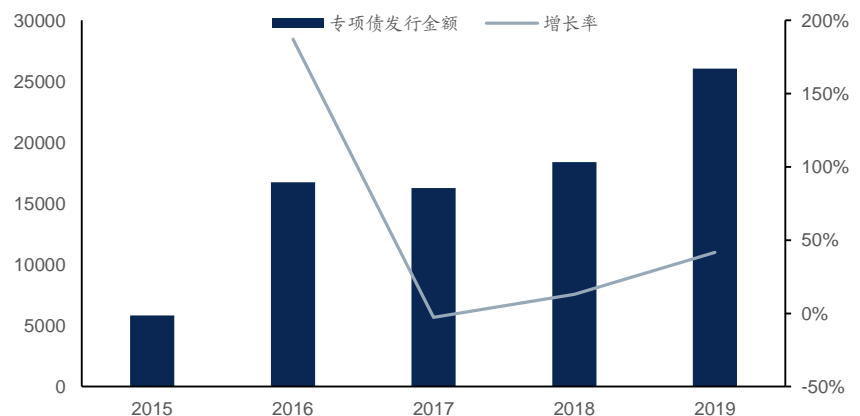
此外，国务院常务会议还确定，强化对中小微企业普惠性金融支持，累计金额超3万亿元。这有助于降低中小银行资金压力，支持中小银行向中小微企业贷款；帮助中小企业降低融资成本，也增加了大众企业直接融资渠道。

2020年专项债发行速度与力度均加大

在疫情的冲击下，为加码基建，今年专项债稳增长态势明显。截至3月底，2020年发行地方债券16105亿元，其中新增债券15424亿元，完成中央提前下达额度的83.5%，包括一般债券4595亿元，完成中央提前下达额度(5580亿元)的82.3%；专项债券10829亿元，完成中央提前下达额度(12900亿元)的83.9%。这些专项债全部用于铁路、轨道交通等交通设施建设，还有生态环保、农林水利、市政和产业园区等领域的重大基础设施项目。

预计今年专项债务限额有可能达到3.2-4万亿元。减去已发行的1.6万亿元，预计将再度下达专项债额度在1.5万亿元左右。

图3：2016-2019年地方专项债发行规模（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

今年的专项债发行有以下特点：

- 一是发行进度加快。截至3月20日，已经有9个地区完成了提前下达的新增地方政府债券发行工作，这9个地区是北京、天津、辽宁、宁波、福建、江西、广东、四川、云南，已经全部完成了发行任务。

- 二是期限更加合理，长期债占比超过 8 成。截至 3 月 20 日，地方政府债券平均发行期限是 16.2 年，与往年相比，债券期限与其项目建设和运营期限更加匹配。其中，10 年期以上的长期债发行了 12,131 亿元，占比 86.2%。
- 三是提前下达的专项债全部用于基础设施建设。截至 3 月 20 日各地发行的新增专项债 10,233 亿元，全部用于铁路、轨道交通等交通设施建设，还有生态环保、农林水利、市政和产业园区等领域的重大基础设施项目。同时，各地用于符合条件的重大项目的资本金的债券规模达到 1,200 亿元，可以带动相当大的社会资本，扩大有效投资。

专项债是补短板、加杠杆的规范化融资工具

专项债——探索中前进的规范化融资工具。专项债作为扩大地方政府合理合规的融资的重要渠道之一，自 2014 年 10 月首次提出地方政府可以发行专项债进行融资后，在近年来已经逐渐成为政府举债投融资的新宠，发行规模不断扩大。在 2015 年至 2016 年的专项债试点期间，专项债更好地发挥其推动重大建设项目落地的积极作用。2019 年，国务院会议明确“专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20% 左右。”有利于专项债发挥杠杆作用，促进投资增加，稳定经济发展。

