东兴证券 DONGXING SECURITIES

疫情来袭 哪里是资产避风港？

---公用事业及环保行业报告

2020 年 02 月 04 日

看好/维持

公用事业及环保 行业报告

研究员	罗四维	电话：010-66554047	邮箱：luosw@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519080002
	洪　一	电话：0755-82832082	邮箱：hongyi@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480516110001
研究助理	沈一凡	电话：010-66554026	邮箱：shenyf@dxzq.net.cn	
	徐昆仑	电话：010-66554050	邮箱：xukl@dxzq.net.cn	
	薛　阳	电话：010-66554090	邮箱：xueyang@dxzq.net.cn	

投资摘要：

“非典”疫情发展主要可以划分为三大阶段，**第二阶段起（2003.04）疫情引起社会关注，开始全民防控，对权益市场的影响显现。**

“非典”疫情进入全民防控时期后引起社会关注，市场反应明显，电力行业防御属性凸显，跑赢大盘 7%。以 2003 年 4 月 17 日中央召开会议全国正式开始大规模公开防治为起始，到 6 月 20 日小汤山最后病人出院为终，在此期间内，深证成指下跌 4.23%，上证综指下跌 5.21%，但电力（申万）指数上涨 2.42%，公用事业（申万）指数上涨 0.41%。

新冠病毒春节期间爆发后，港股于 2020 年 1 月 29 日先于 A 股开市，节后港股公用事业股表现优于其他板块，公用事业板块避险逻辑得到一定验证。港股开盘后，恒生公用事业指数连续三日涨跌幅分别为-2.14%、-1.33%、0.35%，分别跑赢恒生指数 1.43、1.17、1.39 个百分点，具有明显的相对收益。此外，按照行业划分，公用事业板块在 1 月 29 日至 1 月 31 日期间，跌幅也明显低于其他行业板块，区间涨跌幅居第一位。

我们认为公用事业在目前市场情况下会是避风港，这主要是因为疫情基本不影响公用事业的 EPS，在市场风险偏好下降的背景下，行业估值会有所提升。A 股公用事业主要由电力企业构成，我国用电量 85%左右是刚需，不受疫情影响。根据 2019 年各产业用电量占比数据，我们观察到：第一产业、第二产业用电量占比达到 70%，第一、第二产业是关乎国计民生的基础行业，疫情防控背景下，虽然相关行业的复工时间有所推后，但第一二产业是经济活动的基础，为保证国家经济活动的正常运转，也会分批逐渐复工；除此之外，城乡居民生活用电占比为 14%，疫情期间居民主要居家生活，这一部分的用电量会随着居民在家生活时间增长而有所增加，对冲掉一部分第二产业用电下滑的影响；其余 16%的用电量由第三产业贡献，仅这一部分用电量受到疫情较多的负面影响。目前国家已经明确发文要求煤炭企业做好电煤保供工作，我们认为在电煤有效供给的背景下，电力企业的毛利率会保持稳定，EPS 会保持稳定。在消费、服务业受疫情冲击较大的背景下，市场风险偏好会有所下降，推升公用事业板块估值提升。

在发电类型中，水电和核电机组上网优先级高于其他种类发电机组、且发电量占比远小于用电量的“刚需”部分，即便下游需求受到一定程度负面影响，大型水电和核电的利用小时数及售电量仍有保证；我们推荐长江电力，中国核电。一方面，政策规定水电机组上网优先级高于其他种类发电机组，按照《节能发电调度办法》的要求，大型水电机组的并网顺序列在第一位，可以优先上网，核电机组的并网顺序列在第二位，可以次优先上网，这保证了大型水电机组和核电机组在电网正常运行情况下，公司机组的利用小时数基本不受到用电需求的影响。另一方面，水电和核电发电量占比仅为 20%，这一比例远低于 85%的“刚性用电需求”。**即便疫情对第三产业需求造成一定影响，但整个用电量不可能同比下滑 80%，影响到水电和核电的利用小时数，大型水电核电机组的发电量依然能得到有效保证，利用小时数、售电量基本不受影响。**

推荐标的：长江电力，中国核电

风险提示： 疫情蔓延时间增长

目 录

1.“非典”疫情发展回顾：全民防控阶段对社会影响凸显 3
2.“非典”阶段行情复盘：全民防控阶段，电力行业防御属性凸显 3
3. 港股近期验证：港股节后开盘，公用、电力股表现优于其他行业 5
4. 疫情之下 公用事业会是避风港吗？原因是什么？ 6
5. 谁是更好的选择 6
6. 风险提示 7

