

攻守兼备的优质收息股

华泰研究

2025年6月22日 | 中国香港

首次覆盖

公用事业

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

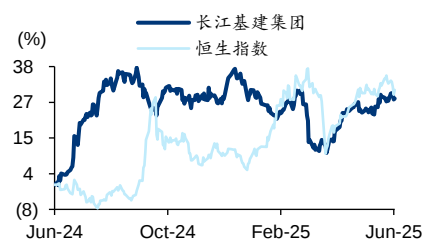
64.73

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
联系人	康琪
SAC No. S0570124070105	kangqi@htsc.com
	+(86) 10 6321 1166

基本数据

目标价(港币)	64.73
收盘价(港币 截至6月20日)	51.80
市值(港币百万)	130,516
6个月平均日成交额(港币百万)	123.93
52周价格范围(港币)	42.05-58.80
BVPS(港币)	48.13

股价走势图



资料来源: S&P

首次覆盖长江基建, 给予目标价 64.73 港元(基于 2025E PB 1.32x), 予以“买入”评级。长江基建是全球大型环球基建集团之一, 投资世界各地的能源、基建及公用事业相关业务, 受管制资产贡献核心盈利, 业务模式具有较强抗风险能力。2024 年重启并购, 未来业务版图有望进一步拓展。现金流充裕, 历史每股股息逐年增长, 2024 年股息率 4.5%(每股股息/年末收盘价)。

业务模式具有较强稳定性, 重启并购或为利润端注入新动能

公司坚持分散化+非控股权益投资, 偏爱稳定型资产。截至 2024 年末, 公司业务遍布全球多个地区; 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; 主要投资于受管制或签署长期合约的稳定型资产。当前全球地缘关系多变, 公司业务模式抗风险能力强, 且旗下多个于 2020/21 年低利率时期进入上一监管期的资产将于 2025/26 年迎来新监管期, 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/ 英国风电场 UK Renewables Energy, 5 月收购英国可再生能源资产 UU Solar, 新增利润贡献。我们认为公司未来业务版图或有望进一步拓展, 带来利润端的成长性。

现金流充裕, 历史每股股息逐年增长

自 1996 年上市以来公司历史每股股息逐年增长, 具有较强吸引力, 也彰显了公司回馈投资者的决心。2022-24 年公司每股股息为 2.53/2.56/2.58 港元, 对应分红比例 82/80/80%, 股息率 6.2/5.9/4.5% (年度每股股息/年末收盘价)。此外, 公司现金流充裕, 2019-24 年公司自由现金流(经营性净现金流+已收合联营公司股息-财务成本)均能覆盖每年现金分红总额。且 2024 年底公司银行结余及存款为 81.05 亿港元, 我们认为短期内公司若维持每股股息逐年提升 2 港仙的分红政策压力较小。

我们与市场观点不同之处: 对于全球经济不确定性下公司利润并不担忧

在全球通胀冲击、地缘关系多变的背景下, 全球经济存在一定的不确定性。但我们认为, 在 1) 业务多为受管制资产且 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, 公司净利或实现稳中有增。

盈利预测与估值

我们预计公司 2025-27 年归母净利 83.4/86.6/89.7 亿港元, 对应 2025 年 EPS/BPS 3.31/48.86 港元。参考历史 3 年 PB 均值 0.96x, 考虑公司 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) 上市以来每股股息逐年增长, 给予公司 2025E PB 1.32x, 目标价 64.73 港元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 地缘政治风险, 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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(港币百万)	5,990	4,993	4,678	4,652	4,627
+/-%	(9.45)	(16.64)	(6.30)	(0.56)	(0.54)
归属母公司净利润(港币百万)	8,027	8,115	8,335	8,656	8,974
+/-%	3.60	1.10	2.71	3.85	3.68
EPS(港币, 最新摊薄)	3.19	3.22	3.31	3.44	3.56
ROE(%)	6.62	6.64	6.82	6.97	7.10
PE(倍)	16.26	16.08	15.66	15.08	14.54
PB(倍)	1.06	1.08	1.06	1.04	1.02
EV EBITDA(倍)	17.02	16.28	15.92	15.31	14.72

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测

利润表

会计年度 (港币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,990	4,993	4,678	4,652	4,627
销售成本	(2,902)	(2,759)	(2,787)	(2,814)	(2,843)
毛利润	3,088	2,234	1,892	1,838	1,784
销售及分销成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	(1,030)	(1,072)	(1,093)	(1,115)	(1,138)
其他收入/支出	247.00	(206.00)	(53.67)	(53.67)	(53.67)
财务成本净额	(153.00)	(398.00)	(366.35)	(277.55)	(176.65)
应占联营公司利润及亏损	6,258	8,034	8,392	8,705	9,002
税前利润	8,578	8,671	8,894	9,219	9,542
税费开支	(119.00)	(126.00)	(129.24)	(133.97)	(138.65)
少数股东损益	(6.00)	(8.00)	(8.21)	(8.51)	(8.80)
归母净利润	8,027	8,115	8,335	8,656	8,974
折旧和摊销	(325.00)	(319.00)	(231.23)	(238.74)	(246.26)
EBITDA	9,056	9,388	9,492	9,735	9,965
EPS (港币, 基本)	3.19	3.22	3.31	3.44	3.56

资产负债表

会计年度 (港币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	178.00	113.00	113.00	113.00	113.00
应收账款和票据	796.00	732.00	699.67	723.97	691.98
现金及现金等价物	13,077	8,105	10,900	13,885	17,200
其他流动资产	536.00	522.00	522.00	522.00	522.00
总流动资产	14,587	9,472	12,235	15,244	18,527
固定资产	3,079	2,914	2,904	2,888	2,866
无形资产	1,451	1,265	1,338	1,409	1,479
其他长期资产	146,756	144,186	144,186	144,186	144,186
总长期资产	151,286	148,365	148,428	148,483	148,531
总资产	165,873	157,837	160,663	163,727	167,058
应付账款	5,864	6,101	6,101	6,101	6,101
短期借款	9,062	4,602	5,134	5,634	6,134
其他负债	1,173	495.00	495.00	495.00	495.00
总流动负债	16,099	11,198	11,730	12,230	12,730
长期债务	15,507	14,909	15,377	15,845	16,313
其他长期债务	996.00	487.00	487.00	487.00	487.00
总长期负债	16,503	15,396	15,864	16,332	16,800
股本	2,520	2,520	2,520	2,520	2,520
储备/其他项目	120,773	118,760	120,594	122,698	125,070
股东权益	123,293	121,280	123,114	125,218	127,590
少数股东权益	9,978	9,963	9,955	9,946	9,937
总权益	133,271	131,243	133,069	135,165	137,528

估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	16.26	16.08	15.66	15.08	14.54
PB	1.06	1.08	1.06	1.04	1.02
EV EBITDA	17.02	16.28	15.92	15.31	14.72
股息率 (%)	4.94	4.98	5.02	5.06	5.10
自由现金流收益率 (%)	6.72	7.68	6.97	7.11	7.33

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)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	9,056	9,388	9,492	9,735	9,965
融资成本	153.00	398.00	366.35	277.55	176.65
营运资本变动	175.00	366.00	32.33	(24.30)	31.99
税费	(119.00)	(126.00)	(129.24)	(133.97)	(138.65)
其他	(5,420)	(8,058)	(9,197)	(9,420)	(9,617)
经营活动现金流	3,845	1,968	564.34	434.52	418.09
CAPEX	(342.00)	397.00	(294.00)	(294.00)	(294.00)
其他投资活动	2,748	2,783	8,392	8,705	9,002
投资活动现金流	2,406	3,180	8,098	8,411	8,708
债务增加量	(3,993)	(5,058)	1,000	968.00	968.00
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(6,375)	(6,450)	(6,501)	(6,551)	(6,602)
其他融资活动现金流	(851.00)	1,388	(366.35)	(277.55)	(176.65)
融资活动现金流	(11,219)	(10,120)	(5,867)	(5,861)	(5,810)
现金变动	(4,968)	(4,972)	2,795	2,984	3,316
年初现金	18,045	13,077	8,105	10,900	13,885
汇率波动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
年末现金	13,077	8,105	10,900	13,885	17,200

