

大金重工（002487）：风电基础龙头，海外订单持续斩获

--大金重工（002487）公司投资价值分析

核心观点

公司 2004 年，公司主营业务转向风电行业；2010 年公司在深交所上市，成为风电塔筒行业第一家上市公司。公司长期深耕风电基础板块，陆风产能位于阜新、兴安盟和张家口，合计 50 万吨，后续产能规划持续向海风和出海倾斜，随着盘锦、唐山基地落地后，公司海风产能占比将进一步提升至 70%。24H1 公司国内海上业务占比 57%，海外（陆+海）占比 60%+，产品产能结构持续改善。

公司在欧洲市场优势明显，2016-2018 年即通过 Vestas 及 GE 合格供方审核认证，2019 年起即在德国成立分公司，开启欧洲布局。22 年以来持续公布欧洲海风项目中标情况，随着交付英国 Moray West 项目、法国 NOY-lles D'Yeu et Noirmoutier 项目，公司业绩背书持续增加，彰显产品力品牌力，在欧洲客户中口碑进一步提高。

公司自有码头承载力强，吨位大，出海优势明显，蓬莱基地 2012 年投产，先发优势明显。目前，大金重工是国内首家实现将风电海工产品大批量出口到欧洲的企业，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。公司的经典工程还有 GRE 日本 Hirado 项目、英国 Dogger Bank B 塔筒项目、SGRE 阿根廷项目、SGRE 加拿大 Buffalo Plains 项目。

公司积极布局国际运输船队，满足超大型的国际化运输。公司自供驳船极大节省业主协调船队时间，较同行具备交付优势。根据公司公告，从丹麦雷神项目开始，项目交付方式将以 DAP 为主。

公司目前欧洲订单中标体量领先，22-24 年披露欧洲海风订单超百亿元人民币，同时订单呈现持续优质化、规模持续增加的特征，随着公司产能释放将持续提升海外市占率。

预计 24-26 年实现归母净利润 5.5、9.0 和 11.5 亿元，对应 PE 为 22.5、13.8 和 10.8 倍，给予推荐。

风险提示：行业需求不及预期；项目延期变更风险；原材料价格波动风险；行业竞争加剧风险。

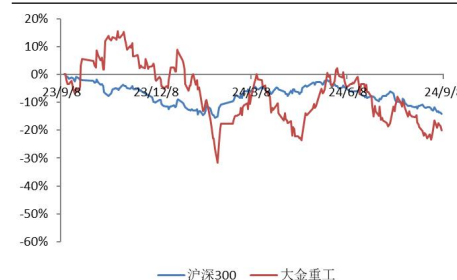
财务数据预测

	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入(亿元)	43.3	46.5	68.5	84.5
同比增速(%)	-15.3%	7.5%	47.3%	23.4%
归母净利润(亿元)	4.3	5.5	9.0	11.5
同比增速(%)	-5.6%	30.1%	62.6%	27.9%
EPS(元)	0.67	0.87	1.41	1.80
P/E	29.3	22.5	13.8	10.8

资料来源：公司公告、WIND、IFIND、国都证券

资料来源：公司官网、公司公告、Ifind、Wind

行业表现对比图



资料来源：wind、IFIND、国都证券

研究员：韩保倩

电话：010-87413610

Email：hanbaoqian@guodu.com

执业证书编号：S0940519040002

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

正文目录

一、风电基础龙头，“双海”+高端化布局	4
1. 风电基础龙头，“双海”步入新阶段	4
2. “双海”+高端化，布局三大海风基地	5
3. 财务分析：海外订单持续收获，盈利抬升	7
二、海外：欧洲海风率先突破	10
1. 认证、产能先行，海外订单持续突破	10
2. 海外订单项目梳理	11
三、盈利预测	13
四、风险提示	15

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构（24 年中报）	5
图 3：公司海陆产能布局示例图（海风产能标红）	7
图 4：2019-2023 年、2019H-2024H1 营收情况（亿元、%）	8
图 5：2018-2024H1 公司费用率情况	8
图 6：2018-2024H1 公司盈利能力	8
图 7：2018Q1-2024Q2 公司单季度营收情况（亿元，%）	9
图 8：2018Q1-2024Q2 公司单季度盈利能力（%）	9
图 9：2014-2023 年公司资产负债率	9
图 10：前五大客户占比提升与“双海”占比提升相关	10
图 11：2020-2024H1 主要塔筒桩基企业合同负债（亿元）	10
表 1：公司 2014-2023 年塔筒收入（亿元）及占比%	5
表 2：2023 和 2024H1 新能源发电业务发电量、收入及毛利率	6
表 3：公司产能布局	6
表 4：公司分业务板块收入预测	14
表 5：公司盈利预测	14

一、风电基础龙头，“双海”+高端化布局

1. 风电基础龙头，“双海”步入新阶段

公司成立于 2000 年在辽宁阜新成立，前身为辽宁大金钢结构工程（集团）有限公司，2007 年开始转型清洁能源装备制造商，交付第一台陆上风电塔筒。

2023 年公司“两海”战略步入新阶段，以“调结构”、“求质量”为发展主线，由“海上和海外市场”升级为聚焦“高技术标准、高质量要求、高附加值的全球发达国家海上风电市场”，由塔筒产品向专业海工产品升级，包括海工管桩、新一代导管架、浮式基础产品等。公司通过调结构推进高质量发展，分别从调市场结构、调产品结构、调产能结构、调组织结构四方面具体推进。

1) 调市场结构，从国内市场走向海外市场，具体方向上从海外和海上转为侧重海外的海上风电市场，重点为高技术标准、高质量要求、高附加值的全球发达国家海上风电市场提供优质海工产品，并力争在未来 3~5 年发展成为全球风电海工市场（除中国）份额绝对 No.1。

2) 调产品结构，由低端产品向高端产品转型、由塔筒产品向专业海工产品升级，包括海工管桩、新一代导管架、浮式基础产品。

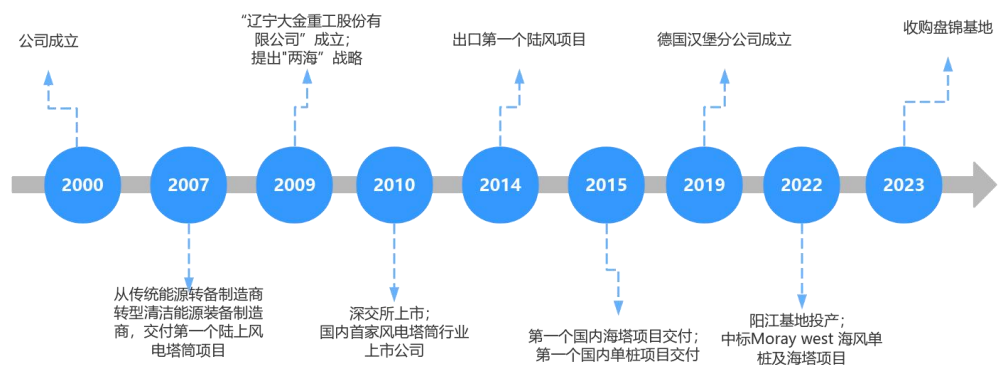
3) 调产能结构，明确各基地目标市场定位，领先于产品迭代之前进行技术工艺、生产设施与设备升级，使硬件条件满足产能需求，为稳定交付建立基础保障。

4) 调组织结构，在全球范围招聘高端专业人才，建立适应海外高端风电海工产品交付能力要求的组织结构和满足欧洲标准的海洋工程类管理模式。而国内业务在运营模式、组织结构、人才结构的调整上，面对低价竞争局面，则以防风险为主，确保订单质量和结算风险可控。

公司将坚定围绕战略目标要求，推进“调结构”各项任务落地完成，通过进一步加速海外市场拓展、加快产能升级、优化组织和运营模式促成公司总体盈利质量的实质性提升。

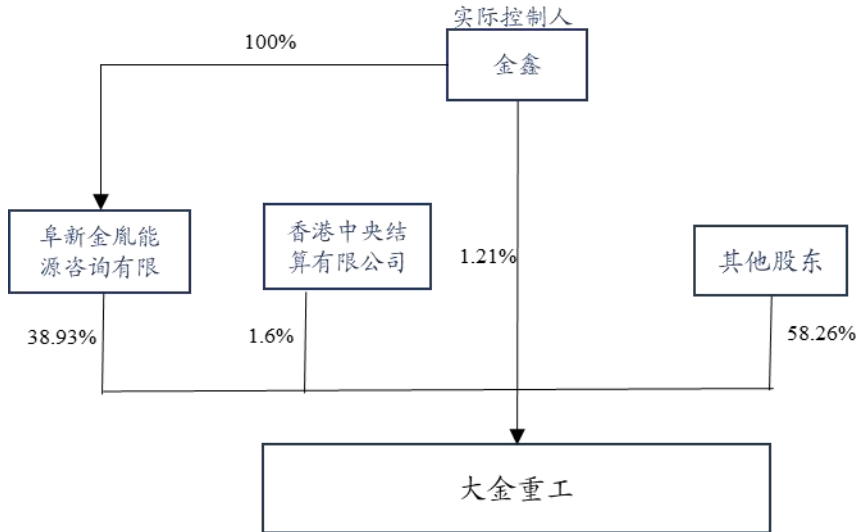
公司股权结构简单，24 年中报披露，金鑫通过直接间接持有公司 40.14%股份，是公司实际控制人。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司公告、公司官网、国都证券

图 2：公司股权结构（24 年中报）



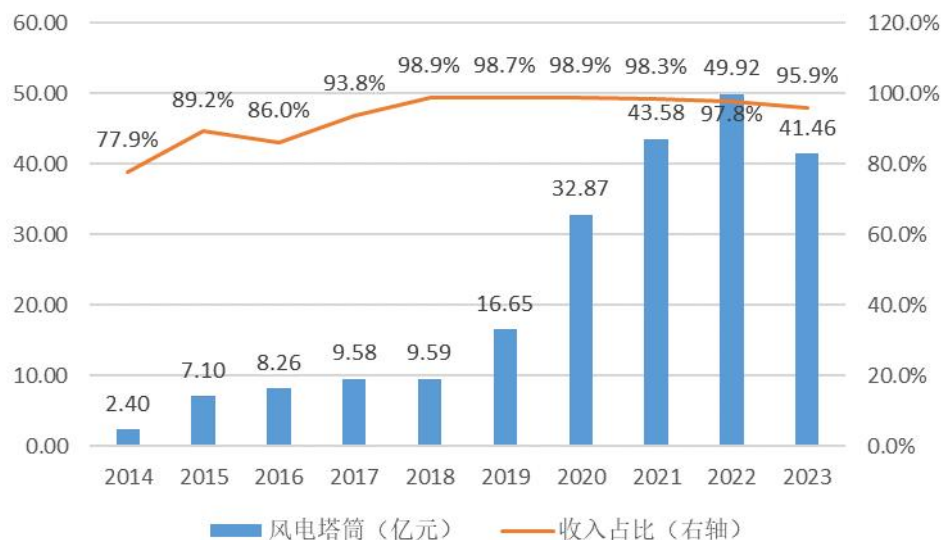
资料来源：公司公告、公司官网、国都证券

2. “双海”+高端化，布局三大海风基地

公司以风电塔筒作为主要产品，2018 年开始塔筒占收入比例 95%以上。公司布局“蓬莱+唐山+盘锦”三大出口海工基地，覆盖“全球海工全系产品”，盘锦、唐山基地目前在建，产能全部落地后，公司海风产能占比将提升至 70%，竞争力进一步增强。

24 年上半年，公司国内外海上业务占比 57%、海外业务收入（海外陆上+海外海上）占比 60%+，同比+16pct，形成以单桩基础为核心的产品系列。公司聚焦发展“海外海上风电市场”，特别是全球发达地区的海上风电市场，由低端产品向高端产品转型、由塔筒产品向专业海工产品升级。

