

中国光大绿色环保有限公司

2026 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2026〕3189号

联合资信评估股份有限公司通过对中国光大绿色环保有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中国光大绿色环保有限公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“21 光大绿环 MTN001(碳中和债)”“22 光大绿环 MTN001BC(绿色)”“24 光大绿环 GN001”“24 光大绿环 MTN002”“24 光大绿环 MTN003”“25 光大绿环 GN001”和“25 光大绿环 GN003(乡村振兴)”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二六年五月二十七日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受中国光大绿色环保有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具。根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价股份有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



中国光大绿色环保有限公司

2026 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
中国光大绿色环保有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	
21 光大绿环 MTN001（碳中和债）、22 光大绿环 MTN001BC（绿色）、24 光大绿环 GN001、24 光大绿环 MTN002、24 光大绿环 MTN003、25 光大绿环 GN001、25 光大绿环 GN003（乡村振兴）	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/05/27

评级观点

中国光大绿色环保有限公司（以下简称“公司”）为中国光大环境（集团）有限公司（以下简称“光大环境”）旗下生物质综合利用和危废及固废处置业务的核心经营实体。2025 年，公司已投运项目运行情况良好，但新建项目减少，导致公司整体收益规模有所下降；同期，受计提大额资产减值影响，公司危废及固废处置业务呈现持续亏损状态，但 2025 年亏损规模有所收窄，并带动公司综合盈利率同比提升。整体看，公司在股东背景、业务规模以及项目运作经验等方面仍保持很强的竞争力，经营风险很低，但需关注危废及固废处置行业竞争持续加剧对公司经营业绩的负面影响。财务方面，跟踪期内，公司资产总额有所下降，应收账款及合约资产规模仍较大，对资金形成占用，且公司受限资产规模较大，整体资产流动性一般。公司收益规模有所下降，且计提大额减值损失对公司利润侵蚀严重，2025 年，受益于降本增效以及资产耗损规模缩减，公司除税前利润扭亏为盈。受益于国补到账以及降本增效，公司经营活动现金流量净额同比大幅增长，对外融资需求减弱，债务规模和债务负担持续下降，偿债能力指标有所增强，公司整体财务风险较低。综合公司经营和财务风险表现以及股东和政府支持因素，其债务偿付能力非常强，EBITDA 和经营活动现金流量净额对存续债券的保障能力较强，债券违约概率极低。

个体调整：无。

外部支持调整：股东支持和政府支持力度很大。

评级展望

公司在光大环境业务布局中居重要地位，其所处环保行业符合国家政策导向，整体信用状况有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：补贴退坡致使公司生物质综合利用项目停产或计提大额减值；公司债务负担显著加重，偿债能力明显弱化。

优势

- **股东支持力度很大。**公司控股股东光大环境在国内环保领域内地位显著，综合实力极强，作为光大环境旗下生物质综合利用和危废及固废处置业务的核心经营实体，公司可获得其大力支持。
- **中国政府鼓励环保行业发展。**公司所处的环保行业为国家政策鼓励发展的行业，在电量优先上网、电价补贴及税收政策等方面有支持。
- **公司业务规模较大，项目经验丰富。**公司作为规模较大的生物质综合利用和危废及固废处置企业，项目经验丰富，有利于公司市场地位的巩固和提升。
- **公司经营活动现金流明显改善。**2025 年，受益于收到可再生能源电价补贴款和降本增效，公司经营活动现金流量净额同比增加 19.85 亿港元至 34.55 亿港元。

关注

- **公司收益规模下降，资产减值损失对利润侵蚀严重。**2025 年，受新建项目减少影响，公司收益规模同比下降 3.55%；同时由于危废及固废处置行业和环境修复行业竞争加剧，公司对相关资产计提减值损失 6.15 亿港元，对利润侵蚀严重。
- **可再生能源电价补贴的回收及时性对公司现金流情况影响大，且受政策调整，生物质发电项目存在补贴退坡风险。**截至 2025 年底，公司应收账款为 79.78 亿港元，规模较大，对资金形成占用。此外，受补贴退坡政策影响，公司减少生物质发电项目的新增投资。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 电力企业信用评级方法 V4.0.202208				
评级模型 电力企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208				
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	2
			盈利能力	4
			现金流量	5
		资本结构		3
		偿债能力		2
		指示评级		
个体调整因素：--			--	
个体信用等级			aa ⁻	
外部支持调整因素：股东支持			+2	
政府支持			+1	
评级结果			AAA	

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

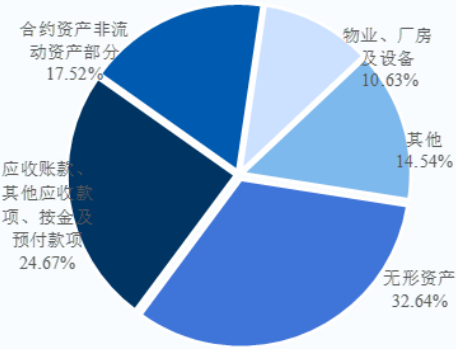
评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

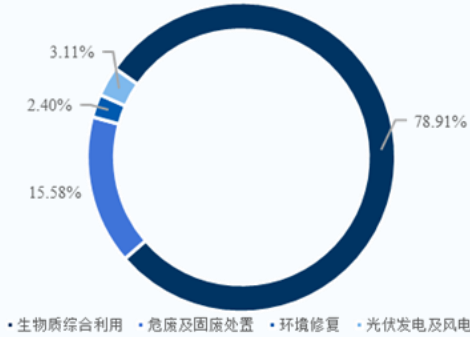
合并口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年
现金类资产（亿港元）	23.79	16.74	23.44
资产总额（亿港元）	397.57	363.32	346.04
权益总额（亿港元）	123.56	116.62	128.01
短期债务（亿港元）	102.18	77.21	69.42
长期债务（亿港元）	129.40	133.01	114.79
全部债务（亿港元）	231.58	210.22	184.21
收益（亿港元）	74.17	69.77	67.29
除税前盈利/（亏损）（亿港元）	-3.39	-6.79	1.87
EBITDA（亿港元）	14.54	9.94	16.14
经营活动现金流量净额（亿港元）	-1.26	14.70	34.55
毛利率（%）	21.51	20.92	23.45
净资产收益率（%）	-2.44	-4.33	0.42
资产负债率（%）	68.92	67.90	63.01
全部债务资本化比率（%）	65.21	64.32	59.00
流动比率（%）	111.90	125.43	129.63
经营现金流动负债比（%）	-0.97	14.28	36.85
现金短期债务比（倍）	0.23	0.22	0.34
EBITDA 利息倍数（倍）	1.72	1.28	2.92
全部债务/EBITDA（倍）	15.93	21.15	11.41

注：1. 公司综合财务报表按照《香港财务报告准则》编制；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3. 公司未披露本部口径财务数据
资料来源：联合资信根据公司年报整理

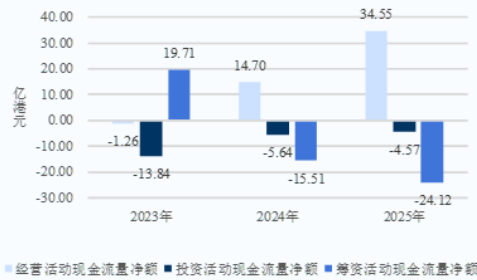
2025 年底公司资产构成



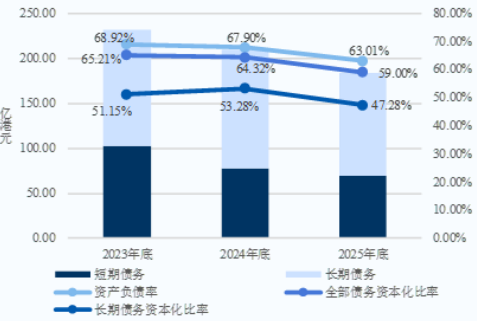
2025 年公司收入构成



2023—2025 年公司现金流情况



2023—2025 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日	特殊条款
21 光大绿环 MTN001（碳中和债）	10.00	7.90	2026/07/28	调整票面利率，回售
22 光大绿环 MTN001BC（绿色）	12.00	10.50	2027/04/08	调整票面利率，回售
24 光大绿环 GN001*	10.00	10.00	2027/05/31	调整票面利率，回售
24 光大绿环 MTN002	10.00	10.00	2029/07/29	--
24 光大绿环 MTN003*	10.00	10.00	2027/09/12	赎回，延期，持有人救济，调整票面利率，利息递延权
25 光大绿环 GN001*	10.00	10.00	2028/02/21	赎回，延期，持有人救济，调整票面利率，利息递延权
25 光大绿环 GN003（乡村振兴）*	10.00	10.00	2028/11/07	赎回，延期，持有人救济，调整票面利率，利息递延权

