

光大环境 (00257.HK)

优于大市

垃圾焚烧行业龙头，自由现金流转正价值有望重估

核心观点

全球最大垃圾焚烧投资运营商。光大环境前身光大国际成立于1993年，4年后成功登陆香港联交所，2003年开始进军环保行业，是业内为数不多的央企上市公司。历经二十余年发展，公司已成长为全球最大的垃圾焚烧发电投资运营商，旗下环保能源及绿色环保板块共落实垃圾发电项目191个（含委托运营项目），设计日处理生活垃圾15.89万吨，全行业第一。

光大环境股价压制因素浅析。1) **会计处理复杂。**港股BOT会计准则复杂，公司披露的运营收入/建造收入/财务收入仅凭字面意思易造成误解，财报阅读难度相对较高。2) **业务多元化压制估值。**经过多年发展，公司从早期的垃圾焚烧业务逐步扩张到餐厨、污泥、水务、生物质发电、危废、光伏多领域，同时控股两家港股上市公司（光大水务&光大绿色环保），无法按照纯垃圾焚烧发电公司进行估值。3) **历史巨额投资&应收账款拖累现金流。**业务扩张期资金需求巨大，持续对外融资拖累现金流表现，高资产负债率和高财务费用率也对业绩形成压制。同时，在国补退坡和地方政府财政压力较大的行业背景下，公司电费补贴、垃圾处理费、污水处理费均被一定程度上拖欠。

为什么当前时点我们继续看好光大环境？1) **资本开支下降，24H1自由现金流转正：**作为行业龙头，伴随垃圾焚烧行业增长接近尾声，公司资本开支持续显著下降，同时更多项目的投运带来充裕经营现金流，2024H1公司经营性现金流-资本性开支的金额约为10.3亿港元，已实现转正。2) **运营利润占比持续提升：**同样资本开支下降带来建造收入占比持续下降，运营收入占比提升，参考香港二级市场对于垃圾焚烧公司的估值，运营利润拥有更高的估值水平。按照2025年估值水平看，只考虑运营利润光大环境当前的PE仅6倍左右，对比同行业相对低估。3) **股息率高、分红能力提升：**当前公司股息率5.58%（2024.12.25收盘价）左右，位于垃圾焚烧行业第一梯队，自由现金流拐点出现后，公司分红能力有望提升。

盈利预测与估值：我们预计2024-2026年公司归母净利润分别为37.03/39.43/41.44亿港元，同比增长-16.4%/6.5%/5.1%；EPS分别为0.60/0.64/0.67元。通过多角度估值，预计公司合理估值4.48-4.73元之间，较当前股价有14%-20%的溢价，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示：主业增长无法覆盖建造利润下滑；应收账款回收不及预期、分红提升不及预期。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	37,321	32,090	28,737	28,292	27,881
(+/-%)	-25.2%	-14.0%	-10.4%	-1.5%	-1.5%
归母净利润(百万元)	4602	4429	3703	3943	4144
(+/-%)	-32.4%	-3.8%	-16.4%	6.5%	5.1%
每股收益(元)	0.75	0.72	0.60	0.64	0.67
EBIT Margin	28.3%	32.8%	33.1%	34.7%	36.0%
净资产收益率(ROE)	9.7%	9.2%	7.3%	7.5%	7.5%
市盈率(PE)	5.3	5.5	6.5	6.1	5.8
EV/EBITDA	12.0	11.6	12.2	11.6	11.1
市净率(PB)	0.51	0.50	0.48	0.46	0.44

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

环保·环境治理

证券分析师：黄秀杰 021-61761029 huangxiujie@guosen.com.cn S0980521060002	证券分析师：刘汉轩 010-88005198 liuhanxuan@guosen.com.cn S0980524120001
证券分析师：郑汉林 0755-81982169 zhenghanlin@guosen.com.cn S0980522090003	联系人：崔佳诚 021-60375416 cuijiacheng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	4.48 - 4.73 港元
收盘价	3.94 港元
总市值/流通市值	24203/24203 百万港元
52周最高价/最低价	4.14/2.23 港元
近3个月日均成交额	70.71 百万港元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

光大环境：全方位环境综合治理服务商	5
历史沿革：二十年打造中国领军环保企业	5
股权结构：稀缺央企背景，曾获险资举牌	6
财务分析：运营收入占比不断提升，环保能源贡献主要利润	8
横向对比：垃圾焚烧行业龙头面面观	10
资产规模&营收视角	10
产能视角	11
盈利能力视角	12
光大环境股价压制因素浅析	14
会计处理复杂，财报分析门槛较高	14
业务多元化压制估值	16
历史巨额投资&应收账款拖累现金流	18
为什么我们在当前时点继续看好光大环境？	20
资本开支下降，24H1 自由现金流转正	20
运营利润提升，剔除建造利润的市盈率仅为 6.5x	21
高股息，分红仍有提升空间	22
盈利预测	22
假设前提	22
未来 3 年业绩预测	24
估值与投资建议	24
绝对估值：4.73 港元	24
绝对估值的敏感性分析	25
相对法估值：4.48 港元	25
投资建议	26
风险提示	26
附表：财务预测与估值	28

图表目录

图 1: 光大环境历史大事沿革	5
图 2: 截至 2024H1 光大环境股权结构	7
图 3: 2009-2024H1 公司营业收入及同比情况	8
图 4: 2009-2024H1 公司归母净利润及同比情况	8
图 5: 2007-2023 年中国公共财政支出中节能环保类支出绝对值及同比变化情况	8
图 6: 光大环境营业收入拆分 (按业务板块, 单位: 亿港元)	9
图 7: 光大环境归母净利润拆分 (按业务板块, 单位: 亿港元)	9
图 8: 光大环境营业收入拆分 (按业务性质, 单位: 亿港元)	9
图 9: 光大环境各板块应收增速热力图	9
图 10: 2009-2024H1 光大环境销售毛利率&净利率情况	10
图 11: 2009-2024H1 光大环境费用率情况	10
图 12: 主流 A&H 垃圾焚烧上市公司 2023 营收&总资产情况 (单位: 亿元, H 股公司为亿港元, X 轴为营业收入, Y 轴为资产)	11
图 13: 主流 A&H 垃圾焚烧上市公司 2023 年末产能情况 (单位: 吨/日, X 轴为待投运产能, Y 轴为已投运产能)	11
图 14: 主流 A&H 垃圾焚烧上市公司 2023 年销售毛利率&净利率 (单位: %, X 轴为毛利率, Y 轴为净利率)	12
图 15: 光大环境产能分布情况	13
图 16: 主流 A&H 垃圾焚烧上市公司 2023 年产能利用率&吨垃圾上网电量(X 轴单位: 吨/千瓦时, Y 轴单位: %)	13
图 17: 公司 2017-2023 资产结构拆分 (单位: 亿港元)	15
图 18: 公司 2023 年各类资产占总资产的比例情况 (单位: %)	15
图 19: 2014-2024H1 光大绿色环保营业收入情况	17
图 20: 2014-2024H1 光大绿色环保归母净利润情况	17
图 21: 绿色环保主营业务收入拆分	17
图 22: 绿色环保物质业务主要原材料采购平均价格 (元/吨)	17
图 23: 2009-2024H1 中国光大水务营业收入情况	18
图 24: 2009-2024H1 中国光大水务营业收入情况	18
图 25: 2014-2024H1 公司现金流量表情况 (单位: 亿港元)	18
图 26: 2014-2024H1 公司新增投资与新落地项目情况	18
图 27: 2014-2024H1 公司资产负债率与带息负债率情况 (%)	19
图 28: 光大环境财务费用逐年走高	19
图 29: 主流 A&H 垃圾焚烧上市公司 2024 年应收账款及票据周转率和绝对值情况 (X 轴单位: 天, Y 轴单位: 亿元)	20
图 30: 2006-2023 中国垃圾无害化处理产能情况	20
图 31: 截至 2023 年末部分垃圾焚烧上市公司产能情况	20
图 32: 光大环境 FCFE 概算 (单位: 亿港元)	21
图 33: 主流 A&H 垃圾焚烧上市公司估值情况 (X 轴为 PB MRQ, Y 轴为 PE TTM)	22

图 34: 主流 A&H 垃圾焚烧上市公司分红率&股息率情况 (单位: %, Y 轴为 2021-2023 平均股利支付率)	22
图 35: 主流 A&H 垃圾焚烧上市公司 2024 年资产负债率和 2023 年财务费用情况 (X 轴单位: 亿元, Y 轴单位: %)	24
表 1: 截至 2024H1 光大环境各类项目产能情况	6
表 2: 截至 2024H1 主流环保行业上市公司实控人情况	7
表 3: 《香港财务报告准则》12 号所规定的对特许经营权的会计处理方法概览	14
表 4: 《中国企业会计准则解释》14 号所规定的对特许经营权的会计处理方法概览	14
表 5: 2021-2023 中国光大水务污水处理项目概况	18
表 6: 2021-2023 光大环境应收账款明细	19
表 7: 2019-2023 垃圾焚烧发电项目中标情况对比	21
表 8: 光大环境业务拆分	23
表 9: 未来 3 年盈利预测表 (百万港元)	24
表 10: 公司盈利预测假设条件 (%)	25
表 11: 资本成本假设	25
表 12: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	25
表 13: 光大环境可比公司主营业务概览	25

光大环境：全方位环境综合治理服务商

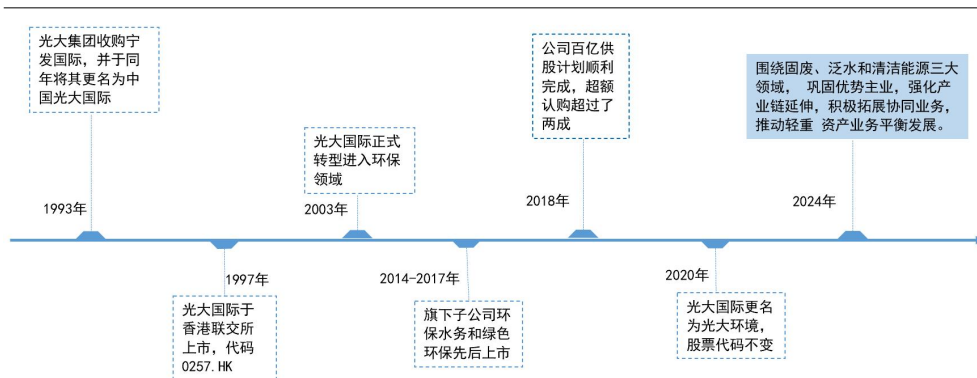
历史沿革：二十年打造中国领军环保企业

中国光大环境（集团）有限公司的前身新安置业有限公司成立于1961年，后于1989年更名为宁发国际有限公司。1993年，中国光大集团股份公司收购宁发国际有限公司，并于同年将其更名为中国光大国际有限公司，四年后成功在香港联交所主板上市（股票代码：0257.HK）。

2003年，光大国际正式将环保列为核心业务之一，正式转型进入环保领域。2010年，公司又将业务分割为环保能源、环保水务及新能源三大板块。2014年，公司反向收购汉科环境科技集团（在新加坡交易所上市，U9E.SG），子公司光大水务成为上市公司；2017年，公司成功分拆旗下绿色环保业务于香港联交所主板挂牌上市（股票代码：1257.HK）；2018年，公司百亿供股计划顺利完成，超额认购超过了两成。2019年光大水务又于港股成功上市（股票代码：1857.HK）。2020年9月，光大国际更名为光大环境，股票代码不变。

