

## 买入

## 火电充沛订单释放，长期水/核/服务业有望提供支撑

哈尔滨电气 (1133.HK)

2025-09-08 星期一

### 【投资要点】

➤ **25H1 公司收入同比+31.9%，归母净利润同比+101.1%至 10.5 亿元**  
 公司 2025 年上半年实现营业总收入 224.7 亿元，+31.86%；实现毛利润 27.1 亿元，+40.0%，毛利率为 12.1%，+0.7pct；实现归母净利润 10.5 亿元，+101.1%，归母净利率 4.7%，+1.6pct。

收入端，新型电力装备收入 224.7 亿元，同比+50.5%，其中煤/水/核电设备收入分别 95.1/16.8/25.6 亿元，分别+61.9%/+23.6%/+68.7%；绿色低碳能源装备收入 1.7 亿元，-65.9%；清洁高效工业系统收入 22.6 亿元，+5.3%；工程总承包与贸易收入 34.1 亿元，+13.5%，现代制造服务业收入 19.9 亿元，+26.7%；出口业务收入 40.1 亿元，占比 17.8%。

毛利率，其中新型电力装备毛利率 16.8%，同比+7.1pct，其中煤/水/核电设备毛利率分别 17.7%/13.8%/16.7%，分别-3.7pct/+3.9pct/+15.5pct；现代制造服务业务 22.0%，-26.4pct。

### ➤ 短中期煤电订单利润逐步释放，长期水/核/现代制造服务业有望接棒

目前煤电业务在手订单充沛，当期订单质量相较上一周期量价均有提升，我们认为此部分订单将持续释放增厚公司利润。

水电，其中抽水蓄能项目前期收获的订单逐步进入执行周期，且新增产能开始释放，而大水电项目将受益于雅江水电工程带来的需求增长，我们预计可能在 2030 年前后逐步释放。

核电，市场核电核准量由 2019-2021 年的 5 台/年左右，提升至 2022-2025 年的 10 台/年左右。我们认为，公司相关订单也会逐步进入执行周期，鉴于核电项目的长周期属性，预计可能在十五五中期左右体现。

现代制造服务业，新印发的《实施方案》强调了对现役煤电机组提升运行效率对目标，有望促成对公司相关业务增长。

### ➤ 维持“买入”评级，提升目标价至 12.22 港元

在公司前期增量订单开始释放后，收入利润逐步提升，我们认为目前公司股价仍处于估值修复阶段，具备上行空间。

维持原有业绩预测，给予公司目标估值 PE (2025E) 10.0 倍，对应 PE (TTM) 14.8 倍，提升目标价至 12.22 港元，对应现价预计升幅 36.8%，维持“买入”评级。

人民币亿元	FY2024	FY25H1	2025E	2026E	2027E
营业额	383.0	224.7	464.6	540.3	575.9
同比增长 (%)	32.8%	31.9%	21.3%	16.3%	6.6%
归母净利润	16.9	10.5	25.0	28.2	30.4
同比增长 (%)	194.2%	101.0%	48.3%	12.8%	7.9%
净利率 (%)	4.4%	4.7%	5.4%	5.2%	5.3%
每股盈利 (港元)	0.82	0.51	1.22	1.38	1.49

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

目标价：**12.22 港元**

现价：**8.93 港元**

预计升幅：**36.8%**

### 重要数据

日期	2025-09-08
收盘价 (港元)	8.93
总股本 (亿股)	22.36
总市值 (亿港元)	199.70
净资产 (亿港元)	168.22
总资产 (亿港元)	804.10
52 周高低 (港元)	8.93/2.07
每股净资产 (港元)	7.91

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-20250415

哈尔滨电气 (1133.HK) 更新报告-20240926

哈尔滨电气 (1133.HK) 深度报告-20240613

### 研究部

姓名：冯浩

SFC: BUQ780

电话：755-2151 9167

Email: fenghao@gyzq.com.hk

## 【报告正文】

### ➤ 25H1 公司收入同比+31.9%，归母净利润同比+101.1%至 10.5 亿元

公司 2025 年上半年实现营业总收入 224.7 亿元（不含利息收入），+31.86%；实现毛利润 27.1 亿元，+40.0%，毛利率为 12.1%，+0.7pct；实现归母净利润 10.5 亿元，+101.1%，归母净利润率 4.7%，+1.6pct。