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；存续债券中标注为*的债券含回售/赎回条款，所列到期兑付日均为下一行权日

资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
25 光大绿环 GN003（乡村振兴）	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/10/27	牛文婧、邓淇匀		阅读全文
2025 年跟踪评级	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/05/28	牛文婧、邓淇匀		阅读全文
25 光大绿环 GN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/02/10	牛文婧、邓淇匀	电力企业信用评级方法 V4.0.202208 电力企业主体信用评级模型（打分表）	阅读全文
24 光大绿环 MTN003	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/08/22	牛文婧、邓淇匀	V4.0.202208	阅读全文
24 光大绿环 MTN002	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/07/09	牛文婧、邓淇匀		阅读全文
24 光大绿环 GN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/05/24	牛文婧、邓淇匀		阅读全文
22 光大绿环 MTN001BC（绿色）	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/03/08	刘莉婕、余瑞娟	电力企业信用评级方法 V3.0.201907 电力企业主体信用评级模型（打分表）	阅读全文
21 光大绿环 MTN001（碳中和债）	AAA/稳定	AAA/稳定	2021/06/28	余瑞娟、刘莉婕	V3.0.201907	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：牛文婧 niuwj@lhratings.com

项目组成员：景雪 jingxue@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于中国光大绿色环保有限公司（以下简称“光大绿色环保”或“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司成立于 2015 年 10 月 13 日，注册地：开曼群岛。2017 年 5 月 8 日，公司在香港联合交易所有限公司（以下简称“联交所”）主板上市，股份代号：01257.HK。截至 2025 年底，公司法定股本 5.00 亿美元，中国光大环境（集团）有限公司（以下简称“光大环境”）通过中国光大绿色控股有限公司（以下简称“光大绿色控股”）持有公司 69.70% 股份（未质押），为公司控股股东；公司实际控制人为中国光大集团股份公司（以下简称“光大集团”）（股权结构图详见附件 1-1）。

公司主营业务包括生物质综合利用、危废及固废处置、环境修复、光伏发电及风电业务等，按照联合资信行业分类标准划分为电力生产及供应行业。

截至 2025 年底，公司本部根据经营管理需要设置多个职能部门（组织架构图详见附件 1-2）；公司拥有员工 3273 人。

截至 2025 年底，公司资产总额 346.04 亿港元，权益总额 128.01 亿港元（含非控股权益 0.46 亿港元）；2025 年，公司实现收益 67.29 亿港元，除税前盈利 1.87 亿港元。

公司注册地址：Cricket Square, Hutchins Drive, PO Box 2681, Grand Cayman, KY1-1111, Cayman Islands；主要办公地址：香港夏慤道 16 号远东金融中心 36 楼 3602 室；董事会主席：朱福刚博士。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券详见下表，募集资金均按规定用途使用，除尚未到首个付息日的债券外，公司存续债券均已按期支付利息。

图表 1 • 截至本报告出具日公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
21 光大绿环 MTN001（碳中和债）	10.00	7.90	2021/07/28	3+2 年
22 光大绿环 MTN001BC（绿色）	12.00	10.50	2022/04/08	3+2 年
24 光大绿环 GN001	10.00	10.00	2024/05/31	3+2 年
24 光大绿环 MTN002	10.00	10.00	2024/07/29	5 年
24 光大绿环 MTN003	10.00	10.00	2024/09/12	3+N 年
25 光大绿环 GN001	10.00	10.00	2025/02/21	3+N 年
25 光大绿环 GN003（乡村振兴）	10.00	10.00	2025/11/07	3+N 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2026 年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1 月 15 日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。

宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动升压。工企利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4 月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的重大变量：中东冲突引发的能源价格上行风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察季报（2026 年 3 月）》](#)。

五、行业分析

1 生物质综合利用

中国生物质发电装机规模及发电量保持增长。国家在生物质发电的电价上给予较大空间的补贴，但实际操作中存在较多延期支付情况，且在国补退坡的背景下，企业现金流压力或进一步加大。

生物质发电是利用生物质所具有的生物质能进行发电，是可再生能源发电的一种。生物质发电分为直接燃烧发电、混合燃烧发电、生物质气化发电和沼气发电等不同类型。生物质发电技术是目前生物质能应用方式中普遍、有效的方法之一，在欧美等发达国家，生物质能发电已形成非常成熟的产业，成为一些国家重要的发电和供热方式。

从可再生能源利用规模上看，中国可再生能源的替代作用逐渐凸显，生物质发电量也呈增长势头。截至 2025 年底，全国可再生能源装机容量为 23.4 亿千瓦，较 2024 年底增长 24%，占全国发电总装机容量的 60%。其中，生物质发电装机容量为 4743 千瓦，较 2024 年底增长 3%。发电量方面，2025 年，全国可再生能源发电量为 3.99 万亿千瓦时，同比增长 15%，约占全部发电量的 38%。其中，生物质发电量 2247 亿千瓦时，同比增长 7.9%。

政策方面，国家对生物质发电执行优先上网政策，不参与调峰，因此下游终端客户用电量的变化对生物质发电行业影响很小。针对生物质发电项目，中国于 2006 年推出了“标杆电价+补贴电价”的优惠政策；2010 年和 2012 年，农林生物质发电和垃圾焚烧发电分别开始执行 0.75 元和 0.65 元的标杆电价。国家在生物质发电的电价上给予较大空间的补贴，但实际操作中出现较多延期支付情况，对具体电厂现金流产生较大影响。2020 年 9 月 29 日，财政部等部委发布《关于<关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见>有关事项的补充通知》（财建〔2020〕426 号），对于已纳入可再生能源发电补贴清单范围的项目，生物质发电项目自并网之日起满 15 年后，无论项目是否达到全生命周期补贴电量，不再享受中央财政补贴资金，核发绿证准许参与绿证交易。其中生物质发电项目（含农林生物质发电、垃圾焚烧发电和沼气发电项目）的全生命周期合理利用小时数为 82500 小时。此外，从 2021 年开始，虽然生物质发电装机容量依旧在增加，但增速明显放缓，主要是 2020 年国家发改委发布的《完善生物质发电项目建设运行的实施方案》（发改能源〔2020〕1421 号）明确规定了自 2021 年 1 月 1 日起，规划内已核准未开工和新核准的生物质发电项目要全部通过竞争方式配置并确定上网电价，新纳入补贴范围的项目补贴资金由中央和地方共同承担，分地区合理确定分担比例，中央分担部分逐年调整并有序退出；另一方面，虽然 2023 年 10 月财政部在发布的《关于调剂 2023 年可再生能源电价附加补助资金预算的通知》（财资〔2023〕93 号）要求，对纳入补贴目录或清单且满足结算条件的各类项目进行及时、足额转付，但到目前仍有许多生物质发电项目未收到补助资金结算通知。

