

光大环境 (00257.HK)

回 A 上市启动，助力环保龙头价值重估

光大环境拟发行人民币股份不超过 8 亿股，即不超过发行后股本的 11.52%，并于深交所上市。

- **公司拟发行股份回 A 上市。**光大环境于 11 月 14 日发布公告称，拟发行人民币股份不超过 8 亿股，即不超过发行后股本的 11.52%，并于深交所上市。本次募集资金拟用于发展主营业务及补充一般营运资金，在当前国内垃圾焚烧市场进入存量竞争阶段的背景下，公司或将通过拓展海外市场带来业务新增量。
- **现金流自 2024 年起转正，补贴回收加速。**2024 年，公司实现自由现金流约 40 亿元，自 2003 年以来首次实现现金流转正。2025 年上半年，公司运营及财务收入占主营收入比重提升至 87%，同比+10pct。随着公司资本开支持续降低，以及收入结构不断优化，预计公司现金流将不断改善。同时，公司下属的光大绿色环保于 2025 年 7-8 月收到可再生能源电价附加补助资金 20.64 亿元，回款提速也有望进一步保障现金流充裕性。
- **降本增效成果显著，分红提升+回 A 预期驱动价值重估。**公司环保能源板块 2025 年上半年贡献集团应占盈利 25.67 亿港元 (+12%)，主要受益于公司推动多项降本增效措施，核心运营指标持续改善，带动毛利同比上升；水务板块贡献集团应占盈利 4.09 亿港元 (-4%)，相对稳健。绿色环保板块贡献集团应占盈利 1.39 亿港元 (+30%)，盈利大幅增长主要系公司通过精细化管理举措提升运营质效及盈利。公司 2025 年上半年分红比例达到 42%，同比+7pct。本次募集资金有望为公司拓展新项目提供资金支持，同时优化公司资本结构，叠加现金流改善和分红提升预期，公司有望迎来价值重估。
- **盈利预测与估值。**垃圾发电业务进入运营成熟期，公司资本开支下行，现金流状况有望进一步改善。在国内垃圾焚烧增长空间有限的情况下，公司积极拓展海外业务，今年上半年落实 2 个乌兹别克斯坦垃圾发电项目，出海有望成为未来主要增长点；污水提标改造下水务板块盈利能力有望提升；积极采取降本增效措施，绿保板块盈利水平有望持续改善。维持公司 2025-2027 年归母净利润预期 33.37、35.64、38.31 亿港元，同比增长-1%、7%、7%；当前股价对应 PE 分别为 9.1x、8.5x、7.9x，维持“增持”评级。
- **风险提示：**项目进展不及预期、补贴回收不及预期、行业竞争加剧等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(百万港元)	32495	30258	29397	30015	31016
同比增长	-14%	-7%	-3%	2%	3%
营业利润(百万港元)	10473	8708	8138	8527	9012
同比增长	-1%	-17%	-7%	5%	6%
净利润(百万港元)	4429	3377	3337	3564	3831
同比增长	-4%	-24%	-1%	7%	7%
每股收益(港元)	0.72	0.55	0.54	0.58	0.62
P/E(倍)	6.8	9.0	9.1	8.5	7.9
P/B(倍)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6

资料来源：公司数据、招商证券

增持 (维持)

周期/环保及公用事业

目标估值：NA

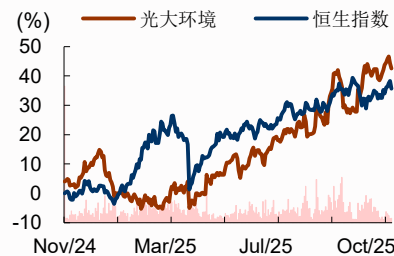
当前股价：4.93 港元

基础数据

总股本 (百万股)	6143
已上市流通股 (百万股)	6143
总市值 (十亿元)	30.3
流通市值 (十亿元)	30.3
每股净资产 (MRQ)	9.5
ROE (TTM)	5.8
资产负债率	63.3%
主要股东	中国光大集团股份公司
主要股东持股比例	43.0774%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	43	46
相对表现	2	31	9



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《光大环境 (00257) 25 年中报点评：降本增效成果显著，盈利结构持续优化》2025-08-23
- 2、《光大环境 (00257) 24 年年报点评：固废主业稳健增长，分红比例进一步提升》2025-03-31
- 3、《光大环境 (00257) 24 年中报点评：自由现金流转正，中期派息率提升》2024-09-19

