东吴证券晨会纪要

2020 年 09 月 15 日

晨会编辑 陈显帆
执业证号：S0600515090001
021-60199769
chenxf@dwzq.com.cn

宏观策略

宏观点评：社融拐点或延后至明年一季度

展望后市，年内政府债券净融资尚余 2.8 万亿，而去年同期为 1.1 万亿，政府债券净融资单月高点已经结束，同比 1.7 万亿的增量仍对后续社融数据形成支撑。乐观情形下，若信贷和非标韧性延续（假设除政府债券外社融持平去年同期），则全年社融存量增速将继续上行至 13.5%，这就意味着信用扩张的拐点的出现有可能由此而延后，因此短期内货币政策仍将保持定力，央行在调控上仍将坚持结构性的精准滴灌，短期内降准降息的概率进一步降低。

固收金工

固收周报：一周策略：国内经济恢复企稳，国际形势复杂多变（2020 年第 35 期）

专题：写在电视辩论之前|2020 通往白宫之路系列⑦:特朗普支持率见底，大选进入冲刺阶段。尽管美国疫情仍尚未得到有效遏制，依然存在局部小规模的关于种族主义的示威活动，但民众对于这类事件的直接反应已经逐步消退，特朗普的支持率从快速下滑开始企稳。9-10 月大选将进入电视辩论阶段，电视辩论后民众的支持倾向可能对最终结果有所预示，同时特朗普在 2016 年的电视辩论表现较好，因此拜登当前的领先未必可以转化为最终的胜利。

行业

计算机应用行业：华为发布鸿蒙 2.0，美股云计算估值几何

本周我们梳理了美股云计算公司的估值，发现市场给予云公司的 PS 与稳态期净利率、收入增速等因素高度相关，详见正文分析。计算机板块中报已经披露完毕，从环比看网安板块改善明显，绿盟科技、深信服、美亚柏科、奇安信、格尔软件、中孚信息等收入均实现了从 Q1 的下滑到 Q2 单季度两位数以上的增长，并且网安板块目前估值在行业里相对不高，具有较大配置价值。看 Q4 的话，信创板块 Q4 将开始进入业绩的持续释放周期，并且可持续性较高，虽然招标价格有所下降但龙头份额普遍超预期，目前处于机构低配状态。

电气设备新能源行业周报：新能源十四五规划超预期，电动车中游 9 月开始满产满销

电动车 8 月合格证 10.14 万辆，同环比+38%/+11%，随着爆款新车型上市，金九银十和年底冲量值期待，全年预期 120 万以上，下半年增长 40%+，9 月中游排产继续环比+10-20%，开始全面满产满销，Q3 全球供应链排产同比 50-80%，国内同比 30%左右，拐点明确；欧洲 8 月主流国家销量 8.3 万，同增 170%，今年海外 150 万+，同增 45%+，欧洲强刺激之下今年预计超 110 万，同增 100%，全球电动化大趋势明确，Q3 国内外拐点开始，重点推荐特斯拉和欧洲供应链龙头。

环保工程及服务行业周报：社融增速再超预期供给端改善逻辑不变，危废专项整治三年行动推进会召开

社融增速再超预期，行业供应端改善逻辑不变。央行公布 8 月社融数据，8 月社会融资规模增量为 3.58 万亿元，比上年同期多 1.39 亿元，高于市场平均预期。8 月末社会融资规模存量为 276.74 万亿元，同比增长 13.3%，高于上月增速 0.4pct。1）政府债券集中发行是新增社融的主要支撑；2）社融超市场预期主要由信贷和非标融资导致。展望后市，信用扩张的拐点或将延后，环保行业供应端改善逻辑不变。

推荐个股及其他点评

嘉化能源（600273）：董事会换届落定，重申公司低估值属性

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 11.54 亿元、14.52 亿元和 17.73 亿元，EPS 分别为 0.81 元、1.01 元和 1.24 元，当前股价对应 PE 分别为 15X、12X 和 10X，维持“增持”评级。

