

中国光大环境（集团）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〕6290 号

联合资信评估股份有限公司通过对中国光大环境（集团）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，确定维持中国光大环境（集团）有限公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“23 光大环境 MTN003”“24 光大环境 MTN001”“24 光大环境 MTN002A”“24 光大环境 MTN002B”“24 光大环境 MTN003”“25 光大环境 GN001（碳中和债）”“26 光大环境 MTN001”和“26 光大环境 GN002（碳中和债）”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

二〇二六年七月二十三日

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环境（集团）有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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、档案管理等方面保持独立，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。



中国光大环境（集团）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
中国光大环境（集团）有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	
23 光大环境 MTN003/24 光大环境 MTN001/24 光大环境 MTN002A/24 光大环境 MTN002B/24 光大环境 MTN003/25 光大环境 GN001（碳中和债）/26 光大环境 MTN001/26 光大环境 GN002（碳中和债）	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/07/23

评级观点

中国光大环境（集团）有限公司（以下简称“公司”）为中国光大集团股份公司（以下简称“光大集团”）下属从事环保业务的重要实业投资主体，经营发展可获得光大集团的有力支持。2025 年，公司新建项目减少导致整体收益规模有所下降，但已投运项目运行情况良好，运营业务规模增长，加之降本增效以及减值损失的减少，公司经营业绩回升。整体看，公司在业务规模和行业地位等方面仍保持明显竞争优势，经营风险很低。财务方面，跟踪期内，公司资产总额较为稳定，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大，整体资产流动性一般。公司除税前盈利提升，且收到可再生能源电价补贴款规模增加，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，公司整体财务风险很低。综合公司经营和财务风险表现以及外部支持因素，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很强，债券违约概率极低。

个体调整：无。

外部支持调整：股东支持。

评级展望

公司为光大集团环保业务的重要实业投资主体，经营发展可持续获得光大集团的有力支持，同时公司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：公司经营业绩和现金流状况持续恶化；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，偿债能力明显弱化或其他导致信用水平显著下降的因素。

优势

- **股东支持力度很大。**作为光大集团环保业务的重要实业投资主体，公司可在资源协同、项目管理、政府关系和融资等方面得到光大集团的有力支持。
- **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均享受支持。
- **公司市场竞争力极强。**截至 2025 年底，公司投资落实的环保项目共 605 个。公司所开展的各类环保业务的市场排名居前，业务范围广，规模优势显著。
- **公司经营活动现金流量净额大幅增长，且债务规模有所下降，偿债指标有所增强。**2025 年，公司经营活动现金流量净额同比大幅增长 78.82%至 121.28 亿港元；截至 2025 年底，公司全部债务较上年底下降 3.40%至 885.49 亿港元，全部债务资本化比率下降至 55.08%，且偿债指标有所增强。

关注

- **公司收益规模进一步下降。**2025 年，受新建项目减少影响，公司收益规模同比下降 9.05%。
- **可再生能源电价补贴回收的及时性对公司现金流情况影响较大。**截至 2025 年底，公司应收账款及未发单再生能源电价补贴分别为 241.52 亿港元和 22.97 亿港元，规模较大，对资金形成占用。

本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法与模型		电力企业信用评级方法与模型 V4.1.202606		
债项评级方法		债项评级基本方法 V3.0.202207		
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
经营风险	B	经营环境	宏观风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	2
			经营分析	1
			企业管理	1
财务风险	F2	盈利能力		1
		资本结构		1
		偿债能力		2
指示评级				aa
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
模型级别				AAA

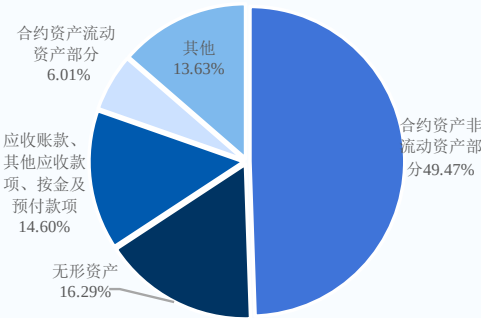
个体信用状况和外部支持调整变动说明：因联合资信于 2026 年 5 月及 6 月对《外部支持评估方法》和《电力企业信用评级方法与模型》进行修订，本次评级适用最新评级方法
其他说明：受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定

主要财务数据

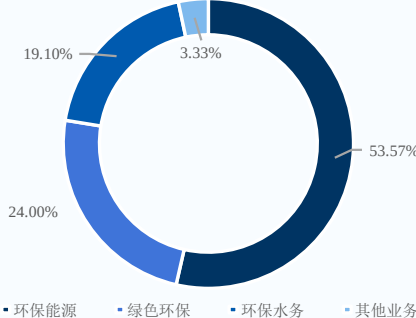
合并口径			
项 目	2023 年	2024 年	2025 年
现金类资产（亿港元）	86.33	80.42	105.24
资产总额（亿港元）	1891.83	1860.27	1891.43
权益总额（亿港元）	655.23	664.17	722.14
短期债务（亿港元）	231.18	187.04	299.40
长期债务（亿港元）	715.06	729.65	586.09
全部债务（亿港元）	946.24	916.69	885.49
收益（亿港元）	320.90	302.58	275.21
除税前盈利（亿港元）	71.24	48.67	56.51
EBITDA（亿港元）	128.28	100.75	102.73
经营活动现金流量净额（亿港元）	24.95	67.82	121.28
EBITDA 利润率（%）	39.97	33.30	37.33
总资产报酬率（%）	5.63	4.23	4.25
资产负债率（%）	65.37	64.30	61.82
全部债务资本化比率（%）	59.09	57.99	55.08
流动比率（%）	114.49	133.70	106.98
经营现金流动负债比（%）	6.06	18.98	25.71
现金短期债务比（倍）	0.37	0.43	0.35
EBITDA 利息倍数（倍）	3.62	3.35	4.29
全部债务/EBITDA（倍）	7.38	9.10	8.62

