

大金重工 (002487.SZ)

前瞻布局受益欧洲海风发展提速，国内业务有望超预期

公司是行业老兵，业务部署先后为国内陆风、国内海风、欧洲海风，发展思路清晰。欧洲海风正在提速，公司海风产品已进入壁垒强、附加值高的欧洲海上风电市场，有望受益。同时，公司国内陆、海风业务也有望超预期。我们看好公司业务发展与战略定力，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

□ **公司简介。**2000 年公司创立于辽宁阜新，2006 年开始从传统能源装备制造商向清洁能源制造商转型并于 2010 年在深交所主板上市。公司实际控制人为公司董事长及创始人金鑫，合计持股比例 40.14%，主业为风电塔筒及基础结构。公司董事长与总经理均有多年从业经验，目前业务重心在欧洲海风市场。

□ **业绩简析。**2024 年公司收入同比下降 12.6%至 37.8 亿元，主要是进一步降低盈利能力差、回款风险大的国内业务规模（与年初战略相符）。2024 年公司塔筒出货 38.72 万吨，塔筒业务收入 35.11 亿元（其中海外收入 17.33 亿元，占比约 49%）、成本 26 亿元、毛利 9.1 亿元，单吨收入、成本、毛利分别为 9068 元、6715 元、2350 元。此外，运营方面贡献净利润约 1.66 亿元。

□ **前瞻布局欧洲海风市场，订单落地加速。**欧洲市场进入难度较大、客户要求较高（场地、质控、履约能力、项目经验等），据年报披露，公司是亚太区唯一实现向欧洲批量交付海上风电基础结构的供应商。公司在 2019 年进入欧洲海风市场，2022 年签订首个欧洲海风订单，在此期间，公司积累起主流客户资源，通过绝大多数欧洲头部业主合格供应商体系认证，2022 年后，公司每年均有欧洲海风订单签订，目前公司单独披露的尚未交付的欧洲海风订单金额约 72 亿人民币，其盈利显著好于国内（2024 年海外业务毛利率 38.5%，高出国内 16 个百分点）。随着公司欧洲海风在手项目逐步交付，公司盈利水平有望持续提升。

□ **欧洲海风市场发展正在提速，供需可能偏紧。**根据 GWEC 预测，2023 年全球海上风电新增装机量为 10.9GW，预计未来四年复合增速为 19%，欧洲为 36%，高于全球平均水平。欧洲市场增长的驱动力为能源独立及气候目标，建设海风不占用陆地资源且对环保等要求相对较低，发展可能会超预期。目前，欧洲海风装机占比为 35%，其海上基础结构产能占比为 16%，整体看，欧洲海风装机与产能错配，国内企业有出口空间，公司布局欧洲海风市场较早，有望率先受益。此外，基于欧洲海上风电市场基础结构产品供应紧张，2024 年 4 月客户与公司签订锁产协议，该客户至 2030 年底向蓬莱大金锁定不超过 40 万吨海外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 万欧元的锁产费用。

□ **国内塔筒业务有望超预期，运营业务贡献稳定业绩。**国内陆风方面，2024 年风电招标量同比增长 90%至 164GW，2025 年行业将进入密集交付期。公司陆风产能约 50 万吨（阜新+张家口+兴安盟），2024 年交付国内陆风塔筒不到 20 万吨（交付量占比约 50%），主要是因主动收缩盈利及回款相对较差的国内陆风业务。在行业交付加速的背景下，公司国内陆风业务有望超预期。国内海风方面，公司可以制造国内海风的产能主要有蓬莱基地（30-40 万吨）与阳江基地（15-20 万吨），但此前受较多因素影响，国内海风业务没有显著放量，2024 年公司交付国内海风订单约 7 万吨（交付量占比 18%）。随着影响国内海风投建的矛盾逐渐理顺，公司国内海风业务也有超预期潜质。运营业务方面，2024 年公司阜新 250MW 风电项目并网，贡献净利润 1.66 亿元，2025 年唐山曹妃甸十里海 250MW 渔光互补光伏项目将全部并网，有望贡献一定业绩增量。此外，公司约 1GW 陆上风电项目也将陆续启动建设。

□ **投资建议：**预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 8.04、9.48 亿元，对应 PE 20X、17X，首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

强烈推荐（首次）

中游制造/机械

目标估值：NA

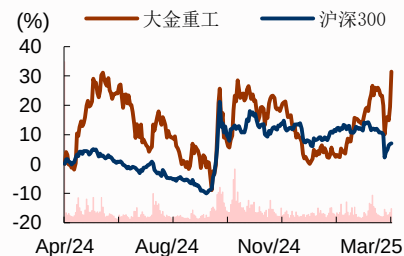
当前股价：25.04 元

基础数据

总股本（百万股）	638
已上市流通股（百万股）	631
总市值（十亿元）	16.0
流通市值（十亿元）	15.8
每股净资产（MRQ）	11.4
ROE（TTM）	6.5
资产负债率	37.1%
主要股东 阜新金胤能源咨询有限公司	
主要股东持股比例	38.93%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	15	21	23
相对表现	21	26	15



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

胡小禹 S1090522050002

huxiaoyu1@cmschina.com.cn

赵旭 S1090519120001

zhaoxu2@cmschina.com.cn

方嘉敏 研究助理

fangjiamin@cmschina.com.cn

□ 风险提示：欧洲海风进展不及预期、海外其他地区业务进展不及预期、原材料价格持续大幅上涨等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4325	3780	5969	6573	7214
同比增长	-15%	-13%	58%	10%	10%
营业利润(百万元)	477	508	870	1027	1127
同比增长	-9%	6%	71%	18%	10%
归母净利润(百万元)	425	474	804	948	1040
同比增长	-6%	11%	70%	18%	10%
每股收益(元)	0.67	0.74	1.26	1.49	1.63
PE	37.6	33.7	19.9	16.8	15.4
PB	2.3	2.2	2.0	1.8	1.7