表 1：公司 2014-2023 年塔筒收入（亿元）及占比%



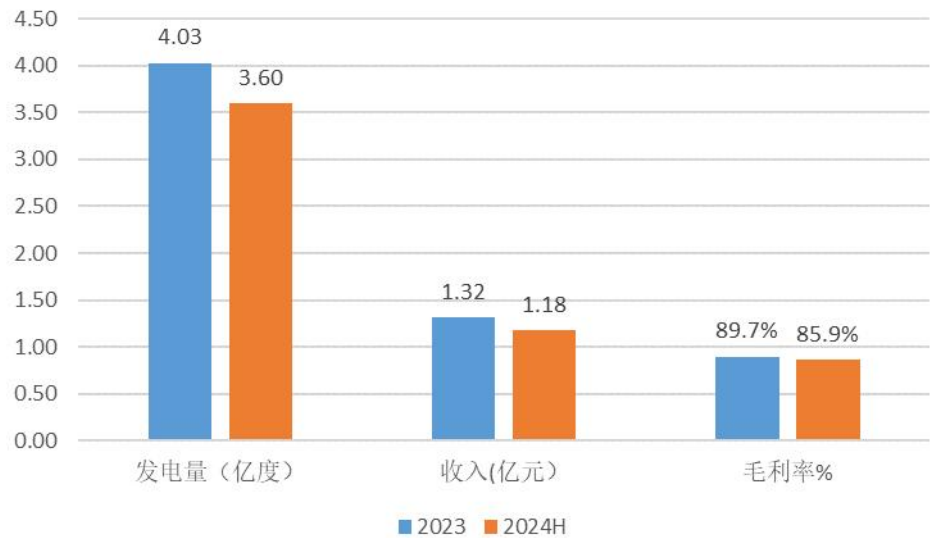
资料来源：公司公告、Wind、IFIND、国都证券

公司 20 年开始探索向风电产业下游延伸风电场开发运营领域，21 年建设阜新彰武西六家子 250MW 发电项目并实现并网，该项目处于风力资源丰富地区。23 年实现并网发电，风电场实现收入 1.32 亿元，毛利率 89.65%，显著高于公司毛利率，年底

发电量为 40287 万千瓦，成为公司业绩有力补充。

公司在唐山曹妃甸十里海 250MW 渔光互补光伏项目完成备案，预计 24 年中期启动建设，24 中报披露已经在积极建设中，24 年内完成。后续在河北新增纳入储备库的新能源开发项目规模合计 1GW。

表 2：2023 和 2024H1 新能源发电业务发电量、收入及毛利率



资料来源：公司公告、Wind、IFIND、国都证券

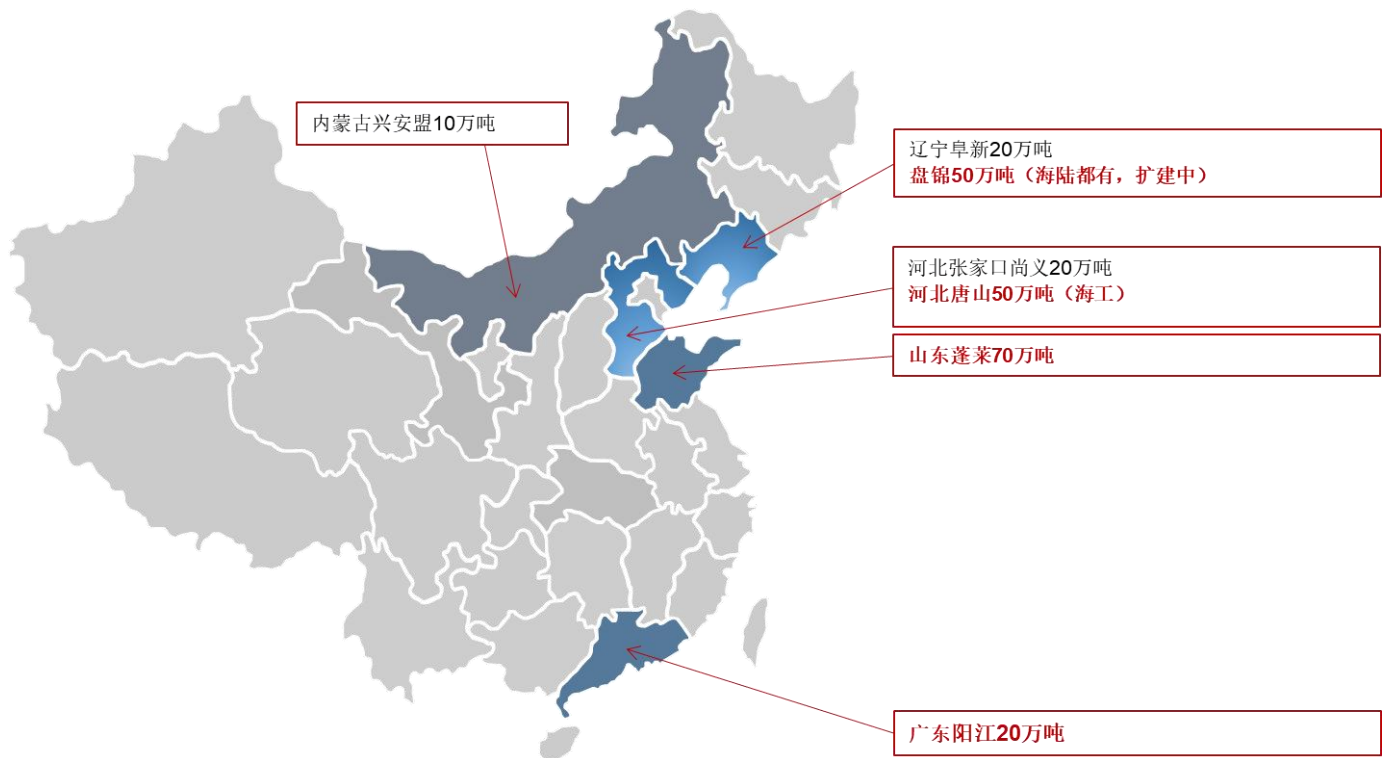
表 3：公司产能布局

产能基地	产品类型	设计产能 (万吨)	备注
蓬莱	海塔 陆塔、单桩、过渡段、导管架、浮式基础	70	23 年技改升级，具备全球一流海工基地建造条件，成为供应欧洲海上风电标准的全球最大单桩建造基地，获得多批次海外客户调研和多项国际国内技术认证。
阳江	海塔、陆塔、导管架	20	
阜新	陆塔	20	
兴安盟	陆塔	10	
张家口	陆塔	20	
盘锦（在建）	海塔 陆塔、单桩、过渡段、导管架、浮式基础	50	构建全球物流体系，海上风电装备特种运输船只建造基地。 由公司独创设计并自行负责建造的海上风电装备特种运输船，设计型宽 51 米、总长 240 米、载重量 50000 吨以上、吃水深度 8 米。该船只基于海风装备运输的专属需要和长远规划而设计建造，运输效率明显高于目前市场上使用的大型运输船，后续将为公司在海外海上产品特别是深远海产品运输上提供更为经济便捷的解决方案。 24 年底预计初步形成 15 万吨产能。 公司将在 2025 年陆续交付两艘海上风电装备特种运输船，未来规划将形成由 10~20 艘不同吨级超大型运输系列船型组建的自有运输船队，进一步形成公司海外

