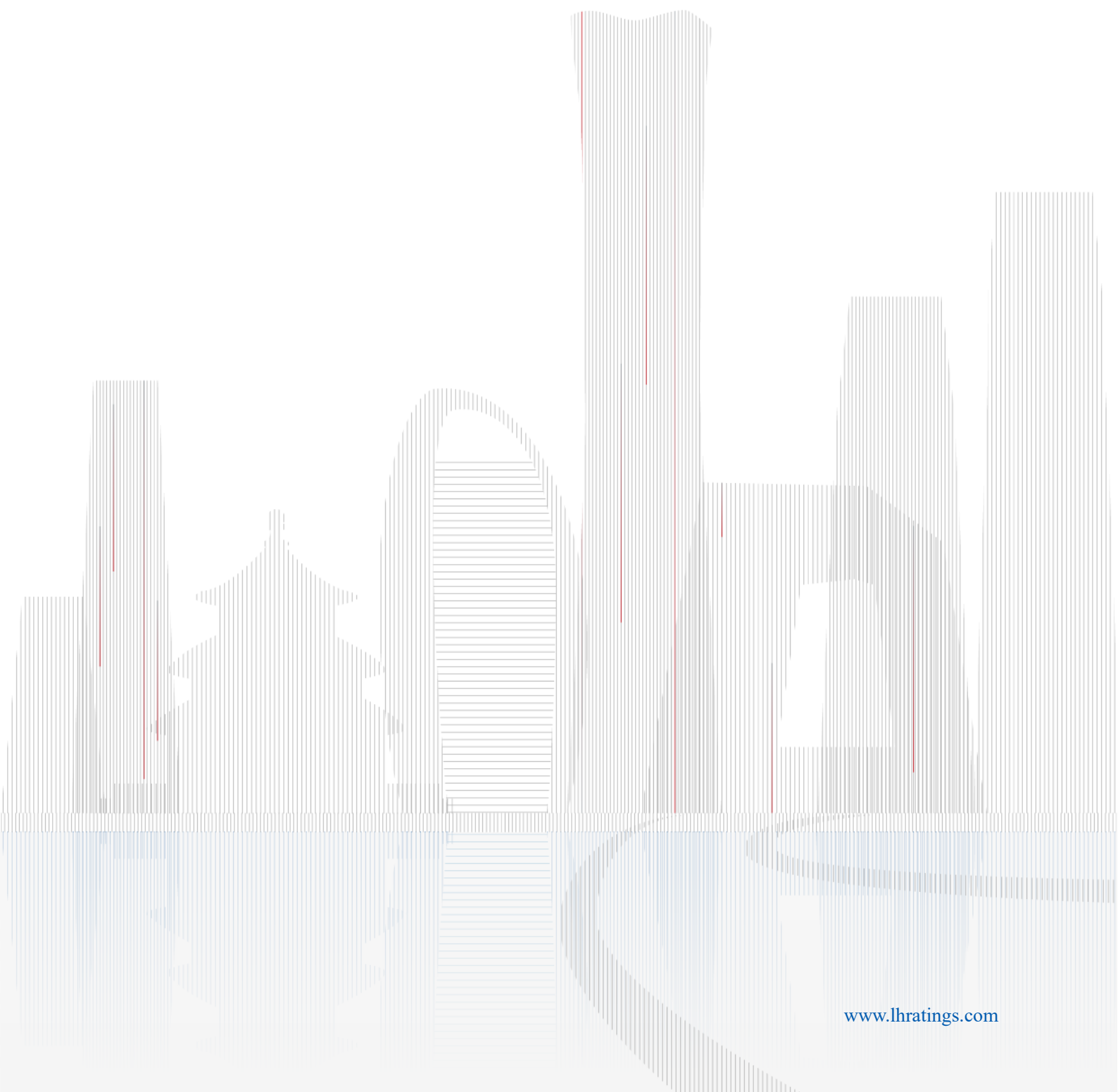


中国光大绿色环保有限公司

2025 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〔2025〕3645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“20光大绿环MTN001”“21光大绿环MTN001（碳中和债）”“22光大绿环MTN001BC（绿色）”“23光大绿环GN001”“23光大绿环GN002（乡村振兴）”“24光大绿环GN001”“24光大绿环MTN002”“24光大绿环MTN003”和“25光大绿环GN001”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