#### 1) 收入端，电力装备收入+50.5%，煤/水/核电收入分别+61.9%/+23.6%/+68.7%。

新型电力装备收入 224.7 亿元，同比+50.5%，其中煤/水/核电设备收入分别 95.1/16.8/25.6 亿元，分别+61.9%/+23.6%/+68.7%；绿色低碳能源装备收入 1.7 亿元，-65.9%；清洁高效工业系统收入 22.6 亿元，+5.3%；工程总承包与贸易收入 34.1 亿元，+13.5%，现代制造服务业收入 19.9 亿元，+26.7%；出口业务收入 40.1 亿元，占比 17.8%。

#### ● 生产数据：发电设备产量 2012 万千瓦，+39.1%，其中水轮发电机组 464 万千瓦，+13.5%；汽轮发电机 1548 万千瓦，+49.1%。电站汽轮机产量 949 万千瓦，+3.7%。电站锅炉产量 130 万千瓦，-58.2%。

#### 2) 毛利率，整体毛利率 12.1%，同比+0.7pct，主要由电力装备板块贡献。新型电力装备毛利率 16.8%，同比+7.1pct，其中煤/水/核电设备毛利率分别 17.7%/13.8%/16.7%，分别-3.7pct/+3.9pct/+15.5pct；绿色低碳能源系统业务 6.7%，-6.5pct；清洁高效工业系统业务 5.3%，+1.9pct；工程总承包与贸易业务-9.2%，-13.5pct；现代制造服务业务 22.0%，-26.4pct。

工程业务亏损原因是个别项目拖期，现代制造服务业毛利率下降原因是当期产品结构影响毛利率。

#### 3) 费用端，三项费用率环比-2.8pct，充沛在手订单使得规模效应持续。期间三项费用率为 6.8%，环比 2024 年末减少 2.8pct，其中管理费用率 3.4%，环比-1.2pct；销售费用率 1.1%，环比-0.5pct；研发及其他费用率 3.4%，环比-1.1pct。

#### 4) 新订单，新签合同 355.6 亿元，同比+36.6%，出口订单部分大增。新型电力装备订单 192.0 亿元，-1.4%，其中煤/水/核电分别实现 112.9/60.0/8.7 亿元，分别+4.2%/+34.3%/-71.6%；绿色低碳能源系统 3.8 亿元，-39.7%；清洁高效工业系统 17.9 亿元，-33.1%；工程总承包与贸易 104.9 亿元，+3618.1%；现代制造服务业 37.1 亿元，+24.8%。其中实现出口订单 118.7 亿元，+945.3%。

核电订单下降主要是订单周期长导致新中标项目尚未执行，工程及出口订单大幅增长主要是公司在沙特的大型工程项目正式生效执行。

### ➤ 我们的观点

公司 25H1 业绩中，煤电业务板块增长和利润贡献符合预期，公司整体费用端下降超预期，新订单中煤电持续性亮眼。具体来看：

公司毛利额 27.1 亿元，同比+39.0%，毛利率 12.1%，同比+0.5pct，环比 24 年-0.4pct。毛利率下降的主要影响是工程项目期内出现亏损。

其中煤电业务毛利额 16.8 亿元，同比+37.1%，毛利率 17.7%；水电业务毛利额 2.3 亿元，同比+73.7%，毛利率 13.8%；核电业务毛利额 4.3 亿元，同比+2513.1%，毛利率 16.7%。公司于 2024 年报进行会计调整，煤电业务毛利率环比大幅提升（24 年:11.4%），符合我们之前的判断。

三项费用率大幅下降至 6.8%，同比-1.4pct，环比 24 年-2.8pct，公司效率提升和订单的规模效应带来的经营性盈利能力提升超预期。公司期内归母净利润率为 4.7%，同比+1.6pct，环比+0.3pct。

新订单中，期内除了国际项目订单的大幅增长，我们认为煤电产品新订单在高基数的背景下也略超预期，达到 112.9 亿元，同比+4.2%，环比 24H2 +71.4%。为相关业务的持续性提供保障。

