

粤海投资 (00270.HK)

拨云见日聚主业，对港供水露峥嵘

买入 (首次)

2025年04月14日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001
021-60199782
yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 陈孜文

执业证书: S0600523070006
chenzw@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	24,355	18,505	18,535	18,644	18,856
同比(%)	3.96	(24.02)	0.16	0.58	1.14
归母净利润(百万元)	3,122	3,142	4,274	4,357	4,453
同比(%)	(34.46)	0.64	36.01	1.96	2.20
EPS-最新摊薄(元/股)	0.48	0.48	0.65	0.67	0.68
P/E(现价&最新摊薄)	12.56	12.48	9.18	9.00	8.81

投资要点

■ **2025年剥离粤海置地，聚焦水务主业。**2024年营业收入185.05亿港元，同比下降8.9%，主要受水资源建设服务收入下滑影响。2024年归母净利润31.42亿港元，同比提升0.6%。其中，2023/2024年公司归母持续经营业务净利润分别为42.21/41.03亿港元，归母已终止经营业务净利润分别为-10.99/-9.61亿港元。2025年1月公司正式剥离粤海置地，未来公司将更加聚焦水务主业，盈利稳健性提升。

■ **资本开支下降&自由现金流大增，维持65%高分红。**1) **经营活动现金流稳增：**2024年经营性现金流净额110.86亿港元，同增3.5%，2021-2024年剔除粤海置地后的经营性现金流净额随运营项目积累稳健增长，2024年为91.50亿港元，同增28.8%；2) **资本支出下降：**2021年公司资本开支达到顶峰155.26亿港元，后续随项目投资放缓逐年下滑，2024年资本支出同降75.9%至18.57亿港元，水务行业步入成熟期，预计未来资本开支可控。3) **自由现金流大增保障高分红：**2024年公司剔除粤海置地后的自由现金流大幅转正至72.99亿港元，为高分红提供充足保障。2024年公司现金分红总额20.42亿港元，分红比例维持65%。

■ **水资源业务占据主要收入来源，对港供水为核心增长来源。**2021-2024年公司水资源板块收入为172.12/162.08/144.92/126.37亿港元，分别占总收入57.9%/69.9%/59.9%/68.3%，受建设和接驳收入影响有所下滑。

➢ **东深供水：掌握对港供水优质资产，水价市场化上行。**东深供水工程于1965年3月建成并开始向香港供水。60年来已累计为香港供水300亿立方米，供水量占香港总用水量80%。公司作为广东省政府窗口企业，自2000年起拥有该项目的30年特许经营权。1) **定价保障持续增长：**对港供水现行协议沿用“统包扣减”方式，水价会按实际供水量从基本水价扣减。2024-2026年每年供水量上限为8.2亿立方米，2024-2026年每年基本水价分别为51.36/52.59/53.85亿港元。按每年供水量下限6.15亿立方米测算，2024-2026年每年实际水价下限分别为50.72/51.93/53.17亿港元。2) **东深项目经营稳健：**2015-2024年东深项目收入复增1.6%，税前利润复增2.8%，2024年东深供水项目税前利润40.20亿港元，占水资源的69.9%，占公司整体税前利润的61.9%。其中，东深项目对港供水量价稳增，2024年对港供水实现收入51.36亿港元，同比增加2.4%，2015-2024年对港供水收入复增2.2%，为核心增长来源。

➢ **其他水资源：以供水为主，建造高峰已过，期待水价改革推进。**截至2024年底，1) **供水：**附属公司已投产889万吨/日(其中69%位于广东)，在建供水产能119万吨/日，在建/已建为13%；联营公司已投产195万吨/日。2) **污水：**附属公司已投产205万吨/日(其中48%位于广东)，在建5万吨/日，在建/已建为2%。政策推进供水价格市场化&污水顺价。

■ **盈利预测与投资评级：**公司掌握东深供水核心资产，水价市场化上行，2025年粤海置地剥离后，盈利更稳健，2024年自由现金流大增保障高分红。我们预计2025-2027年公司归母净利润为42.74/43.57/44.53亿港元，同增36.0%/2.0%/2.2%，对应2025年PE9倍。首次覆盖，给予“买入”评级。(估值日期：2025/4/11)。

■ **风险提示：**汇率波动风险，利率波动风险，特许经营权延续风险。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	6.00
一年最低/最高价	3.40/6.88
市净率(倍)	0.94
港股流通市值(百万港元)	39,226.93

基础数据

每股净资产(港元)	6.37
资产负债率(%)	58.20
总股本(百万股)	6,537.82
流通股本(百万股)	6,537.82

相关研究

内容目录

1. 广东省属国有企业，资本开支下降维持 65%高分红	4
1.1. 广东省属国有企业，主营水资源业务.....	4
1.2. 持续经营业务盈利稳健，债务结构优化.....	6
1.3. 资本开支下降&自由现金流大幅转正，维持 65%高分红.....	8
2. 掌握优质对港供水资产，水价市场化上行	11
2.1. 水资源业务稳健，贡献主要收入.....	11
2.2. 掌握东深供水核心资产，水价市场化上行.....	12
2.3. 其他水资源项目建造高峰已过，期待价格改革推进.....	15
3. 剥离粤海置地，提升盈利稳定性	18
3.1. 物业投资业务：地产出租与销售双轮驱动.....	18
3.2. 剥离粤海置地，优化盈利结构.....	19
4. 盈利预测与投资建议	21
5. 风险提示	22

图表目录

图 1: 公司主营业务概况: 水资源业务 (截至 2024H1)	4
图 2: 公司主营业务概况: 非水业务 (截至 2024H1)	5
图 3: 股权结构 (2024Q3)	6
图 4: 2015-2024 营业收入 (亿港元)	7
图 5: 2015-2024 归属于本公司所有者年度溢利	7
图 6: 2018-2024 公司分业务收入结构	7
图 7: 2018-2024 公司费用率及利润率	7
图 8: 2018-2024 年资产负债率	8
图 9: 2018-2024 年长/短期借贷 (24 年考虑剥离)	8
图 10: 2018-2024 年浮动利率借贷 (亿港元) (24 年考虑剥离)	8
图 11: 2018-2024 年人民币借贷 (亿港元) (24 年考虑剥离)	8
图 12: 2018-2024 资本开支 (亿港元)	9
图 13: 2020-2024 经营性现金流净额 (亿港元)	9
图 14: 2020-2024 自由现金流净额 (亿港元)	9
图 15: 2018-2024 公司现金分红情况	10
图 16: 2018-2024 公司每股股息情况	10
图 17: 2018-2024 年水资源业务收入 (亿港元, %)	11
图 18: 2018-2024 年水资源业务收入结构 (亿港元)	11
图 19: 2018-2024 年东深项目收入占比	12
图 20: 2018-2024 年东深项目税前利润占比	12
图 21: 东深项目供水工程示意图	12
图 22: 2015-2023 年东深项目对港供水量及单价	13
图 23: 2023 年香港用水来源结构	13
图 24: “统包扣减”机制	14
图 25: 2015-2024 东深供水项目收入及税前利润	15
图 26: 其他水资源项目: 2018-2024 附属公司已投产供水和污水处理能力	16
图 27: 其他水资源项目: 截至 2024 年底附属公司已投产供水和污水规模分布	16
图 28: 其他水资源项目: 截至 2024 年底附属公司已投运供水及污水项目	16
图 29: 物业投资与发展分部收入及分部业绩	18
图 30: 2018-2023 年物业与发展业务收入结构	19
图 31: 2021-2024 年粤海天河城收入及利润	19
图 32: 2021-2024 年粤海投资大厦 (香港) 收入及 yoy	19
图 33: 2018-2024 年粤海置地收入及税前利润	20
图 34: 盈利预测	21
表 1: 2021-2026 年每年基本水价及实际水价下限测算 (供水下限: 6.15 亿立方米/年)	14
表 2: 可比公司估值 (2025/4/11)	22