二〇二五年五月二十八日

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。

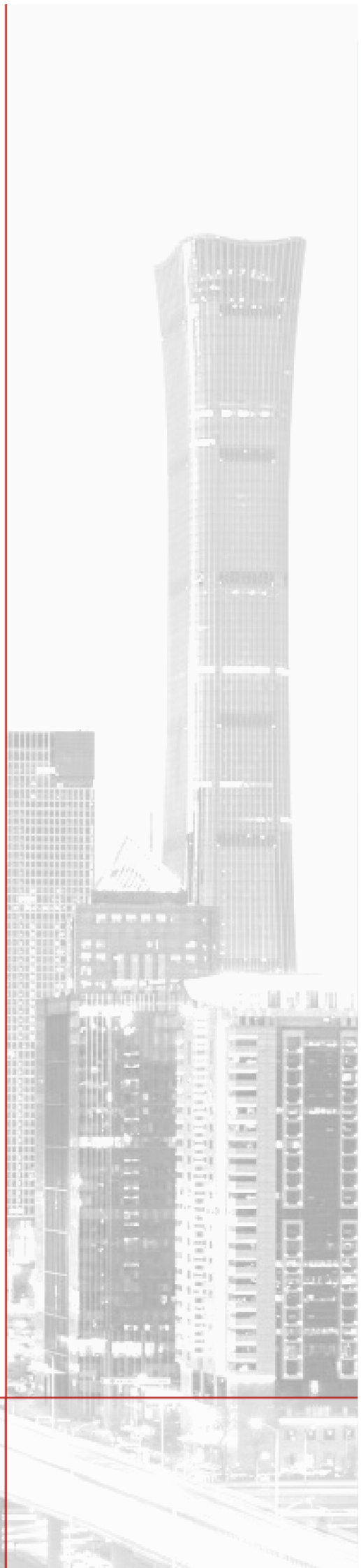
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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。



中国光大绿色环保有限公司

2025 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	
20 光大绿环 MTN001、21 光大绿环 MTN001（碳中和债）、22 光大绿环 MTN001BC（绿色）、23 光大绿环 GN001、23 光大绿环 GN002（乡村振兴）、24 光大绿环 GN001、24 光大绿环 MTN002、24 光大绿环 MTN003、25 光大绿环 GN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/05/28

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。2024 年，公司已投运项目运行情况良好，业务规模保持增长，但新建项目减少，导致公司整体收益规模有所下降；同期，受危废及固废处置市场价格持续下滑以及部分项目经营亏损影响，公司危废及固废处置业务盈利率大幅下降，并致使公司综合盈利率降低。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盈利的负面影响。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。公司收益规模和盈利水平有所下降，且 2024 年计提的减值损失规模同比增长，导致利润亏损规模进一步扩大，但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大幅增长，对外融资需求减弱，公司债务规模有所下降，但杠杆仍偏高，偿债能力指标表现一般。考虑到其融资能力强，业务符合现有政策导向，公司有望通过持续经营提升其偿债保障。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，本报告所跟踪债项违约概率极低。

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。**2024 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 15.96 亿元至 14.70 亿元。

关注

- **公司收益规模下降，除税前亏损规模进一步扩大。**2024年，受新建项目减少影响，公司收益规模同比下降5.93%；同时由于国内危废及固废处置市场价格持续下滑，以及公司对相关资产计提的减值规模同比增长，公司除税前亏损规模进一步扩大。
- **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2024年底，公司应收账款及未开发票可再生能源电价补贴分别为64.59亿港元和31.01亿港元，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	5
			现金流量	5
		资本结构	3	
		偿债能力	3	
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
政府支持				+1
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明：由于2024年公司经营活动现金流改善，公司指示评级结果和个体信用等级均由上次评级的a调整为aa⁻。

外部支持变动说明：公司外部支持子级及调整是联合资信结合其个体信用状况，并根据外部支持能力和支持可能性所确定的。

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。

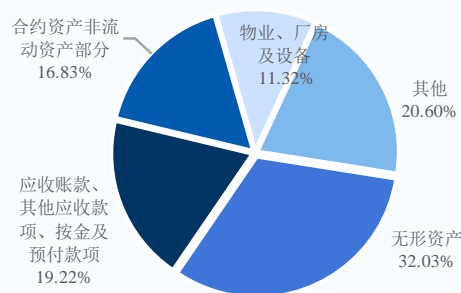
主要财务数据

合并口径			
项目	2022年	2023年	2024年
现金类资产（亿港元）	20.03	23.79	16.74
资产总额（亿港元）	391.56	397.57	363.32
权益总额（亿港元）	135.34	123.56	116.62
短期债务（亿港元）	58.12	102.18	77.21
长期债务（亿港元）	149.44	129.40	133.01
全部债务（亿港元）	207.56	231.58	210.22
收益（亿港元）	80.48	74.17	69.77
除税前盈利/（亏损）（亿港元）	5.10	-3.39	-6.79
EBITDA（亿港元）	21.76	14.54	9.94
经营活动现金流量净额（亿港元）	-4.20	-1.26	14.70
毛利率（%）	20.92	21.51	20.92
净资产收益率（%）	2.55	-2.44	-4.33
资产负债率（%）	65.44	68.92	67.90
全部债务资本化比率（%）	60.53	65.21	64.32
流动比率（%）	137.31	111.90	125.43
经营现金流动负债比（%）	-4.63	-0.97	14.28
现金短期债务比（倍）	0.34	0.23	0.22
EBITDA 利息倍数（倍）	2.79	1.72	1.28
全部债务/EBITDA（倍）	9.54	15.93	21.15

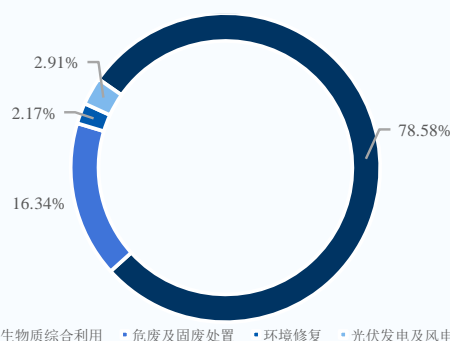
注：1. 公司综合财务报表按照《香港财务报告准则》编制；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3. 公司未披露本部口径财务数据

资料来源：联合资信根据公司年报整理

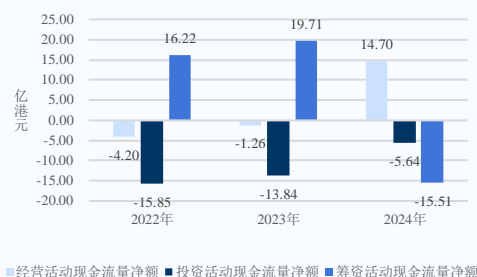
2024 年底公司资产构成



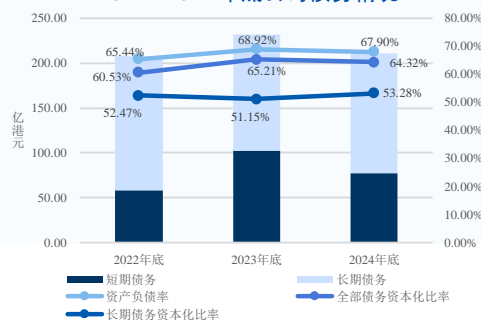
2024 年公司收入构成



2022—2024 年公司现金流情况



2022—2024 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
20 光大绿环 MTN001	10.00	1.80	2025/06/12	调整票面利率, 回售
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
23 光大绿环 GN001	10.00	10.00	2026/05/15	--
23 光大绿环 GN002 (乡村振兴)	10.00	10.00	2025/09/22	--
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

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 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) V4.0.202208	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		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	
2024 年跟踪评级	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/18	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	
23 光大绿环 GN002 (乡村振兴)	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/08/28	牛文婧、黄露		阅读全文	
23 光大绿环 GN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/04/27	牛文婧、黄露		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) V3.0.201907	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			阅读全文
20 光大绿环 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2020/04/01	牛文婧、柳丝丝			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: 邓淇匀 dengqy@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 2024 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 2024 年底，公司本部设有 11 个职能部门（组织架构图详见附件 1-2）；公司合并范围子公司共 130 家，拥有员工 3337 人。

截至 2024 年底，公司资产总额 363.32 亿港元，权益总额 116.62 亿港元（含非控股权益 1.52 亿港元）；2024 年，公司实现收益 69.77 亿港元，除税前亏损 6.79 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：香港夏悫道 16 号远东金融中心 36 楼 3602 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
20 光大绿环 MTN001	10.00	1.80	2020/06/12	3+2 年
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
23 光大绿环 GN001	10.00	10.00	2023/05/15	3 年
23 光大绿环 GN002（乡村振兴）	10.00	10.00	2023/09/22	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

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

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构

性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入4月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025年一季度报）》](#)。

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2024年底，全国可再生能源装机容量为18.89亿千瓦，较2023年底增长25%，占全国发电总装机容量的56%。其中，生物质发电装机容量为4599万千瓦，较2023年底增长4%。发电量方面，2024年，全国可再生能源发电量为3.46万亿千瓦时，同比增长19%，约占全部发电量的35%。其中，生物质发电量2083亿千瓦时，同比增长5%。

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年国家发展改革委发布的《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《2023年中国生态环境状况公报》¹，2023年，全国一般工业固体废物产生量为42.8亿吨，综合利用量为25.7亿吨，处置量为8.7亿吨。2023年，全国约有7.7万家单位危险废物年产生量在10吨及以上，申报产生约1.1亿吨危险废物。截至2023年底，全国约3600家危险废物集中利用处置单位，集中利用处置能力约2.1亿吨/年。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2024年底，全国全口径发电装机容量约33.5亿千瓦，较上年底增长14.6%。其中，光伏发电装机容量约8.9亿千瓦，较上年底增长45.2%，为全国装机规模第二大电源；风电装机容量约5.2亿千瓦，较上年底增长18.0%。2024年，光伏发电量8341亿千瓦时，同比增长44%；风力发电量9916亿千瓦时，同比增长16%。

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9月，国家主席习近平在第七十五届联合国大会上提出中国将力争2030年前达到二氧化碳排放峰值，努力争取2060年前实现碳中和。随后，“3060目标”被纳入“十四五”规划建议，“碳达峰”“碳中和”工作列入2021年度八大重点任务之一，要力争加快调整优化产业结构、能源结构，推动煤炭消费尽早达峰，大力发展新能源，加快建设全国用能权、碳排放权交易市场，完善能源消费双控制度。为实现2025年、2030年非化石能源占一次能源消费比重分别达到20%、25%的能源发展战略目标，进一步促进可再生能源开发利用，加快对化石能源的替代进程，改善可再生能源经济性，《可再生能源发展“十四五”规划》提出，到2035年，在2030年非化石能源消费占比达到25%左右和风电、光伏发电总装机容量达到12亿千瓦以上的基础上，上述指标均进一步提高。可再生能源加速替代化石能源，新型电力系统取得实质性成效，可再生能源产业竞争力进一步巩固提升，基本建成清洁低碳、安全高效的能源体系。

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

¹ 2024年数据尚未披露

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行业并处于行业领先地位，公司丰富的项目运作经验和稳固的市场地位有助于其获取新项目并不断扩大客户基础。截至 2024 年底，公司已落实环保项目 144 个，总投资额约 310.14 亿元；累计承接环境修复项目 67 个，涉及总合同金额约 17.27 亿元，项目覆盖中国境内 16 个省份、自治区及香港特别行政区，并远播德国。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，同时该地区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 2024 年底，公司共拥有 56 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 820.98 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 2024 年底，公司共拥有 51 个危废及固废处置项目（含在建和拟建），分布在中国境内 8 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 246.6 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

2024 年，受新建项目减少影响，公司整体收益规模继续下降；同期，受危废及固废处置市场价格持续下滑以及计提大额资产减值影响，公司危废及固废处置业务亏损规模进一步扩大，并致使公司综合盈利率同比下降。

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。2024 年，公司整体收益同比下降 5.93%；综合盈利率同比下降 7.85 个百分点。

分板块来看，2024 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下降 5.22%，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 2.85 个百分点。2024 年，受新建项目减少影响，危废及固废处置收益同比下降 3.39%，且该板块亏损幅度进一步扩大，主要系国内危废及固废处置行业竞争加剧，处置单价持续下滑，以及公司部分项目经营持续亏损以致无形资产、物业、厂房及设备、商誉以及使用权资产计提减值规模较大所致。2024 年，公司环境修复业务收益同比下降 37.86%，盈利率同比上升 4.25 个百分点，主要系生态与环境治理行业投资速度放缓，公司加强了对传统业务项目的综合筛选，业务承接量同比有所下降所致。2024 年，公司光伏发电及风电业务收益规模和盈利率同比变化不大。

图表 2 • 2022—2024 年公司收益构成情况

业务板块	2022 年			2023 年			2024 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	60.37	75.01	27.33	57.84	77.98	32.13	54.82	78.58	34.98
危废及固废处置	16.74	20.80	29.19	11.80	15.91	-36.28	11.40	16.34	-98.15
环境修复	1.48	1.84	7.31	2.43	3.28	12.31	1.51	2.17	16.56
光伏发电及风电	1.89	2.35	90.49	2.10	2.83	89.71	2.03	2.91	88.01
合计	80.48	100.00	28.84	74.17	100.00	22.22	69.77	100.00	14.37

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

2024年，公司生物质综合利用项目运行情况较为稳定，主要经营指标小幅提升。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。

2024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，公司投运项目业务量小幅增长，带动运营服务收益有所增加。

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	2022年	2023年	2024年
建造服务	7.64	6.18	2.31
运营服务	49.13	48.26	49.27
财务收入	3.61	3.39	3.25
合计	60.37	57.84	54.82

资料来源：联合资信根据公司年报整理

原材料采购方面，2024年，公司生物质发电项目原材料成本（燃料直接成本）约占生产成本的88.51%。公司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）。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，2024年公司收取垃圾处理费约60.68元/吨（含税）。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。2024年，由于燃料质量提升，公司生物质原材料采购均价小幅上涨，但采购总额同比变化不大。

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	2022年	2023年	2024年
黄杆	采购量	333.50	357.52	341.72
	采购均价	310.19	285.82	318.78
	采购总额	103449.58	102188.10	108933.89
灰杆	采购量	363.78	357.18	358.21
	采购均价	338.40	337.4	322.88
	采购总额	123103.07	120509.81	115656.49
其他	采购量	108.51	67.70	65.25
	采购均价	426.55	410.7	416.70
	采购总额	46284.83	27804.49	27188.01

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

截至2024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。2024年，随着公司投运项目增加，公司装机容量小幅增长，从而带动发电量和上网电量增加，公司上网电价和结算方式未发生重大变化。此外，针对生物质发电和垃圾发电项目的国家补贴部分不到位及国补政策调整的问题，公司开始转型，利用汽轮机发电的乏汽余热开展供热业务。2024年，随着可开展供热业务的项目数量增加和供热业务的拓展，公司蒸汽产量同比大幅增长。

图表 5 • 公司已投运生物质综合利用项目的经营指标

项目	2022年	2023年	2024年
运营及完工的项目数量（个）	50	52	54
发电装机容量（兆瓦）	1027	1049	1069
设备平均利用小时（小时）	7020	6932	7022
综合厂用电率（%）	11.02	10.99	11.40

发电量（亿千瓦时）	67.53	69.15	71.52
上网电量（亿千瓦时）	60.09	61.55	63.51
已处理生物质原料（万吨）	818.58	784.54	768.60
已处理生活垃圾（万吨）	345.72	383.63	415.55
蒸汽产量（万吨）	241.12	240.62	318.06

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：公司提供

（2）危废及固废处置板块

2024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同比变化不大。同期，公司危废及固废板块无新建项目，导致建造服务收益下降。

2024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，导致建造服务收益下降；同期，公司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	2022年	2023年	2024年
建造服务	5.34	0.42	--
运营服务	11.34	11.33	11.36
财务收入	0.06	0.05	0.04
合计	16.74	11.80	11.40

