

# 传统装机提振，设备龙头价值重估

华泰研究

2025年7月09日 | 中国香港

首次覆盖

电气设备

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

10.50

首次覆盖哈尔滨电气给予“买入”评级，予以10倍PE，目标价10.5港币。公司是国内电力设备龙头，业务涵盖煤电、气电、水电、核电、光热与新型储能六大领域。其中，煤电主设备和重型燃机市占率约1/3，具备高参数、大容量锅炉技术优势；核电设备市占率约30%，毛利率领先同行；水电设备市占率超50%，订单结构逐步向抽蓄等高附加值项目倾斜；光热与储能持续推进技术研发。我们预计随2025-30年全国用电量增速持续跑赢GDP，煤电在负荷尖峰时段出力稳定的优势凸显，新增装机有望从2020-24年均30GW的低位回升；水电和核电因出力稳定性同样受益，带动设备需求增长。与此同时，公司通过优化订单结构、提升经营效率，2025年起高毛利订单或将陆续兑现，业绩与估值或将持续修复。

## 负荷上行推动可控装机刚需，煤电设备龙头订单高增迎量价齐升

新质生产力、二产出口和居民用电拉动下，全国用电量2025-30年有望维持CAGR 6%，带动最高负荷同步走高。为保障电力系统可控裕度不低于1.1，即可控装机容量/最高负荷具备一定余量，2025-26年煤电新增装机需求达80GW/年，与2022-23年8000万千瓦/年煤电开工的政策规划一致（煤电从开工到装机完成耗时约2-3年）；2027-30年随工商业储能加快布局，煤电新增装机仍需维持60GW/年才能满足系统可控裕度要求。公司自2022年起调整此前低毛利签约策略，新增订单持续改善，2024年煤电设备新增订单174.2亿元，同比+24.7%。随公司进入新交付周期，此前低价中标的盈利压制逐渐改善，煤电设备收入和盈利水平在2025-27年预计稳步提升。

## 水核订单充裕驱动收入增长，新技术布局打开长期成长空间

水核发电稳定性优势凸显，叠加政策持续支持。截至2024年底全国抽蓄累计装机已达58.7GW，推进节奏与2025/30年分别实现62/120GW的目标保持一致；核电项目2022年起核准进入常态化。基于水电、核电设备交付周期较长，2024年公司新增水电、核电订单同比大增64.3%/139.2%，收入高峰或集中在2026-27年。公司水电订单和营收结构由此前大水电机组逐步转向抽蓄为主，积极推进与抽蓄核心开发商南网储能战略合作，提前布局抽蓄产能和四代核电技术，有望在新应用场景下催生中长期需求增量。

## 我们与市场观点不同之处

1. 市场预计煤电新增装机将维持在2020-24年均约30GW的低位。我们认为，基于2025-30年全国用电量6%复合增长和最高负荷提升，为保障电力系统稳定，可控裕度需不低于1.1，2025-26年煤电新增装机需求达80GW/年，2027-30年工商业储能布局加快，仍需维持60GW/年的装机节奏。
2. 市场认为国内三大电气竞争格局存在不确定性。我们认为，公司高参数、大容量锅炉产品技术领先，有望延续煤电设备“三分天下”格局；水电设备新签订单以抽蓄为主，公司已与核心开发商建立合作并扩产；核电聚焦蒸汽发生器、稳压器等核心设备，同步推进四代核电技术，龙头地位稳固。

## 盈利预测与估值

我们预测2025-27年归母净利润分别为21.4/26.5/31.1亿元，同比增速分别为26.8%/23.9%/17.3%；对应EPS 0.96/1.18/1.39元。7月8日可比公司2025年wind一致预期PE为17.70倍。考虑公司自2022-23年起逐步调整低价订单策略，预计2025-26年陆续进入新签高毛利订单交付期，当前尚处于毛利修复初期；此外抽蓄和核电设备业务布局有待“十五五”装机规划进一步指引。给予10倍PE估值，目标价10.5港币。

风险提示：用电需求/项目建设不及预期，行业竞争加剧，原材料价格上涨。

刘俊

SAC No. S0570523110003  
SFC No. AVM464

研究员

karlliu@htsc.com  
+(852) 3658 6000

王玮嘉

SAC No. S0570517050002  
SFC No. BEB090

研究员

wangweijia@htsc.com  
+(86) 21 2897 2079

苗雨菲

SAC No. S0570523120005  
SFC No. BTM578

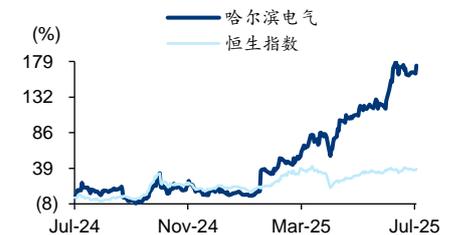
研究员

miaoyufei@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

## 基本数据

目标价(港币)	10.50
收盘价(港币 截至7月8日)	6.14
市值(港币百万)	13,731
6个月平均日成交额(港币百万)	28.22
52周价格范围(港币)	2.16-6.40
BVPS(人民币)	6.92

## 股价走势图



资料来源: S&P

## 经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万)	38,721	46,099	52,999	58,868
+/-%	32.38	19.05	14.97	11.07
归属母公司净利润(百万)	1,686	2,137	2,648	3,106
+/-%	193.27	26.79	23.90	17.32
EPS(最新摊薄)	0.75	0.96	1.18	1.39
ROE(%)	11.49	13.11	14.53	15.07
PE(倍)	7.41	5.85	4.72	4.02
PB(倍)	0.81	0.73	0.65	0.57
EV EBITDA(倍)	2.57	2.16	1.43	0.98

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 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	29,250	38,721	46,099	52,999	58,868
销售成本	(25,721)	(33,501)	(39,271)	(44,782)	(49,500)
<b>毛利润</b>	<b>3,529</b>	<b>5,221</b>	<b>6,829</b>	<b>8,218</b>	<b>9,368</b>
销售及分销成本	(622.17)	(606.82)	(691.49)	(794.99)	(883.02)
管理费用	(1,561)	(1,694)	(1,789)	(2,056)	(2,284)
其他收入/支出	(1,210)	(1,386)	(1,657)	(2,062)	(2,347)
财务成本净额	(299.65)	(241.87)	(134.77)	(136.36)	(135.67)
应占联营公司利润及亏损	53.26	4.25	4.00	4.00	4.00
<b>税前利润</b>	<b>768.99</b>	<b>2,019</b>	<b>2,560</b>	<b>3,172</b>	<b>3,722</b>
税费开支	(153.62)	(300.86)	(381.46)	(472.62)	(554.46)
少数股东损益	40.62	32.95	41.78	51.76	60.72
<b>归母净利润</b>	<b>574.75</b>	<b>1,686</b>	<b>2,137</b>	<b>2,648</b>	<b>3,106</b>
折旧和摊销	(117.01)	(209.23)	(231.60)	(256.20)	(283.26)
EBITDA	1,186	2,470	2,927	3,565	4,141
EPS (人民币, 基本)	0.26	0.75	0.96	1.18	1.39

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
存货	10,977	14,582	17,006	19,014	20,802
应收账款和票据	16,152	14,985	22,727	21,218	27,594
现金及现金等价物	17,364	15,174	15,664	17,320	18,901
其他流动资产	16,134	15,469	25,334	21,110	30,366
<b>总流动资产</b>	<b>60,627</b>	<b>60,209</b>	<b>80,732</b>	<b>78,662</b>	<b>97,662</b>
固定资产	4,995	5,418	5,936	6,519	7,174
无形资产	937.85	959.60	988.30	1,023	1,064
其他长期资产	4,737	5,360	6,268	6,592	7,574
<b>总长期资产</b>	<b>10,670</b>	<b>11,737</b>	<b>13,193</b>	<b>14,134</b>	<b>15,812</b>
<b>总资产</b>	<b>71,297</b>	<b>71,946</b>	<b>93,925</b>	<b>92,796</b>	<b>113,474</b>
应付账款	47,307	47,451	67,325	63,557	81,117
短期借款	3,285	4,482	4,564	4,646	4,728
其他负债	2,277	1,259	1,385	1,524	1,676
<b>总流动负债</b>	<b>52,869</b>	<b>53,192</b>	<b>73,274</b>	<b>69,727</b>	<b>87,521</b>
长期债务	1,759	819.43	819.43	819.43	819.43
其他长期债务	2,081	1,744	1,966	2,119	2,375
<b>总长期负债</b>	<b>3,840</b>	<b>2,564</b>	<b>2,785</b>	<b>2,939</b>	<b>3,194</b>
股本	2,236	2,236	2,236	2,236	2,236
储备/其他项目	11,628	13,246	14,880	17,094	19,662
股东权益	13,865	15,483	17,117	19,330	21,898
少数股东权益	723.09	707.10	748.88	800.64	861.36
<b>总权益</b>	<b>14,588</b>	<b>16,190</b>	<b>17,865</b>	<b>20,131</b>	<b>22,759</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	21.74	7.41	5.85	4.72	4.02
PB	0.90	0.81	0.73	0.65	0.57
EV EBITDA	4.44	2.57	2.16	1.43	0.98
股息率 (%)	0.93	4.02	3.47	4.30	5.05
自由现金流收益率 (%)	39.47	(30.23)	8.33	13.22	18.19

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
EBITDA	1,186	2,470	2,927	3,565	4,141
融资成本	299.65	241.87	134.77	136.36	135.67
营运资本变动	5,055	(4,231)	287.32	448.03	680.24
税费	(153.62)	(300.86)	(381.46)	(472.62)	(554.46)
其他	(4,103)	1,578	(284.00)	(317.61)	(352.15)
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,284</b>	<b>(242.00)</b>	<b>2,683</b>	<b>3,359</b>	<b>4,050</b>
CAPEX	(1,090)	(1,684)	(1,771)	(1,866)	(1,971)
其他投资活动	(618.58)	612.09	133.62	651.74	93.93
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,709)</b>	<b>(1,072)</b>	<b>(1,637)</b>	<b>(1,214)</b>	<b>(1,877)</b>
债务增加量	(1,523)	(728.00)	82.30	82.00	82.00
权益增加量	529.76	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(227.00)	(276.00)	(503.26)	(434.56)	(538.41)
其他融资活动现金流	1,742	201.00	(134.77)	(136.36)	(135.67)
<b>融资活动现金流</b>	<b>522.00</b>	<b>(803.00)</b>	<b>(555.73)</b>	<b>(488.92)</b>	<b>(592.08)</b>
现金变动	1,097	(2,117)	490.45	1,656	1,581
年初现金	16,277	17,364	15,174	15,664	17,320
汇率波动影响	(10.00)	(73.00)	(0.23)	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>17,364</b>	<b>15,174</b>	<b>15,664</b>	<b>17,320</b>	<b>18,901</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	17.08	32.38	19.05	14.97	11.07
毛利润	10.16	47.92	30.80	20.34	13.99
营业利润	(63.67)	1,031	75.51	22.80	16.60
净利润	482.73	193.27	26.79	23.90	17.32
EPS	344.69	193.27	26.79	23.90	17.32
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利率	12.07	13.48	14.81	15.51	15.91
EBITDA	4.05	6.38	6.35	6.73	7.03
净利率	1.96	4.35	4.64	5.00	5.28
ROE	4.49	11.49	13.11	14.53	15.07
ROA	0.85	2.35	2.58	2.84	3.01
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	(88.86)	(63.77)	(60.06)	(61.33)	(60.98)
流动比率	1.15	1.13	1.10	1.13	1.12
速动比率	0.94	0.86	0.87	0.86	0.88
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	0.43	0.54	0.56	0.57	0.57
应收账款周转天数	184.81	144.74	147.25	149.25	149.25
应付账款周转天数	610.77	509.14	526.08	526.08	526.08
存货周转天数	142.63	137.33	144.78	144.78	144.78
现金转换周期	(283.33)	(227.07)	(234.05)	(232.05)	(232.05)

### 每股指标 (人民币)

EPS	0.26	0.75	0.96	1.18	1.39
每股净资产	6.20	6.92	7.65	8.64	9.79

## 正文目录

<b>核心观点</b> .....	<b>5</b>
主要推荐逻辑 .....	5
区别于市场的观点 .....	5
<b>设备行业领军者，电力需求高增带来新机遇</b> .....	<b>7</b>
脱胎于老牌三大动力厂改组上市，现由国资委实控 .....	7
六类电力设备多元布局，覆盖设备生产与工程服务的行业龙头 .....	8
深耕电力设备生产，六大板块全面推进 .....	9
打造全流程工程总包服务体系，灵活性改造蓄势待发 .....	12
布局新型能源装备业务 .....	13
自 22 年起订单与营收同步增长，订单兑现与费率管控提升盈利水平 .....	13
<b>火电：负荷上行推动可控装机刚需，设备龙头有望量价双增</b> .....	<b>16</b>
电力负荷持续上行，煤电支撑作用凸显 .....	16
受益煤电需求向上，龙头企业订单盈利修复 .....	18
<b>水核：传统清洁能源优势凸显，订单充裕收入高峰可期</b> .....	<b>21</b>
弥补新能源消纳缺口，政策与技术驱动中长期需求增长 .....	21
产品技术优势夯实竞争壁垒，订单充足与毛利提升共振 .....	23
<b>盈利预测与估值</b> .....	<b>27</b>
盈利预测拆分 .....	27
估值 .....	30
风险提示 .....	31

## 图表目录

图表 1：哈尔滨电气股价复盘 .....	6
图表 2：哈尔滨电气历史沿革 .....	7
图表 3：哈尔滨电气股权架构 .....	7
图表 4：哈尔滨电气各项业务营收和毛利 .....	8
图表 5：哈尔滨电气电力设备板块市占率与毛利率概况 .....	9
图表 6：火电技术路径图（煤电+气电） .....	10
图表 7：哈尔滨电气火电产品矩阵 .....	10
图表 8：核电技术路径图（以三代压水堆为例） .....	11
图表 9：核电技术路线演进方向 .....	11
图表 10：哈尔滨电气核电、水电、光热和新型储能产品矩阵 .....	12
图表 11：哈尔滨电气新签订单与营业收入规模和增速 .....	14
图表 12：哈尔滨电气新签订单与营业收入各业务占比 .....	14
图表 13：哈尔滨电气毛利润与净利润规模和增速 .....	14
图表 14：哈尔滨电气各业务毛利率 .....	14

图表 15: 电力设备交付时间线 .....	15
图表 16: 哈尔滨电气费用管控卓有成效 .....	15
图表 17: 哈尔滨电气利润水平与资产回报稳步提升 .....	15
图表 18: 中国社会用电量持续走高, 未来可能再超预期 .....	16
图表 19: 中国最高负荷增速短期快于社会用电量, 后续有所下滑 .....	16
图表 20: 新能源高渗透下电力系统可控裕度下降 .....	16
图表 21: 中国煤电气电资源潜力对比 .....	17
图表 22: 2025-30 年电网维持至少 1.1 可控裕度所需各机组可控装机容量 .....	18
图表 23: 哈尔滨电气、上海电气、东方电气煤电产品对比 .....	19
图表 24: 2024-25 煤电设备招标容量分布 .....	19
图表 25: 哈尔滨电气、上海电气、东方电气新增煤电设备订单量对比 .....	19
图表 26: 哈尔滨电气、上海电气、东方电气煤电设备营收对比 .....	19
图表 27: 哈尔滨电气设备产量 .....	20
图表 28: 哈尔滨电气火电/煤电设备销售单价与板块毛利率 .....	20
图表 29: 核电兼具低排放、高效率优势 .....	21
图表 30: 核电、水电发电全年利用小时数显著较高 .....	21
图表 31: 风电和光伏装机容量过去十年快速扩张 .....	21
图表 32: 风电和光伏发电量贡献占比较低 .....	21
图表 33: 抽蓄、核电项目相关政策汇总 .....	22
图表 34: 煤电、水核新增装机预测汇总 .....	23
图表 35: 哈尔滨电气在水电和核电领域具备领先的技术优势和丰富的产品线 .....	23
图表 36: 哈尔滨电气、东方电气新增水电设备订单量对比 .....	24
图表 37: 哈尔滨电气、东方电气水电设备营收对比 .....	24
图表 38: 哈尔滨电气、上海电气、东方电气新增核电设备订单量对比 .....	24
图表 39: 哈尔滨电气、上海电气、东方电气核电设备营收对比 .....	24
图表 40: 哈尔滨电气水电、核电设备销售单价与板块毛利率 .....	25
图表 41: 新抽蓄设备厂房 .....	25
图表 42: 抽蓄、调峰燃机、电池储能性能与成本对比 .....	26
图表 43: 哈尔滨电气布局新型核电技术 .....	26
图表 44: 哈尔滨电气电力设备生产新增订单、营收、毛利率预测 .....	28
图表 45: 哈尔滨电气分板块业务营收与毛利率预测汇总 .....	29
图表 46: 哈尔滨电气费率预测 .....	29
图表 47: 哈尔滨电气利润预测 .....	30
图表 48: 可比公司估值表 (更新至 2025 年 7 月 8 日) .....	30
图表 49: 哈尔滨电气 PE-Bands .....	31
图表 50: 哈尔滨电气 PB-Bands .....	31