			项目获取的强壁垒。
唐山（在建）	海工装备	50	唐山曹妃甸基地采用全球最先进设备设施和全球首创超大分段全室内建造模式，打造具备全类型超大风电、油气海工基础批量生产能力的世界级超级工厂。 厂区最大单台吊机起重能力达3000吨，核心设备100%由欧洲进口。 预计25年3月建成投产。

资料来源：公司公告、国都证券

图3：公司海陆产能布局示例图（海风产能标红）



资料来源：公司公告、国都证券

3. 财务分析：海外订单持续收获，盈利抬升

23年实现收入43.25亿元，同比-15.3%，归母净利润4.25亿元，同比-5.58%，毛利率23.44%，同比增长6.72个百分点，净利率9.83%，同比增长1.01个百分点。拆分业务板块，23年风电塔筒收入41.46亿元，同比-16.95%，收入占比95.86%；新能源发电收入1.32亿元，其他主营业务0.47亿元，收入占比较小。公司23年对部分存在风电的国内陆风项目主动去化，而海外项目收入17.15亿元，同比+104.63%，收入占比40（22年占比为17%）驱动给盈利能力显著提；同时Q4由于海外项目变更设计方案及天气等不可抗力导致执行时间拉长，公司基于长期合作考虑承担部分客户成本，影响部分盈利，但该项目盈利仍然较高。

24年中报，公司收入13.56亿元，同比-34.2%，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%。毛利率28.57%，同比+4.61pct，净利率12.82%，同比-0.41pct。24H1实现经营性现金流净额2.47亿元，相较去年同期

增加 4.95 亿元，盈利结构和回款质量进一步改善。

我们认为 24 年上半年海风开工弱于预期，交付节奏放缓，同时公司内部强调高质量发展，主动放弃低价高风险订单（国内陆上风电项目），导致收入利润下滑。24H1 公司盈利持续抬升，新能源发电业务和出口业务持续发力拉动公司毛利。

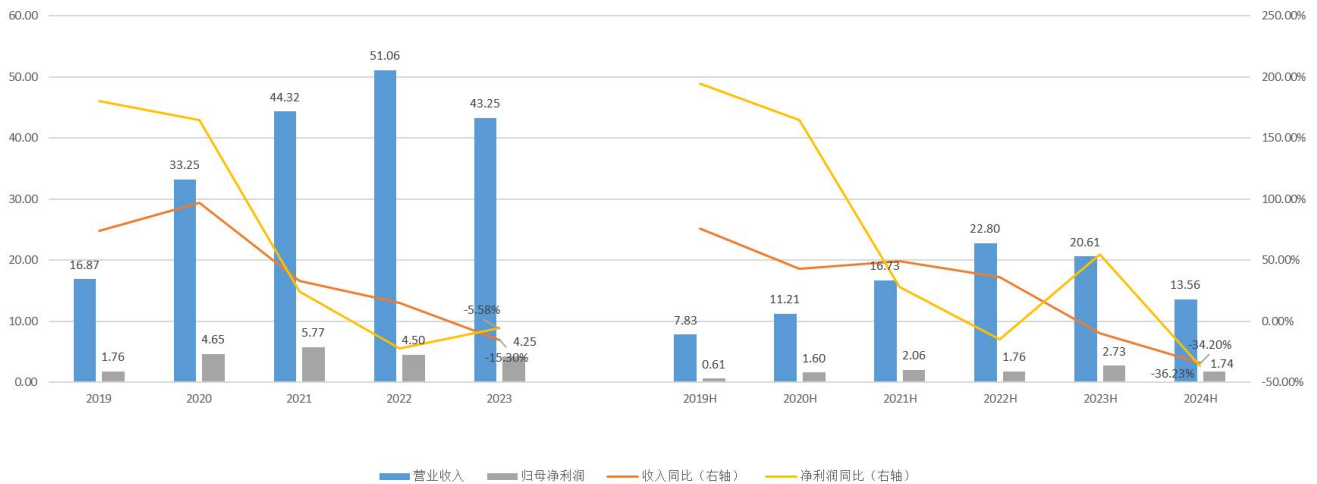
24Q2 单季度，公司收入 8.93 亿元，同比-25.96%，环比+92.91%，归母净利润 1.21 亿元，同比-38.92%，环比+128.16%，毛利率 27%，同比-0.47pct，环比-4.6pct，净利率 13.53%，同比-2.87pct，环比+2.09pct。

24 年上半年，公司国内外海上业务占比 57%、海外业务收入（海外陆上+海外海上）占比 60%+，同比+16pct，以单桩基础为核心的产品系列，为公司盈利抬升贡献力量。公司明确以海外海上项目为重点，兼顾国内海上项目的项目获取思路。

自 2023 年向欧洲批量交付海工产品以来，公司与海外客户合作内容不断拓展，提供的产品和服务附加值逐步提高。公司从提供产品制造的 FOB 模式（在装运港船上完成交货），逐步构建自有运输体系，现已具备自主航运管理能力，开始提供制造+运输的 DAP 模式（目的地交货），标志着大金重工实现了从自有风电母港建造并发运至客户目的港的“一站式服务”，获得了海外客户更高的信任度和更好的满意度，这对公司全球化业务的进一步拓展将起到积极促进作用。

公司为丹麦 Thor 项目建造的首批 TP-less 单桩基础近日从蓬莱大金港发运，这是首次由公司负责的国际海运任务，根据已签署海外订单需要，后续将批量化执行海外项目的运输业务，这将为公司后续使用自建特种运输船执行远洋运输业务积累宝贵经验。

