宏觀

增長質量為先，點亮綠色經濟——“十四五”前瞻系列之三

污染侵蝕發展質量，環保政策密集出臺。隨著工業化和城鎮化的不斷推進，中國面臨著環境問題的巨大挑戰。環境污染不僅對中國經濟的快速增長形成制約，也侵蝕了經濟發展質量的提升，解決環境問題顯得愈發迫切。這也使得20年以來環保相關政策密集出臺。

能源結構調整，踐行綠色生活。中國能源消耗規模快速提升，單位GDP能耗不僅高於歐、美等發達國家，也領先于同處亞洲地區的日、韓等國。而從能源結構看，長期以來中國的能源需求以煤炭為主，可再生能源占比卻與其他國家相比存在明顯差距。這說明偏高的石化能源比重對環境的改善構成加大威脅，長期以往將不利於綠色經濟的發展。那麼該如何扭轉這種格局？發展綠色能源，提高利用效率。在可再生能源的細分領域中，除水電外，今後需要大力發展的是生物質能、風電和光伏產業。加強節能投資，較少能源耗損。除了發展綠色能源，通過加強節能投資減少能源耗損也是緩解能源供需矛盾的良好途徑。未來應進一步加強節能投資，注重推廣高效節能產品和設備，推進高耗能通用設備的改造。生活方式同步轉變，垃圾分類綠色出行。居民生活方式如果不能同步轉變，也會對綠色發展造成阻礙，其中又以垃圾處理問題尤為突出。生活垃圾居高不下，電子垃圾處理難度高增。當前中國的垃圾產量規模較高，其中生活垃圾問題是長期癥結。在規模不斷攀升的同時，生活垃圾對環境污染的程度也日益加深。另外，電子垃圾的增多是近年來的另一新問題。19年中國電子垃圾產量位居全球第一，由於電子垃圾以廢棄的電氣設備或元件為主，其富含的有毒物質不僅對環保造成更大壓力，而且由於難以降解使其污染更具長期性。那麼如何破解中國垃圾問題日益突出對綠色經濟帶來的難題？垃圾分類適時啟動，居民踐行綠色生活。當前上海的垃圾分類措施如火如荼，且取得了良好效果。但是從全國範圍看，這一措施的實施範圍仍然偏低，垃圾分類措施仍需儘快在全國普及。在居民的日常生活中，對消費品的引導也能加快綠色經濟的發展，比如汽車的消費便是典型的代表。汽車需求增長，環境持續承壓。隨著生活水平的提高，居民對汽車的需求日益增加，這不僅對大氣污染持續加深，還加大了能源的消耗。推動新能源汽車發展，減污染降能耗。相比于傳統汽車類型，新能源在減少廢氣排放、降低能源消耗方面有著顯著優勢，這也使得推動新能源車的發展成為促進綠色經濟發展的重要一環。鼓勵共享交通發展，助力綠色出行。由於網約車能夠以合乘的方式大幅提高車輛使用效率，從而降低因使用機動車造成的尾氣污染。未來應進一步完善共享交通模式，減少居民出行對私家車的依賴。推廣新能源公交車應用，延伸軌道交通線路。推進居民綠色出行還離不開公共交通體系的完善。一方面，在增加公交車規模的同時著重推廣新能源公交車的應用。另一方面，軌道交通的延伸也需跟進。隨著人口不斷向大城市集聚，軌道交通運營線路的延伸不僅能夠緩解城市人口密集的壓力，還能有助於城市綠色發展。

環境改善經濟提質，環保行業黃金時期。當前中國經濟進入新常態，經濟規模增速雖然有所放緩，但是結構的調整成為新的重要任務。這意味著在十四五時期，政府將更加注重經濟質量的提升，其中綠色經濟的推進將扮演重要角色。一方面，加強能源的合理利用，其中可再生能源將成為能源消費增量主體。另一方面，引導居民綠色生活對綠色經濟也不可或缺，比如普及垃圾分類和使用新能源汽車等綠色消費品。而這些將有利於環保行業的發展，我們認為環保行業將在十四五期間迎來進一步發展的黃金期。

公用事業：能源行業的過去、現在和未來

截至“十三五”，火電承擔主體能源角色。1978年到2010年，我國火電裝機由0.4億千瓦增長約18倍至7.1億千瓦，發電量由2119億度增長約16倍至33319億度，裝機和發電量占比均超過70%。從火電的裝機、發電量規模和占比可以看出，火電為中國電力發展做出了巨大貢獻。伴隨“十二五”、“十三五”期間清潔能源的發展，2019年底火電裝機占我國發電總裝機的比重下降至60%。我們認為未來20年新能源和火電仍將維持相互依存的關係，“十四五”期間，火電的功能或將從主體電源逐步轉型成為保障和調峰的基礎電源。

“十三五”期間新能源蓬勃發展，行業造血能力提升。2015年以來，能源結構轉型升級成為新能源快速發展的核心驅動力。風電、光伏規模擴張加速，“十三五”裝機規劃均在2019年提前達成；2015-2019年，我國風電、光伏裝機容量年複合增速分別為13%、48%，發電量年複合增速分別為22%、55%。隨著補貼退坡，2015-2019年，全國風電平均電價（不含稅）已經從0.51元/千瓦時下降到0.47元/千瓦時；但技術進步帶動成本下行，行業造血能力持續提升，上市公司盈利水平持續提升。長期來看，我們認為風光+儲能未來或將成為穩定的清潔電力提供方案。

“十四五”新能源或迎翻倍增長，煤電定位轉向基礎能源+輔助調峰電源。習近平主席提出，將努力爭取2060年前實現碳中和。碳中和並不意味著化石燃料的完全退出，而是通過降低化石能源比例、減少人均用能、植樹造林以及碳捕捉技術等方式多管齊下，使二氧化碳的生產和轉化相抵消。《風能北京宣言》提出，“十四五”期間風電應保證年均新增裝機5000萬千瓦以上，大幅超出2015-19年均新增裝機（約2000萬千瓦）。我們認為新能源裝機快速增長，並不意味著火電徹底退出，“十四五”期間，火電除了作為基礎能源以外，也將成為維護電網穩定運行的主體調節電源，輔助調峰收益有望增加。

火電龍頭轉型綜合能源提供商，估值或將對標海外龍頭。截至2019年，主要央企火電集團（公司）總裝機9.5億千瓦，占全國電力裝機的47%；其中火電裝機6.5億千瓦，占全國火電裝機的55%；新能源裝機1.6億千瓦，占全國新能源裝機的38%。我們認為，雖然當前我國主要發電集團的裝機以火電為主，但具有融資成本低、風險承受能力強、存量機組調峰調頻協同效應顯著、上下游關係穩定的優勢，行業難有強勢新進者；能源結構的轉型將驅動現有的發電集團向綜合能源提供商邁進。長期看，我國電力需求仍有上漲空間，行業估值有望向海外龍頭靠攏（美國電力龍頭平均PE30x，我國14x）。

風險提示。新冠疫情影響下，用電增速存在不確定性；新能源並網、消納、調度風險或衝擊電網安全穩定；新能源補貼拖欠及補貼政策變化；儲能技術發展及成本下行時點具有不確定性。

免責聲明

本檔有關證券之內容由從事證券及期貨條例(香港法例第 571 章)中第一類(證券交易)及第四類(就證券提供意見)受規管活動之持牌法團－海通國際證券有限公司(“海通國際證券”)所編制及發行。

本檔所載之資料和意見乃根據被認為可靠之資料來源及以真誠來編制，惟海通國際證券及海通國際證券集團任何其他成員公司(「海通國際證券集團」)並不就此等內容之準確性、完整性或正確性作出明示或默示之保證，亦不就其準確性或完整性承擔任何責任。本檔內表達之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本檔純粹用作提供資訊，當中對任何公司或其證券之描述均並非旨在提供完整之描述，而本檔亦並非及不應被解作為提供明示或默示的買入或沽出投資產品的要約。本檔所提到的證券或不能在某些司法管轄區出售。

海通國際證券集團或任何其董事，雇員或代理人在法律上均不負責任何人因使用本檔內資料而蒙受的任何損失(無論是直接，間接或相應的損失)。本檔只供指定收件人使用，在未獲海通國際證券事先書面同意前，不得翻印、分發或發行本檔的全部或部分以作任何用途。

本檔中提到的投資產品可能不適合所有投資者，投資者自己必須仔細考慮，自己的財務狀況、投資目標及有關投資是否適合閣下。此外，謹請閣下注意本檔所載的投資建議並非特別為閣下而設。分析員並無考慮　閣下的個人財務狀況和可承受風險的能力。因此，閣下於作出投資前，必須自行作出分析並（如適用）諮詢　閣下的法律、稅務、會計、財務及其他專業顧問，以評估投資建議是否合適。

如果一個投資產品的計價貨幣乃投資者本國或地區以外的其他貨幣，匯率變動或會對投資構成負面影響。過去的表現不一定是未來業績的指標。某些交易（包括涉及金融衍生工具的交易）會引起極大風險，並不適合所有投資者。人民幣計價股票的二手市場可能未必活躍，閣下或需承受有關的流通量風險。由於人民幣仍然不能在香港自由兌換，閣下可能無法在閣下所選定的時間兌換人民幣及／或兌換閣下選定的人民幣金額。人民幣匯率波動可能導致閣下於兌換人民幣為港幣或其他外幣時蒙受虧損。

本檔中所載任何價格或水準僅屬參考而已，可能因應市況變動而有所變化。本行概不就因使用此等市場資料而產生的任何直接、間接或相應損失承擔任何責任。證券價格可升可跌，甚至變成毫無價值。買賣證券未必一定能夠賺取利潤，反而可能會招致損失。海通國際證券及本集團的關聯公司、其高級職員、董事及雇員將不時於本文件中提及的證券或衍生工具（如有）持有長倉或短倉、作為主事人，以及進行購買或沽售。