东方电气（600875.SH）

优于大市

国家能源局力推流域水风光一体化，“十五五”水电设备市场空间广阔

◆ 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：	王晓声	010-88005231	wangxiaosheng@guosen.com.cn	执证编码：S0980523050002
证券分析师：	袁阳	0755-22940078	yuanyang2@guosen.com.cn	执证编码：S0980524030002

事项：11月18日，国家能源局发布《关于加快推动流域水风光一体化发展的指导意见》。文件指出，到2030年，雅砻江、金沙江上游、澜沧江上游、藏东南（玉察）等流域水风光一体化基地建设取得积极进展，形成一批促进新能源就近就地消纳的“水风光+”新业态新模式。

国信电新观点：我们估计“十五五”期间水电设备市场空间有望超1800亿元。东方电气水电设备的市场份额居于行业前列，2024年抽水蓄能市占率41.6%，常规水电市占率45%，2025年公司份额同比进一步提升。

投资建议：国家能源局推动流域水风光一体化，有利于公司水电设备、风电设备、制氢设备等业务的发展。我们维持2026-2028年盈利预测46.3/53.7/60.2亿元，同比+21%/+16%/+12%，当前股价对应PE为15.8/13.6/12.2倍，维持“优于大市”评级。

风险提示：水风光一体化政策执行力度不及预期；抽水蓄能装机不及预期；新能源装机不及预期；原材料价格大幅波动；市场竞争加剧；贸易壁垒风险；地缘冲突风险；汇率大幅波动的风险。

评论：

◆ 国家能源局力推流域水风光一体化

11月18日，国家能源局发布《关于加快推动流域水风光一体化发展的指导意见》。文件指出，到2030年，雅砻江、金沙江上游、澜沧江上游、藏东南（玉察）等流域水风光一体化基地建设取得积极进展，形成一批促进新能源就近就地消纳的“水风光+”新业态新模式。到2035年，水风光一体化发展成为我国水电高质量升级发展的重要方式，流域水风光资源得到更高效能协同开发、更大范围优化配置、更高价值消纳利用，为经济社会高质量发展注入强劲绿色动能。文件还指出，要积极有序推动流域水风光与绿色氢氨醇耦合集成，促进高载能产业低碳转型。

◆ “十五五”期间水电设备市场空间有望超1800亿元

根据《新型电力系统建设“十五五”规划》，到2030年，全国常规水电装机达到4.1亿千瓦左右，抽水蓄能电站装机规模达到1.6亿千瓦左右。

截至2026年9月底，全国水电累计装机容量达4.57亿千瓦，其中常规水电3.87亿千瓦，抽水蓄能0.7亿千瓦。后续“十五五”期间，常规水电新增装机预计约0.23亿千瓦，抽水蓄能新增装机预计约0.9亿千瓦。

- **抽水蓄能：**2025年抽水蓄能工程单位总投资约6924元/kW，设备及安装工程约占25%-30%，单位设备投资约1731-2077元/kW。后续“十五五”期间抽水蓄能新增装机预计约0.9亿千瓦，对应**抽水蓄能设备投资约1558-1869亿元**。
- **常规水电：**2025年常规水电工程单位总投资约15335元/kW，设备及安装工程约占7.3%-8.1%，单位

设备投资约 1119-1241 元/kW。后续“十五五”期间常规水电新增装机预计约 0.23 亿千瓦，对应**常规水电设备投资约 257-286 亿元**。

表1：“十五五”水电设备市场空间测算

	抽水蓄能	常规水电
单位总投资（元/kW）	6924	15335
设备及安装工程投资占比（%）	25%-30%	7.3%-8.1%
单位设备投资（元/kW）	1731-2077	1119-1242
后续“十五五”期间新增装机目标（亿千瓦）	0.9	0.23
水电设备市场空间（亿元）	1558-1869	257-286

资料来源：水电水利规划设计总院《中国可再生能源工程造价管理报告 2025 年度》、国家能源局，国信证券经济研究所整理及测算

“十五五”期间水电设备市场空间有望超 1800 亿元。东方电气水电设备的市场份额居于行业前列，2024 年抽水蓄能市占率 41.6%，常规水电市占率 45%，2025 年公司份额同比进一步提升。

◆ 投资建议

国家能源局推动流域水风光一体化，有利于公司水电设备、风电设备、制氢设备等业务的发展。我们维持 2026-2028 年盈利预测 46.3/53.7/60.2 亿元，同比+21%/+16%/+12%，当前股价对应 PE 为 15.8/13.6/12.2 倍，维持“优于大市”评级。

◆ 风险提示

水风光一体化政策执行力度不及预期；抽水蓄能装机不及预期；新能源装机不及预期；原材料价格大幅波动；市场竞争加剧；贸易壁垒风险；地缘冲突风险；汇率大幅波动的风险。

相关研究报告：

《东方电气（600875.SH）-前三季度业绩同比增长 29%，新增订单稳步增长》 ——2026-11-17
《东方电气（600875.SH）-三季度盈利能力修复，“十五五”电源建设需求可期》 ——2025-11-04
《东方电气（600875.SH）-2025 上半年业绩稳健提升，公司新签订单持续增长》 ——2025-09-09
《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》 ——2025-07-20
《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

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	26856	22680	23334	22700	22164
应收款项	13770	16858	13712	14389	15333
存货净额	21685	26171	34625	35877	37956
其他流动资产	31469	35975	20196	20859	21959
流动资产合计	**93780**	**101684**	**91867**	**93825**	**97411**
固定资产	6918	7677	7915	8328	7937
无形资产及其他	1925	2011	1967	1923	1878
其他长期资产	36463	47680	46200	46864	47355
长期股权投资	2924	3623	3723	3823	3923
资产总计	**142009**	**162674**	**151673**	**154764**	**158505**
短期借款及交易性金融负债	406	1041	1041	1041	1041
应付款项	40468	43662	38088	39465	41751
其他流动负债	48038	57620	48777	47073	45436
流动负债合计	**88913**	**102323**	**87906**	**87579**	**88229**
长期借款及应付债券	2167	4542	4542	4542	4542
其他长期负债	7787	7641	8738	9061	8651
长期负债合计	**9954**	**12182**	**13280**	**13603**	**13193**
负债合计	**98867**	**114506**	**101186**	**101182**	**101421**
少数股东权益	4346	2934	2453	2263	2163
股东权益	38796	45235	48034	51319	54921
负债和股东权益总计	**142009**	**162674**	**151673**	**154764**	**158505**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	0.94	1.11	1.34	1.55	1.74
每股红利	0.44	0.53	0.60	0.70	0.78
每股净资产	12.44	13.08	13.89	14.84	15.88
ROIC	8%	9%	9%	10%	11%
ROE	8%	9%	10%	11%	11%
毛利率	16%	17%	18%	19%	20%
EBIT Margin	4%	6%	8%	8%	9%
EBITDA Margin	6%	8%	9%	10%	10%
收入增长	15%	13%	-2%	5%	7%
净利润增长率	-18%	31%	21%	16%	12%
资产负债率	70%	70%	67%	65%	64%
息率	2.1%	2.5%	2.8%	3.3%	3.7%
P/E	22.6	19.1	15.8	13.6	12.2
P/B	1.5	1.5	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	41.2	31.0	25.5	22.2	19.6

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**69695**	**78615**	**77000**	**80800**	**86100**
营业成本	58876	65215	63191	65476	69269
营业税金及附加	379	463	423	444	474
销售费用	822	848	847	970	1033
管理费用	3523	3782	3619	3798	4047
研发费用	3009	3261	3080	3394	3616
财务费用	45	118	240	38	10
投资收益	1577	867	593	400	400
资产减值及公允价值变动	(1498)	(1812)	(1192)	(900)	(800)
其他收益	767	795	467	180	0
营业利润	3887	4778	5468	6361	7251
营业外净收支	(3)	7	5	0	0
利润总额	**3884**	**4785**	**5472**	**6361**	**7251**
所得税费用	597	819	930	1081	1233
少数股东损益	365	135	(90)	(90)	0
归属于母公司净利润	**2922**	**3831**	**4632**	**5369**	**6018**

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	2922	3831	4632	5369	6018
资产减值准备	(1148)	(1342)	(721)	(600)	(500)
折旧摊销	914	1008	996	1121	1226
公允价值变动损失	204	(85)	(39)	0	0
财务费用	45	118	240	38	10
营运资本变动	10151	830	(3909)	(2919)	(3473)
其它	(2984)	(2229)	1414	471	(300)
经营活动现金流	**10059**	**2014**	**2374**	**3443**	**2971**
资本开支	(2999)	(4284)	(1190)	(1490)	(790)
其它投资现金流	225	(6303)	1934	(364)	(191)
投资活动现金流	**(2774)**	**(10587)**	**744**	**(1854)**	**(981)**
权益性融资	111	3973	0	0	0
负债净变化	2602	2737	(0)	(0)	(0)
支付股利、利息	(1624)	(1608)	(2464)	(2222)	(2526)
其它融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动现金流	**1089**	**5102**	**(2464)**	**(2222)**	**(2526)**
现金净变动	**8375**	**(3471)**	**654**	**(634)**	**(536)**
货币资金的期初余额	17776	26151	22680	23334	22700
货币资金的期末余额	26151	22680	23334	22700	22164
企业自由现金流	10678	1736	744	2289	3322
权益自由现金流	13242	4375	544	2257	3314

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±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±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