

2025年9月8日
 光大环境 (257.HK)

SDICS

公司动态分析

证券研究报告

环保行业

中期分红比例创新高

光大环境近期公布 2025H1 业绩。业绩表现符合市场预期。收入及净利润的下滑，主要由建造服务收入下降及汇率波动等非现金因素影响。公司资本开支继续下降，现金流提升。公司提高中期派息比例至 42%，是中期分红的历史新高，追评去年全年派息比例。我们预测 2025/2026/2027 年，公司利润分别为 35.7/37.9/39.8 亿港元。目前股价对应 2025 年股息率 5.2%，股息率具吸引力。我们维持“买入”评级，按同业平均估值，给予目标价 5.80 港元，对应 10 倍 2025 年 PE。

报告摘要

光大环境 H1 业绩符合预期，中期分红比例继续。公司 2025H1 收入同比减少 8% 至 143 亿港元。收入下降主要是由于非现金的建造服务收入下降。中国垃圾焚烧发电行业逐步进入成熟期，新建项目减少，公司建造服务收入下降。期内建造服务收入同比下降 48% 至 18.5 亿港元，贡献公司收入 13%。期内已投运项目量持续提升及精细化运营管理提升，公司运营服务收入同比增加 5% 至 99.4 亿港元。运营服务贡献公司收入 69%。受汇率波动的影响，公司行政费用同比增加 5.7 亿港元。公司净利润同比下降 10% 至 22 亿港元。在 CAPEX 下降后，公司现金流状况持续好转。期内公司中期分红比例同比提升 7 个百分点至 41.8%，跟去年全年分红比例持平。中期每股派息 15 港仙。

聚焦精细化运营，在手项目盈利能力持续提升。公司垃圾焚烧发电项目已投运 159 个，设计处理规模超过 5000 万吨/年。期内公司垃圾处理量提升 2% 至 2900 万吨，发电量增长 9% 至 148 亿度，供热供汽量同比大幅提升 32% 至 380 万吨。垃圾焚烧发电项目进行化运营，吨入炉垃圾发电量提升 3% 至 460 度，厂用电量下降至 14.7%。公司积极开拓生物质及垃圾焚烧发电项目周边热用户初步显现，我们预期供汽量将保持较快增长，提升项目回报及加速资金回流。

环保能源项目拓展聚焦海外市场。期内公司在中亚的乌兹别克斯坦取得 2 个垃圾焚烧发电项目，总设计规模 3000 吨/日。公司积极开拓中亚的固废及水务市场。公司将关注印尼、越南及中亚等地市场，完善海外项目储备。

维持“买入”评级，目标价 5.80 港元。公司运营收入持续增长，目前股价对应 2025 年股息率 5.2%，具吸引力。我们预测 2025/2026/2027 年，公司净利润分别为 35.7/37.9/39.8 亿港元。我们维持“买入”评级。参照环保行业港股上市公司 2025 年平均估值，给予目标价 5.80 港元，对应 2025 年 10 倍预测 PE。

风险提示：垃圾收运量少于预期；国补回收慢于预期；汇率波动超预期。

财务及估值摘要

(年结 31/12; 百万 HKD)	FY 2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
销售收入	32,090	30,258	29,513	30,459	30,997
增长率 (%)	-14.0%	-5.7%	-2.5%	3.2%	1.8%
净利润	4,429	3,337	3,568	3,787	3,975
增长率 (%)	-3.8%	-23.8%	5.7%	6.1%	5.0%
毛利率 (%)	43.0%	38.1%	40.0%	40.0%	40.0%
净利润率 (%)	13.8%	11.2%	12.1%	12.4%	12.8%
ROE, 平均 (%)	7.3%	5.1%	5.3%	5.3%	5.4%
每股盈利 (元)	0.72	0.55	0.58	0.62	0.65
每股净资产 (元)	10.67	10.81	11.29	11.79	12.31
市盈率 (x)	6.44	8.44	7.99	7.53	7.17
市净率 (x)	0.44	0.43	0.41	0.39	0.38
股息收益率 (%)	4.74	4.96	5.23	5.55	5.83

数据来源：公司资料，国证国际预测

投资评级：

买入

维持评级

6 个月目标价

5.80 港元

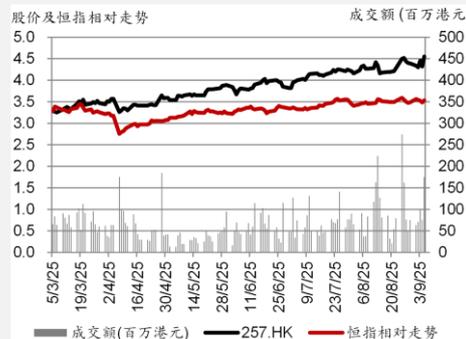
股价 2025-9-8

4.64 港元

总市值(百万港元)	28,503.41
流通市值(百万港元)	28,503.40
总股本(百万股)	6,142.98
流通股本(百万股)	6,142.98
12 个月低/高(港元)	3.2/4.66
平均成交(百万港元)	78.96