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

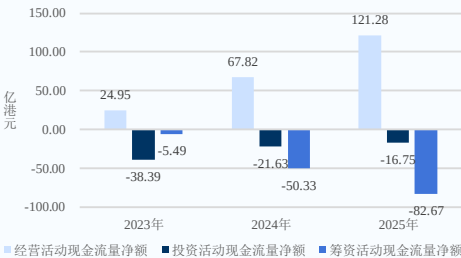
2025 年底公司资产构成



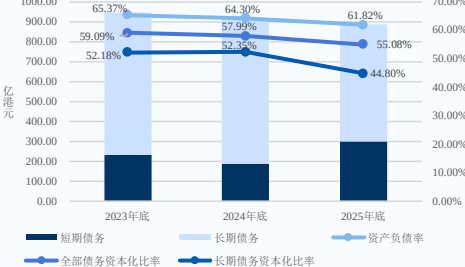
2025 年公司收入构成



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	下一行权日	特殊条款
23 光大环境 MTN003	20.00	20.00	2026/11/23	--	--
24 光大环境 MTN001	20.00	20.00	2029/03/25	2027/03/25	调整票面利率，回售
24 光大环境 MTN002A	5.00	5.00	2027/05/17	--	--
24 光大环境 MTN002B	15.00	15.00	2029/05/17	--	--
24 光大环境 MTN003	15.00	15.00	2029/09/26	--	--
25 光大环境 GN001（碳中和债）	15.00	15.00	2028/04/09	2028/04/09	延期，调整票面利率，赎回，利息递延权，持有人救济
26 光大环境 MTN001	20.00	20.00	2029/02/05	2029/02/05	延期，调整票面利率，赎回，利息递延权，持有人救济
26 光大环境 GN002（碳中和债）	20.00	20.00	2029/04/27	--	--

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
 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
26 光大环境 GN002（碳中和债）	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/04/07	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） V4.0.202208	阅读全文
26 光大环境 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/01/27	牛文婧、邓淇匀		阅读全文
2025 年跟踪评级	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/07/24	牛文婧、邓淇匀		阅读全文
25 光大环境 GN001（碳中和债）	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/03/07	牛文婧、邓淇匀		阅读全文
24 光大环境 MTN003	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/08/14	牛文婧、李晨		阅读全文
24 光大环境 MTN002A	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/04/30	牛文婧、邓淇匀		阅读全文
24 光大环境 MTN002B	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/04/30	牛文婧、邓淇匀		阅读全文
24 光大环境 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/02/27	牛文婧、黄露、刘莉婕		阅读全文
23 光大环境 MTN003	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/11/08	牛文婧、黄露		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”）关于中国光大环境（集团）有限公司（以下简称“公司”或“光大环境”）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

跟踪期内，公司股权结构未发生变化。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，股票代码：00257.HK。截至 2025 年底，公司已发行股份 61.43 亿股，中国光大集团股份有限公司（以下简称“光大集团”）间接持有公司 43.08% 股份，为公司控股股东及实际控制人。

公司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，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，公司本部内设办公室、战略与投资管理部、财务管理部、人力资源部和市场拓展部等多个职能部门。

截至 2025 年底，公司资产总额 1891.43 亿港元，权益总额 722.14 亿港元（含非控股权益 121.32 亿港元）；2025 年，公司实现收益 275.21 亿港元，除税前盈利 56.51 亿港元。

公司注册地址：香港夏慤道 16 号远东金融中心 27 楼 2703 室；董事会主席：王思联先生。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2026 年 6 月底，公司由联合资信评级的存续债券详见下表，募集资金均已按规定用途使用完毕，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 2026 年 6 月底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
23 光大环境 MTN003	20.00	20.00	2023/11/23	3 年
24 光大环境 MTN001	20.00	20.00	2024/03/25	3+2 年
24 光大环境 MTN002A	5.00	5.00	2024/05/17	3 年
24 光大环境 MTN002B	15.00	15.00	2024/05/17	5 年
24 光大环境 MTN003	15.00	15.00	2024/09/26	5 年
25 光大环境 GN001（碳中和债）	15.00	15.00	2025/04/09	3+N 年
26 光大环境 MTN001	20.00	20.00	2026/02/05	3+N 年
26 光大环境 GN002（碳中和债）	20.00	20.00	2026/04/27	3 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 垃圾发电行业

垃圾焚烧发电行业新项目释放速度进一步趋缓，市场由规模扩张阶段转向精细化管理阶段。

垃圾焚烧发电是通过对燃烧热值较高的垃圾进行高温焚烧，在高温焚烧中产生的热能转化为高温蒸汽，推动汽轮机并带动发电机发电。垃圾焚烧处理相较于卫生填埋、堆肥等无害化处理方式具有处理效率高、减容效果好、资源可回收利用、对环境的影响相对较小等优势。从产业链来看，垃圾焚烧发电行业的上游行业主要包括垃圾清运、垃圾发电项目设计建造、垃圾焚烧设备制造等；下游行业主要包括电网公司。

垃圾焚烧发电行业经过二十年的快速发展，已步入稳定发展期，新项目释放速度进一步趋缓。随着行业处理能力持续增加，行业整体产能利用率呈下滑趋势，市场由规模扩张阶段转向精细化管理阶段，运营项目提质增效以及技术创新成为行业发展的内生驱动力。

垃圾焚烧发电项目收入来源包括垃圾处理收入、发电收入、供热收入、退税等，其中以垃圾处理收入和发电收入为核心收入来源，垃圾发电厂电费收入占 70%~85%左右，垃圾处理收入占 15%~30%左右。上网电价方面，2012 年 3 月，国家发展和改革委员会（以下简称“国家发改委”）下发《关于完善垃圾焚烧发电价格政策的通知》规定，自 4 月 1 日起，以生活垃圾为原料的垃圾焚烧发电项目，均先按其入厂垃圾处理量折算成上网电量进行结算，每吨生活垃圾折算上网电量暂定为 280 千瓦时，并执行中国统一的垃圾发电标杆电价，即每千瓦时 0.65 元（含税），其余上网电量执行当地同类燃煤发电机组上网电价。垃圾焚烧发电上网电价高出当地脱硫燃煤机组标杆上网电价的部分实行两级分摊。其中，当地省级电网负担每千瓦时 0.1 元，电网企业由此增加的购电成本通过销售电价予以疏导；其余部分纳入中国征收的可再生能源电价附加解决。

2 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，属于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

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。

3 污水处理行业

近年来，我国城市和县城污水排放量持续增长，污水处理及其再生利用固定资产投资保持相对高位。随着城市和县城污水排放总量的不断增长，以及城镇污水处理补短板等相关政策的推进，我国污水处理需求仍有增长空间，污水处理行业处于发展期。

