



大金重工 (002487.SZ)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

欧洲海风景气向上，订单放量迎接双击

投资逻辑：

25 年 1-5 月公司连续中标 2 个共计约 20 亿元的欧洲海风单桩订单，我们认为后续的欧洲单桩中标规模将构成驱动公司股价向上的重要催化。通过对欧洲各国海风项目当前推进进度及并网时间节点逐个进行统计梳理，我们预计今年欧洲基础市场落地订单规模有望同比翻倍增长，在保守/中性/乐观（20%/25%/30%）的市占率假设下，测算公司今年欧洲单桩中标规模可达 29-44 万吨，从而进一步提升公司 27 年后业绩增长的持续性与确定性。

欧洲海风需求景气复苏向上，并网节点临近，基础需求放量。

我们预计 25-30 年欧洲海风装机并网规模约 52GW，利率回落及欧洲各国政策逐步调整下项目收益率持续回暖，叠加存量项目大多具备并网时间节点限制，推进确定性较高。从欧洲海风开发建设流程来看，基础招标至少需提前项目并网节点 3-4 年；我们统计 25-30 年并网的欧洲海风项目中约 21GW 未完成单桩供应商确认，预计 25-27 年有望招标 9.7GW/9.6GW/13.4GW，分别同比+111%/-1%/39%。

先进产能释放、绿色制造领先，看好公司海外市占率持续提升。

22-24 年公司在欧洲单桩市场签单份额约 20%，仅次于本土龙头 Sif。我们看好公司市占率持续提升：1) 产能释放：2H25 公司唐山曹妃甸基地逐步投产，最大年产能达 80 万/吨，欧洲项目大型化趋势下优势明显；2) 绿色制造实质性提升竞争优势：前瞻落地碳减排措施，成为目前全球唯一通过 SBTi 审核的海工企业，满足英国最新补贴要求，强化后续拿单能力；3) 欧洲本土企业面临产业工人缺口等问题扩产困难，大型化趋势下部分企业开始出清。

自建船下水扩展订单附加价值，电站业务贡献额外弹性：公司积极打造自有海工装备运输船，通过提供增量服务提升订单附加价值。公司电站指标储备充足，25 年并网 250MW 光伏电站，26 年约 1GW 风电场预计将于下半年并网，有望贡献额外弹性。

盈利预测、估值和评级

我们预计 25-27 年公司营业收入分别为 58/73/95 亿元，同比 +54%/+26%/+29%，25-27 年公司实现归母净利润 9.6 亿/13.0 亿/18.3 亿元，同比+102%/+36%/+41%，对应 EPS 为 1.50/2.04/2.87 元。我们认为公司 25 年欧洲海风单桩订单超预期概率较高，由此提升 27 年业绩保持高增确定性的同时，有望驱动业绩与估值的双击，给予 26 年 20xPE，目标价 40.85 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

海风项目推进不及预期的风险；国际贸易风险；欧洲海风招标流标的风险；汇率波动风险。

新能源与电力设备组

分析师：姚遥 (执业 S1130512080001)

yaoy@gjzq.com.cn

联系人：彭治强

pengzhiqiang3@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：30.73 元

目标价 (人民币)：40.85 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,325	3,780	5,828	7,349	9,502
营业收入增长率	-15.30%	-12.61%	54.19%	26.10%	29.30%
归母净利润(百万元)	425	474	958	1,303	1,831
归母净利润增长率	-5.58%	11.46%	102.07%	36.04%	40.55%
摊薄每股收益(元)	0.667	0.743	1.501	2.043	2.871
每股经营性现金流净额	1.27	1.70	0.94	2.94	3.43
ROE(归属母公司)(摊薄)	6.15%	6.52%	11.72%	13.86%	16.46%
P/E	39.93	27.58	20.47	15.04	10.70
P/B	2.46	1.80	2.40	2.09	1.76

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

一、欧洲海风景气上行，看好基础需求放量.....	4
1.1 收益率回暖叠加并网节点限制，欧洲海风景气上行.....	4
1.2 项目并网节点临近，基础需求有望放量.....	7
二、供应地位不断提升，公司欧洲基础市占率有望持续向上.....	8
三、看好海外盈利向上，发电业务贡献额外弹性.....	12
3.1 欧洲大型化及工艺复杂化趋势凸显，看好海外单桩盈利维持较高水平.....	12
3.2 国内业务：陆塔业务逐步收缩，电站项目推进有望贡献额外业绩弹性.....	14
四、盈利预测与投资建议.....	16
4.1 盈利预测.....	16
4.2 投资建议及估值.....	17
五、风险提示.....	17

图表目录

图表 1： 2021-2023 年受成本及利率上升影响欧洲海风 LCOE 大幅提升（欧元/MWh）.....	4
图表 2： 利率下降及上网电价提升带动项目收益率回暖.....	4
图表 3： AR6 开标结果中有 1.6GW 为老项目参与.....	4
图表 4： 老项目 AR6 中标上网电价大幅高于 AR4 中标结果.....	4
图表 5： 2024 年以来欧洲央行多次下调基准利率，海风项目贷款利率压力逐步放缓.....	5
图表 6： 2025 年完成投资决策的 Inch Cape 项目单位资本开支仍处较高水平.....	5
图表 7： 2025-2030 年欧洲海风开发以英、德、荷、波、法国五国为主.....	6
图表 8： 英国、波兰、德国、荷兰、法国对海风项目并网节点有明确要求.....	6
图表 9： 25 年 1-5 月欧洲海风项目 FID 规模较 24 年全年提升 107%，验证需求景气向上.....	6
图表 10： 欧洲海风项目建设周期约 2-4 年，基础等重要部件供应商确认至少需提前并网节点 3-4 年.....	7
图表 11： 2025-2030 年并网项目中未确认基础供应商的项目规模合计约 21GW.....	7
图表 12： 预计 2025-2027 年欧洲海风基础招标规模分别为 9.7/9.6/13.4GW.....	8
图表 13： 我们统计将在 25 年 6-12 月完成基础供应商确认的项目共计 7.8GW.....	8
图表 14： 公司是目前国内唯一一家实现多个欧洲海风项目单桩交付的海工装备企业.....	8
图表 15： 欧洲基础参与方包含本土企业及国内出海企业.....	9
图表 16： 2022-2024 年公司在欧洲单桩市场市占率约 20%.....	9
图表 17： 唐山曹妃甸基地投产后公司出口海工产能达 80 万吨/年.....	9
图表 18： 大金重工产品碳足迹大幅低于欧洲本土单桩龙头.....	10
图表 19： 公司与南钢股份达成绿钢战略合作.....	10



图表 20: 公司与宝钢股份达成绿钢战略合作	10
图表 21: 公司是目前全球唯一一家获得 SBTi 审核认证的海工装备企业, 有望在英国 AR7 中标项目中实现份额扩张	11
图表 22: 截至 2024 年底, 年龄在 40 岁以上的员工占 Sif 固定员工总人数的 62%	11
图表 23: 欧洲本土三四线单桩企业 CS Wind 自 2021 年后无新增单桩订单	12
图表 24: 乐观情形下, 25-27 年公司欧洲单桩订单获取规模将达到 44/43/60 万吨	12
图表 25: 25Q1 公司营业收入同比+146%	13
图表 26: 25Q1 公司归母净利润同比+336%	13
图表 27: 随着前期欧洲海风订单进入交付期, 公司海外收入占比持续提升	13
图表 28: 欧洲海风高盈利订单交付带动海外制造毛利率迅速提升	13
图表 29: 公司交付的单桩项目大型化、工艺复杂化趋势明显	13
图表 30: Sif 产品单价连续两年上涨	14
图表 31: Sif 单吨利润贡献持续提升	14
图表 32: 公司首艘甲板驳船完全根据海工装备运输打造, 订单附加值有望进一步增加	14
图表 33: 公司后续近 1GW 风电项目预计将于 2026 年下半年并网	15
图表 34: 2024 年新能源发电收入同比+64%, 上网电价基本保持稳定	15
图表 35: 2024 年国内制造端收入同比下降 26%	15
图表 36: 国内塔桩竞争激烈, 头部企业毛利率持续下滑	15
图表 37: 公司各业务收入盈利预测	16
图表 38: 可比公司估值比较	17