**预计公司短中期煤电订单利润逐步释放，长期水电、核电、现代制造服务业有望接棒。**公司目前煤电业务在手订单充沛，当期订单质量相较上一周期量价均有提升，我们认为此部分订单将持续释放增厚公司利润。

- 水电业务，其中抽水蓄能项目前期收获的订单逐步进入执行周期，且新增产能开始释放，而大水电项目将受益于雅江水电工程带来的需求增长，我们预计可能在 2030 年前后逐步释放。
- 核电业务，市场核电核准量由 2019-2021 年的 5 台/年左右，提升至 2022-2025 年的 10 台/年左右。我们认为，公司相关订单也会逐步进入执行周期，鉴于核电项目的长周期属性，预计可能在十五五中期左右体现。

现代制造服务业务，新印发的《新一代煤电升级专项行动实施方案（2025—2027 年）》强调了对现役煤电机组提升运行效率目标，有望促成对公司相关业务增长，由于此项业务的高毛利率属性，我们认为未来也有望继续增厚集团利润。

➤ **维持“买入”评级，提升目标价至 12.22 港元**

在公司前期增量订单开始释放后，收入利润逐步提升，企业运营效率改善，在【煤电改造升级行动方案】和【雅江项目】宣布后也为公司长期收入利润增长提供支撑。我们认为，目前公司股价仍处于估值修复阶段，具备上行空间。

**我们提升目标价至 12.22 港元。**

维持原有业绩预测，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) 10.0 倍，对应 PE (TTM) 14.8 倍，提升目标价至 12.22 港元，对应现价预计升幅 36.8%，维持“买入”评级。

**表 1：行业可比公司估值**

代码	简称	最新价 (HKD/CNY)	市值 (亿元)	PE（根据 WIND 一致预期）			PB
				2024	2025E	2026E	2024
港股							
1072.HK	东方电气	16.77	702.9	16.5	12.2	10.3	1.4
2727.HK	上海电气	3.51	1,240.9	51.2	36.3	18.4	0.9
A 股							
600875.SH	东方电气	19.29	640.4	20.8	15.6	13.0	1.7
601727.SH	上海电气	8.22	1,130.5	131.5	93.2	47.2	2.4
平均值			928.7	55.0	39.3	22.2	1.6
1133.HK	哈尔滨电气	8.93	199.7	10.8	8.3	6.7	1.2

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	FY2024A	FY25H1	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>流动资产</b>	<b>602.1</b>	<b>676.8</b>	<b>679.5</b>	<b>759.7</b>	<b>795.0</b>
现金	160.5	179.1	157.0	170.2	182.5
应收账款	63.4	62.5	75.4	86.8	91.6
预付账款	97.8	79.2	106.8	111.8	107.2
存货	145.8	168.5	169.4	194.9	205.5
其他流动资产	128.7	183.4	156.1	181.5	193.5
<b>非流动资产</b>	<b>117.4</b>	<b>127.3</b>	<b>123.1</b>	<b>136.6</b>	<b>146.0</b>
物业, 厂房及设备	66.9	68.7	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	15.9	16.3	18.5	20.6	20.9
<b>资产总计</b>	<b>719.5</b>	<b>804.1</b>	<b>802.5</b>	<b>896.3</b>	<b>941.0</b>
<b>流动负债</b>	<b>531.9</b>	<b>614.1</b>	<b>597.8</b>	<b>666.4</b>	<b>686.6</b>
短期借款	55.9	51.3	61.5	67.7	74.5
应付票据及账款	189.1	246.9	222.0	257.9	274.7
其他应付款	6.3	5.0	8.4	10.3	10.1
其他流动负债	280.6	310.8	305.9	330.5	327.4
<b>非流动负债</b>	<b>25.6</b>	<b>21.8</b>	<b>29.4</b>	<b>32.8</b>	<b>34.5</b>
长期带息债务	8.1	6.5	8.1	8.1	8.1
其他非流动负债	17.5	15.3	21.3	24.7	26.4
<b>负债总计</b>	<b>557.6</b>	<b>635.9</b>	<b>622.7</b>	<b>696.1</b>	<b>718.9</b>
股本	22.4	22.4	22.4	22.4	22.4
储备	132.5	138.9	150.0	169.7	191.0
少数股东权益	7.1	7.0	7.6	8.1	8.7
<b>股东权益合计</b>	<b>161.9</b>	<b>168.2</b>	<b>179.9</b>	<b>200.2</b>	<b>222.1</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>719.5</b>	<b>804.1</b>	<b>802.5</b>	<b>896.3</b>	<b>941.0</b>