1. 广东省属国有企业，资本开支下降维持 65%高分红

1.1. 广东省属国有企业，主营水资源业务

公司是一家主要从事供水和污水处理的投资控股公司，是广东省属国有企业。前身为 1973 年成立并在港上市的友联世界有限公司，1987 年被广东省属企业收购控股权，1988 年正式更名。2000 年收购粤港供水后主业转向对港供水。2015 年收购盛粤，获取兴六高速特许经营权。2017 年收购粤海置地 74%，继续丰富业务版图。目前，公司通过七个分部运营水资源、物业发展投资、百货运营、发电、酒店经营及管理、道路及桥梁等业务。

图1：公司主营业务概况：水资源业务（截至 2024H1）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

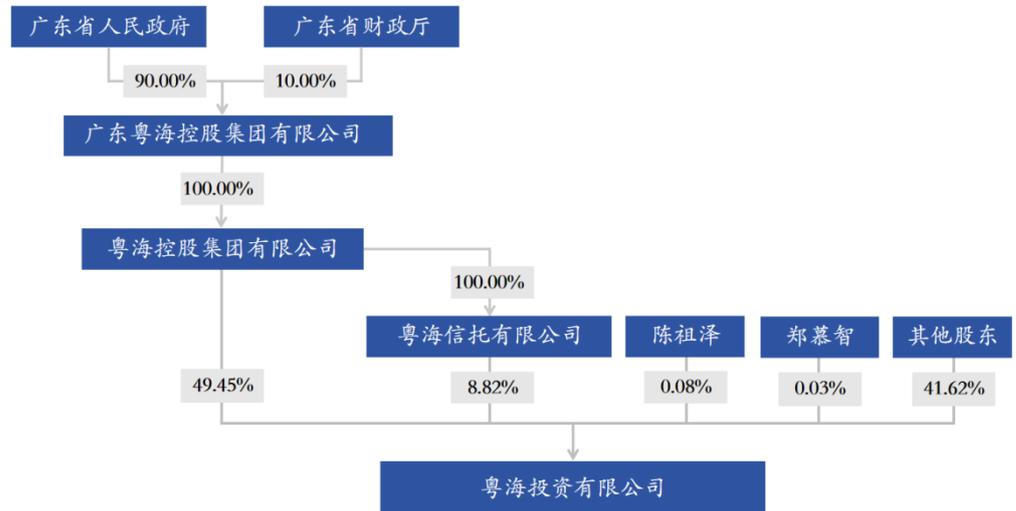
图2：公司主营业务概况：非水业务（截至 2024H1）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司实控人为广东省人民政府，控股股东粤海集团持有股权 58.27%。公司控股股东是广东粤海控股集团有限公司，为广东省政府全资企业。截至 2024Q3，粤海集团通过直接和间接的方式共持有公司股权 58.27%，公司实际控制人是广东省人民政府。

图3：股权结构（2024Q3）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 持续经营业务盈利稳健，债务结构优化

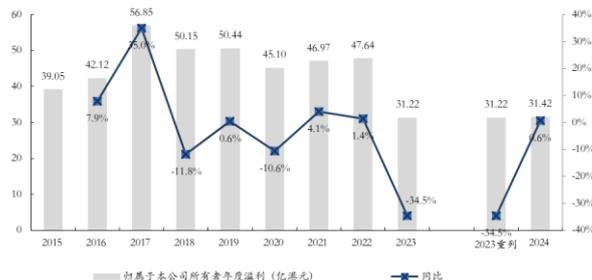
2023/2024 年业绩受粤海置地减值影响下滑，持续经营业务盈利稳健。2015-2021 年公司收入持续攀升，2021 年达到高点 297.15 亿港元，后续受疫情影响，物业投资等业务收入出现下滑。2024 年受水资源建设服务收入下滑影响，收入同比下降 8.9% 至 185.05 亿港元。公司业绩有所波动，2023 年归母净利润 31.22 亿港元，同比下滑 34.5%，主要系粤海置地计提减值 18.09 亿港元所致。2024 年归母净利润 31.42 亿港元，同比提升 0.6%。其中，2023/2024 年公司归母持续经营业务净利润分别为 42.21/41.03 亿港元，归母已终止经营业务净利润分别为 -10.99/-9.61 亿港元。预计 2025 年公司剥离粤海置地后，业绩将恢复稳定。

图4：2015-2024 营业收入（亿港元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

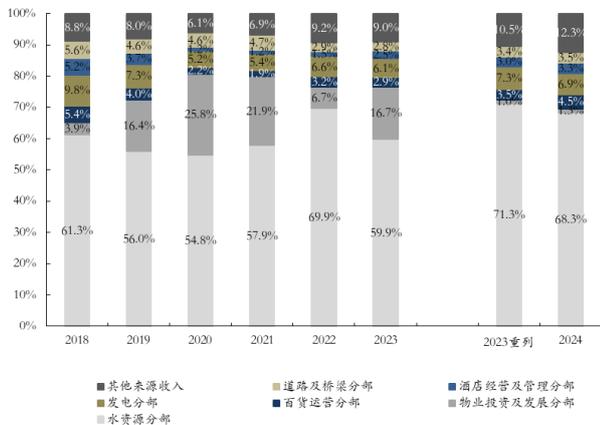
图5：2015-2024 归属于本公司所有者年度溢利



数据来源：Wind，东吴证券研究所

水务主业稳健经营，粤海置地剥离后利润率显著提升。公司历史收入结构中，物业投资及发展分部收入占比波动较大，考虑剥离粤海置地后公司水资源收入占比更加稳定，2023/2024 年占比总收入 71.3%/68.3%。考虑剥离后，2024 年公司利润率出现明显提升，毛利率同比增加 11.5pct 至 53.1%，销售净利率同比提升 8.3pct 至 19.9%。

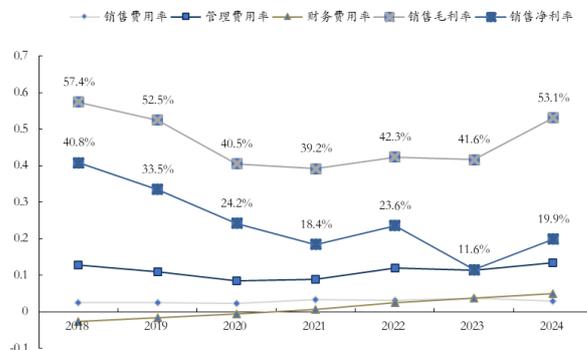
图6：2018-2024 公司分业务收入结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：按客户合约收入（分业务口径）和其他来源收入划分