## 核心观点

### 主要推荐逻辑

公司是国内电力设备领域的龙头企业，业务覆盖煤电、气电、水电、核电、光热及新型储能六大装备类型，具备从设备制造、工程总承包到新型能源装备的全链条布局。公司在煤电主设备和重型燃气轮机市场的占有率约为 1/3，锅炉产品覆盖中压至超超临界等级，高参数、大容量锅炉产品技术领先；燃气轮机产品系列具备多样化性能参数，中小型燃机及重型燃机核心部件已实现国产化。核电设备市占率约 30%，聚焦蒸汽发生器、稳压器等核心产品，毛利率高于行业平均；水电设备市占率超过 50%，当前订单以抽水蓄能项目为主。我们看好公司在电力设备行业的领先地位，以及在设备需求回暖背景下的订单增长，尤其是煤电需求强劲修复，水电与核电也持续带来增量。同时，随着前期低毛利订单逐步交付，公司已进入新一轮高毛利订单交付周期；叠加费率控制成效显著，盈利能力有望进一步增强。

1. **电力需求增长和可再生能源加速渗透的背景下，叠加容量电价机制的引入，煤电在电力系统中凸显其“可控装机、支撑负荷”的核心作用。**在政策支持和能源安全导向下，煤电项目自 2022 年下半年重启。我们预计煤电新增装机将突破此前年均约 30GW 的低位运行水平，2025-26 年煤电新增装机将维持在每年 80GW；随着工商业储能逐步推广，2027-30 年新增装机或小幅回落至约 60GW/年。煤电高景气周期带动下，公司自 2022 年以来煤电设备订单显著改善，预计带动 2025/26/27 年煤电设备收入分别达 201.6/226.1/245.2 亿元，同比增长 26.4%/12.1%/8.4%。此外，自 2022 年下半年起煤电设备价格企稳回升，随公司陆续进入新订单交付周期，此前低价中标带来的盈利压制有望改善。2024 年公司煤电设备毛利率回升至 11.4%，预计 2025/26/27 年进一步提升至 12.6%/12.9%/13.0%。

2. **新能源发电的不稳定性叠加政策支持，推动能源投资更多投向以水电、核电为代表的传统清洁能源。**参考国家能源局的抽蓄项目推进节奏（截至 2024 年底，全国抽蓄装机容量已达 58.7GW，基本符合 2025/2030 年分别达 62/120GW 的目标进度）以及“十四五”期间核电项目核准常态化，我们预计 2025-30 年，抽蓄年新增装机容量为 7/8/9/10/11/13GW，核电年新增装机为 4/4/10/11/12/12GW。考虑到水电、核电设备交付周期较长，2024 年公司新增水电、核电订单 96.5/47.4 亿元，收入高峰或集中在 2026-27 年；同时考虑公司水电项目中抽蓄比例逐年提升和核电未来新技术运用，预测公司 2025-27 年水电设备营收为 52.2/70.0/84.8 亿元，同比+21.1%/34.1%/21.3%，毛利率为 15.0%/15.5%/15.7%；核电设备营收为 45.4/54.3/60.4 亿元，同比+7.1%/19.8%/11.1%，毛利率为 31.0%/31.2%/31.4%。

3. **公司估值相比同行显著偏低。**当前 PE(TTM) 7.54x，PB (MRQ) 0.81x，低于可比公司平均 (21.49/2.82x)。随订单释放及盈利能力提升，公司低估值有望修复。

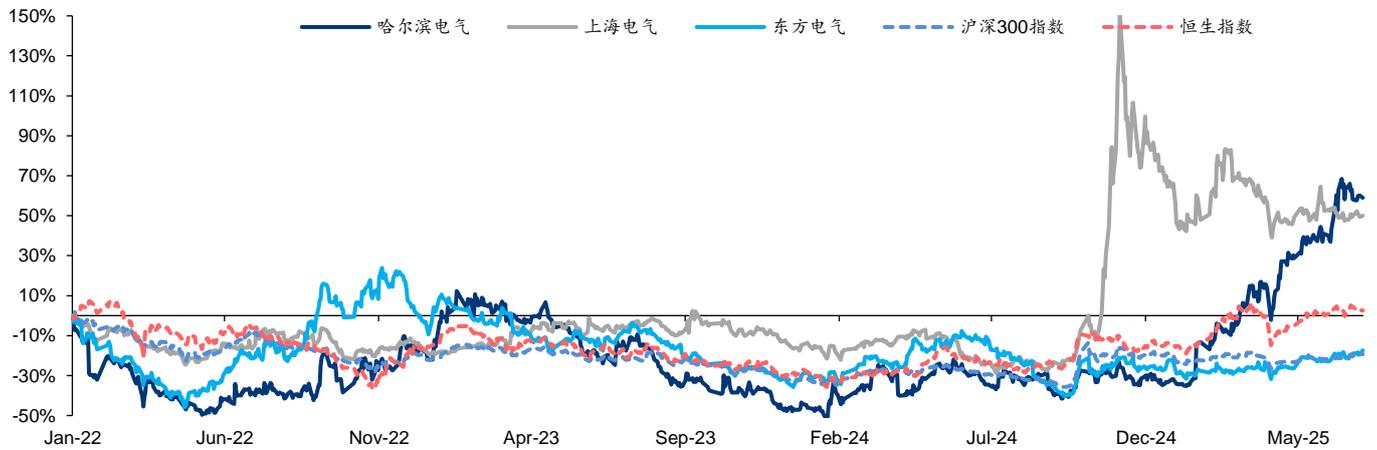
### 区别于市场的观点

1. 市场普遍预测煤电新增装机将维持 2020-24 年均约 30GW 的低位水平。考虑到煤电项目从开工到装机通常需 2-3 年，2022-23 年煤电项目集中重启和新增 8000 万千瓦/年煤电开工计划，叠加社会用电量和最高负荷持续增长（2024 年最高负荷同比超预期增长 8.3%至 1450GW），电力系统对稳定性和可控装机容量的刚性需求不断提升。为保障电力系统稳定，基于可控裕度不低于 1.1 测算，2025-26 年煤电新增装机将提升至 80GW/年，2027-30 年随工商业储能加快布局，煤电新增装机仍需维持 60GW/年以保障可控裕度充足。

2. 市场对公司相较于上海电气、东方电气的竞争力有所疑虑，担心其能否充分受益电力设备行业需求回暖和订单增长趋势。通过订单口径分析历史市占率，公司在水电、核电主泵（佳电股份，哈尔滨电气集团有限公司持股 36.93%）、高参数大容量锅炉等产品领域技术优势显著，市占率超 50%；其他电力设备受限于产能因素，三家企业整体维持动态均衡的市场格局。例如，2024 年因主要竞争对手产能趋于饱和，公司凭借产能余量订单快速增长，全年煤电设备新增订单达 174.2 亿元，营收同比大增 99%。我们认为在煤电设备领域，公司有望继续保持约三分之一的市场份额，与上海电气、东方电气三足鼎立；在水电领域，随着抽水蓄能装机需求持续提升，公司在该领域具备突出的技术优势，业务有望稳步增长。

复盘哈尔滨电气自 2022 年以来的股价表现：2022 年初，公司尚处于低毛利订单交付周期，叠加 2021 年煤电新增装机处于低位（29GW），市场对传统电力设备公司未来发展存在疑虑，哈尔滨电气股价整体承压，表现弱于恒生指数。2022 年 8 月，国家明确提出煤电“8000 万”目标，即 2022 年、2023 年分别开工 8000 万千瓦，市场情绪回暖，带动公司股价阶段性反弹；由于需求向好短期内未充分体现在新增设备订单中，投资者仍持谨慎态度。随 2024 年公司总新增订单同比+30.5%，煤电、水电、核电设备订单分别同比+24.7%/64.3%/139.2%，市场重新关注公司基本面。新增订单数据体现出：一方面，煤电作为可控装机的“压舱石”，在电力需求持续增长背景下装机需求回升；另一方面，水电抽蓄稳步推进、核电核准进入常态化阶段，均带动传统电力设备订单增长；公司股价也随之进入上升通道。当前公司估值相比同行仍处于低位，预计随着煤电、水电、核电装机带动设备需求进一步增长，公司 2025 年起陆续进入新一轮订单交付周期，盈利能力有望修复，进而迎来价值重估。

图表 1：哈尔滨电气股价复盘



资料来源：Wind, 华泰研究

## 设备行业领军者，电力需求高增带来新机遇

脱胎于老牌三大动力厂改组上市，现由国资委实控

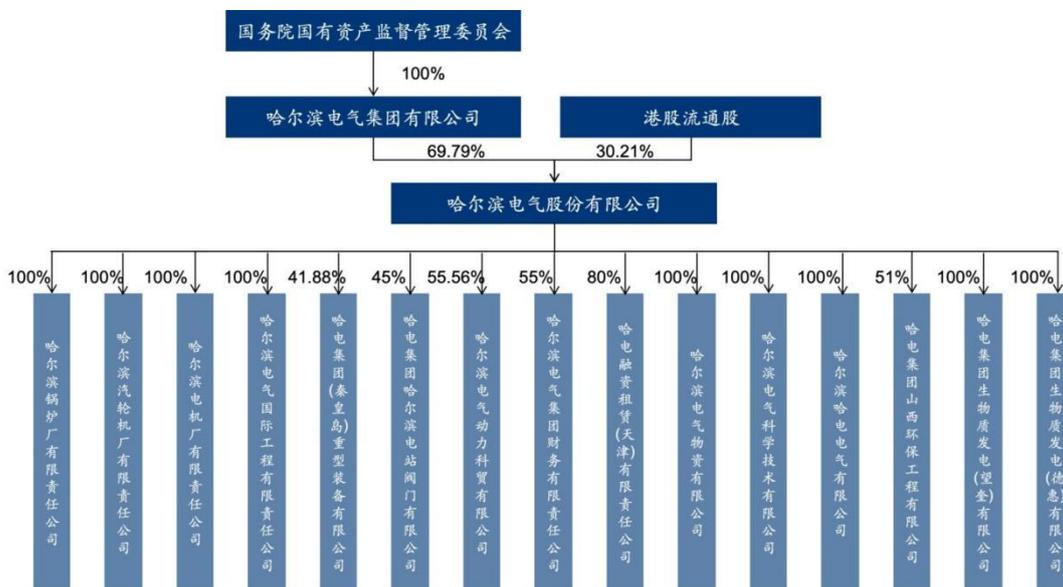
哈尔滨电气股份有限公司（简称“哈尔滨电气”）源于哈尔滨“三大动力厂”，目前由哈尔滨电气集团有限公司（简称“哈电集团”）控股，国资委实控。哈尔滨电机厂、哈尔滨锅炉厂、哈尔滨汽轮机厂合称哈尔滨“三大动力厂”，分别成立于1951、1954、1956年，是“一五计划”背景下依托苏联援助建设的中国发电设备制造骨干企业。1994年10月，“三大动力厂”资源整合成立哈电集团，由国务院国资委100%控股；同年哈电集团实施股份制改组组建哈尔滨电气（1133.HK），并于1994年12月在港交所上市。哈电集团为哈尔滨电气控股股东，持股69.79%，剩余30.21%为港股流通股。截至2025年6月，依据公司官网披露，哈尔滨电气下设15家控股子公司，实现多业务协同发展。

图表2：哈尔滨电气历史沿革



资料来源：公司官网，华泰研究

图表3：哈尔滨电气股权架构



资料来源：公司官网，华泰研究

管理团队背景深度契合主业发展需求，启动股权激励计划强化业绩驱动。公司核心高管团队具备鲜明的工程技术背景，拥有高级经济师、工程师、会计师等专业职称，履历覆盖能源、机械、电气、交通等关键行业，体现出其管理能力与公司主业发展的高度适配。作为中央直接管理的重要国有骨干企业，控股股东哈尔滨电气集团在决策与运营上需严格遵循国务院国资委的考核与监管要求，为公司高质量发展提供了坚实的制度保障。此外，哈尔滨电气股份有限公司于2021年1月29日正式启动股权激励计划（哈电股份H股股票增值权激励计划第一期），向符合条件的281名激励对象授予共计4832万份股票增值权，推动业绩导向与员工积极性深度融合。

### 六类电力设备多元布局，覆盖设备生产与工程服务的行业龙头

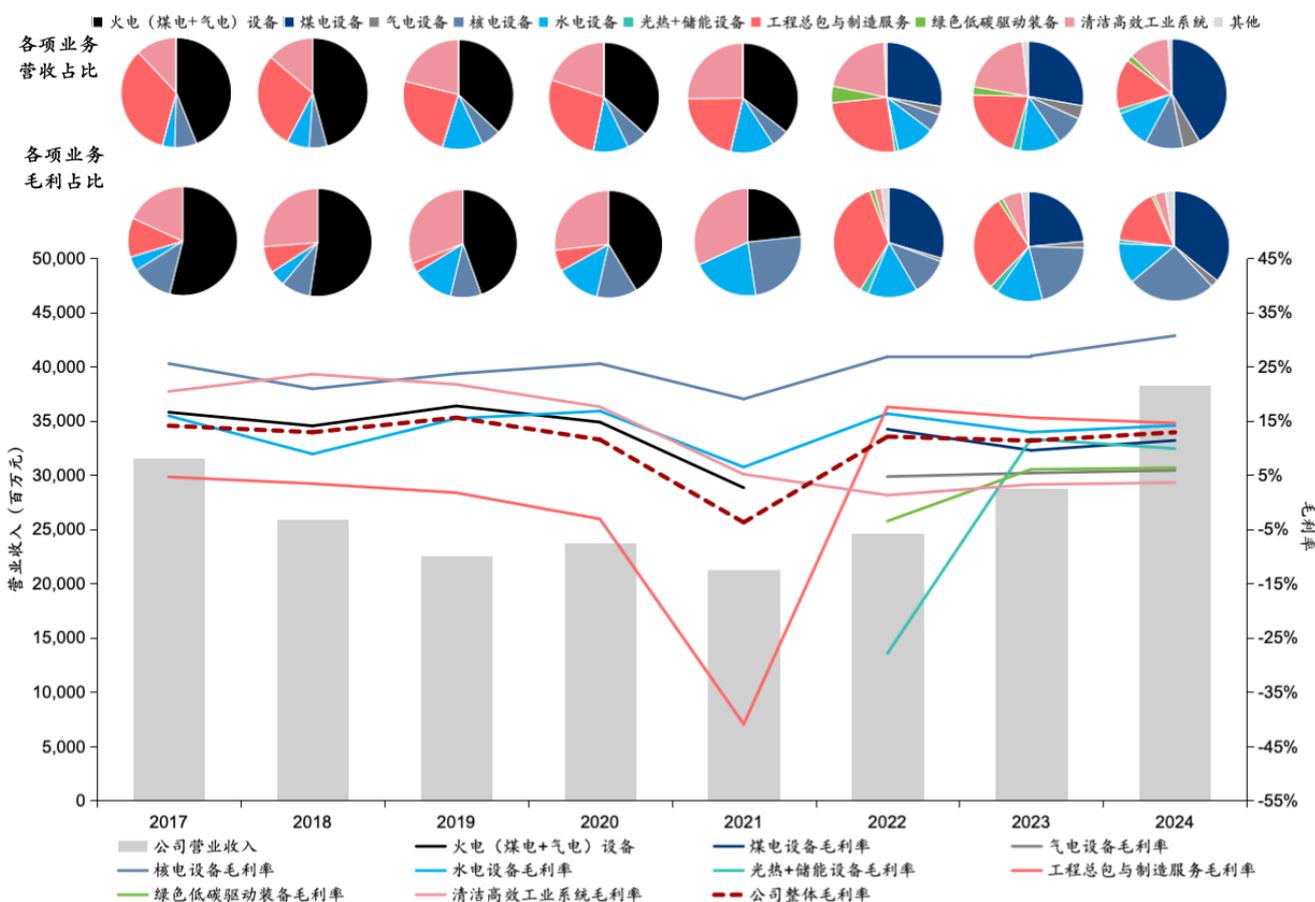
公司业务以六类电力设备生产和配套工程总包与制造服务为核心，同步拓展新型海洋设备、节能环保产品等新型业务方向。