中国污水处理分为工业废水处理和生活污水处理两大类，以生活污水为主。近年来，中国城市和县城污水排放量持续增长，生活污水占全国污水排放总量的60%以上。根据《2024年城乡建设统计年鉴》¹，2024年，全国城市和县城污水排放量813.02亿立方米，较2023年增长4.08%，其中城市污水排放量占84.33%。同期，全国城市和县城污水处理能力2.80亿立方米/日，较2023年底增长3.70%。2024年，全国城市和县城污水处理率分别增至98.93%和98.03%，同比分别上升0.24个百分点和0.38个百分点，污水处理率进一步上升。固定资产投资方面，2024年，全国城市和县城污水处理及其再生利用固定资产投资规模为992.56亿元，较2023年下降7.17%，但仍保持相对高位。2024年3月，住房和城乡建设部等5部门发布《关于加强城市生活污水管网建设和运行维护的通知》，要求以效能提升为核心，以管网补短板为重点，推动建立厂网统筹的城市生活污水专业化运行维护管理模式，到2027年，基本消除城市建成区生活污水直排口和设施空白区，城市生活污水集中收集率达到73%以上，城市生活污水收集处理综合效能显著提升。未来，伴随着补齐城镇污水管网短板，强化城镇污水处理设施弱项，提升处理能力等各项工作的开展，中国污水处理固定资产投入将维持较高水平，污水处理能力或将进一步提升。

从污水处理价格来看，现阶段各地污水处理价格仍然由政府决定，根据国家发改委《关于制定和调整污水处理收费标准等有关问题的通知》（发改价格〔2015〕119号），污水处理收费标准要补偿污水处理和污泥处置设施的运营成本并合理盈利。城市污水处理收费标准原则上居民应不低于0.95元/吨，非居民应不低于1.40元/吨。根据Wind及各地发改委官网披露数据，近年来，我国36个重点城市²平均污水处理价格保持稳定（截至2025年底为1.02元/吨），但该价格仅基本满足国家规定收费标准下限（0.95元/吨）。整体看，我国污水处理费仍处低位，部分城市尚有较大上调空间。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

公司所开展的各类环保业务的市场排名居前，业务范围广，规模优势显著。

企业规模和竞争力方面，公司为中国最大环境企业、亚洲环保领军企业、全球最大垃圾发电投资运营商及世界知名环境集团，主营业务分为环保能源、绿色环保和环保水务三大板块。截至2025年底，公司国内业务遍及24个省、自治区、直辖市和1个特别行政区的220多个市县区，海外业务布局德国、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、技术服务等各类轻资产业务。其中，环保能源板块共投资落实项目284个，总投资约1013.78亿元，另承接4个委托运营及EPCO项目等轻资产业务，设计（含委托运营项目）生活垃圾处理规模5529.75万吨/年、上网电量192.89亿千瓦时/年、餐厨及厨余垃圾处理规模315.10万吨/年、供热供汽能力191.08万吨/年；绿色环保板块共投资落实环保项目143个，总投资约306.63亿元，设计生物质原材料处理能力825.98万吨/年、生活垃圾处理能力423.77万吨/年、危废及固废处理能力223.49万吨/年、上网电量71.44亿千瓦时/年以及供热供汽能力630.67万吨/年；环保水务板块共投资落实项目172个，总投资约318.53亿元，另承接16项委托运营服务及其他轻资产业务，设计（含委托运营项目）污水处

¹ 2025年数据尚未披露

² 包含中国直辖市、省会城市及计划单列市

理能力 23.52 亿立方米/年、中水供应能力 1.18 亿立方米/年、供水能力 3.10 亿立方米/年以及污泥处理能力 79.39 万吨/年。公司所开展的各类环保业务的市场排名居前。

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，受新建项目减少影响，公司整体收益同比下降，但受益于降本增效以及减值损失的减少，综合盈利率有所回升。

跟踪期内，公司主营业务仍为环保能源、绿色环保和环保水务三大板块。2025 年，公司整体收益同比下降 9.05%，综合盈利率同比提高 6.02 个百分点。

2025 年，受市场因素影响，公司三大板块新建项目均有所减少，导致环保能源、绿色环保和环保水务的板块收益均同比下降；但受益于降本增效以及减值损失的减少，三大板块盈利率均有不同程度的回升，其中绿色环保板块盈利率同比提升 9.90 个百分点，主要系该板块下属的危废及固废处置业务大幅减亏所致。公司其他业务包括装备制造、绿色技术研发、生态环境规划设计等，收益占比较低，对公司盈利水平影响不大。

图表 2 • 2023—2025 年公司收益构成情况（单位：亿港元、%）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年		
	金额	占比	盈利率	金额	占比	盈利率	金额	占比	盈利率
环保能源	174.72	53.01	51.96	160.05	51.67	43.03	150.22	53.57	47.33
绿色环保	74.17	22.50	19.95	69.77	22.53	14.46	67.29	24.00	24.36
环保水务	67.05	20.34	36.92	68.52	22.12	32.06	53.55	19.10	35.79
其他业务	13.67	4.15	11.73	11.40	3.68	-7.96	9.35	3.33	-2.74
分部收益总额	329.61	100.00	40.03	309.74	100.00	32.29	280.41	100.00	37.94
分部间收益抵销	-8.71	--	--	-7.16	--	--	-5.21	--	--
合计	320.90	--	40.29	302.58	--	32.40	275.21	--	38.42

注：盈利率=经调整的 EBITDA/收益
 资料来源：联合资信根据公司年报整理

（1）环保能源板块

2025 年，随着投运项目的增加，公司垃圾处理量和上网电量均同比增长，并带动环保能源运营服务收益保持增长。但受新建项目大幅减少影响，建造服务收益显著下降，以致环保能源板块整体收益有所减少。

2025 年，公司环保能源业务范围及运营模式未发生重大变化。受新建项目大幅减少影响，环保能源板块建造服务收益同比大幅下降 48.64%；投运项目数量增加带动运营服务收益同比增长 4.40%。

图表 3 • 公司环保能源板块收益构成（单位：亿港元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
建造服务	43.33	25.37	13.03
运营服务	92.41	97.20	101.48
财务收入	37.86	36.59	35.44
分部间收益	1.13	0.89	0.26
合计	174.72	160.05	150.22