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、 公司基本情况介绍5

1、 历史沿革.....5

2、 股权结构.....5

3、 业务情况.....6

二、 前瞻布局欧洲海风市场，正在加速收获.....8

1、 管理层深耕行业多年，对行业判断清晰8

2、 前瞻布局欧洲海风市场，加速收获.....9

3、 国内塔筒业务有望超预期，运营业务贡献稳定业绩10

三、 欧洲海风发展有望提速，国内塔筒公司有望受益12

盈利预测14

风险提示15

图表目录

图 1： 公司股权结构（截至 2024 年末）5

图 2： 公司收入与同比增速.....6

图 3： 公司各业务收入占比.....6

图 4： 2024 年国内风电招标同比增长 90%至 164GW11

图 5： 2023 年全球海上风电新增装机 10.9GW12

图 6： 2024-2033 年全球海风新增装机预测（GW）13

图 7： 2024-2033 年欧洲海上风电新增装机预测（GW）13

图 8： 欧洲海上基础结构可能供需偏紧13

图 9： 欧洲风电制造所用材料的评估，钢铁等供需可能偏紧.....13

图 10： 大金重工历史 PE Band15

图 11： 大金重工历史 PB Band15

表 1： 公司历史沿革.....5

表 2： 业绩摘要.....6

表 3： 主要比率7

表 4： 单季度业绩摘要.....7

表 5: 单季度主要比率	7
表 6: 大金重工高管简介	8
表 7: 公司员工创收、创利、薪酬	8
表 8: 公司员工构成	8
表 9: 公司单独披露的已交付欧洲海上风电项目	9
表 10: 公司单独公告的在手项目	10
表 11: 海外业务盈利水平显著优于国内	10
表 12: 公司运营业务情况（主要是彰武西六家子电力新能源有限公司）	11
表 13: 盈利预测	14
附: 财务预测表	16

一、公司基本情况介绍

1、历史沿革

2000 年公司创立于辽宁阜新，2006 年开始从传统能源装备制造商向清洁能源装备制造商转型，2010 年公司在深交所主板上市。2012 年公司山东蓬莱风电海工基地投产，2019 年在德国汉堡设立分公司开启全球化进程，2022 年公司广东阳江风电海工基地开始投产、首个风电场并网运营，2023 年公司收购盘锦基地。

公司主要从事风电装备产品的生产和销售，新能源投资开发、建设和运营业务。在风电装备制造板块，公司主要生产及销售塔筒、管桩、导管架、浮式基础、过渡段等风电产品。

表 1：公司历史沿革

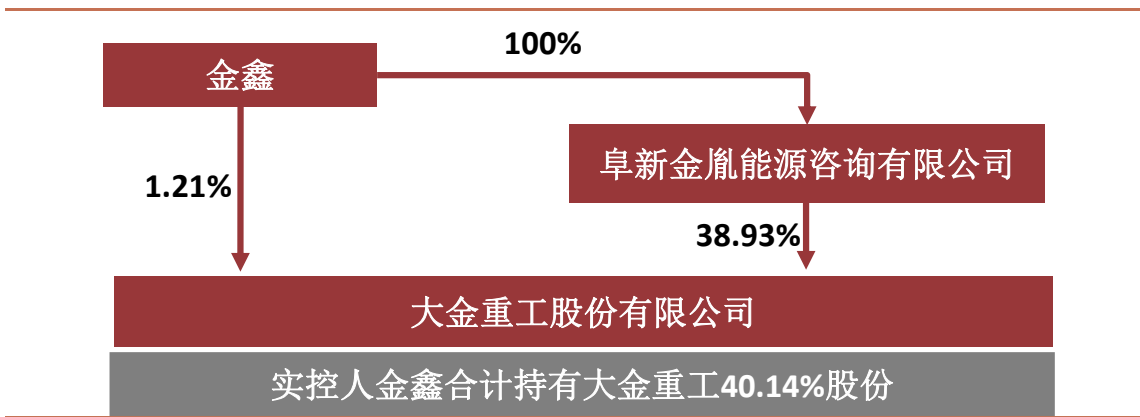
公司历史沿革	
2000 年	大金重工股份有限公司成立于辽宁省阜新市
2004 年	主营业务调整为重型火电钢结构产品
2006 年	开始从传统能源装备制造商向清洁能源装备制造商转型
2009 年	提出“两海战略”发展目标, 山东蓬莱风电海工基地破土动工
2010 年	深交所主板上市
2012 年	山东蓬莱风电海工基地投产
2015 年	第一个国内海塔项目成功交付，第一个国内单桩项目成功交付
2019 年	在德国汉堡设立分公司
2022 年	广东阳江风电海工基地开始投产
2023 年	收购盘锦基地

资料来源：公司官网、招商证券

2、股权结构

截至 2024 年末，公司实际控制人为公司董事长及创始人金鑫，金鑫通过阜新金胤能源咨询有限公司间接持股 38.93%，直接持股 1.21%，股权结构清晰。

图 1：公司股权结构（截至 2024 年末）



资料来源：公司公告、招商证券

3、业务情况

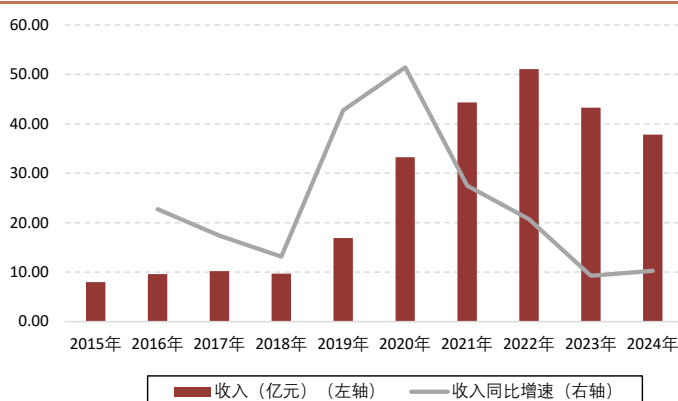
公司主业为风电塔筒，包括海上风电单桩基础、过渡段、导管架、浮式基础以及陆风塔筒产品，此外，公司有部分电站在运。

