

稀缺对港供水资产，聚焦主业价值提升

华泰研究

2025年8月15日 | 中国香港

首次覆盖

环保及水务

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

9.10

王玮嘉

SAC No. S0570517050002
SFC No. BEB090

研究员

wangweijia@htsc.com
+(86) 21 2897 2079

黄波

SAC No. S0570519090003
SFC No. BQR122

研究员

huangbo@htsc.com
+(86) 755 8249 3570

李雅琳

SAC No. S0570523050003
SFC No. BTC420

研究员

liyalin018092@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

胡知*

SAC No. S0570523120002

研究员

huzhi019072@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

康琪*

SAC No. S0570124070105

联系人

kangqi@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

首次覆盖粤海投资并给予买入评级，目标价 9.10 港元，对应 2025 年目标 PE 14.0 倍。粤海投资为广东省国资控股的优质水务平台，核心资产为东深供水项目，1997 年至今，粤海投资的资产结构历经三次重大变化，当前业务包括水务、物业投资及发展、百货运营、酒店持有经营及管理、能源道路桥梁五大板块。剥离粤海置地后公司基本面趋于稳健，自由现金流强劲，有望持续实现高股息回报。

「统包扣减」定价，东深供水项目 DCF 估值约 450~620 亿港元

东深供水项目自 1965 年开始供水，累计对香港供水达 300 亿立方米，占香港淡水总用量近八成。2024 年东深供水项目对港供水量 8 亿吨，供水单价 6.42 港元/吨。东深供水水价主要经历两大阶段，自 1960 年至 2005 年间的固定供水期和 2006 年起的弹性供水期，2020 年开始采用「统包扣减」机制，2024-2026 年基本水价同比增速均为 2.39%。假设项目续约至 2120 年，乐观/中性/悲观情景下，假设续约对价分别为前一周期期末对港水收入的 8/10/12 倍，测算得东深供水项目 DCF 估值约 450~620 亿港元。

2024 年自由现金流达到 92.29 亿港元，2025-2027 年股息率具备吸引力

2022 年以来，随着投资放缓，公司资本开支持续下滑，2023 年自由现金流转正，并在 2024 年达到 92.29 亿港元。2024 年，公司派发特殊股息剥离粤海置地，现金派息比例 65%，考虑实物股息后股利支付率达到 78.87%，远高于行业平均值 57.76%，股息率为 5.65%。假设 2025-2027 年，公司股利支付率维持 65% 水平，2025-2027 年粤海投资股息率有望达到 6.02/6.28/6.54%（按 2025-08-14 收盘价计算），在同行业公司中具备吸引力。

我们与市场观点不同之处

市场担忧东深供水项目特许经营权续约、水价和交易对价的不确定性，我们认为：1) 续约：从东深项目历史重要性和数次资产重组方案分析，粤海投资为广东省国资经营东深项目的重要平台，续约可见性较强。2) 水价：面对成本上涨，香港水务署思路为审慎研究调整水费方案，原则为“用者自付”、“收回成本”；从香港供水成本拆分看，东江水比例由 FY2020 43% 降至 FY2024 41%，相比之下，运作及行政开支、折旧带来的成本增速更高。因此我们认为东江水项目将保持合理价格水平。3) 对价：东深项目 DCF 估值约 450~620 亿港元，同时其他水资源、其他业务预期将贡献稳定利润和现金流，即使在交易对价悲观假设下，粤海投资仍具备投资价值。

给予 2025 年 14.0 倍 PE，目标价 9.10 港元

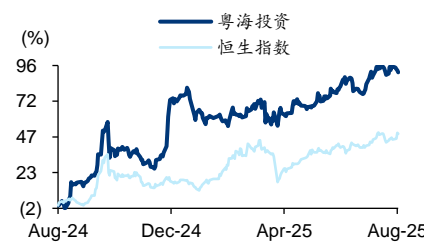
我们预测公司 2025-2027 年归母净利润为 42.18、43.97、45.76 亿港元，同比增速分别为 34.2、4.2、4.1%，对应 EPS 0.65、0.67、0.70 港元。可比公司 2025 年预测 PE 均值为 12.7 倍，考虑东深项目为优质稀缺资产，盈利稳定增长，2022-2024 年税前利润率均高于 60%，自由现金流持续改善，2025-2027 年粤海投资股息率有望达到 6.02/6.28/6.54%，高于行业平均水平，给予公司 2025 年 14.0 倍 PE，对应目标价 9.10 港元。

风险提示：特许经营权续约风险，分红低于预期，汇率波动。

基本数据

| | |
|---------------------|-----------|
| 目标价(港币) | 9.10 |
| 收盘价(港币 截至 8 月 14 日) | 6.96 |
| 市值(港币百万) | 45,503 |
| 6 个月平均日均成交额(港币百万) | 92.66 |
| 52 周价格范围(港币) | 3.75-7.25 |
| BVPS(港币) | 6.37 |

股价走势图



资料来源：S&P

经营预测指标与估值

| 会计年度(港币) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万) | 18,505 | 18,942 | 19,321 | 19,626 |
| +/-% | (23.53) | 2.36 | 2.00 | 1.58 |
| 归属母公司净利润(百万) | 3,142 | 4,218 | 4,397 | 4,576 |
| +/-% | 0.64 | 34.23 | 4.25 | 4.08 |
| EPS(最新摊薄) | 0.48 | 0.65 | 0.67 | 0.70 |
| ROE(%) | 7.53 | 9.87 | 9.84 | 9.87 |
| PE(倍) | 14.48 | 10.79 | 10.35 | 9.94 |
| PB(倍) | 1.09 | 1.04 | 1.00 | 0.96 |
| EV EBITDA(倍) | 11.80 | 7.38 | 6.54 | 5.74 |
| 股息率(%) | 4.49 | 6.02 | 6.28 | 6.54 |

资料来源：公司公告、华泰研究预测

盈利预测

利润表

| 会计年度 (港币百万) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 24,200 | 18,505 | 18,942 | 19,321 | 19,626 |
| 销售成本 | (14,125) | (8,683) | (8,762) | (8,877) | (8,990) |
| 毛利润 | 10,075 | 9,822 | 10,180 | 10,444 | 10,636 |
| 销售及分销成本 | (916.63) | (524.73) | (537.13) | (547.85) | (556.52) |
| 管理费用 | (2,760) | (2,478) | (2,537) | (2,588) | (2,628) |
| 其他收入/支出 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 财务成本净额 | (1,297) | (880.83) | (817.67) | (771.49) | (726.31) |
| 应占联营公司利润及亏损 | 193.41 | 172.02 | 172.02 | 172.02 | 172.02 |
| 税前利润 | 4,604 | 6,494 | 6,629 | 6,864 | 7,046 |
| 税费开支 | (1,790) | (1,853) | (1,858) | (1,890) | (1,869) |
| 少数股东损益 | (308.21) | 5.62 | 553.41 | 577.30 | 600.86 |
| 归母净利润 | 3,122 | 3,142 | 4,218 | 4,397 | 4,576 |
| 折旧和摊销 | (2,486) | (2,495) | (2,515) | (2,547) | (2,579) |
| EBITDA | 8,387 | 9,870 | 9,962 | 10,182 | 10,352 |
| EPS (港币, 基本) | 0.48 | 0.48 | 0.65 | 0.67 | 0.70 |

资产负债表

| 会计年度 (港币百万) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 存货 | 355.82 | 309.36 | 316.67 | 322.99 | 328.10 |
| 应收账款和票据 | 6,658 | 5,579 | 5,997 | 5,810 | 6,184 |
| 现金及现金等价物 | 12,594 | 12,154 | 19,361 | 25,733 | 32,489 |
| 其他流动资产 | 35,670 | 42,706 | 2,100 | 2,100 | 2,100 |
| 总流动资产 | 55,278 | 60,748 | 27,774 | 33,966 | 41,101 |
| 固定资产 | 10,290 | 9,966 | 9,630 | 9,283 | 8,924 |
| 无形资产 | 21,638 | 20,040 | 19,168 | 18,275 | 17,361 |
| 其他长期资产 | 52,760 | 44,841 | 44,783 | 44,999 | 44,785 |
| 总长期资产 | 84,688 | 74,847 | 73,581 | 72,557 | 71,071 |
| 总资产 | 139,966 | 135,595 | 101,355 | 106,523 | 112,171 |
| 应付账款 | 16,376 | 10,793 | 10,139 | 14,174 | 18,603 |
| 短期借款 | 15,252 | 7,330 | 7,330 | 7,330 | 7,330 |
| 其他负债 | 14,038 | 37,614 | 2,400 | 2,400 | 2,400 |
| 总流动负债 | 45,666 | 55,738 | 19,869 | 23,904 | 28,334 |
| 长期债务 | 27,175 | 16,532 | 15,532 | 14,532 | 13,532 |
| 其他长期债务 | 9,095 | 6,650 | 6,550 | 6,450 | 6,350 |
| 总长期负债 | 36,270 | 23,182 | 22,082 | 20,982 | 19,882 |
| 股本 | 8,966 | 8,966 | 8,966 | 8,966 | 8,966 |
| 储备/其他项目 | 32,836 | 32,692 | 34,867 | 36,522 | 38,241 |
| 股东权益 | 41,802 | 41,658 | 43,833 | 45,489 | 47,207 |
| 少数股东权益 | 16,227 | 15,017 | 15,571 | 16,148 | 16,749 |
| 总权益 | 58,030 | 56,675 | 59,404 | 61,637 | 63,956 |

估值指标

| 会计年度 (倍) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| PE | 14.57 | 14.48 | 10.79 | 10.35 | 9.94 |
| PB | 1.09 | 1.09 | 1.04 | 1.00 | 0.96 |
| EV EBITDA | 13.68 | 11.80 | 7.38 | 6.54 | 5.74 |
| 股息率 (%) | 4.46 | 4.49 | 6.02 | 6.28 | 6.54 |
| 自由现金流收益率 (%) | 9.62 | 3.86 | 11.84 | 24.15 | 24.46 |

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

现金流量表

| 会计年度 (港币百万) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|----------|----------|---------|----------|----------|
| EBITDA | 8,387 | 9,870 | 9,962 | 10,182 | 10,352 |
| 融资成本 | 1,297 | 880.83 | 817.67 | 771.49 | 726.31 |
| 营运资本变动 | 105.48 | (4,457) | (1,080) | 4,216 | 4,050 |
| 税费 | (1,790) | (1,853) | (1,858) | (1,890) | (1,869) |
| 其他 | 2,712 | 6,644 | 4,402 | (943.51) | (898.33) |
| 经营活动现金流 | 10,711 | 11,086 | 12,244 | 12,336 | 12,361 |
| CAPEX | (1,820) | (1,551) | (1,409) | (1,309) | (1,209) |
| 其他投资活动 | (683.62) | 5,633 | 130.14 | (144.50) | 286.47 |
| 投资活动现金流 | (2,503) | (4,172) | (1,278) | (1,453) | (922.04) |
| 债务增加量 | 1,692 | (18,566) | (1,000) | (1,000) | (1,000) |
| 权益增加量 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 派发股息 | (4,010) | (2,029) | (2,042) | (2,741) | (2,858) |
| 其他融资活动现金流 | (2,981) | 15,920 | 6,097 | (769.97) | (824.79) |
| 融资活动现金流 | (5,299) | (4,675) | 3,054 | (4,511) | (4,683) |
| 现金变动 | 2,908 | 2,238 | 14,019 | 6,372 | 6,756 |
| 年初现金 | 194.72 | 3,103 | 5,341 | 19,361 | 25,733 |
| 汇率波动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 年末现金 | 3,103 | 5,341 | 19,361 | 25,733 | 32,489 |

业绩指标

| 会计年度 (倍) | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 增长率 (%) | | | | | |
| 营业收入 | 4.33 | (23.53) | 2.36 | 2.00 | 1.58 |
| 毛利润 | 2.57 | (2.51) | 3.64 | 2.59 | 1.84 |
| 营业利润 | (30.84) | 29.13 | 3.64 | 2.59 | 1.84 |
| 净利润 | (34.46) | 0.64 | 34.23 | 4.25 | 4.08 |
| EPS | (34.46) | 0.64 | 34.23 | 4.25 | 4.08 |
| 盈利能力比率 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 41.63 | 53.08 | 53.74 | 54.05 | 54.19 |
| EBITDA | 34.66 | 53.34 | 52.59 | 52.70 | 52.75 |
| 净利润率 | 12.90 | 16.98 | 22.27 | 22.76 | 23.32 |
| ROE | 7.33 | 7.53 | 9.87 | 9.84 | 9.87 |
| ROA | 2.28 | 2.28 | 3.56 | 4.23 | 4.18 |
| 偿债能力 (倍) | | | | | |
| 净负债比率 (%) | 71.37 | 28.10 | 7.99 | (8.51) | (24.63) |
| 流动比率 | 1.21 | 1.09 | 1.40 | 1.42 | 1.45 |
| 速动比率 | 1.20 | 1.08 | 1.38 | 1.41 | 1.44 |
| 营运能力 (天) | | | | | |
| 总资产周转率 (次) | 0.18 | 0.13 | 0.16 | 0.19 | 0.18 |
| 应收账款周转天数 | 88.78 | 119.03 | 110.00 | 110.00 | 110.00 |
| 应付账款周转天数 | 397.75 | 563.22 | 430.00 | 493.00 | 656.25 |
| 存货周转天数 | 8.38 | 13.79 | 12.86 | 12.97 | 13.04 |
| 现金转换周期 | (300.58) | (430.40) | (307.14) | (370.03) | (533.22) |
| 每股指标 (港币) | | | | | |
| EPS | 0.48 | 0.48 | 0.65 | 0.67 | 0.70 |
| 每股净资产 | 6.39 | 6.37 | 6.70 | 6.96 | 7.22 |