补短板：专项债助力重大基建项目布局。涉及基建项目的专项债占比专项债总金额的八成左右。伴随着经济下行压力逐渐加大，紧信用收缩和去杠杆、去产能的政策环境制约了基建投资发展，在房地产投资大概率向下的情况下，估值相对盈利能力被远远低估的基建行业有望重新发挥对经济补短板的作用，成为了提振行业景气和信用投放的主要载体。《国务院办公厅关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》明确提出，聚焦脱贫攻坚、铁路、公路水运、机场、水利、能源、农业农村、生态环保、社会民生等重点领域短板。在国家推动基建的大背景下，专项债成为基建投资资金来源的重要组成部分。

图 4：基建投资资金来源



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

加杠杆：专项债谱写融资新篇章。地方政府专项债可用于支付重大项目资本金，并下调资本金比例，撬动更多社会资本进入基建领域，协调了重大项目的大规模融资需求和运行效率。2019 年 6 月《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》明确“允许将部分专项债券作为一定比例的项目资本金”，且用于补充满足诸多要求后的重大项目，这将便于用专项债撬动更大的

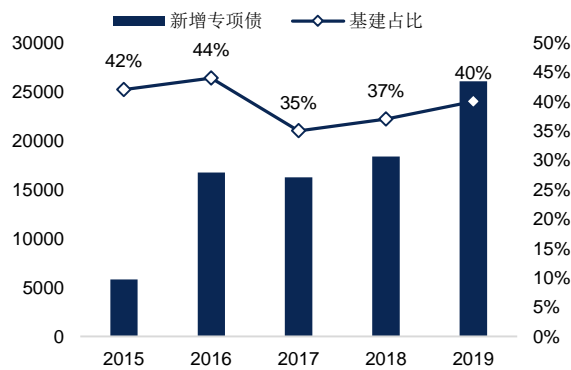
基建投资资金。在此之前地方政府专项债不能用于支付项目资本金。另外，2019年11月《国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》中下调了部分项目最低资本金的比例，释放了加杠杆的积极信号。允许部分专项债补充项目资本金，可以提高项目运转效率，尤其是项目规模大、融资需求高的重大项目。同时资本金比例的下调明显提升项目的杠杆率，带动运营资金的回报率回升。

专项债资金向基建倾斜，助力基建稳投资

2015年-2019年，新增专项债中，基建占比维持在40%左右，但伴随着专项债发行规模的不断扩大，投向基建领域的资金也有所增加。2019年全年，广东、江苏、四川、河北、山东是基建相关专项债发行前五的城市，分别发行了1,100.7亿，825.7亿，674.7亿，582.9亿和448.6亿基建相关专项债，占全国总额比分别为14.10%，10.60%，8.6%，7.5%，5.7%。2019年9月的国务院常务会议明确要求专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目，专项债流向管控从严，引导地方投资向基建倾斜。

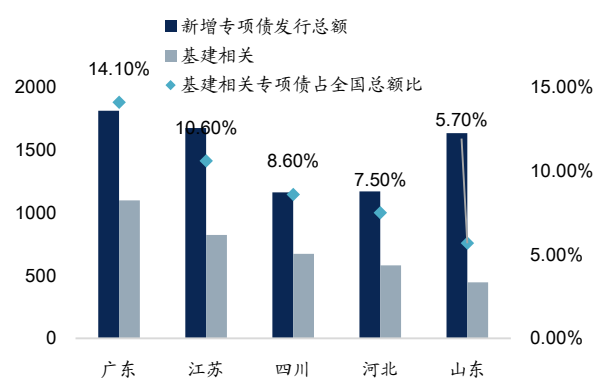
2020年是“十三五”的收官之年，政府采取多种手段加大基建投入补民生短板。截至2020年3月20日，共计约85%的专项债资金投向基建领域，远高于19年的全年水平，其中市政园区及城乡基建类、生态环保、交通运输部门均是基建专项债资金的重要流向领域。

