

2024年08月28日

## 光大环境 (0257.HK)

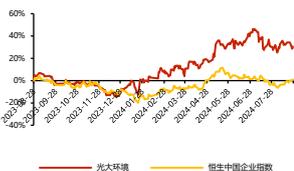
买入 (维持)

——业绩符合预期，自由现金流预估转正

## 证券分析师

查浩  
S1350524060004  
zhahao@huayuanstock.com刘晓宁  
S1350523120003  
liuxiaoning@huayuanstock.com蔡思  
S1350524070005  
caisi@huayuanstock.com联系人  
蔡思  
S1350524070005  
caisi@huayuanstock.com

## 市场表现:



## 相关研究

## 股价数据: 2024年8月27日

收盘价 (港元)	3.58
年内最高/最低 (港元)	4.08/2.28
总市值 (亿港元)	220
市净率 PB	0.44
基础数据: 2024年6月30日	
总股本 (亿股)	61.43
总资产 (亿港元)	1895
净资产 (亿港元)	677
每股净资产 (港元)	8.14

## 投资要点:

- 事件: 1) 公司发布 2024 年半年报, 2024 年上半年公司实现营业收入 161.4 亿港元, 同比下滑 4.2%, 实现归母净利润 24.5 亿港元, 同比下滑 11.9%, 符合我们预期。2) 公司发布中期分红公告, 拟发放中期股息 0.14 港元/股, 与去年同期相同, 占上半年归母净利润的比例为 35.1%, 较去年同期提高 4 个百分点。
- 资本开支减少, 建造收入下降, 公司业绩有所下降。2024 年上半年公司实现营收 161.4 亿港元, 其中建造服务收入 35.8 亿港元, 占比 23%, 运营服务收入 94.6 亿港元, 占比 61%, 财务收入 25.7 亿港元, 占比 16%, 与去年同期相比, 建造服务收入下降较为明显, 主因能源环保 (即垃圾焚烧) 部分的建造收入大幅下降。在毛利端, 2024 年上半年公司毛利率为 38.7%, 较去年同期减少 5.4 个百分点, 预计主要为建造业务毛利率下降明显。在费用端, 公司 2024 年上半年降费效果明显, 财务费用同比减少 2 亿港元, 管理费用同比减少 2.4 亿港元, 费用率整体下降 1.9 个百分点, 综合影响下, 公司上半年归母净利润 24.5 亿港元, 同比下降 12%。但是值得强调的是, 由于建造收入仅为会计准则的调整, 实际不带来现金流入, 所以公司上半年现金流实际进一步好转。
- 上半年中期股息与去年同期持平, 体现公司重视股东回报。在半年报发布的同时, 公司同时发布中期分红公告, 计划发放中期股息 0.14 港元/股, 绝对值与去年同期持平, 股利支付率同比提升 4 个百分点, 达到 35.1%。假设公司全年分红率 30%-35%, 当前公司股息率 5.7%-6.7%, 股息价值凸显。
- 资本开支下降, 上半年公司自由现金流预估转正。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, 2022-2023 年公司建造服务收益分别为 132.1/76.8 亿港币, 2024 年 H1 为 35.8 亿港币, 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, 今年上半年公司自由现金流预估已经转正。
- 国补欠款规模较大, 若陆续回收, 公司现金流将进一步好转。公司在过去经营过程中形成大量的应收账款, 截至 2024 年 6 月底, 公司应收账款及票据 214 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。
- 盈利预测与评级: 我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测分别为 41.4、43.1、44.9 亿港元, 当前股价对应的 PE 分别为 5.2、5、4.8 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%、6%、6.2%, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 项目投产进度不及预期, 补贴政策波动

## 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	4.70	4.88	5.22	5.01	4.82

## 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