正文目录

| | |
|--|-----------|
| 投资要点 | 6 |
| 东深供水项目资产优质，为公司主要盈利来源 | 6 |
| 自由现金流转正，65%高分红比例有望维持 | 6 |
| 剥离粤海置地聚焦主业，业绩稳健增长或提升估值水平 | 6 |
| 我们与市场观点不同之处 | 6 |
| 股价复盘 | 6 |
| 资产重组奠定东深供水核心地位，剥离资产聚焦水务主业 | 8 |
| 东深供水为稀缺核心资产，自由现金流改善保障分红能力 | 12 |
| 东深供水：量价稳定提升，DCF 估值约 450~620 亿港元 | 13 |
| 对港供水生命线，东深供水占香港淡水总用量近八成 | 13 |
| 采用「统包扣减」定价机制，供港收入占比约 80% | 15 |
| 东深供水项目 DCF 估值约 450~620 亿港元 | 19 |
| 其他水资源：建造高峰已过，项目陆续投入运营 | 19 |
| 物业投资：剥离粤海置地，提升公司业绩稳定性 | 22 |
| 股息回报：自由现金流强劲，股利支付率高于行业均值 | 23 |
| 盈利预测分析 | 25 |
| 业务结构和费用率情况 | 25 |
| 关键假设 | 26 |
| 估值方法 | 27 |
| 风险提示 | 28 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1：粤海投资股价复盘（前复权） | 7 |
| 图表 2：粤海投资市盈率和市净率 | 7 |
| 图表 3：粤海投资发展沿革 | 8 |
| 图表 4：粤海投资股权结构图（截至 2024 年） | 8 |
| 图表 5：粤海投资主营业务板块 | 9 |
| 图表 6：粤海投资发展阶段 | 9 |
| 图表 7：粤海企业重组完成后组织架构（截至 2000 年 12 月 22 日） | 10 |
| 图表 8：粤海投资业务重组后组织架构（截至 2003 年 2 月 26 日） | 10 |
| 图表 9：全体债权人回收资产 | 10 |
| 图表 10：2003-2024 粤海投资营业收入及同比增速 | 11 |
| 图表 11：2003-2024 粤海投资归母净利润及同比增速 | 11 |
| 图表 12：2017-2024 年粤海投资应收账款情况 | 11 |
| 图表 13：2017-2024 年粤海投资应收账款账龄结构 | 11 |
| 图表 14：2017-2024 年粤海投资亏损拨备情况 | 11 |



| | |
|---|----|
| 图表 15: 2017-2024 年粤海投资亏损拨备占比 | 11 |
| 图表 16: 2018-2024 年水资源业务收入 | 12 |
| 图表 17: 2018-2024 年水资源业务收入结构 | 12 |
| 图表 18: 2017-2024 年水资源业务收入分拆 | 12 |
| 图表 19: 2017-2024 年水资源业务税前利润分拆 | 12 |
| 图表 20: 2010-2024 年东深项目收入占比 | 13 |
| 图表 21: 2010-2024 年东深项目税前利润占比 | 13 |
| 图表 22: 东深供水项目区位图 | 13 |
| 图表 23: 东深供水项目供水路线和泵站示意图 | 13 |
| 图表 24: 东深供水工程供水路线和高程图 | 14 |
| 图表 25: 2015-2024 年东深项目对港供水量及单价 | 14 |
| 图表 26: 2023 年香港用水来源结构 | 14 |
| 图表 27: FY2020-FY2024 香港水务署开支构成金额 | 15 |
| 图表 28: FY2020-FY2024 香港水务署开支构成百分比 | 15 |
| 图表 29: 香港用户水价构成 (单位: 港元/吨) | 15 |
| 图表 30: 香港供水吨成本拆分 (单位: 港元/吨) | 15 |
| 图表 31: 1960-2005 年输港东江水固定供水期水价协议 | 16 |
| 图表 32: 2006 年起至今输港东江水固定供水期水价协议 | 17 |
| 图表 33: 统包扣减机制 | 18 |
| 图表 34: 2024-2026 年输港东江水基本水价与节省东江水的单位价格 | 18 |
| 图表 35: 2015-2024 年东深项目对港、对深圳与东莞供水量 | 18 |
| 图表 36: 2015-2024 年东深项目对港、对深圳与东莞供水收入 | 18 |
| 图表 37: 东深项目 30 年特许经营权对价测算表 | 19 |
| 图表 38: 其他水资源业务收入 | 20 |
| 图表 39: 其他水资源业务收入拆分 | 20 |
| 图表 40: 2017-2024 年公司控股在运供水与污水处理产能 | 20 |
| 图表 41: 2017-2024 年公司控股在运供水与污水处理产能地区分布 | 20 |
| 图表 42: 2024 年公司控股其他水资源在运供水与污水处理项目 (单位: 吨/日) | 21 |
| 图表 43: 2017-2024 年公司控股在建供水与污水处理产能 | 21 |
| 图表 44: 2017-2024 年公司控股在建供水与污水处理产能地区分布 | 21 |
| 图表 45: 2024 年公司控股其他水资源在建供水与污水处理项目 | 22 |
| 图表 46: 2018-2023 年物业投资与发展业务收入拆分 | 22 |
| 图表 47: 2021-2024 年粤海天河城收入分拆 | 22 |
| 图表 48: 2021-2024 年粤海天河城税前利润 | 22 |
| 图表 49: 2018-2024 年粤海置地收入 | 23 |
| 图表 50: 2018-2024 年粤海置地税前利润 | 23 |
| 图表 51: 2017-2024 年粤海投资自由现金流情况 | 23 |
| 图表 52: 2004-2027E 年公司每股股利与股利支付率情况 | 24 |
| 图表 53: 2004-2027E 年公司股息率情况 | 24 |
| 图表 54: 2024 年港股公用事业公司股利支付率 | 24 |



| | |
|--|----|
| 图表 55: 2024 年港股公用事业公司股息率..... | 24 |
| 图表 56: 2017-2024 年粤海投资营业收入 (分业务) | 25 |
| 图表 57: 2017-2024 年粤海投资营业收入占比 (分业务) | 25 |
| 图表 58: 2017-2024 年粤海投资各分部业绩..... | 25 |
| 图表 59: 2017-2024 年粤海投资各分部业绩占比 | 25 |
| 图表 60: 2017-2024 年粤海投资利润率情况..... | 26 |
| 图表 61: 2017-2024 年粤海投资费用率情况 | 26 |
| 图表 62: 粤海投资收入和毛利率预测..... | 27 |
| 图表 63: 期间费用和归母净利预测 | 27 |
| 图表 64: 可比公司估值表..... | 28 |
| 图表 65: 粤海投资 PE-Bands | 28 |
| 图表 66: 粤海投资 PB-Bands | 28 |

投资要点

粤海投资为从事供水的投资控股公司，核心资产为东深供水项目，间接持有该项目 96.04% 股权。2025 年粤海投资成功剥离粤海置地、聚焦水务主业，业绩稳定性提升，公司业绩和估值均有望提升。

东深供水项目资产优质，为公司主要盈利来源

东深供水项目于 1965 年 3 月建成，60 年来已累计为香港供水 300 亿立方米，供水量占香港总用水量 80%。目前，公司持有东深项目自 2000 年起的 30 年特许经营权。2024 年，东深项目收入 63.60 亿港元，占公司总营业收入 34%，税前利润 40.20 亿港元，占公司总税前利润 62%，为公司主要盈利来源。

自由现金流转正，65%高分红比例有望维持

公司自 2023 年开始经营性现金流净额转正并达到 107.11 亿港元，2024 年为 110.86 亿港元，同比增长 3.5%。同时，公司资本支出逐年下滑，自 2021 年达到 156.20 亿港元的高点后，随着公司新增项目投资放缓，公司资本开支逐年下滑，2023、2024 年公司资本开支分别为 76.96、18.57 亿港元，同比减少 22.27%、75.9%。自 2023 年起公司自由现金流转正，2023-2024 年公司自由现金流为 30.15、92.29 亿港元，公司分红比例维持 65%，我们预计公司自由现金流维持稳定，高分红有望得到保障。

剥离粤海置地聚焦主业，业绩稳健增长或提升估值水平

2018-2021 年，粤海置地营收与税前利润经历高速增长长期，达到 50% 以上增速，2021 年营收 60.06 亿港元、税前利润 19.15 亿港元。由于销售物业收入大幅下滑，2022 年营收同比下降 77.06%，税前利润同期转盈为亏。2022-2024 年，尽管粤海置地营收有所回暖，并在 2024 年达到新高，但 2024 年仍亏损 1.14 亿港元。剥离粤海置地相关业务后，公司将不再受粤海置地高波动影响，聚焦更稳定的水资源主业，公司估值有望提升。

我们与市场观点不同之处

市场担忧东深供水项目特许经营权续约、水价和交易对价的不确定性，我们认为：1) 续约：从东深项目历史重要性和数次资产重组方案分析，粤海投资为广东省国资经营东深项目的重要平台，续约可见性较强。2) 水价：面对成本上涨，香港水务署思路为审慎研究调整水费方案，原则为“用者自付”、“收回成本”；从香港供水成本拆分看，东江水比例由 FY2020 43% 降至 FY2024 41%，相比之下，运作及行政开支、折旧带来的成本增速更高。因此我们认为东江水项目将保持合理价格水平。3) 对价：乐观/中性/悲观假设下，东深项目 DCF 估值约 450~620 亿港元，同时其他水资源、其他业务预期将贡献稳定利润和现金流，即使在交易对价悲观假设下，粤海投资仍具备投资价值。

股价复盘

2001-2019 年经营和业绩提升驱动长牛行情。2001-2019 年期间，粤海投资东深项目收入和利润稳健增加，其他水资源项目规模持续扩张，布局能源、道路等产业，公司整体收入、利润和现金流持续扩张，同时股利支付率、股息率逐步提升，除 2008 年受市场影响外，股价整体走出长牛行情，大部分时间内 PE 处于 10-20 倍，PB 处于 1.0-2.5 倍。

2020-2023 年股价承压，剥离粤海置地后迎来修复。2020 年开始，公司在建工程和资本开支规模大幅增加，现金流出金额扩大，粤海置地业绩承压，同时受到港股市场、恒生公用事业指数下行影响，粤海投资股价和估值持续下跌，2024 年 PE 跌至 10 倍以内，PB 约 0.5-0.8 倍。2024 年下半年开始，市场对于稳健的红利资产偏好加强，12 月公司宣告剥离粤海置地方案，股价和估值开始修复。

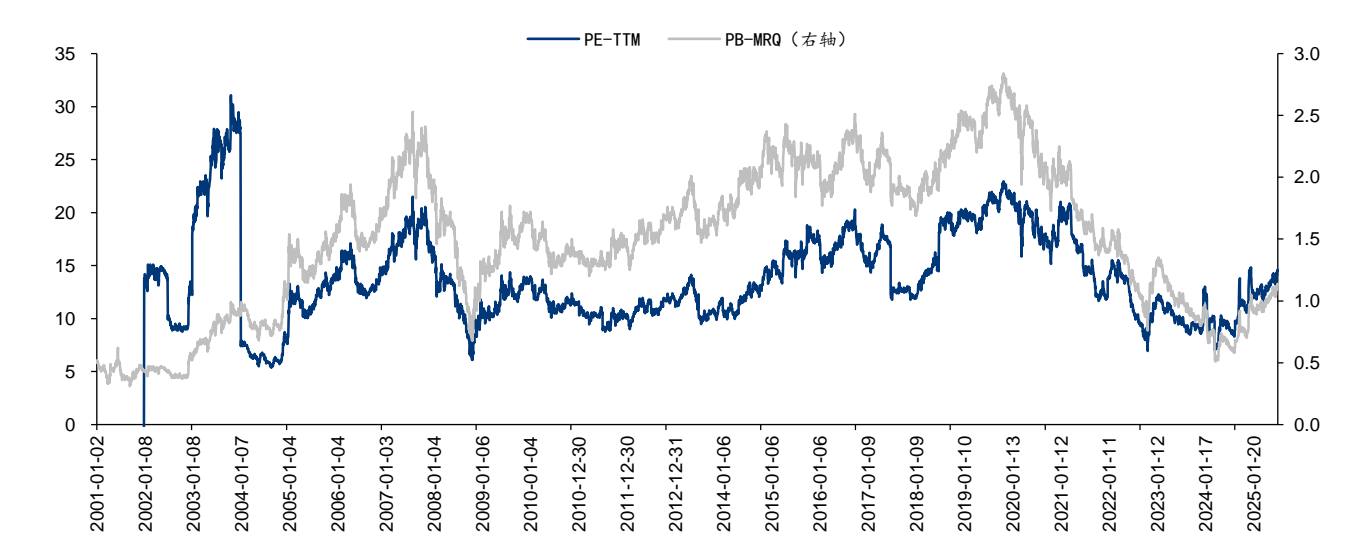


图表1: 粤海投资股价复盘 (前复权)



资料来源: iFinD, 华泰研究

图表2: 粤海投资市盈率和市净率

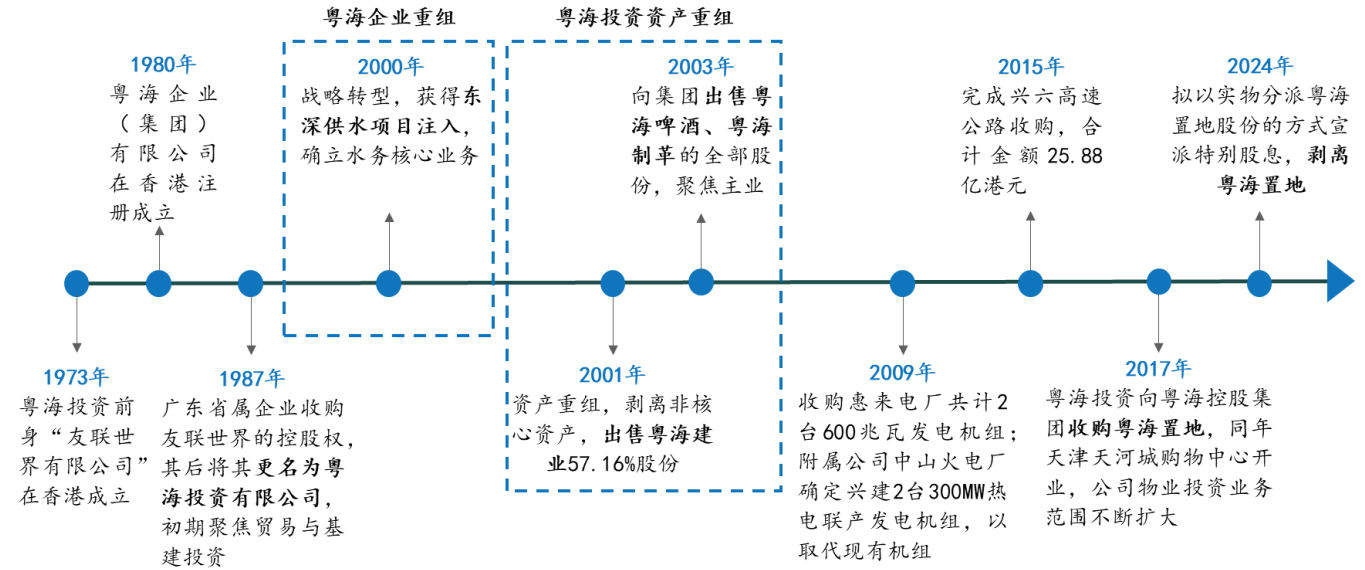


资料来源: iFinD, 华泰研究

资产重组奠定东深供水核心地位，剥离资产聚焦水务主业

资产重组注入东深供水项目，出售非核心资产。1973年，粤海投资前身“友联世界有限公司”在香港成立。广东国资于1987年1月收购友联世界的控股权，1988年7月将其更名为粤海投资有限公司。2000年，东深供水项目注入粤海投资，公司取得优质供水资产。公司于2001-2003年进行资产重组，剥离非核心资产，聚焦主业。2009年，公司收购惠来电厂共计2台600兆瓦发电机组，中山火电厂新机组兴建，能源业务不断扩充。2015年，公司完成收购兴六高速公路。2017年，公司收购粤海置地。2024年12月公告通过实物分派股息方式剥离粤海置地。