1. **电力设备生产**：2024 年电力设备业务收入占总营业收入的 70.5%，实现煤电（41.6%）、气电（5.1%）、水电（11.3%）、核电（11.1%）、光热和新型储能（1.4%）六类产品并举发展格局。其中，火电设备（含煤电和气电）为收入与利润主力，2024 年营收为 117.9 亿元，占总营收的 46.7%；毛利为 19.3 亿元，占总毛利的 40.2%。核电设备增长势头强劲，单位产品盈利水平较高，2024 年营收和毛利分别占业务总量的 11.1%/27.1%。

2. **配套工程总包与制造服务**：2024 年电力工程项目的收入占总营业收入的 14.9%，主要包括工程总承包（10.3%）及装备改造、运维、检修等制造服务（4.6%）。该板块营收近年来整体保持稳定，略有回落，但盈利能力持续修复，2022 年起毛利实现由亏转盈。

3. **新型业务方向**：2024 年占总营业收入 13.6%，涵盖以船舶动力装备为主的绿色低碳驱动装备（1.7%）和清洁高效工业系统（11.8%），公司持续扩大产品覆盖范围、深化研发能力，在海洋装备、节能环保、氢能、泵阀制造等领域构建新型业务竞争力。

图表4：哈尔滨电气各项业务营收和毛利



注：火电设备业务包括煤电设备和气电设备；2022 年前公司未单独披露煤电、气电设备业务单独的营收和毛利，以火电板块整体披露；2021 年工程总包与制造服务毛利-18.4 亿元，未汇入饼图。

资料来源：哈尔滨电气年报，华泰研究

### 深耕电力设备生产，六大板块全面推进

公司是我国电力设备领域龙头，业务涵盖煤电、气电、水电、核电、光热及新型储能六大板块。煤电设备方面，公司锅炉、汽轮机、发电机三大煤电主设备产品占全国总装机容量约三分之一，以大容量、高参数锅炉产品见长；近年来公司逐步调整此前低价订单策略，煤电设备低毛利状态有望改善。气电设备方面，公司重型燃气轮机系列产品具备多样化性能参数，中小型燃机及重型燃机关键部件已实现国产化研发。核电设备覆盖三代和四代先进堆型，聚焦蒸汽发生器与稳压器等核心产品，凭借产能集中优势，毛利率领先同行。水电机组种类齐全，产品涵盖混流式、轴流式、贯流式、蓄能式、冲击式等多个品类，市占率超 50%，订单重心正由传统大水电向高附加值抽水蓄能转型。此外，公司前瞻性布局光热及新型储能设备领域，持续强化核心技术研发能力。

图表5：哈尔滨电气电力设备板块市占率与毛利率概况

产品布局	市占率	毛利率 (2024 年)			
		哈尔滨电气	上海电气	东方电气	
煤电设备	煤电三大主设备龙头, 大容量高参数锅炉产品见长	1/3	11.4%	约 27%	18.7%
气电设备	重型燃机系列产品具备多样化性能参数, 中小型燃机及重型燃机关键部件已实现国产化研发	占全国重型燃机总装机容量 的 1/3	5.9%	未披露	7.3%
核电设备	产品覆盖蒸汽发生器和稳压器, 主泵由控股母公司哈电集团下属的佳电股份负责生产	主泵市占率>50%, 核电设备整体市占率约 30%	30.7%	15-18%	24.0%
水电设备	产品涵盖混流式、轴流式、贯流式、蓄能式、冲击式等多个品类, 订单结构由传统大水电逐步转向以高附加值抽水蓄能项目为主	>50%	14.1%	-	18.8%
光热与新型储能设备	技术研发持续突破, 营收与订单快速增长	压缩空气储能核心设备市占率约 60%	9.9%	-	-

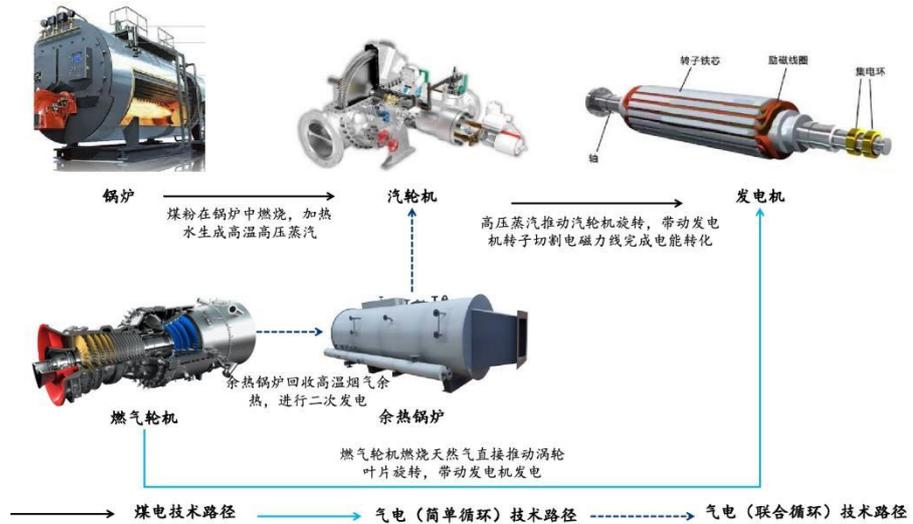
注：哈尔滨电气、东方电气毛利率根据 2024 年公司年报披露计算，上海电气按能源装备板块整体披露毛利率，分项毛利率根据公司历史数据和行业信息测算。  
资料来源：哈尔滨电气、上海电气、东方电气年报，华泰研究

### 煤电主设备龙头，中小燃机国产化研发持续推进

**煤电设备三大龙头之一，主设备产品线覆盖全面。**公司煤电产品涵盖锅炉、汽轮机、发电机三大煤电主设备，约占全国煤电总装机容量的 1/3，与上海电气、东方电气并列为行业领军者。2024 年，公司煤电设备业务收入占总营收的 41.6%，毛利率 11.4%。由于公司地处东北运输成本较高，以及早期煤电设备低价订单尚未充分释放，毛利率低于上海电气（约 27%）和东方电气（18.7%）。公司自 20 世纪 80 年代引进西屋技术以来，持续自主研发，成功实现超临界、超超临界机组三大主设备以及大型循环流化床锅炉的国产化生产，形成完善的自主技术体系。公司锅炉产品覆盖中压至超超临界等级，容量范围从 50MW（适用于小型热电联产）至 1000+MW 以上（适用于超超临界二次再热机组），在国内处于技术领先地位；汽轮机与发电机产品可适配不同容量和压力等级的机组，兼具灵活性、稳定性和安全性。目前公司煤电设备已广泛应用于全国 500 余家电厂，并出口 30 多个国家和地区。

**气电设备生产以重型燃气轮机为核心，相关产品约占全国重型燃机总装机容量的 1/3，兼具中小型燃机本体批量化制造能力。**2024 年，公司气电设备业务收入占总营收的 5.1%，毛利率 5.9%。公司燃气轮机产品具备军民两用能力，技术引自通用电气（GE），持股哈电通用燃气轮机（秦皇岛）有限公司 50% 股权（另 50% 为 GE 持有）。公司重型燃机产品涵盖 9F.03/9F.05、13E2、9H.01 等多个系列，具备多样化的性能参数，可满足不同应用需求；在中小型燃机领域，公司逐步实现国产化制造和自主知识产权体系建设。目前公司已承担 CGT25-D 系列、HGT16 等中小型燃机设备及我国自主研发的 300 兆瓦级 F 级重型燃机部分关键部件的生产任务。燃气轮机 EPC 服务出口至孟加拉、巴基斯坦、沙特阿拉伯等国家；其中，2024 年在沙特市场实现重大突破，成功中标两座联合循环燃气轮机电站的 EPC 合同，进一步巩固了公司在海湾地区电力建设领域的领先地位。

图表6：火电技术路径图（煤电+气电）



资料来源：工业蒸汽轮机，鹏芄科艺，无锡威圣泰热能设备有限公司采购网站，华泰研究

图表7：哈尔滨电气火电产品矩阵

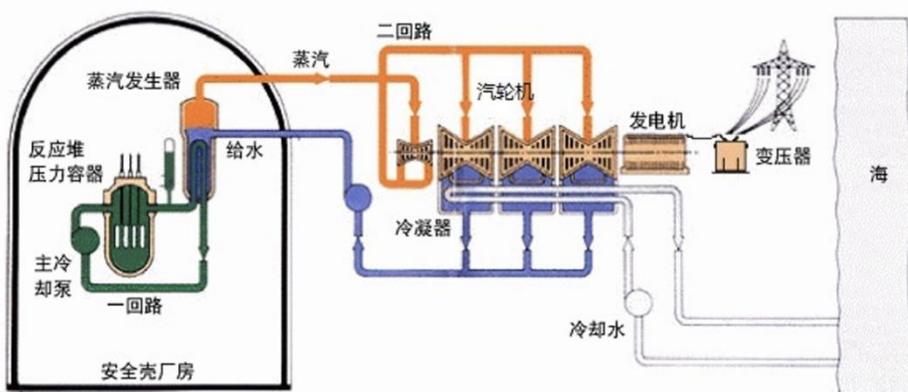
产品类别	产品矩阵	技术优势
锅炉	燃煤锅炉、循环流化床锅炉、余热锅炉等	覆盖中压至超超临界等级，容量范围从 50MW（适用于小型热电联产）至 1000+MW 以上（适用于超超临界二次再热机组） 在高参数、大容量锅炉产品方面技术领先
汽轮机	冲动式、反动式汽轮机	覆盖从小型工业汽轮机到百万千瓦级大型汽轮机，适配不同容量和压力等级，应用场景广泛
发电机	常规火电汽轮发电机、核电汽轮发电机、燃气轮机配套发电机等	高效冷却技术（大容量机组采用氢冷，中小型机组采用空冷，易于维护）、高可靠性（转子铸件材料、定子绕组绝缘设计）、配备智能监测系统
重型燃气轮机	9F.03/9F.05 系列 9H.01 系列 13E2 系列 300 兆瓦级 F 级重型燃机	联合循环机组，采用先进冷却技术和高温合金叶片 联合循环机组，具备出力大、效率高、排放低的优势 适用简单循环和联合循环，成本经济优势，可在运行状态下选择优化性能或延长检修周期 我国自主研发，哈尔滨电气承制首台样机燃烧室等关键部件
中小型燃气轮机	9E 系列 CGT25-D 系列 HGT16	单机功率小，适用中等规模发电或热电联产 国产化制造，具备容量小、功率密度大、结构紧凑的优势 公司完全自主知识产权，功率不小于 16 兆瓦，热效率不低于 36%；在机械驱动、分布式能源、应急电源及海上平台发电领域优势显著，能快速启停

资料来源：公司官网，华泰研究

### 核电水电核心设备市占率领先，前瞻布局光热与新型储能

覆盖核电三代四代先进堆型，毛利率和主泵市占率更高。公司核电设备市场占有率约为 30%（按订单口径），2024 年核电设备业务收入占总营收的 11.1%，毛利率达 30.7%；公司核电设备业务以蒸汽发生器和稳压器为主，产品集中度高，产能利用充分，毛利率高于行业平均（上海电气约 15-18%，东方电气为 24.0%）。公司建有核岛与常规岛主设备制造基地，具备年产 4 台/套百万千瓦级核电机组的生产能力。其中，核岛部分负责承载核裂变反应并产生高温高压蒸汽；蒸汽随后进入常规岛驱动汽轮机和发电机系统，与常规火电工艺类似。核岛“六大主设备”中（即反应堆压力容器、主泵、蒸汽发生器、稳压器、控制棒、堆内构件），公司产品覆盖蒸汽发生器和稳压器，主泵则由控股母公司哈电集团下属的佳电股份负责生产，市占率超过 50%，居行业领先地位。除深度布局“华龙一号”、“国和一号（CAP1400）”、VVER 等三代核电技术外，公司积极开展第四代核电技术研发，涵盖高温气冷堆、快堆以及小型堆等多种堆型，具备满足不同技术路径与市场需求的综合能力。

图表8：核电技术路径图（以三代压水堆为例）



资料来源：中国核电招股书，华泰研究

图表9：核电技术路线演进方向



资料来源：IAEA，国家能源局，中国核能行业协会，华泰研究

水电行业龙头，产品类型丰富，具备多项关键技术突破。公司水电设备市场占有率超过 50%（按订单口径），2024 年水电设备业务收入占总营收的 11.3%，毛利率为 14.1%，略低于东方电气（18.8%）；公司订单结构由传统大水电逐步转向以高附加值抽水蓄能项目为主，未来盈利水平有望进一步上升。公司生产的大型水电机组装机容量占全国总装机容量约一半，产品涵盖混流式、轴流式、贯流式、蓄能式、冲击式等多个品类，适用于不同流量与地形条件下的水电站建设。此外，公司在水力研发、设计制造等方面拥有多项标志性成果，包括研制了世界单机容量最大的白鹤滩 1000 兆瓦水电机组、世界额定水头最高（724 米）的抽水蓄能机组，以及国内唯一的 500 兆瓦级高水头、大容量冲击式机组。

前瞻性布局光热与储能领域，围绕核心技术持续开展研发。光热与储能 2024 年占总营收的 1.4%，毛利率为 9.9%，是公司快速增长的新型技术电力设备产品板块。光热方面，公司具备完整的电站动力岛、储热系统和蒸汽发生系统设计及设备供货能力。蒸汽发生系统产品覆盖槽式、塔式及线性菲涅尔等多种技术路线，机组容量范围从 50 兆瓦至 300 兆瓦，满足不同规模光热电站的需求。新型储能方面，公司掌握压缩空气储能、熔盐储热、吸附-压缩二氧化碳储能等关键核心技术，其中，压缩空气储能核心设备已覆盖 10 兆瓦至 350 兆瓦等级，市场占有率约达 60%。

图表 10: 哈尔滨电气核电、水电、光热和新型储能产品矩阵

产品类别	产品矩阵	技术优势
核电机组	三代核电技术	具备核岛与常规岛主设备制造基地, 产品覆盖蒸汽发生器和稳压器, 主泵由控股母公司哈电集团下属的佳电股份负责生产(市占率超过 50%); 包括“华龙一号”、“国和一号(CAP1400)”、VVER 等堆形
水电机组	高温气冷堆、快堆及小型堆等新型技术堆形 混流式、轴流式、贯流式、蓄能式、冲击式等品类	新型核电技术可满足多场景核电应用需求 适用于不同流量与地形条件下的水电站建设: 例如, 混流式机组适用于高水头、大流量电站(如三峡、白鹤滩等), 单机容量大; 轴流式机组适用于低水头、大流量场景, 强调高效稳定运行; 冲击式机组针对超高水头电站, 适应复杂地形
光热	电站动力岛、储热系统和蒸汽发生系统	蒸汽发生系统覆盖三槽式、塔式和大技术路线线性菲涅尔式, 适用于目前市场上两种主流储热介质: 导热油和熔盐, 机组容量范围从 50 兆瓦至 300 兆瓦, 满足不同规模光热电站的需求
新型储能	空气储能、熔盐储热、吸附-压缩二氧化碳储能等核心技术	具备压缩机、空气透平、储换热设备、储气装置和储能发电机等关键设备研制供货和项目总承包能力, 其中压缩空气储能领域产品范围已覆盖 10 兆瓦-350 兆瓦等级电站核心设备, 市场占有率在 60% 左右

资料来源: 公司官网, 华泰研究

### 打造全流程工程总包服务体系, 灵活性改造蓄势待发

公司提供一体化、全生命周期配套总包与服务体系, 积极拓展国内外项目布局, 在订单签订过程中注重风险防控与签约节奏的稳健把控。2024 年公司工程总包和制造服务业务分别占总营收的 10.3%/4.6%, 毛利率为 5.2%/35.6%。公司配套工程服务体系覆盖融资、设计、制造、施工及售后等全流程, 该业务起源于 1983 年成立的哈尔滨电气国际工程有限责任公司, 现为公司全资控股子公司, 具有丰富的项目管理经验和专业技术积累, 已通过 ISO 9001 质量管理体系、ISO 45001 职业健康安全管理体系及 ISO 14001 环境管理体系等国际认证。根据哈尔滨电气国际工程有限责任公司产业布局数据披露, 截至目前, 公司已在巴基斯坦、菲律宾、越南、土耳其等 30 多个国家和地区承揽电站工程 80 余项, 总装机容量超过 5000 万千瓦, 累计签约额超过 200 亿美元, 国际品牌影响力持续提升。

随着低碳转型目标的持续推进和新能源在电网中渗透率的提升, 火电灵活性改造与调峰需求显著增长, 该业务板块利润贡献显著。我国煤电装机容量虽不足 40% (2024 年), 却承担了约 60% 的发电量与近 80% 的调节能力。国家发改委和能源局发布《新一代煤电升级专项行动实施方案 (2025-2027 年)》, 提出从清洁降碳、安全可靠、高效调节、智能运行四方面推动火电灵活性改造。公司在该领域积极布局, 2022 年完成江苏大唐国际吕四港 3 号机组改造, 标志着哈电电机首台 600 兆瓦等级发电机灵活性改造完成, 成为行业标杆范例。此外, 哈尔滨电气锅炉机组效率持续优化, 最新机组煤耗率已降至 240-250 g/kWh, 相较于老旧机组 (约 300 g/kWh) 显著提升。未来火电灵活性改造还包括深度调峰、快速响应、多能耦合等方向。其中深度调峰投资约为 30-90 元/千瓦, 最小出力可降至 20-40%; 快速响应依托锅炉与汽轮机控制系统优化提升负荷响应速度; 多能耦合则探索“火电+储能”、“热电联产灵活化改造”等路径, 均契合未来电力系统稳定性需求。2024 年, 公司火电灵活改造业务归属现代制造服务板块, 收入占比 4.6%, 毛利率达 35.6%, 贡献 13.1% 的总毛利, 展现出显著的盈利能力。

### 布局新型能源装备业务

公司积极拓展新型能源装备与应用场景，持续扩大产品覆盖范围、深化研发能力，在海洋装备、节能环保、氢能、泵阀制造等领域形成了多点支撑、协同发展的业务格局。2024 年新型能源装备占总营收 13.5%，毛利率 3.9%。其中：

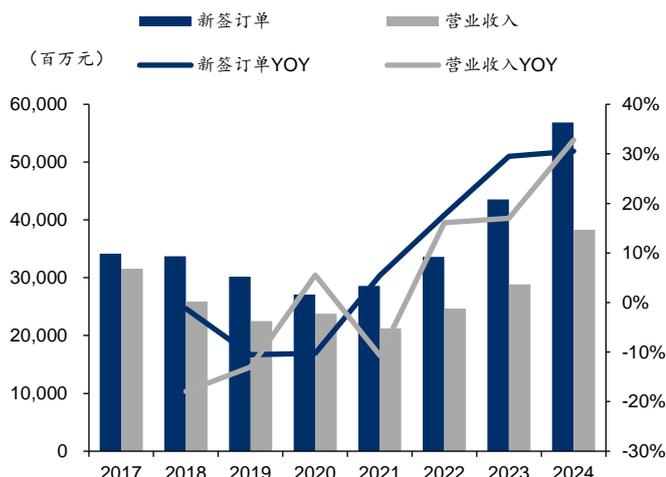
- 1. 海洋装备：**具备船用锅炉、轴系与推进器、船舶电站及自动控制系统等核心装备的研发与制造能力，为海洋工程装备产业提供系统化解决方案。
- 2. 节能产品：**在化工容器、工业锅炉、垃圾发电、气电、生物质发电、工业节能等细分领域取得突出成果。例如，公司成功研发国内首台石化容器超 1000 台套，累计为国家炼油、化工、核电、军工等行业提供压力容器逾 1 万台套；承制深圳东部环保项目余热锅炉，属世界规模最大、标准最高的垃圾焚烧发电项目；研制全球首套 145 兆瓦燃气超临界锅炉机组和国内装机容量最大的 40 兆瓦高温超高压生物质锅炉等。
- 3. 环保产品：**涵盖脱硫、脱硝、除尘、海水淡化、水处理、余热利用、危固废处理等方向，严格执行 ISO 9001 质量管理体系标准，广泛服务于电力、钢铁、水泥、市政等行业。
- 4. 氢能：**围绕氢能“制、储、运、用”全产业链积极布局，重点发展化石能源与可再生能源制氢、新型储氢技术、掺氢掺氨燃烧与绿色甲醇制备等关键技术。
- 5. 泵阀：**设计制造覆盖煤电、核电、石化、光热、储能、氢能等领域的阀门、减温减压装置、水位测量装置等产品，共计 40 多个系列、4000 余个品种，产品性能达到国际先进水平，行业综合排名位居全国近万家阀门企业前列。

### 自 22 年起订单与营收同步增长，订单兑现与费率管控提升盈利水平

复盘公司历史业绩表现，自 2022 年起，电力设备订单快速增长，成为推动公司营收持续上行的核心动力，其中火电设备增速尤为显著，水电与核电业务持续贡献增量。2022 - 2024 年公司新签订单规模总计为 336.3/435.7/568.7 亿元，同比增长 17.7%/29.5%/30.6%；同期营业收入增长至 246.4/288.4/383.0 亿元。电力设备在总订单中的占比逐年上升，持续高于 50%，2024 年达 61.4%。其中，2024 年煤电营收同比大增 99%，增速贡献最为突出；水电和核电则延续平稳增长态势。

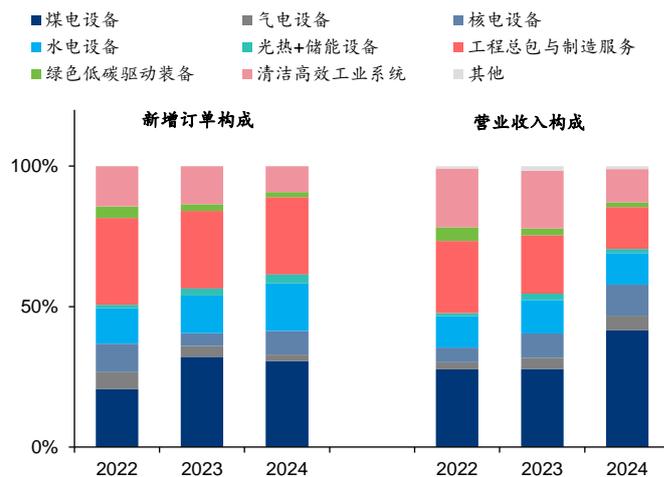
公司整体毛利率持续回升，2022 年起工程总包与制造服务业务成功扭亏，带动盈利结构改善；火电设备在大营收基数下实现毛利增长，叠加核电设备作为高毛利板块快速发展，公司 2024 年毛利润与净利润显著修复。2021 年受原材料价格大幅波动及海外疫情影响，工程项目施工成本飙升，导致工程总包与制造服务相关业务毛利率一度降至 -40.9%；2022 年起毛利率回升至 17.5%，后有所回落，2024 年维持在 14.6% 的水平。整体来看，2024 年公司综合毛利率达 12.9%，同比 +1.54 pct。其中，电力设备板块毛利率升至 14.4%，同比 +1.60 pct。分业务看，核电设备毛利率高达 30.7%，同比 +3.71 pct，远高于公司整体水平，且呈持续上升趋势，未来有望进一步拉动公司整体盈利能力；煤电设备毛利率小幅增长至 11.4%，同比 +1.83 pct；水电与气电设备毛利率保持稳定，略有上行。

图表11: 哈尔滨电气新签订单与营业收入规模和增速



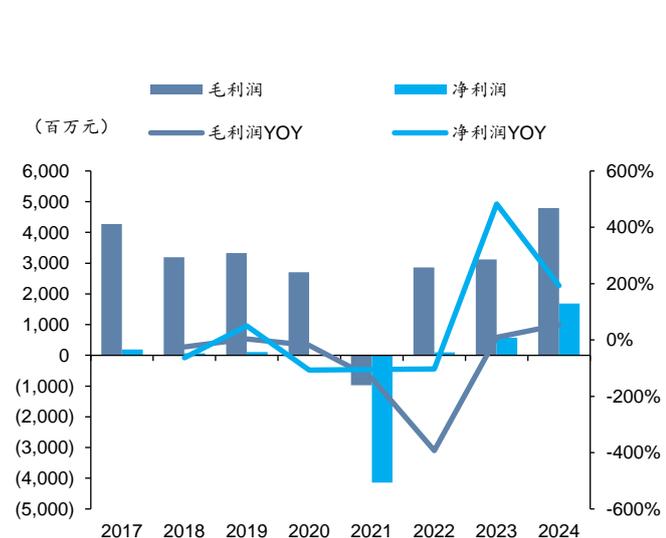
资料来源: 哈尔滨电气年报, 华泰研究

图表12: 哈尔滨电气新签订单与营业收入各业务占比



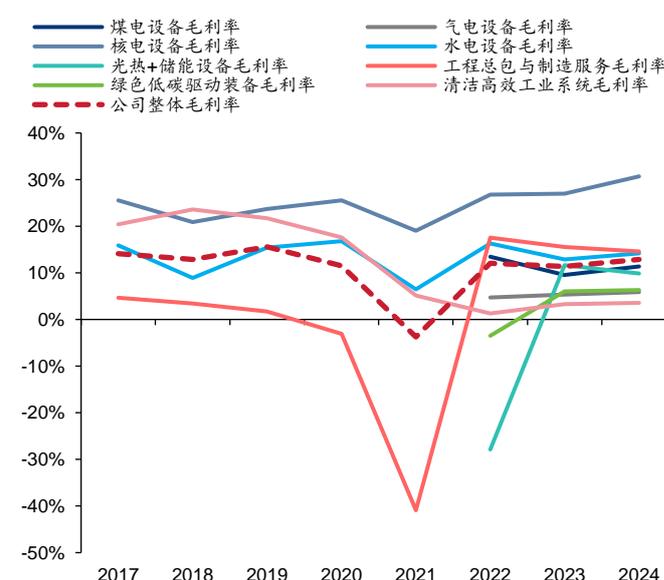
资料来源: 哈尔滨电气年报, 华泰研究

图表13: 哈尔滨电气毛利润与净利润规模和增速



资料来源: 哈尔滨电气年报, 华泰研究

图表14: 哈尔滨电气各业务毛利率



资料来源: 哈尔滨电气年报, 华泰研究

电力设备订单周期平均 2-6 年, 公司当前新签订单储备充足, 预计未来随设备交付、装机陆续释放营收, 收入仍具增长空间。具体而言, 电力设备的交付依赖于电网机组项目的整体推进进度, 通常包括项目核准、设备招标、订单确认、设备交付、装机及并网投产等多个阶段。设备厂商在机组核准后参与招标, 成功中标后订单即确认为新增订单, 公司据此安排生产与交付。其中, 煤电设备交付周期约 1-1.5 年, 交付后 0.5-1 年完成装机; 气电设备交付周期与煤电相近, 但审批、安装环节相对更快; 水电、核电装备耗时较长, 交付周期分别为 3-4 年/2-3 年, 装机周期分别为 2-4 年/1-2 年, 后续分阶段投产。收入确认根据合同条款, 随生产、交付、装机进度按比例逐步确认, 在时间上滞后于新增订单。公司当前新增订单量处于高位, 2023、2024 两年新增电力设备订单同比增长 44.3%/42.1%至近 350 亿元, 后续随订单交付释放, 营收具备持续上行潜力。

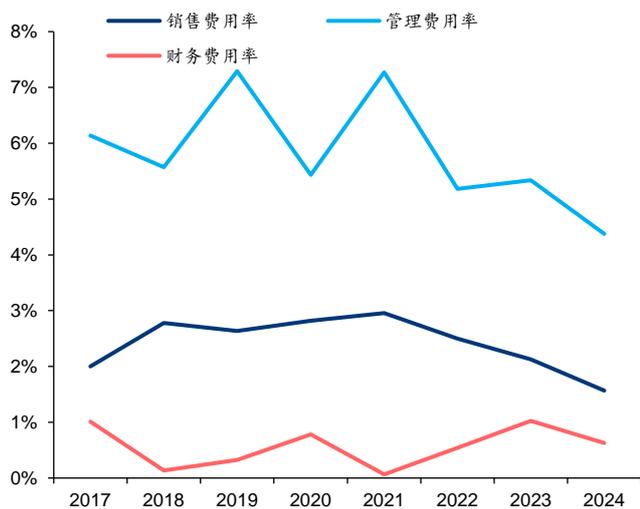
图表 15: 电力设备交付时间线



资料来源: 华泰研究

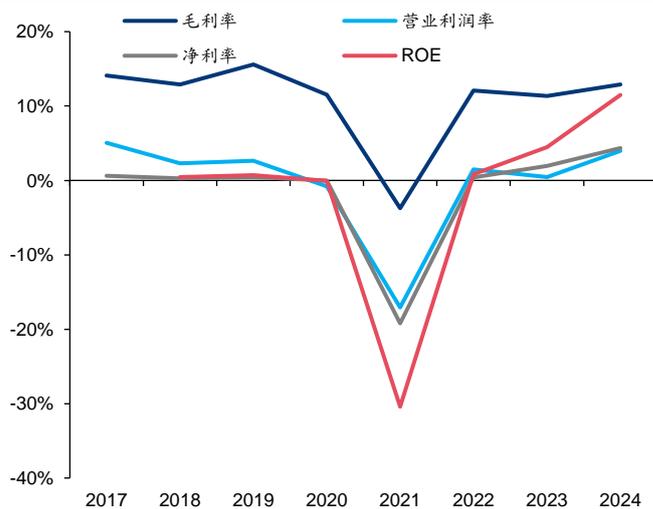
公司费用管控成效显著, 利润水平与资产回报稳步提升。2024 年, 公司销售费用率和管理费用率分别降至 1.6%和 4.4%, 相较于 2021 年有显著下降, 得益于公司管理层优化战略布局、提高经营效率以及订单量扩大带来的规模效应。毛利率回升叠加费用压降, 带动利润大幅增长, 2024 年实现营业利润 15.3 亿元、净利润 16.9 亿元, 分别为上年的约 10 倍和 2 倍; 资金使用效率和资产运营质量同步改善, 应收账款周转速度加快, 共同带动资产回报持续修复。自 2021 年起, 公司 ROE 逐步回升, 2022/2023/2024 年分别达 0.8%/4.5%/11.5%, 改善幅度显著。

图表 16: 哈尔滨电气费用管控卓有成效



资料来源: 哈尔滨电气年报, 华泰研究

图表 17: 哈尔滨电气利润水平与资产回报稳步提升



资料来源: 哈尔滨电气年报, 华泰研究

## 火电：负荷上行推动可控装机刚需，设备龙头有望量价双增

### 电力负荷持续上行，煤电支撑作用凸显

电力需求可能再超预期，带动最高负荷同步走高。2024 年中国社会用电量同增 6.8%，跑赢 GDP 增速 1.8pct。我们看好在新质生产力、二产出口、居民用电拉动下电力需求增速持续跑赢 GDP，全国用电量 2025-30 年有望维持 6% 的复合增长（详见我们于 2024 年 6 月 3 日发布的《全球能源新趋势下的煤炭发展机遇》）。由于需求端电动汽车、空调等应用渗透率提升放大终端电力负荷波动，最高负荷短期内快于用电量增长，2024 年全国最高电力负荷同比增 8.2% 至 1450GW；预计 2025/2030 年全国最高电力负荷达到 1543/2057GW。考虑需求侧削峰资源（如工商业储能）的加速发展，电力最高负荷增速 2027 年起将有所下滑（详见我们于 2023 年 12 月 1 日发布的《能源转型系列报告-但问路在何方》）。

