光大环境（00257.HK）

优于大市

建造收入、减值拖累业绩，派息比率41.8%创历史新高

核心观点

受建造收入下滑和减值因素影响，收入利润均承压。2024年公司实现营业收入302.58亿港元，同比-5.71%，主要原因是新建项目减少，导致建造收入下降。2024年公司实现净利润33.77亿港元，同比-23.75%。净利润下降的主要系建造利润减少和计提减值增加（物业、厂房及设备耗损6亿港元，2023年为3.8亿港元；无形资产耗损6.97亿港元，2023年为2.10亿港元）所致。公司2024年销售毛利率为38.13%，较2023年下降4.91pct；销售净利率为13.13%，较2023年下降3.38pct；管理费用率小幅下滑0.5pct至9.3%；财务费用率下滑1.1pct至9.9%。

环保能源板块：收入159.16亿港元，同比-8%。其中运营收入97亿港元，同比+5%；建造收入25亿，同比-41%；财务收入37亿港元，同比-3%。该板块收益和盈利均有所下降，主要受在建项目数量减少影响。

环保水务板块：收入68.47亿港元，同比+2%。其中运营收入28亿港元，同比-9%；建造收入29亿港元，同比+17%；财务收入11亿港元，与2023几乎持平。运营收入下滑主要系追溯确认过往期间水费上调的一次性运营收入减少所致。

绿色环保板块：收入69.74亿港元，同比-6%。其中运营收入64亿港元，与去年几乎持平；建造收入2亿港元，同比-65%；财务收入3亿港元，同比-4%。受国内危废及固废处置市场复苏不及预期影响，盈利大幅下降。

加大投资者回报力度，派息比率提升至41.8%。随着有现金流流入的运营收入占比不断提升，公司的分红能力亦和意愿均有增强。2024年全年公司每股派息23港仙，派息率由2023年的30.5%提升至41.8%，派息的绝对值由13.5亿港元提升至14.1亿港元。对应2025.3.26收盘价股息率约为6.6%。

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。

投资建议：小幅下调盈利预测，维持“优于大市”评级。预计2025-2027年归母净利润38.36/41.29/42.98亿港元，同比增速13.6%/7.6%/4.1%，当前股价对应PE=5.6/5.2/5x。公司运营收入占比不断提升，现金流好转，同时通过提高分红加大投资者回报力度，有望带动公司的估值修复，综合可比公司估值水平，我们给予公司2025年6.5-7x PE，目标价4.03-4.34元/股，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2022	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	32,090	30,258	30,499	31,270	31,412
(+/-%)	-14.0%	-5.7%	0.8%	2.5%	0.5%
归母净利润(百万元)	4429	3377	3836	4129	4298
(+/-%)	-3.8%	-23.8%	13.6%	7.6%	4.1%
每股收益（元）	0.72	0.55	0.62	0.67	0.70
EBIT Margin	32.7%	26.0%	29.7%	30.5%	31.2%
净资产收益率（ROE）	9.2%	7.0%	7.6%	7.8%	7.7%
市盈率（PE）	4.8	6.3	5.6	5.2	5.0
EV/EBITDA	11.5	14.1	12.9	12.3	11.9
市净率（PB）	0.45	0.44	0.42	0.40	0.39

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·财报点评

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(维持)
合理估值	4.03 - 4.34港元
收盘价	3.47港元
总市值/流通市值	21316/21316百万港元
52周最高价/最低价	4.14/2.66港元
近3个月日均成交额	68.05百万港元

市场走势

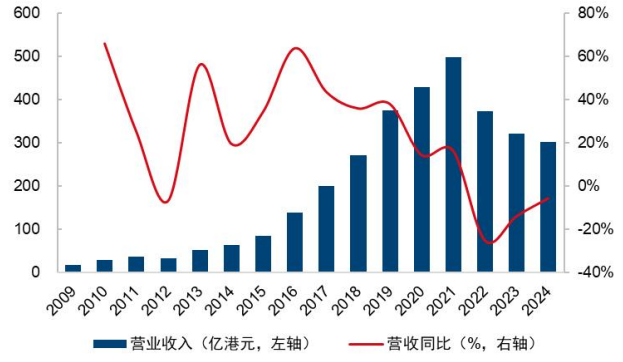
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《光大环境（00257.HK）-垃圾焚烧行业龙头，自由现金流转正价值有望重估》——2024-12-27