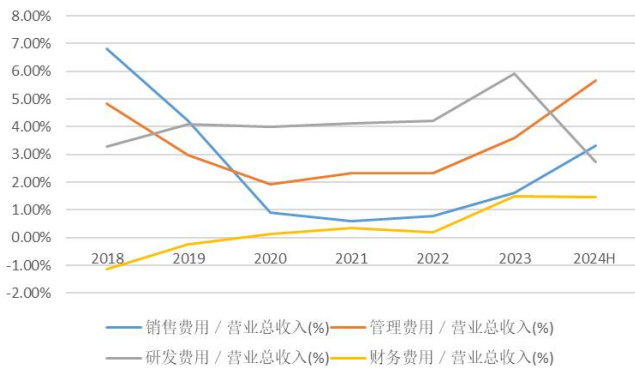
图 4：2019-2023 年、2019H-2024H1 营收情况（亿元、%）



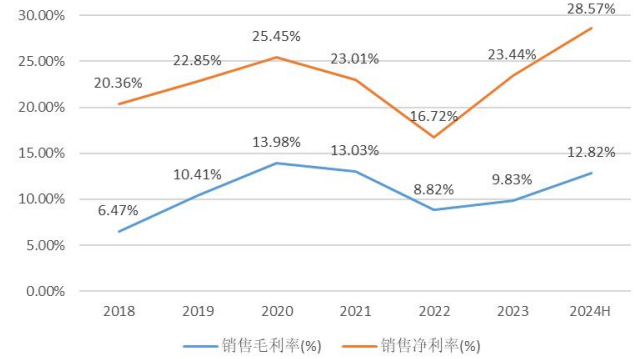
资料来源：公司公告、wind、IFIND、国都证券

图 5：2018-2024H1 公司费用率情况

图 6：2018-2024H1 公司盈利能力

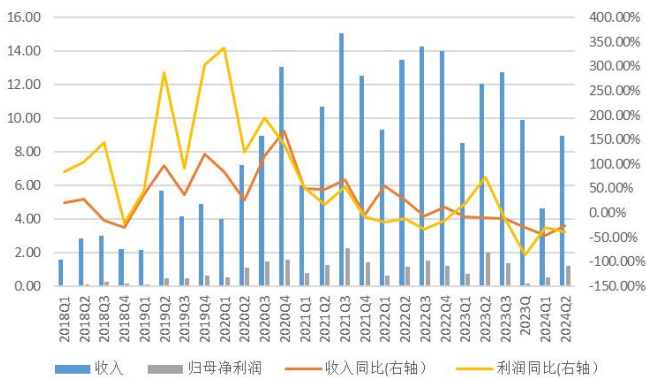


资料来源：公司公告、Ifind、WIND、国都证券



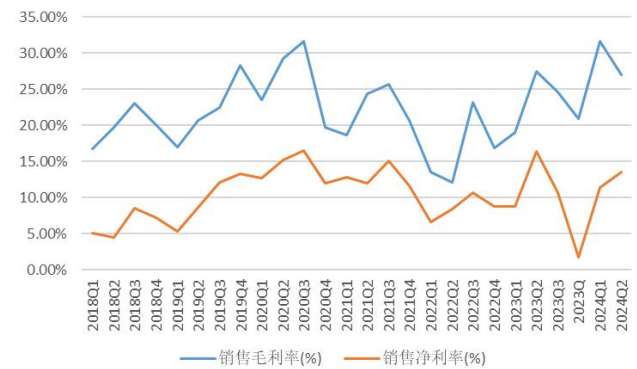
资料来源：公司公告、Ifind、WIND、国都证券

图 7：2018Q1-2024Q2 公司单季度营收情况（亿元，%）



资料来源：公司公告、Ifind、WIND、国都证券

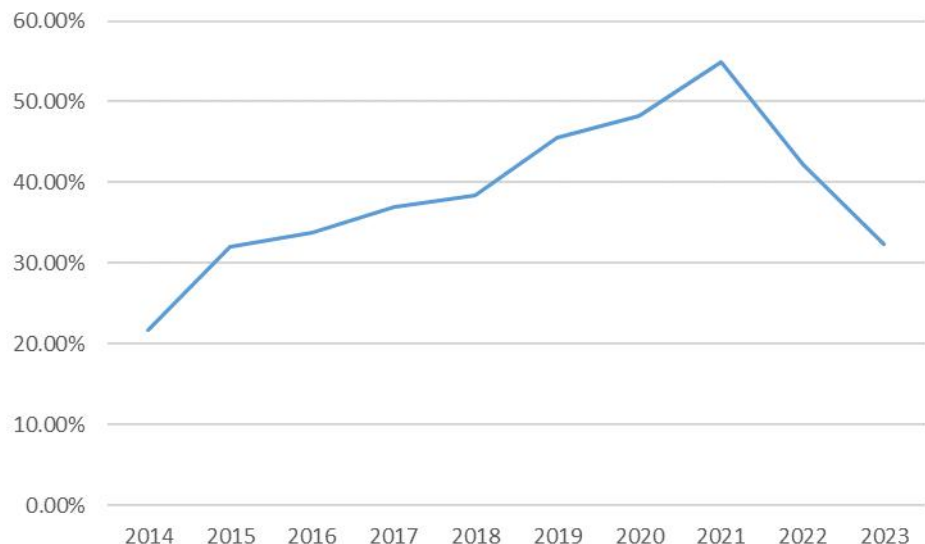
图 8：2018Q1-2024Q2 公司单季度盈利能力（%）



资料来源：公司公告、Ifind、WIND、国都证券

公司 2010 年上市首发募集 10.9 亿元后，2022 年再次通过定向增发募集 30.59 亿元，投向辽宁阜新彰武西六家子 250MW 风电场项目（项目需 18.69 亿元，募集投入 17.9 亿元）、蓬莱基地产线升级及研发中心建设（项目需 13.2 亿元，募集投入 1.9 亿元）、烟台叶片基地（项目需 7.5 亿元，募集投入 1 亿元）、阜新基地技改（项目需 4.3 亿元，募集投入 0.7 亿元）、补充流动资金（项目需 15.1 亿元，募集投入 9.1 亿元）。22 年募资资金到位后，公司资本结构有效改善，21 年资产负债率为 54.9%，22 年报降至 42.21%，24 中报为 33.84%。