一、欧洲海风景气上行，看好基础需求放量

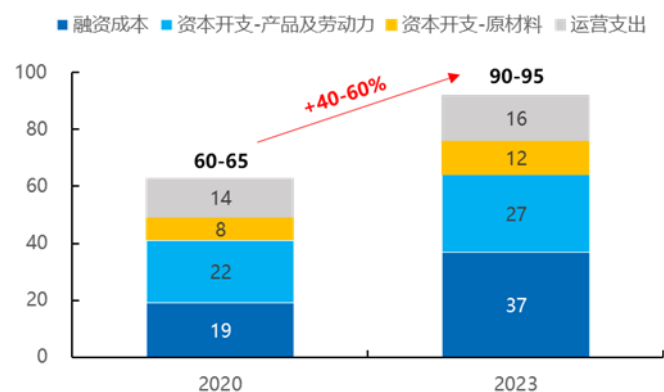
1.1 收益率回暖叠加并网节点限制，欧洲海风景气上行

欧洲海风项目开发市场化程度相对较高，项目收益率是否达标是开发商做出投资决策的重要依据。2021年以来，欧洲海风项目多次出现项目延期或招标流标的现象，我们认为本质是由成本、利率上涨叠加政策转变滞后带动项目收益率持续走低。站在当前时点看，随着欧洲利率持续下行及欧洲各国政策逐步转向，海风项目收益率正逐步回暖，叠加中短期内大量项目并网节点临近，我们认为欧洲海风需求释放的确定性及行业的景气度正逐步回归。

政策调整+利率回调，项目收益率持续回暖。对于海风项目而言，除开风电场场址的自然禀赋外，对项目收益率影响最大的三个外部变量分别为资本开支、利率及上网电价。当前时点下，尽管资本开支仍处历史较高水平，但随着各国政策逐步转向带来的上网电价提升以及利率的连续下调，项目收益率持续回暖，我们测算2025年典型英国海风项目IRR约8%（关键假设：单位资本开支4600欧元/kW，上网电价97欧元/MWh，贷款利率3.7%），项目收益率逐步回归合理水平。

图表1：2021-2023年受成本及利率上升影响欧洲海风LCOE大幅提升（欧元/MWh）

图表2：利率下降及上网电价提升带动项目收益率回暖



IRR		贷款利率					
		3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%	5.5%
上网电价 (欧元/MWh)	60	-0.6%	-1.0%	-1.4%	-1.8%	-2.1%	-2.5%
	65	0.6%	0.2%	-0.2%	-0.6%	-1.0%	-1.3%
	70	1.9%	1.5%	1.0%	0.6%	0.2%	-0.2%
	75	3.2%	2.7%	2.3%	1.8%	1.4%	0.9%
	80	4.5%	4.0%	3.5%	3.0%	2.6%	2.1%
	85	5.7%	5.2%	4.7%	4.2%	3.7%	3.3%
	90	7.0%	6.5%	6.0%	5.5%	5.0%	4.5%
	95	8.2%	7.7%	7.2%	6.7%	6.2%	5.6%
	100	9.4%	8.9%	8.4%	7.9%	7.4%	6.8%

来源：麦肯锡咨询，国金证券研究所测算

来源：国金证券研究所测算；

注：表格测算的单位资本开支假设为4600欧元/MWh

- **上网电价：**在经历过由于上网电价上限设置过低导致第五轮差价合约分配（AR5）海风招标失败后，英国政府在2024年第六轮差价合约分配（AR6）中针对海上风电上网电价进行修改，从投标上限由AR5的44英镑/MWh提升至73英镑/MWh，保障成本上涨及利率承压背景下的开发商合理收益率。此外，丹麦、立陶宛等国家在2024-2025海风招标失败后，均计划对招投标规则进行修改，转向对开发商收益率更友好的差价合约模式。

图表3：AR6开标结果中有1.6GW为老项目参与

图表4：老项目AR6中标上网电价大幅高于AR4中标结果

中标风电场名	技术限定	拍卖容量 (MW)	中标价 (英镑/MWh)	计划商业运行时间
Inch Cape A	固定式	177.41	54.23	2027/28
Inch Cape B	固定式	88.70	54.23	2027/28
Moray West String 9	固定式	73.50	54.23	2027/28
East Anglia 3B	固定式	158.90	54.23	2027/28
Hornsea 3A	固定式	360.00	54.23	2027/28
Hornsea 3B	固定式	360.00	54.23	2027/28
Hornsea 3C	固定式	360.00	54.23	2027/28
Green Volt	漂浮式	400.00	139.93	2028/29
Hornsea 4	固定式	2400	58.87	2028/29
East Anglia 2	固定式	963.07	58.87	2028/29

中标风电场名	AR4容量 (MW)	AR4/AR6中标价 (英镑/MWh)	AR6中标容量 (MW)	测算混合单价 (英镑/MWh)
Inch Cape	1080.00	37.35/54.23	266.11	41.51
Moray West	294.00	37.35/54.23	73.50	41.57
East Anglia 3	1372.34	37.35/54.23	158.90	39.30
Hornsea 3	2852.00	37.35/54.23	1080.00	43.74

来源：英国政府，国金证券研究所；注：未进行通胀化计算

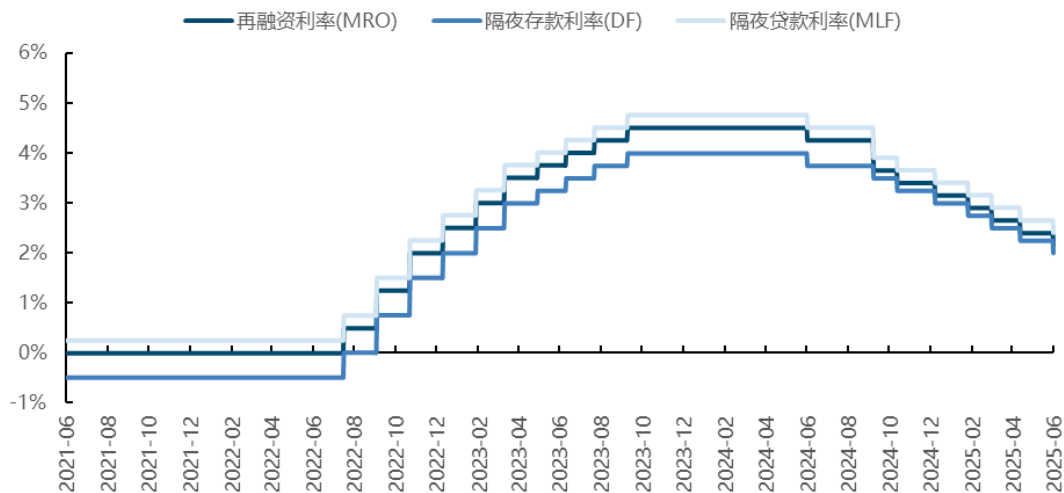
来源：英国政府，国金证券研究所；注：未进行通胀化计算

- **利率：**2024年以来，欧洲央行连续宣布多轮降息，从基准利率来看，截至6月12日，



欧洲三大基准利率再融资利率 (MRO)、隔夜存款利率 (DF)、隔夜贷款利率 (MLF) 分别为 2.15%/2.00%/2.35%，较 2023 年的最高点分别回落 2.35/2.00/2.35pct，带动项目贷款利率大幅下降。

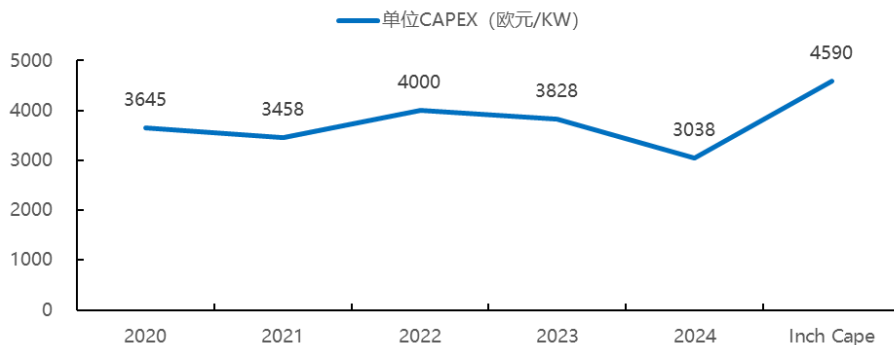
图表5：2024 年以来欧洲央行多次下调基准利率，海风项目贷款利率压力逐步放缓



来源：iFind，国金证券研究所

- **资本开支：**受欧洲本土钢板等原材料上涨及供应链压力影响，2022 年以来海风项目成本中风机、单桩价格有所上涨，项目资本开支有所承压。根据国投电力公告披露，2025 年 1 月完成最终投资决策的英国 Inch Cape 项目动态总投资为 41.66 亿英镑，对应单位资本支出约 4590 欧元/kW，仍然处于较高水平。

图表6：2025 年完成投资决策的 Inch Cape 项目单位资本开支仍处较高水平



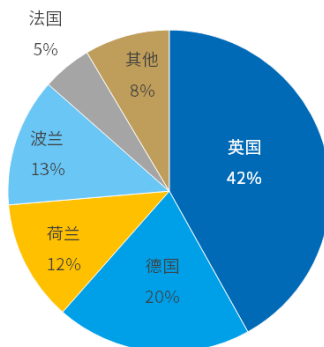
来源：Wind Europe、国投电力公司公告，国金证券研究所

注：2024 年单位 CAPEX 大幅下降主要由于当年 FID 的项目均不需要投资建设输电系统，因此单位资本开支相对较低

中短期欧洲海风装机地区集中度高，且主要国家均有明确并网节点限制。据 Wind Europe，2025-2030 年并网的欧洲海风项目主要集中在英国、德国、荷兰、波兰及法国这五个国家，共计占比超 90%。从这五个国家针对海风项目的招投标规则来看，存量的签约项目均有设置明确的推进/并网节点，部分国家如德国、荷兰针对未完成节点设置有明确惩罚措施。