图7：2018-2024 公司费用率及利润率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

资产负债率较高，债务结构有所优化。资本支出状况同时也反映在债务情况上，2021 年以来公司资产负债率均达到 50% 以上，其中长期借贷占比较大。2024 年公司资产负债率 58.2%，同比基本持平。其中，考虑剔除粤海置地部分后，公司长/短期借贷显著减少，持续经营业务的资本负债率（即净财务负债/资产净值）降至 30.9%（2023 年：77.3%），

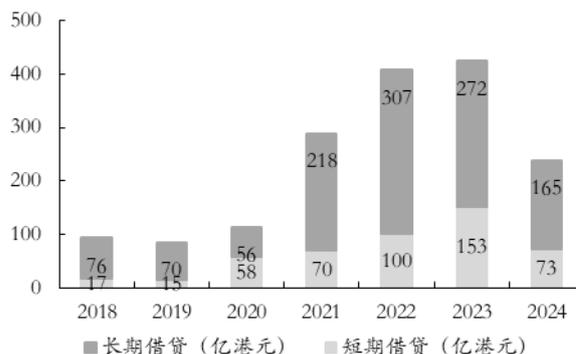
主要是由于粤海置地的净财务借贷已转移至持作分派的资产/负债。在债务结构上，公司逐步减小浮动利率借贷占比，增加人民币借贷占比，可以降低汇率波动造成的额外损失，有效降低了公司的借贷成本。考虑剥离粤海置地部分，公司借贷明显减少，2024年公司浮动利率借贷占比 92.1%，人民币借贷占比 81.1%。

图8：2018-2024 年资产负债率



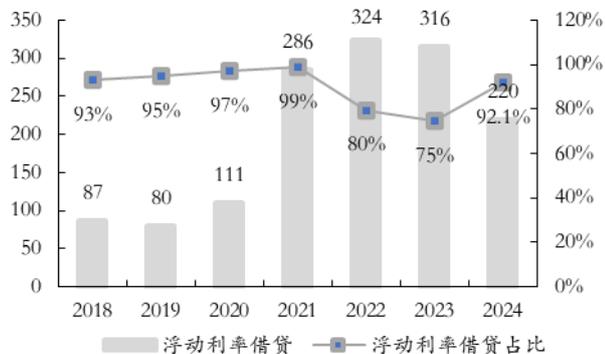
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：2018-2024 年长/短期借贷（24 年考虑剥离）



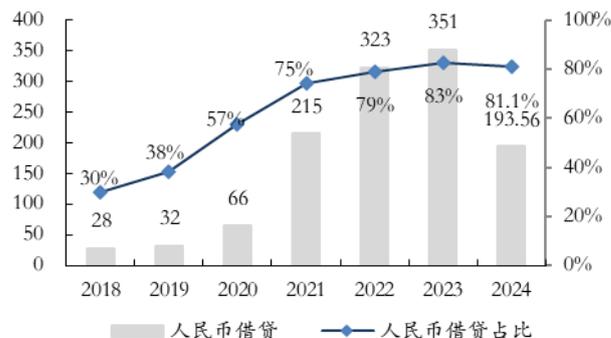
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2018-2024 年浮动利率借贷(亿港元)(24 年考虑剥离)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：2018-2024 年人民币借贷(亿港元)(24 年考虑剥离)



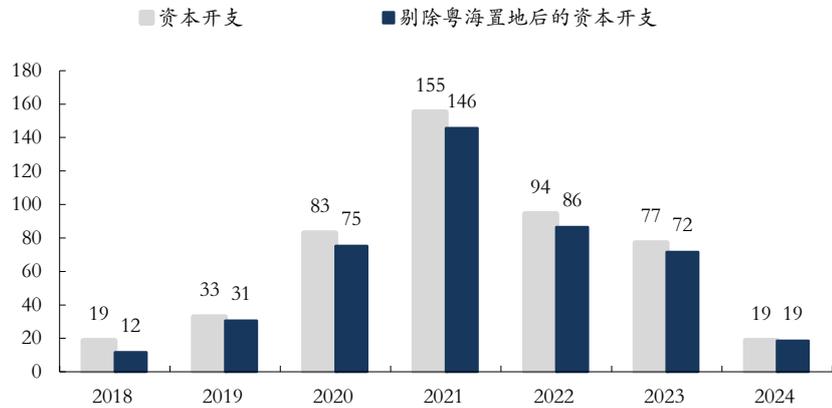
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 资本开支下降&自由现金流大幅转正，维持 65%高分红

2022 年开始资本支出逐步下降，2024 年自由现金流实现大幅转正。2020 年至 2022 年公司资本支出较大，主要系水务等项目工程建设支出及资产收购成本，2021 年达到支出顶点 155.26 亿港元。随着项目投资放缓，资本开支逐年下降，2024 年资本支出降低至 18.57 亿港元，同比减少 75.9%，水务行业步入成熟期，预计未来支出仍将维持较低

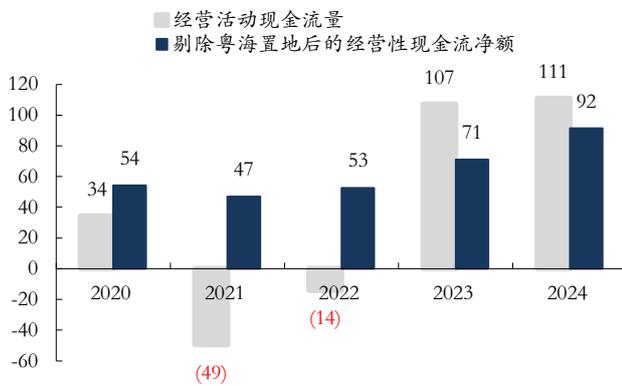
水平或继续下降。2020-2024 年剔除粤海置地后的经营性现金流净额随运营项目积累保持提升态势。2024 年公司剔除粤海置地后的自由现金流大幅转正至 72.99 亿港元，对公司高分红提供保障。

图12：2018-2024 资本开支（亿港元）



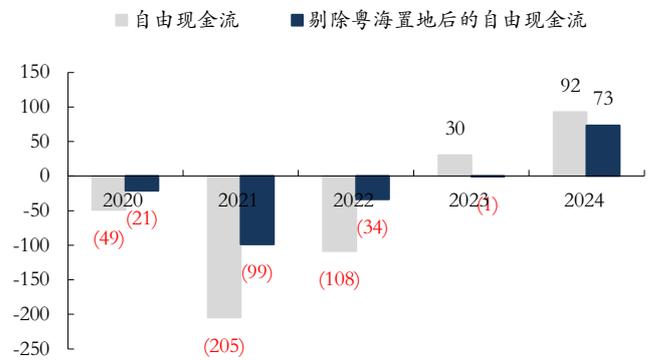
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图13：2020-2024 经营性现金流净额（亿港元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