2 危废及固废处置

中国工业固体废物产生量规模较大，且治理固体废物政策趋严，刺激危废及固废处置需求增长。

危险废物是指列入国家危险废物名录或根据国家规定的危险废物鉴别标准和鉴别方法认定的具有危险特性的固体废物。

近年来，中国工业危废产生量高速增长，且治理固体废物政策趋严，刺激危废及固废处置需求增长。2019 年 6 月，国务院出台《固体废物污染防治法（修订稿）》，新版法规对部分违法行为的处罚力度大大加强。2020 年 10 月，《危险废物转移环境管理办法（修订草案）》提出，危险废物转移实行就近原则，危险废物利用以市场化为主，不得对以利用为目的的危险废物转移设置限制性行政壁垒。2021 年 12 月，《“十四五”时期“无废城市”建设工作方案》提出，推动 100 个左右地级及以上城市开展“无废城市”建设，到 2025 年，“无废城市”固体废物产生强度较快下降，综合利用水平显著提升，无害化处置能力有效保障，减污降碳

协同增效作用充分发挥，基本实现固体废物管理信息“一张网”，“无废”理念得到广泛认同，固体废物治理体系和治理能力得到明显提升。高压态势下，大型产废央企、国企通常会成立自己控制的治废公司，而小型产废企业通常没有足够的资本成立治废公司，只能委托第三方机构代为处理。

根据《2024 年中国生态环境状况公报》¹，2024 年，全国一般工业固体废物产生量为 44.7 亿吨，综合利用量为 26.5 亿吨，处置量为 7.8 亿吨。2024 年，全国危险废物产生量约 1.3 亿吨。产生量位居前 5 名的行业为化学原料和化学制品制造业，石油、煤炭及其他燃料加工业，有色金属冶炼和压延加工业，黑色金属冶炼和压延加工业，电力、热力生产和供应业，占全国产生量的 63.3%。2024 年，全国危险废物利用处置量约 1.3 亿吨。中国固废及危废处置行业市场规模持续扩大。

政策体系的逐步完善以及监管执法的不断强化，将为行业加快发展提供持续动力。针对危废处理缺口大，地域发展不平衡的特点，2019 年 10 月，生态环境部《关于提升危险废物环境监管能力、利用处置能力和环境风险防范能力的指导意见》，提出到 2025 年底各省危废处置供需基本匹配。2021 年，国务院印发了《强化危险废物监管和利用处置能力改革实施方案》，其中提及了推动源头减量化，支持研发、推广减少工业危险废物产生量和降低工业危险废物危害性的生产工艺和设备，促进从源头上减少危废产生量。2023 年 11 月，生态环境部发布了《国家先进污染防治技术目录（固体废物和土壤污染防治领域）》，针对当前固废处理领域的痛点和难点问题，如生活垃圾、有机固废、污泥、危险废物等的处理处置及资源化利用，提供了切实可行的解决方案。2024 年 11 月，生态环境部等五部委联合发布《国家危险废物名录（2025 年版）》，通过动态调整机制强化精准治污和风险防控，新增 3 种危险废物并完善豁免管理规则，助力解决偏远地区医疗废物处置等现实难题。

3 光伏发电及风电

中国风电和光伏发电装机容量和发电量快速增长。未来，随着“碳达峰”“碳中和”目标的推进，中国电源结构将持续向绿色低碳转型，风电及光伏发电将成为清洁能源电力快速发展的主要推动力。

近年来，受能源转型规划和大基地项目推进影响，中国光伏发电和风电装机增量明显。根据国家能源局公布数据，截至 2025 年底，全国全口径发电装机容量约 38.9 亿千瓦，较上年底增长 16.1%。其中，光伏发电装机容量约 12.0 亿千瓦，较上年底增长 35.4%；风电装机容量约 6.4 亿千瓦，较上年底增长 22.9%，风光合计装机首次超过火电，成为我国核心电源。2025 年，光伏发电量 1.17 万亿千瓦时，同比增长 40%；风力发电量 1.13 万亿千瓦时，同比增长 13%。

2019 年以来，中国积极调整新能源政策，推动行业摆脱补贴依赖，通过竞争自发自成长。2019 年 5 月，国家能源局印发了《关于 2019 年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知》，重点突出推进平价上网和加大力度实施需国家补贴项目竞争配置的两大方向，同时强化风电、光伏发电项目的电力送出和消纳保障机制，提高市场竞争力，推动产业进入高质量发展的新阶段。2021 年 5 月，国家能源局印发了《关于 2021 年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知》，要求强化可再生能源电力消纳责任权重引导机制、建立并网多元保障机制、加快存量项目建设，保障了政策的延续性，有利于推进风电、光伏发电向平价上网的平稳过渡，实现行业的健康可持续发展。2022 年 4 月，国家发改委印发了《关于 2022 年新建风电、光伏发电项目延续平价上网政策的函》，规定 2022 年相关新建风电、光伏发电项目电价继续保持与 2021 年相同的价格政策。对新核准陆上风电项目、新备案集中式光伏电站和工商业分布式光伏项目延续平价上网政策，上网电价按照当地燃煤发电基准价执行；新能源项目可自愿通过参与市场化交易形成上网电价，以充分体现新能源的绿色电力价值。2025 年 1 月，国家发展改革委、国家能源局联合印发《关于深化新能源上网电价市场化改革促进新能源高质量发展的通知》。通过完善现货市场交易和价格机制、健全中长期市场交易和价格机制及建立新能源可持续发展价格结算机制等方式推动新能源上网电量全面进入市场。

2020 年我国提出“3060”双碳目标后，“十四五”规划明确了 2025 年非化石能源消费占比 20%、2030 年风光装机 12 亿千瓦以上等阶段性目标。目前，上述目标已提前超额完成：2025 年，我国非化石能源消费占比达 21.7%，风光装机容量达 18.4 亿千瓦，全国碳市场已覆盖多个高排放行业，能源转型进入以“高质量消纳、新型电力系统建设”为核心的新阶段。

¹ 2025 年数据尚未披露

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

公司作为国内规模较大的生物质综合利用和危废及固废处置企业，在业务规模和项目运作经验等方面具备竞争优势。公司过往信用状况良好。

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人均未发生变化。

企业规模和竞争力方面，公司为中国专业环保服务提供商，专注于生物质综合利用和危废及固废处置业务并处于行业的领先地位，其丰富的项目运作经验和稳固的市场地位有助于公司取得新项目并不断扩大客户基础。截至 2025 年底，公司已落实环保项目 142 个，总投资额约 304.41 亿元；累计承接环境修复项目 73 个，涉及总合同金额约 18.82 亿元。公司项目所处地区大多人口较为密集，经济发展状况较好，区域内环保服务市场需求大，同时，项目所在地良好的经济发展状况使得当地政府的财政和资信状况相对较好，能够在一定程度上保证公司的收现情况。生物质综合利用方面，公司在国内率先推出城乡一体化业务模式，将生物质综合利用项目与垃圾焚烧发电项目融为一体建设，统筹处理农林废弃物及农村生活垃圾，通过共享各类公共设施及管理团队，节省了人力、物力和土地等，成本控制能力较强。截至 2025 年底，公司共拥有 57 个生物质综合利用项目（含在建和拟建），分布在中国境内 10 个省份，主要位于安徽省、江苏省、山东省、湖北省及河南省等地。上述项目总设计发电装机容量为 1069 兆瓦，生物质总设计处理能力为 825.98 万吨/年，生活垃圾总设计处理能力约 11610 吨/日。危废及固废处置方面，公司可安全处置《国家危险废物名录》所列 46 类危废中的 44 类。截至 2025 年底，公司共拥有 47 个危废及固废处置项目，分布在中国境内 6 个省份及自治区，主要位于江苏省、山东省、安徽省、湖北省、浙江省等地。上述项目总设计处理能力约 223.49 万吨/年。

历史信用记录方面，由于公司为联交所上市公司，不适用境内征信报告等相关事项。根据公司反馈资料，公司本部无未结清或已结清不良信贷信息。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司本部存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

（二）管理水平

跟踪期内，公司法人治理结构及主要管理制度未发生重大变化。公司部分董事和高级管理人员发生变更，上述事项不会对公司的日常管理、生产经营产生重大影响。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2025 年，公司整体收益规模小幅下降；同期，受计提大额资产减值影响，公司危废及固废处置业务仍呈现亏损状态，但 2025 年亏损规模有所收窄，并带动公司综合盈利率同比提升。