资料来源：联合资信根据公司年报整理

公司环保能源项目所用生活垃圾一般由当地政府负责垃圾收集及运输，少量项目由公司与当地政府签署垃圾收运特许经营合同后，由公司自行组织收运。公司环保能源项目的发电量实行全额上网。2025 年，随着投运项目的增加，公司垃圾处理量和上网电量保持增长。跟踪期内，公司环保能源项目上网电价及结算方式未发生重大变化；垃圾处理单价以合同约定价格为准，基本保持稳定。

图表 4 • 公司环保能源项目经营情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年
投运垃圾发电项目数量（个）	148	155	161
上网电量（亿千瓦时）	158.28	170.42	178.57
垃圾处理量（万吨）	4860.30	5200.60	5370.40
餐厨及厨余垃圾、污泥处理量（万吨）	271.80	426.00	795.20

资料来源：联合资信根据公司年报整理

（2）绿色环保板块

公司绿色环保板块业务由控股子公司中国光大绿色环保有限公司（以下简称“光大绿色环保”，股票代码：01257.HK）负责运营，包括四大业务，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。从 2025 年收益构成看，上述四大业务的收益占比分别为 78.91%、15.58%、2.40% 和 3.11%。2025 年，受新建项目进一步减少影响，绿色环保板块建造服务收益同比大幅下降 59.31%；运营服务收益同比变化不大。

图表 5 • 公司绿色环保板块收益构成（单位：亿港元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
建造服务	6.61	2.31	0.94
运营服务	64.11	64.15	63.15
财务收入	3.44	3.29	3.19
分部间收益	0.02	0.03	0.01
合计	74.17	69.77	67.29

资料来源：联合资信根据公司年报整理

生物质综合利用板块

2025 年，光大绿色环保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，光大绿色环保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，光大绿色环保谋求转型，拓展供热业务规模。

2025 年，光大绿色环保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，光大绿色环保放缓生物质综合利用项目拓展进度，新建项目数量减少，导致该板块建造服务收益同比下降 59.31% 至 0.94 亿港元；同期，已投运的生物质综合利用项目运行情况良好，运营服务收益同比持平，为 49.01 亿港元。

截至 2025 年底，光大绿色环保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，生物质发电和垃圾发电全部优先上网。2025 年，光大绿色环保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，光大绿色环保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。光大绿色环保生物质原材料主要包括黄杆（主要为农业废弃物）、灰杆（主要为林业废弃物）和其他燃料（主要为建筑用废料）。2025 年，光大绿色环保通过增强燃料采购管控、降低原杆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 6 • 光大绿色环保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

注：当年投运的机组设备平均利用小时已年化处理
 资料来源：根据光大绿色环保公开资料整理

危废及固废处置板块

2025 年，光大绿色环保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，危废及固废板块无新建项目。

2025 年，光大绿色环保危废及固废处置业务范围及运营模式未发生重大变化。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，因此危废及固废处置板块运营服务收益同比小幅下降至 10.46 亿港元。

截至 2025 年底，光大绿色环保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，光大绿色环保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，上网电量及蒸汽供应量均保持增长。

图表 7 • 光大绿色环保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：根据光大绿色环保公开资料整理

其他业务

光大绿色环保环境修复业务以及光伏发电和风电规模较小，对其收入和盈利影响不大。

环境修复业务方面，2025 年，光大绿色环保环境修复业务范围、运营模式及相关资质未发生重大变化。截至 2025 年底，光大绿色环保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，涉及总合同金额人民币 5.17 亿元。

光伏发电和风电业务方面，截至 2025 年底，光大绿色环保共有 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，光大绿色环保光伏发电及风电项目合计上网电量 3.18 亿千瓦时，同比增加 0.23 亿千瓦时。

（3）环保水务板块

2025 年，环保水务板块在运营水处理项目经营情况良好，污水处理量同比增长、项目回款率小幅回升；但受建造活动减少影响，建造服务收益同比大幅下滑，致使该板块整体收益有所下降。

公司环保水务板块由控股子公司中国光大水务有限公司（以下简称“光大水务”，股票代码：01857.HK/U9E.SG）负责运营，主营业务包括污水处理和水环境综合治理等。2025 年，光大水务建造活动减少导致建造服务收益同比下降 56.24%；随着污水处理量的增加，运营服务收益同比增长 5.18%。

图表 8 • 公司环保水务板块收益构成（单位：亿港元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
建造服务	25.03	29.34	12.84
运营服务	31.05	28.16	29.62

财务收入	10.97	10.97	11.03
分部间收益	--	0.05	0.06
合计	67.05	68.52	53.55

资料来源：联合资信根据公司年报整理

跟踪期内，光大水务污水处理运营模式未发生重大变化。截至 2025 年底，光大水务在运营水处理项目 156 个（含 12 个委托运营项目），设计日处理能力合计为 606.41 万立方米。2025 年，光大水务污水处理量同比增长。污水处理价格方面，通常情况下，光大水务污水处理价格 2~3 年调整一次，若污水处理成本升高超过一定幅度，污水处理价格可根据协议约定的调价公式向市政公用事业局上报书面调价申请，市政公用事业局会同市财政局和物价局根据调价公式和调价公式涉及的相应参数完成调价论证及审核。2025 年，光大水务未获批水价调整。同期，项目回款率小幅回升。

图表 9 • 光大水务水处理项目运营情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年
项目数量（个）	137	144	156
设计水处理能力（万立方米/日）	570.15	576.50	606.41
污水处理量（万立方米/日）	480.00	483.01	496.16
整体项目回款率（%）	73	79	81

注：此处统计口径为证照齐全的项目（包括委托运营项目以及含水厂的流域治理等类型项目），且扩建和提标作为单独项目统计；此外设计污水处理能力为 7.5 万立方米/日的镇江市海绵城市 PPP 项目之子项目、4.0 万立方米/日南宁水塘江综合整治工程 PPP 项目及 0.15 万立方米/日江阴污泥处理处置项目已在此统计
资料来源：根据光大水务公开资料整理

