

买入

高质量订单利润持续释放，多元领域需求支撑中期增长

哈尔滨电气 (1133.HK)

2026-8-7 星期五

【投资要点】

目标价: **28.6 港元**
 现价: **17.73 港元**
 预计升幅: **61.4%**

重要数据

日期	2026-08-07
收盘价 (港元)	17.73
总股本 (亿股)	22.36
总市值 (亿港元)	396.49
净资产 (亿港元)	204.56
总资产 (亿港元)	870.92
52 周高低 (港元)	28.33/6.90
每股净资产 (港元)	9.20

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-
 20240926、20250415、20250908、
 20251117、20260204、20260410
 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

➤ **26H1 归母净利润预计同比增长约 62%，由经营业务毛利率提升推动**
 公司 7 月 20 日发布正面盈利预告，预计 2026 年上半年录得归母净利润约 17 亿元人民币，同比约增长 61.9%，超过我们的预期。本次公告给出的直接原因包括：营业收入规模稳步增长、深化提质增效取得积极成效，以及经营业务毛利率同比提升。

我们认为 26H1 业绩超预期的原因主要包括：（1）煤电业务毛利率维持高位且收入仍然保持增长，主要得益于前期丰沛的煤电在手订单的持续释放。（2）水电、核电、现代制造业务期内毛利率同比可能改善。（3）生产效率和规模效应提升，公司费用率期内可能进一步下降。

➤ 26H1 调研反馈订单饱满，生产高度景气

我们于 26 年 6 月赴公司进行了调研交流活动。交流核心要点总结如下：

（1）当前公司排产繁忙，截至调研日期为止，锅炉公司、电机公司产量均同比有 20%或以上增长。目前制造、交付的主要是前期签订的高价值订单。

（2）公司在手订单饱满，由于电力设备制造交付周期通常在 1.5-3 年左右，目前公司的煤电订单可以覆盖未来 2-3 年生产经营。

（3）未来煤电市场招标量趋势会下行，但目前十五五前期市场需求下降幅度比预期要小。核电、水电市场（主要是抽蓄）订单需求平稳增长；煤电的服务性改造业务前景良好，有望成为新建煤电需求逐步回落后的一个重要发展方向，此项业务成长性和利润率乐观。

（4）对于市场高度关注的燃机项目，目前公司 16 兆瓦燃气轮机已在 26 年上半年点火试验完成，预计下半年完成整机试验，成功后具备商业化条件。

➤ 维持“买入”评级，目标价 28.6 港元

我们认为，公司在“十五五”前中期在抽水蓄能、核电业务依旧可以实现稳定增长，且煤电灵活性改造业务的发展和高毛利率属性可以帮助公司盈利能力提升。

更新公司收入盈利预测，我们预计公司 2026E 至 2028E 收入分别为 511.1/551.1/605.3 亿元，同比+11.8%/+7.8%/+9.8%；归母净利润分别为 35.3/38.3/44.3 亿元，同比+32.3%/+8.4%/+15.7%。

维持“买入”评级，维持目标价 28.6 港元，对应公司估值 PE (2026E) 15.7 倍，对应 PE (TTM) 20.8 倍，对应现价预计升幅 61.4%。

人民币亿元	FY2024	FY2025	2026E	2027E	2028E
营业额	383.0	457.0	511.1	551.1	605.3
同比增长 (%)	32.8%	19.3%	11.8%	7.8%	9.8%
归母净利润	16.9	26.7	35.3	38.3	44.3
同比增长 (%)	194.2%	58.2%	32.3%	8.4%	15.7%
净利润率 (%)	4.4%	5.8%	6.9%	6.9%	7.3%
每股盈利 (RMB)	0.75	1.19	1.58	1.71	1.98

数据来源: Wind、公司财务报表、国元证券经纪(香港)整理

【报告正文】

➤ 26H1 归母净利润预计同比增长约 62%，由经营业务毛利率提升推动

公司 7 月 20 日发布正面盈利预告，预计 2026 年上半年录得归母净利润约 17 亿元人民币，同比约增长 61.9%，超过我们的预期。本次公告给出的直接原因包括：营业收入规模稳步增长、深化提质增效取得积极成效，以及经营业务毛利率同比提升。

我们认为 26H1 业绩超预期的原因主要包括：（1）煤电业务毛利率维持高位且收入仍然保持增长，主要得益于前期丰沛的煤电在手订单的持续释放。（2）水电、核电、现代制造业务期内毛利率同比可能改善。（3）生产效率和规模效应提升，公司费用率期内可能进一步下降。

