东吴证券晨会纪要

2020 年 06 月 23 日

晨会编辑 陈李
执业证号：S0600518120001
021-60197988
yjs_chenl@dwzq.com.cn

宏观策略

策略周评：三分钟看中观：5 月挖机和汽车销量增速均扩大，猪价反弹

宏观：5 月 CPI 和 PPI 均延续回落
上游：黄金价格上涨
中游：5 月挖机销量增幅扩大
下游：5 月汽车销量增速扩大，猪肉价格反弹
交运：BDI 延续大幅回升
科技：5 月手机出货量较 4 月回落，存储器跌幅收窄
风险提示：中美贸易摩擦超预期；疫情持续扩散超预期

固收金工

固收深度报告：“负”时代，不幸负时代——“甚解”系列 1

全球负利率资产规模位于历史高位：2008-2009 年次贷危机以来，全球负利率资产规模不断扩大，至 2020 年，全球负利率资产规模超过 10 万亿美元成为常态。同时受疫情冲击，全球经济增长前景黯淡，美联储在实施“零利率”政策后，市场开始出现对美联储实施负利率政策预期，同时也引发美国国债是否会出现负收益率的疑虑。

固收周报：本周股市整体上行，关注可转债投资机会

（1）近期美股高位回调风险加大，引发避险情绪。宏观政策调节力度加大，上周央行重启 14 天逆回购，并下调利率 20bp，以保障流动性在半年时点合理充裕，预计后期或有降准落地。国常会中提出金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元，股债整体上行，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）择券层面，特别国债陆续发行，基建、地产等板块仍有回升空间，消费、医药等行业持续较热，疫情反复后续仍有空间，建议持续关注食品饮料消费、新基建、医药板块等主题。可转债对投资者的风险承受能力要求较高。参与之前应做好波动的准备，当前以平衡性标的为主要投资策略，同时仍需关注国家政策走向及转债市场的赎回风险。

行业

环保工程及服务行业周报：污水资源化政策推进支撑市场空间，玉禾田合作物管开拓环卫市场订单稳定落地

污水资源化政策持续推进，打开污水资源化利用新空间。5 月，发改委环资司召开污水资源化利用工作推进会，研究推进污水资源化利用指导意见和相关实施方案起草工作，推动构建污水资源化利用“1+N”政策框架体系。近日，环资司召开资源化利用专家座谈会，专家组成员和相关学者对我国污水资源化利用的现状、存在的主要问题、推进的重点领域、建设的重大工程和政策措施提出了建设性意见。污水资源化政策持续推进，政策护航支撑污水资源化利用市场空间。

公用事业跟踪周报：去产能政策夯实强周期行业盈利底，提高分红 or 转型成长标的均值得重点关注

一、去产能态度明确，政策出台夯实强周期行业 ROE 底

上周，发改委出台《关于做好 2020 年重点领域化解过剩产能工作的通知》，要求全面巩固去产能成果，并分别对钢铁、煤炭、煤电三个行业化解过剩产能工作做出具体安排。
二、近年来公用事业和煤炭板块相对收益的胜负手在于 PE 而不是 EPS
三、从钢厂 IDC 到煤炭 HJT，转型成长 or 提高分红标的均值得关注
风险提示：宏观经济下行使得终端工业用电需求减弱等

推荐个股及其他点评

玉禾田（300815）：近期新增年化合同金额逾 1.4 亿元，期待环卫市场加速拓展

事件：6 月 17 日，公司公告（1）近期中标 10 个物业清洁及市政环卫项目，合同金额共计 1.87 亿元。（2）预中标深圳龙华区观湖街道清扫清运一体化升级运营服务项目和龙岗区园山街道清扫清运及转运站管理服务采购项目，金额共计 1.88 亿元。

宏观策略

策略周评：三分钟看中观：5 月挖机和汽车销量增速均扩大，猪价反弹

宏观：5 月 CPI 和 PPI 均延续回落

上游：黄金价格上涨

中游：5 月挖机销量增幅扩大

下游：5 月汽车销量增速扩大，猪肉价格反弹

交运：BDI 延续大幅回升

科技：5 月手机出货量较 4 月回落，存储器跌幅收窄

风险提示：中美贸易摩擦超预期；疫情持续扩散超预期。

（证券分析师：王杨）

固收金工

固收深度报告：“负”时代，不辜负时代——“甚解”系列 1

引子：

全球负利率资产规模位于历史高位：2008-2009 年次贷危机以来，全球负利率资产规模不断扩大，至 2020 年，全球负利率资产规模超过 10 万亿美元成为常态。同时受疫情冲击，全球经济增长前景黯淡，美联储在实施“零利率”政策后，市场开始出现对美联储实施负利率政策预期，同时也引发美国国债是否会出现负收益率的疑虑。

观点：

负利率资产出现的背景：负利率资产出现在全球经济增长放缓的大环境下，而当前导致经济增长放缓的特有因素为：（1）分离主义抬头：英国脱欧和欧洲右翼政党的壮大反映了民粹主义的苗头，各经济体之间的贸易争端引发的贸易保护主义也使得逆全球化在未来可能成为一个趋势；（2）人口老龄化加剧：目前世界主要发达国家 65 岁人口占总人口比重均已超过 10%，显著高于世界总体水平。老龄化社会可能导致边际消费倾向的下降，同时对政府福利支出提出更高要求，劳动力的相对不足也会使得经济增长缺乏动力。

负利率资产是否具备吸引力？：（1）总的来说，负利率资产是一种“安全资产”，从其具体结构上来看，多数负利率债券的发行人都是信用优质的政府和金融机构，违约风险较低；（2）2008-2009 年金融危机以来，全球主要发达经济体的国债净发行量呈下降趋势，市场避险资产相对短缺，从而导致部分资产价格攀升，从而导致收益率跌入负区间；（3）负利率债券的期限多数在 5 年以上，在全球进入货币宽松的大环境下，持有负利率债券也给予投资者获得资本利得的机会。

美债会出现负收益率吗？：（1）通常负利率资产伴随负利率政策出现，在欧元区和日本出台负利率政策后，全球负利率资产规模迅速扩大，而

请务必阅读正文之后的免责声明部分

目前美联储在短期实施负利率政策的可能性不大；（2）虽然美债收盘收益率不太可能出现负利率，但在交易中可能由于外生冲击发酵，市场避险情绪极速升温，信用风险快速扩张导致国债收益率跌至负区间；（3）对于美国 10 年期国债，若市场出现显著不确定性导致美国国债收益率曲线平坦下沉，美联储可以借鉴日本央行经验采取收益率曲线控制，使得 10 年期美债收益率锚定在相对合适区间，避免收益率曲线过度平坦，因此 10 年期美债出现负收益率的可能性不大，如果出现也不太可能成为长期趋势。

风险提示：（1）经济复苏所需时间长于预期；（2）疫情传播超预期；（3）民粹反弹超预期。

（证券分析师：李勇）

固收周报：本周股市整体上行，关注可转债投资机会

报告摘要

本周可转债一级市场有 5 支可转债发行，总发行量为 37.85 亿元，较上周减少 30.11 亿元；有 1 支可转债偿还，到期偿还和赎回偿还规模均为 0.08 亿元，总偿还量为 0.16 亿元，较上周上升；净融资额 37.69 亿元，较上周减少 30.27 亿元。长期来看，目前可转债发行波动较大。

本周共有 24 家公司可转债有新进展，其中 7 家公司通过了董事会预案，9 家公司通过了股东大会；2 家公司通过了发审委；6 家公司通过了证监会核准，分别为宏川智慧、特发信息、紫金银行、苏试试验、龙大肉食、隆基股份，行业分别属于物流Ⅱ、通信设备、银行Ⅱ、仪器仪表Ⅱ、食品加工、电源设备，涉及发行规模分别为 6.70 亿元、5.50 亿元、45.00 亿元、3.10 亿元、9.50 亿元、50.00 亿元。

从股票指数走势来看，本周股票市场整体上行，指数走势上升，上证综指、沪深 300、创业板指、中小板指分别上升 1.64%、2.39%、5.11%、4.14%，债转股指数上升 0.81%；本周可转债指数亦上涨，上证转债、深证转债、中证转债指数本周涨幅分别为 0.24%、2.22%、0.87%。

从申万行业指数的角度来看，本周除银行外全行业均上涨。涨幅最大的五个行业分别为钢铁、农林牧渔、医药生物、电子、通信，上涨幅度分别为 5.98%、5.81%、5.54%、4.43%、4.41%；银行行业跌幅为 0.77%。

可转债存续债券中，银行业存量可转债余额最多，高达 1,485.43 亿元，其他行业则分布较为平均。除银行外存量可转债券余额最多的另外四个行业为化工、公用事业、医药生物、电气设备。从申万行业指数可知，本周化工、公用事业、医药生物、电气设备均呈涨幅趋势，其中医药生物涨幅较大；而只有银行呈跌幅趋势。

从个券涨跌幅可以看出，可转债涨跌情况与级别相关性较差，本周延续上周低级别可转债变动幅度较大的特点；与股指表现类似，医药生物本周表现尚可。从可转债正股涨跌幅排名可知，正股涨跌榜与可转债涨跌榜有一定重合，正股涨跌榜部分延续上周涨跌情况。按可转债活跃度统计可知，本周市场最活跃的前五支可转债分别为振德转债、英科转债、尚荣转债、国轩转债、溢利转债。

股票价格已经超过转换平价的转债共计 40 支。

截至 2020 年 6 月 19 日，可转债的纯债溢价率中位数为 23.59%，转股溢

请务必阅读正文之后的免责声明部分

价率的中位数为 16.74%，可转债整体股性较强。

本周可转债共转股 5532.46 万股，其中高能转债本周转股数为 1630.98 万股，占全部转股数的 5.61%。从累计转股比例来看，截至 2020 年 6 月 19 日，高能转债和凯龙转债累计转股比例分别为 99.05%和 90.17%。

（1）近期美股高位回调风险加大，引发避险情绪。宏观政策调节力度加大，上周央行重启 14 天逆回购，并下调利率 20bp，以保障流动性在半年时点的合理充裕，预计后期或有降准落地。同时国常会中提出金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元，以促进实体经济发展，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）择券层面，特别国债陆续发行，基建、地产等板块仍有回升空间，消费、医药生物等行业持续较热，疫情反复不定后续仍有空间，建议持续关注食品饮料消费、新基建、医药板块等主题。可转债对投资者的风险承受能力要求较高。参与之前应该做好波动的准备，当前以平衡性标的为主要投资策略，同时仍需时时关注国家政策走向及转债市场的赎回风险。

风险提示：关注股市波动风险。

（证券分析师：李勇）

行业

环保工程及服务行业周报：污水资源化政策推进支撑市场空间，玉禾田合作物管开拓环卫市场订单稳定落地

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

核心观点

污水资源化政策持续推进，打开污水资源化利用新空间。5 月，发改委环资司召开污水资源化利用工作推进会，研究推进污水资源化利用指导意见和相关实施方案起草工作，推动构建污水资源化利用“1+N”政策框架体系。近日，环资司召开资源化利用专家座谈会，专家组成员和相关学者对我国污水资源化利用的现状、存在的主要问题、推进的重点领域、建设的重大工程和政策措施提出了建设性意见。污水资源化政策持续推进，政策护航支撑污水资源化利用市场空间。

玉禾田合作物管开拓环卫市场，订单稳定推进近期新增年化 1.4 亿。1）公司与雅生活就环卫一体化项目开发和运营事宜达成合作意向，建立战略合作伙伴关系，合作包括联合开发环卫一体化项目、充分发挥各自资源实现信息共享。战略合作有利于双方管理优势与资源支持有效结合，进一步提升公司行业地位和综合竞争力。公司通过合作方式实现管理领先优势在市场层面复制，路径清晰，期待市场拓展层面进展。2）公司近期中标物业清洁项目 3 个，总金额 5291 万元，年化服务金额 3138 万元，市政环卫项目 7 个，总金额 13439 万元，年化服务金额达 5054 万元，预中标深圳环卫一体化项目 2 个，总金额达 18754 万元，年化服务金额 6251 万元。合计总金额 37484 万元，年化服务金额 14443 万元。订单获取稳定推进，大单落地验证领先优势。