受建造收入下滑和减值因素影响，收入利润均承压。2024 年公司实现营业收入 302.58 亿港元，同比-5.71%，主要原因是新建项目减少，导致建造收入下降。2024 年公司实现净利润 33.77 亿港元，同比-23.75%。净利润下降的主要系建造利润减少和计提减值增加（物业、厂房及设备耗损 6 亿港元，2023 年为 3.8 亿港元；无形资产耗损 6.97 亿港元，2023 年为 2.10 亿 港元）所致。公司 2024 年销售毛利率为 38.13%，较 2023 年下降 4.91pct；销售净利率为 13.13%，较 2023 年下降 3.38pct；管理费用率小幅下滑 0.5pct 至 9.3%；财务费用率下滑 1.1pct 至 9.9%。

图1：光大环境营业收入及增速（单位：亿港元、%）

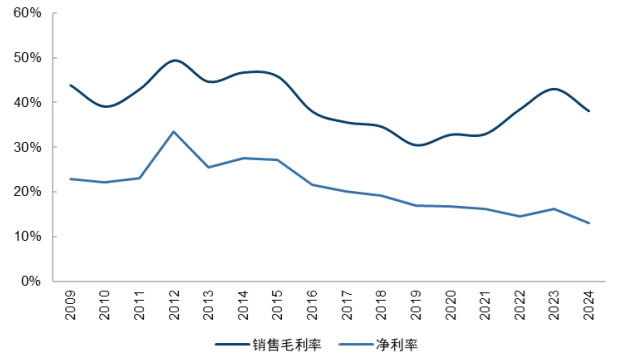


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：光大环境归母净利润及增速（单位：亿港元、%）

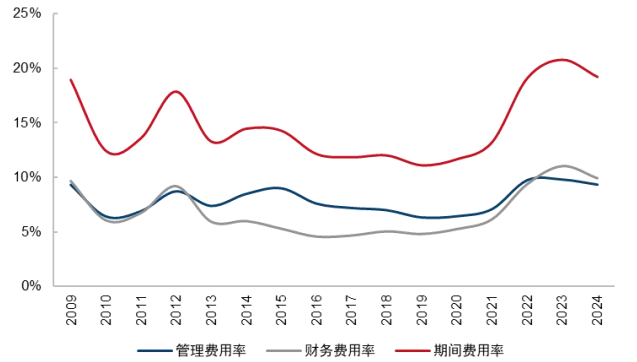
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：光大环境毛利率&净利率情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：光大环境期间费用率情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

环保能源板块：收入 159.16 亿港元，同比-8%。其中运营收入 97 亿港元，同比+5%；建造收入 25 亿，同比-41%；财务收入 37 亿港元，同比-3%。该板块收益和盈利均有所下降，主要受在建项目数量减少影响。

环保水务板块：收入 68.47 亿港元，同比+2%。其中运营收入 28 亿港元，同比-9%；建造收入 29 亿港元，同比+17%；财务收入 11 亿港元，与 2023 几乎持平。运营收入下滑主要系追溯确认过往期间水费上调的一次性运营收入减少所致。

绿色环保板块：收入 69.74 亿港元，同比-6%。其中运营收入 64 亿港元，与去年几乎持平；建造收入 2 亿港元，同比-65%；财务收入 3 亿港元，同比-4%。受国内危废及固废处置市场复苏不及预期影响，盈利大幅下降。