电力需求增长和高比例可再生能源渗透对可控电源提出更高要求，电力系统稳定运行需严守可控裕度红线。电力需求增长加大电量-负荷（供需）匹配难度，尽管近年来新增装机规模持续上升，但主要由风电、光伏等高间歇性、波动性可再生能源贡献；2022-24 年新增装机分别为 187/356/429GW，其中风光占比高达 65.7%/82.3%/83.1%。为衡量电力供应的充裕与稳定性，我们引入“可控裕度”指标，即可控装机容量与电力系统最高负荷的比值。可控装机容量指各类电源装机规模乘以其对应的可控比例，可控比例反映机组在负荷尖峰时段的平均在线率，作为衡量机组出力保障能力的指标。参考英国国家电力市场 2022 年 T-4 容量招标中采用的折扣系数及我国极端天气下的运行表现，煤电、气电、水电、核电、陆上风电、海上风电、光伏的可控比例分别为 80.40%、91.34%、60%、78.25%、6.74%、8.30%、4.98%；其中风光等新能源由于出力波动性和间歇性，早晚负荷高峰为新能源受资源限制的出力低谷，因此其可控比例（在线率）低于传统能源。从历史来看，2022 年我国经历严重的电力紧张局面，当年可控裕度仅为 1.1，为近年来最低。基于此，我们认为可控裕度 1.1 是中国电力系统运行稳定、安全的关键红线。

图表18：中国社会用电量持续走高，未来可能再超预期



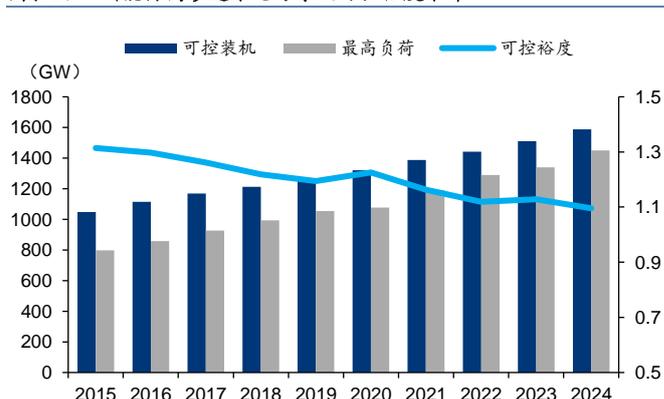
资料来源：中电联，能源局，华泰研究预测

图表19：中国最高负荷增速短期快于社会用电量，后续有所下滑



资料来源：中电联，统计局，华泰研究预测

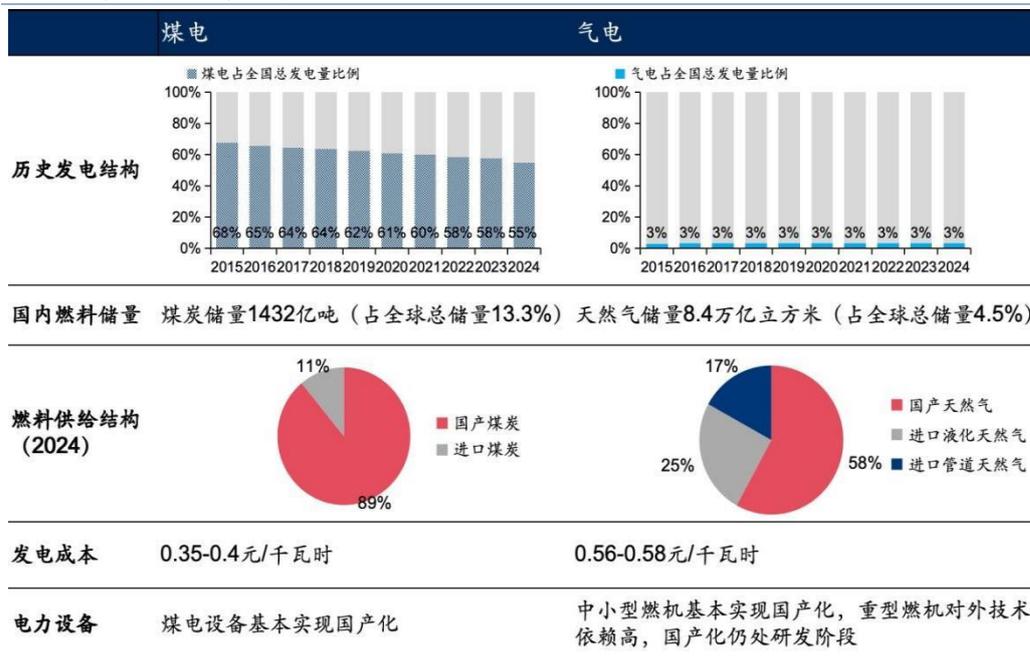
图表20：新能源高渗透下电力系统可控裕度下降



资料来源：中电联，华泰研究预测

**2024 年全国电力系统可控裕度再次降至安全临界值，煤电具备低成本、高自给、强可控优势，有望在未来新增可控装机中发挥主导作用。**2024 年，受最高负荷增长及风光高占比新增装机的影响，电力系统可控裕度跌至 1.1。随着未来最高负荷增长，电力系统运行安全持续承压，亟需通过新增可控装机予以保障。在各类电源中，火电具备较高的可控性，其中煤电作为我国电力系统的主力电源（2024 年占全国总发电量的 55%），相比气电在多个方面更具优势：一是资源保障能力强，我国煤炭资源丰富、分布广泛，进口依赖度低；二是经济性更优，煤电发电成本（0.35-0.4 元/千瓦时）相对气电（0.56-0.58 元/千瓦时）较低，更符合当前电价机制下的经济调度要求；三是设备国产化水平高，电厂运行维护体系成熟，管理成本和技术依赖较低。相比之下，尽管气电在中小型燃机方面已基本实现国产，但重型燃机核心技术仍高度依赖进口，国产相关设备和零部件尚处于研发阶段，短期内难以承担大规模新增可控装机的任务。**因此，综合考虑电力系统的安全性、可控性与经济性，我们认为煤电有望成为未来电力系统新增可控装机的主要支撑力量。**

图表 21：中国煤电气电资源潜力对比

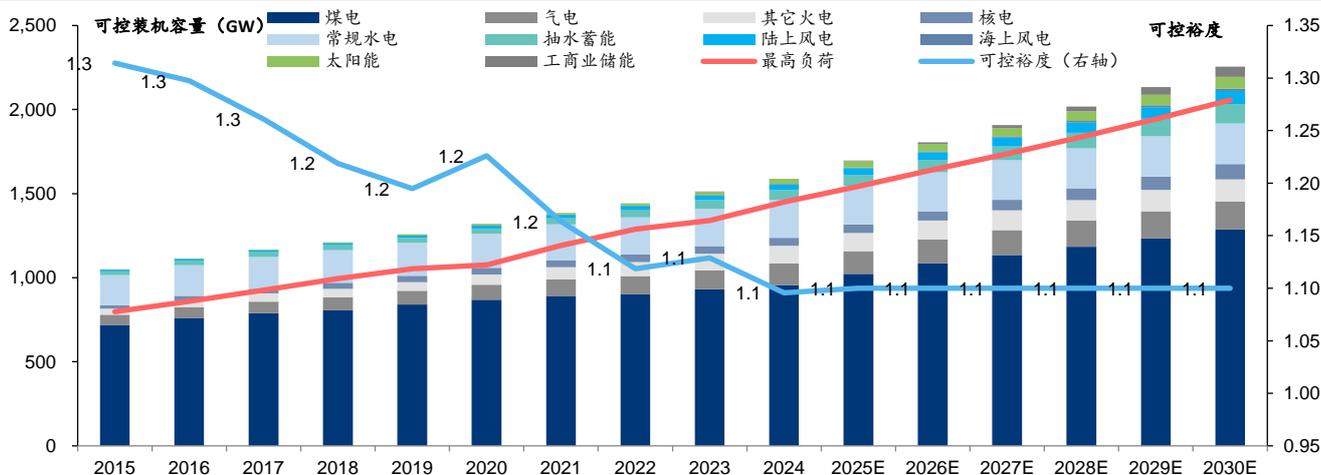


资料来源：中电联，能源局，国家统计局，《BP 世界能源统计年鉴》，华泰研究

**容量电价机制推动煤电从发电主力向系统备用支撑角色转型，释放新增装机需求。**2022 年 8 月，受多地“拉闸限电”事故及电力紧张形势影响，国家发改委提出重启煤电建设，明确 2022/2023 年煤电每年各开工煤电 8000 万千瓦，2024 年保障投运煤电项目 8,000 万千瓦，并将“十四五”煤电发展目标由 12.5 亿千瓦上调至 13.6 亿千瓦。2023 年，发改委印发《关于建立煤电容量电价机制的通知》，强调在推动煤电“三改联动”（即节能、灵活性与环保改造）的基础上，鼓励煤电企业参与“容量电价”、“辅助服务”等新市场机制，提高煤电装机的调节性、备用性价值（煤电容量电价全国统一定价为每年每千瓦 330 元），而非依赖传统发电量作为主要收益来源。

我们基于电力系统可控裕度要求，对未来煤电装机需求进行测算。为保障电网稳定安全运行，电力系统可控裕度（即可控装机容量与系统最高负荷之比）需不低于 1.1（详见 2023 年 12 月 1 日发布的《能源转型系列报告-但问路在何方》）。当前煤电的可控比例（即负荷尖峰时段机组的平均在线率）为 80.4%，考虑工商业储能对最高负荷的缓解作用下，为满足最高负荷需求，预计 2025-26 年需新增煤电装机 80GW/年；随着工商业储能规模持续扩张，2027-30 年煤电新增装机需求有望小幅下降至 60GW/年。同时考虑到煤电项目建设周期一般为 2-3 年，自 2022 年下半年煤电项目集中重启以来，政策提出 2022-2023 年每年新增 8000 万千瓦煤电项目开工规划，恰好对应 2025-26 年的装机投产节奏；随着煤电在电力系统中的基础保障作用日益凸显，以及容量电价等支持机制逐步落地，对可控容量的刚性需求将持续存在，60GW/年的新增煤电装机在 2027-30 年有望延续。气电方面预计每年新增装机 7GW，将与煤电共同支撑电力系统可控裕度稳定维持在 1.1 以上的安全水平。

图表22：2025-30 年电网维持至少 1.1 可控裕度所需各机组可控装机容量



注：可控装机容量为装机容量乘可控比例；煤电、气电、水电、核电、陆上风电、海上风电、光伏可控比例为 80.40%、91.34%、60%、78.25%、6.74%、8.30%、4.98%。  
资料来源：能源局，华泰研究预测

### 受益煤电需求向上，龙头企业订单盈利修复

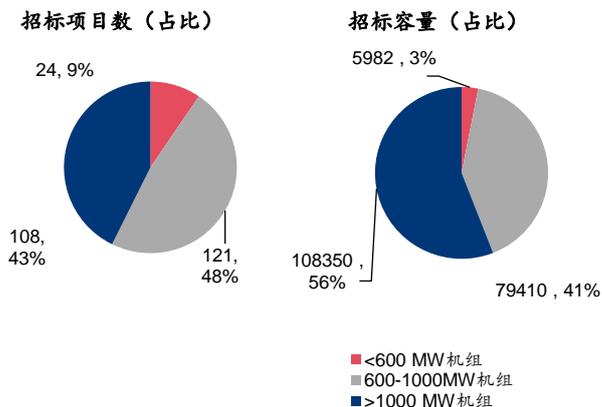
公司作为国内煤电设备的龙头企业，以高参数大容量机组设备见长，有望受益于煤电装机需求回升带来的市场增量。公司煤电设备业务涵盖锅炉、汽轮机和发电机三大主设备，与上海电气、东方电气共同主导国内煤电设备市场。哈尔滨电气在高参数、大容量锅炉产品领域优势明显，产品线覆盖从中压到超超临界全系列，紧密契合煤电新装机对设备性能和规格不断提升的需求。2024 年，国家发改委发布的《关于加强煤炭清洁高效利用的意见》明确提出，新建煤电项目应采用“大容量、高参数、低能耗、调节能力强的先进机组”，主要指 600MW 及以上超临界/超超临界机组，为行业发展指明了政策方向。在 2024 至 2025 年新增招标的 341 个煤电项目中（其中有 88 个项目未披露招标机组容量），600MW 以上机组占招标项目和招标容量的 91%和 97%，凸显大容量机组的绝对主体地位。

图表23: 哈尔滨电气、上海电气、东方电气煤电产品对比

	哈尔滨电气	上海电气	东方电气
技术优势	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 高参数、大容量机组, 中压到超超临界全系列锅炉产品</li> <li>- 适应北方资源禀赋, 在褐煤发电技术(低热值煤种)上有独特优势</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 聚焦高效清洁煤电技术(如碳捕获), 在二次再热超超临界机组(全球最高效的煤电技术之一)领域领先</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 高可靠性机组和复杂煤种适应能力(高硫煤、无烟煤)</li> <li>- 在循环流化床锅炉(适用于劣质煤和低排放)领域国内领先</li> </ul>
核心区域	北方市场(包括东北、华北、西北)	沿海及海外高端市场	西南、华中市场, 适应高海拔、复杂煤种需求(如四川、云南)

资料来源: 哈尔滨电气、上海电气、东方电气官网, 华泰研究

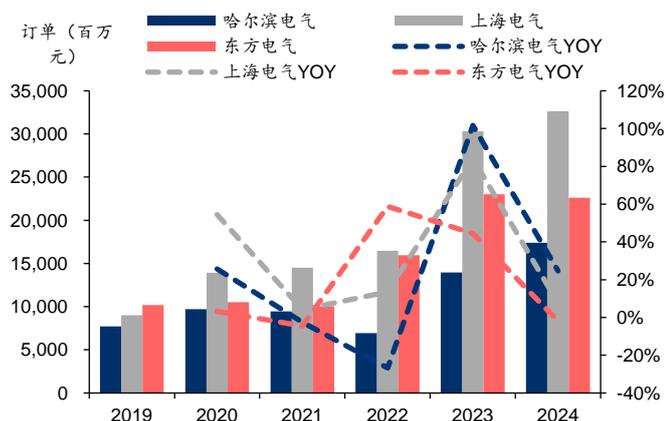
图表24: 2024-25 煤电设备招标容量分布



资料来源: 中国拟在建项目网, 华泰研究

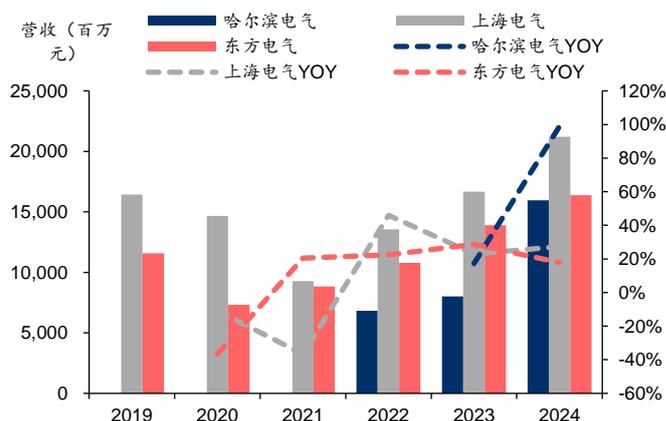
得益于煤电设备产品适配市场需求回升, 公司自 2022 年以来订单持续改善, 2024 年营收实现显著增长。当前煤电新签约订单量充足, 随设备交付将推动后续营收进一步提升。回顾煤电设备市场格局, 哈尔滨电气、上海电气和东方电气三家企业占据了约 85% 的市场份额, 形成“三分天下”的格局。其中, 上海电气凭借全球领先的超超临界二次再热机组技术、多元化的产品布局以及广泛的国际出口, 在营收规模和订单量上处于领先地位。哈尔滨电气与东方电气实力相当。2022 至 2023 年, 北方能源保供政策推动黑龙江、内蒙古等北方地区加快煤电建设, 以保障供暖和电力安全。煤电需求显著上升背景下, 主要竞争对手上海电气、东方电气产能已趋近饱和, 公司受益于产能余量实现订单量快速增长。2024 年, 哈尔滨电气煤电设备新增订单规模达 174.2 亿元; 营收同比增长 99%, 三家企业中增幅最大。我们看好公司当前新签订单储备以及未来新增装机需求带来的设备订单增量, 将持续推动营收进一步增长。