➤ 26H1 调研反馈订单饱满，生产高度景气

我们于 26 年 6 月赴公司进行了调研交流活动。交流核心要点总结如下：

（1）当前公司排产繁忙，截至调研日期为止，锅炉公司、电机公司产量均同比有 20%或以上增长。目前制造、交付的主要是前期签订的高价值订单。

（2）公司在手订单饱满，由于电力设备制造交付周期通常在 1.5-3 年左右，目前公司的煤电订单可以覆盖未来 2-3 年生产经营。

（3）未来煤电市场招标量趋势会下行，但目前十五五前期市场需求下降幅度比预期要小。核电、水电市场（主要是抽蓄）订单需求平稳增长；煤电的服务性改造业务前景良好，有望成为新建煤电需求逐步回落后的一个重要发展方向，此项业务成长性和利润率乐观。

（4）对于市场高度关注的燃机项目，目前公司 16 兆瓦燃气轮机已在 26 年上半年点火试验完成，预计下半年完成整机试验，成功后具备商业化条件。

➤ “十五五”能源规划明晰公司在核电、抽水蓄能、灵活性改造业的未来发展路径

我们 2026 年 4 月发布的更新报告中，我们提到了对公司的关注重点从先前的【利润弹性】将逐渐转变为【利润增长持续性】。而自 2026 年 3 月起至公司 26H1 盈喜公告发出前，公司的股价和估值经历了深度回调，市场开始逐步重视公司利润增长的可持续性。

由于前两年煤电产业订单需求有“量价齐升”趋势，因此公司近年来的在手高质量煤电订单的释放成为公司近年来利润增长的主要动力，且具备一定持续性。而

根据与公司的交流以及国家能源局于 2026 年 6、7 月发布的《能源领域节能降碳行动计划（2026—2028 年）》、《新型电力系统建设“十五五”规划》，我们认为“十五五”前三年电力设备领域的抽蓄、核电、服务性改造相关业务已有较为清晰的发展路径，能为公司提供持续性增长，从而避免出现依附单一产业的周期性特征。

● 抽水蓄能、核电产业预期装机规模 CAGR 超过 10%。

根据《新型电力系统建设“十五五”规划》，预期到 2030 年，中国能源总装机新增 15.1 亿千瓦，装机量 CAGR 为 6.8%。其中抽水蓄能预期新增装机 0.941 亿千瓦，装机量 CAGR 为 19.4%。核电新增装机 0.475 亿千瓦，装机量 CAGR 为 12.0%。

表 1：部分电力设备“十五五”期间装机需求预期和增长率计算

电源类型	2025年底		2030年“十五五”规划预期		需求和增长计算	
	2025年装机（亿千瓦）	2025年装机占比（%）	2030年装机（亿千瓦）	2030年结构占比（%）	增量空间（亿千瓦）	装机量CAGR（%）
常规水电	3.8	10%	4.1	8%	0.3	1.5%
抽水蓄能	0.7	2%	1.6	3%	0.9	19.4%
核电	0.6	2%	1.1	2%	0.5	12.0%
新型储能	1.4	3%	3.0	6%	1.6	17.1%
能源总装机	38.9	-	54.0	-	15.1	6.8%

资料来源：《新型电力系统建设“十五五”规划》、国元证券经纪（香港）整理

抽水蓄能：根据各方公开新闻，今年上半年公司位于镇江的“哈电储能技术创新产业基地”全面达产，具备年产水电大型冲击式或抽蓄机组 20 台套、中小型空冷汽轮发电机 50 台套以及核电（百万）定子 6 台套的生产能力。代表公司抽蓄业务产能进一步提升。

核电：根据中国核电发展中心发布的《中国核电发展报告 2026》，截至 2025 年底国内在运和核准在建机组 112 台，总规模 1.25 亿千瓦，其中在运 59 台、容量 6248 万千瓦，核准在建 53 台、容量 6293 万千瓦。核电核准在建容量超过在运容量，目前公司核电设备市场占有率约为 25% 左右。

● 火电清洁高效升级市场需求预计快速增长。

根据《新型电力系统建设“十五五”规划》：“持续优化煤电装机结构，到 2030 年 60 万千瓦等级及以上清洁高效煤电机组占比提高 10 个百分点以上。”

再根据《能源领域节能降碳行动计划（2026—2028 年）》，实现上述目标的路径主要包括：（1）关停部分 30 万千瓦级以下机组（2）新建替代机组（3）实施一批 60 万千瓦等级跨代升级改造项目。

根据中电联数据，2025 年底中国煤电装机规模约为 12.6 亿千瓦，我们保守假设到 2030 年煤电装机规模保持不变，则若需要达到目标涉及替代机组、升级改造项目的容量规模约为 1.2 亿千瓦以上。

➤ 我们的观点：维持“买入”评级，目标价 28.6 港元

我们认为，公司在“十五五”前中期在抽水蓄能、核电业务依旧可以实现稳定增长，且煤电灵活性改造业务的发展和高毛利率属性可以帮助公司盈利能力提升。

更新公司收入盈利预测，我们预计公司 2026E 至 2028E 收入分别为 511.1/551.1/605.3 亿元，同比+11.8%/+7.8%/+9.8%；归母净利润分别为 35.3/38.3/44.3 亿元，同比+32.3%/+8.4%/+15.7%。

表 2：公司收入利润预测

收入及盈利预测（亿元）	2024/12/31	2025/12/31	预测		
	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入预测					
煤电产业	159.5	185.3	209.4	198.9	186.9
变化：%	99.0%	16.2%	13.0%	-5.0%	-6.0%
水电产业	39.6	39.6	47.5	64.1	83.4
变化：%	15.0%	0.0%	20.0%	35.0%	30.0%
核电产业	42.3	43.8	50.4	57.0	64.4
变化：%	70.0%	3.5%	15.0%	13.0%	13.0%
气电产业	19.5	8.7	9.6	14.4	23.1
其他产品	5.5	13.4	12.1	13.0	14.1
新型电力装备合计	269.9	290.8	328.9	347.4	371.8
变化：%	71.4%	7.8%	13.1%	5.6%	7.0%
绿色低碳驱动装备合计	6.6	3.5	3.8	4.2	4.6
变化：%	-6.0%	-47.5%	10.0%	10.0%	10.0%
清洁高效工业系统合计	45.4	46.2	48.5	50.9	53.4
变化：%	-23.2%	1.8%	5.0%	5.0%	5.0%
工程总承包和贸易合计	39.4	79.2	87.1	95.9	105.4
变化：%	4.0%	100.8%	10.0%	10.0%	10.0%
现代制造服务业合计	17.7	33.4	38.4	48.0	64.7
变化：%	-19.7%	88.7%	15.0%	25.0%	35.0%
其他业务	4.0	3.9	4.3	4.8	5.2
营业收入合计	383.0	457.0	511.1	551.1	605.3
变化：%	32.8%	19.3%	11.8%	7.8%	9.8%

资料来源：国元证券经纪（香港）整理

维持“买入”评级，维持目标价 28.6 港元，对应公司估值 PE（2026E）15.7 倍，对应 PE（TTM）20.8 倍，对应现价预计升幅 61.4%。

表 3：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
				2025	2026E	2027E	2025

港股

1072.HK	东方电气	23.38	1,060.6	16.7	15.1	12.7	1.6
2727.HK	上海电气	3.29	1,091.7	34.9	29.2	19.3	0.8

A 股

600875.SH	东方电气	27.39	918.1	22.2	20.3	16.4	2.1
601727.SH	上海电气	6.83	944.9	82.0	69.4	47.3	1.9

平均值

			1,003.8	39.0	33.5	23.9	1.6
1133.HK	哈尔滨电气	17.73	396.5	12.5	9.5	8.7	2.1

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	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
流动资产	602.1	649.5	699.2	725.4	768.9
现金	160.5	152.5	159.4	157.3	160.3
应收账款	63.4	69.4	76.8	82.0	89.2
预付账款	97.8	88.9	89.5	86.9	85.9
存货	145.8	188.6	203.5	217.5	235.3
其他流动资产	128.7	139.4	155.9	168.1	184.7
非流动资产	117.4	137.1	137.9	151.4	163.4
物业、厂房及设备	66.9	72.4	80.5	91.0	99.0
无形资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动资产	15.9	22.6	24.2	24.9	26.1
资产总计	719.5	786.6	837.0	876.8	932.3
流动负债	531.9	575.5	597.2	612.0	634.3
短期借款	55.9	49.8	48.8	47.8	46.9
应付票据及账款	189.1	157.4	171.6	185.3	202.5
其他应付款	6.3	5.3	8.4	9.4	9.3
其他流动负债	280.6	363.0	368.3	369.5	375.6
非流动负债	25.6	26.4	29.1	31.0	33.8
长期带息债务	8.1	2.5	2.4	2.3	2.2
其他非流动负债	17.5	23.9	26.7	28.8	31.6
负债总计	557.6	601.9	626.3	643.0	668.0
股本	22.4	22.4	22.4	22.4	22.4
储备	132.5	155.7	180.4	207.1	238.1
少数股东权益	7.1	6.8	7.1	7.5	7.9
股东权益合计	161.9	184.8	209.8	237.0	268.4
负债及权益合计	719.5	786.6	836.1	880.0	936.4

利润表

单位: 亿元	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营业收入 (经营性业务)	383.0	457.0	511.1	551.1	605.3
营业成本	335.0	391.8	427.1	461.0	503.9
毛利	48.0	65.2	83.9	90.1	101.4
销售费用	6.1	6.2	6.8	7.3	8.0
管理费用	16.9	19.7	21.7	23.1	25.2
财务费用	2.4	2.5	3.1	3.3	3.6
其他开支	13.7	14.3	16.0	17.3	19.0
其他经营性收益 (利息)	4.1	3.7	4.0	4.0	4.0
非经营性收益/亏损	7.3	1.2	1.5	2.2	2.8
除税前溢利	20.2	27.4	41.8	45.3	52.3
所得税 (返还以“-”列)	3.0	0.9	6.2	6.6	7.6
净利润	17.2	26.5	35.6	38.6	44.7
少数股东权益	0.3	-0.2	0.4	0.4	0.4
归母净利润	16.9	26.7	35.3	38.3	44.3
EPS (HKD)	0.87	1.38	1.82	1.97	2.28

现金流量表

单位: 亿元	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
经营活动产生的现金流量净额	-2.4	46.3	24.3	31.4	33.4
税后经营利润	11.0	25.4	34.3	36.6	42.1
折旧摊销	0.0	0.0	3.8	4.5	5.1
利息费用	2.4	2.5	3.1	3.3	3.6
存货变动	0.0	20.1	15.0	14.0	17.9
其他经营活动有关现金流量	-13.4	20.9	0.0	0.0	0.0
投资活动产生的现金流量净额	-10.7	-43.1	-14.8	-11.5	-11.5
资本支出	-16.8	-17.7	-17.0	-13.0	-13.0
其他活动	6.1	-25.4	2.1	2.2	2.5
筹资活动产生的现金流量净额	-8.0	-11.9	-5.6	-6.0	-1.3
带息债务变动	0.0	-4.0	0.0	0.0	0.0
股利分配	-1.3	-2.3	-10.6	-11.5	-13.3
偿付利息	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款变动	7.3	-1.5	5.0	5.5	12.0
现金及现金等价物净增加额	-21.9	-9.8	3.9	14.0	20.6
期初现金及现金等价物余额	173.6	151.7	152.5	156.4	170.3
期末现金及现金等价物余额	160.5	152.5	156.4	170.3	191.0

主要财务比率

	FY2024A	FY2025A	FY2026E	FY2027E	FY2028E
营收增长率					
营业收入增长率	32.8%	19.3%	11.8%	7.8%	9.8%
归母净利润增长率	194.2%	58.2%	32.3%	8.4%	15.7%
盈利能力					
毛利率	12.5%	14.3%	16.4%	16.3%	16.7%
净利率	4.5%	5.8%	7.0%	7.0%	7.4%
ROE	10.9%	15.0%	17.4%	16.7%	17.0%
偿债能力					
资产负债率	77.5%	76.5%	74.8%	73.3%	71.7%
现金比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
营运能力					
存货周转天数	158.9	175.7	173.9	172.2	170.5
应收账款周转天数	60.5	55.4	54.9	54.3	53.8
应付账款周转天数	206.0	146.7	146.7	146.7	146.7
每股资料 (港元)					
每股收益	0.87	1.38	1.82	1.97	2.28
每股经营现金	-0.11	2.07	1.09	1.40	1.50
每股净资产	6.92	7.96	9.06	10.26	11.65
估值比率					
PE	19.8	12.5	9.5	8.7	7.5
PB	2.2	1.9	1.6	1.5	1.3

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>