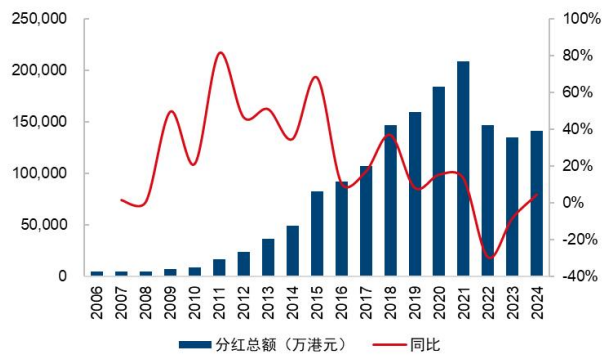
图5：分板块公司收入拆分情况（单位：亿港元）

光大环境（0257.HK）	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
营业收入（亿港元）							
合计	272	376	429	499	373	321	303
环保能源	139	215	261	330	220	174	159
运营收入	24	37	54	77	89	92	97
建造收入	97	157	181	218	92	43	25
财务收入	17	21	27	35	39	38	37
绿色环保（1257.HK）	70	93	98	84	80	74	70
运营收入	27	42	51	63	64	64	64
建造收入	41	49	45	17	13	7	2
财务收入	1	2	3	4	4	3	3
环保水务（1857.HK）	47	56	57	69	67	67	68
运营收入	12	15	18	25	30	31	28
建造收入	28	32	29	33	27	25	29
财务收入	7	8	9	11	11	11	11
其他收入	16	12	13	15	6	6	5

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

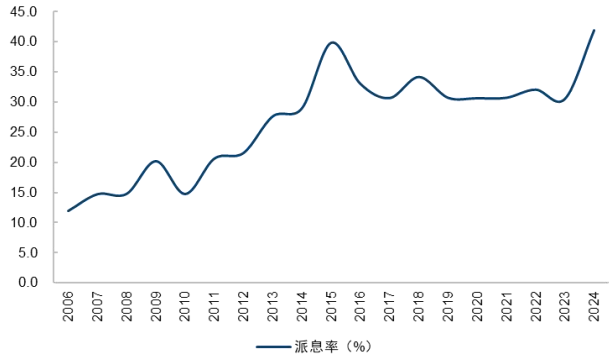
加大投资者回报力度，派息比率提升至 41.8%。随着有现金流流入的运营收入占比不断提升，公司的分红能力亦和意愿均有增强。2024 年全年公司每股派息 23 港仙，派息率由 2023 年的 30.5%提升至 41.8%，派息的绝对值由 13.5 亿港元提升至 14.1 亿港元。对应 2025.3.26 收盘价股息率约为 6.6%。

图6：光大环境历史分红总额情况（单位：万港元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：光大环境历史派息比率情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：小幅下调盈利预测，维持 “优于大市”评级。预计 2025-2027 年归母净利润 38.36/41.29/42.98 亿港元，同比增速 13.6%/7.6%/4.1%，当前股价对应 PE=5.6/5.2/5x。公司运营收入占比不断提升，现金流好转，同时通过提高分红加大投资者回报力度，有望带动公司的估值修复，综合可比公司估值水平，我们给予公司 2025 年 6.5-7x PE，目标价 4.03-4.34 元/股，维持“优于大市”评级。

表1：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
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	（24A）	（25E）	
1330.HK	绿色动力环保	3.25	45	0.43	0.44	0.48	-	6.83	6.31	5.81	-	7.4%	0.76	无
0371.HK	北控水务集团	2.27	228	0.16	0.22	0.24	-	14.90	9.67	8.83	-	5.38%	0.25	无
0270.HK	粤海投资	5.99	392	0.48	0.65	0.66	0.71	13.96	9.20	9.05	8.40	7.54%	0.26	无

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 2025.3.26），绿色动力环保尚未披露 2024 年报，24 年业绩亦为 Wind 一致性预期预测

