

大金重工 (002487.SZ)

优于大市

海风出口顺利推进，国内制造业务拖累业绩

核心观点

国内制造业务拖累业绩，上半年现金流大幅改善。上半年公司实现营收 13.56 亿元，同比-34.20%；归母净利润 1.74 亿元，同比-36.23%。上半年销售毛利率 28.57%，同比+4.61pct；净利率 12.82%，同比-0.41pct。上半年公司经营现金流净额 2.47 亿元，同比增长 4.95 亿元。

二季度业绩环比大幅增长，国内业务拖累毛利率。二季度公司实现营收 8.93 亿元，同比-25.96%，环比+92.91%；归母净利润 1.21 亿元，同比-38.92%，环比+128.16%。二季度毛利率 27.00%，同比-0.47pct，环比-4.60pct，净利率 13.53%，同比-2.87pct，环比+2.09pct。

国内收入大幅下滑，出口毛利率稳步提升。上半年风电装备收入 12.23 亿元，同比-38.65%，毛利率 22.65%，同比+0.92pct；新能源发电收入 1.18 亿元，同比+164.26%，毛利率 85.87%，同比-14.13%。上半年国内收入 5.98 亿元，同比-48.04%，毛利率 29.81%，同比+8.37pct；海外收入 7.58 亿元，同比-16.72%，毛利率 27.59%，同比+0.45pct。

主动收缩国内陆塔业务，国内海风需求不及预期。今年以来，国内陆塔受技术路线变化、行业竞争加剧等多重因素影响持续承压，公司主动降低收益率低、回款条件差的陆塔业务规模。国内海风受多重因素影响开工进度不及预期，预计随着各地项目的陆续核准，国内海风有望进入开工高峰期。

海外项目推进顺利，管桩出海龙头地位稳固。截至目前，公司已完成苏格兰 MW 项目单桩、过渡段、海塔全部产品交付，这是公司向欧洲海风市场规模化供应的首个项目。上半年公司已完成法国 NOY 项目三批次供给 41 根单桩发运；公司为丹麦 Thor 项目建造的首批 TP-less（无过渡段）单桩已完成首批次发运，德国 NSC 项目完成首段试制。

风险提示：海外市场开拓不及预期；原材料价格大幅上涨；行业竞争加剧。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。

考虑到上半年公司海外业务表现和国内外毛利率差异，上调盈利预测。我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 5.11/8.17/12.35 亿元（原预测值为 6.46/9.30/13.19 亿元），当前股价对应 PE 分别为 25/16/11 倍，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	5,106	4,325	4,281	5,429	6,992
(+/-%)	15.2%	-15.3%	-1.0%	26.8%	28.8%
净利润(百万元)	450	425	511	817	1235
(+/-%)	-22.0%	-5.6%	20.2%	59.8%	51.2%
每股收益(元)	0.71	0.67	0.80	1.28	1.94
EBIT Margin	9.0%	11.6%	14.3%	18.0%	20.9%
净资产收益率 (ROE)	9.5%	6.3%	7.2%	10.7%	14.4%
市盈率 (PE)	28.9	30.6	25.4	15.9	10.5
EV/EBITDA	33.8	27.8	19.9	14.3	10.5
市净率 (PB)	2.00	1.88	1.78	1.62	1.43

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

电力设备·风电设备

证券分析师：王蔚祺

010-88005313

wangweiqi2@guosen.com.cn

S0980520080003

证券分析师：王晓声

010-88005231

wangxiaosheng@guosen.com.cn

S0980523050002

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	20.37 元
总市值/流通市值	12991/12852 百万元
52 周最高价/最低价	29.30/16.32 元
近 3 个月日均成交额	194.45 百万元

市场走势



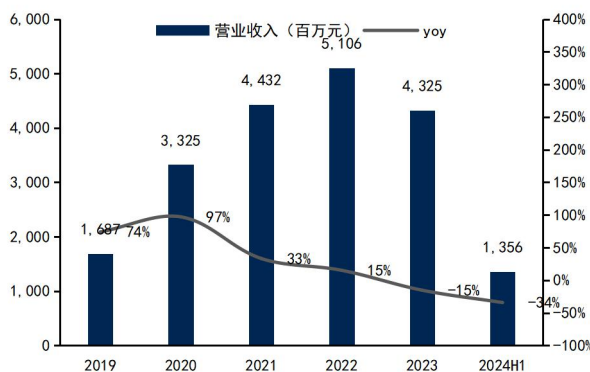
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《大金重工 (002487.SZ) - 风电管桩出海领先者，欧洲和亚洲海风需求拐点在即》——2024-06-14

国内制造业务拖累业绩，上半年现金流大幅改善。上半年公司实现营收 13.56 亿元，同比-34.20%；归母净利润 1.74 亿元，同比-36.23%；扣非净利润 1.61 亿元，同比-35.62%。上半年销售毛利率 28.57%，同比+4.61pct；净利率 12.82%，同比-0.41pct。上半年公司经营现金流净额 2.47 亿元，同比增长 4.95 亿元。

图1：公司年度营业收入及增速（单位：百万元、%）



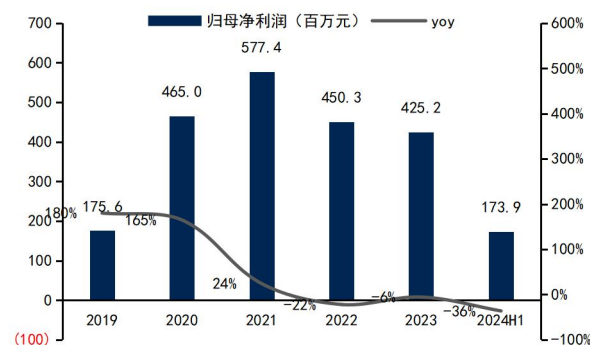
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司年度归母净利润及增速（单位：百万元、%）



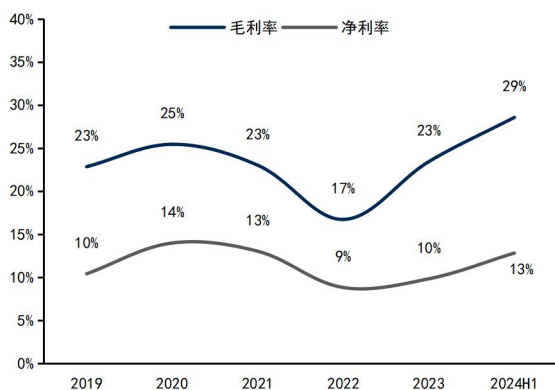
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季归母净利润及增速（单位：百万元、%）



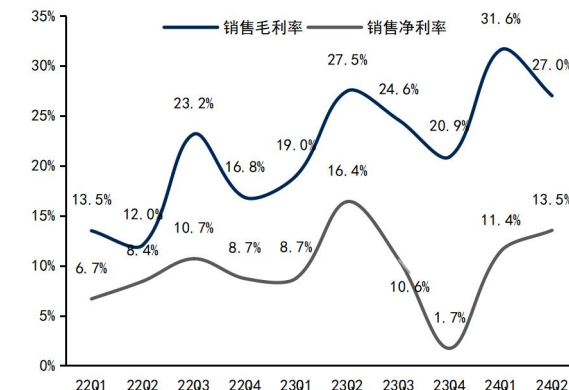
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司年度毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

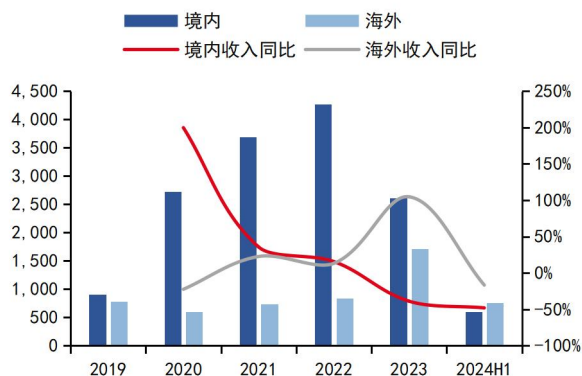
图6：公司单季毛利率、净利率变化情况（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

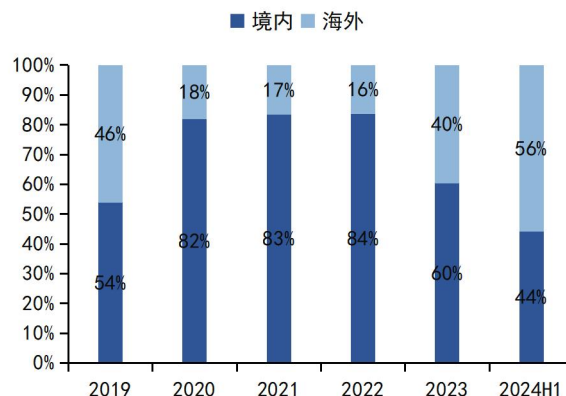
二季度业绩环比大幅增长，国内业务拖累毛利率。二季度公司实现营收 8.93 亿元，同比-25.96%，环比+92.91%；归母净利润 1.21 亿元，同比-38.92%，环比+128.16%；扣非净利润 1.16 亿元，同比-34.72%，环比+158.66%。二季度毛利率 27.00%，同比-0.47pct，环比-4.60pct，净利率 13.53%，同比-2.87pct，环比+2.09pct。

图7：公司国内外收入和同比增速（单位：百万元，%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司国内外收入占比（单位：%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

国内收入大幅下滑，出口毛利率稳步提升。上半年风电装备收入 12.23 亿元，同比-38.65%，毛利率 22.65%，同比+0.92pct.；新能源发电收入 1.18 亿元，同比+164.26%，毛利率 85.87%，同比-14.13%。上半年国内收入 5.98 亿元，同比-48.04%，毛利率 29.81%，同比+8.37pct.；海外收入 7.58 亿元，同比-16.72%，毛利率 27.59%，同比+0.45pct.。上半年公司风电装备业务中海外收入占比 62%，同比+16pct.。

主动收缩国内陆塔业务，国内海风需求不及预期。今年以来，国内陆塔受技术路线变化、行业竞争加剧等多重因素影响持续承压，公司主动降低收益率低、回款条件差的陆塔业务规模。国内海风受多重因素影响开工进度不及预期，预计随着各地项目的陆续核准，国内海风有望进入开工高峰期。

海外项目推进顺利，管桩出海龙头地位稳固。截至目前，公司已完成苏格兰 MW 项目单桩、过渡段、海塔全部产品交付，这是公司向欧洲海风市场规模化供应的首个项目。上半年公司已完成法国 NOY 项目三批次供给 41 根单桩发运；公司为丹麦 Thor 项目建造的首批 TP-less（无过渡段）单桩已完成首批次发运，德国 NSC 项目完成首段试制。

投资建议：下调盈利预测，维持“优大于市”评级。考虑到上半年公司海外业务表现和国内外毛利率差异，上调盈利预测。我们预计公司 2024-2026 年实现归母净利润 5.11/8.17/12.35 亿元（原预测值为 6.46/9.30/13.19 亿元），当前股价对应 PE 分别为 25/16/11 倍，维持“优大于市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS			PE			ROE (23A)	投资评级
				23A	24E	25E	23A	24E	25E		
002487. SZ	大金重工	20.37	130	0.67	0.80	1.28	30.6	25.4	15.9	6.1	优大于市
603606. SH	东方电缆	48.17	331	1.45	1.88	2.71	33.2	25.6	17.8	15.9	-
605305. SH	中际联合	23.43	50	1.36	1.38	1.79	17.2	17.0	13.1	9.0	-

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 可比公司均采用 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	4052	1961	2116	2706	3171	营业收入	5106	4325	4281	5429	6992
应收款项	1770	1670	1525	1934	2490	营业成本	4252	3311	3241	3968	4980
存货净额	1737	1546	1599	1957	2456	营业税金及附加	18	31	26	33	42
其他流动资产	833	528	519	635	797	销售费用	40	70	86	92	91
流动资产合计	8990	7293	7248	8831	10664	管理费用	119	156	163	179	210
固定资产	1944	2402	2294	2183	2070	研发费用	215	256	154	179	210
无形资产及其他	225	270	252	234	216	财务费用	10	64	7	23	28
其他长期资产	100	260	214	271	350	投资收益	63	15	5	5	5
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(18)	(8)	(40)	(50)	(50)
资产总计	11259	10225	10008	11520	13300	其他收入	44	40	50	70	70
短期借款及交易性金融负债	505	503	600	600	600	营业利润	523	477	580	929	1407
应付款项	2150	1666	444	544	682	营业外净收支	1	8	4	4	4
其他流动负债	194	172	174	212	264	利润总额	524	485	584	933	1411
流动负债合计	3544	2930	1818	2116	2525	所得税费用	74	60	73	117	176
长期借款及应付债券	394	0	500	1000	1300	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	815	381	381	381	381	归属于母公司净利润	450	425	511	817	1235
长期负债合计	1209	381	881	1381	1681	现金流量表（百万元）	2020	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	4752	3311	2698	3496	4205	净利润	450	425	511	817	1235
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(0)	(7)	(30)	(30)	(30)
股东权益	6507	6914	7309	8024	9095	折旧摊销	65	85	176	178	181
负债和股东权益总计	11259	10225	10008	11520	13300	公允价值变动损失	0	(2)	0	0	0
						财务费用	10	64	7	23	28
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(724)	(3)	(1008)	(695)	(959)
每股收益	0.71	0.67	0.80	1.28	1.94	其它	322	310	32	48	53
每股红利	0.03	0.18	0.16	0.26	0.39	经营活动现金流	112	809	(320)	319	479
每股净资产	10.20	10.84	11.46	12.58	14.26	资本开支	(686)	(413)	(50)	(50)	(50)
ROIC	9%	6%	7%	9%	12%	其它投资现金流	(5)	(1002)	51	(52)	(73)
ROE	9%	6%	7%	11%	14%	投资活动现金流	(691)	(1416)	1	(102)	(123)
毛利率	17%	23%	24%	27%	29%	权益性融资	3134	(0)	0	0	0
EBIT Margin	9%	12%	14%	18%	21%	负债净变化	386	(928)	597	500	300
EBITDA Margin	10%	14%	18%	21%	23%	支付股利、利息	(12)	(18)	(116)	(102)	(163)
收入增长	15%	-15%	-1%	27%	29%	其它融资现金流	(8)	(534)	97	0	0
净利润增长率	-22%	-6%	20%	60%	51%	融资活动现金流	3498	(1011)	474	374	109
资产负债率	42%	32%	27%	30%	32%	现金净变动	2919	(1618)	155	591	465
股息率	0.1%	0.9%	0.8%	1.3%	1.9%	货币资金的期初余额	1311	4052	1961	2116	2706
P/E	28.9	30.6	25.4	15.9	10.5	货币资金的期末余额	4052	1961	2116	2706	3171
P/B	2.0	1.9	1.8	1.6	1.4	企业自由现金流	(949)	109	(347)	289	449
EV/EBITDA	33.8	27.8	19.9	14.3	10.5	权益自由现金流	(572)	(876)	244	769	725

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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所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