业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
增长率 (%)					
营业收入	(9.45)	(16.64)	(6.30)	(0.56)	(0.54)
毛利润	(12.62)	(27.66)	(15.33)	(2.86)	(2.90)
营业利润	(2.41)	(58.52)	(22.12)	(10.20)	(11.30)
净利润	3.60	1.10	2.71	3.85	3.68
EPS	3.60	1.10	2.71	3.85	3.68
盈利能力比率 (%)					
毛利率	51.55	44.74	40.43	39.50	38.56
EBITDA	151.19	188.02	202.89	209.28	215.36
净利率	134.01	162.53	178.17	186.06	193.95
ROE	6.62	6.64	6.82	6.97	7.10
ROA	4.84	5.01	5.23	5.34	5.43
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	9.32	9.40	7.81	6.06	4.11
流动比率	0.91	0.85	1.04	1.25	1.46
速动比率	0.90	0.84	1.03	1.24	1.45

营运能力 (天)

总资产周转率 (次)	0.04	0.03	0.03	0.03	0.03
应收账款周转天数	57.52	55.09	55.09	55.09	55.09
应付账款周转天数	744.69	780.61	788.19	780.39	772.66
存货周转天数	30.21	18.99	14.60	14.45	14.31
现金转换周期	(656.96)	(706.54)	(718.51)	(710.85)	(703.26)

每股指标 (港币)

EPS	3.19	3.22	3.31	3.44	3.56
每股净资产	48.93	48.13	48.86	49.70	50.64

正文目录

投资要点	4
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	4
2024 年重启并购拓展业务版图，或为公司归母净利注入新动能	4
现金流充裕，历史每股股息逐年增长	4
我们与市场观点不同之处	4
长江基建：环球基建集团，合联营公司贡献主要业绩	5
全球大型环球基建集团之一，业务遍布全球	5
投资以业务收购为主，合联营公司贡献主要业绩	6
管制资产及合约业务构建稳定盈利模式，2024 年重启并购	10
管制资产：英国+澳洲+新西兰，贡献核心盈利	10
英国：覆盖水电气等多个领域，受 Ofgem、Utility Regulator 与 Ofwat 监管	10
澳洲：最大海外基建投资者之一，主要从事电、气、能源业务	12
新西兰：配电商 Wellington Electricity 于 2025 年 4 月进入新监管周期 DPPP4	14
签署长期合约的资产贡献稳定盈利	15
盈利预测分析	16
关键假设：	16
目标价 64.73 港元，首次覆盖予以“买入”评级	17
风险提示	18

投资要点

长江基建是全球大型环球基建集团之一，投资世界各地的能源、基建及公用事业相关业务。我们认为公司主要的看点为：1) “分散化” + “非控股权益投资” + “受管制资产贡献核心盈利”的业务模式具有较强抗风险能力，且公司旗下多个受管制资产将于 2025/26 进入下一监管周期，高利率时期（相较于 2020/21 年开始的上一监管期）回报率有望提升；2) 2024 年公司重启并购，新资产或为归母净利注入新活力；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逐年增长，具有较强吸引力。

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” + “受管制资产贡献核心盈利”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、加拿大、欧洲大陆、中国内地、中国香港等地，其中英国与澳洲规模较大，2024 年英国地区利润贡献占比达 63%，澳洲地区利润贡献占比达 28%（考虑电能实业利润中英国与澳洲的贡献）。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，贡献长期可靠的利润及现金流。公司主要投资于受管制或签署长期合约的稳定型资产，其中受管制资产多为英国、澳洲等地的电力、天然气等公用事业业务，回报率可传导利率波动，且受益于通货膨胀及资本开支投入，盈利模式具有较强的抗风险能力。

公司旗下多个主要合联营公司为 2020/21 年低利率时期进入监管周期的受管制资产，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，我们认为新监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，或为公司归母净利注入新动能

长江基建自 1999 年收购澳洲天然气配气商 Envestra（Australian Gas Networks 前身）起进军海外市场，上市以来收并购已超 30 次且成果显著，构建了全球化业务版图。2019-2023 年，受疫情、低利率等因素影响，公司并未进行并购。2024 年公司重启并购，4/8 月收购北爱尔兰配气商 Phoenix Energy/英国风电场 UK Renewables Energy，5 月收购英国可再生能源资产组合 UU Solar。据公司公告，新收购资产交易完成后立刻带来利润贡献，我们判断其或为公司贡献低个位数的利润增长。我们认为公司未来业务版图有望进一步拓展，新资产或将为公司归母净利注入新动能。

现金流充裕，历史每股股息逐年增长

回顾公司历史派息情况，我们发现自 1996 年上市以来公司历史每股普通股股息逐年增长，彰显了公司回馈投资者的决心。2022-2024 年公司每股股息为 2.53/2.56/2.58 港元，对应分红比例 82/80/80%，若以年末收盘价作为基准进行测算，对应的股息率分别为 6.2/5.9/4.5%，具有较强吸引力。此外，公司现金流充裕，若以自由现金流=经营性净现金流+已收合联营公司股息-财务成本计算，2019-2024 年公司自由现金流均能覆盖每年现金分红总额。2024 年底公司银行结余及存款为 81.05 亿港元，我们认为短期内公司若维持每股股息逐年提升 2 港仙的分红政策压力较小。

我们与市场观点不同之处

自新冠疫情以来，在全球通胀冲击、地缘关系多变的背景下，全球经济存在一定的不确定性。但我们认为，在 1) 业务模式具有较强抗风险能力，且公司旗下多个受管制资产将于 2025/26 进入下一规管期，高利率时期（相较于 2020/21 年开始的上一监管周期）回报率有望提升；2) 2024 年公司重启并购，新资产或为归母净利注入新活力作用下，公司净利或仍实现稳中有增。

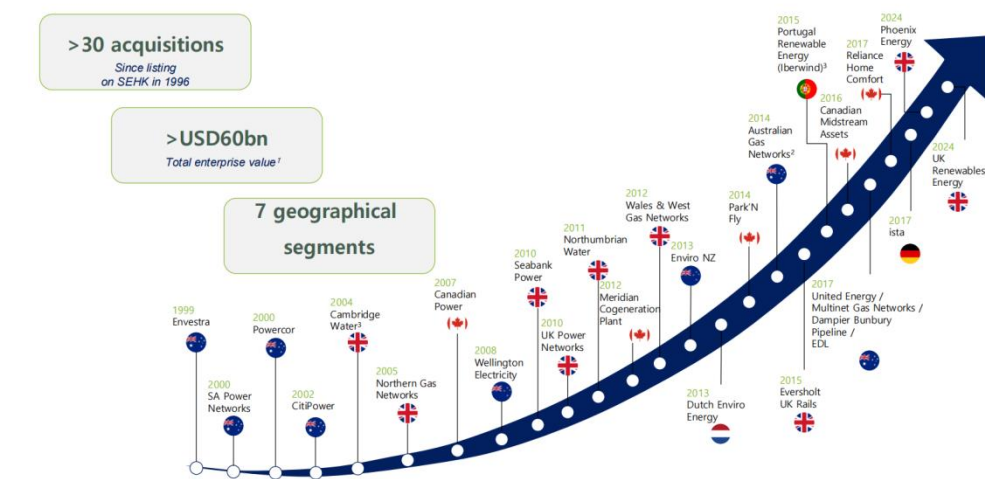
长江基建：环球基建集团，合联营公司贡献主要业绩

长江基建是全球大型环球基建集团之一，透过于世界各地的基建投资，致力缔造更美好的世界。长江基建的多元化业务包括：能源基建、交通基建、水处理基建、废物管理、转废为能、屋宇服务基建及基建相关业务。集团的投资及营运范围遍及中国香港、中国内地、英国、欧洲大陆、澳洲、新西兰、加拿大及美国。

