

光大环境 (00257.HK)

2024 年中报点评：自由现金流转正，中期派息比例提至 35%

2024 年 08 月 29 日

买入 (维持)

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001  
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 陈孜文

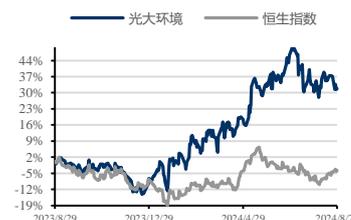
执业证书：S0600523070006  
chenzw@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值         | 2022A   | 2023A   | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|-----------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万港元)    | 37750   | 32495   | 30966  | 29824  | 29744  |
| 同比(%)           | (24.89) | (13.92) | (4.71) | (3.69) | (0.27) |
| 归母净利润 (百万港元)    | 4602    | 4429    | 4180   | 4301   | 4476   |
| 同比(%)           | (32.37) | (3.75)  | (5.62) | 2.89   | 4.07   |
| EPS-最新摊薄 (港元/股) | 0.75    | 0.72    | 0.68   | 0.70   | 0.73   |
| P/E (现价&最新摊薄)   | 4.71    | 4.90    | 5.19   | 5.04   | 4.84   |

投资要点

- **事件**：2024H1 公司实现主营业收入 156.12 亿港元，同比-4%，归母净利润 24.54 亿港元，同比-12%。
- **2024H1 运营和财务收入占比提至 77%，经营指标稳健增长**。2024H1 随着固废领域在建规模的下降，公司建造收入 35.8 亿港元 (-13%，下同)，占主营业收入 23% (-2pct)，运营收入 94.6 亿港元 (-0.3%)，占主营业收入 61% (+3pct)，财务收入 25.7 亿港元 (-4%)，占主营业收入 16% (-1pct)，运营和财务收入占比提升，盈利结构进一步优化。公司运营指标保持稳健增长，业绩下滑主要受建造非现金收入下降的影响，**①环保能源**：2024H1 环保能源板块运营收入 48.6 亿港元 (+7%)，生活垃圾处理量 2598 万吨 (+9%)，上网电量 84 亿度 (+6%)，2 个垃圾发电项目获批调增处理费。**②绿色环保**：2024H1 垃圾处理量 206 万吨 (+16%)，生物质原材料处理量 388 万吨 (+4%)，危固废处置量 25 万吨 (+33%)，蒸汽供应量 171 万吨 (+22%)，上网电量 33 亿度 (+3%)。**③环保水务**：2024H1 污水处理量 8.35 亿 m<sup>3</sup> (-1%)，中水供应量约 2200 万 m<sup>3</sup> (+4%)，光大水务旗下 2 个污水处理厂获批上调水价，幅度介于 11%~31%。
- **加强应收管控，回款加速**。公司应收账款回款率从 2023H1 的 79% 提高到 2024H1 的 85%，2024 年 3 月，绿色环保板块的 16 个项目取得了 15.34 亿元生物质国补回款，2024 年 7 月，垃圾焚烧和绿色环保生物质板块取得 2.4 亿元的国补回款。
- **2024H1 自由现金流转正，中期派息比例提至 35%**。2024H1 还原后真实的经营性现金流净额 37.50 亿港元，资本开支 27.79 亿港元，自由现金流 9.71 亿港元，实现首次转正。24H1 每股中期股息 14 港仙，同比持平，分红比例同比提升 4pct 至 35%。
- **固废龙头建造高峰已过，运营增长主导业绩稳定，资本开支下降自由现金流转正逻辑兑现中**。固废龙头规模领先，截至 2024H1 公司环保能源和绿色环保板块在手垃圾焚烧规模 15.89 万吨/日居全球首位，其中环保能源板块垃圾焚烧项目已投运 13.80 万吨/日，在建 0.57 万吨/日。经营效率同业领先，2024H1 垃圾发电项目入炉吨发 446 度/吨，综合厂用电率 15% (同比持平)；供热供汽量同比增长超 60%，提供增量收益。建造下滑影响 2022 年已集中消化，运营项目积累夯实业绩基础。2024H1 自由现金流首次转正，内生分红能力提升。2017 年以来公司分红比例维持 30%+，股息率(TTM) 6.2%，PB 0.4，对应 2024 年 PE 5 倍，对标海外龙头 WM 分红及估值存较大提升空间。(估值日期：2024/8/29)
- **盈利预测与投资评级**：固废龙头盈利结构优化，自由现金流转正，有望迎来估值修复。考虑公司建设收入下降节奏，我们将 2024-2026 年归母净利润预测从 44.68/45.64/46.97 亿港元下调至 41.80/43.01/44.76 亿港元，对应 5/5/5 倍 PE，维持“买入”评级。
- **风险提示**：应收账款延长，资本开支超预期上行，资产减值风险等。

