

买入

新签订单超预期，毛利率仍有提升空间

哈尔滨电气(1133.HK)

2025-04-15 星期二

投资要点

目标价：**7.11 港元**
现价：4.46 港元
预计升幅：59.5%

重要数据

日期	2025/04/15
收盘价 (港元)	4.46
总股本 (亿股)	22.36
总市值 (亿港元)	99.74
净资产 (亿港元)	164.3
总资产 (亿港元)	763.3
52 周高低 (港元)	4.52/2.13
每股净资产 (港元)	7.35
股息率 (TTM)	5.52%

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%

相关报告

哈尔滨电气（1133.HK）更新报告：能源装备业务盈利能力恢复，看好后续增长动能-20240926

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

➤ 24 年公司营收增长 32.8%，归母净利润大幅增长 193.1%

公司 2024 年营业收入 383.0 亿元，+32.8%；经营毛利率 12.5%，+2.1pct；归母净利润 16.9 亿元，+193.1%。预计派发年度分红 0.227 元/股，年度分红率 30.1%。

收入端，新型电力装备业务 269.9 亿元，+71.4%，其中煤/水/核/气电分别 159.5/43.1/42.3/19.5 亿元，+99.0%/+25.1%/+70.0%/+70.7%。绿色低碳能源系统 6.6 亿元，-6.0%；清洁高效工业系统 45.4 亿元，-23.2%；工程总承包与贸易 39.4 亿元，+4.0%；现代制造服务 17.7 亿元，-19.7%；出口 47.1 亿元，占比 12.3%。

毛利端，其中新型电力装备毛利率 14.4%，+2.0pct，其中煤/水/核/气电分别 11.4%/14.1%/30.7%/5.9%，+2.3/+1.4/+4.1/+1.7pct。

新订单，新签合同额+30.6%，其中新型电力装备+42.1%，其中煤/水/核/气分别+24.7%/+64.3%/+139.2%/-21.9%。

➤ 毛利增长但仍有提升空间；新签订单超预期；智能化提高利润天花板

我们认为煤电前期低价订单几乎执行完毕，后续收入和毛利率仍有上升空间；水电有望保持收入增长态势且保持目前的毛利率；核电未来国家核电需求有望维持稳定的景气度，有望保持增长。

公司能源装备业务新签订单超预期，公司目前在手订单额可能超千亿元。我们认为煤电新订单增长有望提供公司未来 2-3 年利润增长动力，而非化石能源新订单预期能为公司远期利润持续性提供保证。

公司多次在财报中强调将全员劳动生产率作为关键提升指标。24 年公司人效同比提升约 35%（24H1 员工数计算），我们认为自动及智能化产线在订单景气背景下易发挥出规模优势，有望提高利润天花板。

➤ 维持“买入”评级，提升目标价至 7.11 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，我们预计公司 2025-2027E 归母净利润分别为 25.0、28.2、30.4 亿元，归母净利润三年复合增长率为 21.7%。给予公司目标估值 PE（2025E）6.0 倍，对应 PE（TTM）8.9 倍，提升目标价至 7.11 港元，对应现价预计升幅 59.5%，维持“买入”评级。

亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	288.4	383.0	464.6	540.3	575.9
同比增长(%)	17.0%	32.8%	21.3%	16.3%	6.6%
归母净利润	5.8	16.9	25.0	28.2	30.4
同比增长(%)	456.3%	192.0%	48.0%	12.8%	7.9%
归母净利润率(%)	2.0%	4.4%	5.4%	5.2%	5.3%
每股盈利 (港元)	0.27	0.80	1.19	1.34	1.44

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

报告正文

➤ 24 年公司营收增长 32.8%，归母净利润大幅增长 193.1%

公司 2024 年实现营业收入 383.0 亿元（不含利息收入），+32.8%；实现经营毛利润 50.0 亿元（不含利息），+59.7%，经营毛利率为 12.5%，+2.1pct；实现归母净利润 16.9 亿元，+193.1%，归母净利润率 4.4%，+2.4pct。公司预计派发年度分红 0.227 元/股，年度分红率为 30.1%，分红率同比提升约 10%。