跟踪期内，公司业务仍分为四大板块，分别为生物质综合利用、危废及固废处置、环境修复、光伏发电及风电。2025 年，公司整体收益同比下降 3.55%；综合盈利率同比提升 10.61 个百分点。

分板块来看，2025 年，受新建项目减少影响，公司生物质综合利用业务收益规模同比小幅下降，仍为公司收益的主要来源；受益于公司优化燃料采购以及拓展供热业务，生物质综合利用板块盈利率同比上升 1.58 个百分点。2025 年，受运营项目处置单价持续下滑影响，危废及固废处置收益亦小幅下降，且盈利率仍呈现亏损，主要系国内危废及固废处置行业竞争加剧，公司部分项目经营持续亏损，对无形资产、物业、厂房及设备、商誉以及使用权资产计提一定规模的减值，但资产减值规模同比缩减，带动盈利率大幅减亏。2025 年，受益于中标合同额增加，公司环境修复业务收益同比有所增长，但盈利率由正转负，主要系市场行情发展不及预期，公司对无形资产、物业、厂房及设备、商誉以及使用权资产计提减值所致。2025 年，公司光伏发电及风电业务收益规模较为稳定，且盈利率处于很高水平。

图表 2 • 2023—2025 年公司收益构成情况

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年		
	金额 (亿港元)	占比 (%)	盈利率 (%)	金额 (亿港元)	占比 (%)	盈利率 (%)	金额 (亿港元)	占比 (%)	盈利率 (%)
生物质综合利用	57.84	77.98	32.13	54.82	78.58	34.98	53.10	78.91	36.56

危废及固废处置	11.80	15.91	-36.28	11.40	16.34	-98.15	10.49	15.58	-35.69
环境修复	2.43	3.28	12.31	1.51	2.17	16.56	1.61	2.40	-48.50
光伏发电及风电	2.10	2.83	89.71	2.03	2.91	88.01	2.09	3.11	91.64
合计	74.17	100.00	22.22	69.77	100.00	14.37	67.29	100.00	24.98

注：盈利率=除利息、税项、折旧及摊销前盈利/收益

资料来源：联合资信根据公司年报整理

（1）生物质综合利用板块

2025 年，公司生物质综合利用项目运行情况较为稳定，但受补贴退坡政策影响，公司新增项目投资继续减少，导致该板块建造服务收益持续下降。此外，公司谋求转型，拓展供热业务规模。

2025 年，公司生物质综合利用项目的主要类型及运营模式未发生重大变化。考虑到补贴退坡以及补贴到位的不及时性，公司放缓生物质综合利用项目拓展进度，在建项目数量减少，导致该板块建造服务收益持续下降；同期，公司投运项目运行情况良好，运营服务收益同比持平。

图表 3 • 公司生物质综合利用板块收益构成（单位：亿港元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
建造服务	6.18	2.31	0.94
运营服务	48.26	49.27	49.01
财务收入	3.39	3.25	3.16
合计	57.84	54.82	53.10

资料来源：联合资信根据公司年报整理

原材料采购方面，公司生物质原材料主要包括黄秆（主要为农业废弃物）、灰秆（主要为林业废弃物）和其他燃料（主要为建筑废料）。公司城乡一体化中的垃圾发电项目的原材料主要来自于城镇生活垃圾。公司燃料主要采购自个体燃料供应商，采购半径主要集中在 50 公里以内。公司通常在燃料供应旺季加大采购量，增加库存，并通过及时支付燃料款以提高燃料收购竞争力，保证燃料稳定供给。同时，公司亦通过区域统筹就近收购生物质原材料，降低燃料运输成本。采购结算上，公司主要通过电汇形式结算，一般原材料检验合格入库后 7 天之内付款。公司生物质原材料采购价格主要受采购品种、燃料质量以及市场供需等因素影响有所波动。2025 年，公司通过增强燃料采购管控、降低原秆单耗以及提升吨燃料产气量等措施，推进燃料采购总额同比下降，有效缓解成本压力。

图表 4 • 公司生物质综合利用业务原材料采购情况（单位：万吨、元/吨、万元）

名称	项目	2023 年	2024 年	2025 年
黄秆	采购量	357.52	341.72	326.67
	采购均价	285.82	318.78	302.27
	采购总额	102188.10	108933.89	98741.70
灰秆	采购量	357.18	358.21	346.06
	采购均价	337.40	322.88	295.56
	采购总额	120509.81	115656.49	102279.75
其他	采购量	67.70	65.25	73.15
	采购均价	410.7	416.70	309.44
	采购总额	27804.49	27188.01	22634.01

注：由于公司经营业务主要在内地，计价单位以人民币为主；其他主要为建筑废料

资料来源：公司提供

公司生物质项目主要分布在安徽省、江苏省、山东省、湖北省及河南省等地，上述区域农业发达，农林资源丰富，有利于生物质燃料的供应。截至 2025 年底，公司运营及完工的生物质综合利用项目（包括生物质直燃发电、供热、热电联供和城乡一体化项目）共 54 个，总发电装机容量 1069 兆瓦，生物质材料处理能力为 809 万吨/年，生活垃圾处理能力为 11610 吨/日，蒸汽供应能力 489 万吨/年。

根据行业政策，公司生物质发电和垃圾发电全部优先上网。2025 年，公司生物质项目装机容量保持稳定，上网电量同比变化不大。除碭山项目可再生能源补贴电价已到期外，公司其余生物质发电和垃圾发电的上网电价分别为 0.75 元/千瓦时和 0.65 元/千

瓦时。此外，针对生物质发电和垃圾发电项目的国家补贴部分到位不及时及补贴退坡的影响，公司开始转型，利用汽轮机发电的乏汽余热开展供热业务，公司供热业务的用户主要为项目附近的工业园区，随着可开展供热业务的项目数量增加，公司蒸汽产量同比增长。从结算方式看，公司电价收入中脱硫标杆电价部分与当地省级电网公司月结，补贴电价部分按省电力公司通知，结算周期不固定；公司供热业务主要通过预收账款进行结算。

图表 5 • 公司已投运生物质综合利用项目的经营指标

项目	2023 年	2024 年	2025 年
运营及完工的项目数量（个）	52	54	54
发电装机容量（兆瓦）	1049	1069	1069
上网电量（亿千瓦时）	61.55	63.51	63.29
已处理生物质原料（万吨）	784.54	768.60	748.42
已处理生活垃圾（万吨）	383.63	415.55	419.06
蒸汽产量（万吨）	240.62	318.06	382.57

资料来源：公司提供

（2）危废及固废处置板块

2025 年，公司危废及固废处理量同比增加，但由于行业竞争加剧，处理价格下降导致运营服务收益小幅下降。同期，公司危废及固废板块无新建项目。

2025 年，公司危废及固废处置业务范围及运营模式未发生重大变化。公司危废及固废板块无新建项目，已投运项目危废及固废处理量同比增加，但处理价格大幅下降，因此公司危废及固废处置板块运营服务收益同比变化不大。

图表 6 • 公司危废及固废处置板块收益构成（单位：亿港元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
建造服务	0.42	--	--
运营服务	11.33	11.36	10.46
财务收入	0.05	0.04	0.03
合计	11.80	11.40	10.49

资料来源：联合资信根据公司年报整理

公司危废及固废处置项目主要位于江苏省、安徽省、浙江省和山东省等地。截至 2025 年底，公司运营及完工的危废及固废处置项目 47 个，总设计危废及固废处理能力合计 223.49 万吨/年。2025 年，公司无害化处理量和资源综合利用合计值同比小幅增加。同时，随着一般工业固废热电联产改造项目陆续投产，公司上网电量及蒸汽供应量均保持增长。

图表 7 • 公司运营及完工危废及固废处置项目的经营指标

项目	2023 年	2024 年	2025 年
运营及完工的项目数量（个）	43	43	47
危废及固废处理量			
——无害化处理（吨）	360922	453748	447253
——资源综合利用（吨）	87890	45234	58489
资源化利用产品销售量（吨）	21436	11670	13924
上网电量（兆瓦时）	22069	30618	30818
蒸汽供应量（吨）	677272	828107	864271

