

光大环境（00257.HK）

H+A 布局提速，期待公司估值持续修复

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 环保 · 环境治理

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：	黄秀杰	021-61761029	huangxiujie@guosen.com.cn	执证编码：S0980521060002
证券分析师：	刘汉轩	010-88005198	liuhanxuan@guosen.com.cn	执证编码：S0980524120001
证券分析师：	崔佳诚	021-60375416	cuijiacheng@guosen.com.cn	执证编码：S0980525070002

事项：

公司公告：光大环境拟发行人民币股份不超过 8 亿股在深交所上市。中国光大环境（集团）有限公司（股份代号：257）董事会于 2025 年 11 月 14 日批准初步建议，拟发行不超过 8 亿股人民币普通股（占发行后总股本 11.52%），并在深圳证券交易所上市。**股份性质：**无面值人民币普通股，与香港股份同类别，以人民币认购及交易。**发行规模：**基础发行不超过 8 亿股，考虑超额配售后上限为 9.2 亿股。**资金用途：**募集资金拟用于主营业务发展及补充营运资金，具体以招股说明书披露为准。

评论：

◆ 发行 A 股摊薄有限，自由现金流充沛足以维持 DPS

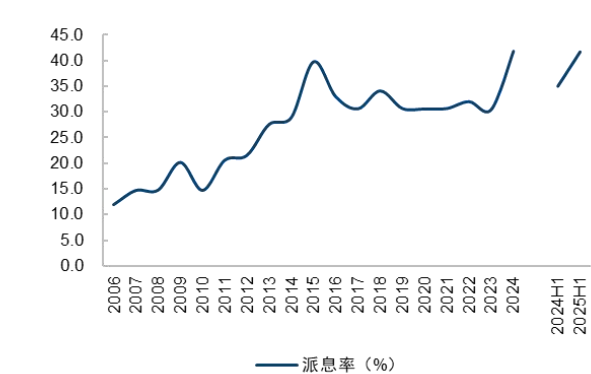
根据公司公告，本次拟发行不超过 8 亿股人民币普通股（占发行后总股本 11.52%），考虑超额配售后，发行上限为 9.2 亿股。假设公司 2025 年的派息政策与 2024 年保持一致，即全年每股共计派发 23 港仙现金股利，发行 A 股后分红总金额需较 2024 年提升 11.3%至 15.97 亿港元，考虑超额配售的情况，分红总金额需较 2024 年提升 14.9%至 16.24 亿港元。随着有现金流流入的运营收入占比不断提升，公司的分红能力和意愿均有增强。2025H1 公司每股派息 15 港仙，派息率由 2023 年的 35%提升至 42%，派息的绝对值由 8.6 亿港元提升至 9.2 亿港元，同比增长 7%。

图1：光大环境历史分红金额情况（单位：亿港元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：光大环境历史派息率情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

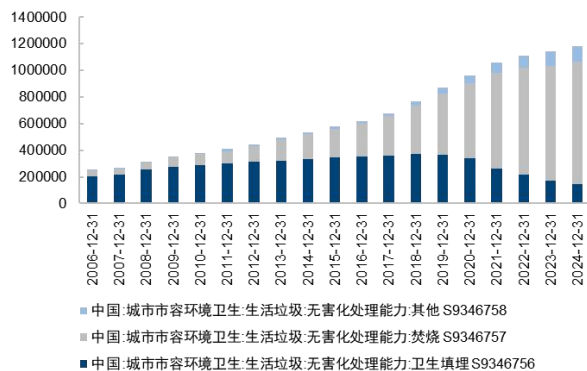
表1：发行 A 股股份对光大环境分红金额影响测算（假设派息政策维持不变）

	发行 A 股前	发行 A 股后	发行 A 股后（超额配售）
股本（亿）	61.43	69.43	70.63
分红总额（港元，2025E）	14.13	15.97	16.24
较 2024 年提升幅度（%）	0	11.3%	14.9%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

