

# 环保

## 柳暗花明，“焚烧+”打开成长天花板

**2021年垃圾焚烧新增体量收窄、单价提升。**①从体量上看，垃圾焚烧市场新增体量收窄已成趋势，与2020年同期相比，2021全年中标个数和处理规模分别下降11.5%、25.3%（其中2021上半年中标个数和处理规模分别下降40.82%和41.78%）；②同时平均中标价格有较大增长，2021年平均中标价格同比提升11.8%（其中2021上半年平均中标价格同比提升28.4%），2017年以来中标价一直维持快速上升态势，叠加政策推动，我们认为未来很可能按照“产生者付费”原则，实施居民处理费，健全收费机制，垃圾处理费单价有望进一步提升，降低对补贴依赖程度。

**“十四五”焚烧新增空间仍大，CCER市场2022年有望再起航。**①2021年底全国垃圾焚烧总规模达75万吨/日，截至2022年3月底，已发布规划的23个省份地区2018-2030年预计投产焚烧产能71.7万吨/日，对应投资3657亿元，其中大部分新增产能规划投产于2021-2025年期间；②受益于政策频出推动碳市场建设加速，根据过去碳交易试点城市经验推断，CCER交易一般在碳配额交易正式上线后一年内启动，国内CCER市场有望22年开放交易，测算得度电CCER收入2.4分，届时有望贡献焚烧行业业绩增量。

**积极拓展新能源领域，打造“焚烧+”路线。**在传统焚烧业务以外，多家垃圾焚烧上市公司拓展新能源领域，开发业绩成长新动力，其中①伟明环保与Merit合作4万吨高冰镍项目，投产后净利润有望超过10亿人民币，与传统焚烧业务共同贡献盈利增量；②旺能环境收购立鑫新材料60%股权，近1万吨/年钴、镍、锂盐产能预计2022Q1进入试运营，且与股东美欣达集团10万辆/年报废车拆解回收业务协同性良好，集团可为公司提供废旧电池来源和回收渠道优势；③圣元环保与三峡合作布局福建省海上风电项目，双碳目标背景下，海上风电未来可期，公司深耕福建多年，依托当地优质海风资源与三峡风电技术储备扩张优势明显。

**估值底部、价值洼地，高成长低估值亟待修复。**目前焚烧行业估值已处于底部，2021E-2023E行业平均PE仅15.1x、11.4x、9.5x，板块高成长低估值有望底部反转。看好成长性、确定性较强的垃圾焚烧公司，关注伟明环保（ROE水平行业领先、订单充足、布局高冰镍项目打开成长性）、瀚蓝环境（布局大固废增长稳健，估值优势明显）、旺能环境（外延并购获取优质焚烧项目、年产近1万吨钴、镍、锂盐产能即将投产）、圣元环保（历史业绩优秀，与三峡合作布局海上风电扩张优势明显）。

**风险提示：**1、焚烧产能投产进度不及预期；2、新能源项目开发不及预期及关税、汇率变动风险；3、行业政策变动风险等。

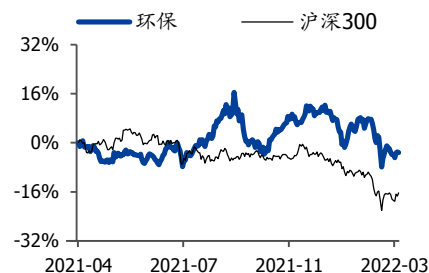
### 重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
002034.SZ	旺能环境	-	1.24	1.62	1.96	2.38	12.85	11.50	9.53	7.83
300867.SZ	圣元环保	-	1.12	1.84	2.25	2.68	29.80	15.62	12.74	10.70
603568.SH	伟明环保	买入	1.00	1.26	1.58	2.06	18.92	22.78	18.13	13.88
600323.SH	瀚蓝环境	买入	1.36	1.56	1.91	2.27	17.99	11.42	9.29	7.85

资料来源：Wind，国盛证券研究所，按照2022年3月25日收盘价

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 杨心成

执业证书编号：S0680518020001

邮箱：yangxincheng@gszq.com

研究助理 余楷丽

执业证书编号：S0680120070096

邮箱：yukai@gszq.com

### 相关研究

- 《环保：“十四五”能源规划出台，新型电力系统迎政策春风》 2022-03-27
- 《环保：政策频出，城乡绿色建设加速落实》 2022-03-20
- 《环保：污水、土壤精细化防治，政策催化值得期待》 2022-03-12

## 内容目录

1. “十四五”焚烧新增空间提供业绩支撑.....	3
1.1 垃圾焚烧产能加速投运，21年已达75万吨/日 .....	3
1.2 政策频出，“十四五”焚烧新增空间仍大 .....	3
1.3 CCER有望2022年启动，度电CCER收入2.4分钱 .....	5
2. 垃圾焚烧新增体量收窄、单价提升 .....	5
2.1 垃圾焚烧2021年新签产能规模同比下降25.3%.....	5
2.2 垃圾焚烧2021年平均单价同比上升11.8% .....	7
3. 公司积极拓展新能源领域，打造“焚烧+”路线 .....	7
3.1 伟明环保：开拓新能源，布局高冰镍 .....	7
3.2 旺能环境：锂电池回收与集团协同性良好 .....	8
3.3 圣元环保：布局海上风电打开成长空间 .....	9
4. 投资建议：高成长低估值有望底部反转.....	11
5. 风险提示 .....	12