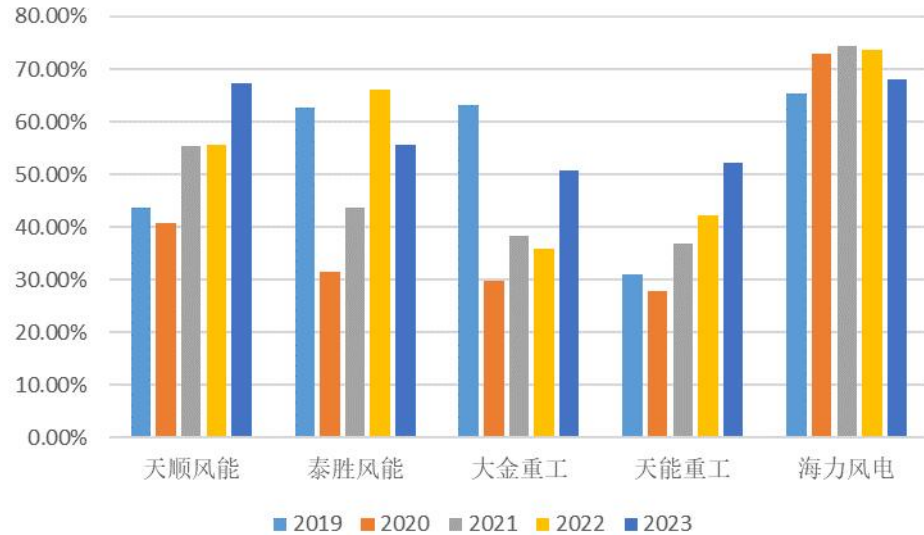
图 9：2014-2023 年公司资产负债率



资料来源：公司公告、Ifind、WIND、国都证券

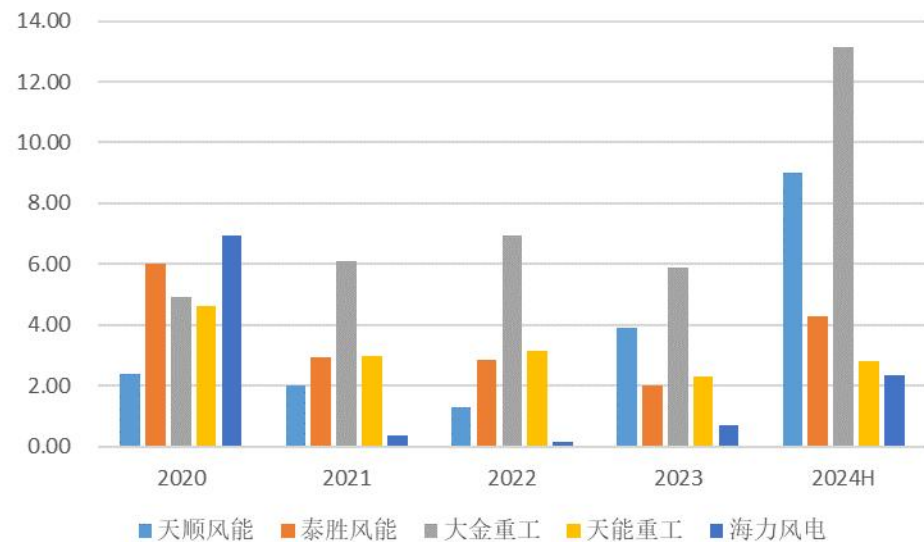
塔筒下游客户主要是风电场上市公司、运营商和整机企业，下游本身集中度较高，同时规模化风场、风电大型化、海风单个项目规模高于陆风等因素驱动，塔筒企业前五大客户占比有提升趋势。

图 10：前五大客户占比提升与“双海”占比提升相关



资料来源：公司公告、Ifind、WIND、国都证券

图 11：2020-2024H1 主要塔筒桩基企业合同负债（亿元）



资料来源：公司公告、Ifind、WIND、国都证券

二、海外：欧洲海风率先突破

1. 认证、产能先行，海外订单持续突破

公司在 2016-2018 年即通过 Vestas 及 GE 合格供方审核认证，2019 年起即在德国成立分公司开启欧洲布局；并在 2020-2021 年通过全球最大风电能源开发商丹麦沃旭能源的供方审核认证。2017 年公司交付泰国陆上风电 15 根陆塔，2018 年交付 GE

印度风场 17 根陆塔，2021 年交付日本 Noheji 陆上风场 2 根陆塔。

公司具有“蓬莱+盘锦+阳江”三大海工基地，海塔陆塔导管架等产能合计 120 万吨，“阜新+兴安盟+张家口”陆塔产能合计 50 万吨。

公司自 2019 年率先成功开拓欧洲海风市场，通过与国际客户的紧密协作，在营销服务优化、技术工艺升级、品质管控改善、运输方案设计等方面取得长足进步，去年开始连续斩获多个海外项目订单，目前是亚太区唯一实现海工产品交付欧洲市场的供应商。在夯实和强化欧洲市场优势的基础上，公司同步着手在深远海浮式风电基础和全球物流体系建设方面深度布局，与全球头部的科研机构和物流方案设计机构建立战略合作关系，构建新的业绩增长曲线。

公司 22-23 年中标多个海外客户的海工项目，涉及海塔、单桩、过渡段等多种产品。海外项目持续中标，对公司业绩产生积极影响。23 年公司海工规模化出口元年，全年累计向欧洲发货海工产品近 10 万吨，2024 年，公司出口欧洲的发运量和项目范围进一步增加，将向法国、丹麦、英国、荷兰等地的多个海上风电场项目交付包括单桩、海塔、过渡段等多类型海工产品，交付时间点为 24-26 年。同时，公司正在参与的欧洲、日韩、美国等地多个海工项目的总需求量超过 300 万吨，涉及管桩、导管架、浮式基础等多系列海工产品，预计在 2024-2027 年度陆续拿到开标结果。

