

光大环境 (00257.HK)

启动“回A”进程，资本开支优选方向，不改现金流价值逻辑

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万港元)	32,495	30,258	28,868	28,373	28,089
同比(%)	(13.92)	(6.88)	(4.59)	(1.72)	(1.00)
归母净利润(百万港元)	4,429	3,377	3,576	3,874	4,036
同比(%)	(3.75)	(23.75)	5.90	8.31	4.19
EPS-最新摊薄(港元/股)	0.72	0.55	0.58	0.63	0.66
P/E(现价&最新摊薄)	6.84	8.97	8.47	7.82	7.50

投资要点

- **事件：**2025年11月14日，公司公告董事会批准可能进行发行人民币股份及将该等人民币股份在深交所上市的初步建议。
- **光大环境拟发行A股并在深交所上市，完善H+A双平台布局。**2025年6月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于深入推进深圳综合改革试点深化改革创新扩大开放的意见》，允许在香港联合交易所上市的粤港澳大湾区企业，按照政策规定在深圳证券交易所上市。在政策鼓励背景下，光大环境拟发行人民币股份数量不超过8亿股，即不超过建议人民币股份发行后本公司扩大后之已发行股本的11.52%（未考虑行使超额配售选择权），募集资金净额初步拟用于公司发展主营业务及补充一般营运资金。
- **光大环境回A构建多元化融资渠道，助力长期发展。**“A+H”双平台布局，给予企业更加多元的融资选择。光大环境2024年以来自由现金流转正并持续增厚，资本开支下降分红提升逻辑得到兑现。国内市场增量有限，公司将国际化作为重要发展战略，广阔的海外市场为未来发展提供潜在项目机会，回A上市同时募集资金对补充营运资金、保障派息及长期成长提供重要支持。A股估值和流动性大多好于港股，对比环保行业三家A+H上市公司A股较港股溢价率：东江环保132%、创业环保65%、绿色动力44%（溢价率按2025/11/14收盘价计算）。参考主业同为垃圾焚烧的A+H公司绿色动力，2018年6月A股上市至今，A股较港股溢价率均值达267%，2024年以来，随着公司现金流增厚及分红提升，A股较港股溢价率逐步收窄至44%。
- **固废龙头现金流价值持续凸显，理性拓展海外高质量项目，价值重估正当时！**
 - 1) **资本开支理性，审慎拓展海外项目，保障高质量增长：**公司严选项目回报，资本开支可控，25年在乌兹别克斯坦新增2个垃圾发电项目，合计3000吨/日，总投资约22亿元人民币，光大环境持股88%，与当地政府合作有保障。此外，公司在泰国、印度等承接设备采购、设备供货等轻资产服务，计划在印度尼西亚、越南、中亚等国家和地区设立代表处，建立并完善海外项目储备池。
 - 2) **国补回收加速+财务费用下降，分红提升空间大：**24年公司自由现金流首次转正，24年还原后真实的经营性现金流净额89.1亿元人民币，资本开支48.7亿元人民币，自由现金流40.4亿元人民币，同比增加43亿元人民币。24年公司每股股息23港仙（同比+5%），分红比例42%（同比+11pct）。25H1资本开支降至15.4亿元人民币，自由现金流20亿元人民币，每股股息15港仙（同比+7%），分红比例提至42%（同比+7pct）。25年7-8月光大绿色环保生物质等收到国补20.64亿元人民币，超24年截止同期生物质集中回款额15.34亿元人民币。国补回收加速，我们预计25年全年真实的经营性现金流净额有望超100亿港元（24年约97亿港元），25H1财务费用12.49亿港元（同比-19%），预计全年保持下降趋势，假设25年资本开支降至40亿港元，测算25年分红潜力=经营性现金流净额-资本开支-25H1财务费用年化=35亿港元，分红比例潜力达98%，25H1公司实际分红比例42%，当前股息率ttm4.87%，有翻倍以上提升潜力（估值日期：2025/11/14）。考虑A股发行8亿股后总股份达69.43亿股，若维持24年每股股息23港仙，对应派息总额需15.97亿港元，若每股股息提至25港仙，对应派息总额需17.36亿港元，自由现金流足够支撑。
- **盈利预测与投资评级：**固废龙头运营提质增效，现金流改善&提分红逻辑持续兑现。我们维持2025-2027年归母净利润预测35.76/38.74/40.36亿港元，当前PB0.59x，对应25年PE8.5x，维持“买入”评级。
- **风险提示：**应收账款期延长，资本开支超预期上行，资产减值等。

2025年11月17日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 陈孜文

执业证书：S0600523070006
chenzw@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	4.93
一年最低/最高价	3.20/5.08
市净率(倍)	0.59
港股流通市值(百万港元)	30,284.87