截至2024年6月30日，光大环境业务分布已拓展至国内26个省（市）、自治区及特别行政区，足迹遍及225个市县区，海外市场布局德国、波兰、越南和毛里求斯；投资落实的环保项目600个，总投资约人民币1,623亿元；公司作为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191个（含委托运营项目），设计日处理生活垃圾15.89万吨。

图1：光大环境历史大事沿革



资料来源：公司官网，公司信用评级报告，国信证券经济研究所整理

目前公司的核心业务分为环保能源、环保水务、绿色环保、装备制造和环境研究院五大核心板块：

环保能源：该板块是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，以及环保领域技术咨询、工程设计等。

环保水务：该板块聚焦「泛水」领域，已实现原水保护、供水、市政污水处理、工业废水处理、中水回用、流域治理、污泥处理处置等全业务覆盖，精专于项目投资、规划设计、科技研发及服务、工程建设、运营管理、综合诊断等业务领域，积极推动以水为源的产业价值创造。

绿色环保：该板块聚焦清洁能源业务布局，推动零碳园区建设，主营业务涵盖生物质综合利用、危固废处置、环境修复、新能源等领域，定位为中国领先的碳中和智慧能源供货商。

装备制造：该板块依托光大环保技术装备（常州）有限公司为平台，聚焦先进制造，以国家「绿色工厂」为基础升级打造「零碳工厂」，积极构建「光大智造」发展新格局，持续巩固行业领先地位。

环境研究院：该板块聚焦生活垃圾处理、各类危固废处理及资源化利用、农林生物质利用、水环境治理、大数据及智能控制等重点领域，专注于环保工艺技术难点攻关，瞄准国际环保前沿技术，是本集团核心技术创新及成果转化平台。

表1：截至 2024H1 光大环境各类项目产能情况

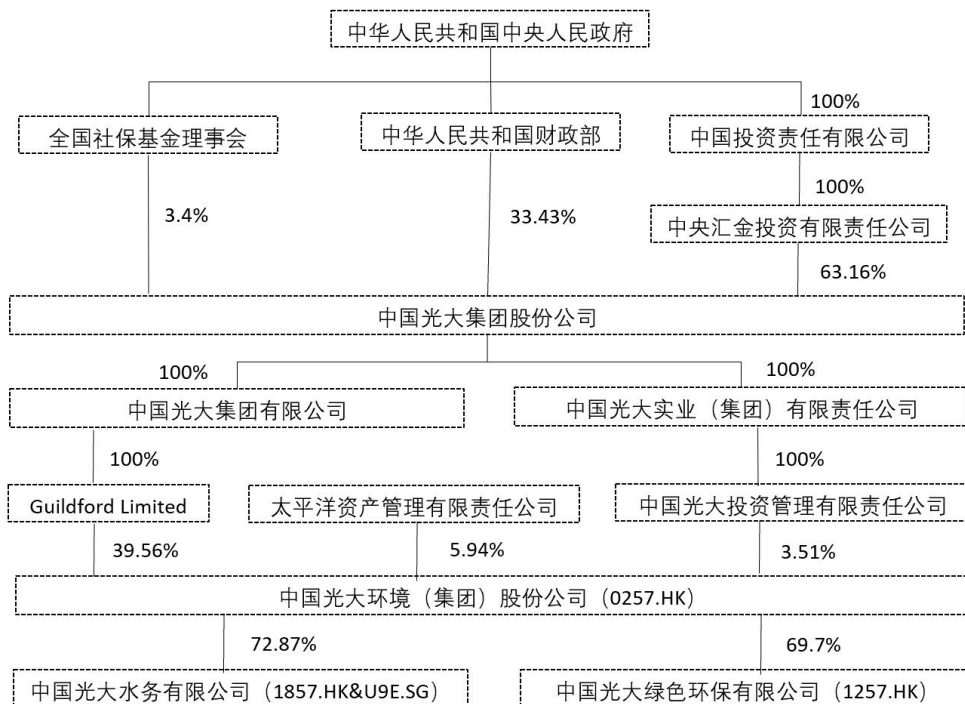
项目类别	设计处理/供应规模
生活垃圾	15.89 万吨/日#
餐厨及厨余垃圾	8743 吨/日#
污水处理	23.73 亿立方米/年#
中水	1.15 亿立方米/年#
供水	3.10 亿立方米/年#
生物质原材料	820.98 万吨/年
供热供汽	821.75 万吨/年
光伏发电装机容量	276.05MW

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理（#含委托运营的处理规模）

股权结构：稀缺央企背景，曾获险资举牌

公司的实控人为中华人民共和国中央人民政府。截至 2024 年 6 月 30 日，公司的第一大股东光大集团通过 Guildford Limited 和光大投资管理有限责任公司持有光大环境 43.07% 的股份。公司的第二大股东为中国太平洋保险（集团）股份有限公司，目前持有光大环境 5.94% 的股份，其在 2023 年 3 月 3 日发布公告称因该公司控股子公司中国太平洋人寿保险股份有限公司通过港股通买入中国光大环境（集团）有限公司 H 股股票，触发举牌。获得险资举牌青睐从侧面反映出二级市场对于公司优良质地的较高认可度。

公司亦是环保行业中为数不多的央企上市公司。主流市值超过 100 亿环保上市公司的实控人以地方国资委为主，仅有光大环境和节能环境两家央企。公司主营业务所在的垃圾焚烧行业是一个资本&技术密集型行业，央企在融资成本、项目获取和运营能力等方面具有优势，在光大环境成长为全国型环保龙头的发展道路上起到了极为关键的助推作用。

图2：截至 2024H1 光大环境股权结构


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表2：截至 2024H1 主流环保行业上市公司实控人情况

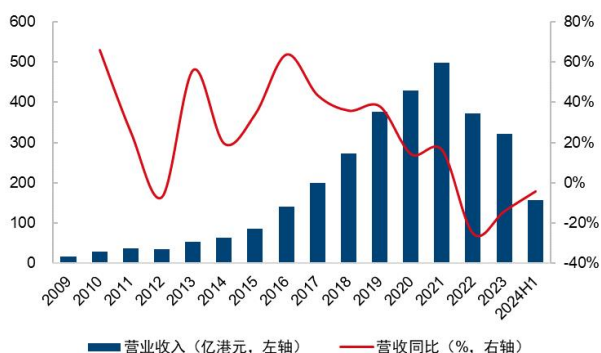
上市公司	代码	市值	归母净利润 (2023)	实际控制人
伟明环保	603568.SH	363	20	王素勤, 项光明, 朱善银, 朱善玉
粤海投资*	0270.HK	426	31	广东省人民政府
北控水务集团*	0371.HK	255	19	北京市人民政府国有资产监督管理委员会
光大环境 *	0257.HK	242	44	中华人民共和国中央人民政府
重庆水务	601158.SH	240	11	重庆市人民政府国有资产监督管理委员会
首创环保	600008.SH	246	16	北京市人民政府国有资产监督管理委员会
兴蓉环境	000598.SZ	228	18	成都市国有资产监督管理委员会
瀚蓝环境	600323.SH	189	14	佛山市南海区国有资产监督管理局
三峰环境	300140.SZ	193	12	重庆市人民政府国有资产监督管理委员会
节能环境	601827.SH	143	7	国务院国有资产监督管理委员会
洪城环境	600461.SH	127	11	南昌市人民政府国有资产监督管理委员会
永兴股份	601033.SH	137	7	广州市人民政府

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（单位：亿元；*为港股上市公司，单位：亿港元。市值采用 2024.12.25 收盘价计算）

财务分析：运营收入占比不断提升，环保能源贡献主要利润

公司的收入利润与政府财政节能环保支出高度正相关。我国环保行业的快速发展始于“十一五”末期，温家宝总理 2009 年 9 月召开座谈会首次提出七大新兴战略性新兴产业，2010 年两会期间正式确立，节能环保居于首位。此后十年，公共财政中的节能环保支出由 2009 年的 1865 亿元增长至 2019 年的 7444 亿元，十年 CAGR 15%。光大环境的业绩在此期间也迎来快速增长，收入由 2009 年的 17.7 亿港元增长至 2021 年高峰期（由于环保项目的实施需要一定时间，故上市公司业绩的高峰期有一定滞后）的 499 亿港元，CAGR 高达 32%；归母净利润由 3.72 亿港元增长至 68.04 亿港元，CAGR 27%。“十四五”期间各类随着各类环保基础设施日臻完善和污染治理的初见成效，公共财政节能环保支出和公司收入利润均有一定下滑。2024H1 公司实现收入 156.1 亿港元，同比-4%；归母净利润 24.54 亿港元，同比-12%。

图3：2009-2024H1 公司营业收入及同比情况



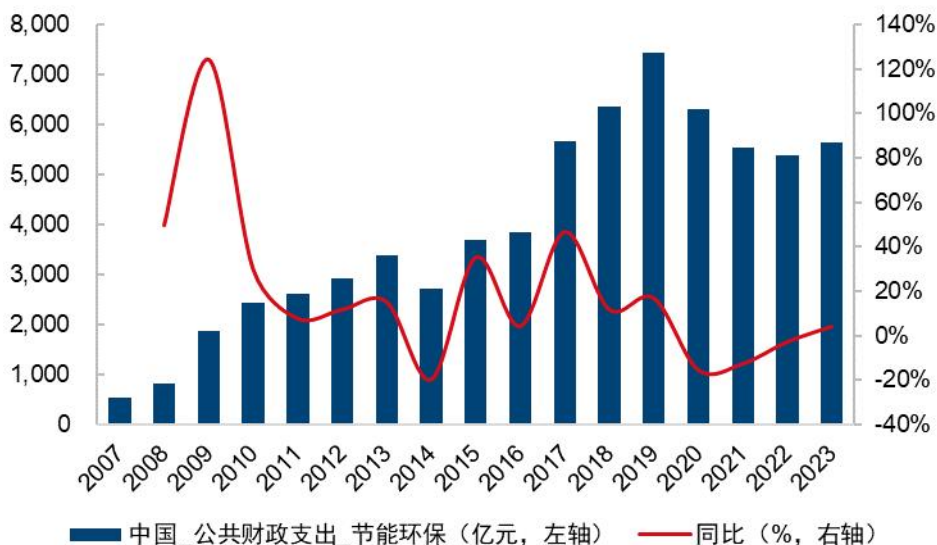
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：2009-2024H1 公司归母净利润及同比情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

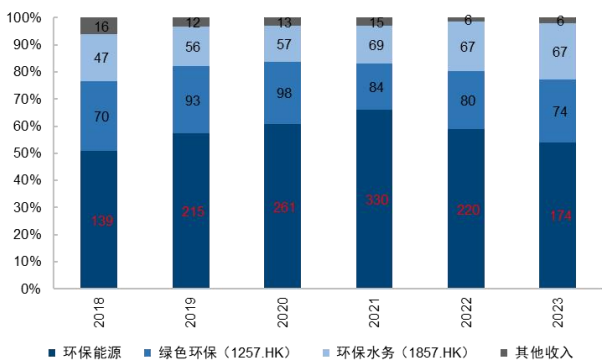
图5：2007-2023 年中国公共财政支出中节能环保类支出绝对值及同比变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