出口海工产品的销售价格和盈利能力显著高于其他产品，公司充裕在手订单有利于后续业绩表现。

表 4：公司已签订海外订单情况

公告/中标时间	国家	项目名称	产品规格	合同金额	预计交付时间
2022.6	英国	Moray West	48 根单桩，单桩重量 2000 吨		2023
2022	英国	Moray West	30 套过渡段，12 套塔筒	—	2023
2022	美国	—	海上风电大型钢结构	—	—
2022.10	法国	NOY -lle D' Yeu et Noirmoutier	61 套单桩	1.23 亿欧元	2024
2022.11	英国	Dogger Bank B 海上风电项目	41 套 Haliade-海上风电塔筒	约 7300 万欧元 (5.3 亿元人民币)	2024-2025
2023.5	丹麦	Thor 海上风电项目 1GW	单桩	1.96 亿欧元	2026-2027
2023.5	德国	德国北海海上风电群项目	单桩	6.26 亿欧元(扩容后)	2025-2027
2023.12	欧洲	欧洲北海地区某海上风电项目	单桩	13+亿元人民币	2025-2026
2024.4	欧洲	海风基础结构产品长期所产协议	40 万吨产能锁定协议	1400 万欧元锁产费用	2024-2030

资料来源：公司公告、Wind、IFIND、国都证券

2. 海外订单项目梳理

1、已交付项目

英国 Moray West 项目——公司首个欧洲海工订单，已交付利于后续项目。22 年 5 月开始，公司与欧洲某风电开发企业签订海上风电单桩基础供应合同，约定公司为英国 860MW Moray West 海上风电场项目建造和交付 48 根超大型单桩，项目建成后将为多达 65 万户苏格兰家庭供应绿色电力，助力苏格兰到 2045 年实现净零目标的可持续

续发展承诺。

23 年 11 月，公司披露该项目最后 8 根产品顺利装船并从蓬莱大金港发出，Moray West 项目（包括 48 套单桩、30 套过渡段、12 套海上风电塔筒）交付完毕，总交付量 11 万吨。这是公司向欧洲海上风电市场规模化供应的第一个海工项目，交付产品包含海上风电机组支撑结构需要的所有关键部件。

项目如期交付对 23 年业绩起到积极作用，同时标志公司打通海外海工项目从前期跟踪到批量生产、到工艺控制、到质量检验合格、到顺利装船发运的全路径，是蓬莱基地已经全面升级为国际化一流风电海工基地的标志，是公司高端产品批量交付能力和工艺技术满足国际化标准能力的进一步验证，将为后续持续大批量交付其他欧洲海工产品和开拓其他海外市场带来积极的示范效应，成为公司重要业绩背书，该项目业主也与大金签订了战略合作协议。

法国 NOY-Iles D'Yeu et Noirmoutier 项目——首个独家供货欧洲海风项目。2024 年 9 月 2 日公司公告，22 年 10 月中标的法国 NOY-Iles D'Yeu et Noirmoutier 海风项目，最后一批 20 根单桩已经顺利装船并从蓬莱大金港发出，该项目所有单桩基础交付完毕。法国 NOY-Iles D'Yeu et Noirmoutier 是公司第一次独家供应的海工项目，由 Ocean Winds、Sumitomo Corporation 和 Caisse des Dépôts 成立的合资企业 Eoliennes en Mer Dieppe Le Tréport (EMDT) 开发，海上风电场总装机容量 496MW，计划在 2025 年前投入使用。

公司蓬莱海工基地历经多次技改升级，完成包括技术、工艺、装备、物流、管理等模块的系统升级建设，同时经过多年出口项目的有效实战，现已成为满足欧洲海上风电标准的一流风电海工装备制造基地，受到欧洲主流风电开发商和整机商的高度认可。2024 年，公司蓬莱基地海外海工项目已经进入规模化常态交付进程，法国、英国、丹麦、德国等多个国家的海工项目任务正在陆续执行中。

2、已签订单重点项目

丹麦 Thor（雷神）海风项目——首次由公司自主运输的海外海工项目。项目总装机容量 1GW，是丹麦迄今为止最大的海上风电场。公司负责为该项目建设并交付 TP-less 单桩基础，分 4 个批次交付（共 36 根单桩），这是公司建造的首批无过渡段单桩，是对公司海工产品工艺技术水平 and 建造综合能力的又一次高质量检验。

24 年中报披露该项目已经完成首船发运（8 根单桩），24 年预计会完成前三批次的发运交付。

同时该项目也是大金首次负责自主运输的海外项目，从雷神项目开始后续公司海外项目发运将从 FOB 转为 DAP 模式。

FOB 模式一般货装船后，在船上验收并交付完成，然后确认收入。DAP 模式下目的地交货，同样项目较 FOB 模式确认收入节点预计推迟 2 个月左右，需要大金负责货物运输到对方指定地点，客户验收后交易完成确认收入。虽然确认收入节点推迟两个月，现金流与 FOB 相差不大，DAP 在发运时点将先收取大部分款项，目的地验收时点结清尾款，抬升公司合同负债水平。其次，公司多承担运输环节的责任与风险，相应会获得更好盈利水平，抬升项目毛利率。

德国北海项目——在手最大海外海工订单，业主上调金额。公司在 23 年 12 月公

告《关于签署德国北海海上风电群项目单桩基础供货合同的公告》，该项目位于德国北海地区，包含 A 阶段和 B 阶段，计划合计装机容量 1.6GW，是目前德国已规划建设的最大规模的海上风电场。根据合同约定蓬莱大金作为独家供应商，将为 A、B 阶段供应合计 105 根单桩及附属结构，合同总金额约 6.26 亿欧元（人民币约 50 亿元）。

德国项目在 23 年 5 月公告中标金额为 5.47 亿元，此次合同金额扩容至 6.26 亿元，增量金额 0.79 亿元。这是公司已经签署供货合同总金额最大的海外海工项目，彰显公司产品品牌力在欧洲海上项目业务方面的认可度。

24 年中报披露该项目已经成功完成首段试制，准备大批量排产并将于 2025 年开始分批交付，也采用 DAP 模式。

锁产协议——锁定 40 万吨产能，一次性支付 1400 万元锁产费用：公司在 24 年 4 月公告《大金重工关于与欧洲某海上风电开发商签署海风基础结构产品长期锁产协议的公告》。公司与欧洲某海上风电开发商签署了锁产协议，该客户从当前至 2030 年底向蓬莱大金锁定不超过 40 万吨海上风电基础结构的制造产能，并一次性向蓬莱大金支付 1400 万欧元（约人民币 1.09 亿元）的锁产费用。

海外海工项目参照执行的建造标准和操作规范极高，以上项目的顺利开展和交付是对公司蓬莱海工基地达到欧洲海洋工程体系要求的最有效检验。经过海外多地区不同类型海工产品的建造发运后，蓬莱基地在工艺技术、现场管控、装配效率、运输调度等方面进一步向国际化标准比肩。

整体来看，公司已经成为欧洲市场主流的海上风电管桩供应商，考虑后续欧洲海上风电的加快建设以及管桩环节可能呈现的较明显的供不应求，公司海工出口业务的成长潜力值得期待。展望 24H2，雷神等海外海风项目货陆续发运，公司在日本、欧洲、澳洲的陆风项目也将持续出货，叠加国内广东、福建和山东项目陆续推进，发货量有望提振。

三、盈利预测

公司长期深耕风电基础板块，陆风产能位于阜新、兴安盟和张家口，合计 50 万吨，后续产能规划持续向海风和出海倾斜，随着盘锦、唐山基地落地后，公司海风产能占比将进一步提升至 70%。24H1 公司国内海上业务占比 57%，海外（陆+海）占比 60%+，产品产能结构持续改善。

公司在欧洲市场优势明显，2016-2018 年即通过 Vestas 及 GE 合格供方审核认证，2019 年起即在德国成立分公司，开启欧洲布局；2020-2021 年通过全球最大风电能源开放商丹麦沃旭能源的供方审核认证。具有陆塔最优关税税率（21 年开始针对钢制风电塔筒，大金为 7.2%），并且是国内唯一具有欧洲海风项目的风电基础企业。随着交付英国 Moray West 项目、法国 NOY-lles D'Yeu et Noirmoutier 项目，公司业绩背书持续增加，彰显产品力品牌力，在欧洲客户中口碑进一步提高。

公司自有码头承载力强，吨位大，出海优势明显，蓬莱基地 2012 年投产，先发优势明显。对于出口和海上风电产品的厂内物流、装船发运，起重能力优势明显。基地出口产品到二十多个国家。蓬莱大金可卷制最大钢板厚度 130mm，生产最大直径 11.5 米，重量为 2500 吨单桩产品。蓬莱基地拥有得天独厚的区位和基础设施优势，以及高效的物流能力和发运能力，可以实现风电装备部件的直接装船集港发运。因此，可

以大幅降低运输成本并提升效率。目前，大金重工是国内首家实现将风电海工产品大批量出口到欧洲的企业，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。公司的经典工程还有 GRE 日本 Hirado 项目、英国 Dogger Bank B 塔筒项目、SGRE 阿根廷项目、SGRE 加拿大 Buffalo Plains 项目。

公司积极布局国际运输船队，满足超大型的国际化运输。根据公司计划，大金重工未来将形成自有运输船队，由 10-20 条不同吨级超大型甲板运输系列船型组建。根据公司设计，船只拥有超强甲板载荷，并有超长超宽甲板大大单航次装载量，这两个特点都将帮助减少运输成本。同时，欧洲海风起量情况下，海工施工船队或面临紧缺情况，公司自供驳船极大节省业主协调船队时间，较同行具备交付优势。根据公司公告，从丹麦雷神项目开始，项目交付方式将以 DAP 为主。

公司目前欧洲订单中标体量领先，22-24 年披露欧洲海风订单超百亿人民币，同时订单呈现持续优质化、规模持续增加的特征，随着公司产能释放将持续提升海外市占率。

预计 24-26 年实现归母净利润 5.5、9.0 和 11.5 亿元，对应 PE 为 22.5、13.8 和 10.8 倍，给予推荐。

表 4：公司分业务板块收入预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
金属制品					
收入(亿元)	51.06	43.25	44.00	65.00	80.00
同比%		-15.30%	1.73%	47.73%	23.08%
毛利率%	15.11%	21.36%	23%	23%	23%
销量(万吨)	59.03	50.79	51	75	95
单价(万元/万吨)	8649.84	8515.46	8627.45	8666.67	8421.05
新能源发电					
收入(亿元)		1.32	2.5	3.5	4.5
同比%			89.39%	40.00%	28.57%
毛利率%		89.7%	80%	80%	80%
收入合计(亿元)	51.06	44.57	46.50	68.50	84.50

资料来源：IFind、Wind、公司公告、国都证券

表 5：公司盈利预测

亿元,%	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	51.06	43.25	46.5	68.5	84.5
收入同比	15.21%	-15.30%	7.51%	47.31%	23.36%
营业成本	42.52	33.11	35.81	52.75	65.07
营业税金及附加	0.18	0.31	0.23	0.34	0.42
销售费用	0.40	0.70	0.05	0.07	0.08
管理费用	1.19	1.56	1.53	1.37	1.69
研发费用	2.15	2.56	2.63	3.77	4.23
财务费用	0.10	0.64	0.05	0.07	0.08
投资收益	0.63	0.15	0.10	0.15	0.23
营业利润	5.23	4.77	6.30	10.29	13.17
营业外收入	0.06	0.08	0.05	0.05	0.05

营业外支出	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	5.24	4.85	6.35	10.34	13.22
所得税	0.74	0.60	0.83	1.34	1.72
净利润	4.50	4.25	5.53	8.99	11.50
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归母净利润	4.50	4.25	5.5	9.0	11.5
归母净利润同比	-22.01%	-5.6%	30.1%	62.6%	27.9%
EPS	0.71	0.67	0.87	1.41	1.80
PE	27.6	29.3	22.5	13.8	10.8

资料来源：IFind、Wind、公司公告、国都证券

四、风险提示

行业需求不及预期；
 项目延期变更风险；
 原材料价格波动风险；
 行业竞争加剧风险。

资料来源：公司官网、公司公告、Ifind、Wind

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国都证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的特定客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。在法律许可的情况下，国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经国都证券研究所书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，国都证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好，未来 6 个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来 6 个月内，行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅在 5%以上