股东结构

中国光大集团	43.1%
太平洋人寿保险	5.9%
其他	51.0%
总共	100.0%

股价表现


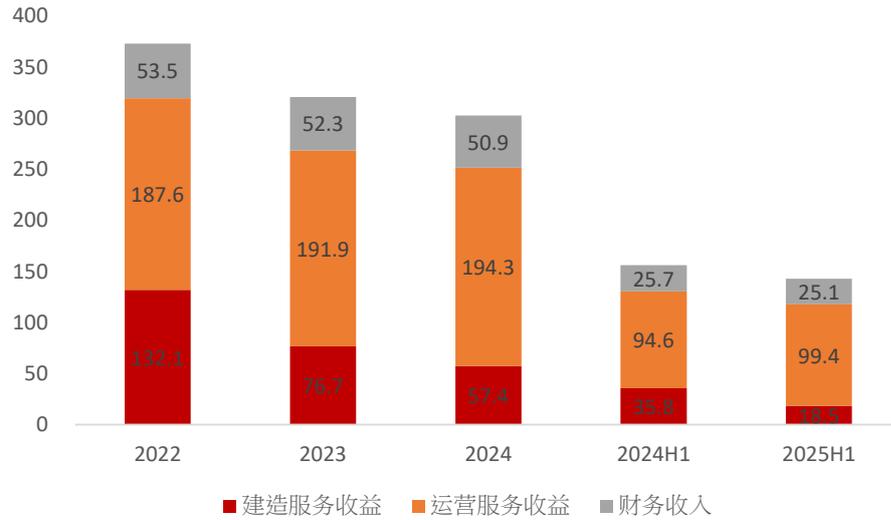
%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	13.95	9.26	19.50
绝对收益	8.67	21.78	30.34

数据来源：彭博、港交所、公司

罗璐 能源行业分析师

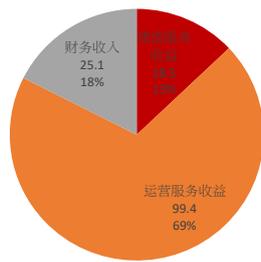
lilianlu@sdicsi.com.hk

图表 1 光大环境收入结构 (亿港元)



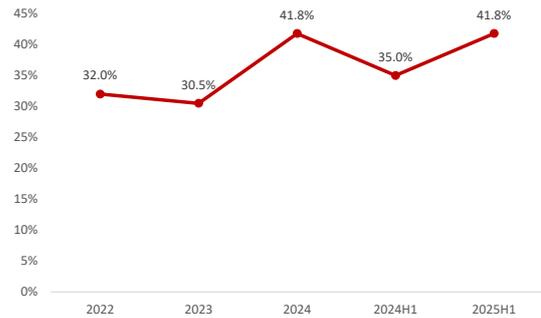
资料来源：上市公司资料，国证国际

图表 2: 2025H1 光大环境收入结构



资料来源：上市公司资料，国证国际

图表 3: 光大环境分红比例持续提升



资料来源：上市公司资料，国证国际

根据我们的盈利预测 2025/2026/2027 年，公司净利润分别为 35.7/37.9/39.8 亿港元。我们参考港股上市公用环保公司的平均估值，给予目标价 5.80 港元，对应 2025 年 10 倍预测 PE。

