

2024年03月25日

光大环境 (0257.HK)

——全球最大垃圾发电运营商 高股息彰显投资价值

买入 (首次覆盖)

投资要点:

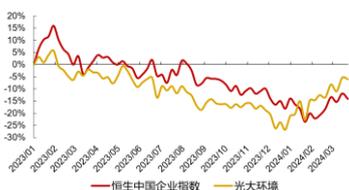
证券分析师

刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

联系人

刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

- **光大集团旗下环保平台，全球最大的垃圾发电投资运营商。**公司于1993年成立，2003年正式进入环保领域，经过二十余年的发展，形成了环保能源、环保水务及新能源三大业务板块。在三大业务板块中，环保能源是公司最主要的营收和利润贡献来源，2022年实现营收373.21亿港元，其中环保能源占比59%。
- **运营收入占比过半，资本开支下降，公司有望正式进入运营收获期。**受BOT业务的会计计量规则影响，在过去垃圾处理规模快速增长时期，公司拥有占比较高的建造收入，进入2022年以来，公司资本开支减少，建造收入下降，存量项目的运营收入成为公司收入的主要来源（2022年运营收入占比49%，2023年上半年运营收入占比57%），公司有望正式进入运营收获期，从外延式增长转变为内涵式增长。
- **补贴回款助力现金流状况好转，股息率价值凸显。**将投资支出还原至投资活动现金流，历史上公司实际经营活动现金流稳定增长。2022年公司调整后的经营活动现金流94亿元，较2014年增长370%。公司2020年的投资支出达到顶峰，意味着公司未来自由现金流有望转正，从高资本支出期转变为成熟运营期。截至2023年6月底，公司应收账款及票据186.5亿港元，其中预计相当比例为国补欠款，若陆续回收，公司现金流将进一步好转。近年来分红率维持在30%左右，公司股息率价值凸显。
- **分板块来看，垃圾发电行业绝对龙头，抢占优势地区优质项目。**背靠光大集团雄厚的股东实力，公司过去二十年垃圾处理规模持续增长，公司生活垃圾处理能力从2017年的1427万吨/年增长至2022年的4679万吨/年，成为全球最大的垃圾发电投资运营商。进入十四五后，全行业从高速增长期转为运营期，公司前期抢占优势地区优质项目，预计能够在垃圾发电行业下半场保障盈利领先。一方面，发达地区的垃圾热值较高，公司吨垃圾上网电量位于行业前列，提高公司上网电量，摊薄运营成本，另一方面，公司的融资利率也明显低于其他公司，财务费用水平更低，两者影响下，公司垃圾发电运营的盈利能力较高。
- **水务版块运营稳健，项目质量较好。**光大水务是公司下辖主营污水处理的公司，光大环境持股72.87%。截止2023年底，光大水务拥有市政污水处理产能577万吨/日，工业废水处理产能41.6万立方米/日，供水产能25万立方米/日。污水处理项目主要位于东部一二线城市，污水处理费较高，保障较高收益。
- **绿色环保发展供热提高盈利，期待国补持续回款。**光大绿色环保(1257.HK)是公司旗下负责绿色环保业务板块的上市平台，公司持有其69.7%的权益。生物质发电是其主要的收入和利润来源，2017年以来占总收入的比例始终在80%左右。由于原材料成本较高，单纯发电的盈利能力较低，光大绿色环保积极进行生物质机组一体化发展，拓展供热业务，从2017年到2022年，公司蒸汽供应量从17万吨增长至242万吨。光大绿色环保应收账款余额79亿港元，若国补加快发放将大幅改善公司现金流水平。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司2023-2025年分别实现营业收入374.75、360.02、366.50亿港元，同比增长率为1%、-4%、2%，实现归母净利润分别为40.9、41.15、42.5亿港元，同比增长率为-11.1%、0.6%、3.3%。当前股价对应的PE分别为4.5、4.5、4.4倍。公司估值水平低于可比公司50%以上，考虑公司历史分红率，假设2023-2025年分红率为30%，则2023-2025年公司股息率分别为6.6%、6.7%、6.8%，公司股息率价值凸显，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**1) 项目进展不及预期；2) 补贴政策变动；3) 行业竞争加剧。

股票数据: 2024年3月25日

收盘价(港元)	3.02
一年内最高/最低(港元)	2.33/3.32
总市值(亿港元)	186
基础数据: 2023年6月30日	
总股本(亿股)	61.43
总资产(亿港元)	1894
净资产(亿港元)	484
每股净资产(港元)	7.15
市净率PB	0.38

盈利预测与估值

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万港元)	49,895	37,321	37,475	36,002	36,650
同比增长率(%)	16%	-25%	0%	-4%	2%
归母净利润(百万港元)	6804	4602	4090	4115	4250
同比增长率(%)	13.10%	-32.40%	-11.10%	0.60%	3.30%
每股收益(港元/股)	1.11	0.75	0.67	0.67	0.69
毛利率(%)	33%	38%	34%	36%	37%
ROE(%)	13.1%	9.7%	7.9%	7.4%	7.1%
市盈率			4.5	4.5	4.4

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2023-2025 年分别实现营业收入 374.75、360.02、366.50 亿港元，同比增长率为 1%、-4%、2%，实现归母净利润分别为 40.9、41.15、42.5 亿港元，同比增长率为-11.1%、0.6%、3.3%。当前股价对应的 PE 分别为 4.5、4.5、4.4 倍。公司估值水平低于可比公司 50%以上，考虑公司历史分红率，假设 2023-2025 年分红率为 30%，则 2023-2025 年公司股息率分别为 6.6%、6.7%、6.8%，公司股息率价值凸显，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

- 1) 假设垃圾焚烧项目未来三年吨上网电量分别为 337、340、340 千瓦时/吨，建造毛利率分别为 20%、21%、22%，运营毛利率分别为 41%、42%、43%。
- 2) 假设绿色环保建造毛利约 20%，环境修复毛利约 30%，未来三年毛利率为 25%、25%、26%。
- 3) 假设光大水务未来三年综合毛利率为 42%、42%、42%。

投资逻辑要点

公司为光大集团旗下环保平台，在三大业务板块中，环保能源是公司最主要的营收和利润贡献来源。2022 年公司实现营收 373.21 亿港元，其中环保能源、环保水务、绿色环保分别占比 59%、18%、22%。

一方面，2022 年公司运营收入占比 49%，2023 年上半年运营收入占比 57%，这意味着公司有望正式进入运营收获期，从外延式增长转变为内涵式增长。

另一方面，将投资支出还原至投资活动现金流，公司实际经营活动现金流稳定增长。公司 2020 年的投资支出达到顶峰，2022 年合约资产的增加所带来的现金流支出首次低于调整后的经营活动产生的现金流量净额，公司自由现金流有望迎来拐点。

核心风险提示

- 1) 项目进展不及预期；2) 补贴政策变动；3) 行业竞争加剧

目录

1. 中国环保行业领军企业 股息率价值凸显.....	6
1.1 全球最大的垃圾发电运营商 正式进入运营收获期.....	6
1.2 补贴回款助力现金流状况好转 股息率价值凸显.....	8
2. 垃圾发电行业绝对龙头 运营收入占比持续提升.....	10
2.1 垃圾发电进入下半场 建造放缓 运营为主.....	10
2.2 抢占优势地区优质项目 运营期项目优势逐步显现.....	12
3. 水务板块稳健向好 生物质发电迎来转机.....	13
3.1 光大水务：运营稳健 项目质量较好.....	13
3.2 绿色环保：发展供热提高盈利 期待国补持续回款.....	14
4. 盈利预测及估值	16

图表目录

图 1: 公司发展历程	6
图 2: 公司分业务板块收入 (单位: 亿港元)	7
图 3: 公司分板块归母净利润 (单位: 亿港元)	7
图 4: 运营类收入占比首次超过 50% (收入单位: 亿港元)	8
图 5: 公司调整后的经营活动现金流量净额 (单位: 亿港元)	8
图 6: 公司调整后的投资活动现金流量净额和合约资产的增加	8
图 7: 公司现金分红总额和分红率	9
图 8: 公司每股股利	9
图 9: 2017-2022 年公司投运/在建/筹建生活垃圾处理规模 (单位: 万吨/年) .	10
图 10: 截至 2022 年底主要上市公司垃圾焚烧发电产能 (单位: 万吨/日)	10
图 11: 环保能源收入中运营服务收入占比持续提升	11
图 12: 公司吨垃圾上网电量持续增长	12
图 13: 2022 年主要公司吨垃圾上网电量指标对比	12
图 14: 主要垃圾发电公司融资利率对比	13
图 15: 公司污水处理产能持续增长	13
图 16: 公司供水产能持续增长	13
图 17: 光大水务 2017-2023 年收入和净利润情况	14
图 18: 环保水务板块收入结构 (单位: 亿港元)	14
图 19: 光大绿色环保 2017-2023 收入结构变化 (单位: 亿港元)	15
图 20: 光大绿色环保 2017-2023 净利润结构变化 (单位: 亿港元)	15
表 1: 光大环境三大业务板块具体情况和现有产能	6
表 2: 主要省份生活垃圾规划数量和规模	11
表 3: 可比公司估值	16
表 4: 光大环境预测利润表 (单位: 港币, 百万元)	16
表 5: 光大环境预测资产负债表 (单位: 港币, 百万元)	17

表 6: 光大环境预测现金流量表 (单位: 港币, 百万元) 18

1. 中国环保行业领军企业 股息率价值凸显

1.1 全球最大的垃圾发电运营商 正式进入运营收获期

光大集团旗下环保平台，全球最大的垃圾发电投资运营商。公司于 1993 年成立，2003 年正式进入环保领域，经过二十余年的发展，形成了环保能源、环保水务及新能源三大业务板块。2014 年光大水务（U9E.SG 及 1857.HK）承接公司环保水务资产在新加坡证券交易所和香港联合交易所上市，2017 年光大绿色环保（1257.HK）承接公司新能源业务（新能源板块后改名为绿色环保板块，主营业务为生物质发电）在香港联合交易所上市。

截至 2023 年 6 月底，公司成为了全球最大的垃圾发电投资运营商，旗下环保能源及绿色环保板块合共落实垃圾发电项目 188 个，设计日处理生活垃圾 15.72 万吨。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，华源证券

公司及下辖的光大绿色环保及光大水务分别覆盖公司传统三大业务板块：

- 环保能源：**光大环境核心业务板块，业务主要包括垃圾发电，**目前是全球最大的垃圾发电运营商**，截至 2023 年 6 月底拥有生活垃圾处理产能 4790.6 万吨/年；
- 环保水务：**主要由子公司光大水务负责，主营供水和市政污水处理，截至 2023 年 6 月底拥有污水处理产能 22.9 亿立方米、年供水产能 3.1 亿立方米；
- 光大绿色环保：**主要由子公司光大绿色环保负责，主营生物质发电，截至 2023 年 6 月底拥有年处理生物质原材料产能 814 万吨、处理生活垃圾 421.6 万吨、处置危固废 246.6 万吨，年上网电量 70 亿千瓦时、年供蒸汽 604.7 吨。

表 1：光大环境三大业务板块具体情况和现有产能

板块	主营业务	经营指标
----	------	------

环保能源 光大环境旗下最具规模、业务占比最高的核心业务板块，业务涵盖垃圾发电、餐厨及厨余垃圾处理、渗滤液处理、飞灰处理、沼气发电、污泥处理处置、建筑装潢垃圾处理、环保产业园开发；城市综合服务、垃圾分类、资源化处置和再生资源；环保领域技术咨询、工程设计、EPC 等

环保水务 持有光大水务 72.87% 的权益，光大水务主营原水保护、供水、市政污水处理、工业废水处理、中水回用、流域治理、污泥处理处置等

绿色环保 持有光大绿色环保 69.7% 的权益，光大绿色环保主营业务包括生物质综合利用、危固废处置、环境修复、新能源等领域

截至 2023 年 6 月底，项目设计规模（含委托运营处理规模）为年处理生活垃圾 **5316.2 万吨**、年上网电量 178.3 亿千瓦时、年处理餐厨及厨余垃圾 316.9 万吨、年处理污泥 50.4 万吨，年处理医疗废物 2.03 万吨。

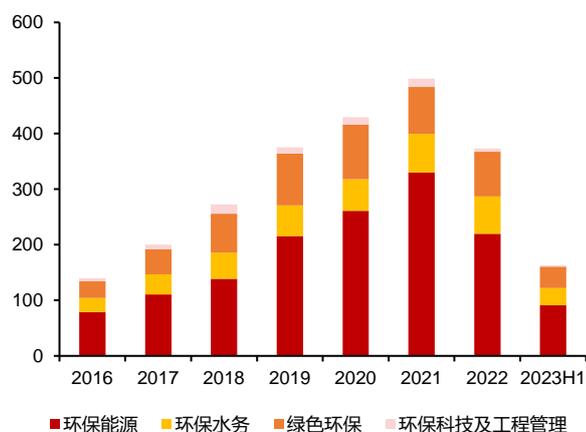
截至 2023 年 6 月底，项目设计规模（含委托运营处理规模）为年处理污水 **22.9 亿立方米**、年供水 **3.1 亿立方米**、年处置污泥 79.4 万吨。

截至 2023 年 6 月底，设计规模为年处理生物质原材料 **814 万吨**、处理生活垃圾 421.6 万吨、处置危固废 246.6 万吨，年上网电量 70 亿千瓦时、年供蒸汽 604.7 吨