2 未来发展

公司在建项目围绕主业开展，且新增投资减少，未来投资压力不大。公司战略规划有利于其可持续发展。

截至 2025 年底，公司在建工程账面净值为 3.89 亿港元，较上年底下降 27.09%，在建项目主要为垃圾焚烧发电项目和污水处理项目等。随着新增投资减少，公司未来投资压力不大。

未来，公司不断深化“两化一型”发展战略。科技化方面，公司将围绕规划设定的创新目标，重点攻坚飞灰资源化、生物质高值化利用等关键技术，全面升级智慧运营平台与数据治理水平，以技术突破驱动经营管理提质增效。国际化方面，公司将落实规划中的全球布局，深耕中亚、东南亚等重点区域，加快推动从项目投资到技术、装备与标准出海的模式升级，促进国际业务的规模化与本地化发展。生态型方面，公司将依据规划指引，强化产业链协同，打造“零碳园区”、虚拟电厂等综合解决方案标杆，并持续构建与政府、伙伴及社区的共生共赢生态。

（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》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》之披露规定妥为编制。

2025 年，公司合并范围无显著变化，且会计政策连续，公司财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，公司资产总额较为稳定，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大，整体资产流动性一般。公司收益规模有所下降，但受益于降本增效以及资产耗损规模缩减，除税前盈利同比增长，同时公司收到可再生能源电价补贴款规模增加，共同推动经营活动现金流量净额大幅增长，对外融资需求减弱，公司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变化不大，资产构成仍以非流动资产为主。

图表 10 • 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	471.53	24.92	477.74	25.68	504.60	26.68

现金及现金等价物	84.33	17.88	78.96	16.53	103.34	20.48
应收账款、其他应收款项、按金及预付款项	244.20	51.79	247.14	51.73	276.16	54.73
合约资产	130.79	27.74	139.90	29.28	113.64	22.52
非流动资产	1420.30	75.08	1382.53	74.32	1386.83	73.32
物业、厂房及设备	87.73	6.18	79.49	5.75	73.65	5.31
无形资产	309.76	21.81	298.39	21.58	308.06	22.21
合约资产	948.92	66.81	932.92	67.48	935.70	67.47
其他应收款项、按金及预付款项	24.45	1.72	19.11	1.38	15.02	1.08
资产总额	1891.83	100.00	1860.27	100.00	1891.43	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 30.89%，主要系经营回款大幅改善所致。

截至 2025 年底，公司应收账款、其他应收款项、按金及预付款项较上年底增长 11.74%。其中，扣除亏损拨备的应收账款规模为 241.52 亿港元，主要为应收环保能源项目、绿色环保项目、环保水务项目的运营服务收益以及应收环保项目装备建造及安装服务及销售相关装备收益，以及服务特许经营权资产的已开票款项。随着投运项目增加以及纳入补贴名录的电站项目增加，公司应收账款规模保持增长，但应收账款余额较大，对运营资金形成占用，并影响整体资产流动性。从应收账款账龄（按发票日期或收益确认日期较早者）看，截至 2025 年底，公司 1 个月以内的应收账款占 14.79%，1~2 个月的占 4.79%，2~4 个月的占 8.16%，4~7 个月的占 9.39%，7~13 个月的占 14.71%，超过 13 个月的占 48.16%，公司应收账款账龄较上年底有所延长。

截至 2025 年底，公司合约资产仍由服务特许经营权资产（1022.11 亿港元）、未发单再生能源电价补贴（22.97 亿港元）及其他合约资产（5.82 亿港元）构成，亏损拨备 1.57 亿港元，账面合计值为 1049.34 亿港元，较上年底下降 2.19%，主要系未发单再生能源电价补贴减少，转入应收账款所致。服务特许经营权资产是公司运营 BOT/BOO/TOT 业务项目时，合同授予方承诺在服务特许经营权期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。未发单再生能源电价补贴是公司投入运营的发电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。其他合约资产是公司因履行相关合约而产生，合约规定服务期内工程达到若干节点时须分期付款。

公司应收电价补贴款整体规模（含应收账款及未发单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，公司收到国补回款规模分别为人民币 19.1 亿元和 47.9 亿元，对公司现金流形成明显改善。

截至 2025 年底，公司物业、厂房及设备的账面原值为 132.30 亿港元，累计折旧及耗损 58.66 亿港元，账面净值为 73.65 亿港元，较上年底下降 7.35%，主要系计提折旧和耗损所致。公司物业、厂房及设备的成新率为 55.67%，成新率尚可。

截至 2025 年底，公司无形资产账面原值为 407.33 亿港元，累计摊销及耗损 99.27 亿港元，账面净值为 308.06 亿港元，较上年底增长 3.24%。公司无形资产主要为项目运营权。

资产受限方面，截至 2025 年底，公司受限资产合计 980.25 亿港元，占资产总额的 51.83%，受限比例高。公司在中国境内从事垃圾焚烧发电、生物质综合利用、危废及固废处置、光伏及风力发电、污水处理等业务的项目公司，绝大多数均独立向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，采用物业抵押、厂产及设备抵押、土地使用权抵押、特许经营权质押、若干附属公司股权质押或应收账款质押的增信方式。

（2）资本结构

截至 2025 年底，公司权益总额 722.14 亿港元，较上年底增长 8.73%，主要系利润留存以及新增永续中期票据所致。从构成来看，公司股本占 24.00%、储备占 48.32%、永续资本工具占 10.89%、非控股权益占 16.80%。公司储备占比较高，权益结构稳定性一般。

截至 2025 年底，公司负债总额较上年底下降 2.24%，负债构成以非流动负债为主。

截至 2025 年底，公司应付账款、其他应付款项及应计费用较上年底变化不大。其中，应付账款 113.73 亿港元，账龄主要在六个月以内（占 67.61%）。

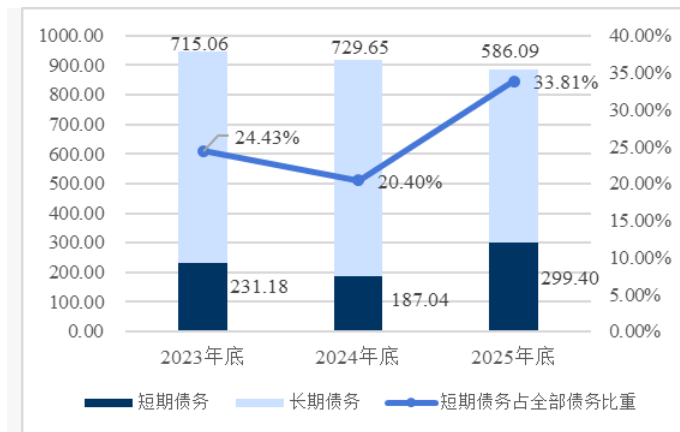
截至 2025 年底，公司计息借贷合计 885.49 亿港元，较上年底下降 3.40%。其中，公司有抵押的银行及其他贷款 347.63 亿港元，无抵押的银行及其他贷款 257.53 亿港元，中期票据 262.02 亿港元，资产支持证券 17.31 亿港元，租赁负债 0.99 亿港元。