风险提示：在建项目投产进度低于预期；氢燃料电池产业发展不及预期。

宏观策略

宏观点评：社融拐点或延后至明年一季度

事件

央行公布 8 月金融数据，新增信贷 1.28 万亿，前值 9927 亿；社融增量 3.58 万亿，前值 1.69 万亿；社融存量同比 13.3%，前值 12.9%；M2 同比 10.4%，前值 10.7%。

观点

8 月信贷回升表明实体融资需求并未减弱。8 月新增人民币贷款 1.28 万亿，同比多增 694 亿，且略好于市场预期的 1.2 万亿；但从信贷投放的季节性来看依然偏弱（图 1）。从结构来看，短期贷款和票据融资同比少增 2854 亿元，因此新增贷款同比的增量完全由中长期贷款贡献，企业和居民中长期贷款同比分别多增 1031 亿和 2967 亿（图 2），可见新增信贷主要流向按揭、基建和制造业，尤其是基建和制造业，其信贷投放力度在 8 月进一步加大。表明央行当前在宽信用上更注重结构上的精准滴灌，而这上述三大领域也将是年内实体融资需求的主要支撑。

M1 持续回升，M2 超预期回落。8 月 M1 同比继续回升至 8%，表明疫情后企业经营活力持续继续回升。8 月 M2 同比回落至 10.4%，从负债端来看，M2 同比增速的回落主要受财政存款飙升和非银存款骤降的影响，8 月由于债券发行较财政支出的节奏较快，新增财政存款 5339 亿元，同比多增 5244 亿元，对 M2 同比形成负向拉动；8 月非银存款减少 2612 亿元，同比多减 9910 亿元（图 3），表明 7 月居民存款向股市的迁徙并未持续。

社融为何再超预期？我们从剔除政府债券说起。8 月社融增量 3.58 万亿，同比多增 1.39 万亿，超出市场预期，进而支撑社融存量同比增速上行至 13.3%。结构拆分来看，我们发现，（1）政府债券集中发行是新增社融的主要支撑，但这在市场预期之内。专项债集中发行的支撑下，政府债券净融资 1.38 万亿元，同比多增 8729 亿元，贡献了 1.39 万亿其中的 63%（图 4）；而剔除政府债券的社融存量同比增速仅上行了 0.1 个百分点（图 5）。（2）社融超市场预期主要是由信贷和非标融资导致。剔除政府债券的新增社融 2.2 万亿，同比多增 5100 亿元，与 7 月份基本相当。其中，信贷和非标同比分别多增 1156 亿元和 1724 亿元，而此前市场预期在控制贷款投放节奏、信托和结构性存款监管的背景下，信贷和非标将面临大幅缩减的局面并未出现。信贷、信托和未贴现票据的超预期，或表明在经济持续修复的背景下，实体融资需求仍保持了较强的韧性特征。

社融向下拐点或要等到 2021 年一季度。展望后市，年内政府债券净融资尚余 2.8 万亿，而去年同期为 1.1 万亿，政府债券净融资单月高点已经结束，同比 1.7 万亿的增量仍对后续社融数据形成支撑。乐观情形下，若信贷和非标韧性延续（假设除政府债券外社融持平去年同期），则全年社融存量增速将继续上行至 13.5%，这就意味着信用扩张的拐点的出现有可能由此而延后，因此短期内货币政策仍将保持定力，央行在调控上仍将坚持结构性的精准滴灌，短期内降准降息的概率进一步降低。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：监管政策影响超预期，地产政策调整超预期