资料来源：联合资信根据公司年报整理

（3）其他业务

公司环境修复业务以及光伏发电和风电规模较小，对公司收入和盈利影响不大。

环境修复业务方面，2025 年，公司环境修复业务范围、运营模式及相关资质未发生重大变化。截至 2025 年底，公司执行中的环境修复项目共 13 个，主要位于江苏省、安徽省和广东省，涉及总合同金额 5.17 亿元。

光伏发电和风电业务方面，截至 2025 年底，公司共有 34 个运营及完工的光伏发电项目以及 2 个运营的风电项目，分别分布于江苏省、安徽省、山西省、香港及德国，涉及总投资额约人民币 19.07 亿元，总设计发电装机容量为 249.26 兆瓦。2025 年，公司光伏发电及风电项目合计上网电量为 3.18 亿千瓦时，同比增加 0.23 亿千瓦时。

2 未来发展

公司在建项目仍围绕现有主业，新增投资进一步放缓。

截至 2025 年底，公司在建或执行中的项目共 17 个（较上年底减少 6 个），包括 3 个生物质综合利用项目、13 个环境修复项目及 1 个零碳园区项目。战略规划方面，公司确立了科技化、国际化、生态型的“两化一型”战略目标，聚焦清洁能源主业，重点布局生物质高值化利用、零碳园区建设、智慧售电、城乡发展相关复合型产业，通过多业务协同布局，强化技术能力，拓展市场空间，推动经营改善，实现高质量可持续发展。

（四）财务方面

公司提供了 2025 年财务报告，毕马威会计师事务所对该财务报表进行了审计，审计意见为：该综合财务报表已根据香港会计师公会颁布的《香港财务报告准则会计准则》真实及公平地反映公司的综合财务状况，并已遵照香港《公司条例》之规定妥为编制。

2025 年，公司合并范围新增 1 家子公司，减少 5 家子公司。总体看，公司财务报表合并范围变化较小，且会计政策连续，财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，公司资产总额有所下降，应收账款规模仍较大，对资金形成占用，且公司受限资产规模较大，整体资产流动性一般。公司收益规模有所下降，且计提大额减值损失对公司利润侵蚀严重，2025 年受益于降本增效以及资产耗损规模缩减，公司除税前利润扭亏为盈。受益于国补到账以及降本增效，公司经营活动现金流量净额同比大幅增长，对外融资需求减弱，债务规模和债务负担持续下降。

（1）资产质量

截至 2025 年底，公司资产总额较上年底下降 4.75%，主要系合约资产、无形资产和物业、厂房及设备减少所致；资产构成仍以非流动资产为主。

图表 8 • 公司主要资产情况

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年底	
	金额（亿港元）	占比（%）	金额（亿港元）	占比（%）	金额（亿港元）	占比（%）
流动资产	144.83	36.43	129.17	35.55	121.55	35.13
存货	3.65	2.52	3.78	2.92	3.39	2.79
应收账款、其他应收款项、按金及预付款项	84.64	58.44	69.84	54.07	85.38	70.24
合约资产	32.71	22.58	38.79	30.03	9.32	7.66
现金及现金等价物	23.09	15.94	16.36	12.66	22.76	18.73
非流动资产	252.74	63.57	234.15	64.45	224.49	64.87
物业、厂房及设备	45.80	18.12	41.14	17.57	36.47	16.25
无形资产	128.20	50.72	116.36	49.70	112.94	50.31
其他应收款项、按金及预付款项	3.91	1.55	3.49	1.49	2.58	1.15
合约资产	63.58	25.16	61.14	26.11	60.63	27.01
资产总额	397.57	100.00	363.32	100.00	346.04	100.00

注：流动资产科目占比为占流动资产总额的比重，非流动资产科目占比为占非流动资产总额的比重
资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至 2025 年底，公司现金及现金等价物较上年底增长 39.16%，主要系收到可再生能源电价补贴款所致。

截至 2025 年底，公司应收账款较上年底增长 23.52%至 79.78 亿港元，主要系纳入补贴名录项目增加，应收可再生能源电价补贴由合约资产转入应收账款所致。从应收账款账龄看，截至 2025 年底，公司超过 13 个月的应收账款占 65.06%，应收账款账龄较上年底变化不大。公司应收账款的欠款方主要为电网公司，回收风险小。

图表 9 • 公司应收账款、其他应收款项、按金及预付款项明细

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年底	
	账面金额（亿港元）	占比（%）	账面金额（亿港元）	占比（%）	账面金额（亿港元）	占比（%）
即期（流动资产）						
应收账款（扣除亏损拨备）	78.54	92.80	64.59	92.48	79.78	93.44
其他应收款项、按金及预付款项	5.56	6.57	5.04	7.21	5.40	6.32
应收同系附属公司款项	0.03	0.04	0.04	0.05	0.03	0.04
应收合营企业款项	0.50	0.59	0.18	0.25	0.17	0.20
小计	84.64	100.00	69.84	100.00	85.38	100.00
非即期（非流动资产）						
其他应收款项、按金及预付款项	3.91	100.00	3.49	100.00	2.58	100.00
小计	3.91	100.00	3.49	100.00	2.58	100.00
合计	88.55	--	73.33	--	87.96	--

注：即期部分计入流动资产科目，即流动资产类型中的“应收账款、其他应收款项、按金及预付款项”科目；非即期部分计入非流动资产科目，即非流动资产类型中的“其他应收款项、按金及预付款项”科目

资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至 2025 年底，公司合约资产较上年底大幅下降，主要系未开发票可再生能源电价补贴减少所致。公司合约资产由三部分内容组成，分别为服务特许经营权资产、未开发票可再生能源电价补贴和环境修复合约资产。服务特许经营权资产是公司运营 BOT/BOO 业务项目时，合同授予方承诺在服务特许权限内支付相应金额款项（尚未到期）的公允价值，并以服务特许权安排的运营期间内所产生的服务收入逐步结算。该项目金额分为即期与非即期，预计将通过未来 1 年内服务收入结算的金额为即期服务特许经营权资产并计入流动资产，1 年以上的部分为非即期服务特许经营权资产并计入非流动资产。未开发票可再生能源电价补贴²是公司投入运营的生物质综合利用项目应收上网电费中的国家补贴部分，最终债务人为中国财政部，违约风险低，但因其回收进度受可再生能源发展基金的资金预算、拨款情况影响，回收周期存在不确定性。环境修复合约资产是公司因履行环境修复合约而产生，合约规定服务期内工程达到若干节点时客户须分期付款给公司。

公司应收电价补贴款整体规模（含应收账款及未开发票可再生能源电价补贴）较大，对公司运营资金形成占用，并对整体资产流动性存在一定的不利影响。2024—2025 年，公司收到国家电网公司可再生能源电价附加补助资金回款金额分别为人民币 14.91 亿元和 29.51 亿元，对公司现金流形成明显改善。

图表 10 • 公司合约资产明细

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年底	
	账面金额（亿港元）	占比（%）	账面金额（亿港元）	占比（%）	账面金额（亿港元）	占比（%）
即期（流动资产）						
服务特许经营权资产	5.35	16.36	5.27	13.60	5.42	58.16
未开发票可再生能源电价补贴	24.74	75.64	31.01	79.94	1.28	13.72
环境修复合约资产	2.62	8.00	2.51	6.47	2.62	28.13
小计	32.71	100.00	38.79	100.00	9.32	100.00
非即期（非流动资产）						
服务特许经营权资产	62.03	97.57	59.62	97.51	59.06	97.41
环境修复合约资产	1.55	2.43	1.52	2.49	1.56	2.59
小计	63.58	100.00	61.14	100.00	60.63	100.00
合计	96.28	--	99.93	--	69.94	--