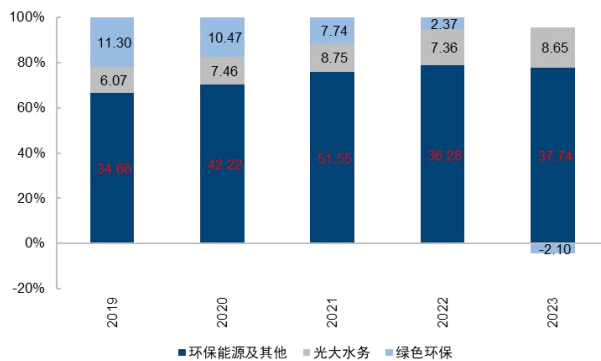
按业务板块分类，公司的收入可分为环保能源、绿色环保、环保水务和其他。2018-2023 年公司三大业务板块中，环保能源占营业收入的比重最高，维持在 51%-66% 之间，是公司收入的核心来源；绿色环保对收入的贡献度维持在 17%-26% 左右；环保水务占收入的比重则在 13%-21% 左右。利润增面，由于绿色环保近年来盈利能力承压，环保能源板块对于公司归母净利润的贡献度达到了 80% 以上。

图6: 光大环境营业收入拆分 (按业务板块, 单位: 亿港元)



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

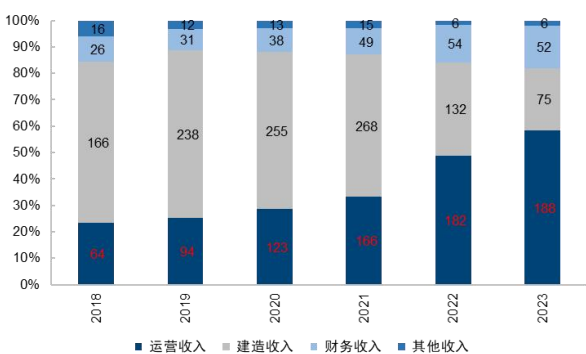
图7: 光大环境归母净利润拆分 (按业务板块, 单位: 亿港元)



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理 (环保能源及其他归母净利润由光大环境-环保水务-绿色环保归母净利润概算, 非精确值)

按业务性质分类，公司的收入可分为运营收入、建造收入和财务收入。公司主营业务所在的垃圾焚烧发电、生物质发电、污水处理等行业中，特许经营权模式应用十分广泛。在该商业模式下，伊始公司依靠投资驱动产能扩张赚取建造收益，待各类项目建成投入使用后赚取运营收益，故在公司规模快速扩张阶段，公司核心收入均由建造收入贡献（2019 年峰值时占比 63.5%）。但随着新建项目数量减少，运营收入的占比不断提升，2022 年公司运营收入的占比首次超过建造收入，2023 年运营收入的占比更是达到了 59%，而建造收入的贡献度仅为 23%。

图8: 光大环境营业收入拆分 (按业务性质, 单位: 亿港元)



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

图9: 光大环境各板块应收增速热力图

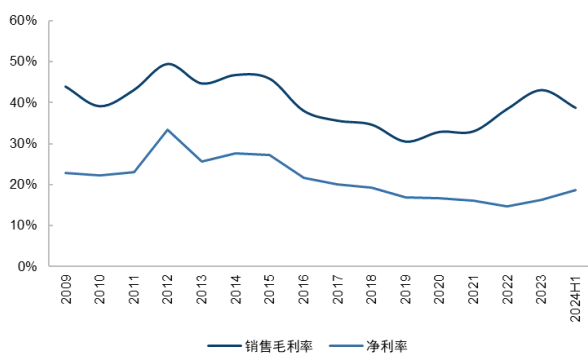
光大环境 (0257.HK)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
营业收入增速 (%)						
合计		38%	14%	16%	-25%	-14%
环保能源		55%	21%	26%	-33%	-21%
运营收入		53%	44%	44%	15%	4%
建造收入		62%	15%	20%	-58%	-53%
财务收入		21%	27%	31%	11%	-2%
绿色环保 (1257.HK)		33%	6%	-14%	-5%	-8%
运营收入		53%	22%	25%	0%	1%
建造收入		19%	-9%	-61%	-25%	-49%
财务收入		38%	43%	30%	3%	-8%
环保水务 (1857.HK)		18%	2%	22%	-3%	0%
运营收入		25%	18%	38%	17%	5%
建造收入		16%	-9%	13%	-20%	-6%
财务收入		10%	14%	18%	4%	-1%
其他收入		-28%	10%	17%	-62%	5%

资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

毛利率回升，财务费用率仍居高位。由于建造收入的毛利率相对较低，在公司产能快速扩张的 2018-2021 年，光大环境的销售毛利率一度低至 30.5%（2019），但随着项目逐步投产，毛利率较高的运营收入占比提升，带动了公司销售毛利率

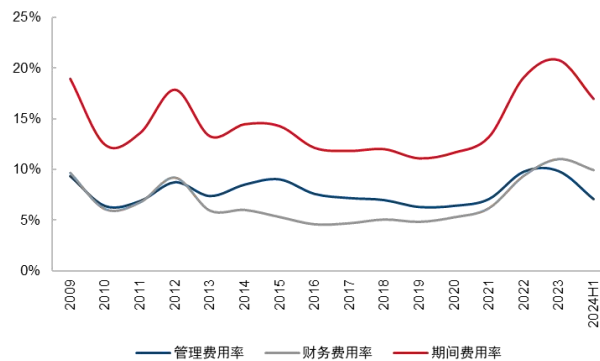
的修复，该指标 2023 年已回弹至 43%。费用率层面，由于商业模式的特殊性（民生刚需属性突出），公司无销售费用&研发费用，财务费用率和管理费用率在 2022 年均大幅提升主要系建造收入减少所致。从费用的绝对值来看，2023 年公司的管理费用率同比下滑 13.5pct 至 31.49 亿港元，财务费用同比提升 1.1pct 至 35.28 亿港元。

图10: 2009-2024H1 光大环境销售毛利率&净利率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 2009-2024H1 光大环境费用率情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

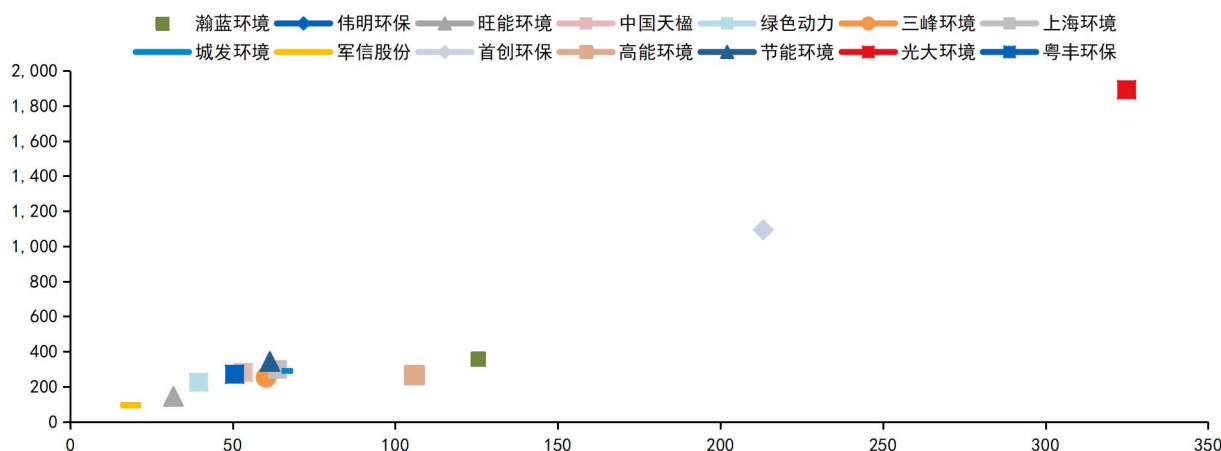
横向对比：垃圾焚烧行业龙头面面观

由于公司业务涉猎广泛，本部分我们仅选取公司核心利润板块环保能源所在的垃圾焚烧行业中的上市公司作为样本，通过横向对比产能规模、各项财务指标、核心盈利因子、分红等指标，为读者勾勒出光大环境在垃圾焚烧行业的龙头地位。

资产规模&营收视角

公司的资产规模和营收在垃圾焚烧行业内领先。从下图中不难看出，我们选取的A&H 样本垃圾焚烧上市公司收入集中在 50 亿-100 亿之间，资产规模集中在 200 亿-400 亿区间。正如我们在股东背景部分分析的那样，垃圾焚烧上市公司的实控人以地方国企为主，故相关资产也围绕大股东所在区域分布，扩张能力相对受限；而光大环境的央企背景助力其突破地域限制发展为全国型行业龙头。截至 2023 年末，公司总资产接近 1900 亿港元，营业收入超过 320 亿港元，领先所有同行业上市公司。即使剔除环保水务和绿色环保板块，仅选取环保能源板块的数据，公司依然以 220 亿港元的收入位居第一。

图12: 主流 A&H 垃圾焚烧上市公司 2023 营收&总资产情况 (单位: 亿元, H 股公司为亿港元, X 轴为营业收入, Y 轴为资产)

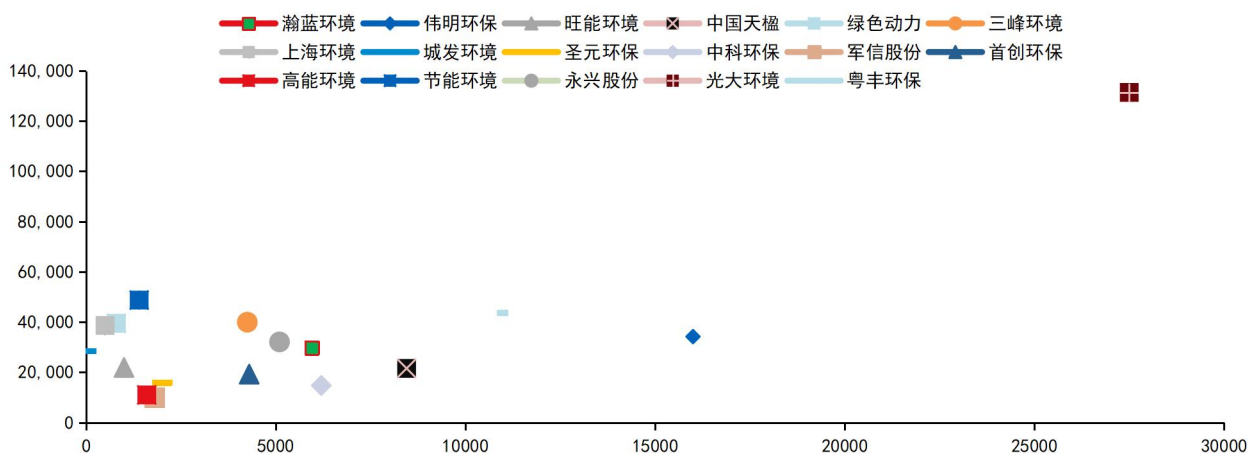


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

产能视角

公司垃圾焚烧产能全行业第一。光大环境庞大的资产&收入规模依靠产能来支撑,截至 2023 年末公司合计在手垃圾焚烧产能 15.89 万吨/日,已投运 13.14 万吨/日位居全国第一,断层领先节能环境、三峰环境、绿色动力等上市公司。即使瀚蓝+粤丰的并购案顺利完成,总产能仍低于光大环境。按照每人每天产生 0.6KG¹垃圾和 100%产能利用率测算,公司的垃圾焚烧产能可服务中国 2 亿+人口的垃圾处理需求。目前公司剩余 2.75 万吨/日的产能处于在建/筹建状态,储备产能亦居上市公司首位,为未来的增长提供保障。