图表 4: 同业估值比较 - 港股上市公用环保企业

股份名称	代码	市值 百万元	股价 元	最近报表 年结, Y0	--- 市盈率 (倍) ---				-- 每股盈利增长 (%) --				股息率 (%)			市净率 (倍)			ROE %	ROA %	
					Y0	Y1f	Y2f	Y3f	Y0	Y1f	Y2f	Y3f	12个月	Y1f	Y2f	Y0	Y1f	Y2f			
水务																					
中国光大水务有限公司	1857 HK Equity	4,291	1.5	12/2024	4.2	3.8	3.6	n/a	-14.1	9.4	7.7	n/a	8.02	n/a	n/a	0.36	n/a	n/a	122.9	8.3	2.73
天津创业环保集团股份	1065 HK Equity	9,384	3.83	12/2024	6.9	5.9	5.5	5.2	-7.3	15.7	7.6	5.5	4.84	n/a	n/a	0.57	0.54	0.50	75.8	8.4	3.40
北控水务集团有限公司	371 HK Equity	26,121	2.6	12/2024	15.2	15.1	13.8	13.3	-14.3	1.1	9.5	3.5	6.33	6.60	6.85	0.86	0.80	0.79	240.9	5.2	0.95
上海实业环境控股有限	807 HK Equity	2,936	1.14	12/2024	n/a	n/a	n/a	n/a	0.2	n/a	n/a	n/a	5.77	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	174.5	5.8	1.38
康达国际环保有限公司	6136 HK Equity	803	0.36	12/2024	4.2	n/a	n/a	n/a	34.6	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.12	n/a	n/a	153.5	2.7	0.85
固废																					
中国光大环境 (集团)	257 HK Equity	28,503	4.64	12/2024	8.4	7.3	6.8	6.7	-23.7	16.2	7.4	0.9	5.17	5.58	6.01	0.52	0.54	0.52	152.1	5.8	1.81
绿色动力环保集团股份	1330 HK Equity	9,927	5.25	12/2024	11.4	10.0	9.2	8.6	-6.7	14.3	8.7	6.5	4.16	6.87	7.39	0.83	0.80	0.78	132.4	8.2	2.96
东江环保股份有限公司	895 HK Equity	5,373	2.53	12/2024	-ve E	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.71	n/a	n/a	126.9	-20.4	-7.26
中国海螺环境控股有限	587 HK Equity	1,242	0.68	12/2024	181.1	9.7	6.2	4.4	-97.5	17.6x	56.3	40.0	n/a	n/a	n/a	0.39	n/a	n/a	91.5	-2.4	-0.73
中国光大绿色环保有限	1257 HK Equity	2,211	1.07	12/2024	-ve E	18.8	7.3	4.1	n/a	n/a	157.9	76.9	2.62	2.80	2.80	0.23	0.21	0.21	201.5	-2.8	-0.87
北控城市资源集团有限	3718 HK Equity	1,387	0.39	12/2024	54.2	15.6	6.5	4.6	-90.9	247.2	140.0	41.7	7.95	5.90	5.90	0.45	0.44	0.42	55.2	-2.2	-0.82
首创环境控股有限公司	3989 HK Equity	1,258	0.088	12/2024	4.9	n/a	n/a	n/a	-18.0	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.17	n/a	n/a	149.9	3.7	1.21
					平均	32.3	10.8	7.4	6.7												

 注：*净负债比率为负数代表净现金
 数据来源：彭博

附表：财务报表预测

(年结 31/12; HKD 000)	FY 2023A	FY 2024A	FY 2025E	FY 2026E	FY 2027E
综合损益表					
营业额	32,090,207	30,258,009	29,513,191	30,458,635	30,996,763
销售成本	-18,278,916	-18,722,050	-17,707,915	-18,275,181	-18,598,058
毛利	13,811,291	11,535,959	11,805,276	12,183,454	12,398,705
其他营运收入, 扣除利息收入	1,064,351	1,169,183	1,134,649	1,122,728	1,142,187
行政管理开支	-3,149,349	-2,828,073	-2,951,319	-2,984,946	-3,037,683
其他收入及亏损净额	-1,209,978	-1,990,227	-1,497,701	-1,512,678	-1,527,804
经营溢利	10,396,851	7,799,655	8,403,719	8,721,371	8,888,218
融资收入	119,464	87,187	87,187	87,187	87,187
融资费用	-3,527,788	-3,006,954	-2,656,187	-2,680,360	-2,634,725
税前盈利	7,124,484	4,867,141	5,825,027	6,166,037	6,379,214
所得税	-1,827,333	-893,495	-1,398,006	-1,479,849	-1,531,011
非控股权益	641,428	405,507	664,053	702,928	678,748
永续资本工具持有人	226,563	190,939	194,758	196,705	194,738
净利润	4,429,160	3,377,200	3,568,210	3,786,555	3,974,716
EBITDA	12,827,961	10,074,731	10,511,435	10,811,589	10,921,173
EBIT	10,652,272	7,874,095	8,481,214	8,846,397	9,013,939
同比增长 (%)					
销售收入	-14.0%	-5.7%	-2.5%	3.2%	1.8%
毛利	-3.9%	-16.5%	2.3%	3.2%	1.8%
净利润	-3.8%	-23.8%	5.7%	6.1%	5.0%
EBITDA	-0.1%	-21.5%	4.3%	2.9%	1.0%
经营溢利	-0.3%	-25.0%	7.7%	3.8%	1.9%
资产负债表					
非流动资产					
物业、厂房及设备	9,749,948	8,839,510	8,190,945	7,589,965	7,033,081
递延税项资产	613,814	1,186,237	1,186,237	1,186,237	1,186,237
流动资产	47,153,146	47,774,452	44,528,549	49,603,579	49,345,944
贸易应收账款	24,419,721	24,713,884	19,646,870	26,134,964	24,421,873
存货	894,628	987,966	805,575	1,045,421	838,278
现金	8,433,216	7,895,622	9,627,798	7,741,691	9,258,742
总资产	189,182,824	186,027,024	188,281,391	195,916,419	197,979,545
流动负债					
借债	23,118,418	18,704,066	23,924,306	24,163,549	24,405,185
应付账	17,527,132	16,372,025	15,690,884	17,399,148	16,275,502
其他	539,330	655,747	655,747	655,747	655,747
非流动负债	82,474,723	83,878,610	78,658,370	81,242,482	81,000,846
借债	71,505,726	72,965,373	67,745,133	70,329,245	70,087,609
其他	10,968,997	10,913,237	10,913,237	10,913,237	10,913,237
总负债	123,659,603	119,610,448	118,929,307	123,460,926	122,337,280
股本	17,329,537	17,329,537	17,329,537	17,329,537	17,329,537
储备	30,811,351	30,881,423	32,958,121	35,161,896	37,475,180
股东权益	48,140,888	48,210,960	50,287,658	52,491,433	54,804,717
非控股权益	11,673,720	11,403,285	12,067,338	12,770,266	13,449,015
永续资本工具持有人	5,708,613	6,802,331	6,997,089	7,193,794	7,388,532
总股东权益	65,523,221	66,416,576	69,352,085	72,455,493	75,642,265
净负债/(现金)	86,190,928	83,773,817	82,041,641	86,751,103	85,234,052
净负债率 (%)	131.5%	126.1%	118.3%	119.7%	112.7%