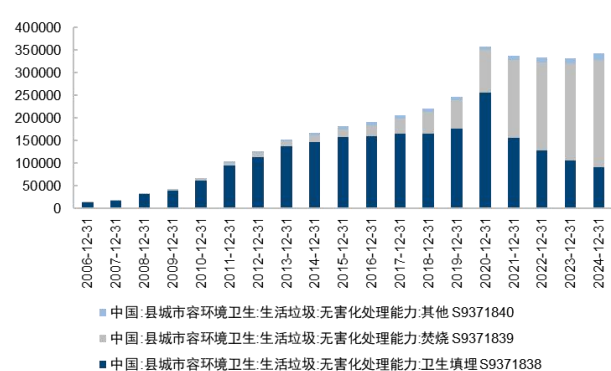
垃圾焚烧行业发展进入成熟期，产能释放速度下降。依据《城乡统计年鉴 2024》披露的数据，截至 2024 年全国生活垃圾无害化处理能力（城市+县城）为 152.26 万吨/日，焚烧为 115.84 万吨/日（城市 92.1 万吨/日，县城 23.74 万吨/日），占比 76.08%，较 2023 年的 107.68 万吨/日上升 7.58%。焚烧已正式超过填埋成为我国垃圾无害化处理主流方式，超额完成《“十四五”城镇生活垃圾分类和处理设施发展规划》中“到 2025 年底，全国城镇生活垃圾焚烧处理能力达到 80 万吨/日左右”的目标。从每年新开标的项目数量上也可以印证我们的观点，2024 年垃圾焚烧新增体量进一步下降，开标的项目数量仅 20 个，绝对值较 2023 年减少 35 个；从项目投资金额来看，2024 年累计投资约 52.6 亿元，较 2023 年的 287.7 亿投资额缩水约 80%。

图3：2006–2024 中国城市生活垃圾无害化处理能力（吨/日）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：2006–2024 中国县城生活垃圾无害化处理能力（吨/日）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表2：2019–2024 垃圾焚烧发电项目中标情况对比

垃圾发电项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
中标数量（个）	130	72	75	65	55	20
新增产能（万吨/日）	14	7.53	6.35	3.98	3.35	0.88
投资额（亿元）	700	367	317	258	287.7	52.6
处理单价平均值（元/吨）	69.7	79.51	89.63	93.7	119	118

资料来源：中国政府采购网，北极星固废网，国信证券经济研究所整理

表3：2024 年新开标垃圾焚烧发电项目一览

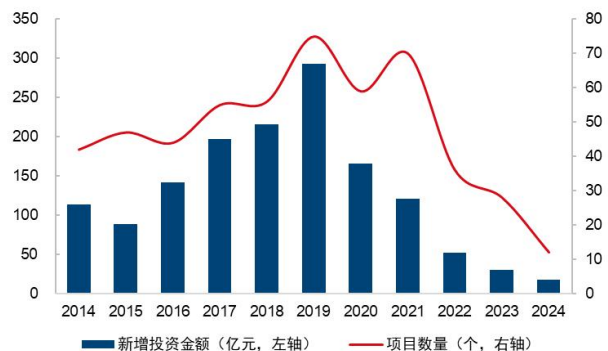
项目名称	中标企业	处理费单价（元/吨）	投资金额（万元）	建设规模（吨/日）	地区
清镇市生活垃圾焚烧发电特许经营项目	安徽海创绿能环保集团股份有限公司	72	34000	500	贵州
岷县生活垃圾焚烧发电特许经营项目	武汉天源环保股份有限公司	128	29000	400	甘肃
祁东县生活垃圾焚烧发电厂工程 EPC+O	中建三局、中国恩菲、北京控股环境集团联合体	-	26594.53	400	湖南
新民市生活垃圾焚烧发电项目特许经营	上海康恒环境股份有限公司联合体	87.5	35478.62	500	辽宁
富源县生活垃圾焚烧发电项目特许经营	富源建设投资集团有限公司	88	20000	300	云南
乌审旗生活垃圾处理一体化特许经营权采购项目	乌审旗国联环境治理有限公司	-	15000	300	内蒙古
西林县城乡环境卫生综合治理项目特许经营	盛达环保科技有限公司	-	12373.3	130	广西
沿河县生活垃圾焚烧发电特许经营项目	桂林恒瑞环保科技有限公司	-	24268.88	400	贵州
庄浪县生活垃圾焚烧发电项目特许经营	安徽海创绿能环保集团股份有限公司	70	35000	400	甘肃
柞水县生活垃圾焚烧发电 BOT 项目	陕西嘉兴产投管理有限公司联合体	169.5	29300	300	广西
怀化市北部生活垃圾焚烧发电厂工程特许经营项目	武汉天源环保股份有限公司	95	29736.12	400	湖南
韩城市静脉产业园生活垃圾焚烧发电协同处置项目特	武汉天源环保股份有限公司	155.8	-	400	陕西