收入增长的主要原因是前期大幅增长的电力装备订单进入执行及收入确认阶段，毛利率提升的主要原因是执行订单利润率提升。

- 1) **收入端，电力装备业务增长 71.4%，其中煤电业务收入翻倍。**新型电力装备业务 269.9 亿元，+71.4%，其中煤电/水电/核电/气电设备分别 159.5/43.1/42.3/19.5 亿元，分别+99.0%/+25.1%/+70.0%/+70.7%；绿色低碳能源系统业务 6.6 亿元，-6.0%；清洁高效工业系统业务 45.4 亿元，-23.2%；工程总承包与贸易业务 39.4 亿元，+4.0%；现代制造服务业务 17.7 亿元，-19.7%；出口业务收入 47.1 亿元，占比 12.3%。
- **生产数据：**发电设备产量 2736 万千瓦，+1.6%，其中水轮发电机组 748 万千瓦，+16.2%；汽轮发电机 1988 万千瓦，-3.0%。电站汽轮机产量 1803 万千瓦，+31.7%。电站锅炉产量 1725 万千瓦，+13.8%。
- 2) **毛利率，各项业务毛利率均有提升。**新型电力装备毛利率 14.4%，同比+2.0pct，其中煤电/水电/核电/气电设备毛利率分别 11.4%/14.1%/30.7%/5.9%，分别+2.3/+1.4/+4.1/+1.7pct；绿色低碳能源系统业务 6.3%，+1.3pct；清洁高效工业系统业务 3.6%，+0.6pct；工程总承包与贸易业务 5.2%，+1.0pct；现代制造服务业务 34.5%，+0.5pct。
- **成本端会计政策变更：**若剔除此影响，则期内公司经营毛利率 13.0%，+2.1pct 增幅相同。因准则变更将一部分原属于销售费用的成本计入主营业务成本。2024 年影响为 0.53%的销售成本转计入主营业务成本，2023 年影响为 0.45%的销售成本转计入主营业务成本。
- 3) **费用端，总费用率降至 10% 以下，经营效率持续提升。**期间总体费用率为 9.5%，同比减少 1.7pct（会计调整后），其中管理费用率 4.4%，-1.0pct；销售费用率 1.6%，-0.2pct；研发及其他费用率 3.6%，-0.5pct。公司期间所得税率约为 15%，同比 2023 年的 20%有所减少，我们估算此变化对净利润约有 1 亿元贡献。
- 4) **新订单，新签合同 568.7 亿元+30.6%，超预期。**新型电力装备订单 349.4 亿元，+42.1%，其中煤电/水电/核电/气电分别实现 174.2/96.5/47.3/13.2 亿元，分别

+24.7%/+64.3%/+139.2%/-21.9%；绿色低碳能源系统业务 10.0 亿元，+0.8%；清洁高效工业系统业务 52.9 亿元，-10.8%；工程总承包与贸易业务 109.9 亿元，+58.0%；现代制造服务业务 46.5 亿元，-8.7%。

➤ 我们的观点

24 年净利润大幅增长，主要是执行订单毛利率和公司运营效率显著提升。24 年公司净利润大幅超出我们原先预期（16.9 亿【实际】vs 9.5 亿【预测】），主要源于公司归母净利润净利率提升超预期（4.4%【实际】vs 2.5%【预测】），同比 23 年提升 2.4pct。

根据我们的模型分析，公司 2023 年利润主要来源于非经营活动，主要包括投资收益、信用减值回拨、政府补贴，而经营活动小幅亏损：经会计调整，2023 年经营毛利率 10.4%，总体费用率 11.3%，毛利率小于费用率；公司 2024 年经营业务贡献主要利润，经营毛利率 12.5%，总体费用率 9.6%，且非经营活动贡献小于 2023 年。综上，公司于 2024 年执行订单质量增长至毛利率上升，企业运行效率提升至费用率下降，经营性业务成为公司主要利润来源，符合我们先前的判断。

新型电力装备业务收入毛利率按预期增长，但未来仍有提升空间。对于公司利润贡献主要的煤/水/核电业务，我们认为，煤电前期低价订单几乎执行完毕，后续收入和毛利率仍有上升空间；水电毛利率恢复至历史平均水平，未来抽水蓄能、大水电需求背景下，有望保持收入增长态势且保持目前的毛利率；核电毛利率达到历史较高水平，未来国家核电需求有望维持稳定的景气度，核电业务有望保持增长。

