

【广发环保&海外】粤海投资 (00270.HK)

稀缺对港供水广东国企，稳步迈进现金时代

核心观点:

- **广东省国资平台，剥离地产业务、专注水务主业。**公司为广东省属水务企业，此外亦布局物业投资及发展、百货营运、酒店持有经营及管理、发电、道路桥梁五大板块，其中物业板块下属上市公司粤海置地已在 2025 年 1 月通过特殊分红形式剥离，**后续公司将专注水务主业，预计业绩、现金流将显著改善。**2024 年公司实现营收 185 亿港元（同比-24%）、归母净利润 31.42 亿港元（同比+0.6%），持续经营业务归母净利润 41.03 亿港元，2024 年底 83.8%应收账款账龄在 1 年以内。
- **手握对港供水项目东深供水和优质区位水务资产，自由现金流充足。**公司核心资产为东深供水项目（2030 年到期），产能 24.23 亿吨/年，测算年对港供水 8 亿吨左右，根据香港水务署 23 年项目供水量占香港总耗水量的 59%。项目年贡献超 60 亿港元收入和约 40 亿港元税前利润，其中香港贡献 50 亿港元以上收入，利润率显著高于其他项目，税前利润占比达 57.3%。截至 2024 年底公司在运供水、污水产能 1084、205 万吨/日，近 70%产能位于广东省，区位优势显著。且近年资本开支快速收缩，充足自由现金流提供分红能力和东深项目续约能力。
- **持续高分红，预计 2025 年股息率在 7%以上。**公司近年来分红比例保持 65%，2024 年分红金额 20.4 亿港元，当前股息率为 5.49%，预计 2025 年归母净利润*65%分红比例对应股息率 7%以上。同时伴随全国开始新一轮调价周期、污水付费向用户转移，期待水务估值整体修复。
- **盈利预测与投资建议。**预计 25-27 年归母净利润为 43.10/45.10/46.61 亿港元，对应 PE 8.63/8.25/7.98 倍。公司手握东深项目稀缺资源，剥离粤海置地后业绩、现金流、分红持续向好，参考同业公司给予 25 年 15 倍 PE，对应 9.89 港元/股合理价值，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**东深项目续约风险；水价调整风险；应收账款风险。

盈利预测:

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万港元）	24200	18505	18506	18616	18715
增长率（%）	4.3%	-23.5%	0.0%	0.6%	0.5%
EBITDA（百万港元）	8,008	7,413	10,114	10,145	10,149
归母净利润（百万港元）	3122	3142	4310	4510	4661
增长率（%）	-34.5%	0.6%	37.2%	4.6%	3.4%
EPS（港元/股）	0.48	0.48	0.66	0.69	0.71
市盈率（x）	11.90	13.96	8.63	8.25	7.98
ROE（%）	7.54%	7.54%	11.21%	11.23%	11.12%
EV/EBITDA（x）	8.51	7.50	4.46	4.09	3.72

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

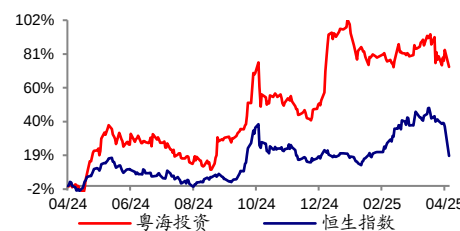
买入

当前价格	5.69 港元
合理价值	9.89 港元
报告日期	2025-04-08

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	6537.82/6537.82
总市值/流通市值（百万港元）	37200.20/37200.20
一年内最高/最低（港元）	6.71/3.41
30 日日均成交量/成交额（百万）	25.83/150.77
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	-4.43/7.56

相对市场表现



分析师:

郭鹏



SAC 执证号: S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师:

陈舒心



SAC 执证号: S0260524030004



021-38003790



shchenshuxin@gf.com.cn

请注意，陈舒心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。

相关研究:

目录索引

一、广东省国资平台，未来专注水务主业	5
（一）广东省属水务企业，2025 年开始剥离地产业务、专注水务主业	5
（二）历史业绩主要受到工程、地产收缩影响，剥离粤海置地后将改善	6
（三）现金流改善，应收账款情况良好	9
二、手握优质区位水务资产，专注运营业务	12
（一）核心资产东深项目对港供水稀缺性高，持续贡献稳定营收+高利润	12
（二）供水资产占主导，其他水务资产区位优势亦显著	15
（三）资本开支快速收缩，现金流改善保障分红能力和核心资产续约	17
三、高分红重塑价值，对标海外期待估值提升	18
（一）持续高分红，预计 2025 年股息率在 7%以上	18
（二）对标海外，长期分红+用户付费+提价顺畅造就更高估值	20
四、盈利预测及投资建议	23
五、风险提示	27

图表索引

图 1: 公司深耕水务行业 20 余年, 2025 年开始专注水务主业	5
图 2: 公司实控人为广东省人民政府, 布局六大业务板块 (截至 2023 年底)	6
图 3: 2024 年公司营收 185.05 亿港元	7
图 4: 2024 年公司归母净利润 31.42 亿港元	7
图 5: 公司营收主要来自水资源板块	8
图 6: 2024 年水资源板块贡献 73% 收入	8
图 7: 2024 年水资源板块贡献 76% 税前利润	8
图 8: 公司水资源业务分部税前利润率情况	8
图 9: 公司水资源业务分部营收情况	8
图 10: 公司水资源业务分部营收占比情况	8
图 11: 公司期间费用主要为管理费用和财务费用	9
图 12: 近年来公司期间费率有所增加	9
图 13: 2024 年公司毛利率、净利率已回升至 53.1%、17.0%	9
图 14: 2023 年公司经营性现金流大幅改善	10
图 15: 近年来公司投资性现金流支出明显缩减	10
图 16: 公司 2023 年经营现金流净额+投资现金流净额大幅转正	10
图 17: 剔除粤海置地后 2024 年底总资产 949 亿港元	11
图 18: 公司资产中主要为商誉及无形资产	11
图 19: 公司负债中主要为长期借贷	11
图 20: 剔除粤海置地后公司带息负债率仅 17.6%	11
图 21: 公司应收账款情况良好	12
图 22: 截至 2024 年底公司应收账款账龄情况	12
图 23: 东深供水向香港、东莞、深圳等地供水	12
图 24: 东深项目每年稳定供水 20 亿吨以上	13
图 25: 东深项目对港收入稳定提升	13
图 26: 东深项目对内地收入约 10 亿港元以上	13
图 27: 东深项目税前利润 40 亿港元左右	14
图 28: 东深项目税前利润率远高于公司水资源业务	14
图 29: 2006-2026 年东深项目对港基本水价复合增速为 3.9%	14
图 30: 东深项目扣减水价在 0.3 港元/吨左右	15
图 31: 2024 年底公司在运供水产能 1084 万吨/日	15
图 32: 2024 年底公司在运供水产能 205 万吨/日	15
图 33: 2024 年底公司控股在运产能分布情况	16
图 34: 2024 年底公司 69.33% 的控股在运产能位于广东	16
图 35: 公司其他水资源项目营收情况	16
图 36: 公司水务运营收入稳步提升、工程收入下滑	16
图 37: 公司其他水资源项目利润持续提升	16
图 38: 公司其他水资源项目税前利润率相对较低	16
图 39: 历史通过自建+收购快速扩张产能	17
图 40: 公司历史收购及新签项目金额情况	17

图 41: 公司水资源资本开支在 2021 年见顶	17
图 42: 2024 年水资源业务折旧摊销达到 18.48 亿港元	17
图 43: 2006 年至今公司持续进行分红, 近年来分红比例保持 65%	19
图 44: 2006 年来公司股息率持续提升, 近年来保持 5~7%	19
图 45: 粤海投资近 10 年 PE-TTM 及涨跌幅情况 (收盘价: 2025/4/7)	20
图 46: 美国水业近 10 年 PE-TTM 及涨跌幅情况 (收盘价: 当地 2025/4/4)	20
图 47: 美国水业 2010 年以来股息率和分红总额	21
图 48: 美国水业营收总体平稳	21
图 49: 美国水业净利润呈现上升趋势	21
图 50: 供水业务贡献美国水业主要营收	21
图 51: 美国水业现金流情况良好	21
图 52: 居民用水占美国水业供水收入比重超 60%	22
图 53: 居民部门占美国水业污水收入比重超 70%	22
图 54: 2007-2024 年美国水业平均供水水价复合增速达 6.2%	23
图 55: 2006-2021 年我国 36 个大中城市居民基础水价复合增速为 2.5%	23
 表 1: 公司水务业务历史收并购及新签订单梳理	17
表 2: 美国加州、澳大利亚、英国水价形成及调整机制	22
表 3: 粤海投资收入拆分 (单位: 亿港元)	25
表 4: 粤海投资同业估值对比 (收盘价: 2025/4/7)	27

一、广东省国资平台，未来专注水务主业

（一）广东省属水务企业，2025 年开始剥离地产业务、专注水务主业

公司深耕水务行业20余年，2025年开始剥离地产业务、专注水务主业。公司前身友联世界成立于1973年并实现港交所上市，后1987年广东省属企业收购并更名为粤海投资有限公司，2000年粤投系公司重组，公司向广东控股有限公司收购粤港供水81%的股权，获得公司目前最主要的资产东深供水工程，正式转向供水主业，2012-2023年持续收购+新签项目扩张全国水务产能，总投资超600亿港元。除水资源外，公司亦布局物业投资及发展、百货营运、酒店持有经营及管理、发电、道路桥梁五大板块，其中物业板块下属上市公司粤海置地（00124.HK）已在2025年1月通过特殊分红形式剥离，后续公司将专注水务主业。2024年公司实现营收185.05亿港元（同比-24%）、归母净利润31.42亿港元（同比+0.6%），其中持续经营业务归母净利润41.03亿港元（剔除粤海置地后）。2024年分红金额20.42亿港元，分红比例保持65%，对应当前市值股息率为5.49%。

图 1：公司深耕水务行业20余年，2025年开始专注水务主业



数据来源：公司官网，公司财报，公司收购公告，广发证券发展研究中心

公司实控人为广东省人民政府。根据Wind，公司第一大股东为广东粤海控股集团有限公司，实际控制人为广东省人民政府。根据公司财报，公司布局六大板块：

（1）**水资源**：主要资产为向香港、东莞、深圳供水的东深供水项目，每年可供水量24.23亿吨，2024-2026年对港供水基本水价为51.36、52.59、53.85亿港元；除此之外截至2024年底公司在手供水产能1615万吨/日、污水处理产能335万吨/日，其中在运供水产能1084万吨/日（控股产能888.7万吨/日）、污水处理产能205.44万吨/日，在建供水产能118.7万吨/日、污水处理产能5万吨/日，项目主要位于广东省内。

(2) 物业投资及发展: 截至2024年底公司主要资产为粤海天河城（天河城广场、番禺天河城购物中心、广州动漫星城、深圳天河城、粤海天地及天津天河城购物中心）以及香港投资大厦，收入主要来自租金收入和物业销售收入。

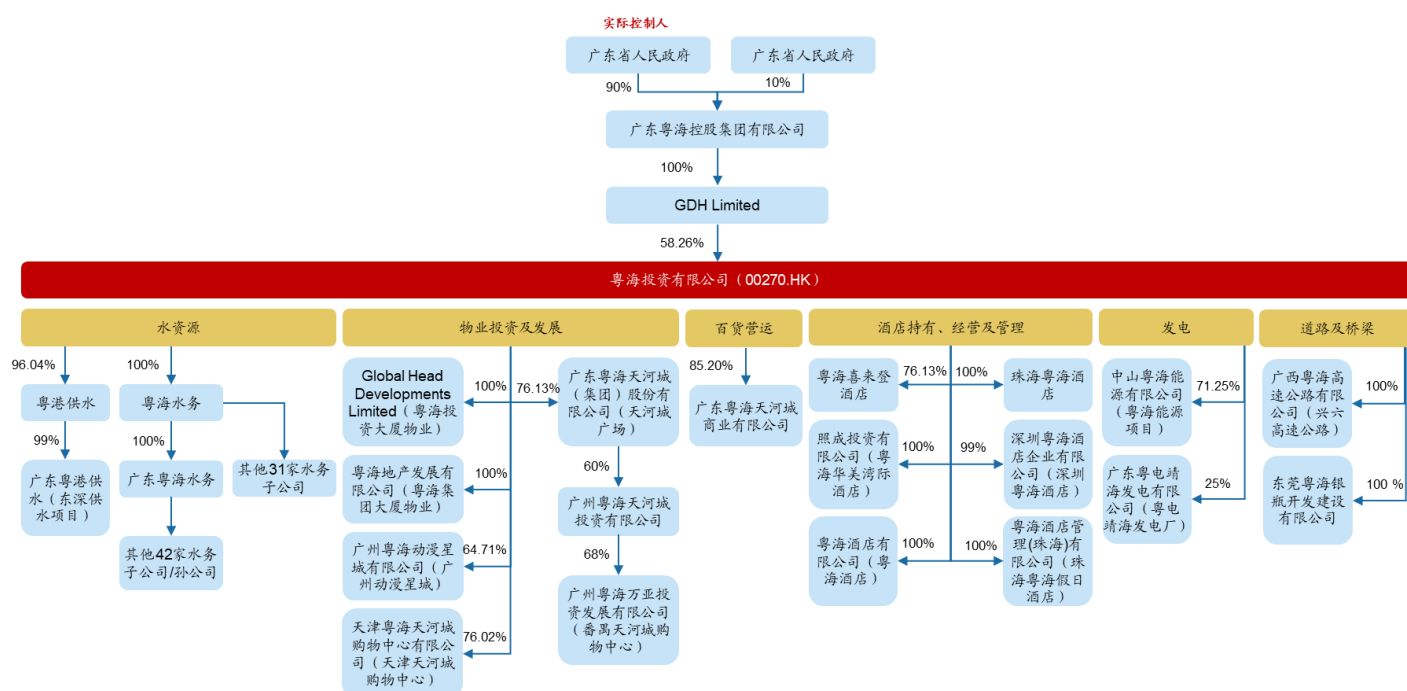
(3) 百货营运: 截至2024年底公司经营五间百货店（包括天河城百货店、万博百货店、东圃百货店、奥体百货店、花都店），总租用面积约为9.59万平方米。