全球大型环球基建集团之一，业务遍布全球

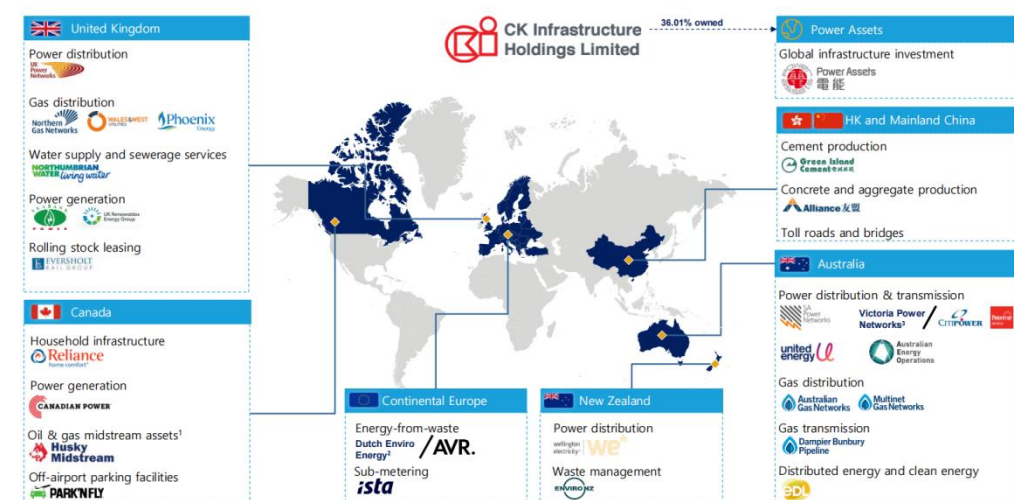
长江基建（1038.HK）是全球大型环球基建集团之一。公司前身为长江实业集团有限公司持有的基建资产，成立于1996年5月28日，并于1996年7月17日在香港联交所主板独立上市，自1999年收购澳洲天然气配气商 Envestra（Australian Gas Networks 前身）起进军海外市场，目前业务遍及涉及英国、欧洲、北美、澳洲等地。2024年8月19日，长江基建在伦敦证券交易所完成二次上市工作，以期让身处不同地域的股东收益，同时有助于提升公司形象，提供更广阔的市场进行股份交易。

图表1：长江基建收购历程



资料来源：公司公告，华泰研究

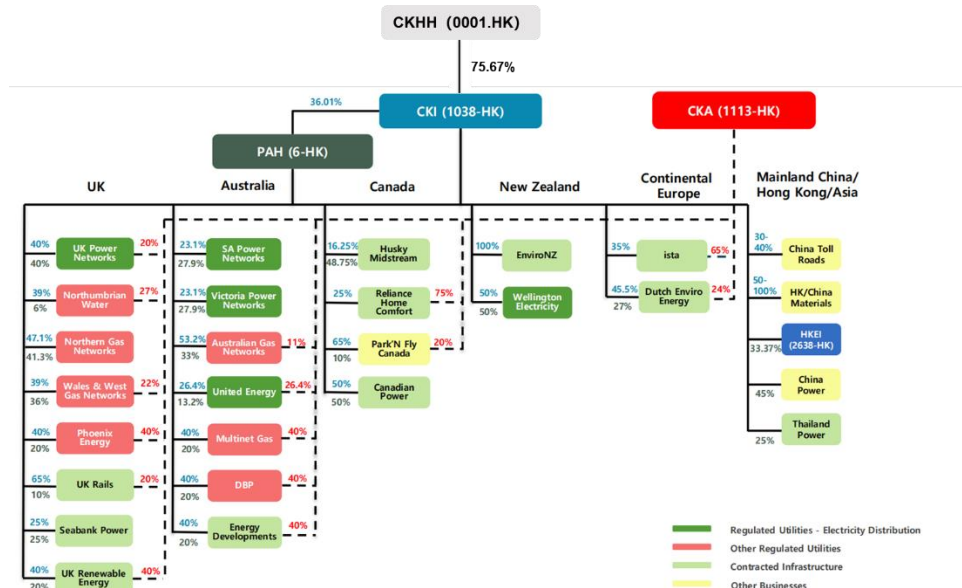
图表2：公司全球业务布局情况



资料来源：公司公告，华泰研究

公司控股股东为长江和记实业有限公司。截止 2024 年 12 月 31 日，长和持有长江基建股份比例为 75.67%。此外，值得一提的是公司的主要联营公司电能实业 (PAH, 0006.HK)。梳理长江基建旗下主要业务，可发现长江基建与电能实业对很多海外资产都是共同持股的。二者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 亿港元) 收购英国陆上风电资产组合。

图表3：公司股权结构（截至 2024 年 12 月 31 日）

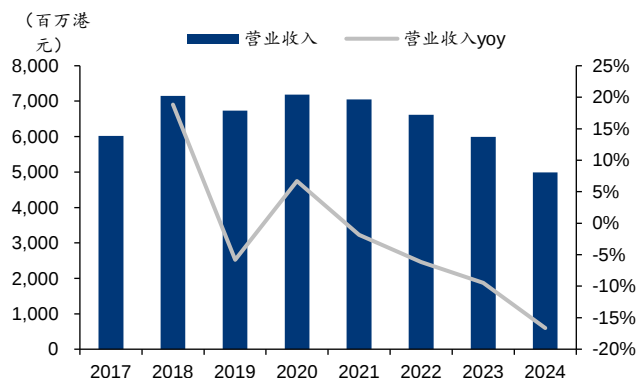


资料来源：公司公告，华泰研究

投资以业务收购为主，合联营公司贡献主要业绩

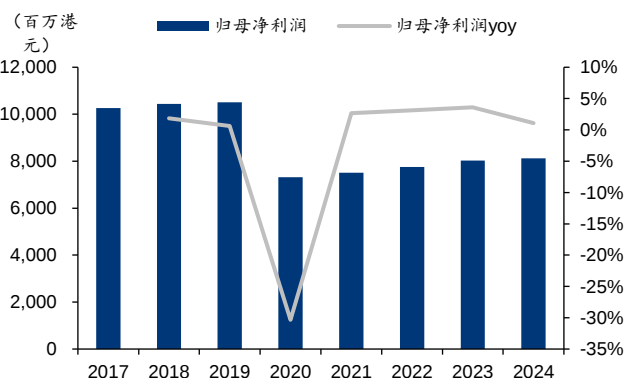
2021 年以来收入逐年下滑，归母净利维持增长态势。历史年度收入下滑主要系应收合联营公司贷款下滑带来利息收入减少，且基建材料销售表现不佳；利润波动则主要与英国业务及汇率波动有关。2020 年公司归母净利下滑（同比-30%）主要系 1）英国维持 19% 的企业税率（而非早前颁布的 17%），带来非现金递延税项支出 14 亿港元；2）英国 UK Rails 及澳洲 Energy Developments 非现金折旧支出增加 4 亿港元；3）英国 Northumbrian Water 步入新规管期，贡献下滑；4）新冠疫情的不利影响；5）汇率的不利波动。但得益于受管制及签署长期合约业务的高占比以及业务布局的广泛性，公司整体业务模式具备较强的抗风险能力，2021 年以来归母净利重回增长轨道。

图表4：2017-2024 年公司营收情况



资料来源：公司公告，华泰研究

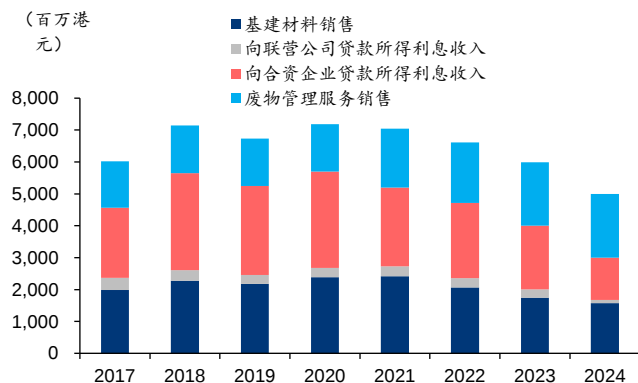
图表5：2017-2024 年公司归母净利润情况



资料来源：公司公告，华泰研究

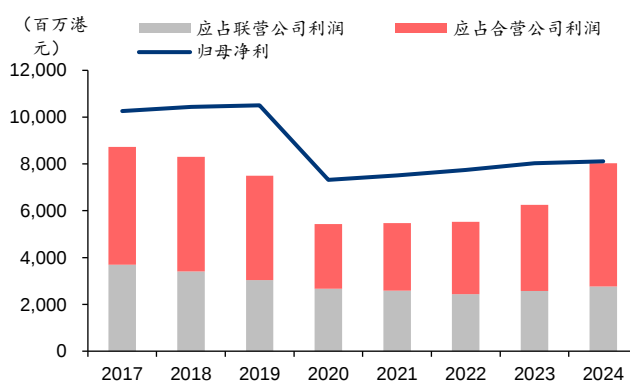
长江基建收入由基建材料销售、利息收入与废物管理服务销售构成，利润主要由合、联营公司贡献。由于公司的投资以业务收购为主，而多数收购为非控股权益收购，即从会计角度看，并不属于公司的子公司，而属于联营公司或合营公司，故公司收入规模远小于归母净利规模。公司的收入主要基建材料销售、利息收入与废物管理服务销售构成；归母净利也主要由应占联营公司、合营公司的利润构成。截至 2024 年底，公司应收合营公司贷款 147.21 亿港元，应收联营公司贷款 9.35 亿港元，合计贡献利息收入 14.23 亿港元，占当年收入的 28%；合、联营公司贡献利润 80.34 亿港元，占公司当年归母净利的 99%。

