

推动绿色产业出海，自由现金流或改善

更新报告
废物管理

2024 年 12 月 31 日 | 中国香港

光大环境为国内环保行业龙头，垃圾焚烧发电和污水处理等资产经营情况稳定，持续贡献现金流。借助“一带一路”框架，公司积极推动绿色产业合作，有望打造业绩增量；拟对国补应收账款进行 ABS 融资，2025-2026 年有望受益于化债政策带来的现金流和盈利改善。虽然短期内公司收入和利润承压，但自由现金流有望持续转好，为股东回报奠定良好基础。维持“买入”评级。

越南顺化项目竣工，推动乌兹别克垃圾发电和污水处理建设

4 月 6 日，光大环境越南顺化垃圾发电项目竣工，该项目是光大环境在越南投资建成的第二个综合型环境治理设施，总投资额约 7455 万美元，每年可处理生活垃圾约 22 万吨。12 月 8 日，光大集团与乌兹别克斯坦纳曼干州政府举行工作会谈，光大环境总裁栾祖盛提出，将结合乌兹别克斯坦的资源优势，推动垃圾焚烧发电、污水处理等绿色基础设施建设，助力纳曼干州实现垃圾收运与处置服务全覆盖、填埋处理量减少 60% 的目标，为当地提供清洁能源，促进绿色经济转型。

拟发行第一期国补 ABS 6.53 亿元，有望受益于化债政策

光大绿色环保 12 月 23 日公告：公司拟采用储架式模式发行资产支持专项计划，总规模 20 亿元人民币，基础资产为可再生能源电价补贴应收账款。第一期 ABS 发行规模预期 6.53 亿元人民币，其中优先层级 6.30 亿元人民币，票息率预期 2.5~3.5%。我们认为，国补应收账款证券化有望改善公司现金流。光大环境主营业务包括垃圾焚烧发电、污水处理、生物质处理、危废处理等业务，收入来源包括政府财政或相关补贴，2025-2026 年有望受益于化债政策带来的现金流和盈利改善。

下调盈利预测，目标价 5.06 港币

根据汇率市场变化，下调人民币对港币汇率预测；考虑在建项目体量减少，下调 2024-2026 年建造收入预测 4.5/4.4/4.0%；根据回款和危废项目运营情况，上调 2024-2026 年信用减值和资产减值预测 28.9/27.3/25.6%。下调 2024-2026 年归母净利润 8.2/8.2/7.9% 至 38.09/39.41/40.68 亿港元。可比公司 2025 年 Wind 一致预期 PE 均值为 7.9 倍，给予公司 2025 年目标 PE 7.9 倍（前值给予公司 2024 年目标 PE 7.3 倍），对应目标价 5.06 港币（前值 4.96 港币）。

风险提示：建造服务收入下降幅度大于预期、垃圾发电项目运营风险、固废处理协同发展不及预期、生物质发电和危废处置竞争加剧。

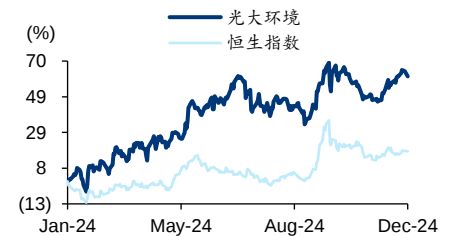
经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (港币百万)	37,321	32,090	29,441	29,243	28,967
+/-%	(25.20)	(14.02)	(8.25)	(0.67)	(0.95)
归属母公司净利润 (港币百万)	4,602	4,429	3,809	3,941	4,068
+/-%	(32.37)	(3.75)	(14.00)	3.47	3.22
EPS (港币，最新摊薄)	0.75	0.72	0.62	0.64	0.66
ROE (%)	8.97	8.46	6.92	6.83	6.72
PE (倍)	5.17	5.37	6.24	6.03	5.84
PB (倍)	0.47	0.44	0.42	0.40	0.38
EV EBITDA (倍)	10.54	10.72	12.05	11.72	11.66

