

公用环保 | 公司研究

2024年4月3日

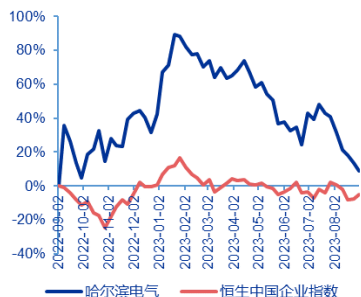
增持

下调

市场数据：2024年4月2日

收盘价(港币)	2.24
恒生中国企业指数	5960.72
52周最高/最低价(港币)	2.83/1.77
H股市值(亿港元)	50
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

王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com
莫龙庭 A0230121050001
molt@swsresearch.com

研究支持

朱赫 A0230122060007
zhuhe@swsresearch.com

联系人

莫龙庭 A0230121050001
molt@swsresearch.com

低毛利订单仍在消化，看好新订单量价齐升

哈尔滨电气 (01133:HK) 点评

事件：哈尔滨电气 (1133.HK) 发布 2023 业绩公告，2023 年收入 288.41 亿元，yoy+17%，归母净利润为人民币 5.75 亿元，yoy +482.69%，业绩表现符合预期。

公司利润大幅增长主要受益于信用减值损失大幅减小及投资收益增加。2023 年公司信用减值损失科目为+5.52 亿元，而去年同期为-3.32 亿元，即 2023 年公司信用减值损失科目增加 8.84 亿。此外，公司 2023 年投资收益增加 2.23 亿，我们认为主要来自 2023 年 11 月 28 日公司转让哈尔滨电气动力装备有限公司 51% 股权收益。根据佳电股份公告，哈电动装 100% 股权价值为 7.86 亿元，评估增值 2.60 亿元。据此推算，公司转让哈电动装收益约为 1.3 亿元。

电源装备收入快速增长，但毛利率仍维持低位，主要为完成此前低毛利订单影响。2023 年公司新型电力装备(煤电、气电、水电、核电设备)收入同比增长 34%，但整体毛利率同比下降 0.8 个百分点至 10.82%，新型电力装备毛利率为 12.33%，同比下降 1.83 个百分点，其中煤电 9.55，气电 5.37，水电 12.9，核电 26.98，主要受年度间排产产品结构差异及当前完工产品毛利率较低影响。

公司订单持续高增。2023 年公司合同签约额 435.65 亿元，yoy +29.53%，其中新型电力装备 245.90 亿元，yoy +44.32% (煤电设备 139.73 亿元，yoy +101.66%;水电设备 58.73 亿元，yoy +38.81%;核电设备 19.82 亿元，yoy -41.77%;气电设备 16.87 亿元，yoy -16.81%)；绿色低碳驱动装备 9.94 亿元，yoy -27.76%，主要为海洋装备增长)；清洁高效工业系统 59.36 亿元，yoy +23.00%，主要为工业化及泵阀业务增长；工程总承包与贸易 69.57 亿元，yoy +22.68%，主要为海外工程提升；现代制造服务业 50.88 亿元，yoy +7.8%。

公司在光热发电、压缩空气储能等领域持续突破，同时加快抽蓄及核电等产能提升，2024 资本开支约 25.63 亿元。2023 年公司签订恒基能瓜州、青豫直流、新华博州等光热发电项目合同，实现塔式吸热器系统、蒸汽发生器、熔盐储罐等关键核心装备的业绩突破；成功订全球最大容量的青海格尔木 60MW/600MWh 液熊压缩空气储能示范项目空气透平合同。此外，2024 年公司计划投资 25.63 亿元 (2023 年为 15.01 亿元)，主要用于技措技改项目、核电基础能力提升项目、抽水蓄能产能提升项目、国家级发电设备研究中心研发基地建设项目及数字化车间建设项目等。

2023 年 10 月公司定增 17 亿内资股完成，大股东持股比例提升至 69.79%。2022 年 12 月公司公告向大股东定增 17 亿元，用于推动业务发展。本次总共发行 5.298 亿股新内资股，发行价 3.60 港元，2023 年 10 月内资股认购事项已成交，公司股份总数为 22.36 亿股，其中包括 15.61 亿股内资股及 6.76 亿股 H 股。此次发行完成，大股东哈电集团持股比例从 60.41% 提升至 69.79%。

投资分析意见：考虑公司历史订单价格及新接核电订单下滑影响，我们下调公司 2024-25 年盈利预测为 9.25/12.94 亿元 (下调前为 15.90/17.14 亿元)，新增 2026 年盈利预测为 15.48 亿元，当前市值对应公司 2024-26 年 PE 倍数为 5/4/3 倍，考虑盈利预测下调，下调公司为“增持”评级。

风险提示：电力建设进度及订单价格不及预期、电厂改造不及预期、信用减值风险高于预期等风险。

表：财务数据及盈利预测

人民币，百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	24,984	29,250	38,426	44,717	46,771
同比增长率 (%)	16%	15%	34%	17%	5%
归母净利润	99	575	925	1294	1548
同比增长率 (%)	扭亏为盈	483%	61%	40%	20%
每股收益(元/股)	0.06	0.31	0.41	0.58	0.69
毛利率 (%)	11.60	10.97	13.15	14.02	14.08
ROE 摊薄 (%)	1%	5%	7%	9%	10%
市盈率	46	8	5	4	3
市净率	0.39	0.33	0.31	0.28	0.26

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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
一、营业总收入	24,984	29,250	38,426	44,717	46,771
营业收入	24,644	28,841	38,016	44,308	46,362
营业总收入-利息收入	340	409	409	409	409
二、营业总成本	-24,746	-29,414	-37,245	-42,962	-44,815
营业成本	-21,780	-25,721	-33,018	-38,095	-39,833
营业总成本-利息支出	-15	-16	-16	-16	-16
营业税金及附加	-169	-196	-260	-303	-317
销售费用	-624	-622	-845	-984	-935
管理费用	-1,295	-1,561	-1,729	-2,012	-2,105
研发费用	-727	-999	-1,076	-1,252	-1,310
财务费用	-135	-300	-300	-300	-300
加：其他收益	148	231	231	231	231
投资收益	39	262	262	262	262
汇兑收益	0	0	0	0	0
公允价值变动净收益	1	3	0	0	0
信用减值损失	-332	552	-272	-349	-221
资产减值损失	-58	-43	-48	-33	-11
资产处置净收益	3	3	0	0	0
套期净收益/(损失)	0	0	0	0	0
三、营业利润	156	844	1,355	1,866	2,218
营业外收入	56	91	91	91	91
营业外支出	-6	166	166	166	166
四、利润总额	206	769	1,280	1,791	2,143
所得税	-76	-154	-192	-269	-321
五、净利润(含少数股东权益)	129	615	1,088	1,523	1,821
净利润(不含少数股东权益)	99	575	925	1,294	1,548
少数股东损益	31	41	163	228	273

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)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	53,524	60,627	69,648	80,127	89,751
货币资金	17,301	18,677	14,523	18,273	24,405
应收款项	16,202	17,495	22,260	24,377	26,329
存货净额	9,405	10,977	14,258	16,450	17,200
合同资产	8,310	7,737	14,622	17,041	17,831
其他流动资产	2,306	5,741	3,986	3,986	3,986
非流动资产	9,760	10,670	12,925	14,900	17,706
长期投资	1,222	1,833	1,534	1,534	1,534
固定资产	5,985	4,995	8,253	10,226	13,026
无形资产	890	938	943	944	951
其他资产	1,662	2,904	2,196	2,196	2,196
资产总计	63,284	71,297	82,574	95,027	107,457
流动负债	45,859	52,869	62,402	71,991	80,545
短期借款	4,813	3,285	3,285	3,285	3,285
应付款项	22,540	24,179	29,086	33,125	35,018
合同负债	17,428	23,128	27,754	33,304	39,965
其它流动负债	1,078	2,277	2,277	2,277	2,277
非流动负债	5,051	3,840	4,556	5,773	7,771
长期借贷	2,392	1,748	2,400	3,541	5,447
其他非流动负债	2,659	2,092	2,156	2,233	2,325
负债合计	50,910	56,709	66,958	77,764	88,316
股本	1,707	2,236	2,236	2,236	2,236
资本公积	4,339	5,497	5,497	5,497	5,497
留存收益	5,588	6,213	7,077	8,496	10,101
少数股东权益	646	723	886	1,115	1,388
其他	95	-81	-81	-81	-81
股东权益	12,374	14,588	15,616	17,262	19,141
负债和股东权益合计	63,284	71,297	82,574	95,027	107,457

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)	2022E	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	129	615	1,088	1,523	1,821
加：折旧摊销减值	779	118	1,018	1,191	1,189
财务费用	135	300	300	300	300
非经营损失	-43	-268	-262	-262	-262
营运资本变动	2,736	3,964	-4,366	2,588	4,933
其它	24	52	-	-	-
经营活动现金流	3,762	4,782	-2,223	5,340	7,980
资本开支	-364	2,082	-2,108	-2,819	-3,776
其它投资现金流	-296	2,160	1,037	329	329
投资活动现金流	-660	4,241	-1,071	-2,490	-3,447
吸收投资	5	1,715	-	-	-
负债净变化	-571	5,846	652	1,140	1,906
支付股利、利息	-282	227	-200	-240	-307
其它融资现金流	384	593	-	-	-
融资活动现金流	-464	8,381	452	900	1,599
汇率变动影响	-68	-28	33	-10	-
净现金流	2,569	17,376	-2,808	3,740	6,132

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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。