(4) 酒店持有、经营及管理: 截至2024年底公司共管理19间酒店。

(5) 发电: 包括粤海能源项目和粤电靖海发电厂，其中公司拥有粤海能源75%权益，装机容量为600MW，2024年售电量为27.59亿千瓦时（同比-5.3%）；公司拥有粤电靖海发电厂25%权益，总装机容量3200MW，2024年售电量为157.47亿千瓦时（同比-0.7%）。

(6) 道路及桥梁: 包括兴六高速公路和银瓶项目，其中兴六高速公路包括长达约100公里的主线，及三条合共长达约53公里的支线（通往兴业、贵港及横县），2024年日均收费车流量为2.57万架次（同比-5.4%）；银瓶项目合作协议书于2016年订立，参与广东省东莞银瓶创新区若干一级公共道路、连接线和市政道路（非收费道路）及相关的给排水、绿化及照明等附属配套设施的公私合伙制项目，截至2024年底4条项目道路已完工、1条项目道路已在建设中，累计建设费用为20.77亿港元，2024年应计利息金额及管理费收入总额1.56亿港元。

图 2: 公司实控人为广东省人民政府，布局六大业务板块（截至2023年底）



数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

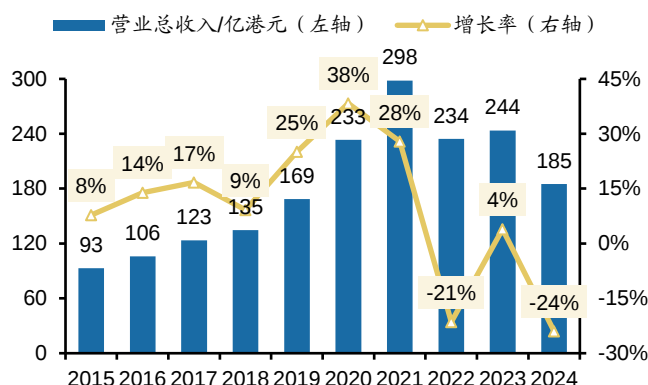
公司已完成粤海置地剥离，预计利润、现金流、分红稳定性将提升。2024年12月粤海投资公告宣派特别股息，粤海投资股东每持有1股粤海投资股份，可获发0.193股粤海置地股份，涉及的粤海置地股份总数约为12.62亿股，占粤海置地已发行股本的73.72%。分派完成后，粤海置地将不再为粤海投资的附属公司，剥离由粤海置地集团持有的物业发展业务，粤海投资将专注以水务为主的主营业务，预计业绩稳定性

将有所提升、资本开支将有所下降、分红能力将有所提升。2025年1月21日，粤海置地分派股份的股票证书寄发于股东，分派完成后公司剩余粤海置地股份177.52万股，占已发行粤海置地股份的0.1%。

（二）历史业绩主要受到工程、地产收缩影响，剥离粤海置地后将改善

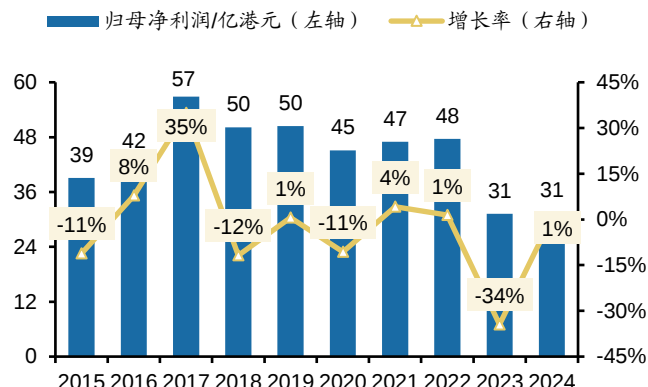
历史营收、利润主要受到工程、地产收缩影响，2025年开始地产业务影响将消散。历史上由于水务和物业业务的扩张，2015-2021年公司营收持续稳步增加，营收复合增速为21.5%，2022年开始收入有所收缩主要由于水务工程的收缩和房地产价格下行带来的物业业务收入下降。公司历史利润波动主要来自一次性收购收益和投资物业公允价值调整产生的净收益的变化，2023年利润大幅下降主要由于房地产市场低迷带来的存货减值拨备18.09亿港元。2024年公司实现营收185.05亿港元（同比-24%）、归母净利润31.42亿港元（同比+0.6%），其中持续经营业务归母净利润41.02亿港元（剔除粤海置地后），未来公司将专注水务主业，有望保持稳定增长的利润和现金流。

图 3：2024年公司营收185.05亿港元



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

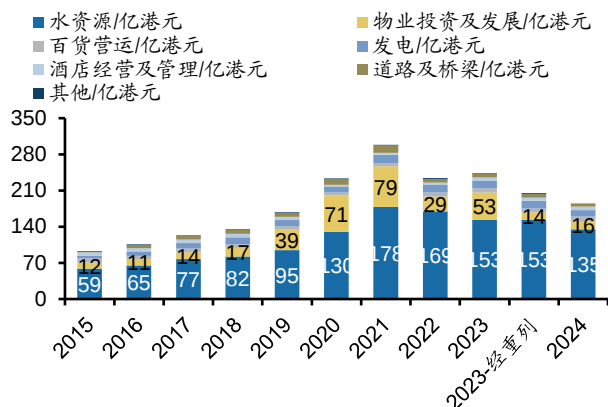
图 4：2024年公司归母净利润31.42亿港元



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

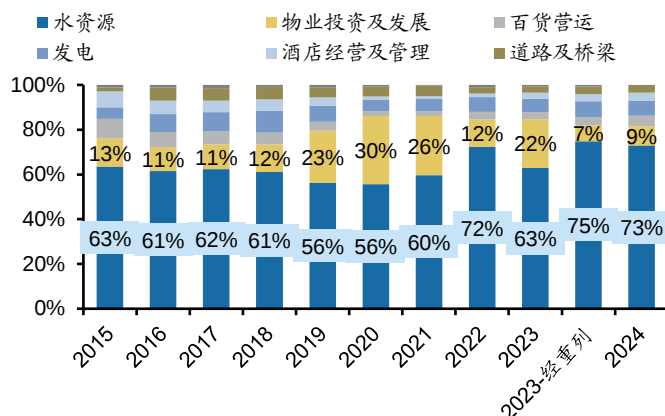
公司收入主要来自水资源，收入结构持续改善。分业务来看，依托持续的水务资产收购和投建，2015-2021年水资源业务收入稳步提升，2022年开始由于新增产能的减少工程收入开始收缩，从2021年巅峰的67.9亿港元收缩至2024年的5.2亿港元，占比从38.1%收缩至3.9%，而水务运营业务收入稳健增长；伴随2017年粤海置地收购和后续的持续拿地建设，公司物业投资及发展收入快速增加，后2022年开始由于房地产景气下行收入收缩。2024年水资源、物业投资发展、发电贡献收入135.11、15.77、12.69亿港元，占比为73.01%、8.52%、6.86%；其中水资源运营收入67亿港元，占水资源收入比例为49.6%。从分业务利润率来看，受到其中利润率较低的工程收入占比的提升，此前水资源业务利润率持续下滑，2022-2024年已开始逐步回升，预计伴随收入结构改善将持续恢复，而物业投资及发展业务利润率波动较大，主要受到投资物业公允价值变动影响。

图 5：公司营收主要来自水资源板块



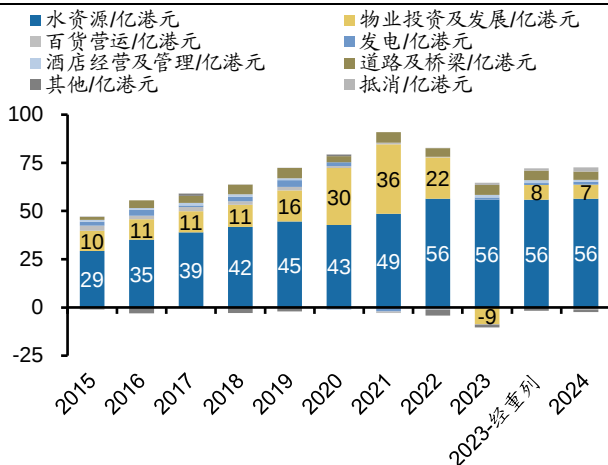
数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

图 6：2024年水资源板块贡献73%收入



数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

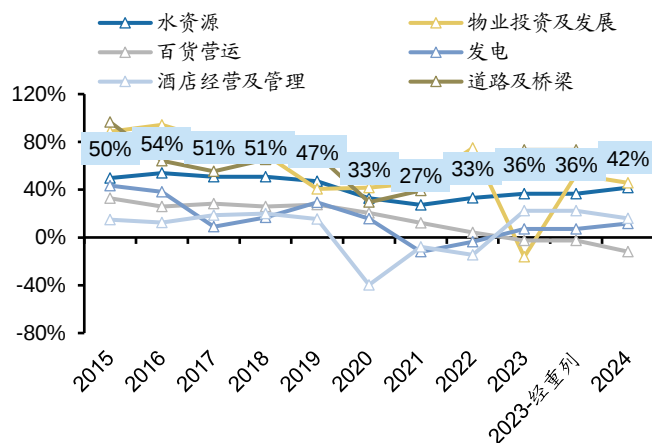
图 7：2024年水资源板块贡献76%税前利润



数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

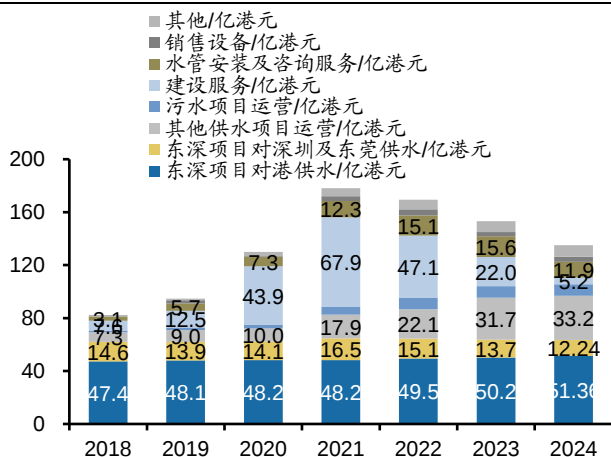
备注：业绩口径为银行利息收入、出售附属公司（亏损）/收益净额、视作出售联营公司收益、出售一间联营公司亏损、财务费用（租赁负债利息除外）及应占联营公司溢利减亏损不纳入计算的税前利润。

图 8：公司水资源业务分部税前利润率情况



数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

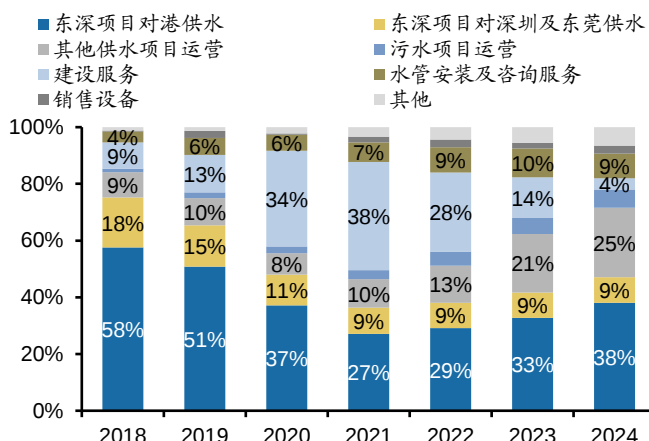
图 9：公司水资源业务分部营收情况



数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

图 10：公司水资源业务分部营收占比情况

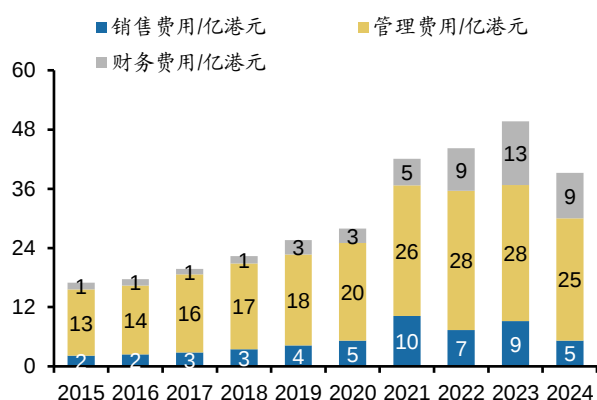


数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

请务必阅读末页的免责声明

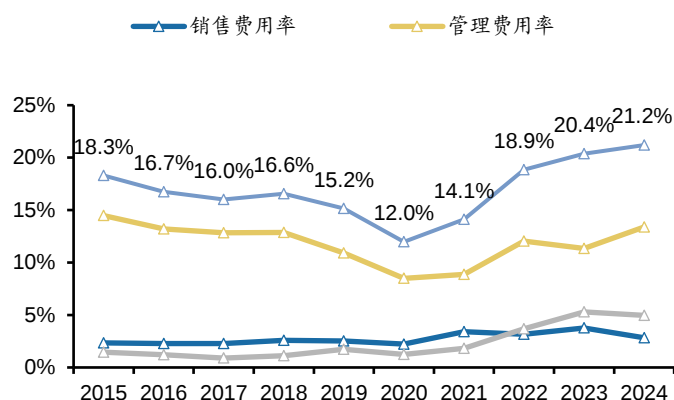
受水务工程、地产影响近年来管理、财务费用亦有较多增加，2024年开始已有明显压降。从费用端来看，公司费用中主要为管理费用（即行政费用，上图分业务业绩中已扣除管理费用），2021年开始管理费用有大幅增加主要由于工程业务扩张；此外财务费用近年来明显增加主要由于水务工程和地产业务快速扩张带来的借款增加。从期间费用率来看，2015-2019年期间费用率基本保持稳定，2020-2024年由于新增工程减少而存量业务带来费用增加导致费用率提升。2024年公司销售费用、管理费用、财务费用分别为5.25、24.78、9.2亿港元，各项费用均有明显压降，同比下降42.8%、10.2%、28.7%。费用率分别为2.8%、13.39%、4.97%，期间费用率为21.2%，伴随粤海置地剥离预计费用率有望下降。历史上受毛利率较低的水务工程、地产业务收入占比增多影响，公司历史毛利率、净利率持续下滑，2022年开始有所回升，2024年毛利率、净利率已回升至53.1%、17.0%，预计剥离粤海置地后将继续提升。