基本数据

目标价 (港币)	5.06
收盘价 (港币 截至 12 月 31 日)	3.87
市值 (港币百万)	23,773
6 个月平均日成交额 (港币百万)	65.43
52 周价格范围 (港币)	2.38-4.14
BVPS (港币)	8.14

股价走势图

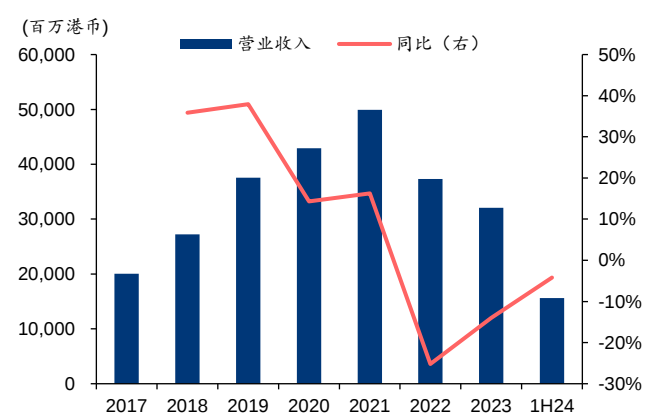


资料来源：S&P

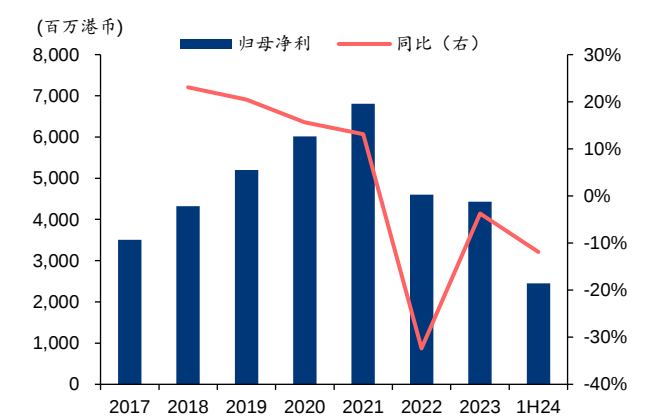
图表1：可比公司估值表

股票代码	公司名称	货币单位	股价（元/股）	市值（百万元）	PE(x)			PB(x)			ROE(%)		
			2024/12/31		24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E
1381 HK	粤丰环保	HKD	4.59	11,197	11.3	9.6	9.5	1.1	1.0	0.0	9.5	11.1	0.0
0586 HK	海螺创业	HKD	6.68	11,971	4.5	4.2	3.9	0.2	0.2	0.2	5.0	5.1	5.4
1330 HK	绿色动力环保	HKD	3.59	5,002	7.6	7.1	6.8	0.6	0.5	0.5	7.4	7.5	7.6
600323 CH	瀚蓝环境	RMB	23.62	19,258	11.4	10.5	9.7	1.4	1.3	1.2	12.6	12.3	12.1
平均值					8.7	7.9	7.4	0.8	0.8	0.5	8.6	9.0	6.2
0257 HK	光大环境	HKD	3.87	23,773	6.2	6.0	5.8	0.4	0.4	0.4	6.9	6.8	6.7