资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至2024年底，公司运营及完工的危废及固废处置项目43个，总设计危废及固废处理能力合计178.83万吨/年。2024年，公司无害化处理量同比增加，但资源化利用产品销售价格下降，导致资源综合利用处理量明显减少。此外，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大幅增长。

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	2022年	2023年	2024年
运营及完工的项目数量（个）	40	43	43
危废及固废处理量			
——无害化处理（吨）	399047	360922	453748
——资源综合利用（吨）	32089	87890	45234
资源化利用产品销售量（吨）	12058	21436	11670
上网电量（兆瓦时）	6362	22069	30618
蒸汽供应量（吨）	8146	677272	828107

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，2024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2024年底，公司执行中的环境修复项目共17个，主要位于江苏省、安徽省、浙江省、广东省和云南省，涉及总合同金额6.89亿元。

光伏发电和风电业务方面，截至2024年底，公司共有30个运营和建成完工的光伏发电项目、1个分布式储能项目和2个运营的风电项目，总设计发电装机容量214.66兆瓦。此外，公司于2022年签署了江苏省丰县屋顶光伏整体项目，共包含18个子项目，总设计发电装机容量48.61兆瓦。截至2024年底，9个项目投入运营，总设计发电装机容量27.88兆瓦，9个项目处于筹建阶段，总设计发电装机容量20.73兆瓦。2024年，公司光伏发电及风电项目合计上网电量2.95亿千瓦时，同比变化不大。

2 未来发展

公司在建和拟建项目仍围绕现有主业，新增投资进一步放缓。

截至 2024 年底，公司在建或执行中的项目共 23 个（较上年底减少 6 个），包括 1 个生物质综合利用项目、3 个危废及固废处置项目、17 个环境修复项目及 2 个光伏发电项目。公司主要在建和拟建项目如下表所示，未来投资压力尚可。未来，公司将在巩固现有生物质综合利用优势的同时，以技术创新为驱动，加快绿色电力交易、环境修复工程、生态绿色产品等轻资产业务推进，实现绿色环保“轻重并举”的发展格局。

图表 8 • 截至 2024 年底公司主要在建和拟建项目情况（单位：万元）

序号	工程名称	总投资额	截至 2024 年底已投资金额	投资计划		
				2025 年	2026 年	2027 年
在建项目						
1	盱眙生物质能热电项目新增供热锅炉工程	6970.00	1810.00	4400.00	760.00	--
2	江苏今世缘零碳园区项目	8825.00	2573.00	6252.00	--	--
合计		15795.00	4383.00	10652.00	760.00	--
拟建项目						
1	萧县生物质气化（固废二期）	8469.00	--	7300.00	1169.00	--
2	常州钟楼经济开发区零碳智慧园区建设运营项目	3000.00	--	3000.00	--	--
3	江苏涟水经济开发区零碳园区（临港）项目	5000.00	--	5000.00	--	--
合计		16469.00	--	15300.00	1169.00	--

资料来源：公司提供

（四）财务方面

公司提供了 2024 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。

2024 年，公司合并范围新增 2 家子公司，减少 1 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。公司收益规模和盈利水平有所下降，且 2024 年计提的减值损失规模同比增长，导致利润亏损规模进一步扩大，但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大幅增长，对外融资需求减弱，公司债务规模有所下降，但杠杆仍偏高。

（1）资产质量

截至 2024 年底，公司资产总额较上年底下降 8.62%，主要系应收账款、其他应收款项、按金及预付款项和现金及现金等价物减少所致；资产构成仍以非流动资产为主。

图表 9 • 公司主要资产情况

项目	2022 年底		2023 年底		2024 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	124.43	31.78	144.83	36.43	129.17	35.55
存货	3.78	3.04	3.65	2.52	3.78	2.92
应收账款、其他应收款项、按金及预付款项	69.64	55.97	84.64	58.44	69.84	54.07
合约资产	30.92	24.85	32.71	22.58	38.79	30.03
现金及现金等价物	19.05	15.31	23.09	15.94	16.36	12.66

非流动资产	267.13	68.22	252.74	63.57	234.15	64.45
物业、厂房及设备	50.44	18.88	45.80	18.12	41.14	17.57
无形资产	133.56	50.00	128.20	50.72	116.36	49.70
其他应收款项、按金及预付款项	5.06	1.90	3.91	1.55	3.49	1.49
合约资产	66.99	25.08	63.58	25.16	61.14	26.11
资产总额	391.56	100.00	397.57	100.00	363.32	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 2024 年底，公司现金及现金等价物较上年底下降 29.15%，主要系偿还债务所致。

截至 2024 年底，公司应收账款较上年底下降 17.77%。从应收账款账龄看，截至 2024 年底，公司超过 13 个月的应收账款占 66.92%，应收账款账龄较上年底变化不大。从应收账款集中度来看，截至 2024 年底，应收前五大客户账款账面价值合计 54.93 亿港元，占应收账款余额的 85.05%，集中度很高。公司应收账款的欠款方主要为电网公司，回收风险小。