插图目录

图 1:“非典”疫情期间指数收盘价（2002.11-2003.12） 4
图 2:“非典”第一阶段，疫情尚未引起重视，行业表现与大盘持平（2003.1.1-2003.4.17） 4
图 3:“非典”第二阶段，行业防御属性凸显，表现优于大盘（2003.4.17-2003.6.20） 5
图 4: 春节后港股公用事业板块表现优于其他行业（2019.1.29-2019.1.31） 5
图 5:2018 年我国各产业用电量占比 6
图 6:各类发电机组发电上网优先级 7
图 7:水电核电发电量占比仅为 20%（2018 年） 7

表格目录

表 1:“非典”疫情发展时间表 3

1. “非典”疫情发展回顾：全民防控阶段对社会影响凸显

“非典”疫情发展主要可以划分为三大阶段，第二阶段起（2003.04）疫情引起社会关注，开始全民防控，对权益市场的影响显现。“非典”发展历程可划分为三大阶段，第一阶段（2002.11-2003.3）以广东发现首个“非典”病例为开端，疫情蔓延，但由于早期的判断及报道失误，疫情并未引起充分重视；第二阶段（2003.4-2003.5）以世界卫生组织提出旅游警告为标志，疫情进入爆发期，4 月 17 日中共中央政治局常务委员会召开会议，全国正式采取大规模防治措施；第三阶段（2003.6-2003.7）疫情逐步得到控制，防控进入尾声，5 月 29 日北京新增病例首次为零，6 月 14 日世界卫生组织解除旅行警告，7 月 13 日全球疫情结束。

表 1:“非典”疫情发展时间表

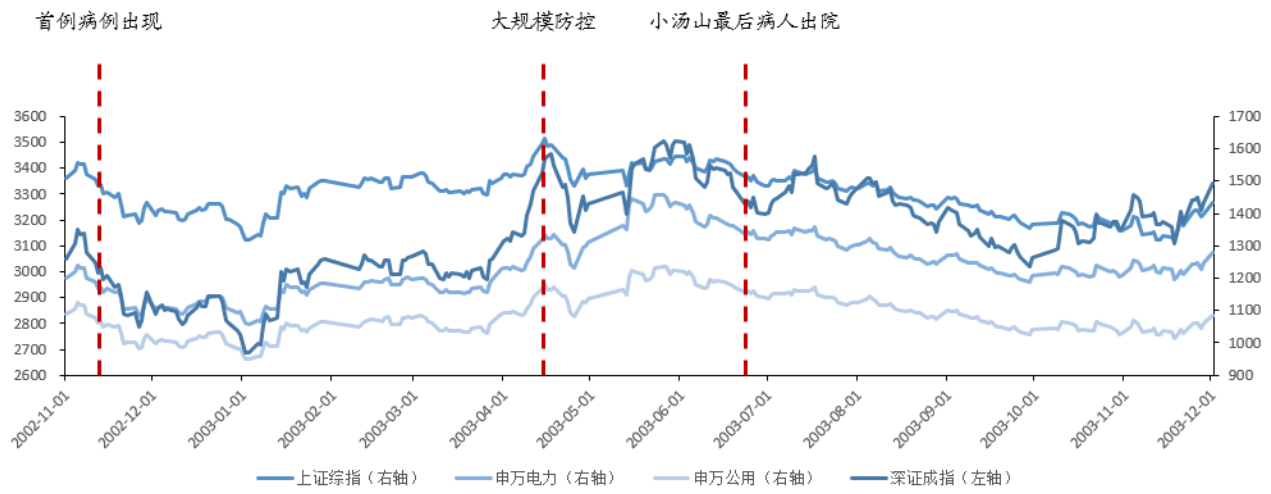
日期	事件
2002/11/16	广东发现首个“非典”病例。
2003/1/2	广东河源市将有关情况报告省卫生厅。
2003/1/23	广东省派出专家组到中山市调查，向全省各卫生医疗单位下发了调查报告，要求有关单位引起重视。
2003/3/10	乌尔巴尼向世界卫生组织(WHO)总部报告有关罕见的突发性急性呼吸道症候群（SARS)疫情。
2003/3/15	美国疾病管制局(CDC)对打算到已受疫情感染的亚州地区的旅游者提出劝告与建议。
2003/4/1	美国政府召回了所有驻香港和广东的非必要外交人员及其家眷。美国政府同时也警告美国公民，除非必要不要到广东或香港访问。瑞士政府也禁止香港厂商参加即将举行的瑞士钟表展。
2003/4/2	世界卫生组织(WHO)提出旅游警告，建议延后所有到香港与广东省的非必要行程； 中国政府承诺与世界卫生组织全面合作。
2003/4/15	世界卫生组织将香港、新加坡、多伦多、河内、台湾、中国大陆的广东和山西列为疫区。
2003/4/17	中共中央政治局常务委员会召开会议，专门听取有关部门关于非典型肺炎防治工作的汇报，并对进一步做好这项工作进行了研究和部署。全国正式开始大规模的公开防治。
2003/4/23	北京市宣布全市的中小学从 24 日起停课两周，确保疫情不会在校园扩散。
2003/5/9	新增病例数首次跌破 50 例，医务人员的感染比例已经呈明显下降趋势。
2003/5/29	北京新增病例首次为零。
2003/6/14	世界卫生组织(WHO)解除旅行警告。
2003/6/20	北京小汤山医院最后患者出院。
2003/7/13	全球患者、疑似病例不再增长。