图表25: 哈尔滨电气、上海电气、东方电气新增煤电设备订单量对比



注: 东方电气未单独披露分设备订单, 基于总新增订单额和收入比例估算  
资料来源: 哈尔滨电气、上海电气、东方电气年报, 华泰研究

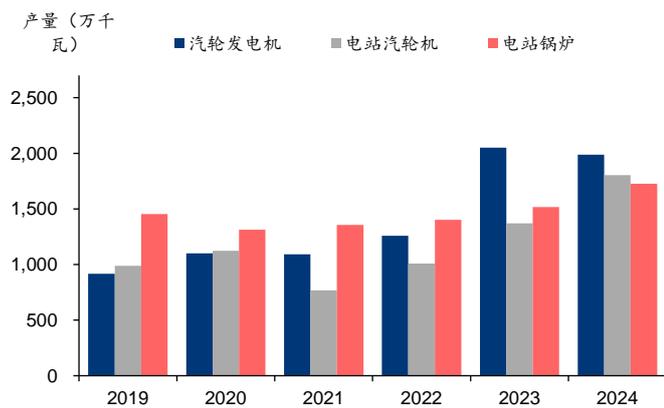
图表26: 哈尔滨电气、上海电气、东方电气煤电设备营收对比



注: 哈尔滨电气 2022 年以前未披露煤电单独口径营收  
资料来源: 哈尔滨电气、上海电气、东方电气年报, 华泰研究

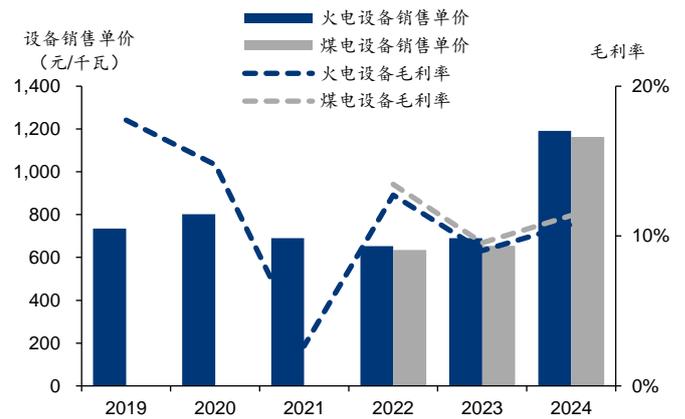
2022年下半年起行业需求回暖带动煤电设备价格企稳回升，公司亦随之调整此前的低价竞标策略，推动销售价格与毛利率同步修复。2020年前后受“双碳”政策影响，煤电行业进入阶段性收缩期，设备需求市场随之恶化。公司采用低价竞标策略争取有限订单以消化产能，2020-21年，公司汽轮发电机产量不降反增，电站汽轮机与锅炉产量基本维持稳定；毛利水平承压，2021年火电设备毛利率一度下滑至2.7%。2022年下半年起，随能源保供政策落地、煤电项目陆续重启，煤电装机需求带动设备市场回暖；公司及时调整订单签约和毛利管理策略，投标定价趋于理性。基于煤电设备从订单签订到收入确认平均1.5-2年的交付周期，2024年火电/煤电设备销售单价稳步回升至约596/582元/千瓦，毛利率分别修复至10.8%/11.4%。随前期低毛利订单逐步释放完毕，我们预计2025-26年起公司将进入以高毛利新订单为主的交付期，销售价格与盈利能力有望进一步提升。

图表27：哈尔滨电气设备产量



资料来源：哈尔滨电气年报，华泰研究

图表28：哈尔滨电气火电/煤电设备销售单价与板块毛利率

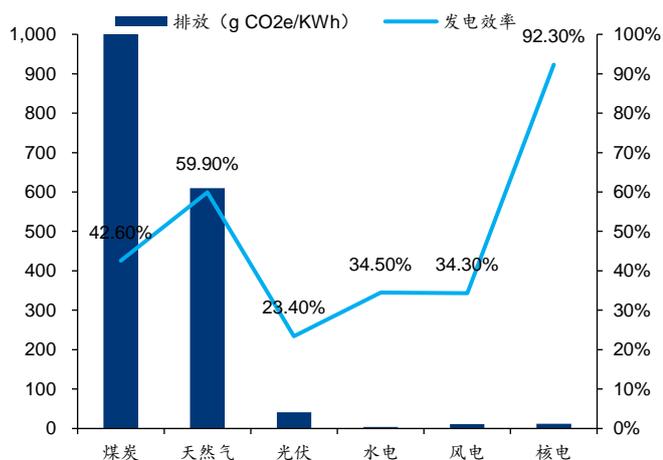


注：公司火电设备业务包括煤电设备与气电设备，其中气电设备占营收比例不足10%。2022前公司未单独披露煤电设备营收、毛利，可参考火电设备相关数据  
资料来源：哈尔滨电气年报，华泰研究

## 水核：传统清洁能源优势凸显，订单充裕收入高峰可期 弥补新能源消纳缺口，政策与技术驱动中长期需求增长

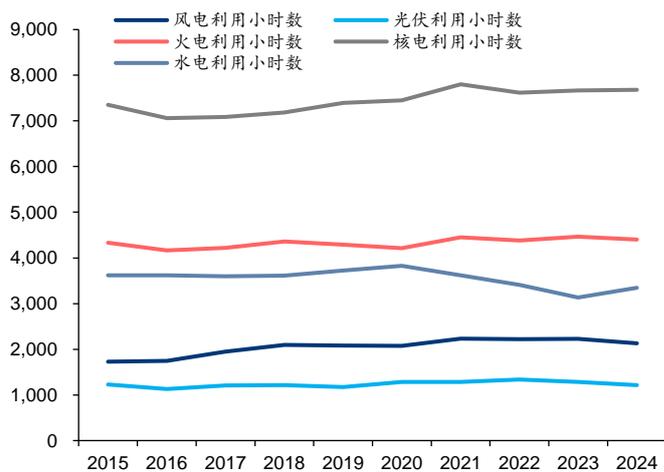
电力需求持续增长背景下，水电和核电凭借稳定发电优势凸显。过去十年，风电和光伏装机容量快速扩张，截至 2024 年，累计装机容量分别较 2015 年增长至原来的 4 倍和 20 倍。然而，由于风光资源具有显著的间歇性和波动性，其实际发电出力存在不稳定问题（详见我们于 2023 年 12 月 1 日发布的《能源转型系列报告-但问路在何方》）。相较之下，核电与水电作为低碳基荷能源，与火电一样可控比例高，是保障电力系统稳定运行、推进低碳转型的关键装机资源。其中，核电不受地理条件限制程度更高，单位资源密度和利用小时数也优于水电，具备更强的资源适应性和发展潜力。

图表29：核电兼具低排放、高效率优势



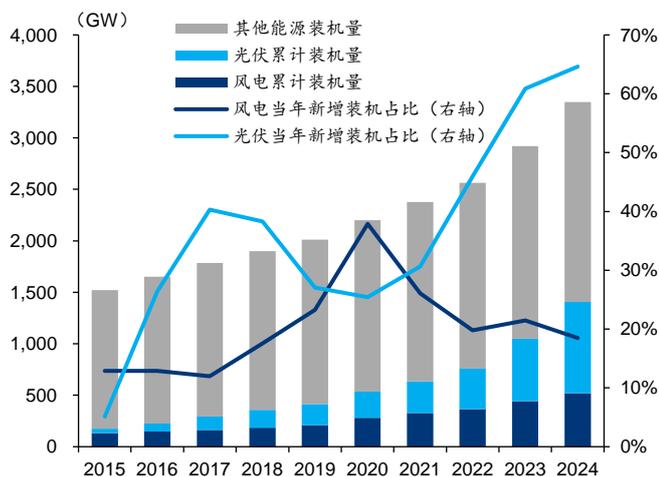
资料来源：EIA, IPCC, 华泰研究

图表30：核电、水电发电全年利用小时数显著较高



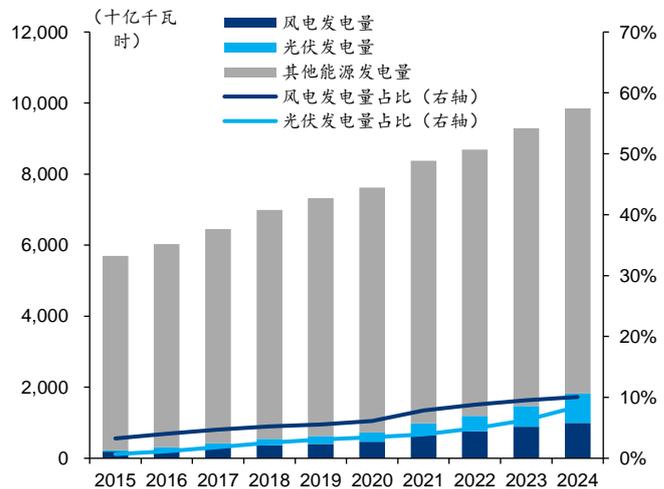
资料来源：国家能源局, 华泰研究

图表31：风电和光伏装机容量过去十年快速扩张



资料来源：国家能源局, 华泰研究

图表32：风电和光伏发电量贡献占比较低



资料来源：国家能源局, 华泰研究



政策支持下水电抽蓄和核电项目加速发展。水电方面，国家针对装机部署与市场化机制给予明确指导，重点推动抽水蓄能建设。国家能源局于2021年9月发布《抽水蓄能中长期发展规划（2021-2035年）》，明确提出到2025/2030年，抽水蓄能投产规模分别达到6200万千瓦和1.2亿千瓦以上；到2035年，建成与高比例新能源发展相适应的现代化抽水蓄能产业体系。此外，国家发改委于2021年5月发布《关于进一步完善抽水蓄能价格形成机制的意见》，2023年又发布《关于抽水蓄能电站容量电价及有关事项的通知》，为抽蓄电站电价机制提供制度保障。核电方面，加快实现国产技术自主可控，2023-24年连续两年核电总装机容量位居全球第一。《2030年前碳达峰行动方案》明确提出“积极安全有序发展核电”，并推动高温气冷堆、快堆、模块化小型堆等先进堆型的示范工程建设。自2022年起，中国核电项目审批提速，连续三年每年核准机组数量达10台及以上。2023-24年，随着华龙一号、国和一号等自主三代核电机组陆续投产发电，标志着中国在核电技术自主研发方面取得重大突破。截至2024年底，全国在运、在建及已核准待建的核电机组总数达到102台，装机容量累计达1.13亿千瓦，连续两年全球排名第一。

图表33：抽蓄、核电项目相关政策汇总

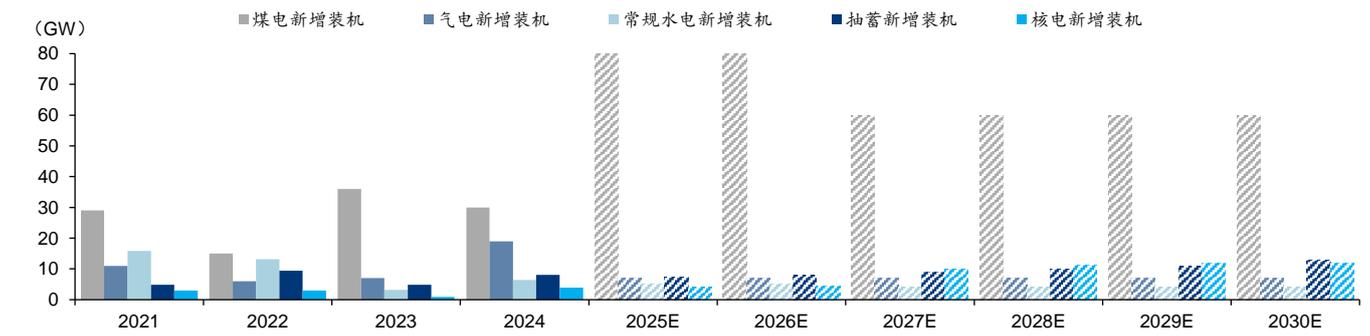
发布文件	发布时间	发布单位	支持政策
<b>抽蓄</b>			
《关于进一步完善抽水蓄能价格形成机制的意见》	2021/05	发改委	<ul style="list-style-type: none"> <li>若电力现货市场尚未运行，抽水蓄能电站抽水电量可由电网企业提供，抽水电价按燃煤发电基准价的75%执行，同时鼓励委托电网企业通过竞争性招标方式采购</li> </ul>
《抽水蓄能中长期发展规划（2021-2035年）》	2021/09	国家能源局	<ul style="list-style-type: none"> <li>到2025/2030年，抽水蓄能投产规模分别达到6200万千瓦和1.2亿千瓦以上；2035年建成满足新能源高比例大规模发展需求的抽水蓄能现代化产业体系；</li> <li>4.21亿千瓦装机规模（340个）纳入重点实施项目库，3.05亿千瓦装机规模（247个）纳入储备项目库</li> </ul>
《关于抽水蓄能电站容量电价及有关事项的通知》	2023/06	发改委	<ul style="list-style-type: none"> <li>核定48座在运及2025年前投运电站的容量电价，确保容量电费通过省级电网输配电价疏导</li> </ul>
《促进抽水蓄能电站健康有序发展有关问题意见》	2023/12	发改委	<ul style="list-style-type: none"> <li>保障抽水蓄能电站健康有序发展；</li> <li>统筹规划、合理布局。按照区域电网范围，统筹资源与市场、电力发展规划与新能源发展规划、电网运行需要与系统经济性，合理规划抽水蓄能电站站点布置、建设规模、建设时序</li> </ul>
<b>核电</b>			
《第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	2021/3	发改委	<ul style="list-style-type: none"> <li>安全稳妥推动沿海核电建设，建设一批多能互补的清洁能源基地</li> </ul>
《2030年前碳达峰行动方案》	2021/10	国务院	<ul style="list-style-type: none"> <li>合理确定核电站布局和开发时序，在确保安全的前提下有序发展核电；</li> <li>积极推动高温气冷堆、快堆、模块化小型堆、海上浮动堆等先进堆型示范工程；</li> <li>加大核电标准化、自主化力度，加快关键技术装备攻关，培育高端核电装备制造产业集群</li> </ul>

资料来源：国家能源局，发改委，华泰研究

在稳定发电优势与政策支持的双重驱动下，“十四五”期间核电项目核准常态化，抽水蓄能进入有序布局阶段，展望“十五五”期间，两者均有望延续增长趋势。具体来看，2022-24年，抽蓄每年新增核准容量保持在30-70GW之间，核电则维持在12-13GW。根据2023年12月国家发改委发布的《关于促进抽水蓄能电站健康有序发展的意见》，明确提出抽蓄项目合理、有序发展；叠加2024年底抽蓄累计装机已达58.7GW，节奏与2025/2030年投产规模达到62/120GW以上的目标基本一致。未来抽蓄项目新增装机容量预计逐步放缓，保持有序推进；核电项目则有望在常态化核准支持下，继续保持稳定的装机增长趋势。

从项目核准到正式投产发电，抽蓄项目通常建设周期为6-10年，核电项目为5-8年（具体时间线详见图15）。结合当前核准节奏、建设周期，以及国家关于抽蓄“有序发展”的政策引导与2025/2030年装机目标，我们预计2025-30年间，抽水蓄能年新增装机容量将分别为7/8/9/10/11/13GW，核电年新增装机容量为4/4/10/11/12/12GW。常规水电方面，预计新增装机规模维持当前水平，2025-26年每年新增5GW，2027-30年每年新增4GW。