图表 10 • 公司应收账款、其他应收款项、按金及预付款项明细

项目	2022 年底		2023 年底		2024 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)	61.72	88.63	78.54	92.80	64.59	92.48
其他应收款项、按金及预付款项	7.28	10.46	5.56	6.57	5.04	7.21
应收同系附属公司款项	0.04	0.06	0.03	0.04	0.04	0.05
应收一间联营公司款项	0.04	0.06	--	--	--	--
应收合营企业款项	0.29	0.42	0.50	0.59	0.18	0.25
非控股权益贷款	0.26	0.37	--	--	--	--
小计	69.64	100.00	84.64	100.00	69.84	100.00
非即期 (非流动资产)						
其他应收款项、按金及预付款项	4.91	96.91	3.91	100.00	3.49	100.00
非控股权益贷款	--	--	--	--	--	--
应收合营企业款项	0.16	3.09	--	--	--	--
小计	5.06	100.00	3.91	100.00	3.49	100.00
合计	74.71	--	88.55	--	73.33	--

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 2024 年底，公司合约资产较上年底小幅增长，主要系未开发票可再生能源电价补贴增加所致。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。

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。

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年1月1日至2024年3月8日，公司下属16家农林生物质发电项目公司已收到国家电网公司关于可再生能源电价附加补助资金结算通知，根据通知结算金额总计约人民币15.34亿元，对公司现金流有所改善。

图表 11 • 公司合约资产明细

项目	2022 年底		2023 年底		2024 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	5.55	17.94	5.35	16.36	5.27	13.60
未开发票可再生能源电价补贴	23.19	75.00	24.74	75.64	31.01	79.94
环境修复合约资产	2.19	7.07	2.62	8.00	2.51	6.47
小计	30.92	100.00	32.71	100.00	38.79	100.00
非即期 (非流动资产)						
服务特许经营权资产	65.40	97.63	62.03	97.57	59.62	97.51
环境修复合约资产	1.59	2.37	1.55	2.43	1.52	2.49
小计	66.99	100.00	63.58	100.00	61.14	100.00
合计	97.91	--	96.28	--	99.93	--

资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至2024年底，公司物业、厂房及设备的账面原值为66.08亿港元，累计折旧及耗损亏损24.94亿港元，账面净值为41.14亿港元，较上年底下降10.18%，主要系计提折旧和减值所致。公司物业、厂房及设备的成新率为62.26%，成新率较高。

截至2024年底，公司无形资产账面原值为158.21亿港元，累计摊销及耗损亏损41.85亿港元，账面净值为116.36亿港元，较上年底下降9.24%，主要系计提摊销和损耗亏损增加所致。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2024年底，公司受限资产合计179.20亿港元，占资产总额的49.32%，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、厂房及设备及使用权资产作为抵押。

(2) 资本结构

截至2024年底，公司权益总额116.62亿港元，较上年底下降5.62%，主要系汇兑储备、公允价值储备和保留盈利减少所致。从构成来看，公司股本占13.79%、股份溢价占29.64%、汇兑储备占13.23%、保留盈利占57.79%、永续中期票据占16.30%、非控股权益占1.30%。

截至2024年底，公司负债总额较上年底下降9.97%，主要系融资减少所致。

截至2024年底，公司应付账款13.33亿港元，较上年底下降9.88%，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69.78%）。

截至2024年底，公司计息银行及其他借贷合计值为210.00亿港元，较上年底下降9.22%，主要系短期银行贷款减少所致。截至2024年底，公司有抵押的银行及其他贷款为82.35亿港元，无抵押的银行贷款为61.72亿港元，中期票据（不含永续）为65.93亿港元。

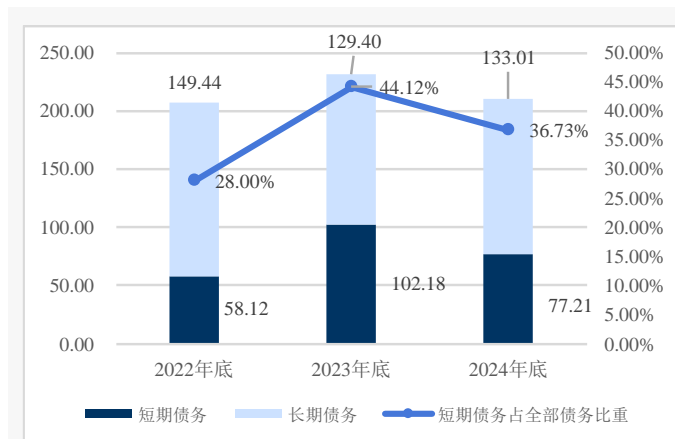
图表 12 • 公司主要负债情况

项目	2022 年底		2023 年底		2024 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	90.62	35.37	129.44	47.24	102.98	41.74
应付账款、其他应付款项及应计费用	32.07	35.39	26.56	20.52	24.97	24.25
计息银行及其他借贷	58.09	64.11	102.14	78.91	77.18	74.95

非流动负债	165.60	64.63	144.57	52.76	143.71	58.26
计息银行及其他借贷	149.27	90.14	129.18	89.35	132.82	92.42
递延税项负债	14.35	8.66	13.40	9.27	8.52	5.93
负债总额	256.22	100.00	274.01	100.00	246.69	100.00