图 11：公司期间费用主要为管理费用和财务费用



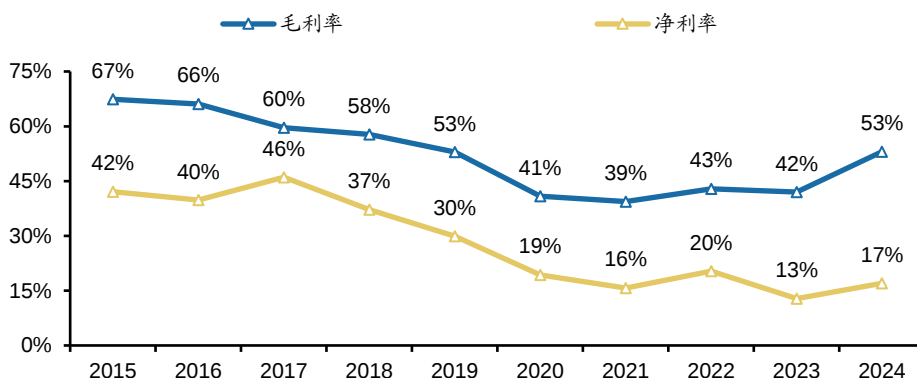
数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

图 12：近年来公司期间费率有所增加



数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

图 13：2024年公司毛利率、净利率已回升至53.1%、17.0%



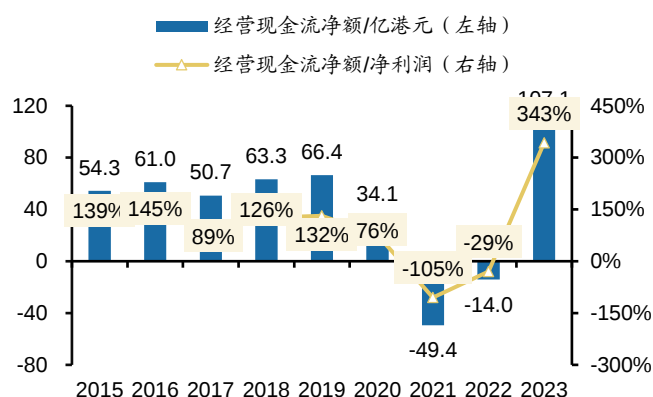
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（三）自由现金流大幅度转正，应收账款情况良好

依托水务主业历史上现金流情况良好，伴随资本开支收缩期待简略自由现金流持续改善。公司经营性现金流主要来自水费收入、工程收入、租金、电费等，历史上现金流情况良好，由于水务行业成本主要为折旧摊销，公司净现比在1.2~1.4左右，

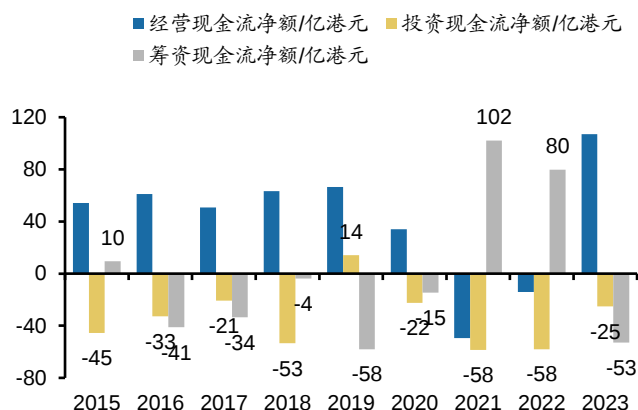
2021-2022年经营性现金流净额转负主要由于粤海投资待收物业和应收账款大幅增加，2023年现金流实现经营性现金流107.11亿港元，大幅改善主要由于已竣工待售物业减少、应付账款等增加，预计2024年及粤海置地剥离后现金流将持续改善。公司投资性现金流从2023年开始明显收缩，2023年投资性现金流流出为25.03亿港元（同比-56.8%）。水务业务现金流稳定，而伴随公司剥离粤海投资并有意缩减水资源业务资本开支，预计投资性现金流流出将持续收缩，公司2023年简略自由现金流（经营性现金流净额+投资性现金流净额）大幅转正至82.07亿港元，未来有望持续改善，增强公司分红能力和重点项目续约能力。

图 14：2023年公司经营性现金流大幅改善



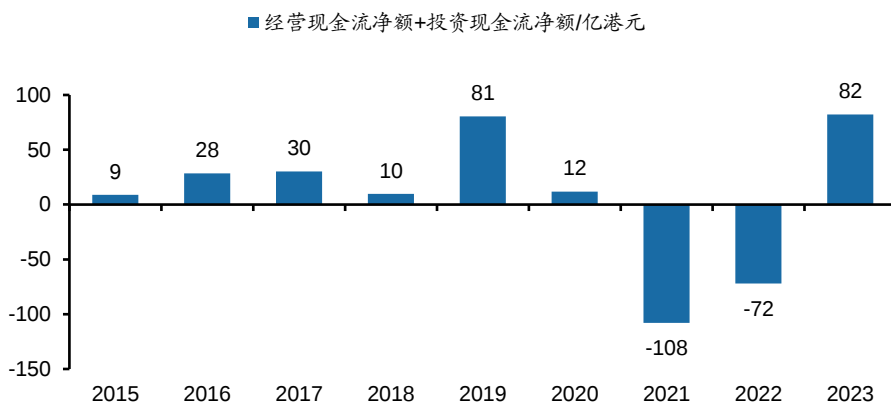
数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

图 15：近年来公司投资性现金流支出明显缩减



数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

图 16：公司2023年经营现金流净额+投资现金流净额大幅转正

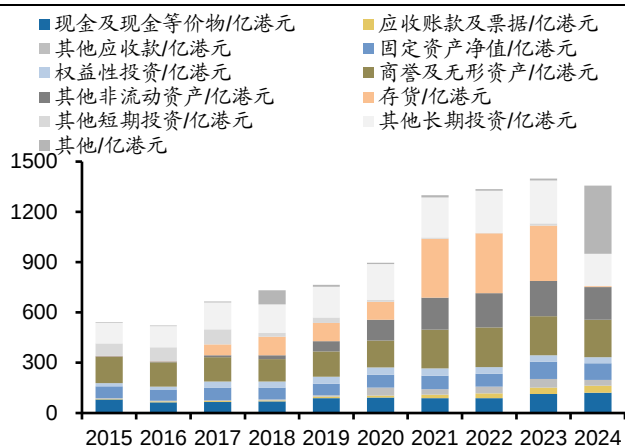


数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

截至2024年底公司资产负债率为58.2%，预计未来公司现金流充裕、资产负债率有望下降。资产端来看，公司资产中主要为商誉及无形资产、其他非流动资产（水务特许经营权等）、存货（粤海投资待售房产）和其他长期投资（投资性房地产），截至2024年底公司总资产规模达到1356亿港元，其中粤海置地相关资产共406.63亿港元被列为“分类为持作分派的资产”，预计后续将剥离，剔除后总资产规模949亿港元。负债端来看，公司负债中主要为长期借贷（水务项目的配套项目贷款）、短期借贷及长期借贷当期到期部分、其他流动负债（合同负债-流动负债+应付账款、计费用及其他负债），截至2024年底公司长期借贷、短期借贷及长期借贷当期到

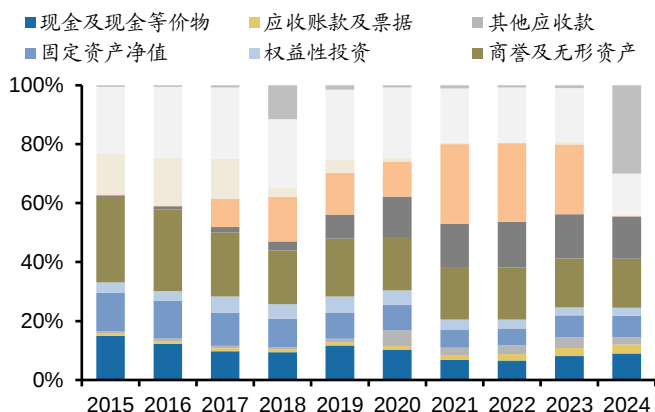
期部分规模为165.32、73.30亿港元,受粤海置地拟剥离影响同比下降39.2%、51.9%。截至2024年底公司资产负债率为58.2%,带息资产负债率仅17.6%,预计伴随公司剥离粤海投资并缩减水资源业务资本开支,充裕现金流下公司资产负债率有望下降。

图 17: 剔除粤海置地后2024年底总资产949亿港元



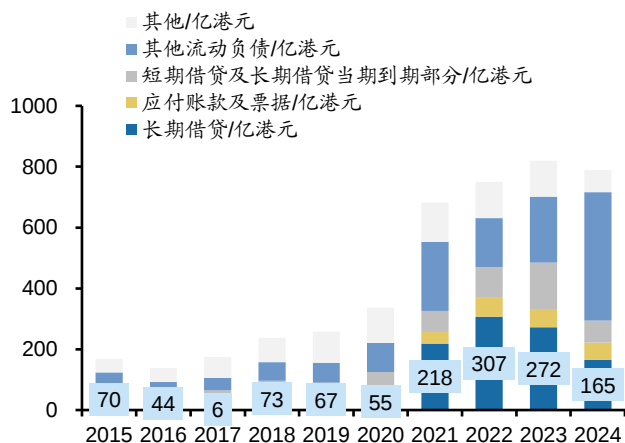
数据来源: 公司财报, Wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 公司资产中主要为商誉及无形资产



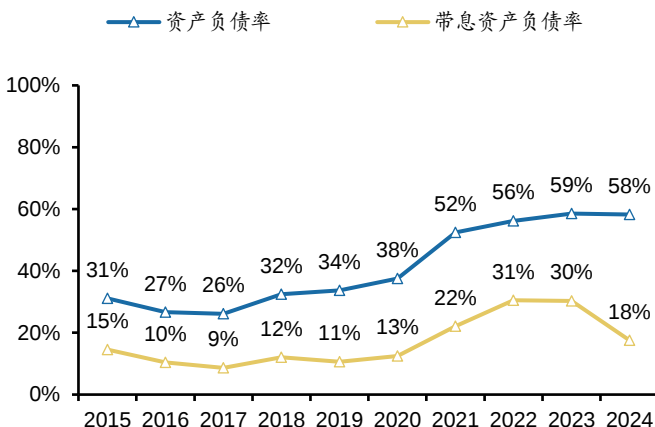
数据来源: 公司财报, Wind, 广发证券发展研究中心

图 19: 公司负债中主要为长期借贷



数据来源: 公司财报, Wind, 广发证券发展研究中心

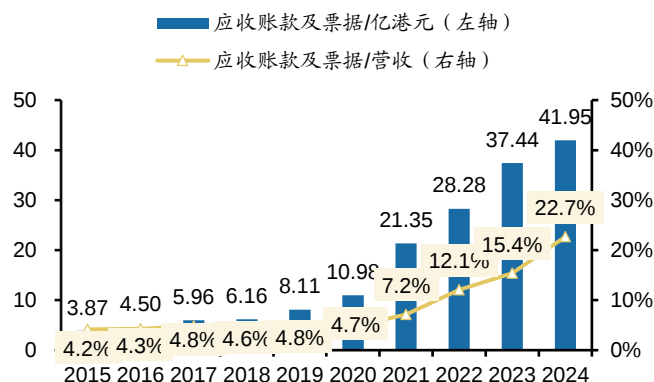
图 20: 剔除粤海置地后公司带息资产负债率仅17.6%



数据来源: 公司财报, Wind, 广发证券发展研究中心

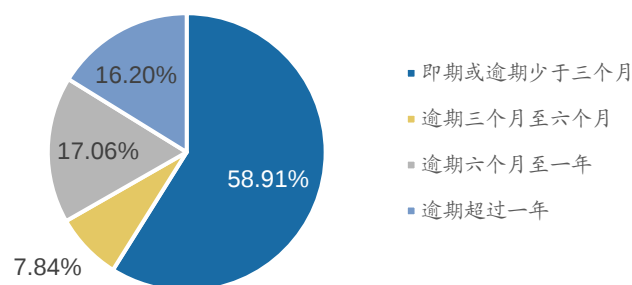
公司应收账款情况良好,截至2024年底83.8%应收账款账龄在1年以内。公司应收账款主要来自供水及污水处理,由于公司收入主要来自供水业务所以整体应收账款情况优于同行业,近年来伴随污水处理产能增加应收账款有所增加,截至2024年底公司应收账款及票据规模为41.95亿港元,仅占营收的22.7%,截至2024年底83.8%应收贸易账款及票据账龄在1年以内,应收账款风险可控。

图 21: 公司应收账款情况良好



数据来源: 公司财报, Wind, 广发证券发展研究中心

图 22: 截至2024年底公司应收账款账龄情况



数据来源: 公司财报, Wind, 广发证券发展研究中心

二、手握优质区位水务资产，专注运营业务

(一) 核心资产东深项目对港供水稀缺性高，持续贡献稳定营收+高利润

公司核心资产东深供水向香港、东莞、深圳等地供水，占2023年香港耗水量的59%。公司自2000年开始拥有东深供水项目，2030年到期，目前广东粤港供水有限公司为东深供水项目的拥有人，截至2024H1公司持有96.04%权益的粤港供水控股持有广东粤港供水有限公司99%的权益，即公司持有东深供水项目95.08%的权益。东深供水项目产能24.23亿吨/年（约663.8万吨/日），其中和香港签订供水协议，2021-2029年采用水价扣减机制，每年供水量上限为8.2亿吨，下限为6.15亿吨。根据香港水务署，2021-2029年间平均取水量不少于7亿吨，目前东江水、本地集水区收集的雨水和冲厕用海水作为香港3支供水来源，2023年分别占13.91亿吨总耗水量中的59%、18%和23%。此外东深项目也是深圳、东莞、惠州、河源等地的主要供水水源。