### 利润表

单位: 亿元	FY2024A	FY25H1	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>营业收入</b>	<b>383.0</b>	<b>224.7</b>	<b>464.6</b>	<b>540.3</b>	<b>575.9</b>
营业成本	335.0	197.7	393.2	456.9	486.6
毛利	48.0	27.1	71.4	83.4	89.3
销售费用	6.1	2.4	7.3	8.5	9.1
管理费用	16.9	7.6	19.2	22.2	23.5
财务费用	2.4	1.5	2.5	2.7	3.0
其他开支	13.7	5.3	16.2	18.8	20.0
非经营性收益/亏损	11.4	1.9	3.6	2.3	2.4
<b>除税前溢利</b>	<b>20.2</b>	<b>12.3</b>	<b>29.9</b>	<b>33.6</b>	<b>36.1</b>
所得税(返还以“-”)	3.0	1.7	4.4	4.8	5.1
净利润	17.2	10.6	25.5	28.7	31.0
少数股东权益	0.3	0.1	0.5	0.6	0.6
<b>归母净利润</b>	<b>16.9</b>	<b>10.5</b>	<b>25.0</b>	<b>28.2</b>	<b>30.4</b>
<b>EPS (HKD)</b>	<b>0.82</b>	<b>0.51</b>	<b>1.22</b>	<b>1.38</b>	<b>1.49</b>

### 现金流量表

单位: 亿元	FY2024A	FY25H1	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>-2.4</b>	<b>31.9</b>	<b>16.8</b>	<b>28.8</b>	<b>27.0</b>
税后经营利润	11.0	10.8	22.3	26.6	28.7
折旧摊销	0.0	0.0	3.7	4.3	4.8
利息费用	2.4	1.5	2.5	2.7	3.0
存货变动	0.0	22.7	23.6	25.5	10.6
其他经营活动有关现金流量	-13.4	21.1	0.0	0.0	0.0
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-10.7</b>	<b>-10.5</b>	<b>-15.9</b>	<b>-10.6</b>	<b>-9.5</b>
资本支出	-16.8	-6.3	-14.7	-12.0	-10.0
其他活动	6.1	-4.3	3.7	2.2	1.7
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-8.0</b>	<b>-4.0</b>	<b>-4.4</b>	<b>-5.0</b>	<b>-5.3</b>
带息债务变动	0.0	-1.6	0.0	0.0	0.0
股利分配	-1.3	0.0	-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	7.3	-4.6	5.6	6.2	6.8
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-21.9</b>	<b>16.7</b>	<b>-3.5</b>	<b>13.2</b>	<b>12.3</b>
<b>期初现金及现金等价物余额</b>	<b>173.6</b>	<b>151.7</b>	<b>160.5</b>	<b>157.0</b>	<b>170.2</b>
<b>期末现金及现金等价物余额</b>	<b>160.5</b>	<b>168.4</b>	<b>157.0</b>	<b>170.2</b>	<b>182.5</b>

### 主要财务比率

	FY2024A	FY25H1	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>营收增长率</b>					
营业收入增长率	32.8%	31.9%	21.3%	16.3%	6.6%
归母净利润增长率	194.2%	101.0%	48.3%	12.8%	7.9%
<b>盈利能力</b>					
毛利率	12.5%	12.0%	15.4%	15.4%	15.5%
净利率	4.5%	4.7%	5.5%	5.3%	5.4%
ROE	10.9%	6.5%	14.5%	14.7%	14.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	77.5%	79.1%	77.6%	77.7%	76.4%
现金比率	0.3	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	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
<b>营运能力</b>					
存货周转天数	158.9	311.1	157.3	155.7	154.2
应收账款周转天数	60.5	101.5	59.2	58.7	58.1
应付账款周转天数	206.0	455.9	206.0	206.0	206.0
<b>每股资料(港元)</b>					
每股收益	0.82	0.51	1.22	1.38	1.49
每股经营现金	-0.11	1.43	0.75	1.29	1.21
每股净资产	6.92	7.21	7.71	8.59	9.54
<b>估值比率</b>					
PE	10.8	-	7.3	6.5	6.0
PB	1.2	1.1	1.1	1.0	0.9



# 投资评级定义及免责条款

## 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。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电话：(852) 3769 6888  
传真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>