

2024年07月23日

买入 (维持)

证券分析师

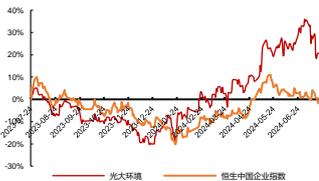
查浩
S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com

邹佩轩
S1350524070004
zoupeixuan01@huayuanstock.com

刘晓宁
S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

联系人

市场表现:



光大环境 (0257.HK)

——自由现金流有望迎来转正, 建议关注低协方差行情扩散下的固废投资机会

投资要点:

- **事件:** 公司近期股价波动较大。
- **在建项目持续减少, 垃圾发电行业进入存量运营期, 公司 2023 年运营服务收入占比超过 50%。** 随着过去 20 年以光大环境为首的垃圾发电集团持续扩张产能, 我国大中城市的垃圾焚烧能力趋近饱和, 大型优质新建项目持续减少, 根据北极星固废网统计, 2024 年上半年垃圾焚烧发电特许经营累计开标 10 个, 与 2023 年同期开标 27 个项目相比, 数量下滑 63%, 建设规模下滑 77%。十四五期间垃圾焚烧行业将进入存量项目运营期, 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, 2023 年公司运营服务收入占比首次超过 50%, 达到 58.4%。
- **资本开支下降, 公司自由现金流有望转正。** 根据 BOT 业务的会计计量规则, 公司在项目的建造阶段确认建造收入, 因此可以近似将当年建造收益看作年度资本开支。根据公司公告, 2021-2023 年公司建造服务收益分别为 268.4/131.6/74.9 亿港元, 2023 年资本开支大幅下降, 考虑到公司在建项目较少, 预计十四五后期公司资本开支将进一步减少。而从经营活动现金流来看, 香港会计准则将与 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, 若将其进行调整, 2023 年公司调整后的经营活动现金流量净额超过 70 亿港元, 公司今年自由现金流预计将迎来转正。
- **国补欠款规模较大, 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 年底, 公司应收账款及票据 200 亿港元, 预计其中较大比例为国补欠款, 若陆续回收, 公司的现金流水平将进一步好转。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 (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。
- **随着国内外宏观环境的变化, 我们分析市场对风险的重新定价或为未来一段时间板块轮动的核心驱动力, 低协方差且长长期资产有望持续占优。** 垃圾焚烧发电盈利稳定性较高, 公司整体年化 ROE 维持在 10% 左右, 受经济影响较小, 而且项目特许经营期满后主流方式预计将为委托运营, 基本符合低协方差且长长期资产定义, 而且随着在建项目减少, 自由现金流转正, 公司利润和现金流将更为匹配, 建议关注低协方差行业扩散下固废行业的投资机会。**另外从股息率的角度来看,** 公司年均分红率维持在 30% 左右, 当前 2024-2026 年的股息率维持在 5.7%、5.9%、6.2%, 建议关注股息价值。
- **盈利预测与估值:** 考虑到建造收入下滑, 我们下调公司 2024-2026 年归母净利润预测分别为 41.4、43.1、44.9 亿港元 (下调前分别为 45.73、47.15、48.4 亿港元), 当前股价对应的 PE 分别为 5.3、5.1、4.9 倍。假设 2024-2026 年分红率维持 30%, 则 2024-2026 年公司股息率分别为 5.7%、5.9%、6.2%, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 项目投产进度不及预期, 补贴政策变动

股票数据: 2024年7月19日

收盘价 (港元)	3.56
一年内最高/最低 (港元)	4.08/2.28
总市值 (亿港元)	219

基础数据: 2023年12月31日

总股本 (亿股)	61.43
总资产 (亿港元)	1892
净资产 (亿港元)	655
每股净资产 (港元)	7.84
市净率 PB	0.45

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万港元)	37750	32500	30593	29024	27841
同比增长率 (%)	-24.89%	-13.91%	-5.87%	-5.13%	-4.08%
归母净利润 (百万港元)	4602	4429	4139	4313	4490
同比增长率 (%)	-32.35%	-3.70%	-6.56%	4.19%	4.12%
每股收益 (港元/股)	0.75	0.72	0.67	0.70	0.73
毛利率 (%)	39.18%	43.75%	45.82%	48.98%	51.82%
ROE (%)	9.71%	9.20%	8.11%	7.98%	7.85%
市盈率	4.75	4.94	5.28	5.07	4.87

表 1：光大环境预测利润表（单位：亿港元）

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	430.7	502.6	377.5	325.0	305.9	290.2	278.4
主营业务收入	429.3	499.0	373.2	320.9	301.8	286.1	274.3
其他营业收入	1.5	3.7	4.3	4.1	4.1	4.1	4.1
营业总支出	317.0	373.5	272.0	220.2	204.4	184.7	169.2
营业成本	288.2	334.3	229.6	182.8	165.7	148.1	134.1
营业开支	28.8	39.2	42.5	37.4	38.6	36.6	35.1
营业利润	113.7	129.1	105.5	104.7	101.6	105.5	109.2
加：利息收入	1.0	1.3	1.7	1.2	1.2	1.2	1.2
减：利息支出	22.6	30.7	34.9	35.3	36.7	37.9	38.6
加：权益性投资损益	2.2	1.7	1.5	1.4	1.4	1.4	1.4
其他非经营性损益	-3.4	-2.3	-0.8	-6.2	-6.2	-6.2	-6.2
非经常项目前利润	90.9	99.1	73.0	65.9	61.3	64.1	66.9
加：非经常项目损益	3.0	4.1	-0.4	5.4	5.4	5.4	5.4
除税前利润	93.9	103.2	72.6	71.2	66.7	69.5	72.3
减：所得税	21.6	22.0	17.5	18.3	17.1	17.9	18.6
少数股东损益	12.1	13.2	9.1	8.7	8.1	8.5	8.8
持续经营净利润	60.2	68.0	46.0	44.3	41.4	43.1	44.9
加：非持续经营净利润							
其他特殊项							
净利润	60.2	68.0	46.0	44.3	41.4	43.1	44.9
减：优先股利及其他调整项							
归属普通股股东净利润	60.2	68.0	46.0	44.3	41.4	43.1	44.9

资料来源：wind，华源证券研究

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 lirui xue@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@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 : 恒生中国企业指数