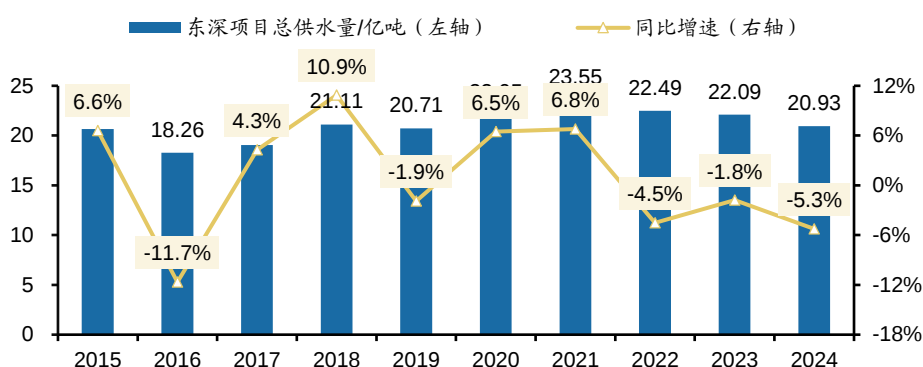
图 23: 东深供水向香港、东莞、深圳等地供水



数据来源: 香港水务署, 广发证券发展研究中心

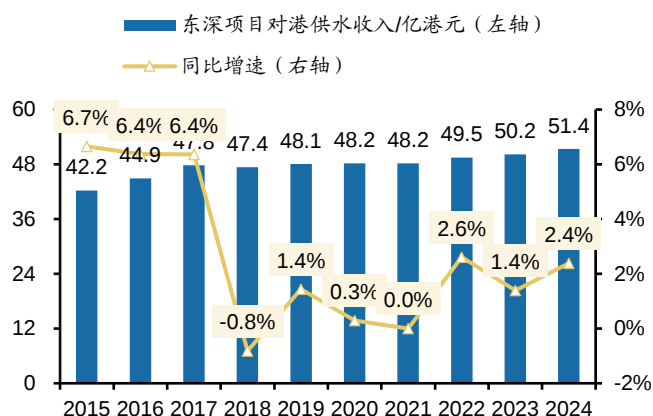
东深项目每年稳定提供水22亿吨以上，贡献近65亿港元收入和近40亿港元税前利润，保持稳定高利润率。东深项目向香港、东莞、广东等地供水量有波动但基本保持在20亿吨上下，2024年供水量为20.93亿吨（同比-5.3%）。同时总供水收入持续提升，其中对港收入稳定提升，对内地收入有所波动主要由于汇率和水量影响，2014-2024年供水收入复合增速达到2.46%，2024年供水总收入为63.6亿港元（同比-0.2%），其中香港贡献51.36亿港元、内地贡献12.24亿港元。2024年贡献税前利润40.2亿港元（同比+4.4%），税前利润率为63%，明显优于公司其他水资源项目，税前利润占水资源业务税前利润的71.2%，占公司总税前利润的57.3%。同时受益于东深项目三年调价机制，2015-2024年项目税前利润率均保持在57%-63%，定价机制基本遵守成本+合理收益原则。

图 24：东深项目每年稳定供水20亿吨以上



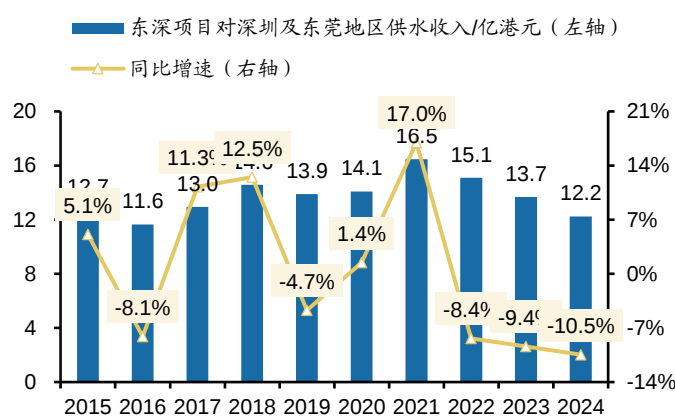
数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

图 25：东深项目对港收入稳定提升



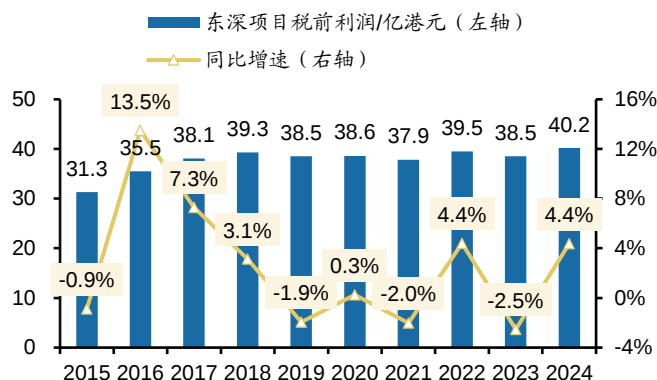
数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

图 26：东深项目对内地收入约10亿港元以上



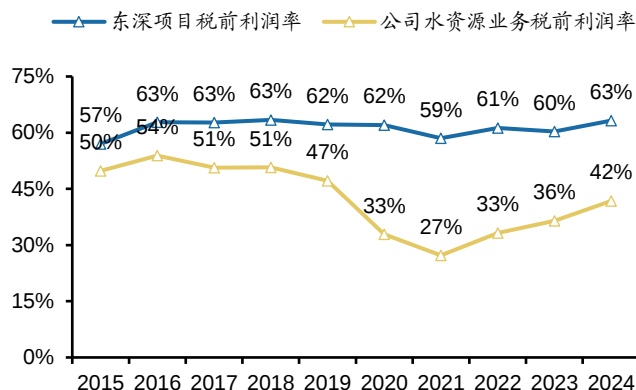
数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

图 27：东深项目税前利润40亿港元左右



数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

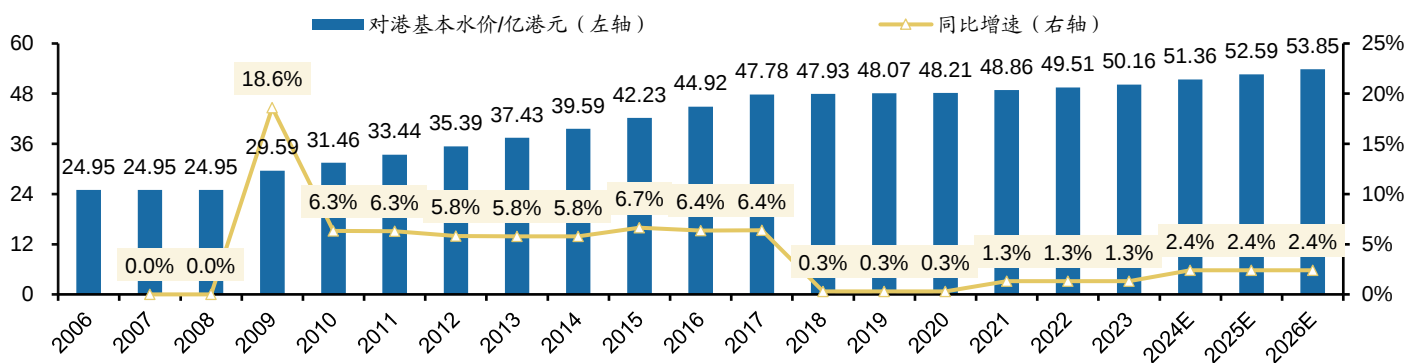
图 28：东深项目税前利润率远高于公司水资源业务



数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

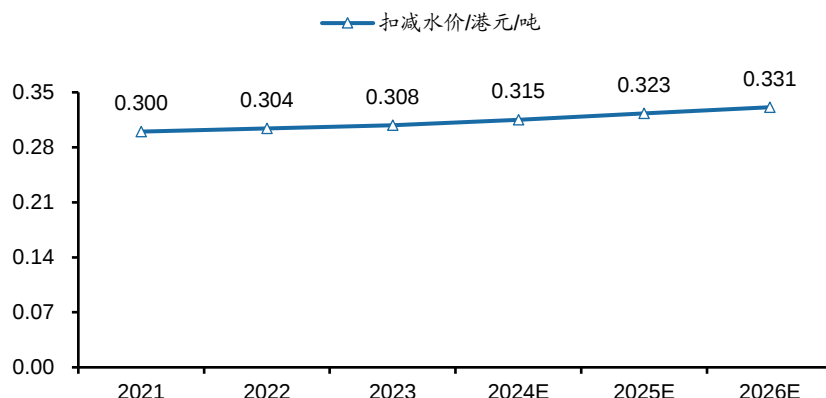
2006-2026年东深项目对港基本水价复合增速为3.9%，测算对应单吨对港水价6.1港元/吨左右。东深项目对港供水水费采用整体基本水价，历史上每三年将重新签订一次三年供水协议，确定三年基本水价。伴随成本增加供水协议确定的基本水价持续稳步提升，2006-2026年复合增速为3.9%，2024-2026年基本水价为51.36、52.59、53.85亿港元。此外2021-2029年东深项目对港供水采用水价扣减机制，在基本水价的基础上根据每年节省的对港供水量和单位价格作出扣减（每年供水量上限8.2亿吨与实际输入的供水的差额，2021-2026年每年最低供水量不少于6.15亿吨），2024-2026年扣减单位价格为0.315、0.323、0.331港元/吨。根据扣减机制测算2022-2024年平均对港供水均价为6.12、6.13、6.28港元/吨，平均对内地供水均价为1.05、0.98、0.96港元/吨。

图 29：2006-2026年东深项目对港基本水价复合增速为3.9%



数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

图 30：东深项目扣减水价在0.3港元/吨左右

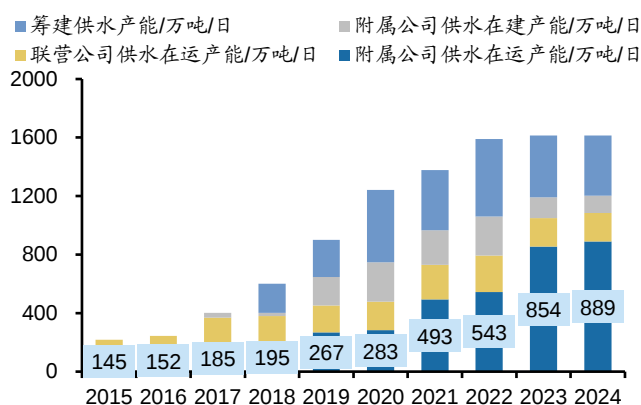


数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

（二）供水资产占主导，其他水务资产区位优势亦显著

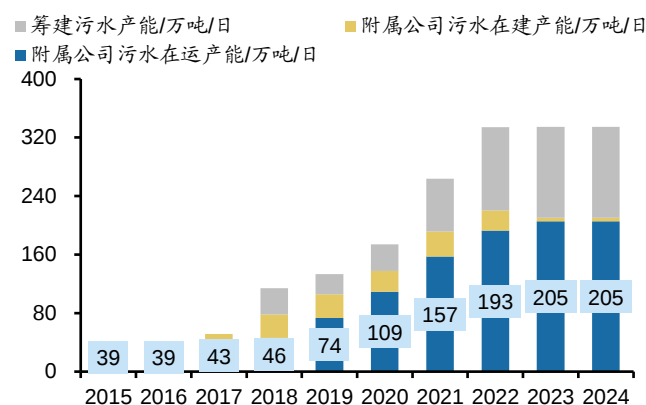
除东深项目外公司在运水务产能超1289万吨/日，其中供水资产1084万吨/日，广东区位优势显著。根据公司财报，除东深项目以外，公司近10年来积极通过收购+自建扩张水务产能，2015-2024年在运供水、污水处理产能复合增速为19.6%、20.3%。2024年公司在运供水、污水处理产能1084、205万吨/日，其中供水产能中889万吨/日为公司控股，剩余部分为合营公司产能，为水务公司中少数以供水产能为主导的上市公司，优质供水资产带来的持续良好的现金流和应收账款。此外截至2024年底公司在建供水、污水处理产能119、5万吨/日，筹建产能413、124万吨/日，相比此前已有明显收缩，大部分在手产能已经投产。从地区分布来看，公司作为广东省国企，项目主要分布在广东省各县市，截至2024年底广东省供水、污水处理控股在运产能616.13、98.77万吨/日，占公司水务产能的69.33%，依托国资背景广东省项目区位优势显著。

图 31：2024年底公司在运供水产能1084万吨/日



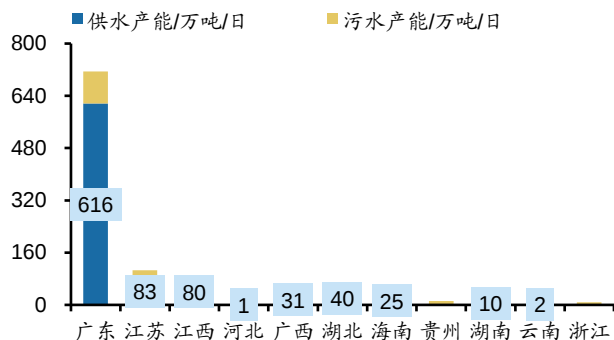
数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

图 32：2024年底公司在运供水产能205万吨/日



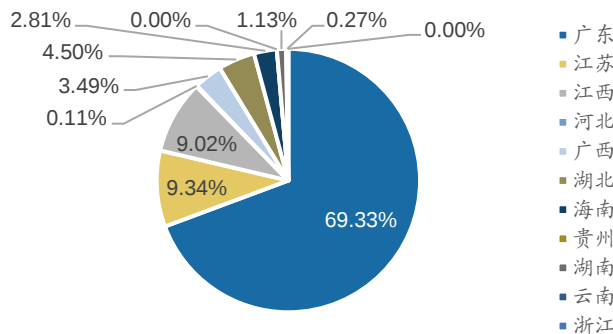
数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