图表7：2025-2030 年欧洲海风开发以英、德、荷、波、法国五国为主



来源：Wind Europe，国金证券研究所测算

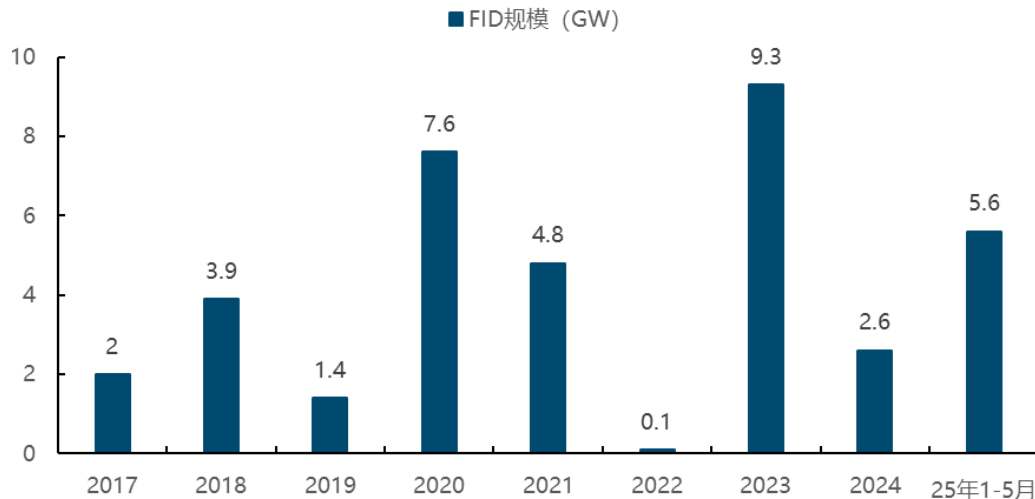
图表8：英国、波兰、德国、荷兰、法国对海风项目并网节点有明确要求

国家	针对并网节点要求及相关惩罚
英国	目标并网窗口结束后 2 年内未并网将面临 CfD 合同终止的惩罚，且开发商将在后续若干轮次招标中被排除
波兰	中标后 7 年内必须首次并网发电
德国	项目中标后需缴纳 1-2 亿欧元/GW 的保证金，若未按期完成项目相关推进节点，则需要缴纳相应罚金
荷兰	需在政府规划的并网期限内并网，若未在规定期限内投运，一次性罚款 20 万欧元；若仍未投运，每逾期一个月罚 20 万欧元
法国	未按期限完成并网的项目需缴纳罚金

来源：欧盟委员会、Wind Europe、英国政府等，国金证券研究所

2025 年 1-5 月最终投资决策规模大幅提升，验证行业需求景气。最终投资决定（Final Investment Decision, FID）是指项目开发商在完成所有必要的可行性研究、环境评估、融资安排、合同签订和监管审批后，正式决定投入资金建设项目的关键决策点，完成最终投资决策意味着项目从规划阶段正式进入实际建设阶段。根据 Wind Europe 统计，2025 年 1-5 月完成最终投资决策的欧洲海风项目共计 5.6GW，较 2024 年全年提升 107%，验证收益率回暖及并网节点临近背景下欧洲海风需求景气回升趋势。

图表9：25 年 1-5 月欧洲海风项目 FID 规模较 24 年全年提升 107%，验证需求景气向上



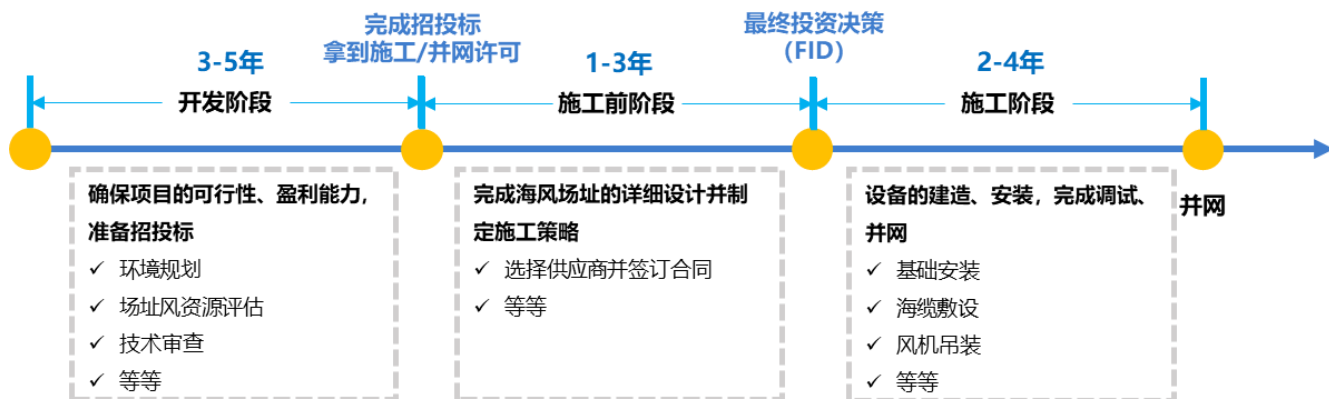
来源：Wind Europe，国金证券研究所



1.2 项目并网节点临近，基础需求有望放量

欧洲海风项目推进可以分成开发、施工前、施工三个阶段，其中基础供应商签约主要在项目完成最终投资决策之前的施工前阶段进行。考虑到项目从 FID 结束开始施工到并网大约需要 2-4 年时间，因此项目完成基础供应商确认至少需要提前并网节点 3-4 年。

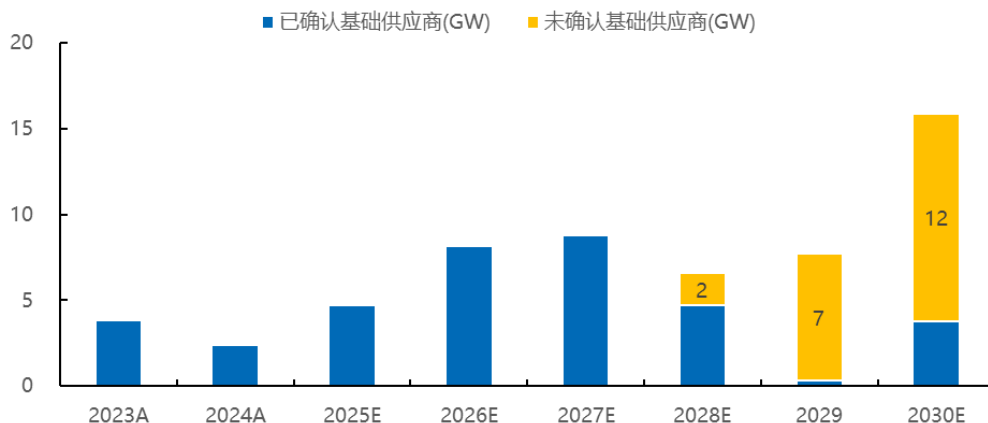
图表10：欧洲海风项目建设周期约 2-4 年，基础等重要部件供应商确认至少需提前并网节点 3-4 年



来源：Iberdrola，国金证券研究所

我们对欧洲各海风项目当前进度、并网节点及是否已确认基础供应商进行梳理，统计得到 2025-2030 年欧洲海风项目未确认基础供应商的项目规模合计约 21GW。

图表11：2025-2030 年并网项目中未确认基础供应商的项目规模合计约 21GW

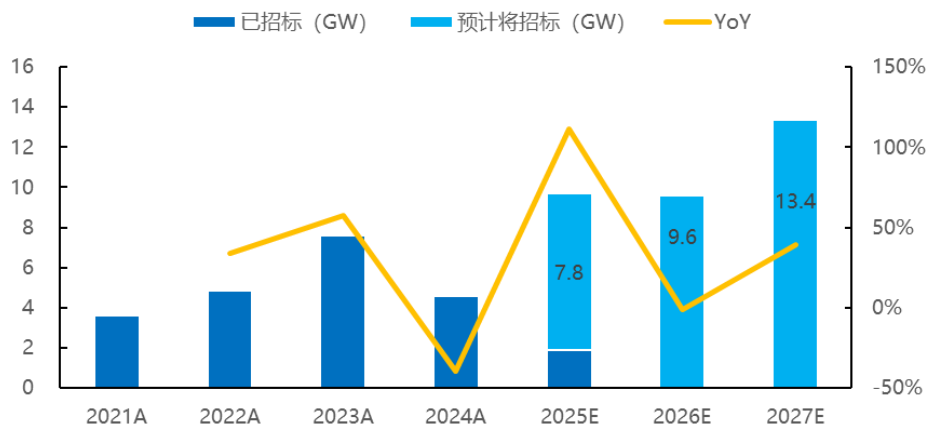


来源：各项目官网、英国政府等，国金证券研究所预测

考虑到项目建设周期主要与项目规模成正相关关系，参考过去两年内招标基础的海风项目，我们假设项目规模小于 1GW 的海风项目提前 3 年完成基础供应商确认，大于等于 1GW 的项目提前 4 年完成确认，最终统计得到 2025-2027 年欧洲海风项目单桩招标规模分别为 9.7GW（其中 1.9GW 已于 2025 年 1-5 月确认供应商）/9.6GW/13.4GW，分别同比+111%/-1%/39%。



