

买入

能源装备业务盈利能力恢复，看好后续增长动能

哈尔滨电气(1133.HK)

2024-09-26 星期四

投资要点

目标价：**3.20 港元**
现价：2.37 港元
预计升幅：35.0%

重要数据

日期	2024/09/25
收盘价 (港元)	2.37
总股本 (亿股)	22.36
总市值 (亿港元)	53.0
净资产 (亿港元)	164.1
总资产 (亿港元)	803.3
52 周高低 (港元)	3.00/1.73
每股净资产 (港元)	0.35

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

哈尔滨电气集团有限公司
69.79%香港中央結算(代理人)有限公司
29.32%

相关报告

哈尔滨电气 (1133.HK) 深度报告: 国有能源之重器, 电力需求促能源装备提质增量-20240613

研究部

姓名: 冯浩

SFC: BUQ780

电话: 755-2151 9167

Email: fenghao@gyzq.com.hk

➤ 2024 上半年收入同比增长 25.6%，净利润同比增长 515.7%

公司 2024 上半年实现营业收入 170.4 亿元，同比+25.6%，新型电力装备业务 96.1 亿元，+43.4%，其中煤电/水电/核电设备分别实现 58.7/13.6/15.2 亿元，分别+44.8%/+15.4%/+18.7%。

实现毛利润 19.5 亿元，同比+34.0%，毛利率为 11.4%，同比+0.7pct；新型电力装备毛利率 9.9%，同比+2.3pct，其中煤电/水电/核电设备毛利率分别为 21.4%/10.0%/1.2%，分别+9.3/+1.1/+4.7pct。实现归母净利润 5.23 亿元，同比+515.7%。

订单方面，总体合同签约额-20.1%，新型电力装备订单实现 260.3 亿元，+2.84%，其中煤电/水电/核电分别实现 108.3/44.7/30.6 亿元，分别-6.9%/+16.7%/+20.0%。

➤ 公司订单充裕，抽蓄、灵活性改造业务有望增长，运营效率提升

在手订单充裕保障能源装备业务增长，订单质量有望使毛利率提高。我们认为公司未来能源装备业务收入有望增长，毛利水平有进一步提升空间，且有一定持续性。

水电设备、火电灵活性改造等业务提供新动能。预计未来市场新订单将保持定量趋势。同时抽水蓄能快速发展，火电灵活性改造是未来火电市场的发展方向之一，预计以上业务是公司未来发展的新动能。

公司整体运营效率和财务健康度提升有助于提升利润水平。公司近年费用水平持续改善。期内公司销售、管理、研发、财务合计费用率为 8.6%，同比-1.2pct，资产负债水平亦有改善，资产负债率为 79.6%，同比-2.8pct。

➤ 维持买入评级，目标价 3.20 港元

公司作为国家重要的能源设备供应商，将持续受益于能源装备市场的发展，保持先前预测，2024-2026 年归母净利润分别为 9.5、13.9、16.8 亿元，归母净利润三年复合增长率为 42.5%，给予公司目标估值 PE(2024E) 7.0 倍，对应 PB (TTM) 0.5 倍，我们维持 3.20 港元目标价，对应现价预计升幅 35%，维持“买入”评级。

亿元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	249.8	292.5	373.1	432.9	461.2
同比增长(%)	15.8%	17.1%	27.6%	16.0%	6.5%
归母净利润	1.0	5.8	9.5	13.9	16.8
同比增长(%)	-	483.2%	64.9%	46.2%	21.3%
归母净利润率(%)	0.4%	2.0%	2.5%	3.2%	3.6%
每股盈利 (元)	0.04	0.26	0.42	0.62	0.75

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

报告正文

➤ **上半年业绩：收入同比增长 25.6%，净利润同比增长 515.7%。**

公司 2024 上半年实现营业收入 170.4 亿元，同比+25.6%；实现毛利润 19.5 亿元，同比+34.0%，毛利率为 11.4%，同比+0.7pct；实现归母净利润 5.23 亿元，同比+515.7%。收入增长的主要原因是前期收获的增量订单逐渐进入执行阶段，毛利润、净利润+的主要原因是新执行订单毛利率更高，并且期间公司整体费用率水平下降。

