

全球布局的红利资产

华泰研究

2024年12月31日 | 中国香港

首次覆盖

发电

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

66.11

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

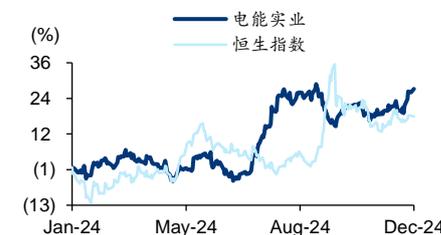
研究员 **李雅琳**
 SAC No. S0570523050003 liyalin018092@htsc.com
 SFC No. BTC420 +(86) 10 6321 1166

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

基本数据

目标价(港币)	66.11
收盘价(港币 截至12月30日)	54.20
市值(港币百万)	115,506
6个月平均日均成交额(港币百万)	225.72
52周价格范围(港币)	41.05-55.35
BVPS(港币)	40.62

股价走势图



资料来源: S&P

首次覆盖电能实业给予“买入”评级,目标价 66.11 港元。电能实业是一间国际能源投资公司,致力于投资全球能源及公用事业相关业务,以受管制资产为主,业务模式具有较强抗风险能力。在手资金充沛,历史每股普通股股息从未下滑。

分散化投资于全球受规管资产, 2024 年重启并购拓展业务版图

公司坚持分散化+非控股权益投资,偏爱稳定型资产。截至 2023 年末,公司业务遍布 4 大洲 9 个市场;投资模式多为非控股权益收购,资产不入表,作为合联营公司;主要投资于受规管或签署长期合约的稳定型资产。当前全球地缘政治局势紧张,公司业务模式抗风险能力强,且旗下多个于 2020/21 年低利率环境进入上一规管期的资产将于 2025/26 年迎来新规管期,回报率有望提升。2019-23 年,受疫情与利率影响,公司未进行并购。2024 年公司重启并购,4/8 月收购北爱尔兰配气商 Phoenix Energy/英国 32 个风电场,5 月收购英国可再生能源资产组合 UU Solar,或带来新增利润贡献。

在手资金充沛,历史每股普通股股息从未下滑

公司每股股息 2021 年以来维持 2.82 港元,22/23 年分红比例 106/100%,股息率 6.6/6.2% (年度每股股息/年末收盘价),具有较强吸引力。且公司历史每股普通股股息从未下滑(2016/17 年派发特别股息),彰显了公司回馈投资者的决心。此外,公司现金流充裕,2019-2023 年公司自由现金流均值为 53 亿港元(经营性净现金流+合联营公司偿还款项+已收股息-财务成本),虽较分红总额(2023 年 60 亿)存在缺口,但在手资金充沛(2023 年末银行结存及现金 42 亿港元),我们认为公司维持当前分红水平压力较小。

我们与市场观点不同之处:对于全球经济不确定性下公司业绩并不担忧

在通胀冲击、地缘政治紧张局势加剧的背景下,全球经济存在较高的不确定性。但我们认为,在 1) 业务多为受规管资产且 2025/26 将迎来回报率上调窗口期; 2) 收购资产带来利润增量作用下,公司净利或仍实现稳中有增。

盈利预测与估值

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 62.7/64.6/66.9 亿港元,对应 2025 年 EPS/BPS 3.03/41.98 港元。可比公司 Wind 一致预期 2025 年 PB 均值为 1.37x,考虑到公司 1) 业务模式具有强抗风险能力,多个资产将于 2025/26 年迎来回报率上调窗口期; 2) 重启收购或带来新增利润贡献; 3) 2023 年分红比例/股息率 100.11/6.23%,高于可比公司均值(98.83/5.85%),给予公司 2025 年 PB 1.57x,目标价 66.11 港元,首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示:汇率波动风险,规管机制调整风险。

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)	1,265	1,292	1,099	964.09	950.17
+/-%	(0.86)	2.13	(14.93)	(12.28)	(1.44)
归属母公司净利润(港币百万)	5,649	6,003	6,272	6,455	6,685
+/-%	(8.00)	6.27	4.48	2.92	3.56
EPS(港币,最新摊薄)	2.65	2.82	2.94	3.03	3.14
ROE(%)	6.51	6.84	7.06	7.23	7.45
PE(倍)	20.45	19.24	18.42	17.89	17.28
PB(倍)	1.33	1.30	1.30	1.29	1.28
EV EBITDA(倍)	19.80	18.93	17.87	17.31	16.77

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	1,265	1,292	1,099	964.09	950.17
销售成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利润	1,265	1,292	1,099	964.09	950.17
销售及分销成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	(32.00)	(32.00)	(32.00)	(32.00)	(32.00)
其他收入/支出	(137.00)	(347.00)	(254.47)	(279.58)	(307.10)
财务成本净额	(36.00)	75.00	(6.60)	26.32	61.59
应占联营公司利润及亏损	4,778	5,264	5,726	6,044	6,290
税前利润	5,838	6,252	6,532	6,723	6,962
税费开支	(189.00)	(249.00)	(260.15)	(267.75)	(277.28)
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归母净利润	5,649	6,003	6,272	6,455	6,685
折旧和摊销	(3.00)	(4.00)	(3.95)	(4.07)	(4.20)
EBITDA	5,877	6,181	6,543	6,700	6,905
EPS (港币, 基本)	2.65	2.82	2.94	3.03	3.14

资产负债表

会计年度 (港币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款和票据	132.00	129.00	94.97	101.49	92.13
现金及现金等价物	2,883	2,456	2,525	3,453	3,618
其他流动资产	3,865	1,774	2,200	1,714	2,194
总流动资产	6,880	4,359	4,821	5,269	5,905
固定资产	2.00	3.00	2.81	2.50	2.06
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期资产	87,645	91,340	91,337	91,334	91,332
总长期资产	87,647	91,343	91,340	91,337	91,334
总资产	94,527	95,702	96,161	96,606	97,238
应付账款	3,932	3,015	3,215	3,215	3,215
短期借款	2.00	3.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	104.00	231.00	231.00	231.00	231.00
总流动负债	4,038	3,249	3,446	3,446	3,446
长期债务	3,237	3,098	3,098	3,098	3,098
其他长期债务	396.00	603.00	603.00	603.00	603.00
总长期负债	3,632	3,701	3,701	3,701	3,701
股本	6,610	6,610	6,610	6,610	6,610
储备/其他项目	80,247	82,142	82,404	82,849	83,481
股东权益	86,857	88,752	89,014	89,459	90,091
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总权益	86,857	88,752	89,014	89,459	90,091

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	20.45	19.24	18.42	17.89	17.28
PB	1.33	1.30	1.30	1.29	1.28
EV EBITDA	19.80	18.93	17.87	17.31	16.77
股息率 (%)	5.20	5.20	5.20	5.24	5.24
自由现金流收益率 (%)	4.82	5.06	5.27	5.98	5.33

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	5,877	6,181	6,543	6,700	6,905
融资成本	36.00	(75.00)	6.60	(26.32)	(61.59)
营运资本变动	(116.00)	(89.00)	(192.43)	479.44	(470.47)
税费	(189.00)	(249.00)	(260.15)	(267.75)	(277.28)
其他	(4,836)	(4,630)	(5,733)	(6,018)	(6,228)
经营活动现金流	772.00	1,138	363.99	868.28	(132.50)
CAPEX	(1.00)	(2.00)	(1.00)	(1.00)	(1.00)
其他投资活动	4,009	4,614	5,726	6,044	6,290
投资活动现金流	4,008	4,612	5,725	6,043	6,289
债务增加量	(199.00)	(138.00)	(3.00)	0.00	0.00
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(6,019)	(6,012)	(6,010)	(6,010)	(6,052)
其他融资活动现金流	76.00	(40.00)	(6.60)	26.32	61.59
融资活动现金流	(6,142)	(6,190)	(6,020)	(5,984)	(5,991)
现金变动	(1,362)	(440.00)	69.36	927.44	165.29
年初现金	4,241	2,883	2,456	2,525	3,453
汇率波动影响	13.00	4.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	2,883	2,456	2,525	3,453	3,618

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	(0.86)	2.13	(14.93)	(12.28)	(1.44)
毛利润	(0.86)	2.13	(14.93)	(12.28)	(1.44)
营业利润	(26.39)	(16.70)	(10.99)	(19.70)	(6.35)
净利润	(8.00)	6.27	4.48	2.92	3.56
EPS	(7.86)	6.27	4.48	2.92	3.56
盈利能力比率 (%)					
毛利率	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
EBITDA	464.58	478.41	595.27	695.00	726.69
净利润率	446.56	464.63	570.64	669.54	703.55
ROE	6.51	6.84	7.06	7.23	7.45
ROA	5.98	6.31	6.54	6.70	6.90
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	0.41	0.73	0.64	(0.40)	(0.58)
流动比率	1.70	1.34	1.40	1.53	1.71
速动比率	1.70	1.34	1.40	1.53	1.71
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
应收账款周转天数	37.00	36.36	36.68	36.68	36.68
应付账款周转天数	NA	NA	NA	NA	NA
存货周转天数	NA	NA	NA	NA	NA
现金转换周期	NA	NA	NA	NA	NA
每股指标 (港币)					
EPS	2.65	2.82	2.94	3.03	3.14
每股净资产	40.76	41.65	41.77	41.98	42.27



正文目录

投资要点	6
业务模式具有强抗风险能力，2025/26 或迎来回报率上调窗口期.....	6
2024 年重启并购，拓展业务版图.....	6
在手资金充沛，历史每股普通股息从未下滑.....	6
我们与市场观点不同之处.....	6
电能实业：国际能源投资公司，合联营公司贡献主要业绩	7
由香港电力供应商发展为国际能源投资公司，业务遍布全球.....	7
投资以业务收购为主，合联营公司贡献主要业绩.....	8
股价复盘：类债券属性及汇率变动或为股价波动主因.....	13
管制资产贡献稳定盈利的高股息标的	15
英国：天然气和电力输配市场执行 RIIO 监管体制.....	15
配电业务：UK Power Networks 是英国最大的配电商之一，2023 年进入新规管期 RIIO-ED2.....	16
配气业务：Northern Gas Networks、Wales&West Utilities 将于 2026 年进入新规管期 RIIO-GD3.....	17
澳洲：AER 对电网、天然气管网企业分开监管.....	19
澳洲输配电环节：五年为一个监管周期，核定最大准许收入.....	19
澳洲输配气市场：面临不同级别的监管，核定加权平均价格上限.....	20
配电：Victoria Power Networks、SA Power Networks 将于 2025/2026 年进入下一监管周期.....	21
配气：Australia Gas Networks 将于 2026/2028 年进入下一监管周期.....	23
中国香港：电力双寡头之一，受管制协议规管.....	24
中国香港拥有成熟的电力市场，呈双寡头竞争格局.....	24
管制协议规管下，盈利能力具备较强稳定性.....	26
香港政府减碳目标下，持续投入的资本开支或带来盈利的稳步增厚.....	27
盈利预测分析	28
关键假设：.....	28
目标价 66.11 港元，首次覆盖予以“买入”评级.....	29
风险提示.....	29

图表目录

图表 1: 电能实业发展历程	7
图表 2: 公司股权结构 (截至 2024 年 6 月 30 日)	8
图表 3: 公司全球业务布局情况	8
图表 4: 主要合营公司、联营公司情况	9
图表 5: 受规管资产的当前监管周期及下一监管周期时间	9
图表 6: 2017-1H24 公司营收情况	10
图表 7: 2017-1H24 公司归母净利情况	10
图表 8: 与同样全球性布局的中电控股相比, 公司受管制业务的高占比带来了较强的抗风险能力	10
图表 9: 公司收入主要由利息收入与股息收入构成	10
图表 10: 2017-1H24 公司归母净利、应占联营公司利润、应占合营公司利润情况	10
图表 11: 应收非上市合营公司、联营公司贷款情况	11
图表 12: 贷款类型及加权平均利率情况	11
图表 13: 2017-1H24 营收分部构成	11
图表 14: 2017-1H24 归母净利分部构成	11
图表 15: 2018-1H24 资产负债率情况	12
图表 16: 2018-2023 年公司每股股息及股息率情况	12
图表 17: 2016-2023 年现金分红总额及分红比例情况	12
图表 18: 2019-2023 年现金流情况	13
图表 19: 2014 年以来电能实业股价、较恒生指数超额收益走势、英镑兑港元汇率、澳元兑港元汇率及 10 年期美债收益率走势	14
图表 20: RIIO 机制下的收入构成	15
图表 21: 公司旗下英国主要公司当前监管周期 wacc 情况	15
图表 22: 英国被划分为 14 个电力区域, 由 6 个配电商集团服务	16
图表 23: 2023 年 UKPN 收入结构	16
图表 24: 2023 年 UKPN 税前利润结构	16
图表 25: RIIO-ED1 期间各配电商 RoRE 情况对比	17
图表 26: 2018 年以来 UKPN RoRE 情况	17
图表 27: RIIO-ED2 时期配电商提交的成本申请及最终允许的成本对比	17
图表 28: 英国共有 8 个天然气分销网络, 由 4 家公司管理	18
图表 29: 2024 年各配气商 RoRE 情况对比	18
图表 30: 2022-2026 年 NGN RoRE 情况	19
图表 31: 2022-2026 年 WWU RoRE 情况	19
图表 32: RIIO-GD2 时期配气商提交的成本申请及最终允许的成本对比	19
图表 33: 输供电公司准许收入核定框架	20
图表 34: 澳洲电网公司年平均收入结构 (示意图)	20
图表 35: 输配气公司准许收入及服务价格核定框架	21
图表 36: 澳洲天然气管网公司年平均收入结构 (示意图)	21
图表 37: 公司旗下澳洲主要公司当前监管周期 nominal wacc 情况	21
图表 38: 截至 2023 年 6 月 30 日受 AER 监管的配电商基本情况	22



图表 39: 2017-2023 年公司投资的澳洲配电商准许权益回报率情况	22
图表 40: 2017-2023 年公司投资的澳洲配电商 RoRE 情况	22
图表 41: 澳洲配气管道基本情况	23
图表 42: 2017-2023 年澳洲配气商准许权益回报率情况	23
图表 43: 2017-2023 年澳洲配气商 RoRE 情况	23
图表 44: 2017-2022 年香港电力供给来源	24
图表 45: 2017-2022 年香港本地发电量与最高装机容量	24
图表 46: 香港主要本土发电厂	25
图表 47: 2017-2022 年香港本地电力用量	25
图表 48: 2017-2022 年香港本地电力用量构成	25
图表 49: 2017-2022 年香港本地用电量市占率	25
图表 50: 《管制计划协议》的核心指标	26
图表 51: 香港本土电力业务较为稳定-收入角度	27
图表 52: 香港本土电力业务较为稳定-管制业务准许利润角度	27
图表 53: 2019-2023 年香港管制业务固定资产净值、准许利润情况	27
图表 54: 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	27
图表 55: 公司收入端核心假设	28
图表 56: 2024/2025/2026 年公司归母净利有望同比+4.5/2.9/3.6%	29
图表 57: 可比公司估值表	29
图表 58: 电能实业 PE-Bands	30
图表 59: 电能实业 PB-Bands	30

投资要点

电能实业是一家国际能源投资公司，致力于投资世界各地的能源及公用事业相关业务，以受管制的能源基建业务为主，业务遍布全球 4 大洲 9 个市场。我们认为公司主要的看点为：1) “分散化”+“非控股权益投资”+“钟情稳定型资产”的业务模式具有较强抗风险能力，且公司旗下多个受规管资产将于 2025/26 进入下一规管期，高利率环境（相较于 2020/21 年开始的上一规管期）下回报率有望提升；2) 2024 年公司重启并购，新资产或为业绩注入新活力；3) 作为公用事业标的，公司在手资金充沛，历史每股普通股股息从未下滑，2023 年股息率（年度每股股息/年末收盘价）超 6%，属于具有较强吸引力的红利资产。

业务模式具有强抗风险能力，2025/26 或迎来回报率上调窗口期

公司的业务模式具有“分散化”+“非控股权益投资”+“钟情稳定型资产”的特点，具有较强抗风险能力。公司坚持业务布局全球化，包括英国、澳洲、新西兰、中国内地、中国香港、泰国、荷兰、加拿大和美国等地，其中英国与澳洲规模较大，2023 年英国地区利润贡献占比达 47%，澳洲地区利润贡献占比达 21%。投资模式多为非控股权益收购，资产并不入表，作为合联营公司存在，主要投资于受规管或签署长期合约的稳定型资产。

公司旗下多个主要合联营公司为 2020/21 年低利率环境下进入上一规管周期的受规管资产，如 SA Power Networks、Australian Gas Networks、Victoria Power Networks，将于 2025/26 年迎来新规管期。虽 2024 年全球步入降息周期，但我们认为短时间内利率回到 2020/21 年的水平（多国中央银行利率降至接近 0）概率较小，我们认为新规管期准许回报率有望较上一规管期提升。

2024 年重启并购，拓展业务版图

2019-2023 年，受疫情、低利率环境等因素影响，公司并未进行并购。2024 年公司重启并购，4/8 月与长江基建、长江实业联合收购北爱尔兰配气商 Phoenix Energy/英国 32 个风电场，5 月收购英国可再生能源资产组合 UU Solar，有望带来新增利润贡献。

在手资金充沛，历史每股普通股股息从未下滑

回顾公司历史派息情况，我们发现公司历史每股普通股股息从未下滑（2016/17 年派发特别股息），彰显了公司回馈投资者的决心。自 2021 年以来，公司每股股息维持在 2.82 港元，2022/2023 年分红比例 106/100%，股息率 6.6/6.2%（年度每股股息/年末收盘价），具有较强吸引力。此外，公司现金流充裕，若按照自由现金流=经营性净现金流+合联营公司偿还款项+已收股息-财务成本计算，2019-2023 年公司自由现金流均值为 53 亿港元，虽较分红总额（2023 年 60 亿）仍存在缺口，但在手资金充沛（2023 年末银行结存及现金 42 亿港元），我们认为公司维持当前分红水平压力较小。

我们与市场观点不同之处

自新冠疫情以来，在通胀冲击、地缘政治紧张局势加剧的背景下，全球经济存在较高的不确定性。但我们认为，在 1) 业务模式具有较强抗风险能力，且公司旗下多个受规管资产将于 2025/26 进入下一规管期，高利率环境下（相较于 2020/21 年开始的上一规管期）回报率有望提升；2) 2024 年公司重启并购，新资产或为业绩注入新活力作用下，公司净利或仍实现稳中有增。

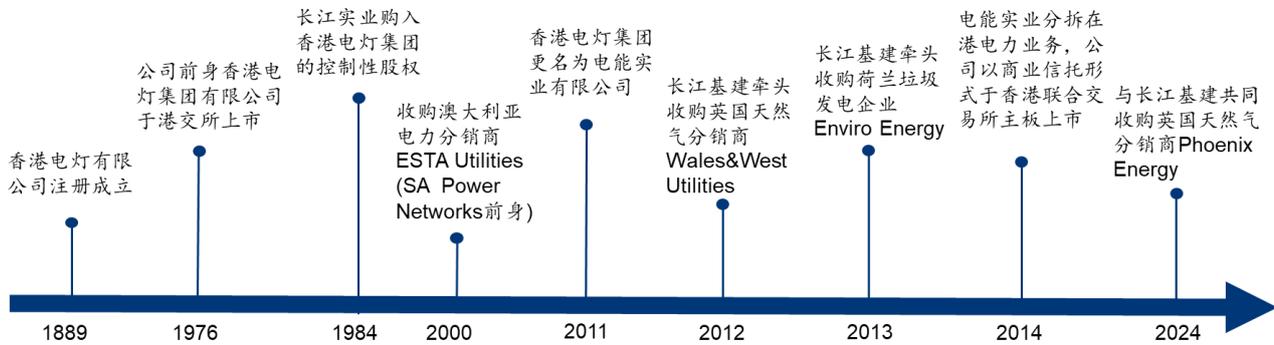
电能实业：国际能源投资公司，合联营公司贡献主要业绩

电能实业是一间国际能源投资公司，投资项目包括发电及输配电、可再生能源、转废为能、配气及输油业务，业务遍布中国香港、英国、澳洲、新西兰、中国内地、美国、加拿大、泰国及荷兰。截止 2023 年底，公司共为世界各地约 1980 万名客户提供稳定的能源及缔造优质生活。

由香港电力供应商发展为国际能源投资公司，业务遍布全球

电能实业 (0006.HK) 是一家国际能源投资公司。公司前身为香港电灯集团有限公司，成立于 1976 年 4 月 9 日，并于 1976 年 8 月在香港上市。1984 年，长江实业购入香港电灯集团的控制性股权，香港电灯集团成为长江集团在香港的三个主要成员之一。集团于 2011 年 2 月 16 日更改公司名称为电能实业有限公司，以反映集团在全球的业务日趋多元化，及继续投资于香港之同时，扩大香港以外业务为未来发展重点的策略。

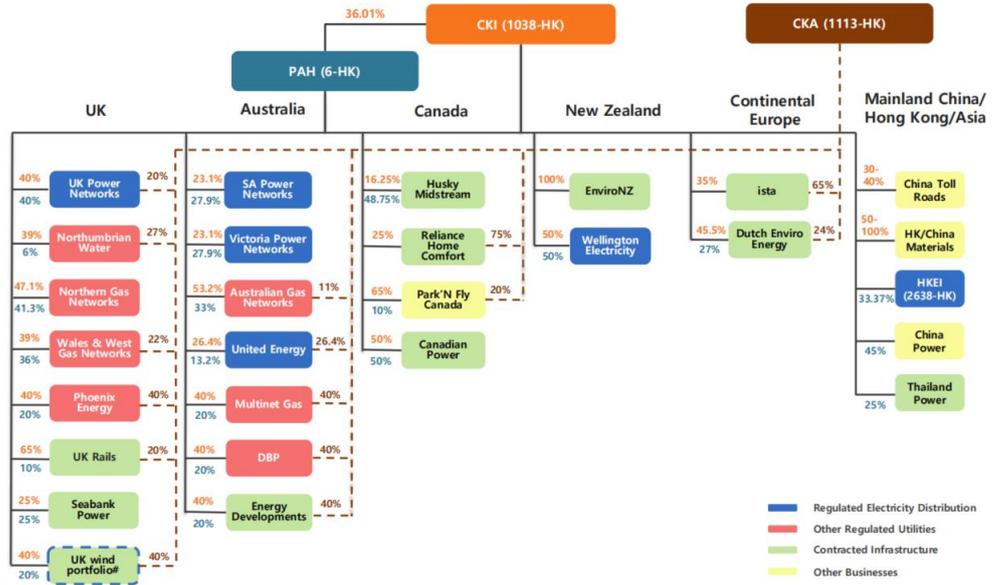
图表 1：电能实业发展历程



资料来源：公司官网，华泰研究

公司控股股东为长江和记实业有限公司，其通过长江基建 (CKI, 1038.HK) 间接持有公司股份。截止 2024 年 6 月 30 日，长江基建持有公司股份比例为 36.01%。回顾历史，可发现长江基建与电能实业在收购资产上合作已久。2000 年，双方首次合作，收购澳大利亚电力分销商 ESTA Utilities (SA Power Networks 前身)。2024 年 8 月，长江基建、长江实业、电能实业组成的财团以约 3.4 亿英镑 (合约 35.5 亿港币) 收购英国陆上风电资产组合。从股权结构图也可看出，长江基建与电能实业对很多海外资产都是共同持股的。

图表2: 公司股权结构 (截至 2024 年 6 月 30 日)

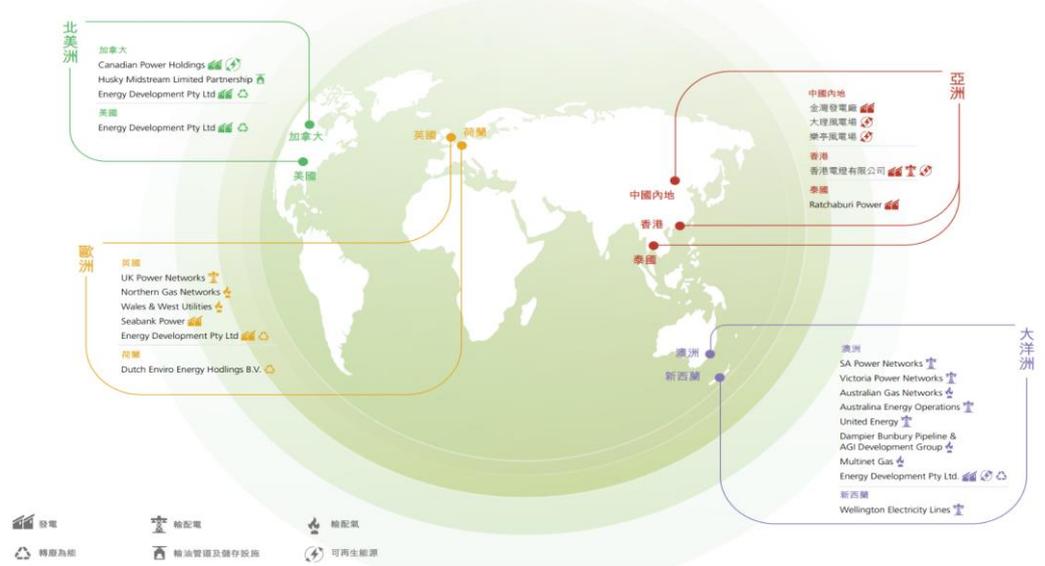


资料来源: 公司公告, 华泰研究

投资以业务收购为主, 合联营公司贡献主要业绩

公司致力于投资世界各地的能源及公用事业相关业务, 以受管制的能源基建业务为主。公司植根香港逾一个世纪, 至今业务已遍布全球 4 大洲 9 个市场, 包括英国、澳洲、新西兰、中国内地、泰国、荷兰、加拿大和美国等。投资以受规管的能源基建业务为主, 2023 年输配气和输配电资产占集团合营公司和联营公司之固定资产总额约 80%, 发电资产约占 11%, 而燃煤发电资产于近年已逐步减少, 占比不足 3%。

图表3: 公司全球业务布局情况



资料来源: 公司公告, 华泰研究

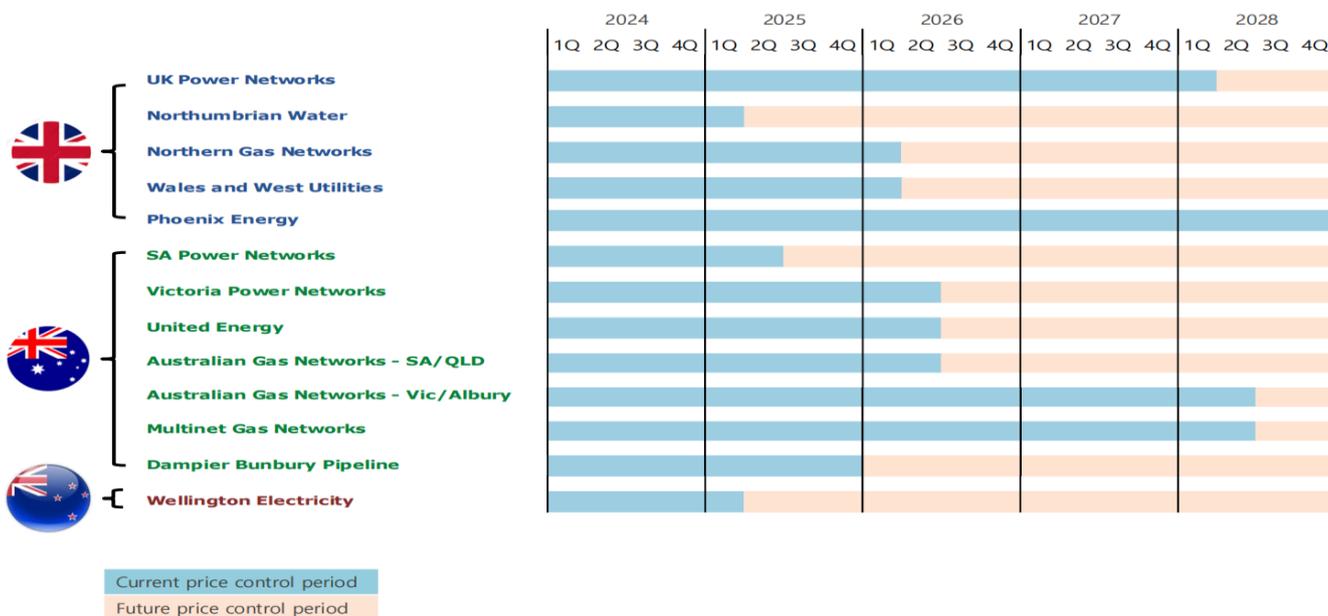
图表4：主要合营公司、联营公司情况

	所在地区	2023 年持股比例 (%)	2023 年经营溢利 (百万港元)	当前适用的准许回报率 (%)
主要合营公司				
UK Power Networks	英国	40%	4522	3.90%
CK William	澳大利亚	20%	606	—
Australian Gas Networks	澳大利亚	28%	765	5.52% (Victoria and Albury)、 4.96% (south Australia)
Husky Midstream L.P.	加拿大	49%	1649	—
Northern Gas Networks	英国	41%	1072	2.91%
Wales&West Gas Networks	英国	36%	-201	2.91%
主要联营公司				
港灯	中国香港	33%	3156	8.00%
SA Power Networks	澳大利亚	28%	269	4.75%
Victoria Power Networks	澳大利亚	28%	1504	4.73%

注：由于口径不一，不同地区的公司回报率不可比。UKPN、NGN、WWU 为 real return for frequent debt issuers；港灯为准许利润占固定资产净值比例；AGN、SAPN、VPN 为 nominal return。

资料来源：公司公告，华泰研究

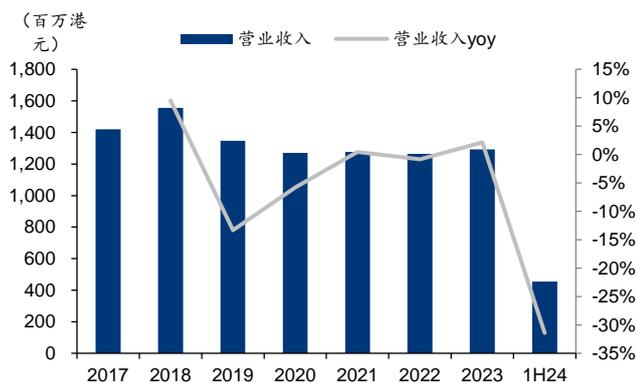
图表5：受规管资产的当前监管周期及下一监管周期时间



资料来源：公司公告，华泰研究

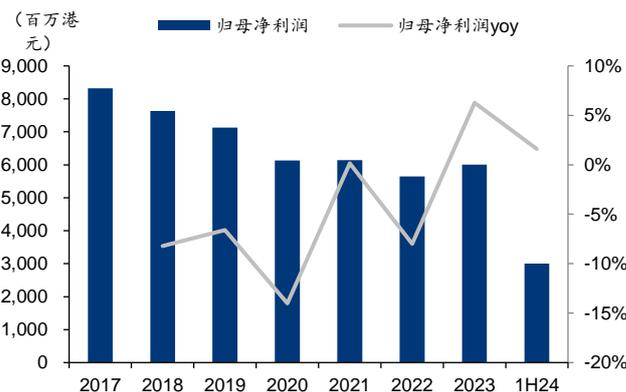
2019 年以来归母净利有一定波动，2019-2023 年收入较为稳定。历史年度业绩波动主要与中国香港、英国业务及汇率波动有关。其中 2019 年公司营收（同比-13%）、归母净利（同比-7%）均出现下滑主要系 1）中国香港本土电力业务所适用的新管制协议生效，准许回报率由 9.99% 下调至 8%；2）UK Power Networks 若干非现金收入不再入账；3）英镑与澳元的不利汇率波动。2020 年归母净利下滑（同比-14%）主要系 1）英国重新计量递延税项负债，产生一次性非现金支出 7.80 亿港元；2）中国内地两座燃煤电厂经营期届满后利润贡献减少；3）疫情对业务正常运营的不利影响。2022 年归母净利下滑（同比-8%）主要系财务成本与汇率的不利波动影响。得益于受管制业务的高占比以及业务布局的广泛性，公司整体业务模式具备较强的抗风险能力，2023 年以来归母净利重回增长轨道。1H24 收入下滑主要系合营、联营公司偿还公司贷款，导致利息收入减少。

图表6: 2017-1H24 公司营收情况



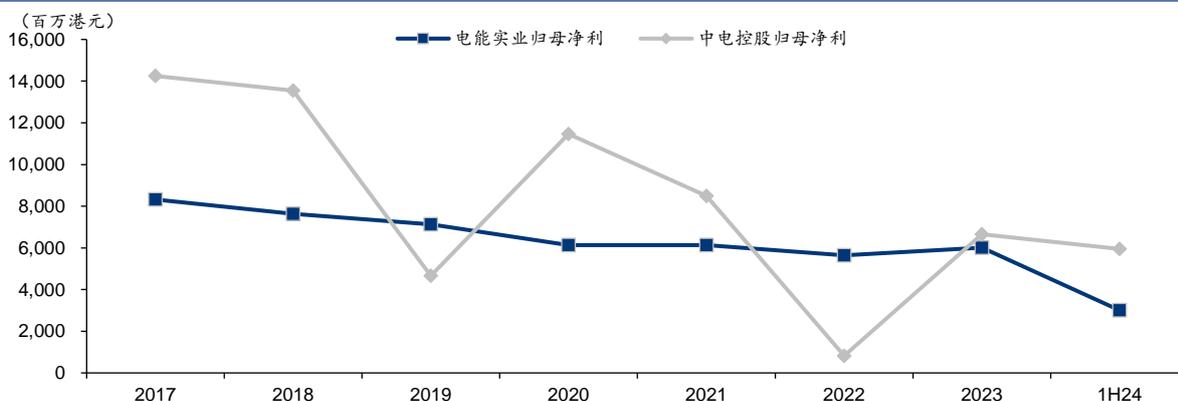
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表7: 2017-1H24 公司归母净利润情况



资料来源: 公司公告, 华泰研究

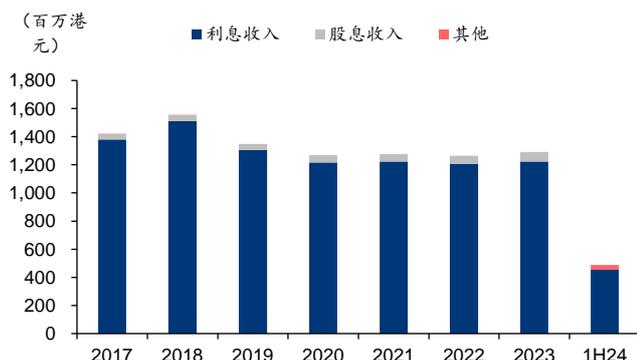
图表8: 与同样全球性布局的中电控股相比, 公司受管制业务的高占比带来了较强的抗风险能力



资料来源: Wind, 华泰研究

收入由利息收入与股息收入构成, 利润主要由合、联营公司贡献。由于公司的投资以业务收购为主, 而多数收购为非控股权益收购, 即从会计角度看, 并不属于公司的子公司, 而属于联营公司或合营公司, 故公司收入规模远小于归母净利规模。公司的收入主要由向联营公司、合营公司提供的贷款对应的利息、以及向其收取的股息构成; 归母净利也主要由应占联营公司、合营公司的利润构成。截至 2023 年底, 公司应收合营公司贷款 94.51 亿港元, 应收联营公司贷款 31.08 亿港元, 贡献利息收入 12.23 亿港元, 占当年收入的 95%; 合、联营公司贡献利润 52.64 亿港元, 占公司当年归母净利的 88%。

图表9: 公司收入主要由利息收入与股息收入构成



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表10: 2017-1H24 公司归母净利、应占联营公司利润、应占合营公司利润情况



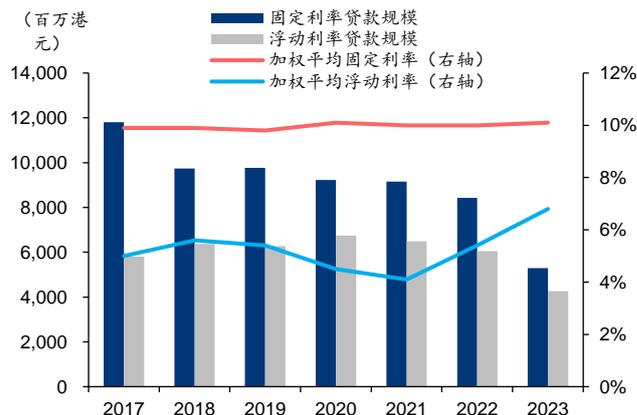
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表11: 应收非上市合营公司、联营公司贷款情况



资料来源: 公司公告, 华泰研究

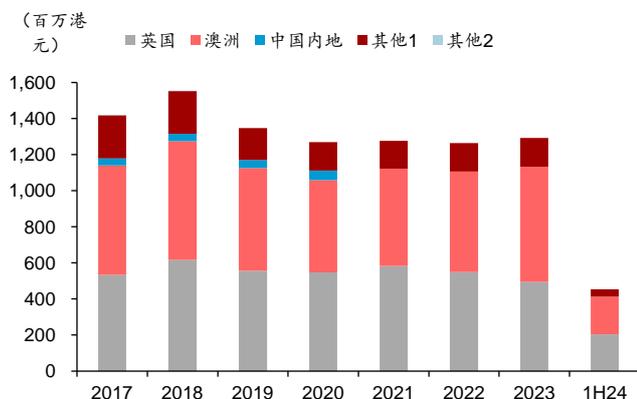
图表12: 贷款类型及加权平均利率情况



资料来源: 公司公告, 华泰研究

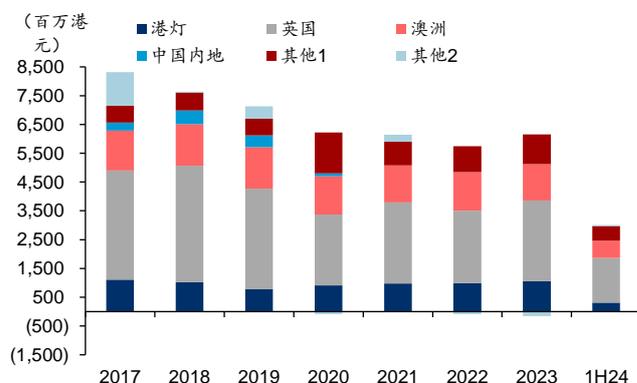
分部来看, 英国业务贡献主要收入与利润。据 2023 年年报披露口径, 公司将业务分为三个分部, 1) 投资于港灯电力投资; 2) 投资: 投资能源及公用事业相关业务, 按照地域再分为 3 个分部-英国、澳洲及其他; 3) 所有其他活动。回顾历史年份各部分业务贡献的收入、利润情况, 可发现英国与澳洲业务贡献了主要收入 (贷款体量较大), 其中英国业务亦贡献了主要利润 (2023 年利润贡献占比 47%), 中国香港业务 (港灯) 一直贡献稳定利润 (10%~20%)。

图表13: 2017-1H24 营收分部构成



注: 1) 2017-2020 年投资分部中还拆分了中国内地板块; 2) 其他 1 指投资分部中的其他, 其他 2 指所有其他活动
资料来源: 公司公告, 华泰研究

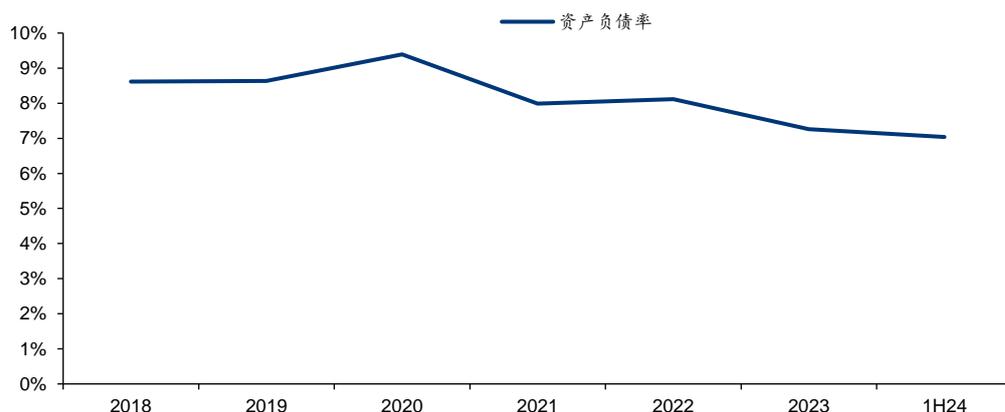
图表14: 2017-1H24 归母净利分部构成



注: 1) 2017-2020 年投资分部中还拆分了中国内地板块; 2) 其他 1 指投资分部中的其他, 其他 2 指所有其他活动
资料来源: 公司公告, 华泰研究

2018 年以来资产负债率始终低于 10%, 负债净额对总资本净额比率维持净现金状态。公司财务结构稳健, 负债水平较低, 2018 年以来资产负债率始终为个位数水平, 且 2020 年以来略有下降。公司主要以负债净额对总资本净额比率为基准考察自身资本架构稳定性, 定义方面, 负债净额=计息借贷 (不包括租赁负债) - 银行结存及现金; 总资本净额=净负债+权益。2018 年以来公司负债净额对总资本净额比率始终维持净现金状态。

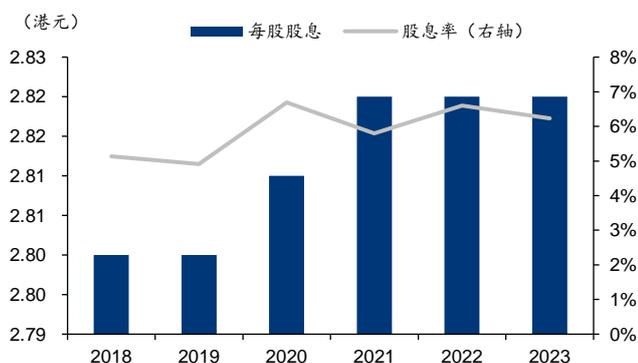
图表15: 2018-1H24 资产负债率情况



资料来源: 公司公告, 华泰研究

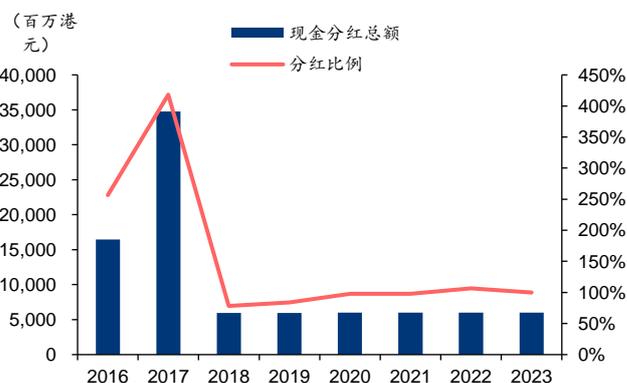
2021 年以来每股股息稳定不变, 历史每股普通股股息从未下滑。公司整体盈利情况较好且稳定性较强, 每股普通股股息自 2021 年以来始终维持不变, 且分红比例始终维持在 78% 以上的水平, 部分年份甚至超 100%。2021-2023 年公司每股股利均为 2.82 港元, 分红金额占归母净利润比重为 98/106/100%, 若以年末收盘价作为基准进行测算, 对应的股息率分别为 5.8/6.6/6.2%, 具有较强吸引力。回顾公司历史派息情况, 我们发现公司历史每股普通股股息从未下滑 (2016、2017 年派发特别股息), 彰显了公司作为公用事业公司回馈投资者的决心。且合联营公司股息支撑下公司现金流充沛, 若以自由现金流=经营性净现金流+合联营公司偿还款项+已收股息-财务成本计算, 2019-2023 年公司自由现金流均值为 53 亿港元, 虽较分红总额 (2023 年为 60 亿) 存在缺口, 但考虑公司在手资金充沛 (2023 年末银行结存及现金 42 亿港元), 我们认为公司维持当前分红水平压力较小。

图表16: 2018-2023 年公司每股股息及股息率情况



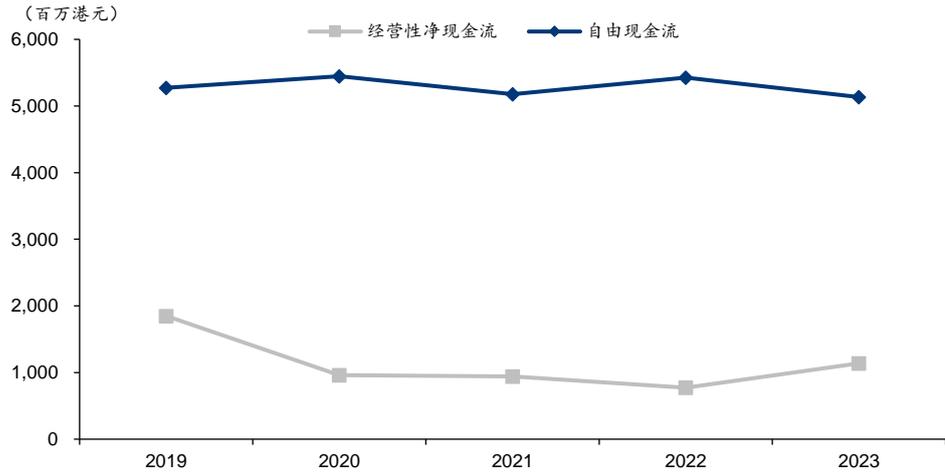
注: 股息率=年度每股股息/年末收盘价
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表17: 2016-2023 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

图表18：2019-2023年现金流情况



注：图中自由现金流=经营性净现金流+合联营公司偿还款项+已收股息-财务成本计算而来
资料来源：公司公告，华泰研究

股价复盘：类债券属性及汇率变动或为股价波动主因

复盘 2014 年以来公司股价走势，我们发现具有以下两个特点：1) 大部分时间与美国 10 年期国债呈明显负相关，体现出其类债券属性；2) 受英国市场（如历史上的脱欧谈判、税率调整等事件）影响明显，与英镑兑港币汇率走势呈较明显相关。

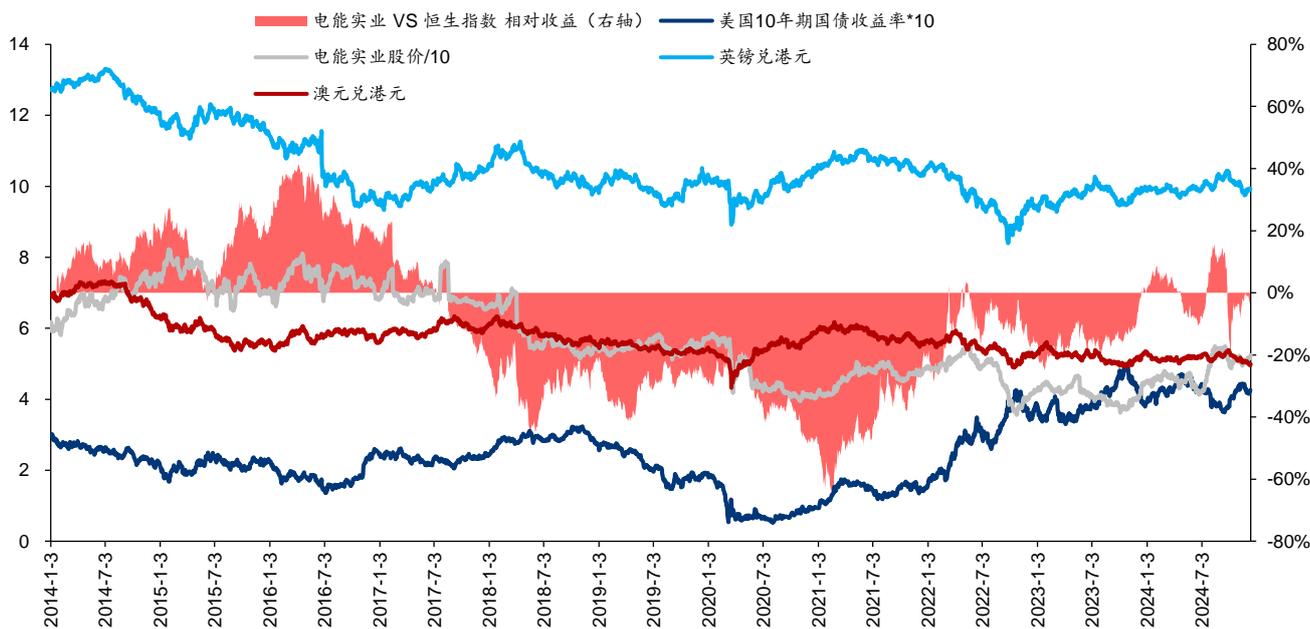
2020 年公司股价明显下跌主要系 1) 中国香港业务盈利下滑叠加英国 UKPN 部分非现金收入不再入账，公司 2019 年业绩同比下滑；2) 受英国脱欧等事件影响，英镑兑港元汇率明显走弱；3) 英国政府建议自 2020 年 4 月 1 日起适用的企业税税率将维持为 19%，而非如先前颁布的自 2020 年 4 月 1 日起降低至 17%。根据适用会计准则，公司的递延税项余额需按预期适用的税率重新计算，带来 1H20 的一次性不利影响。

2020 年 11 月 6 日凌晨，美联储利率决议，将基准利率维持在 0-0.25% 区间不变，公司股价开始回升。2021 年 3 月美联储议息会议上，将基准利率维持在 0-0.25% 不变的决议得到所有委员一致同意，美联储重申将维持利率在当前水平直至确信经济度过危机，实现其最大就业和物价稳定的双重目标。且虽疫情冲击下公司盈利下滑，但公司 2019/2020 年 DPS 维持不变甚至同比提升，为投资者注入信心，公司股价明显回升。

2022 年香港股市整体均大幅下挫，主要系：1) 美联储加息，资金流出香港市场；2) 俄乌冲突局势紧张；3) 香港受疫情影响；4) 部分中概股被纳入《外国公司问责罚》的暂定清单，存在退市风险，引发市场恐慌性抛售，伴随已在美国上市的中概股希望寻求港股二次上市，港股市场明显下跌。

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。2024 年 11 月 8 日，美国联邦储备委员会宣布再下调 25 个基点至 4.50%~4.75%，实现“二连降”。在此背景下，我们认为公司作为类债券的优质红利资产，且多个资产将于 2025/26 年迎来回报率上调窗口期，估值有望提升。

图表19：2014年以来电能实业股价、较恒生指数超额收益走势、英镑兑港元汇率、澳元兑港元汇率及10年期美债收益率走势



资料来源：Wind, 华泰研究

管制资产贡献稳定盈利的高股息标的

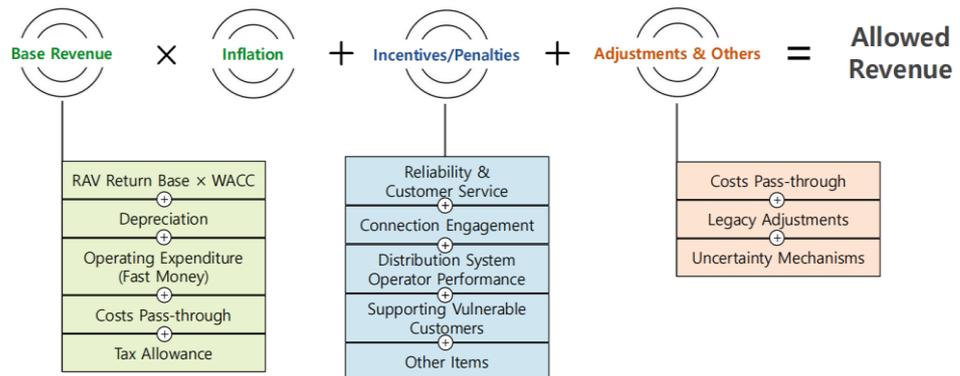
公司自成立以来不断拓展业务范围，植根香港逾一个世纪，至今业务已遍布全球 4 大洲 9 个市场，包括英国、澳洲、新西兰、中国内地、泰国、荷兰、加拿大和美国等。

英国：天然气和电力输配市场执行 RIIO 监管体制

Ofgem (Office of Gas and Electricity Markets) 是英国电力和天然气市场的主要监管机构。其负责对电力与天然气市场进行监管，包括制定市场规则、发放准入牌照、对输配电与输配气企业进行准许收入和价格监管。

英国的输配电、输配气价格监管框架经历了从 **RPI-X** (零售价格指数减去效率因子) 到 **RIIO (Revenue=Incentives + Innovation + Outputs, 收入=激励+创新+产出)** 的转变。RIIO 机制是一种产出导向型激励性规制框架，适用于监管四个能源网络领域的垄断公司：输电 (Electricity Transmission, ET)、天然气输送 (Gas Transmission, GT)、配电 (Electricity Distribution, ED) 和天然气分配 (Gas Distribution, GD)。2013 年，Ofgem 首次将 RIIO 框架应用于英国的输电及天然气分配监管实践中 (RIIO-T1/GD1: 2013 年 4 月 1 日至 2021 年 3 月 31 日)，2015 年拓展至配电部门 (RIIO-ED1: 2015 年 4 月 1 日至 2023 年 3 月 31 日)。2021 年 4 月 1 日起，RIIO-GD2 和 RIIO-T2 开始实施 (至 2026 年 3 月 31 日)。2023 年 4 月 1 日起，RIIO-ED2 开始实施 (至 2028 年 3 月 31 日)。

图表20: RIIO 机制下的收入构成



资料来源：公司公告，华泰研究

RIIO 机制下，回报率可传导利率波动，资本开支投入将带来收益提升。在 RIIO 框架下，管制业务的加权平均资本成本 (WACC) 通过 CAPM 模型进行计算，将反映市场的利率的波动情况。且业务的管制资产 (Regulate Asset Value, RAV) 方面，一方面，管制资产 (RAV) 将根据实际通货膨胀情况每年进行调整，另一方面，公司资本开支投入转固后将提升管制资产的规模。故只要 RIIO 机制下最终回报率处于合理水平，持续的资产投入就将带来管制业务稳定的回报增厚及较好的业绩表现。

图表21: 公司旗下英国主要公司当前监管周期 wacc 情况

公司	当前监管周期	阶段	发布时间	Allowed regulatory return (real wacc)
UK Power Networks	ED2	FD	2022 年 11 月 30 日	
EPN				3.90%
LPN&SPN				3.93%
Northern Gas Networks	GD2	FD	2021 年 1 月 3 日	2.95%
Wales&West Gas Networks	GD2	FD	2021 年 1 月 3 日	2.95%

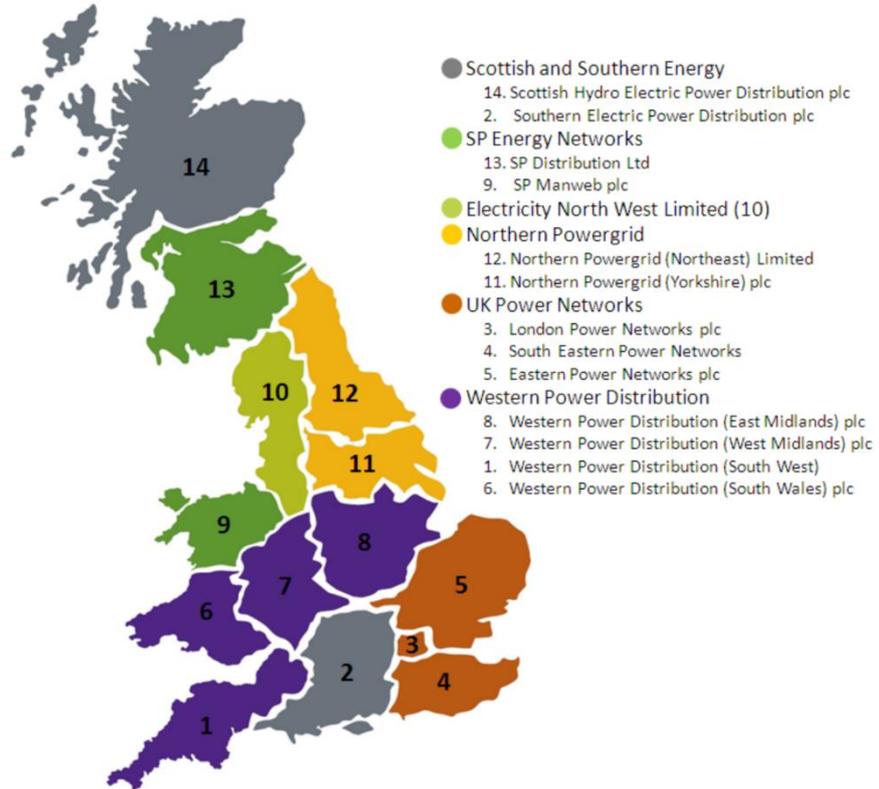
注：FD 指 Final Determination

资料来源：Ofgem，华泰研究

配电业务：UK Power Networks 是英国最大的配电商之一，2023 年进入新规管期 RIIO-ED2

英国被划分为 14 个电力区域，由 6 个配电商集团运营。在英国，电力分销网络属于自然垄断，由私营企业拥有及运营，Ofgem 通过价格上限管制对配电商集团予以规管 (RIIO-ED)。

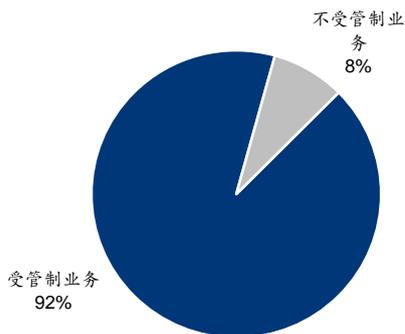
图表22：英国被划分为 14 个电力区域，由 6 个配电商集团服务



资料来源：Ofgem, 华泰研究

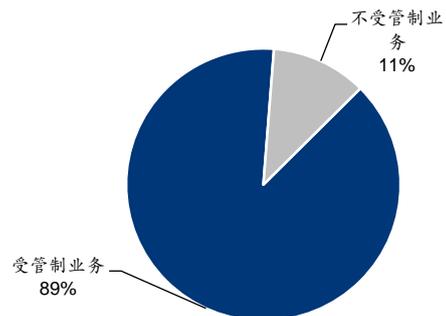
UK Power Networks (UKPN) 是英国最大的配电商之一。2010 年，UKPN 收购了三家配电许可证持有公司 (London Power Networks、South Eastern Power Networks 和 Eastern Power Networks) 运营受管制配电业务，此外 UKPN 还以商业合约形式从事不受管制的私人商业业务 (通过 UK Power Network Services 开展)，主要负责运营私人能源网络，客户包含希斯罗机场、盖特维克机场、斯坦斯特德机场、英吉利海峡隧道铁路、伦敦地铁等，本文主要对受管制业务予以介绍。截至 2023 年底，电能实业持有 UKPN 40% 的股份，UKPN 配电网络覆盖范围超 29000 平方公里。2023 年 4 月 1 日至 2024 年 3 月 31 日，UKPN 配电量达 70736 吉瓦时，占英国总配电量 28%，客户数量达 850 万名。

图表23：2023 年 UKPN 收入结构



资料来源：公司公告, 华泰研究

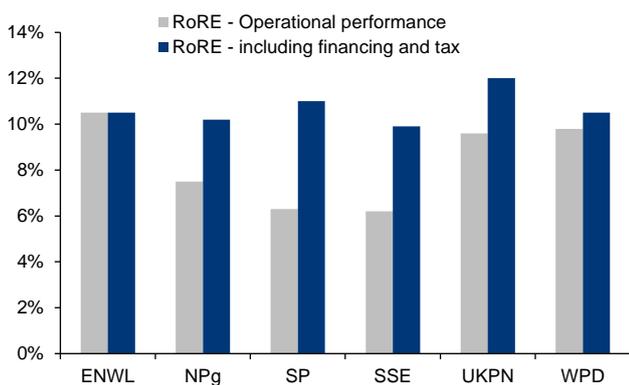
图表24：2023 年 UKPN 税前利润结构



资料来源：公司公告, 华泰研究

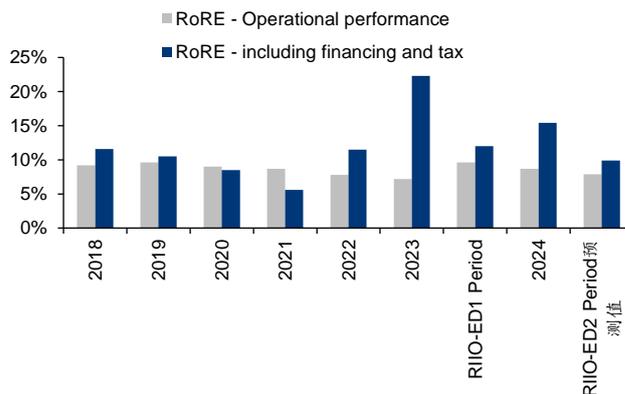
RIIO-ED1 期间 UKPN 管制权益回报率 (Return on Regulatory Equity, RoRE) 居行业前列, 新规管期 (RIIO-ED2) 或将有所下滑。比较英国主要配电商 RIIO-ED1 期间管制业务实现的权益回报率, 可发现名义杠杆率口径下, 若考虑融资及税务成本, UKPN 管制权益回报率居行业首位, 为 12%。2023 年 4 月 1 日起, UKPN 进入新规管期, 据其披露, 预计 RIIO-ED2 期间, 管制权益回报率较上一规管期将略有下滑。我们认为或主要系与上一规管期相比, 1) 配电商的总准许成本较其提交的申请低 11.7%, 但与其他配电商相比, UKPN 面临的成本挑战是最小的, 有助于公司在新规管期内实现优异表现; 2) 激励机制有所减弱 (如成本激励率-totex incentive mechanism company incentive rate 由 ED1 的 53-57% 下降至 49.3%-50%) 等因素所致。2028 年 4 月 1 日 UKPN 将进入新一轮规管期(RIIO-ED3)。

图表25: RIIO-ED1 期间各配电商 RoRE 情况对比



注: 图中 RoRE 为名义杠杆率口径下计算而来 (on notional gearing)
资料来源: Ofgem, 华泰研究

图表26: 2018 年以来 UKPN RoRE 情况



注: 1) 图中 RoRE 为名义杠杆率口径下计算而来 (on notional gearing); 2) 图中 2018 年指 2017 年 4 月至 2018 年 3 月, 其他年份同
资料来源: Ofgem, UKPN, 华泰研究

图表27: RIIO-ED2 时期配电商提交的成本申请及最终允许的成本对比

配电商	DNO	提交的成本申请 (百万英镑)	最终决定允许的成本 (百万英镑)	同比变化幅度 (%)
ENWL	ENWL	1,890	1,722	-8.9%
NPG	NPGN	1,393	1,186	-14.9%
	NPGY	1,838	1,596	-13.2%
NGED	WMID	1,934	1,679	-13.2%
	EMID	2,058	1,838	-10.7%
	SWALES	1,143	1,015	-11.1%
	SWEST	1,758	1,229	-17.6%
UKPN	LPN	1,499	1,416	-5.6%
	SPN	1,554	1,476	-5.0%
	EPN	2,470	2,277	-7.8%
SPEN	SPD	1,676	1,469	-12.4%
	SPMW	1,721	1,476	-14.3%
SSEN	SSEH	1,406	1,227	-12.7%
	SSES	2,835	2,397	-15.5%
总计		25,175	22,224	-11.7%

资料来源: Ofgem, 华泰研究

配气业务: Northern Gas Networks、Wales&West Utilities 将于 2026 年进入新规管期 RIIO-GD3

英国共有 8 个天然气分销网络, 由 4 家公司管理, Ofgem 通过价格上限管制对配气商集团予以规管 (RIIO-GD)。目前受 RIIO-GD2 管制, 当前规管期将于 2026 年 3 月到期。NGN 及 WWU 已在 2024 年 12 月前, 提交 RIIO-GD3 的业务计划, 为 2026 年 4 月将要开启的下一个 5 年规管期提出意见。Ofgem 预计将在 2025 年夏季发布关于每家公司的 RIIO-3 允许额度的草案决定, 最终决定将在 2025 年第四季度发布。

图表28：英国共有 8 个天然气分销网络，由 4 家公司管理

Company	Gas Distribution Network (GDN)	GDN abbreviation
Cadent	East of England	EoE
	North London	Lon
	North West	NW
	West Midlands	WM
Northern Gas Networks Limited	Northern	NGN
SGN	Scotland	Sc
	Southern	So
Wales & West Utilities Limited	Wales and West	WWU

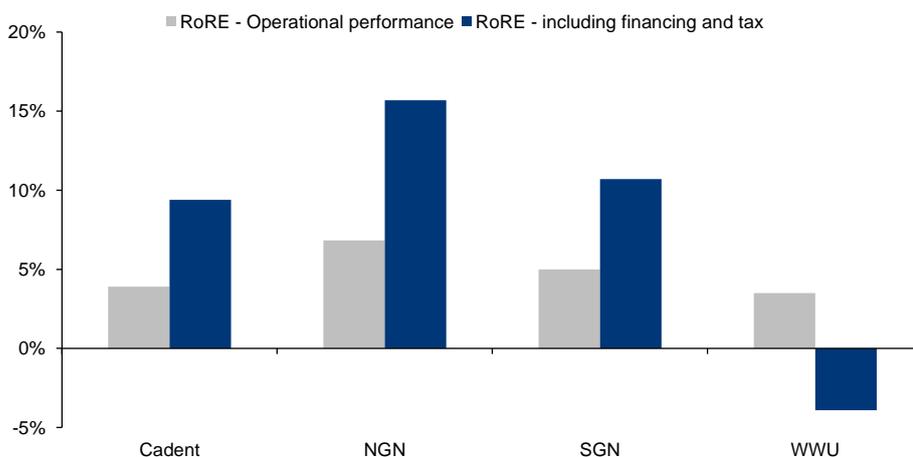


资料来源：Ofgem, 华泰研究

Northern Gas Networks (NGN) 营运英格兰北部的配气网络，截至 2023 年底，配气管道长达 36300 公里，客户数量达 290 万。Wales & West Utilities (WWU) 配气范围覆盖威尔斯及英格兰西南部，截至 2023 年底，配气范围共 42000 平方公里，为 260 万名客户提供服务。截至 2023 年底，电能实业持有 NGN 41.29% 股份，持有 WWU 36.00% 股份。

横向比较英国主要配气商 2024 年管制业务实现的权益回报率 (Return on Regulatory Equity, RoRE)，可发现名义杠杆率口径下，NGN 管制权益回报率居行业首位；但 WWU 表现不佳，若考虑融资及税务因素，最终实现的管制权益回报率为负。我们认为 WWU 表现不佳或主要系成本激励表现不佳，且公司的债务项中包含衍生品，虽然 Ofgem 在绩效评估细则中提及衍生品，但在实际计算债务成本时并未考虑大部分衍生品，导致公司债务成本较预期更高。

图表29：2024 年各配气商 RoRE 情况对比

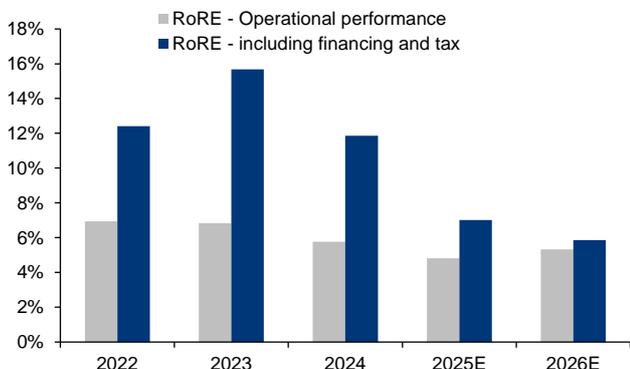


注：1) 图中 RoRE 为名义杠杆率口径下计算而来 (on notional gearing)；2) 图中 2024 年指 2023 年 4 月至 2024 年 3 月
资料来源：Ofgem, 华泰研究

纵向比较来看，二者 2025-2026 年 RoRE 趋势出现分化，2024 年 NGN、WWU 均有所下滑，2025/2026 年 NGN 预计维持下滑趋势，WWU 预计将实现改善。对于 NGN 的下滑趋势，我们认为主要系未来成本激励会减少甚至为负，RIIO-GD2 方案中，配气商最终被允许的成本，均低于其提交的成本申请，而在 TIM (totex incentive mechanism) 机制下，若配

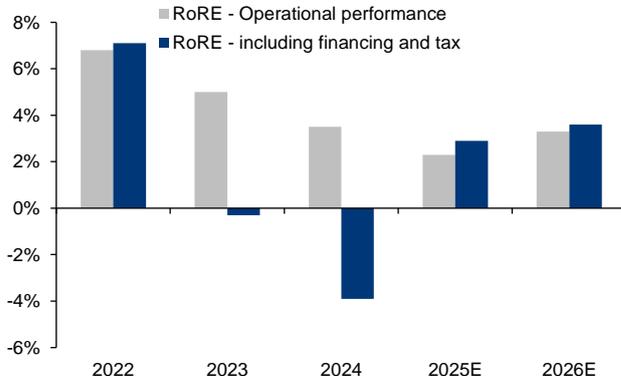
气商成本少于预计支出的成本，其可以按一定比例获得该部分利润；但若配气商成本高于预计支出的成本，则其需要承担一定比例的成本，从而体现为对当年回报率的正面/负面影响。而对于 WWU，我们认为虽成本激励或带来一定负面影响，但公司可通过调整债务结构，实现债务成本的改善，从而实现 RoRE 的提升。

