

2020年09月27日

2020年新增专项债发行进入尾声，生态环保类专项债发行额度已超5000亿元

公用事业

分析与判断：

► 专项债发行张弛有序，已发行额度近九成。

截至2020年9月25日，专项债累计发行完成33064亿元，发行进度已达88%。今年专项债与往年相比提早至1月份发行，提前了4-5个月，季度平滑性特征较为明显，与往年发行节奏形成鲜明对比。根据计划，今年新增专项债须确保在10月底前发行完毕，考虑到十月份国庆长假影响，主要增量将在前三季度完成，平均每个季度发行额度在1.1万亿元左右，实际情况也确实如此，一二三季度完成发行量分别为1.08万亿元、1.15万亿元和1.08万亿元，季度间发行额度分布较均匀，符合“平滑性”特征。从披露进度来看，截止9月25日，31省市已经累计披露的新增专项债额度为33655亿元，对比政府全年计划新增3.75万亿元的专项债额度来看，已经完成了89.75%，逼近九成。预计剩下的专项债将会在10月底之前完成披露并发行，大部分地区已开始备战明年专项债。

► 专项债发行方向微调，三季度棚改专项债明显增长

去年9月4日召开的国常会指出，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。今年3月，监管部门下发要求，再度明确2020年专项债不得用于土地储备、棚改等房地产相关领域。但由于部分地区棚改在建项目因为无后续资金支持，出现了“半拉子”工程，在此背景下，今年5月监管部门明确，棚改专项债可以恢复发行，但有一些硬性要求：一是仅支持已开工项目，且不得用于货币化安置项目；二是棚改项目必须纳入年度棚改计划任务；三是棚改项目信息与相关材料要件信息一致等。自7月30日湖北重启发行新增棚改专项债起，已有多地新增棚改专项债发行计划，截至9月25日，三季度累计发行了61只棚户区改造相关的专项债，合计金额达到3217.22亿元，占三季度新增专项债总发行量的29.92%，会在一定程度上对传统基建项目形成挤压。但今年三季度出现棚改专项债的放量，不能认为是政策发生了转向，一是因为国家对于房地产行业严监管态度未转变，二是今年出现这种变化，是出于保障存量项目资金得到良好使用、项目“不烂尾”的目的，预计未来专项债仍会严格监管投向房地产相关领域。

► 2020年专项债发行进入尾声，生态环保类突破5000亿

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：晏溶

邮箱：yanrong@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100004

研究助理：周志璐

邮箱：zhouzhi11@hx168.com.cn

相关研究：

1. 生物质发电实施方案促进行业发展，可降解指南规范行业制度
2020.09.20
2. 完善生物质发电实施方案发布，未来发展将更考验综合实力
2020.09.17
3. 2020年新增专项债发行进度符合预期，看好专项债杠杆效应拉动水务板块投资
2020.09.14

截至9月25日，全国31省市累计发行地方政府新增专项债33064.01亿元，累计披露额度33655.31亿元。目前披露的总额度来看，已经完成了89.75%，而剩下的约10%也将在10月底之前全部完成发行，2020年新增专项债招标发行工作已然进入收尾阶段。2020年生态环保类专项债占比提升明显，全年发行总额度已突破5000亿元。截至目前，已经披露的省市中，生态环保类专项债排名前三的省市分别为天津、广东（不含深圳市）、安徽，分别为562亿元、514亿元、480亿元，合计1555亿元。从生态环保类专项债发行的年限来看，2020年生态环保专项债平均久期也大幅延长，为14.66年，相较2019年9.78年增加4.88年。

投资建议：

2020年新增专项债披露已经逼近九成，整体发行进度符合预期，预计十月底之前能全部发行完成。根据目前统计的数据，今年生态环保类专项债已经突破5000亿元，但截止当前招标进度低于预期，根据专项债专款专用特性，招标大概率延后，四季度及明年上半年值得期待。其中近6成的生态环保类专项债，即约3000亿元投向水务板块，有望为板块内公司带来大量订单，推荐关注低估值高增长的【中环环保】、【联泰环保】。而剩下的4成则有望拉动生态修复领域投资，激发环保基建的投资需求，推荐关注老牌生态园林修复企业【绿茵生态】。