2024 年公司收入同比下降 12.6%至 37.8 亿元，根据公司年报披露，主要是进一步降低盈利能力差、回款风险大的国内业务规模（与年初战略相符）。2024 年公司塔筒出货 38.72 万吨，塔筒业务收入 35.11 亿元（其中海外收入 17.33 亿元，占比约 49%）、成本 26 亿元、毛利 9.1 亿元，单吨收入、成本、毛利分别为 9068 元、6715 元、2350 元。

运营方面，报告期内公司已建成并投入运营阜新彰武西六家子 250MW 风电场，唐山曹妃甸 250MW 渔光互补项目实现首次并网发电。唐山曹妃甸 700MW 风电项目及唐山丰南 250MW 风电项目均已取得建设指标，正在办理前期建设手续。

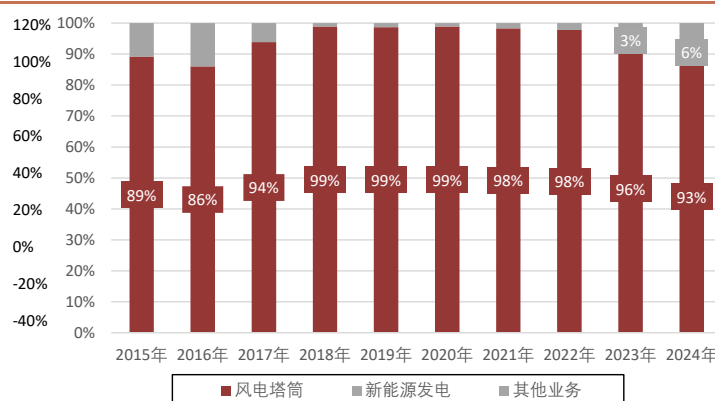
2024 年阜新风电场 2024 年发电 6.6 亿千瓦时，对应收入 2.16 亿元，净利润贡献约为 1.66 亿元。

图 2：公司收入与同比增速



资料来源：公司公告、招商证券

图 3：公司各业务收入占比



资料来源：公司公告、招商证券

表 2：业绩摘要

百万元	2022 年	2023 年	2024 年	同比变化 (%)
营业收入	5106.11	4325.08	3779.65	-12.61
营业成本	4252.19	3311.39	2652.26	-19.91
毛利润	853.92	1013.69	1127.39	11.22
销售税金	18.42	30.66	29.19	-4.78
毛利润（扣除销售税金）	835.50	983.03	1098.20	11.72
销售费用	40.20	70.46	89.53	27.07
管理费用	119.00	155.64	226.57	45.58
经营利润	676.29	756.94	782.10	3.32
资产减值损失	-0.34	-6.92	-44.51	543.50
财务费用	9.91	64.35	14.55	-77.39
投资收益	63.10	15.42	11.47	-25.59
资产处置收益	0.64	-0.02	6.69	-33769.02
其他收益	26.03	30.21	18.57	-38.53
营业外收入	5.83	8.06	9.93	23.25
营业外支出	4.98	0.14	1.87	1247.89
利润总额	523.86	484.73	515.75	6.40
所得税	73.59	59.57	41.88	-29.70

税后净利润	450.28	425.16	473.87	11.46
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	-
归母净利润	450.28	425.16	473.87	11.46
非经常性损益	33.10	57.32	40.93	-28.59
扣非归母净利润	417.18	367.84	432.95	17.70

资料来源：公司公告、招商证券

表 3：主要比率

(%)	2022 年	2023 年	2024 年	百分点变化 (%)
毛利率	16.72	23.44	29.83	6.39
销售费用率	0.79	1.63	2.37	0.74
管理费用率	2.33	3.60	5.99	2.40
财务费用率	0.19	1.49	0.38	-1.10
经营利润率	13.24	17.50	20.69	3.19
所得税率	14.05	12.29	8.12	-4.17
净利率	8.82	9.83	12.54	2.71
扣非净利率	8.17	8.50	11.45	2.95

资料来源：公司公告、招商证券

表 4：单季度业绩摘要

百万元	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	24Q4 同比 (%)	24Q4 环比 (%)
营业收入	1272	992	463	893	950	1473	48.55	55.07
营业成本	959	785	317	652	710	973	24.00	36.95
销售费用	17	19	18	27	22	22	18.61	-0.64
管理费用	44	45	39	39	71	79	74.53	11.50
财务费用	23	22	15	4	1	-6	-128.13	-722.03
所得税	18	-7	6	14	1	21	-424.48	2030.06
归母净利润	135	17	53	121	108	192	1017.55	77.44

资料来源：公司公告、招商证券

表 5：单季度主要比率

%	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	24Q4 同比百分点变化	24Q4 环比百分点变化
毛利率	24.58	20.88	31.60	27.00	25.22	33.96	13.07	8.74
销售费用率	1.32	1.89	3.99	2.98	2.35	1.51	-0.38	-0.84
管理费用率	3.48	4.55	8.36	4.32	7.43	5.34	0.80	-2.09
财务费用率	1.84	2.19	3.33	0.47	0.10	-0.41	-2.60	-0.52
净利率	10.64	1.73	11.44	13.53	11.38	13.02	11.29	1.64

