

2025 年 04 月 17 日

投资评级：买入（维持）

证券分析师

查浩

SAC: S1350524060004

zhahao@huayuanstock.com

刘晓宁

SAC: S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

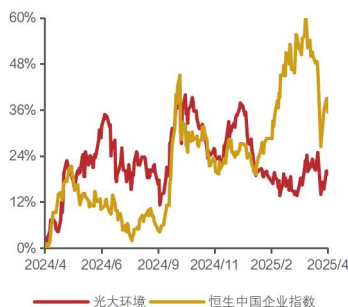
蔡思

SAC: S1350524070005

caisi@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 04 月 16 日

收盘价 (港元)	3.41
一年内最高/最低 (港元)	4.14/3.01
总市值 (百万港元)	20,947.55
流通市值 (百万港元)	20,947.55
资产负债率 (%)	64.30

资料来源：聚源数据

光大环境 (00257. HK)

——业绩符合预期 分红率逆势提升

投资要点：

- **事件：1) 近日公司发布 2024 年全年业绩**，2024 年公司实现营业收入 302.6 亿港元，同比下降 6%，实现归母净利润 33.8 亿港元，同比下降 24%，符合我们的预期。**2) 公司发布 2024 年末期股息公告**，宣派末期股息 0.09 港币/股，全年股息 0.23 港币/股，对应股利支付率 41.84%。
- **公司业绩下滑主因建造收入减少、减值增加**。2024 年公司实现营收 302.6 亿港元，同比下滑 6%，其中建造服务收入 57.02 亿港元，同比下滑 23.9%，运营服务收入 189.5 亿港元，同比增加 1%，财务收入 50.9 亿港元，同比下滑 2.7%，资本开支减少，建造服务收入下滑是公司营收下滑的主要原因，不过 2024 年公司营收结构进一步优化，2024 年运营服务收入占比达到 63%，同比上年提升 4.2 个百分点。在盈利端，2024 年公司发生减值 13 亿港元（其中物业、厂房及设备损耗 6 亿港元，无形资产损耗 7 亿港元），同比增加 7.1 亿港元。
- **分板块来看：1) 环保能源**：2024 年实现营收 159.2 亿港元（-8.3%），其中建造收入 25.37 亿港元（-41.4%），运营收入 97.2 亿港元（+5.2%），实现集团应占净利润 38.5 亿港元（-27%）；**2) 环保水务**：2024 年实现营收 68.5 亿港元（+2.1%），其中建造收入 29.3 亿港元（+17.2%），运营收入 28.2 亿港元（-9.3%），实现集团应占净利润 8.1 亿港元（-6%）；**3) 绿色环保**：2024 年实现营收 69.7 亿港元（-5.9%），其中建造收入 2.31 亿港元（-65.1%），运营收入 64.2 亿港元（+0.1%），实现集团应占净利润-2.85 亿港元（亏损较 2023 年增加 46%）。（注：括号内为同比变化）。
- **在建项目较少，资本开支持续下降**。截至 2024 年底，公司在建垃圾焚烧发电项目 6 个，处理规模 208 万吨/年（对应 0.57 万吨/日），在建垃圾焚烧协同项目 11 个，处理规模 137.5 万吨/年（对应 0.38 万吨/日），在建水务项目 10 个，处理规模 3.72 亿立方米/年，在建绿色环保项目 2 个，装机 6.9 万千瓦。整体来看，公司在建项目较少，预计 2025 年公司资本开支较低，现金流有望进一步好转。
- **2024 年全年股息 0.23 港币/股，当前股息率 6.7%**。2024 年归母净利润同比下降 24%，但公司宣布派发末期股息 0.09 港币/股，合计 2024 年全年股息 0.23 港币/股，同比增加 0.01 港元/股，对应股利支付率 41.84%，充分展现了公司对股东回报的重视，若按照 0.23 港元/股进行计算，公司当前股息率达到 6.7%，建议重视公司股息价值。
- **盈利预测与评级**：我们预计公司 2025-2026 年归母净利润为 35.3、37 亿港元，新增 2027 年归母净利润预测为 39.2 亿港元，当前股价对应的 PE 分别为 6、5.7、5.4 倍。若按照 41% 的股利支付率进行计算，公司 2025-2027 年的股息率分别为 6.9%、7.3%、7.7%，低估值高股息价值突出，维持“买入”评级。
- **风险提示**。项目建设不及预期、危废项目盈利不及预期、垃圾焚烧量波动风险