图 33: 2024年底公司控股在运产能分布情况



数据来源: 公司财报, Wind, 广发证券发展研究中心

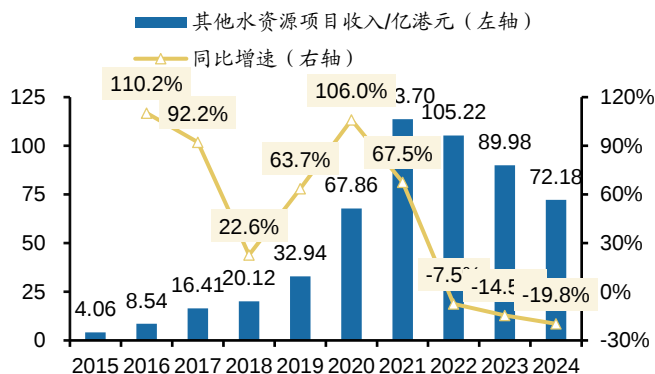
图 34: 2024年底公司69.33%的控股在运产能位于广东



数据来源: 公司财报, Wind, 广发证券发展研究中心

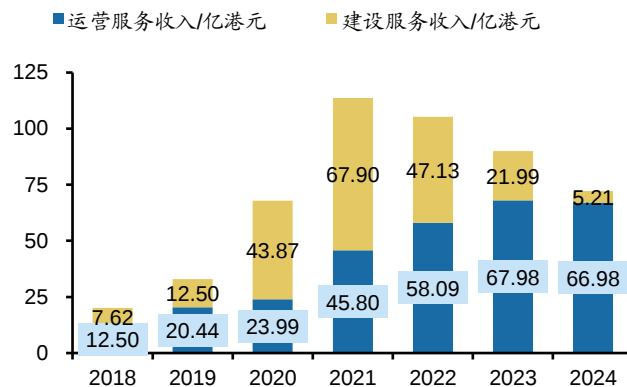
水务运营收入稳步提升、工程收入下滑, 收入结构持续改善。公司其他水资源项目收入包括建设服务收入和运营服务收入, 其中运营服务持续稳定提升, 2018-2024年收入复合增速为32.2%, 2024年实现运营收入66.98亿港元, 占其他水资源项目收入的92.8%, 收入结构持续改善。而建设服务收入主要与新签项目产能相关, 此前公司积极拿单, 2021年建设服务收入达到67.90亿港元, 后续伴随行业进入资本开支末期、新增产能减少, 2024年已下降至5.21亿港元, 占比亦下降至7.2%。叠加东深项目, 2024年水务运营业务贡献收入105.48亿港元, 占总收入的57%。

图 35: 公司其他水资源项目营收情况



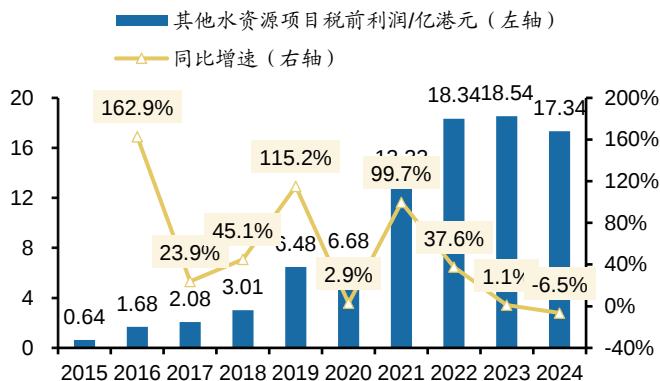
数据来源: 公司财报, Wind, 广发证券发展研究中心

图 36: 公司水务运营收入稳步提升、工程收入下滑



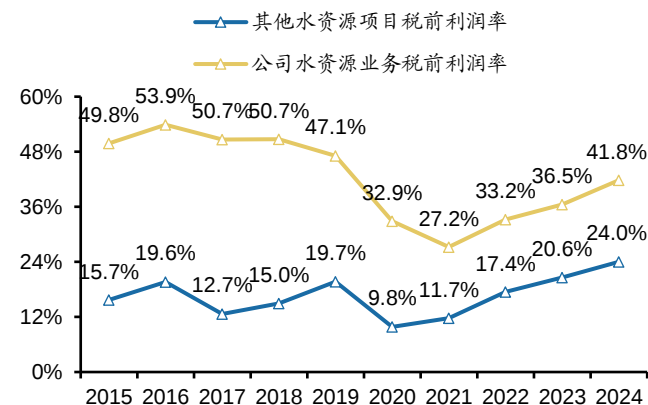
数据来源: 公司财报, Wind, 广发证券发展研究中心

图 37: 公司其他水资源项目利润持续提升



数据来源: 公司财报, Wind, 广发证券发展研究中心

图 38: 公司其他水资源项目税前利润率相对较低

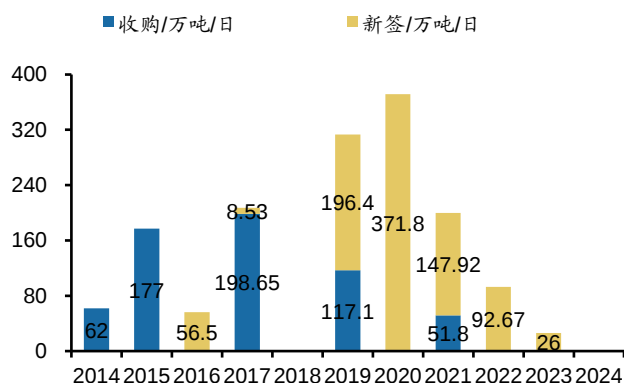


数据来源: 公司财报, Wind, 广发证券发展研究中心

（三）资本开支快速收缩，现金流改善保障分红能力和核心资产续约

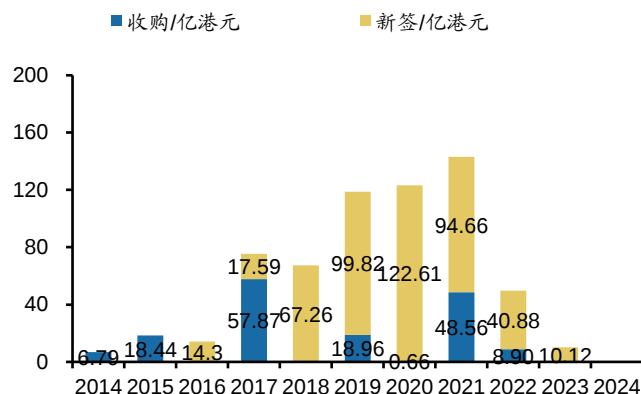
水务资本开支2021年见顶，目前快速收缩，现金流预期改善，保障分红能力和核心资产续约。公司历史上通过自建+收购快速扩张产能，在快速扩张期公司资本开支不断攀升，在2021年基本见顶，当年收购水务资产金额48.56亿港元，新签订单金额94.66亿港元，2015-2023年收购+新签订单金额超过600亿港元，资本开支合计262.87亿港元。但是伴随城镇化进程基本完成，水务市场新增优质产能减少，公司2024年无新签水资源订单，2024年水资源业务资本开支11.93亿港元（同比-78.8%），叠加对粤海置地的剥离，预计后续资本开支将持续收缩，现金流将大幅改善，保障分红能力和核心资产续约。

图 39: 历史通过自建+收购快速扩张产能



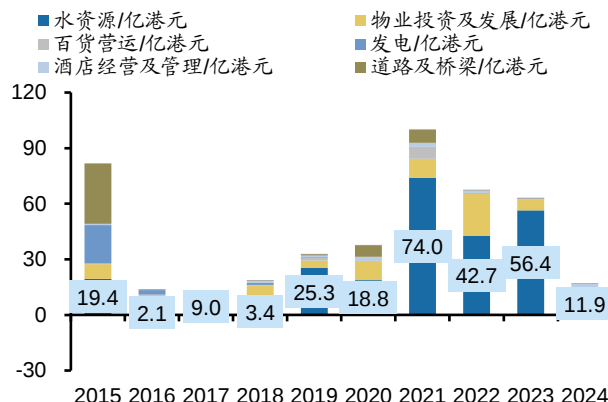
数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

图 40: 公司历史收购及新签项目金额情况



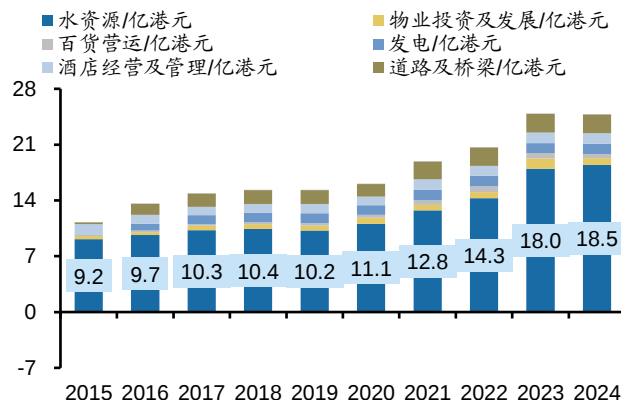
数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

图 41: 公司水资源资本开支在2021年见顶



数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

图 42: 2024年水资源业务折旧摊销达到18.48亿港元



数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

表 1: 公司水务业务历史收并购及新签订单梳理

年份	属性	金额	资产
2012	收购	1.2056 亿港元	广州临海水务有限公司 49%的权益，主要向广州市南沙区供应自来水
2014	收购	6.79 亿港元	金胜水务公司、道滘水务公司 100%股本权益、开平水务公司 54.29%股本权益，以及梅州水务集团、儋州水务集团各 70%股本权益，污水处理能力合计 28 万吨/日，供水产能 34 万吨/日
2015	收购	11.94 亿港元	中国供水集团，污水处理产能 9 万吨/日，供水产能 139 万吨/日（其中 52 万吨/日来自一家联营公司）
2015	收购	6.5 亿港元	东莞清溪公司，供水产能 29 万吨/日

2015	收购	9.93 亿港元	WS 营运附属公司及江河港式（主要从事供水业务）的间接股本权益
2016	新签	12.79 亿港元/14.3 亿港元	在儋州、遂溪、高州、开平及汕尾五个新的水资源项目，总设计供水量 37 万吨/日，污水处理能力 19.5 万吨/日
2017	收购	48.37 亿港元/57.87 亿港元	梅州、江苏、肇庆、云浮及汕头的七个新的水资源项目，总设计供水量为 195.35 万吨/日，污水处理能力为 3.3 万吨/日
2017	新签	14.70 亿港元/17.59 亿港元	一个从事建设、运营及维护位于广东省阳江市的若干污水及雨水排水管网及配套设施的水务项目
2018	新签	58.93 亿港元/ 67.26 亿港元	在广东省梅州市就新建及扩建现有的污水处理厂订立了特许经营补充协议，在广东省阳江市、阳山县、仁化县、吴川市、湖北省恩施市以及贵州省六盘水市成功投得七个新的水资源项目及建设相关排水管网及配套设施
2019	收购	16.27 亿港元/ 18.96 亿港元	西粤海公用事业集团有限公司及其江西粤海集团 79% 的权益，供水产能 109 万吨/日，污水处理产能 9.1 万吨/日
2019	新签	89.42 亿港元/ 99.82 亿港元	位于中国江苏省兴化市及邳州市、中国广东省湛江市及潮州市、中国广西壮族自治区荔浦市及中国云南省昆明市的六个新水资源项目，总设计供水能力和设计污水处理能力为每日 185.4 万吨及每日 11 万吨
2020	新签	103.19 亿港元/ 122.61 亿港元	若干个位于中国广东省丰顺县、惠来县、汕尾市、云浮市、揭阳市、南沙区、五华县、韶关市、普宁市及平远县、江苏省武进市、湖南省湘阴县及江西省南昌县的新水资源项目，总设计供水能力和设计污水处理能力分别为每日 330.95 吨及每日 40.85 吨
2020	收购	0.6 亿港元/0.66 亿港元	哈尔滨水务科技及其附属公司的 75% 权益，位于中国黑龙江省哈尔滨市，主要从事水质研究及水资源技术开发及创新
2021	收购	39.7 亿港元/ 48.56 亿港元	嘉诚环保工程有限公司及其附属公司的 53% 权益，河北粤海水务集团主要在中国河南省及河北省从事环境工程工作，包括股权转让对价、银行再融资的担保及为现有及未来新增水务投资项目提供财务资助的承诺。其现有水务项目的总设计供水能力和设计污水处理能力分别为每日 5 万吨及每日 46.8 吨。此外，河北粤海水务已成功投得若干水资源项目，该等潜在项目的总设计污水处理能力为每日 32 万吨
2021	新签	77.39 亿港元/94.66 亿港元	九个位于中国广东省揭阳市、云浮市、开平市、汕尾市及信宜市、江苏省邳州市及盱眙县、江西省南昌县及海南省儋州市的新水资源项目及于中国广东省普宁市扩建一个现有的水资源项目，总设计供水能力和设计污水处理能力分别为每日 137.12 吨及每日 10.80 吨
2022	收购	7.95 亿港元/8.90 亿港元	公司控股股东粤海控股和粤海水务的 8 间公司
2022	收购/新签	36.52 亿港元/40.88 亿港元	收购或签约四个新水资源项目，分别位于中国广东省河源市、揭西县和汕尾市，以及江苏省无锡市。此外，分别于中国广东省云浮市及广州市南沙区拥有两个新水厂扩建项目。总设计供水能力和设计污水处理能力分别为每日 216 万吨及每日 71.07 万吨
2023	新签	9.17 亿港元/10.12 亿港元	就位于江西省南昌市及江苏省无锡市新/现有的供水厂及污水处理厂的兴建/扩建签订了若干投资合作协议。此外，于江苏省宝应县及广东省肇庆市开展两个新供水厂的扩建项目。总设计供水能力和设计污水处理能力分别为每日 25.7 万吨及每日 3000 吨