资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

2. “非典”阶段行情复盘：全民防控阶段，电力行业防御属性凸显

疫情进入全民防控时期后引起社会关注，市场反应明显，电力行业防御属性凸显，跑赢大盘 7%。我们从 2002 年 11 月至 2003 年 12 月这一疫情蔓延期的指数数据观察到，由于前期对疫情认知尚不充分，2002 年底到 2003 年 4 月，市场仍处于上升周期，这时电力行业与指数涨幅基本相同。但随后，以 4 月 17 日中央召开会议全国正式开始大规模公开防治为起始，到 6 月 20 日小汤山最后病人出院为终，“非典”疫情引起了社会的广泛重视，对市场资产定价造成一定影响：在此期间内，深证成指下跌 4.23%，上证综指下跌 5.21%，但公用事业及电力板块的防御属性则凸显，电力（申万）指数上涨 2.42%，公用事业（申万）指数上涨 0.41%。

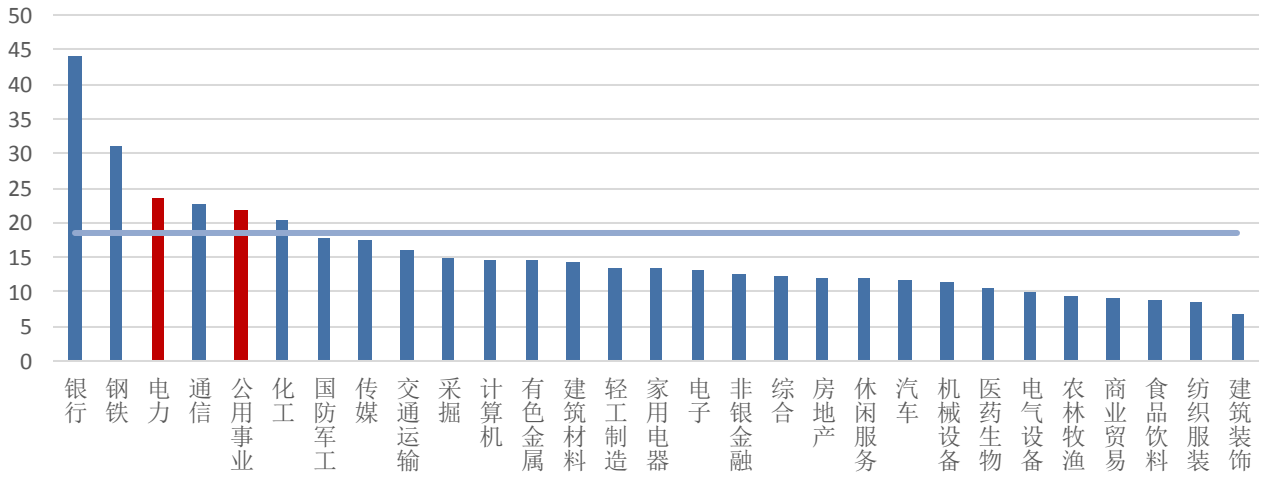
图 1:“非典”疫情期间指数收盘价（2002.11-2003.12）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