图表34：煤电、水核新增装机预测汇总



注：2025-30 年新增装机为预测值  
资料来源：国家能源局，华泰研究预测

### 产品技术优势夯实竞争壁垒，订单充足与毛利提升共振

公司在水电和核电领域具备丰富的产品线，拥有多项核心专利，未来有望受益于抽水蓄能和核电项目装机提速所带来的设备需求增长。水电方面，公司首创具有超宽负荷和高稳定性的新一代水轮机，已获授权专利 22 项，其中发明专利 9 项。抽蓄方面，2021 年 12 月，公司自主研发的我国首台采用四支路技术的抽水蓄能机组（荒沟抽水蓄能电站 1 号机组）顺利投运；此后持续推动技术创新，实现单级水泵水轮发电机组在水头（50 米至 800 米）、转速（100 r/min 至 750 r/min）和容量（50MW 至 425MW）上的全覆盖，产品具备“高低宽大变”核心优势，全面提升了抽蓄设备的适应性与可靠性。核电方面，公司深度参与国产核电技术研发，积极推进“国和一号”机组的关键设备研制，涵盖屏蔽主泵电机、蒸汽发生器、非能动余热排出热交换器、汽轮发电机组、高压加热器和除氧器等关键设备，展现强大的核电装备制造力和技术储备。

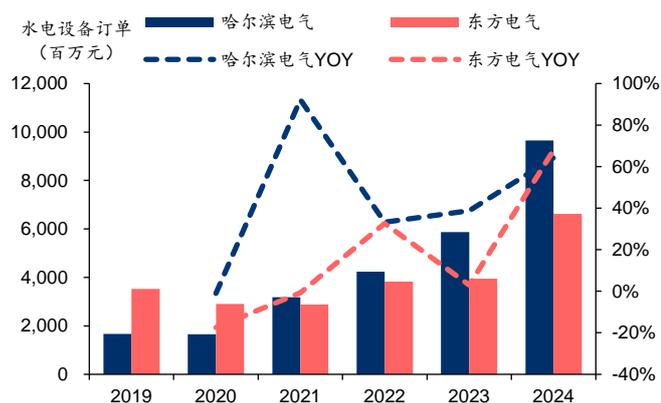
图表35：哈尔滨电气在水电和核电领域具备领先的技术优势和丰富的产品线

产品类别	技术优势
常规水电机组设备	<ul style="list-style-type: none"> <li>拥有混流式、轴流式、贯流式、蓄能式、冲击式等类型水电产品；</li> <li>首创超宽负荷高稳定性新一代水轮机，实现 0-100%Pr 全负荷长期安全稳定运行，实现水电机组由供能向调能转变</li> <li>获授权专利 22 项，其中发明专利 9 项；制定发布了国际标准 IEC62882：2020，使混流式水轮机压力脉动换算的相似定律得到国际社会的认可</li> </ul>
抽蓄机组设备	<ul style="list-style-type: none"> <li>研制首台采用四支路技术的抽水蓄能机组（荒沟抽水蓄能电站 1 号机组）</li> <li>水头全覆盖（50 米至 800 米）、转速全覆盖（100 r/min 至 750 r/min）、容量全覆盖（50MW 至 425MW）</li> <li>“高低宽大变”核心优势：高水头、高海拔；低水头；宽水头变幅（最高扬程和最小水头的比值超过统计值）；宽负荷（机组稳定运行范围加宽）；大容量（单机容量超过 400MW），大直径（转轮直径超过 5m 甚至 6m 以上）；可变速（交流励磁变频、全功率变频）</li> </ul>
新型储能	<ul style="list-style-type: none"> <li>具备年产 4 台/套 100 万千瓦核岛、常规岛产品生产能力，产品服务范围覆盖华龙一号、国和一号</li> <li>积极研制“国和一号”机组关键设备，包括屏蔽主泵电机、蒸汽发生器、非能动余热排出热交换器、汽轮发电机组、高压加热器和除氧器等关键设备</li> </ul>

资料来源：公司官网，华泰研究

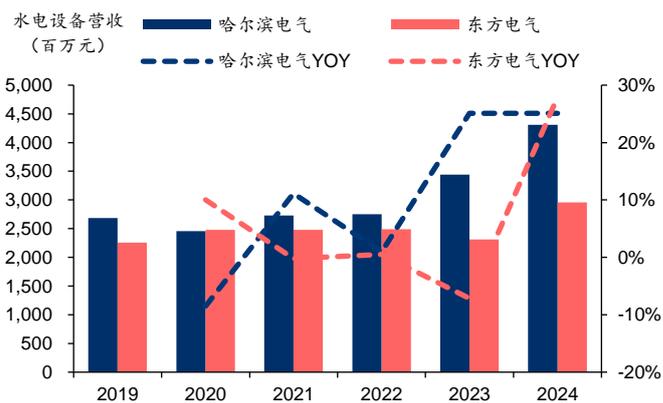
水电和核电项目从订单签订到设备交付通常存在较长周期，公司新增订单充裕，预计收入高峰将集中在 2026-27 年。2024 年，公司水电设备业务在市场（按新增订单口径，下同）中占据超过 50% 的份额，行业领先优势进一步扩大；核电设备订单占比约 30%，与另两家主要电气企业的差距显著缩小。2023/2024 年，公司新增水电设备订单分别为 58.7/96.5 亿元，同比增速达 38.8%/64.3%。2023/2024 年公司水电设备营收为 34.4/43.1 亿元，尚未充分体现订单大幅增长的实质效应。核电设备方面，2024 年新增订单金额恢复至 47.4 亿元，同比增长近 140%。考虑到水电与核电项目设备交付与收入确认通常滞后 3-5 年，我们认为当前营收仍未充分体现核准与装机节奏加快所带来的订单增长效应，预计 2026-27 年将迎来收入高点，当前仍具备较大的增长空间。

图表36: 哈尔滨电气、东方电气新增水电设备订单量对比



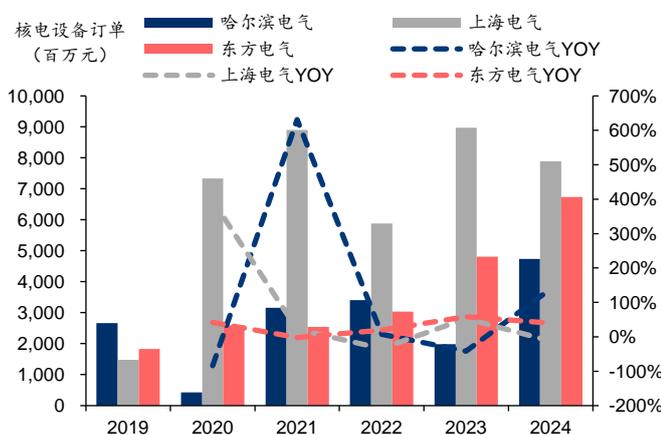
注: 东方电气未单独披露分设备订单, 基于总新增订单额和收入比例估算, 下同  
资料来源: 哈尔滨电气、东方电气年报, 华泰研究

图表37: 哈尔滨电气、东方电气水电设备营收对比



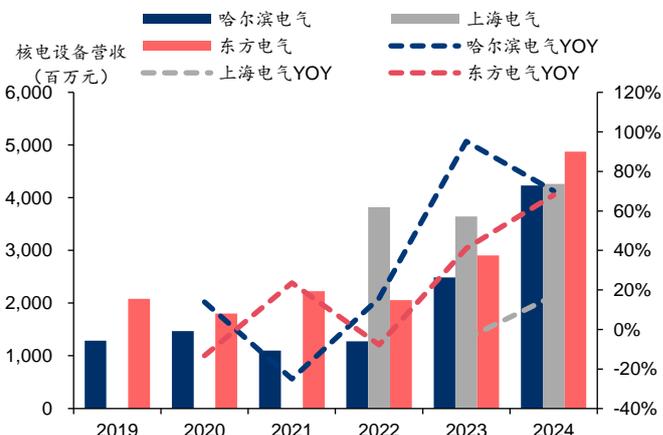
资料来源: 哈尔滨电气、东方电气年报, 华泰研究

图表38: 哈尔滨电气、上海电气、东方电气新增核电设备订单量对比



资料来源: 哈尔滨电气、上海电气、东方电气年报, 华泰研究

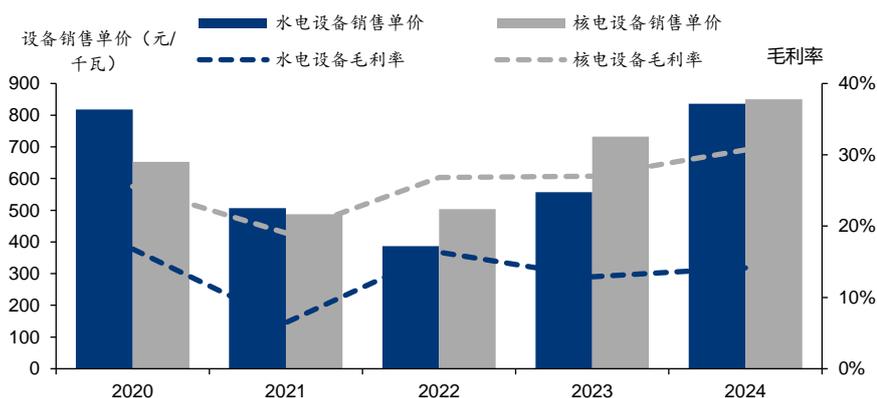
图表39: 哈尔滨电气、上海电气、东方电气核电设备营收对比



注: 上海电气2022年以前未披露核电单口径营收  
资料来源: 哈尔滨电气、上海电气、东方电气年报, 华泰研究

依托其技术领先优势以及行业整体定价水平的持续提升, 公司水核电力设备板块毛利率仍呈上升趋势。过去三年, 水电和核电设备的销售单价持续上涨, 2024年进一步延续了这一涨价态势。其中, 公司水轮发电机和核电汽轮机组的设备销售单价分别上升至836元/千瓦和851元/千瓦, 对应业务板块毛利率分别达到14.1%和30.7%。我们看好在毛利率持续改善的背景下, 伴随后续订单逐步释放, 水核电力设备板块有望实现量利双增。

图表40: 哈尔滨电气水电、核电设备销售单价与板块毛利率



注：水电、核电设备销售单价为估算值，由于公司未直接披露设备销量数据，我们根据设备产量数据，以3年时间线（从生产到收入确认）按比例确定收入。

资料来源：哈尔滨电气年报，华泰研究

抽蓄项目市场潜在投资规模有望持续扩大，公司市占率显著领先，持续推进产能扩张与战略合作布局。截至2024年底，公司为45座抽水蓄能电站提供了169套机组，总装机容量达到5017万千瓦，以国内抽蓄电站平均单位造价60亿元/GW、水轮机投资额占电站投资总额的15%计算，单GW水轮机价值约为9亿元。按2025至2030年我国每年新增7至13GW抽蓄装机规模测算，公司水电设备当前市占率超过50%，后续随抽蓄项目布局有持续上升趋势，预计每年可获超30-60亿元的新增订单，占2024年公司电力设备板块新增订单量约10-20%。为把握抽蓄项目增长机遇，公司积极推进产能扩张和与抽蓄核心开发商的战略合作。2022年11月，公司旗下哈尔滨电机厂有限责任公司认购了南网储能3940万股股份。同时，公司前瞻性布局先进制造能力，计划新建包括2跨水电重型厂房和6跨线圈制造联合厂房，聚焦于抽蓄机组制造及关键部件加工，以满足未来十年市场需求。

图表41: 新抽蓄设备厂房



资料来源：哈电机微信微信公众号，华泰研究

抽水蓄能和第四代核电等前沿技术在未来新应用场景下有望催生中长期需求增量。相较于调峰燃气机组和电池储能，抽水蓄能在技术成熟度、响应灵活性以及长时储能的经济性等方面具备显著综合优势。其单机容量可达 500MW，使用寿命一般为 40-60 年，适用于长时间、大规模储能，能够满足日间负荷调节，有效弥补风电和光伏发电带来的高间歇性和消纳不足问题。随着未来电力系统风光发电渗透率超过 30%，电网对灵活调节能力的需求持续上升，有赖于抽水蓄能与调峰燃机、电池储能协同发挥作用，实现秒级至小时级、跨日至跨周的多时间尺度灵活调节，从而实现优势互补、保障系统稳定。此外，公司同步推进高温气冷堆、快堆、小型堆等多项第四代核电技术的研发和产业化，未来在多元工业核能应用场景下，有望带来额外的市场增量与成长空间。

图表42：抽蓄、调峰燃机、电池储能性能与成本对比

	抽蓄	调峰燃机	电池储能
单机容量	100-500 MW	50-100 MW	通常<10 MW；目前在研大型电池储能装备可达100MW
寿命	40-60 年	25-30 年	10-15 年
响应速度	分钟级	分钟级	毫秒级
储能时长	日间调峰	持续运行，（依赖燃料供应）	日内调峰，通常最长放电时间 6-8 小时
成本	前期投资高度电成本低	前期投资低度电成本中高（燃料成本）	前期投资高（随技术成熟有望降低）度电成本高

资料来源：中国储能网，华泰研究

图表43：哈尔滨电气布局新型核电技术

前沿核电技术	哈电布局	技术优势
高温气冷堆	✓	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 高温输出：采用氦气冷却，堆芯出口温度达 750° C 以上，适合高效发电或工业供热</li> <li>● 固有安全性：使用耐高温的包覆颗粒燃料和石墨慢化剂，即使在冷却剂丧失时也能防止堆芯熔毁</li> </ul>
快堆	✓	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 燃料增殖：大幅提升铀资源利用率</li> <li>● 高能量密度：无需慢化剂，堆芯紧凑，功率密度高</li> </ul>
小型堆	✓	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 模块化设计：前期建设成本低、周期短</li> <li>● 灵活性高：单机组功率小，工业、军事应用场景多元</li> </ul>

资料来源：公司官网，华泰研究

## 盈利预测与估值

### 盈利预测拆分

#### 电力设备生产

**营收：**我们结合装机预测和电力设备的生产交付周期，对 2025-27 年各类电力设备对应营收进行预测。具体方法如下：(1) 根据不同电力设备装机投产时间线（详见图 15），基于新增装机假设，按时间比例测算全行业新增订单；(2) 结合哈尔滨电气历史市场占有率，测算公司每年不同设备的新增订单量；(3) 根据电力设备从“订单确认”到“收入确认”的交付周期，并据此预测公司在未来不同年份的营收。六项核心指标测算逻辑如下：

1. 新增装机量：公司核心电力设备业务涵盖煤电、气电、核电、水电，新增装机预测已在前文详细说明，具体见图 35。
2. 设备价格指数：假设某一年的新增订单量对应未来第  $T+X$  年的设备装机（ $T$  为订单确认当年， $X$  为设备装机周期），通过“当年订单量 / 第  $T+X$  年新增装机量”估算设备价格指数。其中：
  - a) 煤电、气电设备： $X$  取 2、3 年装机平均
  - b) 水电、核电设备： $X$  取 5
3. 市场占有率：参考哈尔滨电气在三大电气总订单中的历史占比，假设 2025-27 年其市场占有率随经营效率提升和抽蓄核电技术布局有所上升。
4. 新增订单量：基于新增装机量和预测期内设备价格指数，可预测市场整体新增订单量，进一步根据公司电力设备历史订单在三大电气总订单中的比例，可反推 2025-27 年公司对应电力设备业务新增订单量。
5. 营业收入：结合公司每年的新增订单量与订单交付周期，测算可得 2025-27 年煤电、气电、水电和核电电力设备业务营收。光热与新型储能设备历史营收规模较小（2024 年营收 5.5 亿元），根据公司指引，2025 年该业务营收增速显著，计划实现 10-15 亿元，我们假设其营收 2026/27 年分别保持 50/30% 的增速，进行营收预测。