资料来源：公司官网，华源证券

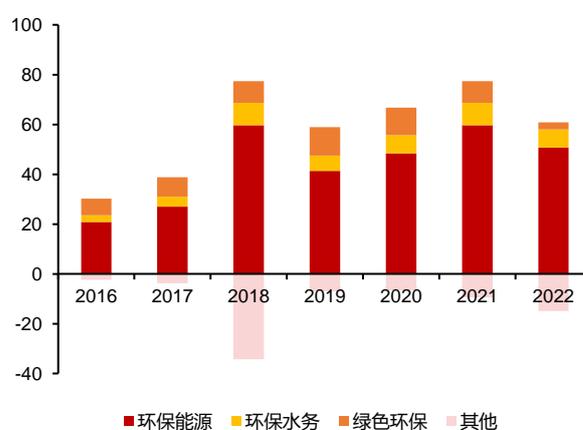
在三大业务板块中，环保能源是公司最主要的营收和利润贡献来源。2022 年公司实现营收 373.21 亿港元，其中环保能源、环保水务、绿色环保分别占比 59%、18%、22%，2022 年公司实现归母净利润 46.02 亿港元，其中环保能源、环保水务、绿色环保分别实现 50.7、7.3、3 亿港元，剩余部分为其他业务及分部间抵消。

图 2：公司分业务板块收入（单位：亿港元）



资料来源：公司公告，华源证券

图 3：公司分板块归母净利润（单位：亿港元）



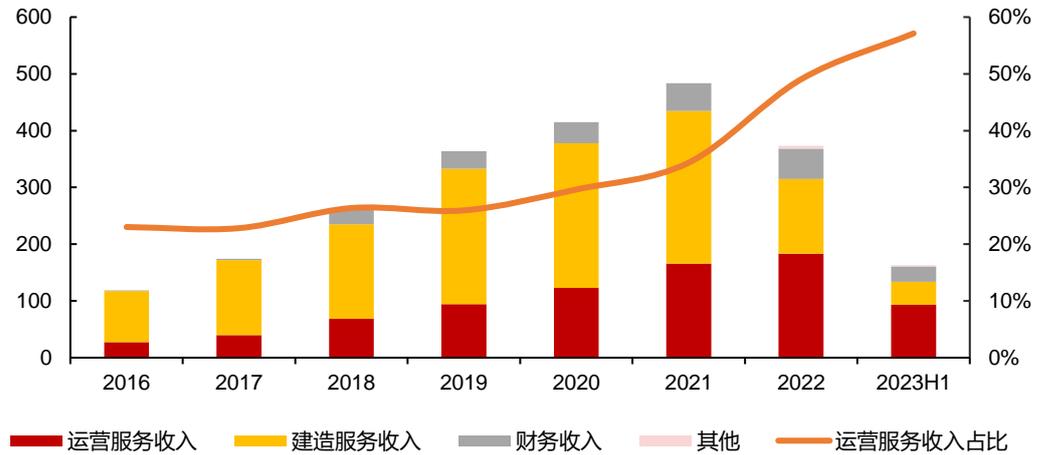
资料来源：公司公告，华源证券

运营收入占比过半，资本开支下降，公司有望正式进入运营收获期。由于 BOT 业务的会计计量规则使然，在过去垃圾处理规模快速增长的时期，公司拥有占比较高的建造收入¹，进入 2022 年以来，公司资本开支减少，建造收入下降，存量项目的运营收入成为公司收入

¹ 公司在 BOT/TOT、EPC 项目的建造阶段确认建造收入，建造收入由建造成本+建造毛利构成

的主要来源，2022 年公司运营收入占比 49%，2023 年上半年运营收入占比 57%，这意味着公司有望正式进入运营收获期，从外延式增长转变为内涵式增长。

图 4：运营类收入占比首次超过 50%（收入单位：亿港元）



资料来源：公司公告，华源证券

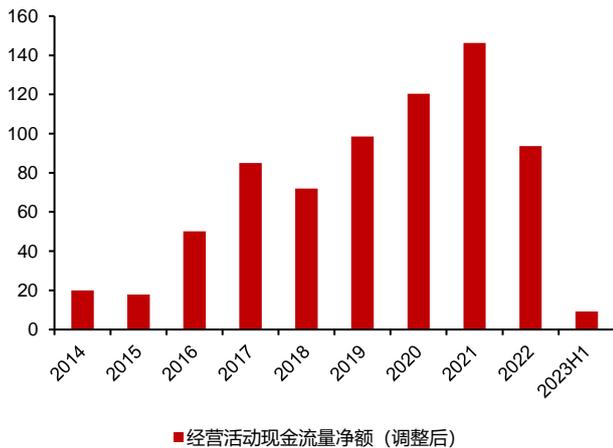
1.2 补贴回款助力现金流状况好转 股息率价值凸显

将投资支出还原至投资活动现金流，历史上公司实际经营活动现金流稳定增长。根据香港财务会计准则规定，采用 BOT 金融资产模型进行会计处理时，与 BOT 项目建设相关的大部分资本支出被列为经营活动现金流出，而非投资活动现金流出。为了更准确评估公司的实际经营活动现金流情况，我们将 BOT 项目的资本支出（体现为合约资产增加）调整至投资活动现金流出中，调整后公司的经营活动现金流净额始终为正值，并持续稳定增长，2022 年公司调整后的经营活动现金流 94 亿元，较 2014 年增长 370%。但由于疫情影响及财政压力，公司面临垃圾量萎缩、处理费收缴率降低、危废盈利承压等难题，叠加建造收入的自然下行，公司 2022 年业绩有所下滑。

资本支出达到顶峰后减少，公司自由现金流有望迎来拐点。从投资活动产生的现金流量净额来看，公司 2020 年的投资支出达到顶峰，2021-2022 年投资活动产生的现金流量净额和合约资产的增加（可以类比其他公司的购建固定资产、无形资产所支付的现金）连续下降，2022 年合约资产的增加所带来的现金流支出首次低于调整后的经营活动产生的现金流量净额，意味着公司的自由现金流转正，公司从高资本支出期转变为成熟运营期。

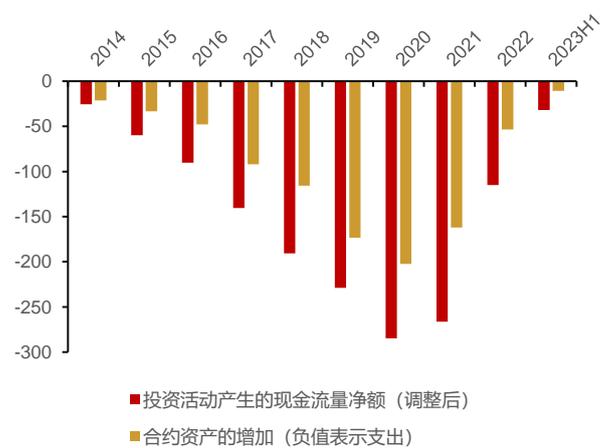
图 5：公司调整后的经营活动现金流量净额（单位：亿港元）

图 6：公司调整后的投资活动现金流量净额和合约资产的增加



资料来源: ifind, 华源证券

注: 调整后的经营活动产生的现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额-合约资产变动-应收客户合约工程款变动