图表6：公司收入由基建材料销售、利息收入与废物管理服务销售构成



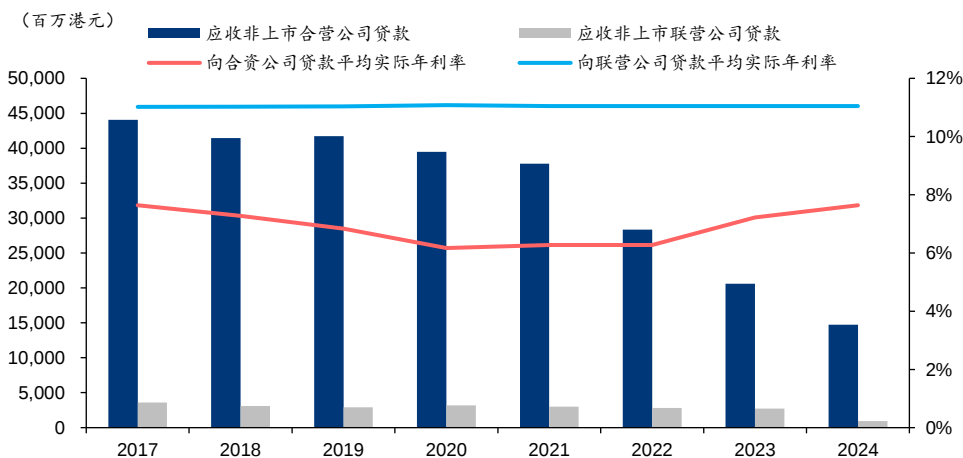
资料来源：公司公告，华泰研究

图表7：2017-2024 年公司归母净利、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

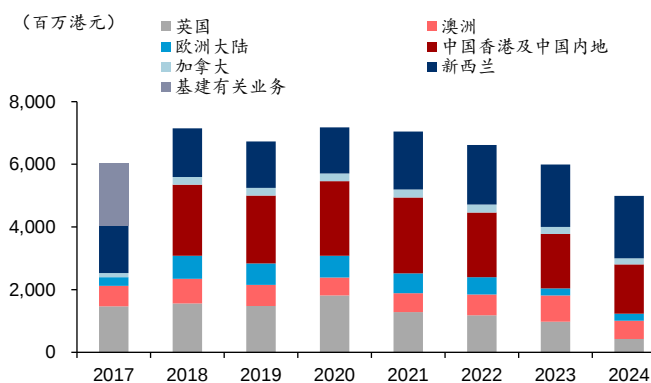
图表8：应收非上市合营公司、联营公司贷款及利率情况



资料来源：公司公告，华泰研究

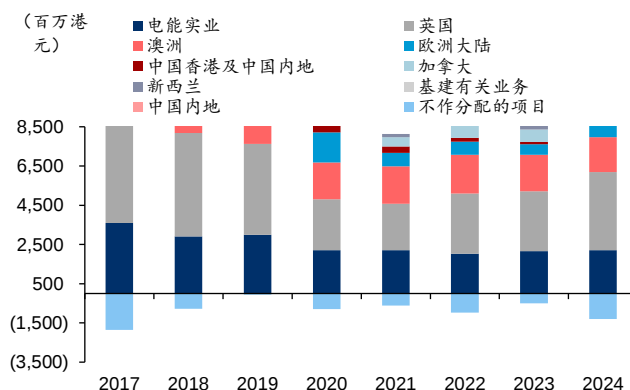
分部来看，英国与澳洲业务贡献主要收入与利润。据 2024 年年报披露口径，公司将业务分为三大分部，1) 投资于电能实业；2) 基建投资：按照地域再分为 6 个分部-英国、澳洲、欧洲大陆、中国香港及中国内地、加拿大、新西兰；3) 不作分配的项目。回顾历史年份各分部业务贡献的收入、利润情况，可发现中国香港及中国内地、新西兰业务贡献了主要收入；英国与澳洲业务贡献了主要利润（2024 年利润贡献占比 49/30%，若考虑电能实业利润中英国及澳洲业务的贡献，对应的利润贡献占比为 63/28%）。

图表9：2017-2024 年营收分部构成



注：2017 年投资分部中拆分了基建有关业务板块
资料来源：公司公告，华泰研究

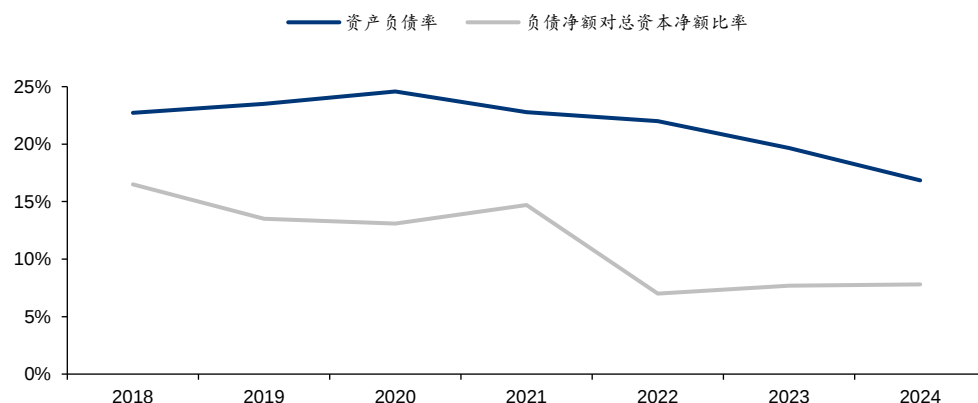
图表10：2017-2024 年归母净利润分部构成



注：2017 年投资分部中拆分了基建有关业务、中国内地板块
资料来源：公司公告，华泰研究

2018 年以来资产负债率低于 25%，2022 年以来负债净额对总资本净额比率低于 8%。公司财务结构较为稳健，有一定的负债规模，2018 年以来资产负债率始终低于 25%，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， $\text{负债净额} = \text{银行及其他贷款} - \text{银行结存及存款}$ ； $\text{总资本净额} = \text{负债净额} + \text{权益}$ 。2018 年以来公司负债净额对总资本净额比率始终低于 17%，呈震荡下行趋势，且 2022 年以来始终低于 8%。

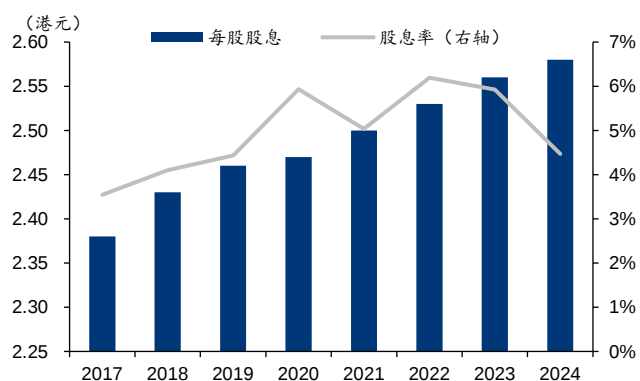
图表11：2018-2024 年资产负债率及负债净额对总资本净额比率情况



资料来源：公司公告，华泰研究

自 1996 年上市以来每股股息逐年增长，2024 年分红比例达 80%。公司整体盈利情况较好且稳定性较强，每股普通股股息自 1996 年上市以来始终维持逐年增长，且 2020 年以来分红比例始终维持在 80% 及以上的水平，彰显了公司作为公用事业公司回馈投资者的决心。2022-2024 年公司每股股利为 2.53/2.56/2.58 港元，分红金额占归母净利润比重为 82/80/80%，若以年末收盘价作为基准进行测算，对应的股息率分别为 6.2/5.9/4.5%，具有较强吸引力。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+已收合联营公司股息-财务成本计算，2019-2024 年公司自由现金流均能覆盖每年现金分红总额。