- 1) **收入端，煤、水、核电装备业务收入保持增长态势。**收入中新型电力装备业务实现 96.1 亿元，+43.4%，其中煤电/水电/核电设备分别实现 58.7/13.6/15.2 亿元，分别+44.8%/+15.4%/+18.7%；绿色低碳能源系统业务 5.0 亿元，+1.4%；清洁高效工业系统业务 21.5 亿元，+18.5%；工程总承包与贸易业务 30.0 亿元，+2.2%；现代制造服务业务 15.7 亿元，+4.7%；出口业务收入 26.3 亿元，占比 15.5%。
 - 根据公司交流和业绩会，能源设备订单确认到交付平均周期 1.5 - 2 年，公司前期获增量订单将陆续进入执行交付期，我们预计能源装备业务收入保持上升趋势。
- 2) **毛利率，上半年总体毛利率改善 0.7pct，其中煤电毛利率+9.3pct。**新型电力装备毛利率为 9.9%，同比+2.3pct，其中煤电/水电/核电设备毛利率分别为 21.4%/10.0%/1.2%，分别+9.3/+1.1/+4.7pct；绿色低碳能源系统业务 13.2%，-0.9pct；清洁高效工业系统业务 3.5%，+0.04pct；工程总承包与贸易业务 4.3%，+0.1pct；现代制造服务业务 48.4%，+3.1pct。
 - 根据公司公告和交流，期间毛利率提升因为执行的常规水电和火电产品同比有所提升，价格增长订单的执行贡献利润，我们预计相关设备毛利率将保持提升和恢复。此外核电的毛利率波动主要是部分毛利率不同订单在执行年份会形成波动，预计未来有望维持稳定。
- 3) **订单方面，总体合同签约额-20.1%，其中主要是低毛利业务订单下降。**新型电力装备订单实现 260.3 亿元，+2.84%，其中煤电/水电/核电分别实现 108.3/44.7/30.6 亿元，分别-6.9%/+16.7%/+20.0%；绿色低碳能源系统业务 6.2 亿元，-52.7%；清洁高效工业系统业务 26.8 亿元，-24.1%；工程总承包与贸易业务 2.8 亿元，-95.1%；现代制造服务业务 29.8 亿元，-1.3%；出口业务订单 11.4 亿元，-84.6%。
 - 根据公司公告和业绩会，订单下降的原因一是股权调整，哈电动装公司订单现不计入公司业绩，另外工程订单下降因为订单生效的不均衡性，去年上半年集中生效较多而期内较少，预计下半年有所好转。期内能源装备订单总体保持平稳，其中煤电订单下降有正式签订与定标时间差因素，部分项目统计至下一时段。我们

判断，火电市场进入订单签订高峰末期，但由于火电是中国能源结构基底，未来预计订单将平稳下降，公司业绩反馈符合预期。

➤ **我们的观点：**

在手订单充裕保障能源装备业务增长，订单质量有望使毛利率提高。根据公司财报和业绩会，公司目前在手订单饱满，结合相关设备的制造周期，预计未来 1-2 年将进入市场高峰订单的交付期。并且新执行订单毛利率水平相较以往更高，目前已逐步反应于财务报表，我们认为公司未来能源装备业务收入有望增长，毛利水平有进一步提升空间，且有一定持续性。

水电设备、火电灵活性改造等业务提供新动能。市场普遍担心火电市场订单高峰期过后影响公司的收入利润，我们对此问题保持乐观。（1）抽水蓄能快速发展，公司是市场头部设备供应商之一；火电灵活性改造是未来火电市场的发展方向之一，相关业务反映在公司现代制造服务业务中，毛利水平较高，预计以上业务是公司未来发展的新动能。（2）当前火电市场新签高峰进入尾声，未来市场新订单将保持定量趋势，由于订单周期原因，公司未来 1-2 年火电收入无影响。

公司运营效率提升，费用率水平下降。公司近年来通过智能及自动化提升生产运营效率，同时细化内部管理，费用水平持续改善。期内公司销售、管理、研发、财务合计费用率为 8.6%，同比-1.2pct，资产负债水平亦有改善，资产负债率为 79.6%，同比-2.8pct。公司整体运营效率和财务健康度提升有助于提升利润水平。

国务院加强对国央企市值管理支持。国务院此前发布“国九条”，强调上市公司市值管理价值提升，后续推出回购增持再贷款等支持性政策。公司作为国家重要的国有上市公司，有望受益。

➤ **维持买入评级，目标价 3.20 港元。**

公司作为国家重要的能源设备供应商，将持续受益于能源装备市场的发展，同时公司治理和运营效率提升，相关部门对于国企上市公司市值管理要求和支持提高，当前公司估值处于低位，我们维持 3.20 港元目标价。

略微提升公司利润预测，预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 9.5、13.9、16.8 亿元，对应增长 64.9%、46.2%、21.3%，归母净利润三年复合增长率为 42.5%。考虑风险因素后，给予公司目标估值 PE (2024E) 7.0 倍，对应 PB (TTM) 0.5 倍，对应股价约 3.20 港元，对应现价预计升幅 35%，维持“买入”评级。

表 2：行业可比公司估值

代码	简称	最新价 (CNY)	市值(亿元)	PE				PB
				2023	2024E	2025E	2026E	2023
港股								
1072.HK	东方电气	9.10	447.3	6.4	6.4	5.0	5.0	0.7
2727.HK	上海电气	1.56	601.3	34.2	34.2	16.1	16.1	0.4
A 股								
600875.SH	东方电气	13.52	403.4	10.7	10.7	8.5	8.5	1.1
601727.SH	上海电气	3.96	542.3	91.9	91.9	38.0	38.0	1.2
平均值			498.6	35.8	35.8	16.9	16.9	0.9
1133.HK	哈尔滨电气	2.37	53.0	8.6	5.2	3.6	2.9	0.3