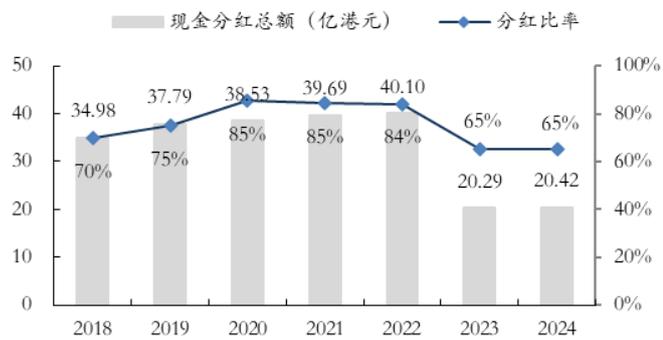
图14：2020-2024 自由现金流净额（亿港元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

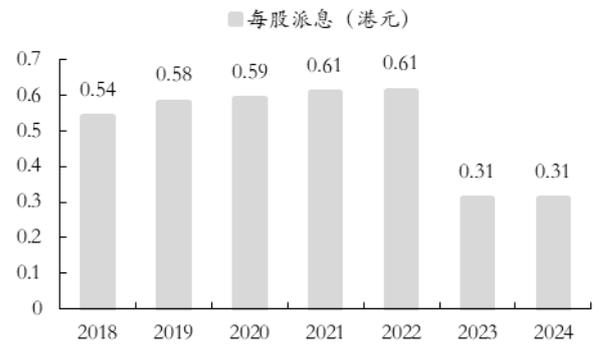
2023-2024 年公司维持 65% 高分红率。2024 年公司现金分红总额 20.42 亿港元，分红比率继续保持 65%，每股派息 0.31 港元。预计公司自由现金流可支撑未来持续高分红。

图15：2018-2024 公司现金分红情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图16：2018-2024 公司每股股息情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 掌握优质对港供水资产，水价市场化上行

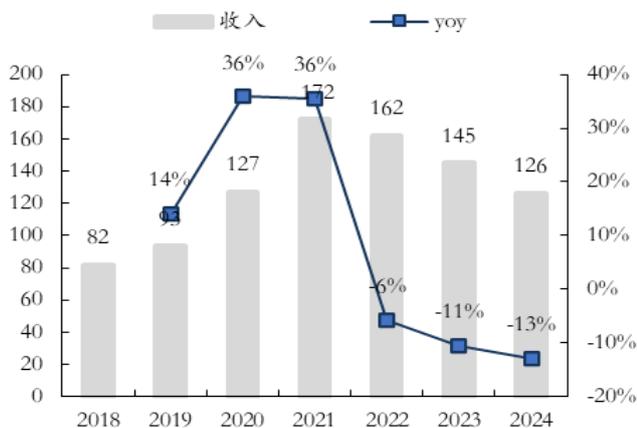
2.1. 水资源业务稳健，贡献主要收入

水资源板块业务稳健，2024 年占据公司收入份额 78%。公司水资源项目主要由两个子公司负责，粤港供水有限公司主要运营东深项目，负责对香港、深圳和东莞供水；粤海水务控股有限公司主要运营内地的供水、污水处理和水利工程业务。2021-2024 年水资源业务板块收入分别为 172.12/162.08/144.92/126.37 亿港元，分别占比总收入 57.9%/69.9%/59.9%/68.3%，主要受建设服务收入和接驳收入影响有所下滑。

供水为水资源业务核心收入来源，建造收入下滑&接驳承压。2024 年，对港供水收入 51.36 亿港元（同比+2.4%，下同），内地供水收入 45.40 亿港元（+0.1%），污水处理服务收入 8.72 亿港元（+0.4%），建设服务收入 5.21 亿港元（-76.3%），水管网安装及咨询服务收入 11.87 亿港元（-23.7%），销售设备 3.82 亿港元（+20.0%）。

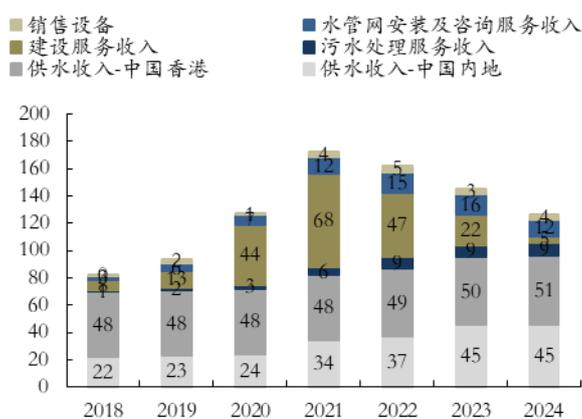
东深项目经营稳健，2024 年收入/税前利润占水资源业务 47%/70%。拆分东深项目和其他水资源业务来看，东深项目收入保持稳健增长。2024 年东深项目收入/税前利润分别为 63.60/40.20 亿港元，分别占比水资源业务收入/税前利润约 46.8%/69.9%。

图17：2018-2024 年水资源业务收入（亿港元，%）



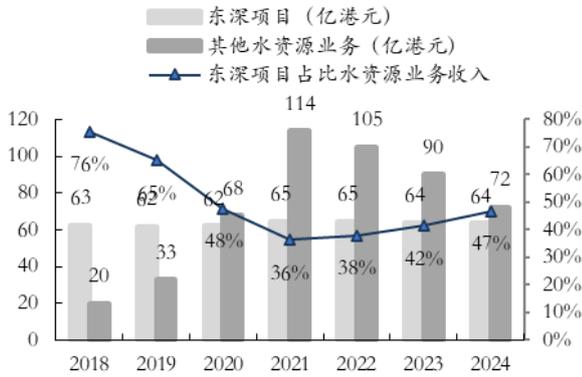
数据来源：公司公告，东吴证券研究所
注：按客户合约收入口径划分

图18：2018-2024 年水资源业务收入结构（亿港元）



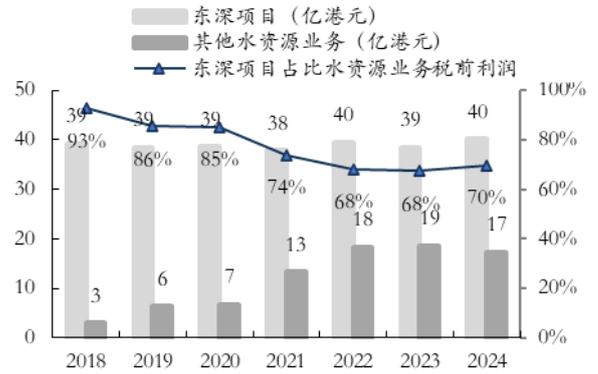
数据来源：公司公告，东吴证券研究所
注：按客户合约收入口径划分

图19：2018-2024 年东深项目收入占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图20：2018-2024 年东深项目税前利润占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 掌握东深供水核心资产，水价市场化上行

东江“生命之水”，粤港跨越六十年。东江是珠江3条支流之一，发源于江西省的寻乌、安远和定南县，自东北至西南方向流入广东省境内，主要供应河源、惠州、东莞、广州、深圳及香港超过4,000万人。输往香港的东江水从位于东莞市的太园泵站抽取，经专用输水管道运至深圳水库，再输往香港木湖原水抽水站。东深供水工程是以向香港供水为主要目标，同时担负深圳市和东莞沿线乡镇原水供应的跨流域大型引水工程。工程于1963年经周恩来总理批准兴建，1965年3月建成并开始向香港供水。60年来，东深供水工程累计为香港供水300亿立方米，供水量占香港总用水量的80%，为香港的繁荣稳定和深圳、东莞的经济发展做出了重要贡献，被誉为“生命水、政治水、经济水”。