图表12：预计 2025-2027 年欧洲海风基础招标规模分别为 9.7/9.6/13.4GW



来源：各项目官网、英国政府等，国金证券研究所预测；注：锁产协议不计入招标规模

图表13：我们统计将在 25 年 6-12 月完成基础供应商确认的项目共计 7.8GW

国家	海风项目	项目容量 (MW)	业主	计划并网时间
德国	Waterekke (N-9.3)	1500	Luxcara	2029 年
德国	Gennaker	945	Skyborn	2028 年
荷兰	IJmuiden Ver WFS Alpha	2000	SSE & AGP	2029 年
荷兰	IJmuiden Ver WFS Beta	2000	Vattenfall & CIP	2029 年
波兰	F.E.W. Baltic II	350	RWE	2028 年
波兰	BC-Wind	399	Ocean Winds	2028 年
法国	Dunkerque	600	EDF、Enbridge、Innogy	2028 年

来源：各项目官网、法国政府等，国金证券研究所预测

二、供应地位不断提升，公司欧洲基础市占率有望持续向上

公司是目前国内唯一一家实现多个欧洲海风项目单桩交付的海工装备企业。根据我们对 2022-2024 年欧洲市场各海工装备企业实际接单量（不考虑锁产）的统计，公司作为非欧洲本土制造企业实现约 20% 的市占率，仅次于龙头 Sif。随着公司新增产能逐步释放以及早期前瞻布局的低碳制造取得认证突破，我们看好公司市占率持续向上。

图表14：公司是目前国内唯一一家实现多个欧洲海风项目单桩交付的海工装备企业

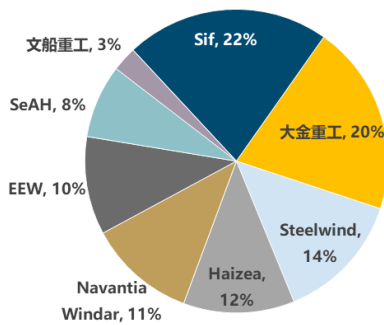
公告日期	国家	海风项目	项目规模 (MW)	招标方	中标内容
2022 年 5 月	英国	Moray West	882	Ocean Winds	单桩
2022 年 10 月	法国	NOY	496	Ocean Winds 财团	单桩
2023 年 5 月	丹麦	Thor	1008	RWE	单桩
2023 年 12 月	德国	Nordseecluster	1560	RWE	单桩
2024H1	英国	Inch Cape	1080	国投电力 & ESB	单桩
2024 年 4 月	-	未公开披露	-	-	40 万吨单桩锁产协议
2024 年 9 月	-	未公开披露	-	-	单桩
2025 年 3 月	-	未公开披露	-	-	单桩
2025 年 5 月	-	未公开披露	-	-	单桩

来源：公司公告、公司公告、龙船风电网、公司官网，国金证券研究所



图表15：欧洲基础参与方包含本土企业及国内出海企业

图表16：2022-2024 年公司在欧洲单桩市场市占率约 20%

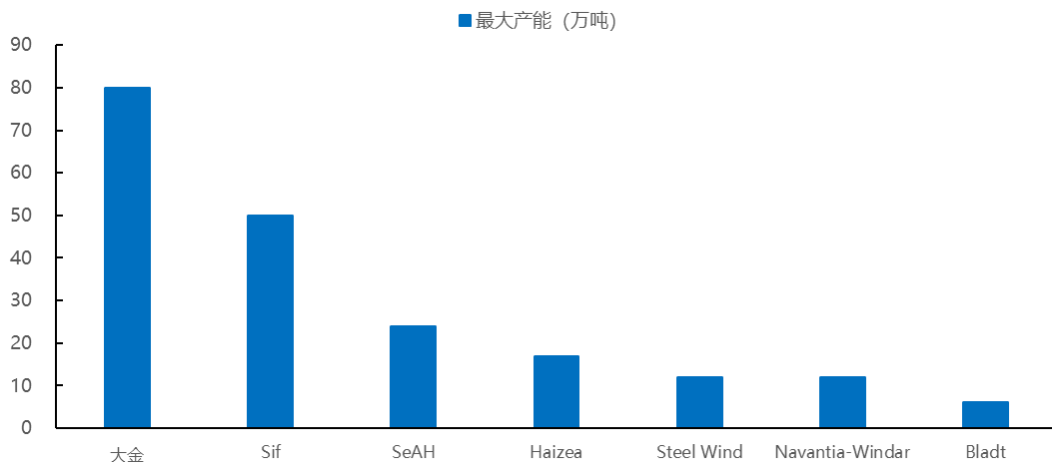


来源：各公司官网，国金证券研究所

来源：各公司官网、公司公告，国金证券研究所统计计算

边际变化一：扩产逐步落地，迎合欧洲项目大型化、规模化开发趋势。公司目前出口海工产能约 30 万吨/年，随着 2H25 唐山曹妃甸基地逐步投产，最大年产能将会提升至 80 万吨/年。考虑到欧洲海风项目开发呈现明显的规模化趋势（前文统计 25 年预期基础招标的项目中 4 个为 GW 级海风项目），单个项目的单桩需求可达 10-30 万吨水平，对供应商的产能规模提出一定要求。公司唐山基地产能扩容后有望有效满足欧洲项目规模化带来的大订单需求，强化公司对于较大项目的拿单能力。

图表17：唐山曹妃甸基地投产后公司出口海工产能达 80 万吨/年

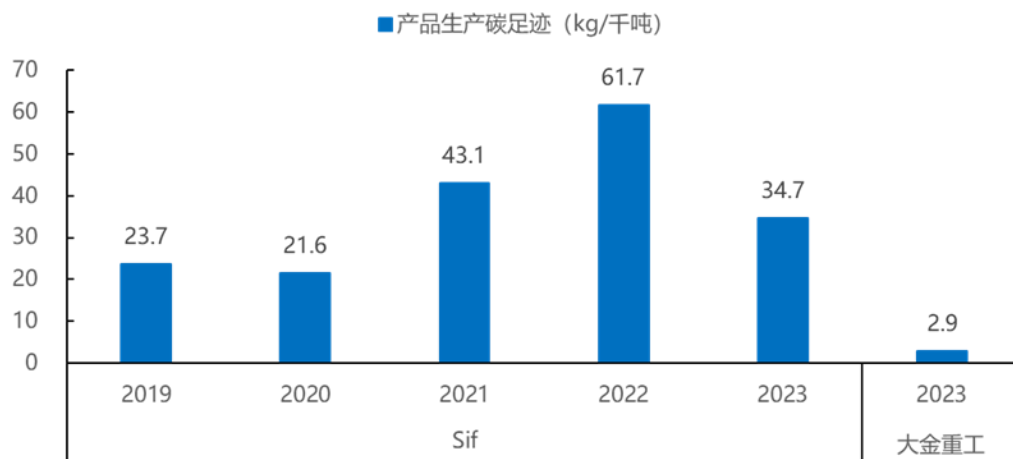


来源：大金重工业绩演示材料，国金证券研究所

边际变化二：前瞻布局绿色制造，首获 SBTi 认证强化拿单能力。为了适配欧洲持续推进的绿色低碳制造要求，公司较早布局绿色制造，子公司蓬莱大金早在 2023 年即实现经营活动碳达峰，并在 2024 年实现碳排放达峰。根据公司公告，2023 年公司单桩生产碳足迹不足欧洲本土单桩龙头 Sif 的十分之一，低碳制造领先优势明显。



图表18: 大金重工产品碳足迹大幅低于欧洲本土单桩龙头



来源: sif 年报、大金重工公司公告, 国金证券研究所; 注: Sif 产品为单桩+过渡段, 大金重工产品为单桩

2024 年, 公司成立绿钢专项工作小组, 走访国内多家主流钢厂, 调研国内钢厂绿钢及双碳规划, 与 2 家知名钢厂签署绿钢战略框架协议, 积极主动打造国际风电绿色供应链, 进一步降低风电产品碳足迹。