数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

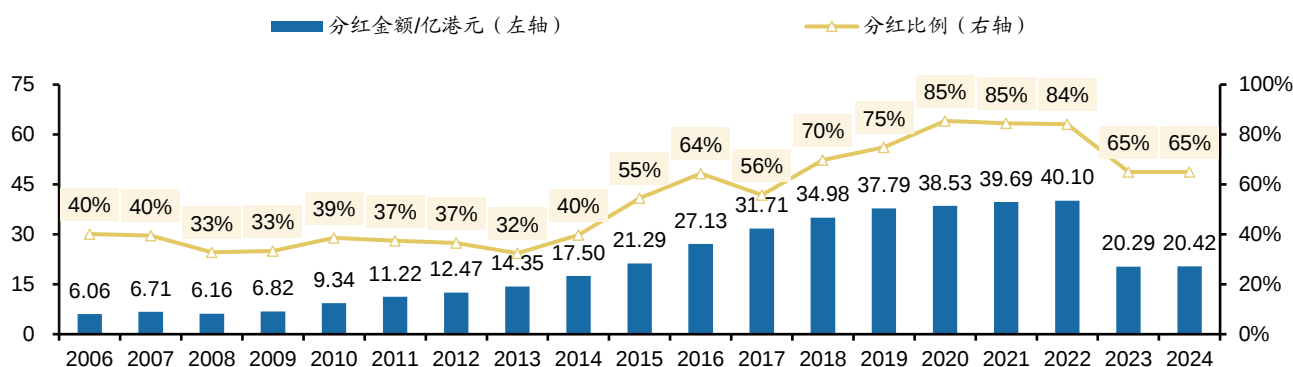
三、高分红重塑价值，对标海外期待估值提升

（一）持续高分红，预计 2025 年股息率在 7% 以上

近20年持续高分红，近年来分红比例保持65%，预计2025年股息率在7%以上。公司2006年至今持续稳定进行分红，2006-2014年分红比例保持为30%~40%左右，分红金额持续提升，股息率为2.4%~3.8%；2015-2022年公司逐步提升分红比例至85%，股息率为3.5%~7.7%；2023年由于公司开始为2030年东深项目续约做准备，下调分

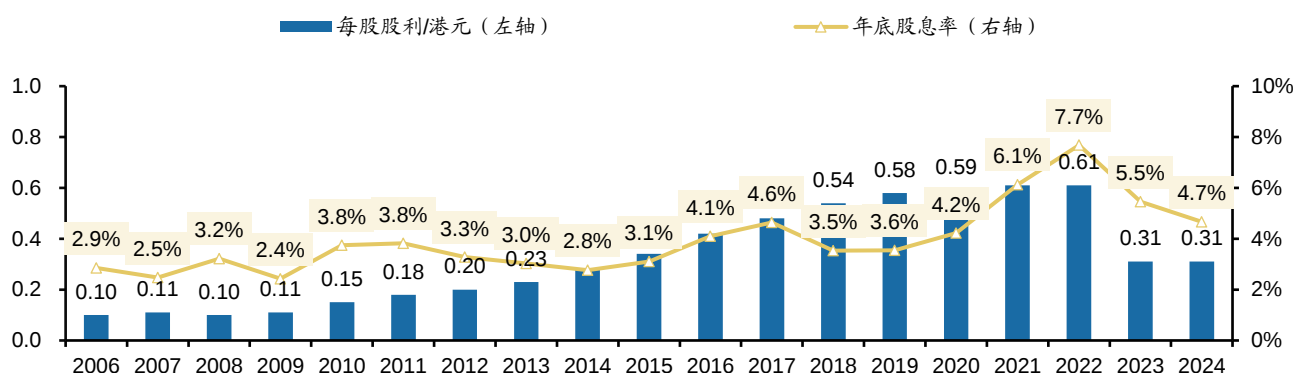
红比例至65%，预计未来将维持该分红比例。2024年公司分红金额20.42亿港元，分红比例65%，对应当前股息率5.29%。此外公司2024年持续经营业务利润41.03亿港元，若以65%分红比例计算，对应股息率6.9%；我们预测2025年归母净利润为43.10亿港元，若以65%分红比例计算，对应当前股息率7.53%。

图 43：2006年至今公司持续进行分红，近年来分红比例保持65%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

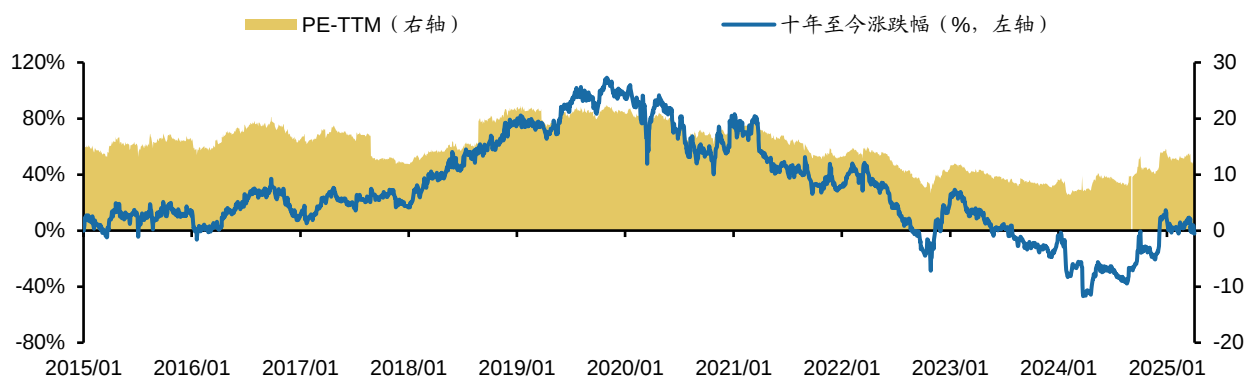
图 44：2006年来公司股息率持续提升，近年来保持5~7%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

股价复盘：公司历史PE-TTM长期维持在15~20X，2021年开始逐步下杀至10X。复盘公司历史股价涨跌幅及估值，2015-2020年伴随业绩增厚股价持续上涨，PE基本保持在15~20X；后2021-2022年开始水务行业进入资本开支末期，资本开支逐渐见顶，但远期成长动力不足，同时当期仍有较多的资本开支和费用，公司在此阶段提升分红比例，但是PE仍逐步下杀至10X左右，但由于有股息价值托底公司存在估值底；2024年4月以来，市场对于稳健的红利资产偏好加重，公司股价重新上涨，截至目前公司PE-TTM为12.3X左右，对应2024年持续经营净利润41.03亿元公司PE仅为9.4X，公司性价比突出。

图 45：粤海投资近10年PE-TTM及涨跌幅情况（收盘价：2025/4/7）



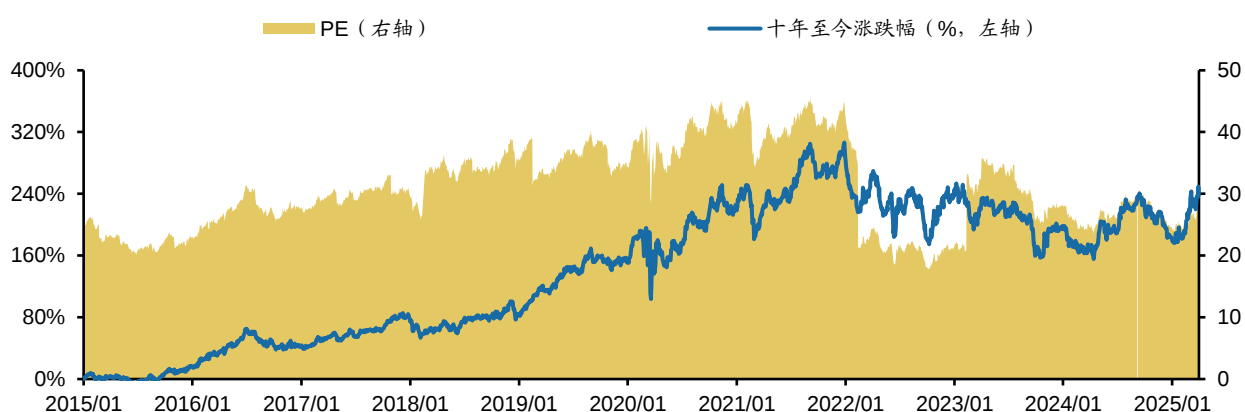
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（二）对标海外，长期分红+用户付费+提价顺畅造就更高估值

长期分红+用户付费+提价顺畅造就美国水业更高估值。由于美股水务行业更早进入成熟期，且运营模式市场化程度更高，典型公司已从成长定价切换为分红定价，近10年美股水务上市公司迎来价值重估，以美国最大的水务上市公司美国水业（AWK.N）为例，2014年以来公司估值不断拔高，股价涨幅超200%，当前PE-TTM已经达到27.3X，当前股息率TTM为2.08%。究其原因，长期分红+用户付费+提价顺畅造就美国水务龙头更高估值。

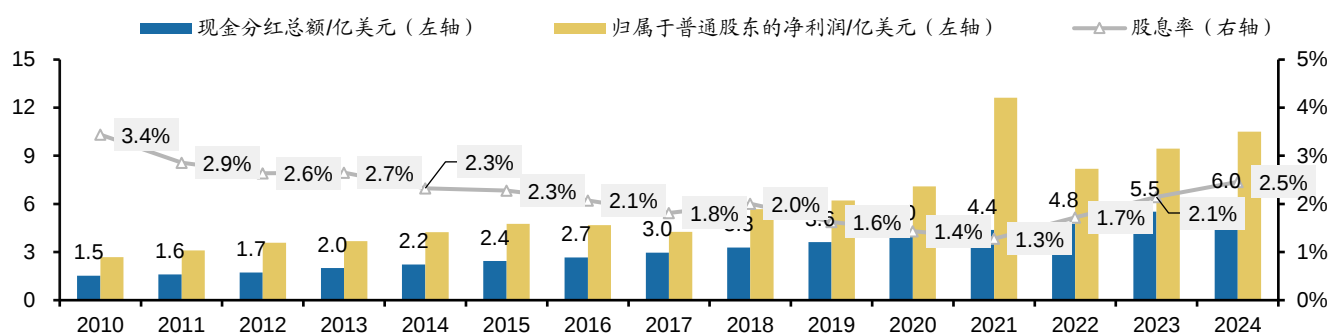
长期分红：2010年至今，美国水业分红总额持续增加，投资性价比不断提升，伴随市场对于股息资产的认可度提升，股息率逐渐下降并稳定在1.5%-2%左右，在美国降息和加息周期内均保持较为稳定的股息收益。

图 46：美国水业近10年PE-TTM及涨跌幅情况（收盘价：当地2025/4/4）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

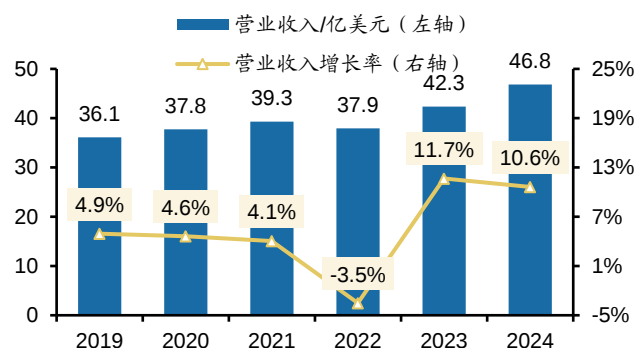
图 47：美国水业2010年以来股息率和分红总额



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

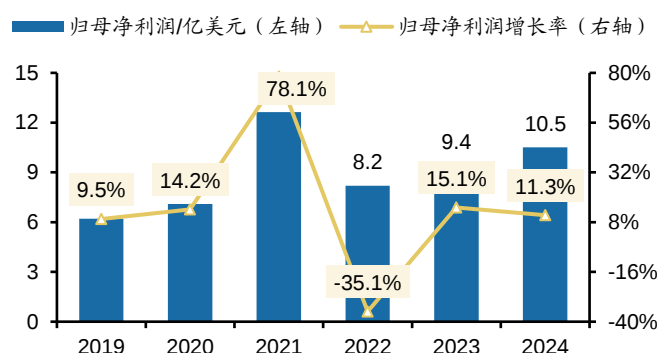
用户付费：以美国水业为例海外水务公司收入主要来自供水，带来稳定的用户端收入和优质现金流。从付费主体来看，美国水务行业成本主要由用户（包括居民和商业）承担。以美国水业为例，根据美国水业财报，公司2018年以来营收业绩保持稳定，2022年疫情叠加美国高通胀影响下业绩有所下滑，2023年开始恢复增长，2024年营收同比增长10.6%至46.8亿美元，归母净利润同比增长11.3%至10.5亿美元。就营收构成而言，供水业务贡献了主要收入，占主营业务收入比重超90%，带来了稳定的用户端收入来源和优质的现金流。美国水业经营性现金稳定流入，近两年净现比在2左右。

图 48：美国水业营收总体平稳



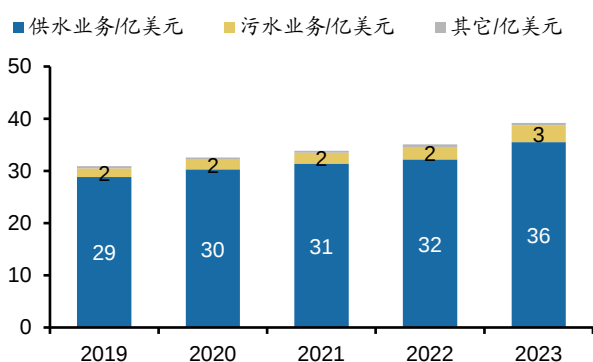
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 49：美国水业净利润呈现上升趋势



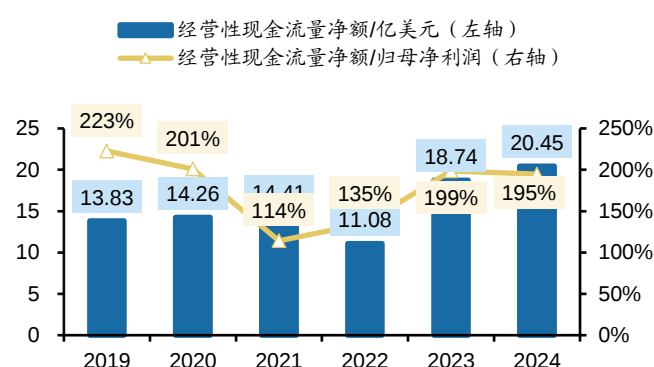
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 50：供水业务贡献美国水业主要营收