（证券分析师：陶川　证券分析师：王丹）

固收金工

固收周报：一周策略：国内经济恢复企稳，国际形势复杂多变（2020 年第 35 期）

观点

专题：写在电视辩论之前|2020 通往白宫之路系列⑦:特朗普支持率见底，大选进入冲刺阶段。尽管美国疫情仍尚未得到有效遏制，依然存在局部小规模的关于种族主义的示威活动，但民众对于这类事件的直接反应已经逐步消退，特朗普的支持率从快速下滑开始企稳。9-10 月大选将进入电视辩论阶段，电视辩论后民众的支持倾向可能对最终结果有所预示，同时特朗普在 2016 年的电视辩论表现较好，因此拜登当前的领先未必可以转化为最终的胜利。

利率债：1 年期国债收益率为 2.5964%，较上周上行 0.79BP。10 年期国债收益率为 3.1346%，较上周上行 1.18BP。展望后期：8 月份中国出口波动中修复，得益于新基建的快速布局，国内需求恢复向稳，企业投资活动边际改善。市场近期主要表现为市场利率围绕政策利率不断波动。建议密切关注 DR007 指标，若 DR007 连续多日高于逆回购 7D 利率 2.2%意味着未来货币政策有可能收紧，未来仍需进一步跟踪该项指标。十年期国债收益率年内将在 3.0%-3.2%区间内高位震荡，更多政策动态建议关注 10 月底政治局会议。

信用债：一级市场的总发行量和总偿还量均有小幅增长，净融资额为正，但数值较上周有明显回落。其中，总发行量和总偿还量的主要上升动力以及净融资额的主要下降动力均来自于短期融资券，因此短期融资券是本周一级市场交易的主导力量。

可转债：（1）经济秩序稳步恢复，国际局势日趋复杂。上周央行公开市场净投放 2300 亿元，下周仍有 8700 亿元资金到期，整体来看货币政策维持灵活适度，边际略有收紧。8 月经济数据表明库存压力减小，国内经济恢复态势良好，而海外疫情仍未有效遏制，未来汇率波动或小幅走强。当前偏股型转债估值水平普遍较高。转债市场近一月来波动较大。（2）投资策略：近期股市波动剧烈，板块轮动明显，国内复苏态势良好，机会大于风险。食品饮料、医药生物等持续较热。龙头券商、农业等仍可关注。长期仍看好新基建、新能源等板块，代表标的有隆 20 转债、璞泰转债等。当前以平衡性标的为主要投资策略，谨慎选择高估值主题，关注国家政策走向及转债市场赎回风险。

海外宏观:（1）拜登在摇摆州保持领先优势，电视辩论即将拉开帷幕:（a）在关键的摇摆州如宾夕法尼亚州和佛罗里达州，9 月 4 日-6 日的民调中拜登对特朗普的领先优势缩窄到 4%以内，但是在北卡罗莱纳州拜登重新取得领先;（b）9 月 29 日将开始本次大选的第一次电视辩论，由于 2016 年电视辩论后特朗普的支持率上升，9 月电视辩论后拜登的选情有进一步承压的可能;（2）美股美债波动率长周期来看存“共振”，“新”变化来自震荡中枢相向而行:（a）VIX 及 MOVE 两者存在“共振”关系;（b）从

请务必阅读正文之后的免责声明部分

趋势上看，VIX 相比较疫情发酵前出现震荡中枢抬升的趋向，而 MOVE 震荡中枢则出现下行倾向；（c）联储前期调整货币政策框架意味着次贷危机后的低通胀时期将获得弥补，蕴含将压低实际收益率水平的希望寄托在抬升通胀预期而非进一步压低名义收益率下行至负区间的逻辑，这意味着美债名义收益率大概率将维持小幅震荡格局；而美股当前散户利用纾困金或透支养老金入场的比例在增加，美股估值的价值增量部分存在较大的不透明感；（3）大类资产表现：黄金、美元、欧元、瑞士法郎走高；美利率债收益率、信用债收益率走低，美收益率曲线边际趋平。股市：英>日>美；债市：利率债>信用债；汇市：美元>欧元>日元>人民币>加元>英镑；大宗：比特币>黄金>白银>铜>原油。

风险提示：利率债：货币政策超预期收紧；经济超预期恢复。信用债：经济政策超预期，信用违约风险超预期。可转债：关注股市波动风险、国内外疫情反复风险，中美摩擦风险。海外：（1）市场超调超预期；（2）疫情管控失策超预期；（3）民粹情绪反弹超预期。

（证券分析师：李勇）

行业

计算机应用行业：华为发布鸿蒙 2.0，美股云计算估值几何

投资要点

行情回顾：本周计算机行业(中信)指数下跌 6.88%，沪深 300 指数下跌 3.00%，创业板指数下跌 7.16%。本周我们梳理了美股云计算公司的估值，发现市场给予云公司的 PS 与稳态期净利率、收入增速等因素高度相关，详见正文分析。计算机板块中报已经披露完毕，从环比看网安板块改善明显，绿盟科技、深信服、美亚柏科、奇安信、格尔软件、中孚信息等收入均实现了从 Q1 的下滑到 Q2 单季度两位数以上的增长，启明星辰等 Q2 开始需求也明显回暖，并且网安板块目前估值在行业里相对不高，具有较大配置价值。看 Q4 的话，信创板块 Q4 将开始进入业绩的持续释放周期，并且可持续性较高，虽然招标价格有所下降但龙头份额普遍超预期，目前处于机构低配状态，龙头金山办公等由于市场担心印度可能禁封以及解禁在即，近期回调较多，可重点关注，此外重点推荐份额超预期的中国软件、中国长城等，联通近期招标中国产芯片中标较大份额进一步验证行业口信创进度超预期。中报子行业方面只有云计算板块收入实现正增长，但云板块估值目前已基本实现和国际接轨，可静待估值切换时点。大涨后云计算更需关注一线品种的天花板，继续推荐用友网络、金山办公、广联达等。二线品种关注金财互联、优刻得等，硬件关注浪潮信息、深信服。其它可关注军工信息、数字货币、证券 IT、医疗信息等方向。军工信息：习近平总书记在中央政治局第二十二次集体学习时强调，统一思想坚定信心鼓足干劲抓紧工作，奋力推进国防和军队现代化建设，加快机械化信息化智能化融合发展。重点推荐中国海防、卫士通，关注星网宇达、航天发展、海兰信等；数字货币：商务部提出在京津冀、长三角、粤港澳大湾区及中西部具备条件的试点地区开展数字人民币试点，央行在央行数字货币（DCEP）进展较快，并下发首个区块链规范文件，数字货币进入规模试点阶段，关注长亮科技、恒生电子、卫士通、格尔软件、新大陆、数字认证等；医疗信息：发改委和网信办联合发文首提推进互联网医院首诊制，关注卫宁健康、创业慧康等。其它

请务必阅读正文之后的免责声明部分

关注科大讯飞、中科创达等细分龙头。

鸿蒙 2.0 正式开源，华为在移动端战略重心或顺势转向软件与生态。2020 年 9 月 10 日，华为在 HDC 开发者大会上如约发布鸿蒙 2.0，并面向应用开发者发布 Beta 版本。明年鸿蒙将全面支持华为手机。华为消费者业务负责人余承东周四在开发者大会上表示，明年华为智能手机将全面支持自研操作系统鸿蒙 2.0。此前根据市场调研机构 Canalys 发布的《2019 年中国大陆智能手机出货量及市场份额》报告，华为以 1.42 亿台位居首位，成为中国大陆最畅销的智能手机品牌。但由于受到美国限制升级，华为后续在手机硬件供应将受到诸多限制，本次发布会隆重推出鸿蒙 2.0 并正式开源，华为在移动端的重心转向软件和生态的意图明显。关注华为生态链和鸿蒙系统生态相关公司。包括中国软件、用友网络、长亮科技、东方通、诚迈科技、常山北明、中科创达、北信源等。此外华为 HMS 生态相关公司包括金山办公、超图软件、四维图新、高伟达、网达软件、彩讯股份、万兴科技、科蓝软件、国农科技等。

