

研究所：

证券分析师：

 王宁 S0350522010001  
 wangn02@ghzq.com.cn

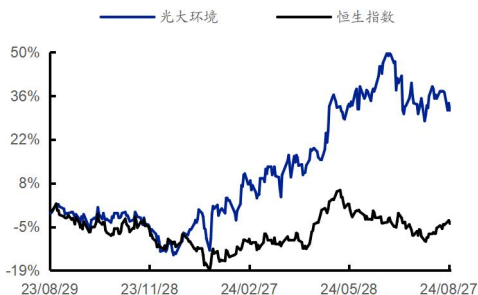
证券分析师：

 张婉姝 S0350522010003  
 zhangws@ghzq.com.cn

## 运营收入占比提升，应收账款加速回流

### ——光大环境（00257）点评报告（港股美股）

最近一年走势



相对恒生指数表现

2024/08/29

表现	1M	3M	12M
光大环境	-1.1%	-0.6%	31.7%
恒生指数	3.2%	-3.7%	-3.8%

市场数据

2024/08/29

当前价格（港元）	3.53
52周价格区间（港元）	2.33-4.08
总市值（百万港元）	21,684.70
流通市值（百万港元）	21,684.70
总股本（万股）	614,297.53
流通股本（万股）	614,297.53
日均成交额（百万港元）	41.19
近一月换手（%）	5.31

相关报告

《光大环境（00257）深度报告：现金流拐点已至，分红率持续高位（增持）\*环境治理\*王宁，张婉姝》  
 ——2024-08-14

### 事件：

2024年8月26日，光大环境发布2024年中期业绩：2024年上半年，公司实现营业收入156.12亿港元，同比下降4%；实现归母净利润24.54亿港元，同比下降12%；董事会宣布派发截至2024年6月30日止六个月之中期股息每股14港仙，较去年同期持平；派息率为35%，同比提升4pct。

### 投资要点：

- 运营收入占比提升，收入结构优化。**2024年上半年，公司运营服务收益、建造服务收益和财务收入分别为94.6亿港元、35.8亿港元和25.7亿港元，占总营收比例分别为61%、23%和16%，建造收入占比较2023年同期下降2%，运营服务收益占比上升2%，运营服务收益占比进一步提升，公司逐步迈入运营阶段。
- 核心业务指标稳中有升。**2024年上半年，公司生活垃圾处理量达2800万吨，同比增加9%；农林废弃物处理量约390万吨，同比增长4%；发电量约136亿千瓦时，同比增长5%，供热供汽量同比增长逾60%；污水及垃圾发电项目渗滤液处理量约8.4亿立方米，与去年同期基本持平；环保装备外销合同额较2023年上半年增加9%。
- 积极拓展市场，稳居行业龙头。**2024年上半年，公司共落实新投资项目8个，投资总额约16.11亿元，涉及污水处理、生物质综合利用、零碳园区建设、储能等领域；新增合同金额约3.92亿元，新增业务涵盖环境修复、技术咨询、工程咨询、设备供货、电池回收与再利用等类别。截至2024年6月30日，公司投资落实的环保项目共600个，总投资约1,622.72亿元，其中垃圾发电项目191个（含委托运营项目），设计日处理生活垃圾15.89万吨。
- 投运项目占比高，新增项目较少。**1) 环保能源：截至2024.6.30，该板块共投资落实281个项目，总投资额约983.24亿元，另承接2个委托运营项目、2个EPCO项目；项目设计规模合计处理生活垃圾约5378万吨/年，其中，已投运项目规模约5037万吨/年，在建项目规模约208.05万吨/年。2024H1，环保能源新增开工项目5个，设计生活垃圾处理规模1000吨/日，餐厨垃圾处理规模375吨/日；建成投运项目11个，设计处理生活垃圾3700吨/日，处理餐厨垃圾

425 吨/日。2) 光大水务: 截至 2024.6.30, 该板块共投资落实 169 个项目, 总投资额约 321.51 亿元, 另承接 7 个委托运营项目, 3 个 EPCO 项目; 项目设计规模为年处理污水 23.73 亿立方米, 年供中水 1.15 亿立方米, 年供水 3.1 亿立方米, 年处置污泥 79.39 万吨等。其中, 已投运项目设计处理规模 22.29 亿立方米/年, 在建项目设计处理规模 3.87 亿立方米/年。2024H1, 光大水务新增项目 3 个, 总投资约 13.71 亿元, 新承接各类轻资产业务合同合计约 3025 万元, 新增污水处理能力 20 万立方米/日。3) 绿色环保: 截至 2024.6.30, 该板块共投资落实 145 个项目, 总投资额约 311.76 亿元, 项目设计规模为年处理生物质原材料 820.98 万吨, 年处理生活垃圾 421.58 万吨, 年处置危固废 246.64 万吨, 光伏发电、风电及储能项目装机容量达 276.05MW。2024H1, 绿色环保板块新增开工 4 个项目, 涉及光伏发电装机容量 60.19MW、储能项目装机容量 2.2MW 与 2 项环境修复工程; 另有 4 个项目建成投运, 设计规模为年处理生物质原材料 14.6 万吨, 光伏发电装机容量 9.59MW, 3 项环境修复工程完成并交付。