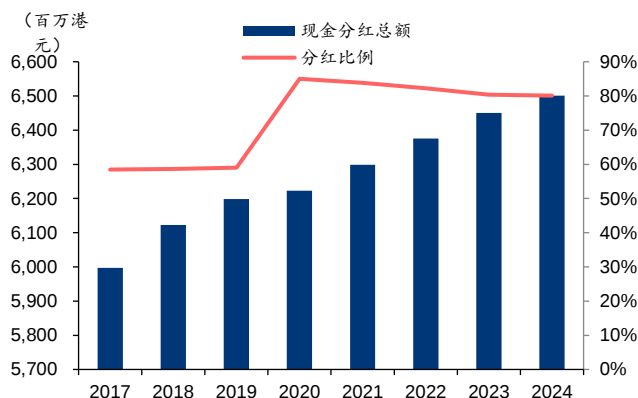
图表12: 2017-2024 年公司每股股息及股息率情况



注: 股息率=年度每股股息/年末收盘价

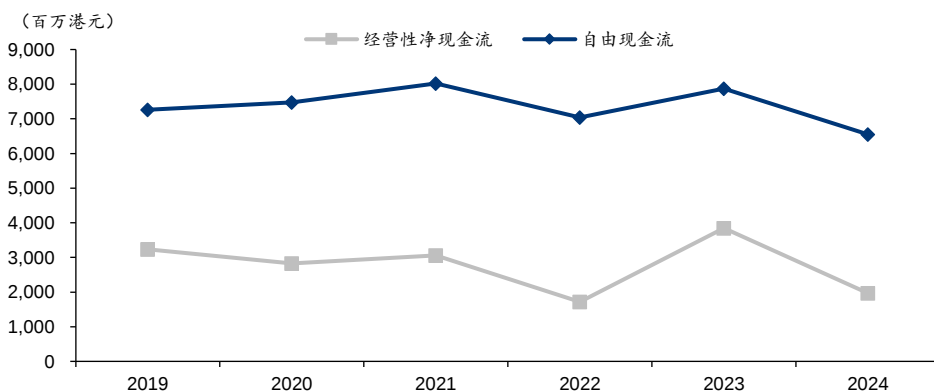
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表13: 2017-2024 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14: 2019-2024 年现金流情况



注: 图中自由现金流=经营性净现金流+已收合联营公司股息-财务成本计算而来

资料来源: 公司公告, 华泰研究

管制资产及合约业务构建稳定盈利模式，2024 年重启并购

公司自成立以来不断通过收并购拓展业务版图，至今业务已遍布全球多个地区，包括英国、澳洲、新西兰、加拿大、欧洲大陆、中国内地、中国香港等；旗下资产以受管制资产及签署长期合约的资产为主。

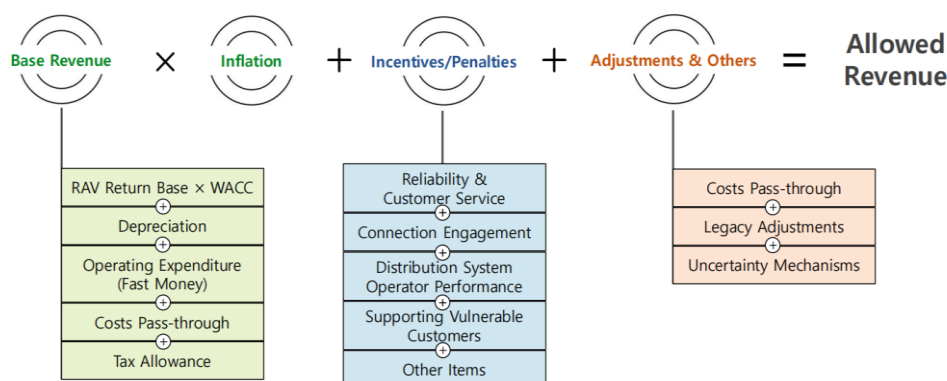
管制资产：英国+澳洲+新西兰，贡献核心盈利

英国：覆盖水电气等多个领域，受 Ofgem、Utility Regulator 与 Ofwat 监管

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15: 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) 的规模将根据实际通货膨胀情况每年进行调整，另一方面，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。

公司旗下受 Ofgem 监管的资产为配电商 UK Power Networks (UKPN)、配气商 Northern Gas Networks (NGN)、Wales&West Utilities (WWU)。其中 UKPN 于 2023 年进入新规范期 RIIO-ED2；NGN 与 WWU 将于 2026 年进入新规范期 RIIO-GD3 (更详细的内容可参考我们于 2024/12/31 发布的《电能实业：全球布局的红利资产》)。

Utility Regulator (The Northern Ireland Authority for Utility Regulation) 是一个独立的非部级政府部门，负责监管北爱尔兰的电力、天然气、水和污水处理行业。公司于 2024 年 4 月收购了北爱尔兰三大配气商中最大的 Phoenix Energy。其所遵循的监管机制与 RIIO 机制类似，通过监管资本支出、运营支出、回报率、气量、激励机制细则等确定配气商的收入上限，以实现对配气商的监管。Utility Regulator 每 6 年进行一次价格监审，Phoenix Energy 于 2023 年进入当前监管周期 GD23，将于 2029 年进入下一监管周期。

Ofwat (The Water Services Regulation Authority) 是负责英格兰和威尔士地区供水和污水处理行业的监管机构。Ofwat 成立于 1989 年，职责是确保水务公司以公平的价格为消费者提供优质高效的服务。英国水务行业在 1986 年提出最初的私有化计划，并于 1989 年正式实施全行业的私有化，私有化改革之后，英格兰和威尔士地区的供排水服务由 10 家大型的区域性供排水公司和 12 家规模较小的供水公司提供，不同地区的价格体系差异较大。

Ofwat 每五年进行一次价格审查，设定水务公司未来五年的收入上限，现行的 PR24 对 2025-2030 年期间实行监管。PR24 设定了 23 个通用绩效承诺(performance commitments, PC)，涉及客户服务、环境保护、资产效率等方面；并对公司设定绩效承诺水平(performance commitment levels, PCLs)，通过成果交付激励机制(outcome delivery incentives, ODIs)，奖励业绩超过绩效承诺水平的公司。长江基建于 2011 年收购水务公司 Northumbrian Water，其所遵循的具体监管机制与 RIIO 机制类似，通过监管资本支出、运营支出、回报率、激励机制细则等确定收入上限，监管资产价值(RCV)会随通货膨胀进行调整。

图表16：公司旗下英国主要公司当前监管周期 wacc 情况

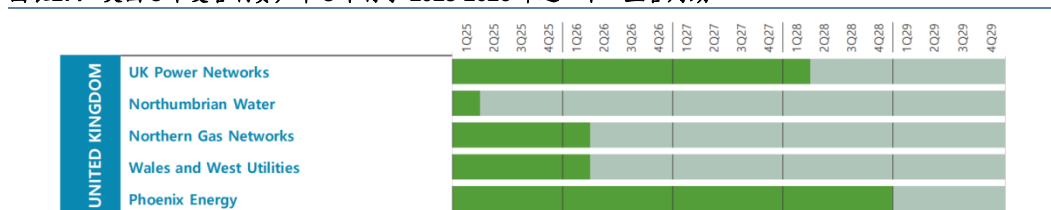
公司	监管机构	当前监管周期	阶段	发布时间	Wacc/Allowed return on capital
UK Power Networks	Ofgem	ED2	FD	2022 年 11 月 30 日	
EPN					3.90%
LPN&SPN					3.93%
Northern Gas Networks	Ofgem	GD2	FD	2021 年 1 月 3 日	2.95%
Wales&West Gas Networks	Ofgem	GD2	FD	2021 年 1 月 3 日	2.95%
Phoenix Energy	Utility Regulator	GD23	FD	2022 年 10 月 28 日	4.54%
Northumbrian Water	Ofwat	PR24	FD	2024 年 12 月 19 日	4.03%

注：1) FD 指 Final Determination；2) Ofgem 监管的资产收益率为 wacc，Utility Regulator 监管的资产收益率为监管期内平均年 pre-tax WACC，Ofwat 监管的资产收益率为 Allowed return on capital

资料来源：Ofgem，华泰研究

多个受管制资产将于 2025-26 年进入下一监管周期，随资本开支投入，利润贡献将稳定增长。梳理长江基建在英国持有的 5 个受管制资产，我们发现其中有 3 个(Northumbrian Water、Northern Gas Networks、Wales&West Utilities) 将于 2025-26 年进入新监管期，如前文所述，资本开支投入转固后将提升受管制资产的规模，带来管制业务的回报稳步增厚。