资料来源: ifind, 华源证券

注: 2014-2017年新增合约资产计入应收客户合约工程款

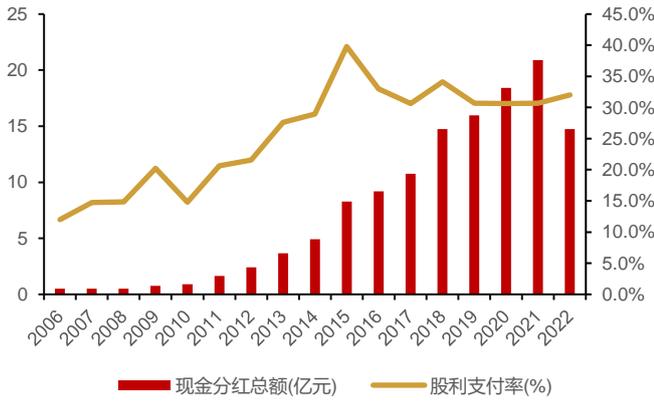
应收账款中预计超过 40%为国补欠款, 若陆续回收, 公司现金流将进一步好转。除资本开支减少, 自由现金流好转以外, 公司在过去经营过程中形成大量的应收账款, 截至 2023 年 6 月底, 公司应收账款及票据 186.5 亿港元, 预计其中相当比例为国补欠款, 若陆续回收, 公司的现金流水平将进一步好转。

当前部分项目已经收到补贴款, 剩余国补欠款也有望陆续到账。2024 年 3 月 12 日, 光大绿色环保 (光大环境持股 69.7%) 公告 2024 年 1 月 1 日至 3 月 8 日下属 16 间农林生物质发电项目公司收到国补结算通知, 结算金额总计约 15.34 亿元人民币, 已到账 13.77 亿元 (截至 2023 年底光大绿色环保拥有应收账款及票据 79 亿港元)。我们认为, 生物质发电项目经营困难, 现金流拖累影响企业生存, 国补欠款有望陆续发放, 光大环境当前应收账款占比较高, 若补贴发放兑现将显著改善现金流水平。

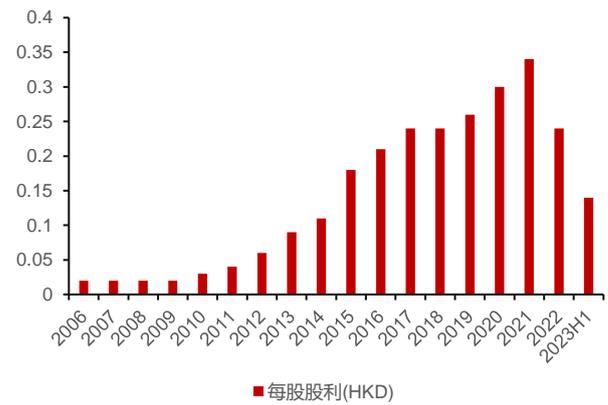
分红率维持 30%, 现金流充裕为分红奠定基础, 公司股息率价值凸显。2014 年以来, 公司年均分红率维持在 30%左右, 每股股利持续增长, 2022 年公司发放现金股利 0.24 港元/股, 2023 年上半年发布中期股利 0.14 港元/股, 若 2023 年公司分红率维持 30%, 测算下来公司股息率将超过 6%。未来随着公司资本开支减少, 现金流充裕为现金分红奠定基础, 公司股息率价值凸显。

图 7: 公司现金分红总额和分红率

图 8: 公司每股股利



资料来源: ifind, 华源证券



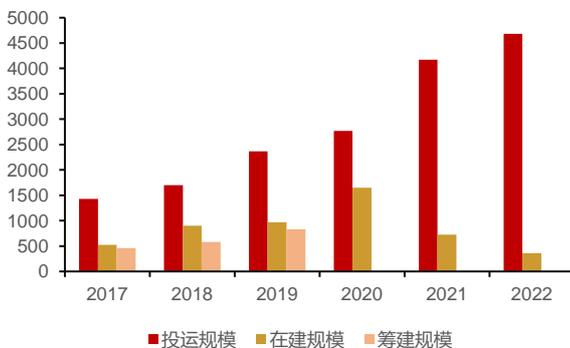
资料来源: ifind, 华源证券

2. 垃圾发电行业绝对龙头 运营收入占比持续提升

2.1 垃圾发电进入下半场 建造放缓 运营为主

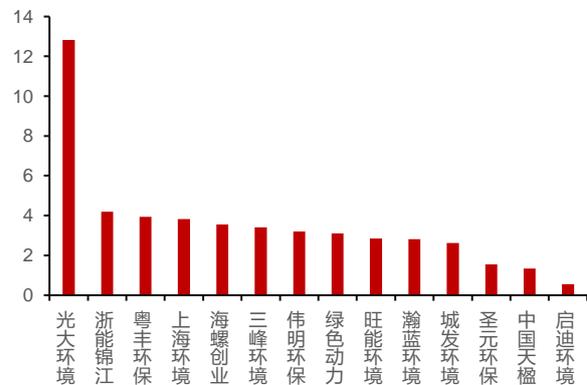
背靠光大集团浓厚的股东实力, 公司过去二十年垃圾处理规模持续增长。2012 年起, 我国垃圾焚烧发电行业进行快速扩张期, 这段时间内公司凭借央企和外资的双重身份, 以及较低的融资利率快速扩张, 公司生活垃圾处理能力从 2017 年的 1427 万吨/年增长至 2022 年的 4679 万吨/年, 年均增长率 26.8%。截至 2023 年 6 月底, 公司的生活垃圾处理能力达到 4791 万吨/年, 位居全球首位, 成为垃圾焚烧发电行业绝对龙头。

图 9: 2017-2022 年公司投运/在建/筹建生活垃圾处理规模 (单位: 万吨/年)



资料来源: 公司公告, 华源证券

图 10: 截至 2022 年底主要上市公司垃圾焚烧发电产能 (单位: 万吨/日)



资料来源: 公司公告, 华源证券

进入十四五后，行业增速明显放缓，未来行业重心将转向运营。从上图可以看出，公司过去十几年的发展过程中，2020年以前为快速扩张期，进入十四五以来公司生活垃圾处理规模增速有所放缓，主要我国大中城市垃圾焚烧能力经过“十三五”发展已经接近饱和。

从各省发改委发布的垃圾焚烧发电中长期规划可以看出，2018~2020年我国各省规划垃圾焚烧设施合计 272 座，垃圾焚烧处理能力合计 24.85 万吨/日，而远期 2021~2030 年规划垃圾焚烧设施合计 191 座，垃圾焚烧处理能力合计 15.18 万吨/日，增速明显降低，行业重心将转向运营。