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	8433	7896	12269	15157	16810
应收款项	24425	24721	25485	26130	26249
存货净额	895	988	970	958	958
其他流动资产	13255	14096	14208	14017	14449
流动资产合计	**47153**	**47774**	**53007**	**56350**	**58572**
固定资产	8773	7949	10521	12983	15296
无形资产及其他	32620	32001	30721	29441	28161
投资性房地产	98650	96390	96390	96390	96390
长期股权投资	1987	1913	1913	1913	1913
资产总计	**189183**	**186027**	**192552**	**197077**	**200331**
短期借款及交易性金融负债	23118	18704	20667	20830	20067
应付款项	12801	12039	12564	12565	12210
其他流动负债	5265	4989	4914	4958	4891
流动负债合计	**41185**	**35732**	**38146**	**38352**	**37168**
长期借款及应付债券	71506	72965	74425	75885	77344
其他长期负债	10969	10913	10857	10802	10746
长期负债合计	**82475**	**83879**	**85282**	**86686**	**88090**
负债合计	**123660**	**119610**	**123428**	**125039**	**125259**
少数股东权益	17382	18206	18612	19049	19505
股东权益	48141	48211	50512	52989	55568
负债和股东权益总计	**189183**	**186027**	**192552**	**197077**	**200331**

关键财务与估值指标	2022	2024	2025E	2026E	2027E
每股收益	0.72	0.55	0.62	0.67	0.70
每股红利	0.24	0.22	0.25	0.27	0.28
每股净资产	7.84	7.85	8.22	8.63	9.05
ROIC	5%	4%	5%	5%	5%
ROE	9%	7%	8%	8%	8%
毛利率	43%	38%	39%	40%	40%
EBIT Margin	33%	26%	30%	31%	31%
EBITDA Margin	39%	33%	37%	38%	39%
收入增长	-14%	-6%	1%	3%	0%
净利润增长率	-4%	-24%	14%	8%	4%
资产负债率	75%	74%	74%	73%	72%
息率	6.9%	6.3%	7.2%	7.7%	8.0%
P/E	4.8	6.3	5.6	5.2	5.0
P/B	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	12	14	13	12	12

利润表（百万元）	2022	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**32090**	**30258**	**30499**	**31270**	**31412**
营业成本	18279	18722	18598	18911	18771
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	0	0	0	0	0
管理费用	5095	4272	4116	4094	4107
财务费用	3357	2992	3536	3595	3620
投资收益	136	(13)	0	0	0
资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
其他收入	1090	609	1280	1280	1280
营业利润	6586	4867	5528	5950	6194
营业外净收支	539	0	0	0	0
利润总额	**7124**	**4867**	**5528**	**5950**	**6194**
所得税费用	1827	893	1015	1092	1137
少数股东损益	868	596	677	729	759
归属于母公司净利润	**4429**	**3377**	**3836**	**4129**	**4298**

现金流量表(百万元)	2022	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	**4429**	**3377**	**3836**	**4129**	**4298**
资产减值准备	0	0	0	0	0
折旧摊销	2091	2176	2208	2318	2467
公允价值变动损失	0	0	0	0	0
财务费用	3357	2992	3536	3595	3620
营运资本变动	(5853)	(64)	(463)	(454)	(1027)
其它	579	358	406	437	455
经营活动现金流	**1246**	**5846**	**5986**	**6431**	**6193**
资本开支	0	92	(3500)	(3500)	(3500)
其它投资现金流	105	71	0	(15)	(18)
投资活动现金流	**57**	**237**	**(3500)**	**(3515)**	**(3518)**
权益性融资	0	0	0	0	0
负债净变化	(3041)	1460	1460	1460	1460
支付股利、利息	(1474)	(1351)	(1535)	(1651)	(1719)
其它融资现金流	5569	(6838)	1963	163	(763)
融资活动现金流	**(3461)**	**(6621)**	**1888**	**(29)**	**(1022)**
现金净变动	**(2158)**	**(538)**	**4374**	**2887**	**1653**
货币资金的期初余额	10591	8433	7896	12269	15157
货币资金的期末余额	8433	7896	12269	15157	16810
企业自由现金流	271	8528	5644	6158	5953
权益自由现金流	2799	707	6180	4845	3693

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±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±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