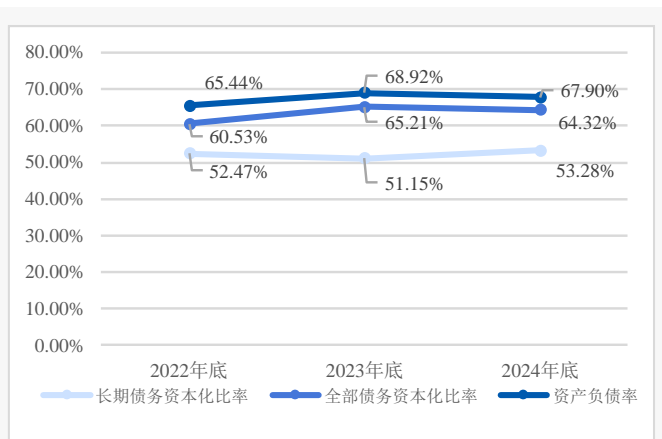
注：流动负债科目占比为占流动负债总额的比重，非流动负债科目占比为占非流动负债总额的比重
资料来源：联合资信根据公司年报整理

图表 13 • 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 14 • 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 2024 年底，公司全部债务（含租赁负债）为 210.22 亿港元，较上年底下降 9.22%。但由于公司权益规模减少，公司资产负债率和全部债务资本化比率降幅较小，但债务结构有所优化。如将永续中期票据调入长期债务，截至 2024 年底，公司全部债务增至 229.23 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 73.13%、70.13%和 60.90%，较调整前分别上升 5.23 个百分点、5.82 个百分点和 7.61 个百分点，公司债务负担偏重。

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 15 • 截至 2024 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	2~5 年	5 年以上	合计
银行及其他贷款	51.76	28.74	34.33	29.23	144.07
中期票据	25.43	19.13	21.38	--	65.93
合计	77.19	47.87	55.71	29.23	210.00
占比	36.76%	22.80%	26.53%	13.92%	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

2024 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，期间费用率为 17.94%，同比下降 1.93 个百分点，公司对期间费用的控制能力有所加强。公司毛利率同比小幅下降，同时由于危废及固废处置板块的若干项目经营持续亏损引致商誉、无形资产、物业、厂房及设备使用权资产耗损规模进一步扩大，对利润侵蚀严重，公司除税前亏损增至 6.79 亿港元。

图表 16 • 公司盈利情况（单位：亿港元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
收益	80.48	74.17	69.77
直接成本及经营费用	63.65	58.22	55.17
毛利	16.83	15.95	14.60
其他收益	3.36	2.80	3.53

行政费用	6.17	6.49	4.82
财务费用	7.41	8.25	7.70
商誉、无形资产、物业、厂房及设备使用权资产耗损	--	-6.56	-11.75
除税前盈利/（亏损）	5.10	-3.39	-6.79
毛利率（%）	20.92	21.51	20.92
总资本收益率（%）	3.17	1.47	0.81
净资产收益率（%）	2.55	-2.44	-4.33

资料来源：联合资信根据公司年报整理

（4）现金流

公司经营活动现金流量净额规模很小，一方面系建设服务收益为非现金收益，不能形成现金流入；另一方面，根据《香港财务报告准则》，公司特许经营项目在建造期与合约资产相关的建造成本支出计入经营活动有关的现金流出项下。2024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明显改善，同时投资支出大幅下降，公司对外融资需求减少。

图表 17 • 公司现金流情况（单位：亿港元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年
经营活动现金流量净额	-4.20	-1.26	14.70
投资活动现金流量净额	-15.85	-13.84	-5.64
融资活动前现金净流量	-20.05	-15.09	9.07
融资活动现金流量净额	16.22	19.71	-15.51

资料来源：联合资信根据公司年报整理

2 偿债指标变化

受益于短期债务下降以及经营活动现金流改善，公司部分短期偿债指标有所增强；但盈利亏损导致 EBITDA 下降，长期偿债能力指标有所减弱。整体看，公司偿债能力指标表现一般，但考虑到其融资能力强，业务符合现有政策导向，公司有望通过持续经营提升其偿债保障。

图表 18 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率（%）	137.31	111.90	125.43
	速动比率（%）	133.14	109.08	121.76
	经营现金流动负债比（%）	-4.63	-0.97	14.28
	现金短期债务比（倍）	0.34	0.23	0.22
长期偿债指标	EBITDA（亿港元）	21.76	14.54	9.94
	全部债务/EBITDA（倍）	9.54	15.93	21.15
	EBITDA 利息倍数（倍）	2.79	1.72	1.28

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，2024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明显改善，对流动负债的保障能力大幅提升；公司现金类资产减少，对短期债务的保障倍数小幅下降。