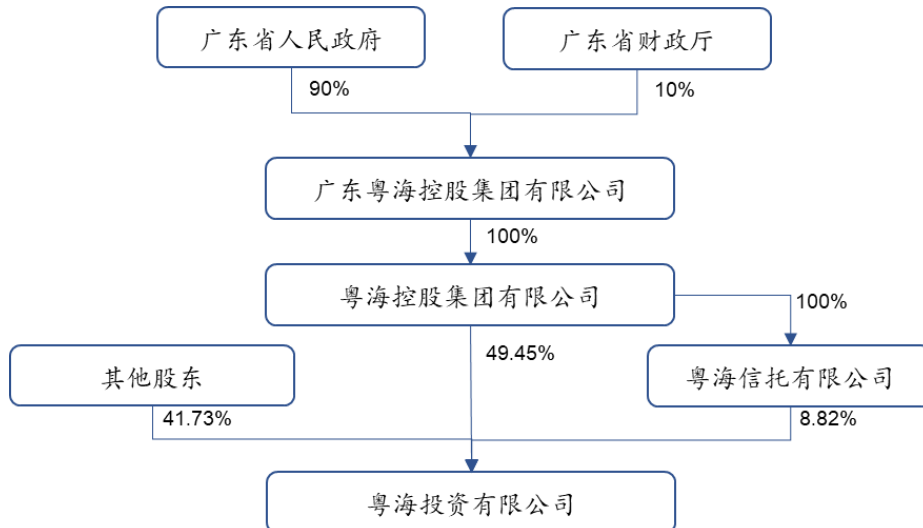
图表3：粤海投资发展沿革



资料来源：公司公告，华泰研究

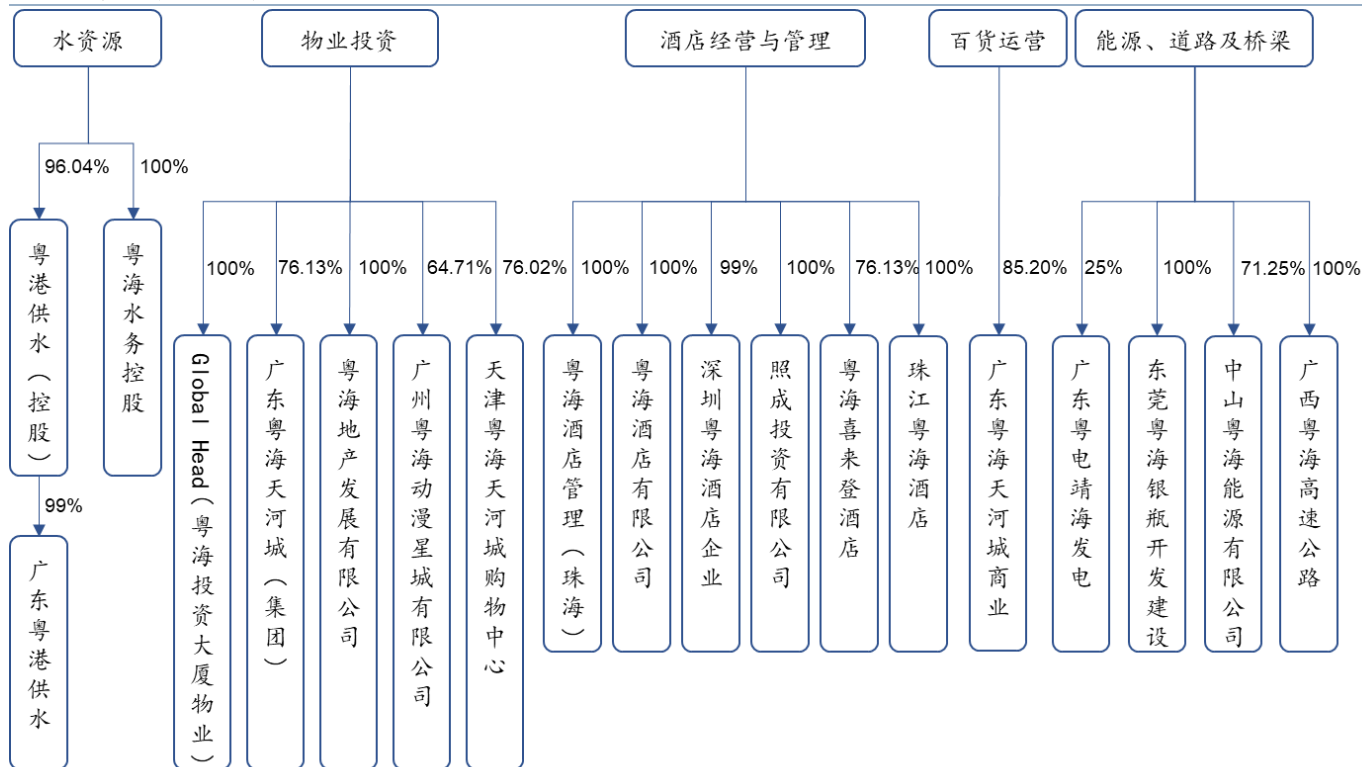
定位广东国资控股水务平台公司，粤海投资间接持有东深供水项目 95.08%的股权。2004年完成公司资产负债重组，重组后业务包括水资源、物业投资、酒店经营与管理、百货运营、能源道路及桥梁。广东国资通过粤海控股集团有限公司直接或间接持有粤海投资总计58.27%股权，为第一大股东。通过粤港供水（控股）和广东粤港供水持股，粤海投资间接持有东深供水项目 95.08%的股权。

图表4：粤海投资股权结构图（截至2024年）



资料来源：公司官网，iFinD，华泰研究

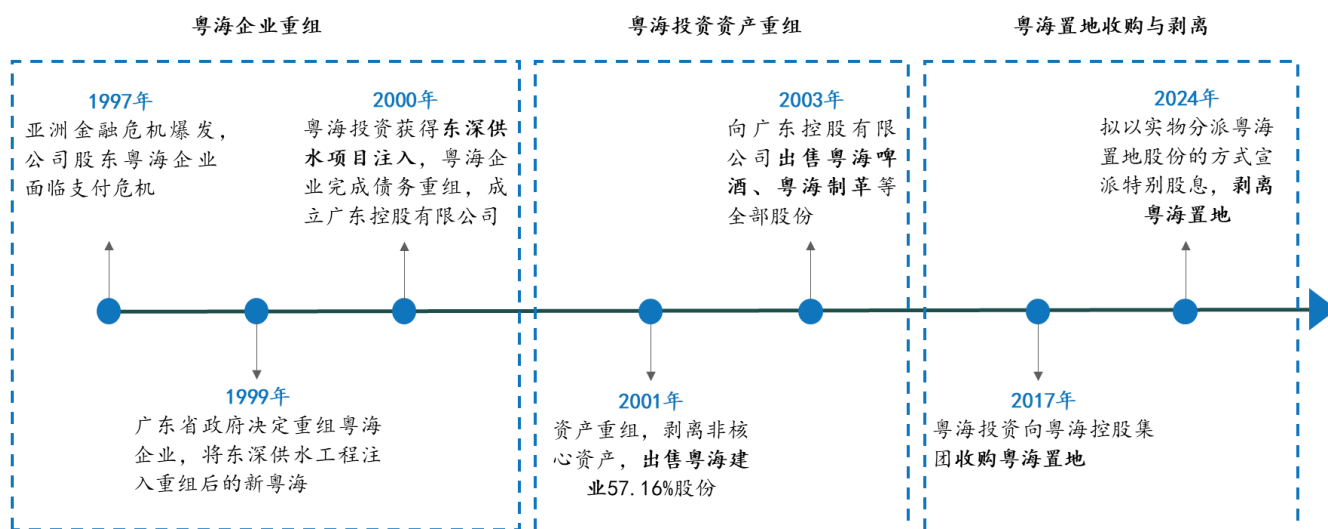
图表5：粤海投资主营业务板块



资料来源：公司公告，华泰研究

三次资产调整奠定当前格局。1997年亚洲金融危机后，粤海系资产历经三次重大变化。1) 粤海企业（粤海投资母公司）重组：东深供水项目注入粤海投资，同时提出粤海投资进行未来资产重组、剥离非核心业务。2) 粤海投资资产重组：2001-2003年，粤海投资逐步出售粤海建业、粤海啤酒、粤海制革等非核心业务股权，聚焦主业。3) 收购和剥离粤海置地：2017年，粤海投资收购粤海置地，增加房地产业务布局；2024年，由于粤海置地业绩波动大，公司宣发特别股息，剥离粤海置地。

图表6：粤海投资发展阶段



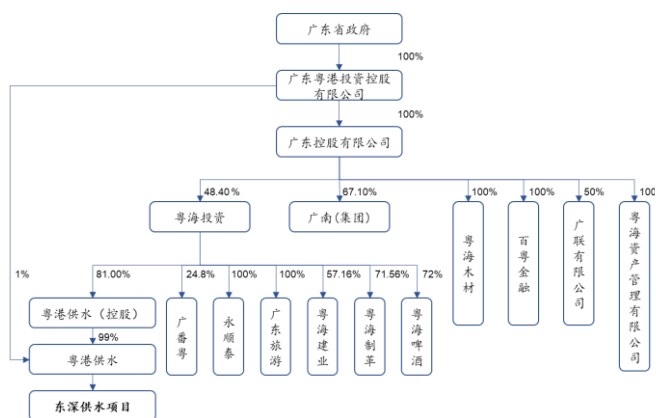
资料来源：《粤海重组实录》，公司公告，华泰研究

重组后粤海企业成立三家公司，分别包含营运、房地产、其他业务。广东省人民政府将粤海企业及南粤（集团）（作为粤海企业的一部分）的负债进行重组，粤海企业在开曼群岛注册成立三家公司，分别为持有粤海企业及南粤部分营运中业务的广联有限公司，持有粤海

企业及南粤香港房地产业务的香港物业有限公司，以及持有未转入广联有限公司及香港物业有限公司资产的粤海资产管理有限公司。

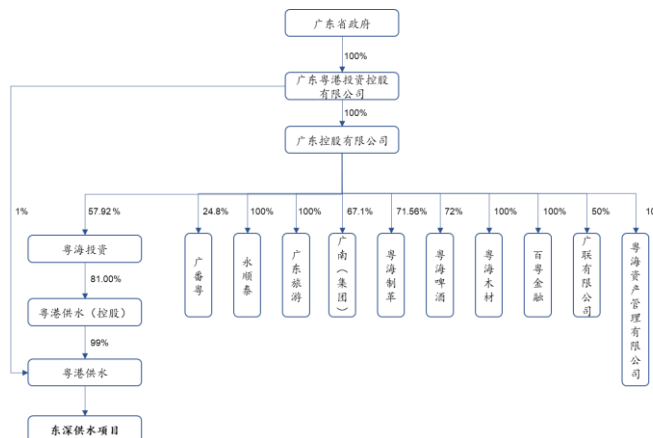
东深供水项目注入粤海投资，盘活粤海投资和粤海企业的融资能力。粤港供水（控股）将发行本金总值港币 140 亿票据，广东控股将把票据交换部份粤企集团的债务，粤港供水将发行本金美元 1 亿的票据予广东省政府。广东控股将转让 81% 即 8,100 股粤港供水（控股）股份，另再注入美元 2,000 万给粤海投资。广东省政府将促使转让其非直接控制的约 6 亿股粤海投资股份予粤海企业的债权人。

图表7：粤海企业重组完成后组织架构（截至 2000 年 12 月 22 日）



资料来源：《粤海重组实录》，公司公告，华泰研究

图表8：粤海投资业务重组后组织架构（截至 2003 年 2 月 26 日）



资料来源：《粤海重组实录》，公司公告，华泰研究

债权回收合计 28.30 亿美元，回收率 57.22%。在广东省政府与银行债权人、债券持有人的不断谈判与商议下，重组完成后，债权人获得的金融资产如下，原本参加重组价值 49.46 亿美元的债权最终达到 57.22% 的回收率，合计回收 28.30 亿美元。

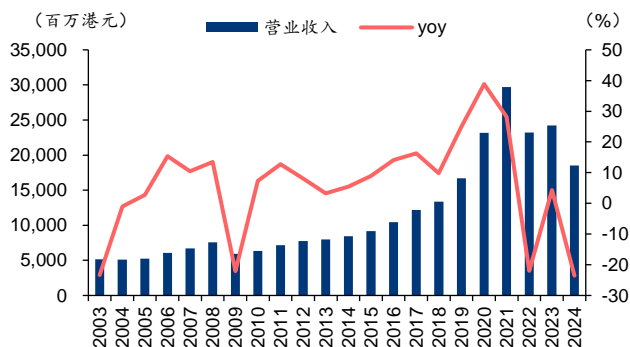
图表9：全体债权人回收资产

| 项目 | 最终重组结果 (亿美元) |
|-------------------------------------|---------------|
| • 粤海企业及南粤 | 23.60 |
| 粤海投资 4.985 亿股 | 0.87 |
| 广联有限公司 9.7 亿港元债券 | 1.25 |
| 广联有限公司 50% 普通股 | 0.43 |
| 香港物业有限公司 100% 普通股 | 2.38 |
| 粤港供水（控股）140 亿港元债券 | 14.50 |
| 粤港供水（控股）19% 普通股 | 1.39 |
| 粤海投资 1 亿股 | 0.18 |
| 粤海资产管理有限公司 2.6 亿美元债券 | 2.60 |
| • 广南 | 1.00 |
| 现金 7.75 亿港元 | 1.00 |
| • 与银行贷款担保的抵消 | 0.77 |
| • 1999 年 7 月至 2000 年 12 月的利息 | 2.93 |
| 合计 | 28.30 |
| 参加重组的债权 | 49.46 |
| 经济回收率 | 57.22% |

资料来源：《粤海重组实录》，公司公告，华泰研究

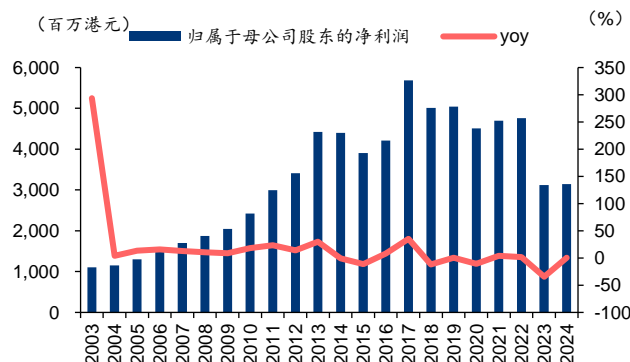
2024 年建设服务、水管安装收入下滑拖累收入，剥离粤海置地致净利润增加。2009-2021 年期间公司收入持续攀升，2021 年达到高点 297.15 亿港元。2024 年持续经营业务收入由 203.22 亿港元同比下降 8.9% 至 185.05 亿港元，主要系其他水资源收入减少所致，其中建设服务、水管安装分别下降 16.79、3.69 亿港元。2024 年公司净利润 31.48 亿港元（2023 年 28.14 亿港元），其中持续经营业务 46.41 亿港元（2023 年 47.67 亿港元），终止经营业务 -14.93 亿港元（2023 年 -19.54 亿港元）。2024 年公司归母净利润 31.42 亿港元，同比增长 0.64%。

图表10: 2003-2024 粤海投资营业收入及同比增速



注: 2003-2023 年为所有业务数据, 2024 年为持续经营业务数据
资料来源: 公司公告, iFinD, 华泰研究

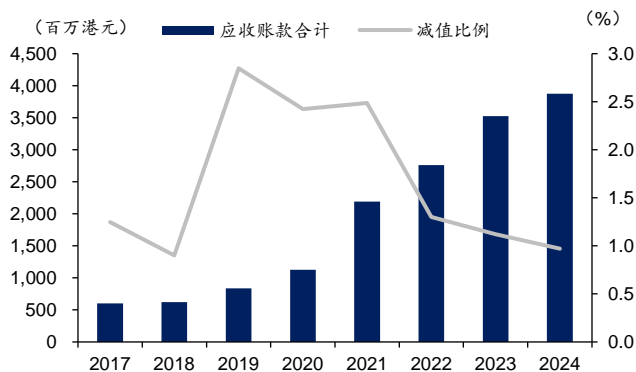
图表11: 2003-2024 粤海投资归母净利润及同比增速



资料来源: 公司公告, iFinD, 华泰研究

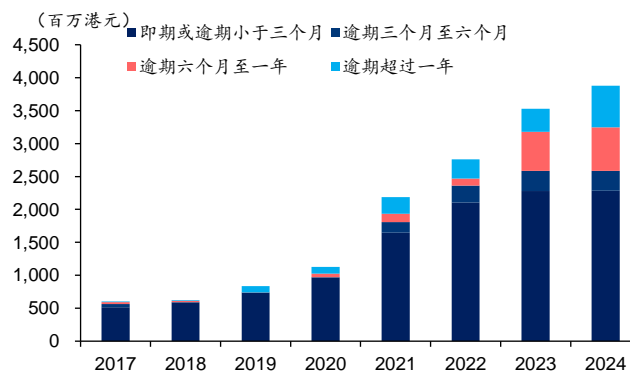
账龄结构相对合理, 亏损拨备影响有限。2017-2024 年, 公司应收账款由 6.04 亿港元增长至 38.76 亿港元, 但主要以一年以内账龄为主, 2024 年公司应收账款中一年以内账龄占比 84%, 账龄结构相对合理。2017-2024 年亏损拨备比例占应收账款总额比例均不超过 3%, 2024 年同比下降 0.15 个百分点至 0.97%, 对公司应收账款影响较小。

图表12: 2017-2024 年粤海投资应收账款情况



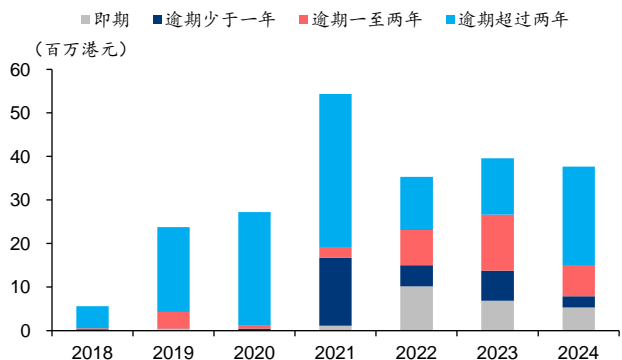
注: 减值比例为亏损拨备占应收账款合计比例
资料来源: 公司公告, iFinD, 华泰研究

图表13: 2017-2024 年粤海投资应收账款账龄结构



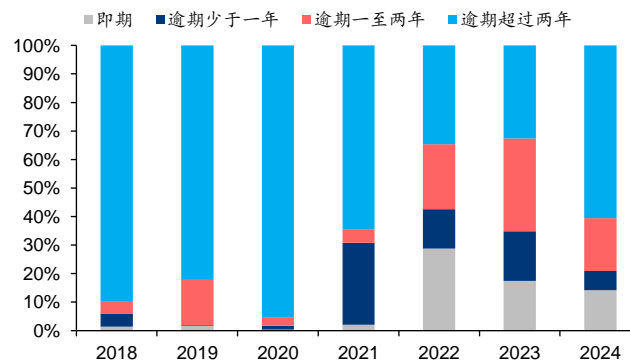
资料来源: 公司公告, iFinD, 华泰研究

图表14: 2017-2024 年粤海投资亏损拨备情况



资料来源: 公司公告, iFinD, 华泰研究

图表15: 2017-2024 年粤海投资亏损拨备占比

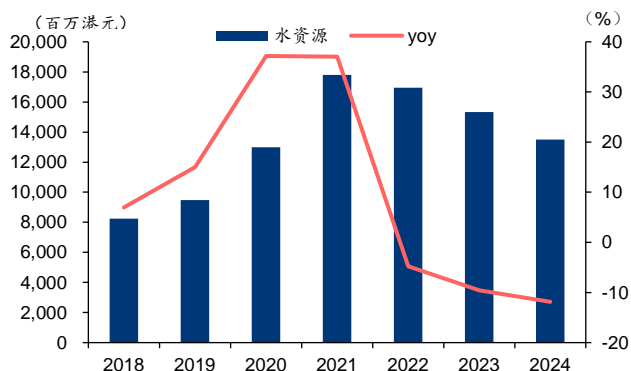


资料来源: 公司公告, iFinD, 华泰研究

东深供水为稀缺核心资产，自由现金流改善保障分红能力

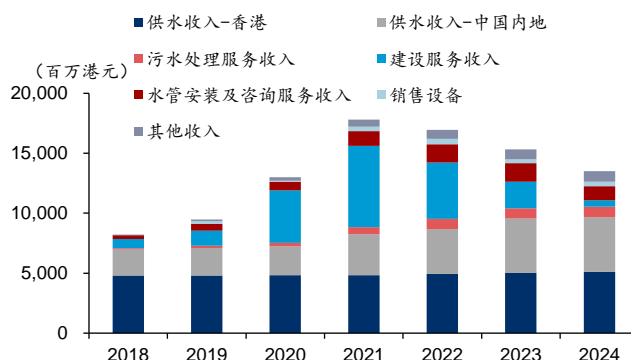
建设服务收入大幅下降，供水业务稳定增长。公司水资源业务收入于 2021 年见顶，达到 178.06 亿港元，2022-2024 年处于下滑通道，主要系建设服务收入大幅下降所致。分业务类型看，2018-2024 年公司供水收入持续增长，2024 年对中国内地与对香港供水合计收入 96.75 亿港元，同比增长 1.32%。建设服务收入由 2021 年 67.90 亿港元降至 2024 年 5.21 亿港元，主要系在建项目规模大幅下降所致。

图表 16: 2018-2024 年水资源业务收入



资料来源: 公司公告, 华泰研究

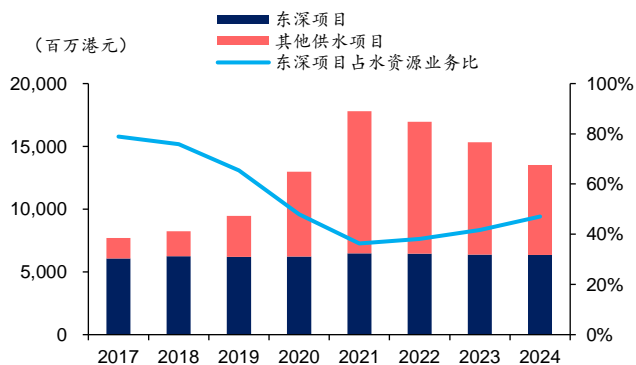
图表 17: 2018-2024 年水资源业务收入结构



资料来源: 公司公告, 华泰研究

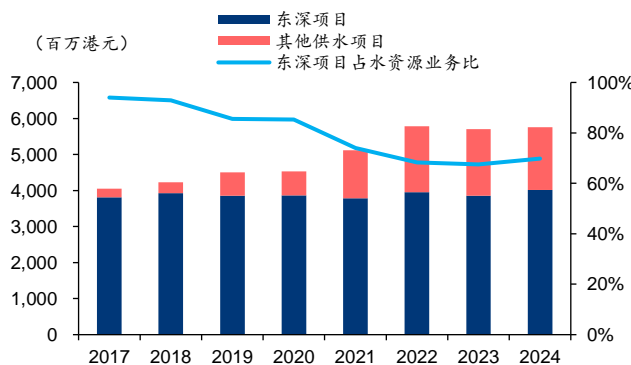
水资源业务核心资产为东深项目，2024 年税前利润占比 70%。2017-2024 年间，东深项目收入由 60.73 亿港元增至 63.60 亿港元，由于其他水资源项目收入增长，东深项目收入占比有所下降，2024 年为 47%。2017-2024 年间，东深项目税前利润由 38.10 亿港元增至 40.20 亿港元，2024 年占比为 70%，为公司核心盈利项目。

图表 18: 2017-2024 年水资源业务收入分析



资料来源: 公司公告, iFinD, 华泰研究

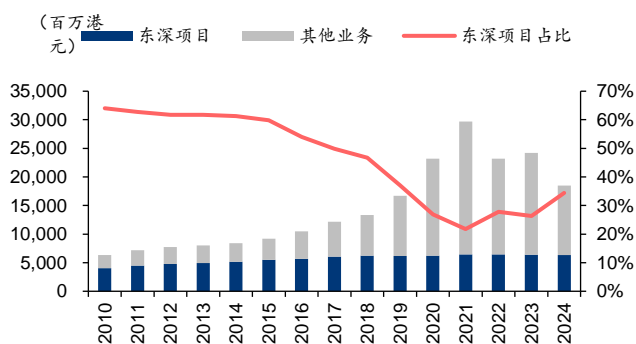
图表 19: 2017-2024 年水资源业务税前利润分析



资料来源: 公司公告, iFinD, 华泰研究

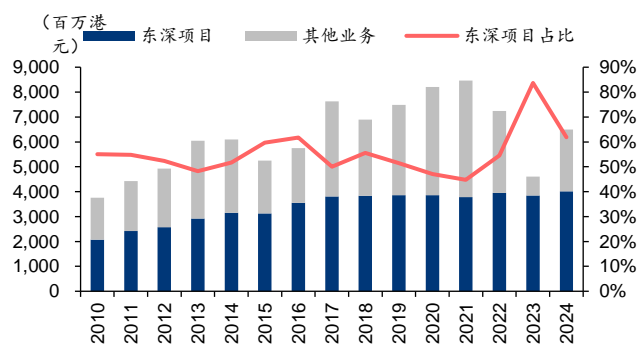
2024 年东深项目占公司收入、税前利润占比达 34%、62%。2010-2015 年东深项目收入占公司收入比例达 60% 以上，此后由于其他水资源业务中的建设收入、物业投资收入增长较快，收入占比下降，2019-2024 年处于 22-37%。由于东深项目盈利能力较强，2010-2024 年大部分年份税前利润占比为 45-62%，2023 年占比 84%，主要系物业投资和百货运营亏损所致。

图表20: 2010-2024 年东深项目收入占比



资料来源: 公司公告, iFinD, 华泰研究

图表21: 2010-2024 年东深项目税前利润占比



资料来源: 公司公告, iFinD, 华泰研究

东深供水: 量价稳定提升, DCF 估值约 450~620 亿港元

对港供水生命线, 东深供水占香港淡水总用量近八成

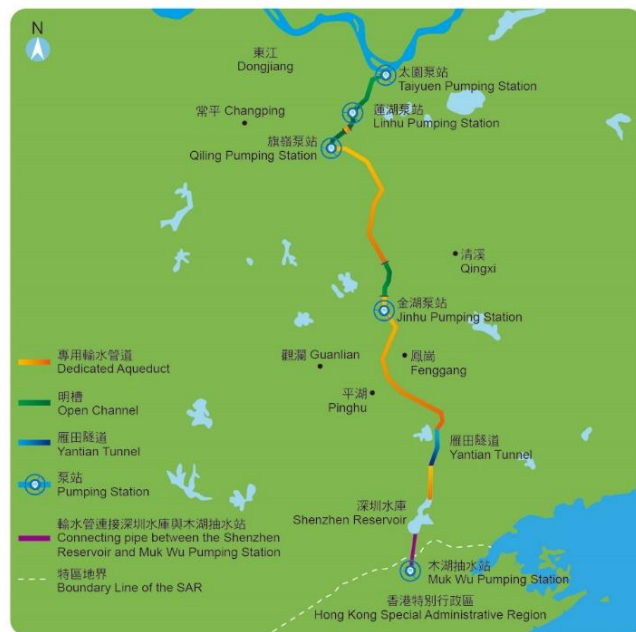
1965 年开始供水, 累计对香港供水达 300 亿立方米。东深供水工程, 即东江—深圳供水工程, 途经东莞、深圳两地, 北起东莞桥头镇, 南至深圳水库, 主线绵延 68 公里, 担负着香港、深圳以及工程沿线东莞 8 个镇三地 2400 多万居民生活、生产用水重任。1963 年底, 周恩来总理亲自批示, 中央财政拨款 3800 万元, 建设东江—深圳供水工程, 引东江之水缓解香港用水困难。1965 年 3 月 1 日, 东江—深圳供水工程正式向香港供水。60 年来, 东深供水工程累计供水达 671 亿立方米, 其中对香港供水达 300 亿立方米, 占香港淡水总用量近八成。

图表22: 东深供水项目区位图



资料来源: 香港水务署, 华泰研究

图表23: 东深供水项目供水路线和泵站示意图



资料来源: 香港水务署, 华泰研究

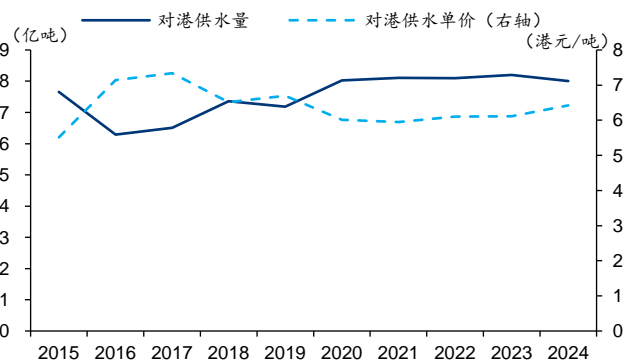
图表24：东深供水工程供水路线和高程图



资料来源：香港水务署，华泰研究

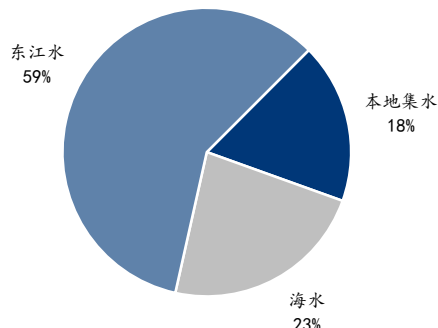
2024 年东深供水项目对港供水量 8 亿吨，供水单价 6.42 港元/吨。香港自 1965 年开始引入东江水，自 1982 年起得以享受 24 小时不间断供水。东江水供水第一份协议于 1960 年签订，现行协议 30 年特许经营权由 2000 年开始，以统包原则，订定每年供水量上限，目前东深供水项目的每年可供水量为 24.23 亿吨。2024 年东深项目对港供水量 8 亿吨，供水单价 6.42 港元/吨。

图表25：2015-2024 年东深项目对港供水量及单价



资料来源：公司公告，香港水务署，华泰研究

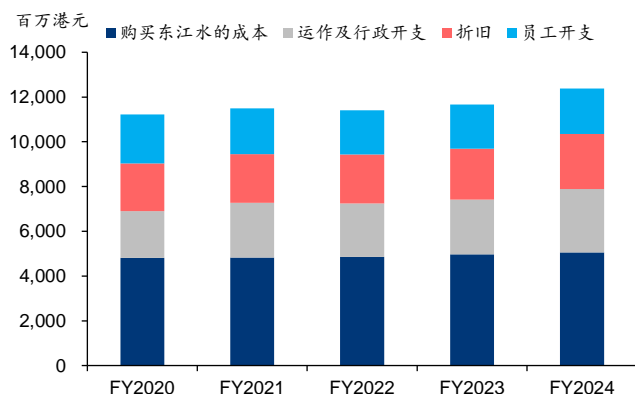
图表26：2023 年香港用水来源结构



注：不含 2023 年 12 月 22 日开始运营的海水淡化用水来源
资料来源：公司公告，香港水务署，华泰研究

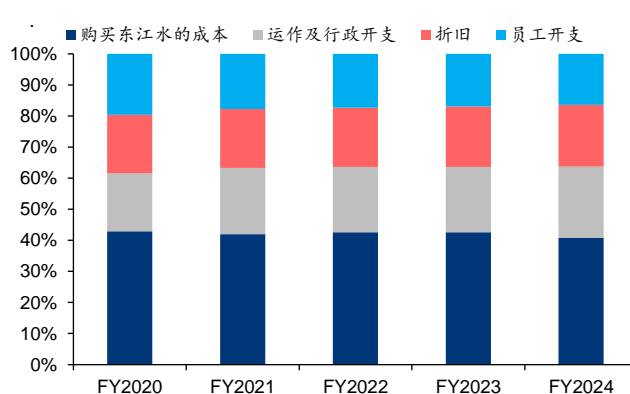
FY2024 东江水成本占香港水务署开支比例 41%，占比小幅下降。根据香港水务署年报，FY2020-FY2024 其开支总额由 112 亿港元增长至 124 亿港元，增幅 10%，其中购买东江水的成本由 48.11 亿港元增长至 50.49 亿港元，增幅 5%，低于整体增速，东江水成本占比由 FY2020 43%降至 FY2024 41%，主要原因系运作及行政开支、折旧增速较高。

图表27: FY2020-FY2024 香港水务署开支构成金额



注: 香港水务署年报财政年度截止日期为3月31日
资料来源: 香港水务署, 华泰研究

图表28: FY2020-FY2024 香港水务署开支构成百分比



注: 香港水务署年报财政年度截止日期为3月31日
资料来源: 香港水务署, 华泰研究

香港水价远低于供水成本, FY2024 净生产成本、总生产成本达 12.90、18.10 港元/吨。香港食水水价根据用途区分, 住宅(不含冲厕)水价分为四级, 第一级免费, 第二、三、四级水价分别为 4.16、6.45、9.05 港元/吨; 商业、建筑水价分别为 4.58、7.11 港元/吨。FY2024 香港供水净生产成本、总生产成本分别为 12.90、18.10 港元/吨, 远高于第二、三级水价, 主要系水价自 1995 年起未曾调整所致。2024-2025 年以来, 香港水务署开始审慎研究调整水费方案, 原则为“用者自付”、“收回成本”。

图表29: 香港用户水价构成 (单位: 港元/吨)

| 分类 | 价格 |
|-----------|---|
| 食水 | |
| 住宅 (不含冲厕) | 12吨以内免费, 12~43吨4.16, 43~62吨6.45, 62吨以上9.05 |
| 商业 | 4.58 |
| 建筑 | 7.11 |
| 航运 | 本地船只航运用途4.58; 非本地船只航运用途10.93, 非本地船只其他用途4.58 |
| 冲厕 | 30吨以内免费, 超出部分4.58 |
| 海水冲厕 | 免费 |

注: 水费以四个月为期计算
资料来源: 香港水务署, 华泰研究

图表30: 香港供水吨成本拆分 (单位: 港元/吨)

| | FY2022 | FY2023 | FY2024 |
|-------|--------|--------|--------|
| 总生产成本 | 17.70 | 16.80 | 18.10 |
| 净生产成本 | 12.70 | 11.40 | 12.90 |
| 目标回报额 | 2.80 | 1.40 | 1.50 |
| 目标回报率 | 2.6% | 1.5% | 1.5% |
| 其他成本 | 9.90 | 10.00 | 11.40 |
| 差餉补贴 | 5.00 | 5.40 | 5.20 |

注: 目标回报额按固定资产平均净值计算, 固定资产平均净值是指总固定资产价值减去累积折旧在期初及期末两项数值的简单平均数
资料来源: 香港水务署, 华泰研究

采用「统包扣减」定价机制, 供港收入占比约 80%

1960 年首次签订协议, 供水水价主要经历两大阶段。自 1960 年起, 香港与广东省签订了多份供水协议, 其中包括自 1965 年起从广东省输入东江水, 解决水资源不足的问题。现时, 东江水已成为香港主要的供水来源, 提供约 70%-80%的供水量。而供水水价主要经历两大阶段, 自 1960 年至 2005 年间的固定供水期和 2006 年起的弹性供水期。



签订长期供水协议，对港供水量逐步增长。早在 1960 年香港政府已意识到单靠储存雨水，并不能满足急剧增长的食水需求，遂与广东省当局签订协定，每年从深圳水库输入 2270 万立方米原水。1962 年底，香港出现自 1884 年开始有雨量记录以来最严重的干旱，令当时只依靠雨水作为主要水源的香港面临一场考验，为此政府由 1963 年 5 月 2 日起开始供水管制。1963 年下半年，香港政府和广东省当局达成共识，兴建东深供水系统，从东江引水经深圳到香港，有关计划在 1963 年年底，经国务院总理周恩来亲自批准，中央人民政府拨款兴建。1964 年 4 月 22 日，粤港双方正式签订《关于从东江取水供给香港、九龙的协议》，规定从 1965 年 3 月 1 日起开始每年供给香港原水 6820 万立方米。此后，香港与广东省当局签订了多份供水协议，协议内容包括逐步增加每年输港的供水量，以及改善供水基建。在 1989 年，香港与广东省当局签订长期供水协议，为香港提供足够下个世纪初所需的食水，最终供水量达至每年 11 亿立方米。

图表31：1960-2005 年输港东江水固定供水期水价协议

| 协议 | 议定每年供水量 | 水价机制 | 其他条款 |
|---|--|--|--|
| 1960 年首份协议 | 2270 万立方米 | 每立方米 0.022 元人民币 | |
| 1964 年第二份协议 | 6820 万立方米 | 每立方米 0.1 元人民币 | |
| 1972 年增订协议 | 8400 万立方米 | | |
| 1976 年增订协议 | 1 亿 900 万立方米 | | 香港拨款 800 万港元兴建深圳第二条输水管 |
| 1978 年第三份协议 (供水期: 1979 年至 1982 年) | 1979 年供水 1 亿 4500 万立方米, 逐步增加至 1982 年 1 亿 8200 万立方米 | 每立方米 0.15 元人民币 | |
| 1980 年附加协议(供水期: 1983 年至 1995 年) | 1983 年供水 2 亿 2000 万立方米, 每年增加 3000 万立方米至 3500 万立方米, 增至 1995 年的 6 亿 2000 万立方米。 | 每立方米 0.15 元人民币 | |
| 1981 年书信往来 | | 每立方米 0.25 元人民币 | |
| 1981 年及 1982 年两次修订附加协议(供水期: 1982 年至 1995 年) | 修订之前的协议, 将 1982 年的供水量修订为 2 亿 2000 万立方米, 之后逐年递增至 1995 年的 6 亿 2000 万立方米。 | | |
| 1985 年书信往来 | | 每立方米 0.33 元人民币 | |
| 1987 年书信往来 | | 每立方米 1.03 元人民币 | |
| 1987 年第四份协议(供水期: 1989 年至 1995 年) | 修订之前的协议, 订明由 1989 年起, 逐年递增供水至 1995 年的 6 亿 6000 万立方米。 | 订明 1988 年起 3 年的单位水价 | |
| 1989 年第五份协议(供水期: 1989 年至 2008 年) | "修订之前的协议, 将 1995 年的供水量修订为 6 亿 9000 万立方米, 每年增加 3000 万立方米, 增至 2000 年的 8 亿 4000 万立方米。 | 订明 1991 年起 3 年的单位水价, 随后的单位水价待议。临时增加的供水所收取的费用, 如须高于当时的价格, 额外收费不应超越当时供水价格的 10%。" | 香港预缴一笔为数 15 亿 8,000 万港元的水费, 以协助广东省进行东深供水系统的扩建工程。 |

资料来源: 香港立法会秘书处, 华泰研究

自 2006 年起, 东江水供港协议采用"统包总额"方式。香港水务署会参照水塘贮水量和降雨量, 按月弹性调节输港东江水的实际数量, 以达到更妥善控制水塘的贮水量, 以及尽量减少水塘溢流的情况。举例而言, 香港水塘储水充足时, 便会减少输入东江水; 若遇上干旱的情况, 则会多输入东江水。但在"统包总额"方式下, 香港仍须向广东省每年支付固定水价总额, 以获得每年供水量可达至协议所订的上限保证, 从而确保得到可靠的东江水供应。



图表32：2006年起至今输港东江水固定供水期水价协议

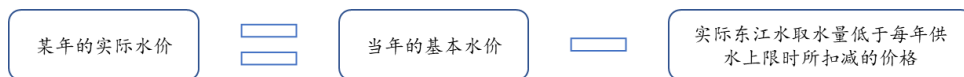
| 协议 | 议定每年供水量 | 水价机制 | 其他条款 |
|----------------------------|---|---|-----------------------|
| 2006年供水协议(供水期:2006年至2008年) | 采用“统包总额”方式弹性供水, 供水量上限则定为8亿2000万立方米。供水协议亦保留每年最终供水量11亿立方米的条文。 | 期间的固定水价总额为每年24亿9,480万港元。 | 供水需符合内地在2002年颁布的水质标准。 |
| 2008年供水协议(供水期:2009年至2011年) | 同上。 | 期间的固定水价总额分别为29亿5,900万港元, 31亿4,600万港元及33亿4,400万港元。2009年的增幅为18.61%, 2010年及2011年的按年增幅分别为6.32%及6.29%。 | 同上。 |
| 2011年供水协议(供水期:2012年至2014年) | 同上。 | 期间的固定水价总额分别为35亿3,870万港元, 37亿4,330万港元及39亿5,934万港元。期间按年增幅分别为5.82%, 5.78%及5.77%。 | 同上。 |
| 2015年供水协议(供水期:2015年至2017年) | 同上。 | 期间的固定水价总额分别为42亿2,279万港元, 44亿9,152万港元及47亿7,829万港元。期间按年增幅分别为6.65%, 6.36%及6.38%。 | 同上。 |
| 2017年供水协议(供水期:2018年至2020年) | 同上。 | 2018至2020年的每年固定总额水价分别为港币47亿9,259万元、港币48亿700万元及港币48亿2,141万元。 | |
| 2020年供水协议(供水期:2021年至2023年) | 采用「统包扣减」方式弹性供水。年供水量上限8亿2,000万立方米维持不变。维持每年11亿立方米为东江水最终供水量, 以应对不可预见的情况。 | 2021至2023年的每年基本水价分别为港币48亿8,553万元、港币49亿5,051万元及港币50亿1,635万元。采用水价扣减新机制, 按实际东江水取水量而扣减水价(2021至2023年的最低每年东江水取水量为6亿1,500万立方米)。就未取用的水量分别在2021年、2022年及2023年提供每立方米0.3港元、0.304港元及0.308港元的年度折扣, 相关金额会从每年水价中扣减。 | |
| 2023年供水协议(供水期:2024年至2026年) | 同上。 | 2024至2026年的每年基本水价分别为港币51亿3,624万元、港币52亿5,900万元及港币53亿8,469万元。采用水价扣减新机制, 按实际东江水取水量而扣减水价(2024至2026年的最低每年东江水取水量为6亿1,500万立方米)。就未取用的水量分别在2024年、2025年及2026年提供每立方米0.315港元、0.323港元及0.331港元的年度折扣, 相关金额会从每年水价中扣减。 | |

注: (1)为确保持即使在百年一遇的极端干旱情况下, 也会有可靠和灵活的东江水供应, 水务署估计供水量上限须定为8亿2000万立方米。
 (2)广东省当局维持输港东江水原水水质达至最新的国家标准, 即《地表水环境质量标准》(GB3838-2002)的Ⅱ类水标准(适用于集中式生活饮用水地表水源地一级保护区)。
 (3)供水价格参照营运成本、人民币兑港元汇率, 以及粤港两地有关的物价指数的变化作调整。
 (4)粤港两地在过往3年的每年平均通胀率约为3%, 再加上人民币兑港元在期间的升值, 故此双方同意把2008年的固定水价总额上调18.61%, 作为2009年的水价, 以反映2006年至2008年间通胀及汇率的累积变化。
 资料来源: 香港立法会秘书处, 华泰研究

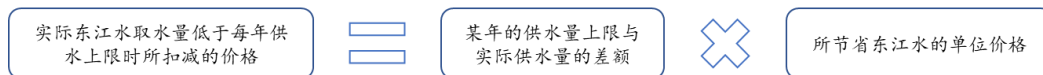
现行协议沿用「统包扣减」方式, 根据水量差额和扣减单位水价计算扣减金额。2020年12月, 粤港双方签署的《关于从东江取水供给香港的协议》再次调整收费模式, 在“统包总额”基础上, 增加“扣减机制”, 扣减水费金额根据节省的水量乘以扣减单位水价计算得出, 并从每年基本水价中扣除。在供水量方面, 现行协议继续沿用统包的原则, 香港可按照供水协议获得足够的东江水至每年供水量上限。现行协议由2024年生效至2026年, 以6.15亿立方米为东江水最低每年取水量。在涵盖2021-2023年的协议、现行协议与2021年以后九年内的所有后续协议, 规定2021-2030年年均东江水取水量不少于7亿立方米。

图表33: 统包扣减机制

根据「统包扣减」方式, 实际每年水价可用以下公式表达:



扣减价格的计算如下:



资料来源: 香港水务署, 华泰研究

2023 年议订现行东江水供水协议 (即 2024 年至 2026 年) 时, 考虑到 2020 年至 2022 年期间, 人民币兑港币汇率的平均按年变动约为 +0.83%, 而同期粤港两地有关物价指数的平均按年变动则约为 +1.56%, 消费物价指数和人民币 / 港元汇率的实际合并变动率为 2.40%。经过多轮磋商, 粤方同意每年供水量上限为 8.2 亿立方米, 每年基本水价及所节省东江水的单位价格表列如下:

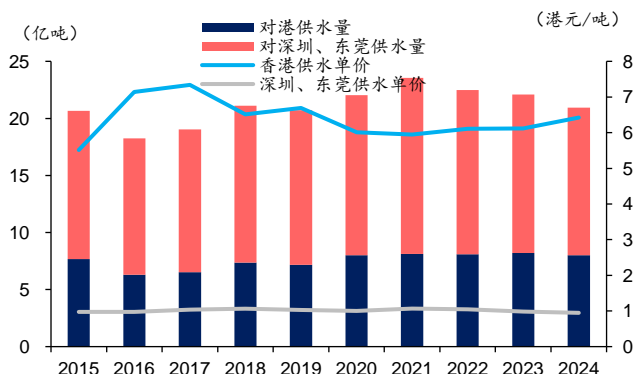
图表34: 2024-2026 年输港东江水基本水价与节省东江水的单位价格

| 年份 | 每年基本水价(百万元) | 同比变动 | 单位水价 (元/立方米) | 所节省东江水的单位价格(港元/立方米) |
|------|-------------|-------|--------------|---------------------|
| 2024 | 5,136.24 | 2.39% | 6.26 | 0.315 |
| 2025 | 5,259.00 | 2.39% | 6.41 | 0.323 |
| 2026 | 5,384.69 | 2.39% | 6.57 | 0.331 |

资料来源: 香港水务署, 华泰研究

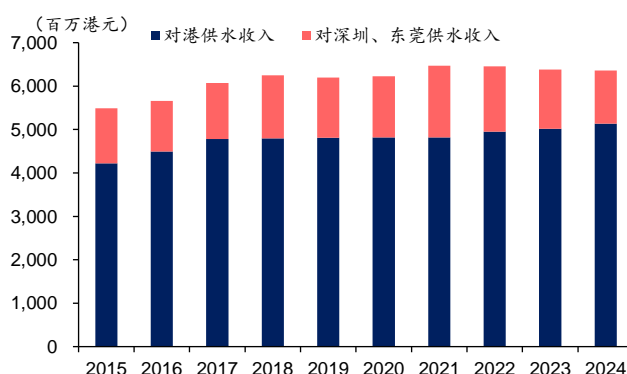
供深圳、东莞水收入占比约 20%, 收入主要来自供港水。东深供水工程目前供应深圳用水 50% 以上、东莞沿线 8 镇用水 80% 左右, 为深莞的经济腾飞做出重要贡献。实际在东深项目运营中, 所供深圳、东莞水量常年占东深项目总体约 65%, 同时所供深圳、东莞水收入常年仅占 20% 左右。

图表35: 2015-2024 年东深项目对港、对深圳与东莞供水量



资料来源: 公司公告, 香港水务署, 华泰研究

图表36: 2015-2024 年东深项目对港、对深圳与东莞供水收入



资料来源: 公司公告, 香港水务署, 华泰研究

东深供水项目 DCF 估值约 450~620 亿港元

关键假设：1) 特许经营权：现行东江水供水协议特许经营权为 2000-2030 年，假设 2030 年开始每个周期为 30 年，项目续约至 2120 年，乐观/中性/悲观情景下，假设续约对价分别为前一周期末该项目对港水收入的 8/10/12 倍；2) 运营：2006-2024 年的东深供水项目水量与水价复合增速 0.62%、3.00%，假设预测期水量和水价增速维持 0.62%、3.00%，假设运营成本、管理费用、销售费用和收入占比持平，所得税率与 2024 年持平（28.53%）；3) 资金成本：假设贷款年限为 20 年，贷款利率与 2024 年持平（3.74%），贴现率为 7.00%。

测算结果：在乐观/中性/悲观假设下，东深项目 2030-2060、2060-2090、2090-2120 供水周期特许经营权对价分别为 506/636/764、1487/1859/2230、4343/5428/6514 亿港元；供水周期内项目收入为 230、672、1673 亿港元，净利润为 103/100/97、301/292/284、880/854/828 亿港元；折现至 2025 年 6 月 30 日净现值为 285/227/169、109/87/65、42/33/25 亿港元，合计 624/536/447 亿港元。

图表37：东深项目 30 年特许经营权对价测算表

| 特许经营权到期年份单位 | | 2030 | 2060 | 2090 | 2120 | 合计 |
|-------------|-----|-------|-------|-------|-------|------|
| 中性假设 | | | | | | |
| 特许经营权对价 | 亿港元 | 240 | 636 | 1859 | 5428 | |
| 折现价值 | 亿港元 | 189 | 227 | 87 | 33 | 536 |
| 折现至期初价值 | 亿港元 | 214 | 308 | 898 | 2624 | |
| 全投资 IRR | | 9.3% | 9.3% | 9.3% | 9.3% | |
| 资本金 IRR | | 15.6% | 15.9% | 15.9% | 15.9% | |
| 收入 | 亿港元 | 79 | 230 | 672 | 1963 | |
| 利润 | 亿港元 | 33 | 100 | 292 | 854 | |
| 悲观假设 | | | | | | |
| 特许经营权对价 | 亿港元 | 240 | 764 | 2230 | 6514 | |
| 折现价值 | 亿港元 | 189 | 169 | 65 | 25 | 447 |
| 折现至期初价值 | 亿港元 | 214 | 229 | 669 | 1954 | |
| 全投资 IRR | | 9.3% | 7.8% | 7.8% | 7.8% | |
| 资本金 IRR | | 15.6% | 12.6% | 12.6% | 12.6% | |
| 收入 | 亿港元 | 79 | 230 | 672 | 1963 | |
| 利润 | 亿港元 | 33 | 97 | 284 | 828 | |
| 乐观假设 | | | | | | |
| 特许经营权对价 | 亿港元 | 240 | 509 | 1487 | 4343 | |
| 折现价值 | 亿港元 | 189 | 285 | 109 | 42 | 624 |
| 折现至期初价值 | 亿港元 | 214 | 386 | 1128 | 3294 | |
| 全投资 IRR | | 9.3% | 11.4% | 11.4% | 11.4% | |
| 资本金 IRR | | 15.6% | 20.9% | 20.9% | 20.9% | |
| 收入 | 亿港元 | 79 | 230 | 672 | 1963 | |
| 利润 | 亿港元 | 33 | 103 | 301 | 880 | |
| 参数 | | | | | | |
| 水量复合增速 | | | | | | 0.6% |
| 水价复合增速 | | | | | | 3.0% |
| 收入复合增速 | | | | | | 3.6% |
| 利润复合增速 | | | | | | 3.6% |
| 贴现率 | | | | | | 7.0% |

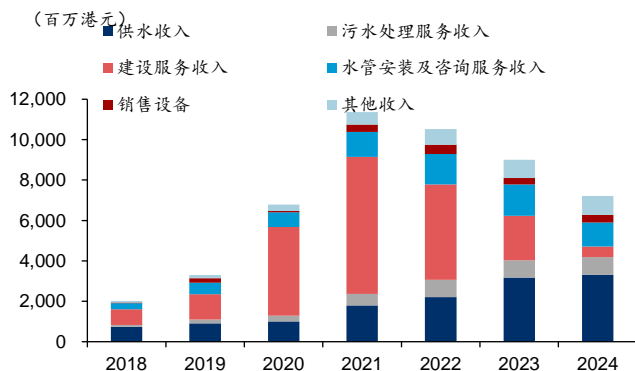
注：折现价值对应日期为 2025-06-30

资料来源：香港水务署，华泰研究

其他水资源：建造高峰已过，项目陆续投入运营

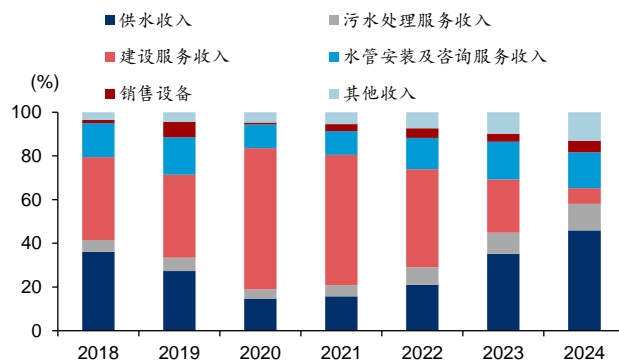
供水和污水收入持续增长，2024 年建设服务收入影响基本出清。2018-2024 年供水和污水收入持续增长，2024 年收入占比分别达到 45.93%、12.09%。2021-2024 年，建设服务收入和占比持续减少，收入占比由 2021 年 59.72% 下滑至 2024 年 7.21%，影响基本出清。

图表38: 其他水资源业务收入



资料来源: 公司公告, 华泰研究

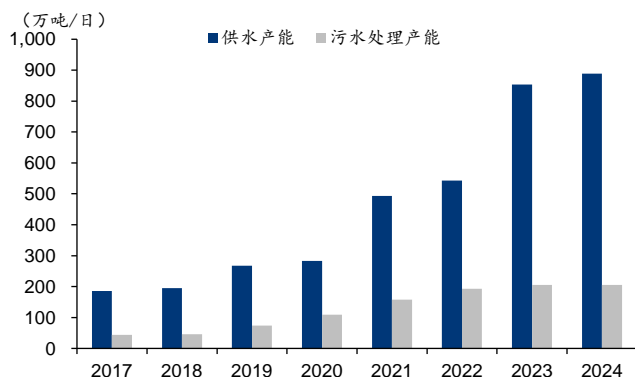
图表39: 其他水资源业务收入拆分



资料来源: 公司公告, 华泰研究

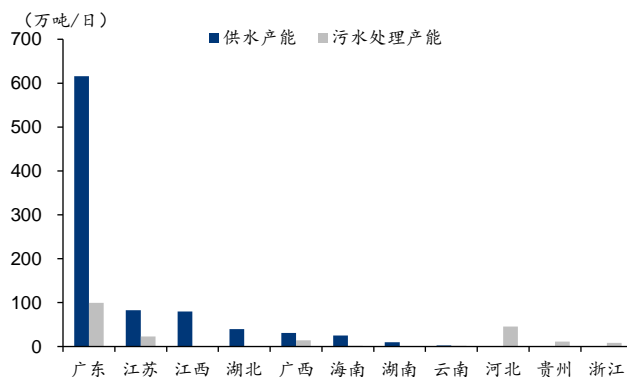
在运项目立足广东, 供水业务覆盖多省。公司控股在运供水与污水产能持续上升, 2024 年供水产能达到 888.68 万吨/日, 同比增长 4.10%, 控股污水处理产能达到 205.44 万吨/日。公司控股供水与污水处理产能主要分布于广东省, 2024 年公司控股广东供水产能达到 616.13 万吨/日, 占公司控股总供水产能 69.33%; 控股污水处理产能达到 99.62 万吨/日。占公司控股总污水处理产能 48.49%。同时, 公司业务覆盖广西、江苏、江西、海南等省份, 业务覆盖全国多省。

图表40: 2017-2024 年公司控股在运供水与污水处理产能



资料来源: 公司公告, 香港水务署, 华泰研究

图表41: 2017-2024 年公司控股在运供水与污水处理产能地区分布



资料来源: 公司公告, 香港水务署, 华泰研究

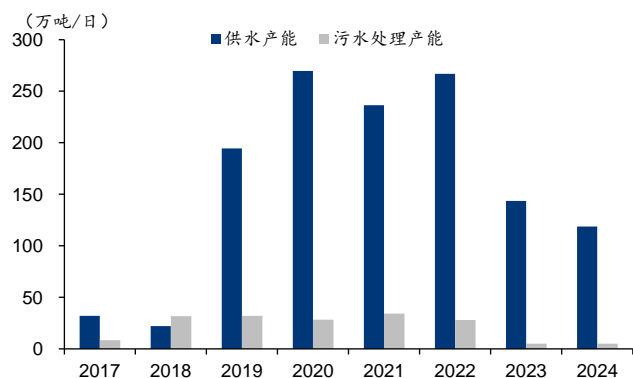
图表42：2024年公司控股其他水资源在运供水与污水处理项目（单位：吨/日）

| 本集团附属公司名称 | 省份 | 供水能力 | 污水处理能力 | 本集团附属公司名称 | 省份 | 供水能力 | 污水处理能力 |
|----------------------|----|---------|---------|--------------------|----|------------------|------------------|
| 东莞市清溪粤海水务有限公司 | 广东 | 290,000 | | 阳江粤海环保有限公司 | 广东 | | 20,000 |
| 梅州粤海水务有限公司 | 广东 | 310,000 | 250,000 | 揭阳粤海水务有限公司 | 广东 | 560,000 | |
| 仪征粤海水务有限公司 | 江苏 | 150,000 | | 普宁粤海水务有限公司 | 广东 | 500,000 | |
| 高邮粤海水务有限公司 | 江苏 | 150,000 | | 潮州市粤海环保有限公司 | 广东 | | 20,000 |
| 宝应粤海水务有限公司 | 江苏 | 130,000 | | 广东粤海韶投水务有限责任公司 | 广东 | 674,000 | |
| 海南儋州粤海自来水有限公司 | 海南 | 150,000 | | 吴川粤海环保有限公司 | 广东 | | 25,000 |
| 梧州粤海江河水务有限公司 | 广西 | 310,000 | 3,500 | 平远粤海水务有限公司 | 广东 | 40,000 | |
| 肇庆高新区粤海水务有限公司 | 广东 | 130,000 | | 河北粤海水务集团有限公司及其附属公司 | 河北 | 10,000 | 453,000 |
| 遂溪粤海水务有限公司 | 广东 | 70,000 | | 邳州粤海水务有限公司 | 江苏 | 250,000 | |
| 海南儋州粤海水务有限公司 | 海南 | 100,000 | 20,000 | 惠来粤海清源环保有限公司 | 广东 | | 8,500 |
| 丰顺粤海水务有限公司 | 广东 | 123,500 | | 惠来粤海绿源环保有限公司 | 广东 | | 20,000 |
| 盱眙粤海水务有限公司 | 江苏 | 150,000 | | 信宜粤海水务有限公司 | 广东 | 234,200 | |
| 梧州粤海环保发展有限公司 | 广西 | | 140,000 | 揭西粤海水务有限公司 | 广东 | 80,000 | |
| 东莞市常平粤海环保有限公司 | 广东 | | 70,000 | 五华粤海碧源环保有限公司 | 广东 | | 40,000 |
| 开平粤海水务有限公司 | 广东 | | 75,000 | 云浮市永安粤海城乡供水有限公司 | 广东 | 24,600 | |
| 五华粤海环保有限公司 | 广东 | | 66,000 | 河源市粤海水务有限公司 | 广东 | 300,000 | |
| 东莞市道滘粤海环保有限公司 | 广东 | | 40,000 | 无锡德宝水务投资有限公司 | 江苏 | | 225,700 |
| 汕尾粤海环保有限公司 | 广东 | | 30,000 | 汕尾粤海水务有限公司 | 广东 | 245,000 | |
| 高州粤海水务有限公司 | 广东 | 100,000 | | 东莞常平粤海水务有限公司 | 广东 | 280,000 | |
| 江西粤海公用事业集团有限公司及其附属公司 | 江西 | 801,500 | | 中山市新涌口粤海水务有限公司 | 广东 | 120,000 | |
| 浙江博华环境技术工程有限公司及其附属公司 | 浙江 | | 81,000 | 中山市横栏粤海水务有限公司 | 广东 | 140,000 | |
| 六盘水粤海环保有限公司 | 贵州 | | 115,000 | 中山市南镇粤海水务有限公司 | 广东 | 130,000 | |
| 昆明粤海水务有限公司 | 云南 | 24,000 | 20,000 | 清远市龙塘粤海水务有限公司 | 广东 | 50,000 | |
| 云浮粤海水务有限公司 | 广东 | 50,000 | | 广州南沙粤海水务有限公司 | 广东 | 550,000 | |
| 大埔粤海环保有限公司 | 广东 | | 21,900 | 湛江市鹤地供水营运有限公司 | 广东 | 1,060,000 | |
| 韶关粤海绿源环保有限公司 | 广东 | | 28,500 | 湘阴粤海水务有限公司 | 湖南 | 100,000 | |
| 阳山粤海环保有限公司 | 广东 | | 11,300 | 恩施粤海水务有限公司 | 湖北 | 400,000 | |
| 云浮市粤海水务自来水有限公司 | 广东 | 100,000 | | 汕尾粤海清源环保有限公司 | 广东 | | 100,000 |
| 云浮市粤海水务发展有限公司 | 广东 | | 145,000 | 开平粤海净水有限公司 | 广东 | | 25,000 |
| 合计 | | | | | | 8,886,800 | 2,054,400 |

资料来源：公司公告，华泰研究

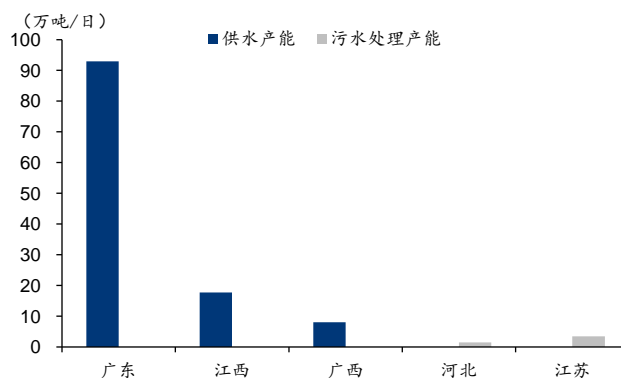
建造高峰已过，项目陆续投入运营。2019-2024年，公司处于供水与污水处理产能建设高峰期，在建供水产能常年维持200万吨/日以上，在建污水处理产能常年维持30万吨/日左右。2023-2024年，公司控股在建项目陆续投运，且新建项目产能不断减少。目前，在建供水产能主要仍覆盖于广东、江西与广西，污水处理产能覆盖于江苏与河北。

图表43：2017-2024年公司控股在建供水与污水处理产能



资料来源：公司公告，华泰研究

图表44：2017-2024年公司控股在建供水与污水处理产能地区分布



资料来源：公司公告，华泰研究

图表45：2024年公司控股其他水资源在建供水与污水处理项目

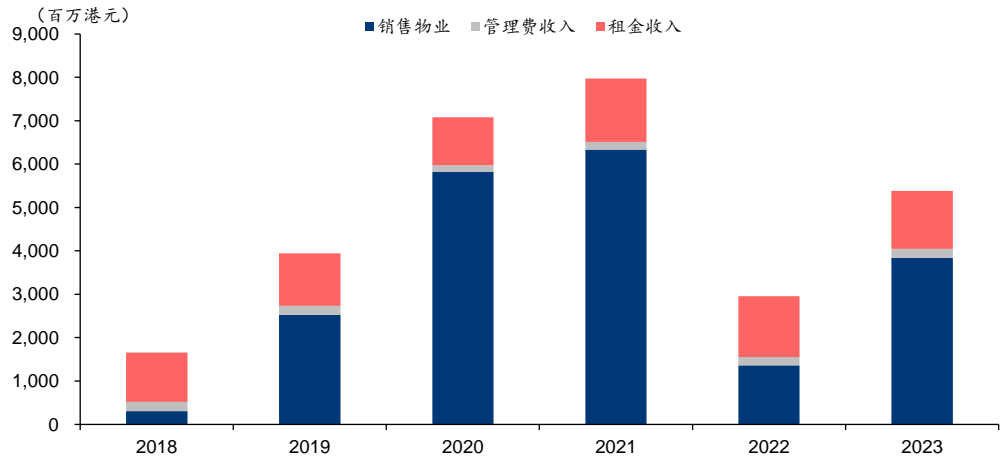
| 本集团附属公司名称 | 省份 | 供水能力 (吨/日) | 污水处理能力 (吨/日) |
|----------------------|----|------------------|---------------|
| 荔浦粤海水务有限公司 | 广西 | 80,000 | |
| 揭阳粤海国业水务有限公司 | 广东 | 270,000 | |
| 邳州粤海环保有限公司 | 江苏 | | 35,000 |
| 河北粤海水务集团有限公司及其附属公司 | 河北 | | 15,000 |
| 汕尾粤海供水有限公司 | 广东 | 410,000 | |
| 广州南沙粤海水务有限公司 | 广东 | 200,000 | |
| 江西粤海公用事业集团有限公司及其附属公司 | 江西 | 177,000 | |
| 肇庆高新区粤海水务有限公司 | 广东 | 50,000 | |
| 合计 | | 1,187,000 | 50,000 |

资料来源：公司公告，华泰研究

物业投资：剥离粤海置地，提升公司业绩稳定性

公司物业投资与发展业务遍布香港与内地，主要由销售物业与租赁构成。公司物业投资与发展业务收入主要由销售物业收入与租金收入构成，销售物业收入常年维持 50% 以上，租金收入较为稳定，常年维持 12-14 亿港元左右。

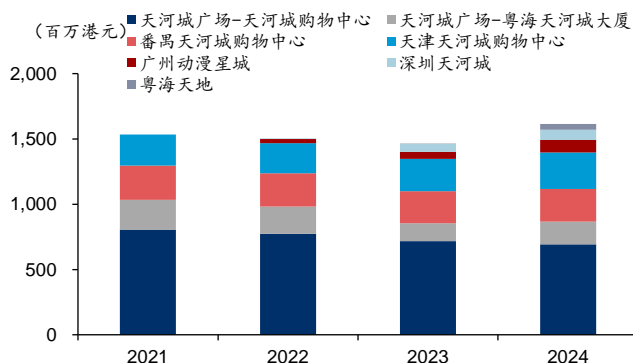
图表46：2018-2023年物业投资与发展业务收入拆分



资料来源：公司公告，华泰研究

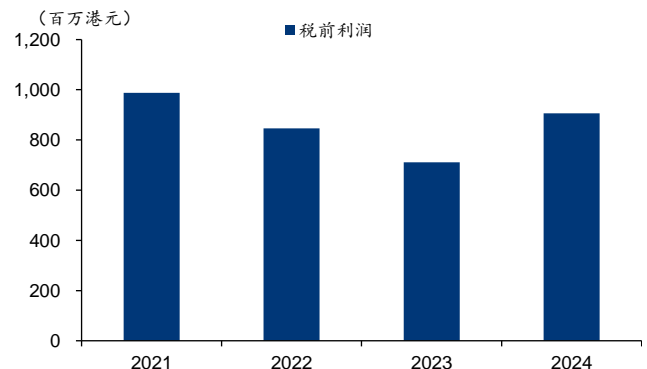
粤海天河城收入稳定，业务遍及全国多地。粤海天河城收入较为稳定，2021-2024 年营收均为 15 亿港元左右。2023 年税前利润下滑较为明显，降幅为 15.9%，主要系当年人民币汇率下跌 4.7% 以及平均出租率有所下滑所导致，2024 年税前利润修复至 9.07 亿港元。

图表47：2021-2024年粤海天河城收入分拆



资料来源：公司公告，华泰研究

图表48：2021-2024年粤海天河城税前利润

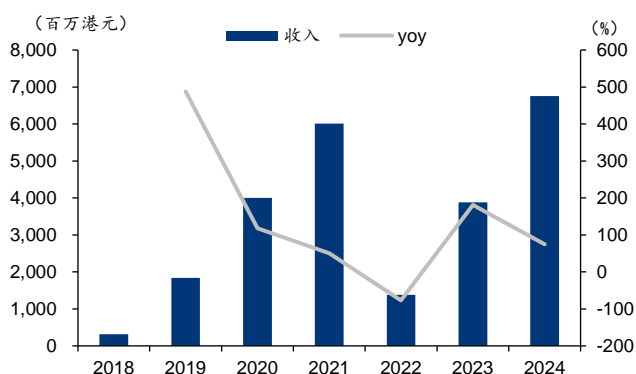


资料来源：公司公告，华泰研究

以实物派息方式剥离粤海置地。2024年12月9日，粤海投资建议以实物分派的方式宣派特别股息，合资格股东每持有1股股份可获发0.193股粤海置地股份，共分派公司直接持有的12.62亿股粤海置地股份(相当于2024年12月17日粤海置地已发行股本约73.72%)。于2024年12月17日，粤海置地股份的收市价为每股0.345港元。

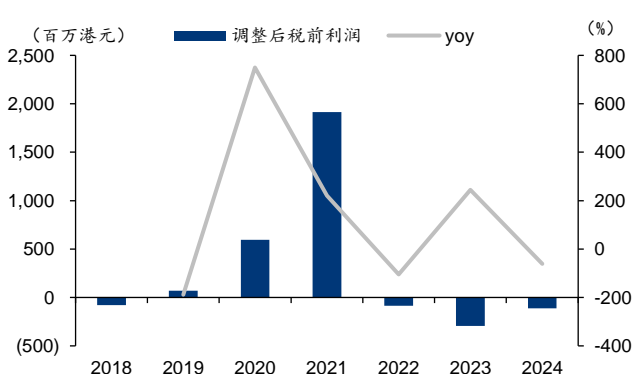
提升存量资产运营水平，物业投资业绩有望趋于稳健。2018-2021年，粤海置地营收与税前利润经历高速增长期，同比增速保持50%以上，2021年达到营收60.06亿港元、税前利润19.15亿港元。随后2022年由于销售物业收入大幅下滑，粤海置地营收同比下降77.06%，税前利润同期转盈为亏。2022-2024年，尽管粤海置地营收有所回暖，并在2024年达到新高，但税前利润仍难回正，2024年仍亏损1.14亿港元。剥离粤海置地相关业务后，公司通过提升存量资产运营水平，推动精益管理和模式创新增添溢利，百货零售业务发挥品牌优势并探索电商融合路径踊跃拓展新的市场空间，业绩有望趋于稳健。

图表49：2018-2024年粤海置地收入



资料来源：公司公告，华泰研究

图表50：2018-2024年粤海置地税前利润

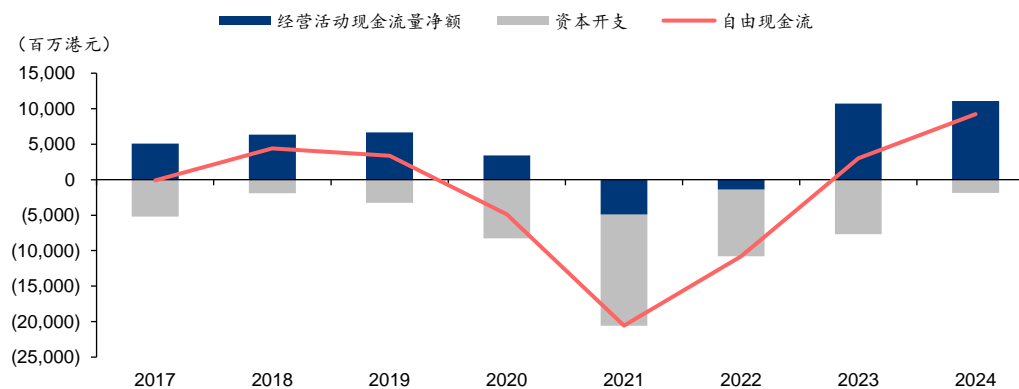


资料来源：公司公告，华泰研究

股息回报：自由现金流强劲，股利支付率高于行业均值

2024年自由现金流达92亿，有望维持高股息。2020年至2022年，由于工程建设支出较大，公司资本开支维持较高水平。2022年以来，随着投资放缓，公司资本开支持续下滑，2023年自由现金流转正，并在2024年达到92.29亿港元。随着公司现金流的改善，公司未来有望维持分红与高股利支付率。

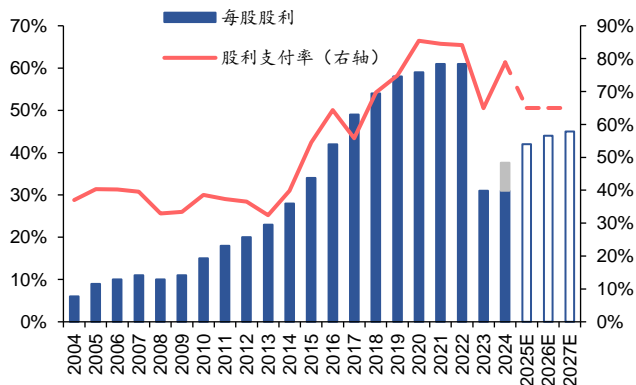
图表51：2017-2024年粤海投资自由现金流情况



注：自由现金流=经营活动现金流量净额-资本开支
资料来源：公司公告，iFinD，华泰研究

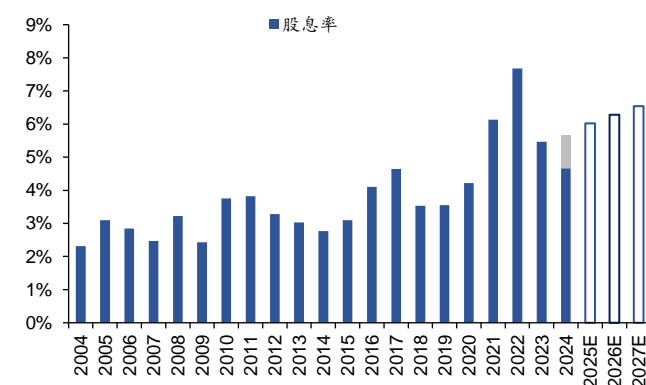
公司股利支付率震荡向上，近年股息率维持高位。2004-2022年，公司股利支付率稳中有升，最高达到85.44%。2018-2024年，公司股利支付率维持60%以上，尽管2023年股利支付率与股息率有小幅下滑，股利支付率仍然保持65%的相对高值。2024年，公司派发特殊股息剥离粤海置地，现金派息比例65%，考虑实物股息后股利支付率达到78.87%，股息率为5.65%。假设2025-2027年，公司股利支付率维持65%水平，剥离粤海置地业务后，公司归母净利润有望持续增长，2025-2027年粤海投资股息率有望达到6.02/6.28/6.54%。

图表52：2004-2027E年公司每股股利与股利支付率情况



注：2024年含粤海置地特殊股利
资料来源：iFinD，华泰研究

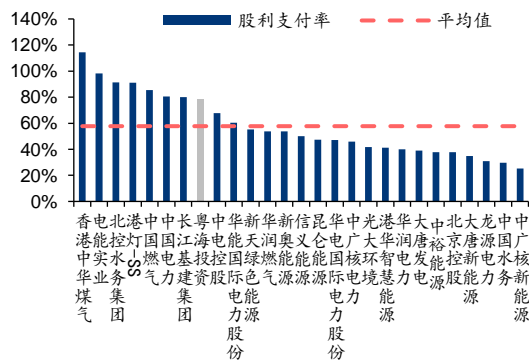
图表53：2004-2027E年公司股息率情况



注：2024年含粤海置地特殊股利；2025-2027年股息率按2025-08-14收盘价计算
资料来源：iFinD，华泰研究

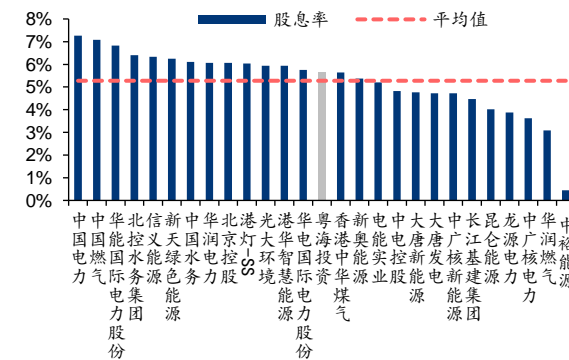
公司股利支付率高于行业均值，剥离粤海置地后股息率有望提升。2024年，公司股利支付率为78.87%，远高于行业平均值57.76%，静态股息率为5.65%，略高于行业平均值5.28%。剥离粤海置地后，2025年公司股息率有望达到6.02%，在同行业公司中具备吸引力。

图表54：2024年港股公用事业公司股利支付率



注：粤海投资股利支付率为现金股利与粤海置地特殊股利换算合计计算得
资料来源：iFinD，华泰研究

图表55：2024年港股公用事业公司股息率



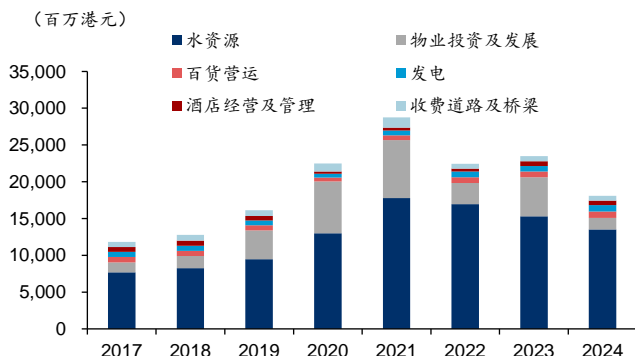
注：粤海投资股息率为现金股利与粤海置地特殊股利换算合计计算得
资料来源：iFinD，华泰研究

盈利预测分析

业务结构和费用率情况

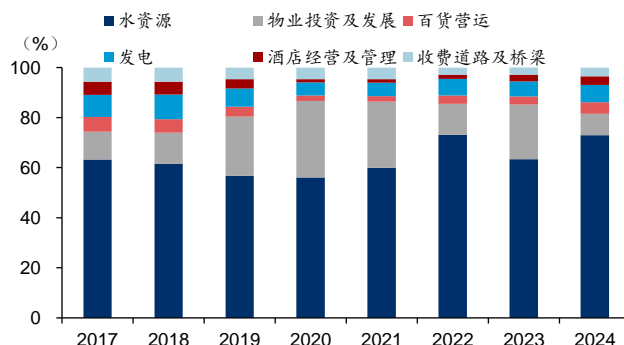
水务主业贡献稳健，2024 年收入占比 73%。公司水务主业常年维持约 60% 营收占比，2024 年公司水资源业务占营业收入（持续经营业务）73.01%，主要原因系剥离粤海置地后物业投资及发展业务营收减少。物业投资及发展业务营收占比波动较大，2020 年占比达到最高值 30.54%，2024 年下滑至 8.52%。粤海置地剥离后，公司业务以水资源运营为主，业绩将更加稳健。