图13: 主流 A&H 垃圾焚烧上市公司 2023 年末产能情况 (单位: 吨/日, X 轴为待投运产能, Y 轴为已投运产能)



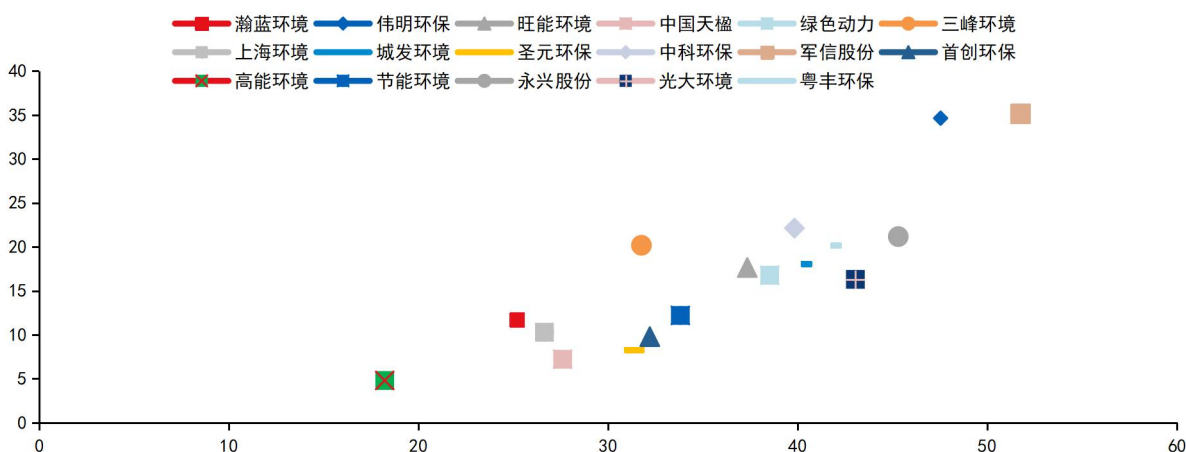
资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

¹ 依据 2023 版《城乡统计年鉴》, 中国城市+县城的垃圾清运量=2.54+0.68=3.22 亿吨, 人口选取第七次人口普查数据估算出中国人均垃圾产生量约为 0.6KG/人/天。

盈利能力视角

光大环境在项目众多且分散在全国的情况下，盈利能力仍属于行业中上游水平。垃圾焚烧项目的盈利能力一般与项目所在地的人口、经济发展水平、政府财政支付能力、气候等因素有关，一般来说经济发达地区的项目盈利能力较强。下图中毛利率净利率较高的公司如军信股份（长沙）、永兴股份（广州）项目集中度均较高。光大环境项目遍布全国，不可避免的会有三四线城市项目拖累报表表现，在此情况下公司的利润率仍居于行业的中上游水平，足以彰显公司出色的运营管理和成本把控能力。

图14: 主流 A&H 垃圾焚烧上市公司 2023 年销售毛利率&净利率（单位：% ，X 轴为毛利率，Y 轴为净利率）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

高利润率的本质：高吨垃圾上网电量&高处理费&高产能利用率。根据商业模式，我们进一步将垃圾焚烧这门生意的核心盈利因子拆解为：吨垃圾上网电量、吨垃圾处理费和产能利用率三部分。吨垃圾上网电量主要取决于各个地区的垃圾热值（经济发达的地区普遍垃圾热值较高）和厂用电率（成本控制）。垃圾处理费主要受地方政府财政支付能力和垃圾处理的迫切度影响。产能利用率则受人口、气候（垃圾含水率）和收运团队管理能力（“应收尽收”）等因素影响。

公司垃圾焚烧产能主要分布在江苏、山东等省份。截至 2023 年末，公司的垃圾焚烧项目分布在 18 个省份，公司的项目主要分布在江苏（3.2 万吨/日）、山东（2.3 万吨/日）、湖南（1.14 万吨/日）和浙江（1.05 万吨/日），均为经济发达地区。其中江苏和湖南公司产能占全省产能的比重超过 50%，区域垄断优势明显。

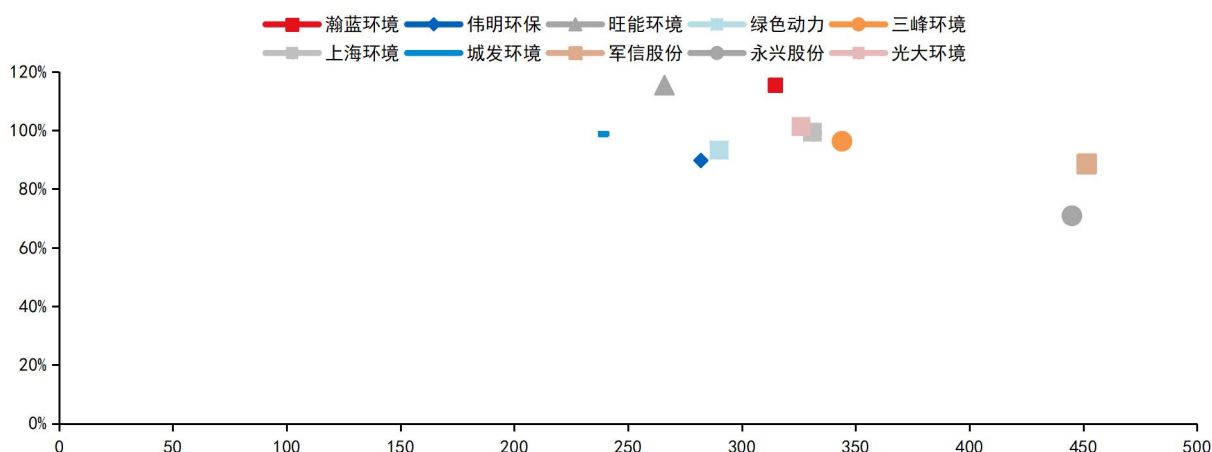
图15: 光大环境产能分布情况

	全省产能 (吨/日)	光大产能 (吨/日)	光大占比
安徽	27,160	1,200	4%
甘肃	7,650	800	10%
广东	127,935	7,900	6%
广西	19,950	1,200	6%
海南	13,400	6,800	51%
河北	31,850	3,000	9%
河南	39,410	10,500	27%
黑龙江	12,750	2,250	18%
湖北	30,347	600	2%
湖南	21,631	11,400	53%
江苏	64,028	32,000	50%
江西	20,850	5,650	27%
辽宁	23,330	4,200	18%
山东	59,660	22,750	38%
陕西	15,950	2,850	18%
四川	36,112	1,600	4%
天津	18,200	5,250	29%
浙江	72,700	10,500	14%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司吨垃圾上网电量和产能利用率亦居行业前列。由于垃圾处理费各个项目差异较大且公开信息不完善, 下图我们选取产能利用率和吨垃圾上网电量这两个盈利因子进行对比。不难发现公司超过 100%的产能利用率和 330 度的吨垃圾上网电量依然在行业内处于靠前水平。核心盈利因子优于光大环境的上市公司永兴股份(广州)、军信股份(长沙)、上海环境(上海)、三峰环境(重庆)项目集中度均较高且位于经济发达地区。

图16: 主流 A&H 垃圾焚烧上市公司 2023 年产能利用率&吨垃圾上网电量 (X 轴单位: 吨/千瓦时, Y 轴单位: %)



资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理 (产能利用率根据 2023 年垃圾焚烧处理量/已投产产能*365 概算)

光大环境股价压制因素浅析

会计处理复杂，财报分析门槛较高

A/H上市公司对于BOT模式的会计处理不同。公司主营的垃圾焚烧发电、污水处理、生物质发电等业务主要采用BOT特许经营权模式。以垃圾焚烧为例，公司获得项目后与当地政府相关部门签订特许经营协议并成立项目公司开展业务。根据与当地政府相关部门签订的特许经营协议，项目公司负责筹集建设资金，建设及运营整个项目。特许经营期通常为25至30年。相关的政府部门按约定的价格向项目公司支付垃圾处理费，项目公司出售垃圾焚烧过程中产生的电力、蒸汽或热水等。在特许经营权期满后，公司需要将有关基础设施移交给特许权授予方。**虽然商业模式与A股垃圾焚烧上市公司并无区别，但《香港财务报告准则》12号所规定的对特许经营权的会计处理方法与A股上市公司所执行的《中国企业会计准则解释》14号有所区别，提高了投资者阅读公司财报的门槛。**

表3: 《香港财务报告准则》12号所规定的对特许经营权的会计处理方法概览

项目类型	财务报表	建设阶段	运营阶段
有保底收入的特许经营权项目	利润表	-已确认建造收益 -已扣除建造成本 -已确认财务收入	-已确认经营业收入益(于建设阶段已收/应收服务费用减服务特许经营权资产部分还款) -已确认财务收入
	资产负债表	就建造服务的应收代价确认为计息合约资产的服务特许经营权资产 -应收财务收入分类为服务特许经营权资产	-服务特许经营权资产将由运营阶段收取的服务费用偿付
	现金流量表	-建造成本支付款项分类至经营活动项下 -对建造收益及财务收入并无现金流量影响	-已收服务费用分类至经营活动项下
	利润表	-已确认建造收益 -已扣除建造成本	-已确认经营业收入益(已收/应收服务费用) -无形资产摊销费用
无保底收入的特许经营权项目	资产负债表	-就建造服务的应收代价确认为无形资产 -建造成本支付款项分类至投资活动项下	-无形资产以预计使用年限按直线基准摊销 -已收服务费用分类至经营活动项下
	现金流量表	-对建造收益并无现金流量影响	
	利润表	无	-已确认经营业收入益(已收/应收服务费用) -物业、厂房及设备折旧费用 -建设完成后,在建设施重新分类至物业、厂房及设备的相关类别下
非特许经营权项目	资产负债表	-建造成本资本化为在建工程并分类至物业、厂房及设备项下	-基建成本以预计使用年限按直线基准减值
	现金流量表	-建造成本支付款项分类至投资活动项下	-已收服务费用分类至经营活动项下

资料来源: 中国光大绿色环保公司年报, 国信证券经济研究所整理

表4: 《中国企业会计准则解释》14号所规定的对特许经营权的会计处理方法概览

项目类型	资产对价确认模式	解释
有保底收入	金融资产模式	社会资本方根据PPP项目合同约定, 在项目运营

无保底收入

无形资产模式

二者兼而有之

混合模式

期间有权从政府方或按照政府方的指示收取可确定金额的现金或其他金融资产的权力，该权力应该确认为一项金融资产。

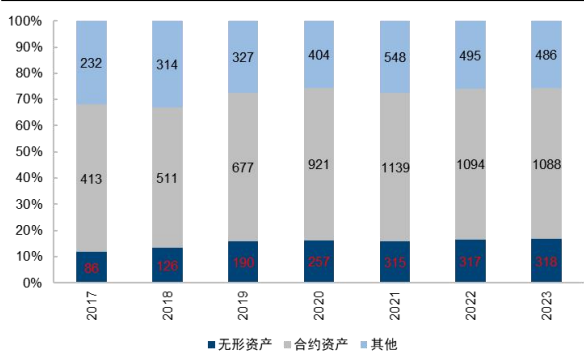
社会资本方根据 PPP 项目合同约定，在项目运营期间，有权向获取公共产品和服务的对象收取费用，但收费金额不确定的，该权利不构成一项无条件收取现金的权利，应当在 PPP 项目资产达到预定可使用状态时，将相关 PPP 项目资产的对价金额或确认的建造收入金额确认为无形资产。

实务中很多情况下，PPP 项目合同通过一定的条款约定提供公共产品和服务的风险由政府方和社会资本方共同承担。社会资本方在 PPP 项目资产达到预定可使用状态时，将取得的最低限额担保部分对价确认为金融资产，并将 PPP 项目资产对价金额或确认的建造收入金额超过可确定金额部分确认为无形资产。

资料来源：中国财政部，国信证券经济研究所整理

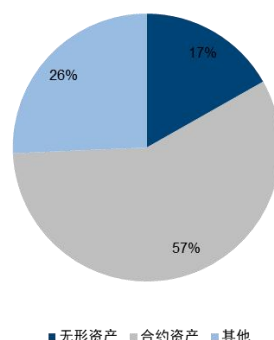
A 股多采用无形资产模式（无保底）H 股多采用混合资产模式（二者兼有）。在光大环境的收入分类中既有运营收入（无保底）又有财务收入（有保底），再结合以上对于 A/H 会计准则的图表，我们不难发现光大环境的会计处理方法更接近于 A 股 14 号准则所描述的混合模式。但 A 股的上市公司大部分直接采取了更为简单易懂的无形资产模式，A 股上市公司伟明环保在投资者问答中解释了原因：“公司部分 PPP 项目虽然含有保底垃圾处理量的条款，但在运营期间垃圾处理费单价有调价机制、吨垃圾上网电量和电价变动等因素也都导致收入金额不确定，因此公司未采用金融资产核算模式。”但 A+H 上市的绿色动力和 H 股上市的粤丰环保则采用了与光大环境类似的会计处理方法。从光大环境的资产结构中我们的结论也得到了验证，2023 年光大环境无形资产的占总资产的 17%，而合约资产的占比则高达 57%，即公司大部分的特许经营权项目都与政府签有保底协议。

图17：公司 2017-2023 资产结构拆分（单位：亿港元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图18：公司 2023 年各类资产占总资产的比例情况（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

继续以垃圾焚烧发电业务为例，再结合上文的分析，能帮助我们更好的理解公司的运营/财务/建造三大类收入：

运营收入：约等于无保底的垃圾焚烧项目的处理费+上网电费。垃圾焚烧发电项目的特许经营协议中一般会对保底的垃圾量进行约定，上网电量和垃圾的热值相关，具有一定方差。故理想情况下，运营收入可以理解为零保底的垃圾焚烧项目的处理费+上网电费。截至 2023 年末光大环境账面上的无形资产余额约为 318 亿港元与当年摊销金额 14.4 亿港元基本匹配。

财务收入：约等于有保底的垃圾处理费，随着特许经营权到期归零。需要注意的是合约资产（A 股金融资产）区别于无形资产，不采用直线摊销法而采用摊余成本法计量。摊余成本法指估值对象以买入成本列示，按照票面利率或商定利率并考虑其买入时的溢价与折价，在其剩余期限内平均摊销，每日计提收益。对应到垃圾焚烧项目中，投资额 \approx 购买债券的本金，保底的垃圾处理费 \approx 票面利率*本金，实际利率=特许经营期内垃圾焚烧项目的 IRR。**财务收入的本质是利息的权责发生制，财务收入是公司认为本年度应收到的保底垃圾处理费，摊销额则是与实际收到的现金流的差值。**

根据公司 2023 年年报，公司特许经营权资产按年息率 4.20%至 7.83%（2022 年：4.40%至 7.83%）计算利息，如果我们用公司 2023 年的财务收入 52 亿港币除以合约资产余额 1088 亿港币，得出的年利率约为 4.78%，与公司披露的基本匹配。摊余成本法计算出的财务收入无需再摊销，故该部分收入毛利率 100%。已确认特许经营期内保本收益的项目按当年实现的保本收益直接冲减合约资产，超出特许经营合同约定的垃圾处理量及相关的售电收入，以及已开票国家补贴计入运营收益。

建造收入：约等于垃圾焚烧项目投资额*（1+合理毛利率），该部分收入无现金流流入，使得利润和净资产失真。由于垃圾焚烧项目的所有者是政府，依据《中国企业会计准则》第 14 和 15 号，企业确认建造收入及利润合情合理。2021 年 14 号会计准则取代 2 号之后，垃圾焚烧行业上市公司确认建造收入变的十分普遍（未实质性提供建造服务也可以确认建造收入），但不同公司假设的建造毛利不同，部分上市公司按照 0 毛利率确认（军信股份、绿色动力等），部分公司按照市场上的工程公允毛利率确认。确认建造收入使得公司在项目开始运营前即获得了一比无现金流入的收入利润，但全生命周期内确认建造收入的公司摊销值大于不确认建造收入的公司，运营利润偏少，特许经营权到期后全生命周期内两者创造的利润总和相同。

业务多元化压制估值

经过多年发展，光大环境从早期的垃圾焚烧业务逐步扩张到餐厨、污泥、水务、生物质发电、危废、光伏多领域，同时控股两家上市公司（光大水务&光大绿色环保），尤其近两年来绿色环保盈利能力承压，引发了二级市场的担忧。

光大绿色环保：业绩持续承压。公司业务分为四大板块，分别为生物质综合利用、危废及固废处置、环境修复、光伏发电及风电。生物质综合利用业务是公司收益的主要来源，占比在 70%以上。与母公司光大环境不同，绿色环保的业绩在 2019 年达到巅峰（归母净利润 16.2 亿港元）后开始逐年下降，2023 年更是迎来首次亏损，主要系受危固废市场量价齐跌及政府上网可再生能源电价补贴拖欠严重影响，计提无形资产、应收账款以及合约资产等资产减值损失（6.56 亿港元）所致。

生物质原料采购成本下滑，国补拖欠加速回收。尽管绿色环保的盈利能力下滑明显，但我们仍然观测到了一些积极的边际变化。首先是成本端，2023 年由于黄杆、灰杆等原材料价格的下降，绿色环保的销售毛利率小幅回升 0.6pct 至 21.5%。同时，绿色环保发布公告称 2024 年 1 月 1 日至 2024 年 3 月 8 日，其下属 16 家农林生物质发电项目公司已收到国家电网公司关于可再生能源电价附加补助资金结算通知，结算金额总计约 15.34 亿元，已到账可再生能源电价附加补助资金总计约 13.77 亿元，应收账款的回收速度加快，部分计提的减值有望冲回。

图19: 2014-2024H1 光大绿色环保营业收入情况



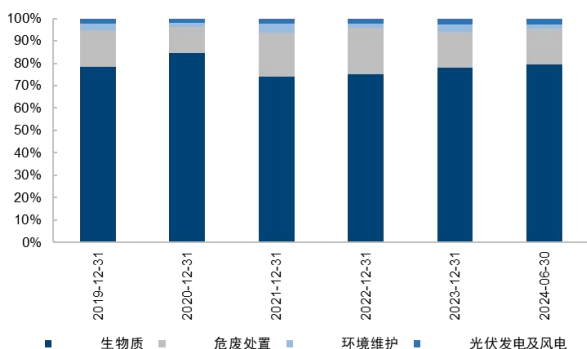
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图20: 2014-2024H1 光大绿色环保归母净利润情况



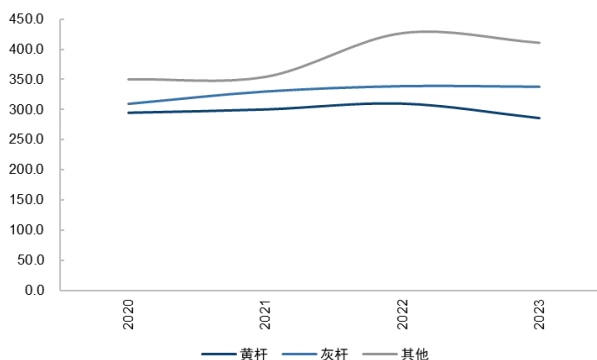
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图21: 绿色环保主营业务收入拆分



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图22: 绿色环保物质业务主要原材料采购平均价格（元/吨）

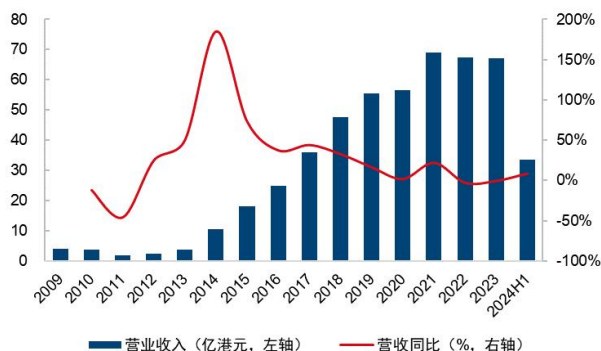


资料来源: 债券评级报告, 国信证券经济研究所整理

环保水务：业绩相对稳健。光大水务是光大环境旗下唯一的水务运营平台，2021-2023 年，该公司分别实现营业收入 69.12 亿港元、67.28 亿港元和 67.05 亿港元，其中污水处理业务是公司的核心主业，同期业务收入分别为 48.59 亿港元、49.47 亿港元和 57.25 亿港元，2022 年持续增长主要系新项目投运、部分项目水价调整、新收购天津项目贡献 2 个月收入以及 2021 年末出台的有关资源综合利用的增值税免税优惠政策综合所致，2023 年增幅主要系新项目投运及部分项目水价调整所致。

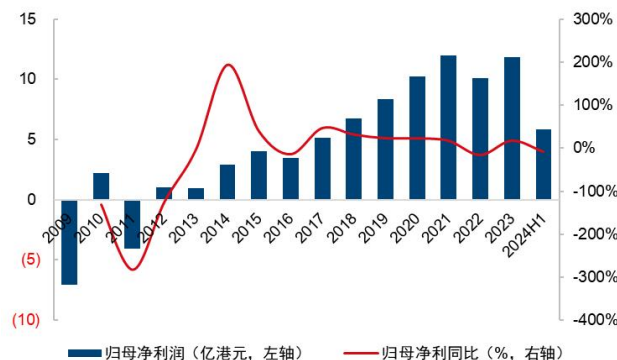
11 个污水处理厂获批调价，处理费回收承压。光大水务污水处理项目业主主要为当地政府，处理的污水主要为市政污水，双方在特许经营协议中约定污水处理价格、基本水量和污水厂进水水质等要素。通常情况下，公司污水处理价格 2-3 年调整一次，若污水处理成本升高超过一定幅度，污水处理价格可根据协议约定的调价公式向市政公用事业局上报书面调价申请，市政公用事业局会同市财政局和物价局根据调价公式和调价公式涉及的相应参数 3 完成调价论证及审核。**2023 年，公司 11 个污水处理厂获批上调水价，调价幅度介于 4%-36%。但水费上调的同时，公司整体项目回款率由 2021 年的 84%下降至 2023 年的 74%。**

图23: 2009-2024H1 中国光大水务营业收入情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图24: 2009-2024H1 中国光大水务营业收入情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表5: 2021-2023 中国光大水务污水处理项目概况

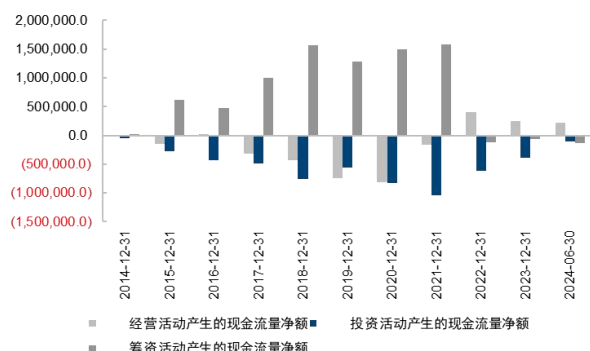
项目	2021	2022	2023
运营水处理项目数量 (个)	118	121	137
运营项目设计水处理能力 (万立方米/日)	535.50	545.5	570.15
污水处理量 (万立方米/日)	465.4	485	480
污水单价获得上调的项目数量 (个)	9	8	11
上调幅度	4%-58%	3%-39%	4%-36%
整体项目回款率 (%)	84	72	74

资料来源: 债券募集说明书, 国信证券经济研究所整理

历史巨额投资&应收账款拖累现金流

2021年前公司资本开支巨大。公司对外投资的高峰出现在2019年，当年光大环境新落实环保项目75个，新增投资额高达293亿。由于项目执行需要时间，现金流量表的反应有一定滞后，2021年公司的筹资/投资活动现金流金额分别达到1585/1042亿港元，历史最高。

图25: 2014-2024H1 公司现金流量表情况 (单位: 万港元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

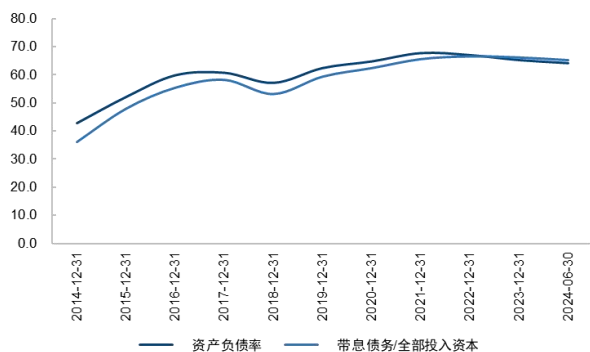
图26: 2014-2024H1 公司新增投资与新落地项目情况



资料来源: 公司年报, 国信证券经济研究所整理

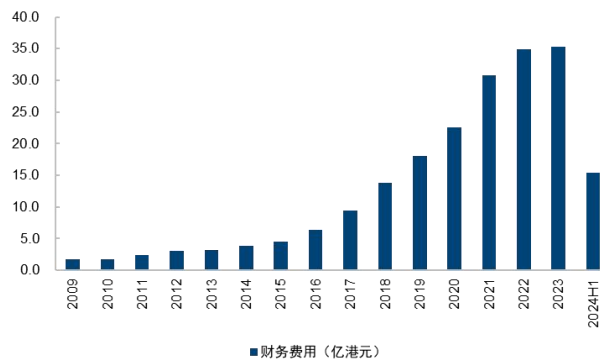
财务费用&资产负债率居高不下。活跃频繁的投融资也推动公司的资产负债率与有息负债率一路走高，截至 2024H1，公司的资产负债率与带息债务/全部投资资本分别为 64.27%和 65.32%。高负债自然也伴随着高财务费用，2023 年公司的财务费用高达 35.28 亿港元，在一定程度上拖累了利润表现。

图27: 2014-2024H1 公司资产负债率与带息负债率情况 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图28: 光大环境财务费用逐年走高



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

欠款压力较大。从应收账款账龄（按发票日期或收益确认日期较早者）看，截至 2023 年底，公司 1 个月以内的应收账款占 15.00%，1~2 个月的占 5.61%，2~4 个月的占 8.78%，4~7 个月的占 10.72%，7~13 个月的占 15.10%，超过 13 个月的占 44.80%，公司应收账款账龄较上年有所延长，主要受宏观经济影响，各级政府财政支付能力下降，延迟支付电费补贴、垃圾处理费和污水处理费所致。从应收账款集中度来看，截至 2023 年底，应收前五大客户账款账面价值合计 91.97 亿港元，占应收账款余额的 43%，集中度较高。

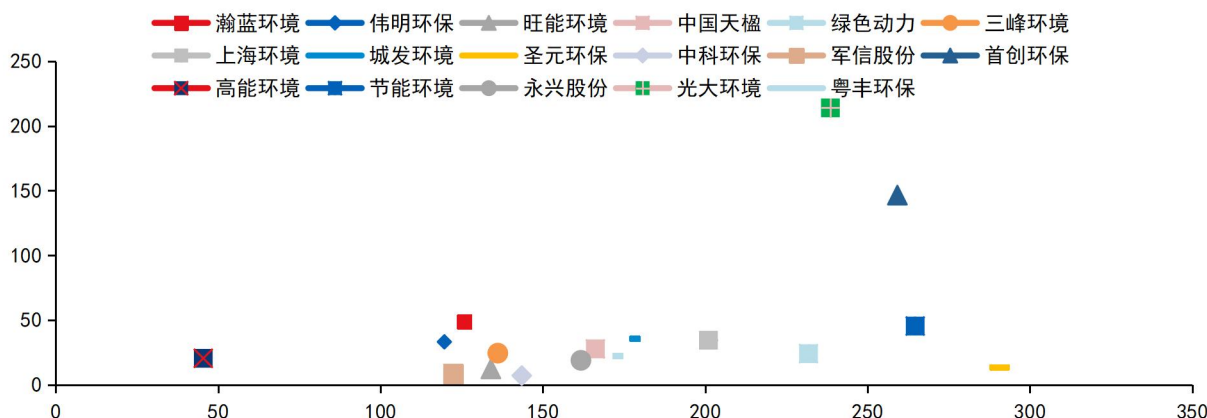
表6: 2021-2023 光大环境应收账款明细

项目	2021		2022		2023	
	金额 (亿港元)	占比 (%)	金额 (亿港元)	占比 (%)	金额 (亿港元)	占比 (%)
即期						
-应收账款	137.72	68.39	162.53	79.37	213.88	87.59
减: 损耗	-6.62	-3.29	-9.37	-4.58	-14.08	-5.77
一其他应收款项、按金及预付款项	70.41	34.96	52.48	25.63	45.57	18.66
减: 损耗	-0.13	-0.07	-0.87	-0.43	-1.18	-0.48
小计	201.38	100	204.76	100	244.2	100
非即期(非流动资产)						
一其他应收款项、按金及预付款项	40.84	100.19	31.39	101.07	24.55	100.41
减: 损耗	-0.07	-0.19	-0.33	-1.07	-0.10	-0.41
小计	40.77	100	31.06	100	24.45	100
合计	242.15		235.82		268.65	

资料来源: 债券募集说明书, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司应收账款及余额垃圾焚烧行业最高，周转天数处中下水平。截至 2024H1，光大环境的应收账款及票据余额为 214 亿港元，尽管较 2023 年年末有所下降，但从绝对值的角度来说仍是垃圾焚烧行业最高，主要系公司产能最大且项目遍布全国所致。从周转情况来看，光大环境 2024H1 应收账款周转天数为 238.6 天，低于节能环境、首创环保和圣元环保，与绿色动力较为接近（A 股上市公司采用三季报数据），在行业内处于中下水平。

图29: 主流 A&H 垃圾焚烧上市公司 2024 年应收账款及票据周转率和绝对值情况 (X 轴单位: 天, Y 轴单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (H 股公司数据截至 20240630, 单位为亿港元, A 股公司数据截至 20240930)

为什么我们在当前时点继续看好光大环境?

资本开支下降, 24H1 自由现金流转正

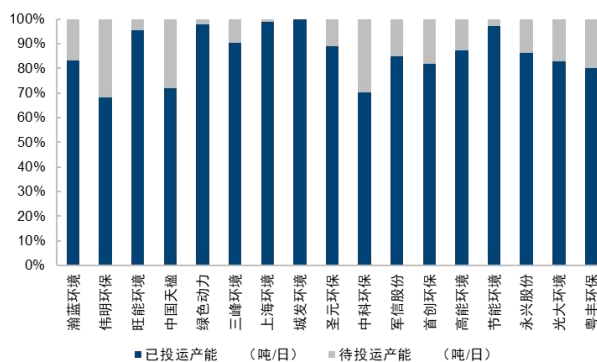
垃圾焚烧行业发展进入成熟期, 产能释放速度下降。依据《城乡统计年鉴 2023》披露的数据, 截至 2023 年末全国生活垃圾无害化处理能力(城市+县城)为 147.68 万吨/日, 焚烧为 107.68 万吨/日(城市 86.18 万吨/日, 县城 21.50 万吨/日), 占比 72.91%, 较 2022 年的 99.95 万吨/日上升 7.73%。焚烧已正式超过填埋成为我国垃圾无害化处理主流方式, 超额完成《“十四五”城镇生活垃圾分类和处理设施发展规划》中“到 2025 年底, 全国城镇生活垃圾焚烧处理能力达到 80 万吨/日左右”的目标。大部分上市公司已投运产能占总产能的比重也提升到了 70%以上。截至 2023 年末, 光大环境的已投运垃圾焚烧产能为 13.14 万吨/日, 占总产能的 82.69%。从每年新开标的项目数量上也可以印证我们的观点, 2023 年垃圾焚烧新增体量进一步下降, 全年中标项目总处理规模 3.35 万吨/日, 同比 2022 年下降 15.83%, 仅有 2019 年的 24%。

图30: 2006-2023 中国垃圾无害化处理产能情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图31: 截至 2023 年末部分垃圾焚烧上市公司产能情况



资料来源: 各公司年报, 国信证券经济研究所整理

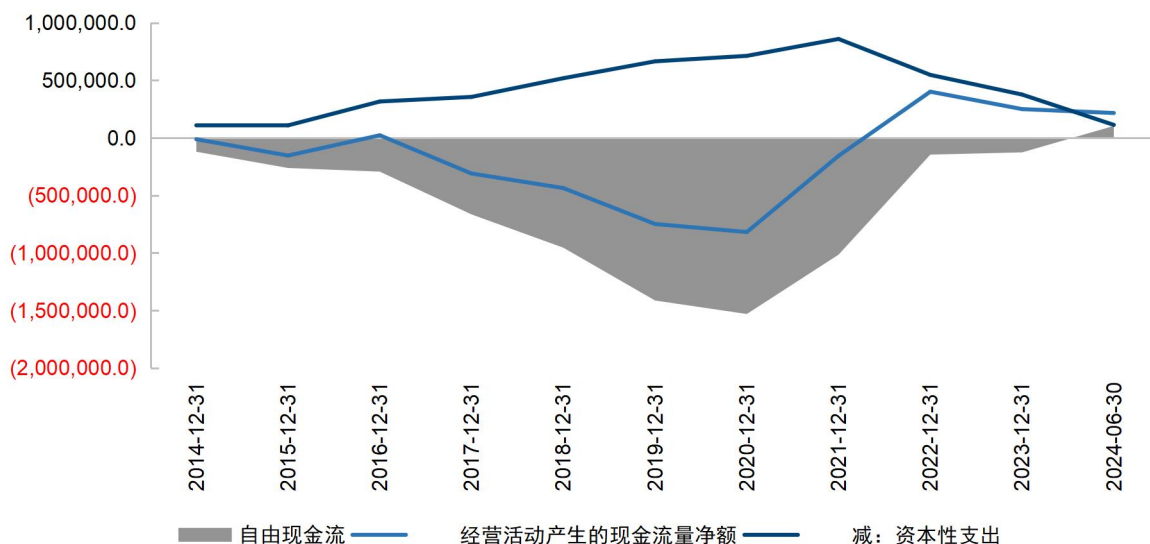
表7: 2019-2023 垃圾焚烧发电项目中标情况对比

垃圾发电项目	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
中标数量(个)	130	72	75	65	55
新增产能(万吨/日)	14	7.53	6.35	3.98	3.35
投资额(亿元)	700	367	317	258	287.7
处理单价平均值(元/吨)	69.7	79.51	89.63	93.7	119

