



# 固废行业估值探究系列专题： 双碳打开成长天花板 估值重 塑拐点已至



## 核心观点：

三大特性筑造出众盈利能力，头部公司产能在全国占比过半。垃圾焚烧项目具备：(1) 需求刚性（垃圾处理需求刚性，限制填埋产能）、(2) 区域排他性（政府提前规划焚烧布局，可覆盖特许经营范围内所有垃圾资源）、(3) 盈利稳定性（合同明确项目回报，具备完善调价机制）三大特性。此外政策端不断明朗化，补足商业模式短板：存量项目补贴有保障，新增项目竞价上网同时可依靠提高处置费、CCER、绿电等方式补充收入。截至2020年末，全国垃圾焚烧在运产能规模66万吨/日，“十四五”规划明确2025年目标产能80万吨/日，我们预计全国垃圾焚烧终局产能规模达128万吨/日（2035E），长期来看仍有近一倍增长空间。目前半数产能集中于头部公司，预期增量产能集中度将进一步提高，龙头企业对应未来三年业绩复合增速均超20%+。

“双碳”打开成长天花板，CCER+再生资源开发潜力大。双碳政策之下，垃圾焚烧的“碳减排”属性被挖掘：(1) CCER：每吨垃圾处置可减排0.3~0.5吨CO<sub>2</sub>e；(2) “焚烧+”，特别是再生资源的协同效应，产业园模式下生活垃圾/危废/工业固废协同更具经济性，固废企业为“十四五”

期间100座无废城市建设“固废一张网”的最优执行主体；(3) 格拉斯哥联合宣言强调甲烷治理，垃圾焚烧为有效手段之一。考虑上述预期，CCER带来收入、盈利弹性，“焚烧+”可提供成长弹性。

固废上市资产估值“双重倒挂”，并购整合预期加速，上市龙头成长

性及估值有望迎来“戴维斯双击”。二级市场垃圾焚烧运营资产价值被显著低估，出现相对估值与绝对估值的“双重倒挂”现象：(1) 相对估值：

一二级市场 PE 估值倒挂。上市公司 2022 年 Wind 一致预期平均 PE 仅 11X，显著低于上市公司收购一级运营资产估值；(2) 绝对估值：购置二级资产比新建项目便宜：纯运营企业单位产能市值仅 32~41 万元/吨/日，当前新建项目吨投资额约 54 万元/吨/日。以 DCF 测算，现有 8 家上市固废公司存量资产价值合计近 1600 亿元，为当前市值 1.5 倍。

近期城发环境拟换股吸收合并启迪环境、伟明环保拟对盛运环保重整投资等大型并购事件频发，估值重塑拐点已至，“戴维斯双击”契机凸显。

海外固废龙头 WM 的 PE-TTM 估值超 30 倍，建议关注国内高成长、低估值龙头。全球固废龙头 WM 市值已达 4361 亿 RMB，依靠全产业链布局+优质报表获市场认可，最新 PE-TTM 约 39 倍。而国内主流 6 家焚烧上市公司 ROIC、净现比等财务指标与 WM 相比同样出色，且依托在手项目和“焚烧+”拓展成长性更加突出，“低估值+高成长”属性突出。并购加速下我们亦可期待行业龙头的整合潜力，建议关注光大环境、旺能环境、瀚蓝环境、三峰环境、伟明环保等。

风险提示。产能投产及“焚烧+”拓展进度不及预期；政策变动风险。

关键词：环保

云报告  
www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_30003](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30003)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn