

稳健增长的长期价值股

华泰研究

2024年11月06日 | 中国香港

首次覆盖

发电

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

78.58

研究员 **王玮嘉**
 SAC No. S0570517050002 wangweijia@htsc.com
 SFC No. BEB090 +(86) 21 2897 2079

研究员 **黄波**
 SAC No. S0570519090003 huangbo@htsc.com
 SFC No. BQR122 +(86) 755 8249 3570

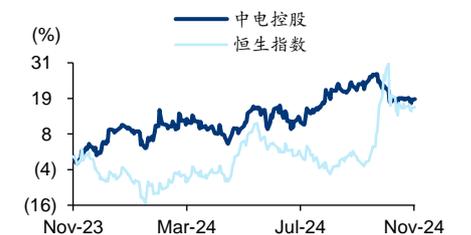
研究员 **李雅琳**
 SAC No. S0570523050003 liyalin018092@htsc.com
 SFC No. BTC420 +(86) 10 6321 1166

研究员 **胡知**
 SAC No. S0570523120002 huzhi019072@htsc.com
 +(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(港币)	78.58
收盘价(港币 截至11月4日)	66.85
市值(港币百万)	168,893
6个月平均日成交额(港币百万)	221.60
52周价格范围(港币)	57.30-73.20
BVPS(港币)	40.98

股价走势图



资料来源: S&P

公司主要从事发电及供电业务,遍及中国香港、中国内地、澳洲、印度等地,兼备稳定性与成长性业务,中国香港电力管制业务与中国内地核电机组(参股)贡献稳定收益;中期(2028年左右)零碳项目计划落地(新增8~10GW装机)有望带来可观利润增幅。现金储备丰厚,历史派息从未下滑,未来仍有提升潜力。首次覆盖中电控股并给予“买入”评级,目标价78.58港元。

“稳定型”+“增长型”业务双线并行,可靠收益与成长潜力兼备

回顾公司历史业绩,中国香港(管制业务)与中国内地业务(主要依赖核电机组)为主要贡献方(2023年收入贡献占比62%;营运盈利贡献占比88%),且考虑管制业务与核电机组运营的稳定性,我们认为该趋势或将持续。此外,公司已披露多地零碳项目中期规划,自1H24至2028年左右,中国内地可再生资源装机有望翻倍(截至1H24约2GW,贡献营运盈利3.51亿港元);Apraava零碳组合规模增至3倍(截至1H24约2GW,贡献营运盈利1.13亿港元),我们认为零碳项目计划的推进或将为公司业绩注入成长潜力。

历史派息从未下滑,未来分红潜力可观

公司每股股息自2020年以来维持3.10港元,22/23年分红比例848/118%,股息率5.44/4.81%(年度每股股息/年末收盘价)。且公司历史每股股息从未下滑,彰显其回报投资者的决心。考虑到1)香港电力管制业务随资本投入转固,利润贡献或稳步增厚(约定电力业务实现的准许利润占固定资产净额的8%);2)随零碳项目中期发展计划(新增装机约8~10GW)逐渐落地,利润贡献将明显提升;3)澳洲发电机组运营可靠性提升,业绩波动风险收窄。共同催化下,公司盈利或进一步提升;且截至1H24公司流动资金总额达302亿港元(含未提取银行贷款额度273亿),未来分红或仍有提升潜力。

我们与市场观点不同之处:对于雅洛恩电厂退役后的公司业绩并不担忧

市场担心2028年雅洛恩电厂退役后,将对公司业绩造成不利影响。我们则认为,若零碳项目中期发展计划如约推进,则至2028年,仅考虑新增零碳项目装机贡献的利润,或已能弥补雅洛恩电厂退役带来的利润缺口,公司业绩有望实现增长,而并非如市场担忧的出现下滑。

盈利预测与估值

我们预测公司2024-26年归母净利润98.5/102.0/105.7亿港元,对应2025年EPS/BPS 4.04/43.72港元。参考公司历史3年PB均值1.54x,基于其业绩兼备稳定与成长性,分红可持续性高且潜力可观,我们给予公司2025E PB 1.80x,目标价78.58港元,首次覆盖予以“买入”评级。

风险提示:中期发展计划进度不及预期;澳洲电价剧烈波动;商誉减值。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(港币百万)	100,662	87,169	87,599	88,584	91,010
+/-%	19.89	(13.40)	0.49	1.12	2.74
归属母公司净利润(港币百万)	924.00	6,655	9,853	10,202	10,573
+/-%	(89.12)	620.24	48.05	3.54	3.64
EPS(港币,最新摊薄)	0.37	2.63	3.90	4.04	4.19
ROE(%)	0.82	6.17	9.19	9.33	9.47
PE(倍)	182.78	25.38	17.14	16.56	15.97
PB(倍)	1.54	1.59	1.56	1.53	1.50
EV EBITDA(倍)	22.37	12.77	10.48	10.15	10.16

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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	100,662	87,169	87,599	88,584	91,010
销售成本	(81,806)	(58,642)	(59,042)	(59,734)	(61,643)
毛利润	18,856	28,527	28,557	28,850	29,366
销售及分销成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	(4,668)	(4,749)	(5,304)	(5,304)	(5,304)
其他收入/支出	(13,216)	(14,462)	(8,925)	(9,147)	(9,369)
财务成本净额	(1,842)	(1,869)	(2,147)	(2,091)	(2,026)
应占联营公司利润及亏损	2,460	3,196	3,253	3,494	3,711
税前利润	1,590	10,643	15,435	15,803	16,378
税费开支	(103.00)	(2,973)	(4,312)	(4,414)	(4,575)
少数股东损益	424.00	876.00	1,270	1,187	1,230
归母净利润	924.00	6,655	9,853	10,202	10,573
折旧和摊销	(8,904)	(8,594)	(8,925)	(9,147)	(9,369)
EBITDA	12,336	21,106	26,506	27,041	27,774
EPS (港币, 基本)	0.37	2.63	3.90	4.04	4.19

资产负债表

会计年度 (港币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	3,696	3,327	3,744	3,410	3,973
应收账款和票据	17,003	13,552	17,154	13,897	18,004
现金及现金等价物	4,251	5,182	2,389	9,973	6,629
其他流动资产	9,511	4,869	5,084	4,874	5,095
总流动资产	34,461	26,930	28,371	32,154	33,701
固定资产	147,267	152,786	155,681	158,357	160,815
无形资产	18,451	12,854	10,962	9,065	7,164
其他长期资产	35,847	36,481	40,045	43,850	47,872
总长期资产	201,565	202,121	206,687	211,272	215,851
总资产	236,026	229,051	235,058	243,425	249,551
应付账款	15,379	17,104	15,601	17,487	16,658
短期借款	11,543	12,772	13,991	14,572	15,372
其他负债	17,539	12,603	12,603	12,603	12,603
总流动负债	44,461	42,479	42,195	44,662	44,633
长期债务	47,903	44,943	47,943	50,443	52,943
其他长期债务	27,968	29,247	29,247	29,247	29,247
总长期负债	75,871	74,190	77,190	79,690	82,190
股本	23,243	23,243	23,243	23,243	23,243
储备/其他项目	86,142	82,975	84,996	87,209	89,634
股东权益	109,385	106,218	108,239	110,452	112,877
少数股东权益	6,309	6,164	7,434	8,621	9,851
总权益	115,694	112,382	115,673	119,073	122,728

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	182.78	25.38	17.14	16.56	15.97
PB	1.54	1.59	1.56	1.53	1.50
EV EBITDA	22.37	12.77	10.48	10.15	10.16
股息率 (%)	4.64	4.64	4.73	4.82	4.82
自由现金流收益率 (%)	(1.98)	6.86	3.33	10.36	3.95

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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	12,336	21,106	26,506	27,041	27,774
融资成本	1,842	1,869	2,147	2,091	2,026
营运资本变动	(909.00)	5,758	(5,737)	5,688	(5,720)
税费	(103.00)	(2,973)	(4,312)	(4,414)	(4,575)
其他	(432.00)	(2,193)	(5,401)	(5,585)	(5,737)
经营活动现金流	12,734	23,567	13,205	24,820	13,767
CAPEX	(14,553)	(11,776)	(10,237)	(10,237)	(10,237)
其他投资活动	(829.00)	2,304	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	(15,382)	(9,472)	(10,237)	(10,237)	(10,237)
债务增加量	1,014	(1,731)	4,219	3,081	3,300
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(7,832)	(7,832)	(7,832)	(7,989)	(8,148)
其他融资活动现金流	5,831	(3,579)	(2,147)	(2,091)	(2,026)
融资活动现金流	(987.00)	(13,142)	(5,760)	(6,998)	(6,874)
现金变动	(3,635)	953.00	(2,793)	7,584	(3,344)
年初现金	7,900	4,251	5,182	2,389	9,973
汇率波动影响	(313.00)	(22.00)	0.00	0.00	0.00
年末现金	4,251	5,182	2,389	9,973	6,629

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	19.89	(13.40)	0.49	1.12	2.74
毛利润	(29.18)	51.29	0.11	1.03	1.79
营业利润	(91.24)	858.44	53.81	0.49	2.04
净利润	(89.12)	620.24	48.05	3.54	3.64
EPS	(89.12)	620.24	48.05	3.54	3.64
盈利能力比率 (%)					
毛利率	18.73	32.73	32.60	32.57	32.27
EBITDA	12.25	24.21	30.26	30.53	30.52
净利率	0.92	7.63	11.25	11.52	11.62
ROE	0.82	6.17	9.19	9.33	9.47
ROA	0.39	2.86	4.25	4.26	4.29
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	50.46	49.46	55.01	49.83	54.65
流动比率	0.78	0.63	0.67	0.72	0.76
速动比率	0.69	0.56	0.58	0.64	0.67
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.42	0.37	0.38	0.37	0.37
应收账款周转天数	55.86	63.09	63.09	63.09	63.09
应付账款周转天数	63.81	99.71	99.71	99.71	99.71
存货周转天数	14.60	21.56	21.56	21.56	21.56
现金转换周期	6.64	(15.05)	(15.05)	(15.05)	(15.05)
每股指标 (港币)					
EPS	0.37	2.63	3.90	4.04	4.19
每股净资产	43.30	42.04	42.84	43.72	44.68

正文目录

投资要点	5
“稳定型”+“增长型”业务双线并行.....	5
历史每股股息从未下滑，未来分红潜力可观.....	5
我们与市场观点不同之处.....	5
中电控股：亚太区规模最大的私营电力公司之一	6
亚太区规模最大的私营电力公司之一，业务遍布全球.....	6
中国与澳洲业务贡献主要收入，历史每股股息从未下滑.....	7
股价复盘：类债券属性，2014 年以来大部分时间均跑赢大盘.....	9
多点开花，兼备稳定收益与成长潜力	10
中国香港：电力双寡头之一，受管制协议规管.....	10
中国香港拥有成熟的电力市场，呈双寡头竞争格局.....	10
管制协议规管下，盈利具备较强稳定性.....	12
香港政府减碳目标及北部都会区建设下，持续投入的资本开支或带来盈利的稳步增厚.....	13
中国内地：发电组合多元化，重点发展可再生能源.....	14
公司于 1979 年起踏足中国内地市场，是中国内地能源业务的最大境外投资者之一.....	14
核电机组贡献稳定回报，公司未来将致力于发展零碳能源.....	15
澳洲：批发业务与零售业务并行，机会与挑战并存.....	15
澳洲电力市场：批发侧与零售侧市场化竞争，输配电商回报受政府监管.....	15
批发业务与零售业务并行，存在天然对冲稳定机制.....	16
批发侧：煤电机组运营能力实现提升，未来或更多投资于可再生能源与储能项目.....	17
零售侧：市场竞争激烈，Default Market Offer (DMO) 机制下零售利润或长期承压.....	18
印度：2023 年起不再并表，智能电表或为新增长点.....	19
印度电力市场：由中央和邦政府共同监管.....	19
通过 Apraava Energy 开展业务，2023 年起不再并表.....	19
盈利预测分析	21
关键假设：.....	21
目标价 78.58 港元，首次覆盖予以“买入”评级.....	23
风险提示.....	24

图表目录

图表 1：中电控股发展历程.....	6
图表 2：按类别划分的公司股权结构（截至 2023 年 12 月 31 日）.....	6
图表 3：2017-1H24 公司营收情况.....	7
图表 4：2017-1H24 公司归母净利润情况.....	7
图表 5：2017-2023 年主要业务营收构成（按所在地区划分）.....	7
图表 6：2017-2023 年主要业务归母净利润构成（按所在地区划分）.....	7
图表 7：2018-2023 年资产负债率与净负债率情况.....	8

图表 8: 2018-2023 年资本开支情况	8
图表 9: 2018-2023 年经营性净现金流与自由现金流情况	8
图表 10: 2018-2023 年公司每股股息及股息率情况	9
图表 11: 2018-2023 年现金分红总额及分红比例情况	9
图表 12: 2014 年以来中电控股股价、较恒生指数超额收益走势及 10 年期美债收益率走势	9
图表 13: 2017-2022 年香港电力供给来源	10
图表 14: 2017-2022 年香港本地发电量与最高装机容量	10
图表 15: 香港主要本土发电厂	11
图表 16: 2017-2022 年香港本地电力用量	11
图表 17: 2017-2022 年香港本地电力用量构成	11
图表 18: 2017-2022 年香港本地用电量市占率	12
图表 19: 《管制计划协议》的核心指标	12
图表 20: 中电控股与港灯-SS 部分指标对比	13
图表 21: 香港本土电力业务较为稳定-收入角度	13
图表 22: 香港本土电力业务较为稳定-管制业务准许利润角度	13
图表 23: 2019-2023 年香港管制业务固定资产净值、准许利润、贡献的归母净利情况	14
图表 24: 我们预计 2024-2028 年公司香港管制业务固定资产净值、准许利润将继续增长	14
图表 25: 公司于中国内地运营的发电组合涵盖核电、煤电、风电、光伏、水电、储能等多元化电源类型	14
图表 26: 2017-2023 年中国内地业务分项业务营运盈利情况	15
图表 27: 中国内地零碳项目发展计划	15
图表 28: 2017 年至 1H24 澳洲营运盈利情况	17
图表 29: 2017 年至 1H24 澳洲批发、零售业务经调整营运收入 or 营运盈利 (计入公允价值变动前) 情况	17
图表 30: 公司于澳洲运营的发电组合涵盖风电、光伏、燃气、燃煤、电池储能等多元化电源类型	17
图表 31: 2017-1H24 澳洲电力、天然气销售收入	18
图表 32: 零售市场竞争激烈, 近年来客户逐年略有流失	18
图表 33: 2018 年至 1H24 澳洲业务影响可比性项目情况	19
图表 34: 2018 年至 1H24 澳洲业务商誉余额情况	19
图表 35: 公司于印度运营的发电组合涵盖火电、风电、光伏等多元化电源类型	20
图表 36: 1H24 印度业务营运盈利分项业务占比情况	20
图表 37: 印度零碳项目发展计划 (Apprava 层面)	20
图表 38: 2024/2025/2026 年公司收入有望同比+0.5%/+1.1%/+2.7%	22
图表 39: 2024/2025/2026 年公司归母净利润有望同比+48.1%/+3.5%/+3.6%	23
图表 40: 中电控股历史三年 PB	23
图表 41: 2021-2025 年香港本土主要公用事业企业估值情况	23
图表 42: 中电控股 PE-Bands	24
图表 43: 中电控股 PB-Bands	24

投资要点

中电控股是一家主要从事发电及供电的投资控股公司，在中国香港电力市场具有垄断地位，是中国内地、印度、澳洲等地最大的境外投资者之一。我们认为公司主要的看点为：1) 中国香港与中国内地业务作为压舱石，中期零碳项目计划作为新驱动力，为公司业绩增长注入动能；2) 公司历史每股股息从未下滑，且现金储备丰富，分红未来仍有提升潜力。

“稳定型”+“增长型”业务双线并行

“稳定型”：1) 中国香港电力业务：2023 年贡献 60% 收入，69% 营运盈利，现行管制计划协议约定公司电力业务实现的准许利润占固定资产净额的比例为 8%，看好在高确定性资本开支（2024-2028 年预计 529 亿港元）的保障下，随资本投入不断转固，利润贡献有望稳步增厚；2) 中国内地业务：2023 年贡献 19% 营运盈利，主要贡献来自参股的大亚湾与阳江核电项目，核电机组运营具有较高稳定性。

“增长型”：我们认为公司短期业绩增长潜力主要源于零碳项目的中期（2028 年左右）规划，公司对于中国内地及印度地区已有明确装机指引，至 2028 年左右，中国内地可再生能源装机将翻倍（截至 1H24 约 2GW，贡献营运盈利 3.51 亿港元）；Apprava 零碳组合规模增至 3 倍（截至 1H24 约 2GW，贡献营运盈利 1.13 亿港元），我们认为，随零碳项目中期发展计划（涉及装机约 8~10GW）逐渐落地，利润贡献有望明显提升，零碳项目计划的推进有望为公司业绩注入成长潜力。

历史每股股息从未下滑，未来分红潜力可观

回顾公司历史派息情况，我们发现公司历史每股股息从未下滑，即使在 2022 年大额亏损，也未下调分红，彰显了其回报投资者的决心。自 2020 年以来，公司每股股息维持在 3.10 港元，2020-2023 年分红比例为 68/92/848/118%，2022/2023 年股息率达 5.44/4.81%（年度每股股息/年末收盘价）。且考虑到 1) 香港政府减碳目标及北部都会区建设下，持续投入的资本开支或带来香港电力业务盈利的稳步增厚；2) 零碳项目中期发展计划（涉及装机约 8~10GW）逐渐落地，有望带来可观利润增幅，我们认为公司盈利或将进一步提升，未来分红仍有提升潜力。

我们与市场观点不同之处

市场对公司澳洲业务的担心主要集中在以下两点，1) 澳洲电价剧烈波动对业绩的影响；2) 2028 年雅洛恩电厂退役后，将对公司业绩造成不利影响。

我们则认为：

1) 澳洲电力市场的高开放性决定了其电价的高波动性，这是不可否认的特征，但我们认为，一方面，公司在澳洲同时从事批发业务与零售业务，二者存在天然的对冲关系，业绩较从事单一环节的电力公司将更为稳定。另一方面，2022 年澳洲业务大额亏损，除电价因素外，公司燃煤机组的非计划停运、燃料供应不足也是重要原因，公司已于 2023 年完成雅洛恩电厂 2 台燃煤机组的大修，并将于今年完成剩余 2 台机组的大修，以避免再次出现非计划停运；Mount Piper 也于 2023 年与燃料供应商签署了新协议，获得多个煤矿场供货，优化了煤炭供应。我们认为燃煤机组的潜在营运问题或已成为过去，未来机组稳定营运下，若电价相对稳定，澳洲批发侧业务有望实现业绩稳定增长。

2) 若零碳项目中期发展计划如约推进，则至 2028 年，仅考虑新增零碳项目装机贡献的利润，或已能弥补雅洛恩电厂退役带来的利润缺口，公司业绩有望实现增长，而并非如市场担忧的出现下滑。

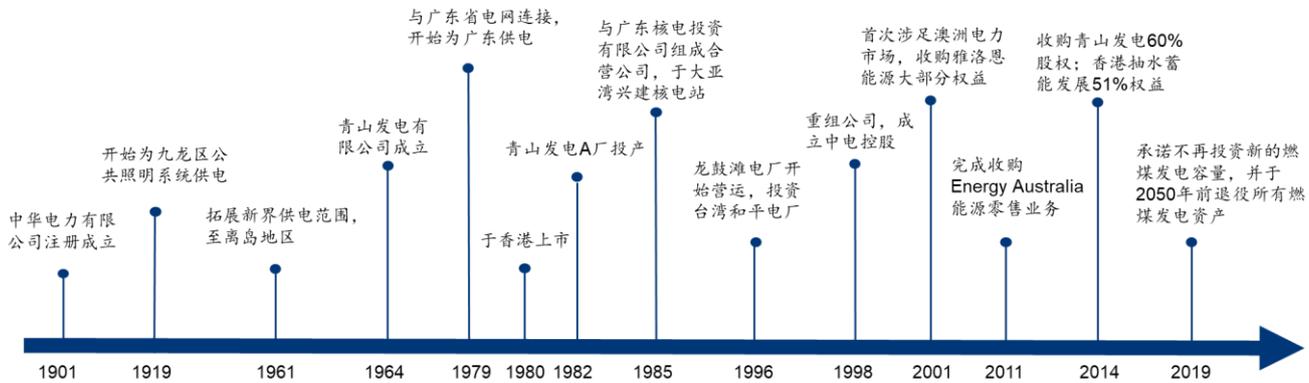
中电控股：亚太区规模最大的私营电力公司之一

中电控股是亚太区最大规模的私营电力公司之一，投资遍及中国香港、中国内地、澳洲、印度、中国台湾地区及泰国的能源市场，业务涵盖能源价值链多个主要环节，包括零售、输电和配电，并拥有多元化的发电组合。

亚太区规模最大的私营电力公司之一，业务遍布全球

中电控股 (0002.HK) 是一家主要从事发电及供电的投资控股公司。自 1901 年中华电力有限公司注册成立以来，公司不断拓展供电范围，实现了从小型发电厂到多元化能源运营商的转变。早期公司仅从事香港本土电力业务，1979 年与广东电网连接后开始向内地供电，并于 1985 年参与了大亚湾核电站的建设；1996 年起公司开始向亚洲其他地区进行业务拓展，1996 年投资台湾和平电厂，2001 年进军澳洲电力市场，2002 年踏足印度电力市场。现今，公司业务遍及亚太区多地，运营的发电组合涵盖燃煤、燃气、核电、风电、水电及太阳能等类型，还从事输配电和电力及燃气之零售业务。

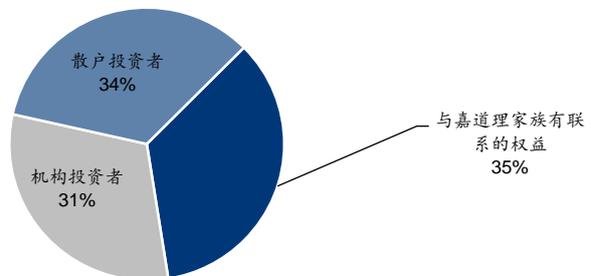
图表1：中电控股发展历程



资料来源：公司官网、华泰研究

公司控股股东为香港老牌英资财团—嘉道理家族。若按照股东类别对股权比例进行划分，公司股东可分为三类，1) 最大单一股东集团为与嘉道理家族有联系的权益，总持股比例约 35%；2) 机构投资者，主要来自北美洲、英国、欧洲及亚洲，总持股比例约 31%；3) 散户投资者，大部分来自香港，总持股比例约 34%。

图表2：按类别划分的公司股权结构（截至 2023 年 12 月 31 日）

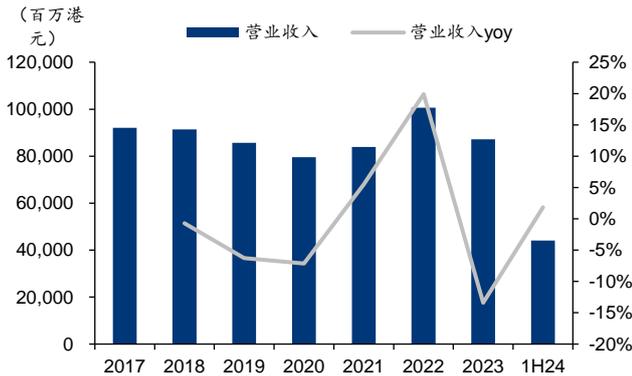


资料来源：公司官网、华泰研究

中国与澳洲业务贡献主要收入，历史每股股息从未下滑

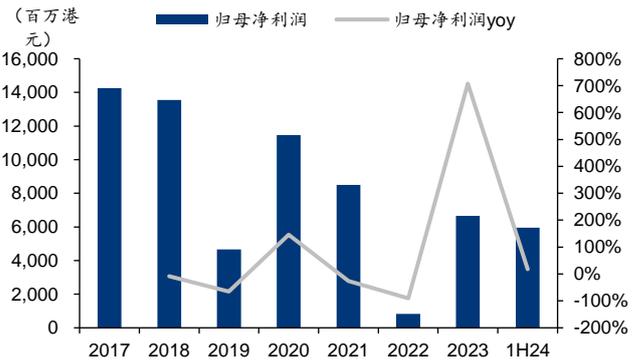
2017年以来归母净利润有一定波动，收入较为稳定。历史年度归母净利润的波动主要与中国香港、澳洲业务有关。其中2019年公司归母净利润显著下滑（同比-65.6%）主要系1）中国香港本土电力业务所适用的新管制协议生效，准许回报率由9.99%下调至8%；2）Energy Australia零售业务进行商誉减值63.81亿港元。2022年归母净利润大幅下滑（同比-90.3%）主要系澳洲业务影响：1）燃煤电厂因原材料供应、电厂老化等原因发电量减少；2）批发电价处于高位，公司以较高成本交付远期出售能源合约的结算。2023年以来随澳洲批发市场现货电价回落，澳洲能源业务表现改善，带来公司利润显著修复。

图表3：2017-1H24 公司营收情况



资料来源：公司公告，华泰研究

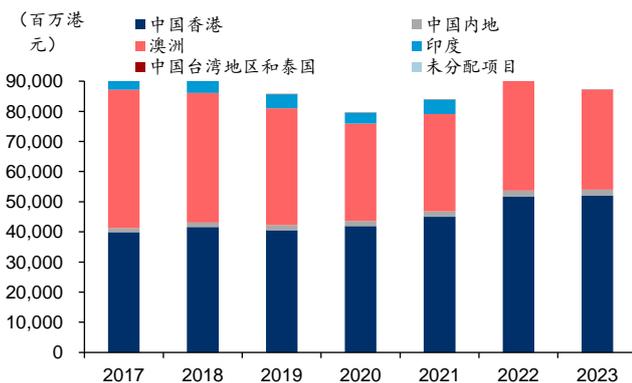
图表4：2017-1H24 公司归母净利润情况



资料来源：公司公告，华泰研究

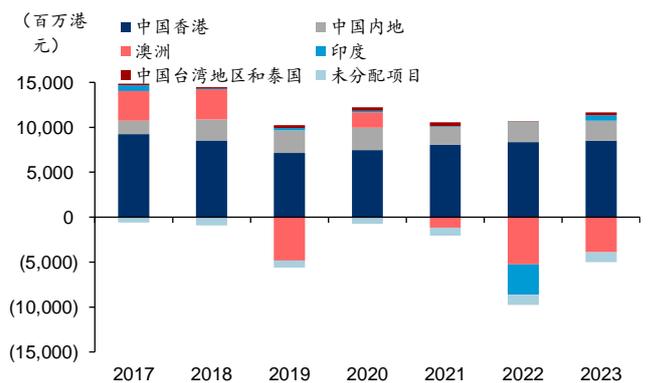
投资遍布世界多地，中国与澳洲贡献主要收入。公司业务主要按照所在地区分为中国香港、中国内地、澳洲、印度、中国台湾地区与泰国五大部分。回顾历史年份各部分业务贡献的收入、利润情况，可发现中国香港、中国内地与澳洲业务贡献了主要收入（2023年印度子公司出表后，合计贡献收入占比接近100%），其中中国香港与中国内地业务亦给公司带来了稳定的利润贡献，而澳洲业务由于电力市场波动较大，利润贡献较不稳定，部分年份甚至亏损。

图表5：2017-2023 年主要业务营收构成（按所在地区划分）



资料来源：公司公告，华泰研究

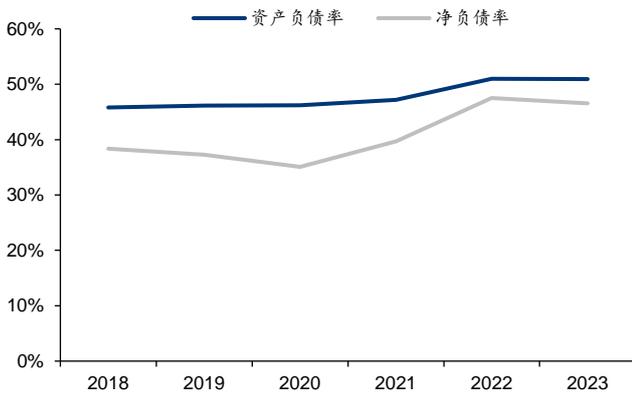
图表6：2017-2023 年主要业务归母净利润构成（按所在地区划分）



资料来源：公司公告，华泰研究

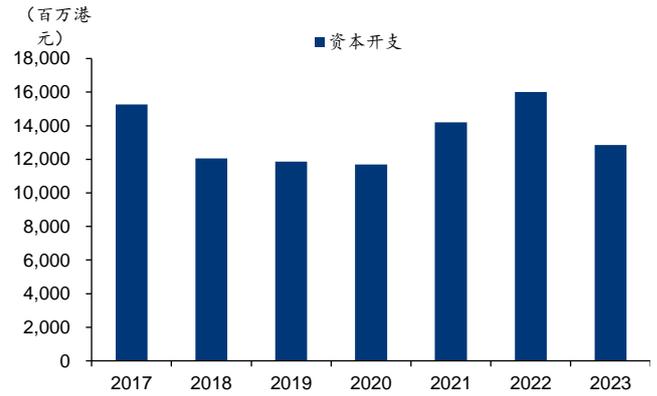
2018年以来资产负债率稳定在50%左右，债务风险较小。公司资产负债率从2020年的46%略增加至2023年的51%，净负债率由2020年的35%增加至2023年的46%，主要系随着资本开支不断投入，公司有息债务不断增加，但整体负债率仍处于较低的水平，债务风险可控。资本开支方面，公司的总资本开支主要包含管制计划资本开支、增长型资本开支、维修性资本开支、其他资本开支与业务收购，其中管制计划资本开支为主要资本开支。据公司公告，2024-2028年公司中国香港电力业务资本开支共529亿港元，较2019-2023年计划的560亿港元略有下降。

图表7：2018-2023年资产负债率与净负债率情况



资料来源：公司公告，华泰研究

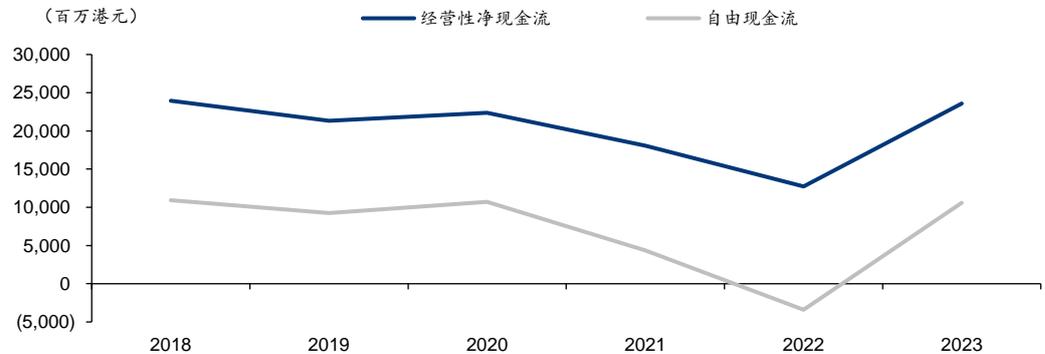
图表8：2018-2023年资本开支情况



注：图中资本开支对应年报中资本投资项数据，包含管制计划资本开支、增长性资本开支、维修性资本开支、其他资本开支及收购资产
资料来源：公司公告，华泰研究

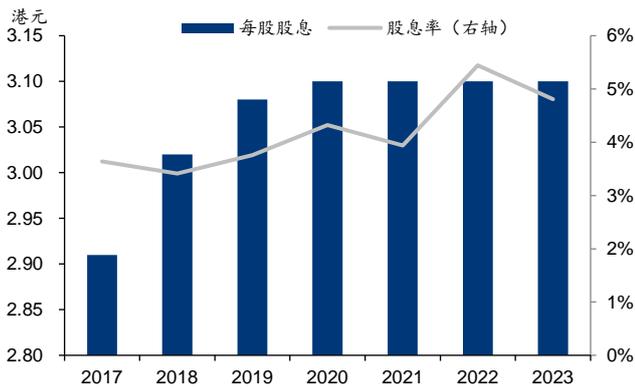
2020年以来每股股息稳定不变，历史每股股息从未下滑。公司整体盈利情况较好，虽经营现金净流量有所波动，但公司每股股息自2020年以来始终维持不变，且分红比例始终维持在68%以上的水平，部分年份甚至超100%。2020-2023年公司每股股利均为3.10港元，分红金额占归母净利润比重为68/92/84/118%。且回顾公司历史派息情况，我们发现公司历史每股股息从未下滑。考虑到2022年澳洲业务亏损后，公司积极对火电厂开展大修、寻找可靠原材料供应商，澳洲业务整体表现也已明显恢复，我们认为未来澳洲业务财务表现或将更为稳定，叠加中国香港业务不断投入的资本开支转固对固定资产的增厚，公司分红或存在进一步提升的空间。

图表9：2018-2023年经营性净现金流与自由现金流情况



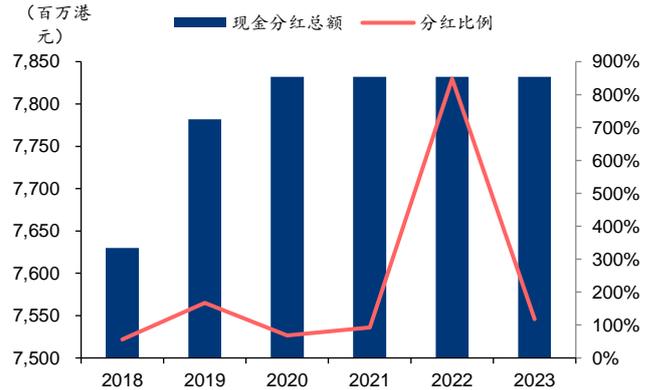
注：自由现金流仅考虑了维修性资本开支
资料来源：公司公告，华泰研究

图表10: 2018-2023 年公司每股股息及股息率情况



注: 股息率=年度每股股息/年末收盘价
 资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表11: 2018-2023 年现金分红总额及分红比例情况

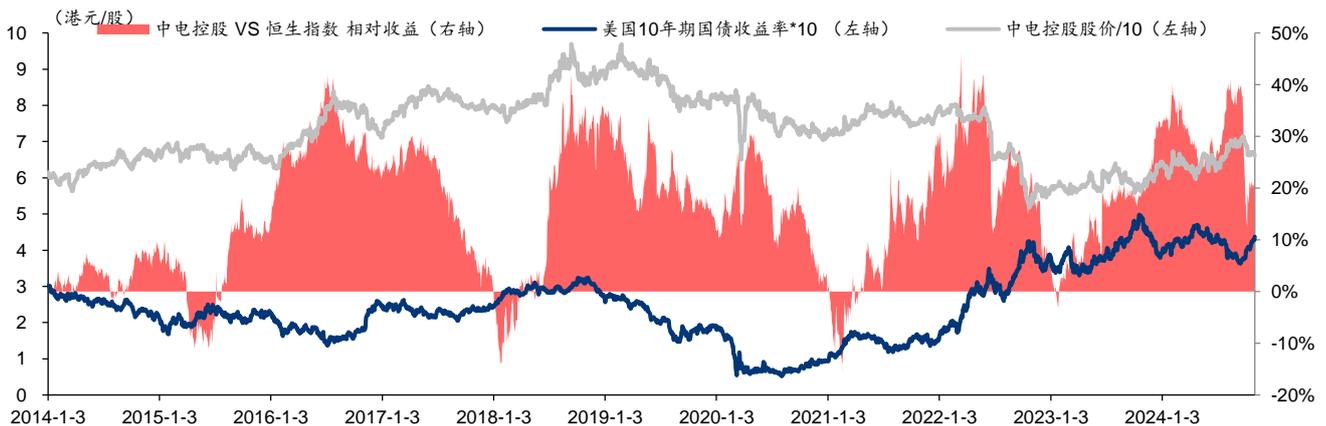


资料来源: 公司公告, 华泰研究

股价复盘: 类债券属性, 2014 年以来大部分时间均跑赢大盘

2014 年以来大部分时间均跑赢大盘, 美联储加息周期下公司股价与美债收益率呈明显负相关。我们复盘了 2014 年以来公司股价走势、相较于恒生指数的超额收益率以及美国 10 年期国债的走势, 发现 2014 年起公司相对恒生指数的收益率大部分时间均为正值, 主要系公司中国香港与中国内地业务作为压舱石带来的稳定盈利贡献及历史从未下滑的每股股息赋予了其类优质债券属性。2022 上半年股价明显下跌主要系 1) 澳洲批发电价处于高位及发电机组非计划停运增加导致公司业绩同比大幅下滑; 2) 随美联储不断加息, 公司作为具有较强防御性的类债券资产, 股价承压, 但仍持续性跑赢大盘。2024 年 9 月 18 日, 美国联邦储备委员会宣布, 将联邦基金利率目标区间下调 50 个基点, 降至 4.75% 至 5.00% 之间的水平。政策公布后公司股价呈现上涨趋势, 并于 9 月 25 日触及 73.20 港元, 为截至目前年内最高价。在此背景下, 我们认为公司凭借业绩兼备稳定与成长性、分红可持续性高且潜力可观的特点, 股价有望提升。

图表12: 2014 年以来中电控股股价、较恒生指数超额收益走势及 10 年期美债收益率走势



资料来源: Wind, 华泰研究

多点开花，兼备稳定收益与成长潜力

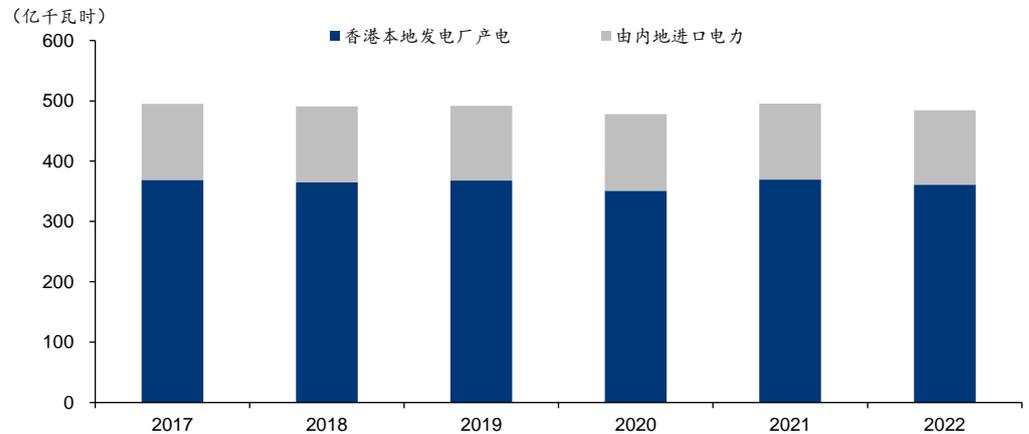
公司自成立以来不断拓展业务范围，现今业务遍及中国香港、中国内地、澳洲、印度、中国台湾地区及泰国，运营的发电组合涵盖燃煤、燃气、核电、风电、水电及太阳能等类型，还从事输配电和电力及燃气之零售业务。

中国香港：电力双寡头之一，受管制协议规管

中国香港拥有成熟的电力市场，呈双寡头竞争格局

中国香港电力供应总量及构成均较稳定，75%香港本地自发电+25%内地外购电。据香港能源统计年刊，2017-2022年香港电力供应中约有75%左右来自本地发电厂；25%左右由内地进口。据中电控股有限公司公告，根据已签订的购电协议及购电安排，2034年5月6日前，中华电力（中电控股的全资附属公司）每年将购买广东大亚湾核电站70%的发电量；2014年10月至2023年底，中华电力还以相同单价额外购买大亚湾核电站10%的发电量。且据中电控股2023年年报，该购电约定将于2024-2028年期间继续生效。

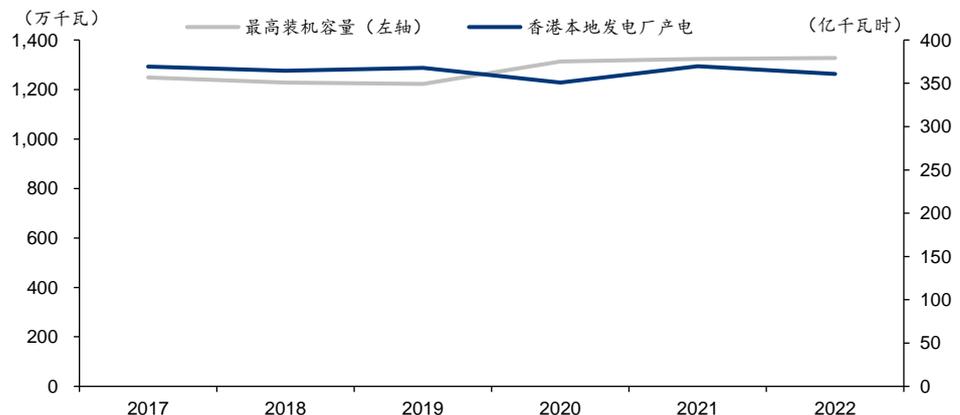
图表13：2017-2022年香港电力供给来源



资料来源：香港能源统计年刊，华泰研究

装机量与发电规模基本稳定，个别年份装机量减小主要系老旧机组退役及绿色转型所致。据香港政府于2021年发布的《香港气候行动蓝图2050》，香港在1997年已停止建设燃煤发电机组，并逐步淘汰现有的燃煤发电机组，目标于2035年不再使用煤作日常发电，长远期望达至“净零发电”目标。故随着老旧机组退役以及燃煤机组的淘汰，个别年份香港本土发电装机有所减小，发电量变化趋势与装机量基本一致。

图表14：2017-2022年香港本地发电量与最高装机容量



资料来源：香港能源统计年刊，华泰研究

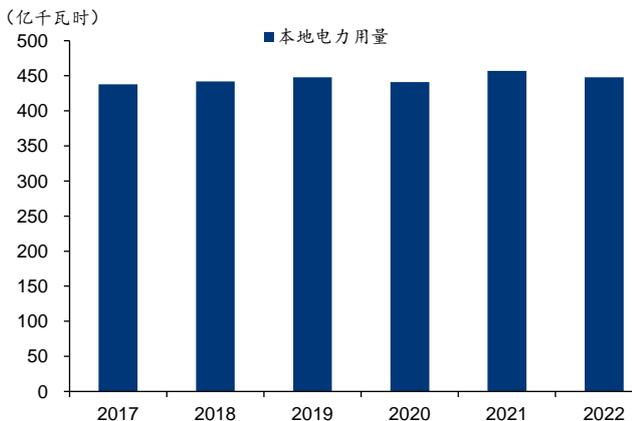
香港主要有 5 大本土发电厂，中电控股旗下的青山电厂、龙鼓滩电厂、竹篙湾发电厂及新界西沼气发电堆填区，截至 1H24 总装机 7218MV；港灯旗下的南丫发电厂，截至 1H24 装机 3283MV。此外，由中电与港灯共同运营的香港海上液化天然气接收站于 2023 年投产，港灯持股 30%；中电持股 49%；南方电网国际（香港）有限公司持股 21%。海上液化天然气接收站的投产使香港能拥有更多元化的天然气来源，并可从全球市场以具竞争力的价格采购天然气，是支持香港政府提升天然气发电比例及降低碳强度计划的重要一步。

图表 15：香港主要本土发电厂

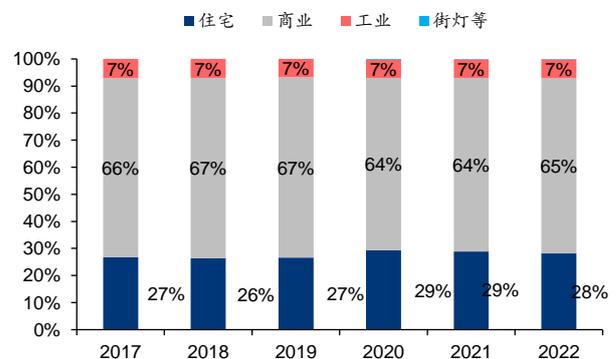
中电：	电源类别	持股比例	装机量
青山电厂	燃煤电厂	中电持股 70%，南方电网国际（香港）有限公司持股 30%	3058MV
龙鼓滩电厂	燃气电厂	中电持股 70%，南方电网国际（香港）有限公司持股 30%	3850MV
竹篙湾发电厂	超低硫柴油（后备）	中电持股 70%，南方电网国际（香港）有限公司持股 30%	300MV
新界西沼气发电堆填区	堆填沼气	中电持股 70%，南方电网国际（香港）有限公司持股 30%	10MV
港灯：			
南丫发电厂	燃煤+燃气+风力发电+太阳能发电	港灯持股 100%	3283MV

资料来源：中电控股官网，港灯官网，华泰研究

香港本地电力需求量较为稳定，住宅用户、商业用户为主要消费群体。双碳背景下，影响香港电力消费的主要因素是人口数量、经济增速、产业结构及气温等。据 2023 年发表的《“双碳”背景下香港电力消费发展趋势研究》，在人口数量、GDP 增速、第三产业占比、高温天气、气候蓝图等因素的综合影响下，如果香港的现有经济模式与消费服务模式不变，香港电力消费总量、商业及住宅电力消费量的未来发展趋势呈不断增长态势，且未来推动香港电力消费量上升的主要因素是商业及住宅方面的电力消费。

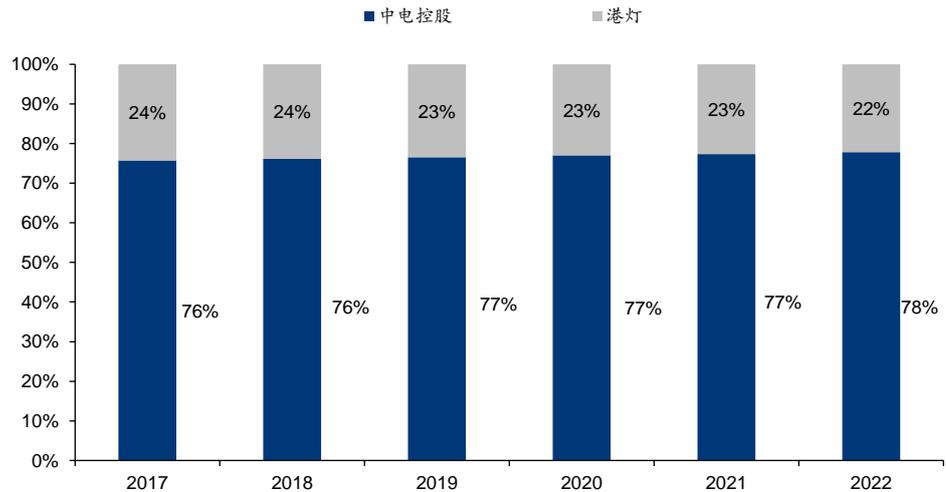
图表 16：2017-2022 年香港本地电力用量


资料来源：香港能源统计年刊，华泰研究

图表 17：2017-2022 年香港本地电力用量构成


资料来源：香港能源统计年刊，华泰研究

香港的电力市场由两间电力公司运营：中电控股和港灯分别向不同地区提供纵向式综合电力服务。其中中电规模较大，为九龙、新界及大部分离岛提供电力服务，2023 年底客户数量约 279 万，超香港八成人口；港灯主要负责为香港岛及南丫岛提供电力服务，2023 年底客户数量超 58.9 万。从售电量角度来看，2023 年中电和港灯的市占率分别为 78% 与 22%，且 2017 年以来两家公司的市占率均较为稳定。

图表18：2017-2022年香港本地用电量市占率


资料来源：香港能源统计年刊，华泰研究

与内地相比，香港电力公司和欧美大部分地区的电力公司一样都是公用事业而非独立发电商，盈利能力受到政府的高度监管。在内地，电网受政府管控，监管体制较为严格，输电业务领域仅有国网、南网等国有企业获得经营权，发电市场则相对开放，鼓励私人企业参与投资。与作为独立发电商的内地电力公司不同，中电控股和港灯在其供电区域内设有发电厂、输变电网络、电力调控中心，并服务于大量的电力用户，即这两家电力企业都拥有源-网-荷-储，是典型的发-输-配-用垄断专营的公用事业企业，所以政府必须监管其回报率。此外，为了进一步优化资源配置、增强供电系统的可靠性并降低应急备用容量需求，港灯与中电控股之间在北角与红磡之间建立了海底电缆联络线，实现电力余缺互补，提高了整个电力网络的稳定性和安全性。

管制协议规管下，盈利具备较强稳定性

香港政府与两家电力公司分别签订了《管制计划协议》，通过制定“合理”的收益率，实现对其的监管。1964年，香港政府与中华电力有限公司和青山发电有限公司（中电控股旗下运营香港电力业务的子公司）签订首个《管制计划协议》，据协议规定，其可实现的最高许可收益率为电力运营固定资产平均净值的13.5%，协议期限为15年，每五年重新评估一次，公司与政府均有权要求对细则进行修改。1979年，香港电灯有限公司也与政府签订了《管制计划协议》。政府将根据《管制计划协议》的约定内容，定期对电力公司的财务、电费、业绩、电力发展计划及成本等进行审核。当前实行的管制计划协议于2019年生效，有效期至2033年，约定准许利润水平为电力公司电力相关业务的平均固定资产净值的8%。

图表19：《管制计划协议》的核心指标

指标名称	指标解读
客户缴付的净电费	基本电费 燃料调整费
准许利润	标准燃料成本+营运成本+准许利润。电力公司需向政府提交5年发展计划，内容涵盖期内预测的基本电费，供审批。 燃料调整费和基本电费中的标准燃料成本均实行实报实销机制，由客户承担，电力公司不会从中受益。2019年起，燃料调整费由年度审核变为月度调整机制，调整幅度按前3个月的平均实际燃料成本确定。
发展基金/电费稳定基金	准许利润水平主要根据电力公司电力相关业务的平均固定资产净值厘定，年度投资回报率在2008年之前为13.5%；2008-2018的《管制计划协议》下调至9.99%，在2019-2033的《管制计划协议》下调至8%。 电力公司须设立电费稳定基金，以累积及提供资金，以在合适的情况下调低电费的加幅或令电费下调。若该年度电费收入超过营运成本总额、准许利润（经若干调整后）及管制计划课税的总和，超出之金额将调拨至电费稳定基金，留待日后有需要时使用。相反，如有金额不足，电力公司可从电费稳定基金中调拨差额至公司该年度的损益表，调拨的金额不得超过电费稳定基金的结余，即不可令基金出现亏损。

资料来源：公司官网，华泰研究

香港本土电力业务盈利能力处于较高水平且稳定性优异。香港电力市场相对成熟，用电需求较为稳定，而管制计划协议约定燃料成本实行实报实销机制，由用户承担，即对于香港本土电力业务而言，售电收入（不含燃料价格调整条款收入）应较为稳定，且成本端燃料成本可实现转嫁，仅需承担自身营运成本，故最终实现的盈利应较为稳定。复盘公司与港灯 2018-2023 年收入，可发现香港本土电力业务收入的稳定性显著优于海外业务。由于两家公司关于电力业务收入的披露口径存在差异，我们还对中华电力有限公司及青山发电有限公司、香港电灯有限公司的管制业务准许利润进行复盘，可发现 2019 年新管制协议实行以来两家公司的准许利润均实现温和增长，趋势较为稳定。

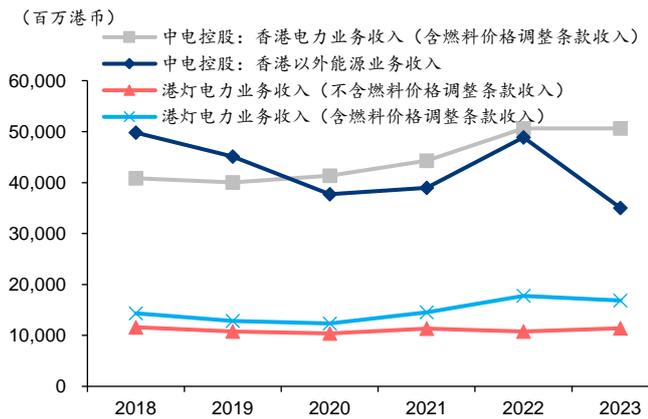
图表20：中电控股与港灯-SS 部分指标对比

		中电控股	港灯-SS
营业收入	百万港元	87169	11406
归母净利润	百万港元	6655	3156
ROE	%	6.40%	6.38%
股息率	%	4.81%	6.80%
中国香港电力业务		✓	✓
营业收入	百万港元	50630	11406
其他业务		✓	—
营业收入	百万港元	36539	—

注：1) 表中数据均为 2023 年情况；2) 股息率=年度每股股息/年末收盘价。

资料来源：公司公告，华泰研究

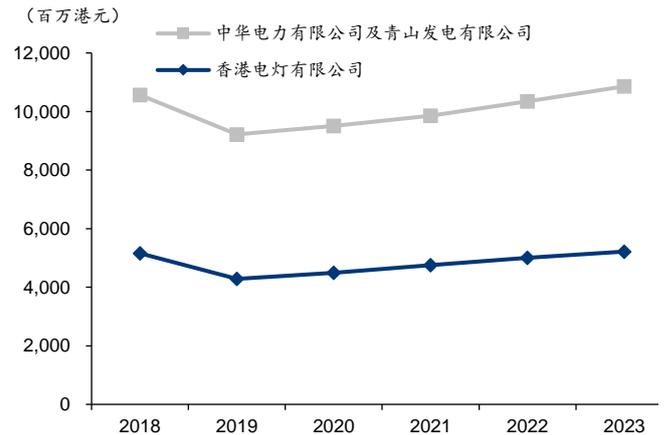
图表21：香港本土电力业务较为稳定-收入角度



注：中电仅披露包含燃料价格调整条款收入的香港电力业务收入，2022 年燃料价格飙升带来该口径下电力业务同比增长。剔除燃料价格调整条款收入的电力业务收入变化趋势可参考港灯。2022 年较为平稳。

资料来源：公司公告，华泰研究

图表22：香港本土电力业务较为稳定-管制业务准许利润角度



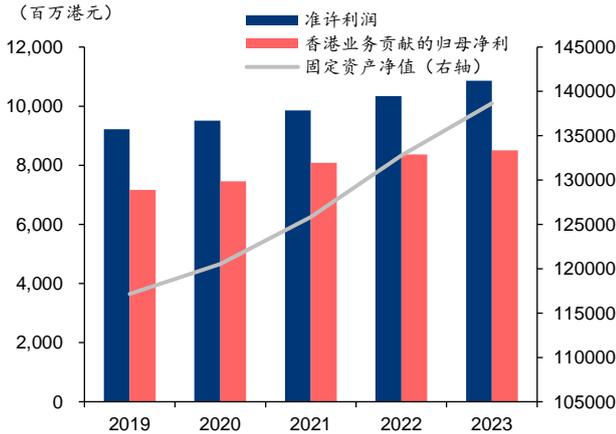
资料来源：公司公告，华泰研究

香港政府减碳目标及北部都会区建设下，持续投入的资本开支或带来盈利的稳步增厚

香港政府在 2021 年发布了《香港气候行动蓝图 2050》，以净零发电、节能绿建、绿色运输和全民减废为四大减碳策略，带领香港于 2050 年前迈向碳中和，并加强减碳中期目标，力争在 2035 年前把香港的碳排放量从 2005 年的水平减半。2021 年 10 月 6 日，香港特首林郑月娥在当届任期最后一份施政报告中，提出建设“北部都会区”构想，将在新界北兴建 90 万伙住宅单位，供 250 万人居住，并建造 5 条新铁路，打造 3 万公顷北部都会区，引入“两城三圈”概念，融入大湾区发展。2023 年 10 月 30 日，香港特区政府公布《北部都会区行动纲领》，明确北部都会区发展愿景、区域规划、主要建设项目等。北部都会区面积达 3 万公顷，约占香港总面积的三分之一。

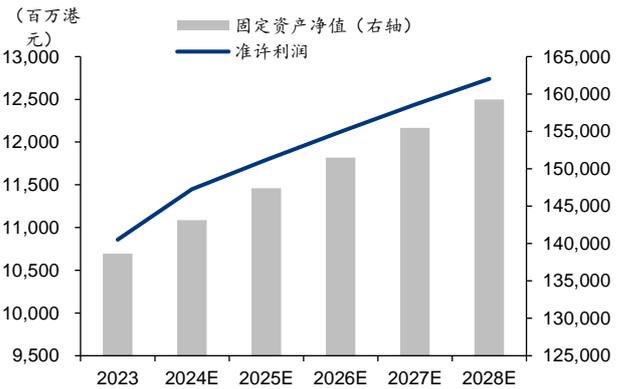
香港能源转型驱动下，2019-2023 年公司共投放管制业务资本开支 560 亿港元，管制业务固定资产实现提升（2019-2023 年 CAGR 4.30%），电力业务准许利润的增长（2019-2023 年 CAGR 4.18%）带来香港业务归母净利润的提升（2019-2023 年 CAGR 4.37%）。据公司公告，继 2019-2023 年发展计划投入资本开支 560 亿港币后，公司计划于 2024-2028 年投入 529 亿港币资本开支，我们认为随公司 2024-2028 年计划投入的 220 亿港元资本开支逐渐转固，未来香港业务贡献的归母净利润有望稳定增厚。此外，考虑到新界为公司供电范围，我们认为未来北部都会区建设伴随的基础设施建设如电网、智能电表等新增需求，或为公司带来香港业务的新增长动能。

图表23：2019-2023 年香港管制业务固定资产净值、准许利润、贡献的归母净利润情况



资料来源：公司公告，华泰研究

图表24：我们预计 2024-2028 年公司香港管制业务固定资产净值、准许利润将继续增长



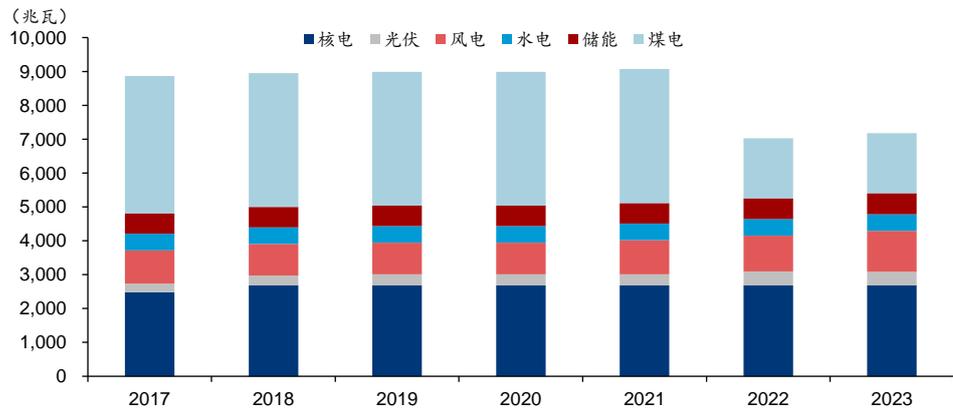
资料来源：公司公告，华泰研究预测

中国内地：发电组合多元化，重点发展可再生能源

公司于 1979 年起踏足中国内地市场，是中国内地能源业务的最大境外投资者之一

公司在中国内地的业务通过中电中国 (CLP China) 进行，中电中国是中电控股在中国内地的业务平台，参与了多个发电项目，包括燃煤、核能、风力、太阳能、水力等多种形式的能源项目，投资分布在多个省份，包括广东、北京、天津、河北、辽宁、内蒙古、吉林、陕西、广西、贵州、云南、山东和四川等。

图表25：公司于中国内地运营的发电组合涵盖核电、煤电、风电、光伏、水电、储能等多元化电源类型



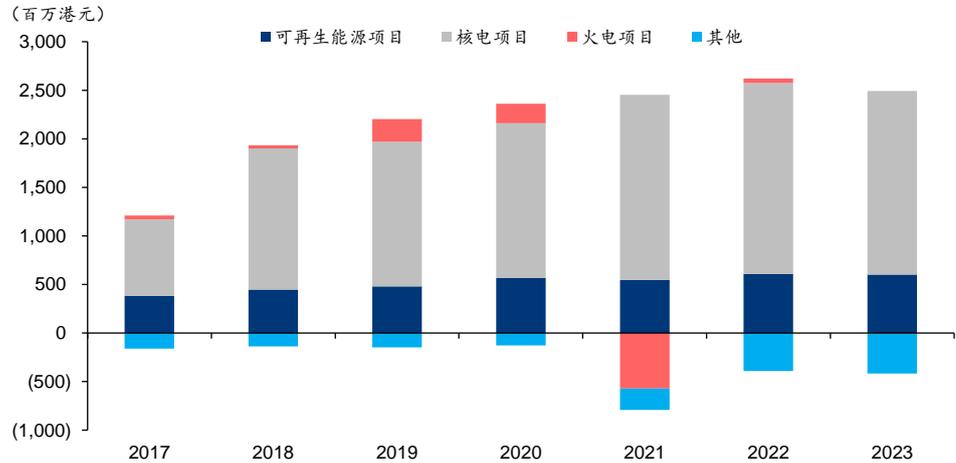
注：图中所示装机涵盖在建、在运及购电合约涉及的权益装机容量

资料来源：公司公告，华泰研究

核电机组贡献稳定回报，公司未来将致力于发展零碳能源

参股大亚湾核电站与阳江核电站，带来稳定投资收益。公司在内地参股的两大核电站为大亚湾核电站(持股比例 25%)和阳江核电站(持股比例 17%)。回顾中国内地业务 2017-2023 年营运盈利情况，可发现核电项目营运盈利贡献居首位，随机组大修情况略有波动但整体较为稳定。