风险提示

- 1) 专项债额度层层下达不通畅；
- 2) 专项债杠杆效益未完全体现，拉动投资效果不明显；
- 3) 专项债资金未跟着项目走。

盈利预测与估值

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	重点公司				P/E			
				EPS(元)				2019A	2020E	2021E	2022E
300692	中环环保	15.54	买入	0.59	0.94	1.42	2.01	26.59	16.54	10.93	7.72
603797	联泰环保	8.69	买入	0.39	0.55	0.80	1.08	22.12	15.83	10.81	8.28
002887	绿茵生态	12.46	买入	0.67	0.88	1.11	1.41	18.60	14.14	11.2	8.86

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 2020 年新增专项债发行进入尾声，生态环保类专项债发行额度已超 5000 亿元	4
1.1. 专项债发行张弛有序，已发行额度近九成	4
1.2. 专项债发行方向微调，三季度棚改专项债明显增长	5
1.3. 2020 年专项债发行进入尾声，生态环保类突破 5000 亿	6
2. 投资建议	9
3. 风险提示	9

图目录

图 1 单月专项债发行额度 (亿元)	5
图 2 专项债累计发行额度 (亿元)	5
图 3 2019 年棚改专项债月度发行额度	6
图 4 2020 年截至 9 月 25 日棚改专项债发行情况	6
图 5 2020 各省市专项债披露情况 (截至 9 月 25 日)	7
图 6 2020 各省市生态环保类专项债披露情况 (截至 9 月 25 日)	7
图 7 已发行新增专项债久期	8
图 8 已披露生态环保专项债久期	8
图 9 2019 年专项债投向情况	8
图 10 2020 年截至 9 月 25 日发行专项债投向情况	8

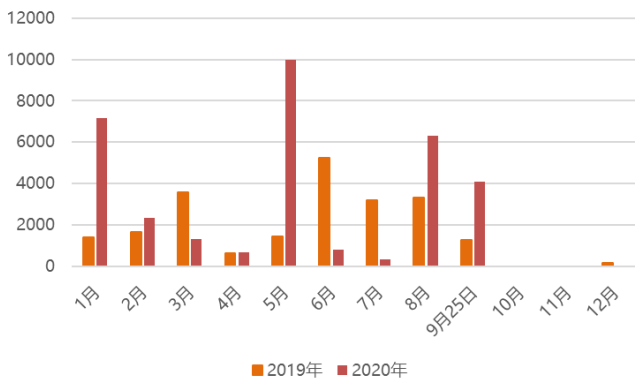
1. 2020 年新增专项债发行进入尾声，生态环保类专项债发行额度已超 5000 亿元

1.1. 专项债发行张弛有序，已发行额度近九成

专项债全年发行并非平缓，节奏张弛有序。截至 2020 年 9 月 25 日，专项债累计发行完成 33064 亿元，发行进度已达 88%。今年专项债与往年相比提早在 1 月份发行，提前了 4-5 个月，季度平滑性特征较为明显，与往年发行节奏形成鲜明对比。根据计划，今年新增专项债须确保在 10 月底前发行完毕，考虑到十月份国庆长假影响，主要增量将在前三季度完成，平均每个季度发行额度在 1.1 万亿元左右，实际情况也确实如此，一二三季度完成发行量分别为 1.08 万亿元、1.15 万亿元和 1.08 万亿元，季度间发行额度分布较均匀，符合“平滑性”特征。但从今年单月专项债发行情况看，又呈现了忽高忽低的不均衡情况，其中 1 月、5 月和 8 月单月发行额度较高，分别为 7148 亿元、9980 亿元和 6307 亿元，而 4 月、6 月和 7 月单月发行额度又特别的低，分别为 693 亿元、811 亿元和 349 亿元，季度间平滑发行实现后，月度间的平滑性有可能在后续年份发行中做出进一步要求，以更好的平滑地方财政投资和支出波动性，更好的发挥财政资金稳经济的作用。