资料来源: 中国政府采购网, 北极星固废网, 国信证券经济研究所整理

FCFF 2024H1 多年来首次实现转正。“十三五”是公司资本开支的高峰期, FCFF 一度低至-153 亿港元。随着在手产能的不断投运, 2022 年以来公司的 FCFF 呈现大幅增长趋势, 最终在 2024 上半年完成转正, 达到 10.3 亿港币。我们认为自由现金流转正是公司由规模扩张转向存量精细化运营的重要信号, 也有望成为公司二级市场价值重估的契机。

图32: 光大环境 FCFF 概算 (单位: 万港元)

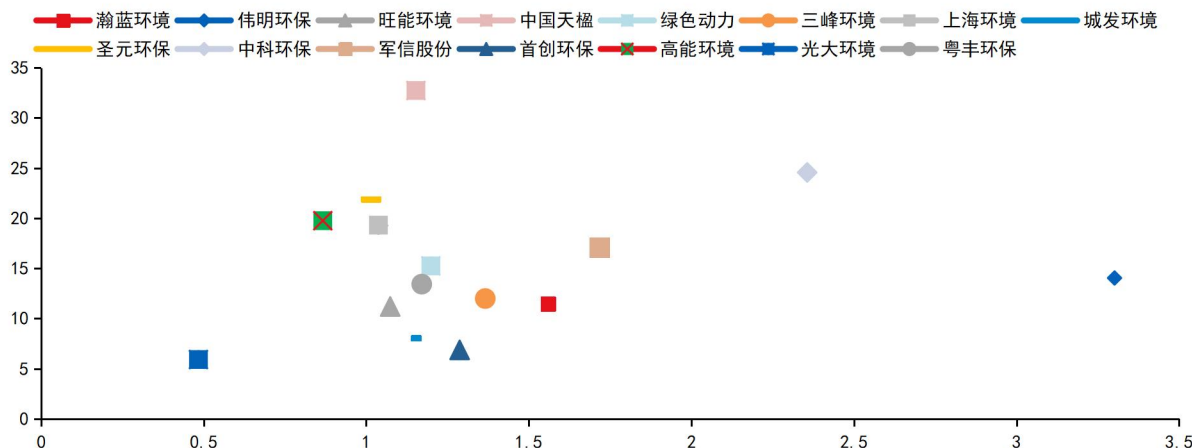


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (概算方法: 由于港股无标准化财务报表, 使用公式 (FCFF=EBIT-Taxation+Depreciation&Amortization-ΔNWC-CAPEX) 对自由现金流的测算有一定难度, 我们便使用简化版公式: 经营性现金流-资本性支出计算。值得注意的是, 前文会计部分我们有提到 12 号准则规定合约资产建造成本支付款项分类至经营活动项下, 故标准化报表披露的经营性现金流被低估, 资本性支出亦被低估, 但并不影响上文我们对自由现金流的计算)

运营利润提升, 剔除建造利润的市盈率仅为 6.5x

光大环境估值全行业最低。采用 2024. 12. 25 收盘价计算, 大部分垃圾焚烧上市公司的 PE TTM 在 10-20 倍之间, PB MRQ 在 1-1.5 倍之间, 但公司 PE TTM 仅 5.91 倍, PB MRQ 仅 0.48 倍, 全垃圾焚烧行业最低。假设公司确认的建造收益净利率 10%, 2023 年剔除建造收益后公司仍有 37 亿港币的归母净利润, 对应真实 PE 6.5x 左右, 依然是全垃圾焚烧行业最低。

图33: 主流 A&H 垃圾焚烧上市公司估值情况 (X 轴为 PB MRQ, Y 轴为 PE TTM)

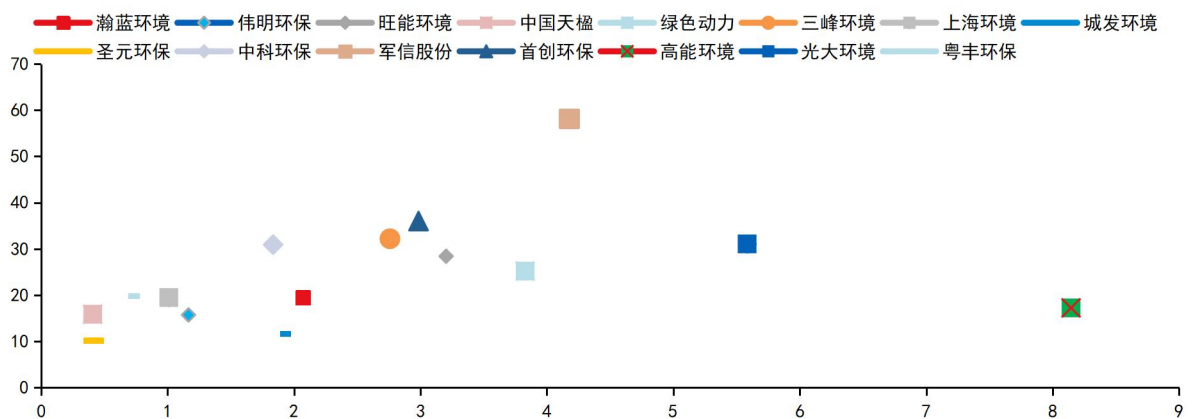


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (估值倍数均选取 2024. 12. 25 收盘价进行计算)

高股息，分红仍有提升空间

公司长期坚持高分红回报股东。自 2006 年以来，公司已实施现金分红 37 次（含中期），累计分红金额 492 亿港元，累计现金分红率 30.66%。2021-2023 年公司平均股利支付率 31%，仅低于军信股份、三峰环境、首创环保；再结合股息率来看，垃圾焚烧行业上市公仅有军信股份优于公司(高能环境 2024 年进行了中期分红剔除在外)。伴随着前文我们分析的自由现金流转正和资本开支下滑两大趋势，公司有望将更多的现金用于分红，回馈二级市场投资者。

图34: 主流 A&H 垃圾焚烧上市公司分红率&股息率情况 (单位: %, Y 轴为 2021-2023 平均股利支付率)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (股息率采用 2024. 12. 25 收盘价计算)

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

环保能源：我们假设 2024-2026 年公司在运营的垃圾焚烧发电项目个数为 153/156/159 个，在运产能分别为 14.03/14.53/14.83 万吨/日，项目产能利用率分别为 100/102/104%，垃圾处理量分别为 5051/5335/5552 万吨，吨垃圾上网电量分别为 328/330/332KWh/吨。预计环保能源业务板块 2024-2026 年的营业收入为 158/159/158 亿港元，同比 -9/+0.35/-0.70pct；毛利率分别为 53.3/54.8/56.2%。预测的营业收入下滑但毛利率增长主要系新项目陆续完工，毛利率较低的建造利润逐年下滑所致。

环保水务：考虑到水务项目陆续投产和 2023 年公司 11 个项目获批上调水价，我们假设 2024-2026 年环保水务的运营收入分别为 32/33/34 亿港元，建造收入分别为 15/10/7 亿港元，财务收入分别为 10/10/9 亿港元。预计环保水务板块 2024-2026 年营业收入分别为 57/53/50 亿港元，同比下滑 15/7/6pct；毛利率分别为 38.2/41.5/42.9%。

绿色环保：我们假设 2024-2026 年绿色环保的运营收入分别为 65/66/67 亿港元，建造收入分别为 4/3/2 亿港元，财务收入分别为 3/2/2 亿港元。预计绿色环保板块 2024-2026 年营业收入分别为 72/71/71 亿港元，同比下滑 3/1/0pct；毛利率分别为 18/18/19%。

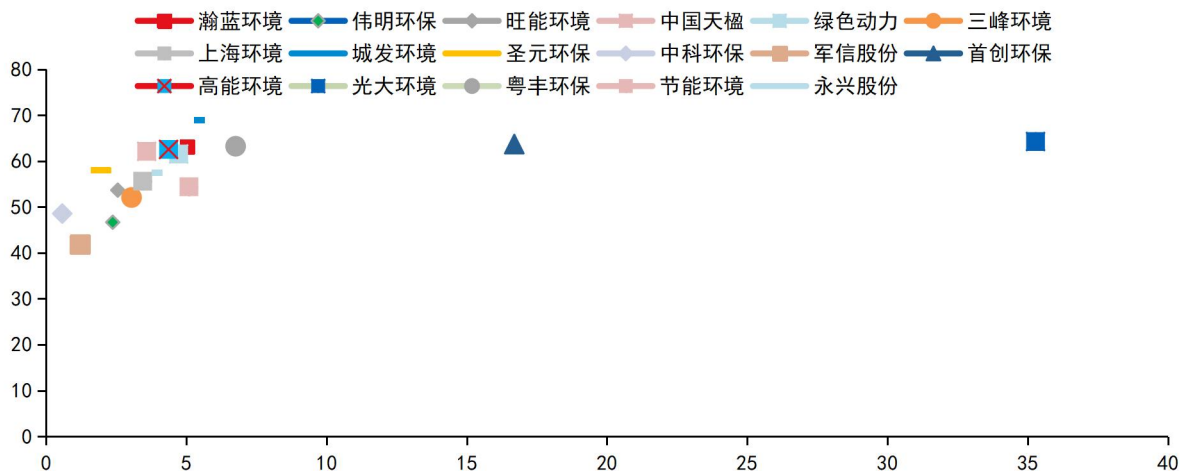
表8: 光大环境业务拆分

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
环保能源板块						
收入 (亿港元)	330	220	174	158	159	158
增速	26%	-33%	-21%	-9%	0%	-1%
毛利 (亿港元)	108	99	92	84	87	89
毛利率	32.7%	45.1%	53.2%	53.3%	54.8%	56.2%
环保水务板块						
收入 (亿港元)	69	67	67	57	53	50
增速	22%	-3%	0%	-15%	-7%	-6%
毛利 (亿港元)	28	26	26	22	22	21
毛利率	40.5%	38.1%	39.1%	38.2%	41.5%	42.9%
绿色环保板块						
收入 (亿港元)	84	80	74	72	71	71
增速	-14%	-5%	-8%	-3%	-1%	0%
毛利 (亿港元)	23	17	17	13	13	14
毛利率	27.8%	20.9%	23.3%	18.2%	18.0%	19.1%
合计 (包含非核心业务)						
总营收 (亿港元)	499	373	321	287	283	279
增速	16%	-25%	-14%	-10%	-2%	-1%
毛利 (亿港元)	165	144	138	119	122	124
毛利率	33.0%	38.5%	43.0%	41.5%	43.1%	44.4%

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

财务费用：截至 2024H1，光大环境的资产负债率为 64%，处于大部分垃圾焚烧上市公司所在的 50%-70%区间，但 2023 年 35 亿港元的财务费用却远超同行业其他上市公司，主要系项目大规模扩张期频繁的投融资活动和有部分利率较高的美元债所致。考虑到 2024 年以来 LPR 持续走低且公司在手的待建项目减少，我们假设公司的循环贷款利率为 3.5%，长期贷款利率为 4%，预计 2024-2026 年公司的财务费用分别为 35.52/34.64/33.72 亿港元。

图35: 主流 A&H 垃圾焚烧上市公司 2024 年资产负债率和 2023 年财务费用情况 (X 轴单位: 亿元, Y 轴单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (资产负债率 H 股公司数据截至 20240630, A 股公司数据截至 20240930, 财务费用 H 股公司单位为亿港元)