图表19: 公司与南钢股份达成绿钢战略合作



图表20: 公司与宝钢股份达成绿钢战略合作



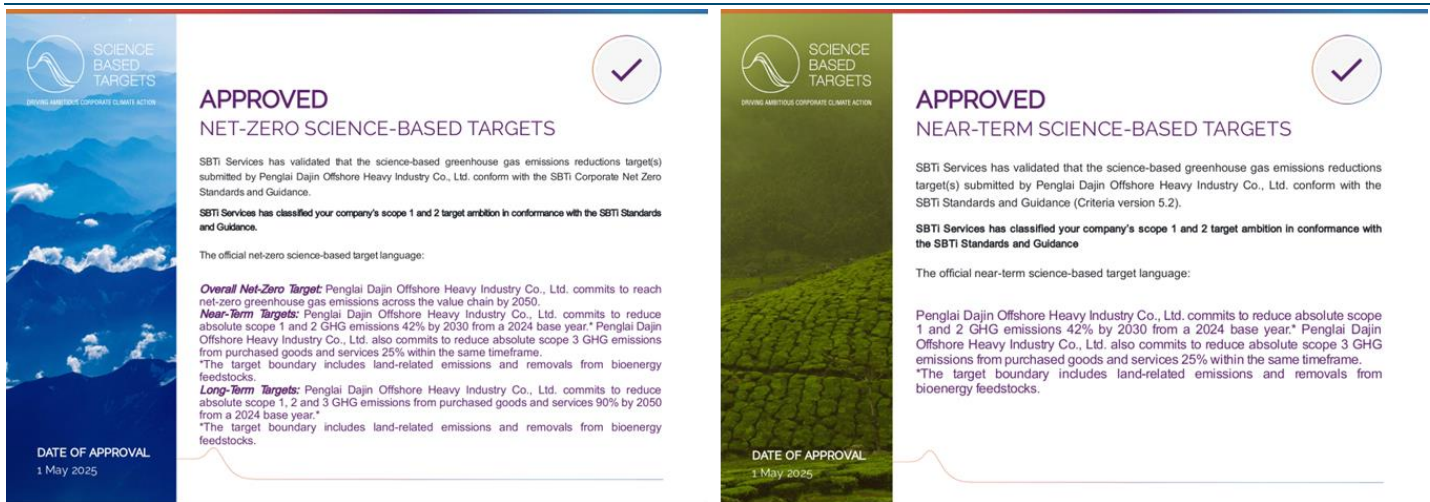
来源: 公司公众号, 国金证券研究所

来源: 公司公众号, 国金证券研究所

2025 年 5 月, 公司子公司蓬莱大金正式收到科学碳目标倡议 (Science Based Targets initiative, 简称 SBTi) 审核通过的通知, 成为全球首家通过 SBTi 审核、并设定科学碳减排目标的风电海工基础装备企业。今年英国 AR7 (第七轮差价合约分配) 新增清洁工业奖金 (CIB), 中标海风项目采用 SBTi 审核通过的供应商有望获得每 GW 2700 万英镑的额外补贴。考虑到公司目前是全球唯一通过该审核的海工企业, 我们认为公司或有望在今年 AR7 中标海风项目中实现较大幅度的份额扩张。



图表21：公司是目前全球唯一一家获得 SBTi 审核认证的海工装备企业，有望在英国 AR7 中标项目中实现份额扩张

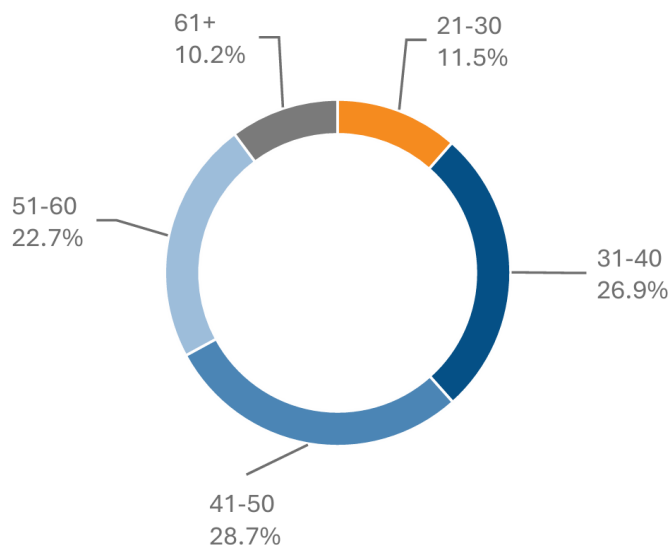


来源：公司公众号，国金证券研究所

边际变化三：欧洲本土企业受劳动力供给、风机大型化影响产能利用率及接单能力承压，尾部企业或有望出清

- **劳动力：**根据 Sif 2023 年年报披露，为了保证 2024 年投产的新产能顺利运行，公司需要招聘 150 名新的固定员工，但由于单桩制造对员工的生产经验有一定要求，实际能满足要求的劳动力较少。截至 2024 年底，年龄在 40 岁以上的员工占 Sif 固定员工总人数的 62%，其中 50 岁以上的老龄劳动力占固定员工的 33%，侧面反映出欧洲本土紧张的劳动力关系。

图表22：截至 2024 年底，年龄在 40 岁以上的员工占 Sif 固定员工总人数的 62%



来源：Sif 2023 年年报，国金证券研究所

- **大型化下扩产难度加大：**根据 Sif 官方网站披露，2024 年扩建后的生产设备将每周输出 4 根单桩，配套 15-18MW 的风机，对应年配套风电装机约为 3.0-3.6GW。但如果相同的资本开支用来扩建 11MW 级的单桩生产平台，则将产生每周 10 根单桩的产量，对应年配套风电装机 5.5GW，随着风机大型化占比逐步提升，单桩产能的扩建难度也会相对提升。

2025 年 4 月，欧洲本土单桩制造企业 CS Wind (Bladt) 宣布由于新增单桩订单严重不足将进行大规模的裁员。从 CS Wind 产能来看，具备单桩生产能力的丹麦工厂年产能仅 6 万吨，并且自 2021 年后便再无单桩订单签约，在单桩大型化及项目规模化的背景下，欧洲本土尾部企业订单获取难度明显升级。


图表23：欧洲本土三四线单桩企业 CS Wind 自 2021 年后无新增单桩订单

公告日期	海风项目	项目规模 (MW)	项目业主	中标内容
2021 年 11 月	Vesterhav Syd	168	Vattenfall	20 件过渡件
	Vesterhav Nord	176		21 件过渡件
2021 年 9 月	Gode Wind 3	242	Ørsted	41 根单桩
	Borkum Riffgrund 3	900		
2021 年 11 月	CVOW	2600	Dominion Energy	176 件过渡件
2025 年 1 月	Nordlicht 1&2	1610	Vattenfall&BASF	112 件过渡件

来源：公司官网，国金证券研究所

综合以上分析，我们认为公司在欧洲单桩市场的市占率有望逐步提升。我们假设以下三种情形对公司后续单桩获取订单进行测算：保守（公司市占率持平 22-24 年综合水平，维持在 20%）、中性（公司市占率略有提升至 25%）、乐观（参考唐山基地投产后产能份额接近 40%，乐观预期公司市占率大幅提升至 30%）。预计 2025 年公司新签单桩订单规模约 29-44 万吨；在乐观情形下，25 年/26 年/27 年公司海工订单获取规模将达到 44/43/60 万吨。

图表24：乐观情形下，25-27 年公司欧洲单桩订单获取规模将达到 44/43/60 万吨

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
单桩预计招标规模 (GW)	7.6	4.3	9.7	9.6	13.4
大金重工市占率-保守	27%	10%	20%	20%	20%
新签订单量 (GW)	2.1	0.4	1.9	1.9	2.7
新增订单量 (万吨)			29.1	28.8	40.1
大金重工市占率-中性	27%	10%	25%	25%	25%
新签订单量 (GW)	2.1	0.4	2.4	2.4	3.3
新增订单量 (万吨)			36.4	36.0	50.1
大金重工市占率-乐观	27%	10%	30%	30%	30%
新签订单量 (GW)	2.1	0.4	2.9	2.9	4.0
新增订单量 (万吨)			43.7	43.2	60.2

来源：各项目官网、英国政府等，国金证券研究所测算；注：假设每 GW 海风需求 15 万吨单桩

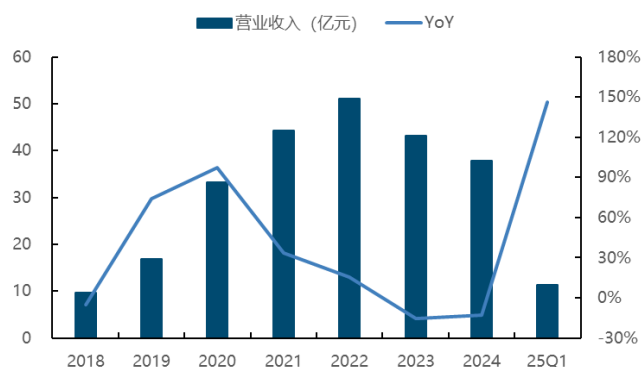
三、看好海外盈利向上，发电业务贡献额外弹性

3.1 欧洲大型化及工艺复杂化趋势凸显，看好海外单桩盈利维持较高水平

受益于欧洲海风高附加值订单交付，公司业绩实现大幅增长。根据公司公告，25Q1 实现营业收入 11.4 亿元，同比+146%，实现归母净利润 2.31 亿元，同比+335.9%，主要受益于海外高附加值订单交付以及一季度欧元大幅走强带来的汇兑收益有所增加。