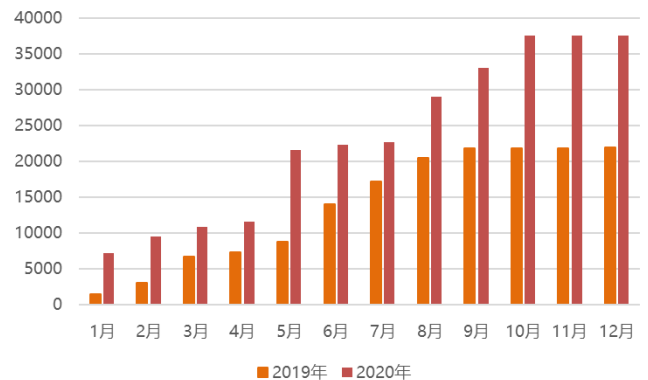
进入 8 月后专项债发行加速，累计发行接近 9 成。因 6 月、7 月专项债招标发行量低，进入 8 月后，专项债发行速度再次加快，累计招标发行新增专项债 6307.33 亿元，环比 7 月增加了 5958.62 亿元，同比去年同期增加 3001.99 亿元，整体发行节奏明显快于 7 月。而 9 月份截止到 25 日，累计完成招标发行的新增专项债达到了 4095.36 亿元。截止到 2020 年 9 月 25 日，今年全年累计招标发行了新增专项债 33064.01 亿元，同比去年同期增加了 11303.28 亿元。根据中国债券信息网披露的情况来看，截止 9 月 25 日，31 省市已经累计披露的新增专项债额度为 33655 亿元，对比政府全年计划新增 3.75 万亿元的专项债额度来看，已经完成了 89.75%，逼近 9 成。预计剩下的专项债将会在 10 月底之前完成披露并发行，大部分地区已开始备战明年专项债。

图 1 单月专项债发行额度 (亿元)



资料来源: 中国债券信息网, 华西证券研究所

图 2 专项债累计发行额度 (亿元)

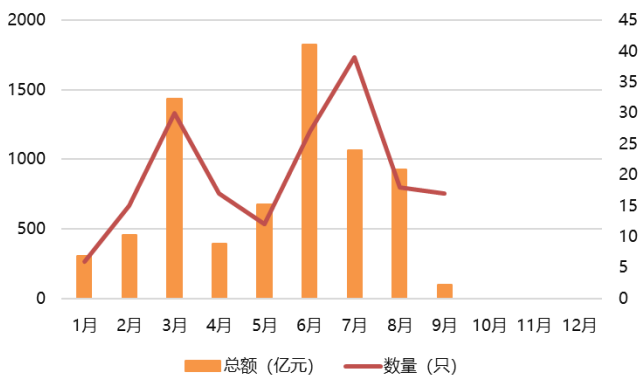


资料来源: 中国债券信息网, 华西证券研究所

1.2. 专项债发行方向微调, 三季度棚改专项债明显增长

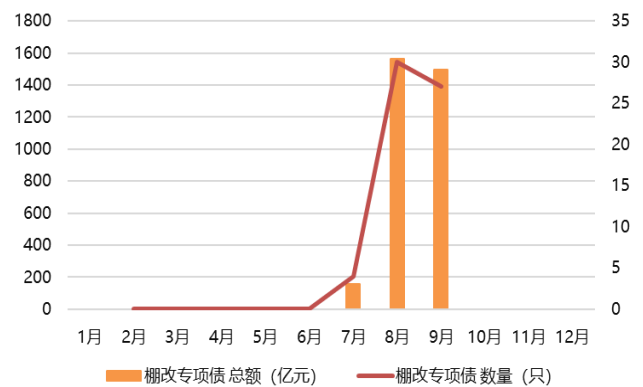
此前严禁专项债用于土储棚改等房地产项目, 7 月后有明显增长趋势。去年 9 月 4 日召开的国常会指出, 专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域、置换债务以及可完全商业化运作的产业项目。今年 3 月, 监管部门下发要求, 再度明确 2020 年专项债不得用于土地储备、棚改等房地产相关领域。但由于部分地区棚改在建项目因为无后续资金支持, 出现了“半拉子”工程, 在此背景下, 今年 5 月监管部门明确, 棚改专项债可以恢复发行, 但有一些硬性要求: 一是仅支持已开工项目, 且不得用于货币化安置项目; 二是棚改项目必须纳入年度棚改计划任务; 三是棚改项目信息与相关材料要件信息一致等。自 7 月 30 日湖北重启发行新增棚改专项债起, 已有多地新增棚改专项债发行计划, 截至 9 月 25 日, 三季度累计发行了 61 只棚户区改造相关的专项债, 合计金额达到 3217.22 亿元, 占三季度新增专项债总发行量的 29.92%, 会在一定程度上对传统基建项目形成挤压。但今年三季度出现棚改专项债的放量, 不能认为是政策发生了转向, 一是因为国家对于房地产行业严监管态度未转变, 二是今年出现这种变化, 是出于保障存量项目资金得到良好使用、项目“不烂尾”的目的, 预计未来专项债仍会严格监管投向房地产相关领域。