图 5：15-19 年新增专项债规模及基建项目占比（亿元）



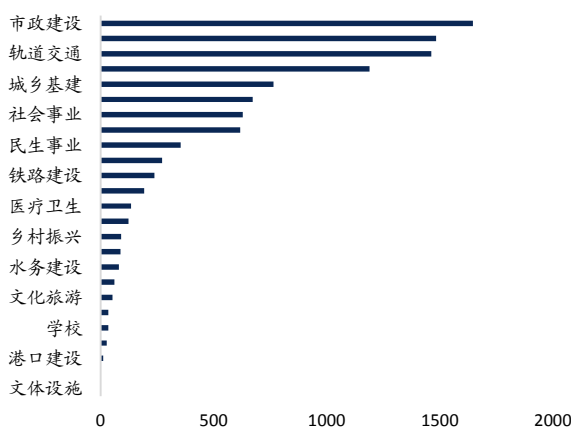
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 6：2019 全年基建相关专项债发行前五的城市（亿元）



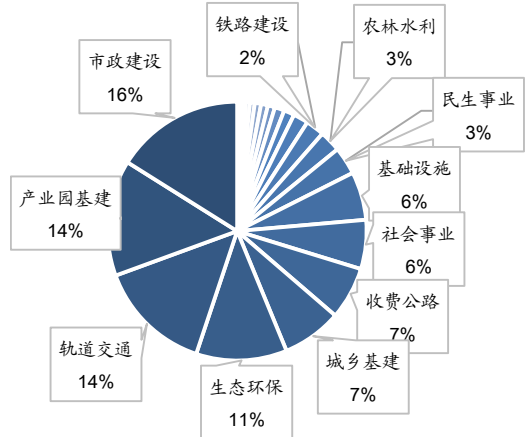
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 7：2020 年专项债资金流向（亿元）（截至 3 月 25 日）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 8：2020 年专项债资金流向占比（截至 3 月 25 日）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

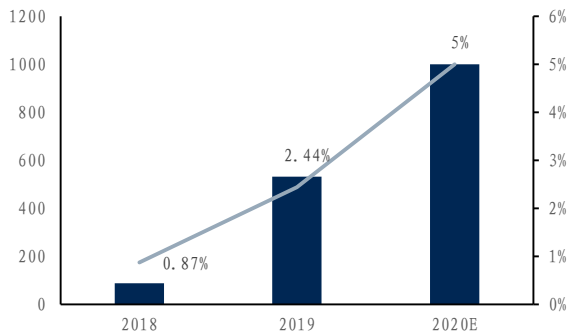
2020 年生态环保类专项债占比增幅明显，重点投向水务板块与环境综合治理领域

2020 年地方政府专项债中生态环保类专项债占比显著提升，全年额度已破千亿。据我们统计，截至 2020 年 3 月 25 日，全国已发行的环保专项债总额合计 1,189 亿元，是 2019 年总和的 2.24 倍（存在一些生态环保类专项债的募集资金不全部用于生态环保项目，部分募集资金会用于社会事业、医疗卫生领域等等）。我们在年初预计 2020 年生态环保类专项债的发行额度将达 1,500 亿，目前来看，总量显著大于年初的预计。同时环境保护专项债的平均债务年限也大幅延长至 13 年，较 2019 年的平均年限增长了 32%。

由于 2020 年是十三五环境保护规划的收官之年，包括天津、内蒙古、浙江、甘肃、黑龙江、安徽、青海在内的多地纷纷召开会议部署 2020 年污染防治工作。为保证实现污染防治攻坚战阶段性目标，各省市纷纷加大对生态环保领域的资金投入。专项债的融资成本低（2020 年发行专项债平均利率 3.6%）直接利用专项债投建环保基础设施将大大加快项目进度。截至 2020 年 3 月 25 日，广东、新疆、天津、山东、河南是 2020 年环境保护类专项债发行占比排名前五的省市，环保类专项债发行金额分别为 875.8 亿元、698.7 亿元、537 亿元、499.83 亿元和 212.58 亿元。

