

公司启动回A上市，利好价值重估

光大环境近期发布公告，公司董事会已批准可能进行发行人民币股份及人民币股份在深交所上市的初步建议；建议发行人民币股份需取决于市场情况、股东大会的批准以及必要的监管批准。公司“回A上市”正式启动，如果成功上市，公司融资渠道进一步拓宽，A股环保-垃圾焚烧发电股份估值较港股高，利于公司估值提升。我们维持盈利预测，目前股价对应2026年股息率5.1%，具吸引力。我们维持“买入”评级，维持目标价5.80港元（按同业比较法估值）对应2025年10倍预测PE。

报告摘要

政策支持下，光大环境“回A上市”进程正式启动。今年6月10日，中共中央办公厅及国务院办公厅发布《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》，其中提出健全金融服务实体经济的激励约束机制，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。光大环境是政策发布后，第一家公告拟发行人民币股份并于深交所上市的港股上市公司。根据光大环境公告，公司董事会已批准人民币股份发行及于深交所上市。标志着公司的“回A上市”进程正式启动。

初步方案拟发行不超过8亿股A股股份，募集资金用于发展主营业务及补充营运资金。根据公司公告，初步发行方案拟发行人民币股份数量不超过8亿股。公司目前已发行股份61.4亿股，建议发行的人民币股份发行后占公司扩大后之已发行股本的11.52%。在符合法律法规及监管要求的前提下，公司可授权超额配售，超额发售不超过建议股份数量的15%。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。

“回A上市”进一步拓宽融资渠道，利于公司估值提升价值释放。公司如果成功实现“回A上市”，将是资本市场上又一红筹回A案例。“回A上市”将进一步拓宽公司融资渠道，优化资本结构。同时环保行业上市公司在A股的估值平均高于港股。根据彭博数据，A股环保-垃圾焚烧发电类上市公司估值平均为2025年13.4倍预测PE，港股环保-垃圾焚烧发电类上市公司估值平均2025年9.2倍预测PE。A股估值溢价46%。光大环境是环保行业的优质龙头企业，成功实现A股上市，将利于公司提升估值，释放价值。

光大环境聚焦精细化运营，自由现金流转正。2025H1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。公司垃圾处理量及发电量持续增长，供热供汽量大幅提升。今年以来公司补贴回收加速。2024年起，公司的自由现金流已实现转正，公司精细化运营，增加现金回流快的供热供汽业务，降低资本开支等效果初步显现。我们预期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，维持目标价5.80港元。公司运营收入持续增长，目前股价对应2026年股息率5.1%，具吸引力。我们维持盈利预测2025/2026/2027年，公司净利润分别为35.7/37.9/39.8亿港元。我们认为公司如果成功“回A上市”利于拓宽融资渠道，优化资本结构，提升公司估值水平。我们维持“买入”评级及维持目标价5.80港元（根据同业比较估值法），对应2025年10倍预测PE。

风险提示：发行人民币股份尚待股东大会批准、国内监管审批等，可能存在变化；发行人民币股份需要时间长于预期；市场波动。

投资评级：

买入

维持评级

6个月目标价

5.80港元

股价 2025-11-20

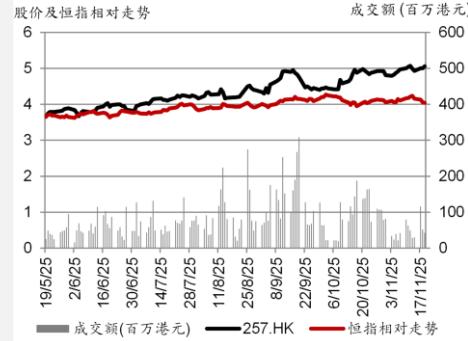
5.03港元

总市值(百万港元)	30,899.17
流通市值(百万港元)	30,899.16
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)	3.2/5.09
平均成交(百万港元)	98.77

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	6.29	7.23	28.88
绝对收益	1.00	19.76	39.72