## 图表目录

图表 1: 2003-2021年垃圾焚烧新增产能投运加快.....	3
图表 2: 各省垃圾焚烧发电中长期发展指导规划.....	4
图表 3: 估算行业平均度电碳减排量.....	5
图表 4: 2019-2021年垃圾焚烧发电新签项目处理规模及中标个数对比.....	6
图表 5: 2021年垃圾焚烧公司新签订单规模(吨/日)排名及新签项目个数(个,右轴) .....	6
图表 6: 2016-2021年垃圾焚烧处理平均单价逐年上升(元/吨) .....	7
图表 7: 与Merit合作4万吨高冰镍项目,开拓新能源领域.....	8
图表 8: 立鑫新材料年产近1万吨钴、镍、锂盐产能规划 .....	8
图表 9: 与三峡启航签订协议,合作布局海上风电.....	9
图表 10: 2020-2035年海上风电新增装机容量(2022-2035为预测量) .....	10
图表 11: 2020-2035年海上风电累计装机容量增长11倍 .....	10
图表 12: 垃圾焚烧上市行业平均PE位于底部(按照2022年3月25日收盘价) .....	11

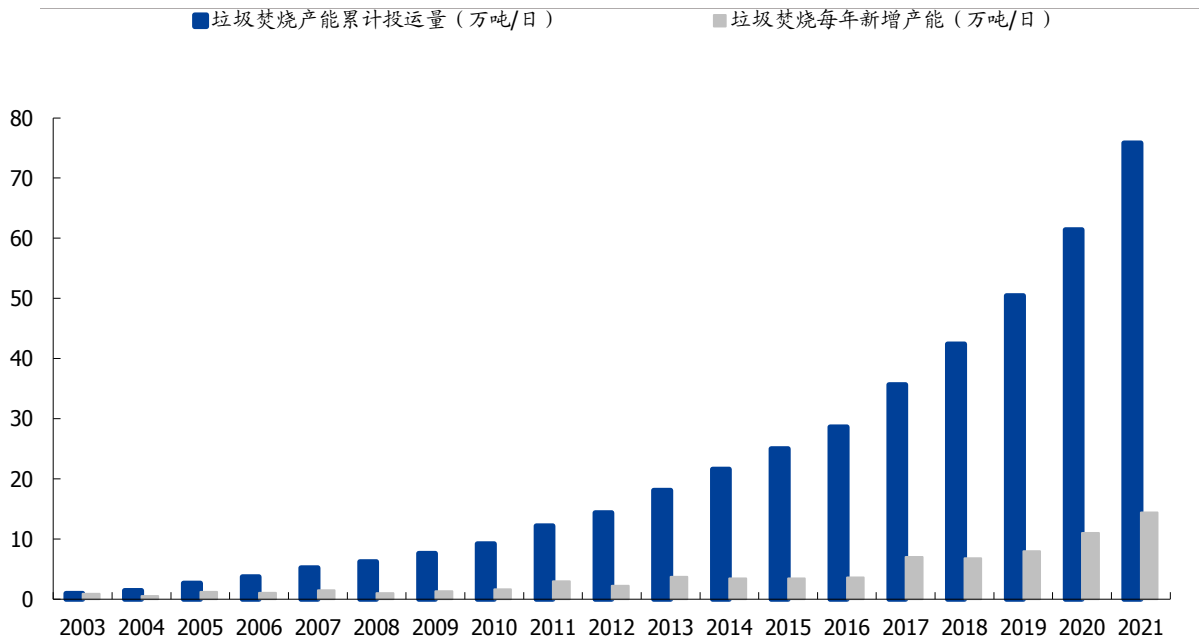
## 1. “十四五” 焚烧新增空间提供业绩支撑

### 1.1 垃圾焚烧产能加速投运，21 年已达 75 万吨/日

“十三五”期间垃圾焚烧产能完成 **CAGR20.6%** 目标。根据《“十三五”全国城镇生活垃圾无害化处理设施建设规划》，到 2020 年，我国垃圾发电处理规模目标接近 60 万吨/日（而 2015 年存量垃圾焚烧产能为 23.5 万吨/日），“十三五”产能提升 150% 的规划已完成。

截至 2021 年底全国垃圾焚烧规模已达 **75 万吨/日**。《“十四五”城镇生活垃圾分类和处理设施发展规划》要求垃圾焚烧比例由 2020 年的 45% 大幅提升至 2025 年的 65%，全国城镇生活垃圾焚烧处理能力由 2020 年的 60 万吨/日提升至 2025 年的 80 万吨/日。近年来垃圾焚烧新增产能投运速度加快，截至 2021 年底，全国垃圾焚烧总规模已达 75 万吨/日。

图表 1: 2003-2021 年垃圾焚烧新增产能投运加快



资料来源: 住建部, 电厂联盟网, 国盛证券研究所

### 1.2 政策频出, “十四五” 焚烧新增空间仍大

“十四五”期间, 行业仍有较大空间。从各省出台垃圾焚烧中长期规划来看, 未来 5~10 年行业仍有较大增长空间。截至 2022 年 3 月底, 已发布规划的 23 个省份或地区 2018-2030 年预计投产焚烧产能 **71.7 万吨/日**, 按吨投资 **51 万元** 估算, 对应投资 **3657 亿元**, 其中大部分新增产能规划投产于 **2021-2025 年** 期间, “十四五”行业景气度将持续。

图表 2: 各省垃圾焚烧发电中长期发展指导规划

省市	规划名称	新增焚烧规模(万吨/日)	新增焚烧厂数(座)	投资金额(亿元)	吨投资额(万元/吨/日)
江苏	《江苏省生活垃圾焚烧发电中长期发展指导规划(2019-2030)》	8.5	66	385	45.3
四川	《四川省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划(2018-2030年)》	5.3	62	238	44.9
海南	《海南省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划(2018-2030年)》	1.3	24	76	58.5
云南	《云南省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划(2019-2030年)》	2.5	49	125	50.0
安徽	《安徽省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划(2019-2030年)》	4.1	65	231	56.3
福建	《福建省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划(2019-2030年)》	1.2	17	60	50.0
青海	《青海省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划(2019-2025年)》	0.5	6	28	56.0
浙江	《浙江省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划(2019-2030年)》	2.9	37	166	57.2
陕西	《陕西省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划(2020-2030年)》	3.5	41	187	53.4
山西	《山西省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划(2018-2030年)》	2.6	33	130	50.0
黑龙江	《黑龙江省城乡固体废物分类治理布局规划(2019-2035年)》	2.7	45		
新疆	《新疆维吾尔自治区生活垃圾焚烧发电中长期发展规划环境影响评价公众参与第二次公示》	0.7	17		
河北	《河北省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划(2018-2030年)》环境影响评价第二次公示	7.1	78		
河南	《河南省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划(2019-2030年)》	7.5	75		
湖南	《湖南省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划(2019-2030年)》	3.5	32		
湖北	《湖北省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划(2020--2030年)》	4.7	55	284	60.2
广西	《广西生活垃圾发电中长期规划(2020-2030年)》	4.4		257	58.5
吉林	《吉林省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划(2021—2030年)》	1.775			
重庆	《重庆市生活垃圾焚烧发电中长期专项规划(2021—2035年)》	1.15	23		68.4
江西	《江西省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划(2020-2030)》	2.065	9		
天津	《天津市生活垃圾焚烧发电中长期专项规划(2019-2035年)》	1.755	16		
宁夏	《宁夏回族自治区生活垃圾焚烧发电中长期专项规划(2021-2030)》	0.65	6		
贵州	《贵州省生活垃圾焚烧发电中长期专项规划(2020-2030)》	1.34	24		
<b>合计</b>		<b>71.7</b>	<b>743</b>		

资料来源: 各省生态环保厅等官网, 国盛证券研究所

**2021年中央补贴资金提高至25亿元, 同比提升66.7%。**2021年“发改1190号文”规定, 2021年生物质发电中央补贴资金总额为25亿元。其中, 用于安排非竞争配置项目的中央补贴资金20亿元; 用于安排竞争配置项目的中央补贴资金5亿元(安排农林生物质发电及沼气发电竞争配置项目补贴资金3亿元、安排垃圾焚烧发电竞争配置项目补贴资金2亿元), 相比2020年的15亿元大幅提升66.7%, 利好2020年并网未补贴项目。

### 1.3 CCER 有望 2022 年启动，度电 CCER 收入 2.4 分钱

**垃圾焚烧碳减排原理：**与传统的卫生填埋垃圾处理方式相比，生活垃圾焚烧处理方式不仅减少了垃圾填埋缓慢降解过程中甲烷和二氧化碳的排放，而且在焚烧处理过程中通过能源化利用，起到替代化石燃料的作用，具有双重减排效果。

**双碳背景下，垃圾焚烧发电公司有望通过参与 CCER 获得附加收入。**垃圾焚烧发电是 CDM 九大项目类型之一，符合条件的焚烧项目可申请为 CDM 项目，获取碳减排收入。此前国内部分垃圾焚烧公司已参与联合国 CDM 交易并获得额外收入，根据中国温室气体自愿减排项目监测报告披露的信息，我们选取 6 个具有代表性的垃圾焚烧发电项目计算度电碳减排量，作为行业平均度电碳减排量的估算参数。测算得垃圾焚烧项目度电碳减排量约为 0.8kg，对应度电 CCER 收入 2.4 分钱。