资料来源：联合资信根据公司年报整理

² 若某个生物质发电项目未进入国家补贴目录/清单，或已进入国家补贴目录/清单，但当地电网公司未曾通知开出可再生能源电价补贴款发票，根据香港会计准则，公司将该项目产生的补贴款全额计入合约资产中的“未开发票可再生能源电价补贴”。当某个生物质发电项目进入国家补贴目录/清单，并根据电网公司的请求开发票，其可再生能源电价补贴款将全额从合约资产转入应收账款，并且该项目后续产生的补贴款也将全额计入应收账款。

截至 2025 年底，公司物业、厂房及设备的账面原值为 67.78 亿港元，累计折旧及耗损亏损 31.31 亿港元，账面净值为 36.47 亿港元，公司物业、厂房及设备的成新率为 53.81%，成新率尚可。

截至 2025 年底，公司无形资产账面原值为 163.57 亿港元，累计摊销及耗损亏损 50.63 亿港元，账面净值为 112.94 亿港元。公司无形资产主要由生物质综合利用项目运营权和危废及固废处置项目运营权构成。

资产受限方面，截至 2025 年底，公司受限资产合计 159.79 亿港元，占资产总额的 46.18%，受限比例高。公司在中国境内从事生物质综合利用、危废及固废处置业务及风力发电的项目公司，绝大多数独立向商业银行等金融机构申请其项目发展所需的贷款，因此有较大部分银行贷款，采用服务特许经营权安排下之若干收益权、合约资产、无形资产及应收款项、银行存款、物业、厂房及设备使用权资产作为抵押。

(2) 资本结构

截至 2025 年底，公司权益总额 128.01 亿港元，较上年底增长 9.76%，主要系新增永续中期票据所致。从构成来看，截至 2025 年底，公司股本占 12.56%、股份溢价占 26.55%、汇兑储备占-9.70%、保留盈利占 52.88%、永续中期票据占 25.38%、非控股权益占 0.36%。

截至 2025 年底，公司负债总额较上年底下降 11.62%，主要系融资减少所致。

截至 2025 年底，公司应付账款 12.50 亿港元，较上年底下降 6.23%，主要系 BOT 及 BOO 项目应付的建造款项减少所致，公司应付账款账龄主要在六个月内（占 71.63%）。

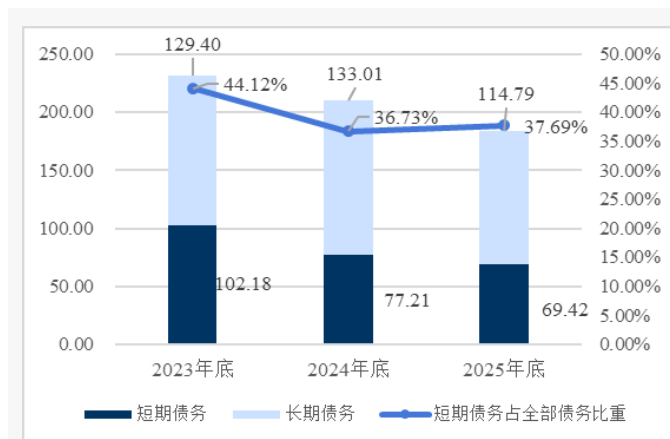
截至 2025 年底，公司计息银行及其他借贷合计值为 183.85 亿港元，较上年底下降 12.45%。其中，公司有抵押的银行及其他贷款为 71.12 亿港元，无抵押的银行贷款为 48.59 亿港元，中期票据（不含永续）为 64.13 亿港元。

图表 11 • 公司主要负债情况

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年底	
	金额（亿港元）	占比（%）	金额（亿港元）	占比（%）	金额（亿港元）	占比（%）
流动负债	129.44	47.24	102.98	41.74	93.77	43.01
应付账款、其他应付款项及应计费用	26.56	20.52	24.97	24.25	23.53	25.09
计息银行及其他借贷	102.14	78.91	77.18	74.95	69.37	73.98
非流动负债	144.57	52.76	143.71	58.26	124.27	56.99
计息银行及其他借贷	129.18	89.35	132.82	92.42	114.48	92.12
递延税项负债	13.40	9.27	8.52	5.93	6.92	5.57
负债总额	274.01	100.00	246.69	100.00	218.04	100.00

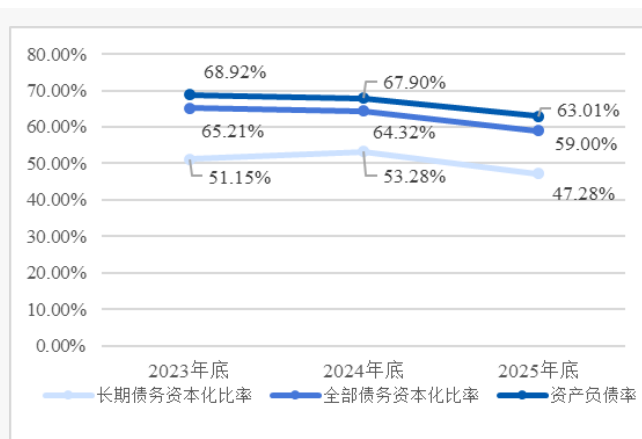
注：流动负债科目占比为占流动负债总额的比重，非流动负债科目占比为占非流动负债总额的比重
资料来源：联合资信根据公司年报整理

图表 12 • 公司有息债务情况（亿港元）



资料来源：联合资信根据公司年报整理

图表 13 • 公司杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司年报整理

有息债务方面，截至 2025 年底，公司全部债务（含租赁负债）为 184.21 亿港元。其中，短期债务占 37.69%，长期债务占 62.31%。截至 2025 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年底有所下降，债务负担有所减轻。如将永续中期票据调入长期债务，截至 2025 年底，公司全部债务增至 216.70 亿港元，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 72.40%、69.41%和 60.66%，较调整前分别上升 9.39 个百分点、10.41 个百分点和 13.38 个百分点。

从债务期限结构看，公司一年内到期的债务规模较大，考虑到公司债务偿付以借新还旧为主，且公司融资渠道畅通，集中偿付压力可控。

图表 14 • 截至 2025 年底公司有息债务期限结构（单位：亿港元）

项目	1 年以内	1~2 年	3~5 年	5 年以上	合计
银行及其他贷款	49.74	16.75	32.21	21.01	119.72
中期票据	19.63	33.52	10.98	--	64.13
合计	69.37	50.27	43.19	21.01	183.85
占比	37.73%	27.34%	23.49%	11.43%	100.00%

注：表中未包含租赁负债和永续中期票据
 资料来源：联合资信根据公司年报整理

（3）盈利能力

2025 年，公司收益规模和直接成本及经营费用均同比下降。公司期间费用主要由行政费用和财务费用构成，期间费用率为 15.70%，同比下降 2.24 个百分点，整体费用控制能力有所增强。公司商誉、无形资产、物业、厂房及设备使用权资产耗损规模较大，对利润侵蚀严重。2025 年，受益于降本增效以及资产耗损规模缩减，公司除税前利润扭亏为盈，主要盈利指标均明显改善，但仍处于一般水平。

图表 15 • 公司盈利情况（单位：亿港元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
收益	74.17	69.77	67.29
直接成本及经营费用	58.22	55.17	51.51
毛利	15.95	14.60	15.78
其他收益	2.80	3.53	4.21
行政费用	6.49	4.82	5.06
财务费用	8.25	7.70	5.51
商誉、无形资产、物业、厂房及设备使用权资产耗损	-6.56	-11.75	-6.15
除税前盈利/（亏损）	-3.39	-6.79	1.87
毛利率（%）	21.51	20.92	23.45
总资本收益率（%）	1.47	0.81	1.94
净资产收益率（%）	-2.44	-4.33	0.42

资料来源：联合资信根据公司年报整理

（4）现金流

2025 年，受益于收到可再生能源电价补贴款规模增加以及降本增效的推进，公司经营活动现金流量净额同比大幅增长，同时投资支出有所下降，公司对外融资需求减少，融资活动现金呈大额净流出状态。