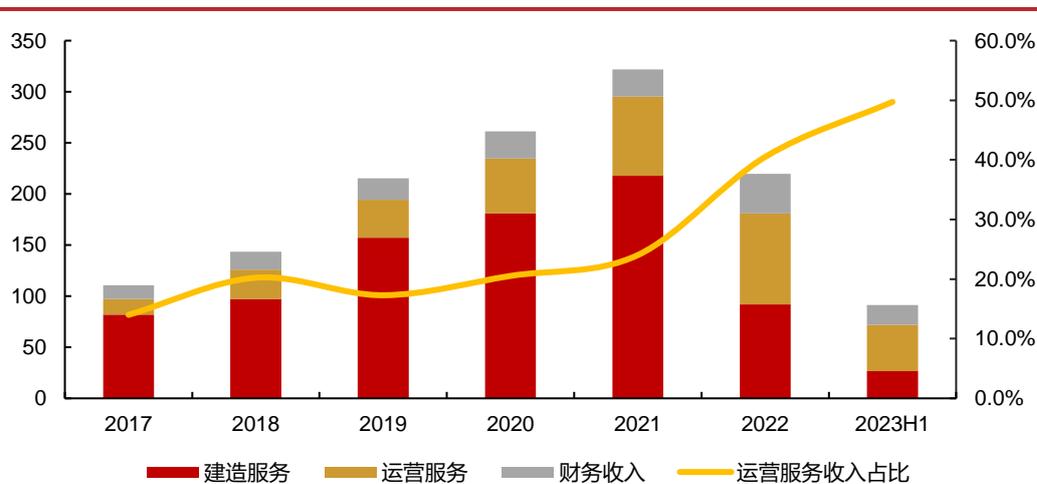
表 2：主要省份生活垃圾规划数量和规模

省份	年份	中期规划		长期规划		
		规划数量	规划规模 (吨/天)	年份	规划数量	规划规模 (吨/天)
四川	2022-2025	24	20200	2026-2030	16	9800
海南	2018-2023	9	12500	2024-2030	7	17350
云南	2019-2020	14	9250	2021-2030	32	15450
河北	2018-2020	65	59500	2021-2030	20	11700
河南	2018-2020	53	51000	2021-2030	22	24000
江苏	2018-2021	32	70000	2022-2030	39	100000
福建	2018-2020	27	23900	2021-2030	21	22150
安徽	2019-2020	35	25250	2021-2030	30	18500

资料来源：各省发改委，华源证券研究

公司作为行业龙头，垃圾焚烧发电的收入结构也从建造为主转为运营为主。2017-2022年，公司垃圾焚烧发电的运营收入从 15.5 亿港元提高至 89 亿港元，运营服务收入占比从 14% 提升至 40.5%，2023 年上半年公司运营服务类收入达到 50%。

图 11：环保能源收入中运营服务收入占比持续提升



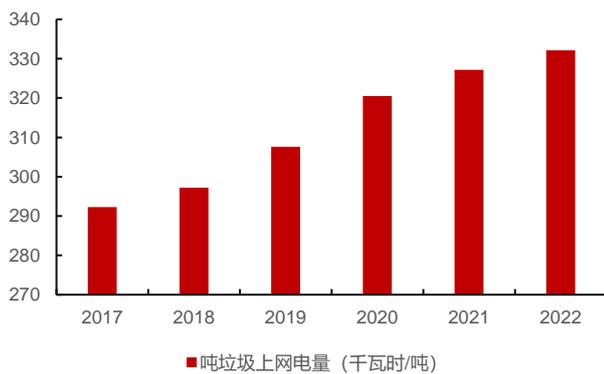
资料来源：公司公告，华源证券

2.2 抢占优势地区优质项目 运营期项目优势逐步显现

根据垃圾发电项目的收入核算模型²，抢占优势地区的优质项目将主要影响项目盈利两大指标：**上网电价和吨垃圾上网电量**。一方面经济发达地区的上网电价较高，能够在减少补贴占比的同时，提高发电收入，另一方面当地生活垃圾的热值较高，单吨垃圾发电项目的上网电量越高，能够提高发电收入，摊薄折旧成本，提高项目盈利。

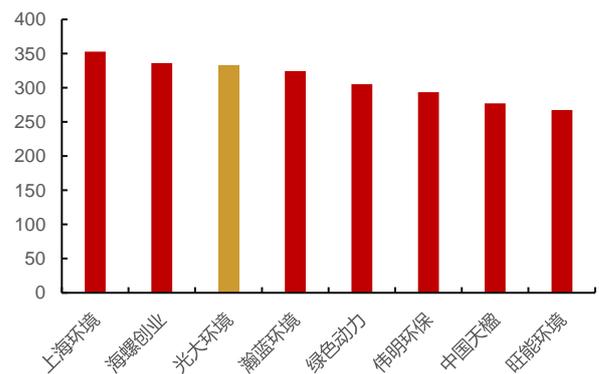
公司项目布局发达地区，垃圾发电的核心运营指标——吨垃圾上网电量，公司位于行业前列。根据公司官网介绍，截至 2021 年 6 月底，公司的垃圾焚烧产能主要集中在江苏、山东和浙江三个省份，合计占公司总产能的 67%。考虑到 2021-2022 年公司的新增项目有限，预计这三个省份始终为公司项目的主要省份，而这三个省份都具有经济发达、人口密集的特点，产生的垃圾热值高、产量大，同时公司生产设备效率更高，两者影响下，公司的吨垃圾上网电量高于其他公司。

图 12：公司吨垃圾上网电量持续增长



资料来源：公司公告，华源证券

图 13：2022 年主要公司吨垃圾上网电量指标对比

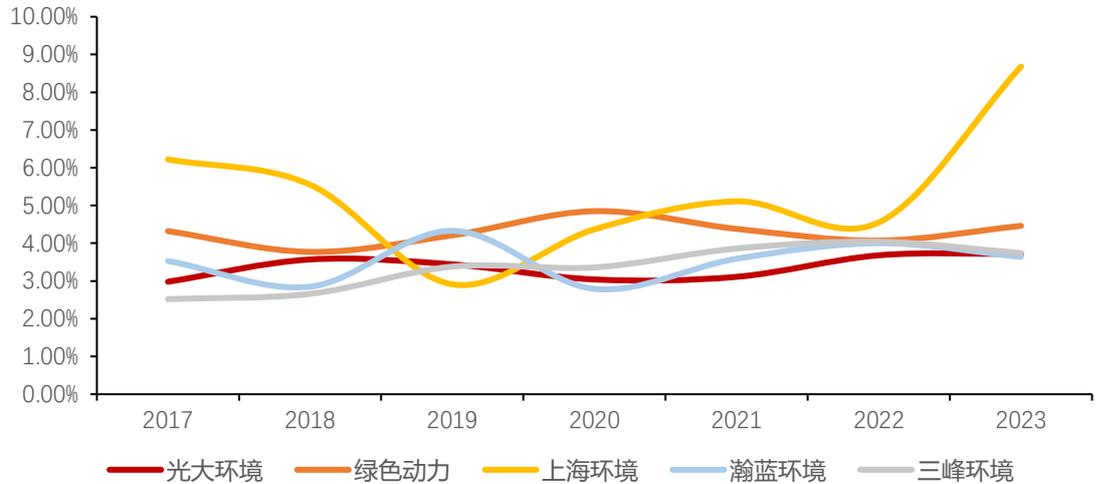


资料来源：公司公告，华源证券

除项目更为优质以外，公司的融资利率也明显低于其他公司，财务费用水平更低。公司背靠光大集团，融资渠道和融资利率明显优于行业内其他公司，2022 年公司平均存量项目的融资利率为 3.68%，明显低于同行业其他公司。