图表 3: 估算行业平均度电碳减排量

项目名称	佛山市南海垃圾焚烧发电一厂改扩建项目	瑞安市垃圾焚烧发电厂项目	台州市生活垃圾焚烧发电项目	六安市生活垃圾焚烧发电项目	曹县生活垃圾焚烧发电厂一期工程	北京阿苏卫循环经济园生活垃圾焚烧发电项目
监测期	2016.06.01~2016.12.31	预计值	预计值	2014.12.01~2015.09.30	预计值	预计值
年碳减排量 (tCO <sub>2</sub> e)	138927	178642	95758	19886	55675	288686
年发电量 (MWh)	175000	124326	122556	64350	85000	391054
度电碳减排量 (克)	793.9	1436.9	781.3	309.0	655.0	738.2
平均度电碳减排量 (克)	785.7					

资料来源：中国温室气体自愿减排项目监测报告，国盛证券研究所

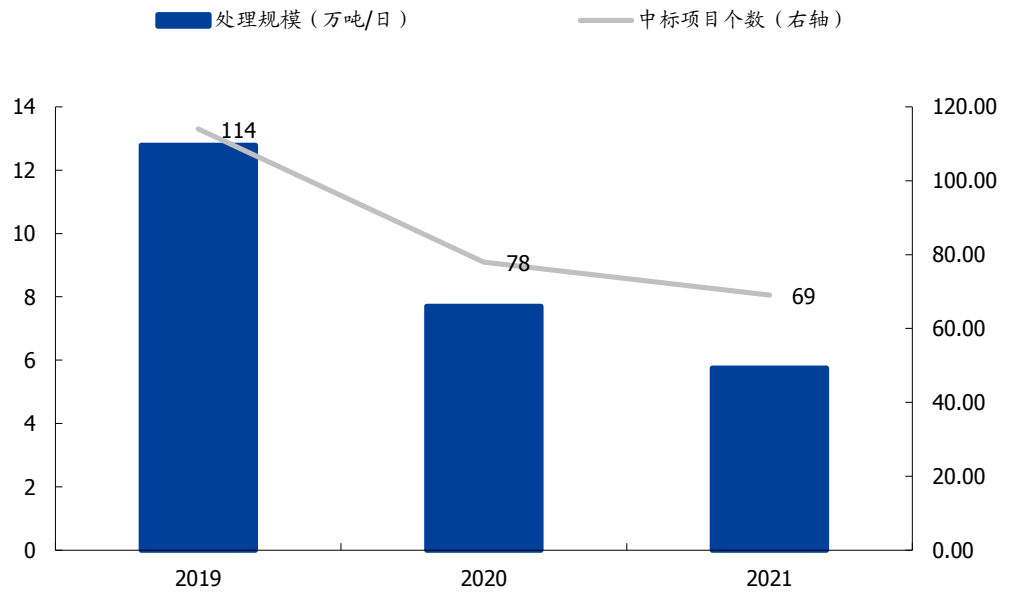
**受益碳市场建设加速，国内 CCER 市场有望 2022 年开放交易。**2021 年 7 月碳配额市场已上线交易，目前国内 CCER 市场仍尚未开放，但受益于政策频出推动碳市场建设加速，根据过去碳交易试点城市的经验推断，CCER 交易一般在碳配额交易正式上线后半年到一年左右启动，国内 CCER 市场有望 22 年开放交易，贡献焚烧行业业绩增量。

## 2. 垃圾焚烧新增体量收窄、单价提升

### 2.1 垃圾焚烧 2021 年新签产能规模同比下降 25.3%

**2021 年新增焚烧项目处理规模 5.75 万吨/日，同比下降 25.3%，市场新增体量收窄已成趋势。**根据中国政府采购网跟踪统计数据，2021 年全年国内新中标的垃圾焚烧发电项目累计 69 个，与 2020 年新中标项目数量基本持平；新增日处理规模 5.75 万吨/日，相较于 2020 年的 7.7 万吨/日同比下降了 25.3%。自 2019 年国内垃圾焚烧新增规模达到峰值后，2020-2021 年新增产能规模连续下降，新增项目逐年放缓，市场新增体量收窄已成趋势。