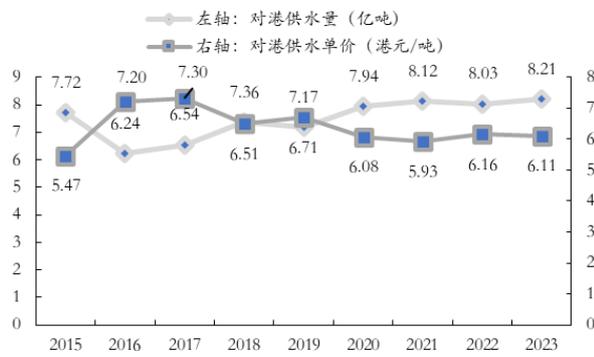
图21：东深项目供水工程示意图



数据来源：香港水务署，东吴证券研究所

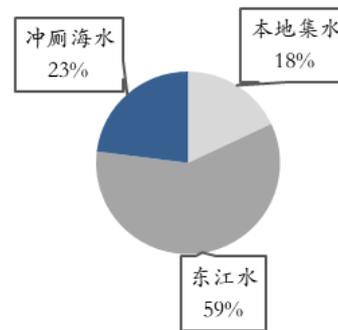
广东省政府窗口企业，掌握对港优质供水资源。广东粤港供水有限公司是东深供水项目的拥有者，由粤港供水控股持有 99.00% 的权益。公司通过占有粤港供水 96.04% 的股权，间接持有东深供水项目的股权比例为 95.08%。公司自 2000 年起拥有该项目的 30 年特许经营权（至 2030 年），并具备优先续约权。作为广东省政府窗口企业，其与政府的深度绑定关系为经营权延续提供强支撑。公司掌握对港优质供水资源，享受市场化调价机制，水费由香港政府月度支付，不存在拖欠问题。2020-2023 年对港供水量稳定在每年约 8 亿吨，供水单价约 6 港元/吨，2023 年东江水对港供水约占香港总耗水量的 59%。

图22：2015-2023 年东深项目对港供水量及单价



数据来源：香港水务署，公司公告，东吴证券研究所

图23：2023 年香港用水来源结构



数据来源：香港水务署，东吴证券研究所

现行协议沿用“统包扣减”方式，水价会按实际供水量从基本水价扣减。在供水量方面，现行协议继续沿用统包的原则，香港每月按实际需要将所需的东江供水量通知广东省政府。“统包扣减”方式至少可应用至 2029 年，现行供水协议由 2024 年至 2026 年为期 3 年，以 6.15 亿立方米为东江水最低每年取水量，而在涵盖 2021 至 2023 年的协议、现行协议和后续协议的九年间，年均东江水取水量不少于 7 亿立方米。

图24：“统包扣减”机制

根据「统包扣减」方式，实际每年水价可用以下公式表达：

$$\text{某年的实际水价} = \text{当年的基本水价} - \text{实际东江水取水量低于每年供水上限所扣减的价格}$$

而扣减价格的计算如下：

$$\text{实际东江水取水量低于每年供水上限所扣减的价格} = \text{某年的供水上限与实际供水量的差额} \times \text{所节省东江水的单位价格}$$

数据来源：香港水务署，东吴证券研究所

现行协议水价维持上行趋势，每年供水量上限为 8.2 亿立方米。每年基本水价是根据既定机制调整，考虑的因素包括人民币兑港币汇率的变化、粤港两地有关物价指数的变化，以及营运成本的增幅。粤港双方亦同意应参考相应年份的每年基本水价变动率，以相同的幅度调整单位价格。现行东江水供水协议（即 2024 年至 2026 年）于 2023 年签订，考虑到过去 3 年（即 2020 年至 2022 年）期间，人民币兑港币汇率的平均按年变动约为+0.83%，而同期粤港两地有关物价指数的平均按年变动则约为+1.56%，消费物价指数和人民币 / 港元汇率的实际合并变动率为 2.40%。经过多轮磋商，双方协定每年供水量上限为 8.2 亿立方米，2024-2026 年期间每年基本水价分别为 51.36/52.59/53.85 亿港元。按每年供水量下限 6.15 亿立方米测算，2024-2026 年期间每年实际水价下限分别为 50.72/51.93/53.17 亿港元。

表1：2021-2026 年每年基本水价及实际水价下限测算（供水下限：6.15 亿立方米/年）

年份	每年基本水价 (百万港元)	变动	所节省东江水的单位价格 (港元/立方米)	每年实际水价下限 (百万港元)
2021	4885.53		0.300	4824.03
2022	4950.51	1.33%	0.304	4888.19
2023	5016.35	1.33%	0.308	4953.21
2024	5136.24	2.39%	0.315	5071.67
2025	5259.00	2.39%	0.323	5192.79
2026	5384.69	2.39%	0.331	5316.84

数据来源：香港水务署，东吴证券研究所

注：2024-2026 年每年基本水价来自现行东江水供水协议

2015-2024 年东深项目对港供水收入复增 2.2%，为核心增长来源。东深供水项目经营稳健，2015-2024 年收入复增 **1.6%**，税前利润复增 **2.8%**。其中，东深项目对港供水量价稳增，2024 年对港供水实现收入 51.36 亿港元，同比增加 2.4%，2015-2024 年东深项目对港供水收入复增 2.2%，为核心增长来源。

图25：2015-2024 东深供水项目收入及税前利润

单位：亿港元	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
东深供水项目										
收入	54.89	56.56	60.73	62.50	61.95	62.29	64.68	64.56	63.83	63.60
yoy	6.3%	3.0%	7.4%	2.9%	-0.9%	0.5%	3.8%	-0.2%	-1.1%	-0.4%
对香港供水收入	42.23	44.92	47.78	47.93	48.07	48.21	48.21	49.47	50.16	51.36
yoy	6.7%	6.4%	6.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.0%	2.6%	1.4%	2.4%
对深圳及东莞供水收入	12.66	11.64	12.95	14.57	13.88	14.08	16.47	15.09	13.67	11.33
yoy	5.1%	-8.1%	11.3%	12.5%	-4.7%	1.4%	17.0%	-8.4%	-9.4%	-17.1%
税前利润	31.29	35.51	38.10	39.29	38.53	38.63	37.85	39.52	38.52	40.20
yoy	-0.9%	13.5%	7.3%	3.1%	-1.9%	0.3%	2.0%	4.4%	-2.5%	4.4%
公司税前利润合计	52.46	57.52	76.21	68.95	74.81	82.01	84.57	72.44	64.26	64.94
东深项目税前利润占比	59.6%	61.7%	50.0%	57.0%	51.5%	47.1%	44.8%	54.6%	59.9%	61.9%