图 3 2019 年棚改专项债月度发行额度



资料来源：中国债券信息网，华西证券研究所

图 4 2020 年截至 9 月 25 日棚改专项债发行情况

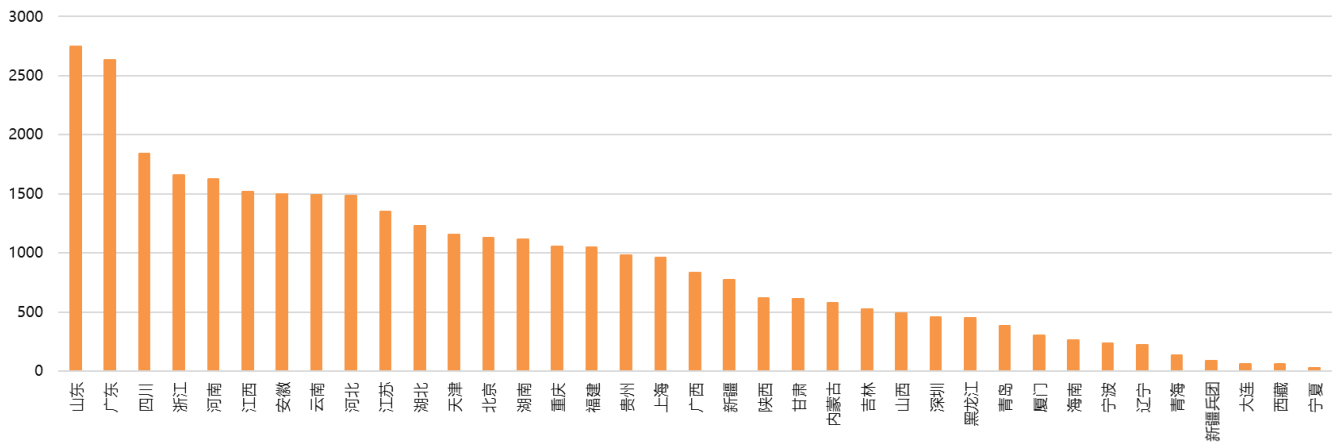


资料来源：中国债券信息网，华西证券研究所

1.3.2020 年专项债发行进入尾声，生态环保类突破 5000 亿

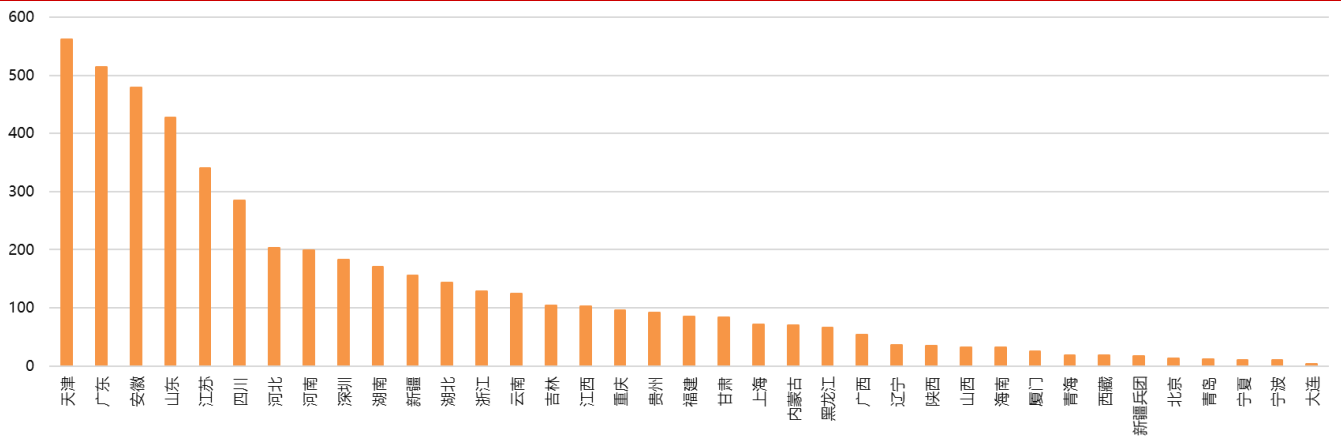
2020 年专项债发行已进入尾声，平均久期为 15.21 年。截至 9 月 25 日，全国 31 省市累计发行地方政府新增专项债 33064.01 亿元，累计披露额度 33655.31 亿元。目前披露的总额度来看，已经完成了 89.75%，而剩下的约 10%也将在 10 月底之前全部完成发行，2020 年新增专项债招标发行工作已然进入收尾阶段。从各个省市来已经披露的专项债来看，排名前三的省市合计披露 7218 亿元，分别为山东（不含青岛市）、广东（不含深圳市）和四川，即 2747 亿元、2631 亿元、1840 亿元，占新增专项债总披露的比例分别为 8.16%、7.82%、5.47%。从债券期限来看，15 年、20 年、30 年期等超长期品种发行进一步增加，占总发行额度的比例分别为 22.41%、13.59%、16.33%，15 年及以上的长期债券合计占比 52.33%；10 年期限的占比最高，达到了 33.61%，而 3 年、5 年和 7 年的占比较少，分别为 0.14%、5.63%和 8.29%。已发行的新增专项债平均期限为 15.21 年，相比 2019 年全年平均 8.33 年而言，债务久期增长了 6.88 年，能够较好的减缓地方还债压力。