新签订单超预期，支持公司未来收入利润持续性。公司能源装备业务新签订单超预期，公司在手订单额可能超千亿元。新订单中煤电业务达 174 亿，增长显著；抽蓄市场保持发展，水电新订单量接近百亿；核电业务随着中标项目生效，新订单大幅提升。我们认为，煤电新订单增长有望提供公司未来 2-3 年利润增长动力，而非化石能源新订单预期能为公司远期利润持续性提供保证。

智能化使得运营效率提升，规模效应有望提高利润天花板。公司多次在财报中强调生产数字化、智能化、信息化赋能生产，将全员劳动生产率作为关键提升指标。24 年公司人效同比提升约 35%（24H1 员工数计算），我们认为自动及智能化产线在订单景气背景下易发挥出规模优势，有望提高企业利润天花板。

火电灵活性改造、燃气轮机仍有想象空间。2025 年 4 月 14 日，国家发改委、能源局印发了《新一代煤电升级专项行动实施方案（2025—2027 年）》，将高效调节作为新一代煤电升级的核心目标，鼓励现役机组进一步改造升级。对应公司现代制造服务业务有望实现增长，现代制造服务业毛利率约为 35%，对公司利润贡献显著。2025 年 4 月，

公司生产的国内首台 16 兆瓦燃气轮机样机（HGT16）总装下线，标志着推进燃机自主化迈出关键一步。中国产燃机仍处于高速发展阶段，未来相关领域的技术突破有望创造相关产品的国产替代空间。

➤ **维持“买入”评级，提升目标价至 7.11 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，当下公司执行订单优渥，在手订单充沛，同时公司治理和运营效率提升，目前公司估值仍处于低位，我们提升目标价至 7.11 港元。

提升公司 25-26 年利润预测，新增 27 年预测，我们预计公司 2025-2027E 归母净利润分别为 25.0、28.2、30.4 亿元，对应增长 48.0%、12.8%、7.9%，归母净利润三年复合增长率为 21.7%。给予公司目标估值 PE（2025E）6.0 倍，对应 PE（TTM）8.9 倍，提升目标价至 7.11 港元，对应现价预计升幅 59.5%，维持“买入”评级。

表 2：行业可比公司估值

代码	简称	最新价 (HKD/CNY)	市值 (亿元)	PE			PB
				2024	2025E	2026E	2024
港股							
1072.HK	东方电气	10.16	488.5	9.6	6.5	5.9	0.8
2727.HK	上海电气	2.55	1,063.1	54.3	-	-	0.7
A 股							
600875.SH	东方电气	15.19	454.0	12.9	10.3	9.2	1.3
601727.SH	上海电气	7.26	988.1	167.9	-	-	2.1
平均值					748.4	61.2	8.4
1133.HK	哈尔滨电气	4.46	94.1	5.0	3.3	3.0	0.6

资料来源：WIND、国元证券经纪（香港）整理

风险提示：

原材料价格超预期上涨

订单周期时长超预期

订单回款进度低于预期

财务报表摘要

资产负债表

单位: 亿元	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
流动资产	606.3	602.1	679.5	759.7	795.0
现金	173.6	160.5	157.0	170.2	182.5
应收账款	81.5	63.4	75.4	86.8	91.6
预付账款	98.1	97.8	106.8	111.8	107.2
存货	109.8	145.8	169.4	194.9	205.5
其他流动资产	119.7	128.7	156.1	181.5	193.5
非流动资产	106.7	117.4	123.1	136.6	146.0
物业、厂房及设备	56.5	66.9	79.0	88.0	94.2
无形资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动资产	21.3	15.9	18.5	20.6	20.9
资产总计	713.0	719.5	802.5	896.3	941.0
流动负债	528.7	531.9	597.8	666.4	686.6
短期借款	55.5	55.9	61.5	67.7	74.5
应付票据及账款	223.6	189.1	222.0	257.9	274.7
其他应付款	5.2	6.3	8.4	10.3	10.1
其他流动负债	244.4	280.6	305.9	330.5	327.4
非流动负债	38.4	25.6	29.4	32.8	34.5
长期带息债务	17.5	8.1	8.1	8.1	8.1
其他非流动负债	20.9	17.5	21.3	24.7	26.4
负债总计	567.1	557.6	622.7	696.1	718.9
股本	22.4	22.4	22.4	22.4	22.4
储备	116.3	132.5	150.0	169.7	191.0
少数股东权益	7.2	7.1	7.6	8.1	8.7
股东权益合计	145.9	161.9	179.9	200.2	222.1
负债及权益合计	713.0	719.5	802.5	896.3	941.0

