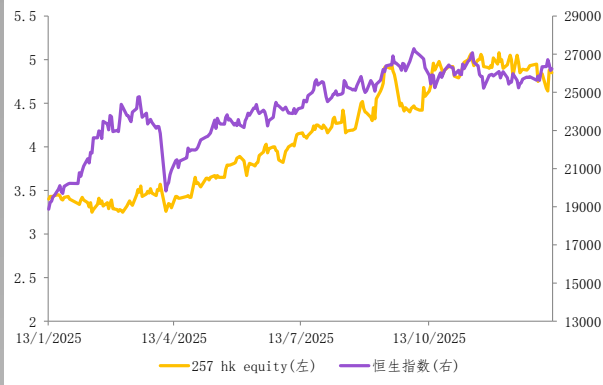


公司研究 | 更新报告

(买入, 目标价 5.77 元)

光大环境(257 HK)

目标价提高至 5.77 元



主要数据

2026E 平均市盈率 (x)	7.6
2026E 平均市净率 (x)	0.39
2026E 平均股息收益率 (%)	5.9

资料来源: 彭博

股价表现 (%)

1 个月	0.6
3 个月	5.6
1 年	37.9

资料来源: 彭博

光银国际研究部

陈惠杰

Dominic.chan@cebi.com.hk

(852)-2916-9631

逐步拓展海外市场。国内环保市场饱和, 光大环境正在逐步拓展海外市场, 继已经运营中的越南项目外, 公司2025年10月16日公布, 以投资、建设、运营及维护方式, 与中鐵建(1186.HK)旗下的中鐵十七局第二工程公司成立合营公司于乌兹别克斯坦发展垃圾发电项目。

预计公司现金流将更为健康。一方面, 随着国内投资市场机会减少, 光大环境资本开支有所缩减, 预计2025年全年资本开支金额介乎35-45亿元人民币, 低于去年中给予的指引; 另一方面, 光大环境国补回收理想, 根据光大绿色环保公告, 光大环境旗下光大绿色环保于7月至8月合共收到国补共20.64亿元人民币, 国补回收速度较快。综合而言, 预计公司现金流将更为健康。

光大环境目标回归 A 股市场。根据公司2025年11月14日发布的公告, 公司拟计划于深圳交易所发行不超过8亿股人民币股份, 不超过扩大后股本的11.52%, 若计及行使超额配售权, 总发行股本不超过15%, 目前有关计划有待监管批准及股东大会通过。若光大环境能成功A+H上市, 一方面有助提升公司长期价值, 另一方面可让光大环境打通A股市场融资渠道。

提高目标价至 5.77 港元。我们预测光大环境2025年营业收入294.02亿元, 同比下降2.8%, 盈利35.5亿元, 同比增长5.0%。至于2026年营业收入302.4亿元, 同比增长2.8%, 盈利38.9亿元, 同比增长9.9%。我们调整了公司资本开支及现金流预测, 根据现金贴现模型, 我们将目标价由4.37港元提升至5.77港元, 维持买入评级。

财务简表:

	营业收入 (百万港元)	同比 (%)	纯利 (百万港元)	同比 (%)	每股盈利 (港元)	市盈率	市帐率	股息率 (%)
2023	32,090	-14.0%	4,429	-3.8%	0.72	6.7	0.45	4.5%
2024	30,258	-5.7%	3,377	-23.8%	0.55	8.8	0.45	4.8%
2025E	29,402	-2.8%	3,546	5.0%	0.58	8.4	0.41	5.4%
2026E	30,236	2.8%	3,895	9.9%	0.63	7.6	0.39	5.9%
2027E	31,100	2.9%	4,055	4.1%	0.66	7.3	0.40	6.1%

资料来源: 公司资料、光银国际预测

估值

我们估值假设基于目前金融市场表现及整体环保行业表现。我们假设公司 WACC 及永续增长率分为 6.6%及 1%。以下为我们的主要假设。

图表 1：加权平均资金成本估算

加权平均资金成本	
资本结构	
负债占比 (D/V)	60.0%
股本占比 (E/V)	40.0%
债务成本	
债务成本	3.5%
有效税率	25.0%
税后债务成本	2.6%
股本成本	
无风险利率	3.0%
市场溢价	8.0%
無槓桿 Beta	1.2
股本成本 (CAPM)	12.6%
WACC	6.6%