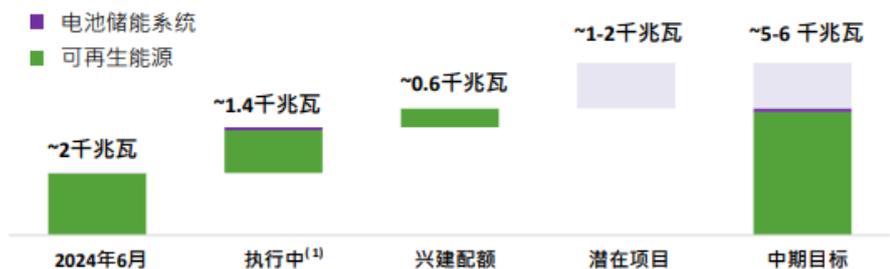
图表26：2017-2023 年中国内地业务分项业务营运盈利情况



资料来源：公司公告，华泰研究

公司计划于中期(2028 年左右)倍增可再生能源装机，或将带来可观盈利增长。截止 1H24，公司于中国内地可再生能源项目在运装机容量为 1950MW，在建装机容量为 450MW，2H24 预计将有 691MW 新项目动工，包含位于广西壮族自治区的 160MW 风场和位于山东省两个发电容量合共 531MW 的风场。此外，据公司公告，公司所有正在发展的风电、光伏项目均为平价上网项目，无需依赖国家补贴营运。未来发展计划方面，据公司公告，公司计划于自 1H24 至中期(2028 年左右)倍增可再生能源装机。我们认为若公司发展计划如约完成，且新增项目内部收益率与已有项目相近，则可再生能源项目贡献的营运盈利或将实现较大增长。

图表27：中国内地零碳项目发展计划



资料来源：公司投资者简报，华泰研究

澳洲：批发业务与零售业务并行，机会与挑战并存

澳洲电力市场：批发侧与零售侧市场化竞争，输配电商回报受政府监管

澳大利亚的电力市场运行机制是一个复杂的体系，其中澳大利亚国家电力市场(National Electricity Market, NEM)覆盖 5 个区域市场，包括昆士兰州、新南威尔士州、维多利亚州、南澳大利亚州和塔斯马尼亚。通过实时竞价上网机制来调度电力，确保供需平衡。发电和售电环节引入竞争，输配电环节严格监管，建立统一开放、竞争有序的电力市场，形成了“多买多卖”的全面竞争格局。

发电环节：实时电力市场与电力金融市场并存

澳大利亚的电力批发市场包括实时电力市场和电力金融市场。由于实时电力市场的价格风险太大，发电商或售电商不太可能只参与实时电力市场而不参与电力金融市场。

实时电力市场-在 NEM 市场交易中，发电企业通过自由竞价系统把发出的电力出售给电力批发市场形成电力池，澳大利亚能源市场运营公司（Australian Energy Market Operator, AEMO）把电力池中的电力批发给零售企业以结算周期内（每 30 分钟）该参考节点出清价格（每 5 分钟）的加权平均价格作为对应区域的区域电价。为了使批发侧电力交易在一定的合理价格范围内完成，市场规则设定了现货市场的价格上限与下限。当前适用的电力现货市场价格的上限为 15100 澳元/(MWh)，价格下限为-1000 澳元/(MWh)。

电力金融市场-与实时电力批发市场相比，电力金融市场中的产品交易均现金进行交割，不涉及实际意义上的供电。具体而言，电力金融市场可分为场外交易市场（OTC）与场内交易市场（交易所市场）。场外交易市场由供需双方直接签订合同；场内交易市场则意味着电力期货产品在澳大利亚证券交易所（ASX）或澳大利亚期货交易所（FEX Global）进行交易。

输配电环节：5 年为一个监管周期，核定最大准许收入

AER 以五年为一个监管周期，核定监管期间各电网公司（输电公司、配电公司）在每年的预期最大准许收入（MAR）。准许收入包括网络资产折旧费、网络设备投资收益、运营成本、收入调整和税金五个部分。此外，为激励电网公司合理节省成本，提高供电质量，AER 还对电网公司设置一系列绩效奖惩措施，调整电网公司的准许收入。

零售环节：电费价格较为灵活，用户可以自主选择售电商

澳大利亚国家电力零售市场的参与者仅有电力零售商和用户，输配服务商只承担电力的运输并收取相应的“过路费”与设备维护费用。零售电价由电力批发市场购电的成本、售电公司为电网公司代收的过网费、售电公司营运成本和合理利润，以及国家环境政策导致的附加成本构成。所有这些成本累加起来形成落地价，由零售电商售电公司统一收缴，并向配电与发电公司支付过网费与批发电价。根据自身实际情况的不同，用户可以在澳大利亚官方的售电公司比较平台上选择自己所在区域内所有可供选择的售电公司及其售电套餐，并随时进行转换。

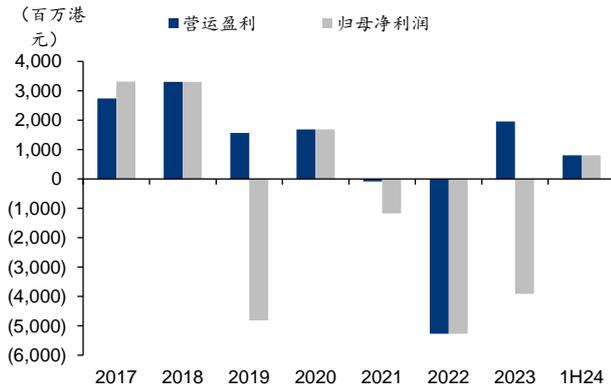
批发业务与零售业务并行，存在天然对冲稳定机制

公司在澳洲的业务通过全资附属公司 Energy Australia 开展。Energy Australia 是澳洲最大的综合能源企业之一，发电组合包括燃煤、天然气和可再生能源，截至 1H24，其共为约 242 万在维多利亚州、南澳州、新南威尔斯州、澳洲首都领地及昆士兰州的客户提供电力和燃气零售服务，客户数量仅次于 AGL 与 Origin Energy。

电价高波动性影响下历史营运盈利波动较大，批发业务与零售业务业绩存在天然对冲关系。

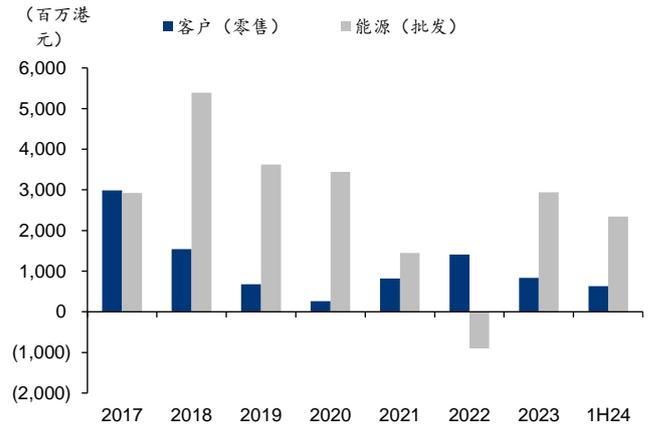
由于实时电力市场每 5 分钟产生一个电力结算价格，澳洲日内电价波动幅度居全球前列，也带来了公司在澳洲电力业务营运盈利较大的波动性。对同时从事批发业务与零售业务的 Energy Australia 而言，当批发电价到达高位时，发电资产输出电量能以更高的电价上网结算，或实现更高的盈利；但与此同时零售业务也面临着更高的批发成本，或降低其当年盈利。故梳理 2017 年至 1H24 澳洲批发、零售业务的业绩指标，我们可发现，在大部分年份，批发业务实现的营运收入或营运盈利变化趋势与零售业务是相反的，两者具有天然的对冲关系，在一定程度上对于 Energy Australia 整体业绩表现起到稳定器的作用。

图表28: 2017年至1H24 澳洲营运盈利情况



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表29: 2017年至1H24 澳洲批发、零售业务经调整营运收入 or 营运盈利 (计入公允价值变动前) 情况



注: 2017-2021年数据为经调整营运收入 (ACOII), 2022年以来数据为营运盈利 (计入公允价值变动前, 即不考虑远期合约公允价值变动)

资料来源: 公司公告, 华泰研究

批发侧: 煤电机组运营能力实现提升, 未来或更多投资于可再生能源与储能项目

在手发电资产主要为火电装机, 新能源、储能项目多以购电合约的方式运营。梳理 Energy Australia 旗下装机, 我们发现除火电厂与风电场中的 Cathedral Rocks 为公司直接持有的发电资产外, 剩余发电组合均以购电合约方式运营。

图表30: 公司于澳洲运营的发电组合涵盖风电、光伏、燃气、燃煤、电池储能等多元化电源类型



注: 图中所示装机涵盖在建、在运及购电合约涉及的权益装机容量

资料来源: 公司公告, 华泰研究

2022年大规模亏损后公司致力于提升燃煤机组运营能力。2022年澳洲业务实现归母净利润亏损约53亿港元, 除当年电价大幅攀升带来的远期合约公允价值变动及燃料成本上升外, 另一主要原因为发电量低于预期: 1) 雅洛恩电厂因老化引致非计划停运增加, 无法发电, 公司只能以较高的现货价格购买电力以弥补远期合约的缺口; 2) Mount Piper 电厂面临煤炭供应短缺的问题。公司致力于解决已有机组运营潜在问题, 虽雅洛恩电厂计划于2028年退役, 为维持退役前的机组可用性, 公司已于2023年完成雅洛恩电厂2台燃煤机组的大修, 并将于今年完成剩余2台机组的大修, 以避免再次出现非计划停运; Mount Piper 也于2023年与燃料供应商签署了新协议, 获得多个煤矿场供货, 优化了煤炭供应。我们认为燃煤机组的潜在营运问题或已成为过去, 未来机组稳定营运下, 若电价相对稳定, 澳洲批发侧业务有望实现业绩稳定增长。

加快能源转型，新投资多为储能与可再生能源项目。据公司公告，伴随着澳洲能源转型对火电资产的逐步淘汰，Energy Australia 未来将致力于发展储能和稳定可再生能源项目，承诺于 2030 年底前将发展或运营中的可再生能源项目增至最多 3000MW。据 Energy Australia 于 2023 年 8 月公布的首份气候转型行动计划 (CTAP)，预计公司直接投入或与合作伙伴共同投资的金额将逾 50 亿澳元。

零售侧：市场竞争激烈，Default Market Offer (DMO) 机制下零售利润或长期承压

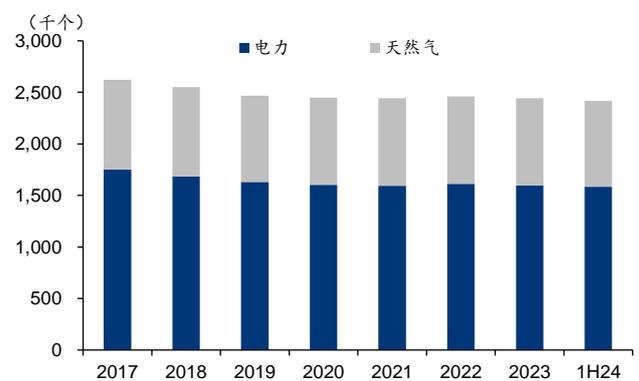
零售市场竞争激烈，2022 年以来客户略有流失但流失率优于市场平均水平。近年来，完全开放的零售电力市场中，澳洲各地电力零售商数量不断增长，激烈的竞争使得公司客户数量近年来略有下降。但据公司披露，Energy Australia 整体零售市场客户数量整体保持合理稳定，且客户流失率增幅低于市场水平，以 2023 年为例，Energy Australia 客户流失率较 2022 年上升 1.9%，但远低于市场的 18.9% 客户流失率。

图表31：2017-1H24 澳洲电力、天然气销售收入



资料来源：公司公告，华泰研究

图表32：零售市场竞争激烈，近年来客户逐年略有流失

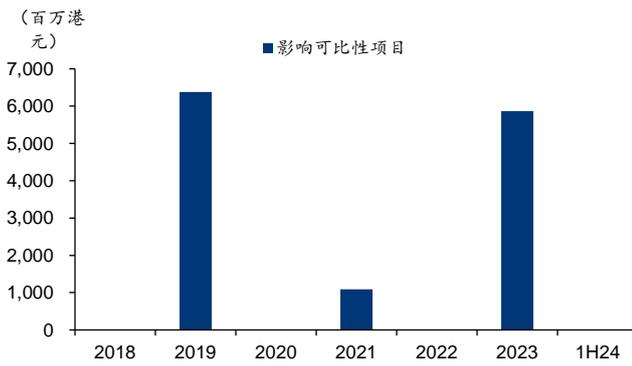


资料来源：公司公告，华泰研究

2019 年 DMO (Default Market Offer) 机制实行后，零售利润或长期承压。公司于 2019/2023 年分别对零售业务计提了 63.81/58.68 亿港元，主要系 2019 年以来，澳洲开始实行 DMO 机制，对电力零售商的利润进行限制，自图表 27 可直观发现 2019 年零售业务经调整营运收入大幅下滑。DMO 机制主要内容包含以下两点：1) 每年 AER 将发布文件公布当年 9 月起执行的 DMO，DMO 涵盖 5 部分内容，分别为零售利润率 (retail margin)、零售成本 (retail cost)、环境成本 (environment cost)、批发成本 (wholesale cost)、网络成本 (network cost)，现行 DMO 6 约定住宅用户零售利润率为 6%，小型企业客户零售利润率为 11%，较 DMO 5 有所下调；2) 各电力零售商向用户提供的电价不得高于 DMO，为争夺客户，电力零售商实际报价均低于 DMO，即实际通过电力零售业务实际实现的利润率将较 DMO 规定的零售利润率更低。

截至 1H24，公司澳洲业务商誉余额为 34.86 亿港元，相较 2018 年的 168.85 亿港元减少约 80%，我们认为虽 DMO 机制下，零售市场竞争激烈，公司零售业务利润或长期承压，但未来计提大额商誉减值风险相对较小。

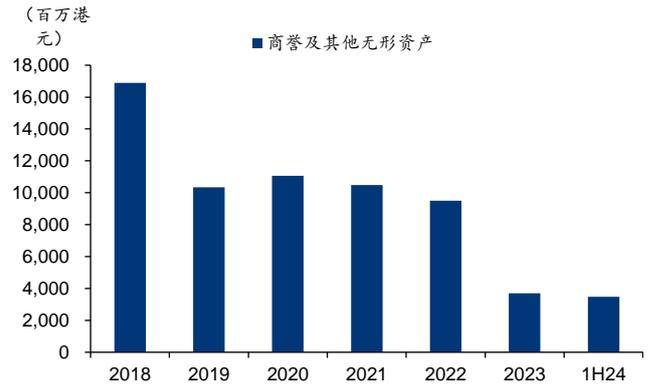
图表33: 2018年至1H24澳洲业务影响可比性项目情况



注: 2019/2023年为对零售业务计提减值; 2021年为诉讼和解及雅洛恩 Morwell 河道修复方案。

资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表34: 2018年至1H24澳洲业务商誉余额情况



资料来源: 公司公告, 华泰研究

印度: 2023年起不再并表, 智能电表或为新增长点

印度电力市场: 由中央和邦政府共同监管

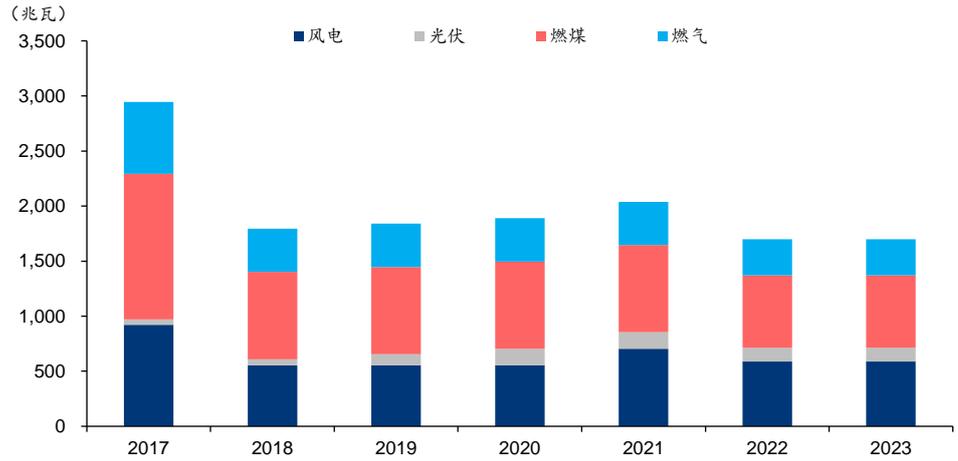
在中央层面, 主要监管机构包括印度电力部 (Ministry of Power)、印度中央电力局 (Central Electricity Authority, CEA) 和中央电力监管委员会 (Central Electricity Regulatory Commission, CERC)。CEA 主要负责提供国家电力政策的建议和制定电力系统发展的计划, 而 CERC 则负责电力批发市场的监管。在邦层面, 各邦电力监管委员会 (State Electricity Regulatory Commissions, SERCs) 负责配电市场和零售市场的监管, 以及州际电力传输和电价监管等。

印度电力市场主要分为长期市场和短期市场, 以长期交易为主, 短期市场交易量占比较小。长期市场交易通常涉及发电商与电力公司或大用户签订的长期购电协议 (Power Purchase Agreements, PPAs), 这些协议可能长达 25 年。短期市场则包括双边交易、电力交易所交易以及通过偏差结算机制 (Deviation Settlement Mechanism, DSM) 的交易, 交易期限通常不超过 1 年。电价政策方面, 以长期购电协议为例, 电价通常包括固定成本和可变成本, 其中固定成本包括再投资、贷款利息、营运资金、折旧以及运营和维护成本; 可变费用的回收与运行参数有关, 例如火电厂的可变成本取决于煤炭价格、运费和煤炭消耗量。

通过 Apraava Energy 开展业务, 2023年起不再并表

公司业务涵盖风电、太阳能光伏发电、超临界燃煤发电、输电及智能电表基建资产, 由 Apraava Energy 负责具体运营。最初, Apraava Energy 为公司全资子公司 (前称中电印度), 公司持有其 100% 的股份。2018 年 9 月, 公司引入加拿大基金管理公司 (CDPQ) 作为策略性股东, CDPQ 持有其 40% 的股权, 公司仍然持有余下的 60% 股权。2022 年 7 月 12 日, 公司的全资附属公司 CLP GPEC (Mauritius) Holdings Limited 向 CDPQ Infrastructures Asia II 出售了 Apraava Energy 的 10% 权益, 总代价约为 6.53 亿港元, 交易完成后, CDPQ 和公司各自持有 Apraava Energy 50% 的权益。该次股权变更后, Apraava Energy 不再是公司的附属公司, 其财务业绩不再合并入综合财务报表内, 采用权益法作为合营企业列账。目前公司与 CDPQ 各持有 Apraava Energy 50% 股份。

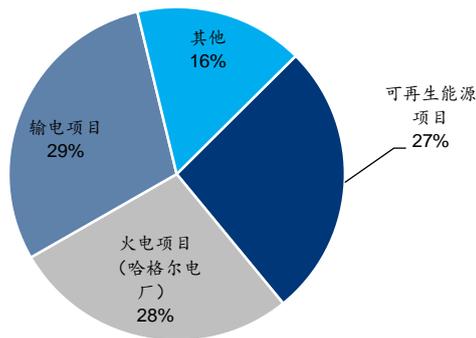
图表35: 公司于印度运营的发电组合涵盖火电、风电、光伏等多元化电源类型



注: 图中所示装机涵盖在建、在运及购电合约涉及的权益装机容量
资料来源: 公司公告, 华泰研究

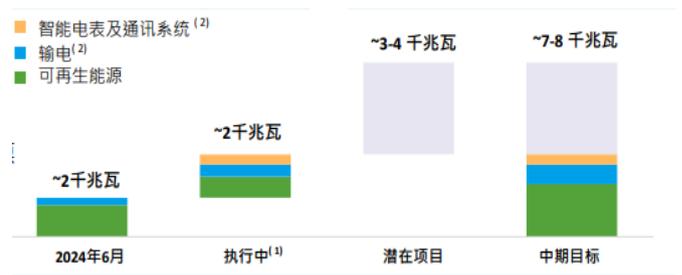
截至 1H24, 可再生能源、火电、输电项目营运盈利占比接近, 未来公司将专注可再生能源、输电项目与智能电表业务。火电方面, 公司主要在运电厂为燃煤电厂哈格尔电厂, 其与购电方已签订购电协议 (有效期至 2037 年), 营运较为稳定。可再生能源方面, 公司于 2023 年中标位于卡纳塔克邦的 300MW 风电场, 预计将于 2026 年投产; 1H24 成功投得合计 350MW 的两个太阳能项目, 预计将于 2H24 动工。输电方面, Apraava Energy 正在继续开发其于 2023 年获得的 3 个全新的输电项目和 2024 年获得的一个输电项目。智能电表方面, Apraava Energy 签订了一份新合约, 将在西孟加拉国邦安装逾 77 万个智能电表; 同时继续继进行另外两个智能电表项目, 涉及在阿萨姆邦和古加拉特邦安装超过 300 万个智能电表。据公司披露, 公司计划自 1H24 至 2028 年左右将可再生能源发电资产增加两倍。未来随哈格尔电厂稳定运行, 新投资的可再生能源项目、输电项目与智能电表项目陆续落地, 印度业务贡献的利润有望实现稳定增长。

图表36: 1H24 印度业务营运盈利分项业务占比情况



注: 图中展示营运盈利的占比情况, 未考虑哈格尔火电厂于 1H24 确认的一次性收入 1.06 亿港元。
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表37: 印度零碳项目发展计划 (Apraava 层面)



资料来源: 公司投资者简报, 华泰研究

盈利预测分析

关键假设：

收入端预测核心假设：

1) 中国香港业务：

装机：2024年4月20日起，青山发电厂A厂A1、2、3共三台燃煤机组（合计1050MW）退役，同月龙鼓滩发电厂燃气机组D2（600MW）投运，截至1H24，公司于香港在运装机为7218MW，我们假设2024-2026年当前装机容量保持不变。

利用小时数：考虑用户整体用电需求较为稳定，我们认为随装机容量减少，整体利用小时将略有提升，我们假设2024-2026年利用小时同比提升200/50/50小时。

售电比例：我们假设售电比例维持2023年水平。

售电量：我们认为售电量=发电量*售电比例，其中发电量=在运装机*利用小时数。综上，我们预计2024-2026年公司香港业务售电量将同比+1.1/+0.7/+0.7%至35776/36013/36252亿千瓦时。

售电均价：据公司披露的2024-2028发展计划预测，2024-2026年净电价将同比-5.4/+0.8/+2.6%至142.9/144.0/147.7港仙/度，鉴于多个历史年度公司售电均价与净电价变化趋势相近，但公司售电均价更为稳定，我们假设售电均价的同比增速较公司披露的未来净电价同比增速略有收窄，即2024/2025/2026年公司售电均价将同比-2.2/+0.3/+1.0至1.39/1.40/1.41港元/度。

2) 中国内地业务：

装机（在运装机+购电合约）：截至2023年底，公司于中国内地在运及购电合约涉及的权益装机为7030MW。我们假设1) 核电/火电/水电：公司当前无在建项目，我们假设这三类电源装机容量维持不变；2) 电池项目：我们假设2024年动工30MW电池项目（三都二期、淮安南闸、宜兴）于2025年投运；3) 可再生能源：我们假设2023年动工150MW风电项目（博白）于2025年投运，2024年动工200MW太阳能项目（淮安南闸、宜兴）、100MW风电项目（三都二期）于2026年投运；此外，考虑到公司计划自1H24至2028年左右倍增可再生能源装机（~2GW至~5-6GW），我们假设自2025年起每年新动工700MW可再生能源项目，并于次年投产。以上假设对应2024-2026年公司于中国内地在运及购电合约涉及的权益装机为7030/7210/8210MW。