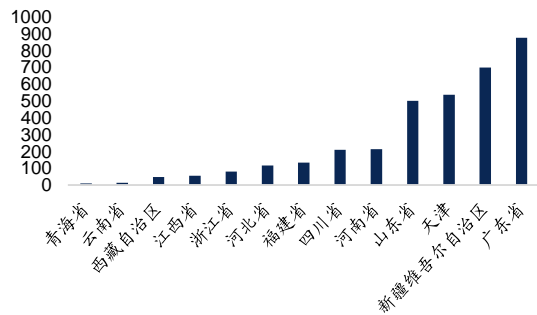
目前 2020 年全国已发行的生态环保专项债中，水务板块、环境综合治理、生态修复领域是募集资金的重要投向领域。其中，水务领域的项目占 60% 左右。以广东为例，广东已发行专项债的募集资金主要用于污水收集系统升级项目和河道整治项目，其中深圳市的专项债有 9 只，占比 56.25%。受到 18、19 年 PPP 项目融资难得影响，很多省市的水务类项目停滞不前，而污水供水项目有阶段性约束考核指标。因此，在 2020 年，各地政府发行的生态环保类专项债纷纷适度向污水治理领域倾斜。另外，2020 年 1-2 月约有 600 亿的专项债投向环境综合治理、生态修复领域。

图 9: 18-20 年生态环保类专项债发行额度(亿)和占比(%)



资料来源：《中国债券信息网》、国信证券经济研究所整理

图 10: 2020 年环境保护类专项债归属地(截至 3 月 25 日)



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表 2: 2020 生态环保专项债数量及用途统计

省市	数量	用途
广东	16	水污染治理、生态环保项目，其中深圳市发行了 9 只
新疆	7	乌鲁木齐市,阿勒泰地区,巴音郭楞蒙古自治州,博州,昌吉回族自治州,哈密市,和田地区,克孜勒苏柯尔克孜自治州,喀什地区,克拉玛依市,塔城地区,吐鲁番市,伊犁哈萨克自治州等多个地区的污水处理和生活垃圾处理项目
天津	6	污水处理厂扩建项目、河道治理项目、生活垃圾处理项目
山东	6	污水厂扩容项目、各乡镇污水厂建设项目
河南	4	雨污分流处理项目、污水处理厂建设项目

资料来源：各省市募投报告、专项债券实施方案，国信证券经济研究所整理

投资策略：政府加大基建投资稳定经济，继续看好环境治理龙头和优质运营类公司

打好污染防治攻坚战，是十九大提出的我国全面建成小康社会决胜阶段的三大战役之一。十九大明确提出对大气和水土污染治理、固废处理、健全监管体制等内容提出了指导性要求将环保改革的重要性推上了更高层次。

2019年，污染防治攻坚战取得关键进展。**2020年，要全面完成《打赢蓝天保卫战三年行动计划》目标任务，要确保实现污染防治攻坚战阶段性目标，为经济发展保驾护航。**2020年3月，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》，从九个方面提出28点要求，核心是构建“七大现代化环境治理体系”。在稳定经济发展的大背景下，环保保护的弦也不能放松。而且环保项目投资是拉动基建补短板的重要方向。

2020年环保行业的一大主题是国企主导的大环境流域综合治理将全面展开，政府主动投资的引导、国企和社会资本的参与已经融资环境的改善将显著推动项目的落地。专项债是展开生态环境综合治理的重要杠杆，随着专项债发行量的增大和杠杆的加大，假设生态环保类专项债发行规模为1,500亿元，按15%的资本金比例，可撬动一万亿的总投资额度。总体来说，我们预计制约环保行业过去两年的桎梏缓解，今年大环境综合整治将显著放量，带动相关环保公司业绩上行。

我们看好环境治理龙头和优质运营，推荐环保行业水处理龙头**碧水源**，定增完成的小而灵农村污水专家**博世科**，水污染治理主力军**国祯环保**，全产业链布局**瀚蓝环境**，以及区域固废国企龙头**上海环境**。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
300070	碧水源	买入	9.85	0.43	0.48	0.53	20.7	20.5	18.6	1.4
300422	博世科	买入	11.74	0.65	0.87	1.17	18.0	13.1	10.0	2.4
300388	国祯环保	买入	10.48	0.46	0.62	0.83	24.9	18.5	13.8	2.7
600323	瀚蓝环境	买入	20.41	1.03	1.17	1.47	19.8	17.4	13.9	2.4
601200	上海环境	买入	11.91	0.74	0.60	0.76	15.8	19.8	15.6	1.5

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

风险提示

项目推进进度不及预期风险；政策落地不及预期风险。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032