图表 16 • 公司现金流情况（单位：亿港元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
经营活动现金流量净额	-1.26	14.70	34.55
投资活动现金流量净额	-13.84	-5.64	-4.57
融资活动前现金净流量	-15.09	9.07	29.98
融资活动现金流量净额	19.71	-15.51	-24.12

资料来源：联合资信根据公司年报整理

2 偿债指标变化

随着盈利修复、经营获现能力提升及债务规模缩减，公司偿债能力指标表现有所增强。同时，考虑到公司股东背景良好，融资能力强，业务符合现有政策导向，实际偿债能力非常强。

图表 17 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年
短期偿债指标	流动比率 (%)	111.90	125.43	129.63
	速动比率 (%)	109.08	121.76	126.01
	经营现金流动负债比 (%)	-0.97	14.28	36.85
	现金短期债务比 (倍)	0.23	0.22	0.34
长期偿债指标	EBITDA (亿港元)	14.54	9.94	16.14
	全部债务/EBITDA (倍)	15.93	21.15	11.41
	EBITDA 利息倍数 (倍)	1.72	1.28	2.92

资料来源：联合资信根据公司年报整理

从短期偿债能力指标看，2025 年，由于短期债务下降，公司流动比率和速动比率均有所上升；同时，经营活动现金流量净额同比增长，对流动负债的保障能力大幅提升；公司现金类资产增加，对短期债务的覆盖保障程度亦有所提升。

从长期偿债能力指标看，2025 年，公司 EBITDA 同比增长，叠加债务规模缩减，EBITDA 对债务本息的保障能力指标均有所增强。

截至 2025 年底，公司共获得银行授信总额 189.39 亿港元，其中未使用授信额度为 73.82 亿港元，公司间接融资渠道较为通畅。同时，作为联交所主板上市公司，公司拥有直接融资渠道。

截至 2025 年底，联合资信未发现公司存在对外担保和重大未决诉讼。

(五) ESG 方面

公司注重安全生产与环境保护，积极履行作为央企的社会责任，治理结构和内控制度完善。整体来看，目前公司 ESG 表现很好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，作为中国专业环保服务提供商，公司持续通过超低排放改造、加强固体废物管理、低碳项目建设及厂内光伏建设、低碳业务创新等路径进行减污降碳。此外，公司成立了安全与环境管理委员会，统筹安全管理及环境保护工作；公司制定了《生态环境保护管理制度》《废弃物管理政策》《水资源管理政策》《能源管理政策》《气候变化政策》及《环境、社会及管治制度》等管理制度，明确有关排放物、能源使用以及气候变化等不同环境范畴的管理细则。

社会责任方面，公司重视员工的健康与安全，不断完善职业健康与安全管理体系建设，持续加强安全生产。公司亦重视赋予员工成长和发展的机会，为员工提供了丰富多样的职业技能培训。公司积极实践村企共建，致力通过业务发展落实精准帮扶计划及措施，优先考虑为当地居民提供就业机会，拉动周边区域的环境改善和产业升级。

作为最高治理机构，董事会负责制定和维护包括可持续发展在内的公司管治常规。公司成立了可持续发展委员会，并厘定了其职权范围，以协助董事会监督公司可持续发展方面的管理和成效。公司秉持可持续发展理念，将落实环境、社会及管治责任融入公司战略和业务运作。凭借在 ESG 方面的优秀表现，2025 年公司在两大权威机构的 ESG 评级中同步上调，同时获得多项 ESG 荣誉奖项，包括但不限于首次获得香港会计师公会主办的 2025 最佳企业管治及 ESG 大奖最高荣誉，摘得最佳可持续发展机构奖金奖，荣获 2025 香港 ESG 报告大奖 (HERA) 最佳 ESG 报告奖 (小市值) 大奖、第四届国际绿色零碳节 2025 ESG 典范企业奖等多项荣誉。

七、外部支持

1 股东支持

公司控股股东实力极强，公司作为其生物质综合利用和危废及固废处置板块的核心经营实体，在资源协同、项目管理、政府

关系和融资等方面可得到光大环境和光大集团的大力支持。

公司控股股东为光大环境，在联交所主板上市（股份代号：00257.HK），是光大集团的实业投资实体，在生态环境治理及环境保护行业内行业地位显著。作为中国首个一站式、全方位的环境综合治理服务商，光大环境聚焦固废、污水、清洁能源三大领域，主营业务包括垃圾发电及协同处理、生物质综合利用、危废及固废处置、新能源、环境修复、水环境综合治理、装备制造、垃圾分类、环卫一体化、资源循环利用、无废城市建设、绿色技术研发、生态环境规划设计、环保产业园等。从业务规模看，截至 2025 年底，光大环境业务分布已拓展至国内 24 个省（市）、自治区、直辖市及 1 个特别行政区，足迹遍及 228 个市县区；海外市场布局德国、波兰、越南、乌兹别克斯坦等 16 个国家；投资落实的环保项目共 605 个，总投资约 1646.91 亿元；另承接环境修复、垃圾分类、设计咨询、设备供货、技术服务等各项轻资产服务。作为全球最大的垃圾发电投资运营商，光大环境共落实垃圾发电项目 196 个，设计日处理生活垃圾 16.31 万吨（含委托运营规模）。

2015 年，光大环境设立子公司光大绿色环保并将生物质综合利用、危废及固废处置业务及光伏发电及风电业务注入公司，公司开始负责光大环境绿色环保领域相关细分业务的建设和运营。公司作为光大环境生物质综合利用和危废及固废处置板块的核心经营实体，在资源协同、项目管理、政府关系和融资等方面可得到光大环境和光大集团的大力支持。

2 政府支持

公司主营业务为国家政策鼓励发展的行业，在电量优先上网、电价补贴及税收政策支持等方面，政府支持力度很大。

公司主营业务为国家发改委发布的《产业结构调整指导目录（2024 年本）》规定的鼓励发展的行业，可享受一定的政府补贴及税收优惠政策，包括企业所得税“三免三减半”及增值税即征即退等税收优惠政策。公司生物质综合利用、垃圾发电、危废及固废处置分别有权获退回最多 100%、70%、50% 增值税。2025 年，公司其他收益中政府补贴为 0.27 亿港元，增值税退税为 3.08 亿港元。

此外，根据行业政策，公司生物质发电和垃圾发电全部优先上网，且可享受补贴电价。

八、债券偿还能力分析

公司 EBITDA 和经营活动现金流量净额对存续债券的保障能力较强。

截至本报告出具日，公司存续期内的债券概况如下表所示，假设存续债券均于下一行权日全额赎回或回售，则公司 2028 年和 2029 年集中待偿付金额最大，均为 30.00 亿元，折算为 34.25 亿港元³。以 34.25 亿港元为测算金额测算公司对存续债券的保障能力。2025 年，公司 EBITDA 为测算金额（34.25 亿港元）的 0.47 倍，经营活动现金流量净额为测算金额（34.25 亿港元）的 1.01 倍。

图表 18 • 截至本报告出具日公司存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	到期日	下一行权日
21 光大绿环 MTN001（碳中和债）	10.00	7.90	2026/07/28	--
22 光大绿环 MTN001BC（绿色）	12.00	10.50	2027/04/08	--
24 光大绿环 GN001	10.00	10.00	2029/05/31	2027/05/31
24 光大绿环 MTN002	10.00	10.00	2029/07/29	--
24 光大绿环 MTN003	10.00	10.00	2027/09/12	2027/09/12
25 光大绿环 GN001	10.00	10.00	2028/02/21	2028/02/21
25 光大绿环 GN002	10.00	10.00	2030/05/28	2028/05/28
25 光大绿环 GN003(乡村振兴)	10.00	10.00	2028/11/07	2028/11/07
26 光大绿环 GN001	10.00	10.00	2029/04/22	--