注：东深供水项目税前利润不包括资产处置收益、汇兑损益及净财务费用

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

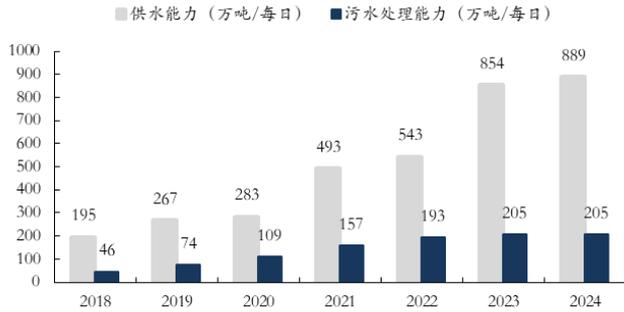
2.3. 其他水资源项目建造高峰已过，期待价格改革推进

公司其他水资源项目以供水为主，建造高峰已过，立足广东辐射全国。除东深供水项目外，公司拥有多家在中国内地主要从事供水、污水处理业务及水利工程业务的附属公司及联营公司。2020-2023 年是公司其他水资源项目建成投运高峰期，2024 年底大部分在手项目进入运营阶段。截至 2024 年底，公司在手其他水资源项目中供水厂总设计供水能力为 1615.02 万吨/日，污水处理厂总设计污水处理能力为 334.59 万吨/日。公司其他水资源业务呈现以供水为核心，立足广东辐射全国的特点。

1) 供水：截至 2024 年底，附属公司已投运供水产能为 888.68 万吨/日（其中广东省产能占比 69%），在建供水产能为 118.70 万吨/日，在建/已建为 13.36%；联营公司已投运供水产能为 195 万吨/日。

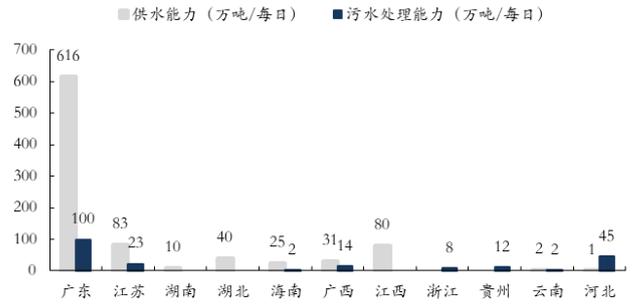
2) 污水：截至 2024 年底，附属公司已投运污水处理规模为 205.44 万吨/日（其中广东省产能占比 48%），在建污水处理规模为 5.00 万吨/日，在建/已建为 2.43%。

图26：其他水资源项目：2018-2024 附属公司已投产供水和污水处理能力



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图27：其他水资源项目：截至 2024 年底附属公司已投产供水和污水规模分布



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图28：其他水资源项目：截至 2024 年底附属公司已投运供水及污水项目

集团附属公司名称	供水能力 (吨/每日)	污水处理能力 (吨/每日)	集团附属公司名称	供水能力 (吨/每日)	污水处理能力 (吨/每日)
惠来粤海清源环保有限公司	-	8500	海南儋州粤海水务有限公司	100000	20,000
惠来粤海绿源环保有限公司	-	20,000	丰顺粤海水务有限公司	123,500	-
信宜粤海水务有限公司	234,200	-	盱眙粤海水务有限公司	150,000	-
揭西粤海水务有限公司	80,000	-	梧州粤海环保发展有限公司	-	140,000
五华粤海碧源环保有限公司	-	40000	东莞市常平粤海环保有限公司	-	70000
云浮市云安粤海城乡供水有限公司	24,600	-	开平粤海水务有限公司	-	75,000
河源市粤海水务有限公司	300,000	-	五华粤海环保有限公司	-	66000
无锡德宝水务投资有限公司	-	225700	东莞市道滘粤海环保有限公司	-	40,000
汕尾粤海水务有限公司	245,000	-	汕尾粤海环保有限公司	-	30000
东莞常平粤海水务有限公司	280,000	-	高州粤海水务有限公司	100000	-
中山市新涌口粤海水务有限公司	120,000	-	江西粤海公用事业集团有限公司及其附属公司	801500	-
中山市横栏粤海水务有限公司	140,000	-	浙江博华环境技术工程有限公司及其附属公司	-	81000
中山市南镇粤海水务有限公司	130000	-	六盘水粤海环保有限公司	-	115000
清远市龙塘粤海水务有限公司	50000	-	昆明粤海水务有限公司	24000	20,000
广州南沙粤海水务有限公司	550000	-	云浮粤海水务有限公司	50,000	-
湛江市鹤地供水营运有限公司	1060000	-	大埔粤海环保有限公司	-	21900
湘阴粤海水务有限公司	100000	-	韶关粤海绿源环保有限公司	-	28,500
恩施粤海水务有限公司	400000	-	阳山粤海环保有限公司	-	11300
汕尾粤海清源环保有限公司	-	100,000	云浮市粤海水务自来水有限公司	100,000	-
开平粤海净水有限公司	-	25000	云浮市粤海水务发展有限公司	-	145000
东莞市清溪粤海水务有限公司	290,000	-	阳江粤海环保有限公司	-	20000
梅州粤海水务有限公司	310000	250,000	揭阳粤海水务有限公司	560,000	-
仪征粤海水务有限公司	150000	-	普宁粤海水务有限公司	500,000	-
高邮粤海水务有限公司	150,000	-	潮州市粤海环保有限公司	-	20000
宝应粤海水务有限公司	130,000	-	广东粤海超投水务有限责任公司	674,000	-
海南儋州粤海自来水有限公司	150000	3,500	吴川粤海环保有限公司	-	25000
梧州粤海江河水务有限公司	310000	-	平远粤海水务有限公司	40,000	-
肇庆高新区粤海水务有限公司	130000	-	河北粤海水务集团有限公司及其附属公司	10000	453,000
遂溪粤海水务有限公司	70,000	-	邳州粤海水务有限公司	250000	-
于2024年12月31日合共	8,886,800	2,054,400			

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

政策明确水价改革顶层设计，期待供水价格市场化&污水顺价落实。2025 年 4 月 2 日，中办、国办印发《关于完善价格治理机制的意见》。意见提出，鼓励供需双方按照市场化原则协商确定水利工程供水价格，积极推进新建水利工程提前明确量价条件；优化

居民阶梯水价制度，推进非居民用水超定额累进加价；优化污水处理收费政策。从调价进展来看，2024年以来，上海、南京、长沙等核心城市陆续调整水价，2024年5月9日，广州市发展和改革委员会组织召开广州市中心城区自来水价格改革方案听证会，2025年4月11日，深圳市发改委组织召开自来水价格调整听证会，最终调价方案有待落实，核心城市调价有望对周边地市形成带动作用。水价市场化增强盈利稳定性，污水顺价促付费机制C端理顺，在增厚盈利、改善现金流的同时有助于提振资产估值。

3. 剥离粤海置地，提升盈利稳定性

粤海投资公司物业投资与发展分部涵盖地产出租和地产销售两大板块，是公司多元化经营的重要组成部分。2023年，该分部收入53.04亿港元，占比21.9%，分部业绩亏损8.95亿港元，受粤海置地影响较大。考虑剥离粤海置地进行重列，2023/2024年物业投资与发展分部收入为14.27/15.77亿港元，占比7.0%/8.5%；2023/2024年分部业绩为7.53/7.22亿港元，占比10.7%/10.3%。2025年1月，公司正式剥离粤海置地，剥离后，公司业务将聚焦于高确定性的水务板块，盈利稳定性显著提升。