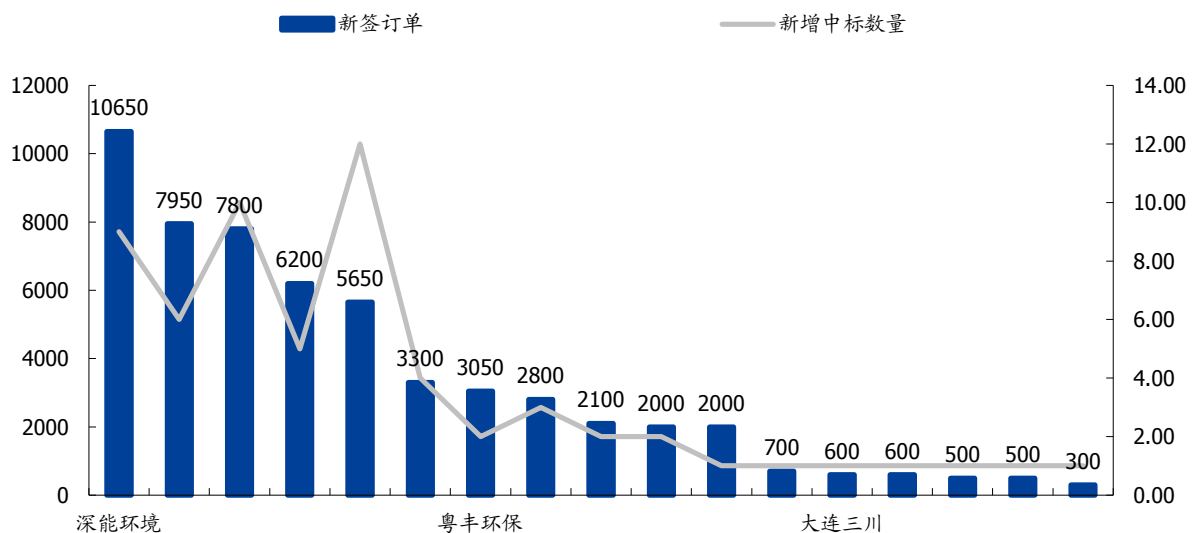
图表 4: 2019-2021 年垃圾焚烧发电新签项目处理规模及中标个数对比



资料来源: 中国政府采购网, 国盛证券研究所

2021 年焚烧公司焚烧项目新签规模及新签项目个数排名如下, 按照新签规模公司排名依次为: 深能环境、光大环境、康恒环境、中国环保、海螺、伟明环保、粤丰环保、三峰环境、瀚蓝环境、沙河海创、恩菲、中科润宇、大连三川、国电投黑龙江率拓新能源公司、雅居乐、泰达环保、卢氏顺天环卫公司。

图表 5: 2021 年垃圾焚烧公司新签订单规模 (吨/日) 排名及新签项目个数 (个, 右轴)



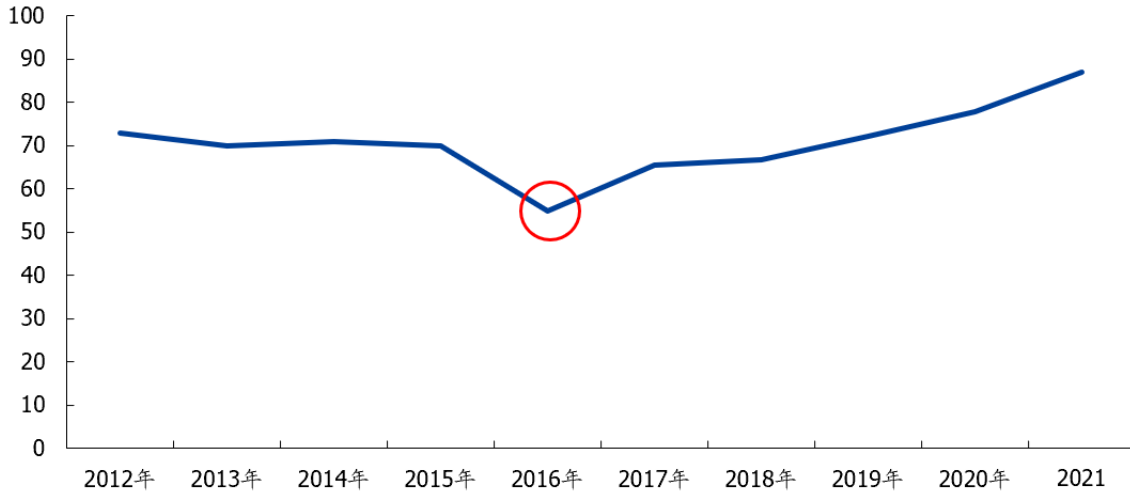
资料来源: 环卫科技网, 国盛证券研究所



## 2.2 垃圾焚烧 2021 年平均单价同比上升 11.8%

垃圾焚烧 2021 年平均单价同比上升 11.8%，2017 年以来单价逐步提升。2016 年垃圾处理费中标价曾下降到 54 元/吨，主要由于新进企业增多，恶性竞争导致低价中标。2017 年环保督察开始，焚烧监管趋严，企业成本增加，而 2017-2021 年处理费逐步回升，摆脱低价竞争，2021 行业平均处理费继续上升至 87 元/吨（同比增长 11.8%），低价竞争企业被淘汰。

图表 6: 2016-2021 年垃圾焚烧处理平均单价逐年上升 (元/吨)



资料来源: 环卫科技网, 国盛证券研究所

➤ **2021 年垃圾焚烧新增体量收窄、单价提升:** ①从体量上看, 垃圾焚烧市场体量收窄已成趋势, 与 2020 年同期相比, 2021 全年中标个数和处理规模分别下降 11.5%、25.3% (其中 2021 上半年中标个数和处理规模分别同比下降 40.82%和 41.78%); ②同时平均中标价有较大增长, 2021 年平均中标价格同比提升 11.8% (其中 2021 上半年平均中标价格同比提升 28.4%), 2017 年以来中标价一直维持快速上升态势, 叠加政策推动, 我们认为未来很可能按照“产生者付费”原则, 实施居民处理费, 健全收费机制, 垃圾处理费单价有望进一步提升, 降低对补贴依赖程度。