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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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：玉禾田事件点评：近期新增年化合同金额逾 1.4 亿元，期待环卫市场加速拓展；玉禾田事件点评：高价中标深圳环卫一体化项目，与物业管理领先企业达成合作携手开拓环卫市场；盈峰环境深度报告：环卫真实机械化水平提升空间大，装备龙头拓智慧环卫服务露峥嵘；环卫行业深度报告：大行业小公司轻资产，关注管理壁垒和装备边际改善

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）

公用事业跟踪周报：去产能政策夯实强周期行业盈利底，提高分红 or 转型成长标的均值得重点关注

一、去产能态度明确，政策出台夯实强周期行业 ROE 底

上周，发改委出台《关于做好 2020 年重点领域化解过剩产能工作的通知》，要求全面巩固去产能成果，并分别对钢铁、煤炭、煤电三个行业化解过剩产能工作做出具体安排。我们分析认为：

1）短期来看，即使在疫情的影响下，国家坚定去产能的态度不会动摇，以煤炭为例，2020 年再退出一批煤炭落后产能，煤矿数量控制在 5000 处以内，大型煤炭基地产量占全国煤炭产量的 96%以上，因此，供给侧钢铁、煤炭、火电产能大幅提升的概率小。

2）中期从产能周期的视角来看，受益于供给侧改革的传统行业龙头正在不断将资本开支投放于新的领域（业务转型），说明行业龙头本身并不看好传统行业发展前景；但是传统行业的安全和环保标准在不断提高，意味着如果想要保持原有的产能和产量投放，必须加大对于原有主业的投资，因此传统行业已经从政策被动去产能变为行业主动去产能，即使在将来某个时点行业由缩减资产负债表变为扩张、新产能的释放还是需要

请务必阅读正文之后的免责声明部分

一个产能周期，所以未来 1-3 年新的产能很难投放出来。

3）因此，总结来看，无论是短期还是中期，强周期行业产能增加投放的概率小，在需求端不发生明显大幅萎缩的情况下（事实上，根据我们跟踪宏观、中观、微观数据的情况来看，需求更多只能被跟踪，很难被预测），我们预计煤炭、钢铁、火电行业的盈利底部已经出现，继续下行的空间和概率小。

二、近年来公用事业和煤炭板块相对收益的胜负手在于 PE 而不是 EPS

我们通过复盘 2003 年以来中信公用、中信煤炭指数的表现，可以发现：1）煤炭板块，2004-2005 年相对收益既来自于 EPS 的增长，也来自于 PE 的提升；2007 年以后，相对收益更多来自于 PE 的变化；2）公用事业板块，2004 年至今，相对收益均主要来自于 PE 的变化。因此，我们认为，在目前的市场风格下，PE 才是决定公用事业和煤炭板块相对收益的胜负手，需重点关注有可能提振 PE 中枢的细分领域和个股。

三、从钢厂 IDC 到煤炭 HJT，转型成长 or 提高分红标的均值得关注

通过转型成长重塑 PE：1）以宝信软件为代表的的传统钢企转型发展 IDC 业务，由于钢企手握土地资源、区位优势、能耗指标、资金规模，转型发展 IDC 业务天生具备核心竞争力，无论最终转型效果如何，行业的这一发展变化和发展趋势是值得我们重点关注和深入跟踪的。2）以山煤国际为代表的传统煤炭企业转型新能源业务，考虑到 HJT 项目落地和顺利推进的核心在于资金、设备、团队，公司在资金到位（国企天生具备融资优势）、设备即将到位、团队以市场化机制运作的条件下，同时本身具备国企改革和能源转型的强烈诉求，相比传统光伏企业不存在任何历史包袱（传统光伏企业存在左手打右手的矛盾），强烈推荐。