图29：物业投资与发展分部收入及分部业绩



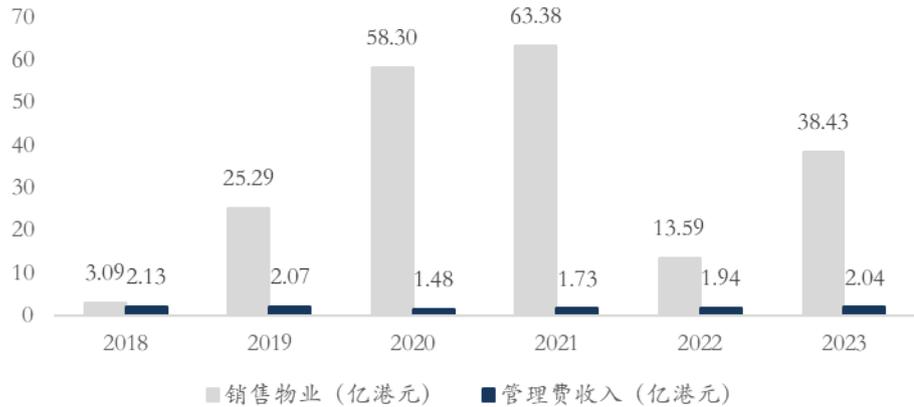
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：按经营分部划分的分部收入与分部业绩

3.1. 物业投资业务：地产出租与销售双轮驱动

公司物业投资与发展分部在香港本土和内地都有项目运营，由地产出租与地产销售两大核心业务组成。地产出租业务主要依托粤海天河城展开。粤海天河城旗下运营多个核心商场，如天河城广场、番禺粤海广场等，覆盖广州、天津、深圳等一线城市优质商业资产。整体出租率保持在90%以上，其中广州天河城购物中心出租率高达98.9%，租金收入稳定。受疫情冲击业绩有所下滑，2024年收入/税前利润分别达到16.15/9.07亿港元，同比提高10.3%/27.6%，已有明显回升。地产销售业务由粤海置地主导，聚焦珠三角住宅及综合体开发，近年受市场下行冲击，收益走势整体欠佳，但公司出租业务现金流持续为正，其他业务亦收益稳定，与销售业务波动形成对冲，公司整体有序运营。

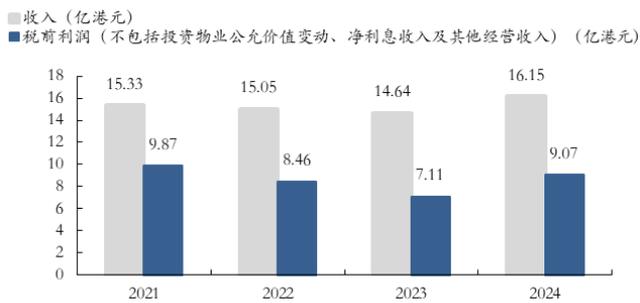
图30：2018-2023年物业与发展业务收入结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：按客户合约收入口径划分

图31：2021-2024年粤海天河城收入及利润



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图32：2021-2024年粤海投资大厦（香港）收入及yoy

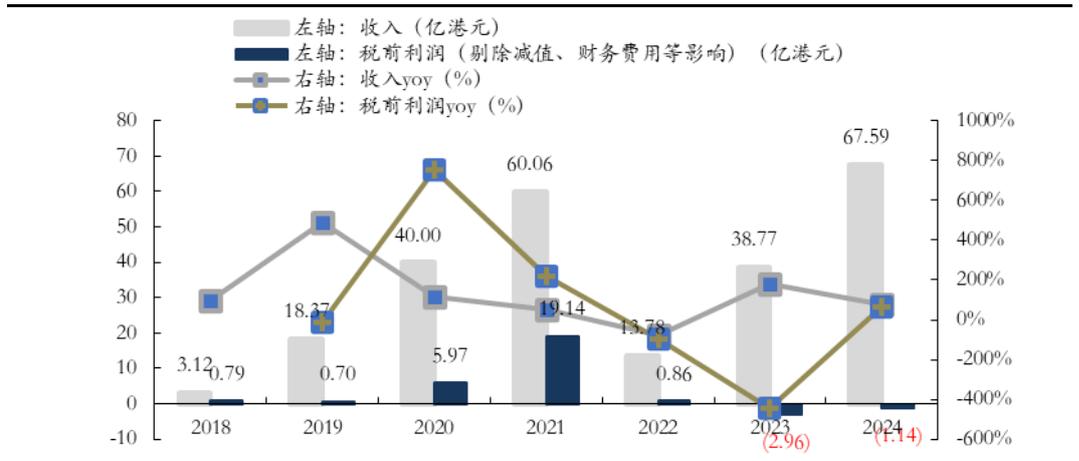


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2. 剥离粤海置地，优化盈利结构

2025年粤海置地剥离，集中水务主业盈利更稳健。粤海置地作为地产销售主体，业绩波动大，呈现显著周期性。自2020年起，粤海置地经营性现金流净额为负值；2023/2024年粤海置地出现亏损并计提减值拨备 18.09/10.34 亿港元，对整体经营状况造成显著影响。2025年1月公司正式剥离粤海置地，预计现金流将继续改善。未来公司将更加集中水务主业，盈利结构更趋稳定。

图33：2018-2024年粤海置地收入及税前利润



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

公司掌握东深供水核心资产，对港供水可市场化提价且无现金流风险，资产质地优。2025年粤海置地剥离后，公司聚焦水务主业，盈利结构更加稳健。水量端，需求稳健，具备逆周期属性，水价端，对港供水价格逐年上涨，内地水务项目价格改革持续推进。我们预计公司业绩增长主要由水资源板块带动，其他业务保持稳健发展，预计2025-2027年公司营业收入185.35/186.44/188.56亿港元，同比增长0.2%/0.6%/1.1%；归母净利润42.74/43.57/44.53亿港元，同比增长36.0%/2.0%/2.2%。

图34：盈利预测

单位：亿港元	2022	2023	2023-重列	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	234.28	243.55	203.22	185.05	185.35	186.44	188.56
yoy	-21.4%	4.0%		-8.9%	0.2%	0.6%	1.1%
其中：水资源分部	162.08	144.92	144.92	126.37	126.63	127.66	129.73
物业投资及发展分部	15.54	40.47	2.04	2.40	2.42	2.45	2.47
百货运营分部	7.45	7.13	7.13	8.24	8.24	8.24	8.24
发电分部	15.29	14.76	14.76	12.69	12.69	12.69	12.69
酒店经营及管理分部	3.56	6.15	6.15	6.15	6.15	6.15	6.15
道路及桥梁分部	6.62	6.83	6.83	6.39	6.32	6.26	6.20
毛利	98.23	100.75	96.55	98.22	98.22	99.55	101.23
毛利率	42.3%	41.6%	47.5%	53.1%	53.0%	53.4%	53.7%
税前利润	72.44	46.04	64.26	64.94	68.87	70.22	71.77
yoy	-14.3%	-36.4%		1.1%	6.1%	2.0%	2.2%
归母净利润	62.85	25.06	31.22	31.42	42.74	43.57	44.53
yoy	0.1%	-60.1%		0.6%	36.0%	2.0%	2.2%
其中：归母持续经营业务净利润			42.21	41.03	42.74	43.57	44.53
yoy				-2.8%	4.2%	2.0%	2.2%
归母已终止经营业务净利润			-10.99	-9.61			