未来 3 年业绩预测

表9: 未来 3 年盈利预测表 (百万港元)

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	32090	28737	28292	27881
营业成本	18279	16813	16107	15505
销售费用	0	0	0	0
管理费用	4673	4179	4134	4093
财务费用	3408	3552	3464	3372
营业利润	6586	5652	6039	6361
利润总额	7124	3703	3943	4144
归属于母公司净利润	4429	3703	3943	4144
EPS	0.72	0.60	0.64	0.67
ROE	9%	7%	7%	7%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所预测

综上所述, 预计 2024-2026 年公司总营收为 287.37/282.92/278.81 亿港元, 同比 -9%/0%/-1%; 毛利率为 41.5%/43.1%/44.4%; 预计公司 2024-26 年归母净利润分别为 37.03/39.43/41.44 亿元 (-16.4%/+6.5%/+5.1%)。

估值与投资建议

绝对估值: 4.73 港元

输入条件: 基于公司历史财务报表中反映的公司资本结构和财务状况情况, 我们假定目标权益资本比为 30%, 2 年期的日度数据计算贝塔系数为 0.7, 无风险利率 2%, 风险溢价为 7%, 债务资本成本为 3.5%, 计算得出 WACC 值为 8.10%。

FCFF 估值结果: 在永续增长率为 2% 的假设条件下, 测算出光大环境对应每股权益价值为 4.73 港元, 高于目前股价 20.05%。

表10: 公司盈利预测假设条件 (%)

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	-14.0%	-10.4%	-1.5%	-1.5%
毛利率	43%	41.5%	43.1%	44.4%
管理费用/营业收入	10.1%	10.0%	10.0%	10.0%
销售费用/营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业税及附加/营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
所得税税率	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%
股利分配比率	30.5%	35.0%	40.0%	40.0%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所假设

表11: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.7	T	25.65%
无风险利率	2.00%	Ka	6.90%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	2.70
公司股价 (元)	3.94	Ke	18.69%
发行在外股数 (百万)	6143	E/(D+E)	30%
股票市值 (E, 百万元)	24203	D/(D+E)	70%
债务总额 (D, 百万元)	94077	WACC	8.10%
Kd	3.5%	永续增长率 (10年后)	2%

资料来源: 国信证券经济研究所假设 (股价数据更新至 2024.12.18)

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 表 12 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表12: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		7.1%	7.6%	8.10%	8.6%	9.1%
永续增长率变化	3.5%	15.34	11.62	8.71	6.37	4.44
	3.0%	12.60	9.56	7.12	5.12	3.44
	2.5%	10.45	7.91	5.82	4.07	2.59
	2.0%	8.73	6.55	4.73	3.18	1.86
	1.5%	7.31	5.41	3.80	2.42	1.23
	1.0%	6.13	4.45	3.01	1.76	0.67
	0.5%	5.12	3.62	2.32	1.18	0.18

资料来源: 国信证券经济研究所测算

相对法估值: 4.48 港元

我们选取 H 股中以垃圾焚烧发电和水务为主营业务的公司: 粤丰环保、绿色动力环保、北控水务集团和粤海投资作为可比公司。2024-2026 年可比公司对应的平均 PE 估值均值分别为 10/9/8X, 参考可比公司估值水平, 我们给予公司 2025 年 7 倍 PE, 对应股价 4.48 港元, 高于目前股价 13.7%。

表13: 光大环境可比公司主营业务概览

公司	2023 年主营业务收入占比
北控水务集团	污水处理项目建造及运营: 57.20%; 污水及再生水处理服务: 35.25%; 建造合同收入: 21.94%; 资源管理和能源服务: 20.63%; 供水: 12.15%; 技术及咨询服务以及设备销售: 10.03%。

绿色动力环保	垃圾处理及发电业务:65.92%;建造收入:20.62%;PPP项目利息收入:10.01%;其他服务:2.07%;渣灰收入及其他:1.37%。
粤海投资	水资源:59.88%;物业发展及投资:16.72%;发电:6.10%;租金收入:5.53%;服务特许权安排的财政收入:3.46%;百货店经营:2.95%;道路及桥梁:2.82%;酒店经营及管理:2.54%。
粤丰环保	电力销售:48.53%;建造合同收入:20.45%;垃圾处理收入:20.34%;环境卫生服务:6.87%;财务收入:3.82%。

资料来源:公司年报,国信证券经济研究所整理

表14:可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE		PEG		投资 评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	23A	24E			
0257.HK	光大环境	3.94	242	0.72	0.60	0.64	0.67	5.3	6.5	6.1	5.8	9.2%	-0.40		优于 大市	
可比公司																
1381.HK	粤丰环保	4.60	112	0.41	0.41	0.48	0.49	9.09	11.33	9.68	9.49	6.8%	-13.72		无	
1330.HK	绿色动力环保	3.59	50	0.43	0.44	0.47	0.49	4.72	7.56	7.12	6.75	8.1%	-2.72		无	
0371.HK	北控水务集团	2.54	255	0.18	0.20	0.22	0.24	8.68	11.91	10.85	9.90	6.04%	1.39		无	
0270.HK	粤海投资	6.52	426	0.48	0.56	0.60	0.54	11.89	11.08	10.34	9.95	7.5%	0.48		无	
										10.12	9.18	8.71				

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理 注:可比公司取自Wind一致预期(股价数据更新至2024.12.25)

投资建议

综合上述估值,我们认为公司股票价值在4.48-4.73元之间,较当前股价有14%-20%的溢价。我们认为,光大环境作为行业龙头,伴随垃圾焚烧行业增长接近尾声,公司资本开支持续显著下降,同时更多项目的投运带来充裕经营现金流,未来分红能力有望提升,公司的价值有望重估。首次覆盖,给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法,多角度综合得出公司的合理估值在4.73元左右,但该估值是建立在相关假设前提基础上的,特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本(WACC)的计算、TV的假定和可比公司的估值参数的选定,都融入了很多人的判断,进而导致估值出现偏差的风险,具体来说:

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观,导致未来10年自由现金流计算值偏高,从而导致估值偏乐观的风险;

加权平均资本成本(WACC)对公司绝对估值影响非常大,我们在计算WACC时假设无风险利率为2.0%、风险溢价7.0%,可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低,从而导致公司估值高估的风险;

我们假定未来10年后公司TV增长率为2%,公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化,公司持续成长性实际很低或负增长,从而导致公司估值高估的风险;

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的港股公用事业公司如粤丰环保、绿色动力环保、北控水务集团和粤海投资等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2025 年 PE 的 wind 一致性预期做为相对估值的参考，同时考虑公司的龙头地位和成长性，在行业平均水平的基础上，最终给予公司 2025 年 7 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利分别为 41.5%/43.1%/44.4%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。
- ◆ 在对公司环保能源的未来盈利预测中，我们设定了如产能利用率、吨垃圾上网电量等很多参数，这些参数为基于历史数据及对未来变化的个人判断，若这些参数的假设与实际情况偏离，可能导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

经营风险

应收账款回收不及预期：截至 2023 年末，公司账龄超过 13 个月的应收账款占比高达 44.80%，如若化债等政策推进不及预期，各级政府财政继续延迟支付电费补贴、垃圾处理费和污水处理费，公司的经营性现金流或受到负面影响。

主业增长无法覆盖建造利润下滑。随着公司在建项目数量逐年减少，2023 年建造收入由 2021 年高峰时的 268 亿港元下滑至 75 亿港元(同比 2022 年-43%)，占营业收入的 23%，仍对总体业绩有一定贡献。如果公司建造收入下滑幅度超过我们的假设，且运营收入增长不能弥补建造收入的下滑，可能对公司的业绩造成不利影响。

分红提升不及预期风险。公司管理层目前尚未对未来几年的分红比例作出定量承诺，自由现金流可能被用于偿还银行贷款、扩展新业务等方向，分红比例的下降可能导致公司的股息率下滑风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	10591	8433	8578	8664	8750	营业收入	37321	32090	28737	28292	27881
应收款项	20520	24425	24013	23641	23298	营业成本	22957	18279	16813	16107	15505
存货净额	1014	895	805	737	717	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	13610	13255	11870	11230	11367	销售费用	0	0	0	0	0
流动资产合计	45986	47153	45411	44445	44340	管理费用	5138	4673	4179	4134	4093
固定资产	8944	8773	11253	13621	15838	财务费用	3317	3408	3552	3464	3372
无形资产及其他	33263	32620	31315	30011	28706	投资收益	151	136	153	147	145
投资性房地产	100466	98650	98650	98650	98650	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	1938	1987	1987	1987	1987	其他收入	1241	719	1305	1305	1305
资产总计	190598	189183	188616	188713	189520	营业利润	7302	6586	5652	6039	6361
短期借款及交易性金融负债	20178	23118	24746	25115	26490	营业外净收支	(39)	539	305	305	305
应付款项	16448	12801	10974	10802	10173	利润总额	7263	7124	5957	6343	6666
其他流动负债	6186	5265	4731	4512	4311	所得税费用	1748	1827	1528	1627	1710
流动负债合计	42813	41185	40451	40429	40974	少数股东损益	913	868	726	773	812
长期借款及应付债券	74546	71506	68465	65425	62384	归属于母公司净利润	4602	4429	3703	3943	4144
其他长期负债	10640	10969	11298	11628	11957						
长期负债合计	85186	82475	79764	77052	74341	现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	127999	123660	120214	117481	115315	净利润	4602	4429	3703	3943	4144
少数股东权益	15225	17382	17854	18318	18805	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	47374	48141	50548	52914	55400	折旧摊销	2091	2176	2325	2437	2587
负债和股东权益总计	190598	189183	188616	188713	189520	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	3317	3408	3552	3464	3372
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	1265	(5853)	(146)	1019	(274)
每股收益	0.75	0.72	0.60	0.64	0.67	其它	621	603	472	464	487
每股红利	0.24	0.22	0.21	0.26	0.27	经营活动现金流	8578	1355	6354	7863	6945
每股净资产	7.71	7.84	8.23	8.61	9.02	资本开支	0	(561)	(3500)	(3500)	(3500)
ROIC	5%	5%	4%	4%	4%	其它投资现金流	52	105	0	(29)	(35)
ROE	10%	9%	7%	7%	7%	投资活动现金流	(128)	(504)	(3500)	(3529)	(3535)
毛利率	38%	43%	41%	43%	44%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	28%	33%	33%	35%	36%	负债净变化	(10639)	(3041)	(3041)	(3041)	(3041)
EBITDA Margin	34%	40%	41%	43%	45%	支付股利、利息	(1474)	(1351)	(1296)	(1577)	(1658)
收入增长	-25%	-14%	-10%	-2%	-1%	其它融资现金流	11321	5775	1627	369	1375
净利润增长率	-32%	-4%	-16%	6%	5%	融资活动现金流	(12905)	(3009)	(2709)	(4249)	(3323)
资产负债率	75%	75%	73%	72%	71%	现金净变动	(4456)	(2158)	145	86	87
息率	6.1%	5.6%	5.4%	6.5%	6.8%	货币资金的期初余额	15047	10591	8433	8578	8664
P/E	5.3	5.5	6.5	6.1	5.8	货币资金的期末余额	10591	8433	8578	8664	8750
P/B	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	企业自由现金流	5921	394	5749	7248	6277
EV/EBITDA	12	12	12	12	11	权益自由现金流	6603	594	1695	2001	2104

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032