“非典”疫情第一阶段，疫情尚未引起市场重视，电力、公用事业板块表现基本与上证指数持平。2003 年年初到 4 月 17 日采取大规模防控前，电力指数、公用事业指数分别上涨 23.63%、21.70%，而上证指数上涨 18.62%，三者基本持平。

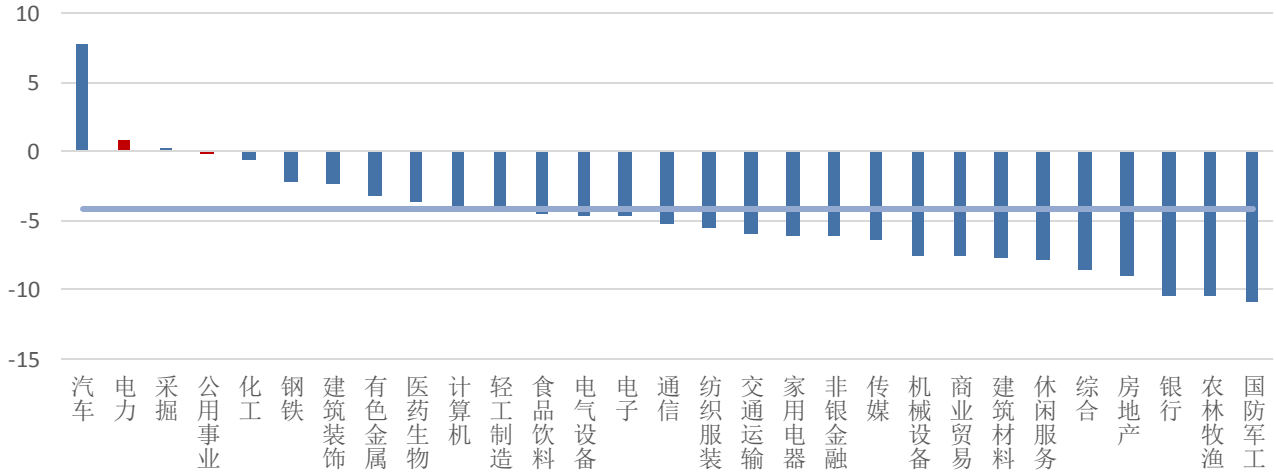
图 2:“非典”第一阶段，疫情尚未引起重视，行业表现与大盘持平（2003.1.1-2003.4.17）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

“非典”疫情第二阶段，电力、公用事业板块防御属性凸显，表现明显优于其他板块。2003 年 4 月 17 日到 2003 年 6 月 20 日，电力指数上涨 0.79%，公用事业指数下跌 0.12%，而上证指数下跌 4.10%，电力及公用事业板块表现出明显的防御属性，跑赢大盘约 5 个百分点，具有明显的相对收益。