股价走势



市场数据

|              |           |
|--------------|-----------|
| 收盘价(港元)      | 3.53      |
| 一年最低/最高价     | 2.33/4.08 |
| 市净率(倍)       | 0.43      |
| 港股流通市值(百万港元) | 21,684.70 |

基础数据

|           |          |
|-----------|----------|
| 每股净资产(港元) | 8.14     |
| 资产负债率(%)  | 64.27    |
| 总股本(百万股)  | 6,142.98 |
| 流通股本(百万股) | 6,142.98 |

相关研究

《光大环境(00257.HK): 2023 年业绩公告点评：收入结构持续优化，自由现金流转正在即》

2024-03-30

《光大环境(00257.HK): 2023 年中期业绩点评：运营收入占比持续提升，发力市场拓展&经营提效》

2023-09-01

光大环境三大财务预测表

| 资产负债表 (百万港元)   |                   |                   |                   |                   | 利润表 (百万港元)      |                  |                  |                  |                  |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
|                | 2023A             | 2024E             | 2025E             | 2026E             |                 | 2023A            | 2024E            | 2025E            | 2026E            |
| <b>流动资产</b>    | <b>47,153.15</b>  | <b>52,506.15</b>  | <b>53,047.90</b>  | <b>54,963.12</b>  | <b>营业总收入</b>    | <b>32,495.24</b> | <b>30,965.63</b> | <b>29,824.36</b> | <b>29,744.19</b> |
| 现金及现金等价物       | 8,433.22          | 14,348.67         | 16,594.85         | 19,438.53         | 营业成本            | 18,278.92        | 17,297.62        | 16,100.31        | 15,736.68        |
| 应收账款及票据        | 19,980.32         | 19,100.37         | 18,387.08         | 17,781.31         | 销售费用            | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 存货             | 894.63            | 846.60            | 788.00            | 770.20            | 管理费用            | 3,149.35         | 2,903.26         | 2,763.36         | 2,755.83         |
| 其他流动资产         | 17,844.98         | 18,210.52         | 17,277.97         | 16,973.08         | 研发费用            | 79.39            | 70.29            | 64.72            | 64.55            |
| <b>非流动资产</b>   | <b>142,029.68</b> | <b>142,975.02</b> | <b>143,292.60</b> | <b>143,403.80</b> | 其他费用            | 593.77           | 600.00           | 600.00           | 600.00           |
| 固定资产           | 8,772.81          | 8,821.67          | 8,770.58          | 8,624.55          | <b>经营利润</b>     | <b>10,473.20</b> | <b>10,094.46</b> | <b>10,295.97</b> | <b>10,587.14</b> |
| 商誉及无形资产        | 32,620.26         | 33,426.75         | 33,705.41         | 33,872.64         | 利息收入            | 119.46           | 126.50           | 179.36           | 190.84           |
| 长期投资           | 1,654.46          | 1,694.46          | 1,734.46          | 1,774.46          | 利息支出            | 3,527.79         | 3,561.17         | 3,639.92         | 3,649.04         |
| 其他长期投资         | 332.37            | 382.37            | 432.37            | 482.37            | 其他收益            | 59.61            | 65.56            | 80.49            | 81.96            |
| 其他非流动资产        | 98,649.78         | 98,649.78         | 98,649.78         | 98,649.78         | <b>利润总额</b>     | <b>7,124.48</b>  | <b>6,725.34</b>  | <b>6,915.89</b>  | <b>7,210.90</b>  |
| <b>资产总计</b>    | <b>189,182.82</b> | <b>195,481.18</b> | <b>196,340.51</b> | <b>198,366.93</b> | 所得税             | 1,827.33         | 1,724.96         | 1,773.83         | 1,853.20         |
| <b>流动负债</b>    | <b>41,184.88</b>  | <b>40,255.58</b>  | <b>39,245.57</b>  | <b>38,987.02</b>  | <b>净利润</b>      | <b>5,297.15</b>  | <b>5,000.38</b>  | <b>5,142.06</b>  | <b>5,357.70</b>  |
| 短期借款           | 23,118.42         | 23,118.42         | 23,118.42         | 23,118.42         | 少数股东损益          | 867.99           | 820.06           | 840.73           | 881.34           |
| 应付账款及票据        | 12,261.76         | 11,609.14         | 10,805.58         | 10,561.53         | <b>归属母公司净利润</b> | <b>4,429.16</b>  | <b>4,180.32</b>  | <b>4,301.33</b>  | <b>4,476.35</b>  |