图表30: 2022-2026 年 NGN RoRE 情况



注：1) 图中 RoRE 为名义杠杆率口径下计算而来 (on notional gearing)；2) 图中 2022 年指 2021 年 4 月至 2022 年 3 月，其他年份同
资料来源：NGN，华泰研究

图表31: 2022-2026 年 WWU RoRE 情况



注：1) 图中 RoRE 为名义杠杆率口径下计算而来 (on notional gearing)；2) 图中 2022 年指 2021 年 4 月至 2022 年 3 月，其他年份同
资料来源：WWU，华泰研究

图表32: RIIO-GD2 时期配气商提交的成本申请及最终允许的成本对比

	提交的成本申请		草案决定	重新提交的成本申请		最终决定
	(百万英镑)	(百万英镑) 较提交的成本申请下滑幅度(%)		(百万英镑)	(百万英镑) 较重新提交的成本申请下滑幅度(%)	
Cadent EoE	1,621	1,286	-20.7%	1,606	1,518	-5.5%
Cadent Lon	1,569	1,040	-33.7%	1,447	1,229	-15.1%
Cadent NW	1,171	972	-17.0%	1,157	1,017	-12.1%
Cadent WM	957	780	-18.5%	927	856	-7.7%
NGN	1,249	1,083	-13.3%	1,250	1,174	-6.1%
SGN SC	998	840	-15.8%	981	901	-8.2%
SGN SO	2,060	1,687	-18.1%	2,026	1,738	-14.2%
WWU	1,182	997	-15.7%	1,203	1,157	-3.8%
合计	10,807	8,685	-19.6%	10,597	9,590	-9.5%

资料来源：Ofgem，华泰研究

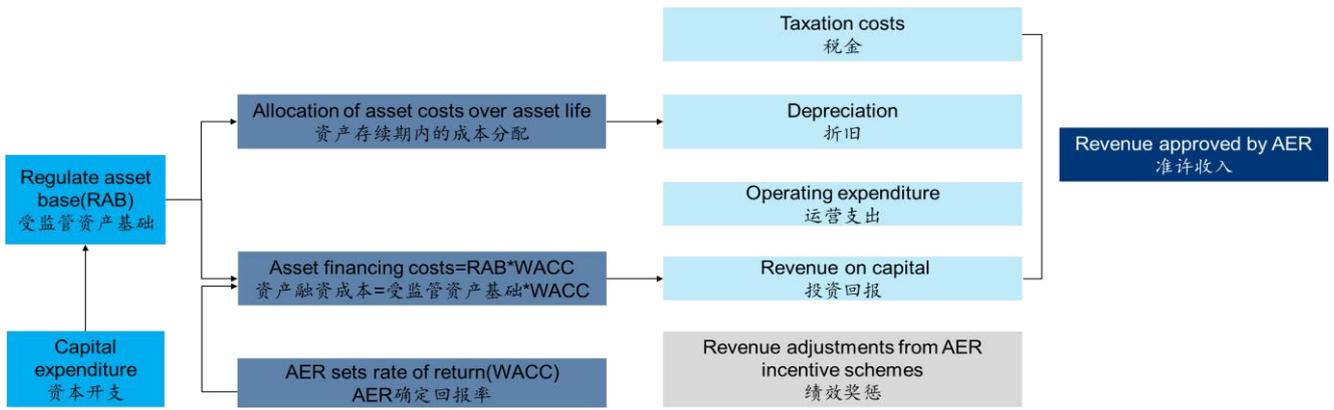
澳洲：AER 对电网、天然气管网企业分开监管

澳洲输配电环节：五年为一个监管周期，核定最大准许收入

澳大利亚能源监管会 (Australia Energy Regulator, 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) 在每年的最大准许收入。为反映实际通货膨胀、利率的情况，AER 会每年更新最大准许收入目标，电网公司则每年设定价格以达到允许的最大收入。准许收入包括投资回报 (return on capital)、运营支出 (operating expenditure)、资产折旧成本 (depreciation)、税金 (taxation cost) 四个部分。AER 将核定每一监管周期内电网公司提供服务的受监管资产基础 (regulate asset base, RAB)、资本回报率 (rate of return)、折旧、资本开支 (capital expenditure)、运营成本等指标，实现对最大准许收入的核定。

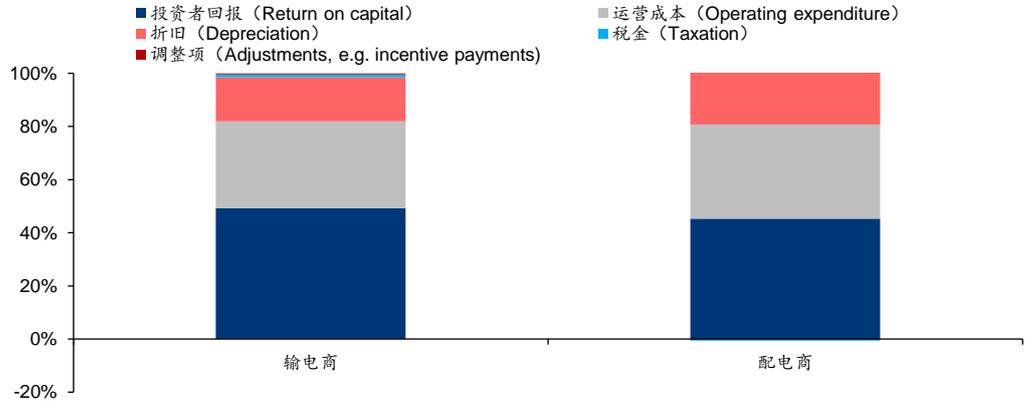
此外，为激励电网公司合理节省成本，提高供电质量，AER 还对电网公司设置一系列奖惩措施，调整电网公司的准许收入。对于输电公司，AER 采用三种激励措施：效益共享激励 (the efficiency benefit sharing scheme, EBSS)、资本支出共享激励 (the capital expenditure sharing scheme, CESS)、基于绩效目标激励 (the service target performance incentive scheme, STPIS)。对于配电公司，AER 采用四种激励措施，除适用于输电公司的三种激励措施外，还采用需求管理激励机制 (Demand Management Incentive Scheme, DMIS)，即配电企业用于需求侧管理而产生的费用可纳入监管周期的成本。

图表33：输配电公司准许收入核定框架



资料来源：AER，华泰研究

图表34：澳洲电网公司年平均收入结构（示意图）



资料来源：AER，华泰研究

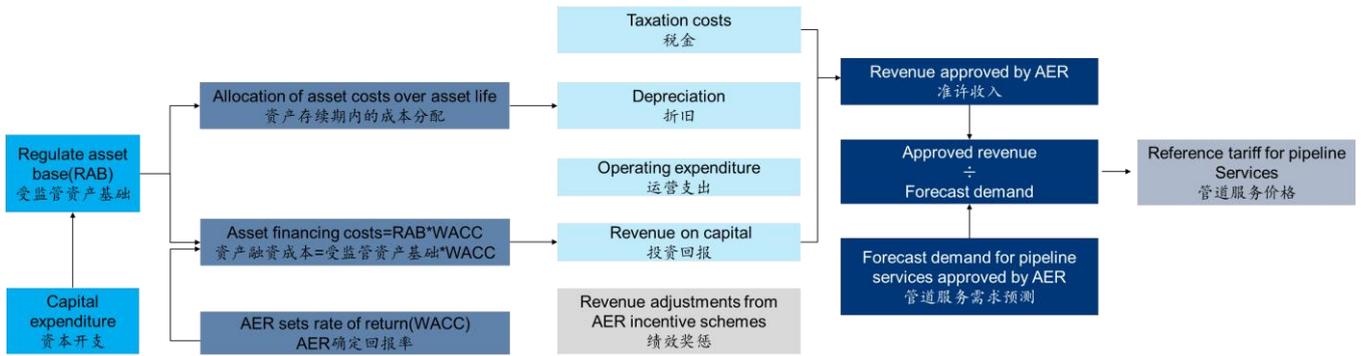
澳洲输配气市场：面临不同级别的监管，核定加权平均价格上限

澳洲的天然气管道企业面临不同级别的监管，监管形式种类由 3 种缩减为 2 种。改革前，监管形式主要可分为以下三种：1) 全面监管 (full regulation)：监管机构根据管道的有效成本进行评估，设定合理价格，西澳洲以外的管道由 AER 监管，西澳洲的管道由其经济管理局 (ERA) 监管；2) 宽松监管 (light regulation)：采用商业谈判方式，佐以强制信息披露要求，管道企业可以自由设定价格，但必须在其网站上公布价格和相关条款；3) 适用于第 23 条法规的管道：AER 制定了信息披露的方针。

为提高市场透明度，2023 年 3 月推出了一揽子监管改革方案，对天然气管道的监管方式予以修改，将监管级别缩减为两种，分为计划管道 (scheme pipeline) 和非计划管道 (non-scheme pipeline)。现行监管机制下，所有管道都要遵守一套统一的准入、信息披露的要求。计划管道的服务价格由监管机构核定，非计划管道的服务价格不受监管。

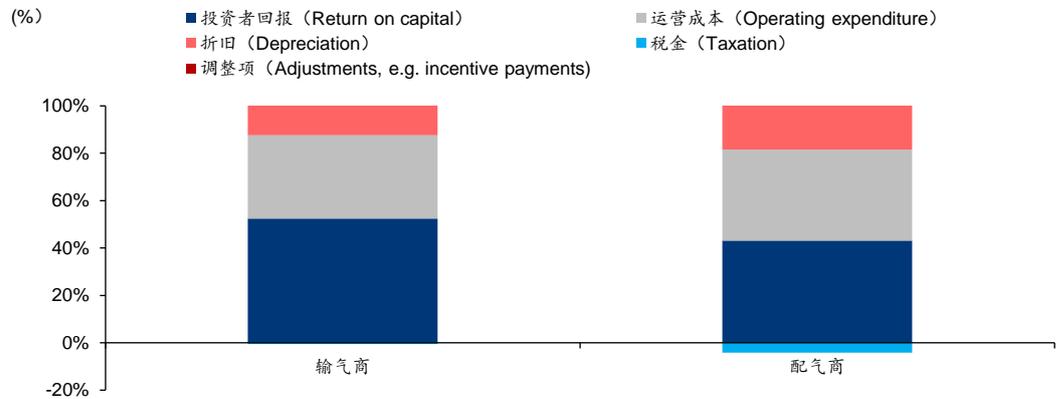
输配气公司收入预测的核定框架与输配电类似，但最终受加权平均价格上限的监管。为反映实际通货膨胀、利率的情况，AER 会每年更新最大准许收入目标。此外，AER 还将对管道服务的需求进行预测，若实际需求高于预测需求，则输配气公司将获得额外收入；若实际需求低于预测需求，输配气公司也需承担出现的收入缺口。

图表35：输配气公司准许收入及服务价格核定框架



资料来源：AER，华泰研究

图表36：澳洲天然气管网公司年平均收入结构（示意图）



资料来源：AER，华泰研究

图表37：公司旗下澳洲主要公司当前监管周期 nominal wacc 情况

公司	当前监管周期	阶段	发布时间	Allowed regulatory return (nominal wacc)
SA Power Networks	2025-2030	DD	2024年9月27日	6.02%
Victoria Power Networks	2021-2026	FD	2021年4月30日	4.73%
Australian Gas Networks				
South Australia	2021-2026	FD	2021年4月30日	4.96%
Victoria and Albury	2023-2028	FD	2023年6月2日	5.52%
Multinet Gas	2023-2028	FD	2023年6月2日	5.48%
United Energy	2021-2026	FD	2021年4月30日	4.76%

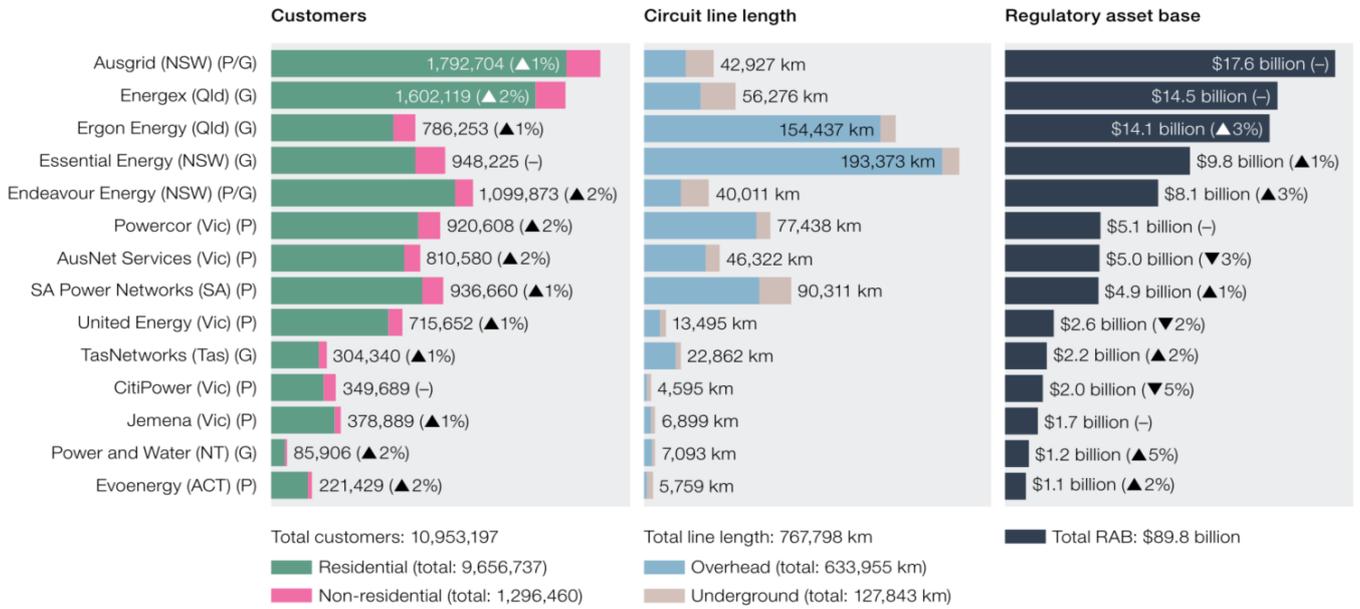
注：DD 指 Draft Determination, FD 指 Final Determination

资料来源：AER，华泰研究

配电：Victoria Power Networks、SA Power Networks 将于 2025/2026 年进入下一监管周期

据 AER 于 2024 年 11 月发布的文件披露，截至 2023 年 6 月 30 日，AER 共监管 14 个配电网。澳洲的电网最早是政府所有，但目前有三个区域已经部分或完全私有化了电网资产，新南威尔士州、维多利亚州和南澳大利亚州被私有化的电网所有权集中在几家公司手中，包含长江基建集团 (CKI)、电能实业 (PAH)、新加坡国际电力公司 (SPI) 和中国国家电网公司。

图表38: 截至 2023 年 6 月 30 日受 AER 监管的配电商基本情况

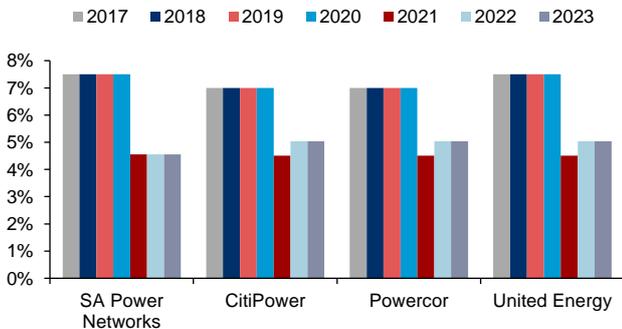


注：其中 G 代表国有，P 代表私有。
 资料来源：AER，华泰研究

电能实业在澳洲投资的电力业务主要为配电业务，通过 **Victoria Power Networks (VPN)**，含 **CitiPower** 和 **Powercor**）、**SA Power Networks (SAPN)** 和 **CK William** 持有 **66%** 权益的 **United Energy (UE)** 营运。其中 VPN 和 United Energy 主要负责运营维多利亚州的配电业务，SAPN 则是南澳省唯一的配电商。截至 2023 年底，电能实业对 Victoria Power Networks 的持股比例为 28%；对 SA Power Networks 的持股比例为 28%；对 CK William 的持股比例为 20%。

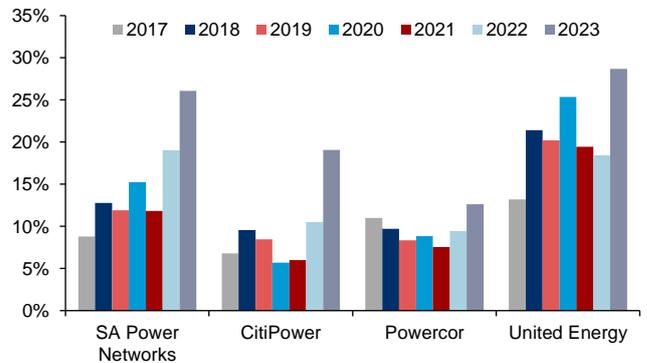
配电商监管权益回报率表现与利率、通货膨胀息息相关。回顾电能实业投资的澳洲配电商 2017 年以来回报率的情况，我们发现 1) 现行监管周期 (VPN/UE 2021-2026; SAPN 2020-2025) 下准许权益回报率明显较上一监管周期更低，主要系大部分现行监管周期的决定都是在 2020/21 年低利率环境下做出的。虽 2024 年全球步入降息周期，但我们认为短时间内利率回到 2020/21 年的水平 (多国中央银行利率降至接近 0) 概率较小，故我们认为下一规管期的准许回报率或仍将实现提升。2) 2023 年所有配电商的 RoRE 表现均较 2022 年同比有明显提升，主要系 2023 年通货膨胀高于预期。

图表39: 2017-2023 年公司投资的澳洲配电商准许权益回报率情况



资料来源：AER，华泰研究

图表40: 2017-2023 年公司投资的澳洲配电商 RoRE 情况



资料来源：AER，华泰研究

配气：Australia Gas Networks 将于 2026/2028 年进入下一监管周期

据 AER 于 2024 年 11 月发布的文件披露，截至 2023 年 6 月 30 日，AER 共监管 6 个配气网络。澳洲的天然气管道为私人所有，公开上市的 APA 集团是澳洲最大的管道服务提供商，主要从事天然气输气。其他间接投资于澳洲天然气管道的公司主要包括中国国家电网公司、新加坡电力国际和长江基建。

图表41：澳洲配气管道基本情况

管道服务提供方	所在地	拥有方
Jemena Gas Networks	新南威尔士州	Jemena (中国国家电网 60%；新加坡电力 40%)
AusNet Services	维多利亚州	澳大利亚能源控股有限公司
Multinet Gas Network	维多利亚州	长江基建
Australian Gas Networks	维多利亚州	长江基建
Australian Gas Networks	南澳大利亚	长江基建
Evoenergy	澳大利亚首都直辖区	政府 50%；Jemena 50%
Allgas Energy	昆士兰州	日本九红株式会社，40%；SAS Trustee Corp (澳大利亚新南威尔士州的一个法定机构，作为几个公共部门退休金计划的受托人)，40%；APA Group，20%
Australian Gas Networks	昆士兰州	长江基建

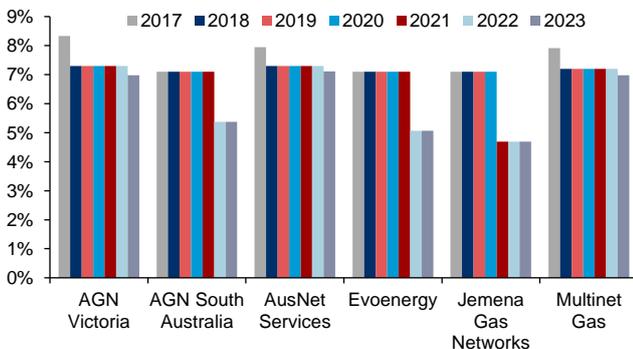
注：Allgas Energy 与 Australian Gas Networks (昆士兰州部分) 为非计划管道，不受 AER 价格上限的监管
资料来源：AER，华泰研究

电能实业在澳洲投资的天然气业务涉及输气与配气。其中输气业务主要由 CK William 全资拥有的 Dampier to Bunbury Pipeline 营运；配气业务由 Australia Gas Networks (AGN，按所在地分为南澳大利亚、维多利亚州、昆士兰州三部分，前两部分受 AER 管制)、CK William 全资拥有的 Multinet Gas Networks 营运。截至 2023 年底，电能实业对 CK William 的持股比例为 20%；对 Australia Gas Networks 的持股比例为 27.5%。考虑篇幅，且公司在澳洲投资的天然气业务主要为配气业务，本文仅对受规管的配气业务进行回顾梳理。

澳洲各州配气网监管周期并不同步，但同一州内配气企业适用同一监管周期。电能实业投资的受规管配气管网主要位于维多利亚省与南澳大利亚。位于维多利亚州的 AGN Vic 与 Multinet Gas Networks 现行规管周期为 2023 年 7 月至 2028 年 6 月。位于南澳大利亚的 AGN south Australia 现行规管周期为 2021 年 7 月至 2026 年 6 月。

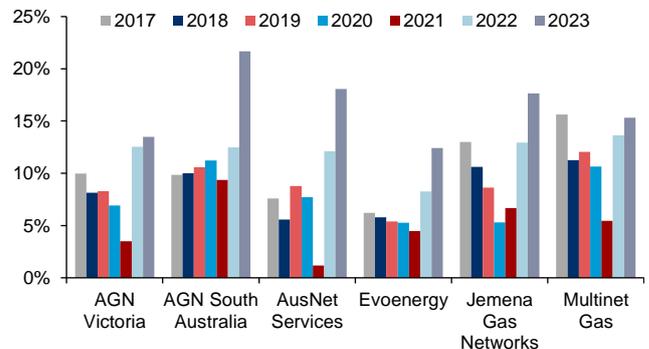
与配电业务类似，配气商监管权益回报率表现与利率、通货膨胀紧密相关。2022 年大部分配气商的 RoRE 均同比明显提升，主要系通货膨胀高于预期。需要说明的是，由于维多利亚州希望将配气商的监管周期由日历年修改为财政年，将其 2018-2022 年的监管期延长了 6 个月，故 AGN Vic 与 Multinet Gas Networks 2023 年监管年度为 2023 年 1 月 1 日至 2023 年 6 月 30 日。

图表42：2017-2023 年澳洲配气商准许权益回报率情况



资料来源：AER，华泰研究

图表43：2017-2023 年澳洲配气商 RoRE 情况



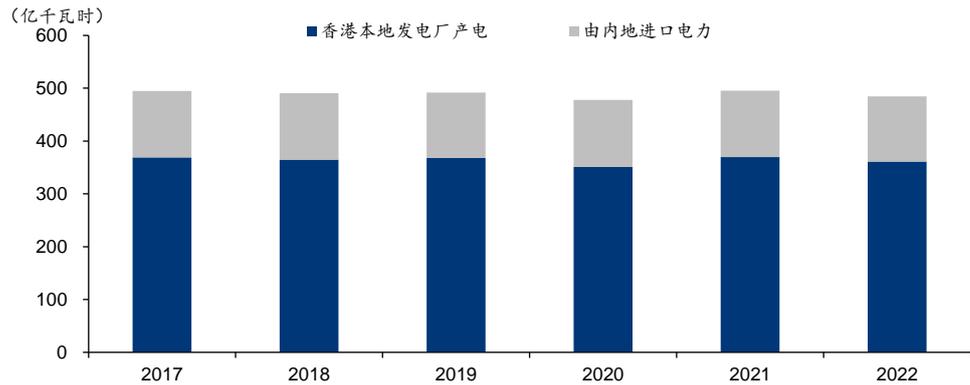
资料来源：AER，华泰研究

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。

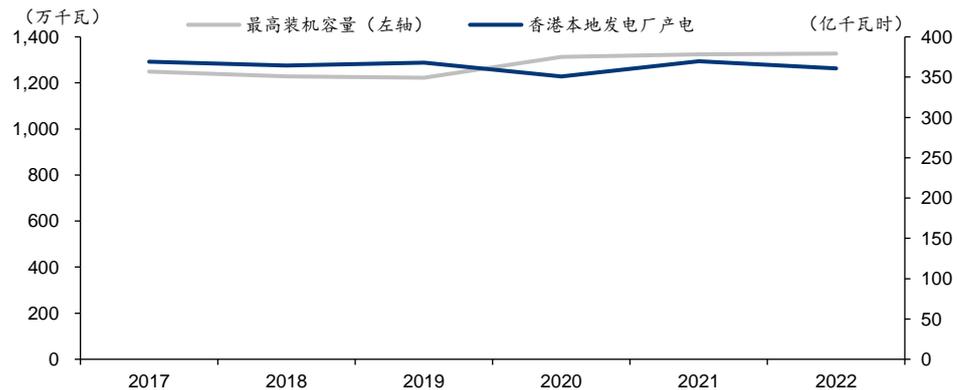
图表44：2017-2022 年香港电力供给来源



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45：2017-2022 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 7218MW；港灯旗下的南丫发电厂，截至 1H24 装机 3283MW。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。

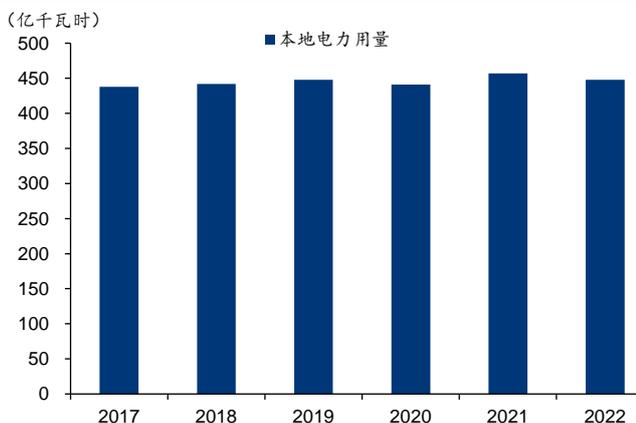
图表46: 香港主要本土发电厂

中电:	电源类别	持股比例	装机容量
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

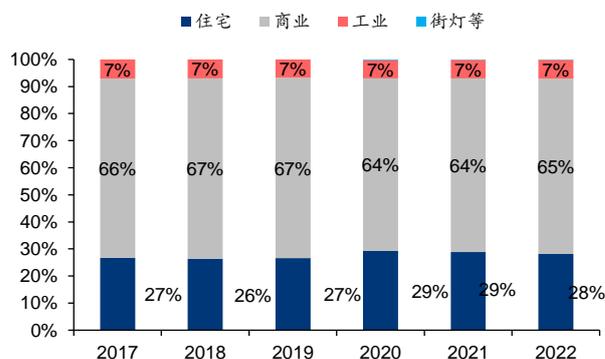
近几年香港本地电力需求量较为稳定, 未来或稳中有增, 住宅用户、商业用户为主要消费群体。双碳背景下, 影响香港电力消费的主要因素是人口数量、经济增速、产业结构及气温等。据 2023 年发表的《“双碳”背景下香港电力消费发展趋势研究》, 在人口数量、GDP 增速、第三产业占比、高温天气、气候蓝图等因素的综合影响下, 如果香港的现有经济模式与消费服务模式不变, 香港电力消费总量、商业及住宅电力消费量的未来发展趋势呈不断增长态势, 且未来推动香港电力消费量上升的主要因素是商业及住宅方面的电力消费。