资料来源：WIND、国元证券经纪（香港）整理

风险提示：

原材料价格超预期波动

订单周期时长超预期

财务报表摘要

资产负债表

单位:亿元	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
流动资产	535.2	606.3	693.8	761.3	794.1
现金	162.8	173.6	185.5	194.7	216.2
应收账款	89.9	81.5	100.8	114.6	116.0
预付账款	75.6	98.1	112.7	115.0	104.2
存货	94.0	109.8	127.8	145.6	153.3
其他流动资产	99.2	119.7	149.2	173.1	184.5
非流动资产	97.6	106.7	127.3	142.7	150.2
物业、厂房及设备	61.9	56.5	66.0	82.1	89.8
无形资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动资产	17.4	21.3	26.0	28.9	29.4
资产总计	632.8	713.0	821.0	904.0	944.3
流动负债	458.6	528.7	623.1	689.6	714.6
短期借款	52.1	55.5	57.5	55.0	56.0
应付票据及账款	208.8	223.6	273.9	321.5	359.1
其他应付款	6.6	5.2	7.0	8.8	8.6
其他流动负债	191.1	244.4	284.7	304.3	290.9
非流动负债	50.5	38.4	44.2	48.4	50.5
长期带息债务	23.9	17.5	17.5	17.5	17.5
其他非流动负债	26.6	20.9	26.7	31.0	33.0
负债总计	509.1	567.1	667.0	737.8	764.8
股本	17.1	22.4	22.4	22.4	22.4
储备	100.2	116.3	123.7	134.8	146.8
少数股东权益	6.5	7.2	8.0	9.1	10.4
股东权益合计	123.7	145.9	154.0	166.2	179.6
负债及权益合计	632.8	713.0	821.0	904.0	944.3

利润表

单位:亿元	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入	249.8	292.5	373.1	432.9	461.2
营业成本	217.8	257.2	315.1	362.7	385.8
毛利	32.0	35.3	58.0	70.2	75.4
销售费用	6.2	6.2	8.0	8.9	9.0
管理费用	13.0	15.6	19.0	21.6	22.8
财务费用	1.4	3.0	1.0	0.9	0.7
其他开支	9.1	12.1	15.3	17.3	18.2
非经营性收益/亏损	-0.3	9.3	-0.3	-0.5	-0.1
除税前溢利	2.1	7.7	14.4	21.0	24.5
所得税(返还以“-”列)	0.8	1.5	3.0	4.1	4.7
净利润	1.3	6.1	11.3	16.9	19.8
少数股东权益	0.3	0.4	0.8	1.1	1.3
归母净利润	1.0	5.8	10.6	15.8	18.5
EPS (人民币)	0.04	0.26	0.47	0.71	0.83

现金流量表

单位:亿元	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
经营活动产生的现金流量净额	47.5	22.8	26.9	33.4	39.6
税后经营利润	1.5	-1.3	11.7	17.2	19.7
折旧摊销	0.0	0.0	3.3	4.2	4.8
利息费用	1.4	3.0	1.0	0.9	0.7
存货变动	1.3	-4.0	18.0	17.8	7.7
其他经营活动有关现金流量	46.0	24.2	0.0	0.0	0.0
投资活动产生的现金流量净额	-6.6	-17.1	-12.9	-16.2	-11.8
资本支出	-3.7	-10.9	-25.6	-15.0	-10.0
其他活动	-2.9	-6.2	1.4	0.6	0.8
筹资活动产生的现金流量净额	-4.6	5.2	-2.2	-8.1	-6.2
带息债务变动	13.6	0.1	0.0	0.0	0.0
股利分配	-0.1	-1.2	-3.2	-4.7	-6.5
偿付利息	0.0	0.0	-1.0	-0.9	-0.7
短期借款变动	-12.7	-7.0	2.0	-2.4	1.0
现金及现金等价物净增加额	36.6	21.9	11.9	9.1	21.6
期初现金及现金等价物余额	126.2	162.8	173.6	185.5	194.7
期末现金及现金等价物余额	162.8	173.6	185.5	194.7	216.2

主要财务比率

	FY2022A	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营收增长率					
营业收入增长率	15.8%	17.1%	27.6%	16.0%	6.5%
归母净利润增长率		483.2%	83.9%	49.3%	17.0%
盈利能力					
毛利率	12.8%	12.1%	15.5%	16.2%	16.3%
净利率	0.5%	2.1%	3.0%	3.9%	4.3%
ROE	0.8%	4.1%	7.2%	10.1%	10.9%
偿债能力					
资产负债率	80.4%	79.5%	81.2%	81.6%	81.0%
现金比率	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
流动比率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
营运能力					
存货周转天数	157.6	155.8	148.0	146.5	145.0
应收账款周转天数	131.3	101.7	98.6	96.6	91.8
应付账款周转天数	349.9	317.2	317.2	323.6	339.8
每股资料(美元)					
每股收益	0.04	0.26	0.47	0.71	0.83
每股经营现金	2.12	1.02	1.20	1.49	1.77
每股净资产	5.24	6.20	6.53	7.03	7.56
估值比率					
PE	49.9	8.6	4.7	3.1	2.7
PB	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所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地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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。