资料来源：彭博、光银国际预测

我们预测光大环境 2025 年盈利 35.5 亿元，同比增长 5.0%。根据现金贴现模型，我们给予光大环境目标价 5.77 元，给予买入评级。

图2：财务报表

损益表					
截至12月31 日止年度 (百万港元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业额	32,090	30,258	29,402	30,236	31,100
同比增长(%)	-14.0%	-5.7%	-2.8%	2.8%	2.9%
销售成本	(18,279)	(18,722)	(18,181)	(18,307)	(18,755)
毛利	13,811	11,536	11,220	11,929	12,345
毛利率(%)	43.0%	38.1%	38.2%	39.5%	39.7%
其他收益	1,064	1,169	1,029	1,058	1,089
行政开支	(3,149)	(2,828)	(2,940)	(3,024)	(3,110)
其他	(1,210)	(1,990)	(1,088)	(1,119)	(1,151)
经营利润	10,516	7,887	8,221	8,845	9,173
经营利润率(%)	32.8%	26.1%	28.0%	29.3%	29.5%
财务开支	(3,528)	(3,007)	(2,646)	(2,721)	(2,799)
分占联营及合营	136	(13)	(13)	(14)	(14)
除税前利润	7,124	4,867	5,562	6,110	6,360
所得税	(1,827)	(893)	(1,391)	(1,528)	(1,590)
非控股权益	868	596	626	687	716
纯利	4,429	3,377	3,546	3,895	4,055
同比	-3.8%	-23.8%	5.0%	9.9%	4.1%

现金流量表					
截至12月31 日止年度 (百万港元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营现金流	3,322	7,751	10,123	7,983	8,935
投资现金流	(5,715)	(6,010)	(5,176)	(5,209)	(5,244)
融资现金流	(20,415)	(1,418)	(1,596)	(1,753)	(1,825)
期末现金	8,433	7,896	11,123	11,654	12,999

资产负债表

截至12月31日止年度 (百万港元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产					
现金及现金等价物	8,433	7,896	11,123	11,654	12,999
其他流动资产	38,720	39,879	36,537	40,215	37,016
流动资产总额	47,153	47,774	47,660	51,869	50,015
非流动资产					
物业、厂房及设备	8,773	7,949	7,655	7,352	7,041
其他非流动资产	133,257	130,304	131,602	132,904	134,208
非流动资产总额	142,030	138,253	139,257	140,256	141,249
资产总额	189,183	186,027	186,917	192,125	191,264
流动负债					
银行及其他借贷	17,527	16,372	15,849	15,630	15,044
其他流动负债	23,658	19,360	19,941	20,566	21,242
流动负债总额	41,185	35,732	35,789	36,196	36,286
非流动负债					
银行及其他借贷	469	724	529	544	560
其他	82,006	83,154	78,591	79,619	80,663
非流动负债总额	82,475	83,879	79,120	80,163	81,223
负债总额	123,660	119,610	114,909	116,359	117,509
总权益	65,523	66,417	72,008	75,766	73,755
总权益及负债	189,183	186,027	186,917	192,125	191,264

资料来源：公司资料，光银国际预测

重要披露及免责声明

本报告由光银国际资本有限公司(“光银国际资本”)撰写生产和分发,并由香港证监会监管。本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息,光银国际资本及其附属公司(统称为“光银国际”)力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。

本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要,并不构成个人投资建议,客户据此投资,责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。光银国际及其各自的公司董事、员工及代理,都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。

本报告的内容不代表光银国际的建议,也不构成与上述有关证券的任何买卖/交易协议。本报告不拟作为买入或卖出要约,也不打算招揽购买或出售上述证券。证券价格可能上下波动。可能变得毫无价值。购买和出售证券可能会产生损失,而不是利润。

研究报告所载的资料及意见,如有任何更改,本司将不作另行通知。此外,光银国际的销售人员,交易员或其他持牌人员可能提供口头或书面市场评论或交易想法,这些意见可能与本报告中提出的建议和意见不一致,并得出不同的结论。光银国际可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本报告仅向特定客户传送,未经光银国际书面授权许可,任何人不得引用、转载以及向第三方传播,否则可能将承担法律责任。在一些司法管辖区域内,针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取管道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令光银国际受制于任何注册或领牌规定,则本研究报告不适用于该等司法管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。

本报告仅提供给香港客户,不会提供给美国客户。编制本报告的分析师未在美国注册或获得美国金融业监管局的分析师资格。

特殊披露

分析师，陈惠杰(香港证监会中央编号:APP609)、季圆(香港证监会中央编号: BXJ539)作为香港证监会持牌人及本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析师之个人意见。分析师亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析师并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析师及分析师之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级定义

买入	未来十二个月预期回报高于 10%
持有	未来十二个月预期回报在-10%和 10%之间
卖出	未来十二个月预期回报低于-10%

股票评级的解释：(i) 买入：股票投资回报在未来 12 个月的潜在涨幅超过 10%；(ii) 持有：股票投资回报在未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+10%之间及(iii) 卖出：股票投资回报在未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%

行业评级的解释 (i) 超配：行业投资回报在未来 12 个月的潜在涨幅超过 10%；(ii) 中性：行业投资回报在未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+10%之间；(iii) 低配：行业投资回报在未来 12 个月的潜在跌幅超过 10% 及(iv)未评级：光银国际并未给予行业投资评级

光银国际可能在过去 12 个月内与报告中公司有投资银行业务或其他业务关系（如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或自营买卖证券），同时亦有可能持有财务权益及/或证券/或衍生工具。投资者务请注意光银国际或会存在利益冲突，可能影响本报告的客观性。

版权所有光银国际。未经光银国际书面许可，禁止任何形式的发布，转载，发行，引用。