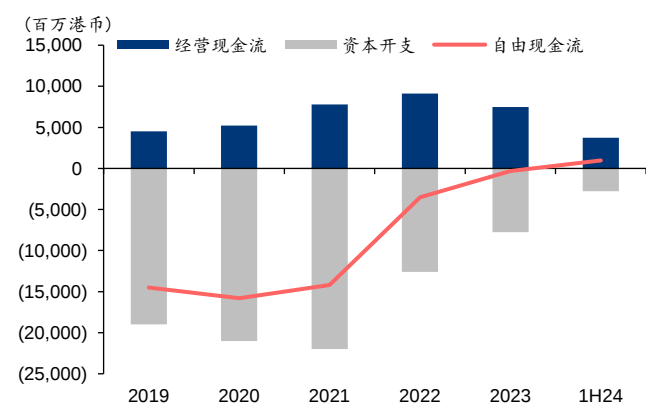
图表2：营业收入及同比增速



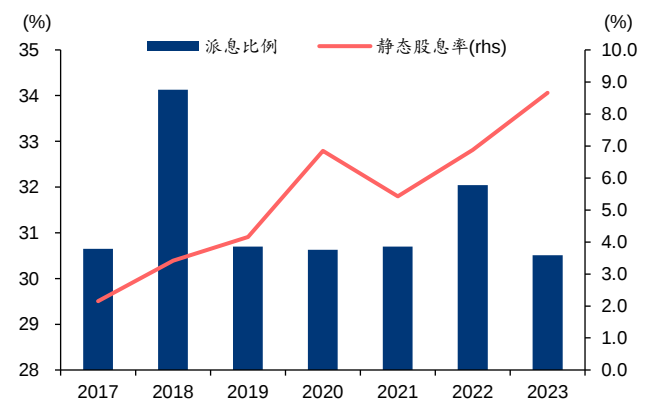
图表3：归母净利润及同比增速



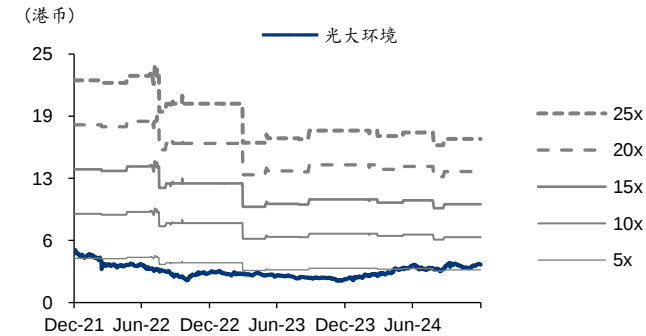
图表4：经营现金流、资本开支及自由现金流



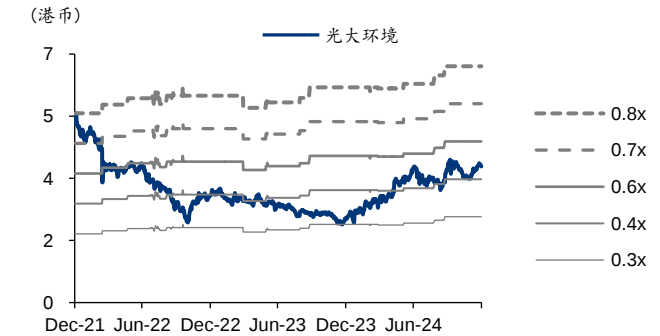
图表5：派息比例及股息率



图表6：光大环境 PE-Bands



图表7：光大环境 PB-Bands



盈利预测

利润表

会计年度 (港币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	37,321	32,090	29,441	29,243	28,967
销售成本	(22,957)	(18,279)	(16,476)	(16,072)	(15,631)
毛利润	14,365	13,811	12,966	13,171	13,336
销售及分销成本	(3,642)	(3,149)	(3,007)	(3,104)	(3,190)
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	(293.60)	(265.09)	(613.18)	(586.63)	(563.80)
财务成本净额	(3,317)	(3,408)	(3,354)	(3,277)	(3,174)
应占联营公司利润及亏损	151.28	135.96	135.96	135.96	135.96
税前利润	7,263	7,124	6,127	6,339	6,544
税费开支	(1,748)	(1,827)	(1,571)	(1,626)	(1,678)
少数股东损益	913.03	867.99	746.44	772.34	797.22
归母净利润	4,602	4,429	3,809	3,941	4,068
折旧和摊销	2,091	1,864	1,929	1,980	2,027
EBITDA	12,381	12,397	11,410	11,596	11,745
EPS (港币, 基本)	0.75	0.72	0.62	0.64	0.66

资产负债表

会计年度 (港币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	1,014	894.63	912.37	954.70	1,054
应收账款和票据	20,476	24,420	27,379	29,100	30,111
现金及现金等价物	10,591	8,433	4,963	7,639	7,538
其他流动资产	13,904	13,406	13,406	13,406	13,406
总流动资产	45,986	47,153	46,660	51,100	52,108
固定资产	10,020	9,750	9,245	8,703	8,126
无形资产	30,795	30,976	30,704	30,287	29,728
其他长期资产	103,798	101,304	102,420	103,446	104,252
总长期资产	144,612	142,030	142,369	142,436	142,106
总资产	190,598	189,183	189,029	193,536	194,215
应付账款	22,438	17,829	14,072	14,727	11,544
短期借款	20,178	23,118	23,518	23,918	24,318
其他负债	197.01	236.97	236.97	236.97	236.97
总流动负债	42,813	41,185	37,827	38,883	36,099
长期债务	74,546	71,506	71,506	71,406	71,206
其他长期债务	10,640	10,969	10,969	10,969	10,969
总长期负债	85,186	82,475	82,475	82,375	82,175
股本	17,330	17,330	17,330	17,330	17,330
储备/其他项目	33,500	36,520	38,977	41,756	44,622
股东权益	50,830	53,850	56,307	59,086	61,951
少数股东权益	11,769	11,674	12,420	13,193	13,990
总权益	62,599	65,523	68,727	72,278	75,941

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	5.17	5.37	6.24	6.03	5.84
PB	0.47	0.44	0.42	0.40	0.38
EV EBITDA	10.54	10.72	12.05	11.72	11.66
股息率 (%)	6.20	5.68	4.89	5.06	5.22
自由现金流收益率 (%)	20.21	(2.15)	4.59	29.45	17.11

现金流量表

会计年度 (港币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	12,381	12,397	11,410	11,596	11,745
融资成本	3,317	3,408	3,354	3,277	3,174
营运资本变动	(3,293)	(8,432)	(6,735)	(1,107)	(4,294)
税费	(1,748)	(1,827)	(1,571)	(1,626)	(1,678)
其他	(6,648)	(3,006)	(3,490)	(3,413)	(3,310)
经营活动现金流	4,009	2,540	2,968	8,727	5,637
CAPEX	(2,028)	(1,776)	(1,152)	(1,022)	(891.20)
其他投资活动	(4,108)	(1,024)	(980.00)	(890.00)	(670.00)
投资活动现金流	(6,136)	(2,800)	(2,132)	(1,912)	(1,561)
债务增加量	(4,401)	(100.36)	400.00	300.00	200.00
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(2,089)	(1,474)	(1,351)	(1,162)	(1,203)
其他融资活动现金流	5,340	(323.48)	(3,354)	(3,277)	(3,174)
融资活动现金流	(1,150)	(1,898)	(4,306)	(4,139)	(4,177)
现金变动	(3,276)	(2,158)	(3,470)	2,676	(100.90)
年初现金	15,047	10,591	8,433	4,963	7,639
汇率波动影响	(1,180)	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	10,591	8,433	4,963	7,639	7,538

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	(25.20)	(14.02)	(8.25)	(0.67)	(0.95)
毛利润	(12.75)	(3.85)	(6.12)	1.58	1.25
营业利润	(20.38)	(0.31)	(10.11)	1.45	1.07
净利润	(32.37)	(3.75)	(14.00)	3.47	3.22
EPS	(32.37)	(3.75)	(14.00)	3.47	3.22
盈利能力比率 (%)					
毛利润率	38.49	43.04	44.04	45.04	46.04
EBITDA	33.17	38.63	38.76	39.65	40.55
净利润率	12.33	13.80	12.94	13.48	14.04
ROE	8.97	8.46	6.92	6.83	6.72
ROA	2.35	2.33	2.01	2.06	2.10
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	165.52	160.06	159.95	148.40	142.02
流动比率	1.07	1.14	1.23	1.31	1.44
速动比率	1.05	1.12	1.21	1.29	1.41
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.19	0.17	0.16	0.15	0.15
应收账款周转天数	195.88	251.83	316.69	347.64	367.94
应付账款周转天数	376.95	396.53	348.53	322.53	302.53
存货周转天数	17.82	18.80	19.74	20.91	23.13
现金转换周期	(163.24)	(125.90)	(12.09)	46.03	88.54
每股指标 (港币)					
EPS	0.75	0.72	0.62	0.64	0.66
每股净资产	8.27	8.77	9.17	9.62	10.08

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 瀚蓝环境（600323 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王玮嘉、黄波、李雅琳、胡知本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 瀚蓝环境（600323 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息