²垃圾发电项目的收入核算机制：以生活垃圾为原料的垃圾焚烧发电项目，均先按其入厂垃圾处理量折算成上网电量进行结算，每吨生活垃圾折算上网电量暂定为 280 kW·h，并执行全国统一垃圾发电标杆电价 0.65 元/kW·h（含税，下同）；其余上网电量执行当地同类燃煤发电机组上网电价（即每吨生活垃圾折算上网电量超出 280 kW·h 部分，执行当地燃煤发电标杆上网电价）

图 14：主要垃圾发电公司融资利率对比



资料来源：公司公告，ifind，华源证券

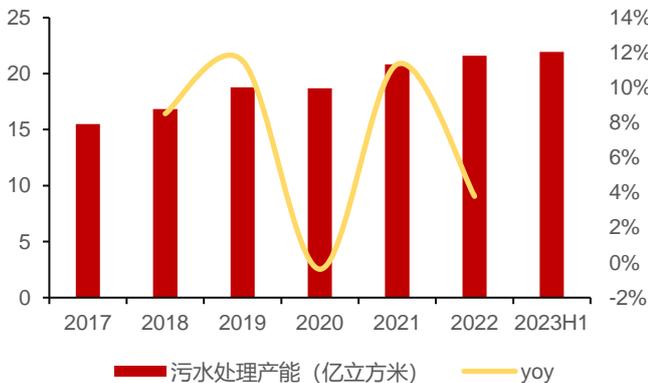
注：融资利率=财务费用/（短期借款+长期借款+应付债券+长期应收款）；2023 年融资利率为 2023 年上半年数据*2

3. 水务板块稳健向好 生物质发电迎来转机

3.1 光大水务：运营稳健 项目质量较好

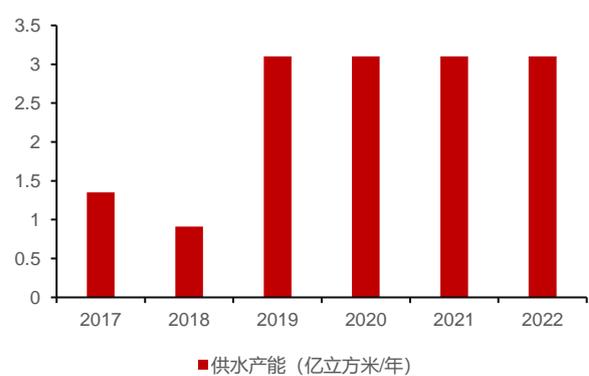
光大水务是公司下辖主营污水处理的公司，光大环境持股 72.87%。光大水务主营供水、市政污水处理、工业废水处理等，2017-2022 年公司污水处理产能从 15.5 亿立方米/年增长至 21.6 亿立方米，年均复合增长率 6.9%，供水产能从 1.35 亿立方米增长至 3.1 亿立方米/年，年均复合增长率 18.1%。截止 2023 年底，光大水务拥有市政污水处理产能 577 万吨/日，工业废水处理产能 41.6 万立方米/日，供水产能 25 万立方米/日。

图 15：公司污水处理产能持续增长



资料来源：公司公告，华源证券

图 16：公司供水产能持续增长



资料来源：公司公告，华源证券

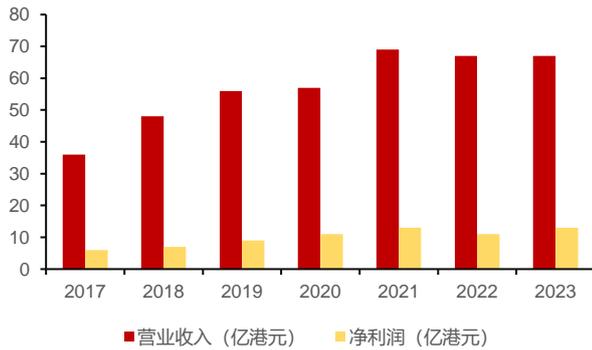
注：2019 年及以前为设计总产能，2020 年以来为投运总产能

注：供水产能为设计总产能

污水处理项目主要位于东部一二线城市，污水处理费较高。从地域分布来看，截至 2022，公司所持有的市政污水处理业务主要分布在山东、江苏、辽宁等中国东部及东北部地区，项目在一二线城市的产能占比为 64%。一般而言，东部发达成熟的污水处理费较高，抢占东部一二线城市的污水处理项目能够保障公司获得更高的收入。

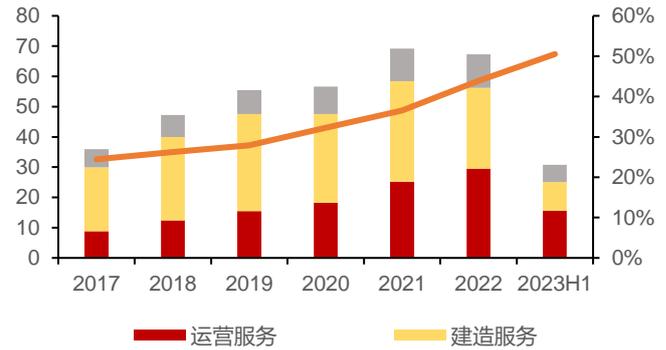
建造放缓，运营收入占比持续提升，2023 年收入占比超 50%。2021 年以来，公司污水处理产能规模增速明显放缓，近几年光大水务收入维持在 67 亿港元左右，净利润维持在 11-13 亿港元，运营较为稳健，从盈利结构来看，公司建造收入占比持续下降，运营服务收入占比持续提升，2022 年水务板块中的运营服务收入占比达到 44%，2023 年上半年达到 51%，未来随着资本开支放缓，存量项目运营服务收入占比有望进一步提升。