美股云计算企业估值处于历史高位。由于相当部分的云计算企业尚处于投入期，费用投入和收入不匹配，PE 为负，不能简单用 PE 法进行估值。考虑到业务进入稳定盈利期后，PS 和 PE 有简单的换算关系：PE=PS/净利率，因此在费用不匹配期可以简单采用 PS 方法进行估值。我们统计了美股具有代表性的 37 家云计算企业的 PS-TTM 情况，80%以上的企业都位于 35 倍以下，剔除极值后平均值为 17.59 倍，中位数 11.79 倍。各厂商当下的 PS-TTM 历史分位值中位数为 84.35%，80%位于 60%分位数以上，表明云计算行业目前处于历史估值较高的时期。

成熟的云计算企业其相对估值 PS 要显著低于未成熟企业。已实现盈利且净利润增长率较平稳的公司，我们可以近似认为其处于成熟期，其五年内 PS-TTM 大多处于 6-20 倍的区间，平均值仅 15 倍。而非成熟企业五年内最高的 PS-TTM 平均值已经超过 50 倍。

风险提示：信息创新、网络安全进展低于预期；行业后周期性；疫情风险超预期。

（证券分析师：郝彪）

电气设备新能源行业周报：新能源十四五规划超预期，电动车中游 9 月开始满产满销

投资要点

申万电气设备 6288 下跌 2.44%跌幅强于大盘。风电涨 3.69%，光伏涨 2.37%，发电及电网涨 0.21%，发电设备跌 0.85%，新能源汽车跌 3.7%，核电跌 4.41%，锂电池跌 4.84%，工控自动化跌 5.26%。涨幅前五为通裕重工、天能重工、力帆股份、晶盛机电、易事特；跌幅前五为天龙光电、易世达、通合科技、双杰电气、温州宏丰。

行业层面：电动车：8 月电动车的产销量分别达到 10.6/10.9 万辆，环+6.0%/+11.7%，同+17.7%/+25.8%，累计产销 60.2/59.6 万辆，同-26.2%/-26.4%；威马完成 D 轮融资，领投方来自上汽，威马汽车将投入 200 亿做智慧汽车；宝马慕尼黑工厂即将投产 i4 纯电动轿车；比亚迪或将向戴姆勒、丰田供应刀片电池；通用汽车 20 亿美元收购电动卡车 Nikola11%股份；蔚来 40 座换电站落户合肥；特斯拉称已完成之前披露的 50 亿美元股份出售计划；特斯拉计划开始将中国制造的汽车运往欧洲

请务必阅读正文之后的免责声明部分

和亚洲；宁德时代称不放弃高镍三元路线，放弃该路线即放弃高端市场；宁德称已获发改委批准 20 亿美元外债额度;宁德时代高功率充电技术服务保时捷 Taycan。新能源：“十四五”可再生能源规划上调非化石能源比例，预计 2030 年达到 20%；德国上半年新增装机容量近 2.4GW；CPIA 协会秘书长王勃华预计多晶硅料价格四季度企稳；国网公示最新可再生能源补贴项目清单，94 个光伏项目超 4.6GW；3.2mm/2.0mm 镀膜光伏玻璃均价已上涨至每平方米 30/24 元，较上一轮上涨 3/1.5 元；宁德时代酝酿筹建钙钛矿研究团队，拟进军光伏领域；通威宣布与天合签署战略合作协议；斯坦得集团拟建设 6GW 叠瓦组件及 1GW 异质结电池基地。

公司层面：隆基股份：与成都通威签订硅片采购框架合同，将框架合同项下的 2021 年度长单合同数量由 16 亿片调整为 26 亿片。当升科技：北京当升拟发行股份购买矿冶科技持有的常州当升 31.25%股权。恩捷股份：非公开发行股票募集资金置换预先投入募投项目自筹资金，合计投资额 60.5 亿，募集资金承诺投资额 49.82 亿。比亚迪：1）2020 年 8 月销量新能源汽车 15283 辆，同减 8.59%；8 月新能源汽车动力电池及储能电池装机总量约 0.949GWh，本年累计装机总量约 5.813GWh。锦浪科技：2020 年半年度权益分派实施：每 10 股派 10 元现金（含税）。东方日升：拟向不特定对象发行不超过 33 亿可转债，用于年产 2.5GW 高效太阳能电池与组件生产项目、年产 5GW 高效太阳能电池组件生产项目（一期）等。天合光能：收购控股子公司股权，收购对方持有 Nclave49%股权，总对价 4272.78 万欧元。福斯特:拟投资 10.2 亿用于年产 2.5 亿平方米光伏胶膜项目及年产 1.1 亿平方米光伏背板项目。欣旺达：全资子公司前海弘盛拟使用 1500 万元参设大米成长新兴产业天使基金，基金规模不低于 1 亿元人民币，主投智能制造等领域。赣锋锂业：1）发行 21 亿元可转债，用于认购 MineraExar 公司部分股权项目、万吨锂盐改扩建项目及补充流动资金，于 9 月 8 日上市。2）公司董事戈志敏先生辞去公司董事和战略委员会委员职务，继续担任执行董事兼总经理。明阳智能：靖安洪大拟减持不超过 8419 万股，占总股本 6%。杉杉股份：披露重大资产购买预案后的进展，拟取得持股公司 70%权益。日月股份：董事及高级管理人员集中竞价减持共计 38.8 万股，占总股本 0.04%。信捷电气：股东吉峰通过竞价或大宗交易或两者结合减持不超过 140 万股，占总股本 0.10%，占其持有流通股 13.19%。国网信通：新华国泰拟通过竞价减持不超过总股本 1.61%，且任意连续 90 日内减持总数不超过总股本 1%。

投资策略：电动车 8 月合格证 10.14 万辆，同环比+38%/+11%，随着爆款新车型上市，金九银十和年底冲量值期待，全年预期 120 万以上，下半年增长 40%+，9 月中游排产继续环比+10-20%，开始全面满产满销，Q3 全球供应链排产同比 50-80%，国内同比 30%左右，拐点明确；欧洲 8 月主流国家销量 8.3 万，同增 170%，今年海外 150 万+，同增 45%+，欧洲强刺激之下今年预计超 110 万，同增 100%，全球电动化大趋势明确，Q3 国内外拐点开始，重点推荐特斯拉和欧洲供应链龙头。十四五新能源规划目标有望上调到年均 100GW，光伏年均装机有望从此前预期 60GW 上调到 75GW+，大超预期，短期各环节价格趋稳，下半年旺季，今年国内装机估计 40-45GW，同增 30-50%，明年 55-60GW，海外光伏需求欧美一直不错，拉美加速恢复，全球 120-130GW 左右，同增 10%左右，明年确定性大年，全球 160-180GW，同增 30%+，Q3 业绩预计继续高增，重点看好光伏龙头。工控今年 Q1 同降 12.4%，先进制造同增 15%+，Q2 增长 6.4%，先进制造同增 25%+，龙头订单今年一直很好，7 月开始行业普遍很好，重点看好工控龙头。电网投资总体持平，结构性倾斜，电网设备龙头向好。风电 20 年继续抢装，估计 30GW+（20%+），风电运营价值重

请务必阅读正文之后的免责声明部分

估。

重点推荐标的：隆基股份（单晶硅片和组件全球龙头、业绩持续超预期）、宁德时代（动力电池全球龙头、优质客户和领先技术）、汇川技术（通用自动化上半年大超预期、动力总成全面突破大幅减亏）、通威股份（硅料和 PERC 电池龙头、硅料大幅涨价）、锦浪科技（组串式逆变器龙头、业绩超预期高增长）、阳光电源（逆变器龙头增长超预期、储能业务前瞻布局）、晶澳科技（组件一线龙头、上半年业绩超预期）、科达利（结构件全球绝对龙头、客户锁定宁德和 Tesla 等）、宏发股份（新能源汽车继电器全球龙头、传统继电器超预期复苏）、璞泰来（负极全球龙头、LG 等海外占比高、隔膜和设备加强布局）、恩捷股份（湿法隔膜全球龙头、LG 等海外客户放量）、爱旭股份（专注高效电池的龙头、单瓦利润恢复超预期）、福斯特（EVA 和 POE 膜绝对龙头供不应求、感光干膜等新材料上量）、当升科技（正极龙头、海外占比高、员工持股计划托底）、国电南瑞（二次设备龙头、电力物联网受益）。建议关注：中信博、固德威、比亚迪、福莱特、林洋能源、亿纬锂能、新宙邦、三花智控、天赐材料、嘉元科技、思源电气、正泰电器、华友钴业、麦格米特、天奈科技、东方日升、天齐锂业、欣旺达、星源材质、赣锋锂业、国轩高科、良信电器、八方股份、金风科技、中国宝安、东方日升、许继电气、平高电气、长高集团、长缆科技、国网信通、日月股份、捷佳伟创、天顺风能、杉杉股份等。

风险提示：投资增速下滑，政策不达预期

（证券分析师：曾朵红）

环保工程及服务行业周报：社融增速再超预期供给端改善逻辑不变，危废专项整治三年行动推进会召开

建议关注：盈峰环境，北控城市资源，中再资环，龙马环卫，玉禾田，洪城水业，维尔利，瀚蓝环境，深圳燃气，海螺创业，上海环境

核心观点

社融增速再超预期，行业供应端改善逻辑不变。央行公布 8 月社融数据，8 月社会融资规模增量为 3.58 万亿元，比上年同期多 1.39 亿元，高于市场平均预期。8 月末社会融资规模存量为 276.74 万亿元，同比增长 13.3%，高于上月增速 0.4pct。1）政府债券集中发行是新增社融的主要支撑；2）社融超市场预期主要由信贷和非标融资导致。展望后市，信用扩张的拐点或将延后，环保行业供应端改善逻辑不变。

危险废物专项整治三年行动推进会召开。生态环境部召开全国危险废物环境管理工作会议暨危险废物专项整治三年行动推进会。会议要求，1）各级生态环境部门要深入贯彻落实《固体法》，切实强化危险废物环境监管；2）深入开展危险废物专项整治三年行动和专项执法行动，全面排查整治危险废物环境风险，遏制危险废物非法转移倾倒违法犯罪行为；3）加强各级固体废物环境监管和技术支撑队伍建设，强化部门信息共享和沟通协调，建立联动工作机制。

持续推荐环卫大行业小公司轻资产，关注管理壁垒和装备边际改善。1）市场化加速提升&大环卫内涵扩张，预计 2025 年环卫市场化空间增长 134%：预计 2025 年中国环卫服务市场 4685 亿元，市场化率 80%，市场化空间 3748 亿元，较 19 年增长 134.11%。2）标准化&机械化&管理优势

请务必阅读正文之后的免责声明部分

促份额集中：标准化驱动大合同增加，机械化率提升，龙头管理优势 3 大因素促进龙头份额提升，预计 2025 年 6 家环卫上市龙头营收可扩张至 5.58 倍。3）建议关注具有差异化管理优势的传统环卫龙头：玉禾田、侨银环保、北控城市资源。4）建议关注环卫装备龙头市场份额、盈利能力迎来双拐点：盈峰环境、龙马环卫。

中期关注需求供给齐升β，长期优质运营价值重估α：1）融资环境改善供给，财政投入加大刺激需求，使得财政支付和环保企业融资能力带来边际改善，对环保工程类公司显著受益。从行业空间、公司治理、融资能力恢复 3 个角度关注：a)生态工程类新秀东珠生态；b)土壤修复龙头高能环境；c)有机垃圾处理设备龙头维尔利。2）寻找“现金流内生、持续成长”的优质运营资产：a)环卫服务市场化改革红利，行业龙头集中度提升：关注玉禾田：差异化管理优势的传统环卫服务龙头；盈峰环境、龙马环卫：环卫装备需求提升具有机械化协同优势的环卫装备企业。b)三个角度看水务资产价值重估：关注洪城水业。c)关注垃圾焚烧行业优质资产的稀缺性，关注瀚蓝环境：优秀整合能力得到验证，大固废综合园模式扩张可期；伟明环保：生活垃圾全产业链协同发展；光大国际：焚烧行业龙头地位稳固。d)生产者责任制度完善，再生资源龙头马太效应提升，关注中再资环：废电拆解行业龙头。3）天然气改革驱动市场化红利释放：关注深圳燃气：海气产能占比近半叠加城中村改造，促进量利齐升。

最新研究：北控城市资源深度研究：背靠龙头聚焦环服&危废，资源&管理优势助力腾飞；德林海中报点评：受益大项目设备集成交付，中报业绩超预期增长；中再资环中报点评：20Q2 业绩增速环比提升 52.91pct，治理结构逐步改善经营能力提升可期；国祯环保中报点评：收入结构优化运营占比超 50%，央企入主资源整合融资改善可期。

风险提示：政策推广不及预期，利率超预期上行，财政支出低于预期

（证券分析师：袁理　研究助理：任逸轩）

推荐个股及其他点评

嘉化能源（600273）：董事会换届落定，重申公司低估值属性

事件

近日，公司改组董事会班子，选举韩建红女士为董事长，汪建平先生为总经理。

公司估值较低，增量产能释放在即，业绩增长可持续，更新各板块的经营情况如下。

投资要点

公司是一家优质的多元经营的能源化工企业：公司以热力为核心，向园区内企业提供蒸汽，向内部企业提供电力和蒸汽。经过多年发展，初步形成氯碱、脂肪醇（酸）、磺化医药等几大业务板块。

公司是园区唯一蒸汽供应商：公司作为嘉兴港乍浦经济开发区内唯一的蒸汽供应商，随园区的不断发展，热力业务仍有一定的成长性。公司的

请务必阅读正文之后的免责声明部分

锅炉已实现超低排放，较少受到环保政策的冲击。

新建 30 万吨乙烯法 PVC，促进液氯平衡：公司有 29.6 万吨的烧碱业务，烧碱业务景气较好，但是液氯一直难以平衡。公司抓住全球乙烯价格稳步向下的契机，扩建 30 万吨乙烯法 PVC，不仅实现了液氯的平衡，而且具备较强的盈利能力。

磺化医药系列成为公司发展新引擎：传统的磺化工艺污染严重，公司创新性推出三氧化硫管式反应连续磺化，不仅物料消耗大大降低，工艺本征安全，而且能够调节对邻位的比例，增产高附加值的对位产品。公司扩建的 3 万吨对邻位和 4000 吨 BA 项目的投产带来高壁垒业务的持续增长。

氢能业务有望打开成长空间：氢燃料电池产业链从 2018 年开始进入加速增长阶段，公司逐步布局完善“氢气制造、提纯、液化、运输和加氢站”产业链。随着氢燃料电池汽车产业的发展，氢能业务有望打开成长空间。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 11.54 亿元、14.52 亿元和 17.73 亿元，EPS 分别为 0.81 元、1.01 元和 1.24 元，当前股价对应 PE 分别为 15X、12X 和 10X，维持“增持”评级。

风险提示：在建项目投产进度低于预期；氢燃料电池产业发展不及预期。

（证券分析师：柴沁虎）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：http://www.dwzq.com.cn