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	411.85	33.31	357.32	29.87	471.66	40.34
应付账款、其他应付款项及应计费用	175.27	42.56	163.72	45.82	164.61	34.90
计息借贷—有抵押	37.17	9.02	43.74	12.24	46.45	9.85
计息借贷—无抵押	194.02	47.11	143.30	40.10	252.95	53.63
非流动负债	824.75	66.69	838.79	70.13	697.64	59.66
计息借贷—有抵押	366.09	44.39	359.03	42.80	318.69	45.68
计息借贷—无抵押	348.97	42.31	370.62	44.19	267.40	38.33
递延税项负债	105.00	12.73	101.89	12.15	104.15	14.93
负债总额	1236.60	100.00	1196.10	100.00	1169.30	100.00

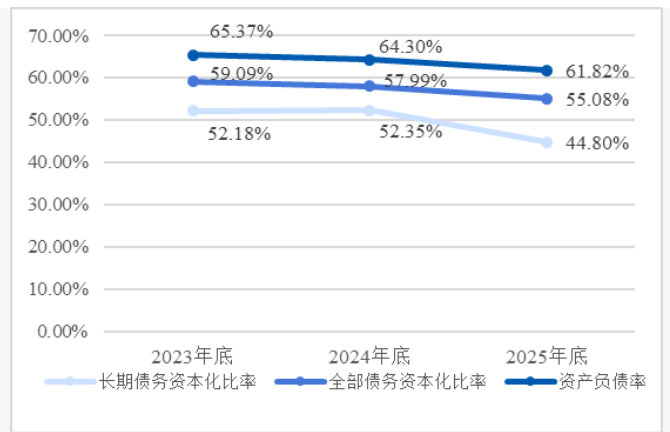
注：流动负债科目占比为占流动负债总额的比重，非流动负债科目占比为占非流动负债总额的比重
资料来源：联合资信根据公司年报整理

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

截至 2025 年底，公司全部债务 885.49 亿港元。其中，短期债务占 33.81%，长期债务占 66.19%，债务结构与资产结构匹配。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。如将永续资本工具调入长期债务，截至 2025 年底，公司全部债务增至 964.10 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 65.98%、59.97%和 50.81%，较调整前分别上升 4.16 个百分点、4.89 个百分点和 6.01 个百分点，但较 2024 年底调整后的债务指标仍有所下降。

从全部债务期限结构看，公司债务到期日较为分散，集中偿付压力较小。

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
银行贷款	193.90	75.30	162.24	169.59	601.02
公司债券、资产支持证券及中期票据	104.24	92.86	82.23	--	279.33
租赁负债	0.37	0.19	0.13	0.30	0.99
其他借贷	0.88	0.77	1.63	0.85	4.14
合计	299.39	169.12	246.23	170.74	885.49
占比	33.81%	19.10%	27.81%	19.28%	100.00%

注：表中未包含永续资本工具
资料来源：联合资信根据公司年报整理

（3）盈利能力

2025 年，受新建项目减少影响，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，受益于债务规模和融资成本下降，公司财务费用同比下降 20.39%；公司期间费用率为 19.70%，同比变化不大，费用控制能力一般。公司其他收益主要包括政府补助金、增值税退税和其他，政府补助金和增值税退税主要是受惠于政府对环保行业的支持；公司其他收入和亏损净额主要包括应收类款项预期信贷亏损以及资产耗损等，非经常性损益对公司利润有一定影响。2025 年，受益于降本增效以及资产耗损规模缩减，公司除税前盈利同比增长 16.10%，且主要盈利指标均有不同程度的提升，整体盈利能力非常强。

图表 15 • 公司盈利情况（单位：亿港元、%）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
收益	320.90	302.58	275.21
直接成本及经营费用	182.79	187.22	164.35
毛利	138.11	115.36	110.85
行政费用	31.49	28.28	30.28
财务费用	35.28	30.07	23.94
其他收益	10.64	11.69	14.36
其他收入及亏损净额	-12.10	-19.90	-14.72
除税前盈利	71.24	48.67	56.51
毛利率	43.04	38.13	40.28
EBITDA 利润率	39.97	33.30	37.33
总资产报酬率	5.63	4.23	4.25
净资产收益率	8.08	5.98	6.51

资料来源：联合资信根据公司年报整理

（4）现金流

2025 年，受益于应收账款加速回收、业务结构优化以及资本开支下降，公司经营活动现金流量净额同比大幅增长 78.82%，同时投资支出进一步下降，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	24.95	67.82	121.28
投资活动现金流量净额	-38.39	-21.63	-16.75
融资活动前现金净流量	-13.44	46.20	104.53
融资活动现金流量净额	-5.49	-50.33	-82.67

注：根据《香港财务报告准则》，公司在服务特许经营权安排中，把建造服务的应收代价确认为计息合约资产的服务特许经营权资产，并把属于与合约资产相关的投资行为之建造成本支付款项，分类至经营活动项下

资料来源：联合资信根据公司年报整理

2 偿债指标变化

2025 年，随着盈利增加、经营获现能力提升及债务规模缩减，公司偿债能力指标整体表现有所增强。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	经营现金流动负债比（%）	6.06	18.98	25.71
	现金短期债务比（倍）	0.37	0.43	0.35
长期偿债指标	EBITDA（亿港元）	128.28	100.75	102.73

全部债务/EBITDA（倍）	7.38	9.10	8.62
EBITDA 利息倍数（倍）	3.62	3.35	4.29

资料来源：联合资信根据公司年报整理

从偿债能力指标看，2025 年，由于经营获现规模大幅增加，公司经营现金流动负债比同比有所提升；截至 2025 年底，公司现金类资产有所增长，但由于短期债务增幅较大，现金短期债务比较上年底有所下降。2025 年，公司 EBITDA 同比小幅增长，叠加债务规模缩减，EBITDA 对债务本息的保障程度均有所增强。