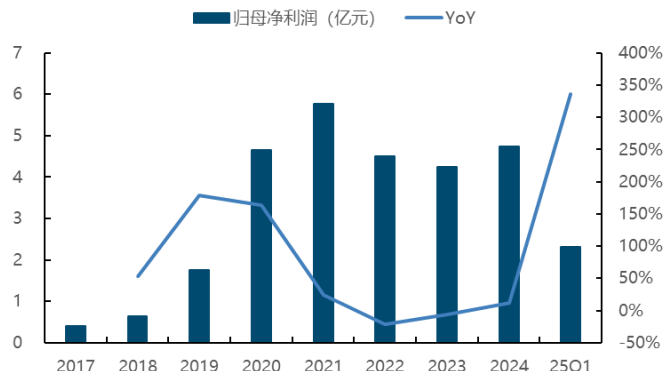


图表25: 25Q1 公司营业收入同比+146%



来源: iFinD, 国金证券研究所

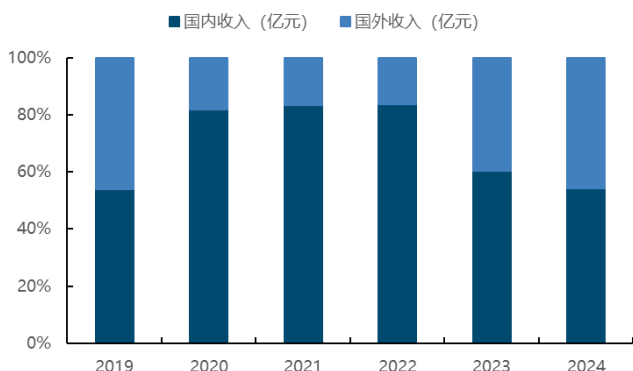
图表26: 25Q1 公司归母净利润同比+336%



来源: iFinD, 国金证券研究所

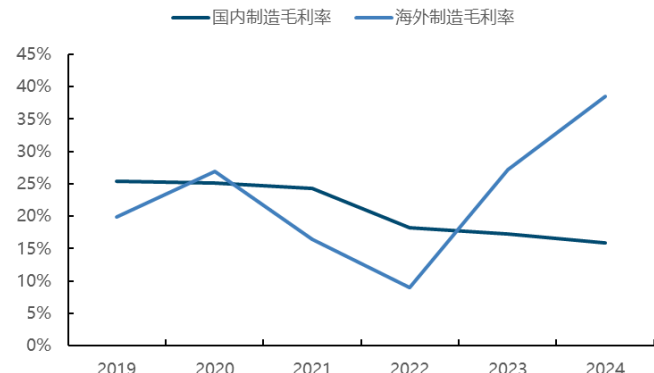
从收入结构看, 2024 年公司海外收入占总收入约 46%且主要以欧洲为主。早期公司出口产品主要为陆上钢塔, 2020 年受欧盟针对陆上钢塔的反倾销税调查影响后海外收入占比大幅下降, 随着公司欧洲海风业务开拓顺利(海风业务不受反倾销税影响), 2023-2024 年公司海外收入实现修复。盈利能力方面, 国内制造业务受行业竞争影响毛利率持续承压, 海外业务毛利率在 2020-2022 年有所下滑, 但随着 2023 年公司高盈利的海外海风订单逐步交付, 海外制造毛利率大幅提升至 38%。

图表27: 随着前期欧洲海风订单进入交付期, 公司海外收入占比持续提升



来源: iFinD, 国金证券研究所

图表28: 欧洲海风高盈利订单交付带动海外制造毛利率迅速提升



来源: iFinD, 国金证券研究所

欧洲海风大型化及单桩工艺复杂化趋势明显, 海外单桩盈利有望维持高盈利水平。公司交付单桩单根重量整体呈现上升趋势, 预计于今年交付的 Inch Cape 项目最大单根重量来到 2700 吨水平, 同时部分项目要求采用生产加工难度更高的 TP-less (无过渡段) 方案。大型化及工艺复杂化推动海外单桩订单单价持续上涨, 根据欧洲本土龙头 Sif 披露单桩销售价格, 2023-2024 连续两年实现上涨, 带动单吨盈利贡献保持提升。

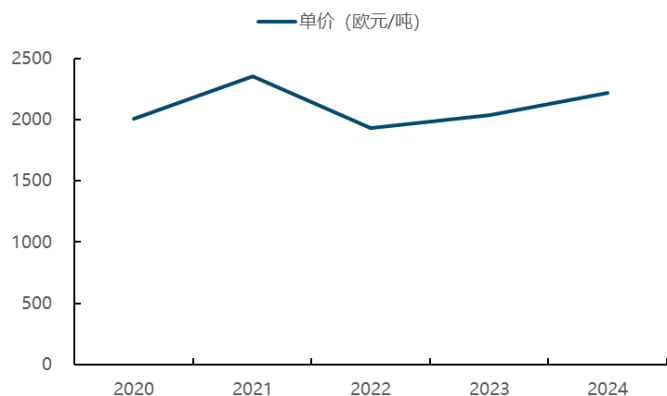
图表29: 公司交付的单桩项目大型化、工艺复杂化趋势明显

国家	项目	单机功率 (MW)	单桩直径 (米)	单桩重量 (吨/根)	特殊要求
法国	NOY	8	7	预计小于 1000	无
英国	Moray West	14	10	2000	无
丹麦	Thor	14	/	1500	TP-less
德国	Nordseecluster	15	/	1500	TP-less
英国	Inch Cape	15	最大 11.5	最大 2700	无

来源: 各项目官网, 国金证券研究所

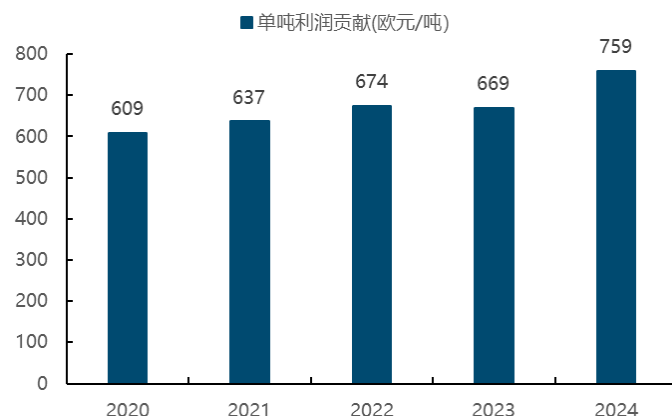


图表30: Sif 产品单价连续两年上涨



来源: Sif, 国金证券研究所

图表31: Sif 单吨利润贡献持续提升



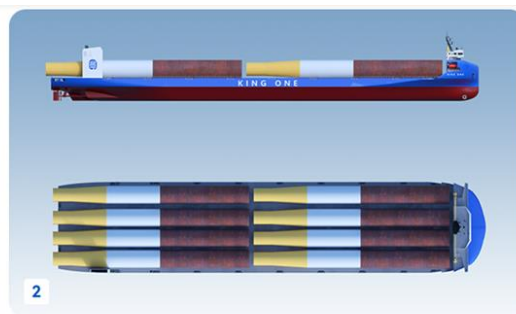
来源: Sif, 国金证券研究所

此外, 公司积极打造自有海工装备运输船, 随着海外交付模式升级、单位盈利有望向上。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, 交付模式逐步从提供产品制造的 FOB 模式 (在装运港货物越过船舷完成交货) 升级至提供制造+运输的 DAP 模式 (目的地交货), 提供的服务附加值进一步提高。目前一期自持的两条甲板驳船已经开始建设, 载荷等属性完全根据海工装备运输特点打造, 运输效率明显高于目前市场上使用的大型运输船, 其中 KING ONE 设计载荷 5 万吨, KING TWO 设计载荷 6 万吨, 预计将于 2025 年实现交付。随着公司自建驳船陆续下水组成自有运输船队, 有望延伸单个订单的服务内容, 提高订单附加值。

图表32: 公司首艘甲板驳船完全根据海工装备运输打造, 订单附加值有望进一步增加



1 超强甲板载荷, 解决超重单桩和大型海塔立式发运的甲板承载力问题, 减少总运输成本。



2 超长超宽甲板大大加大直径风机基础桩的单航次装载量, 减少总运输成本。



3 超强压载能力, 大大降低部分港口潮差大对装卸货的限制。



4 双桨双舵, 提供足够动力冗余, 确保船期和航行安全, 保证产品安全如期交付。

来源: 公司官网, 国金证券研究所

3.2 国内业务: 陆塔业务逐步收缩, 电站项目推进有望贡献额外业绩弹性

通过产能投资及与地方政府合作, 公司获取了多个新能源项目开发指标。目前公司在手新能源项目共计 4 个, 其中阜新彰武西六家子风电场于 2023 年二季度实现并网发电; 唐山