利用小时数：我们假设2024-2026年利用小时数维持在2022/2023年的均值水平。

分摊到所有权益装机发电量的度电收入：历史年度较为稳定，我们假设2024-2026年维持在2023年水平。

3) 澳洲业务：

能源业务：

燃煤机组发电量：公司于澳洲运营两个燃煤电厂，分别为雅洛恩电厂与Mount Piper电厂，发电量=装机容量*利用小时。装机容量方面，公司于澳洲地区2024-2026年无新增燃煤装机。利用小时方面，考虑到雅洛恩电厂2024年仍将进行大修，我们假设其2024年利用小时数维持2023年水平，2024/2025年同比提升300小时；考虑到公司已通过签订煤供应商解决煤炭供应不足的问题，我们认为其利用小时将有一定提升，我们假设其2024-2026年利用小时逐年同比提升250小时。

燃煤发电量占比：2023年燃煤发电量占整体发电量比例为79%，考虑到公司将于澳洲发展零碳能源，我们假设2024-2026年燃煤发电量占比将逐渐下滑至78/75/72%。

上网电价：据公司2024年半年报披露，1H24公司所在地区电力现货价格有所提升，我们假设2024-2026年上网电价为0.42港元/度，较2023年底提升0.02港元/度。

零售业务：

售电量与售气量：考虑到公司在澳洲零售行业拥有庞大客户群，我们假设2024-2026年公司于澳洲售电量与售气量逐年同比提升3%。

售电单价：考虑到DMO 6将于2024年9月实行，公司将调对电价进行调整，但新套餐实施需要一定时间，我们假设2024年售电单价维持2023年水平，2025同比下降0.05港元/度，2026年同比持平。

售气单价：我们假设2024年售气单价维持2023年水平，2025、2026年逐年同比下降0.01港元/焦耳。

4) 中国台湾地区与泰国业务: 由于该部分业务收入贡献占比较小且历史运营相对较为稳定, 我们假设 2024-2026 年维持 2023 年的收入水平。

5) 未分配项目: 假设 2024-2026 年维持 2023 年的收入水平。

图表38: 2024/2025/2026 年公司收入有望同比+0.5/+1.1/+2.7%

		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	百万港元	100662	87169	87599	88584	91010
yoy	%	19.9%	-13.4%	0.5%	1.1%	2.7%
中国香港	百万港元	51776	52119	50915	51399	52254
售电量	亿千瓦时	34824	35392	35776	36013	36252
yoy	%	-1.5%	1.6%	1.1%	0.7%	0.7%
售电均价	港元/千瓦时	1.44	1.42	1.39	1.40	1.41
yoy	%	16.0%	-1.6%	-2.2%	0.3%	1.0%
中国内地	百万港元	1877	1846	2071	2124	2419
发电量	亿千瓦时	383	314	352	361	411
度电收入	港元/千瓦时	0.05	0.06	0.06	0.06	0.06
在运+购电合约权益装机	兆瓦	6894	7030	7030	7210	8210
利用小时	小时	5555	4467	5011	5011	5011
澳洲	百万港元	41839	33190	34599	35047	36323
能源业务	百万港元	16837	6597	7208	7944	8742
发电量	亿千瓦时	182	165	172	189	208
上网电价	港元/千瓦时	0.93	0.40	0.42	0.42	0.42
零售业务	百万港元	25002	26593	27391	27103	27581
电力销售	百万港元	19819	20731	21353	21208	21845
售电量	亿千瓦时	167	148	152	157	162
单价	港元/千瓦时	1.19	1.40	1.40	1.35	1.35
燃气销售	百万港元	5183	5862	6038	5894	5737
售气量	千兆兆焦耳	37	31	32	32	33
单价	港元/焦耳	0.14	0.19	0.19	0.18	0.17
印度	百万港元	5153	0	0	0	0
中国台湾地区和泰国	百万港元	4	3	3	3	3
未分配项目	百万港元	13	11	11	11	11

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

成本端预测核心假设:

1) 购买及分销电力与天然气、燃料及其他营运支销成本: 由于公司并未区分自发电与购电合约的分项电量, 我们将这两项成本加总看做公司主要业务的成本, 分摊到公司整体发电输出量上, 除澳洲电价处于高位的 2022 年外, 历史度电成本基本维持在 0.7 港元/度左右。参考 1H24 度电成本, 我们假设 2024 年度电成本同比提升 2.8 港仙/度至 0.77 港元/度。考虑到 2024-2028 年中国香港业务净电价有所下调, 且公司已对澳洲燃煤机组进行大修、签订供应商, 我们认为 2025-2026 年公司度电成本有望下行, 逐年同比降低 2.0/4.0 港仙至 0.75/0.71 港元/度。

2) 员工支销: 参考 1H24 员工支销同比+11.7%至 26.38 亿港元, 我们假设 2024 年员工支销同比+11.7%至 53.04 亿港元, 2025-2026 年维持 2024 年水平。

3) 其他成本: 主要包含折旧摊销与其他支出, 我们假设 2024-2026 年折旧摊销同比+4.2/+3.1/+3.0%至 89.52/92.29/95.06 亿港元; 其他支出往年多为商誉减值和出售附属公司亏损, 截至 1H24 公司该项支出为 0, 且我们认为未来商誉减值风险较小, 故我们假设 2024-2026 年其他支出为 0。

历史年份公司管理费用率有升有降, 依据我们对 2024-2026 年度员工支销的假设, 对应管理费用率为 6.05/5.99/5.83%。财务费用方面, 受美联储加息影响, 且可再生能源项目中期发展计划需要较大资本开支投入, 我们预计未来公司财务费用率将有所提升, 2024-2026 年分别为 2.70/2.76/2.75%。应占合营企业利润方面, 考虑到 Apprava Energy 于 2023 年出表, 以合营企业列示, 且计划于 2028 年左右将可再生能源发电资产增加两倍, 我们预计未来其将贡献更多利润, 2024-2026 年公司应占合营企业利润为 12.0/14.5/16.6 亿港元。综上, 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润将同比+48.1/+3.5/+3.6%至 98.5/102.0/105.7 亿港元。

图表39：2024/2025/2026 年公司归母净利润有望同比+48.1/+3.5/+3.6%

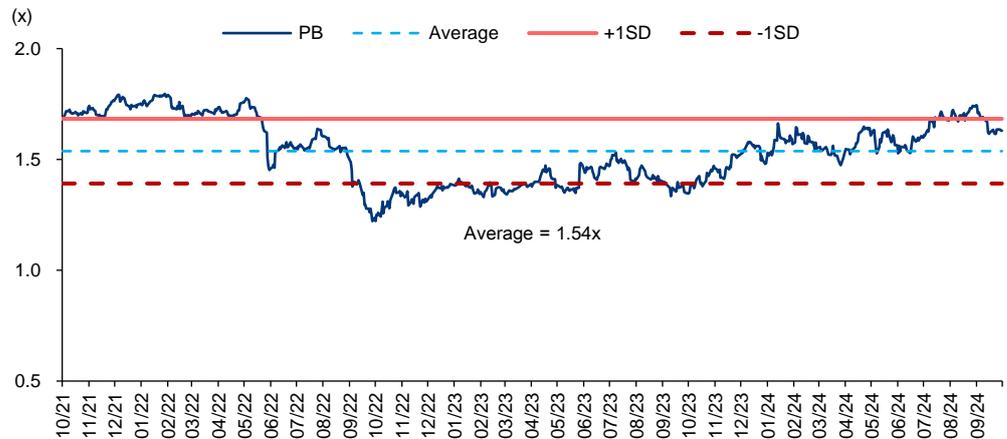
		2022	2023	2024E	2025E	2026E
管理费用率	%	4.64%	5.45%	6.05%	5.99%	5.83%
财务费用率	%	2.07%	2.45%	2.70%	2.76%	2.75%
应占合营企业利润	百万港元	325	1147	1204	1445	1662
归母净利润	百万港元	924	6655	9853	10202	10573
yoy	%	-89.1%	620.2%	48.1%	3.5%	3.6%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

目标价 78.58 港元，首次覆盖予以“买入”评级

我们预计公司 2024-2026 年 EPS 为 3.90/4.04/4.19 港元, BPS 为 42.84/43.72/44.68 港元。考虑到 1) 公司业务覆盖地区广泛, 港股市场类似标的稀缺 (中国香港电力市场另一寡头港灯仅从事香港本土电力业务); 2) 公司当前主要装机类型仍为火电装机, 固定资产占比较高; 3) 公司 2022 年中 PB 下行及股价大幅下跌主要与澳洲电厂非计划停运导致以高电价结算远期出售能源合约有关, 我们认为随澳洲发电机组运营可靠性提升, 业绩波动风险收窄, 未来估值将有所修复, 且随零碳计划推进, 估值或将进一步提升; 我们使用公司历史 3 年 PB 作为估值依据。

参考公司历史 3 年 PB 均值 1.54x, 看好在 1) 中国香港电力管制业务随资本投入不断转固, 利润贡献有望稳步增厚; 2) 随公司正于中国内地、澳洲、印度等地推进的可再生能源中期发展计划逐渐落地, 可再生能源项目利润贡献将明显提升; 3) 澳洲发电机组运营可靠性提升, 业绩波动风险收窄; 三大因素催化下, 公司盈利进一步提升, 给予公司 2025E PB 1.80x, 目标价 78.58 港元, 首次覆盖予以“买入”评级。

图表40：中电控股历史三年 PB

资料来源：Wind，华泰研究

图表41：2021-2025 年香港本土主要公用事业企业估值情况

	PE					PB				
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2021	2022	2023	2024E	2025E
港灯-SS	23.05	15.46	13.19	14.42	13.28	1.40	0.93	0.84	0.94	0.93
香港中华煤气	45.15	26.38	18.38	18.40	17.21	3.36	2.26	1.86	1.92	1.92
中电控股	23.43	155.72	24.47	17.14	16.56	1.76	1.36	1.59	1.56	1.53

注：1) 历史年度选用年末收盘价进行计算, 预测年度采用 2024/11/4 收盘价进行计算; 2) 可比公司预测年度数据来自 Wind 一致预期。

资料来源：Wind，华泰研究

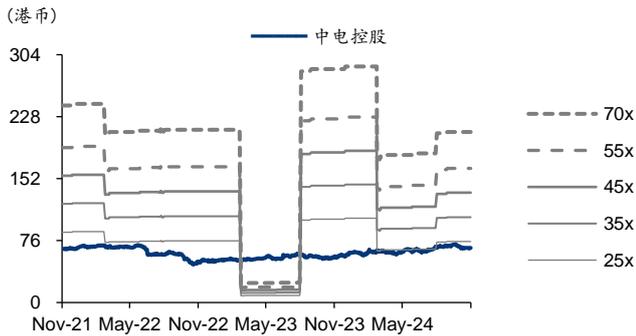
风险提示

中期发展计划进度不及预期。我们对于公司未来业绩于装机预测考虑了其中期发展计划，若计划进度不及预期，或将影响公司业绩表现。

澳洲电价剧烈波动。梳理历史年度澳洲业务业绩表现，可发现其波动性较大，若澳洲电价剧烈波动，澳洲业务或重现类似 2022 年的亏损情况，影响公司整体业绩表现。

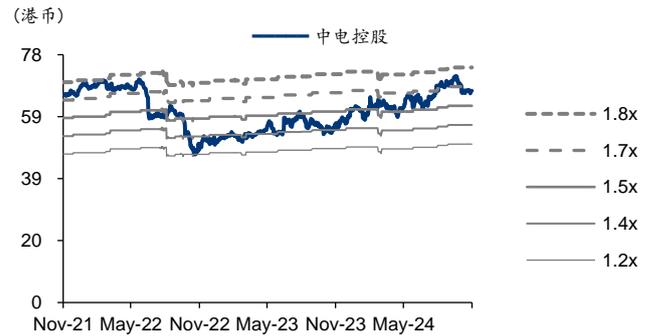
商誉减值。公司于 2019/2023 年分别对澳洲电力零售业务计提了 63.81/58.68 亿港元减值，截至 1H24，公司澳洲业务商誉余额为 34.86 亿港元，若未来再次发生商誉减值，将对公司当年业绩产生不利影响。

图表 42: 中电控股 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表 43: 中电控股 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。

一般声明及披露

本报告由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, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)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。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 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)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、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。本公司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本公司的商标、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内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

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

行业评级

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

公司评级

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

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。公司注册号: 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

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司