从长期偿债能力指标看，2024年，受盈利亏损影响，公司 EBITDA 大幅下降，EBITDA 对债务本息的保障程度均有所弱化。

截至 2024 年底，公司共获得银行授信总额 209.52 亿港元，其中未使用授信额度为 68.32 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 2024 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。2024 年，公司合计供应绿色电力 66.7 亿千瓦时及蒸汽 361 万吨，带来温室气体减排量约 340 万吨二氧化碳当量。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》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。此外，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，并制定了其职权范围，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，2024 年公司共获得 5 项荣誉，包括第三度荣获《亚洲周刊》“全球卓越 ESG 大奖（2022–2023）”，荣获香港工业总会与中国银行（香港）联合主办的中银香港企业低碳环保领先大奖 2023 中的“环保优秀企业”证书，以及荣获星岛新闻集团与香港理工大学联合颁发 ESG 认证计划暨嘉许礼 2024 的“ESG 卓越环境表现专业奖”“ESG 卓越企业管治专业奖”及“ESG 嘉许认证”3 项殊荣。

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、泛水、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 2024 年底，光大环境业务分布已拓展至国内 26 个省（市）、自治区及特别行政区，足迹遍及 229 个市县区；海外市场布局德国、波兰、越南和毛里求斯；投资落实的环保项目共 604 个，总投资约 1624.25 亿元；另承接环境修复、垃圾分类、设计咨询、设备供货、技术服务等多项轻资产服务。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 193 个，设计日处理生活垃圾 15.99 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等方面有支持。

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（2019 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、光伏发电及风电项目分别有权获退回最多 100%、70%、50%及 50%的增值税（其中光伏发电增值税即征即退优惠政策已到期）。2024 年，公司其他收益中政府补贴为 0.25 亿港元，增值税退税为 2.37 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 2027 年集中待偿付金额最大，为 30.50 亿元，折算为 28.31 亿港元³。以 28.31 亿港元为测算金额测算公司对存续债券的保障能力。2024 年，公司 EBITDA 为测算金额（28.31 亿港元）的 0.35 倍，经营活动现金流量净额为测算金额（28.31 亿港元）的 0.52 倍。

图表 19 • 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
20 光大绿环 MTN001	10.00	1.80	2025/06/12	--
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	--
23 光大绿环 GN001	10.00	10.00	2026/05/15	--
23 光大绿环 GN002（乡村振兴）	10.00	10.00	2025/09/22	--
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

资料来源：联合资信根据公开资料整理

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“20 光大绿环 MTN001”“21 光大绿环 MTN001（碳中和债）”“22 光大绿环 MTN001BC（绿色）”“23 光大绿环 GN001”“23 光大绿环 GN002（乡村振兴）”“24 光大绿环 GN001”“24 光大绿环 MTN002”“24 光大绿环 MTN003”和“25 光大绿环 GN001”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 4 月 30 日公布的人民币汇率中间价公告，1 港元对人民币 0.92813 元折算

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 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	15293.367 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	12864.00 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	2500.00 万美元	固体废物安全处置	90.00%
光大新能源（砀山）有限公司	12580.00 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	12700.00 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 25836.00 万元	风力发电	100.00%
光大生物能源（怀远）有限公司	36067.00 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 10667.00 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 27535.00 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 18334.00 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 8333.33 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	2022年	2023年	2024年
财务数据			
现金类资产（亿港元）	20.03	23.79	16.74
应收账款、其他应收款项、按金及预付款项（亿港元）	69.64	84.64	69.84
存货（亿港元）	3.78	3.65	3.78
流动资产中合约资产（亿港元）	30.92	32.71	38.79
非流动资产中合约资产（亿港元）	66.99	63.58	61.14
物业、厂房及设备（亿港元）	50.44	45.80	41.14
无形资产（亿港元）	133.56	128.20	116.36
资产总额（亿港元）	391.56	397.57	363.32
股本（亿港元）	16.08	16.08	16.08
非控股权益（亿港元）	3.43	2.78	1.52
权益总额（亿港元）	135.34	123.56	116.62
短期债务（亿港元）	58.12	102.18	77.21
长期债务（亿港元）	149.44	129.40	133.01
全部债务（亿港元）	207.56	231.58	210.22
收益（亿港元）	80.48	74.17	69.77
直接成本及经营费用（亿港元）	63.65	58.22	55.17
其他收益（亿港元）	3.36	2.80	3.53
除税前盈利/（亏损）（亿港元）	5.10	-3.39	-6.79
EBITDA（亿港元）	21.76	14.54	9.94
经营活动现金流量净额（亿港元）	-4.20	-1.26	14.70
投资活动现金流量净额（亿港元）	-15.85	-13.84	-5.64
融资活动现金流量净额（亿港元）	16.22	19.71	-15.51
财务指标			
销售债权周转次数（次）	1.37	1.05	0.97
存货周转次数（次）	18.04	15.68	14.86
总资产周转次数（次）	0.20	0.19	0.18
毛利率（%）	20.92	21.51	20.92
总资本收益率（%）	3.17	1.47	0.81
净资产收益率（%）	2.55	-2.44	-4.33
长期债务资本化比率（%）	52.47	51.15	53.28
全部债务资本化比率（%）	60.53	65.21	64.32
资产负债率（%）	65.44	68.92	67.90
流动比率（%）	137.31	111.90	125.43
速动比率（%）	133.14	109.08	121.76
经营现金流动负债比（%）	-4.63	-0.97	14.28
现金短期债务比（倍）	0.34	0.23	0.22
EBITDA 利息倍数（倍）	2.79	1.72	1.28
全部债务/EBITDA（倍）	9.54	15.93	21.15

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