基础数据

每股净资产(港元)	8.41
资产负债率(%)	63.30
总股本(百万股)	6,142.98
流通股本(百万股)	6,142.98

相关研究

《光大环境(00257.HK)：2025年中报点评：运营提质增效，现金流改善&提分红逻辑持续兑现》

2025-08-24

《光大环境(00257.HK)：2024年业绩公告点评：自由现金流转正大增，分红比例同增11pct至42%》

2025-03-28

图1：2025年以来环保行业拟“A+H”布局的企业

	证券代码	公司简称	细分领域	相关进展	港股/A股发行的相关考虑
A to H	002340.SZ	格林美	再生资源+新材料	2025年1月21日公告：授权公司管理层启动公司境外发行股份（H股）并在香港联合交易所有限公司上市相关筹备工作 2025年9月23日公告：向香港联交所递交境外上市股份（H股）发行上市申请并刊发申请资料	深化公司全球化战略布局，加快海外业务发展，增强公司在境外融资能力，提升公司国际品牌形象和全球竞争力
	301109.SZ	军信股份	垃圾焚烧	2025年5月14日公告：授权公司管理层启动公司境外发行股份（H股）并在香港联合交易所有限公司上市相关筹备工作 2025年8月14日公告：向香港联交所递交境外上市外资股（H股）发行上市申请并刊发申请资料	进一步提高公司综合竞争力，提升公司国际品牌形象，加快公司国际化战略的实施及海外业务布局，增强公司的境外融资能力
	688101.SH	三达膜	水务	2025年6月17日公告：授权公司管理层启动公司境外发行股份（H股）并在香港联合交易所有限公司上市相关筹备工作	加快构建公司国内国际双循环格局，推进公司海外战略布局，进一步提升公司品牌形象及知名度，提高公司的资本实力和综合竞争力
H to A	603588.SH	高能环境	危废资源化	2025年10月28日公告：筹划发行H股股票并在香港联合交易所有限公司上市相关事项	深化公司国际化战略布局，进一步提高公司综合竞争力，提升公司国际品牌形象，同时更好利用国际资本市场，多元化融资渠道
H to A	0257.HK	光大环境	垃圾焚烧	2025年11月14日公告：建议发行人民币股份并在深圳证券交易所上市，拟发行人民币股份数量不超过8亿股，即不超过建议人民币股份发行后本公司扩大后之已发行股本的11.52%（未考虑行使超额配售选择权）。	建议发行人民币股份的募集资金净额初步拟用于本公司发展主营业务及补充一般营运资金，但以经相关监管机构同意的招股说明书的披露为准

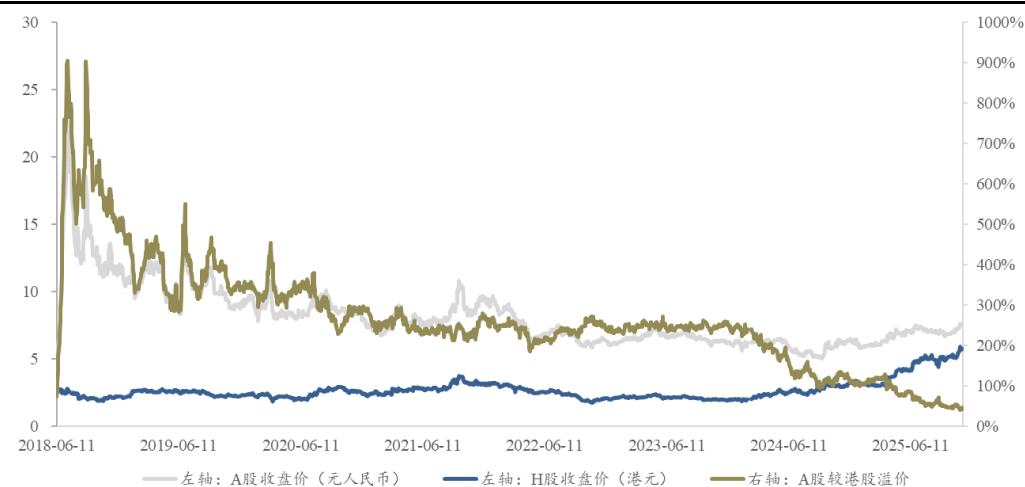
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：环保行业 A+H 上市公司估值及换手率

细分领域	A股代码	A股简称	A股收盘价 (元)	A股PB (MRQ)	年平均换手率 (%)	H股代码	H股简称	H股收盘价 (港元)	H股PB (MRQ)	年平均换手率 (%)	A股较H股 溢价率
危废处置	002672.SZ	东江环保	5.43	1.97	1.06	0895.HK	东江环保	2.56	0.85	4.34	132%
水务	600874.SH	创业环保	6.55	1.02	0.94	1065.HK	天津创业环保股份	4.36	0.62	0.63	65%
垃圾焚烧	601330.SH	绿色动力	7.39	1.22	0.94	1330.HK	绿色动力环保	5.64	0.85	0.54	44%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（估值日期：2025/11/14）