图表56：2017-2024 年粤海投资营业收入（分业务）



注：2017-2023 年为所有业务数据，2024 年为持续经营业务数据
资料来源：公司公告，iFinD，华泰研究

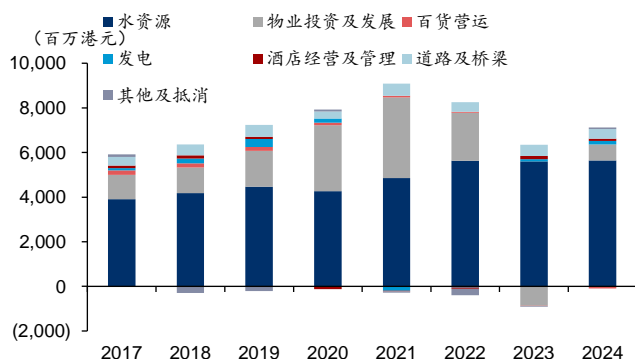
图表57：2017-2024 年粤海投资营业收入占比（分业务）



注：2017-2023 年为所有业务数据，2024 年为持续经营业务数据
资料来源：公司公告，iFinD，华泰研究

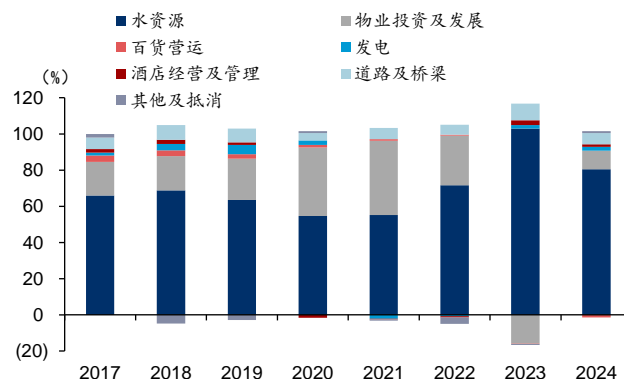
2024 年水资源分部业绩占比达 80%。从分部业绩贡献占比看，2017-2022 年水资源占比 54~72%，2023 年物业投资和百货营运业务亏损，水资源分部业绩 55.94 亿港元，超公司整体分部业绩，2024 年水资源占比（持续经营业务口径）达 80%，为主要业绩来源。

图表58：2017-2024 年粤海投资各分部业绩



注：2017-2023 年为所有业务数据，2024 年为持续经营业务数据
资料来源：公司公告，iFinD，华泰研究

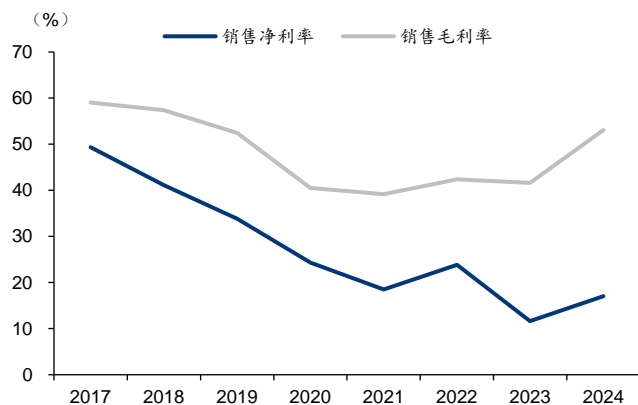
图表59：2017-2024 年粤海投资各分部业绩占比



注：2017-2023 年为所有业务数据，2024 年为持续经营业务数据
资料来源：公司公告，iFinD，华泰研究

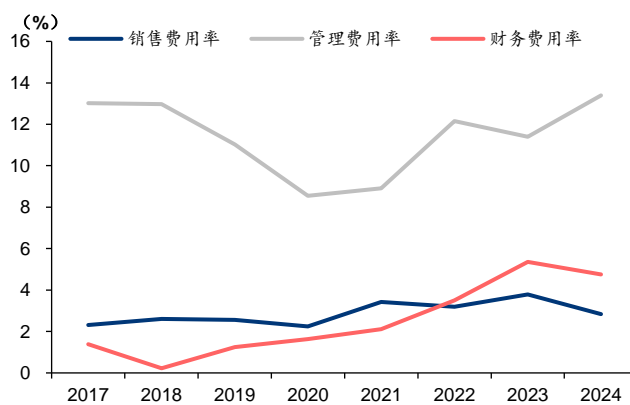
2024 年利润率回升，期间费用率整体稳定。2017-2021 年期间公司毛利率和净利率有所下滑，原因可能是利润率水平较低的建设服务、水管安装、物业投资收入占比提升。2023 年毛利率下滑 0.72 个百分点，但净利率下滑 12.19 个百分点，主要系粤海置地减值和粤海投资财务费用增加所致。2024 年毛利率和净利率均有所回升。2022-2024 年期间费用率在 18~21% 之间，整体保持稳定。

图表60: 2017-2024年粤海投资利润率情况



注: 2017-2023年为所有业务数据, 2024年为持续经营业务数据
 资料来源: 公司公告, iFinD, 华泰研究

图表61: 2017-2024年粤海投资费用率情况



注: 2017-2023年为所有业务数据, 2024年为持续经营业务数据
 资料来源: 公司公告, iFinD, 华泰研究

关键假设

水资源业务: 1) 东深供水项目: 包含供港水部分与供内地水两部分。供港水部分, 根据香港供水协议, 假设 2025-2027 年水量持平, 水价同比增速 2.4%, 预计收入 52.59/53.85/55.13 亿港元, 供内地水部分, 假设产能利用率逐年上升 0.3%, 水价维持不变, 2025-2027 年收入为 12.31/12.38/12.45 亿港元。2) 其他水资源业务: 假设 2025-2027 年供水新增投运产能 50/50/10 万吨/日, 产能利用率和单位水价持平, 预计 2025-2027 年供水收入 34.18/35.21/35.41 亿港元; 假设建设服务和水管安装收入持平; 假设 2025-2027 年污水处理新增投运产能 4.5/4.0/3.5 万吨/日, 产能利用率和单位水价持平, 预计 2025-2027 年污水处理收入 8.85/8.97/9.08 亿港元。综合各项业务预测, 预计 2025-2027 年其他水资源收入 74.27/76.42/77.81 亿港元。

其他业务: 1) 物业投资及发展: 考虑市场需求修复、公司提升存量资产运营水平, 假设 2025-2027 年平均出租率逐年增长, 其中天河城购物中心出租率 99.1/99.2/99.3%, 粤海天河城大厦出租率 85.5/86.5/87.5%, 假设出租面积与平均租金同比持平, 预计公司物业投资及发展业务 2025-2027 年营业收入为 15.82/15.88/15.94 亿港元。2) 百货营运: 考虑消费复苏、公司推动线上、线下业务融合发展, 假设百货营运业务收入每年增长 1.5%, 2025-2027 年营业收入为 8.75/8.88/9.01 亿港元。3) 发电: 假设售电量和上网电价不变, 2025-2027 年营业收入均为 12.69 亿港元。4) 假设公司粤海喜来登酒店入住率维持 93% 水平, 其他星级酒店入住率逐年增长 2%, 2025-2027 年酒店经营及管理业务收入为 6.61/6.73/6.85 亿港元。5) 道路及桥梁: 假设日均交通车流量与收费车流量维持不变, 2025-2027 年道路与桥梁收入均为 6.39 亿港元。

预计公司 2025-2027 年营业收入 189.42/193.21/196.26 亿港元, 毛利 101.80/104.44/106.36 亿港元, 毛利率为 53.7/54.1/54.2%。假设销售费用率和行政费用率持平, 考虑公司资本开支较低, 自由现金流充沛, 预计 2025-2027 年财务费用率为 4.3/4.0/3.7%。

图表62：粤海投资收入和毛利率预测

| 科目 | 单位 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 百万港元 | 24,200 | 18,505 | 18,942 | 19,321 | 19,626 |
| 东深供水 | 百万港元 | 6,383 | 6,360 | 6,490 | 6,622 | 6,758 |
| 供港水量 | 亿吨 | 8.05 | 8.00 | 8.00 | 8.00 | 8.00 |
| 供内地水量 | 亿吨 | 14.04 | 12.93 | 13.00 | 13.08 | 13.15 |
| 供港水价 | 港元/吨 | 6.23 | 6.42 | 6.57 | 6.73 | 6.89 |
| 供内地水价 | 港元/吨 | 0.97 | 0.95 | 0.95 | 0.95 | 0.95 |
| 其他水资源 | 百万港元 | 15,329 | 13,511 | 13,917 | 14,264 | 14,539 |
| 供水收入 | 百万港元 | 3,166 | 3,316 | 3,418 | 3,521 | 3,541 |
| 污水处理服务收入 | 百万港元 | 869 | 872 | 885 | 897 | 908 |
| 建设服务收入 | 百万港元 | 2,199 | 521 | 521 | 521 | 521 |
| 水管安装及咨询服务收入 | 百万港元 | 1,556 | 1,187 | 1,187 | 1,187 | 1,187 |
| 销售设备 | 百万港元 | 318 | 382 | 420 | 463 | 509 |
| 其他收入 | 百万港元 | 889 | 941 | 996 | 1,054 | 1,116 |
| 物业投资及发展 | 百万港元 | 5,304 | 1,577 | 1,582 | 1,588 | 1,594 |
| 天河城购物中心 | | 99.30% | 99.00% | 99.10% | 99.20% | 99.30% |
| 粤海天河城大厦 | | 87.80% | 84.50% | 85.50% | 86.50% | 87.50% |
| 百货营运 | 百万港元 | 759 | 862 | 875 | 888 | 901 |
| 发电 | 百万港元 | 1,476 | 1,269 | 1,269 | 1,269 | 1,269 |
| 酒店经营及管理 | 百万港元 | 649 | 648 | 661 | 673 | 685 |
| 道路及桥梁 | 百万港元 | 683 | 639 | 639 | 639 | 639 |
| 总毛利 | 百万港元 | 10,075 | 9,822 | 10,180 | 10,444 | 10,636 |
| 总毛利率 | | 41.6% | 53.1% | 53.7% | 54.1% | 54.2% |

注：2024 年为持续经营业务数据

资料来源：公司公告，iFinD，华泰研究预测

图表63：期间费用和归母净利预测

| 科目 | 单位 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 期间费用 | 百万港元 | -4,973 | -3,884 | -3,892 | -3,907 | -3,911 |
| 销售费用 | 百万港元 | -917 | -525 | -537 | -548 | -557 |
| 行政费用 | 百万港元 | -2,760 | -2,478 | -2,537 | -2,588 | -2,628 |
| 财务费用 | 百万港元 | -1,297 | -881 | -818 | -771 | -726 |
| 期间费用率 | | -20.5% | -21.0% | -20.5% | -20.2% | -19.9% |
| 销售费用率 | | -3.8% | -2.8% | -2.8% | -2.8% | -2.8% |
| 行政费用率 | | -11.4% | -13.4% | -13.4% | -13.4% | -13.4% |
| 财务费用率 | | -5.4% | -4.8% | -4.3% | -4.0% | -3.7% |
| 归母净利 | 百万港元 | 3,122 | 3,142 | 4,218 | 4,397 | 4,576 |

资料来源：公司公告，iFinD，华泰研究预测

估值方法

选取北控水务集团、天津创业环保股份、光大环境、香港中华煤气作为可比公司。北控水务集团、天津创业环保股份、光大环境、香港中华煤气均为港股公用事业公司，主营业务包括水务、固废、燃气等。以上4家公司资产优质，业务经营稳健，2024年静态股息率分别达到6.4%、5.6%、5.9%、5.6%。

目标价 9.10 港元。我们预测公司 2025-2027 年归母净利润为 42.18、43.97、45.76 亿港元，同比增速分别为 34.2、4.2、4.1%，对应 EPS 0.65、0.67、0.70 港元。可比公司 2025 年预测 PE 均值为 12.7 倍，考虑东深项目为优质稀缺资产，盈利稳定增长，2022-2024 年税前利润率均高于 60%，自由现金流持续改善，2025-2027 年粤海投资股息率有望达到 6.02/6.28/6.54%，高于行业平均水平，给予公司 2025 年 14.0 倍 PE，对应目标价 9.10 港元，首次覆盖给予买入评级。

风险提示

特许经营权续约风险：公司自 2000 年起拥有东深项目 30 年特许经营权，2030 年特许经营权到期后可能面临续约不确定、续约价格不确定的风险。

分红低于预期：污水处理业务收入来自政府财政资金，如回款周期延长，现金流不及预期，分红可能低于预期。

汇率波动：公司经营业务主要集中于中国境内地区，面临因汇率波动而导致产生汇兑损益的风险。

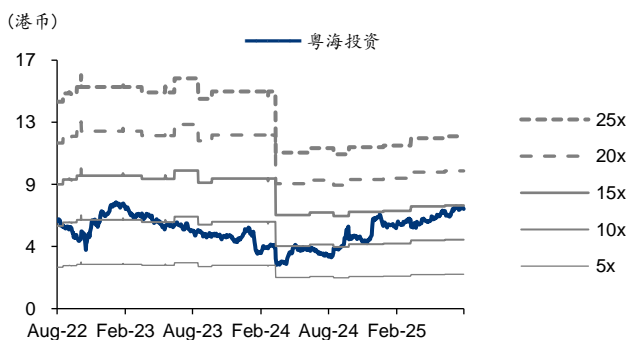
图表64：可比公司估值表

| 股票代码 | 股票简称 | 收盘价 (当地币种) | 市值(百万) (当地币种) | PE(倍) | | | PB(倍) | | | ROE(%) | | |
|---------|----------|---------------|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | | | | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E |
| 371 HK | 北控水务集团 | 2.63 | 26422.6 | 15.6 | 14.6 | 13.9 | 0.42 | 0.41 | 0.40 | 4.9 | 5.2 | 5.5 |
| 1065 HK | 天津创业环保股份 | 4.04 | 6344.5 | 6.2 | 5.8 | 5.4 | 0.50 | 0.47 | 0.44 | 9.3 | 9.4 | 9.4 |
| 257 HK | 光大环境 | 4.16 | 25554.8 | 7.3 | 7.0 | 6.8 | 0.37 | 0.36 | 0.34 | 6.3 | 6.3 | 6.3 |
| 3 HK | 香港中华煤气 | 7.26 | 135470.7 | 21.7 | 20.6 | 20.0 | 1.96 | 1.93 | 1.89 | 10.9 | 11.5 | 11.8 |
| 平均 | | 4.52 | 48448.2 | 12.7 | 12.0 | 11.5 | 0.81 | 0.79 | 0.77 | 7.9 | 8.1 | 8.3 |

注：可比公司采用华泰研究预期；数据截至 2025.08.14。

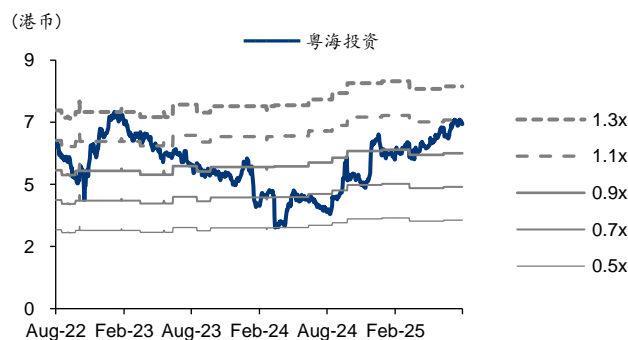
资料来源：Wind、Bloomberg、公司公告、华泰研究预测

图表65：粤海投资 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表66：粤海投资 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人, 王玮嘉、黄波、李雅琳、胡知, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意, 标*的人员并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”(华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格)。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

华泰证券(华泰证券(美国)有限公司除外)不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

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

美国-重要监管披露

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

新加坡

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

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数，德国市场基准为DAX指数），具体如下：

行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

<https://www.htsc.com.sg>

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司