

## 管桩出海龙头盈利改善，海外海工订单饱满

大金重工 (002487.SZ)

推荐 (维持评级)

### 核心观点:

- 事件:** 4月26日,公司发布2023年年度报告和24Q1季度报告。公司2023年度实现收入43.25亿,同比-15.30%,归母净利润4.25亿,同比-5.58%,扣非净利润3.68亿,同比-11.83%,EPS0.67元。经营性现金流净额8.09亿元,同比+620.76%。24Q1单季实现营业收入4.63亿,同比-45.83%,环比-53.31%,归母净利润0.53亿,同比-29.12%,环比+208.60%,扣非净利润0.45亿,同比-37.84%,23Q4亏损0.09亿元,环比扭亏。符合预期。
- 高毛利海外海工业务占比提升,驱动盈利增长。**2023年公司国内业务营收26.10亿元,同比下降38.84%,毛利率20.97%,同比提升2.72pcts,主要是因为2023年国内海风发展较慢,且公司对部分存在风险的国内陆上产品项目进行了主动去化。2023年出口业务营收17.15亿元,同比增长104.63%,占营业收入比重提升23pcts达40%,毛利率27.20%,同比提升18.25pcts。2023年,公司出口发运总量同比增长超过60%,出口业务由海工产品主导,海外海工年发运量近10万吨,销量同比提升超过4000%;收入同比提升超过4300%。盈利水平大幅提升主要得益于产品结构不断优化,从出口塔筒向规模化出口高毛利的海工产品。
- 电站开发激发增长新动能。**2023年公司发电业务实现营收1.32亿元,毛利率89.65%,得益于彰武西六家子250MW项目实现并网发电,并贡献收益。唐山曹妃甸十里海250MW渔光互补光伏项目预计在2024年年中启动建设年底建成。此外,公司在河北省新增纳入储备库的新能源开发项目规模合计1GW。高毛利的下游风电投资开发业务有望为公司创造稳定的经济效益。
- 24Q1毛利率大幅提升。**2023年毛利率23.44%,同比+6.72pct。24Q1毛利率31.60%,同比/环比+12.60pcts/+10.71pcts。**24Q1期间费用率环比降低。**2023年期间费用率13.07%,同比+0.7pct,24Q1期间费用率18.03%,同比/环比+10.70pcts/-1.82pcts,环比下降主要是因为研发费用率下降8.89pcts。**24Q1净利率环比明显改善。**2023年净利率9.83%,同比+1.01pct。24Q1净利率11.44%,同比/环比+2.7pcts/+9.71pcts。
- 在手海外订单饱满。**根据GWEC数据,欧洲2023年海风新增装机3.8GW,2024-2028年将新增装机超42GW,年均8.4GW,其中英国44%,德国15%,波兰11%,有望于2025年起迎来较快发展,且本土海风塔筒将从2026年起存在潜在瓶颈。公司是亚太区唯一实现海工产品出口欧洲市场的供应商,也是欧洲本土之外唯一一家能够满足欧洲标准的超大型单桩供应商。公司在手海外订单全球排名居首,2023年海外总接单量同比增长超50%,预计将在2024-2026年陆续交付欧洲各国。其中欧洲某公司锁产40万吨海工基础,一次性支付1400万欧元锁产费用。公司正参与的欧美、日韩等地海工总需求量超过300万吨,预计在2024-2027年度陆续拿到开标结果。公司海外布局先发优势明显,在手订单有望支撑业绩高增。
- 持续完善海工产能布局 and 全球海工产品研发。**2023年公司海外海工和国内海工占风电行业收入比超51%,首次超过陆上产品。公司始终坚持“两海战略”和全球化战略,深化海上、海外风电布局。国内“布局蓬莱+唐山+盘锦”三大出口海工基地,在建曹妃甸海工超级工厂,打造深远海超大型导管架和浮式基础产品制造产线,预计2025年3月建成投产;海外布局欧洲、北美、东南亚等海外基地,规划设计全球产能300万吨以上。此外,公司开始着手全球物流体系建设,将在2025年陆续交付两艘海风装备特种运输船,有望构建新的业绩增长曲线。
- 投资建议:**全球海风景气向上,公司是塔桩出海欧洲龙头,“双海战略”稳步推进。公司蓬莱、盘锦及唐山三大海工基地面向海外市场,产能规模优势叠加最低反倾销税率,是欧洲本土之外唯一一家能够满足欧洲标准的超大型单桩供应商。我们预计公司2024/2025年营收57.24亿元/80.47亿元,归母净利润6.16亿元/8.48亿元,EPS为0.97元/1.33元,对应当前股价的PE为19.94倍/14.48倍,维持“推荐”评级。
- 风险提示:**产业政策尤其是海风政策变化带来的风险;产能投产不及预期的风险;塔筒市场竞争格局恶化导致产品利润率大幅下滑的风险;海外进展不及预期的风险。

### 分析师

周然

☎: (8610) 8092 7636

✉: zhouran@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130514020001

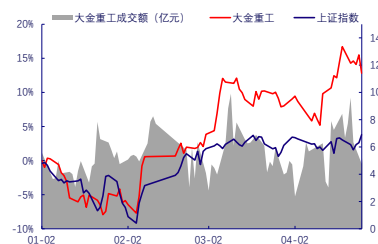
### 研究助理

黄林

☎: (8610) 8092 7687

✉: huanglin\_yj@chinastock.com.cn

### 公司股价表现



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

### 市场数据 2024-4-26

收盘价	19.25
一年内最高价	26.05
一年内最低价	20.55
上证指数	3,088.64
总股本(亿股)	6.38
实际流通股(亿股)	6.31
流通股市值(亿元)	121.39

