

东方电气（600875.SH）

雅鲁藏布江下游水电工程开工，水电设备持续成长

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 电力设备 · 其他电源设备 II

◆ 投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

执证编码：S0980520080003

证券分析师：徐文辉

021-60375426

xuwenhui@guosen.com.cn

执证编码：S0980524030001

事件：根据新华社消息，中国雅江集团有限公司成立大会近日在北京举行，中共中央政治局委员、国务院副总理张国清出席并为公司成立揭牌。7月19日，雅鲁藏布江下游水电工程开工仪式在西藏自治区林芝市举行。中共中央政治局常委、国务院总理李强出席开工仪式，并宣布工程正式开工。雅鲁藏布江下游水电工程位于西藏自治区林芝市，工程主要采取截弯取直、隧洞引水的开发方式，建设5座梯级电站，总投资约1.2万亿元。工程电力以外送消纳为主，兼顾西藏本地自用需求。

国信电新观点：中国雅江集团有限公司的成立有助于推动雅鲁藏布江水电资源的开发，国内水电机组订单预计将加速释放，东方电气作为国内头部水电设备制造商有望受益。维持公司2025-2027年盈利预测43.4/55.2/60.9亿元，同比+48.5%/+27.2%/+10.3%。当前股价对应PE分别为13.9/11.0/9.9倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：项目建设进度不及预期；电力设备行业竞争加剧。

评论：

根据新华社消息，中国雅江集团有限公司成立大会近日在北京举行，中共中央政治局委员、国务院副总理张国清出席并为公司成立揭牌。

7月19日，雅鲁藏布江下游水电工程开工仪式在西藏自治区林芝市举行。中共中央政治局常委、国务院总理李强出席开工仪式，并宣布工程正式开工。雅鲁藏布江下游水电工程位于西藏自治区林芝市，工程主要采取截弯取直、隧洞引水的开发方式，建设5座梯级电站，总投资约1.2万亿元。工程电力以外送消纳为主，兼顾西藏本地自用需求。

从产业链来看，我国水电设备（包括水轮机、发电机等）上市企业主要包括东方电气、上海电气、哈尔滨电气等；水电出线GIL（气体绝缘输电）供应商包括安靠智电、平高电气、长高电新等；水电配套外送特高压设备供应商包括许继电气、平高电气、国电南瑞、中国西电等。

东方电气是我国能源装备研发制造集团和工程承包特大型企业之一，累计产出能源装备规模超过7亿千瓦，在能源装备领域有较强竞争力。水电装备方面，公司抽水蓄能突破高海拔、宽负荷、变转速市场领域，整体市场占有率41.6%，常规水电市场占有率45%，位于行业前列；公司水电产品技术总体居国内前列，贯流式、混流式等水电技术达到行业领先水平，冲击式水电技术达到行业先进水平，2024年公司率先完成全球单机容量最大500兆瓦冲击式水发电机组水轮机模型开发，我国首台（套）300兆瓦级变速抽水蓄能机组发电电动机顺利通过飞逸试验，标志着我国变速抽水蓄能机组自主研制取得重大突破。

◆ 投资建议

中国雅江集团有限公司的成立有助于推动雅鲁藏布江水电资源的开发，国内水电机组订单预计将加速释放，东方电气作为国内头部水电设备制造商有望受益。维持公司2025-2027年盈利预测43.4/55.2/60.9亿元，同比+48.5%/+27.2%/+10.3%。当前股价对应PE分别为13.9/11.0/9.9倍，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测及市场重要数据

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	60,677	69,695	76,323	72,393	71,123
同比	9.6%	14.9%	9.5%	-5.1%	-1.8%
净利润(百万元)	3550	2922	4340	5522	6092
同比	24.4%	-17.7%	48.5%	27.2%	10.3%
每股收益(元)	1.14	0.94	1.28	1.63	1.80
EBIT Margin	5.6%	4.4%	6.6%	8.7%	9.5%
净资产收益率(ROE)	9.8%	7.7%	10.6%	12.3%	12.6%
市盈率(PE)	15.7	19.0	13.9	11.0	9.9
EV/EBITDA	32.7	38.6	26.3	19.8	17.6
市净率(PB)	1.35	1.29	1.27	1.19	1.12

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理及预测

◆ 风险提示

项目建设进度不及预期; 电力设备行业竞争加剧。

相关研究报告:

- 《东方电气(600875.SH)-2025年一季度盈利改善显著, 公司新签订单稳步提升》——2025-05-13
《东方电气(600875.SH)-2024年三季报点评-前三季度营收同比增加7%, 新签订单稳健增长》——2024-11-09
《东方电气(600875.SH)-煤电业绩增速放缓, 风电业务扭亏为盈》——2024-09-03
《东方电气(600875.SH)-全年订单增长超三成, 火电盈利稳步提升》——2024-03-29
《东方电气(600875.SH)-公司盈利稳步增长, 新签订单环比下滑》——2023-11-03

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	17129	26856	22611	33737	32384	营业收入	60677	69695	76323	72393	71123
应收款项	11867	13770	13592	12892	12666	营业成本	49253	58876	63974	58894	57058
存货净额	18137	21685	35054	32271	31264	营业税金及附加	303	379	382	362	356
其他流动资产	7351	9636	5758	5300	5135	销售费用	1588	822	916	869	853
流动资产合计	75689	93780	91507	97677	94559	管理费用	3404	3523	3358	3402	3627
固定资产	5823	6918	7277	7810	7539	研发费用	2750	3009	2671	2534	2489
无形资产及其他	1848	1925	1886	1848	1810	财务费用	7	45	(151)	(119)	(202)
其他长期资产	35965	36463	38161	25337	24893	投资收益	748	1577	400	400	400
长期股权投资	1783	2924	3024	3124	3224	资产减值及公允价值变动	(672)	(1294)	(800)	(700)	(500)
资产总计	121108	142009	141855	135797	132024	其他收益	529	563	416	383	371
短期借款及交易性金融负债	426	406	406	406	406	营业利润	3977	3887	5189	6534	7213
应付款项	33198	40468	38560	35498	34391	营业外净收支	29	(3)	40	40	40
其他流动负债	5453	7372	6484	6001	4923	利润总额	4006	3884	5229	6574	7253
流动负债合计	71249	88913	83611	74481	68169	所得税费用	362	597	784	986	1088
长期借款及应付债券	1383	2167	2167	2167	2167	少数股东损益	93	365	105	66	73
其他长期负债	7256	7787	8615	8281	7462	归属于母公司净利润	3550	2922	4340	5522	6092
长期负债合计	8639	9954	10782	10448	9629	现金流量表（百万元）					
负债合计	79888	98867	94393	84930	77798		2020	2024	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	3975	4346	4326	4292	4265	净利润	3550	2922	4340	5522	6092
股东权益	37245	38796	43136	46575	49961	资产减值准备	(496)	(1148)	(600)	(500)	(500)
负债和股东权益总计	121108	142009	141855	135797	132024	折旧摊销	761	914	870	995	1100
关键财务与估值指标						公允价值变动损失	(85)	204	0	0	0
	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	7	45	(151)	(119)	(202)
每股收益	1.14	0.94	1.28	1.63	1.80	营运资本变动	(2226)	10151	(7274)	(4173)	(4547)
每股红利	0.47	0.00	0.61	0.80	0.90	其它	(5001)	(2984)	982	(287)	(849)
每股净资产	13.22	13.84	14.00	15.00	15.99	经营活动现金流	(3496)	10059	(1683)	1556	1296
ROIC	9%	8%	10%	11%	12%	资本开支	(1110)	(2999)	(1190)	(1490)	(790)
ROE	10%	8%	11%	12%	13%	其它投资现金流	7165	225	(1399)	13124	745
毛利率	19%	16%	16%	19%	20%	投资活动现金流	6055	(2774)	(2589)	11634	(45)
EBIT Margin	6%	4%	7%	9%	9%	权益性融资	(211)	111	0	0	0
EBITDA Margin	7%	6%	8%	10%	11%	负债净变化	833	2602	(0)	(0)	(0)
收入增长	10%	15%	10%	-5%	-2%	支付股利、利息	(1112)	(1580)	(124)	(2183)	(2806)
净利润增长率	24%	-18%	49%	27%	10%	其它融资现金流	401	1818	(0)	(0)	(0)
资产负债率	66%	70%	67%	63%	59%	融资活动现金流	(497)	1089	27	(2064)	(2603)
息率	2.9%	0.0%	3.8%	4.9%	5.5%	现金净变动	2062	8375	(4245)	11126	(1353)
P/E	14.3	17.3	12.7	10.0	9.0	货币资金的期初余额	15039	17129	26856	22611	33737
P/B	1.2	1.2	1.2	1.1	1.0	货币资金的期末余额	17129	26856	22611	33737	32384
EV/EBITDA	31.5	37.4	25.4	19.1	17.0	企业自由现金流	498	10678	(3326)	714	1491
						权益自由现金流	1325	13242	(3198)	815	1663

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032