- **毛利率有所下降, 应收账款回款加速。**2024 年上半年, 公司毛利率为 38.73%, 同比下降 5.41pct。公司旗下绿色环保板块 3 月结算国补欠款 15.34 亿元, 为近几年收回最大一笔国补欠款; 环保能源、环保水务应收账款回收额同比提升约 11%、21%。
- **盈利预测和投资评级** 我们认为, 公司现金流改善明显, 国补回款超预期, 且分红率高, 投资性价比高; 预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 318.68/319.65/306.16 亿港元, 归母净利润分别为 42.02/43.72/43.85 亿港元, 对应 PE 分别为 5.16/4.96/4.95 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示** 运营收入提升进度不及预期; 毛利率下滑风险; 应收账款回收进度不及预期; 分红率下滑风险; 建造收入下滑幅度超过预期风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入 (百万港元)	32090	31868	31965	30616
增长率(%)	-14	-1	0	-4
归母净利润 (百万港元)	4429	4202	4372	4385
增长率(%)	-4	-5	4	0
摊薄每股收益 (港元)	0.72	0.68	0.71	0.71
ROE(%)	9	8	8	8
P/E	3.52	5.16	4.96	4.95
P/B	0.32	0.43	0.40	0.38
P/S	0.48	0.68	0.68	0.71
EV/EBITDA	8.01	10.06	9.88	9.74

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：光大环境盈利预测表（股价单位：港元）

证券代码:	00257		股价:	3.53	投资评级:	增持	日期:	2024/08/29	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	9%	8%	8%	8%	EPS	0.72	0.68	0.71	0.71
毛利率	43%	40%	41%	43%	BVPS	7.84	8.28	8.74	9.19
期间费率	10%	9%	9%	9%	<b>估值</b>				
销售净利率	14%	13%	14%	14%	P/E	3.52	5.16	4.96	4.95
<b>成长能力</b>					P/B	0.32	0.43	0.40	0.38
收入增长率	-14%	-1%	0%	-4%	P/S	0.48	0.68	0.68	0.71
利润增长率	-4%	-5%	4%	0%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表（百万港元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
总资产周转率	0.17	0.17	0.17	0.16	<b>营业收入</b>	<b>32090</b>	<b>31868</b>	<b>31965</b>	<b>30616</b>
应收账款周转率	1.82	1.56	1.43	1.24	营业成本	18279	18986	18798	17600
存货周转率	19.15	21.84	22.74	22.46	营业税金及附加				
<b>偿债能力</b>					销售费用	0	0	0	0
资产负债率	65%	64%	63%	61%	管理费用	3149	2836	2845	2725
流动比	1.14	1.14	1.12	1.12	财务费用	3408	2764	2739	2722
速动比	0.80	0.80	0.79	0.81	其他费用/（-收入）	594	558	559	536
<b>资产负债表（百万港元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>营业利润</b>	<b>10473</b>	<b>9411</b>	<b>9690</b>	<b>9688</b>
现金及现金等价物	8433	7896	6673	8049	营业外净收支				
应收款项	19980	20802	23974	25514	<b>利润总额</b>	<b>7124</b>	<b>6648</b>	<b>6949</b>	<b>6973</b>
存货净额	895	844	809	758	所得税费用	1827	1622	1721	1728
其他流动资产	17845	18269	18433	18072	<b>净利润</b>	<b>5297</b>	<b>5026</b>	<b>5229</b>	<b>5245</b>
<b>流动资产合计</b>	<b>47153</b>	<b>47811</b>	<b>49889</b>	<b>52392</b>	少数股东损益	868	824	857	859
固定资产	8773	10951	12763	13950	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4429</b>	<b>4202</b>	<b>4372</b>	<b>4385</b>
在建工程					<b>现金流量表（百万港元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
无形资产及其他	32620	31968	31329	30702	<b>经营活动现金流</b>	<b>2495</b>	<b>4656</b>	<b>4900</b>	<b>7168</b>
长期股权投资	1654	1714	1754	1781	净利润	4429	4202	4372	4385
<b>资产总计</b>	<b>189183</b>	<b>190707</b>	<b>193997</b>	<b>197088</b>	少数股东权益	868	824	857	859
短期借款	23118	27241	31322	35227	折旧摊销	2176	1474	1627	1740
应付款项	12262	9229	7571	6356	公允价值变动	5163	2889	2859	2815
预收帐款					营运资金变动	-10141	-4734	-4814	-2631
其他流动负债	5805	5316	5505	5262	<b>投资活动现金流</b>	<b>-3839</b>	<b>-1925</b>	<b>-2797</b>	<b>-2274</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>41185</b>	<b>41787</b>	<b>44398</b>	<b>46845</b>	资本支出	-3760	-3000	-2800	-2300
长期借款及应付债券	71506	68506	65506	62506	长期投资	-20	-42	4	19
其他长期负债	10969	11365	11365	11365	其他	-59	1117	-1	8
<b>长期负债合计</b>	<b>82475</b>	<b>79871</b>	<b>76871</b>	<b>73871</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-549</b>	<b>-3268</b>	<b>-3327</b>	<b>-3518</b>
<b>负债合计</b>	<b>123660</b>	<b>121658</b>	<b>121270</b>	<b>120716</b>	债务融资	3765	1123	1081	905
股本	17330	17330	17330	17330	权益融资	0	0	0	0
股东权益	65523	69049	72728	76372	其它	-4315	-4391	-4408	-4423
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>189183</b>	<b>190707</b>	<b>193997</b>	<b>197088</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>-2158</b>	<b>-538</b>	<b>-1223</b>	<b>1376</b>

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【环保&专精特新小组介绍】

王宁，环保&专精特新团队首席分析师；法国 KEDGE 商学院硕士，中国人民大学学士，8 年证券从业经验，曾先后就职于民生证券、国信证券、方正证券。

张婉姝，环保&专精特新分析师；对外经济贸易大学金融学硕士，曾先后就职于山西证券、方正证券，专注于科学仪器、第三方检测、低空经济及专精特新板块研究。

## 【分析师承诺】

王宁，张婉姝，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。