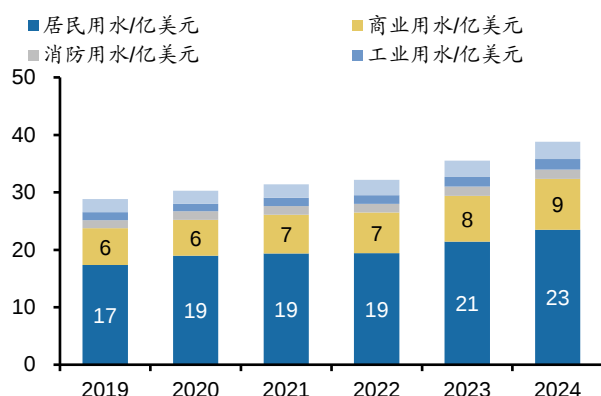
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 51：美国水业现金流情况良好



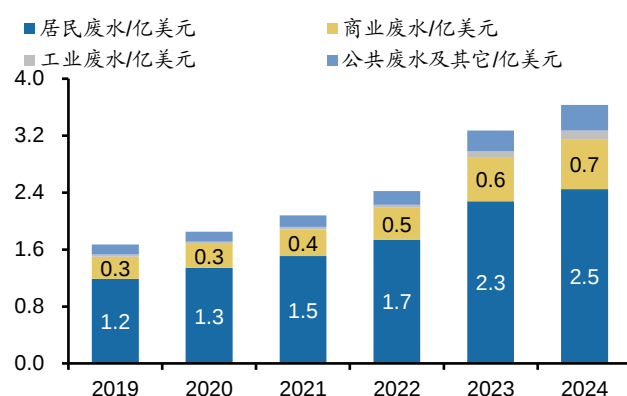
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 52: 居民用水占美国水业供水收入比重超60%



数据来源: Wind, 美国水业年报, 广发证券发展研究中心

图 53: 居民部门占美国水业污水收入比重超70%



数据来源: Wind, 美国水业年报, 广发证券发展研究中心

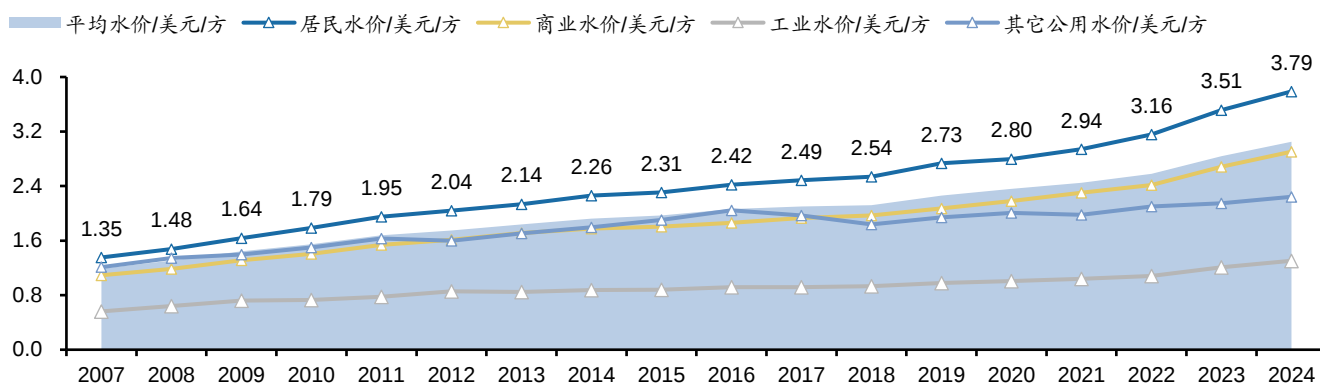
提价顺畅：固定的调价周期和市场化的定价机制保障提价顺畅。根据水利部发展研究中心，美国加州、澳大利亚等地区设置了“两部制”水价，用户每月需要缴纳固定费用和计量水费，保障供水企业的稳定收入。定价方面，设置“资本收益率”上限，确保合理的利润。调价方面，根据供水企业规模大小分别实行3年和5年的价格调整规定，供水企业提交调价方案经由相关部门审定后进行公众听证。此外，根据环境商会，美国水价在制定时需要由决策机构（如公司董事会）审查新增的建设规划并据此做出财务现金流量表，再预测未来5-10年水价并根据当年实际情况确定供水水价，对比来看美国的调价及价格确定机制更为前置。美国水业2007-2023年供水水价复合增速达6.2%，远高于2006-2021年我国36个大中城市居民用水基础水价复合增速2.5%。

表 2: 美国加州、澳大利亚、英国水价形成及调整机制

	美国加州	澳大利亚	英国
水价构成	水系统服务费+环境水价（排污费）	水系统服务费	水系统服务费+水资源费+环境水价
监管机构	水价制定以 市场为主 ，设立加州公用事业委员会，其下属的水务和审计司 制定相关的水价政策，并对水价进行审计	独立的水务经济监管机构，负责 设定和审核水价以及定价流程 ，监察价格和定价流程是否符合定价原则	设立独立且专门的水务办公室（Ofwat），负责 取水许可的发放、价格的审查、制定相关水价政策等
定价原则	设置“ 资本收益率 ”上限，限制合理的利润进而实现成本回收，对 低收入群体进行水价减免 ；设置固定加计量的“ 两部制 ”水价，用户需支付 固定费用和递增的阶梯水价	设置“ 定价下限 ”限制合理的利润进而实现成本回收；并设置“ 定价上限 ”；设置固定加计量的“ 两部制 ”水价，用户需支付 固定费用和递增的阶梯水价	设置“ 价格帽 ”制度，通过最高价格管制，防止垄断产生，对 弱势用水户群体实施了水保障计划、社会费用计划和直供水计划
调价机制	按照供水企业 规模的大小 分别实行 3年和5年 的价格审查和调整规定，供水企业提交定价方案申请，由政府相关部门对方案进行审查，再 进行公众听证	昆士兰州和维多利亚州制定 5年周期 的价格路径	5年 为一个调整周期，供水企业提交定价方案申请， 方案制定过程中有水户参与 ，再由 第三方公司进行审查

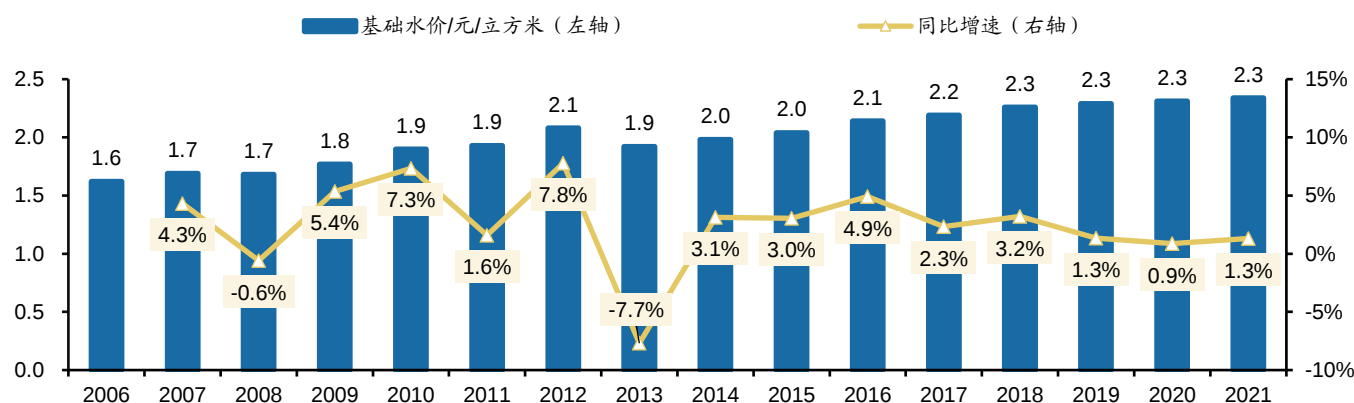
数据来源: 水利部发展研究中心, 广发证券发展研究中心

图 54：2007-2024年美国水业平均供水水价复合增速达6.2%



数据来源：美国水业公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

图 55：2006-2021年我国36个大中城市居民基础水价复合增速为2.5%



数据来源：发改委，Wind，广发证券发展研究中心

四、盈利预测及投资建议

公司主营收入板块包括水资源、物业投资及发展、百货营运、发电、酒店经营及管理和道路及桥梁，其中公司子公司粤海置地属于物业投资及发展板块，2024年开始的分板块数据剔除粤海置地，2025年1月粤海置地正式剥离，不再是公司的子公司。公司披露分业务业绩数据为税前利润，后文分业务毛利润、毛利率为测算值。核心假设：

水资源：

(1) 东深项目：东深项目年供水能力24.23亿吨，分为对港供水和对内地供水部分，其中①对港供水：2024-2026年基本水价为51.36、52.59、53.85亿港元，每年同比增长2.4%，在基本水价的基础上根据每年节省的对港供水量和单位价格作出扣减（每年供水量上限8.2亿吨与实际输入的供水的差额，2021-2026年每年最低供水量不少于6.15亿吨），2024-2026年扣减单位价格为0.315、0.323、0.331港元/吨，根据扣减机制测算2022-2024年对港供水量为8.08、8.19、8.18亿吨，假设2025-2027年供水量保持稳定，假设2027年对港基本水价同比增长1%，测算2025-2027年东深

项目对港收入为52.58、53.84、54.38亿港元；②对内地供水：测算2022-2024年对内地供水量14.41、13.90、12.75亿吨，产能利用率89.9%、86.7%、79.5%，推测产能利用率下降与降水和内地其他水源分流有关，假设2025-2026年产能利用率为79%、78.5%、78%，假设水价保持稳定。税前利润率方面，由于2024年是本轮水价调整首年，税前利润率同比提升2.9pct至63.2%，假设2025-2027年税前利润率保持63%。

（2）其他水资源项目：包括其他供水项目运营、污水项目运营、建设服务收入、水管安装及咨询服务收入、销售设备收入等。其中①其他供水项目运营：2022-2024年收入22.09、31.66、33.16亿港元，同比增长23.2%、43.3%、4.7%，主要来自于产能增长，对应2022-2024年其他控股供水项目产能为543.18、853.68、888.68万吨/日，根据截至2024年底公司在建产能118.77万吨/日以及水务项目2年左右的建设周期，假设2025-2027年新增产能40、30、30万吨/日。此外，2021年《两办法》推出后上海、广州、长沙、南京、深圳等陆续召开水价听证会，提价幅度达0.15-0.62元/方，预计将进入新一轮全国性调价周期，预计公司也将受益，假设2025-2027年水价增速为0.5%；②污水项目运营：2022-2024年收入8.56、8.69、8.72亿港元，同比增长50.2%、1.5%、0.4%，主要来自于产能增长，对应2022-2024年污水处理项目产能为192.59、205.44、205.44万吨/日，截至2024年底公司在建产能5万吨/日（2023年底在建产能也是5万吨/日），根据水务项目2年左右的建设周期假设2025年投产，假设产能利用率有序提升，水价保持稳定；③建设服务收入：伴随水务行业进入资本开支末期，新增项目减少，公司建设收入逐步下降，由高峰期2021年的67.9亿港元下降至2024年的5.21亿港元，预计未来将持续下降，假设2025-2027年建设收入同比增速-30%、-20%、-20%；④水管安装及咨询服务：伴随新增住宅的减少，水管安装业务收入2024年同比下降23.7%，假设2025-2027年收入同比增速为-20%；⑤销售设备：设备销售业务近年来进本保持稳定，假设2025-2027年收入同比增速为5%。税前利润率方面，由于利润率较低的建造收入持续下降，2022-2024年税前利润率为17.4%、20.6%、24%，持续提升，假设2025-2027年税前利润率为25%、26%、27%。

物业投资：粤海置地剥离后，板块收入主要包括粤海天河城（天河城购物中心、粤海天河城大厦、番禺天河城购物中心、天津天河城购物中心、广州动漫星城、深圳天河城、粤海天地）和粤海投资大厦，其中出租率保持高位的天河城购物中心、广州动漫星城假设2025-2027年出租率保持此前水平，出租率持续提升的番禺天河城购物中心、天津天河城购物中心、深圳天河城、粤海天地假设2025-2027年出租率持续小幅提升，出租单价预计保持稳定。预计2025-2027年物业投资营收增速为-0.1%、0.2%、0.2%，假设税前利润率为45.9%、46.0%、46.1%。

百货营运：板块收入主要包括天河城百货店、万博百货店、东圃百货店、奥体百货店、TeemLife北京路家居馆，根据历史情况假设2025-2027年天河城百货店、万博百货店租用面积同比增加0.5%，东圃百货店、奥体百货店租用面积同比保持稳定，假设2025-2027年租金单价同比增速为2%。2023-2024年百货营运税前利润亏损主要由于处置停业的百货店（名盛百货店2023年3月停业、花都店2024年11月停业），预计2025年利润率将有所恢复，假设2025-2027年税前利润率为5%。

发电：板块收入主要来自粤海能源项目（公司拥有75%权益），装机规模600MW，2022-2024年售电量26.04、29.12、27.59亿千瓦时，对应利用小时数4340、4853、4598小时，平均电价0.73、0.62、0.58元/千瓦时，假设2025-2027年利用小时数、电价保持稳定。今年来伴随煤价企稳税前利润率有所恢复，2022-2024年粤海能源项目税前利润率为-5.0%、5.5%、8.7%，假设2025-2027年税前利润率为9%，考虑到部分其他业务和抵消发电业务2022-2024年税前利润率为-3.6%、7.2%、11.7%，假设2025-2027年税前利润率为12.2%。

酒店经营及管理：截至2024年底公司共管理19间酒店，其中2024年粤海喜来登酒店平均房价1255港元（同比+2.4%）、入住率93%（同比-1.5pct），其他六间酒店平均房价709港元（相比2023年五间酒店平均-4.0%）、入住率70%（相比2023年五间酒店平均+1.8pct），预计伴随经济逐渐恢复酒店业务有望稳定增长，假设2025-2027年营收同比增速为2.0%，税前利润率保持16%。