图 5 2020 各省市专项债披露情况 (截至 9 月 25 日)



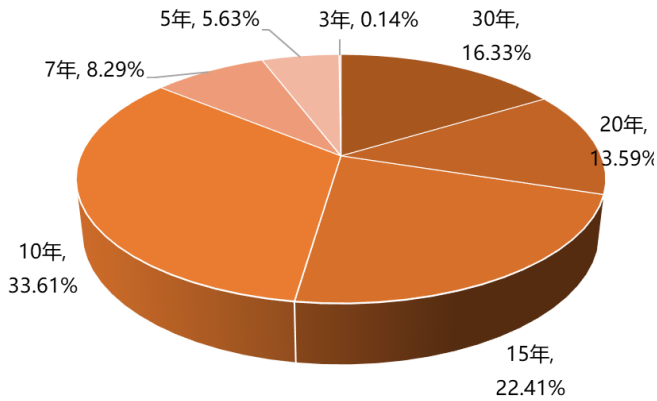
资料来源：中国债券信息网，华西证券研究所

图 6 2020 各省市生态环保类专项债披露情况 (截至 9 月 25 日)



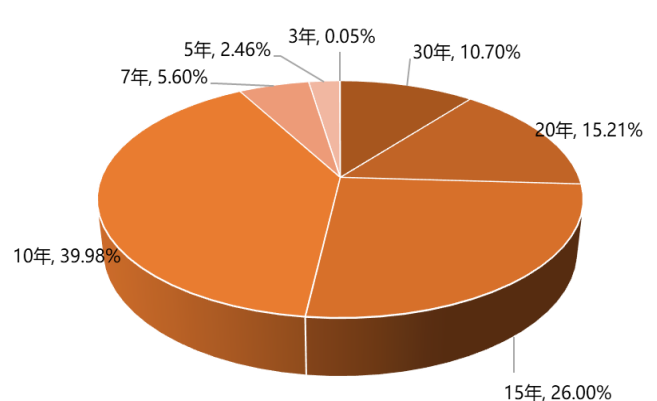
资料来源：中国债券信息网，华西证券研究所

图 7 已发行新增专项债久期



资料来源：中国债券信息网，华西证券研究所

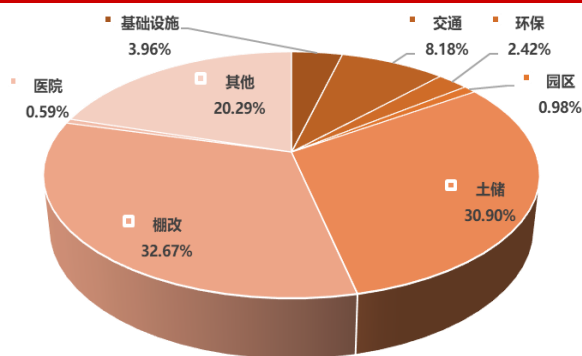
图 8 已披露生态环保专项债久期



资料来源：中国债券信息网，华西证券研究所

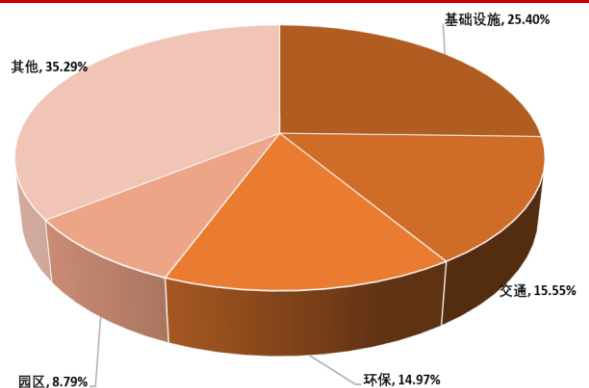
2020 年生态环保类专项债占比提升明显，全年发行总额度已突破 5000 亿元。截至 2020 年 9 月 25 日，全年累计招标发行的新增专项债中，占比前三的分别为基础设施、交通及环保，三者占比分别为 25.40%、15.55%和 14.97%，而 2019 年三类项目对应的比例分别为 3.96%、8.18%和 2.42%。生态环保类专项债累计披露 5002.51 亿元，较 2019 年的 531.24 亿元，占比 2.42%提升了近 13 个百分点。截至目前，已经披露的省市中，生态环保类专项债排名前三的省市分别为天津、广东（不含深圳市）、安徽，分别为 562 亿元、514 亿元、480 亿元，合计 1555 亿元，占已披露生态环保类专项债总额的比分别为 11.23%、10.28%、9.59%。从生态环保类专项债发行的年限来看，2020 年生态环保专项债平均久期也大幅延长，为 14.66 年，相较 2019 年 9.78 年增加 4.88 年。

图 9 2019 年专项债投向情况



资料来源：中国债券信息网，华西证券研究所

图 10 2020 年截至 9 月 25 日发行专项债投向情况



资料来源：中国债券信息网，华西证券研究所