图 17：光大水务 2017-2023 年收入和净利润情况



资料来源：公司公告，华源证券

图 18：环保水务板块收入结构（单位：亿港元）



资料来源：公司公告，华源证券

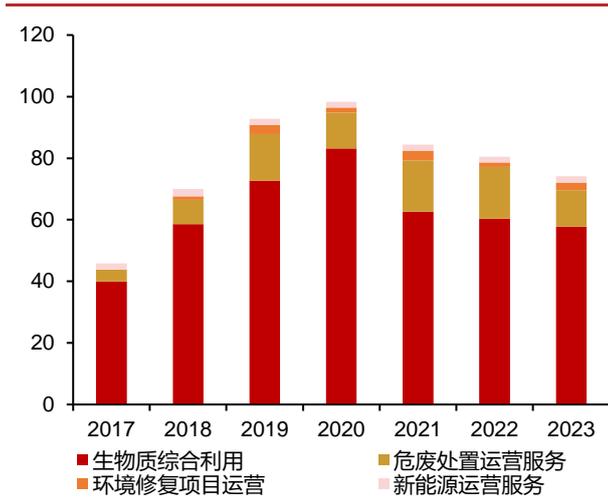
3.2 绿色环保：发展供热提高盈利 期待国补持续回款

光大绿色环保（1257.HK）是公司旗下负责绿色环保业务板块的上市平台，主营业务包括生物质综合利用、危固废处置、环境修复、新能源等领域。截至 2023 年 6 月底，公司持有光大绿色环保 69.7% 的权益。

生物质装机规模持续增长，2023 年底达 107 万千瓦。截至 2023 年 12 月底，公司共拥有 55 个生物质综合利用项目，装机容量达 106.9 万千瓦，生物质总设计处理能力达 814 万吨/年，生活垃圾总设计处理能力达约 1.16 万吨/日。除生物质综合利用外，公司还发展危固废处置、新能源发电等业务，截至 2023 年底，公司拥有 51 个危废及固废处置项目，总设计处理能力 246.6 万吨/年，拥有新能源装机规模 15 万千瓦。

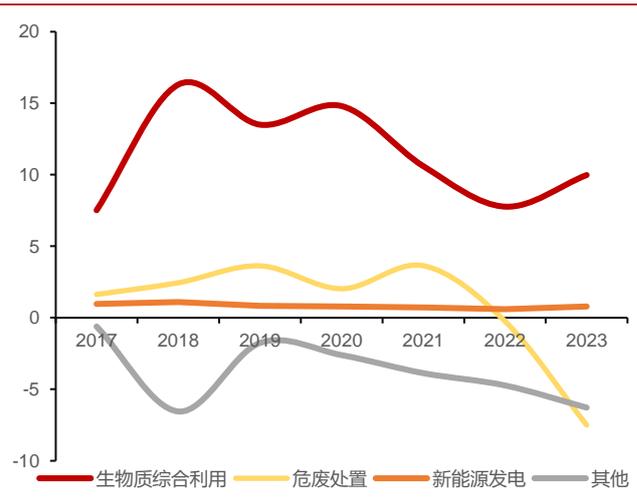
从盈利的角度来说，生物质发电是公司绿色环保板块主要的收入和利润来源。2017年以来生物质综合利用的收入占光大绿色环保的比例始终在 80%左右，在净利润方面，公司生物质综合利用的净利润维持在 10 亿港元左右。

图 19: 光大绿色环保 2017-2023 收入结构变化(单位: 亿港元)



资料来源: 公司公告, 华源证券

图 20: 光大绿色环保 2017-2023 净利润结构变化(单位: 亿港元)



资料来源: 公司公告, 华源证券

大力发展供热业务，公司生物质资产盈利能力较高。过去我国生物质利用以发电利用为主，但是由于原材料成本较高，单纯发电的盈利能力较低，因此部分生物质发电公司积极进行供热改造，将生物质发电转变为生物质热电联产，增厚公司盈利。光大绿色环保也积极进行生物质机组一体化发展，拓展供热业务，从 2017 年到 2022 年，公司蒸汽供应量从 17 万吨增长至 242 万吨。

应收账款余额 79 亿港元，若国补加快发放将大幅改善公司现金流水平。截至 2023 年底，光大绿色环保拥有应收账款及票据余额 79 亿港元，相当于 2023 年收入的 105%，严重影响公司的现金流水平，2022 年公司调整后经营活动产生的现金流净额（将合约资产调整至投资性现金流）仅为 10 亿元。

生物质发电行业原材料成本较高，导致多数生物质发电企业处于亏损状态，根据中国再生资源回收利用协会农林废弃物分会的数据，最近 10 年，我国从事生物质能开发利用的企业，尤其生物质能发电或热电联产企业，半数以上微利甚至亏损，而国家补贴的拖欠进一步恶化生物质发电企业的经营情况。

期待生物质国补欠款陆续发放，改善生物质企业的现金流状况。2024 年 3 月 12 日，光大绿色环保公告收到国补结算 15.34 亿元人民币，其中 13.77 亿元已到账，意味着 2024 年首批国补发放已经兑现，未来如果国家欠补进一步回款，公司现金流水平将大幅改善。

4. 盈利预测及估值

我们假设垃圾焚烧项目未来三年吨上网电量分别为 337、340、340 千瓦时/吨，建造毛利率分别为 20%、21%、22%，运营毛利率分别为 41%、42%、43%。假设绿色环保建造毛利约 20%，环境修复毛利约 30%，未来三年毛利率为 25%、25%、26%。假设光大水务未来三年综合毛利率为 42%、42%、42%。

预计公司 2023-2025 年分别实现营业收入 374.75、360.02、366.50 亿港元，同比增长率为 1%、-4%、2%，实现归母净利润分别为 40.9、41.15、42.5 亿港元，同比增长率为 -11.1%、0.6%、3.3%。当前股价对应的 PE 分别为 4.5、4.5、4.4 倍。

公司估值水平仅为可比公司 50%，考虑公司历史分红率，假设 2023-2025 年分红率为 30%，则 2023-2025 年公司股息率分别为 6.6%、6.7%、6.8%，公司股息率价值凸显，首次覆盖给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值（粤丰环保和光大环境单位为港币，其余为人民币）

公司名称	市值 (亿元)		归母净利润 (亿元)			PE		
	2024/3/25	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
粤丰环保	95	11.52	13.4	15.6	8	7	6	
盈峰环境	157	8.52	10.41	12.75	18	15	12	
三峰环境	130	13.11	14.73	16.55	10	9	8	
平均值					12	10	9	
光大环境	186	40.9	41.15	42.5	4.5	4.5	4.4	

资料来源：ifind，华源证券，可比公司估值来源于 ifind 一致预期。

风险提示： 1) 项目进展不及预期；2) 补贴政策变动；3) 行业竞争加剧。

表 4：光大环境预测利润表（单位：港币，百万元）

	2019	2020	2021	2,022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入	37,558	42,926	49,895	37,321	37,475	36,002	36,650	38,447	40,435
营业成本	26,100	28,823	33,432	22,957	24,736	23,074	23,216	24,496	26,039
毛利	11,458	14,104	16,463	14,365	12,739	12,928	13,434	13,951	14,396
其他经营净收益	766	717	917	1,170	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
其他收入及收益,净额	-30	-622	-623	-1,293	-200	-100	-100	-100	-100
管理费用	-2,366	-2,753	-3,531	-3,642	-3,642	-3,642	-3,642	-3,642	-3,642
营业利润	9,827	11,447	13,227	10,600	9,897	10,186	10,692	11,209	11,654
财务费用	-1,831	-2,279	-3,079	-3,488	-3,788	-4,088	-4,388	-4,688	-4,988