## 3. 公司积极拓展新能源领域, 打造“焚烧+”路线

### 3.1 伟明环保: 开拓新能源, 布局高冰镍

与 Merit 合作 4 万吨高冰镍项目, 开拓新能源领域。2021 年 11 月公司与 Indigo 公司签署框架协议, 与其全资子公司 Merit 公司在环保新材料、新能源领域开展合作, 拟开发低品位镍矿或尾矿利用技术, 布局新能源产业链; 2022 年 1 月发布公告, 拟以不超过 3.9 亿美元 (对应人民币 17.4 亿元) 投资于红土镍矿冶炼年产高冰镍含镍金属 4 万吨 (印尼) 项目, 其中公司作为项目控股方持股 70%。

图表 7: 与 Merit 合作 4 万吨高冰镍项目, 开拓新能源领域

红土镍矿冶炼年产高冰镍含镍金属 4 万吨 (印尼) 项目	
产能	年产 4 万吨高冰镍含镍金属
总投资	不超过 3.9 亿美元 (对应人民币 17.4 亿元)
合资情况	将 100 万美元授权资本氛围 100 万股, 伟明出资 70% 比例, Merit 出资 30% 比例

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**高冰镍业务未来有望贡献超 10 亿元可观业绩增量。**高冰镍主要应用于三元动力电池的正极材料, 我们预期未来三元动力电池需求仍将呈现快速增长态势, 而镍作为三元锂电池中成本占比与锂相当的重要金属, 三元材料高镍化长期趋势不变, 看好其中长期需求量。全球镍价自 2021 年年底至今一直呈上升态势, 2021 年 12 月中旬价格在每吨 2 万美金左右, 目前有进一步上涨, 利好高冰镍项目的毛利提升, 盈利空间的高低最终将由生产成本所决定。假设 LME 镍价 1.45 万美元/吨, 4 万吨高冰镍项目投产后净利有望超过 10 亿人民币, 与传统焚烧业务共同贡献业绩增量。

### 3.2 旺能环境: 锂电池回收与集团协同性良好

**收购立鑫新材料 60% 股权, 近 1 万吨/年产能预计 2022Q1 进入试运营。**为积极布局新能源锂电材料绿色循环再利用产业, 2022 年 1 月公司发布收购立鑫新材料 60% 股权公告, 立鑫新材料公司正在建设一条以钴酸锂电池废料、三元锂离子电池废料为原料生产钴、镍、锂盐类氧化物类新材料产品的生产线, 项目建成后可年产钴、镍、锂盐等共 9824 吨产能。已完成投资项目备案证、环评批复、土地证等前期手续, 厂区建设已经基本完成, 主要设备均已经安装完成, 预计 2022 年一季度可建成进入试运营。

图表 8: 立鑫新材料年产近 1 万吨钴、镍、锂盐产能规划

立鑫新材料年产近 1 万吨钴、镍、锂盐产能规划	
硫酸钴	3150 吨/年
氯化钴	1350 吨/年
氢氧化钴	1305 吨/年
硫酸镍	2561 吨/年
碳酸锂	1458 吨/年
总计	9824 吨/年

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**锂离子电池需求将几何级增长, 未来前景广阔。**立鑫新材料公司以钴酸锂电池废料、三元锂离子电池废料为原料生产钴、镍、锂盐类氧化物类电池级、化工级新材料产品。主要生产的硫酸钴、氯化钴、氧化钴、氢氧化钴、硫酸镍、氧化镍等产品, 均有广泛的下游用途和广阔的市场空间, 基于目前国家对发展清洁能源的政策, 我们预计锂离子电池的消费需求将几何级地增长, 未来前景广阔、发展可期, 而该部分价值未体现在账面资产中。



与集团 10 万辆/年报废车拆解回收业务协同性良好。公司股东美欣达集团作为固废领域龙头企业，打造的数字化汽车拆解项目每年回收报废拆解机动车达到 10 万辆，其中湖州美欣达年拆解报废机动车 1.5 万辆，动力电池回收产能 5000 套/年，可为公司提供废旧电池来源和回收渠道优势，协同性良好。

### 3.3 圣元环保：布局海上风电打开成长空间

2022 年 1 月，公司发布与三峡启航签订福建省海上风电及光伏发电项目合作协议的公告，圣元环保与三峡启航于 2022 年 1 月 4 日签订了《福建省海上风电及光伏发电项目合作协议》，通过合资公司为项目出资，公司作为乙方出资比例 50%。

图表 9：与三峡启航签订协议，合作布局海上风电

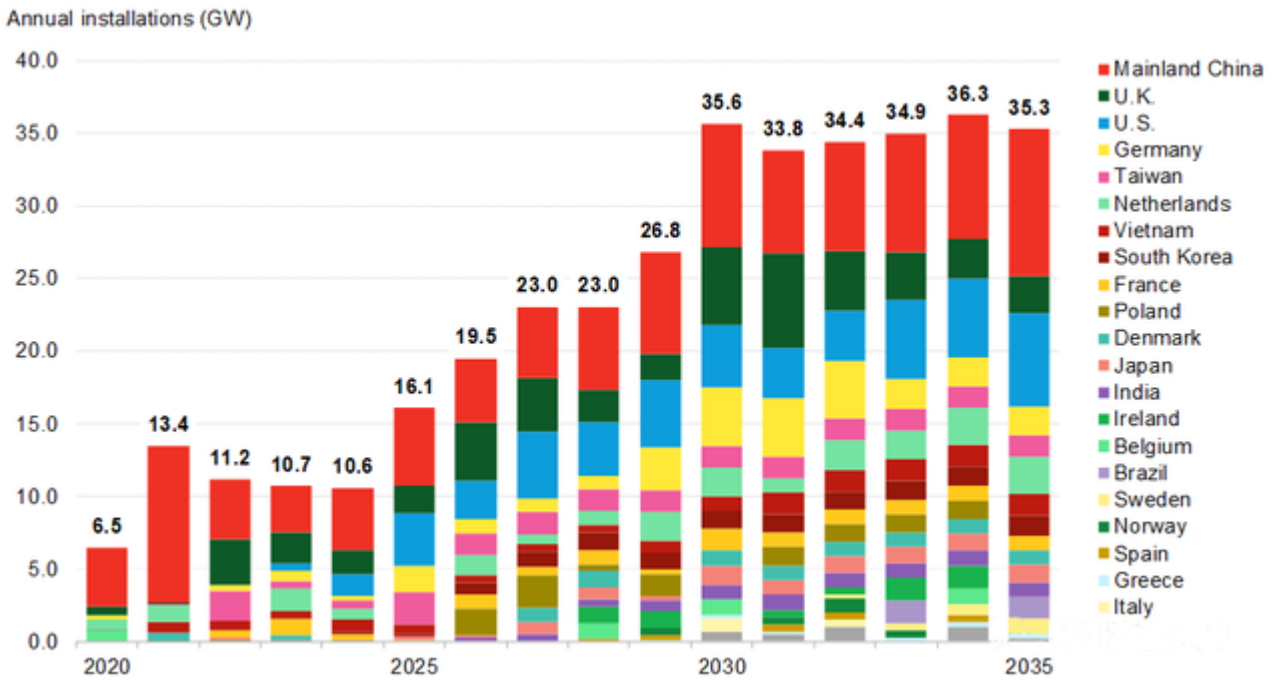
《福建省海上风电及光伏发电项目合作协议》主要内容	
签约主体	甲方：三峡启航（北京）私募基金管理有限公司； 乙方：圣元环保
合作模式	甲方投资方与乙方共同发起设立合资公司， 其中甲方投资方认缴出资占 50%，乙方认缴出资占 50%， 由合资公司出资设立的全资子公司即为项目公司
项目开发在建设	甲方投资方和乙方均在项目开工前获得其内部投资决策后， 甲方投资方和乙方应按 1:1 同比例分批通过合资公司为该项目出资
甲方权利与义务	甲方应配合项目公司办理各类项目申报和审批手续；在项目竞争配置或申报立项过程中，甲方负责协助乙方按照政府主管部门的要求提供项目申报立项过程中所需的涉及甲方及其关联方的证明材料和支撑性文件，并保证其真实性；甲方应配合合资公司和项目公司的设立工作，提供设立所需的资料，并保证其真实性。
乙方权利与义务	乙方承担合资公司、项目公司自注册成立至甲方投资方获得投资决策并出资前所发生的全部费用；乙方承担项目前期开发过程中所有事项(包括但不限于获取项目开工所需的所有文件、办理相关所有手续)所涉及的全部费用以及项目后续投建过程中所需的协调服务费及管理费；如某一项目开发成功，则前期开发费用由该项目公司承担，以项目公司名义支付、开具发票、形成财务入账，费用额度应控制在合理范围内；乙方负责具体办理合资公司、项目公司的注册成立事项。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

**双碳目标背景下，海上风电未来可期。**国家“十四五”规划进一步明确了 2030 年前实现碳达峰、2060 年前实现碳中和的目标，未来新能源发电将成为实现双碳目标的关键，调整能源供给侧结构、构建以光伏、风电等新能源为主体的新型电力系统是实现双碳目标的重要举措。国务院印发的《2030 年前碳达峰行动方案》指出要全面推进风电、太阳能发电大规模开发和高质量发展，到 2030 年，风电、太阳能发电总装机容量达到 12 亿千瓦以上。近年来，随着国内大规模装机技术上的不断进步，单位容量的风机造价不断降低，海上风力发电和光伏发电将迎来重要发展机遇。

**BNEF 预测中国“十四五”期间新增海上风电装机容量全球第一。**据彭博新能源最新数据，中国大陆 2021 年新增海上风电装机容量 10.8GW，占全球新增的 80.6%，全球海上风电装机在“十四五”期间将延续“十三五”期间的发展特点，即“亚洲持续高速增长，欧洲间歇稳定增长”，据 BNEF 预测，中国“十四五”期间新增海上风电装机容量将位于全球第一，且福建作为沿海地区，海风资源禀赋全国最优，过去开发进度慢于江苏广东等地区，2021 年 11 月福建省漳州市提出 50GW 的海上风电大基地开发方案，福建海风建设将大幅提速，公司深耕福建多年，依托当地优质海风资源与三峡风电技术储备扩张优势明显。