盈利预测与估值 (港元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万港元)	32,495.24	30,258.01	29,183.61	28,511.19	28,447.16
同比增长率 (%)	-13.9%	-6.9%	-3.6%	-2.3%	-0.2%
归母净利润 (百万港元)	4,429.16	3,377.20	3,531.88	3,701.32	3,916.03
同比增长率 (%)	-3.8%	-23.8%	4.6%	4.8%	5.8%
每股收益 (港元/股)	0.72	0.55	0.57	0.60	0.64
ROE (%)	9.2%	7.0%	7.1%	7.2%	7.5%
市盈率 (P/E)	3.52	7.04	5.93	5.66	5.35

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要

损益表					资产负债表				
单位：港币(百万)					单位：港币(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	30,258	29,184	28,511	28,447	货币资金	7,896	9,865	12,960	14,220
增长率	-5.7%	-3.6%	-2.3%	-0.2%	应收款项	24,721	26,165	27,146	28,666
营业成本	18,722	18,180	17,804	17,775	存货	988	959	940	938
%销售收入	61.9%	62.3%	62.4%	62.5%	其他流动资产	14,170	13,669	13,356	13,326
毛利	11,536	11,003	10,707	10,673	流动资产	47,774	50,659	54,401	57,150
%销售收入	38.1%	37.7%	37.6%	37.5%	权益性投资	1,587	1,587	1,587	1,587
其他收入	0	0	0	0	固定资产	7,949	7,927	7,919	7,809
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	32,001	30,918	29,902	28,832
销售费用	0	0	0	0	非流动资产	138,253	137,147	136,123	134,943
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	资产总计	186,027	187,807	190,525	192,093
管理费用	2,828	2,728	2,281	1,991	应付款项	11,383	11,054	10,825	10,807
%销售收入	9.3%	9.3%	8.0%	7.0%	短期借款	18,704	18,704	18,704	18,704
研发费用	0	0	0	0	其他流动负债	5,645	5,444	5,319	5,307
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	流动负债	35,732	35,202	34,848	34,818
财务费用	2,992	2,663	2,676	2,688	长期债务	72,965	73,401	73,847	74,205
%销售收入	9.9%	9.1%	9.4%	9.5%	其他长期负债	10,913	10,913	10,913	10,913
息税前利润 (EBIT)	7,860	7,753	8,011	8,332	非流动负债	83,879	84,314	84,760	85,118
%销售收入	26.0%	26.6%	28.1%	29.3%	负债总计	119,610	119,516	119,608	119,936
投资收益	-13	91	69	49	归属母公司股东权益	48,211	49,461	51,434	51,982
%税前利润	-0.3%	1.8%	1.3%	0.9%	少数股东权益	18,206	18,829	19,483	20,175
除税前利润	4,867	5,090	5,334	5,644	负债股东权益合计	186,027	187,807	190,525	192,093
利润率	16.1%	17.4%	18.7%	19.8%					
所得税	893	934	979	1,036					
%所得税率	18.4%	18.4%	18.4%	18.4%					
净利润 (含少数股东损益)	3,974	4,156	4,355	4,608					
少数股东损益	596	624	654	692					
归属于母公司的净利润	3,377	3,532	3,701	3,916					
增长率	-23.8%	4.6%	4.8%	5.8%					
净利率	11.2%	12.1%	13.0%	13.8%					

现金流量表					比率分析				
单位：港币(百万)					2024A				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	3,377	3,532	3,701	3,916	每股指标				
少数股东损益	596	624	654	692	每股收益	0.55	0.57	0.60	0.64
营运资金变动	-2,268	-1,445	-1,002	-1,518	每股净资产	7.85	8.05	8.37	8.46
其他变动	6,424	5,379	5,231	5,113	每股经营现金净流	1.32	1.32	1.40	1.34
经营活动现金流量净额	8,129	8,090	8,584	8,202	每股股利	0.23	0.24	0.25	0.27
资本开支	-1,140	-1,088	-1,115	-895	回报率				
投资	843	0	0	0	净资产收益率	7.01%	7.14%	7.20%	7.53%
其他	658	-522	-415	-349	总资产收益率	1.82%	1.88%	1.94%	2.04%
投资活动现金流量净额	360	-1,611	-1,531	-1,244	投入资本收益率	4.06%	3.95%	4.00%	4.12%
股权募资	0	0	0	0	增长率				
债权募资	-2,955	435	446	358	营业收入增长率	-5.71%	-3.55%	-2.30%	-0.22%
其他	-4,344	-3,216	-2,676	-4,327	EBIT增长率	-25.38%	-1.35%	3.32%	4.01%
筹资活动现金流量净额	-7,299	-2,781	-2,230	-3,969	净利润增长率	-23.75%	4.58%	4.80%	5.80%
现金净变动	-538	1,970	3,094	1,260	总资产增长率	-1.67%	0.96%	1.45%	0.82%

资料来源：wind，华源证券研究所

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

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。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的意见或建议不一致的投资决策。

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。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。