图 3: “非典”第二阶段，行业防御属性凸显，表现优于大盘（2003.4.17-2003.6.20）

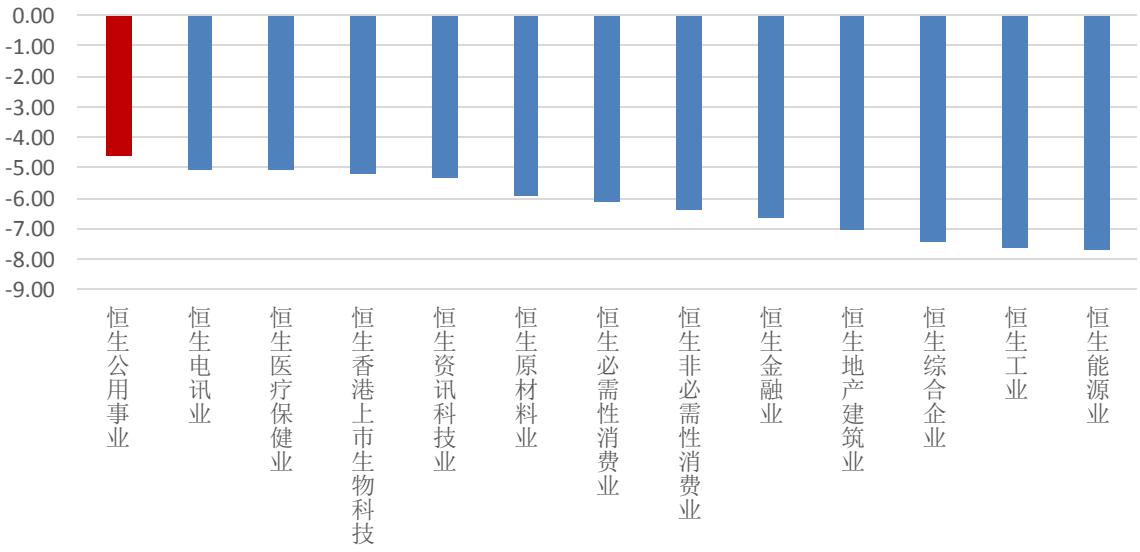


资料来源：Wind，东兴证券研究所

3. 港股近期验证：港股节后开盘，公用、电力股表现优于其他行业

新冠病毒春节期间爆发后，港股于 2020 年 1 月 29 日先于 A 股开市，节后港股公用事业股表现优于其他板块，公用事业板块避险逻辑得到一定验证。我们观察到，港股开盘后，恒生公用事业指数连续三日涨跌幅分别为-2.14、-1.33、0.35，分别跑赢恒生指数 1.43、1.17、1.39 个百分点，具有明显的相对收益。此外，按照行业划分，公用事业板块在 1 月 29 日至 1 月 31 日期间，跌幅也明显低于其他行业板块，区间涨跌幅居第一位。港股近期的市场数据与“非典”疫情防控阶段的表现相近，公用事业板块近两天在港股的开盘表现也进一步验证了其防御避险能力。

图 4:春节后港股公用事业板块表现优于其他行业（2019.1.29-2019.1.31）

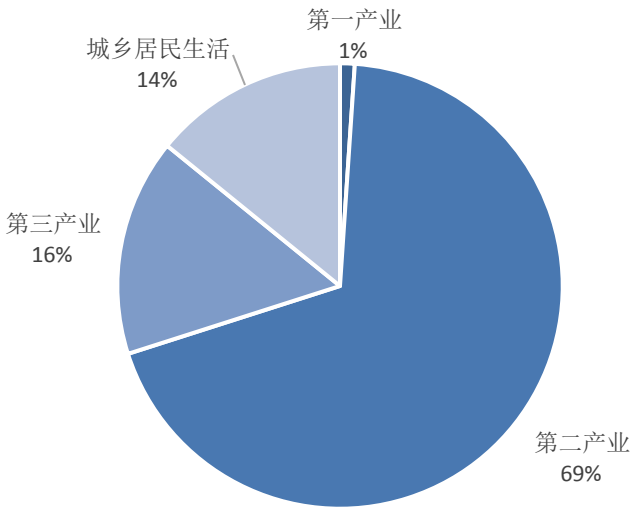


资料来源：Wind，东兴证券研究所

4. 疫情之下 公用事业会是避风港吗？原因是什么？

我们认为公用事业在目前市场情况下会是避风港，这主要是因为疫情不影响公用事业的 EPS，在市场风险偏好下降的背景下，行业估值会有所提升。A 股公用事业主要由电力企业构成，我国用电量 85%左右是刚需，不受疫情影响。根据 2019 年各产业用电量占比数据，我们观察到：第一产业、第二产业用电量占比达到 70%，第一、第二产业是关乎国计民生的基础行业，疫情防控背景下，虽然相关行业的复工时间有所推后，但第一二产业是经济活动的基础，为保证国家经济活动的正常运转，也会分批逐渐复工；除此之外，城乡居民生活用电占比为 14%，疫情期间居民主要居家生活，这一部分的用电量会随着居民在家生活时间增长而有所增加，对冲掉一部分第二产业用电下滑的影响；其余 16%的用电量由第三产业贡献，仅这一部分用电量受到疫情较多的负面影响。目前国家已经明确发文要求煤炭企业做好电煤保供工作，我们认为在电煤有效供给的背景下，电力企业的毛利率会保持稳定，EPS 会保持稳定。在消费、服务业受疫情冲击较大的背景下，市场风险偏好会有所下降，推升公用事业板块估值提升。