宋盈盈 S1090520080001

songyingying@cmschina.com.cn

卢湘雪 研究助理

luxiangxue@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万港元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	47153	47774	48826	51707	54706
现金及现金等价物	8433	7896	10074	12149	13835
交易性金融资产	121	33	33	33	33
其他短期投资	24	41	41	41	41
应收账款及票据	19980	21127	20526	20957	21656
其它应收款	4445	3594	3492	3566	3685
存货	895	988	965	979	1007
其他流动资产	13255	14096	13695	13983	14449
非流动资产	142030	138253	137072	135702	134693
长期投资	1987	1913	1913	1913	1913
固定资产	8773	7949	6768	5399	4389
无形资产	33318	32001	32001	32001	32001
其他	97952	96390	96390	96390	96390
资产总计	189183	186027	185898	187410	189399
流动负债	41185	35732	34655	34875	35348
应付账款	12262	11383	11124	11276	11606
应交税金	539	656	656	656	656
短期借款	23118	18704	18000	18000	18000
其他	5265	4989	4876	4942	5087
长期负债	82475	83879	83879	83879	83879
长期借款	71506	72965	72965	72965	72965
其他	10969	10913	10913	10913	10913
负债合计	123660	119610	118534	118753	119227
股本	17330	17330	17330	17330	17330
储备	30811	30881	31239	31902	32742
少数股东权益	17382	18206	18795	19424	20101
归属于母公司所有者权益	48141	48211	48569	49232	50071
负债及权益合计	189183	186027	185898	187410	189399

现金流量表

单位：百万港元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2495	6782	10302	8979	8781
净利润	4429	3377	3337	3564	3831
折旧与摊销	2176	2201	2092	1781	1421
营运资本变动	(10141)	(3912)	754	(587)	(839)
其他非现金调整	6031	5117	4118	4220	4368
投资活动现金流	(3839)	(2163)	(1492)	(992)	(992)
资本性支出	(3760)	(2366)	(1000)	(500)	(500)
出售固定资产收到的现金	57	88	88	88	88
投资增减	51	129	0	0	0
其它	(116)	55	(580)	(580)	(580)
筹资活动现金流	(549)	(5033)	(6632)	(5912)	(6103)
债务增减	3765	(12193)	(704)	0	0
股本增减	0	0	0	0	0
股利支付	1413	1351	2979	2901	2992
其它筹资	(2902)	8512	(2949)	(3011)	(3111)
其它调整	(2826)	(2703)	(5958)	(5802)	(5983)
现金净增加额	(2158)	(538)	2178	2075	1686

利润表

单位：百万港元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	32495	30258	29397	30015	31016
主营收入	32090	30258	29397	30015	31016
营业成本	18279	18722	18296	18547	19089
毛利	13811	11536	11101	11469	11928
营业支出	3743	2828	2963	2942	2916
营业利润	10473	8708	8138	8527	9012
利息支出	3528	2992	2949	3011	3111
利息收入	119	0	120	120	120
权益性投资损益	136	(13)	100	100	100
其他非经营性损益	(615)	(836)	(800)	(800)	(800)
非经常项目损益	539	0	200	200	200
除税前利润	7124	4867	4809	5136	5521
所得税	1827	894	883	943	1014
少数股东损益	868	596	589	629	677
归属普通股股东净	4429	3377	3337	3564	3831
EPS (港元)	0.72	0.55	0.54	0.58	0.62

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	-14%	-7%	-3%	2%	3%
营业利润	-1%	-17%	-7%	5%	6%
净利润	-4%	-24%	-1%	7%	7%
获利能力					
毛利率	42.5%	38.1%	37.8%	38.2%	38.5%
净利率	13.6%	11.2%	11.4%	11.9%	12.4%
ROE	9.2%	7.0%	6.9%	7.2%	7.7%
ROIC	4.7%	4.1%	3.9%	4.1%	4.3%
偿债能力					
资产负债率	65.4%	64.3%	63.8%	63.4%	63.0%
净负债比率	50.0%	49.3%	48.9%	48.5%	48.0%
流动比率	1.1	1.3	1.4	1.5	1.5
速动比率	1.1	1.3	1.4	1.5	1.5
营运能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转率	19.1	19.9	18.7	19.1	19.2
应收账款周转率	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2
应付账款周转率	1.3	1.6	1.6	1.7	1.7
每股资料(港元)					
每股收益	0.72	0.55	0.54	0.58	0.62
每股经营现金	0.41	1.10	1.68	1.46	1.43
每股净资产	7.84	7.85	7.91	8.01	8.15
每股股利	0.22	0.23	0.22	0.23	0.25
估值比率					
PE	6.8	9.0	9.1	8.5	7.9
PB	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	13.3	16.2	16.9	16.7	16.5

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。