数据来源：彭博、港交所、公司

罗璐 能源行业分析师

lilianluo@sdicsi.com.hk

财务及估值摘要

(年结 31/12; 百万 HKD)	FY 2023A	FY 2024A	FY 2025E	FY 2026E	FY 2027E
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)	6.98	9.15	8.66	8.16	7.77
市净率 (x)	0.47	0.47	0.45	0.43	0.41
股息收益率 (%)	4.37	4.57	4.83	5.12	5.38

数据来源：公司资料，国证国际预测

图表1：同业估值比较 - 港股及A股上市环保-垃圾焚烧发电企业

股份名稱	代码	市值 百万元	股價 元	最近報表 年結, Y0				市盈率 (倍)				每股盈利增長 (%)				股息率 (%)			市淨率 (倍)			淨負債 比率% *			ROE %		ROA %	
				Y0	Y1f	Y2f	Y3f	Y0	Y1f	Y2f	Y3f	Y0	Y1f	Y2f	Y3f	12個月	Y1f	Y2f	Y0	Y1f	Y2f	Y0	Y1f	Y2f	Y0	Y1f	Y2f	
港股上市垃圾焚烧发电企业																												
中国光大环境 (集团) 257 HK Equity		30,899	5.03	12/2024	9.1	8.0	7.4	7.5	-23.7	15.0	7.3	-0.4	4.77	4.93	5.35	0.56	0.59	0.56	152.1	5.5	1.74							
绿色动力环保集团股份 1330 HK Equity		10,151	5.66	12/2024	12.3	10.5	9.8	9.3	-6.7	17.9	6.5	5.9	3.86	6.37	6.86	0.90	0.87	0.83	132.4	8.6	3.19							
中国海螺环保控股有限公司 587 HK Equity		1,041	0.57	12/2024	151.8	n/a	n/a	n/a	-97.5	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.32	n/a	n/a	91.5	-2.4	-0.73							
				平均	57.8	9.2	8.6	8.4																				
A股上市垃圾焚烧发电企业																												
瀚蓝环境股份有限公司 600323 CH Equity		24,509	30.06	12/2024	14.7	12.4	10.8	10.0	16.6	19.3	14.1	8.6	0.83	3.10	3.43	1.83	1.73	1.57	90.2	13.8	3.76							
浙江伟明环保股份有限公司 603568 CH Equity		40,466	23.74	12/2024	14.8	13.3	11.8	10.5	32.2	11.7	12.9	12.4	2.02	2.02	2.02	3.03	2.62	2.24	36.7	20.0	9.60							
广州环投永兴集团股份 601033 CH Equity		14,094	15.66	12/2024	17.0	15.2	13.6	12.5	-6.1	12.0	11.9	8.2	3.83	4.28	4.85	1.34	1.30	1.26	80.7	8.7	3.65							
北京高能时代环境技术 603588 CH Equity		11,013	7.23	12/2024	22.9	14.3	11.6	9.8	-4.7	59.8	23.8	18.2	0.97	2.07	2.90	1.22	1.16	1.08	127.9	5.9	2.06							
绿色动力环保集团股份 601330 CH Equity		9,284	7.27	12/2024	17.3	14.3	13.5	13.1	-6.7	20.7	5.9	3.4	4.13	4.26	4.54	1.26	n/a	n/a	132.4	8.6	3.19							
旺能环境股份有限公司 600874 CH Equity		7,321	16.87	12/2024	12.9	10.9	10.3	9.7	-6.4	18.2	6.1	6.0	2.97	2.76	2.96	1.07	1.01	0.95	76.4	8.6	4.11							
				平均	16.6	13.4	11.9	10.9																				

注：“*净负债比率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	142,029,678	138,252,572	143,752,842	146,312,840	148,633,601
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	41,184,880	35,731,838	40,270,937	42,218,444	41,336,434
借贷	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
借贷	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	6.98	9.15	8.66	8.16	7.77
P/B	0.47	0.47	0.45	0.43	0.41
股息率 (%)	4.37	4.57	4.83	5.12	5.38
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为董事，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递至日本、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