| 其他             | 5,804.70          | 5,528.02          | 5,321.57          | 5,307.07          | EBIT            | 10,393.81        | 10,094.46        | 10,295.97        | 10,587.14        |
| <b>非流动负债</b>   | <b>82,474.72</b>  | <b>87,474.72</b>  | <b>86,974.72</b>  | <b>86,674.72</b>  | EBITDA          | 12,569.50        | 12,239.12        | 12,468.39        | 12,765.94        |
| 长期借款           | 71,505.73         | 76,505.73         | 76,005.73         | 75,705.73         |                 |                  |                  |                  |                  |
| 其他             | 10,969.00         | 10,969.00         | 10,969.00         | 10,969.00         |                 |                  |                  |                  |                  |
| <b>负债合计</b>    | <b>123,659.60</b> | <b>127,730.30</b> | <b>126,220.29</b> | <b>125,661.74</b> |                 |                  |                  |                  |                  |
| 股本             | 17,329.54         | 17,329.54         | 17,329.54         | 17,329.54         | <b>主要财务比率</b>   | <b>2023A</b>     | <b>2024E</b>     | <b>2025E</b>     | <b>2026E</b>     |
| 少数股东权益         | 17,382.33         | 18,202.40         | 19,043.12         | 19,924.46         | 每股收益(港元)        | 0.72             | 0.68             | 0.70             | 0.73             |
| 归属母公司股东权益      | 48,140.89         | 49,548.48         | 51,077.09         | 52,780.72         | 每股净资产(港元)       | 10.67            | 11.03            | 11.41            | 11.84            |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>189,182.82</b> | <b>195,481.18</b> | <b>196,340.51</b> | <b>198,366.93</b> | 发行在外股份(百万股)     | 6,142.98         | 6,142.98         | 6,142.98         | 6,142.98         |
|                |                   |                   |                   |                   | ROIC(%)         | 4.87             | 4.58             | 4.55             | 4.62             |
|                |                   |                   |                   |                   | ROE(%)          | 9.20             | 8.44             | 8.42             | 8.48             |
|                |                   |                   |                   |                   | 毛利率(%)          | 43.04            | 43.40            | 45.27            | 46.36            |
|                |                   |                   |                   |                   | 销售净利率(%)        | 13.80            | 13.68            | 14.62            | 15.26            |
|                |                   |                   |                   |                   | 资产负债率(%)        | 65.37            | 65.34            | 64.29            | 63.35            |
|                |                   |                   |                   |                   | 收入增长率(%)        | (13.92)          | (4.71)           | (3.69)           | (0.27)           |
|                |                   |                   |                   |                   | 净利润增长率(%)       | (3.75)           | (5.62)           | 2.89             | 4.07             |
|                |                   |                   |                   |                   | P/E             | 4.90             | 5.19             | 5.04             | 4.84             |
|                |                   |                   |                   |                   | P/B             | 0.33             | 0.32             | 0.31             | 0.30             |
|                |                   |                   |                   |                   | EV/EBITDA       | 8.10             | 8.74             | 8.36             | 7.92             |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2024年8月28日的0.91,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>