图表17：英国 5 个受管制资产中 3 个将于 2025-2026 年进入下一监管周期



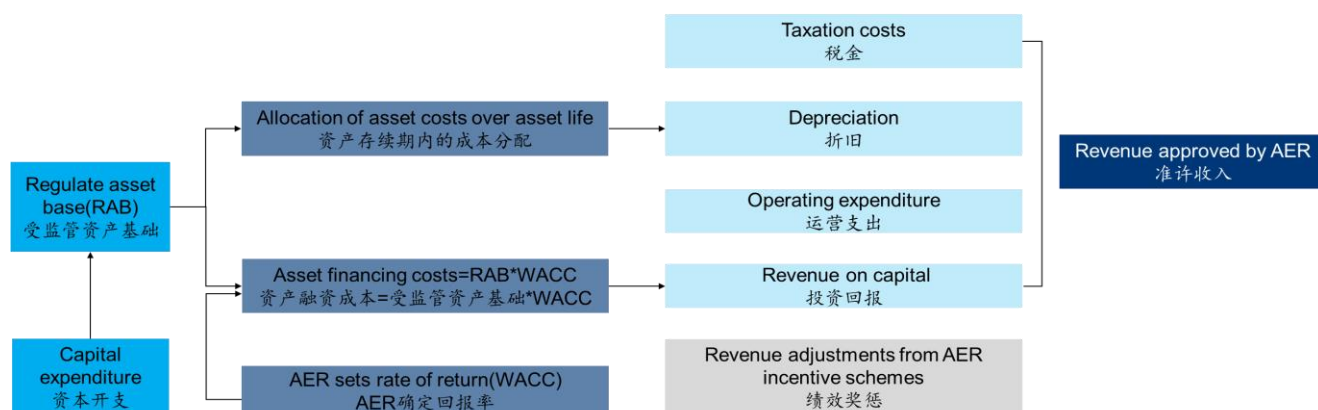
资料来源：公司公告，华泰研究

澳洲：最大海外基建投资者之一，主要从事电、气、能源业务

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绩效奖惩措施，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18：输配电公司准许收入核定框架



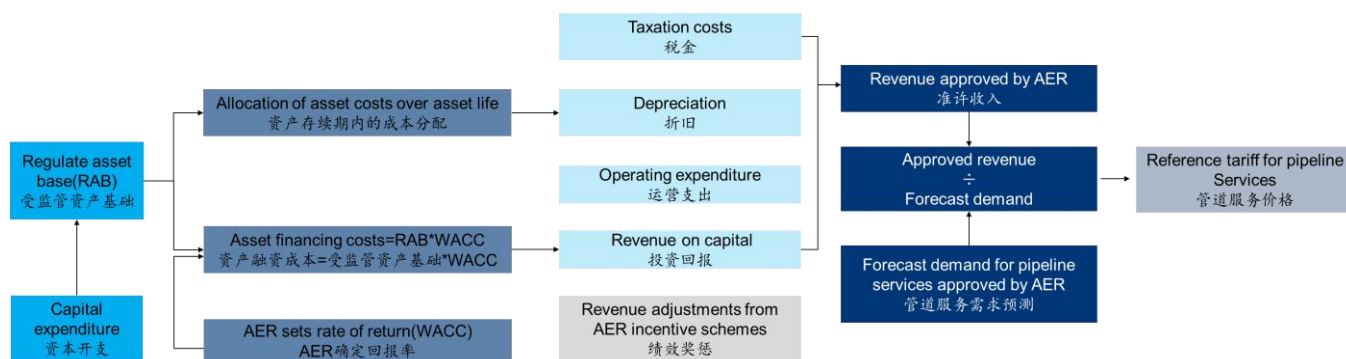
资料来源：AER，华泰研究

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19：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

公司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 UE 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 2024 年底，长江基建对 Victoria Power Networks 的直接持股比例为 23%；对 SA Power Networks 的直接持股比例为 23%；对 CK William 的直接持股比例为 40%（更详细的内容可参考我们于 2024/12/31 发布的《电能实业：全球布局的红利资产》）。

公司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 2024 年底，长江基建对 CK William 的直接持股比例为 40%；对 Australia Gas Networks 的直接持股比例为 45%（更详细的内容可参考我们于 2024/12/31 发布的《电能实业：全球布局的红利资产》）。

图表20：公司旗下澳洲主要公司当前监管周期 nominal wacc 情况

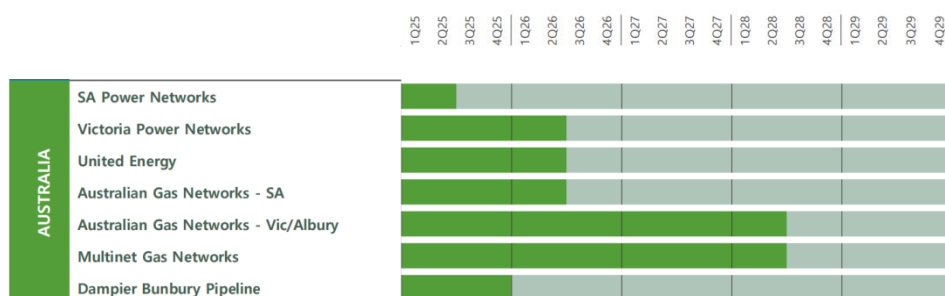
公司	当前监管周期	阶段	发布时间	Allowed regulatory return(nominal wacc)
SA Power Networks	2025-2030	FD	2025 年 4 月 30 日	6.12%
Victoria Power Networks	2021-2026	FD	2021 年 4 月 30 日	4.73%
Australian Gas Networks				
South Australia	2021-2026	FD	2021 年 4 月 30 日	4.96%
Victoria and Albury	2023-2028	FD	2023 年 6 月 2 日	5.52%
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：FD 指 Final Determination

资料来源：AER，华泰研究

澳洲多个受管制资产将于 2025-26 年进入下一监管周期，我们看好在 1) 回报率提升；2) 资本开支投入转固增厚受管制资产规模作用下，利润贡献有望明显提升。梳理长江基建在澳洲持有的 7 个受管制资产，我们发现其中有 5 个（SAPN、VPN、UE、AGN-SA、AGN-vic/Albury、DBP）将于 2025-26 年进入新监管期。我们认为与同样将进入新监管期的英国管制资产相比，澳洲管制资产或实现更高的利润增幅，主要系 1) 英国管制资产的回报率中权益回报率与债务回报率均会每年根据市场实际情况进行调整，而每个监管周期内澳洲管制资产回报率中的权益回报率保持不变，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，故澳洲管制资产新监管期的准许回报率有望较上一规管周期有较为明显的提升（以 SAPN 为例，其已于 2025/4/30 公告了 2025-2030 年的最终决定，回报率由上一监管期的 4.75% 提升至 6.12%）；2) 如前文所述，资本开支投入转固后将提升受管制资产的规模，带来管制业务的回报稳步增厚。

图表21：澳洲 7 个受管制资产中 5 个将于 2025-2026 年进入下一监管周期



资料来源：公司公告，华泰研究

新西兰：配电商 Wellington Electricity 于 2025 年 4 月进入新监管周期 DPP4

新西兰配电商受商务委员会（Commerce Commission, CC）与电力局（Electricity Authority, EA）的监管。商务委员会对配电商在每个监管期内的允许收入总额及必须公开披露的信息进行监管，电力局负责输配电价格改革（可向用户转嫁的单位电价）及指导配电商的监管条款。每个监管期期初（5 年为一个完整的监管期），商务委员会确定受监管的配电商可向其客户收取的允许收入总额。允许收入包括成本组成部分，其中包括运营支出、资产折旧、税收支出和行业基准资本回报率。一旦确定了监管期内每年的成本组成部分，每年的成本金额在整个监管期内平滑处理，作为预测净许可收入。

图表22：新西兰配电商的监管要点

监管要点	要点涵盖的内容
配电价格的构成（Distribution price component）	经营配电网络及提供配电服务的成本。
可传导部分（Pass-through price component）	配电商可将外部服务的成本转嫁给消费者，包括电力监管税、输电成本等。
可收回部分（Recoverable price component）	包括奖励性付款和罚款、对预测和实际定价投入之间差异的弥补、价格平滑收入的延迟收回以及经批准的创新津贴成本收回。

资料来源：新西兰商务委员会，华泰研究

图表23：新西兰配电商的主要成本组成部分（均由 DPP 确定）

成本组成部分	内容
运营支出（Operating expenditure）	包括与运营和维护网络以及管理日常业务活动相关的预测成本。
折旧（Depreciation）	受监管资产投入使用的正常折旧。
资本回报（Return on capital）	受监管资产基础的税前回报。
输电费用（Transpower charges）	向国家电网运营商 Transpower 支付的费用，将电输送到配电商的网络。可转嫁给消费者。
其他可收回成本（Other recoverable costs）	包括收回资本支出冲减调整、奖励和转嫁余额。
转嫁成本（Pass-through costs）	包括商务委员会税、电力局税等。可转嫁给消费者