截至 2025 年底，公司共获得银行授信总额 943.80 亿港元，其中未使用授信额度为 342.78 亿港元，公司间接融资渠道通畅。同时，公司为联交所上市公司，旗下两家重要子公司均为上市公司，具有资本市场直接融资能力。

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，公司主营绿色环保业务，并通过实施多项措施以减少公司运营对环境和自然资源的负面影响。2025 年，公司温室气体排放替代量与减排量分别为 2853.88 万吨和 914.06 万吨二氧化碳当量。此外，公司制定了《安全环境管理总则》《安全与环境管理机构设置及其职责的规定》《安全与环境事故及环境事件管理规定》《安全生产与污染防治技术保障工作指引》等管理制度，同时提供制度培训以确保制度的有效落实。

社会责任方面，公司注重员工健康安全和公平雇佣，并为员工提供专业培训和职业发展机会。同时，公司积极履行社会责任，主要围绕优质教育、社区共融、乡村振兴三大方面开展工作。2025 年，公司共参与了 25 次慈善公益活动，捐款总金额为 308.30 万港币。

ESG 管理方面，公司于 2025 年 5 月 23 日成立了可持续发展委员会，由公司执行董事兼总裁栾祖盛先生担任可持续发展委员会主席。公司已建立一套完善的 ESG 体系，涵盖了从前期规划到最终运营管理的项目全周期管理。凭借在相关方面的优秀表现，公司连续十五年稳居“中国固废十大影响力企业”首位，连续七年位居中国环境企业营收前 50 榜单榜首，连续十五年获纳入恒生可持续发展企业基准指数，并多次入选标普全球《可持续发展年鉴》。

七、外部支持

1 股东支持

公司为光大集团环保业务的重要实业投资主体，经营发展可获得光大集团的有力支持。

公司控股股东光大集团是以金融为主业的国有重要骨干企业，业务涵盖经济社会发展的若干重要行业和领域，拥有银行、证券、保险、基金、资产管理和期货等门类齐全的金融业务，并在实业投资领域拥有多项发展前景良好的业务。截至 2025 年底，光大集团资产总额 79414.87 亿元，所有者权益 7587.62 亿元；2025 年，光大集团实现营业总收入 2021.53 亿元，净利润 261.59 亿元。

作为光大集团环保业务的重要实业投资主体，公司可在资源协同、项目管理、政府关系和融资等方面得到光大集团的有力支持。

2 政府支持

公司主营业务为国家政策鼓励发展的行业，可享受政府补贴及税收优惠政策。

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%的增值税。2025 年，公司其他收益中政府补贴为 0.92 亿港元，增值税退税为 8.26 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很强。

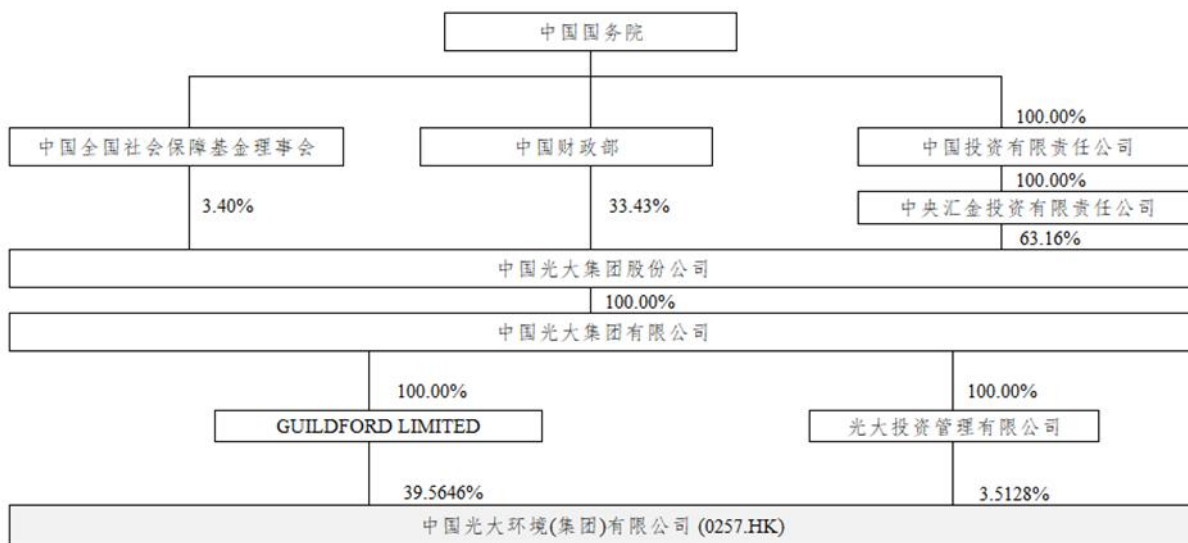
截至 2026 年 6 月底，公司本部存续期内的债券余额合计 130.00 亿元，假设存续债券均于下一行权日全额赎回或回售，则公司 2029 年集中待偿付金额最大，为 70.00 亿元，折算为 77.50 亿港元³。以 77.50 亿港元为基准金额，测算公司对存续债券的保障能力，2025 年，公司 EBITDA 和经营活动现金流量净额分别为测算金额（77.50 亿港元）的 1.33 倍和 1.56 倍。

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“23 光大环境 MTN003”“24 光大环境 MTN001”“24 光大环境 MTN002A”“24 光大环境 MTN002B”“24 光大环境 MTN003”“25 光大环境 GN001（碳中和债）”“26 光大环境 MTN001”和“26 光大环境 GN002（碳中和债）”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