图3：绿色动力 A 股较港股溢价率



数据来源：Wind，东吴证券研究所（溢价率测算选用历史汇率）

光大环境三大财务预测表

资产负债表 (百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	47,774.45	48,506.89	49,806.75	51,947.49	营业总收入	30,258.01	28,868.13	28,372.80	28,088.52
现金及现金等价物	7,895.62	6,297.72	5,814.81	5,856.61	营业成本	18,722.05	17,006.12	16,409.75	16,033.90
应收账款及票据	21,126.60	22,206.25	23,644.00	25,535.02	销售费用	0.00	0.00	0.00	0.00
存货	987.97	1,000.36	1,025.61	1,068.93	管理费用	2,828.07	2,876.71	2,652.57	2,586.95
其他流动资产	17,764.27	19,002.57	19,322.33	19,486.93	研发费用	69.31	72.17	70.93	70.22
非流动资产	138,252.57	138,226.78	137,719.27	136,949.14	其他费用	0.00	550.00	550.00	550.00
固定资产	7,948.75	7,453.81	6,983.62	6,536.94	经营利润	8,707.89	8,363.13	8,689.54	8,847.45
商誉及无形资产	31,417.18	31,796.32	31,669.00	31,255.55	利息收入	0.00	118.43	94.47	87.22
长期投资	1,586.61	1,626.61	1,666.61	1,706.61	利息支出	2,992.49	2,846.40	2,757.19	2,672.17
其他长期投资	326.19	376.19	426.19	476.19	其他收益	(848.26)	(440.00)	(400.00)	(400.00)
其他非流动资产	96,973.85	96,973.85	96,973.85	96,973.85	利润总额	4,867.14	5,195.16	5,626.82	5,862.49
资产总计	186,027.02	186,733.67	187,526.01	188,896.63	所得税	893.50	987.08	1,069.10	1,113.87
流动负债	35,731.84	35,503.13	35,010.48	34,705.20	净利润	3,973.65	4,208.08	4,557.72	4,748.62
短期借款	18,704.07	18,704.07	18,704.07	18,704.07	少数股东损益	596.45	631.63	684.12	712.77
应付账款及票据	11,382.92	11,413.50	11,013.26	10,761.01	归属母公司净利润	3,377.20	3,576.44	3,873.61	4,035.85
其他	5,644.86	5,385.56	5,293.16	5,240.12	EBIT	8,638.58	8,363.13	8,689.54	8,847.45
非流动负债	83,878.61	83,378.61	82,878.61	82,578.61	EBITDA	10,839.21	10,378.92	10,687.05	10,807.58
长期借款	72,965.37	72,465.37	71,965.37	71,665.37					
其他	10,913.24	10,913.24	10,913.24	10,913.24					
负债合计	119,610.45	118,881.74	117,889.09	117,283.81					
股本	17,329.54	17,329.54	17,329.54	17,329.54					
少数股东权益	18,205.62	18,837.25	19,521.37	20,234.13					
归属母公司股东权益	48,210.96	49,014.68	50,115.56	51,378.68					
负债和股东权益	186,027.02	186,733.67	187,526.01	188,896.63					
现金流量表 (百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	6,782.27	6,971.23	7,457.00	7,396.70	每股收益(港元)	0.55	0.58	0.63	0.66
投资活动现金流	(2,162.69)	(2,450.00)	(1,910.00)	(1,610.00)	每股净资产(港元)	7.85	7.98	8.16	8.36
筹资活动现金流	(5,032.58)	(6,119.13)	(6,029.91)	(5,744.90)	发行在外股份(百万股)	6,142.98	6,142.98	6,142.98	6,142.98
现金净增加额	(537.59)	(1,597.90)	(482.91)	41.80	ROIC(%)	4.43	4.27	4.41	4.45
折旧和摊销	2,200.64	2,015.80	1,997.51	1,960.13	ROE(%)	7.01	7.30	7.73	7.86
资本开支	(2,366.42)	(1,900.00)	(1,400.00)	(1,100.00)	毛利率(%)	38.13	41.09	42.16	42.92
营运资本变动	(3,912.48)	(2,539.05)	(2,255.41)	(2,384.23)	销售净利率(%)	11.16	12.39	13.65	14.37
					资产负债率(%)	64.30	63.66	62.87	62.09
					收入增长率(%)	(6.88)	(4.59)	(1.72)	(1.00)
					净利润增长率(%)	(23.75)	5.90	8.31	4.19
					P/E	8.97	8.47	7.82	7.50
					P/B	0.63	0.62	0.60	0.59
					EV/EBITDA	9.92	11.10	10.77	10.62

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为港币,港元汇率为2025年11月14日的0.91,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户提供。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

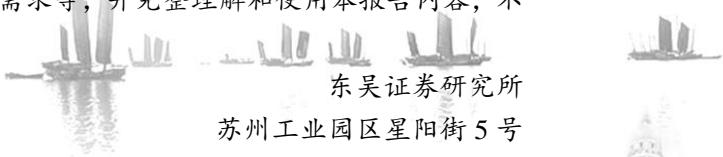
行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。



东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>