**毛利：**电力设备的生产成本主要受大宗原材料（尤其是钢铁）采购价格的影响。假设设备制造所用钢材为提前两年采购，其成本与当期市场价格存在一定时滞。我们基于市场中厚板钢材价格的同比变化与公司电力设备毛利率的历史关联关系，在当前钢铁价格略有下降的趋势下，同时考虑公司电力设备新签高毛利订单进入交付周期，以及水电项目中抽蓄比例逐年提升和核电未来高价值新技术的运用带来的附加值，认为未来毛利有望上涨。此外，光热与储能设备作为高增速板块，考虑技术日益成熟、产能持续放大，盈利能力有望进一步提升，已在预测中予以额外考虑：

1. 煤电设备：2022/23/24 年公司煤电设备毛利率为 13.5%/9.5%/11.4%，预测 2025/26/27 年该板块业务毛利率为 12.6%/12.9%/13.0%；
2. 气电设备：2022/23/24 年气电设备毛利率为 4.7%/5.4%/5.9%，预测 2025/26/27 年该板块业务毛利率为 6.1%/6.2%/6.6%；
3. 水电设备：2022/23/24 年水电设备毛利率为 16.3%/12.9%/14.1%，预测 2025/26/27 年该板块业务毛利率为 15.0%/15.5%/15.7%；
4. 核电设备：2022/23/24 年核电设备毛利率为 26.8%/27.0%/30.7%，预测 2025/26/27 年该板块业务毛利率为 31.0%/31.2%/31.4%；
5. 光热与新型储能设备：2022/23/24 年公司光热与新型储能设备毛利率为 -27.9%/11.6%/9.9%，预测 2025/26/27 年该板块业务毛利率为 12.0%/13.0%/14.0%。

图表44：哈尔滨电气电力设备生产新增订单、营收、毛利率预测

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
电力设备订单占三大电气总订单比例						
煤电	18%	21%	24%	28%	30%	30%
气电	9%	11%	5%	7%	8%	9%
水电（上海电气无水电业务）	53%	60%	59%	65%	65%	65%
核电	28%	13%	24%	29%	29%	29%
电力设备生产板块新增订单量（百万元）						
煤电	6,929	13,973	17,418	18,480	18,000	17,100
气电	2,028	1,687	1,317	1,764	2,128	2,520
水电	4,231	5,873	9,649	11,050	11,603	12,285
核电	3,404	1,982	4,740	5,381	5,902	6,075
光热与新型储能	446	1,075	1,815	2,178	2,614	3,136
新增订单总量	17,038	24,590	34,939	38,853	40,246	41,117
YOY		44.3%	42.1%	11.2%	3.6%	2.2%
电力设备生产板块营业收入（百万元）						
煤电	6,834	8,014	15,945	20,162	22,611	24,518
气电	614	1,144	1,952	2,040	2,142	2,445
水电	2,753	3,444	4,308	5,218	6,995	8,484
核电	1,276	2,490	4,234	4,536	5,433	6,038
光热与新型储能	270	656	548	1,200	1,800	2,340
营业收入总量	11,746	15,747	26,987	33,155	38,980	43,825
YOY		34.1%	71.4%	22.9%	17.6%	12.4%
毛利率						
煤电	13.5%	9.5%	11.4%	12.6%	12.9%	13.0%
气电	4.7%	5.4%	5.9%	6.1%	6.2%	6.6%
水电	16.3%	12.9%	14.1%	15.0%	15.5%	15.7%
核电	26.8%	27.0%	30.7%	31.0%	31.2%	31.4%
光热与新型储能	-27.9%	11.6%	9.9%	12.0%	13.0%	14.0%

资料来源：哈尔滨电气年报，华泰研究预测

综上所述，电力设备生产业务整体毛利率 2022/23/24 年为 14.2%/12.8%/14.4%，在钢材成本下行趋势下，公司自身旧有订单陆续释放，2025-2026 逐步进入高毛利新订单交付周期，且考虑未来抽蓄、核电等高毛利产品占比提升的推动，预测 2025/26/27 年电力设备生产业务整体毛利率为 15.1%/15.5%/15.7%。

#### 配套工程总包与制造服务

**营收：**基于公司配套工程总包业务强风控管理和节奏稳定假设，我们预计 2025-27 年该板块营收规模将维持在 39.4 亿元的稳定水平；制造服务板块涵盖火电灵活性改造等业务，受 2025-26 年相关需求上行带动，预计制造服务订单相比煤电设备订单比例略有提升。我们预测制造服务板块在 2025-27 年的营收分别达 25.4/32.5/38.8 亿元。

**毛利：**2022/23/24 年工程总包业务毛利率为 3.8%/4.3%/5.2%，制造服务毛利率为 31.2%/35.0%/35.6%；我们基于工程总包业务毛利率保持稳定、制造服务业务毛利率略有上升假设，预测 2025/26/27 年工程总包毛利率保持 5.2%水平；制造服务业务毛利率为 36.0%/37.0%/37.0%。

#### 新型能源装备业务

**营收：**在假设新型能源装备业务中，绿色低碳驱动装备（海洋装备）和清洁高效工业系统（环保产品、节能产品、氢能、水泵）新增订单量分别以年均 2%/5% 的速度增长，且从订单签订到设备交付的平均周期为 2 年的基础上，我们参照电力设备生产业务的测算方法，推算出该业务板块在 2025-27 年的营收规模：2025/26/27 年绿色低碳驱动装备营收为 7.0/7.5/8.2 亿元；清洁高效工业系统营收为 52.9/55.6/58.4 亿元。

**毛利：**在假设 2025-27 年新型能源装备业务的毛利率水平与 2024 年持平的前提下，预计绿色低碳驱动装备和清洁高效工业系统的毛利率将分别维持在 6.3% 和 3.6%。

在上述营收与毛利预测的基础上，进一步假设利息收入、手续费及佣金以历史平均水平保持每年 10% 的增速，预测公司营业总收入 2025/26/27 年达 461.0/530.0/588.7 亿元，同比增长 19.1%/15.0%/11.1%；整体毛利率水平实现 14.8%/15.5%/15.9%，同比增长 1.33/0.69/0.41pct。

**费率**

基于历史费率水平，结合公司在降本增效方面成效显著，预计 2025-27 年将继续推进相关举措。其中：(1) 销售费用：2022/23/24 销售费用率为 2.5%/2.1%/1.6%，考虑公司销售管理效率的提升，预计 2025-27 年销售费用率略有降低至 1.5%；(2) 管理费用：2022/23/24 管理费用率为 5.2%/5.3%/4.4%，随着降本增效措施深入及订单量扩大带来的规模效应，预计 2025-27 年管理费用率进一步下降，维持在 3.9%水平；(3) 研发费用：2022/23/24 研发费用率为 2.9%/3.4%/3.0%，考虑公司在新型能源技术方面持续研发，不断实现技术突破，预测 2025-27 年研发费用率提升至 3.0%/3.3%/3.4%水平。

**其他项**

基于历史水平，对财务费用、应占联营企业利润、税率、少数股东损益占利润比例进行如下假设：净财务费用（即利息费用减去利息收入）按照过去三年费率平均值，基于负债和现金规模分别预测；应占联营企业利润与 2024 年水平一致，为 0.04 亿元；所得税率和少数股东损益占利润比例维持 2024 年水平，分别为 14.9%和 1.9%。

**图表 45：哈尔滨电气分板块业务营收与毛利率预测汇总**

(单位：百万元)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
公司营业总收入	24,984	29,250	38,721	46,099	52,999	58,868
YOY		17.1%	32.4%	19.1%	15.0%	11.1%
毛利率	12.8%	12.1%	13.5%	14.8%	15.5%	15.9%
毛利变化 (pct)	15.76	(0.76)	1.42	1.33	0.69	0.41
<b>营业收入</b>						
<b>电力设备生产</b>						
营收	11,746	15,747	26,987	33,155	38,980	43,825
营收YOY		34.1%	71.4%	22.9%	17.6%	12.4%
毛利率	14.2%	12.8%	14.4%	15.1%	15.5%	15.7%
<b>配套工程总包与制造服务</b>						
<b>工程总包与贸易</b>						
营收	3,147	3,793	3,945	3,945	3,945	3,945
营收YOY		20.5%	4.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	3.8%	4.3%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%
<b>现代制造服务业</b>						
营收	3,179	2,202	1,768	2,544	3,252	3,881
营收YOY		-30.7%	-19.7%	43.9%	27.8%	19.4%
毛利率	31.2%	35.0%	35.6%	36.0%	37.0%	37.0%
<b>新型能源装备</b>						
<b>绿色低碳驱动装备</b>						
营收	1,217	703	661	696	752	818
营收YOY		-42.2%	-6.0%	5.3%	8.0%	8.8%
毛利率	-3.5%	6.1%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%
<b>清洁高效工业系统</b>						
营收	5,158	5,905	4,536	5,294	5,559	5,837
营收YOY		14.5%	-23.2%	16.7%	5.0%	5.0%
毛利率	1.3%	3.3%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
其他	197	490	402	-	-	-
营业收入-利息收入、手续费及佣金	340	409	424	466	513	564

资料来源：哈尔滨电气年报，华泰研究预测

**图表 46：哈尔滨电气费率预测**

(单位：百万元)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用	624	622	607	691	795	883
销售费率	2.5%	2.1%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	1,295	1,561	1,694	1,789	2,056	2,284
管理费费率	5.2%	5.3%	4.4%	3.9%	3.9%	3.9%
研发费用	727	999	1,152	1,383	1,749	2,002
研发费率	2.9%	3.4%	3.0%	3.0%	3.3%	3.4%

资料来源：哈尔滨电气年报，华泰研究预测

基于上述收入与成本测算，我们预测 2025-27 年归母净利润分别为 21.4/26.5/31.1 亿元，同比增速为 26.8%/23.9%/17.3%；对应每股收益（EPS）为 0.96/1.18/1.39 元。

图表47：哈尔滨电气利润预测

(单位:百万元)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
归属于母公司净利润	99	575	1,686	2,137	2,648	3,106
YOY		482.7%	193.3%	26.8%	23.9%	17.3%
EPS	0.06	0.26	0.75	0.96	1.18	1.39

资料来源：哈尔滨电气年报，华泰研究预测

### 估值

我们预测公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.96/1.18/1.39 元，首次覆盖给予“买入”评级，目标价 10.5 港币/股。截至 2025 年 7 月 8 日，公司当前 PE (TTM) 为 7.54x, PB (MRQ) 为 0.81x, 均显著低于行业可比公司水平，估值具有较强吸引力。在可比公司选择上，我们选取电力设备领域的领先企业，包括思源电气、平高电气、国电南瑞，以及三大电气集团中的另外两家——上海电气和东方电气。这些企业均处于电力设备行业核心环节，技术水平领先、业务覆盖全面，与公司在业务结构和发展路径上具有可比性，尤其是上海电气与东方电气，其主营业务与公司重合度较高。考虑到上海电气因 EPS 偏低而导致估值明显偏高，我们在可比估值参考中予以剔除。基于公司煤电设备订单的交付节奏，2025 年起将陆续进入新签高毛利煤电订单的交付期，对未来盈利形成支撑。我们选取 2025 年 EPS 进行估值。根据 Wind 一致预期，可比公司 2025 年平均 PE 为 17.70x。考虑到公司刚进入新一轮交付期，盈利能力尚处于释放初期阶段；同时，公司正积极响应国家抽水蓄能与核电领域的装机需求，推进高附加值产品布局，未来关键技术国产化和重大项目交付时间线上仍存在一定不确定性。我们给予公司 2025 年 10 倍 PE 估值，对应目标价为 10.5 港币/股（折合人民币 9.6 元/股）。我们认为，随着未来新订单逐步兑现带来盈利能力提升，以及核心电力设备研发的持续推进，公司当前估值中被压制的部分有望进一步修复，首次覆盖给予“买入”评级。

图表48：可比公司估值表（更新至 2025 年 7 月 8 日）

公司代码	公司名称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS				ROE (%)				PE(x)		PB(x)		PE(x)			PB(x)		
				2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	TTM	MRQ	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E		
600312 CH	平高电气	15.47	209.92	0.75	1.05	1.25	1.40	9.98	12.65	13.49	13.54	18.23	1.94	14.69	12.37	11.03	1.80	1.62	1.45		
002028 CH	思源电气	72.05	560.84	2.64	3.35	4.16	5.10	18.00	18.30	19.03	19.19	26.30	4.35	21.50	17.31	14.13	3.80	3.18	2.62		
600406 CH	国电南瑞	22.09	1774.29	0.95	1.05	1.18	1.30	15.79	15.61	15.89	15.76	23.06	3.54	21.10	18.75	16.98	3.27	2.96	2.65		
601727 CH	上海电气	7.38	1011.52	0.05	0.09	0.17	0.21	1.42	2.50	4.80	5.50	113.53	2.15	83.86	42.46	35.50	2.11	2.03	1.95		
600875 CH	东方电气	17.19	566.56	0.94	1.27	1.53	1.69	7.69	10.29	11.16	11.44	18.38	1.46	13.51	11.26	10.18	1.30	1.21	1.14		
平均值								10.58	11.87	12.88	13.08	39.90	2.69	30.93	20.43	17.56	2.46	2.20	1.96		
剔除上海电气后平均值								12.86	14.21	14.89	14.98	21.49	2.82	17.70	14.92	13.08	2.54	2.24	1.97		
1133 HK	哈尔滨电气	5.59	124.95	0.75	0.96	1.18	1.39	11.49	13.11	14.53	15.07	7.54	0.81								

资料来源：Wind 一致预期，华泰研究预测

### 风险提示

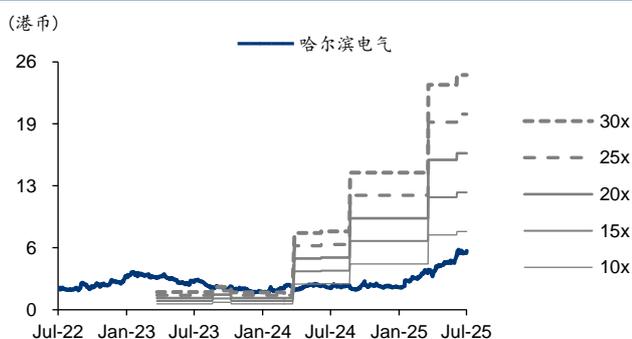
**用电需求不及预期。**当前煤电、水电、核电等电源建设用于保障新增用电需求和最高负荷增长，但若实际用电增速低于预期，可能对既定装机规划和新增产能释放造成影响，进而影响相关设备订单及产能布局。

**项目建设不及预期。**公司收入高度依赖于新增订单的确认及设备生产交付进展，若因产能限制导致设备交付延迟，或因项目审批、施工等外部因素造成装机投产延期，将可能影响收入确认的节奏与规模。

**行业竞争加剧。**公司当前与上海电气、东方电气在国内电力设备市场形成三足鼎立格局。未来若行业竞争持续加剧，或核电、抽水蓄能等新兴技术领域出现领先突破，可能削弱公司在部分细分市场的竞争优势与市场份额。

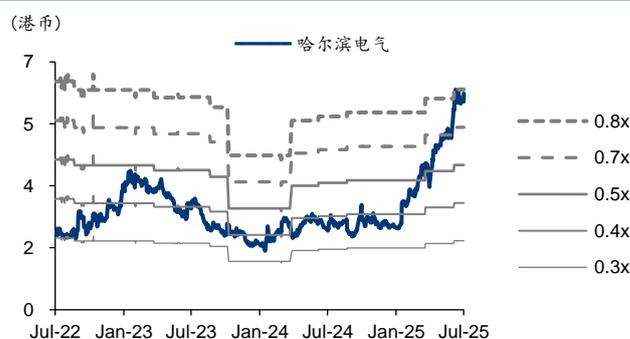
**原材料价格上涨。**公司产品制造成本对原材料价格波动高度敏感，若未来大宗商品（如钢铁）价格大幅上涨，可能压缩公司毛利空间，影响整体盈利能力。

图表49: 哈尔滨电气 PE-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

图表50: 哈尔滨电气 PB-Bands



资料来源: S&P、华泰研究

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 刘俊、王玮嘉、苗雨菲, 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](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

- 分析师刘俊、王玮嘉、苗雨菲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，了解来自或与所述信息相关的事宜。

### 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