(转下页...)

财务报表预测 (续)

(31/12 年结; 千元 RMB)	FY 2023A	FY 2024A	FY 2025E	FY 2026E	FY 2027E
现金流量表					
税前盈利	7,124,484	4,867,141	5,825,027	6,166,037	6,379,214
折旧及摊销	2,175,689	2,200,636	2,030,221	1,965,192	1,907,234
营运资金变动	(1,217,325)	1,214,128	(2,060,716)	(8,727,607)	(2,504,036)
其他	(5,587,774)	(1,499,635)	767,514	809,836	727,726
经营活动现金流量	2,495,074	6,782,270	6,562,046	213,458	6,510,138
资本开支	(3,758,940)	(2,366,423)	(913,582)	(968,007)	(940,350)
其他	(80,231)	203,729	84,215	148,392	96,199
投资活动现金流量	(3,839,171)	(2,162,694)	(829,367)	(819,615)	(844,151)
贷款变动	1,512,304	-1,495,401	-	2,823,355	-
其他	(2,061,682)	(3,537,181)	(4,000,504)	(4,103,303)	(4,148,937)
融资活动现金流量	(549,378)	(5,032,582)	(4,000,504)	(1,279,948)	(4,148,937)
净资金流入/(出)	(1,893,475)	(413,006)	1,732,176	(1,886,106)	1,517,050
财务及估值比率					
P/E	6.44	8.44	7.99	7.53	7.17
P/B	0.44	0.43	0.41	0.39	0.38
股息率 (%)	4.74	4.96	5.23	5.55	5.83
毛利率 (%)	43.0%	38.1%	40.0%	40.0%	40.0%
EBITDA 比率 (%)	40.0%	33.3%	35.6%	35.5%	35.2%
税前利润率 (%)	22.2%	16.1%	19.7%	20.2%	20.6%
净利率 (%)	13.8%	11.2%	12.1%	12.4%	12.8%
管理费用率 (%)	9.8%	9.3%	10.0%	9.8%	9.8%
有效税率 (%)	25.6%	18.4%	24.0%	24.0%	24.0%
ROE (%)	7.3%	5.1%	5.3%	5.3%	5.4%
ROA (%)	2.8%	2.1%	2.4%	2.4%	2.5%
流动比率	1.14	1.34	1.11	1.17	1.19
应收账款周转天数	255.3	296.3	274.3	274.3	297.7
利息保障倍数	3.13	2.70	3.30	3.41	3.54
净负债(现金)/股东权益 (%)	131.5%	126.1%	118.3%	119.7%	112.7%
资产负债率%	65.4%	64.3%	63.2%	63.0%	61.8%
派息比率 (%)	30.5%	41.8%	41.8%	41.8%	41.8%

数据来源: 公司资料; 国证国际预测

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010