道路及桥梁：板块收入主要来自兴六高速公路和银瓶项目，其中①兴六高速公路：根据公司财报，2022-2024年日均车流量2.31、2.72、2.57万架次，2024年车流量下降5.4%，主要由于附近其他高速公路开通导致分流，所以假设2025-2027年日均车流量同比增速为-5%，单价保持稳定，近年来税前利润率有所下降，假设2025-2027年税前利润率为50%、49%、48%；②银瓶项目：2016年公司和东莞市谢岗镇政府签订合作协议，参与银瓶创新区若干一级公共道路、连接线和市政道路及相关的给排水、绿化及照明等附属配套设施的公司合伙制项目，截至2024年底银瓶项目4条道路已完工、1条道路正在建设中，累计建设费用为20.77亿元（22.43亿港元），2022-2024年银瓶项目确认的利息、管理费和维护费用为1.29、1.63、1.56亿港元，预计伴随项目其他剩余工程的建设银瓶项目收入将持续提升，假设2025-2027年收入同比增速为10%，税前利润率保持82%。

表 3：粤海投资收入拆分（单位：亿港元）

	合计					
	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入/亿港元	231.96	242.00	185.05	185.06	186.16	187.15
营收增速	-21.9%	4.3%	-23.5%	0.0%	0.6%	0.5%
营业成本/亿港元	133.73	141.25	86.83	84.44	83.99	83.72
毛利润/亿港元	98.23	100.75	98.22	100.61	102.17	103.43
毛利率	42.3%	41.6%	53.1%	54.4%	54.9%	55.3%
税前利润/亿港元	81.49	54.62	69.53	71.99	73.36	74.45
税前利润率	35.1%	22.6%	37.6%	38.9%	39.4%	39.8%
	其中：水资源					
营业收入/亿港元	169.49	153.29	135.11	135.13	135.97	136.68
营收增速	-4.8%	-9.6%	-11.9%	0.0%	0.6%	0.5%
营业成本/亿港元	100.56	73.39	59.13	57.41	56.76	56.30
毛利润/亿港元	68.93	79.91	75.98	77.72	79.21	80.38
毛利率	40.7%	52.1%	56.2%	57.5%	58.3%	58.8%
税前利润/亿港元	56.35	55.94	56.44	57.45	58.82	59.88
税前利润率	33.2%	36.5%	41.8%	42.5%	43.3%	43.8%

水资源中：东深项目

营业收入/亿港元	64.56	63.83	63.60	64.75	65.93	66.39
营收增速	-0.2%	-1.1%	-0.4%	1.8%	1.8%	0.7%
税前利润/亿港元	39.52	38.52	40.20	40.79	41.53	41.82
税前利润率	61.2%	60.3%	63.2%	63.0%	63.0%	63.0%

水资源中：其他水资源项目

营业收入/亿港元	105.22	89.98	72.18	71.06	70.72	70.97
营收增速	-7.5%	-14.5%	-19.8%	-1.6%	-0.5%	0.4%
税前利润/亿港元	18.34	18.54	17.34	17.77	18.39	19.16
税前利润率	17.4%	20.6%	24.0%	25.0%	26.0%	27.0%

其中：物业投资及发展

营业收入/亿港元	28.71	53.04	15.77	15.75	15.79	15.81
营收增速	-63.6%	84.8%	-70.3%	-0.1%	0.2%	0.2%
营业成本/亿港元	6.40	46.50	6.42	6.40	6.40	6.39
毛利润/亿港元	22.31	6.54	9.35	9.34	9.39	9.42
毛利率	77.7%	12.3%	59.3%	59.3%	59.5%	59.6%
税前利润/亿港元	21.51	-8.65	7.22	7.23	7.26	7.29
税前利润率	74.9%	-16.3%	45.8%	45.9%	46.0%	46.1%

其中：百货营运

营业收入/亿港元	7.99	7.59	8.62	8.62	8.84	9.05
营收增速	25.5%	-5.0%	13.6%	0.1%	2.5%	2.5%
营业成本/亿港元	6.80	5.86	7.25	6.90	7.07	7.24
毛利润/亿港元	1.19	1.73	1.37	1.72	1.77	1.81
毛利率	14.9%	22.8%	15.9%	20.0%	20.0%	20.0%
税前利润/亿港元	0.34	-0.18	-1.02	0.43	0.44	0.45
税前利润率	4.2%	-2.4%	-11.9%	5.0%	5.0%	5.0%

其中：发电

营业收入/亿港元	15.29	14.76	12.69	12.69	12.69	12.69
营收增速	-4.7%	-3.5%	-14.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业成本/亿港元	14.07	10.33	8.42	8.23	8.23	8.23
毛利润/亿港元	1.22	4.43	4.26	4.46	4.46	4.46
毛利率	8.0%	30.0%	33.6%	35.2%	35.2%	35.2%
税前利润/亿港元	-0.54	1.06	1.48	1.54	1.54	1.54
税前利润率	-3.6%	7.2%	11.7%	12.2%	12.2%	12.2%

其中：酒店经营及管理

营业收入/亿港元	3.87	6.49	6.48	6.61	6.75	6.88
营收增速	-2.9%	67.8%	-0.1%	2.0%	2.0%	2.0%
营业成本/亿港元	3.94	3.80	4.10	4.04	4.12	4.20
毛利润/亿港元	-0.07	2.69	2.39	2.58	2.63	2.68
毛利率	-1.8%	41.4%	36.8%	39.0%	39.0%	39.0%
税前利润/亿港元	-0.56	1.45	1.03	1.06	1.08	1.10
税前利润率	-14.6%	22.3%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%

其中：道路及桥梁

营业收入/亿港元	6.62	6.83	6.39	6.24	6.12	6.03
----------	------	------	------	------	------	------

营收增速	-52.5%	3.2%	-6.5%	-2.2%	-2.0%	-1.5%
营业成本/亿港元	1.97	1.37	1.51	1.46	1.41	1.36
毛利润/亿港元	4.65	5.46	4.88	4.78	4.71	4.67
毛利率	70.3%	79.9%	76.4%	76.6%	76.9%	77.4%
税前利润/亿港元	4.40	5.01	4.38	4.28	4.22	4.18
税前利润率	66.6%	73.3%	68.6%	68.6%	68.9%	69.4%

数据来源：Wind，公司财报，广发证券发展研究中心

备注：本表中 2023 年物业投资及发展数据包含粤海置地，2024 年物业投资及发展数据不包含粤海置地；本表中的税前利润不包含资产处置收益、汇兑差异净额及净财务费用。

盈利预测及投资建议：预计2025-2027年实现归母净利润43.10、45.10、46.61亿港元，同比增速37.2%（剔除粤海投资后同比+5.1%）、4.6%和3.4%，对应最新PE估值8.63、8.25、7.98倍。我们选取典型水务公司洪城环境、重庆水务、首创环保、北控水务集团（H股）作为可比公司，2025年平均PE为15.63倍，其中重庆水务PE较高主要由于公司长期高分红，2024年分红比例达到80.1%，而洪城环境、首创环保2023年分红比例为50%、45.7%；北控水务集团（H股）亦长期高分红，2024年分红比例88.7%，但其业务中应收账款压力较大的综合治理项目占比较高，应收账款规模较大，对整体估值有一定压制。公司为广东省国企，手握东深项目对港供水等稀缺水资源项目，应收账款及现金流良好，剥离粤海置地后预计业绩、现金流、分红金额持续稳中向好，分红比例保持65%，预计2025年股息率将在7%以上，综合参考可比公司估值，给予公司2025年15倍PE，对应合理价值为9.89港元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：粤海投资同业估值对比（收盘价：2025/4/7）

股票代码	公司简称	总市值 /亿元	收盘价 元/股	归母净利润/亿元				PE			
				2023A	2024A/E	2025E	2026E	2024A/E	2024E	2025E	2026E
600461.SH	洪城环境	122.12	9.51	10.83	11.62	12.29	12.94	9.23	10.51	9.94	9.44
601158.SH	重庆水务	224.64	4.68	10.89	7.85	8.45	8.81	25.00	29.96	26.58	25.50
600008.SH	首创环保	216.55	2.95	16.06	35.00	18.79	20.26	12.29	6.19	11.52	10.69
00371.HK	北控水务集团	214.93	2.14	18.96	16.78	16.03	16.80	8.36	13.92	14.48	13.81
平均值								13.72	15.14	15.63	14.86

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心 备注：可比公司盈利预测来自 wind 一致预期，单位均为人民币；北控水务集团、重庆水务 2024 年数据为实际值，其他公司为 wind 一致预期预测值。

五、风险提示

东深项目续约风险。公司2000年获得东深项目30年特许经营权，预计将在2029年底到期，目前公司正在积极推进前期准备工作，但是续约与否仍存在一定不确定性。目前东深项目贡献超60亿港元收入，如果届时东深项目无法续约，将对公司营收、业绩造成较大负面影响。

水价调整风险。公司收入主要来源于污水处理服务费、自来水费，相关服务价格对于公司收入有重要影响。若公司经营成本受宏观经济影响大幅上升而服务价格不能相应调整，或受政府审批程序等因素的影响服务价格不能及时得到调整，公司将面临盈利水平下降的风险。

应收账款风险。近年来由于政府回款速度下降，公司各类应收账款规模有所增加，公司与政府之间的往来款占比较高，若未来政策变动导致政府性往来款回收困难，将可能引发相应的风险。

资产负债表

单位: 百万元, HKD

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	55,278	60,748	21,454	22,438	23,444
现金	11,393	12,154	12,913	13,592	14,294
应收账款及票据	3,744	4,195	4,626	4,912	5,199
存货	33,184	402	399	397	395
其他	6,956	43,997	3,516	3,537	3,556
非流动资产	84,688	74,847	73,383	71,947	70,538
固定资产	10,290	9,966	9,411	8,897	8,423
无形资产	23,388	22,488	21,379	20,257	19,123
其他	51,011	42,393	42,593	42,793	42,993
资产总计	139,966	135,595	94,837	94,385	93,982
流动负债	45,666	55,738	18,603	16,851	15,106
短期借款	15,252	7,330	5,330	3,330	1,330
应付账款及票据	6,070	5,612	5,630	5,832	6,047
其他	24,343	42,796	7,643	7,688	7,729
非流动负债	36,270	23,182	22,182	21,182	20,182
长期债务	27,175	16,532	15,532	14,532	13,532
其他	9,095	6,650	6,650	6,650	6,650
负债合计	81,936	78,920	40,785	38,033	35,288
普通股股本	8,966	8,966	8,966	8,966	8,966
储备	35,014	32,692	29,500	31,208	32,938
归属母公司股东权益	41,802	41,658	38,466	40,174	41,904
少数股东权益	16,227	15,017	15,587	16,178	16,790
股东权益合计	58,030	56,675	54,053	56,352	58,694
负债和股东权益	139,966	135,595	94,837	94,385	93,982

利润表

单位: 百万元, HKD

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	24,200	18,505	18,506	18,616	18,715
其他收入	155	0	0	0	0
营业成本	14,125	8,683	8,444	8,399	8,372
销售费用	917	525	518	503	487
管理费用	2,760	2,478	2,480	2,494	2,508
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	919	920	832	724	616
除税前溢利	4,604	6,494	6,819	7,085	7,324
所得税	1,790	1,853	1,909	1,984	2,051
净利润	2,814	4,641	4,910	5,102	5,273
少数股东损益	-308	538	569	592	611
归属母公司净利润	3,122	3,142	4,310	4,510	4,661
EBIT	5,523	7,413	7,650	7,809	7,940
EBITDA	8,008	7,413	10,114	10,145	10,149
EPS (元)	0.48	0.48	0.66	0.69	0.71

现金流量表

单位: 百万元, HKD

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	10,711	-	7,207	7,679	7,626
净利润	3,122	3,142	4,310	4,510	4,661
少数股东权益	-308	538	569	592	611
折旧摊销	2,486	-	2,464	2,336	2,209
营运资金变动及其他	5,411	-	-137	242	144
投资活动现金流	-2,503	-	-413	-310	-208
资本支出	-1,100	-	-800	-700	-600
其他投资	-1,404	-	387	390	392
筹资活动现金流	-5,299	-	-6,035	-6,690	-6,716
借款增加	175	-	-3,000	-3,000	-3,000
普通股增加	0	-	0	0	0
已付股利	-4,010	-	-3,035	-3,690	-3,716
其他	-1,464	-	0	0	0
现金净增加额	2,579	-	759	679	702

主要财务比率

单位: 百万元, HKD

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长	4.33%	-23.53%	0.00%	0.59%	0.53%
归母净利润增长	-34.46%	0.64%	37.17%	4.63%	3.36%
获利能力					
毛利率	41.63%	53.08%	54.37%	54.88%	55.26%
净利率	12.90%	16.98%	23.29%	24.23%	24.91%
ROE	7.54%	7.54%	11.21%	11.23%	11.12%
ROIC	6.58%	6.58%	7.35%	7.58%	7.77%
偿债能力					
资产负债率	58.54%	58.20%	43.00%	40.30%	37.55%
净负债比率	53.48%	20.66%	14.71%	7.58%	0.97%
流动比率	1.21	1.09	1.15	1.33	1.55
速动比率	0.47	0.35	1.12	1.30	1.51
营运能力					
总资产周转率	0.18	0.13	0.16	0.20	0.20
应收账款周转率	7.36	4.66	4.20	3.90	3.70
存货周转率	2.30	1.49	1.50	1.47	1.41
每股指标 (元)					
每股收益	0.48	0.48	0.66	0.69	0.71
每股经营现金流	1.64	0.00	1.94	1.17	1.17
每股净资产	6.39	6.37	5.88	6.14	6.41
估值比率					
P/E	11.90	13.96	8.63	8.25	7.98
P/B	0.89	1.05	0.97	0.93	0.89
EV/EBITDA	8.51	7.50	4.46	4.09	3.72

广发证券环保及公用事业研究小组

郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。

姜 涛：资深分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。

陈 龙：资深分析师，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

荣 凌 琪：资深分析师，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

许 子 怡：资深分析师，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。

陈 舒 心：资深分析师，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

郝 兆 升：高级分析师，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

刘 恒 君：研究员，同济大学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部

分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。