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

表：财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>7293.37</b>	<b>7588.19</b>	<b>9102.53</b>	<b>11114.73</b>	营业收入	4325.08	5724.22	8047.35	10939.16
现金	1960.57	1191.10	616.08	74.27	营业成本	3311.39	4263.84	5937.62	7978.30
应收账款	1629.44	1945.97	2709.09	3700.71	营业税金及附加	30.66	40.57	57.04	77.54
其它应收款	32.99	325.41	406.25	587.05	营业费用	70.46	143.11	185.09	273.48
预付账款	278.55	370.77	489.21	675.56	管理费用	155.64	257.59	442.60	656.35
存货	1545.53	1945.35	2850.92	3735.40	财务费用	64.35	0.00	0.00	0.00
其他	1846.30	1809.58	2030.98	2341.75	资产减值损失	-6.92	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产</b>	<b>2931.44</b>	<b>3815.94</b>	<b>4678.18</b>	<b>5535.03</b>	公允价值变动收益	2.19	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	15.42	40.55	70.30	64.23
固定资产	1564.76	1586.09	1602.02	1612.55	营业利润	476.81	701.92	966.81	1295.67
无形资产	270.05	308.02	345.98	383.95	营业外收入	8.06	0.00	0.00	0.00
其他	1096.63	1921.83	2730.18	3538.53	营业外支出	0.14	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>10224.81</b>	<b>11404.13</b>	<b>13780.72</b>	<b>16649.76</b>	利润总额	484.73	701.92	966.81	1295.67
<b>流动负债</b>	<b>2930.14</b>	<b>3512.18</b>	<b>5040.78</b>	<b>6773.37</b>	所得税	59.57	86.26	118.81	159.23
短期借款	9.77	218.20	428.94	638.52	净利润	425.16	615.66	848.00	1136.44
应付账款	612.48	435.81	615.62	821.33	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2307.89	2858.17	3996.21	5313.52	归属母公司净利润	425.16	615.66	848.00	1136.44
<b>非流动负债</b>	<b>380.51</b>	<b>379.24</b>	<b>379.24</b>	<b>379.24</b>	EBITDA	629.46	815.77	1086.06	1420.32
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS（元）	0.67	0.97	1.33	1.78
其他	380.51	379.24	379.24	379.24	<b>主要财务比率</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>3310.65</b>	<b>3891.42</b>	<b>5420.02</b>	<b>7152.62</b>	营业收入	-15.30%	32.35%	40.58%	35.93%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	-8.83%	47.21%	37.74%	34.01%
归属母公司股东权益	6914.17	7512.70	8360.70	9497.14	归属母公司净利润	-5.58%	44.81%	37.74%	34.01%
<b>负债和股东权益</b>	<b>10224.81</b>	<b>11404.13</b>	<b>13780.72</b>	<b>16649.76</b>	毛利率	23.44%	25.51%	26.22%	27.07%
<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	净利率	9.83%	10.76%	10.54%	10.39%
经营活动现金流	808.70	882.03	835.31	820.33	ROE	6.15%	8.19%	10.14%	11.97%
净利润	425.16	615.66	848.00	1136.44	ROIC	6.15%	7.81%	9.48%	11.05%
折旧摊销	103.29	161.24	184.82	172.70	资产负债率	32.38%	34.12%	39.33%	42.96%
财务费用	48.50	0.00	0.00	0.00	净负债比率	-19.81%	-10.92%	-0.41%	7.55%
投资损失	-15.42	-40.55	-70.30	-64.23	流动比率	2.49	2.16	1.81	1.64
营运资金变动	254.21	147.22	-127.21	-424.58	速动比率	1.69	1.38	1.04	0.90
其它	-7.04	-1.54	0.00	0.00	总资产周转率	0.40	0.53	0.64	0.72
投资活动现金流	-1415.68	-605.97	-557.73	-297.63	应收帐款周转率	2.54	3.20	3.46	3.41
资本支出	-413.30	-631.21	-628.03	-361.86	应付帐款周转率	6.40	8.13	11.29	11.10
长期投资	-1022.28	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.67	0.97	1.33	1.78
其他	19.89	25.24	70.30	64.23	每股经营现金	1.27	0.67	0.20	0.26
筹资活动现金流	-1010.57	-221.55	210.74	209.58	每股净资产	10.84	11.78	13.11	14.89
短期借款	-416.31	208.43	210.74	209.58	P/E	28.88	19.94	14.48	10.80
现金净增加额	-1674.17	37.58	488.32	732.28	P/B	1.78	1.63	1.47	1.29

资料来源：wind，中国银河证券研究院

### 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

周然，工商管理学硕士。2010年11月加盟银河证券研究部，先后从事电力、环保、燃气、电力设备及新能源行业分析师工作，目前担任电新团队负责人。2020年、2019年获金融界量化评选最佳分析师第2名；2019年、2016年新财富最佳分析师第9名；2014年卖方分析师水晶球奖第4名；2013年团队获新财富第5名，水晶球奖第5名；2012年新财富第6名。曾任职于美国汇思讯（Christensen）的亚利桑纳州总部及北京分部，从事金融咨询（IR）和市场营销的客户主任工作。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn  
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn  
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn  
 李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn  
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn  
 唐曼玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn