

公用环保 | 公司研究

2023年9月1日

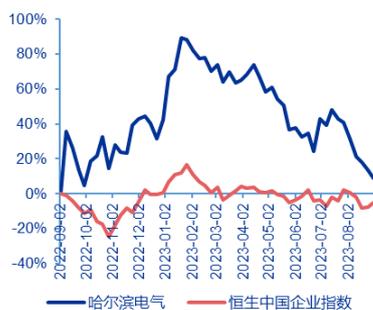
买入

维持

市场数据：2023年8月31日

收盘价(港币)	2.40
恒生中国企业指数	6332.42
52周最高/最低价(港币)	4.24/2.37
H股市值(亿港元)	41
流通H股(百万股)	676
汇率(人民币/港币)	1.08

股价表现：



资料来源：Wind

证券分析师

查浩 A0230519080007
zhahao@swsresearch.com

研究支持

莫龙庭 A0230121050001
molt@swsresearch.com

联系人

莫龙庭 A0230121050001
molt@swsresearch.com

历史订单影响中报业绩，看好新增订单兑现

哈尔滨电气 (1133:HK)2023 年中报业绩点评

事件：发布 2023 年中期业绩，业绩表现低于预期。2023H1 公司总营收 137.64 亿元(人民币，下同)，yoy +15.9%；归母净利润 8489 万元，yoy +63.8%，业绩表现低于预期。

公司核心电力装备业务收入实现稳步增长。2023H1 公司核心的电力装备收入 67.02 亿元，yoy 24.31%，其中煤电设备 40.58 亿元，yoy +25.43%；水电设备 11.75 亿元，yoy -26.4%；核电设备 12.78 亿元，yoy +236.63%。

部分历史项目价格较低，上半年公司毛利率同比下降 4.46 个 pcts，是公司业绩低于预期的主要原因。2023 年 H1，公司经营业务毛利 14.54 亿元，yoy -18.38%；毛利率为 10.72%，毛利率同比下降 4.46 个 pcts，主要是由于部分历史项目合同价格较低，以公司核心的新型电力装备为例，2023H1 公司煤电设备毛利为 4.9 亿元，毛利率为 12.09%，同比降低 2.01 个 pcts；水电设备毛利为 1.04 亿元，毛利率为 8.85%，同比降低 14.23 个 pcts；核电设备毛利为-0.45 亿元，毛利率为-3.54%，同比降低 39.98 个 pcts。

趋势不改，公司新接订单爆发式增长。2023 年上半年，公司正式合同额 325.85 亿元，yoy +109.45%，其中 1、新型电力系统 189.28 亿元，yoy +187.79%(煤电 116.31 亿元，yoy +437.97%；水电 38.20 亿元，yoy +78.67%；核电 25.48 亿元，yoy +1,830.30%；气电 3.99 亿元，yoy -80.33%)；2、绿色低碳驱动装备 13.18 亿元，yoy +56.72%；3、清洁高效工业系统 35.30 亿元，yoy +12.74%；4、工程总承包与贸易 57.94 亿元，yoy +118.64%；5、现代制造与服务 30.16 亿元，yoy +27.85%；

核电及抽蓄等积极扩产，压缩空气储能等新领域积极开拓。截至 2023 年 H1，公司完成固定资产投资 46,728.04 万元，主要用于核电基能力提升项目、抽蓄能力提升一期项目等。在新领域拓展方面，公司积极可再生能源、海洋装备、氢能、储能及综合利用领域，例如上半年公司中标全球最大容量的青海格尔木 60MW/600MWh 液态压缩空气储能示范项目的空气透平设备，中标世界首个 300MW 级非补燃压缩空气储能湖北应城项目的换热系统。

投资分析意见：受公司历史订单价格影响，公司上半年业绩低于预期，我们认为伴随去年底新签订单逐步确认收入，公司毛利率有望得到明显修复。考虑上半年业绩对全年的影响，我们下调公司 2023-25 年盈利预测为 3.41/15.90/17.14 亿元(下调前为 6.15/16.20/17.26 亿元)，当前市值对应公司 2023-25 年 PE 倍数为 11/2/2 倍，明显低于港股可比公司(东方电气及金风科技)的 13/10/8 倍。我们认为，公司作为国内领先的能源装备制造制造商，伴随火电、抽蓄、核电等多项核心装备迎来景气度提升，公司相关订单将逐步兑现。叠加前期大股东 17 亿认购新内资股，公司“稳基础、见成效、上水平”三步走战略将稳步落地。考虑公司合理业绩主要在明年开始体现，参照可比公司 2024 年 10 倍平均估值，谨慎起见，我们给予公司 2024 年 5 倍 PE 估值，综上，维持“买入”评级。

风险提示：火电新增装机不及预期、抽水蓄能核准开工不及预期、火电灵活性改造需求不及预期、原材料成本维持高位、国际业务风险。

表：财务数据及盈利预测

人民币，百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	21,570	24,984	32,683	40,014	43,030
同比增长率(%)	-11%	16%	31%	23%	7%
归母净利润	-4142	99	341	1590	1737
同比增长率(%)	59071%	扭亏为盈	246%	366%	9%
每股收益(元/股)	-2.43	0.06	0.20	0.93	1.02
毛利率(%)	-4.61	11.60	12.56	16.44	16.71
ROE 摊薄(%)	-26%	1%	3%	13%	13%
市盈率	-1	38	11	2	2
市净率	0.32	0.32	0.31	0.27	0.24

资料来源：公司公告，申万宏源研究

附录 – 财务报表

表：公司利润表预测

利润表 (百万元 , CNY)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
一、营业总收入	21,570	24,984	32,683	40,014	43,030
营业收入	21,225	24,644	32,369	39,677	42,597
营业总收入-利息收入	344	340	314	337	432
二、营业总成本	-25,265	-24,746	-32,220	-37,931	-40,647
营业成本	-22,203	-21,780	-28,304	-33,154	-35,480
营业总成本-利息支出	-9	-15	-15	-15	-15
营业税金及附加	-163	-169	-221	-271	-292
销售费用	-638	-624	-816	-999	-1,075
管理费用	-1,568	-1,295	-1,694	-2,075	-2,231
研发费用	-671	-727	-951	-1,164	-1,251
财务费用	-14	-135	-218	-253	-303
加：其他收益	199	148	148	148	148
投资收益	45	39	39	39	39
汇兑收益	0	0	0	0	0
公允价值变动净收益	0	1	0	0	0
信用减值损失	-478	-332	-231	-301	-329
资产减值损失	-423	-58	-43	-32	-15
资产处置净收益	62	3	0	0	0
套期净收益/(损失)	0	0	0	0	0
三、营业利润	-4,291	156	377	1,938	2,225
营业外收入	67	56	56	56	56
营业外支出	24	-6	-6	-6	-6
四、利润总额	-4,200	206	427	1,988	2,276
所得税	99	-76	0	0	-104
五、净利润(含少数股东权益)	-4,101	129	427	1,988	2,171
净利润(不含少数股东权益)	-4,142	99	341	1,590	1,737
少数股东损益	42	31	85	398	434

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表：公司资产负债表

资产负债表(百万元,CNY)	2,021	2,022	2023E	2024E	2025E
流动资产	51,501	53,524	61,780	71,966	81,532
货币资金	13,602	17,301	15,868	17,110	22,290
应收款项	15,296	16,202	18,934	22,974	25,231
存货净额	9,277	9,405	12,222	14,316	15,321
合同资产	9,377	8,310	12,450	15,260	16,384
其他流动资产	3,949	2,306	2,306	2,306	2,306
非流动资产	9,109	9,760	10,723	12,081	14,055
长期投资	635	1,222	1,222	1,222	1,222
固定资产	5,413	5,985	6,892	8,253	10,226
无形资产	962	890	946	943	944
其他资产	2,099	1,662	1,662	1,662	1,662
资产总计	60,610	63,284	72,503	84,047	95,587
流动负债	44,452	45,859	53,721	61,913	69,327
短期借款	5,223	4,813	4,813	4,813	4,813
应付款项	22,560	22,540	26,917	30,926	33,321
合同负债	15,046	17,428	20,914	25,097	30,116
其它流动负债	1,624	1,077	1,077	1,077	1,077
非流动负债	3,963	5,051	5,981	7,348	9,301
长期借贷	1,033	2,392	3,253	4,537	6,390
其他非流动负债	2,930	2,659	2,728	2,811	2,910
负债合计	48,415	50,910	59,702	69,261	78,628
股本	1,707	1,707	1,707	1,707	1,707
资本公积	4,339	4,339	4,339	4,339	4,339
留存收益	5,488	5,588	5,929	7,519	9,256
少数股东权益	626	646	731	1,129	1,563
其他	35	95	95	93	95
股东权益	12,195	12,374	12,801	14,786	16,959
负债和股东权益合计	60,610	63,284	72,503	84,047	95,587

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表：公司现金流量表

现金流量表(百万元, CNY)	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	
净利润	-4,101	129	427	1,988	2,171	
加：折旧摊销减值	883	779	908	1,049	1,171	
财务费用	217	135	218	253	303	
非经营损失	-71	-43	-39	-39	-39	
营运资本变动	3,669	2,737	-2,392	-971	2,799	
其它	-200	24	-	-	-	
经营活动现金流	397	3,763	-878	2,280	6,405	
资本开支	-293	-364	-1,579	-2,108	-2,819	
其它投资现金流	1,267	-296	107	117	132	
投资活动现金流	974	-660	-1,472	-1,991	-2,686	
吸收投资	36	5	-	-	-	
负债净变化	-364	-571	861	1,284	1,853	
支付股利、利息	-325	-282	-284	-329	-394	
其它融资现金流	-4	384	-	-2	2	
融资活动现金流	-657	-464	577	953	1,461	
汇率变动影响	23	-68	-28	33	340	
净现金流		737	2,570	-1,801	1,275	5,520

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20% 以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在 -10% 和 +10% 之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20% 以上。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。