曹妃甸十里海 250MW 渔光互补光伏项目于 2025 年 5 月底前实现并网发电，2025 年逐步贡献收益；唐山曹妃甸风电项目及唐山丰南风电项目共计约 950MW，处于前期建设手续办理过程，预计将于 2026 年下半年并网。

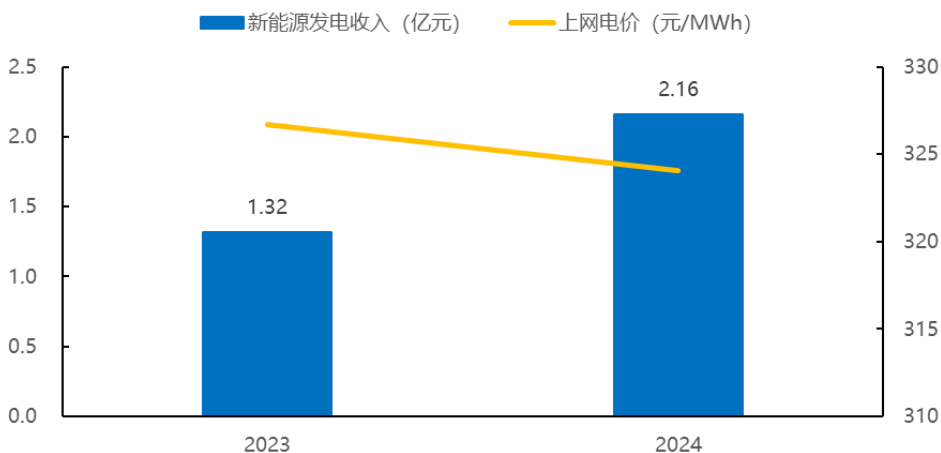
图表33：公司后续近 1GW 风电项目预计将于 2026 年下半年并网

技术类型	项目名	项目规模 (MW)	目前进度
风电	阜新彰武西六家子风电场	250	2023Q2 并网发电
光伏	唐山曹妃甸十里海渔光互补项目	250	2025H1 已实现全容量并网
风电	唐山曹妃甸区风电项目	700	办理前期建设手续，预计 2026H2 并网
风电	唐山丰南风电项目	250	办理前期建设手续，预计 2026H2 并网

来源：公司公告，公司公众号，国金证券研究所

风电场盈利水平良好，随着新项目并网有望贡献额外业绩弹性。2024 年公司实现新能源发电收入 2.16 亿元，同比+64%，平均上网电价为 324 元/MWh，同比基本持平。此外，根据公司公告，阜新彰武风电场项目公司 2024 年实现净利润 1.66 亿元，同比+47%，业绩贡献明显。考虑到唐山曹妃甸十里海渔光互补项目并网在“531”节点前，我们预计盈利水平将同样保持较好水平。

图表34：2024 年新能源发电收入同比+64%，上网电价基本保持稳定

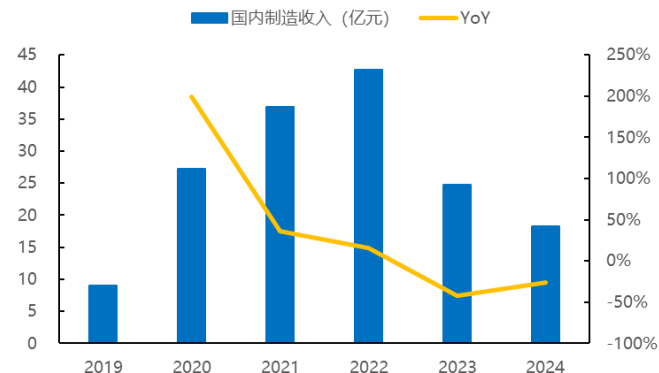


来源：公司公告，国金证券研究所

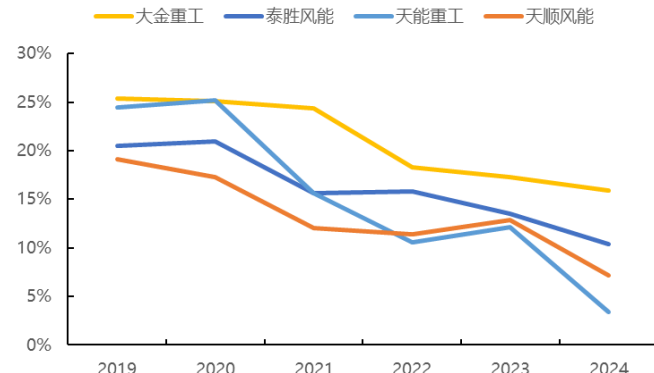
国内塔桩市场竞争较为激烈，塔筒招标价格逐年下降，头部塔桩企业盈利能力持续下降，为了防范国内业务低价竞争带来的经营风险，公司自 2023 年以来主动降低了收益率低的陆上产品规模，战略重心逐步转向盈利、格局、壁垒较好的海外市场。2024 年公司国内制造业务实现营业收入 18.3 亿元，同比下降 26%。

图表35：2024 年国内制造端收入同比下降 26%

图表36：国内塔桩竞争激烈，头部企业毛利率持续下滑



来源：iFind，国金证券研究所



来源：iFind，国金证券研究所；注：大金-国内制造毛利率，泰胜-国内业务毛利率，天能-风电装备毛利率，天顺-风塔业务毛利率



四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们预计 25/26/27 年公司营业收入分别为 58/73/95 亿元, 同比+54%/+26%/+29%, 25/26/27 年公司实现归母净利润 9.6 亿/13.0 亿/18.3 亿元, 同比+102%/+36%/+41%, 对应 EPS 为 1.50/2.04/2.87 元。

风电装备-海外:

- **收入:** 受益于欧洲海风景气上行及 23、24 年签单陆续进入交付阶段, 我们认为 25-26 年海外塔桩收入有望保持较快增速, 参考我们前文对 25 年中标量的分析, 中性假设情形下, 25 年签单量约 36 万吨, 有望驱动 27 年海外收入继续保持增长。预计 25/26/27 年公司营业收入 41.4/57.0/72.6 亿元, 同比增长 138.9%/37.7%/27.4%。
- **毛利率:** 公司欧洲海工产品盈利较好, 且考虑到随着欧洲海风市场整体单桩大型化及工艺复杂化趋势明显, 看好海外单桩产品盈利维持较高水, 预计 25/26/27 年风电塔桩毛利率为 35.5%/34.7%/33.8%。

风电装备-国内:

- **收入:** 国内塔桩市场竞争较为激烈, 塔筒招标价格逐年下降, 头部塔桩企业盈利能力持续下降, 为了防范国内业务低价竞争带来的经营风险, 公司自 2023 年以来主动降低了收益率低的陆上产品规模。预计 25/26/27 年公司营业收入 41.4/57.0/72.6 亿元, 同比增长 138.9%/37.7%/27.4%。
- **毛利率:** 公司欧洲海工产品盈利较好, 且考虑到随着欧洲海风市场整体单桩大型化及工艺复杂化趋势明显, 看好海外单桩产品盈利维持较高水, 预计 25/26/27 年风电塔桩毛利率为 35.5%/34.7%/33.8%。

新能源发电业务:

- **收入:** 公司目前共有两个已并网新能源电站, 其中阜新彰武风电场于 2023 年并网, 十里海渔光互补项目于 2025 年 5 月全容量并网; 公司于 2024 年在唐山取得两个风电项目指标, 目前正处于前期建设手续办理的阶段, 预计 2026 年下半年并网。参考各项目当地的风光年利用小时数及电价水平, 预计 25/26/27 年新能源发电业务收入为 2.9/3.9/9.8 亿元, 同比增长 33.5%/35.1%/151.7%。
- **毛利率:** 阜新彰武风电场及十里海渔光互补项目均为“531”节点前并网的存量项目, 预计电价将维持较好水平, 目前正在推进的 2 个唐山风电项目并网后预计将全面入市, 我们判断电价会有小幅下降, 带动公司新能源发电业务毛利率略有下降, 预计 25/26/27 年新能源发电业务毛利率为 78.5%/74.2%/71.4%。

期间费用率: 考虑到公司海外收入占比持续增加, 且海外费用率相对较高, 预计销售、管理费用率小幅提升, 我们预计 25-27 年销售费用率为 2.5%/2.5%/2.5%, 管理费用率为 7%/7%/7%、研发费用率为 5%/5%/5%。

图表37: 公司各业务收入盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
风电塔桩-海外					
收入 (百万元)	1715	1733	4140	5700	7264
YoY	104.6%	1.1%	138.9%	37.7%	27.4%
毛利率	27.2%	38.5%	35.5%	34.7%	33.8%
风电塔桩-国内					
收入 (百万元)	2479	1831	1400	1260	1260
YoY	-40.3%	-26.1%	-23.5%	-10.0%	0.0%
毛利率	17.3%	15.9%	17.0%	17.0%	17.0%
新能源发电					
收入 (百万元)	132	216	288	389	979
YoY	0.0%	63.9%	33.5%	35.1%	151.7%



	2023	2024	2025E	2026E	2027E
上网电价（元/MWh）	327	324	320	309	284
售电量（TWh）	403	666	900	1260	3445
毛利率	89.7%	78.5%	78.5%	74.3%	71.4%

来源：公司公告，国金证券研究所预测

4.2 投资建议及估值

我们选取同为海风基础供应商的海力风电、天顺风能以及同样具备欧洲出口能力的东方电缆作为可比公司，可比公司 26 年 PE 估值为 14x。考虑到公司 25 年欧洲海风单桩订单具备较强超预期可能，有望驱动 27 年业绩继续保持高速增长，给予 26 年 20xPE，目标价 40.85 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表38：可比公司估值比较

代码	名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS					PE				
				2023	2024	2025E	2026E	2027E	2023	2024	2025E	2026E	2027E
603606.SH	东方电缆	341.79	49.70	1.45	1.47	2.50	3.25	3.85	34.18	33.90	19.90	15.29	12.91
301155.SZ	海力风电	153.98	70.83	-0.41	0.30	3.41	4.90	5.58	/	232.99	20.78	14.46	12.69
002531.SZ	天顺风能	127.94	7.12	0.44	0.11	0.43	0.58	0.74	16.09	62.57	16.70	12.23	9.65
平均值											19.12	14.00	11.75
002487.SZ	大金重工	195.98	30.73	0.67	0.74	1.50	2.04	2.87	46.10	41.36	20.47	15.04	10.70

来源：iFind，国金证券研究所；注：截至 2025 年 6 月 17 日收盘价，东方电缆及海力风电为国金证券研究所预测，天顺风能为 iFind 一致预期

五、风险提示

海风项目推进不及预期的风险：欧洲海上风电装机规模受政策、原材料价格、利率、电网、港口等因素影响，如果以上因素出现不利变化，则有可能制约欧洲海风项目需求释放，对海缆、单桩等环节的需求量产生影响；

国际贸易风险：虽然欧洲对中国风电相关产品已施加各种贸易壁垒，但不排除未来贸易限制进一步升级，可能会导致相关公司收入和利润受影响；

海风项目招标流标的风险：欧洲海风招标能否成功依赖于项目招投标规则是否根据市场环境制定，若招投标规则设置不合理，可能会导致招标流标，从而对远期欧洲海风需求产生一定影响；

汇率波动风险：随着海外需求逐步释放，相关公司收入中海外占比或将提升，若汇率大幅波动，可能会导致相关公司产生较高汇兑收益/损失，从而影响公司净利润。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	5,106	4,325	3,780	5,828	7,349	9,502
增长率		-15.3%	-12.6%	54.2%	26.1%	29.3%
主营业务成本	-4,252	-3,311	-2,652	-3,895	-4,871	-6,138
%销售收入	83.3%	76.6%	70.2%	66.8%	66.3%	64.6%
毛利	854	1,014	1,127	1,933	2,478	3,365
%销售收入	16.7%	23.4%	29.8%	33.2%	33.7%	35.4%
营业税金及附加	-18	-31	-29	-47	-59	-76
%销售收入	0.4%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-40	-70	-90	-146	-184	-238
%销售收入	0.8%	1.6%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%
管理费用	-119	-156	-227	-408	-441	-570
%销售收入	2.3%	3.6%	6.0%	7.0%	7.0%	7.0%
研发费用	-215	-256	-182	-291	-367	-475
%销售收入	4.2%	5.9%	4.8%	5.0%	5.0%	5.0%
息税前利润 (EBIT)	461	501	600	1,041	1,427	2,006
%销售收入	9.0%	11.6%	15.9%	17.9%	19.4%	21.1%
财务费用	-10	-64	-15	61	17	46
%销售收入	0.2%	1.5%	0.4%	-1.0%	-0.2%	-0.5%
资产减值损失	-18	-8	-115	-49	1	-6
公允价值变动收益	0	2	0	0	0	0
投资收益	63	9	10	10	10	10
%税前利润	12.0%	1.8%	1.9%	0.9%	0.7%	0.5%
营业利润	523	477	508	1,083	1,475	2,076
营业利润率	10.2%	11.0%	13.4%	18.6%	20.1%	21.8%
营业外收支	1	8	8	5	5	5
税前利润	524	485	516	1,088	1,480	2,081
利润率	10.3%	11.2%	13.6%	18.7%	20.1%	21.9%
所得税	-74	-60	-42	-131	-178	-250
所得税率	14.0%	12.3%	8.1%	12.0%	12.0%	12.0%
净利润	450	425	474	958	1,303	1,831
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	450	425	474	958	1,303	1,831
净利率	8.8%	9.8%	12.5%	16.4%	17.7%	19.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	450	425	474	958	1,303	1,831
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	99	111	261	221	206	239
非经营收益	-30	18	-49	11	9	0
营运资金变动	-407	254	397	-590	357	120
经营活动现金净流	112	809	1,083	600	1,874	2,190
资本开支	-686	-413	-839	-787	-436	-236
投资	0	-1,022	1,041	-240	0	0
其他	-5	20	16	10	10	10
投资活动现金净流	-691	-1,416	218	-1,017	-426	-226
股权募资	3,060	0	0	0	0	0
债权募资	548	-965	-171	71	-442	0
其他	-111	-45	-152	-84	-100	-123
筹资活动现金净流	3,498	-1,011	-324	-13	-543	-123
现金净流量	2,921	-1,674	935	-430	906	1,841

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,052	1,961	2,869	2,380	3,243	5,055
应收款项	2,500	1,992	1,667	2,127	2,481	2,947
存货	1,737	1,546	2,084	2,405	2,354	2,637
其他流动资产	701	1,795	1,115	1,301	1,569	1,931
流动资产	8,990	7,293	7,735	8,212	9,646	12,569
%总资产	79.8%	71.3%	66.9%	64.7%	67.1%	72.7%
长期投资	0	112	10	0	0	0
固定资产	1,944	2,402	3,017	3,563	3,773	3,758
%总资产	17.3%	23.5%	26.1%	28.0%	26.3%	21.7%
无形资产	225	270	260	347	383	418
非流动资产	2,269	2,931	3,827	4,490	4,724	4,731
%总资产	20.2%	28.7%	33.1%	35.3%	32.9%	27.3%
资产总计	11,259	10,225	11,562	12,702	14,370	17,300
短期借款	505	503	88	447	5	5
应付款项	2,237	1,760	1,929	2,676	3,344	4,215
其他流动负债	802	667	1,512	993	1,250	1,617
流动负债	3,544	2,930	3,528	4,116	4,600	5,838
长期贷款	394	0	265	265	265	265
其他长期负债	815	381	497	149	106	77
负债	4,752	3,311	4,290	4,530	4,971	6,179
普通股股东权益	6,507	6,914	7,272	8,172	9,398	11,121
其中：股本	638	638	638	638	638	638
未分配利润	1,973	2,377	2,731	3,631	4,857	6,580
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	11,259	10,225	11,562	12,702	14,370	17,300

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.706	0.667	0.743	1.501	2.043	2.871
每股净资产	10.203	10.842	11.403	12.814	14.737	17.438
每股经营现金净流	0.176	1.268	1.699	0.940	2.939	3.434
每股股利	0.028	0.182	0.080	0.090	0.120	0.170
回报率						
净资产收益率	6.92%	6.15%	6.52%	11.72%	13.86%	16.46%
总资产收益率	4.00%	4.16%	4.10%	7.54%	9.07%	10.58%
投入资本收益率	5.35%	5.93%	7.23%	10.31%	12.99%	15.49%
增长率						
主营业务收入增长率	15.21%	-15.30%	-12.61%	54.19%	26.10%	29.30%
EBIT 增长率	-32.19%	8.76%	19.70%	73.49%	37.11%	40.52%
净利润增长率	-22.02%	-5.58%	11.46%	102.07%	36.04%	40.55%
总资产增长率	69.31%	-9.19%	13.08%	9.86%	13.13%	20.39%
资产管理能力						
应收账款周转天数	103.2	143.4	141.9	100.0	90.0	80.0
存货周转天数	162.4	180.9	249.8	230.0	180.0	160.0
应付账款周转天数	34.4	57.0	91.1	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	74.4	132.1	223.0	172.5	157.2	124.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-48.46%	-35.60%	-34.60%	-20.40%	-31.63%	-43.02%
EBIT 利息保障倍数	46.5	7.8	41.2	-17.0	-85.0	-44.1
资产负债率	42.21%	32.38%	37.10%	35.66%	34.60%	35.72%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	5	25	44	55
增持	0	2	4	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.29	1.14	1.15	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究