资料来源：Wellington Electricity，华泰研究

长江基建在新西兰投资的管制资产为持有及营运配电网络的 Wellington Electricity。截至 2024 年底，长江基建对其的直接持股比例是 50%。Wellington Electricity 目前处于 DPP4（Electricity Distribution Services Default Price-Quality Path Determination 2025）监管期，此决定适用于 2025 年 4 月至 2030 年 3 月，准许回报率（vanilla WACC）由 DPP3 的 4.57% 提升至 7.10%。考虑 1）新监管期内准许回报率有明显提升；2）资本开支及通货膨胀对受监管资产基础（regulate asset base, RAB）的增厚，我们认为新监管期内 Wellington Electricity 或将实现较好的业绩表现。

签署长期合约的资产贡献稳定盈利

除受管制资产外，长江基建还拥有有一定规模的通过签署长期合约贡献稳定盈利的资产。主要包括 1) 英国的 UK Rails, 其持有英国三大铁路车辆租赁公司之一的 Eversholt UK Rails, 主要通过长期租赁协议为英国铁路运营商提供地域性、短途及高速载客列车以及货运机车的租赁服务, 收入模式稳定。2) 2024 年 8 月新收购的 UK Renewables Energy, 其于英格兰、苏格兰、威尼斯拥有 32 个陆上风电场, 总装机容量 175MW, 权益装机容量 137MW, 业务收益主要来自于与通胀挂钩的政府资助、电费收益 (包括透过购电协议供电给客户及向市场出售电力)。3) 加拿大管道运营商 Canadian Midstream Assets, 其于加拿大阿尔伯达省及萨斯喀彻温省设有全长约 2300 公里的原油管道、约可储存六百万桶油的设施, 以及天然气基建设施, 业务组合均签订长期合约。4) Dutch Enviro Energy (AVR), 其于欧洲大陆经营五家废物处理厂设施, 签订长期合同以收集及处理废物; 并向客户出售处理废物所产生的能源。除服务本地市场外, AVR 旗下两间转废为能处理厂均拥有 “R1” 能源回收级别认可, 获准处理从欧洲国家进口的废物, 所有废物均可转化为能源, 包括电力、蒸汽及热能, 是荷兰最大的可再生区域暖气供应商之一。

此外, 公司还在全球多地布局了固废、基建等业务。如加拿大具领导地位的家居服务公司之一 Reliance Home Comfort、主要的机场外围停车场设施公司 Park'N Fly; 欧洲大陆辅助计量及相关服务国际供应商 ista; 新西兰固废运营商 Enviro NZ; 中国香港及中国内地的汕头海湾大桥、友盟建筑材料等。

图表 24: 长江基建旗下部分其他资产基本情况

资产	所在地	主要经营范围
Reliance Home Comfort	加拿大	提供热水炉销售及租赁、暖气、通风及空调设备 (HVAC)、食水净化产品, 以及热泵和电动汽车充电器等环保方案。亦为客户提供水电装置服务、智能家居方案及家用舒适设备保养计划。
Canadian Power	加拿大	持有 1) Okanagan Wind 100% 权益, 其位于卑诗省的两个风电场总发电量为 30 兆瓦; 2) Meridian Cogeneration Plant 100% 权益, 为一间位于萨斯喀彻温省的燃气热电厂, 总装机容量 220 兆瓦; 3) TransAlta Cogeneration 49.99% 权益, 于阿尔伯达省及安大略省经营三家燃气热电厂, 并持有一家位于阿尔伯达省的燃气电厂。
Park'N Fly	加拿大	加拿大主要的机场外围停车场设施公司, 为该国东西岸各地的商务及休闲旅客提供汽车停泊服务。也于部分城市提供电动汽车充电、汽车美容、更换机油等配套服务。
Ista	欧洲大陆	一家具领导地位的辅助计量及相关服务国际供应商, 拥有逾百年历史。业务范畴涵盖硬件开发、制造、安装和维修, 并包括计量仪用量测读、个别用户发单、数据收集和处理, 以及能源数据管理。此外, 亦提供楼宇管理服务如供应烟雾警报器、湿度感应器、食水分析、渗漏检测, 以及能源审计证书。业务遍及二十多个国家, 服务逾一千四百万个住户, 计量装置数目超过六千万个。主要市场包括德国、法国、荷兰及丹麦。
Enviro NZ	新西兰	新西兰具领导地位的环境服务公司之一, 服务范围覆盖全国, 为超过 50 万名商业及住宅用户提供废物收集与回收、资源循环再用及废物弃置服务。此外, Enviro NZ 拥有及管理新西兰最大的废物弃置及资源回收场所之一, 该设施位于汉普顿道斯, 占地 360 公顷, 处理的废物占大奥克兰区全年堆填量约 40%。
深汕高速东路 (东段) / 汕头海湾大桥	中国内地	收费的道路及桥梁
友盟建筑材料/青洲英坭集团	香港	基建材料制造

资料来源: 公司公告, 华泰研究

盈利预测分析

关键假设：

收入端预测核心假设：

公司的收入主要由三部分构成：基建材料销售；向联营公司、合资公司贷款所得利息收入、废物管理服务销售。

基建材料销售：考虑该部分收入近年来呈现下降趋势，我们假设 2025-27 年逐年同比 -5/-3/-3%。

利息收入：主要来自应收联营公司、合资公司贷款，我们假设 1) 贷款规模方面，考虑到 2020 年以来应收联营公司、合资公司贷款规模均呈下降趋势，虽 2024 年重启并购，但应收联营公司、合资公司贷款规模延续下滑趋势，我们保守假设 2025/2026/2027 年应收联营公司、合资公司贷款均逐年减少 5000 万港元；2) 利率方面，据公司公告，联营公司未偿还贷款（计息部分）自 2021 年起均以 10.85%-11.19% 固定利率计息，平均实际年利率稳定在 11.05%；合资公司未偿还贷款（计息部分）历史年份多参考英镑隔夜平均指数、澳洲银行票据调期参考利率及合资企业之回报计息，2022 年起平均实际年利率略有提升。故我们假设应收联营公司贷款 2025-27 年平均实际年利率维持 2024 年水平，应收合资公司贷款平均实际年利率逐年提升 0.2pp。

废物管理服务销售：考虑到近年来该部分收入较为稳定，我们假设 2025-27 年维持 2024 年水平。

图表25： 公司收入端核心假设

		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	百万港元	6615	5990	4993	4678	4652	4627
yoy	%	-6.1%	-9.4%	-16.6%	-6.3%	-0.6%	-0.5%
基建材料销售	百万港元	2066	1741	1573	1494	1450	1406
yoy	%	-15%	-16%	-10%	-5%	-3%	-3%
向合联营公司贷款所得利息收入	百万港元	2648	2257	1423	1187	1205	1224
yoy	%	-5%	-15%	-37%	-17%	2%	2%
联营公司未偿还贷款（计息部分）	百万港元	2687	2568	790	740	690	640
平均实际年利率	%	11.05%	11.05%	11.05%	11.05%	11.05%	11.05%
合资公司未偿还贷款（计息部分）	百万港元	26798	19962	14086	14036	13986	13936
平均实际年利率	%	6.28%	7.22%	7.64%	7.84%	8.04%	8.24%
废物管理服务销售	百万港元	1901	1992	1997	1997	1997	1997
yoy	%	3%	5%	0%	0%	0%	0%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

成本端预测核心假设：

营运成本：2022 年以来营运成本呈下降态势，考虑 2024 年重启并购但收购的资产规模与以往收购相比较小，我们假设 2025-27 年营运成本逐年增长 1%。

员工薪酬：考虑历史大部分年份员工薪酬均同比略有增长，我们假设 2025-27 年逐年增长 2%。

应占联营企业、合营企业利润核心测算逻辑（以 SAPN 为例）：

- 1) 资产所处监管周期情况：SAPN 将于 2025/7/1 进入新监管期（2025-2030）。
- 2) 核心逻辑：决定 SAPN 及与其类似的企业利润贡献的核心因素是受监管资产规模及回报率，而资本开支与通货膨胀率将影响每年的受监管资产规模。我们认为第 N+1 年经营溢利=第 N 年经营溢利*（第 N+1 年 closing RAV/第 N 年 closing RAV）*(1+通货膨胀率)*（第 N+1 年回报率/第 N 年回报率）。
- 3) 受监管资产规模：closing RAV=opening RAV + Totex * 资本化率-折旧（考虑通货膨胀前，每年通货膨胀也将反映至受监管资产规模中）。每个监管期的 FD（最终决定）中将披露新监管期的 Totex 及通货膨胀率预测，SAPN 新监管期（2025-2030）Totex 总计 43.61 亿澳元，通货膨胀率为 2.72%，（上一监管期为 2.27%）；参考历史情况资本化率取 60%，折旧率取 7%。
- 4) 回报率：据 AER 披露，SAPN 新监管期的回报率将提升至 6.12%（上一监管期为 4.75%）。