近 6 成生态环保类专项债投向水务领域，约 4 成投向生态修复项目。已经披露的生态环保类专项债投向水务相关项目的金额总计为 2946.59 亿元，占全部生态环保专项债的 58.94%。细分来看，已披露的生态环保专项债中投向污水项目的占比为 32.99%，合计 1649.50 亿元，其中 73.54% 的污水项目公告了总投资额及专项债发行额度，即 1213.08 亿元的专项债额度撬动了总投资额为 4273.66 亿元的项目，相当于资本金比例为 28.38%。投向供水的专项债总额累计为 1297.09 亿元，占生态环保专项债的比例为 25.94%，其中 70.34% 的项目披露了总投资额，即 912.32 亿元专项债撬动 3478.58 亿元总投资额，相当于资本金比例为 26.23%。综合起来，水务类项目债总额 2125.40 亿元，其对应的总投资额为 7752.24 亿元，相当于 27.42% 的资本金投入率，杠杆效应非常明显。剩下的约 4 成生态环保类专项债大多数投向生态修复类项目，2020 年生态修复项目不同于往年，并没有掺杂过多的土地开发等房地产项目，单纯的生态修复项目更利于纯生态修复企业发挥业务特长，提升盈利水平。

2. 投资建议

2020 年新增专项债披露已经逼近九成，整体发行进度符合预期，预计十月底之前能全部发行完成。根据目前统计的数据，今年生态环保类专项债已经突破 5000 亿元，但截止当前招标进度低于预期，根据专项债专款专用特性，招标大概率延后，四季度及明年上半年值得期待。其中近 6 成的生态环保类专项债，即约 3000 亿元投向水务板块，有望为板块内公司带来大量订单，推荐关注低估值高增长的【中环环保】、【联泰环保】。而剩下的 4 成则有望拉动生态修复领域投资，激发环保基建的投资需求，推荐关注老牌生态园林修复企业【绿茵生态】。

3. 风险提示

- 1) 专项债额度层层下达不畅通；
- 2) 专项债杠杆效益未完全体现，拉动投资效果不明显；
- 3) 专项债资金未跟着项目走。

分析师与研究助理简介

晏溶：2019年加入华西证券，现任环保公用行业首席分析师。华南理工大学环境工程硕士毕业，中级工程师，曾就职于广东省环保厅直属单位，6年行业工作经验+1年买方工作经验+3年卖方经验。

周志璐：2020年4月加入华西证券，现为环保公用组研究助理，澳大利亚昆士兰大学会计学硕士。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。