许经营					
来凤县生活垃圾收运处理一体化特许经营项目	深圳东风环境有限公司	139.29	26000	300	湖北
东方市生活垃圾焚烧发电项目(二期)	光大环保能源(东方)有限公司	-	13400	400	海南
怀集县环保发电项目	光大环保(中国)有限公司联合体	93.28	45105.03	600	广东
封开县垃圾焚烧发电项目	深能国际环境(深圳)有限公司联合体	-	-	500	广东
百色市生活垃圾焚烧发电特许经营项目	粤丰科维环保投资(广东)有限公司	56	42354	700	广西
楚雄州楚北片区(大姚姚安-永仁-元谋)垃圾焚烧发电厂特许经营项目	武汉天源环保股份有限公司	128	28000	400	云南
鄂州市生活垃圾焚烧发电项目特许经营	上海康恒环境股份有限公司联合天源环保	129	80187.55	1200	湖北
保德县垃圾焚烧发电特许经营项目	山西低碳环保产业集团有限公司联合体	242.5	-	250	山西
合计			526000	8780	

资料来源：中国政府采购网，北极星固废网，国信证券经济研究所整理

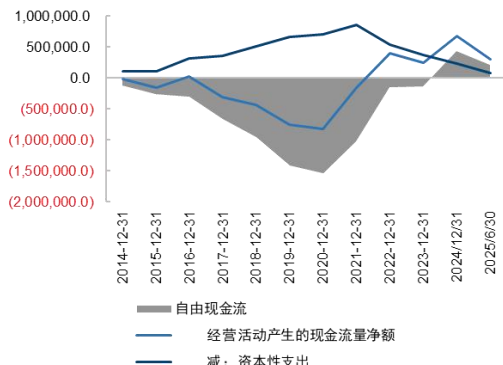
自由现金流转正，足以覆盖为维持 DPS 不变需提升的分红金额。“十三五”是公司资本开支的高峰期，2019 年光大环境新落实环保项目 75 个，新增投资额高达 293 亿，2020 年 FCFF 一度低至-153 亿港元。随着在手产能的不断投运，2022 年以来公司的 FCFF 呈现大幅增长趋势，最终在 2024 年完成转正，达到 44.16 亿港币。2025H1 公司的自由现金流为 21.95 亿港币，完全有能力提升分红覆盖 DPS 的摊薄。同时，我们认为自由现金流转正是公司由规模扩张转向存量精细化运营的重要信号，也有望成为公司二级市场价值重估的契机。

图5：2014-2024 公司新增投资与新落地项目情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：2014-2025H1 公司自由现金流概算（单位：万港元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 以现有环保公司 A/H 溢价率测算，公司估值仍有修复空间

A 股垃圾焚烧上市公司的发行市盈率远高于光大环境当前估值水平。我们通过梳理部分 A 股垃圾焚烧上市公司的发行市盈率发现，A 股垃圾焚烧上市公司的发行市盈率普遍在 20x 以上。剔除上市年份距今久远的几家公司，也仅有 2018 年 6 月上市的绿色动力发行市盈率低于 20x（19.56x）。2022-2024 年间上市的军信股份、中科环保和永兴股份的发行市盈率分别为 22.91x、33.22x 和 21.76x，对于光大环境 A 股上市的发行市盈率具有较大的参考意义。截至 2025.11.18，光大环境的 H 股的 PE TTM 仅为 9.8x，远低于上述公司的发行市盈率。

表4：A 股部分垃圾焚烧上市公司发行市盈率情况

公司	代码	市值（亿元）	上市日期	发行市盈率	PETTM
瀚蓝环境	600323.SH	247	2000-12-25	32.75	13.09
伟明环保	603568.SH	393	2015-05-28	22.97	14.39
旺能环境	002034.SZ	74	2004-08-26	17.91	12.31
绿色动力	601330.SH	102	2018-06-11	19.56	14.41
三峰环境	601827.SH	145	2020-06-05	22.67	11.50

上海环境	601200.SH	114	2017-03-31	30.73	19.15
圣元环保	300867.SZ	62	2020-08-24	24.37	25.03
中科环保	301175.SZ	80	2022-07-08	33.22	22.48
军信股份	301109.SZ	118	2022-04-13	22.91	16.05
首创环保	600008.SH	229	2000-04-27	23.03	13.39
高能环境	603588.SH	110	2014-12-29	22.79	19.34
永兴股份	601033.SH	143	2024-01-18	21.76	15.59

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（股价数据截至 2025.11.18）

考虑 A/H 溢价率，光大环境 H 股仍有估值修复空间。我们选取绿色动力和创业环保两家经营较为稳健的 A+H 环保行业上市公司进行研究，不难发现虽然 A 股较 H 股有 40%-60%的溢价率，但考虑到光大环境 H 股估值与其他垃圾焚烧上市公司平均发行市盈率的巨大差异，我们认为光大环境 H 股仍具备一定的估值修复空间。

表5: A+H 环保上市公司溢价率情况

公司名称	A 股股价	H 股股价	A/H 溢价率
绿色动力/绿色动力环保	7.32	5.59	43.67%
创业环保/天津创业环保股份	6.34	4.24	64.06%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理（股价数据截至 2025.11.18）

◆ 投资建议：维持盈利预测，维持“优于大市”评级

我们维持原有盈利预测不变，预计 2025-2027 年归母净利润 35.32/37.15/38.87 亿港元，同比增速 4.6%/5.2%/4.6%，当前股价对应 PE=8.7/8.3/7.9x。公司运营收入占比不断提升，现金流好转，同时通过提高分红加大投资者回报力度，有望带动公司的估值修复，维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

主业增长无法覆盖建造利润下滑；应收账款回收不及预期、分红提升不及预期。

相关研究报告：

- 《光大环境（00257.HK）-运营收入占比超 70%，中期派息比例提升 7pct》——2025-08-24
- 《光大环境（00257.HK）-建造收入、减值拖累业绩，派息比率 41.8%创历史新高》——2025-03-31
- 《光大环境（00257.HK）-垃圾焚烧行业龙头，自由现金流转正价值有望重估》——2024-12-27

财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2022	2024	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2022	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	8433	7896	12731	14314	14354	营业收入	32090	30258	29039	28804	28603
应收款项	24425	24721	24265	24069	23901	营业成本	18279	18722	17101	16470	15919
存货净额	895	988	888	827	803	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	13255	14096	13528	12912	13157	销售费用	0	0	0	0	0
流动资产合计	47153	47774	51486	52210	52322	管理费用	5095	4341	4741	4857	4975
固定资产	8773	7949	10521	12983	15296	财务费用	3357	2992	2994	3010	2995
无形资产及其他	32620	31417	30160	28904	27647	投资收益	136	(13)	(13)	(13)	(13)
投资性房地产	98650	96974	96974	96974	96974	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	1987	1913	1913	1913	1913	其他收入	1090	678	901	901	901
资产总计	189183	186027	191054	192984	194151	营业利润	6586	4867	5090	5355	5602
短期借款及交易性金融负债	23118	18704	20667	20830	20067	营业外净收支	539	0	0	0	0
应付款项	12801	12039	11500	10849	10230	利润总额	7124	4867	5090	5355	5602
其他流动负债	5265	4989	4695	4546	4407	所得税费用	1827	893	934	983	1028
流动负债合计	41185	35732	36862	36225	34704	少数股东损益	868	596	624	656	687
长期借款及应付债券	71506	72965	74425	74425	74425	归属于母公司净利润	4429	3377	3532	3715	3887
其他长期负债	10969	10913	10857	10802	10746						
长期负债合计	82475	83879	85282	85227	85171	现金流量表(百万元)	2022	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	123660	119610	122145	121452	119875	净利润	4429	3377	3532	3715	3887
少数股东权益	17382	18206	18580	18973	19385	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	48141	48211	50330	52559	54891	折旧摊销	2091	2176	2184	2295	2444
负债和股东权益总计	189183	186027	191054	192984	194151	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	3357	2992	2994	3010	2995
关键财务与估值指标	2022	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(5853)	(648)	236	17	(867)
每股收益	0.72	0.55	0.57	0.60	0.63	其它	579	358	374	394	412
每股红利	0.24	0.22	0.23	0.24	0.25	经营活动现金流	1246	5262	6326	6421	5876
每股净资产	7.84	7.85	8.19	8.56	8.94	资本开支	0	92	(3500)	(3500)	(3500)
ROIC	5%	4%	4%	5%	5%	其它投资现金流	105	71	0	(15)	(18)
ROE	9%	7%	7%	7%	7%	投资活动现金流	57	237	(3500)	(3515)	(3518)
毛利率	43%	38%	41%	43%	44%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	33%	26%	28%	29%	30%	负债净变化	(3041)	1460	1460	0	0
EBITDA Margin	39%	33%	35%	37%	38%	支付股利、利息	(1474)	(1351)	(1413)	(1486)	(1555)
收入增长	-14%	-6%	-4%	-1%	-1%	其它融资现金流	5569	(6254)	1963	163	(763)
净利润增长率	-4%	-24%	5%	5%	5%	融资活动现金流	(3461)	(6037)	2009	(1323)	(2318)
资产负债率	75%	74%	74%	73%	72%	现金净变动	(2158)	(538)	4835	1583	41
息率	5.6%	5.1%	5.4%	5.7%	5.9%	货币资金的期初余额	10591	8433	7896	12731	14314
P/E	5.9	7.8	7.4	7.1	6.8	货币资金的期末余额	8433	7896	12731	14314	14354
P/B	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	企业自由现金流	271	5578	5489	5610	5065
EV/EBITDA	12	15	15	14	13	权益自由现金流	2799	(1659)	6789	3637	2179

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032