图表26: SAPN 经营溢利预测逻辑

SAPN		2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营溢利	百万港元	269	820	1130	1204	1278
YoY	%	-11%	205%	38%	7%	6%
opening RAV	百万澳元	4571	4631	4687	4883	5064
Totex/年	百万澳元	634	634	872	872	872
资本化率	%	60%	60%	60%	60%	60%
折旧	百万澳元	320	324	328	342	354
折旧率	%	7%	7%	7%	7%	7%
closing RAV	百万澳元	4631	4687	4883	5064	5233
YoY	%	1%	1%	4%	4%	3%
通货膨胀率	%	2.27%	2.27%	2.72%	2.72%	2.72%
回报率 (vanilla wacc)	%	4.75%	4.75%	6.12%	6.12%	6.12%

资料来源: AER, 电能实业公司公告, 华泰研究预测

历史年份公司管理费用率有升有降, 依据我们对 2025-2027 年度员工薪酬的假设, 对应管理费用率为 23.37/23.97/24.59%。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 2025-27 年财务费用率分别为 16.79/17.71/18.63%。应占联营企业、合营企业利润方面, 公司主要投资于海外受管制资产, 业绩表现与管约束束、通货膨胀、利率走势等多个因素相关, 参考各个受管制资产当前监管期的资本开支、受监管资产价值、准许回报率情况计算其业绩表现, 我们预计 2025-2027 年公司应占联营公司利润为 29.4/30.7/31.8 亿港元; 应占合资公司利润为 54.5/56.4/58.2 亿港元。综上, 我们预计公司 2025-27 年归母净利润将同比+2.7/3.8/3.7%至 83.4/86.6/89.7 亿港元。

图表27: 2025/2026/2027 年公司归母净利有望同比+2.7/3.8/3.7%

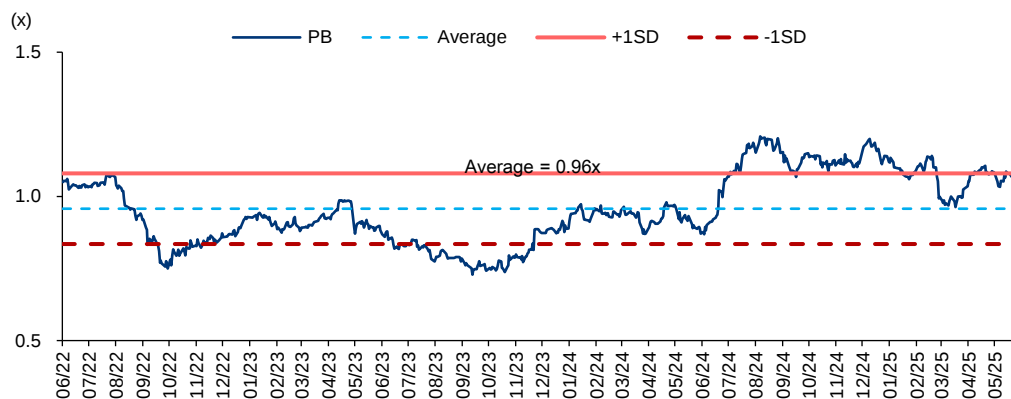
		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
管理费用率	%	14.23%	17.20%	21.47%	23.37%	23.97%	24.59%
财务费用率	%	7.85%	12.84%	17.32%	16.79%	17.71%	18.63%
应占联营公司利润	百万港元	2442	2571	2765	2940	3068	3178
应占合资公司利润	百万港元	3084	3687	5269	5452	5637	5824
归母净利	百万港元	7748	8027	8115	8335	8656	8974
yoy	%	3.1%	3.6%	1.1%	2.7%	3.8%	3.7%

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

目标价 64.73 港元, 首次覆盖予以“买入”评级

考虑到长江基建广泛投资于全球多地受规管资产, 而全球化布局的类似港股标的仅有中电控股、电能实业, 且长江基建与电能实业旗下资产重合度较高, 我们参考公司历史 3 年 PB 均值 0.96x 进行估值。我们预计公司 2025-2027 年 EPS 为 3.31/3.44/3.56 港元, BPS 为 48.86/49.70/50.64 港元。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) 公司 2024 年重启并购, 4/8 月收购北爱尔兰配气商 Phoenix Energy/英国风电场 UK Renewables Energy, 5 月透过 UKPN 收购英国可再生能源资产组合 UU Solar, 将带来新增利润贡献; 3) 上市以来每股股息逐年增长, 我们给予公司 2025 年 PB 1.32x, 对应目标价 64.73 港元, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表28：长江基建历史 3 年 PB



资料来源：Wind，华泰研究

图表29：全球可比公司估值情况

公司代码	公司名称	主营业务	LTM P/E			LTM P/B		
			当前	2 年均值	5 年均值	当前	2 年均值	5 年均值
SSE LN	SSE	在英国和爱尔兰从事发电、输电、配电和供电业务；还存储和分销天然气。	16.7	17.3	14.7	1.97	2.11	2.61
IBE SM	Iberdrola	在英国、美国、西班牙、葡萄牙和拉丁美洲发电、配电、售电及交易电力。	21.5	16.1	17.2	2.25	1.76	1.73
NG/LN	National Grid	拥有并经营英国、威尔士、美国东北部和苏格兰的输电网络、大不列颠的输气网络。	17.9	17.5	20.5	1.10	1.30	1.54
1038 HK	CKI	全球大型环球基建集团之一，投资世界各地的能源、基建及公用事业相关业务。	16.1	15.0	14.7	1.08	0.98	1.00

注：数据日期为 2025/6/20

资料来源：Bloomberg，华泰研究预测

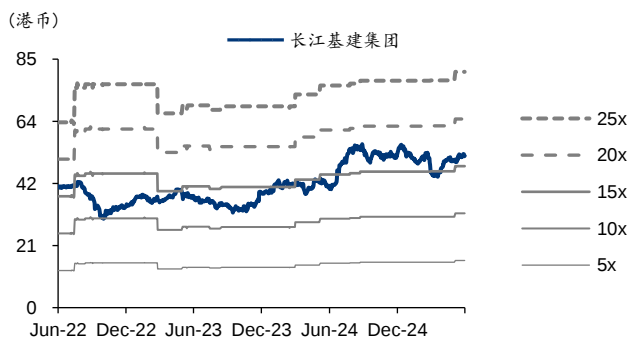
风险提示

地缘政治风险。公司业务遍布全球多个地区，若全球地缘政治紧张局势加剧，可能影响公司的投资决策和市场开拓，还可能引发法律、经济和声誉风险。

汇率波动风险。公司业务布局全球化，2024 年英国地区利润贡献占比达 63%，澳洲地区利润贡献占比达 28%，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。

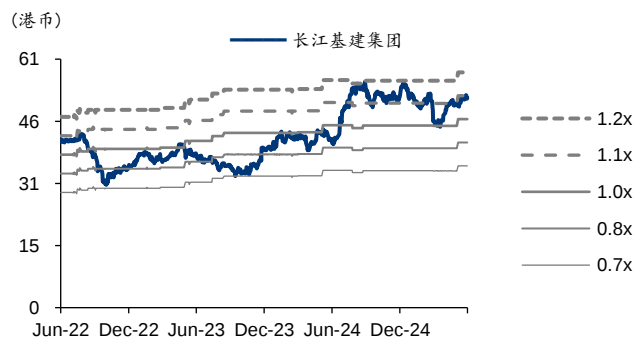
监管机制调整风险。公司投资于多个受管制资产，监管机构将对每一监管周期的最大准许收入、最高准许价格等指标进行约束，且公司多家合营、联营公司将在 2025/2026 年进入新规管期，若管制收紧（如下调准许回报率、下调激励力度），公司业绩表现或低于我们的预期。

图表30：长江基建集团 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表31：长江基建集团 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人, 王玮嘉、黄波、李雅琳、胡知, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

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

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

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

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

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

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

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

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

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

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

中国香港

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

香港-重要监管披露

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

美国

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

美国-重要监管披露

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

新加坡

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

评级说明

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

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

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

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

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

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。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2025年华泰证券股份有限公司