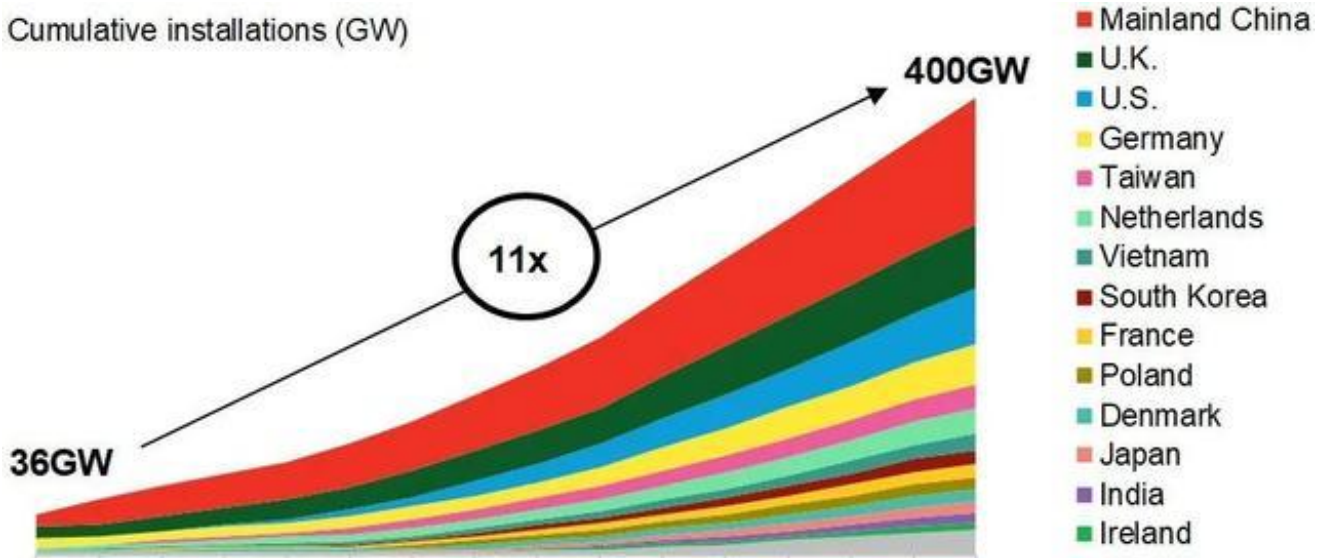
图表 10: 2020-2035 年海上风电新增装机容量 (2022-2035 为预测量)



资料来源: BNEF, 国盛证券研究所

据彭博新能源预测,到 2035 年,全球海上风电累计装机将到 400GW,和 2020 年 36GW 的装机相比增长 11 倍。中国大陆、英国、美国、德国、荷兰将位居前五。

图表 11: 2020-2035 年海上风电累计装机容量增长 11 倍



资料来源: BNEF, 国盛证券研究所

## 4. 投资建议：高成长低估值有望底部反转

**估值底部、价值洼地，高成长低估值亟待修复。**目前焚烧行业估值已处于底部，2021E-2023E 行业平均 PE 仅 15.1x、11.4x、9.5x。看好成长性、确定性较强的垃圾焚烧公司，关注伟明环保（ROE 水平行业领先、订单充足、布局高冰镍项目打开成长性）、瀚蓝环境（增长稳健，估值优势明显）、旺能环境（外延并购获取优质焚烧项目、年产近 1 万吨钴、镍、锂盐产能即将投产）、圣元环保（历史业绩优秀，与三峡合作布局海上风电，依托优质海风资源与三峡风电技术储备扩张优势明显）。

图表 12: 垃圾焚烧上市行业平均 PE 位于底部（按照 2022 年 3 月 25 日收盘价）

公司	PE		
	2021E	2022E	2023E
伟明环保	22.8	18.1	13.9
瀚蓝环境	11.4	9.3	7.8
旺能环境	11.5	9.5	7.8
圣元环保	15.6	12.7	10.7
绿色动力	20.8	11.9	9.7
上海环境	20.6	14.0	12.0
中国天楹	18.2	15.8	12.5
三峰环境	12.1	10.0	8.2
光大环境	5.7	3.8	3.6
城发环境	11.9	10.6	9.0
行业平均	15.1	11.6	9.5

资料来源：Wind 一致预期，国盛证券研究所

## 5. 风险提示

- 1、 焚烧产能投产进度不及预期：**垃圾焚烧上市公司近年处于产能释放高峰期，若投产进度不及预期，则可能会出现短期内盈利不及预期的情况；
- 2、 新能源项目开发不及预期及关税、汇率变动风险：**焚烧龙头公司新开拓新能源项目若受到疫情影响，开发进度将不及预期，且部分新能源项目产能位于国外，存在关税、汇率变动风险，将对公司短期业绩产生负面影响；
- 3、 行业政策变动风险：**垃圾焚烧行业主要由政策驱动，若国家、地方补贴政策或未来新增产能规划等发生变化，将影响焚烧龙头公司盈利空间。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com