图表47: 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

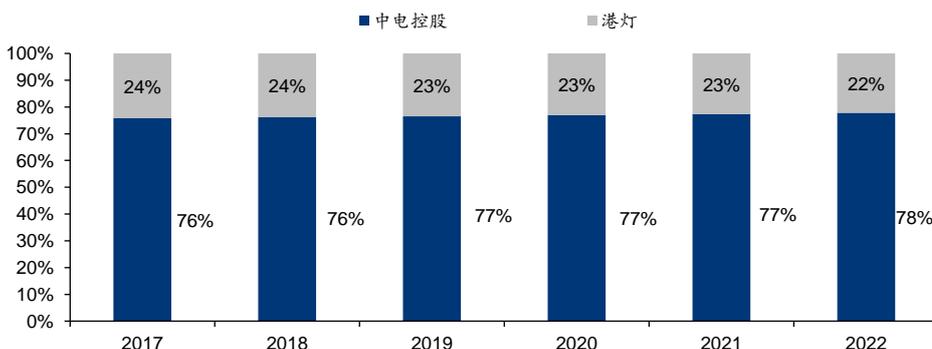
图表48: 2017-2022 年香港本地电力用量构成



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49: 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

与中国内地相比，中国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。在中国内地，电网受政府管控，监管体制较为严格，输配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中国内地电力公司不同，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，盈利能力具备较强稳定性

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50：《管制计划协议》的核心指标

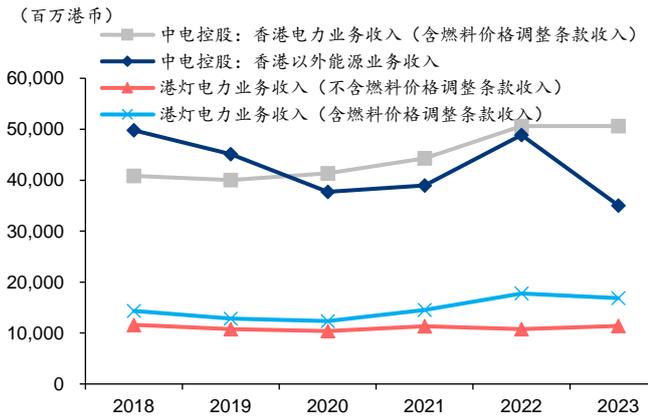
指标名称	指标解读
客户缴付的净电费	基本电费 燃料调整费
准许利润	发展基金/电费稳定基金

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。
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，如有关金额不足，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，故最终实现的利润及盈利能力应较为稳定。复盘 中电控股与港灯 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。

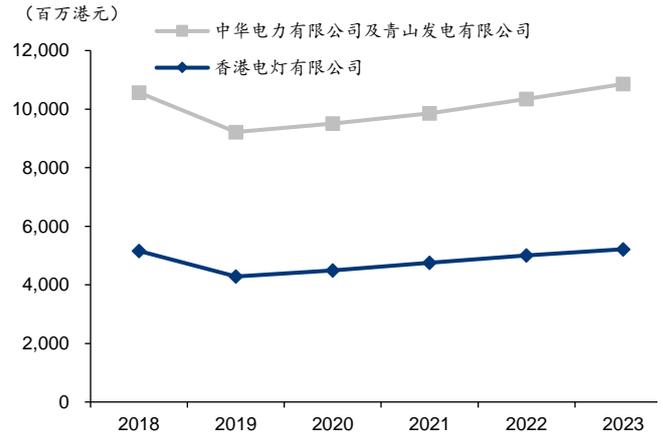
图表51: 香港本土电力业务较为稳定-收入角度



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52: 香港本土电力业务较为稳定-管制业务准许利润角度

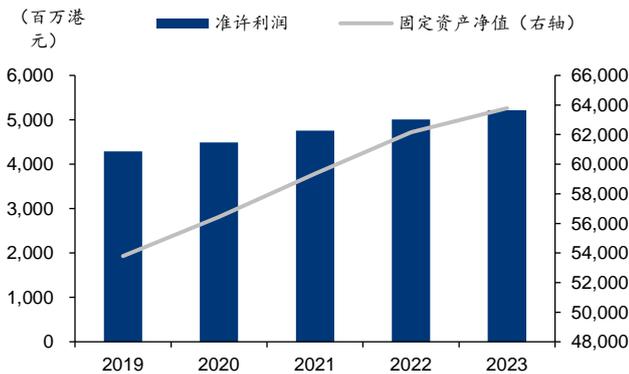


资料来源: 公司公告, 华泰研究

香港政府减碳目标下, 持续投入的资本开支或带来盈利的稳步增厚

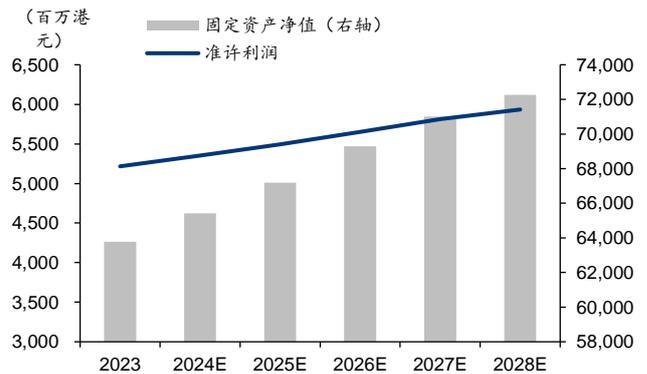
香港能源转型驱动下, 2019-2023年港灯共投放资本开支263亿港元, 管制业务固定资产实现提升(2020-2023年CAGR 4.35%), 电力业务准许利润的增长(2020-2023年CAGR 5.04%)带来归母净利润的提升(2020-2023年CAGR 7.92%)。据港灯公告, 继2019-2023年发展计划投入资本开支266亿港币后, 其计划于2024-2028年投入220亿港币资本开支, 新建1台燃气机组、3台能快速启动的单循环燃油机组。故我们认为随港灯2024-2028年计划投入的220亿港元资本开支逐渐转固, 中国香港业务未来贡献的归母净利润有望稳定增厚。

图表53: 2019-2023年香港管制业务固定资产净值、准许利润情况



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表54: 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

盈利预测分析

关键假设：

收入端预测核心假设：

公司的收入主要由利息收入与股息收入构成。

利息收入：主要来自应收非上市合营公司、联营公司贷款，我们假设 1) 贷款规模方面，考虑到 2020 年以来应收非上市合营公司、联营公司贷款规模呈下降趋势，且 1H24 应收贷款总规模同比减少 57 亿港元，我们保守假设至 2024 年末，应收非上市合营公司、联营公司贷款总规模同比减少 30 亿港元，2025/2026 年同比减少 2/1 亿港元；2) 利率方面，我们假设固定加权平均利率维持 2023 年水平，浮动加权平均利率每年同比下降 0.25pct。

股息收入：来自其他财务资产，考虑到 2017 年以来股息收入整体呈稳中有升态势，我们假设 2024-2026 年股息收入同比提升 1000/500/500 万港元。

图表55： 公司收入端核心假设

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	百万港元	1265	1292	1099	964	950
yoy	%	-0.9%	2.1%	-14.9%	-12.3%	-1.4%
利息收入	百万港元	1207	1223	1020	880	861
应收非上市合营公司/联营公司贷款涉及的利息收入		1169	1217	1195	992	852
固定利率						
应收非上市合营公司/联营公司贷款	百万港元	8425	8287	6787	6687	6637
加权平均利率	%	10.00%	10.10%	10.10%	10.10%	10.10%
浮动利率						
应收非上市合营公司/联营公司贷款	百万港元	6048	4272	2772	2672	2622
加权平均利率	%	5.40%	6.80%	6.55%	6.30%	6.05%
其他		-10	28	28	28	28
股息收入		58	69	79	84	89

资料来源：公司公告，华泰研究预测

成本端预测核心假设：

员工薪酬：考虑到历史员工薪酬较为稳定，我们假设 2024-26 年维持 2023 年水平。

其他营运成本：考虑到历史其他营运成本较为稳定，我们假设维持 2023 年水平。

其他收益净额&利息收入：2022 年及之前公司分拆该项（包含利息收入），2023 年起不再分拆。模型中我们依据公司现金规模及利率对利息收入进行预测（假设 2024-26 年利率逐年下降 0.25pct），并将其从营业利润中剔除，作为财务收入列示。

历史年份公司管理费用率有升有降，依据我们对 2024-2026 年度员工薪酬的假设，对应管理费用率为 2.91/3.32/3.37%。财务费用方面，美联储降息周期下我们预计未来公司融资成本或将有所下滑，考虑应收合联营公司贷款规模若延续下降趋势将带来的利息收入下滑后，公司 2024-2026 年财务费用率分别为 12.02/12.89/12.26%。应占联营企业、合营企业利润方面，公司主要投资于海外受规管资产，资产表现与管制约束、通货膨胀、利率走势等多个因素相关，如澳洲联营公司 SAPN，受益于高于预期的通胀，2023 年 RoRE 同比明显提升。参考 1H24 公司应占联营企业、合营企业利润的分地区表现（同比+14%，其中英国分部同比+24%，澳洲分部同比+38%），我们预计 2024-2026 年公司应占联营企业利润为 17.9/19.5/21.0 亿港元；应占合营企业利润为 39.3/41.0/41.9 亿港元。综上，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润将同比+4.5/2.9/3.6%至 62.7/64.6/66.9 亿港元。

图表56: 2024/2025/2026 年公司归母净利润有望同比+4.5/2.9/3.6%

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
管理费用率	%	2.53%	2.48%	2.91%	3.32%	3.37%
财务费用率	%	8.22%	11.07%	12.02%	12.89%	12.26%
应占联营公司利润	百万港元	1784	1682	1794	1945	2101
应占合营企业利润	百万港元	2994	3582	3932	4099	4189
归母净利润	百万港元	5649	6003	6272	6455	6685
yoy	%	-8.0%	6.3%	4.5%	2.9%	3.6%

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

目标价 66.11 港元, 首次覆盖予以“买入”评级

考虑到电能实业既投资于香港本土电力业务, 又广泛投资于全球多地受规管资产, 我们选择香港本土公用公司香港中华煤气、港灯, 全球布局的中电控股, 同样热衷于投资海外受规管资产的长江基建作为可比公司。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 为 2.94/3.03/3.14 港元, BPS 为 41.77/41.98/42.27 港元。Wind 一致预期下, 可比公司 2025 年 PB 均值为 1.37x, 考虑到 1) 业务模式具有高度抗风险能力, 多个资产将于 2025/26 年迎来回报率上调窗口期; 2) 年内重拾并购, 4/8 月与长江基建、长江实业联合收购北爱尔兰配气商 Phoenix Energy (持股比例 20%) / 英国 32 个风电场, 5 月透过合营公司 UKPN 收购英国可再生能源资产组合 UU Solar, 有望带来新增利润贡献; 3) 2023 年公司分红比例/股息率 100.11/6.23%, 高于可比公司均值 (98.83/5.85%), 我们给予公司 2025 年 PB 1.57x, 对应目标价 66.11 港元, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表57: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (港元/股)		市值(亿港元)			市盈率(x)			市净率(x)			ROE		分红比例 (%) 股息率 (%)	
		2024/12/30	2024/12/30	24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E	2023	2023		
香港中华煤气	0003 HK	6.19	1,155	18.61	17.35	16.29	1.95	2.03	2.01	10.90	11.67	12.33	107.59	5.85		
港灯-SS	2638 HK	5.31	469	14.56	13.41	12.44	0.95	0.94	0.92	6.52	7.00	7.40	89.68	6.80		
中电控股	0002 HK	64.95	1,641	16.98	16.19	15.63	1.56	1.52	1.48	9.17	9.39	9.49	117.69	4.81		
长江基建集团	1038 HK	57.60	1,451	17.16	16.56	16.45	1.03	0.99	0.99	6.00	6.00	6.00	80.36	5.93		
平均值				16.83	15.88	15.20	1.37	1.37	1.35	8.15	8.51	8.80	98.83	5.85		
电能实业	0006 HK	54.20	1,155	18.42	17.89	17.28	1.30	1.29	1.28	7.06	7.23	7.45	100.11	6.23		

注: 可比公司预测数据来自 Wind 一致预期

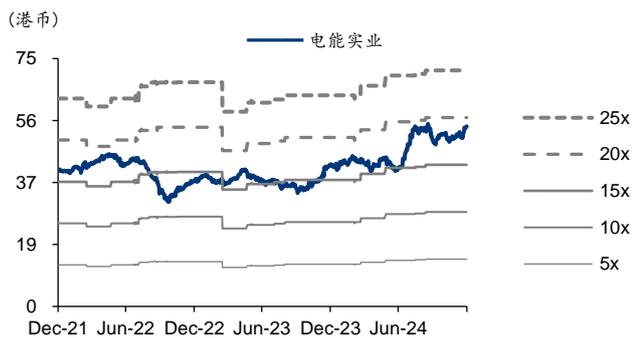
资料来源: Wind, 华泰研究预测

风险提示

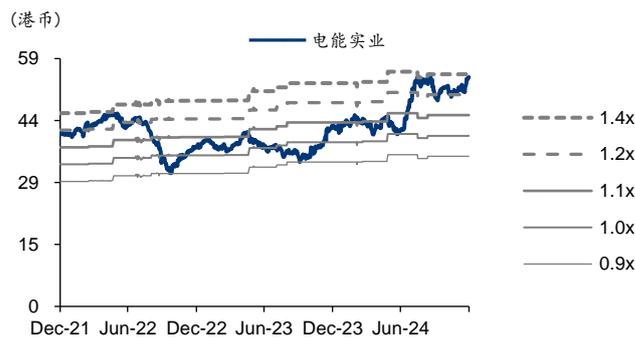
汇率波动风险。公司业务布局全球化, 2023 年英国地区利润贡献占比达 47%, 澳洲地区利润贡献占比达 21%, 若英镑或澳元兑港元汇率波动较大, 公司业绩或较预期出现一定偏差。

监管机制调整风险。公司投资于多地受规管资产, 监管机构将对每一规管期的最大准许收入、最高准许价格等指标进行约束, 且公司多家合营、联营公司将在 2025/2026 年进入新规管期, 若管制收紧 (如下调准许回报率、下调激励力度), 公司业绩表现或低于我们的预期。

图表58: 电能实业 PE-Bands



图表59: 电能实业 PB-Bands



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