资料来源：公司公告、招商证券

二、前瞻布局欧洲海风市场，正在加速收获

1、管理层深耕行业多年，对行业判断清晰

公司高管团队稳定，公司董事长深耕行业多年，对行业理解深刻。除公司董事长外，公司总经理及一些董事同样从事多年风电工作，其中总经理孙晓乐从基层做起，先后担任工程部职员、副总经理。

公司管理层较为前瞻，对行业判断清晰，业务发展顺序为国内陆风、国内海风、海外海风。2023 年公司实施“新两海”战略，进入壁垒强、附加值高的欧洲海上风电市场，跻身成为全球海风装备一流供应商。

表 6：大金重工高管简介

姓名	职务	简介
金鑫	董事长,董事	1967 年出生，曾任辽宁营口纺织厂技术工人，团委干部等职；阜新盼盼门销售服务有限公司总经理；辽宁盼盼三维钢结构工程有限公司执行董事，总经理；辽宁大金钢结构工程（集团）有限公司董事长，总经理；现任本公司董事长。
孙晓乐	董事，总经理	1981 年出生，曾任本公司工程部职员，副总经理；现任公司董事，总经理。
刘爱花	董事	1977 年出生，曾任中华财务会计咨询有限公司任审计，高级咨询经理；北京天骏传媒有限公司，北京四川分时传媒广告有限公司财务经理，财务副总监；新疆金风科技股份有限公司集团财务管理部部长，新能源板块&风机制造板块财务总监，以及合作公司董事长，董事。
田明军	董事	1974 年出生，曾在蓬莱大金海洋重工有限公司历任项目经理，管理副总；现任公司陆塔运营中心总经理。田明军先生现兼任昌图金胤风电有限公司执行董事；阳江大金风电海洋工程科技有限公司总经理。
李新	副总经理	1980 年出生，历任阿尔斯通（ALSTOM）北京有限公司供应商开发经理、维斯塔斯（Vestas）北京有限公司项目经理，公司海外事业部总经理。现任公司副总经理。
刘爱花	财务总监	1977 年出生，曾任中华财务会计咨询有限公司任审计，高级咨询经理；北京天骏传媒有限公司，北京四川分时传媒广告有限公司财务经理，财务副总监；新疆金风科技股份有限公司集团财务管理部部长，新能源板块&风机制造板块财务总监，以及合作公司董事长，董事。
葛欣	董事会秘书	1983 年出生，曾任北京当升材料科技股份有限公司总经办主任，北京容百投资控股有限公司运营总监，瀚华金控股份有限公司资本集团基金管理部部长，我爱我家控股集团股份有限公司董事会办公室主任，监事会主席，宁波容百新能源科技股份有限公司董事会秘书。现任公司董事会秘书。

资料来源：公司公告、招商证券

表 7：公司员工创收、创利、薪酬

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
员工总人数	977	1244	1393	1630	1935
人均薪酬（万元）	8.89	12.75	12.11	14.08	16.46
员工薪酬（万元）	7100	14158	15968	21282	29346
人均创利（万元）	47.6	46.41	32.32	26.08	24.49
人均创收（万元）	340.37	356.27	366.56	265.34	195.33

资料来源：公司公告、招商证券

表 8：公司员工构成

	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
专业构成					
生产人员	566	677	742	899	1071

销售人员	29	24	50	60	69
技术人员	116	185	184	206	425
财务人员	44	51	56	72	77
行政人员	222	307	361	393	293
学历构成					
硕士及以上			15	34	45
本科	181	242	309	362	492
大专	266	346	402	418	475
中专及以下	530	656	667	816	923

资料来源：公司公告、招商证券

2、前瞻布局欧洲海风市场，加速收获

前瞻布局欧洲海风市场，卡位欧洲海风客户。公司在部署国内蓬莱、唐山、盘锦出口海工基地的同时，积极布局欧洲、东南亚等海外基地，规划设计全球产能300万吨以上，并在欧洲、日韩等地设置多个常设驻外机构，建立覆盖全球海风主要开发地域的营销服务网络。

欧洲市场进入难度较大、客户要求较高（场地、质控、履约能力、项目经验等），公司在2019年进入欧洲海风市场，2022年签订首个欧洲海风订单。公司在项目交付过程中积累起主流客户资源，通过绝大多数欧洲头部业主合格供应商体系认证，并作为一供或主供获得实质性订单。2024年公司欧洲海风项目产品发运量近11万吨，项目包括英国Moray West海塔项目、法国NOY单桩项目、丹麦Thor单桩项目、英国Sofia海塔项目、英国DBB海塔项目等。

目前，公司是亚太区唯一实现向欧洲批量交付海上风电基础结构的供应商。

加速获得海外海风订单，盈利水平更高。2022年5月公司签订第一个海外风电项目订单（Moray West），并于同年签订NOY项目订单，此后每年公司均有欧洲海风订单签订，目前公司单独披露的尚未交付订单金额约为72亿人民币（7.45亿欧元+1.35亿美元，汇率分别为8.3、7.3，未考虑Moray West海塔）。

欧洲海风项目盈利显著好于国内，2024年公司海外收入占塔筒业务比重提升至49%，海外业务毛利率38.5%，高出国内16个百分点。

提供一站式服务，有望进一步增厚业绩。公司正在由FOB模式（在装运港货物越过船舷完成交货）逐步向DAP模式（目的地交货）发展，正在完善自有运输体系，2024年第四季度，公司DAP交付模式下的首批出口海工产品交付完毕。公司将依托于盘锦新基地，建设自有的船舶制造基地，打造自有专业运输船队，搭建全球物流体系，成为打通生产、运输的一站式产品解决方案提供商，有望高效、低成本的保障交付并进一步增厚盈利。

表 9：公司单独披露的已交付欧洲海上风电项目

项目	时间	进度
NOY - Ile D'Yeu et Noirmoutier	2022 年 10 月 31 日	披露订单公告 62 套单桩
	2024 年 4 月 8 日	累计交付 31 根
	2024 年 9 月 2 日	全部交付
Moray West	2022 年 5 月	披露订单公告 41 根超大型单桩

Thor	2023 年 8 月 31 日	累计交付 24 根
	2023 年 8 月 31 日	全部交付
	2023 年 5 月 11 日	获取订单 36 根无过渡段单桩
	2024 年 10 月 23 日	交付首批 8 根
	2025 年 3 月 3 日	交付最后 10 根

资料来源：公司公告、招商证券

表 10：公司单独公告的在手项目

时间	客户	项目	金额
2022 年 10 月 31 日	西门子歌美飒	Moray West 海塔	-
2022 年 11 月 17 日	GE	Dogger Bank B 海上风电项目海塔	7300 万欧元
2023 年 12 月 18 日	某能源开发企业	德国北海地区某海上风电群项目	6.26 亿欧元
2024 年 9 月 24 日	欧洲某海工企业	波罗的海地区某海上风电项目	4600 万欧元
2025 年 3 月 24 日	欧洲某能源企业	单桩基础制造、供应和运输合同	1.35 亿美元

资料来源：公司公告、招商证券

表 11：海外业务盈利水平显著优于国内

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年
风电塔筒毛利率	16.3%	19.6%	22.6%	25.2%	22.3%	15.1%	20.8%	25.9%
国内毛利率		18.4%	25.3%	25.1%	24.3%	18.3%	21.0%	22.5%
海外毛利率	24.0%	26.4%	19.9%	26.9%	16.4%	9.0%	27.2%	38.5%
海外高于国内百分点	24%	8%	-5%	2%	-8%	-9%	6%	16%
海外收入占比	12%	25%	47%	18%	17%	17%	41%	49%

资料来源：公司公告、招商证券

3、国内塔筒业务有望超预期，运营业务贡献稳定业绩

2025 年国内风电交付提速，公司陆风业务有望超预期。自 2021 年起，在单机功率大型化的带动下，风电项目成本快速下降，项目经济性随之提升，招标也伴随放量。整体看，过去几年风电招标量总体呈上升态势，其中 2024 年风电招标量同比增长 90%至 164GW，创历史新高。风电项目招标量与次年装机量呼应，预计 2025 年行业将进入密集交付期。

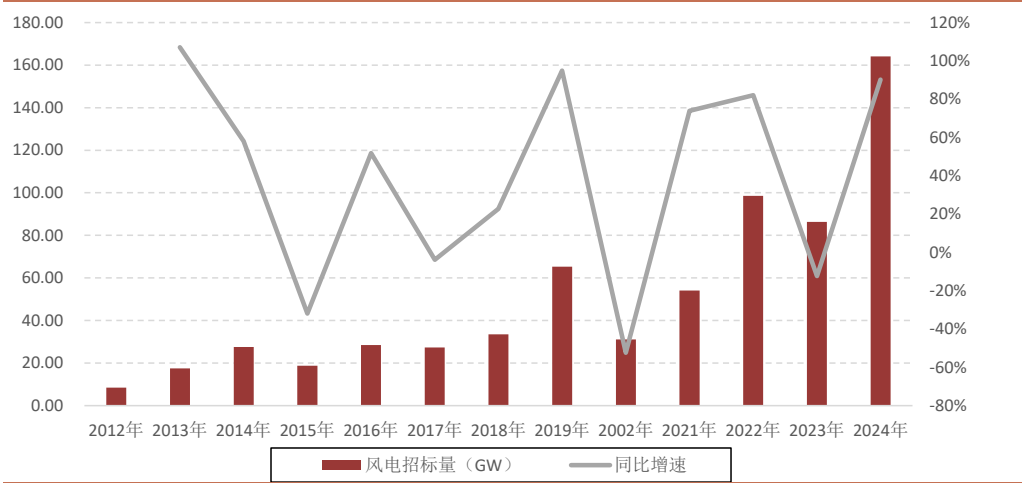
2024 年公司交付国内陆风塔筒不到 20 万吨（交付量占比约 50%），主要是因主动收缩盈利及回款相对较差的国内陆风业务。目前公司陆风产能约 50 万吨（阜新+张家口+兴安盟），在 2025 年行业交付加速的背景下，公司国内陆风业务有望超预期。

国内海风业务也具备超预期潜质。公司可以制造国内海风的产能主要有蓬莱基地（30-40 万吨）与阳江基地（15-20 万吨），但此前受较多因素影响，国内海风业务没有显著放量，2024 年公司交付国内海风订单约 7 万吨（交付量占比 18%）。随着影响国内海风投建的矛盾逐渐理顺，国内海风可能会迎来快速发展期，公司国内海风业务也有超预期潜质。

运营业务贡献稳定业绩。2024 年公司阜新彰武西六家子 250MW 风电项目运行情况良好，发电超过 6.66 亿度，贡献收入超 2 亿元，净利润 1.66 亿元。唐山曹妃甸十里海 250MW 渔光互补光伏项目已完成首次并网，预计 2025 年全面投入运行并贡献收益。此外，公司在手近 1GW 河北陆上风电项目将陆续启动建设。

2024 年公司电站盈利较好，预计主要是两方面因素影响：a) 风资源较好；b) 2024 年上半年公司电站未完全转固；c) 运营成本低。

图 4：2024 年国内风电招标同比增长 90%至 164GW



资料来源：GWEC、招商证券

表 12：公司运营业务情况（主要是彰武西六家子电力新能源有限公司）

（亿元）	总资产	净资产	营业收入	营业利润	净利润	净利率
2023 年	12.24	2.69	1.32	1.13	1.12	85%
2024 年	15.32	5.19	2.16	1.66	1.66	77%

资料来源：公司公告、招商证券

三、欧洲海风发展有望提速，国内塔筒公司有望受益

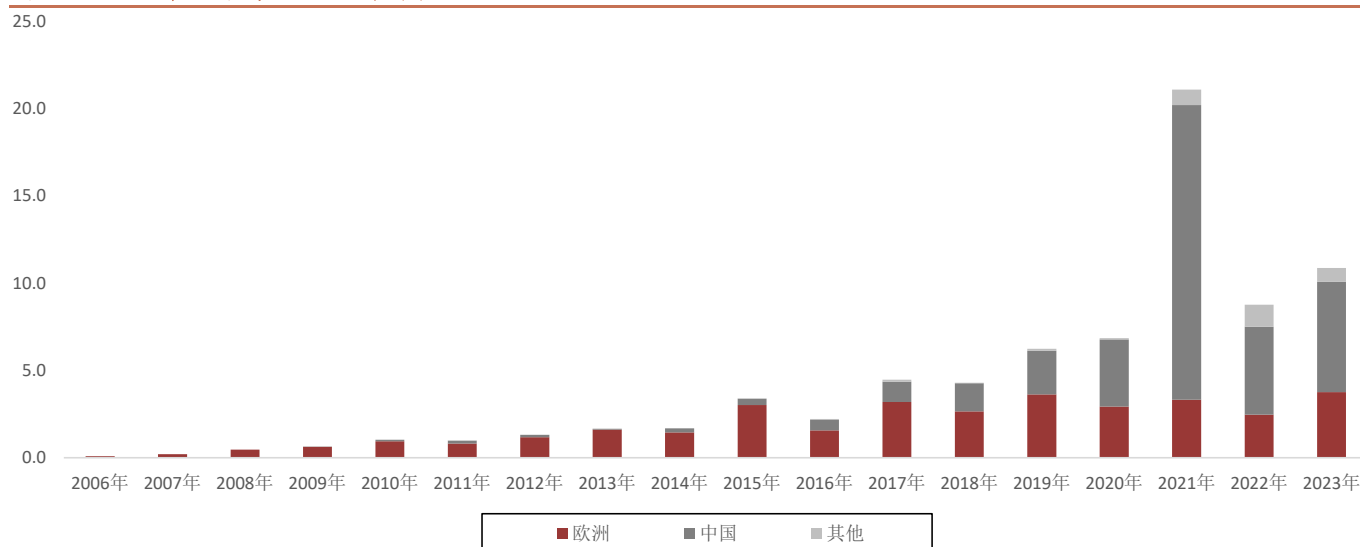
欧洲海风市场发展正在提速。根据 GWEC 统计，2023 年全球海上风电新增装机量为 10.9GW，预计 2024-2027 年全球海风新增装机量分别为 17.8GW、23.3GW、28.9GW、30.1GW，年复合增速为 19%，其中欧洲 2024-2027 年海上风电新增装机量分别为 3.7GW、5.6GW、8.4GW、9.4GW，年复合增速 36%，高于全球平均水平。欧洲市场增长的驱动力为能源独立及气候目标，建设海风不占用陆上资源且对环保等要求相对较低，因此发展可能会超预期。目前，欧洲市场招标已从过去的两年一次变为一年一次，明显提速。

供需可能偏紧，国内塔筒企业有望受益。俄乌冲突影响欧洲能源成本及中厚板进口，此外，欧洲本土产能对是否扩产暂时也没有清晰的判断。欧洲海风装机占比为 35%，其海上基础结构产能占比为 16%，整体看，欧洲海风装机与产能错配，国内企业有出口空间。

塔筒制造过程大体为卷绕+焊接，较为简单，欧洲客户整体要求较高，对海上风电塔筒及基础设施的要求更高，因此成为其合格供应商需要通过多次苛刻的验证。公司布局欧洲海风市场较早，在项目交付过程中积累起主流客户资源，并已通过绝大多数欧洲头部业主合格供应商体系认证，有望率先受益。

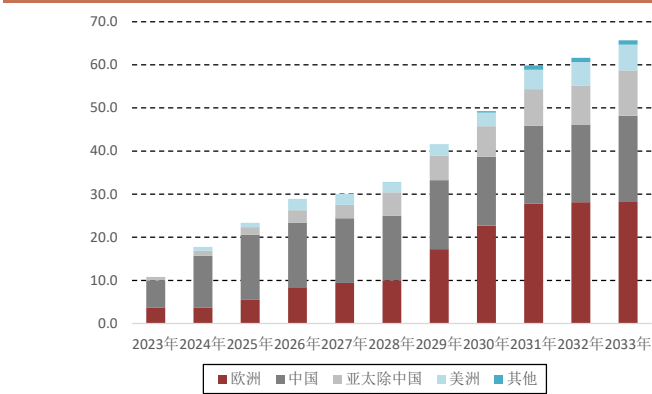
公司与欧洲客户签订锁产协议。2024 年 4 月 27 日公司发布《关于与欧洲某海上风电开发商签署海风基础结构产品长期锁产协议的公告》，根据协议约定，该客户从当前至 2030 年底向蓬莱大金锁定不超过 40 万吨海外海上风电基础结构的制造产能，并一次性向蓬莱大金支付 1400 万欧元的锁产费用。根据协议披露，基于当前欧洲海上风电市场基础结构产品供应紧张，大金为甲方每年保留基础结构产品（单桩、导管架、浮式基础等）产能不超过 10 万吨，合作期内锁定总产能不超过 40 万吨；如甲方某年需求量超过 10 万吨，经双方协商可适当调整下一年的锁定产能吨数。甲方锁定总产能达到 40 万吨时，协议自动终止。

图 5：2023 年全球海上风电新增装机 10.9GW



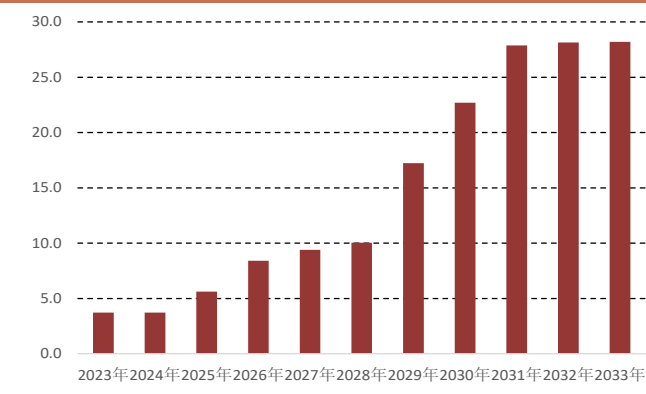
资料来源：GWEC、招商证券

图 6：2024-2033 年全球海风新增装机预测（GW）



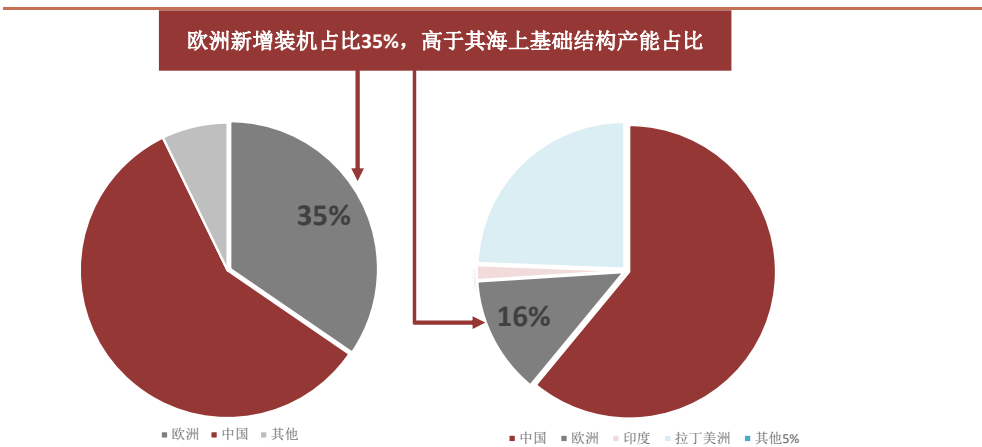
资料来源：GWEC、招商证券

图 7：2024-2033 年欧洲海上风电新增装机预测（GW）



资料来源：GWEC、招商证券

图 8：欧洲海上基础结构可能供需偏紧



资料来源：GWEC、招商证券

图 9：欧洲风电制造所用材料的评估，钢铁等供需可能偏紧

Material	Estimated European wind demand 2022 (thousand metric tons)	2022-2030 growth from European wind	Reliability score	Affordability score	Sustainability score	Overall status assessment
Iron and steel	2,378	4.5X	3	2	2	Yellow
Cement	748	1.7X	3	3	3	Green
Plastics	302	3.3X	3	3	3	Green
Zinc	105	3.1X	2	3	3	Green
Fiberglass	70	2.7X	2	2	3	Yellow
Aluminum	55	2.8X	2	3	3	Green
Copper	44	7.2X	2	1	2	Red
Manganese	27	4.5X	2	3	3	Green
Silicon	5	4.5X	1	2	2	Yellow
Nickel	3	4.5X	2	2	1	Yellow
Lead	3	13.9X	3	3	3	Green
Rare Earth Elements	1	6.7X	1	1	2	Red

资料来源：Rystad Energy、招商证券

盈利预测

公司是行业老兵，业务部署先后为国内陆风、国内海风、欧洲海风，发展思路清晰。欧洲海风正在提速，公司海风产品已进入壁垒强、附加值高的欧洲海上风电市场，有望受益。

表 13：盈利预测

百万元		2023	2024	2025E	2026E	2027E
塔筒	营业收入	4,146	3,511	5,640	6,240	6,876
	YOY(%)	-17	-15	61	11	10
	毛利率(%)	21	26	27	28	28
运营业务	营业收入	132	216	274	277	280
	YOY(%)	0	0	27	1	1
	毛利率(%)	90	78	68	68	68
其他业务	营业收入	47	53	55	56	58
	YOY(%)	-58	12	3	3	3
	毛利率(%)	74	90	80	80	80
合计	营业收入	4,325	3,780	5,969	6,573	7,214
	YOY(%)	-15	-13	58	10	10
	毛利率(%)	23	30	30	30	30

资料来源：公司公告、招商证券

风险提示

1、欧洲海风进展不及预期:

欧洲海风发展存在不及预期的可能，会影响公司后续年度业绩。

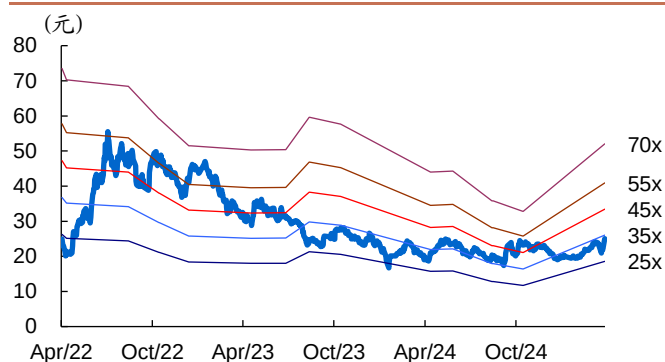
2、海外其他地区业务进展不及预期:

除欧洲外，公司在开拓其他海外市场时有不确定性，进展可能不及预期，系海外业务影响因素较多。

3、原材料价格持续大幅上涨:

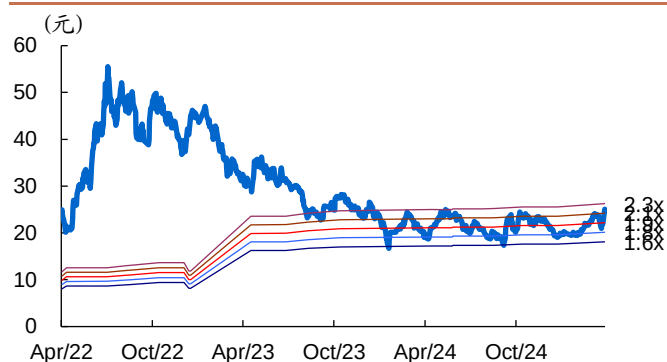
塔筒定价模式为成本加成，产品交付与原材料采购有一定时间间隔，原材料价格持续大幅上涨会影响公司盈利。

图 10: 大金重工历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 11: 大金重工历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	7293	7735	9718	10248	10959
现金	1961	2869	2058	1857	1740
交易性投资	1004	0	0	0	0
应收票据	40	60	94	104	114
应收款项	1629	1310	2037	2243	2462
其它应收款	33	43	68	75	83
存货	1546	2084	3294	3592	3951
其他	1081	1369	2166	2376	2610
非流动资产	2931	3827	4515	5163	5774
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1565	2309	3023	3695	4327
无形资产商誉	270	260	234	210	189
其他	1097	1258	1258	1258	1258
资产总计	10225	11562	14232	15411	16734
流动负债	2930	3528	5394	5866	6433
短期借款	10	34	36	38	39
应付账款	1666	1851	2936	3202	3522
预收账款	589	1389	2203	2403	2643
其他	666	254	219	223	229
长期负债	381	762	762	762	762
长期借款	0	265	265	265	265
其他	381	497	497	497	497
负债合计	3311	4290	6156	6627	7195
股本	638	638	638	638	638
资本公积金	3806	3806	3806	3806	3806
留存收益	2470	2828	3633	4340	5095
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	6914	7272	8076	8783	9539
负债及权益合计	10225	11562	14232	15411	16734

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	809	1083	87	885	1012
净利润	425	474	802.0	1025.0	1026.0
折旧摊销	85	124	163	203	240
财务费用	48	22	15	15	16
投资收益	(15)	(11)	(25)	(25)	(25)
营运资金变动	278	528	(891)	(265)	(268)
其它	(13)	(53)	23	(68)	23
投资活动现金流	(1416)	218	(831)	(831)	(831)
资本支出	(413)	(845)	(856)	(856)	(856)
其他投资	(1002)	1063	25	25	25
筹资活动现金流	(1011)	(324)	(67)	(255)	(298)
借款变动	(494)	(308)	(52)	2	2
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(18)	(116)	0	(241)	(285)
其他	(498)	100	(15)	(15)	(16)
现金净增加额	(1618)	978	(811)	(201)	(117)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4325	3780	5969	6573	7214
营业成本	3311	2652	4207	4588	5047
营业税金及附加	31	29	46	51	56
营业费用	70	90	149	164	180
管理费用	156	227	358	394	433
研发费用	256	182	298	329	361
财务费用	64	15	15	15	16
资产减值损失	(8)	(115)	(50)	(30)	(20)
公允价值变动收益	2	0	0	0	0
其他收益	30	19	20	20	20
投资收益	15	18	5	5	5
营业利润	477	508	870	1027	1127
营业外收入	8	10	10	10	10
营业外支出	0	2	2	2	2
利润总额	485	516	878	1035	1135
所得税	60	42	73	87	95
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	425	474	804	948	1040

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-15%	-13%	58%	10%	10%
营业利润	-9%	6%	71%	18%	10%
归母净利润	-6%	11%	70%	18%	10%
获利能力					
毛利率	23.4%	29.8%	29.5%	30.2%	30.0%
净利率	9.8%	12.5%	13.5%	14.4%	14.4%
ROE	6.1%	6.5%	10.0%	10.8%	10.9%
ROIC	6.4%	6.3%	9.7%	10.5%	10.6%
偿债能力					
资产负债率	32.4%	37.1%	43.3%	43.0%	43.0%
净负债比率	4.9%	3.0%	2.1%	2.0%	1.8%
流动比率	2.5	2.2	1.8	1.7	1.7
速动比率	2.0	1.6	1.2	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
存货周转率	2.0	1.5	1.6	1.3	1.3
应收账款周转率	2.5	2.5	3.4	2.9	2.9
应付账款周转率	1.7	1.5	1.8	1.5	1.5
每股资料(元)					
EPS	0.67	0.74	1.26	1.49	1.63
每股经营净现金	1.27	1.70	0.14	1.39	1.59
每股净资产	10.84	11.40	12.66	13.77	14.96
每股股利	0.18	0.00	0.38	0.45	0.49
估值比率					
PE	37.6	33.7	19.9	16.8	15.4
PB	2.3	2.2	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	26.3	25.5	15.5	13.1	11.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。