通过提高分红重塑 PE：我们在前文中已经介绍，去产能政策夯实 ROE 底部，未来我们判断动力煤价格波动的幅度会逐渐缩小、区间逐渐缩窄，因此以中国神华、陕西煤业为代表的优质煤炭龙头，有望维持 ROE 稳定，如果分红比例可以稳步提升，则有望从强周期走向弱周期，甚至部分体现价值属性，建议关注。

风险提示：宏观经济下行使得终端工业用电需求减弱、上网电价受到政策影响持续下降、NB-IoT 推广速度不达预期等。

（证券分析师：刘博）

推荐个股及其他点评

玉禾田（300815）：近期新增年化合同金额逾 1.4 亿元，期待环卫市场加速拓展

投资要点

事件：6 月 17 日，公司公告（1）近期中标 10 个物业清洁及市政环卫项目，合同金额共计 1.87 亿元。（2）预中标深圳龙华区观湖街道清扫清运一体化升级运营服务项目和龙岗区园山街道清扫清运及转运站管理服务采购项目，金额共计 1.88 亿元。

近期中标 10 个物业清洁及市政环卫项目，总金额达 1.87 亿元，年化金额

请务必阅读正文之后的免责声明部分

达 8191.88 万元。1）物业清洁：共中标 3 个项目，分别为深圳 t6&t7 无尘室保洁服务项目、华南一区天虹商场清洁、纸皮招标项目、深圳地铁 6、8、10 号线车辆段保洁服务项目 2001 标段，总金额达 5290.98 万元，年化服务金额达 3138.13 万元。2）市政环卫：共中标 7 个项目，分别为石河子市生活垃圾分类试点采购项目、牡丹江市爱民区清扫保洁及服务项目、福州鼓岭鼓山公厕卫生保洁服务采购项目、博鳌亚洲论坛年会环卫保障、嘉积城区农贸市场保洁等服务项目、章贡区生活垃圾清运项目、南昌县莲塘镇农村清洁工程服务外包采购项目及哈尔滨经开区部分街路清扫保洁项目，总金额达 13438.86 万元，年化服务金额达 5053.76 亿元。公司订单获取稳步推进，期待未来市场拓展。

接连中标深圳环卫一体化项目，大单落地验证公司领先优势。公司预中标 1）龙华区观湖街道清扫清运一体化升级运营服务项目，总金额 9812 万元，年化服务金额 3270 万元；2）龙岗区园山街道清扫清运及转运站管理服务采购项目，总金额 8942 万元，年化服务金额 2981 万元。

标准化&机械化&管理优势促份额集中，预计 6 家环卫上市公司营收 6 年可扩张至 5.58 倍。环卫行业未来迎标准化驱动大合同增加、机械化率提升、龙头管理优势促降本增效 3 大趋势，预计 25 年 6 家环卫龙头公司营收市占率可提升至 20%，叠加 25 年环服市场化空间较 19 年增 134%，预计 25 年 6 家上市环卫龙头整体营收可扩张至 5.58 倍！

ROE 领先同行 13.86pct，卓越管理能力助力业绩增长。19 年公司 ROE 为 37.30%，较同业均值高出 13.86pct。主要系：a）精细化管理降本增效，公司近年来环卫服务毛利率显著领先同行，19 年同增 2.54pct 至 24.58%，领先同行均值 2.74pct。核心子公司盈利能力稳定增长，同一区域项目公司 ROA 高出同行 10pct；b）运营效率高效，19 年资产周转率 1.51，是同行均值的 1.57 倍。c）人均贡献持续提升，近 5 年复合增速高达 18.96%，19 年达 2.47 万元/人领先同行 9.81%。公司凭卓越管理能力，预计领先优势仍将持续，强者恒强助力业绩增长。

物业清洁下游客户需求增长，龙头凭借先发优势份额提升。公司在物业清洁领域具备传统领先优势，聚焦高端市场。19 年毛利率见底回升，同增 0.58pct 至 11.95%。截至 19 年底，物业清洁在手合同总金额 12.37 亿元，同增 27.18%，未来有望凭借先发优势份额持续提升。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 3.93/5.95/8.35 元，对应 32/21/15 倍 PE，给予“买入”评级。

风险提示：市场化率提升不及预期，市场竞争加剧，利润率下降风险

（证券分析师：袁理）

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