

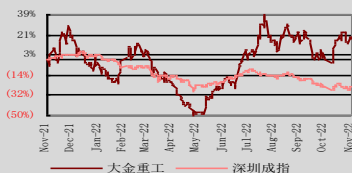
002487.SZ

增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 46.84

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	25.6	16.8	3.7	16.0
相对深证成指	52.0	15.9	14.0	40.3

发行股数(百万)	556
流通股(%)	98
总市值(人民币 百万)	26,027
3个月日均交易额(人民币 百万)	950
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
阜新金胤能源咨询有限公司	45

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
 以2022年11月2日收市价为标准

大金重工

三季度盈利能力环比改善, “双海战略”稳步推进海外订单不断突破

事件一: 公司发布 2022 年三季度报告, 2022 年前三季度实现营业收入 37.07 亿元, 同比增加 16.57%; 归母净利润 3.28 亿元, 同比减少 24.06%。

事件二: 公司发布《关于项目中标的自愿性信息披露公告》, 公司于近日收到法国开发商 Eoliennes en Mer Iles d'Yeu et de Noirmoutier S.A.S 和西门子歌美飒 (SGRE) 的《中标通知书》, 合计中标 62 套单桩及 12 套海上风电塔筒, 中标总金额约 1.228 亿欧元 (折合人民币约 8.6 亿元)。

公司作为全球塔筒龙头厂商之一, 将充分受益于未来两年全球风电的需求释放, 继续维持增持评级。

支撑评级的要点

- **受风电行业开工不及预期影响, 公司前三季度净利润有所下滑。**公司 2022 年前三季度实现营收 37.07 亿元, 同比增加 16.57%; 归母净利润 3.28 亿元, 同比减少 24.06%, 主要原因是进入 2022 年以来, 风电行业受到施工窗口期、新冠疫情等多重因素影响, 项目建设速度明显放缓, 根据国家能源局的数据, 2022 年 1-9 月全国风电新增装机仅为 19.24GW。单季度来看, 三季度实现营收 14.28 亿元, 同比减少 5.29%, 环比提升 6.09%; 实现归母净利润 1.53 亿元, 同比减少 32.70%, 环比增加 34.21%, 环比改善较为明显。
- **三季度盈利能力环比持续改善, 期间费用控制良好。**由于原材料价格上涨和需求下降导致的售价下降的原因, 前三季度公司整体毛利率为 16.69%, 同比下降 7.23pct, 净利率为 8.86%, 同比下降 4.74pct。单季度来看, 随着公司产能利用率上升, 三季度实现毛利率 23.15%, 环比二季度上升 11.1pct, 净利率 10.69%, 环比上升 2.26pct, 盈利能力环比持续改善。2022 年前三季度期间费用率为 5.99%, 同比下降 0.94pct, 维持在较低水平, 展现出公司良好的成本控制能力。
- **海外订单不断突破, “双海战略”稳步推进。**公司 2022 年以来相继成功中标英国 Moray West 48 套单桩项目、Moray West 30 套过渡段项目、Boskalis 美国海上风电大型钢结构项目、法国 NOY - Ile d'Yeu et Noirmoutier 海上风电 62 套单桩项目、英国 UK Moray West 海上风电 12 套塔筒项目, 展现出公司不断增强的国际化能力, 体现了公司在制造技术、产品质量、项目管理等方面已经获得了欧洲主流大客户的普遍认可, 为公司持续拓展开发欧洲风电海工市场奠定了基础, 对下一步继续扩大全球市场具有深远意义。
- **积极扩充产能扩大产能优势, 加强产业链纵深布局发展叶片、风场业务寻找新增长极。**目前公司拥有山东蓬莱、辽宁阜新、内蒙古兴安盟、张家口尚义、广东阳江生产基地, 合计产能约 120 万吨/年, 在国内塔筒厂商中处于领先地位。另外公司通过非公开发行募集资金用于风电场及风电叶片生产基地等项目的建设, 加深产业链布局, 形成整体配套优势, 助力公司成长。

估值

- 考虑到下游风电项目开工建设进度受疫情影响不及预期, 根据公司目前出货情况, 调整公司盈利预测, 预计 2022-2024 年实现营业收入 55.71/97.05/135.81 亿元, 净利润 5.10/10.38/15.94 亿元, 维持**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 风电装机不及预期; 原材料价格波动的风险; 产能扩张不及预期; 行业竞争加剧。

投资摘要

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	3,325	4,432	5,571	9,705	13,581
变动(%)	97	33	26	74	40
净利润(人民币 百万)	465	577	510	1,038	1,594
全面摊薄每股收益(人民币)	0.644	0.799	0.706	1.437	2.207
变动(%)	103.4	24.2	(11.7)	103.5	53.6
原先预测全面摊薄每股收益(人民币)			1.084	1.906	n.a.
调整幅度(%)			(34.9)	(24.6)	n.a.
全面摊薄市盈率(倍)	72.8	58.6	66.3	32.6	21.2
价格/每股现金流量(倍)	259.05	60.24	(77.90)	65.56	37.38
每股现金流量(人民币)	0.18	0.78	(0.60)	0.71	1.25
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.08	22.14	31.83	16.71	11.16
每股股息(人民币)	0.006	0.006	0.071	0.144	0.221
股息率(%)	0.0	0.0	0.2	0.3	0.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

电力设备: 风电设备

证券分析师: 陶波

(8621)20328512

bo.tao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520060002

图表 1. 财务摘要

(人民币, 百万)	2021 年 Q1-Q3	2022 年 Q1-Q3	同比(%)
营业收入	3,180.18	3,707.27	16.57
营业成本	2,419.56	3,088.61	27.65
营业税金及附加	18.01	9.10	(49.47)
管理费用	73.63	81.73	10.99
销售费用	19.86	23.42	17.93
营业利润	509.19	385.98	(24.20)
资产减值	(14.58)	(1.12)	/
财务费用	10.32	(0.61)	/
投资收益	0.36	1.82	400.95
营业外收入	1.10	2.32	110.61
营业外支出	0.18	0.26	46.03
利润总额	510.11	388.04	(23.93)
所得税	77.58	59.56	(23.23)
少数股东损益	0.00	0.00	/
归属于母公司的净利润	432.54	328.48	(24.06)
基本每股收益(元)	0.78	0.59	(24.05)
毛利率(%)	23.92	16.69	(7.23 个百分点)
净利率(%)	13.60	8.86	(4.74 个百分点)

资料来源: 万得, 中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	3,325	4,432	5,571	9,705	13,581
销售成本	(2,496)	(3,438)	(4,577)	(7,768)	(10,686)
经营费用	(129)	(260)	(188)	(386)	(542)
息税折旧前利润	700	734	806	1,551	2,353
折旧及摊销	(38)	(54)	(187)	(278)	(368)
经营利润(息税前利润)	663	680	619	1,273	1,985
净利息收入/(费用)	2	(6)	(20)	(51)	(103)
其他收益/(损失)	10	10	13	14	13
税前利润	548	674	600	1,221	1,876
所得税	(83)	(97)	(90)	(183)	(281)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	465	577	510	1,038	1,594
核心净利润	465	578	510	1,038	1,594
每股收益(人民币)	0.644	0.799	0.706	1.437	2.207
核心每股收益(人民币)	0.643	0.800	0.706	1.437	2.207
每股股息(人民币)	0.006	0.006	0.071	0.144	0.221
收入增长(%)	97	33	26	74	40
息税前利润增长(%)	255	3	(9)	106	56
息税折旧前利润增长(%)	268	5	10	92	52
每股收益增长(%)	103	24	(12)	104	54
核心每股收益增长(%)	103	24	(12)	104	54

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	548	674	600	1,221	1,876
折旧与摊销	38	54	187	278	368
净利息费用	4	16	32	66	122
运营资本变动	(405)	390	93	1,728	(1,443)
税金	(83)	(97)	(90)	(183)	(281)
其他经营现金流	(84)	(1,016)	(500)	(2,531)	(0)
经营活动产生的现金流	17	21	322	579	641
购买固定资产净值	142	167	914	347	223
投资减少/增加	3	1	5	5	5
其他投资现金流	(18)	(386)	(1,890)	(696)	(428)
投资活动产生的现金流	127	(219)	(971)	(343)	(199)
净增权益	(4)	(4)	(51)	(104)	(159)
净增债务	0	231	224	327	615
支付股息	4	4	51	104	159
其他融资现金流	(13)	157	661	(169)	(281)
融资活动产生的现金流	(13)	387	885	158	334
现金变动	131	190	237	393	775
期初现金	591	943	1,311	1,548	1,941
公司自由现金流	145	(198)	(649)	236	442
权益自由现金流	149	49	(392)	629	1,178

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	943	1,311	1,548	1,941	2,716
应收帐款	815	1,118	1,420	3,136	3,956
库存	1,019	2,046	2,247	4,952	4,892
其他流动资产	258	203	446	668	1,395
流动资产总计	3,544	5,292	6,290	11,490	13,799
固定资产	949	1,048	1,775	1,839	1,685
无形资产	119	187	187	193	202
其他长期资产	48	123	85	104	95
长期资产总计	1,116	1,358	2,048	2,135	1,981
总资产	4,660	6,650	8,338	13,626	15,780
应付帐款	1,307	2,033	1,831	5,839	5,066
短期债务	0	222	0	169	449
其他流动负债	691	781	1,419	1,348	2,272
流动负债总计	1,998	3,036	3,250	7,355	7,787
长期借款	0	0	452	610	943
其他长期负债	252	615	433	524	479
股本	722	722	722	722	722
储备	1,933	2,511	3,480	4,414	5,849
股东权益	2,655	3,233	4,202	5,136	6,571
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	4,660	6,650	8,338	13,626	15,780
每股帐面价值(人民币)	3.68	4.48	5.82	7.11	9.10
每股有形资产(人民币)	3.51	4.22	5.56	6.84	8.82
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.31)	(1.51)	(1.52)	(1.61)	(1.83)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	21.1	16.6	14.5	16.0	17.3
息税前利润率(%)	19.9	15.3	11.1	13.1	14.6
税前利润率(%)	16.5	15.2	10.8	12.6	13.8
净利率(%)	14.0	13.0	9.2	10.7	11.7
流动性					
流动比率(倍)	1.8	1.7	1.9	1.6	1.8
利息覆盖率(倍)	n.a.	46.2	14.1	15.9	14.1
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.3	1.1	1.2	0.9	1.1
估值					
市盈率(倍)	72.8	58.6	66.3	32.6	21.2
核心业务市盈率(倍)	72.8	58.6	66.3	32.6	21.2
市净率(倍)	12.7	10.5	8.0	6.6	5.1
价格/现金流(倍)	259.05	60.24	(77.90)	65.56	37.38
企业价值/息税折旧前利润(倍)	5.08	22.14	31.83	16.71	11.16
周转率					
存货周转天数	139.7	162.7	171.2	169.1	168.1
应收帐款周转天数	70.8	79.6	83.1	85.7	95.3
应付帐款周转天数	124.0	137.5	126.6	144.2	146.5
回报率					
股息支付率(%)	1.0	0.8	10.0	10.0	10.0
净资产收益率(%)	19.8	19.6	13.7	22.2	27.2
资产收益率(%)	13.5	10.3	7.0	9.9	11.5
已运用资本收益率(%)	5.0	4.7	3.1	4.9	5.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371