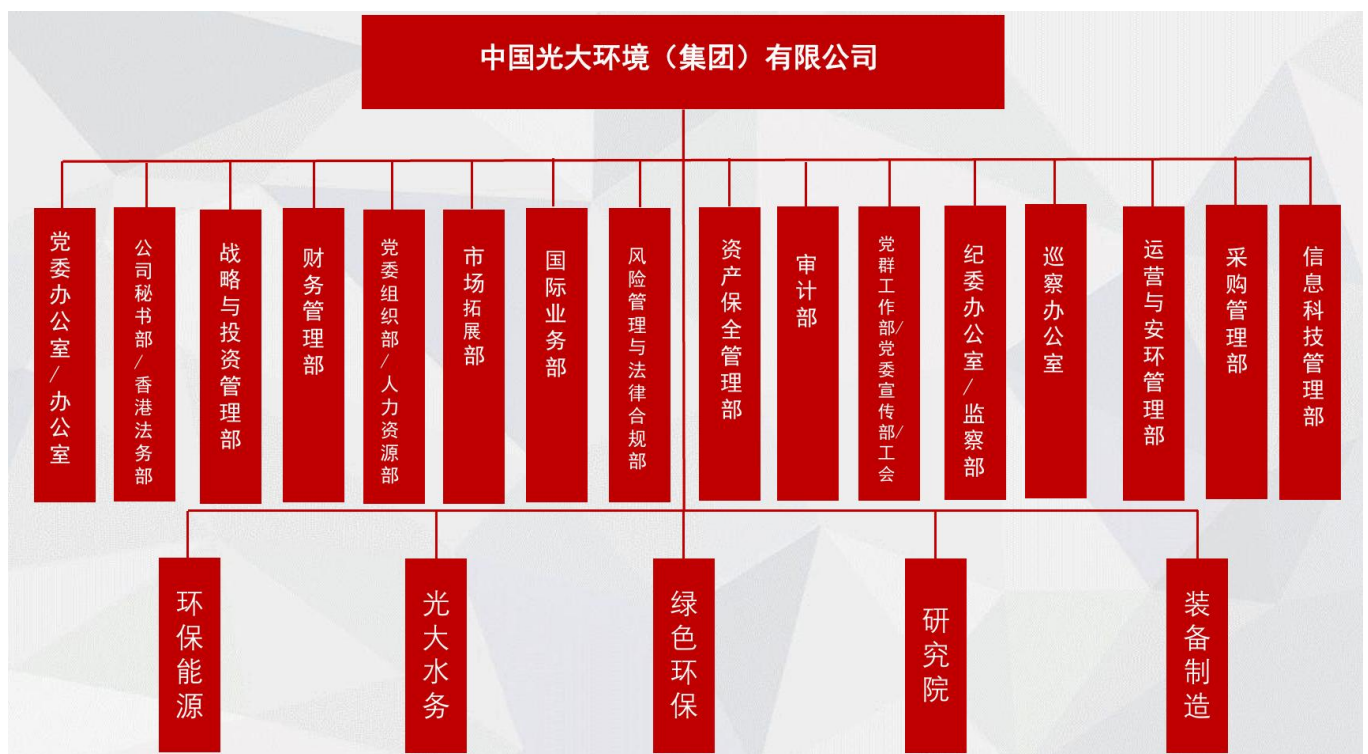
³ 以中国外汇交易中心 2025 年 12 月 31 日公布的人民币汇率中间价公告，1 港元对人民币 0.90322 元折算

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）

序号	主要控股子公司名称	注册地点	已发行普通股/缴足股本	应占权益百分比		主要业务
				直接	间接	
1	中国光大绿色环保有限公司	开曼群岛	2.07 亿美元	--	69.70%	投资控股绿色环保板块业务，包括生物质综合利用、危废及固废处置、环境修复、光伏发电及风电等
2	中国光大水务有限公司	百慕大	28.61 亿港元	--	72.87%	投资控股环保水务板块业务，包括污水处理、水环境治理、水资源综合利用及水生态保护等
3	光大环保（中国）有限公司	中国深圳	30.69 亿人民币	100.00%	--	提供工程管理及渗滤液处理服务及投资控股

资料来源：联合资信根据公司年报和公开资料整理

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）	86.33	80.42	105.24
应收账款、其他应收款项、按金及预付款项（亿港元）	244.20	247.14	276.16
存货（亿港元）	8.95	9.88	9.24
流动资产中合约资产（亿港元）	130.79	139.90	113.64
非流动资产中合约资产（亿港元）	948.92	932.92	935.70
物业、厂房及设备（亿港元）	87.73	79.49	73.65
无形资产（亿港元）	309.76	298.39	308.06
资产总额（亿港元）	1891.83	1860.27	1891.43
股本（亿港元）	173.30	173.30	173.30
非控股权益（亿港元）	116.74	114.03	121.32
权益总额（亿港元）	655.23	664.17	722.14
短期债务（亿港元）	231.18	187.04	299.40
长期债务（亿港元）	715.06	729.65	586.09
全部债务（亿港元）	946.24	916.69	885.49
收益（亿港元）	320.90	302.58	275.21
直接成本及经营费用（亿港元）	182.79	187.22	164.35
其他收益（亿港元）	10.64	11.69	14.36
除税前盈利（亿港元）	71.24	48.67	56.51
EBITDA（亿港元）	128.28	100.75	102.73
经营活动现金流量净额（亿港元）	24.95	67.82	121.28
投资活动现金流量净额（亿港元）	-38.39	-21.63	-16.75
融资活动现金流量净额（亿港元）	-5.49	-50.33	-82.67
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1.82	1.47	1.22
存货周转次数（次）	19.15	19.89	17.20
总资产周转次数（次）	0.17	0.16	0.15
毛利率（%）	43.04	38.13	40.28
总资本收益率（%）	5.51	4.42	4.42
净资产收益率（%）	8.08	5.98	6.51
EBITDA 利润率（%）	39.97	33.30	37.33
总资产报酬率（%）	5.63	4.23	4.25
长期债务资本化比率（%）	52.18	52.35	44.80
全部债务资本化比率（%）	59.09	57.99	55.08
资产负债率（%）	65.37	64.30	61.82
流动比率（%）	114.49	133.70	106.98
速动比率（%）	112.32	130.94	105.03
经营现金流动负债比（%）	6.06	18.98	25.71
现金短期债务比（倍）	0.37	0.43	0.35
EBITDA 利息倍数（倍）	3.62	3.35	4.29
全部债务/EBITDA（倍）	7.38	9.10	8.62

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%
EBITDA 利润率	EBITDA/收益×100%
总资产报酬率	(除税前盈利+费用化利息支出) / 资产总额×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

附件 4-4 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用评级的调整方向尚无法判断