图 5:2018 年我国各产业用电量占比



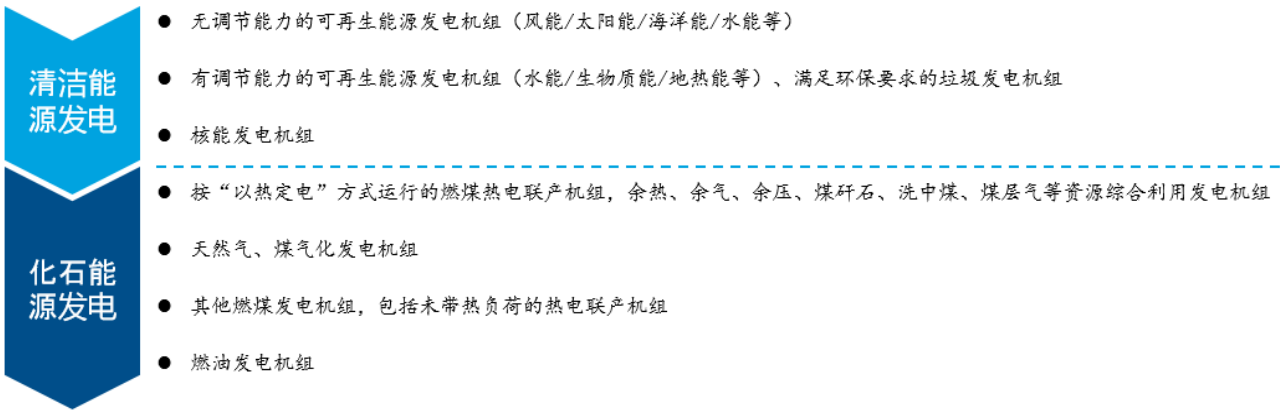
资料来源：中电联，东兴证券研究所

5. 谁是更好的选择

在发电类型中，水电和核电机组上网优先级高于其他种类发电机组、且发电量占比远小于用电量的“刚需”部分，即便下游需求受到一定程度负面影响，大型水电和核电的利用小时数及售电量仍有保证，是更好的选择，我们推荐长江电力，中国核电。

一方面，政策规定水电机组上网优先级高于其他种类发电机组，按照《节能发电调度办法》的要求，大型水电机组的并网顺序列在第一位，可以优先上网，核电机组的并网顺序列在第二位，可以次优先上网，这保证了大型水电机组和核电机组在电网正常运行情况下，公司机组的利用小时数基本不受到用电需求的影响。

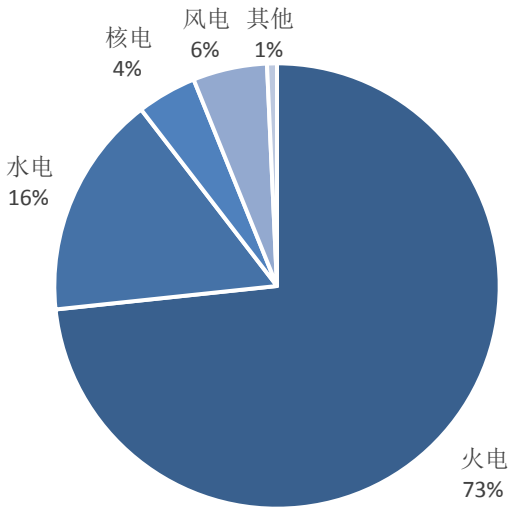
图 6:各类发电机组发电上网优先级



资料来源：《节能发电调度办法》、东兴证券研究所

另一方面，水电和核电发电量占比仅为 20%，这一比例远低于上述 85%的“刚性用电需求”。即便疫情对第三产业需求造成一定影响，但整个用电量不可能下滑 80%，影响到水电和核电的利用小时数。因此，大型水电核电机组的发电量依然能得到有效保证，利用小时数、售电量基本不受影响。

图 7:水电核电发电量占比仅为 20%（2018 年）



资料来源：Wind、东兴证券研究所

6. 风险提示

疫情蔓延时间增长。

分析师简介

分析师：罗四维

化工行业首席分析师，周期组组长。清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

分析师：洪一

中山大学金融学硕士，CPA、CIIA，3 年投资研究经验，2016 年加入东兴证券研究所。

研究助理简介

研究助理：沈一凡

康奈尔大学硕士，纽约大学本科，曾供职于中国能建华东电力设计院，5 年基础设施建设经验，参与过包括火电、核电、水电、光伏、风电、垃圾发电等多种类型电站设计，2018 年加入东兴证券研究所。

研究助理：徐昆仑

本科与硕士均就读于清华大学化学工程系，曾就职于中石油石油化工研究院，三年化工技术开发管理经验，2018 年 6 月加入东兴证券研究所。

研究助理：薛阳

清华大学化学系硕士，2019 年 7 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主做出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。