利润表

单位: 亿元	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	288.4	383.0	464.6	540.3	575.9
营业成本	258.4	335.0	393.2	456.9	486.6
毛利	30.0	48.0	71.4	83.4	89.3
销售费用	5.1	6.1	7.3	8.5	9.1
管理费用	15.6	16.9	19.2	22.2	23.5
财务费用	3.0	2.4	2.5	2.7	3.0
其他开支	12.0	13.7	16.2	18.8	20.0
非经营性收益/亏损	13.3	11.4	3.6	2.3	2.4
除税前溢利	7.7	20.2	29.9	33.6	36.1
所得税 (返还以“-”列)	1.5	3.0	4.4	4.8	5.1
净利润	6.2	17.2	25.5	28.7	31.0
少数股东权益	0.4	0.3	0.5	0.6	0.6
归母净利润	5.8	16.9	25.0	28.2	30.4
EPS (人民币)	0.27	0.80	1.19	1.34	1.44

现金流量表

单位: 亿元	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
经营活动产生的现金流量净额	22.8	-2.4	16.8	28.8	27.0
税后经营利润	-1.3	11.0	22.3	26.6	28.7
折旧摊销	0.0	0.0	3.7	4.3	4.8
利息费用	3.0	2.4	2.5	2.7	3.0
存货变动	-4.0	6.0	23.6	25.5	10.6
其他经营活动有关现金流量	24.2	-13.4	0.0	0.0	0.0
投资活动产生的现金流量净额	-17.1	-10.7	-15.9	-10.6	-9.5
资本支出	-10.9	-16.8	-14.7	-12.0	-10.0
其他活动	-6.2	6.1	3.7	2.2	1.7
筹资活动产生的现金流量净额	5.2	-8.0	-4.4	-5.0	-5.3
带息债务变动	0.1	-2.3	0.0	0.0	0.0
股利分配	-0.1	-1.3	-7.5	-8.5	-9.1
偿付利息	0.0	0.0	-2.5	-2.7	-3.0
短期借款变动	-7.0	0.9	5.6	6.2	6.8
现金及现金等价物净增加额	21.9	-21.9	-3.5	13.2	12.3
期初现金及现金等价物余额	162.8	173.6	160.5	157.0	170.2
期末现金及现金等价物余额	173.6	160.5	157.0	170.2	182.5

主要财务比率

	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营收增长率					
营业收入增长率	17.0%	32.8%	21.3%	16.3%	6.6%
归母净利润增长率	456.3%	192.0%	48.0%	12.8%	7.9%
盈利能力					
毛利率	10.4%	12.5%	15.4%	15.4%	15.5%
净利率	2.1%	4.5%	5.5%	5.3%	5.4%
ROE	4.2%	10.9%	14.5%	14.7%	14.3%
偿债能力					
资产负债率	79.5%	77.5%	77.6%	77.7%	76.4%
现金比率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
营运能力					
存货周转天数	155.1	158.9	157.3	155.7	154.2
应收账款周转天数	103.1	60.5	59.2	58.7	58.1
应付账款周转天数	315.8	206.0	206.0	206.0	206.0
每股资料 (港元)					
每股收益	0.27	0.80	1.19	1.34	1.44
每股经营现金	1.02	-0.11	0.75	1.29	1.21
每股净资产	6.20	6.92	7.71	8.59	9.54
估值比率					
PE	14.5	5.0	3.3	3.0	2.8
PB	0.6	0.6	0.5	0.5	0.4

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。本报告清晰准确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。