应占联营公司损益	19	11	91	37	10	10	10	10	10
应占共同控制实体损益	248	208	82	114	150	200	200	200	200
除税前溢利	8,264	9,387	10,321	7,263	6,269	6,308	6,514	6,731	6,875
所得税	-1,896	-2,160	-2,200	-1,748	-1,442	-1,451	-1,499	-1,549	-1,582
净利润(含少数股东权益)	6,368	7,227	8,120	5,515	4,826	4,856	5,015	5,182	5,293
净利润(不含少数股东权益)	5,203	6,016	6,804	4,602	4,090	4,115	4,250	4,392	4,486
少数股东损益	1,165	1,211	1,316	841	736	741	765	791	808

资料来源: ifind, 华源证券

表 5: 光大环境预测资产负债表 (单位: 港币, 百万元)

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
非流动资产合计	89,142	19,752	51,006	144,612	53,996	60,100	64,779	69,458	74,138
固定资产	5,395	7,114	9,931	9,851	9,851	9,851	9,851	9,851	9,851
无形资产	18,402	24,927	30,475	30,795	40,019	45,913	50,381	54,850	59,321
商誉	1,909	2,017	2,354	1,561	1,561	1,561	1,561	1,561	1,561
于联营公司之权益	381	496	607	593	603	613	623	633	643
于合营公司之权益	1,164	1,012	811	966	1,116	1,316	1,516	1,716	1,916
合约资产-非流动资产	58,900	79,620	101,971	96,984	96,984	96,984	96,984	96,984	96,984
融资租赁应收款项	15	16	15	13	13	13	13	13	13
其他金融资产-非流动资产	510	717	143	198	198	198	198	198	198
其它应收、按金及预付款项	2,301	3,588	4,077	3,106	3,106	3,106	3,106	3,106	3,106
递延税项资产-非流动资产	165	247	441	376	376	376	376	376	376
投资性房地产				169	169	169	169	169	169
流动资产合计	30,210	38,435	49,230	45,986	52,373	58,740	65,265	71,958	78,762
存货	824	1,059	1,259	1,014	1,014	1,014	1,014	1,014	1,014
合约资产-流动资产	8,804	12,467	11,908	12,446	12,446	12,446	12,446	12,446	12,446
应收及其他应收, 按金和预付款	8,278	13,201	20,138	20,476	20,476	20,476	20,476	20,476	20,476
可收回税款		1	96	44	44	44	44	44	44
应收融资租赁-流动资产	1	0	1	1	1	1	1	1	1
已抵押银行存款-流动资产	538	838	554	1,164	1,164	1,164	1,164	1,164	1,164
已抵押银行存款及受限制				222	222	222	222	222	222
现金-流动资产									
定期存款	22	8	4	28	28	28	28	28	28
货币资金	11,743	10,861	15,047	10,591	16,978	23,345	29,870	36,563	43,367
总资产	119,351	158,187	200,236	190,598	206,369	218,840	230,044	241,416	252,900
流动负债合计	24,672	28,906	39,769	42,813	42,813	42,813	42,813	42,813	42,813
短期借款	10,468	10,499	13,941	20,178	20,178	20,178	20,178	20,178	20,178
应付账款, 应付负债及其他	14,012	18,194	25,637	22,438	22,438	22,438	22,438	22,438	22,438
应付款									
应交税费	192	213	191	197	197	197	197	197	197
非流动负债合计	49,953	73,737	96,125	85,186	96,131	103,745	109,934	116,124	122,315
长期借款	42,712	64,480	85,185	74,546	85,491	93,106	99,295	105,484	111,675

其他应付款项	704	918	839	534	534	534	534	534	534
递延税项负债	6,538	8,339	10,101	10,106	10,106	10,106	10,106	10,106	10,106
总负债	74,625	102,643	135,894	127,999	138,944	146,558	152,747	158,937	165,128
股东权益合计(含少数股东权益)	44,727	55,545	64,342	62,599	67,425	72,282	77,296	82,479	87,772
股东权益合计(不含少数股东权益)	36,347	45,062	51,778	47,374	51,464	55,580	59,829	64,221	68,707
股本	17,330	17,330	17,330	-	-	-	-	-	-
储备	19,017	27,733	34,448						
永续债				3,455	3,455	3,455	3,455	3,455	3,455
少数股东权益	8,380	10,483	12,565	11,769	12,506	13,246	14,012	14,802	15,610

资料来源: ifind, 华源证券

表 6: 光大环境预测现金流量表 (单位: 港币, 百万元)

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
除税前净利	8,264	9,387	10,321	7,263	6,269	6,308	6,514	6,731	6,875
物业、厂房及设备折旧	312	385	507	622	706	706	706	706	706
资产使用权的折旧-经营活动	46	60	70	70	-	-	-	-	-
无形资产摊销	505	741	1,050	979	1,015	1,015	1,015	1,015	1,015
财务费用	1,831	2,279	3,079	3,488	3,788	4,088	4,388	4,688	4,988
营运资本变动现金流量	-17,297	-21,688	-15,889	-12,203	-	-	-	-	-
其他	-1,148	651	-887	-1,396	-1,602	-1,661	-1,709	-1,759	-1,792
经营活动产生的现金流量净额	-7,487	-8,185	-1,749	-1,176	10,175	10,455	10,914	11,381	11,792
购买无形资产	-6,016	-5,635	-1,224	-1,621					
购买物业、厂房及设备及预付 租赁土地款项	-630	-1,487	-2,000	-1,500					
其他	1,126	-1,124	-2,329	-2,088	-10,945	-7,615	-6,189	-6,190	-6,191
投资活动产生的现金流量净额	-5,520	-8,246	-5,553	-5,209	-10,945	-7,615	-6,189	-6,190	-6,191
发行公司债券所得款	804	2,532	2,000	2,500	-	-	-	-	-
银行借贷所得款	22,768	33,276	26,987	-17,394	10,945	7,615	6,189	6,190	6,191
偿还银行借贷、公司债、 REITS、应付票据等	-8,676	-16,377	-	-	-	-	-	-	-
其他	-2,122	-4,465	-4,894	-4,885	-3,788	-4,088	-4,388	-4,688	-4,988
筹资活动产生的现金流量净额	12,774	14,966	24,093	-19,779	7,156	3,527	1,800	1,501	1,202
现金及现金等价物净增加额	-233	-1,465	16,791	-26,164	6,387	6,367	6,525	6,693	6,804
期初现金及现金等价物余额	12,136	11,743	10,862	27,653	10,591	16,978	23,345	29,870	36,563
汇率变动对现金的影响	-159	584	-	-	-	-	-	-	-
期末现金及现金等价物余额	11,744	10,862	27,653	10,591	16,978	23,345	29,870	36,563	43,367

资料来源: ifind, 华源证券

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度, 专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独

立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 liruixue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziquiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 ： 沪深 300 指数