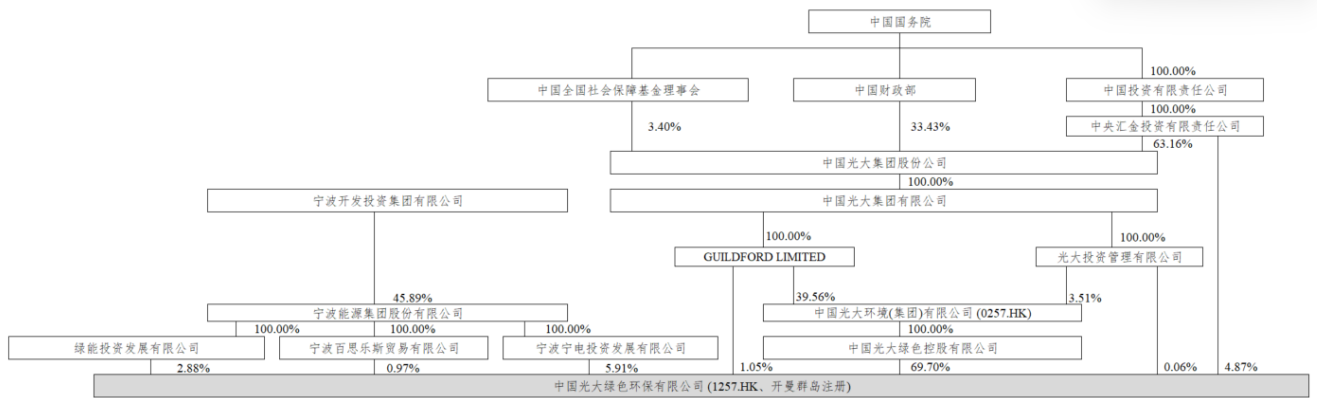
资料来源：联合资信根据公开资料整理

³ 以中国外汇交易中心 2026 年 4 月 30 日公布的人民币汇率中间价公告，1 港元对人民币 0.87581 元折算

九、跟踪评级结论

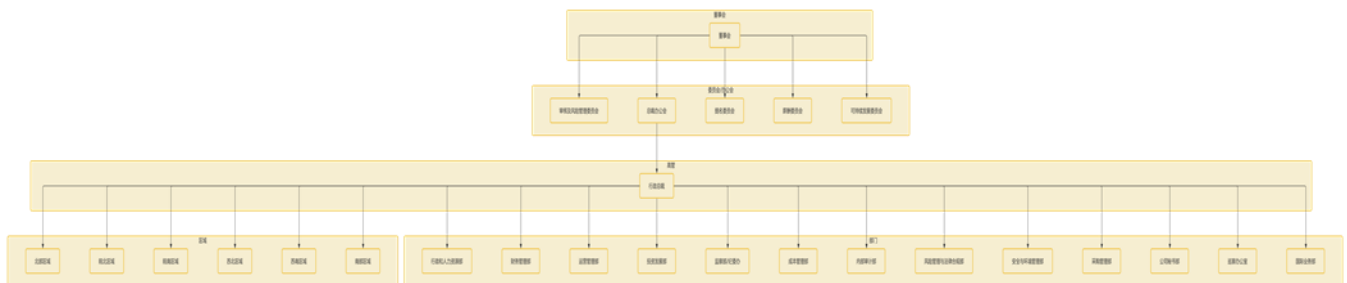
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 光大绿环 MTN001（碳中和债）”“22 光大绿环 MTN001BC（绿色）”“24 光大绿环 GN001”“24 光大绿环 MTN002”“24 光大绿环 MTN003”“25 光大绿环 GN001”和“25 光大绿环 GN003（乡村振兴）”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2025 年底）

子公司名称	注册资本金	主营业务	持股比例
光大环保（宿迁）固废处置有限公司	15,293.367 万港元	固体废物安全处置	100.00%
光大环保（连云港）固废处置有限公司	12,864.00 万港元	固体废物安全处置	100.00%
光大环保（盐城）固废处置有限公司	2,500.00 万美元	固体废物安全处置	90.00%
光大新能源（砀山）有限公司	12,580.00 万港元	农林生物质直燃发电、供热	100.00%
光大生物能源（含山）有限公司	12,700.00 万港元	农林生物质直燃发电、供热	100.00%
光大风电（宁武）有限公司	人民币 25,836.00 万元	风力发电	100.00%
光大生物能源（怀远）有限公司	36,067.00 万港元	农林生物质及垃圾发电、供热一体化	100.00%
光大生物能源（滁州）有限公司	人民币 10,667.00 万元	农林生物质直燃发电、供热	100.00%
光大城乡再生能源（萧县）有限公司	人民币 27,535.00 万元	农林生物质及垃圾发电、供热一体化	100.00%
光大城乡再生能源（凤阳）有限公司	人民币 18,334.00 万元	农林生物质及垃圾发电、供热一体化	100.00%
光大环保能源（灵璧）有限公司	人民币 8,333.33 万元	农林生物质及垃圾发电、供热一体化	100.00%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年
财务数据			
现金类资产（亿港元）	23.79	16.74	23.44
应收账款、其他应收款项、按金及预付款项（亿港元）	84.64	69.84	85.38
存货（亿港元）	3.65	3.78	3.39
流动资产中合约资产（亿港元）	32.71	38.79	9.32
非流动资产中合约资产（亿港元）	63.58	61.14	60.63
物业、厂房及设备（亿港元）	45.80	41.14	36.47
无形资产（亿港元）	128.20	116.36	112.94
资产总额（亿港元）	397.57	363.32	346.04
股本（亿港元）	16.08	16.08	16.08
非控股权益（亿港元）	2.78	1.52	0.46
权益总额（亿港元）	123.56	116.62	128.01
短期债务（亿港元）	102.18	77.21	69.42
长期债务（亿港元）	129.40	133.01	114.79
全部债务（亿港元）	231.58	210.22	184.21
收益（亿港元）	74.17	69.77	67.29
直接成本及经营费用（亿港元）	58.22	55.17	51.51
其他收益（亿港元）	2.80	3.53	4.21
除税前盈利/（亏损）（亿港元）	-3.39	-6.79	1.87
EBITDA（亿港元）	14.54	9.94	16.14
经营活动现金流量净额（亿港元）	-1.26	14.70	34.55
投资活动现金流量净额（亿港元）	-13.84	-5.64	-4.57
融资活动现金流量净额（亿港元）	19.71	-15.51	-24.12
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1.06	0.97	0.93
存货周转次数（次）	15.68	14.86	14.38
总资产周转次数（次）	0.19	0.18	0.19
毛利率（%）	21.51	20.92	23.45
总资本收益率（%）	1.47	0.81	1.94
净资产收益率（%）	-2.44	-4.33	0.42
长期债务资本化比率（%）	51.15	53.28	47.28
全部债务资本化比率（%）	65.21	64.32	59.00
资产负债率（%）	68.92	67.90	63.01
流动比率（%）	111.90	125.43	129.63
速动比率（%）	109.08	121.76	126.01
经营现金流动负债比（%）	-0.97	14.28	36.85
现金短期债务比（倍）	0.23	0.22	0.34
EBITDA 利息倍数（倍）	1.72	1.28	2.92
全部债务/EBITDA（倍）	15.93	21.15	11.41

注：1. 公司综合财务报表按照《香港财务报告准则》编制；2. 公司未披露本部口径财务数据
 资料来源：联合资信根据公司年报整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
权益总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
收益年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
除税前盈利年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	收益/平均应收账款净额
存货周转次数	直接成本及经营费用/平均存货净额
总资产周转次数	收益/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(本年度盈利+费用化利息支出) / (权益总额+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	本年度盈利/权益总额×100%
毛利率	(收益-直接成本及经营费用) / 收益×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总额×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+权益总额) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+权益总额) ×100%
担保比率	担保余额/权益总额×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=现金及现金等价物+已抵押银行存款+银行存款

短期债务=流动负债中的计息银行及其他借贷+流动负债中的租赁负债

长期债务=非流动负债中的计息银行及其他借贷+非流动负债中的租赁负债

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=除税前盈利+费用化利息支出 (财务费用) +折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出 (财务费用)

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持