数据来源：Wind，公司公告，东吴证券研究所预测

我们选取水务行业上市公司洪城环境、兴蓉环境、重庆水务、北控水务集团、中国水务作为可比公司，可比公司对应2025年PE均值为14倍，PB（MRQ）均值为1.09，公司对应2025年PE为9倍，PB（MRQ）为0.94。粤海置地剥离后，公司聚焦水务主业，盈利稳健性提升，随着资本开支下降，自由现金流大幅增厚，对分红保障度提升。对比水务行业稳健增长+高分红企业，公司估值存较大提升空间。首次覆盖，给予“买入”评级。（估值日期：2025/4/11）。

表2：可比公司估值（2025/4/11）

代码	公司	总市值 (A-亿元, H-亿港元)	分红情况		成长性									估值				
			2023年 分红比例	2023年 股息率	归母净利润预测 (A-亿元, H-亿港元)				归母净利润yoy					PE				PB (MRQ)
					2023A	2024A/E	2025E	2026E	2023A	2024A/E	2025E	2026E	23-26 复增	2023A	2024A/E	2025E	2026E	
600461.SH	洪城环境	126	50.02%	4.29%	10.83	11.63	12.25	12.89	15%	7%	5%	5%	6%	11.7	10.9	10.3	9.8	1.41
000598.SZ	兴蓉环境	202	27.53%	2.51%	18.43	19.96	22.80	24.89	14%	8%	14%	9%	11%	11.0	10.1	8.9	8.1	1.14
601158.SH	重庆水务	232	74.52%	3.50%	10.89	7.85	8.45	8.81	-43%	-28%	8%	4%	-7%	21.3	29.6	27.4	26.3	1.36
0371.HK	北控水务集团	242	76.01%	6.33%	20.14	16.93	17.25	18.08	60%	-16%	2%	5%	-4%	12.0	14.3	14.0	13.4	0.81
0855.HK	中国水务	101	29.89%	5.49%	18.57	15.34	15.18	14.96	-2%	-17%	-1%	-1%	-7%	5.4	6.6	6.7	6.8	0.75
可比公司均值														12.3	14.3	13.5	12.9	1.09
0270.HK	粤海投资	392	65.00%	5.18%	31.22	31.42	42.74	43.57	-34%	1%	36%	2%	12%	12.6	12.5	9.2	9.0	0.94

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

注：洪城环境、兴蓉环境、中国水务、粤海投资盈利预测来自于东吴证券研究所，其余均来自 wind 一致预期

5. 风险提示

- 1) 汇率波动风险：**公司经营业务主要集中于中国境内地区，面临因汇率波动而导致产生汇兑损益的风险及投资于中国境内的项目净资产值的外币换算风险。
- 2) 利率波动风险：**公司存在浮动利率借贷，利率风险可能由银行和其他贷款利率的波动引起。
- 3) 特许经营权延续风险：**公司自 2000 年起拥有东深项目 30 年特许经营权，2030 年特许经营权到期后可能面临续约不确定的风险。

粤海投资三大财务预测表

资产负债表 (百万港元)					利润表 (百万港元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	60,748.47	41,448.44	46,575.65	51,213.91	营业总收入	18,505.29	18,535.30	18,643.56	18,855.68
现金及现金等价物	12,154.03	33,051.38	38,663.51	43,018.74	营业成本	8,682.83	8,713.72	8,688.61	8,732.32
应收账款及票据	4,195.28	4,118.96	4,143.01	4,190.15	销售费用	524.73	525.58	528.65	534.67
存货	401.88	387.28	386.16	388.10	管理费用	2,478.31	2,482.33	2,496.83	2,525.24
其他流动资产	43,997.27	3,890.83	3,382.97	3,616.91	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	74,846.94	73,680.83	72,180.83	70,480.83	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	9,965.68	10,165.68	10,035.68	9,675.68	经营利润	6,819.42	6,813.67	6,929.47	7,063.45
商誉及无形资产	22,488.41	20,883.41	19,213.41	17,573.41	利息收入	0.00	243.08	261.03	273.27
长期投资	3,607.32	3,346.21	3,146.21	2,946.21	利息支出	919.59	714.14	714.14	714.14
其他长期投资	19,288.20	19,788.20	20,288.20	20,788.20	其他收益	594.03	544.71	545.91	553.89
其他非流动资产	19,497.34	19,497.34	19,497.34	19,497.34	利润总额	6,493.85	6,887.32	7,022.26	7,176.47
资产总计	135,595.40	115,129.27	118,756.48	121,694.74	所得税	1,852.76	1,859.58	1,896.01	1,937.65
流动负债	55,737.91	35,744.04	36,744.99	37,044.43	净利润	4,641.09	5,027.74	5,126.25	5,238.82
短期借款	7,330.18	7,330.18	7,330.18	7,330.18	少数股东损益	538.20	754.16	768.94	785.82
应付账款及票据	5,611.57	5,567.10	5,551.06	5,578.98	归属母公司净利润	3,142.14	4,273.58	4,357.31	4,453.00
其他	42,796.16	22,846.77	23,863.76	24,135.27	EBIT	7,413.45	7,358.38	7,475.38	7,617.34
非流动负债	23,182.02	23,182.02	23,182.02	23,182.02	EBITDA	7,413.45	9,963.38	10,125.38	10,317.34
长期借款	16,531.83	16,531.83	16,531.83	16,531.83					
其他	6,650.19	6,650.19	6,650.19	6,650.19					
负债合计	78,919.93	58,926.06	59,927.02	60,226.45	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
股本	8,966.18	8,966.18	8,966.18	8,966.18	每股收益(港元)	0.48	0.65	0.67	0.68
少数股东权益	15,017.45	15,771.61	16,540.55	17,326.37	每股净资产(港元)	6.37	6.18	6.47	6.75
归属母公司股东权益	41,658.02	40,431.60	42,288.92	44,141.91	发行在外股份(百万股)	6,537.82	6,537.82	6,537.82	6,537.82
负债和股东权益	135,595.40	115,129.27	118,756.48	121,694.74	ROIC(%)	5.85	6.69	6.71	6.62
					ROE(%)	7.54	10.57	10.30	10.09
					毛利率(%)	53.08	52.99	53.40	53.69
					销售净利率(%)	16.98	23.06	23.37	23.62
					资产负债率(%)	58.20	51.18	50.46	49.49
					收入增长率(%)	(24.02)	0.16	0.58	1.14
					净利润增长率(%)	0.64	36.01	1.96	2.20
					P/E	12.48	9.18	9.00	8.81
					P/B	0.94	0.97	0.93	0.89
					EV/EBITDA	7.50	3.01	2.41	1.95

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年4月11日的0.94,预测均为东吴证券研究所预测。

注:公司2024年完整年报暂未公告,现金流量表数据存在缺失。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准 -5% 与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>